

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

我国民间投资放缓的 原因、问题及建议*

民间投资在我国固定资产投资中的比重超过五成，对稳投资进而稳经济具有重要作用。当前民间投资增速持续放缓引发了市场关注。究其原因，这主要受房地产等传统投资领域负增长的拖累。与此同时，也应当看到民间制造业投资仍保持较快增长，中高端产业投资动力保持旺盛。为持续释放民间投资活力，还需要关注政策和营商环境稳定性、民营企业经营压力以及全球产业链重构等问题，未来要积极采取应对措施，创造良好的民间投资环境。

我国民间投资放缓的原因、问题及建议

民间投资在我国固定资产投资中的比重超过五成，对稳投资进而稳经济具有重要作用。当前民间投资增速持续放缓引发了市场关注。究其原因，这主要受房地产等传统投资领域负增长的拖累。与此同时，也应当看到民间制造业投资仍保持较快增长，中高端产业投资动力保持旺盛。为持续释放民间投资活力，还需要关注政策和营商环境稳定性、民营企业经营压力以及全球产业链重构等问题，未来要积极采取应对措施，创造良好的民间投资环境。

一、从结构上看，民间投资主要集中于制造业和房地产业

从三次产业看，民间投资更偏重工业部门。2022年，民营企业在第二产业投资额占民间投资总额的53.3%，高于全国第二产业投资额占全国固定资产投资总额的比重（32.2%）。同期，民营企业在第三产业中的投资额占其投资总额的41.9%，明显低于全国第三产业投资额在全国固定资产投资总额的比重（65.3%）（图1）。从三大投资领域看，民间固定资产投资集中于制造业和房地产业。2021年，私人控股企业¹在制造业、房地产业和基建²领域投资额分别占其投资总额的48.4%、27.2%、7.5%，合计达到83.1%。

具体来看，我国民间投资的细分行业结构发生了明显变化。一是民间制造业投资动力由传统行业转向了中高端行业。在民间制造业投资中，传统高污染高耗能的上游原材料行业和以劳动密集型为主的下游消费品行业投资占比分别由2004年的48.8%和39.3%下降至2022年的34.1%和29.1%，中游机械装备制造业投资占比由17.9%上升至36.8%（图2）。其中，专用设备制造业、电气机械及器材制造业、仪器仪表制造业以及通信设备、计算机及其他电子设备制造业等高技术水平行业比重均提升。

¹ 由于民间固定资产投资未公布完整行业数据，本文采用私人控股企业的固定资产投资完成额来观察民间投资的具体行业分布。2017年后的完成额数据为计算所得。

² 基建投资包括电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业三大行业。

图 1：全国和民间投资三次产业结构对比

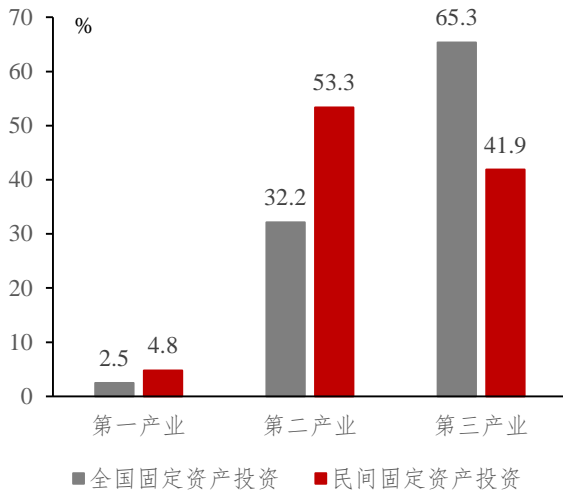


图 2：私人控股企业制造业投资结构

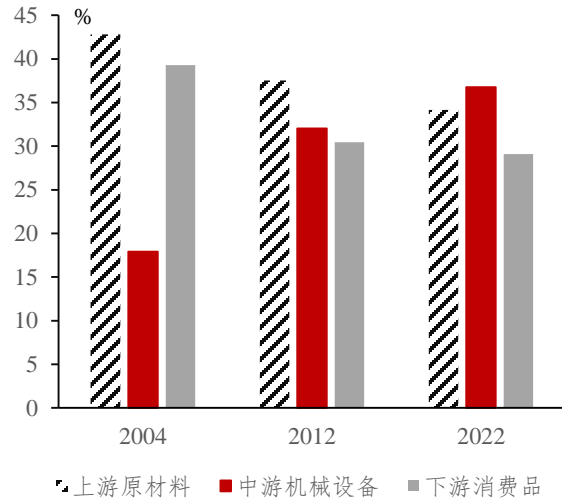
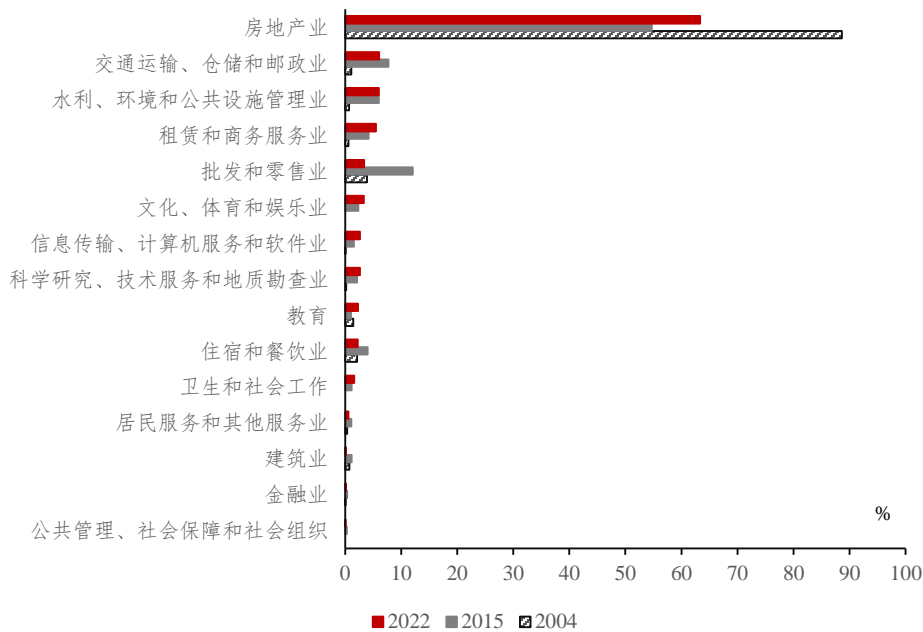


图 3：私人控股企业第三产业投资结构



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是民间第三产业投资多元化程度有所提高，但房地产业仍是投资重点。其一，民间资本对基建投资参与度有所上升。在私人控股企业的第三产业投资中，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业投资比重分别由 2004 年的 1.1%和 0.7%

上升至 2022 年的 6.1%和 6%。其二，民间投资由生活性服务业转向生产性服务业趋势显现。2004 年以来，批发和零售业、住宿和餐饮业等典型生活性服务业的民间投资比重先升后降，而租赁和商务服务业、信息传输、计算机服务和软件业以及科学研究和技术服务业等行业民间投资比重持续上升。其三，房地产仍是民间第三产业投资的主要领域。民间第三产业投资中的房地产业比重在由 2004 年的 88.6%下降至 2015 年的 54.7%，而后再次上升至 2021 年的 63.3%，呈先降后升态势（图 3）。

二、当前民间投资增速放缓主要受房地产市场下行影响，而基建投资保持活跃，制造业投资持续优化

2023 年 1-9 月，我国民间固定资产投资累计同比下降 0.6%，增长明显慢于同期全国固定资产投资整体水平（3.1%），也慢于其在 2018-2022 年的同期平均水平（4.8%）。从结构上来看，当前民间投资放缓既有传统投资领域负增长和部分政策调整的影响，也有民间制造业投资动力转变和民间基建投资高增长的支撑。

（一）房地产行业深度调整是拖累民间投资的主要原因

一是销售转弱、融资不畅、资金压力增大等因素影响下，民营房地产企业拿地、建设能力大幅下降，对民间房地产投资形成直接冲击。房地产市场下行叠加企业暴雷频发，民营房企销售回款和外部融资难度加大。2023 年 1-9 月份，跻身全国房地产销售排名前十的民营企业仅碧桂园、龙湖集团和滨江集团 3 家，而 2019 年同期为 5 家。其中，碧桂园排名由 2019 年榜首滑落至 2023 年第六位，销售额较 2022 年同期下降 44.9%（表 1）。同时，当前仅国有房企和部分优质民营房企的融资渠道相对畅通，大多数民营房企融资环境依然紧张。克而瑞数据显示，2023 年上半年 80 家典型房企的融资总量为 2965 亿元，同比下降 30%；其中民营房企融资仅为 224 亿元，同比下滑 56%。受此影响，民营房企流动性压力上升。克而瑞重点上市房企样本数据显示，2023 年上半年国有房企现金持有量较 2022 年末上升 21%，而民营房企现金持有量下降 9%。同时民营房企的偿债压力上升，2023 年上半年其短期有息负债占总息有息负债比重达到 62.55%，较 2022 年末上升 0.92 个百分点（表 2）。近期，多家民营房企因流动

性紧张而出现债务违约，部分上市民营企业面临退市风险，反映出民营房企当前“生存目标”先于“开发目标”的处境。

表 1：全国房地产销售额（亿元）排名前十企业

排名	2023年1-9月		2022年1-9月		2019年1-9月	
	企业名称	销售额	企业名称	销售额	企业名称	销售额
1	保利发展	3321.3	碧桂园	3542.9	碧桂园	5966.0
2	万科	2806.0	保利发展	3202.2	万科	4755.7
3	中海地产	2389.6	万科	3126.4	中国恒大	4530.7
4	华润置地	2378.4	中海地产	2025.0	融创中国	3696.0
5	招商蛇口	2268.2	华润置地	2021.0	保利发展	3470.0
6	碧桂园	1953.3	招商蛇口	2016.2	中海地产	2626.0
7	绿城中国	1922.4	绿城中国	1968.0	绿地控股	2439.0
8	龙湖集团	1376.2	金地集团	1629.0	新城控股	1984.2
9	建发房产	1326.3	龙湖集团	1455.6	华润置地	1743.0
10	滨江集团	1221.4	融创中国	1432.0	世茂房地产	1739.9

数据来源：中指研究，中国银行研究院

表 2：各类性质房企现金持有量和短期有息负债占比变化（亿元）

企业性质	现金持有量（亿元）			短期有息负债占比		
	2022年末	2023年上半年	较上年末变化	2022年末	2023年上半年	较上年末变化
央企	6553	6778	3.4%	21.83%	21.20%	-0.63pts
国企	2343	2824	20.5%	20.67%	17.65%	-3.02pts
混合所有制	3313	2917	-12.0%	31.97%	29.62%	-2.35pts
民营房企	6858	6236	-9.1%	61.63%	62.55%	0.92pts
合计	19067	18755	-1.6%	43.47%	43.08%	-0.39pts

数据来源：企业业绩报告，CRIC，中国银行研究院

资金状况持续恶化制约了民营房企的投资能力。在房地产开发投资中，以土地购置费为主的其他费用投资和与建筑施工相关建筑工程投资比重分别达到40%和55%。受制于资金压力，民营房企拿地、建设节奏大幅放缓。2023年1-9月，全国拿地金额排名前十房企均为央企和国企，而2019年同期前十排名中有5家为民企（表3）。企业拿地减少进而阻碍后续开工和施工进度，对房地产开发投资形成直接拖累。1-9月，

民间第三产业投资累计同比下降 6.1%。房地产投资在民间第三产业投资中占比超过 60%，同时除房地产业之外主要第三产业民间投资仍保持增长，这表明房地产开发投资萎靡是拖累民间投资的主要因素。

表 3：全国房地产权益类拿地金额（亿元）排名前十企业

排名	2023 年 1-9 月		2022 年 1-9 月		2019 年 1-9 月	
	企业名称	拿地金额	企业名称	拿地金额	企业名称	拿地金额
1	保利发展	618	华润置地	784	万科	1381
2	中海地产	606	中海地产	631	碧桂园	1166
3	华润置地	524	保利发展	530	保利发展	865
4	绿城中国	515	建发房产	518	融创中国	769
5	建发房产	508	招商蛇口	496	中海地产	768
6	万科	280	绿城中国	447	龙湖集团	690
7	中国铁建	270	滨江集团	361	华润置地	637
8	招商蛇口	266	万科	313	绿地控股	578
9	越秀地产	245	越秀地产	304	新城控股	472
10	华发股份	210	中国铁建	270	金地集团	463

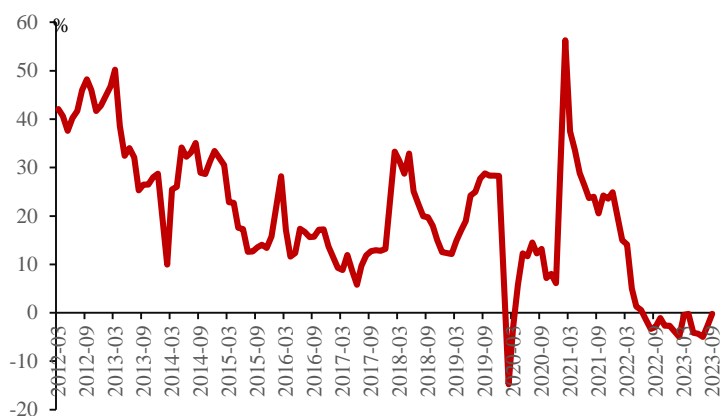
数据来源：中指研究，中国银行研究院

二是房地产业上下游制造业投资难有起色。房地产行业的产业链条长、覆盖面广泛，房地产行业不景气导致上下游行业需求减少，企业投资动力不足。以与房地产开发直接相关的水泥建材和家具行业为例，1-9 月份全国建筑装饰材料类和家用电器类商品零售额分别累计同比下降 7.9%和 0.6%，非金属矿物制品业和家具制造业投资分别累计同比下降 1.9%和 8.4%。

（二）部分政策调整对民间服务业投资造成扰动

民营资本对政策环境变化更为敏感，政策调整会直接限制企业投资规模并影响企业信心。以教育行业为例，2021 年“双减”政策出台后，大批小型教培企业出现破产倒闭、员工辞退浪潮，民间教育行业投资增速骤降，投资意愿持续低迷。2023 年 1-9 月份，民间教育行业投资累计同比下降 0.2%，增速持续在历史低位徘徊（图 4）。

图 4：民间教育行业投资累计同比增速

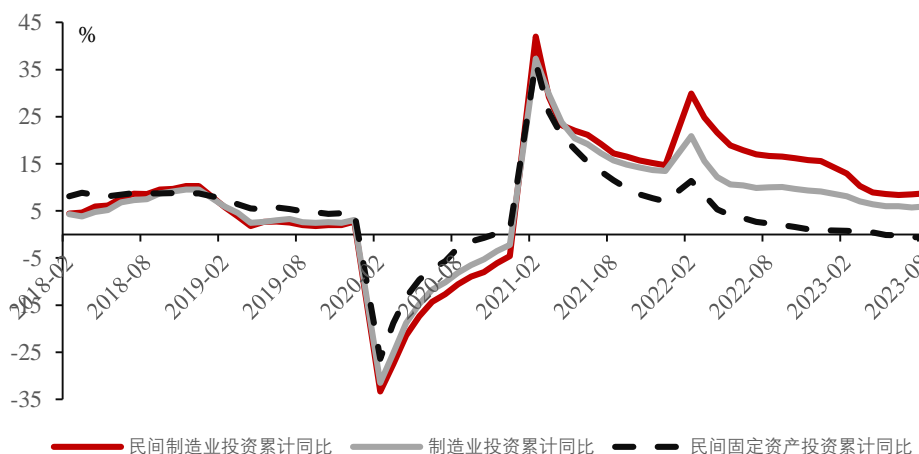


数据来源：Wind，中国银行研究院

（三）融资支持和外需结构优化作用下，民间制造业投资保持较快增长

2023 年 1-9 月份，民间制造业投资累计同比增长 9%，持续高于整体制造业投资和民间投资增速（图 5），并且延续了结构优化趋势。

图 5：民间制造业和整体投资增速对比



资料来源：Wind，中国银行研究院

一是金融支持抵补了企业利润下行压力。2022 年下半年起，私营工业企业利润持续下滑，企业投资资金受到一定制约。与此同时，央行积极采用结构性货币政策工具，

引导金融机构加大对民营企业和制造业领域融资支持。2023年三季度末，工业中长期贷款余额同比增长30.9%，高于同期贷款余额增速（10.9%）（图6）。受此影响，民营企业资金得到明显补充。2023年9月，私营工业企业资产负债率达到近年来的峰值水平（60.4%），显著高于同期国有工业企业（57.5%）和整体工业企业水平（57.6%）（图7）。

图6：各类贷款余额增长情况

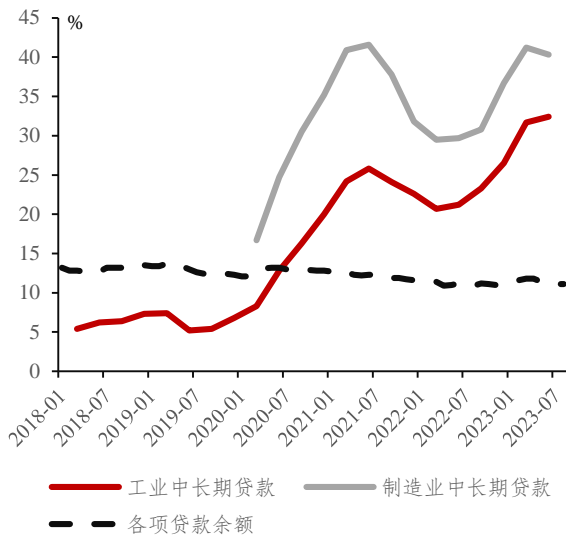
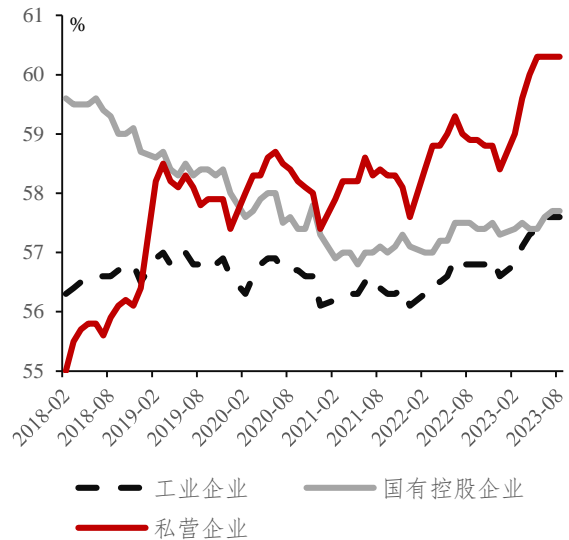


图7：各类工业企业资产负债率

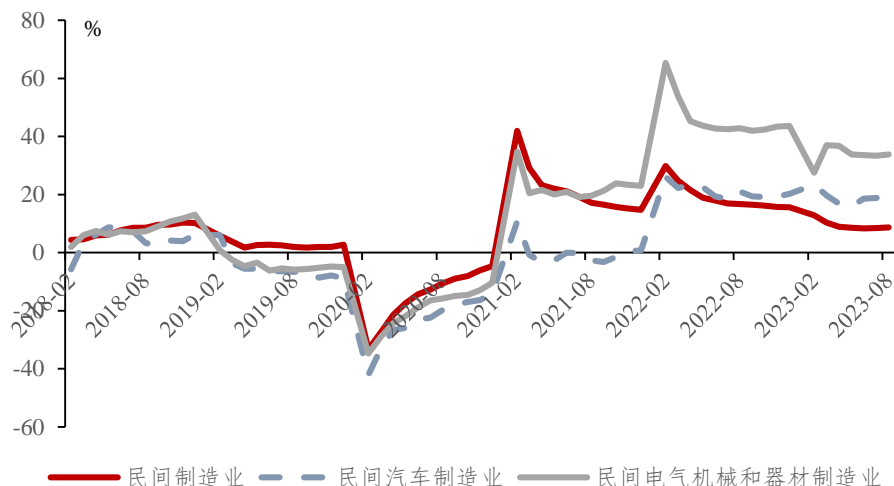


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是出口产品结构优化，推动相关行业投资较快增长。作为全球外贸第一大国，我国制造业投资在一定程度上受外需变化影响。今年以来，全球经济持续下行，美欧等主要经济体需求明显收缩，我国外需持续承压。但从结构上看，我国出口产品由劳动密集类产品转向机电类、高技术类产品的趋势愈发明显。1-9月份，我国劳动密集类产品出口下降9.2%，而新能源产业“新三样”（电动车、锂电池和太阳能锂电池）出口累计同比增长41.7%。与电动车、光伏设备、锂电池相关的汽车制造业和电气机械制造业出口交货值分别累计同比增长34.3%和4%，均高于同期整体工业企业出口交货值增速（-4.8%）。出口产品结构升级特征与民间投资主要动力向中游装备制造业转移趋势相契合，形成了相关行业较强的投资拉动作用。1-9月份，民间汽车制造业和电气机械制造业投资分别累计同比增长21.8%和34.6%（图8），分别拉动民间制造

业投资增速 0.9 个和 2.7 个百分点。

图 8：民间汽车、电气机械和器材制造业投资增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）民间基建投资活跃度有所提升

2022 年以来，基建投资持续保持较快增长，发挥稳经济“压舱石”作用。同时，促投资政策不断吸引民间资本参与交通、能源、水利等基建项目建设（表 4），民间基建投资明显提速。2023 年 1-9 月份，民间基础设施投资累计同比增长 14.5%，高于整体民间投资增速 15.1 个百分点（图 9），较去年同期加快 6.1 个百分点。根据广义基建投资统计口径测算，1-9 月民间基建投资拉动整体民间投资增速 1.1 个百分点，拉动作用较去年同期（0.6 个百分点）有所提高。

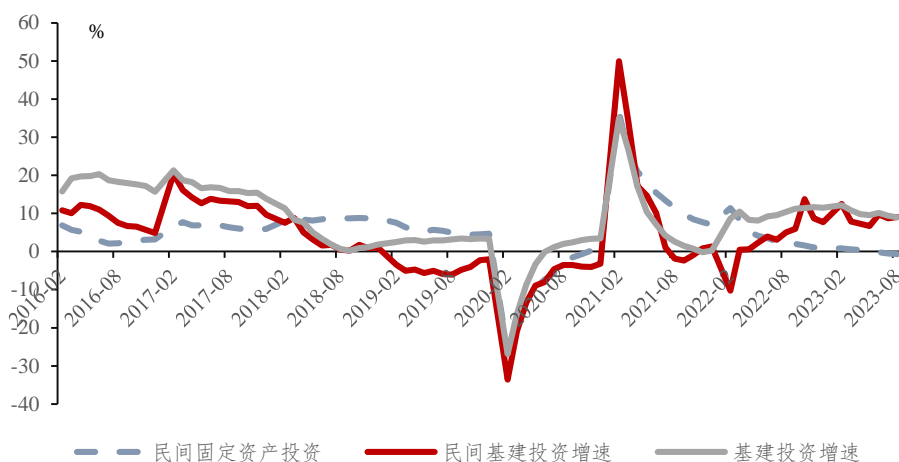
表 4：促进民间投资相关政策

时间	政策文件	相关内容
2022 年 11 月	发改委《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》	支持民间投资参与 102 项重大工程等项目建设，支持民营企业参与铁路、高速公路、港口码头及相关站场、服务设施建设；鼓励民营企业加大太阳能发电、风电、生物质发电、储能等节能降碳领域投资力度；发挥政府投资引导带动作用，推动政府和社会资本合作（PPP）模式规范发展、阳光运行，引导民间投资积极参与基础设施建设等。
2022 年 12 月	2022 年中央经济工作会议	要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。

2023年3月	《2023年政府工作报告》	鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设,激发民间投资活力。
2023年7月	发改委《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》	各省级发展改革委要明确本地区民间投资占比、民间投资中基础设施投资增速的工作目标;聚焦交通、水利、清洁能源、新型基础设施、先进制造业、现代设施农业等领域等重点领域,支持民间资本参与重大项目;鼓励民间投资项目发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等。

资料来源:公开资料整理,中国银行研究院

图9:民间基础设施投资累计同比增速



资料来源:Wind, 中国银行研究院

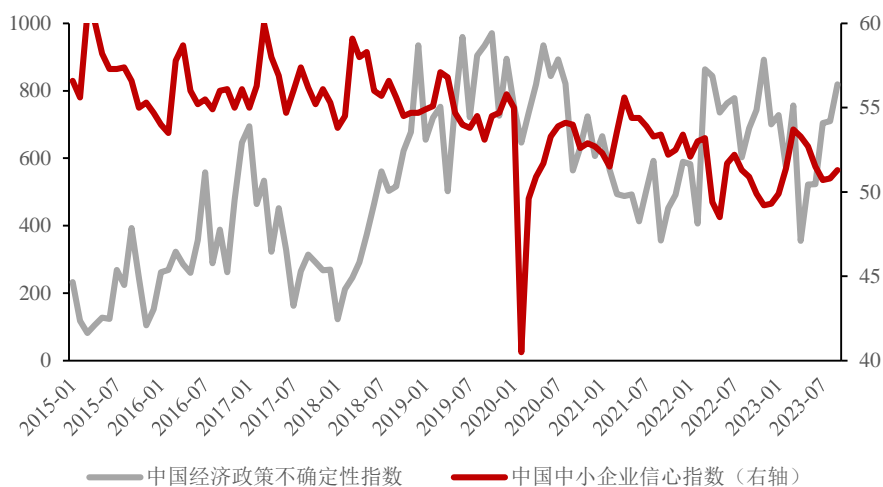
三、未来释放民间投资活力需要关注的问题

(一) 政策不确定性、营商环境等因素影响民营企业投资信心和预期

一是经济政策不确定性影响民营企业投资信心。当前全球政经环境不确定因素明显增加,我国内部也处于经济动能转换、结构调整的关键时期,这更加考验政策出台的时机、力度和效果。但2018年以来,我国经济政策不确定指数显著上升,同时中小企业信心指数逐渐下降(图10)。部分监管政策调整力度过大、操作过急、变动过频,加大了企业对未来形势判断难度,导致市场主体预期不稳、信心不足,投资决策更加谨慎。二是税费负担、市场秩序、负面舆论等因素影响民营企业对营商环境感受。近年来,我国持续深化“放管服”改革,着力打造市场化法治化国际化营商环境,

但仍有部分不利因素影响民营企业发展。《中国民营企业 500 强调研分析报告（2023）》显示，在政策政务环境方面，税费负担重、节能减排压力大和垄断行业开放度不高是民营企业的主要关注问题。法治环境方面，市场秩序不规范、知识产权保护不足和司法地位平等性欠佳等问题持续突出。政商环境方面，民营企业对负面舆论、地方保护主义和政府沟通不畅等因素关注较多（表 5）。

图 10：中国经济政策不确定性指数和中小企业信心指数



数据来源：Wind，中国银行研究院

表 5：2018-2022 年影响民营企业 500 强发展的主要营商环境因素

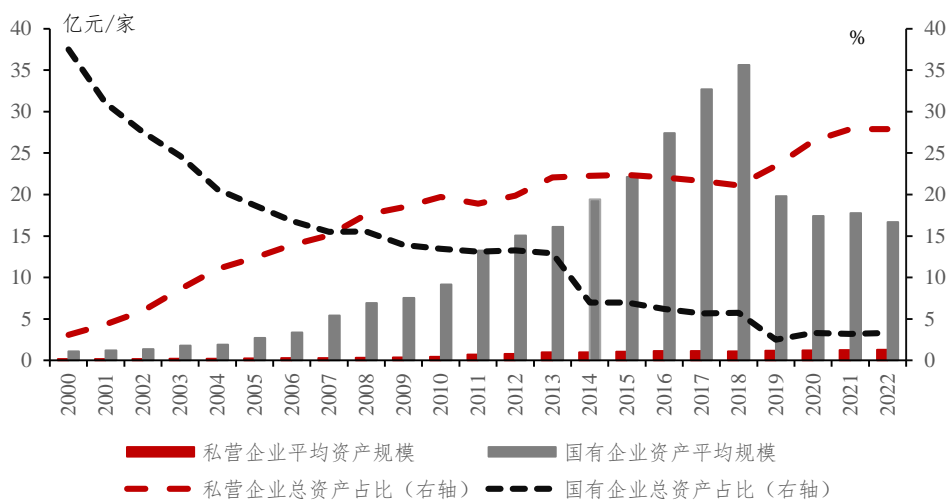
影响因素		企业数量（家）				
		2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
政策政务环境	税费负担重	231	254	269	304	269
	节能减排压力大	156	172	145	154	160
	垄断行业开放度不高	71	69	81	83	87
法治环境	市场秩序不够规范	173	171	165	166	169
	对知识产权保护不够	105	113	105	98	121
	司法审判中地位不够平等	90	82	90	88	72
政商环境	对民营经济的负面舆论较多	149	161	139	137	138
	地方保护主义	70	68	70	65	64
	政府沟通不畅	35	40	38	39	46

数据来源：《中国民营企业 500 强调查分析报告（2023）》，中国银行研究院

（二）经营压力较大等问题制约民间投资复苏进程

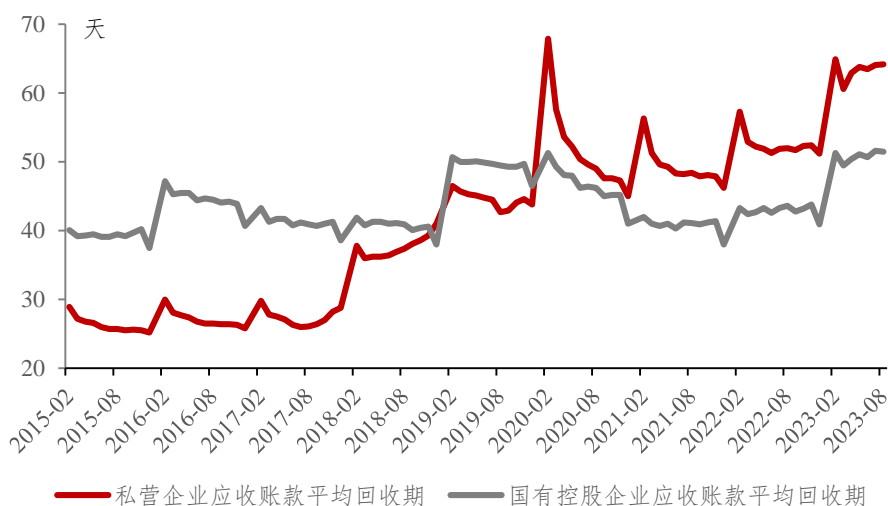
一是民营企业主体抗风险能力弱，受疫情冲击较大。民营企业规模成长相对较慢。2000-2022年，我国私营企业平均资产规模从0.17亿元/家扩大到了1.28亿元/家，而同期国有企业平均资产规模由1.11亿元/家扩大到了16.7亿元/家（图11）。规模小、抗风险能力不足使得民营企业，特别是小微企业较难度过完整的一轮经济周期。企查查数据显示，疫情冲击之下，小微企业的注册注销比从2020年的2.46下降至2022年的1.94，小微企业活力持续下降。二是原材料、用工、融资等成本压力较大，企业经营效益下滑。《中国民营企业500强调研分析报告（2023）》显示，认为原材料、融资和工资成本是影响企业发展主要成本因素的企业占比分别达到67.6%、48%和46.6%。截至2023年9月，私营工业企业利润总额累计同比下降3.2%，增速连续17个月为负。三是民营企业经营压力不减，修复进度相对较慢。疫情冲击和疫后需求不足等因素阻碍了企业销售，民营企业应收账款平均回收期由2019年末的43.6天上升至2023年8月的64.2天，同期国有企业应收账款平均回收期仅上升5天左右（图12）。2023年二季度以来，大型企业PMI指数保持回升，而中小企业景气水平仍处在收缩区间。

图 11：私营和国有企业总资产规模占比以及平均资产规模变化



数据来源：Wind，中国银行研究院

图 12：工业企业应收账款平均回收时间



数据来源：Wind，中国银行研究院

（三）全球产业链供应链重构中的非经济因素迫使民间投资外迁

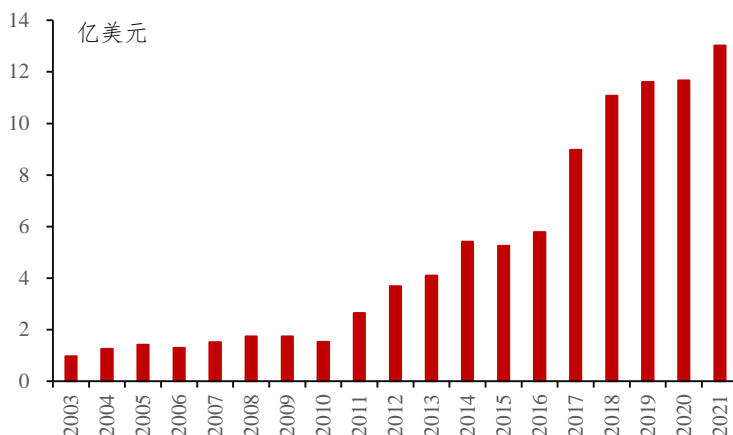
近年来，逆全球化浪潮汹涌，国际贸易摩擦、产业链回流以及大国博弈等非经济因素对全球产业链供应链影响愈发明显，民营企业投资和订单外迁的压力逐渐增大。一是企业被迫转移生产工厂以避免惩罚性关税。中美贸易摩擦影响下，不少中国企业由产品出海转向产能出海，通过供应链外迁避免高关税。以民营企业集中的家具行业为例，2019 年美国对中国大部分家具类别产品增收 25% 的关税，导致中国外贸家居产业大规模迁至东南亚地区。据越南官方统计，2020 年越南 1/3 的外商投资家具企业来自中国³。之后美国进一步对越南、柬埔寨等国家的床垫、木材等产品开展反倾销与反补贴调查调查，中国家具企业再次转向受惠于《美墨加协定》而享受低关税的墨西哥投资建厂。近年来中国对墨西哥直接投资存量明显提高，2021 年达到 13 亿美元（图 13）。

二是西方国家重塑产业链迫使企业分散产能投资布局。在地缘政治风险和疫情影响下，发达经济体加速了全球价值链分工多元化进程，“链主”企业布局策略也由“all in 中国”转为“中国+N”。以苹果产业链为例，苹果公司要求中国企业在越南

³ 杨枝煌，陈尧.《中国产业对外转移的基本特征、主要问题及提升策略》，《国际贸易》，2022 年第 11 期。

或印度等地设立海外工厂以换取订单，这导致富士康、立讯精密、歌尔股份等“果链”民营巨头外迁办厂。此外由于越南等地产业配套不完善，外迁企业形成上下游“抱团出走”的链条式外迁模式，扩大了企业投资外迁的规模。

图 13：中国对墨西哥直接投资存量



数据来源：Wind，中国银行研究院

三是发达国家产业和贸易“本地化”“近岸化”“友岸化”政策冲击企业外贸需求。一方面，发达国家纷纷实施“再工业化”战略，如美国《先进制造业领导力战略》、德国“工业 4.0”战略、法国“未来工业”计划以及英国“现代工业”战略等，着力推动制造业回流本地，减少对中间品和最终品进口需求。另一方面，美国持续推行区域化经贸合作，加强与近岸国家贸易往来。2023 年 9 月，中国占美国进口总额比重降至 11.7%，墨西哥和加拿大的比重分别升至 13.3%和 11.5%。这一趋势将对制造业外需形成持续负面作用，影响外贸民营企业投资意愿。

四、相关政策建议

第一，保持对民营企业融资支持力度，着力化解重点领域风险。当前民营企业仍面临着一定的经营压力，民营房企债务风险尚未化解，还需要保持对企业的融资支持。一是加强民营企业信用信息共享应用和大数据开发利用，缓解企业信息不对称、信用不充分等问题，增强民营企业融资可达性。二是引导金融机构继续加大对中小微企业、民营企业普惠性资金支持，降低企业综合融资成本。针对面临经营困境的民营

企业，按市场化原则通过续贷、展期等方式予以适当支持。三是保持结构性货币政策工具支持的连续性，对科技创新、制造业等领域的到期政策工具合理展期，必要时还可再创设新工具。四是因企施策建立民营房企支持和救助方案，针对出险房企按照市场化原则开展兼并重组工作，引导金融机构提供相应资金支持。

第二，保持政策连续性，创造稳定、友好、可预期的政策和社会环境。一是政策制定和调整应充分评估负面影响，与市场主体建立意见和建议沟通反馈机制，避免政策转向过急、过快。政策实施过程中坚持因地制宜原则，增强政策之间的协同性、配套性和灵活性。二是引导民营企业积极参与重大项目建设，继续放开行业限制，给予民间资本更多投资机会。三是进一步规范市场秩序、完善司法保护制度、缩减民间投资项目审批时间，让民间资本能够安心、舒畅地进入市场。四是关注舆情导向变化，依法惩治故意误导公众、刻意吸引眼球的极端言论行为，营造有利于民营经济发展的舆论环境。

第三，帮助民营企业积极应对国际产业形势变化。当前多边贸易体制面临严峻挑战，全球产业链供应链区域化、本土化趋势明显。我国民营企业在部分产业链条中处于低端环节，易受贸易摩擦和“链主”企业策略变动影响。一是以“一带一路”、RCEP等区域合作机制为抓手，构建以中国为关键节点的区域制造网络，加快培育一批在全球产业链中占据优势地位的链主企业，提高中国在全球产业链供应链中的影响力，减少外部非经济因素导致的产业转移对民营企业投资冲击，提高产业转移的自主可控性。二是关注民营企业产业投资外迁对中国产业链供应链韧性和安全形成的潜在风险，保证链条“管得住”、收益“回得来”，将研发设计、品牌培育等高端环节留在国内，提升民间投资结构与质量。

