

从三角度看制造业投资的昨天、今天与明天

宏观专题报告

2019年10月28日

报告摘要：

从制造业投资构成、企业盈利状况和需求指标三个角度分析，短期内制造业投资仍将低位运行。

● 投资构成角度：制造业企业工业用地收缩，上市公司在建工程回落

工业用地攀升时点与环保改造提出时点一致，厂房竣工随之上升，今年两者均负增长。污染防治攻坚战对城市重新规划和污染工厂搬离也会有所影响，刺激工业用地需求。如果从2019年厂房竣工增速和工业用地成交走势来看，环保改造和产能扩张推动的制造业投资均在今年走弱。

上市制造业公司2018年的在建工程井喷，今年开始迅速回落。制造业上市公司的在建工程增速在2017Q3开始连续回升，与产能利用率反弹时间点一致，2018年增速进一步走扩，表明环保改造政策强化投资效果显现。在建工程增速在2019年开始迅速回落，可能是过高的基数效应和投资透支的后遗症，叠加今年工业土地成交增速下降的影响，未来在建工程增速可能将进一步下降。

● 企业盈利角度：PPI下行压缩企业利润空间

PPI下行压缩企业利润空间，加大制造业投资反弹难度。PPI与PPIRM增速差值是企业利润增速的领先指标，PPI下行趋势可能延续。今年企业利润增速的回升一定程度上受费用增速下降的拉动，至于增值税减税影响效果，仍有待观察。

PPI走势与增值税收入具有同步性，减税和生产不足共同推进增值税下降，不完全是减税效果。当前的宏观形势是工业生产在放缓，PPI趋于下行。因而，今年增值税下降并不能完全证明减税效果已经落地生效，财政生效仍需时间。此外，企业融资利率仍需下行，目前需求不足和制造业企业融资难预期弱并存。

● 需求角度：内外需压力不减

内外需仍面临下行压力。库存周期仍处于去化阶段，导致制造业主动投资意愿较弱。中美库存周期高度一致，美国库销比处于高位，库存去化压力仍较大。工业出口交货值增速下滑加速，外需压力逐渐加大。9月社零累计增速小幅下滑，但仍高于名义GDP增速，形成拉动作用，后续受社保降费和其他财政政策落地实施，仍有上升动力，一定程度上对冲外需下滑。

● 未来展望：制造业投资仍将低位运行

制造业投资在短期内缺乏回暖动力，产业结构升级仍是主旨。综合起来看，制造业主动投资的下行压力仍将持续一段时间。明年，如果基建增速可以稳定经济增长，制造业投资增速并不一定要求有多高，更多会是关注产业升级。

● 风险提示：

全球经济加速下行、逆周期政策调节不及预期、中美贸易摩擦反复等。

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

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

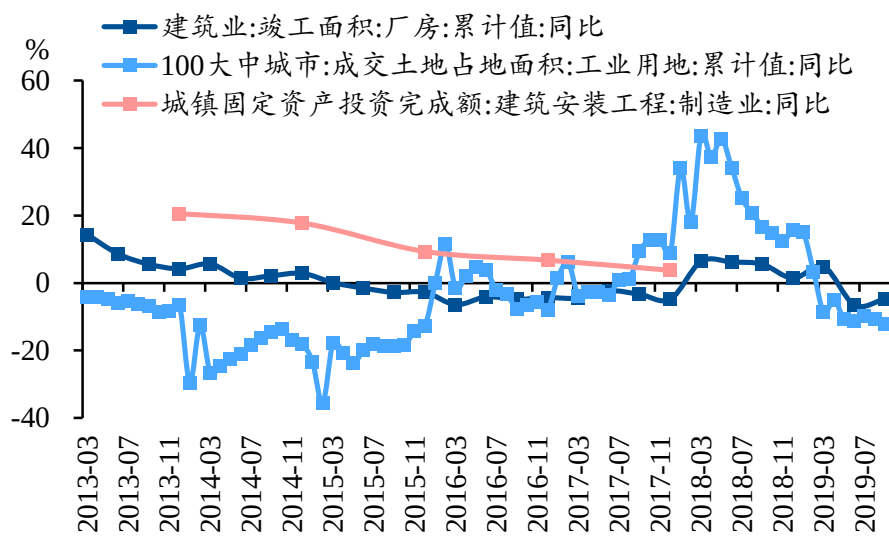
一、从投资构成角度观察：制造业企业工业用地收缩，上市公司在建工程回落	3
1.1 2019 年工业用地成交和厂房竣工增速再次陷入负区间	3
1.2 上市制造业公司在建工程增速进一步论证投资难回升	3
二、从企业盈利角度观察：PPI 下行压缩企业利润空间	4
2.1 PPI 下行加大制造业投资反弹难度	4
2.2 再论增值税减税：税收增速与 PPI 的走势高度相关	5
2.3 利率仍需下行，需求疲软和制造业企业融资难预期弱并存	6
三、从需求角度观察：内外需压力不减	8
3.1 库存周期仍在寻底阶段	8
3.2 贸易摩擦和全球经济放缓持续施压外需	9
四、未来展望：制造业投资仍将低位运行	9
风险提示	9

一、从投资构成角度观察：制造业企业工业用地收缩，上市公司在建工程回落

1.1 2019 年工业用地成交和厂房竣工增速再次陷入负区间

工业用地攀升时点与环保改造提出时点一致，厂房竣工随之上升，今年两者均负增长。2017 年 10 月，十九大提出三大攻坚战，其中包含污染防治。除了设备升级改造以外，污染防治攻坚战可能导致城市重新规划和污染工厂搬离，在一定程度上刺激了工业用地需求。从工业化开始至今，工业用地价格一直非常便宜，但是建筑费用应该与住宅差别不大。制造业投资另一个特点是其设备安装费用占比会显著高于房地产和其他固定资产投资。由于缺乏厂房的开工和施工数据，我们只能根据历史数据做一些推测。首先，工业用地建设的规章制度不同于住宅建设，许多地方政府会出台针对工业用地建设时长的要求，从购地到竣工的间隔时间可能会短于住宅用地，所以开工到竣工的滞后时间可能也相对较短。厂房竣工增速从 2018 年初开始持续反弹并重回正区间，施工高热度意味着制造业的建安投资增速在 2018 年表现不错（图 1）。如果从 2019 年厂房竣工增速和工业用地成交走势来看，环保改造和产能扩张推动的制造业投资均在今年走弱。

图 1：2018 年厂房竣工和工业购地增速高涨，今年重回负区间



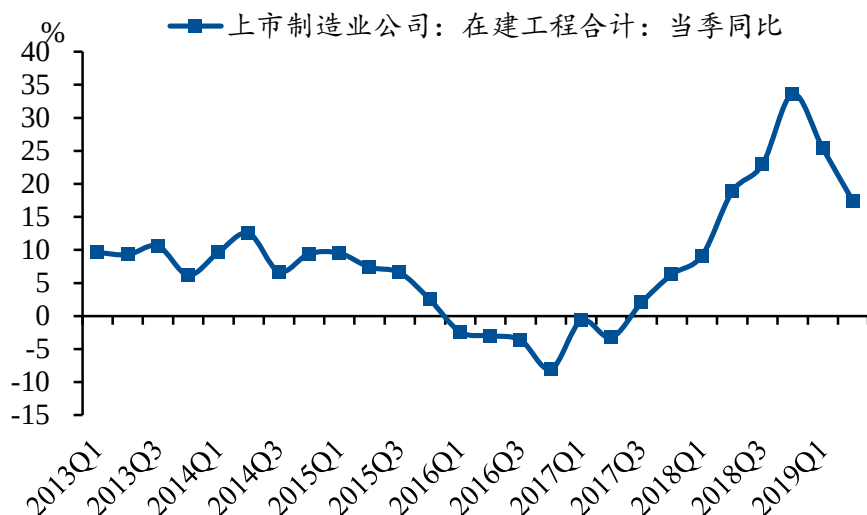
资料来源：Wind, Bloomberg, 民生证券研究院

1.2 上市制造业公司在建工程增速进一步论证投资难回升

上市制造业公司 2018 年的在建工程井喷，今年开始迅速回落。工业土地成交既可以来自新注册工业企业，也可以来自经营中的工业企业。如果大部分工业土地用途是基于前者的需求，土地成交回升不足以支撑环保改造和产能扩张的观点。我们以制造业上市企业作为观察对象，为了能够保持口径可比，我们剔除了 2012 年以后上市的 CSRC 制造业公司，一共剩余 1486 家上市公司。制造业上市公司在建工程当季同比增速在 2017Q3 开始连续回升，2018 年增速进一步走扩，表明环保改造政策强化投资效果显现（图 2）。但是，在建工程增速在 2019 年开始迅速回落，我们的理解是过高的基数效应和投资透支的遗留

影响，叠加今年工业土地成交增速下降，未来在建工程增速可能将进一步下降。在此，我们不使用制造业企业公司的土地使用权数据，主要是因为上市公司可以通过购买已建成的工厂来增加土地使用权，但未形成固定资产投资。至此可以看到，环保改造效果减弱，工业土地成交、厂房竣工和在建工程均预示制造业上升拐点未至。

图 2：上市制造业公司在建工程增速从 2017Q3 开始回升，今年迅速回落

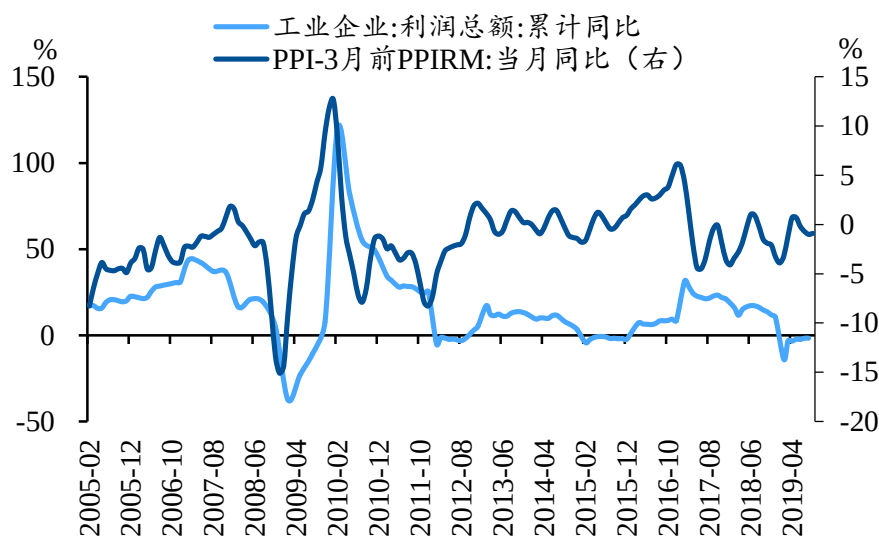


资料来源：Wind，民生证券研究院

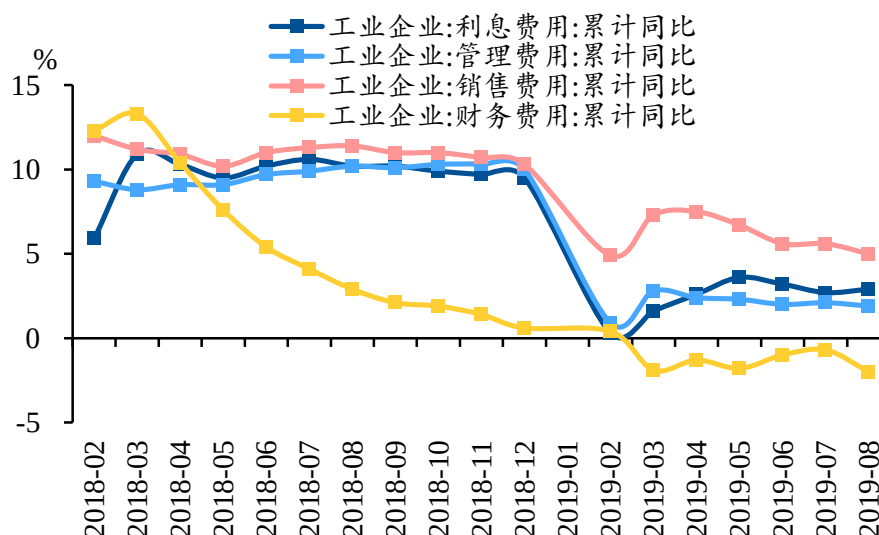
二、从企业盈利角度观察：PPI 下行压缩企业利润空间

2.1 PPI 下行加大制造业投资反弹难度

PPI 与 PPIRM 增速差值是企业利润增速的领先指标，PPI 下行趋势可能延续。企业生产从购进材料到出厂销售一般需要一个季度左右，所以 PPI 与 3 个月前 PPIRM 之间的增速差值可以一定程度上被用于预测企业利润增速。今年年初，PPIRM 受大宗商品价格上涨的影响出现短暂回暖，但是 PPI 随后进入下行通道，目前处于负区间，对企业利润构成了挤压（图 3）。企业做投资，既要看预期，也要看手头资金和融资难易。在预期未有明显改善，利润增速处于负区间的情况下，制造业企业主动投资的意愿难言乐观。减税降费有利于促进企业盈利增长，但这里有两点值得注意：（1）财政政策落地生效需要时间，参考美国 2017 年减税案例，效果随时间变化表现为一个倒“U”型；（2）增值税是价外税，来自生产过程，名义上本不该影响企业的利润，但是，企业依旧可以通过各自的议价能力，增厚自身的利润。另外，今年企业利润增速的回升一定程度上受费用增速下降的拉动，至于增值税影响几何，仍有待观察（图 4）。短期来看，企业减少支出来修复利润的可能性较高。

图 3: PPI 与 3 个月前 PPIRM 差值领先利润增速


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 短期来看, 企业费用支出下降, 有利于利润增速回升


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.2 再论增值税减税: 税收增速与 PPI 的走势高度相关

PPI 走势与增值税收入具有高度同步性, 税收收入降幅不完全是减税所致。除了税率以外, 增值税税收计算公式的另外两个组成部分是价格和产量。从生产角度来看, 企业预计价格下行, 会减少产出; 反之亦然。因而, PPI 走势与增值税走势较为一致, 以 12 个月移动平均 (趋势性) 来看, 增值税走势甚至较 PPI 走势还略有领先, 可能是因为统计口径和数据采集部门的不同或是增值税征收与工业产品出厂之间存在一定的时间差 (图 5-6)。当前的宏观形势是工业生产在放缓, PPI 趋于下行。因而, 今年增值税下降并不能完全作为减税效果已经落地生效的证据, 税率与 PPI 对增值税收入的具体影响程度仍有待进一步研究。直观上看, 2017 年也有减税政策, 但是比不上 PPI 上涨拉动税收上涨增速。这里

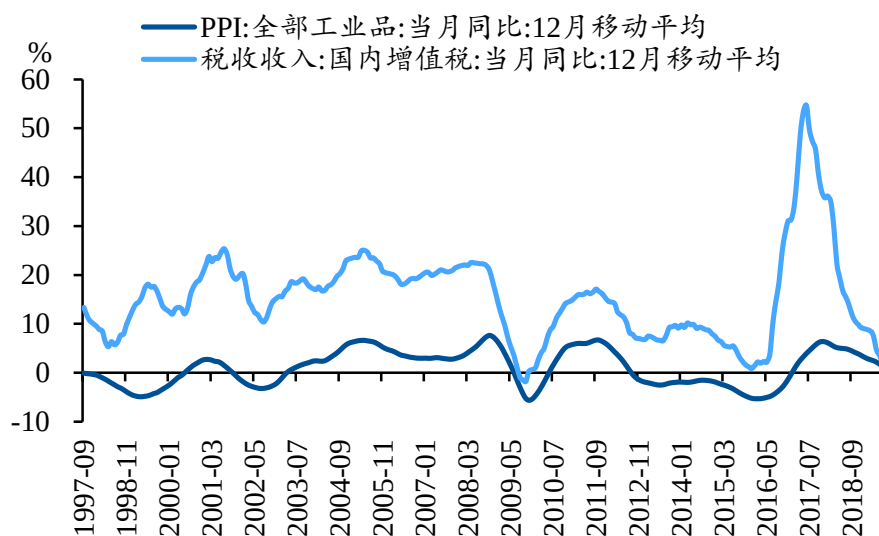
需要补充说明的一点是减税引起的价格变化不是导致 PPI 下行的原因。毫无疑问，增值税减税对企业生产的信心有非常大的提振作用。

图 5：今年 PPI 下行一定程度上导致增值税税收收入增速下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：趋势性来看，增值税略微领先 PPI



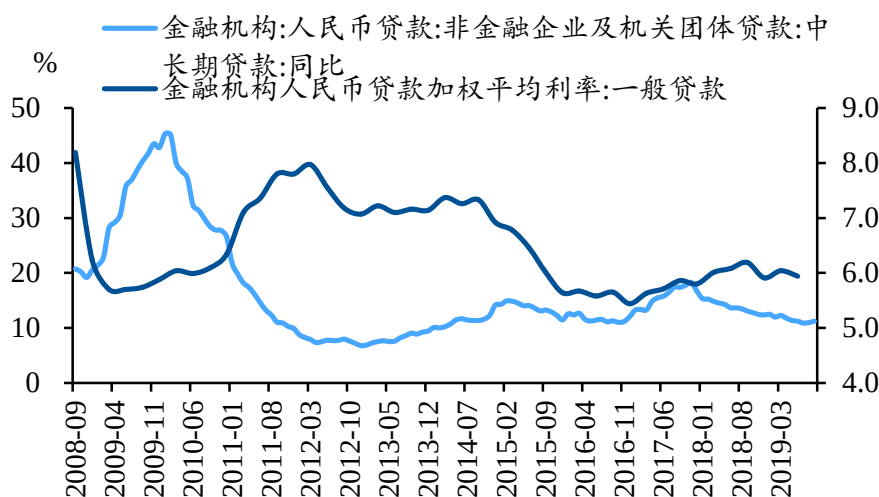
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 利率仍需下行，需求疲软和制造业企业融资难预期弱并存

利率市场化改革任重道远，制造业企业融资难的问题尚未解决。按照货币政策的运行机理，央行从总需求中获取产出信息，从总供给中获取通胀信息，通过调控货币供应量和利率水平，影响总需求及实际产出，并进一步地传导至总供给影响通货膨胀。因而，货币政策直接影响总需求，对总供给（菲利普斯曲线）或是生产部门是间接影响。历史上，我国贷款增速与利率经常会出现同向变动，这与当时的经济与政策背景有紧密关系，例如 2017 年银行表外回归表内导致贷款增速大幅回升，当时的货币政策是趋紧的（图 7）。到

了 2018 年，一般贷款利率呈现一个倒“U”型，绝对水平依然较高，贷款增速下行，符合货币原理，但是可能原因是去年同期基数太高；从今年来看，贷款利率尚无明显下行趋势，在今年与去年可比情况下（无明显改变资产负债表政策），今年贷款增速继续放缓，表明实体融资依旧较为困难。

图 7：贷款利率与贷款增速时有同向，今年贷款增速继续放缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

货币政策纠结于贷款实际利率和存款实际利率之间的“剪刀差”，需求疲软仍需利率下降来呵护。今年的通胀走势是历史上罕见的情形：PPI 下行进入通缩，符合宏观经济周期；CPI 却因非洲猪瘟而呈现上行趋势。两者之间相反的走势导致了贷款实际利率上升，存款实际利率下行，形成了“剪刀差”（图 8）。虽然 CPI 走高对货币政策放松施加了压力，但核心 CPI 的走势是缓慢下行的，表明我国现在依然是需求不足，与 PPI 走势较为契合，反映通缩风险大于通胀风险。另一方面，利率下行往往引起加杠杆行为，与防风险的目标有所背离；相对地，稳增长需要宽松货币政策来提振总需求。另一目标调结构与前两者并不冲突，通过调结构来优化资源配置从而达到经济回暖或是最优解，但是需要时间。困难之处在于明年全球经济仍有可能进一步放缓，叠加不确定性弥漫，防风险与稳增长之间的平衡显得比较微妙。当前，制造业企业融资成本高，预期又不强，没有明显刺激需求

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_9423

