

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 杨童舒

“回流”还是“修复”？美国制造业的真实图景

阅读摘要

近年来，美国通过关税、补贴和产业激励政策推动关键制造环节本土化，也使市场普遍关注“制造业是否正在回流”。但从当前数据看，美国制造业尚未出现大范围、总量性的回流，更接近于部分行业和局部环节的边际修复，呈现沿“高端、高附加值与战略制造”路径展开的资本深化与产业升级重构的特点。

从制造业自身看，PMI、订单和工业生产较此前低位有所改善，产能利用率近期有所上升但仍低于长期均值，核心资本品订单边际放缓，显示整体仍处于弱复苏而非强扩张阶段。

从进出口视角看，贸易逆差维持高位，制成品进口依赖未明显下降，供应链调整更多表现为进口来源地再分配，而非美国本土生产对海外供给的系统性替代。

从库存视角看，补库周期虽已启动，但修复更多停留在流通环节，尚未充分转化为制造端的广泛扩产。

从就业视角看，制造业就业和职位空缺有所回暖，增量主要集中于耐用品，如机械设备、运输设备、电子及部分上游材料等领域，非耐用品依然偏弱。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

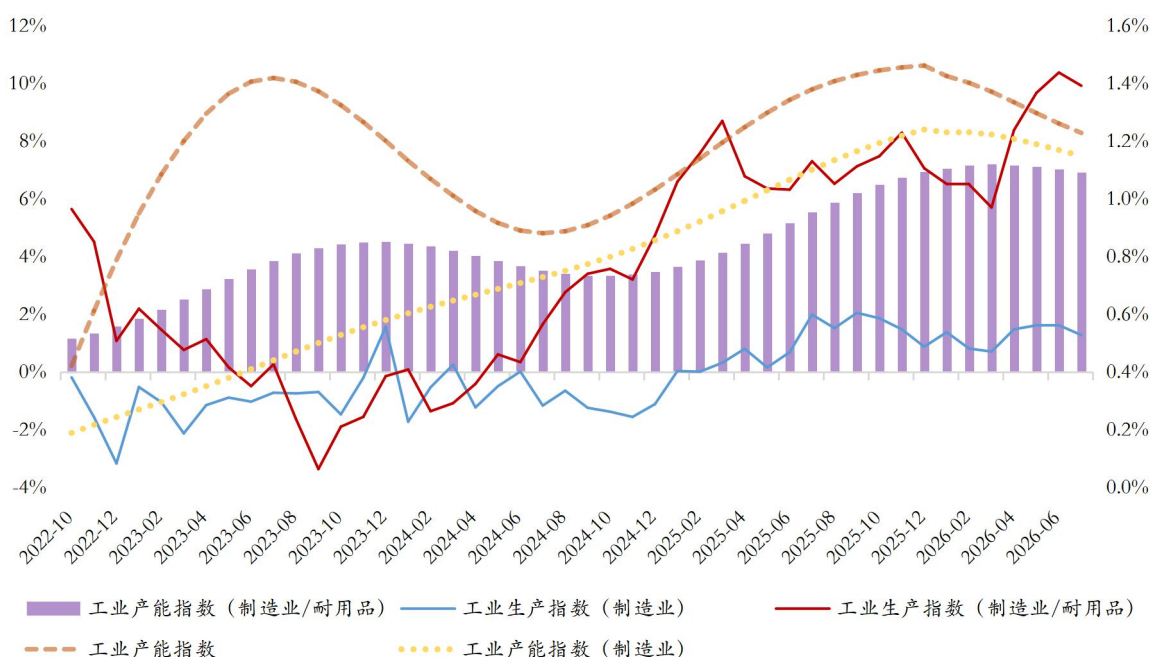
“回流”还是“修复”？美国制造业的真实图景

一、制造业视角：弱复苏而非强扩张，全面扩张基础仍偏弱

当前美国制造业景气度较此前低位确有修复，但这一修复更多体现为阶段性和结构性的改善，总量层面的扩张动能依然有限。高利率环境、终端需求不确定性以及行业分化格局，仍对制造业复苏斜率形成约束；资本开支相关指标虽较此前低位有所改善，但边际动能已出现趋弱迹象。具体来看：

首先，**景气指标回升表明制造业活动较此前改善，但修复斜率正在放缓**。7月ISM制造业PMI升至55.6，创2022年6月以来新高，且连续第七个月位于荣枯线以上；其中，产出PMI升至58.5，就业PMI重返扩张区间，物价分项则连续三个月回落，反映出制造业生产活动、用工需求和成本压力均较前期有所改善。9月标普制造业PMI进一步上升至57.0，但PMI总体来看波动性较大，尚未有足够数据证明制造业已进入一轮广泛而稳固的上行周期（见图表1）。

图表 1：美国制造业各指标有所回升，但全面扩张基础仍弱

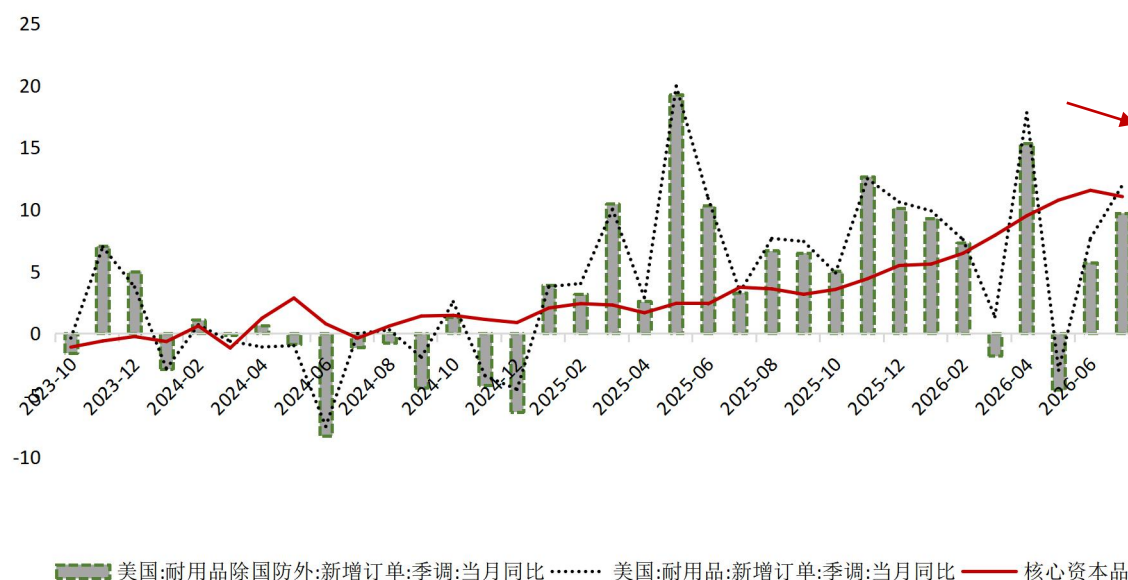


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

其次，生产端数据反映制造业实际产出修复仍偏温和，产能释放并不充分。2026 年以来，制造业工业生产指数同比大多仅在 0%—2% 区间波动，至 8 月仍约为 1%，显示总量生产改善幅度仍然有限。耐用品工业生产虽维持较快增长，6 月同比接近 10%，但更多体现为局部行业支撑，而非制造业整体同步走强。与此同时，制造业工业产能指数同比已升至约 1.2%，改善速度快于工业生产本身，表明当前产能投放已有所修复，但实际产出释放仍不充分，制造业复苏的现实基础仍不牢固。除此之外，当前制造业改善具有较强的结构性特征，需求修复并不均衡。8 月耐用品订单环比增长 2.9%，

高于市场预期，但增长主要由运输设备驱动，其中国防飞机及零件增速 50.1%，但预期对总量拉动的可持续性有限。剔除运输设备后，耐用品订单仅增长 0.4%（与 7 月持平），说明制造业整体新增需求并未同步显著改善。换言之，当前订单端回升更多依赖少数高波动行业支撑，而非广泛行业共振带动。

图表 2：企业投资意愿上行的动力正在减弱



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

同时，资本开支相关指标则显示，企业投资意愿虽未明显转弱，但进一步上行的动力正在减弱。8 月核心资本品订单（即非国防资本品剔除飞机）环比增长 0.6%，明显低于 6 月的 1.7%和 5 月的 1.9%，反映出企业设备投资意愿仍在延续，但扩产节奏已较此前明显放缓，更像是存量投资计划的

延续，而非新一轮资本开支周期的开启。与此同时，核心资本品出货额 8 月环比下降 0.3%，表明当前工厂端收入和生产兑现更多来自前期订单的交付，而非新增订单持续放量。这也意味着，制造业投资链条短期仍具一定韧性，但向前看的扩张预期已开始边际降温。

总体来看，美国制造业确已走出此前低迷阶段，但修复更多集中于景气预期改善、局部行业订单支撑和前期投资兑现，总量意义上的全面扩张基础仍然偏弱。

二、进出口视角：全球价值链依赖未改，回流集中于关键产业链

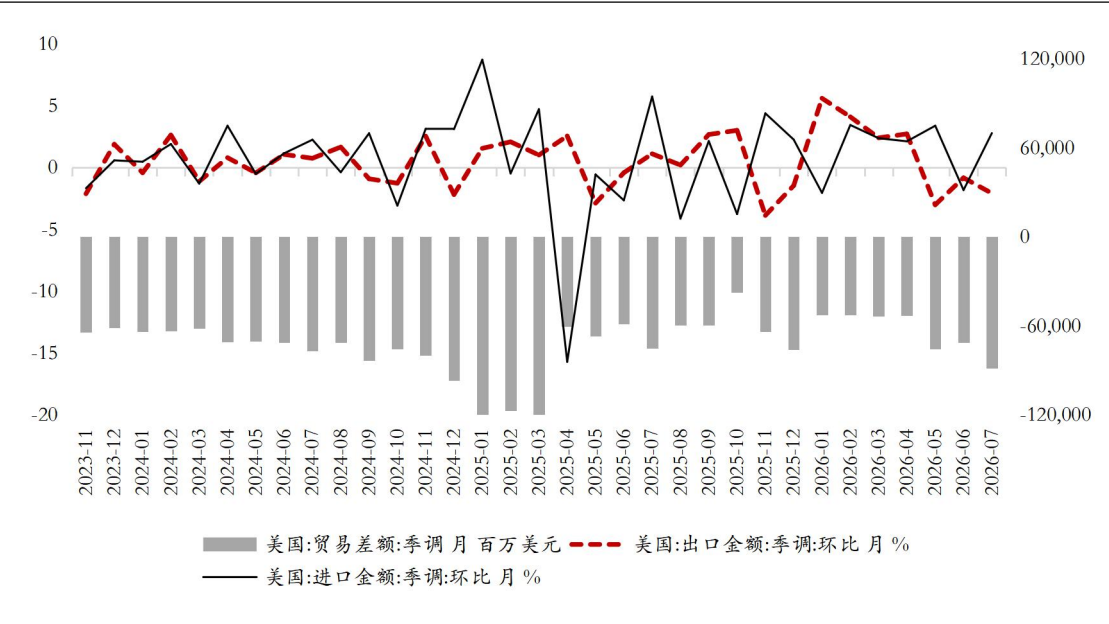
1. 贸易逆差走阔，制造业进口依赖未降。

从进出口总量上来看，美国制造业回流尚未在总量层面改变其对全球价值链（Global Value Chain, GVC）的依赖。贸易赤字格局不仅没有收敛，反而仍在扩大。2026 年 7 月，美国总贸易赤字升至 885.8 亿美元，较 6 月明显走阔，且高出过去 12 个月平均水平 43%。其中，商品贸易逆差达到 1195.9 亿美元，创 2025 年 3 月以来新高。这表明，在政策持续推动制造业“回归”的同时，美国对海外商品的需求仍然旺盛，进口依赖并未实质性缓解。

从制造业进口依赖度来看，当前美国制造业依然表现出“净离岸”特征，制造业进口依赖度仍在上升。首先，2025

年全年美国制成品进口总额同比增长 4.6%，达到约 2.98 万亿美元，创四年来新高；而同期美国国内制造业总产值反而减少 280 亿美元。其次，根据美国商务部公布数据，美国制造业进口依赖度¹在 2026 年 1 月升至 24.5%，较 2025 年 4 月的 23.6% 进一步提高。

图表 3：美国进出口对全球价值链的依赖程度仍然很高



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 供应链“重组”先行，制造业“回流”集中于局部。

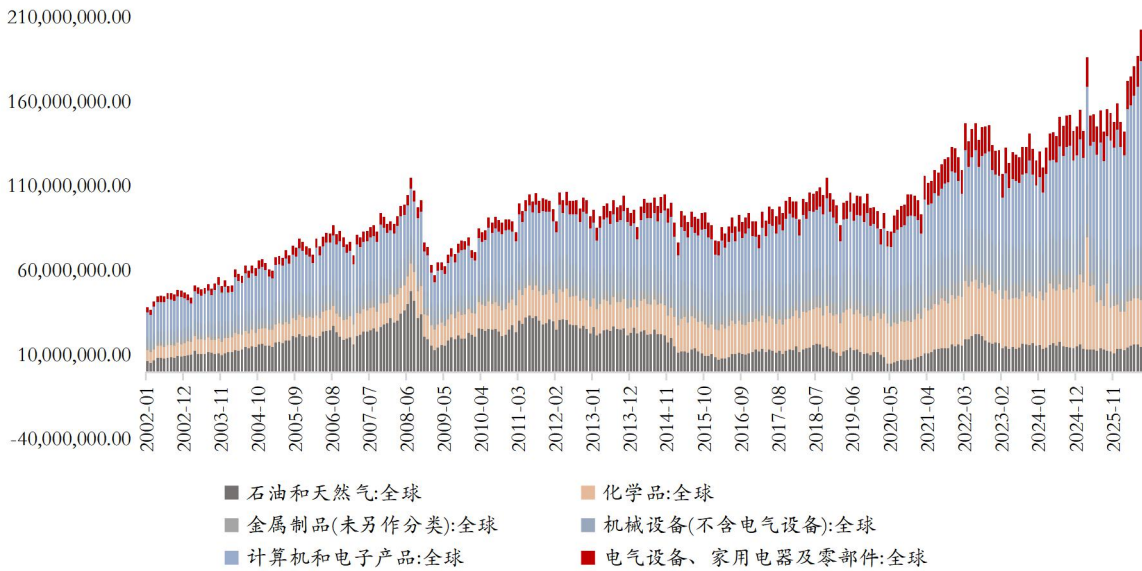
梳理进口来源变化，可以发现，美国供应链确实在重组，但重组的证据难以指向全面回流。换言之，关税政策和产业政策确实改变了供应链的地理分布，却并未从根本上扭转美

¹ 制造业进口依赖度，通常是指制造业进口额占美国国内制造业表观需求的比重。其计算方法为：
美国制造业进口依赖度=制造业进口额/（制造业产出+制造业进口-制造业出口）。

国对海外制造供给的依赖，美国制造业更像是在经历“供应链再分配”，而非“全面本土替代”。具体而言：

从地理分布来看，中国内地在美国制成品进口中的份额已由 2024 年的 13.4% 降至不足 10%。但这一缺口并未由美国本土制造填补，而是主要被其他亚洲低成本国家和地区以及墨西哥所承接。

图表 4：进口增长的主要驱动力恰恰来自那些最难实现本土回流的品类



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

更值得关注的是，**从行业分布来看**，进口增长的主要驱动力恰恰来自那些较难实现本土回流的品类。2025 年，美国计算机与电子产品进口增长 29%，而同期美国国内相关产出仅增长 2.8%。无论是笔记本电脑还是智能手机，即使叠加关税成本，其原产地生产成本仍普遍低于美国本土潜在生产成

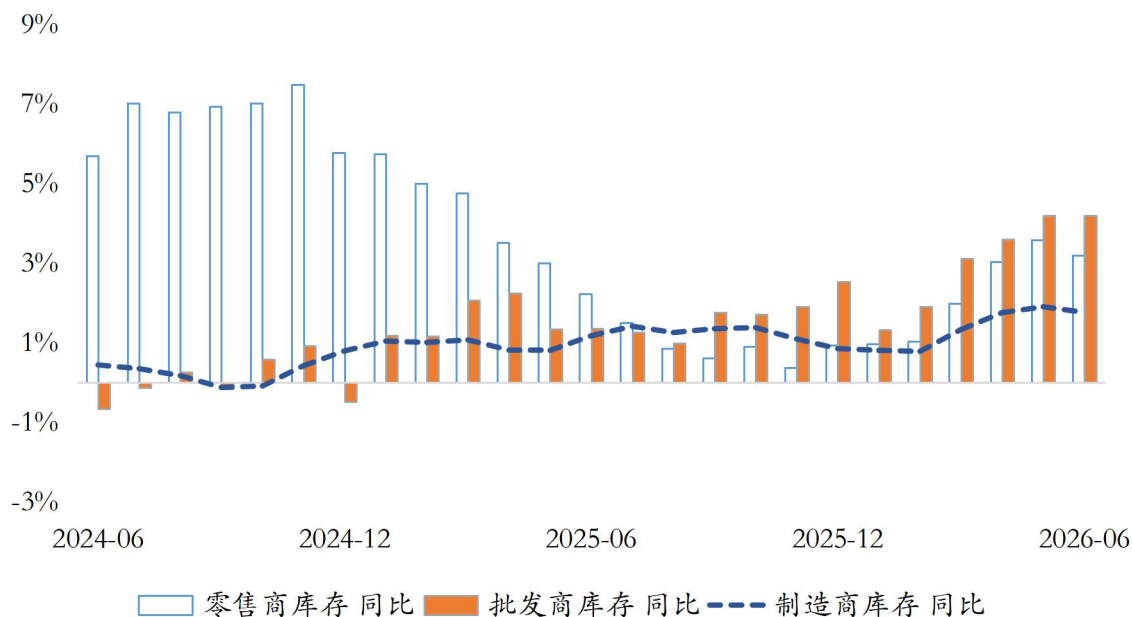
本。与此同时，2026 年 7 月美国进口快速增长主要是 AI 相关的计算机及配件、半导体和电信设备需求快速扩张。因此，现阶段所谓“制造业回流”更准确地说，是在半导体、钢铁、AI 硬件等关键产业链上推进本土化布局的结构性调整，而非贸易总量意义上的全面回归。

三、库存视角：补库修复更多停留在流通层面，尚不足以支撑制造业大范围“回流”

随着美国去库周期逐步接近尾声，库存回补确有展开迹象，但这一过程更多体现为需求企稳后的链条性修复，而非美国本土制造体系已具备全面承接新增需求的能力。

从销售链条表现看，补库带来的需求改善向制造端的传导仍然偏弱。首先，当前库存周期对美国制造业的拉动是存在的，补库确实能够带动部分订单回暖，特别是在资本品、耐用品和部分政策支持行业。2026 年中美国批发销售同比已回升至 10% 以上，制造商销售同比也升至约 7%，均明显高于 2023 年阶段性负增长时的水平；2026 年 8 月耐用品订单环比增长 2.9%，核心资本品出货额 8 月环比增长 0.6%，表明在补库需求和前期订单交付支撑下，制造业部分领域的生产和发货节奏有所加快，但并非广泛回流所带来的系统性扩产。

图表 5：补库带来的需求改善向制造端的传导仍然偏弱



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

但另一方面，从批发修复明显快于制造端可以看出，本土制造对补库需求的承接能力仍显不足。若制造业回流正在大范围展开，则补库阶段通常应伴随制造商库存更快回升，并与零售、批发库存形成同步扩张，但目前这一特征并不明显。从图表 5 可以看出，零售商库存同比在 2024 年中一度达到 5%—7%，2026 年 6 月库存同比增速为 3.2%；批发商库存同比则在 2024 年下半年后持续修复，至 2026 年 6 月已升至 4.2%。相比之下，制造商库存同比自 2024 年以来大多仅在 0%—2% 区间运行，2026 年 6 月为 1.8%，显著弱于零售和批发环节。数据表明，当前美国库存周期的修复更多发生在

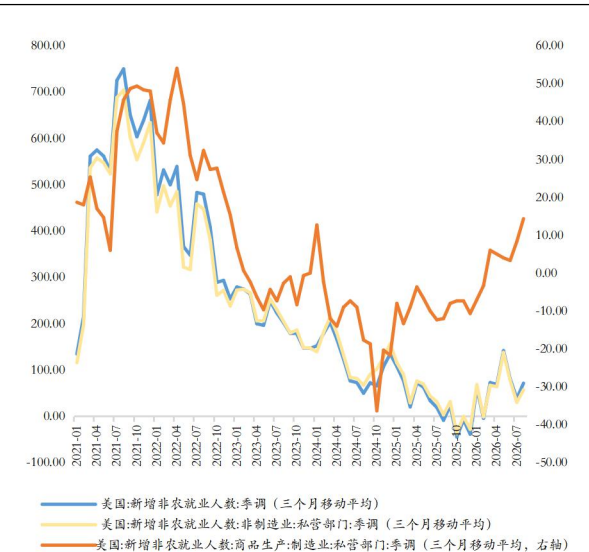
终端和渠道部门，而非制造端的主动扩库，本土制造业尚未出现与“回流”相匹配的强库存积累特征。

更深层次看，这种“补库已启动、制造承接有限”的格局，反映出美国制造业回流仍面临显著的结构性约束。中上游产能扩张周期较长，供应链完整性和产业集群效率亦未全面恢复，使得不少新增需求仍更多通过进口或海外产能补充，而不是快速转化为美国本土制造扩张。

四、劳动市场视角：就业结构性改善明显，全面“回流”尚缺劳动力验证

劳动力市场是观测制造业回流是否真正从“政策宣示”迈向“实体产能”的关键辅助指标。2026年以来，美国劳动力市场总体呈现“低招聘、低裁员”的弱均衡状态。1—8月**非农就业**累计净增64.3万人，月均增约8万人，远高于2025年月均增近1万人的水平，处于温和扩张区间。失业率由年初4.3%回落至8月的4.1%，然而这一改善部分源于劳动力供给收缩，同期劳动参与率由62.1%降至61.6%，表明失业率下行或部分源于供给收缩。**需求端仍具韧性**，7月JOLTS职位空缺727.1万个，与年初基本持平，且2026年1-7月平均水平与2025年同期相当。总量层面“供需双弱但缺口未扩”的格局，说明就业与职位空缺仍维持一定韧性，为潜在产能扩张保留了用工条件。

图表 6：2025 年以来制造业新增非农就业人数波动增加



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 7：2026 年以来制造业职位空缺数呈上升趋势



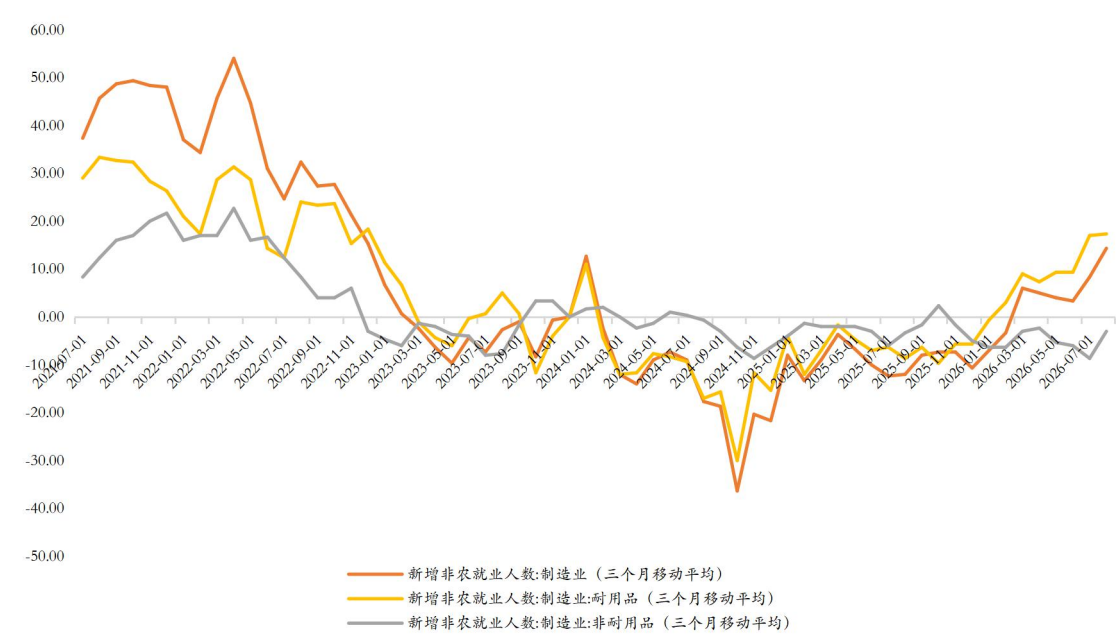
数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

聚焦制造业，趋势上 2024 年底构成较为明确的拐点，制造业新增就业在此触底，2025 年呈波动修复态势，进入 2026 年趋势进一步明朗化。1—8 月制造业月均新增就业超过 7 千人，实现由负转正，显著优于 2024 年月均-1.49 万人和 2025 年月均-0.94 万人的收缩状态。需求端同步释放积极信号。制造业职位空缺于 2025 年间波动磨底，自年底以来呈波动上升趋势，由 2025 年 11 月的 38.9 万个升至 2026 年 7 月的 58 万个。就业总量与空缺指标的同步改善，表明制造业企业用工意愿正在修复，为回流叙事提供了初步微观验证。

分行业看，总量改善的背后是显著的结构性分化。制造业新增就业的回升几乎完全由耐用品板块驱动，耐用品新增

就业走势与制造业整体高度拟合；而非耐用品新增就业自 2024 年底以来几乎始终在零轴下方的区间窄幅波动，持续对整体形成净流出拖累。这种“耐用品强、非耐用品弱”的鲜明反差，表明当前制造业就业扩张并非传统周期的普涨修复，而是具有明确的选择性特征。

图表 8：制造业新增就业的回升几乎完全由耐用品制造板块带动



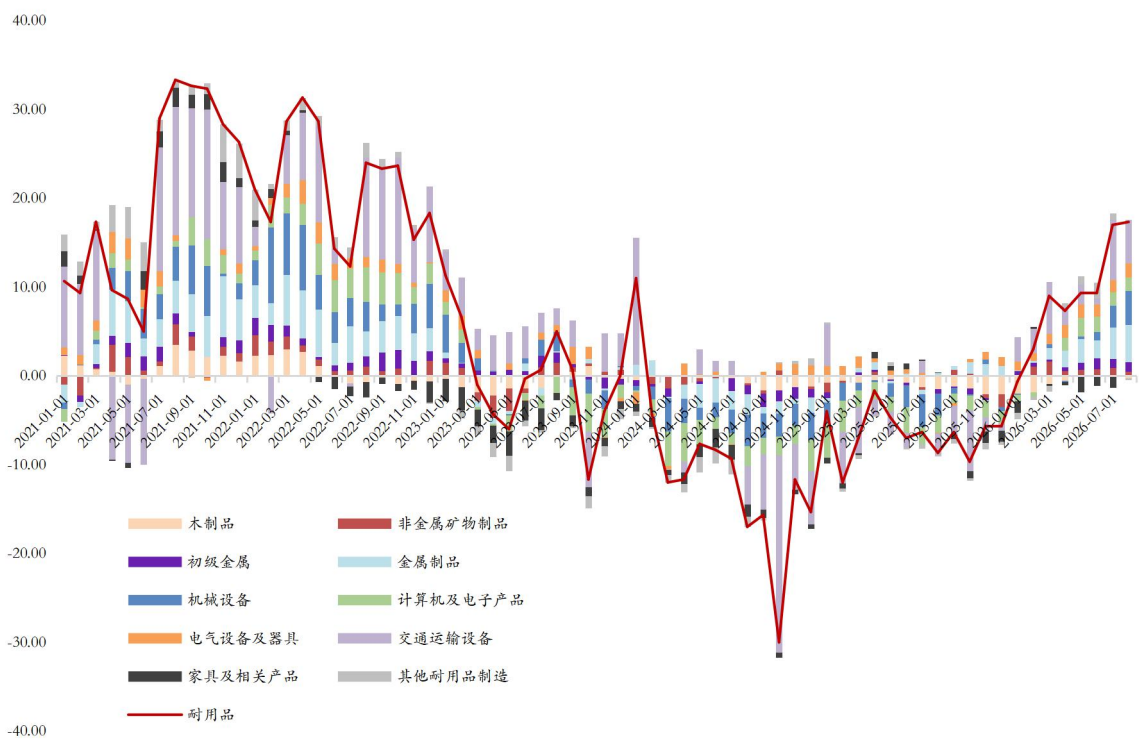
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

进一步拆解耐用品新增就业结构，呈现一定行业景气扩散迹象：（1）交通运输设备、机械设备、计算机及电子产品制造就业均于 2024 年处于低位，2025 年就业流失收窄，2026 年以来加速转正，构成耐用品就业回升的主要支柱。其中，电子仪器与通信设备制造的扩张是计算机及电子品类修复的核心支撑；半导体及电子元件就业增长时点整体滞后，2025 年底仍处收缩区间，2026 年以来有所改善，这与晶圆

厂建设周期长、产能释放存在时滞吻合。与此同时，（2）原材料工业（金属制品、初级金属及非金属矿物制品）自 2026 年以来持续贡献净流入，反映上游资本品需求的边际改善。

（3）电气设备及器具就业亦呈现更为明确的净流入态势，部分来源于美国在 AI 算力爆发与数据中心扩张驱动下的电网扩容与建设潮的带动。

图表 9：多个板块回暖带动耐用品新增就业波动上升（三个月移动平均）



数据来源：圣路易斯联储银行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综合看，美国劳动力市场整体韧性仍存，为潜在产能扩张保留了用工条件。而制造业内部的行业分化则揭示出美国制造业回流的结构筛选结果：机械、运输设备、计算机和上游原材料等耐用品贡献主要就业增量，反映半导体产能释放、

AI 算力扩张及电网建设等资本、技术密集型投资正逐步转化为真实的用工需求；而非耐用品就业持续流出，表明低附加值、劳动密集型环节回流的动力不足。总之，美国制造业回流不是制造业的全面回归，呈现沿“高端、高附加值与战略制造”路径展开的资本深化与产业升级重构的特点。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。