



消费为何无法撑住投资

摘要

投资和消费的深层次不平衡体现在两者结构的不匹配，虽然消费已经是 GDP 增长主导力量，但是消费行业的投资占比非常低，投资结构以基建地产为主，两者占比超过 50%，所以消费增长难以拉动或者支撑投资增长，自然无法实现增加产出、就业和工资的正向循环，经济体两大部分处于一个被割裂的状态。

所以，虽然我们正处于一个投资驱动向消费驱动转换的时期，消费占比已经有绝对优势，但实际上经济增长的驱动还没有实现彻底的转变。

作为投资结构调整的一个结果，PPI 和 CPI 的关系也已发生了深刻的变化，以前投资占主导的年代，PPI 对 CPI 有很强的影响力，但当投资消费发生结构转换时，PPI 对 CPI 的影响明显减弱。在 PPI 上行期，工业企业由于销售收入增加而利润好转，但是投资并不能够上升以扩大收入和利润，因为产能受到行政力量的制约，所以利润上涨没有空间，同时也无法拉动投资。所以为什么 PPI 无法传导至 CPI，因为 PPI 虽然上涨了，但是企业没有产出增加和资本支出行为，就无法拉动就业和收入增长，就无法拉动消费的增长，CPI 就难以上涨。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

消费为何无法撑住投资？

2018年以来，固定资产投资持续下滑是市场关注的一个主要问题，相对而言，消费增长仍然保持在一个比较稳定的水平。目前我国消费对经济增长的贡献已经达到60%左右，那么消费增长能否对投资的下行产生正面的影响，如果不能，原因是什么？这是本文想要探讨的主要问题。

对于一个以消费增长为主要驱动且市场化机制较为完善的国家来说，从消费到投资的传导是畅通无阻的，消费增长时，投资增加，消费下滑时，投资遭遇滑铁卢，简单易懂，明白无误。但如果一个经济体的增长不是由消费驱动，而是由信贷和投资驱动的呢？或者说消费已经成为支撑力量，但存在各种制度性问题导致消费向投资的传导受到阻碍呢？也就是说，消费明面上是主导的，暗地里却不是，这是中国的现实以及本文想要讨论的主要问题。

举一个例子，如果消费者对一个产品并不是那么喜欢，企业的销售收入在不断下滑，此时他的恰当选择是大幅缩减投资，裁员，降低成本。但如果存在另一种情况，在这种情况下，产业政策是由政府主导，那么地方政府大搞产业竞赛，竞相给土地给财税和金融优惠政策，那么就会导致企业的成本和收入都不是市场化的，他不一定要等到消费增长才追加投资，而且即使他的产品卖不出去，收入出现下滑甚至没有收入，对他的影响也很小，他可以照样编故事骗补贴，依靠补贴实现利润正增长，于是乎形成了大量的重复和无效投资。我们可以看到A股市场有很多这样的公司，经营现金流很少甚至是负的，但依然可以大肆搞并购搞扩张，就是这种情况。

结果是什么呢，虽然企业的当期产出和投资变成了GDP，但他的利润越来越少，负债率越来越高，经营情况越来越糟糕，最后变成收不抵支。上面的例子只是一种情况，还有很多其他类似的案例，我们的经济体里面存在着大量这样的企业。

再看看中美两国投资的具体构成，从宏观的角度来思考这个问题。一个非常有意思的数据是中美固定资产投资构成的对比。

图 1、中国固定资产投资行业构成

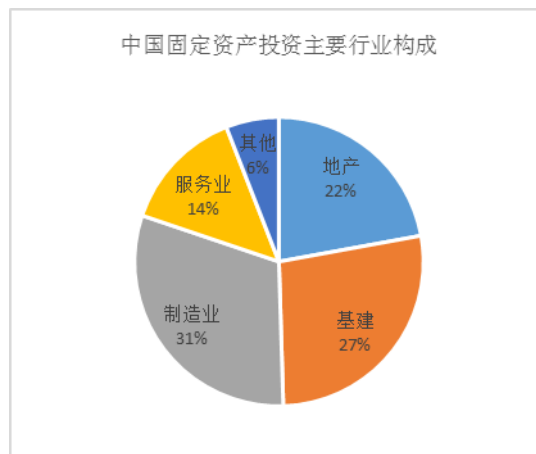
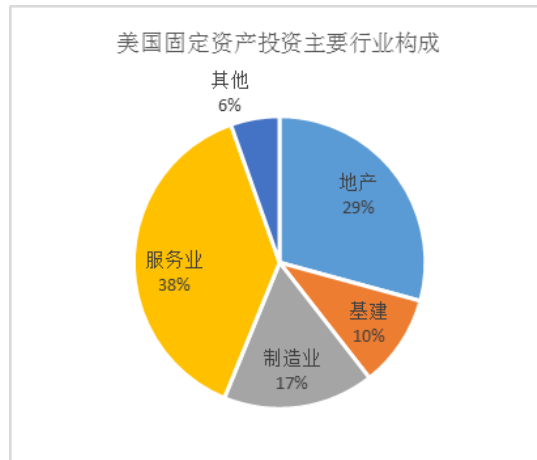


图 2、美国固定资产投资行业构成



资料来源：WIND，南华研究

先从固定资产投资的行业构成来看，第一个有意思的地方是，中美两国在地产行业的投资占比区别没有很大，美国地产投资占比甚至要比中国高出 7 个百分点，换句话说，地产同样也是美国经济的支撑之一。

中美两国行业投资构成的主要不同在于，基建、制造业和服务业这三者的占比，美国服务业投资占比高达 38%，制造业和基建的投资分别只有 17%和 10%。这说明美国的消费是以服务消费为主，投资同样也是以服务业投资为主，两者的结合非常紧密，而且服务业和制造业两者相加占比达到 55%，与美国消费占主导的经济结构相呼应，至少从宏观数据上看，消费到投资的传导没有大的问题。

中国的情况是，制造业投资占比最高，但也只有 31%，制造业和服务业投资加起来占比只有 45%，还不到 50%，而基建占比高达 27%，基建地产两者加起来差不多 50%。

所以中国的问题是，消费需求是商品和服务，但投资中基建占了很大一部分，消费增长无法拉动基建。除非是消费增加了，企业收入增加，于是财政收入增加，于是财政可以用于基建的支出增加，但前提是与消费相关的行业在经济体当中占据绝对比重，这个前提也不存在。而且由于制造业里面有一些行业是和基建密切相关的，基建占比那么高，使得制造业投资也受到基建的影响，基建投资上行拉动制造业投资，基建下滑也会拖制造业的后腿，这使得消费和投资的联系更加疏远。

所以投资和消费结构不平衡的深层次表现就在这里，这个更能透视中国经济的结构性问题。以前投资占比高，消费占比低，我们说投资消费不平衡，现在消费占比超过 60%了，但依然不平衡，就表现在消费结构和投资结构是不匹配的，消费投资两张皮，消费拉不动投资，那自然无法实现增加产出、就业和工资的正向循环，经济体两大部分处于一个被割裂的状态。

关于国资结构的另一个有意思的数据是，固定资产投资按照建安工程、设备购买和知识产权三大类划分的话，美国的建设和设备购买是基本是对半开，分别

为 40%和 35%，还有 25%是知识产权支出，占比也非常高。而中国的情况是，70%是建安工程，剩下 18%是设备购买，12%是其他费用，但是统计局对这个“其他费用”到底包括什么语焉不详，2016 年调整研发支出计入 GDP 之后，知识产权有没有计入固定资产投资里面的“其他费用”分项，不清楚，但总而言之占比也是非常低，研发支出计入 GDP 的实际影响只有不到 0.1%。

图 3、中国固资投资按构成分

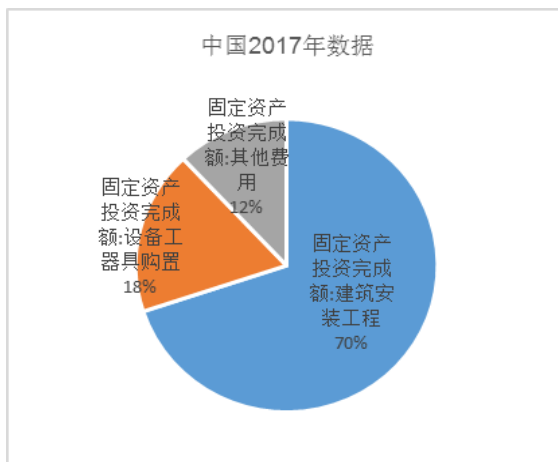
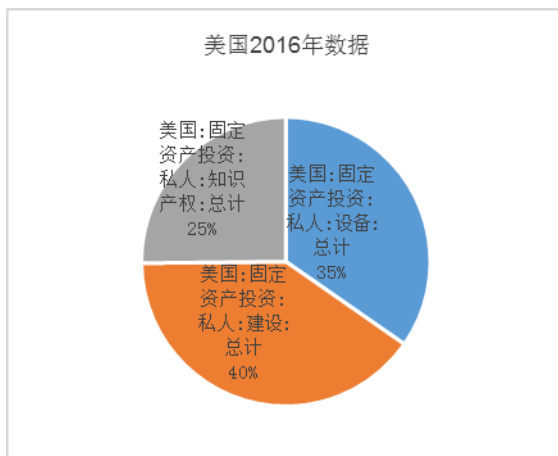


图 4、美国固资投资按构成分



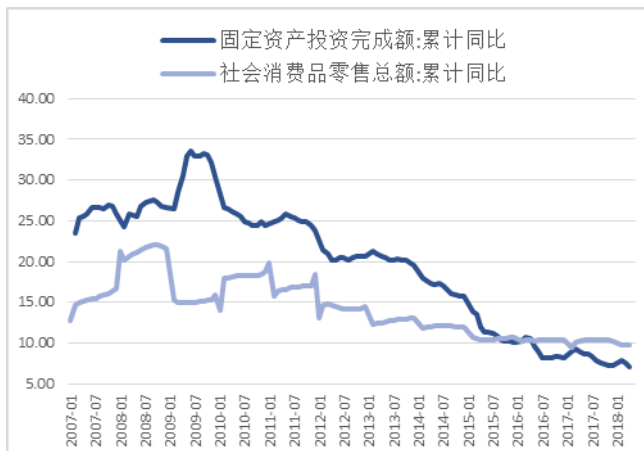
资料来源：WIND，南华研究

我们主要还是看看建安和设备购买这两块。设备购买容易理解，建安工程分建筑工程和安装工程两块，建筑工程指各种房屋、建筑物的建造工程，又称建筑工作量；安装工程指各种设备、装置的安装工程，又称安装工作量，不包括被安装设备本身价值。所以，建安工程和设备购买，比例是 70%和 18%，这个比例是严重失衡的，因为建安工作本身是不创造价值的，它只是提供了一个壳，提供了一个生产的场所，而真正创造价值是设备和知识产权。从这个角度也可以理解，我们的投资活动本身所创造的价值是偏低的。

所以，虽然我们正处于一个投资驱动向消费驱动转换的时期，消费占比

已经有绝对优势，但实际上经济增长的驱动还没有实现彻底的转变。

图 5、投资和消费增长走势对比

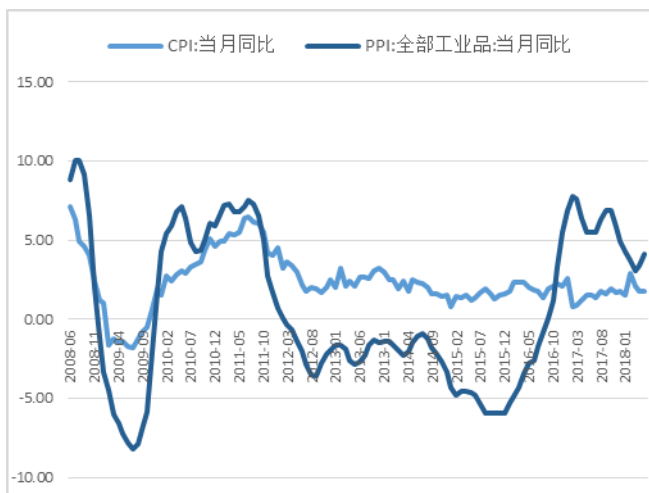


资料来源：WIND，南华研究

这一点从信贷收缩对投资增长的影响也可见一斑，为什么市场还是会那么关注信贷的问题，消费的支撑作用体现在哪里呢？什么是支撑作用，消费增长能撑住投资的下滑才叫支撑作用，但问题是，投资主要构成还是地产基建，信用一收缩，基建地产就出现大幅下滑，投资增速还是要继续往下，所以消费支撑不了。

目前央行主动调整货币供给速度，6.5%的 GDP 增长不需要那么高的融资增速，其实就是要调整投资结构，使其与消费相匹配，要把重复和无效的那些投资挤掉。

图6、PPI和CPI走势对比



资料来源：WIND，南华研究

作为投资结构调整的一个结果，PPI 和 CPI 的关系也已发生了深刻的变化，以前投资占主导的年代，PPI 对 CPI 有很强的影响力，但当投资消费发生结构转换时，PPI 对 CPI 的影响明显减弱。在 PPI 上行期，工业企业由于销售收入增加

而利润好转，但是投资并不能够上升以扩大收入和利润，因为产能受到行政力量的制约，所以利润上涨没有空间，同时也无法拉动投资。这点从工业增加值来看也比较明显，现在产能利用率还是比较低，除非工业增加值上去，投资才有望上升。所以为什么 PPI 无法传导至 CPI，因为 PPI 虽然上涨了，但是企业没有产出增加和资本支出行为，就无法拉动就业和收入增长，就无法拉动消费的增长，消费品的价格就涨不了。

循着以上分析的思路，我们再以一种宏观的结构性视角来看 A 股，就比较清楚。虽然中美两国现在消费占的比例不算差得很多，但是美股按照 WIND 的分类，消费、信息技术和医疗这三大板块的市值占比达到 54%，而基建地产金融这些周期性行业占比只有 37% 左右。A 股刚好倒过来，金融地产基建市值占比达到 48%，尤其是金融占比高达 23%，而消费、信息和医疗板块占比只有 37%。所以，整个 A 股的结构也是失衡的，A 股的市值分布并没有反映我们消费占主导的经济现实，还是以周期性行业为主导，尽管某些行业当下的盈利还可以，但其未来是不被看好的，所以投资者不买账，大盘指数也反映了这个问题，在当前去杠杆和经济转型的大背景下，如果股市结构没有出现大的调整，大盘指数是很难有好的表现的。从这个角度来讲，证监会大量推动高科技企业上市，对股市的长期发展是利好的。

表、A 股和美股行业市值分布对比

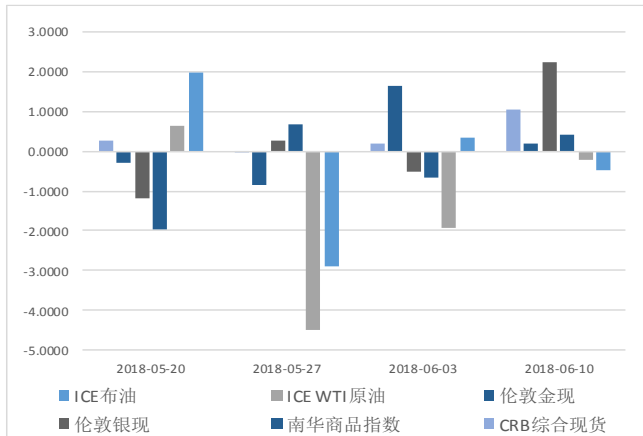
行业	A 股	美股
材料	9.93%	4.06%
电信服务	0.33%	3.47%
房地产	3.88%	2.41%
工业	15.88%	8.14%
公用事业	2.92%	2.00%
金融	23.44%	16.17%
可选消费	11.61%	13.76%
能源	5.94%	9.19%
日常消费	7.16%	7.04%
信息技术	11.44%	23.07%
医疗保健	7.46%	10.69%

资料来源：WIND，南华研究

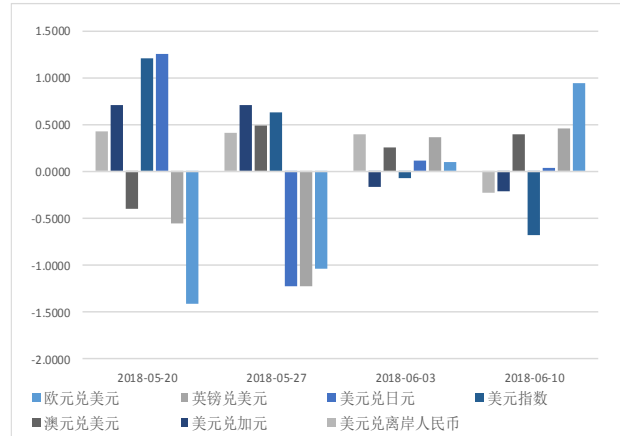
【本周全球大类资产表现】

2018年6月10日

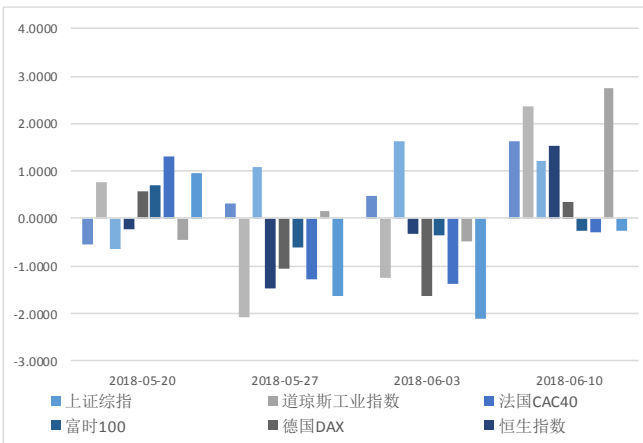
主要大宗商品涨跌幅



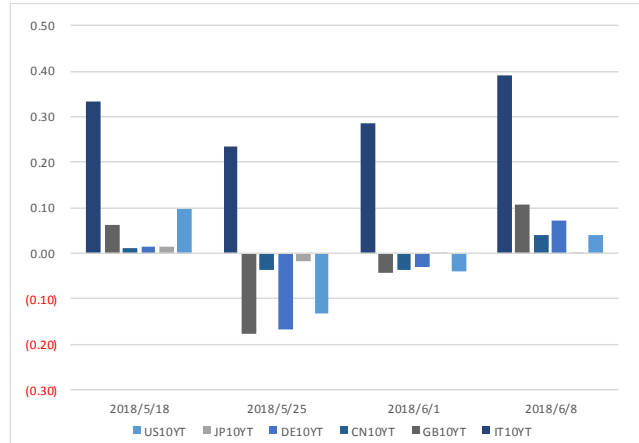
全球主要货币对涨跌幅



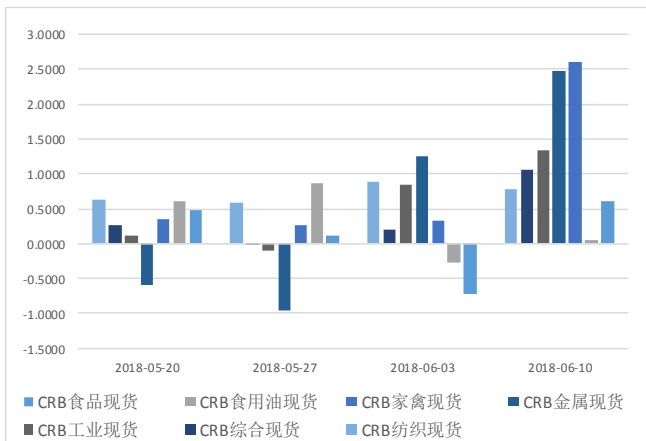
全球股指涨跌幅



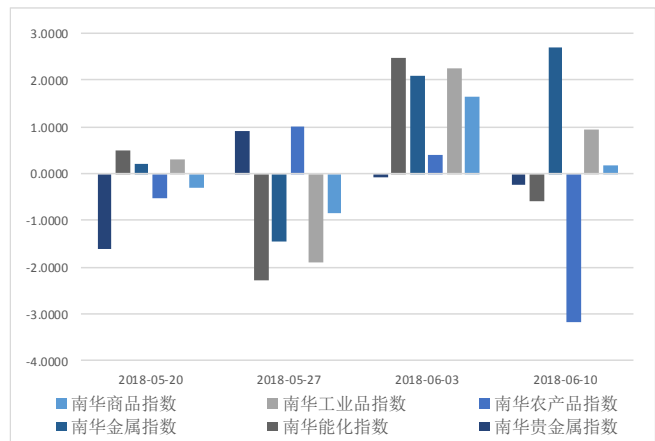
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话：025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net