

宏观深度报告 20250219

从全球价值链洞察对华关税影响

2025 年 02 月 19 日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书: S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

相关研究

《“科特估”重塑估值体系初见成效》

2025-02-18

《特殊时点，民企座谈会提振市场信心》

2025-02-17

■ **新冠疫情加速全球价值链重构:** 新冠肺炎疫情爆发以来，全球价值链贸易被加速重构。其一，在新冠肺炎疫情爆发后，欧美发达经济体经济增长明显放缓，而新兴市场国家受影响相对较小，成为了全球经济增长的主要动力，承接了更多的全球需求；其二，疫情冲击下全球产业链分工体系的脆弱性有所凸显，各国日益重视供应链产业链的安全，包括美日在内的国家开始扶持产业链回归本土。在此背景下，东盟、拉美等地区在全球价值链贸易中的地位明显提升。这一轮全球价值链的重构表现为三种形式，一是本土化，部分延申在外的价值链环节回流国内；二是区域化，区域价值链联系加强；三是多元化，广泛布局可替代的价值链。三种形式的价值链重构都会带来全球范围内的产业转移，本土化要求制造业回流，区域化和多元化也将带来全球生产的重新配置。

■ **我国仍处于全球价值链偏下游的位置:** 从我国全球价值链参与度的变化趋势来看，2017 年开始的中美贸易争端是我国全球价值链参与度发生转变的一个重要节点，2017 年以前我国全球价值链前向参与度逐步提升，后向参与度逐步走低，整体呈现从全球价值链下游向上游转移的过程，且在 2016 年前向参与度首次超过后向参与度。而在 2017 年中美贸易争端以来，我国全球价值链前向参与度整体有所下行，后向参与度再度走高，整体仍偏向下游加工组装的角色。究其原因，包括美国在内的欧美主要经济体在重要原材料以及核心技术零部件等领域对我国施加了封锁与遏制，部分核心领域的“卡脖子”技术是我国从全球价值链下游向上游转移的主要制约。

■ **关税或通过全球价值链对我国出口带来间接冲击:** 美国的关税政策在对我国直接出口美国产品造成影响的同时，也会通过全球价值链的渠道对我国出口至其他国家的中间产品出口造成间接影响。一方面，对于我国出口的中间产品或者我国进口再出口的产品而言，其在多次转口的过程中也会伴随着多次的关税累计，尽管部分关税不直接由我国承担，但多重重税压力下主要贸易伙伴对中间品的进口需求或受到影响；另一方面，在全球价值链的视角下，总出口被拆分为国内增加值和国外增加值两部分，我国出口中间产品的国内增加值即使仅占中间产品总值的一小部分，也会以产品总值为基准加征关税，这可能会出现某些产品需要付出的关税高于产品的国内增加值，即该产品的出口并没有带动经济的实际增长。

■ **全球价值链视角下我国对美出口贡献度大于传统贸易视角:** 横向对比各国出口中国内增加值占比来看，截至 2022 年，我国总出口中国内增加值占比达到了 83.6%，处于全球较高水平，高于墨西哥、加拿大、巴西和越南等已经被加征关税或有较大概率被加征关税的经济体，一定程度上反映我国在全球价值链渠道上受到关税的间接影响或相对较小。从美国进口的角度出发，截至 2022 年美国从中国进口金额占比为 16.5%，而美国从中国获得的增加值占比为 19.4%，对比之下 2022 年美国从墨西哥进口金额占比为 14.0%，从墨西哥获得的增加值占比为 9.8%。而与 2018 年相比，2022 年美国从中国进口金额占比降低了 4.7 个百分点，从中国获得的增加值占比反而增加了 2.7 个百分点。结合这两个数据可以看出，其一，美国进口份额的高低并不意味着实际需求的高低，从增加值拆解的角度更能反映美国进口对我国的依赖程度；其二，尽管中国对美直接出口有所下滑，但通过转口贸易的形式，出口产品的增加值最终经由第三方国家流到了美国，从这个角度讲，加征关税并没有减少美国对中国出口产品的实际需求。

■ **电气设备和精炼石油出口或更易受到关税影响:** 从行业结构出口的增加值拆解来看，我国出口行业中纺织服装、食品饮料、皮革制鞋和非金属矿物制品的国内增加值相对较高，这些行业产品出口的增加值更多留在了国内，而在中高技术的电气和光学设备、机械设备以及石油化工等资源品领域，我国产品出口的国外增加值偏高，表征我国出口仍旧处于“量重于质”阶段，在中高技术领域出口更容易受到外部环境变化的影响。

进一步从我国对美出口的行业增加值拆解来看，其结构与我国整体出口的增加值拆解结构相类似，截至 2022 年对美出口中精炼石油（29.9%）和电气设备（24.3%）的国外增加值占比均较高，这些行业其更容易受到加征关税的冲击。

- **我国如何应对全球价值链重构：**第一，继续加大科技支持力度，力争早日突破“卡脖子”技术对我国高技术制造业嵌入全球价值链的制约。横向比较来看，截至 2024 年我国 R&D 支出约为 3.6 万亿元，占 GDP 比重约为 2.68%，增速较前两年有所放缓，而美国、日本和德国等发达经济体 R&D 支出占 GDP 比重多高于 3%，表征我国在研发投入方面仍有进一步提升的空间。第二，加强区域协作，通过构建区域内部的价值链以避免多重关税带来的负面影响。相关研究表明 2018 年美国加征关税后，部分国家的反制措施会通过全球价值链将部分税负转移至我国，因此我国应深化与“一带一路”国家以及 RCEP 成员国等在内国家的区域协作，构建稳定、高效的区域价值链，尽可能的规避外部环境变化所带来的额外成本。第三，适时推出一系列具有针对性的支持举措，鼓励企业加速出海。在关税政策影响下，我国企业应加速出海进程，积极布局海外供应链的建设，以规避加征关税所带来的负面影响。1 月 15 日，工信部发布了《中小企业出海服务专项行动》，从跨境金融服务、人才服务等六个维度对中小企业出海提供了政策支持，而往后看，政策可进一步聚焦于拓宽出海企业融资渠道、降低出海企业税负等角度展开，切实解决出海企业的后顾之忧。
- **风险提示：**（1）美国关税政策不确定性仍高，关税政策路径对我国出口造成扰动；（2）全球价值链相关数据测算方式较多，不同测算方式下结果可能存在误差；（3）发达国家制造业回流超预期，全球贸易需求不及预期。

内容目录

1. 本土化和区域化：全球价值链重构的新特征	5
1.1. 新冠疫情加速全球价值链重构	5
1.2. 我国仍处于全球价值链偏下游的位置	8
1.3. 全球价值链视角下我国出口仍旧处于“量重于质”阶段	10
2. 关税或通过全球价值链对我国出口带来间接冲击	12
2.1. 电气设备和精炼石油出口或更易受到关税影响	12
2.2. 我国如何应对全球价值链重构	14
3. 风险提示	16

图表目录

图 1: 全球价值链参与度变化趋势 (%)	5
图 2: 美国制造业回流进程有所加快	6
图 3: 2019 年以来日本开始扶持国内产业链 (%)	6
图 4: 2008 年以来 GVC 占全球贸易份额有所放缓	7
图 5: 我国全球价值链参与度变化	8
图 6: 美国全球价值链参与度	9
图 7: 日本全球价值链参与度	9
图 8: 东盟和拉美等地区扮演着全球价值链下游加工者的角色	9
图 9: 我国总出口中国内增加值占比较高 (%)	12
图 10: 全球价值链视角下我国对美出口贡献大于传统贸易视角 (%)	13
图 11: 我国中高技术制造业和资源品行业出口中国外增加值占比更高 (%)	13
图 12: 我国 R&D 支出占 GDP 比重仍有上升空间 (%)	14
图 13: 我国高科技出口份额有所下滑 (%)	14
图 14: 针对美国加征关税的反制措施会通过全球价值链进一步影响出口	15
表 1: 中国分行业全球价值链参与度	10
表 2: 美国分行业全球价值链参与度	11

全球化经历了两次国际分工，第一次是生产与消费的分离，一些国家生产，另一些国家消费，消费者不必再依赖于国内供应链，生产者也不只面向国内市场。第二次是生产内部的分离，同一件商品生产过程的不同环节，根据更精确的比较优势，在全球各地划分分工。第二次国际分工后，形成了全球价值链贸易，全球贸易模式从货物贸易向任务贸易转变。而近些年随着逆全球化进程的再次抬头、中美贸易争端以及地缘政治等事件的影响，国际分工面临进一步的调整，全球价值链重构的进程有所加速，我国在全球价值链中的地位也发生了显著变化。在此背景下，复盘全球价值链的发展历程并总结我国在全球价值链中扮演角色的变化，对于我国未来进一步实施高水平开放，化解贸易保护主义对我国出口可能带来的风险、保护我国产业链供应链安全等方面具有重要意义。

1. 本土化和区域化：全球价值链重构的新特征

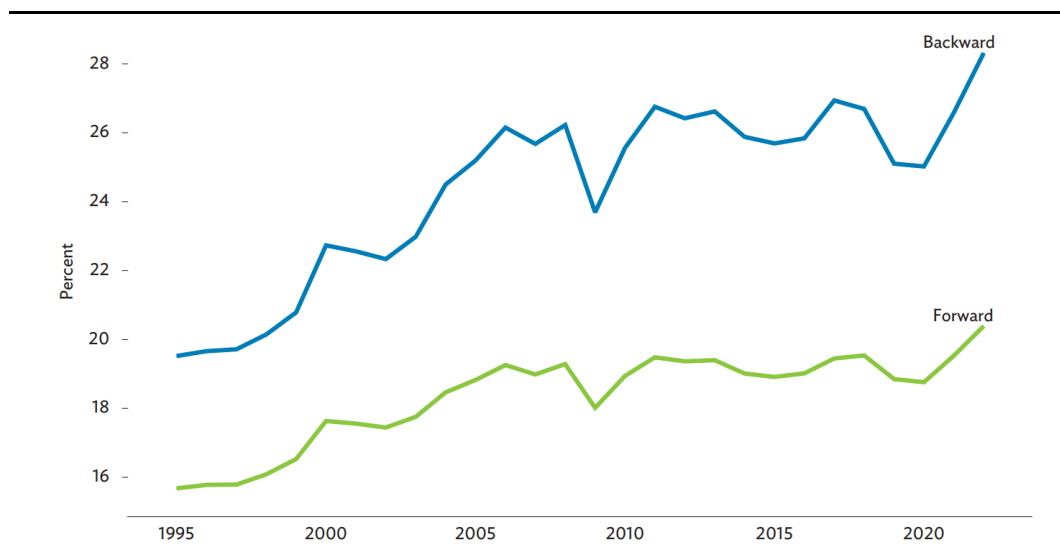
1.1. 新冠疫情加速全球价值链重构

我们以全球价值链参与度衡量全球价值链的发展趋势，前向参与度表征某一经济体出口产品的国内增加值占该经济体出口总额的比重，前向参与度越高表明该经济体主要出口中间产品和服务，处于全球产业链的上游；后向参与度表征某一经济体出口产品的国外增加值占该经济体出口总额的比重，后向参与度越高表明该经济体主要通过使用进口的中间产品和服务进行再出口，处于全球产业链的下游。

图一展示了 1995 年以来全球价值链的前向参与度及后向参与度变化，从全球层面来看，全球价值链的发展历程经历了三个阶段：

第一阶段是 1995 年-2008 年金融危机前，受全球经济和贸易快速增长带动，全球价值链贸易快速发展，前向参与度和后向参与度均出现明显提升，而全球价值链贸易占全球贸易的比重也在 2006 年突破了 50%；

图1：全球价值链参与度变化趋势（%）

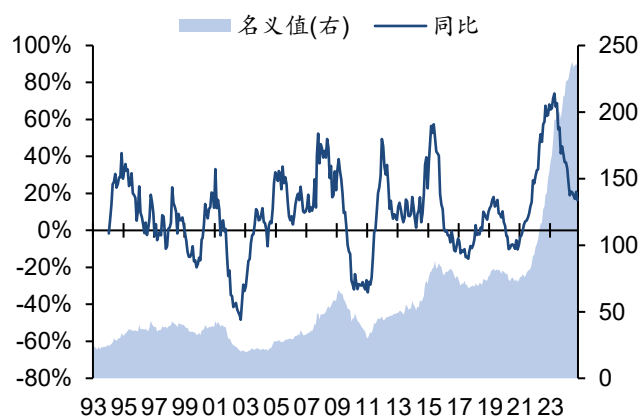


数据来源：全球价值链发展报告(2023)，东吴证券研究所

第二阶段是 2008 年金融危机至 2020 年新冠肺炎疫情爆发前，受对外直接投资增速放缓、劳动力成本上升以及贸易保护主义抬头等因素影响，全球价值链贸易进入发展相对缓慢的阶段，前向参与度和后向参与度增速均明显放缓，特别是 2017 年中美贸易争端后，全球价值链贸易的进程受到阻断，前向参与度和后向参与度均出现了不同幅度的下滑；

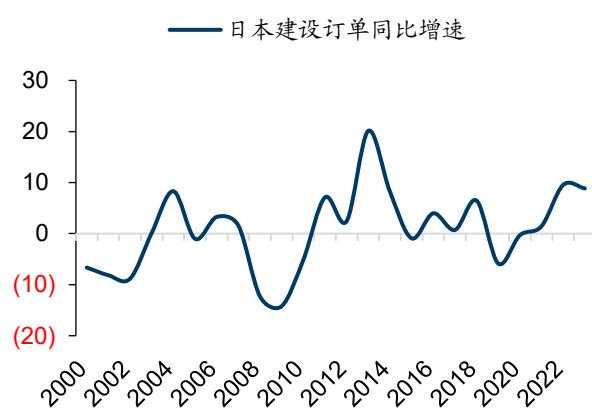
第三阶段是 2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，全球价值链贸易被加速重构。其一，在新冠肺炎疫情爆发后，欧美发达经济体经济增长明显放缓，而新兴市场国家受影响相对较小，成为了全球经济增长的主要动力，承接了更多的全球需求；其二，疫情冲击下全球产业链分工体系的脆弱性有所凸显，各国日益重视供应链产业链的安全，包括美日在内的国家开始扶持产业链回归本土。在此背景下，全球价值链贸易呈现出本土化、区域化等特征，且东盟、拉美等地区在全球价值链贸易中的地位明显提升。

图2：美国制造业回流进程有所加快



数据来源：美联储，东吴证券研究所；右轴单位为十亿美元季调年率

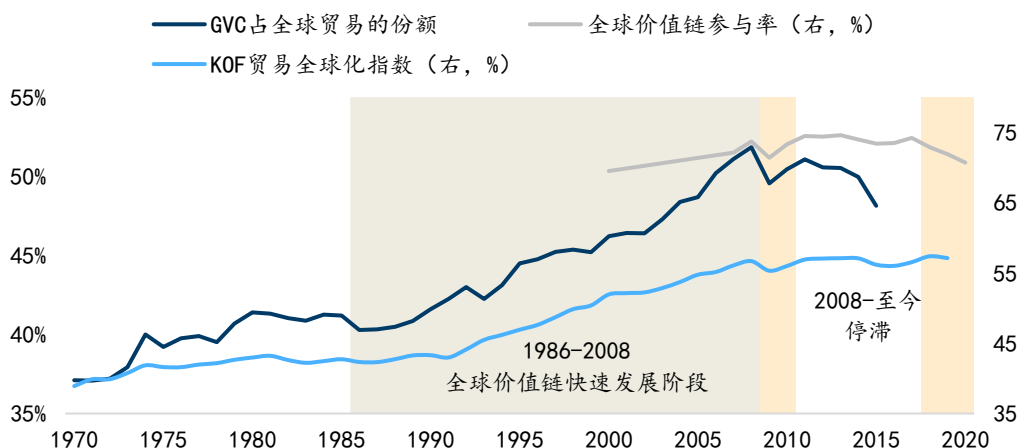
图3：2019年以来日本开始扶持国内产业链（%）



数据来源：日本统计局，东吴证券研究所

此外，全球价值链贸易的发展与全球化的发展息息相关。1980 年代以来，全球价值链贸易经过了两个阶段。第一阶段是从 1980 年代到 2008 年国际金融危机前夕，全球价值链贸易快速发展，占国际贸易的比例超过一半，达到 51.8%。第二阶段是 2008 年至今，全球价值链贸易基本陷入停滞，与之对应的是贸易全球化指数在金融危机之后也没有增长。逆全球化抬头，全球价值链首当其冲。

图4：2008 年以来 GVC 占全球贸易份额有所放缓



数据来源：ADB，东吴证券研究所

具体而言，这一轮全球价值链的重构表现为三种形式，一是本土化，部分延申在外的价值链环节回流国内；二是区域化，区域价值链联系加强；三是多元化，广泛布局可替代的价值链。三种形式的价值链重构都会带来全球范围内的产业转移，本土化要求制造业回流，区域化和多元化也将带来全球生产的重新配置。

不同国家在全球价值链重构中也有不同选择。对中国而言，向外的区域化在增强，表现为向东南亚地区的“溢出”式产业转移；对美国而言，则表现为政策驱动式的向内收缩的本土化。中国价值链的下游组装加工环节，因附加值较低，而人力、土地等成本上升较快，转移到成本更低的东南亚国家。但价值链的上中游大部分环节仍保留在国内，与转出的下游仍保持连接，就像水满而溢，里层保留而表层溢出。这种跨国不跨区的“溢出”式产业转移，加强了中国与东南亚的经济联系，推动亚洲地区价值链活动加速一体化。美国的价值链则在政策驱动下向本土收缩，2017年特朗普上台后提出“买美国货，雇美国人”，频繁发起贸易摩擦。疫情发生以来，美国政府启动《国防生产法案》，更进一步推动本土生产的发展。

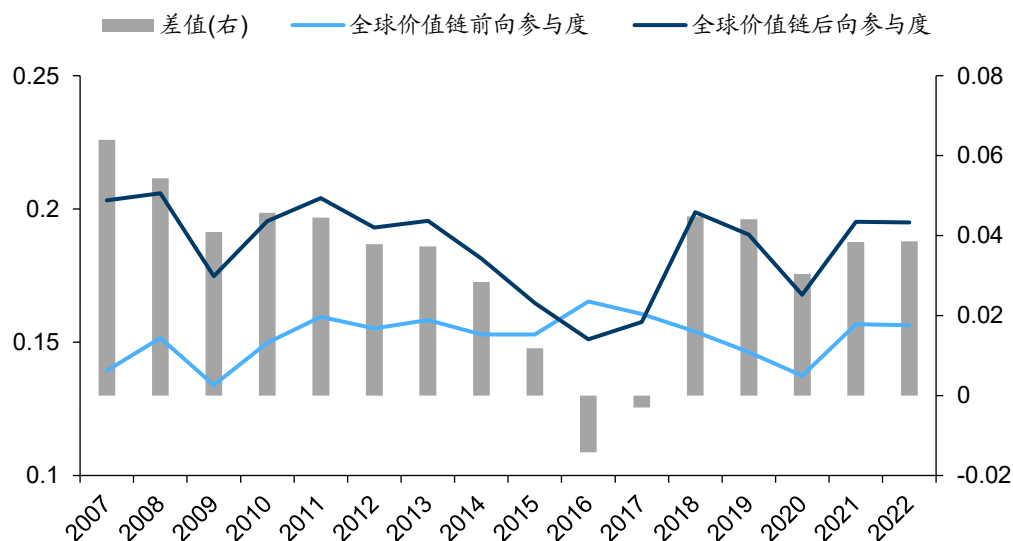
中美价值链活动的变化体现在亚太和北美的区域价值链联系上，亚太区域联系加强，北美联系减弱。用区域价值链参与度和全球价值链参与度的比值来衡量区域价值链活动的相对起伏，根据亚开行数据，2017-2020年，北美地区的区域价值链相对参与度从0.77降至0.68，亚太地区则从0.7增长到0.75。说明在亚太地区的区域价值链联系加强的同时，北美和欧洲的区域价值链联系却在减弱，这是中美两国截然不同的供应链活动引起的变化。

1.2. 我国仍处于全球价值链偏下游的位置

从我国来看,截至 2022 年我国全球价值链后向参与度为 0.195,前向参与度为 0.156,后向参与度高于前向参与度表明我国在全球价值链中仍主要处于下游位置,而从整体参与度来看,我国 2022 年全球价值链参与度约为 0.351,低于美国(0.426)、德国(0.514)等主要经济体,一定程度上表明传统贸易仍是我国出口的主要组成部分。

从趋势来看,2017 年开始的中美贸易争端是我国全球价值链参与度发生转变的一个重要节点,2017 年以前我国全球价值链前向参与度逐步提升,后向参与度逐步走低,整体呈现从全球价值链下游向上游转移的过程,且在 2016 年前向参与度首次超过后向参与度。而在 2017 年中美贸易争端以来,我国全球价值链前向参与度整体有所下行,后向参与度再度走高,整体仍偏向下游加工组装的角色。究其原因,包括美国在内的欧美主要经济体在重要原材料以及核心技术零部件等领域对我国施加了封锁与遏制,部分核心领域的“卡脖子”技术是我国从全球价值链下游向上游转移的主要制约。

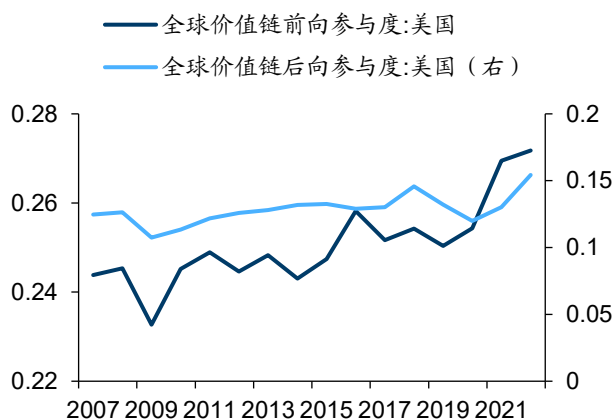
图5: 我国全球价值链参与度变化



数据来源: ADB, 东吴证券研究所

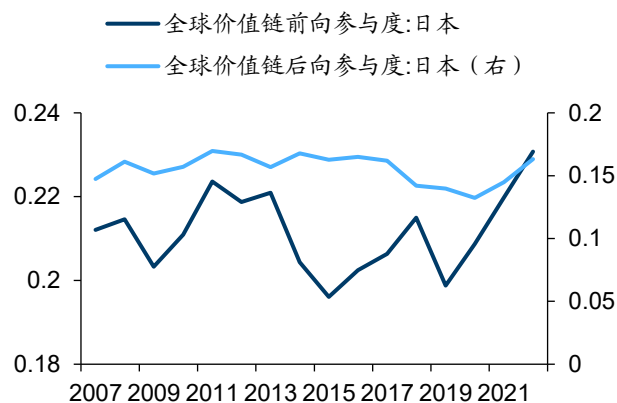
而从美国和日本疫情后全球价值链的参与度来看,其在制造业回流的背景下,同时又在重新加深嵌入到全球价值链当中。自 2020 年以来,美国和日本的全价值链前向和后向参与度均在提高,且技术方面的优势使其仍占据全球价值链上游的核心位置。

图6: 美国全球价值链参与度



数据来源: ADB, 东吴证券研究所

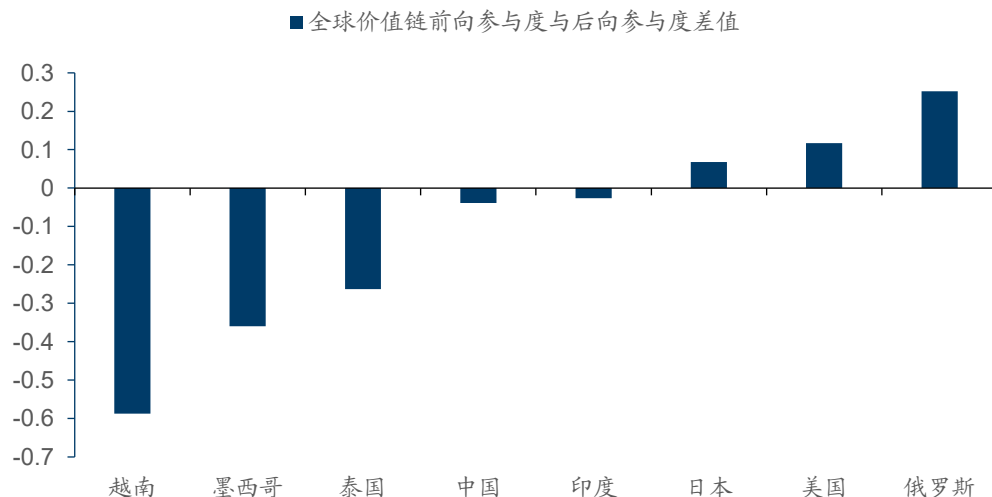
图7: 日本全球价值链参与度



数据来源: ADB, 东吴证券研究所

东盟和拉美等地区则持续扮演着全球价值链下游加工者的角色。以东盟各国为例，其在2022年全球价值链的后向参与度均明显高于前向参与度，其中越南已经成为全球价值链下游生产和加工的重要一环，其在2022年全球价值链后向参与度高达0.640，而前向参与度则仅有0.053。在低劳动力成本以及多项贸易协议的加持下，印度在纺服、电子等产品的加工贸易方面具有显著的比较优势，这两大类产品占越南出口的比重接近50%。

图8: 东盟和拉美等地区扮演着全球价值链下游加工者的角色



数据来源: ADB, 东吴证券研究所

注: 数据截至2022年

1.3. 全球价值链视角下我国出口仍旧处于“量重于质”阶段

从我国制造业细分行业在全球价值链所处的位置来看，截至 2022 年数据，我国在纺织、木材和皮革制品等劳动密集型行业中处于偏上游的位置，在全球价值链中的前向参与度高于后向参与度，而在资源品和电子光学设备等中高技术行业中则处于相对下游的位置，一定程度上表明我国在高技术领域仍受制于海外产业链，需要加强科技创新以实现在全球价值链低位上的突破。

表1：中国分行业全球价值链参与度

类别	全球价值链 前向参与度	全球价值链 后向参与度	行业分类（亚洲发展银行）
纺织品及纺织制品	0.149	0.038	低技术制造业
木材及木制品、软木制品	0.147	0.071	低技术制造业
未另分类的机械	0.153	0.079	中高技术制造业
运输设备	0.173	0.099	中高技术制造业
其他非金属矿物	0.162	0.092	中高技术制造业
皮革、皮革制品及鞋类	0.094	0.035	低技术制造业
食品、饮料和烟草	0.100	0.047	低技术制造业
未另分类的制造业；回收	0.084	0.037	低技术制造业
基本金属及金属制品	0.196	0.155	中高技术制造业
焦炭、精炼石油产品及核燃料	0.205	0.164	中高技术制造业
橡胶和塑料制品	0.189	0.157	低技术制造业
电力、燃气及水的供应	0.179	0.156	低技术制造业
化学制品及化工产品	0.204	0.207	中高技术制造业
纸浆、纸张、印刷和出版	0.155	0.189	低技术制造业
电气和光学设备	0.143	0.254	中高技术制造业
建筑业	0.103	0.483	低技术制造业

数据来源：ADB，东吴证券研究所

注：数据截至 2022 年

美国在中高技术制造业方面多数处于全球价值链的上游位置，尤其是电气和光学设备方面，前向参与度显著高于后向参与度。而在资源品、纺织以及皮革制品等品类上，美国处于全球价值链的下游位置，更大程度上依赖我国等上游位置国家对其出口，一定程度上表征我国在这些行业的对美出口或具有一定稳定性。

表2：美国分行业全球价值链参与度

类别	全球价值链 前向参与度	全球价值链 后向参与度	行业分类（亚洲发展银行）
电气和光学设备	0.290	0.116	中高技术制造业
纸浆、纸张、印刷和出版	0.297	0.163	低技术制造业
化学制品及化工产品	0.308	0.210	中高技术制造业
焦炭、精炼石油产品及核燃料	0.220	0.122	中高技术制造业
运输设备	0.248	0.153	中高技术制造业
未另分类的机械	0.173	0.125	中高技术制造业
未另分类的制造业；回收	0.116	0.078	低技术制造业
木材及木制品、软木制品	0.239	0.201	低技术制造业
食品、饮料和烟草	0.097	0.064	低技术制造业
橡胶和塑料制品	0.286	0.271	低技术制造业
其他非金属矿物	0.216	0.202	中高技术制造业
基本金属及金属制品	0.297	0.287	中高技术制造业
纺织品及纺织制品	0.246	0.249	低技术制造业
皮革、皮革制品及鞋类	0.303	0.311	低技术制造业
电力、燃气及水的供应	0.203	0.359	低技术制造业
建筑业	0.185	0.384	低技术制造业

数据来源：ADB，东吴证券研究所

注：数据截至 2022 年

2. 关税或通过全球价值链对我国出口带来间接冲击

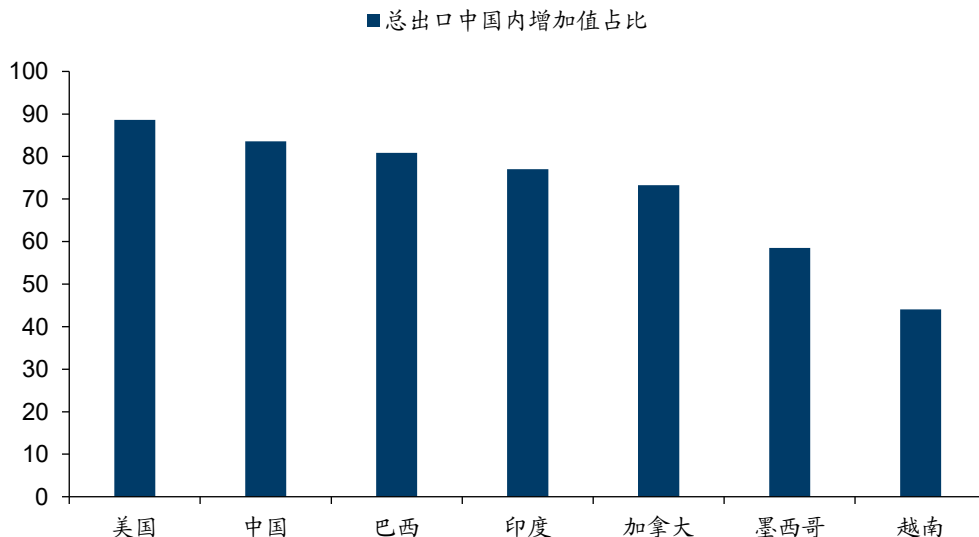
2.1. 电气设备和精炼石油出口或更易受到关税影响

美国的关税政策在对我国直接出口美国产品造成影响的同时，也会通过全球价值链的渠道对我国出口至其他国家的中间产品出口造成间接影响，这意味着全球价值链会放大关税对于我国出口的影响。

一方面，对于我国出口的中间产品或者我国进口再出口的产品而言，其在多次出口的过程中也会伴随着多次的关税累计，尽管部分关税不直接由我国承担，但多重税赋压力下主要贸易伙伴对中间品的进口需求或受到影响；另一方面，在全球价值链的视角下，总出口被拆分为国内增加值和国外增加值两部分，我国出口中间产品的国内增加值即使仅占中间产品总值的一小部分，也会以产品总值为基准加征关税，这可能会出现某些产品需要付出的关税高于产品的国内增加值，即该产品的出口并没有带动经济的实际增长。

横向对比各国出口中国内增加值占比来看，截至 2022 年，我国总出口中国内增加值占比达到了 83.6%，处于全球较高水平，高于墨西哥、加拿大、巴西和越南等已经被加征关税或有较大概率被加征关税的经济体，这一定程度上反映我国在全球价值链渠道上受到关税的间接影响或相对较小。

图9：我国总出口中国内增加值占比高（%）



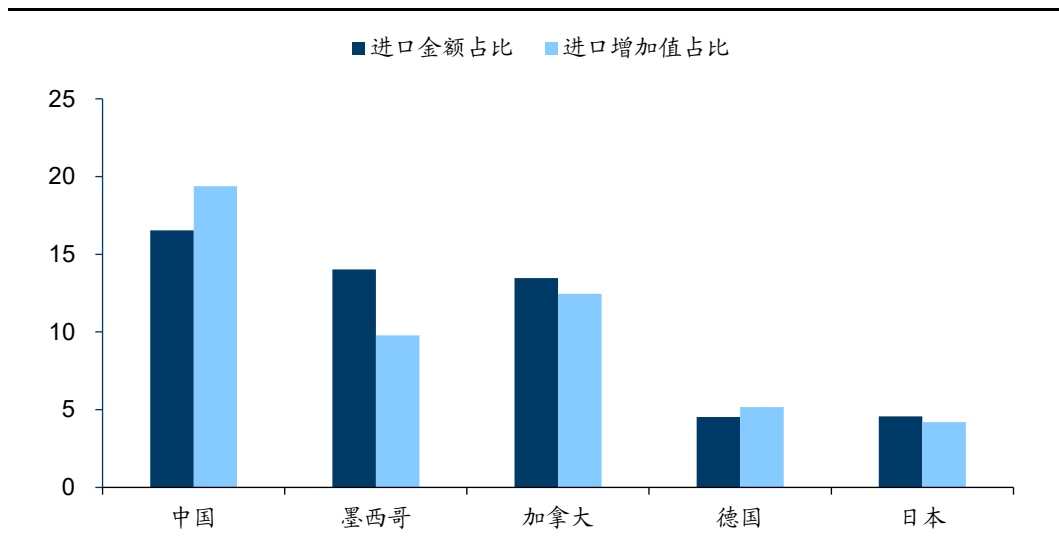
数据来源：ADB，东吴证券研究所

注：数据截至 2022 年

从美国进口的角度出发，截至 2022 年美国从中国进口金额占比为 16.5%，而美国从中国获得的增加值占比为 19.4%，对比之下 2022 年美国从墨西哥进口金额占比为 14.0%，从墨西哥获得的增加值占比为 9.8%。而与 2018 年相比，2022 年美国从中国进口金额占比降低了 4.7 个百分点，从中国获得的增加值占比反而增加了 2.7 个百分点。

结合这两个数据可以看出，其一，美国进口份额的高低并不意味着实际需求的高低，从增加值拆解的角度更能反映美国进口对我国的依赖程度；其二，尽管中国对美直接出口有所下滑，但通过转口贸易的形式，出口产品的增加值最终经由第三方国家流到了美国，从这个角度讲，加征关税并没有减少美国对中国出口产品的实际需求。

图10：全球价值链视角下我国对美出口贡献大于传统贸易视角（%）

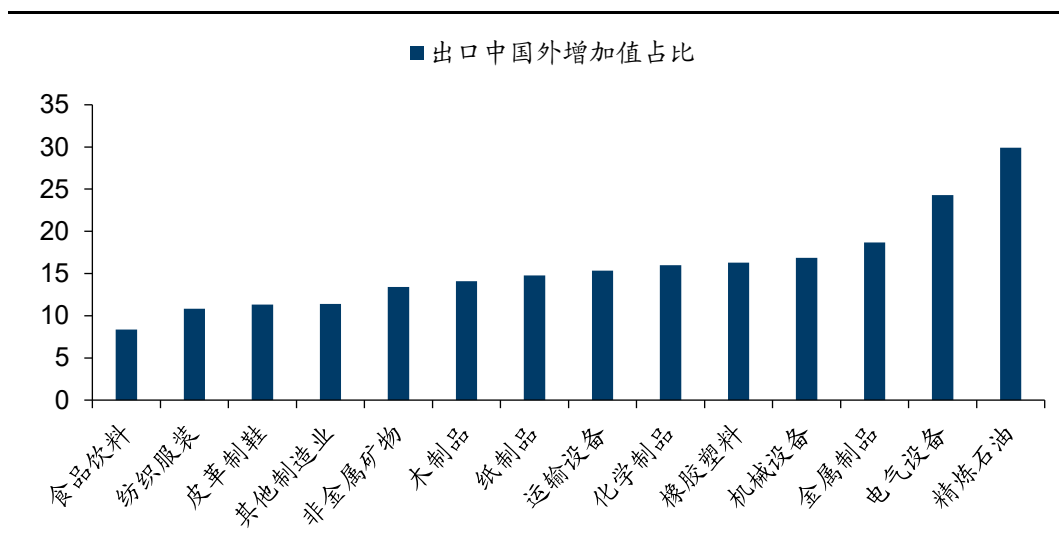


数据来源：ADB，东吴证券研究所

注：数据截至 2022 年

从行业结构出口的增加值拆解来看，我国出口行业中纺织服装、食品饮料、皮革制鞋和非金属矿物制品的国内增加值相对较高，这些行业产品出口的增加值更多留在了国内，而在中高技术的电气和光学设备、机械设备以及石油化工等资源品领域，我国产品出口的国外增加值偏高，表征我国出口仍旧处于“量重于质”阶段，在中高技术领域出口更容易受到外部环境变化的影响。

图11：我国中高技术制造业和资源品行业出口中国外增加值占比更高（%）



数据来源：ADB，东吴证券研究所

注：数据截至 2022 年

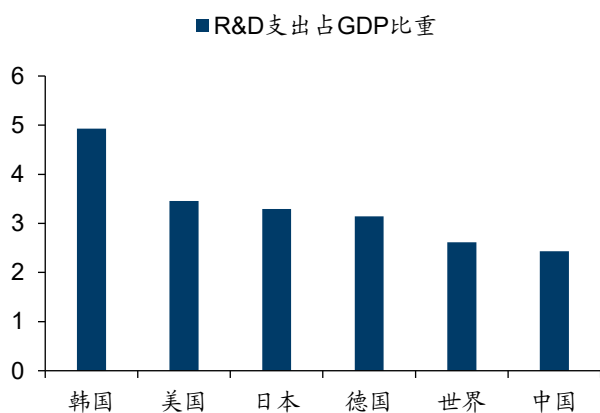
进一步从我国对美出口的行业增加值拆解来看，其结构与我国整体出口的增加值拆解结构相类似，截至 2022 年对美出口中精炼石油（29.9%）和电气设备（24.3%）的国外增加值占比均较高，这些行业其更容易受到加征关税的冲击。

2.2. 我国如何应对全球价值链重构

在全球价值链日益呈现本土化、区域化和多元化特征的趋势下，我国应从以下几个方面加以应对：

第一，继续加大科技支持力度，力争早日突破“卡脖子”技术对我国高技术制造业嵌入全球价值链的制约。在面临半导体、人工智能等核心领域脱钩断链的风险下，我国应进一步提升自主创新能力，加大对于科技创新的支持力度。横向比较来看，截至 2024 年我国 R&D 支出约为 3.6 万亿元，占 GDP 比重约为 2.68%，增速较前两年有所放缓，而美国、日本和德国等发达经济体 R&D 支出占 GDP 比重多高于 3%，表征我国在研发投入方面仍有进一步提升的空间。此外，科学技术的进步也有助于推动我国产业链向高端化发展，在提升我国中间品出口附加值的同时，也有助于提升高科技出口在我国出口中的比重。

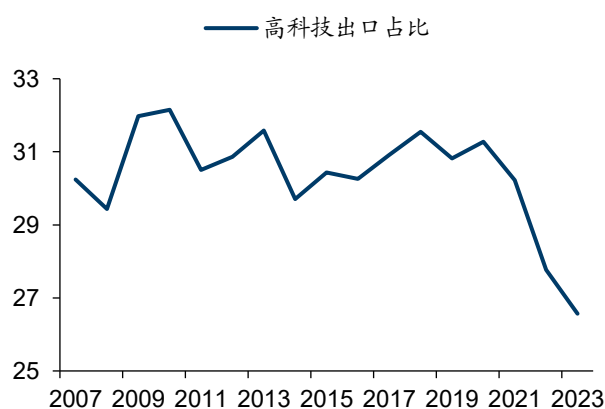
图12：我国 R&D 支出占 GDP 比重仍有上升空间（%）



数据来源：ADB，东吴证券研究所

注：时间截至至 2021 年

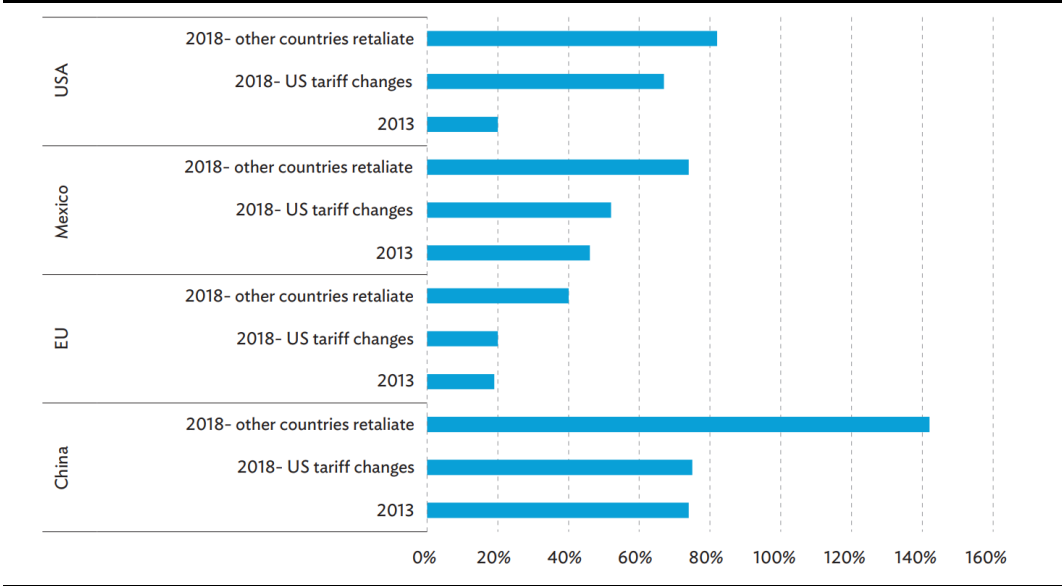
图13：我国高科技出口份额有所下滑（%）



数据来源：ADB，东吴证券研究所

第二，加强区域协作，通过构建区域内部的价值链以避免多重关税带来的负面影响。相关研究表明 2018 年美国加征关税后，部分国家的反制措施会通过全球价值链将部分税负转移至我国，因此我国应深化与“一带一路”国家以及 RCEP 成员国等在内国家的区域协作，构建稳定、高效的区域价值链，尽可能的规避外部环境变化所带来的额外成本。此举也有助于加强我国在区域协作中的战略地位，通过多领域的合作培育出具有国际竞争力的“链主”企业，以更好的应对全球价值链重构。

图14：针对美国加征关税的反制措施会通过全球价值链进一步影响出口



数据来源：全球价值链发展报告(2023)，东吴证券研究所

第三，适时推出一系列具有针对性的支持举措，鼓励企业加速出海。在关税政策影响下，我国企业应加速出海进程，积极布局海外供应链的建设，以规避加征关税所带来的负面影响。1月15日，工信部发布了《中小企业出海服务专项行动》，从跨境金融服务、人才服务等六个维度对中小企业出海提供了政策支持，而往后看，政策可进一步聚焦于拓宽出海企业融资渠道、降低出海企业税负等角度展开，切实解决出海企业的后顾之忧。

3. 风险提示

- (1) 美国关税政策不确定性仍高，关税政策路径对我国出口造成扰动；
- (2) 全球价值链相关数据测算方式较多，不同测算方式下结果可能存在误差；
- (3) 发达国家制造业回流超预期，全球贸易需求不及预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>