

疫情对美国长期影响：制造回升、服务“年轻化”、通胀上移

证券研究报告

2021年08月22日

● 核心结论

2020年疫情爆发扭曲了美国经济结构，服务消费受抑制的同时地产及耐用消费品等实物需求陡增。但疫情对于美国经济的影响不仅是这种短期的结构性冲击，更有至少三点长期影响：**1) 产业结构改变**，美国制造业占比有望小幅回升；**2) 就业结构改变**，制造业就业人数占比回升的同时，服务业从业者或现“年轻化”；**3) 通胀上移**，疫后全球进入产业转移下半场、美国服务型通胀回升、新能源政策约束页岩油供给等因素将令美国通胀中枢高于疫前水平。

第一，疫情加速美国产业升级，拜登政府助力新兴产业以降低对外依赖，美国制造业占比将现回升。二战后美国制造业大幅萎缩，本土人力成本过高、部分产业设备陈旧、劳动力技能不匹配等因素意味着传统制造业回流的代价极大，因此美国试图推动的制造业回流极其困难。疫后拜登改弦更张，或用“扩张新产业”代替“制造业回流”。在地产、基建与新产业政策等因素共振下，未来8年美国制造业占比将现回升，机械与新能源汽车等细分领域将扩张。但制造业占比上升难以逆转美元长期弱势格局，因为各经济体都处于新兴产业竞赛阶段，未来8-10年全球将处于温和通胀状态，同时传统制造业对外依赖、房地产上升周期以及页岩油供给减少后再次出现原油贸易逆差的前景都表明美国整体贸易逆差难以收敛。

第二，70年代以来每一次经济衰退后美国就业市场都会出现一些结构性变化。本轮经济衰退后，产业发展与疫情冲击亦将引发美国出现两点就业结构变化：制造业就业人数占比回升；服务业“年轻化”。1) 若未来8年在政策推动及地产上升周期延续共振下美国制造业占比回升、服务业占比小幅回落，则就业结构也将呈现出制造业就业占比回升、服务业就业占比回落的趋势。2) 每波疫情反弹对美国经济的冲击逐次减弱，但是对民众心理和行为影响恐会延续。由于年龄越大感染新冠风险和重症风险越高，若疫苗并不能显著降低感染风险，那么部分50+岁年龄段群体就有可能提前退休离开就业市场，这将令美国参与就业的劳动力整体稍微“年轻化”，且以金融、公共管理以外服务业为主。

第三，三因素共振下未来8年美国通胀中枢将明显高于2010-2019年。1) 全球进入第四轮产业转移下半场，通胀中枢本就高于疫前，并且美国及主要经济体新产业竞赛等因素将提振实物资产需求；2) 服务部门劳动供给或边际减少，服务型通胀中枢大概率高于疫前；3) 疫后拜登政府鼓励新能源、约束页岩油背景下原油价格中枢亦将长期抬升。

风险提示：新冠疫情变异风险；经济运行风险；政策风险。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、疫情加速美国产业升级，拜登政府助力新兴产业以降低对外依赖	4
（一）二战后美国制造业大幅萎缩，制造业回流成本极高	4
（二）疫后拜登改弦更张，或用“扩张新产业”代替“制造业回流”	5
（三）未来 8 年美国制造业占比将现回升，机械与新能源汽车等细分领域将扩张	6
（四）制造业占比上升难以逆转美元长期弱势格局	7
二、历次衰退均引发美国就业出现结构变化，疫后或亦然	7
（一）历次经济衰退后美国就业市场均会出现一些结构性变化	7
（二）产业发展与疫情冲击驱动下的就业结构变化	12
（1）未来 8 年美国制造业就业人数占比大概率有所回升	12
（2）疫后美国参与就业劳动力将有所“年轻化”，特别是部分服务业	12
三、三因素共振下未来 8 年美国通胀中枢将明显高于 2010-2019 年	15
（一）美国及全球产业结构变化提振实物资产需求	15
1. 全球进入第四轮产业转移下半场，通胀中枢本就高于疫前	15
2. 美国及主要经济体新产业竞赛等因素将提振实物资产需求	16
（二）服务部门劳动供给或边际减少，服务型通胀中枢大概率高于疫前	17
（三）疫后拜登政府鼓励新能源、约束页岩油背景下原油价格中枢亦将长期抬升	17

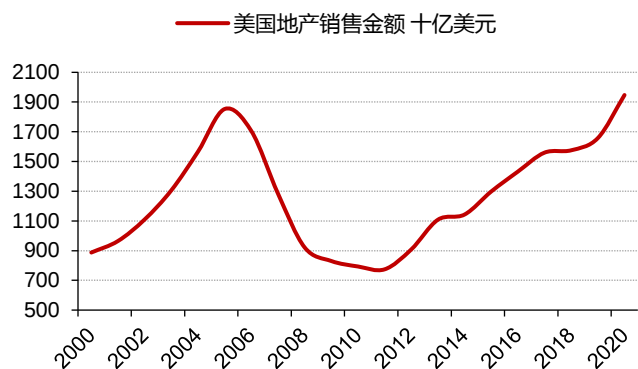
图表目录

图 1：美国地产销售金额	4
图 2：美国个人耐用品消费增速	4
图 3：美国各行业增加值占比-1（%）	4
图 4：美国各行业增加值占比-2（%）	4
图 5：美国各行业增加值占比-3（%）	5
图 6：美国各行业增加值占比-4（%）	5
图 7：美国制造业进口比重（%）	5
图 8：美国高校毕业生专业分布-1（占比超过 2%）	6
图 9：美国高校毕业生专业分布-2（占比超过 2%）	6
图 10：美国 20-49 岁购房年龄段人口增速	7
图 11：2019 年建筑业投入占比	7
图 12：美国实际 GDP 同比变化	8
图 13：美国服务行业增加值占经济比重	8
图 14：美国采矿业就业人数占比	8
图 15：美国建筑业就业人数占比	8

图 16: 美国制造业就业人数占比	8
图 17: 美国批发业就业人数占比	8
图 18: 美国运输仓储业就业人数占比	9
图 19: 美国公用事业就业人数占比	9
图 20: 美国信息业就业人数占比	9
图 21: 美国金融业就业人数占比	9
图 22: 美国零售业就业人数占比	9
图 23: 美国专业与商业服务业就业人数占比	9
图 24: 美国教育和保健服务业就业人数占比	10
图 25: 美国休闲与酒店业就业人数占比	10
图 26: 美国其他服务业就业人数占比	10
图 27: 美国劳动力参与率	10
图 28: 美国 16-19 岁群体劳动力参与率 (%)	10
图 29: 美国 20-24 岁群体劳动力参与率 (%)	10
图 30: 美国 25-54 岁群体劳动力参与率 (%)	11
图 31: 美国 55 岁及以上年龄群体劳动力参与率 (%)	11
图 32: 美国 15-19 岁及 20-24 岁年龄段人口占比及其预测值	11
图 33: 美国 25-54 岁及 55 岁年龄段人口占比及其预测值	11
图 34: 美国高等院校入学率	12
图 35: 美国政府收入保障支出与医疗支出占名义 GDP 比重	12
图 36: 美国每月新增新冠确诊人数与制造业及非制造业 PMI	13
图 37: 美国续请失业金人数	13
图 38: 疫后 (2020 年相对 2019 年) 美国各行业 55 岁及以上年龄段就业人数变化情况	14
图 39: 疫后 (2020 年相对 2019 年) 美国各行业就业人数减少比例及 55+ 岁群体就业减少比例	15
图 40: 东盟四国城镇化率 (%)	16
图 41: 美国居民杠杆率	16
图 42: 美国住房自有率	16
图 43: 美国制造业与服务业就业人数	17
图 44: 美国 CPI 同比、CPI 服务分项同比及进口物价指数同比	17
图 45: WTI 原油价格、Brent 原油价格与美国原油产量占比	18
表 1: 按照 18-29 岁人群为参照组, 其他年龄组的相对感染率、住院率和死亡率	13
表 2: 美国各行业 2019 年 (疫前) 平均时薪 (12 月数据) 及不同年龄段就业人数分别	13
表 3: 2019 年 (疫前) 美国不同年龄段就业者的行业分布	14

2020 年疫情爆发扭曲了美国经济结构，服务消费受抑制的同时地产及耐用品等实物需求陡增。尽管这一变化前所未有，但毕竟只是疫后的短期变化并不需要深究。只不过疫情对于美国经济的影响不仅是这种短期的结构性冲击，更有至少三点长期影响：产业结构改变，美国制造业占比有望小幅回升；就业结构改变，制造业就业人数占比回升的同时，服务业从业者或现“年轻化”；疫后全球进入产业转移下半场、美国服务型通胀回升、新能源政策约束页岩油供给等因素将令美国通胀中枢高于疫前水平。

图 1：美国地产销售金额



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：美国个人耐用品消费增速



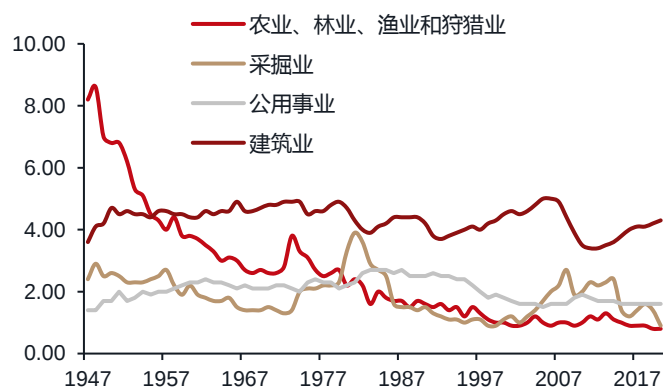
资料来源：Wind，西部证券研发中心

一、疫情加速美国产业升级，拜登政府助力新兴产业以降低对外依赖

(一) 二战后美国制造业大幅萎缩，制造业回流成本极高

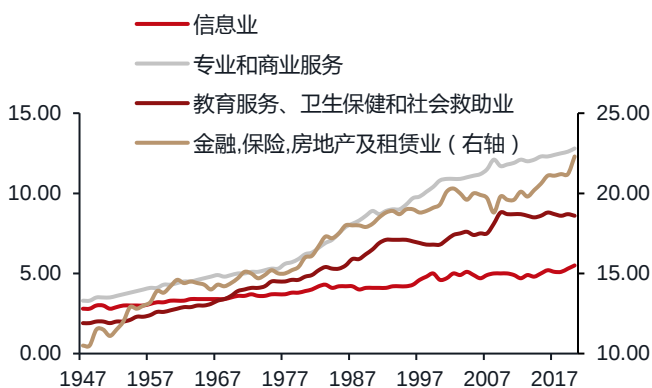
如图 3-6 所示，二战以来美国产业结构变化极大。1950-2019 年多数服务行业占比上升：金融、保险、房地产及租赁业占比由 11.5% 升至 21.2%，专业和商业服务业占比由 3.5% 升至 12.6%，教育服务、卫生保健和社会救助业占比 2.0% 升至 8.7%，信息业占比由 3.0% 升至 5.3%，艺术、娱乐、休闲、住宿和餐饮服务业占比由 3.0% 升至 4.2%。相比之下，50-60 年代农业占比由 6.8% 降至 3%，50-70 年代运输及仓储业占比由 5.7% 降至 3.7%，70 年代以来制造业增加值占比由 22.7% 降至 10.8%。

图 3：美国各行业增加值占比-1 (%)



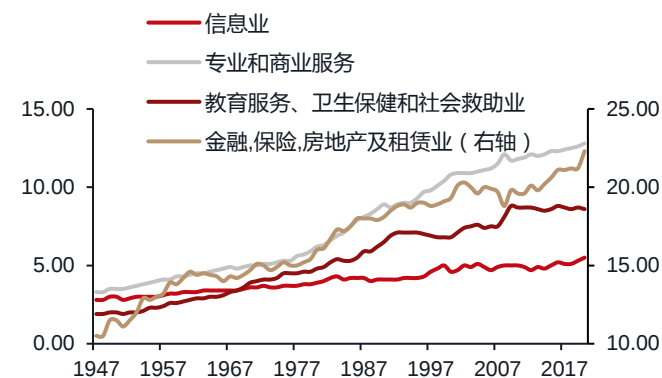
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：美国各行业增加值占比-2 (%)



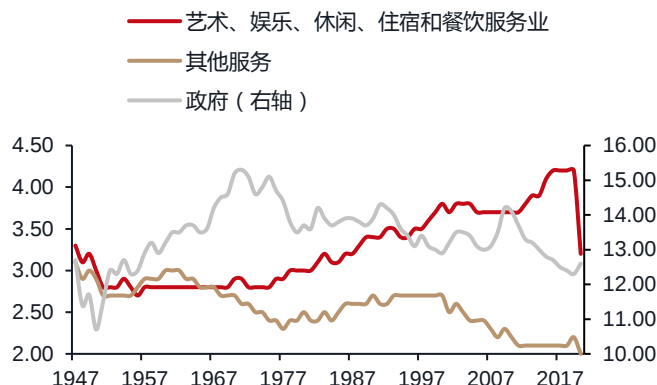
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：美国各行业增加值占比-3（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：美国各行业增加值占比-4（%）

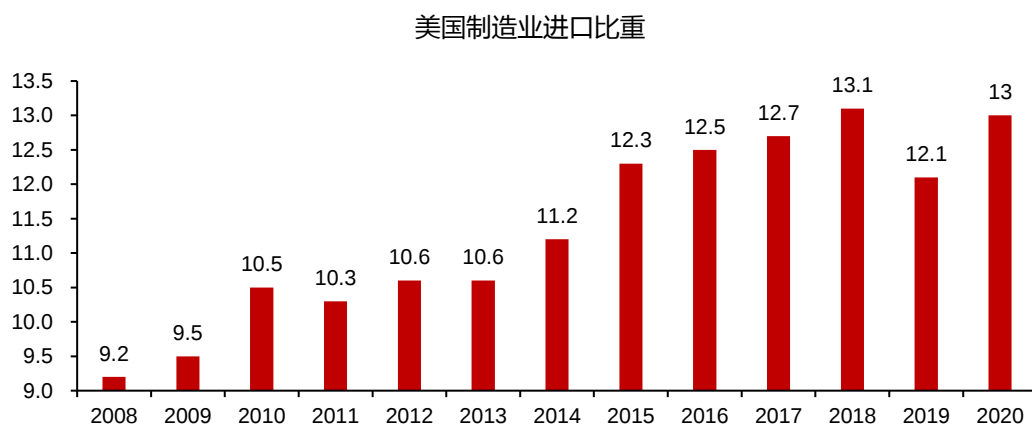


资料来源：Wind，西部证券研发中心

尽管服务业占比上升与制造业占比下降是比较优势驱动产业转移与美元货币体系的必然结果，但美国并非无动于衷，金融危机后的几届美国政府都推动了鼓励制造业回流的政策。2012年1月24日国情咨文演讲中美国前总统奥巴马就曾表达制造业回流的诉求；2018年特朗普任期也是将制造业回流作为其政策重点。Kearney 咨询用制造业进口比重作为美国是否出现制造业回流的“证据”，比重上升表明制造业进一步转出、比重回落就说明制造业回流。如图 7 所示，事与愿违奥巴马任期美国制造业加速转出；特朗普贸易战背景下2019年美国制造业曾出现回流，但又被疫情中断。

可见，本土人力成本过高、部分产业设备陈旧、劳动力技能不匹配等因素意味着传统制造业回流的代价极大，因此美国试图推动的制造业回流极其困难。

图 7：美国制造业进口比重（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）疫后拜登改弦更张，或用“扩张新产业”代替“制造业回流”

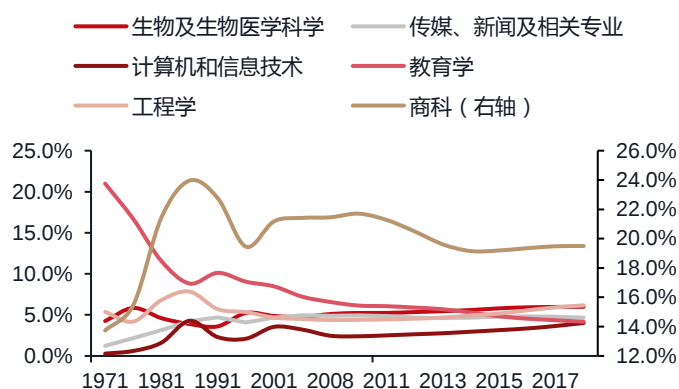
疫情不仅扭曲了短期经济结构，也令各国均体会到了供应链“卡脖子”的风险，并推动各经济体不得不实施宽财政。尽管重塑传统制造业难上加难，但大力发展绿色经济与数字经济等新兴产业则成为减少对外依赖、防止未来继续“卡脖子”的重要契机，也成为各国财政的

发力点。我们认为与奥巴马及特朗普时代不同，拜登或已放弃传统制造业回流，而是将长期战略定位为通过大规模财政刺激助力新兴产业令美国制造业重获新生。

2021年3月3日美国白宫发布了《Interim National Security Strategic Guidance》¹，文件提到“我们正面临一场正在重塑我们生活方方面面的技术革命。世界主要大国正在竞相开发和部署新兴技术，如人工智能、量子计算、清洁能源技术、生物技术可以为疾病的治疗打开大门；下一代电信（5G）基础设施将为商业和信息获取方面的巨大进步奠定基础。……美国在海外的实力要求先把国内建设得更好。……美国将加倍进行科技投资，包括在研发、基础计算技术和国内领先制造领域，以实现许多国家战略目标，包括经济、健康、生物技术、能源、气候和国家安全领域。……美国将建设21世纪的数字基础设施，包括通用的、负担得起的高速互联网访问和安全的5G网络。”该文件内容表明拜登推动的技术革命及基建是大国博弈的战略筹码。结合2020年7月20日欧盟落地的复兴计划来看，全球主要经济体已经进入绿色经济与数字经济的产业竞赛阶段。目的或有两个方面：一是努力成为新赛道领跑者，二是防止供给在外、被“卡脖子”。

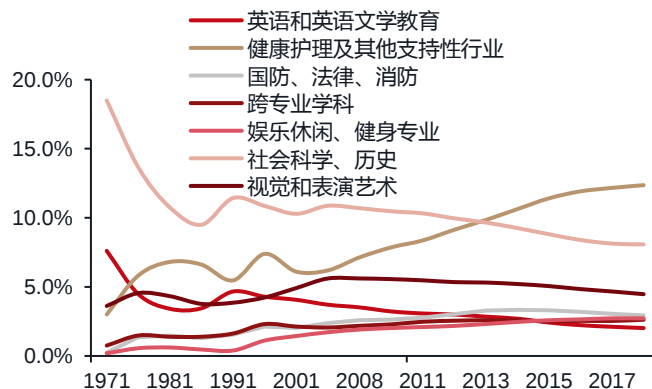
与此呼应的是白宫于3月31日公布的《美国人就业计划》及4月28日公布的《美国家庭计划》。5月以来拜登谋求与共和党达成共识的1万亿美元基建计划及或于2022财年推动的3.5万亿美元预算案基本以“就业计划”及“家庭计划”为蓝本。假若上述政策可按预期落地，则美国政府将在未来8年给予新能源领域约3770亿美元财政支持、给予传统基建约3740亿美元财政支持。此外，侧重社会保障的“家庭计划”似乎包含了两重意义：一方面试图通过财政转移支付缩小贫富差距；另一方面则通过教育支持为美国新产业发展输送专业人才。结合图3-6及图8-9可知，美国各行业发展与高校毕业生专业分布存在极其显著的正反馈循环，但理论上也都会体现政策倾向性。也就是说，“就业计划”与“家庭计划”相当于拜登政府为今后美国新兴产业发展提供了资金、硬件及人才等全方位的规划与保障。

图8：美国高校毕业生专业分布-1（占比超过2%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图9：美国高校毕业生专业分布-2（占比超过2%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

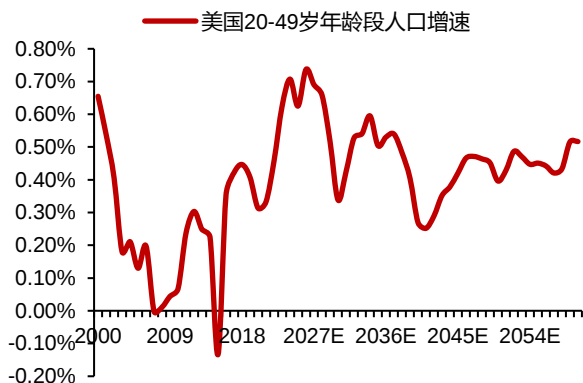
（三）未来8年美国制造业占比将现回升，机械与新能源汽车等细分领域将扩张

2016-2026年美国购房年龄段人口增速触底转正回升意味着美国正处于10年地产上升周期的中间位置，2020年地产销售金额创新高也是长短期因素共振的结果。未来5年美国地产投资仍将处于高景气状态。一旦拜登基建落地，基建叠加地产等固定资产投资方向将

¹ <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2021/03/NSC-1v2.pdf>

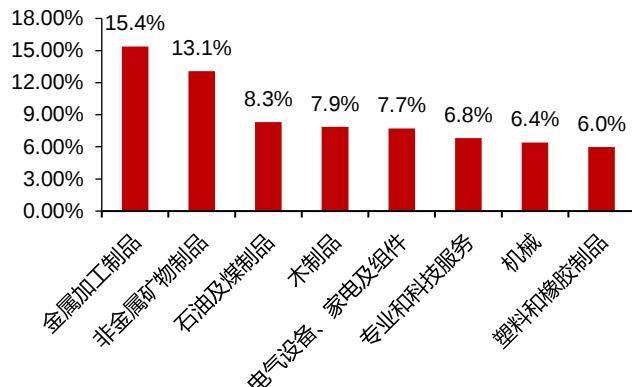
对于金属加工、非金属矿物制品、木制品、电气设备、机械以及塑料橡胶等制造业领域形成提振。新能源政策又将直接推动能源、新能源汽车等制造业领域发展。地产、基建与新兴产业政策等因素共振下，美国在新一轮经济周期中制造业占比有望提升。

图 10：美国 20-49 岁购房年龄段人口增速



资料来源：OECD，西部证券研发中心

图 11：2019 年建筑业投入占比



资料来源：BEA，西部证券研发中心

(四) 制造业占比上升难以逆转美元长期弱势格局

美国从贸易顺差走向贸易逆差是产业转出、制造业占比下降的结果，但制造业占比回升未必可以缓解美国贸易逆差扩张压力。首先，美国制造业占比上升并非制造业回流而是新兴制造业产业扩张的结果，但同一时期中国、欧盟等大型经济体都在推动绿色经济与数字经济，也就是说各经济体将处于新兴产业竞赛阶段。该阶段与发展新兴产业相关的资源需求将快速扩张。加上全球正在进入二战后第四轮产业转移下半场等因素，未来 8-10 年全球将处于温和通胀状态。换言之，金融危机后的低通胀状态或已结束，今后数年全球通胀中枢将有所抬升。其次，拜登政策大概率将降低美国新兴产业领域的对外依赖度，但传统制造业对外依赖、房地产上升周期以及页岩油供给减少后再次出现原油贸易逆差的前景都表明美国整体贸易逆差难以收敛。

长期看美元是贸易逆差、通胀周期的果。贸易逆差扩张、通胀中枢抬升对应美元的贬值周期，因此未来 8-10 年美元大概率处于贬值周期。

二、历次衰退均引发美国就业出现结构变化，疫后或亦然

(一) 历次经济衰退后美国就业市场均会出现一些结构性变化

70 年代以来美国发生过 7 次经济衰退，分别出现在 1969-1970 年、1974-1975 年、1980-1982 年、1990-1991 年、2001 年、2008-2009 年以及 2020 年。每一次经济衰退后美国就业市场都会出现一些结构性变化，或因三种力量：经济增长驱动力变化、服务业占比变化以及人口结构变化。

首先，二战后服务业占比持续上升的趋势以及不同经济周期增长动能的差异令美国各同行业吸收就业能力随之变化。70 年代以来休闲酒店业就业人数占比以年均近 0.1% 的增速攀升。1982 年经济衰退后采矿业、批发业及公用事业就业人数占比均进入下降趋势。1990 年起美国零售业就业人数占比进入下降趋势、同期其他服务业就业人数占比结束升势。科网泡沫破灭后信息业从业人数占比再度进入下降趋势。金融危机后制造业就业人数占比下滑趋势被遏制、专业及商业服务领域就业人数占比再度持续攀升、教育及保健服务就业人

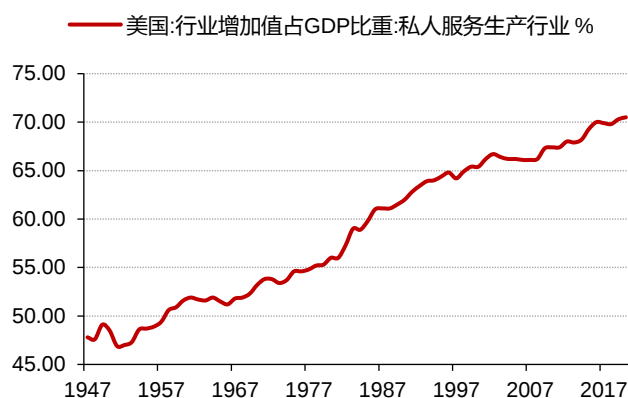
数占比升势趋缓。此外，建筑业就业人数占比呈现周期波动；运输业就业人数占比有两轮上升趋势，分别发生在1982年经济衰退后以及金融危机后；二战后金融业就业人数占比持续上升的趋势在1987年结束。

图 12: 美国实际 GDP 同比变化



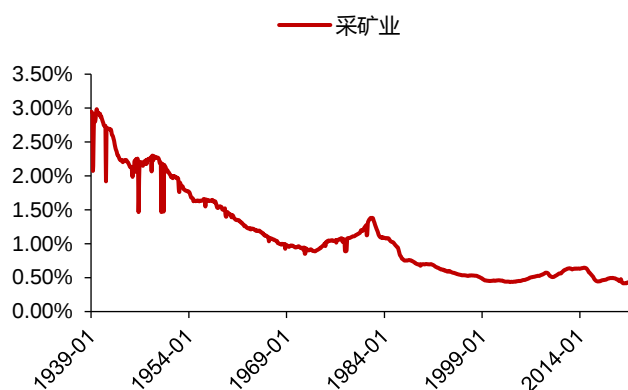
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 13: 美国服务行业增加值占经济比重



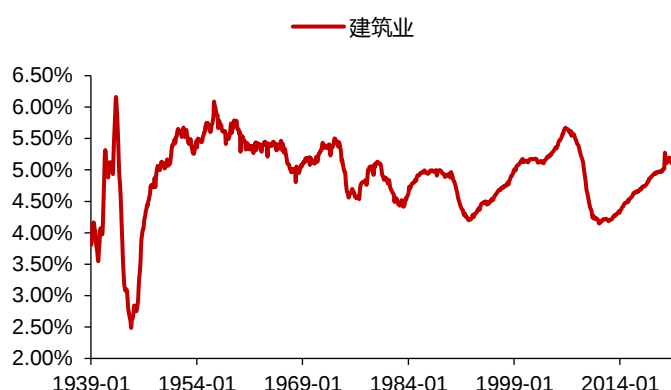
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 美国采矿业就业人数占比



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 15: 美国建筑业就业人数占比



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 16: 美国制造业就业人数占比

图 17: 美国批发业就业人数占比

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25403

