

由于美国制造业建设支出近期出现了大幅上升，“美国正处于制造业超级周期早期阶段”的观点甚嚣尘上。这一叙事似乎暗合近期美国经济数据的韧性，其真实性究竟如何？

► 如何理解近期美国制造业建设支出激增？

通俗来看，美国制造业建设支出就是制造业企业设备和建筑的在建价值。

市场之所以关注这一指标，是因为建设支出的上升往往意味着后续产能扩张和产出的增加。而目前，在美联储的快速加息下，美国制造业建设支出逆风激增，达到历史最高水平。

我们认为，供应链压力和产业政策推升了美国电子行业的建设支出。

首先，拆解数据后，我们发现近期的美国制造业建设支出的激增主要由电子行业拉动。拜登政府推出的产业政策（比如《芯片法案》）以及疫情后供应链的压力是半导体企业增加在美国投资的两大主要因素。

► 制造业“超级周期”的三大特征

我们发现，21世纪以来，美国出现过两轮制造业强周期，分别是2003-2007年以及2010-2014年。通过分析这两段时期美国经济的特征，我们或许可以得到当下是否新一轮制造业“超级周期”的线索。

这两段时间里，美国宏观经济呈现了三个显著的特征：

第一，从经济周期角度分析，每次制造业强周期大多伴随补库以及产能利用率的大幅提升。

第二，从金融条件角度看，制造业强周期需要一个良好的企业融资环境。上两轮制造业强周期中，美国企业在发债、股权融资、以及银行贷款的规模上均趋势性上行。

第三，在上两轮制造业强周期中，我们都看到了外资流入的影子。

► 当下美国可能不具备开启制造业“超级周期”的条件

对比上两轮制造业强周期和当下美国的宏观数据后我们发现，美国开启新一轮制造业“超级周期”可能是一个伪命题。

首先，美国仍处于明显的去库周期，且制造业产能利用率位于历史高位，进一步提高的空间有限。

第二，在美联储快速加息的背景下，美国企业的直接融资和间接融资均受到了较大阻力，仍处于去杠杆阶段。近期美股企业债发行、股权融资数据都不甚理想，银行贷款增速也在快速下降，美国企业融资较为艰难。而且，历史经验表明，企业杠杆率要触底回升，可能需要美联储降息的推动。

第三，最近外国企业对美国制造业直接投资的金额也在降低。

► 虽然没有“超级周期”，但半导体行业的结构性复苏或可期待

虽然我们认为美国不存在制造业“超级周期”的特征，但在分析中，我们发现美国半导体行业数据存在着结构性的亮点。

第一，以目前的需求强度计算，美国电子行业库存仍很高；但如果未来需求能得到提振，那么电子行业在较低的产能利用率下，或许存在扩张的空间。近期半导体行业在新的应用场景的发展可能会提供这一契机。

第二，目前不少海外半导体企业宣布了在美国的巨额投资计划，未来外资流入或有所加速。2020年5月至2023年5月期间，美国已宣布的前十大半导体投资项目中，出现了台积电、三星等非美企业的身影，累计投资额近600亿美元。

风险提示：海外地缘政治发展超预期；美国制造业回流速度超预期；海外货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 2022年12月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17
2. 全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15
3. 超额流动性研究（四）：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12
4. 2022年12月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11
5. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08

目录

1 如何理解近期美国制造业建设支出激增?	4
1.1 建设支出上升是制造业扩张的领先指标	4
1.2 供应链压力和产业政策推升美国电子行业的建设支出	4
2 到底什么是制造业“超级周期”?	6
2.1 21 世纪以来, 美国经历了两轮制造业强周期	6
2.2 制造业强周期的宏观特征	6
3 当下美国可能不具备开启“制造业超级周期”的条件	9
4 风险提示	11
插图目录	12

引言

由于美国制造业建设支出近期出现了大幅上升，“美国正处于制造业超级周期早期阶段”的观点甚嚣尘上。在美联储激进加息而美国衰退未如期而至的当下，任何反直觉的“不寻常”似乎都有存在的空间。那么，美国制造业当前是不是已经开启了一轮“超级周期”？如果没有，未来有没有可能开启？

带着这两个问题，我们复盘历史上美国制造业强周期的宏观特征后发现，当前美国不存在制造业“超级周期”的特征。不过，美国半导体行业的复苏或值得投资者的关注。

1 如何理解近期美国制造业建设支出激增?

1.1 建设支出上升是制造业扩张的领先指标

建设支出 (construction spending), 又称施工到位价值 (value of construction put in place, VIP), 是由美国商务部普查局月度公布的对在美建设工程完成价值的估计。该调查主要涵盖建筑的增改扩建、设备的建造安装这两类建设活动。在住宅建设支出和非住宅建设支出的大类划分之下, 非住宅建设支出可按行业性质继续分类, 制造业建设支出正是处于这一层级之中, 而制造业建设支出又可进一步按制造业行业细分为 16 个小类。

目前美国制造业建设支出逆风激增, 建设支出的上升往往意味着后续产能扩张和产出的增加。

2022 年 3 月至今, 美联储共加息累计 500BP, 加息节奏之快历史罕见。然而本轮加息中, 美国制造业建设支出却逆风增长。2023 年 5 月, 美国制造业实际建设支出同比达 76.6%, 绝对值更是达到了历史最高水平。

一般来说, 制造业周期需要经历“前期投资(建设支出)→产能扩张→产出增加”的传导链, 因此建设支出的飙升让市场认为美国新一轮“制造业超级周期”可能在酝酿。数据上, 制造业实际建设支出的增速确实领先制造业 PMI 约一年。

图 1: 美国制造业建设支出逆风激增



资料来源: 美联储, 民生证券研究院

图 2: 建设支出上升是制造业扩张的领先指标



资料来源: 美联储, Wind, 民生证券研究院

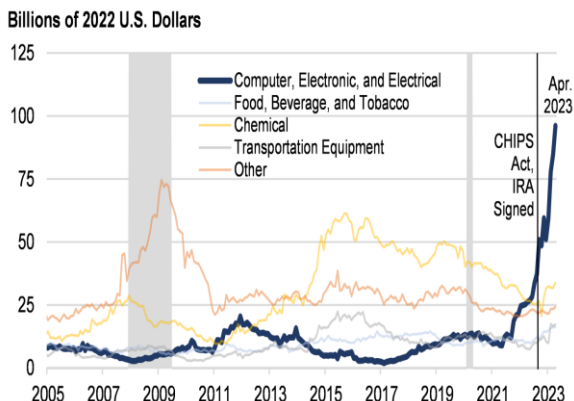
1.2 供应链压力和产业政策推升美国电子行业的建设支出

首先, 近期的美国制造业建设支出的激增主要由电子行业拉动。

2023 年 6 月, 美国财政部发布了一份分析美国制造业建设支出的研究报告。报告指出, 计算机、电子和电气设备行业是制造业建设支出激增的主要贡献力量。23 年 1-4 月计算机、电子和电气设备行业的平均建设支出规模大体相当于制造业其他行业的总和。

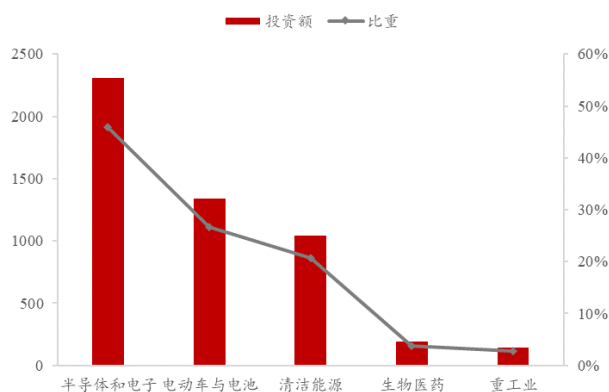
另外, 美国白宫统计, 自拜登任总统以来, 私人企业在美国境内投资“21 世纪工业”超 5000 亿美元。其中, 半导体及电子行业投资额最高, 达 2310 亿美元; 电动车和电池行业次之, 投资规模达 1340 亿美元。这一数据也从侧面印证了美国电子行业投资规模之大。

图 3：电子行业制造业建设支出激增的主要贡献力量



资料来源：美国财政部，民生证券研究院

图 4：拜登任期内私人企业投资分布（单位：亿美元）



资料来源：美国白宫，民生证券研究院

推动美国电子行业建造支出的一大因素是拜登政府推出的产业政策。

2022 年 8 月，美国总统拜登正式签署《2022 芯片和科学法案》(Chips and Science Act of 2022，以下简称“芯片法案”)，旨在促进美国半导体制造业的发展并保障其供应链安全。《芯片法案》为半导体行业提供超过 500 亿美元的资金支持，但要求受补贴的企业需要对美国半导体行业进行投资，并使用美国生产的建筑材料。因此，像台积电、英特尔等企业均有在美国建厂的计划，从而推升了电子行业的建造支出。

不过，我们也发现，美国电子行业的建造支出在《芯片法案》落地前就已经开始快速上升。这意味着，除产业政策外，背后还有另外的推动因素。

疫情后供应链的压力也是迫使半导体公司增加投资的另一因素。

新冠疫情开始后，欧美大规模财政补贴推升了终端需求，但疫情因素让企业在生产端很难匹配需求的增速。叠加一系列运输问题（如航线堵塞等），全球供应链压力从 2020 年末开始快速上升，并在 2021 年末达到高峰。供应链压力快速上升的时间和美国制造业建设支出上升的时间基本吻合，供应链压力可能让部分企业重新考虑在本国建厂，或者增加投资以扩大产能，从而推升建造支出。

图 5：全球供应链压力在 2021 年激增



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 到底什么是制造业“超级周期”？

2.1 21 世纪以来，美国经历了两轮制造业强周期

要判断这一次制造业建设支出的上升是否会带动一轮“制造业超级周期”，我们首先需要知道的是：美国近年来有没有出现过制造业强周期？

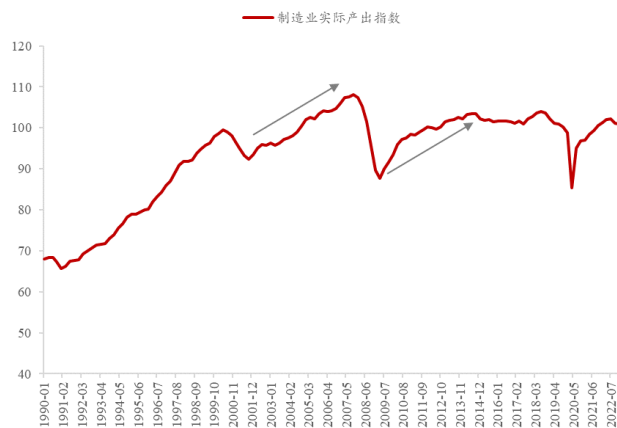
对比美国制造业建设支出和制造业实际产出的数据，可以发现，在 2001 年互联网泡沫破裂和 2008 年次贷危机引发的两次经济衰退之后，美国制造业数据均出现了大幅上行。基于此，我们认为在 2003-2007 年以及 2010-2014 年，美国出现了两轮制造业强周期。在 2018 年前后美国制造业 PMI 也表现亮眼，但制造业建设支出和实际产出上未看到明显上行，我们认为当时只是特朗普减税政策带来的制造业短暂繁荣，并非一个强周期。

图 6：美国制造业实际建设支出



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 7：美国制造业实际产出指数



资料来源：美联储，民生证券研究院

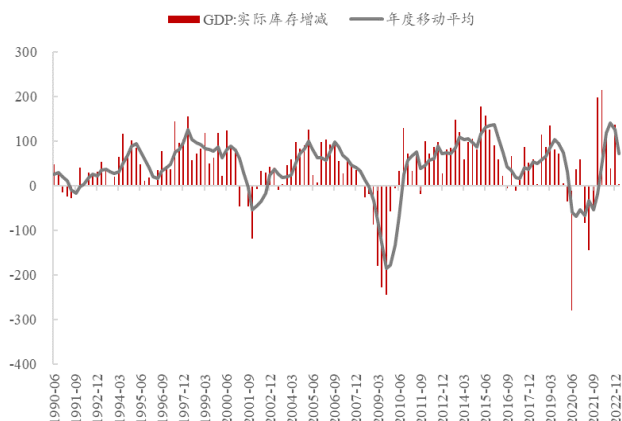
2.2 制造业强周期的宏观特征

第一，从经济周期角度分析，每次制造业强周期大多伴随补库以及产能利用率的大幅提升。

制造业强周期的标志是产出的提高，在经济数据上往往体现为库存和产能利用率的上升。以美国 GDP 中的实际库存增减分项计算，美国实际库存存在上两轮制造业强周期中分别于 2001 年 Q4 和 2009 年 Q4 见底，又分别在 2006 年 Q4 和 2015 年 Q4 见顶。同时，在这两轮制造业周期中，随着产能扩张，美国制造业产能利用率都最终上升至 80% 左右的高位。

目前，截至 2023 年 Q1，美国实际库存仍处于典型的去库周期，未看到触底回升的迹象。在产能利用率方面，2023 年 5 月美国制造业产能利用率录得 78.4% 的高位。从历史数据看，产能利用率进一步提升的空间比较有限。总的来说，从经济周期的位置看，美国当下或许并不处于新一轮制造业强周期开启的位置。

图 8: 美国实际库存仍处于去库周期 (单位: 十亿美元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 9: 当前美国产能利用率较高 (单位: %)



资料来源: 美联储, Wind, 民生证券研究院

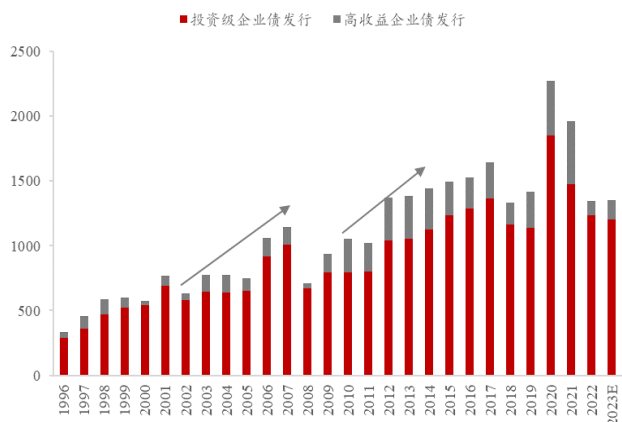
第二, 从金融条件角度看, 制造业强周期需要一个良好的企业融资环境。

在制造业强周期中, 企业在进行资本开支和扩张产能的同时, 往往需要大量的融资以筹集资金。我们发现, 在上两轮的制造业强周期中, 美国企业进行直接融资和间接融资都较为顺利, 美国融资环境较宽松。

直接融资端, 在 2002-2007 年和 2010-2014 年期间, 美国企业债发行和股权融资规模基本维持上升趋势。目前, 在美联储快速加息的背景下, 美国企业的直接融资受到了较大阻力。2021 年后, 美国企业债发行和股权融资均出现明显下跌。据我们测算, 2023 年美国企业债发行和股权融资规模或分别为 1.35 万亿美元和 1269 亿美元, 甚至不如 2014 年的水平。

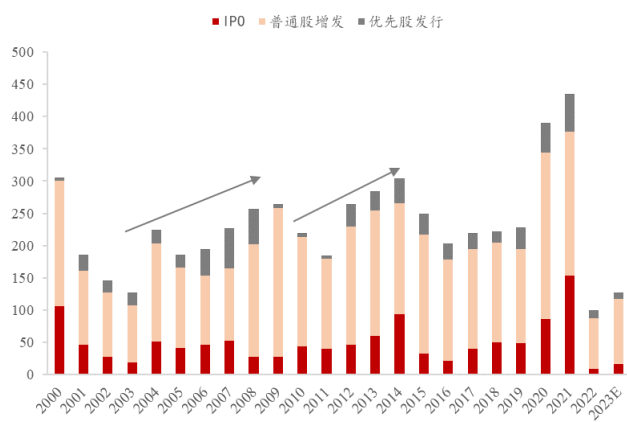
间接融资端, 上两轮制造业强周期期间, 美国商业银行发放工商业贷款的信贷标准均比较宽松 (2005 年后小幅收紧, 但仍处于历史偏宽松水平)。近期由于美联储加息叠加美国银行业风波的影响, 商业银行大幅收紧了工商业贷款的信贷标准, 企业的贷款难度显著难于上两轮周期。最终结果是, 目前美国工商业贷款增速则是快速下行。

图 10: 美国企业债发行数据 (单位: 十亿美元)



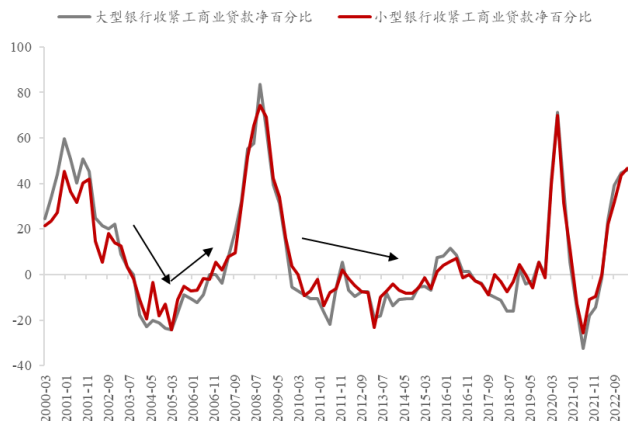
资料来源: SIFMA, 民生证券研究院

图 11: 美国企业股权融资数据 (单位: 十亿美元)



资料来源: SIFMA, 民生证券研究院

图 12: 美国银行大幅收紧贷款标准 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 美国工商业贷款同比增速 (单位: %)



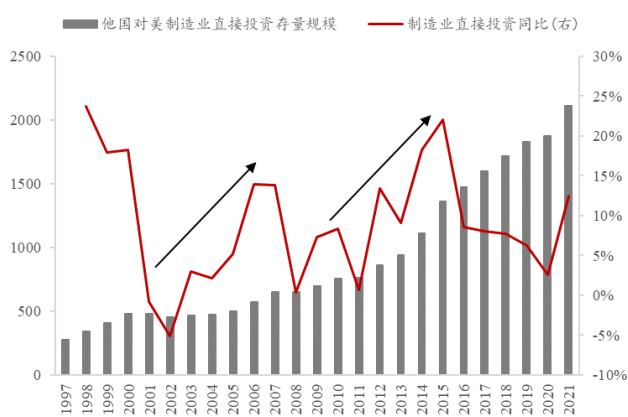
资料来源: Wind, 民生证券研究院

第三, 在上两轮制造业强周期中, 我们都看到了外资流入的影子。

历史上美国本土制造业经历了大量向外转移的过程, 这就导致在上两轮的制造业强周期里, 我们都看到了外资流入的现象, 或者说所谓的“制造业回流”。

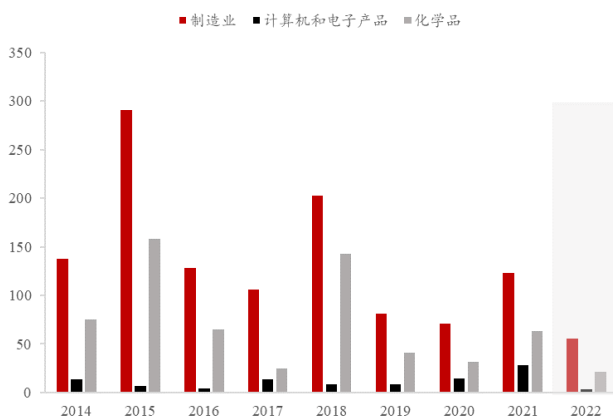
在 2002-2007 年以及 2010-2014 年, 其他国家对美国制造业的 FDI 存量规模增速一直上升。同时, 根据美国经济分析局最新的数据, 2022 年其他国家对美国直接投资的新增金额为 1775 亿美元。其中, 对制造业的新增直接投资仅为 552 亿美元, 对电子行业的投资则为 35 亿美元。目前看来, 外资对美国制造业的投资金额并不大。

图 14: 他国对美制造业 FDI 存量 (单位: 十亿美元)



资料来源: BEA, 民生证券研究院

图 15: 他国对美制造业新增 FDI (单位: 十亿美元)



资料来源: BEA, 民生证券研究院

3 当下美国可能不具备开启制造业“超级周期”的条件

在文章上一部分，我们提到一个典型的制造业强周期，往往需要受到经济周期、融资环境和外资流入等因素的助力。

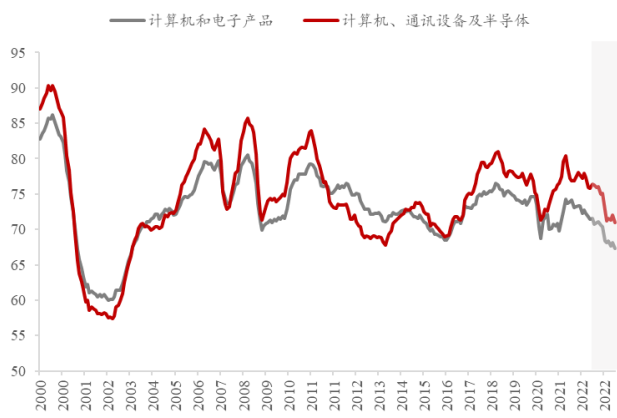
同时，我们的分析也表明，无论从库存和产能周期、融资环境还是外商投资的角度，目前美国均没有显示出制造业强周期的特征。那么，未来美国有没有开启制造业强周期的潜力？

首先，美国电子行业可能存在产能扩张的空间，但空间相对有限。

可以看到，美国计算机和电子产品相关行业的产能利用率在 2021 年后持续下跌，目前正处于多年来的偏低水平，与制造业整体的产能利用率明显背离。也就是说，从产能利用率的角度，美国电子行业确实有提升的空间。

但是，从库存的角度，美国计算机和电子产品行业的存货出货比在 2023 年 5 月录得 1.89，位于近 20 年来的高位。也就是说，以目前的需求强度计算，美国电子行业库存很高；但如果未来需求能得到提振，那么电子行业在较低的产能利用率下，或许存在扩张的空间。

图 16：美国电子行业产能利用率（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：美国电子行业库存较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二，美国仍处于典型的企业去杠杆周期，企业扩表或需要降息作为契机。

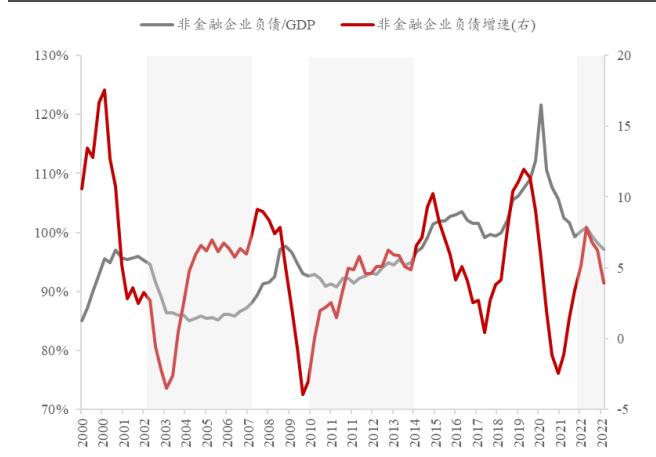
在上两轮制造业强周期中，美国非金融企业的负债增速和杠杆率都出现了明显的上行。这意味着，制造业的扩张往往伴随着企业的扩表，或者说加杠杆。当前，美国非金融企业的负债增速和杠杆率均处于下行通道。考虑到当前的融资环境，美国或正处于典型的企业去杠杆周期。从历史数据看，大多数时候企业杠杆率的触底回升，往往都受到美联储降息的推动。也就是说，美国要真正进入到制造业“超级周期”，可能需要等待下一次降息周期的开启。

最后，目前不少海外半导体企业宣布了在美国的巨额投资计划，未来外资流入或有所加速。

得益于《芯片法案》的带动，近期不少非美半导体企业均宣布在美国进行投资。根据 SIA 统计，在 2020 年 5 月至 2023 年 5 月期间，美国已宣布的前十大半导体投资项目中，出现了

台积电、三星等非美企业的身影，累计投资额近 600 亿美元。这意味着，未来数年海外企业对美国半导体行业的直接投资规模将继续增加。

图 18：美国仍处于企业去杠杆周期（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 19：半导体企业在美国的投资计划

Company	Category	Investment	Jobs Expected
TSMC	Semiconductors	40,000,000,000	4,500
Texas Instruments	Semiconductors	30,000,000,000	3,000
Intel	Semiconductors	20,000,000,000	3,000
Micron	Semiconductors	20,000,000,000	3,000
Intel	Semiconductors	20,000,000,000	3,000
Samsung Electronics	Semiconductors	17,300,000,000	2,000
Micron	Semiconductors	15,000,000,000	2,000
Texas Instruments	Semiconductors	11,000,000,000	800
Texas Instruments	Semiconductors	6,000,000,000	800
Wolfspeed	Semiconductors	5,000,000,000	1,800

资料来源：SIA，民生证券研究院

总的来说，当前美国制造业面临产能扩张空间有限、融资条件恶化、以及外资流入下降等逆风因素。不过在行业结构上，美国半导体行业产能或存在一定的扩张空间；且得益于拜登政府《芯片法案》的推动，外资对美国半导体行业的投资或将继续提高。

因此，我们认为，当前美国不存在制造业“超级周期”的特征；在下次降息周期到来前，也难言具备开启制造业“超级周期”的潜力。但是，受产业政策和科技发展的驱动，半导体行业的结构性复苏或可期待。

4 风险提示

1) 海外地缘政治发展超预期。若地缘政治影响范围和时间继续超过预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 美国制造业回流速度超预期。如果因为供应链或国家安全等因素影响，美国制造业加速回流，美国制造业投资可能会出现超预期的上行。

3) 海外央行货币政策超预期。若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动极大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

插图目录

图 1: 美国制造业建设支出逆风激增.....	4
图 2: 建设支出上升是制造业扩张的领先指标.....	4
图 3: 电子行业制造业建设支出激增的主要贡献力量.....	5
图 4: 拜登任期内私人企业投资分布 (单位: 亿美元)	5
图 5: 全球供应链压力在 2021 年激增.....	5
图 6: 美国之熬夜实际建设支出.....	6
图 7: 美国制造业实际产出指数.....	6
图 8: 美国实际库存仍处于去库周期 (单位: 十亿美元)	7
图 9: 当前美国产能利用率较高 (单位: %)	7
图 10: 美国企业债发行数据 (单位: 十亿美元)	7
图 11: 美国企业股权融资数据 (单位: 十亿美元)	7
图 12: 美国银行大幅收紧贷款标准 (单位: %)	8
图 13: 美国工商业贷款同比增速 (单位: %)	8
图 14: 他国对美制造业 FDI 存量 (单位: 十亿美元)	8
图 15: 他国对美制造业新增 FDI (单位: 十亿美元)	8
图 16: 美国电子行业产能利用率 (单位: %)	9
图 17: 美国电子行业库存较高.....	9
图 18: 美国仍处于企业去杠杆周期 (单位: %)	10
图 19: 半导体企业在美国的投资计划	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026