

制造业投资：特征、演进及展望

——宏观预测专题报告三

宏观专题报告

2019年06月05日

报告摘要：

● 制造业投资累计同比增速预测

制造业投资增速具有高度规律性。根据累计值计算的同比与官方公布的累计同比已多次出现偏离，原因有统计去水分、规模以上企业数量变化、统计口径调整等。对制造业投资累计值和累计同比进行处理后，我们发现月度环比增速在年内走势保持高度规律性，这为我们的预测提供参考依据。

去年推动制造业投资回升的因素在今年难以持续。2018年制造业投资曾出现强势回升，主要与三大因素有关：去产能相关行业受利润改善影响出现投资回升、打好污染防治攻坚战背景下环保设备改造升级、贸易摩擦爆发前出口较好的滞后影响等，这三大因素在今年都消失或减弱。

自然条件下制造业投资增速短期内继续下滑。根据投资当月值的环比季节性规律和今年的新情况新变化推算，我们预测累计同比增速短期内继续寻底，不排除下半年进入负区间的可能。只有大规模稳增长政策在下半年加码发力，才能帮助制造业投资增速实现止跌企稳。

● 浴火重生，由制造业大国向制造业强国奋进

中国制造业转型和升级正处在历史的关键节点上，面对超级大国的封锁和打压，中国制造业将经历浴火重生的过程。长期看，挺过眼前这一段艰难时光之后，中国制造业企业过去二三十年的技术积累已经达到开花结果的爆发时期，将有更多的中国制造业企业进行全球化，与老牌外国制造业企业竞争全球主要供应商，中国将迎来制造业强国时代。

● 风险提示：

中美贸易摩擦进一步升级、逆周期调节不及预期、经济动能未能平稳接力等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

目录

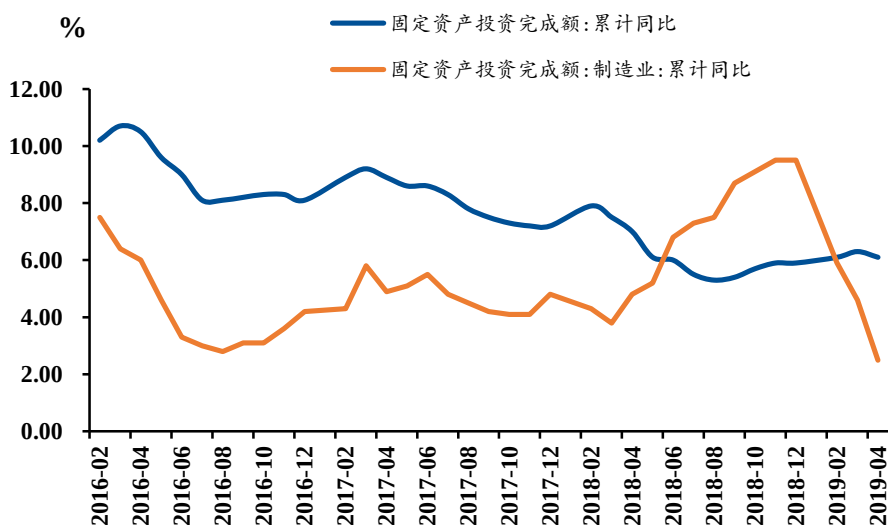
一、2019 年以来制造业投资数据的重要特征.....	3
(一) 4 月制造业投资增速创新低.....	3
(二) 制造业基本面改善趋势未稳.....	3
(三) 5 月制造业 PMI 全面走弱.....	5
二、入世后中国制造业的伟大演进：成为终极生产者的三个阶段.....	6
(一) 第一阶段：终极生产者的形成和发展.....	6
(二) 第二阶段：终极生产者的隐忧.....	8
(三) 第三阶段：矛盾集中爆发和未来发展.....	11
三、2019 年下半年制造业投资累计同比增速预测.....	12
(一) 累计值同比与累计同比的处理分析.....	12
(二) 2018 年制造业投资强势回升的可持续性分析.....	14
(三) 2019 年下半年制造业投资累计同比增速预测.....	15
四、结束语：浴火重生，由制造业大国向制造业强国奋进.....	16
风险提示	16

一、2019 年以来制造业投资数据的重要特征

（一）4 月制造业投资增速创新低

4 月制造业投资增速为中国加入 WTO 以来的最低点。去年同期制造业投资增速的反弹没能在今年重现，4 月累计同比增速为 2.5%，低于此前历史低点（2016 年 8 月，2.8%）0.3 个百分点（图 1）。每年都会有关于制造业投资增速减缓或下滑的讨论，2018 年初出现的增速下滑在当时也引起广泛关注。2018 年 4 月开始的制造业投资增速持续上升和 6 月后拉动整体投资增速的表现减轻了外界对制造业的担忧。2019 年 2 月和 3 月再次出现增速下滑，但是累计同比增速均高于 2018 年同期值，可能有当时中美贸易谈判利好因素的存在。值得注意的是，2019 年 4 月的继续下滑发生在 5 月中美贸易摩擦升级之前，后续如何演进非常值得研究分析。

图 1：4 月制造业投资增速下滑，成为加入 WTO 以来的最低点



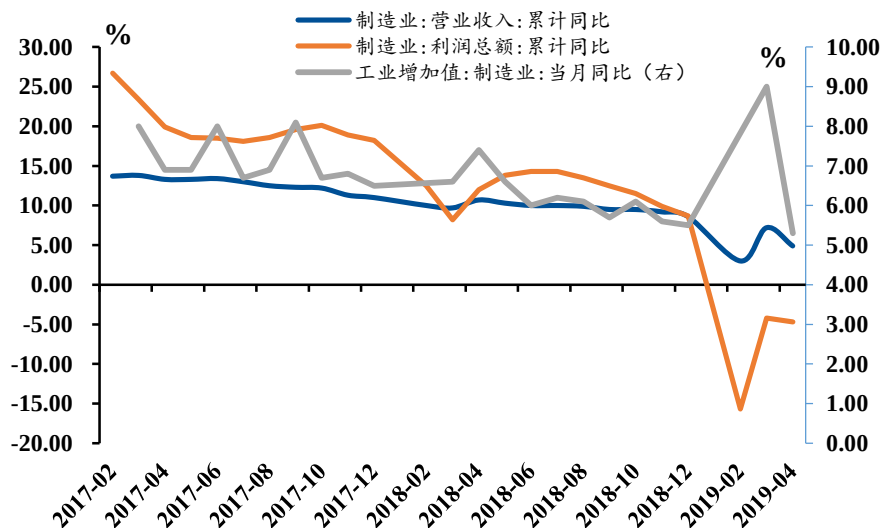
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）制造业基本面改善趋势未稳

制造业企业营收和利润改善迹象出现波动，工业增加值上升通道受阻，产能利用率下降。制造业企业营收、利润和工业增加值在 2018 年内大部分时间处于下滑趋势，2019 年 1-4 月的上下波动对企业基本面能否持续改善提出了疑问（图 2）。另外，制造业产能

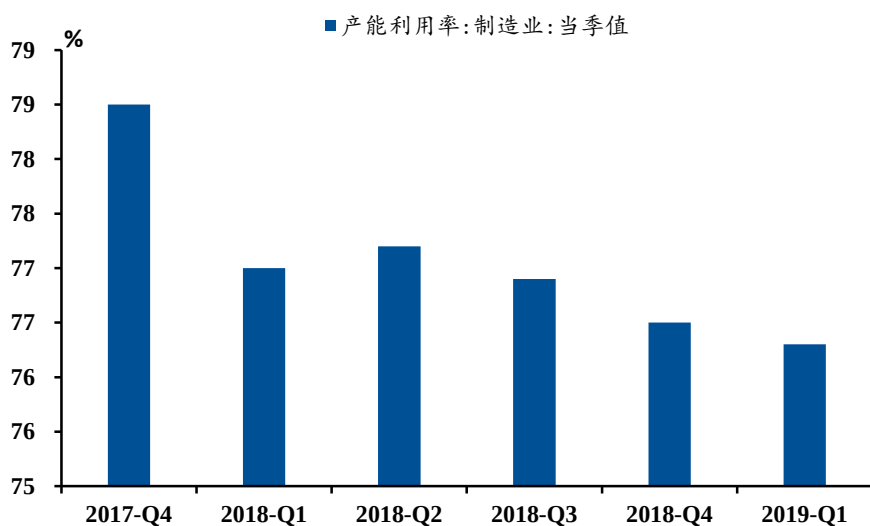
利用率从 2018 年二季度起一直处于下滑阶段，表明产能利用率没有见顶，还有提升空间（图 3）。2018 年制造业的投资强势回升与企业基本面表现不符，我们将在文章第三部分探讨其原因。

图 2：制造业企业营收、利润和工业增加值增速上升趋势被打断



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：产能利用率处于下滑趋势

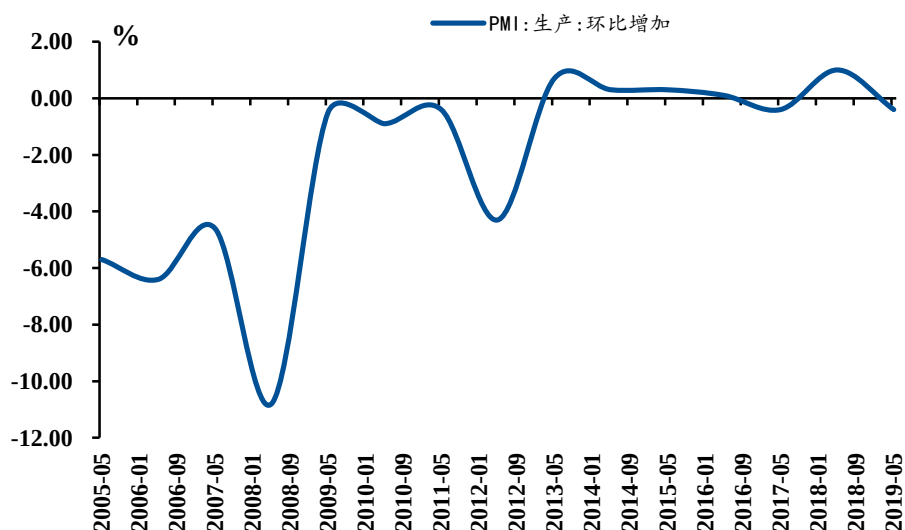


资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 5月制造业 PMI 全面走弱

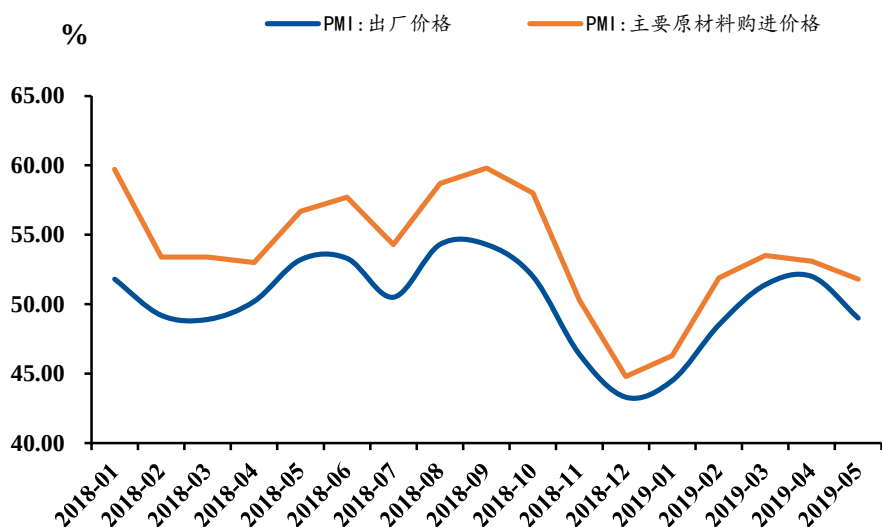
5月制造业 PMI 大幅低于市场预期，生产和需求双双走弱，两大价格指数也双双回落。制造业 PMI 指数是判断未来走势的一个重要依据。5月制造业 PMI 值仅录得 49.4%，大幅低于市场预期的 49.9%，系七年来同期首次出现环比下降。5月生产指数比上月回落 1.6 个百分点，新订单指比上月回落 1.6 个百分点，新出口订单指数回落 2.7 个百分点，均创下（或持平于）近年来同期环比变动新低（图 4）。5月原材料购进价格比上月回落 1.3 个百分点，出厂价格比上月回落 3 个百分点，两者差值在连续两个月缩小后扩大到 2.8 个百分点，显示贸易摩擦升级的负面效应冲击减税降费的正面效应，使得企业利润改善前景略显暗淡（图 5）。

图 4：5 月制造业 PMI 生产指数环比变动创七年来最大降幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：5 月 PMI 两大价格指数双双下降，差值走扩



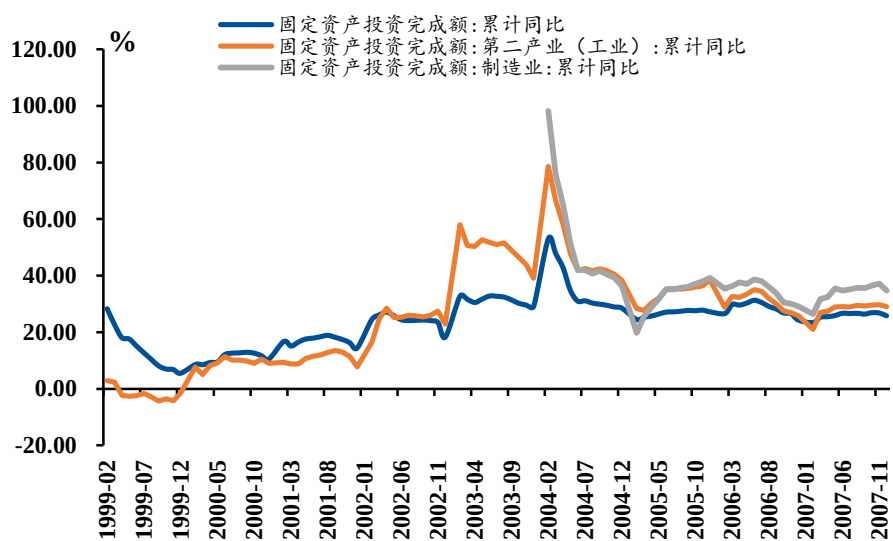
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、入世后中国制造业的伟大演进：成为终极生产者的三个阶段

（一）第一阶段：终极生产者的形成和发展

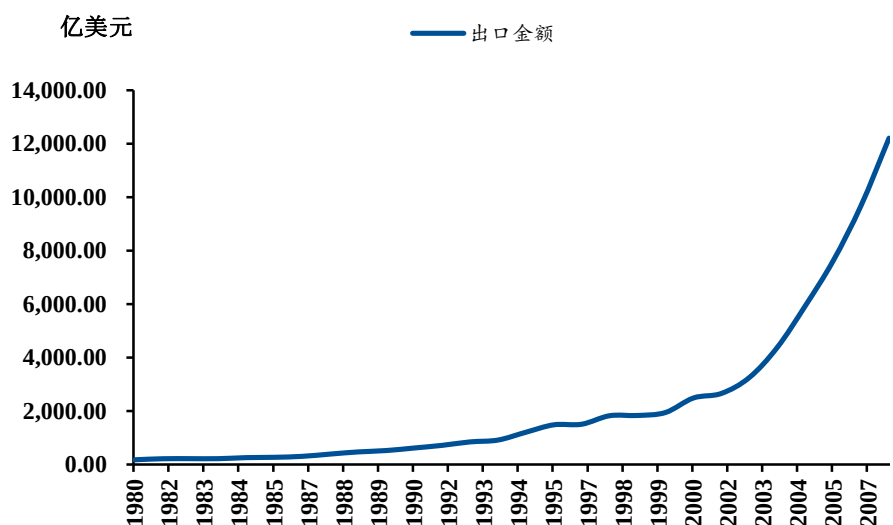
加入 WTO 后，中国制造业进入腾飞阶段，中国逐渐成为终极生产者。1998 年亚洲金融危机导致中国在 1999 年的工业固定资产投资进入负增长，持续一年后才反弹。工业固定资产投资在 2000-2001 年间平稳增长。2001 年 12 月中国加入 WTO 后，工业固定资产投资开始实现惊人的增长，累计同比增长于 2004 年 2 月达到峰值（图 6）。其实，中国早在 1986 年起就开始申请加入世贸组织，但一直被美国阻扰，主要原因是美国担忧来自中国进口的激增会对美国劳动力市场进行冲击。中国加入世贸组织后关税的降低确实成为提升企业效益和投资的动力。中国出口金额从 1999 年的 149 亿美元提升到 2007 年的 12204 亿美元，年均涨幅约为 26%（图 7）。在当时中国国内需求支撑不足的情况下，巨大的海外需求为中国制造业发展提供了广阔的空间，并带动 21 世纪初期中国经济的高速发展。

图 6：入世后中国工业固定资产投资迅猛增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：入世后中国出口金额激增

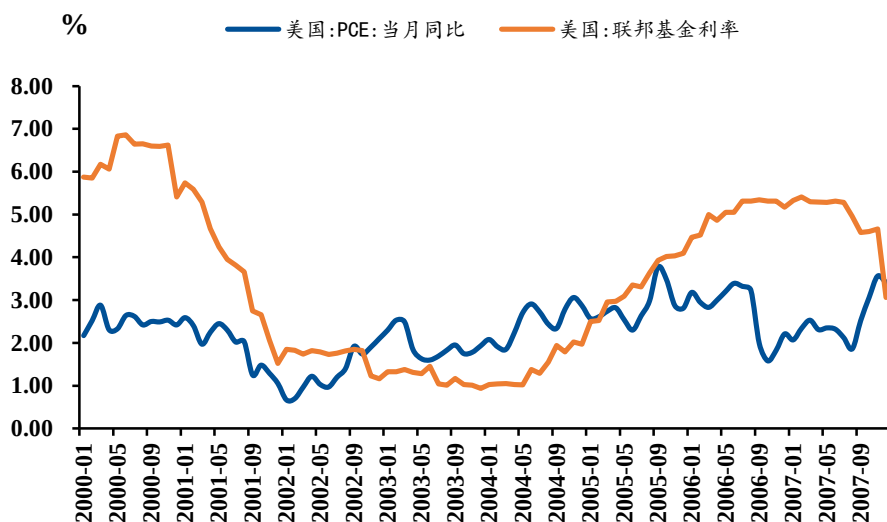


资料来源：Wind，民生证券研究院

终极生产者中国与终极消费者美国相互依存。美联储在 2000 年互联网泡沫破裂后为了刺激经济增长将联邦基准利率从最高 6.86% 降低到 1% 左右，并保持到 2004 年底。降息并没有显著提高美国的通胀率，美国 PCE 通胀率一直稳定在 2%-3% 区间（图 8）。中国的低劳动力成本使得美国进口中国的商品保持价格低廉的水平，一定程度上帮助美国在 20 世纪初期维持较低通货膨胀。然而，低息引发的消费狂潮和对信贷的失控催生出巨大的房地产泡沫，美国在 2003-2008 年间信贷总量的平均增速约为 9.6%，显著高于 1990-2002 年间的 5.9%（图 9）。2008 年美国金融危机使得中国开始意识到经济发展依赖外需和出

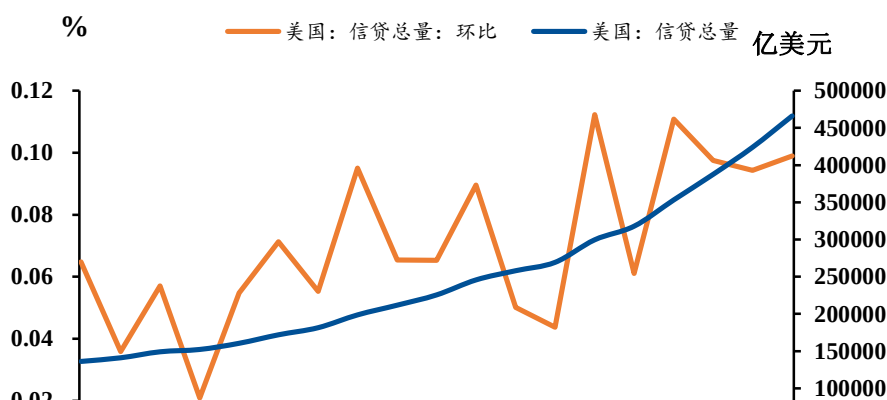
口的隐患，提振内需方能实现经济稳定增长。

图 8：美联储降息和三年低息并没有显著拉动通胀



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：金融危机爆发前，美国信贷快速增长，资产泡沫形成



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_12203

