

制造业保持较高修复速度，但年度累计增速难转正

——制造业数据分析（2020 年 10 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要

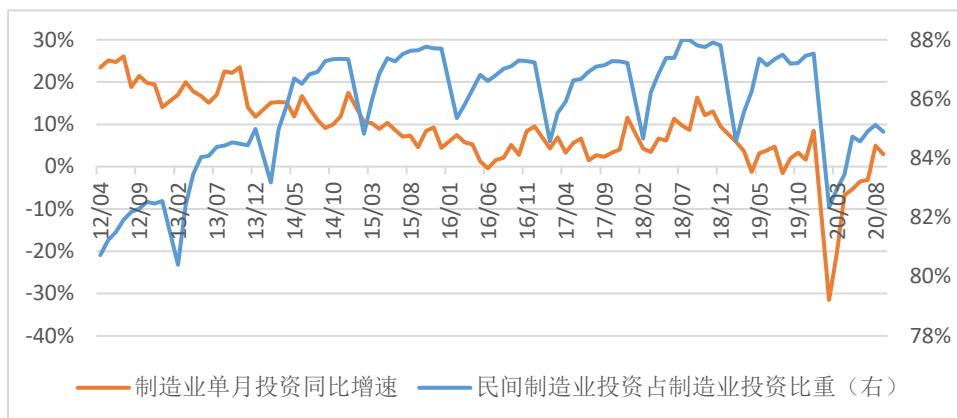
8 月制造业投资增速大幅跳升，9 月增速随从高位回落，但剔除 8 月的基数因素后，9 月制造业保持较快的修复斜率。整体来看，8、9 月制造业投资保持较快的恢复速度，是国内外需求同步上升叠加企业盈利持续好转共同推动的结果，此外，银行信贷政策对制造业的倾斜为制造业投资恢复提供了资金支撑。从行业角度看，医药、电子以及黑色金属冶炼是制造业投资复苏的最重要支撑。展望四季度，从上述行业看，四季度全球疫情的发展导致对医疗物资以及居家办公产品需求不降，电子、医药制造行业投资依然是制造业投资的重要拉动力量；而随着冬季建筑行业淡季的来临叠加冬季限产，黑色金属以及相关的建筑链条制造业投资增速或将有所下降，对制造业投资拉动作用下降；汽车行业需求与利润大幅改善，趋势良好，9 月汽车投资首次转正但仍处于低位，四季度汽车投资具备一定的上升空间。综合来看，四季度制造业投资将继续修复，单月增速有望保持正增长，但全年累计增速或难以转正。

一、制造业投资保持较快的增速

自 3 月以来，制造业投资增速一直是拖累整体固定资产投资增速上行的因素。制造业投资单月增速由 3 月-20.6%反弹至 4 月-6.8%以后，修复斜率放缓。但 8 月份制造业同比增速跳升 8.1 个百分点至 5%，远超去年同期水平，也超过市场预期值。8 月制造业同比增速大幅跳升，一方面是由于去年基数较低造成（去年同比增速从 7 月 4.7%降至 8 月-1.6%，下降 6.3 个百分点），剔除去年基数因素¹后，估算 8 月制造业同比增速为 -1.4%，修复斜率较 7 月相比大幅上升。因此 9 月制造业同比实现 3% 的正增长，虽然较 8 月数据下降 2 个百分点，但依然位于正增长区间，保持了较快的修复速度。

¹ 剔除去年 8 月基数：首先计算 2013-2018 年 5 年 8 月平均环比增速为-2.3%，以此计算 2019 年 8 月制造业投资规模

图 1：9 月制造业投资单月同比增速保持正增长



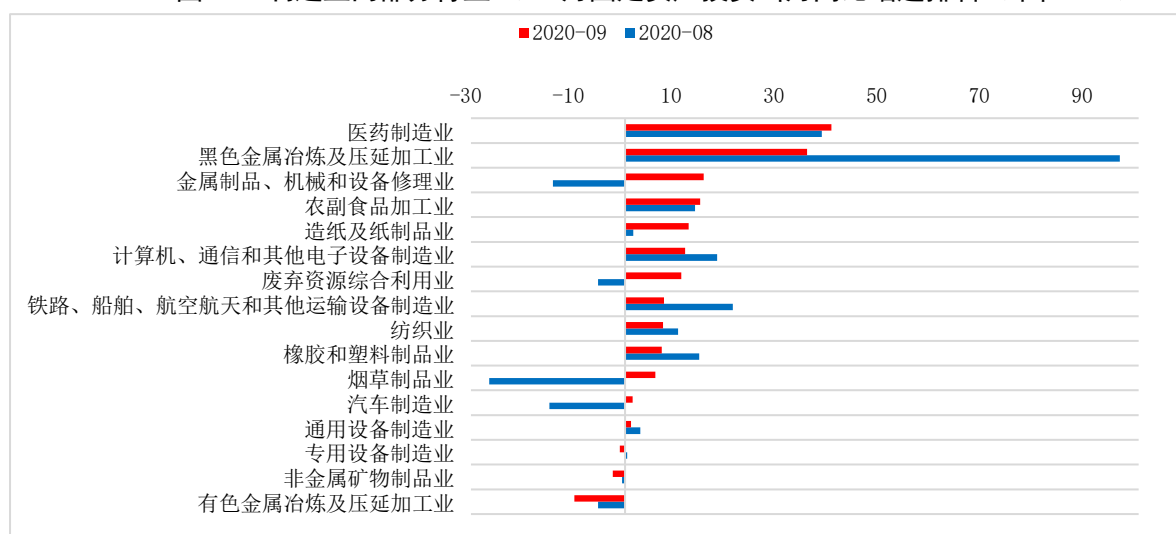
注：以 2017 年固定资产投资完成额数据与之后累计同比数据为基础，测算当月同比数据，下同
数据来源：Wind，联合资信整理

与依赖于政府投资拉动的基建投资不同，由于制造业中民间制造业投资占比 85%左右，更代表着经济增长的内生动力，且由于私人企业投资对经济走势更具敏感性，因此制造业投资的大幅上涨意味着企业家对国内经济恢复的信心以及对未来经济增长的乐观预期。我们在《宏观周期系列研究之一》一文中，证实制造业投资与经济走势高度相关，因此判断制造业投资增速的可持续性至关重要。在下一部分，从制造业内主要行业的角度来分析制造业增速的可持续性。

二、哪些行业是制造业投资复苏的主要力量

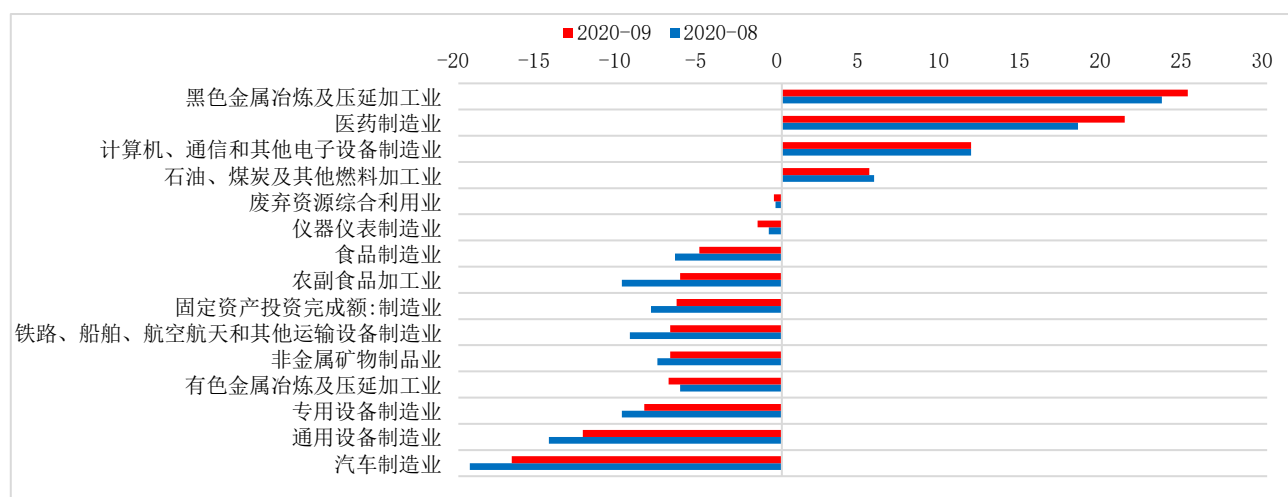
从制造业各行业固定资产投资完成额当月同比增速来看，9 月增幅最快的是医药制造业，其增幅为 40.2%，较 7 月继续上行 1.9 个百分点。其次为黑色金属冶炼及延压工业（35.5%），较 8 月回落 60.9 个百分点，金属制品、机械和设备修理业（15.3%），较 8 月上升 29.4 个百分点。增速靠前的还有农副食品加工业（14.6%）、造纸及纸制品业（12.4%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（11.7%）、废弃资源综合利用业（11.0%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（7.6%）、纺织业（7.4%）。其中，造纸及纸制品业和废弃资源综合利用业较 8 月有较快回升，分别上升 10.8 和 16.2 个百分点。汽车制造业当月同比首次转正，同比增长 1.5%，较 8 月增加 16.2 个百分点。烟草制品业首次转正至 5.9%，较 8 月上升 32.4 个百分点，增幅最大。通用设备制造业、专用设备制造业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼及延压加工业增速皆有回落。降幅最大的行业为木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业（-53.7%），较 8 月下降 69.4 个百分点。其次为化学纤维制造业（-24.5%）、纺织服装、服饰业（-24.0%）、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业（-23.3%）、印刷业和记录媒介的复制（-20.4%）、有色金属冶炼及压延加工业（-12.6%）。

图2 制造业内部分行业8、9月固定资产投资当月同比增速排名（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

图3 制造业内部分行业1—9月固定资产投资完成额累计同比增速排名（单位：%）



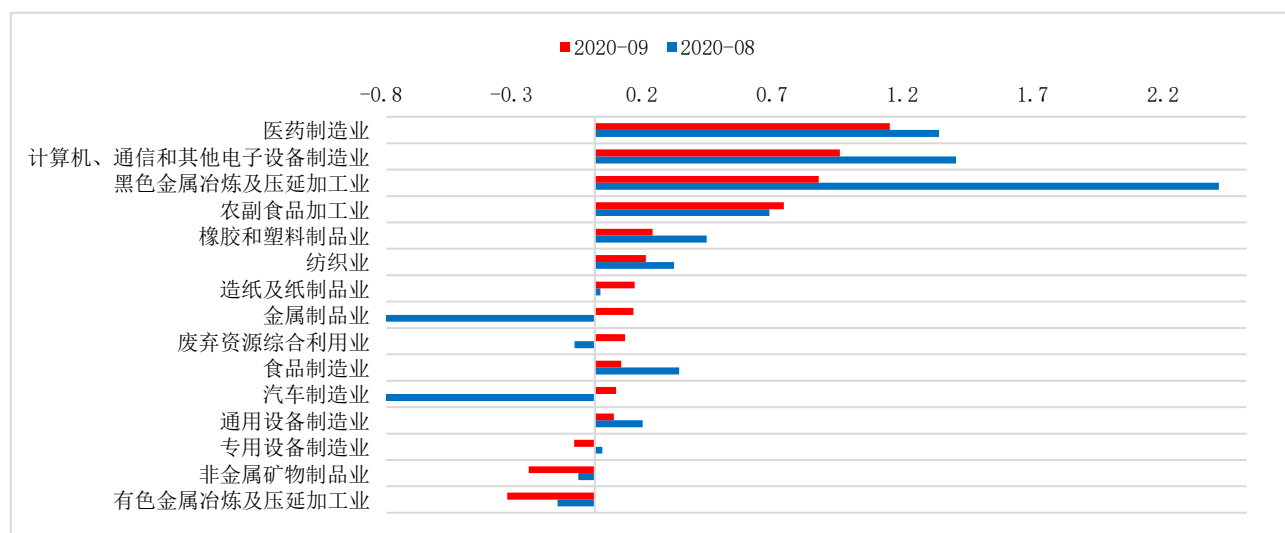
资料来源：Wind 数据库

从固定资产投资完成额累计同比来看，2020年1—9月，仅四个行业实现正增长，分别为黑色金属冶炼及压延加工业（25.1%）、医药制造业（21.2%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（11.7%）、石油、煤炭及其他燃料加工业（5.4%）。其次为废弃资源综合利用业（-0.5%）、仪器仪表制造业（-1.5%），食品制造业（-5.1%）、农副食品加工业（-6.3%），其增速高于制造业累计增速-6.5%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（-6.9%）、非金属矿物制品业（-6.9%）、有色金属冶炼及压延加工业（-7.0%）、通用设备制造业（-12.3%）、专用设备制造业（-8.5%）、汽车制造业（-16.7%）较8月降幅收窄，但排名仍靠后。降幅最大的行业为金属制品、机械和设备修理业（-35.4%）、纺织服装、服饰业（-32.7%）、木材加工及木、竹、藤、

棕、草制品业（-24.1%）、文教、工美、体育和娱乐用品制造业（-22.4%）、化学纤维制造业（-22.3%）、印刷业和记录媒介的复制（-21.3%）。其中木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业降幅扩大 4.2 个百分点。

从制造业各行业固定资产投资对制造业整体固定资产投资的拉动来看，9 月份，医药制造业对制造业拉动最大，为 1.13。其次为计算机、通信和其他电子设备制造业为（0.94），黑色金属冶炼及压延加工业（0.86），农副食品加工业（0.73）、橡胶和塑料制品业（0.22）、纺织业（0.20）、造纸机纸制品业（0.15）。其中，黑色金属冶炼及压延加工业对制造业的拉动较 8 月大幅降低 1.5，计算机和医药的拉动也有不同程度降低。装备制造业中的通用设备与专用设备制造业拉动较小，汽车行业拉动首次转正，从 8 月份的-0.81 升至 0.08，金属制品业从 8 月份的-0.82 升至 0.15。对制造业拉动最小的行业为木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业（-1.07），较 8 月份降低 1.40。其次为纺织服装、服饰业（-0.52）、电气机械及器材制造业（-0.40）、有色金属冶炼及压延加工业（-0.34）、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业（-0.30）、非金属矿物制品业（-0.25）。

图 4 制造业内部分行业固定资产投资 8、9 月对制造业固定资产投资增速的拉动排序



数据来源：Wind，联合资信整理

综上，我们观察了 2020 年和 8、9 月各行业固定资产投资当月同比增速、累计同比增速和对制造业固定资产投资的拉动这三个指标，从数据来看，黑色金属冶炼及压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业三个行业增长较快，贡献了固定资产投资增长的主要部分；汽车制造业固定资产投资当月同比首次转正，发展趋势较好；装备制造业增幅较小，未有明显改善。下降幅度最大的行业包括木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业、纺织服装、服饰业、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业、化学纤维制造业、印刷业和记录媒介的复制、有色金属冶炼及压延加工业。以下，我们将对这些重点行业可持续性进行分析。

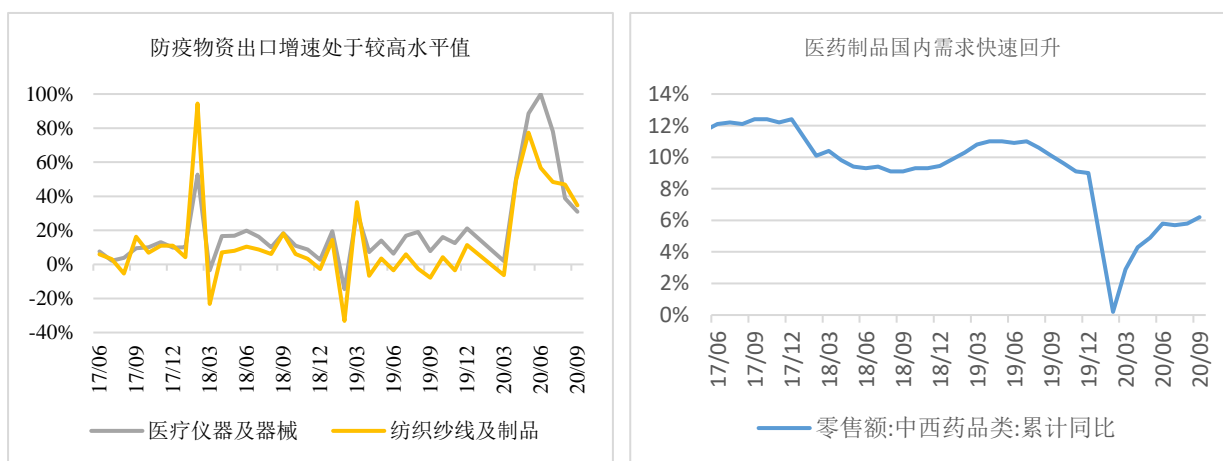
三、制造业投资修复加快的原因

通过上节的分析，医药制造、黑色金属冶炼以及计算机通信电子设备行业是对 8、9 月制造业投资贡献最大的三个行业。在本节，我们试图通过分析三个重点行业的增长原因，并对其未来的可持续进行预测。

从需求端看，电子和医药制造业行业的快速恢复得益于国内外需求的共振，黑色金属冶炼行业需求则来源于国内。

具体来看，在全球疫情爆发的背景下，我国与其他国家出现“疫情错峰”导致我国的生产力较其他国家率先恢复，在全球防疫物资需求上升叠加出口替代的效应下，防疫物资出口增速迅速提升，同时国内需求激增，带动医药制造行业投资及产出同步上升。自 3 月以来，医药制造业一直是制造业增速的主要贡献力量，且连续三个月持续增长，8 月医药制造对制造业增速拉动创下 1.3 个百分点的历史高值，9 月对制造业投资增速的拉动作用虽有下降，但依然处于历史较高水平，是 9 月制造业投资最大拉动项。造成 8、9 月医药制造业投资增速上升的原因，一方面是国外需求一直存在，另一方面是为应对秋冬可能出现疫情风险，7 月底国常会上安排进一步加强核酸检测能力建设，要求确保秋冬季前实现全国三级综合医院、传染病医院、各级疾控机构及县域内 1 家县级医院具备核酸检测能力，从而带动 9 月医药制造投资进一步提升至 40.2%（8 月为 38.3%，7 月为 19.83%）。后期，在疫情反复的情况下，国内外需求依然较大，医药制造依然是制造业的一大支撑行业。

图 5：医药制造业国内外需求共振



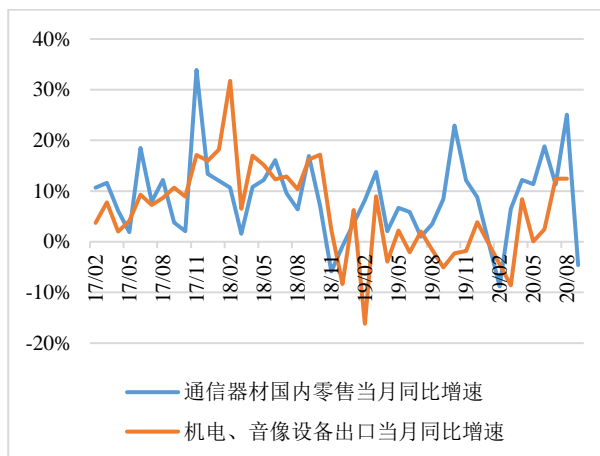
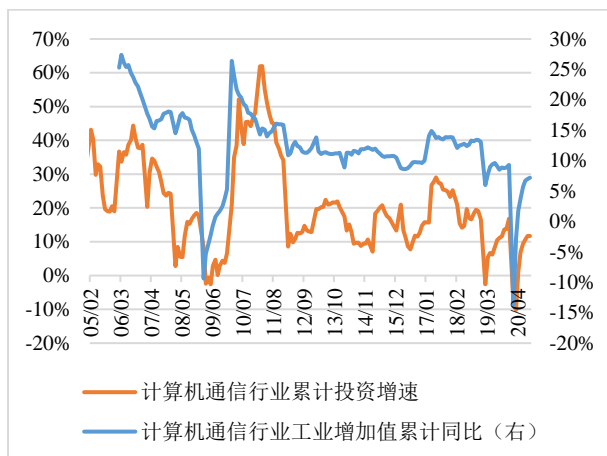
数据来源：Wind，联合资信整理

计算机电子通信制造业同样得益于国内外需求共振。新冠疫情造成居家办公需求上升，从而带动国内外对电子产品的需求上升（9 月国内通讯器材消费大幅下降的主要因素是由于 10 月 iPhone 12 发布导致部分消

费需求后移)。电子设备需求的上升带动工业增加值快速恢复,从历史来看,计算机电子通信业投资滞后工业增加值 1-2 个月,从当前看,计算机电子通信业工业增加值依然处于增长阶段,且冬季疫情的不确定下电子需求依然存在,年内依然支撑制造业继续恢复;但从其工业增加值增长速度来看,计算机电子通信业累计工业增加值以及累计投资增速上行斜率在变缓,后期对制造业的拉动作用可能会逐渐下降。

图 6 计算机、通信和其他电子设备制造业

图 7 计算机通信电子设备行业消费情况



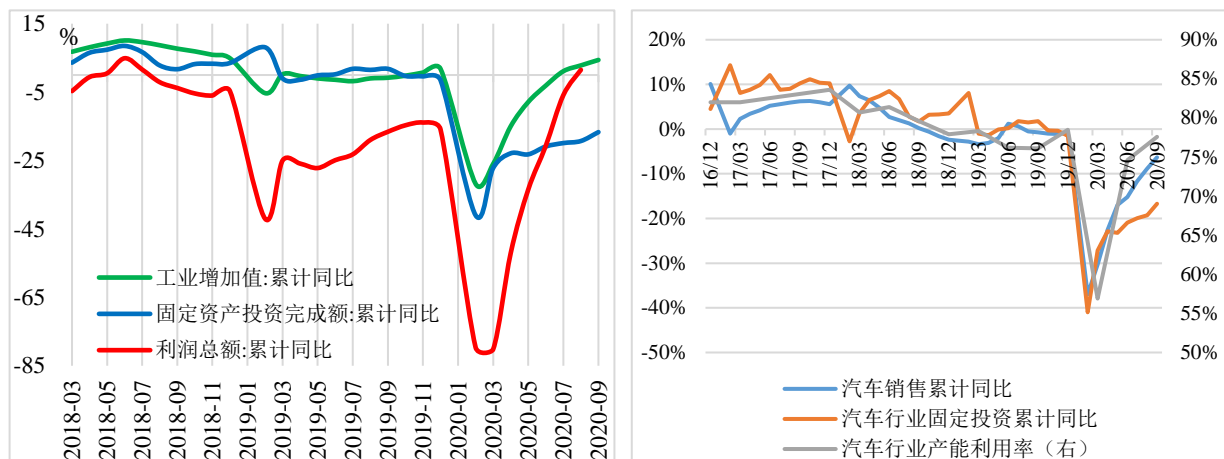
数据来源: Wind, 联合资信整理

黑色金属冶炼需求源于国内基建以及房地产行业快速恢复带动。4 月以来,基建和房地产投资快速恢复,带动相关链条的需求上升,从而带动有色、黑色以及化工制造业恢复快于制造业整体水平。从数据看,钢材国内销售远超去年同期水平,而出口金额低于去年同期值,验证了黑色金属制造业的需求主要来源于国内。8 月黑色金属冶炼投资同比增速大幅跳升至 96.3% (前值为 12.7%),对制造业投资拉动 2.4 个百分点 (前值为 0.3 个百分点),9 月投资增速大幅下滑。8 月黑色金属冶炼大幅走高,主要或与冬季北方限产导致投资提前相关,可持续性不高。预计后期在冬季限产以及建筑淡季对钢材需求下降的双重影响下,黑色冶炼投资将从高位下落,从而对制造业的带动也将下降。9 月房地产仍保持较强韧性,但 3 季度黄金季后,增速预计将回落。

汽车制造业高生产和高消费并未带动投资高增长,后期存在较大上升空间。与 8 月相比,9 月汽车制造业投资大幅跳升 16.2 个百分点至 1.5%,年内首次实现正增长,是 9 月制造业投资的亮点之一。但与汽车制造业投资缓慢增长对应的却是两位数增长的汽车消费与汽车生产以及由汽车市场销售火热带带的汽车行业产能利用率的同步上升,工业增加值与投资之间的缺口达到 2013 年以来最大,产能利用率与投资增速之间的差值也达到历史最高值。预计未来在政策的支持下,汽车消费或将继续维持较高的增速,生产、产能利用

率与投资之间的缺口，叠加汽车制造行业利润的改善，将推动汽车制造业投资继续上升。

图 8：汽车制造业销售、生产、投资以及产能利用情况



数据来源：Wind，联合资信整理

四、总结

整体来看，8、9月制造业投资保持较快的恢复速度，是国内外需求同步上升叠加企业盈利持续好转共同驱动的结果，此外，银行信贷政策对制造业的倾斜为制造业投资恢复提供了资金支持，且四季度信贷倾斜政策依然存在：前三季度制造业新增的中长期贷款是9675亿元，同比多增了6362亿元；9月28日，央行货币政策委员会2020年第三季度例会强调要确保新增融资重点流向制造业。从行业角度看，医药、电子以及黑色金属冶炼是制造业内恢复最快的。

四季度，制造业投资有望保持单月正增长的趋势，但全年累计增速或难转正。从上述支撑行业看，四季度，全球疫情的反复导致对医疗物资以及居家办公产品需求不降，电子、医药制造行业投资依然是制造业投资的一大支撑点；而随着冬季建造行业淡季的来临叠加冬季限产，黑色金属以及相关的建筑链条制造业投资增速或将有所下降，对制造业投资的拉动效用同步下降；汽车行业需求与利润大幅改善，趋势良好，四季度汽车投资具备一定的上升空间，预计对制造业投资拉动作用逐步提升。整体来看，若制造业全年增速为0的话，四季度制造业投资同比增速须得达到15.7%，从历史数据以及上述支撑行业分析看该增速难以达到。因此，综合来看，四季度制造业单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。