

宏观点评 20210419

制造业稳住了！制造业投资会怎样？

2021 年 04 月 19 日

观点

- “保持制造业比重基本稳定”是“十四五”规划和今年政府工作报告中的一项重要任务，从最新发布的经济数据来看，我们发现一个可喜的现象，即在经历了自 2012 年以来的连续下滑后，**2021 年一季度制造业占 GDP 的比重企稳回升，这还是九年来的第一次（图 1）。**
- **制造业比重的回升，源于其增速相对 GDP 增速的更快回升。**2021 年一季度制造业增加值增速比名义 GDP 增速高出近 9 个百分点；即便不考虑疫情冲击对去年一季度数据的基数效应，即从两年的复合平均增速来看，2020 年一季度制造业增速（7.5%）也快于名义 GDP 增速（7.1%）。
- **相比之下，2021 年一季度制造业投资的表现依然偏弱。**虽然其在 2021 年一季度的增速比名义 GDP 增速高出 8 个百分点。但这种回升主要受益于疫情带来的基数效应，从两年的复合平均增速来看，2021 年一季度制造业投资增速仅为-1.5%，远不及同期 7.1%的名义 GDP 增速。
- **为何制造业比重已经回升，但制造业投资的表现仍落后于 GDP？**答案在于制造业的投资效率。在我们此前的分析框架下，制造业投资可以制造业投资拆解为 **GDP、制造业比重、制造业投资产出率**这三个分项（其中 GDP、制造业 GDP 均为名义值），即：

$$\text{制造业投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{制造业 GDP}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{制造业投资}}{\text{制造业 GDP}}$$
- **上述第三个分项是生产单位制造业 GDP 所需要的制造业投资，即制造业的投资产出率，衡量的是制造业投资的效率。**尽管今年一季度制造业占 GDP 的比重是企稳回升了，但如图 3 所示，生产单位制造业 GDP 所需要的制造业投资却大幅下降。
- **这背后的原因我们认为有两点：**一是“就地过年”避免了用工短缺，短期内制造业企业更愿意用劳动力替代资本进行生产；二是传统制造业的转型升级仍在进行中，这一过程往往更依赖全要素生产率（TFP）的提升而非资本投入（图 4）。因此，今年制造业投资的效率应该是继续提升的，这也是 2015 年供给侧改革以来的一个长期趋势。
- **由此可见，除非制造业比重的大幅提升，否则 2021 年的名义 GDP 增速仍有可能是制造业投资的一个上限。**话又说回来，既然高技术产业正在替代传统产业进行转型升级，就不需要像发展传统产业那样需要更多的制造业投资。
- **从结构来看，既然今年要稳定制造业比重，那么增速快于 GDP 的制造业更可能作为完成这一目标的重点发展行业。**如图 5 所示，一季度增加值的两年平均增速快于 GDP 的行业有计算机通信、医药、电气机械、汽车、专用设备、通用设备制造业等，然而在这些行业中，仅有计算机通信与医药制造业的投资增速已经恢复到疫情前水平以上（分布于第一象限），而汽车、化学原料、通用设备、专用设备制造业投资增速较疫情前仍有缺口（分布于第四象限）。因此，在稳定制造业比重这一目标下，年内这些行业投资增速回升的可能性较大。
- **风险提示：**部分行业发展受到技术限制；通胀过热导致货币政策收紧，对企业扩产计划形成影响

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

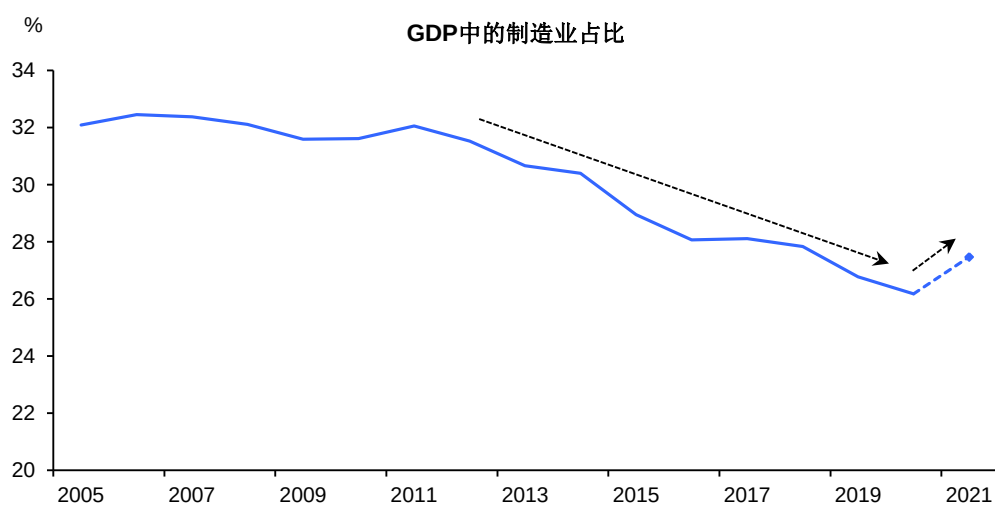
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

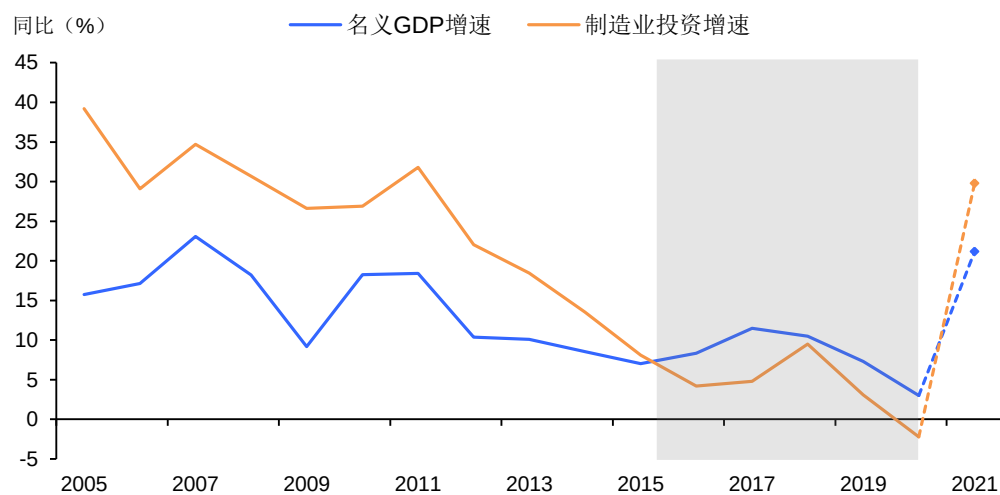
- 1、《宏观点评 20210415：那些年，政治局如何解读“输入型通胀”？》2021-04-15
- 2、《宏观点评 20210414：今年的新增专项债投了哪些项目？》2021-04-14
- 3、《宏观点评 20210413：强还是弱？3 月出口有何亮点？》2021-04-13
- 4、《宏观点评 20210412：社融遇冷，房贷需求为何居高不下？——2021 年 3 月金融数据点评》2021-04-12
- 5、《宏观点评 20210409：油价上涨对我国 PPI 和行业盈利影响有多大？》2021-04-09

图 1：制造业增加值占 GDP 的比重在今年一季度停止下滑



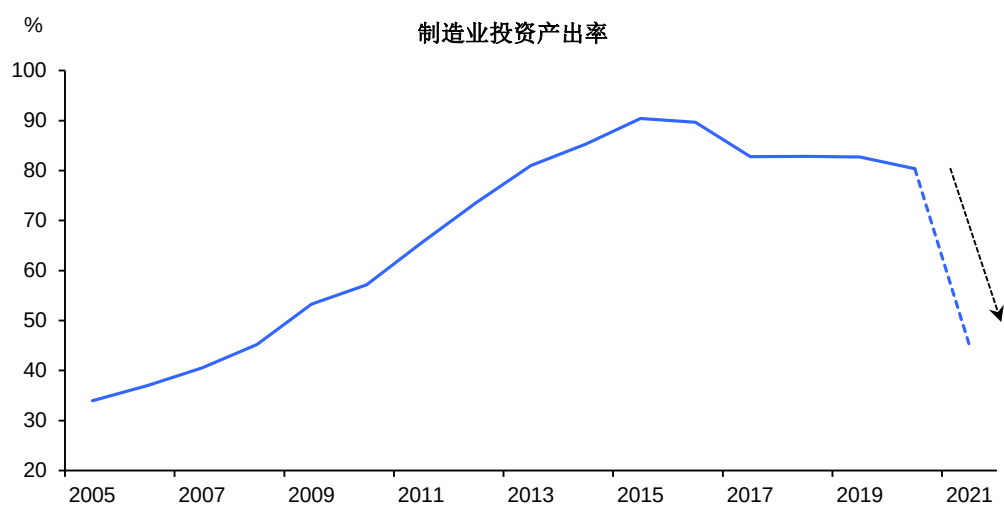
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：2021 年一季度制造业投资增速超过名义 GDP 增速，为 2015 年来首次



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：2021 年一季度制造业投资产出率大幅下降，反映出制造业投资效率的提升

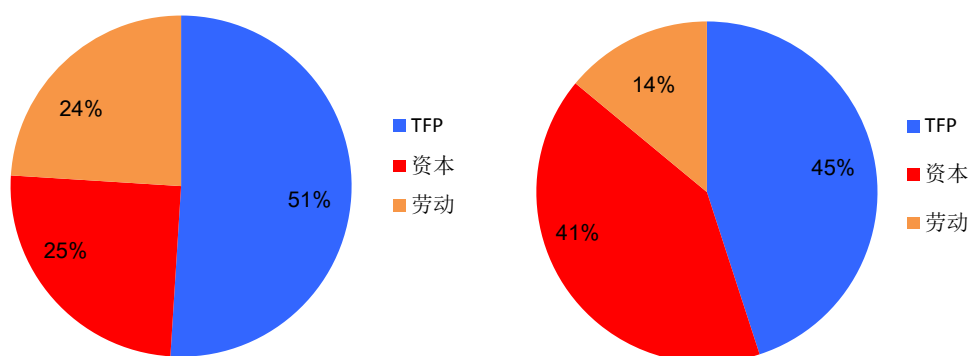


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：高技术制造业的产值增长更多依靠 TFP 来拉动，而非资本投入

高技术制造业增加值年均增速贡献

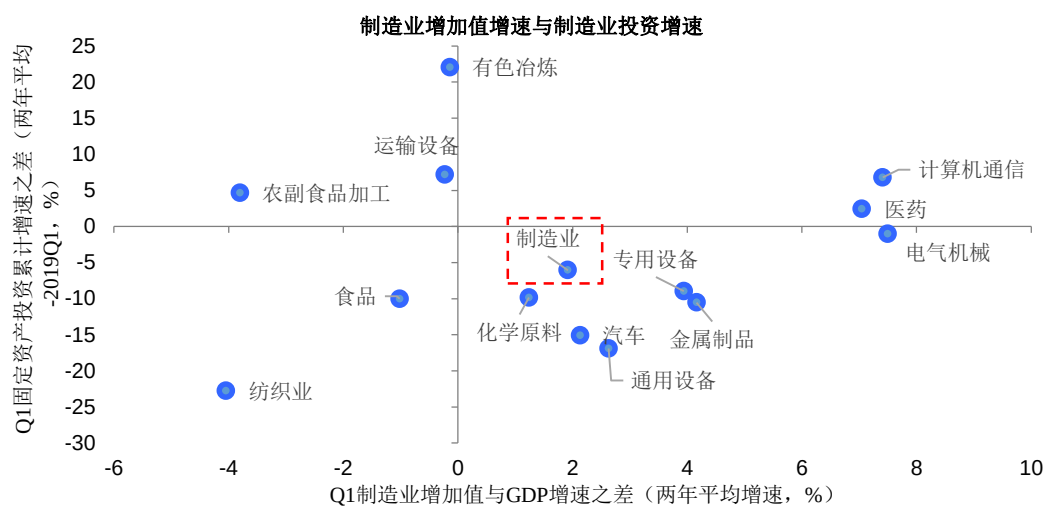
非高技术制造业增加值年均增速贡献



备注：样本区间为 2005-2017 年

数据来源：Goldman Sachs，东吴证券研究所

图 5：2021 年一季度制造业增加值恢复快于 GDP，但其投资增速还低于疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_18983

