



2011.05.18

为何投资与经济走势不一？

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

王虎

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

S0880511010057

本报告导读：

本报告对 11 年 4 月中国经济数据展开分析、未来数据进行预测。

摘要：

- 固定资产投资增速常常与 GDP 增速背离，从而仅通过观察投资增速往往难以理解经济走势。固定资产投资数据存在如下一些缺陷。
- 首先，固定资产投资数据以地方投资为主导，统计中由投资单位上报，这种方法可能存在大量水分。投资资金来源增速年初以来的持续回落和投资增速的持续上升在一定程度上也可以反映地方投资增速的虚高。
- 其次，固定资产投资数据有价格问题。国家统计局发布的是名义投资增速，在使用这个数据时应该剔除价格因素。虽然今年名义投资增速在上升，实际投资增速实则是下降的。
- 再次，固定资产投资只是总需求的一部分，不足以反映经济变化的全貌，这种局限性体现在即使是投资实际增速也常常与经济走势发生背离。存货波动以及净出口变动对经济的冲击都不能反映在投资数据上。此外，固定资产投资中还包括了土地购置费用，但其不计入资本形成。09 年和 10 年土地购置费分别达到 1.6 万亿和 2.7 万亿元，占当年固定资产投资总额的 8.2% 和 11.2%。如此高比例的土地购置费也是造成投资虚高，背离经济的一个重要原因。
- 因此，从 04 年至今的季度数据来看，总投资增速与 GDP 零相关。从相关性分析得到的结论来看，在 04 年新口径投资数据发布以来，其不仅不能预测经济增速的变化，反而总体给出了略微相反方向的结论。
- 实际上，总需求中的消费、净出口也存在此类问题。市场上经常观察的社会消费品零售总额，进出口数据和通过支出法核算 GDP 中的消费以及净出口存在较大的差异，不仅有价格问题，而且核算对象以及核算方法均有较大差异。例如，每月公布的进口数据是按到岸价计算的，而 GDP 核算中的货物进出口数据均是离岸价，这里面至少就有运费变化导致的误差。因此，按照消费、投资、净出口三驾马车的总需求分析框架难以及时跟踪经济波动，也难以对经济趋势做出较为确切的判断。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《电力短缺将带给我们什么？》

2011.05.17

《电力短缺将带给我们什么？》

2011.05.17

《皖江城市带：长江流域未来的成长之星——皖江城市带承接产业专业示范区调研纪要》

2011.05.13

《中国式货币创造与财富神话》

2011.05.10

《供给推升景气、年内或有反复》

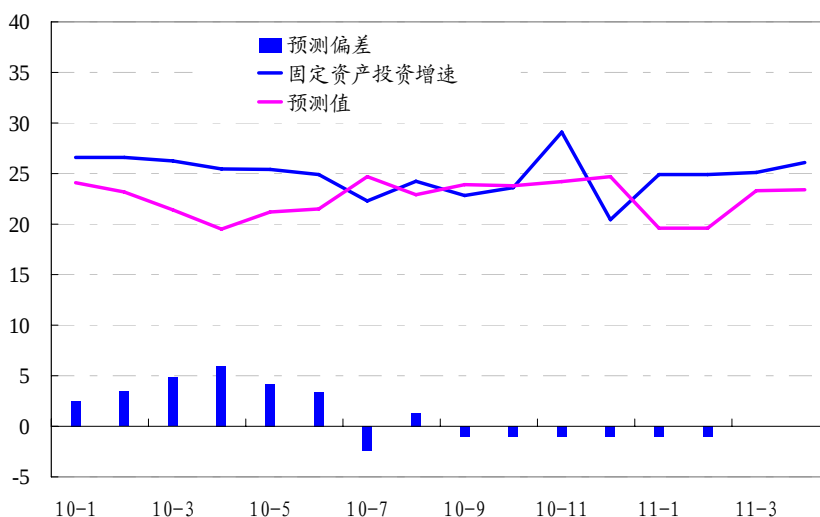
2011.05.05

观察经济增长有两个视角，一个是总需求的视角，即通过观察消费、投资以及净出口的增长来判断经济走势。另一个是生产的角度，即通过观察一、二、三产业增加值的增速来判断经济的走势。中国作为一个工业大国，工业生产的增长往往决定整体经济的走势，而由于总需求难以准确观察，因此，我们根据投资增长、出口增长以及消费增长来判断经济往往出现偏差。我们在这篇报告中想探讨为什么过度关注投资增速会导致我们形成错误的认识，并指出对固定资产投资数据一些常见的错误认识。

1. 投资、工业鲜明反差

2011 年 4 月，固定资产投资增速为 26.1%，超过我们预测的 23.4%，比前一个月的 25.1%也有小幅提高。

图 1 固定资产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差 单位：%



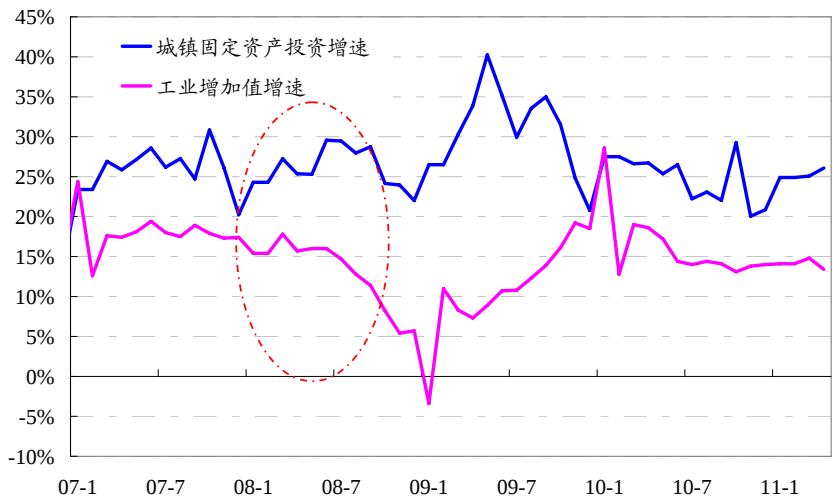
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

11 年 4 月，投资增速的回升与工业增速的下降形成鲜明反差，我们认为工业增速更能代表实际经济的趋势，主要基于如下理由：

首先，从历史经验看，08 年经济下滑时投资增速依然持续攀升，投资增速完全没能反映实际经济的变化趋势，由于其过去预测经济时效果不佳，因而也很难相信其对未来经济走势有预测意义。

投资数据与工业数据背后的差别在于，工业增速背后有工业产品数据作为印证，通过工业产品增速的变动可以验证工业增加值增速的准确与否；而投资数据无法直接验证，只能从侧面去推测。

图 2 固定资产投资、工业增加值同比增速 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

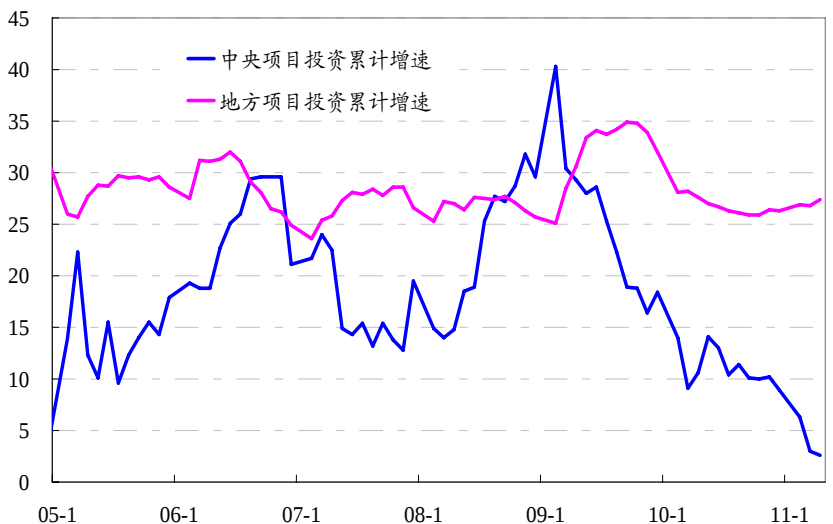
2. 地方投资或存水分

目前固定资产投资增速高企，或源于以地方为主的投资与统计模式。

以今年前4月为例，地方项目投资总额为5.86万亿元，占总投资的比重为93%，同比增速高达27.4%；而中央项目占比仅为7%，且投资增速仅为2.6%。中央投资项目增速的下滑与地方投资增速的上升形成鲜明反差。

图3 中央项目、地方项目投资累计增速

单位：%

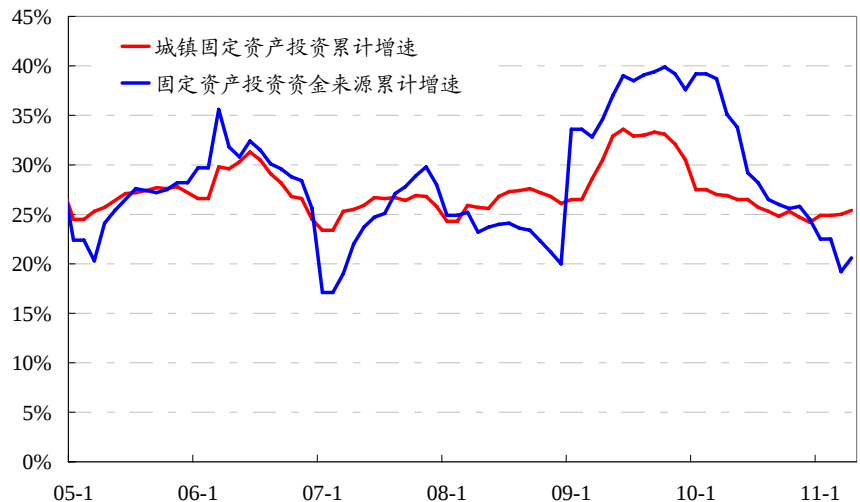


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

但各地和各基层企业在填写统计报表时或存在一定水分，因为1-4月固定资产投资实际到位资金的增长率只有20.6%，低于去年全年的24.5%；而1-4月固定资产投资累计增速为25.4%，高于去年全年的24.2%。这些数据之间的矛盾也令人对固定资产投资增速产生怀疑。

图4 城镇固定资产投资、资金来源累计增速

单位：1



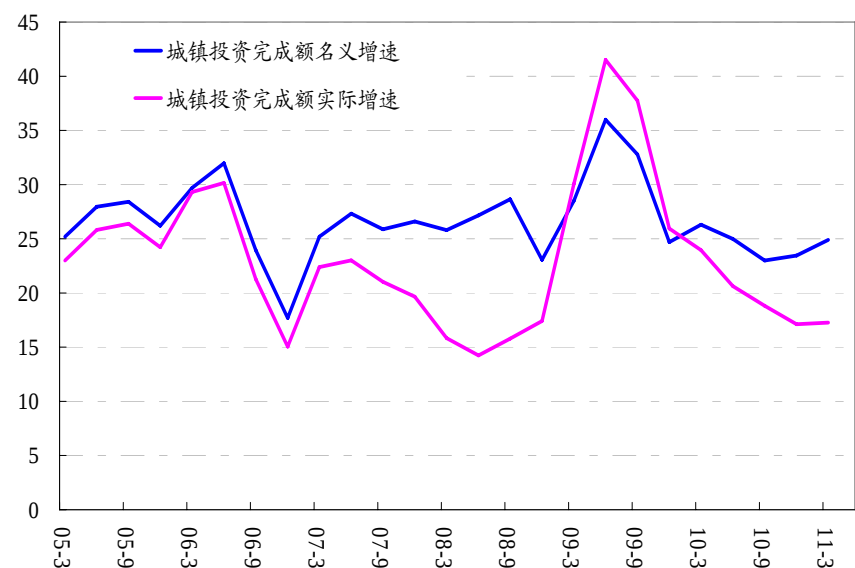
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

3. 名义投资价格虚高

此外，统计局公布的投资为名义数据，而由于今年通胀高企，扣除价格上涨后的实际增速其实在下降。以今年 1 季度为例，名义投资增速为 25%，但当季固定资产投资价格上涨 6.5%，因而投资实际增速仅为 17.4%，比去年全年 20% 的实际增速显著回落。

图 5 城镇固定资产投资名义增速、实际增速

单位：%



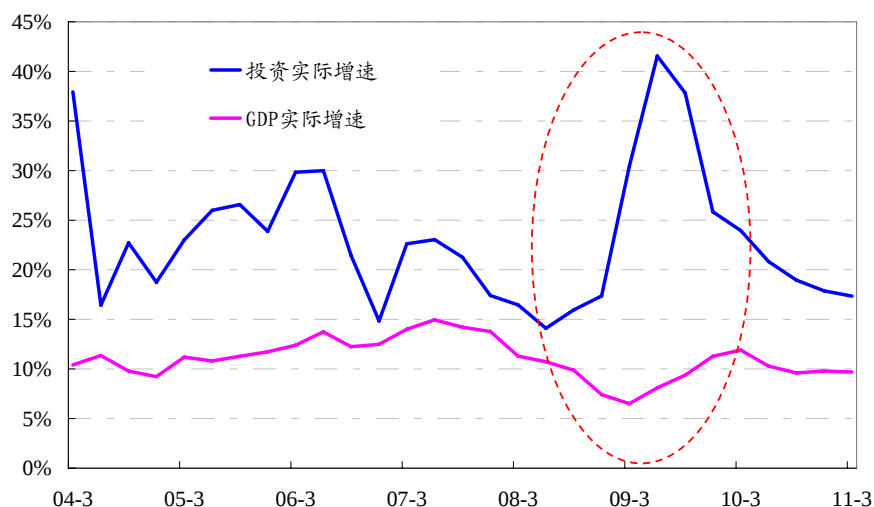
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

4. 实际投资仍有背离

观察投资实际增速和 GDP 实际增速关系，我们发现与名义增速相比，实际投资增速与经济走势更为相关。例如，虽然 08 年上半年名义投资增速持续上升，但实际投资增速与工业生产走势同步回落。但实际投资增速和 GDP 实际增速也经常出现背离。尤其 08 年 4 季度至 09 年 4 季度，投资实际增速与 GDP 增速出现大幅背离。

图 6 投资实际增速与 GDP 实际增速

单位：%

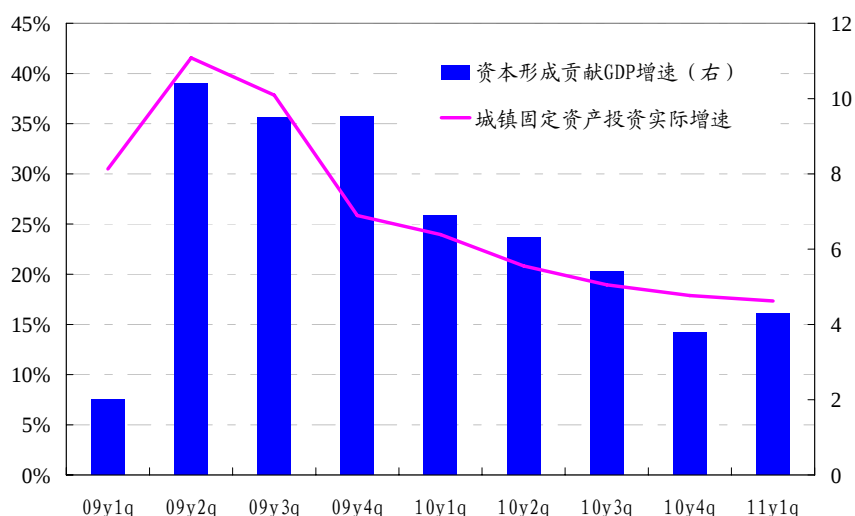


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

5. 投资有别资本形成

投资需求对 GDP 增长形成贡献是资本形成。资本形成包括两部分，一为固定资本形成总额，此部分占 95%左右，其增长主要取决于当期固定资产投资增速。二为存货变动，存货的去化和增加也将影响资本形成对 GDP 的拉动。09 年 1 季度固定资产投资增速大幅上升，但 GDP 增速下滑，09 年 4 季度，固定资产投资增速大幅回落，但 GDP 增速继续上升，这种背离我们从资本形成对 GDP 增长的拉动和城镇固定资产投资实际增速的背离中得到观察。

图 7 资本形成拉动 GDP 增速以及城镇固定资产投资增速 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

09 年 1 季度城镇固定资产投资增速远高于资本形成对 GDP 的贡献，而 09 年 4 季度投资增速则大大低于资本形成的拉动，其余季度则较为相近。

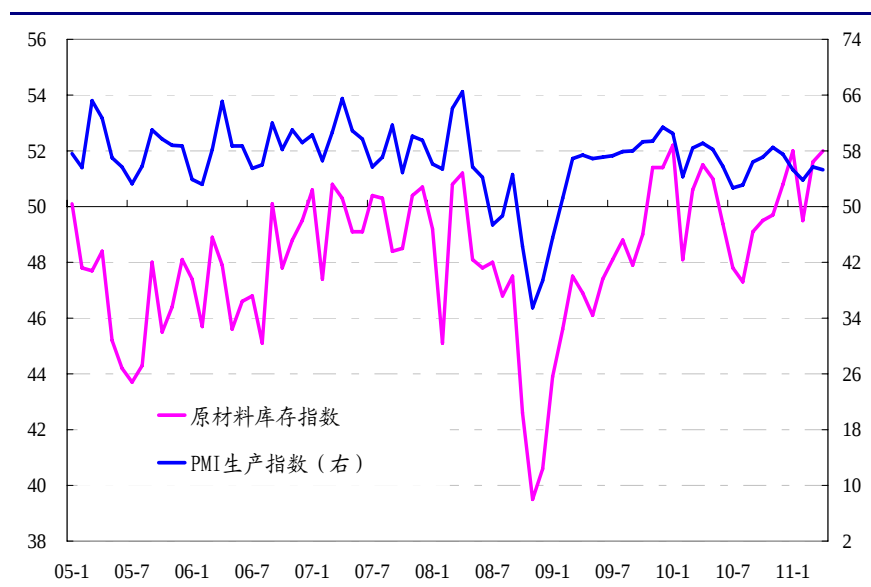
我们认为这种背离主要源于存货投资的变化。09 年 1 季度应该是大幅去库存阶段，由此导致投资增速高增的背景下，资本形成的贡献较小。09 年 4 季度则属于增加库存的阶段。

但库存的变化缺乏指标去观察。从 PMI 原材料库存指数来看，09 年 1 季度以后属于快速补库存解读，但我们并没有从资本形成和投资增速中观察到。

此外，固定资产投资中还包括了土地购置费用，但其不计入资本形成。09 年和 10 年土地购置费分别达到 1.6 万亿和 2.7 万亿元，占当年固定资产投资总额的 8.2% 和 11.2%。如此高比例的土地购置费也是造成投资虚高，背离经济的一个重要原因。

图 8 PMI 生产指数和原材料库存指数

单位：%



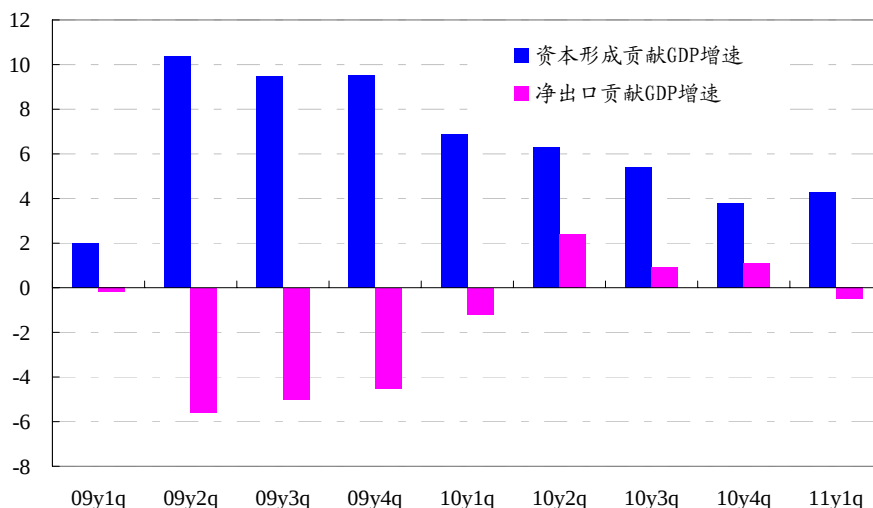
数据来源：国泰君安证券研究，中采咨询

6. 投资难言经济全貌

09 年投资增速与经济增长出现大规模背离，除了存货之外的另一个重要原因是净出口对 GDP 增长产生了巨大的负贡献，由此导致 GDP 增速远低于投资增速。投资仅仅是总需求的一部分，其并不足以反映经济增长的全貌。

图 9 资本形成和净出口对 GDP 的贡献

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

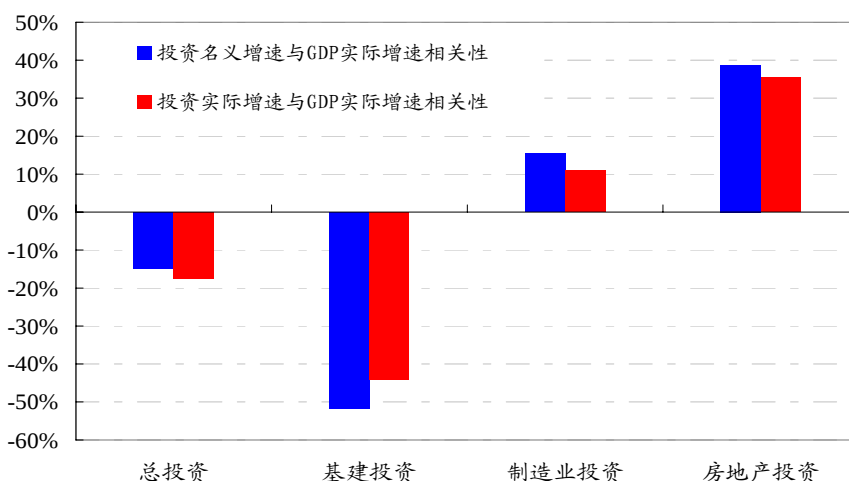
7. GDP 投资相关性低

从构成上看，可以把投资分为基建、地产与制造业投资三大块，其占比都在 30%左右。我们测算了名义和实际的各类投资增速与 GDP 实际增速的相关性。

从 04 年至今的季度数据来看，地产投资与 GDP 增速正相关、制造业投资与 GDP 增速零相关、基建投资与 GDP 增速负相关。其结果是总投资增速与 GDP 零相关。从相关性分析得到的结论来看，在 04 年新口径投资数据发布以来，其不仅不能预测经济增速的变化，反而总体给出了略微相反方向的结论。

图 10 总投资、各分类投资与 GDP 增速相关性

单位：%

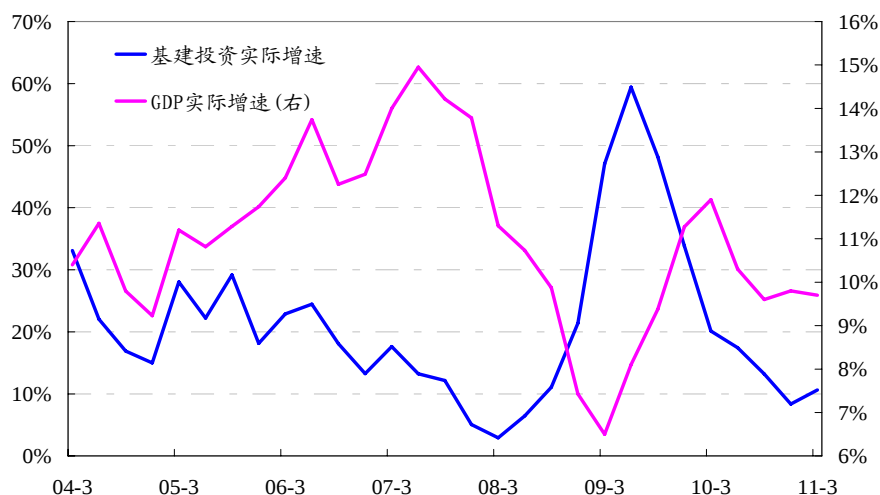


数据来源：国泰君安证券研究、统计局

与前述相关性结论一致，基建投资实际增速走势与 GDP 实际增速走势在历史上各个时期基本呈反向关系。因为基建投资往往是政府平滑经济增长的一种手段，经济衰退时，基建投资增速会上升，繁荣时则下降。

图 11 基础设施投资实际增速与 GDP 实际增速

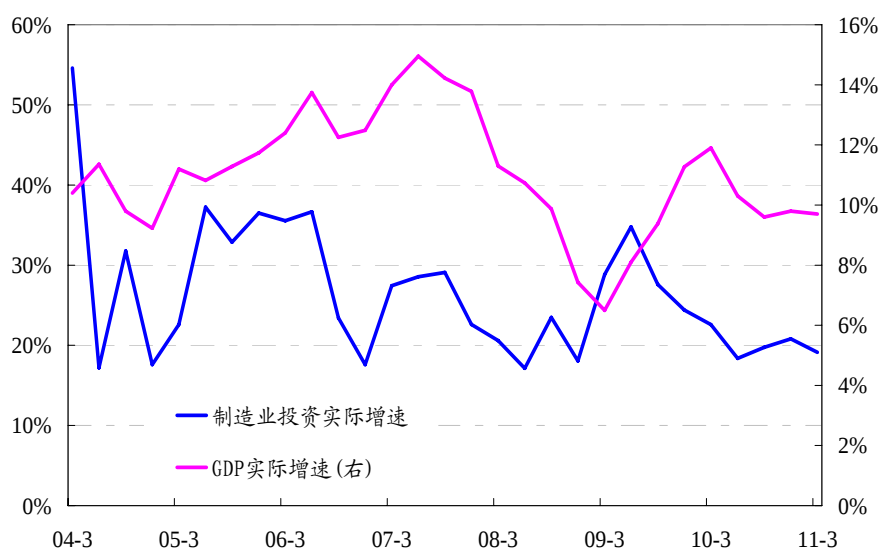
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、统计局

制造业投资增速与 GDP 增速缺乏相关性，在不同的时期，二者的走势表现出不同的关系。

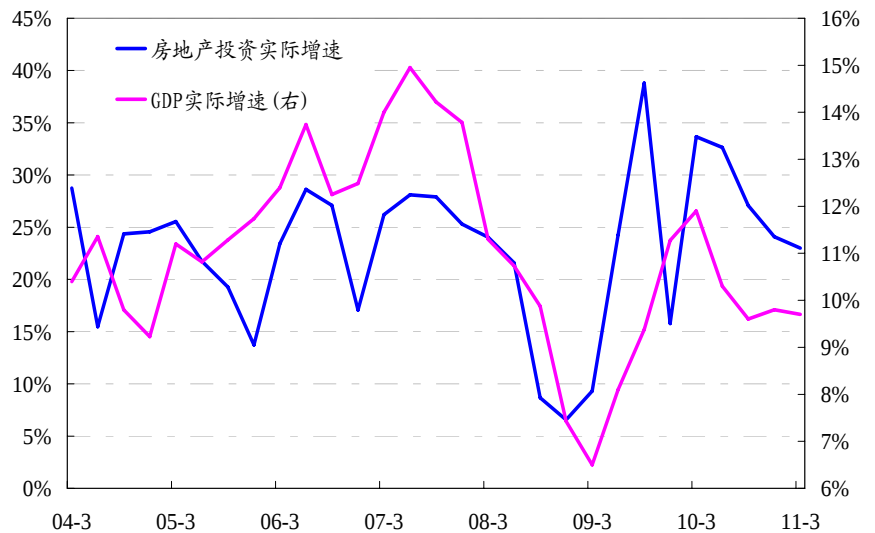
图 12 制造业投资实际增速与 GDP 实际增速 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、统计局

在投资的各部分中，房地产投资增速与 GDP 实际增速具有最高的正相关性，其走势比较一致。

图 13 房地产投资实际增速与 GDP 实际增速 单位：%

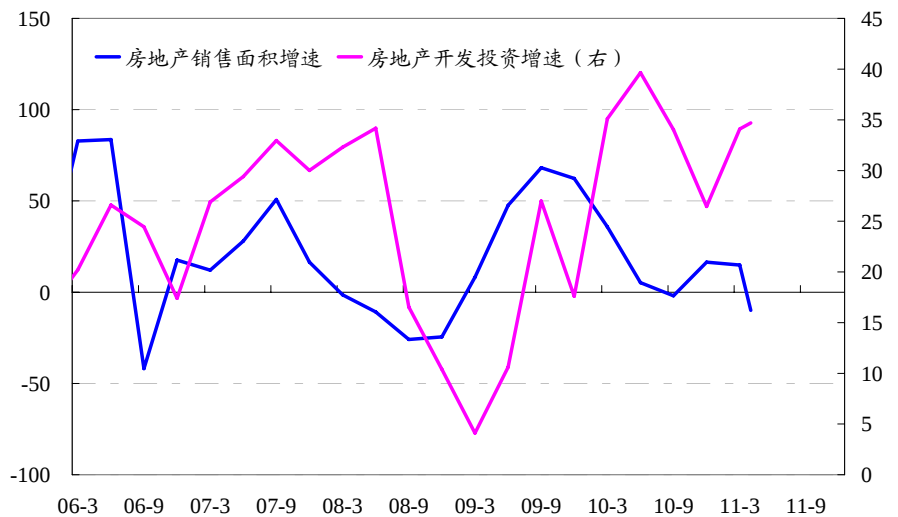


数据来源：国泰君安证券研究、统计局

但房地产投资增速相对于销售面积增速比较滞后，通过观察房地产销售面积增速走势可以对地产投资增速提前判断。

图 14 房地产投资实际增速与 GDP 实际增速

单位：%



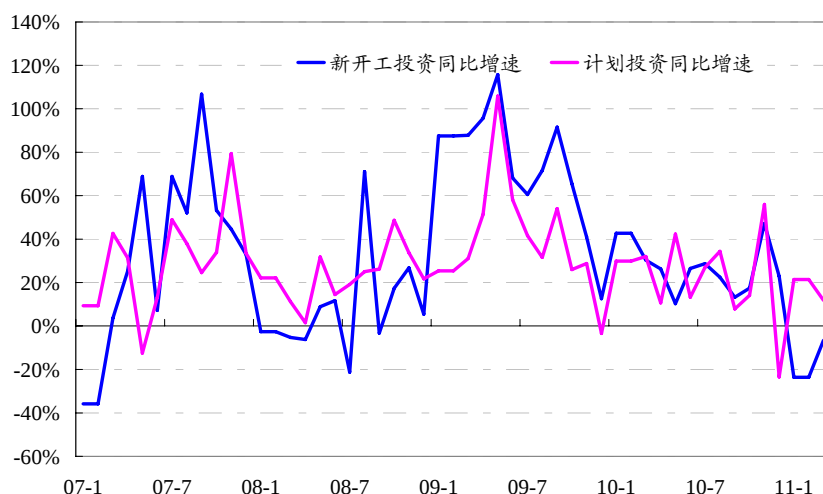
数据来源：国泰君安证券研究、统计局

8. 投资增速仍将回落

2011 年 4 月，新开工投资同比增速回升至 18.4%，计划开工投资增速回升至 19.1%，尽管两项投资增速比前一个月有所回升，但仍维持在较低水平。

图 15 新开工与计划投资同比增速

单位：%

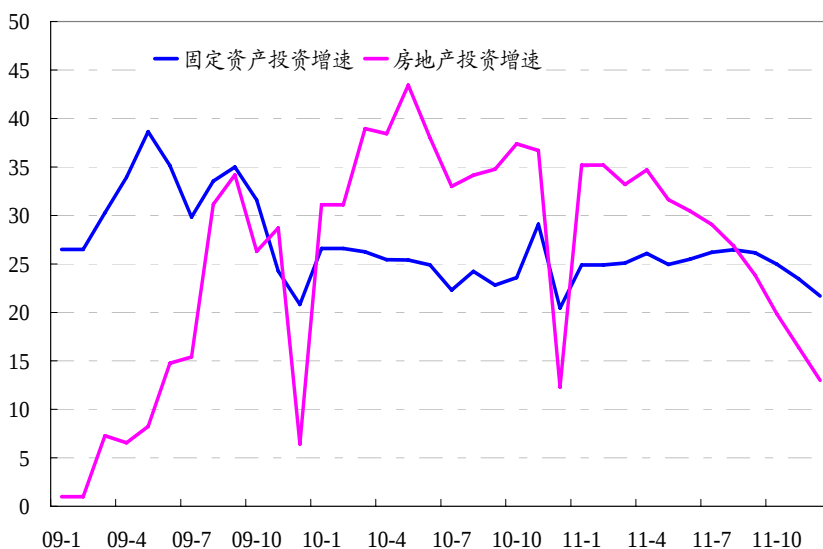


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

考虑到经济增速放缓、新开工投资增速仍维持在低位，预计未来固定资产投资及地产投资增速将持续回落。预计 5 月投资增速为 24.9%，地产投资增速为 31.6%，考虑到前 4 个月投资的高增长，将全年总投资与房地产投资增速均上调至 25%。但是基于前述分析，我们对投资增速的上调并不意味着对经济的看好，仅仅是对投资数据本身的预测而已。

图 16 固定资产投资、房地产投资增速预测

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

9. 三驾马车框架失真

总之，投资增长数据由于其数据产生的可靠性、反映经济增长的局部性以及价格因素使得我们很难基于投资增长数据来判断经济趋势。实际上，总需求中的消费、净出口也存在此类问题。市场上经常观察的社会消费品零售总额，进出口数据和通过支出法核算 GDP 中的消费以及净

出口存在较大的差异，不仅有价格问题，而且核算对象以及核算方法均有较大差异，例如，每月公布的进口数据是按到岸价计算的，而 GDP 核算中的货物进出口数据均是离岸价，这里面至少就有运费变化导致的误差。因此，按照消费、投资、净出口三驾马车的需求框架我们难以及时跟踪经济波动，也难以对经济趋势做出较为确切的判断。

作者简介:**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

王虎:

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		