

美国“再工业化”系列研究（二）

拜登时代下，美国“再工业化”能否突破？

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：

- **拜登“再工业化”成效初显。**2021年以来，拜登政府吹响了“再工业化3.0”号角，推出自罗斯福新政以来规模最大的公共投资计划，重点出台了《美国救援计划》(ARP)、《基础设施投资与就业法案》(IIJA)、《芯片与科学法案》(CHIPS)和《通胀削减法案》(IRA)四大法案。“再工业化”主题相关投资计划合计约1.2万亿美元，计划于未来5-10年内投放，支出高峰或在2024-2027年。如何理解拜登的“再工业化”愿景？首先，拜登的“再工业化”传承了奥巴马时代的目标，且在当下已成两党共识；其次，新冠冲击强化了拜登政府对基建以及产业链安全的关注；最后，大国博弈背景下，美国重振制造业的紧迫性更强。迄今为止，拜登“再工业化”的成效初步表现在：1)制造业就业快速恢复，并超过新冠疫情前水平；2)商品需求驱动制造业增加值占GDP比重回升，经济结构有所优化；3)非住宅类营建投资大幅增长，主要受基建领域以及计算机、电子和电气行业拉动；4)美国上市企业资本开支(CAPEX)大幅增长；5)美国制造业FDI加速流入等。
- **美国“再工业化”的新机遇。**过去十年美国重振制造业的进展有限，原因是多方面的——商品相对于服务的消费需求下滑、产业政策缺乏连贯性、劳动力成本劣势、以及美元升值的负面影响等。对比来看，我们认为拜登时代下，美国“再工业化”成功的概率更高：1)当前美国基建及制造业投资周期恰逢上升期，这可能强化再工业化政策的效果。2)发展高端制造业可能帮助打破商品需求瓶颈。2021-2022年美国商品尤其耐用品消费占比明显提升。未来美国及全球的新能源车、半导体等高端制造需求增长空间较大。3)拜登政府的“地方导向型”(place-based)产业政策具有开创性、或更科学。此外，拜登政府在实施大规模财政政策与大力度产业政策时更显魄力。4)美国劳动力质量在高端制造比拼中更显优势。这部分得益于奥巴马时代以来相关人才的累积。5)美国制造业综合成本在纳入经济安全考量(尤其能源安全、产业链风险等)后，可能更具备优势。
- **美国“再工业化”的固有挑战。**第一，自动化、人工智能背景下，发展高端制造或难挽救美国制造业就业的流失。第二，美国的“再工业化”政策仍可能受制于美国政体。如民主党在即将到来的2024年大选落败，拜登的产业政策未必能被落实。第三，来自非美地区的制造业竞争仍在加剧。中国制造业综合实力不断上升，欧盟等发达经济体也在推进“再工业化”，除中国外的其他新兴经济体也可能加入竞争。第四，强势美元仍可能持续削弱美国制造业出口。
- **风险提示：**美国财政紧缩幅度超预期，产业政策实施力度不及预期，全球高端制造业发展前景不确定等。

正文目录

一、 拜登“再工业化”成效初显	4
1.1 拜登的“再工业化 3.0”战略	4
1.2 如何理解拜登的“再工业化”愿景?	5
1.3 美国“再工业化”成效初显	5
二、 美国“再工业化”的新机遇	7
2.1 顺应投资周期	8
2.2 打破需求瓶颈	8
2.3 更科学的产业政策	9
2.4 科技与人才优势凸显	10
2.5 “经济安全”更受重视	11
三、 美国“再工业化”的固有挑战	12
3.1 制造业就业难升	12
3.2 美国政体是旧疾	13
3.3 国际竞争在加剧	13
3.4 强美元或是威胁	14

图表目录

图表 1	拜登时期“再工业化”相关政策梳理	4
图表 2	拜登“再工业化”主题投资与规模	5
图表 3	拜登三大法案支出高峰或在 2024-2027 年	5
图表 4	新冠疫情后，美国制造业就业人数快速复苏	6
图表 5	新冠疫情后，美国制造业失业率快速下降	6
图表 6	2021-22 年美国制造业增加值占 GDP 比重回升	6
图表 7	2021 年以来美国商品尤其耐用品消费大幅增长	6
图表 8	美国高速公路、水利、交通运输等投资受到提振	7
图表 9	美国计算机、电子和电气行业营建支出大幅增加	7
图表 10	2021 年以来，美国上市公司 CAPEX 大幅增长	7
图表 11	2021-22 年美国 FDI 中的制造业占比上升	7
图表 12	美国制造业投资周期或处于上升期	8
图表 13	美国设备投资周期亦可能触底反弹	8
图表 14	美国商品尤其耐用品消费占比上升	9
图表 15	2016 年以来，美国计算机和电子、机动车及零部件等行业增加值较快增长	9
图表 16	美国新能源汽车市场份额有较大提升空间	9
图表 17	全球半导体需求亦有巨大上升空间	9
图表 18	民主党执政时期，美国制造业就业表现更佳	10
图表 19	美国基于地方的产业政策主要集中于三大法案	10
图表 20	截至 2022 年底，全美范围内已筛选出 60 个重点制造业发展项目、分布各地	10
图表 21	美国 STEM 学位数量持续增长	11
图表 22	美国制造业劳动力质量排名领先	11
图表 23	KPMG 全球制造业成本优势排名：美国制造业“间接成本”具备优势	11
图表 24	美国电力生产主要依赖化石能源	12
图表 25	2023 年以来全球“去风险化”关注上升	12
图表 26	2021 年以来美国制造业就业占比仍在下滑	13
图表 27	美国高端制造产出保持增长、但就业增长停滞	13
图表 28	美国政府赤字率预计将持续高于疫情前水平	13
图表 29	美国政府债务率预计将持续走高	13
图表 30	中国在众多高端制造细分领域领先美国	14
图表 31	美国从墨西哥、越南的货物进口快速增长	14
图表 32	美国“再工业化”启动以来，美元走强	14
图表 33	美国净出口受到美元升值冲击	14

我们在报告《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？》（下称“系列一”）中回顾了奥巴马和特朗普时代，美国重振制造业的成效以及发展艰难的原因。本文为美国“再工业化”系列研究第二篇，聚焦于分析 2021 年以来拜登时代下的“再工业化”政策效果与前景。

对比国际金融危机以来奥巴马和特朗普时期的美国制造业发展环境，我们认为，拜登时代下，美国“再工业化”或有望取得更好的成效。有利因素可归结于三个方面：一是，当前美国基建和制造业投资周期恰逢底部上升期，天然存在投资需求；二是，拜登政府“地方导向型”的产业政策或更科学，且聚焦于高端制造发展亦显明智；三是，伴随“经济安全”因素在投资决策中的权重上升，美国制造业综合成本优势有望更加凸显。

虽然美国“再工业化”能否取得最终成功仍不确定，但可以预见的是，“再工业化”可能在较长时间内成为美国经济发展的主线之一，并通过预期对当下的资产配置产生即刻影响，值得持续关注。

一、拜登“再工业化”成效初显

1.1 拜登的“再工业化 3.0”战略

美国现任总统拜登延续了对发展制造业的高度重视，吹响了“再工业化 3.0”号角。拜登政府借助疫后纾困的“东风”，推出自罗斯福新政以来规模最大的公共投资计划：一方面继续扩大基建投资，另一方面重点支持半导体、清洁能源等高端制造领域。“再工业化”主题相关投资计划合计约 1.2 万亿美元，计划于未来 5-10 年内投放。

具体来看，拜登政府的“再工业化”战略可分为三个阶段：第一阶段，以经济纾困为由动用大规模财政。拜登政府于 2021 年 3 月火速通过了 1.9 万亿美元的《美国救援计划》(ARP)，其中绝大多数用于补贴居民和企业，但也包括约 100 亿美元的基建投资计划，旨在推动美国疫情后的经济复苏。第二阶段，以基建为抓手增加未来 5-10 年的公共投资。《美国救援计划》通过后，拜登政府曾提出规模约 3.5 万亿美元的中长期财政方案，其中关于基建投资的部分获得了较大共识，形成了 2021 年 11 月通过的《基础设施投资与就业法案》(IIJA)，包含 5500 亿美元的新增基建投资，计划于未来 5-10 年投放。第三阶段，重点支持半导体和清洁能源领域的发展。除基建领域外，拜登政府力推的中长期投资方案曾作为“重建更好法案 (BBB)”获众议院通过，但在参议院受阻，最终被缩减和拆分，形成 2022 年 8 月落地的《芯片与科学法案》(CHIPS) 和《通胀削减法案》(IRA)，涉及半导体、新能源等高端制造领域的支出合计约 6500 亿美元，计划于未来 10 年内投放。

图表1 拜登时期“再工业化”相关政策梳理

时间	政策	内容
2021 年 3 月	《美国救援计划》 (ARP)	该法案旨在帮助美国更好的应对疫情，总金额达到 1.9 万亿美元，其中有近 100 亿美元投资基建
2021 年 11 月	《基础设施投资与就业法案》 (IIJA)	该法案计划将在 5-10 年内新增基建领域投资 5500 亿美元。其中，2830 亿美元用于海陆空交通基建；1380 亿美元用于电网、宽带；950 亿美元用于水设施和抗灾等
2022 年 8 月	《芯片与科学法案》 (CHIPS)	该法案将在 10 年内新增 2800 亿美元，支持美国国内科技、半导体的发展，其中 527 亿美元用于半导体研发、制造和劳动力培育，1699 亿美元用于人工智能、量子计算和生物科学等先进制造领域的布局等
2022 年 8 月	《通胀削减法案》 (IRA)	该法案旨在投向绿色经济和医疗领域，总金额在 5-10 年内达到 4330 亿美元，其中将新增 3690 亿美元以资助美国清洁能源行业的发展，包括能源业、新能源汽车购买补贴等

资料来源：Wind, 白宫, 平安证券研究所

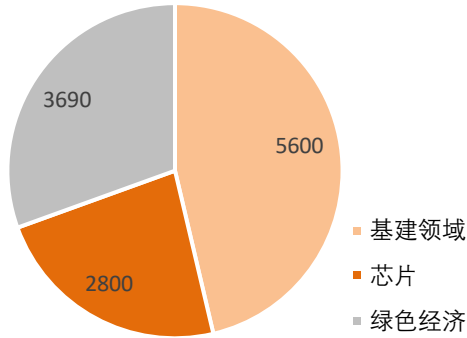
根据 CBO 测算，IIJA、CHIPS 和 IRA 三大法案预计将在 5 年内（2022-2026 年）增加政府预算支出合计约 2700 亿美元，

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

其中约 1520 亿美元为基建领域的新增支出，新能源领域约 930 亿美元，芯片领域约 250 亿美元。从时间线看，上述三大法案的支出高峰或在 2024-2027 年，期间每年新增支出高达 600-900 亿美元。

图表2 拜登“再工业化”主题投资与规模

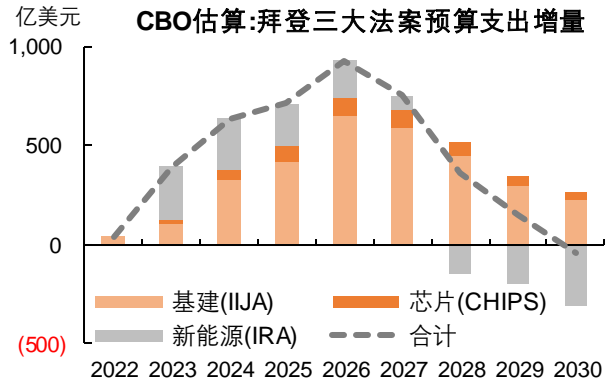
拜登“再工业化”相关投资计划(亿美元)



资料来源：白宫,平安证券研究所

图表3 拜登三大法案支出高峰或在 2024-2027 年

CBO估算:拜登三大法案预算支出增量



资料来源：CBO,平安证券研究所

1.2 如何理解拜登的“再工业化”愿景？

首先，拜登的“再工业化”传承了奥巴马时代的目标，且在当下已成为两党共识。拜登是奥巴马时期的副总统，无论在重振制造业的大方向，还是实操方面侧重于高端制造与能源转型，都与奥巴马时期的理念一脉相承。而且，类似奥巴马时期，拜登政府动用大规模财政刺激，并包含高额投资支出，部分原因也是出于经济纾困的需要。国际金融危机以来的十年，美国“再工业化”的进展不尽如人意，譬如美国制造业增加值占 GDP 比重、制造业就业占比等关键指标仍呈现下滑趋势。目前，无论是出于美国自身经济结构的优化，还是出于国际产业间的竞争，都需要重振美国制造业。某种程度上，“再工业化”已成为一种“政治正确”，拜登政府似乎别无选择。

其次，新冠冲击强化了拜登政府对基建以及产业链安全的关注。一方面，拜登上台恰逢新冠疫情冲击，尤其在 2021 年，美国遭遇了严重的供应链阻塞。白宫于 2022 年 2 月发布公告称，基于对过于一年的供应链审查，拜登政府计划在 2022 年重振美国制造并确保关键供应链的安全。另一方面，疫情后美国贸易逆差进一步扩大，制造业占商品出口比重也进一步下滑，凸显了国内制造业供给的薄弱。美国 2021 年商品贸易逆差较 2019 年扩大逾 25%，其中制造业占商品出口比重更降至近 40 年新低。有关经济安全的考量，也令拜登政府强化引导产业链走向短链化、近岸化、本土化，这也自然需要加大国内制造业投资。

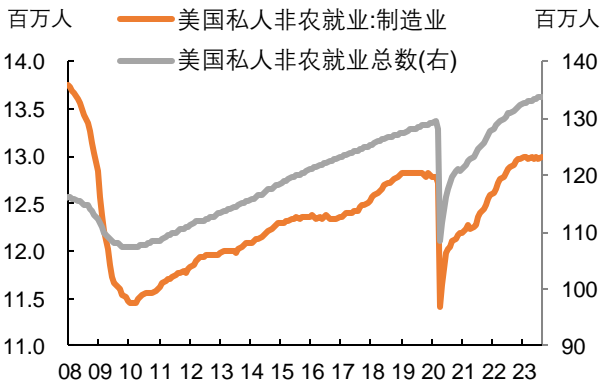
最后，大国博弈背景下，美国重振制造业的紧迫性更强。从特朗普到拜登，美国重振制造业的计划中均包含了遏制竞争对手的意图。拜登在 2022 年 3 月发表的国情咨文中提到，美国曾经拥有世界上最好的道路、桥梁和机场，但如今美国基建在全球仅排名第 13 位，因此需要大力实施基建法案以赢得“二十一世纪的经济竞争”。而当前大国博弈的方向更聚焦于制造业高端化、数字化和绿色化的竞争。拜登政府摒弃了特朗普时期关税等传统贸易保护思路，选择加强布局关键领域的竞争，如芯片、清洁能源。在能源转型方面，美国曾在特朗普时期退出《巴黎协定》，拜登政府继而需要大力度的政府支持以加快能源转型，弥补特朗普时期的落后。在高端制造方面，特朗普时期缺乏相关支持政策，拜登政府接棒奥巴马，进一步加码扶植高端制造，继而出台了《芯片和科学法案》。

1.3 美国“再工业化”成效初显

第一，制造业就业快速恢复，并超过新冠疫情前水平。奥巴马时期的再工业化政策，一定程度上帮助美国经济较快从国际金融危机中复苏，令制造业就业快速修复。类似地，拜登的疫情纾困政策与再工业化主题投资激励，成功助力美国经济复苏，制造业就业也从中受益。对比来看，奥巴马和特朗普并未帮助美国制造业就业人数恢复至 2008 年水平，但在拜登时期，美

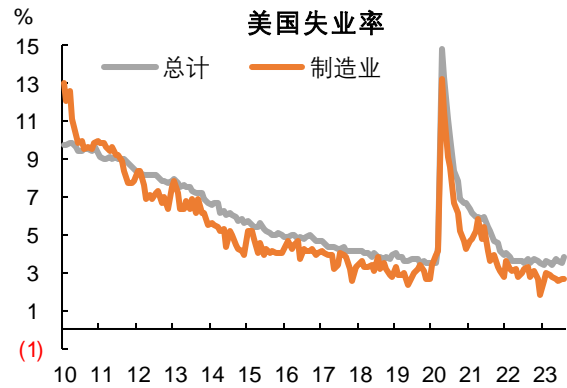
国制造业就业人数在 2022 年中已经恢复至 2019 年水平，此后继续增长并刷新国际金融危机以来新高。从失业率看，国际金融危机和新冠疫情均一度令美国制造业失业率升破 13%，但拜登时代的失业率更快下降，2022 年 10 月至 2023 年 9 月，美国制造业失业率平均为 2.7%，低于 2019 年均值的 2.9%。

图表4 新冠疫情后，美国制造业就业人数快速复苏



资料来源: Wind,平安证券研究所

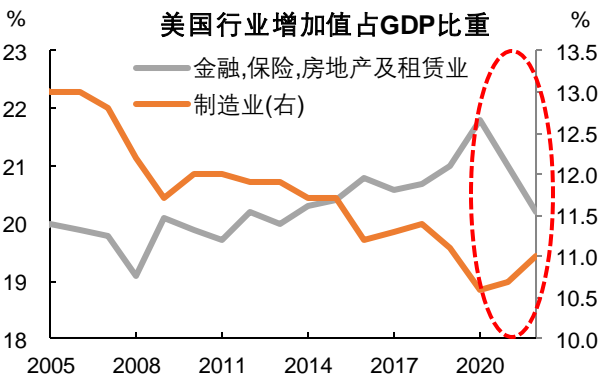
图表5 新冠疫情后，美国制造业失业率快速下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

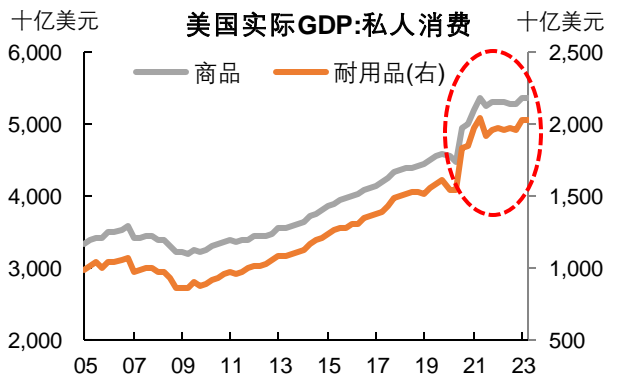
第二，商品需求驱动制造业增加值占 GDP 比重回升，经济结构有所优化。美国制造业增加值占 GDP 比重在 2021 和 2022 年连续回升，分别上升 0.1 和 0.3 个百分点，至 10.7%和 11.0%。作为比较，金融相关行业（金融、保险、房地产及租赁业）增加值占 GDP 比重在 2021-2022 年期间累计大幅下降 1.6 个百分点，至 20.2%，创 2013 年以来最低。这意味着，近两年美国经济结构出现改善迹象。在这背后，商品尤其耐用品需求的增长，是制造业增加值上升的主要驱动。

图表6 2021-22 年美国制造业增加值占 GDP 比重回升



资料来源: Wind,平安证券研究所

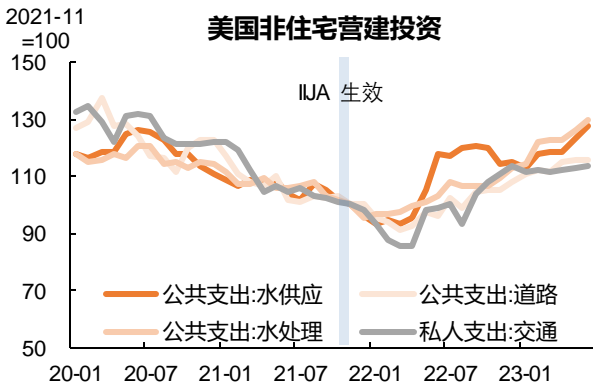
图表7 2021 年以来美国商品尤其耐用品消费大幅增长



资料来源: Wind,平安证券研究所

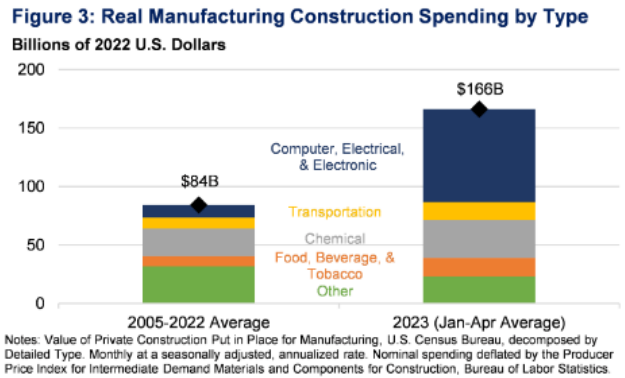
第三，非住宅类营建投资大幅增长，主要受基建领域以及计算机、电子和电气行业拉动。2022 年以来，在高利率环境下，美国私人投资整体放缓，但非住宅类营建投资逆势增长。一方面，或受益于拜登的基建法案，2022 年以来美国基建领域的投资加速向上。参考美国财政部测算，截至 2023 年 6 月，经通胀调整后，美国道路、桥梁、水利等公共支出以及私人交通运输支出等涨幅高达 10-30%。另一方面，或受益于美国芯片法案，美国制造业领域的建造支出明显增长。据美国财政部统计，2023 年 1-4 月，通胀调整后的制造业实际投资中，主要增长来自计算机、电子和电气行业，较 2005-2022 均值翻了一倍，投资额占有制造业厂房投资的 50%以上。

图表8 美国高速路、水利、交通运输等投资受到提振



资料来源: Wind,美国财政部,平安证券研究所

图表9 美国计算机、电子和电气行业营建支出大幅增加

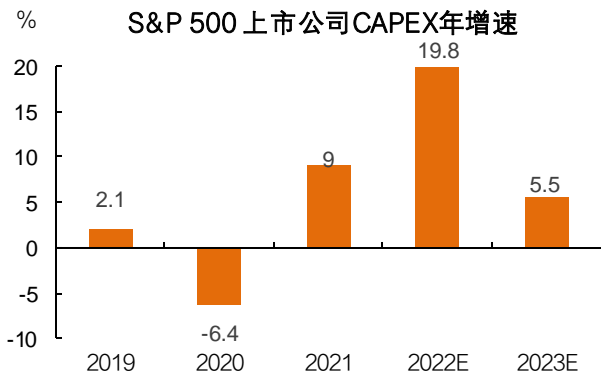


资料来源: 美国财政部,平安证券研究所

第四, 美国企业资本开支 (CAPEX) 大幅增长。据咨询公司安永统计, 2021 年和 2022 年, 标普 500 指数上市公司的资本支出分别同比增长 9% 和 19.8%, 并预计 2023 年仍将增长 5.5%, 这些数据均高于 2019 年的 2.1%。如果说 2021 年美国企业增加投资更多反映 2020 年积压的需求, 那么 2022 和 2023 年仍然高涨的投资意愿, 则更可能体现拜登政府的政策效果。

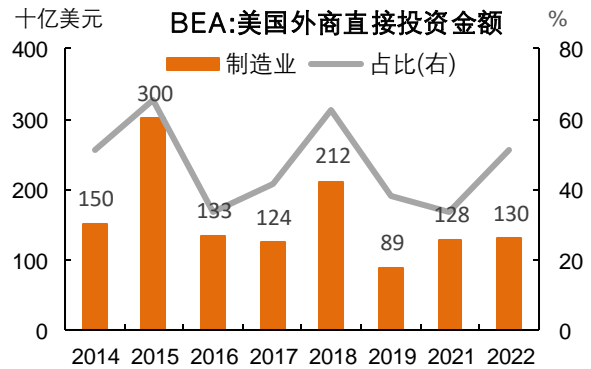
第五, 制造业 FDI 加速流入。据联合国贸发会 (UNCTAD) 口径, 2021 和 2022 年, 美国 FDI 每年净流入分别达到 3878 和 2851 亿美元, 不仅是 2020 年的 3-4 倍, 也高于 2018-2019 年平均水平 (2166 亿美元)。据美国经济分析局 (BEA) 口径, 2021 和 2022 年, 美国新增 FDI (包括项目第一年支出以及计划总支出) 分别达 3838 和 2551 亿美元, 高于 2019 年的 2336 亿美元。其中, 2022 年制造业领域的 FDI 保持增长, 占比更由 2021 年的 33% 上升至 51%。

图表10 2021 年以来, 美国上市公司 CAPEX 大幅增长



资料来源: FactSet,安永(2023.1),平安证券研究所

图表11 2021-22 年美国 FDI 中的制造业占比上升



资料来源: BEA,平安证券研究所

二、 美国“再工业化”的新机遇

我们在报告《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?》(下称“系列一”) 中指出, 过去十年美国重振制造业的进展有限, 原因是多方面的——商品相对于服务的消费需求下滑、产业政策缺乏连贯性、劳动力成本劣势、以及美元升值的负面影响等。对比来看, 我们认为其中不少因素有望在拜登时代下获得改善, 这些因素包括:

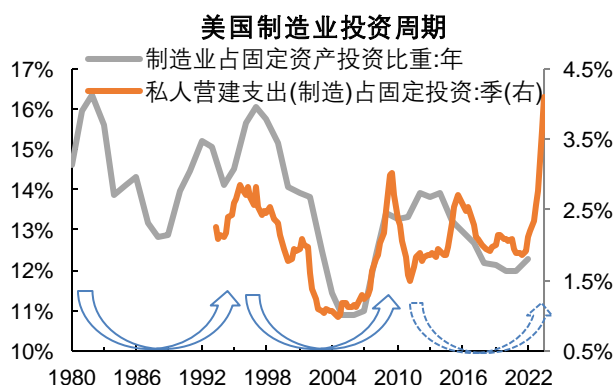
- 1) 当前美国基建及制造业投资周期恰逢上升期;
- 2) 高端制造业发展可能帮助打破商品需求瓶颈;
- 3) 拜登政府“地方导向型”产业政策或更为科学;
- 4) 美国劳动力质量在高端制造比拼中更显优势;
- 5) 美国制造业综合成本在纳入经济安全等考

量后亦可能具备优势。这意味着，相较奥巴马和特朗普时期，拜登时代下，美国“再工业化”成功的概率更大。

2.1 顺应投资周期

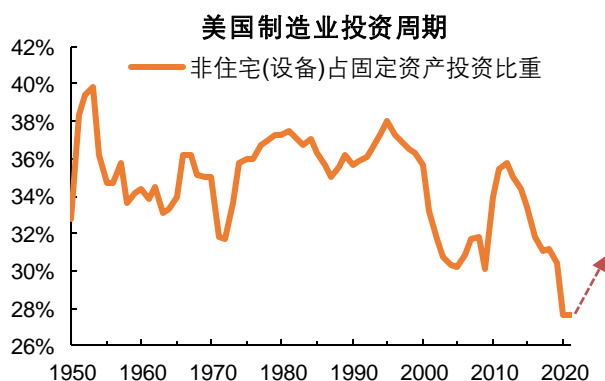
当前美国投资建厂和设备更新或处于周期底部向上阶段，这可能强化再工业化政策的效果。一方面，根据 1980 年以来美国制造业占固定资产投资比重的走势，以及美国私人建造支出中的制造类占比走势，目前美国可能正处于 15 年左右的“建筑周期”中的上升期（参考我们报告《美国库存周期：这一次有什么不一样？》《美国经济下一步》等）。另一方面，美国设备投资占固定资产投资比重在历史上也呈现周期性规律，而这一指标截至 2021 年已跌至 1950 年以来最低水平，暗示未来美国制造业“设备周期”有望触底反弹。

图表 12 美国制造业投资周期或处于上升期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 美国设备投资周期亦可能触底反弹



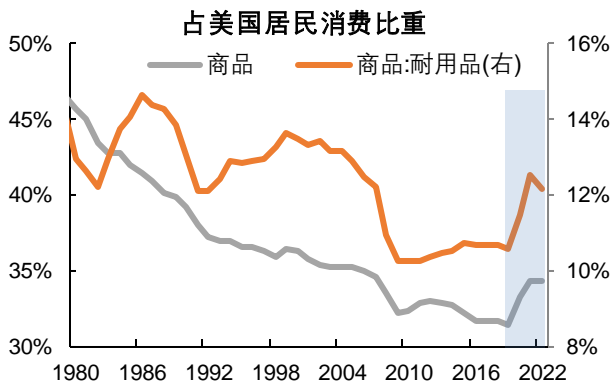
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 打破需求瓶颈

高端制造发展可能创造需求，继而有望打破发达经济体商品需求瓶颈。一类观点认为，随着一国经济发展与居民收入水平上升，传统商品尤其耐用品消费需求增长有限，继而令发达经济体制造业增加值占 GDP 比重下降。但有意思的是，2021-2022 年美国商品尤其耐用品消费占比出现了明显提升，考虑到 2022 年以后美国服务消费场景已基本修复，这或说明商品消费增长的停滞并非难以打破。

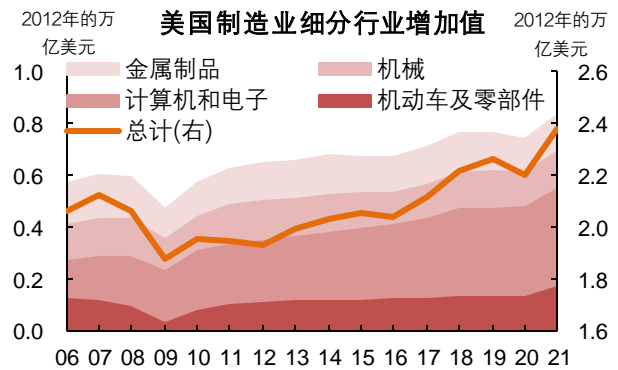
我们认为，新一轮高端制造发展伴随着制造品种类丰富、性能提升，有可能加快商品需求增长。美国国家标准及技术研究所（NIST）数据显示，2016 年以来，美国制造品实际增加值加速增长，其中计算机和电子、机动车及零部件等子行业是主要驱动，初步体现了高端制造的“价值创造”能力。展望未来，以新能源、半导体为代表的高端制造需求被广泛认为具有巨大增长空间。预计至 2030 年，美国新能源汽车的市场份额较当前仍有 5-10 个百分点的上升空间（EIA 预测），全球半导体需求有望较当前增长 1.5-2 倍（Precedence Research 预测）。

图表 14 美国商品尤其耐用品消费占比上升



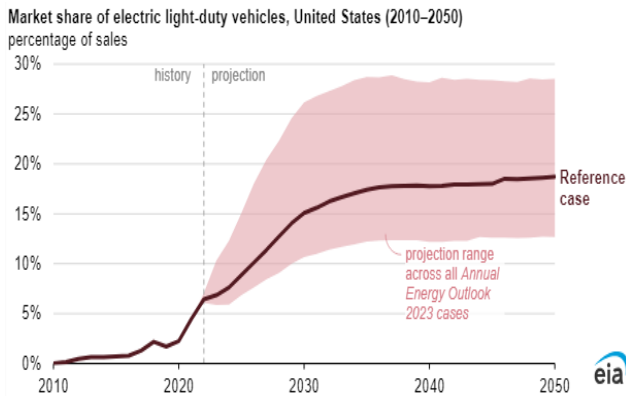
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 15 2016 年以来, 美国计算机和电子、机动车及零部件等行业增加值较快增长



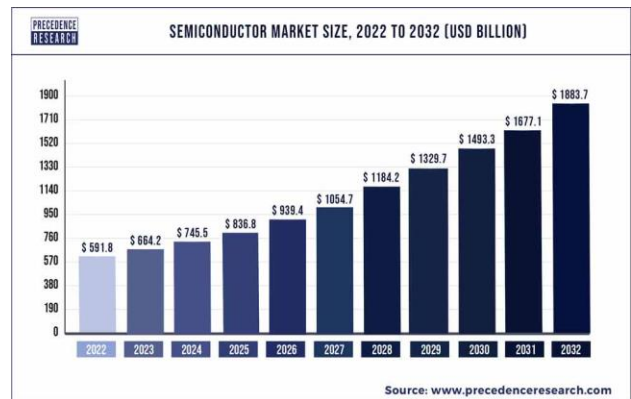
资料来源: NIST(2022), 平安证券研究所

图表 16 美国新能源汽车市场份额有较大提升空间



资料来源: EIA(2023.5), 平安证券研究所

图表 17 全球半导体需求亦有巨大上升空间



资料来源: Precedence Research(2023.6), 平安证券研究所

2.3 更科学的产业政策

首先需要指出的是, 相比共和党, 主张“大政府”的民主党, 在重振制造业方面或更具优势。一个有趣的数据是, 回顾拜登之前的六届总统时期, 美国制造业就业人数在共和党(里根、布什、特朗普)执政时期均出现下滑, 而在民主党(克林顿、奥巴马)时期均出现修复¹, 而拜登执政时期的就业人数增长更为显著。民主党通常主张加大政府干预、增加社会福利、宽待移民等, 可能更有益于制造业就业增长。而且, 拜登政府被认为“开创了大政府的新时代”, 相比历任民主党总统, 在实施大规模财政政策与大力度产业政策时更显魄力。

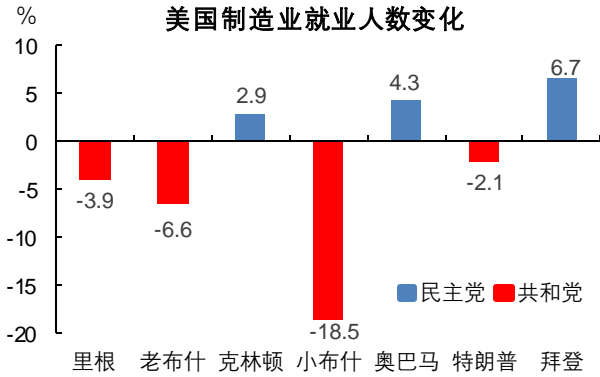
布鲁金斯学会文章²指出, 拜登政府的产业政策具有开创性, 最鲜明的特点是“基于地方”(place-based), 即根据美国不同地区的优势和特点进行投资, 以最终实现国家产业战略。据统计, 截至 2022 年底, 美国至少已有 19 项累计规模达 800 亿美元的基于地方的产业计划, 主要来自 CHIPS、IIJA 和 ARP 三大法案。文章认为, 相较于美国历史上较为空泛且收效甚微的全国性产业政策, 基于地方的产业政策有望进一步结合宏观目标与微观基础, 根据地方发展差异来攻克产业发展的核心问题, 加上地方政策延续性受到两党博弈的干扰较小, 从而最终更有可能获得成功。此外, 基于地方的产业政策有望鼓励地

¹ Who killed US manufacturing. Investment Monitor, 2021.

² Biden's big bet on place-based industrial policy. Brookings, 2023.

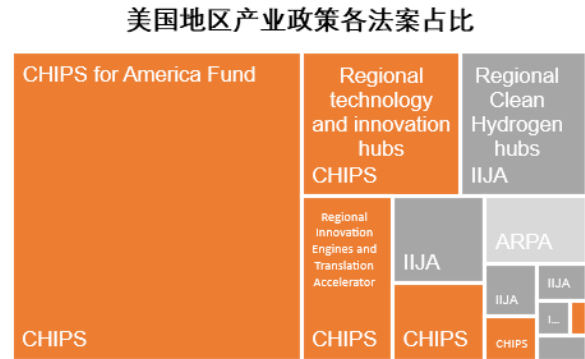
区间的良性竞争（截至 2022 年底全美范围内已从 500 余项目申请中筛选出 60 个重点项目³），在不同地区形成各个制造业细分领域的产业集群，最终服务于全国的制造业发展战略。

图表 18 民主党执政时期，美国制造业就业表现更佳



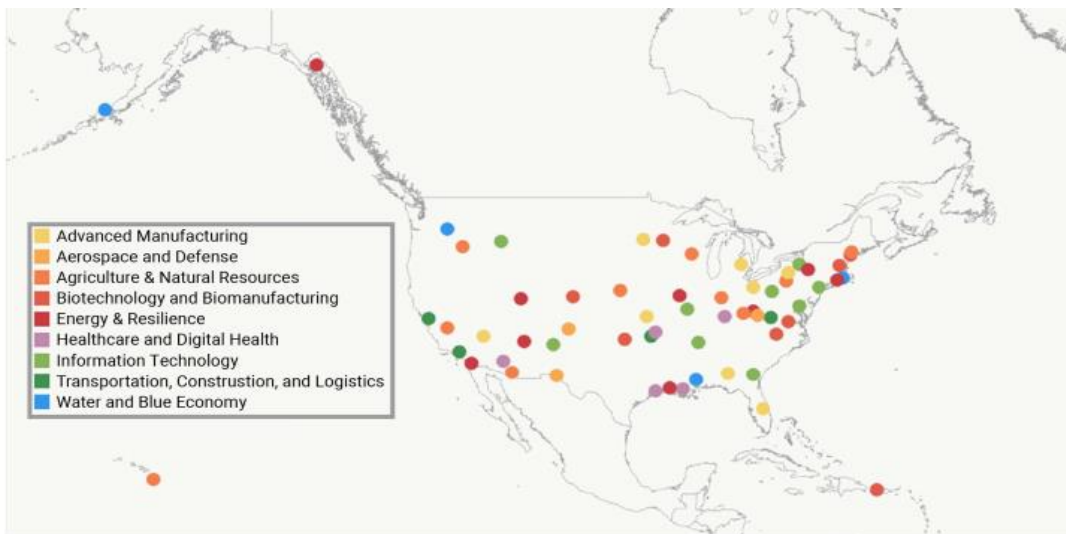
资料来源: Wind, Investment Monitor, 平安证券研究所 注: “拜登”时期统计时段为 2021.1-2023.9

图表 19 美国基于地方的产业政策主要集中于三大法案



资料来源: Brookings, 平安证券研究所

图表 20 截至 2022 年底，全美范围内已筛选出 60 个重点制造业发展项目、分布各地



资料来源: Brookings(2022), 平安证券研究所

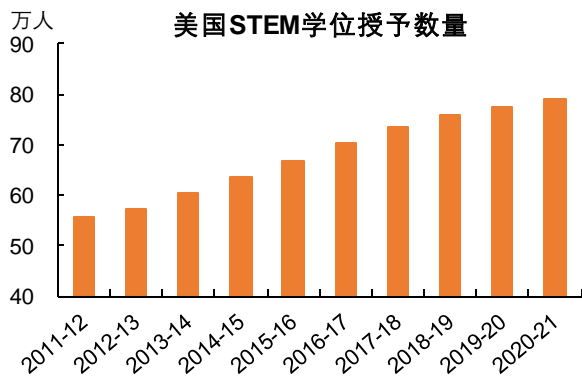
2.4 科技与人才优势凸显

美国自国际金融危机以来积累的科技与人才优势，在全球高端制造竞争中更加凸显。我们在系列一报告中指出，国际金融危机以来，美国人才优势不断累积，与高端制造领域相匹配的理工科教育持续强化。在 2011-2021 年的十年里，美国累计授予了约 680 万科学、技术、工程和数学（STEM）相关学位，相关学科的就业占比也在逐年提升。在全球比较中，目前美国单位劳动力成本虽高，但劳动力质量较优，单位劳动力产出具具备比较优势。据德勤报告，在 17 个被调查经济体中，美国的“劳动力质量”排名靠前，在“单位劳动力实际增加值”上排名第一梯队。由于拜登的产业政策聚焦于高端制造，叠加 2023

³ The future of place-based economic policy: Early insights from the Build Back Better Regional Challenge. Brookings, 2022.

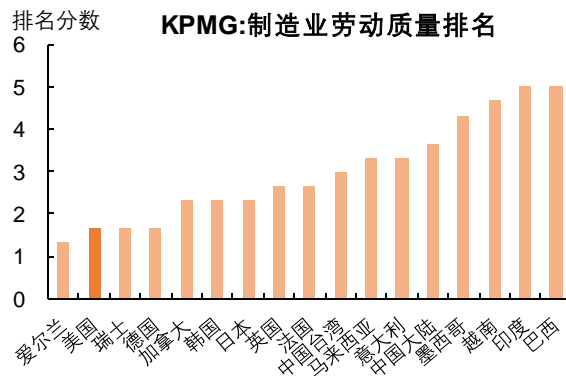
年以来，以 ChatGPT 为代表的人工智能应用井喷，当前全球高端制造发展步入加速阶段，科技与人才需求可能加速增长，长期积累的人才优势可能更有力地帮助美国吸引相关投资。

图表21 美国 STEM 学位数量持续增长



资料来源：美国教育部,平安证券研究所

图表22 美国制造业劳动力质量排名领先



资料来源：KPMG(2021),平安证券研究所。注：分数越小、优势越大

2.5 “经济安全” 更受重视

考虑营商环境、能源安全、政策风险等“经济安全”因素，美国制造业的综合竞争力可能进一步增强。德勤报告指出，制造业企业投资选址是一个复杂的过程，除了比较工资、租金、水电、税负和利率等“直接成本”外，也需要考虑一系列“间接成本”，包括劳动力质量、营商便利、基础设施、风险与保护（risk and protections）等。报告认为，截至 2019 年，美国制造业在“营商便利”和“风险与保护”方面具备国际比较优势，这使得美国的“间接成本”优势在 17 个受访地区中排名第一。拜登时代下，能源安全与产业链安全问题的重要性进一步提升，而这些恰是美国制造的优势所在。

图表23 KPMG 全球制造业成本优势排名：美国制造业“间接成本”具备优势

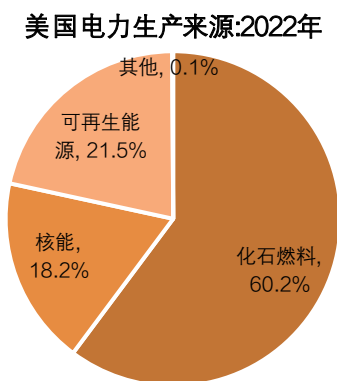
国家/地区	间接成本排名	劳动力质量	营商便利	基础设施	风险与保护
美国	1	1.67	2	2.22	2
瑞士	2	1.67	1.67	2.44	2.75
英国	3	2.67	2.33	2.25	1.5
加拿大	4	2.33	2.33	2.42	2
德国	5	1.67	2.67	2.28	2.5
韩国	6	2.33	3.33	1.5	2
中国台湾	7	3	2.33	2.78	1.75
日本	8	2.33	3	2.25	2.5
爱尔兰	9	1.33	3	3.58	2.25
法国	10	2.67	3	2.69	2.25
马来西亚	11	3.33	2.33	3.06	3
意大利	12	3.33	3	3.5	3
中国大陆	13	3.67	2.33	3.64	3.5
墨西哥	14	4.33	4	4.44	4.25
印度	15	5	4.33	4.42	3.75
越南	16	4.67	4.33	4.31	4.75
巴西	17	5	5	4.47	4.75

资料来源：KPMG(2021),平安证券研究所。注：排名分数越小、优势越大

能源安全方面，2022 年的地缘冲突与能源危机，使得能源安全问题更受全球投资者重视。且**高端制造领域的发展，因其更依赖于计算机、大数据、自动化的使用，可能更加契合美国电力供给优势。**这是因为，电力供给一方面依赖于化石能源供给（当前美国电力供给来源中 60%为煤炭、天然气等化石能源），另一方面依赖核能与可再生能源。前者是美国已具备的优势，后者是拜登政府大力鼓励发展的领域。

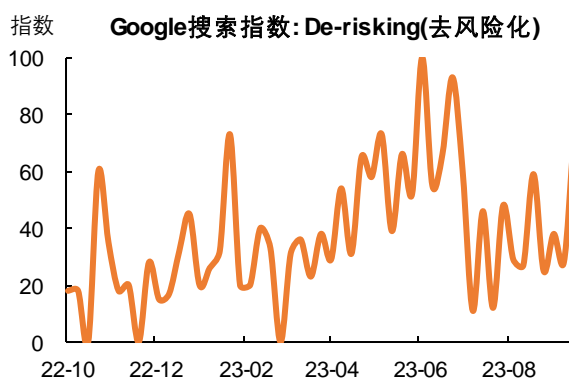
产业链安全与地缘风险方面，大国竞争背景下，**跨国投资的政策风险溢价不断上升，可能更加驱动美国制造业“回流”。**一方面，拜登政府的“芯片法案”、“通胀削减法案”等包含了有针对性的贸易保护条款，加大了非美地区制造业投资的政策风险。美国商务部于 2023 年 9 月最新发布了“护栏”规则，限制美国资金接收者在“受关注国家”扩大半导体领域投资或进行联合技术研发活动。另一方面，当前全球化放缓趋势仍在加强。2023 年以来，美欧不断炒作“去风险化 (De-risking)”的新概念，并写入 5 月公布的 G7 联合声明。

图表24 美国电力生产主要依赖化石能源



资料来源: EIA,平安证券研究所

图表25 2023 年以来全球“去风险化”关注上升



资料来源: Google,平安证券研究所

三、美国“再工业化”的固有挑战

我们认为，美国新一轮“再工业化”有望取得阶段性进展，以及在部分高端制造领域取得进展。但是，**长期以来美国制造业衰退的大趋势能否真正逆转，仍存在高度不确定性。**比较有挑战的部分包括：高端制造对美国就业的拉动效果，产业政策的落实与连贯性，来自非美制造业的竞争，以及美元升值对美国制造业出口竞争力的威胁等。

3.1 制造业就业难升

第一，发展高端制造或难挽救美国制造业就业的流失。目前，美国“再工业化”的主要进展表现在营建支出等投资增长，但这些投资能否令制造业就业人数占比回升，仍是不确定的：一方面，半导体、新能源汽车等高端制造在整体制造业中的占比仍然相对有限。另一方面，美国制造业就业的增长前景并不明朗。2021 年以来，美国制造业就业绝对人数虽然增长，但在整体非农就业中的占比仍在下滑。未来，即便高端制造能够有效提升制造业增加值，但鉴于自动化、人工智能等发展，高技术人才需求的增长或难弥补低技术岗位的流失。正如 1980 年以来，伴随美国高端制造产出增长，相关就业几乎没有增长⁴。

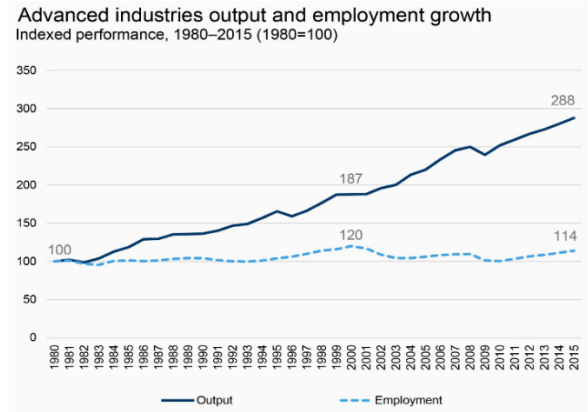
⁴ America's advanced industries: New trends. Brookings, 2016.

图表26 2021年以来美国制造业就业占比仍在下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表27 美国高端制造产出保持增长、但就业增长停滞

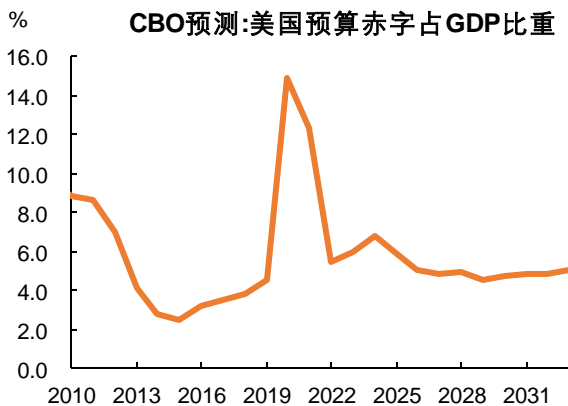


资料来源: Brookings,平安证券研究所

3.2 美国政体是旧疾

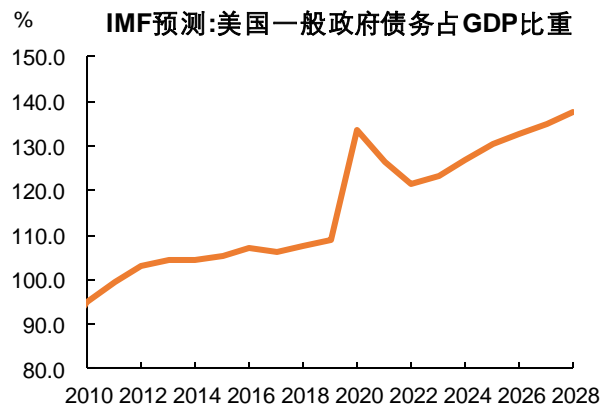
第二,美国的“再工业化”政策仍可能受制于美国政体。美国政体与产业政策可能天然存在矛盾,无论是根深蒂固的市场经济观念,还是两党博弈与权力制衡,都可能限制产业政策的边界,干扰扶植制造业发展的连贯性。我们系列一报告指出,奥巴马时期的国会分裂以及特朗普时期政策思路的变化,均削弱了美国产业政策的效果。类似地,虽然拜登政府已经计划在未来5-10年增大基建及高端制造支出,但是如果重演国会分裂、执政党更替(如民主党在即将到来的2024年大选落败),这些产业政策未必能被落实。尤其考虑到,美国政府赤字率和债务率已然走高,未来政府支出的阻力很可能加大。此外,美国产业政策也面临国际阻力,譬如《通胀削减法案》包含的补贴条款,已引发美国盟友不满。

图表28 美国政府赤字率预计将持续高于疫情前水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表29 美国政府债务率预计将持续走高



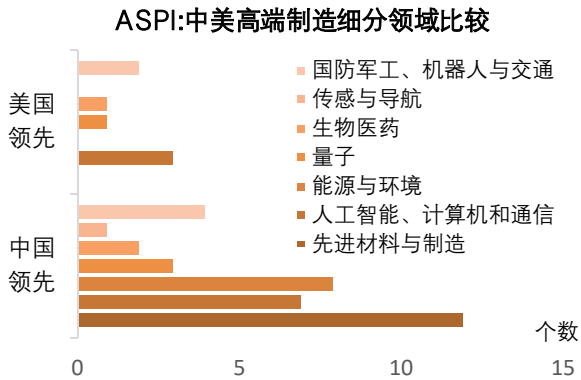
资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 国际竞争在加剧

第三,来自非美地区的制造业竞争仍在加剧。首先,如我们在系列一报告中指出,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。即使聚焦于高端制造业,美国国务院和特别竞争研究项目资助的一份报告显示,目前中国在44个

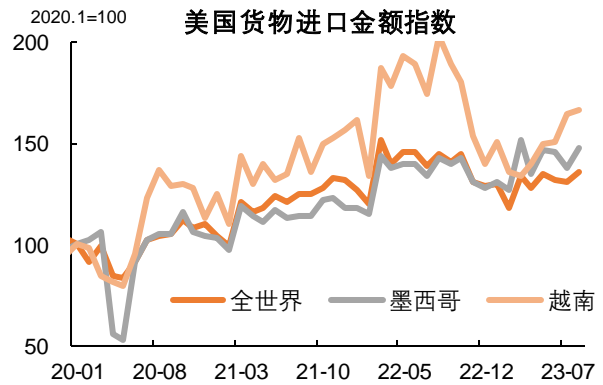
关键和新兴科学技术领域中有 37 个保持全球领先，而美国仅在剩下的 7 个领域领先⁵。其次，以欧盟为代表的非美发达经济体也在大力推进“再工业化”。欧盟在 2023 年 3 月和 6 月先后公布了《净零工业法案》和《关键原材料法案》，加快推进绿色、数字和弹性经济转型，在此过程中与美国的竞争难以避免。最后，除中国外的其他新兴经济体也可能加入全球制造业份额的竞争。2020 年以来，美国从越南、墨西哥等地区的货物进口增长较快。这意味着，在产业链重构过程中，“友岸化、近岸化”也是可选项，“回流”美国并非必选。

图表30 中国在众多高端制造细分领域领先美国



资料来源: ASPI,平安证券研究所

图表31 美国从墨西哥、越南的货物进口快速增长



资料来源: Wind,平安证券研究所

3.4 强美元或是威胁

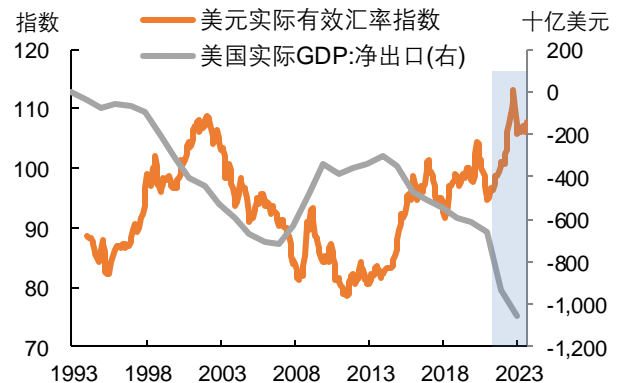
第四，强势美元削弱美国制造业出口竞争力。如我们在系列一报告中指出，国际金融危机后，美国经济复苏令美元步入上升通道，但这可能削弱美国制造业出口竞争力。回到当下，强势美元仍可能持续威胁美国制造业发展。尤其考虑到，如果美国“再工业化”取得较多进展，制造业重整有望阶段抬升美国的潜在增长率，美国经济相对于全球经济或将处于更有利的位置，美元便可能在较长时间内保持强势。

图表32 美国“再工业化”启动以来，美元走强



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表33 美国净出口受到美元升值冲击



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 1) 美国经济增长前景不及预期，拖累制造业表现；2) 美联储紧缩周期超预期，抑制制造业投资；3) 美国财政

⁵ ASPI's Critical Technology Tracker: The global race for future power. Australian Strategic Policy Institute, 2023.

紧缩幅度超预期，产业政策实施力度不及预期；4) 美国政治换届及其他地缘政治环境变化，冲击制造业发展；5) 全球高端制造业发展前景本身存在不确定性等。

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