

大摩闭门会：春季预演：电气设备与多元工业 20260526

美国制造业回流驱动十年最强工业周期，2026 年迎生产端拐点

摘要

- 美国制造业回流驱动工业活动恢复增长，潜在规模达 10 万亿美元，预计未来 12 个月工业增速将创十年新高。
- 2026 年短周期生产端将迎来正增长拐点，叠加持续强劲的资本支出，上行周期强度与持续时间将超历史水平。
- 关税政策促使生产增量转向美国，实际消费与产出差值消失，国内产出满足国内需求的比例显著提升。
- 投资重心由软件转向硬资产，过去 25 年设备与建筑投资持续下降积压的需求预计在 2026-2027 年集中释放。
- 货币供应量变化领先 ISM 新订单约 12 个月，是判断工业企业盈利修正与相对估值的核心领先指标。
- 国际生产成本上涨快于美国，缩小成本差距并加速产能向美转移；国际制造业因产能过剩面临资本支出收缩风险。
- 2026 年部分垂直领域面临价格疲劳压力，尤其是与亚洲供应链关联度高的行业，需警惕亚洲生产商的价格竞争。

Q&A

对于电气设备与多元化工业板块的整体展望如何，其核心驱动逻辑是什么？

我们对该行业持乐观观点，这基于一个长期的资本支出上行周期，并由新兴的数十年大趋势所推动，预计将实现更强劲、更持久的全周期增长。两大核心主题是美国制造业回流和效率投资回报率的提升。我们估算，美国制造业回流将推动美国工业活动在经历二十年停滞恢复增长，这一机遇规模可达 10 万亿美元。其次，客户升级资本设备的核心诉求在于实现能源效率、劳动生产率乃至供应链优化等各类效率提升。随着通胀后市场重置完成，客户投资回报周期缩短，这种价值提升效应将支撑本轮上行周期的持续时间，并为多元化工业企业创造盈



预计未来 12 个月美国工业的增长前景如何，特别是在短周期生产端和资本支出方面有哪些具体判断？

我们预计未来 12 个月美国工业将迎来十年来最高增速。增长由资本支出与生产活动共同驱动，两者占比大致相当。过去两年，策略是布局资本支出相关标的，同时对生产端持谨慎态度，因消费者压力及渠道库存过剩抑制了生产需求。进入 2026 年后，我们判断短周期生产端将出现正增长拐点，叠加持续强劲的资本支出，有望推动美国工业增速在未来 12 个月达到十年峰值。鉴于新兴大趋势的持续性，当前上行周期的强度和持续时间将超过以往周期。

为何在 2026 年转向看好短周期生产端，有哪些宏观数据或趋势支持这一判断？

转向看好的主要原因是我们已开始看到生产增量单位因关税影响转向美国市场。过去 20 年，美国实际消费支出与制造业产出的差值平均约为 400 个基点，这主要反映了外包情况。解放日之后，该差值已消失，这表明生产正因关税转向美国市场，是美国制造业回流的证据，国内产出目前已能满足更高比例的国内需求。渠道库存在 2025 年上半年因解放日关税导致的库存积累后已完成去库存。这些转变因素为工业周期增添了持续性。历史上，工业周期启动需要消费支出回升，但如今经济活动和投资正由回流数据、数据中心及资本效率升级所驱动，这些因素并不依赖于消费者参与。正是这些不断变化的驱动因素，使得美国多行业有机增长在过去三年中始终保持中个位数区间，尽管经历了美国历史上最长的制造业衰退期。

面对 1.2 万亿美元的贸易逆差，以及美伊冲突等地缘政治因素，美国工业活动将受到何种影响？

行业驱动因素正转向产能转移和关税规避，这与周期性的消费支出相比，是持续时间更长、更具长期性的增长驱动因素。从 2025 年下半年起，为应对供应链成本变化，新增产能正重新进入美国市场。美伊冲突实际上可能成为美国工业活动的顺风。尽管冲突推高大宗商品价格可能影响消费者支出能力，但我们观察到国际生产成本的上涨速度远快于美国。随着美国与全球其他地区的生产成本差距缩小，新增产出将开始向美国转移。相关领先指标仍保持积极态势，这使我们在 2025 年底对短周期转为乐观，并相信 2026 年以来看到的改善（包括 ISM 指数触底回升）能在今年剩余时间持续。

在预测美国工业订单趋势时，哪些是关键的领先指标？

订单是美国工业的关键绩效指标，我们认为美国货币供应量变化是订单的最佳领先指标。历史上，货币供应量变化领先 ISM 新订单约 12 个月，因为货币政策变化传导至经济需要一定时间。而新订单是美国工业企业盈利修正和相对估值的首要驱动因素，因此是重要的观察指标。

2025 年美国短周期复苏将呈现何种特点，不同领域的表现会有哪些分化？

尽管我们对 2026 年美国短周期更为看好，但预计复苏将呈现分化态势：固定资产投资将引领增长，而消费端复苏相对缓慢。重要的是，商品消费确实会出现好转。真正受益于西方产业迁移的并非产品销售企业，而是设施建设与服务提供商，即美国工业企业。这类企业过去 25 年几乎未见市场增长，如今却成为美国贸易议程的核心。

未来 12 个月，行业内的价格与成本将如何演变，哪些领域面临价格竞争风险？

行业内价格与成本出现分化。虽然价格下跌可能性较低，但部分垂直领域可能在 2026 年因价格疲劳面临负向价格成本压力。过去五年，价格主要受供应链波动、关税及相关成本通胀驱动；未来，定价权将重新回归行业基本面，取决于需求状况和行业竞争程度。未来 12 个月价格竞争风险最大的领域是与供应链及亚洲关联的垂直行业。这是因为 IIPA 关税回落至 122 全球最低税率后，亚洲生产商从中获得的净收益最大，它们可能通过价格竞争重新抢占美国市场份额。为筛选此类风险，我们分析了美国进口中亚洲份额较墨西哥下降的垂直领域，这些领域的亚洲生产商最可能采取更激进的价格竞争策略。

2025 年迄今的短周期需求表现如何，背后的驱动因素是什么？下半年市场表现的关键又是什么？

截至目前，2026 年的表现远超我们预期。领先的宏观数据及企业一季度业绩显示，企业正开始提前备货。这一趋势在美国短周期订单率上体现得最为明显，我们将其归因于 EPA 政策的初步影响。EPA 关税取消后，曾有一段时间亚洲产品可低价进入美国市场，但不确定这种情况会持续多久。此外，零部件供应担忧加剧，且美国与伊朗冲突引发了更广泛的供应链担忧并导致大宗商品通胀，预示价格将进一步上涨，这也是客户试图提前备货的另一原因。尽管这将对美国工业整体产生影响，但我们认为下半年表现最佳的股票将是那些受益于终端市场需求改善的标的。这既会限制下半年去库存的可能性，也能提供定价能力以抵消潜在的成本通胀。

在资本支出方面，除了数据中心，制造业的投资意愿和实际投入呈现出哪些新趋势？

过去三年美国资本支出一直非常强劲，且我们正看到资本支出意向从数据中心向其他领域扩展。在美国资本支出中，我们对变化速度最有信心的领域是制造业。基于美国产业回流的判断，过去 12 个月美国资本品企业的资本支出意愿出现明显拐点。自“解封日”以来，美国制造业项目开工数量显著上升，这是经济活动的领先指标。我们还看到美国在全球资本形成中的占比达到金融危机以来的最高水平。企业正将新增投资和生产转移至美国市场以应对供应链成本变化，这是未来绿地工厂选址的领先信号。解放日之后，美国工业机械订单激增约 40%，这表

明企业正在投资扩产。

如何看待美国与国际市场在制造业资本支出方面的此消彼长关系？

我们对国际资本支出持负面看法。如果美国占据全球制造业投资的更大份额，意味着其他国家正在让出份额。国际市场面临的挑战是其最大买家正在收缩，且没有新增买家，而全球商品需求并未改变。美国仍能获得投资的原因在于，新增产能的动机是缓解关税压力和 1.2 万亿美元的贸易逆差，这是美国独有的问题。简而言之，我们认为国际制造业产能过剩，在当前政策背景下难以吸引新增资本支出。2025 年国际生产成本指标为负而北美国家则上升，这表明投资正流向产能更稀缺的地区。

过去美国工业体系在软件和硬资产上的投资配置情况如何，这对未来的投资趋势有何启示？

过去十年美国工业体系在软件上过度投资，而牺牲了硬资产（包括设备和建筑）。重要的是，这种配置转变并未带来回报，随着支出转向软件，美国制造业劳动生产率在过去 15 年持续下降。自 2000 年以来，美国制造业固定资产投资实际增长 480 亿美元，而软件投资增长 650 亿美元，这意味着设备和建筑的年度投资在过去 25 年持续下降。市场反馈显示，这些硬资产存在大量积压需求，我们预计将在 2026 至 2027 年释放。

关税政策对多元化工业企业的影响体现在哪些方面，投资者应关注哪些关键点？

我们的覆盖范围受关税影响显著，涉及的企业处于全球贸易的核心交汇点。投资者通常关注区域成本结构敞口，但我们认为股票的关键在于销量弹性。若企业销量相对刚性且定价能力强，关税反而可能对未来 12 个月盈利产生积极影响，实现销量基本稳定而价格有所提升。此外，关税政策对美国工业活动的影响是常被忽视的重要驱动因素。企业必须服务于全球需求和利润率最佳的美国市场，若进口成本边际上升，企业将增加国内生产投资以规避关税，推动产业活动向美国转移。如果美国政府政策能让停滞数十年的工业经济重回增长轨道，这对股市的重要性远超过未来 12 个月的价格波动和成本压力。