

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：刘佩忠 中国银行研究院
电话：010 - 6659 6623

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 梁婧
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

疫后中国经济恢复系列研究之三：

疫后我国投资影响因素及

未来趋势分析*

新冠疫情冲击下，国内外环境变化对我国投资产生了深刻影响。商品价格、内外需求、宏观政策等是影响投资走势的重要因素。疫情之后整体投资将保持平稳增长，但这些因素变动会带动投资发生结构性变化。制造业投资将受到产业政策支持，其中内外需依赖型行业、上下游行业投资结构将转变。房地产投资将在政策调整和居民信心修复作用下企稳，同时需要探索新的长期发展模式。基建投资将在稳增长政策支持下继续发力，支撑疫后经济复苏。服务业投资将因防疫措施调整和社会新需求而获得新增长动力。建议优化投资结构，释放高质量供给潜力；满足企业合理融资需求，多措并举化解企业债务风险；提高财政资金使用效率，充分发挥社会资本力量。

疫后我国投资影响因素及未来趋势分析

新冠疫情冲击下，国内外环境变化对我国投资产生了深刻影响。商品价格、内外需求、宏观政策等是影响投资走势的重要因素。疫情之后整体投资将保持平稳增长，但这些因素变动会带动投资发生结构性变化。制造业投资将受到产业政策支持，其中内外需依赖型行业、上下游行业投资结构将转变。房地产投资将在政策调整和居民信心修复作用下企稳，同时需要探索新的长期发展模式。基建投资将在稳增长政策支持下继续发力，支撑疫后经济复苏。服务业投资将因防疫措施调整和社会新需求而获得新增长动力。建议优化投资结构，释放高质量供给潜力；满足企业合理融资需求，多措并举化解企业债务风险；提高财政资金使用效率，充分发挥社会资本力量。

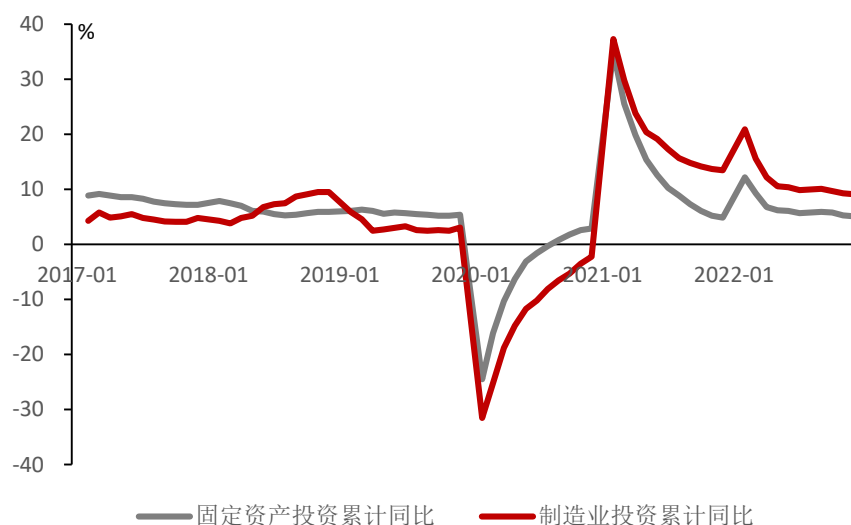
一、疫情期间我国投资结构性特征变化

新冠疫情暴发以来，国内外经济、政策环境发生巨大变化。全球产业链供应链因各国防控措施阻隔而中断甚至脱钩，大宗商品价格受供需和地缘政治影响出现波动，主要发达国家面临高通胀。国内面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，产业政策调整引发部分行业景气转向。种种因素深刻影响了我国各产业投资走势。

（一）商品涨价、外需拉动以及政策支持推动制造业投资增长

疫情期间，制造业投资经历了两个阶段变化（图 1）。2020 年，疫情严重冲击国内外需求和产业链供应链，全年制造业投资累计下降 2.2%；随生产和需求恢复，2021-2022 年制造业投资增速回升，增长快于同期整体固定资产投资。2020-2022 年，制造业固定资产投资平均增速达到 6.8%，比疫情前 2017-2019 年平均增速高 1 个百分点。疫情期间，制造业投资增速和结构切换主要由商品价格、出口需求、居民消费、政策支持等多方面因素影响所致。

图 1：近年来制造业投资增速



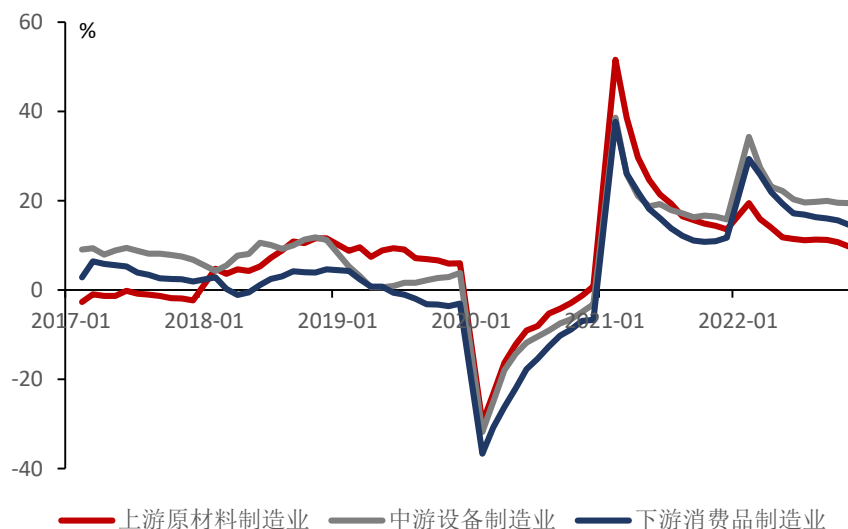
资料来源：Wind，中国银行研究院

一是大宗商品价格上涨带动上游原材料制造业投资率先走出低谷。疫情期间，发达经济体流动性宽松，全球大宗商品供需紧张，国际市场投机操作频现；国内能耗双控政策导致煤炭、钢铁、水泥等高能耗行业供给收缩。国际大宗商品和国内主要工业产品价格普遍上涨。2020 年下半年至 2021 年，我国 PPI 进入上行区间。2021 年 10 月 PPI 同比涨幅达到峰值 13.5%。2020 年，上游原材料制造业投资受产品价格上涨拉动增长 0.87%，是制造业上中下游增速最先转正的部分，成为推动制造业投资复苏的首要支撑（图 2）。但 2021 年下半年，随着钢铁、煤炭等工业产品商品价格回落，上游原材料制造业投资增速明显放缓，制造业投资动能出现转换。

二是强劲的出口需求推动中游装备制造业接替支撑投资增速。受疫情冲击，全球产业链中断且迟迟未能恢复，叠加外国政府大规模发放现金补贴刺激居民消费，海外供需失衡。我国疫情防控措施有效，制造业复工复产有序，弥补了部分海外生产缺口。2020-2022 年，我国出口平均增速为 13.4%，高于 2017-2019 年的平均增速 6.1%；全球出口份额由 2019 年的 13.2% 上升至 2021 年的 15.1%。强劲外需拉动下，电气机械、计算机通讯、仪表仪器等出口依赖度较高的制造业加快资本扩张，带动中游设备制造业投资增速上行。中游装备制造业接替上游原材料制造业成为 2021 年后的主要投资增

长动力。

图 2：近年来上中下游制造业投资增速



资料来源：Wind，经作者计算整理，中国银行研究院

三是居民收入增速放缓和消费场景缺失抑制消费品需求，下游消费品制造业投资相对乏力。一方面，受疫情影响居民收入增速放缓。2022 年全国居民可支配收入实际同比增速仅为 2019 年的一半。另一方面，疫情频繁散发和防控措施使得居民线下购物消费受到限制。居民商品消费大幅下滑，2020-2022 年社会消费品零售总额平均增速仅为 2.8%。下游消费品制造业投资受此影响明显且复苏相对乏力，疫情期间投资增速基本低于中游制造业（图 2）。

四是产业、信贷和财政等各项政策支持制造业投资，固定资产改建和新建投资增长轮动切换。产业政策方面，各地方政府于 2021 年末开始实施的技术改造投资规划推动了传统制造业技术升级投资，2022 年 1-8 月固定资产改建投资累计同比增长 13.5%。信贷政策方面，人民银行先后出台的科技再贷款（2022 年 4 月）、设备更新改造专项再贷款（2022 年 9 月）等结构性货币政策工具为制造业投资补充资金。2022 年制造业各项贷款新增 4.7 万亿元，增量是 2021 年的 1.7 倍；中长期贷款和“专精特新”企业贷款余额分别同比增长 36.7% 和 24%，比各项贷款增速分别高 25.6 和 12.9 个百分点；制造业平均贷款利率较上年下降 0.4 个百分点。财政政策方面，大规模留抵退税和财

政贴息进一步为缓解了企业资金压力，降低了融资成本。2022 年全国增值税留抵退税达到 2.46 万亿，超过 2021 年规模的 3.8 倍。在各类政策支持下，制造业投资保持较快增长，并出现了投资类型的切换：2021 年下半年至 2022 年上半年，技术改造政策支持固定资产改建投资保持较高增速；2022 年下半年起，设备更新再贷款政策带动固定资产新建投资增速明显抬升（图 3）。2022 年 8 月至当年年末，固定资产改建投资增速由 13.5% 回落至 9%，新建投资增速则由 12.3% 上升至 13.7%。

图 3：固定资产改建和新建增速

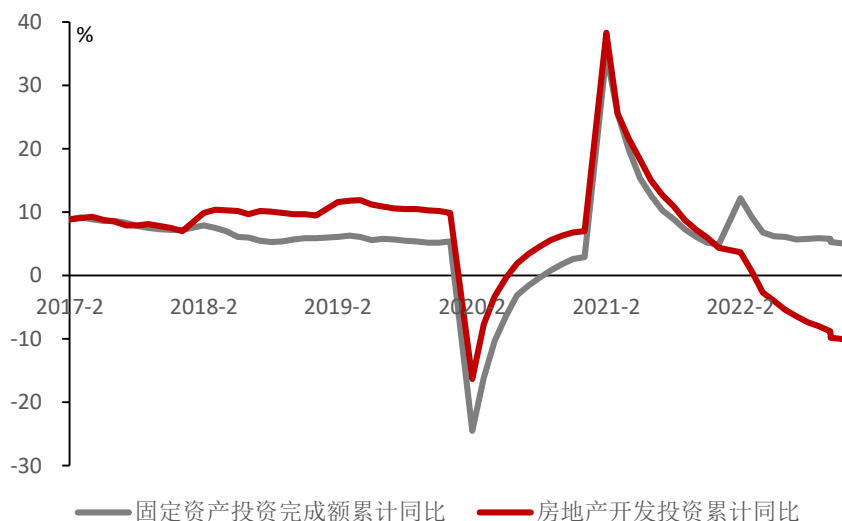


资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）受政策收紧和购房需求锐减影响，房地产投资增速大幅降低

疫情之前，我国房地产投资增长相对较快。2017-2019 年房地产开发投资平均增速为 8.8%，高于同期固定资产投资平均增速（6.2%）（图 4）。疫情期间，房地产投资急转直下，2020-2022 年平均增速仅为 0.47%，远低于疫情前房地产以及同期整体固定资产投资增速（4.3%）。房地产行业供需两端分别受到政策调整与居民购房意愿下滑的剧烈冲击，房地产开发的“拿地-开工-销售-施工-竣工”几大环节同时失速，房地产投资动能跌至谷底。

图 4：近年来房地产投资增速

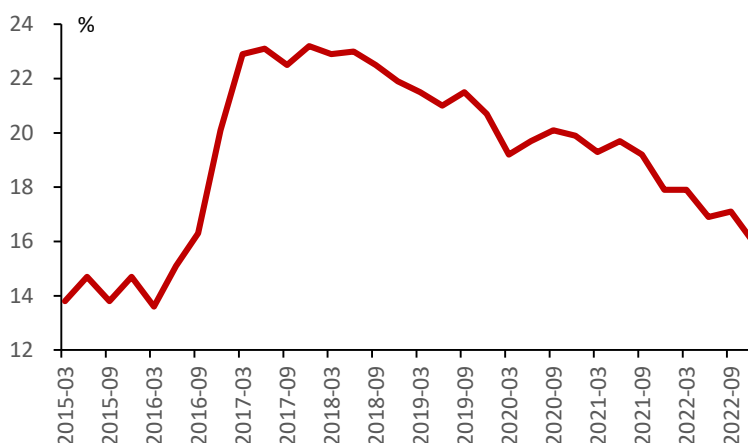


资料来源：Wind，中国银行研究院

第一，房地产市场受到调控政策变化的深刻影响。2021 年，房地产调控政策趋严，影响地产融资、土地供给。一是“三道红线”政策严格限制了房企的资产规模扩张，房企通过举债经营和偿债的模式难以为继。二是房地产贷款集中管理制度约束银行业金融机构对房地产开发与居民按揭贷款的额度，房企的外部融资环境收紧。三是土地集中供应政策影响了土地供给的节奏，遏制了房企抢地的势头。在“组合拳”政策调控下，房企资金压力逐渐增大，土地购置、开发能力大幅减弱，债务风险开始暴露。2022 年，虽然房地产政策逐步放松，但由于房地产企业资金枯竭，“烂尾楼”风波打击购房者信心，房地产市场迟迟未能转暖，房地产开发投资增速仍持续下滑。

第二，居民增收乏力、预期不稳，购房需求低迷。疫情之下居民增收途径减少，叠加 2022 年中国股票市场震荡下行导致居民金融资产缩水，居民消费能力减弱。因疫情发展及管控措施的不确定性，居民对未来收入和就业预期不明朗，更倾向于增加预防性储蓄。中国人民银行城镇储户问卷调查显示，未来三个月计划购房居民的占比从 2021 年起加速下降，2022 年四季度仅为 16%（图 5）。受此影响，商品房销售深度下行，减弱了房地产企业拿地和新开发的意愿。

图 5：未来三个月计划购房居民占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

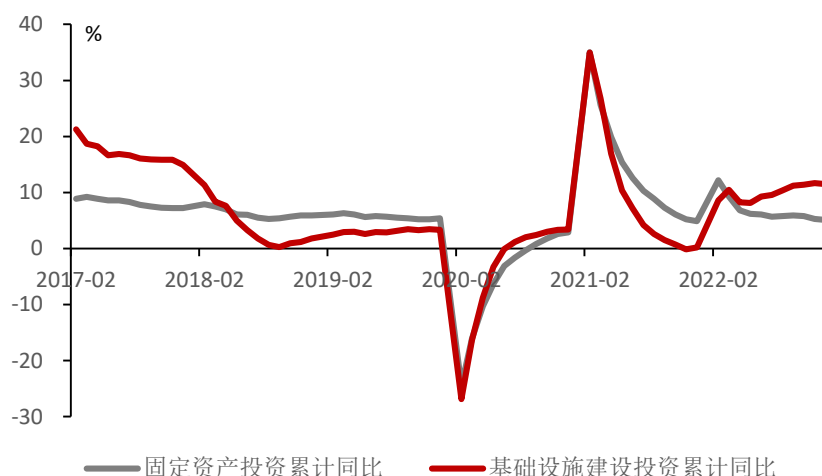
第三，房地产投资传统模式被打破，销售与开发进入恶性循环。在房地产开发资金来源中，与销售高度相关的定金及预收款、个人按揭贷款占比 50%左右，是最重要组成部分。房地产企业多采用快周转的经营模式，即前期快速拿地、开工，推动项目达到预售条件，再迅速销售回笼资金以支持项目施工，接着启动新项目，进入下一个运营周期。在此模式下，商品房销售是房地产企业的生命线，决定着企业的资金周转效率和可持续性。只要商品房销售景气，即使房地产融资政策收紧，房企依然可以加快项目周转，通过销售回笼资金。但疫情以来，信贷政策收紧和商品房销售下滑使得传统开发模式难以维继：销售走弱使房企资金吃紧，项目迟迟无法竣工，烂尾停工项目频现打击居民购房信心，购房需求进一步下滑，加剧房企回款难度，从而进入了销售和开发的恶性循环。

（三）财政、金融政策适时发力支持基建投资托底经济增长

疫情之前，基础设施建设投资增速出现回落（图 6）。因宏观去杠杆、严控地方债务、加强监管规范等因素影响，2018-2019 年基建投资平均增速仅为 2.6%，对整体投资拉动作用减弱。2020-2021 年，受专项债发行节奏延后，符合条件项目储备不足等因素影响，基建投资平均增速仅为 1.81%，其中 2021 年基建投资增滑落至 0.21%的低点。2022 年，国内疫情影响扩散、三重压力加剧、房地产市场骤冷，经济下行压力

加剧。基础设施建设作为宏观逆周期调控重要抓手的作用突显，专项债发行前置，政策性开发性金融工具接续支持，重大项目落地建设加速，2022 年基建投资完成额增长 11.52%，重回两位数增速。

图 6：近年来基础设施建设投资增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

基建投资的高增速得益于财政资金、政策性金融工具接力支持。基建投资资金来源可分为国家预算资金、自筹资金、国内贷款、利用外资和其他资金五大类，其中国家预算资金、自筹资金、国内贷款占比分别约为 16%、58%和 15%左右。国家预算资金方面，与基建投资相关的财政支出增速提升。一般公共预算支出中与基础设施建设相关的项目主要有交通运输、农林水事服务等。2022 年，交通运输和农林水事务公共财政支出分别增长 5.3%和 2.3%，增速较 2021 年明显提升（图 7）。自筹资金方面，由

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_52802

