

市场集中度如何影响资本回报率

宏观专题

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

在金融、能源、通信等存在管制的重资本领域，中国的市场集中度较高，而在一些非管制行业，中国的市场集中度低于美国等发达经济，这和产业发展阶段、经济体制等因素有关。

未来市场集中度可能出现以下趋势。第一，非银金融、银行等垄断特征明显的行业，市场放开，可能拉低市场集中度，但最终一些低效率企业将被淘汰，市场集中度再度回升。第二，医药生物、传媒、计算机等新兴行业将逐渐成长，拉升市场集中度。第三，家用电器、汽车、建筑材料、房地产、电子、机械设备、纺织服饰等传统行业继续出清，市场集中度持续上升。特别是在疫情的冲击下，一些新经济可能加快成长，一些传统经济可能加快出清，提升整体市场集中度。

市场集中度提升一般意味着加成定价能力增强，当然这个加成定价能力还要考虑需求弹性、市场进入门槛等因素。市场集中度上升还意味着，厂商对工人的薪资议价能力增强，进一步压制实际工资，拉低劳动收入份额，这同时会导致资本收入份额，也就是销售利润率的上升。

经济增速下滑并不意味着资本市场回报率也下滑。未来寻找高 ROE 的上市公司，可以从销售净利率、市场规模两方面着手。一方面，从新中选择企业。即使新经济发展初期市场集中度不高，但是新经济依靠资本增强型技术进步拉动，收本收入份额、销售净利率高，新经济还具有很强的成长性，业务规模会不断扩大。另一方面，从市场集中度高的传统行业中选择企业。即使整体行业生产增速下滑，但是市场集中度提升、市场份额较大的企业，具有较强的加成定价能力，对工人薪资的议价能力较强，资本回报率并不一定会随行业生产增速的下滑而下滑。此外，市场集中度还可能通过杠杆率、储蓄率、生产率等渠道影响资本回报率。

需要注意的是，我们也不能直接拿美国、日本、韩国等国的例子来直接预测中国资本市场情景。中国和这些国家有两点不同。首先，这些国家都过渡到了资本增强型技术进步拉动经济，而且都经济自由化程度较高，都经历了市场出清，最终实现了市场集中度提升，资本回报率上升。然而中国正在进行产业升级，新经济比重仍然较小，由于预算软约束的存在以及宏观调控政策的频繁使用，中国经济的自动出清能力较弱，未来市场集中度提升的过程可能比较缓慢。其次，中国是社会主义国家，未来可能更加注重公平，强调保护劳动的权益。劳动收入份额上升，意味着资本份额下降，在经济增速下行的时候，也就意味着资本回报率下降。

● 风险提示：市场集中度很难准确测算；理论与现实存在差距

相关报告

宏观专题：周期即趋势——宏观大势研判
2019-12-12

宏观专题：美国经济的几个“谜”——兼论新经济的影响

2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格
2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼评央行完善 LPR 形成机制

2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果

2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速——中国债券收益率影响因素的理论与经验分析

2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响

2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析

2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验
2019-02-11

目 录

1、 引言	3
2、 市场集中度事实	4
3、 市场集中度对物价的影响	7
4、 市场集中度对工资的影响	10
5、 市场集中度对资本回报率的影响	13
6、 市场集中度影响资本回报率的其他渠道	18
7、 结论	19
8、 参考文献	20

图表目录

图 1: 市场集中度如何影响资本回报率	3
图 2: 2018 年各行业 CR4 市场集中度	5
图 3: 供给侧结构性改革前后各行业 CR4 市场集中度变化	6
图 4: 在一些非管制行业, 美国市场集中度高于中国	7
图 5: 去产能导致供给曲线左移且变陡	8
图 6: 加成定价能力差异是上游产品价格波动性大于下游产品的重要原因 (%)	8
图 7: 规模效应导致供给曲线右移且变缓	9
图 8: 技术进步快的计算机等产品价格增速低 (%)	9
图 9: 技术进步快的家用电器等产品价格增速低 (%)	10
图 10: 市场集中度提升压低工资	10
图 11: 1990 年代以来美国劳动收入份额下降 (%)	11
图 12: 近几年中国劳动收入份额提升 (%)	11
图 13: 日本劳动收入份额下降	12
图 14: 劳动收入份额和基尼系数大致负相关	12
图 15: 1990 年代以来美国资本收入份额持续上升 (%)	13
图 16: 美国 SP500 上市公司盈利能力没有随着经济增速下滑	13
图 17: 次贷危机后 A 股上市公司 ROS 平稳、ROE 下滑	14
图 18: 近几年中国资本收入份额下降 (%)	15
图 19: A 股上市公司销售净利率与市场集中度弱正相关	15
图 20: A 股上市公司 ROE 与市场集中度弱正相关	16
图 21: A 股上市公司各行业市场集中度和销售净利率 (%)	16
图 22: A 股行业市场集中度与资产负债率正相关	18
图 23: 储蓄率和资本收入份额正相关 (%)	19
表 1: 2009-2018 年各行业 CR4 市场集中度	4
表 2: 中国贝恩市场结构	5
表 3: 整体上, 美国股票收益率没有随着经济增速下滑 (%)	14
表 4: 1970 年代后, 日本股票收益率高于经济增速 (%)	14
表 5: 1997 年后, 韩国股票收益率没有随着经济增速下滑 (%)	14
表 6: 2009-2018 年各行业市场集中度、销售净利率、净资产收益率均值	17

1、引言

次贷危机之后，中国经济一直处于漫长的出清阶段，此次疫情可能加快市场出清、新经济成长，提升市场集中度，这会通过多个渠道影响资本回报率。

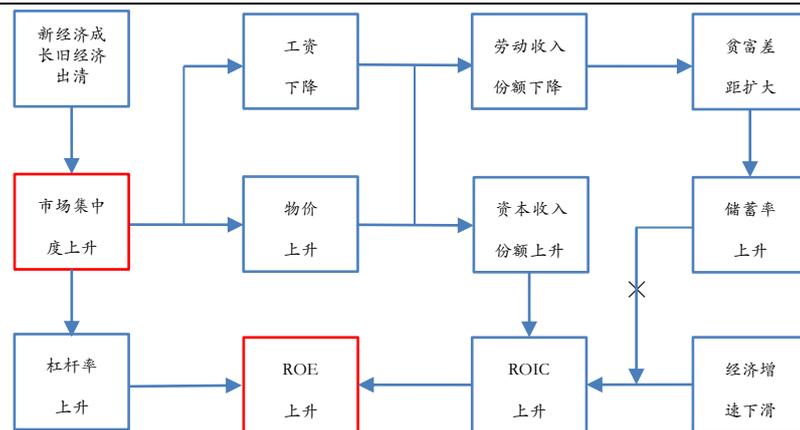
在前期报告《资本市场收益率是由什么决定的》中，我们从索罗模型推导出资本回报率 $r = \alpha Y/K = \alpha(n+g)/s$ 。其中， α 是资本收入份额（资本收入占产出的比重）， Y 是产出， K 是资本存量， s 是储蓄率， n 是劳动力增速， g 是技术进步增速。 $\alpha(n+g)$ 可以表示资本的需求， s 表示资本的供给。资本回报率 r 和劳动力增速、技术进步增速、资本收入份额成正比，和储蓄率成反比。

影响资本回报率的除了经济增速还是有资本收入份额等因素。这就像两个人分蛋糕，虽然蛋糕变小了，但是某个人划分蛋糕的份额提升情况下，该人获得的蛋糕并不一定变小，也就是经济增速下降情况下，如果资本收入份额提升，资本回报率并不一定下降。

微观上，净资产收益率 $ROE = \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ 。总资产周转率可以大概视为 Y/K ，销售净利率 ROS 也可以看作资本收入份额，投入资本回报率 $ROIC$ 和实体经济资本回报率 r 概念更接近，但资本市场更看重 ROE ，我们可以得到 $ROE = \alpha(n+g)/s \times \text{权益乘数}$ ，这是 ROE 宏观上的含义。 ROE 的分解，宏观上、微观上是统一的。

资本回报率不仅受经济增速影响，还受资本收入份额等因素影响。即使经济增速下滑，如果资本收入份额提升，资本市场收益率不一定下滑。市场集中度是影响资本收入份额，也就是利润率的重要因素。市场集中度通过影响物价、工资等渠道影响企业利润率，最终影响资本收益率。这个机制是复杂的，每一个渠道都不能一概而论。此外，市场集中度还可能通过杠杆率、储蓄率、生产率等渠道影响资本收益率。图 1 展示了市场集中度如何影响资本回报率。

图1： 市场集中度如何影响资本回报率



资料来源：新时代证券研究所

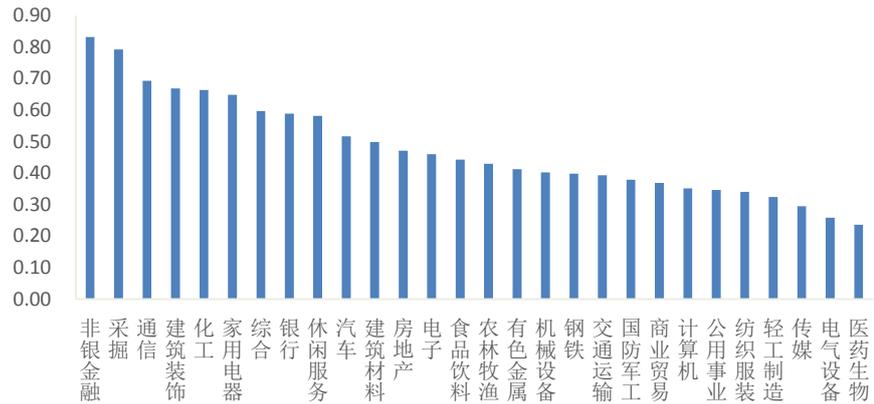
2、市场集中度事实

在分析市场集中度如何影响资本回报率之前，我们先了解一下各行业的市场集中度事实。市场集中度是指前几大企业所占的市场份额（可用营业收入、利润、资产等指标衡量），其影响因素很复杂，有产品生命周期、经济周期、市场规模、产业政策等。不同行业的市场集中度大小以及变化趋势可能都是不同的。我们用营业收入计算 CR4 来衡量市场集中度，CR4 是指该行业营业收入前 4 公司的营业收入之和占全行业营业收入的比重。首先强调一下，我们使用的是上市公司数据，这可能无法体现整个经济的市场集中度事实。

表1：2009-2018 年各行业 CR4 市场集中度

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
采掘	0.794	0.800	0.803	0.810	0.830	0.829	0.822	0.800	0.796	0.792
化工	0.792	0.804	0.801	0.805	0.786	0.773	0.702	0.668	0.650	0.663
钢铁	0.423	0.421	0.403	0.388	0.396	0.395	0.405	0.387	0.406	0.398
有色金属	0.419	0.452	0.446	0.468	0.472	0.463	0.454	0.449	0.425	0.412
建筑材料	0.378	0.413	0.436	0.440	0.442	0.432	0.421	0.427	0.439	0.499
建筑装饰	0.704	0.705	0.683	0.676	0.693	0.690	0.688	0.688	0.677	0.669
电气设备	0.426	0.388	0.366	0.366	0.360	0.340	0.328	0.285	0.239	0.259
机械设备	0.314	0.344	0.349	0.363	0.366	0.386	0.476	0.448	0.396	0.402
国防军工	0.549	0.527	0.576	0.565	0.512	0.548	0.509	0.409	0.363	0.379
汽车	0.383	0.453	0.473	0.499	0.509	0.513	0.488	0.496	0.507	0.517
家用电器	0.572	0.605	0.638	0.621	0.627	0.641	0.623	0.629	0.649	0.648
纺织服装	0.296	0.309	0.316	0.332	0.326	0.324	0.342	0.362	0.359	0.340
轻工制造	0.347	0.336	0.340	0.355	0.370	0.353	0.352	0.333	0.330	0.324
商业贸易	0.389	0.396	0.394	0.384	0.392	0.323	0.269	0.301	0.352	0.369
农林牧渔	0.309	0.313	0.494	0.484	0.468	0.481	0.481	0.477	0.432	0.429
食品饮料	0.427	0.429	0.399	0.393	0.418	0.438	0.430	0.429	0.431	0.442
休闲服务	0.542	0.527	0.535	0.552	0.566	0.587	0.575	0.540	0.531	0.581
医药生物	0.204	0.224	0.238	0.238	0.235	0.245	0.250	0.267	0.241	0.236
公用事业	0.408	0.425	0.444	0.414	0.409	0.378	0.367	0.327	0.333	0.347
交通运输	0.366	0.387	0.378	0.370	0.357	0.365	0.399	0.382	0.390	0.393
房地产	0.300	0.300	0.330	0.382	0.385	0.388	0.469	0.448	0.450	0.471
电子	0.386	0.363	0.340	0.374	0.396	0.368	0.360	0.312	0.488	0.459
计算机	0.413	0.570	0.519	0.501	0.455	0.437	0.400	0.374	0.314	0.351
传媒	0.188	0.189	0.189	0.196	0.192	0.183	0.221	0.246	0.263	0.295
通信	0.835	0.834	0.835	0.836	0.834	0.803	0.784	0.746	0.710	0.693
银行	0.718	0.699	0.680	0.661	0.648	0.633	0.605	0.587	0.596	0.589
非银金融	0.790	0.815	0.847	0.869	0.858	0.823	0.730	0.795	0.802	0.832
综合	0.405	0.398	0.399	0.434	0.492	0.396	0.446	0.518	0.536	0.597

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：CR4 由每年 A 股上市公司营业收入数据计算，样本口径统一，在 2009-2018 年任何一年没有营业收入数据的上市公司均剔除。

图2： 2018 年各行业 CR4 市场集中度

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：CR4 由上市公司营业收入数据计算

表2： 中国贝恩市场结构

市场结构	CR4 值	行业
极高寡占 I 型	$0.75 \leq CR4$	非银金融、采掘
高集中寡占 II 型	$0.65 \leq CR4 < 0.75$	通信、建筑装饰、化工
中（上）寡占 III 型	$0.50 \leq CR4 < 0.65$	家用电器、综合、银行、休闲服务、汽车
中（下）寡占 IV 型	$0.35 \leq CR4 < 0.50$	建筑材料、房地产、电子、食品饮料、农林牧渔、有色金属、机械设备、钢铁、交通运输、国防军工、商业贸易、计算机
低集中寡占 V 型	$0.30 \leq CR4 < 0.35$	公用事业、纺织服装、轻工制造
竞争型（原子型）	$CR4 < 0.30$	传媒、电气设备、医药生物

资料来源：新时代证券研究所

整体来看，中国市场集中度情况很复杂，并没有明显的规律性特征，比如趋势性上升、趋势性下降，这和中国社会主义市场经济体制、产业升级、没有明显的市场出清、宏观经济调控政策频繁使用等国情有关。不过，我们还是可以发现一些有价值的东西。

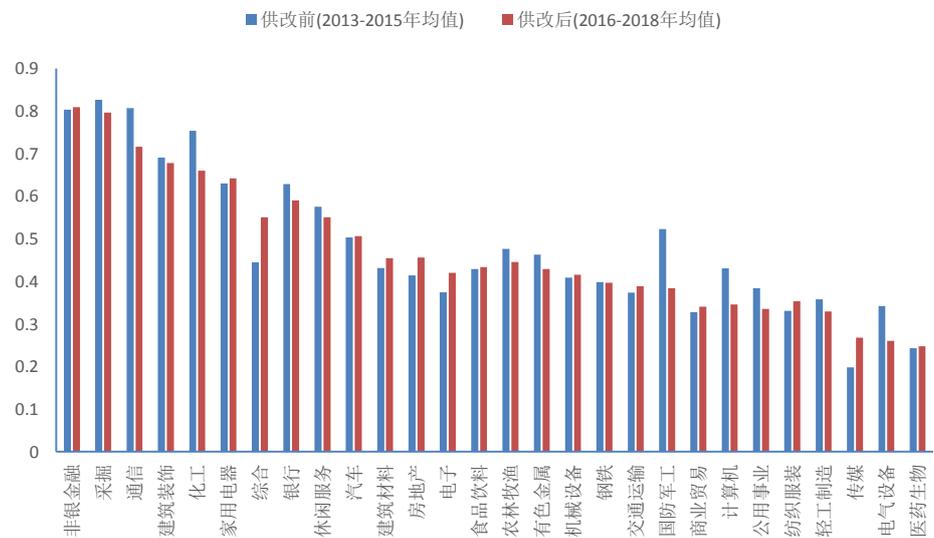
中国市场经济制度还在完善中，一些把控国民经济命脉的重要行业市场进入存在管制，同时，有些还是重资本行业，民营资本进入动力不足，需要国有资本支持，因此，这些行业就形成了国有企业为主的局面，市场集中度较高，比如非银金融、银行、采掘、通信、化工 CR4 均高于 0.6，按照贝恩市场结构划分，属于中（上）寡占 III 型及以上。

随着一些行业逐渐对民营资本、外资逐渐开放，以及民营资本自身日渐增强、抗风险能力上升，银行、通信、化工、国防军工、公用事业等行业市场集中度有所下滑。非银金融 2012 年市场集中度开始下滑，但是 2016 年之后金融去杠杆、信用风险增加，非银金融机构强者更强，市场集中度再次增加。

让人困惑的是供给侧结构性改革，并没有明显地提高采掘、化工、钢铁等行业

的市场集中度。原因可能是供给侧结构性改革虽然导致了一些中小企业、民营企业消失，但是上市公司国企较多、规模也往往比较大，反而因此受益，盈利改善，一些濒临破产的企业又得以延续，用上市公司数据测算的市场集中度并没有提高。

图3： 供给侧结构性改革前后各行业 CR4 市场集中度变化

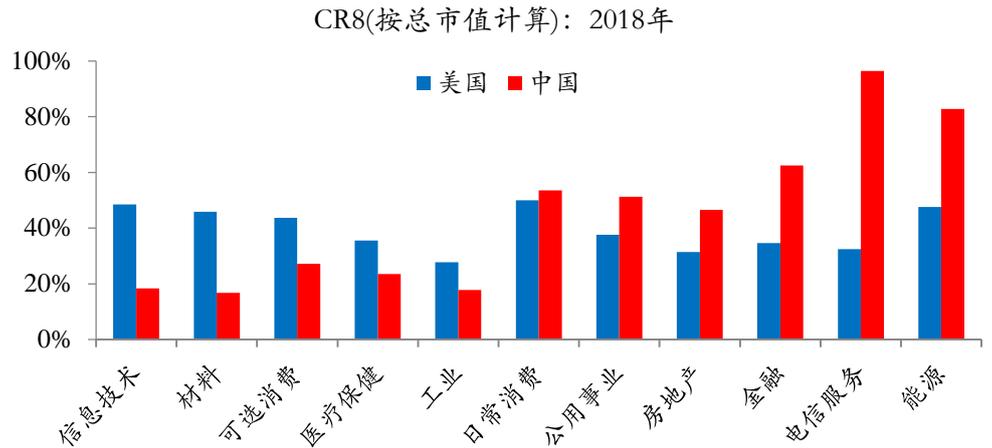


资料来源：Wind，新时代证券研究所

新兴行业往往是百花齐放，加上市场足够大，市场集中度较低，比如医药生物、电气设备、传媒等行业的 CR4 都低于 0.4。产品生命周期对数字经济市场集中度的影响，和传统经济又有所不同。由于数字经济扩张市场的边际成本很小，市场集中度可以快速提高。比如阿里巴巴、腾讯、百度、携程、美团等互联网企业的市场占有率可以迅速扩大，不过它们均没有在境内上市，否则按上市公司口径计算的新经济市场占有率要高一些。

随着市场逐渐成熟，资本回报率下降，一些低效率企业会被淘汰，高效率企业留下来，市场集中度逐渐提高，经济周期向下会加剧这个进程，比如家用电器、汽车、建筑材料、房地产、电子、机械设备、纺织服装等行业均处于这个过程。不过，轻工制造、纺织服装是中国根据自身比较优势首先发展起来的行业，历经了几轮经济周期，市场集中度还是相对较低。

在一些非管制行业，中国的市场集中度是低于美国等发达经济，这和产业发展阶段以及经济体制等因素有关。一方面，对医药生物、传媒等一些新经济行业来说，中国是后发国家，还没经历市场出清阶段。另一方面，对轻工制造、纺织服装等传统行业来说，中国贫富差距比较大，市场需求多元化也足够大，可以容下众多传统行业厂商，同时，中国频繁使用需求管理政策，缓解了市场出清进程。

图4： 在一些非管制行业，美国市场集中度高于中国

资料来源：Wind，新时代证券研究所

未来市场集中度可能出现以下趋势。第一，非银金融、银行等垄断特征明显的行业，市场放开，可能拉低市场集中度，但最终一些低效率企业将被淘汰，市场集中度再度回升。第二，医药生物、传媒、计算机等新兴行业将逐渐成长，拉升市场集中度。第三，家用电器、汽车、建筑材料、房地产、电子、机械设备、纺织服饰等传统行业继续出清，市场集中度持续上升。特别是在疫情的冲击下，一些新经济可能加快成长，一些传统经济可能加快出清，提升整体市场集中度。

3、 市场集中度对物价的影响

具有一定垄断能力的企业产品定价是根据边际成本(也有企业以平均成本为基准)，进行加成定价(mark up)。在供给-需求模型中，产量之外影响边际成本的因素，会导致供给曲线移动，比如技术进步、税收、去产能、自然灾害。而影响加成定价的因素则会改变供给曲线的斜率，比如市场结构变化。还有一些因素会同时影响供给曲线的移动和斜率，比如去产能。

可能很多人会认为，一个行业市场集中度提升，会带来消费者的选择项减少，企业之间争夺市场的竞争也弱化，同时，还更容易形成合谋，这样就意味着，企业的加成定价能力增强，进而导致价格上升。其实，现实中市场集中度对价格的影响很复杂。

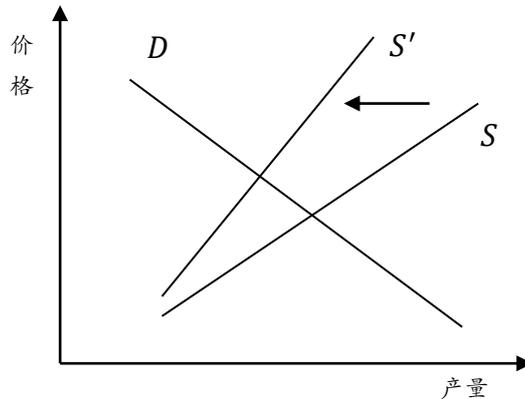
如果行业进入壁垒很高，即使本行业存在垄断利润，其他厂商也不那么容易进入，那么企业的加成定价能力增强。相反，如果行业进入壁垒较低，市场集中度提升并不一定意味着企业加成定价能力增强。

2016年以来的供给侧结构性改革，通过两个渠道影响价格。一方面，去产能、环保、去杠杆，导致一些行业产能下降，实际产出和潜在产出之间负的产出缺口收窄，由于工人、设备等闲置资源减少，产品的边际成本上升，这会导致供给曲线左移。这和“去产量”导致的供给曲线左移不一样。如果只是纯粹去产能，价格的波动不会那么剧烈，但过去几年去产能和去产量叠加一起，对价格产生了很大影响。

另一方面，供给侧结构性改革导致了市场集中度上升，供给曲线斜率变陡。虽然前文用上市公司CR4测算的一些供给侧改革行业市场集中度没有上升，但是如果用整个行业数据的话，市场集中度应该是上升的。上游供给侧改革行业，市场进

入壁垒较高，市场集中度的提升会增强企业的加成定价能力，也就是供给曲线斜率变陡。

图5： 去产能导致供给曲线左移且变陡



资料来源：新时代证券研究所

这也是 2018 年需求大幅下降，但是 PPI 增速维持在 0 附近，没有严重通缩的原因。在供给曲线左移且变陡的情况下，如果未来需求略有改善，工业品价格就会上升，从而对资本市场产生重要影响。

对于中下游企业而言，市场集中度的提升，更多的是受产品生命周期和经济周期向下自动出清的影响。中下游有些行业经过市场出清，市场集中度也会上升，但是即使整个行业的产品需求弹性同样很小，也不意味着厂商具有较强的定价能力。因为由于行业内产品差异化不大，单个厂商可能面临很大的需求弹性，而且具有相似功能的替代品比较多，再加上市场进入门槛较低，加成定价能力也就不高，产品价格波动也就比较小。当然，对于白酒等一些细分行业，市场进入壁垒较高，厂商加成定价能力仍然较强。

图6： 加成定价能力差异是上游产品价格波动性大于下游产品的重要原因（%）



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_7494

