

多角度评估企业投资意愿

- I **企业投资意愿是关乎 2012 年整体投资前景的关键。**经济增速下滑已经成为市场主流预期，但对投资增速究竟滑落到什么程度分歧仍然较大。部分投资者担心边际产出下降将导致投资增速系统性下台阶。在政府投资收缩、房地产受制于政策调控的背景下，企业层面的投资活动会受到多大程度的拖累，是关乎 2012 年整体投资前景的关键。我们从单位存量资本产出、要素分配结构、企业的 ROE 和 ROA、价格变动趋势等角度，对影响企业投资意愿的各个因素进行了梳理。
- I **最近三年里国内存量资本的产出水平持续下滑。**我们以历年的资本形成总额为基础，估算了全社会总的资本存量。当前我国单位资本对应的工业增加值和 GDP 总产出都明显下降，2010 年全年比 07 年时下降了 13.8%。但 2010 年存量资本的名义增速仍然保持在 17% 左右，与产出的回落幅度并不完全匹配。
- I **地产与民生投资放大是存量资本产出下降的主因。**从构成投资的各个具体行业来看，地产、交运和水利等非生产性部门投资快速增长是投资率持续提高的重要原因。如果将这些基础设施行业剔除后，工业部门资本产出的下滑程度将有所好转。但在调控收缩总需求的情况下，单位资产工业增加值持续下滑，国内生产部门产能利用得并不充分。
- I **高盈利托起工业企业资产高增长。**中国当前的增长模式表现为低工资增长率、低估的人民币汇率以及低利率等三个方面。最新就业和工资的数据显示，目前劳动力尚未成为侵蚀企业利润的主要因素。单位工业增加值对应的企业利润在上升，使得企业的高盈利得以维持。过去几年里偏向企业的利润分配格局仍在继续延伸。这是企业投资增速高企的重要因素。
- I **工业企业资产增速可能回落到 15-20%。**以日韩两国经验看，资本产出的下降对国内工业企业投资构成一定的回调压力。参照过去几次经济调整的经验，新增资产的实际增速低点可能回到 12%，名义增速降至 15% 左右。相比之下，工业企业较强的盈利能力将为投资增速的平稳回落提供保护垫。以 04 年调整为基准，当时两年内利润率从峰值滑落了 15%，这可能导致 ROE 从 21% 下降到 18%，ROA 从 10% 降至 8.5%。新增资产增速可能也会相应回落到 20% 左右。

证券分析师

李蓉 A0230203100031

lirong@swsresearch.com

研究支持

祁益峰

(8621)23297596

qiyyf@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1.存量资产产出率持续下降.....	3
1.1 地产与民生投资放大是存量资本产出下降的主因	4
1.2 制造业部门调整压力相对温和，主要矛盾在终端需求的下滑	5
2.高盈利托起工业企业资产高增长.....	7
2.1 单位工业增加值中，企业利润占比持续提高	7
2.2 工资与就业数据并未出现拐点	8
2.3 资金成本上升对利润直接冲击不明显	11
3. 工业企业资产增速可能回落到 15-20%.....	12
3.1 海外经验显示，资本产出回落将抑制资本形成增速	12
3.2 PPI 下滑是名义增速下行的另一压力来源	13
3.3 企业高盈利构成投资增速回落的保护垫	14

图表目录

图 1: 单位资本形成存量的产出持续回落.....	3
图 2: 第二产业增加值 / 资本形成额存量.....	3
图 3: 纯生产性部门资本形成总额占比并未系统性上升.....	4
图 4: 工业资本存量未出现明显加速.....	5
图 5: 资产调整幅度弱于工业增加值.....	6
图 6: 第二产业增加值 / 工业企业资产.....	6
图 7: 企业利润 / 工业行业增加值.....	8
图 8: 收入法 GDP 构成.....	8
图 9: 城镇工资总额与名义 GDP 增速.....	9
图 10: 工业企业收入增速高于工资增速.....	9
图 11: 劳动密集行业（采掘、制造等）就业增速不低.....	10
图 12: 具体不同行业就业人数增速.....	10
图 13: 城镇就业人数同比增速.....	10
图 14: 不同区域城镇就业人数增速.....	10
图 15: 商业银行各行业贷款规模（2010 年，单位：万亿）.....	11
图 16: 2010 贷款利率上升 1.7 个百分点.....	11
图 17: 韩国工业产出与资本形成实际增速.....	12
图 18: 日本工业产出与资本形成增速.....	13
图 19: PPI 因素导致投资增速回落幅度被低估.....	14
图 20: 企业利润率更多表现出周期性特点.....	14
图 21: 若企业 ROA 降至 8.5%，新增资产增速可能回落到 20%左右.....	15

明年经济增速低于今年已经成为当前市场主流的预期，但对投资增速究竟滑落到什么程度仍然存在比较大的分歧。部分投资者担心边际产出下降将导致投资增速系统性下台阶。在政府投资收缩、房地产受制于政策调控的背景下，企业层面的投资活动会受到多大程度的拖累，是关乎 2012 年整体投资前景的关键。

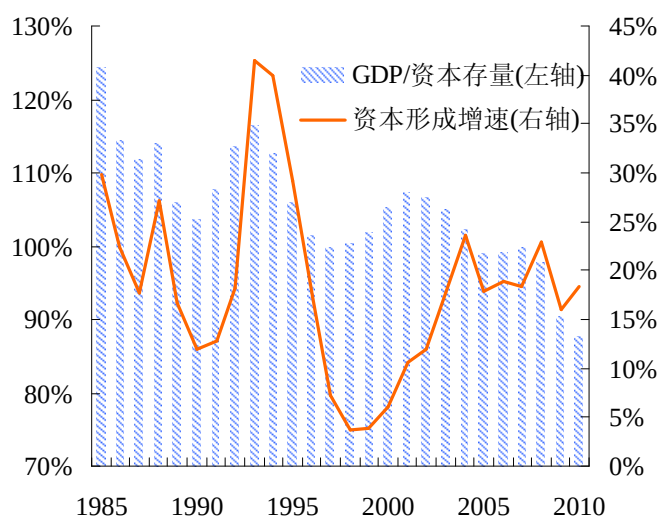
我们从单位存量资本产出、要素分配结构、企业的 ROE 和 ROA、价格变动趋势等角度，对影响企业投资意愿的各个因素进行梳理，希望通过这些方面的分析给大家对 2012 年企业投资、乃至整体投资变化趋势的判断能够有所帮助。

1. 存量资本的产出率持续下降

投资占比处于高位且仍在不断增长的是我国经济结构不合理的重要表现，2010 年资本形成总额占 GDP 比重达到了 48.6%。这引发了对国内边际投资回报率持续下滑的担忧，经济面临过剩产能的威胁。

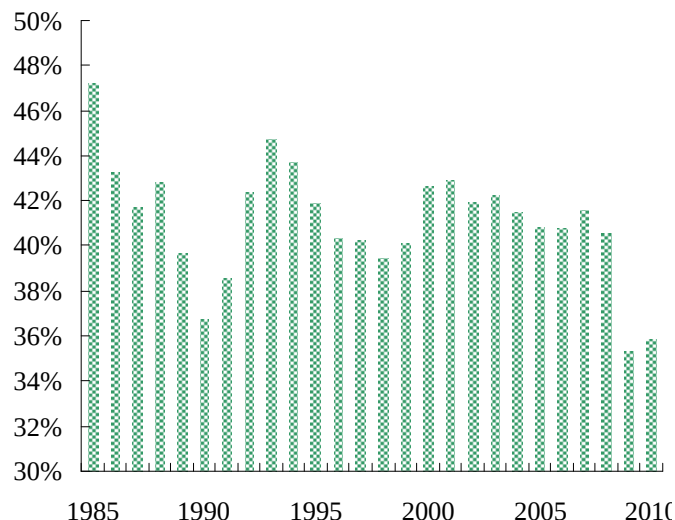
我们以历年的资本形成总额为基础，在考虑资产价格随经济增长自然膨胀以及历年折旧的因素后，估算了全社会总的资本存量。如果以该资本存量进行推算，当前我国单位资本对应的工业增加值和 GDP 总产出确实都明显下滑，2010 年全年比 07 年时下降了 13.8%。但资本存量增速的调整幅度相对温和，2010 年存量资本的名义增速仍然保持在 17% 左右，与产出的回落幅度并不完全匹配。

图 1：单位资本形成存量的产出持续回落



资料来源：CEIC，申万研究

图 2：第二产业增加值/资本形成额存量



资料来源：CEIC，申万研究

1.1 地产与民生投资放大是存量资本产出下降的主因

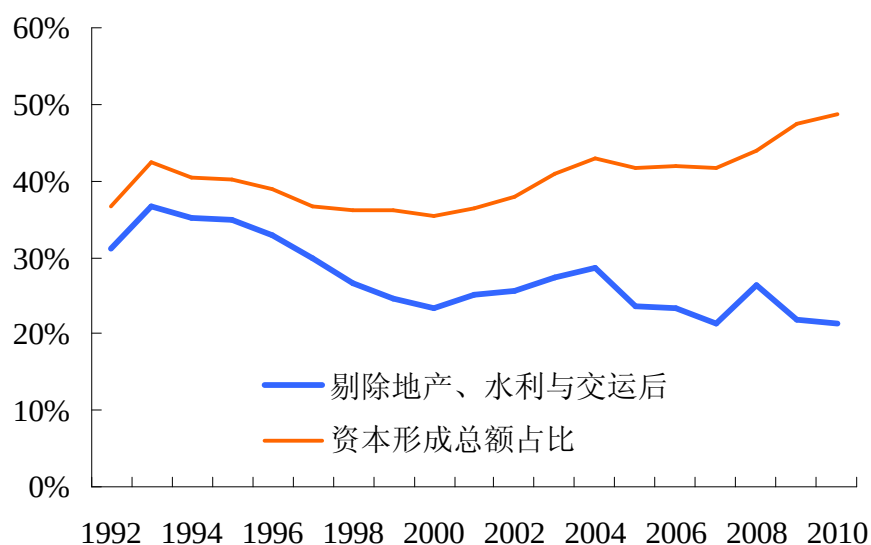
从构成投资的各个具体行业来看，非生产性部门投资快速增长是投资率持续提高的重要原因。

首先，地产投资是拉动资本形成总额加速、GDP 中投资占比不断上升的因素。资本形成总额中按照实际消费者支出来统计，因此土地出让金上涨、各种政府税费负担、开发商超额利润等都体现在了历年的资本形成总额中。由于住宅地产的消费属性要强于其生产属性，我们在计算工业部门的资本产出时将其剔除。在剔除商品住宅的影响后，当前的单位资本形成存量的工业产出与 2000-2003 年时期的水平大致相当。

此外，交运和水利等行业的投资也存在类似的问题，这些领域的投资难以直接作用于工业产出中，如果再将这些基础设施行业剔除后，资本产出的下滑程度进一步好转，2010 年工业产出与资本存量的比值是 71.4%，仅仅略低于 07-08 年的产出水平。

由此可见，过去几年里非直接生产性部门，特别是房地产行业投资活动的大幅度扩张是推高经济中投资占比的重要原因。在剔除地产、交运和水利等行业投资后，资本形成总额占 GDP 比重并未出现明显的上升，2010 年全年占比为 21.3%，低于 2005 年以来的占比均值 22.9%，更低于 2001-2004 年平均 26.7% 的 GDP 占比。

图 3：纯生产性部门资本形成总额占比并未系统性上升



资料来源：CEIC，申万研究估计

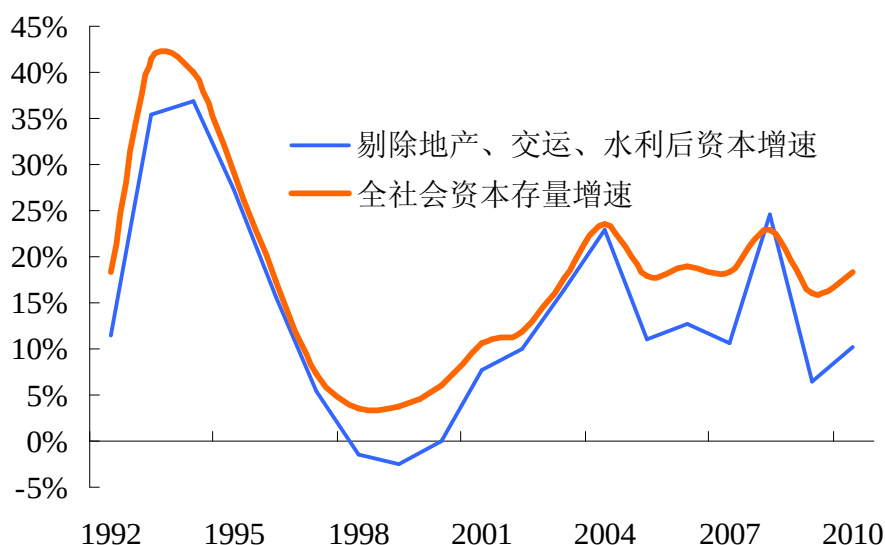
过去几年投资占 GDP 比重越来越高的背后，有两个非常重要的因素：（1）房地产行业高速增长量价齐升，2010 年地产销售额已经达到 2005 年时的 3 倍，造成地产行业资本形成的飞速膨胀，导致地产投资进一步快速增长可能难以为继；（2）广义政府税收大幅度增加，包含土地出让金口径的政府广义收入达到了 GDP 的 35%，有充分的财力进行投入，再加上 08 年四万亿刺激计划项目投资的信贷资金集中释放，使得政府导向的基建领域投资规模大幅扩张。

相比之下，生产性资本部门的投资增速相对平稳，结果产出水平的下降程度比较温和。相比于房地产行业受制于政策调控，基建投入囿于平台债务限制，制造业投资回落的压力要明显小于前两个领域。

1.2 制造业部门调整压力相对温和，主要矛盾在终端需求的下滑

如果前述，过去几年里资本形成总额占 GDP 比重不断提升，但投资扩张的主导力量在于地产和交运、水利等非生产性领域，本轮投资驱动的经济迅速反弹也不外乎于此。如果将这几个部门剔除后，生产性部门的资产增速比整体增速要低出 8、9 个百分点。

图 4：工业资本存量未出现明显加速

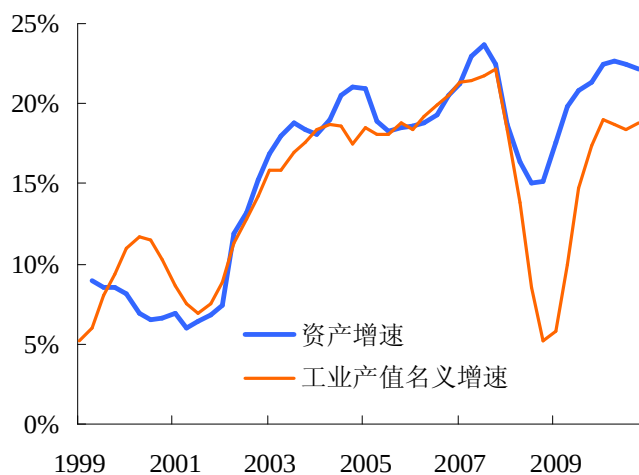


资料来源：CEIC，申万研究估计

但由于危机后刺激措施的逐步退出，政府项目和地产投资承压带动整体需求水平的回落，国内工业领域产能消化的程度也不明显。

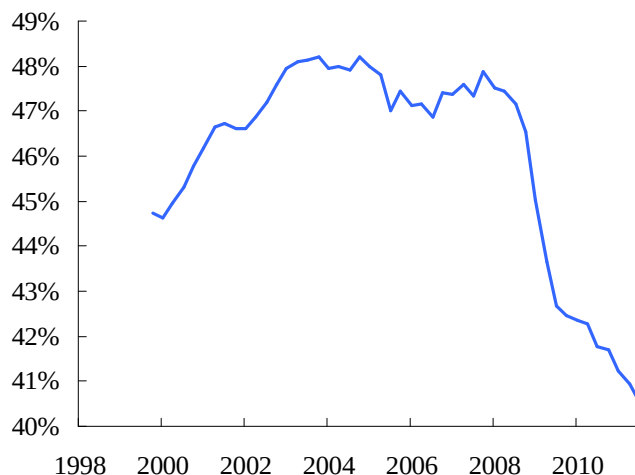
08 年以来，无论是在经济快速下滑阶段还是其后的复苏时期，工业增加值的增速持续低于工业企业资产增速，导致单位资本的产出有所下滑，显著低于 05-07 年以来的水平，这与单位资产的工业增加值下滑相一致。如果以资本形成总额的存量来代表国内的产能，以工业增加值代表当期产出，该比值在 2003 年至 2007 年间一直保持相对稳定，工业增加值与资产基本同步增长。而在过去三、四年里国内的产能利用率呈现出明显的下滑趋势，今年前三季度末单位资产的增加值比去年全年下降了 2.7%，比 2007 年峰值下降了 15.3%。而国务院发展研究中心的企业调查也显示，目前“停产”或“半停产”的企业占 17.6%，比 2010 年提高了 6.4 个百分点，这些都是当前企业产能没有得到充分释放的直接例证。

图 5：资产调整幅度弱于工业增加值



资料来源：CEIC，申万研究

图 6：第二产业增加值/工业企业资产



资料来源：CEIC，申万研究

2. 高盈利托起工业企业资产高增长

另一方面，尽管工业企业的资本产出率有所下滑，但强劲的盈利能力仍然在促使企业扩张其资产规模。

中国当前的增长模式表现为低工资增长率（工资增长率低于劳动生产率增长率）、低估的人民币汇率以及低利率等三个方面。这三个方面的共同特征都是资源从消费者向生产者转移，因此形成了投资的强大激励。在这三方面要素中，人民币汇率经过连续几年持续升值后逐步接近均衡水平，而工资和资金成本方面，尽管今年的上涨幅度高于以往，但在经济总量的比重并未出现大的变化，这几项要素低估的效应仍在不断释放。

在需求端因紧缩而明显回落的同时，今年以来企业资产存量仍然保持较快增长，背后有两方面重要的原因，第一，工业企业 ROE 仍在高位，较强的盈利能力维系了企业积极的投资意愿，第二，高企的价格涨幅推高了名义的投资增速。

企业高盈利能力实际上离不开前述的要素价格低估。尽管我国人口红利渐趋枯竭刘易斯拐点日益临近的趋势不容置喙，但最新就业和工资的数据显示，目前劳动力尚未成为侵蚀企业利润的主要因素。与此同时，今年银根紧缩引发了对企业盈利的担忧，但资金成本的上升对企业利润的直接冲击并不明显，更多的还是通过抽紧资金链抑制总需求的间接方式影响到企业。

2.1 单位工业增加值中，企业利润占比持续提高

目前，工业企业单位资产产出率的回落并未影响到企业的利润率和 ROE。与资本产出率回落同时出现的是，单位工业增加值对应的企业利润在上升，最近一年里工业增加值中企业利润所占比重达到了 24.1%，不仅高于 2010 年的 23.1%，更高于 2007 年的 20.7%。

正是利润所占比重的不断扩张使得企业的高盈利得以维持。最近几个月里国内的钢材和汽车销售增速再一次下滑到个位数，但工业企业利润率的变化幅度却相当有限，部分反映了过去几年里偏向企业的利润分配格局仍在继续延伸。