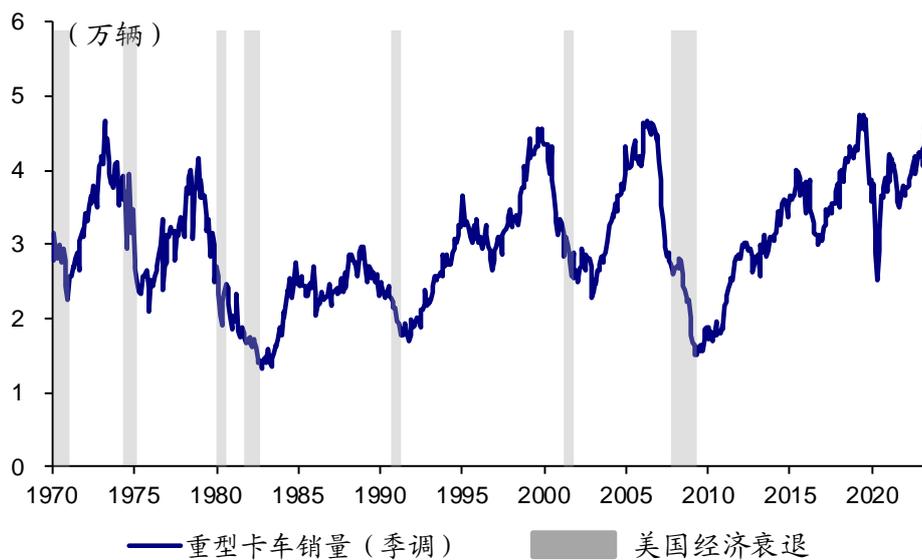




美国：制造业回流，“铁公基”如何发力？

美国重型卡车销量创下历史新高



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

- 近期制造业回流美国的话题关注度很高。在本文中，我们通过跟踪与制造业高度相关的基础建设，试图从另一个维度梳理制造业回流美国的路线图以及前景。
- 自 20 世纪 70 年代开始，“去工业化”导致美国基建相对滞后，这也成为了本轮“再工业化”的重要桎梏。拜登总统上台后，率先通过《基础设施建设投资和就业法案》推动基建发展，美国非住宅基建投资增速在 2021 年初触底后直线拉升，在 2023 年初一度接近 30%。其中交通设施投资是核心领域，其中仅对桥梁和铁路的支出就高达近 500 亿美元。
- 在非住宅基建投资方面，政府主导的公共投资并没有对私人部门投资造成挤压，反而在一定程度上对后者形成了良好的引导。私人部门交通基建投资增速提升显著；另一方面，公路、道路等交通建设就业人口受相关投资扩张的影响也迅速扩大。
- 与此同时，今年以来美国重型卡车的销量已经攀升至历史高位。复盘历史，重卡销量对经济衰退有较好的指示作用，而美国经济衰退则通常发生在重卡销量逐步下滑至周期低点之际。当前重型卡车销量的大幅增长或意味着制造业前景相对乐观，这也与市场对美国预期不断上修相吻合。
- 从桥梁、铁路到厂房，美国基建的次序也是相对清晰的，也意味着公共品产生了正向的外部性(externality)，从而有助于整体社会效率的提高。公用部门和私人部门之间的协同，意味着制造业的回流既带着政策意图，也没有忽视产业的未来发展空间。从这个角度而言，制造业回流的效果和效率仍然值得期待。

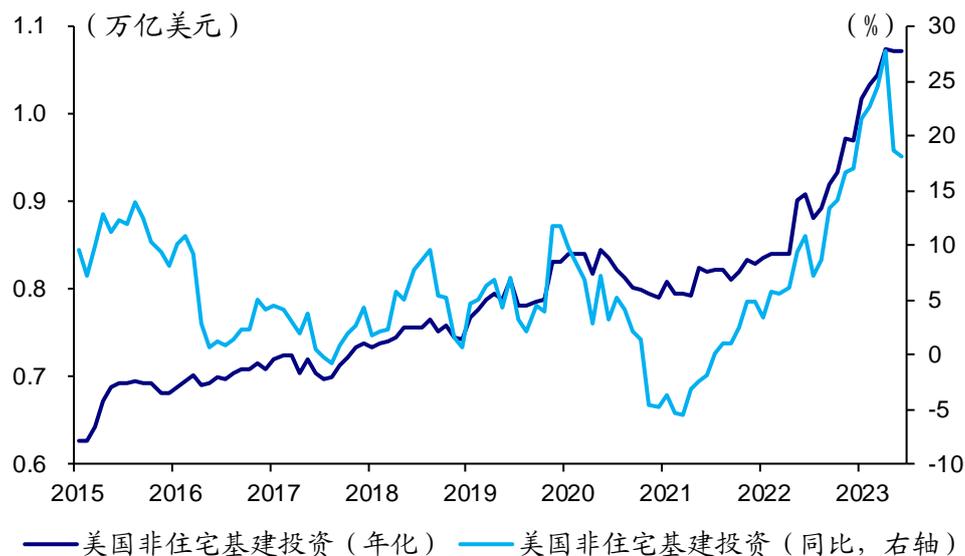
近期制造业回流美国的话题关注度很高。市场在研究美国本轮制造业回流的过程中，往往首先聚焦于以《芯片与科学法案》及《削减通胀法案》带动的高科技产业回流。在本文中，我们通过跟踪与制造业高度相关的基础建设，试图从另一个维度梳理制造业回流美国的路线图以及前景。

拜登政府：1.2 万亿美元推动制造业回流

美国的“去工业化”大约从 70 年代开始起步，由于将大量中低端制造业“外包”，基础设施建设也逐步被忽视，而这也成为了美国“再工业化”进程中的重要桎梏。因此当美国开启本轮“制造业回流”周期后，基础设施建设的迫切性与日俱增。

自 2021 年初触底后，美国非住宅建设投资增速直线飙升，在 2023 年初一度接近 30%。我们认为拜登上台后通过的《基础建设投资和就业法案》（《Infrastructure Investment and Jobs Act》，IIJA）是推动公共部门建设支出提高的重要推手。因此，我们也可以通过《基础建设投资和就业法案》的实施状况来判断制造业回流美国的未来前景。

图 1：美国公共部门基建支出同比增速大幅提升



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

我们认为，这份总开支规模高达 1.2 万亿美元的法案是拜登政府实现制造业“复兴”的第一步。截至 2023 年 5 月 12 日的 18 个月时间里，拜登政府已累计为《基础建设投资和就业法案》提供超过 2,200 亿美元资金，这其中包括已经确定或正在进行的超过 32,000 个具体的项目，基本上覆盖美国所有地区。

从细分领域看，交通设施投资是核心。在已经支出的 2,200 亿美元中，有约 400 亿美元用于桥梁建设，这也是美国有史以来最大的桥梁专项投资；铁路建设投资规模位居第二，仅对“Northeast Corridor Rail Projects”（连接波士顿、马塞诸塞以及华盛顿特区，也是美国最为繁忙的交通枢纽之一）的投资就高达 90 亿美元，此外还通过联邦和州计划 (Fed-state program) 为上述项目外的铁路建设投资约 46 亿美元；交通运

输工具投资规模位列第三，目前已在全国 60 个交通项目投入超过 74 亿美元。除上述外，对机场、港口等的投资金额也位居前列。

图 2: 《基础建设投资和就业法案》已取得的主要成果

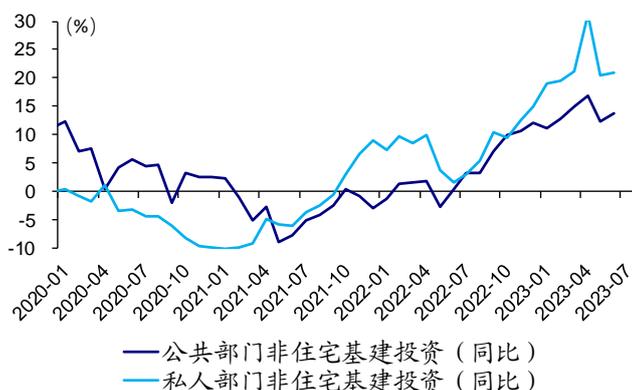


数据来源: 白宫网站, 国泰君安国际

大规模基建带动民间投资和就业

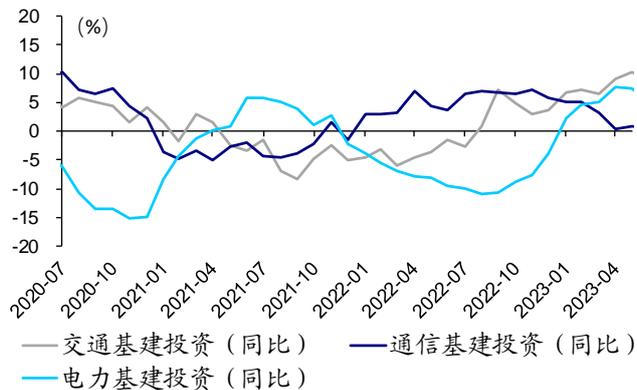
政府主导的公共投资并没有对私人部门投资造成挤压，反而在一定程度上对后者形成了良好的引导。《基础建设投资和就业法案》除自身加大对交通建设的投资外，还授权将可用的私人活动债券（Private Activity Bonds, PAB）（该债券由交通部长分配，用于激励私营部门对美国交通基础设施投资）规模从 15 亿美元增加到 300 亿美元。法案的执行效果是显著的，美国私人部门非住宅基建投资已经恢复至疫情前的趋势，交通方面基建投资在 2022 年上半年开始显著提速，成为拉动私人部门非住宅基建投资的重要力量。

图 3: 美国私人及公共部门非住宅基建投资迅速提升



数据来源: 万得, 国泰君安国际

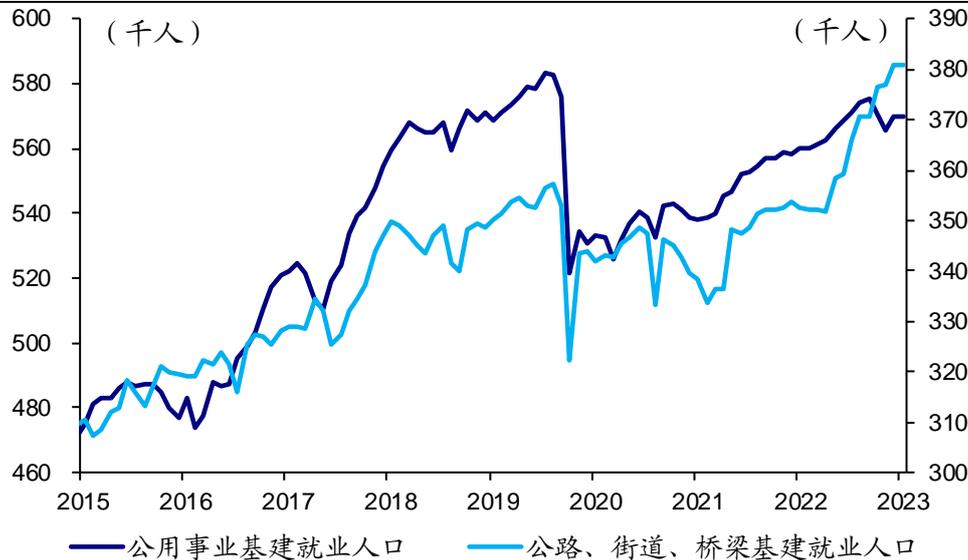
图 4: 私人非住宅基建投资中交通投资增速提升显著



数据来源: 万得, 国泰君安国际

基建投资规模的扩大推动相应部门就业人口迅速抬升。新冠疫情对美国公共设施建设相关就业造成了极大的干扰，随着疫情的逐步消退整体就业人口稳步回升，这其中公路、道路等交通建设就业人口受益于相关投资，增速较高。

图 5：公路、街道、桥梁建造就业人口已经超过疫情前水平



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

制造业基建投资发力

随着基建周期“启动”，与制造业投资相关的基础建设也开始发力。自2021年以来，占有私人非住宅部门基建投资比重近20%的制造业基建投资增速持续抬升，截至2023年6月末，制造业基建投资同比增速攀升至超过80%。制造业基建的快速增长，在很大程度上意味着美国整体的基建计划开始向产业延伸，也意味着制造业未来将进一步受益于不断完善的基础设施建设。

图 6：制造业基建投资增速在2022年下半年开始迅速抬升



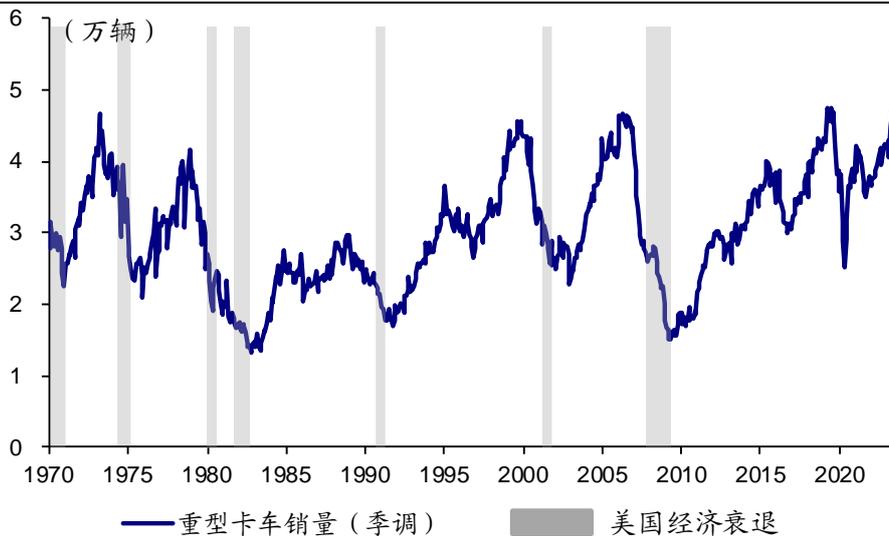
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

制造业相关物流活动愈加活跃

制造业开始积聚并活跃的另一特征，是物流活动开始增加。今年以来美国重型卡车销量迅猛提升，并且在2023年7月创下历史新高。一方面，重型卡车通常用于运输货物和原材料，其销量的增加在一定程度上反映了经济增长和商业活动的增加。尤其是当制造业需求增加时，企业通常需要更多的卡车来运输产品。另一方面，制造业通常需要大量的运输设备来加强其生产和供应链，因此重卡销量的增加也在一定程度上反映出企业对未来投资信心的增强。

值得一提的是，在过去几十年中，重型卡车销量对经济衰退有较好的指示作用。自1970年以来，美国经济衰退通常发生在重型卡车销量逐步下滑至周期低点之际。当前基础设施的逐步完善叠加重型卡车销量的大幅增长或意味着制造业前景相对乐观，这也与市场对美国经济预期不断上修相吻合。

图 7: 美国重型卡车销量迅速提升



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

总体而言，从基建角度来看，基础设施建设从疫情后开始加速，这一方面有助于疫后经济的修复，也为制造业的逐步回流创造了基础条件。从桥梁、铁路到厂房，美国基建的次序也是相对清晰的，也意味着公共品产生了正向的外部性(externality)，从而有助于整体社会效率的提高。公用部门和私人部门之间的协同，意味着制造业的回流既带着政策意图，也没有忽视产业的未来发展空间。从这个角度而言，制造业回流的效果和效率仍然值得期待。

当然，美国依旧没有摆脱通胀的困扰，整体利率环境也因此不得不维持在较高水平上，这对所有投资活动都会形成一定的拖累。而制造业周期的初期通常对融资有非常大的需求，相关经济活动大概率会受到一定负面影响。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例, 或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com