

2024 年 08 月 26 日

制造业投资框架“大迁移”

——“产业突围”系列专题之一

- **制造业投资框架的“表”与“里”？盈利驱动只是表象，供需远期再平衡才是底层逻辑。**
- **传统的制造业投资框架认为盈利是驱动投资的核心来源，但盈利驱动只是表层逻辑。**相比于基建地产等更依赖杠杆资金的模式，制造业投资更依赖自有资金，即企业盈利，这也是市场认为盈利驱动投资的原因。但数据上盈利增速与制造业投资增速却并不匹配。
- **盈利与投资“分化表象”背后，结构因素才是关键，盈利的行业分布与形成机制是投资更重要的影响因素。**高耗能行业盈利并不会驱动投资，但非高耗能行业盈利增速领先 1 年后投资增速。同时，供给收缩带来价格上涨相应驱动的盈利改善，持续性不如需求恢复驱动的盈利改善，也不会激发企业投资，譬如 16-18 年供给侧改革时期。
- **制造业投资本质上是当前的需求、未来的供给，因而供需远期再平衡才是驱动制造业投资的底层宏观逻辑。**2015 年至 2021 年，虽然需求经历几轮改善，但总体表现弱于供给，因此制造业投资总体保持低增速、并未单纯跟随需求而改善。但 2022 年以来，需求弱于供给背景下，企业仍增加投资，同时盈利与投资也开始背离，制造业投资框架转型。
- **供需再平衡的宏观框架解释力在弱化？需求、产能利用率、上市公司数据均反映该现象。**
- **2022 年以来无论是“表层”盈利、还是“底层”供需再平衡等逻辑，均无法解释本轮强劲制造业投资，首先表现为需求对制造业投资的指引性明显弱化。**“广义工业品需求”指标在 2022 年前与制造业投资走势较匹配，但 2022 年以来，广义工业品需求增速由 8% 的水平大幅下滑至 4% 及以下，但制造业投资增速却由 5% 附近持续上行至 10% 左右。
- **从需求结构数据看，内外需对于制造业投资的指引效果均下滑。投资表现更强的上市公司，2022 年以来也出现更明显的营收与投资背离现象，为近年来首次。**近两年以来外需驱动和内需驱动的行业投资增速均明显强于需求增速。而此前上市公司制造业固投增速明显高于制造业总体水平，前者近两年也出现更明显的营收下滑但投资冲高的现象。
- **作为供需远期再平衡的中介指标，供给侧产能利用率对制造业投资的指引性在 2022 年以来也明显下降，下游行业投资与产能利用率的背离更为明显。**2022 年之前产能利用率与制造业投资走势十分匹配。在产能利用率偏低的时候，即使需求改善，也很难拉动投资。但自 2022 年以来，也出现产能利用率下行、但制造业投资冲高的现象，尤其是下游。
- **供给侧转型的产业框架适用性上升？中观产业转型替代宏观变化，额外支撑制造业投资。**
- **一方面，供给侧转型表现为产能更新的正常周期，在更新时将推动投资增速高于产能利用率对应水平。**对比制造业投资增速和固定资产增速的差值间隔年份，可以找到产能更新周期的规律（制造业投资高增但固定资产增速稳定）。参与全球竞争、更靠近中上游的制造业更新更频繁（平均为 5 年），而内需依赖型下游更新周期偏长（平均为 10 年）。
- **另一方面，供给侧转型也表现为产业升级（产能扩张）与产能转移，前者会额外支撑制造业投资。**我们从各行业进口依赖度变化、出口占比变化两个维度，观察产业转型和产业转移。近年来我国产业结构呈现两大特征：纺织服装、家具、手机电脑整机组装等劳动密集型产业向海外转移，汽车、装备制造业、电子零部件等高端制造业占比明显提升。
- **从产业转型效果来看，高耗能行业更新改造、高技术产业升级均显著提升生产效率，而劳动密集型产业增加投资只会带来效率下降的结果。**黑色压延、石油加工、化学原料制品等高耗能行业，在产能更新改造带动投资占比上升后，也相应带动增加值率明显提升。与此同时，汽车、医药、电气机械、通用设备等高技术产业升级带动投资占比上升后，也能带动增加值率上升。仅纺织服装、家具等劳动密集型行业出现投资增加但增加值率下降现象。
- **风险提示：经济复苏不及预期，部分新兴行业过度投资，房地产形势变化超预期。**

证券分析师

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com

联系人

屠强
(8621)23297818x
tuqiang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

图表目录

图 1：三大投资资金来源的结构占比.....	6
图 2：制造业利润增速与投资增速并不匹配	6
图 3：高耗能行业盈利并不会直接驱动投资	6
图 4：非高耗能行业盈利领先投资，但近两年分化	6
图 5：供需再平衡过程中，制造业投资的变化（上图为剔除价格后实际增速，下图为包含价格名义增速）	7
图 6：制造业投资与需求背离	8
图 7：制造业投资拆分	8
图 8：参照完全消耗系数，拆解各行业总产值中实际出口占比（初始出口+中间投入最终用于出口）	8
图 9：内需依赖制造业投资增速明显高于内需增速	9
图 10：外需依赖制造业投资增速高于外需增速	9
图 11：上市公司固投增速高于行业平均水平	9
图 12：上市公司也出现营收走弱但投资一度走强	9
图 13：制造业投资与产能利用率罕见背离	10
图 14：非高耗能行业投资也与产能利用率背离	10
图 15：内需依赖下游投资也与产能利用率背离	10
图 16：外需依赖行业投资也与产能利用率背离	10
图 17：高耗能行业：产能更新周期平均为 5 年	11
图 18：外需依赖行业：产能更新周期平均为 5 年	11
图 19：非高耗能中上游：更新周期平均为 7 年	11
图 20：非高耗能下游：更新周期平均为 10 年	11
图 21：2017 年-2020 年，各制造业行业进口依赖度变化	12
图 22：出口商品结构占比	12
图 23：上一轮产能更新与产业升级曾有效提高各行业增加值率，仅劳动密集型行业出现投资增加但效率下降的情况	13
图 24：本周，钢厂盈利率持续下滑	14
图 25：本周，高炉开工率继续回落	14
图 26：本周，钢材周表观消费有所回升	14

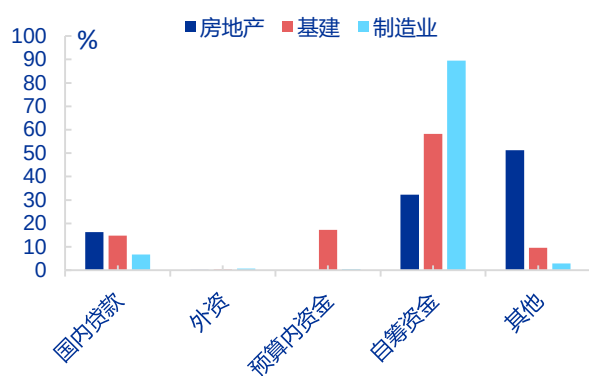
图 27: 本周, 钢材社会库存有所下滑	14
图 28: 上周, 铝行业开工率小幅上涨	14
图 29: 本周, 铜杆开工率略有回落	14
图 30: 本周, 电解铝现货库存持续减少	15
图 31: 本周, 社铜库存延续下滑	15
图 32: 本周, 纯碱开工率小幅上涨	15
图 33: 本周, 国内 PTA 开工率延续上涨	15
图 34: 本周, 涤纶长丝开工率持平前周	15
图 35: 本周, 汽车半钢胎开工率持平前周	15
图 36: 本周, 水泥粉磨开工率有所回升	16
图 37: 本周, 水泥出货率稍有下滑	16
图 38: 本周, 水泥库容比略有增加	16
图 39: 本周, 水泥均价延续下滑	16
图 40: 本周, 玻璃产量大幅回落	17
图 41: 本周, 玻璃周表观消费有所下滑	17
图 42: 本周, 玻璃库存有所回升	17
图 43: 本周, 沥青开工率小幅上涨	17
图 44: 本周, 全国商品房成交有所回升	18
图 45: 本周, 一线城市商品房成交有所上涨	18
图 46: 本周, 二线城市商品房成交有较大回升	18
图 47: 本周, 三线城市商品房成交小幅上涨	18
图 48: 本周, 全国二手房成交面积延续回落	18
图 49: 本周, 一线城市二手房成交面积有所回升	18
图 50: 上周, 全国整车货运流量有所回升	19
图 51: 上周, 多省市整车货运流量环比增加	19
图 52: 上周, 铁路货运流量有所回升	19
图 53: 上周, 高速公路货运流量小幅上涨	19
图 54: 上周, 监测港口货物吞吐量延续上涨	19
图 55: 上周, 监测港口集装箱吞吐量有所回落	19

图 56: 本周, 全国迁徙规模指数有所回落.....	20
图 57: 本周, 国内执行航班架次延续下滑.....	20
图 58: 本周, 全国样本城市地铁客流量有所回落	20
图 59: 本周, 多数样本城市地铁客流量有所减少	20
图 60: 本周, 全国拥堵延时指数季节性增加	21
图 61: 本周, 多数样本城市拥堵延时指数回升.....	21
图 62: 上周, 票房收入小幅下滑	21
图 63: 上周, 观影人数延续回落	21
图 64: 上周, 乘用车五周平均零售量有所提升.....	21
图 65: 上周, 乘用车五周平均批发量有所增多.....	21
图 66: 本周, CCFI 综合指数延续回落.....	22
图 67: 本周, 美西航线运价指数有所下滑.....	22
图 68: 本周, 东南亚航线运价指数有所回升	22
图 69: 本周, BDI 运价有所回升	22

1. 一问：制造业投资框架的“表”与“里”？

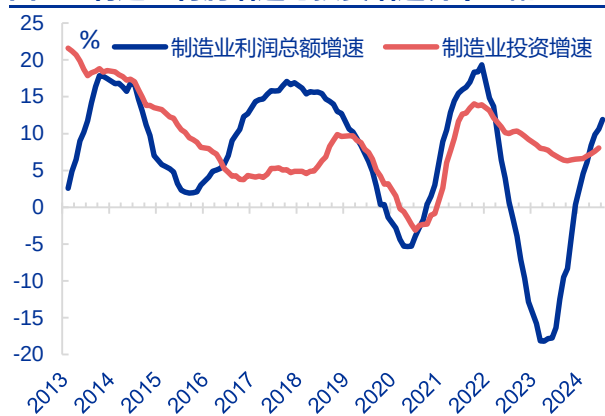
传统的制造业投资框架认为盈利是驱动投资的核心来源，但盈利驱动只是表层逻辑。相比于基建地产等更依赖杠杆资金的模式，制造业投资更依赖自有资金。反映在数据上，制造业投资自筹资金占比高达近 90%，明显高于基建地产占比（60%以下）。虽然自筹资金同时包括自有资金和部分未统计在“国内贷款”中的非标融资，但考虑到制造业投资中国内贷款占比仅 6.6%，明显低于基建地产近 20%的水平。以此推断，制造业自筹资金中借入资金或相对较小，更多为自有资金，即企业盈利，这也是市场认为盈利驱动投资的原因。但从数据上来看，盈利增速与制造业投资增速却并不匹配。

图 1：三大投资资金来源的结构占比



资料来源：CEIC，申万宏源研究

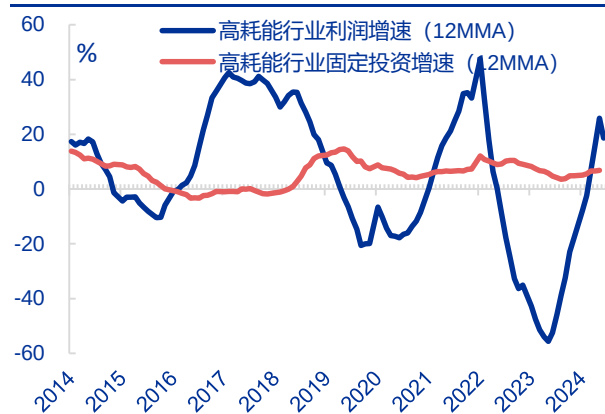
图 2：制造业利润增速与投资增速并不匹配



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

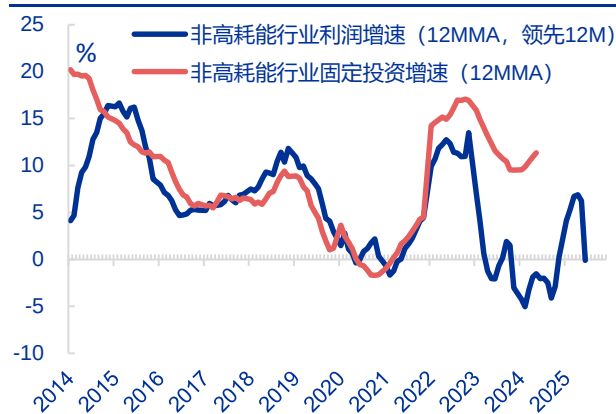
盈利与投资“分化表象”背后，结构因素才是关键，盈利的行业分布与形成机制是投资更重要的影响因素。对于高耗能行业而言，由于存在较严格的产能调控制度，盈利的增加并不能直接带动投资增加。此外，供给收缩带来价格上涨相应驱动的盈利改善，持续性不如需求恢复驱动的盈利改善，不会激发企业投资，譬如 16-18 年供给侧改革时期。因此数据上高耗能行业利润增速与固定投资增速并不相关。但非高耗能行业受上述影响相对较小，需求驱动盈利改善后，盈利增速也存在明显的领先投资增速 1 年左右的规律。但近两年却出现盈利走弱但投资仍强的现象，下文相应讨论。

图 3：高耗能行业盈利并不会直接驱动投资



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

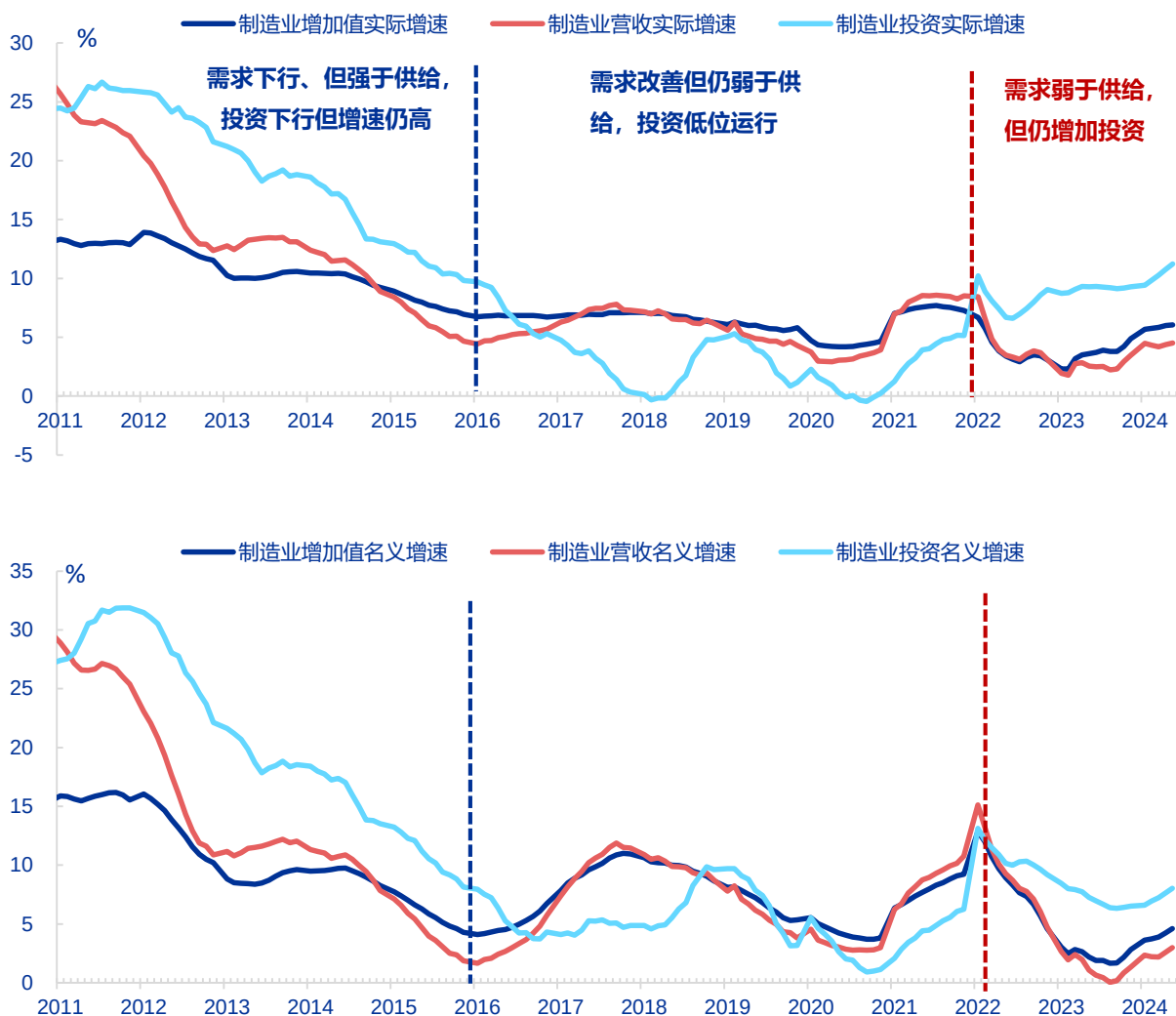
图 4：非高耗能行业盈利领先投资，但近两年分化



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

制造业投资本质上是当前的需求、未来的供给，因而供需远期再平衡才是驱动制造业投资的底层宏观逻辑。制造业增加值是当期生产的商品，代表当期供给；制造业营收包括当期和往期生产商品、进口商品在当期总体销售情况，剔除价格后代表广义商品需求。从数据上来看，2015 年之前需求大于供给，因此会驱动制造业投资高增速。在 2015 年至 2021 年，虽然需求存在阶段性改善迹象，但总体表现弱于供给，因此制造业投资总体保持低增速、并未单纯跟随需求改善。但 2022 年以来，需求弱于供给背景下，企业仍增加投资，类似上文提到的非高耗能行业在弱盈利下增加投资现象。

图 5：供需再平衡过程中，制造业投资的变化（上图为剔除价格后实际增速，下图为包含价格名义增速）



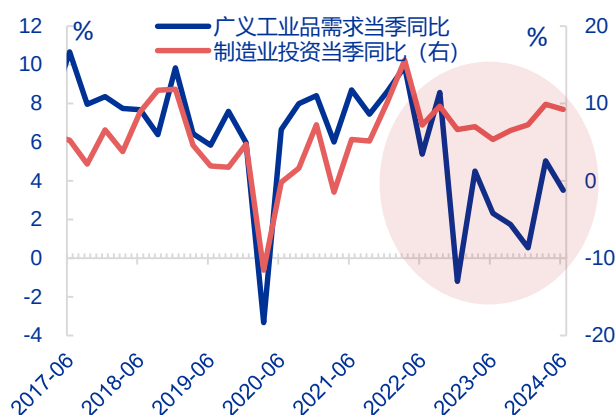
资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

2. 二问：供需再平衡的宏观框架解释力在弱化？

2022 年以来无论是“表层”盈利、还是“底层”供需再平衡等逻辑，均无法解释本轮强劲制造业投资，首先表现为需求对制造业投资的指引性明显弱化。我们通过支出法 GDP 数据，以 GDP 居民商品消费、剔除土地购置费后固定资产投资、货物贸易顺差构建“最终广义工业品需求指标”，该指标在 2022 年之前与制造业投资走势较匹配，

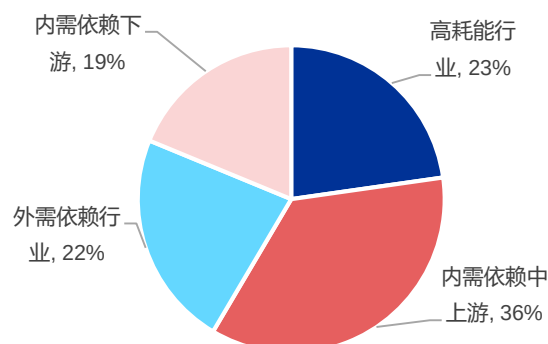
但 2022 年以来，广义工业品需求增速由 8% 的水平大幅下滑至 4% 及以下，但制造业投资增速却由 5% 附近持续上行至 10% 左右。

图 6：制造业投资与需求背离



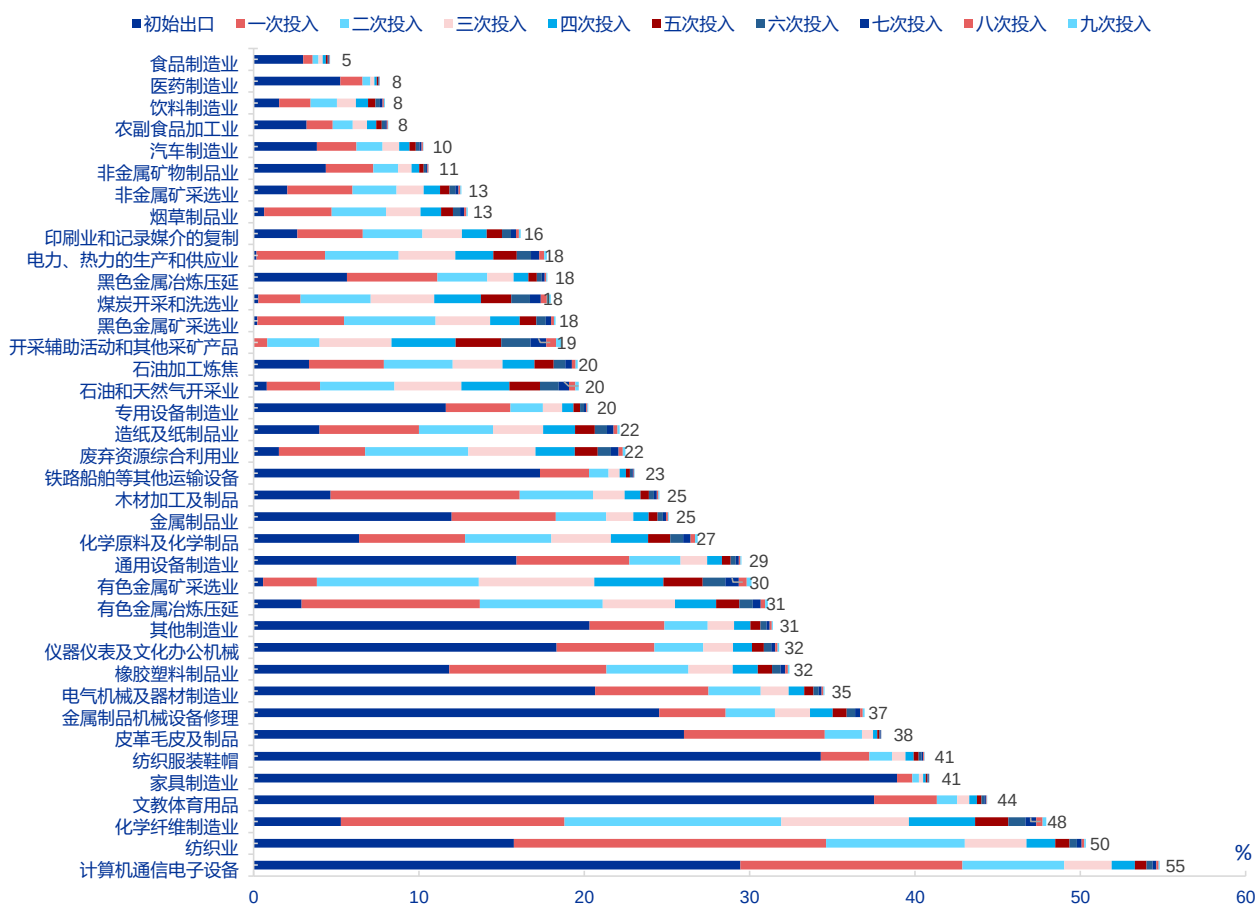
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：制造业投资拆分



资料来源：投入产出表，申万宏源研究

图 8：参照完全消耗系数，拆解各行业总产值中实际出口占比（初始出口+中间投入最终用于出口）

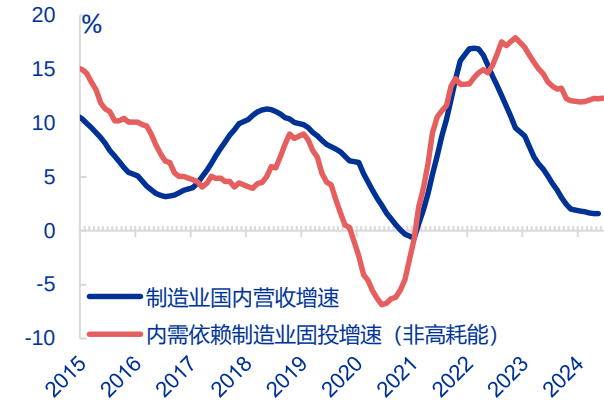


资料来源：投入产出表，申万宏源研究

从需求结构数据看，内外需对于制造业投资的指引效果均下滑。投资表现更强的上市公司，2022 年以来也出现更明显的营收与投资背离现象，为近年来首次。基于上

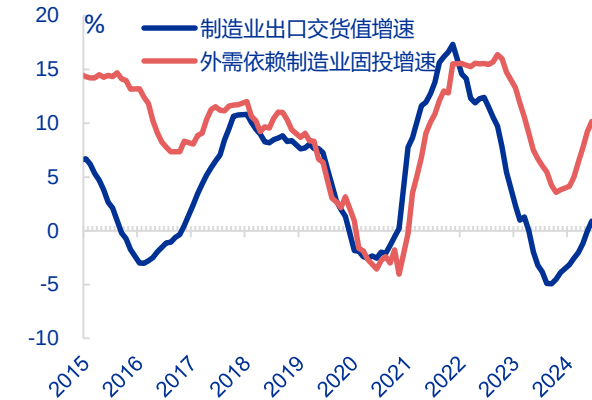
文高耗能与非高耗能、内外需两个维度，我们将制造业投资分为四类（外需依赖型行业、内需依赖型高耗能行业、内需依赖型非高耗能中上游、内需依赖型非高耗能下游），内外需拆分参照投入产出表完全消耗系数思路（图 8）。结果显示，近两年以来外需驱动和内需驱动的行业投资增速均明显强于需求增速。而此前上市公司制造业固投增速明显高于制造业总体水平，前者近两年也出现更明显的营收下滑但投资冲高的现象。

图 9：内需依赖制造业投资增速明显高于内需增速



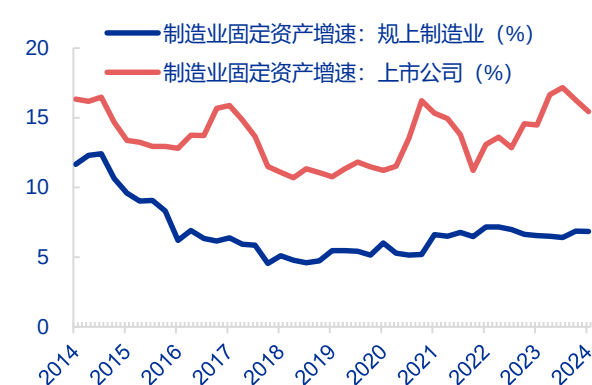
资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

图 10：外需依赖制造业投资增速高于外需增速



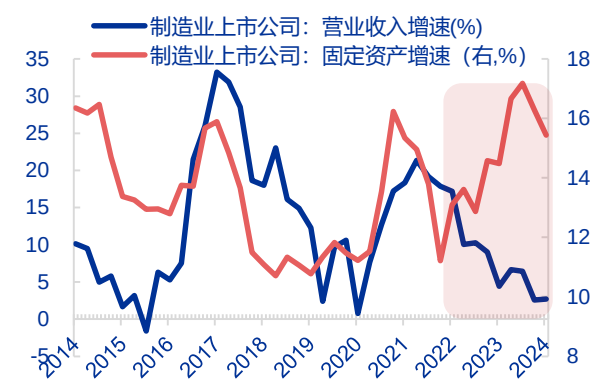
资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

图 11：上市公司固投增速高于行业平均水平



资料来源：CEIC，申万宏源研究

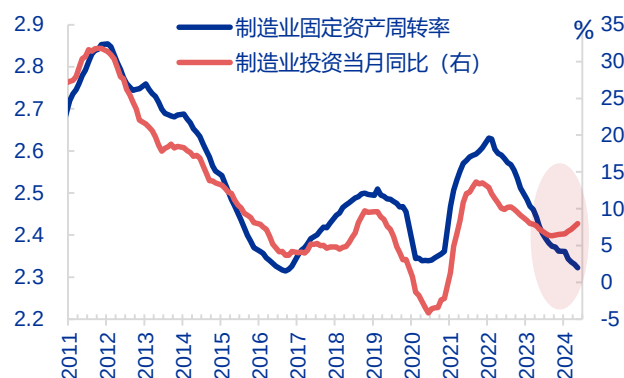
图 12：上市公司也出现营收走弱但投资一度走强



资料来源：CEIC，申万宏源研究

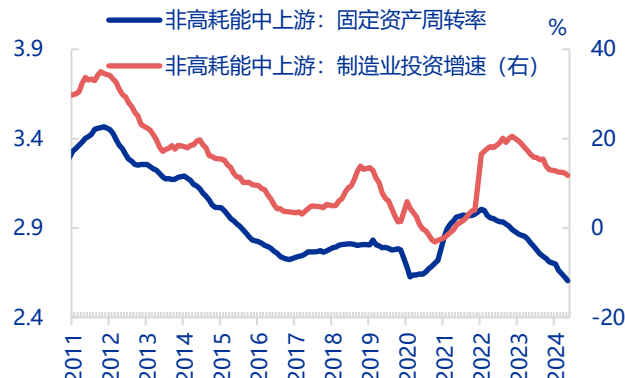
作为供需远期再平衡的中介指标，供给侧产能利用率对制造业投资的指引性在 2022 年以来也明显下降，下游行业投资与产能利用率的背离更为明显。产能利用率是衡量供需远期能否再平衡的重要中介指标，因此数据上产能利用率与制造业投资走势十分匹配。在产能利用率偏低的时候，即使需求改善，也很难明显拉动投资，因为现有产能可以覆盖远期需求。但自 2022 年以来，也出现产能利用率下行、但制造业投资冲高的现象。且从结构数据来看，非高耗能中上游、下游均出现类似特征。

图 13：制造业投资与产能利用率罕见背离



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

图 14：非高耗能行业投资也与产能利用率背离



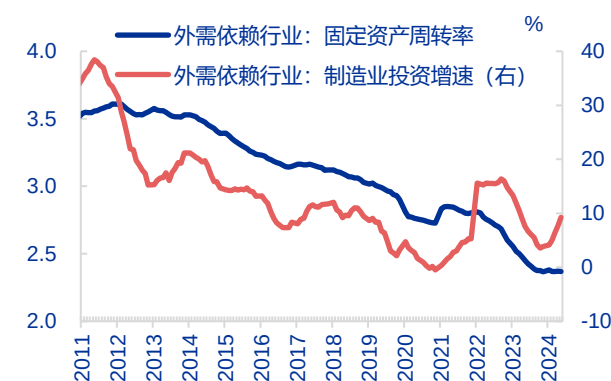
资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

图 15：内需依赖下游投资也与产能利用率背离



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

图 16：外需依赖行业投资也与产能利用率背离

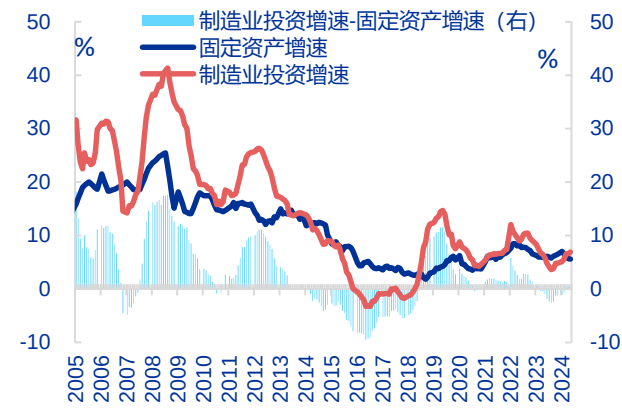


资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

3. 三问：供给侧转型的产业框架适用性上升？

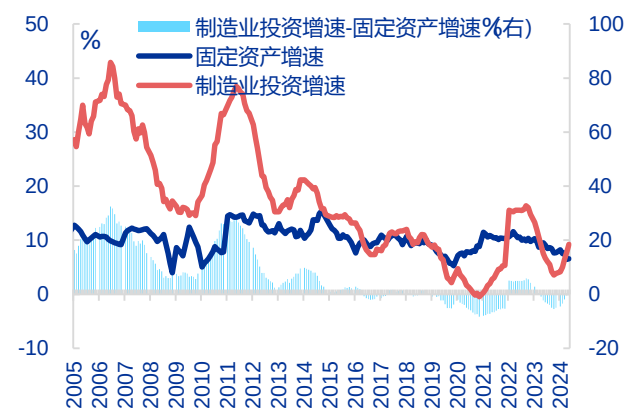
一方面，供给侧转型表现为产能更新的正常周期，在更新时将推动投资增速高于产能利用率对应水平。且参与全球竞争、更靠近中上游的制造业更新更频繁，而内需依赖型下游更新周期偏长。产能更新并不是大幅新增产能，而是存量产能结构调整，也即更新改造。这一模式并不会导致产能明显扩张，但是会客观表现为制造业投资高增。通过对比四大类行业制造业投资增速和固定资产增速的差值间隔年份，可以找到产能更新周期的规律（制造业投资高增但固定资产增速稳定）。数据显示，高耗能行业与外需依赖型行业更新周期更快（平均为 5 年），非高耗能内需依赖型中上游更新周期为 7 年。而下游内需依赖型行业更新周期为 10 年，本轮是近十年首次大规模更新。

图 17: 高耗能行业: 产能更新周期平均为 5 年



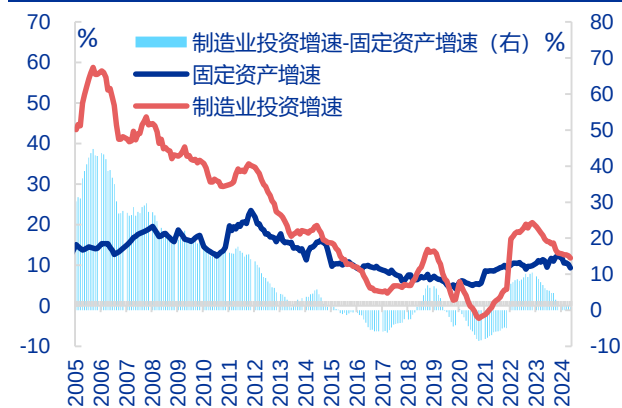
资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 18: 外需依赖行业: 产能更新周期平均为 5 年



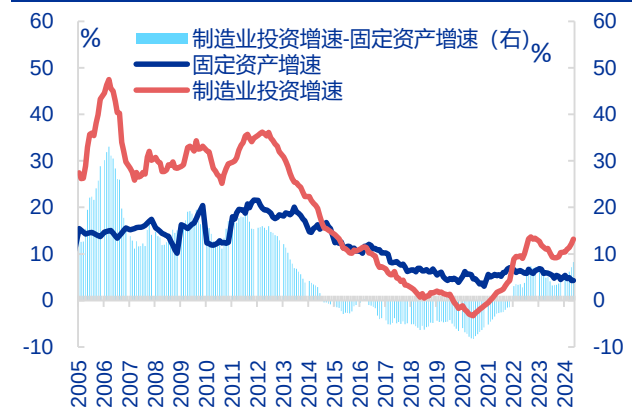
资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 19: 非高耗能中上游: 更新周期平均为 7 年



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

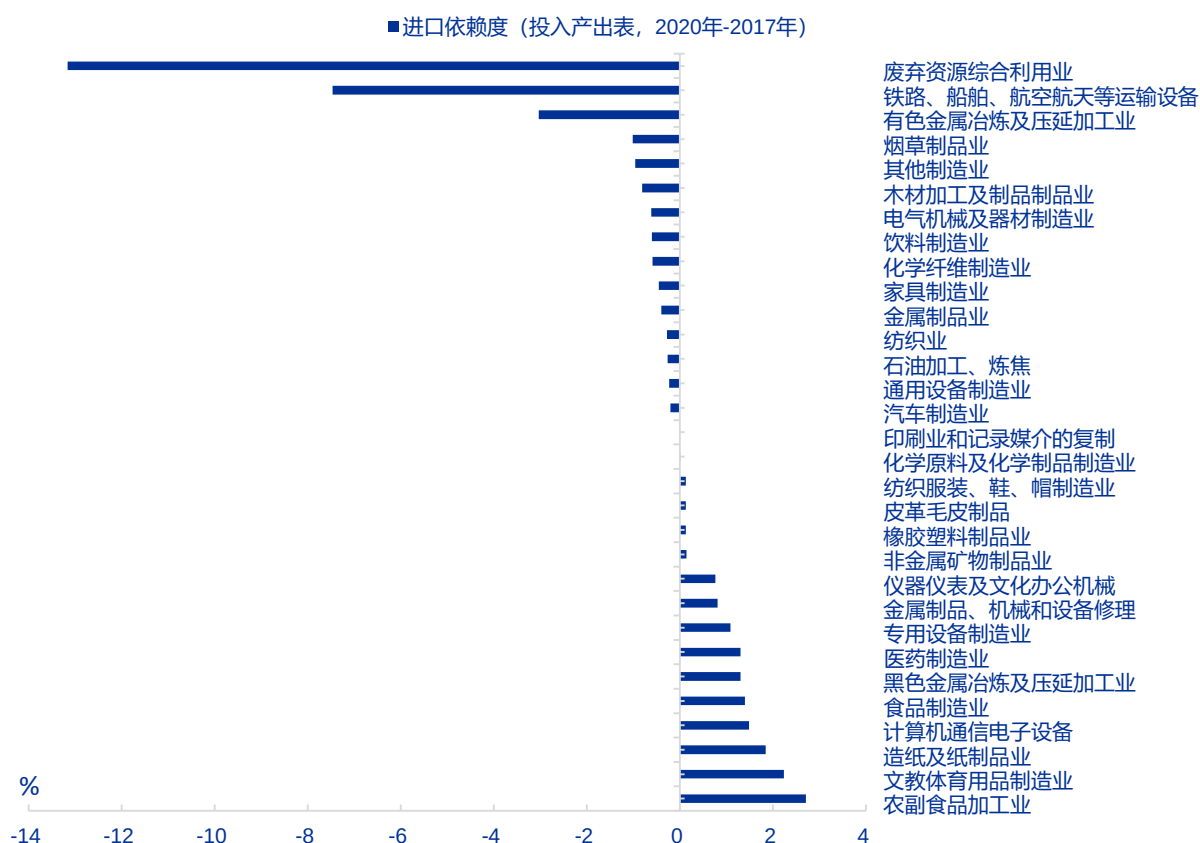
图 20: 非高耗能下游: 更新周期平均为 10 年



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

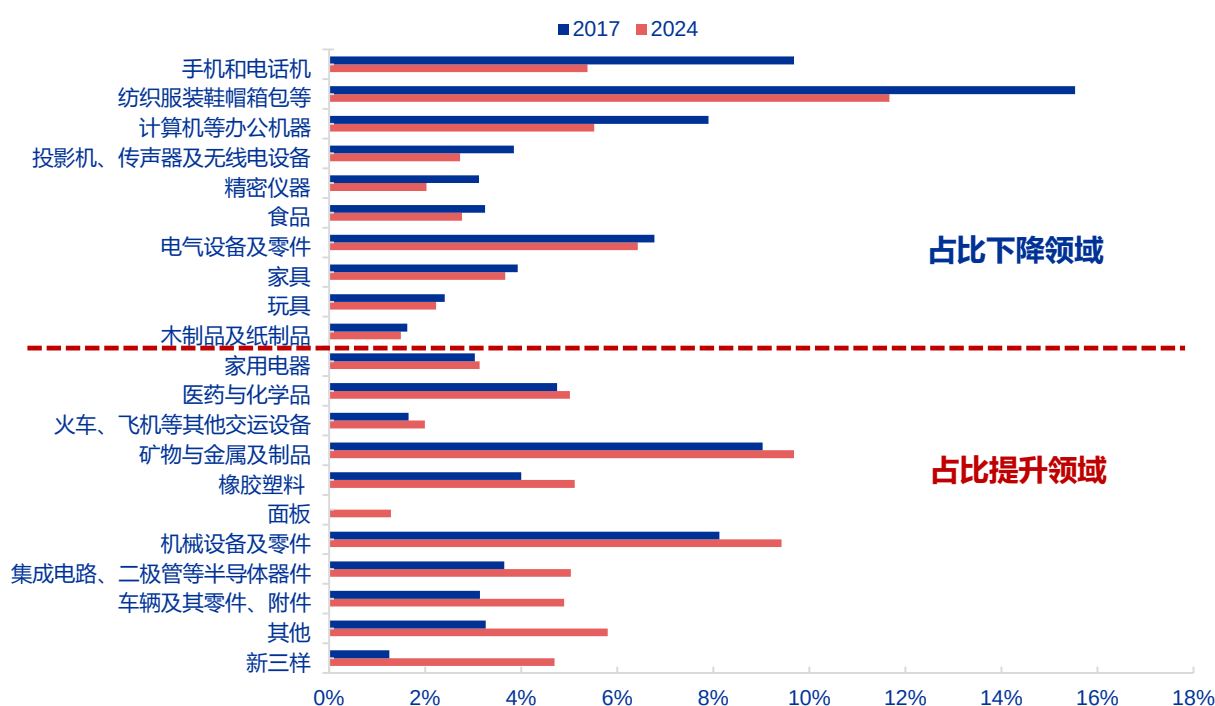
另一方面, 供给侧转型也表现为产业升级(产能扩张)与产能转移, 前者会额外支撑制造业投资。近年来我国产业结构呈现劳动密集型产业向海外转移、但高端制造业占比明显提升格局。我们从各行业进口依赖度变化、出口占比变化两个维度, 观察产业转型和产业转移。如果出现进口依赖度上升和出口占比下滑的现象, 则说明出现产业转移, 反之则是产业升级的体现。数据结果显示, 纺织服装鞋帽、家具、手机电脑整机、食品等劳动密集型产业正在向海外转移, 而机械设备、汽车、消费电子零部件、化学品等高端制造业出口占比明显提升, 进口占比下滑。

图 21：2017 年-2020 年，各制造业行业进口依赖度变化



资料来源：投入产出表，申万宏源研究

图 22：出口商品结构占比



资料来源：海关总署，申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/497011054110006146>