# 扩投资稳增长三问三答

国家发展改革委经济研究所 宋 立

前日荟

**提 要** 基础设施投资应该在稳增长中发挥重要作用。制造业投资虽然处于减缓之中，但并非没有投资空间，设备更新改造升级和新产业研究发展投资应该也可以承担稳增长重任。房地产投资虽然可以在短期稳增长中发挥一定作用，但不改革房地产体制就难以在长期经济发展中持续发挥作用。近期扩大投资要发挥好政府投资与社会投资的互动作用，以及长期投资“远水”与短期投资“近水”的共济作用。要着力推动基础设施补短板、还欠账和制造业竞争力提升投资，建议及时推出农村基础设施提升完善、机器替代人工设备更新改造、节能减排设备更新改造等三个新的投资工程包。

面对不断增大的经济下行压力，投资再次被寄予厚望。虽然前年和去年的中央经济工作会议重新认识，并相继确立了投资在稳增长、进而在经济发展中的关键作用，但社会舆论对投资稳增长仍然存在质疑甚至反对的声音。在经历了30多年高强度大规模开发建设，传统产业投资相对饱和，以及前一时期对高投资率反思和对无效投资批评的情况下，要不要扩大投资?以及投资什么、怎么投资，不仅是一个宏观调控政策选择问题，实际上也是急需梳理清楚的重大认识问题。

## 要不要扩大投资?

在投资率明显偏高的背景下，扩大投资要获得社会舆论理解与支持，首先需要弄清楚高投资率合理不合理，明确高投资率是否等于无效投资率。

我国高投资率是劳动力过剩经济体参与全球化特征之一。我国投资率峰值为45%，高于一般主要国家25%-35%的区间上限，创大国历史纪录，比一般国家上限水平高10个百分点。有人据此认为我国存在严重的投资过度(超额投资率10%)。我国投资率偏高属实，重复建设、铺张浪费以及过度超前投资等无效投资确实存在，但就此认定高于投资率一般水平的10个百分点全部为无效投资尚缺乏可靠依据。从影响因素来看，投资率随储蓄率、适龄劳动人口比例、非农就业人口比例以及工业比例上升而上升，随城市化率提高而下降。我国投资率较高是我国储蓄率较高、城镇化率偏低、适龄劳动人口比例较高、非农就业人口比例快速上升等发展阶段和经济结构特征的综合反映，具有一定合理性。从国际比较来看，与其他国家不同的是，我国工业化、城镇化恰逢第三次全球化高峰，高投资率具有一定的客观必然性。第三次全球化的实质是生产跨国化，各国将封闭时期过剩的生产要素拿出来在全球范围参与分工、进行生产。由于资本和资源是完全流动的，技术是不完全流动的，而劳动力几乎是完全不能流动的，因此，全球化生产必然在过剩劳动力拥有国进行。我国作为主要以劳动力要素参与全球化的经济体，由于外资大量流入我国生产可贸易产品，投资率进而二产比重和净出口率必然被抬高，相应的消费率和三产比重被“跷跷板”效应算术性压低。从这个意义上来说，我国一个时期以来的高投资率并非完全是问题，而是以劳动力要素参与全球化生产的必然特征。加上工业化与城镇化基础设施投资相叠加，我国必然呈现高投资率、较高二产比重和较高净出口率的“三高”现象。一个时期以来，一些人以无效投资存在为由反对扩大投资，甚至认为新常态就是只要扩大消费而不要扩大投资，在指出无效投资问题的同时，否定了我国顺应全球化趋势参与国际产业分工的客观需要。去无效投资是必须的，但不能以偏概全、因噎废食，不能因此去掉工业化和城镇化所必须的必要投资，也不能简单地去掉全球化带来的转移投资。

## 扩大什么投资?

从投资结构来看，现阶段我国固定资产投资中，制造业(33%比重)、房地产(25%比重)和基础设施(电力、水利、交通等合计22%比重)投资大致分别占1/3，1/4和1/5，合计约占固定资产投资80%，其他投资在一定意义上可以看成三大支柱的派生投资，投资能否稳得住主要得看三大支柱投资，扩大投资也主要在于扩大三大支柱投资。

1、基础设施投资可以也应该继续在稳增长中发挥重要作用

从过去两年投资三大支柱五大行业变化趋势来看，水利等(占9%比重)投资和房地产投资增长率均呈现明显的持续下降趋势，制造业投资增长率也呈小幅下降，2013年1-2月至2015年3月，水利等投资增长率从36%下降到了22.5%，下降了13.5个百分点，下降了38%。房地产投资增长率从26.1%下降到了9%，下降了17.1个百分点，下降了66%。制造业投资增长率从17%下降到了10.4%，下降了6.6个百分点，下挫了39%。电力(5%)和交通(9%)等投资虽然也有所波动，但相对比较稳定并略有上升。

从长期发展趋势来看，主要由市场决定的制造业和房地产投资在经历了繁荣周期之后，已经处于趋势性下行过程中，其中，制造业投资处于明显的下行状态，房地产投资处于相对温和的下行状态。但主要由政府财政资金支撑的电力热力燃气和水供应、交通运输以及水利环境等基础设施投资基本平稳，分别对应1998年以来的积极财政政策，2008年积极财政政策和近年来高铁、地铁等建设浪潮，经历了三个短周期变化，目前大致处于历史趋势水平或平均水平附近。其中，电力热力燃气和水供应投资趋势值呈现明显下行态势，当前实际投资增长率略高于趋势值，表明电力等投资空间相对比较小。交通运输等投资趋势值处于相对平稳的下行态势，当前实际投资增长率大致处于历史平均水平上，表明水利等投资仍然具有一定空间。水利环境等投资趋势值相对平稳，当前实际投资增长率基本上处于趋势水平，表明投资空间依然比较大。因此，扩大投资首先应该扩大基础设施投资，尤其是城乡公共设施和民生设施建设、水利设施改造，以及交通基础设施互联互通等欠账和短板比较明显的领域。

2、制造业投资虽然处于减缓之中，但并非没有投资空间

由于我国劳动供求关系变化、竞争力下降，和全球周期性、结构性产能过剩双重原因，制造业尤其是劳动密集型制造业投资已经处于明显的趋势性下降进程中。近年来的调结构主要在做减法，即化解产能过剩。发展新兴产业和短板产业等加法、设备更新改造、研发创新等乘法，以及节能减排等除法做的相对比较少，正是出于这样的逻辑，也因此导致近年来经济增长速度呈下行态势。出于同样原因，作为第一大投资支柱的制造业没有成为当前稳增长的第一目标选择。

目前在产业投资方面实际上存在着认识误区，即由于传统产业相对饱和并存在产能过剩，在新产业投资方向不明的情况下，制造业投资没有出路、不应该再扩大。实际上，在全球化背景下，即使国内存在产能过剩，只要不存在全球性产能绝对过剩的行业，可以通过提高竞争力、扩大国际市场份额等途径来消化产能，在此情况下，设备更新改造、改建等投资仍然是扩大投资的重要方向。从投资内部结构来看，虽然建筑安装投资逐步减速，但设备工器具投资增长相对稳定，去年以来还略有上升。建筑安装投资增长率下降表明制造业和房地产投资下降，设备工器具投资增长率表明制造业投资下降。同时，虽然新建投资在下降，但改建投资相对稳定，扩建投资有所回升。从产业发展历程来看，除了新技术革命带来的新产品推广、新产业扩散时期以外，传统产业升级改造投资是主流投资，新产业投资属于边际投资。扩大投资应该主要扩大传统产业升级改造投资，而不是新兴产业的新建投资。设备投资和改建投资上升也许代表了制造业投资新方向，标志着我国制造业投资从铺摊子时代向升级改造时代的转变。制造业投资在一定意义上可以说处于“山重水复疑无路，柳暗花明又一村”的状态，传统产业投资空间明显缩小了，新产业、新业态、新商业模式等投资虽然方兴未艾但尚未成为主流，传统产业更新改造和产品升级投资空间依然比较大，应该也可以承担投资稳增长重任。

3、房地产投资可以在短期稳增长中发挥一定作用，但不改革房地产体制难以在长期经济发展中持续发挥关键作用

房地产市场繁荣程度理论上是城市化水平与速度的反映，但由于我国城乡二元结构的存在，房地产市场也存在明显的二元分割。现有的房地产市场实际上主要是二元分割下的高端市场，由地下室、小产权房以及出租房等低端市场只是补充，没有形成真正的规模化市场。从需求端来看，由于城乡之间存在越来越大的收入和消费差距，农村居民人均收入和消费约为城镇居民的1/3，新市民的购买力大致为老市民的1/3。对应原有城市居民(即老市民)升级需求与城乡先富阶层发展与享受需求的属于高端需求，对应农村居民转化而来的新市民落户需求的属于低端需求。从供给端来看，由于地方政府缺乏必要和规范的城镇化融资渠道，土地成为地方政府支持城镇化的替代性融资渠道，城市现有住房供给制度实际上是供给管制下的高成本制度，可以也只能满足老市民升级需求(存量城镇化)与城乡先富阶层发展与享受需求等高端需求，难以满足新市民的落户需求等增量城镇化需求。根据有关资料，2010年我国城镇住宅与居民家庭的套户比已经达到1:1.01水平，明显短缺问题基本得以解决。2011-2014年城镇人口增加7938万人，按照2.9人/户计算约合2737万户。四年累计竣工住宅面积31亿平方米，可以解决3448万户落户需求或2217万户升级需求，新增住宅套数可以解决新增家庭住房需求。据此，我们认为城镇现有高端住房市场已经趋向基本饱和。近年来，城市尤其是二三线城市住房市场相对低迷，除了限购等政策性因素之外，高端需求递减是基本面原因。据此判断，房地产投资可以在短期稳增长中发挥一定作用，但如果不改变现有高成本住房制度，房地产市场投资难以有持续稳定增长。考虑到房地产制度难以在短期内根本改变，恐怕难以真正担当稳增长的重任。对中长期房地产投资而言，与其临渊羡鱼，不如退而结网，应该着手供给制度变革。

## 怎么扩大投资?

近期扩大投资要顺应投资结构内在变化趋势，把投资稳增长和推动结构优化升级结合起来，发挥好政府投资与社会投资的互动作用，以及长期投资“远水”与短期投资“近水”的共济作用。要针对投资领域的薄弱环节，着力推动基础设施补短板、还欠账和制造业竞争力提升投资，加大基础设施互联互通投资、城乡公共设施投资，以及设备更新改造引导投资等，及时推出农村基础设施提升完善、机器替代人工设备更新改造、节能减排设备更新改造等三个新的投资工程包。

1、加大基础设施互联互通投资，推出农村基础设施提升完善工程包

要围绕基础设施薄弱环节补短板，推动基础设施互联互通投资。进一步扩大政府投资规模，重点支持水利、乡村道路等基础设施薄弱环节建设，适当提高对中西部地区道路交通建设投资补助标准，支持中西部地区尤其是农村基础设施建设，同时调动社会资本参与基础设施建设运营积极性。可考虑新建“农村基础设施提升完善投资工程包”，加大对农村道路、供排水、电力等三网络完善提升及垃圾处理系统建设投资。将“村村通”工程从只通行政村的“放射状”通达扩展到联通自然村(以及行政村与行政村之间、自然村与自然村之间)“网络状”通达。

2、加快城乡公共设施投资，解决城乡民生领域投资欠账

加强城乡民生领域薄弱环节“还欠账”投资，适当扩大财政支出覆盖范围。一方面要加大城镇幼儿园、敬老院、停车场以及农民工廉租房、子弟学校建设等投资或补助力度，另一方面要加大农村幼儿园、敬老院等建设，探索将部分农村闲置小学校舍改造成为幼儿园、敬老院或文化设施，解决农村留守儿童幼教或留守老人生活保障问题。

3、加大制造业设备更新改造投资补助，推出机器替代人工更新改造投资促进和节能减排设备更新改造投资促进工程包。从理论上说，企业应该是机器替代人工设备更新改造的投资主角，但在经济低迷时，企业虽然设备更新改造动力较足，但能力相对有限。政府需要加大政策扶持力度，为企业提供助力。在节能减排等环保设备投资方面，无论经济形势如何，企业可能无论有没有能力均缺乏动力。节能减排投资本来就属于公共投资，政府理应发挥主导作用。为此，建议及时推出机器替代人工更新改造投资促进和节能减排设备更新改造投资促进两个新的工程包，进一步扩大加速折旧范围，按照设备性质划定加速折旧适用范围，对替代人工类、节能减排类及研发类设备实行加速折旧政策。

# 加大定向调控的力度

国务院发展研究中心宏观经济研究部 孟 春

理论研究

面对复杂多变、纷繁复杂的国际经济形势和国内转方式、调结构、促改革的繁重任务，我国经济仍面临较大下行压力。从近期主要经济指标看，主要呈现出以下几个特点：

一是社会融资规模同比下降。去年以来，政府相继出台了一系列金融财政改革措施，在管理地方政府债务、银行存款保险、影子银行等方面做出了很大努力，规范了各类融资行为，有利于实现不爆发系统性风险的目标，不过也对社会融资行为产生了压力。同时，央行已进行了多次降准和降息，有效地刺激了银行贷款的增加，股票市场的发展也对社会融资产生了积极作用，但债券市场和信托市场等方面出现了明显的收缩，使得社会融资规模受到影响，从而对经济发展产生较大压力。

二是工业企业缺乏增长活力。由于劳动力成本不断提升，企业融资成本较高，同业竞争加剧，使得工业企业的获利空间进一步缩减，特别是在国际和国内需求冲击的影响下，有些企业面临着较大的生存压力。同时，我国正在主动调整产业结构，对不利于生态环境的产业进行了限制，压缩了部分行业的过剩产能。以上因素都对工业产值增长产生了不利影响，但我们应区别看待其中的发展压力和主动调整，促进工业企业的健康发展。

三是通货紧缩预期加剧了需求冲击。从国际市场来看，原材料和初级产品的价格出现了大幅下降；从国内市场来看，由于企业产能过剩、消费者需求增速放缓，使得产成品的价格也出现了下降。国际和国内市场产品价格下降增强了人们对未来通货紧缩的预期，而通货紧缩预期加强又会进一步刺激需求增长放缓，从而形成反复强化的需求冲击，对经济增长产生重要影响。

近年来，我国在保持宏观基本政策不变的同时，实行了区间调控和定向调控相结合的调控政策。区间调控使得经济运行在合理区间，目前应加大定向调控的力度，从而顶住经济下行的压力，实现“定向调控精准发力，促进经济平稳增长”的目标。

一是大力推广PPP模式，提高投资和运营效率。政府和社会资本合作(PPP)模式，通过在基础设施和公用事业领域吸引社会资本的参与，既能有效缓解短期政府财力不足难题，又能有效地提高这些领域经营效率的提升和公共服务质量的改善。当前，应细化相关政策措施，破解PPP模式在推广运用中的各类难题，规范PPP项目操作流程，加大项目透明和公开程度，强化监督机制。

二是加快深化财税改革，以改革创新为增长添活力，促进企业发展。从目前情况来看，企业的利润空间进一步压缩，面临较大的获利压力，减税措施有利于企业发展、增加就业，也有利于推动大众创业、万众创新。应该注意的是，减税措施要与税制改革相结合，例如，“营改增”本身就具有重要的减税效果，而且随着“营改增”的推进会进一步扩大减税效果，同时可以发挥调整产业结构的作用。对于需要支持的行业和区域，应该给予相应的税收政策，对于该限制或淘汰的企业，也要实施相应的税收压力。

三是推动新兴产业的发展，扩大国际和国内市场需求。积极推动“中国制造2025”、“互联网+”等发展战略，催生更多新产业、新业态、新商业模式和新经济成分，实现现有产业的转型升级，提高产品质量和效用，创造新的消费需求，扩大国际和国内市场中国产品的占有率。同时，积极推动“一带一路”等战略的实施，加强国际合作，让更多中国企业和中国产品走出国门，打开海外投资和消费市场的大门。推动现有产业的转型升级和新兴产业的发展，既可以创造新的需求，缓解目前需求不足的冲击，也可以解决某些方面供给不足的问题。

热点透析

# 全球企业跨境并购的新趋势

侯璐璐

近年来，全球跨境并购呈现明显增长趋势。自20世纪90年代，全球企业跨境并购无论在规模还是数量上，都保持着高速增长的态势，并在一系列的并购活动中，培养出一大批跨国企业。根据历年来联合国贸易和发展会议发布的《世界投资报告》，1998年跨境并购为411亿美元，与1997年相比增长了74%。到了2013年，全球跨境并购达到3488亿美元，相比1998年增长了约7.5倍。

第一，发展中和转型经济体跨境并购占比逐年上升。在2000年以前，跨国并购活动主要集中在美国、欧盟、日本等发达经济体，这些国家凭借着先进的技术、雄厚的资金及强大的市场占有率等优势，在跨境并购中占据优势。并购交易金额在10亿美元以上的大型跨境并购案也几乎都发生在发达国家。但随着跨国并购的发展，有越来越多的国家加入到这种对外投资方式中。

进入21世纪以来，发达经济体国家进行的跨国并购数量在全球并购中依然占据主要地位，但是发展中和转型经济体作为并购方进行跨国并购的案例数量在逐渐攀升。

第二，并购领域向发达国家延伸。这一趋势在采掘业尤其明显，发达国家的跨国公司出售资产给发展中和转型经济体的跨国公司，所涉交易额占该行业内发展中和转型经济体的跨境并购额的80%。

第三，国有跨国公司仍是跨境并购的主要载体。国有跨国公司虽只占全球跨国公司的一小部分，但其国外子公司的数量和国外资产的规模十分显著。根据联合国贸发会的估算，全球至少存在550家国有跨国公司，其境外子公司约1.5万多家，拥有的国外资产估计超过2万亿美元。参照此标准，尽管国有跨国公司在全球跨国公司总数量上占比不到1%，但直接对外投资的流量占全球直接对外投资流量的11%以上。

新兴经济体，尤其是金砖5国的国有跨国公司的海外活动比较积极。如中国的国有跨国公司国际化进程不断加快，其跨境并购活动在全球市场上比较活跃。并且，来自中国制造业和服务业，尤其是金融和房地产业的国有企业的海外投资日益增加。相比新兴经济体，发达国家的国有跨国公司的海外投资不活跃，国际投资滞缓。

第四，主权财富基金跨境并购持续增长。主权财务基金继续增长，在地域方面有所扩张，但跨境投资的总体规模较小。全球70家主要的主权财富基金项下的资产达到6.4万亿美元。自从2010年以来，主权财富基金项下资产较私募股权和对冲基金等其他机构投资者的资产增长更快，如在欧盟，15%-25%的上市公司担当主权财富基金股东。但主权财富基金下的对外投资规模不到总规模的2%，且仅有几个主要的主权财富基金进行对外投资。

面对全球企业跨国并购的新趋势，我国企业要顺势而为，抓住机遇，争取有更大作为。

从政策措施方面看，在全球资源、金融服务等竞争日益激烈的背景下，我国政府应进一步放松政策限制，给我国企业在全球市场的竞争提供有利的政策环境。政府部门要充分利用自身强大的功能和资源，协调各国行业协会，共同为中国企业开展海外并购创造良好的环境，提高跨境并购的成效和质量。

第一，简化对海外投资企业的各项审批程序，从而减少企业面临的政策障碍，缩短并购交易时间，提高并购效率。加快促进授权人民币境外活动审批流程并逐步提高企业的贷款限制额度，为中国企业顺利获得海外并购所需的外币提供更为畅通的渠道。积极引导国有银行向民营企业的跨境并购提供更加广泛的金融支持，支持民营企业的跨境并购。

第二，强化产业政策对跨境并购的引领作用。根据我国各产业的国际竞争力状况，确定产业并购变动的方向，制定相关的产业优惠政策，以促进和加快产业结构调整和重组的步伐，重新配置产业资源，且积极发挥财税政策，国家鼓励发展的境外投资产业，应在税收方面予以优惠。

第三，对不同跨境并购项目采取不同策略。对于关系国民经济发展全局或长远利益而必须予以控制的跨境战略性资源和资源性产品，应考虑通过企业有计划、有步骤地主动实施收购，并由政府承担相应的风险和责任。对完全市场化的企业跨境并购行为，政府不宜直接施加行政干涉，可适当置于国家法律法规的框架内予以调整。

企业作为跨境并购的实施主体，应对竞争日益激烈的国际环境，在具体并购活动的过程中，结合自身所处的产业和东道国的政策法规，实施区别化的跨境并购活动。

第一，重视东道国政治、法律环境和母国的差异。导致中国企业跨国并购失败的重要因素，主要是对国外相关法律和市场了解不深，与被并购方国家存在制度、法律等方面冲突。企业在实施跨境并购前，需就目标企业所在东道国的政治、法律情况进行充分了解，以保障跨境并购活动成功实施。

第二，积极主动拓宽资金渠道。由于近年来私募股权基金参与对外投资日渐活跃，虽然相比传统的银团贷等资金来源成本相对高，但为市场提供了股权、债权等多元化的融资方案。此外，投资范围和额度不断拓宽的QDII政策，以及上海、深圳、广东、天津、福建自贸区对境外投资的政策，对企业跨境并购活动提供了新的融资政策支持。

第三，加强专业人才队伍建设。跨境并购的成功实施，不仅需要依靠聘请经验丰富的外资中介机构，还需企业积极引进和培养熟悉外国法律、具有国际管理经验的专业型人才。这不仅体现在跨境并购的实施过程中，也包括并购成功后的后期管理，复合型的人才为企业的海外并购和经营提供支持，促进企业的发展。

(作者系中国信达资产管理股份有限公司)

本版编辑 裴珍珍