

# 明年固定资产投资预计增长9%左右

□国家信息中心宏观经济形势课题组

2015年,我国固定资产投资下行压力较大,增速明显放缓,多项投资指标屡创新低。从主要投资领域看,基建投资保持高速增长,制造业投资和房地产开发投资继续明显减速。企业自主投资意愿不强、实际融资成本较高、地方政府及融资平台投资能力受限、PPP模式进展较慢、房地产市场库存仍然较高等成为困扰投资形势趋稳的主要因素。展望2016年,推进“11+6+3+1”重大工程建设、调低投资项目最低资本金比例、投放专项建设基金、加大企业债券支持力度、增强财政资金投资能力、扩大固定资产加速折旧优惠范围等一系列利好政策将释放积极效应,基础设施和服务业仍将是支撑投资平稳增长的重要领域。综合判断,固定资产投资有望呈现稳中略降的态势,预计增长9%左右。建议推进重大项目建设、用好积极财政政策、降低企业融资成本、推进PPP模式以及深化投资审批制度改革。

## （四）政府和社会资本合作模式进展较慢

政府力推政府和社会资本合作模式（PPP模式）以吸引社会资本进入市政公用领域和公共服务领域,拓宽投资资金来源。财政部先后推出两批共236个PPP项目,总投资额8389亿元;国家发改委发布的PPP项目共计1043个,总投资额1.97万亿元。目前来看,实际效果并不理想,项目签约率不足两成。项目收益率不高、政府治理水平有待提高、政府信用约束制度尚未建立等是制约PPP模式推进的主要因素。此外,在已经签约的PPP项目中,社会资本方主要是国有企业,民营企业参与程度偏低。

## （五）房地产市场库存仍然较高

尽管二季度以来商品房销售持续回暖,量价齐升,但受制于库存基数较大,特别是三、四线城市去库存化压力较大,房地产开发企业投资意愿仍然疲弱,房地产投资增速一路下行,8、9、10月份当月增速连续为负。库存高企压制着房地产投资意愿,土地购置面积、房屋新开工面积等先行指标双双深度下滑。截至2015年10月底,全国商品房待售面积高达6.86亿平方米,平均去库存周期仍然长达7.2个月,部分三、四线城市甚至达到20个月以上。房地产销售走强带动房地产开发投资回升一般需要6—9个月的传导期,在库存高企的情况下传导期会显著延长,因而房地产投资形势不容乐观。

## 2016年固定资产投资增速将继续回落

2016年是“十三五”开局之年。从“十三五”时期投资形势看,固定资产投资有望筑底企稳。一方面,推动经济转型升级和降杠杆将抑制投资增长。另一方面,改革红利释放、新兴产业以及服务业快速发展等将支撑投资增长。展望2016年,固定资产投资增速还将继续探底,预计回落到9%左右。其中基础设施投资高增速,制造业投资低增速,房地产开发投资极低增速,甚至大概率出现下降态势。

## （一）促进投资稳定增长的有利因素

推进“11+6+3+1”重大工程建设。国家大力推进11大类重大工程包建设,建立重大工程“开工建设一批、投产达标一批、储备报批一批”的滚动机制。同时,积极推进六大领域消费工程、三大战略、重大装备走出去和国际产能合作重点项目建设。这些重大工程建设将对促进投资稳定增长发挥关键作用。

调低投资项目最低资本金比例。有区别地下调固定资产投资项目最低资本金比例,除产能严重过剩行业外,其他行业最低资本金比例调低5个百分点。调低投资项目最低资本金比例,可以降低投资门槛,提高投资能力,促进相应投资项目落地施工。

投放专项建设基金。通过发行债券筹集资金设立专项建设基金,对重点项目直接注入项

目资本金,以撬动相关金融资源,直接支持看得准、有回报、不新增过剩产能的重点领域建设。

加大企业债券支持力度。进一步降低企业债发行门槛,允许借新还旧,简化审核审批程序,扩大企业债券融资规模。同时,出台城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业、城市停车场等专项债券发行指引,加大企业债券服务实体经济的支持力度。

增强财政资金投资能力。盘活存量财政资金、置换地方政府债务、加快预算执行等举措将提高政府投资能力。按照财政资金统筹使用方案,盘活各领域“沉睡”的财政资金,统筹用于发展急需的重点领域和优先保障民生支出,增加财政资金的有效供给。通过地方政府债券置换存量债务,大幅降低地方政府利息支出和融资成本。加快支出预算执行进度,进一步发挥政府投资引导带动作用。

扩大固定资产加速折旧优惠范围。加大对传统产业投资的支持力度,将加速折旧优惠政策扩大到轻工、纺织、机械、汽车等四个重要行业,有助于激发企业投资和设备更新改造的积极性,促进产业结构优化升级。

## （二）制约投资稳定增长的不利因素

投资项目储备不足。受市场需求低迷、融资成本较高、预期收益率走低、库存积压等影响,具备可行性的投资项目仍然较少。一般来说,投资项目通常在两年半内完成。2015年新开工项目计划总投资额、房屋新开工面积均处在极低水平,反映出投资项目储备不足,将间接影响2016年投资增速。

出口形势不容乐观。我国对外贸易依存度较高,投资形势与出口状况关系紧密。2016年出口形势仍不容乐观,近期WTO已经下调世界贸易增长预测,将2016年全球贸易增长预测值从4.0%降低至3.9%。

融资平台转型改制难度大。地方政府融资平台正在推动转型改制,剥离政府融资职能,成为独立运营的市场主体。融资平台脱钩政府信用后融资成本和难度大幅提高,部分在建项目后续融资困难,新增投资能力明显减弱,或将影响基建投资高速增长的可持续性。此外,地方政府融资平台普遍缺少突出的主营业务和充足的固定资产,参与市场化竞争存在先天不足、转型改制难度较大。

投资统计制度改革引关注。2016年,我国将全面实行新的投资统计制度,调查对象由投资项目转变为法人单位,投资额计算方法由形象进度转变为财务支出。2014年全国试点地区投资总额平均减少50%,增长速度平均降低30%。参考试点经验,2016年投资增速可能面临着因统计制度改革带来的“下行”风险。

## 促进投资稳定增长 优化投资结构

2016年,建议将投资政策主基调确定为促进投资稳定增长,优化投资结构。以增加有效投资、简化投资审批事项、激发民间投资活力为出

发点,通过推进重大项目建设,用好积极财政政策,降低企业融资成本,推进PPP模式,深化投资审批制度改革,促进固定资产投资健康运行。

## （一）推进重大项目建设

一是完善重大项目的政银企社合作对接机制,细化重大工程项目清单,搭建信息共享、资金对接的平台,保障重大项目的资金供应。二是积极引导金融机构的信贷投向,鼓励金融机构建立绿色通道,加快重大项目等领域的贷款审评审批。三是投放专项建设基金,给予国开行农发行适当的流动性支持。四是统筹落实重大项目建设用地,及时为重点项目建设办理用地手续。五是制定三年滚动投资计划,充实重点产业、基础设施和民生领域的重大项目储备库。

## （二）用好积极财政政策

一是发挥好中央预算内投资的带动作用。优化调整中央预算内投资安排,重点用于国家重大工程特别跨地区、跨流域的投资项目以及外部性强的重点项目,减少竞争性领域投入和对地方的小、散项目投资补助。二是加大盘活财政存量资金力度,清理财政专户。清理结转结余资金和财政专户,将盘活的财政资金重点投向民生改善、公共服务和基础设施等领域,提高财政资金使用效益。三是实行结构性减税。适当调高工薪所得税起征点,扩大税前扣除项目范围,增加养老、教育、住房等支出能力。完善研发费用加计办法,扩大企业研发费用扣除范围。四是推动普遍性降费。减免涉及小微企业的有关行政事业性收费和政府性基金,取缔乱收费,切实减轻小微企业负担。

## （三）降低企业融资成本

一是灵活运用降准降息,引导商业银行降低信贷资金成本,加大金融对实体经济的服务。二是扩大专项贷款规模,推动资产证券化,增强开发性、政策性金融资源服务实体经济的作用。三是督察金融机构整改违规收费、以贷转存、存贷挂钩等行为。四是完善多层次资本市场,继续壮大主板市场,积极推动创业板和战略新兴板市场,有序发展新三板市场,规范区域性股权交易中心形成的四板市场,降低中小企业参与资本市场的门槛。五是充分发挥社会资本在普惠金融中的积极作用,支持民营银行、小额贷款公司、村镇银行、P2P公司等金融机构发展,推动民间金融阳光化。

## （四）推进PPP模式

一是中央层面安排PPP项目前期工作费,支持地方政府开展PPP项目的前期工作,推进项目签约及落地实施。二是加大专项转移支付资金、税收优惠政策、PPP引导基金对PPP项目的支持力度。三是规范地方政府行为,加强政府承诺的约束机制,对地方政府违约行为,实施上级财政对下级财政的结算扣款惩罚,切实保障社会资本的合法权益。四是制订PPP项目目标化合同范文本和分行业合同,细化更加细化的可操作的实施指引。五是开展PPP项目的推介会和业务培训班,介绍可复制、可推广经验,引导民营资本积极参与PPP项目建设。

## （五）深化投资审批制度改革

一是进一步取消和下放投资审批权限。清理和规范核准后、开工前的一些报建手续,切实解决前置手续繁杂、效率低下、依附于行政审批的中介服务不规范和收费不合理等问题。二是解决不同审批部门权限下放不同步的问题,促进土地、环评、安全等审批权限同步下放,提高简政放权的综合成效。三是彻底清理审批事项互为前置、互相掣肘的情况,提高审批效率。（执笔:胡祖铨）

## 2015年固定资产投资的基本特征

### （一）投资增速跌势明显

受外需大幅萎缩、内需低迷以及房地产市场周期性调整等因素影响,2015年我国固定资产投资累计增速呈现“逐月放缓”的态势。1—10月,投资增长10.2%,增幅分别较上年同期和2014年全年回落5.7和5.5个百分点。逐月看,除6月、10月短暂企稳外,投资累计增速逐月放缓。10月环比增长率仅为0.72%,表明投资增速下行压力依然较大。固定资产投资价格指数跌至100以下,1—9月,投资价格指数为98.5%,分别较上年同期和2014年全年回落了2.2和2个百分点。剔除价格因素后,1—9月投资实际增长11.9%,同比回落3.4个百分点。

### （二）基础设施投资快速增长

制造业、基础设施和房地产开发是固定资产投资的三大领域,基本决定着投资走势。1—10月,制造业、基础设施、房地产开发投资分别增长8.3%、17.4%和2%,增幅同比分别放缓5.2、4和10.4个百分点。三大领域投资规模合计占总投资的74%,拉动投资增长7个百分点。基础设施投资是支撑投资增速的主要因素,高出投资增速7.2个百分点。其中,水利、环境和公共设施管理业投资增长较快,增速高达19.8%。

在主要行业中,1—10月,高耗能行业投资增长4.6%,同比回落6.4个百分点,比制造业投资增速低3.7个百分点。装备制造业投资增长10.4%,同比回落3.3个百分点,比制造业投资增速高2.1个百分点。可见,装备制造业投资快于制造业投资,更快于高耗能行业投资。

### （三）第三产业投资比重有所提高

从投资的产业结构看,1—10月,第一产业投资占比2.8%,同比提高0.4个百分点;第二产业投资占比41.1%,同比降低0.8个百分点;第三产业投资占比56.1%,同比提高0.4个百分点。第三产业投资仍是稳定投资增速的主要力量,即使剔除房地产开发投资、基建投资（不含电、热、气及水生产供应业）后同比增速仍为13.7%,高出总体投资3.5个百分点,其中卫生和社会工作服务业投资增长29.5%,同比加快4.5个百分点。

### （四）中部地区投资增速较快

1—10月,东、中、西部地区投资分别增长8.5%、14.5%和8.7%,同比放缓了6.1、3.1和9.1个百分点,同期东、中、西部地区房地产开发投资分别同比放缓10.1、9和12.5个百分点。东部地区部分经济发达省份及时推动产业结构调整,转型升级取得较好进展,经济发展重新焕发活力,投资效率提高,引领带动作用逐步增强。中部地区促投资的政策力度较大,投资增速相对较高,回落幅度较小。西部地区及部分资源省份面临能源资源需求低迷、产能过剩、房地产市场调整等多重不利因素,投资减速幅度较大。

### （五）民间投资增速显著放缓

1—10月,民间投资增长10.2%,同比回落7.8个百分点,与总体投资增速持平。民间投资占全部投资的比重达到64.7%。国有及国有控股投资增长11.4%,高出民间投资增速1.2个百分点。民间投资疲弱反映出企业自主投资意愿不强,国有及国有控股企业在促投资中扮演着重要角色。

### （六）到位资金增速降至个位数

1—10月,投资到位资金增长7.3%,同比回落5.1个百分点。资金覆盖率（到位资金/投资完成额）为1.05,低于历史同期水平。其中,国内贷

## 固定资产投资底部尚未充分探明

当前,固定资产投资下行压力仍然较大,底部尚未充分探明。投资领域需要密切关注的主要问题有:企业自主投资意愿不强、实际融资成本较高、地方政府及融资平台投资能力受限、政府和社会资本合作模式进展较慢、房地产市场库存仍然较高。

### （一）企业自主投资意愿不强

今年以来,市场需求总体偏弱,工业领域价格和企业效益低迷,PPI当月同比连续44个月下跌,工业企业利润受到明显侵蚀,自主投资意愿不强。1—10月份,工业企业利润总额下降2%。产能过剩矛盾仍在持续发酵,工业产成品存货增速不断下降,PMI产成品库存指数低于荣枯线,工业企业整体仍处于去库存阶段,缺乏扩大再生产的投资意愿。同时,房地产市场下行调整,房地产企业开发投资意愿也明显降低,土地购置面积深度下滑,到位资金增速保持个位数,房屋新开工面积持续下降。应该说,民间投资主体对投资形势的反应比较灵敏,从而制造业投资

## 实际融资成本较高

经济下行时期信贷收缩更为明显,融资难、融资贵问题依然困扰着企业生产经营。尽管金融机构贷款加权平均利率同比有接近130个基点的下行,但价格水平同比下降更多。此外,贷转存款、贷转承兑、借款搭售等行为比较普遍,担保、评估、公证等融资相关费用较高。据调查,企业实际融资成本普遍高达10%以上,部分中小企业甚至超过20%。融资成本居高不下,对中小企业以及民营企业发展造成较大影响,直接影响了其投资能力。

## （三）地方政府及融资平台投资能力受限

受公共财政收入低速增长、土地出让收入大幅减少以及偿债高峰期等因素影响,地方政府可用于投资建设的财力明显不足,引导带动社会资本的能力较弱。1—10月份,公共财政收入同口径增长5.4%,政府性基金收入同口径下降24.1%。此外,作为基础设施的主要建设者,地方融资平台因脱钩政府信用,叠加土地市场遇冷,融资成本和难度大幅度提高,投资能力显著削弱。

## 公募基金参与新三板投资意义积极

统发展的若干意见》中,第五节“大力发展和培育机构投资者队伍”中明确,“研究制定公募基金投资基金投资挂牌证券的指引,支持封闭式证券投资基金以及混合型公募基金投资全国股转系统挂牌证券”。

引入公募基金作为新三板市场参与的机构投资者主体,已经得到证监会和全国股转系统等相关部门重视和理解共识。待公募基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票相关指引确定后,公募基金可正式进入实施阶段。

## 新三板市场发展四大特征

### （一）新三板融资规模增长迅猛

2013年底新三板扩容,2014年做市制度推出,新三板融资功能不断增强,对挂牌公司的吸引力不断增加。截至目前,新三板挂牌公司达到3629家,待审企业121家。挂牌企业中做市企业878家,协议转让2763家;总股本1917亿股,可交易股份709亿股。

定向增发方面,自2015年初以来,挂牌公司公布了1076项定增预案,预计募集资金总额848亿元;今年1—9月实际完成定增1411项,实际募集资金611亿元。今年1月份定增规模仅1.2亿元,8月份达到峰值110亿元,9月份为94.6亿元,新三板定增呈现“井喷式”增长,新三板融资功能出现质的飞跃。

### （二）新三板市场整体成长性较高

新三板企业整体规模较小,但其整体表现出来的成长性较高。今年上半年新三板挂牌企业整体实现营业收入2241亿元,平均每家挂牌企业实现营收6000多万元;整体实现净利润210亿元,平均每家挂牌企业实现净利600多万元。营收增速在100%以上的有416家,净利增速在100%以上的有1237家。

新三板挂牌企业中信息技术类公司占比较高,符合经济转型方向,新三板公司尤其是信息技术类公司收入的平均增速远高于创业板和中

小板。

### （三）新三板市场估值相对合理

新三板做市指数在今年3—4月份达到高位之后,自5月份开始,做市指数出现大幅下跌,新三板整体估值水平也出现剧烈收缩。目前新三板整体市盈率为24倍,协议转让企业整体市盈率为16倍,做市转让企业整体市盈率为40倍,与今年上半年的估值水平相比,已经有较大幅度的下降。

从2015年4月7日与9月30日新三板企业市盈率在各区间段的分布情况来看,新三板企业的市盈率已经有一定幅度的下降。市盈率落在50倍以上高估值公司的数量明显回落,市盈率估值在50倍以下的公司数量则有所增加。可见目前新三板挂牌公司的估值水平相对合理。

### （四）新三板市场整体流动性较弱

新三板整体流动性较弱,2015年1月1日至2015年9月30日,3000多家新三板公司实现交易量169亿股,整体换手率为25%,远远低于台湾兴柜市场50%左右的换手率。

从新三板与A股的区间日均换手率对比可以看出,2015年1月1日至2015年9月30日间,新三板市场仍然有大量公司没有成交记录,有成交记录的公司中,换手率主要集中在1%左右,与A股市场存在很大差距;但新三板市场上换手率在20%以上的企业数量要多于A股市场。这说明新三板市场不仅存在整体流动性较弱的问题,并且呈现流动性两极分化现象。

## 公募基金参与新三板投资的五大意义

### （一）为市场注入新的流动性

公募基金作为我国资本市场重要的机构投资者,长期游离于我国最大的一个证券交易场所之外,不利于我国多层次资本市场的发展。公募基金投资新三板有利于改善新三板市场的投资者结构,稳定市场预期,改善市场流动性和提高市场定价功能。

### （二）有利于培育公募基金的价值投资理念

在新三板市场,公募基金经理以往在A股追逐散户炒作概念股和垃圾股的方式是不适用的,新三板的投资与A股不同,有点类似PE投资,需要对行业 and 个股进行深入研究。这有利于培育公募基金价值投资的理念,推动公募基金代表基金积极参与与挂牌公司的治理,推动新三板公司做强做大,实现基金产品的绝对回报。

### （三）为公募基金公司传统业务注入活力

2013年以来,资本市场的并购重组风起云涌,而新三板有不少属于具有技术优势和模式创新的公司,为上市公司谋求外延扩张或者跨界转型提供了可选择的标的范围。新三板市场将为公募基金传统业务提供更多的并购标的,有利于打通新三板市场和A股市场,提升公募基金的综合资产管理服务能力。

（四）为公募基金产品提供更多的投资标的,丰富公募产品种类

新三板股票目前将近4000只,未来将会有几只只股票,远远多于A股的2000多只股票。新三板由于实行市场化的运行机制,将会出现越来越多苹果、微软式的股票,新三板将会为公募基金提供一个巨大的优质股票池。

（五）为普通投资者提供投资新三板市场的机会

为了防范风险、保护普通投资者,新三板对个人投资者设置了500万元的投资门槛,这一限制把很多个人投资者拒之门外,也使新三板丧失了許多流动性。通过公募基金投资新三板,我们可以解决这一问题。一方面设置较高的个人投资者门槛（500万元）,防范老百姓直接投资新三板的风险;另一方面可以通过放行公募基金参与新三板投资,方便普通投资者通过公募基金投资新三板;另外,私募产品设置合格投资者门槛（100万元）,为高净值客户提供个性化

## □中科沃土基金管理有限公司

引入公募基金作为新三板市场参与的机构投资者主体,已经得到证监会和全国股转系统等相关部门重视和理解共识。待公募基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票相关指引确定后,公募基金可正式进入实施阶段。公募基金投资新三板有利于改善新三板市场的投资者结构,稳定市场预期,改善市场流动性和提高市场定价功能。

## 公募基金参与新三板投资的政策指引

2013年12月发布的《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》明确规定公募基金可以投资全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”）股票。其中提到“积极培育和发展机构投资者队伍,鼓励证券公司、保险公司、证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金、合格境外机构投资者、企业年金等机构投资者参与市场,逐步将全国股份转让系统建成以机构投资者为主体的证券交易场所”。

2014年12月25日证监会发布《关于证券经营机构参与全国股转系统相关业务有关问题的通知》,明确提出:“支持基金管理公司在有效保护投资者利益、防范相关风险的前提下,试点推出投资于全国股转系统挂牌股票的公募基金产品。支持合格境外机构投资者(OFII)、人民币合格境外机构投资者(ROFII)投资于全国股转系统挂牌股票”。

《证券投资基金法》规定,公募基金资产可投资范围包括“上市交易的股票、债券和国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”。而新三板公司为非上市公司,因此新三板股票应属于“其他证券及其衍生品种”。

2015年11月20日,证监会发布的《中国证监会关于进一步推进全国中小企业股份转让系

的新三板理财服务。

## 公募基金对新三板流动性的影响

我们从公募基金对A股市场的直接影响入手,动态比较来看公募基金对新三板市场流动性的影响。

公募基金从1998年开始发展,但是由于1998—2000年公募基金相关数据缺乏,因此以下分析选择2001—2014年作为实证分析区间。

选择股票型公募基金和偏股型混合基金这两类基金中股票投资市值占同期A股成交额的比例来刻画公募基金对A股市场的影响力。在2007年以前,公募基金投资股票市值占当期A股成交额的比例整体上呈现上升的趋势。与此同时,当年A股日均换手率也有一个明显的上升趋势;2008年开始基金投资股票市值占同期A股成交额的比例整体呈下降趋势,同期A股日均换手率也有一定幅度的下降。公募基金与A股市场流动性之间存在着联动关系,但由于数据有限,无法提供公募基金与市场流动性的内在因果关系的,可以看出市场流动性与公募基金之间存在紧密的关联关系。

目前新三板市场交投还很不活跃,公募基金和大部分的个人投资者没办法参与新三板投资,引进公募基金参与新三板投资,可以增加投资者群体。以历史上的B股放宽投资者准入标准和融资融券放宽准入标准的案例来看,投资者增多对增强市场流动性效果非常明显。B股市场在2001年2月19日之前仅针对对港澳和外国投资者开放,交易并不活跃,为了激活B股市场,中国证监会决定向境内居民个人投资者开放B股市场。对内地投资者的准入限制放开后,新增大量投资者,引入了大量增量资金,流动性得到改善。

根据以上分析,可以预见公募基金的引入将为普通投资者参与新三板投资打通渠道,并带来大量资金,可以明显改善新三板市场流动性,稳定市场预期,提高市场定价功能。