下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观深度

美国如何主导全球供应链重构

——全球供应链新秩序（13）

宏观经济

核心观点

当前全球正在经历一轮战后罕见的供给侧冲击。不仅局限于能源和科技变革，随之而来的还有金融定价权迁移，全球供应链重构。

当下及未来全球正在经历怎样一轮供应链重塑？展望更远大的宏观图景，关键路径是往更早历史去寻找“影子”。

二战后至今美国主导的单极世界，经历了四轮供应链结构变迁。

第一次变迁（1950s-1960s），地缘战略下德日承接基础工业；

第二次变迁（1970s-1985）：滞胀和科技引导制造业雁阵布局；

第三次变迁（1985-2017）：全球化红利之下供应链深度自由化；

第四次变迁（2018 年至今）：逆全球化下的安全供应链再起。

当下更类似于第一次和第二次供应链变迁，既有地缘安全考量，也酝酿着新一轮技术革命所带来的供应链再度大变迁。总之，世界和过去 30 年截然不同。

摘要

当市场将所有关注点聚焦于地缘和科技时，我们提示，全球秩序重塑才是这一次地缘和科技周期共振的根本。意识到这一点，我们不妨可以提前把目光放得更远，中东地缘博弈打开箱子之后，能源价格和供需格局重构已经在路上，西方债券熊市已经宣告了金融是能源的下一个关键变化，而与之同步推进，但现在并未掀起足够水花的变化在供应链端。

回顾历史，科技、能源、利率、货币、地缘，这些都是供应链变迁最直接相关的因素。

谢雨心
xieyuxin@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525100001

周君芝
zhoujunzhi@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524020001

发布日期： 2026 年 09 月 23 日

相关研究报告

26.03.12	【中信建投宏观研究】:美伊冲突将走向何方？——全球供应链新秩序（11）
25.10.30	【中信建投宏观研究】:中美釜山会晤改变全球资产风向——全球供应链新秩序（10）
25.10.15	【中信建投宏观研究】:中美博弈走向何方？——全球供应链新秩序（9）
25.09.28	【中信建投宏观研究】:贸易战并非制造强国的桎梏——全球供应链新秩序（8）

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

供应链重塑是一个大课题，看清未来全球供应链将走向何方，我们先来回顾，二战之后美国主导的单极世界，全球供应链是如何梯次演进的。

我们通过复盘美国主导的全球供应链演进脉络，目的是为抓住背后的驱动逻辑以及产业内在规律。具体而言，聚焦每次全球供应链重塑背后的五个问题。回答清楚这五个问题，我们也就能够深刻理解供应链重塑为什么发生，在什么时候发生，以怎样的形式发生，最终带来的全球经济结果是什么。

其一，供应链重塑的全球背景是什么。

其二，既然是美国主导的供应链重塑，当时美国经济面临哪些变化。

其三，具体是哪些触发因素驱动了当时新一轮供应链重塑启动。

其四，每一轮供应链重塑的现实路径是什么。

其五，供应链重塑最终带来哪些非美地区的产业机遇。

一、第一次变迁（1950s-1960s）：地缘战略下德日承接基础工业。

本轮产业变迁并非单纯市场化成本驱动的被动转移，而是嵌入美苏冷战战略的全球秩序构建举措，核心是通过产能与技术输出扶持盟友工业体系，同时推动本土产业向中高端梯度升级。

战后全球工业重建需求与冷战格局共同构成变迁大背景。

二战彻底摧毁西欧、日本本土工业体系，1948 年美国粗钢产量占全球 50%，同期日本、德国仅分别占 1%和 4%，全球工业实力向美国单边集中。

1947 年杜鲁门主义出台，冷战对峙格局正式确立，扶持联邦德国、日本重建工业体系，成为美国遏制苏联阵营的核心战略目标。

美国在全球最大生产和出口国基础上尝试科技突破。

战后二十年是美国制造业的黄金发展期，经济增长、工业产出与劳动生产率均处于和平时期历史高位。

这一时期美国工业化沿两大主线推进：一是耐用消费品大众化；二是军工与高科技产业扩张。冷战军备竞赛带动联邦研发投入高速增长，联邦研发支出占 GDP 比重从 1950 年的 0.7%升至 1964 年的 2.6%，增速约为同期 GDP 增速的四倍。资源持续向航空航天、半导体、电子信息等新兴产业倾斜，为后续高端产业竞争力奠定了技术基础

本轮变迁由政府主导，核心是战略扶持与成本压力共振。

下载日志已记录，仅供内部参考

一方面，美国转向自由贸易政策，通过马歇尔计划、对日重建政策扶持盟友工业能力。

另一方面，布雷顿森林体系下美元长期高估，叠加本土制造业工资年均上涨约 4%，日德工资仅为美国的 1/3—1/5，劳动密集型产业出口竞争力持续弱化。

产业变迁形成“战争订单拉动—信贷援助绑定—技术标准输出”的典型模式。

朝鲜战争军需订单快速激活日本产能，“朝鲜特需”一度占日本出口总额 62.7%；马歇尔计划 130 亿美元援助中约 60%绑定采购美国资本品，消化本土过剩产能；同时通过专利共享、标准输出将美式工业规格推广为全球通用标准。

本轮全球制造业秩序重塑，日德承接军工相关工业产能。

日本是本轮产业外溢的核心承接国，在纺织、钢铁、造船、家电、汽车等领域形成规模化产能。

这一轮全球产业变迁中，日本崛起的代表性企业有四类。①钢铁：新日铁前身八幡制铁、富士制铁；②造船：三菱重工、川崎重工；③家电：松下、东京芝浦（东芝）；④汽车：丰田、日产。

西德主要承接化工、通用机械与汽车制造领域的技术扩散，代表性企业有三类。①化工业龙头巴斯夫、拜耳；②西门子；③大众汽车。

二、第二次变迁（1970s—1985 年）：滞胀和科技引导制造业雁阵布局。

本轮产业变迁由成本端系统性压力驱动，是美国传统制造业竞争力下滑背景下制造业被动从美国转移出去。

全球大背景是石油危机引发滞胀，终结战后经济高增长。

1973 年、1979 年两波石油危机推动油价分别上涨 287%、200%，能源成本沿产业链全面传导，美国工业生产增速大幅回落。

1971 年布雷顿森林体系正式瓦解，全球进入浮动汇率时代，贸易与资本流动的不确定性显著提升。

同期日本、西德制造业加速追赶，对美国本土产业形成直接竞争冲击。

多重成本之下制造业利润承压，美国国内制造业触顶。

1970—1985 年美国制造业就业累计下滑约 16%，制造业增加值多次对 GDP 增长形成负贡献。

美国金融业利润占比逐步超越制造业，第三产业就业占比从 62.5%升至 70.2%，“去工业化”趋势显现。

全球供应链重塑触发因素在于生产成本、美元升值和环保政策。

三重成本压力共同倒逼美国产能变迁，在全球低成本国家寻求产业空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

一是能源价格暴涨推高全工业体系生产成本，高耗能行业盈利空间持续收窄；

二是沃尔克加息周期下美元指数累计涨幅近 70%，出口价格竞争力大幅削弱，汽车、钢铁、纺织等行业进口替代加剧；

三是 1980 年《综合环境反应、补偿与责任法》落地，高污染行业环保合规成本从营收占比 1%升至 3%—5%，进一步挤压利润空间。

市场化驱动的 OFDI 扩张，西方产能向低成本经济体扩散。

本轮产业变迁以企业主导的海外直接投资为主，本土保留研发、品牌与总部核心功能，变迁行业集中于钢铁、基础化工、家电、纺织等高耗能领域。

韩国、中国台湾等亚洲四小龙凭借成本优势与出口导向政策成为核心承接地。

本轮制造业重塑，亚洲地区迎来一轮“雁阵”式产业再布局。

半导体产业链开启垂直拆分：美国企业聚焦芯片研发、设计与设备制造等高附加值环节，将 DRAM 等标准化存储芯片的大规模量产环节，逐步向日本、韩国、中国台湾转移，全球半导体产业“研发在美国、制造在东亚”的分工格局初步形成。

韩国钢铁和电子板块迅速崛起。①钢铁板块，浦项制铁；②电子板块，三星电子。

中国台湾半导体、化工和电子组装领域迅速崛起。①半导体领域，联华电子；②化工领域，台塑集团；③电子组装领域，鸿海精密。

三、第三次变迁（1985—2017 年）：全球化红利之下供应链深度自由化。

本轮产业变迁是和平红利与全球化红利共振下的主动战略选择，美国企业以价值最大化为核心，通过全球价值链布局实现轻资产运营，产能转移的规模与深度均远超前两次。

政治和平与科技扩散推动全球化红利，全球进入罕见大繁荣。

冷战终结与多边贸易体系建立打开全球市场边界。1991 年苏联解体后地缘政治约束大幅弱化，全球进入“和平红利”期；1995 年 WTO 正式成立，发达国家工业品加权平均关税从 6.3%降至 3.8%，2001 年中国加入 WTO 进一步释放全球最大成本洼地。

叠加互联网普及、与集装箱物流革命，跨国生产协调成本大幅下降，“设计在硅谷、组装在中国”的分工模式具备经济可行性，全球进入“中心—外围”分工成熟期。

美国国内经济彻底转向信息技术和服务主导增长模式。

下载日志已记录，仅供内部参考

1990 年代互联网商业化爆发，信息技术产业成为美国增长引擎。1994—2000 年半导体、通信设备出口年均增速分别达 14.3%、10.1%。

与此同时，美国服务业也在快速发展。1990 年服务业增加值占 GDP 比重突破 70%，研发、信息、金融等知识密集型服务业成为核心增长极。

西方金融扩表浪潮推动企业主动将低 ROE 环节外包。

股东价值最大化导向下，资本市场对 ROE、资产周转率要求持续抬升，剥离重资产、低回报的制造环节成为企业最优选择。

1995—2012 年美国计算机、电子与光学设备行业进口渗透率从 31%升至 42%。叠加全球劳动力成本梯度与贸易制度红利，共同推动产能全球布局。

这是一轮史无前例的全球化，微观 OFDI 跨国布局，中观代工体系盛行，宏观价值链深度分工。

典型代表包括苹果与耐克。

苹果构建“设计研发+生态运营在美国，核心零部件在日韩台，组装制造在中国大陆”的三级全球供应链体系。中国大陆在苹果零部件供应商分支中的占比一度逼近 50%，覆盖整机组装、结构件、电池、连接器、声学器件等多个环节。

耐克实施“品牌+设计+外包”轻资产模式，90%以上的鞋类产能分布在中国大陆、越南、印尼等亚洲经济体，美国本土几乎无自有生产工厂，企业核心资源聚焦于品牌运营、产品设计与全球渠道管理。

中国逐步成为全球制造核心，“世界工厂”地位不断强化。

美国保留研发、品牌、标准等高附加值环节；中国凭借成本、基建与产业配套优势成为全球核心制造承接地，2010 年制造业增加值超越美国登顶全球第一，确立“世界工厂”地位。

中国制造业增加值在 2010 年超过了美国，首次登顶全球第一，占全球比重约为 19.4%。之后不仅年年保持第一，而且全球占比继续上升，目前已接近 30%。

四、第四次变迁（2018 年至今）：逆全球化下的安全供应链再起。

本轮供应链重构以非经济因素为主导，核心逻辑从“效率优先、成本最小化”转向“安全优先、韧性优先”，全球产业布局从集中化向分散化、区域化转型。

2018 年中美贸易摩擦标志逆全球化加剧，供应链逻辑从效率优先转向安全优先

关税层面，美国对约 3700 亿美元中国输美商品加征关税，加权平均税率从 2017 年的 3.1%大幅攀升；技术

下载日志已记录，仅供内部参考

层面，美国在半导体、AI 等核心领域升级出口管制，推动高端产业链向盟友阵营集聚。

2020—2022 年新冠疫情进一步暴露集中供应链的脆弱性，全球主要经济体密集出台产业政策：美国三大产业法案总规模超 2.2 万亿美元，欧盟推出《欧洲芯片法案》，日韩推出供应链多元化计划，形成全球政策合力。

美国更加依赖科技同时诉求重点生产回归，再工业化战略推进。

一方面美国产业政策回归。以财政补贴、税收抵免吸引高端制造回流。2021—2025 年美国制造业固定资产投资年均增速达 7.8%，远高于 2010—2017 年的 2.3%，

另一方面美国制造业回流依然集中在高科技领域。美国投资高度集中于半导体、新能源、生物医药等战略领域，传统中低端制造业并未大规模回流，就业占比也未趋势性回升。

关税和产业安全竞赛取代市场化因素，成为本轮全球供应链驱动力。

美国正从政策层面强制打破了此前效率优先的全球产业布局逻辑，推动上下游产业链向地缘政治盟友集聚。

对半导体、新能源等核心战略产业，通过本土财政补贴吸引产能回流。

对中低端消费制造，通过关税壁垒倒逼产能向墨西哥、东南亚等“友好经济体”转移。

对中国则叠加出口管制、投资审查、合规限制等工具，抬高产业链脱钩的制度成本。

本轮形成“高端回流+近岸外包+友岸外包”的模式。

高端制造回流本土，台积电、三星赴美建设先进制程晶圆厂，新能源产业链同步本土化；中低端制造近岸布局墨西哥，USMCA 原产地规则倒逼汽车、电子产业集聚，2023 年墨西哥超越中国成为美国第一大商品进口来源国；友岸外包至东南亚和南亚。

“中国+1”策略普及，美国自越南进口占比从 2017 年的 2.0%升至 2025 年的 5.3%，自印度进口占比从 2.1%升至 3.0%。以苹果为例，来自中国大陆的供应商占比从 2018 财年的 47%降至 2023 财年的 37%。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、第一次变迁（1950s-1960s）：地缘战略下德日承接基础工业 1
（一）全球大背景是战后重建与美苏冷战 1
（二）美国在全球最大生产和出口国基础上尝试科技突破 1
（三）地缘和金本位下美国政府主导了日德制造业崛起 2
（四）该轮全球制造业秩序实现路径是“战争订单+信贷支持+技术转让” 4
（五）本轮全球制造业秩序重塑，日德承接军工相关工业产能 7
二、第二次变迁（1970s-1985）：滞胀和科技引导制造业雁阵布局 9
（一）全球大背景是石油危机引发滞胀，终结战后经济高增长 9
（二）多重成本之下制造业利润承压，美国国内制造业触顶 11
（三）全球供应链重塑触发因素在于生产成本、美元升值和环保政策 13
（四）市场化驱动的 OFDI 扩张，西方产能向低成本经济体扩散 15
（五）本轮制造业重塑，亚洲地区迎来一轮“雁阵”式产业再布局 16
三、第三次变迁（1985-2017）：全球化红利之下供应链深度自由化 18
（一）政治和平与科技扩散推动全球化红利，全球进入罕见大繁荣 18
（二）美国国内经济彻底转向信息技术和服务主导增长模式 20
（三）西方金融扩表浪潮推动企业主动将低 ROE 环节外包 22
（四）微观 OFDI 跨国布局，中观代工体系盛行，宏观价值链深度分工 23
（五）中国逐步成为全球制造核心，“世界工厂”地位不断强化 25
四、第四次变迁（2018 年至今）：逆全球化下的安全供应链再起 26
（一）逆全球化加剧，供应链逻辑从效率优先转向安全优先 26
（二）美国更加依赖科技同时诉求重点生产回归，再工业化战略推进 27
（三）关税和产业安全竞赛取代市场化因素，成为本轮全球供应链驱动力 29
（四）变迁模式和承接主体：高端制造回流美国，中低端选择近岸+友岸外包 30
风险分析 33

下载日志已记录，仅供内部参考

一、第一次变迁（1950s-1960s）：地缘战略下德日承接基础工业

（一）全球大背景是战后重建与美苏冷战

二战后全球存在大规模工业重建的刚性需求。

二战彻底摧毁了西欧、日本本土的完整工业体系，全球工业向美国单边集中。1948 年美国粗钢产量占全球比重达 50%，同期日本、德国仅分别占 1%和 4%。

主要交战国工业设备大面积损毁，生产链条断裂，民用物资供给严重短缺，存在大规模工业重建的刚性需求。

美苏冷战格局确立，扶持欧洲和日本成为美国实施遏制战略的核心目标。

1947 年杜鲁门主义正式出台，标志美苏两大阵营冷战对峙格局全面确立。

美国对外战略核心转向遏制苏联势力扩张，需在欧洲、亚太打造稳定可控的资本主义工业前沿阵地：联邦德国为欧洲大陆对抗的工业核心，日本为亚太冷战的后勤与工业枢纽。

图 1:主要发达国家在全球 GDP 占比（%）

年份	1955	1960	1965	1970	1975	1980
美国	36.3	33.7	31.3	30.2	26.6	26.7
日本	2.2	2.9	4.1	6.0	8.0	8.6
共同市场	17.6	17.5	18.7	19.3	21.7	-
英国	4.9	4.7	4.5	3.8	4.5	4.1
法国	4.5	3.9	4.2	4.6	4.7	4.6
联邦德国	3.9	4.7	5.1	5.7	5.8	5.8
意大利	2.2	2.1	2.6	2.9	3.0	3.0

数据来源：《美国经济的兴衰》，中信建投证券

（二）美国在全球最大生产和出口国基础上尝试科技突破

战后二十年是美国制造业的黄金发展期，经济增长、工业产出与劳动生产率均处于和平时期历史高位。

下载日志已记录，仅供内部参考

1950-1969 年美国实际 GDP 年均增速达 4.2%，工业生产年均增速 4.5%，非农劳动生产率年均提升 2.8%，增长动能显著领先于其他主要经济体。

1953 年美国制造业增加值占 GDP 比重达 28.3%的历史峰值，制造业就业占全国非农就业比重超 30%，是国民经济的核心支柱与就业吸纳器。依托完整的工业体系与领先的生产效率，美国成为全球最大的商品生产国与出口国。

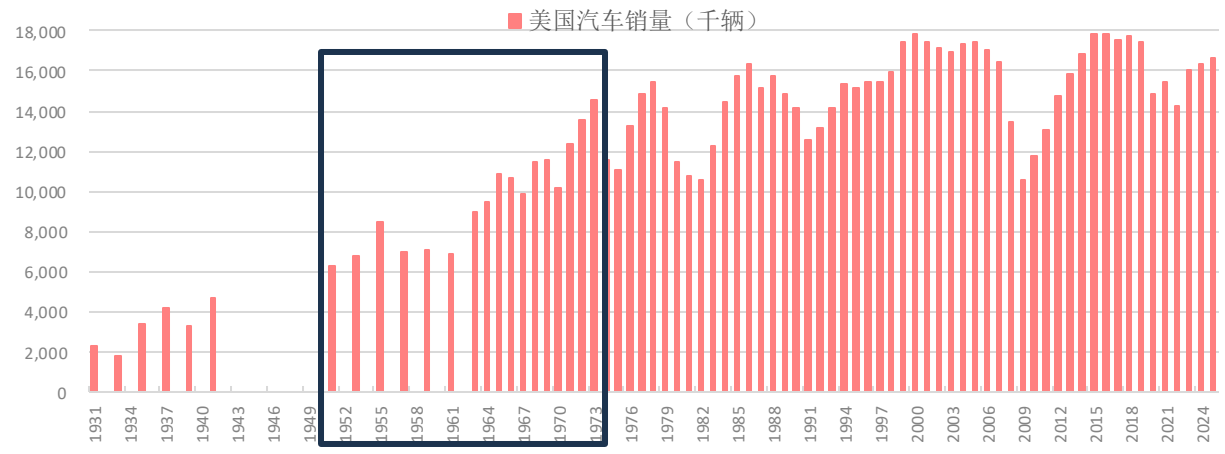
这一时期美国工业化沿两大主线推进：一是耐用消费品大众化；二是军工与高科技产业扩张。

居民收入增长叠加消费信贷普及，推动汽车、家电快速渗透普通家庭。1956 年美国汽车保有量突破 7000 万辆，户均拥有 0.8 辆；主要家电产品家庭普及率超过 80%，内需扩张持续拉动制造业产能扩张。

冷战军备竞赛带动联邦研发投入高速增长，联邦研发支出占 GDP 比重从 1950 年的 0.7%升至 1964 年的 2.6%，增速约为同期 GDP 增速的四倍。

资源持续向航空航天、半导体、电子信息等新兴产业倾斜，为后续高端产业竞争力奠定了技术基础。

图 2:美国汽车销量



数据来源：wind，中信建投证券

（三）地缘和金本位下美国政府主导了日德制造业崛起

这一时间段非美地区制造业崛起并非出于单纯的市场化因素，譬如成本，譬如市场国接近，而是美国主导

下载日志已记录，仅供内部参考

的一场嵌入地缘战略的全球生产秩序重建。

一方面，美苏冷战格局下盟友扶持战略，决定了本轮产业变迁的政府主导属性。

面对二战之后的全球政治经济格局，美国贸易政策由战前保护主义转向自由贸易。

1934 年《互惠贸易协定法》确立多边关税减让框架，1944 年布雷顿森林体系搭建起全球货币与贸易清算体系，叠加战后马歇尔计划、对日占领重建政策，通过贸易与产业扶持强化西欧、日本的工业能力，构建对抗苏联阵营的经济与工业屏障。

另一方面，美元币值高估与工资抬升削弱美国低端产业的出口优势，而美元高估是锚定黄金的必然结果，所以美元推动美国不再主观保有低附加值生产环节，同样可以说是美国在布雷顿森林体系之后的必然选择。

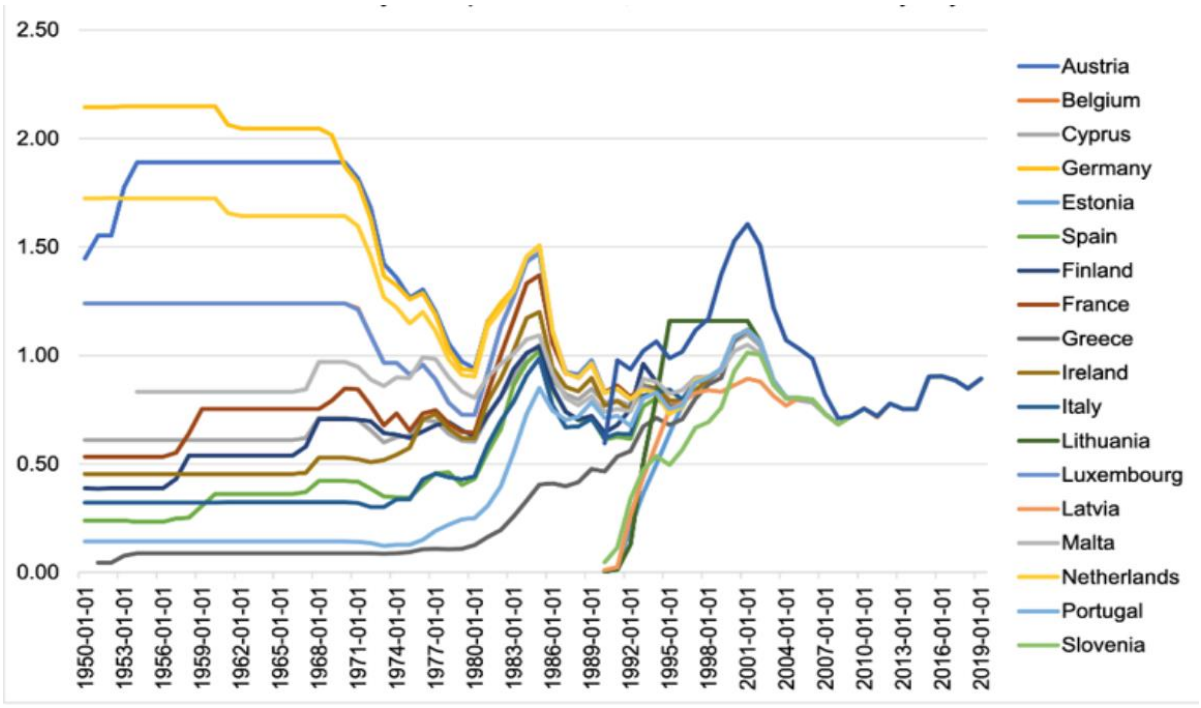
布雷顿森林体系下美元锚定黄金，长期维持高币值与高购买力，利好进口与资本输出，但持续削弱劳动密集型制造品的出口价格竞争力。本土成本端同步抬升。

据美国劳工统计局数据，美国制造业小时工资从 1950 年的 1.5 美元升至 1969 年的 3.2 美元，年均涨幅约 4%；同期日本、西德制造业小时工资仅为美国的 1/3-1/5。纺织等劳动密集型产业，本土生产的性价比持续下行。

在这一轮全球生产秩序重塑过程中，美国主动的战略选择是：将低附加值基础制造环节有序外置，本土资源向中高端制造集中；同时通过产能输出巩固盟友工业体系，换取全球政治经济秩序的主导权。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3:每一美元兑其他国家货币



数据来源：CEIC，中信建投证券

（四）该轮全球制造业秩序实现路径是“战争订单+信贷支持+技术转让”

此次全球制造业秩序的重塑，最鲜明特征是政府主导。核心的闭环逻辑是“战争订单拉动—信贷援助绑定—技术标准输出”输出模式。

其一，通过战争订单，快速激活非美国家的工业产能。

日本作为美国在亚洲的核心后勤基地，在朝鲜战争、越南战争中获得大规模军需采购订单，工业体系被快速激活。

据日本通商产业省（现经济产业省）统计，“朝鲜特需”占日本出口总额的比重从 1950 年的 18.2%攀升至 1953 年的 62.7%，冶金、机械、电力等关联行业产能紧急扩张。

典型如丰田汽车，战前卡车累计产量仅 300 辆、濒临停产。朝鲜战争爆发首月即获得超 5000 辆军用卡车订单，生产体系得以重启；松下电器因军用蓄电池订单满负荷生产，产能规模快速扩张。

其二，通过信贷与援助，绑定采购实现本国产能消化与产业变迁。

下载日志已记录，仅供内部参考

美国通过马歇尔计划，为承接国补足资本开支，同时以“采购绑定”实现本国产能消化与产业变迁的闭环。

1948—1952 年美国向欧洲提供 130 亿美元援助，其中约 60%强制用于采购美国钢铁、机械等资本品。本质上并非单向转移支付，而是通过“援助—采购—产能输出”链条，一方面消化战后本土过剩重工产能，另一方面将劳动密集型、基础制造环节有序转移至盟友。

其三，通过输出技术和制度，将美式工业规格推广为全球供应链通用标准。

美国通过《专利共享计划》向盟国开放合成橡胶、航空发动机等大量战时军用技术；同时依托 1947 年成立的国际标准化组织（ISO），将福特生产方式、美式工业规格推广为全球供应链通用标准。

据日本科学技术厅《技术引进年报》，1954—1975 年日本累计引进国外技术超 1.6 万件，其中 80%以上源自美国。

美国通过订单、资本、技术、制度的综合输出，同步实现了盟友工业体系重建与本土供应链外部化，服务于冷战地缘战略与国内产业升级的双重目标。

下载日志已记录，仅供内部参考

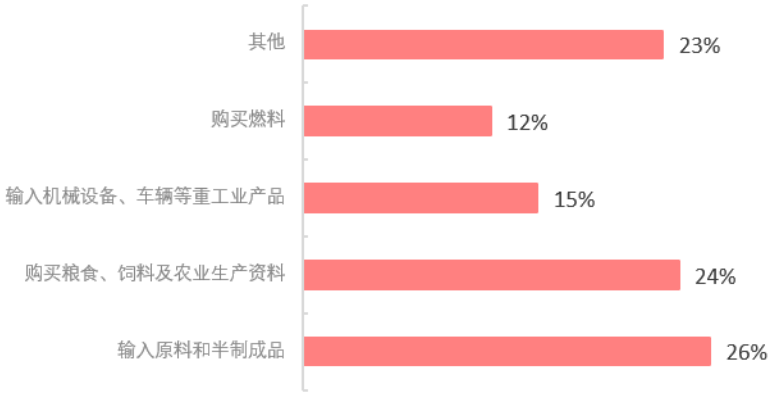
图 4:马歇尔计划的具体内容

计划		维度	具体内容
马歇尔计划（1948-1951）	针对领域	农业	供应粮食、饲料、肥料，缓解战后饥荒，推动农业复产，占总援助资金的24%
		原材料与能源	提供工业原料、半制成品与燃料，保障工业基础运转，其中原料占26%、燃料占12%
		工业与基础设施	输出机器设备、车辆、重型工业装备，修复制造业、交通与通信体系，占总资金的15%
		技术升级	实施专项技术援助计划，资助欧洲技术人员与企业家赴美考察学习，同步派遣美国专家赴欧指导；强制要求60%援助资金用于制造业投资
		贸易与金融体系	推动稳定汇率、拆除关税壁垒，重建西欧多边贸易与支付体系
	采用方式	资金形式	**以无偿赠款为主（占总金额88%），辅以低息长期贷款（占12%）**
		落地机制	设立《欧洲复兴基金》：援助资金转换为受援国本币专项账户，经美方审批后用于国内重建；贷款企业按期还本付息，维持基金循环投放
		交付模式	美方统一向本国企业采购物资后运往欧洲；欧洲复兴基金以美元结算美方出口商，欧洲进口商向基金支付本币，资金余额纳入受援国财政预算
		组织管理	美国设立经济合作总署并向各国派驻特使；欧洲由经济合作组织（OECD前身）统筹资金分配与商品流动
		阶段推进	第一阶段侧重进口食品、燃料等生活必需品，稳定社会秩序；第二阶段侧重工业原料与设备，推动工农业重建；第三阶段受朝鲜战争影响，资金转向军备重建
		配套约束	受援国需与美国签订双边协定，承诺市场开放、经济协同与政治立场配合
	规模额度	执行周期	1947年6月由美国国务卿马歇尔正式提出；1948年4月美国国会通过《对外援助法案》后全面实施；原计划执行5年，1951年底提前结束，代之以《共同安全计划》
		总规模	累计拨付各类援助合计131.5亿美元，其中赠款约115.7亿美元，贷款约15.8亿美元。
		领域投向	**原料/半制成品26%、粮食/饲料/肥料24%、机械设备15%、燃料12%、其他用途23%**
		国别分布	英国、法国、意大利、西德四国获得全部援助的近60%
	实施效果	经济	1951年受援国经济基本恢复至战前水平，GDP较计划实施前增长约25%；工业产量平均上升30%，农业产量较战前提高10%；1953年欧洲贸易量较战前增长40%
		政治	缓和社会经济紧张局势，提升政府权威，平抑社会动荡
		全球秩序	奠定美国主导的西方经贸体系，巩固布雷顿森林体系与美元霸权地位
《共同安全计划》（1951年起正式取代马歇尔计划）	针对领域	军事防务（核心）	直接提供武器装备、军用物资，开展军事人员培训、作战体系对接与国防基础设施援建；设立专项经费用于冷战前沿的渗透与颠覆活动，是计划的核心投向
		国防配套产业	优先保障与国防相关的工业产能、原材料与能源供应，工业扶持全面服务于防务能力提升
		经济与技术配套	保留少量民用经济、农业扶持资金，规模收缩且仅作为防务稳定的配套；延续技术援助机制，技术人员交流范围从西欧扩展至全球亲美阵营
		同盟政治体系	推动受援国绑定集体防务义务，巩固全球亲美政治同盟，构建统一的冷战遏制体系
	采用方式	资金形式	**以无偿军事赠款为绝对主体，辅以少量经济技术援助资金；军事援助基本为无偿拨付，经济援助保留低息贷款形式**
		管理机制	设立共同安全署（MSA）作为统一执行机构，取代原分管经济援助的经济合作总署（ECA）与军事援助部门，实现所有对外援助集中统筹；向各受援国派驻特使监督落地
		覆盖范围	从马歇尔计划仅限西欧16国+西德，扩展至全球所有亲美国家与地区，覆盖北约欧洲成员国、亚太盟友及其他冷战前沿地区
		政策绑定	受援国需承担集体防务义务，承诺政治立场协同，援助与冷战遏制战略深度绑定
	规模额度	执行周期	1951年10月美国国会通过《1951年共同安全法》正式启动，原计划执行至1954年，后续机构职能逐步调整
		首批授权规模	1951年国会首批授权拨款合计73亿美元，对应1951-1954年援助额度。
		资金结构	**军事援助约57.5亿美元，占比近80%；经济与技术援助约15.5亿美元，占比约20%**
		投向优先级	国防军事相关投入为绝对优先，民用经济援助仅作为防务配套补充
	实际成效	军事层面	美国主导的全球军事同盟网络基本成型
		政治层面	固化冷战两极对峙格局，强化了美国对盟友的政治影响力

数据来源：IEFI，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5:马歇尔计划的资金用向



数据来源：IEFI，中信建投证券

（五）本轮全球制造业秩序重塑，日德承接军工相关工业产能

本轮产业变迁以轻工业、纺织业及部分通用机械制造为主，转移形式以技术授权、合作生产、市场开放为主，并非大规模资本直接输出，本质是美国工业体系向盟友的梯度延伸。

日本是本轮产业外溢的核心承接国，在纺织、钢铁、造船、家电、汽车等领域形成规模化产能。

据日本大藏省 1952 年《工矿业生产统计年报》，1951 年日本工矿业生产同比增长 36.8%，生产指数从 1950 年的 83.6（战时基准）升至 114.4；其中冶金工业增长超 44%，机械工业增长超 97%。

至 1953 年，工业整体产出较战时水平增长 55%，分行业看，钢铁增长 46%、船舶增长 47%、水泥增长 54%、电力增长近一倍。

此后日本 GDP 保持高速增长，1968 年 GDP 总量超越西德，1970 年代稳居全球第二大经济体。

这一轮全球产业变迁中，日本崛起的代表性企业有四类。

①**钢铁：新日铁前身八幡制铁、富士制铁**引进美国高炉炼钢、连续轧制技术，产能快速扩张；

②**造船：三菱重工、川崎重工**依托美国舰船技术转让与军需订单，造船产量快速跻身全球前列；

③**家电：松下、东京芝浦（东芝）**获得美国电子技术授权与军用订单，从民用电器起步建立规模化生产体系；

下载日志已记录，仅供内部参考

④**汽车：丰田、日产**引入美国汽车生产管理与质量管理技术，依托卡车军需订单完成产能积累，为后续民用市场扩张奠定基础。

西德主要承接化工、通用机械与汽车制造领域的技术扩散。

依托马歇尔计划的资本支持与美国技术授权，西德工业体系快速重建。

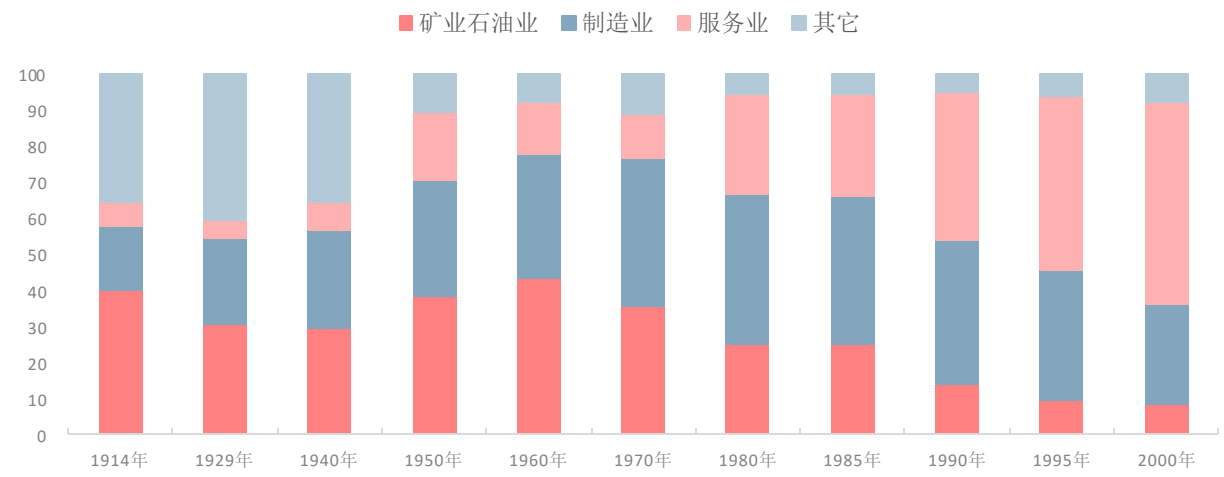
这一轮全球制造业秩序重塑中德国承接行业的代表性企业有三类。

①化工业龙头巴斯夫、拜耳引进美国石油化工技术；

②西门子获得美国电气与电子技术授权，强化发电设备与工业自动化领域优势；

③大众汽车引入美国大批量生产技术与管理模式，车型实现规模化量产。

图 6:美国对外直接投资的行业分布（%）



数据来源：BEA，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7:第一次变迁时期的日德企业发展简介

国别	行业	企业名称	战前强军工属性	战后主业	1950s-1960s快速发展
日本	钢铁	八幡制铁、富士制铁（新日铁前身）	战前即为日本核心钢铁企业，二战期间深度配套军工，**为日军提供舰船、武器用特种钢材**，具备强军工属性	高端钢铁冶炼、板材与特种钢生产，后合并为新日铁，**成为全球钢铁行业龙头**	引进美国高炉炼钢、连续轧制技术；**战后日本工业重建需求叠加朝鲜战争军需订单（军需订单一度占比超40%）**
	造船	三菱重工、川崎重工	战前为日本核心军工企业，主**营军用舰船、重型装备制造**，是二战日本海军舰艇核心供应商，军工属性极强	民用船舶建造、海洋工程、重型机械，同时保留防务装备业务，**造船产量跻身全球前列**	获得美国舰船技术转让与工艺标准输出；朝鲜战争期间**承接大量美军舰船维修与军需装备订单**；依托原有重工产业基础快速恢复产能
	家电	松下电器	战前以民用照明、家电、电池为主营业务，二战期间**承接日军军用蓄电池、野战通信设备、电子元器件订单**，具备成熟的军工电子配套能力	战后拓展白色家电、消费电子、电子元器件、住宅设备等领域，成长为全球综合性电子电器产业集团	1952 年起从美国西屋电气等企业引进电子、家电技术授权；**朝鲜战争期间持续获得美军电子元器件、电池订单，同时日本工业化建设带动电力设备与家电需求激增。**
	电气设备	东京芝浦（东芝）	前身为 1875 年成立的芝浦制作所，战前主营重型电气设备、民用电器；二战期间转产军用电子设备、野战发电装置、雷达配套部件，深度融入日本军工体系	形成电力设备、消费电子、半导体、工业电子、医疗设备多元布局，是全球领先的综合电子电气巨头	获得美国通用电气（GE）电气与电子技术授权；**军需订单**支撑产能扩张；同时**日本工业化建设**带动电力设备与家电需求激增。
	汽车	丰田汽车	战前以民用卡车、小型轿车生产为主，二战期间全面转产军用卡车、后勤运输车辆、装甲车零部件，是日军陆路运输装备核心供应商	战后聚焦乘用车、商用车研发与全球化生产，逐步成长为**全球汽车行业销量龙头企业**	引入美国福特生产方式与全面质量管理体系，生产效率大幅提升；**朝鲜战争期间获得美军超 5000 辆军用卡车订单**，完成原始产能积累；战后日本民用汽车市场逐步复苏。
		日产汽车	**战前是日本第二大民用汽车制造商**，二战期间全面转产军用卡车、军用发动机、装甲车辆，配套日军后勤与作战体系	战后布局乘用车、商用车、新能源汽车研发生产，**是全球主流汽车制造集团**	引进美国汽车制造技术与工厂管理体系；**朝鲜战争军需订单拉动产能扩张**；战后日本经济复苏带动民用汽车需求增长
西德	化工	巴斯夫	**战前是全球最大化工企业**，二战期间深度服务纳粹军工体系，研发生产合成燃料、合成橡胶、军用炸药、化学材料等，是纳粹战争机器的核心化工供应商	战后转向民用化工，形成石油化工、精细化工、医药健康、农业化学品四大业务板块，**成长为全球综合化工巨头**	依托**马歇尔计划获得约 1.2 亿美元工业重建资金**；引进美国标准石油公司石油化工成套技术；战后欧洲重建带动基础化工产品需求爆发式增长
		拜耳	**战前是德国老牌化工医药巨头**，二战期间**从事军用医药、合成材料、军用化学品研发生产**，为纳粹军方提供药品、合成橡胶与化工原料，服务军工体系	战后聚焦医药健康、作物科学、高分子材料、精细化工领域，是**全球领先的创新型医药化工集团**	获得美国化工技术转移与专利授权；马歇尔计划提供产业重建资金支持；战后欧洲医药消费与工业材料需求快速回升
	电气设备	西门子	**战前是德国电气工业绝对龙头**，二战期间为纳粹军方提供发电设备、野战通信系统、军工电子元件、雷达设备，军工属性突出	战后布局发电设备、工业自动化、医疗设备、交通电气化、数字工业等领域，长期占据全球工业电气与自动化龙头地位	获得美国西屋电气、通用电气的电气与电子技术授权；战后欧洲大规模电力基建与工业重建带动设备需求激增
	汽车	大众汽车	1937 年成立，战前主打国民轿车（甲壳虫原型）研发；二战期间**全面转产军用越野车、后勤运输车辆、军工零部件**，承担德军运输装备配套任务	战后恢复民用轿车生产，主打甲壳虫等经典车型，成长为全球主流汽车集团	引入美国福特大批量流水线生产技术与管理模式；战后欧洲汽车消费复苏，甲壳虫车型凭借高性价比快速普及；马歇尔计划提供产业配套资金支持

数据来源：IEFI，中信建投证券

二、第二次变迁（1970s-1985）：滞胀和科技引导制造业雁阵布局

（一）全球大背景是石油危机引发滞胀，终结战后经济高增长

两次石油危机彻底终结了战后西方经济长达二十余年的高速增长“黄金时代”，全球主要经济体同步陷入“高通胀、低增长、高失业”并存的滞胀时期。

能源端冲击是本轮周期的核心触发点。

据美国能源信息署统计，1973 年第一次石油危机中，OPEC 实施石油禁运推动原油价格从每桶 3.01 美元攀升至 11.65 美元，涨幅达 287%；1979 年伊朗革命引发第二次石油危机，油价进一步从每桶 13 美元冲高至 39 美元，涨幅 200%。能源价格短期翻倍式上涨，沿产业链快速传导至全工业体系。

下载日志已记录，仅供内部参考

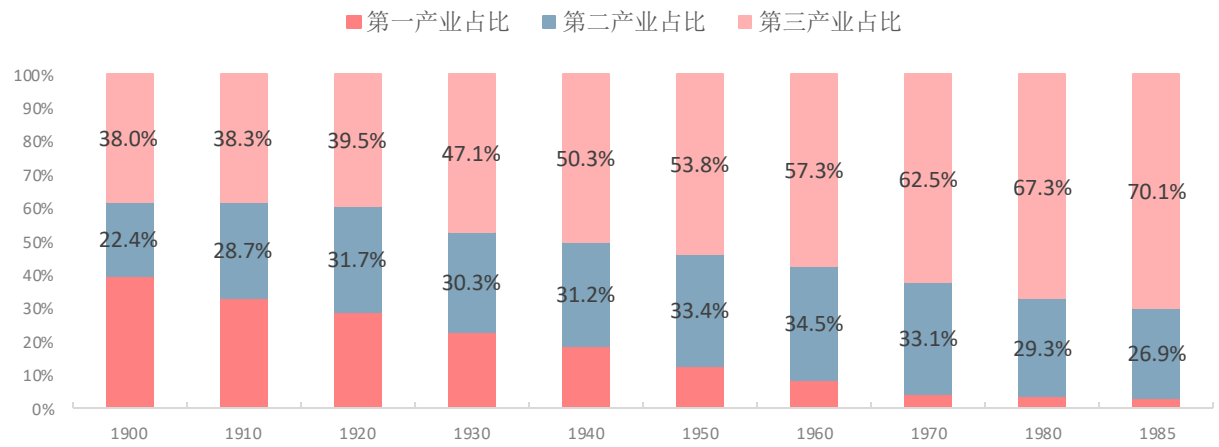
能源成本抬升系统性压缩传统行业盈利空间，就业吸纳能力持续弱化。

据美联储圣路易斯联储数据，1970—1985 年美国制造业就业人数累计变动约为-16.0%；工业生产指数月均增速从 1950—1970 年的 0.40%回落至 0.17%，制造业景气度显著下行。

1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩，布雷顿森林体系正式瓦解，全球进入浮动汇率时代。

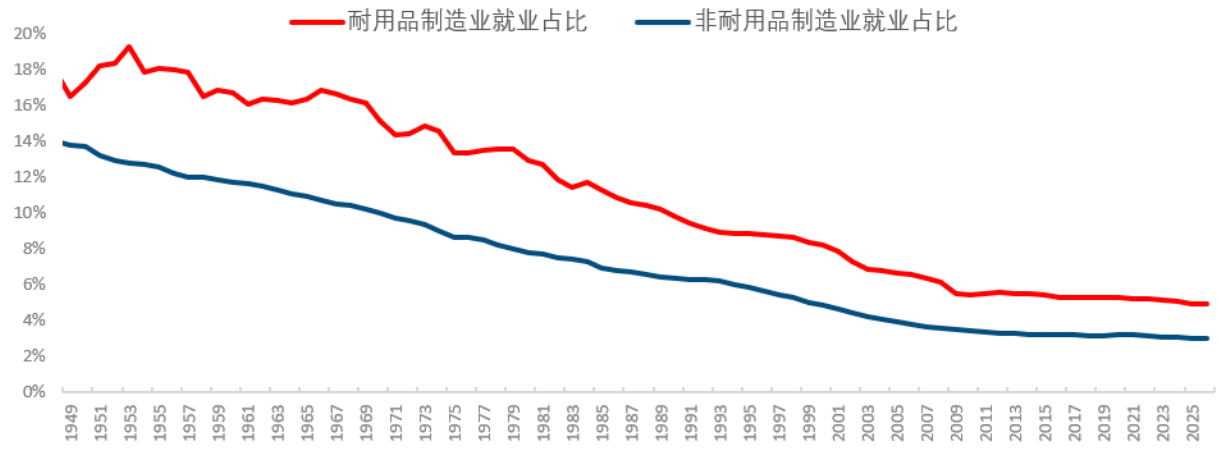
汇率浮动加剧了全球贸易与资本流动的不确定性。

图 8:美国三产的就业结构



数据来源：wind，中信建投证券

图 9:美国制造业的结构对比



数据来源：wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）多重成本之下制造业利润承压，美国国内制造业触顶

滞胀冲击叠加日德制造业追赶，美国传统制造业盈利空间与国际竞争力同步收窄，对经济增长的拉动由正转负。

其一，高油价引发的供给型通胀彻底打破战后低通胀高增长格局。

1974 年美国 CPI 同比峰值达 12.2%，1975 年失业率攀升至 8.5%，实际 GDP 连续两年负增长。

同时劳动生产率增长陷入停滞，1973—1979 年美国非农部门每工时产出年均增幅仅为 0.05%，较 1965—1973 年的 1.9%大幅回落，单位产出成本持续抬升。

其二，日德凭借成本优势与产品适配性加速渗透美国市场，美国汽车、钢铁两大支柱产业产能明显下滑。

汽车行业方面，1978—1982 年美国汽车产量从 1290 万辆降至 698 万辆，降幅接近 50%。

钢铁行业方面，美国粗钢产量从 1.24 亿吨降至 0.66 亿吨，生铁产量从 0.74 亿吨降至 0.39 亿吨，降幅均接近 50%；日本和德国进口钢铁凭借成本优势持续渗透，对本土钢铁企业形成显著挤压。

滞胀冲击之后，美国制造业对经济增长的拉动由正转负。

据 BEA 核算，1974 年、1975 年、1980 年、1982 年，制造业增加值对美国 GDP 增长的贡献率分别为-1.45%、-1.49%、-1.55%、-1.03%，连续拖累经济增长；同期金融、保险、房地产与租赁业（FIRE）替代制造业成为经济增长的最大贡献板块。

传统制造业持续承压背景下，经济增长引擎逐步向金融、地产与服务业切换，逐渐“去工业化”。

1950 年制造业利润占比约 33%，稳居各行业首位，金融业仅约 9%；进入 1970 年代滞胀周期后，制造业盈利空间受成本端持续挤压，利润占比趋势性波动下行；金融业则受益于利率市场化推进、全球资本流入与金融创新深化，利润占比稳步抬升。

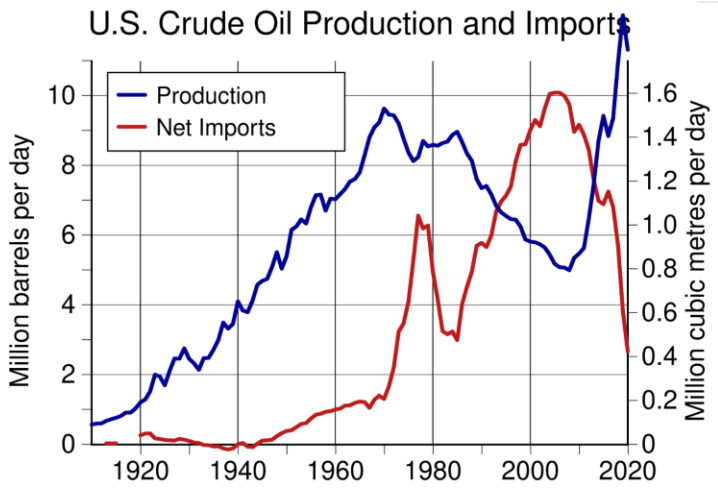
进入 1980 年代，金融业利润占比整体超越制造业，标志着美国经济增长的盈利驱动从工业制造正式转向金融服务。

从就业结构维度观察，“去工业化”特征更为清晰。1970—1985 年美国劳动力产业构成持续向第三产业倾斜：第二产业就业人数占比从 33.1%降至 26.9%，累计下降 6.2 个百分点，1980—1985 年第二产业就业绝对规模从

下载日志已记录，仅供内部参考

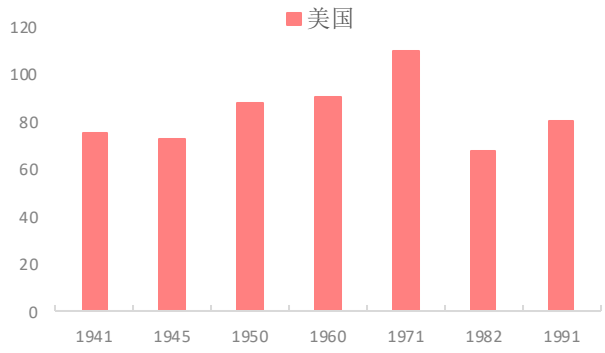
2913.6 万人收缩至 2880.5 万人，出现总量负增长；其中制造业作为第二产业核心组成部分，就业降幅更为显著，1970—1985 年累计下降约 16%。同期第三产业就业占比从 62.5%攀升至 70.2%，累计提升 7.7 个百分点，成为吸纳就业的核心载体。

图 10:1970 年石油危机期间美国石油生产量减少，净进口量飙升



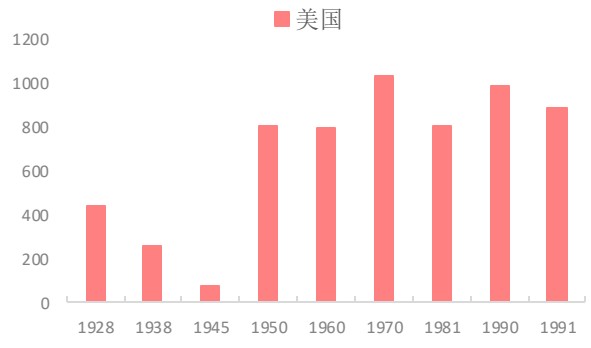
数据来源：BP，中信建投证券

图 11:美粗钢产量（百万吨）



数据来源：《比较》，中信建投证券

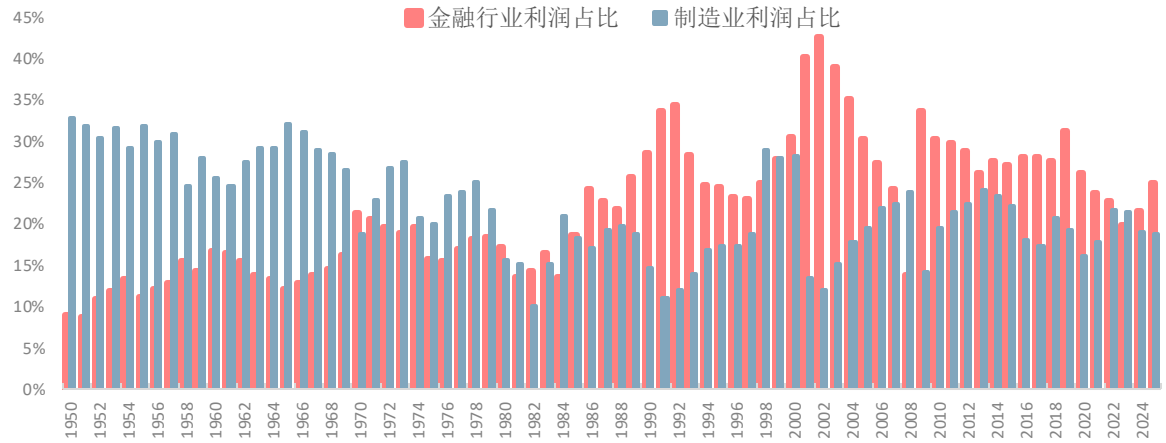
图 12:美汽车产量（万辆）



数据来源：《比较》，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13:1980 年后金融业利润占比超过制造业



数据来源：wind，中信建投证券

（三）全球供应链重塑触发因素在于生产成本、美元升值和环保政策

本轮制造业变迁的核心驱动来自成本端的系统性抬升：能源价格暴涨推高工业生产成本、美元走强削弱出口价格竞争力、环保政策趋严，多重压力推动产能被动向外转移。

其一，高油价沿产业链向工业、交通及制造业全面传导，推高全行业生产成本。

其二，高油价的后续影响——加息和高利率，进一步加重美国制造业的成本压力。

更不用说，1980—1985 年沃尔克加息周期下，美元指数从 85.4 攀升至 143.0，累计涨幅近 70%，本币大幅升值直接削弱美国制造品的出口价格竞争力。部分行业受影响较大。

在持续的能源、劳工和货币成本影响之下，美国三大产业——汽车、钢铁、化工都在衰落，更不用说劳动密集型的纺织轻工走出美国。

①美国汽车衰落。

美元升值叠加日本车企的节能与成本优势，推动美国汽车全球市场份额持续下滑。

据日本汽车工业协会统计，1980 年日本汽车产量达 1104 万辆，首次超越美国成为全球第一大汽车生产国；同年日本汽车在美国市场份额升至 21.3%，较 1970 年提升 16.5 个百分点。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业盈利层面，底特律三巨头普遍陷入亏损，据福特汽车 1980 年年报，当年净亏损达 15 亿美元；克莱斯勒经营持续恶化，濒临破产边缘。

②美国钢铁与基础化工衰落。

产品同质化程度高、价格敏感度强，美元升值直接削弱出口竞争力。

据美国钢铁协会数据，1982 年美国钢铁行业开工率降至 50%左右；基础化工产品出口增速从 1970 年代的年均 8%降至 1980—1985 年的年均 1.2%。

③美国纺织与轻工制造衰落。

美元升值叠加本土劳动力成本高企，推动产业加速向亚洲四小龙转移。

据美国商务部普查局数据，1980—1985 年美国纺织服装行业就业人数减少 22%，行业进口依存度从 15%升至 28%左右。

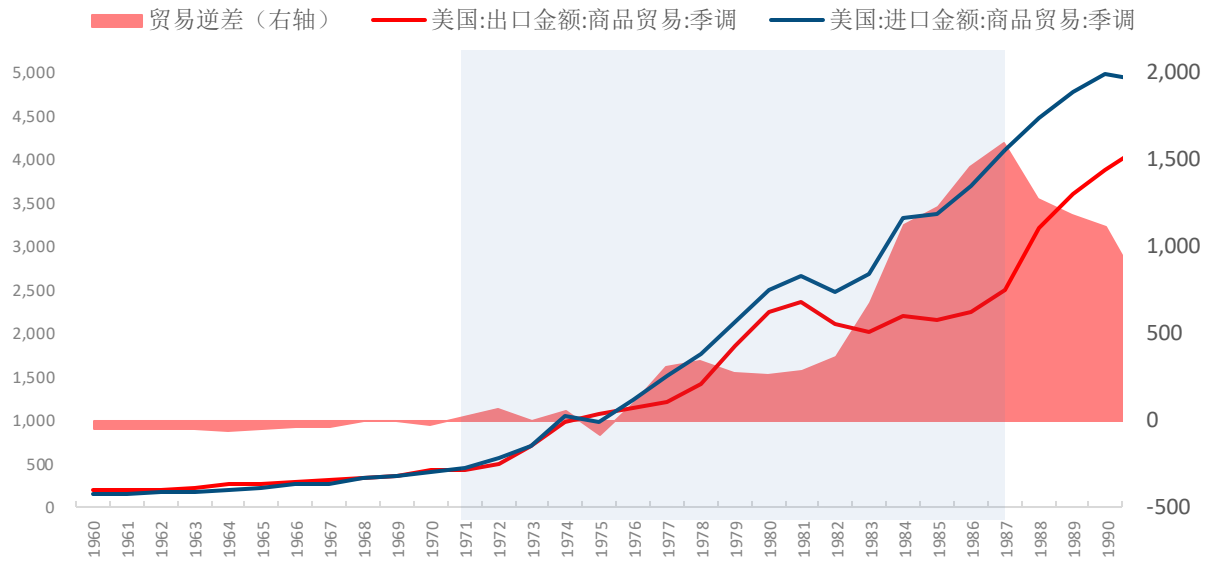
其三，环保政策加码，进一步抬升本土生产成本，倒逼相关产业加快向环保监管标准更低的新兴市场转移。

1980 年美国正式出台《综合环境反应、补偿与责任法》，设立联邦污染治理专项基金，建立污染追溯连带责任机制，大幅提高高污染行业的环境违法处罚与治理成本。该法案要求污染主体承担历史遗留污染场地的清理责任，处罚力度与治理成本显著超出此前环保法规的约束范围。

受此影响，钢铁、基础化工、有色金属等高耗能高污染行业，同时也是重要的中上游工业，它们的合规成本显著抬升，行业环保支出占营业收入比重从 1970 年代的 1%左右快速提升至 3%—5%，盈利空间进一步承压。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14:石油危机后美国从贸易顺差转为贸易逆差（亿美元）



数据来源：wind，中信建投证券

（四）市场化驱动的 OFDI 扩张，西方产能向低成本经济体扩散

本轮全球供应链秩序重塑，相较第一轮体现出更强的市场化特征。表现为两点：

其一，供应链秩序跨国重塑是以企业主导为主导，形式是海外直接投资（OFDI）。

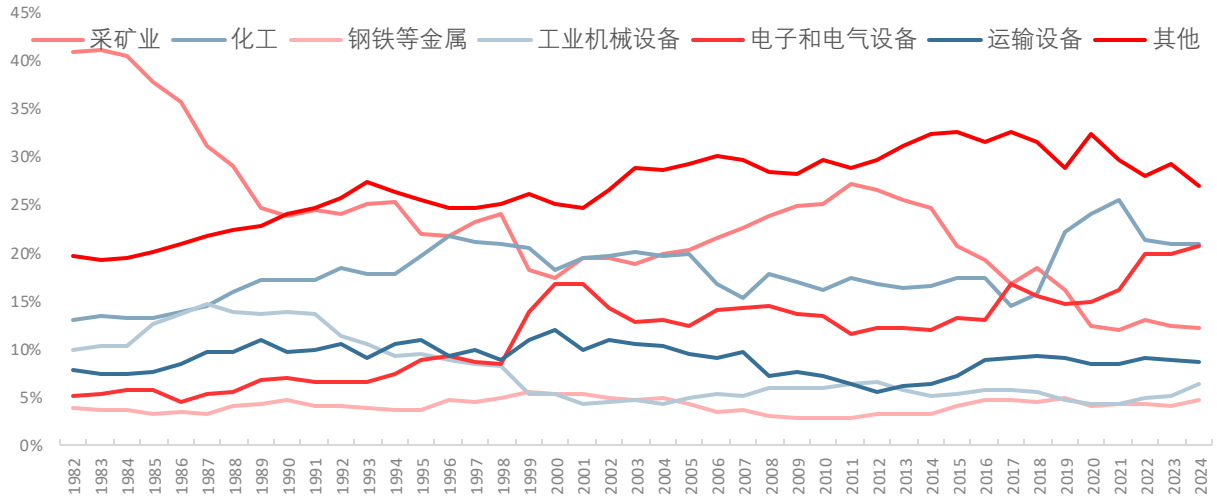
其二，供应链秩序跨国重塑，接受的是微观市场行为法则，企业主动向低成本经济体布局生产环节。

美国跨国公司将研发、品牌、总部运营与核心金融功能保留本土，仅将劳动密集型加工、标准化装配、部分中间品制造环节向外转移。

据美国经济分析局对外直接投资统计，1970—1985 年美国制造业 OFDI 存量中，面向发展中经济体的占比持续提升，资本流向呈现“追逐低成本”的市场化特征，而非第一轮的地缘战略导向。整体迁移节奏更趋市场化、主体更分散。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15:美对外投资分行业情况



数据来源：wind，中信建投证券

（五）本轮制造业重塑，亚洲地区迎来一轮“雁阵”式产业再布局

本轮全球供应链重塑美国明显供应链变迁，行业集中于家电、基础化工、钢铁、普通机械制造等。

这些行业均属于高能耗、产品同质化高、价格竞争激烈的领域，受能源成本抬升、美元升值与日德进口冲击的叠加影响最为显著，本土盈利空间持续收窄，成为产能向外转移的主力。

半导体产业链开启垂直拆分：美国企业聚焦芯片研发、设计与设备制造等高附加值环节，将 DRAM 等标准化存储芯片的大规模量产环节，逐步向日本、韩国、中国台湾转移，全球半导体产业“研发在美国、制造在东亚”的分工格局初步形成。

韩国、中国台湾等亚洲四小龙凭借要素成本优势与出口导向型政策，成为本轮产能转移的核心承接主体。

1970—1985 年韩国实际 GDP 年均增速达 9.2%，中国台湾年均增速达 8.8%，快速完成从农业经济体向新兴工业经济体的转型。

据联合国贸易和发展会议统计，同期东亚新兴经济体制造业 FDI 流入额年均增速达 18.7%，主要源于美日两国的产能转移。

韩国钢铁和电子板块迅速崛起。

下载日志已记录，仅供内部参考

①钢铁板块，浦项制铁（POSCO）1973 年一期项目投产，引进美国炼钢技术与成套设备，承接全球钢铁产能转移，至 80 年代中期跻身全球十大钢铁企业；

②电子板块，三星电子 1970 年代以美国品牌家电代工起步，同步布局半导体赛道，1983 年成功研发 64KDRAM 存储芯片，1980 年代末形成规模化量产能力，奠定存储芯片领域的竞争基础；现代重工依托美国造船与机械技术转移，快速建成全球领先的船舶制造产能。

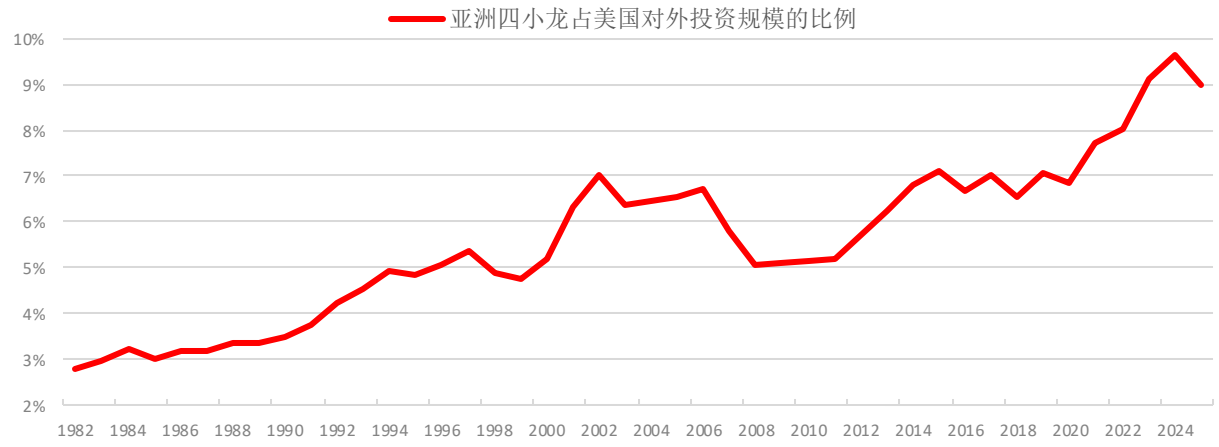
中国台湾半导体、化工和电子组装领域迅速崛起。

①半导体领域，联华电子 1980 年成立，通过美国技术授权与代工订单切入晶圆制造领域，是台湾集成电路产业的核心起点；

②化工领域，台塑集团承接美国基础化工产能迁移，逐步构建炼油、塑胶一体化产业链；

③电子组装领域，鸿海精密 1974 年成立后，于 80 年代快速承接美国消费电子代工订单，开启规模化扩张。

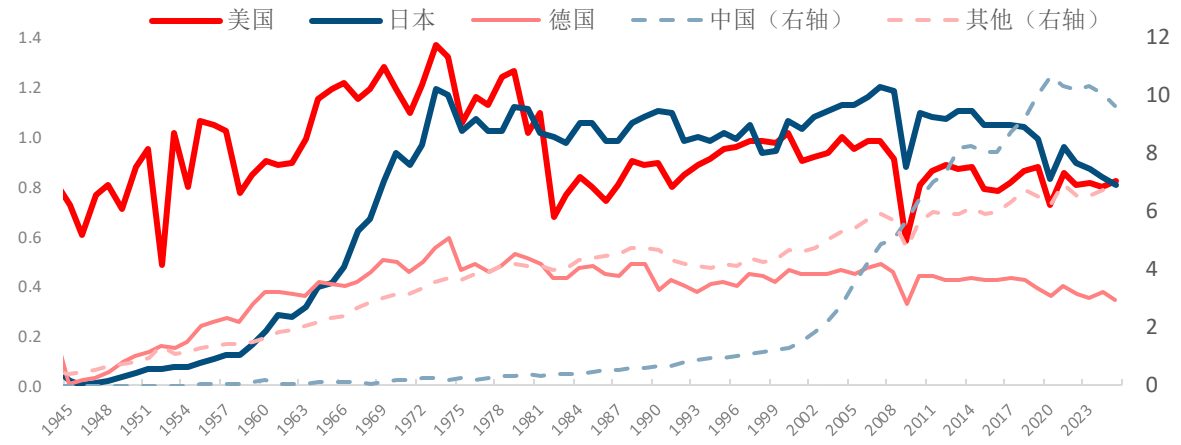
图 16:亚洲四小龙占美国对外投资规模的比例



数据来源：wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17:各国粗钢产量（亿吨）



数据来源：wind，中信建投证券

三、第三次变迁（1985-2017）：全球化红利之下供应链深度自由化

（一）政治和平与科技扩散推动全球化红利，全球进入罕见大繁荣

1991 年苏联解体标志着冷战格局终结，地缘政治对产业布局的约束大幅弱化。

苏联解体标志着持续近半个世纪的冷战对峙格局正式终结，此前被意识形态分割的全球市场逐步统一，地缘政治对产业布局的约束大幅弱化，全球进入要素自由流动的“和平红利”期。

以 1995 年 1 月 1 日 WTO 成立为标志，多边贸易体制逐步确立，全球贸易壁垒大幅降低。

多边贸易规则覆盖货物贸易、服务贸易与知识产权，为全球供应链布局提供了稳定、可预期的制度保障。乌拉圭回合关税减让完成后，发达国家工业品加权平均关税从 6.3%降至 3.8%，发展中国家平均关税降至 12.3%左右，全球贸易壁垒降至战后历史低位。

2001 年中国正式加入 WTO，获得永久最惠国待遇，全球规模最大、成本优势最显著的劳动力市场全面融入全球分工体系，释放出巨大的成本红利。

信息技术与物流革命共同打破了地理距离对产业布局的约束。

互联网普及与企业资源计划（ERP）系统的广泛应用，大幅降低了跨国生产的沟通、协调与管理成本，跨时

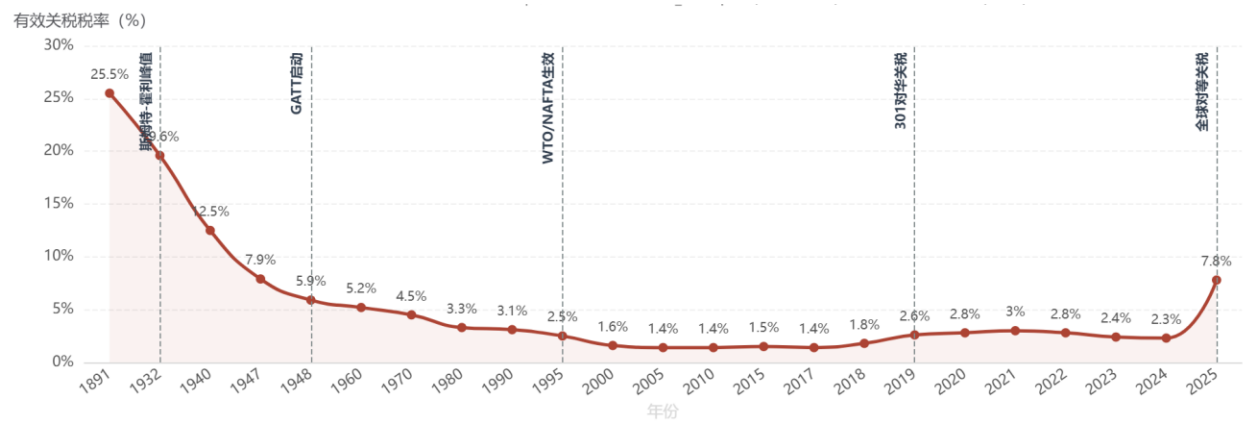
下载日志已记录，仅供内部参考

区协同生产成为可能；集装箱航运的规模化发展则重构了全球物流体系，据世界银行测算，集装箱化推动单位海运装卸成本较传统散货模式下降约 90%，物流成本不再成为全球布局的核心障碍。

“设计在硅谷、组装在中国”的分工模式落地推广，供应链的地理边界被彻底打开。

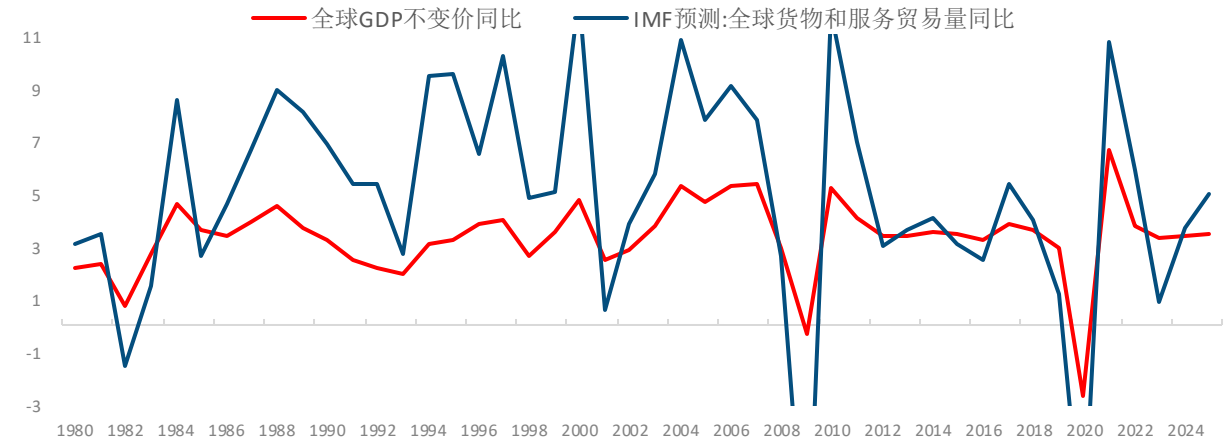
这一阶段是典型“中心—外围”全球化模式的成熟期：美国占据技术研发、品牌标准与消费市场的中心地位，新兴经济体凭借成本优势承接制造与组装环节，融入全球产业体系。

图 18:美国平均关税税率走势



数据来源：USITC，中信建投证券

图 19:1990 年后全球贸易量爆发式增长（%）



数据来源：wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）美国国内经济彻底转向信息技术和服务主导增长模式

1990 年代互联网商业化的普及带动信息产业需求呈现爆炸式增长，美国产业完成从低端制造向高端制造的升级。

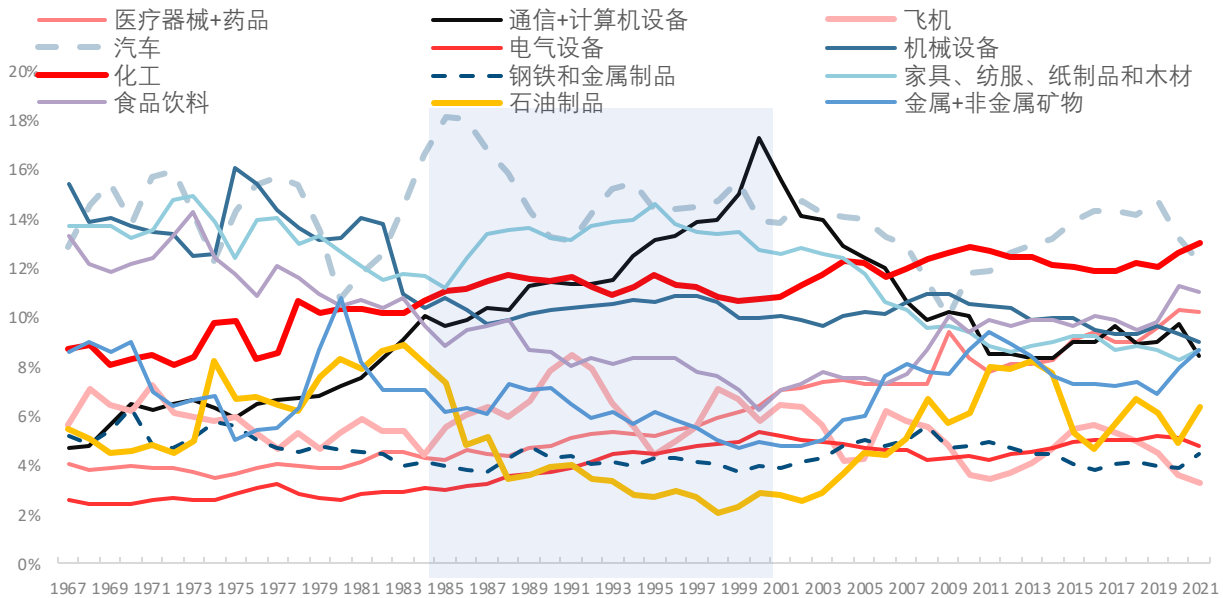
得益于大滞胀时期科技产业研发投入保持显著的逆周期增长，集成电路、微型计算机等战略性新兴产业完成技术积累与产业化起步。1990 年代互联网商业化普及带动信息产业需求爆发，推动美国产业加快从低端制造向高端制造.

信息技术相关产品逐步取代传统工业品，成为美国出口增长的核心引擎。据美国商务部普查局先进技术产品（ATP）贸易口径，1994—2000 年美国半导体产品出口额从 269 亿美元增长至 601 亿美元，年均增速达 14.3%；通信设备出口额从 176 亿美元增长至 313 亿美元，年均增速达 10.1%，高科技产品出口占比持续抬升。

美国经济结构进一步向金融等服务业倾斜。

据美国经济分析局核算，1990 年美国服务业增加值占 GDP 比重已突破 70%，其中研发服务、信息服务、金融服务、商务服务等知识密集型生产性服务业，成为经济增长与就业吸纳的核心载体。

图 20:1985 年后美国出口主要由通信和计算机设备出口拉动



数据来源：wind，中信建投证券

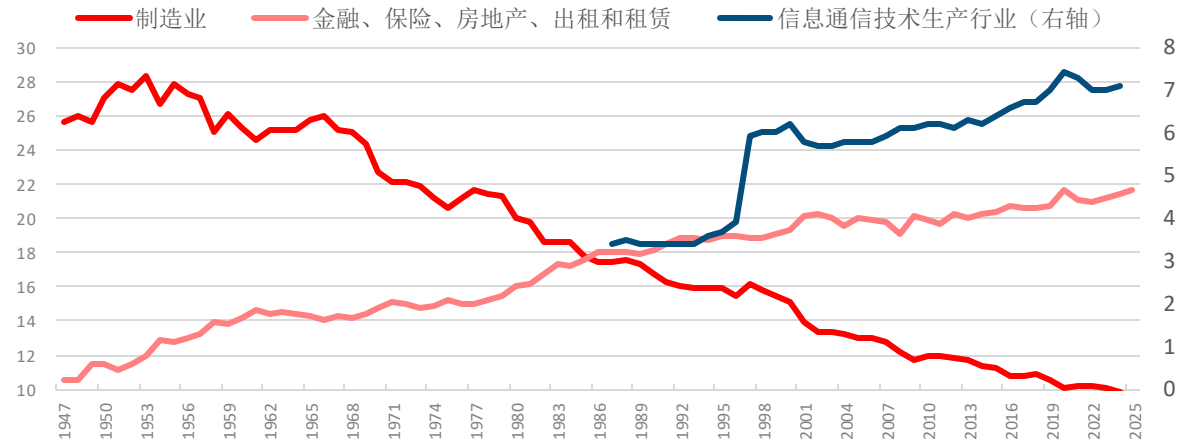
下载日志已记录，仅供内部参考

图 21:美苏个人计算机保有量与普及率（台）

	保有总量			每百万人保有量	
	美国	苏联	美苏总量差距	美国	苏联
1975	20,000	50	超 400 倍	93.0	0.2
1980	250,000	1,000	超 250 倍	1,101.0	3.8
1985	13,000,000	12,000	1083 倍	52,200.0	43.2
1990	55,000,000	250,000	220 倍	220,900.0	865.1

数据来源：CIA、IDC，中信建投证券

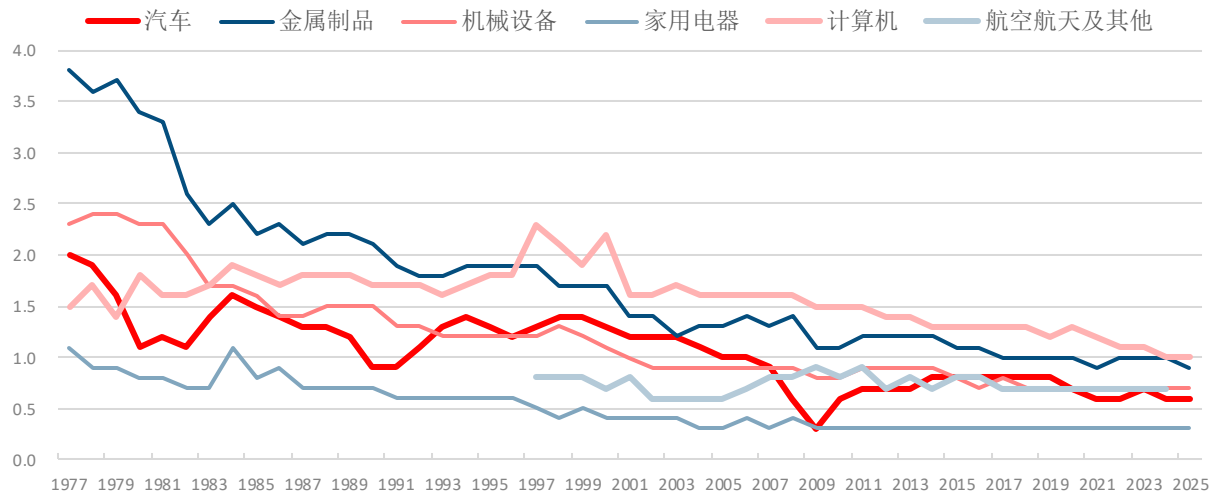
图 22:行业增加值占 GDP 比重（%）



数据来源：wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 23:美国主要制造业增加值占 GDP 比重（%）



数据来源：wind，中信建投证券

（三）西方金融扩表浪潮推动企业主动将低 ROE 环节外包

企业金融化深化下，资本市场对盈利与资产效率的考核要求持续抬升，逼迫企业将低回报的制造环节剥离。

资本市场对上市企业的 ROE、利润率、资产周转率等财务指标要求持续提升，外包制造环节成为优化资产负债表、改善盈利指标的重要手段。

通过剥离重资产的生产制造环节，企业可以降低固定资产投入、提升资产周转效率、集中资源投向高毛利的研发与品牌运营，系统性改善财务表现。

股东回报最大化成为企业经营决策的核心导向之一。据美国经济分析局数据，美国非金融企业税后利润率中枢从 1980 年代末的 5%左右持续上行。

外包不再是单个企业应对成本压力的权宜之计，而是成为全行业主流的价值链布局模式。据美国国际贸易委员会测算，1995—2012 年美国计算机、电子与光学设备行业的进口渗透率从 31%提升至 42%。

这一时期的全球化红利则为美国产能的全球布局提供了好的环境。

其一，全球劳动力成本差异扩大，新兴经济体形成显著成本洼地。2001 年中国制造业小时工资仅为 0.6 美

下载日志已记录，仅供内部参考

元，不足同期美国制造业小时工资的 3%；越南、印尼等东南亚经济体工资水平更低，庞大的青壮年劳动力供给与极低的用工成本，构成了劳动密集型产业难以比拟的成本优势，驱动美国企业持续将生产环节向低成本地区转移。

其二，多边与区域贸易协定的落地，大幅降低了全球产能布局的关税与制度摩擦。跨国公司得以在全球范围内配置产能、再将产品销往全球市场，无需过度承担关税与贸易管制成本。1994 年生效的《北美自由贸易协定》推动北美区域内产业分工深化，墨西哥凭借地缘与成本优势成为美国近岸制造基地，承接了大量汽车、电子组装产能。

（四）微观 OFDI 跨国布局，中观代工体系盛行，宏观价值链深度分工

第三次制造业迁移的规模、深度与系统性均远超前两次，形成直接投资（OFDI）与代工（OEM/ODM）体系双轨并行的变迁模式。

美国企业从传统的“产能输出”转向“标准与品牌输出”，通过轻资产化的全球布局，在保留核心技术与品牌控制权的前提下撬动全球制造产能，推动全球价值链形成深度垂直分工格局。

一是架构在 OFDI 之上的企业深度跨国经营。美国跨国公司通过对外直接投资在海外设立全资或合资工厂，直接布局生产产能，主要集中于汽车、化工等资本密集度高、技术壁垒强的行业，以长期产能布局与区域市场渗透为核心目标。

二是代工模式，美国品牌企业向代工厂输出设计方案、技术标准、品质规范与订单需求，由东亚等地区的代工厂负责原材料采购、生产制造、组装测试全流程。美国企业无需投入重资产建设工厂，即可通过技术标准管控、供应链管理与品牌溢价掌握价值链主导权，实现轻资产运营与盈利效率提升。

全球制造业形成分层明确的价值梯次分工体系：

美国本土牢牢占据研发设计、操作系统、芯片架构、品牌营销、供应链管控等高附加值核心环节，掌握价值链定价权与收益分配权；

中国大陆为主要生产落地区域，凭借庞大的劳动力资源、完善的基础设施与持续优化的营商环境，成为全球最主要的制造业承接地，在电子、家电、纺织、玩具、家具、通用机械等几乎全部消费品制造领域确立全球

下载日志已记录，仅供内部参考

主导地位；

墨西哥、东欧、东南亚等经济体作为区域化补充节点，依托地缘或成本优势，承担近岸组装、区域配套、中低端零部件制造等功能，共同构成多层次的全球制造网络。

全球半导体价值链出口格局则印证了全球各经济体的分工格局。

美国：在上游高纯硅原材料、半导体设备核心零部件、芯片设计配套等高端环节出口份额领先，掌握产业核心技术；在终端芯片制造、组装环节出口占比偏低，呈现“研发设计强、制造组装弱”的特征，是典型的价值链高端主导者。

日本：是半导体材料与设备零部件大国，在光刻胶、硅片配套、设备组件等中上游环节优势显著，晶圆制造配套能力突出。

中国台湾：是全球芯片制造与封测的核心枢纽，在晶圆制造、芯片测试环节出口份额最高，是代工模式的核心承载者。

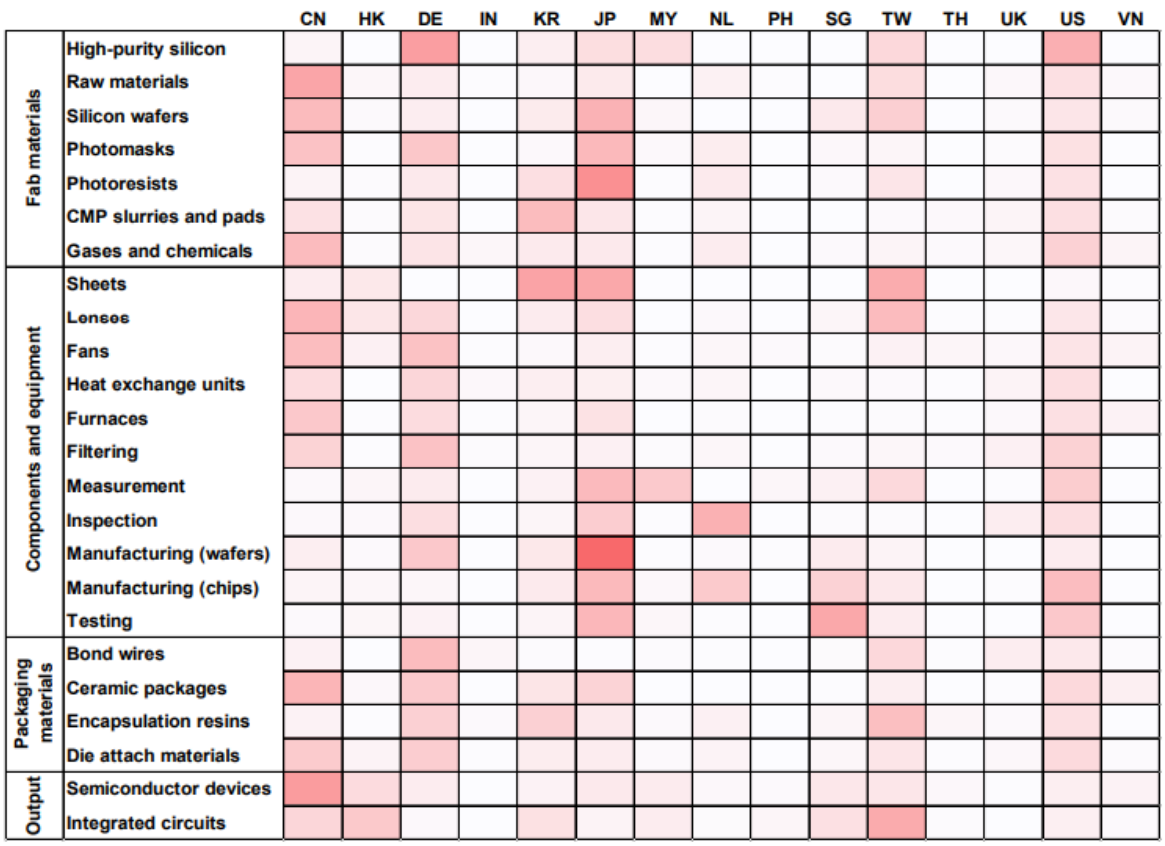
韩国：形成半导体材料与存储芯片制造的双强格局，是全球存储芯片的核心出口地。

中国大陆：在下游半导体器件、集成电路终端制造环节出口占比较高，上游核心材料、高端设备环节份额偏低，呈现“下游终端制造强、上游核心环节弱”的分工定位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24:全球半导体价值链出口地图（颜色越深表示全球出口份额越大）

Figure A5.3. Export Mapping of the Global Semiconductor Value Chain



Source: S&P Global Trade Atlas; United Nations Comtrade; AMRO staff calculations
Note: CN = China; HK = Hong Kong, China; DE = Germany; IN = India; JP = Japan; KR = Korea; MY = Malaysia; NL = Netherlands; PH = the Philippines; SG = Singapore; TW = Taiwan Province of China; TH = Thailand; UK = United Kingdom; US = United States of America; VN = Vietnam. Data for 2019-2022, normalized by product category. A darker shade represents a larger share of global exports.

数据来源：AMRO，中信建投证券

（五）中国逐步成为全球制造核心，“世界工厂”地位不断强化

本轮产业变迁的行业几乎涵盖所有领域，制造环节深度外移。美国企业形成成熟的全球价值链运营模式，本土保留品牌、设计与技术标准，生产环节全面外包。典型代表包括苹果与耐克：

①苹果公司：构建“设计研发+生态运营在美国，核心零部件在日韩台，组装制造在中国大陆”的三级全球供应链体系。中国大陆在苹果零部件供应商分支中的占比一度逼近 50%，覆盖整机组装、结构件、电池、连接器、声学器件等多个环节，支撑了 iPhone、iPad 等旗舰产品的大规模量产与成本管控，是品牌主导型代工模式的行业标杆。

②耐克公司：“品牌+设计+外包”轻资产模式的经典样本。20 世纪 80 年代，耐克 90%的鞋类产能布局于日

下载日志已记录，仅供内部参考

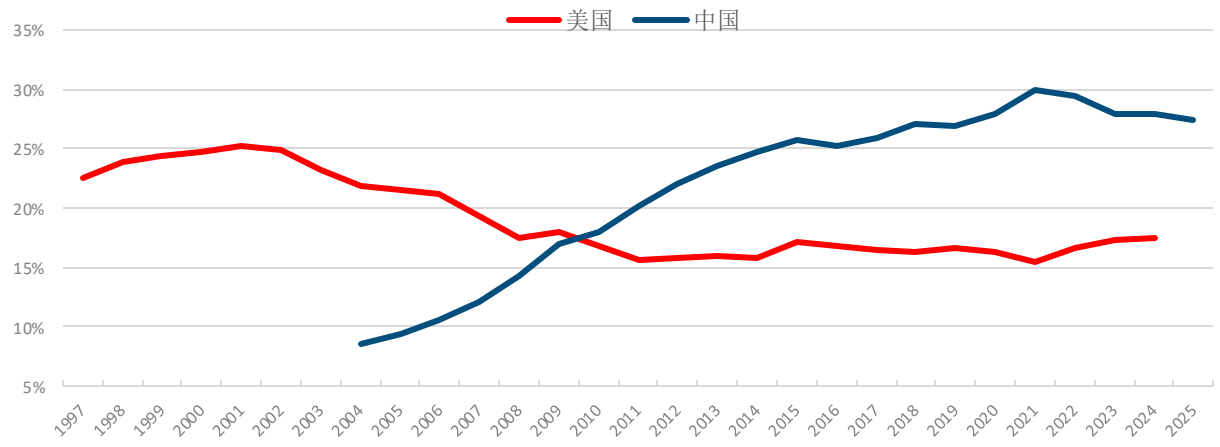
本；此后伴随全球成本梯度变化，产能逐步向东南亚、中国大陆迁移。耐克 90%以上的鞋类产能分布在中国大陆、越南、印尼等亚洲经济体，美国本土几乎无自有生产工厂，企业核心资源聚焦于品牌运营、产品设计与全球渠道管理。

中国在本轮全球供应链再布局过程中承接越来越重的角色，同时也迎来中国发展契机。

在 2001 年加入 WTO 后，中国凭借庞大的青壮年劳动力供给、完善的基础设施体系、稳定的政策环境与完整的工业配套能力，快速承接全球制造业产能转移。

中国制造业增加值在 2010 年超过了美国，首次登顶全球第一，占全球比重约为 19.4%。之后不仅年年保持第一，而且全球占比继续上升，目前已接近 30%。

图 25:中美制造业增加值占全球比重



数据来源：wind，中信建投证券

四、第四次变迁（2018 年至今）：逆全球化下的安全供应链再起

（一）逆全球化加剧，供应链逻辑从效率优先转向安全优先

2018 年中美贸易摩擦全面升级，标志着冷战后持续数十年的深度全球化进程出现拐点。全球从“深度融合”转向“有限脱钩”，供应链逻辑从“效率优先”切换为“效率与安全并重”。

下载日志已记录，仅供内部参考

关税层面，特朗普第一任期内，美国分批次对约 3700 亿美元中国输美商品加征关税，覆盖约 75%的中国对美出口品类；中国输美商品加权平均关税税率从 2017 年的 3.1%大幅攀升至 19.3%。2025 年“对等关税”政策落地后，对华综合关税水平进一步上行，截至 2026 年 9 月中国输美商品加权平均关税税率升至 40%左右。

技术层面，美国依托出口管制、实体清单、跨境投资审查等政策工具，在半导体、人工智能、先进计算、生物医药等核心科技领域严格限制技术流向中国，推动高端产业链向盟友阵营集聚。美国商务部工业与安全局多次升级半导体出口管制规则，覆盖 14nm 及以下先进制程芯片、高端制造设备、EDA 设计工具等核心环节。

疫情冲击强化韧性共识，供应链多元化成为普遍诉求。

2020—2022 年新冠疫情全球大流行，集中暴露了高度一体化的全球供应链的脆弱性。全球主要经济体密集出台产业政策，主动推动供应链本地化、近岸化与多元化，形成全球范围的政策合力：

美国：先后出台《两党基础设施投资和就业法案》《芯片与科学法案》《通胀削减法案》三大核心产业法案，总规模超 2.2 万亿美元，通过财政补贴、税收抵免等政策工具，推动半导体、新能源、高端装备等核心产业回流本土，同时强化以墨西哥为核心的近岸供应链布局。

欧盟：2023 年正式通过《欧洲芯片法案》，计划撬动超过 430 亿欧元公共与私人投资，提升芯片研发与本土产能，降低供应链对外依赖度，目标到 2030 年将欧盟芯片全球市场份额提升至 20%。

日本：推出“海外供应链多元化支援项目”，设立 2435 亿日元专项资金，支持企业将生产基地从中国向东南亚等地区分散，化解供应链集中风险。

韩国：推动企业实施“中国+1”布局战略，扩大海外区域运营中心数量，重点在越南、印度、印尼等国建设替代生产基地，构建多节点的全球生产网络。

逆全球化已从阶段性贸易摩擦演变为长期结构性趋势，供应链安全的战略权重显著提升，推动全球制造业进入新一轮布局调整与产能转移周期。

（二）美国更加依赖科技同时诉求重点生产回归，再工业化战略推进

美国政府密集出台重量级产业立法，以财政补贴、税收抵免为核心手段，吸引高端制造业产能回流本土。

下载日志已记录，仅供内部参考

《芯片与科学法案》（2022 年）：法案总授权规模约 2800 亿美元，其中安排 527 亿美元专项资金用于半导体制造补贴与研发支持，包含 390 亿美元直接建厂补贴、配套低息贷款与 25%的投资税收抵免；同时设置“护栏条款”，禁止获得联邦补贴的企业在中国等国家扩建 14 纳米及以下先进制程产能，推动半导体产业链向本土与盟友阵营集聚。截至 2025 年初，美国芯片计划办公室已宣布拨款超 325 亿美元，撬动超 3800 亿美元社会总投资，覆盖英特尔、台积电、三星等企业的本土晶圆厂项目。

《通胀削减法案》（2022 年）：计划十年内投入约 3690 亿美元用于能源与气候领域，以生产税收抵免、消费补贴为核心工具，覆盖光伏、风电、动力电池、新能源汽车、绿氢等全产业链，推动清洁能源制造体系本土化。法案落地后，仅 2022 年 8 月至 2023 年一季度，北美新能源供应链已宣布累计投资超 520 亿美元，带动电池、光伏等环节产能快速扩张。

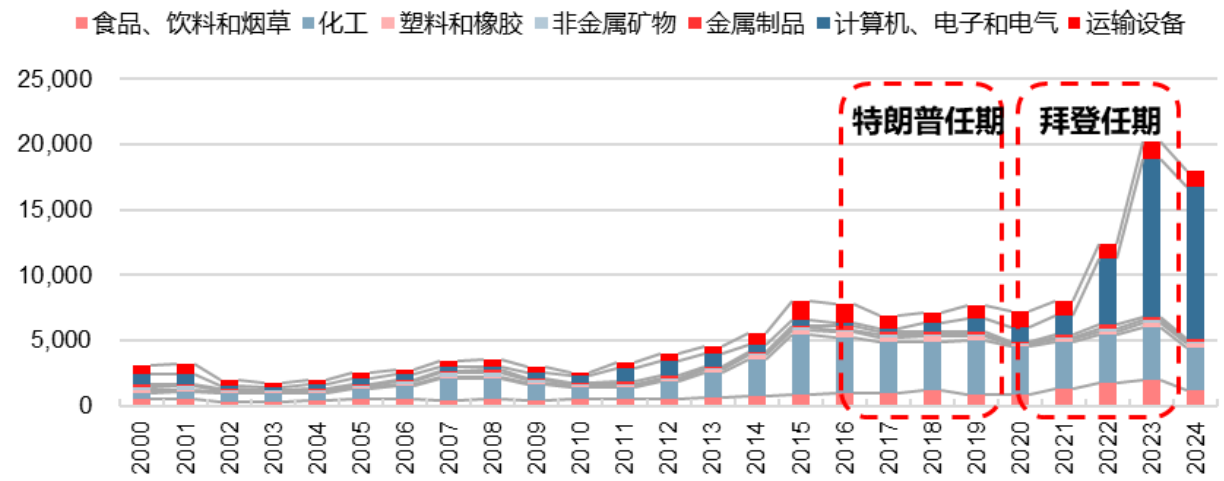
《基础设施投资与就业法案》（2021 年）：法案总规模约 1 万亿美元，其中 5 年内新增约 5500 亿美元基建投资，覆盖交通路网、能源电网、宽带网络、供水系统等领域，通过完善基础设施网络降低制造业物流与配套成本，为产业回流提供基础支撑。

产业政策驱动下，美国制造业投资景气度显著回升，不过增量投资高度集中于半导体、新能源等领域。

从增速看，2021—2025 年美国制造业固定资产投资年均增速达 7.8%，远高于 2010—2017 年年均 2.3%的增长水平，投资增速中枢明显上移。但投资呈现显著的结构性分化：增量投资高度集中于半导体、新能源、生物医药、高端装备等与国家安全、技术竞争相关的高技术、高附加值领域；传统轻工、普通机械、中低端消费电子等制造业并未出现大规模回流，制造业就业占比也未出现趋势性回升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26:2015 年之后美国制造业投资呈现出明显的行业结构（亿美元）



数据来源：wind，中信建投证券

（三）关税和产业安全竞赛取代市场化因素，成为本轮全球供应链驱动力

本轮供应链重构的核心触发因素是关税壁垒与供应链安全，非经济因素取代效率最优成为产业布局的核心决策变量。

2021 年拜登政府启动四大关键供应链百日审查，覆盖半导体、大容量电池、关键矿产、医药用品四大领域，明确提出降低供应链集中度、推动本土化与友岸化的战略目标。后续通过《芯片与科学法案》《通胀削减法案》等立法落地，将供应链安全战略转化为具体的财政补贴与市场准入规则，对半导体、医药、稀土、关键矿产等战略物资，明确要求供应链向本土及盟友阵营转移。

2025 年 12 月，美国政府发布最新版《国家安全战略》。此版《国家安全战略》与以往相比，将传统安全议题聚焦于经济竞争空间，将经济、贸易与供应链体系置于国家安全的核心位置。这意味着美国不再单纯以所谓价值观、军事竞争或反恐来定义国家安全，而是将经济竞争、关键资源与技术主导权上升到战略层级。该报告明确提出要通过战略性关税、关键矿产与材料获取控制、供应链等工具来调节对外经济关系，旨在重塑美国与他国（特别是中国）的经济关系结构。

美国正从政策层面强制打破了此前效率优先的全球产业布局逻辑，推动上下游产业链向地缘政治盟友集聚。

对半导体、新能源等核心战略产业，通过本土财政补贴吸引产能回流；对中低端消费制造，通过关税壁垒

下载日志已记录，仅供内部参考

倒逼产能向墨西哥、东南亚等“友好经济体”转移；对中国则叠加出口管制、投资审查、合规限制等工具，抬高产业链脱钩的制度成本。

跨国企业风险偏好系统性转变，韧性优先取代效率优先。

“中国+1”布局策略成为普遍选择，通过在越南、印度、墨西哥等国建设备用生产基地，降低单一地区供应链中断的风险。据德勤 2023 年全球供应链调研，全球约 76%的制造业跨国企业已制定供应链多元化计划。

（四）变迁模式和承接主体：高端制造回流美国，中低端选择近岸+友岸外包

本轮供应链布局逻辑从“效率优先的集中化”转向“安全优先的分散化”，承接主体高度多元。

其一，高端制造回流本土：政策补贴驱动战略产业本土化。

美国制造业回流聚焦于半导体、新能源、高端制药等与国家安全、技术竞争直接相关的高端战略产业，核心依托《芯片与科学法案》《通胀削减法案》的财政补贴工具，引导核心产能回归本土，不过仅针对战略安全领域的核心环节，并非全产业链的全面制造业回归。

半导体领域是本轮回流的核心板块。《芯片与科学法案》明确提出到 2030 年美国本土尖端芯片产能占全球比重提升至 20%（当前约 10%）的战略目标。

台积电：亚利桑那工厂总投资已从初始 120 亿美元追加至 265 亿美元，规划 10 座晶圆厂、2 座先进封装厂及 1 座研发中心，是美国历史上规模最大的绿地外资投资项目。其中一期 4nm 制程已于 2024 年四季度实现量产，良率与台湾厂区持平；二期 3nm 制程预计 2027 年量产；三期布局 2nm 及更先进制程，预计 2030 年前投产。项目累计获得美国商务部 66 亿美元芯片法案直接补贴及 50 亿美元配套低息贷款，到 2030 年前后，台积电约 30%的 2nm 及更先进产能将布局于美国本土。

三星电子：德州泰勒晶圆厂总投资 170 亿美元，获美国商务部 47.45 亿美元芯片法案专项补贴，规划 2nm 先进制程逻辑芯片产线，预计 2026 年底投产。叠加奥斯汀现有成熟厂区，三星在美累计投资超 370 亿美元，覆盖逻辑芯片、存储芯片制造及前沿研发。

新能源领域，《通胀削减法案》的生产税收抵免政策推动产业链本土化。**特斯拉**依托 IRA 补贴持续扩建得州超级工厂、内华达工厂，美国本土动力电池与整车产能快速扩张，2023 年以来美国本土规划电池产能超

下载日志已记录，仅供内部参考

200GWh，带动上游正负极材料、锂电设备等全产业链环节回流。

其二，近岸外包：墨西哥成为北美供应链核心枢纽。

《美墨加协定》的原产地规则升级，成为推动中端制造业近岸布局的核心制度驱动。协定规定汽车零部件75%以上需在北美区域生产方可享受零关税待遇，倒逼汽车、电子等产业链向北美区域集聚。墨西哥凭借地缘邻近、零关税待遇与相对低廉的劳动力成本，于2023年正式超越中国，成为美国第一大商品进口来源国。

汽车产业是近岸转移的核心领域。起亚2026年宣布投资6.49亿美元在墨西哥新莱昂州投产EV3电动车，为品牌首款墨西哥产电动车型；韩国汽车零部件企业Nifco同步扩建墨西哥工厂，累计投资超1.5亿美元，配套特斯拉、福特、现代等整车企业。中国车企也加速布局北美，比亚迪、吉利参与竞购墨西哥日产-奔驰工厂（年产能23万辆），依托北美关税优势切入美国市场。

电子产业方面，富士康、立讯精密等代工厂在墨西哥扩建电子组装与汽车电子产能，配套北美消费电子与新能源汽车需求，近岸制造的产业配套持续完善。

其三，友岸外包：东南亚、南亚承接产能，成为企业实施“中国+1”多元化策略的核心落地区域。

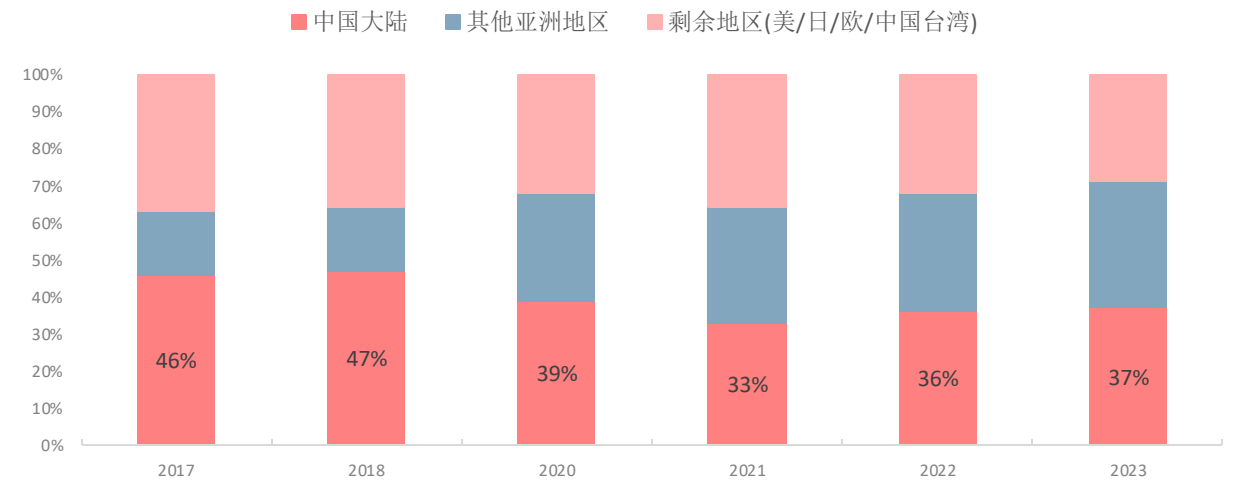
从美国进口结构看，美国自越南进口占比从2017年的2.0%升至2025年的5.3%，自印度进口占比从2.1%升至3.0%，东南亚与南亚在美供应链中的权重持续提升。

苹果公司：供应链多元化进程加速，来自中国大陆的供应商占比从2018财年的47%降至2023财年的37%。

轻工纺织领域，耐克、阿迪达斯等品牌持续将产能向越南、印尼转移，中国产能占比持续下降，低成本区域的产能分散程度进一步提升。

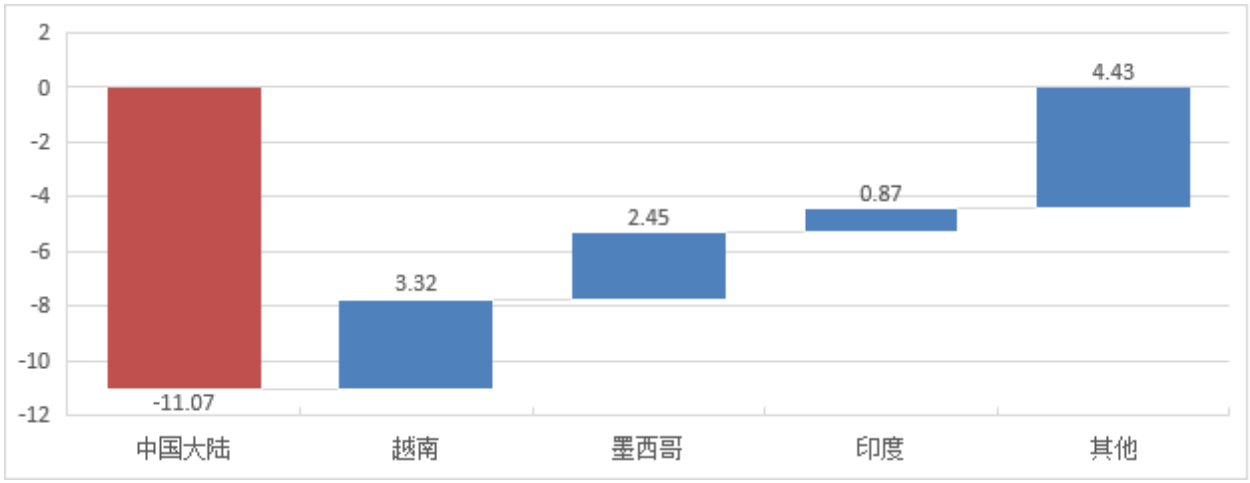
下载日志已记录，仅供内部参考

图 27:2017 年-2023 财年苹果的供应链分布变化



数据来源：苹果官网，中信建投证券

图 28:2017-2025 年美国商品贸易进口份额变化（%）



数据来源：wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

历史对比局限性风险：美苏冷战与当前大国博弈的时代背景、技术范式、全球分工体系存在本质差异，历史经验仅作参考，不能直接套用于当下场景。

技术发展不确定性风险：前沿科技突破路径存在高度不确定性，颠覆性技术的出现可能改变竞争格局，导致历史规律失效。

数据统计偏差风险：冷战时期苏联经济与科技数据存在统计口径差异，部分数据为事后估算，可能存在偏差，影响结论准确性。

地缘政治超预期风险：科技竞争可能伴随地缘摩擦升级，扰动全球产业链供应链，加剧市场风险偏好波动。

产业政策变动风险：各国科技政策、产业扶持政策的调整可能改变行业发展节奏，影响科技产业与资本市场表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

谢雨心

宏观分析师，西南财经大学经济学博士，美国德州农工大学访问学者。

负责地产、出口和制造业投资等研究。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk