



连平：基建投资上行能否有效对冲地产投资下行





作者：连平 罗旻劼（连平 植信投资首席经济学家兼研究院院长、中国首席经济学家论坛理事长）

2021 年四季度，在“需求收缩，供给冲击和预期转弱”三重压力下，中央政府明确定调 2022 年“稳”经济和偏宽松的政策导向，基建投资成为“稳增长”的重要抓手。通过对历史数据的分析对比和对 2022 年增速的测算，基建投资能基本对冲房地产投资产生的下行压力，房地产投资对整体投资的拖累程度有限。

一、基建投资是稳增长的“压舱石”

改革开放以来，投资对中国经济的持续高速增长发挥了重要作用，尤其当经济面临下行压力时，投资是推动经济平稳运行的重要抓手。投资的根本任务是合理配置社会生产力，调整一定时期国民经济的供给能力。投资既能增加生产能力，又对生产构成需求，对经济增长兼有供给和需求的双重效应，是可以在供给侧和需求侧两端共同发力的增长引擎。投资从短期看体现为需求来影响经济的发展，从长期看则更多地体现为供给效应。正是由于这种特殊的双重效应，使得投资不但影响着短期的经济发展，而且对经济长期持续稳定发展也起着举足轻重的作用。尤其是在遭遇黑天鹅事件或大环境错综复杂时期，投资对于经济增长的拉动作用更为直接和明显；不仅可以直接拉动制造业和相关服务业的发展，而且还因投资的相当部分会直接转化为消费资金而拉动消费市场。在我国的三大投资领域中，由于基础设施建设投资主要是由各级政府主导，因此具有很强的宏观调控效应，相比较于房地产和制造业投资，更能发挥稳定经济增长的“压舱石”作用。

基建投资对于制造业投资、工业生产以及消费和进出口具有较强的带动和引领作用。首先，基建投资与制造业投资有一定相关性。传统基建投资对制造业中游原材料行业，诸如黑色、有色和煤炭等产业链有较强的带动作用，近年来占比越来越高的新基建投资本身也代表着制造业的转型升级方向。由于基建投资主要受政策引导，因而民企制造业投资的开展也都会以相关新基建投资为导向来进行，新基建投资的投资模式较多的是以市场投入为主，因此民营资本自身也有更大的参与空间。其次，基建投资明

显拉动工业生产。基建投资是工业增加值的先行指标，基建投资项目部分涉及中大型的工业建设项目，对于工业生产有直接的推动效果。从 2010 年 10 月至 2012 年 12 月期间，基建投资出现非常明显的大幅震荡走势，增速从 27.8% 半年之内飙升至 46.0%，然后经过一年时间又跌至 -6.5%，又经过了一年回升至 24.4%。这样的大起大落导致工业生产同期走出了与基建投资相似的较大波动走势。再次，基建投资有助于促进消费增长。据测算，通过投资项目建设过程中的各种支出，约有 4-5 成的投资资金会转入消费领域。以 5G 新基建投资为例，“十四五”期间 5G 商用将直接带动信息相关消费达 8.2 万亿元。基建投资还能为社会带来更多就业机会，提高全社会劳动者收入的平均水平，为促进消费支出扩大提供条件。再其次，基建投资能够带动出口转型升级。在经济向高质量转型发展的政策引导下，信息化新基建有助于促进投资结构转型升级，资本投入也从原先以劳动密集型为主的外向型制造业向技术密集型转变，从而进一步促进出口产业由低端向中高端转型升级。

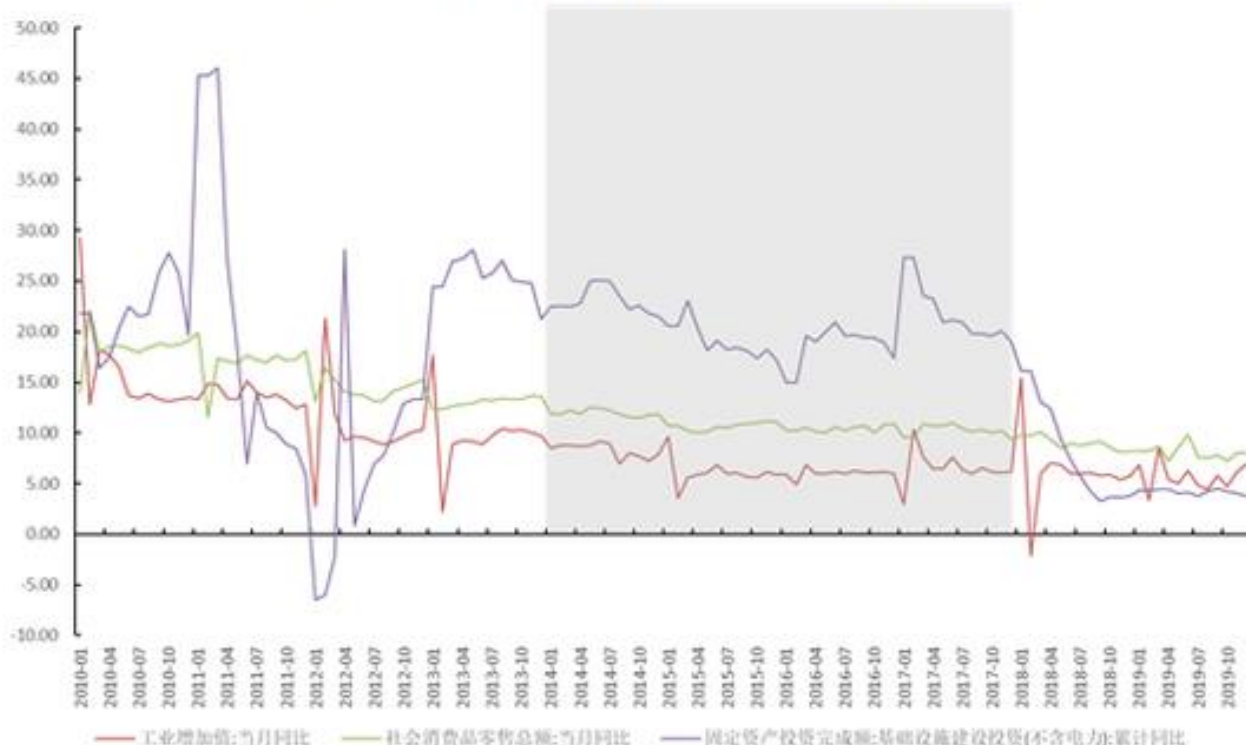
从历史数据看，基建投资对房地产投资大幅下降对经济运行产生较大下行压力曾起到良好的缓冲作用。由于经济面临结构转型而产生下行压力，购房需求和预期的下降以及房地产供地过剩导致供应过剩，使得房地产进入规律性的低谷和盘整周期，房地产市场整体低迷。2014 年全国房地产投资增长 10.5%，增速比 2013 年大幅回落 9.3 个百分点。2015 年，房地产投资增速进一步下降至历史新低的 1%。由于房地产投资大幅下行，基建则成为稳增长政策的主要抓手。政策推动基建增长主要通过以下三个途径。

一是财政有效支持。不仅专项债发行力度加大,并且还发放专项建设基金,用于支持重点领域项目和补短板项目的建设。二是项目审批进程加快。三是 PPP 模式发挥重要作用。在一系列稳增长政策的推动下,2014 年和 2015 年的固定资产投资分别增长 15.7%和 10.0%。其中基建投资增长 21.5%和 17.2%,分别拉动投资 3.71 和 3.16 个百分点,加之这两年制造业投资表现也较好,因此基建投资的大幅上行有效对冲了因房地产投资疲软造成的投资下行压力。

例证表明,即使制造业和房地产投资同时走弱时,基建投资仍能较好地发挥稳增长的作用。2016 年和 2017 年的固定资产投资分别增长 8.1%和 7.2%。这两年尽管房地产投资有所回暖,但增速也只恢复到了 7%左右,同时制造业投资表现不佳,两年的增速均不到 5%,经济增长依然面临较大压力。但在稳增长政策的推动下,这两年的基建投资分别增长 17.4%和 19.0%,分别拉动投资 3.47 和 4.21 个百分点,成为固定资产投资中最重要的贡献因素,有效助力经济平稳增长。

从 2010 年-2019 年这十年的主要经济指标来看,基建投资发力对于带动工业生产和消费保持平稳运行发挥了重要作用。2010-2013 年的四年间,基建投资出现较大起伏导致工业和消费增速均大幅放缓,且波动较大。2014-2017 年的四年间,政府以基建投资作为“稳增长”的主要调控手段,收效显著。工业和消费均保持平稳运行态势。2018-2019 年,由于基建投资大幅走弱,上述两大经济指标的增速也随之出现下降和较大波动。

图 1. 2014-2017 年期间（灰色），基建投资发力对工业和消费平稳运行效果明显



资料来源: Wind, 植信投资研究院

二、房地产投资难以严重失速

纵观历史，房地产投资在其他两项投资同时走弱时对经济增长可以起到重要的积极作用。2018 年，由于对地方政府债务的监管加强，要求严格防范系统性金融风险 and 不得增加隐性债务，基建投资融资渠道收窄；同时全国经济结构转型，GDP 不再是考核地方政府的唯一标准，地方政府基建投资的积极性减弱，基建投资增速从 2017 年的 19.0% 大幅下滑至 2018 年的 3.8%。2019 年基建投资增速仍未有起色，与 2018 年的增速大致拉平。由于受到中美贸易摩擦的冲击，2019 年制造业投资增速大幅降为 3.1%，使得当年出现了制造业投资和基建投资同时走弱的状况，房地产投资遂成

为稳定经济增长的重要贡献因素。2019 年房地产投资增长 9.1%，拉动投资 2.37 个百分点。2020 年，全国经济遭受新冠疫情严重冲击，制造业投资出现负增长，基建投资仍较为低迷，又是房地产投资凭借一己之力稳住了投资局面，成为 2020 年经济仍然取得正增长的主要贡献因素之一。

在经济面临“三重”下行压力和稳增长宏观政策基调下，短期内稳地产的必要性也随之上升，房地产市场需要向“稳预期”和“稳增长”的政策要求靠拢，定调更好满足购房者的合理住房需求，保持房地产市场平稳健康运行。自 2021 年四季度以来，有关房地产行业和市场政策发生了一些积极变化，表明“稳地产”政策要求正在落到实处，房地产调控有望迎来实质性松动。央行将进一步推动商业银行加大力度满足首次购房家庭的贷款需求，并进一步加大保障性租赁住房的金融支持。同时推进房地产税试点的方案可能会采取审慎的态度。住房金融总体上逐步回暖。伴随央行及有关监管部门对房地产市场融资环境、交易行为政策的松动，房企和居民部门信贷融资增速下行压力将有所缓和，同时 LPR 下调亦有助于改善房地产行业预期，房贷利率将有小幅下降，购房成本有望有所下降。并购贷款不计入“三道红线”、保障性住房贷款不纳入房贷集中度管理、公积金贷款管理政策和商品房预售资金管理政策松动将有助于改善房企流动性状况。商品房销售可能呈现前低后高的态势。住房信贷增速回升到销售改善一般需要两到三个季度，下半年销售预期有望逐步改善，房企资金回笼可能加快。土地购置面积下行压力或将有所减轻。土地市场将在“供地两集中”原则下，或者增加重点二线城市土地供应，适度调降土拍门槛，重

新激发土地市场活跃度；或者推动土地成交价格出现较大幅度上涨，带动部分中小民营房企在下半年逐步回到土拍市场。全年房价总体上可能呈现先抑后扬的态势。供给不足和需求上行或将导致房价可能在三季度末到四季度初触底反弹，其中一线城市房价表现可能较为典型。房价一定程度回升有助于推动房企的投资积极性。

从当前政策和市场变化以及结合 2012 年、2015 年以及 2018 年相类似周期的情况来看，2022 年房地产市场货币信贷环境将优于 2021 年，决策层也将竭力采取各种稳经济、保增长的方式促进内需保持平稳增长。我国也正在逐步建立起房地产可持续发展的中长期机制，保障性租赁住房成为住房体系建设新亮点，房地产市场运行将从中得益。2022 年上半年，由于房企仍需要度过偿债高峰期的压力，更多的融资需求用来满足还债需求。而到下半年房地产市场可能探底回升，从而推动房地产开发投资增速逐步由下行转为企稳并小幅回升。预计 2022 年房地产开发投资可能累计同比增长 3.5% 左右。在房地产市场整体处于疲软态势之下，房地产投资增速继续放缓可能会导致房地产投资占固定资产投资的比例可能降至不足 25%，意味着 2022 年房地产投资对于固定资产投资的拉动将降至 0.8 个百分点左右。

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_39824

