



详解制造业投资 (二): 三重挑战



2022 年以来，俄乌地缘政治冲突、美联储快速加息并开启缩表、国内疫情防控压力抬头，经济形势更趋复杂严峻。在此背景下，中国制造业企业面临三大挑战：一是，需求更快收缩，尤其是来自出口和地产的订单需求。二是，预期尚未扭转，中国经济政策不确定性指数 3 月快速蹿升，4 月仍处于 2000 年以来高位。三是，供给冲击加剧，疫情防控对于物流、供应链产生较严重的负面冲击，输入性通胀压力加大也使得企业原材料成本再度抬升。三重压力未减，可能对制造业投资产生更强的抑制作用。

“三驾马车”都会影响制造业企业需求，但不同板块的驱动因素有差异。以 2018 年中国投入产出表（最新）分析，中国原材料行业的产成品通常作为中间投入被使用，受其他行业需求的间接影响；中游制造业的需求源于投资和出口两个方面；下游制造业中，多数行业的需求与消费相关，少数受出口或投资需求的带动。我们按 2021 年的投资规模，将最大的 8 个制造业行业加总，除中间投入外，出口是这些行业最重要的需求来源（占比 14.5%），其次是资本形成（占比 9.9%），最后是直接消费（占比 7.1%）。

今年 4 月以来，制造业企业需求较快收缩，尤其是来自出口和地产的订单需求。

一方面，出口呈加速回落态势。2021 年中国以美元计价的出口增长 29.9%，2022 年 1-2 月中国出口增速下降到 16.4%，3 月增速进一步下降到 14.7%，4 月以美元计价的出口同比为 3.9%，呈加速回落态势。从中国人民银行企业调查问卷数据看，2022 年一季度出口订单指数从 2021 年四

季度的 48.7% 下降到 40.9%，为 2020 年二季度以来最低。出口增速加速回落既受疫情冲击供应链的短期因素影响，又与海外发达经济体需求减弱、中国出口市场份额回流的中长期压力相关。

出口相关行业对 2021 年制造业投资的贡献较高，出口回落对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大。我们将 2021 年出口交货值占营收比重高于 10% 的 15 个行业定义为高出口依赖型行业。以 2019 年为基准，高出口依赖型行业的投资贡献了 2021 年制造业投资增量的 64%。其中，计算机、专用设备、电气机械三个行业就贡献了 2021 年制造业投资增量的 52.2%。2022 年 4 月，工业企业出口交货值自 3 月的 10.8% 回落至 -1.9%，是 2020 年 3 月以来的增速最低点。

另一方面，房地产投资增速继续下滑，“销售-拿地-新开工”链条尚无企稳迹象。从 4 月数据看，房地产开发投资完成额单月同比从 3 月的 -2.4% 下降至 -10.1%，商品房销售面积、土地购置面积、房屋新开工面积 4 月单月同比分别为 -39.0%、-57.3%、-44.2%。疫情对房地产销售、拿地和施工均产生了较大冲击。从高频数据看，5 月房地产市场依然低迷，30 大中城市商品房销售面积、100 大中城市成交土地占地面积分别是过去三年均值的 54.4%、50.1%；100 大中城市成交土地溢价率均值 1.9%，而 2021 年同期为 17.3%。

房地产投资对非金属矿物和黑色金属冶炼加工影响较大，这两个行业是 2021 年制造业投资增量的重要来源。基于投入产出表计算完全分配系

数，非金属矿物制品和黑色金属冶炼加工产品最终有 52.6%和 31.6%流向了建筑业，尤其是房屋建筑，因此房地产投资对这两个行业的需求影响较大。以 2019 年为基准，非金属矿物、黑色金属冶炼加工两个行业合计贡献 2021 年制造业投资增量的 20.9%。

内部环境方面，疫情风险抬头，对企业生产经营和投资活动的预期产生冲击。3 月以来，新冠疫情多点爆发，国内疫情防控压力加大。牛津大学编制的疫情防控的“严格指数”读数自 3 月 28 日开始上行，目前仍处高位。从景气调查数据看，国家统计局公布的制造业 PMI 的生产经营活动预期分项今年 3-4 月连续下滑，达 2020 年 3 月以来最低点，5 月有所反弹但力度偏弱；长江商学院编制的 BCI 企业投资前瞻指数自 2 月高位（高于 2012 年 3 月以来 77.5%的月份）下滑，5 月已处于历史 2.4%分位。此外，中国经济政策不确定性指数 3 月快速蹿升，4 月仍处于 2000 年以来高位（96.6%分位），历史上这一指标的局部高点与制造业投资增速的下滑同步性较高。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42653

