

宏观专题

从资本开支看，哪些行业可能加速修复？

我们曾在前期报告《从现金流看，疫情下哪些行业在“裸泳”？》中，从现金流角度实证测算对比各行业受疫情冲击的程度。考虑到以制造业投资为代表的资本开支指标是经济内生动力的直接反映，也是观察各行业景气程度的重要参考，本文从资本开支角度出发，刻画各行业目前的恢复情况，分析未来的修复空间。

核心结论：制造业投资复苏可能超预期，医药、交运、纺织、造纸、电子、电气设备等行业已在加速，化工、有色、钢铁的内生动力强，后续可能加速修复。

一、内外多因素叠加，制造业投资复苏可能超预期

11月制造业投资增速跳升，制造业修复出现加速迹象，我们从内外两方面进行拆解其背后原因：1) **外生环境：**经济基本面、政策端、海外环境等影响制造业发展的外生影响因素趋于好转；2) **内生动力：**企业盈利、产能利用率、负债率、融资环境等决定了制造业投资的内生意愿和能力均有望回升。总体看，2021年制造业投资有望延续修复，且回升时间和幅度可能超预期。

二、哪些行业增加投资的内生动力更强？

根据我们的制造业投资分析框架，制造业投资的内生动力取决于投资意愿和投资能力，进而取决于企业盈利、产能利用率、库存水平、负债率等方面：

> **企业盈利：**多数上游行业、下游汽车、纺织、造纸业涨势仍然强劲；

> **产能利用率：**上中游行业多处于高位，下游相对较低；

> **库存水平：**化学制品、化纤、纺织业的库存水平较低，橡胶、有色、通用设备、交运、电气机械、汽车等行业已在补库；

> **资产负债率：**化学制品、黑色、有色金属、交运设备、医药、电子处于低位。

我们认为盈利涨势强劲、产能利用率处于高位、库存处于低位或在已开始补库、资产负债率处于低位的行业增加投资的内生动力更强。综合看：上游的化学制品、有色、黑色金属业增加投资的内生动力最强，化纤、交运设备、电气机械业也较强；而下游多数行业资产负债率处于高位，增加投资的意愿可能暂时较弱。

三、目前各行业资本开支实际恢复情况如何？

从各制造业行业的固定资产投资及上市公司的资本支出视角出发，综合考虑疫情初始冲击和疫后恢复两方面情况，分析目前各行业的资本开支表现：

> **疫情初始冲击情况：**对比2020年Q1与2019年末的增速差，1)从固投看，化纤、造纸、有色金属行业冲击较小；仪器仪表、服装、文体娱乐等行业冲击较大；2)从资本支出(净额)看，计算机、电子、家电、轻工、有色逆势增长或小幅下跌，建材、食品饮料、军工等行业冲击较大。

> **疫情后期恢复情况：**对比2020年Q3/11月与2019年末的增速差，1)从固投看，医药、食品、造纸、交运、纺织增速已转正，黑色、有色、电气机械、电子、化纤等也接近转正；2)从资本支出(净额)看，家电、计算机、轻工、电子、机械明显加速；交运、有色、电气小幅提速；纺织、医药、建筑装饰跌幅明显收窄。

四、总结：综合各行业资本开支的内生动力和实际恢复情况来看，医药、交运、纺织、电子、电气设备等行业资本开支已在加速，化工、有色、钢铁等行业资本开支修复空间较大，未来可能加速。

> **疫后资本开支加速的行业是：**医药、交运设备、纺织、电子、电气设备等，反映相关行业目前景气度已经较高。

> **疫后资本开支恢复水平不差，且内生动力较高，未来可能加速修复的行业是：**有色、黑色金属(钢铁)等，未来资本开支可能仍有提升空间。

> **疫后资本开支恢复较慢，但内生动力较高，未来可能加速修复的行业是：**化工等，未来资本开支修复空间可能较大。

风险提示：疫情超预期演化、中美关系超预期变化、政策超预期收紧

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《11月经济的5大关注点》2020-12-15
- 2、《转折与转向——逐句解读 12.11 政治局会议》2020-12-12
- 3、《重塑与重估——2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 4、《方向已定——“十四五”规划建议稿的增量信息》2020-11-04
- 5、《从现金流看，疫情下哪些行业在“裸泳”？》2020-05-19
- 6、《本轮制造业投资反弹的动力与可持续性》2018-11-05



目录

内外多因素叠加，制造业投资复苏可能超预期.....	3
哪些行业增加投资的内生动力更强？	5
目前各行业资本开支实际恢复情况如何？	7
风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 制造业投资的一般分析框架.....	3
图表 2: 制造业投资滞后于整体经济 1 年左右	4
图表 3: 制造业产能利用率处在高位.....	4
图表 4: 库存周期将趋于回升.....	4
图表 5: 制造业资产负债率处于低位.....	4
图表 6: 明年实际利率有望下行，对制造业构成支撑.....	4
图表 7: 各行业企业盈利增速走势	5
图表 8: 各行业产能利用率走势	5
图表 9: 各行业库存增速走势.....	6
图表 10: 各行业资产负债率走势.....	6
图表 11: 各制造业行业疫情初始冲击情况（%）	7
图表 12: 各制造业行业疫后恢复情况	8
图表 13: 疫情对各制造业行业固定资产投资的影响.....	9
图表 14: 疫情对各行业资本支出的影响.....	9
图表 15: 制造业投资累计同比：加速的行业.....	10
图表 16: 制造业投资累计同比：内生动力较高的行业.....	10
图表 17: 资本支出累计同比：加速的行业.....	10
图表 18: 资本支出累计同比：内生动力较高的行业.....	10

我们曾在前期报告《从现金流看，疫情下哪些行业在“裸泳”？》中，从现金流角度出发，基于乐观、中性、悲观三种情形，实证测算对比各行业受疫情冲击的程度，发现休闲服务、建材、交运、家电等行业受冲击较大。目前，随着国内疫情持续受控，各行业营收普遍恢复，企业生存压力已经明显减轻。为更好刻画各行业的恢复情况，本文从资本开支的角度进行分析。

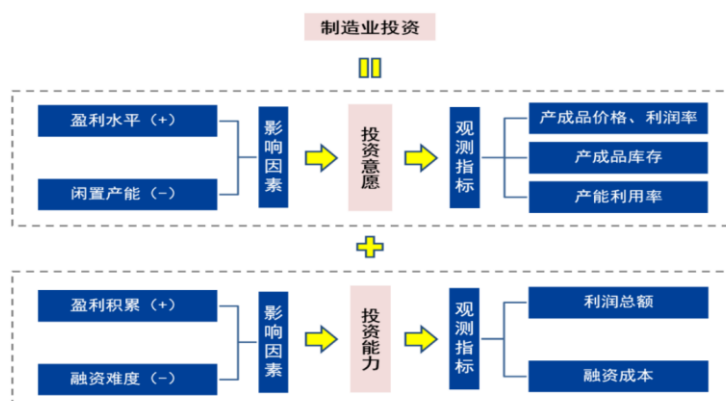
以制造业投资为代表的资本开支指标是经济内生动力的直接反映，也是观察各行业景气程度的重要参考。这是由于：一方面，企业投资决策主要取决于当前盈利情况和未来盈利预期，进而受到宏观经济环境的密切影响，也反映了企业对未来经济的预期；另一方面，投资行为本身也会影响当期和未来的供需，使得制造业投资成为经济发展和波动的原始动力之一。

内外多因素叠加，制造业投资复苏可能超预期

随着经济回暖，2021 年作为顺周期变量的制造业投资趋于回升已成为市场一致预期，而刚刚过去的 11 月制造业投资当月增速跳升至 12.5%，进一步出现了加速修复迹象，除了低基数等短期因素（具体请参考前期报告《11 月经济的 5 大关注点》），我们认为其背后是制造业投资内外因素好转的共振：

- **外生环境好转：**预计 2021 年以及未来一段时期，影响制造业投资的外部环境有望趋于好转，包括经济基本面好转、政策端加码、海外环境缓和等（具体请参考前期报告《重塑与重估——2021 年宏观经济展望》）。
- **内生动力提升：**我们在前期报告《本轮制造业投资反弹的动力与可持续性》中提出，制造业投资的内生动力取决于企业的投资意愿和投资能力，进而取决于企业盈利、产能利用率、负债率、融资环境等因素：

图表 1：制造业投资的一般分析框架

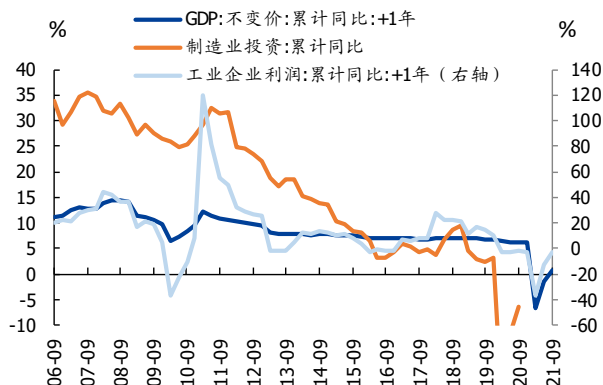


资料来源：Wind，国盛证券研究所

1) 投资意愿：盈利&库存趋升、产能利用率高位，企业投资意愿有望回升

- **企业盈利：**制造业作为后周期变量，落后 GDP、企业盈利等指标 1 年左右。2021 年全球经济大概率共振复苏，盈利有望保持回升态势，提振制造业投资意愿。
- **产能利用率：**供给侧改革之后，全国工业企业产能利用率持续保持 77% 左右的高位，受疫情冲击短暂下滑后也迅速恢复。
- **库存：**库存的背后是供需，HP 滤波分解后的制造业投资增速周期项和工业产成品库存增速走势较为一致，随着疫苗逐步落地需求回暖，2021 年全球有望开启共振补库，提振制造业投资意愿。

图表2: 制造业投资滞后于整体经济1年左右



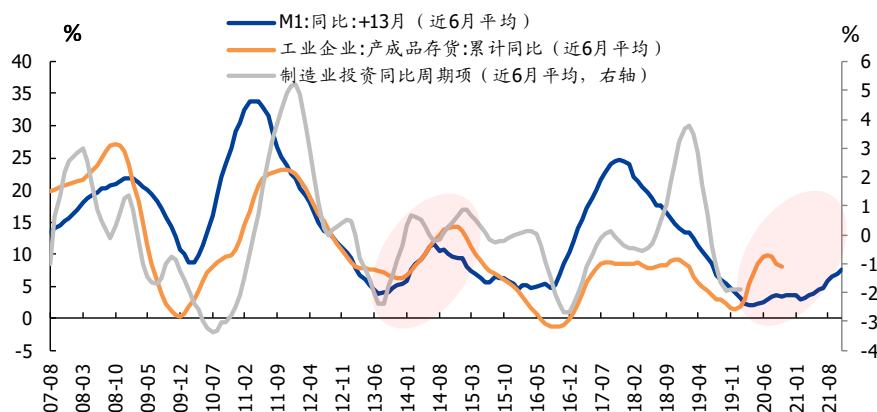
资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表3: 制造业产能利用率处在高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 库存周期将趋于回升

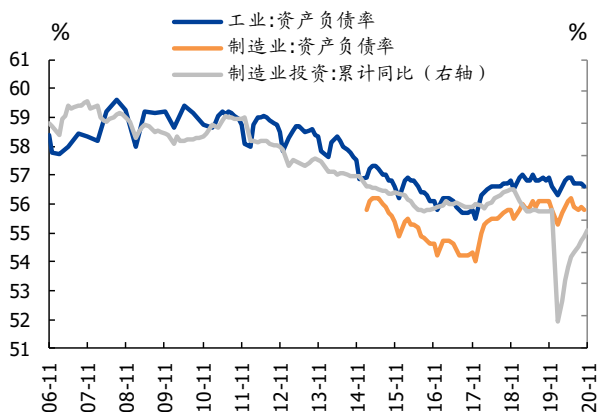


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 投资能力: 负债率低位、实际利率趋降, 企业投资能力有望提升

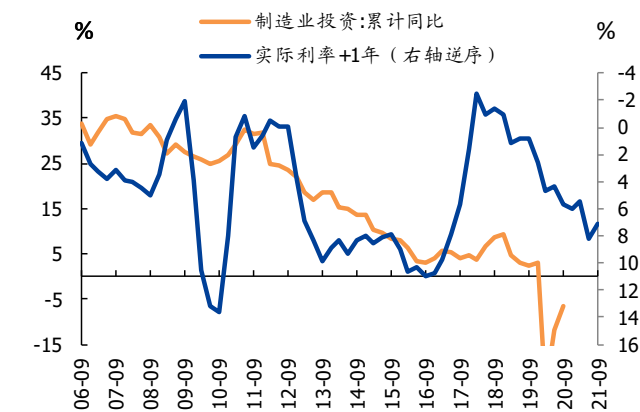
- **负债率:** 工业企业资产负债率与制造业投资走势接近, 近年来企业资产负债率随制造业投资持续下行, 目前维持57%左右的低位, 有一定的加杠杆空间。
- **融资环境:** 滞后1年的实际利率（长期名义利率减PPI同比）与制造业投资走势基本负相关, 随着PPI趋升、实际利率水平下降, 制造业融资环境也有望好转。

图表5: 制造业资产负债率处于低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 明年实际利率有望下行, 对制造业构成支撑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上，目前整体制造业企业内生的投资意愿和投资能力均有望提升，叠加外生因素支持，制造业投资有望延续修复，且回升时间和幅度可能超预期。

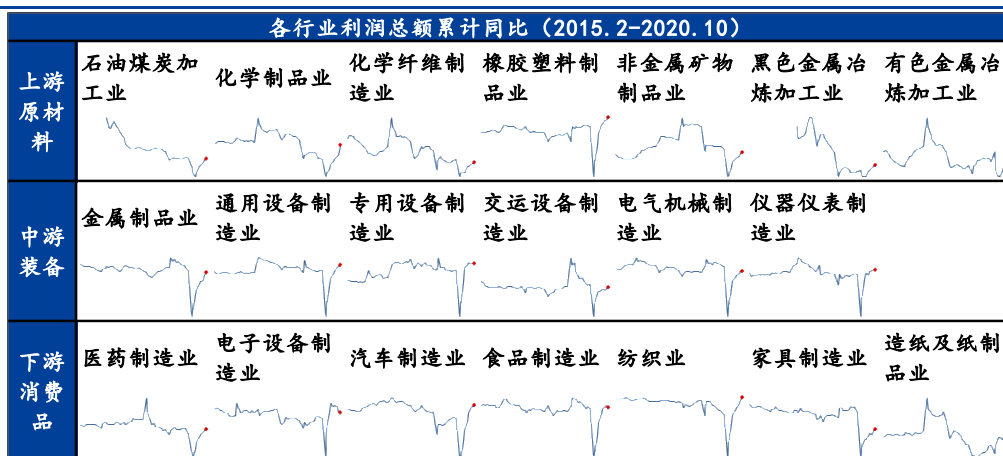
哪些行业增加投资的内生动力更强？

如前文所述，从企业盈利、产能利用率、库存水平、负债率来看，制造业整体的投资意愿和能力有望回升，那么从这四维度看，具体哪些行业增加投资的内生动力更强？

企业盈利：多数上游行业、下游汽车、纺织、造纸业涨势仍然强劲

- 上游原材料业的化学制品、橡胶塑料制品、黑色、有色金属冶炼业利润增速均已超过去年水平，涨势仍然强劲；
- 中游装备业的通用、专用设备、仪器仪表等也已超过去年水平，但增速已趋于放缓；
- 下游消费品业的医药、电子已超过去年水平，但增速已趋于放缓；汽车、纺织、造纸利润增速均已超过去年水平，涨势仍然强劲。

图表 7：各行业企业盈利增速走势

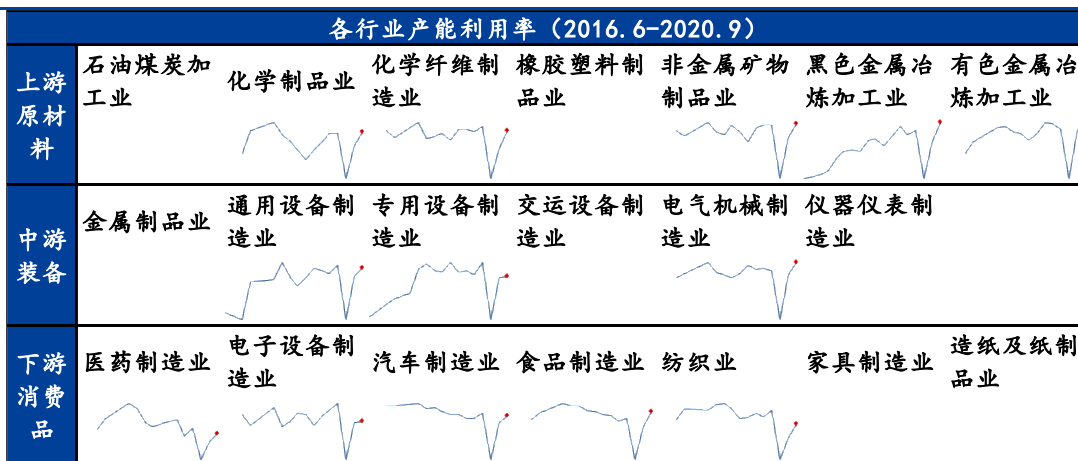


资料来源：Wind，国盛证券研究所

产能利用率：上中游行业多处于高位，下游相对较低

- 上游原材料业、中游装备业的多数行业的产能利用率均处于近年来高位；
- 下游消费品业的医药、电子、汽车、纺织仍低于去年水平，食品制造业恢复较好。

图表 8：各行业产能利用率走势

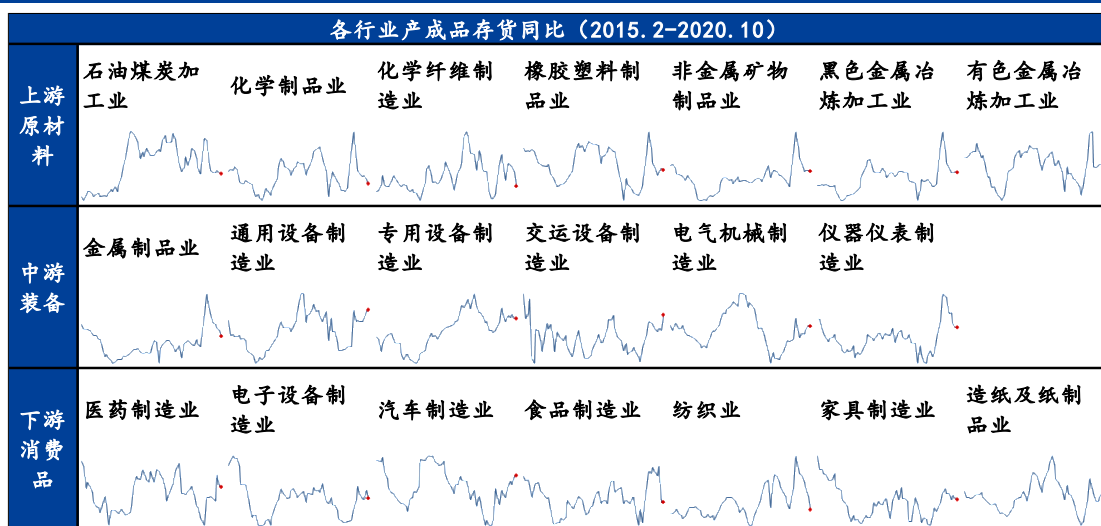


资料来源：Wind，国盛证券研究所

库存：橡胶、有色、通用设备、交运、电气机械、汽车等行业已在补库，化学制品、化纤、纺织库存水平较低

- 上游原材料业的橡胶、有色等行业已经率先开始补库，化学制品、化纤库存已处于近年来低位，其余行业仍在中位水平震荡。
- 中游装备业的通用设备、交运、电气机械行业持续补库，金属制品、仪器仪表业仍在去库；
- 下游消费品业的汽车持续补库，医药、纺织、家具仍在去库，其余行业在中位水平震荡。

图表 9：各行业库存增速走势

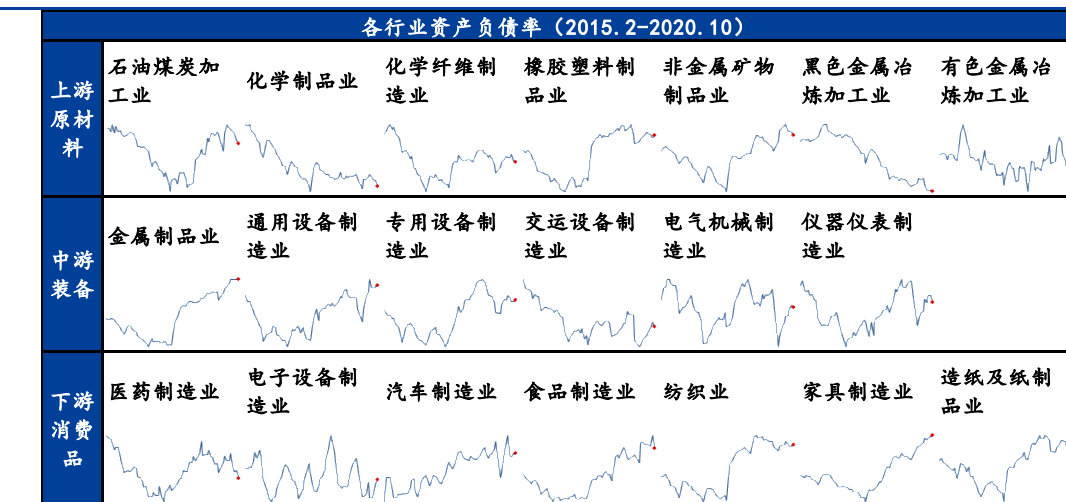


资料来源：Wind，国盛证券研究所

资产负债率：化学制品、黑色、有色金属、交运设备、医药、电子处于低位

- 上游原材料业的石油煤炭加工、橡胶塑料制品、非金属制品业处于近年来高位，化学制品、黑色、有色金属业处于低位。
- 中游装备业的金属制品、通用、专用设备处于近年来高位，交运设备处于低位，电气机械、仪器仪表处于中位水平；
- 下游消费品业的医药、电子处于低位，汽车、食品、纺织、家具、造纸等行业处于高位。

图表 10：各行业资产负债率走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

综上所述:

- 1) 多数上游行业、下游汽车、纺织、造纸业的企业盈利涨势仍然强劲;
- 2) 上中游行业产能利用率多处于高位, 下游相对较低;
- 3) 化学制品、化纤、纺织业的库存水平较低, 橡胶、有色、通用设备、交运、电气机械、汽车等行业已在补库;
- 4) 化学制品、黑色、有色金属、交运设备、医药、电子业的资产负债率处于低位。

我们认为盈利涨势强劲、产能利用率处于高位、库存处于低位或在已开始补库、资产负债率处于低位的行业增加投资的内生动力更强。

据此看: 上游的化学制品、有色、黑色金属加工业增加投资的内生动力最强, 化纤、交运设备、电气机械行业也较强; 而下游多数行业由于资产负债率处于高位, 增加投资的意愿可能暂时较弱。

目前各行业资本开支实际恢复情况如何?

上文我们分析了哪些行业制造业投资的内生动力可能更强, 那么实际上来看, 目前哪些行业资本开支表现较好?

考虑到除了固定资产投资, 各行业购置无形资产和其他长期资产的行为也在一定程度上反映了行业景气, 我们还从上市公司的资本支出 (capital expenditure/CAPEX)¹视角进行分析, 并综合考虑疫情初始冲击和疫后恢复两方面情况, 分析各行业资本开支表现。

1、疫情初始冲击情况

2020 年一季度, 多数行业资本开支明显下滑。用 2020 年 Q1 与 2019 年末的资本开支增速差衡量疫情的初始冲击:

图表 11: 各制造业行业疫情初始冲击情况 (%)

制造业行业	Q1冲击(固投累计同比)	申万制造业行业	Q1冲击(资本支出累计同比)	Q1冲击(资本支出净额累计同比)
化纤	-5	计算机	15	11
造纸	-9	电子	12	12
有色金属	-13	家用电器	6	8
医药	-20	轻工制造	-1	1
电气机械	-20	有色金属	-4	10
石油煤炭	-23	交通运输	-7	-7
食品加工	-24	医药生物	-9	-18
食品制造	-25	机械设备	-12	-19
汽车	-26	纺织服装	-16	-29
电子设备	-27	建筑装饰	-18	-19
黑色金属	-27	电气设备	-18	-14
金属制品	-27	钢铁	-20	-20

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_640

