

2021 年四季度为何制造业投资逆势回升？

2022 年 01 月 18 日

■ 2021 年四季度虽然中国经济下行的风险加剧，但制造业投资的逆势回升成为投资端少有的亮点。尤其是在地产和基建投资缺位的情况下，制造业投资发挥了稳投资的重要作用，相较 2019 年的两年平均增速在 2021 年持续走高，即使下半年企业中长期贷款持续同比少增也未阻挡制造业投资的步伐。我们从自上而下和自下而上两个角度分析背后的原因。

■ 自上而下看，稳定制造业政策初见成效，制造业在经济中的比重反弹。2021 年公布的“十四五”规划中明确强调要“保持制造业比重基本稳定”，根据统计局的最新数据，2021 年制造业占 GDP 的比例由 2020 年的低点 26.3% 回升至 27.4%（图 3）。我们在此前的报告（《新框架看 2021 年中国制造业投资》）中提出了制造业投资的三因素拆解框架：

$$\text{制造业投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{制造业 GDP}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{制造业投资}}{\text{制造业 GDP}}$$

由此可见制造业投资增速的变化可以归因为 1) GDP 增速的变化，2) 制造业占比的变化和 3) 制造业投资产出效率的变化。从历史数据来看，2021 年制造业投资超市场预期背后的重要原因是制造业占比时隔 9 年再次提高（表 1）。

■ 自上而下的另一个维度是量价拆分，2021 年价格因素是制造业投资的重要贡献，实际投资增速可能不及名义增速的一半（图 4）。原材料和设备价格的涨价是背后的重要因素，但为什么企业会在成本大幅上涨的情况下增加资本开支？这可能要从自下而上的角度来看。

■ 自下而上看，盈利和产能利用率可能是重要的驱动因素。从行业角度看，2021 年制造业投资比较突出的行业是计算机电子设备、医药、专用设备。利润增速较快、产能偏紧是企业增加投资的重要条件，汽车行业是典型的反例（由于芯片供给约束，第三季度汽车制造业的产能利用率仅处于历史的中值水平）（图 6 和 7）。

■ 政策约束限制了部分行业增加投资，否则 2021 年制造业投资增速会更快。2021 年企业利润增长的两条主线是原材料价格上涨和出口高景气度，燃料加工、化工和有色冶炼等行业受益于原材料价格上涨而获利颇丰，但受能耗和减碳政策的约束，资本支出受到约束，否则 2021 年投资的增速可能会更加超市场预期（图 7 和 8）。

■ 怎么看待 2022 年制造业投资的增长？2022 年开年以来市场主要的关注点在地产和基建，而制造业其实也具备再次扮演“黑马”的潜力。一方面，在稳定制造业的政策下，制造业投资仍能发挥稳经济的作用，根据三因素框架（我们假设 2022 年名义 GDP 增速为 8.5%，制造业占比相对 2021 年上涨 0.2 个百分点至 27.6%，制造业投资效率进一步提高）我们预计 2022 年制造业增速可能在 6% 左右；另一方面，部分行业（如能耗、排放偏高等受政策约束的行业）仍有较大的产能扩张和设备绿色升级需求，如果政策能够适当地引导和放松，制造业投资的空间仍然值得期待。

■ 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoh@dwzq.com.cn

1、《宏观周报 20211123：“与病毒共存”下的市场表现：新加坡模式探讨》2021-11-23

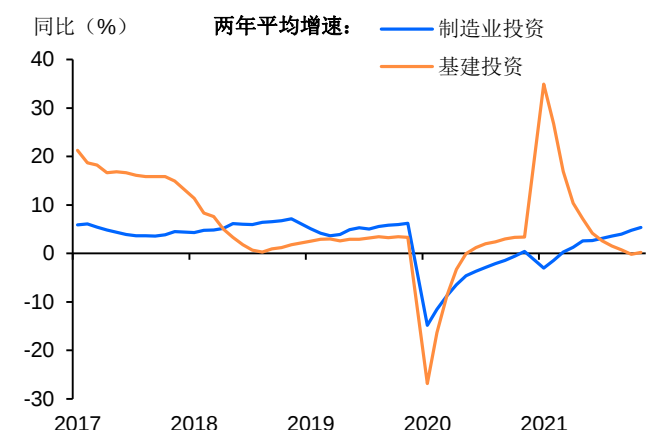
2、《宏观周报 20211122：政策全面转向的信号出现了吗？》2021-11-22

3、《宏观周报 20211121：“与病毒共存”下的市场表现：英国模式探讨》2021-11-21

4、《宏观周报 20211120：拜登民调为何翻车了？》2021-11-20

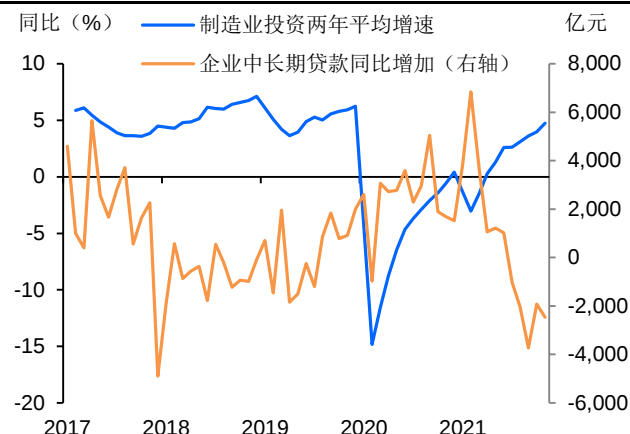
5、《宏观月报 20211119：“与病毒共存”下的市场表现：以色列模式的借鉴》2021-11-19

图 1: 2021 年以来制造业投资回升对冲了基建的疲软



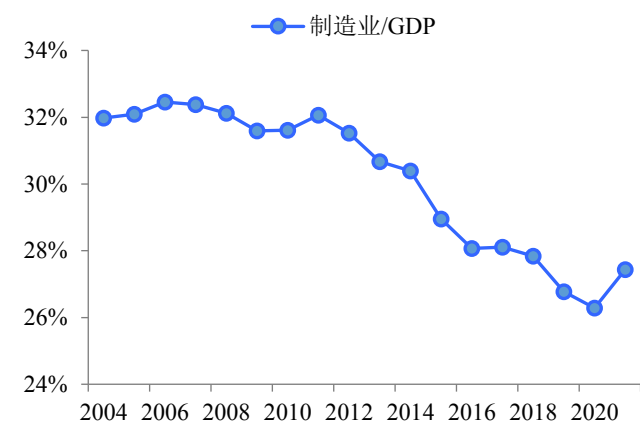
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 企业中长期贷款减少并未制约制造业投资回升



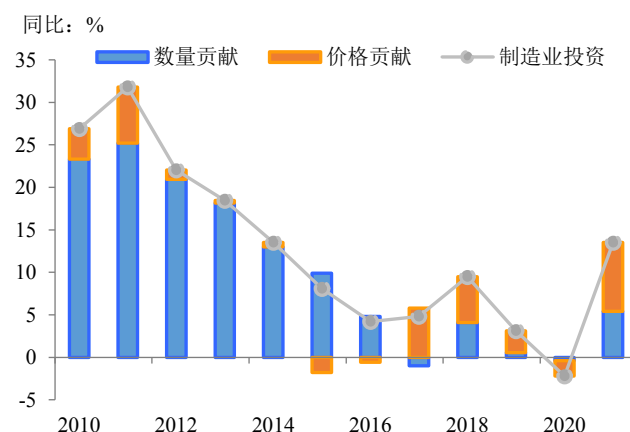
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年新增个人住房贷款低于 2019 和 2020 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 价格因素也是制造业投资的重要贡献



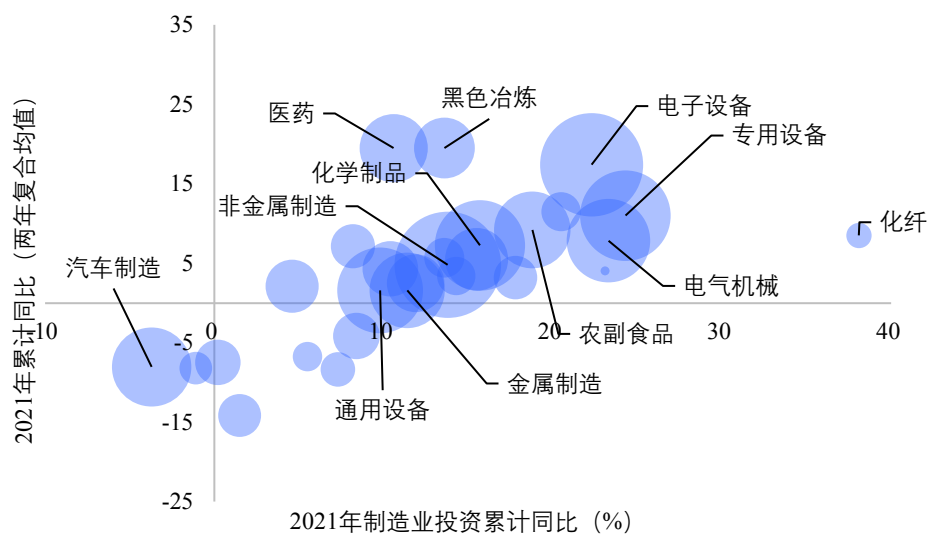
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 制造业投资增速的三因素分解

单位 (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
名义 GDP 增速	8.4	11.5	10.5	7.3	2.7	12.8
制造业 GDP 占比	28.1	28.1	27.8	26.8	26.3	27.4
Δ	-0.1	0.0	-0.3	-1.1	-0.5	1.2
投资产出效率	89.7	82.8	82.8	82.8	80.2	77.3
Δ	-0.7	-6.9	0.1	-0.1	-2.5	-2.9
制造业增速	4.20	4.80	9.50	3.10	-2.20	13.50

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

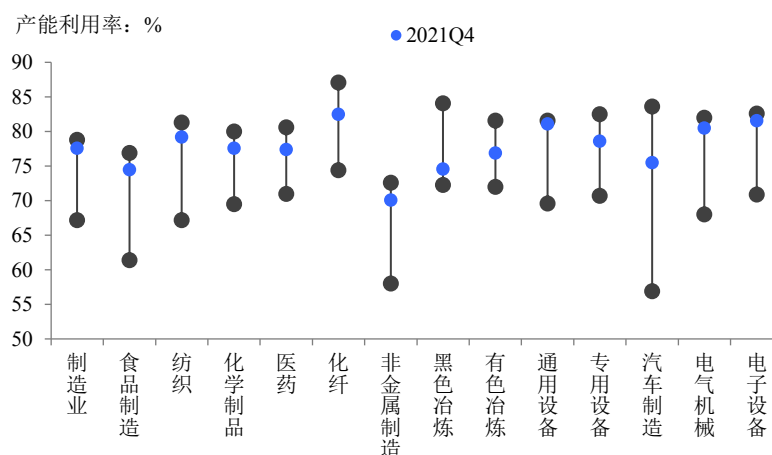
图 5：2021 年主要行业制造业投资情况



注：气泡的大小代表的是各个行业在制造业投资中的占比。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：制造业部分行业 2021 年第四季度产能利用率

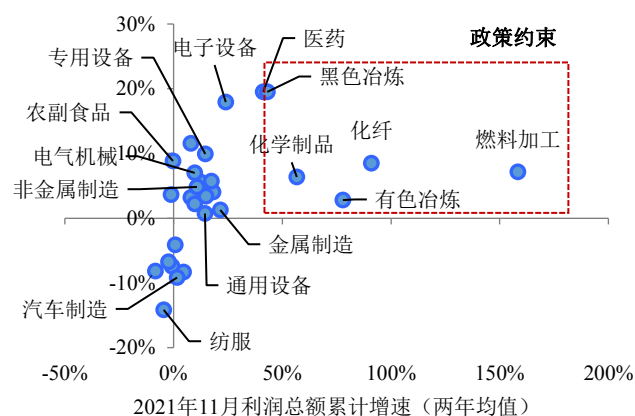


注：上下两个黑点代表有数据以来该行业产能利用率的低点和高点。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 利润增速和制造业投资

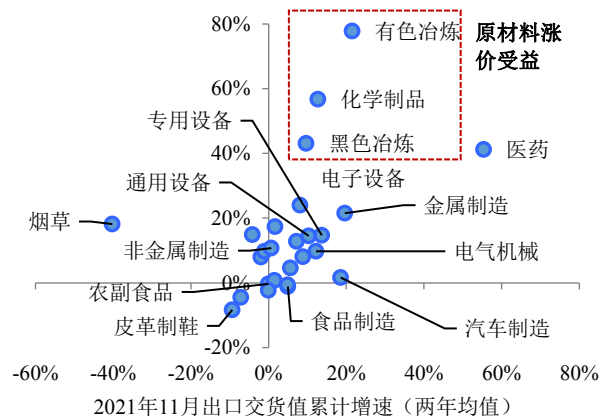
2021年11月投资累计增速（两年平均）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 利润增速和行业的出口交货值

2021年11月利润总额累计增速（两年平均）



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_36224

