

“拜登经济学”可以让美国避免衰退？

核心内容：

呼之欲出的拜登经济学：在过去的半年多时间内，投资者对美国经济的看法发生了巨大的变化，从年初“硬着陆式的实质性衰退”到年中“软着陆式的技术性衰退”，直到近期的“美国经济可能空中加油不着陆”。美国经济超乎寻常的韧性不仅美联储更有底气，导致加息周期一再被拉长。与此同时，美国强劲的制造业投资似乎也为始于奥巴马政府时期的美国再工业化战略提供了注脚，这令支持率日益走低的拜登政府看到了明年大选连任的希望，而“拜登经济学”这个词随之出炉。当然作为明年美国大选的重要政治口号，拜登政府希望把拜登经济学的重要意义提升到与美国历史上著名的罗斯福新政、里根主义一样的高度，但往往愿望与现实之间总是存在巨大的差距。本文试图从数据层面剖析，拜登经济学到底是重振美国经济的一剂良药，抑或仅仅是心理层面的安慰剂？

从四个方面审视拜登经济学的成色：(1) 制造业投资和支出虽然增长，但在总投资和 GDP 中占比过低，整体作用不明显，甚至存在通过抬升建筑相关成本挤出其他建筑结构投资的可能。(2) 历史上制造业大幅上行并带动经济增长一般需要宽松的货币政策和扩张的总需求，而目前高利率、弱需求、偏高库存的局面并不指向制造业继续大幅改善，制造业建筑投资自身也滞后于利率。(3) 不宜夸大财政对制造业的作用以及其实际扩张的力度：拜登的三大法案支出力度整体较为有限，占联邦年度支出不足 2%；赤字率上行主要是由于社保、医保、利息等被动支出上升和居民收入增长放缓导致的个人所得税收入下行推动，对制造业的支持政策和转移支付这两类刺激经济的支出不是赤字扩张的主因。(4) 设备和知识产权投资并目前没有展现制造业建筑结构产生的外溢效应，投资整体仍在高利率下显示颓势，2024 年在高利率压制下能否扭转弱势仍有待观察。

拜登经济学家的阿喀琉斯之踵：虽然近期有诸多证据支持美国制造业有回流的趋势，但我们分析结论认为依然处于非常早期，对拜登经济学不易过分乐观。近期包括惠誉在内的多家评级公司下调了美国主权评级，反映了美国财政的可持续性不断下降。虽然美国债务上限问题暂时被推迟，在美国国内民粹持续上升和两党分歧日益加大的背景下，从长期来看依然是一颗定时炸弹。如果未来美国的财政问题被引爆，不仅美国经济会再次硬着陆而陷入实质性衰退，更为重要的是将对已经日益脆弱的美元地位造成冲击。如果没有美元的国际储备货币地位作为背书，拜登经济学无疑是空中楼阁。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

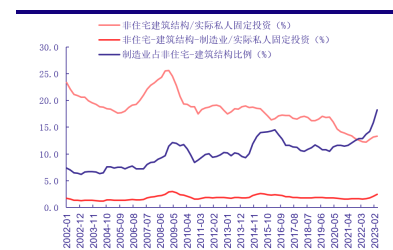
分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示：

1. 美国经济超预期下行的风险
2. 通胀意外反弹的风险
3. 对政策理解和估算偏差的风险

图：制造业建筑占总投资比例很低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目录

数据支持财政扩张与制造业投资带动美国经济“不着陆”的叙事吗？	3
一、美国经济与财政政策的前世今生	3
(1) 拜登做了什么？	3
(2) 美国经济与财政政策的四个阶段	4
二、财政拉动制造业相关支出与投资的证据	6
(1) 反常扩张的财政	7
(2) 逆势改善的制造业建造支出与投资拉动相关就业边际改善	7
三、制造业带动美国不着陆面临的逻辑问题	11
(1) 制造业建筑投资占经济增长比例低，其他建筑结构投资也尚未受到财政政策拉动	11
(2) 金融周期与以往制造业持续扩张时段不同，总需求形成压制	12
(3) 不宜过分夸大财政力度，赤字扩张存在被动因素	14
(4) 制造业建筑支出尚未扩散到设备和知识产权类投资，整体改善的可持续性需要保持观察	16
四、制造业带动就业的边际恢复难改劳动市场下行趋势	17
五、目前来看，制造业边际的增长并不支持“不着陆”的叙事	19

数据支持财政扩张与制造业投资带动美国经济“不着陆”的叙事吗？

尽管联邦基金利率已经达到 2007 年来最高位，但美国二季度 GDP 环比折年增速初值高达 2.4%，使美国 2023 上半年增长高于 1.8% 潜在经济增速。紧凑的劳动市场、回升的实际收入、尚未消耗完毕的超额储蓄、财富效应、扩张的财政和效果滞后的货币政策均在支持短期美国经济韧性。这些证据不仅将美国年内陷入衰退议论“静音”，也加强了美国“不着陆”的可能。

在“拜登经济学”的旗帜下，财政支持的美国再工业化正成为“不着陆”叙事中的重要一环：财政支出在 2023 年保持扩张的同时继续大力支持高端制造业投资，带动建筑与相关投资和就业回暖，从供给侧拉动总需求回升，达成“不着陆”并使利率在未来“更高更久”。如果美国再工业化正逐渐成为新兴的增长引擎，则将对本轮紧缩周期的长度、美联储 2024 年潜在的降息幅度以及利率中枢的预期造成冲击。因此，需要回顾美国经济思路的变迁，并探寻这一叙事在当下的可信程度。

一、美国经济与财政政策的前世今生

(1) 拜登做了什么？

在 2021 年 1 月就职总统后，拜登政府先后推行了四大法案，分别为《美国救援法案》、《基础设施投资和就业法》、《芯片和科学法案》以及《通胀削减法案》。在 2023 年 6 月，拜登政府定调其经济政策为“从中间向外、自下而上的重建美国经济”，取名为“拜登经济学”。可以看出拜登的理念与罗斯福新政颇为相似，两人的内核均是通过政府推行产业政策从而刺激经济，区别点在于罗斯福当初是以基础设施为抓手，而拜登目前即想兼顾基础设施，又要大力投资高端制造和先进科技。

拜登经济学的“四大法案”由超过 3 万亿美元的财政支出支持，可以将四大法案的内容总结为社会保障、州和地方及其他支持项目、芯片和产业政策、绿色经济、基础设施、教育和最低工资七大板块。其中社会保障和州与地方及其他支持项目占比最大，总计达到了 50%，约 1.5 万亿美元。这两大项目直接来自于 2021 年 3 月为了应对新冠疫情而提出的《美国救援法案》。续拜登想继续通过价值 3.5 万亿美元的《重建更好法案》，但因民主党内部曼钦在参议院的反对，最终被拆分为了《基础设施投资和就业法》和《通胀削减法案》，金额也被砍至了总计 1.1 万亿美元。但拜登原本所期望的加大高端制造以及基础设施投资依然占据了很大比例。芯片和其他产业政策支持以及基础设施的投资在拜登四大法案中分别占到了 19%，5700 亿美元左右；随后是教育（1700 亿），绿色经济（1318 亿）和最低工资（601 亿）。

图 1：拜登政府四大法案金额（亿美元）

■ 美国救援法案 ■ 基础设施投资和就业法 ■ 芯片和科学法案 ■ 通胀削减法案

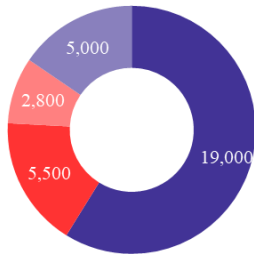
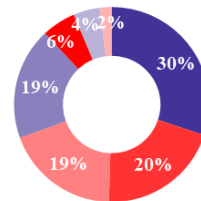


图 2：拜登政府四大法案直接支出细分（亿美元）

■ 社会保障 ■ 州和地方及其他支持项目
■ 芯片和其他产业政策 ■ 基础设施
■ 教育 ■ 绿色经济
■ 最低工资



资料来源：美国白宫，中国银河证券研究院

资料来源：美国白宫，中国银河证券研究院

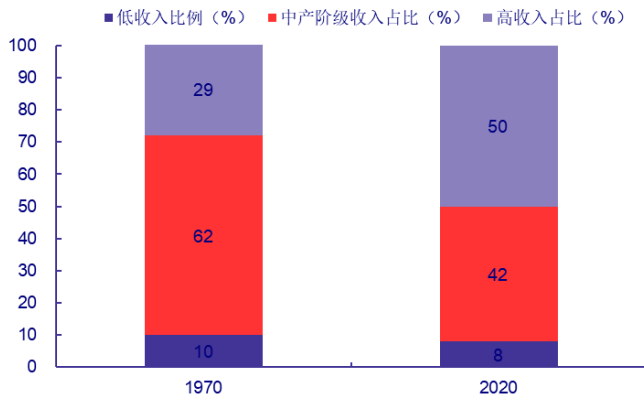
（2）美国经济与财政政策的四个阶段

为了更好地理解“拜登经济学”，需要了解美国经济与财政思路的演变。回顾历史，进入二十世纪后美国的经济政策主要分为四个阶段，首先是古典自由主义转变为凯恩斯主义的罗斯福时期；其次是为应对滞涨而从凯恩斯转变为新自由主义的里根时期；第三是全球金融危机后由奥巴马尝试的“再工业”时期；第四就是目前拜登全面否定新自由主义，转回通过政府扩张财政并制定产业政策干预经济。

第一阶段，1930 年至 1970 年代末，罗斯福开启的凯恩斯主义时期：20 世纪初，由于 1929 年的股市崩盘，美国在 1929 年至 1933 年间陷入大萧条。1933 年，罗斯福担任美国总统后为了改变陷入萧条的美国经济和日剧严重的银行危机颁布了罗斯福新政。**罗斯福主要面临的问题是经济增长困境**，因此他决定通过增加政府对于经济的直接或者间接干预的方式来缓解大萧条所带来的经济危机和社会矛盾。自 1935 年开始，在罗斯福新政的影响下美国经济回升、失业率降低、居民信心恢复、贫富差距缓解。以凯恩斯主义为理念的罗斯福新政将美国带出大萧条，二战后美国又经济经历持续 20 年的“战后繁荣”，凯恩斯主义因此深得人心。

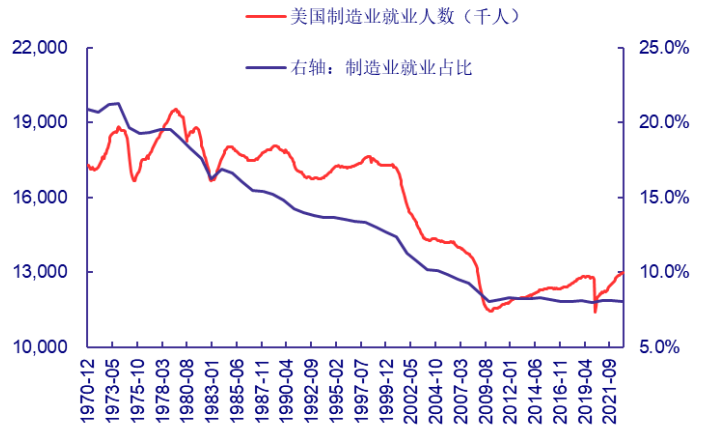
第二阶段，1980-21 世纪初，由里根开创的新自由主义时期：1970 年代开启了美国长达十余年的滞涨，里根此时通过宣传自由市场经济获得了一大批来自供给学派（涓滴经济学）的支持。**里根面临的问题是经济增长和通胀双重压力**，他在上台后通过减少政府开销的增长、降低税率并继续放松管制、限制政府对经济的调控并控制货币供应量，美国启动了持续最久的经济扩张。然而里根任期，年赤字平均占 GDP 比值从过去八年的平均 2.2%，增长到了 4.0%，贫富差距迅速扩大。值得注意的是 1991-2017 年间，企业利润累计增长 444%，居民收入增长 174%，居民的收入增长远落后于企业的收入增长，分配开始出现问题，居民不再享受到企业壮大而带来的红利，而这一时期恰好是美国战胜苏联后向世界全面推行自由主义和国际化时期，美国产业开始外流，制造业就业人口越来越少，涓滴经济学期望的财富逐层下流并未实现。

图 3: 美国中产阶级收入占比萎缩更大, 高收入占比扩大



资料来源: PEW Research, 中国银河证券研究院

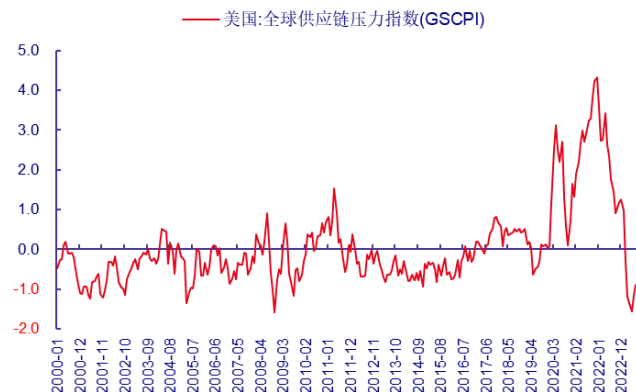
图 4: 制造业就业人数持续下行



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

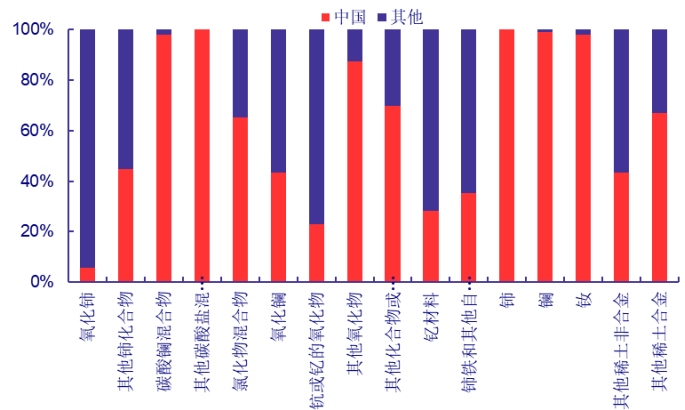
第三时期是 2008-2020 年, 金融危机后奥巴马开始尝试使产业链回流美国: 2008 年金融危机使得大量民众失业, 整体经济信心不足。因此奥巴马面临的主要问题是使经济从金融危机中恢复。在金融危机过后, 奥巴马提出制造业回流计划, 以“再工业化”作为主线。然而正是因为奥巴马的重心是从金融危机中扶苏, 贫富差距并未得到有效解决, 相反奥巴马医改以一种牺牲中产阶级补贴底层民众的形式另中产阶级更加萎缩, 贫富差距继续拉大。此时民粹主义也因此趁势抬头。2016 特朗普便是依靠底层民众对于社会现状的不满而上台, 但他期望效仿里根重演新自由主义, 对大企业和富人减税的政策明显不符合时代背景。

图 5: 美国供应链压力指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 美国稀土进口来源



资料来源: 美国地质调查局, 中国银河证券研究院

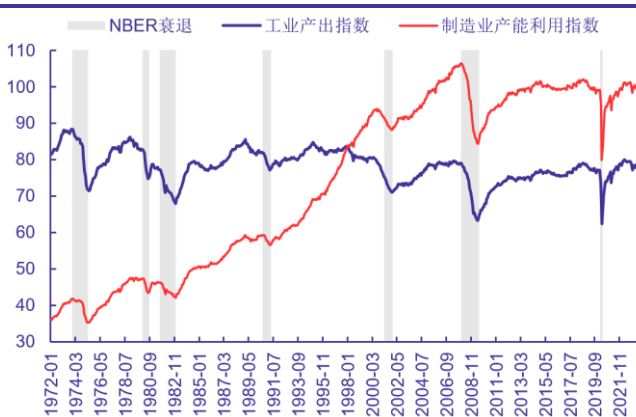
第四时期，2020年至今：2020年美国中产阶级收入占比已经萎缩至42%，又经历了特朗普的民粹主义之风，解决贫富问题已经迫在眉睫。因此拜登期望重新通过政府干预经济，重整产业政策并提升社会福利，重振中产阶级。拜登上台时面临的问题包含了经济在疫情期间下降2.8%、通货膨胀飙升、贫富差距巨大以及疫情冲击和俄乌冲突造成美国供应链压力加大。此外，由于世界多极化的发展以及科技竞争的加剧，使美国的长期增长受到压力，在以往拥有绝对霸权时，产业链流失不是问题，反而可以降低企业运营成本和居民生活成本，但随着全球走向多极化发展，以往的范式不再适用，加剧了美国重整自身产业链的急迫性。鉴于以上因素，拜登政府重新回到大搞产业政策，政府干预经济的理念中。

不难看出，拜登政府的政策着重于通过加强政府对经济的干预，实施产业政策，对基础设施和高端制造两手抓来重塑美国制造业，并希望以此提升中产阶级规模。拜登政府的财政扩张在2022至2023年的货币紧缩周期中依旧没有停息，伴随近期美国制造业建筑投资和支出的提升，形成了美国经济可能在制造业提振下“不着陆”的叙事。

二、财政拉动制造业相关支出与投资的证据

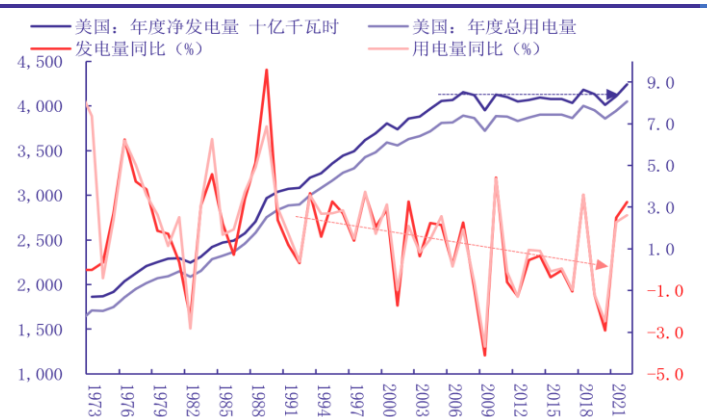
如前文所述，拜登就任后的四大法案中，《芯片和科学法案》、《基础设施投资和就业法》和《通胀削减法案》都将持续在工业相关领域发力，未来总支出规模预计1.33万亿美元。这类产业政策出台的背景除了中美贸易战与疫情等对制造业全球化造成逆风，也有美国自身制造业停滞导致劳工收入占比萎缩、贫富差距不断扩大产生社会与政治问题等因素的影响。这三个法案均基于政府与私人资本合作模式（public-private model），期望增强美国制造业的能力。诚然，中国2001年底加入世界贸易组织（WTO）至疫情爆发前，美国制造业基本处于“平台期”，其制造业产能利用指数长期在100附近徘徊，用电量也一直保持在4万亿千瓦时上下。不过，随着国家安全、政治分歧、美国内部产业调整调整等因素使逆全球化尘嚣日上，美国财政有针对性扩大了相关支出，制造业和工业建筑方面的新增投资与高端产业部分回流有目共睹。

图7：美国制造业在中国“入世”后进入平台期



资料来源：FRB，中国银河证券研究院

图8：美国发电与用电量在疫情前基本保持稳定，没有显著增长

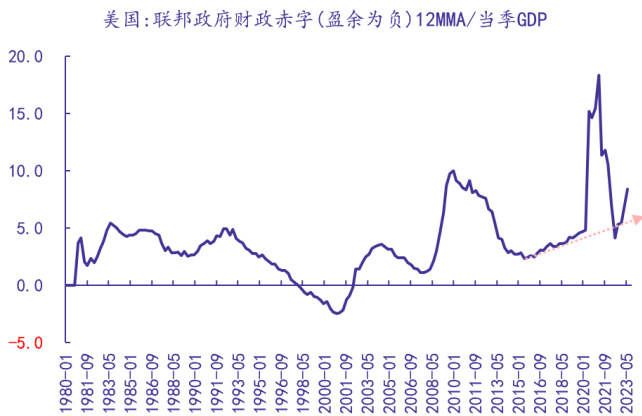


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(1) 反常扩张的财政

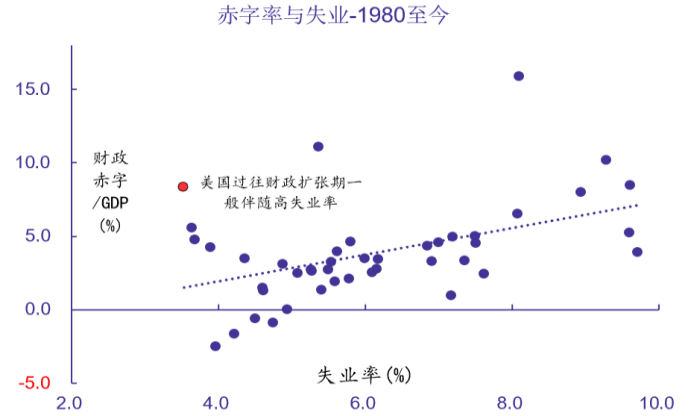
从整体财政支出考虑，美国联邦政府赤字率在货币紧缩周期出现了罕见的扩张，其12个月滚动赤字占GDP比重在2023上半年高达8.4%，增长斜率明显超过疫情前的趋势。仅从粗略角度考虑，上半年名义赤字比2022年增长8339亿美元，而名义GDP同期增长约8440亿美元，显示财政的作用不容忽视¹。当前的财政扩张是违背历史常识的，从1980年至今，美国财政扩张基本都伴随着高失业率，也即在经济显著下行时刻进行逆周期调节；在目前劳动市场火热、经济韧性仍存时继续扩张财政实属罕见。由于拜登政府的产业政策又是财政支出中的一环，美国“不着陆”叙事认为财政和产业政策扩张对供给侧的提振可能使美国经济在本轮紧缩周期中避免负增长。

图9：美国财政支出力度保持强度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：历史上高赤字一般伴随高失业，低失业率时预算更平衡



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

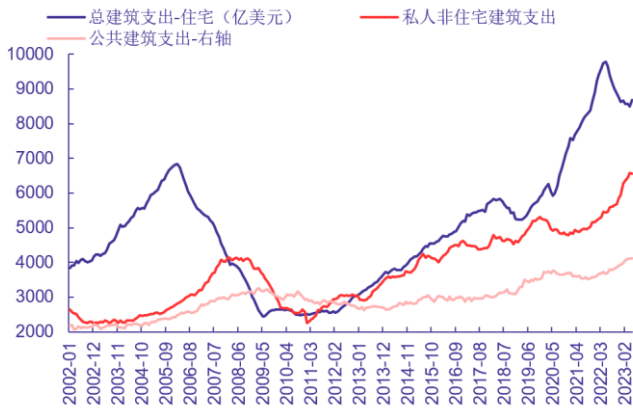
(2) 逆势改善的制造业建造支出与投资拉动相关就业边际改善

美国制造业获得财政和政策支持确有实证，制造业建造支出、实际投资增长都出现了明显上行，而海外投资也有一定改善。从制造业相关支出和投资数据考虑，拜登的三大法案的确刺激了相关支出，并在近年增强了制造业建造投资的回流。相关支出上，美国财政部认为实际制造业建造支出相比2021年末已经翻倍，主要来自于计算机、电子元件和电气制造业，而《芯片和科学法案》正是核心原因²。与此同时，其他两个法案也带动了私人 and 公共非住宅建造支出的上行，高速与街道、供水和交通运输的建造支出自2021年11月《基础设施投资和就业法》以来也均实现10%以上的实际增长。

¹ 注意仅用赤字口径会显著夸大财政的扩张力度，但财政不平衡程度确实较高。

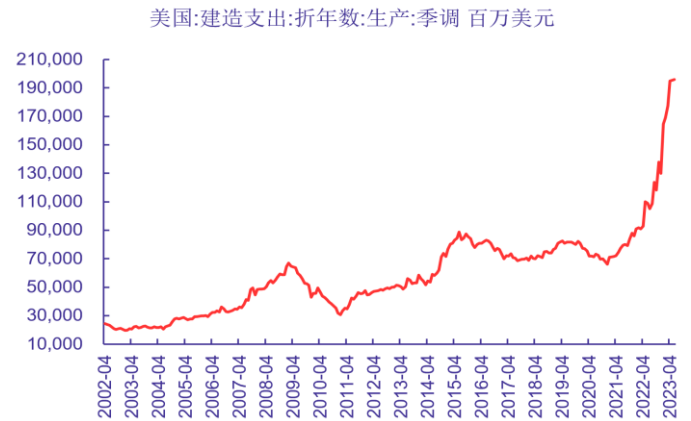
² Unpacking the Boom in U.S. Construction of Manufacturing Facilities | U.S. Department of the Treasury

图 11: 政策支持下美国建筑支出上行



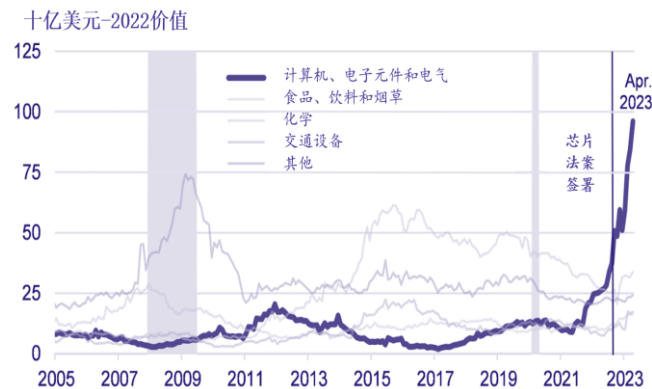
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 12: 制造业建造支出上行明显快于其他类别



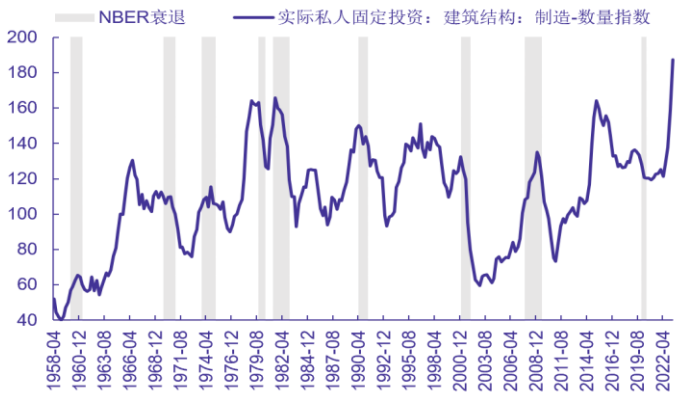
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 建造支出主要由计算机、电子元件和电气制造业驱动



资料来源: Census Bureau, 中国银河证券研究院

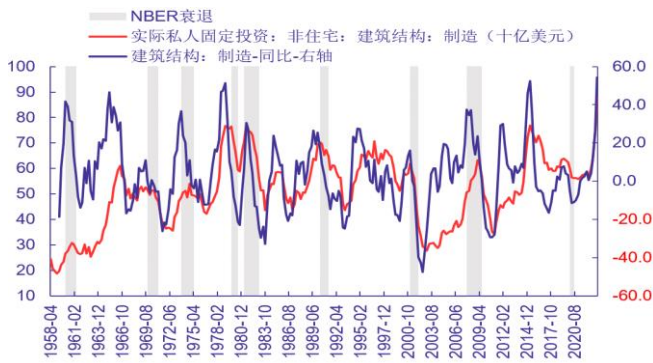
图 14: 制造业建筑结构投资数量指数显示明显上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

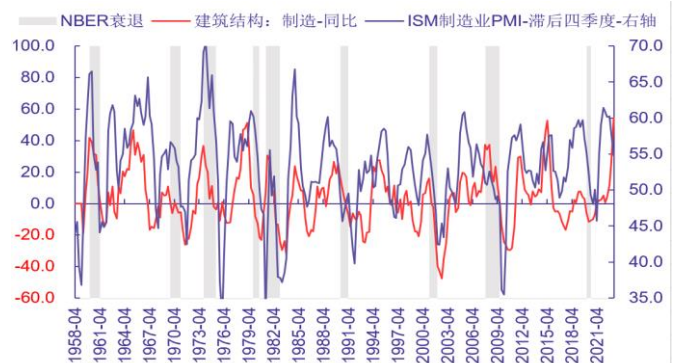
从对实际投资的影响来看，制造业建筑结构投资在 2023 年二季度同比增速创下 54.3% 新高，数量指数也验证了其增长的迅猛。制造商新订单中建筑机械制造近期名义价值也超 43 亿美元，远高于历史平均水平，同样体现制造业投资不弱的表现。历史上，实际制造业建筑结构投资似乎对制造业 PMI 存在三到五个季度的领先性，虽然这种周期性因素在货币紧缩过程中不能简单外推，但制造业投资的边际增长也可能为未来的回暖贡献力量。

图 15: 实际私人投资中制造业建筑结构创下新高



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 16: 制造业建筑结构投资对 ISM 制造业 PMI 存在一定领先性



资料来源: Fred, Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 制造商新订单中建筑机械制造明显上行



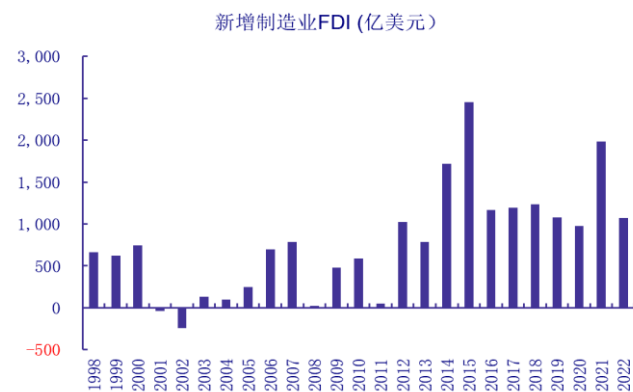
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 18: 建筑和材料供给保持稳定, 暂没有下行趋势



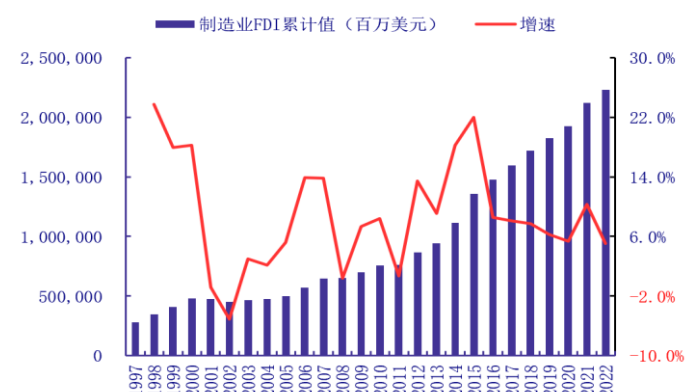
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 19: 对美国新增制造业 FDI 在 2021 年来略有改善



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

图 20: 对美国制造业 FDI 累计值与增速



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

另一方面, 不仅美国国内制造业相关投资有所增长, 海外投资也有一些起色。对美国新增制造业 FDI 在 2021 年回升至 1983 亿美元, 2022 年为 1071 亿美元; 制造业投资占总

存量 FDI 比例从 41% 上升至 42%。不论从增量还是存量角度考虑，欧洲都是最重要的对美 FDI 来源地，目前占存量的 65% 左右。分国别看，日本、英国、荷兰和德国则是对美 FDI 存量的前四位，同时 2022 年瑞典、意大利、丹麦、新加坡、挪威等对美投资也有高增长。

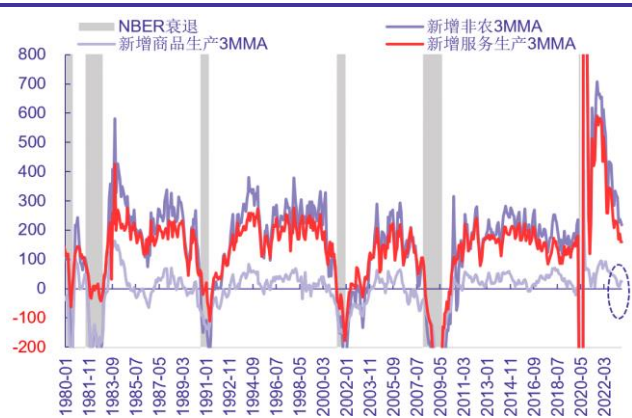
图 21：分国别对美 FDI 存量

国别	日本	英国	荷兰	德国	卢森堡	瑞士	法国	爱尔兰	澳大利亚	瑞典	西班牙	韩国	比利时	意大利	丹麦
美国新增 FDI (百万美元)															
2019	119,648	11,742	48,387	-842	-11,483	-36,887	11,432	-41,177	2,331	8,934	-514	-2,392	-4,969	2,182	2,955
2020	-1,803	34,794	58,048	27,894	-5,369	38,486	15,809	13,509	9,332	4,669	-1,799	4,942	-2,040	1,506	7,515
2021	69,336	87,987	48,229	57,744	5,738	6,914	-470	45,034	12,133	18,915	-9,026	10,046	949	2,873	3,876
2022	10,548	39,667	14,127	26,196	1,001	6,856	15,850	672	8,577	15,267	167	4,102	4,215	5,585	5,379

资料来源：BEA，中国银河证券研究院

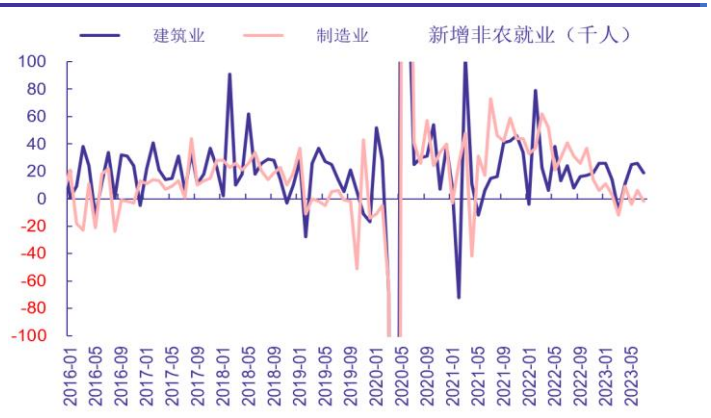
制造业的改善也可以从劳动市场数据中得到印证。在美国历次加息周期中，商品生产新增非农就业由于周期敏感性一般会领先于服务业进入负增长，而 2022-2023 周期中商品生产就业虽然下滑，但在 2023 年二季度企稳并出现了边际回升。虽然制造业就业表现在需求压制下仍然相对疲弱，但是受到了建筑就业的托举，这与制造业相关建造支出和投资的回暖是相符的，也边际增强了美国就业市场的粘性。因此，制造业助力美国“不着陆”的叙事并非空穴来风，相关证据的确显示在不弱的经济增长下制造业边际向好的趋势。虽然如此，我们认为这一叙事存在一些逻辑问题，制造业是否能持续在货币紧缩周期中持续向好并助力美国摆脱负增长依然存疑。

图 22：商品生产新增就业受到建筑业支撑，没有继续下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：建筑业受投资提振，短期比制造业表现更好



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

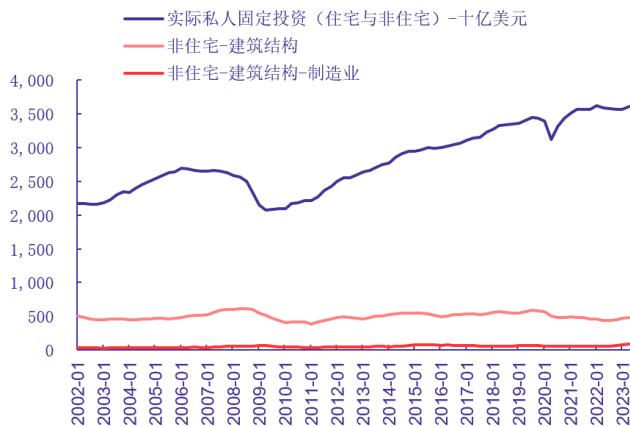
三、制造业带动美国不着陆面临的逻辑问题

虽然在财政与工业政策的推动下，美国制造业相关建筑支出和投资出现了明显增长，但财政支持制造业带动美国不着陆的叙事面临以下的逻辑问题：(1) 美国制造业投资和相关建筑支出占总投资比例很低，快速扩张的影响相对有限，且可能对其他建筑结构存在一定挤出效应。(2) 投资整体上行在历史上一般配合有宽松的金融条件和偏强的需求，目前情况并不相同。(3) 尽管财政扩张不容忽视，但赤字率的上行存在被动扩张的成分，制造业相关政策逆周期拉动私人资本和经济的短期难度仍然较大。(4) 制造业建筑投资和支出暂时还没有对设备和知识产权类投资形成明显的拉动，可能受到高利率的压制和设备更新周期还未开启的影响，需要在中长期保持观察。最后，虽然制造投资使建筑相关就业边际改善，但影响美国衰退的核心因素仍是服务就业，仅靠建筑与制造业的就业改善难以为继。总体上，虽然“这次不一样”的不着陆叙事声音愈发壮大，我们依旧将紧缩周期下美国陷入弱衰退作为基准假设。

(1) 制造业建筑投资占经济增长比例低，其他建筑结构投资也尚未受到财政政策拉动

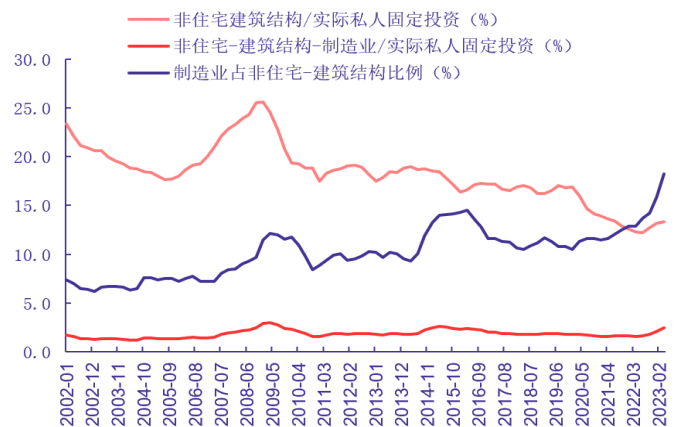
首先，判断美国制造业相关建造支出和投资是否能显著拉动经济增长需要了解其对总投资的影响，而实际数据显示相关改善的贡献较为有限。美国 2023 年实际私人固定投资总额的环比折年数均值约为 3.6 万亿美元，占上半年实际 GDP 环比折年数均值 14.4 万亿美元的 25% 左右。同期，非住宅建筑结构仅占实际私人固定投资总额的环比折年数的 13.2%，而制造业占比更低至 2.3%，也即不足 GDP 的 0.58%。即使考虑到外溢效应，制造业相关投资的总体贡献也仍然十分有限。同时，当前制造业占实际私人固定投资的比例虽然有所回升，但上一轮的高点出现在 2008-2009 年；不难发现，除了制造业建筑投资的上行外，其占比的上升也部分得益于其他投资的降低，目前整体的非住宅建筑结构整体占比依然明显低于疫情前趋势。当然不可否认的是，制造业建筑结构投资本身改善明显，但其在 GDP 中较低的占比意味着这类改善难以改变 GDP 的方向，而常年维持在 GDP 三分之二以上的个人消费支出 (PCE) 才是真正的核心变量。

图 24：制造业建筑占实际私人固定投资比例很低



资料来源：BEA，中国银河证券研究院

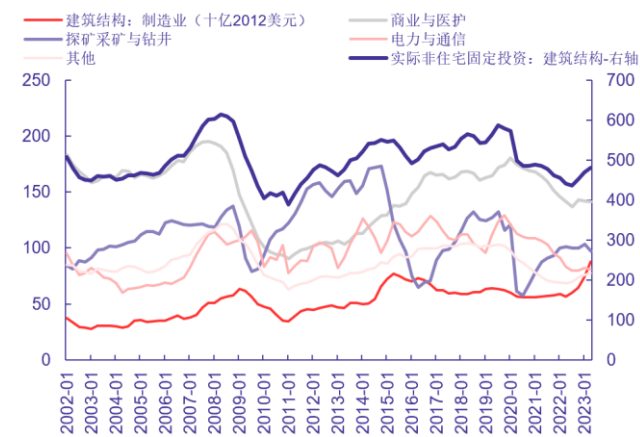
图 25：建筑结构投资整体不振，制造业的边际拉动影响不明显



资料来源：BEA，中国银河证券研究院

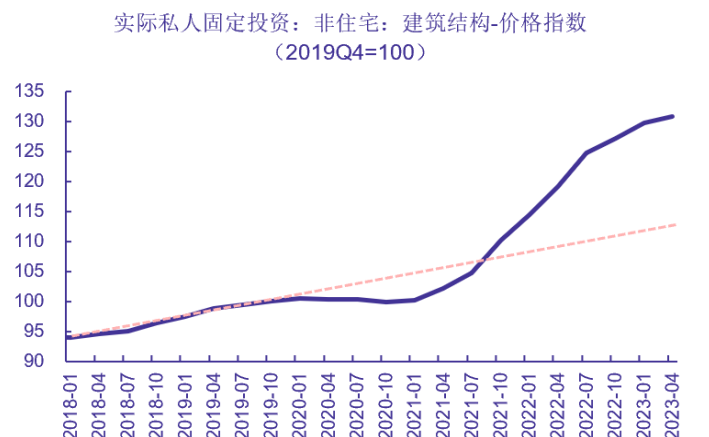
与制造业建造投资并列的还有其他四类建筑结构，从非住宅建筑结构投资（当前约占GDP的3.3%左右）的整体考量，其他建筑结构并未受到财政政策的明显拉动，反而存在被挤出的可能。美国经济分析局（BEA）一般将建筑结构分为五类，除制造业外还有商业与医护、探矿采矿与钻井、电力与通信和其他结构。而从各分项的实际投资可以看出，2022年加息以来，商业与医护结构大致持平，而探矿采矿与钻井和电力与通信则出现下行，仅占比不高的其他建筑略有上升；这也符合上文中建筑结构投资整体并没有回到疫情前趋势的观察。另一方面，实际私人固定投资价格指数在2023年二季度末约比疫情前增长趋势高出15%，也明显高过同期的通胀增速。考虑到制造业外其他建筑结构投资基本持平或下行，更高的价格可能表明制造业投资抬升了整体建筑结构的成本，配合高利率对非制造业建筑结构投资形成了挤出效应。尽管融资成本的上行也是非制造业建筑结构表现较弱的原因，但价格指数的上行不利于实际投资的整体向好。

图 26：制造业以外建筑结构投资表现并不佳



资料来源：BEA，中国银河证券研究院

图 27：制造业投资推升了整体建造成本，可能有挤出效应

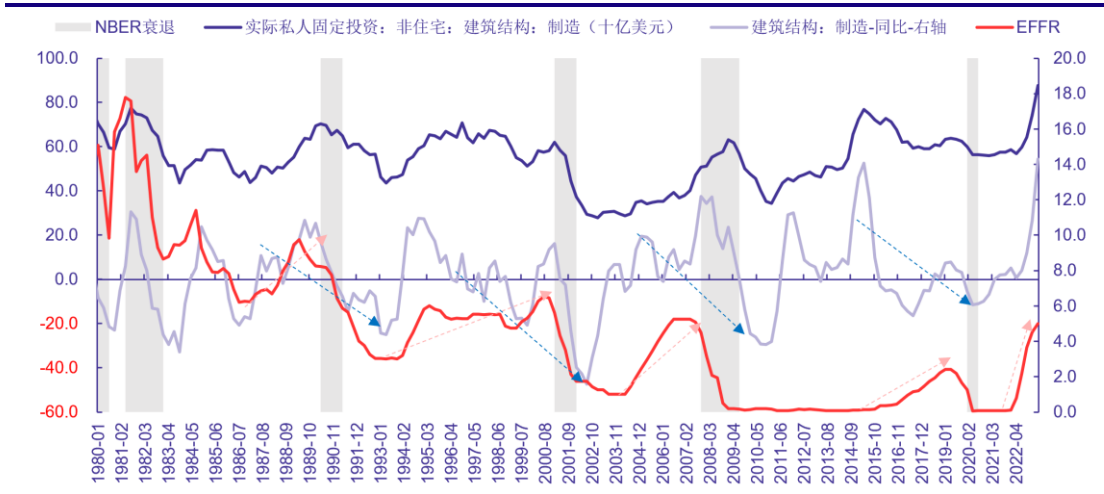


资料来源：BEA，中国银河证券研究院

（2）金融周期与以往制造业持续扩张时段不同，总需求形成压制

考虑制造业本自身情况后，仍需要注意当前的紧缩货币政策和逐渐走弱的总需求也不利于制造业投资大幅恢复，和过去周期有明显不同。从过往经验考虑，有效联邦基金利率上升时期可能短期伴随有制造业建筑结构投资的同时上升，但这种上行并不长久的原因是高利率最终将提高投资成本并压制需求；但从更长期来看，低利率期间制造业建筑结构投资才更易于从底部回升。某种意义上，制造业建筑结构投资在高利率期的上行体现了紧缩货币政策的滞后效应，这有着2007-2009年衰退期间建筑结构投资继续攀升的佐证。另外，历史经验显示联邦基金利率见顶一段时间后，制造业建筑投资反而可能下滑，这也是在2024年值得警惕的风险。

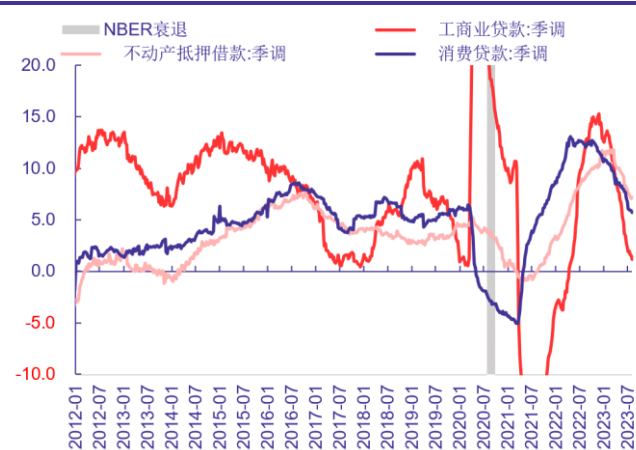
图 28：制造业建筑结构投资和 EFFF



资料来源：BEA，中国银河证券研究院

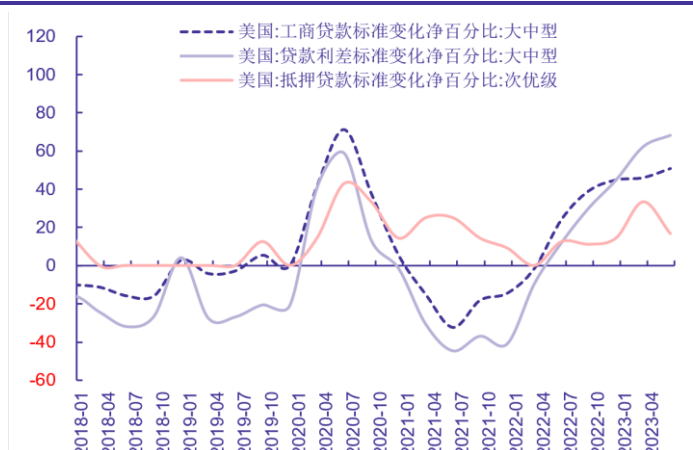
金融数据近期基本指向信贷的放缓和贷款标准的收紧，且资金供给侧的收紧幅度强于需求侧。工商业贷款同比增速在 2023 年 8 月初已经降至 1% 附近，年末预计处于负增长，这也不利于催生制造业投资相关需求。SLOOS 也显示工商业信贷标准进一步收紧，净需求仍然很弱，贷款利差也进一步上升。此外，尽管对美国 FDI 增速在 2021 年拜登产业政策推出后有所恢复，但是其 2022 年 FDI 规模和增速都有明显回落，在利率更高的 2023 年也较难想象对美 FDI 会转为快速增长。

图 29：工商业贷款增速下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：SLOOS 显示美国商行贷款标准继续收紧

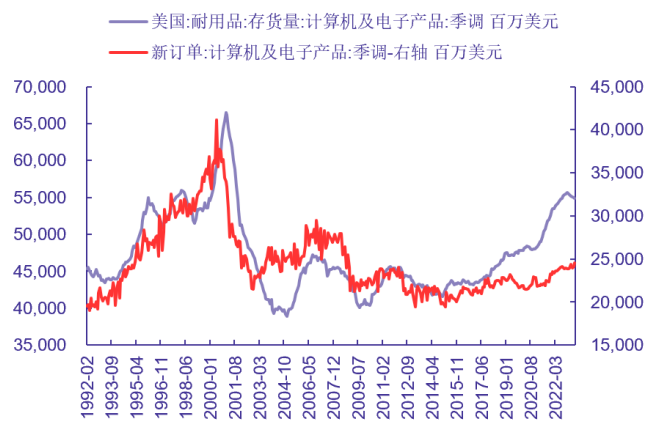


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

最后，本轮财政扩张支持的制造业建筑投资主要集中在高端制造领域，特别是计算机和半导体等领域，但是从订单与库存的角度考虑，走弱的需求和仍然偏高的库存也不支持高端制造业短期整体持续回暖的叙事。从美国整体需求考虑，销售一般领先于商品库存一至两个季度，而目前销售增速在高利率和居民收入缓慢走弱下无法确认拐点，且当前库存水平也并不低（特别是批发商库存），这并不利于制造业生产与投资的继续扩张。即使从偏高端制造的类别考虑，计算机与电子产品的存货量趋势也远超需求，而机械制品类订单近期走平并有下滑风险，这同样意味着去库存的进程不支持制造业整体改善。相比之

下，电气设备、电器和组件以及运输设备的需求依然相对强劲，但短期也无法改变美国商品制造业短期主动去库存的趋势。随着高利率下居民实际可支配收入降低、超额储蓄继续消耗，商品需求带动制造业的改善的概率目前依旧较低。

图 31：计算机与电子产品存货和新订单



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 32：机械制品存货和新订单

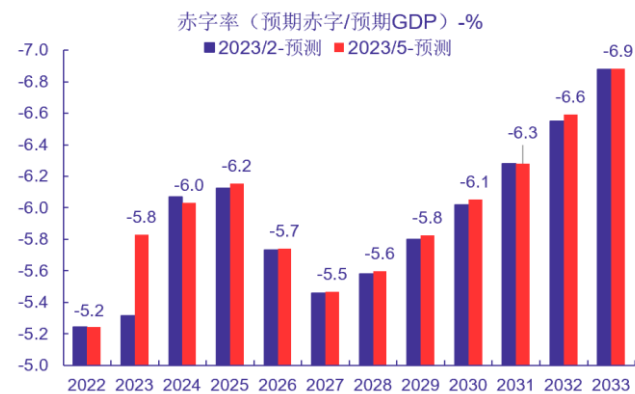


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(3) 不宜过分夸大财政力度，赤字扩张存在被动因素

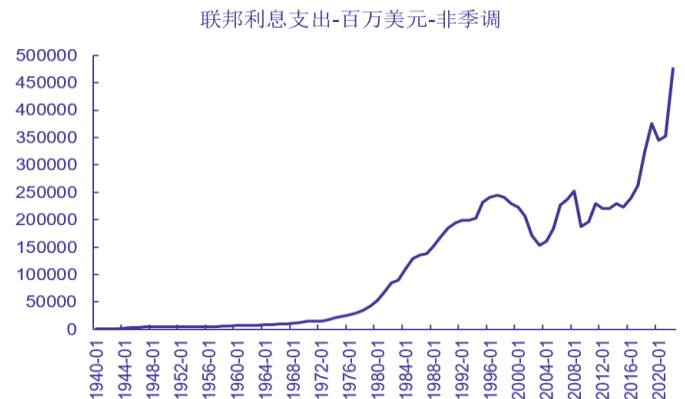
截至 2023 年二季度，美国滚动 12 个月财政赤字率占名义 GDP 比重已经高达 8.4%，自 2022 年中的低点连续扩张。有观点认为名义赤字率在上半年扩张的规模与名义 GDP 同比增量接近，是解释美国超预期经济增长的主要原因。虽然不可否认反常的顺周期财政政策（这里指在失业率处于低位时进行财政扩张）对美国 GDP 增长起到承托作用，但也要注意赤字率的扩张不仅是因为对制造业的支持政策等导致了支出扩张，也存在对提振经济增长没有显著作用的被动因素，不宜过度夸大财政扩张的幅度和作用。

图 33：2023 年预算赤字已经在二季度调高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 34：加息周期开始后利息支出激增

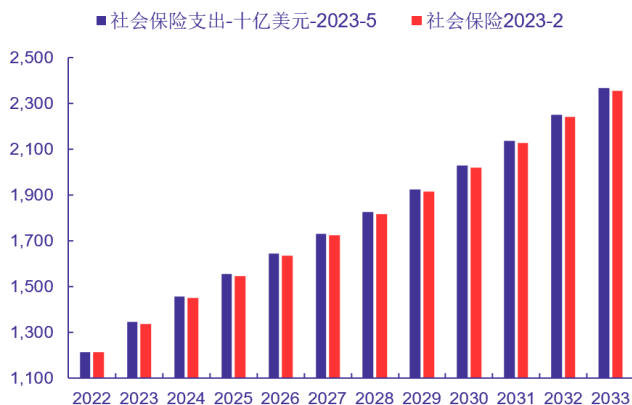


资料来源：Fred，中国银河证券研究院

尽管支持制造业和基建的相关政策也将在中长期投入万亿美元以上，但其并非一次性的集中投资，占美国联邦总支出的比例预计也不高，且获得相关财政补助也面临一系列条件。以国会预算办公室（CBO）5月预算为例，在6.35万亿美元的2023年预计支出中强制支出和利息占了4.64万亿美元，包含各类财政补助的自主支出部分为1.7万亿；自主支出中《基础设施投资和就业法》预计2023-2026平均每年支出约665亿美元（总计划5500亿美元）。如果按照这一比例和支出节奏推算《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》中与制造业直接相关的制造与新能源汽车部分，两者年均支出大致合计420亿美元，三大法案共计支出不到1100亿美元，约为总支出的1.7%，存在高估的情况下也并不特别显著³。同时，获得芯片法案补贴的难度也受到一些企业的诟病：台积电在亚利桑那州计划投资超400亿美元的芯片工厂，但其在2023年4月表示获得财政补助的数额低于期望，且附带严苛的投资限制和信息共享要求，导致相关投资出现推迟。因此，财政对制造业的支持力度并没有赤字率所显示的那么夸张，对刺激制造业投资的可持续性也有待观察。

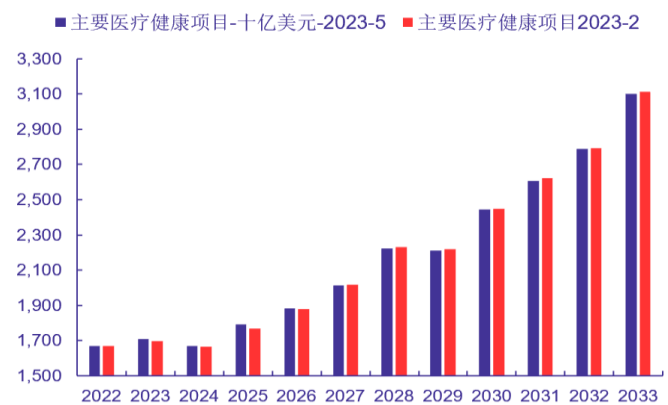
那么为什么美国赤字率再度大幅攀升呢？美国联邦支出的重要构成包括社保和医疗健康支出，两者2023年预计超过2.88万亿美元，累计占联邦总支出的45%和GDP的10.9%，且这种扩张是被动的，并不能显著刺激制造业投资。另外，联邦政府在加息周期的利息支出显著上行，这在2015-2018年加息周期中有所体现，而2023年预计利息支出将占GDP的2.5%，比2022年的不足1.8%同样显著增长。同时，联邦政府对经济刺激作用最明显的转移支付近期并没有显著扩张，增速基本保持此前的趋势水平，这也表明从支出角度，赤字对个人消费支出并无显著的提振。总体上，美国财政支出的扩张主要来自于被动项目，即社保、医保和利息支出，而非大量支持制造业投资的支出与刺激消费的转移支付。赤字的扩张除了支出的被动增大，也有收入减少的因素。由于美联储的紧缩货币政策，私人部门总体收入放缓，个人所得税也将从2022年的2.63万亿美元降低至2023年的2.53万亿美元，CBO预计2024和2025年个人所得税收入仍将处于低位。因此，联邦财政收入的减少和被动的支出增加才是赤字率扩张的主因，虽然不能否认财政扩张对经济的支撑，但财政推动制造业带动经济不着陆的叙事目前言过其实。

图 35：美国 CBO 预计社保支出被动扩张



资料来源：CBO，中国银河证券研究院

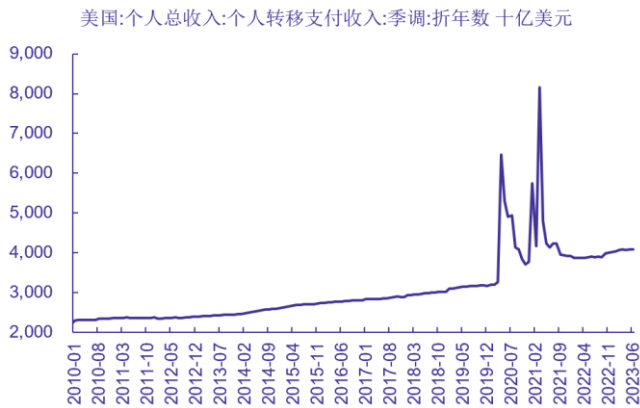
图 36：美国 CBO 预计医疗健康支出同样被动扩张



资料来源：CBO，中国银河证券研究院

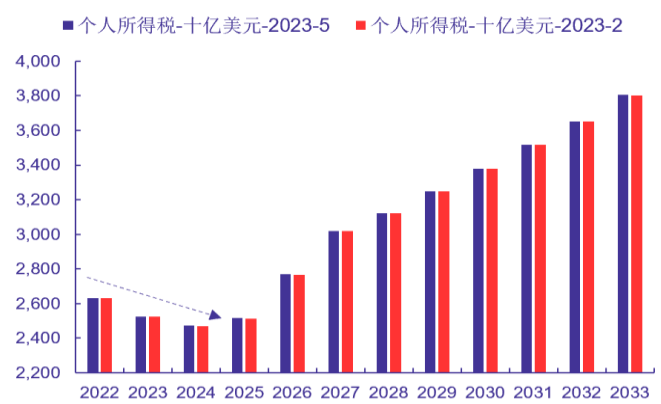
³ 这一数字仍存在高估是因为《基础设施投资和就业法案》也包括了大量非制造业基建投资，估算并没有剔除。

图 37：美国转移支付并未明显上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 38：美国 CBO 预计个人所得税将降低

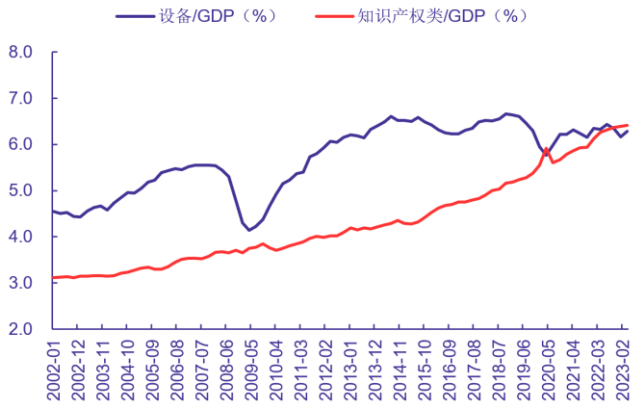


资料来源：CBO，中国银河证券研究院

(4) 制造业建筑支出尚未扩散到设备和知识产权类投资，整体改善的可持续性需要保持观察

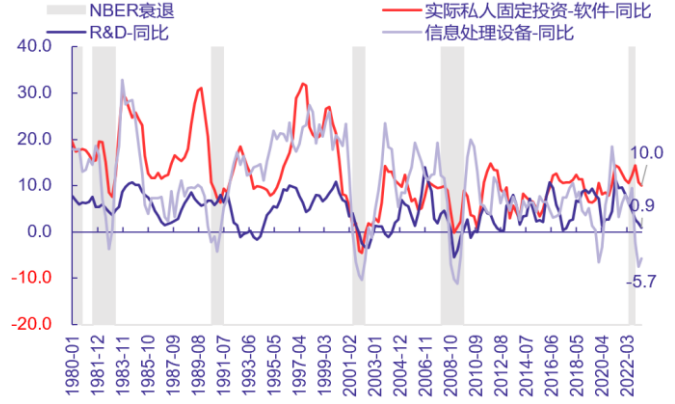
美国制造业投资不仅包括近期跃升的建筑结构，也包括设备与知识产权相关投资；而目前不论是设备类投资整体还是研发相关投资均未出现明显增长。观察设备与研发投资的细项也不难看出制造业投资暂时未向设备与投资研发明显扩散，高端制造类的工业生产指数也分化较大，整体暂未出现明显改善。设备类投资占 GDP 比重在拜登政府的财政扩张过程中受到紧缩货币政策压制而基本持平，而知识产权类的占比的增长也有所放缓。相应的，我们可以观察设备和知识产权中有代表性的细项，包括研发 (R&D)、软件和信息处理设备的增速：当前仅软件实际固定投资增速较高，为 10%，可能受到人工智能相关领域发展的带动，并未与拜登政府政策有明显关系；而研发投资同比增速仅为 0.9%，属于历史上缓慢滑向衰退的状态；信息处理设备则负增长-5.7%，也是表现不佳。同时，还可以观察美国工业生产指数中分项的表现，其中汽车与零部件表现相对强劲，而计算机与电子设备、电气设备和部件以及航空航天等高端制造类别也没有超趋势的增长。因此总体上，制造业建筑相关投资的改善暂时没有对制造业整体产生显著的拉动，而其自身对实际私人投资和 GDP 的影响就更加微弱，短期较难扭转经济缓慢走弱的趋势。虽然在建筑结构完工后，相关设备和知识产权投资也可能进一步跟上，但是结合前文对美国金融周期和总需求的判断，这种上行在 2024 年仍有难度，需要保持观察。

图 39: 设备与知识产权投资占 GDP 比例



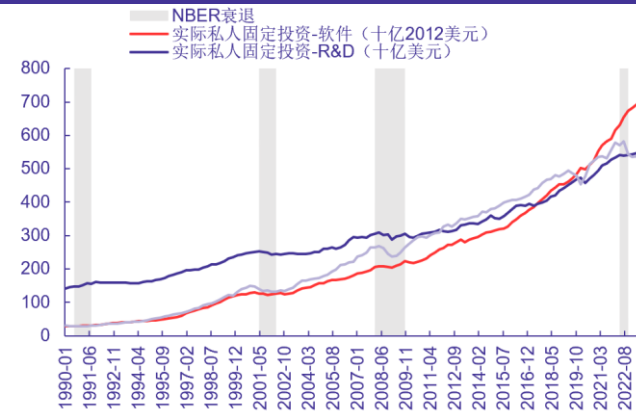
资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

图 40: 除软件外, R&D 和信息处理设备增速不佳



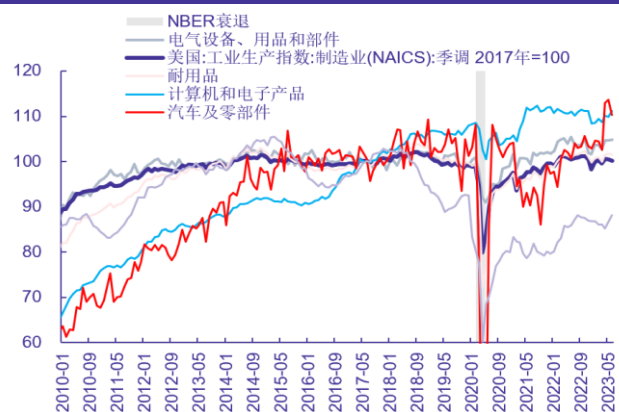
资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

图 41: 设备与知识产权中重要项目实际投资



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 42: 美国工业生产指数内部分化



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

四、制造业带动就业的边际恢复难改劳动市场下行趋势

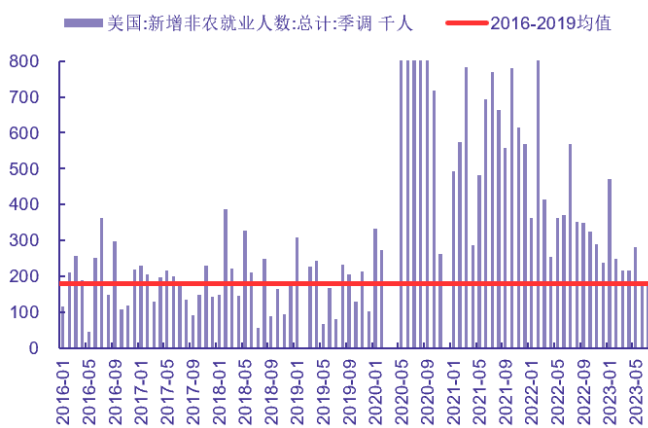
财政拉动制造业扩张并使美国经济“不着陆”的最后一环是制造业相关投资的扩张带动就业,从而增加居民收入和消费韧性,这一部分更经不起推敲。前文已经讨论制造业建造支出占投资的比例较低导致整体影响有限,且也没有对设备和知识产权类投资产生显著的外溢效应;其对就业的拉动也面临同样问题。

从实际情况看,制造业扩张主要拉动商品生产新增就业,特别是建筑业和制造业的就业人数。尽管 2023 年二季度以来,建筑业新增就业人数受到制造业建筑投资和支出相关的提振,不仅避免了负增长还出现边际恢复,但仍需注意到制造业和建筑业并不是决定劳动市场走向的核心。自全球金融危机以来,美国商品生产人数占总非农就业的比例就降低至 13% 左右,与制造业和建筑业总人数基本一致,而服务业占比则稳定在 70% 以上,这基本表明只要服务就业保持下行趋势,制造业和建筑业的边际改善并不能扭转美国劳动市

场走弱的路径。而从近期的新增非农就业数据考虑，服务就业保持缓慢下降并将整体新增就业水平带回了2016-2019年均值，制造业投资与支出带来的边际改善并未能扭转劳动力市场降温的趋势。从历史规律出发，二战以来的所有衰退的前兆是商品就业三月均值进入负增长，但真正决定衰退的因素则是服务业新增就业的负增长和失业率的显著抬升；因此，可以认为近期建筑业新增就业的边际改善延后了美国进入温和衰退的时间，但只要新增服务就业保持放缓，美国经济恐仍难逃脱弱衰退的局面。

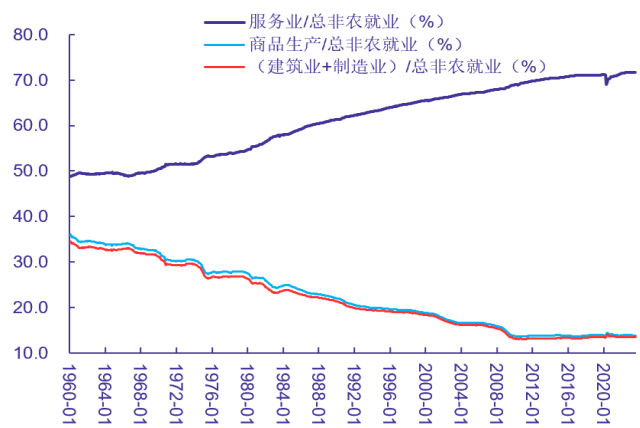
另外，目前建筑业的投资并未改变制造业新增就业的短期疲软，非耐用品新增就业更是连续多月负增长，这也表明制造业投资并没有能够在紧缩周期带动制造业就业明显好转。虽然制造业和建筑业工资增速略有回暖，但其较低的占比意味着全体工资增速也在继续缓慢下滑，这也不支持个人可支配收入进一步抬升并稳定消费的下滑。所以，需要对商品生产就业边际改善的势头保持观察，在总需求受高利率压制的情况下，这种改善在短期可能难以为继。

图 43：美国新增非农就业的下行趋势并未被改变



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 44：建筑与制造业占总非农就业比例同样较低



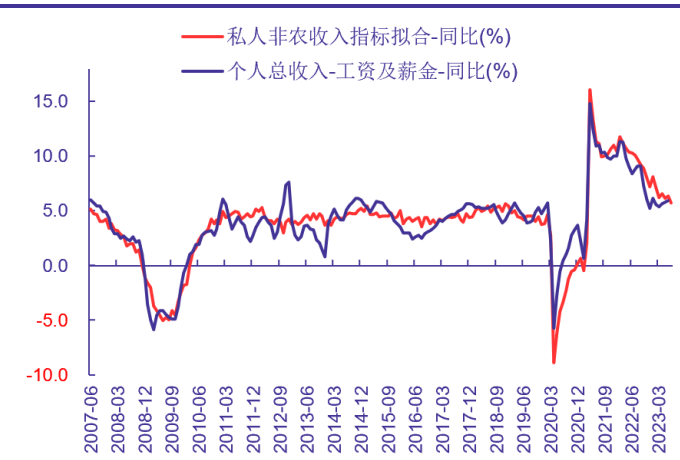
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 45：美国非农时薪同比增速分化，但服务依然是核心（%）

	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
非农私人合计	4.36	4.41	4.34	4.38	4.30
商品生产	5.32	5.09	4.70	4.59	4.65
采矿业	4.79	5.62	6.91	7.12	4.78
建筑业	5.43	4.87	5.01	5.18	5.42
制造业	5.13	5.05	4.24	3.92	4.05
耐用品	4.79	4.56	3.88	3.55	3.82
非耐用品	5.49	5.71	4.73	4.55	4.35
服务生产	4.12	4.26	4.28	4.33	4.25
批发业	4.69	5.20	5.27	5.11	4.75
零售业	4.04	4.28	4.43	4.66	3.98
运输仓储业	4.86	4.87	3.50	4.72	4.23
公用事业	5.30	5.07	4.99	5.75	5.14
信息业	3.76	3.60	4.56	4.25	5.67
金融活动	4.39	4.41	4.42	3.77	4.02
专业和商业服务	4.58	4.63	4.30	4.23	4.44
教育和保健服务	2.87	3.33	3.60	3.90	3.88
休闲和酒店业	5.60	5.78	5.81	5.89	5.92
其他服务业	2.88	3.70	4.54	4.30	3.35

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 46：名义个人总收入趋势依然向下，暂没有增长的迹象



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、目前来看，制造业边际的增长并不支持“不着陆”的叙事

总结来说，数据的确显示美国财政保持了反常的扩张状态，拜登政府的三大法案也侧面支持了制造业建筑投资和支出的明显增长，进而使相关就业边际改善。不过，财政带动高端制造业投资大幅上行，从而拉动经济增长和就业并使美国在 2024 年避免衰退并达成“不着陆”的叙事目前面临几个明显的逻辑问题。

第一，制造业投资和支出虽然增长，但在总投资和 GDP 中占比较低且拉动较小，整体作用不明显，甚至存在通过抬升建筑相关成本挤出其他建筑结构投资的可能。第二，历史上制造业大幅上行并带动经济增长一般需要宽松的货币政策和扩张的总需求，而目前高利率、弱需求、偏高库存的局面并不指向制造业继续大幅改善。第三，财政政策的扩张性毋庸置疑，但是不宜夸大财政对制造业的作用以及其实际扩张的力度：拜登的三大法案支出力度整体较为有限，联邦财政赤字率上行主要是由于社保、医保、利息等被动支出上升和居民收入增长放缓导致的个人所得税收入下行推动，对制造业的支持政策和转移支付这两类刺激经济的支出不是赤字扩张的主因。第四，设备和知识产权投资并目前没有展现制造业建筑结构产生的外溢效应，投资整体仍在高利率下显示颓势，2024 年在高利率压制下能否扭转弱势仍有待观察。最后，目前制造业建筑投资和支出对就业的拉动主要在建筑业，制造业表现不佳而最为重要的服务业保持了缓慢缓和的趋势，劳动市场的走弱并未被扭转，居民工资收入也没有显著增长。

因此，当前的财政、投资和就业数据并不支持财政扩张与制造业投资带动美国经济“不着陆”的叙事，也没有表明美国经济在高利率下会出现“这次不一样”的情况。尽管美国再工业化的政策和边际变化值得密切关注，短期经济数据也偏强，我们仍然维持美国将在 2024 年短暂进入弱衰退状态的基准假设。

图表目录

图 1 : 拜登政府四大法案金额 (亿美元)	4
图 2 : 拜登政府四大法案直接支出细分 (亿美元)	4
图 3 : 美国中产阶级收入占比萎缩更大, 高收入占比扩大.....	5
图 4 : 制造业就业人数持续下行	5
图 5 : 美国供应链压力指数	5
图 6 : 美国稀土进口来源	5
图 7 : 美国制造业在中国“入世”后进入平台期.....	6
图 8 : 美国发电与用电量在疫情前基本保持稳定, 没有显著增长.....	6
图 9 : 美国财政支出力度保持强度 (%)	7
图 10 : 历史上高赤字一般伴随高失业, 低失业率时预算更平衡.....	7
图 11 : 政策支持下美国建筑支出上行.....	8
图 12 : 制造业建造支出上行明显快于其他类别.....	8
图 13 : 建造支出主要由计算机、电子元件和电气制造业驱动.....	8
图 14 : 制造业建筑结构投资数量指数显示明显上行.....	8
图 15 : 实际私人投资中制造业建筑结构创下新高.....	9
图 16 : 制造业建筑结构投资对 ISM 制造业 PMI 存在一定领先性	9
图 17 : 制造商新订单中建筑机械制造明显上行.....	9
图 18 : 建筑 and 材料供给保持稳定, 暂没有下行趋势.....	9
图 19 : 对美国新增制造业 FDI 在 2021 年来略有改善.....	9
图 20 : 对美国制造业 FDI 累计值与增速.....	9
图 21 : 分国别对美 FDI 存量.....	10
图 22 : 商品生产新增就业受到建筑业支撑, 没有继续下行.....	10
图 23 : 建筑业受投资提振, 短期比制造业表现更好.....	10
图 24 : 制造业建筑占实际私人固定投资比例很低.....	11
图 25 : 建筑结构投资整体不振, 制造业的边际拉动影响不明显.....	11
图 26 : 制造业以外建筑结构投资表现并不佳.....	12
图 27 : 制造业投资推升了整体建造成本, 可能有挤出效应.....	12
图 28 : 制造业建筑结构投资和 EFFF	13
图 29 : 工商业贷款增速下行	13
图 30 : SLOOS 显示美国商行贷款标准继续收紧	13
图 31 : 计算机与电子产品存货和新订单.....	14
图 32 : 机械制品存货和新订单	14
图 33 : 2023 年预算赤字已经在二季度调高.....	14
图 34 : 加息周期开始后利息支出激增	14
图 35 : 美国 CBO 预计社保支出被动扩张.....	15
图 36 : 美国 CBO 预计医疗健康支出同样被动扩张.....	15
图 37 : 美国转移支付并未明显上行.....	16
图 38 : 美国 CBO 预计个人所得税将降低.....	16
图 39 : 设备与知识产权投资占 GDP 比例	17
图 40 : 除软件外, R&D 和信息处理设备增速不佳	17

图 41 : 设备与知识产权中重要项目实际投资..... 17

图 42 : 美国工业生产指数内部分化..... 17

图 43 : 美国新增非农就业的下行趋势并未被改变..... 18

图 44 : 建筑与制造业占总非农就业比例同样较低..... 18

图 45 : 美国非农时薪同比增速分化, 但服务依然是核心 (%) 18

图 46 : 名义个人总收入趋势依然向下, 暂没有增长的迹象..... 18

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn