



新形势下“稳投资”的挑战与机遇

Challenges and Opportunities of Stable Investment amid the "New Situation"

王凯 周晓波

在 经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力的新形势下，加大投资是应对外部环境变化、保持经济平稳发展的重要手段。中央经济工作会议部署“坚持扩大内需这个战略基点”，“激发全社会投资活力”。现阶段，经济社会不仅需要投资在数量上起到逆周期调节作用，更需要高水平投资促进经济结构转型，加大投资挑战与机遇并存。

新形势要求加大投资

投资是较为可控的政策变量，对经济增长拉动效果立竿见影。新形势下，为做好逆周期、跨周期调节以及培育长期竞争力，都需要继续加大投资力度。

投资是短期调节的优选项

2021年下半年以来，我国经济下行压

力增大。客观条件制约下，消费、进出口增长潜力难以立即发挥。

消费方面，2020—2021年社会消费品零售总额两年平均增速为3.9%，尚未恢复到疫情前8%左右的增长水平（图1）。受疫情影响，近两年失业率上升，全国居民人均可支配收入两年平均实际增长5.1%（图2），收入放缓阻碍消费潜力的进一步释放。

进出口方面，国家发展改革委认为2022年外贸进出口不确定性较大^①。主要经济体收缩货币，海外生产能力恢复，出口替代效应下降，均有可能降低外部总需求。出口新订单采购经理人指数（PMI）已经数月运行于50以下，外需偏弱（图3）。特别是，2022年以来价格效应而非数量效应成为出口增长的主要驱动力，出

作者单位：中国光大集团战略规划部。本文系作者个人观点，与所在机构无关。

① 国家发展改革委1月份新闻发布会文字实录[EB/OL].(2021-01-28)[2022-04-18].https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fgz/shgqhy/202201/t20220128_1313725.html?code=&state=123.



数据来源：Wind。

图1 社会消费品零售增速



数据来源：Wind。

图2 失业率与收入增速

口对工业生产甚至宏观经济拉动有限，很多出口企业增收不增利（图4）。

短期内，重启消费、延续出口高增长存在难度或面临较大不确定性，相对可控的投资领域更要主动承担更多的稳增长重任。

投资是补短板的重要手段

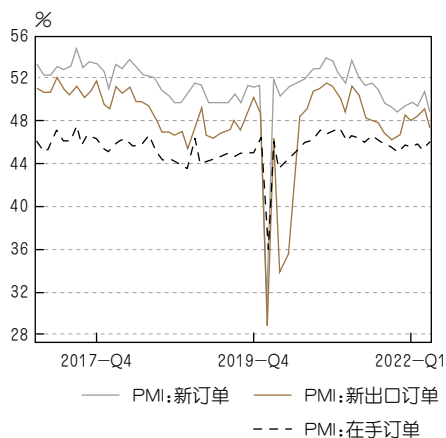
我国基础设施建设取得了很大成就，但远未达到充足水平，未来还有很大投资空间。

一方面，基础设施数量、密度仍然不足。根据世界经济论坛《全球竞争力报告》，2019年，我国作为世界第二大经济体，基础设施领域在141个经济体中排名第36位。其中，铁路密度排名第61位，道路质量、航空运输服务效率、港口服务效率分别排名第45、66、52位。

另一方面，部分领域基础设施欠账较多。2021年暴雨造成郑州等城市内涝，暴露出市政基础设施仍然存在短板和弱项。表面上看，一些城市光鲜亮丽、高楼林立，与之形成鲜明对比的是地下管网与排污系统的老化，市政投资不足造成的城市内涝、黑臭水体、断头路、垃圾围城等问题依然严重。

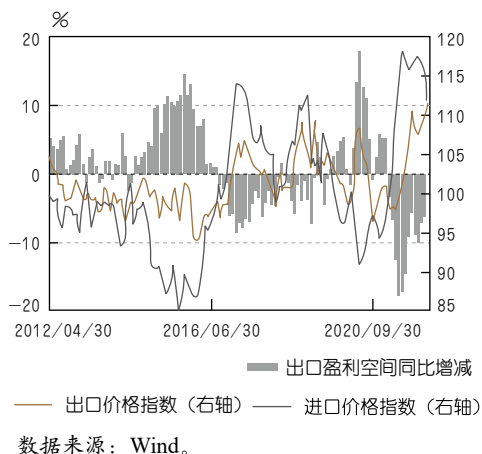
此外，基础设施分布不平衡。我国人口规模大、地域广阔，城乡、区域之间发展还存在不协调。东部发达地区相对完善，中部地区正在加速建设，西部地区仍处于初级发展阶段。相比于城市，农村道路深度不足、配套不完善，供水供电、污水处理、绿化等基础设施建设更是严重不足。

加大基础设施投资，不仅直接拉动



数据来源: Wind。

图3 需求端 PMI 订单指数



数据来源: Wind。

图4 外贸价格效应与利润空间

总需求,促进资本形成,提高经济增速,而且通过加大公共物品供给产生溢出效应和网络效应,更有利于整体经济可持续发展。

投资是培育竞争力的关键力量

新技术在生产中产生,又反作用于生产,只有通过不断的投资和生产规模扩大,才能实现“干中学”内生经济增长。经验表明,资本密集度提高最快的时候,也是全要素生产率TFP提升最快的时候。北大光华管理学院的一项研究表明^①,1978—2017年,我国投资率越高的年份,全要素生产率(TFP)增长也越快。当前,数字经济、智能制造、碳中和、新能源等革命性

技术已经崭露头角,为打造未来核心竞争力、抢占技术高地,必须在投资中推动新技术应用、在应用中发展新技术。

一些发达国家已经意识到系统性技术变革即将到来,纷纷加大相关投资。美国提出万亿基础设施重建计划,对下一代能源基础设施,高速互联网等新型基础设施领域进行部署。我国新基建包括:5G基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等领域。投资新基建是推动新旧动能转换、调整经济结构、建立现代化经济体系的关键选择。

^①刘俏,颜色.2022年经济展望:重构政策目标,回归投资逻辑[EB/OL].(2022-01)[2022-04].https://www.gsm.pku.edu.cn/thought_leadership/info/9319/2691.htm.



稳投资挑战增多

提出“稳投资”很重要的原因在于，当前投资领域出现了不稳定的异常情况，主要表现为投资总量下滑较快、结构不均衡、新增长点尚未发展壮大。

投资增速下滑较快

2021年，全国完成固定资产投资（不含农户）544 547亿元，比2020年增长4.9%，增速比2020年提高2个百分点；若以2019年为基期，两年平均增长3.9%，未恢复到疫情前水平。

纵向对比看，自2000年以来，固定资产投资增速从未像过去两年如此之低。固定资产投资增速从2009年起一路趋势性下滑，目前仍然看不到掉头向上的拐点。横向对比看，投资对季度经济增长的拉动由正转负。2021年第四季度，三大需求对当季国内生产总值（GDP）增长的拉动作用显示：最终消费拉动3.41%，资本形成拉动-0.46%，净出口拉动1.06%。2021年下半年以来，投资不仅没有在经济增速下滑过程中起到逆周期调节的作用，反而成为了拖累项。

投资结构不合理

从投资三大领域看，当前制造业投资仍然低迷，2020—2021两年平均增长4.8%；房地产成为稳定投资的关键力量，两年平均增长5.7%；基建投资两年平均增长了1.8%，并没有起到对冲作用。

过去十几年，基建投资、房地产开发

投资增速变化最大，大多数时期二者呈现负相关关系，互相对冲稳定总投资增速，但疫情以来，房地产、基建投资增速均出现了下滑。2012年以来，制造业投资增速基本上落后于总体投资增速，难以支持总投资，疫情更是对制造业投资造成了重大影响（图5）。

未来，在投资结构上，需要走出房地产与基建之间的应激调节，重启制造业投资，更加关注以制造业为代表的可持续性投资。

传统投资空间有限

投资是影响经济波动的重要短期因素，投资前景与预期转弱密切相关。当前积极稳妥扩大三大领域有效投资仍面临一些挑战。

第一，随着城镇人口、人均居住面



数据来源：Wind。

图5 三大领域投资增速



积接近瓶颈，地产需求或将见顶。2020—2021年，商品房销售面积两年平均增长仅为2.3%，销售面积下降，房企回款难、拿地意愿下降，房地产投资受到抑制。第二，虽然在基数效应影响下2021年制造业投资取得了13.5%的高增长，但PMI新订单已经连续数月位于50以下，上游供给短缺导致PPI高企，中下游制造业企业利润下降，企业投资意愿不高。第三，在严格约束地方隐性债务风险、合格项目储备不足、新基建规模偏小的情况下，基建投资的大规模带动效应难以发挥。

政策导向，重“量”又重“质”

2021年12月，中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”。2022年以来，各部门、各领域加大稳投资政策力度，一些指标纷纷转好。

稳投资举措陆续出台

中央层面筹措资金，加快大项目审批
缩短项目审批流程，加快投资进度。

国家发展改革委提出深化投资项目审批制度改革，推行企业投资项目承诺制等创新举措^①。指导地方做好专项债券项目前期

工作，尽快办理各项审批手续，抓紧落实征地拆迁、市政配套等建设条件，推动新开工项目及时开工建设。

聚焦重大项目投资领域。国家发展改革委表示，2022年将适度超前开展基础设施投资，扎实推动“十四五”规划102项重大工程项目实施^②，并明确光伏产业创新发展、煤电机组改造升级、企业节能降碳技术改造工程、新型基础设施重大项目建设等方面的投资政策。财政部提出2022年专项债将重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等9大投资领域^③。

适度增加资金供给。为稳投资提供适宜的财政金融环境，截至3月31日，2022年新增专项债已发行1.32万亿元，已完成提前下达额度1.46万亿元的90%、全年新增额度3.65万亿元的36%。总体看，发行节奏的整体前置，有助于尽快形成有效实物投资，促进稳增长效果尽早显现。人民银行相关负责人提到货币政策要充足发力、精准发力、靠前发力，强调“把货币

① 国家发展改革委关于进一步推进投资项目审批制度改革的若干意见[EB/OL].(2021-12-15)[2022-04-18].http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-12/22/content_5663959.htm.

② 深入贯彻党的十九届六中全会和中央经济工作会议精神 扎实做好明年发展改革工作——全国发展和改革委员会在京召开[EB/OL].(2021-12-14)[2022-04-18].https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/xwfb/202112/t20211214_1307717.html?code=&state=123.

③ 加快政府债券发行使用情况国务院政策例行吹风会图文实录[EB/OL].(2022-04-12)[2022-04-18].<http://www.scio.gov.cn/32344/32345/47674/48081/tw48083/Document/1722760/1722760.htm>.



政策工具箱开得再大一些”，“避免信贷塌方”^①。

区域层面积极行动

多地2022年固定资产投资目标明显提高。2022年以来，地方政府稳投资意愿提升，各地投资计划较往年增加。与2021年固定资产投资增速（两年平均）相比，15个省份目标增速提高，其中湖北、辽宁、陕西、河南、黑龙江提高5个百分点以上。

地方发展改革委积极探索优化项目审批流程。以湖北省和上海市为例，二者在项目审批方面均出台了缩减流程、加快开工的有力措施。在审批带动下，各地项目申报的积极性较高，且以重大项目为主。

传统基建、新基建协同发力。纵观地方政府工作报告，22个地区针对保障性租赁住房提出了明确的目标及规划；20个省份详细提及了旧城改造的相关计划；28个省份提及5G等新型基础设施建设。各地在新型城镇化建设、交通、水利等方向多有聚焦。

稳投资效果初现

投资增速正在恢复。2021年全国固定资产投资（不含农户）增速比2020年提高2个百分点；2022年1—2月，固定资产投资（不含农户）同比增长12.2%，比2021

年全年加快7.3个百分点。

投资结构逐步优化。投资方向出现重大变化：一是制造业投资累计同比增速开始超过房地产，二是高技术产业投资累计同比增速保持高增长。资金正在从房地产领域转投制造业特别是高技术制造业。高技术产业投资带动作用明显，2021年，高技术产业投资比上年增长17.1%，比全部投资增速高12.2个百分点，拉动全部投资增长1.2个百分点。

绿色投资实现高增长。绿色项目更加依赖技术创新和设备制造，投资绿色项目比投资房地产有更高的投资乘数，特别有利于新技术研发。2021年以来，随着人民银行推出绿色信贷支持工具，绿色信贷投放加快，同比增速稳步提升了10个百分点。

研发经费投入保持较快增长。根据国家统计局数据，2021年我国研发经费投入达27 864亿元，比2020年增长14.2%，增速比2020年加快4个百分点，延续了“十三五”以来两位数的增长态势。我国研发经费与GDP之比再创新高，达到2.44%，比2020年提高0.03个百分点，已接近经合组织国家疫情前2.47%的平均水平。

在稳投资中打开新局面

党的十九大提出我国经济已由高速增

^①2021年金融统计数据新闻发布会文字实录[EB/OL].(2021-01-18)[2022-04-18].<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4451702/index.html>.



长阶段转向高质量发展阶段。高质量发展是经济现代化新阶段的典型特征和主题要求，稳投资应服从时代主题，既要肩负起逆周期、跨周期调节的重任，更要注重为经济高质量发展增添动力。

一是把握正确投资方向。既要做好新基建、新能源投资，也不能忽视传统基建、化石能源投资。目前，新基建总量仍然偏小，不足以单独承担起调节经济波动的功能，因此政府工作报告提出的“两新一重”投资，将交通、水利等重大工程建设同新型基础设施、新型城镇化建设放到同等重要地位。同时，由于“大跃进”式发展新能源，打压传统能源，欧洲正在遭遇能源危机，我国应吸取教训，在保障能源安全前提下，稳步投资发展新能源。

二是促进短期投资见实效。2021年下半年以来，党中央、国务院常务会议多次提及“形成更多实物工作量”。为了对冲2022年上半年我国经济下行压力较大的现实情况，积极财政政策要提升效能，更好发挥专项债资金带动作用，促进短期投资见到效果，真正有效拉动经济增长。

三是中长期投资要融入国家发展战略大局。经济转型并非一朝一夕可以完成，必须合理安排中长期战略性投资。

“十四五”规划确定了一批具有战略性、基础性、引领性的重大工程项目。国务院常务会议部署“以推动重大工程项目建设为重点，加强政策支撑和要素保障，合理

把握今年明年投资力度”，体现了战略优先的投资策略。

四是以市场化方式形成投资决策。发挥市场在资源配置中的决定作用，及时清理无效僵尸企业，减少刚性兑付、地方保护等对资金配置的扭曲。加快现代中央银行制度建设，进一步推动利率市场化改革，稳妥推进资本账户开放，降低金融抑制程度。

五是创新投融资方式。我国非金融企业杠杆率全球第一，并且远远高于全球平均水平。企业债务负担严重影响投资能力。要大力发展直接融资，特别是具有科创属性的风险投资，帮助企业多渠道筹措资金。政府部门应适当扩大债务规模，综合运用引导基金、政府和社会资本合作（PPP）等模式放大资金杠杆。加强金融创新，扩大基础设施证券投资基金（REITs）等工具的使用范围，盘活存量资产。

六是降低企业融资成本。增加政府投资容易导致利率上涨，对企业特别是民营企业投资产生挤出效应。要创造服务实体经济的低利率融资环境，并严格抑制房地产资产泡沫，完善多层次金融组织和服务体系，增加针对中小企业的金融产品和服务供给。围绕“募投管退”等环节，促进创业投资、风险投资发展，解决高科技企业融资难、融资贵问题。^[N]

学术编辑：卢超群