

宏观点评 20240424

制造业投资：何以风头正劲？

2024年04月24日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《经济“一季报”vs 财政“一季报”：信号有何不同？》

2024-04-22

《美债利率二次狂飙,还会再度破 5% 吗?》

2024-04-17

■ **制造业投资在当前超预期的宏观数据中异军突起,其含金量和可持续性也引发市场关注。**在一季度中国经济中,制造业投资在不仅增速上反超基建投资,更是贡献了固定资产投资回升的 41%。这至少说明在对冲地产相对较弱的阶段,中国经济有了一抹春绿。但与以往不同的是,这一次制造业投资的“卷土重来”,在**结构上、区域上、效率上**均呈现出新的特征,也就需要有新的视角和框架加以审视。

我们认为**结构上**,这一次制造业投资“含科技量”变得更高了、非民间投资的重要性也比先前提升了不少。**区域上**,此次制造业投资“挑大梁”的任务并不是完全落在经济大省或工业大省的肩上,更多是各省“因地制宜”齐心搞制造业。**效率上**,制造业投资再启扩张之路也并非完全“一帆风顺”,还有产能利用率偏低等核心问题亟需解决。

■ **制造业投资“风头正劲”,这次有什么不同?从 2013 年起,我国曾两度按下过制造业投资的“加速键”。**第一次发生在 2018 年中美贸易战期间,面对美国对华的技术封锁,我国推行了一系列增强制造业核心竞争力的政策,促使制造业投资增速成功超越了长期“跑在前方”的基建。**第二次发生在 2021 年全球疫情反复时期**,在全球供应链面对冲击、人力成本上升等背景下,制造业的重要性再起,缓缴税费等利好政策成功传导至制造业投资、提振制造业投资增速上行。而这一次,在海外 AI 加速发展、主要发达经济体加大新兴产业补贴力度的背景下,促进制造业发展的重要性终于“重返舞台”。

■ **结构上,“新质”行业明显跑过了“旧质”行业。**根据制造业子行业的投资增速来看,此次制造业投资扩张的主要推动来自于科技含量更高的产业(如通用设备、专用设备、电子设备、医药、汽车等)。受益于推进制造业升级的政策利好,这些“新质”行业的投资增速明显快于“旧质”行业,成为制造业发展的新兴引擎。

■ **民间投资欠火候,政策加持更给力。**相较于由地方政府主导的基建投资,制造业投资更倾向于市场化运作,通常以民营企业为主导,并且大部分制造业项目的融资主要来源于自筹资金。然而,2024 年一季度制造业民间投资相对整体投资同比增速却在不断下探,制造业民企信心相对薄弱的同时,政府对制造业的支持力度变得更“给力”了一些。

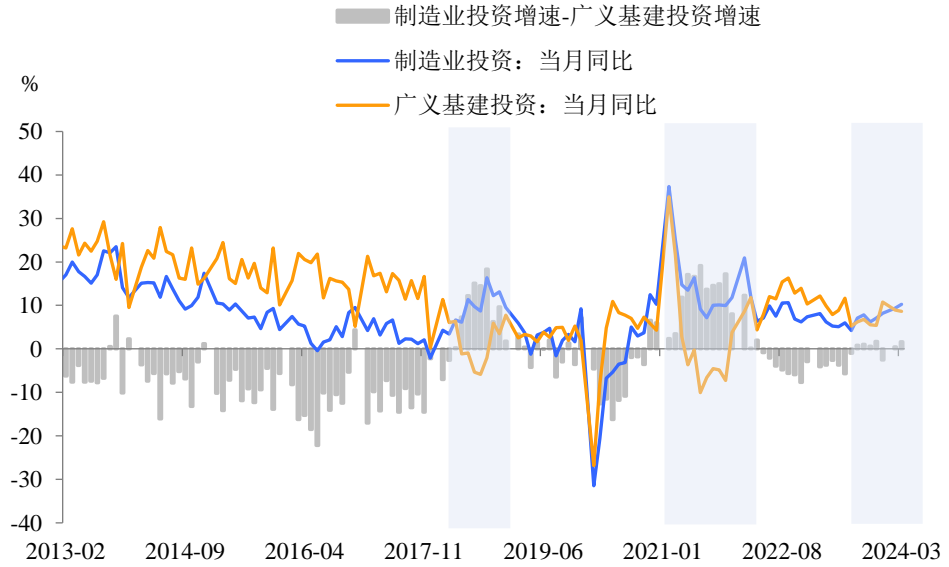
从财政端来看,目前科技支出刚性不减,这与前两轮制造业投资扩张周期中财政端科技支出增速持续上行的情形基本一致。不过比起前两轮制造业投资扩张周期,此次新增了用于城乡融合发展和高质量发展的超长期特别国债,它也将一定程度上辅助制造业上行。从货币端来看,也有加大对制造业首贷户的支持力度、加强对传统制造业设备更新以及技术改造的中长期资金支持等政策出台。

除了政策端的对冲作用,制造业民企自身的复苏也“正在路上”。从 2023 年四季度起,工业制造业企业的利润以及 ROE 都在发生明显好转。因此我们认为,2024 年身为制造业资金来源绝对主体的自筹资金,其流向制造业的资金规模将多于 2023 年。

■ **区域上,单靠经济或工业大省或许“势单力薄”,各地“因地制宜”更重要。**曾经“重仓”制造业的工业大省主要集中在华东与中南地区,但透过一季度各省的制造业投资增速来看,部分非工业大省的制造业表现也并不弱(比如在西南地区中,公布了一季度制造业投资增速的重庆、贵州、云南都跑赢了全国增速)。再从总书记考察科技及制造业发展的“路线图”来看,也逐渐从一些经济大省及工业大省、去向西部地区。4 月底总书记到西南地区中制造业投资占 GDP 比重最高的重庆,提到要“因地制宜发展新兴产业,加快西部地区产业转型升级”,这也说明了这一次制造业投资扩张周期,靠的更多是众省“齐心协力”、而非大省“单枪匹马”。

- **效率上，仍有产能利用率偏低需要解决。**当然，新一轮制造业投资的兴起并非易事。面对制造业产能利用率偏低、尤其是**大部分科技含量较高的中下游行业产能利用率均在下滑**这一问题，需要的是结构性政策措施的加快落地生效，以及在打好总量“持久战”的同时兼顾好需求端的“东山再起”。
- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 从 2013 年起, 共发生了三轮“制造业投资扩张周期”



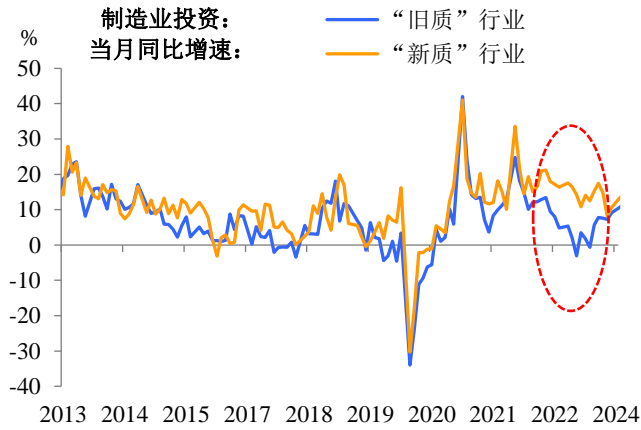
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 近年来的三轮制造业投资扩张周期

时间	经济背景	鼓励制造业发展政策
2018Q1-2019Q1	2018年由于中美贸易战的爆发和国际经贸摩擦的普遍发生, 外向型经济特征明显的东部地区的工业增加值下滑趋势明显。除此之外, 美国还对中国重要科技领域进行了技术封锁, 对部分中国品牌进行限制和打压。	发布《增强制造业核心竞争力三年行动计划(2018-2020年)》, 加快发展先进制造业, 增强制造业核心竞争力; 发布《高端智能再制造行动计划(2018-2020年)》, 进一步提升机电产品再制造技术管理水平和产业发展质量; 发布《关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》, 引导地方支持扩大实体经济领域小微企业融资担保业务规模, 降低小微企业融资担保成本等政策。
2021Q1-2022Q1	由于新冠疫情反复、极端灾情、国际形势复杂等因素, 经济下行压力大。同时全球疫情对全球供应链造成了严重的冲击, 使得原材料的供应出现问题, 提高了生产成本。制造业也面临着人力成本上升的压力, 这对制造业的利润率构成了压力。	发布《“十四五”智能制造发展规划》, 提出“十四五”及未来相当长一段时期, 推进智能制造, 推动制造业实现数字化转型、网络化协同、智能化变革; 发布《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》, 加快培育发展制造业优质企业, 是激发市场主体活力; 对制造业中小微企业延续实施缓缴税费政策等。
2023Q4-至今	从外部看, 在海外AI加速发展、主要发达经济体加大新兴产业补贴力度的背景下, 我国产业政策加码及切实落地的紧迫性明显提升。 从内部看, 作为新质生产力发展载体的战略性新兴产业和未来产业可以带来经济发展质量和效率的深层次变革, 是实现经济高质量发展的一大“捷径”。	2023年中央经济工作会议及2024年全国两会上都重点提及到了“新质生产力”, 并且政府工作报告中将“新质生产力”放到了重点工作首位。 此后, 发布了一系列利好科技创新及制造业发展的政策, 包括但不限于《关于深化制造业金融服务, 助力推进新型工业化的通知》、《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》、《关于进一步支持境外机构投资境内科技型企业的若干政策措施》等政策。

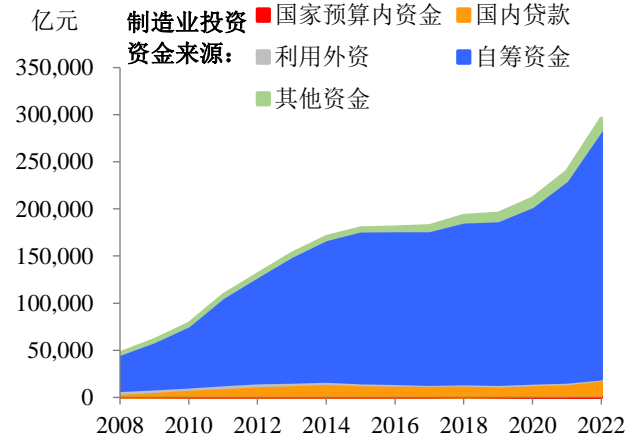
数据来源: 中国政府网, 新华社, 东吴证券研究所

图3：“新质”行业明显跑过了“旧质”行业



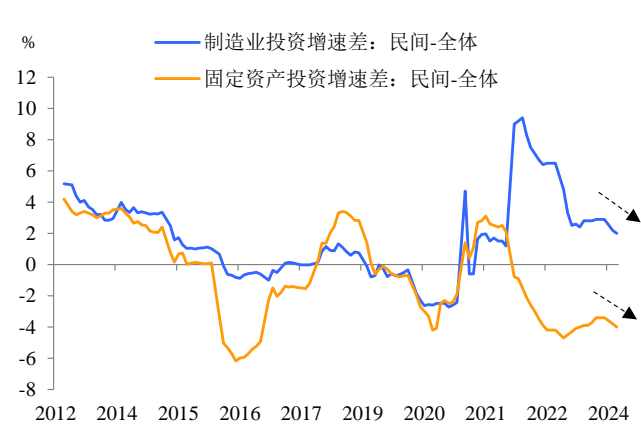
注：“新质”包括通用设备、专用设备、电气机械、电子设备、运输设备、仪器仪表、医药、汽车行业。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：自筹资金是制造业投资最主要的资金来源



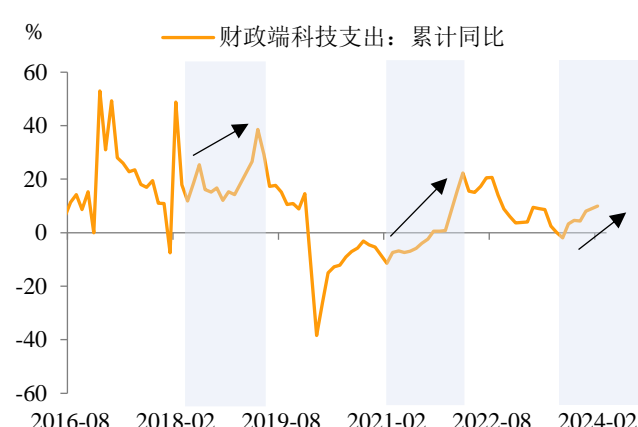
数据来源：《中国统计年鉴》，东吴证券研究所

图5：今年以来制造业民间投资表现逐步“降温”



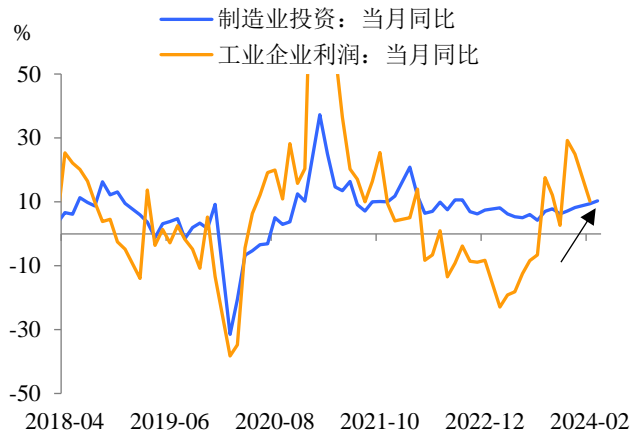
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：1-2月财政端科技支出力度不弱



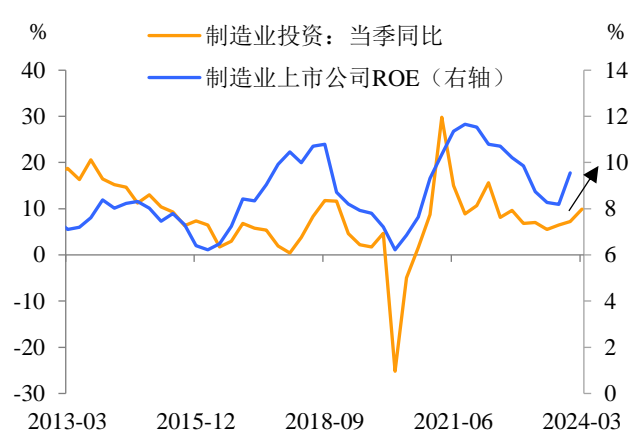
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2023年四季度起工业企业利润增速转正



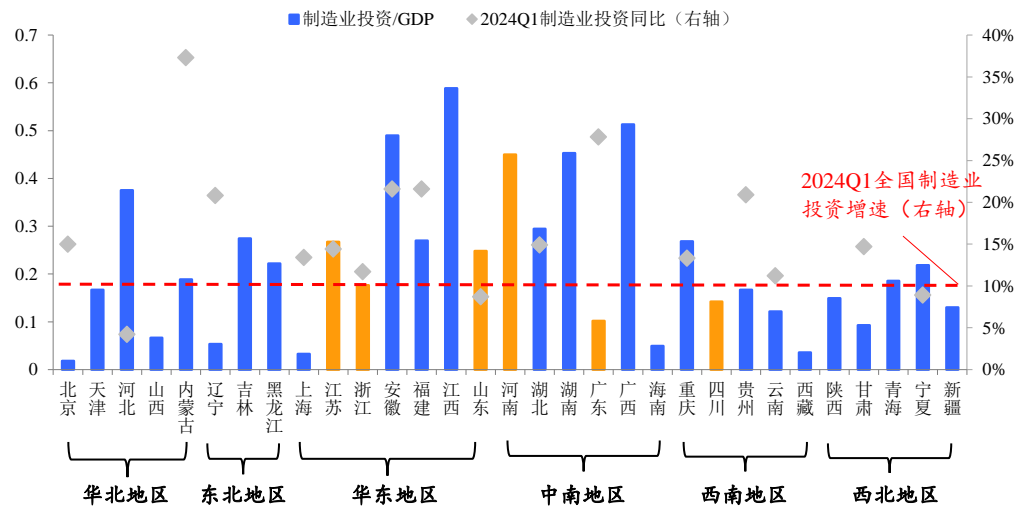
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：制造业上市公司ROE表现也在逐步修复中



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：一季度部分非经济大省或非工业大省的制造业投资表现也较好



注：橙色柱状表示经济大省。

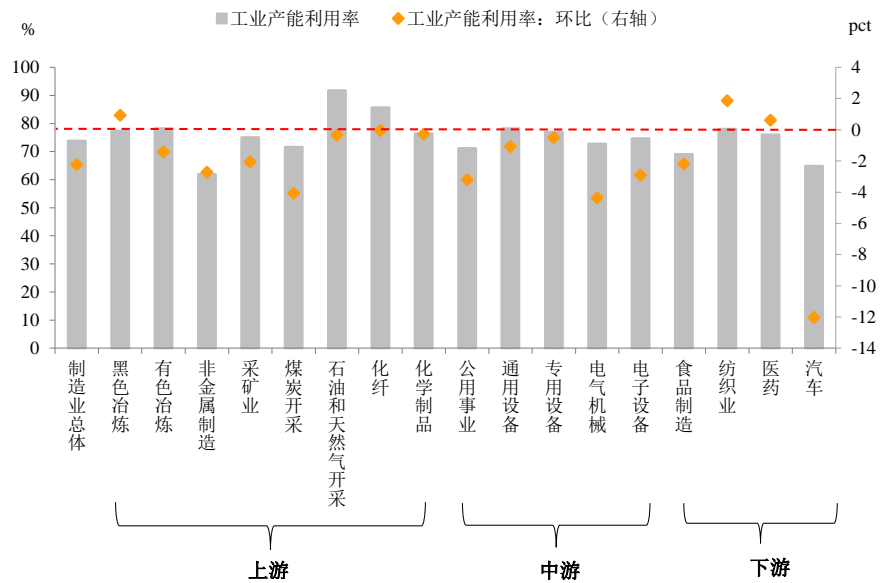
数据来源：Wind，各省统计局官网，东吴证券研究所

图10：总书记对科技及制造业的提及，从工业大省及经济大省、逐渐蔓延到了其他地区

时间	考察地点	内容
2023.09.06-09.08	黑龙江	整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业， 加快形成新质生产力。
2023.09.20-09.21	浙江	浙江要在以科技创新塑造发展新优势上走在前列。 把实体经济作为构建现代化产业体系的根基，引导和支持传统产业加快应用先进技术，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。
2023.10.10-10.13	江西	加快战略性新兴产业发展壮大，积极部署未来产业。
2023.11.28-12.02	上海	推进中国式现代化离不开科技、教育、人才的战略支撑， 上海在这方面要当好龙头，加快向具有全球影响力的科技创新中心迈进。
2023.12.14-12.15	广西	必须主动适应和引领新一轮科技革命和产业变革，深入实施创新驱动发展战略、科教兴桂战略和人才强桂战略。
2024.03.05	江苏（十四届全国人大二次会议江苏代表团审议）	要牢牢把握高质量发展这个首要任务， 因地制宜发展新质生产力。 各地要坚持从实际出发，先立后破、因地制宜、分类指导， <u>根据本地的资源禀赋、产业基础、科研条件等</u> ，有选择地推动新产业、新模式、新动能发展。
2024.03.20	湖南（主持召开新时代推动中部地区崛起座谈会）	要以科技创新引领产业创新， 积极培育和发展新质生产力。
2024.04.22-04.23	重庆（主持召开新时代推动西部大开发座谈会）	要坚持把发展特色优势产业作为主攻方向， 因地制宜发展新兴产业，加快西部地区产业转型升级。

数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图11：大部分科技含量较高的中下游行业均面临产能利用率下滑的问题



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>