

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

# 民间投资的活力恢复了么？

过去十年，民间投资曾是中国经济发展中最具活力的部分。2006年-2012年，民间投资增速保持在30%-50%的高水平，对中国经济的高速增长发挥了举足轻重的作用；2012年-2015年，受困于外需持续低迷、地产步入下行周期、及实体经济投资回报低迷，民间投资增速有所下移，但仍然是投资增长最快的部门。经过十年的高速增长，民间投资在整体固定资产投资中的占比，从2006年初的36%迅猛上升到2015年12月的64%，成为中国经济增长的关键引擎。在此背景下，2016上半年，民间投资的断崖式下滑引起高度关注，民间投资增速十年里首次低于总投资增速，且这一状况目前为止已持续达15个月。

2016年5月，国务院通过决议对促进民间投资政策落实情况开展专项督查工作，随后发改委、银监会、财政部等部门都相继采取措施促进民间投资活力的恢复。2016年底的中央经济工作会议更是强调“稳定民营企业信心”和“保护企业家精神，支持企业家专心创新创业”。在这些政策背景下，2017年初民间投资增速的确出现了明显的企稳回升。

我们曾在去年报告《民间投资告急：原因剖析与政策展望》中分析了民间投资失速下滑的原因。这些原因包括实体投资回报率下行、政府投资的挤出效应、及金融市场的分流作用。一年过后，上述情况发生了何种变化？民间投资的活力切实恢复了么？本篇报告作为续篇，对上述三方面原因进行更新分析。我们认为，本轮经济沉浮之下“国进民退”的趋势，可能成为压制民间投资活力，削弱增长内生动能的“糖衣陷阱”，尤需引以为重！

## 一、实体投资回报率，谁主沉浮？

2015年以来，实体投资回报率随国企而“沉”，又因国企而“浮”。2012年以来，受困于外需持续低迷，及地产步入下行周期，我国实体经济的投资回报率逐年走低。以可比口径计算，2012-2014年，上市公司非金融企业平均ROIC从9.9%逐步下移至7.8%，在此过程中，国有企业和民营企业的盈利能力基本是同步下滑的。然而，2015年到2016年1季度，整体ROIC加速下行至6%的谷底，而这一次，国有企业和民营企业之间出现了明显分化：地方国有企业ROIC由2014年底的7.6%下滑至2016年1季度的5%，而同期民营企业一直保持在7%以上波动。2016年2季度以来，该组数据显示实体经济投资回报率逐步回升，然而分所有制来看，这一回升又主要体现为国有企业盈利的恢复：地方国有企业ROIC由2016年1季度的5%回升到7.1%，民营企业依然保持在7%以上波动（图1）。

国企盈利能力沉浮的背后，大宗商品价格波动才是主要推动力。2012年以后，国际大宗商品价格疲软不振，反映在中国工业品价格上：PPI定基指数持续下滑，并从2014年4季度开始加速下跌，到2015年4季度的低谷期，已较2010年跌去7.5%。而国有企业盈利能力的下滑，与工业品价格的下跌高度同步（图2）。2016年以来，得益于中国房地产新一轮的上行周期和基建投资的积极发力，工业品终端需求得到一定恢复；更重要的是，供给侧“去产能”的推进，令上游工业品供给出现了颇为明显的收缩。在此情况下，PPI定基指数快速回升，目前已恢复至2012年中的水平。与此同步，地方国有企业的盈利能力也明显复苏。也就是说，2015年以来，国企

盈利能力的剧烈变化，并非国企本身经营效率退化或改进的结果，而更多受到工业品价格变化的外生影响。

图 1：2015-16 年投资回报率的“落与起”都主要体现在地方国有企业上



来源：Wind，莫尼塔研究

图 2：国企盈利能力的变化主要源于大宗商品价格变动

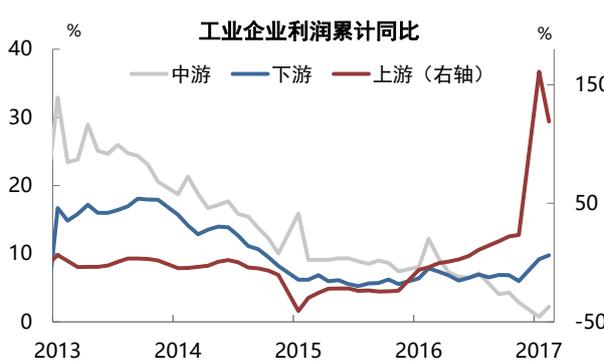


来源：Wind，莫尼塔研究

特别是，供给侧“去产能”导致利润在国有企业和民营企业之间分配不均，传统经济部门的“国进民退”趋势值得关注。按照上中下游的分解来看，我国工业品价格的波动，几乎完全受到上游行业价格的驱动（详见报告《PPI向CPI传导：直觉与真相》）。而无疑，本轮上游工业品价格大涨与上游工业的“去产能”密切相关。

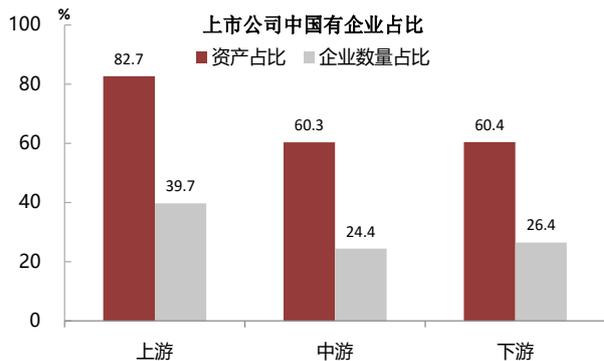
需要引起重视的是，工业品价格上涨后，国企与民企利润分配格局的变化。首先，2016年以来的工业企业利润改善几乎完全体现为上游行业的利润改善，而在下游需求不足的情况下，中游行业的利润持续受到挤压，下游利润改善也是滞后且不甚明显的（图3）。其次，一个不争的事实是，上游行业以国企居多。以上市公司数据统计，目前国企在上游行业的资产占比达到83%，企业数量占比为40%，而在中、下游行业资产占比仅为60%，企业数量占比为25%左右（图4）。最后，这反映出的问题就是，“去产能”导致的工业品涨价，令上游国企受益更多，也给国企带来了更强的投资扩张冲动；而中游较多的民营企业甚至遭受了持续的利润挤压，其投资收缩的压力不言而喻。

图 3：本轮工业企业利润改善主要集中在上游



来源：Wind，莫尼塔研究

图 4：而上游国企占比明显偏高



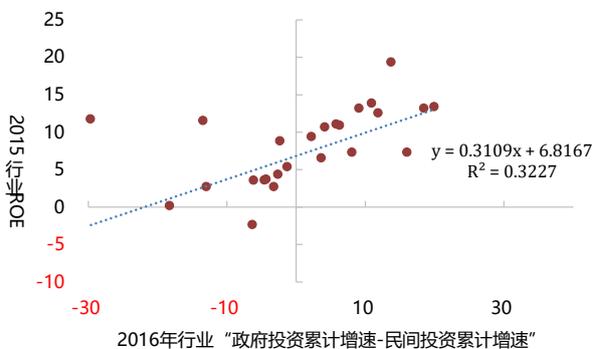
来源：Wind，莫尼塔研究

## 二、政府投资的挤出效应，为何逆转？

我们在去年的报告中，指出了政府投资对民间投资产生“挤出效应”的两个方面。一是，财政政策与民间投资难以形成共振，因财政政策发力多集中在第三产业，而民间投资则主要集中于第二产业；二是，政府在加速进入一些具有垄断性质的高回报领域，特别是，越是在投资回报率高的行业，政府投资相对民间投资的增速越高。

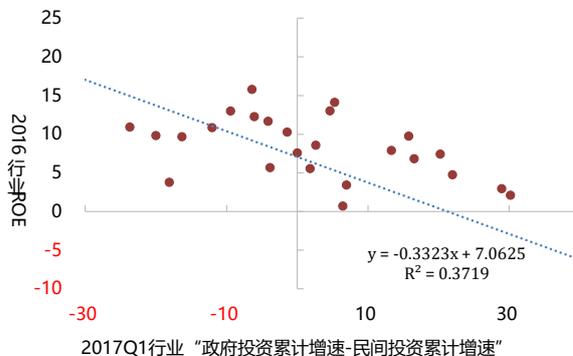
一年过后，上述两方面问题都得到了颇为明显的改善，但国企“与民争利”的隐忧并未消散。一方面，经过PPP模式从初创到超速发展，2016年PPP项目落地量逐步提升，到2017年1季度，进入执行阶段的项目金额达到2.87万亿（2016年1季度仅为0.51万亿）。借由PPP的逐步落地，民间投资对财政政策的参与度得到增强。另一方面，2017年以来，国企在行业选择上“与民争利”的趋势似乎出现了逆转。2016年，政府大举进驻的是那些2015年盈利状况更好的行业（图5）；而2017年1季度，政府开始进驻到那些2016年盈利状况不那么好的行业（图6）。然而，探究这背后的细节，情况似乎并不是简单的国企转为“与民让利”这般乐观。

图 5：2016 年国企表现出明显的“与民争利”



来源：Wind，莫尼塔研究

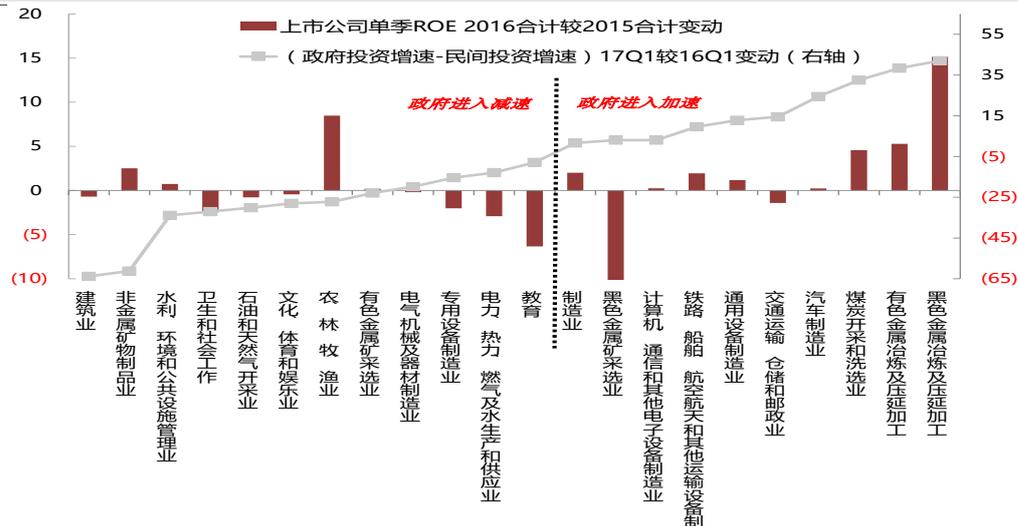
图 6：2017 年初以来“与民争利”现象出现逆转



来源：Wind，莫尼塔研究

我们先看一些发生极端变化的行业。2017年1季度，政府投资从去年1季度的“隐退”，转为“进军”的行业是：通用设备制造、汽车制造、煤炭、有色和黑色金属冶炼加工业。这些行业的普遍特点是，2016年盈利状况都出现了大幅改善（这背后是挖掘机、汽车等销量大增，以及供给侧结构性改革的背景）（图7）。相反，2017年1季度，政府投资从去年1季度的“进军”，转为“隐退”的行业是：建筑、水利环境和公共设施管理、卫生和社会工作、文体娱乐、农林牧渔、有色金属矿采选、及电气制造业。其中，建筑、水利环境和公共设施管理、卫生和社会工作、文体娱乐业，都是政府投资长期盘踞的领域，民间投资占比只有20%-50%；而政府转为淡出的有色金属矿采选及电气制造业，又都表现出投资回报率停滞不前的特点。作为殊例的农林牧渔业，2016年投资回报率大幅回升，但政府投资由进入转为退出，这或与农业供给侧改革的推进密切相关。

图 7：国企加速进入的行业，多在 2016 年盈利状况发生积极变化



来源: Wind, 莫尼塔研究

透过上述分析，国企之所以在2017年1季度不再表现为“与民争利”，更真切的原因或许如下。其一，受益于上游工业价格上涨，国企在传统行业的盈利能力得到明显修复，从而在高回报领域挤出民间投资、“与民争利”的冲动有所下降。其二，以钢铁、煤炭为代表的上游行业盈利大幅好转，国企对这些发生明显边际改善的行业，事实上在从“隐退”转为“进军”，依然具有“与民争利”的冲动。但这些行业ROE的绝对值仍然较低，因而看起来国企似乎在加速进入一些低回报的领域。其三，总体来看，国企加速进入的行业，绝大多数是2016年盈利状况发生积极变化的行业；而国企减速进入的行业，盈利状况大多出现了消极的变化。一言以蔽之，国企“与民让利”只是一个静态的表象，对国企“与民争利”的冲动仍然不可掉以轻心。

### 三、金融去杠杆，谁将再受伤？

金融市场的分流作用，曾是加剧民间投资低迷的重要原因。民间投资本身的信贷可得性本就明显弱于国企，加上前两年股市、期市和债市轮番火爆，而实体投资回报率一如既往地难改颓势，令民间资本演绎出“脱实向虚”的趋势。

然而，一年后的今天，金融市场“变了天”。货币政策从实质宽松，转向了“调节好流动性闸门”和“加强金融监管”。经过货币投放的“缩短放长”、公开市场的“准加息”、MPA考核的升级，以及近期银监会监管风暴的骤然来袭，货币市场利率从持续1年多的“一条直线”，转为大幅波动上行。在资金面紧张的状况下，股市、期市和债市均“熄了火”，金融市场对民间投资的分流作用似乎不再成立。但这番轰轰烈烈的“金融去杠杆”，也许会对民间投资挫伤更重。

目前的宏观政策环境，可能通过以下几个渠道压制民间投资的信心恢复。

其一，相对国有企业来说，民营企业无疑更惧怕经济政策的不确定性。斯坦福大学和芝加哥大学的三位学者编制并持续发布全球“经济政策不确定性指数”(EPU)，用以反映世界各大经济体经济和政策的不确定性。以该指数衡量，2015年下半年以来，我国经济政策不确定性震荡飙升，2016年12月曾创下历史最高水平，2017年4月该指数虽出现了大幅回落，但绝对水平仍处高位。2008年和2011-12年，中国EPU指数升至高位，同期民间投资都曾受到压制(图8)。目前，中国在金融去杠杆向何而去，房地产调控的滞后反应如何，经济增长的新旧动能如何演绎等问题上，依然充满着未知与不确定性。在此背景下，民营企业信心的恢复仍需假以时日。

图 8：政策不确定性上升对民间投资有压制



来源：Wind，莫尼塔研究

图 9：“紧货币”导致票据利率高企

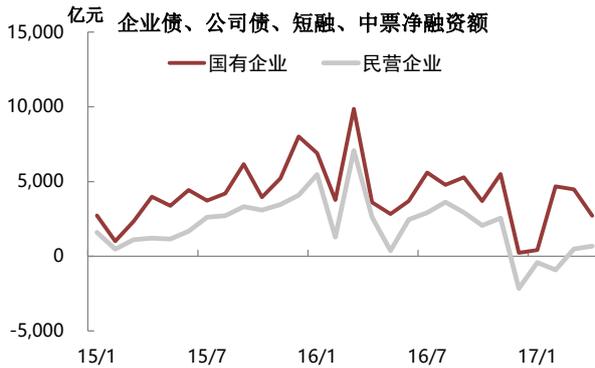


来源：Wind，莫尼塔研究

其二，高调推进金融去杠杆，可能会“误伤”民间投资。当前，在国内外经济环境都相对有利的情况下，考虑到中央政府“维护金融安全”的决心，一段时间内金融监管的力度或都难言松动。我们已经看到、并将持续看到的几个变化，均可能强化“国进民退”的趋势。

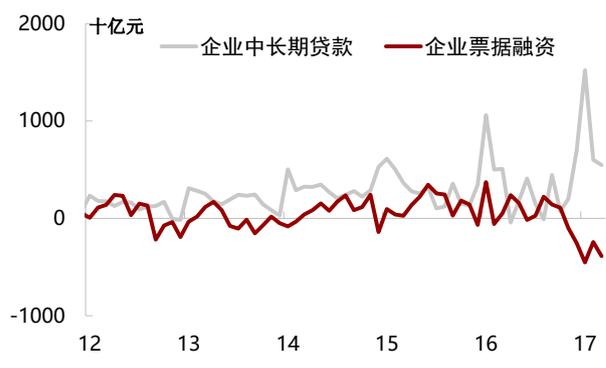
第一个变化，货币市场利率震荡走高，显著推高以此为定价依据的票据利率（图 9）。民营企业对票据融资更为依赖，融资成本随之走升。第二个变化，银监会针对影子银行的监管风暴下，近期信用利差迅速走阔，信用债发行利率高企（不断曝出有超过 7% 的发行利率），4 月就有超过 1400 亿元的债券取消或推迟发行。债券融资受阻，进一步减少了民企的融资渠道（图 10）。

图 10：债市调整令企业债券融资受挫



来源：Wind，莫尼塔研究

图 11：银行为控制信贷额度压缩票据规模



来源：Wind，莫尼塔研究

第三个变化，不同于民营企业，国企债券融资受挫后，可以转而诉诸银行表内和表外信贷，这会推升银行的信贷需求。然而，面对央行对信贷投放额度的管控，银行势必更偏向于满足国有企业的信贷需求，而倾向于压缩对民营企业的信贷投放。今年年初以来，企业中长期贷款与企业票据融资走势的背离，或许就是对银行有偏信贷投放的反映（图 11）。反过来，银行压缩票据规模，又是导致票据利率高企不下的另一重要原因。

综上，当前宏观经济和金融政策的种种变化和不确定性，对国有企业和民营企业的冲击并非对称；金融市场从轮番火爆转向全面熄火，民间投资所面临的却是从“不愿投”到“没钱投”的无奈转变。防止“国进民退”的趋势加剧，促进经济增长内生活力的回归，需要宏观经济政策之间更加智慧、更为审慎的协调。

## 近期报告

- 2017年05月03日 2017年货币政策的逻辑”系列专题二：“金融去杠杆”向何处去？
- 2017年05月02日 经济“阴跌”，是喜是忧？——4月中国经济数据前瞻
- 2017年05月01日 上游行业景气逐渐退潮
- 2017年04月27日 中游景气逆势改善——3月工业企业利润数据简评
- 2017年04月18日 6.9%背后的“强”与“弱”——1季度经济增长数据点评
- 2017年04月14日 “金融之虚”影射“经济之实”——3月金融数据简评
- 2017年04月05日 制造业复苏：我们处在哪一阶段
- 2017年04月03日 数据光鲜，拐点隐现
- 2017年03月26日 2017年地方债置换额度为何收缩？
- 2017年03月21日 再论基建发力的“骨感现实”
- 2017年03月19日 关注高企不下的票据融资利率
- 2017年03月14日 冷暖参半，后劲不足——2月经济增长数据点评
- 2017年03月10日 数据碰撞做何解？——2月金融和物价数据点评
- 2017年02月23日 2017年货币政策的逻辑”系列专题一：降准逻辑再审视

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

### 上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号  
东亚银行大厦7楼702室。  
邮编:200120  
电话：+86 21 3383 0502  
传真：+86 21 5093 3700

<http://www.cebm.com.cn>

Email:cebm@cebm.com.cn

### 北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1座18层1803室  
邮编：100738  
电话：+86 10 8518 8170  
传真：+86 10 8518 8173

### 纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号  
12楼  
邮编：10017  
电话：+1 212 809 8800  
传真：+1 212 809 8801