

美国“再工业化”系列研究（一）

国际金融危机后，美国“再工业化”何以艰难？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **美国“再工业化”启程。**2008年国际金融危机后，奥巴马政府开启“再工业化”战略，以2009年《重振美国制造业框架》以及2010年《美国制造业促进法案》为标志。奥巴马启动“再工业化”的经济考量，包括经济复苏、经济结构优化与国际收支平衡。2017年以后，特朗普延续了“再工业化”愿景，但手段与奥巴马时期明显不同。特朗普启动“再工业化2.0”的经济背景是，美国经济结构并未改善，且制造业面临的国际竞争加剧。比较来看，奥巴马和特朗普的政策目的均是重新发展制造业，且都支持加大基建投资。比较来看，奥巴马和特朗普的政策目的均是重新发展美国制造业，且都支持加大基建投资。但不同点在于，1) 政策思路，奥巴马侧重“重建”，特朗普侧重“回流”；2) 扶植企业方式上，奥巴马更依赖于政府支出与补贴，特朗普主张减税并增设贸易壁垒。3) 细分领域上，奥巴马倾向于发展新能源、汽车、高端制造等领域，前瞻性地布局中长期制造业竞争；特朗普更重视传统化石能源、国防等发展。
- **美国“再工业化”成效评估。**总的来看，奥巴马和特朗普的“再工业化”战略并未获得积极评价。2010-2019年，美国制造业增加值占GDP比重下滑，制造业就业人数占比下滑，商品贸易逆差没有明显改善，说明政策未能阻止1980年代以来美国制造业衰退的大趋势。不过，全盘否定“再工业化”的成效或也不够客观。虽然美国制造业本身的增长表现平淡，但美国私人投资的整体表现可圈可点，尤其基建投资明显增长，制造业领域的FDI加快流入，与先进制造业相匹配的人才教育与就业加快发展。
- **美国“再工业化”何以艰难？**1) **商品内需有限。**次贷危机后，美国商品消费占比继续维持下降趋势，其中耐用品消费占比下滑更明显。美国“再工业化”战略难以从根本上打破商品消费增长的瓶颈，限制了制造业投资和就业增长的空间。制造业需求下滑，有时也被认为是一种顺应经济规律的“正常”现象。2) **国际竞争加剧。**美国制造业劳动力等“初级成本”在全球比较中处于相对劣势。中国制造业综合实力的上升，无疑加大了美国重振制造业的难度。此外，以苹果公司的外包战略为例，美国产业政策可能不足以扭转“行业领袖”已经铺垫好的全球化之路。3) **产业政策断崖。**奥巴马时期的政府支出未能延续高水平，政党轮替破坏了产业政策的连贯性，特朗普的“逆全球化”政策对于制造业发展可能弊大于利。4) **金融发展过度。**美国金融业繁荣可能侵蚀制造业发展空间。由于金融业薪酬较高，制造业企业在人才争夺战中自然处于劣势。金融市场繁荣带来的另一个问题是投资短视化。美国上市企业倾向于将利润更多用于股票回购与分红，而不是增加资本开支，导致长期投资不足。5) **美元指数升值。**次贷危机后，美元汇率呈现走强趋势，对美国制造业出口产生负面影响。

正文目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 一、 美国“再工业化”启程 | 4 |
| 1.1 奥巴马：“再工业化 1.0” | 4 |
| 1.2 特朗普：“再工业化 2.0” | 6 |
| 1.3 奥巴马与特朗普的政策比较 | 7 |
| 二、 美国“再工业化”成效评估 | 8 |
| 2.1 “败”：制造业投资、行业增加值、就业人数、商品出口 | 8 |
| 2.2 “成”：经济复苏、基建投资、制造业 FDI、教育 | 9 |
| 三、 美国“再工业化”何以艰难？ | 10 |
| 1、商品内需有限 | 10 |
| 2、国际竞争加剧 | 11 |
| 3、产业政策“断崖” | 12 |
| 4、金融发展过度 | 13 |
| 5、美元指数升值 | 14 |

图表目录

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 图表 1 | 奥巴马时期“再工业化”相关政策梳理 | 4 |
| 图表 2 | 次贷危机引发美国私人投资大幅萎缩 | 5 |
| 图表 3 | 次贷危机令美国失业率大幅上升 | 5 |
| 图表 4 | 美国经济结构长期“脱实向虚” | 6 |
| 图表 5 | 2000 年以来美国商品贸易逆差快速扩大 | 6 |
| 图表 6 | 特朗普时期“再工业化”相关政策梳理 | 6 |
| 图表 7 | 2008 年后美国制造业就业恢复缓慢 | 7 |
| 图表 8 | 2009 年后美国制造业增加值大幅落后于中国 | 7 |
| 图表 9 | 2010-2019 美国制造业投资增速下滑 | 8 |
| 图表 10 | 美国制造业增加值占 GDP 比重持续下滑 | 8 |
| 图表 11 | 2009 年以后美国制造业就业占比继续下降 | 9 |
| 图表 12 | 2009 年以后美国制造业贸易逆差扩大 | 9 |
| 图表 13 | 2010 年以后美国失业率持续下降 | 9 |
| 图表 14 | 2010 年以后美国私人非住宅建造支出上升 | 9 |
| 图表 15 | 2011 年以后美国制造业 FDI 比重明显上升 | 10 |
| 图表 16 | 2010 年以后美国 STEM 学科就业占比提升 | 10 |
| 图表 17 | 次贷危机后，美国耐用品消费占比明显下滑 | 11 |
| 图表 18 | 随着人均 GDP 增加，制造业附加值先升后降 | 11 |
| 图表 19 | 美国制造业“初级成本”在全球比较中处于劣势 | 11 |
| 图表 20 | 中国制造业增加值全球占比持续上升 | 12 |
| 图表 21 | 苹果公司“外包”战略没有根本改变 | 12 |
| 图表 22 | 2010 年以后美国政府支出占 GDP 比重下降 | 13 |
| 图表 23 | 2010-2019 年美国汽车和化工投资交替波动 | 13 |
| 图表 24 | 特朗普时期美国制造业贸易逆差扩大 | 13 |
| 图表 25 | 特朗普时期美国医药品进口大幅增长 | 13 |
| 图表 26 | 美国金融业和制造业薪酬水平差距扩大 | 14 |
| 图表 27 | 美股企业倾向于增加回购与分红，而非资本开支 | 14 |
| 图表 28 | 2010-2019 年美元指数呈现走强趋势 | 15 |
| 图表 29 | 美元升值加大净出口对美国经济的拖累 | 15 |

2023 年以来，伴随人工智能应用井喷、美国投资建厂规模意外蹿升等，关于美国“再工业化”的讨论增多，各界对拜登政府引领美国新一轮制造业发展抱有更多期待。而事实上，2008 年国际金融危机后，美国就已高调迈向“再工业化”，但成效似乎并不明显。那么，拜登政府能否真正扭转美国制造业长期衰退的大趋势？为回答这一问题，我们开展美国“再工业化”系列研究，深度复盘美国近十五年的“再工业化”进程，以期更好地判断美国乃至全球制造业的未来走向。

本文为该系列第一篇，聚焦于分析 2009-2019 年奥巴马和特朗普时代下的“再工业化”进程。总的来看，奥巴马和特朗普的“再工业化”战略并未获得积极评价。从制造业增加值占 GDP 比重、制造业就业以及制造业出口等表现看，1980 年代以来美国制造业衰退的大趋势并未扭转。究其原因，一方面，发达经济体“去工业化”或被认为是经济发展的客观规律；另一方面，美国制造业的成本劣势、产业政策缺乏连贯性、以金融业过度繁荣为代表的经济结构问题、以及美元作为国际储备货币带来的“特里芬难题”等，进一步加大了美国重振制造业的难度。

回到当下，拜登政府如能突破上述瓶颈，方能在“再工业化”之路上更近一步。

一、美国“再工业化”启程

1.1 奥巴马：“再工业化 1.0”

2008 年国际金融危机后，美国开启“再工业化”战略。奥巴马政府针对制造业的一揽子产业政策，被视为“再工业化 1.0”，大致分为三个阶段：第一阶段，帮助制造业复苏与总需求修复，一方面启动《美国复苏与再投资法案》（2009 年 2 月），拟于未来十年增加逾 8 千亿美元的基建、医疗、教育等投资，另一方面于 2009 年启动有关两大汽车制造巨头（通用和克莱斯勒）的救助方案。第二阶段，提出重振制造业的中长期战略，以 2009 年 12 月提出的《重振美国制造业框架》以及 2010 年 8 月生效的《美国制造业促进法案》为标志，将制造业确定为美国核心产业，以高端性、前瞻性制造业为抓手，以期重振制造业。第三阶段，补充政策细节，于 2010-16 年期间出台了《美国先进制造伙伴（AMP）计划》、《振兴美国制造业与创新法案》、《美国创新与竞争力法案》、《清洁能源计划》等法案，进一步支持高端制造、新能源等细分领域发展。

图表1 奥巴马时期“再工业化”相关政策梳理

| 公布时间 | 法案名称 | 重点内容 |
|-------------|------------------------|---|
| 2009 年 2 月 | 《美国复苏与再投资法案》 (ARRA) | 联邦政府在 2009-2019 年间提供 8310 亿美元促进美国经济复苏，投资于医疗保健、基建、教育等领域。具体包括：481 亿用于交通基建；180 亿用于水、土壤等环境治理；72 亿用于修建或修复政府建筑和设施；105 亿用于信息通讯技术投资；215 亿用于能源基建；272 亿用于减碳、新能源；76 亿用于科研等 |
| 2009 年 4 月 | 《克莱斯勒汽车公司重组方案》 | 联邦政府向克莱斯勒汽车公司注资 47 亿美元，并于 2011 年 6 月宣布将持有的该公司股票出售完毕，标志着政府对这一汽车巨头长达 2 年的救助完全结束 |
| 2009 年 6 月 | 《通用汽车公司重组方案》 | 联邦政府向通用汽车公司注资 300 亿美元，并于 2013 年 12 月宣布将持有的通用汽车公司股票出售完毕，标志着政府对这一汽车巨头长达 5 年的救助完全结束 |
| 2009 年 9 月 | 《美国创新战略》 | 从国家战略角度，提出发展创新型经济与新兴制造业的完整规划，目标是通过增强私营部门活力，激发美国人的内在创造力，确保美国在一些关键领域能够实现突破，从而创造高质量就业 |
| 2009 年 12 月 | 《重振美国制造业框架》 | 将制造业确定为美国核心产业，通过培育生物技术、风力发电、纳米技术、航空航天、下一代汽车以及其他未来产业，实现美国制造业重新振兴 |
| 2010 年 8 月 | 《美国制造业促进法案》 | 暂停征收或降低部分基础化学品等与制造业相关原材料的关税，降低制造业成本 |

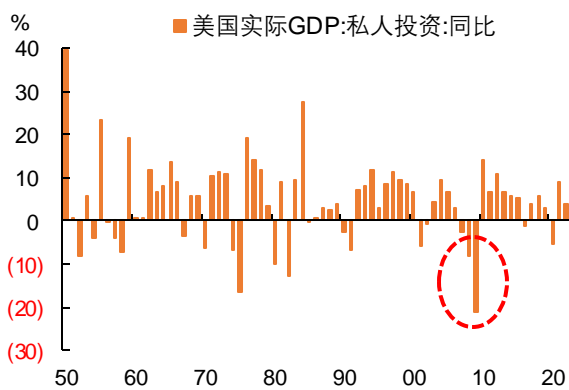
| | | |
|----------|-------------------|--|
| 2011年6月 | 《美国先进制造伙伴（AMP）计划》 | 加强官、产、学、研的合作，布局先进制造领域 |
| 2014年12月 | 《振兴美国制造业与创新法案》 | 授权商务部部长在 NIST 框架下实施制造业创新网络计划，在全国范围内建立制造业创新中心。关注纳米技术、先进陶瓷、光子及光学器件、复合材料、生物基和先进材料、混动技术、微电子器件工具开发等领域 |
| 2015年8月 | 《清洁能源计划》 | 计划提出到 2030 年发电厂碳排放目标将在 2005 年基础上减少 32%，并为各州设立了减碳目标 |
| 2015年12月 | 《修复美国地面运输法案》 | 联邦政府将于 2016-2020 财年，提供 3050 亿美元，用于投资交通基础设施建设 |
| 2016年10月 | 《国家人工智能研究和发展战略》 | 提出了美国优先发展的人工智能七大战略方向及两方面建议 |
| 2016年12月 | 《美国创新与竞争力法案》 | 法案要求在美国扩大基础研究的影响，加强科学、技术、工程、数学教育，驱动企业创新，加速技术商业化 |

资料来源：Wind, 白宫, 平安证券研究所

奥巴马政府启动“再工业化”的经济考量，可从推动经济复苏、经济结构优化与国际收支平衡三方面理解。

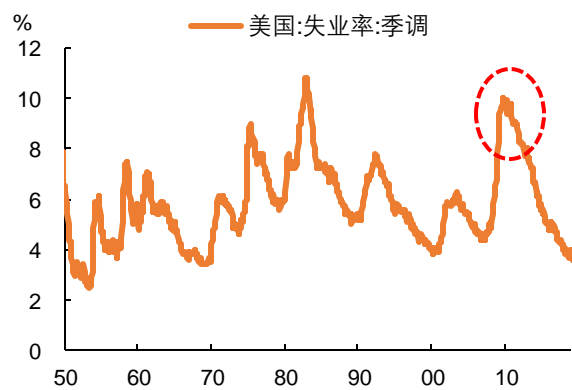
首先，美国经济在次贷危机中受重创，制造业投资成为需求复苏的抓手。2009年美国实际 GDP 萎缩 2.6%，其中私人投资大幅萎缩 21%，为二战以来最严重的衰退。美国失业率由次贷危机前 4.5%左右，一路升至 2009 年的 10%，创 1982 年以来的新高。因此，奥巴马扩大财政支出引导私人投资修复，帮助经济复苏。

图表2 次贷危机引发美国私人投资大幅萎缩



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 次贷危机令美国失业率大幅上升

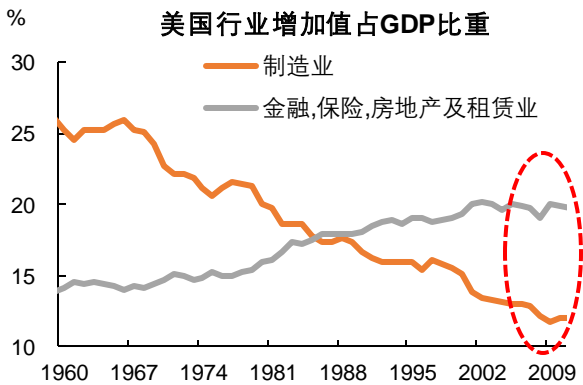


资料来源：Wind, 平安证券研究所

其次，美国“产业空心化”问题暴露，经济结构亟需优化。不少人将次贷危机的爆发归咎于美国经济“脱实向虚”。二战以来，美国制造业在经济中的角色持续下降，金融业则不断上升。截至 2008 年，制造业在美国 GDP 中的占比仅为 12.2%，金融相关行业（金融、保险、房地产和租赁业）占比为 19.1%，可见制造业行业增加值大幅落后。此外，从行业就业占比看，金融业能够吸纳的就业十分有限，无法弥补制造业岗位的流失。2009 年 12 月“重振美国制造业框架”提出时，美国失业率正处于 9% 以上峰值水平，亟需重振制造业以创造更多就业岗位。

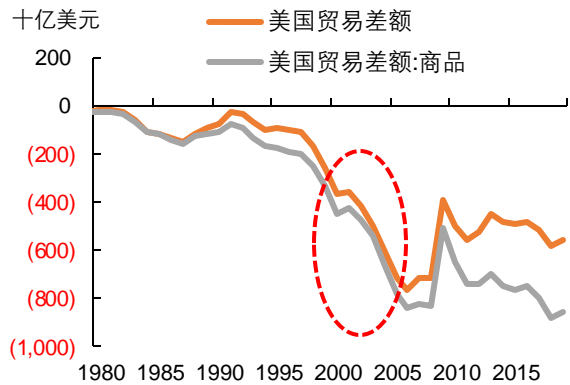
再次，美国商品贸易逆差过大，亟需提升制造业的国际竞争力。美国商品贸易逆差自 1991 年以来节节攀升，在 2006 年达到历史最高，截至 2008 年仍超过 8300 亿美元，是 1991 年的 10 倍以上。即便美国服务贸易保持顺差，商品贸易逆差过大仍放大了国际收支不平衡的风险，也不利于美元币值稳定，受到奥巴马政府的高度重视。而缩小贸易逆差，从根本上需要重振美国制造业，提升商品出口竞争力。

图表4 美国经济结构长期“脱实向虚”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2000年以来美国商品贸易逆差快速扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 特朗普：“再工业化 2.0”

特朗普时期延续了“再工业化”愿景，但手段与奥巴马时期明显不同。特朗普在 2016 年竞选时就高喊“再工业化”口号，提出扭转美国制造业就业长期下降趋势、复兴国内制造业，成功瓜分民主党传统票仓而获选。特朗普上任后，虽然振兴制造业的目标不变，但政策思路与奥巴马时期有明显区别，因此其政策被视为“再工业化 2.0”。其主要内容包括：一是，推动大规模减税，大幅调降公司税率，旨在增厚企业利润、鼓励企业加大资本开支；二是，实施贸易保护，以期扭转美国商品贸易逆差，同时引导投资回流；三是，大力发展传统化石能源，追求能源独立，以促进经济和就业。

图表6 特朗普时期“再工业化”相关政策梳理

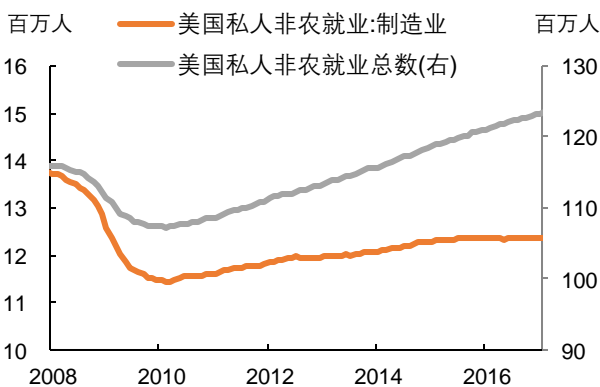
| 公布时间 | 法案名称/政策类型 | 重点内容 |
|---------------------------|----------------|--|
| 2017 年 1 月 | 《美国国家能源计划》 | <ul style="list-style-type: none"> 能源自给自足； 取消“气候行动计划”； 开发本土页岩油气； 支持并振兴清洁煤炭工业。 |
| 2017 年 6 月 | “基础设施计划周” | <ul style="list-style-type: none"> 计划 10 年内，联邦政府向基础设施投资企业提供 2000 亿美元税收减免，带动私营部门投入 1 万亿美元配套资金，通过公私合作方式进行基建 |
| 2017 年 12 月 | 《减税与就业法》 | <ul style="list-style-type: none"> 法案规定美国公司所得税税率从原先最高约 35% 降至 21%，该税率低于经合组织国家的平均税率（25%）； 允许企业 100% 扣除未来五年的短期投资费用，促进社会投资； 按照属地原则对美国企业的海外利润以 10% 的优惠税率实行一次性征收，并将企业获利回流美国的现金等价物的税率设定为 12%，同时将非流动性投资的税率设置为 5% |
| 2018 年 2 月 | 《重建美国基础设施立法大纲》 | <ul style="list-style-type: none"> 从地方政府和私营部门吸引的配套资金提高至 1.5 万亿美元，投资于乡村建设的联邦资金提高到 500 亿美元，明确用于变革性项目的资金为 200 亿美元 |
| 2018 年 6 月 -2019 年 9 月 | 关税政策 | <ul style="list-style-type: none"> 2018 年 6 月，对从欧盟、加拿大和墨西哥进口的钢铁和铝分别征收 25% 及 10% 的关税； 2018 年 7 月，对从中国进口的约 340 亿美元的商品征收 25% 的关税，包括汽车、硬盘和飞机零部件； 2018 年 8 月，对 160 亿美元的中国商品征收 25% 的关税，包括钢铁产品、电气机械、铁路产品、仪器和设备； |

| | | |
|------------|-------------|---|
| 2020年1月 | 新版《美加墨贸易协定》 | <ul style="list-style-type: none"> 2018年9月，对2000亿美元的中国进口商品征收10%的税； 2019年5月，对2000亿美元的中国进口商品征收25%的税 规定了75%的区内产值含量比例要求（汽车价值的75%需在北美地区生产），这高于北美自贸协定62.5%的门槛； 要求使用北美地区生产的钢铁和铝； 协议规定40%-45%的汽车价值必须来自每小时工资超过16美元的高薪地区 |
| 2020年5-12月 | 美国对华“芯片战” | <ul style="list-style-type: none"> 阻止全球芯片制造商向中国华为公司运送半导体设备； 将中国最大的芯片制造商中芯国际和其他数十家中国公司列入贸易黑名单，并表示将推定拒绝发放许可证 |

资料来源：Wind, 白宫, 平安证券研究所

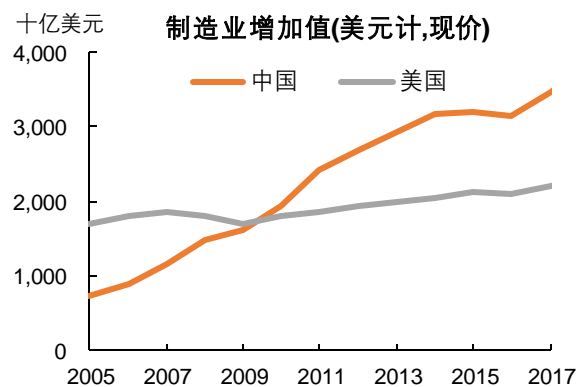
特朗普启动“再工业化2.0”的经济背景是，美国经济结构并未改善，且制造业面临的国际竞争加剧。对比奥巴马，特朗普参选和执政时的经济背景，不存在经济复苏的压力。2010-2015年，美国经济整体有序复苏，失业率呈下行趋势；截至2016年，美国失业率已经处于5%左右的低位，美联储已开始加息。不过，美国经济结构失衡的问题并未明显改善。譬如，美国制造业增加值占GDP比重在2016年下降至11.2%、继续创历史新低；2008-2016年期间美国私人部门就业总数增长6%，而其中制造业就业人数反而减少了10%。从国际收支看，2008-2016年期间美国商品贸易逆差缩窄9%，改善幅度不如人意。更为关键的是，美国制造业增长在与中国制造业的比较中更显黯淡：2009年，中美制造业增加值（名义）规模基本持平；而截至2016年，中国制造业增加值已经比美国高出50%。

图表7 2008年后美国制造业就业恢复缓慢



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表8 2009年后美国制造业增加值大幅落后于中国



资料来源：Wind, 平安证券研究所

1.3 奥巴马与特朗普的政策比较

我们将奥巴马和特朗普时期“再工业化”战略归结为两个相同点和三个不同点。

相同点在于：一是，二者的政策目的均是重新发展美国制造业，对内希望实现制造业和服务业比重的再平衡，尤其希望扭转制造业就业的流失，对外希望增加商品出口、缩小商品贸易逆差；二是，二者都支持加大基建投资，或都意识到基建老化是美国制造业没落的关键制约之一，而基建投资能够为制造业后续发展打好基础。

不同点在于：一是，在政策思路，奥巴马侧重“重建”，即将重心放在国内制造业的重建与创新发展，对外鼓励美国制造走向全球市场；特朗普侧重“回流”，对内巩固关键产业链的同时，更动用贸易保护以鼓励制造业投资和就业回流本土。二是，在扶植美国企业的方式上，奥巴马更依赖于政府支出与补贴，一方面是出于当时经济纾困的需要，另一方面希望借助政府力量鼓励长期科技创新；特朗普主张减税并增设贸易壁垒，一方面增强国内企业盈利能力，另一方面增加外部竞争对手商

业成本。三是，在细分领域上，奥巴马倾向于发展新能源、汽车、高端制造等领域，前瞻性地布局中长期制造业；特朗普更重视传统化石能源、国防等发展，此外其政策并未过多聚焦于某一具体领域。

二、美国“再工业化”成效评估

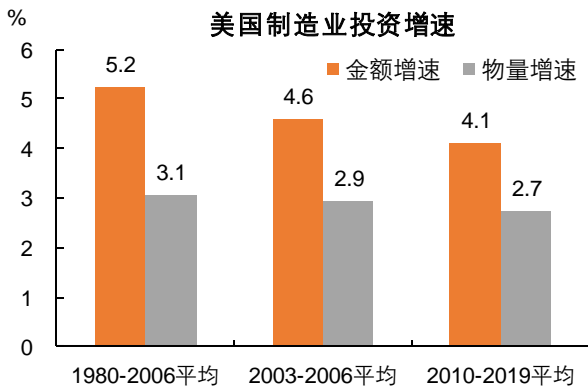
2.1 “败”：制造业投资、行业增加值、就业人数、商品出口

总的来看，奥巴马和特朗普的“再工业化”战略并未获得积极评价。从制造业投资增速、制造业增加值占GDP比重、制造业就业的修复情况以及制造业出口表现看，这些“再工业化”政策未能阻止1980年代以来美国制造业衰退的大趋势。

第一，制造业投资增速下滑趋势未能逆转。2010-2019年（排除经济危机扰动后的奥巴马与特朗普执政时期），美国制造业固定资产投资年均增速为4.1%，低于2003-2006年（互联网危机后至次贷危机前）的4.6%，也低于1980-2006年均值的5.2%；即便排除价格因素，制造业投资物量指数增速也呈现类似的下滑趋势。

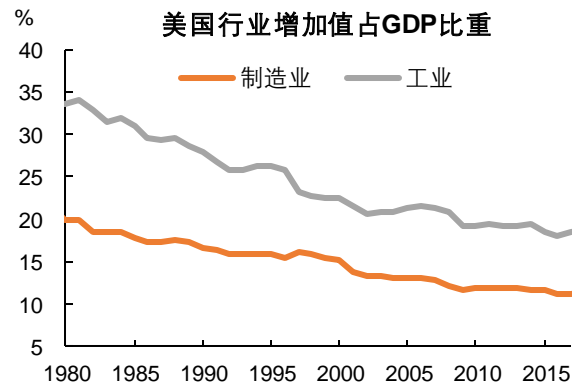
第二，制造业增加值占GDP比重持续下滑。2010-2019年，美国制造业增加值年均增长3.4%，增速低于2003-2006年均值（5.1%）和1980-2006年均值（4.6%），也低于同期名义GDP年均增速的4.0%。继而，美国制造业增加值占GDP比重继续延续下滑趋势，由次贷危机前的13%左右，进一步下降至2019年的11.1%；工业增加值占GDP比重也由次贷危机前20%以上，下降至2019年的18.3%。

图表9 2010-2019美国制造业投资增速下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 美国制造业增加值占GDP比重持续下滑

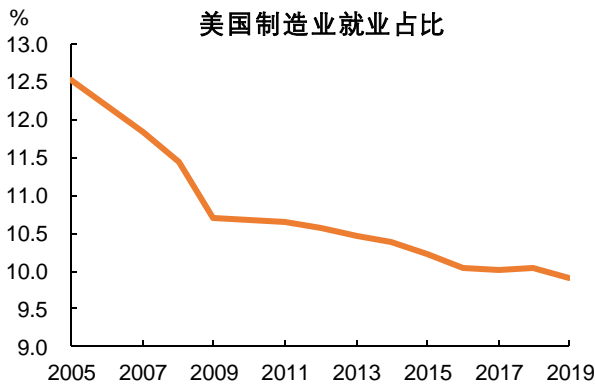


资料来源：Wind, 平安证券研究所

第三，制造业就业人数增长缓慢，就业占比仍在下滑。2010-2019年，美国制造业就业人数增速不及其他行业。截至2019年底，美国私人非农就业总数较2009年底增长了20.2%，但制造业就业仅增长11.6%。而且，美国制造业就业未能恢复至次贷危机前水平。截至2019年底，美国私人非农就业总数相较2006年底增加了1388万人（增长12%），但制造业就业总数减少了121万人（减少8.7%）。截至2019年底，制造业就业占非农总就业比重，较2006年下降了2.2个百分点至9.9%。

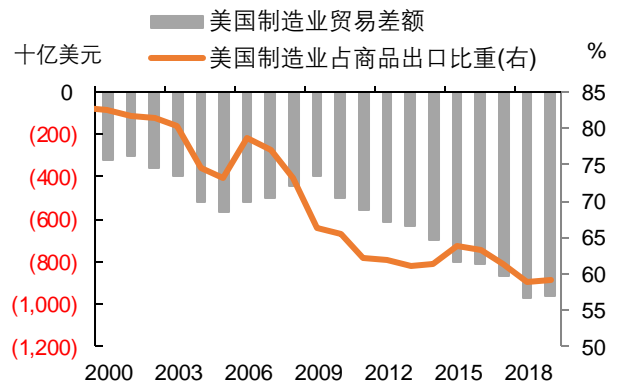
第四，美国贸易逆差虽有改善，但制造业占商品出口的比重下滑。2010-2019年，美国贸易逆差较次贷危机前水平有所收窄，年均逆差约5100亿美元，2003-2006年均值约为6500亿美元。不过，贸易逆差的改善主要归功于服务贸易顺差的扩大，美国商品贸易逆差自2019年以来仍呈扩大趋势，2018和2019年美国商品贸易逆差均超过2006年的峰值水平。此外，美国制造业占商品出口的比重，由2003-2006年的77%左右，下降至2010-2019年的62%左右。

图表11 2009年以后美国制造业就业占比继续下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2009年以后美国制造业贸易逆差扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

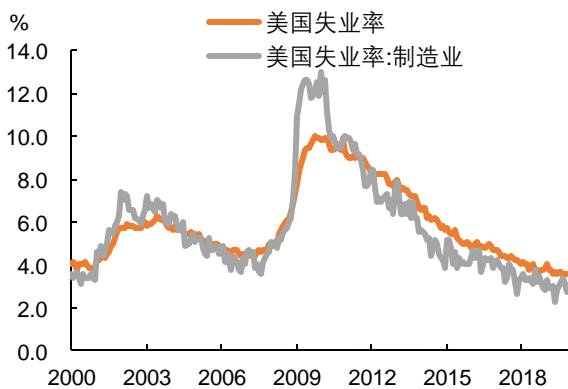
2.2 “成”：经济复苏、基建投资、制造业 FDI、教育

不过，全盘否定这段时期美国“再工业化”的成效或也不够客观。虽然美国制造业本身的增长表现平淡，但美国私人投资的整体表现可圈可点，尤其基建投资明显增长，制造业领域的 FDI 加快流入，与先进制造业相匹配的人才教育与就业加快发展。因此，从经济纾困、引导制造业投资“回流”、以及布局先进制造业等目标来看，这些政策并非无效。

第一，美国私人投资加快增长，失业率持续下降，经济成功复苏。2010-2019 年，美国经济成功走出次贷危机阴霾，保持了十年的稳定增长，实际 GDP 年均增长 2.2%。其中，私人投资平均增长 6.1%，高于 2003-2006 年均值的 5.8% 以及 1980-2006 年均值的 4.3%；私人投资对 GDP 增长的拉动平均为 0.9 个百分点，高于 1980-2006 年均值的 0.7 个百分点。此外，美国失业率由 2009 年最高 10% 的高位，持续回落至 2019 年的 4% 以下；同期，制造业行业的失业率，由最高 13% 回落至 2019 年的 3% 左右。

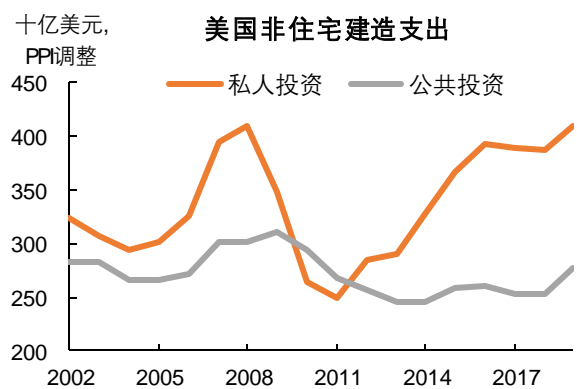
第二，美国基建领域的私人投资明显增长。在美国非住宅类私人建造支出中，2010-2019 年平均约 80% 来自基建领域的投资（包括运输、通信、能源、公路和街道、下水道和垃圾处理、水供应、维护和发展等）。经过 PPI “建筑材料和部件”调整以排除价格因素，美国非住宅类私人营建支出自 2011 年以后出现明显增长，2012-2016 年期间平均增长 9.6%，远高于 2003-2006 年均值的 0.3%。

图表13 2010年以后美国失业率持续下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 2010年以后美国私人非住宅建造支出上升

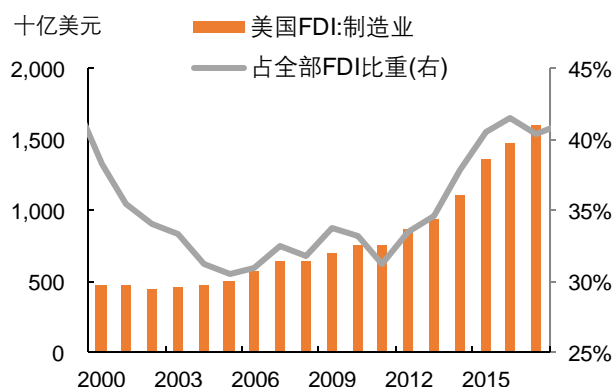


资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 数据经过“PPI 建筑材料和部件”调整

第三，美国 FDI 中的制造业占比明显提升。2010-2019 年，美国 FDI 总量平稳增长，年均增速为 7.9%，略低于 2003-2006 年均值的 8.6%；来自外国制造业企业的资金流入增长更快，年均增速为 10.2%，明显高于 2003-2006 年均值的 6.0%。继而，美国 FDI 中制造业占比，由 2004-2006 年的 31%，提升至 2015-2019 年的 40%以上。

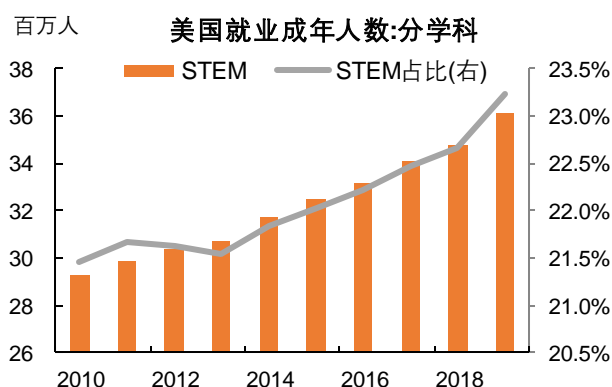
第四，美国劳动力质量提升，与先进制造业相关的 STEM 教育以及就业人数快速增长。奥巴马和特朗普均重视提升理工科教育，鼓励劳动力进一步匹配先进制造业发展。2010-2019 年，美国科学、技术、工程和数学（STEM）相关高等教育人数持续快速增长，年均增长 5%，2018-19 年度授予了 76 万相关学位，较 2009-10 年增长了 55%。从就业端看，2019 年 STEM 学科就业人数较 2010 年增加了 680 万人（其中本科以上学历贡献约 70%），在所有就业人数中的占比上升了 1.8 个百分点至 23.2%；同期，科学与工程类（S&E）企业吸纳就业增长了 290 万人，在所有岗位中的占比提升了 1.3 个百分点至 5.5%。

图表15 2011 年以后美国制造业 FDI 比重明显上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2010 年以后美国 STEM 学科就业占比提升



资料来源: 美国普查局, 平安证券研究所

三、美国“再工业化”何以艰难？

在奥巴马和特朗普时期，美国“再工业化”成效不佳的原因较为复杂、也颇有争议。一方面，发达经济体“去工业化”被认为是经济发展的客观规律；另一方面，美国制造业的成本劣势、产业政策缺乏连贯性、以金融业过度繁荣为代表的经济结构问题、以及美元作为国际储备带来的“特里芬难题”等，进一步加大了美国重振制造业的难度。

1、商品内需有限

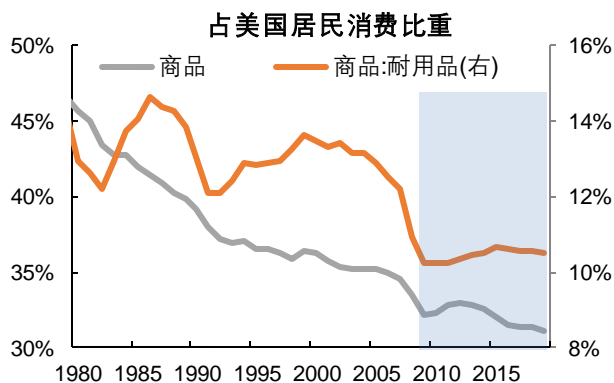
1980 年代以来，与美国“去工业化”现象同时发生的是，商品消费占美国居民消费的比重持续下降。次贷危机后，美国商品消费占比继续维持下降趋势，其中耐用品消费占比下滑更明显，由 2003-2006 年平均的 12.9% 下降至 2010-2019 年平均的 10.5%。商品消费需求的下滑，与制造业增加值占 GDP 比重以及制造业就业占比的下滑是基本吻合的。虽然美国“再工业化”战略在鼓励投资方面费尽心力，但难以从根本上打破商品消费增长的瓶颈，自然限制了制造业投资和就业增长的空间。

事实上，制造业需求下滑是发达经济体的通病，有时也被认为是一种顺应经济规律的“正常”现象。IMF 文章《去工业化：原因与影响》（1997）认为，1970 年代以来全球“去工业化”并非制造业发展失败的特征，而是经济成功发展的自然结果；原因在于，居民收入增长并主动增加非商品消费占比，以及生产技术进步令制造业就业需求相对下降¹。《经济理论杂志》在 2012 年的一份研究指出，基于全球 31 个主要经济体的观察，各国制造业增加值占 GDP 比重与人均 GDP 水平呈“倒 U 型”

¹ Deindustrialization—Its Causes and Implications, IMF, 1997.

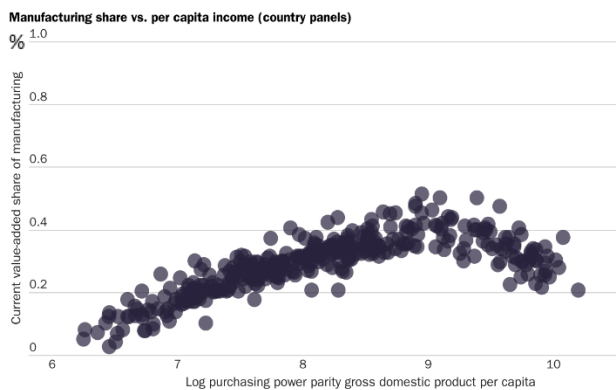
关系，暗示当一国经济发展到较高水平时，人们对制造品的需求可能相对下降，对服务消费的需求相对上升²。美国加图研究所 2021 年的报告犀利指出，制造业就业的流失不仅发生在美国，也发生于其他发达经济体中，制造业在国家经济中的作用下降是经济发展的正常现象，不应据此粗暴地判断美国制造业政策的成败³。

图表 17 次贷危机后，美国耐用品消费占比明显下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 18 随着人均 GDP 增加，制造业附加值先升后降

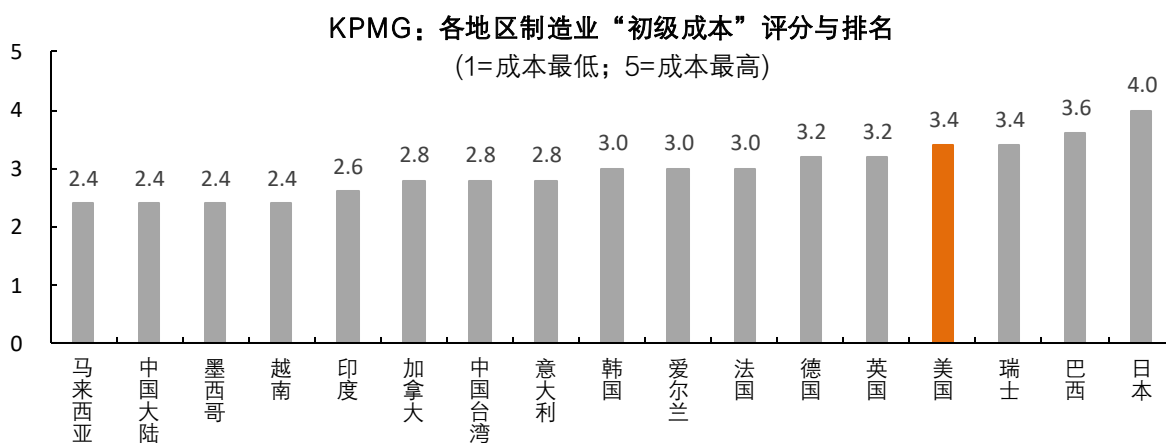


资料来源: Journal of Economic Theory (2012), 平安证券研究所

2、国际竞争加剧

在全球比较中，美国制造业成本劣势仍然突出。毕马威 2021 年全球制造业成本调查报告显示，基于 2012-2019 年数据，美国制造业“初级成本”（包括劳动力、地租、水电、税收和利率等）竞争力在 17 个被调查经济体中排名倒数第 4，不仅显著落后于中国、马来西亚等发展中经济体，也不及加拿大、韩国以及大多数欧洲国家，仅好于日本、巴西和瑞士，成本劣势十分明显。其中，美国劳动力成本过高是最为显著的劣势⁴。

图表 19 美国制造业“初级成本”在全球比较中处于劣势



资料来源: KPMG (2021), 平安证券研究所

² Francisco J. Buera and Joseph P. Kaboski, “Scale and the Origins of Structural Change,” Journal of Economic Theory 147, no. 2, 2012.

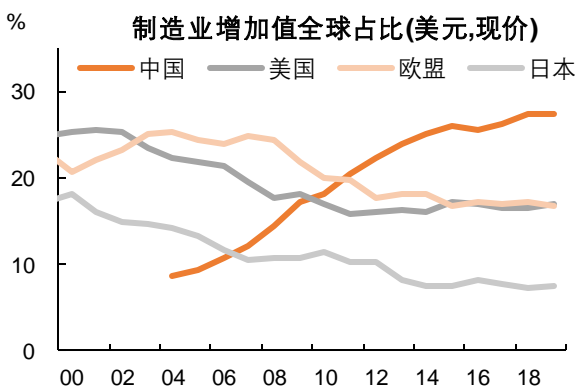
³ Manufactured Crisis: “Deindustrialization,” Free Markets, and National Security, CATO Institute, 2021.

⁴ Where to manufacture? Global analysis of the cost of doing business, KPMG, 2021.

中国制造业综合实力的上升，无疑加大了美国重振制造业的难度。2010-2019年，中国制造业增加值在全球的占比由18.2%大幅上升至27.3%，同期美国、欧盟和日本的占比均出现下滑，且远远落后于中国。更为重要的是，中国制造业在此时期不断迈向中高端化，与美欧的竞争加剧。2013年以后，中国高技术和装备制造业加快发展，电子设备、汽车等制造业表现尤为突出。布鲁金斯学会2020年的文章认为，中美之间正在进行“第四次工业革命之争”，中国相对美国具有研发投入大、产业政策优、占据全球供应链中心地位、以及更加重视技术标准等四方面优势⁵。

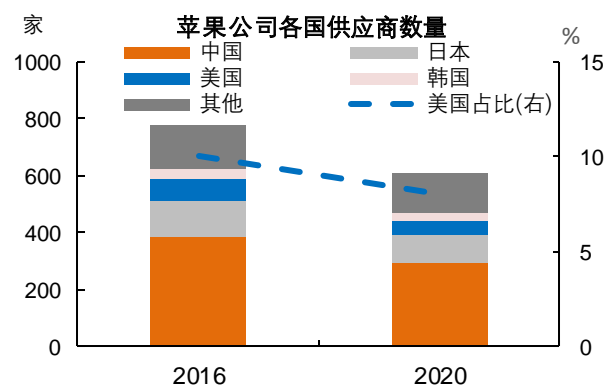
此外，布鲁金斯学会2016年的文章指出，美国产业政策失灵的一个可能原因是忽视企业的异质性(heterogeneity)⁶。尽管美国“再工业化”战略包含丰富的优惠政策，但这可能不足以扭转部分“行业领袖”已经铺垫好的全球化之路⁷。以苹果公司的外包战略为例，2017-2020年期间，尽管特朗普大力鼓励制造业回流，但苹果公司供应商中的美国企业从2016年的78家缩减至49家，占比也下滑了2个百分点至8%。

图表20 中国制造业增加值全球占比持续上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 苹果公司“外包”战略没有根本改变



资料来源: Apple, 平安证券研究所。注: “中国”包括中国大陆、中国香港和中国台湾

3、产业政策“断崖”

首先，奥巴马时期政府支出未能延续高水平，或削弱产业政策效果。如前所述，奥巴马的产业政策以财政支出和补贴为核心手段。但在2010-2019年，美国政府支出占实际GDP比重呈下滑趋势。2009-2016年奥巴马时期，美国政府支出占GDP比重由最高时的21.9%，逐步下降至18%以下；在2017-2019年特朗普时期进一步下降至平均17.4%。次贷危机后，奥巴马的“再工业化”政策包含了经济纾困的成分，因此推行较为顺利；但当美国经济复苏后，财政刺激不得不退坡，产业政策空间也更受束缚；2014年中期选举后，共和党掌控参议院，令这位“跛脚总统”更难有所作为。

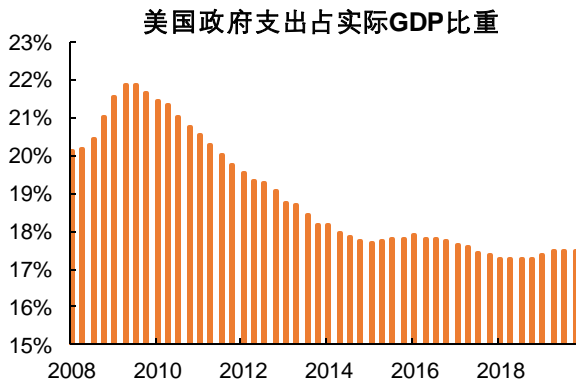
其次，政党轮替破坏了产业政策的连贯性。奥巴马和特朗普支持的细分行业有明显区别，意味着政策未能持续稳定地支持相关制造业深耕。例如，奥巴马支持发展汽车行业，大力补贴美国两大汽车公司，汽车行业投资在2010-2014年期间大幅上升；但特朗普时期再无相关政策，相关投资也随之萎缩。又如，奥巴马出台《清洁能源计划》力挺新能源发展，也一定程度上通过严格的环保政策限制化工行业发展；而特朗普上台后否决了《清洁能源计划》、大力支持传统能源发展，化工行业投资明显回升。

⁵ The United States, China, and the contest for the Fourth Industrial Revolution, Brookings, 2020.

⁶ Three reasons why industrial policy fails, Brookings, 2016.

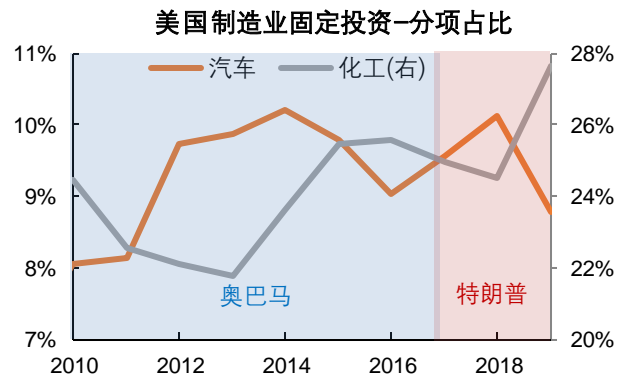
⁷ Who killed US manufacturing, Investment Monitor, 2021.

图表22 2010年以后美国政府支出占GDP比重下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

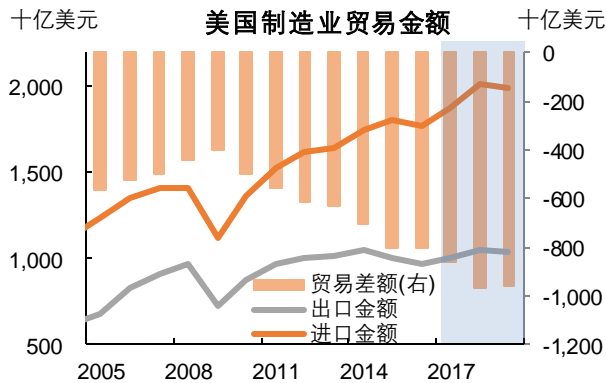
图表23 2010-2019年美国汽车和化工投资交替波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

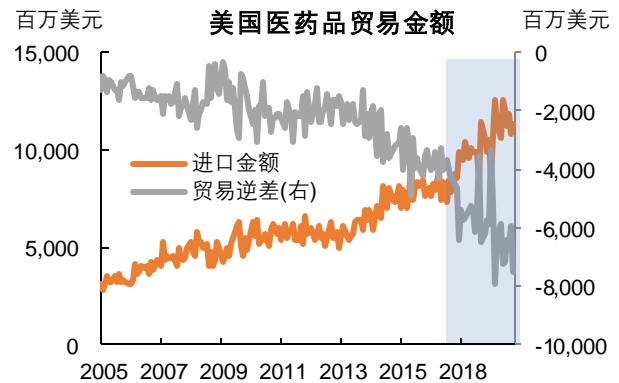
再次，特朗普的“逆全球化”政策对于制造业发展可能弊大于利。从结果上看，2017-2019年特朗普时期美国制造业贸易逆差反而加速扩大。特朗普的政策对美国制造业的负面影响来自多个方面：一是，特朗普的贸易保护遭遇他国反制，美国制造商的出口成本也被迫上升；二是，贸易壁垒反而令部分制造商进口原材料和中间品的成本上升；三是，特朗普时期有关海外利润的税收政策，反而鼓励“外包”而不是“回流”⁸。以医药行业为例，新的税收政策鼓励医药企业增加海外有形资产投资，以提升税收豁免基数，这反而令更多制造环节“外流”。数据显示，2018年税改政策（TCJA）实施以来，美国医药制造业进口上升明显快于出口、贸易逆差扩大。

图表24 特朗普时期美国制造业贸易逆差扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 特朗普时期美国医药品进口大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4、金融发展过度

美国金融业繁荣可能侵蚀制造业发展空间。BIS在2015年的工作论文指出，全球20个地区过去30年的数据显示，金融业对实体经济存在挤出效应。其模型分析认为，一方面因为金融业倾向于支持资产更具有质押性（有形资产占比高）但生产率较低的项目，另一方面因为金融业可能吸引高技术劳动力从研发密集型产业流出⁹。次贷危机后，美国超宽松货币政策之下，大幅下降的利率为金融服务业创造了良好的发展环境。美国金融、保险、房地产及租赁业增加值占GDP比重，由2003-2006

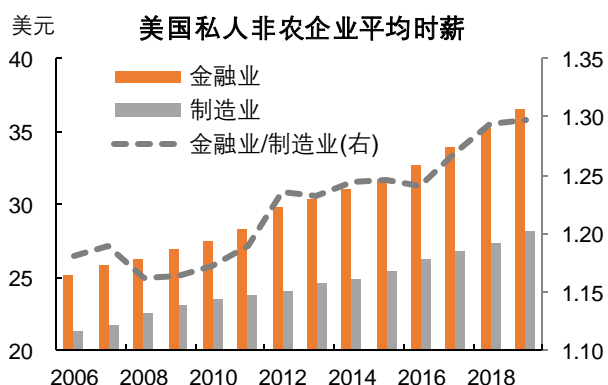
⁸ The Irish Shock to U.S. Manufacturing, Council on Foreign Relations, 2020.

⁹ Why does financial sector growth crowd out real economic growth, Bank for International Settlements, 2015.

年平均的 19.9% 上升至 2010-2019 年平均的 20.4%。但美国金融业的繁荣似乎并未带来实体经济的繁荣，而更可能挤占制造业发展空间。例如，尽管美国政府希望加大高端制造业人才储备，但由于金融业薪酬较高，制造业企业在人才争夺战中自然处于劣势。2010-2019 年，美国金融业薪酬增速进一步超过制造业，截至 2019 年金融业平均薪酬高出制造业 30%。

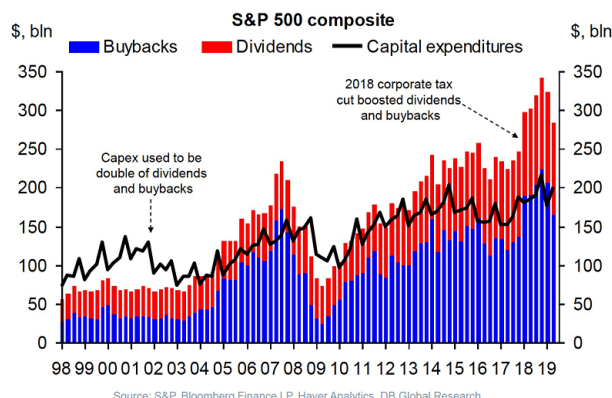
金融市场繁荣带来的另一个问题是投资短视化。《美国事务》2022 年秋季报告指出，美国上市企业过于关注短期资本回报最大化，导致长期投资不足：2009-2018 年，标普 500 成分公司将 91% 的净利润以股票回购或股息的形式分配给了股东，这意味着用于研发、设备投资和流程优化的部分十分有限¹⁰。数据显示，2000 年初美股上市公司的资本开支是回购与分红总额的两倍，但次贷危机前后，上市公司资本开支的占比明显下降。在 2018 年特朗普减税后，企业倾向于将增长后的税后利润更多用于股票回购与分红，而不是增加资本开支¹¹。

图表 26 美国金融业和制造业薪酬水平差距扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 27 美股企业倾向于增加回购与分红, 而非资本开支



资料来源: 德意志银行, 平安证券研究所

5、美元指数升值

次贷危机后，随着美国经济成功复苏，美元呈现走强趋势。2010-2019 年期间，美元指数累计升值约 20%。奥巴马政府支持“强美元”，希望国际社会对美元重拾信心；特朗普政府虽然支持“弱美元”，以捍卫美国商品出口竞争力，但美国经济增长良好、美联储处于加息周期（2016-2018 年），美元指数持续获得支撑。此外，2010-2019 年欧洲经济受欧债危机冲击较深、复苏较缓，日本经济则仍陷长期通缩，欧日货币政策更为宽松，进一步促使美元走强。

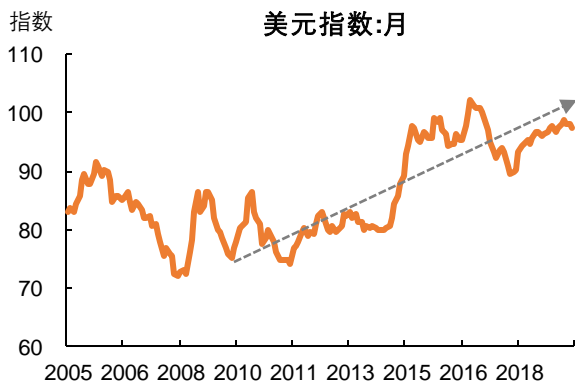
美元升值对美国制造业出口产生负面影响。历史上，当美元实际有效汇率（REER，衡量相对于贸易伙伴的货币价值）走高时，美国净出口往往加速下降并对实际 GDP 产生拖累。虽然美元升值意味着国内购买力上升，但出口竞争力下滑对制造业的负面冲击更为显著。据纽约联储报告（2015）测算，若美元汇率在一个季度内升值 10%，将导致此后全年实际出口金额下降 2.6%，但进口成本不会显著下降（原因在于外国出口商会调高产品价格），最终或将令净出口对美国 GDP 的拉动下降 0.5 个百分点；而且，美元升值的负面冲击可能会持续数年¹²。

¹⁰ State Capacity in Short Supply: Assessing the Biden Administration’s Industrial Strategy, American Affair, 2022.

¹¹ S&P 500-Buy backs, Dividends and Capital Expenditures, ISABELNET, 2019.

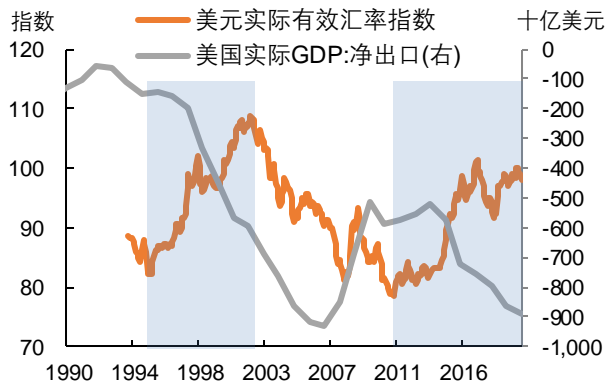
¹² The Effect of the Strong Dollar on U.S. Growth, Federal Reserve Bank of New York, 2015.

图表28 2010-2019年美元指数呈现走强趋势



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表29 美元升值加大净出口对美国经济的拖累



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 美国产业政策执行情况存在不确定性, 美国制造业评价指标或有争议, 美国企业投资决策或存其他考虑等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层