

研究报告

2015 年第 42 期

2015.03.31

城市金融研究所所长：

周月秋

国内宏观经济研究团队：

樊志刚、赵幼力、

王小娥、杨荇、李露

执笔：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

从投资回报率看当前中国经济走势

要点

- 中国经济处于近年来较低的水平，并且 2015 年开年以来仍在进一步下滑中。2009 年以来资本回报率的下降是中国经济困境的内在动因，各项成本上升对盈利形成挤压，而创新能力不足以对冲，这是资本回报率下降的原因。
- 未来几年拉动经济增长还是得靠投资，在整个投资的链条中，投资回报率是关键。解决了投资回报的问题，才能将投资的潜力有效地转化为投资的动力。
- 是否有助于改善投资回报率是区别一项政策是“稳增长”还是“促改革”的关键所在。中国经济必须从“要素投入型”向“创新驱动型”转变。这个过程一定是缓慢的，所以在投资回报率有明显改善之前，中国经济难有大的起色。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

从投资回报率看当前中国经济走势

我们在观察中国经济走势时，通常看 GDP，三驾马车（投资、消费、出口），克强指数（发电量、铁路货运量、商业银行的中长期贷款）等指标。然而，这些指标之间的走势并不吻合，指标自身同比和环比的走势也并不一致，所以在观察中国经济的时候会遇到一定的困难，不知应该以那些数为准。本报告旨在寻找一个指标，能够反映中国经济的真实情况，并且不易被外界的刺激所干扰。正是在这样的考虑下，投资回报率的参考价值突显，可以以此为切入点观察经济走势。

一、2015 年前两个月中国经济显露颓势

理论上，GDP 有三种核算方法，生产法，统计中工业增加值、发电量等指标都是从生产法的角度反映经济的景气情况。由于难以区分哪些商品是最终商品，核算每件商品在某个年度的增值难度也比较大，所以 GDP 就通常用支出法（投资、消费和净出口之和）或是收入法（土地、资金、人力等各项生产成本再加上利润之和）来核算。

从生产法的角度看，2015 年 1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，比 2014 年 12 月份回落 1.1 个百分点，创出近六年来的新低。钢材日均产量同比增速 2.1%，较去年同期下降 2.8 个百分点；发电量日均产量同比增速 1.9%，较去年同期下降 3.6 个百分点。

从支出法的角度看，2015 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 47993 亿元，同比名义增长 10.7%，创出近 11 年的新低。考虑到 1-2 月是春节前后，消费增长乏力更反映出经济的疲弱。1-2 月份，全国固定资产投资 34477 亿元，同比名义增长 13.9%。比上年同期回落 4 个百分点，创出近 15 年来的新低。投资到位资金同比增长 6.7%，主要靠国家预算资金拉动，国家预算资金增长 14.0%，国内贷款增长 0.2%，利用外资下降 25.1%。2015 年前 2 个月，进出口总值 3.79 万亿元人民币，比去年同期下降 2%。其中，出口 2.26 万亿元，增长 15.3%；进口



1.53 万亿元，下降 19.9%；贸易顺差 7374 亿元，扩大 11.6 倍，可以看出，进口萎缩是顺差增长的主要原因。

从收入法的角度看，2014 年全国规模以上工业企业实现利润总额 64715.3 亿元，比上年增长 3.3%，增速较上年同期下降 8.9 个百分点，实现主营业务收入增速 7%，较上年同期下降 4.2 个百分点。2014 年 12 月份，规模以上工业企业实现利润总额 8507.3 亿元，同比下降 8%，降幅比 11 月份扩大 3.8 个百分点。

无论从生产法、支出法还是收入法哪个方面的指标来看，中国经济都处于近年来较低的水平，并且 2015 年开年以来仍在进一步下滑中。这是 2 月份，央行下调存款准备金率和基准利率各一次的依据所在。

二、用投资回报率解释当前中国经济的下滑

GDP 的增长用通俗的话说就是把蛋糕做大的过程。那么把蛋糕做大的动力是什么，是想吃蛋糕吗？还是在做蛋糕的过程中有利可图？如果想吃蛋糕就能把蛋糕做出来那现在世界上经济增速最快的国家是朝鲜这样的穷国。但是在做蛋糕的过程中有利可图，意味着不仅能作蛋糕，还能把蛋糕做好。所以在 GDP 的收入法核算中，利润是整个经济的润滑剂和推动力，只要能够有利润可赚，企业家就有组织土地、资本和劳动力的动力，蛋糕就会越做越大。而目前中国经济遇到的问题就是钱越来越不好赚了。

我们可以用全社会的资本回报率来衡量整个社会的赚钱能力。目前探讨某个企业或是行业的投资回报率较多，但估计中国总资本回报率的文章很少，比较权威的是清华大学经管学院白重恩教授的研究。从表1中，我们可以发现资本回报率在2008年出现骤降，在2011短暂反弹之后，2013年已经跌到历史最低值。

表1 中国历年资本回报率¹

单位：%	税后资本回报率（不考虑存货）	税后资本回报率（考虑存货）
1985	12.8	7.06
1986	16.1	8.95
1987	16.3	9.3
1988	16.63	9.79
1989	14.84	8.89
1990	13	7.67
1991	15.57	9.09
1992	17.37	7.33
1993	19.3	6.56
1994	16.98	14.74
1995	16.82	13.96
1996	14.72	9.3
1997	15.56	9.93
1998	14.31	9.31
1999	13.96	9.32
2000	12.84	8.79
2001	11.18	7.84
2002	12.19	8.7
2003	14.32	10.45
2004	14.04	10.51
2005	10.19	7.78
2006	10.41	8.06
2007	11.04	8.65
2008	14.99	11.85
2009	5.85	4.7
2010	8.17	6.65
2011	10.07	8.28
2012	6.54	5.44
2013	4.96	4.17

¹每额外购买单位资本用于生产时的名义回报率



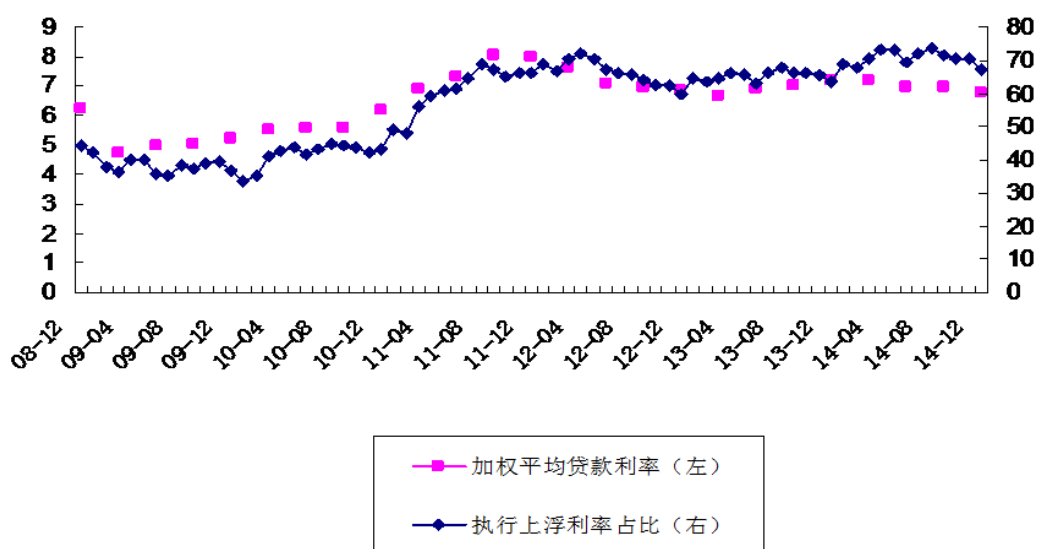
资本回报率下降的主要原因来自于各项要素成本的上升。首先，农民工的收入 2008 年至今翻了一番多（见表 2）。民营经济是中国经济主要的驱动力，所以农民工收入的上升对中国经济竞争力的冲击是巨大的。第二，资金的成本。从商业银行贷款利率的情况看，贷款利率上行并不明显。但贷款利率上浮的比例一直居高不下，说明官方的利率低于市场的真实利率，利率有上行的压力（见图 1）。而且大量的中小企业无法通过商业银行贷款这么正规的途径融资，去年原央行副行长刘士余在清华五道口的全球金融论坛中一次发言中形象地描述了这种实体经济资金成本高的现象。他说：“公众拿钱到一家银行购买 8% 的理财产品，这家银行再加三个点，11% 走通道，通道的特权机构再加三个点，就进入实体，14% 左右，这还算不错的成本。”也就是说商业银行体系外的融资成本是高于 10% 的。第三，随着公众健康意识、环保意识的逐渐增强，企业的环保成本越来越高，对企业的盈利能力形成挤压。土地的成本这里不讨论。政府批给企业的用地和批给开发商的用地是不一样的，政府为了招商引资给企业土地价格比较随意，只要后期有税收，可以做到无偿划拨。

表 2 2008 年以来农民工收入变动情况表

农民工月平均收入（元）	
2008-12	1,340
2009-3	1,403
2009-6	1,404
2009-9	1,444
2009-12	1,417
2010-9	1,659
2010-12	1,690
2011-3	1,864
2011-6	1,915
2011-9	1,991
2011-12	2,049
2012-3	2,173
2012-6	2,200

2012-9	2, 249
2012-12	2, 290
2013-3	2, 436
2013-6	2, 477
2013-9	2, 542
2013-12	2, 609
2014-3	2, 681
2014-6	2, 733
2014-9	2, 797
2014-12	2, 864

图 1 2008 年以来加权平均贷款利率和执行上浮利率占比走势图



在受到要素成本挤压下，中国企业必须增强创新能力，提高销售端价格。在去年中央经济工作会议上，中央有个新提法“模仿型排浪式消费”，说得是过去我国人民生活水平低，先进的商品先出现在大城市，然后逐渐普及到小城市和农村。所以只要企业能低价把商品生产出来，是不愁销路的。但现在中央判断，模仿型排浪式消费阶段基本结束，未来个性化、多样化消费渐成主流，通过创新供给激活需求的重要性显著上升。然而，创新能力一直都不是中国经济的强项。

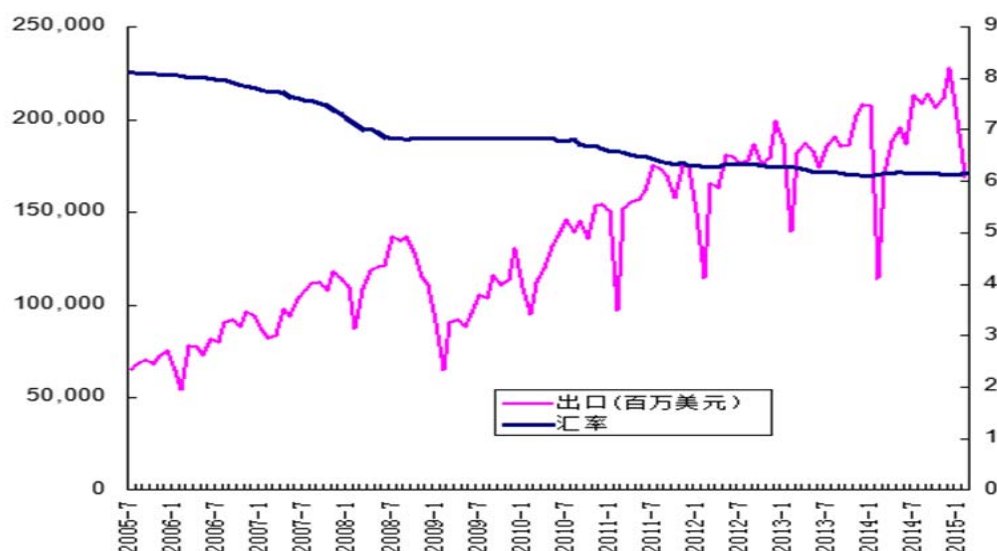


各项成本上升对盈利形成挤压，而创新能力不足以对冲，这是资本回报率下降的主要原因。所以 2009 年以来资本回报率的下降是当前中国经济困境的内在动因，也出现了企业家纷纷脱离实体经济的现象。国际经验表明，投资回报率的大幅下降往往意味着经济潜在增长速度的下降、债务堆积的风险加剧、该经济体对外资吸引力的下降以及该国货币汇率的下行压力。这些在今天的中国都出现了端倪。

三、政策应如何应对投资回报率下降引起的经济下滑

首先，出口主要取决于国际经济环境，很难被国内政策有效驱动。如图 2，2005 年以来，伴随着人民币升值的是出口的大幅上涨。近年来，升值速度逐渐放缓，甚至 2014 年全年人民币贬值 2.5%，但出口的增速却只有 4.9%。这说明汇率并不是促进出口的决定性因素，全球经济环境才是关键，汇率对贸易的负面影响不足以抵消全球环境对贸易的正面影响。就像夏天，即便提高冰棒的价格，但冰棒的销量一样会上涨。而 2005 年-2008 年，中国的出口就处于全球经济环境的夏天中。这张图对政策的启示是，出口主要取决于国外的经济形势和国外居民的消费意愿，具有很强的被动性。通过汇率贬值、增加出口退税等方法降低商品的售价，对贸易影响是比较有限的。

图 2 2005 年汇改以来人民币汇率和出口走势图



其次，消费做为经济增长水到渠成的结果，很难人为被驱动。国家这几年在扩大消费上是下了大力气的。农村实施了新农合，看病可以报销，农民养老也开始慢慢在解决，废除农业税在很大程度上也是为了消费。但尽管如此，严峻的统计数据告诉我们，提高消费率很难。从表 3 的情况看，消费对 GDP 的贡献非常稳定，2014 年和 2001 年的贡献度基本持平。与之相比，投资和净出口贡献度的变化却很大，在最困难的 2009 年，投资对 GDP 的贡献率将近 90%，对冲了净出口的不利影响，成为支撑经济的中流砥柱。除去政府消费和企业消费，我国居民消费占 GDP 的比例，则由 2000 年的 46.4%，一路下滑到 2010 年的 33.8%，2012 年的 34%，2013 年的 34%-35%。

表 3 三驾马车对 GDP 的贡献度

	最终消费贡献率 (%)	资本形成贡献率 (%)	净出口 (%)	合计
2001	50.24	49.86	-0.10	100.00
2002	43.91	48.51	7.57	100.00
2003	35.85	63.30	0.95	100.10
2004	39.05	53.98	6.98	100.00
2005	39.00	38.78	22.22	100.00
2006	40.33	43.61	16.06	100.00
2007	39.55	42.41	18.03	100.00
2008	44.21	46.98	8.82	100.00
2009	49.80	87.58	-37.38	100.00
2010	43.14	52.91	4.05	100.10
2011	56.52	47.70	-4.22	100.00
2012	55.08	47.04	-2.11	100.00
2013	49.99	54.38	-4.37	100.00
2014	51.20	48.50	0.30	100.00

消费的增长源于收入的持续增长，收入的持续增长本身就是经济增长的结果。换句话说，很有可能消费主要是经济增长的结果，指望消费拉动经济增长，就像希望拉着自己的头发把自己给拽起来一样难以成行。固然，政府通过完善



社会保障，可以降低居民消费的后顾之忧，促进长期的经济增长。但问题是，如果没有一定的经济增速，政府没有税收的增长，增加社会保障也将成为无米之炊。通过举债来增加社会福利，迎合选民的诉求，最终的结果就是导致欧债危机的爆发。所以三驾马车中，消费也很难拉动经济的增长，反而被经济增长所驱动。

第三，投资仍将成为拉动经济增长的主要抓手。首先，投资的热点非常明确。在国民温饱已经基本解决，排浪式消费基本结束的情况下，下一步消费的热点在哪并不清楚。但是我们清楚地知道投资的重点在哪。发改委在去年年中时就推出了七大工程包和六大消费工程，外界估算涉及到的资金超过7万亿。在两会答记者问的时候，发改委主任详细介绍了投资的重点，包括信息、油气管网、中西部铁路、重大水利工程、环保领域、清洁能源、棚户区的改造等。这些工程包加上6大消费工程，养老家政健康、旅游休闲、教育文化体育等，都是我们投资的重点领域。

其次，投资具有自我驱动的功能，这是出口和消费都不具有的。投资回报率是投资自我驱动的关键，如果能够提供较高的投资回报率，投资可以越做越大，从而达到刺激经济增长的目的。两会上有记者问徐绍史主任，“7万亿”是不是意味着新一轮的强刺激的开始？徐主任的答复是：本轮投资要解决的是投资的效率，就是我们说的投资回报率，要做到精准有效的投资。包括：一是政府要用好自有资金，也就是财政资金。发改委掌握的中央预算内投资4776亿，在整个全社会固定资产投资中只占1%都不到，所以要用好这个投资。二要撬动社会和民间投资。政府把一些现金流比较充裕又有稳定回报预期的好项目拿出来，让社会资本、让民间资本来做，政府还要进一步深化投融资体制改革，与社会上的各种投资基金和投资公司加强合作，共同扩大投资的规模，就是大家通常称作PPP的方式来推动合作。三要简政放权，激发创业热情和投资热情。总理在在两会上提到本届政府两年内下大力气完成了当初提出的五年内砍掉三分之一行政审批事项的目标，其中有的是取消，有的是下放。推进商事制度改革后，每天就有上万家企业登记，比上年增加了50%。总理说，高手在民间，国

家的繁荣在于人民创造力的发挥，经济的活力也来自就业、创业和消费的多样性。

综合以上监管层领导的讲话和我们的分析，本报告的主要观点包括：一是，**未来几年拉动经济增长还得靠投资**。去年中央经济工作会议的提法是“消费是起基础作用，投资是起关键作用”。消费基础难以一时改变，投资做为关键则大有可为。二是，**在整个投资的链条中，投资回报率是关键**。解决了投资回报的问题，才能将投资的潜力有效地转化为投资的动力。现在很多人谈投资色变，一说到投资就觉得回到老路上了。然而，是否有助于改善投资回报率是区别一项政策是“稳增长”还是“促改革”的关键所在。2009年的投资，是为了投资而投资，就像人生病了，先把体温降下来。而本轮投资和4万亿到底有没有区别，要看本轮投资能不能充分地考虑投资的效率，有效地提高投资回报率。三是，**投资回报率的概念非常重要，关系到中国经济的方方面面**。比如说一带一路的想法很好，但能否成功取决于能不能给企业创造出投资回报；再比如说现在地方政府的债务问题根本原因就是前几年一哄而上的投资项目产生的回报率不足以支撑资金成本。四是，**提高投资回报率政府应该主要从供给端发力**。从成本端看，要素价格的上涨如人力成本、环保成本的上升是大势所趋，政府正在全力降低资金成本，解决融资难、融资贵的问题。从供给端看，政府应通过简政放权为民间的创新扫除障碍，通过进一步减税降费，让企业轻装前进，政府应更多提供租金低廉的创业空间，通过引导资金来吸引更多的种子基金，推动经济发展模式从“要素驱动型”向“创新驱动型”转变。改善投资回报率的过程是缓慢的，所以在投资回报率有明显改善之前，中国经济难有显著的改观。