

制造业投资：供求格局下的投资演变

——宏观经济专题报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2020年09月21日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 随着中国制造业的不断壮大，诸多行业的供给瓶颈逐步发展为产能过剩，中国在全球出口贸易中高居榜首的占比说明，中国制造业不仅满足着国内需求，而且极大地满足了全球需求。正如硬币的两面，高高在上的出口份额占比一方面体现了中国制造业的强大，另一方面则意味着中国制造业对外部需求的过高依赖，所以每逢世界（特别是中国重要的出口目的地）出现经济危机，国内制造业都会出现较为惨烈的收入及盈利下降。
- 通过行业间及不同时期的增速对比，不难看出，2011年后制造业投资的演变由两种重要力量来主导：在供给层面体现出更高的技术进步，进口替代下产能向国内转移令相关行业的投资增速保持高位，这主要体现在“专用设备”和“通用设备”行业投资增速的差别；在需求层面，消费升级下相关行业需求增长对产能提升带来内在诉求，主要体现在“文教、工美、体育和娱乐用品”、“家具制造”和“木材加工及木、竹、藤、棕、草制造业”占比的提升，而“计算机、通信和其他电子设备”行业则明显受益于以上两种力量的共同作用。简而言之，资本密集型向技术密集型的供给侧演变以及消费升级对需求侧的影响成为支持2011年后部分行业投资增速维持高位的核心力量。
- 如果将视野深入到行业内部，我们就会发现，不仅行业间存在明显差距，同一行业内部的不同子类间也存在云泥之别。我们分别以“计算机、通信和其他电子设备”、“医药制造业”和“有色金属冶炼及压延加工业”加以举例说明。通过对以上三个行业内子行业固定资产投资变动的对比分析，我们可以清晰的发现，供需态势的迥异在各行业内部同样显著，“计算机、通信和其他电子设备制造业”中“计算机制造”和“通信设备制造”的对照，“医药制造业”中“化学制剂”和“卫生材料及医药用品制造”、“生物药品制造”两个行业的对照，“有色金属冶炼及压延加工业”中“常用有色金属冶炼”和“有色金属压延加工”的对照，都说明产业内部的升级从未停歇，即便是在传统周期行业中，这一趋势也仍在持续演进中。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 供求力量转变 制造业投资回望.....	5
2. 行业投资云泥之别 制造升级徐徐而进.....	7
3. 行业内部调整 旋律仍是升级.....	11

图 目 录

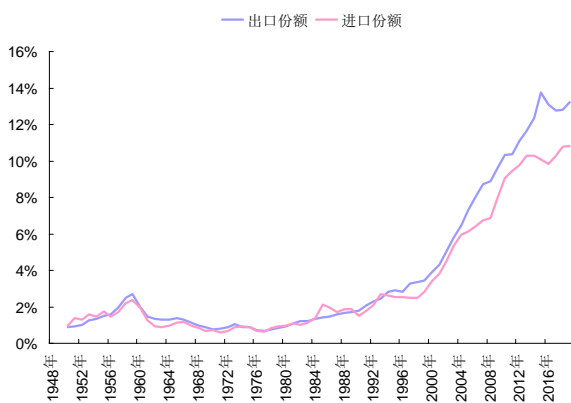
图 1: 出口份额占比居高不下	4
图 2: 出口份额国别对比	4
图 3: 外围经济危机对国内制造业收入利润冲击明显	4
图 4: 规模以上工业企业净利率水平	4
图 5: 三产业 GDP 同比增速	5
图 6: 三产业对 GDP 同比增速拉动	5
图 7: 第二产业固定资产投资增速	6
图 8: 制造业固定资产投资增速	6
图 9: 民间城镇固定资产投资占比	6
图 10: 民间制造业固定资产投资同比增速	6
图 11: 重点制造行业固定资产占比演变 (2003-2018 年)	7
图 12: 重点制造行业固定资产占比演变 (2011-2018 年)	7
图 13: 计算机等行业收入同比变动情况	11
图 14: 计算机等行业毛利率变动情况	11
图 15: 通用机械等行业收入同比变动情况	11
图 16: 通用机械等行业毛利率变动情况	11
图 17: 计算机子行业固定资产投资占比变动情况	12
图 18: 计算机子行业固定资产投资复合增速对比	12
图 19: 医药子行业固定资产投资占比变动情况	14
图 20: 医药子行业固定资产投资复合增速对比	14
图 21: 有色金属子行业固定资产投资占比变动情况	15
图 22: 有色金属子行业固定资产投资复合增速对比	15

表 目 录

表 1: 重点行业城镇固定资产投资复合增速概览	7
表 2: 各制造行业固定资产投资占比演变概览	9
表 3: 计算机子行业固定资产投资占比演变概览	12
表 4: 医药制造子行业固定资产投资占比演变概览	13
表 5: 有色金属子行业固定资产投资占比演变概览	14

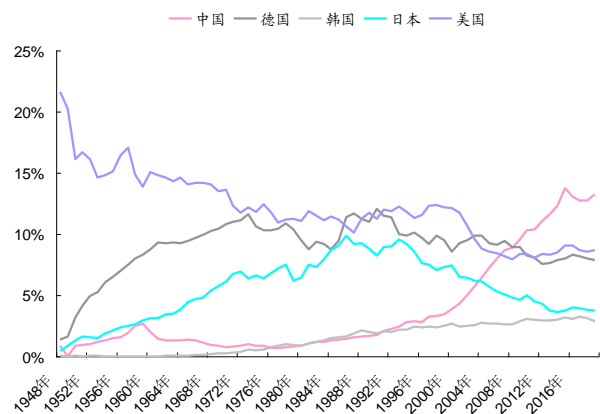
随着中国制造业的不断壮大，诸多行业的供给瓶颈逐步发展为产能过剩，中国在全球出口贸易中高居榜首的占比说明，中国制造业不仅满足着国内需求，而且极大地满足了全球需求。正如硬币的两面，高高在上的出口份额占比一方面体现了中国制造业的强大，另一方面则意味着中国制造业对外部需求的过高依赖，所以每逢世界（特别是中国重要的出口目的地）出现经济危机，国内制造业都会出现较为惨烈的收入及盈利下降。

图 1：出口份额占比居高不下



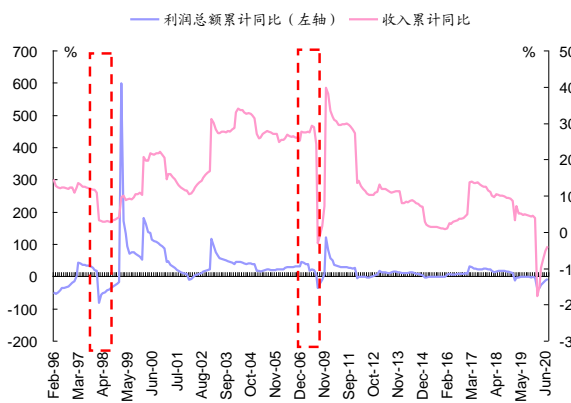
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：出口份额国别对比



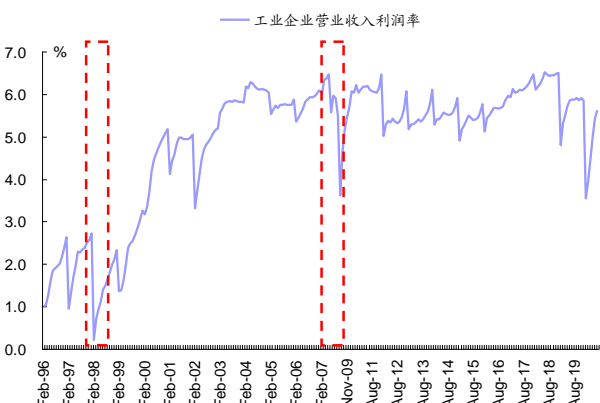
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：外围经济危机对国内制造业收入利润冲击明显



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：规模以上工业企业净利率水平



资料来源：Wind，渤海证券研究所

时至今日，除了世界经济自身的周期轮转以及国内制造业产能过剩的日益显现，全球及各经济体内部贫富差距的加大还令逆全球化的声音日渐强大，我国制造业整体的需求前景愈加迷茫，发端于 2020 年初的新冠肺炎疫情则进一步恶化了制造业的需求前瞻，受此影响投资信心明显受挫，国内制造业固定资产投资增速的恢复力度不佳就是最好的例证。

然而，面对制造业升级的内在诉求以及国家战略的外在支持，制造业在总体投资

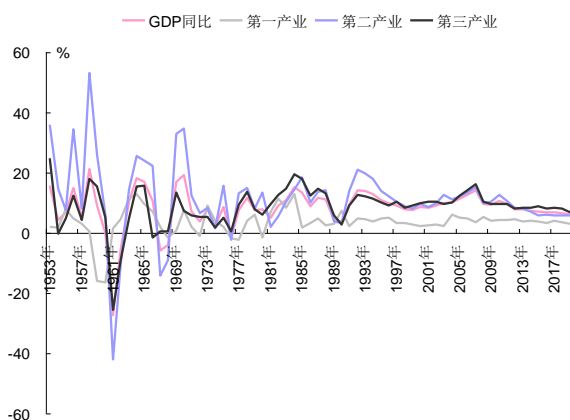
热情不高的情况下，结构层面的变革却一日都没有停歇，新老动能转化下制造业由大向强，由资本密集向技术密集的嬗变持续前行。

1. 供求力量转变 制造业投资回望

作为经济体重要组成部分的企业部门，追求盈利最大化是其常态目标，需求前景及当前资金获取的便利性无疑是主导企业扩大再生产意愿的重要因素。对于中国而言，在建国后相当长的时期内，面对固有的庞大需求及既有供给能力的不足，供给瓶颈是阻碍国内经济增长的核心所在，如何获取技术和资金以提升供给能力成为管理层关注的重点。然而，随着重工业化的不断演进，制造业整体产能持续扩张，供给不足的矛盾转换为产能过剩这一困境，盈利前景不佳令制造业投资增速趋势下行；此外，资金获得便利性的波动也会对制造业投资形成冲击。

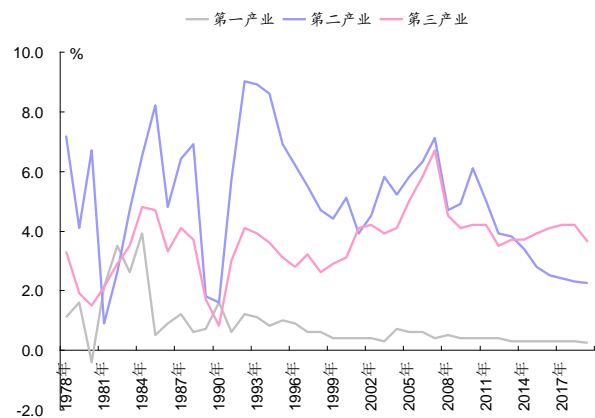
1953 年以来的数据显示，第二产业增加值同比增速长期强于同期的 GDP 增速水平，是这一阶段为主导 GDP 波动的重要因素，从三大产业对 GDP 同比增速的拉动情况看，1990 年后第二产业成为 GDP 增长的重要力量，但是随着重工业化的逐步完成，第三产业对 GDP 增长的贡献度持续提升，到 2008 年次贷危机发生前，其已与第二产业势均力敌，此后国内第二产业产能过剩现象日益严重，对 GDP 增长的拉动力趋势性走弱，2014 年后第三产业对 GDP 增长的拉动力超过第二产业，且两者间差距日趋扩大。

图 5：三产业 GDP 同比增速



资料来源：Wind，渤海证券研究所

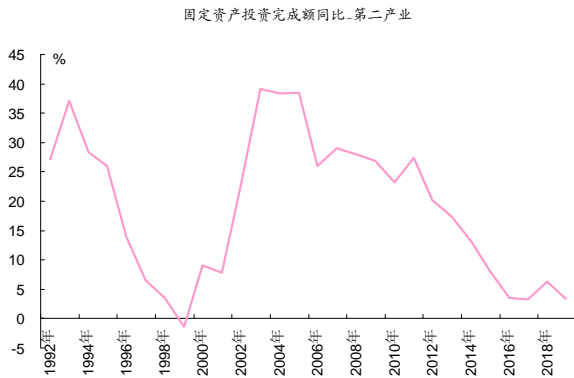
图 6：三产业对 GDP 同比增速拉动



资料来源：Wind，渤海证券研究所

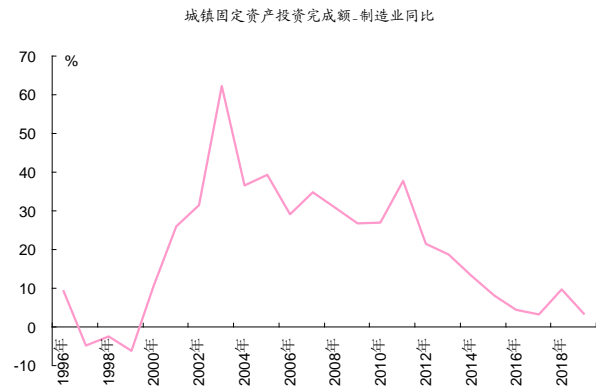
工业增加值增长的乏力不仅意味着工业企业收入增长的下行，产能过剩令其净利率水平持续承压，盈利前景恶化下工业企业投资意愿逐步冷淡，期间民营企业投资意愿的弱化则更为明显。

图 7: 第二产业固定资产投资增速



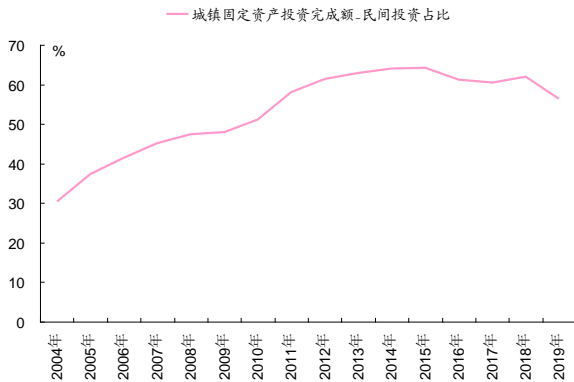
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 制造业固定资产投资增速



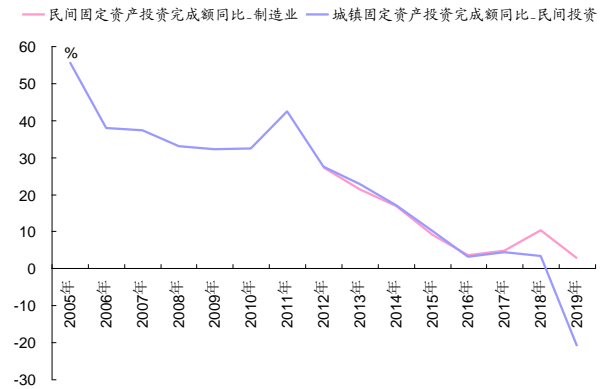
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 民间城镇固定资产投资占比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 民间制造业固定资产投资同比增速



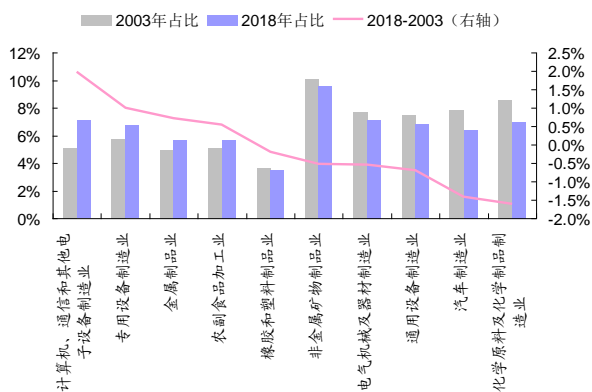
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 行业投资云泥之别 制造升级徐徐而进

在制造业固定资产投资增速趋势性下行的总体环境下，不同行业则呈现出迥异的差别，各行业间的云泥之别，不仅体现了国内不同行业供需矛盾的不一而同，而且还体现出国内制造业升级的徐徐而进。

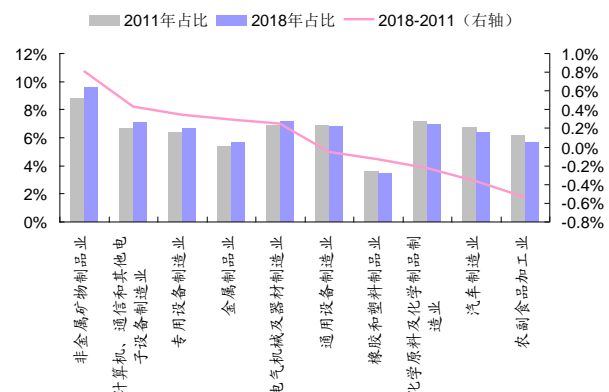
2003年以来，城镇固定资产投资_制造业的同比增速震荡回落，尽管在2009-2011年期间出现过阶段性回升，但2011年之后再度逐年走低。为了观察制造业内各个行业固定资产投资增速的变动差异，我们计算了各行业固定资产投资占比变化和复合增速，计算时分别选择2003和2011两个年度作为基期。

图 11: 重点制造行业固定资产占比演变 (2003-2018 年)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 重点制造行业固定资产占比演变 (2011-2018 年)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 1: 重点行业城镇固定资产投资复合增速概览

	截止 2018 年复合增速		截止 2018 年相对符合增速		各行业固定资产投资占比	
	2003 年	2011 年	2003 年	2011 年	2018 年	合计
计算机、通信和其他电子设备制造业	21.93%	16.22%	-0.07%	5.28%	7.10%	65.43%
专用设备制造业	28.27%	13.52%	6.27%	2.59%	6.72%	
金属制品业	28.45%	13.12%	6.45%	2.19%	5.65%	
农副食品加工业	25.47%	12.57%	3.47%	1.64%	5.65%	
非金属矿物制品业	24.29%	10.10%	2.29%	-0.84%	9.57%	
橡胶和塑料制品业	-	10.04%	-	-0.90%	3.47%	
电气机械及器材制造业	29.44%	9.77%	7.44%	-1.17%	7.14%	
通用设备制造业	27.79%	9.38%	5.79%	-1.56%	6.78%	
汽车制造业①	-	9.18%	-	-1.75%	6.39%	
化学原料及化学制品制造业	18.88%	7.67%	-3.12%	-3.27%	6.95%	
家具制造业	31.72%	21.20%	9.72%	10.27%	2.17%	23.89%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	28.94%	15.55%	6.94%	4.62%	2.47%	

食品制造业	22.38%	14.12%	0.39%	3.19%	2.86%	
医药制造业	18.29%	12.99%	-3.71%	2.05%	2.94%	
纺织服装、服饰业	23.79%	11.63%	1.79%	0.70%	2.31%	
纺织业	17.93%	10.36%	-4.07%	-0.58%	3.44%	
酒、饮料和精制茶制造业	20.76%	9.36%	-1.24%	-1.58%	1.68%	
造纸及纸制品业	16.86%	7.78%	-5.13%	-3.15%	1.53%	
有色金属冶炼及压延加工业	17.63%	4.90%	-4.36%	-6.03%	2.45%	
黑色金属冶炼及压延加工业	7.80%	0.72%	-14.20%	-10.22%	2.04%	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	32.84%	32.15%	10.84%	21.21%	1.44%	10.65%
废弃资源综合利用业	48.39%	25.23%	26.39%	14.29%	1.07%	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	24.28%	14.77%	2.28%	3.83%	1.15%	
化学纤维制造业	19.34%	12.69%	-2.66%	1.75%	0.81%	
印刷业和记录媒介的复制	20.02%	11.92%	-1.98%	0.98%	0.91%	
仪器仪表制造业	22.38%	10.39%	0.38%	-0.54%	1.00%	
其他制造业	19.34%	9.28%	-2.66%	-1.65%	1.35%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	15.91%	3.81%	-6.09%	-7.12%	1.39%	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业②	-	3.58%	-	-7.36%	1.35%	
烟草制品业	5.34%	-4.99%	-16.66%	-15.92%	0.09%	
金属制品、机械和设备修理业③	-	-7.91%	-	-18.85%	0.10%	

注：①②③中因2011年数据不可得，所以计算2011-2018年复合增速时以2012年为基期数据

资料来源：Wind，渤海证券研究所

数据显示，2003年至2018年制造业固定资产投资符合增速为22.00%，期间“废弃资源综合利用业”固定资产投资复合增速最高，达到48.39%，但截止2018年其占制造业总固定资产的投资的比例也仅为1.07%；在占比较高的行业中，“电气机械及器材”、“金属制品”、“专用设备”、“通用设备”和“农副食品加工业”的复合增速名列前茅。然而，如果以2011年为基期，则“文教、工美、体育和娱乐用品”复合增速最高，“废弃资源综合利用业”和“家具制造业”则位居第二和第三位，但三者固定资产投资在2018年的合计占比仅为4.68%（其中“家具制造业”的占比仅为1.76%）。在占比较高的行业中（以2011年为基期），“文教、工美、体育和娱乐用品”的复合增速最高，达到32.84%；“废弃资源综合利用业”和“家具制造业”则位居第二和第三位，但三者固定资产投资在2018年的合计占比仅为4.68%（其中“家具制造业”的占比仅为1.76%）。

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_2413

