

## 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。

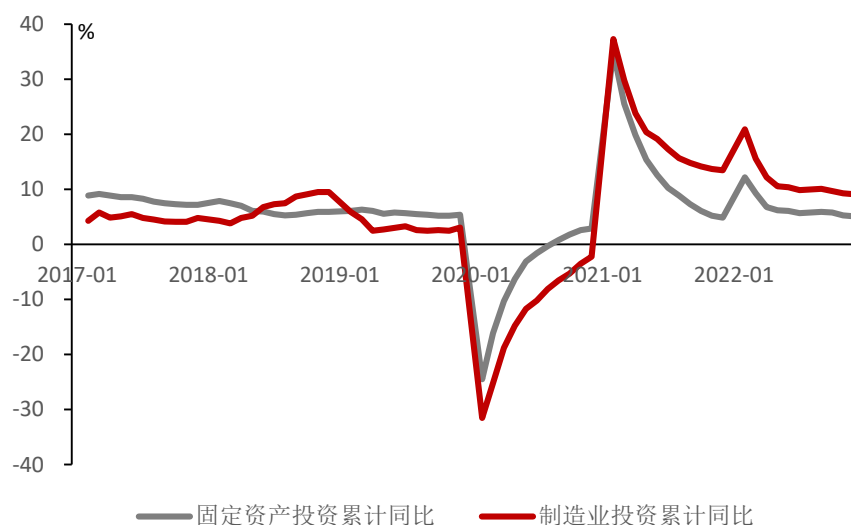
### 一、疫情期间我国投资结构性特征变化

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



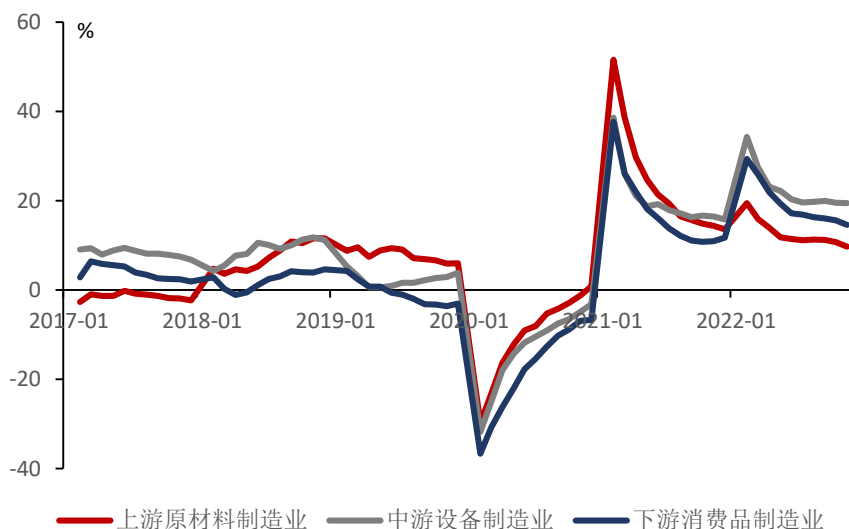
资料来源：Wind，中国银行研究院

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

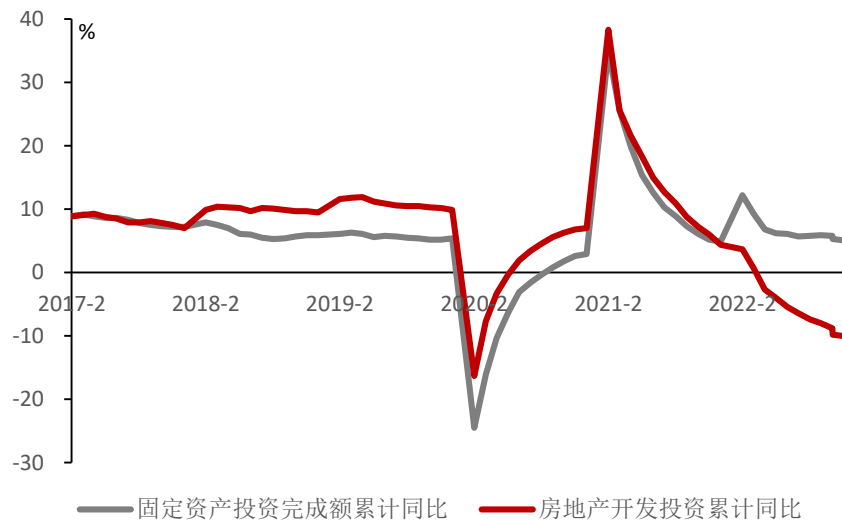


资料来源：Wind，中国银行研究院

## （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

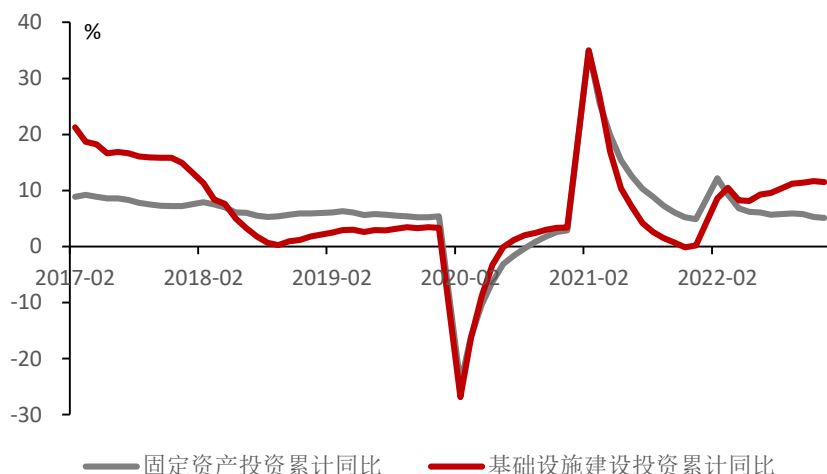
第三，房地产投资传统模式被打破，销售与开发进入恶性循环。在房地产开发资金来源中，与销售高度相关的定金及预收款、个人按揭贷款占比 50%左右，是最重要组成部分。房地产企业多采用快周转的经营模式，即前期快速拿地、开工，推动项目达到预售条件，再迅速销售回笼资金以支持项目施工，接着启动新项目，进入下一个运营周期。在此模式下，商品房销售是房地产企业的生命线，决定着企业的资金周转效率和可持续性。只要商品房销售景气，即使房地产融资政策收紧，房企依然可以加快项目周转，通过销售回笼资金。但疫情以来，信贷政策收紧和商品房销售下滑使得传统开发模式难以维继：销售走弱使房企资金吃紧，项目迟迟无法竣工，烂尾停工项目频现打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



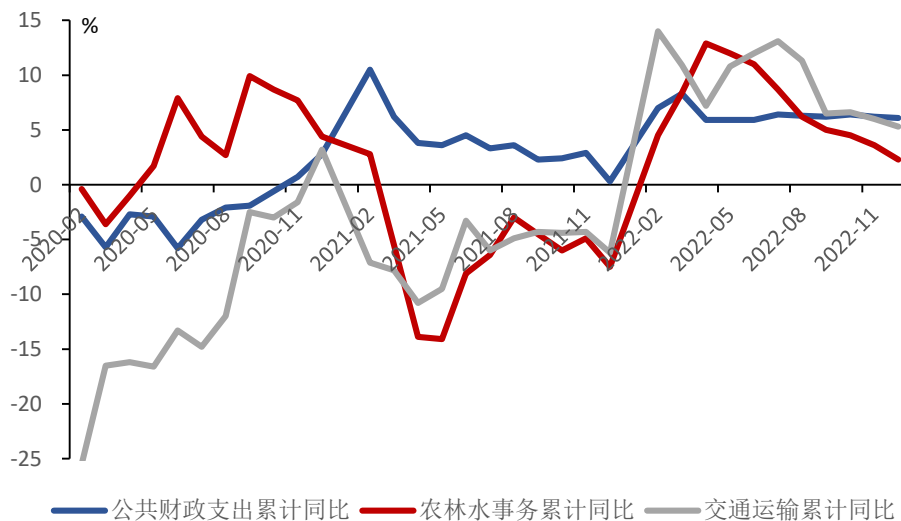
资料来源：Wind，中国银行研究院

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，由土地出让收入和地方政府专项债发行构成的政府性基金是主要组成部分。2022 年土地出让金因房地产销售遇冷而持续下降，国有土地使用权出让收入比上一年下降 23.3%。相应地，地方专项债超额发力支持基建投资。从总量上看，2022 年年初预算安排新增地方专项债 3.65 万亿，9 月国务院批准依法使用结存的 5000 多亿元专项债限额。全年全国新增地方政府债券发行量达到 4.04 万亿元，创下历史峰值。从力度上看，专项债发行节奏明显前置，2022 年上半年新增专项债发行已达到 3.44 亿元，超过预算安排总量的 90%。国内贷款方面，2022 年增调政策性、开发性银行 8000 亿贷款额度，共



投放约 7400 亿元政策性开发性金融工具，多渠道补充基建投资资金。

图 7：公共财政支出中与基建相关项目增速



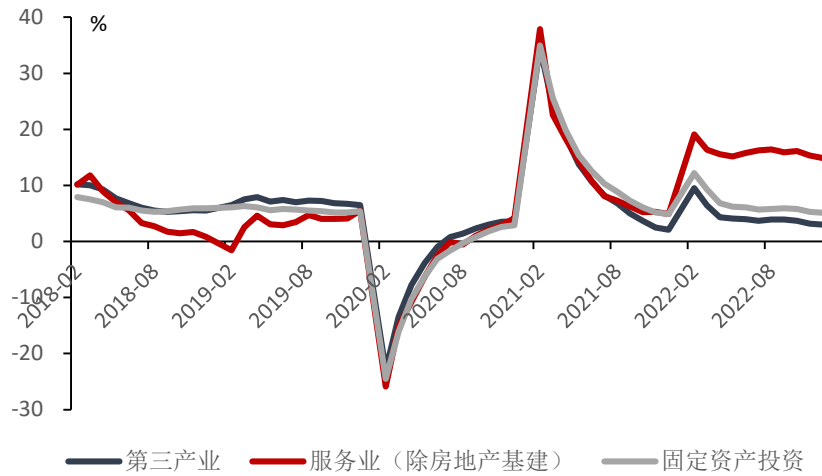
资料来源：Wind，中国银行研究院

#### （四）新动能推动服务业投资增长，防控措施影响细分行业变化

一是新动能推动服务业投资提速。2020-2021 年的疫情前期，我国服务业（剔除房地产和基建设施）<sup>1</sup>投资增速与第三产业整体投资增速保持一致，2020-2021 年平均增速 4.5%。2022 年，第三产业投资增速随房地产投资下滑而放缓，服务业与之拉开差距（图 8）。同时，2022 年服务业投资提速，高于同期制造业、基建以及房地产投资增速（图 9）。服务业新动能发展是推动制造业提速的重要原因。一方面，高技术服务业蓬勃发展。2022 年，高技术服务业投资增长 12.1%，较上一年提高 4.2 个百分点；其中技术成果转化服务业、研究设计服务业投资分别增长 26.4%、19.8%。另一方面，生产性服务业投资更加积极。相较于疫情前水平，农、林、牧、渔服务业，信息传输、软件和技术服务业，金融业等生产性服务业投资明显提速（图 10）。

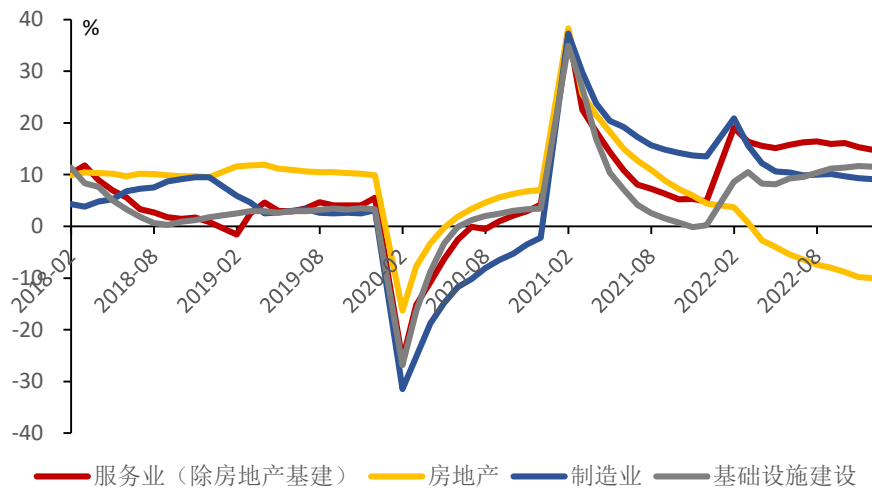
<sup>1</sup> 根据《国民经济行业分类》，第三产业即服务业，是指除第一产业、第二产业以外的其他行业。第三产业中包括了计入基础设施建设的交通运输、仓储和邮政业和水利、环境和公共设施管理业，以及计入房地产投资的房地产业。此处第三产业与官方定义一致，服务业为剔除上述与基建、房地产相关行业的其他所有第三产业行业。服务业投资增速由各行业投资完成额加总后计算而得。下文同。

图 8：服务业、第三产业及整体固定资产投资增速



资料来源：Wind，经作者计算整理，中国银行研究院

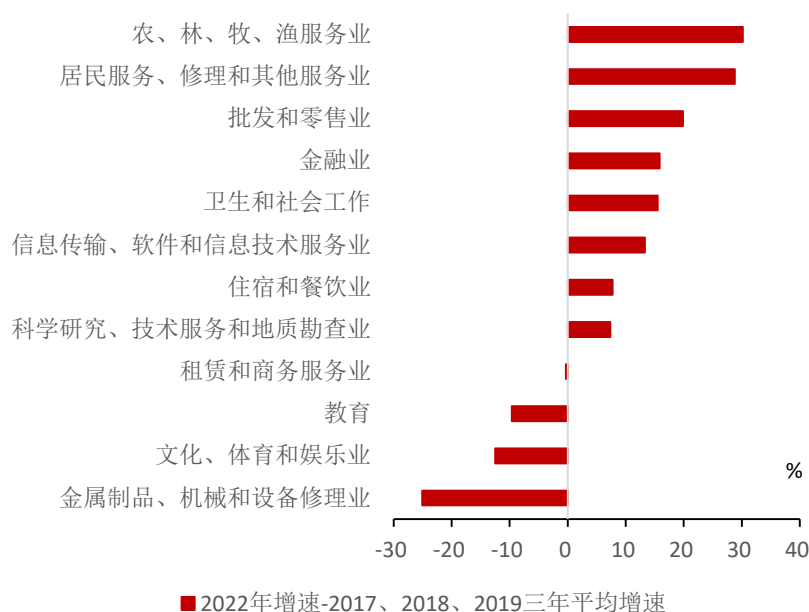
图 9：服务业、制造业、房地产、基础设施建设投资增速



资料来源：Wind，经作者计算整理，中国银行研究院

二是接触性服务业投资增速放缓。部分接触性服务业投资受到了防疫措施和产业政策的不利影响。因防疫措施要求，演唱会、电影院、体育赛事、文化展览等文体娱乐活动受到了极大限制；教育培训行业整顿措施压制了教育产业投资。与 2017-2019 年平均投资增速相比，2022 年文化、体育和娱乐业以及教育行业这类接触性服务业投资增速下滑（图 10）。

图 10：服务业细分子行业投资增速变化情况



资料来源：Wind，经作者计算整理，中国银行研究院

## 二、疫后我国投资结构性变化趋势

展望 2023 年，随着国内防疫政策调整和国际形势演变，经济格局“内升外降”，我国投资面临的内外部环境将再次转变。疫后国内经济复苏势头向好，居民、企业的收入和经营预期将逐步改善，国内需求将逐步释放；宏观政策稳增长决心坚定，财政、金融、产业政策将合力支撑各行业投资动力。制造业、基础设施建设投资将发挥引领作用，房地产投资将逐渐企稳，服务业投资将获新动能，我国整体投资将保持平稳增长。2023 年我国固定资产投资增速预计为 5.5% 左右，拉动 GDP<sup>2</sup> 增长 2.1 个百分点左右。

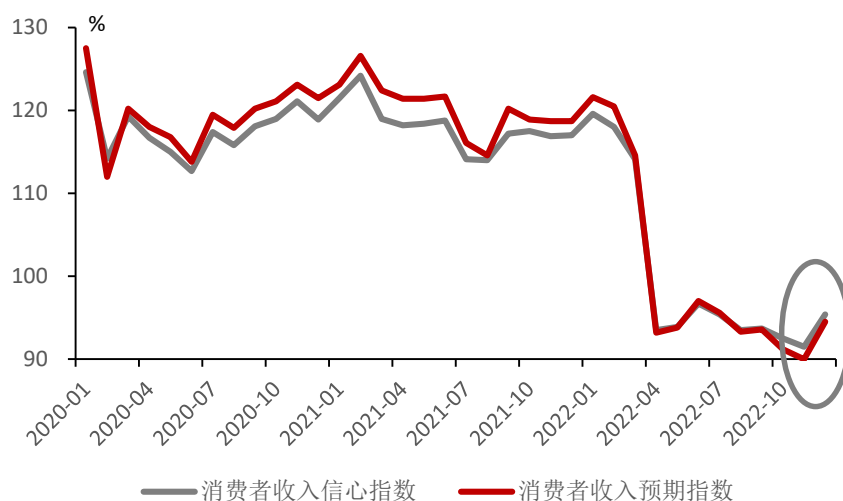
### （一）内外需、上下游盈利结构转换和政策支持将引导制造业投资趋势

一是疫后内外需求转换将驱动内需依赖型行业扩大投资。疫情之后，我国制造业面临的内外需形势将发生反转。疫情期间的强劲外需拉动力将逐步减弱。发达经济体

<sup>2</sup> 此处假设 2023 年 GDP 增速为 5.3%。

在疫情后期采取的紧缩货币政策将抑制其进口需求，东南亚国家产业链供应链恢复和其成本优势将削弱我国出口占有份额。我国出口金额累计增速从 2022 年 7 月的 14.5% 快速回落至 12 月的 7%，2023 年出口增速还将进一步放缓。疫后经济复苏将扩大国内市场需求。一方面，疫情防控政策调整后，生产生活秩序正逐步恢复正常，居民收入增速将回归疫情前水平。2022 年 12 月份，国家统计局公布的消费者的收入信心和预期指数均出现较大幅度回升（图 11）。同时，我国 2023 年经济工作将恢复和扩大消费摆在优先位置，着力增强消费能力，增加低收入群体收入，扩大中等收入群体比重。另一方面，稳经济政策仍以支持重大项目建设和稳定房地产市场为重要抓手，这将拉动制造业上中游相关产业生产意愿扩大。“内强外弱”的需求变换将降低诸如计算机通信、电气机械制造业等出口依赖型行业的投资意愿，转而带动食品、医药、汽车制造、黑色和有色金属冶炼等内需依赖型行业扩张产能。

图 11：消费者收入信心和预期指数出现回升

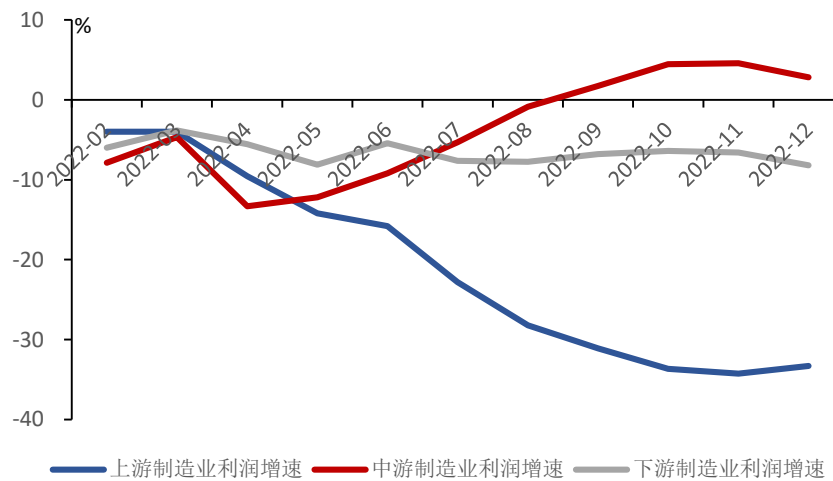


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是利润结构转换将带动中下游制造业投资扩张。利润是制造业企业投资的主要资金来源。从总体上看，工业产品出厂价格下滑会削弱企业的盈利能力，这将制约企业扩大生产规模的能力和意愿。2022 年，生产价格指数 PPI 持续回落，工业企业利润总额下降 4.4%。由于企业利润增速变化领先制造业投资趋势 12 个月左右，预计 2023

年制造业投资增速或受整体利润下滑掣肘。从结构上看，上下游利润增速的切换将给制造业投资带来新的结构变化。上游制造业产品价格是下游制造业生产成本，例如上游石化、金属等行业产品价格构成了下游行业的能源、原材料成本。一方面国际大宗商品价格下行将使上游原材料价格承压；另一方面，疫后消费恢复将增加居民消费品需求，温和地抬升服装鞋帽、个人护理、家庭器具等下游消费品的价格。PPI-CPI “剪刀差”于 2022 年 8 月转为负值，中下游盈利情况好转。2022 年制造业上中下游利润增速已经分化，上游制造业增速持续下降，中游制造业利润增速率先转正，下游利润率相对稳定（图 12）。预计 2023 年全年 PPI-CPI “剪刀差”仍将持续为负，这将有利于中下游制造业企业降低生产成本，提升盈利水平，增强企业内源融资能力，提高产能扩张意愿。

图 12：上中下游制造业利润增速



资料来源：Wind，经作者计算整理，中国银行研究院

三是制造业支持政策将持续推动投资增长。在制造强国、质量强国背景下，产业、信贷以及财政等政策将持续推动制造业投资。产业政策方面，各地方政府将继续推动制造业技术改造。《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》提出加大制造业投资力度，支持企业应用创新技术和产品实施技术改造。2023 年各地方两会工作报告中普遍提出，要围绕高端化、智能化、绿色化以及产业基础再造等方向实施制造业技术改造。信贷政策方面将加大对制造业的支持力度。各地区积极推动制造业信贷支持政策

落地，例如四川提出推广“制惠贷”“园保贷”“税电指数贷”，计划制造业贷款增速不低于15%、制造业中长期贷款增量不低于1000亿元。2023年1月，制造业中长期贷款同比增长34.2%，高技术制造业贷款同比增长27.2%，新发放制造业贷款利率持续保持低位。财政政策将优化组合赤字、专项债、贴息等工具，预计将继续贴息设备更新改造再贷款给予制造业企业投资支持，降低企业融资成本。综合考虑工业企业利润下滑和政策支持作用，制造业投资将保持一定韧性，预计增长6%-9%。

## （二）房地产政策调整和居民信心修复推动投资企稳

一是房地产政策着力保持市场稳定，满足企业合理融资需求。相较于2021年，2022年房地产调控政策发生了明显转向。2022年下半年以来，一方面2000亿“专项贷款支持已售、逾期、难交付项目建设，提振市场信心。我国房屋竣工面积累计同比降幅自2022年8月开始收窄，“保交楼”政策成效显著。另一方面，“金融16条”、房地产融资“三支箭”等金融政策密集出台，从信贷、债券、股权等各类融资渠道对房企予以积极支持。2022年中央经济工作会议延续了稳市场和宽融资的政策方向，指出2023年要确保房地产市场平稳发展，做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险。房地产调控政策的转变将逐步缓解房地产投资主体的资金压力，推动化解债务风险。

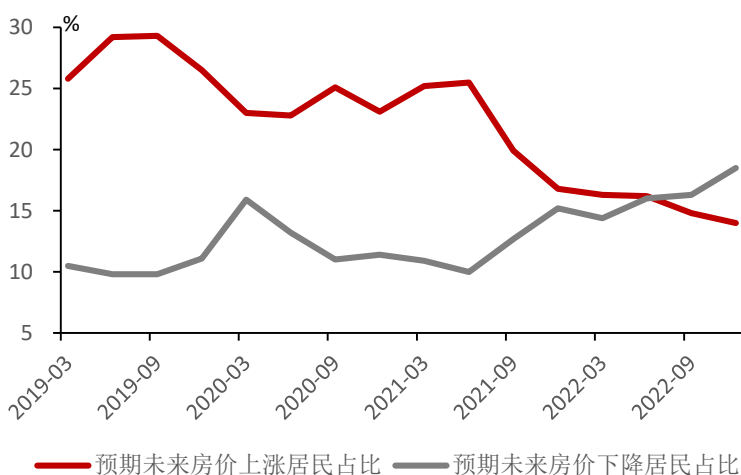
二是居民购房能力和信心逐渐恢复，购房需求将边际修复。疫情防控政策调整后，一方面居民收入增速和消费能力将随着疫后经济复苏恢复。另一方面，扩大内需战略要求下，政策将持续支持住房改善消费。房地产“一城一策”引导下，各地仍在有序合理地降低居民贷款利率，延长贷款期限，提升消费者购房信心。但房地产政策调整以满足新市民、青年人的刚性和改善性住房需求为主，购房需求大幅增加的可能性不大。

三是房地产投资恢复仍面临不少制约因素。首先，土地购置费用下滑将拖累房地产投资增速。土地购置费占房地产投资完成额的30%左右，而土地成交价款走势通常领先土地购置费用9个月左右。2022年全国土地成交价款持续下降，这将影响土地购



置费增长，会对房地产投资的疫后复苏形成拖累。其次，居民加杠杆意愿仍然较弱。2022 年 11 月以来理财赎回现象表明居民风险偏好趋于保守，叠加首套住房贷款利率政策动态调整机制建立后各地区下调房贷利率，居民提前还款意愿明显增强。1 月居民中长期贷款同比少增 5193 亿元。综合考虑下，预计 2023 年房地产投资下降 3% 左右。

图 13：预期未来房价上涨和下降居民占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

此外，随着居民资产配置偏好、人口增速和结构发生转变，房地产投资正在向新模式发展。一是经过多年坚持“住房不炒”定位后，居民对房价预期已经改变。中国人民银行城镇储户问卷调查显示，预计未来房价上涨的居民占比由 2021 年 6 月的 25.5% 下降至 2022 年末的 14%，看跌居民占比则从 10% 上升至 18.5% 的历史高位，两类居民占比在 2016 年后首次发生逆转（图 13）。对房价预期的逆转将引导居民的资产配置增量由房产主导转向多元化，更多地投向股票、基金债券等金融类资产。二是我国人口增速和结构拐点已至。从人口规模上看，2022 年全国常住人口自然增长率转负（-0.6%），人口数量较 2021 年末减少 85 万。从人口结构上看，我国 15-59 岁人口占比由 2011 年的 70.14% 下降至 2021 年的 63.35%，20-50 岁主要置业群体占比已经开始下降。随着居民资产配置偏好转变和购房群体规模缩减，房地产开发依靠快销周转的传统模式将落下帷幕，需转向存量时代的新发展模式。长期来看，一方面，房地产开发经营业务增长将随着新增住房需求减弱而持续放缓，房地产建设需要关注租赁性、

保障性住房和居民改善性住房需求；另一方面，房地产业务需要关注存量建筑，向产业下游拓展物业管理、房地产中介服务、房地产租赁经营等发展空间，增强房地产的服务业本质属性。

### （三）财政政策仍将以基建投资为抓手大力推动疫后经济复苏

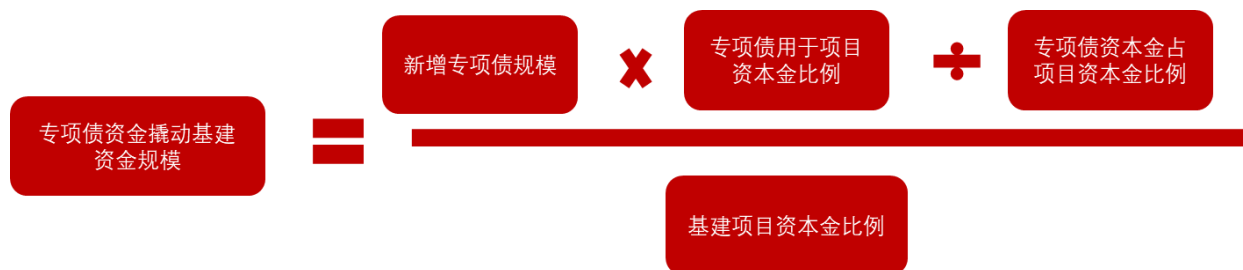
一是政府运用财政政策进行逆周期调节意愿强烈。2022 年中央经济工作会议提出，财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度。目前财政部已提前下达地方政府新增专项债额度 2.19 万亿元，比上一年（1.46 万亿）增长 50%。各地政府同样延续较快的专项债发行节奏。各省市披露的 2023 年一季度专项债发行计划规模整体大于上一年同期，其中浙江、江苏、福建、重庆等省市一季度专项债发行计划规模分别达到 1704 亿元、1085 亿元、755 亿元、700 亿元，较上年同期分别增长 56%、119%、36% 和 113.4%。这表明地方政府靠前谋划、靠前发力稳增长，迫切希望将资金尽快转化为实物工作量。

二是基建项目储备更加充分。项目储备方面，2022 年中央经济工作会议提出，要加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。“十四五”重大工程的项目储备庞大，包括新型城镇化建设、生态环境系统保护以及全民健康保障工程等领域的 102 项工程。前期准备方面，国家发改委下发的《关于组织申报 2023 年第二批地方政府专项债券项目的通知》明确指出，申报项目的 2023 年专项债券需求规模与前一批（2022 年 10 月）申报需求规模之和，按照全年专项债券额度的 3 倍左右把握。这将起到督促地方做好前期准备工作的作用，确保最终审核通过的项目资金需求超过专项债额度，避免出现“资金等项目”现象。

三是专项债资金的杠杆作用将增强。专项债资金可用于项目资本金使用，因此对基建投资具有较强的杠杆作用（图 14）。首先，新增专项债规模或有所扩大。全国人大常委会授权国务院提前下达下一年度新增专项债额度为当年新增限额的 60% 以内，当前已下达的 2.19 万亿提前批专项债额度达到 2022 年新增限额（3.65 万亿）的上限。考虑到地方债务压力，预计 2023 年新增专项债额度将较上一年有所增加。其次，专项

债的实际杠杆作用有望提高。专项债可用于项目资本金的比例上限为 25%，但是各省实际用作资本金的比例不足 10%。主要原因在于符合用作资本金要求的项目较少，市场化配套融资不足，申报专项债窗口时间较短。在 2023 年申报工作更加充分的情况下，专项债资金实际用作资本金比例或有所提高。再次，专项债使用空间进一步拓展。专项债的投向在原有的交通、能源、物流基础设施等 9 大领域基础上增加新型基础设施和新能源项目 2 项，专项债券用作基建项目资本金的范围也新增了新能源项目、煤炭储备设施和国家级产业园区基础设施。综合考虑下，2023 年基础设施建设投资增速预计为 8%-10%。

图 14：专项债对基建投资具有杠杆作用



资料来源：作者整理，中国银行研究院

#### （四）防疫措施“松绑”和生产生活需求带来服务业投资新变化

一是防疫措施调整和居民消费需求变化将为生活性服务业投资带来新气象。一方面，防控政策调整后，居民的出行、消费更积极，服务行业活动限制大大减少，这将改善文旅、体育、娱乐、餐饮、零售等传统服务业的经营和盈利预期，推动生活性服务业投资加速。另一方面，居民需求逐渐从饮食出行等基础消费转向教育、医疗、养老等专业化、定制化消费，这将带动生活性服务业投资的高质量升级。

二是生产性服务业将向高端延伸。一方面，在制造强国战略引导下，制造业企业也将同样发展生产性服务业，拓展研发设计、供应链协同、系统解决方案、柔性化定制、全生命周期管理等增值服务，提升价值链。另一方面，现代服务业将与先进制造业融合发展，科学研究，技术服务，信息技术等高技术服务业将持续为产业高端化、智能化赋能。

### 三、政策建议

一是优化投资结构，释放高质量供给潜力。随着疫后居民消费活力释放，消费升级趋势将延续。同时，经济高质量发展需要构建现代产业体系，补齐短板弱项。未来需要完善医疗、教育、妇幼健康等公共服务供给，推动文化体育、居民服务、新型零售等生活性服务业提质扩容。大力支持生产性服务业投资，促进现代服务业与制造业和农业深度融合，鼓励制造业企业拓展增值服务空间。加大制造业技术改造和战略新兴产业培育投入，推动传统制造业向高端化、智能化、绿色化发展，加快构建先进制造业集群，着力补强产业链薄弱环节。加快构建新型能源体系，推动补短板重大工程建设。

二是多渠道满足企业合理融资需求，多措并举化解企业债务风险。资金是决定企业投资规模的根本因素。持续扩大对制造业中长期贷款融资支持，运用结构性金融工具积极配合制造业技术改造、设备更新等融资需求，合理降低企业融资成本。加强资本市场对实体经济融资支持作用，提高直接融资特别是股权融资比重，保证宏观杠杆率在合理区间运行。密切关注房企资金压力和债务风险，及时为陷入困境的优质房企提供信贷、债券、股权融资便利，有序开展房地产项目并购贷款业务，支持房地产项目推进完工。在保证债权安全的前提下鼓励金融机构对房企贷款展期、调整还款安排。加快信托公司等金融机构业务转型，在严格落实资管规定情况下支持房企和项目合理融资需求。

三是提高政府投资质量水平，调动民间投资积极性。扩大有效投资既需要提升政府投资力度和效率，又必须激发民间投资活力。优化组合赤字、专项债等财政工具，用好政策性、开发性金融工具等准财政工具，保障重大项目建设资金。推进基础设施领域不动产投资信托基金健康发展，积极盘活存量资产，将存量资产转化为增量资金，缓解项目资金压力。加强重大项目前期准备和审核工作，发挥重大项目牵引和政府投资的撬动作用，提高财政资金使用效率。加大对民间投资的引导和支持力度。深化“放管服”改革，持续破除市场准入壁垒，加快民间投资项目前期工作手续办理，创造公平市场准入环境，优化市场化法治化国际化营商环境。建立与民间投资项目常态

化沟通机制，健全完善政府守信践诺机制，营造有利于民间投资发展的政策环境，稳定民间投资预期。加强民间投资融资支持力度，引导金融机构创新金融产品和服务，加大对符合条件的民间投资项目的支持力度，降低对民营企业贷款利率水平和与融资相关的费用支出，避免因抽贷、断贷影响项目正常建设，提升民间投资信心。





