



宏观研究

# 【粤开宏观】制造业投资：当前五大特征与未来走势

2021年6月21日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】人口长期趋势对经济和产业结构的影响：三孩政策的影响分析》

2021-06-01

《【粤开宏观】澄清土地财政的五个认知：土地收入税务收 无实质性触动地方利益》

2021-06-06

《【粤开宏观】全球税收体系大变局：G7 达成历史性协议》

2021-06-07

《【粤开宏观】全球贫富分化：现状、成因和影响》

2021-06-16

《【粤开宏观】消费增速乏力的四大原因：5月经济数据解读》

2021-06-16

## 导读

制造业是立国之本、强国之基，是综合国力和产业竞争力的重要依托。去年以来，疫情防控压力和外部经贸环境复杂严峻，企业投资能力和投资信心恢复缓慢，固定资产投资受到较大冲击，其中制造业投资恢复更是慢于房地产投资和基建投资。

当前经济恢复仍不均衡，主要支撑仍是房地产投资和出口，作为内生动能的制造业投资和消费相对低迷。4月30日，中央政治局会议提出要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复。今年1-5月份，制造业投资增长20.4%，两年平均增长0.6%。

在当前的形势下，亟需回答：一是制造业投资恢复过程中具有哪些重要特征？二是制造业投资为何仍然低迷？三是制造业投资未来将怎样变化？

## 摘要

### 一、当前制造业投资恢复过程中有哪些值得关注的点？

去年以来，我国经济疫后复苏态势良好，但制造业投资恢复较为缓慢。究其原因，这与“先必需后可选、保运行缓扩张”的疫后经济恢复节奏有关，也与“二产降、三产升”的产业结构长期变迁相关。同时，制造业投资中的一些结构性调整也不可忽视。当前应关注以下五个特征：

**1) 从总量看，制造业投资规模回升到2019年同期水平，增速低迷但涨势初现。1-5月份，制造业投资增长20.4%，两年平均增长0.6%。**制造业投资增速虽然低迷，但已初具复苏势头，4月和5月单月的两年平均增速比一季度提高了4.9、5.5个百分点，提升幅度高于全部投资。

**2) 从行业看，高技术和原材料领域是制造业投资复苏重要动力。**疫情防控的需求拉动了电子信息和医药产品需求，而大宗产品价格上涨导致制造业利润集中于上游行业而中下游企业受损，高技术和原材料制造业投资持续快速增长，制造业投资结构呈现近似于2018-2019年的“高技术和上游强、下游弱”的态势。

**3) 从区域看，中部地区制造业投资份额逆势提升。**中部地区前期布局的电子信息、医药等高技术产业加快发展，兼之当地冶金基础较好，克服了湖北疫情“封省”2个月的影响，制造业投资份额逆势提升至32.2%。

**4) 从上市公司看，制造业上市公司资本支出结构分化，主要表现为“大强小弱”以及制造业上市民企投资支出增速高于制造业上市国企。**从大中小企业看，在经济增长放缓的背景下，大型企业的资本支出实现逆势扩张，中小企业则在投资上倾向于观望、谨慎。从所有制看，前期投资制度改革大大激发了民营企业投资活力，制造业上市民企投资增速和两年平均增速远高于中央和地方上市国企。这与投资统计数据所反映的民间制造业投资小幅弱于国企



制造业投资并不一致，原因可能是民营制造业企业投资支出分化较大，上市企业投资大幅增长而非上市企业投资规模下降。

**5) 从中长期来看，制造业投资占固定资产比重持续下降，对投资的拉动作用减弱。**在工业化中后期，“二产降、三产升”是 GDP 构成的变化规律，制造业投资比重的下降趋势与此一致。“十四五”政策目标是使制造业比重在现状基础上稳定，但不会重回过去的高比重，这意味着制造业对投资的拉动作用将维持低位。

## 二、疫后制造业投资恢复为何偏慢？两个维度四个因素

**1) 从盈利看，虽然当期利润增速高，但前期亏损缺口大、当前亏损面偏高，投资能力仍受制约。**在连续两年企业利润低位运行的基础上，2020 年以来制造业企业利润出现边际好转，但在考虑 2019、2020 年亏损后，三年平均盈利仍然较差。由于前期亏损未能完全弥补，制造业亏损面达到 23.5%，高于 2018、2019 年同期。制造业整体经营效益不理想，降低了扩大投资的能力。

**2) 从资金看，制造业应收账款大幅增长，达到利润、中长期贷款余额增量之和的四分之三，企业保运行压力较大。**4 月末应收账款比去年同期提高 2.05 万亿元，较去年同期多增 0.95 万亿元，应收账款增量已接近利润和贷款增量之和的四分之三。由于疫后制造业复苏相对滞后，企业保运行压力较大，以贷款稳生产、以赊销换账面利润的情况较为突出，固定资产投资能力仍然受到限制。

**3) 从产能利用率看，受益于前期去产能政策与疫后出口需求复苏，升到 77.6% 的短期高点，但仍低于历史高位。**今年 1 季度，制造业产能利用率已经达到 77.6%，高于 2018-2020 年同期水平，但从长期来看仅为中等水平，表明产能过剩现象仍然存在，不利于提升制造业企业投资意愿。受到疫情影响，制造业的市场、销售、物流均承压，进一步提升可能较为困难。

**4) 从需求看，出口已带动相关制造业投资，但消费和基建投资增速较低，对相关产业带动程度较弱；与制造业相关性较强的设备工器具投资仅为 2019 年同期的 82%，拖累制造业需求恢复。**当前，主要国家受疫情影响供给能力受限，商品消费需求则在纾困援助措施下相对稳定，带动我国制造业出口需求净增加，同时国内商品消费恢复快于服务消费，其中限额以上商品零售恢复较快。国内投资虽然总体上已恢复，但与制造业相关性较强的设备工器具投资仍未恢复至疫前正常水平，仅相当于 2019 年同期设备工器具投资的 82%，导致制造业需求出现明显缺口。

## 三、未来制造业投资将怎样变化？

制造业投资仍将缓慢恢复，但是上升空间有限，2021 年全年制造业投资预计增速为 5-7%，两年平均增速为 3-5%，且不同行业结构分化。主因：需求总体恢复、减税降费改善利润，社会融资向制造业倾斜，但是房地产投资下行和消费低迷压制投资快速恢复，大宗商品导致下游利润改善程度有限，中下游行业投资拖累。

### 1) 利润有望成为下阶段制造业投资恢复的主导力量

在可预见的时间内，疫情是制造业投资的最大风险因素。我们预期下半年制造业需求将在疫情影响下出现不均衡的回升，商品价格上涨从上游向中下游传导将同时引起物价结构和利润结构的变化，影响企业利润在产业链不同环



节的分配。我们认为，利润有望成为下阶段制造业投资恢复的主导力量，重点应关注利润增速加快的行业，企业投资意愿的提高将推动投资的提升。

## 2) 制造业投资的恢复将伴随行业间的分化

**疫情防控物资需求较为稳定，医药、仪器仪表等行业投资或稳中有升。**1-4月，医药制造业和仪器仪表制造业投资分别同比增长33.1%和25.0%，两年平均增长13.8%和8.9%。新冠病毒变异株的流行，将推动疫情防控措施和防疫物资需求长期化。下半年到明年，我国疫情物资相关行业将继续发挥高稳定性、强竞争力的优势，投资有望稳中向好。

**国内商品销售回暖，纺织服装、食品饮料行业投资后期有望加快。**今年以来，居民出行和消费加快复苏，实体店零售恢复性增长，吃类、日用品类商品销售持续增长。消费活动的恢复带动消费需求的释放，纺织服装、食品饮料等行业销售趋于好转，投资将边际加快。

**大宗原材料商品价格迅速提升，可能推高钢铁、建材等上游行业投资，但压制机械、交运装备等行业投资。**大宗商品价格的上升，将推动制造业利润向钢铁、建材等原材料行业集中，对上游绿色化投资能力形成保障，加快后期的“碳达峰碳中和”等投资。中下游行业成本升高，将导致利润减少、企业生存困难，尤其是机械、交运装备等领域企业可能出现资金流动性问题，部分投资项目被迫延后开展。

## 3) 制造业投资未来将面临何种变化？

展望未来，随着碳达峰碳中和及环保要求具体化，以及减碳减排技术路线的逐步明确，制造业绿色化投资的重要性或进一步提升，资源环境约束将成为加快制造业投资的另一个重要因素。

**风险提示：**政策调控超预期，外部形势超预期。



## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 一、当前制造业投资恢复过程中有哪些重要的关注点？                              | 5  |
| （一）从总量看，制造业投资规模回升到 2019 年同期水平，增速低迷但涨势初现               | 5  |
| （二）从行业看，高技术和原材料领域是制造业投资复苏重要动力                         | 5  |
| （三）从区域看，中部地区制造业投资份额逆势提升                               | 6  |
| （四）从上市公司看，制造业上市公司资本支出分化，表现为“大强小弱”以及制造业上市民企投资增速远高于上市国企 | 6  |
| （五）从中长期看，制造业占固定资产投资比重持续下降，长期来看对投资的拉动作用减弱              | 7  |
| 二、疫后制造业投资恢复为何偏慢？两个维度四个因素                              | 8  |
| （一）从利润和资金看投资能力  | 8  |
| 1、虽然当期利润增速高，但前期亏损缺口大、当前亏损面偏高，投资能力仍受制约                 | 8  |
| 2、制造业应收账款大幅增长，对冲利润和贷款增量，企业保运行压力较大                     | 9  |
| （二）从产能利用、市场需求看投资意愿                                    | 10 |
| 1、产能利用率升到 77.6%的短期高点，但仍低于历史高位                         | 10 |
| 2、设备工器具投资仅为 2019 年同期的 82%，拖累制造业需求恢复，或导致企业投资意愿不足       | 11 |
| 三、制造业投资未来还有多大恢复空间？                                    | 13 |
| （一）制造业投资复苏的主线是什么？                                     | 13 |
| （二）制造业各行业的投资将走向何方？                                    | 14 |
| （三）制造业投资未来将面临何种变化？                                    | 16 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：2019 年以来我国全部固定资产投资和制造业投资增速       | 5  |
| 图表 2：2021 年 1-4 月主要制造业行业投资增速          | 6  |
| 图表 3：2021 年一季度制造业上市企业资本支出增速对比         | 6  |
| 图表 4：2011 年至 2021 年中美制造业投资比重对比        | 7  |
| 图表 5：制造业企业利润总额同比增速处于高位                | 8  |
| 图表 6：制造业企业亏损面高于正常年份同期水平               | 9  |
| 图表 7：2015 年以来制造业企业利润总额、中长期贷款余额、应收账款增速 | 9  |
| 图表 8：2017 年四季度以来制造业产能利用率一直低于 79%      | 10 |
| 图表 9：唐山钢厂产能利用率变化情况                    | 11 |
| 图表 10：工业出口交货值增速升至较高水平                 | 11 |
| 图表 11：限额以上商品零售恢复快于全部商品零售              | 12 |
| 图表 12：设备工器具投资两年平均增速为负                 | 12 |
| 图表 13：制造业营业收入利润率明显增长                  | 14 |
| 图表 14：SITC 医药品、专业科学及控制用仪器和装置出口增速      | 14 |
| 图表 15：限额以上商品零售、粮油食品类商品、日用品类商品累计同比增速   | 15 |
| 图表 16：PPI 同比增速变化                      | 15 |





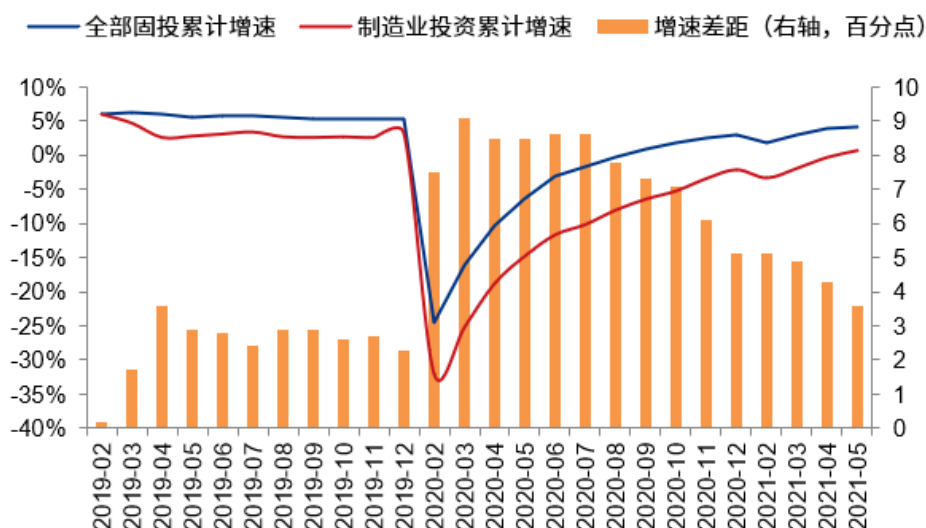
## 一、当前制造业投资恢复过程中有哪些重要的关注点？

去年以来,我国经济疫后复苏态势良好,但制造业投资迟至今年5月才恢复到2019年同期水平。制造业投资缓慢,与“先必需后可选、保运行缓扩张”的恢复节奏有关,也与“二产降、三产升”的长期变化相关。同时,制造业投资中出现的行业分化、大中小企业分化等现象也不可忽视。当前应关注以下五个特征:

### (一) 从总量看,制造业投资规模回升到2019年同期水平,增速低迷但涨势初现

1-5月份,全部固定资产投资、制造业、房地产开发和基础设施投资同比增长15.4%、20.4%、18.3%、11.8%,两年平均增长4.2%、0.6%、8.6%、2.6%,制造业投资增速明显低迷。但从二季度看,制造业投资已初具复苏势头,4月单月和5月单月的两年平均增速为2.9%、3.5%,比一季度的两年平均增速相比提高了4.9、5.5个百分点,提升速度快于全部投资,与全部投资的差距从一季度的4.9个百分点收窄到4月、5月的3.1、1.5个百分点。

图表1: 2019年以来我国全部固定资产投资和制造业投资增速



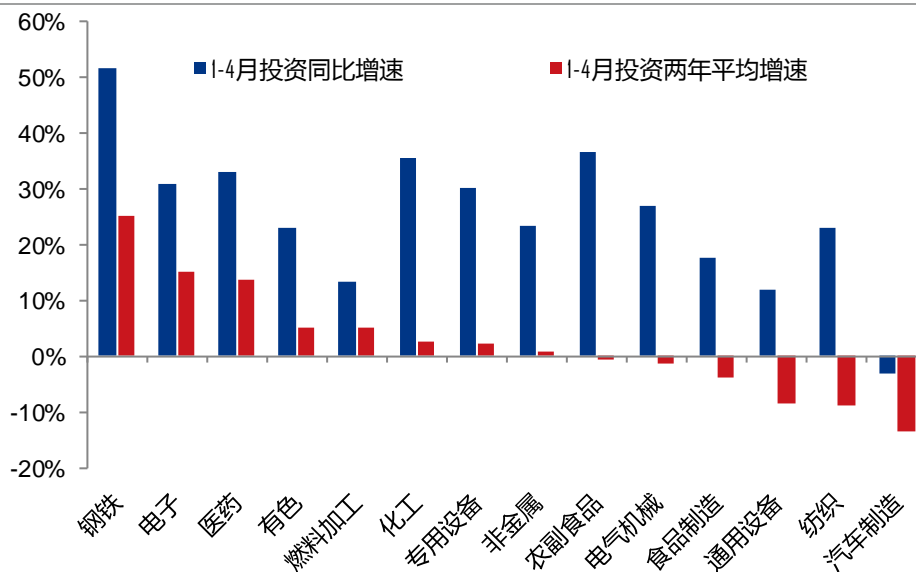
资料来源:国家统计局、粤开证券研究院,2021年数据为两年平均增速

### (二) 从行业看,高技术和原材料领域是制造业投资复苏重要动力

疫情防控的需求拉动了电子信息和医药产品需求,高技术制造业投资持续快速增长,碳达峰碳中和目标和环保要求下的行政式限产持续推高大宗产品价格,制造业利润集中于上游行业而中下游企业受损,制造业投资结构呈现近似于2018-2019年的“高技术和上游强、下游弱”的态势。与2019年同期相比,1-5月份高技术制造业投资两年平均增长15.5%,原材料制造业投资两年平均增长5.4%,装备制造业投资两年平均增长1.6%,消费品制造业投资两年平均下降2.6%。1-4月31个制造业大类行业中仅有11个行业投资两年平均增速为正,主要集中在上游的原材料领域和中游的电子、仪器仪表、专用设备装备领域部分行业,以消费品为主的其余行业投资均不及2019年同期。



图表2：2021年1-4月主要制造业行业投资增速



资料来源：国家统计局、粤开证券研究院

### （三）从区域看，中部地区制造业投资份额逆势提升

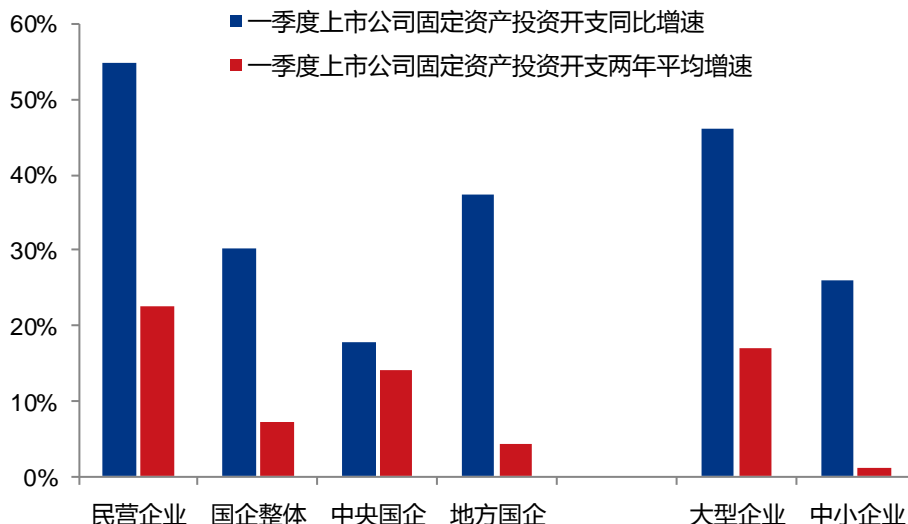
制造业投资重心移向中部地区，原因是中部地区近年来加快布局电子信息、医药等产业，且电子、医药等高技术制造业持续高速增长，使中部地区制造业投资一直保持较高增速，兼之中部地区冶金基础较好，在湖北疫情“封省”2个月、制造业投资一度下降85%的不利情形下，仍实现制造业投资份额逆势提升。今年1-5月份中部地区在全国工业投资的比重升至32.2%，高于2019年、2015年比重1.1、3.6个百分点。

### （四）从上市公司看，制造业上市公司资本支出分化，表现为“大强小弱”以及制造业上市民企投资增速远高于上市国企

从大中小企业看，在经济增长放缓的背景下大型企业实现固定资产开支的逆势扩张，中小企业则对投资较为谨慎保守。根据上市公司2021年一季度财务数据，大型企业和中小企业<sup>1</sup>固定资产投资开支同比增长46.1%、25.9%，与2019年同期相比两年平均增长17.1%、1.1%。从所有制看，近年来的“放管服”、投资项目告知承诺制等改革激发了民营企业投资活力。一季度制造业上市公司中，民营企业投资开支同比增长55%，两年平均增长22.7%，中央国企和地方国企分别同比增长17.7%、37.5%，两年平均增长14.1%、4.3%。制造业民营上市企业资本支出增速快于制造业上市国企，而投资统计数据反映民间制造业投资增速弱于非民间制造业投资，二者并不一致，原因可能是民营制造业企业投资支出分化较大，制造业上市企业投资大幅增长而非上市企业投资下降。

图表3：2021年一季度制造业上市企业资本支出增速对比

<sup>1</sup> 参考《统计上大中小微企业划分方法》，将营业收入高于4亿元的企业划为大型企业，营业收入低于4亿元的企业划为中型企业。

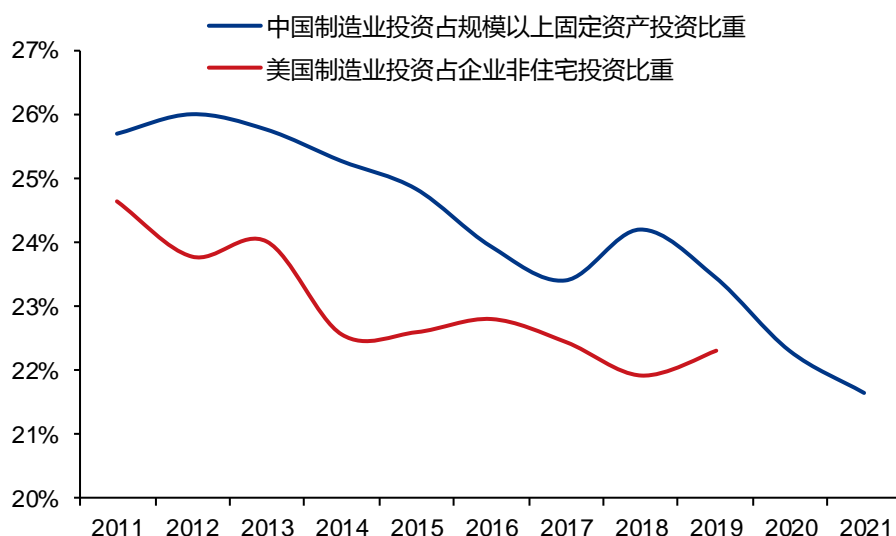


资料来源：wind、粤开证券研究院

### (五) 从中长期看，制造业占固定资产投资比重持续下降，长期来看对投资的拉动作用减弱

制造业投资增速低于全部投资增速已成为近年（2013年）来的常态，制造业投资占全部投资比重出现下降并不意外。2018年固定资产统计方法调整后，新口径下制造业投资占比更低，2020年全年和2021年前5个月比重仅为22.3%、21.7%，已低于2019年美国制造业投资占全部投资比重。在工业化中后期，GDP构成会出现二产降、三产升的变化，而制造业投资比重的下降趋势与此一致。“十四五”规划纲要提出“保持制造业比重基本稳定”，可能的政策含义是把制造业比重在现状基础上保持稳定作为政策目标，但如果要重回过去的高比重则不具备合理性和可行性。高端制造、服务型制造是制造业的发展方向，对研发创新投入、人力资本投入更加重视，新型投资将对传统的设备、厂房投资形成替代。固定资产投资重要性的减弱，意味着制造业对投资的拉动作用难有大的提升空间。

图表4：2011年至2021年中美制造业投资比重对比





资料来源：wind、粤开证券研究院

## 二、疫后制造业投资恢复为何偏慢？两个维度四个因素

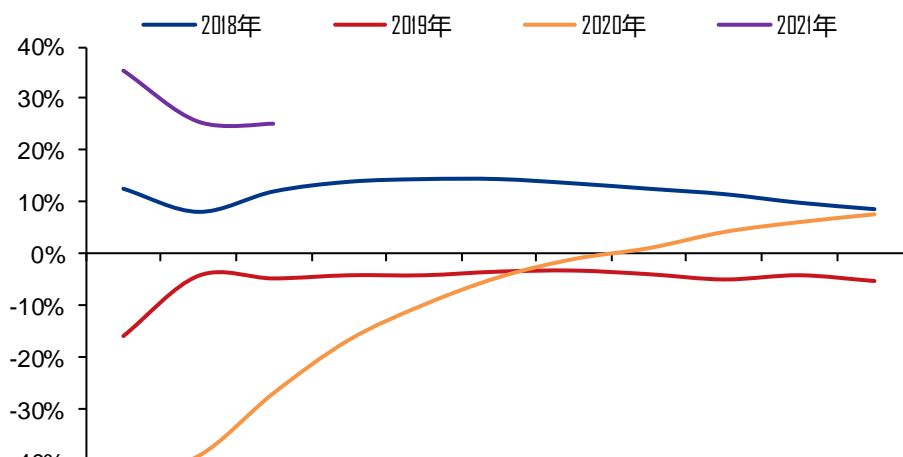
制造业投资主要由企业根据经济形势及市场预期自主决策和实施，影响因素包括企业自身的投资能力和投资意愿，其中投资能力取决于利润、资金，虽然企业利润和信贷资金近期好转较快，但被快速增长的应收账款所制约；投资意愿取决于产能利用水平、需求的持续性，后续仍有一定提升空间。

### （一）从利润和资金看投资能力

#### 1、虽然当期利润增速高，但前期亏损缺口大、当前亏损面偏高，投资能力仍受制约

2018、2019年制造业企业利润增速分别为8.7%、-5.2%，连续下降9.5和13.9个百分点。在连续两年企业利润低位运行的基础上，2020年以来制造业企业利润出现边际好转，但从三年移动平均看，2019-2021年间，前4个月制造业平均利润为1.57万亿元，尚不及2016-2018年同期的1.82万亿元水平，如纳入价格因素则企业盈利表现更差。同时，制造业亏损企业占比较大，今年1-4月亏损面达到23.5%，高于2018、2019年同期4.5个、1.6个百分点，制造业整体经营效益仍存在困难，降低了扩大投资的能力。

图表5：制造业企业利润总额同比增速处于高位



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\\_20287](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20287)

