

既然有初，务克有终

经济前瞻与政策期盼

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

■ 主要观点：

- 1、前8个月制造业投资增速逼近历史低值，8月民间固定资产投资同比增长1.1%，或存在“幸存者偏差”。讨论制造业投资增速难以修复，无法回避当前的产能背景，若对外出口恶化，可能进一步暴露产能过剩。当产能过剩时，企业很难找到好的投资机会，投资需求必然下降。
- 2、产能过剩背景下，降息与减税难以有为。当前中国经济面临的问题，不是总量失衡的问题，而是结构错位的问题。在低端供给方面，即使利率再低，但只要行业产能过剩，企业就不敢向银行借钱投资。在高端供给方面，利率水平高低，并不成为扩大再投资的约束条件。同样，减税政策对企业扩大再生产的积极效果也并不明显。
- 3、在制造业投资短期难以提振情况下，能否依托房地产开发投资与基础设施建设投资？短期来看，房地产的需求并未完全降温，从政策角度来看，当前“防大涨”的难度要甚于“防大跌”。在制造业投资难以刺激、房地产开发投资不能刺激的情况下，基建投资自然是扩张内需的主力，但从地方政府专项债传导至基建投资，可能存在若干扰动，预期也不能过高。
- 4、因此，唯有结构改革！前期以“4+7”带量采购为代表的医保制度改革成效显著，区域结构上的粤港澳大湾区、长三角一体化、上海自贸区新片区，均体现了结构改革的政策意图。未来结构改革的重点至少三个方面：国资国企改革、土地制度改革、服务业有序开放，完全能够激发市场的活力和潜力，成为推动中国经济的重要动力。
- 5、现阶段，整体政策姿态是“托+改”的组合，面对经济增长的下行压力，在产能过剩背景下的总量政策，能够在一定程度上发挥“托”的效果。而给中国经济重新注入活力，还是需要“改”，依靠结构改革。其实从十八届三中全会通过《关于全面深化改革若干重大问题的决定》开始，结构改革早已经启动，关键在于改革的深入推进以及政策措施的切实落地，这必然需要莫大的勇气和决心！既然有初，务克有终！
- 风险提示事件：政策变动风险，外部环境波动风险，经济超预期下行风险

内容目录

1 从制造业投资增速说起：逼近历史低值	- 3 -
2 为什么投资需求难被刺激：以汽车制造业为例	- 5 -
3 产能过剩背景下，降息与减税难以有为	- 11 -
4 专项债向基建投资传导存在折扣	- 15 -
5 重点还在结构改革	- 19 -
6 结语	- 23 -
风险提示事件：政策变动风险，外部环境波动风险，经济超预期下行风险	- 23 -
投资评级说明：	错误!未定义书签。

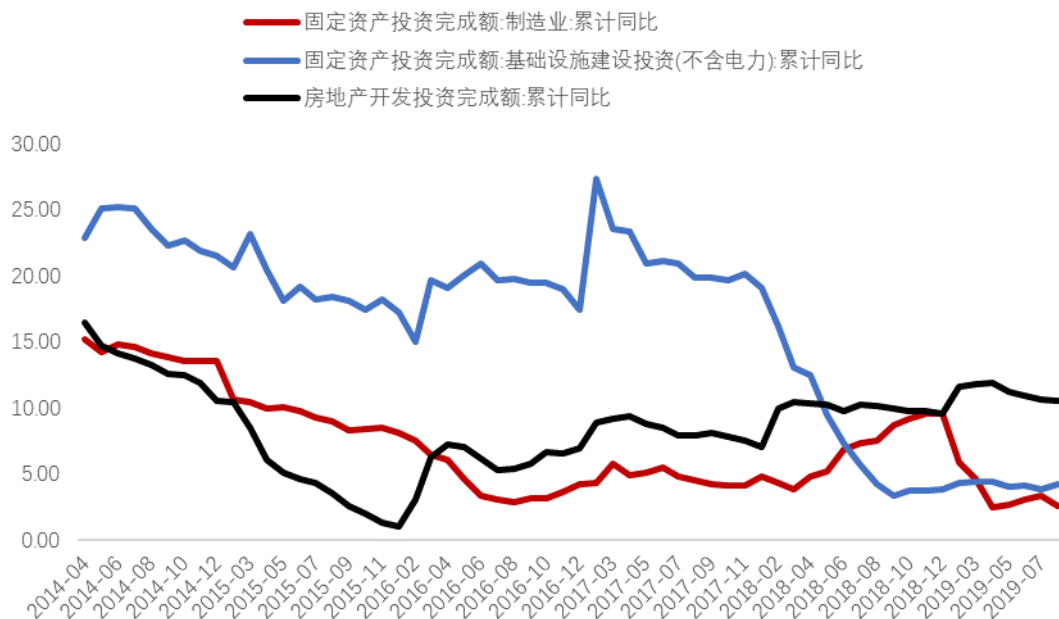
1 从制造业投资增速说起：逼近历史低值

■

- 2019 年 9 月 17 日，总书记在河南郑州考察调研时强调：“中国必须搞实体经济，制造业是实体经济的重要基础，自力更生是我们奋斗的基点。我们现在制造业规模是世界上最大的，但要继续攀登，靠创新驱动来实现转型升级，通过技术创新、产业创新，在产业链上不断由中低端迈向中高端。一定要把我国制造业搞上去，把实体经济搞上去，扎扎实实实现‘两个一百年’奋斗目标。”

- 总书记明确指明了制造业的发展方向，在当前形势下，制造业投资的发展方向必须要依靠创新驱动，实现转型升级。单纯依靠做大制造业规模，难度在不断地加大。从前 8 个月的经济数据上，也能看到制造业的发展状况，前 8 个月制造业投资累计同比增长 2.6%，较前 7 个月回落 0.7 个百分点，逼近前四个月累计同比增长 2.5%的历史低值。

图表 1 制造业投资、基建投资、房地产开发投资累计同比增速

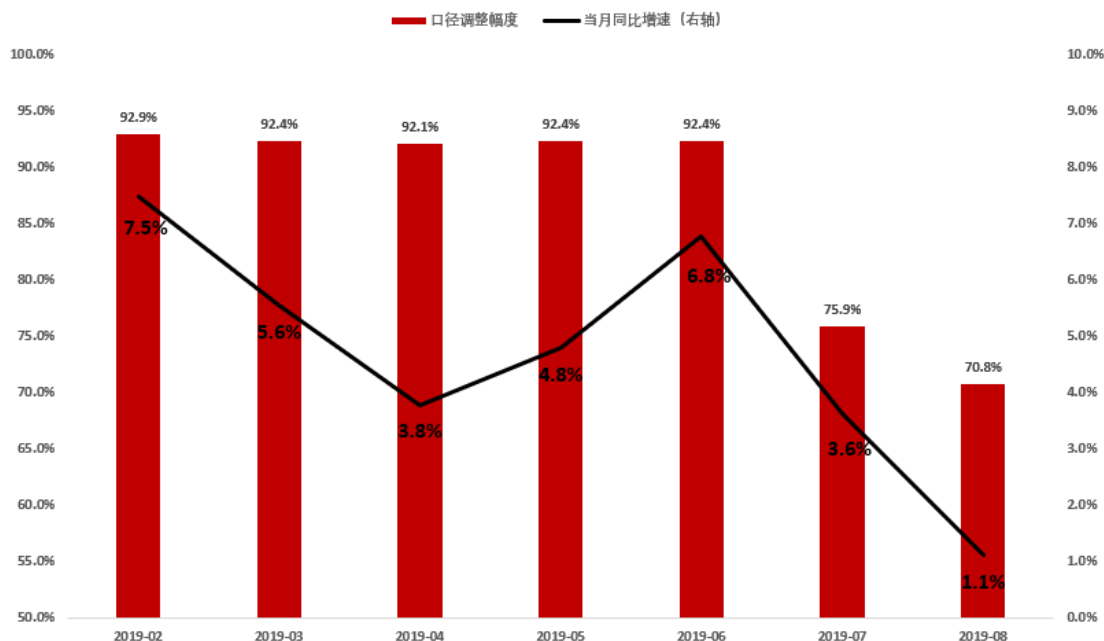


资料来源：WIND，中泰证券研究所

■

- 由于民间固定资产投资与制造业投资具有一定的重合性，前 8 个月民间固定资产投资累计同比增长 4.9%，较前 7 个月回落 0.5 个百分点，通过折算上年基数，计算 8 月单月同比增速为 1.1%，较 7 月回落了 2.5 个百分点。尤其值得注意的是，通过折算 7 月和 8 月民间固定资产投资增速的上年基数，与上年公布数值发生了明显变化，口径发生调整，上年基数较前六个月出现了明显收窄。也就是说，8 月民间固定资产投资 1.1% 的单月增速，是在压低基数、挤出水分的背景下获得的，存在“幸存者偏差”的可能性。

图表 2 民间固定资产投资口径调整幅度及当月同比增速

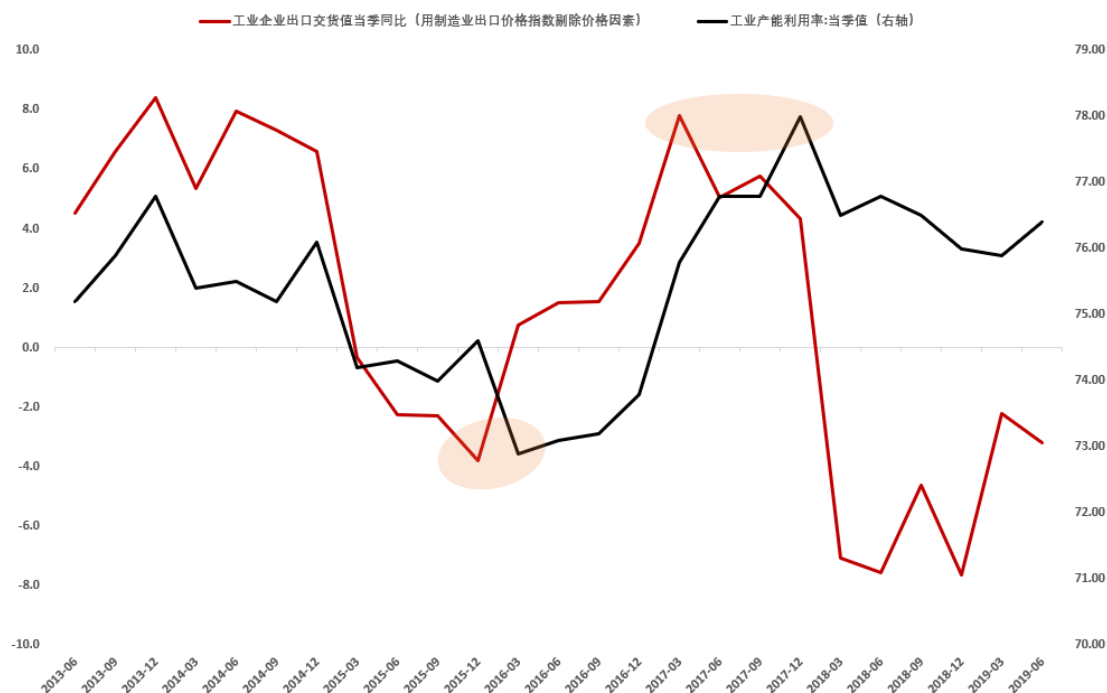


资料来源：WIND，中泰证券研究所

2 为什么投资需求难被刺激：以汽车制造业为例

- 讨论制造业投资增速难以修复，无法回避当前的产业背景，产能过剩状况并未化解，甚至出现了弱化。尤其是对外出口出现恶化时，可能进一步加剧国内产能过剩的状况。
- 可以用两个指标来大致刻画未来产能利用率趋势。第一是出口交货值，8月出口交货值同比下降4.3%，是自2016年10月以来首次负增长，而出口交货值（剔除价格因素）的增速与工业产能利用率之间存在明显的传导关系，一般较工业产能利用率提前1-3个季度见顶，而现阶段，出口交货值季度同比增速已经长期处于负值区间，未来对工业产能利用率的拖累将是必然的。

图表 3 工业企业出口交货值增速领先工业产能利用率

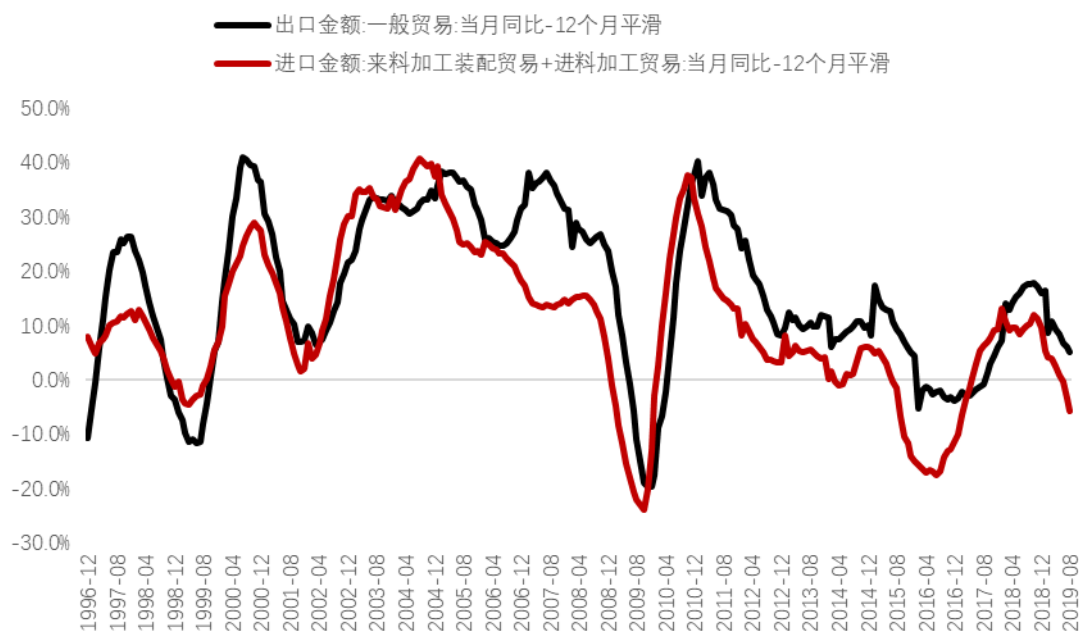


资料来源：WIND，中泰证券研究所

■

- 第二是来料加工对一般贸易出口的传导。尽管现阶段加工贸易在对外贸易中的份额已经逐步回落至 25%，但加工贸易进口对一般贸易出口会有明显的传导。加工贸易进口包括来料加工装配和进料加工贸易两个部分，从 2008 年以来，来料和进料加工金额当月同比增速均较一般贸易出口金额增速提前出现拐点。而当前来料和进料加工金额增速的回落，也预示着未来一般贸易出口仍然承压。

图表 4 加工贸易较一般贸易出口具有明显的提前性

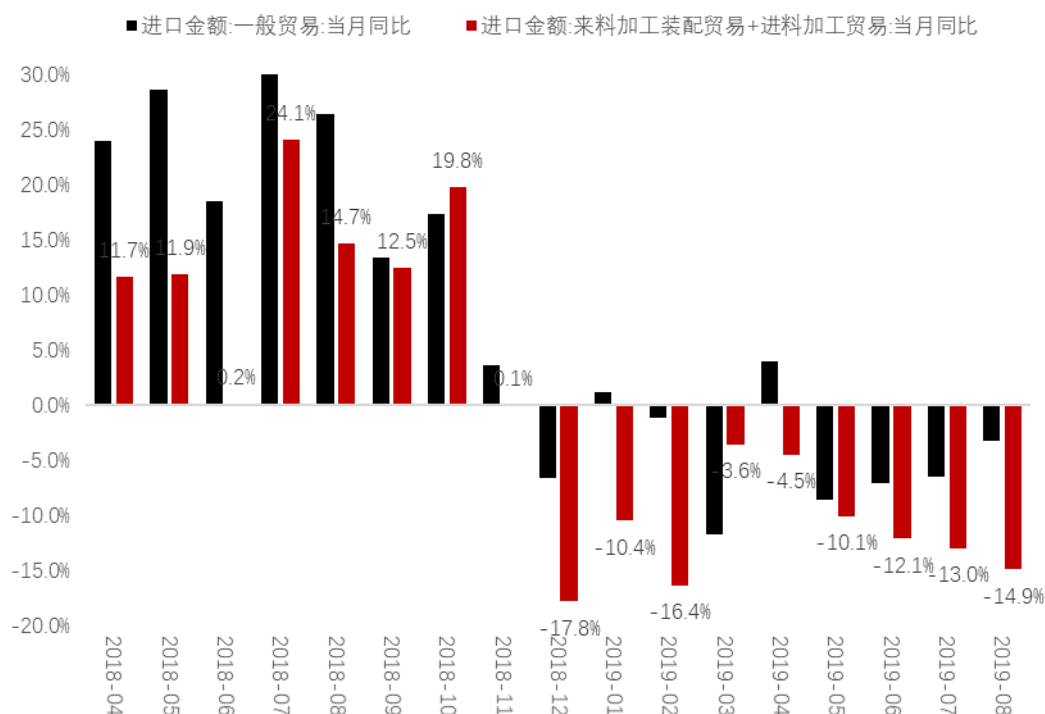


资料来源：WIND，中泰证券研究所

■

- 从 2018 年 12 月以来，来料加工装备贸易与进料加工贸易合计当月同比增速已经持续出现负增长，自 2019 年 3 月以来，合计当月同比增速连续走阔，这也表明国内加工工业的外部需求也出现了持续萎缩的迹象，这也将对未来的工业产能利用率形成压制。

图表 5 2018 年 12 月以来来料加工装备贸易与进料加工贸易增速明显回落



资料来源：WIND，中泰证券研究所

- 当生产能力出现普遍过剩时，一般企业将很难找到好的投资机会，整个社会的投资需求必然下降；典型的代表是汽车行业，尽管厂商库存较前期高点出现了回落，但经销商库存指数仍然处于高位，结合社会消费品零售总额中的汽车零售增速，当前时点很难确认为经销商库存的向下拐头。

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_9960

