“全球供应链”专题报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 全球供应链重构的方向和影响

全球供应链重构：中国制造企业的国际化契机

基本结论

- **疫情之下，全球供应链面临“生产停滞、运输延迟”两大冲击。**1）受疫情影响，部分企业停工停产，中间品生产停滞，无法满足下游的需求；2）部分国家实施封锁政策，物流延迟导致部分产品出现断供的情形。以汽车行业为例，在中国疫情爆发初期，中国的汽车零部件厂商受疫情影响推迟开工，由于零部件库存耗尽，韩国现代汽车今年 2 月 4 日宣布暂停所有在韩国的生产线。根据美国 ISM 调查数据显示，3 月初超过 80%的美国企业认为他们的供应链会受到疫情的冲击而中断，3 月底这一调查的比例上升到 95%。其中 38%美国企业的供应链冲击主要来自中国。

- **经过 30 年的快速发展，全球供应链贸易基本形成了以中国、美国、德国为核心的供应网络，其中中国以传统制造为主，美国以科技研发为主，德国以高端制造为主。**从全球中间品贸易来看，美国、中国和德国无论是贸易体量规模还是贸易伙伴数量都是位居前列。全球供应链经过 30 年的发展，产业链分工呈现高度精细化的态势。以苹果手机为例，苹果手机产业链前端的设计和芯片等核心环节均在美国本土，而中间零部件供应商则分散至日本、台湾、中国大陆和韩国等地区，最后的组装在中国大陆完成。

- **中美贸易战和疫情会加速全球供应链的多元化和分散化。**中美贸易战带来的地缘政治的不确定性会导致那些原本要从中国东部转移至西部的产业选择转移至东南亚国家，而疫情同时会引发对全球供应链集中带来的不稳定性的担忧。双重压力之下，全球供应链的多元化和分散化进程会有所加速。短期内中国的优势不会消退，比如完备的工业体系、完善的基础设施和稳定的政治环境。中长期来看，中国需要不断提升产业链的附加值，从制造大国向制造强国转型，在自动化生产等高端制造领域重新建立新的比较优势，这也契合十九大提出的高质量发展目标。

- **在成本效率和稳定性的权衡之下，未来全球供应链或呈现多中心化的格局，供应链网络围绕主要终端市场进行布局。**过去 30 年全球供应链发展的逻辑是降低成本和提高效率，但随着地缘政治和疫情的持续影响，未来全球供应链将在成本效率和稳定性之间作出权衡，可以预见的未来全球供应链将更加分散化，甚至出现多中心化的格局。未来供应链的趋势将是围绕终端市场布局，供应链靠近终端市场，一方面降低成本和提高效率，另一方面供应链和终端需求匹配度较高，供应网络相对更稳定。

- **即使未来全球供应链形成多中心化的格局，中国也会是其中的一个中心。**一方面，中国本土市场原本就是一个非常大的终端市场，围绕中国市场布局的供应链并不会大幅缩减；另一方面，中国作为制造业大国，过去 30 年积累的优势还依然会延续，当前全球供应链调整的做法普遍是“中国+1”，也就是除了中国的产线外，在其他国家也同时布局生产线以应对供应链过度集中在中国的脆弱性。

- **全球供应链重构背景下“海外扩张、国产替代”是未来中国制造企业必由之路。**长期来看，全球供应链分散化必将对我国产业产生一定的影响：1）在供应链分散化格局下，那些处在供应链中段的制造企业需要逐步布局海外市场以满足多元化的供应链需求。中国企业走出去步伐加快，特别是制造业企业成为跨国工厂；2）那些供应链依赖海外市场的本土产业，特别是高端科技行业，从供应链稳定性和安全性角度来看，国产替代是必由之路。

- **风险提示：**海外黑天鹅事件（主权违约、政治风险、中美经贸冲突再起等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、疫情后全球供应链重构的方向是分散化.....4
1.1 疫情之下，全球供应链面临“生产停滞、运输延迟”两大冲击.....4
1.2 全球供应链重构的方向是分散化.....5
二、以“中、美、德”为核心的全球供应链网络.....5
2.1 全球供应链历经 30 年快速发展.....5
2.2 当前全球供应链网络以“中、美、德”为中心.....6
三、全球供应链离得开中国吗？.....7
3.1 中国的三大优势造就当前全球供应链地位.....7
3.2 金融危机后中国部分产业链开始外迁至东南亚.....8
3.3 贸易战和疫情会加速全球供应链的多元化，但短期中国的地位不会变化9
四、全球供应链的未来何去何从.....9
4.1 成本效率与稳定性的权衡：未来全球供应链或将呈现多中心化格局.....9
4.2 全球供应链重构对中国的影响：海外扩张和国产替代大有可为.....10

图表目录

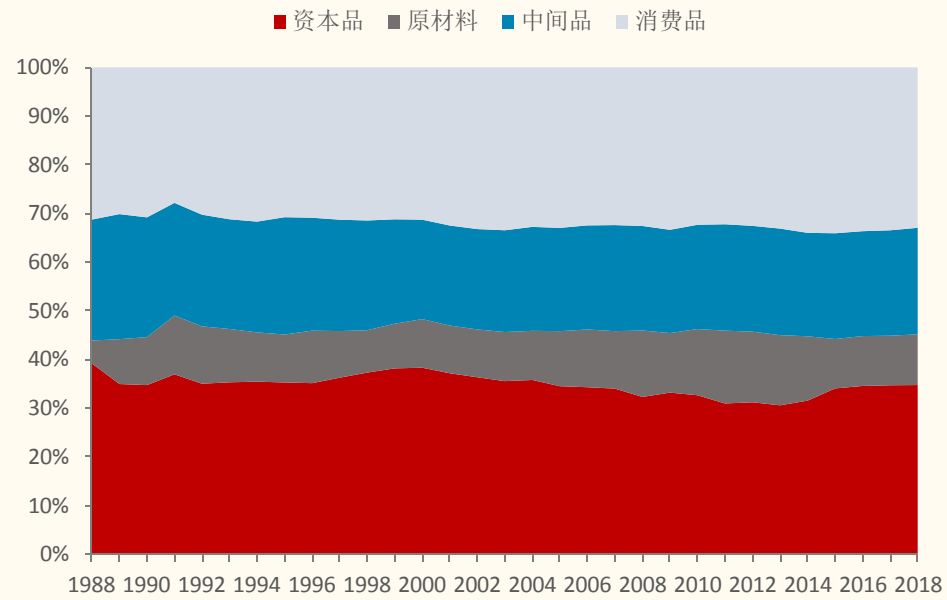
图表 1：全球贸易结构.....4
图表 2：美国企业供应链中断来自不同国家的分布（3 月底调查数据）.....5
图表 3：全球供应链贸易占全球贸易比重.....6
图表 4：全球中间品贸易网络：中、美、德“铁三角”.....6
图表 5：苹果手机供应链.....7
图表 6：主要国家制造业增加值占全球比重（2018 年）.....7
图表 7：中国铁路和公路里程.....8
图表 8：中国人口结构：劳动人口占比逐步下降.....8
图表 9：越南外商投资持续增长.....9
图表 10：供应链多中心化趋势.....10
图表 11：中国对外投资存量规模（万美元）.....11
图表 12：中国对外投资规模较大的行业.....11
图表 13：供应链依赖海外市场的行业.....12

一、疫情后全球供应链重构的方向是分散化

1.1 疫情之下，全球供应链面临“生产停滞、运输延迟”两大冲击

- **在疫情发生后，许多国家地区都实施了封锁政策，这使得全球供应链受到剧烈冲击，甚至出现断供的风险。**在全球化分工越来越精细的时代，稳定的供应链是许多行业和企业发展的基础。全球供应链经历了过去 30 年的快速发展，全球中间品贸易规模急剧上升。疫情冲击之下，企业停工停产，叠加许多国家和地区实施边境封锁，全球供应链基本处在停滞状态。

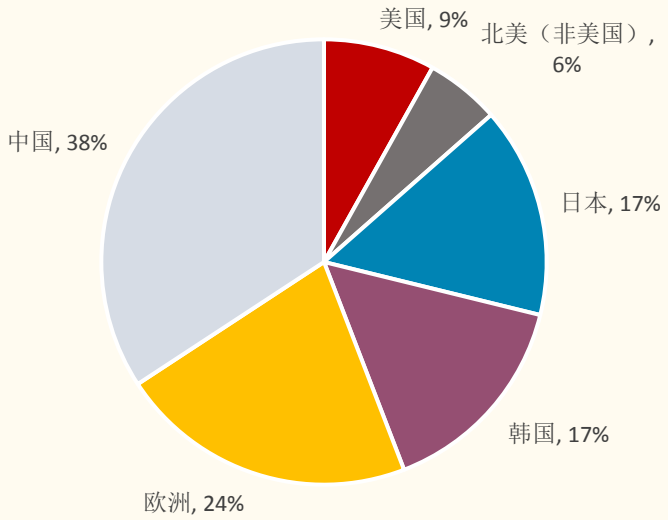
图表 1：全球贸易结构



来源：WITS、国金证券研究所

- **疫情之下，全球供应链面临中间品生产停滞和物流运输延迟的两大冲击。**1）受疫情影响，部分企业停工停产，中间品生产停滞，无法满足下游的需求；2）部分国家实施封锁政策，物流延迟导致部分产品出现断供的情形。以汽车行业为例，在中国疫情爆发初期，中国的汽车零部件厂商受疫情影响推迟开工，由于零部件库存耗尽，韩国现代汽车今年 2 月 4 日宣布暂停所有在韩国的生产线。根据美国 ISM 调查数据显示，3 月初超过 80%的美国企业认为他们的供应链会受到疫情的冲击而中断，3 月底这一调查的比例上升到 95%。其中 38%美国企业的供应链冲击主要来自中国。
- **供应链的脆弱性体现在链条上的任何一环都不可或缺，供应链的断裂也意味着现金流断裂。**供应链上产品的流动也意味着现金流的流动，供应链的断裂意味着上中下游企业现金流的断裂，这对于资金压力原本就较大的企业来说无疑是巨大的负面冲击。

图表 2：美国企业供应链中断来自不同国家的分布（3 月底调查数据）



来源：ISM、国金证券研究所

1.2 全球供应链重构的方向是分散化

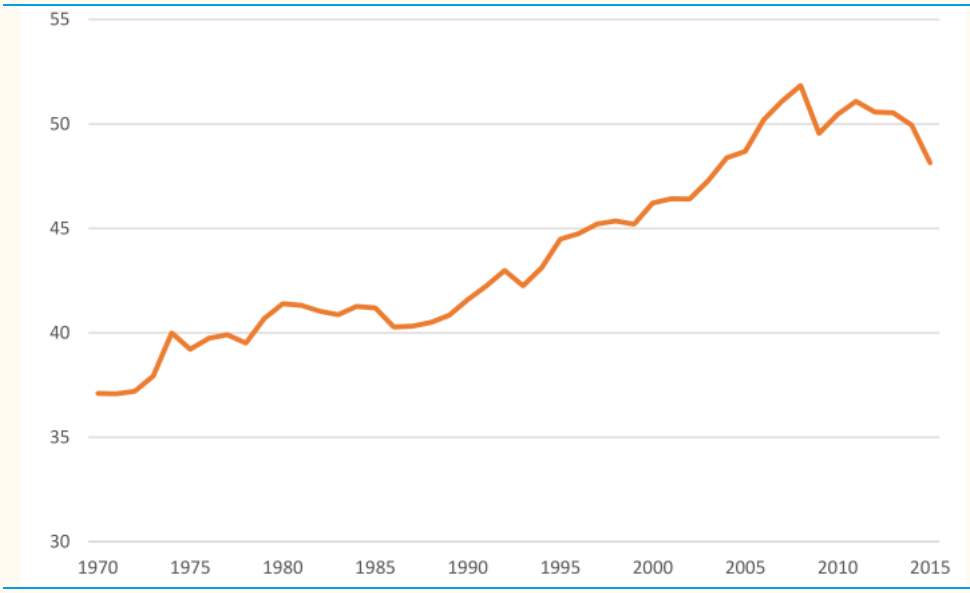
- **疫情对全球供应链的重大影响在于加速供应链的分散化。**疫情以来，供应链过度集中，特别是主要集中在中国，这引发了部分国家对供应链安全的担忧，以美国、日本为代表的国家纷纷提出供应链回迁本国和生产基地多元化的诉求。
- 具体而言，美国政府考虑采取税收激励和补贴的方式鼓动美国企业回迁本国。同时美国正积极推动建立“经济繁荣网络”联盟，这个联盟主要由美国、日本、澳大利亚、印度、韩国和越南等国组成，目的是重组国际供应链，摆脱对中国制造的依赖。除美国之外，日本政府也拟拨款 2435 亿日元帮助企业实现供应链多元化，其中 2200 亿日元用于资助日本企业将生产线回迁本国，235 亿日元用于资助日本企业将生产转移到其他国家以实现生产基地多元化。
- **供应链分散化的特征主要是：1）供应链集中的趋势逐渐转向多中心化；2）供应链将围绕终端需求市场分布。**

二、以“中、美、德”为核心的全球供应链网络

2.1 全球供应链历经 30 年快速发展

- **上世纪 60 年代到 90 年代，全球贸易分工还是以产业间垂直分工为主，是典型的“雁阵模型”。**也就是产业分工和转移发生在独立经济体中，其中东亚地区“日本—亚洲四小龙—中国沿海”的产业转移路径是“雁阵模型”典型代表。
- **90 年代以来，随着全球贸易分工越来越精细化，产品内分工开始迅速发展，也就是各经济体充分发挥自身比较优势，专注于产品生产链条的某个环节。**全球贸易模式由传统货物贸易转向供应链贸易，90 年代以来，一直到 2008 年全球金融危机前，全球供应链贸易占全球贸易的比重快速提升，比重由 90 年代初期的 40%左右上升到 50%以上。特别是中国加入 WTO 以来，中国逐渐成为世界工厂，全球产业链的中间环节聚集在中国，特别是中国沿海地区。
- **2008 年金融危机后，贸易保护和贸易争端不断，供应链贸易占全球贸易比重开始下降，全球供应链逐步出现多元化趋势。特别是在今年疫情冲击之下，供应链多元化的趋势或进一步加快。**

图表 3：全球供应链贸易占全球贸易比重

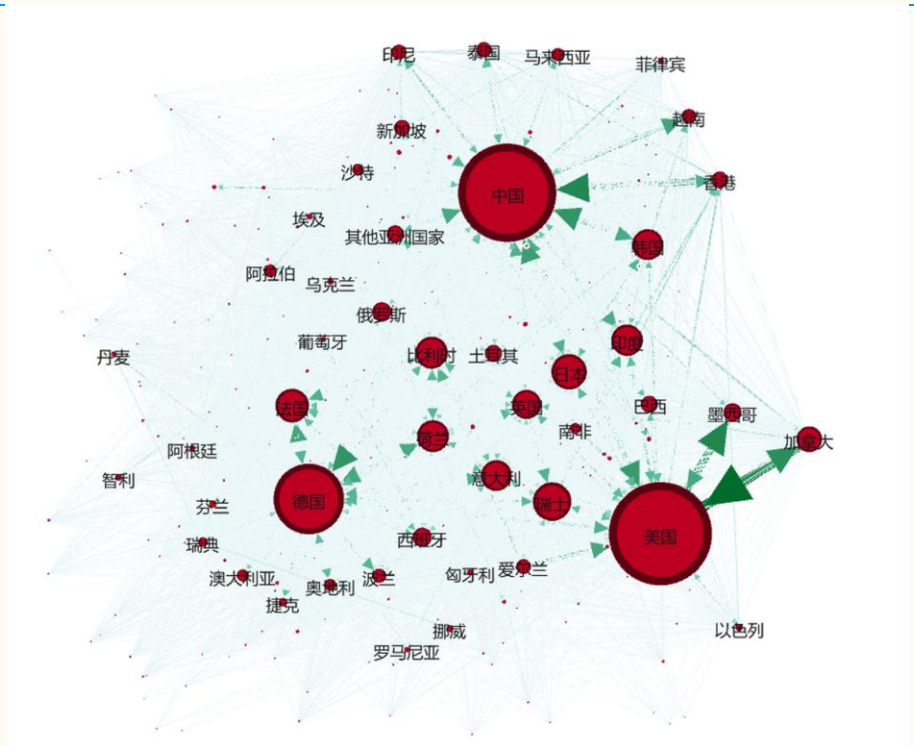


来源：世界银行、国金证券研究所

2.2 当前全球供应链网络以“中、美、德”为中心

- 经过 30 年的快速发展，全球供应链贸易基本形成了以中国、美国、德国为核心的供应网络，其中中国以传统制造为主，美国以科技研发为主，德国以高端制造为主。从全球中间品贸易来看，美国、中国和德国无论是贸易体量规模还是贸易伙伴数量都是位居前列。对于日本来说，尽管其贸易体量和经济体量也相对较大，但是从供应链贸易（即中间品贸易）的规模来看，日本规模还是相对比较小，和中国、美国和德国的体量差距还是较大。

图表 4：全球中间品贸易网络：中、美、德“铁三角”

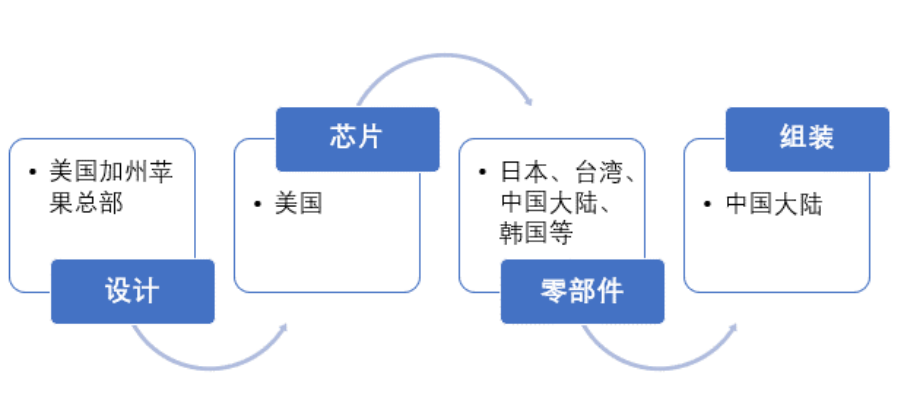


说明：1）箭头方向代表中间品贸易出口方向，箭头大小代表出口规模；2）每个圈代表一个国家地区，圈的大小代表中间品贸易规模大小。数据截止 2018 年

来源：WITS、国金证券研究所

■ **全球供应链经过 30 年的发展，产业链分工呈现高度精细化的态势。**以苹果手机为例，苹果手机产业链前端的设计和芯片等核心环节均在美国本土，其中设计由美国加州苹果总部完成，芯片主要供应商是高通等美国企业。而中间零部件供应商则分散至日本、台湾、中国大陆和韩国等地区，最后的组装在中国大陆完成。

图表 5：苹果手机供应链



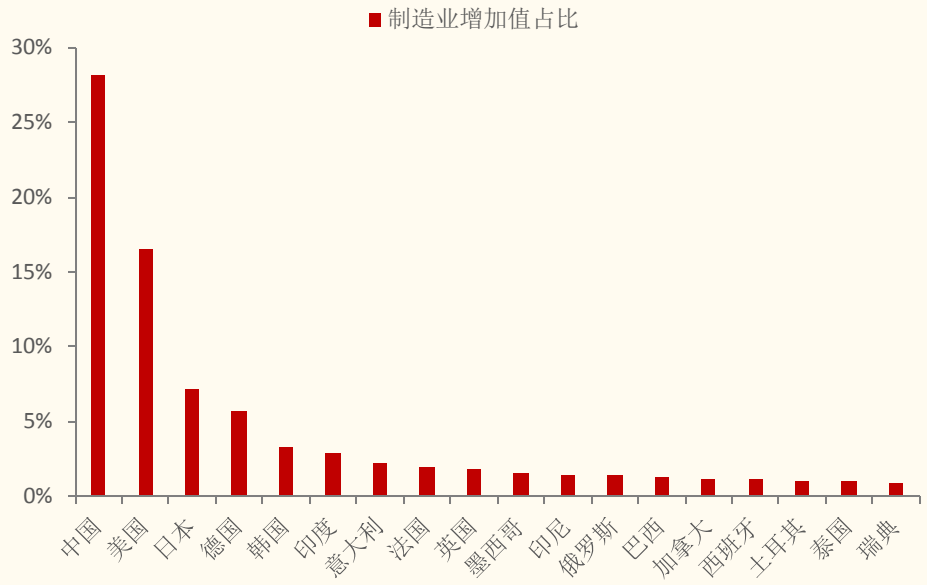
来源：国金证券研究所

三、全球供应链离得开中国吗？

3.1 中国的三大优势造就当前全球供应链地位

■ **中国具有完备的工业制造业体系，是全球唯一拥有全部工业门类的国家。**完备的工业体系意味着产业链布局的规模效应更为明显，特别是在产业聚集的情况下，成本优势更为显著。这是中国成为全球工厂和制造大国的基本条件，联合国数据显示 2018 年中国制造业增加值占全球的 28%，是名副其实的全球制造工厂。以特斯拉在上海设立工厂为例，设厂在上海的主要原因是上海汽车产业相对完备，供应链更为便捷。

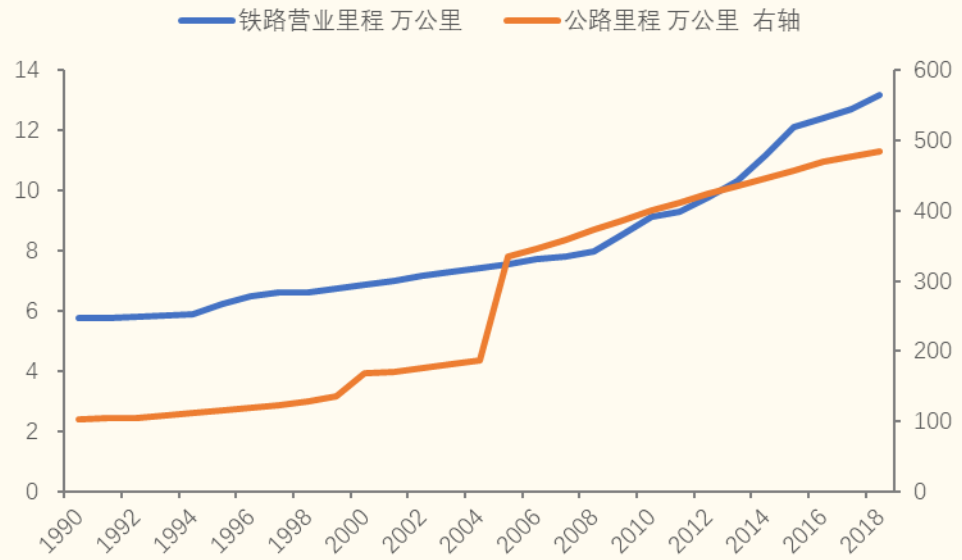
图表 6：主要国家制造业增加值占全球比重（2018 年）



来源：联合国、国金证券研究所

- **便捷的物流运输网络等基础设施是保证高效供应链的基础。**90 年代以来，中国基础设施建设持续提升，物流运输等基础设施有了极大的改善，铁路里程由 1990 年的 5.8 万公里增长到 2018 年的 13.2 万公里，公路里程由 1990 年的 102.8 万公里增长到 2018 年的 484.7 万公里。特别是高速公路网络和高速铁路网络覆盖不断扩大后，物流成本和物流便捷程度加速提升。

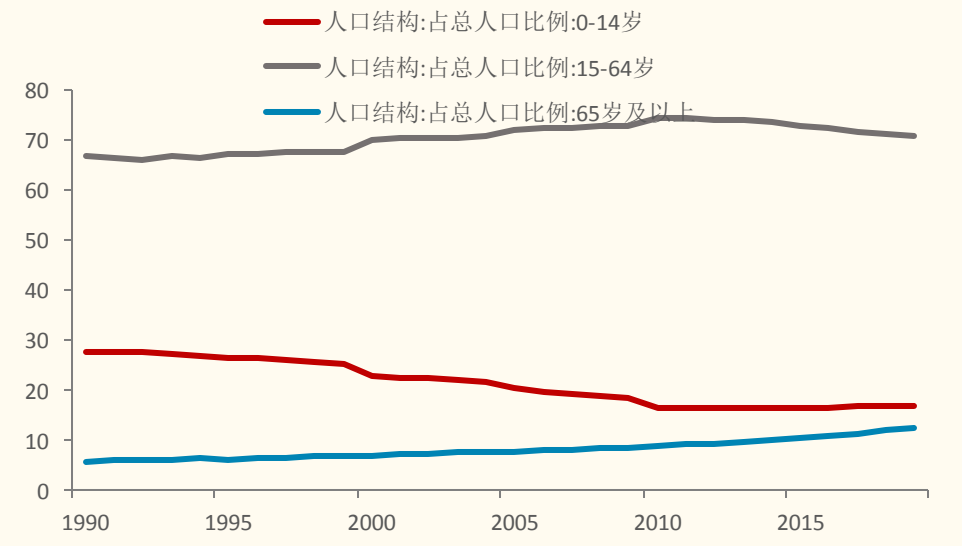
图表 7：中国铁路和公路里程



来源：Wind、国金证券研究所

- **人口红利下的低劳动力成本促使中国成为全球制造中心。**在人口红利条件下，劳动要素接近于无限供给，劳动力成本较低。全球供应链的分工本质上是降低成本，中国劳动力低成本优势促进全球制造业逐步迁入中国。改革开放以来，我国被抚养人口比例下降、劳动年龄人口比例升高，劳动力供给相对丰富。但是 2011 年以来，我国劳动人口占比逐步下降，劳动力成本也有所提升。

图表 8：中国人口结构：劳动人口占比逐步下降

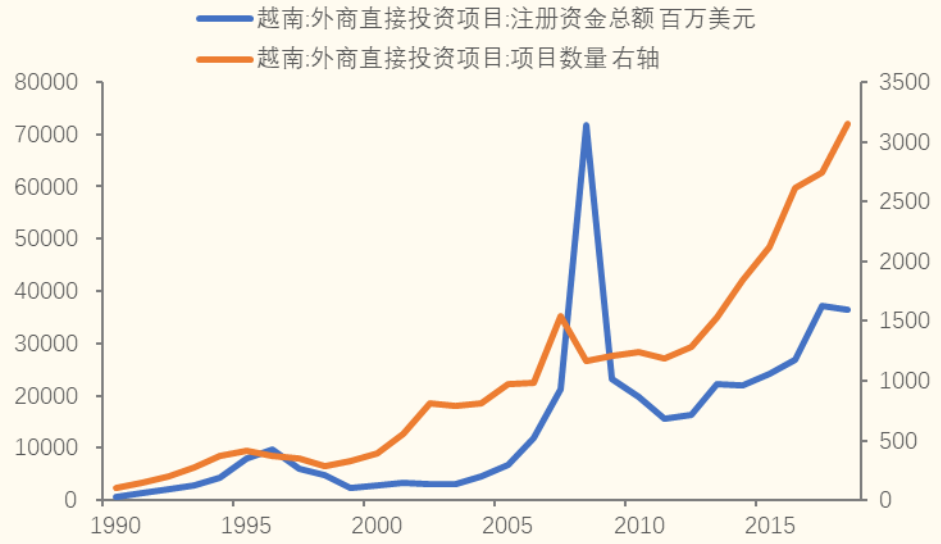


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 金融危机后中国部分产业链开始外迁至东南亚

- 随着近年来中国人工成本和环保成本上涨，部分产业链开始迁移到成本更低的东南亚国家，比如印度、越南等。这实际上是雁阵模型的延续，是全球比较优势调整的客观规律。此外，中国亦有意把加快产业升级，促使经济向科技、服务及消费方向转移，适度的产业链转移和多元化是中国内生发展的结果。
- **以耐克代工厂台湾的丰泰企业为例：**丰泰旗下各厂 2019 年度产量占比分别为：越南 52%，印度 26%，印尼 13%、中国大陆 9%。其中 2008 年中国大陆产量占比为 30%，中国大陆占比明显下滑，主要原因是产线逐步转移至印度和印尼等其他东南亚国家。
- **以三星为例：**三星自 2008 年起开始在越南投资，在十年的时间期间，三星对越南投资总额已从 6.3 亿美元增至 173 亿美元，成为越南最大的外商。三星在越南各地共设 8 个厂房，三星越南公司近两年出口总额占据越南出口总额近 25%。越南已经成为继中国之后三星的又一重要生产基地。

图表 9：越南外商投资持续增长



来源：Wind、国金证券研究所

3.3 贸易战和疫情会加速全球供应链的多元化，但短期中国的地位不会变化

- 中美贸易战带来的地缘政治的不确定性会导致那些原本要从中国东部转移至西部的产业选择转移至东南亚国家，而疫情同时会引发对全球供应链集中带来的不稳定性的担忧。双重压力之下，全球供应链的多元化和分散化进程会有所加速。短期内中国的优势不会消退，比如完备的工业体系、完善的基础设施和稳定的政治环境。中长期来看，中国需要不断提升产业链的附加值，从制造大国向制造强国转型，在自动化生产等高端制造领域重新建立新的比较优势，这也契合十九大提出的高质量发展目标。

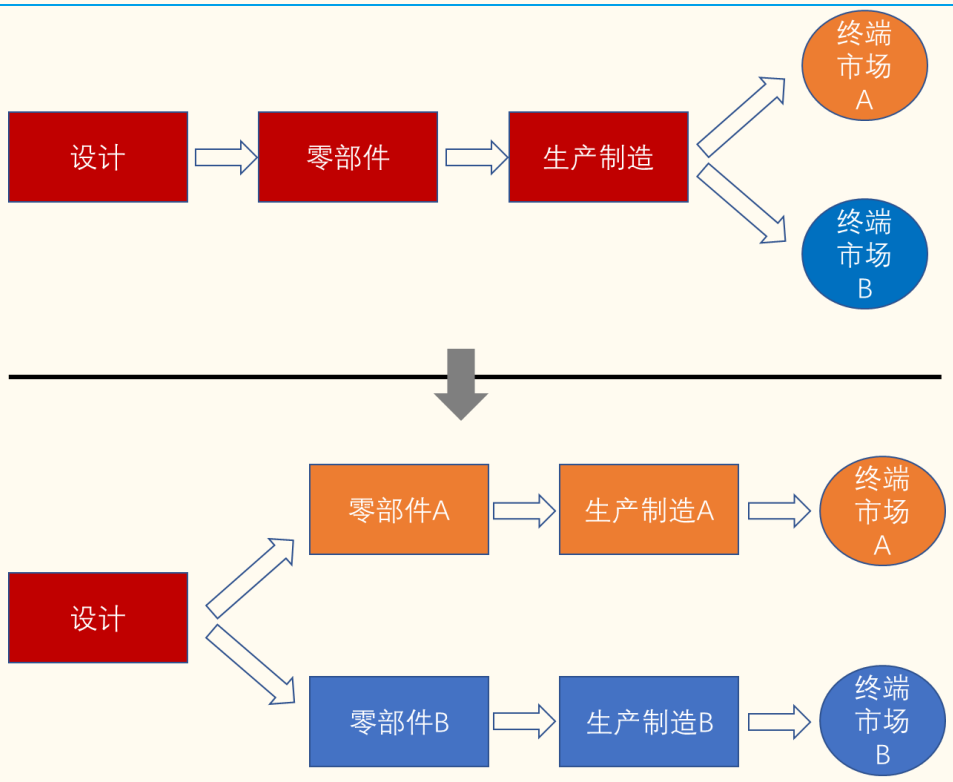
四、全球供应链的未来何去何从

4.1 成本效率与稳定性的权衡：未来全球供应链或将呈现多中心化格局

- **当前全球贸易存在全球化转向区域化的趋势，未来全球供应链或呈现多中心化的格局，供应链网络围绕主要终端市场进行布局。**过去 30 年全球供应链发展的逻辑是降低成本和提高效率，但随着地缘政治和疫情的持续影响，未来全球供应链将在成本效率和稳定性之间作出权衡，可以预见的未来全球供应链将更加分散化，甚至出现多中心化的格局。未来供应链的趋

势将是围绕终端市场布局，供应链靠近终端市场，一方面降低成本和提高效率，另一方面供应链和终端需求匹配度较高，供应网络相对更稳定。

图表 10：供应链多中心化趋势



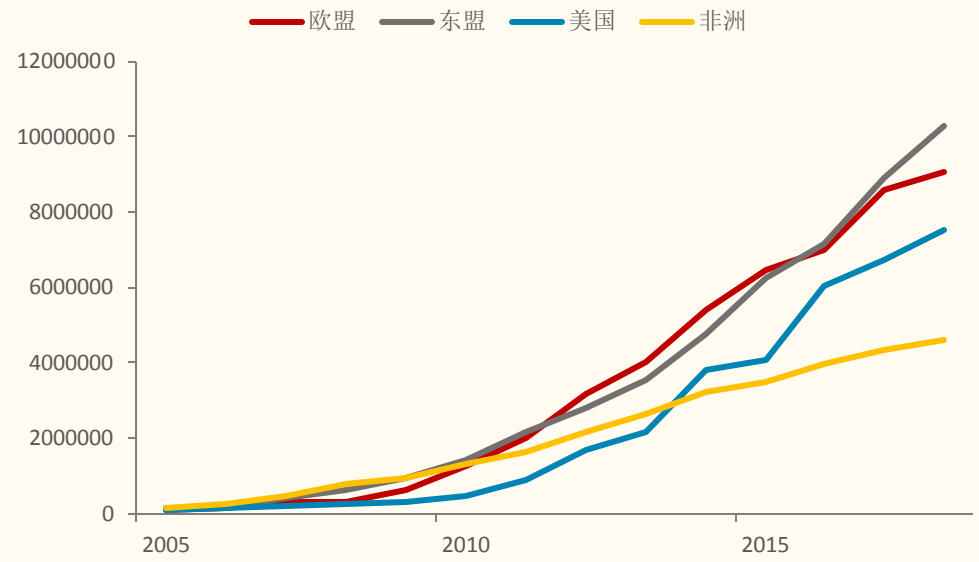
来源：国金证券研究所

- **即使未来全球供应链形成多中心化的格局，中国也会是其中的一个中心。**一方面，中国本土市场原本就是一个非常大的终端市场，围绕中国市场布局的供应链并不会大幅缩减；另一方面，中国作为制造业大国，过去 30 年积累的优势还依然会延续，当前全球供应链调整的做法普遍是“中国+1”，也就是除了中国的产线外，在其他国家也同时布局生产线以应对供应链过度集中在中国的脆弱性。

4.2 全球供应链重构对中国的影响：海外扩张和国产替代大有可为

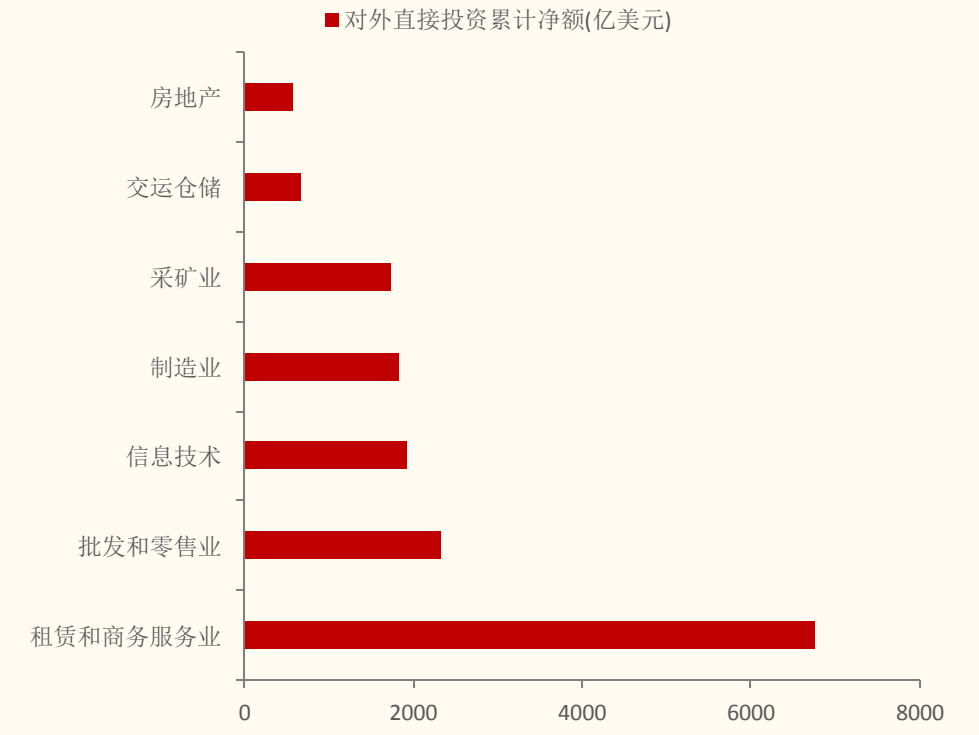
- 长期来看，全球供应链分散化必将对我国产业产生一定的影响：1）在供应链分散化格局下，那些处在供应链中段的制造企业需要逐步布局海外市场以满足多元化的供应链需求；2）那些供应链依赖海外市场的本土产业需要逐步实现国产替代，以保障供应链的稳定性和安全性。**从企业角度来看，全球供应链重构背景下“海外扩张、国产替代”是未来重要的发展方向。**
- **海外扩张方面：中国企业走出去，特别是制造业企业成为跨国工厂。**今年来我国对外投资规模持续增长，特别是对东盟国家的投资，2018 年已经成为我国第一大对外投资地区。行业分布上，租赁与商业服务、批发零售、信息技术和制造业对外投资规模均较大。
- **以福耀玻璃为例，福耀玻璃的国际化进程充分体现了全球供应链分散化过程中中国企业海外扩张的路径。**2007 年以来福耀玻璃加速了海外扩张进程，先后在德国、俄罗斯、美国和墨西哥设立工厂。很显然这些设厂地点均围绕着欧洲和北美终端市场布局。截止 2019 年，福耀玻璃的海外收入占比接近 50%，福耀玻璃已经成为了名副其实中国的跨国企业。

图表 11：中国对外投资存量规模（万美元）



来源：Wind、国金证券研究所

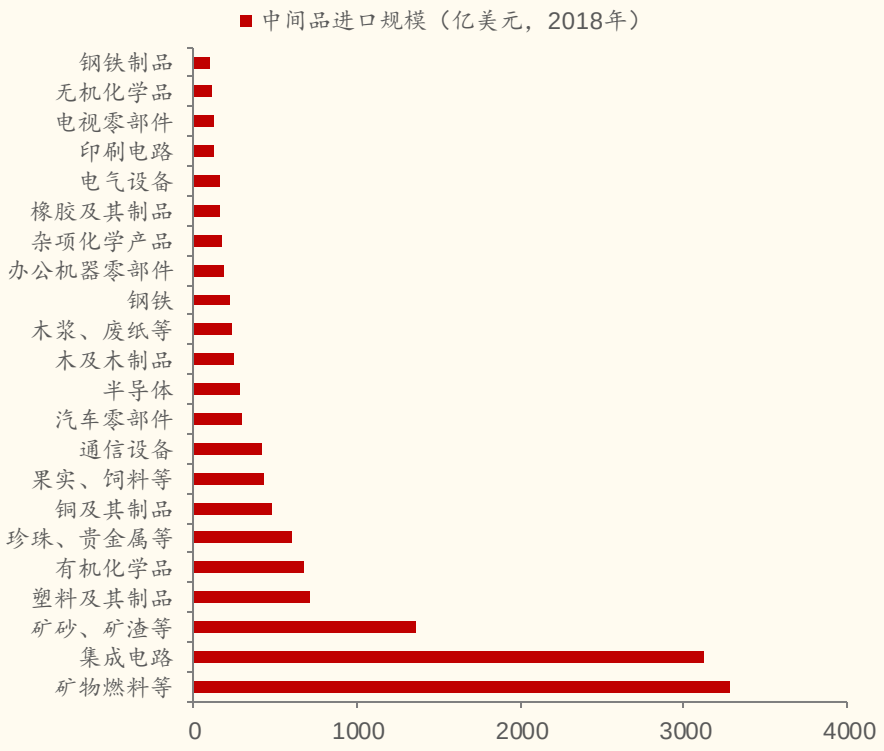
图表 12：中国对外投资规模较大的行业



来源：Wind、国金证券研究所

- **国产替代方面：**我国各行业中间品进口规模较大的行业主要分布在化工、TMT（集成电路、半导体和通信设备等）、汽车等，这些对海外供应链较高的行业，特别是高端科技行业，从供应链稳定性和安全性角度来看，国产替代是必由之路。

图表 13：供应链依赖海外市场的行业



来源：WITS、国金证券研究所

风险提示：疫情严重程度超出预期、经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权违约、政 治风险、中美经贸冲突再起等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH