

总量研究

为何上半年制造业投资没有反弹？

——《制造业深度洞察系列》第一篇

要点

核心观点：

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承压，企业恢复不均衡下民营企业复苏偏慢，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。

整体来看，上半年经济形势并不差，为何制造业投资持续低迷？

一、相比增产补库，制造业投资复苏有所滞后

产能利用率、盈利、价格、出口、信贷均是制造业投资的领先指标，平均领先制造业投资6~12个月。企业的投资决策往往是更为谨慎的决策，市场需求回暖时，价格回升最先带动企业利润反弹，产能利用率迅速回升，随后企业才会考虑进行资本开支，最终反映到制造业投资中去。

二、行业盈利分化加剧，装备制造利润承压

下游装备制造业是制造业投资的核心构成。装备制造业的资本形成在所有制造业固定资产投资形成中的比重超过40%，是制造业投资的核心组成部分。

上半年行业盈利分化加剧，新增利润向中上游集中，而下游装备制造承压，成本压力较大，并且利润率恢复相对缓慢。我们发现，上半年装备制造业百元营收成本率处于上升趋势，而原材料制造业成本率则在下降；利润率方面，与制造业总体、原材料制造业利润率显著上升不同，上半年装备制造业利润率仅略微回升。

三、企业复苏不均衡，民企、民营企业复苏缓慢

民间资本投资是制造业投资的重要组成部分。民间投资在所有制造业投资中占比近90%，因而民营企业投资是制造业投资的重要驱动力。

上半年，相比于国有企业，民营、民营企业利润修复较为缓慢，承担了更高的成本费用压力，杠杆率上升幅度更大，应收账款回收期更长，经营周转并不顺畅。国有企业较多分布在上游，且议价能力较强，而民营企业较多分布在下游，在大宗商品价格上涨中承受了更高的成本压力，这一定程度上降低了投资意愿。

四、疫情反复干扰全球复苏，企业投资信心不足

企业进行投资不仅需要具备投资能力，更重要的是投资信心。上半年，疫情反复出现，德尔塔毒株在海外快速蔓延，国内疫情多点散发，叠加市场对外部环境预期面临更多不确定性，企业的投资信心受到一定程度的干扰，投资信心不足。

下半年，制造业投资韧性仍在，宏观政策发力在即

第一，海外供给恢复仍需时间，三季度出口仍有韧性；第二，监管机构对大宗商品关注度增强，先立后破，稳保物价，助力企业成本压力缓解；第三，财政政策更加积极发力，基建相关制造业反弹在即；第四，货币政策继续边际放松，持续呵护实体，助力中小企业稳步复苏。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513066
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

经济压力超预期，基建亟待反弹——2021年7月经济数据点评(2021-08-16)

下半年基建投资将迎来持续反弹——光大宏观周报(2021-08-15)

通胀挑战延续，7月美国CPI同比再超预期——2021年7月美国CPI数据点(2021-08-12)

5500亿及3.5万亿拜登刺激法案，将提升美国增长预期——《大国博弈》第八篇(2021-08-12)

为什么社融明显弱于市场预期？——2021年7月金融数据点评(2021-08-11)

经济隐忧不减，政策易松难紧——2021年二季度货币政策执行报告点评(2021-08-09)

上游涨价分化，通胀剪刀差高位运行——2021年7月价格数据点评(2021-08-09)

进出口双双回落，经济压力进一步显现——2021年7月进出口点评兼光大宏观周报(2021-08-08)

美国最想减免哪些产品的对华关税？——《大国博弈》系列第七篇(2021-08-04)

财政开始平滑发力，基建投资如何演绎？——《见微知著》第三篇(2021-08-03)

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四(2021-07-22)

目 录

1、上半年，制造业投资复苏相对缓慢.....	4
2、论据一：相比增产补库，制造业投资复苏有所滞后	4
2.1 产能利用率持续回升，领先制造业投资 6~12 个月	5
2.2 盈利持续高增，领先制造业投资 6~12 个月	6
2.3 工业品价格持续上涨，企业资本开支意愿强烈	7
2.4 中长期信贷持续景气，领先制造业投资变化	8
2.5 出口频超预期，领先制造业投资 12 个月左右	8
3、论据二：行业盈利分化加剧，装备制造业承压	9
3.1 装备制造是制造业投资的核心构成	9
3.2 利润向中上游集中，装备制造业承压	10
3.3 装备制造业成本压力较大，利润率处于下滑趋势	10
4、论据三：企业复苏不均衡，私营企业复苏缓慢	11
4.1 民间投资是制造业投资重要构成	11
4.2 私营企业成本费用率更高，利润空间被压缩	12
4.3 私营企业杠杆率上升幅度更大，回款期更长	12
4.4 大企业复苏明显好于中小企业	13
5、论据四：疫情反复干扰全球复苏，企业投资信心不足	14
6、下半年，制造业复苏仍有韧性	15
6.1 海外供给恢复仍需时间，三季度出口仍有韧性	16
6.2 持续关注大宗商品价格，先立后破，稳保物价	16
6.3 财政政策积极发力，基建相关制造链仍有空间	18
6.4 货币政策边际放松，持续呵护实体，助力中小企业稳步复苏	19

图目录

图 1：上半年制造业投资复苏相对缓慢.....	4
图 2：产能利用率变化领先制造业投资一年左右	5
图 3：PMI 新订单均值也领先制造业投资一年左右	5
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	6
图 5：利润率也可作为产能利用率的替代	6
图 6：企业利润持续高增，利润率达到历史较高水平	6
图 7：上半年，企业利润持续高增	6
图 8：企业盈利领先制造业投资变化	7
图 9：企业利润变化领先制造业投资一年左右	7
图 10：PPI 变化与产能利用率变化基本一致	7
图 11：PPI 增速变化领先于制造业投资波动	7
图 12：今年以来，企业中长期新增信贷持续高增	8
图 13：信贷供给增速变化领先于制造业投资增速变化	8
图 14：2021 年上半年进出口数据频超预期	9

图 15: 出口增速变化也领先于制造业投资 12 个月左右	9
图 16: 制造业投资构成中装备制造业占主要位置	9
图 17: 上下游盈利分化加剧, 装备制造、消费制造承压	10
图 18: 上半年装备制造业成本压力不断提升	11
图 19: 制造业利润率持续分化, 装备制造业利润率下滑明显	11
图 20: 民间投资在制造业投资中占据主要位置	11
图 21: 相比于国企, 私营企业利润修复较为缓慢	12
图 22: 相比于国企, 私营企业百元营收中成本费用较高	12
图 23: 今年以来, 私营企业杠杆率攀升, 国企杠杆则稳步下降	13
图 24: 私营企业应收账款回收期明显高于国有企业	13
图 25: 大企业景气仍处高位, 中小企业景气继续回落	13
图 26: 6 月以来, 欧美、东盟疫情再次反弹	14
图 27: 德尔塔毒株成为全球疫情再次反弹的元凶	14
图 28: 上半年, 国内疫情多点散发	15
图 29: 国内疫苗接种加速推进, 已实现较高覆盖率	15
图 30: 今年以来美国通胀急剧攀升	15
图 31: 美国非农就业尚未恢复, 失业率仍高	15
图 32: 5 月下旬以来, 监管层对大宗商品价格持续关注	17
图 33: 同比来看, 原材料加工价格增速下行, 装备制造价格增速上行	17
图 34: 环比来看, 原材料加工价格环比转负, 装备制造价格继续为正	17
图 35: 2020 年以来专项债资金投向	18
图 36: 今年新增专项债发行进度较慢	18

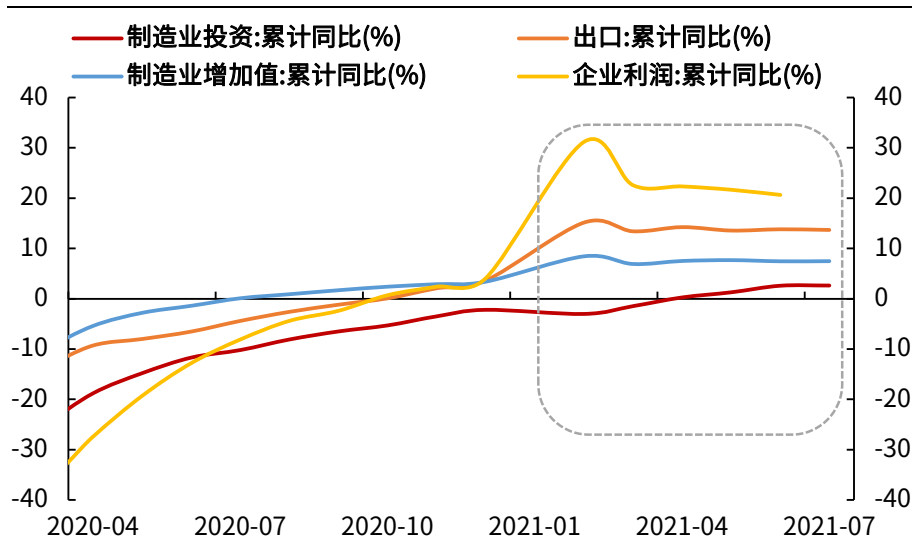
1、上半年，制造业投资复苏相对缓慢

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）

2、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。

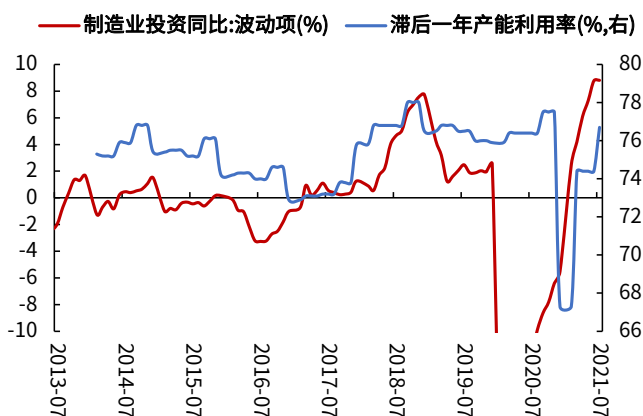
我们在 2021 年 5 月 20 日发布的报告《三大证据看产能周期开启进行时——<全球朱格拉周期开启>第十二篇》中就指出，产能利用率、盈利、价格变化以及资本开支都是企业投资的领先指标，平均领先企业投资 6-12 个月左右。这是因为，相比于增产补库，企业的投资决策往往是更为谨慎的决策，需求回暖最先拉动生产，随后转化为产能利用率上升，最后才会转化为制造业投资，从而反映到制造业投资完成额中。

2.1 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。

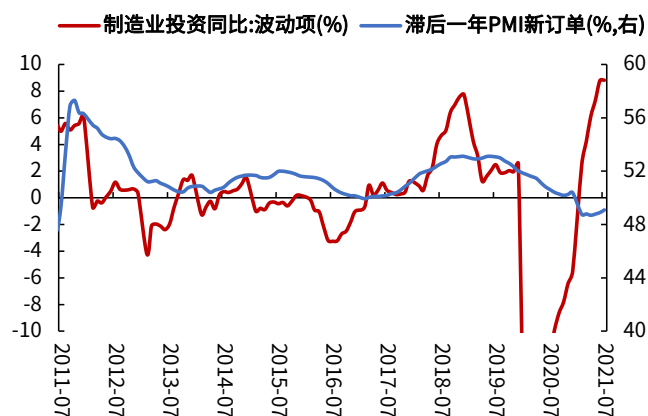
产能利用率变化领先制造业投资一年左右。产能利用率是产能周期开启的领先指标，从历史走势来看，产能利用率变化，往往领先于制造业投资增速变化，可以作为企业产能投资周期开启的重要信号。

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



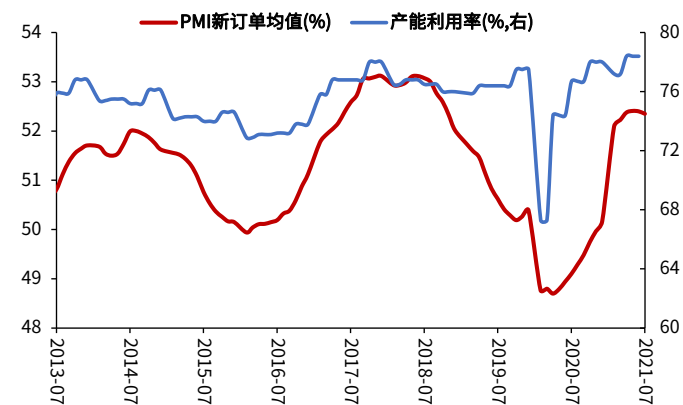
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：受疫情冲击，2020 年 2-6 月制造业投资同比波动项跌幅较大，分别为 -32.1%、-25.9%、-19.7%、-15.8%、-12.9%，下同）

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

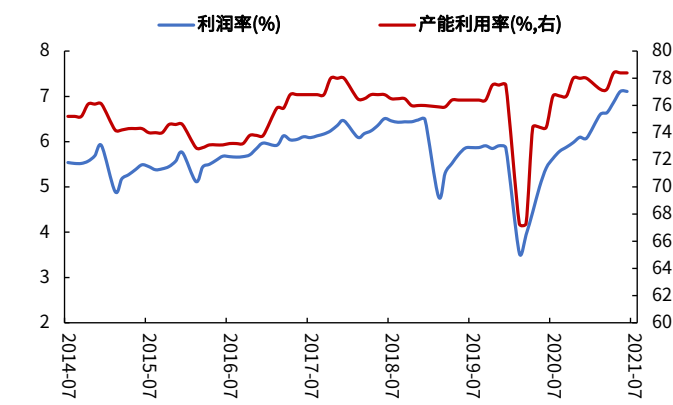
求减弱，此时企业会减产；而当企业利润率回升时，此时外部需求也通常回暖，因而利润率可以反映产能利用率的变化。

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



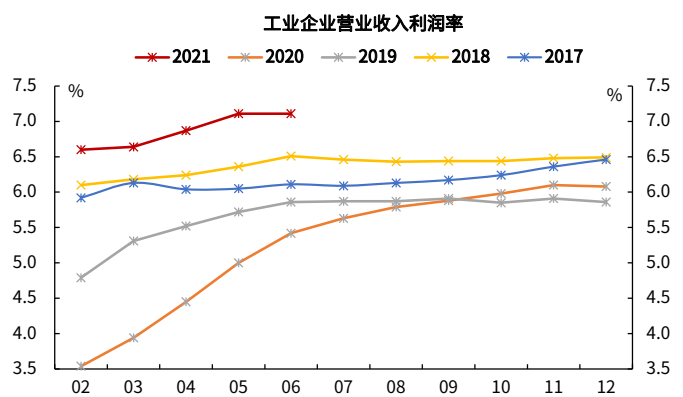
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.2 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%，基本延续了 2020 年下半年以来的较快增长态势。企业运营效率改善较快，利润率显著提升。2021 年 1-6 月，规上工业企业营业收入利润率为 7.11%，同比提高 1.69 个百分点，比 2017-2019 年同期均值提高 0.95 个百分点，利润率达到历史较高水平。

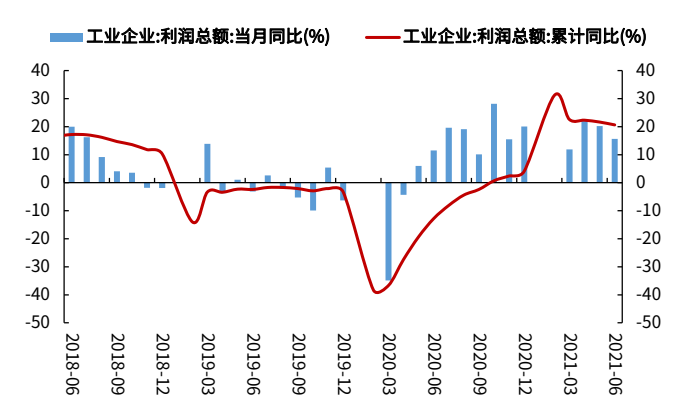
从历史趋势看，企业盈利变化也领先于制造业投资一年左右。盈利是制造业投资的领先指标，一般是企业进行资本开支的先决条件，决定企业资本开支的意愿和能力。从历史趋势看，工业企业盈利增速大约领先制造业投资 12 个月左右。

图 6: 企业利润持续高增，利润率达到历史较高水平



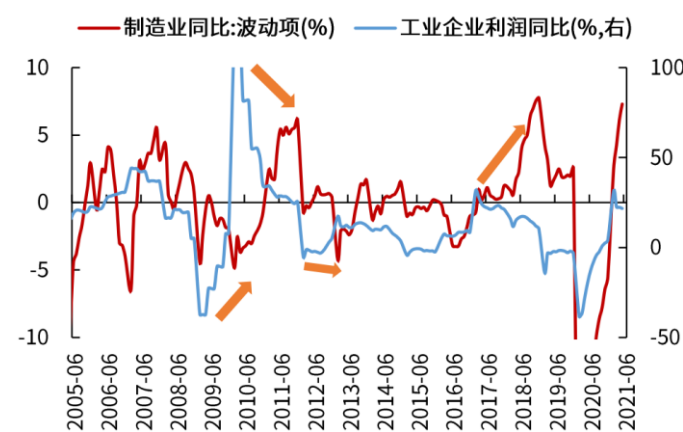
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 上半年，企业利润持续高增



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2021 年各月盈利数据为两年复合平均增速)

图 8：企业盈利领先制造业投资变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：企业利润变化领先制造业投资一年左右



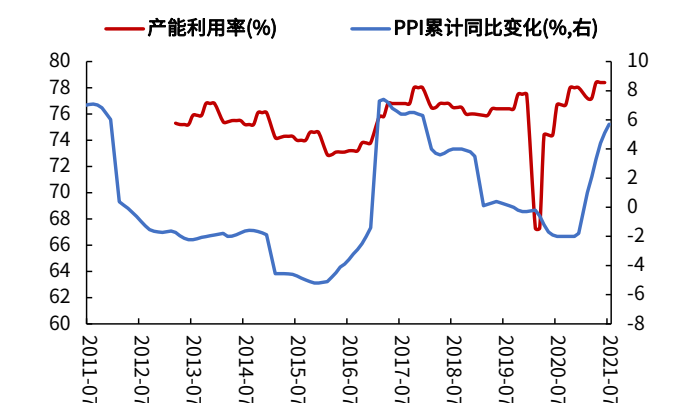
资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月盈利数据为两年复合平均增速）

2.3 工业品价格持续上涨，企业资本开支意愿强烈

今年以来，在大宗商品价格上涨带动下，工业品价格增速持续处于高位，带动上游企业盈利持续高增，投资增速也持续回升。2021 年 7 月，PPI 同比增长 9.0%，比 6 月上升 0.2 个百分点，PPIRM 同比增长 13.1%，与 6 月持平，比 5 月上升 0.6 个百分点，PPIRM 与 PPI 剪刀差持续扩大，下游企业有所承压。

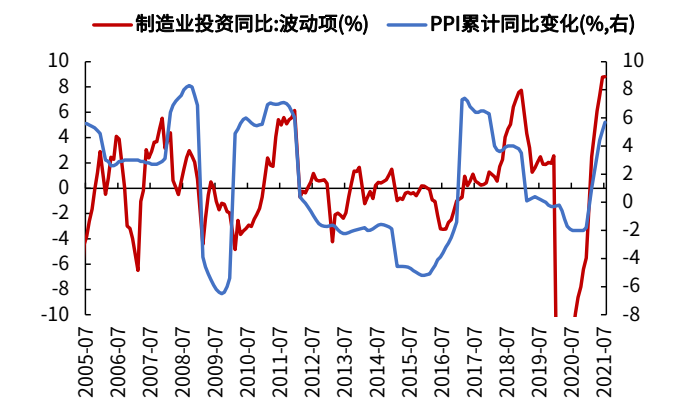
价格变化可以捕捉企业资本开支周期的形成。在经济意义上，当企业产能利用率达到一定预期且对未来需求预期乐观的情况下，提高价格是自然而且合理的选择，因而价格也领先于企业资本开支的形成。从历史趋势看，工业品价格变化大约领先制造业投资 6-12 个月左右。

图 10：PPI 变化与产能利用率变化基本一致



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：PPI 增速变化领先于制造业投资波动



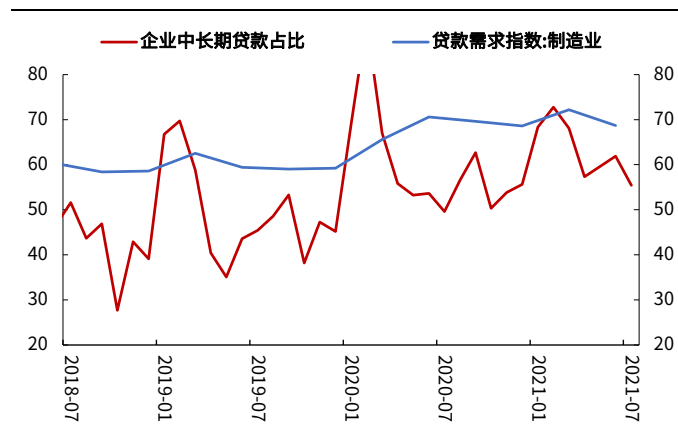
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.4 中长期信贷持续景气，领先制造业投资变化

企业信贷增速也是制造业投资的领先指标。信贷是企业开展生产的必要先决条件，无论是增产还是投资，信贷资金对于企业都不可缺少，因而观测企业融资需求的变化可以较早捕捉企业未来的投资意愿。从历史趋势看，企业信贷供给变化大约领先制造业投资 12 个月以上。

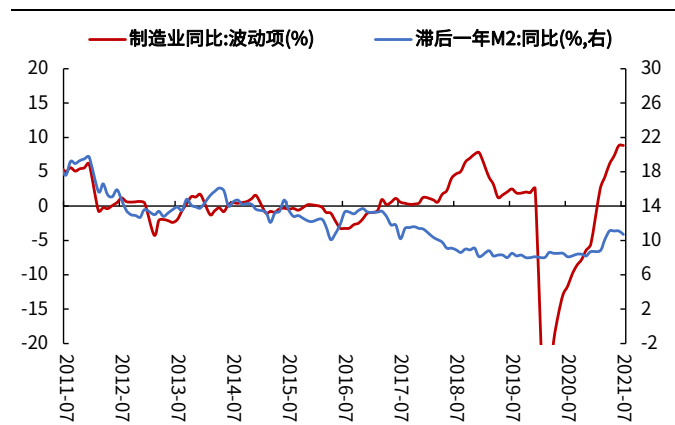
中长期信贷持续高景气，企业融资需求旺盛。今年以来，企业中长期贷款持续保持较高景气度，6 月份新增 8367 亿，同比多增 1019 亿，占全部新增贷款比重为 39.5%，较去年同期基本持平，显示出企业资本开支类支出景气度依然较高。后续随着政府债券供给的逐步恢复，银行对于政府和准政府类的信贷项目储备也将进一步充实，配套资金的吸纳将助力企业中长期贷款景气度维持高位。

图 12：今年以来，企业中长期新增信贷持续高增



资料来源：Wind，光大证券研究所（左轴单位：%）

图 13：信贷供给增速变化领先于制造业投资增速变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.5 出口频超预期，领先制造业投资 12 个月左右

出口链与制造业链条联系较深，因而出口成为拉动制造业投资的主要驱动。出口链涉及行业全面且广泛，但参与其中的主要以装备制造业，服装、家具为代表的消费品制造业以及中间品制造业为主，出口链条与制造业链条的高度重合，使得

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_25304

