



**管涛：有效扩大国内需求，
投资和消费一个都不能少**



意见领袖 | 管涛

今年上半年，我国经济实际同比增长 2.5%，其中，一季度同比增长 4.8%，二季度增长 0.4%。“7.28” 中央政治局会议认为，当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事。会议提出要巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果，同时强调宏观政策要在扩大需求上积极作为。

“7.29” 国常会议指出，要抓住当前重要时间节点，巩固经济恢复基础。会议强调要综合施策扩大有效需求，推动消费继续成为经济主拉动力。

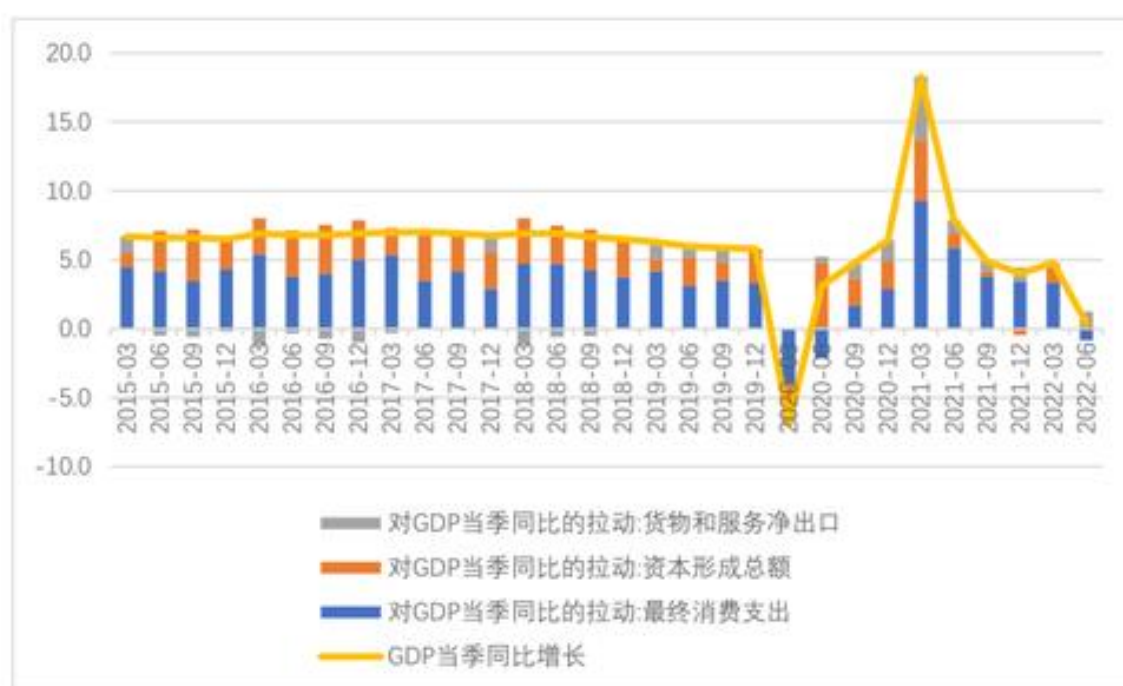


我国经济复苏的基础有待进一步稳固

今年我国经济复苏仍表现为外需恢复强于内需。从支出法看，“三大

需求”中，经济增长贡献率，外需居首。上半年，消费贡献率 32.1%，投资贡献率 32.1%，外需贡献率为 35.8%。尤其是二季度，全靠外需拉动经济增长 1.0 个百分点，才实现经济同比正增长，这是 2015 年以来首次。2020 年一季度，“三大需求”均为负拉动，当季经济负增长 6.9%（见图 1）。

图 1：经济实际同比增长及支出法构成（单位：%；个百分点）

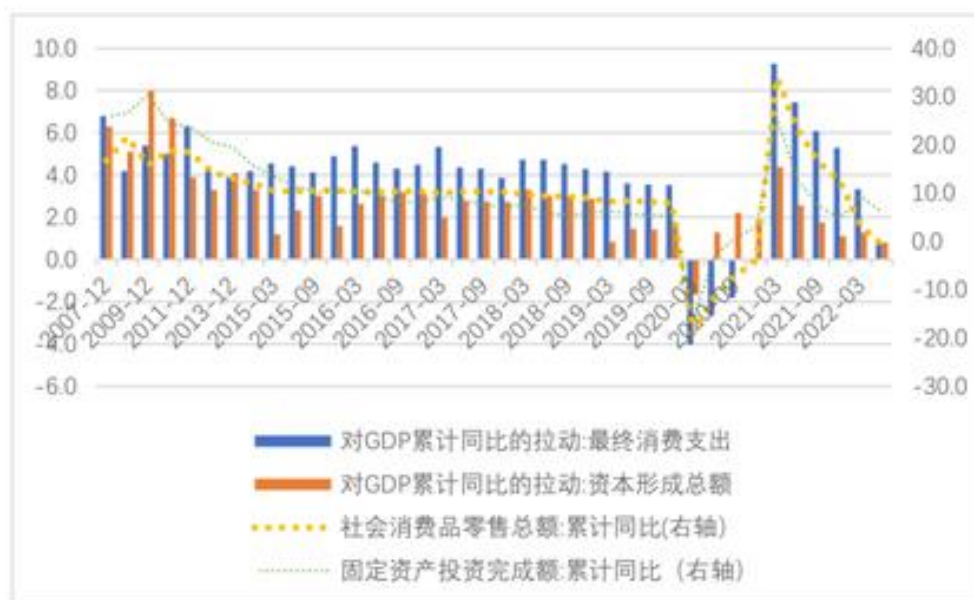


资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

进一步分析内需的投资和消费，从名义值看，投资恢复强于消费，但从不变价看却不尽然。上半年，固定资产投资完成额累计同比增长 6.1%，社会消费品零售总额下降 0.7%，固投增速远超社零（见图 2）；投资和消费对同期经济增长的拉动作用均为 0.8 个百分点，表明投资对经济增长的拉动作用没有想象的那么强。

图 2：固定资产投资和社会消费品零售总额累计同比增长（单位：%）



资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

主要原因有二，一是固定资产投资和社零不等于支出法中的资本形成和最终消费支出。2017~2021 年，固投平均相当于资本形成的 1.39 倍，社零平均相当于最终消费支出的 0.74 倍；2004~2008 年，这两个比例均值分别为 1.02 和 0.65 倍（见图 3）。可见，近年来固定资产投资转化为资本形成的能力相对 2008 年危机时下降，而社零转化为最终消费支出的能力上升。

图 3：固投/资本形成和社零/最终消费支出（单位：%）



资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

二是 PPI 通胀高于 CPI，收敛了固投增速领先社零的优势。今年上半年，PPI 和 CPI 分别累计同比增长 7.7% 和 1.7%，二者增速差值为 +6.0 个百分点；2009 年分别为 -5.4 和 -0.7%，二者差值为 -4.7 个百分点（见图 4）。2009 年，固定资产投资同比增长 30.4%，拉动当年经济增长 8.0 个百分点。估计今年固投增速即便达到 10%（约两倍于 2017~2021 年的平均增速），投资对今年全年经济增长的拉动作用恐难企及 2009 年的 1/3。

图 4: PPI 和 CPI 累计同比增长及其差值 (单位: %; 个百分点)



资料来源: 国家统计局; WIND; 中银证券

凭澜观涛

扩投资有亮点也有隐忧

发挥投资的关键性作用是今年实施扩大内需战略, 增强发展内生动力的重要内容。其中, 地方政府专项债额度提前下拨、靠前发行, 对于推动基础设施适度超前建设, 尽早实现实物工作量发挥了积极作用。上半年, 基建投资累计同比增长 9.1%, 高出固投增速 3.2 个百分点, 2017~2021 年为平均低 0.5 个百分点 (见图 5)。

图 5：固定资产投资及部分项目累计同比增长（单位：%）



资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

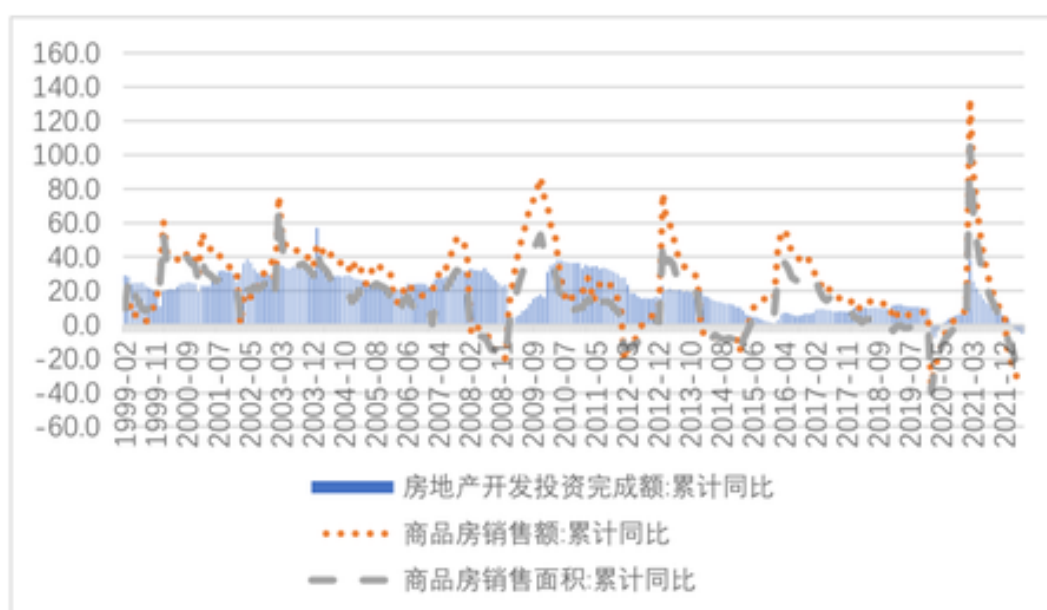
凭澜观涛

同期，受益于外贸高景气的制造业投资累计同比增长 10.4%，较固投增速高 4.3 个百分点，明显强于 2017~2021 年平均高 0.5 个百分点的水平，但较 2021 年高 8.6 个百分点收敛较多（见图 5）。尽管国际货币基金组织（IMF）的最新预测没有给出明年世界经济衰退的基准情形，但直言世界经济前景风险压倒性偏向下行，全球可能很快面临衰退，故未来我国扩大出口将面临较大不确定性。同时，受各种超预期因素冲击影响，国内“三重压力”有增无减。上半年，占固投近六成的民间投资累计同比增长 3.5%，较同期固投增速低 2.6 个百分点，2017~2021 年为平均高 0.2 个百分点。

当前市场更纠结的是房地产行业的疲软。今年上半年，占固投总额约 1/4 的房地产开发投资下降 5.4%，为 1999 年以来同期首次负增长；商品房销售额下降 28.9%，销售面积下降 22.2%，跌幅均为 1999 年以来同期

最深（见图 6）。同期，房地产业对经济增长负拉动 4.6 个百分点，对经济增长负贡献 184.0%。分季度看，一二季度，房地产业分别对当季经济增长负拉动 2.0 和 7.0 个百分点，2021 年三季度以来连续四个季度负拉动，持续时间为三十年来最长。2008 年全球金融海啸之初的三四季度分别负拉动 3.7 和 6.2 个百分点，新冠疫情暴发初期的 2020 年一季度负拉动 7.6 个百分点（见图 7）。

图 6：房地产开发和销售累计同比增长（单位：%）



资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

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_44740

