

## 宏观深度报告

## 详解制造业投资：现状、挑战与政策发力点

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn  
常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



在房地产投资快速下滑、基建稳增长融资难题待解、消费遭疫情全面冲击、出口增速较快回落的当下，制造业投资在“稳增长”中发挥了重要作用。本文分析制造业投资现状、制造业企业所面临的三重压力，从资金、意愿和投资方向入手，探讨宏观政策在稳定制造业投资增速方面的发力点。

## 平安观点：

- **制造业投资现状：动能趋弱，行业贡献回归均衡。**总量层面，4月制造业投资较快回落，虽有疫情冲击的影响，但也折射出其内生投资动能趋弱。从周期扩张时间、工业增加值、上市公司资本开支、产能利用率等先行指标看，制造业投资可能自今年二季度走弱。行业层面，2021年制造业投资回升过程中，不同行业贡献并不均衡（装备制造贡献良多）；而周期运行至此，前期对制造业投资贡献较大的行业（原材料）动能已显不足，弱势行业（下游制造业）呈缓慢修复状态，不同行业的贡献逐步回归均衡。
- **制造业投资的挑战：三重压力未减。**一是，需求较快收缩，尤其是来自出口和地产的订单需求。出口相关行业对2021年制造业投资的贡献较高，出口回落对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大。房地产投资对非金属矿物和黑色金属冶炼加工影响较大，这两个行业是2021年制造业投资增量的重要来源。二是，预期尚未扭转。国内疫情风险抬头、外部形势复杂多变下，中国经济政策不确定性指数3月快速蹿升，4月仍处于2000年以来高位。三是，供给冲击加剧。一方面，疫情防控压力抬头，对于物流、供应链产生较严重的负面冲击。另一方面，输入性通胀压力加大，企业原材料成本再度抬升。
- **制造业投资的支撑：资金、意愿和方向。**资金方面，拓宽融资渠道，呵护企业现金流。财政政策聚焦留抵退税、减税降费，降低企业成本费用；货币政策加强对制造业企业的贷款的总量与结构支持；金融政策需畅通制造业企业债券融资、股权融资渠道。意愿方面，稳定企业信心。一是，更好地平衡疫情防控与经济发展，扎实“稳增长”，稳定制造业企业的下游需求；二是，为资本设置“红绿灯”，明确资本扩张的边界；三是，营造良好营商环境，解决企业面临的账款逾期、补贴拖欠遗留问题。方向方面，释放技术改造、新动能投资需求。绿色低碳、智能制造、自主可控及产业链安全等方向中长期投资需求较大，或将成为制造业投资重要支撑力量。
- **制造业投资前瞻：三种情形下的推演。**中性情形：政策发力和疫情冲击相互抵消，2022年制造业投资增速或回落至3-4%；乐观情形：各项政策发力效果较好，或增量工具进一步推出，或可带动2022年制造业投资增速提升至6%以上；悲观情形：疫情进一步蔓延，多地进入“静态管理”，进一步冲击制造业物流和产业链，资金支持的转化效果很可能不及预期，全年制造业投资增速可能回落至3%以下的偏低位置。

# 正文目录

- 一、 制造业投资现状：总量与行业.....4
  - 总量层面：动能趋弱 ..... 4
  - 行业层面：回归均衡 ..... 5
- 二、 制造业投资的挑战：三重压力未减.....7
  - 一重：需求较快收缩 ..... 7
  - 二重：预期尚未扭转 ..... 9
  - 三重：供给冲击加剧 ..... 9
- 三、 制造业投资的支撑：资金、意愿和方向..... 11
  - 资金：拓宽融资渠道，呵护企业现金流 .....11
  - 意愿：稳定企业信心，平衡疫情与经济 ..... 14
  - 方向：释放技术改造、新动能投资需求 ..... 15
- 四、 制造业投资前瞻：三种情形下的推演 .....17

## 图表目录

|       |                                              |    |
|-------|----------------------------------------------|----|
| 图表 1  | 工业增加值产出缺口领先制造业投资周期波动约 1 年，已见顶回落              | 4  |
| 图表 2  | 制造业投资与制造业上市公司固定资产及在建工程的走势接近                  | 5  |
| 图表 3  | 制造业上市公司资本开支领先于制造业固定资产及在建工程之和，2022 年一季度增速回落   | 5  |
| 图表 4  | 工业产能利用率领先制造业新扩建投资约一年，已于 2021 年二季度见顶          | 5  |
| 图表 5  | 2021 年我国制造业投资中，计算机、非金属矿物、专用设备等行业占比较高         | 6  |
| 图表 6  | 以 2019 年为基期，计算机、专用设备、医药制造对 2021 年的制造业投资贡献率较高 | 6  |
| 图表 7  | 2018 年我国投入产出表的最终使用情况                         | 7  |
| 图表 8  | 计算机通信电子、电气机械、专用设备行业受外需影响较大                   | 8  |
| 图表 9  | 中游原材料制造行业产品的最终流向（基于 2018 年投入产出表完全分配系数计算）     | 8  |
| 图表 10 | 经济政策不确定性指数升至历史高位                             | 9  |
| 图表 11 | 企业生产经营及投资活动预期走弱                              | 9  |
| 图表 12 | 石油天然气价格开采产品上涨 35%对制造业各子行业的成本推动               | 10 |
| 图表 13 | 规模以上制造业企业营收增速低于成本增速                          | 11 |
| 图表 14 | 工业企业成本攀升，挤压营收利润率                             | 11 |
| 图表 15 | 影响制造业企业投资决策的三个因素                             | 11 |
| 图表 16 | 制造业投资的资金以自筹为主，贷款为辅                           | 12 |
| 图表 17 | 2018 年、20 年国内贷款对制造业投资存在支撑                    | 12 |
| 图表 18 | 从制造业上市公司数据看，流动资产增速领先于资本开支增速                  | 12 |
| 图表 19 | 制造业上市公司的流动资产同时受企业经营（营业收入）和融资（带息债务）变动的影响      | 12 |
| 图表 20 | 部分地区出台财政补助、贷款贴息等优惠政策，支持企业技术改造                | 13 |
| 图表 21 | 制造业企业信用债融资渠道受阻                               | 14 |
| 图表 22 | 2021 年上市制造业企业股权融资总规模达 1.1 万亿                 | 14 |
| 图表 23 | 2022 年 1-4 月制造业投资中技改占比约 43.1%                | 15 |
| 图表 24 | 改建在城镇制造业投资中的占比提升                             | 15 |
| 图表 25 | 电气机械行业上市公司投资动能较强                             | 16 |
| 图表 26 | 通用设备行业上市公司投资有望回升                             | 16 |
| 图表 27 | 推动企业技术改造的部分政策规划                              | 17 |

2022年4月，我国主要经济数据遭疫情“重创”，制造业投资的单月同比增速也自3月的11.9%下滑至6.4%。不过，从绝对水平看，制造业投资纵向比较仍处2017年以来较高位置，横向比较确是固定资产投资中的表现最强的项目。在房地产投资快速下滑、基建稳增长融资难题待解、消费遭疫情全面冲击、出口增速较快回落的当下，制造业投资在“稳增长”中发挥了重要作用。然而，4月制造业企业的增加值、工业出口交货值增速双双转负，投资高位的背后是生产的收缩，后续制造业投资将何去何从？

本文从以下四个方面展开：一是，从总量和行业层面观察我国制造业投资的现状；二是，分析制造业企业生产和投资所面临的三重压力的边际变化；三是，从资金、意愿和投资方向入手，探讨宏观政策在稳定制造业投资增速方面的发力点。最后，在政策发力与疫情演化的不同情形下，推演制造业投资的增速区间。

## 一、制造业投资现状：总量与行业

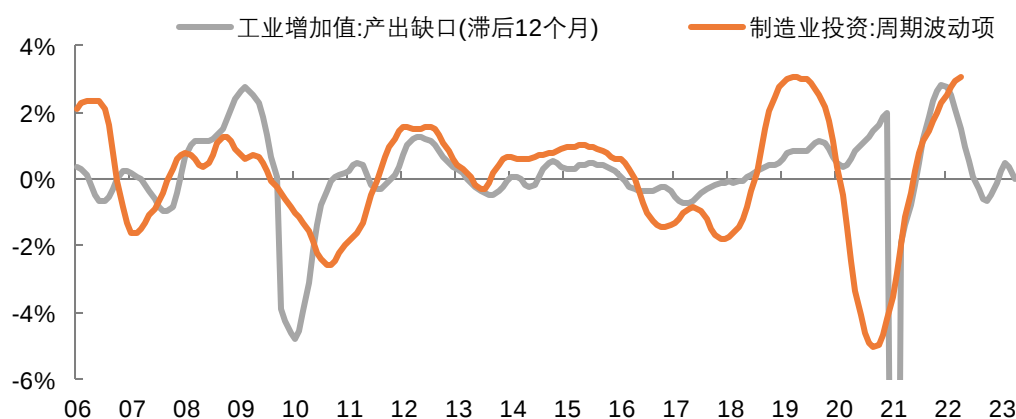
今年4月制造业投资同比增速下滑，后续内生动能趋弱，或面临更多回落压力。从总量上看，周期扩张时间、工业增加值产出缺口、上市公司资本开支、产能利用率等先行指标均预示制造业投资可能自今年二季度走弱；从结构上看，前期对制造业投资贡献较大的行业动能已显不足，弱势行业呈缓慢修复状态，不同行业的贡献正回归均衡。

### 总量层面：动能趋弱

2022年4月，制造业投资的累计同比增速自一季度的15.6%下滑至12.2%，单月同比增速自3月的11.9%下滑至6.4%。尽管4月制造业投资增速明显回落，但仍高于2016-2019年5.37%的复合增速，处近年来的高位。

近年来我国固定资产投资及制造业投资增速中枢显著下滑，我们用HP滤波的方式将制造业投资数据的趋势项和周期波动项分开，得到制造业投资的周期波动。截止2022年4月，季节调整后的制造业投资的上行脉冲依然处于高位。**回顾历史，制造业投资周期有两个特征：一是，处于潜在增速之上、并趋于扩张的时间通常在一年左右。**如2007年-2008年在潜在增速之上扩张13个月、2011年-2012年在潜在增速之上扩张12个月、2018年-2019年在潜在增速之上扩张10个月，而2014-2015年为回落速度放缓的弱周期。**二是，制造业投资的周期往往滞后于工业增加值的产出缺口（同样采用HP滤波方法调整）一年左右。**以历史经验衡量，本轮制造业投资在2021年6月恢复到潜在增速之上，上行脉冲或在2022年3月-5月见顶；而工业增加值产出缺口2020年12月前后见顶，也预示着制造业投资在2022年年初到达顶部。因此，不考虑本轮周期特殊因素的影响，制造业投资的内生动能或自2022年二季度起趋弱。

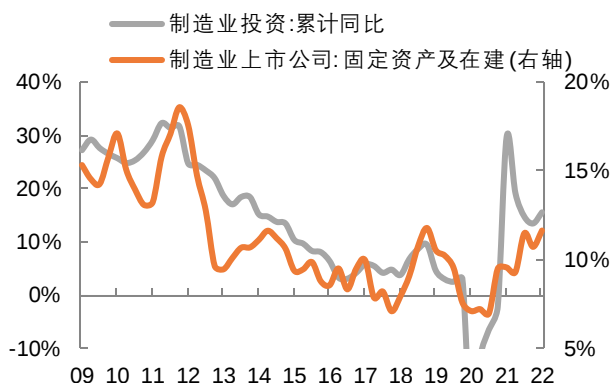
图表1 工业增加值产出缺口领先制造业投资周期波动约1年，已见顶回落



资料来源：Wind,平安证券研究所；注：工业增加值产出缺口、制造业投资周期波动数据基于HP滤波方法计算

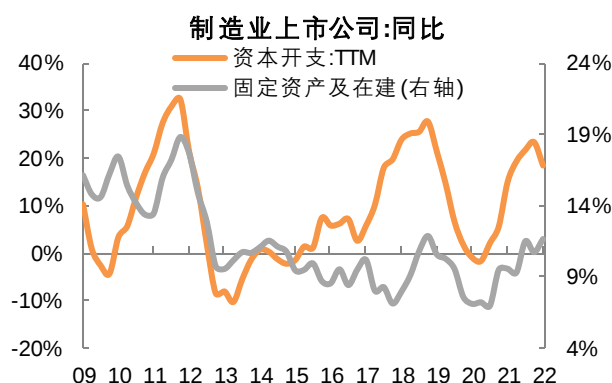
从上市公司数据来看，国家统计局公布的制造业固定资产投资完成额增速，与制造业上市公司在建工程及固定资产加总后的增速走势较为接近。制造业上市公司的资本开支增速基本同步于在建工程，领先于在建工程及固定资产加总的增速。以此观察，今年一季度制造业上市公司的资本开支与在建工程同比增速相比 2021 年末下滑，在建工程及固定资产加总的增速小幅抬升，后续或将滞后下滑。

图表2 制造业投资与制造业上市公司固定资产及在建工程的走势接近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

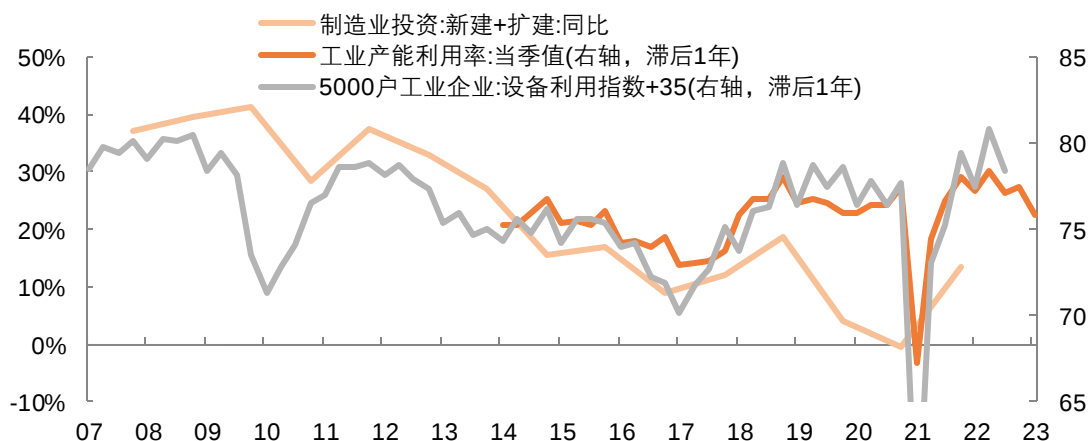
图表3 制造业上市公司资本开支领先于制造业固定资产及在建工程之和，2022 年一季度增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从产能利用率来看，我国工业企业产能利用率已于 2021 年二季度见顶，制造业企业已面临近一年的需求收缩环境。2022 年一季度显示，我国工业企业产能利用率加速下滑，已低于 2021 年同期 1.4 个百分点，而上期的 2021 年四季度低于 2020 年同期 0.6 个百分点。历史上，工业产能利用率往往领先于制造业的新扩建投资一年左右，制造业投资新扩建方向的需求或在 2022 年二季度前后走弱。

图表4 工业产能利用率领先制造业新扩建投资约一年，已于 2021 年二季度见顶



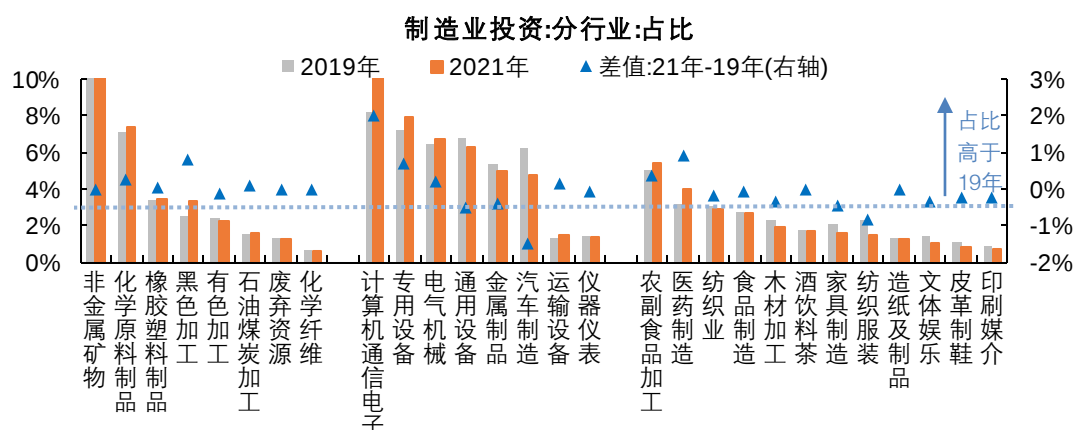
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 工业增加值产出缺口、制造业投资周期波动数据基于 HP 滤波方法计算

## 行业层面：回归均衡

首先，按细分行业看，2021 年我国制造业投资规模最大的行业依次是：计算机、通信和其他电子设备制造业(10.2%)、非金属矿物 (10.1%)、专用设备 (8.0%)、化学原料制品 (7.4%)、电气机械 (6.7%)、通用设备 (6.3%)、农副食品加工(5.5%)、

金属制品(5.0%)，而汽车制造、医药制造、纺织等 20 个行业合计仅占 40.8%。按大类板块看，中游原材料、装备制造和下游制造分别占 2021 年制造业投资的 30.2%、43.9%、25.9%。由此看，制造业投资对于下游行业的依赖度不算高，中游企业尤其是装备制造相关行业的需求更为关键。

图表5 2021 年我国制造业投资中，计算机、非金属矿物、专用设备等行业占比较高

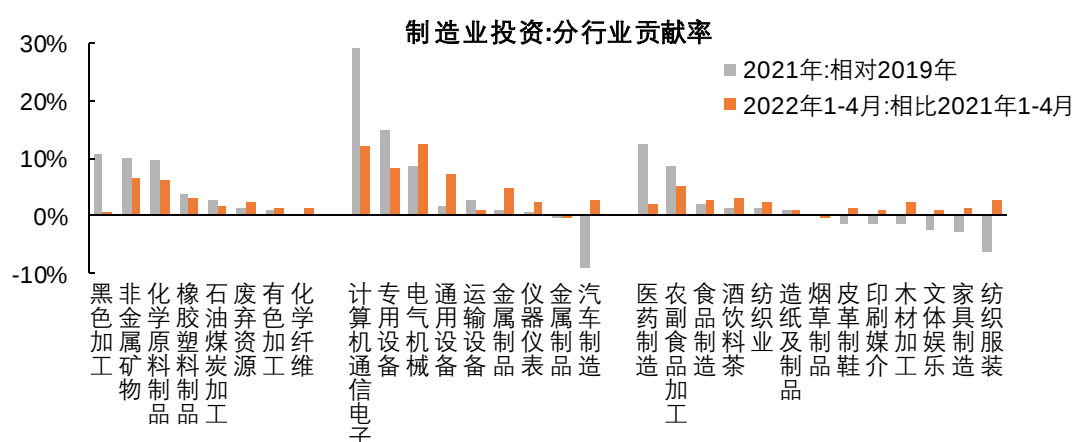


资料来源: Wind, 平安证券研究所

其次，拆解对我国制造业投资的支撑与拖累行业。2021 年，我国制造业投资主要受装备制造和原材料相关行业拉动。以 2019 年为基准，对 2021 年我国制造业投资贡献较大的行业有：装备制造板块的计算机通信电子、专用设备、电气机械，三个行业合计贡献比例为 52.2%；原材料板块的黑色加工、非金属矿物和化学原料制品三个行业，合计贡献比例为 30.5%；下游医药制造、农副食品加工业，合计贡献比例为 21.2%。对 2021 年制造业投资拖累最大的是汽车制造业的 9.2%，下游纺织服装、家具制造等 6 个子行业的合计拖累比例也高达 15.9%。2022 年 1-4 月，汽车制造、纺织服装等前期贡献为负的行业对制造业投资的贡献率提升，而计算机、医药、黑色加工等前期贡献较大的行业趋弱。分板块看，中游制造业投资贡献率略有提升，达 50.4%；下游行业投资总体回暖，回升 15.5 个百分点至 26.5%；原材料板块投资走弱，下滑 16.7 个百分点至 23.1%。

总的来看，2021 年我国制造业投资回升过程中，不同行业的贡献并不均衡；而周期运行至此，前期对制造业投资贡献较大的行业动能（如原材料行业）已显不足，弱势行业（如下游制造业）呈缓慢修复状态，不同行业的贡献逐步回归均衡。

图表6 以 2019 年为基期，计算机、专用设备、医药制造对 2021 年的制造业投资贡献率较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、制造业投资的挑战：三重压力未减

2021年12月召开的中央经济工作会议指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。2022年以来，俄乌地缘政治冲突、美联储快速加息并开启缩表、国内疫情防控压力抬头，经济形势更趋复杂严峻。制造业企业所面临的需求更快收缩、预期尚未扭转、供给冲击加剧，三重压力未减，可能对制造业企业的投资产生更强的抑制作用。

### 一重：需求较快收缩

“三驾马车”都会影响制造业企业需求，但不同板块的驱动因素有差异。以2018年中国投入产出表（最新）分析，我国原材料行业的产成品通常作为中间投入被使用，受其他行业需求的间接影响；中游制造业的需求源于投资和出口两个方面；下游制造业中，多数行业的需求与消费相关，少数受出口或投资需求的带动。我们按2021年的投资规模，将最大的8个制造业行业加总，除中间投入外，出口是这些行业最重要的需求来源（占比14.5%），其次是资本形成（占比9.9%），最后是直接消费（占比7.1%）。

图表7 2018年我国投入产出表的最终使用情况（%）

| 总产出（含进口）         | 中间使用 | 消费   | 资本形成 | 出口   | 占2021年制造业投资 |
|------------------|------|------|------|------|-------------|
| 2021年投资规模最大的8个行业 | 68.5 | 7.1  | 9.9  | 14.5 | 59.2        |
| 原材料：总体           | 91.7 | 1.8  | 0.7  | 5.8  | 30.2        |
| 装备制造：总体          | 58.1 | 5.0  | 19.7 | 17.3 | 43.9        |
| 计算机通信电子          | 58.6 | 4.6  | 8.3  | 28.5 | 10.2        |
| 专用设备             | 38.4 | 0.7  | 48.3 | 12.6 | 8.0         |
| 电气机械             | 63.6 | 5.8  | 9.9  | 20.8 | 6.7         |
| 通用设备             | 53.3 | 0.3  | 30.3 | 16.0 | 6.3         |
| 汽车制造             | 49.3 | 12.5 | 34.2 | 4.0  | 4.7         |
| 运输设备             | 32.2 | 8.3  | 42.1 | 17.4 | 1.5         |
| 仪器仪表             | 69.3 | 2.7  | 10.7 | 17.3 | 1.4         |
| 下游制造：总体          | 60.6 | 26.3 | 1.9  | 11.2 | 25.9        |
| 农副食品加工           | 54.3 | 41.3 | 0.7  | 3.7  | 5.5         |
| 医药制造             | 72.7 | 20.9 | 0.6  | 5.9  | 4.0         |
| 食品制造             | 27.7 | 68.6 | 0.3  | 3.4  | 2.7         |
| 酒饮料茶             | 59.2 | 38.1 | 1.1  | 1.7  | 1.7         |
| 皮革制鞋             | 38.8 | 33.7 | 1.3  | 26.1 | 0.9         |
| 烟草制品             | 71.0 | 27.1 | 1.1  | 0.8  | 0.1         |
| 纺织服装             | 39.8 | 26.6 | 1.0  | 32.6 | 1.5         |
| 文体娱乐             | 41.7 | 18.5 | 5.8  | 34.0 | 1.0         |
| 家具制造             | 21.6 | 17.3 | 30.0 | 31.1 | 1.6         |
| 纺织业              | 80.9 | 2.5  | 0.5  | 16.1 | 2.9         |
| 木材加工             | 93.6 | 1.8  | 0.1  | 4.6  | 1.9         |
| 印刷媒介             | 95.3 | 1.7  | 0.7  | 2.4  | 0.7         |
| 造纸及制品            | 95.0 | 0.9  | 0.1  | 3.9  | 1.3         |

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

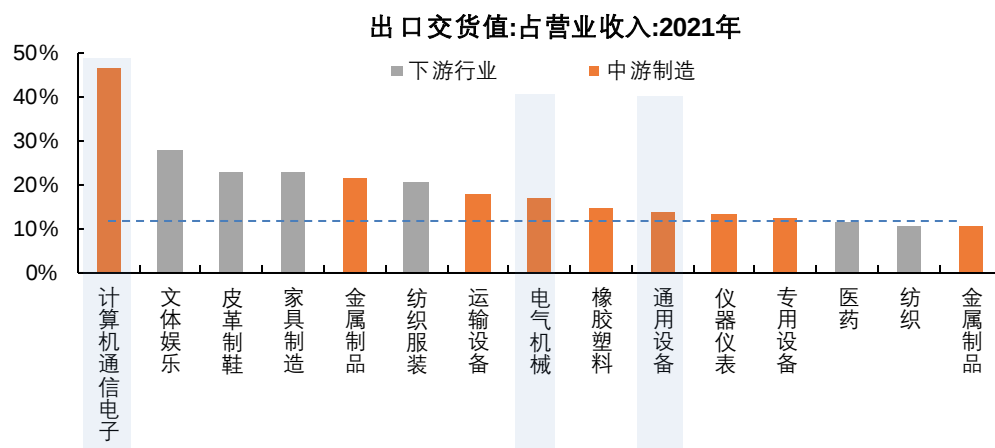
今年4月以来，制造业企业需求较快收缩，尤其是来自出口和地产的订单需求。

一方面，出口呈加速回落态势。2021年中国以美元计价的出口增长29.9%，2022年1-2月中国出口增速下降到16.4%，3月增速进一步下降到14.7%，4月以美元计价的出口同比为3.9%，呈加速回落态势。从中国人民银行企业调查问卷数据看，2022年一季度出口订单指数从2021年四季度的48.7%下降到40.9%，为2020年二季度以来最低。出口增速加速回落既受疫情冲击供应链的短期因素影响，又与海外发达经济体需求减弱、我国出口市场份额回流的中长期压力相关。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

出口相关行业对 2021 年制造业投资的贡献较高，出口回落对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大。我们将 2021 年出口交货值占营收比重高于 10% 的 15 个行业定义为高出口依赖型行业。以 2019 年为基准，高出口依赖型行业的投资贡献了 2021 年制造业投资增量的 64%。其中，计算机、专用设备、电气机械三个行业就贡献了 2021 年制造业投资增量的 52.2%。2022 年 4 月，工业企业出口交货值自 3 月的 10.8% 回落至 -1.9%，是 2020 年 3 月以来的增速最低点。

图表8 计算机通信电子、电气机械、专用设备行业受外需影响较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

另一方面，房地产投资增速继续下滑，“销售-拿地-新开工”链条尚无企稳迹象。从 4 月数据看，房地产开发投资完成额单月同比从 3 月的 -2.4% 下降至 -10.1%，商品房销售面积、土地购置面积、房屋新开工面积 4 月单月同比分别为 -39.0%、-57.3%、-44.2%。疫情对房地产销售、拿地和施工均产生了较大冲击。从高频数据看，5 月房地产市场依然低迷，30 大中城市商品房销售面积、100 大中城市成交土地占地面积分别是过去三年均值的 54.4%、50.1%；100 大中城市成交土地溢价率均值 1.9%，而 2021 年同期为 17.3%。

房地产投资对非金属矿物和黑色金属冶炼加工影响较大，这两个行业是 2021 年制造业投资增量的重要来源。基于投入产出表计算完全分配系数，非金属矿物制品和黑色金属冶炼加工产品最终有 52.6% 和 31.6% 流向了建筑业，尤其是房屋建筑，因此房地产投资对这两个行业的需求影响较大。以 2019 年为基准，非金属矿物、黑色金属冶炼加工两个行业合计贡献 2021 年制造业投资增量的 20.9%。

图表9 中游原材料制造行业产品的最终流向（基于 2018 年投入产出表完全分配系数计算，单位为%）

| 非金属矿物 | 黑色金属 | 有色金属 | 石油天然气 | 煤炭 | 其他 | 其他 |
|-------|------|------|-------|----|----|----|
|-------|------|------|-------|----|----|----|

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\\_42576](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42576)

