



为何上半年制造业投资 没有反弹



【财新网】(专栏作家 高瑞东) 今年以来, 出口、企业盈利、信贷均保持较高景气, 经济整体保持稳增长步伐, 而制造业投资复苏却相对缓慢。我们认为, 制造业投资自身的复苏滞后, 上游涨价造成装备制造业承压, 企业恢复不均衡下私营企业复苏偏慢, 以及疫情反复干扰下企业投资信心不足, 是造成制造业投资恢复偏慢的主要原因。

向前看, 下半年制造业投资复苏韧性仍在, 宏观政策发力在即。7 月政治局会议指出, 加快推进“十四五”规划重大工程项目建设, 引导企业加大技术改造投资。我们预计, 下半年宏观政策将积极发力, 助力实体经济稳固修复。

一、上半年, 制造业投资复苏相对缓慢

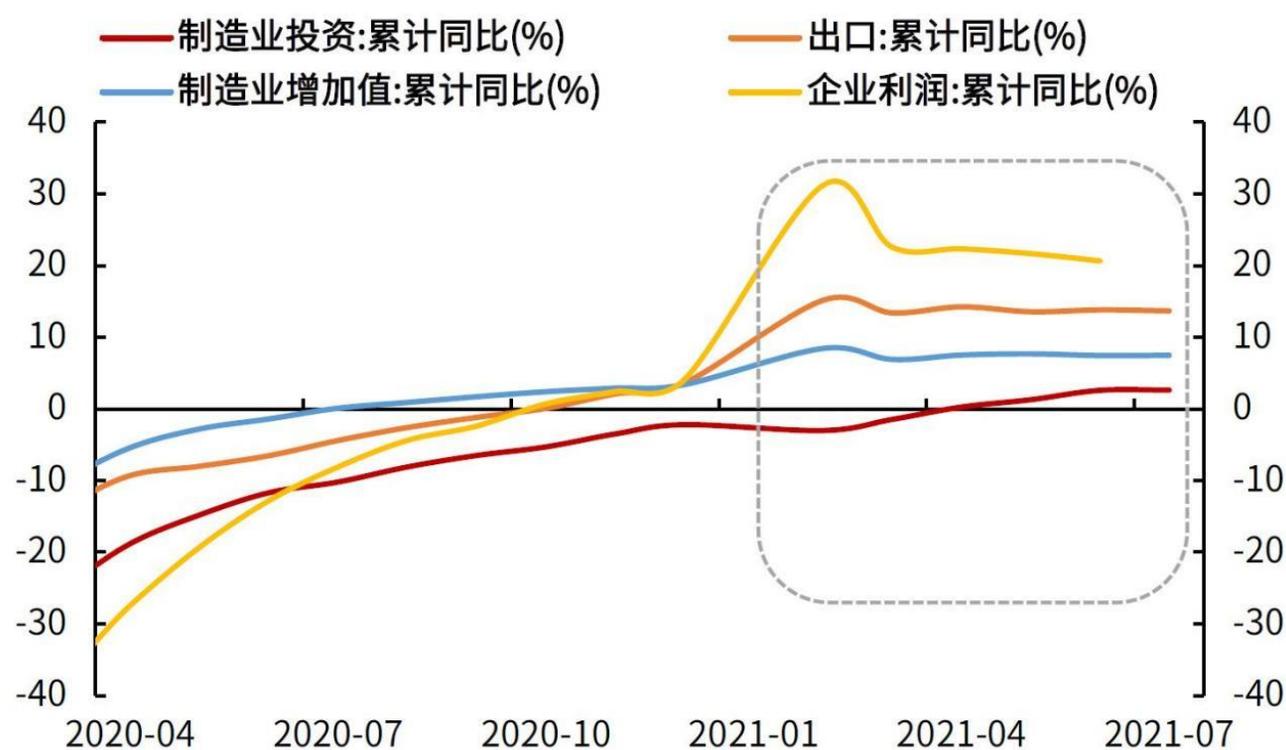
上半年, 制造业投资恢复并不理想。虽然 2021 年 6 月的经济数据中制造业投资有所改善(7 月受到极端天气与疫情影响, 制造业投资增速有所回调), 但是今年上半年 1-5 月的数据中, 我们并没有看到制造业投资复苏转好的势头, 2021 年 1-5 月, 制造业投资同比增长 20.4%, 两年平均增速仅为 0.6%; 今年的一季度, 制造业投资同比增长 29.8%, 两年平均增速则为-2.0%。相比于其他经济指标, 制造业复苏相对缓慢。

相比于制造业投资, 出口、企业盈利、信贷上半年均保持高景气。2021 年上半年经济复苏稳步推进, 1-6 月, 出口总额累计同比增长 38.6%, 两年平均增长 13.8%, 接连超出市场预期; 盈利方面, 上半年企业利润累计同比增长 66.9%, 两年平均增长 20.6%, 持续保持较高增速; 信贷方面,

上半年在社融增速有所收缩的情况下，企业中长期信贷依然保持高景气，贷款需求指数接连攀升。

对此，我们不由发问：整体来看，上半年经济形势并不差，甚至处于较高景气区间，为何制造业投资并未反弹？为此，我们寻找了四条证据，对上半年制造业投资复苏缓慢的原因进行了深刻剖析，并对下半年制造业投资做出展望。

图 1：上半年制造业投资复苏相对缓慢



资料来源：Wind，光大证券研究所（2021年各月数据均为两年平均增速）

二、论据一：相比增产补库，制造业投资复苏有所滞后

相比于增产补库，制造业投资往往有所滞后。总体来看，2021年1-5月的制造业投资增长表现相对乏力，其中一个很重要的原因是，相比于扩大生产，企业进行制造业投资往往存在一定的滞后，这也解释了为什么今

年 1-5 月，无论生产、利润、价格还是信贷指标，都指向制造业投资复苏的信号，而实际表现在制造业投资上却上升很慢。

我们在 2021 年 5 月 20 日《三大证据看产能周期开启进行时》中就指出，产能利用率、盈利、价格变化以及资本开支都是企业投资的领先指标，平均领先企业投资 6-12 个月左右。这是因为，相比于增产补库，企业的投资决策往往是更为谨慎的决策，需求回暖最先拉动生产，随后转化为产能利用率上升，最后才会转化为制造业投资，从而反映到制造业投资完成额中。

（一）产能利用率持续回升，领先制造业投资 6-12 个月

产能利用率持续回升，达到历史高位。今年以来，在供需缺口持续扩张下，企业产能利用率持续回升，当前企业产能利用率已接近历史高位，企业经营处于“满负荷”状态，有动力进行新一轮资本开支，以扩张产能、更新设备。2021 年第二季度，企业产能利用率继续上升，达到 78.4%，其中制造业产能利用率环比上升 1.6 个百分点至 78.8%，通用设备制造业、专用设备制造业与电气机械和器材制造业产能利用率均达到了 80%以上。

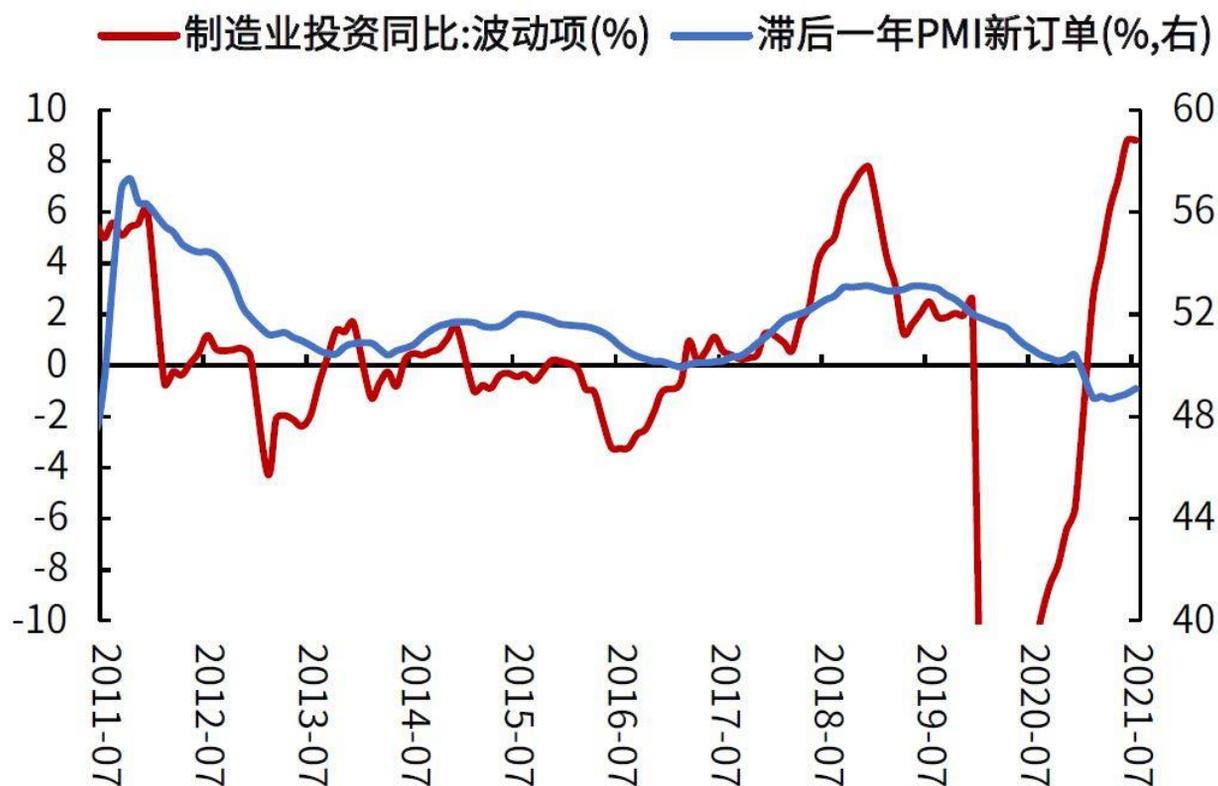
产能利用率变化领先制造业投资一年左右。产能利用率是产能周期开启的领先指标，从历史走势来看，产能利用率变化，往往领先于制造业投资增速变化，可以作为企业产能投资周期开启的重要信号。

图 2：产能利用率变化领先制造业投资一年左右



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：受疫情冲击，2020 年 2-6 月制造业投资同比波动项跌幅较大，分别为 -32.1%、-25.9%、-19.7%、-15.8%、-12.9%，下同）

图 3：PMI 新订单均值也领先制造业投资一年左右



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：受疫情冲击，2020 年 2-6 月制造业投资同比波动项跌幅较大，分别为 -32.1%、-25.9%、-19.7%、-15.8%、-12.9%，下同）

PMI 新订单均值、利润率可作为产能利用率的替代指标。产能利用率当前可观测的指标来自统计局季度公布的工业企业产能利用率，由于该指标公布频率低，不利于及时把握观测企业产能利用率的边际变化，因而我们寻找了产能利用率的替代指标，从历史趋势看，PMI 前 12 个月新订单均值、企业利润率与产能利用率变动方向几乎一致，可以作为企业产能利用率的替代。

PMI 新订单均值实质上反映了当前需求的情况，而企业的产能利用决策与需求变动密切相关，当需求大幅改善时，企业也会开足马力进行生产。

从企业利润率的变化也可以捕捉到产能利用率的变化，当利润率处于低位时，通常对应着外部需求减弱，此时企业会减产；而当企业利润率回升时，此时外部需求也通常回暖，因而利润率可以反映产能利用率的变化。

图 4: PMI 前 12 个月新订单均值与产能利用率变动方向基本一致



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5：利润率也可作为产能利用率的替代



资料来源：Wind，光大证券研究所

(二) 盈利持续高增，领先制造业投资 6-12 个月

今年以来，企业盈利快速修复，2021 年 1-6 月，规模以上工业企业利润同比增长 66.9%，与 2019 年同期相比，利润增长 45.5%，两年平均增长 20.6%。其延续了 2020 年下半年以来的较快增长态势。企业经营

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_34393

