

## 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》
- 《人民币国际化观察》

作者：周景彤 中国银行研究院  
范若滢 中国银行研究院  
叶银丹 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东  
联系人：梁婧 叶银丹  
电话：010 - 6659 6874

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 疫情冲击下如何“稳投资”？\*

“稳投资”短期可以形成需求，减轻消费与出口大幅下滑带来的压力；长期有助于形成有效供应和先进生产力。在新冠肺炎疫情冲击下，我国投资面临严峻形势。根据定量测算，2020年全年我国整体投资增速约在4.27%-6.05%区间。其中，制造业投资将持续低位运行（全年增速约为-1.05%），房地产投资在短期冲击后将小幅回升（全年增速约为2.69%），基建投资将成为托底经济主力，未来修复和反弹取决于政策支持力度（全年增速约在8.72%-17.07%区间）。未来“稳投资”的关键在于扩大有效投资。在此过程中，要回答“投什么”“怎么投”等问题，把握投资方向、找准投资领域，并解决资金来源不足、民间投资积极性不强等困难。

相关建议：一是积极、有序推动重大项目复工开工，提高项目建设效率；二是优化政府投资结构，加大基础设施建设、补短板领域和研发教育等方面的投资力度；三是持续完善营商环境，激发民间投资活力；四是多措并举扩大项目资金来源，解决资金供给困难。

## 疫情冲击下如何“稳投资”？

“稳投资”短期可以形成需求，减轻消费与出口大幅下滑带来的压力；长期有助于形成有效供应和先进生产力。在新冠肺炎疫情冲击下，我国投资面临严峻形势。根据定量测算，2020年全年我国整体投资增速约在4.27%–6.05%区间。其中，制造业投资将持续低位运行（全年增速约为-1.05%），房地产投资在短期冲击后将小幅回升（全年增速约为2.69%），基建投资将成为托底经济主力，未来修复和反弹取决于政策支持力度（全年增速约在8.72%–17.07%区间）。未来“稳投资”的关键在于扩大有效投资。在此过程中，要回答“投什么”“怎么投”等问题，把握投资方向、找准投资领域，并解决资金来源不足、民间投资积极性不强等困难。

相关建议：一是积极、有序推动重大项目复工开工，提高项目建设效率；二是优化政府投资结构，加大基础设施建设、补短板领域和研发教育等方面的投资力度；三是持续完善营商环境，激发民间投资活力；四是多措并举扩大项目资金来源，解决资金供给困难。

### 一、新冠肺炎疫情冲击下我国投资形势严峻

新冠肺炎疫情给我国经济发展带来了短期明显冲击。2020年一季度，中国GDP增速同比下降6.8%，为改革开放以来首次负增长，其中，投资同比下降16.1%。当前，中国疫情防控已进入“外防输入，内防反弹”的新阶段。在疫情全球“大流行”背景下，我国投资未来形势依然较为严峻。

#### （一）疫情严重削弱了企业的投资意愿与能力，预计制造业投资将持续低位运行

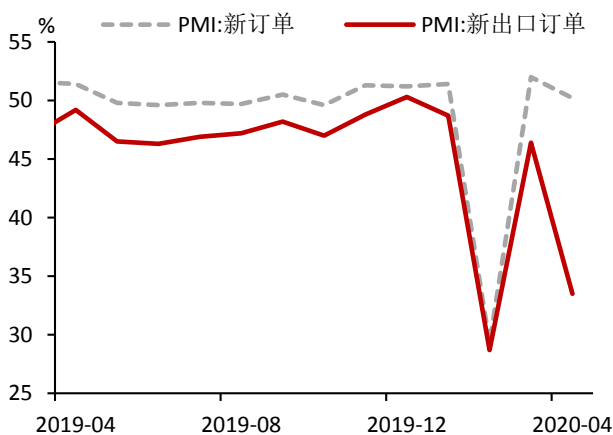
从企业投资决策角度看，制造业投资主要取决于企业的意愿与能力两个方面。受疫情冲击叠加经济本身下行压力较大等多重因素影响，企业投资意愿与能力均表现疲弱。

其一，疫情冲击下需求走弱，对制造业企业投资意愿形成制约。需求是决定制造业投资走势的根本。细分制造业31个子行业来看，影响制造业投资的主要是消费、房

地产投资、出口等需求变量<sup>1</sup>。前期，我国境内疫情暴发让大量社会经济活动按下“暂停键”，内需明显受损。2020年一季度，中国GDP增速同比下降6.8%，消费、投资分别同比下降19%、16.1%。后期，疫情全球蔓延增大了全球经济衰退风险，美、欧等主要经济体受冲击明显，给我国出口带来巨大压力。2020年以来，PMI新出口订单指数一直位于荣枯线以下，且4月份（33.5%）较3月份（46.4%）出现明显下跌，表明疫情冲击下的外需疲弱仍将持续。

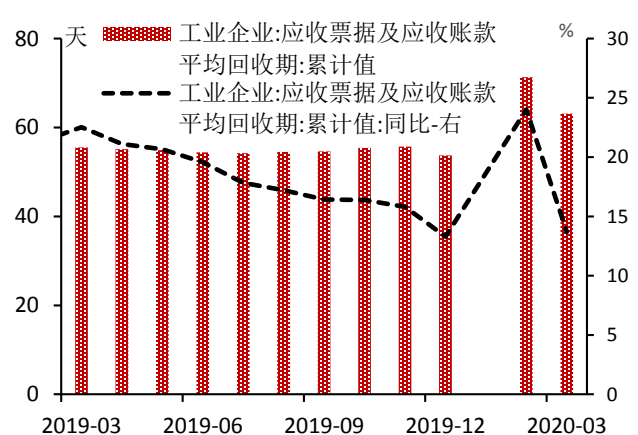
其二，企业资金压力大、融资可得性不佳，导致制造业企业投资能力不足。企业投资的资金由内源融资和外源融资构成。其中，内源融资主要依靠企业自身利润和自筹资金；外源融资主要通过商业银行贷款。在疫情导致需求萎缩、国际油价低迷等因素综合影响下，企业利润出现明显下滑（2020年一季度，规模以上工业企业利润同比下降36.7%），但房租、工资等刚性费用仍需支付，企业面临较大资金压力。截至2020年3月末，工业企业应收账款平均回收期为63.1天，同比增加14.3天。此外，由于制造业中民企居多且规模较小，融资难、融资贵问题持续存在，获取外源融资的难度较大。在政策引导下，商业银行加大了对制造业企业的信贷支持力度，一定程度上有利于改善企业融资状况，但无法根本上扭转制造业投资资金来源困境。

图 1：PMI 新出口订单仍处低位



资料来源：WIND，中国银行研究院

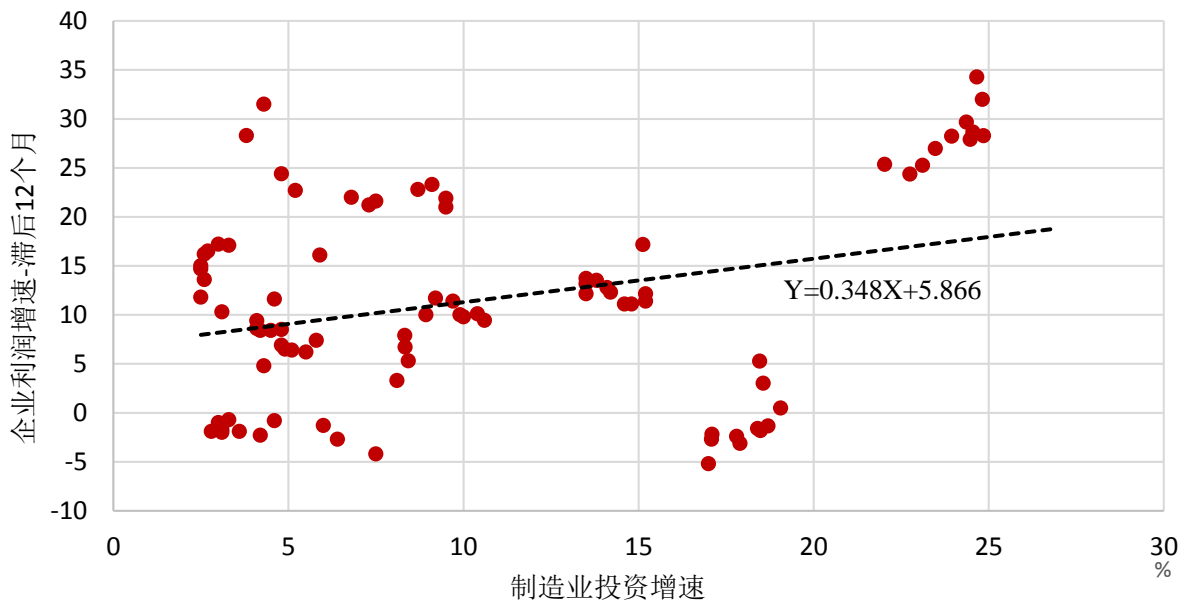
图 2：应收账款回收期延长



<sup>1</sup> 消费对应食品制造、纺织服装等下游制造业；房地产投资对应黑色金属冶炼、金属制品业等上中游制造业；出口则主要影响计算机、通信和其他电子设备制造业等出口依赖度高的行业。

从定量测算角度来看,可用企业利润作为预判制造业投资的先验指标。一是企业利润是投资资金主要来源<sup>2</sup>,且会影响其融资能力,在很大程度上决定了企业的投资能力边界。二是企业盈利情况是价格、需求及政策环境的综合结果,能体现企业未来投资意愿。三是从经验数据看,工业企业利润增速对制造业投资增速存在12个月左右的领先关系<sup>3</sup>。2019年以来制造业企业利润增速持续为负,难以对制造业投资形成支持,进一步考虑新冠疫情带来的负面冲击,意味着2020年制造业投资将大概率处于低迷状态。通过测算,2020年全年制造业投资增速约为-1.05%。

图3:制造业投资增速与企业利润增速线性拟合情况

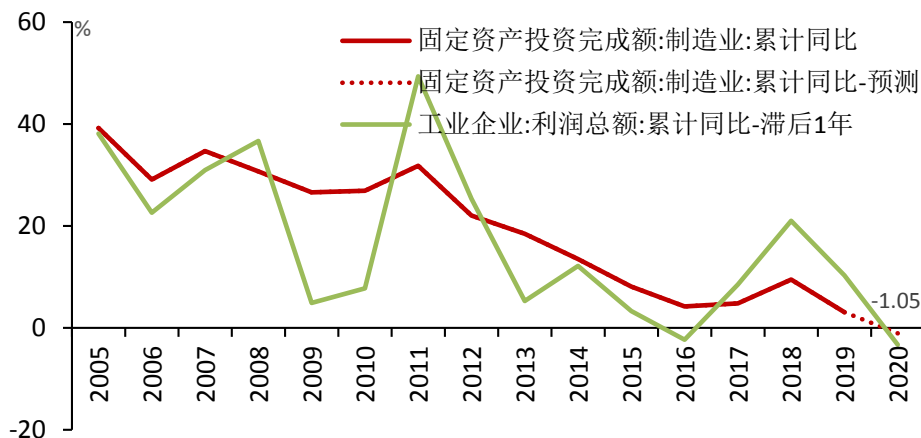


资料来源:作者测算,中国银行研究院

2 制造业资金来源中以内源融资为主,占比达到85%以上。

3 在根据2012至2019年月度数据,制造业投资增速与滞后12个月的企业利润增速的一阶线性拟合表达式为: $Y=0.348X+5.866$ 。

图 4：制造业投资与企业利润趋势变化与预测

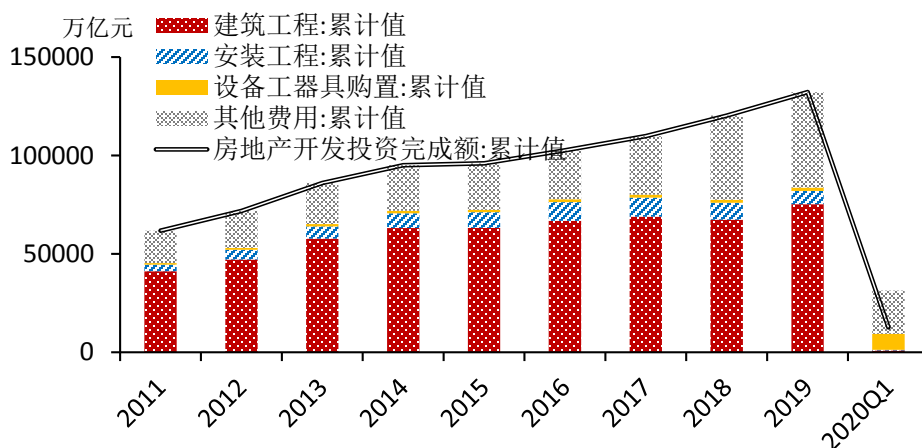


资料来源：作者测算，WIND，中国银行研究院

## (二) 房地产销售、施工等环节受疫情影响明显，对房地产投资造成短期冲击

在疫情影响下，房地产行业销售活动、施工活动近乎“冻结”，这对房地产投资造成了明显负面冲击。2020年一季度，房地产开发投资完成额累计下降了7.7%。从投资结构来看，房地产开发投资可分为四大部分：建筑工程、安装工程、设备工具器具购置和其他费用<sup>4</sup>。这四大构成部分均受疫情影响明显，未来或有小幅回升。

图 5：房地产开发投资的四大构成部分拆分

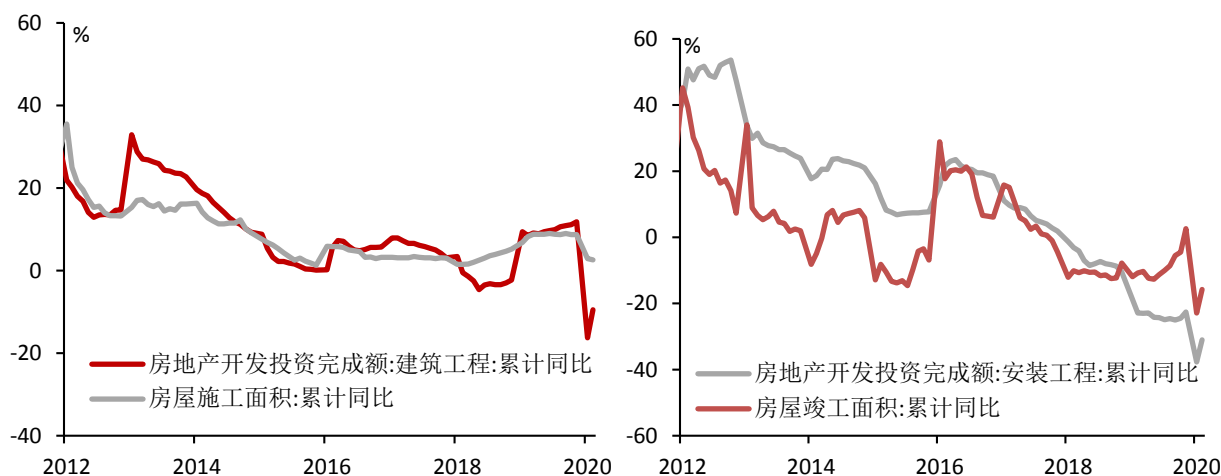


资料来源：作者整理，WIND，中国银行研究院

<sup>4</sup> 2019年我国房地产开发投资完成额共计13.22万亿元，其中，建筑工程、安装工程、设备工具器具购置和其他费用的占比分别为56.92%、5.08%、1.3%和36.7%。

第一，企业复产复工延后拖累房企施工进度，进而影响建安工程增速。建安工程与房屋施工、竣工面积的变化紧密相关。一方面，建筑工程<sup>5</sup>必须通过施工活动才能实现，因此这部分投资额增速与房屋施工面积增速走势一致<sup>6</sup>；另一方面，安装工程<sup>7</sup>主要发生在建筑施工的末端，因此这部分投资额增速与房屋竣工面积增速走势一致<sup>8</sup>。由于疫情期间企业复产复工延后影响房企施工进度，大量房地产项目工程建设暂停。2020年一季度，我国房屋新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-27.2%、2.6%和-15.8%。当前，随着境内疫情得到控制，二季度项目复工情况加快恢复，预计6月份能恢复至正常水平。但考虑到工程施工的持续性、工期时长和交付合同、已有施工合同的刚性约束等因素，新开工、施工、竣工面积增速的恢复可能需要较长时间，因此预计建安工程增速在三季度才能恢复至正常水平。

图 6：建筑工程、安装工程投资与房屋施工、竣工面积增速



资料来源：WIND，中国银行研究院

第二，疫情期间房地产销售活动暂停，以及房地产融资政策持续紧张，对土地购置费增长造成较大制约。拿地是房地产开发中的重要环节，因此土地购置费是其他费

5 建筑工程主要指对各类房屋、建筑物及其附属设施的建造与安装活动，进而形成的工程实体。

6 通过 2011 年 3 月至 2020 年 3 月数据计算，建筑工程投资额增速与房屋施工面积增速的相关系数为 0.906。

7 指各种设备、装置的安装工程，又称安装工作量，不包括被安装设备本身的价值。

8 通过 2011 年 3 月至 2020 年 3 月数据计算，安装工程投资额增速与房屋竣工面积增速的相关系数为 0.779。

用<sup>9</sup>中的主要构成，近年来占比在75%以上。一方面，销售回款是房企土地购置资金的重要来源。在疫情影响下，房地产销售活动近乎“冻结”，将对土地购置费产生负面影响。2020年一季度，我国商品房销售面积、金额同比增速分别为-26.3%和-24.7%。另一方面，由于土地购置费是分期<sup>10</sup>计入房地产开发投资的，融资环境将显著影响土地费用的支付节奏。2019年下半年以来，房地产融资政策呈全面收紧之势，土地购置费增速也呈高位下滑态势。2020《政府工作报告》再次重申“房住不炒”，预计未来地方政府“因城施策”能一定程度上起纾困作用，但房地产融资政策大幅放开可能性不大，土地购置费仍将受较大制约。此外，从经验数据来看，土地成交价款（合同价）走势对土地购置费存在领先关系，表现出9个月左右的领先性。2019年以来，土地成交价款持续负增长，也预示着后续土地购置费也将低位运行。

图7：商品房销售情况

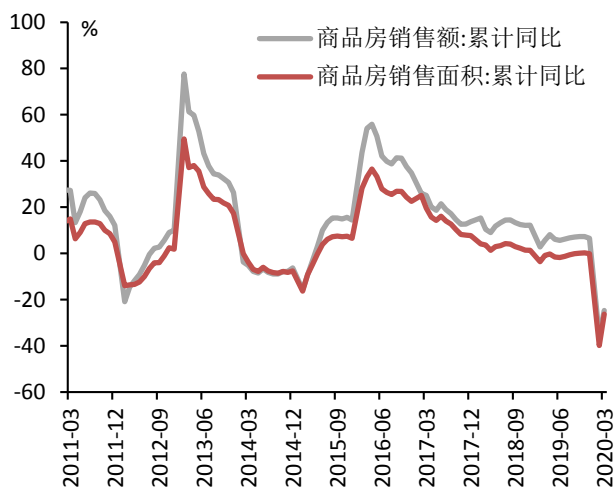


图8：土地购置费与土地成交价款



资料来源：作者整理，WIND，中国银行研究院

从定量测算来看，我们根据房地产投资不同部分的未来走势及其占比<sup>11</sup>，综合估

9 其他费用，指除建筑工程、安装工程、设备工具器具购置三方面以外的，在固定资产建造和购置过程中发生的应当分摊计入固定资产投资的费用。

10 按当期实际发生额计算。

11 此处主要分析建安工程、土地购置费，设备工具器具购置费（从历年数据来看，其在房地产投资中占比均小于2%。）及其他费用占房地产投资比例低、影响小，因此，本文测算中忽略该部分并不会带来整体预测的偏差。

算出房地产投资的整体情况<sup>12</sup>，预计2020年全年房地产投资增速约为2.69%。

表 1：2020 年房地产投资增速预测

		房地产开发投资	建安工程	土地购置费	其他
金额（亿元）		132,194	81,962	41,675	8,557
占比（%）		100	62	31.53	6.47
2019年增速（%）		9.90	7.86	14.50	8.52
2020年Q1增速（%）		-7.7	-11.37	1	-11.01
增速预测 （%）	2020年Q2	-2.03	-1.76	-2.71	-1.24
	2020年Q3	6.86	7.86	4.56	8.52
	2020年Q4	5.56	7.86	0.44	8.52
	2020年全年	2.69	0.65	0.82	1.2

资料来源：作者测算，中国银行研究院

### （三）基建投资受疫情短期冲击明显，在政策支持下未来将迎来修复和反弹

由于疫情期间建设项目复工时间推迟、施工强度下降，基建投资增速出现短期明显下滑。2020年一季度，我国基础设施建设投资（不含电力）累计下降19.7%。但考虑到基建投资具有宏观逆周期调控职能和生产建设职能，将成为对冲疫情影响、稳定经济增长的重要抓手。随着我国境内疫情得到有效控制，预计基建投资增速有望迎来明显恢复与反弹。3月份，挖掘机销售同比增加11.6%，新开工项目达11998个（比1-2月增加9497个），表明各地基建活动正在加快恢复。未来基建投资的反弹情况很大程度上取决于政策支持力度。

考虑到资金来源在基建项目中的关键作用，我们从资金来源<sup>13</sup>角度对2020年全年

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\\_4765](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4765)

