

我国制造业投资的周期特征、 面临挑战与未来走势*

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。稳住制造业投资，既对当前我国稳增长有重要作用，也对未来产业转型和发展后劲具有深远影响。2010 年以来我国制造业投资曾经历过两轮明显的持续上行期，当前正处于新一轮制造业投资强周期，呈现出“上游强、下游弱”的行业结构特点。展望未来，考虑到内需疲弱、外需承压制约制造业企业的投资意愿，企业利润增速放缓削弱制造业企业的投资能力，制造业投资增长动力正逐渐走弱，本轮制造业投资强周期已进入下行阶段。预计 2022 年全年制造业投资增速约降至 8%，2023 年可能会出现更为明显的下滑，需要引起关注。

当前我国制造业投资面临市场主体预期不稳、民间投资信心不足，金融支持力度有待加强，以及企业创新能力偏弱等方面的挑战。建议：优化疫情防控措施，统筹做好疫情防控和经济社会发展；优化金融供给，加大金融支持制造业高质量发展力度；多措并举，提升制造业的效益水平和盈利能力；持续推进制造业转型升级。

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：范若滢 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 梁婧
联系人：刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国制造业投资的周期特征、面临挑战与未来走势

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。稳住制造业投资，既对当前我国稳增长有重要作用，也对未来产业转型和发展后劲具有深远影响。2010 年以来我国制造业投资曾经历过两轮明显的持续上行期，当前正处于新一轮制造业投资强周期，呈现出“上游强、下游弱”的行业结构特点。展望未来，考虑到内需疲弱、外需承压制约制造业企业的投资意愿，企业利润增速放缓削弱制造业企业的投资能力，制造业投资增长动力正逐渐走弱，本轮制造业投资强周期已进入下行阶段。预计 2022 年全年制造业投资增速约降至 8%，2023 年可能会出现更为明显的下滑，需要引起关注。

当前我国制造业投资面临市场主体预期不稳、民间投资信心不足，金融支持力度有待加强，以及企业创新能力偏弱等方面的挑战。建议：优化疫情防控措施，统筹做好疫情防控和经济社会发展；优化金融供给，加大金融支持制造业高质量发展力度；多措并举，提升制造业的效益水平和盈利能力；持续推进制造业转型升级。

一、我国制造业投资的周期特征与当前阶段

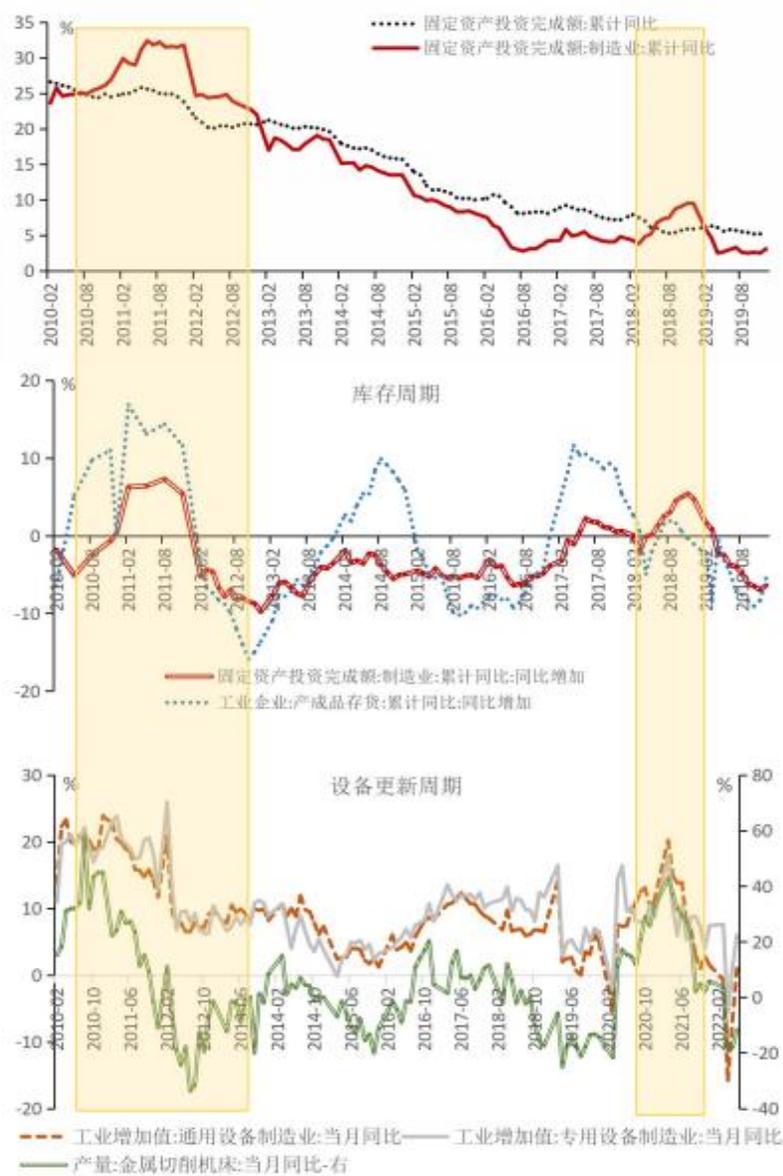
（一）2010 年以来我国制造业投资曾经历过两轮强周期

2010 年以来，我国出现两轮制造业投资完成额同比增速明显快于固定资产投资完成额同比增速的时期。第一阶段是在 2010 年 7 月-2012 年 10 月，“四万亿”投资计划拉动制造业快速增长。2008 年国际金融危机暴发后，中国经济增速快速回落，经济面临硬着陆的风险。中国政府适时推出了应对危机的一系列经济刺激措施，包括“四万亿”投资计划。在“四万亿”投资计划下，一方面，释放了大量资金流向制造业领域；另一方面，基建和房地产投资的发力叠加家电下乡等政策提升了市场对制造业产成品的需求，共同拉动了制造业投资增速的明显上行。

第二阶段是在 2018 年 6 月-2019 年 3 月，设备更新周期叠加库存周期带动制造业投资回弹。根据朱格拉周期经验，一般认为两轮设备更新周期之间通常间隔 6 至 8 年

左右。“四万亿”带动固定资产投资迅速上行，而这一批投产的设备在2018-2019年集中更新换代，叠加环保标准提高后部分制造业企业对现有厂房、设备进行改造升级。这一阶段，在设备更新周期下制造业企业进入被动增加设备投资的阶段。同时，2018年下半年起我国企业开始进入新一轮库存周期，产成品存货增速明显加快。设备更新周期与库存周期的叠加带动了制造业投资同比增速的明显回升。

图1：制造业投资周期变化



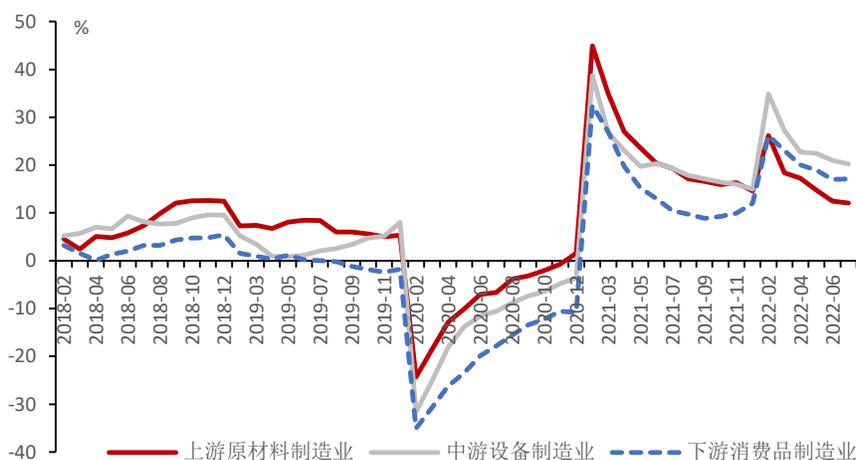
资料来源：Wind，经作者计算整理，中国银行研究院

（二）当前正处于新一轮制造业投资强周期

2020年初新冠疫情暴发打乱了正常的经济秩序，但随着疫情得到有效控制、国内工业生产迅速恢复以及稳增长政策的持续加码，制造业产能利用率、盈利水平等快速恢复甚至超出疫情前水平。同时，工业企业库存周期由被动去库存向主动补库存切换。自2020年8月以来，我国制造业投资进入新一轮上行周期。2020年8月-2022年7月制造业投资当月增速平均为9.58%，处于近年来高位。具体来看，制造业投资当月增速从2020年8月的6.08%，不断攀升至2022年2月的20.9%，随后呈逐渐下滑态势。截至2022年7月，制造业投资的累计同比为9.9%，7月当月同比增速为7.55%，较2022年2月的高点下滑了13.35个百分点。

本轮制造业投资上行周期呈现出“上游强、下游弱”的特点。由于疫情后大宗商品价格持续高位运行，我国上、下游物价上涨不同步，影响利润在不同行业的分配。上游原材料制造业整体利润改善明显、投资增长较快，但下游消费品制造业面临成本上涨、需求疲弱等压力，盈利空间受到明显挤压，投资表现较弱。2021年，制造业上、下游投资增速分别为14.57%和11.98%；其中，上游化学纤维制造业、化学原料制造业投资增速高达31.8%和15.7%，下游纺织服装制造业、皮毛加工制造业投资增速仅为4.1%和2%。

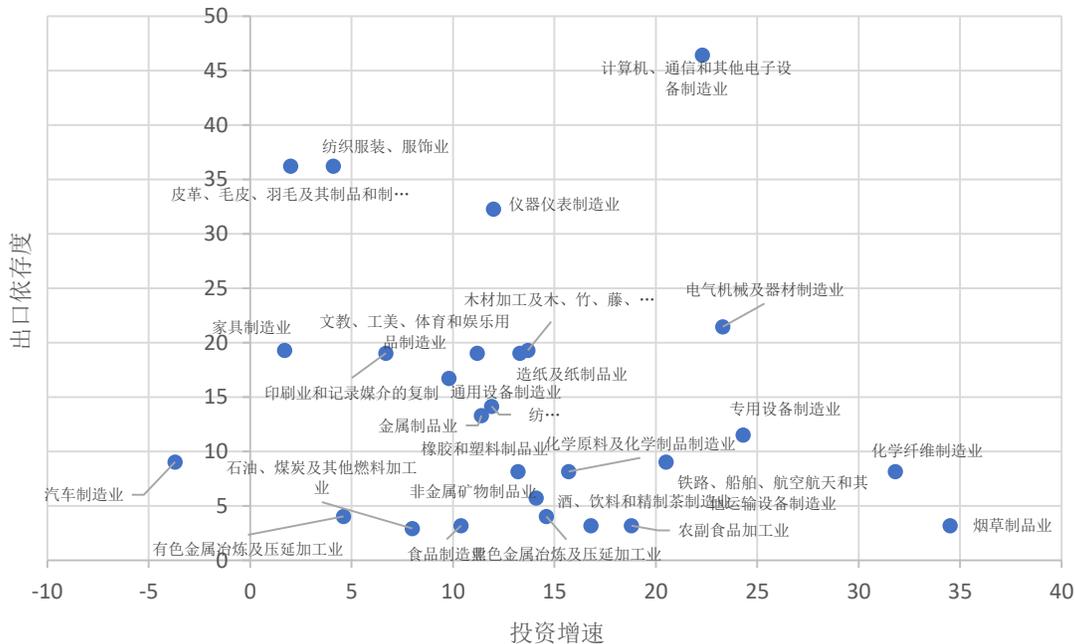
图2：制造业上、中、下游投资增速变化情况



资料来源：Wind，经作者计算整理，中国银行研究院

出口高速增长带动了中游设备制造业投资的较快增长。我们用出口依存度=行业出口/行业总产出进行测算，发现我国出口依存度较高的行业分别为电子通信设备制造业（46.43%）、仪器仪表制造业（32.28%）等。受全球经济复苏、海外疫情蔓延背景下国外生产订单回流国内等多因素影响，疫情暴发以来我国出口超预期增长带动了这些行业投资较好恢复。2022 年 1-7 月份，电子通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业和航空航天器及设备制造业投资增速分别高达 27.5%、26.6%和 19.9%。

图 3：制造业细分子行业投资增速与出口依存度



注：此处出口依赖度根据《2018 年投入产出表》计算；投资增速用的 2021 年数据。

资料来源：中国银行研究院

高技术制造业投资和技术改造投资也成为本轮制造业投资上行周期的重要推动力。随着国家对制造业高质量发展的重视程度进一步提高，我国产业转型升级步伐持续加快，近年来各地陆续开始实施新一轮大规模技术改造。高技术制造业投资和技术改造投资增速明显快于总体制造业投资。2022 年 1-7 月份，高技术制造业投资同比增长 22.9%，增速高于全部制造业投资 13 个百分点；制造业技改投资同比增长 12.5%，增速高于全

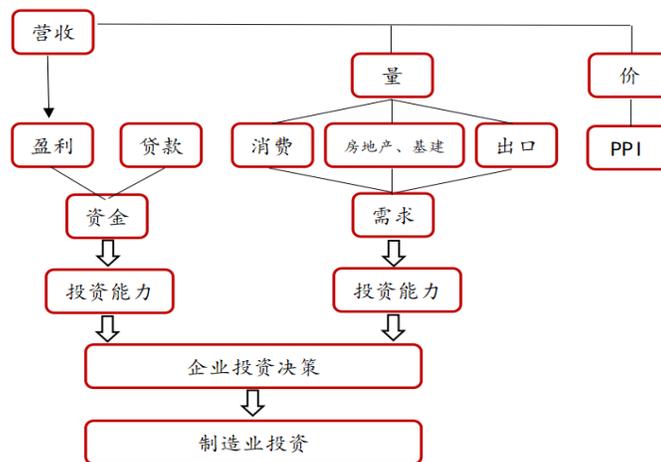
部制造业投资 2.6 个百分点；技改投资占全部制造业投资的比重为 41.5%，比 2021 年同期提高 0.9 个百分点。

二、未来制造业投资增长动力走弱、结构趋于平衡

制造业投资的影响因素主要包括需求和资金两大方面，需求决定企业投资意愿，资金决定企业投资能力。需求是决定制造业投资走势的根本。细分制造业 31 个子行业及其所处产业链位置、出口依赖度等情况来看，影响制造业投资的是消费、房地产投资、出口三大需求变量。消费对应食品制造、纺织服装等下游制造业；房地产投资对应黑色金属冶炼、金属制品业等上中游制造业；出口则主要影响计算机、通信和其他电子设备制造业等出口依赖度高的行业。资金方面，企业投资的资金来源由两大块构成：内源融资和外源融资。内源融资主要依靠企业自身利润和自筹资金；外源融资主要通过商业银行贷款等。

展望未来，内需疲弱、外需承压将制约制造业企业的投资意愿，企业利润增速放缓将削弱制造业企业的投资能力，预计制造业投资增长动力将走弱。

图 4：制造业投资影响因素分析框架



资料来源：中国银行研究院

（一）整体来看，制造业投资增长动力趋弱，增速或将放缓

需求方面，未来影响制造业投资的消费、房地产投资、出口三大需求变量或都将

呈现弱势表现。一是疫情持续冲击下居民收入下降、预期悲观，拖累消费恢复进程。二是房地产市场仍处于下行通道，房地产投资仍将处于低位。考虑到市场风险偏好短期难以逆转、居民购房意愿低迷，房地产市场销售或将持续偏冷，房地产企业资金仍面临将较大约束，难以支撑企业投资意愿的明显改善。2022 年 1-7 月，商品房销售面积同比下降 22.2%，房地产开发企业到位资金同比下降 25.3%，全国房地产开发投资同比下降 5.4%。三是外需压力逐渐显现。在通胀高企和全球主要经济体货币政策持续收紧的影响下，全球经济放缓，外部需求减弱。2022 年 8 月，美国综合 PMI 和欧元区综合 PMI 初值分别降至 45%、49.2%，均连续两个月位于荣枯线以下，创 2021 年 2 月以来最低水平。同时，随着其他外向型经济体产能恢复，中国部分行业面临出口订单转移，影响中国劳动密集型产品出口增长。

资金方面，制造业投资资金来源以内源融资为主，占比达到 85%以上。企业利润是投资资金主要来源，且会影响其对外融资能力，在很大程度上决定了企业的投资能力边界。2022 年以来，我国企业利润增速出现明显下滑，前 7 个月工业企业利润同比下降 1.1%，较上年全年增速下滑了 35.4 个百分点。考虑到国内终端需求恢复动力不足、企业经营成本仍处高位、PPI 涨幅回落导致企业利润价格支撑力度减弱，未来需要进一步关注企业利润增长放缓带来的负面影响。

图 5：PPI 涨幅回落导致企业利润价格支撑力度减弱



资料来源：Wind，中国银行研究院

企业正在进入主动去库存周期。在市场需求不足背景下，我国需求端的修复速

度一直弱于供给端，导致企业去库存压力明显增大。2022 年 4 月，我国工业企业产成品库存增速达 20%，创近 10 年以来新高。二季度以来，企业去库存表现较为明显，截至 2022 年 7 月，工业企业产成品库存增速逐渐回落至 16.8%，PMI 产成品库存指数也从 2022 年 4 月的 50.3% 跌至 8 月的 45.2%。考虑到当前我国消费需求仍较疲弱，产成品库存水平仍处于高位，预计未来企业后续去库存空间依然较大，主动去库存节奏将延续，对企业扩大投资的意愿形成压制。

通过定量测算，2022 年全年制造业投资增速约为 8% 左右。从经验数据看，工业企业利润增速和制造业产能利用率分别对制造业投资增速存在 12 个月和 3 个月左右的领先关系，可用二者作为预判制造业投资的先行指标。由于疫情后数据波动太大，对预测造成一定影响，此处对 2020-2022 年工业企业利润增速进行了 3 年平均值处理，通过测算，2022 年全年制造业投资增速约为 8% 左右。再结合制造业企业产能利用率变化可得到进一步印证，2022 年二季度我国制造业产能利用率为 75.4%，较上年同期下降 3.4 个百分点，连续 4 个季度下滑。因此，综合来看本轮制造业投资周期已进入下行阶段，2022 年制造业投资增速将呈前高后低走势，2023 年可能会出现更为明显的下滑，需要引起关注。

图 6：制造业投资增速预测



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_47001

