

从需求侧分析制造业，疫情过后需求有望持续改善

宏观变量专题研究系列之一

核心结论

出口、汽车消费和地产基建投资为制造业关键需求变量。我们按照产业链的上中下游和出口依赖度(出口交货值/营业收入)对31个制造业行业进行分类。虽然整体制造业门类较多，但分类后可以发现关键需求变量。截止2019年，第一为地产基建投资，国内相关行业营收占总体制造业比例约为22%，超过五分之一。其次为外需，全行业出口交货值占总营收的比例接近13%，制造业中游链占据10.55%。最后为汽车制造业，营收占比为8%。

海外内需受到流动性宽松呵护，中美贸易风险可控，但疫情仍有一定不确定性。2020年是美国大选之年，特朗普有连任诉求，预计中美贸易风险可控，有助于修复制造业企业信心。同时各国采取的宽松货币政策对内需有支撑作用。虽然中国新冠疫情初步得到控制，将逐渐缓解产业链压力，但短期海外疫情仍有一定不确定性，需要警惕海外经济下行对中国经济的二次冲击。只有疫情风险解除后，全球经济才有望迎来复苏。复苏后关注重心转为美国在低失业率下对于通胀的高敏感性风险。

企业融资环境宽松叠加行业更新需求和政策刺激，疫情过后汽车销售将逐渐走出阴霾。汽车消费需求更敏感于企业端的融资环境变化。基于原因：1)汽车金融渗透率的提升。2)汽车消费信贷以汽车金融公司和非标融资渠道为主。2020年我国政策主线仍为“稳增长”，但政府部门加杠杆投资的能力和意愿已经达到压力线，流动性宽松和经济增长重心转为非政府部分尤其企业端。另外，乘用车更新换代周期已至，行业政策出现边际放松。一旦疫情风险解除，终端需求启动，汽车消费将会走出阴霾出现持续改善。

新冠疫情风险解除后，对制造业需求持谨慎乐观态度。从需求侧出发，我们发现制造业的关键需求变量在2020年疫情过后都有望改善，核心原因在于偏宽松的信贷环境以及贸易外生性变量影响的减弱。因此，新冠疫情风险解除后，预计2020年整体制造业需求将逐渐转好，进而对投资端形成正向带动。

风险提示：新冠疫情延滞海外需求释放；通胀超预期导致全球货币政策转向；美国经济衰退。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观经济之地产研究专题之一：《房地产的“韧性”能否持续？》

2020年1月21日

索引

内容目录

一、前言	1
二、出口、汽车消费和地产基建投资为制造业关键需求变量	1
2.1 我国制造业构成	1
2.1.1 中游营收占比高，出口依赖度大	1
2.1.2 汽车制造、地产基建投资相关需求对制造业总行业营收贡献较大	1
2.1.3 制造业经营情况主要受地产基建投资、出口和汽车消费表现影响	1
2.2 2020年重点关注出口和汽车消费增速	1
三、疫情风险解除后，全球经济有望迎来复苏	1
3.1 外生性变量中美贸易摩擦风险可控	1
3.2 新冠疫情对全球贸易复苏的抑制作用有望逐渐削弱	1
3.3 美国：消费成本暂无压力，短期疫情制约消费意愿和企业收入	1
3.4 非美国国家：内需有流动性支撑，但疫情导致外贸蛋糕缩小	1
四、汽车消费受益于企业流动性宽松和行业政策刺激将走出阴霾	1
4.1 行业虽呈现弱复苏状态，但现状仍显低迷	1
4.2 汽车消费分析应从信贷环境角度出发	1
4.2.1 企业的信贷环境变化与汽车消费需求更为相关	1
4.3 企业资金环境的好转将助力汽车消费改善，更新需求为主力购车者	2
五、新冠疫情风险解除后，对制造业需求持谨慎乐观态度	2
六、风险提示	2

图表目录

图 1：2019 年制造业投资为固定资产投资的主要拖累	1
图 2：固定资产投资中制造业投资占比最大	1
图 3：制造业关键需求变量的增速变化	1
图 4：工业企业景气度与地产基建需求发展具有相关性	1
图 5：工业企业景气度与出口需求发展具有相关性	1
图 6：工业企业景气度与汽车销售发展具有相关性	1
图 7：全球 PMI2019 年 8 月出现改善，但 2020 年 2 月调头往下	1
图 8：美国经济结构（2018）	1
图 9：中国经济结构（2018）	1
图 10：德国经济结构（2019Q3）	1
图 11：英国经济结构（2019Q3）	1
图 12：韩国经济结构（2018）	1

图 13: 日本经济结构 (2018)	9
图 14: 传统全球贸易链在中美贸易摩擦中被打乱节奏	10
图 15: 美国在贸易战中获得明显关税收入的增加	11
图 16: 美国 PMI 下滑发生在中国 PMI 下滑之后	11
图 17: 依赖于制造业的发达国家 PMI2018 年初便开始下滑	11
图 18: 东南亚国家因承担转口贸易业务, PMI2018 年不降反升	11
图 19: 中国新冠疫情得到有效控制	12
图 20: 国内经济开始复苏	12
图 21: 收入端影响居民的消费行为	12
图 22: 制造业 PMI 下滑后传导至企业减少投资支出	12
图 23: 企业放缓投资支出同时员工工资下降	12
图 24: 工资增速放缓意味着居民可支配收入减少	12
图 25: 消费成本对于居民消费支出有反向影响作用	12
图 26: 投资者预期的修复将带动企业预期和需求改善	12
图 27: 美联储 2019 年 9 月开启扩表和降息	14
图 28: 全球贸易复苏有望提升美国通胀	14
图 29: 美国与非美国国家的经济周期错位将影响美元	14
图 30: 美国的充分就业状态对于通胀的敏感度将上升	14
图 31: 全球贸易复苏将带动起我国出口需求	14
图 32: 出口需求改善对于工业品价格具有提振作用	14
图 33: 欧元区服务业相对制造业呈现一定的韧性	14
图 34: 低利率环境下, 欧元区内需得到支撑	14
图 35: 汽车制造和销售产业链	16
图 36: 2019 年汽车行业产销增速实现弱复苏, 但累计同比仍为负增长	16
图 37: 2019 年汽车制造行业利润同比 2018 年仍在下降	17
图 38: 汽车经销商的库存系数在警戒水平	17
图 39: 中国居民的收入与汽车消费并不相关	17
图 40: 美国居民的收入与汽车销售呈现同步相关性	17
图 41: 中国具有政府和非政府两个加杠杆主体, 政府部门较高	18
图 42: 政府投资对经济带动的作用弱于非政府部门	18
图 43: 地产销售与居民杠杆率增速变化具有同步相关性	18
图 44: 汽车销售与居民杠杆率增速变化自 18 年出现背离	18
图 45: 非政府部门包括企业和居民两个主体, 居民部门较高	18
图 46: 汽车销售与企业杠杆率增速变化呈现更好的相关性	18
图 47: 我国汽车金融渗透率逐年提升	19
图 48: 各国汽车金融渗透率 (2014 年)	19
图 49: 汽车消费信贷规模稳步提升	20
图 50: 政府债务增速已经超过经济增速	21

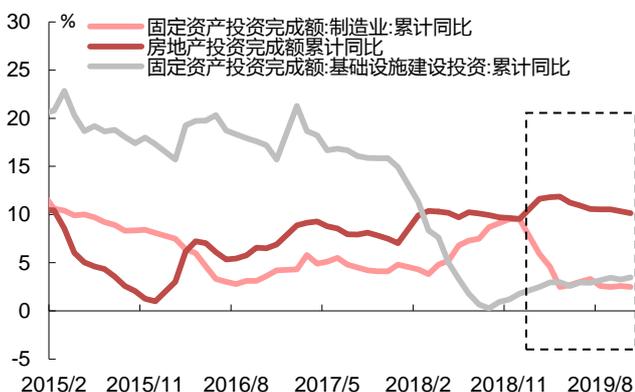
图 51: 非政府部门债务增速距离经济增速仍有空间	2
图 52: 我国 PPI 同比仍未摆脱负增长区间	2
图 53: 企业杠杆率增速变化受到资金成本的影响	2
图 54: 我国汽车保有量与人均 GDP 变化匹配	2
图 55: 2013 年以后汽车行业进入低波动增长期	2
图 56: 04 年-11 年大批人群进入初婚置业年龄, 带动汽车消费快速增长, 2020 年进入置 换期	2
表 1: 制造业行业分类 (数据截止 2019 年)	(
表 2: 汽车消费信贷市场情况	2)

一、前言

固定资产投资是衡量经济能否持续增长的关键因素。固定投资的主要组成是地产投资、基建投资和制造业投资,依据2019年的数据,三项投资的完成额占固定资产总投资的比例约为75%,其中房地产投资约占20%,制造业投资约占32%,基建投资约占23%。2019年全国固定资产投资累计增速为5.2%,较2018年增速下降0.7个百分点。其中制造业投资是主要拖累项,制造业投资2019年累计同比增速3.1%,较2018年下滑6.4个百分点,基建投资2019年累计同比增速3.33%,较2018年上升1.54个百分点,而房地产开发投资2019年增速稳定在10%。

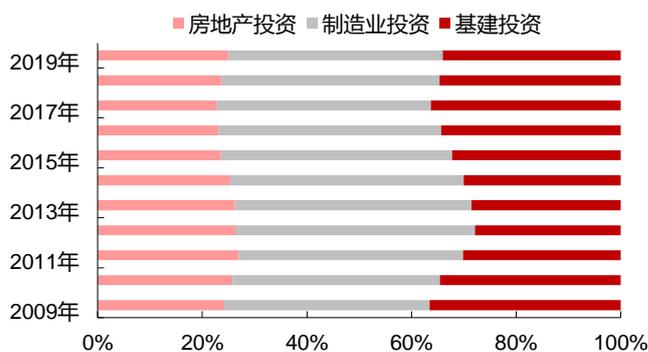
从体量上看,制造业投资的占比最大。从作用上看,制造业是实体经济的重要基础。但是2019年,我国制造业发展面临着许多困难和挑战,制造业投资增速的下滑对宏观经济造成显著的下行压力。2020年1月3日第一次国常会的重要议题就是促进制造业稳增长。说明制造业稳定发展迫在眉睫。因此,本文旨在围绕制造业投资这一宏观变量,首先剖析制造业投资的结构组成,再找寻各组成部分的核心影响因素进行探究,以此来判断2020年制造业发展方向。

图1: 2019年制造业投资为固定资产投资的主要拖累



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图2: 固定资产投资中制造业投资占比最大



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

二、出口、汽车消费和地产基建投资为制造业关键需求变量

2.1 我国制造业构成

根据统计局国民经济行业分类(GB/T 4754-2017),制造业行业包括31个大类。首先,我们按照产业链的上中下游对行业进行分类,其中上游主要是提供原材料和零部件制造和生产的行业,下游是对原材料进行深加工和改性处理,并将原材料转化为生产和生活中的实际产品的行业,中游则是介于上游和下游之间的行业。其次,我们按照出口交货值/营业收入来了解各行业对于外需的依赖度。

2.1.1 中游营收占比高,出口依赖度大

由表1可知,截止2019年,我国制造业处于上游的行业营收占比约为26.7%,下游营收20%,中游则占据半壁江山,营收超过50%。可以看出,虽然我国制造业表现出大而全的特点,但营收仍然主要来自于中游行业,其中营收贡献最为突出且具有一定技术壁垒的为电子和通信行业,其余多属于中低端技术密集型行业。同时,中游制造业行业普遍存在较高的出口依赖度(出

口交货值/营业收入>10%) ,其中依赖度最高是电子通信行业,出口依赖度高达 50%。而一些劳动密集型加工行业,如服装服饰业、家具和日用品制造业虽然也具有很强的出口依赖度,但产生的营收占总营收比例较低。总结来说,中国制造业的出口依赖度(出口交货值/全行业营业收入)为 13%,其中中游行业的出口依赖度(中游行业的出口交货值/全行业的营业收入)便达到 10.55%。

2.1.2 汽车制造、地产基建投资相关需求对制造业总行业营收贡献较大

制造业的下游行业通常直接面向消费需求,其中汽车制造业营收占比最高(8.5%),但出口依赖度相对较低(4.6%),也就是说制造业行业对于汽车销售状况的敏感性相对较高。另外,制造业行业面向地产基建投资的需求,主要有黑色金属冶炼和压延加工业,有色金属冶炼和压延加工业,专用设备制造业中的建筑工程专用机械,非金属矿物制品业、金属制品业,这些行业的营收占制造业总营收比例为 23.2%,扣除这些行业的出口业务营收来看,其国内营收占制造业总营收比例约为 22%。

表 1: 制造业行业分类(数据截止 2019 年)

制造业分行业	产业链位置	出口依赖度(出口交货值/营业收入)	营业收入占总行业比例
石油加工、炼焦和核燃料加工业	上	2.6%	5.1%
化学原料和化学制品制造业	上	6.1%	7.2%
黑色金属冶炼和压延加工业	上	3.0%	7.8%
有色金属冶炼和压延加工业	上	2.2%	6.1%
废弃资源综合利用业	上	0.4%	0.5%
小计			26.7%
农副食品加工业	中	5.2%	4.9%
纺织业	中	13.0%	2.6%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	中	26.6%	1.3%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	中	8.6%	0.9%
造纸和纸制品业	中	4.2%	1.4%
印刷和记录媒介复制业	中	7.9%	0.7%
化学纤维制造业	中	7.3%	0.9%
橡胶和塑料制品业	中	14.7%	2.7%
非金属矿物制品业	中	3.7%	5.6%
金属制品业	中	11.1%	3.7%
通用设备制造业	中	13.3%	4.1%
专用设备制造业	中	10.7%	3.2%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	中	20.0%	1.2%
电气机械和器材制造业	中	16.3%	7.1%
计算机、通信和其他电子设备制造业	中	49.9%	11.8%
仪器仪表制造业	中	16.4%	0.8%
其他制造业	中	28.5%	0.2%
小计			53.1%
食品制造业	下	5.9%	2.0%
酒、饮料和精制茶制造业	下	1.6%	1.7%
烟草制品业	下	0.5%	1.3%
纺织服装、服饰业	下	23.8%	1.8%

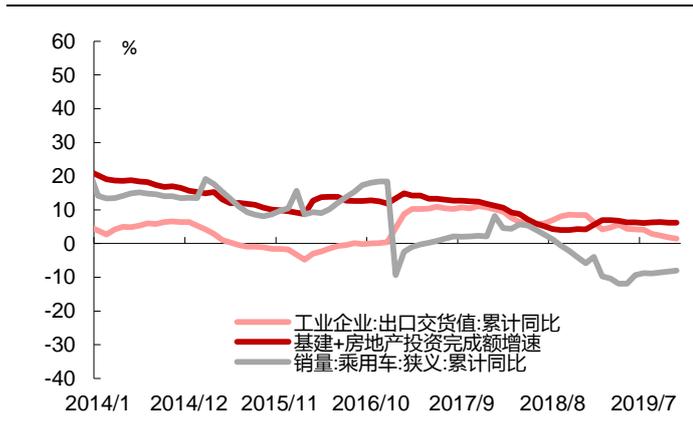
家具制造业	下	24.2%	0.7%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	下	29.9%	1.5%
医药制造业	下	6.1%	2.7%
汽车制造业	下	4.6%	8.5%
金属制品、机械和设备修理业	下	39.1%	0.1%
小计			20.2%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.1.3 制造业经营情况主要受地产基建投资、出口和汽车消费表现影响

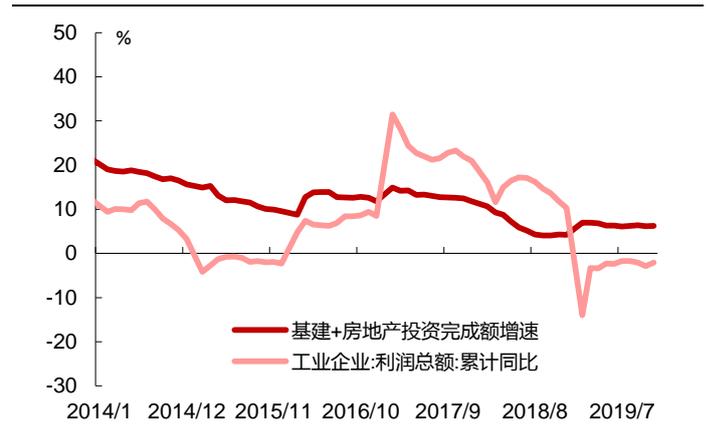
用工业企业利润增速来表示制造业企业的经营状况，可以发现其变动与地产基建投资增速、外需出口增速和汽车消费增速的变动均具备较高的相关性。2019年，我国工业企业利润累计增速同比下降3.3%，降幅较18年扩大16.6个百分点。同期，出口交货值同比增长1.3%，较18年下降7.2个百分点。汽车销售同比增速下降7.4%，降幅较18年扩大1.6个百分点。地产基建投资完成额同比增长6%，较上年提高1.8个百分点。由此可知，2019年工业企业利润持续同比负增长的主要拖累除了中美贸易摩擦引发的外需下滑，还有汽车销售的疲软，而地产基建投资的稳定增长对制造业相关企业的经营确有很强的支撑作用。

图3：制造业关键需求变量的增速变化



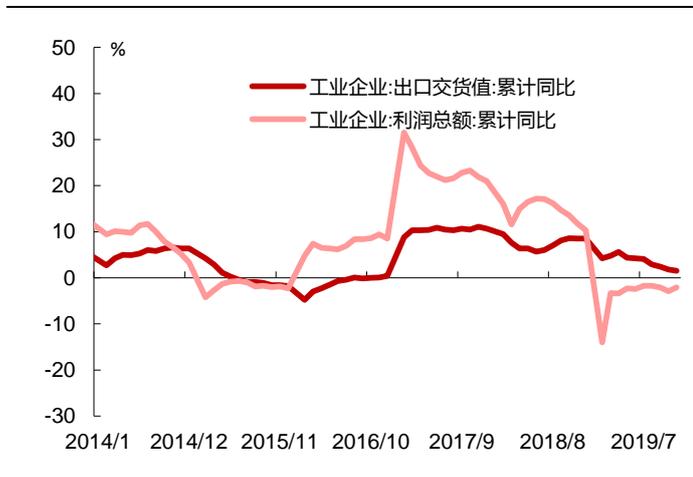
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：工业企业景气度与地产基建需求发展具有相关性



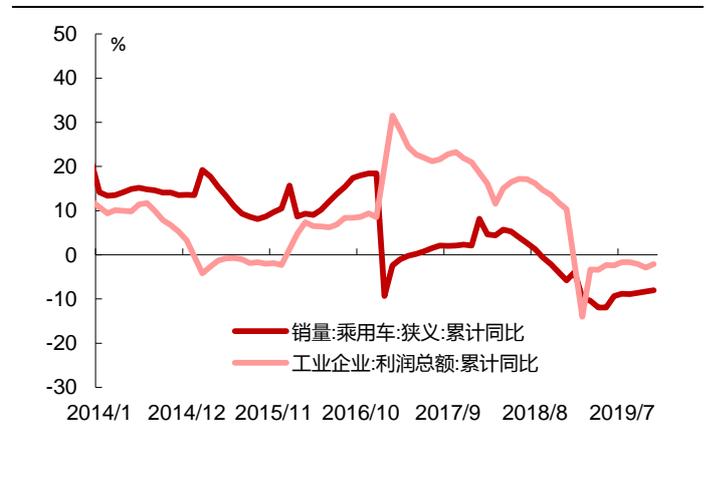
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：工业企业景气度与出口需求发展具有相关性



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：工业企业景气度与汽车销售发展具有相关性



资料来源：Wind，西部证券研发中心

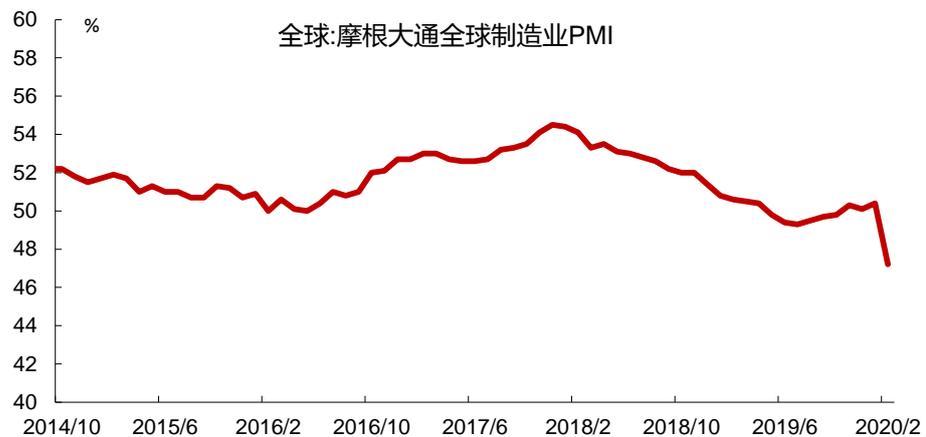
2.2 2020年重点关注出口和汽车消费增速

据我们在 2020 年宏观展望对于地产基建投资的观点；1) 在资金充足（货币流动性和环保政策宽松仍将持续），叠加刚性约束增加（根据模型推算，2020 年房地产行业要交付约 14.6 亿平方米商品房，同比 2019 年上升 10.9%）的双向驱动下，房企将继续加速建筑投资。2) 基建仍是逆周期调节的重要手段，预计全年专项债额度扩大到 3 万亿，金融机构配套融资也有望边际改善，预计 2020 年全年基建投资同比增长 6.8%。总结而言，预计整个地产基建投资端的需求对于制造业不会形成拖累，关键还是海外经济和汽车销售能否出现实质性改善。因此，下文我们将着重对海外经济及汽车消费进行分析。

三、疫情风险解除后，全球经济有望迎来复苏

2020 年开年就传来中美贸易摩擦缓和的好消息，中美一阶段协议已经于 1 月 13-15 日进行签署并且正式开始执行。自从中美贸易争端这个外生性变量的影响开始下降，全球制造业 PMI 于 2019 年 8 月出现企稳并持续上行，市场对全球经济抱有乐观复苏心态。但突发性新冠疫情的全球扩散对复苏的延续性造成阻碍，2020 年 2 月全球 PMI 再次拐头向下。在两个外生性变量的双重影响下，接下来全球经济方向是市场的核心关注。

图 7：全球 PMI 2019 年 8 月出现改善，但 2020 年 2 月调头往下



资料来源：Wind，西部证券研发中心

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_6615

