



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

经济研究方法论系列之投资篇

投资要点:

- **表征投资变动的两个主要指标:** 根据统计口径的不同,用来观测投资的主要指标有两个:一是根据 GDP 支出法核算得到的固定资本形成总额年度数据;二是通过月度全面调查得到的反映全国固定资产规模、结构和速度的固定资产投资额。两者之间有一定的关联也具有统计口径上的差异,在经济核算的过程中,固定资产投资额是核算资本形成总额的重要基础资料。
- **制造业投资:** 相比于基建投资主要由政府投资主导的方式,制造业投资则主要由民间投资组成,民间投资占制造业投资的比例一直维持在 80%~90%之间,这也决定了制造业投资相对于房地产投资和基建投资更为市场化,因此预判制造业投资的主要思路是对企业的投资意愿进行分析。从企业盈利能力来看,利润总额同比增速领先制造业投资累计同比增速大约 1 年,可以较好地对制造业投资的走势进行预判;从外部融资环境来看,金融机构中长期贷款余额对制造业投资大约有半年到一年的领先性,而社融存量规模对制造业投资的领先时间则大约有一年半;此外,周期性的设备更新也是引起制造业投资变动的重要因素。
- **基建投资:** 基建增速受到其资金影响较大,各项资金来源中,主要可以通过预算内资金预判基建资金的增速,一是因为仅预算内资金可以粗略计算,自筹资金无法全面观察,而国内贷款也没有明确披露;二是因为基建是政府主导性投资,往往由预算内资金撬动社会资本,预算内资金增速基本决定了到位资金增速、基建增速。此外,一些高频数据也可以帮助我们提前对基建的走势进行预判,例如电线电缆开工率、石油沥青开工率和挖机工时等指标的变化;建筑业 PMI 在走势上与基建投资有一定的相关性,是基建投资较好的同步指标,但因为其同时也反映房地产投资的情况,因此会受房地产投资的波动而与基建投资走势有所背离。
- **房地产投资:** 对于房地产开发投资的预判,我们可以从建筑工程和其他费用相关的指标入手:建筑工程中房屋建筑部分的支出主要受施工面积影响,而施工过程中配套设施部分支出的变动则受到相关设备和建材价格变动的的影响,其他费用则主要是考虑土地购置费的变动情况。因此,我们用施工面积增速、PPI 增速和土地购置费增速对房地产开发投资增速进行拟合,模型的解释力度达到了 89%。
- 土地购置费方面我们可以从两方面进行观测:一方面,土地成交价款是观测土地购置费变动的较好指标,且在不同阶段呈现出不同的特征,在 2010 年及以

前两者走势具有高度的一致性，而在 2011 年以来土地成交价款对于土地购置费变动有大约 1 年的领先期；另一方面，从资金端考虑，房地产开发投资资金的三个主要来源是其他资金、自筹资金和国内贷款。其中其他资金主要包含个人按揭贷款和定金及预收款，这部分资金与房地产销售情况有着直接关联；国内贷款中主要是银行贷款，可以通过房地产开发贷款余额来观测；而自筹资金则相对较难观测。

- 施工面积增速则主要取决于新开工面积和竣工面积的节奏，新开工面积可以通过挖掘机的产量或销量来对其进行预判，竣工面积则可以通过玻璃的产量或者销量来进行预判。
- **风险提示：**疫情不确定性仍较高；房地产企业投资意愿不强；货币政策宽松程度不及预期。

内容目录

1. 表征我国投资变动的两个主要指标.....	6
2. 制造业投资：企业利润是投资的核心变量.....	11
3. 基建投资：到位资金决定其增长速度.....	14
4. 房地产投资：关注施工面积和土地购置费的变动.....	20
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1: 固定资本形成与固定资产投资比重统计差距逐渐缩小.....	7
图 2: 固定资产投资增速放缓趋势明显 (%)	7
图 3: 资本形成对 GDP 增长的影响日益稳定 (%)	8
图 4: 2020 年投资是拉动经济增长的主要动力 (%)	8
图 5: 因统计制度改革固定资产投资完成额失去可比性.....	8
图 6: 通过累计值计算的增速与累计同比增速出现了背离 (%)	9
图 7: 按国民经济行业分类的固定资产投资比重 (%)	10
图 8: 按产业结构分类的固定资产投资比重 (%)	10
图 9: 按构成分类的固定资产投资比重 (%)	10
图 10: 2021 年制造业投资的具体构成 (亿元)	11
图 11: 制造业投资中民间资本占比接近 90% (元)	12
图 12: 工业企业利润是观测制造业投资变动的重要指标 (%)	12
图 13: 中长期贷款余额领先制造业投资大约半年 (%)	13
图 14: 社融存量增速与制造业投资走势高度一致 (%)	13
图 15: 制造业设备更新周期大约在 3-4 年 (%)	13
图 16: 基建投资的三大分项 (%)	14
图 17: 基建投资中民间投资占比较低 (%)	15
图 18: 基建投资有明显逆周期性 (%)	15
图 19: 近几年逆周期调节作用减弱.....	15
图 20: 基建投资的资金来源分布	16
图 21: 基建增速受资金影响明显	16
图 22: 专项债投向基建的比例更高.....	18
图 23: 建筑业 PMI 与基建投资有一定同步性 (%)	19
图 24: 石油沥青开工率对基建投资有一定领先性 (%)	19
图 25: 房地产投资是引起经济波动的重要原因 (%)	20
图 26: 房地产开发投资的具体构成.....	20
图 27: 房地产开发投资主要以住宅为主	20
图 28: 通过施工面积增速、PPI 增速和土地购置费增速可以较好拟合房地产投资走势 (%)	21
图 29: 10 年以前两者呈现同步变动 (%)	22
图 30: 11 年以来土地成交价款领先土地购置费 1 年左右 (%)	22

图 31: 商品房销售对土地购置费的领先有所减弱 (%)	22
图 32: 房地产开发贷款余额与土地购置费走势高度一致 (%)	22
图 33: 通过挖机销量看新开工面积走势 (%)	22
图 34: 通过玻璃产量看竣工面积走势 (%)	22
图 35: 6 月新开工面积季节性回升 (万平方米)	23
图 36: 年底和春节前是竣工旺季 (万平方米)	23
表 1: 新基建的分类	14
表 2: 2016-2020 年财政资本性支出科目决算 (亿元)	17
表 3: 2013-2015 年土地出让支出情况 (亿元)	18

本篇是德邦宏观经济研究方法论系列的第四篇——投资篇，也是需求系列的第三篇。在需求系列的前两篇中我们分别对进出口和消费的分析框架进行了详细地阐述，并通过先行指标和预测模型对进出口和消费的预判和预测进行了分析。本篇我们聚焦于“三驾马车”之一的投资，对投资分析框架及预测方法进行解读。

作为“三驾马车”的重要组成部分之一，投资在近些年对经济增长的拉动作用日益提升，投资增速的稳定增长对于扩大内需、拉动就业和保障民生等方面都有重要的促进作用。从近些年五年规划的描述来看，投资对于优化结构的作用日益提升：十二五规划中提出要调整优化投资结构，发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长，完善投资体制机制、十三五规划中提出要围绕有效需求扩大有效投资，优化供给结构，提高投资效率，发挥投资对稳增长、调结构的关键作用。在最新的十四五规划中则提出了要加快培育完整内需体系，拓展投资空间，增强投资对优化供给结构的关键性作用，进一步对优化投资结构提出了要求。

因此，对于投资的不同组成部分，均需要对其变化趋势进行分析，并通过前瞻性指标或者预测模型对其未来可能发生的变化进行预判，以对优化投资结构提出相关、合理的建议。

1. 表征我国投资变动的两个主要指标

根据统计口径的不同，用来观测投资的主要指标有两个：一是根据 GDP 支出法核算得到的固定资本形成总额年度数据；二是通过月度全面调查得到的反映全国固定资产规模、结构和速度的固定资产投资额。两者之间有一定的关联也具有统计口径上的差异，在经济核算的过程中，固定资产投资额是核算资本形成总额的重要基础资料。而两个指标在统计上的差异则主要如下：

首先，固定资产投资额包括土地购置费、旧建筑物购置费和旧设备购置费，而这些费用并不在固定资本形成的核算范围内。一方面，土地购置费是房地产开发企业为取得土地使用权而支付的费用，而 GDP 仅核算生产活动的最终成果，因此土地购置费不属于固定资本形成的核算内容。另一方面，旧建筑物和旧设备购置没有创造新的生产成果，所以不计入 GDP，因此也不属于固定资本形成的核算范围，但其首次购置的费用会计入当期固定资本形成总额；

第二，在统计口径上，固定资产投资仅统计计划投资额在 500 万元以上的项目，而固定资本形成既包含计划投资额在 500 万元以上的项目，也包含计划投资额在 500 万元以内的项目以及固定资产的零星购置；

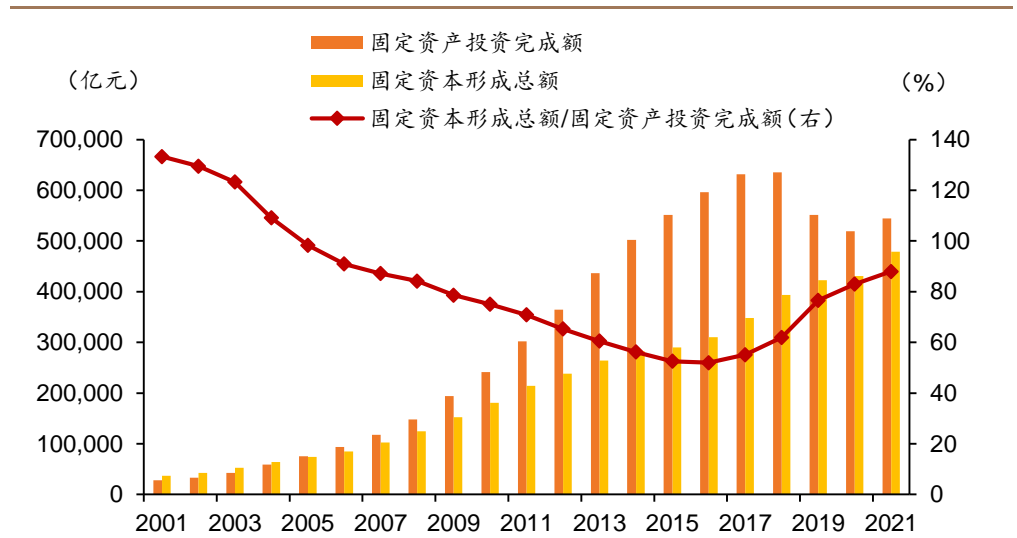
第三，在资产存在形态方面，固定资产投资只包含有形固定资产的增加，而固定资本形成既包括有形固定资产的增加，也包括无形固定资产（矿藏勘探、计算机软件等）的增加；

最后，固定资产投资额不包括商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产以及未经过正式立项的土地改良支出，而这些包含在固定资本形成内。

由于两者在统计方法上的差异，两者在数额和增速上也存在一定的差异。从数额来看，固定资产投资总额和固定资本形成总额的规模都保持稳定增长（由于

统计制度改革，固定资产投资总额在 18 年后统计方式发生了变化，因此数据有所调整，后文会详细解释)，但固定资本形成总额与固定资产投资完成额的比例呈逐年下降趋势，从二十世纪初的超过 130% 一直降至 2016 年的 52%，固定资产投资额和固定资本形成额差值的不断扩大，是 2013 年以来投资统计制度方法改革的主要原因，而随着改革的不断深入，两者的差值在 2017 年以来呈现缩小的态势，固定资本形成与固定资产投资额的比例也在 2021 年回升到了 88%。

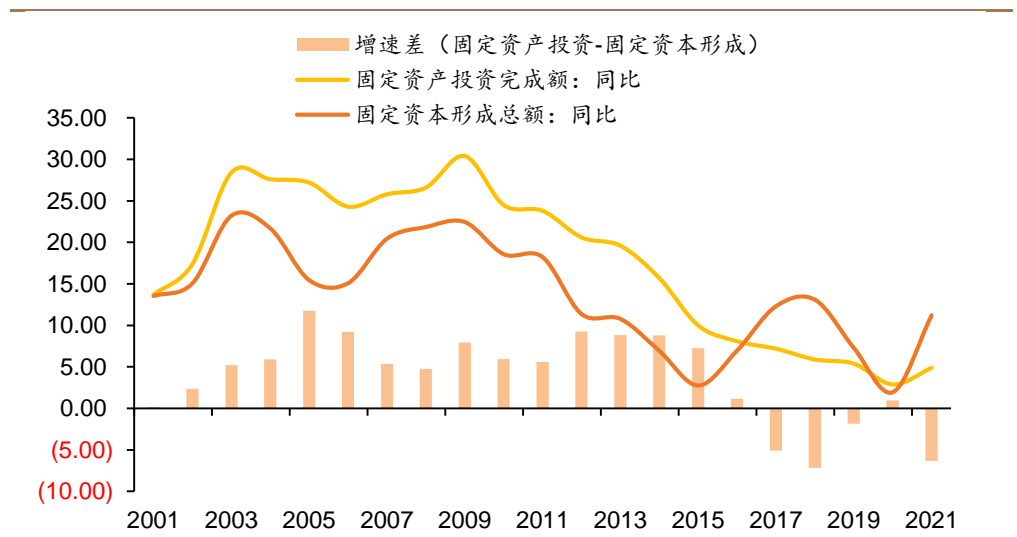
图 1：固定资本形成与固定资产投资比重统计差距逐渐缩小



资料来源：Wind，德邦研究所

而从增速来看，固定资产投资完成额和固定资本形成总额的增速都处于波动下行的趋势，且 2016 年以前固定资产投资的增速高于固定资本形成总额，而 17 年以来固定资本形成总额的增速略高于固定资产投资。

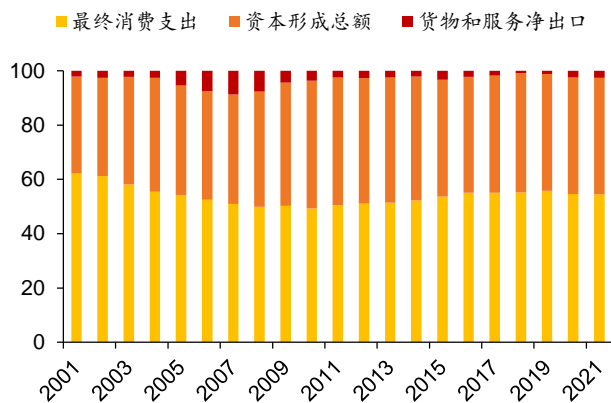
图 2：固定资产投资增速放缓趋势明显 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

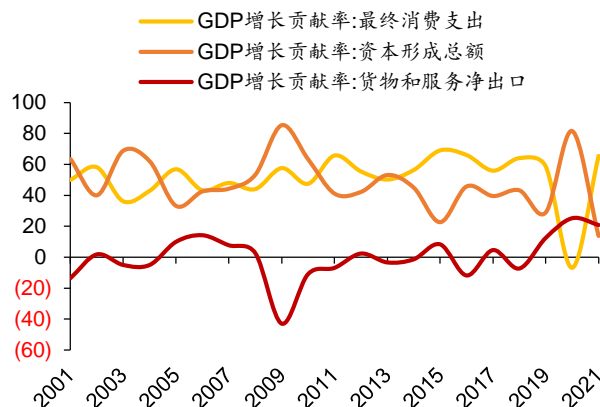
从资本形成总额的口径来看，10年以来投资占GDP的比重维持在45%上下波动，高于世界平均水平，且在我国最终消费率有所放缓的背景下，投资成为了拉动我国经济增长的主要力量。特别是新冠肺炎疫情爆发以来，消费和进出口方面的不确定性有所提升，投资在稳定经济增长方面发挥了重要的支撑作用，2020年对GDP增长的贡献率达到了81.50%。而在今年下半年消费和出口预计将继续承压的情况下，投资的提升对于“稳增长”仍具有重要意义。

图3：资本形成对GDP增长的影响日益稳定（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

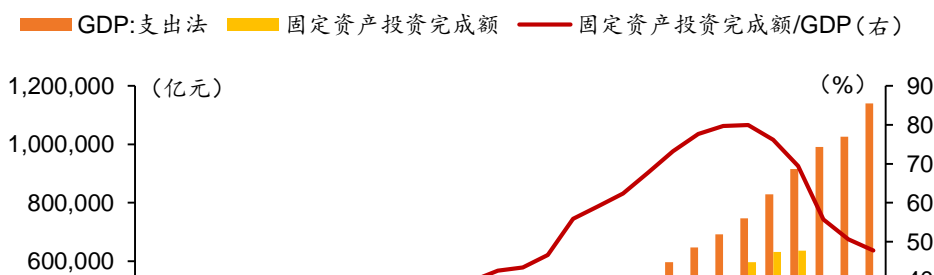
图4：2020年投资是拉动经济增长的主要动力（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从固定资产投资完成额的口径来看，固定资产投资完成额的增长较快，与GDP的比重从二十一世纪初的不足30%一直增长到2016年的接近80%，而在2017年以来这一比重则有所降低，一方面是有由于疫情扰动的影响，而另一方面则是源于上文提到的固定资产投资统计制度的改革，改革后的统计方式使得固定资产投资完成额的数据在前后失去可比性。

图5：因统计制度改革固定资产投资完成额失去可比性



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_44784



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn