

怎么看明年制造业投资？

光大期货研究所

撰写人：于洁

期货从业：F03088671

投资咨询：Z0016642

撰写日期：2022/11/30

● 主要观点

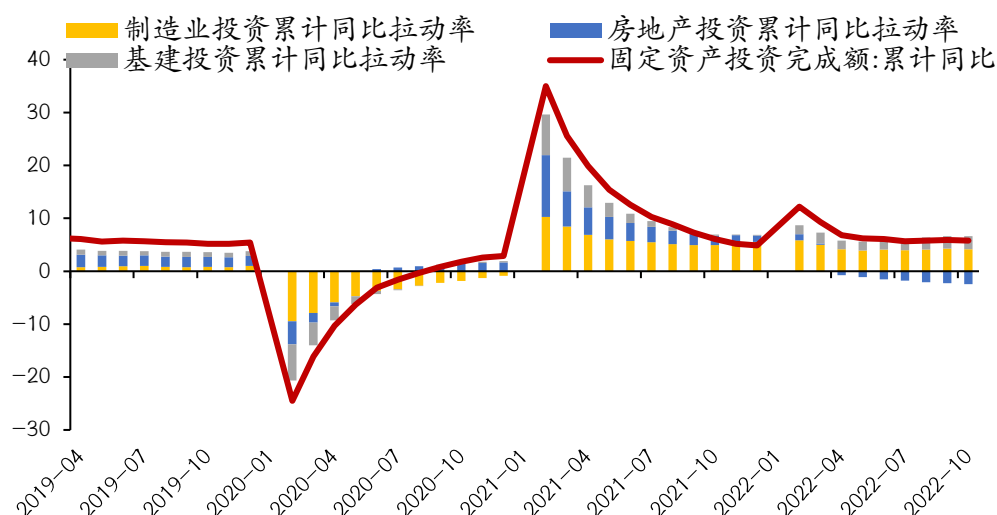
通常而言，分析制造业投资的基础是制造业投资市场化程度高，民间资本占制造业投资的比例在八成以上。从市场化角度出发，制造业投资分析框架是企业投资需要有动力、有能力、有意愿。即，利润的增加使得企业有动力去投资，信贷的支持使得企业有能力去投资，产能利用率较高使得企业有意愿去投资。

展望 2023 年，制造业原本的分析框架可能要向“类基建”属性靠拢，和利润的相关性降低，即 2022 年企业盈利的回落不必然意味着 2023 年制造业投资降速。一方面，2021 年和今年 1-10 月制造业投资当中的民间投资占比已经明显回落，原因是疫情以来经济的恢复尚不牢固，政策引导企业加大固定资产投资，是稳经济的重要手段，使得制造业投资当中的民间投资占比下降，逐渐具备“类基建”属性。再者，近三年来高技术制造业投资增速明显高于整体制造业投资增速，疫情进一步催化了人工智能、物联网、5G 以及工业机器人等技术的研发进程。根据党的二十大报告提出“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”来看，未来可能会催生大量的制造业投资需求，将会支撑高技术制造业投资增速，从而带动制造业投资。

怎么看明年制造业投资？

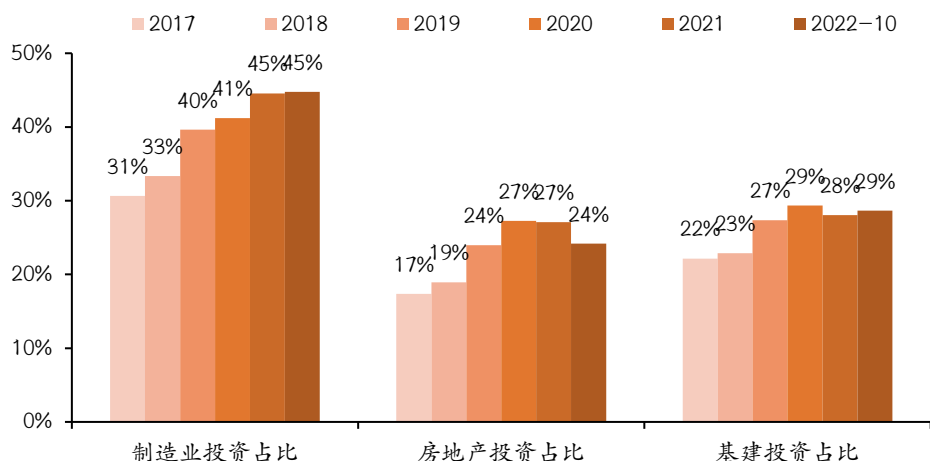
近两年制造业投资是固定资产投资的主要拉动项。2021 年以来制造业投资对固定资产的拉动率高于基建投资和房地产投资。今年 1-10 月，在房地产投资进入下行周期、基建投资在财政前置和政策大力支持的背景下，制造业投资依然是拉动投资增长的主要动力，拉动投资增长 4.2%，高于基建投资拉动的 2.4%和房地产投资拉动的-2.5%。从制造业投资占固定资产投资的比重来看，制造业占固定资产投资的比重逐年上升，房地产投资的比重连续两年下滑。

图表 1：固定资产投资分项拉动率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 2：固定资产投资分项占比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

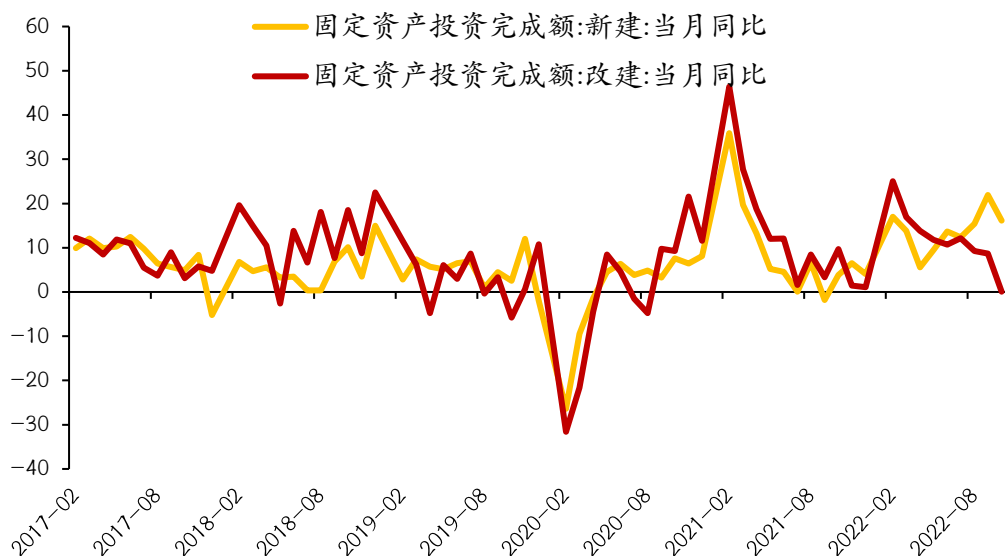
制造业投资为何如此强劲？从中长期来看，十四五规划首提“保持制造业比重基本稳定”，制造业投资或迎来长周期的积极变化。从短期来看，制造业技改投资和高技术制造业投资的高增是制造业投资保持稳定增长的重要原因。

图表 3：中国制造业增加值占 GDP 比重（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 4：固定资产投资新建和改建当月同比（单位：%）

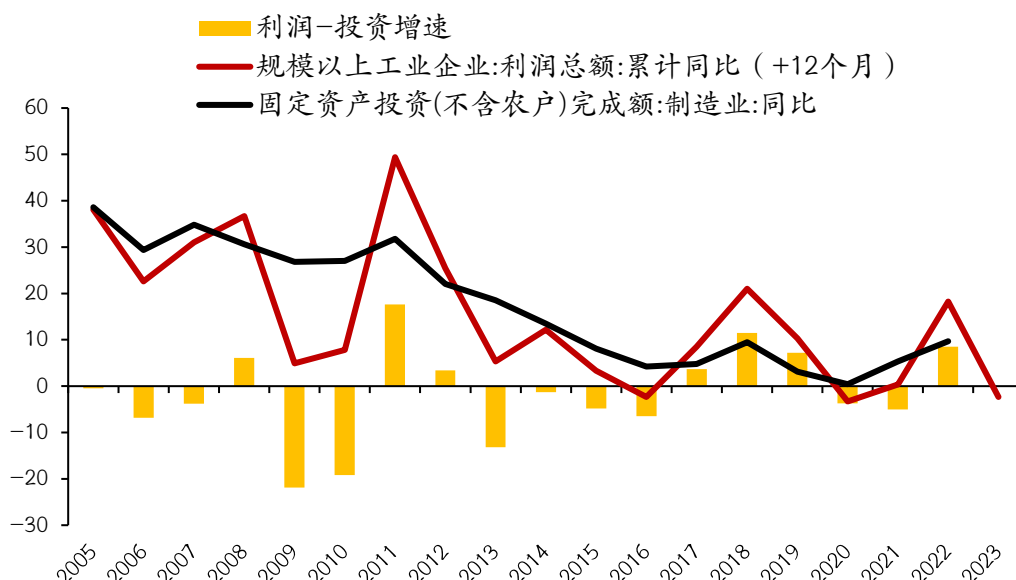


资料来源：wind，光大期货研究所

展望未来，制造业投资高增速能否持续，要从制造业投资的分析框架说起。通常而言，分析制造业投资的基础是制造业投资市场化程度高，民间资本占制造业投资的比例在八成以上。从市场化角度出发，制造业投资分析框架是企业投资需要有动力、有能力、有意愿。即，利润的增加使得企业有动力去投资，信贷的支持使得企业有能力去投资，产能利用率较高使得企业有意愿去投资。

从利润来看，规模以上工业企业利润增速稳定领先制造业投资一年的时间，当年企业利润增速较高的时候，会使得企业在下一年进行投资扩产。2021 年企业利润增速较高，一方面 2020 年基数低，另一方面 2021 年量（工业增加值）、价（PPI）、利（营业收入利润率）对企业盈利均是正向贡献。2021 年出口表现亮眼，工业增加值在出口交货值的带动下保持较高增速；PPI 在低基数和大宗商品大幅上涨的背景下增速快速上行；工业企业在减税降费政策支持下营业收入利润率较高。

图表 5：制造业投资和利润同比（单位：%）

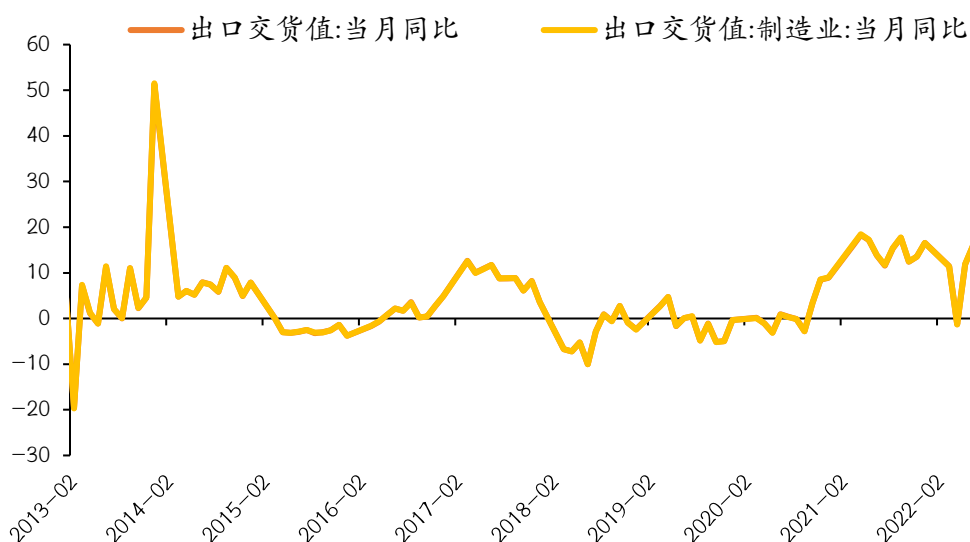


资料来源：wind，光大期货研究所

从产能利用率来看，2021 年工业企业产能利用率达到了 2008 年以来的最高。疫情以来，中

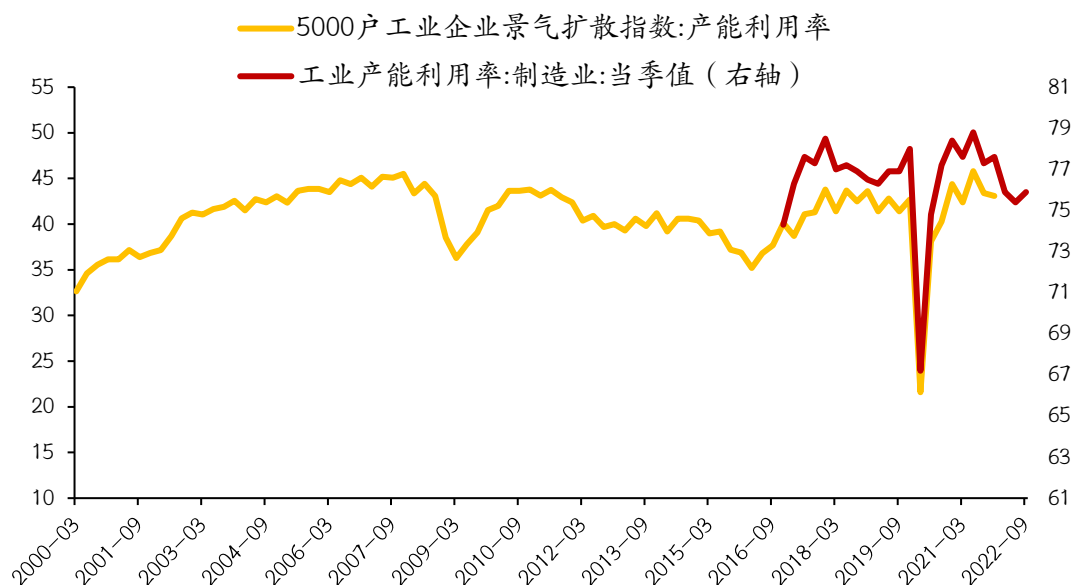
国承担了世界工厂的角色，对出口商品的生产大增，加上前文我们所说的企业利润增速也非常高，使得企业生产动力较强，工业产能利用率也达到了 2008 年以来的最高。工业产能率高，加上去年的利润又这么好，所以企业有动力、有意愿在 2022 年增加固定资产投资。

图表 6：出口交货值同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

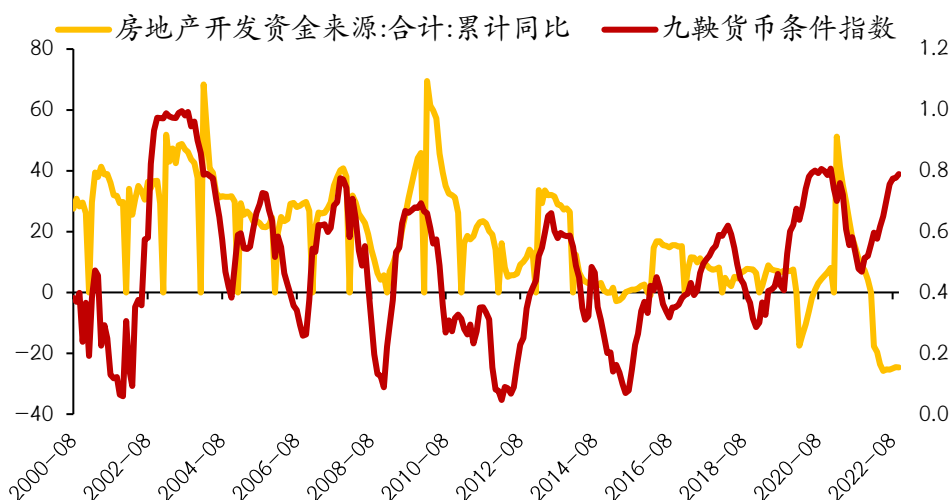
图表 7：工业企业产能利用率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

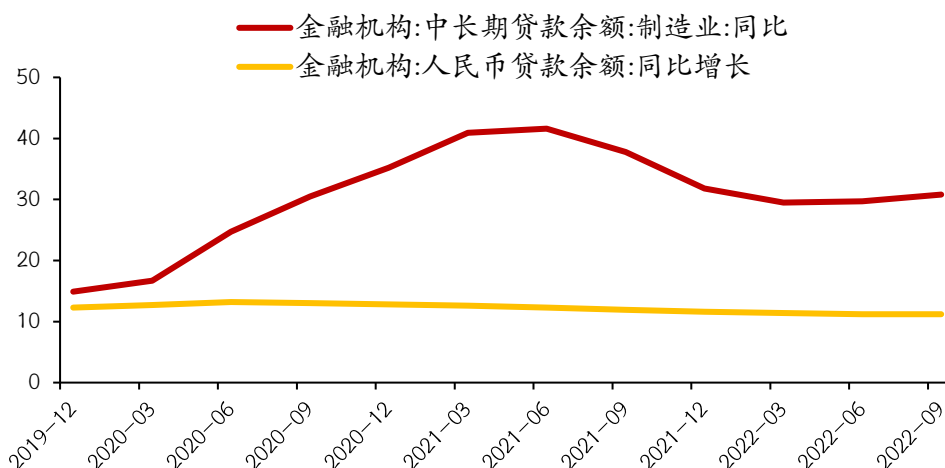
最后，信贷政策支持使得企业有能力去投资。2021 年四季度以来流动性保持宽松，地产下行周期和基建靠财政前置获得资金的背景使得金融资源向制造业倾斜。8 月 31 日召开的国务院常务会议在引导中长期贷款方面提出“有关部门和银行完善考核办法，形成激励机制”，也对政策向制造业投资倾斜有一定的影响。展望明年，我们认为地产投资有改善但幅度不会太大，基建投资可能会降速，因此可能更多依靠制造业企业中长期贷款来弥补中长贷缺口。此外，2022 年大规模留抵退税也是制造业投资的有力支撑，今年退税规模超两万亿元。

图表 8：货币条件指数和房地产开发资金来源同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

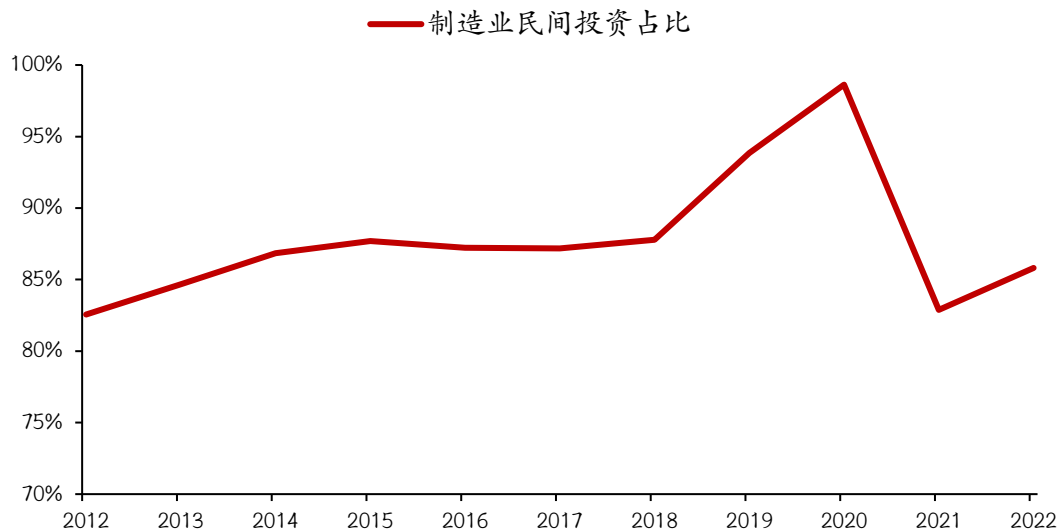
图表 9：金融机构人民币贷款和制造业贷款同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

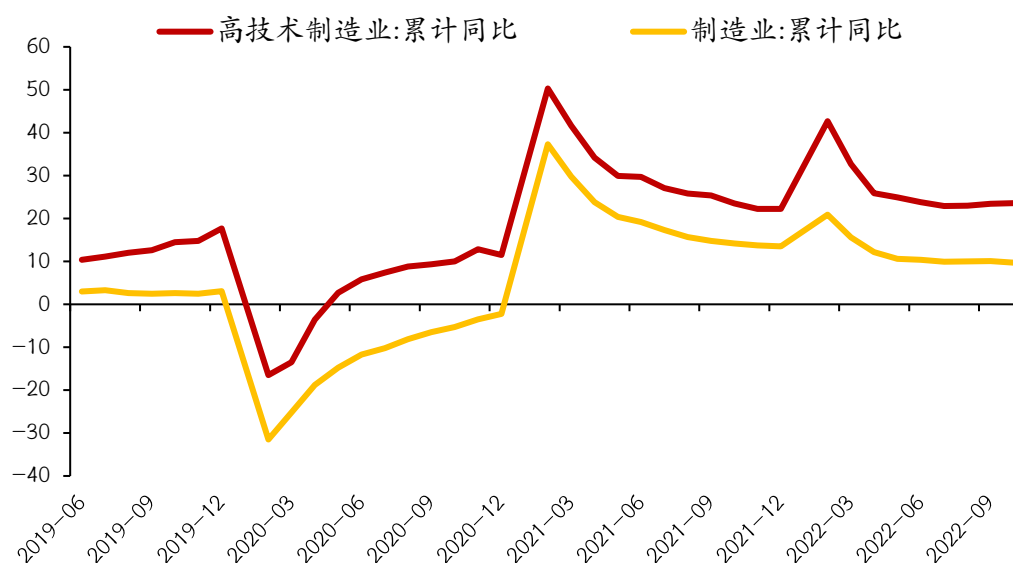
从制造业投资分析框架来看，我们认为出现了边际的变化。展望 2023 年，制造业原本的分析框架可能要向“类基建”属性靠拢，和利润的相关性降低，即 2022 年企业盈利的回落不必然意味着 2023 年制造业投资降速。一方面，2021 年和今年 1-10 月制造业投资当中的民间投资占比已经明显回落，原因是疫情以来经济的恢复尚不牢固，政策引导企业加大固定资产投资，是稳经济的重要手段，使得制造业投资当中的民间投资占比下降，逐渐具备“类基建”属性。再者，近三年来高技术制造业投资增速明显高于整体制造业投资增速，疫情进一步催化了人工智能、物联网、5G 以及工业机器人等技术的研发进程。根据党的二十大报告提出“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”来看，未来可能会催生大量的制造业投资需求，将会支撑高技术制造业投资增速，从而带动制造业投资。

图表 10：制造业民间投资占比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 11：高技术制造业和制造业累计同比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。