

研究报告

2019 年第 54 期

2019.06.04

执笔人：朱妮

zhuni_csjr@icbc.com.cn

制造业投资增长的因素分析和走势预判

- 2019 年 1-4 月，我国制造业投资累计增长 2.5%，创历史最低水平。近年来，制造业投资额在固定资产投资中的占比稳定在 30% 左右，是占比最高的行业。制造业投资增速大幅下滑，不仅对固定资产投资形成拖累，还会制约经济增长。结合制造业行业特点和投资影响因素分析，当前制造业投资回落是被动型投资进入后期、主动型投资下降共同作用的结果。
- 制造业投资的最终企稳有赖于终端需求和企业盈利的共同改善。今年更大力度的减税降费在一定程度上有助于企业留存利润，但终端需求才是利润的决定性因素。短期来看，外部需求难以改善，国内需求的回升成为影响制造业投资走势的关键因素，主要体现在基建投资回升和房地产销售有望走稳对制造业投资形成的支持。如果中美关税大战不出现回转、国内宏观政策不进行大的调整，从利润下滑的传导时间分析，2019 年下半年制造业投资有可能进一步下探。但在国内需求的支撑下，下探幅度相对有限。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

制造业投资是我国固定资产投资的三大组成部分之一。从投资额看，近年来，制造业、房地产和基建三大投资的占比之和一直稳定在 70% 上下。其中，制造业投资占比保持在 30% 左右，占比最高。制造业投资的稳定增长对于固定资产投资增长有着重要的影响。2019 年以来，制造业投资增速大幅回调，1-4 月累计仅增 2.5%，创历史最低。这将对固定资产投资产生不利影响。分析制造业投资下降的原因，对其未来走势做出预判也就显得非常重要。

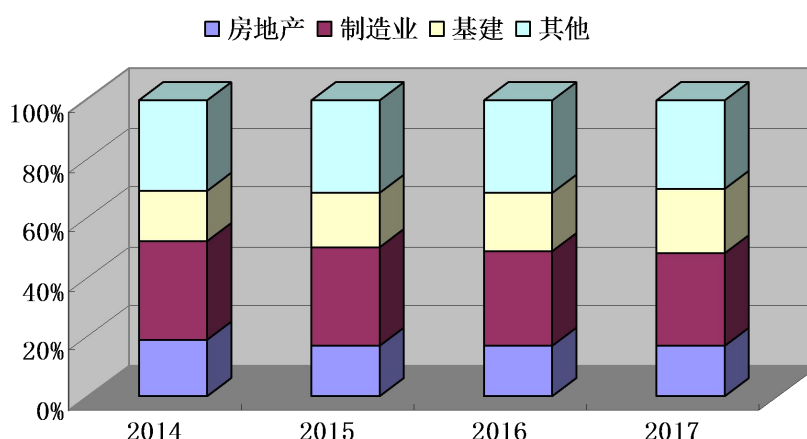


图 1 固定资产投资中主要行业投资占比

一、制造业的行业特征

制造业指的是对采掘品、农副食品等进行加工、再加工的物质生产部门。从国家统计局公布的数据口径来看，制造业共包含 31 个行业，广泛涵盖了食品加工、纺织服饰、家具制造、橡胶塑料、金属压延、金属制品、各类设备制造等从上游、中游到下游的诸多行业，是与生产生活密切相关的物质生产部门。

制造业的一大特点是投资的市场化程度较高，原因在于绝大部分制造业投资来自于私人控股企业。近年来，私人控股的制造业企业快速成长，成为制造业投资的主力。2013-2017 年，制造业投资中有 75% 以上来自于私人控股企业。在投资增速上则体现为制造业投资增速与民间投资增速的高度拟合。尤其是制造业中的劳动密集型、充分竞争行业，私人企业投资占比普遍更高。比如，纺织业、服装鞋帽制造业、皮革毛皮羽毛(绒)及其制品业、木材加工及木竹藤棕草制品业、家具制造业的私人企业投资占比均高达 85% 左右，而烟草制品业由于



垄断程度较高，私人企业投资占比仅为 10% 左右；类似的还有通信设备、计算机及其他电子设备制造业，私人投资占比为 50% 左右。私人企业往往根据市场环境变化独立做出投资决定，较少受到政府的直接干预。因此，制造业投资呈现出较强的经济顺周期特点，在经济下行期比较容易受到冲击。与之对应，基建投资则属于典型的逆周期调节工具，主要由政府拉动，投资资金来源也依赖于政府融资。房地产投资则居于其中，对利率、房地产调控政策的敏感度较高。

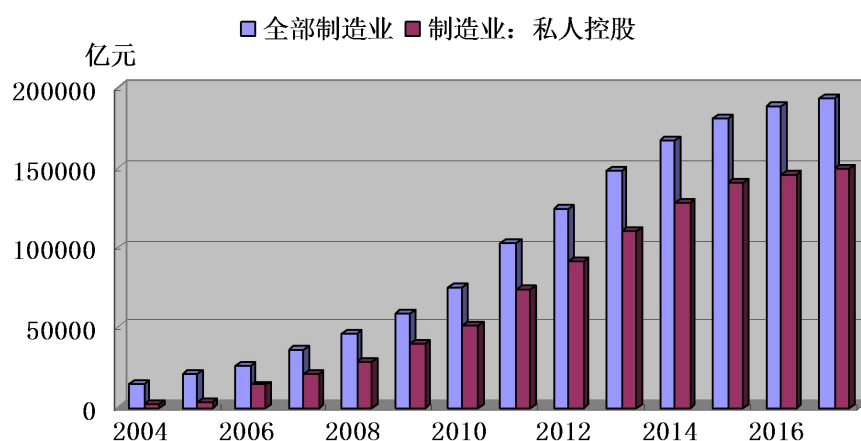


图2 制造业投资中私人控股企业占比较高

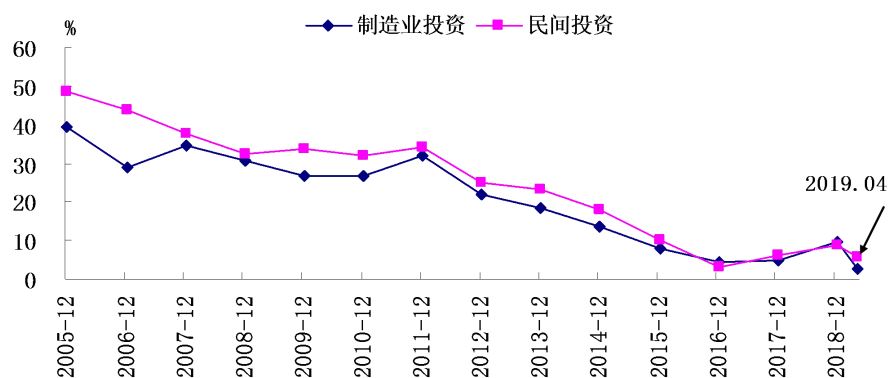


图3 制造业投资增速与民间投资增速高度拟合

制造业的第二个特点是具有明显的外向型特征，美国是重要的制造业产品出口地。从制造业出口占货物出口的比重看，早从 1993 年以来，我国货物出口总金额中制造业产品的占比就稳定在 80% 以上；加入 WTO 以后，该占比继续攀升，

2003 年以来持续稳定在 90% 以上，2013 年以来更是逐渐向 95% 趋近。从制造业增加值的角度看，根据商务部《全球价值链与中国贸易增加值核算研究报告（2018）》的数据，我国制造业的出口增加值率大体为 66.5%。按照报告的计算方法，可计算出家具制造业、纺织业和服装服饰业的出口增加值率更高，分别大约为 87%、82% 和 81%。制造业的外向型特征意味着企业对外部市场需求的依赖较高，贸易条件变化对制造业的冲击较大。

美国是中国制造业产品的重要出口地。中国对美商品出口不仅集中在传统的劳动密集型产业上，随着制造业升级，资本密集型产业（如机电设备等）产品对美出口也大幅增加。近年来，我国有三成以上的玩具和家具、两成以上的鞋类、机械器具、车辆、服装和塑料制品销往美国。

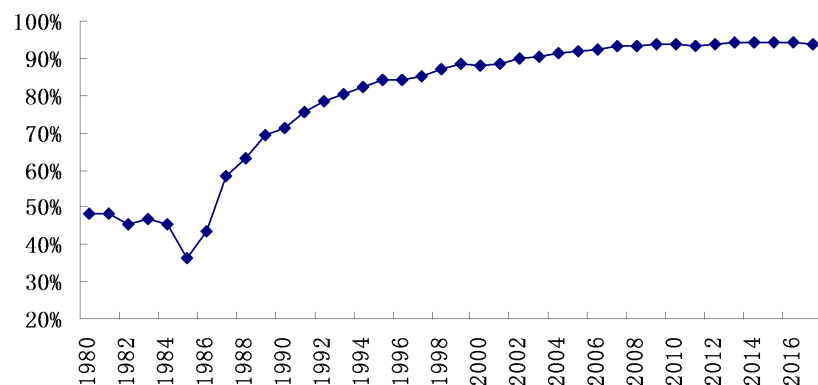


图 4 中国货物出口金额中制造业出口占比较高

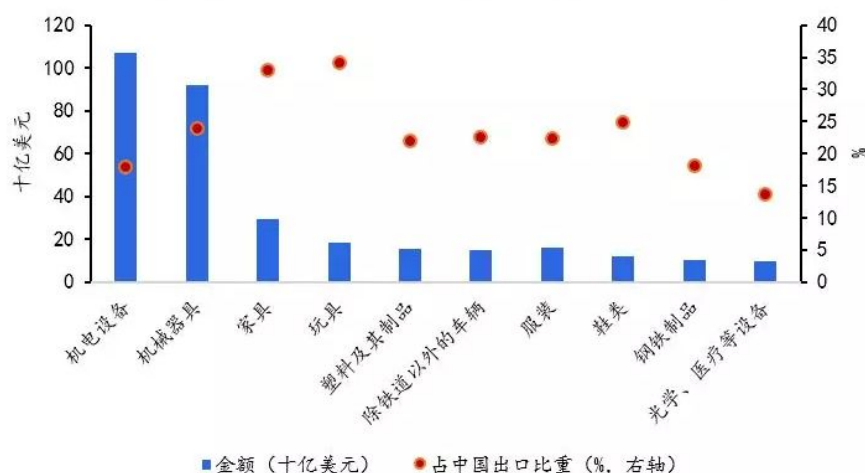


图5 中国出口美国主要产品金额占该产品总出口金额比重

从驱动因素看，制造业投资分为主动投资和被动投资，主动投资是制造业投资的主导因素。所谓被动投资，是指企业由于达不到环保要求，被动对现有厂房、设备等进行改建或者技术升级。主要表现为改建和技改项目投资增速的显著加快，新建和扩建项目投资增速不一定明显加快。主动投资则是企业根据市场需求变化所做出的扩大生产的决策。通常，被动投资对制造业投资增速的支持力度弱于主动型投资，持续时间也较短。2018年制造业技术改造支出增速为14.9%，高出制造业投资增速5.4个百分点。同时，伴随投资回升，产能利用率和制造业企业家信心指数却均在下滑。因此，2018年的投资反弹可能更多是由于石油加工、化学原料、非金属制品、黑色冶炼、有色冶炼等高污染及产能过剩行业为应对环保要求而进行的设备更新，属被动投资。经历过1年左右的建设以后，行业开始进入下行期，带动投资增速回调。

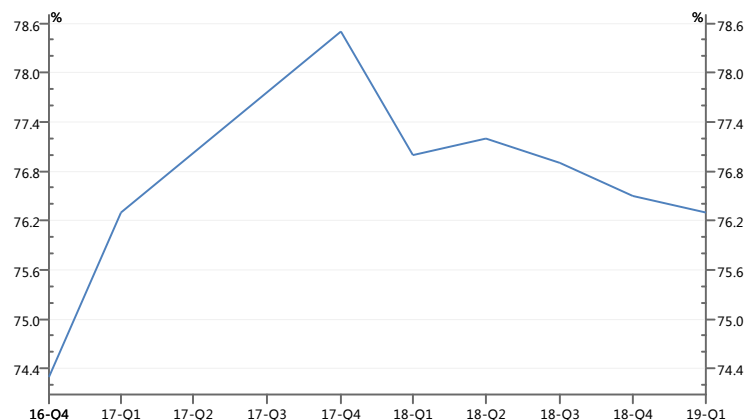


图 6 2018 年制造业产能利用率下降

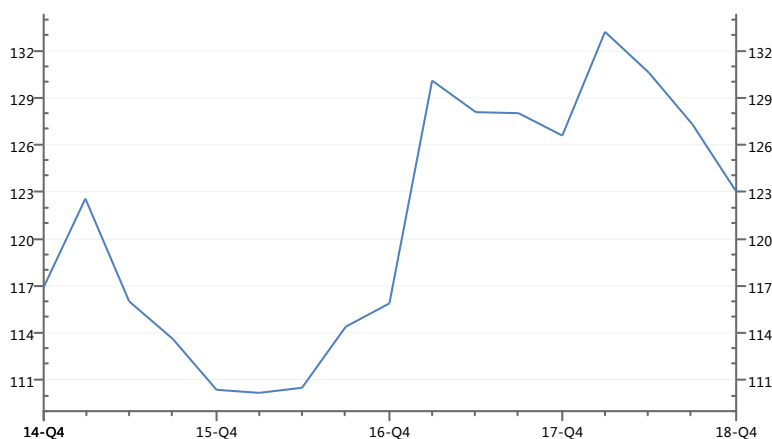


图 7 2018 年制造业企业家信心指数下滑

二、影响制造业主动投资的主要变量

制造业主动投资可以从企业经营状况、市场需求环境和企业家信心指数三个方面进行分析。

首先，利润是经营状况的直接反映，在很大程度上影响企业主的投资决策，同时也是制造业投资资金的主要来源。与基建投资主要依靠财政预算内资金和银行贷款大有不同，制造业投资主要依靠的是自筹资金。近年来，自筹资金在制造业投资资金来源中的占比已高达90%左右。国内贷款是第二大资金来源，但



占比还不到10%。

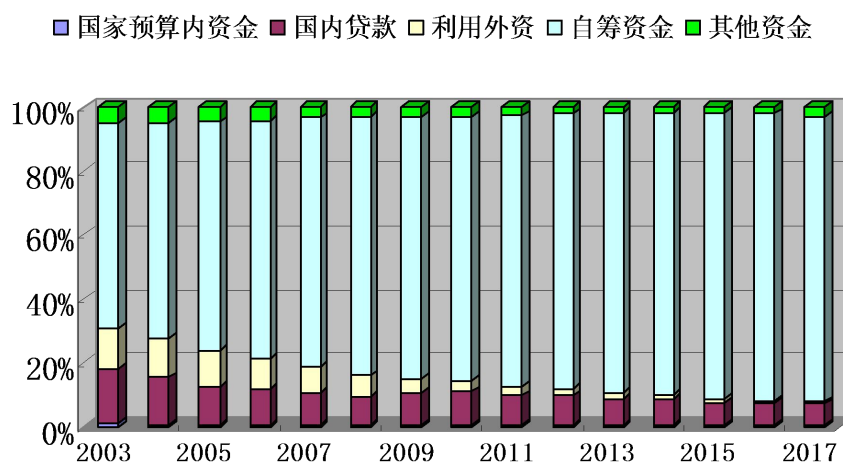


图8 制造业投资各资金来源占比

投资资金几乎全部依靠企业自筹，意味着利润对投资的影响非常大。由于制造业企业利润数据的局限性（仅从2014年开始统计），可采用全部工业企业利润累计同比指标进行近似替代，来分析历年来制造业企业利润与投资之间的关系。制造业利润贡献了工业企业利润的绝大部分，2014-2018年，制造业企业占工业企业利润的比重平均达到了86%。因此，2014年以来，制造业和工业企业利润累计同比增速变化的方向以及幅度基本保持一致。所以，工业企业利润累计同比是制造业利润累计同比的一个比较好的替代指标。

整体而言，工业企业利润领先制造业投资12个月左右的时间。从2017年投资完成额占比较高的几个行业¹来看，不同行业利润对投资的领先程度也有所差别。例如，计算机通信和其他电子设备制造业利润增速约领先投资增速6个月，化学原料及化学制品制造业利润累计同比大约领先投资9个月，而专用设备制造业利润领先投资大约18个月。整体来看，各行业制造业利润领先投资12

¹ 非金属矿物制品业（8.76%）、化学原料及化学制品制造业（7.18%）、电气机械及器材制造业（6.89%）、通用设备制造业（6.84%）、汽车制造业（6.77%）、计算机通信和其他电子设备制造业（6.67%）、专用设备制造业（6.38%）。

个月左右的时间。

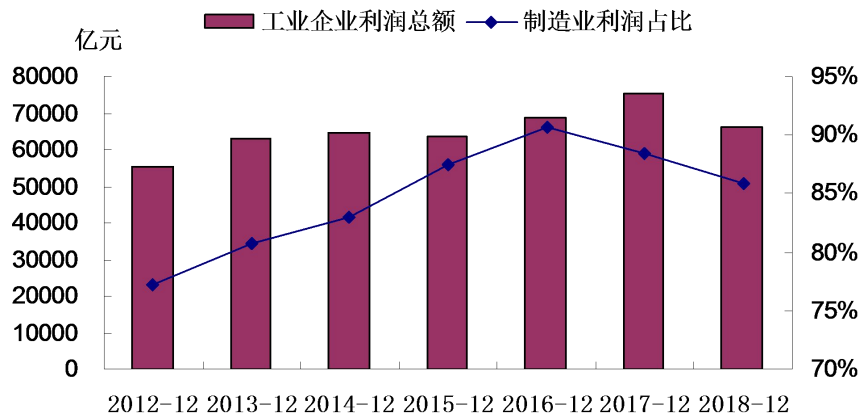
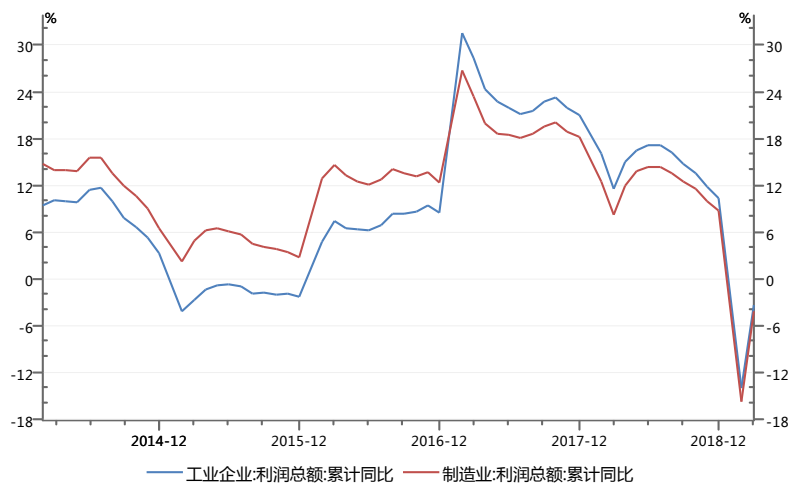


图9 制造业利润占工业企业利润比重



数据来源: Wind

图10 工业企业利润增速与制造业利润增速

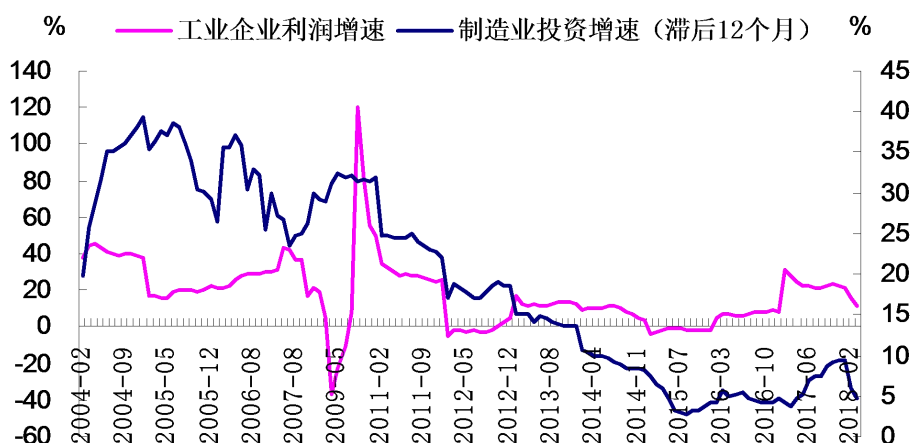


图 11 企业利润对制造业投资具有一定的先行指征性

产能利用率也是跟踪企业生产经营情况的较好指标。一般情况下，当需求改善、利润回升，企业会将更多的设备投入生产，带动产能利用率上升。当产能利用率回升到一定程度以后，如果设备不够用于生产，企业便会扩张产能。主动投资的启动往往伴随着产能利用率的上升。

其次，需求方面，制造业终端需求分为内部需求和外部需求。内部需求主要与基建投资和房地产有关。基建和房地产投资有利于对制造业上游产品需求的拉动。房地产销售则有利于对家装相关的中下游制造业的拉动。制造业外向型特征决定了外需的重要性，可以用 PMI 新（出口）订单指数来反映。

第三，制造业企业家信心指数综合反映了企业对未来发展的判断，以 100 为分界线，100 以上为乐观，以下为悲观。

需要注意的是，以上指标为我们分析制造业投资提供了基本的框架和思路。但是，由于各指标的传导路径复杂性和传导时间的不一致，在判断时不能完全拘泥于指标的短期变化。还应结合国内外形势、相关产业情况等综合分析。

三、制造业下一阶段走势

首先，从企业经营状况看，制造业利润增速已在 2018 年下半年出现一定下滑态势，尤其去年 11 月份以来，利润增速加速回落，企业盈利出现了比较明显的恶化，直接制约未来制造业投资资金来源和企业投资意愿。分行业看，31 个

制造业行业中，有 22 个行业的利润在 2018 年同比出现下滑，11 个行业下滑幅度超过 10 个百分点。同时，2018 年 6 月以来，制造业产能利用率持续下降，2019 年 3 月末已降至 76.3%，为近两年最低。其中，在公布产能利用率的数据的 18 个制造业行业当中，2018 年有 11 个行业 4 季度的产能利用率出现同比下降。

其次，从终端需求看，内需对制造业的拉动较为有限。一是基建投资在专项债发行的带动下已有所企稳，有利于制造业上游产业需求回升，但从制造业投资占比看，上游行业²占比普遍偏低，近年来合计占比仅为 6% 左右。二是房地产投资或回调，不利于制造业投资增长。目前房地产投资增长虽相对稳定，但随着房地产市场调控的不断深入，房地产市场的先行指标——土地购置面积开始出现明显变化³，预示房地产投资或有回调。三是从房屋销售看，当前流动性比较充足，可贷资金充裕，3 月份全国首套房贷款平均利率为 5.56%，连续 4 个月下降，回归至去年 4 月的水平，有助于拉动中下游制造业回升。综合来看，国内需求对制造业投资的拉动较为有限。

外需或进一步下降，对制造业投资冲击较大。全球经济增速放缓⁴叠加中美贸易战，对我国出口的拖累逐渐显现。美元计价下，1-4 月我国出口累计增长 0.2%，比 2018 年低 9.7 个百分点，其中对美出口下降 9.7%，中美贸易额下降了 15.7%，对美贸易占中国外贸总值的比例下降至 11.5%。从 PMI 新出口订单看，去年 6 月以来，该指标持续低于 50% 的荣枯线，今年 2 月跌至 45.2% 的历史次低水平（最低为 2008 年 11 月的 29%），4 月为 49.2%，依然低于 50%，预示着未来外需还会进一步减弱。由于中国主要出口商品在其他几大出口国的进口额中所占的比重已相当高⁵，想要依靠这些国家来消化更多的中国进口商品困难较大，而非主要贸易国的市场规模又相对有限。因此，制造业产品的外需下降恐难避免。

² 主要包括黑色金属冶炼及延压，有色金属冶炼及延压，石油、煤炭及其他燃料加工业。

³ 2019 年 1-4 月房地产开发企业土地购置面积同比下降 33.8%，降幅比 1-3 月份扩大 0.7 个百分点，位居 1999 年以来增速倒数第三位（第一位是 2009 年 1-3 月下降 40.1%，第一位是 2019 年 1-2 月下降 34.1%）。

⁴ 4 月，IMF 在最新发布经济预测中，将 2019 年全球经济增速调低 0.2 个百分点至 3.3%。

⁵ 例如，对美国出口量最大的电子机械与设备，日本从中国的进口已占其全部进口的 49.6%，韩国从中国的进口占其全部进口的 40.7%，德国占 23.0%，英国占 22.7%。



表1 主要出口地从中国进口商品的占比

占全部进口商品的比重(%)	电子机械与设备	家具	玩具
美国	40.8	50.4	82.4
日本	49.6	59.9	78.1
韩国	40.7	65.6	55
德国	23	21.6	48.8
英国	22.7	50.4	63.8

最后，制造业企业家信心指数也指向投资回调。从2018年6月开始，该指数持续快速下降，截至2018年末为123%，比3月末大幅下降10.2个百分点。在当前加征关税升级、出口增速明显下降的背景下，预计2019年3月该指数还会继续回落。尽管指数目前还处于景气状态，但快速回调意味着企业家对未来形势的乐观态度有所下降。

总的来看，当前制造业投资正处于被动型投资进入后期、主动型投资回调的叠加阶段，投资增长面临的不利因素增多。制造业投资的最终企稳有赖于终端需求和企业盈利的共同改善。今年更大力度的减税降费在一定程度上有助于企业留存利润，但终端需求才是利润的决定性因素。短期来看，外部需求难以改善，国内需求的回升成为制造业投资走势的关键因素，主要体现在基建投资回升和房地产销售有望走稳在一定程度上支持制造业投资增长。如果中美关税大战不出现回转、国内宏观政策不进行大的调整，从利润下滑的传导时间分析，2019年下半年制造业投资有可能进一步下探，但在国内需求的支撑下，下探幅度有限。