

我国资本回报率估测(1978—2006)

——新一轮投资增长和经济景气微观基础

CCER“中国经济观察”研究组*

摘要 本文估测我国改革开放时期工业企业资本回报率九个系列指标,并在此基础上系统观察我国资本回报率长期走势特点、资本回报率与经济景气短期波动关系、物价变动因素对资本回报率影响、不同类型企业资本回报率以及中外资本回报率比较等问题。本文发现的经验证据提示我国新一轮投资较快增长和经济景气具有相当程度微观基础,因而对反思和探讨宏观调控政策措施选择问题具有借鉴意义。

关键词 中国资本回报率, 中外资本回报率国际比较, 经济利润率

一、我国资本回报率讨论:问题的提出

过去近30年,我国改革开放带动经济起飞,取得举世瞩目成就。与东亚和其他经济体发展经验相类似,投资增长对推动我国经济成长发挥了关键作用,因而资本回报率变动构成观察经济运行效率的重要微观指标。我国经济起飞时期资本回报率水平和走势如何?资本回报率走势成因是什么?它们与经济成长其他方面结构特点存在什么内在联系?考察这些问题对理解我国经济转型发展的具体规律,对分析近年宏观经济运行表现和演变前景,对评估相关政策和干预措施的利弊得失,都具有认识借鉴意义。

从投资效率视角考察经济运行的需要,使学术界近年越发重视研究资本回报率。虽然人们对资本回报率作为投资评估指标的分析价值存在共识,然而在该指标数量水平和具体走势定量估测和判断上存在较多分歧。我国体制转型伴随经济统计指标体系不断调整改进,在资本存量和利润指标时间序列数据可获得性上存在特殊困难;即便存在相关指标数据,由于统计口径和方法演变,如何解读这些数据也会发生疑问。资本回报率研究展开过程伴随不同意见交流,并在不久前引发一场引起国内外媒体广泛关注的讨论。

2006年5月,世界银行中国代表处(下面简称世行)在一份有关中国经济运行的季度分析报告中简略评论到中国资本回报率上升数据(世界银行中

* 执笔人:卢锋;研究人员:宋国青、卢锋、唐杰、赵洪岩、刘澍。CCER“中国经济观察”研究组此前完成一份题为“经济转型成长与资本回报率演变——我国改革开放时期资本回报率估测(1978—2005)”的研究报告初稿,本文是这份报告部分章节的修改稿。2007年元月11日CCER“中国经济观察”举办“中国资本回报率:事实、原因和政策含义”研讨会,笔者感谢参会人员对该报告初稿的评论和研讨。

国代表处, 2006), 该机构研究人员此前的专题报告观察并评论了我国企业利润增长对投资资金来源的影响(世界银行中国代表处, 2005, Kuijs, 2005; 2006)。宋国青教授报告近年我国资本回报率上升情况, 讨论了改革开放以来资本回报率先降后升形态及其与经济景气变动的关系, 并由此对我国近年投资率过高观点提出反思和质疑(宋国青, 2006)。梁红博士观察到近年工业企业回报率上升超过市场预期, 并考察企业投资与利润存留关系, 对中外企业回报率水平进行比较, 在此基础上提出中国投资高速增长具有可持续性(梁红, 2006)。

主要针对上述世行报告内容, 单伟建博士在多篇文章和记者访谈中提出了分析和评论(Shan, 2006a; 2006b; 2006c; 单伟建, 2006a; 2006b; 2006c; 全秋梅, 2006)。单伟建博士主要阐述了三个层面的观点。一是在肯定近年我国工业资本回报率增长的同时, 从不同方面分析有关统计数据可能高估资本回报率实际水平, 说明世行季报大大高估我国资本回报率。二是对企业投资较大部分来自利润留成观点提出质疑。三是评论世行报告内容对我国政府加强金融风险管理和宏观调控会产生负面政策影响。单文观点明快而言辞犀利, 率先在《远东经济评论》、《华尔街时报》等国外重要报刊发表后, 很快在国内外媒体上引发广泛回应、评论和跟踪报道。

世行报告作者(Kuijs and Hofman, 2006a; 2006b; 2006c)对单伟建博士观点给以回应, 认为单文误解了相关统计数据和经济学概念, 没有正确表达他们的观点。其他评论人员则采取不同立场。有的研究人员倾向于支持单伟建观点, 如罗奇先生在专题评论文章中表示同意单伟建博士提出的批评而不能接受世行报告观点(Roach, 2006)。也有接受我国企业资本利润率强劲增长的判断, 认同我国宏观经济并未特别过热的观点(赵晓, 2006)。还有评论文章概述这一问题讨论的重要意义并对不同观点做出了比较中性的评价(肖耿, 2006; 胡鲁滨、胡蛟, 2006)。上述讨论使“资本回报率”这个通常“行而不远”的财务指标一时成为财经媒体上的热门词汇。¹

资本回报率争论实质涉及三个层面问题: 一是回报率增长速度有多快以及目前水平有多高? 二是给定资本回报率增长, 目前投资较快增长是否严重过热? 三是给定资本回报率和投资增长动因判断, 应当采用什么政策措施调节管理投资和总需求增长? 三者各有特定内涵, 然而第一层面问题具有特殊重要性。观察我国经济起飞时期资本回报率演变走势和现实水平, 对于理解我国经济成长展开机制和具体规律具有超越直接政策讨论的认识价值。另外

¹ 前几年讨论宏观经济形势也有研究和评论涉及从投资效率角度分析投资是否过热问题。有研究人员通过观察 ICOR 下降以及上市公司利润率下降等指标变动讨论投资过热判断(许小年、肖倩, 2003)。也有研究人员考察我国上市公司和工业企业资产利润率等指标变动并与银行利率比较, 提出我国投资微观效率可能在不断改善的结论(高善文, 2004)。

从三者关系看，仔细估测资本回报率是分析另外两个层面问题的基础。实际争论情况也显示，对我国资本回报率水平和增长情况“看淡”和“看重”观点的差异，与政策评论的不同倾向具有内在联系。

研究人员对我国资本回报率已提出初步度量。然而现有文献主要以形势分析、会议发言、报章评论或记者访谈等形式发表，对相关概念指标关系、具体数据内涵、历史变动及国际比较等问题受表达方式和研究目标限制难以细致考察，对资本回报率基本数据尚未进行系统整理、甄别和评估。要从学理层面寻求这一问题的共识基础，需要把资本回报率定量考察从媒体评论层面深入到学术研究层面，在深入分析相关数据和其他有关经验证据基础上，对我国资本回报长期演变真实图景求得比较符合实际的估测和判断。

以上述观察为背景，CCER“中国经济观察”课题组通过一组论文系统考察了我国改革开放时期资本回报率问题。本文侧重估测改革开放时期我国资本回报率数量水平并观察其变动的结构特点。全文分七节。第二节讨论不同资本回报率概念定义及其与相应度量指标的关系。第三节报告我国资本存量和资本回报时间序列数据，讨论说明整理估测资本回报数据序列涉及的若干问题。第四节估测九种资本回报率时间序列数据，观察不同经济类型企业回报率表现差异、资本回报率演变趋势及其与宏观景气变动关系等问题。第五节考察物价变动对会计资本回报率的影响，并通过调整物价因素作用估测真实经济回报率。第六节对中国、美国和日本资本回报率水平进行初步比较。第七节概括全文主要发现并评论其政策含义。

二、资本回报率及相关指标的定义和关系

为避免概念歧义，首先考察梳理相关概念定义及其对应统计指标关系，并讨论说明本文选择资本回报率估计方法和指标体系的思路和依据。本文不加区分地利用资本回报率、利润率、收益率等概念。资本回报率被定义为资本回报与创造回报所用资本直接度量值之间的数量比率关系。²本文理解的资本回报率具有两方面常识性特点。计算回报率的资本回报是流量，资本是存量，因而资本回报率是流量与存量之间的比率。另外计算回报率的分子项资本回报与分母项资本存量，都利用直接度量统计数据测算。

依据数据来源不同，至少存在两类满足上述资本回报率概念的度量指标。一类是基于企业财务会计资本回报（如利润（profits before tax）、净利润（net profits）等）和资本存量（如净资产（net assets）或资产（asset）等）

² “根据2002年国家五部委修订《企业绩效评价操作细则》的指标解释：‘净资产收益率是企业一定时期内的净利润同平均净资产的比率。净资产收益率充分体现了投资者投入企业的自有资本获取净收益的能力，突出反映了投资与报酬的关系，是评价企业资本经营效益的核心指标’”（朱向东，2004，第58页）。

数据测算的资本回报率。另一类是基于国民收入账户统计体系中资本回报即“营业盈余 (operating surplus)”指标以及固定资产存量等指标计算的资本回报率。为行文便利,本文把第一类指标称为“以微观数据为基础的资本回报率 (micro-economic data based capital return)”或简称“微观资本回报率”,第二类称为“宏观数据为基础的资本回报率 (macro-economic data based capital return)”或简称“宏观资本回报率”。

两类资本回报率度量指标各有优点和局限。例如宏观资本回报率具有指标统计对象覆盖经济整体,资本存量经过物价调整因而度量结果更接近经济分析意义上真实回报率概念等优点。³微观资本回报率优点在于,指标定义结构简明清晰,便于直观解读,对指标值变动贡献因素可以通过分析相关经验证据加以追溯解析,指标度量值对经济基本面因素变动反应比较灵敏,企业财务月报统计能较快提供最新回报率数据信息等,另外我国资本回报率争论直接对象也是微观资本回报率。综合考虑,本文选用企业微观资本回报率指标作为估测研究对象。考虑到这一时期工业在我国经济中占据的特殊地位,也由于工业企业财务数据较为完整规范,本文进一步把考察估测对象限定为工业资本回报率。对会计回报率受物价变动因素影响问题,后面将专门调整并估测经济资本回报率。

依据常识,资本回报被定义为企业运用资本获得收入并扣除合同性成本费用后所形成的剩余。本文进一步把资本回报分解为资本所有者收益(即利润)和社会收益(即相关政府税收)两个部分。“资产=负债-权益”这个基本会计等式关系提供界定资本和资产存量的概念框架,会计损益表基本关系式“利润=收入-成本”给出定义资本回报指标的概念框架。国际通行会计体系定义了不同口径的利润指标,包括“毛利润 (gross profits)”、“营业利润 (operation profits)”、“税前利润 (profits before tax)”、“净利润 (net profits)”等。其中净利润指标直接衡量股东等资本所有者从资本运营中所获得的净回报,构成从资本所有者角度评估投资效益的最有实质意义的指标。从产权激励角度看,这一指标具有其他资本回报指标不可替代的功能。

不过净利润并非运用资本提供的全部剩余,资本剩余一部分以税收形式构成资本社会回报。企业所得税显然构成资本社会回报的组成部分。⁴此外还应考虑间接税以及企业补贴因素的影响。如果特定企业或特定行业整体获得补贴收入⁵,这会增加资本权益回报,因而考虑社会回报时应扣除这一转移收入。另外企业需要缴纳的交易税或增值税等间接税通常被企业和消费者共同

³ 白重恩、谢长泰和钱颖一(2007)提供了运用这一方法度量我国资本回报率的最新研究成果。

⁴ 我国财政部门对企业所得税定义为“国家参与企业利润分配,正确处理国家与企业分配关系的一个重要税种”(中华人民共和国财政部税制则司,1998,第55页)。该税种可以被理解为国家代表社会对于企业利用资本创造剩余的分享。

⁵ 如补贴利用某种节能材料,补贴到西部贫困地区投资,或者为控制失业对某些企业提供亏损补贴等。

负担，如能适当估计企业和消费者对间接税的负担比例，其中企业负担部分应被理解为资本社会回报的一部分。

上述理解可用下面关系式概括表达：

$$\begin{aligned}
 \text{资本总回报} &= \text{权益回报} + \text{社会回报} \\
 &= \text{净利润} + (\text{企业所得税} + \text{企业负担的间接税} - \text{净补贴收入}) \\
 &= \text{税前利润} + \text{企业负担间接税} - \text{净补贴收入} \quad (1)
 \end{aligned}$$

衡量资本回报率还需要资本存量数据。本文选择三种口径宽窄不同的指标。一是从资本所有者角度看，标准资本存量度量指标应是权益或股本 (equity)，相应获得权益或净资产回报率指标 (return on equity, ROE)。二是从企业通过负债占用更大范围资源创造收入和回报的角度看，可以用资产替代权益定义资产回报率 (return on assets, ROA)。三是考虑固定资产在资本构成中的特殊地位，还可以利用固定资产净值作为资本度量指标，定义固定资产回报率 (return on capital, ROC)。

给定上述资本回报和资本存量度量指标，可以定义表1报告的九个资本回报率指标。其中净利润是资本所有者回报。总利润额指未扣除企业所得税的利润总额，即权益回报加上国家通过企业所得税参与资本剩余分配获得的部分社会回报。总回报是在利润总额基础上加上资本方承担的间接税，是资本权益和社会两重回报的度量指标，它与我国常规统计系统中利税总额指标的差异在于扣除了消费者承担的间接税部分。三个资本回报指标与权益、资产、固定资产净值等资本存量指标组合形成九个回报率指标，提供本文衡量资本回报率的指标体系。

表1 资本回报率若干指标定义

| | 权益 | 资产 | 固定资产净值 |
|-----|-------------|-------------|---------------|
| 净利润 | 权益净利润率(ROE) | 资产净利润率(ROA) | 固定资产净利润率(ROC) |
| 总利润 | 权益总利润率 | 资产总利润率 | 固定资产总利润率 |
| 总回报 | 权益总回报率 | 资产总回报率 | 固定资产总回报率 |

三、我国资本存量和资本回报数据和讨论

CCER“中国经济观察”研究组(2007)考察了我国工业财务和税制统计体制的演变情况，对资本回报率基本数据可获得性进行了评估。20世纪90年代初引入新企业会计制度以来，我国资本回报与资本存量数据已大体具有国际可比性以及历时可比性。20世纪80年代前后资本存量尚未系统采用资本权益和资产统计指标，仅有固定资产净值数据；这一时期利润数据还不够完整，不过可以获得与后来营业利润和税前利润大体对应的统计指标。税制改革演

变与本文考察主题最为相关,包括80年代初两步“利改税”以及1994年税制改革,可以利用有关企业所得税、工业品间接税数据信息来估计资本权益回报以外的社会回报。在考察资本回报率指标体系定义和我国相关统计系统演变的基础上,本节报告资本存量和资本回报数据,讨论和说明资本回报数据整理估测过程涉及的主要问题。

(一) 资本存量和资本回报数据报告

图1报告了中国工业企业资本存量三种基本指标数据。其中所有者权益和资产数据从1993年开始,固定资产净值覆盖1978年以来整个改革开放时期。权益与固定资产净值两个指标在1993—2006年共14年中同时有数据,数据形态显示二者绝对水平比较接近,变动轨迹关联度很高。如“权益/固定资产净值”比值最低点在1995年为0.851,最高点在2005年为1.106,14年平均值为0.95。权益和固定资产净值两组数据相关系数约为0.99。

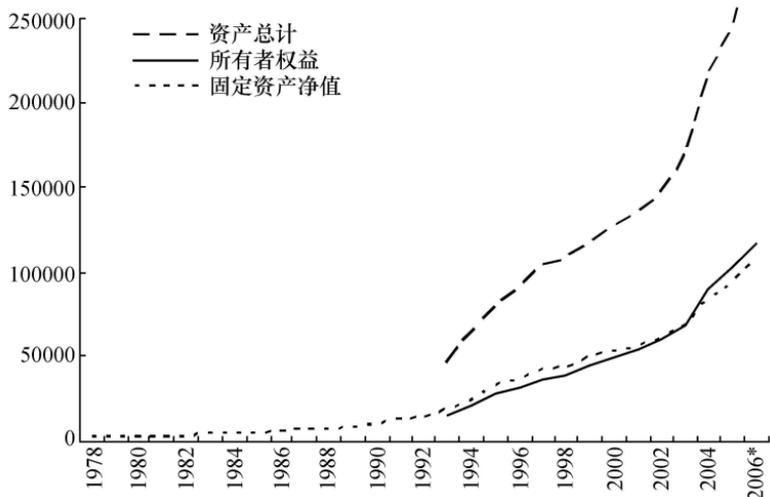


图1 中国工业企业资本存量若干指标 (亿元, 1978—2006年)

数据来源和说明: 固定资产净值1978—1999年数据以及权益和资产1993—1999年数据来自《中国工业交通能源50年统计资料汇编》(第52、94、102页)。2000—2005年权益和资产数据来自《中国统计年鉴2006》。2003以前固定资产净值原始数据是年末数,1998年以后统计部门还报告“固定资产净值年平均余额”,然而2004年以后不再报告固定资产净值年末值。2004—2005年固定资产净值年末值采用下面方法估算:1998—2003年间“固定资产净值”与“固定资产净值年平均余额”比例值为1.019,考虑到该比例自2001年以来上升趋势和2004—2005年投资较快增长,假设2004—2006年上述比例值为1.04,加上2004—2005年“固定资产净值年平均余额”推算这两年“固定资产净值”。1998—2005年固定资产净值年平均余额数据来自《中国统计年鉴2006》。2006年资产、权益、固定资产净值根据《中国经济景气月报(2006)》报告该年10月底数据折算,折算公式是“2006年资本存量=2005年底资本存量+(2006年10月底资本存量-2005年底资本存量)×12/10”。

与资本存量相比，资本回报数据更为复杂。表2报告了中国改革开放时期工业企业利税及相关指标数据。我国现行企业财务统计制度下，资本回报基本指标有两项：一是利润总额，即没有扣除企业所得税的税前利润，利润总额减去所得税得到净利润。二是利税总额，其中税金部分除了利润总额内含所得税外，还包括主营业务税收及附加以及增值税等间接税。

表2 中国工业企业利税、收入和成本(亿元,1978—2006)

| 年份 | 主营业务 收入 | 主营业 务成本 | 主营业 务税金 及附加 | 产品销 售利润 | 利润 总额 | 实交 所得税 | 净利 润 | 本年应 交增值 税 | 税金 总额 | 利税 总额 | 间接税 企业负 担部分 | 资本 总回报 |
|------|------------|------------|-------------------|------------|----------|-----------|---------|-----------------|----------|----------|-------------------|-----------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
| 1978 | | | | | 599 | | | | 317 | 916 | 97 | 696 |
| 1979 | | | | | 654 | | | | 340 | 994 | 104 | 758 |
| 1980 | | | | | 692 | | | | 367 | 1061 | 112 | 804 |
| 1981 | | | | | 682 | | | | 397 | 1081 | 121 | 803 |
| 1982 | | | | | 704 | | | | 435 | 1142 | 133 | 837 |
| 1983 | | | | | 772 | | | | 461 | 1236 | 141 | 913 |
| 1984 | | | | | 852 | | | | 530 | 1386 | 162 | 1014 |
| 1985 | 7899 | 6114 | | | 944 | | | | 727 | 1664 | 222 | 1166 |
| 1986 | 8963 | | | | 878 | | | | 788 | 1665 | 240 | 1118 |
| 1987 | 10890 | 8839 | | | 1005 | | | | 888 | 1893 | 271 | 1276 |
| 1988 | 14001 | 11268 | | | 1190 | | | | 1099 | 2289 | 335 | 1525 |
| 1989 | 15847 | 13066 | | | 1000 | | | | 1275 | 2276 | 389 | 1389 |
| 1990 | 16793 | 14220 | | | 560 | | | | 1386 | 1946 | 423 | 983 |
| 1991 | 20597 | 17357 | | | 643 | | | | 1591 | 2233 | 485 | 1128 |
| 1992 | 25866 | 21566 | | | 972 | | | | 1828 | 2800 | 557 | 1530 |
| 1993 | 38084 | 29949 | 2321 | 4329 | 1602 | 511 | 1092 | | 2321 | 3924 | 708 | 2310 |
| 1994 | 42399 | 33681 | 1067 | 6396 | 1797 | 573 | 1224 | | 3139 | 4935 | 957 | 2754 |
| 1995 | 52936 | 42861 | 1057 | 7519 | 1635 | 521 | 1114 | 2331 | 3415 | 5050 | 1042 | 2677 |
| 1996 | 57970 | 47066 | 1180 | 7608 | 1490 | 525 | 965 | 2477 | 3657 | 5147 | 1116 | 2605 |
| 1997 | 63451 | 51634 | 1252 | 8084 | 1703 | 590 | 1113 | 2785 | 4037 | 5741 | 1231 | 2935 |
| 1998 | 64149 | 52798 | 1237 | 7493 | 1458 | 599 | 859 | 2827 | 4064 | 5522 | 1239 | 2698 |
| 1999 | 69852 | 57340 | 1308 | 7993 | 2288 | 658 | 1630 | 3106 | 4414 | 6702 | 1346 | 3634 |
| 2000 | 84152 | 68654 | 1434 | 10732 | 4393 | 678 | 3716 | 3685 | 5119 | 9513 | 1561 | 5955 |
| 2001 | 93733 | 77260 | 1554 | 11406 | 4733 | 1060 | 3673 | 4018 | 5572 | 10305 | 1699 | 6433 |
| 2002 | 109486 | 90244 | 1762 | 13442 | 5784 | 921 | 4863 | 4476 | 6238 | 12022 | 1902 | 7687 |
| 2003 | 143172 | 118638 | 2049 | 17295 | 8337 | 1056 | 7281 | 5488 | 7537 | 15874 | 2299 | 10636 |

(续表)

| 年份 | 主营业务收入 | 主营业务成本 | 主营业务税金及附加 | 产品销售利润 | 利润总额 | 实交所得税 | 净利润 | 本年应交增值税 | 税金总额 | 利税总额 | 间接税企业负担部分 | 资本总回报 |
|------|--------|--------|-----------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
| 2004 | 198909 | 167246 | 2616 | 22343 | 11929 | 1478 | 10451 | 6913 | 9529 | 21458 | 2906 | 14836 |
| 2005 | 248544 | 209863 | 2997 | 27449 | 14803 | 1806 | 12996 | 8521 | 11518 | 26321 | 3513 | 18316 |
| 2006 | 296418 | 252027 | 3579 | 31393 | 17636 | 2005 | 15632 | 9456 | 13035 | 30671 | 3976 | 21612 |

资料来源和说明：(1) 主营业务收入 1985—1999 年数据来自《中国工业交通能源 50 年统计资料汇编》，2000—2005 年数据来自《中国统计年鉴 2006》，较早年份该指标名称为“产品销售收入”，依据同时有两种指标年份数据观察，产品销售收入与后来主营业务收入是同一指标。(2) 主营业务成本 1985—1991 年数据来自《中国工业经济统计年鉴 1992》，1992—1997 年数据来自历年《中国统计年鉴》，1998—2005 年数据来自《中国统计年鉴 2006》。该指标早先年份的名称为“产品销售成本”。(3) 主营业务税金及附加 1993—1997 年数据来自历年《中国统计年鉴》，1998—2005 年数据来自《中国统计年鉴 2006》。(4) 产品销售利润 1993—2002 年数据来自历年《中国统计年鉴》，2003—2005 年数据采用以下方法估计，先计算出 1993—2002 年间“主营业务收入—主营业务成本—主营业务税金及附加”与“产品销售利润”比例的平均值为 1.3，利用该比例值和 2003—2005 年“主营业务收入—主营业务成本—主营业务税金及附加”指标值计算产品销售利润。(5) 利润总额 1978—1999 年数据来自《中国工业交通能源 50 年统计资料汇编》，2000—2005 年数据来自《中国统计年鉴 2006》。(6) 实交所得税 2000—2004 年数据来自历年《中国税务年鉴》，1995 年数据是第三次全国工业普查提供的利润总额减去净利润之差。1993—1994 年数据依据当年利润总额和 1995 年实交所得税占利润总额比率估算。1996—1999 年和 2005 年数据的估计方法是，先计算出 2000—2004 年实交所得税占增值税比例平均值为 21.2%，然后利用这一比例值和历年增值税估算。(7) 1995 年净利润数据来自第三次全国工业普查结果，其他年份数据是用当年利润总额减去实交所得税的估计数。(8) 本年应交增值税 1995—1997 年数据来自历年《中国统计年鉴》，1998—2005 年数据来自《中国统计年鉴 2006》。(9) 税金总额 1978—1999 年数据来自《中国工业交通能源 50 年统计资料汇编》，其中 1978—1984 年数据为全民所有制与集体所有制企业加总数。2000—2001 年数据来自历年《中国工业经济统计年鉴》。1998—2001 年年份相关数据显示，税金总额不包括所得税，2002—2005 年数据根据主营业务税金及附加与本年应交增值税加总而得。(10) 利税总额 1977—1999 年数据来自《中国工业交通能源 50 年统计资料汇编》，2002—2003 年数据来自历年《中国工业经济统计年鉴》。1977—1999 年相关数据显示，利税总额为利润总额与税金总额之和。2000—2001 年和 2004—2005 年的利税总额是利润总额和税金总额加总而得的估计数。(11) 企业负担税金总额是间接税企业负担部分与实交所得税之和，间接税企业负担部分估计方法见正文讨论说明。(12) 总回报是间接税企业负担部分与利润总额之和。

企业统计口径 1998 年以前是“乡及乡以上独立核算工业企业”，此后调整为“国有及非国有规模以上工业企业”。口径调整使企业数量从 1997 年的 468506 个减少到 1998 年的 165080 个，不过统计对象实际经济规模由此引起的变动要小得多。如 1997 年“独立核算工业企业”和 1998 年“规模以上工业企业”工业增加值分别是 19835 亿元和 19422 亿元，所有者权益分别为 36629 亿元和 39445 亿元(参见《中国工业交通能源 50 年统计资料汇编》)。因而统计口径调整对利润率误差影响应比较有限。

2006 年营收、成本、主营税金、利润总额、增值税根据当年《中国经济景气月报》10 月底数据折算(乘以 12 再除以 10)，销售利润、实交所得税、净利润、税金总额、间接税、总回报根据采用上述方法推算而得。

第二节讨论说明，资本社会回报大体等于企业所得税加上间接税中资本分担部分并减去净补贴。社会回报与净利润构成表 2 报告的资本总回报。图 2 报告净利润、税前利润、总回报、利税总额等四个资本回报数据。后面观察的利润率主要利用前三项资本回报指标。

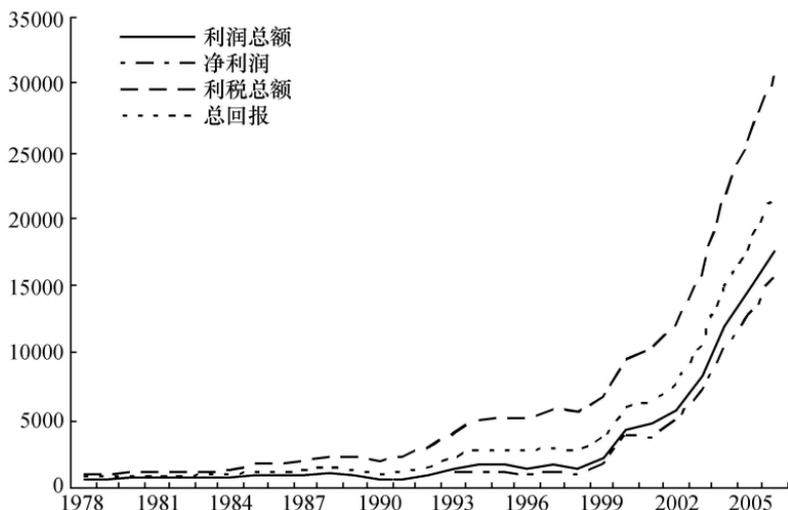


图2 中国工业企业若干资本回报数据 (亿元, 1978—2006年)

数据来源：来自表2相关数据。

表2还报告了产生上述基本回报指标的构成因素数据。不过由于利税指标与构成因素数据来源不尽相同，因而具体数据仅具有结构提示性，并不存在严格意义上的数量加总关系。大体而言，利润总额、税收总额、收入等指标数据比较完整，其他指标不同程度地缺少数据，有的指标仅有少数年份数据。分阶段观察，20世纪90年代中期以来数据比较完整，前期数据缺失率较高。

由于原始数据可获得性和统计数据口径差异等限制因素，获得表2资本回报数据涉及一些估测处理过程。另外从有关争论情况看，对我国资本回报率走势判断的意见分歧主要发生在对我国资本回报数据是否存在系统性高估的疑问方面。为此对表2部分数据的估计方法及有关质疑涉及的三点问题给以讨论说明。

(二) 资本社会回报的定量估测问题

依据第二节讨论，资本回报不仅包括资本所有者获得的权益回报，还包括通过所得税和资本承担间接税所贡献的社会回报，两重回报相加形成资本总回报。然而以统计部门提供的“利税总额”作为资本总回报的度量指标存在高估问题。因为企业税金所含间接税虽由企业缴纳，然而通常在不同程度上可以转嫁给消费者，如果把间接税一对一理解为资本社会回报则存在高估误差，适当方式应当是在间接税中分离出资本方承担部分作为资本社会回报，在此基础上估算资本总回报。

确定间接税中资本社会回报部分的关键是要估计间接税中资本方和消费者双方各自承担的比重。本文利用收入法GDP统计中资本盈余和劳动者报酬

相对比例估计企业间接税中资本剩余份额。可以从两个来源得到我国收入法 GDP 核算中营业盈余与劳动者报酬数据。第一个来源是全国投入产出表。其优势在于覆盖全国,统计指标具有更好的概念框架和逻辑关系作为基础;局限在于 1992 年以后投入产出表才有营业盈余和劳动者报酬数据,总共只能得到 5 个年份数据,这 5 年营业盈余相对比例简单平均值为 30.8%。⁶第二个来源是各省区收入法 GDP 核算中包含的营业盈余和劳动者报酬数额,将所有省区加总可以间接得到全国数据。这方面指标从 1993 年开始有数据,除 1995 和 2004 两年外,到 2005 年共有 11 个年份数据。用省区数据加总计算的营业盈余相对比例值在 1994—2003 年期间比较稳定,最高是 1993 年的 32.1%,最低是 1998 年的 26.3%,然而 2005 年上升到 41.7%,11 年简单平均值为 29.5%⁷,与上述全国数据(30.8%)很接近。本文以二者简单平均值(30.15%)作为工业部门间接税资本方承担比重估计值。将表 2 中历年不包含所得税的税金总额乘以 30.15%,得到间接税中企业负担部分估计值,并以此估算获得表 2 中资本总回报数据。

(三) 利润总额包含补贴收入问题

企业利润总额包含补贴收入,准确理解企业回报的经济含义需要考虑补贴问题。依据我国相关规定,“补贴收入是指企业按规定实际收到退还的增值税,或按销量或工作量等依据国家规定的补助定额计算并按期发放的定额补贴,以及属于国家财政扶持的领域而给与的其他形式的补贴”(CCH 亚洲公司,2005,第 174 页)。给定上述补贴定义,补贴与资本回报在定性意义上存在两重关系。

一是补贴与净利润即资本所有者回报具有正向关系。对于资本所有者而言,补贴与其他创利因素带来的资本回报具有等值性,在这个意义上企业通过补贴获得收入和利润具有真实性。二是补贴对资本社会回报产生高估影响。补贴一般来自政府财政收入,可以看作是国家代表社会从工业部门得到的负回报,因而衡量资本社会回报以及资本总回报时需要扣除净补贴部分,否则会产生高估偏差。

对我国转型期经济环境而言,更细致讨论补贴对资本社会回报影响还至少需要考虑两方面问题。一是补贴收入来源和补贴实现机制问题。如果补贴不是来源于政府财政收入,而是通过政府价格干预或其他干预措施,把部分企业税前利润转移给另一部分企业,则这类补贴代表资本回报在不同企业之

⁶ CCER“中国经济观察”研究组(2007)表 4-3 报告根据全国投入产出表计算的营业盈余占“营业盈余和劳动者报酬之和”比例值。

⁷ CCER“中国经济观察”研究组(2007)表 4-4 报告根据各省区收入法 GDP 分解数据计算的营业盈余占“营业盈余和劳动者报酬之和”比例值。

间转移，不应对资本总回报带来高估影响。深入研究补贴与资本回报关系，需要考虑这类可能存在的企业间转移性补贴因素的影响。二是获得补贴利益企业对象的分布问题。我国企业分为国有、集体、私营、外资等不同类型，政府补贴可能主要发放给国有企业，私营及其他企业获得政府财政补贴可能性较小，因而如果区分企业类型加以研究，补贴对资本回报派生误差应主要表现为国有企业回报率高估。

具体定量估算历年补贴存在数据困难。我国统计部门报告了两类政府补贴数据。一是所谓“政策性补贴”，主要与政府对粮油等农产品价格和流通干预政策有关⁸，与本文讨论的工业利润所包含补贴因素关系不大。二是所谓亏损补贴，可能与工业利润存在较多关联。图3报告这两类补贴数据。

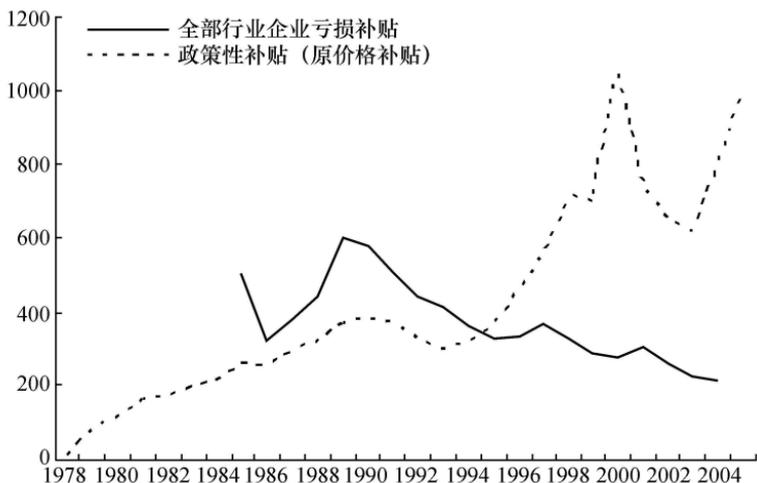


图3 我国两类财政补贴（亿元，1978—2005年）

数据来源和说明：全部行业企业亏损补贴数据全部来自《中国财政年鉴（2005）》第337页。政策性补贴1989—2005年数据来自《中国统计年鉴（2006）》，1978—1988年数据来自《中国统计年鉴（1996）》，指标名称为“价格补贴支出”。

依据上述观察，似乎有理由假设工业净补贴应是亏损补贴一部分。然而从2004年全国经济普查数据看，工业规模以上企业所得到净补贴与当年亏损补贴数不一致。2004年净补贴为509亿元，比上述亏损补贴数据高出一倍左右。受到数据限制，本文估算资本回报率时没有扣除净补贴。由于净补贴等于负税收，这一处理方法对企业当期利润率度量没有实质性扭曲，然而对资本社会回报和总回报会带来高估偏差。如2004年对社会总回报率约高估0.34个百分点，没有数据的年份无法实际计算，估计对总回报率高估应在0.3—

⁸ “政策性补贴支出”的定义是指“经国家批准、由国家财政拨款用于粮棉油等产品的价格补贴支出，主要包括粮、棉、油差价补贴，平抑物价和储备粮补贴，农业生产资料价差补贴，粮食风险基金，副食品风险基金，地方煤炭风险基金等”（《中国统计年鉴（2006）》第302页）。

0.5个百分点。另外如上面讨论,这方面误差应主要体现为国有企业资本回报率高估。

(四) 投资收益对资本回报率影响问题

我国企业财务统计在计算利润时包括投资收益,作为营业利润和利润总额这两个利润指标之间的过渡因素之一。⁹企业利润核算考虑投资收益(亏损)是符合常识的方法,也是与国际通行企业会计规则相一致的财务统计方法。¹⁰在资本回报率讨论中,单伟建博士提出这一处理方法可能从两个方面高估资本回报:一是由于投资收益重复计算而高估了资本回报率(Shan, 2006a, p. 30; 单伟建, 2006a),二是对企业投资亏损和利润不对称的会计处理方法高估资本回报率(Shan, 2006a, p. 31)。上述质疑对准确估计我国资本回报率有启发意义,然而仔细考察发现这方面因素并不会显著高估资本回报率。

对第一点质疑可以给出直接回答:计算利润时对投资收益重复计算并不必然高估资本回报率。道理很简单,把企业间投资收益计入利润确实会重复计算利润,然而企业间投资意味着净资产所有方和利用方发生转移,因而净资产也会重复计算;由于资本回报率是资本收益与资本存量比率,分子分母同时重复计算并不必然导致比率值高估。¹¹

进一步讨论,给定企业间交叉投资这一市场环境背景,利润核算包括投资收益确实可能引入误差因素,然而误差方向可能低估也可能高估,因而是一个经验性问题,在一般讨论场合并不足以断定会高估利润。从常识上考量,如果不同企业存在不同方向误差,在企业数量足够大并且事件发生机制具有某种随机性情况下,绝大部分误差应能相互抵消,因而对总体利润率估计不至于发生显著影响。

第二点质疑是说投资收益为正,即存在利润时会重复计算,然而如果投资为负即发生亏损时不会重复计算,会计规则处理两类情况的不对称方法会引入资本回报高估效应。对这个比较细节的问题需要区分不同情况讨论。第一,如果投资企业对被投资企业拥有“控制”权,则投资企业和被投资企业会合并财务报表,这时亏损也会作为负投资收益计算,因而不会高估利润。第二,如果投资企业对被投资企业存在“共同控制或重大影响”,则投资企业对被投资企业的长期股权投资应采用权益法核算,那么亏损也会作为负投资收益计算,不会高估利润。第三,只有在投资企业对被投资企业没有“控制、

⁹ 另一个因素是上面讨论的补贴收入。

¹⁰ 国外会计损益表在营业利润(operation profit)与税前利润(earning before income taxes)之间存在所谓“其他收入或费用项目(other income or expense)”这一衔接性项目指标,统计内容被定义为“运营之外发生的收入和成本如红利和利息收入、利息支出、投资收益或亏损”(参见 Lyn and Ormiston, 2001, p. 98)。

¹¹ 单伟建博士似乎也同意这一分析。细心读者会发现,单文用一段话阐述利润统计包括投资收益会由于重复计算导致利润高估,后面接着用一句话提到上述净资产重复计算因素可能会抵消高估误差影响,实质上已经自问自答了这一质疑(Shan, 2006a, pp. 30—31)。

共同控制或重大影响”、投资企业对被投资企业的长期股权投资应采用成本法核算时，投资亏损才有可能由于没有重复计算，会在相应数量范围和程度上对当期利润带来高估影响。然而即便在这一特殊情况下，亏损仍以类似于“负盈余公积”的作用带来资本价值减少，因而从投资周期全程角度看，仍会通过总投资收益降低表现出来。也就是说，即便特殊情形下当期流量利润万一发生某种高估，由此发生的统计误差在较长时间窗口中仍会通过资本存量规模相应变动得以自我矫正。对于本文讨论主题而言，亏损没有重复计算假设下资本回报率的潜在高估影响，可以看作相对次要的二级甚至三级误差，在后续资本回报率估测研究中无需考虑。

四、资本回报率估测结果及其特点观察

前面定义了我国工业资本回报率指标体系，考察了我国企业会计和税收制度演变，报告并讨论了资本存量和资本回报数据。在此基础上，本节估测我国工业资本回报率，并观察其结构表现和长期走势等方面特点。

（一）资本回报率初步估测结果

利用上节的不同资本回报和资本存量数据，可直接计算九种资本回报率指标的估计结果。由于数据可获得性限制，不同指标时间长短跨度不同，有的覆盖改革开放整个时期，有的从20世纪90年代初开始可以获得连续数据。图4报告仅有1993年以来数据的七个资本回报率指标。它们走势形态很接近，都是存在先降后升的走势，不约而同地在20世纪90年代末止跌回升，七种回报率指标均上升了好几倍（2—6倍之间）。比较1998年（低谷年份）

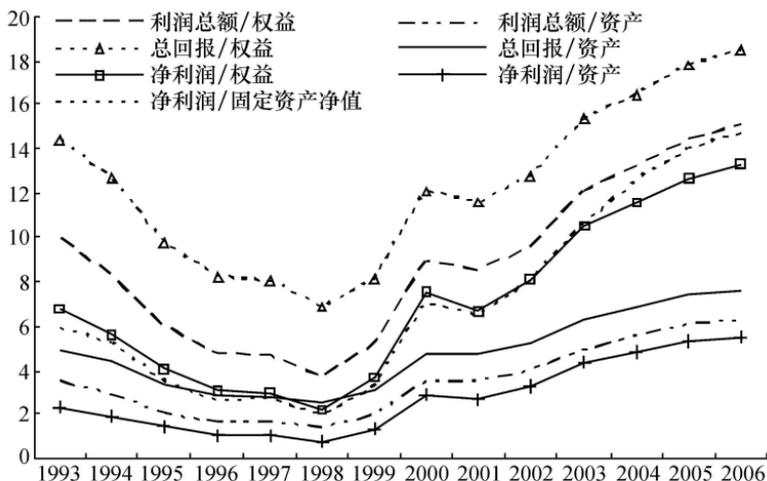


图4 我国七种工业资本回报率估测 (%) (1993—2006年)

数据来源：用图1和表2报告的资本存量和资本回报数据计算。

与2006年的水平,工业净资产净利润率从2.2%上升到13.4%,总资产净利润率从0.8%上升到5.5%;净资产税前利润率从3.7%上升到15.1%,总资产税前利润率从1.3%上升到6.2%;净资产总回报率从6.8%上升到18.5%,总资产总回报率从2.5%上升到7.6%。

图5报告了有1978年以来的数据的两个资本回报率指标:固定资产净值税前利润率和总回报率。从中可见,上述由降转升的走势,是我国资本回报率改革开放时期演变趋势的阶段性的表现。长期下降可以延伸到改革开放初期,两个回报率指标在1978年分别为25%和29%,1993年减少到7.6%和11.6%,1998年低谷时进一步下降到3.3%和6.2%。与图4报告的七种回报率走势相类似,1998年以后这两个资本回报率指标也开始强劲上升,到2006年分别上升到16.5%和20.3%。

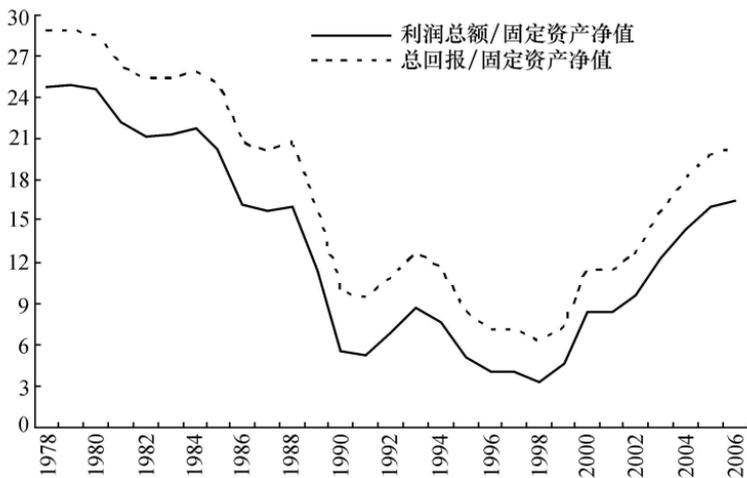


图5 我国两种工业资本回报率估测 (%) (1978—2006年)

数据来源:用图1和表2报告的资本存量和资本回报数据计算。

上述资本回报率估测数据变动显示两个特点。一是不同资本回报率指标绝对水平相当接近。如“利润总额/固定资产净值”与“利润总额/权益”在1993—2005年期间平均值分别是8.2%和8.4%,仅相差0.2个百分点。2002年及以前“利润总额/固定资产净值”总是低于或等于“利润总额/权益”,但从2003年开始高于“利润总额/权益”。在1995年两个指标之间差距最大,相当于“利润总额/固定资产净值”的17.5%,2001年二者基本相等。二是不同指标在各观察值时期走势具有明显相关性。表3显示了9个不同回报率指标的相关系数矩阵,分为整个时期和1993年以来两种情况。所有指标序列的相关系数均在0.95—0.99以上。不同回报率指标绝对水平很是接近以及其变动形态高度相关,使我们有可能克服数据可获得性限制,间接推测某些关键资本回报指标部分缺乏数据年份的变动情况。

表3 我国资本回报率若干指标相关性(1978—2006年)

| | 净利润 /权益 | 净利润 /资产 | 净利润 /固定 资产 | 利润总额 /权益 | 利润总额 /资产 | 利润总额 /固定 资产 | 总回报 /权益 | 总回报 /资产 | 总回报 /固定 资产 |
|-----------|------------|------------|------------------|-------------|-------------|-------------------|------------|------------|------------------|
| 净利润/权益 | 1.000 | 0.997 | 0.996 | 0.991 | 0.998 | 0.995 | 0.971 | 0.996 | 0.989 |
| 净利润/资产 | 0.997 | 1.000 | 0.998 | 0.979 | 0.996 | 0.991 | 0.950 | 0.989 | 0.981 |
| 净利润/固定资产 | 0.996 | 0.998 | 1.000 | 0.981 | 0.995 | 0.996 | 0.955 | 0.990 | 0.988 |
| 利润总额/权益 | 0.991 | 0.979 | 0.981 | 1.000 | 0.993 | 0.993 | 0.993 | 0.997 | 0.994 |
| 利润总额/资产 | 0.998 | 0.996 | 0.995 | 0.993 | 1.000 | 0.997 | 0.973 | 1.000 | 0.992 |
| 利润总额/固定资产 | 0.995 | 0.991 | 0.996 | 0.993 | 0.997 | 1.000 | 0.976 | 0.997 | 0.998 |
| 总回报/权益 | 0.971 | 0.950 | 0.955 | 0.993 | 0.973 | 0.976 | 1.000 | 0.984 | 0.986 |
| 总回报/资产 | 0.996 | 0.989 | 0.990 | 0.997 | 1.000 | 0.997 | 0.984 | 1.000 | 0.996 |
| 总回报/固定资产 | 0.989 | 0.981 | 0.988 | 0.994 | 0.992 | 0.998 | 0.986 | 0.996 | 1.000 |

数据来源和说明：数据来自图4和图5。依据正文相关内容说明，“利润总额/固定资产”与“总回报/固定资产”指标数据时段为1978—2006年，其余指标数据时段为1993—2006年两种情况。

计算资本回报率涉及的另一个尚未讨论的问题是对资本存量采用期初¹²还是期末数据。从计算资本回报率的基本概念关系看，期初和期末资本存量数据选择各有利弊。上面计算的回报率采用期末资本存量数据。为比较不同指标选择对资本回报率估算结果的影响，图6分别用期初和期末资本存量计算资本回报率（权益税前利润率），结果显示期末期初净资产选择所得回报率绝对水平很接近，二者变动趋势也大体相同。然而也有两点显著区别。一是从绝对水平比较，利用期末资本存量计算的回报率较低，利用期初资本存量计算的回报率较高。二是个别年份有较大差别甚至方向不同。如采用期初资本存量计算的2004年回报率较高，但是2005年该指标值下降¹³；用期末资本存量计算资本回报率则增长比较稳定，没有上述起落波动现象。

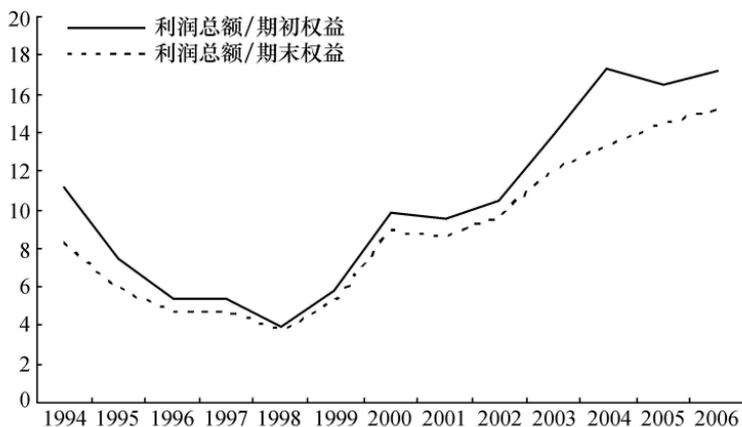


图6 净资产期初期末选择对回报率计算结果影响 (%) (1994—2006年)

数据来源和说明：利用图1和表2报告的权益资本和利润总额数据计算。

¹² 本期期初数据实际上通常采用上期期末数据。

¹³ 如世行报告观察到“2005年盈利状况改善的速度有所放慢”的判断可能是采用这一计算方法得到的结果(世界银行中国代表处,2006,第17页)。

(二) 不同类型企业资本回报率比较

上面报告了我国工业部门所有国有与规模以上非国有企业资本回报率。由于特定历史和体制转型背景,我国企业依据所有制差别划分为不同经济属性。图7报告了1993年以来国有及国有控股、三资、私营等三类企业净资产税前利润率的变动,由于数据限制,其中私营企业回报率从1998年开始计算。从中可见两类非国有企业资本回报率总体高于国有及国有控股企业。1993—2005年国有企业利润率简单平均值为6.45%,三资企业同期同一指标为8.38%。1998—2005年间国有企业利润率简单平均值为7.62%,三资企业为9.44%,私营企业为13.86%,私营企业资本回报率比国有企业高出81.9%。

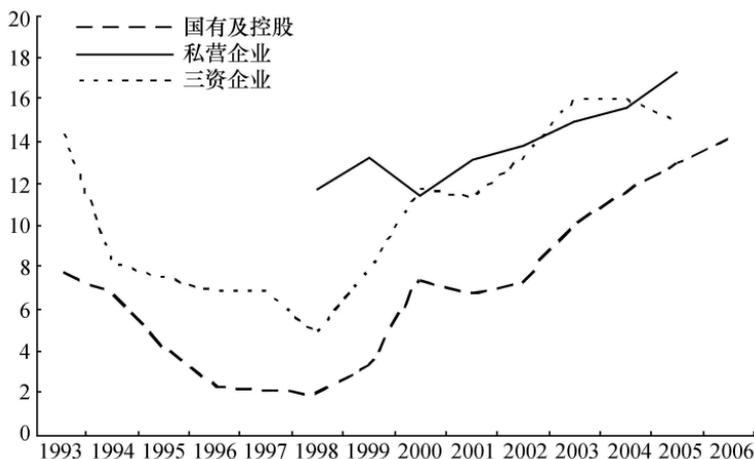


图7 我国不同类型企业净资产税前利润率 (%) (1993—2006年)

数据来源和说明:各类企业1993—1997年净资产和利润总额数据来自1994—1998年《中国统计年鉴》,1998—2005年数据来自《中国统计年鉴(2006)》。1993—1997年间企业分类是:国有经济、集体经济、股份制经济、外资、港澳台资,图中1993—1997年的“国有及控股”数据是“国有经济”数据,没有考虑股份制经济中国有控股部分。三资企业数据由外资和港澳台资加总而得。

图8报告了1998—2005年国有及国有控股、三资、私营等三类企业固定资产净值税前利润率数据。这一时期国有企业固定资产税前利润率简单平均值为6.98%,三资企业为13.86%,私营企业为16.25%,私营企业资本回报率比国有企业高出1.33倍。

图7和图8报告的数据还显示,国有企业近期资本回报率相对增长速度超过非国有企业。如1998—2005年间,私营企业净资产税前利润率增长5.7个百分点,而国有企业净资产税前利润率增长10.2个百分点,国有企业资本回报率增长幅度比私营企业高出近八成。国有企业资本回报率相对较快改善,一方面说明推进国有企业改革以及国家剥离国有企业名下银行坏账等措施取

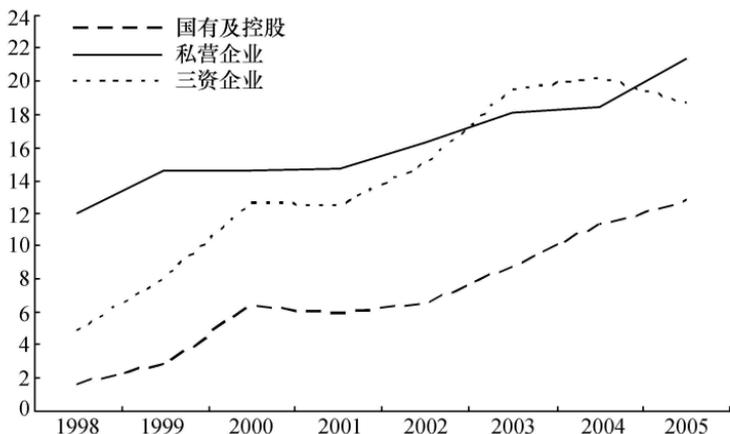


图 8 我国不同类型企业固定资产净值税前利润率 (%) (1998—2005 年)

数据来源和说明：利润总额数据来源与图 7 相同。固定资产净值数据是估计数，依据图 1 说明的估计方法，将固定资产净值年均余额乘以 1.04，固定资产净值年均余额来自《中国统计年鉴 (2006)》。

得成效，另一方面又与现行有利于国有企业的垄断和准入限制政策有关。

从两类企业主要创利行业分布可以看出它们的盈利模式与保护政策关系的差异。图 9 和图 10 分别报告了 2005 年国有与私营企业利润来源前十大行业分布情况，显示两类企业利润来源具有不同特点。国有企业利润集中度较高，2005 年前十大利润行业占国有企业利润总额比重高达 95%，前四大行业比重为 74%；私营企业前十大利润行业占利润总额比重只有 61%，不仅远远低于国有企业同一指标，比国有企业前四大行业比重还相差 13 个百分点。

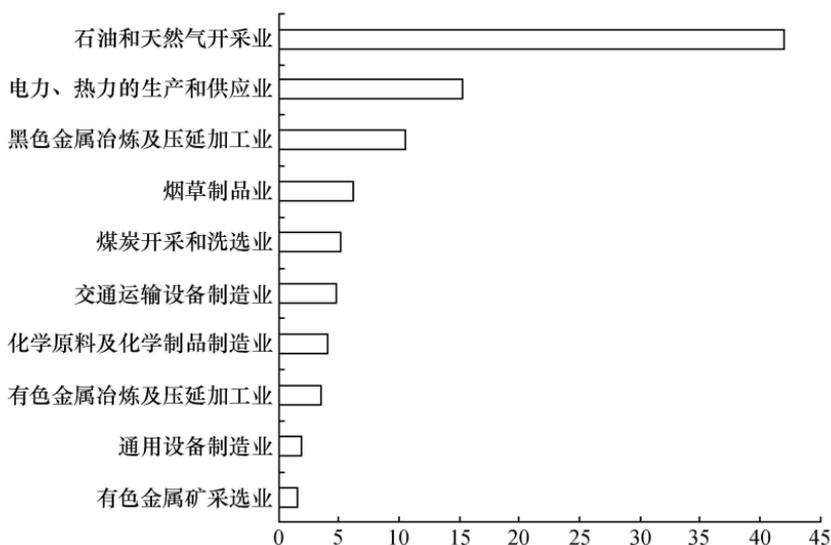


图 9 国有企业利润来源前十大行业分布 (%) (2005 年)

数据来源：《中国统计年鉴 (2006)》。

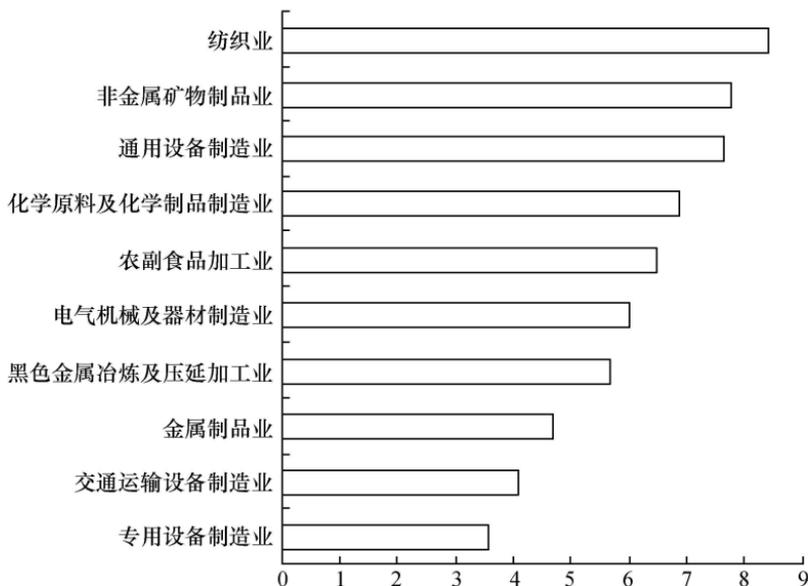


图 10 私营企业利润前十大行业分布 (%，2005 年)

数据来源：《中国统计年鉴（2006）》。

两类企业主要盈利行业来源和分布更是大相径庭。两类企业各自前六个最重要利润创造行业没有任何交叉。对国有企业盈利贡献最大的四个部门为“石油和天然气开采业”、“电力、热力的生产和供应业”、“黑色金属冶炼和延压加工业”以及“烟草制品业”。其中石油和天然气开采业和烟草制品业属于国家垄断行业。得益于近年石油价格大幅上涨等原因，2005 年石油和天然气开采业单个行业创造了所有国有工业企业利润总额的 42%。另外电力、热力的生产和供应业以及黑色金属冶炼及压延加工业，也是管制程度较高的行业或者近年宏观调控措施有助于国有企业在其中扩张的行业。与此相对照，私营企业利润来源最重要的六大行业包括“纺织业”、“非金属矿物制品业”、“通用设备制造业”、“化学原料及化学制品制造业”、“农副食品加工业”和“电气机械及器材制造业”，都属于竞争程度较高的行业。由此可见，我国国有企业近年盈利能力增长较快，在相当程度上仍依赖于行政管制政策的扶持和保护。

(三) 我国资本回报率长期走势特点

初步估测结果显示我国改革开放时期工业资本回报率演变呈现出超越经济景气周期的长期走势。经济运行的一般规律表现为资本回报率波动与宏观经济景气波动具有正向联系，通常是经济增长较快的景气时期利润率较高，反之亦然。后面观察显示，我国改革开放时期资本回报率表现同样具有这一属性。然而我国资本回报率变动的显著特征，在于经历了先下降后上升的长

期走势，似乎正在演绎一个“V”型历史轨迹。

从图 11 可以直观看出一次性趋势变动。固定资产总回报率指标从 20 世纪 70 年代末到 90 年代中期近 20 年在波动中呈现下降趋势，从 28% 左右下降到最低点 6.1%，下降幅度约为 80%。这一下降趋势在 1998 年开始发生逆转，从 1998 年的 6.2% 稳步上升到 2006 年的 20.3%，大约每年上升约 1.75 个百分点。税前利润率也有类似特点。图 11 还报告了利用 HP 滤波方法处理这两个回报率指标所提取的走势更为清晰鲜明的平滑趋势值。考虑前面提到的不同指标之间统计联系和量值接近关系，有理由推测其他指标估计值也应当具有类似长期走势。

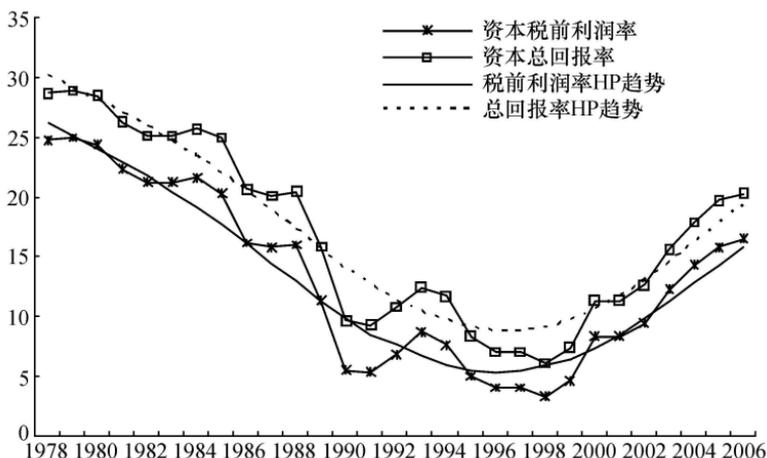


图 11 我国资本回报率长期演变趋势（%，1978—2006 年）

数据来源和说明：资本回报率是固定资产净值税前利润率和总回报率。数据来自图 5。HP 平滑系数取 100。

为了在国际比较意义上观察上述走势的特征性，图 12 同时报告了中国、美国、日本资本利润率 HP 平滑趋势值。虽然美国、日本资本回报率也经历了不同幅度升降，然而我国资本回报率在 1978—1997 年间下降幅度以及 1998 年以来回升强劲程度都来得更大。如美国从 1978 年的 24% 下降到 1989 年的 17%，日本从 1970 年的 22% 下降到 20 世纪 90 年代末的 9% 左右，但是中国从 1978 年的 24.7% 下降到 1998 年的 3.3%。上升情况是，中国到 2006 年上升到 16.5%，日本从 1955 年的 17% 上升到 1970 年的 22%，美国从 1989 年的 17% 上升到 1997 年的 19%。

我国工业资本回报在制度转型和经济起飞时期表现出先降后升的长期走势，在事实观察层面是一个极为特殊的现象，在分析层面可能是对理解中国经济成长内在规律具有重要解释意义的现象。我们在后续研究中将对其发生背景和根源进行专题考察。

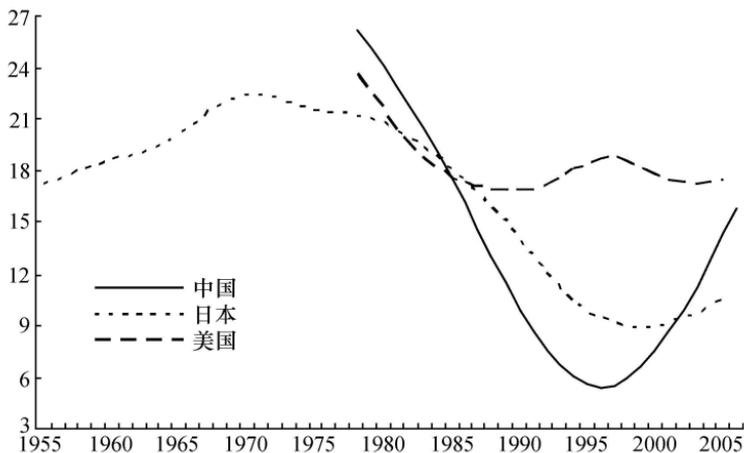


图 12 中美日税前利润率长期走势比较 (%)，1955—2006 年)

数据来源和说明：中国的趋势指标是工业企业权益税前利润率 HP 平滑趋势，美国和日本回报率趋势指标是制造业资本权益税前利润率 HP 平滑趋势值。中国 1993—2006 年净资产税前利润率由利润总额/所有者权益计算，中国 1978—1992 年净资产税前收益率由各年固定资产税前收益率与 1993—2005 年所有者权益/固定资产净值比值平均值估算，中国利润总额数据来自表 2，固定资产净值和所有者权益数据来自图 1。美国制造业税前利润率 (Annual rate of profit before tax on stockholders' equity) 截止年份为 2005 年，数据来自 U. S. Census Bureau—Quarterly Financial Report, 1996 Q1 & 2006 Q1；原始数据为季度数据，用各季度税前利润率平均值计算得到年利润率。日本制造业税前利润率由 Current profits/Equity 计算，Current profits, Equity 来自 Ministry of Finance—Financial Statements Statistics of Corporations by Industries, Quarterly；原数据为季度数据，年度利润率采用“该年度四个季度 Current profits 总和/第四季度 Equity”公式计算而得，截止年份为 2006 年。

(四) 资本回报率与经济景气变动关系

一般认为企业回报率变动是与经济景气波动相联系的变量。¹⁴为进一步观察我国资本回报率与宏观周期变量的统计联系，以税前利润率与实际 GDP 对其 HP 平滑趋势偏离作为各自短期波动度量，图 13 报告了固定资产税前利润率与 GDP 波动关系的散点数据，简单回归分析的拟合值 R^2 为 0.335，提示它们之间存在显著正向联系。固定资产总回报率与实际 GDP 短期波动也有类似关系。

为与外国比较，采用同样方法观察同期美国和日本制造业资本回报率波动与各自实际 GDP 波动的关系。图 14 报告了 1978—2005 年美国制造业税前利润率与实际 GDP 对其 HP 趋势偏离关系，与 GDP 关系的散点简单线性回归拟合 R^2 值为 0.323，与我国同一组变量回归拟合值很接近。

¹⁴ 如 Lucas (1977) 把企业利润与宏观经济景气走势一致性变动作为经济周期七大表现形态之一。

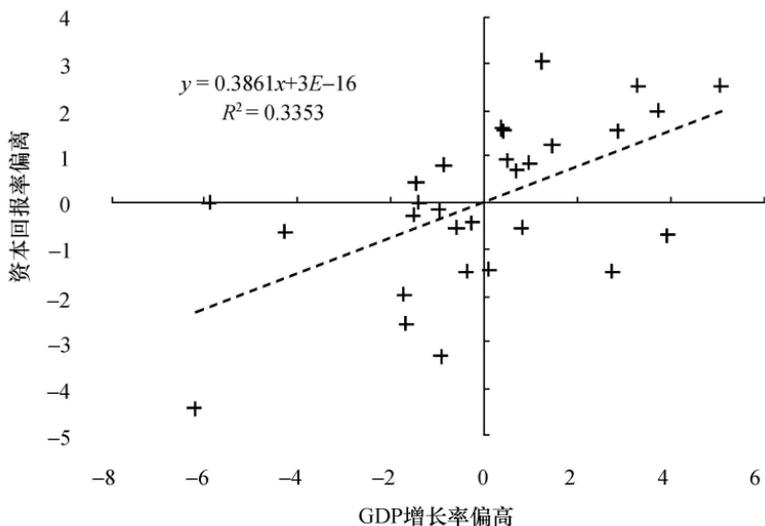


图 13 我国工业税前利润率波动与 GDP 增长率波动关系（%，1978—2006 年）

数据来源：税前利润率是税前利润对固定资产净值比率，数据来自图 5。1978—2005 年 GDP 增长率由《中国统计年鉴（2006）》中不变价格 GDP 指数计算，2006 年 GDP 数据来自国家统计局新闻，中华人民共和国国家统计局局长谢伏瞻：2006 年我国国民经济继续保持平稳较快发展（2007 年 1 月 25 日）。偏离指实际值对其 HP 平滑趋势的差值。

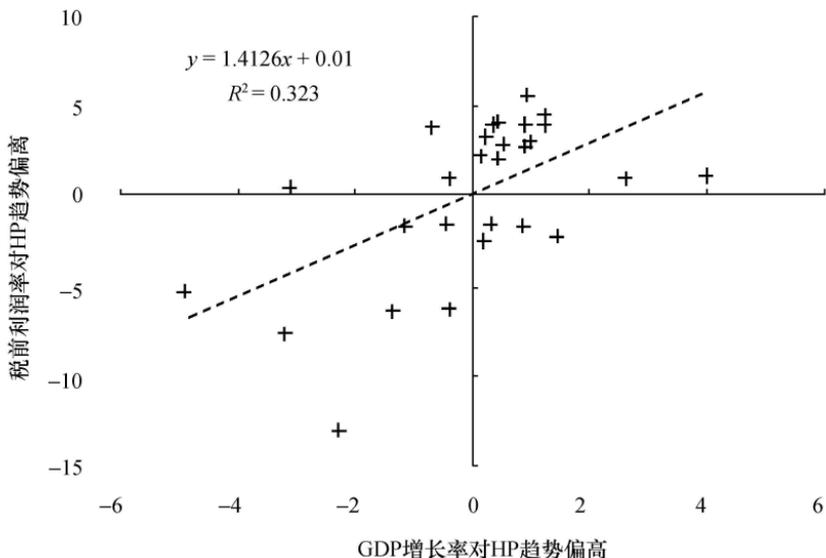


图 14 美国制造业税前利润率与 GDP 增长率波动关系（%，1978—2005 年）

数据来源和说明：美国制造业税前利润率数据来源见图 12 说明。美国 GDP 是 2000 年不变价 GDP，数据来自 Bureau of Economic Analysis—NIPA—Table 1.1.6. Real Gross Domestic Product, Chained Dollars。

图 15 报告 1978—2005 年日本制造业税前利润率与 GDP 对其 HP 趋势偏离关系, 与 GDP 关系的散点简单线性回归拟合 R^2 值为 0.53, 说明日本资本回报率与经济景气变动联系更为紧密。

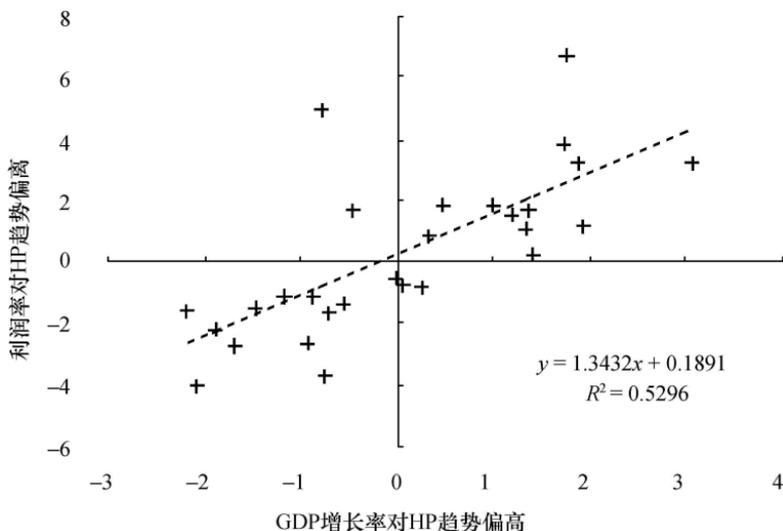


图 15 日本制造业税前利润率与 GDP 增长率波动关系 (% , 1978—2005 年)

数据来源和说明: 日本制造业税前利润率数据来源见图 12 说明。日本 GDP 是 2000 年不变价 GDP, 来自 World Bank—WDI—GDP (constant LCU)。

五、物价因素调整与经济利润率估测

在一个物价变动的环境中, 会计上核算固定资产的方法会对资本回报率测算引入相关变量度量方法不一致的问题。因而从经济学分析角度看, 会计利润率受到物价变动影响会高估或低估真实资本回报率。以固定资产作为资本存量指标, 资本回报率等于利润和固定资产比率, 利润等于收入与成本差额。会计核算收入和成本大部分项目(如销售收入、工资、新购买原料、管理费用等)都以当期价格衡量, 如果所有变量都是当期名义值, 所得利润率应是经济分析意义上的真实回报率。问题在于固定资产和某些成本项目并不以当期现价衡量, 如固定资产通常以历史购置价格记账而非以现价记账, 成本项目中折旧支出受固定资产记账方法影响也不是用现价核算, 因而资产价格变动会影响利润率估算结果。¹⁵

物价变动与利润率关系一般是: 通货膨胀时期会计利润率高估真实利润

¹⁵ 另外计算利润时对存货的处理方式, 也会由于不一定能够进行现价调整对资本回报率带来误差。不过目前会计制度改革通过公允价值方法正在调整这方面的影响。由于无法获得工业企业存货数据, 所以本文将不考虑这一因素影响。

率，持续通货紧缩则可能低估真实利润率。虽然利用微观资本回报率通常并不专门考虑物价因素影响¹⁶，鉴于在本文考察期我国物价曾发生较大变动，某些年份发生过比较严重的通货膨胀，为避免高估我国真实资本回报率，有必要考察上一节会计资本回报率估测结果在多大程度上是物价变动等名义性因素影响的结果。CCER“中国经济观察”研究组（2007）分析了物价因素影响资本回报率作用机制，说明经济利润率与财务回报率的主要变量关系如下：

$$r'_i = \frac{\pi'_i}{K'_i} = \frac{\pi_i - \delta_i((1+p_i)K'_{i-1} - K_{i-1})}{K_i + (1-\delta_i)((1+p_i)K'_{i-1} - K_{i-1})} \quad (2)$$

公式（2）中 r'_i 是经济利润率； K_i 和 π_i 分别表示会计报表记录的资本和利润； δ_i 和 p_i 分别表示折旧率和资本价格增长率； π'_i 表示经济利润； K'_i 表示经济资本，即用当期价格度量的资本。其中经济资本（ K'_i ）可由公式（3）估算：

$$K'_i = K'_0 \prod_{j=1}^i ((1-\delta_j)(1+p_j)) + \sum_{i=1}^i ((K_i - (1-\delta_i)K_{i-1}) \prod_{j=i+1}^i ((1-\delta_j)(1+p_j))) \quad (3)$$

公式（3）中初始期经济资本（ K'_0 ）可由公式（4）估算：

$$K'_0 = \frac{g + \delta}{1 + g - (1-\delta)(1+p)} K_0 \quad (4)$$

其中 g ， p ， δ 分别表示会计资本增长率、固定资产价格增长率、折旧率在初始年份之前平均水平。

在建立物价因素调整模型基础上，CCER“中国经济观察”研究组（2007）利用各期会计资本（ K_i ）和会计利润（ π_i ）已有数据，整理和估测固定资产价格增长率（ p_i ）、折旧率（ δ_i ）、初始期经济资本（ K'_0 ）等相关指标数据，获得了我国改革开放时期工业资本真实回报率的估计结果。图16报告了利用5%、10%和15%三种资本折旧率估算的1978—2005年工业企业经济利润率，并与会计利润率进行了比较；图17报告用10%折旧率估算的1978—2005年会计利润率偏离经济利润率的绝对值和相对值。

调整结果显示通货膨胀对本文考察时期我国会计利润率产生相当重要影响。物价涨幅最高的20世纪90年代中期某些年份，用财务会计数据计算的利润率相对经济利润率高估八至九成，也就是说账面会计利润率绝大部分来

¹⁶ 20世纪70—80年代通货膨胀水平较高时国外学术界也有研究对财务核算利润率进行通货膨胀调整问题的文献（Bulow and Showen, 1983）。另外发达国家宏观经济学国民收入账户体系报告的营业盈余（operating surplus）和固定资本存量（capital stock）数据通常经过通货膨胀调整，如这类资料中“capital consumption adjustments”表示经过调整的折旧和资本存量指标，“inventory adjustments”表示经过调整的存货支出。

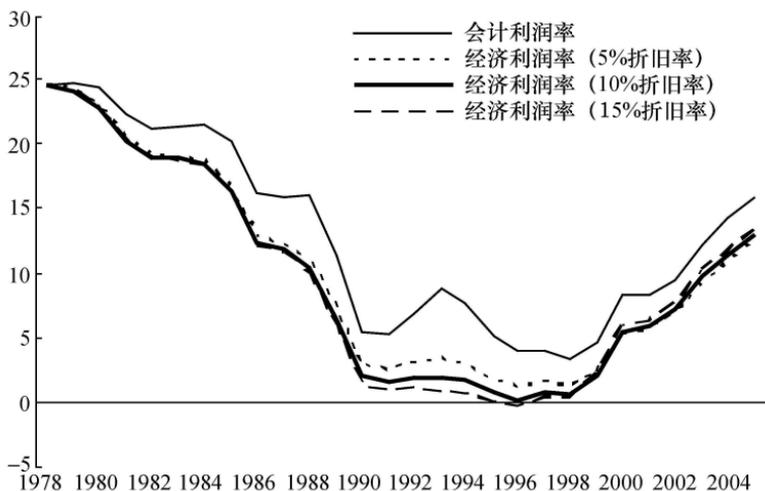


图 16 我国工业经济利润率与会计利润率比较 (%, 1978—2005 年)

数据来源和说明：会计利润率 = 利润总额 / 固定资产净值，数据来自图 5。经济利润率估算方法和数据来源见 CCER “中国经济观察” 研究组 (2007) 第 6—2 节讨论内容。

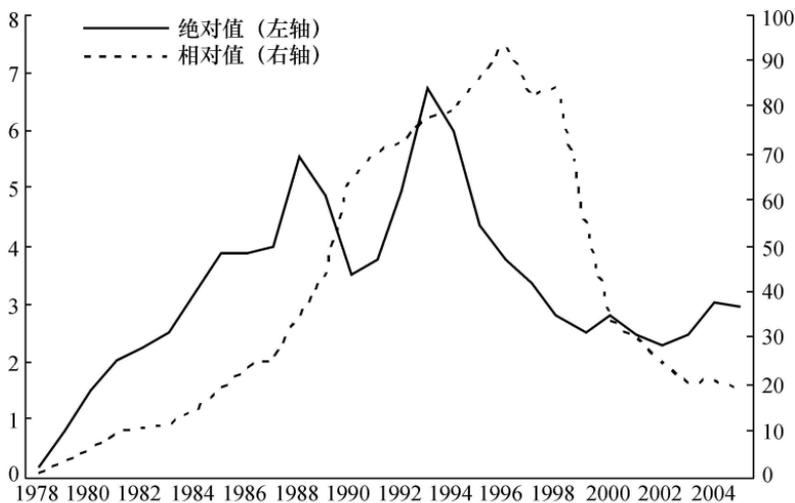


图 17 我国会计利润率偏离经济利润率绝对值与相对值 (%, 1978—2005 年)

数据来源：偏离绝对值是会计利润率减去经济利润率的差额，偏离相对值是绝对偏离值除以会计利润率所得比率值。会计利润率和经济利润率数据来自图 16，经济利润率是选用 10% 折旧率得到的估算结果。

自物价上涨因素影响。随着晚近时期我国宏观经济运行出现通货紧缩和物价温和上涨局面，物价对资本回报率影响的绝对水平大幅下降，2001—2005 年物价影响绝对值下降到平均约为 2.6 个百分点；物价对会计利润率的相对影响程度也持续下降，2005 年会计利润率仅比经济利润率高出 18.5%，与 20 世纪 90 年代中期情况已不可同日而语。

真实经济回报率估测结果显示，上节对我国资本回报率变动的的基本观察仍然成立，其中某些判断甚至更为强化。一是资本回报率仍然呈现先降后升的长期走势，不过该指标变动在1990—1998年间经历一个“锅底形”低谷期，1998年前后在趋势变动中的拐点含义有所减弱。二是1998年以来我国资本回报率强劲增长判断不变，采用经济回报率指标后这一时期增长绝对值和比例值甚至有所提升。三是2005年真实税前利润率为13%，扣除企业实交所得税应仍在10%上下的较高水平。这个真实资本回报率大大高于目前以利率衡量的机会成本¹⁷，也会远远高于万亿美元外汇占款用本币计算的目前收益率和预期收益率，这一观察结果对思考我国近年投资增长的经济根源具有启示意义。

最后采用图13的方法观察经过物价调整后真实利润率与宏观景气变动的关系。图18报告的数据显示真实资本回报率仍对实际GDP波动具有显著正向关系，不过统计回归拟合程度有所降低。我们知道，1998年以来我国宏观经济运行经历了通货紧缩和景气高涨等不同周期阶段的变动，然而会计回报率和经济回报率都持续强劲增长，说明本文观察的晚近时期我国资本回报率变动，主要不是与宏观景气周期波动相联系的产物，而是代表了某种趋势性变动。如假定目前GDP增长高于潜在增长趋势1个百分点，利用真实资本回报率与实际GDP短期波动的回归系数，可粗略推测景气因素仅对真实资本回报率带来约0.27个百分点的提升作用，可见目前资本回报率观察值与趋势值差别很小。

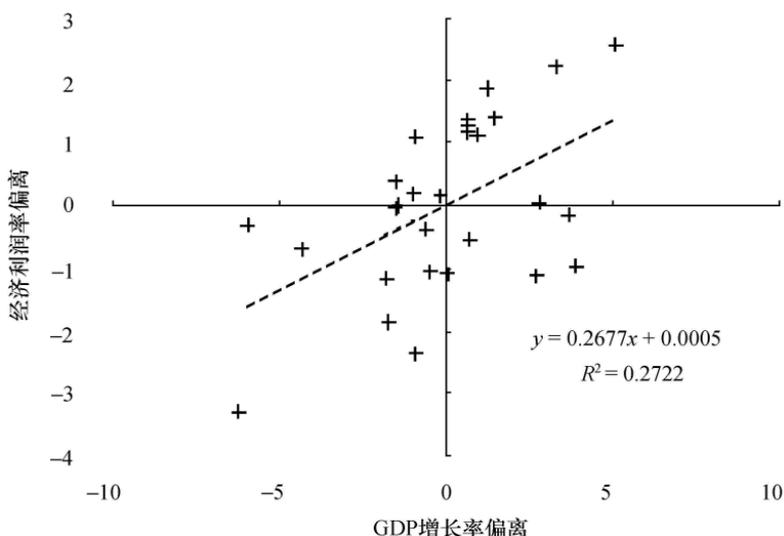


图18 我国工业经济利润率波动与GDP增长率波动关系（1978—2005年）

数据来源和说明：估计方法与图13相同。GDP数据来源见图13说明，真实资本回报率数据来自图16。

¹⁷ 我国2005年一年期存贷款名义利率为2.25%和5.58%。用1.8%消费物价增长率作为对存款利率的通缩指数，实际存款利率为0.44%。用4.9%工业品出厂价增长率作为通缩指数，实际贷款利率为0.65%。

六、中外资本回报率初步比较

最近资本回报率争论涉及中外资本回报率比较问题。¹⁸受数据可获得性限制,本文仅利用日本和美国制造业会计资本回报率数据做初步观察比较。资本回报率国际比较的前提条件是回报率指标定义大体可比。上面对会计利润率与物价变动关系的研究提示,如果不同国家一般物价演变路径存在显著差异,会计利润率与真实回报率比较结果可能出现不一致问题。另外两国政府处于正储蓄还是负储蓄状态、政府财政支出结构都对两国资本回报率比较结果发生影响。¹⁹考虑不同国家会计资本回报率严格说来存在某些不可比因素,对下面的比较观察结果需要谨慎解读。

图19报告了中、美、日三国资本税前利润率数据,其中日本数据从1955年开始,大体覆盖日本战后经济快速追赶直至与最发达国家人均收入大体收敛整个时期。中国和美国数据从1978年开始。20世纪50年代至70年代前后日本税前利润率波动很大,然而平均水平较高,约为20%;进入80年代后持续下降,到90年代末低于10%;近年出现回升走势,2005年约为12%。如前文观察,我国工业税前利润率在80年代前后持续下降,与日本同期利润率下降走势比较接近,但降幅更大。不过我国资本回报率近年强劲回升,2005年已比日本同类指标高出2.1个百分点。

美国制造业税前利润率经历大幅波动,如2001年前后由于经济衰退和“9·11”事件的双重打击,利润率从20%左右下降到4.5%。然而得益于比较灵活的企业制度和劳动力市场,以及外包对供应链和产业结构的不断重组作用,美国制造业利润率总体上保持了较高水平。我国资本回报率在改革初期与美国似乎差别不大,然而我国那时较高的账面利润率与计划经济时期的价格扭曲和工业垄断体制因素的遗留影响有关,并不意味着当时两国企业一般效率水平已不分轩輊。²⁰我国资本回报率到20世纪90年代中后期处于低谷时,与同期处于高位运行的美国回报率相比差距达7—8倍之多。然而晚近时

¹⁸ 如单伟建博士强调资本回报率“问题的关键在于,中国的资本是否得到了有效的配置与使用,从而能够实现与国际水平相当、甚至更高的资本回报率。换言之,以国际标准衡量,中国的资本是否得到了有效利用”(单伟建,2006c)。我国企业真实资本回报率“比2005年平均贷款利率水平仅仅高出3到4个百分点而已。这个投资回报率对利息率‘风险溢价’水平远远低于同年度中国香港和美国上市企业分别超过6%到9%的平均数,汗颜尚且不及,有什么值得大惊小怪的呢?”(单伟建,2006b)。

¹⁹ 两国政府部门处于正储蓄或负储蓄状态及其相对规模大小等因素,作为未来税收变动约束条件之一可能会间接影响两国企业会计利润率走势。资金流量表数据显示我国政府近年一直是正储蓄方,2000—2003年政府储蓄占GDP比重从5.7%上升到8.1%。美国政府在20世纪90年代后半期保持正储蓄,但是2002—2005年间为负储蓄,年均负储蓄占GDP比重约为1%。另一方面我国政府支出相对美国有较大部分投入到基础设施以及其他有利于提升资本回报率的建设项目,这些因素对解读两国资本回报率也具有相应含义。

²⁰ 后续研究专题讨论资本回报率长期走势的具体原因时将进一步考察这一问题。

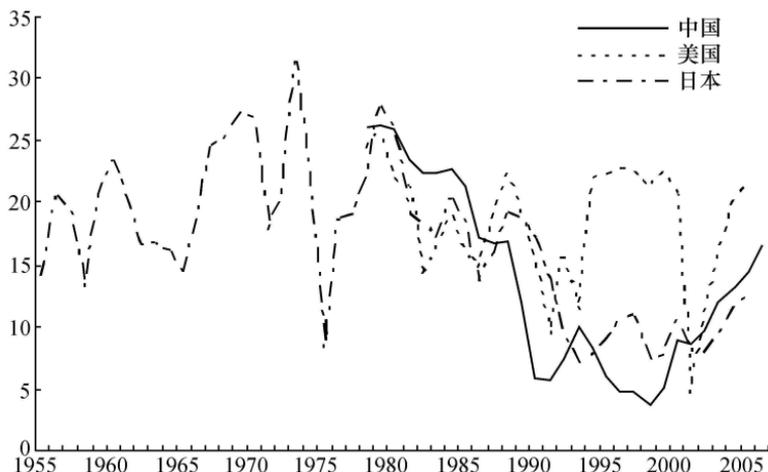


图 19 中、美、日三国税前利润率比较 (%)，1955—2006 年)

数据来源和说明：利润率指所有者权益税前利润率。中国为国有及非国有规模以上工业企业利润率，1993—2005 年是权益资本税前利润率数据，1978—1992 年权益数据利用各年固定资产净值税前利润率与 1993—2005 年“所有者权益/固定资产净值”比率平均值估算，原始数据来自图 1 和表 2。美国和日本的都是制造业净资产税前利润率数据，数据来源见图 12 说明。

期我国资本回报率强劲增长，与美国这一指标差距大幅缩小。2005 年我国工业资本回报率平均水平为 14.4%，比美国制造业回报率 21.4 低 7 个百分点，约三成。

图 20 和图 21 报告了日本和美国制造业税前利润率与我国工业不同类型企业同类指标的比较情况。图 20 的数据显示近年我国国有企业利润率与日本很接近，如 2001—2005 年日本制造业回报率简单平均值为 9.8%，我国国有企业为 9.7%。然而我国私营企业和三资企业利润率已显著胜过日本制造业企业回报率，2001—2005 年私营企业和三资企业利润率简单平均值分别为 14.9% 和 14.22%，比日本企业同一指标高出三四成。图 21 的数据显示我国私营企业追赶美国制造业资本回报率的成绩更为明显。在同时有数据的 1998—2005 年间，美国年均回报率为 17.2%，我国私营企业为 13.9%，二者相差 19.2%；2005 年美国与我国私营企业资本回报率分别为 21.4% 和 17.3%，差距也约为 19.2%；而我国国有企业与美国资本回报率差距较大，在同时有数据的 1993—2005 年间，国有企业回报率比美国低 64.8%。

图 22 报告了中国工业企业净利润率与美国制造业净利润率。美国数据从 1978 年开始，由于数据可获得性限制，中国数据从 1993 年开始。两组回报率走势比较形态大体与图 19 中的税前利润率类似，20 世纪 90 年代前中期中国工业净回报率持续下降到低谷，美国资本净回报率则高位运行，1998 年二者分别为 2.2% 和 15.8%，差距高达 6 倍左右。随着我国净利润率晚近时期快速增长，两国差距大幅缩小。到 2005 年中美两国净利润率分别为 12.6% 和

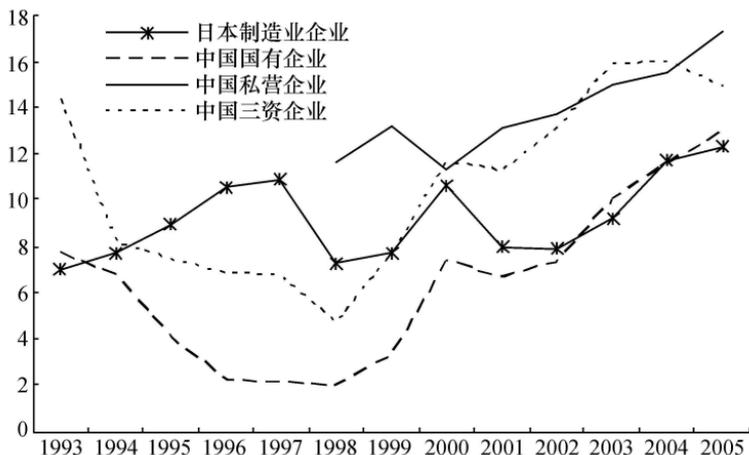


图 20 日本企业与中国不同类型企业税前利润率比较 (%) (1993—2005 年)

数据来源和说明：中国利润率指标为工业净资产税前利润率，数据来自图 7。日本为制造业净资产税前利润，数据来源与图 12 同一指标相同。

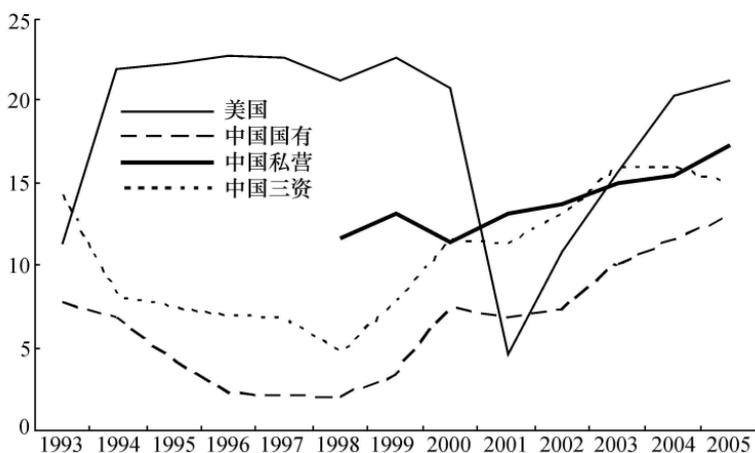


图 21 美国企业与中国不同类型企业税前利润率比较 (%) (1993—2005 年)

数据来源和说明：中国利润率指标为工业净资产税前利润率，数据来自图 7。美国为制造业净资产税前利润，数据来源与图 12 同一指标相同。

15.8%，我国比美国低 20% 左右。我国私营企业净利润率与美国同一指标差距更小。2005 年我国私营企业税前净利润率为 14.5%，比美国同年制造业税前净利润率 15.8% 仅低 1.3 个百分点，相差幅度不到一成。如果以同时有数据的 2000—2004 年五年计算，由于美国回报率在 2001 年和 2002 年大跌，我国私营企业净利润率简单平均值甚至显著高于美国水平。

上述经验证据表明，20 世纪 90 年代中期我国工业资本回报率处于低谷时，与美国等发达国家同类指标比较确实差距很大。然而我国资本回报率晚近时期持续强劲增长，目前已超过日本，并快速追赶和逼近美国制造业回报

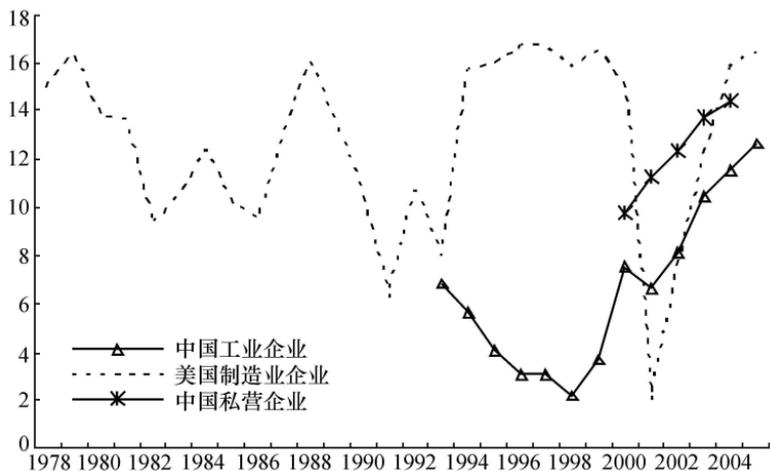


图 22 美国企业与中国不同类型企业净利润率比较 (%) (1978—2005 年)

数据来源和说明：中国指标为工业净资产净利润率。中国工业企业整体 1993—2005 年净资产净利润率数据见图 4。2000—2004 年中国私营企业净资产净利润率数据利用净利润和权益数据计算，其中净利润是利润总额减去实交所得税估算值，利润总额和权益数据来自《中国统计年鉴（2006）》，实交所得税来自历年《中国税务年鉴》。美国指标为制造业税后利润率（Annual rate of profit after tax on stockholders' equity）。美国数据来自 U. S. Census Bureau—Quarterly Financial Report, 1996 Q1 & 2006 Q1；原始数据为季度数据，用各季度税后利润率平均值计算得到年利润率。

率的水平。中外资本回报率阶段性的比较差异特点，应是中国经济转型追赶进程内在规律在相对绩效方面的具体表现。面对这一比较动态图景，用历史经验推论最新进展或有刻舟求剑之虞。有关资本回报率的讨论中，有评论认为我国资本回报率与外国比较仍如“一个增长的侏儒不能与巨人同日而语”²¹。从上述估测结果看，如果一定把外国资本回报率比作巨人，也许可以把目前我国资本回报率快速追赶解读为一个东方巨人成长的故事。

上一节对我国会计利润率进行了物价变动因素调整以获得真实经济利润率估计值。由于没有对美国和日本会计资本回报率进行类似调整，无法直接就经济利润率进行具体比较。真实利润率与会计利润率差异受资本折旧率、固定资产价格变动轨迹、投资增速等因素影响，这里仅依据三国以往相关物价指数变动情况，对中外会计资本回报率比较结果可能需要修正的问题做初步讨论推测。图 23 报告了中、美、日三国过去半个多世纪的固定资产和工业品价格指数。其中日本物价增长幅度最小。我国固定资产价格指数整个时期增长幅度低于美国，然而 1978—2005 年涨幅高于美国，过去十年前后又低于美国，呈现出两头低和中间高的比较格局。

上面对我国会计利润率进行物价变动调整的结果显示，近年我国经济利

²¹ “A growing dwarf is hardly a giant”(Shan, 2006b).

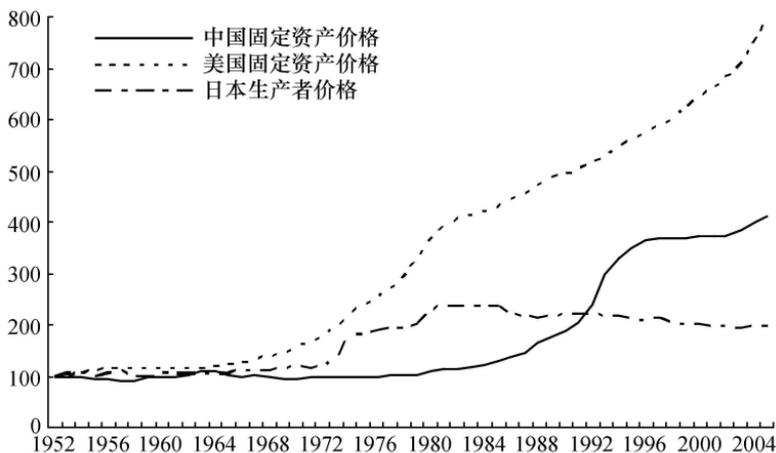


图 23 中国、美国与日本物价比较 (1952=100, 1952—2005 年)

数据来源和说明：中国 1953—1990 年固定资产投资价格指数采用固定资本形成平减指数，固定资本平减指数由固定资本形成总额与固定资本形成不变价指数计算，固定资本形成总额与不变价指数数据来自中国国家统计局国民经济核算司（1997，第 50—51 页）；1991—2005 年为固定资产投资价格指数，数据来自历年《中国统计年鉴》。美国资本价格定义是“Deflator of Fixed Assets and Consumer Durable Goods Net Stock”，数据是 2000=100 指数，数据来源为 Bureau of Economic Analysis。日本 1952—1970 年价格是批发价格指数（1970=100），来自《帕尔格雷夫世界历史统计（亚洲、非洲和大洋洲卷）》（第 3 版）第 970 页；1970—2005 年是生产者价格，来自 IMF-IFS 数据库“PPI/WPI (2000=100)”。

润率比会计利润率大约低 2.6 个百分点。日本物价上涨幅度小得多，过去二十多年中一些年份处于通货紧缩状态，日本经济利润率可能与会计利润率不相上下，因而中国与日本会计利润率比较的结果需要结合两国物价变动情况做相应修正。然而即便假定日本会计和经济利润率大体相等，目前我国私营企业资本经济回报率估计仍已显著超过日本同类指标。考虑我国与美国固定资产价格相对增长两头低和中间高的情况，两国经济利润率比较情况应与上述会计利润率比较判断差别不大。综上所述，考虑物价调整因素后，我国真实资本回报率超过日本和逼近美国的结论应仍能成立。

七、本文的发现及其政策含义：结论性评论

我国新一轮经济景气增长表现出高增长低通胀的可喜组合特点，然而较快的投资增长又使人们对目前增长机制的合理性疑虑重重。常识告诉我们，利用行政手段动员资源高投资缺乏效率，最终会走向危机甚至崩溃，因而关注投资增长的经济合理性和可持续性条件是必要而正确的。不过也需要指出，高投资并不必然等于低效率。如果在市场经济环境下投资形成的资本能创造较大剩余，较高的投资则有可能增加微观主体和社会整体的跨期财富总量并

具有经济合理性。因而对投资率或投资增长的合理性问题，不仅要着眼其具体数量水平进行评估，还要结合资本回报率等微观指标加以辨识。

近来有关我国资本回报率的研究和讨论，对理解我国目前经济形势具有认识和政策意义。鉴于问题复杂性，也考虑目前发表研究文献大都用评论短文等形式发表，不便细致考察资本回报率涉及的诸多复杂因素，我们通过一组论文比较系统地研究这一问题，本文侧重估测改革开放时期我国资本回报率九个序列指标并观察其走势特点。为此本文梳理有关概念指标关系，厘清相关统计制度历史演变背景，细致整理我国工业企业资本回报、资本存量等指标时间序列数据，测算观察资本回报率演变轨迹和目前水平，并对有关争论所提出问题进行初步分析。

需要说明的是，我国体制转型伴随着经济统计指标体系的逐步调整改进，因而在资本存量和利润指标时间序列数据可获得性上存在困难。即便存在相关数据，解读其具体含义时也会因为统计口径和方法演变而发生疑义。因而本文对资本回报率进行定量研究时，不可避免地需要利用经济学和统计技术常识，对某些问题采取整理、猜测甚至假设的方法加以处理。有关这类估测处理的具体依据和假设，本文依据学术规范要求一一仔细说明。我们刻意选择把研究过程的“魔鬼细节”透明化，一方面是为便于读者更准确解读本文所得结论的含义及其局限性，另一方面也是为后续研究对本文观点提出批评或改进预留“接口”。

本文提供六点主要发现，具体如下：

第一，晚近时期我国工业资本回报率发生了真实而非虚构的强劲增长。经过仔细分析的经验证据显示，1998—2006年间9个资本回报率序列指标以很高统计相关性同时增长。1998年到2006年，以权益作为资本存量计算，净资产净利润率从2.2%上升到13.4%，税前利润率从3.7%上升到15.1%，总回报率从6.8%上升到18.5%；以资产作为资本存量计算，总资产净利润率从0.8%上升到5.5%，税前利润率从1.3%上升到6.2%，总回报率从2.5%上升到7.6%。计算总资产回报率所用的利润数据已扣除利息支出，2005年不扣除利息的总资产净利润率约为6%—7%。如以利率作为投资机会成本，2005年总资产净利润率比一年期贷款利率4.9%高出23%—43%，比当年企业和居民存款利率2.25%更是高出170%—210%。如考虑利息税因素，总资产净利润率比存款利率高出幅度更大。

第二，不同类型企业资本回报率存在显著差异。比较不同类型企业资本回报率的绝对水平，私营企业最高，三资企业其次，国有或国有控股企业（下面简称国有企业）较低。以净资产税前利润率为例，2005年私营企业为17.3%，三资企业为14.9%，国有企业为12.9%。不过比较1998年以来资本回报率的增长幅度，三类企业排序则正好相反：国有企业增幅最高，为10.9个百分点；三资企业其次，为10.2个百分点；私营企业较低，为5.7个

百分点。晚近时期国有企业资本回报率较快增长,说明国有企业改革政策发生成效。然而比较国有和私营企业主要盈利行业分布可以看出,国有企业盈利增长在相当程度上仍依赖于行政管制政策的扶持和保护。持续观察将来不同企业资本回报率的相对变动是一个重要研究问题。

第三,体制转型背景下资本回报率呈现先降后升走势。我国资本回报率晚近时期增长,承接此前二十年左右的趋势性下降,使该指标变动在整个改革开放时期大体展现出一个先降后升的长程走势。我国体制转型和经济发展过程内生出降低和提升资本回报率两种力量,上述走势应是这两种力量在不同发展阶段消长盈缩的产物。后续专题研究论文利用资本回报率贡献因素分解构架考察,发现前期价格自由化改革带动原料价格相对上涨、竞争环境下垄断利润耗散、企业放权让利、改革时期单位劳动成本上升等因素导致前期回报率大幅下降。晚近时期原料相对价格仍在上涨,然而相反方向作用的力量开始生效,如劳动生产率快速增长基础上单位劳动成本下降、管理费用和利息费用相对下降、资本运营效率水平提升等等,这些因素推动资本回报率在1998年前后止跌回升并强劲增长。

第四,调整物价因素后对资本回报率增长的判断仍然成立。对企业会计利润率进行物价因素调整的结果显示,通货膨胀对我国会计利润率产生了重要影响。通货膨胀最高的1993年前后,账面会计利润率绝大部分来自物价上涨因素影响。晚近时期物价对会计利润率影响绝对水平大幅下降,近年大体在3个百分点上下,2005年账面利润率由此高估的幅度仅约为18%。调整通货膨胀因素后,真实资本回报率在1990—1998年间经历“锅底形”低谷期,然而贯穿整个时期先降后升的大势形态依然存在。1998年以来,真实回报率绝对和相对增加幅度更高,2005年用固定资产净值作为资本存量计算的真实税前回报率约为12.9%,扣除实际所得税负后真实回报率约为10%,2006年真实净资产净回报率也在10%上下。真实资本回报率大大高于目前以利率衡量的机会成本,也应远远高于万亿美元外汇占款用本币计算的目前收益率和预期收益率。

第五,资本回报率与经济景气波动存在显著联系。用税前利润率对其HP偏离作为资本回报率短期变动度量指标,用实际GDP对其HP趋势偏离作为经济景气短期变动度量指标,发现会计资本回报率以及经过物价变动因素调整的真实资本回报率与实际GDP波动都存在显著正向联系。晚近时期我国宏观经济运行经历了通货紧缩和景气高涨等不同周期阶段变动,同期会计和经济资本回报率持续强劲增长,说明我国资本回报率变动主要代表某种趋势性变动,而不仅仅是宏观景气周期变动的结果。如假定目前GDP增长高于潜在增长趋势1个百分点,利用真实资本回报率与实际GDP短期波动回归系数,可粗略推测景气因素仅对真实资本回报率带来约0.27个百分点的提升作用,可见目前资本回报率观察值与趋势值差别很小。

第六，我国工业资本回报率胜过日本，逼近美国。不同国家财务资本回报率严格来说存在某些不可比因素。由于所得数据限制，本文仅对中、美、日工业和制造业的资本回报率进行了初步比较。我国资本回报率经历了先降后升走势，20世纪90年代中后期该指标处于低谷时，远不及日本经济快速追赶阶段的制造业回报率水平，与美国同期制造业资本回报率相比差距更大。晚近时期我国资本回报率快速增长，目前会计利润率已超过日本，经过物价调整的经济回报率的比较情况可能有所不同，推测至少我国私营企业该指标已超过日本。我国工业会计利润率与美国制造业同一指标相比差距快速缩小，私营企业与美国回报率水平已相当接近。考虑中美有关物价动态比较情况，两国经济回报率与会计回报率比较情况应大体类似，因而真实资本回报率逼近美国的判断仍能成立。

本文的研究结果对理解目前经济景气增长和讨论宏观调控政策具有参考意义。首先本文对目前投资较快增长和新一轮经济景气补充提供了一个观察评估视角。流行观点倾向于认为高投资增长一定是低效率增长，倾向于相信投资增速超过某个数量水平则必然过高过热，倾向于假设近年投资增长主要动因是地方政府干预和要素市场扭曲，等等。这类看法都有一定道理，对实际经济表现也有一定解释作用。然而依据经济学的基本分析逻辑，市场经济环境下投资增长受到资本回报率等微观绩效变量制约或推动。全面理解我国投资增长和新一轮经济景气的发生机制，还需要对我国经济基本面因素进行更深入的实证分析。

如果我国真实资本回报率确实发生趋势性持续增长，那么从经济学投资理论视角看，应有理由假设与均衡分析意义上的合意资本存量比较，我国目前资本存量相对不足，因而企业通过较快投资，缩小现实资本存量与合意资本存量之间差距，可能具有较大程度的经济合理性。这样看来，目前我国投资快速增长以及高增长低通胀的宏观经济表现，可能具有相当程度的微观基础，因而实现中央最近提出的“又好又快”的经济发展方针确实具有现实可能性。从一个更广阔的视角思考，一国经济起飞的早期阶段人均资本存量很低，快速投资及其导入伴随的“嵌入式技术（embedded technology）”进步以及人力资本积累提升，不仅有可能构成持续增长的重要驱动因素，而且可能是经济追赶特定阶段的题中应有之义。因而把“投资驱动增长”无条件等同于“粗放低效增长”的流行看法是否准确，可能还要在理论依据和经验证据方面进一步探讨。

本文的研究结果对我国宏观经济政策也有借鉴意义。如果认定目前投资增长与宏观景气较大程度上是地方官员干预等扭曲性因素派生的结果，那么便会合乎逻辑地推论微观决策主体对利率、汇率、价格等市场性参数的变动较大程度上无动于衷，便会进一步合乎逻辑地推论目前投资较快增长在很大程度上难免需要采用产业政策、数量控制等侧重行政性手段的调节干预，而

市场性调节手段就只能退而发挥某种次要和辅助作用。反过来看,如果近年投资较快增长具有相当程度的经济基本面因素支持,如果目前经济景气在相当程度上是市场机制力量推动的结果,而地方官员干预和要素市场不完善等扭曲性因素仅发挥了相对次要和次生作用,那么宏观经济管理措施就有可能,并且应当更加重视采用与市场经济原则兼容一致的操作手段。

笔者愿意再次肯定政府在市场经济条件下进行总需求管理的必要性,重申即便对具有经济基本面支持的景气增长,政府也需要进行宏观调节。实质问题不在于一般意义上是否有必要进行宏观管理,而在于如何反思评估我国独特的宏观调控?在于从我国体制和政策较长时期演变进程看,是应更多利用市场性“调节手段”进行总需求管理,还是更多采用行政性“控制措施”对经济运行进行微观干预?是应深化改革使“宏观调控”逐步转变为“宏观调节”,还是诉诸形形色色的数量控制和行政干预,使“宏观调控”更接近“控制经济”。近年贯彻科学发展观取得巨大成就,然而如何防范大范围行政干预和寻租活动在宏观调控名义下乘势回潮,如何把推进关键领域改革议程与促进社会公平和谐措施有机结合起来,创造我国经济追赶新阶段所迫切需要的体制和政策环境,仍是下一步经济发展大政方针选择所需考量的重大问题。资本回报率作为经济运行的微观效率指标,为这方面探讨提供了值得关注的经验证据。

参 考 文 献

- [1] 白重恩、谢长泰、钱颖一,“中国的资本回报率”,《比较》,2007年1月第28辑,第1—22页。
- [2] Bulow, J., and J. Showen, “Inflation, Corporate profits, and the rate of return to capital”, in Hall, R. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*. Chicago: The University of Chicago Press, 1983.
- [3] CCH 亚洲公司,《中国企业会计制度》。北京:中信出版社,2005年。
- [4] CCER“中国经济观察”研究组,“我国资本回报率(1978—2006)——新一轮投资增长和经济景气微观基础”,北京大学中国经济研究中心中文讨论稿, No. C2007002, 2007年2月9日。
- [5] 第三次全国工业普查办公室,《中华人民共和国1995年第三次全国工业普查资料汇编(综合、行业卷)》。北京:中国统计出版社,1997年。
- [6] Fraser, L., and Ormiston, A., *Understanding Financial Statements*, 6th edition, Prentice-Hall, 2003.
- [7] 高善文,“投资效率并不差”,《新财富》,2004年第6期,第10—23页。
- [8] 国家统计局工业交通统计司,“新中国的工业统计”,《统计研究》,2002年第7期,第37—40页。
- [9] 黄勇峰、任若恩、刘晓生,“中国制造业资本存量永续盘存法估计”,《经济学(季刊)》,2002年第1卷第2期,第377页。
- [10] 胡鲁滨、胡蛟,“中国资本回报率:15%还是9%?——一场高度技术性的学术之争隐含大相径庭的宏观判断与政策建议指向”,《财经》,2006年第20期,第68—69页。

- [11] Kuijs, L., “Investment and Saving in China”, World Bank Policy Research Working Paper 3636, June 2005.
- [12] Kuijs, L., “How will China’s saving-investment balance evolve?” World Bank China Office Research Working Paper No. 5. May 5th, 2006.
- [13] Kuijs, L., and B. Hofman, “Letters to the Editor of The Wall Street Journal Asia”, *The Wall Street Journal Asia*, September 6th, 2006a.
- [14] Kuijs, L., and B. Hofman, “Profits drive China’s boom”, *Far East Economic Review*, 2006b, 169 (8), 39—43.
- [15] Kuijs, L., and B. Hofman, “企业利润推动中国繁荣之车”,《华尔街日报(中文网络版)》,2006(c)年 10 月 12 日。
- [16] 梁红,“中国投资的高速增长是可持续的”,《高盛全球经济研究报告系列》第 146 号,2006 年 10 月 3 日。
- [17] Lucas, R., “Understanding business cycles”, in Brunner, K., and A. Meltzer (eds.), *Stabilization of the Domestic and International Economy*. North Holland: Amsterdam, 1977.
- [18] 齐舒畅,“我国投入产出表的编制和应用情况简介”,见国家统计局网站 http://www.stats.gov.cn/tjdt/gmjjs/t20030527_80228.htm。
- [19] 全秋梅,“专访 TPG 新桥投资集团合伙人单伟建:与世行论战‘中国资本回报率’始末”,《第一财经日报》,2006 年 9 月 14 日 A8 版。
- [20] Roach, S., “The Great Chinese Profits Debate”, October 6th, 2006, <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2006/20061006-Fri.html>.
- [21] 单伟建 a,“世界银行高估了中国企业的盈利水平”,《华尔街日报(中文网络版)》,2006 年 9 月 5 日。
- [22] 单伟建 b,“中国企业的利润率之谜”,《远东经济评论(中文网络版)》,2006 年 9 月 6 日。
- [23] 单伟建 c,“中国的低利润增长模式”,《华尔街日报(中文网络版)》,2006 年 11 月 24 日。
- [24] Shan, W., “The World Bank’s China Delusions”, *Far Eastern Economic Review*, 2006a, 169(9), 29—32 (a revised version of the article is also published at *The Wall Street Journal Asia*, September 1, 2006).
- [25] Shan, W., “The Mystery of Chinese Profitability”, *The Wall Street Journal Asia*, 2006b, 169 (7).
- [26] Shan, W., “China’s low-profit growth model”, *Far East Economic Review*, 2006c, 169 (9), 23—28.
- [27] 世界银行中国代表处,《国有企业分红:分多少?分给谁?》,未公开发表研究报告,2005 年 10 月 17 日。
- [28] 世界银行中国代表处,《中国经济季报》,2006 年 5 月。
- [29] 宋国青,“中国投资率太低”,《CCER 中国经济观察》,2006 年夏季(总第 6 期),第 49—58 页,2006 年 7 月 29 日。
- [30] 肖耿,“中国资本回报率之谜”,《南方周末》,“外部观察栏目”,2006 年 9 月 21 日。
- [31] 许小年、肖倩,“投资过快增长,但通货膨胀还未到来——没有温度的高烧”,《财经》,2003 年第 17 期,第 44—45 页。
- [32] 张军、吴桂英、张吉鹏,“中国省际物质资本存量估算:1952—2000”,《经济研究》,2004 年第 10 期,第 35 页。

- [33] 张西天、石少梅、杜小燕,“中国会计核算制度模式的演进”, <http://www.e521.com/library/11/1102/1113104639.htm>, 2000年11月13日。
- [34] 赵晓,“中国的投资回报率高出奇,经济并未过热”,《新青年·权衡》,2006年10月13日。
- [35] 中国国家统计局国民经济核算司,《中国国内生产总值核算历史资料1952—1995》。大连:东北财经大学出版社,1997年。
- [36] 中华人民共和国财政部,《工业企业财务制度》。北京:煤炭工业出版社,1993年。
- [37] 中华人民共和国财政部税制税则司,《中国税收制度》。北京:企业管理出版社,1998年。
- [38] 朱向东,“如何进一步完善‘净资产收益率’的计算方法”,《建材财会》,2004年第4期,第58—59页。
- [39] 邹至庄,《中国转型经济》。北京:中国人民大学出版社,2005年。

Measurements of China's Capital Return (1978—2006): Microeconomic Underpinnings for the Recent Economic Boom in China

CCER China Economic Observer Research Group
(*Peking University*)

Abstract This paper measures 9 indicators of capital return for the Chinese industrial firms during the period of 1978—2006. It examines the issues such as the trend of profitability, differences of profitability between various categories of firms, impacts of inflation on the profitability calculated using the corporate accounting data, comparison of profitability among China, Japan and the US. Evidence found by the paper indicates the micro-economic underpinnings for the Chinese economic boom in recent years.

JEL Classification L25, O47, O12