

经济预测分析

第 15 期

国家信息中心

2022年04月02日

兼长顾短 更好发挥投资关键作用

——当前投资领域需要关注的几个问题

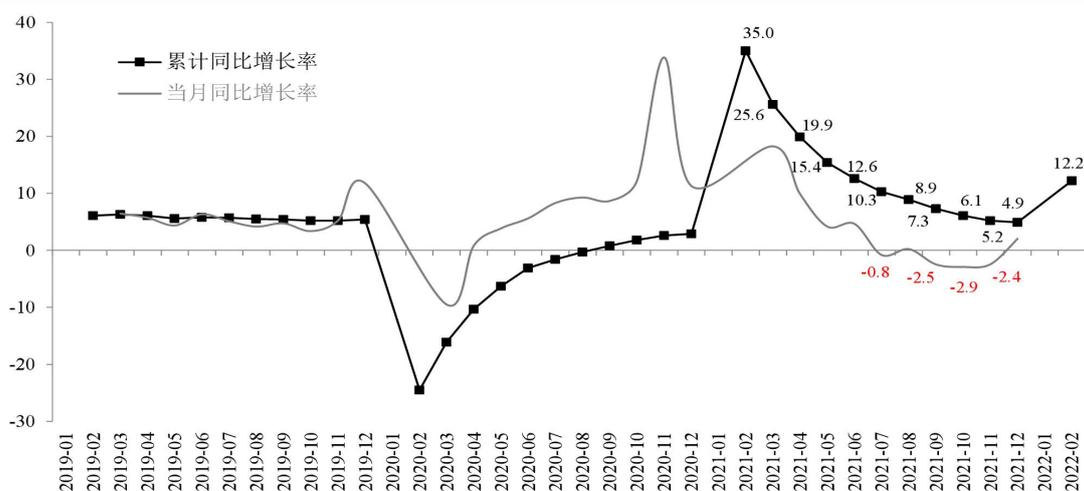
内容摘要：在逆周期发力叠加政策支持、工业品价格大涨、费用投资集中入统等因素的带动下，1—2月固定资产投资实现良好开局，同比增长12.2%，明显高于2021年增速（4.9%）、2021年两年平均增速（3.9%）。分领域看，制造业、民生领域投资保持快速增长，基础设施投资明显发力，房地产开发投资承压下行。预计一季度固定资产投资增长10.3%左右。展望下一阶段，投资增长可持续能力不足、投资环境不确定性较大、投资效益不佳等问题需要予以高度重视。建议锚定疫情走势，前瞻考虑经济下行压力，建立投资调控分级响应机制，切实发挥投资关键作用。

一、逆周期调节发力，投资实现良好开局

为应对经济发展面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱等三重压力，中央经济工作会议要求今年政策发力要适当靠前。固定资产投资作为逆周期调节的重要抓手，在促进一季度经济实现平稳运行中发挥了关键性作用。1—2月，全国固定资产投资（不含农户）5.1万亿元，同比增长12.2%，明显高于2021年增速（4.9%）、2021年两年平均增速（3.9%）。投资实现良好开局的主要促进因素：**一是**逆周期调节发力叠加政策支持，制造业投资、民生领域投资保持快速增长，基础设施投资增速明显加快。**二是**投资品价格大幅上涨，推高了固定资产投资名义增速。**三是**土地购置费集中入统拉升了房地产开发投资增速。1—2月，房企缴纳的土地购置费同比增长11.3%，拉动房地产开发投资增长2.5个百分点。

分地区看，1—2月，东、中、西、东北等四大板块投资分别增长11.7%、14.7%、13.2%和18.6%，多达29个省份投资实现两位数增长，仅广东、天津投资增速较低，分别增长6.2%、5.1%。

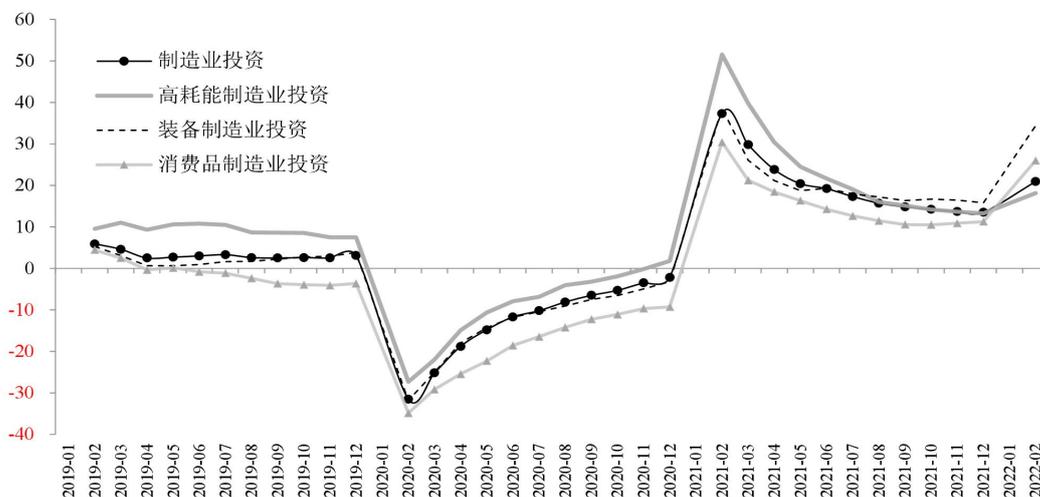
图1 固定资产投资增速走势图（单位：%）



（一）制造业投资延续快速增长

1—2月，制造业投资同比增长20.9%，明显高于2021年两年平均增速（4.8%），较2021年增速（13.5%）也加快了7.4个百分点。国家大力推进制造业强链补链和产业基础再造，高技术制造业投资同比增长42.7%，对制造业投资增长的贡献率超过40%。经营利润结转使用、中长期贷款增加、政策助力支持等因素带动制造业投资实现较快增长。2021年规模以上制造业利润同比增长31.6%，两年平均增速高达19.0%，有助于增强今年制造企业投资能力。2021年末制造业中长期贷款余额同比增长31.8%，比各项贷款增速高20.2个百分点。加大增值税留抵退税力度、研发费用加计扣除等支持政策有利于引导企业加快更新替换老旧设备、推进技术改造。分类别看，装备制造业投资增长34.3%，高耗能制造业增长18.1%，消费品制造业增长26.0%。

图2 制造业投资增速走势图（单位：%）

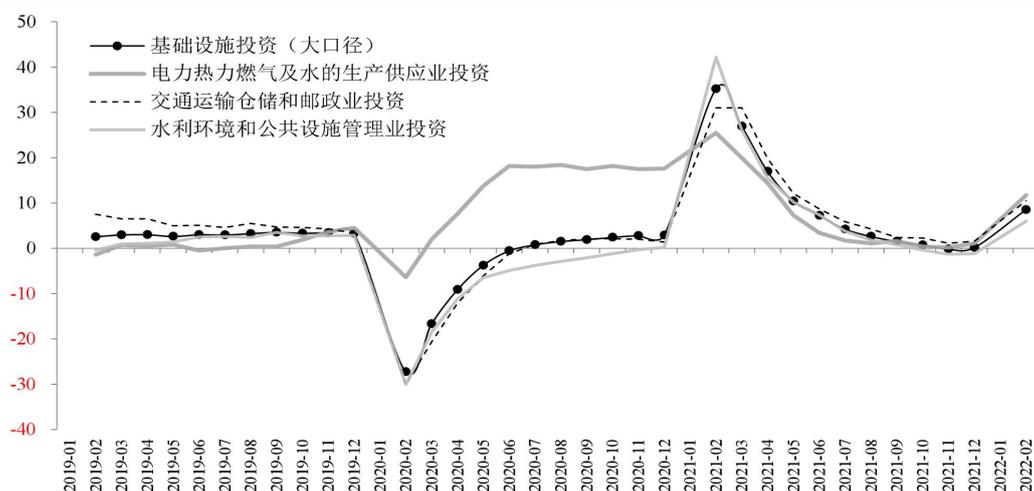


（二）基础设施投资明显加快

1—2月，基础设施投资（大口径，包括电热燃水的生产和供应业）同比增长8.5%，明显高于2021年增速（0.2%）以及2021年两年平均增速（1.5%）。财政资金靠前发力，一般公共预算支出同比增

长 7%，支出进度为 14.3%，为近 5 年最高；新增地方政府专项债券 1.08 万亿元，而去年同期没有发行地方政府专项债券，预算发行进度为 24.7%。同时，国家合理扩大地方政府专项债券使用范围、提高债券资金用作资本金比例，合格项目储备情况有所改善，新开工项目数量快速增加。分大类行业看，电热燃水的生产和供应业投资增长 11.7%，交通运输、仓储和邮政业增长 10.5%，水利环境和公共设施管理业增长 6.0%。

图 3 基础设施投资增速走势图（单位：%）

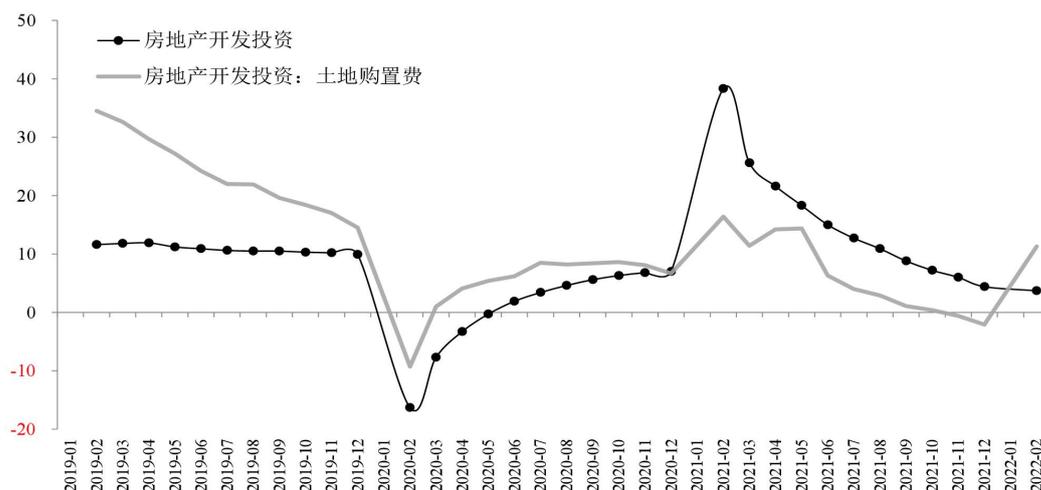


（三）房地产开发投资承压下行

1—2 月，房地产开发投资同比增长 3.7%，较 2021 年两年平均增速（5.7%）、2021 年增速（4.4%）均有所回落。土地购置费掩盖了房地产投资下行幅度，剔除土地购置费后的房地产开发投资仅增长 1.5%，较 2021 年两年平均增速（9.0%）、2021 年增速（7.3%）分别回落 7.5 个、5.8 个百分点。考虑到 2021 年土地成交价款增速较低，土地购置费（按出让合同规定，分期缴纳土地成交价款形成）托举开发投资增速的作用将会是暂时性的。今年以来，随着大中城市陆续放宽商品房限制性购买措施，以及房贷利率下调、发放速度加快，房地产市场呈现出边际回稳迹象。1—2 月商品房销售面积虽然同比仍下

降 9.6%，但较去年四季度降幅（-16.8%）有所收窄。2 月份，70 个大中城市新建商品住宅价格环比下降 0.1%，较去年四季度的月度环比降幅有所收窄，其中一线城市新建商品住宅价格环比上涨 0.5%，已经连续两个月为正。

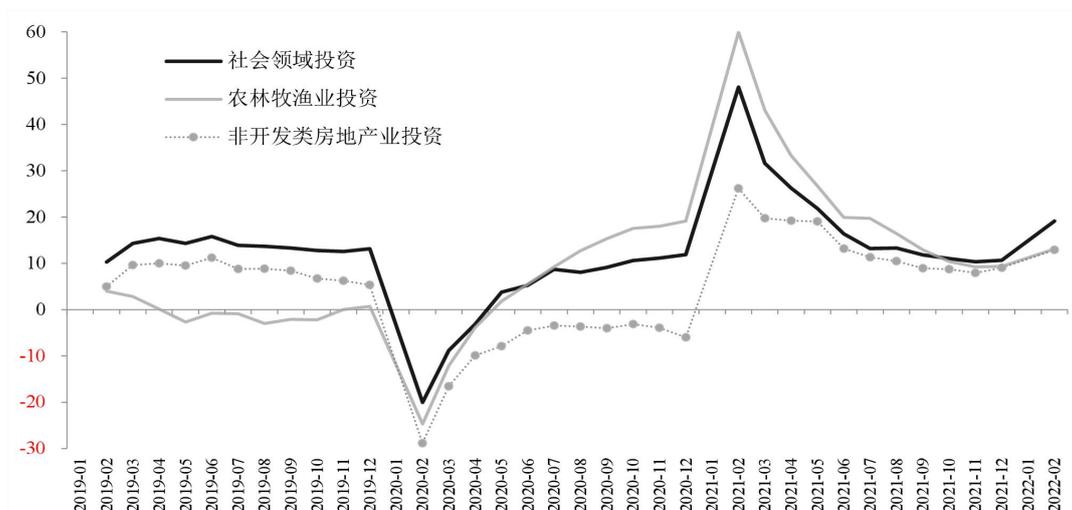
图 4 房地产开发投资增速走势图（单位：%）



（四）民生领域投资快速增长

1—2 月，社会领域投资同比增长 19.1%，较 2021 年两年平均增速（11.3%）加快 7.8 个百分点。面向科技创新、人的全面发展和人民美好生活加大投资力度以增加有效供给，教育、卫生、养老托育、文化体育等社会领域加快补齐短板弱项。分大类行业看，教育、卫生和社会工作、文体娱乐业投资分别增长 19.8%、28.7%、8.9%。乡村振兴战略深入实施，高标准农田、粮食生产社会化服务、优质原料生产基地等有效投资空间不断释放，农林牧渔业投资同比增长 13.1%。国家着力改善新市民和青年人住房需求，加大保障性租赁住房建设力度，预计全年建设筹集的保障性租赁住房将达到 240 万套（间），较去年增长超过 1.5 倍。1—2 月，非开发类房地产业投资同比增长 12.9%，较 2021 年增速（9.1%）提高 3.8 个百分点。

图5 民生领域投资增速走势图（单位：%）



综合判断，年内固定资产投资将保持平稳增长，在稳增长中发挥关键性作用。预计一季度固定资产投资增长 10.3%左右。分领域看，制造业投资领衔投资增长，基建投资增速稳步提升，房地产开发投资增速有所回落。

二、投资领域需要关注的重点问题

当前我国聚集性疫情点多、面广、频发，经济下行压力仍然较大，对投资实现良好开局应保持谨慎乐观，当下既要用好用足投资关键性作用，也要对投资领域存在的中长期矛盾问题予以高度重视。

（一）投资增长可持续能力不足

前两个月固定资产投资实现较快增长，很大程度上依赖逆周期调节政策发力，更多是由政府因素而非市场因素驱动，可持续性不强。一是政府政策强度将“前强后弱”、存在衰减压力。当前我国经济的总债务水平已经处于较高水平，依托债务扩张支撑投资高速增长的模式已经难以为继。国际清算银行数据显示，2021年三季度末，我国非金融部门总杠杆率为 284.7%，已经处在相对较高水平，也与美国（281.1%）、欧元区（282.1%）基本相当。这意味着，逆周期调节力

度不会是也不能是大水漫灌。在逆周期调节总力度有限的前提下，政策靠前发力意味着后续政策强度会有所减弱，基础设施、民生领域投资保持快速增长的难度持续增大。二是社会资本投资意愿仍然不足。国内消费需求恢复迟缓，部分接触性、密集性服务消费远未恢复至疫情前水平，市场总需求比较低迷。受此影响，企业投资行为趋向保守，对扩张产能更为谨慎。1—2月，民间投资同比增长11.4%，较整体投资增速低0.8个百分点。制造业中的小型企业绝大部分为民营企业，2月份小型企业PMI仅为45.1，跌至2020年3月份以来的新低。三是行业间投资分化现象仍在持续。受内外需形势差异、工业品价格上涨分化、疫情冲击程度不同的影响，行业间投资增长呈现出明显的不均衡态势，工业上中下游行业投资增长梯次放慢，生产性服务业投资增长快于生活性服务业。从1—2月的三年平均增速看，在工业中，采矿业、高耗能制造、装备制造、消费品制造业投资分别增长10.5%、9.2%、8.3%和2.3%；在服务业中，批发零售业、住宿餐饮业、居民服务修理业投资仅分别增长-12.1%、-0.2%和0.2%。行业间投资增长的不均衡，不利于国民经济的稳定恢复和良性循环，进而影响投资的可持续性。

（二）投资环境存在较大不确定性

企业主要根据对未来的市场预期和政策预期做出投资决策，但当前市场环境、政策环境的不确定性居高不下，企业缺少规避能力和手段，影响投资意愿。一是疫情走向及防控策略均处在动态调整中。全球新冠疫情仍在高位流行，新冠病毒变异具有高度不确定性。此外，随着部分国家陆续放开新冠限制措施，我国疫情防控策略也将根据国内外疫情走势、特效药研发进展等适时、精准做出调整改变。二是重大政策框架还处在重塑构建阶段。共同富裕的战略目标和实践途径、资本的特性和行为规律、初级产品供给保障、防范化解重大风险、碳

达峰碳中和等重大理论和实践问题仍在深化认识、破题落地过程中。市场主体完整、准确、全面贯彻新发展理念，充分践行经济高质量发展的新要求还需要一段学习和适应时间。三是国际经贸合作前景充满挑战。乌克兰冲突增大地缘政治风险和全球供应链中断风险，给全球一体化共识以及进程带来负面冲击。部分国家泛化国家安全概念，将政治因素凌驾于经济因素之上，加大全球经贸合作的不确定性。发达国家积极鼓励制造业回流，推动供应链产业链本土化、就近化布局，给我外贸企业稳定国际市场份额带来更多压力。

（三）投资的经济效益不断减弱

国际金融危机后，我国“高投资低消费”格局未有明显改善，投资的经济效益持续减弱，衡量投资效益的增量资本产出率（ICOR，单位GDP增量需要的投资额，逆向指标）明显提高，2019年达到7.7，是2007年的2.4倍。一是基础设施投资的经济效益在减弱。我国基础设施整体水平已经位于世界前列，《世界竞争力报告2019》显示，在141个经济体中我国基础设施得分排名第36位，基础设施硬件得分排名更高。随着基础设施资本存量的增加，基建投资效益受边际效益递减规律的影响持续降低。同时，基建投资与产业投资的联动互补关系也在弱化，下拉了基础设施的正外部性。目前传统产业投资已经相对饱和、产业园区布局总体成熟定型，直接服务促进产业园区发展的基础设施建设空间已经大幅收窄，这就导致基建投资对产业发展的带动能力明显下降，对改善提升产业资本、劳动力利用效率乃至全要素生产率的作用也在减弱。二是产业投资的效益实现缺乏消费需求的支撑。产业投资的效益既体现在是当期需求、直接成为GDP的组成部分，更体现在建成后增加生产供给能力、匹配未来期消费需求，促进形成更高水平的供需动态平衡。我国最终消费率已经连续18年低于60%，消费需求持续低迷，对投资的牵引能力随之减弱，一方面导致

储蓄资金在重工业、房地产、金融等部门“自转”“空转”，浪费投资资源，另一方面导致产成品无法顺利完成消费环节，影响投资效益的实现。工业领域低水平产能过剩、服务业领域服务设施闲置等情况都表明产业投资未能得到消费需求的有效牵引和支撑，无法形成有效供给完成价值实现，也抑制了新增产业投资的热情。

三、兼长顾短，建立投资调控分级响应机制

疫情影响已经成为今年我国经济运行主要的不确定因素。建议锚定疫情走势，前瞻考虑经济下行压力，建立投资调控分级响应机制，切实发挥投资关键作用。同时，从国民经济循环的大局出发完善投资政策，释放出消费政策与投资政策的协同合力，促进提升投资效益。

（一）如果国内疫情在4月份得到有效控制，疫情影响逐步减弱，建议以靠前发力为导向，落实好既有强度的投资调控政策。主要政策工具包括：一是支持制造业强链补链、技术改造项目，促进生产线数字化智能化绿色化改造升级。二是适度超前开展基础设施建设，加大社会民生领域补短板力度，合理扩大地方政府专项债券使用范围，推进实施“十四五”规划确定的102项重大工程项目。三是大力推进保障性住房建设，着力稳定商品房市场满足居民合理住房需求。四是积极拓宽民营企业投资空间，进一步健全社会资本投融资合作对接机制，激发各类社会资本活力。

（二）如果国内疫情在短期内得到基本控制，但秋冬季仍出现反复，疫情整体影响略大于去年，建议实施靠前发力并在下半年适当加力的投资调控政策。新的政策工具包括：一是将企业新购进固定资产加速折旧、研发费用加计扣除政策扩大至全部行业，提高政策的普惠性，促进企业设备更新、技术改造和研发投入。二是进一步扩大地方政府专项债券使用范围，提高地方政府专项债券用作资本金比例，降

低项目投资门槛。三是坚持房住不炒、因城施策，加大人口净流入的大中城市住房建设支持力度。

（三）如果国内疫情仍多次反复、出现新变异病毒，疫情整体影响较去年明显加重。建议在靠前发力的基础上，叠加以改善民生需求为导向，适时启动实施更大强度的投资调控政策。新的储备政策工具包括：**一是**宏观政策取向更加积极，财政、货币等总量性政策加大力度，扶持重点领域、薄弱环节、困难群体发展的结构性政策更加聚焦精准。**二是**在全国人大审议批准的地方政府专项债务余额限额内增发地方政府专项债券 1.47 万亿元，明确不低于一定比例（可参照基础设施领域民间投资比重，设定为 30%）用于支持民营资本控股的项目，带动扩大有效投资和民间投资活力。**三是**对民生领域项目、绿色低碳项目，普遍降低项目最低资本金比例 5 个百分点。民生领域包括保障性住房、城市停车场、教育、医疗健康、养老托育等，绿色低碳项目比照《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》执行。**四是**激发消费政策与投资政策的协同效应。配合使用消费政策和投资政策，加大消费政策力度来提升投资政策实施效果。兜住兜牢受疫情影响的特殊困难群体的社会保障网。落实职工工资正常增长机制，及时足额发放基层公务人员工资。研究一次性发放疫情影响补助金。鼓励有条件的地方联合企业发放消费券。研究安排中央财政资金支持居民家庭淘汰更新老旧家电、家具、汽车。

（执笔：牛犁 胡祖铨）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部
联系电话：68557142, 68557122
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn

邮编：100045
传真：68558210