

2019年6月9日

债市专题报告（2019-06-09）

摘要：

- #本周专题：制造业投资下行的“边界”在哪里？企业投资是为获取未来的收益。制造业企业生产的产品，一部分外销国际市场，对应出口需求；一部分在国内市场流通，作为产成品进入消费环节，对应消费需求；或作为原材料和中间品进入生产环节，主要对应房地产投资需求。为了识别不同需求对制造业投资的拉动，本文将制造业投资按行业进行拆分。
- 1、消费主要拉动下游制造业投资。共 15 个行业生产的产品直接对应消费需求，这部分行业在投资中占比约 40%，在消费中占比约 60%。用限额以上企业商品零售总额代表消费需求，可以看出，消费拉动的制造业投资增速逐渐走低至 19 年 4 月的 2.1%，略低于整体，意味着孱弱的消费难以支撑制造业投资大幅增长。
- 2、房地产投资主要拉动中上游制造业投资。共 6 个行业生产的产品直接对应建安工程投资需求，例如：非金属矿物制品业（建筑材料）、专用设备制造业（建筑施工用机械）等，这部分行业在投资中占比约 30%。建安工程投资拉动的制造业投资增速，经历 17 年供给侧改革“压抑”以及 18 年大幅上行后，目前虽然仍高于整体，但处于快速下行通道，成为拖累整体制造业投资快速回落的一个原因。
- 3、出口对制造业投资的拉动，集中体现于外向型行业。2018 年制造业总出口交货值占销售产值比重为 14%，说明制造业的需求仍以国内市场为主；而在国外市场中，前 10 个行业的出口交货值占总体的比重达到 80%，具体包括：计算机通信和其他电子设备制造业占比 45% 处于绝对主导地位，电气、通用设备、化工、汽车等新兴制造业居于其后，传统的劳动密集型产品如服装、文娱用品、橡胶也有一席之地。用出口交货值代表外需，出口拉动的制造业投资已经从 18 年末的 10% 下行至 19 年 4 月的 1.6%，低于消费拉动型（2.1%）、建安工程投资拉动型（5.3%）以及整体（2.5%），成为拖累整体制造业投资快速回落的另一个原因。
- 综上，用限额以上企业商品零售总额、建安工程投资、滞后 1 年的出口交货值，对制造业投资进行建模，回归结果显示： $\text{制造业投资增速} = 1.006 + 0.712 * \text{消费需求增速} + 0.239 * \text{房地产开发投资需求增速} + 0.233 * \text{出口需求增速}$ 。最后，将对三大需求的判断代入回归方程，结果表明：制造业投资增速在 19Q2-Q4 和 20Q1 分别达到 3.2%、3.5%、4.7%、5.2%。则 Q2 或是制造业投资的阶段性低点，下半年将缓慢回升，不过回升力度很弱。

风险提示：贸易摩擦影响超预期

尹睿哲

86-21-68407902

yinruizhe@cmschina.com.cn

S1090518110001

季成

86-21-68407902

jicheng2@cmschina.com.cn

S1090518070008

李晴（研究助理）

86-21-68407902

liqing10@cmschina.com.cn

本周专题：制造业投资下行的“边界”在哪里？

企业投资是为获取未来的收益。制造业企业生产的产品，一部分外销至国际市场，对应出口需求；另一部分在国内市场流通，有的作为产成品进入消费环节，对应消费需求；还有的作为原材料和中间品进入生产环节，主要对应房地产投资需求（理论上也对基建投资需求，但由于基建具有逆周期属性，与制造业相关性为负）。因此，制造业投资受到内需和外需的拉动。

为了识别不同需求对制造业投资的拉动，本文将制造业投资按行业进行拆分。

1、消费拉动的制造业投资

消费主要拉动下游制造业投资。如表 1 所示，共 15 个行业生产的产品直接对应消费需求，具体包括：农副食品加工业、食品制造业、酒饮料和精制茶制造业以及烟草制品业，对应食品类消费；纺织业、纺织服装服饰业皮革以及毛皮羽毛及其制品和制鞋业，对应服装类消费等。从权重看，这部分行业在投资中占比约 40%，在消费中占比约 60%。

表 1：制造业投资与消费的对照关系

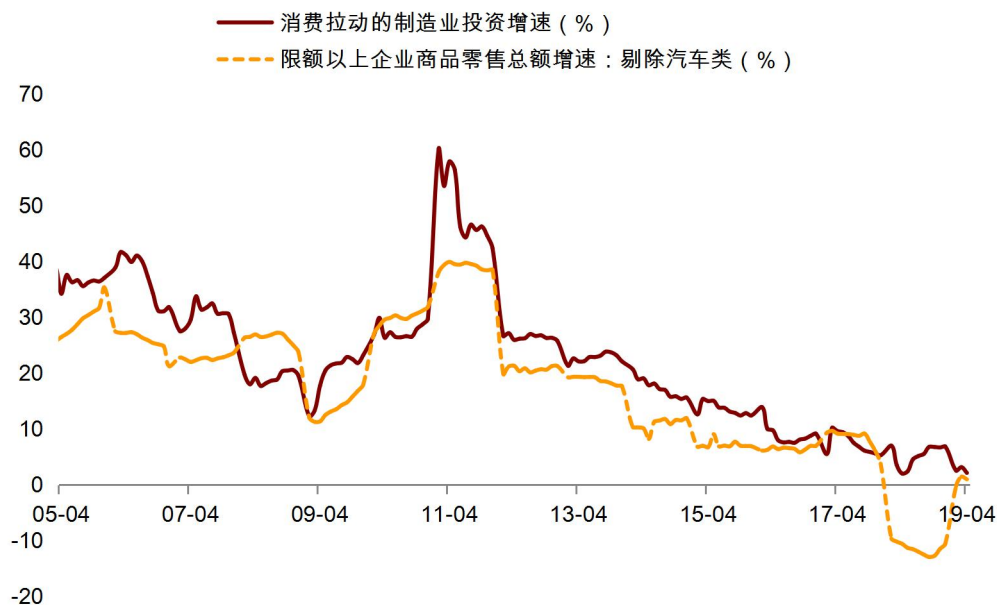
		制造业投资	占比	社零	占比
下游	以农副产品为原料的产成品	农副食品加工业；食品制造业；酒、饮料和精制茶制造业；烟草制品业	11%	粮食、食品、饮料、烟酒类	15%
	以工业品为原料的产成品	纺织业；纺织服装、服饰业；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	7%	服装鞋帽、针纺织品类	10%
		木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业；家具制造业	4%	家具类	2%
		造纸及纸制品业；印刷业和记录媒介的复制；文教、工美、体育和娱乐用品制造业	4%	文化办公用品类	2%
		医药制造业	3%	中西药品类	2%
		汽车制造业	7%	汽车类	28%
		计算机、通信和其他电子设备制造业	7%	通讯器材类	3%
中上游	原材料和中间投入品	石油、煤炭及其他燃料加工业；化学原料及化学制品制造业；化学纤维制造业；橡胶和塑料制品业；非金属矿物制品业；黑色金属冶炼及压延加工业；有色金属冶炼及压延加工业；金属制品业；通用设备制造业；专用设备制造业；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业；电气机械及器材制造业；仪器仪表制造业；其他制造业；废弃资源综合利用业；金属制品、机械和设备修理业	57%	-	39%

资料来源：Wind，招商证券

用限额以上企业商品零售总额代表消费需求，与相应制造业投资的相关系数为 0.87（汽

车在消费中权重偏高，且在投资中的时间序列较短，为避免干扰而剔除)。可以看出，消费拉动的制造业投资增速逐渐走低至 19 年 4 月的 2.1%，略低于整体，意味着孱弱的消费难以支撑制造业投资大幅增长。

图 1: 消费拉动的制造业投资走势



资料来源: Wind, 招商证券

2、房地产投资拉动的制造业投资

房地产投资主要拉动中上游制造业投资。如表 2 所示，共 6 个行业生产的产品直接对应建安工程投资需求。例如：非金属矿物制品业，该行业的生产活动（按照国民经济行业分类 2017 版）包括水泥制造、石灰和石膏制造、混凝土结构构件制造、粘土砖瓦及建筑砌块制造、建筑用石加工、防水建筑材料制造、隔热和隔音材料制造、玻璃制造、陶瓷制品制造等，涉及的都是建筑施工用的材料。例如：专用设备制造业，包括建筑工程用机械制造、建筑材料生产专用机械制造，也涉及一部分建筑施工用的机械。从权重看，相关行业在制造业投资中占比约 30%。

表 2: 制造业投资与房地产投资的对照关系

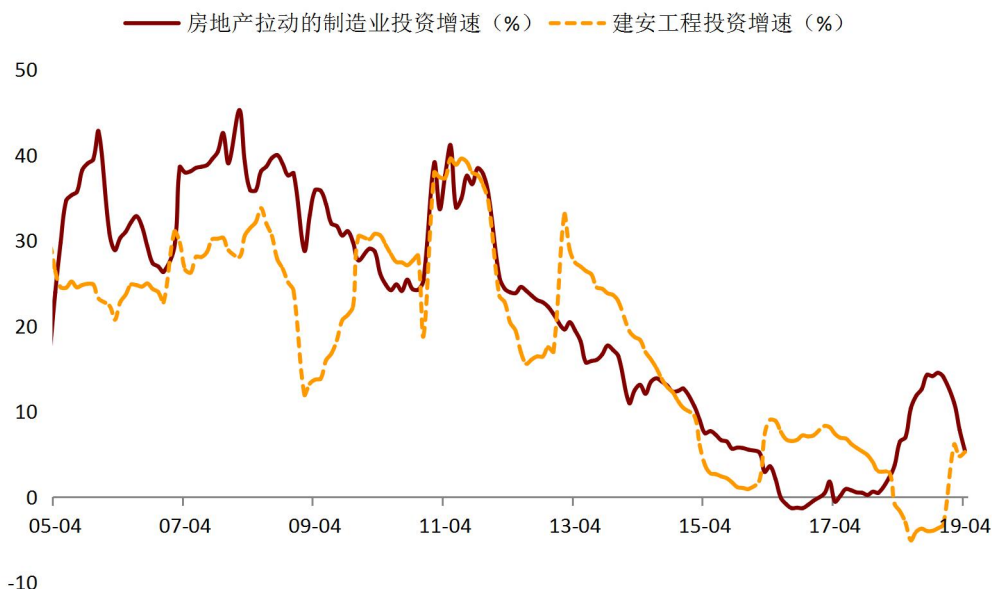
制造业大类	中类、小类
非金属矿物制品业	水泥、石灰和石膏制造；砖瓦、石材等建筑材料制造；玻璃制造；陶瓷制品制造（地砖）等
金属制品业	金属结构制造；金属门窗制造；建筑、安全用金属制品制造；搪瓷制品制造
黑色金属冶炼和压延加工业	炼铁；炼钢；钢压延加工；铁合金冶炼等
有色金属冶炼和压延加工业	常用有色金属冶炼；有色金属合金制造等
通用设备制造业	锅炉及原动设备制造；物料搬运设备制造（起重机）等
专用设备制造业	采矿、冶金、建筑专用设备制造等

资料来源: Wind, 招商证券

用建安工程投资代表房地产投资需求，与相应制造业投资的相关系数为 0.78。可以看出，建安工程投资拉动的制造业投资增速，经历了 17 年供给侧改革的“压抑”后，在

18 年大幅上行至 Q4 的 14.5%，随后又下跌至 19 年 4 月的 5.3%。这部分投资增速，虽然仍高于整体，但处于快速下行通道，成为拖累整体制造业投资快速回落的一个原因。

图 2: 建安工程投资拉动的制造业投资走势



资料来源: Wind, 招商证券

3、出口拉动的制造业投资

出口对制造业投资的拉动，集中体现于外向型行业。2018 年制造业总出口交货值占销售产值比重为 14%，说明制造业的需求仍以国内市场为主（由于销售产值数据不易获得，此处用主营业务收入代替）。而在国外市场中，前 10 个行业的出口交货值占总体的比重达到 80%，出口产品的集中度较高，具体包括：计算机通信和其他电子设备制造业占比 45% 处于绝对主导地位，电气、通用设备、化工、汽车等新兴制造业居于其后，传统的劳动密集型产品如服装、文娱用品、橡胶也有一席之地。

表 3: 制造业的外向型程度

	出口交货值占比	出口交货值/销售产值
计算机、通信和其他电子设备制造业	45%	52%
电气机械及器材制造业	9%	17%
通用设备制造业	4%	14%
化学原料及化学制品制造业	4%	6%
汽车制造业	3%	5%
纺织服装、服饰业	3%	22%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	3%	28%
橡胶和塑料制品业	3%	15%
金属制品业	3%	11%
专用设备制造业	3%	11%
	80%	20%

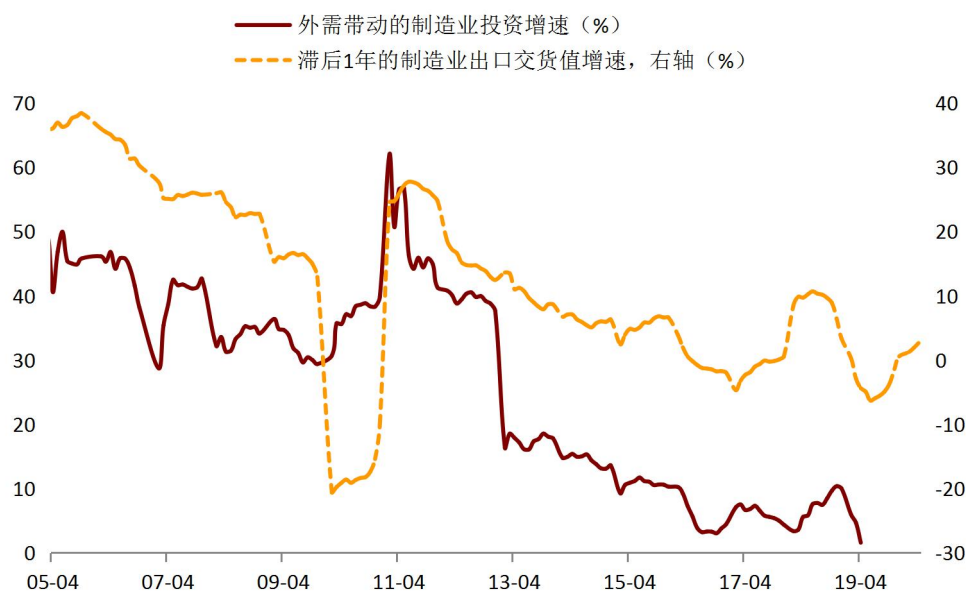
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3%	26%
纺织业	2%	11%
农副食品加工业	2%	5%
黑色金属冶炼及压延加工业	2%	3%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2%	17%
非金属矿物制品业	1%	4%
家具制造业	1%	25%
医药制造业	1%	6%
石油、煤炭及其他燃料加工业	1%	3%
仪器仪表制造业	1%	16%
有色金属冶炼及压延加工业	1%	2%
食品制造业	1%	6%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0%	7%
化学纤维制造业	0%	7%
造纸及纸制品业	0%	4%
印刷和记录媒介的复制业	0%	8%
其他制造业	0%	25%
金属制品、机械和设备修理业	0%	32%
酒、饮料和精制茶制造业	0%	2%
烟草制品业	0%	0%
废弃资源综合利用业	0%	0%
总体	100%	14%

资料来源: Wind, 招商证券

用出口交货值代表出口需求,滞后 1 年的出口需求与相应制造业投资的相关系数为 0.60。值得注意的是,外需拉动的制造业投资与内需相比,具有滞后性,大约为 1 年。这可能意味着制造业企业会根据即期的内需调整投资行为,而当外需减弱时,首先倾向于寻求更多内需市场,所以传导时间更长。只有像计算机、通信和其他电子设备制造业等行业,外需占收入比重已经超过 50%,在这种情况下,外需减弱使得行业更迅速、更剧烈地减少投资。

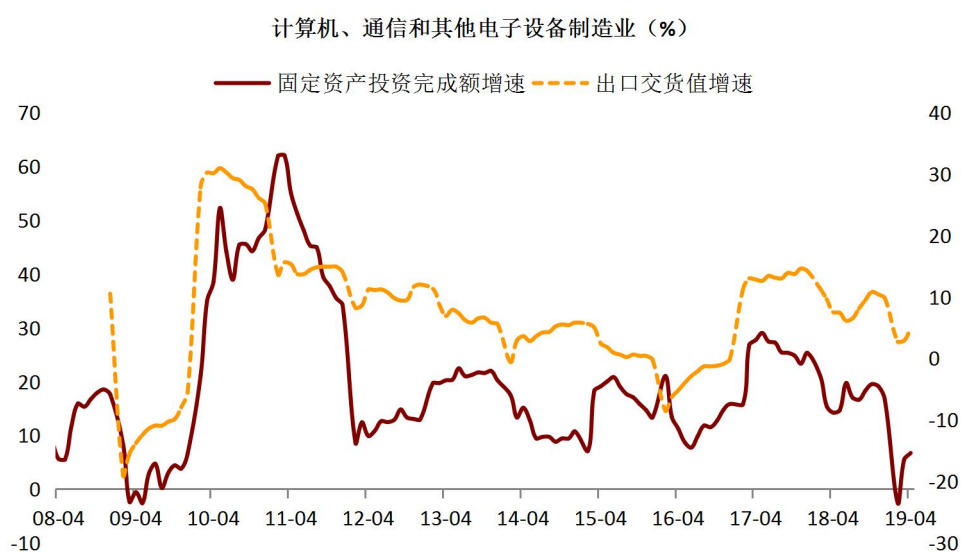
由此,出口拉动的制造业投资在 18 年上行与 19 年下行,均和前期的出口需求变动有关。出口拉动的制造业投资已经从 18 年末的 10%下行至 19 年 4 月的 1.6%,低于消费拉动型(2.1%)、建安工程投资拉动型(5.3%)以及整体(2.5%),成为拖累整体制造业投资快速回落的另一个原因。

图 3: 出口拉动的制造业投资走势



资料来源: Wind, 招商证券

图 4: 计算机、通信和其他电子设备制造业投资与出口需求接近同步



资料来源: Wind, 招商证券

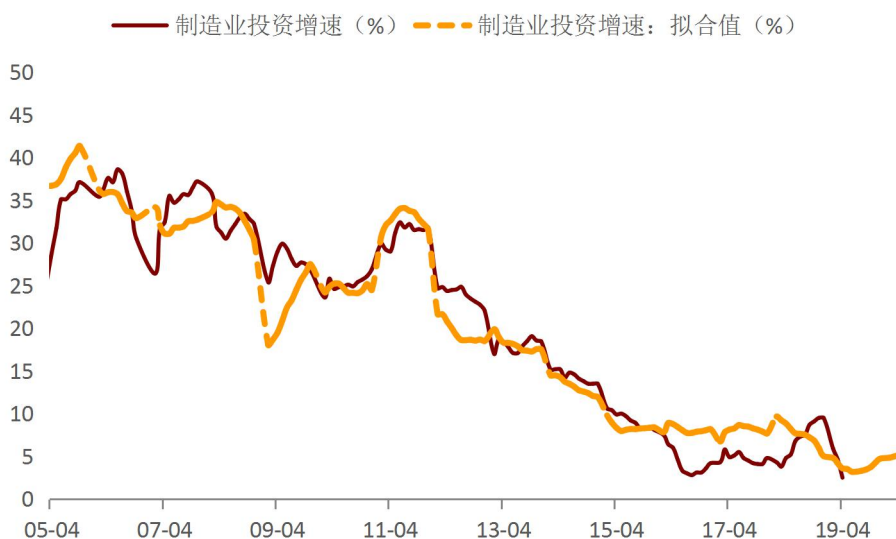
4、制造业投资预测

综上, 用限额以上企业商品零售总额、建安工程投资、滞后 1 年的出口交货值, 对制造业投资进行建模, 回归结果显示: **制造业投资增速=1.006+0.712*消费需求增速+0.239*房地产开发投资需求增速+0.233*出口需求增速。**

根据, (1) 消费滞后于收入 2 个季度左右, 由此推断 19Q2-Q4 和 20Q1 的限额以上企业商品零售总额增速分别为 3.4%、3.35%、3.35%、3.3%; (2) 房地产投资预计维持

高位，Q2-Q4 和 20Q1 的建安工程投资平均为 5%；（3）滞后 1 年的出口交货值在 19Q2-Q4 和 20Q1 分别增长-6.3%、-4.9%、0.6%、2.6%。最后，将对三大需求的判断代入回归方程，结果表明：制造业投资增速在 19Q2-Q4 和 20Q1 分别达到 3.2%、3.5%、4.7%、5.2%。则 Q2 或是制造业投资的阶段性低点，下半年将缓慢回升，不过回升力度很弱。

图 5：用三大需求对制造业投资进行拟合



资料来源：Wind，招商证券

二、流动性观察：下周（6.10-6.14）资金面预期平稳

本周央行合计开展公开市场逆回购操作 2,100 亿元，此外超额续作 MLF5,000 亿元；当周有逆回购到期 5,300 亿元，MLF 到期 4,630 亿元；当周整体净回笼 2830 亿元。

本周央行部分回笼到期逆回购资金，但受市场流动性总量较为充裕且包商银行事件对市场情绪的冲击进一步消退影响，本周资金面总体平稳宽松，资金利率较前期继续下行。此外，本周 MLF 操作增量部分为指向中小银行的定向操作，反映央行平稳资金面波动及提振市场信心的意图。

从存款类机构质押式回购加权利率看，截止本周四时，隔夜品种加权在 1.52%，较前期下行 64 个 BP；7 天品种加权在 2.50%，较前期下行 13 个 BP；14 天品种加权在 2.29%，较前期下行 38 个 BP。

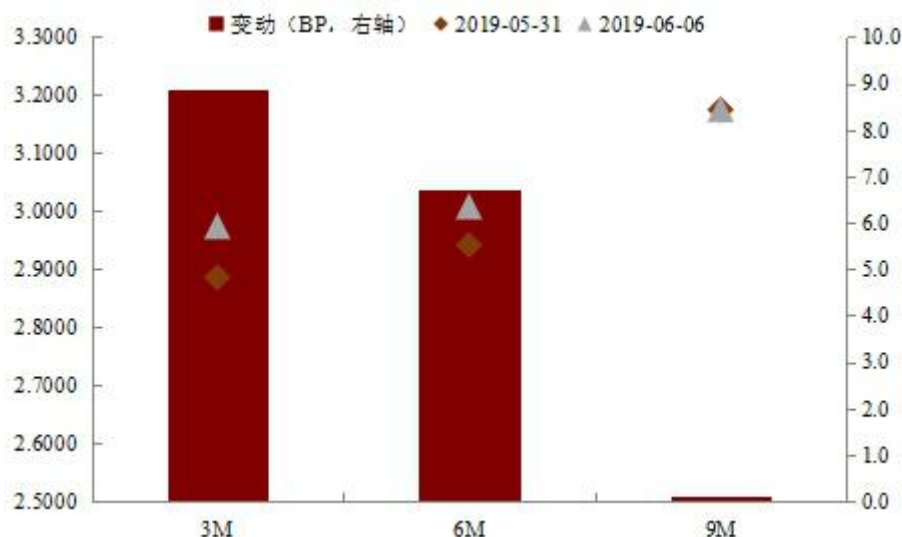
图 6: 存款类机构质押式回购加权利率与成交量变动

期限	加权/收盘 (6月6日)	比较日 (5月31日)	涨跌幅 (BP)	成交量 (亿元)	量增 (亿元)
1D	1.5216	2.1609	-64	30,163.21	14,072.1514
7D	2.5020	2.6308	-13	3,136.09	1,666.3283
14D	2.2938	2.6715	-38	968.53	564.96
21D	2.3833	2.6500	-27	407.13	94.51
1M	3.1193	2.9000	22	323.18	314.84
3M		3.0750		15.20	9.09

资料来源: Wind, 招商证券

同业存单方面, 本周各期限、等级同业存单到期收益率大多上行。本周五时, AAA 等级 3M、6M 及 9M 期限同业存单加权收益率分别在 2.9745%、3.0085%和 3.1756%位置, 3M 和 6M 期限品种到期收益率较前期分别上行 9 个和 7 个 BP, 9M 期限品种到期收益率与前期持平。

图 7: AAA 等级同业存单到期收益率变动



资料来源: Wind, 招商证券

下周周内合计有逆回购到期 2,100 亿元, 到期规模总体有限。目前市场流动性总量较为充裕, 而机构情绪逐步平稳, 叠加央行对中小银行定向开展增量 MLF 操作提振市场信心, 预期下周资金面仍将维持平稳宽松状态。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

尹睿哲：中国人民大学金融学博士研究生，IMI 国际货币研究所研究员。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心首席债券分析师。

季宸：伦敦政治经济学院理学硕士。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师，曾任职某公募基金债券研究员。

李晴：南京大学管理学硕士。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资 档案	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投机 档案	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。