

当前我国经济的核心问题：资本回报率持续下行

一、长期视角下的增长下行：资本回报率低迷导致资本开支意愿疲弱

- 2010年之后经济增长没有出现回升。2010年以来，我国经济增长整体处于下降趋势，似乎陷入了所谓“长期停滞”的局面，这与此前经济周期性的波动形成了很鲜明的对比。
- 根本原因在于企业资本回报率的趋势性下行。上市非金融企业 ROE 中位数从 2010 年的 12.2% 下降到去年前三季度的 5.7%。资本回报率的持续低迷，制约了企业资本开支意愿的扩张，拖累经济增长。

二、中国资本回报率长期低迷的六大原因分析

- 当前我国企业税负明显偏高，无论从全球范围看，还是从实际征收力度看，企业税负在过去几年不降反升，对企业资本回报率形成负面影响；
- 人口红利的消退制约了工资成本的下降；
- 受产能过剩、经济结构调整和环境保护等多方面因素制约，产能利用率难以有效提升；
- 企业资本回报率难以有效提升还受到资金成本居高不下的制约；
- 地价以及房价的不断上涨，推升商业用房成本，挤占企业的利润空间，影响企业投资回报率的提高；
- 我国正处在模仿创新向自主创新转变时期，近年来全要素生产率有所回升，但该变量属于慢变量，对经济影响持续时间长、但见效慢。

三、资本回报率提升的核心：依靠改革和创新提高全要素生产率

- 未来我国进入新时代改革开放阶段，资本、劳动力对经济拉动作用进一步减弱，需要找到类似哥伦布的鸡蛋的方法，一方面打破传统思维定式，不再寻求货币、基建强刺激；另一方面寻找新的思维方式，深化改革开放，核心是依靠改革和创新提高全要素生产率，促进资本回报率的提升。

四、具体而言，如何走出资本回报率持续低迷状态？

- 中长期来看，只有通过制度变革和技术创新才能提高资本回报率，并合理把握当前短期经济刺激与中长期结构性改革的矛盾。具体来看：1) 适当降低宏观税负，进一步优化税收结构；2) 完善社会保障体系建设，促进人口结构优化和人口素质提高；3) 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，推动低效产能退出；4) 坚持体制和金融创新为自主创新提供制度环境和市场保障；5) 逐步构建房地产长效机制，降低土地和租金成本。
- 短期来看，我们预计 2019 年会有以下相关政策出台：1) 供给侧改革由企业层面的去产能转向政府层面的减税；2) 土地制度、国有企业和产业改革；3) 金融改革力度将加大，科创板的推出将成为促进新兴产业发展的新抓手；4) 进一步扩大对外开放，自贸区改革向自由港升级，推进区域协调发展；5) 随着 PPI 通缩来临，货币政策的重心从融资难转向融资贵，除了降低政策操作利率以外，预计下半年降低贷款基准利率的概率较大。
- 我们预计，当前资本回报率处于筑底的阶段，随着改革和政策的发力，资本回报率有望走出谷底，届时我国经济将从根本上摆脱低迷状态，资本市场有望迎来真正的春天。

风险提示：减税降费力度低于预期，影响企业盈利预期；自主创新发展缓慢制约经济增速的提升；劳动人口持续结构性短缺推升用工成本。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

内容目录

引言	3
一、长期视角下的增长下行：资本回报率低迷导致资本开支意愿疲弱	3
二、中国资本回报率长期低迷的六大原因分析	4
1. 资本回报率的影响因素	4
2. 从六大要素分析资本回报率长期低迷的原因	4
三、资本回报率提升的核心：依靠改革和创新提高全要素生产率	10
四、具体而言，如何走出资本回报率持续低迷状态？	11
1. 中长期来看：制度变革和技术创新是提高资本回报率的根本保证	11
2. 短期来看，我们预计 2019 年会有以下相关政策出台	13
3. 预计当前资本回报率处于筑底阶段，我国经济将逐步摆脱低迷状态	14

图表目录

图表 1：自 2010 年以来，中国的实际 GDP 增速基本处于震荡回落的格局（%）	3
图表 2：2010 年以来企业资本回报率长期低迷	4
图表 3：我国宏观税负较前两年有所下降，但是依然处于较高位置	6
图表 4：企业综合税率的国际比较来看，2018 年我国 64.9%，高于其他主要国家	6
图表 5：2010 年以来劳动人口占比开始回落，但工资增速保持稳定	7
图表 6：工业产能利用率进一步提升的空间有限	8
图表 7：2015 年以来环保开始加强	8
图表 8：2011 年以来准备金率逐步下调	8
图表 9：实际资金成本较高抑制企业投资意愿	8
图表 10：地价推升房价、租金成本（2008=100）	9
图表 11：房地产投资收益高于制造业	9
图表 12：全要素生产率对经济增长的拉动作用	10
图表 13：研发支出增速开始提高	10
图表 14：1978 年至今全要素生产率对经济增长的拉动	11
图表 15：走出资本回报率低迷状态的长期与短期政策措施	13

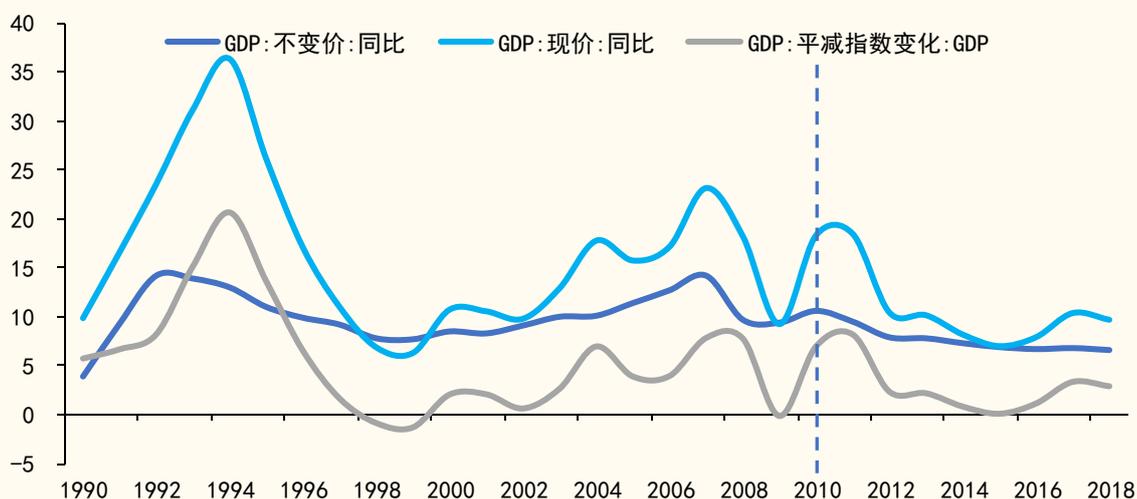
引言

2010 年以来，我国经济增长整体处于下降趋势，似乎陷入所谓“长期停滞”的局面，这与此前经济的周期性波动形成了鲜明对比。单纯从“人口红利结束”角度难以解释经济增长长期下行的原因。我们认为，经济增长整体处于下行趋势的根本原因在于企业资本回报率的趋势下行，资本回报率的下行制约了企业资本开支意愿的扩张。我们进一步分析了制约企业资本回报率提升的六个方面，并对走出资本回报率持续低迷状态短期、中长期政策着力点进行思考。

一、长期视角下的增长下行：资本回报率低迷导致资本开支意愿疲弱

2010 年之后经济增长没有出现回升，根本原因在于企业资本回报率的趋势性下行。2010 年以来，我国经济增长整体处于下降趋势，似乎陷入了所谓“长期停滞”的局面，这与此前经济周期性的波动形成了很鲜明的对比。单纯从人口红利结束角度难以解释经济增长长期下行的原因。我们还需要从微观主体入手，我国经济增长整体处于下行趋势的根本原因在于企业资本回报率的趋势性下行，并且资本回报率从长期低迷，制约了企业资本开支意愿的扩张。从数据来看，2010 年以来，企业资本回报率持续低迷，工业企业利润总额/所有者权益、非金融上市公司 ROE 来衡量资本回报率，2018 年三季度，两者分别较 2010 年下降 8.65、6.63 个百分点至 13.99%、5.56%。微观层面企业资本回报率的持续低迷，制约了企业资本开支的扩张，进而导致较高速增长已经难以维持。随着人口红利的消退、全要素生产率的下降¹以及资本回报率的回落²，我国经济的潜在增长率也在逐步下行。经济增长将由高速增长阶段向高质量发展阶段转变，只有通过制度变革和技术创新提高资本回报率，才是解决当前中国经济根本性问题的关键。

图表 1：自 2010 年以来，中国的实际 GDP 增速基本处于震荡回落的格局 (%)

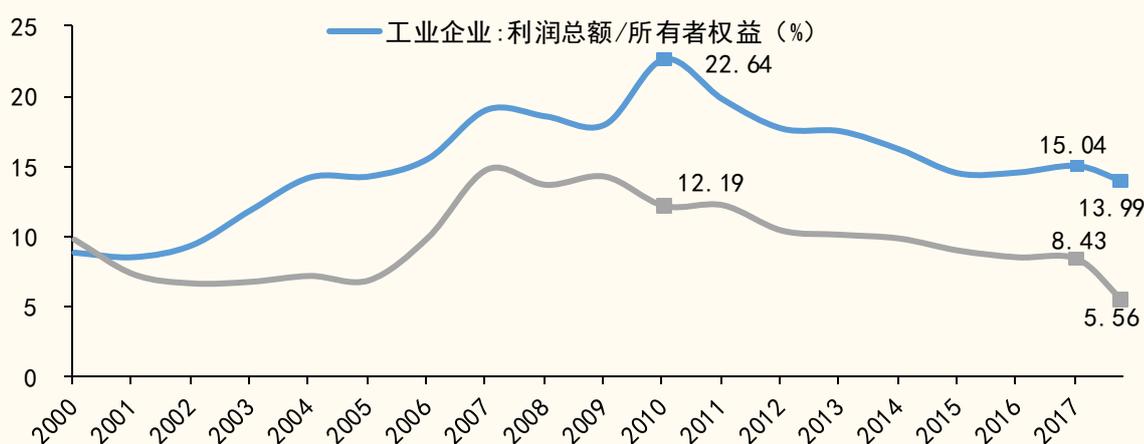


来源：Wind，国金证券研究所

¹ 白重恩，张琼. 中国经济减速的生产率解释[J]. 比较, 2014(4)

² 白重恩，张琼. 中国的资本回报率及其影响因素分析[J]. 世界经济, 2014(10)

图表 2：2010 年以来企业资本回报率长期低迷



来源：Wind，国金证券研究所

二、中国资本回报率长期低迷的六大原因分析

1. 资本回报率的影响因素

经济的快速增长以企业较好的盈利预期为前提，能稳定经济发展的经济体制是企业较好盈利预期的基础，也是经济持续增长的保障。企业资本回报率长期低迷，是由于原来支持企业盈利能力的一系列制度结构不能发挥作用。如果经济增长处于下行阶段，但这一时期企业资本回报率是上升的，说明现有制度结构能够驱动经济扩张；反之，如果经济增长下行，同时企业资本回报率也下降，说明现有的制度结构无法支持经济扩张，这时候就需要构建合理的经济体制，才能走出经济增长的下行阶段。

参考杨小勇、甘梅霞（2017）³，企业的资本回报率可以表示为：

$$r = \frac{R}{Y} * \frac{Y}{K_u} * \frac{K_u}{K_0} = syk$$

其中， r 为企业资本回报率， s 为企业增加值中利润的份额， y 为产出率，代表企业加工生产过程中的效率， k 为企业的产能利用率。具体来看，企业增加值中利润的份额 s 可以进一步表示为：

$$s = 1 - \frac{w/p}{qe} - \frac{f_c/p}{f_l e_l}$$

其中， w 为名义工资， p 为产品价格， q 为单位劳动投入产出率， e 为劳动投入的数量， $(w/p)/qe$ 代表企业购买生产资料过程中真实劳动成本； f_c 为上缴的政府财政收入， f_l 为政府的财政支出， e_l 为政府支出贡献弹性， $(f_c/p)/f_l e_l$ 为政府对企业增值过程的影响。

从上述公式中，我们可以提炼出影响整体资本回报率的要素一共有六个：企业税负、企业工资成本、产能利用率、企业资金成本、企业房租成本和生产效率（技术进步）。

2. 从六大要素分析资本回报率长期低迷的原因

通常情况下，市场经济本身存在内在调节机制，经济的萧条往往伴随着经济的出清，伴之以产能利用率的提高、劳动成本的降低、税收负担的减弱，进而企

³杨小勇,甘梅霞.中国当前经济增长率下行的异质性、原因及对策——基于积累的社会结构方法, [J]. 教学与研究, 2017(1)

业资本回报率也会随之回升。但当前我国经济存在多方面问题制约了企业资本回报率的回升。具体来看：第一，社会经济结构阻碍了经济的自然出清，过剩的产能不能有效退出，导致产能利用率难以得到有效提升，低效产能的存在还进一步限制了产出率的提高；第二，由于刚性就业的存在，劳动人口占比的下降导致在经济下行阶段，劳动成本可能出现不降反升的局面，使得企业用工成本难以下降；第三，企业税收负担过重，以及政府税收制度的不合理，使得税收难以很好发挥自动稳定器的作用，对企业增加值中利润部分造成挤占，抑制了企业盈利预期的提升，造成企业资本回报率长期低迷。二十世纪 30 年代大萧条时期的美国就是典型案例。在大萧条中，实际劳动成本不降反升，制约了企业资本回报率的提升，导致经济长期处于衰退状态。**资本回报率长期低迷，是由于原来支持企业盈利能力提升的一系列机制不能再继续发挥作用。具体包括以下六个方面：**

第一，当前我国企业税负明显偏高，无论从全球范围比较来看，还是从实际征收力度看，企业税负在过去几年不降反升，对企业资本回报率形成负面影响。从宏观税收负担来看，2018 年我国税收收入、一般公共预算收入与名义 GDP 比值分别为 17.37%、20.37%，虽较前两年有所下降，但是依然处于较高位置。根据世界银行统计，从企业综合税率的国际比较来看，2018 年我国企业综合税率 64.9%，高于其他主要国家，其中美国（43.8%）、德国（49.0%）、日本（46.7%）、印度（52.1%）。企业综合税率构成中，社保税率 45.4%，远超其他主要国家，反映了我国企业有较重的社保负担，在企业收入和利润一定的情况下，社保缴费水平居高不下必然会直接影响到其现金流状况，进而对其生产行为和投资决策产生影响⁴。有研究认为由于税收负担重，现阶段我国制造业面临留利过低的困境，部分制造业已经触及高税负“死亡税率”⁵。同时，税负在不同规模企业间分配不公，小微企业实际承担了较重税费负担⁶。从实际征收力度上来看，有研究认为过去由于财政转移支付的影响，抑制了地方政府税收努力，造成地方税务征管低效率，出现实际征收力度较弱，企业负担较轻的局面⁷。由于近年来财政面临巨大压力，促使税务部门提高了整体税收努力⁸。税收的另一个问题在于税收结构的不合理。我国税收主要包括流转税、所得税两大类，其中流转税包括消费税、增值税、关税，所得税则包括个人所得税、企业所得税，此外税收还包括城镇土地使用税等土地相关税收，以及印花税等其他税收。我国税收结构中流转税占比高，流转税属于间接税，具有累退性质，企业可以将缴税成本通过价格等方式转嫁给消费者，相应的提高了居民消费成本，弱化了税收的收入分配功能，使得税收并不能很好的起到经济调节作用。同时流转税占比大的情况下财政“自动稳定器”的功能也很难得到有效发挥。

⁴ 杨灿明. 减税降费：成效、问题与路径选择[J]. 财贸经济, 2017(9)

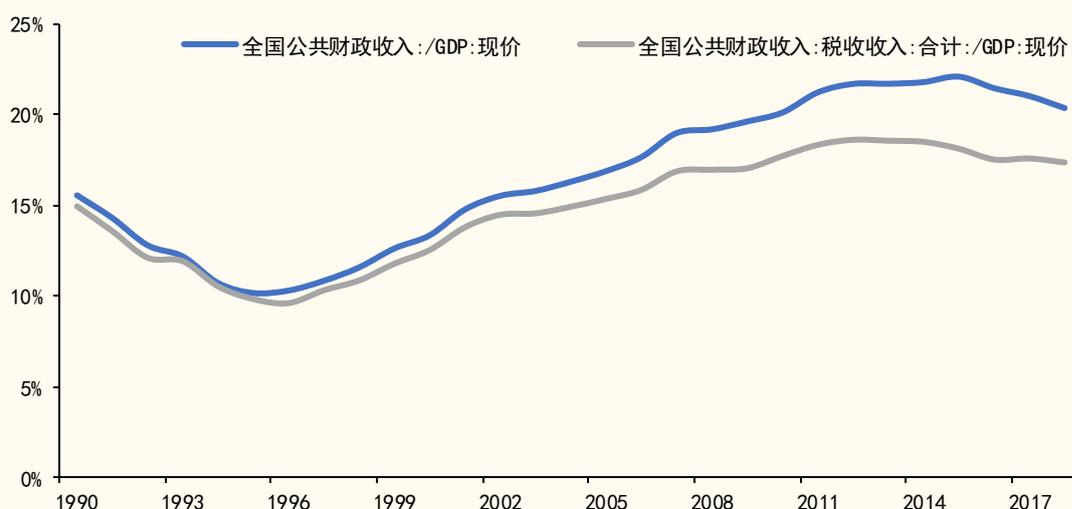
⁵ 王曙光, 孙慧玲, 朱子男. 中国制造业“死亡税率”的测算与因应策略[J]. 财经问题研究, 2019(01):92-98.

⁶ 陈彦斌, 陈惟. 中国宏观税负的测算及启示[J]. 财经问题研究, 2017(09):3-10.

⁷ 乔俊峰, 张春雷. 分税制改革提高了地方财政努力吗?——基于税收分成、转移支付和预算外收入三元视角[J]. 财经论丛, 2018(09):43-54.

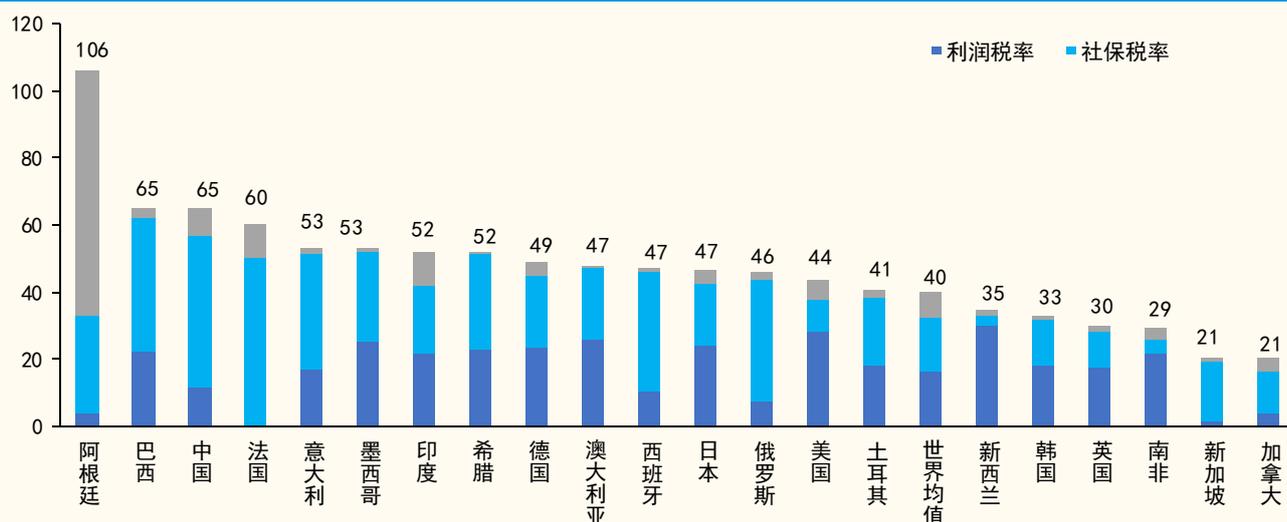
⁸ 申珍妮. 财政压力与地方政府税收努力——基于省级数据的经验研究[J]. 税务研究, 2018(10):108-114.

图表 3：我国宏观税负较前两年有所下降，但是依然处于较高位置



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：企业综合税率的国际比较来看，2018 年我国 64.9%，高于其他主要国家

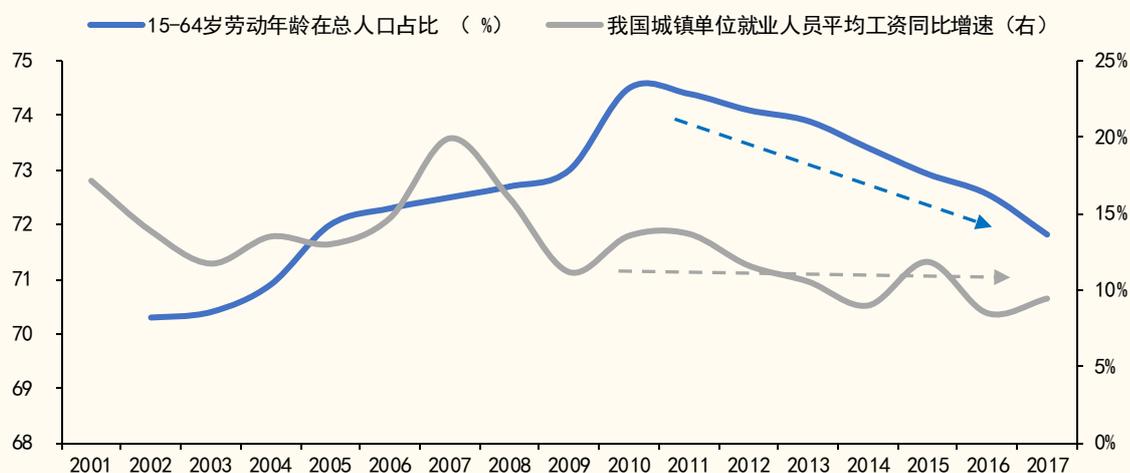


来源：世界银行，国金证券研究所

第二，人口红利的消退制约了工资成本的下降。由于我国劳动人口占比已经开始出现下降，企业依靠低薪资提高资本回报率收到限制。当前我国劳动人口结构的变化对经济快速增长造成不利影响。在过去依靠投资、出口拉动经济的模式下，劳动力的大量供给压低了企业用工成本，增加了相对输出的比较优势，有力推动了经济快速增长。当前我国劳动人口占比持续下降，人口抚养比则不断上升，劳动人口呈现短缺显现，进而推动企业用工成本快速上升。按照国际通行的 15-64 岁劳动年龄划分，2010 年起我国劳动年龄人口占比已经出现了拐点，人口抚养比也持续上升。劳动年龄人口占比由 2010 年峰值 74.5% 下降到 2017 年 71.82%，老年人口抚养比则由 2011 年 12.3% 上升到 2017 年 15.9%。从国际比较来看，我国劳动人口占比在世界主要经济体中依然处于相对比较高的水平，但与印度近几十年来劳动人口占比持续增长形成鲜明对比的是，我国劳动人口占比在经过三十年来持续高速增长后，2010 年已经开始了下滑。劳动人口占比下降的同时，工资成本则保持稳定增长。以 31 个省城镇单位就业人员

平均工资来看，2010年以来工资平均增速稳定在10%左右，企业实际劳动成本难以有效下降，进而限制了企业资本回报率的提升。

图表 5：2010 年以来劳动人口占比开始回落，但工资增速保持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

第三，受产能过剩、经济结构调整和环境保护等多方面因素制约，产能利用率难以有效提升。我国工业产能利用率已经接近78%的高位，进一步提升的空间受到产能过剩、经济结构调整和环境保护等多方面因素制约。2016年去产能政策推动下，工业企业产能利用得到了整体提升，由2016年一季度72.9%到2017年四季度78%，但产能利用率进一步提升受到多方面限制。一方面，我国当前产能过剩问题较为严重，这与政府在资源配置中的过度干预有关。第一，政府的过度干预扭曲了企业的投资和退出决策，导致企业受到非市场指令的不合理激励⁹；第二，产业政策在扶持弱小企业、促进产业升级方面起到了很重要的作用，但同时也一定程度上导致了部分产业产能过剩的存在，产业政策扭曲了企业的机会成本与投资预期，可能导致大量竞争者同时涌入这一产业导致产能过剩的出现；第三，政府干预市场配置资源的政策也可能会扭曲企业的退出决策，从而加剧产能过剩问题。部分行业高退出壁垒使得企业无法退出，只能继续在市场上进行低效竞争，产能过剩的问题也因国有企业难以退出市场而恶化。另一方面，环境保护力度的过度加大也将制约产能利用率的提升。2015年以来，环保力度开始加大，以上海为例，排污重点监测企业数量和排污费征收额均大幅上升。环保对产能利用率的提升存在非线性特征，有研究认为随着环境规制强度的不断增加，环境规制对产能利用率的影响由不显著变为显著，影响方向由促进变为抑制，因此只有适当的环境规制才有利于缓解产能过剩¹⁰。

⁹ 杨振. 激励扭曲视角下的产能过剩形成机制及其治理研究[J]. 经济学家, 2013(10)

¹⁰ 韩国高. 环境规制、技术创新与产能利用率——兼论“环保硬约束”如何有效治理产能过剩[J]. 当代经济科学, 2018(1):84-93.

图表 6：工业产能利用率进一步提升的空间有限



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2015 年以来环保开始加强



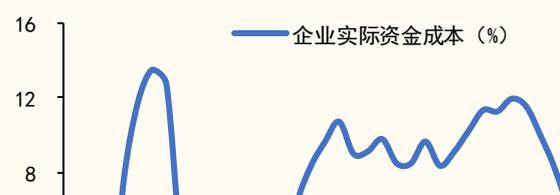
来源：Wind，国金证券研究所

第四，企业资本回报率难以有效提升还受到资金成本居高不下的制约。从企业的融资成本来看，自 2010 年以来，尽管货币政策出现多轮周期，大型金融机构准备金率呈现逐步下降趋势，从 21.5% 下降至 13.5%，但企业融资总体成本并未明显出现下降。具体来看，企业实际融资成本 2012-2015 年处于较高水平。2018 年随着 PPI 同比的走弱，非标融资持续走弱，叠加表内信用收缩，金融机构贷款加权平均利率上行，企业实际资金成本再次上升，对企业投资意愿产生抑制作用。按照官方表述¹¹，当前民营经济贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的 GDP，70% 以上的技术创新，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量。但在企业整体资金成本较高的情况下，中小、民营企业面临的问题则更加严重。在融资方面，大型企业享受了更多的利率优惠，而中小、民营企业利率水平则相对较高；同时，中小、民营企业在获取资金方面还需要承担更高的时间成本和相关费用，导致部分企业进而转向民间借贷，融资成本进一步加剧，对企业资本回报率的提升形成制约。

图表 8：2011 年以来准备金率逐步下调



图表 9：实际资金成本较高抑制企业投资意愿



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_14289

