

宏观经济专题系列

2019年中国固定资产投资分析与展望

张志前 高级研究员

主要观点

- ▶ 2018年下半年以来，中央提出了要“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的六稳政策，以降准、宽货币、宽信用、稳杠杆为代表的政策密集出台，其主要意图就是要稳经济。
- ▶ 2018年1-10月，全国固定资产投资同比增长5.7%，较前9月增速回升0.3个百分点。整体来看，基建投资有所企稳；制造业投资不断回升，实现较快增长；房地产投资表现稳定。
- ▶ 2019年稳投资需要处理好与转方式、去杠杆、房地产调控以及政府投资和民间投资的关系，切不能搞一哄而上，大水漫灌，要防止出现重复建设、产能过剩，也要防杠杆上升和风险累积。
- ▶ 2019年各种经济风险将会逐渐暴露，中国经济下行压力加大是确定无疑的。与此同时，世界经济增速可能也会下滑，也将加大中国经济下行压力。稳投资将成为稳增长的关键。
- ▶ 2019年稳投资的关键是稳基建，用基建投资的回升去抵消出口、房地产投资增速的下滑。政府稳增长动机强烈，基建投资增速可能反弹，但受制于资金等因素，反弹力度有限。

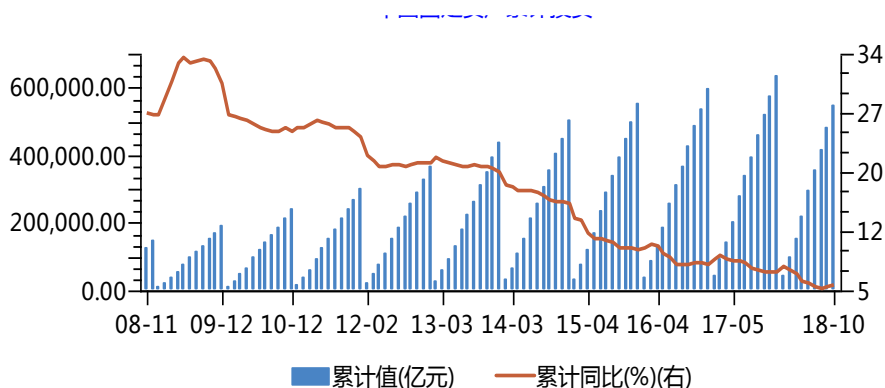
目 录

一、2018 年我国固定资产投资的主要特点.....	3
(一) 三大产业增速均有提升.....	3
(二) 基础设施投资企稳回升.....	4
(三) 房地产投资拉动力减弱.....	5
(四) 民间投资增速有所加快.....	6
二、当前稳投资需把握好四个关系	6
(一) 处理好稳投资和转方式的关系.....	7
(二) 处理好稳投资和去杠杆的关系.....	8
(三) 处理好稳投资和房地产调控的关系.....	9
(四) 处理好政府投资和民间投资的关系.....	11
三、2019 年我国固定资产投资展望.....	12
(一) 基础设施建设投资力度将加大.....	13
(二) 制造业投资增速将有所回落.....	13
(三) 房地产投资增长难以持续.....	14
(四) 民间投资将难有大的起色.....	15

一、2018 年我国固定资产投资的主要特点

2018 年，中国经济受到内外交困，经济形势稳中有变，下行压力有所加大。外部主要因素为中美贸易战，内部主要因素是去杠杆。为缓解去杠杆对于实体经济的压力，今年以来，中央提出了要“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的六稳政策，以降低准、宽货币、宽信用、稳杠杆为代表的政策密集出台，其主要意图就是要稳投资，以达到稳经济的目标。但从政策效果来看，前期去杠杆引发的信用收缩状况并没有改善。当前稳投资仍面临企业投资意愿不足、银行资本充足率压力较大、银行信贷投放意愿不足等诸多限制。2018 年 1-10 月，全国固定资产投资同比增长 5.7%，较前 9 月增速回升 0.3 个百分点。整体来看，基建投资有所企稳；制造业投资不断回升，实现较快增长；房地产投资表现稳定。

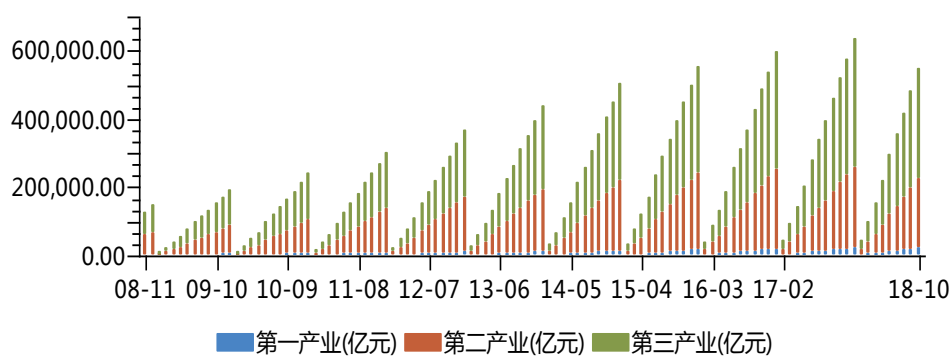
图 1 中国固定资产投资增速



（一）三大产业增速均有提升

分产业看，1-10 月第一产业投资 19378 亿元，同比增长 13.4%，增速比 1-9 月份提高 1.7 个百分点；第二产业投资 204663 亿元，增长 5.8%，增速提高 0.6 个百分点；第三产业投资 323525 亿元，增长 5.4%，增速提高 0.1 个百分点。第二产业中，工业投资同比增长 6%，增速比 1-9 月份提高 0.6 个百分点；其中，采矿业投资增长 9.4%，增速提高 3.2 个百分点；制造业投资增长 9.1%，增速提高 0.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降 9.6%，降幅收窄 1.1 个百分点。第三产业中，基础设施投资同比增长 3.7%，增速比 1-9 月份提高 0.4 个百分点。其中，水利管理业投资下降 4.1%，降幅收窄 0.6 个百分点；公共设施管理业投资增长 1.3%，增速回落 0.4 个百分点；道路运输业投资增长 10.1%，增速提高 1.2 个百分点；铁路运输业投资下降 7%，降幅收窄 3.5 个百分点。

图 2 中国三次产业投资分布



（二）基础设施投资企稳回升

稳投资最简单最直接的措施就是加大基础设施建设投资的力度。

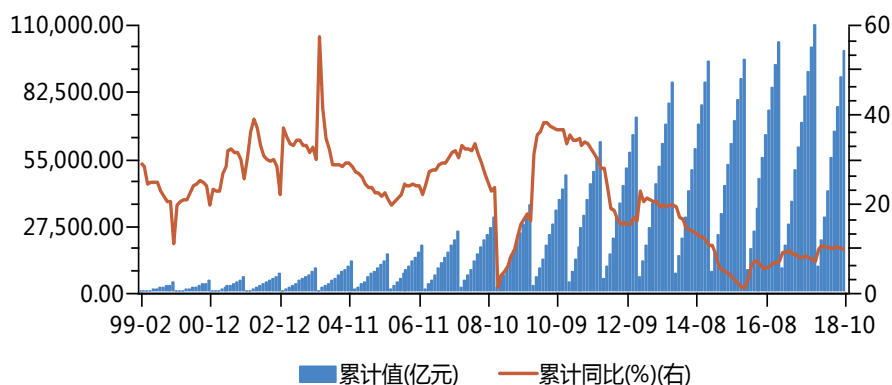
针对今年基础设施投资增速逐月回落的运行态势，今年下半年国家出台多项促进基础设施投资稳定发展的政策措施，着力聚焦补短板，重点投向脱贫攻坚、铁路、公路及水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保和社会民生等九大领域。1-10 月份，基础设施投资同比增长 3.7%，增速比前三季度提高 0.4 个百分点，实现了今年以来的首次回升。分行业看，铁路运输业投资下降 7%，降幅比前三季度收窄 3.5 个百分点；道路运输业投资增长 10.1%，增速提高 1.2 个百分点，生态保护和环境治理业投资增长 36.7%，增速提高 3 个百分点。分地区看，中、西部地区基础设施投资增速分别比前三季度提高 1.2 和 0.4 个百分点。

（三）房地产投资拉动力减弱

近年来，房地产投资一直是中国经济的重要拉动力量。受土地购置费高增支撑，今年房地产投资超预期。年初市场对房地产投资较为悲观，但今年房地产投资增速超预期，1-10 月累计增速 9.7%。分项来看，今年房地产投资高增主要是受土地购置费支撑，1-10 月土地购置费拉动房地产投资 13 个百分点，将其扣除后的建安投资增速为负。尽管房地产投资增速回升，但对经济的拉动作用减弱。如果考察对经济增长的拉动作用，需要扣除至少两方面的因素，一是土地购置，二是价格因素。扣除土地购置因素后，1-10 月地产投资增速-3.2%；再扣减价格指数后，实际增速较上年回落幅度更大。这意味着，尽管

房地产投资增速较 2017 年回升，但房地产投资对经济的带动作用反而是减弱的。

图 3 中国房地产投资增速图



（四）民间投资增速有所加快

1-10 月政府投资增长 1.1%，较前 9 月回升 0.6 个百分点，其中 10 月单月政府投资增 5.7%，较上月继续改善（上月增 2.4%），主要原因可能是地方专项债发行后开始投资。随着放开市场准入、减税降费、推动产权保护等多项激发民间投资活力政策的逐步落实，今年以来民间投资始终保持较好增长态势。1-10 月份，民间投资同比增长 8.8%，增速比前三季度提高 0.1 个百分点，比去年同期高 3 个百分点，比全部投资高 3.1 个百分点。民间投资中，农林牧渔业投资增长 12.6%，增速比前三季度提高 1.3 个百分点；制造业投资增长 9.7%，增速提高 0.2 个百分点；基础设施投资增长 6.3%，增速提高 1.2 个百分点。

二、当前稳投资需把握好四个关系

当前国际形势和外部环境复杂多变，中国经济面临较大下行压

力，中央提出要**做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期等“六稳”工作**。在我国经济由高速增长转向高质量发展的关键时期，**稳投资关键在“稳”上**。要正确处理好稳投资与转方式、去杠杆、房地产调控以及政府投资和民间投资的关系，**切不能搞一哄而上，大水漫灌，要防止出现重复建设、产能过剩，也要防止杆杠水平进一步上升，增加地方债务和金融风险**。稳投资要有重点、有针对性，**精准投资，要把握节奏，量力而行，从长计议，不能让稳投资变成新一轮的大规模投资刺激，再回到发展过度依赖投资的老路上**。

（一）处理好稳投资和转方式的关系

长期以来我国经济增长主要依靠投资拉动。投资对中国经济的高速增长发挥了重要作用，功不可没。但是，这种过度依赖投资的经济增长实际是一种粗放型的增长模式。依靠大量投资支撑的经济增长，很容易造成需求不足、产能过剩、资源浪费、环境污染等一系列的问题。国际经验表明，当一国经济由高速增长转为中高速或中速增长的同时，投资增长率会出现一个较大幅度的回落，投资增速一般会从两位数跌落到一位数。如果在投资已经相对饱和、产能已经过剩的情况下，盲目增加投资就会出现资源浪费和更严重的产能过剩等问题，延缓经济转型的时间和过程。中国经济发展模式要实现从高速增长转向高质量发展，就必须降低经济增长对投资的过度依赖，用科技创新替代大规模投资，使之成为我国经济增长的新动能。

高质量发展不仅表现为总量的扩张，更体现为是经济结构的优化，而培育新的经济增长点、补齐经济发展的短板同样离不开投资。投资不仅是稳增长的重要措施，同时也是转变发展方式的基础。投资结构影响甚至决定着经济结构、产业结构和区域结构。投资结构优化是促进产业结构升级、优化经济结构的基本动力和有效手段。尽管现阶段我国出现了投资增速下降趋势，但继续保持相对较快增长的可能性较大。经济结构升级和城镇化带来的高端制造、信息技术、消费升级、基础设施、公共服务、环境保护和治理等投资需求，有利于投资继续相对较快增长。稳投资必须要聚焦关键领域和薄弱环节，重点应在科技创新领域和经济发展的短板，坚决不能搞低水平的重复建设，防止再次出现更严重的产生过剩。

（二）处理好稳投资和去杠杆的关系

稳投资首先要有资可投，必须要解决好钱从哪里来的问题。稳投资的资金来源无非是财政或金融。由于目前我国地方政府债务较重，主要的资金来源可能还是金融。然而，自金融危机以来，我国的杠杆率水平不断升高，不论是地方政府的杠杆率，还是居民、企业和金融机构的杠杆率都已经处在比较高的水平。稳投资不能影响稳金融的工作。去杠杆是防范和化解金融风险的重要手段，但去杠杆也不能操之过急，不可能一蹴而就，否则很容易引发更大的风险。在当前中国经济面临较大下行压力的背景下，我们一方面要坚持去杠杆、严监管、

稳金融的大方向不能变，另一方面，也必须要把把握好力度和节奏。应在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行加大对补短板重大项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。

稳投资同样离不开资本市场的支持。高效和稳定的资本市场是稳投资所需资金的重要来源，也是实现资源有效配置的重要手段。为此，要继续深化资本市场改革，加快多层系资本市场的建设，拓宽直接融资渠道，通过债权、股权、股债结合、基金等多种形式，积极为补短板重大项目提供融资。加快科创板注册制的研究和出台，统筹主板、中小板、创业板、科创板、新三板、区域性股权市场等各层次股权市场定位分工，让更多的项目和企业能到资本市场上融资。重视私募股权基金的战略作用，加快发展产业引导基金和创业投资基金，为产业升级和中小企业的发展提供资金支持。PPP 不仅可以有效降低项目的整体成本，提高基础设施和公共产品投资的效益，而且不会增加财政和金融系统的风险。在当前稳增长的大背景下，PPP 模式可以成为地方政府的一个重要的抓手。在认真总结前期经验教训的基础上，加大 PPP 模式的推广力度，对于扩大投资规模、提高投资效率，构建现代财政制度具有重要意义。

（三）处理好稳投资和房地产调控的关系

房地产投资在固定资产投资中也占有十分重要的地位。近年来我

国房地产开发投资在固定资产投资中占比一直稳定在 20% 左右，在民间资本的投资中占比更高。房地产投资具有产业链长、带动力强的特点，除了商品房对居民消费的直接拉动外，房地产还通过对其他行业的辐射，直接、间接带动上下游 100 多个行业发展，大到钢铁、水泥、家电等，小到五金、灯具、窗帘等，有力促进这些行业的发展。房地产投资低迷将直接导致其对上下游行业产品需求的回落，钢铁、水泥、装修、家电等行业的需求可能因此下降，并进一步引起行业投资增速的下降。因此，稳投资的一个重点是要稳定房地产投资。要坚持房地产分类调控的原则，提高调控政策的针对性和精准性，对供不应求的城市适当增加供给，吸引各类资本加大房地产投资。

稳投资可能就会形成房价上涨的预期。房价上涨过快将会使多年的房地产调控成果功亏一篑，而如果房价出现较大下跌，也不利于稳增长和稳投资。因此，稳投资也必须要稳房价，保持房价基本稳定。在当前经济明显下行的背景下，要增加房地产领域的投资，又要坚持房地产调控目标这双重目标，必须从需求端和供给端两个方面发力。从需求端看，随着居民收入水平的提高，目前改善型住房需求不断上升，但是房地产调控政策又严控二套房买卖，这使得改善型需求无法有效释放。为此，要在坚持房地产调控政策的同时，实施分类实策，进一步增强调控的针对性和有效性，有序释放改善型需求，这将有利于房地产库去库存，也将有利于增加开发企业投资的积极性。从供给

端看，要适当增加房地产上涨较快地区的土地供应、改善用地供应结构、加大力度督促闲置土地的开发，从而在增加房地产投资的同时，改善市场预期，有效抑制房价上涨。

（四）处理好政府投资和民间投资的关系

稳投资最直接的办法莫过于实施积极的财政政策，加大政府投资的力度。但现实情况是，虽然中央财政还还有回旋余地，但地方财政的空间已十分有限。近年来，中国地方政府债务风险凸显，已成为危及我国金融安全的重大隐患。我国的财政政策取向已经开始强调地方政府债务管理，加快地方政府去杠杆，坚决遏制隐性债务增量。由于政府投资的低效性，大规模财政投资刺激对经济增长的边际效应正在递减，而导致的财政风险隐患却明显加大。在去杠杆和防风险的政策背景下，政府直接投资和以政府信用撬动投资的能力已经受到制约。实际上，政府投资的重点应是基础设施和重大民生项目，以补充市场机制的不足，而一般性的、市场化投资项目应由民间资本来投。如果政府投资过大，将会对民间投资形成挤出效应。

改革开放四十年，民间投资在繁荣市场、满足人民需求、增加就业等方面发挥了不可替代的作用，已经成为促进经济增长的重要力量。与政府投资相比，民间投资的嗅觉更加灵敏，市场化程度更高、投资效率也更好。在稳投资中，政府投资占据主导地位，但是民间投资也不可或缺。民间投资不足将使稳投资效果大打折扣。为此，要积

极营造一视同仁的市场环境，打破“玻璃门”“弹簧门”“旋转门”，拓宽民间投资空间。应逐步放开服务业领域的市场准入，在信息技术服务、金融、医疗卫生、教育、养老等服务业，全方位放开市场准入，引导支持民间资本进入，以多元化的市场竞争主体来激发市场活力。要加快推进事业单位分类改革，限时完成生产经营类、公益类事业单位的整建制或部分转制改企工作。要深入推进民营企业减税降费行动，切实降低民营企业投资成本。

三、2019 年我国固定资产投资展望

2019 年中国经济下行压力加大是确定无疑的。由于经济下行压力增加，各种经济风险也会逐渐暴露。与此同时，世界经济增速下滑，也会加大中国经济下行压力。稳投资将成为稳增长的关键。基础设施建设投资、房地产投资、制造业投资，三者构成了整个固定资产投资的绝大部分。对比一下 2017 年和 2018 年三者对固定资产投资的拉动率，2017 年：基建（3.79%）>制造业（1.51%）>房地产（1.2%），基建投资的贡献最大；到了 2018 年：制造业（2.79%）>房地产（1.7%）>基建（0.81%）。可以看到，政府在 2017 年大幅推动 PPP，基建成为拉动投资的主力，到了 2018 年，基建投资断崖式下跌，这也是 2018 年中国经济下行压力的一个重要因素。因此，2019 年稳投资的关键是稳基建，用基建投资的回升去抵消出口、房地产投资增速的下滑。2019 年政府稳增长动机强烈，基建投资增速可能反弹，但受制于资

金来源和地方政府积极性约束，反弹力度可能有限。

（一）基础设施建设投资力度将加大

2018 年上半年受地方政府去杠杆、资管新规、清理 PPP 项目等因素影响，基建投资增速快速下滑。下半年，随着中美贸易战的升级，中央提出六稳政策，地方转债发行提速，融资政策有所放松，但三季度基建投资增速仍然持续下滑。2018 年 1-10 月增速 3.7%，远低于 2017 年全年的 19%。全口径基建投资增速估测 1-10 月约为 1.3%，同样是明显低于去年全年的 14.9%。2019 年，如果中美贸易战没有得到很好解决，稳投资的重要抓手将是基建投资。市场对基建投资的担心是资金不足，但从经验数据看，基建投资增速通常基本高于财政支出增速，表明基建资金除了预算内资金外，还有其他多样来源，例如财政赤字率、地方专项债以及政府性基金本级收入、PSL、特别国债等。预计 2019 年基建投资增速回升至 8% 左右。

（二）制造业投资增速将有所回落

2018 年制造业投资全面回升，主要收益于去产能引发企业利润的回升，PPI 保持正增长。2019 年，随着中美贸易战影响的显现，企业的产能利用率与盈利将出现一定的回落，制造业投资增速空间有限。目前工业产能利用率已见顶回落，三季度低于去年同期与二季度水平，2016 年以来的回升趋势结束。再加上明年 PPI 增速预计明显回落，企业盈利也将有一定幅度回落。在此背景下，预计制造业投资

回暖已处于短期高位，峰值或将临近。2019 年制造业将处于去库存的周期，制造业投资持续回升空间有限，但这不意味制造业投资会大幅回落，而是保持相对高位，预计增速将低于 2018 年，大约在 7% 左右。适应经济转型发展要求和人民群众对美好生活向往的需要，近年来我们在教育、医疗、信息服务、科研开发等领域的投资在不断加大，预计 2019 年在服务业领域的投资将继续保持较高增长。

（三）房地产投资增长难以持续

截止目前，2018 年全国各地累计发布的房地产调控政策超过 400 次，刷新历史纪录。虽然这一情况在 10 月份之后有所缓解，但在限贷、限购、限价等调控政策的综合影响下，不仅是房地产投资增速出现下滑，商品房销售面积增速、商品房销售额增速等数据均呈现下降趋势。在贸易战缓和背景下，调控政策转向的可能性不大，预计 2019 年房地产投资增长将难以为继。从趋势看，可能是前高后低。一方面，商品房销售对房地产投资领先 2-3 个季度左右，按这一规律，明年上半年地产投资仍将保持在相对高位，但最近两个月的商品房销售增速回落可能在明年年中传导至投资端。另一方面，历史规律显示，土地购置费增速滞后于土地购置面积增速，滞后期 6 个月左右，由于近期土地购置面积不断抬升，预计上半年土地购置费可能有所回升。综合考虑，预计房地产投资增速上半年仍能维持在相对较高水平，下半年房地产投资增速回落压力相对较大。

（四）民间投资将难有大的起色

当前中美贸易战进入胶着阶段，如果贸易战进一步升级，不排除对美甚至美、日、欧等口都出现大幅下滑的可能。国内方面，去杠杆、金融防风险仍然是经济不稳定的重要因素。资管新规细则出台，虽然在节奏上和进度上有所缓和，但去杠杆的总基调依旧没变，债券市场的违约风险仍未解除。中国资本市场连续下跌，很多民营企业的股票质押爆仓。在金融去杠杆的过程中，对非标产品进行了大力度整治，这些非标资金大部分都流向了民营企业。在没有形成新的有效融资渠道之前，民营企业的资金可能会比去杠杆之前更为紧张。制造业采购经理指数总体虽然仍处于枯荣线以上，但已经连续三个月下降。从结构来看，与民间投资相关性较高的，中型企业的制造业 PMI 指数连续两个月位于枯荣线以下，小型企业的制造业 PMI 指数则连续三个月低于枯荣线，经济悲观预期再起。民间资本的嗅觉是非常灵敏的，所有这些都会对明年的民间投资的增长产生负面影响。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。