

# 怎么看 FAI 与民间投资增速的背离

——宏观经济周度观察第 87 期

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

## ● 民间投资增速回落的原因

价格因素拖累民间投资名义增速。1-3月民间投资实际增速较2018年只下降0.4个百分点,下滑幅度没有名义增速(2.3个百分点)那么明显。主要是材料费价格增速从9.4%下降至4.5%,材料费价格增速与生产资料价格增速走势高度相关,一季度生产资料同比增速从4.6%降至0。

分行业来看,制造业、基建、农林牧渔业是民间投资增速回落的主要拖累。民间投资中,制造业投资占比在40%以上,是影响民间投资增速的最大变量。企业资本开支没有启动,随着去产能、环保导致上游企业利润增加、出口等因素对制造业影响的减弱,制造业投资增速下滑,并拖累民间投资增速。从企业盈利、出口等领先指标来看,二季度制造业投资增速或继续下行,不过随着供给侧改革从做减法到做加法,供改行业受抑制的产能可能继续释放,从而形成对冲,从2019年1-3月数据来看,化学原料及化学制品业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等供改行业投资增速较2018年全年显著回升。

## ● 民间投资与固定资产投资增速背离的原因

民间投资与固定资产投资增速背离的原因在于制造业和基建。固定资产投资增速从2018年的5.9%上升至6.3%,民间投资实际增速从2018年的8.7%下降至6.4%,两者明显背离,背离程度为2.7个百分点。

首先,制造业对民间投资拖累更明显。民间投资中制造业投资增速从2018年的10.3%降至3.8%,固定资产投资中制造业投资增速从2018年的9.5%降至4.6%,制造业投资对两者均有拖累,但由于民间投资中制造业投资占比大约是固定资产投资中制造业投资占比的2倍,因此制造业对民间投资拖累更大,2018年12月-2019年3月期间,制造业对民间投资拉动率下降2.94个百分点,制造业对固定资产投资拉动率下降1.57个百分点。

其次,基建投资拉升固定资产投资增速,但拖累民间投资增速。基建投资占民间投资比例不到10%,而占固定资产投资比例在20%左右,但由于民间投资中基建投资增速从4.5%显著回落-5.1%,固定资产投资中基建投资增速从3.8%回升4.4%,一升一降导致两者分化明显。根据我们测算,2018年12月-2019年3月期间,基建对民间投资拉动率下降0.77个百分点,基建对固定资产投资拉动率上升0.1个百分点。逆周期政策下,为何民间投资中基建投资增速在下降?其原因可能是逆周期政策初期,政府投资最先改善,而民间资本可能仍受到融资约束。

综上,对于民间投资与固定资产投资增速2.7个百分点的背离,制造业和基建贡献率合计为82.6%。

## ● 风险提示: 政策落实不及预期

## 相关报告

宏观报告: 经济复苏预期升温, 谨防预期差——宏观经济周度观察第 85 期

2019-4-14

宏观报告: 债市大跌, 未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第 84 期

2019-4-7

宏观报告: 4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期

2019-3-31

宏观报告: 对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告: 未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告: 两会前瞻: 期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告: 全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告: 1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告: 逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告: 本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告: 汽车、家电消费政策出台后, 消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告: 承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

## 目 录

1、 怎么看 FAI 与民间投资增速的背离.....	3
1.1、 民间投资增速回落的原因.....	3
1.2、 民间投资与固定资产投资增速背离的原因.....	6
2、 一周高频数据观察.....	8
2.1、 高炉开工率回升.....	8
2.2、 螺纹钢、原油价格下跌.....	9
2.3、 蔬菜价格下降，猪肉价格上涨.....	9
2.4、 房地产销售面积增速回落.....	10
2.5、 央行第二次开展 TMLF 操作.....	11
2.6、 美元指数上涨，人民币贬值.....	12
3、 本周主要关注点（2019.4.29-2019.5.5）.....	12

## 图表目录

图 1: 2019 年一季度固定资产投资增速上升，而民间投资增速下降.....	3
图 2: 建安工程价格增速下降（%）.....	3
图 3: 材料费增速与生产资料价格增速走势高度相关.....	4
图 4: 2017 年 12 月-2018 年 12 月期间，制造业、采矿业、文化体育和娱乐业对民间投资增速的拉动率位于前三位（%）.....	4
图 5: 2018 年 12 月-2019 年 3 月期间，制造业、基建、农林牧渔业是民间投资增速回落的主要拖累（%）.....	5
图 6: 出口增速下滑拖累制造业投资增速.....	5
图 7: 企业盈利放缓拖累制造业投资增速（%）.....	6
图 8: 部分供改行业投资增速继续回升.....	6
图 9: 民间投资和固定资产投资中制造业投资增速均下滑（%）.....	7
图 10: 民间投资和固定资产投资中交运行业投资增速背离.....	7
图 11: 民间投资和固定资产投资中水利行业投资增速背离.....	8
图 12: 高炉开工率上升（%）.....	8
图 13: 发电耗煤量环比增速下降（%）.....	9
图 14: 原油价格下跌（美元/桶）.....	9
图 15: 蔬菜价格下跌（元/公斤）.....	10
图 16: 猪肉价格上涨（元/公斤）.....	10
图 17: 30 大中城市商品房销售面积增速回落（%）.....	11
图 18: 十大城市商品房存销比上升（%）.....	11
图 19: 货币市场利率先升后降（%）.....	11
图 20: 美元指数上涨.....	12
图 21: 人民币贬值.....	12
表 1: 央行公开市场操作（2019.4.22-4.26）.....	11

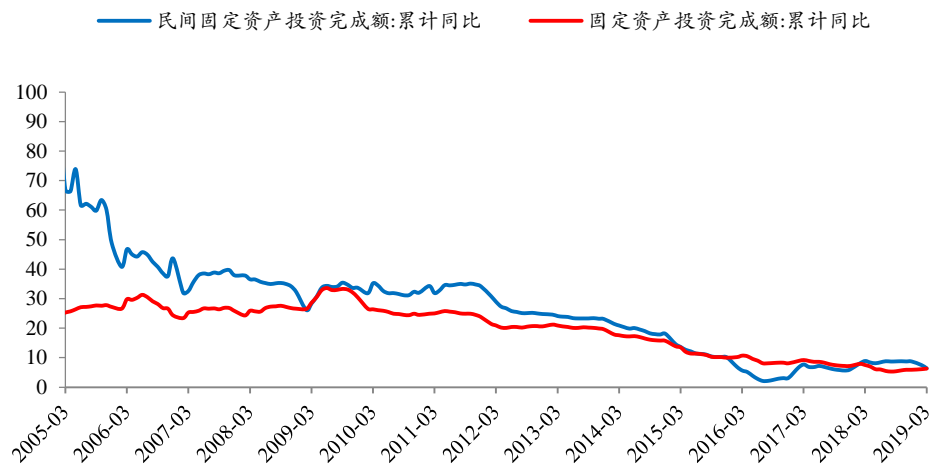
## 1、怎么看 FAI 与民间投资增速的背离

2018 年民间固定资产投资完成额同比增速（以下简称民间投资增速）从 2017 年的 5.98% 小幅上升至 8.73%，2019 年一季度又回落至 6.4%，与固定资产投资增速从 2018 年的 5.9% 上升至 2019 年一季度的 6.3% 走势背离。

### 1.1、民间投资增速回落的原因

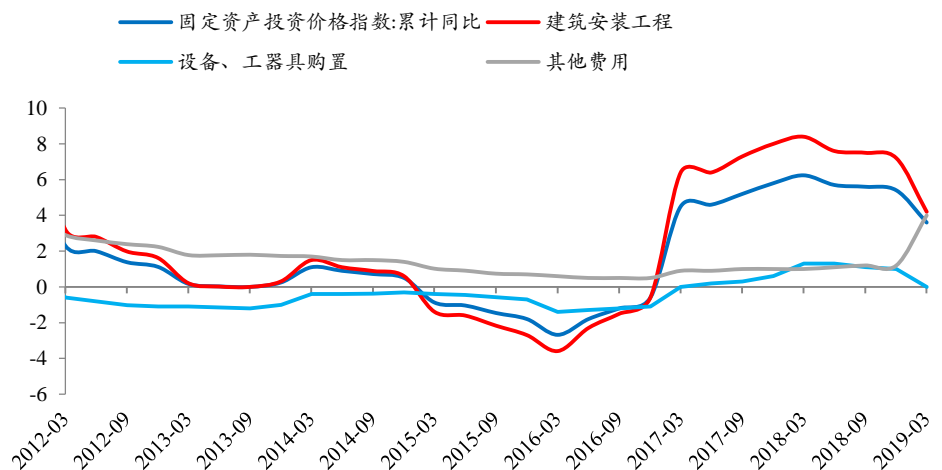
**价格因素拖累民间投资名义增速。**通常说的民间投资增速指的是名义增速，其中包含了固定资产价格，剔除价格后，1-3 月民间投资实际增速较 2018 年只下降 0.4 个百分点，下滑幅度没有名义增速（2.3 个百分点）那么明显。固定资产价格主要取决于建安工程价格，从建安工程价格的构成来看，人工费和机械费增速较 2018 年变化不大，主要是材料费价格增速从 9.4% 下降至 4.5%，材料费价格增速与生产资料价格增速走势高度相关，虽然 2019 年一季度大宗商品价格上涨带动生产资料价格增速企稳，但增速平台较 2018 年下移，一季度生产资料同比增速从 4.6% 降至 0。

**图1： 2019 年一季度固定资产投资增速上升，而民间投资增速下降**

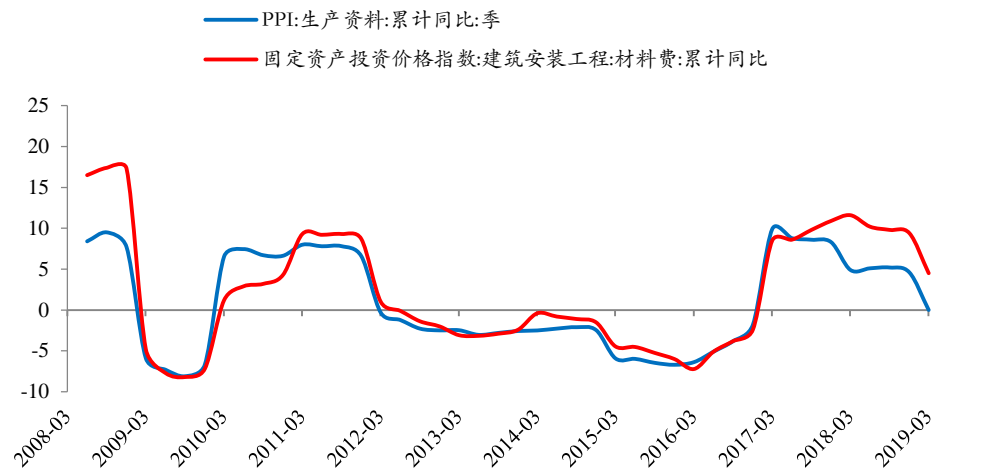


资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图2： 建安工程价格增速下降 (%)**

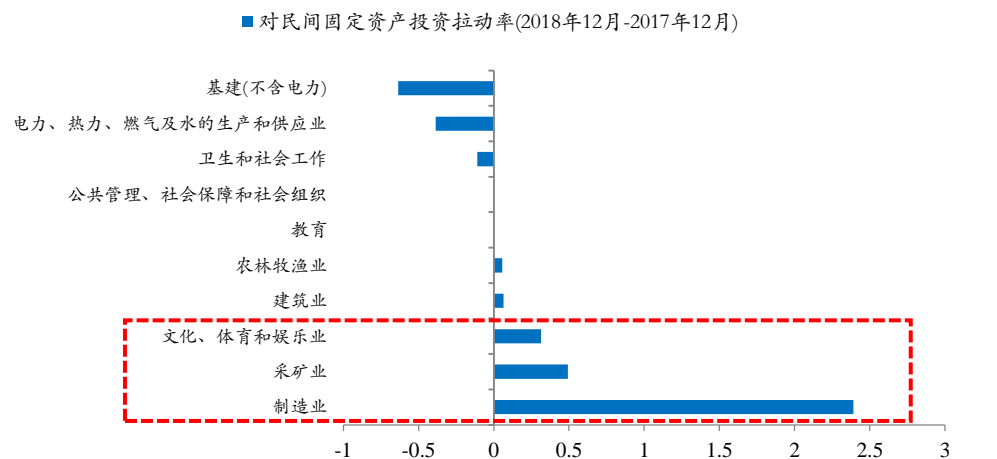


资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3： 材料费增速与生产资料价格增速走势高度相关**


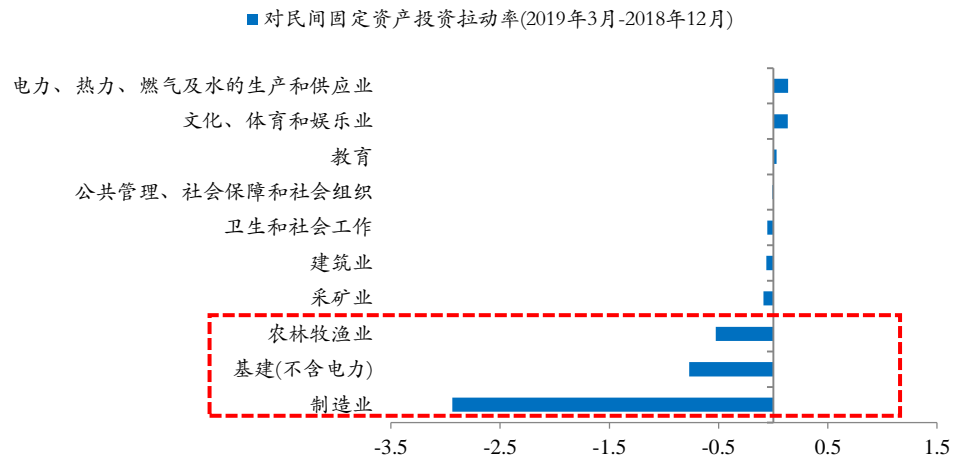
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

分行业来看,制造业、基建、农林牧渔业是民间投资增速回落的主要拖累。我们选取10个门类的行业,将“2017年12月-2018年12月”记为第一时间段,将“2018年12月-2019年3月”记为第二时间段,分别计算两个时间段里的10个门类行业对民间投资增速的拉动率。我们发现,在第一时间段里,制造业、采矿业、文化体育和娱乐业对民间投资增速的拉动率位于前三位,分别为2.39%、0.49%、0.31%。在第二时间段里,制造业、基建、农林牧渔业是民间投资增速回落的主要拖累,拉动率分别为-2.94%、-0.77%、-0.53%。

**图4： 2017年12月-2018年12月期间,制造业、采矿业、文化体育和娱乐业对民间投资增速的拉动率位于前三位 (%)**


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

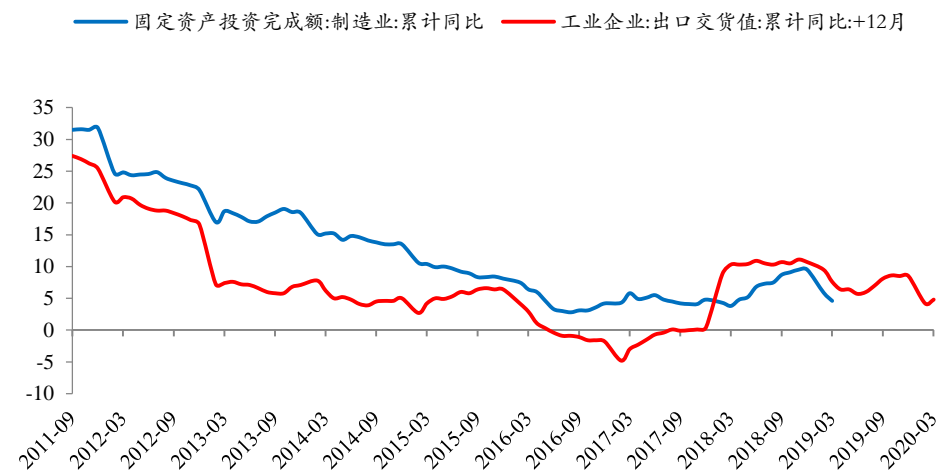
**图5： 2018年12月-2019年3月期间，制造业、基建、农林牧渔业是民间投资增速回落的主要拖累（%）**



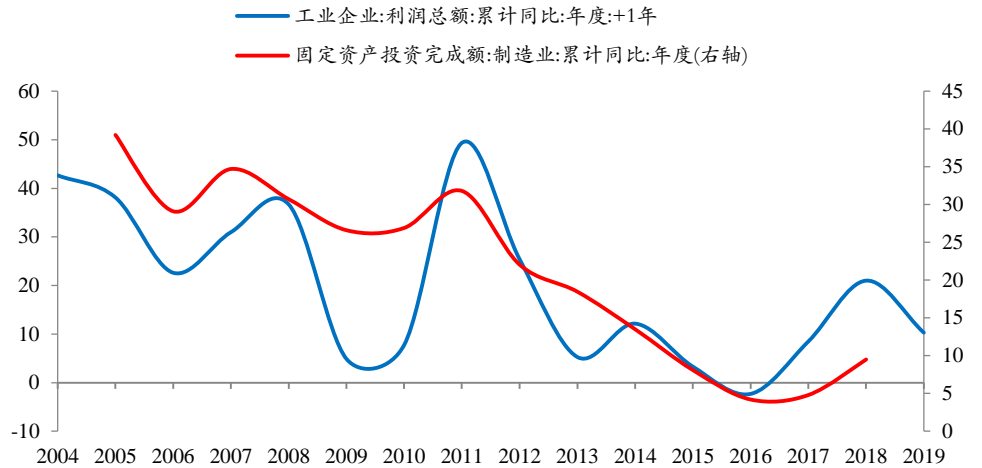
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**民间投资增速升与降，制造业投资是关键。**民间投资中，制造业投资占比在40%以上，两个时间段内，制造业投资均是影响民间投资增速的最大变量。企业资本开支没有启动，随着去产能、环保导致上游企业利润增加、出口等因素对制造业影响的减弱，制造业投资增速下滑，并拖累民间投资增速。从企业盈利、出口等领先指标来看，二季度制造业投资增速或继续下行，不过随着供给侧改革从做减法到做加法，供改行业受抑制的产能可能继续释放，从而形成对冲，从2019年1-3月数据来看，化学原料及化学制品业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等供改行业投资增速较2018年全年显著回升。

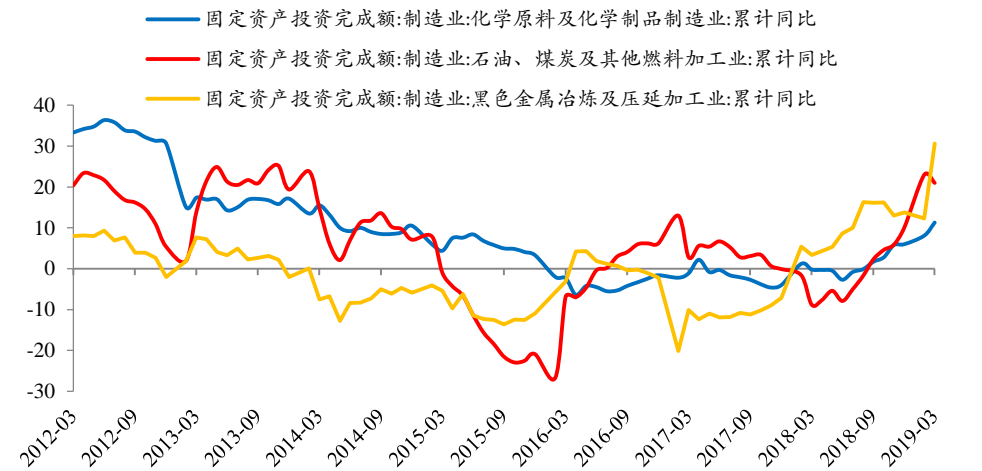
**图6： 出口增速下滑拖累制造业投资增速**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 企业盈利放缓拖累制造业投资增速 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 部分供改行业投资增速继续回升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 1.2、 民间投资与固定资产投资增速背离的原因

民间投资与固定资产投资增速背离的原因在于制造业和基建。固定资产投资增速从2018年的5.9%上升至6.3%，民间投资实际增速从2018年的8.7%下降至6.4%，两者明显背离，背离程度为2.7个百分点。

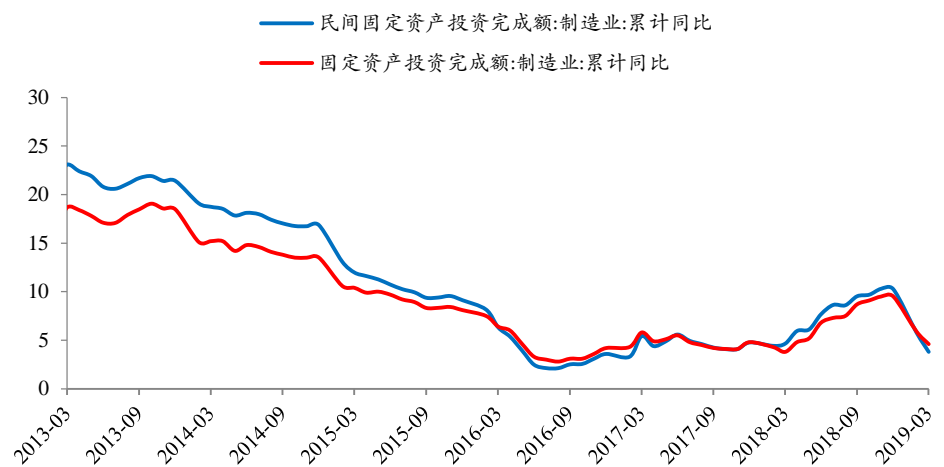
首先，制造业对民间投资拖累更明显。民间投资中制造业投资增速从2018年的10.3%降至3.8%，固定资产投资中制造业投资增速从2018年的9.5%降至4.6%，制造业投资对两者均有拖累，但由于民间投资中制造业投资占比大约是固定资产投资中制造业投资占比的2倍，因此制造业对民间投资拖累更大，2018年12月-2019年3月期间，制造业对民间投资拉动率下降2.94个百分点，制造业对固定资产投资拉动率下降1.57个百分点。

其次，基建投资拉升固定资产投资增速，但拖累民间投资增速。基建投资占民间投资比例不到10%，而占固定资产投资比例在20%左右，但由于民间投资中基建投资增速从4.5%显著回落-5.1%，固定资产投资中基建投资增速从3.8%回升4.4%，

一升一降导致两者分化明显。根据我们测算，2018年12月-2019年3月期间，基建对民间投资拉动率下降0.77个百分点，基建对固定资产投资拉动率上升0.1个百分点。逆周期政策下，为何民间投资中基建投资增速在下降？其原因可能是逆周期政策初期，政府投资最先改善，而民间资本可能仍受到融资约束，这可以类比2012年和2016年，2011年紧信用，2012年地方政府密集出台了大规模基建投资计划，地方政府债务余额从10.7万亿元显著上升至15.9万亿元，固定资产投资中的各基建子行业投资增速飙升，而民间投资中的各基建子行业投资增速下降。2016年政策加大PPP项目支持力度，同样的，固定资产投资与民间投资中的基建投资增速也发生背离。

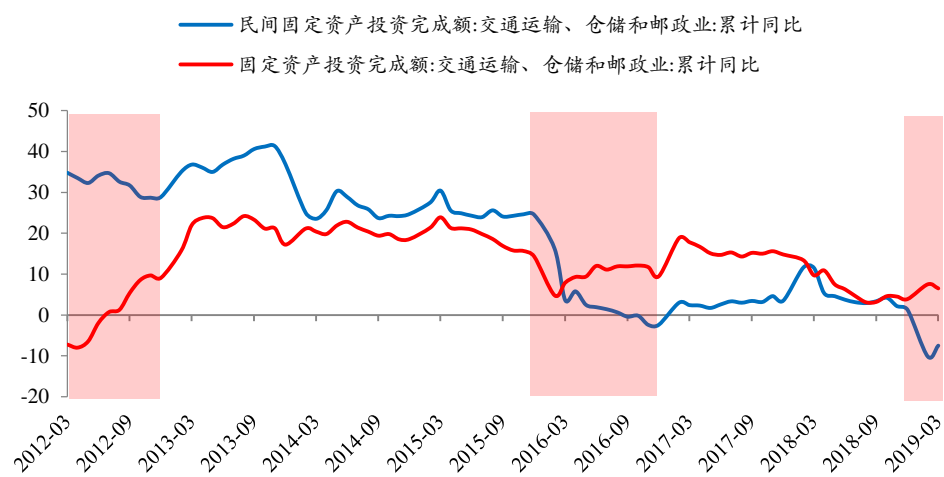
综上，对于民间投资与固定资产投资增速2.7个百分点的背离，制造业和基建贡献率合计为82.6%。

**图9：民间投资和固定资产投资中制造业投资增速均下滑（%）**

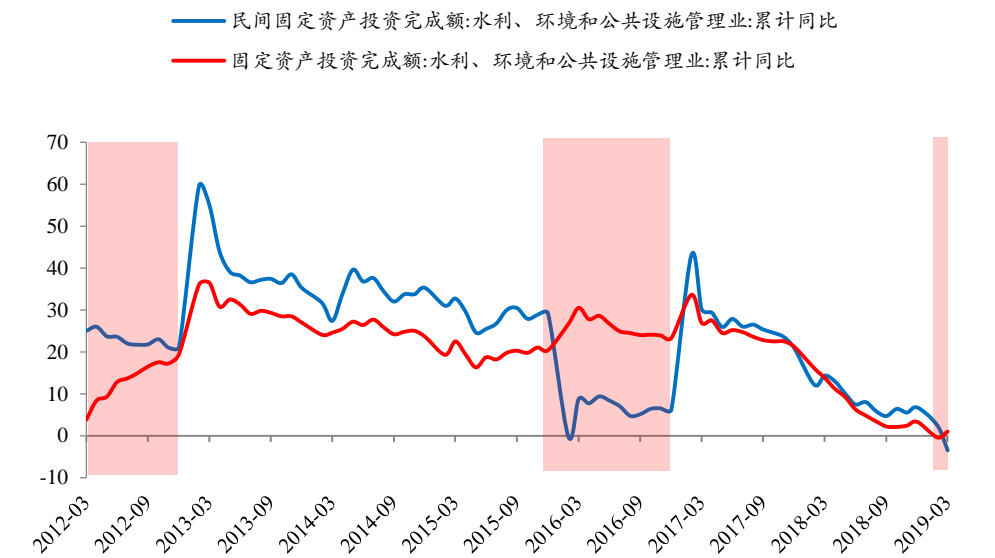


资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图10：民间投资和固定资产投资中交运行业投资增速背离**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

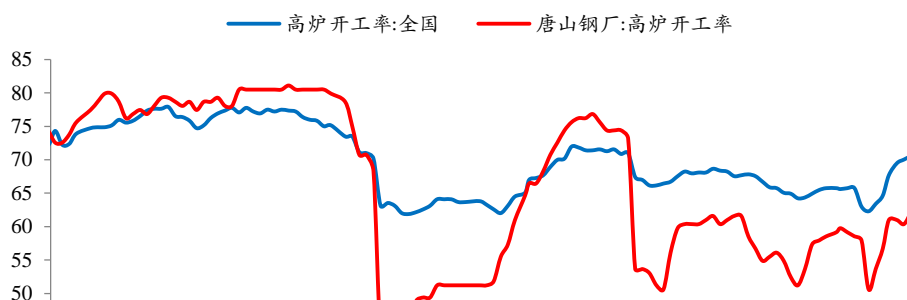
**图11： 民间投资和固定资产投资中水利行业投资增速背离**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、一周高频数据观察

### 2.1、高炉开工率回升

上周（2019年4月20日-2019年4月26日，下同），前期例检后，高炉陆续复产，高炉开工率上升0.8%至70.58%；天气转暖，用电需求下降，6大发电集团日均耗煤量环比下降5.3%至60.5万吨。

**图12： 高炉开工率上升（%）**

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12895](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12895)

