



2024年2月19日

## 制造业投资高增驱动分析及2024年展望

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 [maolei013138@gtjas.com](mailto:maolei013138@gtjas.com)

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 [Wangxiao019787@gtjas.com](mailto:Wangxiao019787@gtjas.com)

### 报告导读：

#### ■ 摘要：

2023年，制造业投资同比增长6.5%，成为对冲地产投资下行的重要托底力量。结构来看，处于中游的机械设备制造业投资贡献了制造业投资的主要增量。譬如包括新能源行业在内的电气机械及器材、汽车行业全年固定资产投资增速均超过15%。由此，不难看出近两年制造业投资高增的驱动，与政策着重发展实体经济，推动产业转型升级，同时金融信贷资源向制造业，尤其是新能源等新兴产业大力倾斜有关，成为推动制造业投资高增的重要外生变量。

预计2024年，一系列产业政策的持续落地，将继续推动制造业投资维持相对偏高增速。不过从内生性因素来看，制造业投资受内外需景气影响，最终通过开工率、利润因素影响参与主体未来预期，进而传导至制造业投资。因此展望来看，内外需景气度弹性有限，开工率不高，部分行业甚至存在产能出现过剩的忧虑，将一定程度上影响市场参与主体下一步投资意愿。

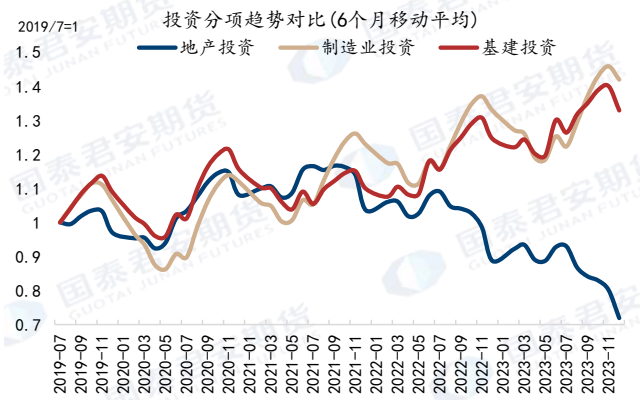
综合内外部两方面驱动来看，我们认为2024年制造业投资将继续维持远高于地产投资的偏高增速，但整体增长将有所放缓，全年或录得5.3%的增长。

(正文)

## 1. 制造业投资成为投资端重要对冲托底力量

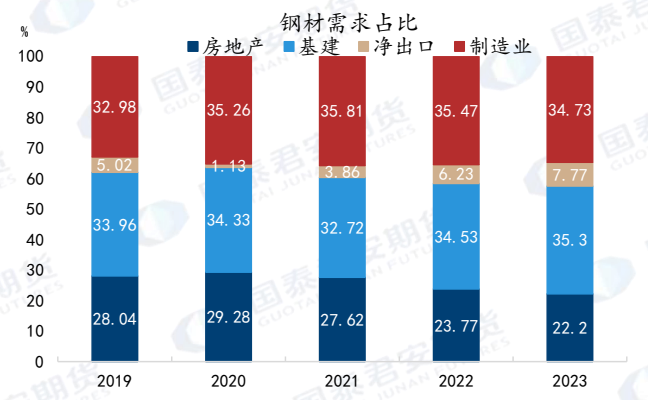
2021年开始，中国地产出现周期换挡、趋势性下行，对整体投资的拖累显著。但是，从2022年开始，受政策等因素推动，投资中的制造业投资、基建投资分项持续走高，成为对冲地产投资下行的重要逆周期托底力量。从数据来看，2023年全年，固定资产投资完成额同比增长3%，制造业投资增长6.5%，房地产投资增长-9.6%。

图 1：投资三大分项趋势变化(6个月移动平均)



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 2：钢材需求中，地产需求占比持续萎缩



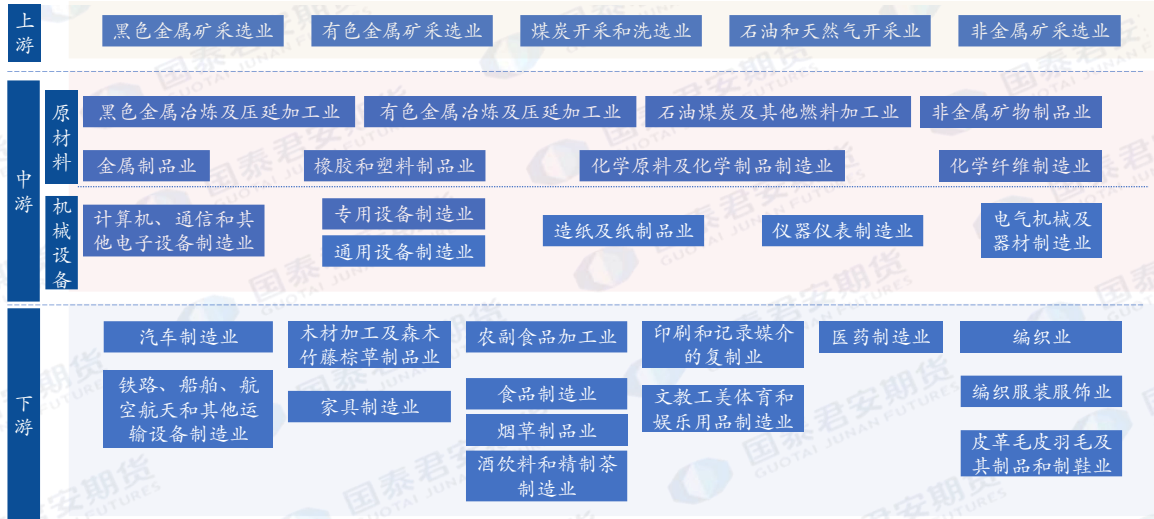
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

## 2. 制造业内部行业划分及占比

### 2.1 制造业内部行业划分

为了探究制造业投资增长的驱动因素并展望未来趋势，我们对制造业按照行业特性进行进一步拆分。根据各个行业在产业链中的位置不同，工业行业可分为上中下游，其中制造业在中游和下游行业当中。进一步地，我们将制造业中游分为原材料、机械设备两大类。显然，中游原材料更靠近上游行业，中游机械设备更靠近下游行业。此外，统计局发布的高技术产业（制造业）包括：医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等6大类。

图 3：工业行业上下游划分(其中中、下游为制造业)



资料来源：公开资料、国泰君安期货研究。

### 3. 制造业构成结构占比：中游行业占据绝对核心

从工业行业上中下游细分来看，制造业所在的中游和下游行业固定资产投资占比达到 94.3%，是主要构成项。更进一步的，中游占整体的比重为 64.6%，下游占比 29.6%。中游原材料占比 26.7%，中游机械装备占比 37.9%。

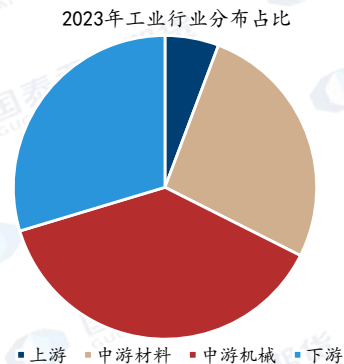
具体到细分行业来看，2023 年，中游机械装备中的“计算机、通信和其他电子设备制造业”和“电气机械及器材制造业”投资分别为 3.14 万亿、3 万亿，占整体制造业投资比重分别为 10.64%、10.18%，为占比最高的两个行业。

图 4：分行业投资占比



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 5：工业上中下游固投结构占比(中下游为制造业)



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

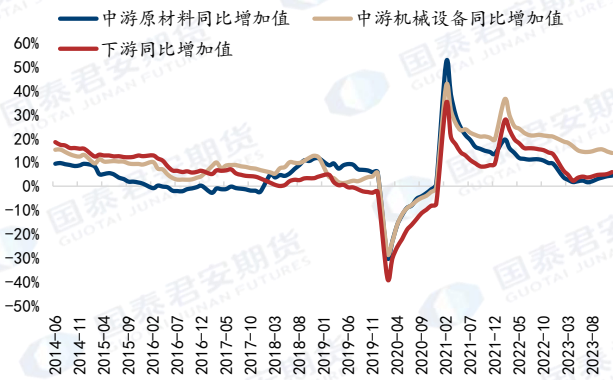
### 4. 中游行业贡献制造业投资主要增量

2023 年，统计局公布的制造业投资增长 6.5%。其中，我们计算的中游制造业投资同比增长 13.9%，显著高于下游和中游原材料 5.9%和 4.4%的同比增速，是 2023 年制造业投资的压舱石。

再细分到行业来看，行业权重占比大的行业，固定资产投资增速快于整体水平，这些行业均为中游行业。如 2023 年，电气机械及器材制造业累计同比 32.2%，汽车制造业累计同比 19.4%，仪器仪表制造业累计同比 14.4%，专用设备制造业累计同比 10.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业 9.3%，均高于整体制造业投资增速。

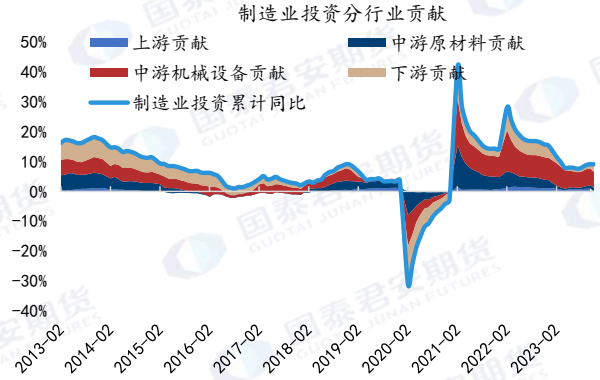
增速最高的电气机械和器材制造业，是和电力的产生、输送、使用等相关的产业，与近两年新能源产业蓬勃增长有关。比如发电设备机组，各种变压器，整流器，配电开关。太阳能面板，光纤，电缆，以及我们日常使用的通讯工具手机和代步工具电动汽车中的锂电池，还有传统的空调，洗衣机，电灯，电磁炉，厨具炊具等。

图 6：中游机械设备同比增速高于整体



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 7：中游机械设备投资对制造业投资贡献最大



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

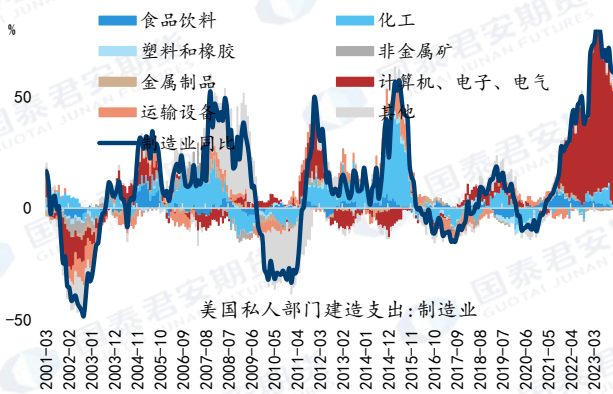
## 5. 制造业高增驱动因素分析与展望

### 5.1 外生政策性因素持续助推

#### 5.1.1 政策大力鼓励发展制造业

近几年，由于地缘博弈导致全球经济体均出台相关法案，积极引导制造业回流本国。

图 8：美国制造业投资大幅增长



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 9：拜登签署的两大涉及制造业投资法案

法案	时间	主要内容
芯片与科学法案	2022 年 8 月 9 日	商务部将以直接资助、联邦贷款和贷款担保的形式发放 500 亿美元，为几十年来联邦政府对单一行业最大投资之一。390 亿美元用于制造设施的新建和扩建，110 亿美元支持对新芯片技术的研究。
通胀削减法案	2022 年 8 月 16 日	3690 亿美元清洁能源投资，如购买电动车、光伏设备的税收抵免，设立电动车电池工厂等清洁能源制造业的投资税收抵免和补贴、清洁能源产业链(包含原材料)的投资补贴、电网等能源基础设施的升级与改造。

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

国内方面，经济持续转型，在高质量发展要求下，政策对于制造业投资的重视程度前所未有。2023年以来，一系列助推制造业升级，大力发展制造业的政策接连落地，包括中央经济工作会议、中央金融工作会议等最高级别会议上，均有所提及。

表 1：促进制造业发展政策层出不穷

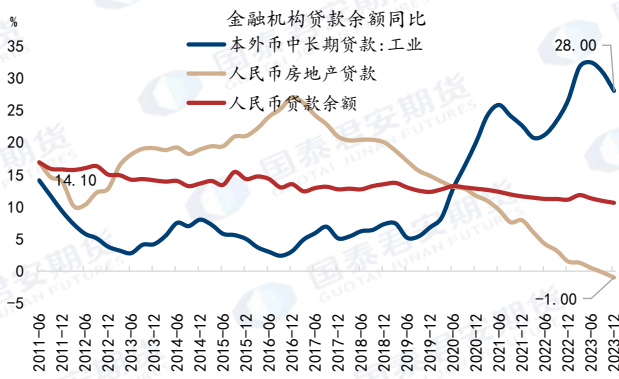
时间	涉及制造业投资相关政策
2023/7/6	工信部召开制造业企业座谈会
2023/7/25	发改委召开制造业民营企业座谈会
2023/9/3	《关于先进制造业企业增值税加计抵减政策的公告》自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，允许先进制造业企业按照当期可抵扣进项税额加计 5% 抵减应纳税额；先进制造业企业按照当期可抵扣进项税额的 5% 计提当期加计抵减额。
2023/9/12	《关于提高集成电路和工业母机企业研发费用加计扣除比例的公告》
2023/10/25	工信部召开第三次制造业企业座谈会
2023/10/30-31	中央金融工作会议提出优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业。
2023/11/13	工信部召开第四次制造业企业座谈会
2023/12/11-12	中央经济工作会议将“科技创新引领现代化产业体系建设”放在明年工作之首，提出实施制造业重点产业链高质量发展行动，大力推进新型工业化，打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。
2023/12/19	工信部等三部门印发《制造业卓越质量工程实施意见》，到 2025 年，我国制造业质的有效提升取得积极进展，新增贯彻实施先进 3 质量管理体系标准企业 5 万家，新增质量管理能力达到检验级企业 5000 家、保证级企业 500 家、预防级企业 50 家。
2023/12/29	工业和信息化部等八部门印发《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》明确，推动我国传统制造业高端化、智能化、绿色化、融合化发展。同时，要发挥多层次资本市场作用，支持符合条件的企业创新发展。
2024/1/3	国务院总理在湖北调研时强调，要加快发展新质生产力。要集聚整合更多创新资源，在关键核心技术攻关上实现更大突破。
2024/1/11	工信部召开第六次制造业企业座谈会
2024/2/1	国新办举行 2023 年全年财政收支情况新闻发布会。在政策的取向上，要做到四个“注重”，包括落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展、推动金融资源和社会资本更多投向科技创新。
	财政部副部长王东伟表示，将用好财政补贴、贷款贴息、税收优惠等政策工具，聚焦新一代信息技术、集成电路等重点产业链，推动解决好基础产品、核心技术、关键软件等方面的难点堵点问题。另一方面，要充分发挥制造业转型升级基金、先进制造业产业投资基金等政府投资基金的撬动引导作用，以市场化方式引导社会资本投入制造业重点领域，培育产业新赛道。

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

### 5.1.2 金融资源持续向制造业倾斜

近几年来，政策面强化金融对实体经济支持。央行通过信贷与结构性工具（如设备更新改造再贷款、科技创新再贷款、普惠小微贷款支持工具等）；财政通过减税降费、贴息等对制造业投资构成强有力支撑。金融机构制造业中长期贷款余额同比，自 2022 年三季度以来持续维持 30% 以上的高增。金融资源向制造业倾斜有力的支撑了制造业投资的高增。

图 10：工业与地产贷款余额增速出现明显分化



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 11：信贷资源向制造业倾斜

中国金融机构本外币:中长期贷款余额:

	工业	轻工业	重工业	服务业	房地产业	基础设施	制造业	高技术制造业
2023-09	30.90	32.70	30.60	13.30	6.20	15.10	38.20	38.20
2023-06	32.40	33.60	32.20	14.00	7.10	15.80	40.30	41.50
2023-03	31.70	35.20	31.10	13.80	6.40	15.20	41.20	42.50
2022-12	26.50	32.50	25.50	11.20	4.00	13.00	36.70	
2022-09	23.30	28.40	22.40	9.60	1.10	12.50	30.80	
2022-06	21.20	27.40	20.20	9.00	-1.40	12.50	29.70	
2022-03	20.70	27.10	19.70	9.20	-1.50	13.20	29.50	31.90
2021-12	22.60	29.10	21.50	11.00	-0.50	15.30	31.80	32.80
2021-09	24.10	31.70	23.00	12.40	0.20		37.80	39.70
2021-06	25.80	35.20	24.40	14.50	3.20		41.60	46.30
2021-03	24.20	34.20	22.70	14.90	5.60		40.90	45.00

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

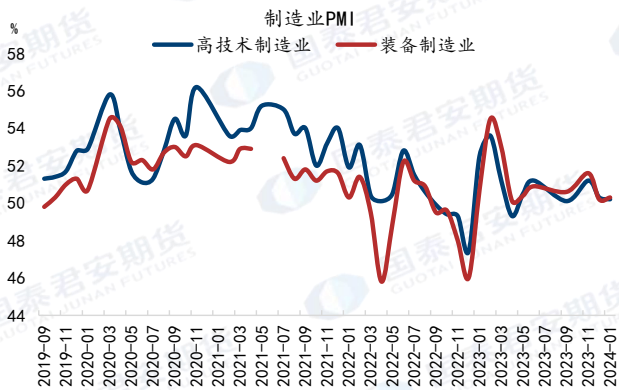
## 5.2 内生动能有所放缓

### 5.2.1 景气、营收(出口)回落

制造业投资除政策这一外部影响因素外，由于参与主体民营成分占比高，市场化决策程度高于基建等投资，因此对制造业投资的分析展望，从微观主体的投资能力与意愿这些内生角度考虑也十分重要。从内生性因素来，制造业投资意愿主要受内外部需求（营业收入）、产能利用率、企业利润等方面影响。

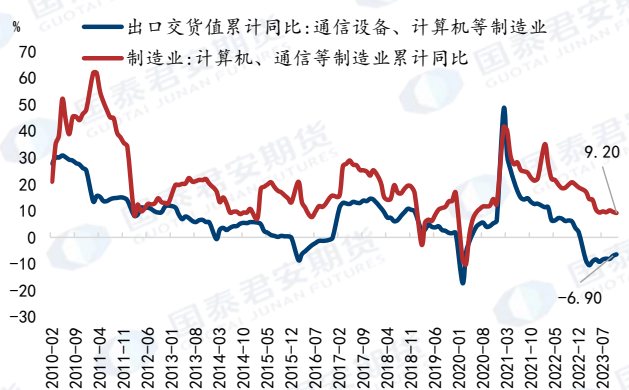
从制造业景气度指标来看，2024年1月最新的官方制造业PMI报49.2%，连续4个月处于荣枯线下方。从2021年下半年开始，高技术制造业PMI中枢开始震荡下行，只不过大部分时间仍处于荣枯线以上。2024年1月，高技术制造业PMI回落到50.2。整体上来看，制造业PMI表现偏弱。

图 12：制造业 PMI 有所回落



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 13：部分行业出口交货值回落



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

与地产、基建等纯内需驱动型投资不同，制造业投资与外需相关性较高。2023年，中国全年出口以美元计下跌4.6%，为2017年以来首次全年录得负增长。从2023年4月开始，出口交货值占总营收大于20%的制造业固定资产投资增速，开始低于其他行业，反映出出口景气度的回落，最终开始影响到相关产业的扩产意愿。

图 14：出口交货值占营业收入比重最高的十个行业

排名	行业	占比
1	计算机、通信和其他电子设备制造业	41.3%
2	其他制造业	30.3%
3	金属制品、机械和设备修理业	30.2%
4	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	24.8%
5	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	24.3%
6	纺织服装、服饰业	22.4%
7	家具制造业	20.8%
8	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	20.5%
9	电气机械及器材制造业	15.5%
10	橡胶和塑料制品业	15.2%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 15：出口占比较高行业制造业投资增速回落

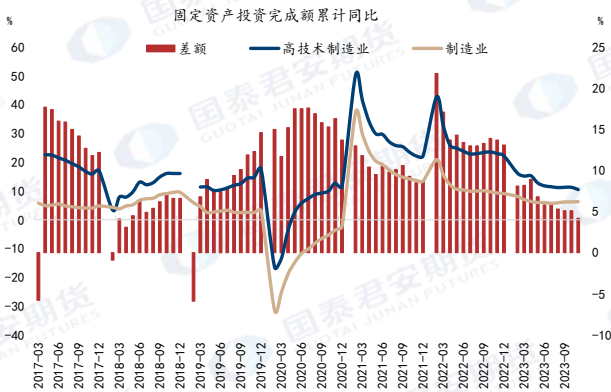


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

### 5.2.2 产能利用率不高

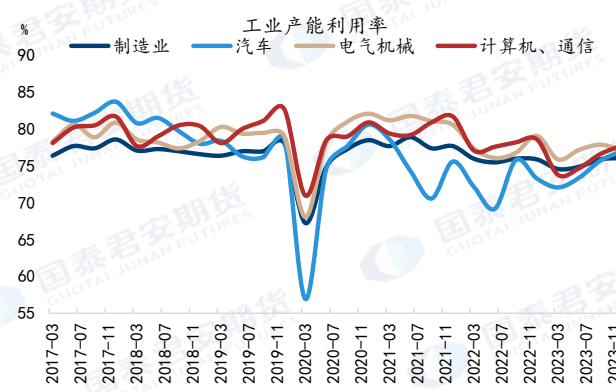
由于近几年制造业产能扩张较快，叠加需求恢复偏弱，出口增速睽违在负增长区域，制造业产能利用率偏低。2023 年，制造业产能利用率虽然出现趋势回升，至四季度回升至 76%，但从 2018 年以来数据看，也仅高于 2020 年一季度和 2023 年四季度。

图 16：近几年高技术制造业投资增速高于整体



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 17：工业产能利用率整体不高

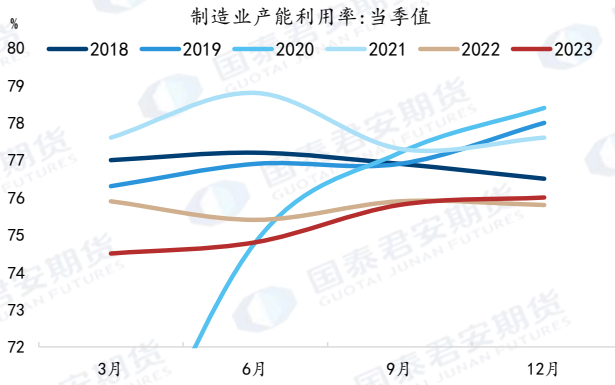


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

行业来看，计算机、通信和其他电子设备制造等制造业投资占比较高的行业，产能过剩问题相对更大，如 2023 年一季度仅为 73.7%，随后到三季度虽然回升至 76.5%，但仍处于轻度过剩区间。具有代表性的光伏、锂电产业链由于产能扩张过快，2023 年产品价格均出现大幅调整，与相关行业近些年资本开支扩张较快有关。

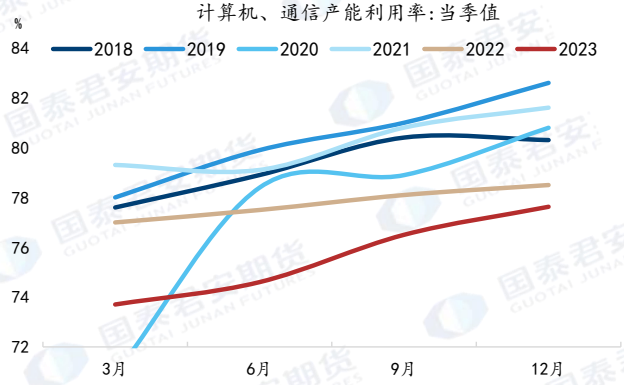
12 月 17 日中央财办有关负责同志详解中央经济工作会议精神文章中也指出，部分新兴行业存在重复布局和内卷式竞争，一些行业产能过剩。

图 18：2023 年制造业产能利用率处五年来偏低水平



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 19：计算机、通信行业产能利用率偏低

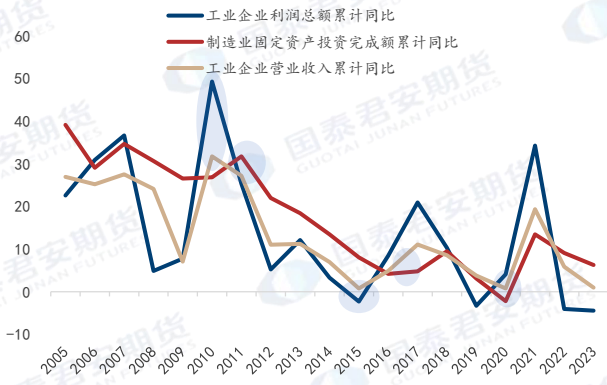


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

### 5.2.3 制造业投资领先指标利润回落

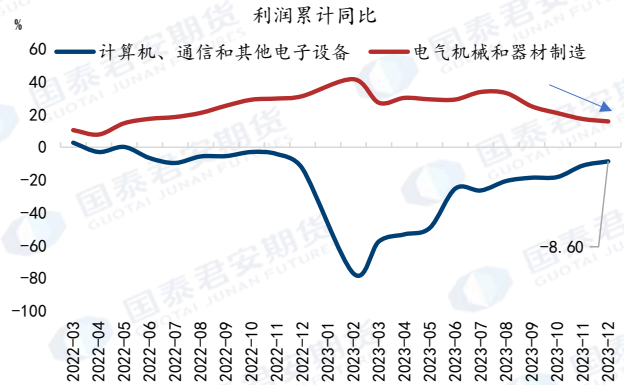
企业盈利是需求、价格等因素综合作用影响下的结果，前一年企业利润对企业投资意愿和能力均有较大影响。参考过往周期，工业企业利润同比领先于制造业投资同比变化约 1 年左右。2022 年、2023 年工业企业利润连续两年录得负增长，分别为 -4%、-2.3%。行业层面来看，2023 年以来，以计算机、通信设备制造业为代表的高技术制造业行业景气度明显回落，2023 年，制造业投资占比最大的通信设备、计算机及其他电子设备制造业的利润累计同比 -8.6%；制造业投资占比排名第二行业——电气机械和器材制造虽然利润同比录得 15.7%的正增长，但创下 2022 年 6 月以来最低水平。从利润领先性角度分析，2024 年制造业投资内生性意愿或并不强。

图 20 利润增速领先于制造业投资约 1 年左右



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 21：制造业投资前两名行业利润表现不佳



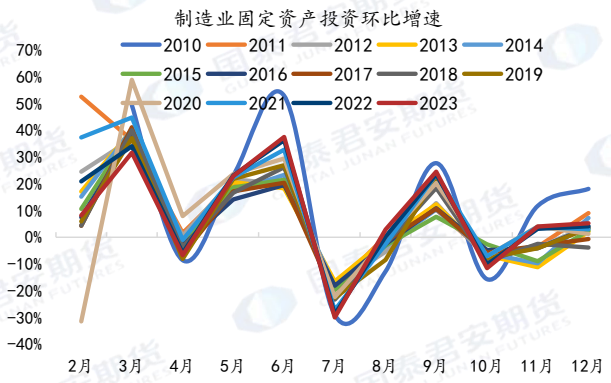
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

## 6. 2024 年制造业投资增速展望

制造业固定资产投资环比增速季节性明显，我们按照环比推同比的方法测算，环比增速取值参考 2022 年至 2023 年相对偏高的增速，但略微下调。毕竟在 2024 年，由于内、外需向上弹性相对有限，产能利用率抬升空间不足，制造业投资或仍需依赖于实体产业政策的助推，但去年基数偏高环境下复制前两年政策加码前期的高增长困难加大。基于此，我们预计 2024 年制造业投资增长 5.3%。

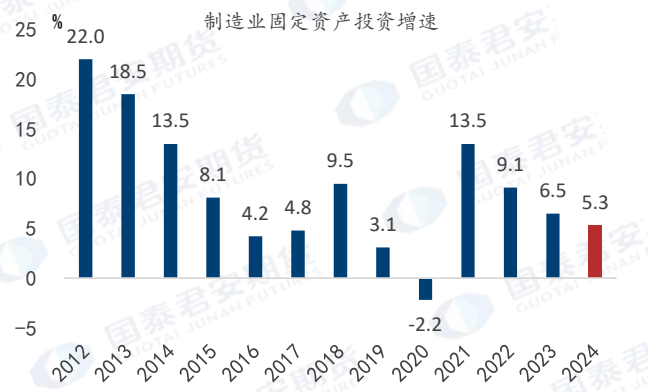


图 22：制造业固定资产投资环比增速季节性明显



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 23：预计 2024 年制造业投资增长 5.3%



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

## 本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

## 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。