



见微知著系列之六十三

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

制造业投资，2024年可能的亮点？

今年以来，制造业投资较快增长、有力支撑经济复苏。展望2024年，制造业投资形势如何、可能有哪些亮点？

一问：2023年，制造业投资韧性的来源？

历史经验显示，前一年企业利润表现会直接影响第二年投资增速。制造业投资资金来源中，自筹资金（主要包含企业利润等）占据主导，2011年以来占比基本稳定在85%以上、2022年进一步升至89%，对于企业投资意愿和能力均有较大影响。参考过往周期，工业企业利润同比领先于制造业投资同比变化约1年左右。

2023年，制造业投资表现强于经验隐含情形，尽管前一年企业盈利下滑，但制造业投资保持较强韧性。2022年工业企业利润同比大幅回落，从2021年的34.3%下降38.3个百分点至-4%。但今年以来制造业投资表现偏强，1-10月累计同比6.2%、较去年末小幅回落2.9个百分点，为经济修复提供了有力支撑。

制造业投资表现偏强，主要受中游设备制造业支撑，以及产业政策“供给驱动”。2022年不同行业盈利状况显著分化，中游制造利润表现最好，投资增速相应最高、1-10月累计同比13.4%，对整体增速的拉动较强。中游制造投资高增，与政策重点扶持有关，2022年下半年以来货币、财政支持高技术制造业的举措频出，金融资源明显向相关领域倾斜。

二问：2024年，制造业投资的能力和意愿？

2023年企业盈利状况不佳，或对2024年整体制造业投资意愿和能力形成压制。2023年1-10月，工业企业利润累计同比-7.8%，较去年末下滑3.8个百分点。需求修复波折下，10月利润修复有所放缓、11月PPI同比再度出现回落，全年利润增速或保持低位，从而压制2024年制造业投资表现。

部分行业产能过剩下，当前产能利用率偏低，或导致制造业主动扩大资本开支的意愿较为有限。需求复苏阶段，企业扩大生产、产能利用率提升。当企业利用现有产能仍无法满足需求时，才会主动增加资本开支。经验上，产能利用率领先制造业投资1年左右。当前制造业产能利用率处于33.3%的历史较低分位，企业主动扩大投资的意愿相对受限。2024年，以地产及出口链为代表的终端需求或面临一定压力，也可能对制造业投资意愿形成干扰。当前，地产销售低迷叠加库存高企，或导致房企投资意愿低迷；2024年全球经济或进一步放缓，外需拖累下，出口增速或较2023年略微下降。终端需求不足，或扰动制造业相关链条的利润表现，进而影响其投资意愿。

三问：2024年，制造业投资的结构性亮点？

不必对2024年制造业投资过于悲观，盈利分化的背景下，仍有结构亮点值得挖掘。2023年1-10月，不同行业盈利延续分化，中游设备、下游消费、上游冶炼制造利润同比分别为3.1%、-4%、-18.4%。细分行业中，电机、设备制造、木材、酒饮、烟草等行业盈利表现较好，对应2024年的投资意愿和能力相对更强。

中央经济工作会议明确产业升级工作主线，下半年来已有增量产业政策出台，未来政策支持力度或持续提升、利好相关行业资本开支。各部委密集出台不同行业稳增长工作方案，如电力装备行业，方案明确今、明两年营收及工业增加值年均增速达9%以上。地方亦有增量金融政策，如北京设立百亿机器人产业基金、广东省予以企业技改贴息支持等。中、美库存周期共振，或对机电、纺服、酒饮等行业投资意愿有所带动。当前中、美库存均处于历史低位水平，交叉行业主要包括包括纺服、机电设备制造、酒饮、橡胶、印刷等。随着中、美“补库”周期启动，相关行业盈利表现可能首先受到提振或迎来改善，进而对投资意愿产生积极影响。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、热点思考：制造业投资，2024 年可能的亮点？	5
1.1、一问：2023 年，制造业投资韧性的来源？	5
1.2、二问：2024 年，制造业投资的能力和意愿？	6
1.3、三问：2024 年，制造业投资的结构亮点？	8
2、生产高频跟踪：上中游生产有所分化，建筑业开工继续走弱	11
3、需求高频跟踪：商品房成交再现低迷，居民消费需求走弱，外需整体下行	15
风险提示	20

图表目录

图表 1：经验上工企利润同比领先制造业投资 1 年左右	5
图表 2：制造业投资资金来源中自筹资金占据主导	5
图表 3：2023 年制造业投资表现强于经验隐含情形	5
图表 4：制造业投资是经济复苏的重要支撑项	5
图表 5：2022 年中游设备制造盈利状况最好	6
图表 6：2023 年以来中游设备制造投资增长最快	6
图表 7：金融资源向高技术制造业倾斜	6
图表 8：2022 年下半年以来央行货币工具与财政贴息	6
图表 9：10 月，工业企业利润当月同比回落	7
图表 10：11 月，PPI 同比再度下滑	7
图表 11：经验上，产能利用率领先制造业投资 1 年左右	7
图表 12：当前制造业产能利用率处于历史偏低位	7
图表 13：库存高叠加销售弱，房企投资意愿或持续低迷	8
图表 14：外需放缓下，2024 年出口或持续承压	8
图表 15：2023 年机电设备、木材酒饮盈利表现较好	8
图表 16：制造业分行业投资占比情况	8
图表 17：12 月中央经济工作会议明确强调产业升级	9
图表 18：2023 年中央密集出台产业政策、稳增长方案	9
图表 19：2023 年地方产业政策涉及细分领域	9
图表 20：有效期覆盖明年及更长周期的地方金融政策	9
图表 21：中、美库存同比均已至历史低位	10
图表 22：美国不同行业实际库存情况	10
图表 23：国内部分低库存行业，呈现企稳改善迹象	10



图表 24:	2023-2024 年制造业投资预测表.....	11
图表 25:	制造业分行业概况总览.....	11
图表 26:	本周, 全国高炉开工率有所回落.....	12
图表 27:	本周, 螺纹钢开工率小幅减少.....	12
图表 28:	本周, 钢材社会库存延续下行.....	12
图表 29:	本周, 钢厂盈利率小幅回落.....	12
图表 30:	本周, 国内纯碱开工率小幅回升.....	12
图表 31:	本周, 涤纶长丝开工率延续回升.....	12
图表 32:	本周, 国内 PTA 开工率小幅回落.....	13
图表 33:	本周, 汽车半钢胎开工率高位震荡.....	13
图表 34:	本周, 铝行业平均开工率低位震荡.....	13
图表 35:	本周, 电解铜开工率显著回落.....	13
图表 36:	本周, 电解铝现货库存量延续回落.....	13
图表 37:	本周, 社铜库存有所增加.....	13
图表 38:	本周, 全国水泥粉磨开工率延续回落.....	14
图表 39:	本周, 全国水泥出货率小幅回落.....	14
图表 40:	本周, 水泥库容比高位回落.....	14
图表 41:	本周, 水泥价格指数延续提升.....	14
图表 42:	本周, 玻璃产量有所回落.....	15
图表 43:	本周, 玻璃表观消费量大幅增加.....	15
图表 44:	本周, 玻璃库存延续去化.....	15
图表 45:	本周, 沥青开工率与上周基本持平.....	15
图表 46:	本周, 30 大中城市商品房成交大幅回落.....	16
图表 47:	本周, 一线城市商品房成交跌幅明显.....	16
图表 48:	本周, 二线城市商品房成交明显下行.....	16
图表 49:	本周, 三线城市商品房成交有所减少.....	16
图表 50:	12 月以来, 商品房成交同比降幅走扩.....	16
图表 51:	本周, 全国二手房成交继续回落.....	16
图表 52:	上周, 全国整车货运流量延续下滑.....	17
图表 53:	上周, 多省市公路货运流量环比回落.....	17
图表 54:	上周, 陆路货运量有所回落.....	17
图表 55:	上周, 邮政快递业务量显著下滑.....	17
图表 56:	本周, 全国迁徙规模指数有所回落.....	17
图表 57:	本周, 国内执行航班架次回落明显.....	17
图表 58:	本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回落.....	18



图表 59: 本周, 样本城市地铁客流量环比均有减少	18
图表 60: 本周, 全国拥堵延时指数显著下滑	18
图表 61: 本周, 大部分城市拥堵指数有所回落	18
图表 62: 上周, 票房收入延续回升	19
图表 63: 上周, 观影人数继续上涨	19
图表 64: 上周, 出口集装箱运价指数下行	19
图表 65: 上周, 美西航线运价大幅回落	19
图表 66: 上周, 地中海航线运价显著下滑	19
图表 67: 上周, 东南亚航线运价延续提升	19



1、热点思考：制造业投资，2024年可能的亮点？

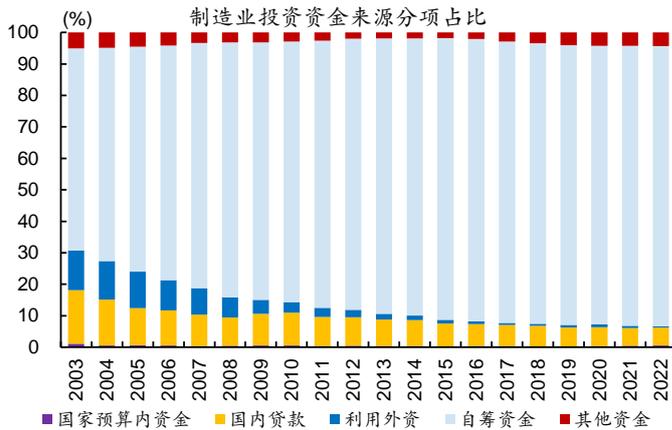
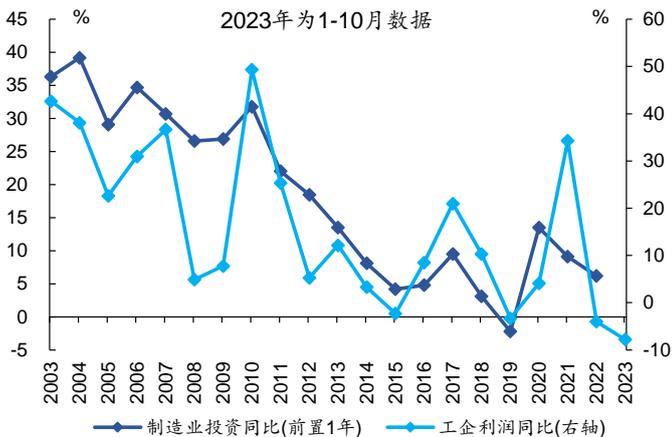
今年以来，制造业投资较快增长、有力支撑经济复苏。展望2024年，制造业投资形势如何、可能有哪些亮点？本文梳理，供参考。

1.1、一问：2023年，制造业投资韧性的来源？

历史经验显示，前一年企业利润表现会直接影响第二年投资增速。制造业投资资金来源中，自筹资金（主要包含企业利润等）占据主导，2011年以来占比基本稳定在85%以上、2022年进一步升至89%，对于企业投资意愿和能力均有较大影响。参考过往周期，工业企业利润同比领先于制造业投资同比变化约1年左右，如2010、2015、2017、2019年等较为典型的利润周期拐点，制造业投资增速均在后一年相应发生方向性变化。

图表1：经验上工业企业利润同比领先制造业投资1年左右

图表2：制造业投资资金来源中自筹资金占据主导



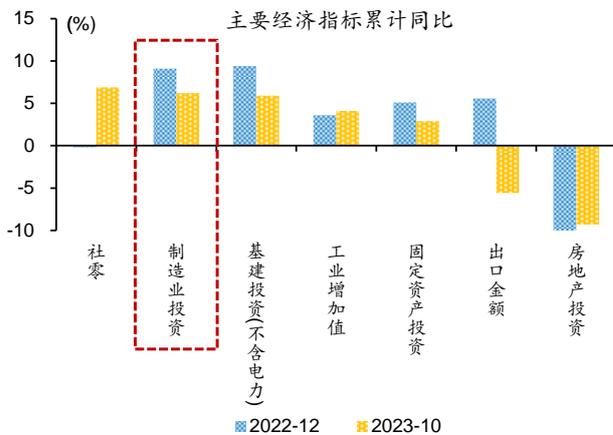
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

2023年，制造业投资表现强于经验隐含情形，尽管前一年企业盈利下滑，但制造业投资保持较强韧性。2022年工业企业利润同比大幅回落，从2021年的34.3%下降38.3个百分点至-4%。但今年以来制造业投资表现偏强，1-10月累计同比6.2%、较去年末小幅回落2.9个百分点。在今年的主要经济指标中，制造业投资表现亮眼，高于1-10月2.9%的整体固定资产投资增速，部分对冲了地产投资和出口下行压力，为经济修复提供了有力支撑。

图表3：2023年制造业投资表现强于经验隐含情形

图表4：制造业投资是经济复苏的重要支撑项



来源：Wind、国金证券研究所

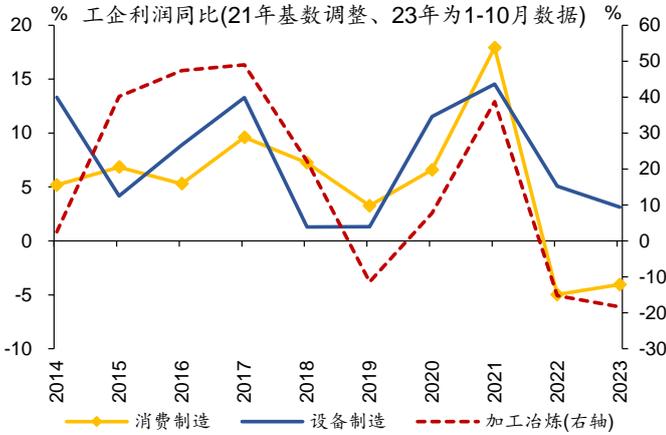
来源：Wind、国金证券研究所

制造业投资表现偏强，主要受中游设备制造业支撑，以及产业政策“供给驱动”。2022年不同行业盈利状况显著分化，中游设备制造利润增速5.1%，明显高于下游消费制造、上游加工冶炼的-5%、-15.2%。相应地，今年以来中游制造投资增长最快、1-10月累计同比13.4%，在全部制造业投资中占比升至44%，对整体增速的拉动作用突出。相比之下，上



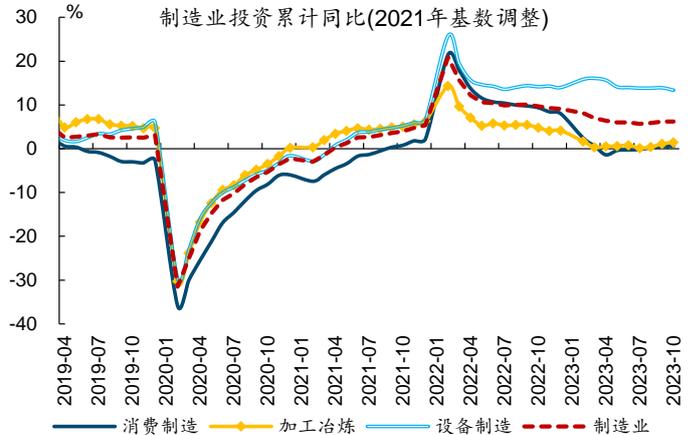
游、下游制造投资增速仅有 1.5%、0.6%。中游制造投资高增，主要与政策重点扶持有关。2022 年下半年至今，央行鼓励制造业中长贷投放、创设相应结构货币工具，配合财政贴息支持高技术制造业，金融资源明显向相关领域倾斜。

图表5: 2022 年中游设备制造盈利状况最好



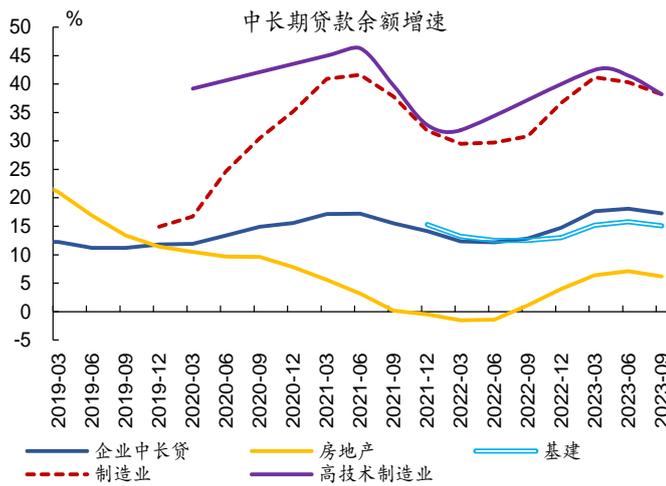
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 2023 年以来中游设备制造投资增长最快



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 金融资源向高技术制造业倾斜



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 2022 年下半年以来央行货币工具与财政贴息

地区	政策类别	相关政策	实施期限/办法	支持对象	受益行业
全国	央行结构性货币政策工具	科技创新专项再贷款	2022/7/1-2023/6/30; 对于符合要求的贷款, 央行按贷款本金的 60% 予以商业银行结构性信贷资金支持	支持 高新技术企业、专精特新中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技型企业	高技术制造业
全国	央行结构性货币政策工具、财政贴息	设备更新改造专项再贷款	2022/9/30-2023/2/28; 专项再贷款政策支持 10 个领域设备购置与更新改造, 金融机具购置利率不高于 2%, 财政贴息 2%, 人民银行按贷款本金等额提供资金支持	教育、卫生健康、文体体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等 10 个领域	专用设备、通用设备、电气机械、计算机、仪器仪表、医药制造业、信息软件服务业、公共设施
北京市	财政贴息	《关于推动“五字”联动对部分领域设备购置更新改造贷款贴息实施方案(试行)》	2023/1/1-2023/11/30; 北京市 9 大领域、34 个细分领域设备购置与更新改造可申请贴息, 贴息 2.5 个百分点	科技创新、先进制造业、现代服务业、再业融合发展、新型基础设施、节能降碳改造升级、社会保障公共服务业、文化体育、城市地下综合管廊、垃圾处理体系等	电气机械、计算机通信、汽车、化学纤维、专用设备、医药制造业、信息软件服务业、公共设施、生态环保
上海市	财政贴息	《上海市市级建设财力投资补助和贴息项目管理办法》、《上海市推进高端制造业发展若干措施》	2021/2/27-2026/2/26; 为高端制造业予以贷款贴息等政策资金支持	新型网络、科技、平台、终端基础设施、集成电路和重点软件企业、海洋产业、集成电路和软件企业、城市形象提升项目、旅游公益设施项目、重大旅游活动项目、小微企业数字化转型、智慧传感相关企业或机构、高性能医疗设备、精准医疗、生物医药、生命健康	电气机械、计算机通信、专用设备、医药制造业、信息软件服务业、商务服务业、住宿餐饮业
广东省	财政贴息	广东省工信厅《关于做好 2022 年省级促进经济高质量发展专项资金(民生投资及中小企业发展)项目申报工作的通知》、深圳市南山区《南山区促进产业高质量发展专项资金管理办法》	均为 2022 年起施行, 广东省: 对相关企业向实际发生的利息总额超过 30 万元及以上支出给予补助, 单个企业贴息比例不超过利息的 50%; 深圳市: 贴息比例为企业实际利息的 50% (小微企业 70%)	国家级专精特新“小巨人”企业、科创型中小企业、初创期小微企业、科技型中小企业、成长型企业、规模较大增速较高的工业企业、上市公司、出口企业、企业绿色发展	电气机械、计算机通信、汽车、专用设备、专用设备制造业、信息软件服务业、生态环保、批发零售
浙江省	财政贴息	浙江省《关于印发浙江省扩大有效投资政策二十条的通知》、宁波市《宁波市加快集成电路产业发展的若干政策》	浙江省: 2022 年起施行, 现行有效, 对以专精特新为重点的中小企业技术改造实施贴息, 宁波市: 有效期至 2022 年 12 月 31 日; 对实际到位投资 1 亿元以上的集成电路项目, 按照当年项目贷款(不含贴息)的 50%, 给予不超过 1000 万元贴息支持	专精特新中小企业、外贸进口、集成电路行业	电气机械、计算机通信等制造业、批发零售
江苏省	财政贴息	江苏省《关于推进经济运行率先整体好转的若干政策措施》、苏州市《制造业企业智能化改造数字化转型贷款贴息奖励实施细则》	江苏省: 2022 年 1 月 1 日起实施, 有效期至 2023 年 12 月 31 日, 用于支持中小微企业纾困发展、增“两增”; 配合设备更新改造贴息等, 苏州市: 2023/1/1-2023/12/31, 对生产设施、工艺条件及生产服务等智能化技术改造所发生的贷款利息支出进行贴息	省级专精特新“小巨人”企业、符合条件的规模工业企业、科技创新企业(苏州市); 符合条件的智能制造项目(常州市); 规模以上专精特新企业(常州市); 市级以上专精特新企业	电气机械、计算机通信、汽车、专用设备、专用设备制造业、信息软件服务业、商务服务业、住宿餐饮业、批发零售、文化艺术

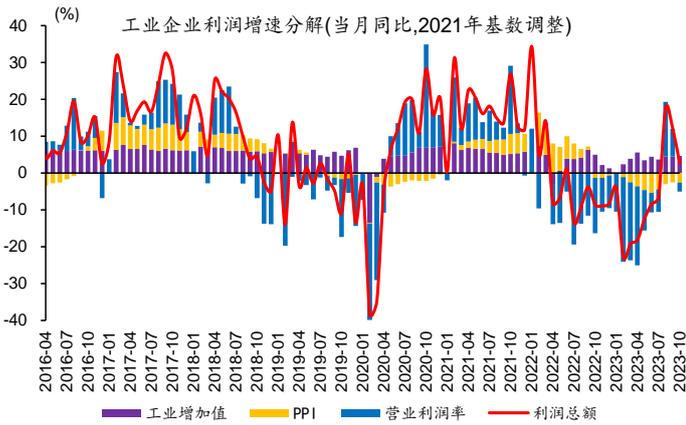
来源: 中国人民银行、地方政府官网、国金证券研究所

1.2、二问: 2024 年, 制造业投资的能力和意愿?

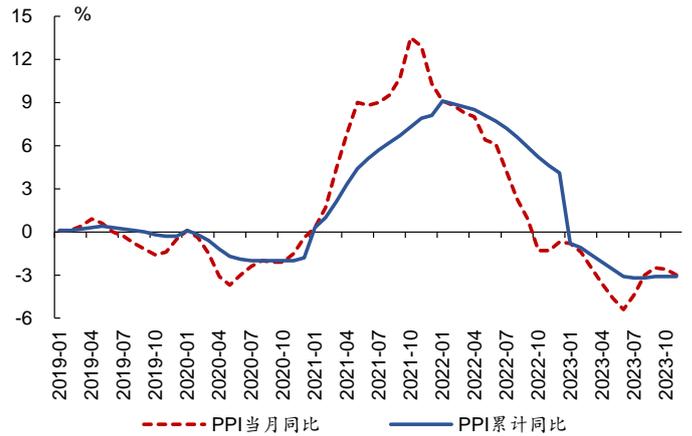
2023 年企业盈利状况不佳, 或对 2024 年整体制造业投资意愿和能力形成压制。2023 年 1-10 月, 工业企业利润累计同比-7.8%, 较去年末下滑 3.8 个百分点。边际上看, 10 月利润修复有所放缓, 工业企业利润当月同比 2.6%、较 9 月下降 9.5 个百分点。需求复苏波折下, 11 月 PPI 同比再度出现回落、较上月回落 0.4 个百分点至-3%, 指向全年利润增速或保持低位, 从而压制 2024 年制造业投资表现。



图表9: 10月, 工业企业利润当月同比回落



图表10: 11月, PPI 同比再度下滑

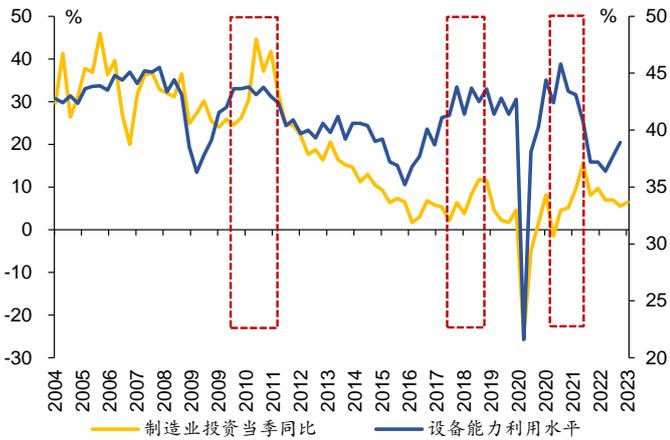


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

部分行业产能过剩下, 当前产能利用率偏低, 或导致制造业主动扩大资本开支的意愿较为有限。需求复苏阶段, 企业扩大生产、产能利用率提升。当企业利用现有产能仍无法满足需求时, 才会主动增加资本开支。经验上, 产能利用率领先制造业投资1年左右, 2011、2018、2021年较为典型。剔除2020年一季度异常值后, 当前制造业产能利用率处于33.3%的历史较低分位, 企业主动扩大投资的意愿相对受限。

图表11: 经验上, 产能利用率领先制造业投资1年左右



图表12: 当前制造业产能利用率处于历史偏低位

大类	行业	产能利用率 (%)				2023Q3历史分位	产能利用率历史走势
		2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3		
制造业		75.8	74.5	74.8	75.8	33.3	
上游加工 冶炼	化学原料	76.0	75.5	74.3	74.6	29.9	
	化学纤维	79.2	82.1	84.1	85.1	74.7	
	非金属	67.2	63.9	65.1	65.0	12.6	
	黑色金属	73.5	78.1	79.0	79.1	57.6	
中游设备 制造	有色金属	79.4	77.8	80.3	80.2	76.3	
	通用设备	79.3	79.1	79.7	78.7	75.8	
	专用设备	77.5	77.0	78.1	77.5	55.8	
	汽车	73.2	72.0	73.3	75.6	44.8	
下游消费 制造	电气机械	79.0	75.8	77.1	77.8	32.3	
	计算机通信	78.5	73.7	74.6	76.5	31.5	
	食品	71.9	70.7	68.1	71.1	34.1	
	纺织	76.2	75.5	76.9	76.9	48.8	
	医药	77.6	75.2	76.2	72.7	0.0	

来源: Wind、国金证券研究所

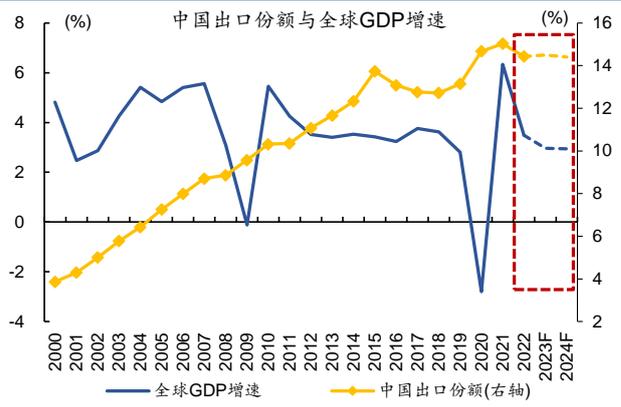
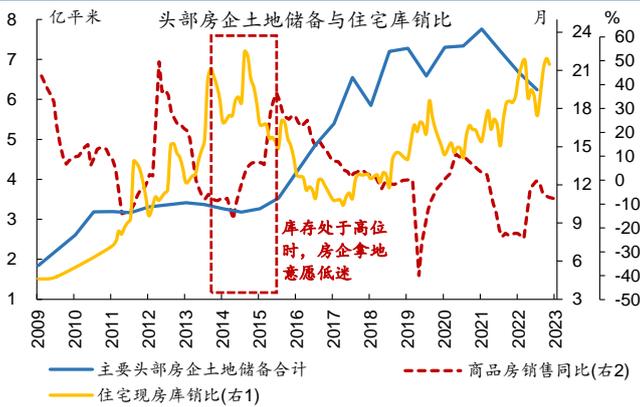
来源: Wind、国金证券研究所

2024年, 以地产及出口链为代表的终端需求或面临一定压力, 也可能对制造业投资意愿形成干扰。当前全国狭义住宅库存比和主要房企土储建筑面积分别处于95%、73%的历史分位, 库存高企与预期不稳叠加, 或导致房企投资意愿低迷延续的时长超预期; 与此同时, 2024年全球经济或进一步放缓, 外需拖累下, 出口增速或较2023年略微下降。终端需求不足, 或扰动制造业相关链条的利润表现, 进而影响其投资意愿。



图表13: 库存高叠加销售弱, 房企投资意愿或持续低迷

图表14: 外需放缓下, 2024年出口或持续承压



来源: Wind、国金证券研究所

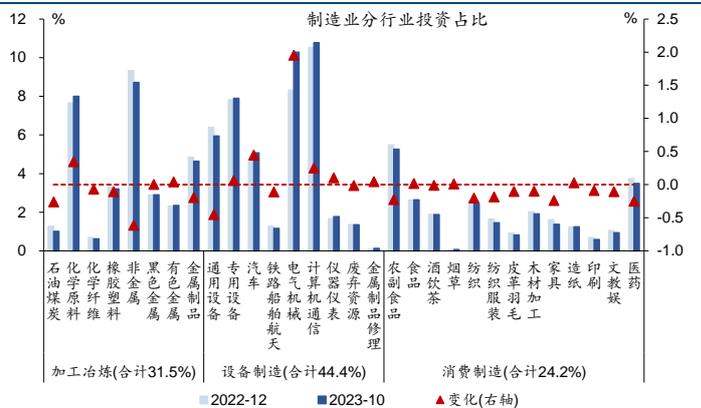
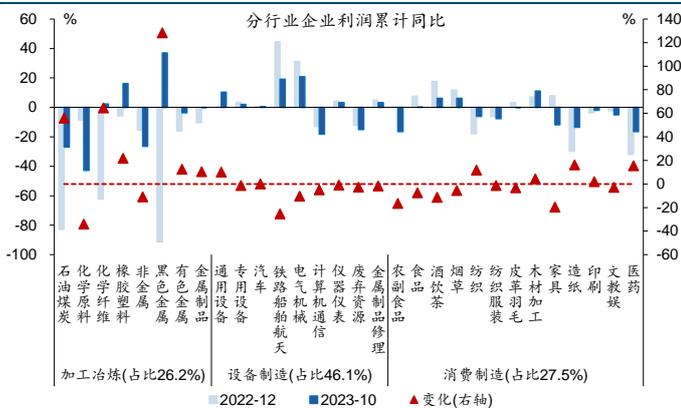
来源: Wind、国金证券研究所

1.3、三问：2024年，制造业投资的结构性亮点？

不必对2024年制造业投资过于悲观，盈利分化的背景下，仍有结构亮点值得挖掘。2023年1-10月，不同行业盈利延续分化，中游设备、下游消费、上游冶炼制造利润同比分别为3.1%、-4%、-18.4%。细分行业中，中游电气机械、运输设备、通用设备盈利表现突出，利润增速分别为20.8%、19.1%、10.4%；下游木材加工、酒饮、烟草等行业盈利表现较好，利润增速分别为11.2%、6.2%、6.2%；上游黑色金属、橡胶塑料、化纤等行业盈利较去年有所改善。盈利支撑下，2024年上述行业投资能力相对更强，对于整体制造业投资也能起到一定支撑作用（相关行业在制造业总投资中占比约30%）。

图表15: 2023年电机设备、木材酒饮盈利表现较好

图表16: 制造业分行业投资占比情况



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2023年下半年已有支持产业转型升级的增量政策出台，未来支持力度或持续提升，进而对相关行业投资意愿起到重要支持作用。2023年下半年以来，各部委密集出台先进制造业、现代服务业、传统产业升级等稳增长工作方案，如电力装备行业，方案明确“2023—2024年电力装备行业主营业务收入、工业增加值年均增速达9%以上。”地方亦有增量金融政策出台，如北京设立100亿机器人产业基金、对符合条件的设备融资予以1%贴息；广东省财政支持工业企业开展技改、予以贴息及风险补偿等。12月中央经济工作会议进一步强调“以科技创新引领现代化产业体系建设”，未来政策支持力度或持续提升。



图表17: 12月中央经济工作会议明确强调产业升级

Table with columns: 时间, 会议/政策信号, 主要内容. Contains 12 rows of meeting minutes and policy announcements regarding industrial upgrading.

来源: 政府官网、中国人民银行、国金证券研究所

图表18: 2023年中央密集出台产业政策、稳增长方案

Table with columns: 出台日期, 政策名称, 主要内容, 关联行业. Lists various government policies and their impact on different industries.

来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 2023年地方产业政策涉及细分领域

Table with columns: 地区, 信息技术应用, 新能源汽车, 高端制造, 新材料, 现代农业, 中医药, 采矿业, 光伏, 风电, 抽水蓄能, 物流, 文旅, 养老事业. A grid showing policy focus across different regions and sectors.

来源: 地方政府官网、国金证券研究所

图表20: 有效期覆盖明年及更长周期的地方金融政策

Table with columns: 地区, 政策名称, 政策主要内容, 关联行业. Details financial policies with long-term validity in various provinces.

来源: 地方政府官网、国金证券研究所

中、美库存周期“共振”，或对机电、纺织、酒饮等行业投资意愿有所带动。今年10月中国名义库存同比2%、9月美国名义库存同比1.3%，均处于历史低位水平，未来有望企稳改善。中、美实际库存水平均处在低位的行业，主要包括纺织、机电设备制造、酒饮、橡胶、印刷等。随着中、美“补库”周期启动，相关行业盈利表现可能首先受到提振或迎来改善，进而对投资意愿产生积极影响。



图表21: 中、美库存同比均已至历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 美国不同行业实际库存情况

	实际库存增速			实际库存增速分位数		
	2023-08	2023-09	2023-10	2023-08	2023-09	2023-10
石油和煤炭产品	5.29	8.37	14.55	71.9	90.1	97.7
金属制品	8.89	6.71	5.38	78	64.3	62.8
纸制品	5.40	3.33	2.47	85.6	79.5	74.2
初级金属	6.15	3.40	1.94	83.3	64.3	48.4
基础化学品	2.72	2.02	1.71	74.2	66.6	63.6
电气设备	0.59	0.53	0.14	41.6	38.6	35.6
运输设备	-1.41	-0.99	-0.24	33.3	35.6	37.1
机械	0.51	-0.25	-0.67	43.1	42.4	39.3
纺织	0.20	-0.95	-1.07	76.5	59.8	56.8
食品	1.50	-0.53	-1.61	55.3	25.7	15.9
计算机与电子产品	-2.32	-2.57	-2.13	14.3	11.3	16.6
塑料和橡胶产品	-2.69	-2.75	-2.71	9.8	8.3	9
皮革及相关产品	5.01	1.35	-3.06	78	62.1	32.5
印刷	1.87	-2.02	-3.10	67.4	48.4	38.6
家具及相关产品	-6.58	-6.04	-4.91	0.7	2.2	4.5
纺织产品	-3.71	-4.37	-4.96	30.3	23.4	21.2
服装	-5.49	-7.16	-7.12	18.9	9.8	10.6
饮料和烟草产品	-7.35	-7.03	-8.63	5.3	6.8	0.7

来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 国内部分低库存行业, 呈现企稳改善迹象

分类	行业	名义库存同比(%)			实际库存同比(%)				
		10月所处历史分位数(%)	2023-08	2023-09	2023-10	10月所处历史分位数(%)	2023-08	2023-09	2023-10
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	38.5	-2.70	1.20	1.00	81.1	9.50	12.70	11.90
中游装备制造	专用设备制造	69.6	12.90	12.10	13.00	76.2	13.11	12.30	13.30
下游制造	纺织	51.6	2.90	3.80	4.80	72.9	6.80	7.50	8.40
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	36.0	4.80	5.60	2.80	66.3	10.10	10.10	6.60
上游原材料	煤炭开采和洗选	50.0	9.00	9.30	2.40	65.5	18.90	19.80	13.40
下游制造	烟草制品	65.5	19.10	23.80	17.80	65.5	18.40	23.00	17.00
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	63.9	12.20	14.90	9.80	64.7	11.80	14.50	9.40
下游制造	农副食品加工	45.9	2.20	4.30	4.30	60.6	1.20	3.60	4.10
上游原材料	石油和天然气开采	27.0	-11.90	-8.90	-8.10	56.5	2.30	4.10	3.50
上游制造	化学原料和化学制品制造	12.2	-3.70	-0.90	-1.40	51.6	6.40	8.90	8.10
公用事业	水的生产和供应	47.5	9.10	13.40	12.80	50.8	8.70	13.00	12.40
上游制造	石油、煤炭及其他燃料加工	23.7	-15.00	-9.00	-6.60	42.6	-5.40	0.30	2.20
上游制造	非金属矿物制品	0.0	1.60	0.30	-0.50	36.8	7.80	6.60	5.90
下游制造	食品制造	18.0	3.20	4.10	2.90	35.2	3.60	4.60	3.40
上游制造	化学纤维制造	28.6	-8.40	-2.80	-1.50	35.2	-4.50	0.90	1.90
上游原材料	非金属矿采选	21.3	2.40	4.10	2.00	32.7	1.00	3.10	1.30
上游原材料	有色金属矿采选	31.1	-8.30	-3.00	-3.70	31.9	-13.00	-8.30	-9.40
中游装备制造	金属制品	5.7	-4.00	0.30	-0.20	30.3	-0.40	3.70	3.10
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	18.0	5.20	4.10	2.10	28.6	6.40	5.30	3.40
上游原材料	黑色金属矿采选	0.0	-13.50	-18.40	-18.50	23.7	-5.40	-11.80	-13.40
中游装备制造	通用设备制造	22.1	3.90	3.30	4.00	23.7	4.10	3.60	4.30
中游装备制造	电气机械和器材制造	27.8	9.50	9.20	5.40	23.7	10.10	10.00	6.40
公用事业	电力、燃气及水的生产和供应	58.1	-2.40	7.20	1.10	23.5	-4.40	5.40	-0.60
公用事业	燃气生产和供应	18.0	-11.80	0.20	-4.20	22.9	-14.10	-1.70	-5.80
下游制造	医药制造	20.4	10.20	10.70	8.50	21.3	10.00	10.50	8.20
上游制造	橡胶和塑料制品	11.4	0.30	-0.90	-0.40	20.4	3.80	2.60	3.10
下游制造	造纸和纸制品	5.7	-6.90	-7.60	-7.50	18.0	-2.10	-2.50	-2.30
中游装备制造	汽车制造	10.6	4.60	1.60	0.00	10.6	5.70	2.70	1.10
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	7.3	-1.60	-0.70	-1.50	9.8	-1.10	-0.20	-1.00
下游制造	纺织服装、服饰	6.5	-1.80	-2.70	-1.30	5.7	-2.80	-3.70	-2.20
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	5.7	5.40	3.80	1.90	3.2	4.10	2.50	0.70
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	3.2	0.10	1.60	-1.70	2.4	1.10	2.70	-0.40

来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 历史经验显示, 前一年企业利润表现会直接影响第二年投资增速。2023年, 制造业投资表现强于经验隐含情形, 尽管前一年企业盈利下滑, 但制造业投资保持较强韧性。制造业投资表现偏强, 主要受中游设备制造业支撑, 以及产业政策“供给驱动”。

(2) 2023年企业盈利状况不佳, 或对2024年整体制造业投资意愿和能力形成压制。部分行业产能过剩下, 当前产能利用率偏低, 或导致制造业主动扩大资本开支的意愿较为有限。2024年, 以地产及出口链为代表的终端需求或面临一定压力, 也可能对制造业投资意愿形成干扰。

(3) 不必对2024年制造业投资过于悲观, 盈利分化的背景下, 仍有结构亮点值得挖掘。中央经济工作会议明确产业升级工作主线, 下半年来已有增量产业政策出台, 未来政策支持力度或持续提升、利好相关行业资本开支。中、美库存周期共振, 或对机电、纺服、酒饮等行业投资意愿有所带动。



图表24：2023-2024年制造业投资预测表

大类行业	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F			2024F		
							悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
加工冶炼	0.2	12.3	4.7	0.2	12.8	4.1	0.5	0.8	1.5	-2.0	0.0	2.0
设备制造	9.8	11.1	6.1	-1.6	15.6	14.0	12.0	12.8	13.5	7.5	9.5	11.5
消费制造	3.9	4.7	-2.6	-6.0	11.3	8.0	1.0	1.6	2.0	2.0	3.5	5.0
制造业投资	4.8	9.5	3.1	-2.2	13.5	9.1	5.5	6.1	6.7	3.2	5.1	7.0

来源：Wind、国金证券研究所

图表25：制造业分行业概况总览

大类	行业	投资占比	2023年1-10月 利润累计同比	投资当月同比	名义库存同比	筹资现金流	长期借款占比
上游加工 冶炼	石油煤炭	1.1	-27.0				
	化学原料	8.4	-42.8				
	化学纤维	0.7	2.3				
	橡胶塑料	3.4	16.2				
	非金属	9.2	-26.5				
	黑色金属	3.1	37.0				
	有色金属	2.5	-3.7				
	金属制品	4.9	-0.1				
中游设备 制造	通用设备	6.3	10.4				
	专用设备	8.3	2				
	汽车	5.4	0.5				
	铁路船舶航天	1.2	19.1				
	电气机械	10.8	20.8				
	计算机通信	11.4	-18.2				
	仪器仪表	1.9	3.3				
下游消费 制造	农副食品	5.6	-16.5				
	食品	2.8	0.1				
	酒饮茶	2.0	6.2				
	纺织	2.6	-6.1				
	纺织服装	1.5	-7.7				
	皮革羽毛	0.9	-0.1				
	木材加工	2.0	11.2				
	家具	1.5	-11.8				
	造纸	1.3	-13.6				
	印刷	0.6	-1.9				
	文教娱	1.0	-5.1				
医药	3.7	-16.4					

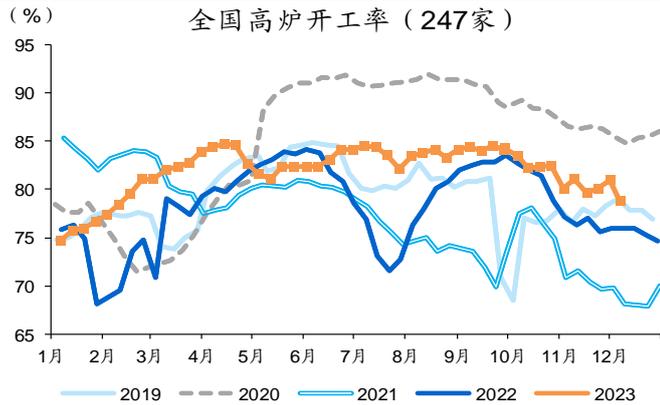
来源：Wind、国金证券研究所

2、生产高频跟踪：上中游生产有所分化，建筑业开工继续走弱

上游生产方面，高炉开工率有所回落、钢材社会库存持续减少。本周（12月03日至12月09日），受年检及环保检修的影响，钢材生产积极性减弱，高炉开工率、螺纹钢开工率有所回落、分别环比减少2.1个百分点、0.7个百分点。库存方面，钢材补库意愿仍然较小，社会库存继续回落，较前周减少1.4个百分点。此外，本周钢厂盈利率小幅回落，同比减少2.2个百分点。

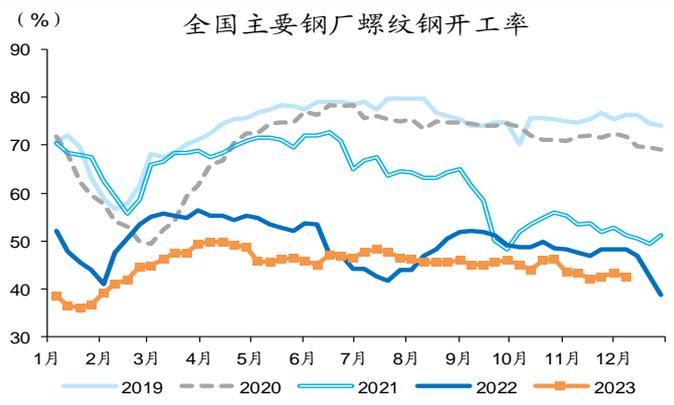


图表26: 本周, 全国高炉开工率有所回落



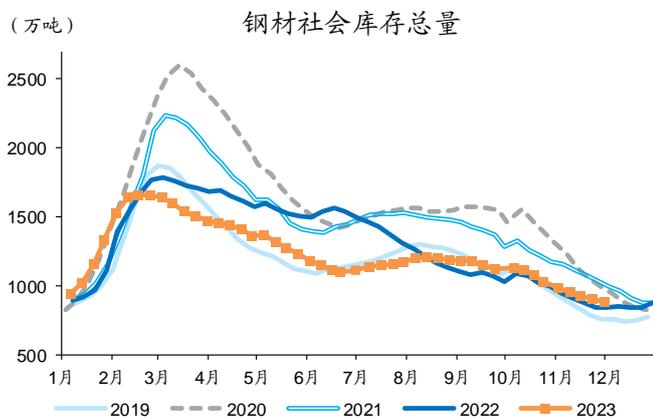
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 本周, 螺纹钢开工率小幅减少



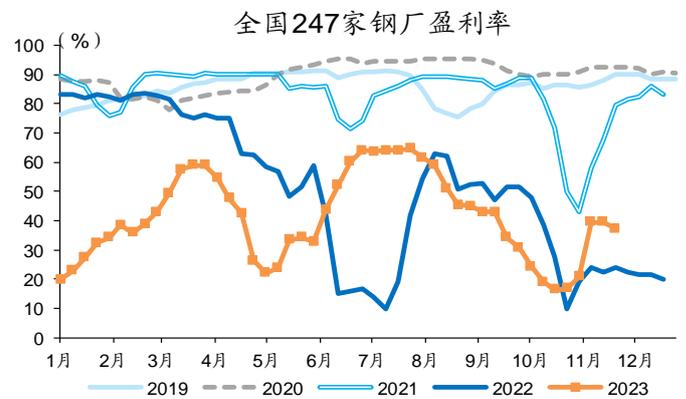
来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 本周, 钢材社会库存延续下行



来源: Wind, 国金证券研究所

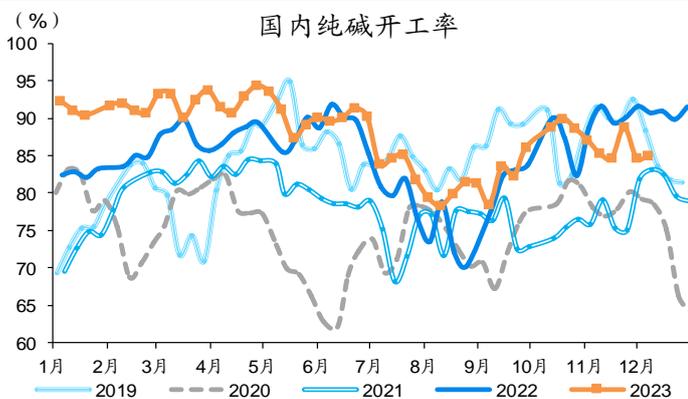
图表29: 本周, 钢厂盈利率小幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

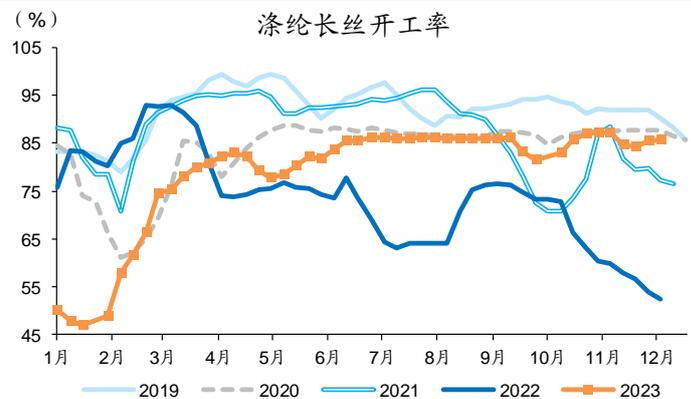
中游生产韧性偏强, 开工表现较好。本周(12月03日至12月09日), 纯碱开工率、涤纶长丝开工率有所提升, 分别环比增加0.3个百分点、0.4个百分点, 是去年同期水平的93.8%、163.6%。国内PTA开工率虽有回落, 环比减少1.2个百分点, 但回落幅度小于季节性, 处于历史同期高位, 是2021、2022年同期水平的106.3%、115.5%。汽车半钢胎开工率高位震荡, 较上周小幅回落0.1个百分点, 是2021、2022年同期水平的113.6%、109.5%。

图表30: 本周, 国内纯碱开工率小幅回升



来源: Wind, 国金证券研究所

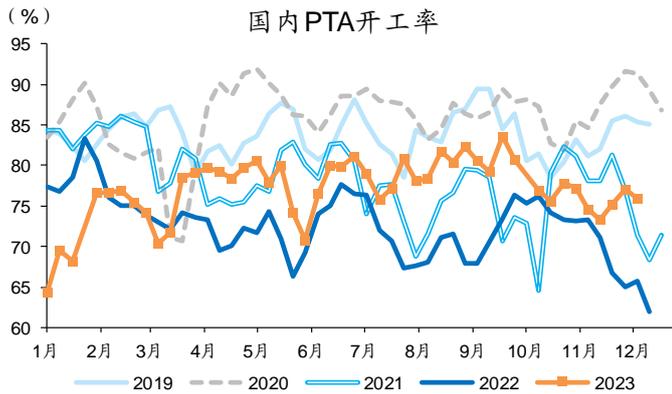
图表31: 本周, 涤纶长丝开工率延续回升



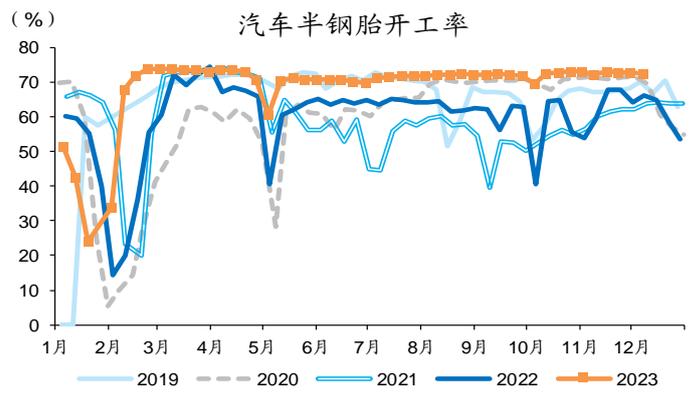
来源: Wind, 国金证券研究所



图表32: 本周, 国内PTA开工率小幅回落



图表33: 本周, 汽车半钢胎开工率高位震荡

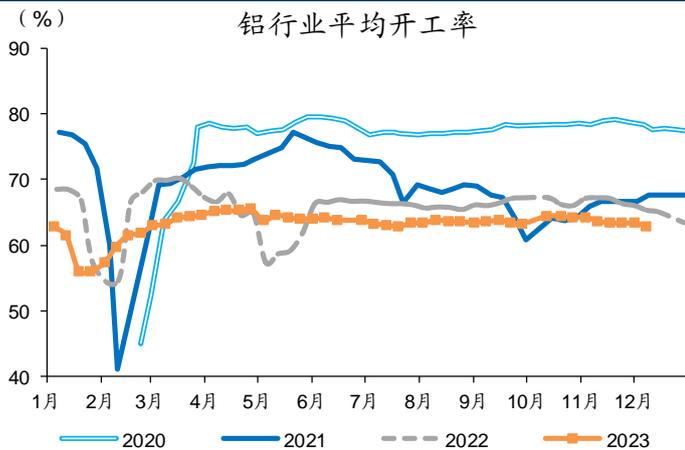


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

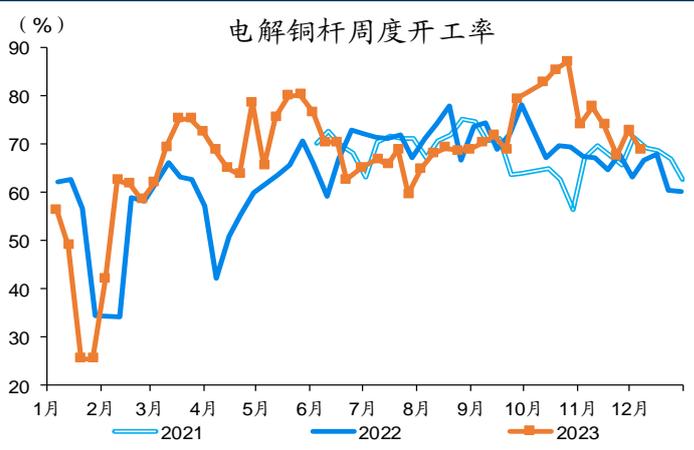
主要工业金属开工季节性回落, 受需求影响、库存走势有所分化。本周(12月03日至12月09日), 铝行业开工率较上周小幅回落、环比减少0.6个百分点, 为2021、2022年同期的96.2%、93.0%, 维持历史低位; 铜杆开工率较上周显著下滑、环比减少4.1个百分点至68.8%, 为2021、2022年同期的99.4%、103.3%。库存方面, 电解铝现货库存延续去化、较前周减少6.4个百分点至56.0万吨; 社铜库存有所增加、较前周累积4.1个百分点至6.9万吨。

图表34: 本周, 铝行业平均开工率低位震荡



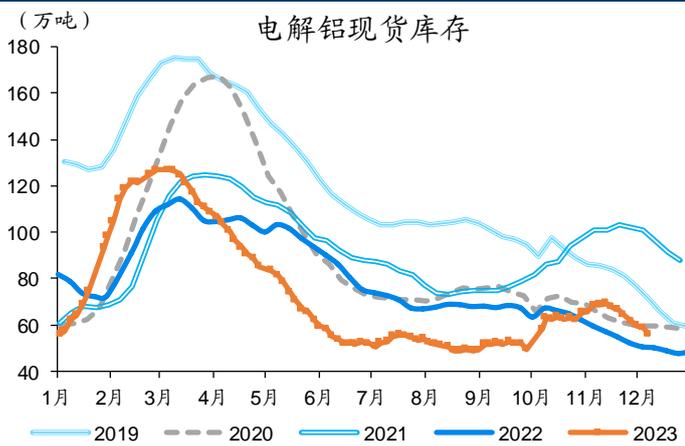
来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 本周, 电解铜杆开工率显著回落



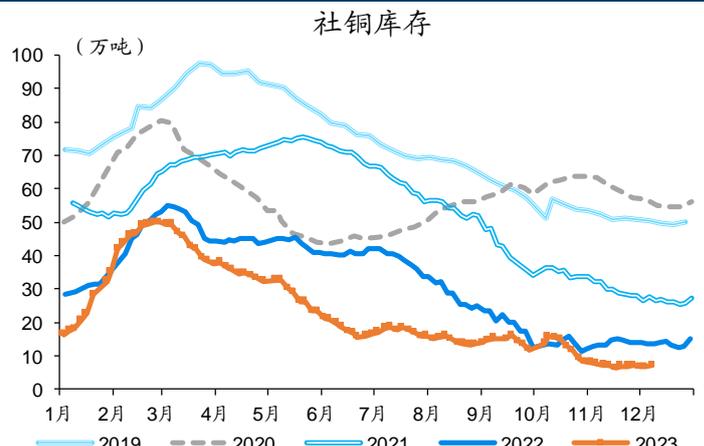
来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 本周, 电解铝现货库存量延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 本周, 社铜库存有所增加



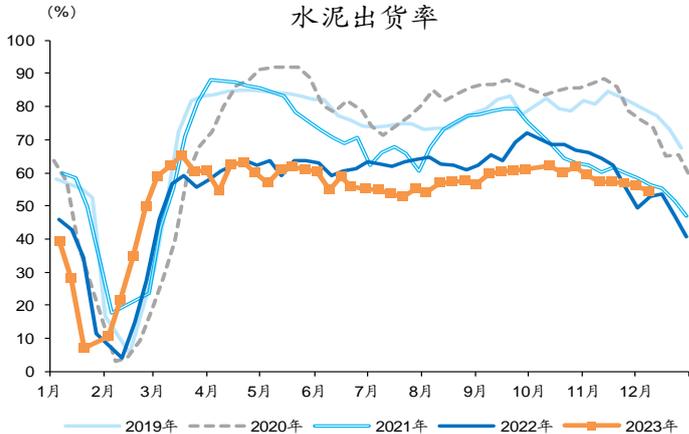
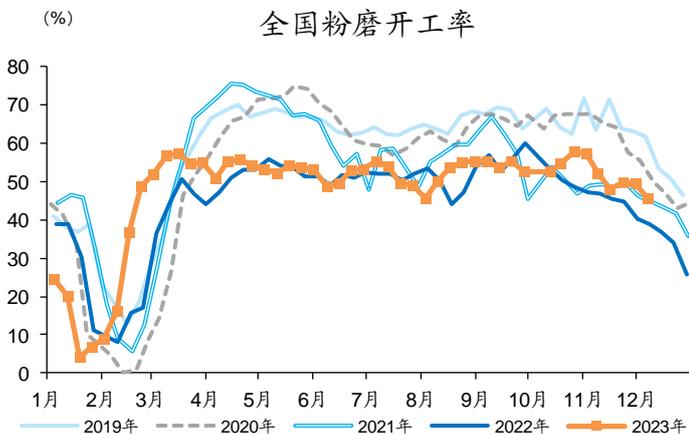
来源: Wind, 国金证券研究所



建筑业方面，水泥需求边际增加，库存高位回落，价格继续上行。本周（12月03日至12月09日），水泥生产淡季延续，全国粉磨开工率、水泥出货率较前周均有回落、分别减少3.8个百分点至45.6%、1.7个百分点至54.5%、是去年同期的117.9%、103.3%。但在专项债加持下，重大项目稳步推进致需求增强，水泥库存延续回落、本周较上周减少2.8个百分点至69.1%；并且多地上调水泥价格，周内均价较上周增加1.1%。

图表38：本周，全国水泥粉磨开工率延续回落

图表39：本周，全国水泥出货率小幅回落

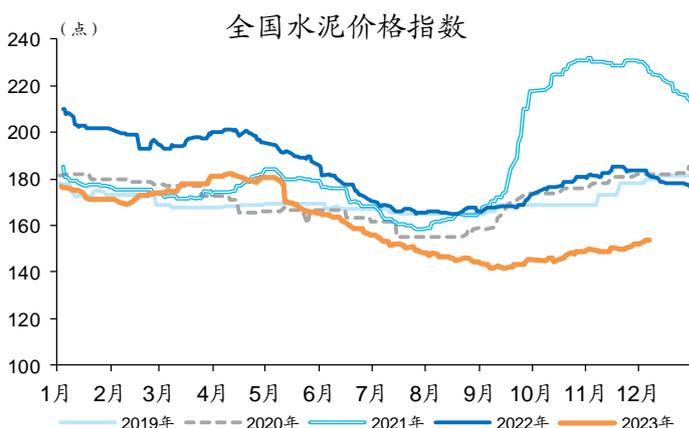
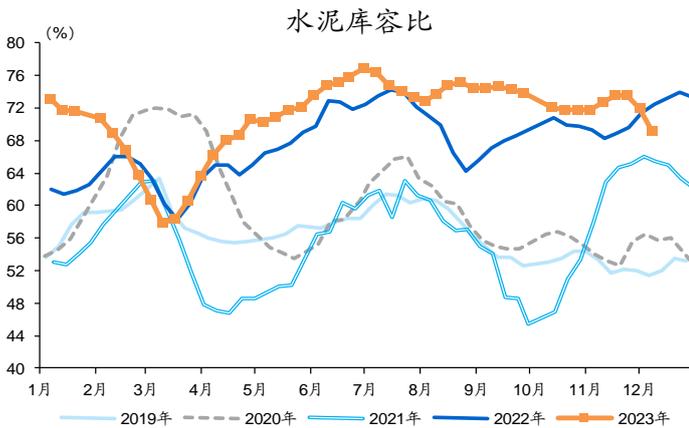


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表40：本周，水泥库容比高位回落

图表41：本周，水泥价格指数延续提升



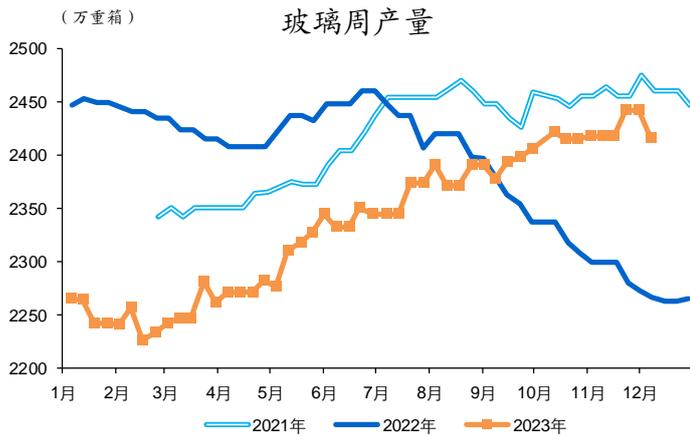
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

玻璃需求大幅增加、库存去化明显，此外沥青开工处于季节性低位。本周（12月03日至12月09日），玻璃产量较上周有所回落、环比减少1.0%；周表观消费较前周大幅增加、涨幅19.0%、是2021、2022年同期的107.9%、132.0%。需求增加带动本周全国玻璃库存延续下行、较前周减少14.5%、是2021、2022年同期的90.1%、51.6%。此外，反映基建开工情况的沥青开工率与上周基本持平，是去年同期96.5%。

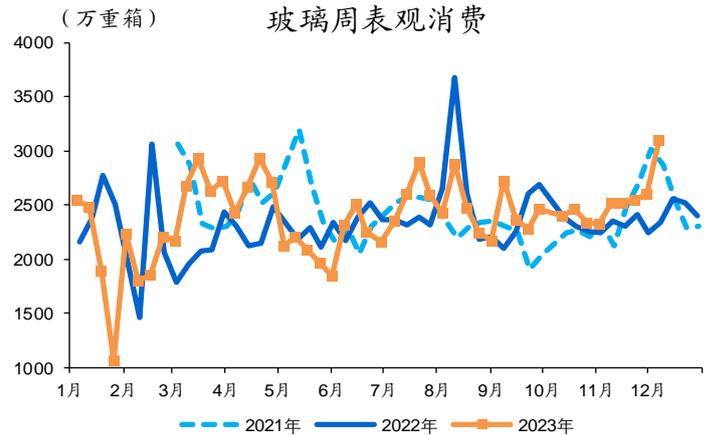


图表42: 本周, 玻璃产量有所回落



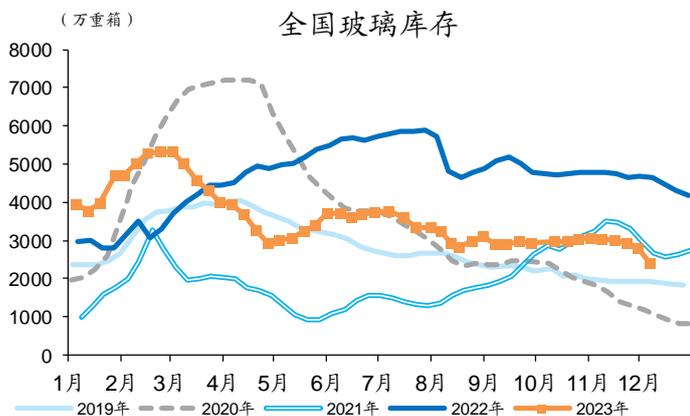
来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 本周, 玻璃表观消费量大幅增加



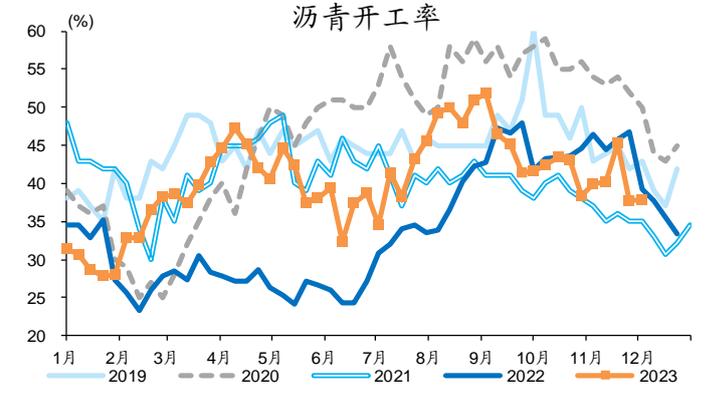
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 本周, 玻璃库存延续去化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 本周, 沥青开工率与上周基本持平



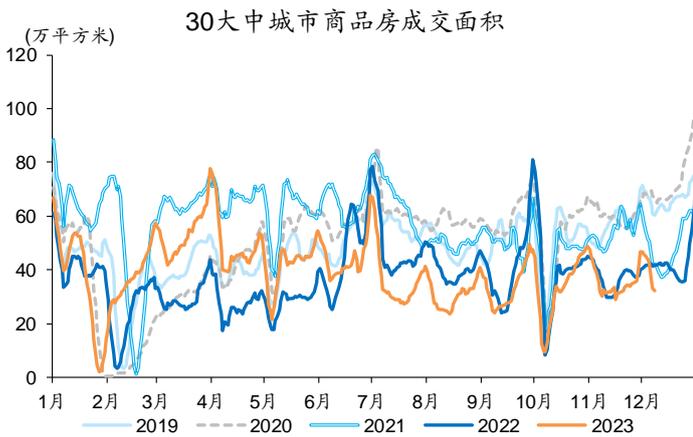
来源: Wind, 国金证券研究所

3、需求高频跟踪：商品房成交再现低迷，居民消费需求走弱，外需整体下行

地产需求再现低迷，全国商品房成交降幅走扩。本周（12月03日至12月09日），全国30大中城市商品房成交显著下滑、环比减少30.5%，12月以来，商品房成交同比回落19.8%、较11月同比降幅走扩13.9个百分点。分城市看，一线、二线、三线城市商品房成交均有明显回落，分别环比减少47.8%、17.6%、23.2%，较11月同比降幅走扩17.3%、14.6%、5.0%。本周，全国代表城市二手房成交延续回落、环比下滑6.6个百分点；其中一线城市二手房成交面积下滑幅度较明显、较前周减少31.2%。

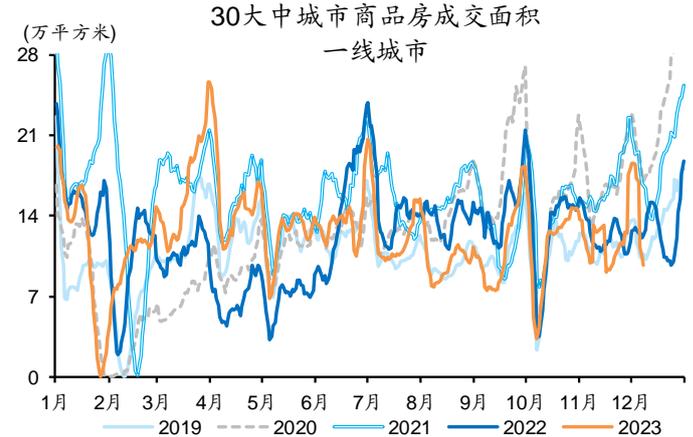


图表46: 本周, 30大中城市商品房成交大幅回落



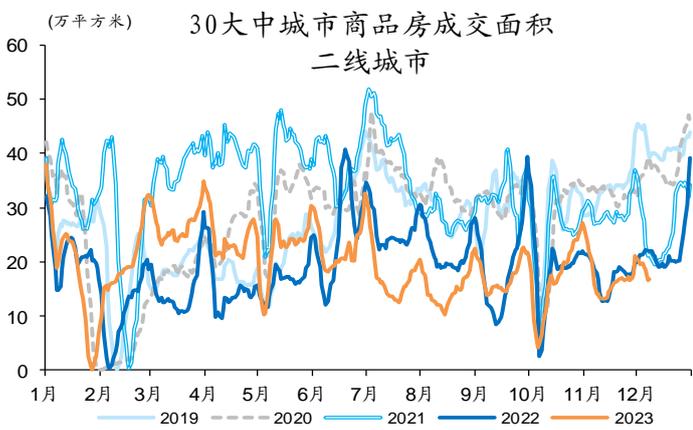
来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 本周, 一线城市商品房成交跌幅明显



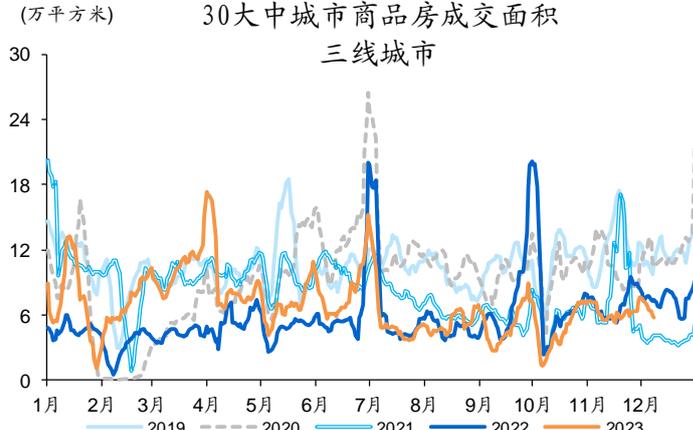
来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 本周, 二线城市商品房成交明显下行



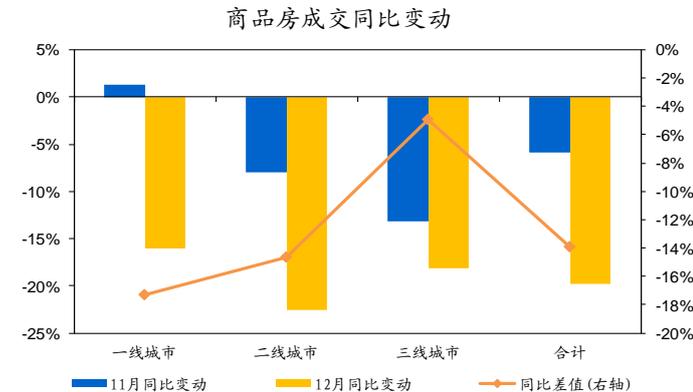
来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 本周, 三线城市商品房成交有所减少



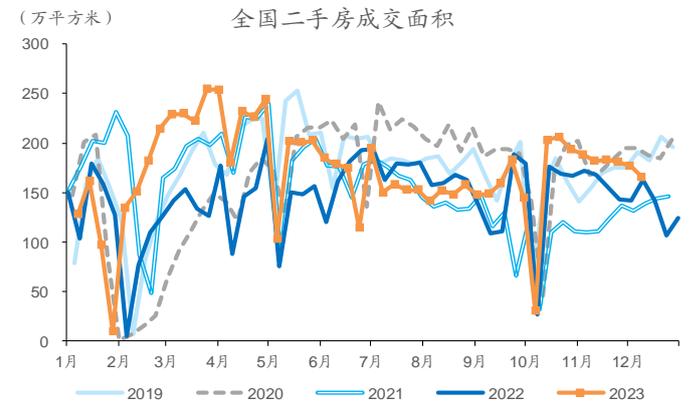
来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 12月以来, 商品房成交同比降幅走扩



来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 本周, 全国二手房成交继续回落

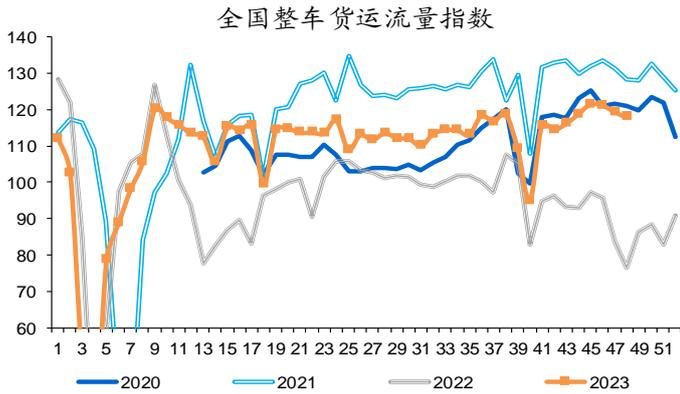


来源: Wind, 国金证券研究所

全国整车货运流量三连跌、陆路货运量、快递业务量亦有明显回落。上周(11月27日至12月03日), 需求走弱带动整车货运流量三连跌、环比减少1.2个百分点; 多数省市货运流量环比有所减少, 其中, 青海、山西、陕西跌幅最大, 分别是7.9%、5.8%、5.2%。陆路方面, 公路、铁路货运流量均有回落、分别环比减少3.0%、0.1%。此外, 快递揽收、投递延续下滑, 环比分别减少2.2%、5.6%。

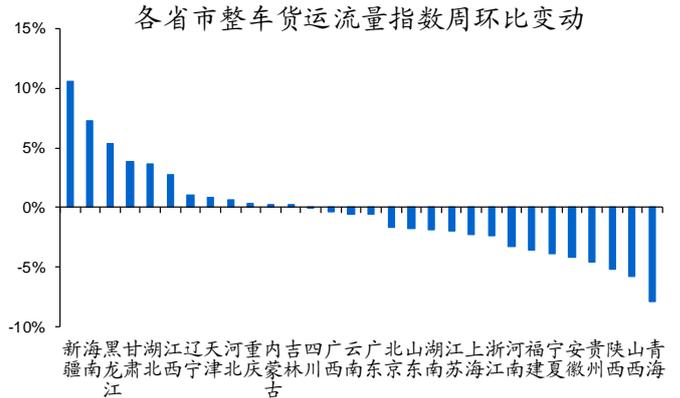


图表52: 上周, 全国整车货运流量延续下滑



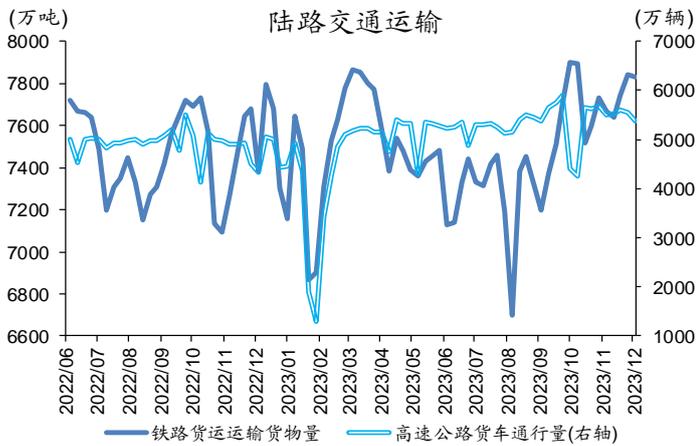
来源: G7, 国金证券研究所

图表53: 上周, 多省市公路货运流量环比回落



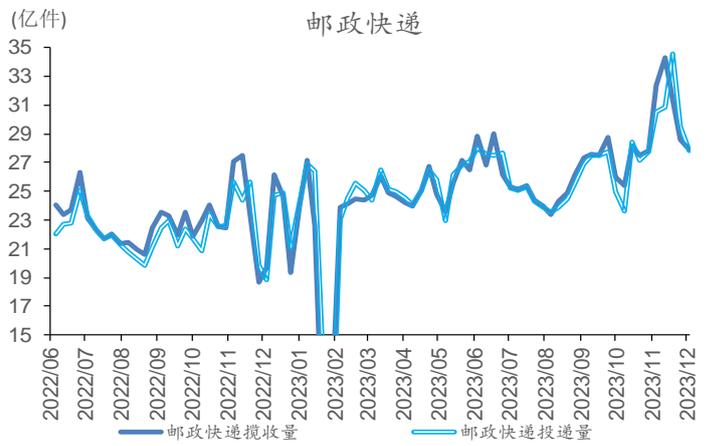
来源: G7, 国金证券研究所

图表54: 上周, 陆路货运量有所回落



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

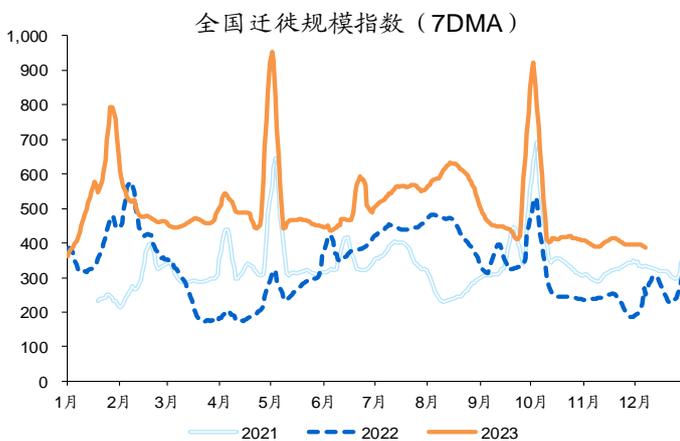
图表55: 上周, 邮政快递业务量显著下滑



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

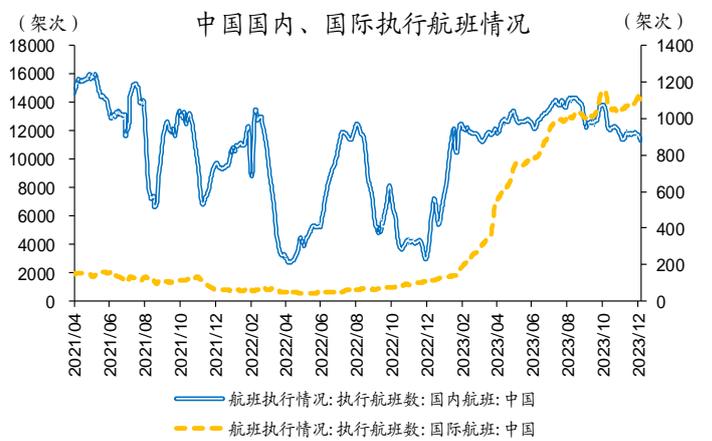
跨区出行活动有所回落, 国内执行航班架次下滑明显。本周(12月03日至12月09日), 反映跨区人口流动的全国迁徙规模指数延续回落、较上周减少1.7个百分点, 但仍处于同期高位、是2021年、2022年同期的116.2%、155.0%。本周国内执行航班架次亦有所回落、较上周减少2.2%; 国际执行航班架次则有所增加、较上周上涨4.6%。

图表56: 本周, 全国迁徙规模指数有所回落



来源: 百度地图, 国金证券研究所

图表57: 本周, 国内执行航班架次回落明显

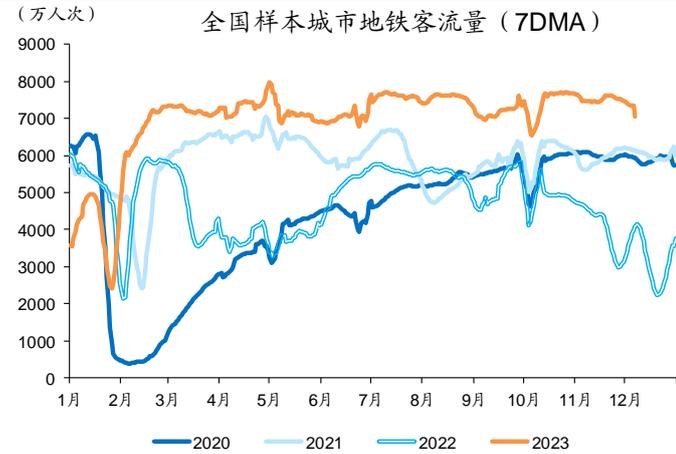


来源: Wind, 国金证券研究所



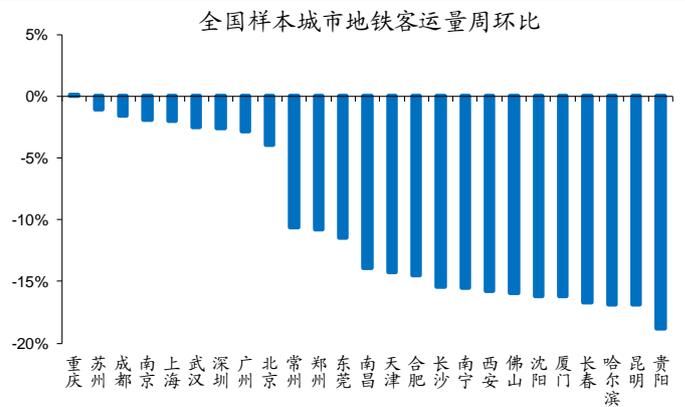
市内出行人流显著减少，地铁客流量、拥堵延时指数均有减少。本周（12月03日至12月09日），全国样本城市地铁日均客流量显著回落、较上周减少5.6%；其中贵阳、昆明、哈尔滨等城市地铁客流回落幅度较为明显，分别较上周减少18.8%、16.9%、16.9%。反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数有所回落、环比减少0.7个百分点，其中哈尔滨、长春、沈阳等城市的市内拥堵情况缓解更为明显，分别较前周减少14.5%、12.1%、5.4%。

图表58：本周，全国样本城市地铁客流总量有所回落



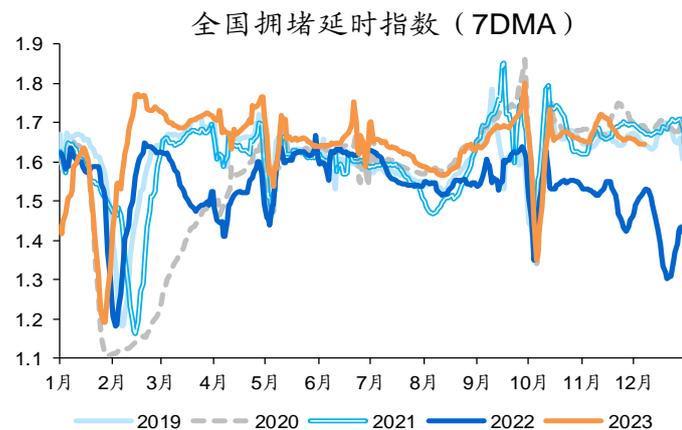
来源：Wind，国金证券研究所

图表59：本周，样本城市地铁客流量环比均有减少



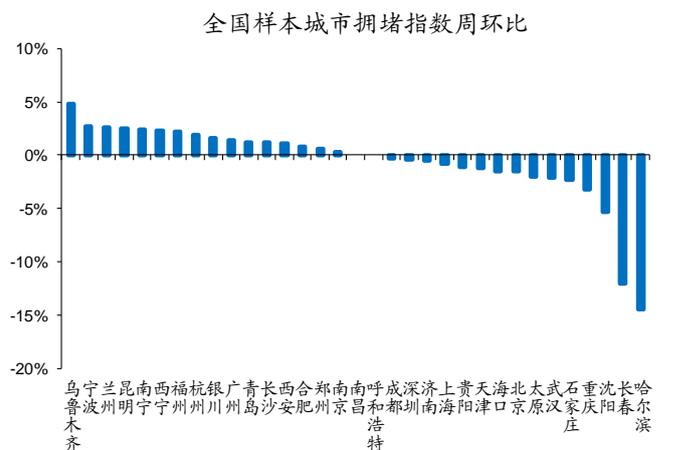
来源：Wind，国金证券研究所

图表60：本周，全国拥堵延时指数显著下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表61：本周，大部分城市拥堵指数有所回落

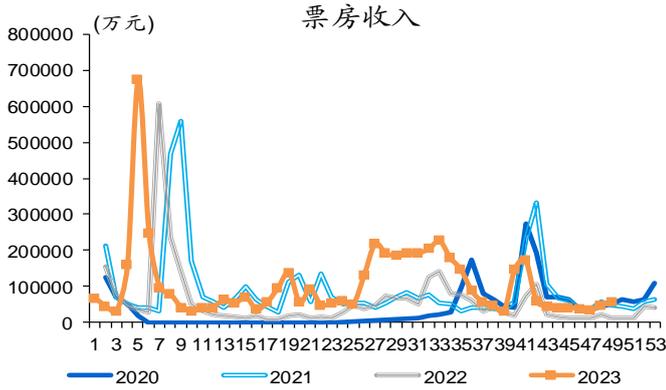


来源：Wind，国金证券研究所

电影消费延续季节性回升、显著强于去年同期。上周（11月27日至12月03日），电影票房日均收入、场均观影人次延续回升、分别较前周增加20.7%至5.6亿元、21.0%至1395.9万人次。票房日均收入、场均观影人次明显强于去年同期，分别高于2022年同期水平321.7%、280.3%。

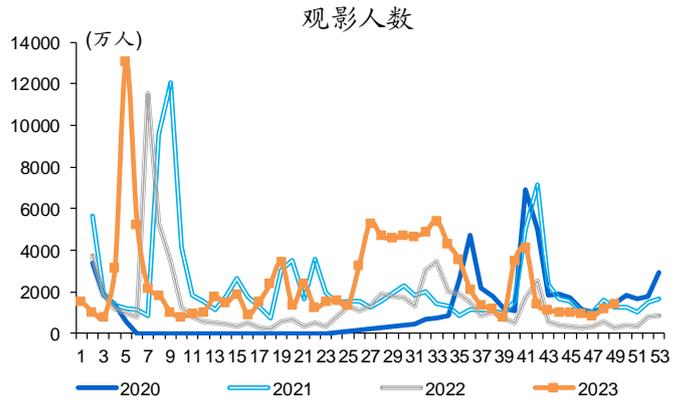


图表62: 上周, 票房收入延续回升



来源: Wind, 国金证券研究所

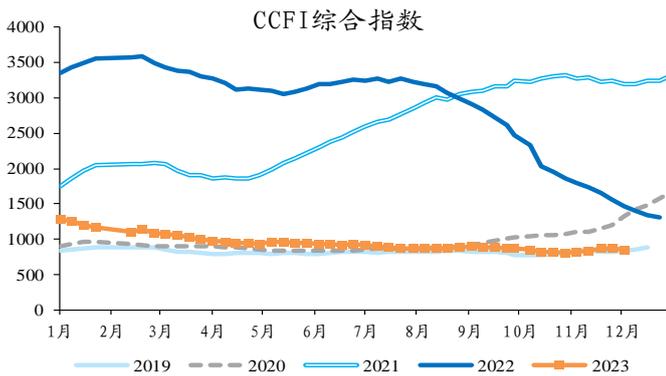
图表63: 上周, 观影人数继续上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

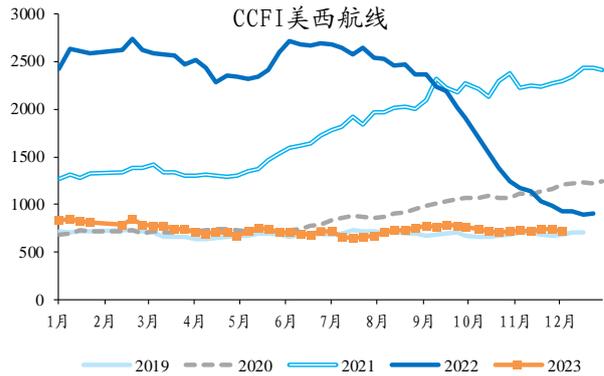
外需方面, 海运运价指数下行、海外需求或有分化。上周(11月25日至12月01日), 中国出口集装箱运价指数下行, 较前周减少2.2%。分航线看, 美西航线、地中海航线出口集装箱运价回落更为明显、较前周分别减少3.4%、3.1%; 相较之下, 东南亚航线集装箱运价延续提升、较前周增加2.3%。

图表64: 上周, 出口集装箱运价指数下行



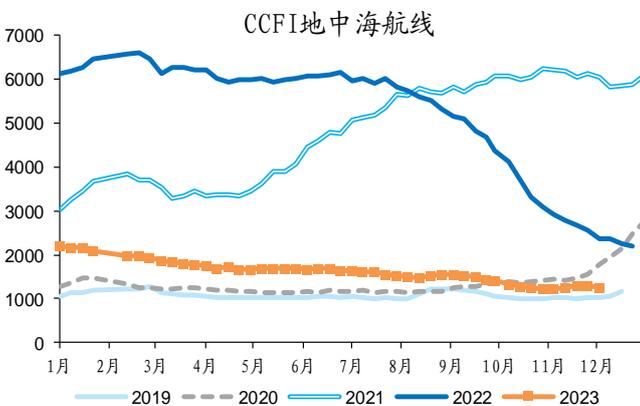
来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 上周, 美西航线运价大幅回落



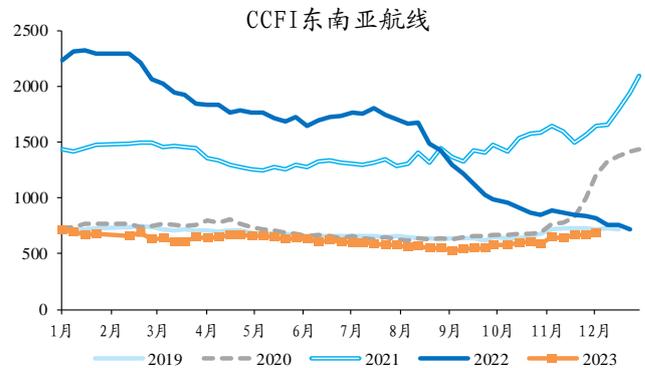
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 上周, 地中海航线运价显著下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 上周, 东南亚航线运价延续提升



来源: Wind, 国金证券研究所



风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究