



西部证券股份有限公司

经济转型驱使投资增速下行

报告要点:

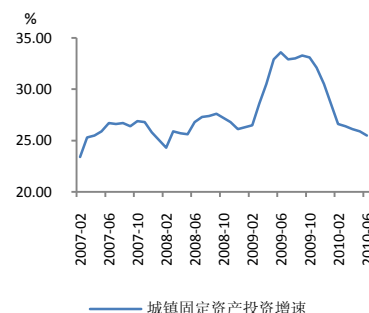
◆ **高储蓄高投资率增长的局面将会发生转变。**我国目前的储蓄率依然处于较高的水平，但是随着我国人口红利的逐渐消失，抚养比会逐步上升，那么家庭的经济盈余就会降低，居民储蓄率会降低；另外，社会保障体系建设的力度和覆盖面也会逐步加大，社会福利的提升也会降低居民的储蓄率；随着劳动力成本的上升和收入分配改革的推进，劳动报酬占 GDP 的比重逐步提高，营业盈余占 GDP 的比重逐步降低，企业盈余比重的降低会带动企业储蓄率的下降；而国内储蓄中居民储蓄和企业储蓄占比较大，未来储蓄率的下降使得依靠高投资率的增长模式需要发生转变，投资增速将延续下行趋势。

◆ **技术瓶颈抑制新兴产业的发展，难以支撑较高的投资增速。**新兴产业的发展不仅需要政策的支持和资金的投入，更重要的是需要具备产业发展所需要的核心技术，而现阶段我国在新兴行业所需要的技术还不成熟，存在技术瓶颈，目前新兴产业更多的处于一种较低技术水平的发展阶段，而这部分还存在一定的产能过剩，新兴产业的资本回报率还无法达到一个稳定的目标水平，另外新兴产业链的培育也需要有一个过程，所以短期内新兴产业无法完全承接从传统低附加值和高耗能产业中转移过来的投资；所以，我们认为新兴产业的发展无法支撑起原先较高的投资增速。

◆ **政府投资难以持续高增长，民间投资不可过度期待。**09 年全年新增人民币贷款 9.5 万亿，相比 08 年增加了 95.3%；城镇固定资产投资为 19.4 万亿，相比去年增长 30.5%，投资增速非常高，主要投资于“铁公基”等基建领域和制造业，其中 90% 以上的投资用于地方项目的建设，目前地方政府债务水平已达 7.39 万亿元的规模，产生了地方投融资平台债务风险问题，加大了银行坏账的风险；另外政府主导的高增速投资模式加大了财政赤字的增长，去年我国财政赤字达到历史高点，这种投资模式不可以持续，未来政府财政刺激的减弱会引致投资增速的下滑；在目前来看，虽然政府出台了“新非公经济三十六条”，但是民间资本真正大规模流入实体产业领域进行投资还需要经历一定的过程，中短期内我们难以期待民间投资的增长能够抵消国家政府投资逐步退出引致的投资增速下行。

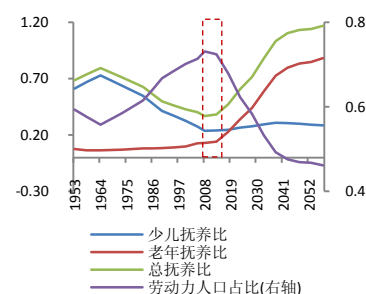
关键图表:

图：经济转型驱使投资增速下行



数据来源: wind, 西部证券

图：人口红利逐步消退，抚养比达到拐点



数据来源: 西部证券

近期研究

财政刺激或仍将是未来政策干预经济的着力点 (7.5)

政策放松难改经济转型的进程 (7.12)

未来经济增速下滑将趋缓 (7.19)

研究员: 宋振平

执业证书编号: S0800110050101

021-68866210-883

songzhenping@xbmail.com.cn

研究员: 刘彦召

执业证书编号: S0800109071237

021-68866210-815

liuyanzhao@xbmail.com.cn

经济转型驱使投资增速下行

6 月份经济数据的公布显示我国投资增速出现了明显的回落趋势，从去年 10 月份的 33.1%回落到现在的 25.5%，这说明我国经济结构调整中投资增速的下滑具有必然性，虽然市场预期未来调控政策有趋于松动的可能性，但是我们判断，投资增速在未来将继续向下寻找一个新均衡。

高储蓄高投资率增长的局面将会发生转变

我国目前的储蓄率依然处于较高的水平，但是随着我国人口红利的逐渐消失，抚养比会逐步上升，那么家庭的经济盈余就会降低，居民储蓄率会降低；另外，社会保障体系建设的力度和覆盖面也会逐步加大，社会福利的提升也会降低居民的储蓄率；随着劳动力成本的上升和收入分配改革的推进，劳动报酬占 GDP 的比重逐步提高，营业盈余占 GDP 的比重逐步降低，企业盈余比重的降低会带动企业储蓄率的下降；而国内储蓄中居民储蓄和企业储蓄占比较大，未来储蓄率的下降使得依靠高投资率的增长模式需要发生转变，投资增速将维持下行趋势。

技术瓶颈抑制新兴产业的发展，难以支撑较高的投资增速

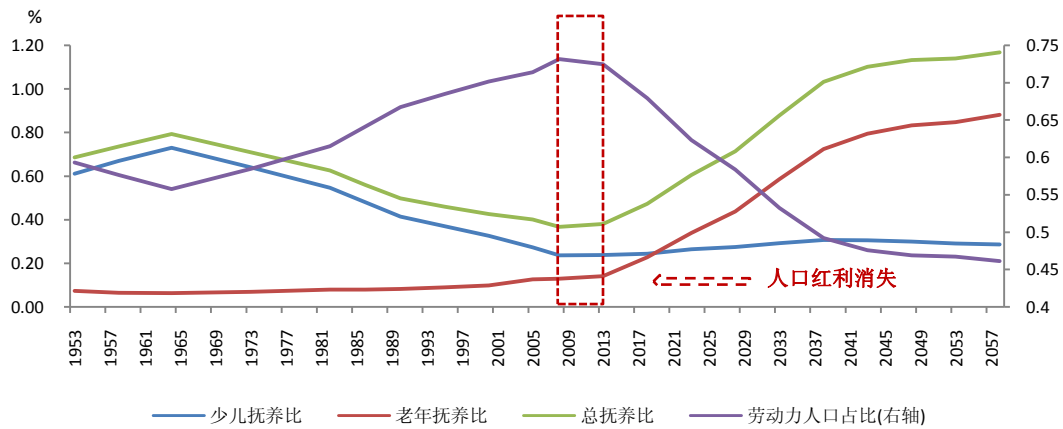
新兴产业的发展不仅需要政策的支持和资金的投入，更重要的是需要具备产业发展所需要的核心技术，而现阶段我国在新兴行业所需要的技术还不成熟，存在技术瓶颈，目前新兴产业更多的处于一种较低技术水平的发展阶段，而这部分还存在一定的产能过剩，新兴产业的资本回报率还无法达到一个稳定的目标水平，另外新兴产业链的培育也需要有一个过程，所以短期内新兴产业无法完全承接从传统低附加值和高耗能产业中转移过来的投资；所以，我们认为新兴产业的发展无法支撑起原先较高的投资增速。

政府投资难以持续高增长，民间投资不可过度期待

09 年全年新增人民币贷款 9.5 万亿，相比 08 年增加了 95.3%；城镇固定资产投资为 19.4 万亿，相比去年增长 30.5%，投资增速非常高，主要投资于“铁公基”等基建领域和制造业，其中 90%以上的投资用于地方项目的建设，目前地方政府债务水平已达 7.39 万亿元的规模，产生了地方投融资平台债务风险问题，加大了银行坏账的风险；另外政府主导的高增速投资模式加大了财政赤字的增长，去年我国财政赤字达到历史高点，这种投资模式不可以持续，未来政府财政刺激的减弱会引致投资增速的下滑；在目前来看，虽然政府出台了“新非公经济三十六条”，但是民间资本真正大规模流入实体产业领域进行投资还需要经历一定的过程，中短期内我们难以期待民间投资的增长能够抵消国

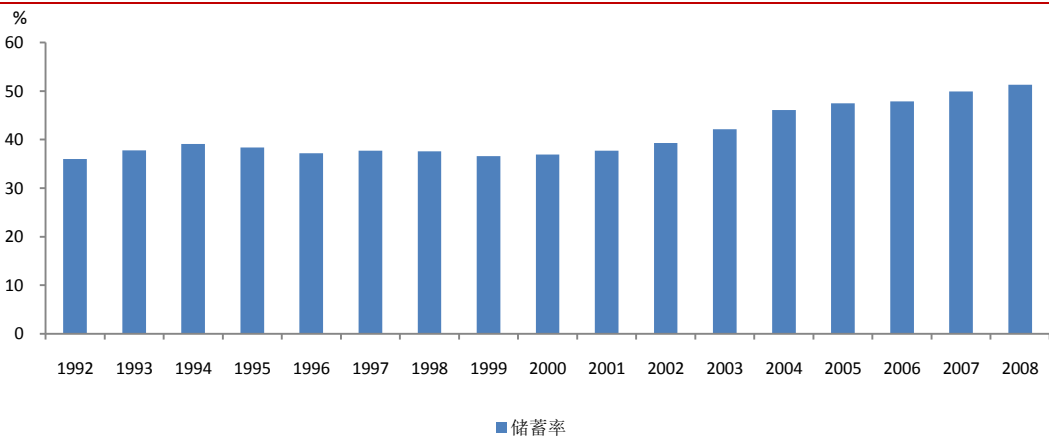
家政府投资逐步退出引致的投资增速下行。

图 1：人口红利在逐步消退，抚养比大概在 2010 年达到拐点



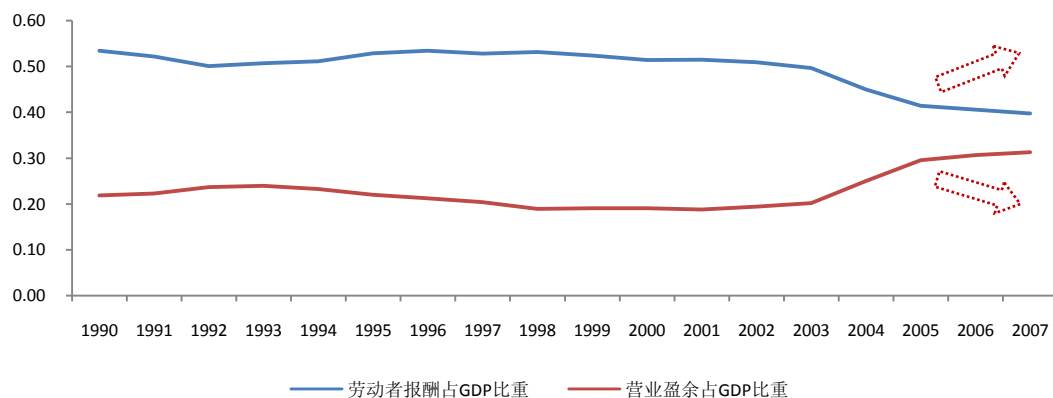
资料来源：西部证券

图 2：我国储蓄率保持在较高的水平，预期未来将呈现下降趋势



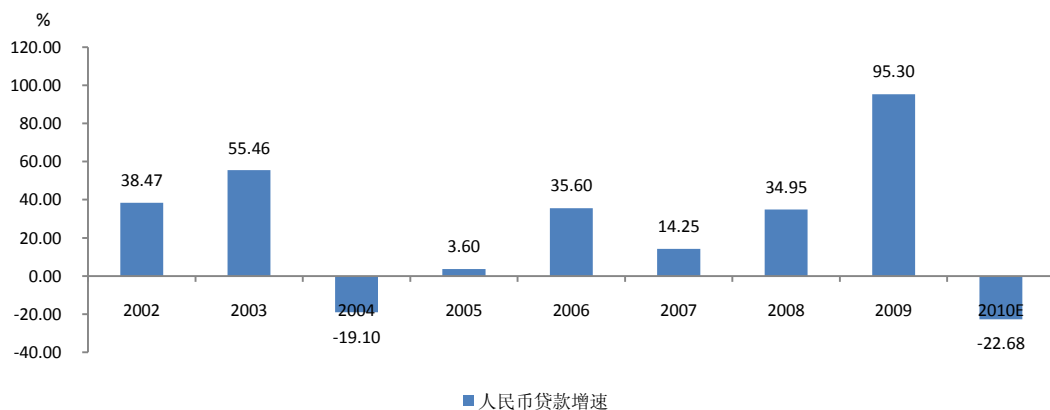
资料来源：西部证券

图 3：近年来劳动者报酬占 GDP 比重下降，营业盈余占比上升，未来趋势将反转



资料来源：Wind，西部证券

图 4：信贷增速 09 年呈爆发性增长，趋势不可持续



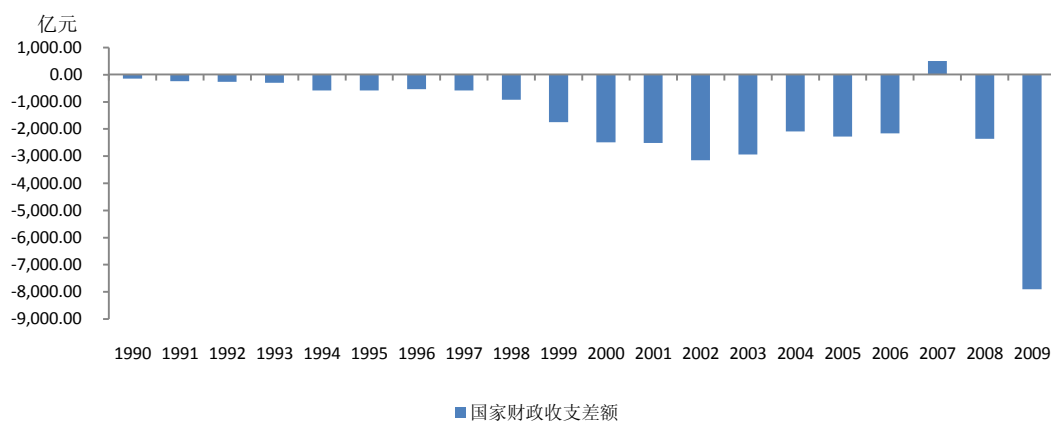
资料来源：Wind，西部证券

图 5：地方投融资平台的扩大驱使地方项目占投资比重明显上升



资料来源：Wind，西部证券

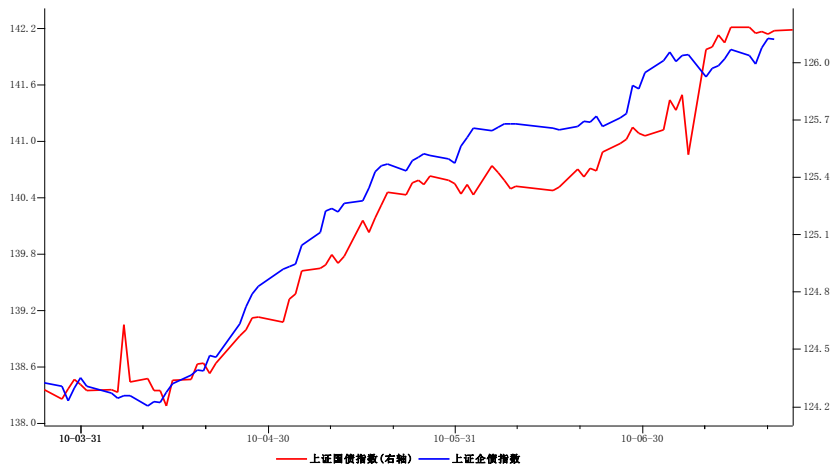
图 6：高投资增速导致国家财政赤字创新高



资料来源：Wind，西部证券

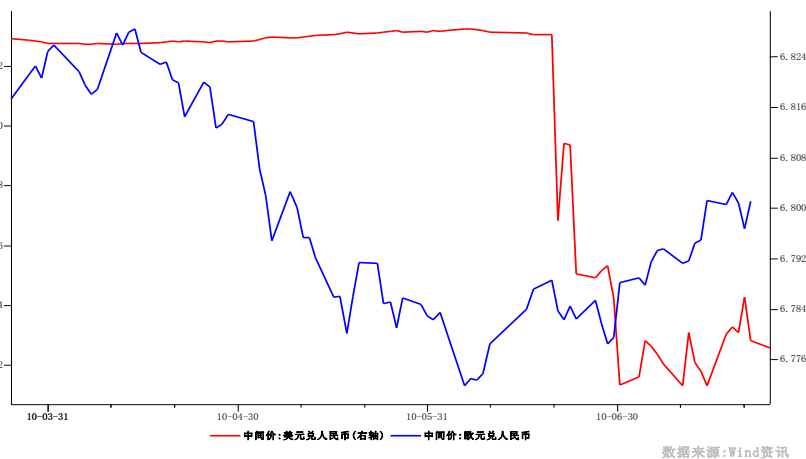
本周宏观数据跟踪

债券市场



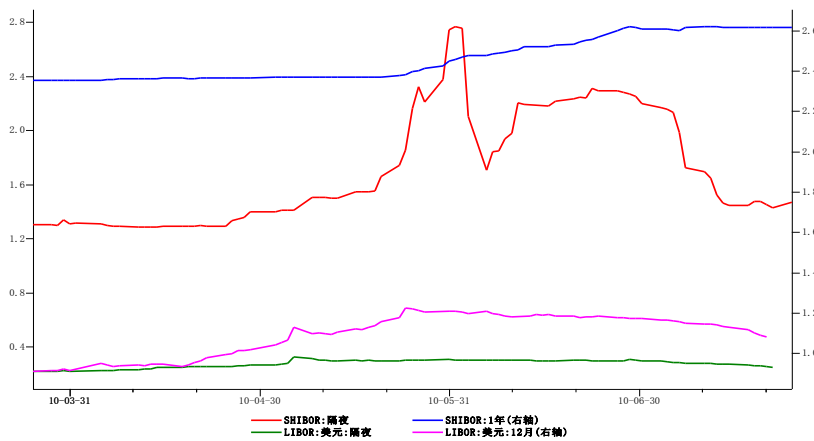
国债指数本周
平稳、企债指数
上涨

外汇市场



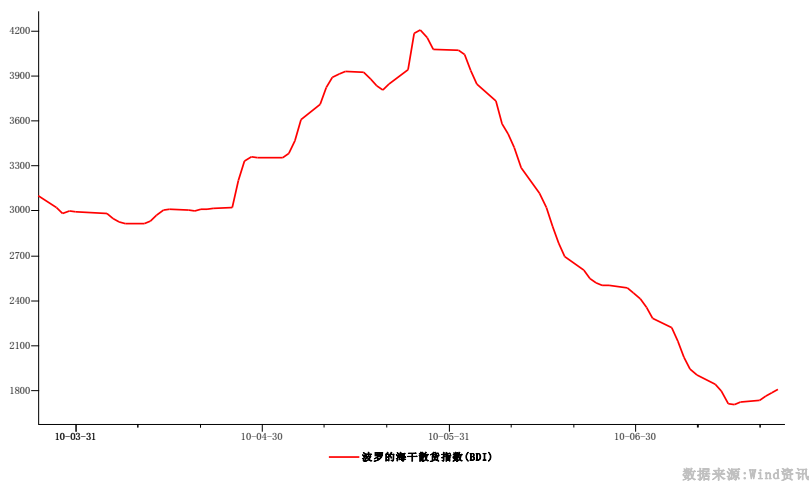
人民币对美元
小幅波动,对欧
元波动中趋于
贬值

利率市场



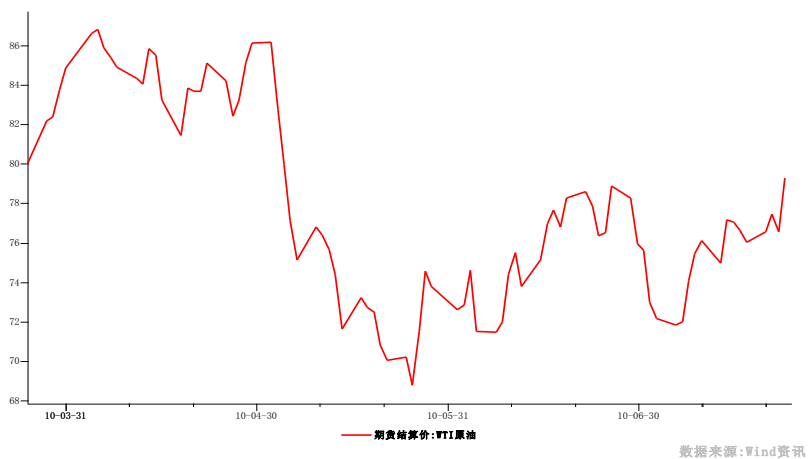
人民币隔夜趋
于平稳,人民币
一年小幅上涨

航运市场



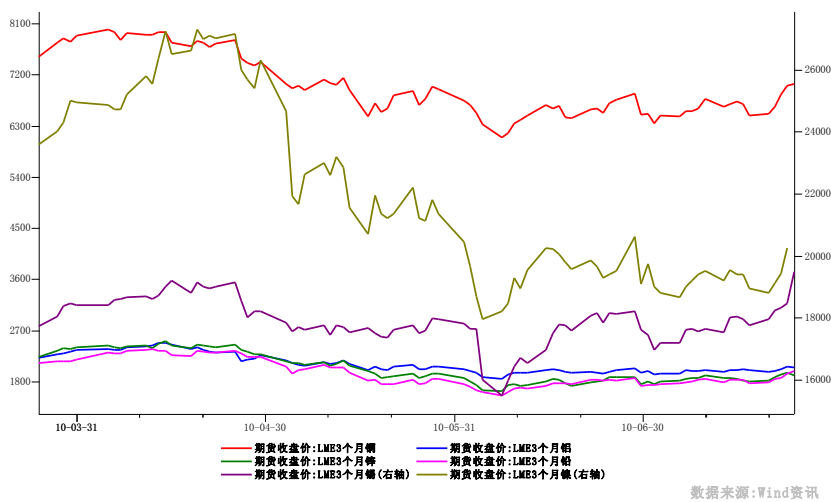
本周航运市场
价格出现触底
回升迹象

原油期货



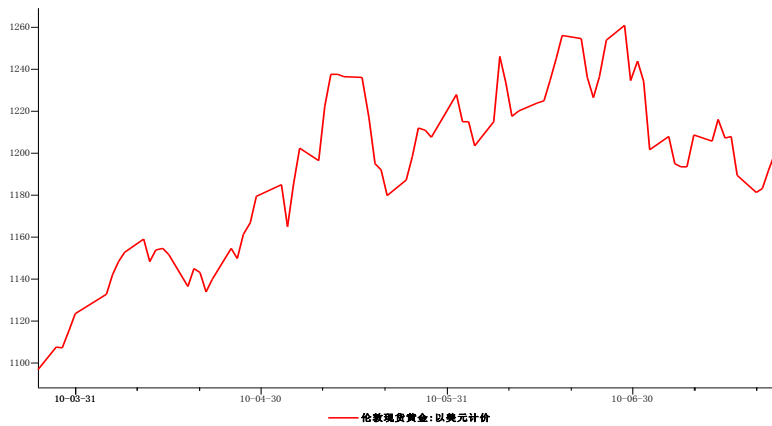
原油期货价格
本周回升

有色金属



有色金属价格
本周出现回升
态势

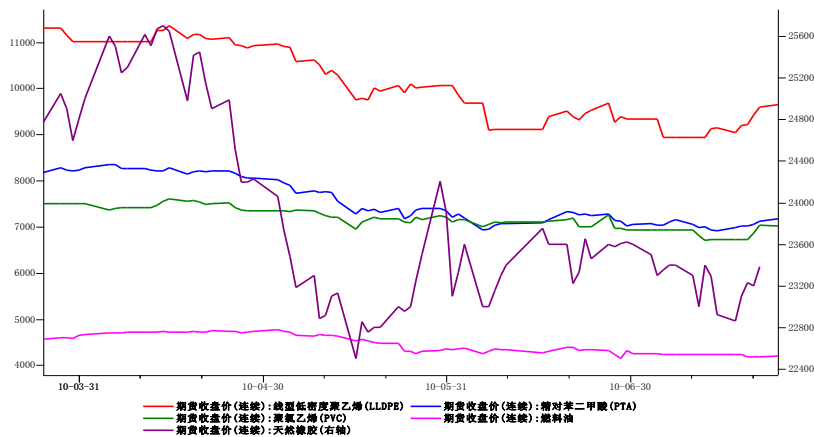
黄金价格



数据来源: Wind资讯

黄金价格出现
波动中下滑

化工品期货

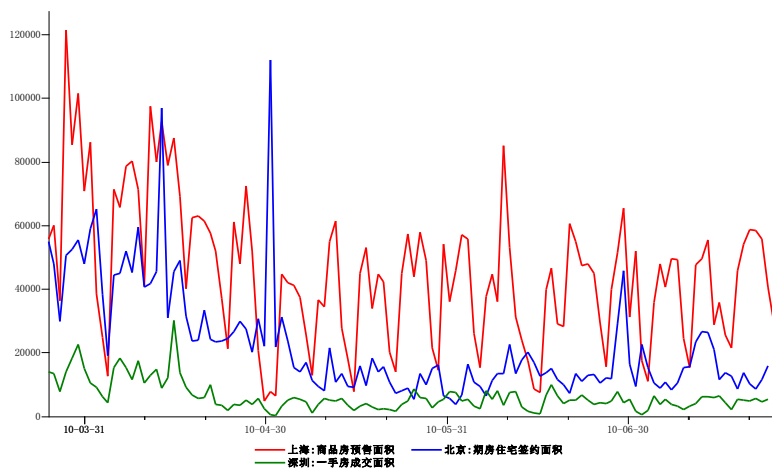


数据来源: Wind资讯

化工品期货价
格小幅波动

房地产

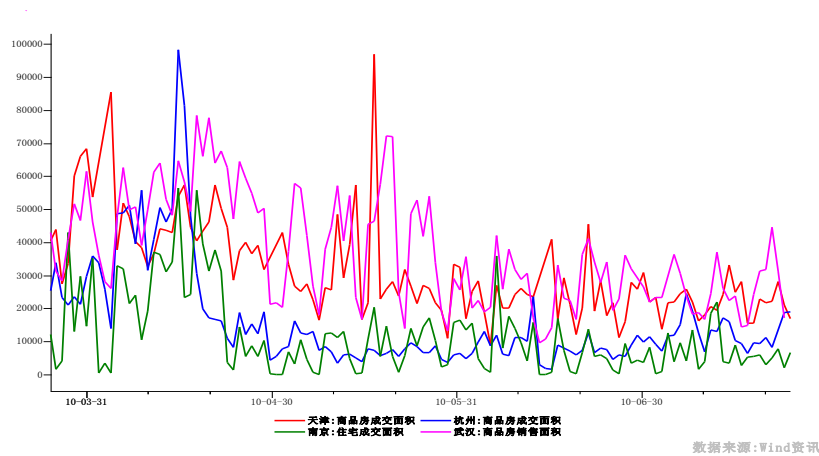
北京、上海、深圳



数据来源: Wind资讯

一线城市成交
量低位持续

天津、杭州、南京、武汉



二线城市交易
量持续低位

西部证券投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
看 淡: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%
谨 慎 推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

西部证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为西部证券研发中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。