



7 月出口超预期背后：下半年制造业投资形势如何？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

7月出口再超预期。8月7日，海关总署公布的数据显示，以美元计，7月出口同比增长18.0%，高于6月0.1个百分点。由此看出，7月我国出口继续保持高速增长。但随着海外主要经济体开始加息，海外经济衰退风险增加，外需大概率将出现回落，在这一背景下，下半年我国出口增速能否继续保持高位？出口带动的制造业投资是否又能成为下半年稳经济的重要支撑？

中国金融四十人论坛（CF40）研究部副主任、中国金融四十人研究院青年研究员朱鹤与中国金融四十人研究院青年研究员孙子涵撰文分析了出口与制造业投资的关系，以及本轮制造业投资的驱动因素，并给出了宏观政策应对建议。

从出口端来看，文章指出，资本品始终是出口的主要部门，而价格效应是维持当前出口增速的主要力量。从制造业部门来看，利润改善主要体现在原材料部门，但投资则主要集中在资本品部门。

文章认为，疫情之后，供需两方面因素在短期内增加了国内工业品的需求，导致制造业的产能开始面临瓶颈。而疫情后部分原材料价格上涨给资本品和消费品部门同时带来了成本压力。

从出口的数量效应看，2022下半年海外央行加息对外需的抑制效应或持续显现，叠加2022上半年工业品部门产能利用率已经下降的现实，国

内工业品部门的投资力度或出现显著下行。

出口的价格效应主要取决于原材料价格的走势，但即使原材料价格保持当前的水平，受基数影响，下半年价格效应也会显著走弱。宏观政策应重点关注制造业可能出现的投资缺口，通过降息、投资补贴等方式适度缓解这一过程，并通过增加政府支出来合理对冲这部分投资缺口。

但如果原材料价格继续维持高位，企业的现金流会面临更大的挑战，进而对投资意愿形成更大的压制。这种情况下，宏观政策不仅要考虑到制造业投资带来的新需求缺口，更要考虑到企业部门的现金流量缺口。而仅靠货币政策难以有效对冲这部分现金流压力，迫切需要显著扩大政府支出来缓解企业的现金流压力。

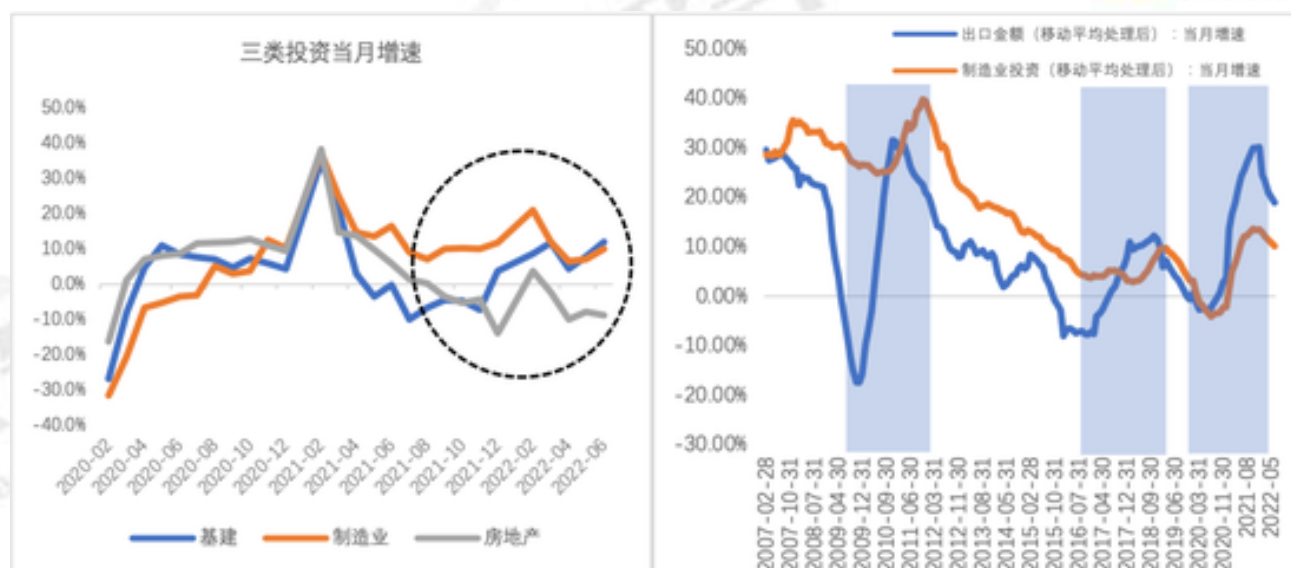


疫情以来，我国制造业投资表现始终亮眼，并一度超过了疫情之前的水平。尤其是 2021 年下半年，我国房地产市场逐步进入深度调整阶段，房地产投资持续下行，而此时基建投资仍未开始发力，持续强劲的制造业投

资一度成为稳增长的重要力量。此后，随着基建投资开始发力，制造业投资仍能保持十个百分点左右的增速，两者共同对冲了 2022 年上半年房地产下行带来的部分投资缺口。从更长的时间序列来看，制造业投资与出口的表现密切相关。如图 1 所示，在 2009-2010、2017-2018、2021-2022 三轮周期中，出口增速的变化均领先于制造业投资的变化。这或许说明出口与制造业投资之间存在着关键联系。

2022 下半年，全球央行相继进入加息周期，全球经济景气程度持续走弱，中国出口或大概率迎来变局。一旦出口出现变化，是否会如过去那样带动制造业投资向下仍未可知。国内方面，房地产投资能否在下半年企稳仍存在较大变数，基建发力的持续性在很大程度上取决于财政资金的到位情况和项目落地情况。出口和制造业投资交织在一起，两者接下来的变化决定了未来是否会出现一个新的内外叠加型的需求缺口。因此，准确理解本轮制造业投资的驱动因素，厘清出口与制造业投资的关系，对宏观研判的重要性不言而喻。

图 1 制造业投资、基建投资、房地产投资增速



接下来，我们分别先考察制造业投资和出口的结构特征，然后结合不同的逻辑推演，尝试梳理出一个符合基本事实的解释框架。

一、制造业：利润改善体现在原材料部门，但投资主要集中在资本品部门

我们将制造业部门分为原材料、资本品和消费品三个生产部门，具体的分类方式见附表。之所以做这样的分类，主要考虑到资本品和消费品都是终端产品，两个部门会同时面临来自原材料上涨的成本压力，只不过这种压力的传导效率或许会有差异。

在这样的分类下，观察 2021 年以来三个制造业部门的结构性表现，不难发现这样一个基本事实：2021 年以来，现金流的改善主要集中在原材料生产行业，而固定资产投资的增长主要体现在资本品行业。

如图 2 所示，2021 年以来，无论是营业收入还是利润总额，原材料部门的改善程度和持续程度都显著高于资本品部门和消费品部门。这种结

构特征与同一时期“PPI-CPI”的巨大剪刀差形成了对应关系，即 PPI 和 CPI 的剪刀差与工业部门内差异化的现金流改善反映出的是同一种现象。

图 2 三大制造业部门的营业收入与利润总额增速



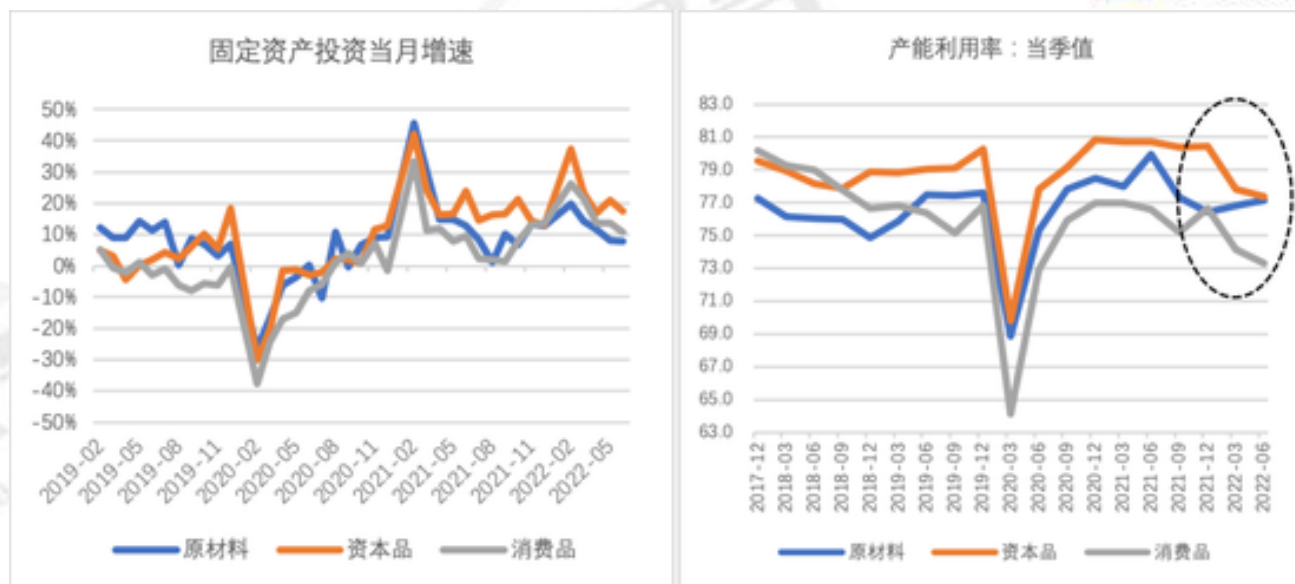
上述基本事实意味着，利润变化并没有充分解释投资的结构特征。如前所述，原材料部门的现金流改善最好，但它的投资改善反而是最弱的。如图 3 所示，从固定投资的部门表现看，原材料部门的投资始终处于偏低的水平，2022 上半年更是如此，完全没有体现出利润改善的影响。部分产业面临的限制政策能在很大程度上解释原材料部门利润向投资传导不畅的现象。相比之下，资本品部门的投资增速最高，持续性最好，消费品部门则稍弱一些。显然，这种投资结构特征与利润变化并不匹配。

相比之下，产能利用率的差异化表现或许更契合投资端的结构特征。与投资密切相关的指标是产能利用率的情况。如图 3 所示，疫情之前资本品部门的产能利用率就显著高于其他两个部门。疫情之后，资本品的产能

利用率复苏最快，且于 2020 年三季度就已经恢复疫情之前的平均水平。整个 2021 年，资本品部门的产能利用率都始终处于较高的水平，既高于疫情之前的平均值，也显著高于另外两个部门。这意味着这一时期资本品部门的生产面临着比较明显的产能约束，并有可能由此催生了比较强烈的投资扩产需求。消费品部门产能利率的表现与资本品部门形成了鲜明的对比。如图 3 所示，疫情之后消费品部门的产能利用率先是经历了一轮复苏，随后在 2021 年开始走弱，并始终低于疫情前的平均水平，并在 2022 上半年进一步下降。

值得注意的是，2022 上半年，原材料部门的利润改善仍在持续，当月同比增速仍维持在正增长，但资本品的利润改善明显趋缓。与此同时，原材料部门的产能利用率与 2021 年下半年基本持平，但资本品和消费品的产能利用率从 2021 下半年的高位快速下降，至少表明资本品和消费品两个部门目前面临的产能约束得到了有效缓解。这或许同时反映了前期投资带来的产能增加以及实际需求走弱两方面的影响，同时也对应了 2022 上半年制造业当月投资增速已经开始放缓的现实情况。

图 3 制造业三大部门的投资增速及产能利用率



二、出口：资本品始终是出口的主要部门，价格效应是维持当前出口增速的主要力量

我们借鉴周申（2006）给出的标准，将 5962 类样本商品按照国民经济行业分类，并在此基础上考察出口的结构特征，并按照之前提出的方法（更多内容，可点击：出口的真相）对总体及分部门进行量价拆分。其中，数量效应指的是出口产品的数量增加带来的出口金额增加，价格效应指的是出口单价增加带来的出口金额增加。

以下是我们观察的两个基本事实。

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_44985

