制造业投资将波段企稳

宏观研究部

张文达
分析师
电话：021-22852650
邮箱：zhangwd@cib.com.cn

郭于玮
分析师
电话：021-22852641
邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委
兴业银行 首席经济学家
华福证券 首席经济学家

摘要

当前，制造业投资低迷，1-10 月份同比增速仅 2.6%，对固定资产投资增速支撑不足。通过对库存周期的分析，我们认为制造业投资有望在 2020 年下半年企稳回升。

关键词： 制造业投资，库存周期

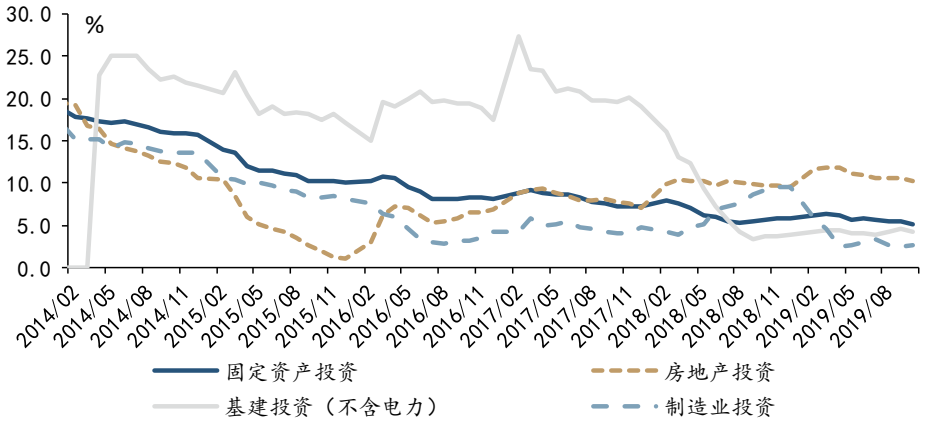
扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1　固定资产投资及分项累计同比增速 3
图表 2　主要行业对制造业投资增速贡献度 3
图表 3　各行业出口依赖度与投资增速对应关系 4
图表 4　出口交货值累计同比与制造业投资增速的关系 4
图表 5　高技术制造业投资保持较高增速 5
图表 6　库存周期领先制造业投资 1 个季度 5
图表 7　上中下游行业产成品存货累计同比变动情况 6
图表 8　产成品存货增速主要拖累行业的存货同比增速 6
图表 9　上中下游收入同比增速走势 7
图表 10　PPI 领先库存周期 1 个季度 8
图表 11　经济动能指标对 PPI 领先 1 个季度 8
图表 12　PMI 新订单、产成品库存指数及经济动能走势 9
图表 14　PMI 新订单、生产指数及经济需求走势 9
图表 15　6 大发电集团耗煤与 PPI 同步性较强 10
图表 16　主要钢材品种价格快速上行 10
图表 17　流动性盈余指标和美国 ISM PMI 同比 11

2019 年 10 月固定资产投资累计增长 5.2%，较 2018 年末放缓 0.7%。其中，制造业投资累计同比大幅下降 6.0%，是固定资产投资增速下降的主要原因。在房地产投资增速相对稳定、基建投资增速略有提升的背景下，制造业投资增速的企稳回升成为固定资产投资增速保持稳定的关键。因此，我们希望就这一问题进行进一步探讨，以研判后续制造业投资走势。

图表 1　固定资产投资及分项累计同比增速

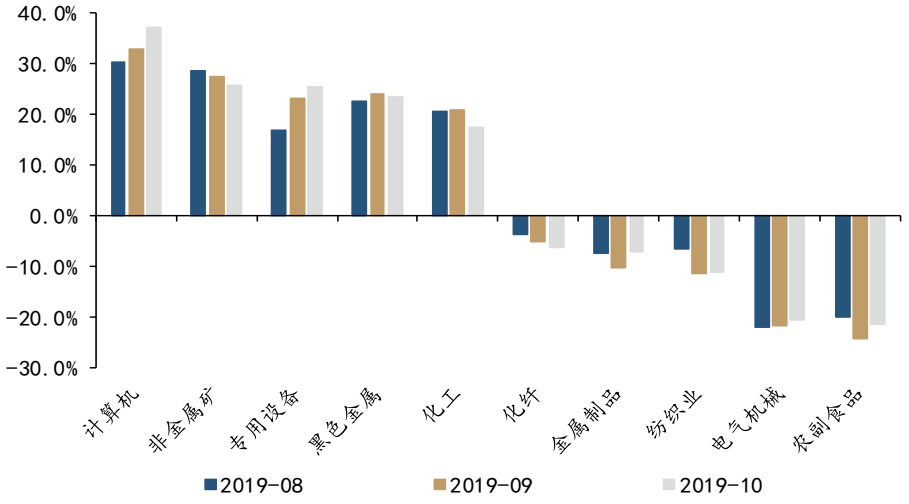


资料来源：WIND，兴业研究

一、 制造业投资结构存在分化

制造业投资 1-10 月份同比增速 2.6%，第 3 季度投资增速呈现加速下滑态势。从各行业对投资增速的贡献度来看，计算机（+37.25%）、非金属矿（+25.76%）、专用设备（+25.35%）、黑色（+23.58%）、化工（+17.42%）等行业是主要拉动项。而化纤（-6.25%）金属制品行业（-7.24%）、纺织业（-11.26%）、电气机械业（-20.74%）以及农副食品加工业（-21.59%）等行业则是制造业投资增速的主要拖累项，近几个月的投资增速持续垫底。

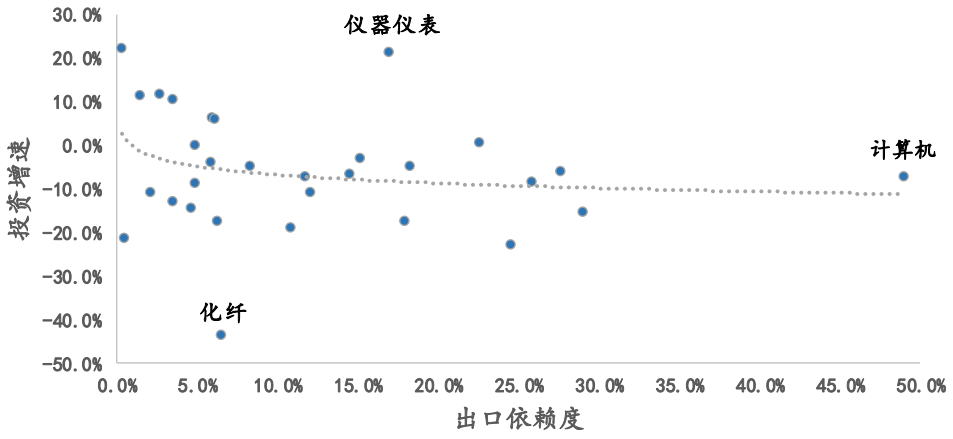
图表 2　主要行业对制造业投资增速贡献度



资料来源：WIND，兴业研究

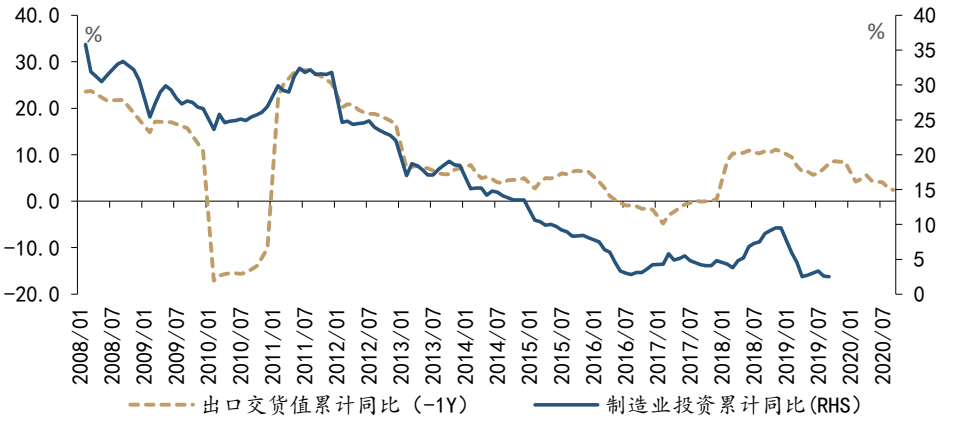
从结构来看，出口导向型行业投资动力不足。我们将各行业出口依赖度（2019 年 1-9 月累计出口交货值/营业收入）和投资增速（2019/09 累计同比-2018/09 累计同比）画成散点图后发现：各行业出口依赖度与投资增速间存在较为明显的负相关关系。制造业投资增速主要拖累项中，除农副食品加工业外，金属制品行业（10.84%）、纺织业（12.06%）以及电气机械业（17.93%）这几个行业的出口依赖度均较高。出口导向型行业投资增速收缩，是当前制造业投资下行的重要因素，折射出当前贸易形势下，市场主体对于未来贸易环境的担忧。

图表 3　各行业出口依赖度与投资增速对应关系



资料来源：WIND，兴业研究

图表 4　出口交货值累计同比与制造业投资增速的关系

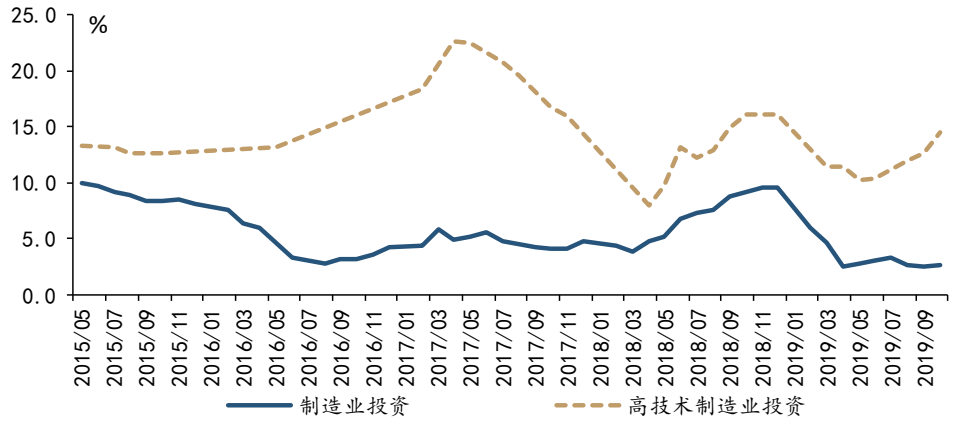


资料来源：WIND，兴业研究

高技术行业投资增速持续上升，体现自主研发需求的提升。近几个月，电子、专用设备、医药、仪器仪表等行业的投资同比增速在持续提升。而家具、橡胶、文体用品、纺织业、农副食品加工等传统行业的投资增速则持续下行。对于供给主导的高附加值产业，美国的技术保护被动降低了这些行业可贸易程度的预期，使得企业技术研发的动力提升，研发费用不断提高。因此，出口导向型行业内部，高技术行业的投资增速也呈逆势上升态势。尽管贸易摩擦拖累

制造业投资增速，但同时也促进了制造业投资结构的调整。

图表 5　高技术制造业投资保持较高增速



备注：高技术制造业具体包括医药、航空设备、电子、计算机、仪器仪表、信息化学品等 6 大类。

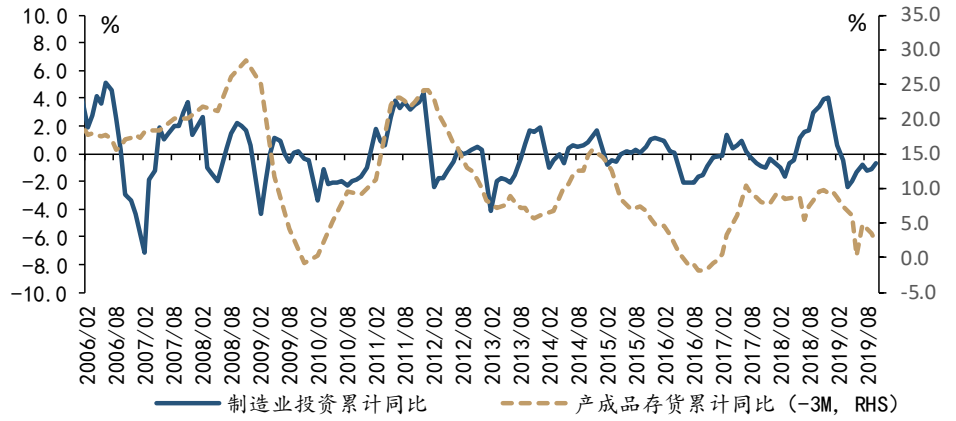
资料来源：WIND，兴业研究

二、 库存周期拐点渐近

从短期来看，制造业投资受库存周期影响更强。库存周期，又称为基钦周期，主要用以描绘短期经济波动。一个完整的库存周期分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。在库存周期初期，市场供需状况逐步改善，企业库存稳步去化；随着供需缺口扩大，“量价齐升”带动企业主动补库存；当生产规模扩大到一定程度，需求动能逐渐弱于供给增加，企业进入被动补库存；“量价同降”使企业逐渐降低供给，经济步入主动去库存阶段。

在库存周期各阶段轮转过程中，企业生产随之调整，带动短期制造业投资的变动。从过往数据看，库存周期领先制造业投资 1 个季度左右。因此，从库存周期角度切入，更有利于研判 2020 年制造业投资走势。

图表 6　库存周期领先制造业投资 1 个季度



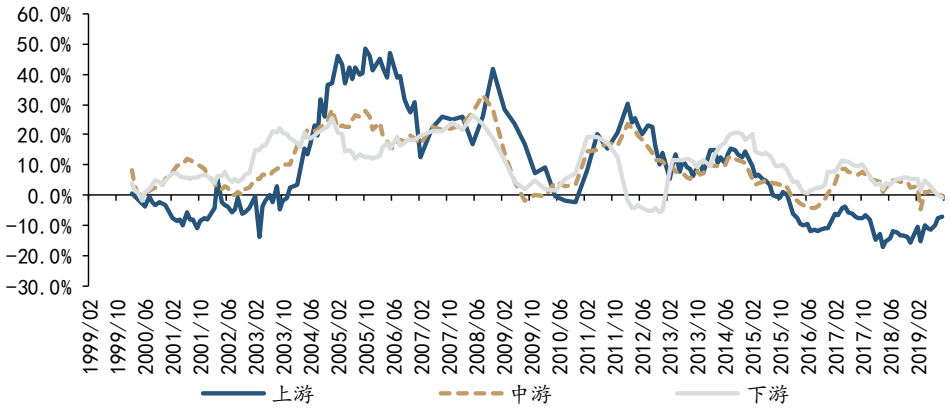
备注：制造业投资累计同比数据为经 HP 滤波后的周期项数据。

资料来源：WIND，兴业研究

2.1 库存现状分化，中游行业去库存深化

今年以来，上游行业的库存水平逐渐提升,但同比增速离转正尚存差距。而中游和下游行业则经历着温和去库存的过程，且逐渐向底部趋近。同时，不同层次内部的细分行业库存情况也存在明显分化。

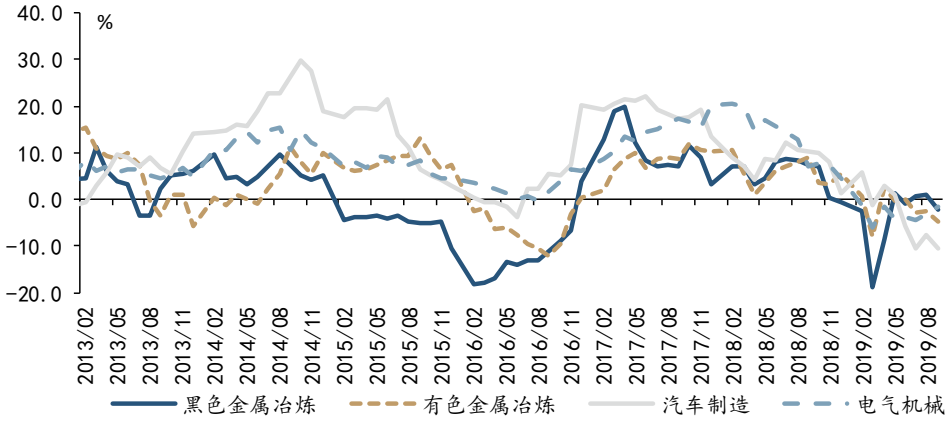
图表 7　上中下游行业产成品存货累计同比变动情况



资料来源：WIND，兴业研究

整体来看，当前产成品存货的主要拖累项为：汽车制造、有色金属冶炼、电气机械和黑色金属冶炼四个行业，仅汽车制造业在 10 月份的拖累程度就达到近 84.8%。在剔除掉主要拖累项之后，产成品存货同比增速虽然有所改善，但仍保持下滑趋势。

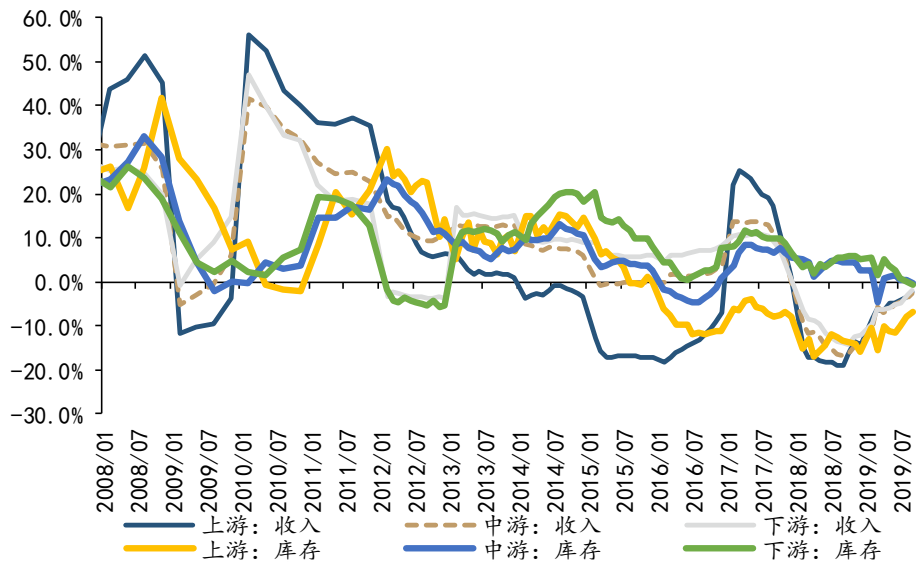
图表 8　产成品存货增速主要拖累行业的存货同比增速



资料来源：WIND，兴业研究

从营业收入来看，上中下游行业的营业收入同比增速今年以来持续提升，但尚未转正。而从分项行业来看，汽车、造纸、化工及有色冶炼的营业收入贡献度垫底，且均对营业收入增速造成负向拉动。

图表 9　上中下游收入同比及库存同比增速走势



备注：因数据不足，2018 年以前的收入同比增速数据为主营业务收入

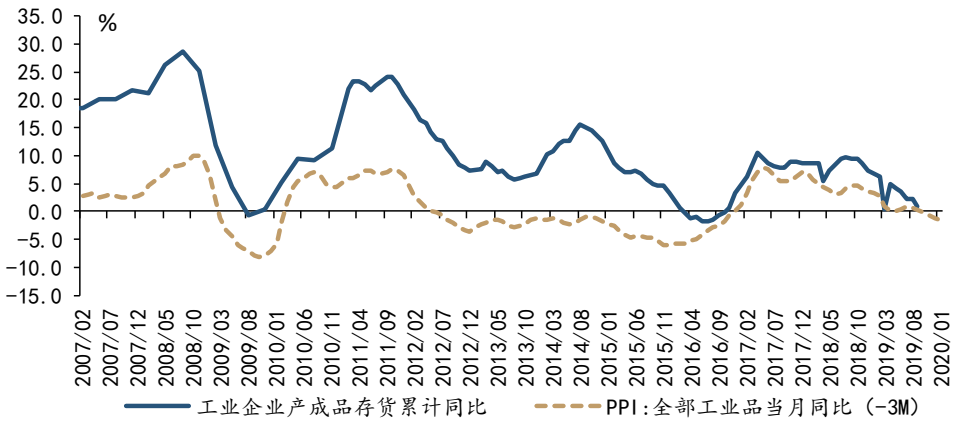
资料来源：WIND，兴业研究

将营业收入和产成品存货结合来看，可以判断行业具体处于库存周期的何种阶段。从上文数据看，目前中下游行业已经处于被动去库存阶段，而上游行业可能已经率先开始主动补库存。细分行业看，当前上游非金属矿、黑色、煤炭等采矿业、下游部分食品加工行业已经率先进入主动补库存阶段；部分行业如电气机械、家具制造、运输设备、医药、有色等行业目前则正在被动去库存；但是**大部分的中游行业以及出口依赖度较高的几个下游行业仍处于主动去库存阶段**。整体工业企业还在等待需求的改善，以开启新一轮的库存周期。

2.2 PPI 拐点临近，库存明年一季度见底

对于库存周期而言，价格是影响库存周期轮动的关键变量。供需力量的变化引导价格周期性变动，进而引导企业盈利水平变化。在被动去库存阶段，需求力量的相对加强使得工业品价格拐点出现。企业盈利改善从而带动企业补库存。随着供给力量超过需求力量，价格下行拐点出现，企业开始进入被动补库存，随后通过削减产能而进入主动去库存。落实到数据上，PPI 领先库存周期一个季度左右。因此，当前 PPI 拐点到来的时间，对于新一轮库存周期的开启，乃至后续制造业投资的企稳均十分关键。

图表 10　PPI 领先库存周期 1 个季度

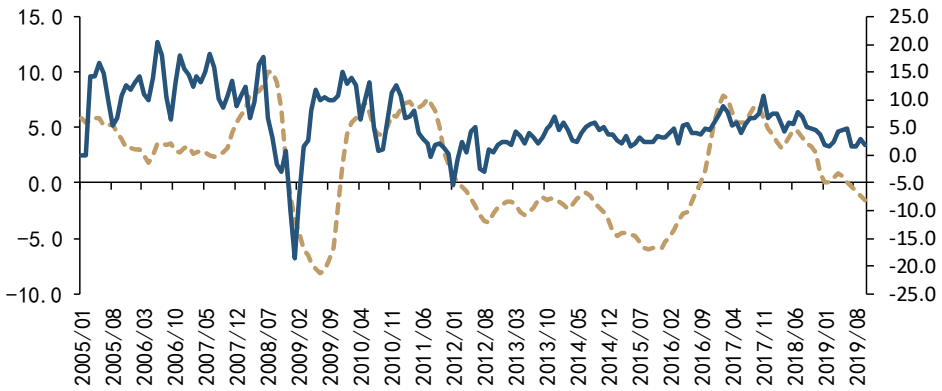


资料来源：WIND，兴业研究

从当前价格情况来看，PPI 的拐点将在四季度出现。

第一，短期经济动能指标正逐渐修复。对于 PPI 而言，“PMI 新订单-PMI 产成品库存”所表示的经济动能指标具有 1 个季度左右的领先性。今年 6 月经济动能到达阶段性低点 1.5%后开始进入修复阶段。尽管，10 月份受季节性因素影响，经济动能较上月略有下降，但是 11 月份经济动能数据明显回升提高到 4.9%。

图表 11　经济动能指标对 PPI 领先 1 个季度



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_8638