

# 资本开支有望开启中国经济新周期

## ——新周期存在有哪些证据？（一）

### 核心观点：

在地产高频数据仍偏弱的情况下，近期多数经济指标都有明显改善。我们认为，这可能意味着中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期。针对宏观数据和微观体感在企业资本支出方面不一致的疑虑，我们用上市制造业企业的数与制造业固定资产投资进行了交叉验证，结果显示两者高度相关。从结构看，企业资本支出在各行业间出现了普遍的走强，少数行业产能过剩对资本开支周期可持续性的影响有限。

### ► 近期经济数据有所改善

在地产高频数据仍偏弱的情况下，近期多数经济指标都出现了明显的改善，包括1-2月的社零、工业增加值、出口交货值等在季调后分别较12月环比增长1.1%、1.1%、2.4%，这也与1-2月PMI表现强于季节性（好于季节规律0.4、0.3pct），CPI涨幅好于历史同期的情况相一致。我们认为，这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期。

### ► 制造业固投与上市公司数据相关性较高

针对宏观数据和微观体感在企业资本支出方面不一致的疑虑，我们用上市制造业企业的数和统计局的固定资产投资数据进行了交叉验证。结果显示，制造业上市公司的资本开支和固定资产投资统计的制造业投资数据高度相关。这意味着固定资产投资统计的数据整体是比较可靠的，而微观体感可能存在认知的偏差。

### ► 固定资产投资较强的行业

从2023年的复合同比增速（以2019年为基期）来看，在制造业行业中，电气机械、计算机通信、仪器仪表、化学制品、医药制造、专用设备制造、酒饮和农副食品加工业的固定资产投资增速最高（21.1%、15.6%、13.2%、11.4%、11.2%、10.7%、10.2%、10.1%）；服务业行业中，租赁和商务服务、信息软件技术业的固定资产投资增速最高（10.7%、9.7%），居民服务、住宿餐饮行业的资本开支也保持了较高的增速（5.3%、4.0%）。

### ► 少数行业产能过剩对资本开支周期的影响较为有限

有观点担忧，过去两年新能源汽车等行业资本支出确实偏强，但也存在产能过剩风险，可能会影响企业资本开支周期的可持续性。我们观察，企业资本支出走强的行业分布是比较广谱的，即使少数行业因产能过剩投资下行，对整体资本支出的影响或也比较有限。实际上，汽车行业的资本开支是弱于整体制造业的（2023年复合增速分别为3.2%、6.6%），这意味着虽然新能源汽车行业投资强劲，但其对汽车行业总体投资的提振也比较有限。

**风险提示：**经济与政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《潮水退去后或会看到裸泳者：—美联储缩表与美国金融体系脆弱性（一）》2024.03.24
- 2、《地产长周期拐点后的产业结构变化：—宏观专题报告》2024.03.16

## 正文目录

1. 近期经济数据有所改善.....	3
1.1 1-2月供需整体有所回升.....	3
1.2 1-2月PMI与CPI也好于季节性.....	4
1.3 地产高频数据仍然偏弱.....	5
1.4 关于新周期的争论.....	6
2. 资本开支走强的微观证据.....	7
2.1 制造业固投与上市公司数据相关性较高.....	7
2.2 哪些行业投资表现较强?.....	9
2.3 少数行业产能过剩会冲击企业资本开支周期的可持续性吗?.....	12
3. 风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1: 社零中的餐饮与商品消费规模 (季调).....	3
图表 2: 工业增加值 (季调).....	3
图表 3: 调查失业率.....	4
图表 4: 可比年份各月 PMI 指数.....	4
图表 5: PMI 综合指数变动.....	4
图表 6: 1-2月核心CPI环比累计涨幅(%).....	5
图表 7: 1-2月服务CPI环比累计涨幅(%).....	5
图表 8: 30大中城市商品房成交面积 (当周值).....	5
图表 9: 100大中城市成交土地溢价率.....	5
图表 10: 制造业和服务业资本支出 (季调).....	7
图表 11: 固定资产投资规模与上市公司资本开支规模.....	8
图表 12: 固定资产投资增速与上市公司资本开支增速.....	8
图表 13: 制造业各行业固定资产投资增速.....	9
图表 14: 2023H2制造业各行业固定资产投资的环比增速 (季调).....	10
图表 15: 电气机械和汽车制造业投资规模 (季调).....	10
图表 16: 专用设备和化学制品业投资规模 (季调).....	10
图表 17: 橡胶塑料制品业投资规模 (季调).....	11
图表 18: 农副食品加工业投资规模 (季调).....	11
图表 19: 金属制品业投资规模 (季调).....	11
图表 20: 计算机通信业投资规模 (季调).....	11
图表 21: 服务业各行业固定资产投资增速.....	11
图表 22: 各制造业行业较为普遍地出现资本开支走强.....	12
图表 23: 制造业与汽车制造业固定资产投资规模 (季调).....	13

## 1. 近期经济数据有所改善

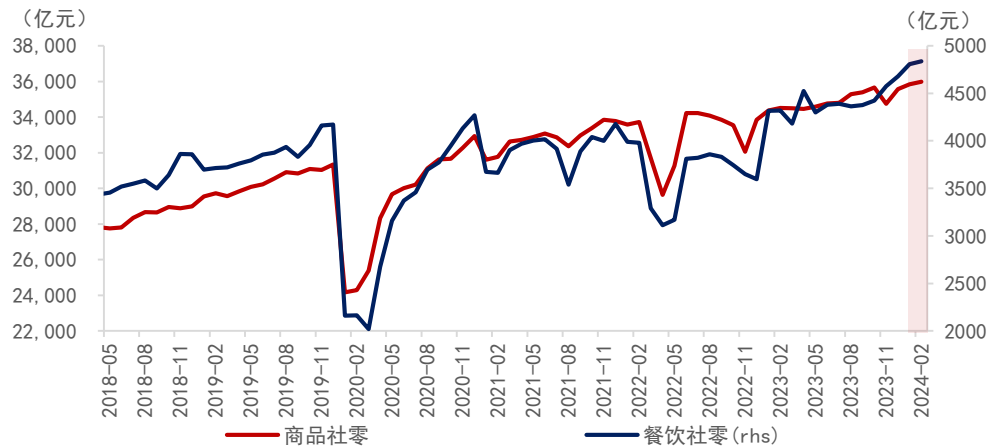
在地产高频数据仍偏弱的情况下，近期多数经济指标都出现了明显的改善。我们认为，这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。

### 1.1 1-2月供需整体有所回升

1-2月的经济数据显示，季节性调整后，需求端、生产端整体均有所回升。

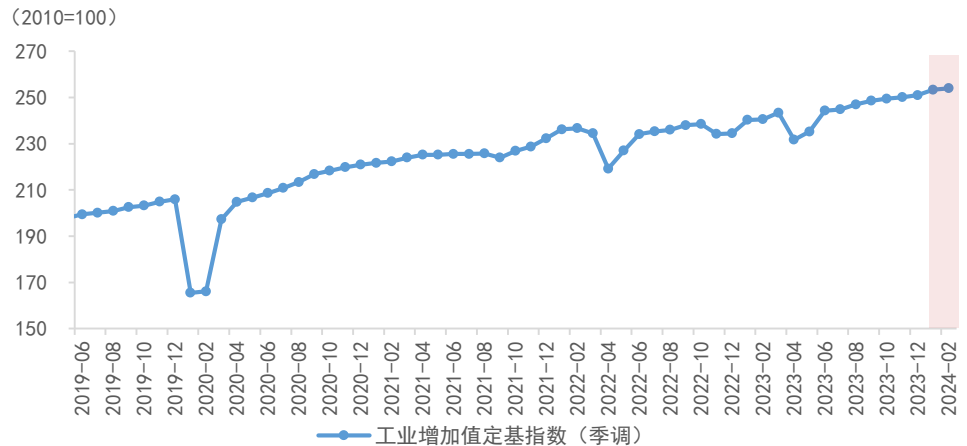
从结构上来看，季节性调整后，多数分项都有所改善：需求端，消费动能进一步修复，商品消费、餐饮消费双双回升，固定资产投资规模整体保持平稳；生产端，工业增加值、出口交货值均出现回升；就业形势也有一些边际改善的迹象。

图表1：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



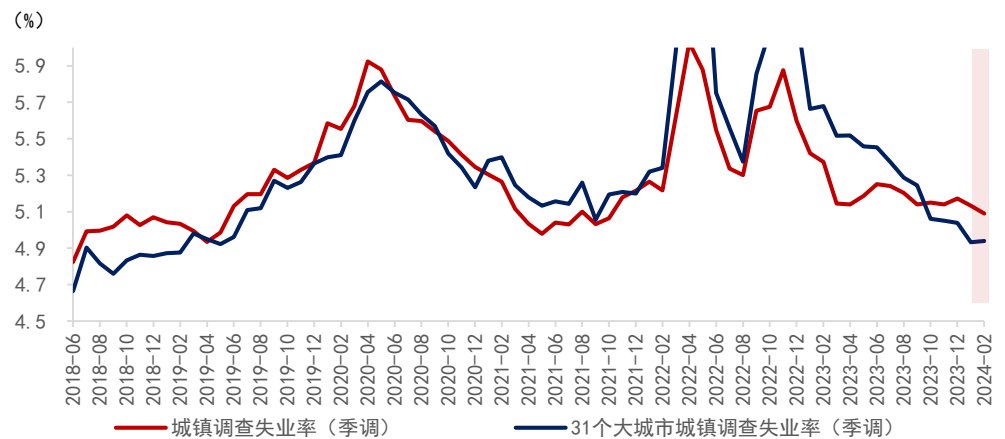
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：工业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：调查失业率



资料来源：Wind，国联证券研究所

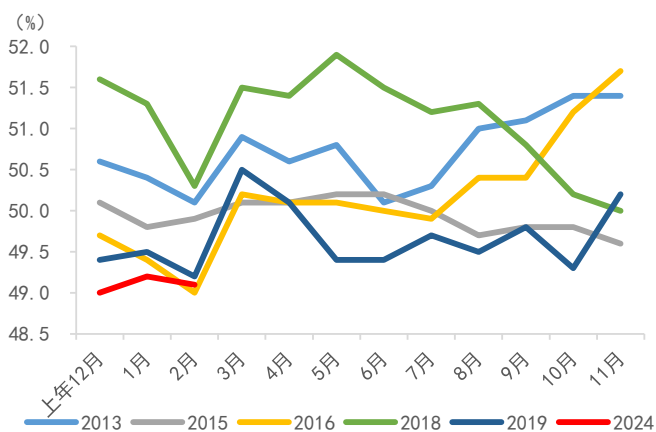
### 1.2 1-2月PMI与CPI也好于季节性

1-2月经济数据反映的供需回升，与1-2月PMI指数持续好于季节性，CPI涨幅好于历史同期的情况相一致。

1-2月PMI表现都明显好于季节性。考虑到PMI在1-2月的季节性规律会受春节的扰动，我们选择2013-2019年间春节和今年一样在2月的年份，计算PMI的季节性规律。

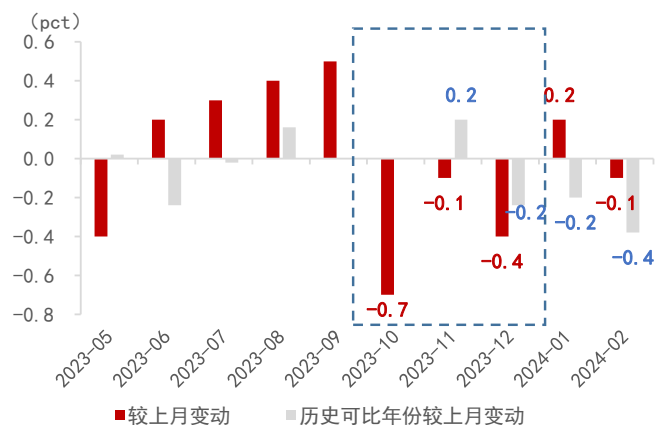
我们发现，在历史可比年份，1、2月PMI指数平均较上月回落0.2、0.4个百分点；而在今年1月PMI指数较上月增长了0.2个百分点，2月PMI也仅环比回落0.1个百分点，表现都明显好于季节性。

图表4：可比年份各月PMI指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

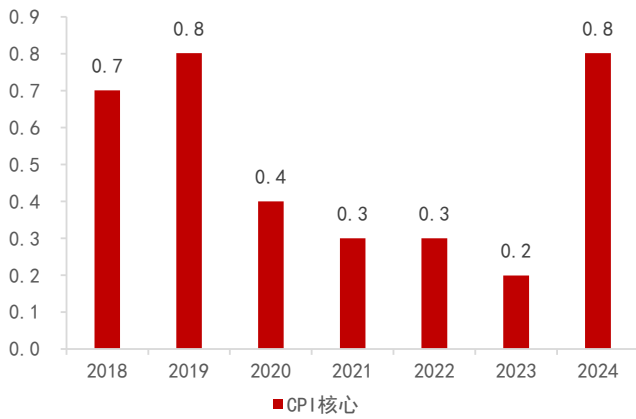
图表5：PMI综合指数变动



资料来源：Wind，国联证券研究所

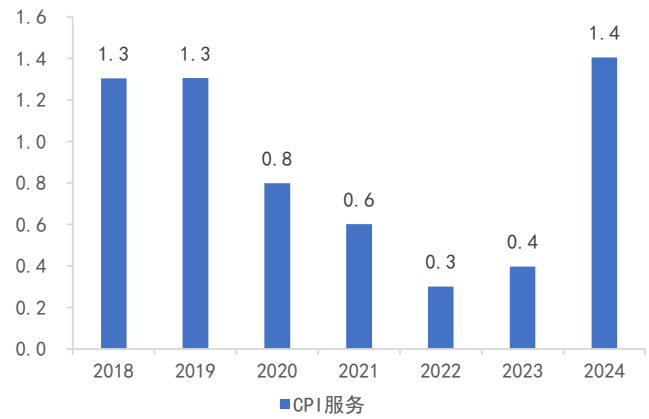
1-2月核心CPI与服务业CPI的涨幅也明显大于往年同期。1-2月核心CPI涨幅为0.8%，回到了2019年初的高位；1-2月服务业CPI涨幅为1.4%，达到近7年来的新高。

图表6：1-2月核心CPI环比累计涨幅(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：1-2月服务CPI环比累计涨幅(%)



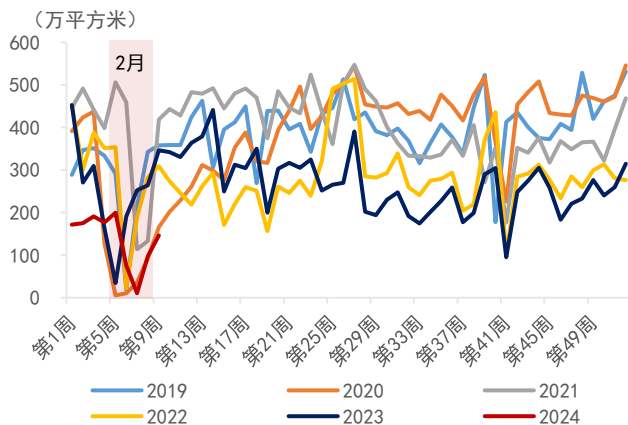
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3 地产高频数据仍然偏弱

但从2月的高频数据观察，地产市场出现了一些边际回落的迹象。土地市场方面，2月100大中城市成交土地溢价率平均为1.6%（前值3.8%），较上月有所回落。

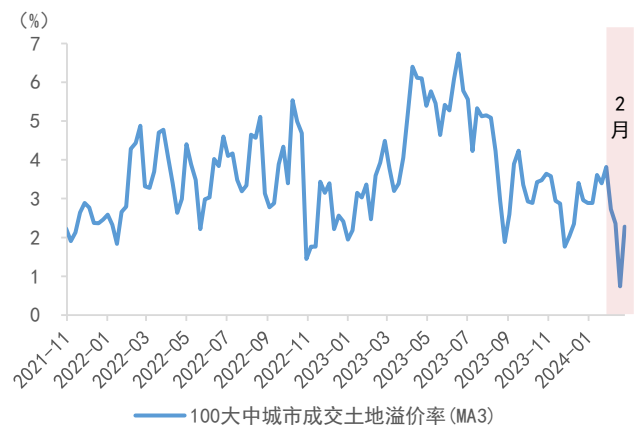
新房销售也较为低迷。相较2019年同期水平，2月30大中城市新房销售面积的复合平均增速为-15.1%（12月、1月：-12.8%、-11.5%），降幅再度扩大。

图表8：30大中城市商品房成交面积（当周值）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：100大中城市成交土地溢价率



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.4 关于新周期的争论

在地产高频数据仍偏弱的情况下，经济持续复苏，我们认为经济增长的新动能可能正在显现（《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》）。

就我们看来，企业资本支出扩张、工业企业利润增长、收入增长和消费回升可能正在一定程度上形成正向循环，以资本支出为核心的正循环可能已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步进入新的复苏周期。

这也意味着，2023年4季度以来的二次探底或已经结束，如我们此前预期的，经济有望在1季度重新回到复苏的轨道，并将在以资本支出为核心的新动能的支持下持续复苏（《1月PMI传递积极信号——对1月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》）。

但是，一些投资者对此持有怀疑的看法。例如：

- 在各方面不确定性较大的情况下，为什么企业的资本支出会上升？微观的体感和宏观数据似乎并不一致。
- 过去两年一些新能源行业的资本支出确实偏强，但是也存在产能过剩的风险，是不是未来资本支出持续支撑经济的可持续性有限？
- 此外，除了官方公布的宏观数据，一些投资者也希望能提供更多微观和中观层面的数据支持新周期可能启动的证据。

本文将首先讨论企业资本支出的问题。



## 2. 资本开支走强的微观证据

针对宏观数据和微观体感在企业资本支出方面不一致的疑虑，我们用上市制造业企业的数据和统计局的固定资产投资数据进行了交叉验证。结果显示，制造业上市公司的资本开支和固定资产投资统计的制造业投资数据高度相关。这意味着固定资产投资统计的数据整体是比较可靠的，而微观体感可能存在认知的偏差。

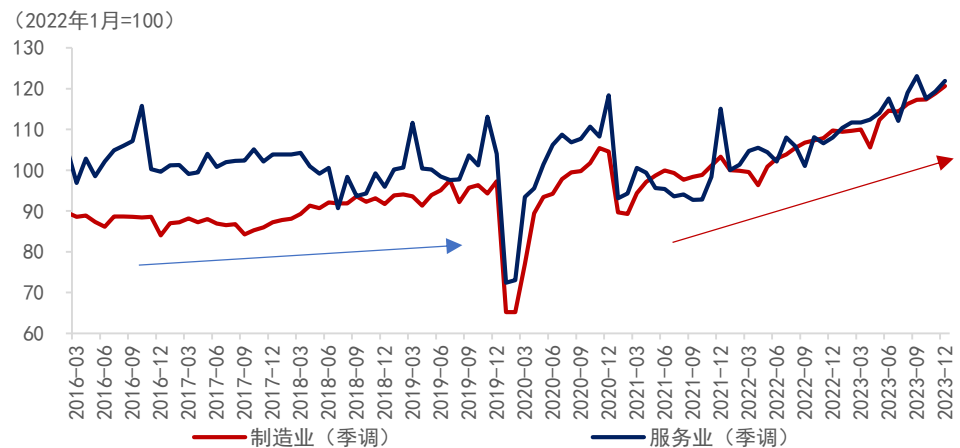
从行业层面来看，制造业中的电气机械、计算机通信、仪器仪表等行业，与服务业中的租赁和商务服务、信息软件技术等行业在 2023 年的资本开支增长最为强劲。

此外，以 2019 年为基期来观察，企业资本支出走强的行业分布是比较广谱的，而不是集中在如新能源汽车等少数行业。这意味着即使少数行业因为产能过剩投资下行，对整体资本支出的影响可能也比较有限。实际上，汽车行业的资本开支是弱于制造业整体的，这意味着虽然新能源汽车行业投资强劲，但其对汽车行业总体投资的提振也很有限，更不必说对整体制造业投资和企业资本支出构成多大贡献。

### 2.1 制造业固投与上市公司数据相关性较高

从固定资产投资的指标观察，季节性调整后，近两年来，制造业与服务业的固定资产投资都出现了明显的回升。但有市场观点质疑，微观体感上企业资本开支并没有出现明显的走强，固定资产投资的指标对于企业资本开支是否具有普遍意义？

图表10：制造业和服务业资本支出（季调）



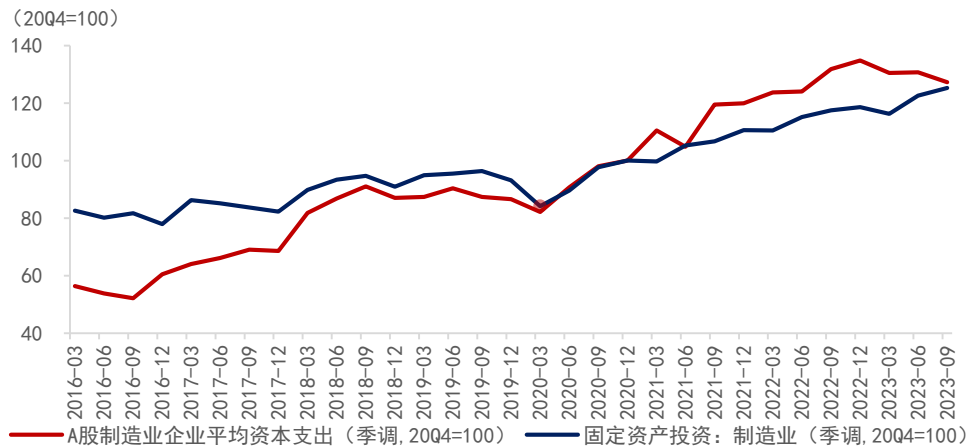
资料来源：Wind，国联证券研究所；资本开支数据经 PPI 做不变价调整。

我们用 1529 家制造业上市公司的资本开支数据进行了对比验证。为了数据的可比性，我们选取了所有在 2016 年前上市的 A 股制造业企业，并剔除了其中数据不全

的企业，得到了 1529 家企业的样本。

从经过季节性调整后和定基化处理的数据来看，A 股制造业上市公司的资产开支与统计局的制造业固定资产投资规模的变动在方向上高度趋同。

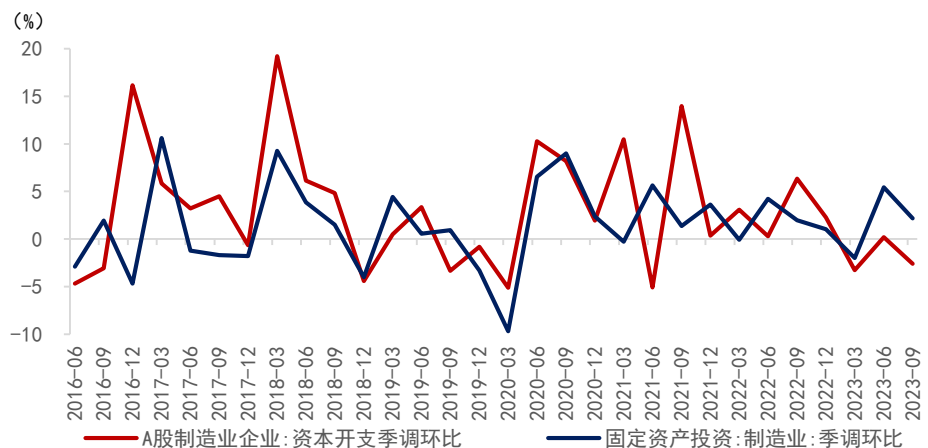
图表11：固定资产投资规模与上市公司资本开支规模



资料来源：Wind，国联证券研究所

进一步做环比增速的比较，我们发现 A 股制造业上市企业的资本支出增速与统计局的制造业固定资产投资的增速相关性也较高。

图表12：固定资产投资增速与上市公司资本开支增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

这意味着，固定资产投资口径的数据应该还是比较可靠的，可以代表中国制造业部门资本支出的状况。中国的企业资本开支近两三年以来确实出现了明显的走强。



## 2.2 哪些行业投资表现较强？

既然我国的企业资本开支的确出现了明显的走强。那么其中，哪些行业表现较强呢？

首先，在制造业行业中，从以 2019 年为基期的 2023 年的复合同比增速来看，电气机械、计算机通信、仪器仪表、化学制品、医药制造、专用设备制造、酒饮和农副食品加工业的固定资产投资增速最高。

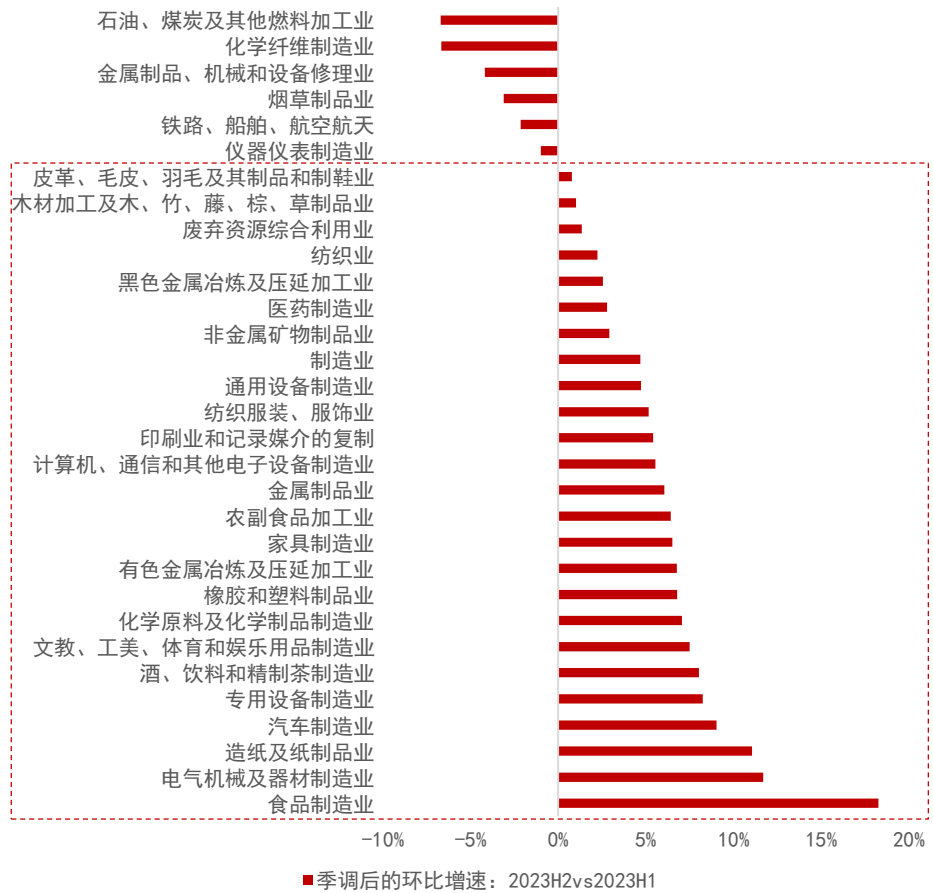
图表13：制造业各行业固定资产投资增速

行业	累计复合同比增速（%，以2019年为基期）					较上期增速变化（pct）			
	2020	2021	2022	2023	2024 (1-2月)	2021	2022	2023	2024 (1-2月) vs2023年
电气机械及器材制造业	-7.6	6.7	17.6	21.1	19.0	14.3	10.8	3.5	-2.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.5	17.3	17.8	15.6	18.8	4.8	0.5	-2.2	3.1
仪器仪表制造业	-7.1	2.0	12.8	13.2	18.1	9.1	10.8	0.4	4.9
化学原料及化学制品制造业	-1.2	6.9	10.7	11.4	11.2	8.1	3.8	0.7	-0.2
医药制造业	28.4	19.2	14.6	11.2	10.7	-9.2	-4.6	-3.3	-0.6
专用设备制造业	-2.3	10.2	10.8	10.7	10.8	12.5	0.6	-0.1	0.1
酒、饮料和精制茶制造业	-7.8	3.8	11.1	10.2	14.6	11.6	7.3	-0.9	4.4
农副食品加工业	-0.4	8.8	11.0	10.1	9.5	9.2	2.2	-0.8	-0.7
黑色金属冶炼及压延加工业	26.5	20.4	13.1	9.8	12.7	-6.1	-7.3	-3.4	2.9
废弃资源综合利用业	4.1	5.4	10.8	9.7	8.7	1.3	5.4	-1.0	-1.1
食品制造业	-1.8	4.1	7.2	8.5	7.8	5.9	3.1	1.3	-0.7
烟草制品业	-18.8	4.5	-2.4	8.0	4.1	23.3	-7.0	10.5	-3.9
有色金属冶炼及压延加工业	-0.4	2.1	6.4	7.9	12.8	2.5	4.4	1.5	4.9
金属制品、机械和设备修理业	-31.3	-0.7	-8.5	7.0	7.3	30.6	-7.8	15.5	0.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.5	11.1	7.9	6.7	6.1	8.6	-3.2	-1.2	-0.6
<b>制造业</b>	-2.2	5.4	6.6	6.6	6.1	7.6	1.2	0.0	-0.5
造纸及纸制品业	-5.1	3.7	5.2	6.4	10.1	8.8	1.5	1.2	3.7
橡胶和塑料制品业	-1.2	5.8	6.7	6.2	6.5	7.0	1.0	-0.5	0.3
通用设备制造业	-6.6	1.3	5.6	5.4	4.9	7.9	4.3	-0.2	-0.5
非金属矿物制品业	-3.0	5.2	5.7	4.4	4.3	8.2	0.5	-1.3	-0.1
金属制品业	-8.2	1.1	4.6	4.3	5.8	9.3	3.4	-0.3	1.5
化学纤维制造业	-19.4	3.1	8.8	3.9	2.7	22.5	5.8	-5.0	-1.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-18.0	-3.4	3.7	3.5	4.3	14.6	7.1	-0.2	0.9
汽车制造业	-12.4	-8.2	-1.7	3.2	0.2	4.2	6.5	4.9	-3.0
纺织业	-6.9	2.1	2.9	2.1	-0.5	9.0	0.9	-0.8	-2.6
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-15.8	-7.3	2.1	0.8	4.9	8.5	9.5	-1.3	4.1
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-26.5	-9.6	-1.4	-1.0	1.4	16.9	8.2	0.4	2.4
印刷业和记录媒介的复制	-20.5	-7.9	-2.9	-2.4	3.4	12.6	5.0	0.5	5.8
家具制造业	-15.8	-7.5	-1.0	-2.7	-2.8	8.3	6.4	-1.7	-0.1
纺织服装、服饰业	-31.9	-15.8	-3.9	-3.5	0.5	16.1	11.9	0.4	4.0
石油、煤炭及其他燃料加工业	9.4	8.7	1.8	-3.8	-6.5	-0.7	-6.9	-5.6	-2.7

资料来源：Wind，国联证券研究所

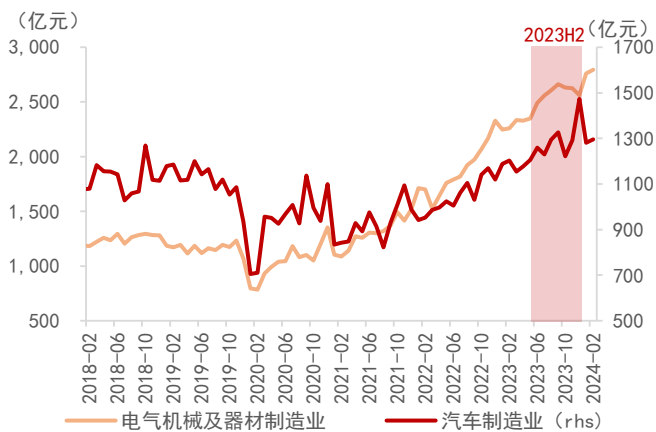
其次，从季节性调整后投资规模的环比增长来看，2023 年下半年，具有一定投资规模（2023 年投资在制造业投资中占比超过 3%）的制造业行业中：电气机械、汽车制造、专用设备制造、化学制品、橡胶塑料、农副食品加工、金属制品和计算机通信业的投资增长最为突出——基本与年度复合同比增速显示的结果一致。

图表14：2023H2 制造业各行业固定资产投资的环比增速（季调）



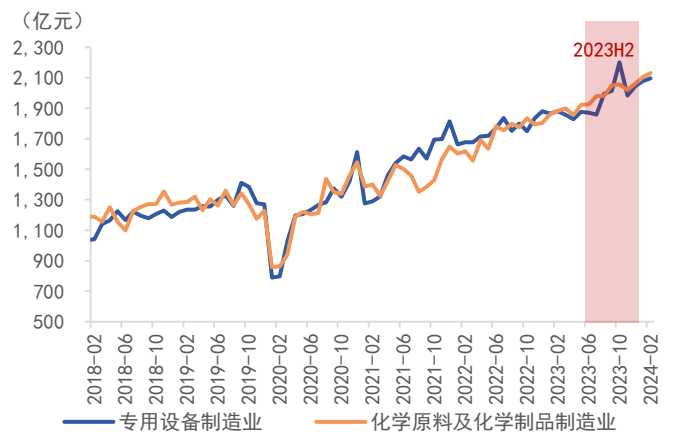
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：电气机械和汽车制造业投资规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：专用设备和化学制品业投资规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17: 橡胶塑料制品业投资规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 农副食品加工业投资规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 金属制品业投资规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: 计算机通信业投资规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

最后, 在服务业细分行业中, 从以 2019 年为基期的 2023 年的复合同比增速来看, 租赁和商务服务、信息软件技术业的固定资产投资增速最高。居民服务、住宿餐饮行业的资本开支也保持了较高的增速。

图表21: 服务业各行业固定资产投资增速

服务业细分行业	累计复合同比增速 (% , 以2019年为基期)					较上期增速变化 (pct)				
	2020	2021	2022	2023	2024 (1-2月)	2021	2022	2023	2024 (1-2月) vs 2023年	
租赁业和商务服务业	5.0	9.2	10.9	10.7	11.1	4.2	1.7	-0.3	0.4	
信息传输、软件和信息技术服务业	18.7	2.1	8.3	9.7	10.3	-16.6	6.2	1.3	0.6	
居民服务和修理	-2.9	-6.7	2.0	5.3	3.3	-3.8	8.7	3.3	-2.0	
住宿和餐饮业	-5.5	0.4	2.7	4.0	6.9	5.9	2.3	1.4	2.8	
文化、体育和娱乐业	1.0	1.3	2.0	2.2	1.1	0.3	0.7	0.1	-1.1	
金融业	-13.3	-6.0	-0.8	-3.7	-0.2	7.3	5.2	-2.9	3.5	
批发和零售业	-21.5	-14.1	-8.0	-6.2	-5.8	7.4	6.0	1.9	0.4	

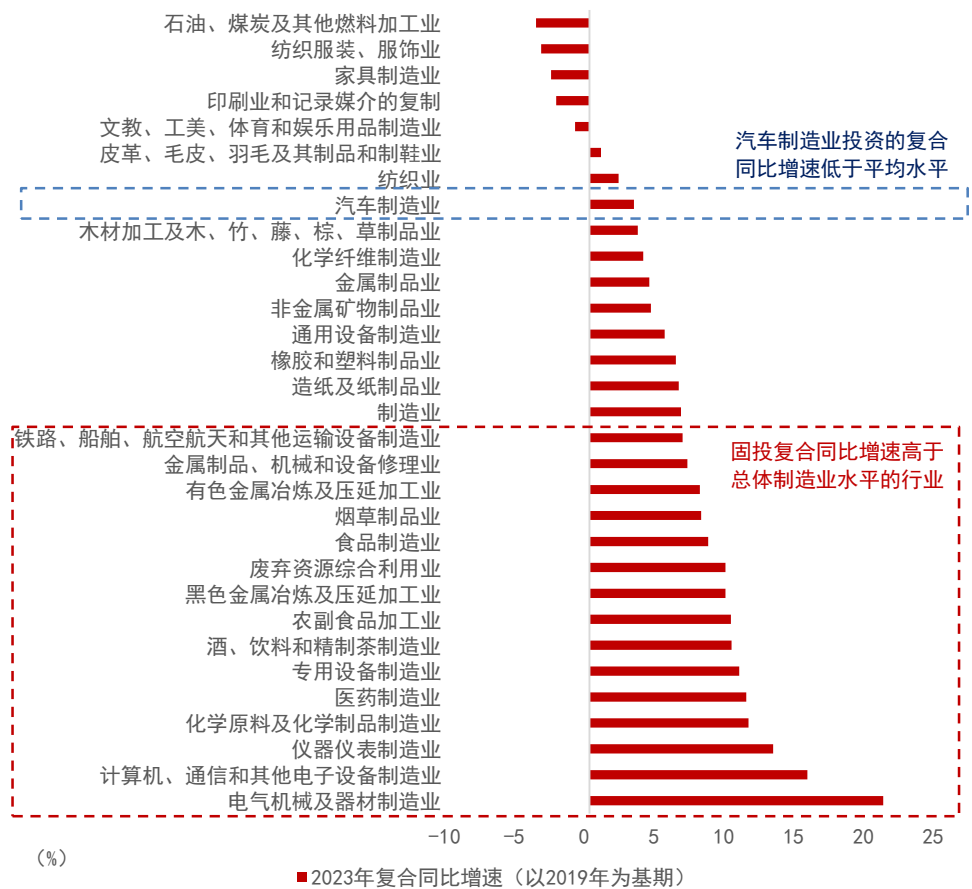
资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.3 少数行业产能过剩会冲击企业资本开支周期的可持续性吗？

有观点担忧，过去两年新能源汽车等行业的资本支出确实偏强，但是也存在产能过剩的风险，是不是未来资本支出持续支撑经济的可持续性有限？

以2019年为基期来观察，企业资本支出走强的行业分布是比较广谱的，而不是集中在如新能源汽车等少数行业。我们认为，这意味着即使少数行业因为产能过剩投资下行，对整体资本支出的影响可能也比较有限。

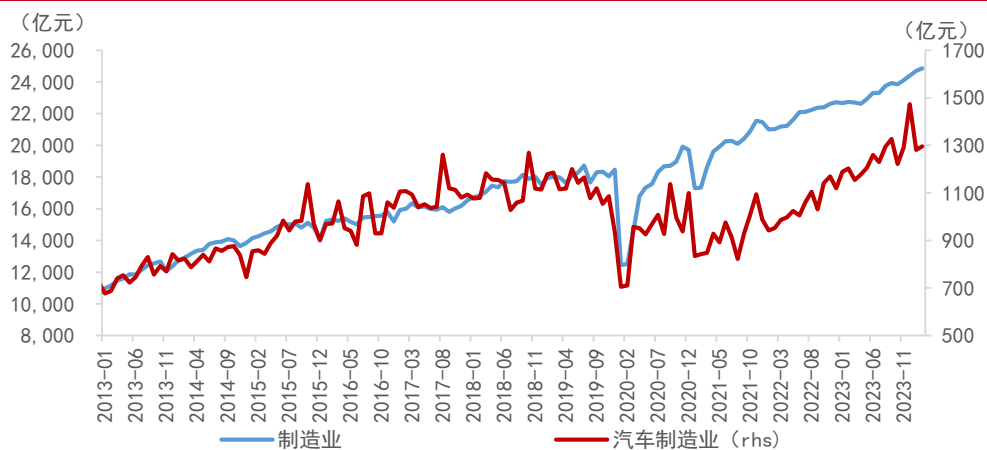
图表22：各制造业行业较为普遍地出现资本开支走强



资料来源：Wind，国联证券研究所

实际上，汽车行业的资本开支是弱于制造业整体的，这意味着虽然新能源汽车行业投资强劲，但其对汽车行业总体投资的提振也比较有限，更不必说对整体制造业投资和企业资本支出构成多大贡献。

图表23：制造业与汽车制造业固定资产投资规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

因此，我们认为，或许不必过于担忧少数行业的产能过剩影响总体企业资本开支周期的可持续性。

### 3. 风险提示

经济与政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼