



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 69 期总第 1199 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区  
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 9 月 13 日 星期二

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	1
自愿减排交易市场和绿证市场有效打通 .....	1
“一带一路高峰论坛”在港开幕 .....	1
加快推进城市全域数字化转型 .....	1
日本国内企业商品物价指数今年首次下降 .....	2
韩国将于明年 3 月全面解除股票卖空禁令 .....	2
<b>货币市场</b> .....	3
阶段性需求上升，资金利率全线走高 .....	3
消费贷利率跌入“1”时代 .....	3
<b>监管动态</b> .....	3
最高法发布反垄断和反不正当竞争典型案例 .....	3
加强监管防范风险，推动保险业高质量发展 .....	4
<b>金融行业</b> .....	4
公募基金管理人分类评价制度全面修订 .....	4
深交所召开座谈会推动 ETF 市场高质量发展 .....	4
<b>重点产业</b> .....	5
中国首个量子计算专项智库成立 .....	5
推进移动物联网“万物智联”发展 .....	5
<b>地方创新</b> .....	5
深圳：支持数字人民币应用场景创新 .....	5
黑龙江：数字贸易推介交流会举行 .....	6
<b>深度分析</b> .....	6
制造业投资结构“大分化”？ .....	6

## 宏观经济

### 自愿减排交易市场和绿证市场有效打通

9月11日,国家能源局综合司及生态环境部办公厅发布关于做好可再生能源绿色电力证书与自愿减排市场衔接工作的通知,这即意味着打通了自愿减排(C CER)交易市场和绿证交易市场。在此之前,自愿减排交易市场和绿证市场是两个相互独立的体系,二者互不干涉,这次打通之后,有效推动了二者的互联互通,也进一步推动了碳排放交易市场和绿证市场的互通。通知提到,设立两年过渡期。过渡期内,适用于《温室气体自愿减排项目方法学并网海上风力发电》《温室气体自愿减排项目方法学并网光热发电》的项目(以下简称深远海海上风电、光热发电项目)有关企业,可自主选择核发交易绿证或申请中国核证自愿减排量;光伏、其他风电项目暂不新纳入自愿减排市场。过渡期后,综合绿证和自愿减排市场运行情况,适时调整绿证与自愿减排市场对于深远海海上风电、光热发电项目的衔接要求。

### “一带一路高峰论坛”在港开幕

9月11日,第九届“一带一路高峰论坛”在香港会议展览中心开幕。本次论坛以“构建互联互通、创新及绿色新丝路”为主题,80位“一带一路”沿线国家和地区的官员和企业家将在两天时间里,探讨如何共同开拓“一带一路”市场和未来机遇。本次论坛分为政策对话、主论坛及专题分组论坛等环节。政策对话环节围绕“多边合作构建互联互通世界”展开,两个主论坛主题分别为“把握‘一带一路’商机”和“开拓新市场机遇”。同时,今年还将继续举行商贸配对及投资项目推介环节,预计涵盖超过280个投资项目和超过800场一对一项目对接会。上海30家企业组团参加了本次论坛,涵盖金融、会计、法律、仲裁、知识产权、咨询、人力资源、物流等各个领域。香港特区政府“一带一路”专员何力治表示,上海与香港优势互补,投资往来密切,香港可以成为上海企业走向“一带一路”国家和地区的优质平台,提供专业服务,两地协同开拓巨大的合作空间。

### 加快推进城市全域数字化转型

9月12日,国家数据局首次发布城市全域数字化转型典型案例。首次发布的全域数字化转型典型案例涉及北京、上海、重庆等50个地方,涵盖无证明办事、康养智能诊断、居民碳账户、数据跨境流动等一批新场景。国家数据局局长刘烈宏在城市全域数字化转型现场推进会上表示,接下来,要大力引导规划咨询、建设实施、运营运维三类经营主体发展,培育统一规范、竞争有序、监管有力的数字化转型建设运营市场;要因地制宜,强化分类施策:基础条件好的城市,要进行高质量数据集构建、数据科技创新突破、适数化行政管理体制改革等前沿探索;具备良好基础的城市,要完善数据分级分类管理,强化数据治理体系建设;基础相对薄弱的城市,要补齐数字基础设施短板,引入优质数字化转型服务资源,探索利用共享组件等降低转型成本。

## 完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制

9月13日,国家发展改革委体制改革综合司在《人民日报》撰文表示,推动各种所有制经济共同发展,不断激发经营主体发展活力。坚持和落实“两个毫不动摇”,促进各种所有制经济优势互补、共同发展。推进国有经济布局优化和结构调整,制定国有经济布局优化和结构调整指引目录,引导国有企业进一步强化战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能,健全国有企业推进原始创新制度安排,深化国有资本投资、运营公司改革。制定民营经济促进法,从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来,完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制,支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务。完善中国特色现代企业制度,加快建设更多世界一流企业。

## 美国8月CPI年率降至2.5%

9月11日,美国劳工统计局公布数据显示,美国8月末季调消费者价格指数(CPI)年率为2.5%,连续第五个月下降,创下自2021年2月以来的最低水平,低于市场预期的2.6%。同时,8月末季调核心CPI年率为3.2%,与上月数据持平,符合市场预期。美国本次CPI数据的发布引起市场的广泛关注,尤其是对于即将到来的美联储政策会议。分析人士认为,虽然整体CPI年率的下降可能为美联储提供了一定的宽松空间,但核心CPI的稳定表现可能会使得部分FOMC成员对大幅度降息持保留态度。在数据公布后,金融市场反应迅速。美国10年期国债收益率短线小幅上升至3.620%;美元指数短线拉升约30点至101.73;现货黄金价格失守2510美元/盎司,日内跌幅0.26%。分析人士指出,尽管整体CPI年率的下降为市场带来了一丝乐观情绪,但核心CPI的稳定表现仍然让市场对通胀前景保持警惕。特别是核心CPI月率的上升至0.3%,这一数据高于预期,可能会增加市场对于顽固通胀的担忧。

## 日本国内企业商品物价指数今年首次下降

9月12日,日本央行发布的数据显示,8月,日本CGPI同比上涨2.5%,低于经济学家预期的2.8%。与上月相比,日本国内企业商品物价指数下跌了0.2%,这是10个月来的首次下跌。报告显示,以日元计价的进出口材料成本增加了2.6%,与7月份相比大幅放缓。上个月,日元兑美元走强,缓解了以日元计价的企业成本压力。石油和煤炭的投入成本比一年前下降了4%。生产者价格通胀放缓之际,经济学家普遍预计日本央行下周将维持其政策利率不变。据彭博社援引知情人士透露,央行官员认为没有必要提高利率,因为他们仍在监测八月初的暴跌带给金融市场的余波,以及7月加息对日元的影响。在9月20日日本央行做出利率决议之前,还有一份8月的消费者通胀数据。虽然企业的价格上涨速度可能放缓,但经济学家目前预计核心消费者通胀率将从2.7%加速至2.9%。

## 韩国将于明年3月全面解除股票卖空禁令

9月12日,韩国金融监管机构表示,当局计划在明年3月全面解除股票卖空禁令,

这是五年来韩国首次这样做。韩国金融服务委员会主席 Kim Byung-hwan 表示：“我们将通过修改法律和准备制度，在明年3月底全面恢复卖空交易。”自2020年3月新冠肺炎疫情席卷全球金融市场，韩国宣布全面禁止卖空以来，当局一直在逐步解除禁令，然后重新出台禁令。在最近的一次行动中，当局在发现一些外国银行的非法交易后，于2023年11月重新实施了一项全市场禁令，并将禁令延长至2025年第一季度，以准备一个能够发现非法市场行为的系统。Kim Byung-hwan 还表示，当局预计房地产项目融资将实现软着陆。并承诺将彻底控制储蓄银行的金融风险 and 不断增加的家庭债务。他还表示，当局将密切关注下周美联储利率决定对韩国国内金融市场的影响。

## 货币市场

### 阶段性需求上升，资金利率全线走高

本周，受中秋节假期及季末资金需求高峰临近的影响，国内资金利率呈现全面上行态势。截至9月11日，上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜、1周期、2周期、1月期、3月期、6月期、9月期、1年期利率分别报收于1.773%、1.776%、1.92%、1.834%、1.851%、1.914%、1.934%、1.962%，较9月4日分别上升24.4、10.6、8.9、1.1、0.1、1.2、0.2、0.2个基点。上周，央行逆回购力度较小，仅开展2102亿元的逆回购操作。本周，随着中秋节假期的临近，央行前3个工作日就开展了4875亿元的逆回购操作，用于缓解资金需求上升压力。9月中旬央行有5910亿元中期借贷便利（MLF）到期，8月央行在月底才缩量续作，故需关注9月的续作时间和力度。展望后市，资金需求释放后，短端利率将小幅回落；中长端利率超跌反弹，高度预计有限。

### 消费贷利率跌入“1”时代

据悉，消费贷利率仍在不断下探。截至9月12日，有银行已打出消费贷利率降至“1”字头的营销牌，最低至1.88%。在政策号召和自身展业需求的双重因素下，银行加码消费贷营销力度，通过直接降低利率或发放优惠券的方式吸引借款人的目光，优惠后，利率普遍由“3”字头降至“2”字头。不过，低利率并非人人都能享有，消费贷的“降价”通常是银行在考虑成本基础上针对特定客群开展的阶段性优惠，“价格战”背后的盈利平衡、信贷质量仍是银行需要考量的因素。

## 监管动态

### 最高法发布反垄断和反不正当竞争典型案例

9月11日，最高人民法院发布8件反垄断和反不正当竞争典型案例。其中包括4件反垄断典型案例，涉及固定商品价格及联合抵制交易的横向垄断协议、搭售商品的滥用市场支配地位行为等重要法律问题，涉及餐饮、数字电视、民用天然气、蔬菜批发等民生行业。典型案例明确规则引导，指引经营者依法有序开展竞争。例如，本次发布的“米线生产商”横向垄断协议案明确了联合抵制交易的认定，“有线数字电视

加扰信号服务公用企业”滥用市场支配地位案明确了搭售行为的认定。上述案件的裁判对制止垄断违法行为、指引经营者公平有序竞争、规范人民法院受理和审理垄断纠纷均具有参考价值。4件反不正当竞争典型案例，涉及反不正当竞争法一般条款的适用以及仿冒混淆、虚假宣传、侵害技术秘密的认定等重要法律问题，涉及平台数据、传统消费品和新能源汽车等线上线下产业领域。近年来，以仿冒混淆行为为代表的各类不正当竞争行为高发频发，严重损害经营者利益和消费者合法权益，必须严厉打击。

## 加强监管防范风险，推动保险业高质量发展

9月11日，国务院日前印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》。《若干意见》强调，要严把保险市场准入关，严格保险机构持续监管，严肃整治保险违法违规行，有力有序有效防范化解保险业风险。要丰富巨灾保险保障形式，积极发展第三支柱养老保险，扩大健康保险覆盖面，健全普惠保险体系，提升保险业服务民生保障水平。要聚焦国家重大战略和重点领域，服务科技创新和现代化产业体系建设，发挥保险资金长期投资优势，提升保险业服务实体经济质效。要持续健全保险市场体系，持续深化保险业重点领域改革，持续推进高水平对外开放。要提升产品定价精准性，提高数智化水平，增强保险业可持续发展能力。要健全央地协同工作机制，深化部际协调联动，强化推动保险业高质量发展政策协同。

## 金融行业

### 公募基金管理人分类评价制度全面修订

9月11日，中国证监会发布最新一期机构监管通报，宣布公募基金管理人分类评价制度已全面修订，并启动了2023年度的分类评价工作。该评价体系主要依据合规风控指标、服务投资者指标和专项工作评价指标进行评估，结果将分为A类、B类和C类三个等级。A类管理人将优先参与创新产品（业务）试点；C类管理人原则上不得参与，且会加大检查监测力度，对其申请设立子公司或新增业务资格持审慎态度。分类评价结果将作为监管现场检查和非现场监测、行政许可、风险准备金计提等方面实施差异化监管的重要参考依据。

### 深交所召开座谈会推动ETF市场高质量发展

9月12日，深交所组织召开座谈会，围绕推进ETF市场高质量发展、构建“长钱长投”市场体系听取意见建议，并就中证A500产品的长期配置价值进行研讨，25家基金、券商、银行、保险机构负责人参会。深交所负责同志出席并讲话。深交所负责同志表示，深交所正在按照证监会统一部署，从前中后端持续发力，营造更加适配中长期资金入市的环境，加快推动ETF市场高质量发展。一是完善支持新质生产力发展的产品布局。推动建立更加契合新质生产力发展要求的指数编制体系和产品研发体系，引导资金流入培育壮大新质生产力的相关领域，助力资本市场更好服务实体经济转型升级。二是大力发展以ETF为代表的金融产品。为投资者分享经济发展成果提供更加便捷的工具和畅通渠道。三是提升市场服务质效。强化投资者陪伴，立足中小投资者

为主的市情，开展更加基础、更为广泛的市场培育服务，推动“理性投资、价值投资、长期投资”理念走进千家万户。

## 重点产业

### 中国首个量子计算专项智库成立

据中国新闻网9月11日消息，中国首个量子计算专项智库“量子计算观察”正式成立，中国量子信息奠基人、中国科学院院士郭光灿受邀担任智库名誉主编。据悉，“量子计算观察”智库由中国通信学会量子计算委员会、中新社（北京）国际传播集团有限公司安徽分公司、安徽省量子计算工程研究中心、量子计算芯片安徽省重点实验室四方联合创办，将针对全球量子计算研究及产业发展进行跟踪分析并发布前瞻研判信息。“量子计算观察”智库将优先为中国首个量子计算产业联盟102个成员单位提供相关参考信息。中国首个量子计算产业联盟“本源量子计算产业联盟”成立于2018年，目前产业联盟单位共计102家，其中上下游生产制造联盟18家，应用生态联盟54家，科普教育联盟30家。截至今年7月，本源量子自主研发的中国第三代自主超导量子计算机“本源悟空”已经面向全球125个国家用户提供稳定量子算力超6个月，访问量超1200万人次，已经完成约25万个全球量子计算任务。

### 推进移动物联网“万物智联”发展

据工信部官方微信公众号“工信微报”9月11日晚消息，工业和信息化部近日印发《关于推进移动物联网“万物智联”发展的通知》（以下简称《通知》），旨在提升移动物联网行业供给水平、创新赋能能力和产业整体价值，加快推动移动物联网从“万物互联”向“万物智联”发展。《通知》立足移动物联网产业发展节奏、各行业领域移动物联网应用现状，明确了移动物联网发展目标。到2027年，基于4G（含LTE-Cat1，即速率类别1的4G网络）和5G（含NB-IoT，窄带物联网；RedCap，轻量化）高低搭配、泛在智联、安全可靠的移动物联网综合生态体系进一步完善。《通知》部署了四方面主要任务：一是夯实物网络底座，主要包括加强网络规划建设、提升网络智联能力；二是提升产业创新能力，主要包括推进标准体系建设、增强产业供给能力；三是深化智能融合应用，主要包括推动产业数字化转型、促进社会治理智能化、助力民众生活智慧化；四是营造良好发展环境，主要包括优化价值评估方法、提高行业服务水平、完善安全保护机制。

## 地方创新

### 深圳：支持数字人民币应用场景创新

9月11日，深圳市地方金融管理局发布通告，公开征求《深圳市关于支持数字金融高质量发展的实施意见（征求意见稿）》意见。通告指出，深圳金融科技研究院将发挥重要作用，推动数字人民币跨境支付和国际业务中心建设。深圳计划支持多边央

行数字货币桥等重大项目，同时设立数字人民币应用推广创新空间，展示试点成果。深圳将推动数字人民币使用规模扩大、应用场景创新及行业生态完善。此外，深圳还将开展数字人民币智能合约、硬钱包等创新应用，打造示范性全域应用场景。

## 黑龙江：数字贸易推介交流会举行

9月12日，由黑龙江省商务厅、哈尔滨市人民政府主办，中国云谷服务外包产业园区承办的2024年中国国际服务贸易交易会“黑龙江省数字贸易推介交流会”在北京国家会议中心举行。交流会旨在结交更多国内外合作伙伴，助力龙江数字贸易企业走出去。会上，黑龙江省商务厅与香港贸易发展局签署合作框架协议，省内6个数字领域项目进行了现场签约，总签约额约12.4亿元。介绍，黑龙江省作为国家传统老工业基地和重要的粮食生产基地，发展数字贸易具有广泛的应用场景需求、雄厚的科教人才支撑、独特的地理气候资源、良好的数字基础设施和向北开放的区位优势。目前，全省拥有哈尔滨和大庆两个国家服务外包示范城市，哈尔滨、黑河、绥芬河、同江四个国家级跨境电商综试区，市场潜力巨大。

## 深度分析

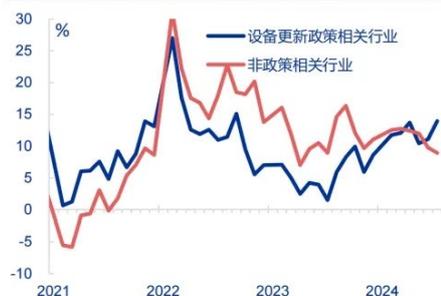
### 制造业投资结构“大分化”？

赵伟（中国首席经济学家论坛理事，  
申万宏源证券首席经济学家）  
来源：首席经济学家论坛

#### 一、一问：投资领域“大分化”？

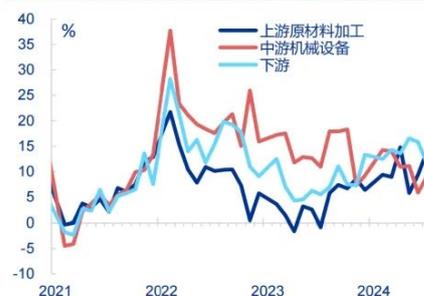
今年来，设备更新政策相关行业投资增速虽走高，但非政策相关行业投资也一度走强。上中下游来看，中游机械设备投资增速反而持续回落。从政策受益行业来看，本轮大规模设备更新政策聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，涵盖上中下游。其中，设备更新政策类行业投资增速自去年底8.6%上升至今年7月13.9%，但非政策相关行业投资增速也一度上升至12.7%的较高水平。拆分上中下游来看，中游机械设备在本轮政策前就已出现增速大幅上升特征，而今年以来增速反而持续下行，反而是上游和下游投资增速走强。

图 1：设备更新政策行业和非政策行业投资均一度走高



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：本轮制造业投资改善并非是中游机械设备

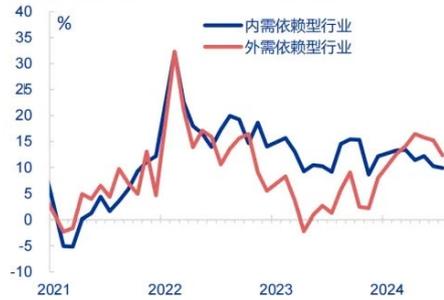


资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

从需求驱动类型来看，今年制造业投资增速较高的更多是外需依赖型行业，内需依赖型行业中，增速较高的是高耗能行业和下游行业。今年以来，外需依赖型行业投

资增速由去年底8%、一度大幅上升至16.5%，虽然7月有所走弱，但仍维持12.3%的较高水平。但相比之下，内需依赖型行业投资增速持续回落，同期由12.1%下滑至9.9%。而内需依赖型行业内部，增速较高的是下游行业（总体保持在14%左右），此外高耗能行业投资增速二季度来也明显上升至14.8%，但中游机械设备增速整体走低。

图3：今年制造业投资高增更多源于外需依赖行业



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按12MMA处理

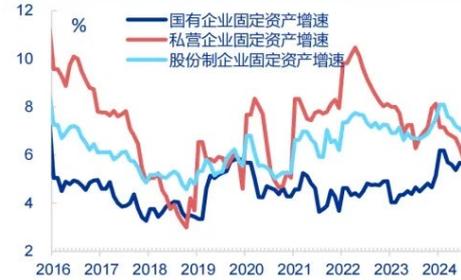
图4：内需行业中三大类行业投资增速



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按12MMA处理

从企业类型来看，今年国企固定资产增速上升，其他企业增速下降。此外上市公司增速下降，非上市公司增速上升。首先，分所有制结构来看，今年以来国有企业固定资产增速明显上升，由去年11月4.7%上升至目前5.6%。而私营企业固定资产增速同期由8.1%大幅下滑至5.8%。此外，上市公司固定资产增速在前期冲高后回落，由去年底16.3%下行至6月末12.4%，而同期规模以上制造业固定资产增速基本保持在6.5%左右，说明非上市公司增速上升，尤其是非上市的国有企业。

图5：国企固定资产增速上升，其他企业下滑



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按12MMA处理

图6：上市公司固定资产增速上升后回落

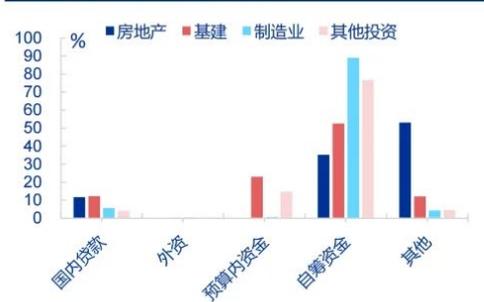


资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按12MMA处理

## 二、二问：投资资金来源“大分化”？

从总量数据初步来看，非地产投资资金来源经历从杠杆资金到内生资金的转变。依据统计局数据公布范围，能表征制造业投资资金来源月度变化的口径只有“非房地产投资资金来源”。结构数据中，虽然自筹资金也包括部分未统计在国内贷款中的非标融资，但更多为自有资金（包括往年盈利），因此数据上自筹资金与国内贷款增速往往走势并不一致。2022年-2023年，非地产资金来源中自筹资金增速下滑，但国内贷款增速上升，而2024年则出现贷款增速下滑、自筹资金增速上升的情况。

图7：四大类投资资金来源占比



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按12MMA处理

图8：非房地产类投资资金来源情况



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按12MMA处理



图 9: 自筹资金: 房地产与非房地产



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

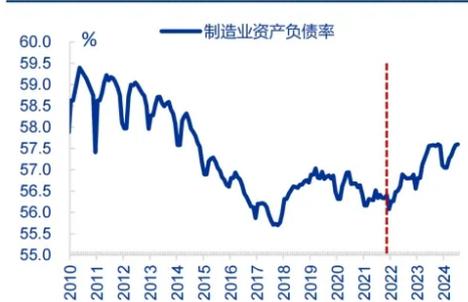
图 10: 国内贷款: 房地产与非房地产



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

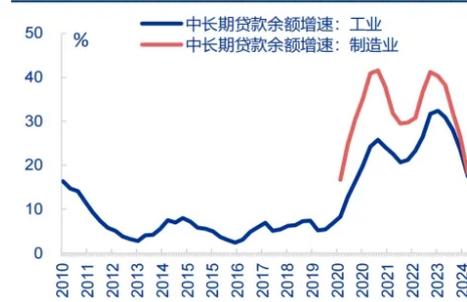
从中观数据来看, 制造业投资也呈现 2022 年依赖杠杆资金、但今年更依赖内生资金的情况。制造业资产负债率在 2022 年-2023 年明显上升, 从 56.1% 上升至 57.5%, 若以固定资产规模折算形成投资的资金, 增量资金为 12500 亿左右, 对近年制造业投资形成有效支撑。此外, 从贷款余额增速来看, 该数据也在 2023 年上半年达到高点 (40.3%)。但 2023 年下半年以来增速明显下滑, 至 2024 年二季度, 读数仅 18.1%。

图 11: 2023 年制造业资产负债率上升, 今年持平



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

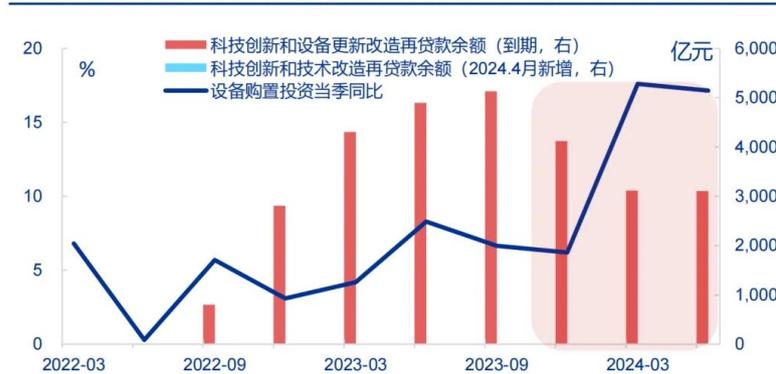
图 12: 今年以来制造业中长期贷款增速大幅下滑



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

此外, 4 月初出台的支持设备更新再贷款余额截止 6 月末为 0, 说明上半年强劲的制造业投资并非源于政策刺激, 而是下文会讨论到的正常内生更新周期和产业升级现象。4 月前, 设备更新改造再贷款和科技创新再贷款政策均到期, 再贷款余额持续下滑, 至 6 月末下滑至 3105 亿, 较去年同期减少 1789 亿。与此同时, 4 月初出台的科技创新和技术改造再贷款支持设备更新, 但截止 6 月末, 余额也仍为 0。而今年以来制造业投资持续强劲、设备购置投资增速, 由去年底 6.2% 上升至目前 17.2%。

图 13: 设备更新再贷款余额并未明显增加, 但今年设备购置投资高增



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

上市公司数据也显示, 23Q4 以来支撑投资的更多是经营性现金流, 并非是设备更新再贷款政策在拉动投资。22Q2-23Q3 期间, 上市公司制造业经营性现金流大幅下滑, 同比增速由 18.3% 滑至平均 8% 左右, 而取得借款收到的资金增速由 2.2% 明显上升至最高 21.6% 的水平。但 23Q4 以来, 取得借款收到的资金增速大幅下滑至目前 4.4% 的水平, 而经营性现金流增速一度回升至 19.6%。

图 14: 23Q4 以来支撑投资的更多源于经营性现金流



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

### 三、三问: 驱动因素结构“大分化”?

宏观层面, 2022 年以来产能利用率难以有效解释制造业投资的强劲。结构上, 上中下游均出现产能利用率与投资的背离, 下游内需依赖行业和外需依赖行业最为明显。产能利用率是衡量供需远期能否再平衡的重要中介指标, 因此数据上产能利用率与制造业投资走势十分匹配。在产能利用率偏低的时候, 即使需求改善, 也很难明显拉动投资, 因为现有产能可以覆盖远期需求。但自 2022 年以来, 也出现产能利用率下行、但制造业投资冲高的现象。且从结构数据来看, 非高耗能中上游、下游均出现类似特征, 其中, 下游内需依赖型、外需依赖型投资与产能利用率背离的现象最为明显。

图 15: 制造业投资与产能利用率罕见背离



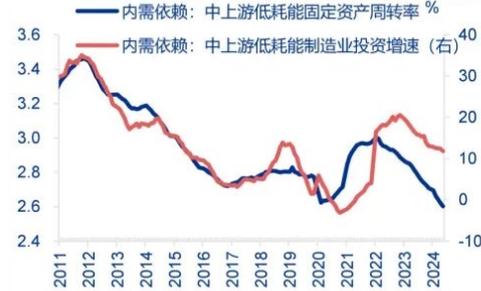
资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 17: 内需依赖下游投资也与产能利用率背离



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 16: 非高耗能行业投资也与产能利用率背离



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 18: 外需依赖行业投资也与产能利用率背离



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

中观层面, 部分行业产业升级是推动投资强于产能利用率的原因之一, 但目前有“陷入内卷”的迹象(投资高增、但利润率下滑)。我们在《制造业投资框架“大迁移”》报告中提出, 部分行业会经历产业升级驱动的投资, 表现为投资高增后增加值率会提升。由于增加值率没有最新数据, 我们以上市公司销售净利率为替代, 数据上制造业固定资产增速与销售净利率在 2022 年之前明显正相关, 产业升级现象明显。但 2022 年后固定资产增速走高而销售净利率走低, 投资陷入“内卷”。



图 19: 销售净利率正在与固定资产增速反向变化



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 20: 内需中上游行业销售净利率与投资背离明显



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

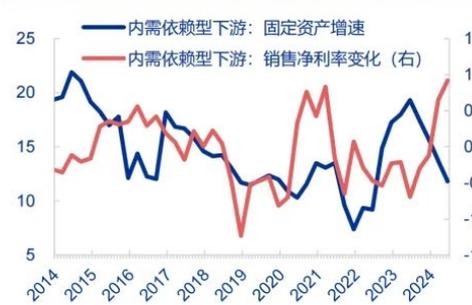
结构上内需中上游(中游机械)出现更明显的投资高增但销售净利率明显下滑的现象,未来短期空间或较小。但外需依赖型行业和内需下游行业销售净利率在改善,相关投资未来或仍有提升空间。内需中上游是最明显的投资高增但销售净利率下滑的领域,未来短期空间或相对有限。相比之下,内需依赖型下游和外需依赖行业均出现销售净利率上升、而投资下滑的现象,未来投资或仍有提升空间。

图 21: 外需依赖型行业投资弱于销售净利率



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 22: 内需依赖型下游投资弱于销售净利率



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

此外,产能更新是推动本轮投资强于产能利用率的原因之一,历史上我国存在典型的产能更新周期,更新时也会额外支撑投资。产能更新并不是大幅新增产能,而是存量产能结构调整,更新改造。这一模式并不会导致产能明显扩张,但是会客观表现为制造业投资高增。这一现象可以通过观察制造业投资增速与固定资产增速差值的变化规律得出。譬如若制造业投资增速高、但固定资产增速低的时候,意味着投资更多是产能更新与结构调整。此外从数据上来看,废弃资源利用业投资增速也与上述增速差值基本匹配,也能侧面验证更新周期规律(产能更新后旧设备会被废弃资源利用)。

图 23: 可通过制造业投资增速与固定资产增速差值讨论产能更新周期



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

不同行业更新周期不同,参与全球竞争、或高耗能行业更新更频繁,内需依赖型下游更新周期偏长。数据显示,高耗能行业与依赖外需的行业更新周期更快,平均为

5 年左右，非高耗能行业中，内需依赖型中上游更新周期为 7 年左右，而下游内需依赖型行业更新周期为 10 年左右。

图 24: 高耗能行业: 产能更新周期为 5 年左右



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 25: 外需依赖行业: 产能更新周期为 5 年左右



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

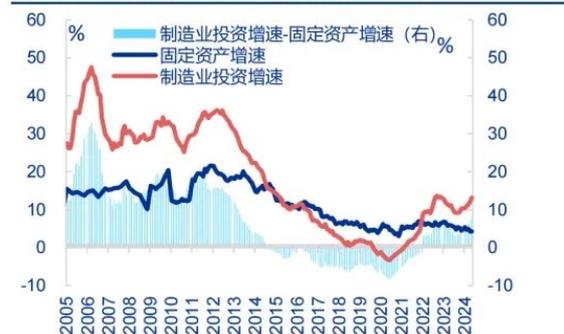
后续非高耗能中上游更新空间相对较小，但外需依赖型行业、高耗能行业、内需下游行业更新空间较大。近年来，非高耗能中上游已经历过一轮大规模更新（2022-2023 年），后续空间相对有限，相关行业投资增速至今年也持续下滑。而下游内需行业是近十年来首次大规模更新，目前离历史更新高点仍有提升空间。此外外需依赖型行业前期更新也不明显，高耗能行业也是目前设备更新政策重点提及的领域，考虑两者更新周期均更短，未来也有较大概率继续更新形成投资。

图 26: 非高耗能中上游: 更新周期为 7 年左右



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

图 27: 非高耗能下游: 更新周期为 10 年左右



资料来源: CEIC, 申万宏源研究, 数据按 12MMA 处理

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。