



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

2010 年 5 月 7 日

中国经济

研究部

邢自强

分析师, SAC 执业证书编号: S0080100010829

xingzq@cicc.com.cn

徐 剑

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209120106

xujian2@cicc.com.cn

中国真的很过剩吗?

要点:

金融危机以来强劲政府投资导致投资者对未来增长的可持续性产生忧虑。我们的研究发现:

中国投资存量并无过剩, 尽管投资流量增长过快

- **行业数据显示, 尽管近年来中国投资惊人, 但资本存量仍大幅低于发达国家。**目前中国人均钢铁蓄积量是美国、日本的 1/3; 人均汽车、飞机、挖掘机、推土机的存量都大幅低于美国、日本, 并未过剩。伴随中国城市化进展, 较多行业仍有投资潜力。此外, 中国一些行业的落后产能(污染和能耗较高)占比高达 20~30%。替代这部分产能也会产生新的投资需求。在房地产方面, 考虑未来城镇化需求和改善型需求, 中国城镇人均住房面积(专指现代化商品房)远低于人口稠密的日本、欧洲, 投资潜力巨大。
- **西部基建投资减轻东西部差异, 帮助产业内移, 是大势所趋。**随着中国沿海省份的收入上升, 中国需要投资到内陆省份来维持其竞争力, 进而推动企业将供应链转移到劳动力与资源相对廉价的内地。过去几年内陆的基建投资已经带动了电子产品、家电、纺织、汽车等行业在内地大规模投资高潮, 形势与 2001 年中国入世后沿海地区的外资潮相似。我们预期内陆地区基建与私人投资高速增长在未来几年会持续, 成为中国经济增长的重要引擎之一。

本轮投资热潮的去向合理, 为未来经济增长奠定基础:中国过去 20 年产生 4 次投资热潮(1992, 1998, 2003, 2009)。投资去向的不同和是否有改革措施相伴的差别, 致使前 3 轮投资热潮结果截然不同, 1992 年的投资扩张集中于重工业, 且后续并未出现实质性改革措施跟进, 盲目扩张导致其后严重产能过剩和经济低效增长, 银行坏账高企。反观 1998 年, 以基建投资为主, 配合随后的“房改”以及加入 WTO 等改革措施, 带动中国生产率连续 10 年持续攀升, 中国经济也因此迎来长达近 10 年的高速增长低通胀。09 年的投资热更接近于 98 年, 以基建投资为主(尽管 09 年以中西部为主, 而 98 年以沿海为主), 而不同于 1992 与 2003 年(投资则多集中于重工业的产能扩张)。基建投资有较强的正外部性, 能消除经济供给瓶颈, 有利于提高劳动生产率。目前巨额“铁公基”投资有助于拉动未来消费、产业转移以及农村和中西部地区的建设。

尽管本轮投资去向合理, 但能否带来经济的持续高速增长还需后续改革措施的跟进。基建投资只是基础, 参考 1998 年的成功经验, 中国经济亟需新一轮制度革新, 为下一轮持续高速增长提供充分条件: 1) 推进土地改革和户籍改革, 去除城镇化瓶颈; 2) 推动“国退民进”, 打破国有行业垄断, 放开民间投资以提高效率; 3) 通过人民币渐进升值等政策为产业转移创造条件。

另外, 附录中的专题研究分析了近年来各行业的全要素生产率、利润率以及负债率, 供参考。

目录

中国投资水平合理吗？	3
附录：各工业行业增长率利润率负债率分析	21

图表目录

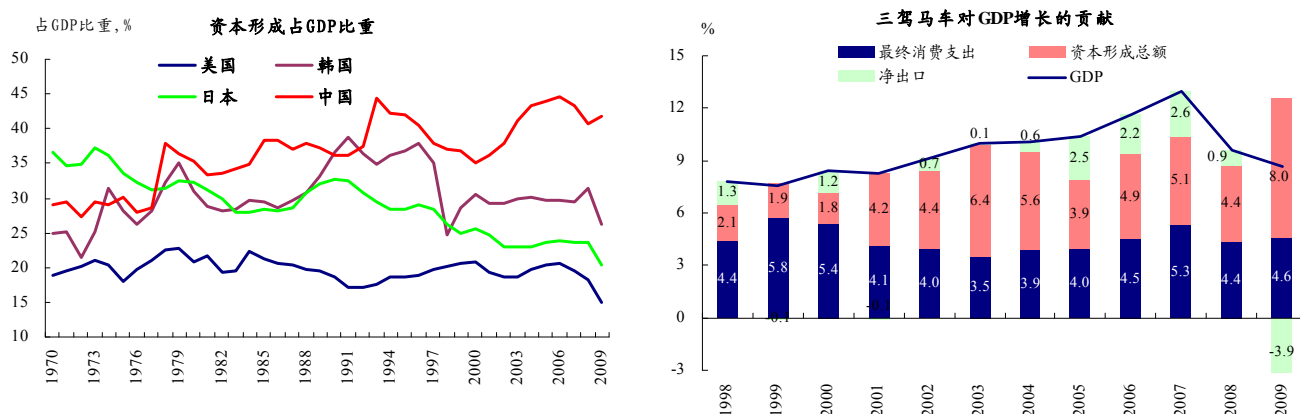
图表 1：中国投资高增速引起投资者担心	3
图表 2：中国的资本存量远低于发达国家	3
图表 3：我国落后产能占比较高，未来替代需求大	4
图表 4：我国能源结构不合理，碳排放量高的化石能源占比过高，未来新能源投资空间大	4
图表 5：中国多数重要产品的人均消费量相对发达国家仍较为贫瘠	5
图表 6：各国城镇人均住房面积	5
图表 7：中国城镇化率改善空间巨大	6
图表 8：日本 80 年代收入急升，东亚生产链从日本转移到台湾，韩国，新加坡	6
图表 9：中国珠三角长三角竞争力优势减弱，内陆省份成本优势趋于明显	7
图表 10：外商投资明显更倾向于内陆地区	7
图表 11：富士康大规模在内陆省份投资	8
图表 12：上市企业在内陆设厂案例	8
图表 13：产业链内移在劳动密集型行业与电子设备等行业趋势明显	9
图表 14：内地与沿海人均资本存量差别悬殊	9
图表 15：加工贸易出口占当地总出口的比重下降	10
图表 16：当地加工贸易的增值率上升	10
图表 17：高新技术产品出口占当地总出口的比重上升	10
图表 18：机械设备产品出口占当地总出口的比重上升	10
图表 19：当地GDP中第三产业占比显著上升	10
图表 20：R&D支出占沿海地区GDP的比重近年来明显上升	10
图表 21：中国生产率增长	11
图表 22：中国工业生产率 1997-1998 年与 2007-2008 年两次下降与国进民退的政策有关	11
图表 23：垄断行业、受管制的行业TFP提升幅度最小	12
图表 24：国有垄断行业效率低下，潜在的改善空间巨大	13
图表 25：1990 年以来，投资增长分别在 1993、1998、2003、以及 2009 年出现高峰	13
图表 26：1998 和 2009 年投资高峰更为相像：基建投资加速增长，而产业投资放缓	14
图表 27：1992-93 年和 2003-04 年钢铁、有色、水泥、汽车等产业投资扩张迅猛	14
图表 28：近年中西部地区基建投资增长更为强劲，其规模已赶超东部沿海地区	14
图表 29：1998 和 2009 年，受外国经济金融危机影响，GDP和TFP增速跌入下行周期的底部	15
图表 30：基础设施发达的省份经济增长更快，彰显基建投资的正外部性	15
图表 31：居民消费与铁路、公路发达程度呈正相关	16
图表 32：居民消费与供电、供水发达程度呈正相关	16
图表 33：电信消费与电信固定资产投资呈现正相关	16
图表 34：日本新干线开通后，落后地区工业增长赶超发达地区	17
图表 35：日本新干线开通后，日本工业格局有所变化，发达城市所占比重下降	17
图表 36：日本新干线开通后，沿线中小城市与旅游相关的餐饮和零售消费暴发性增长	18
图表 37：日本新干线开通后，沿线中小城市服务业就业机会大增	18
图表 38：最近几年农村基础设施的投资增速明显快于城镇，中西部快于东部	19
图表 39：中西部地区追赶效应日益明显	19
图表 40：基建投资对生产力影响取决于是否有后续改革	20
图表 41：工业行业生产率利润率负债率分类	21

中国投资水平合理吗？

I. 中国投资存量并不高

一个典型的“中国过度投资论”的论点就是投资增速过快，投资占 GDP 增长比例过高。2009 年投资增长对 GDP 增长的贡献达到 8%，明显高于往年，而且很大部分是政府投资。2009 年的投资占 GDP 比例为 42%，这一比例高于日美以及东亚其他新兴市场（图 1）。很多投资者认为中国投资过剩的论据之一，是中国很多行业的产能名列全球第一，远超美国、日本（譬如钢铁）。

图表 1：中国投资高增速引起投资者担心



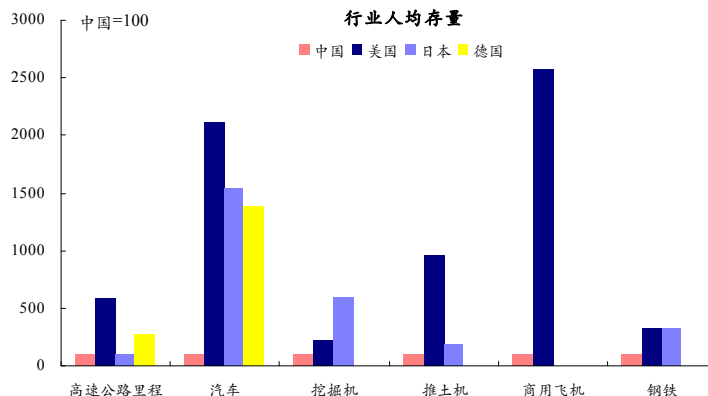
资料来源：CEIC，中金公司研究部

中国资本存量低，落后产能多，因此需要高投资增长

我们认为中国工业行业产能高并不能说明中国投资增速过快。理由如下：

- 1. 中国的资本存量远低于发达国家：**尽管近年来中国在部分行业的投资惊人，但这是建立在中国较低的资本存量基础之上的。西方发达国家的工业化和城市化经历了 100 多年，20 世纪下半期完成工业化时已积累了大量资本存量。而中国的工业化则只经历了 30 年时间，目前中国人均钢铁蓄积量是美国、日本的 1/3；汽车人均存量是美国的 1/20，日本的 1/15。商用飞机人均存量是美国的 1/25，高速公路人均量是美国的 1/6，德国的 1/3；挖掘机人均量是美国的 1/2，日本的 1/6；推土机人均量是美国的 1/10，日本的 1/2（图表 2）。由此可见，中国的投资增量较大是工业化特定阶段的产物，但存量并没有呈现“过剩”的特点。

图表 2：中国的资本存量远低于发达国家



资料来源：彭博，CEIC，中金公司研究部

2. **中国大量现有产能属于落后产能，未来存在巨大的替代需求：**在一些行业，中国的落后产能（污染和能耗相对较高）占总产能比重高达 20~30%（图表 3）。中国在哥本哈根会议承诺在未来 10 年将单位 GDP 的二氧化碳排放量下降 40%至 45%，因此落后产能必然需要淘汰替换为先进产能，仅今年一年，政府就将关停小火电机组 1000 万千瓦，淘汰落后炼铁产能 2500 万吨、炼钢 600 万吨、水泥 5000 万吨、电解铝 33 万吨、平板玻璃 600 万重箱、造纸 53 万吨。这种替代会带来新的投资需求。

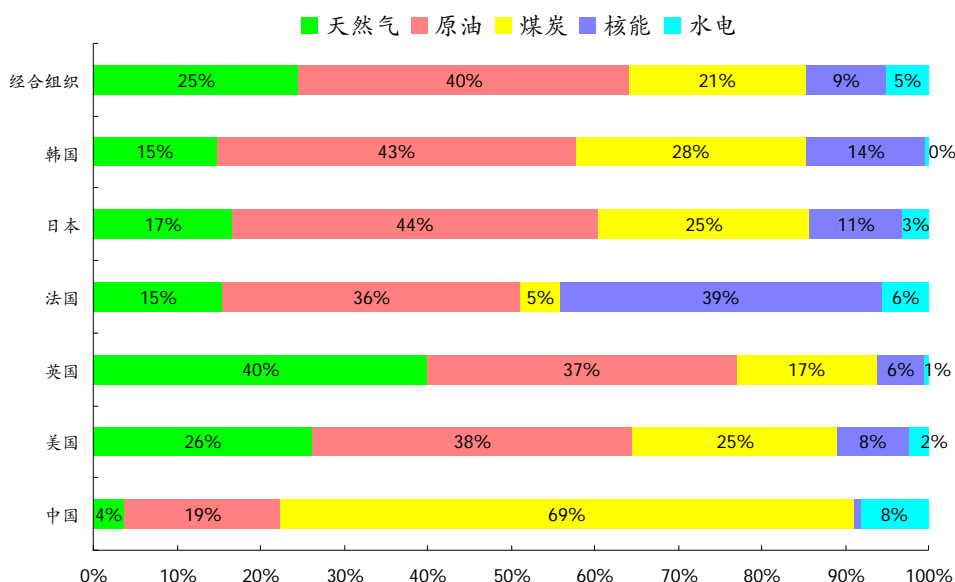
图表 3：我国落后产能占比较高，未来替代需求大

落后产能占比	%
钢铁	20
水泥	30
铝	8

资料来源：CEIC，中金公司研究部

中国单位 GDP 碳排放量高企的另一原因是能源供应结构单一（图表 4），在一次能源中，碳排放量较高的煤炭占 69%；核能、水电等非化石能源只占 9%，低于发达国家的 14%。中国政府计划到 2020 年将非化石能源占比提高到 15%，水、核、风等能源有较大投资潜力。

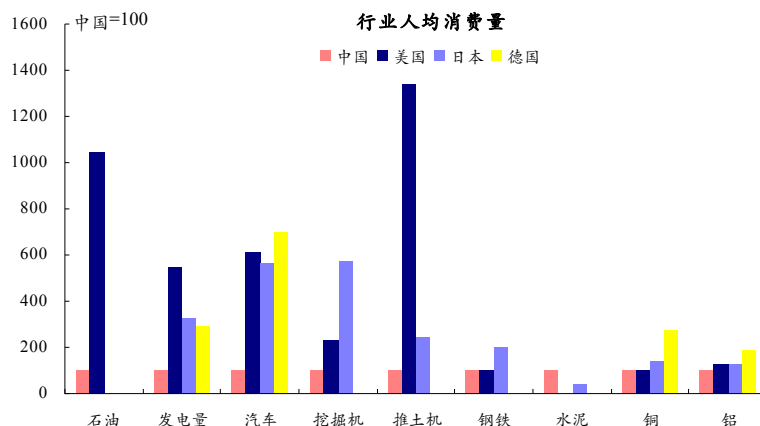
图表 4：我国能源结构不合理，碳排放量高的化石能源占比过高，未来新能源投资空间大



资料来源：CEIC，中金公司研究部

3. **人均消费量仍明显低于发达国家：**中国很多行业产能处于世界前列，然而，多数重要产品的人均消费量相对发达国家仍较为贫瘠，例如中国人均石油消费是美国的 1/10；人均用电量是美国的 1/5，日本、德国的 1/3；人均铜消费量是日本的 2/3，德国的 1/3（图表 5）；伴随未来中国城市化进展和人均收入提高，人均消费量将进一步提高，因此较多行业仍有投资潜力。

图表 5: 中国多数重要产品的人均消费量相对发达国家仍较为贫瘠



资料来源: 彭博、CEIC、中金公司研究部

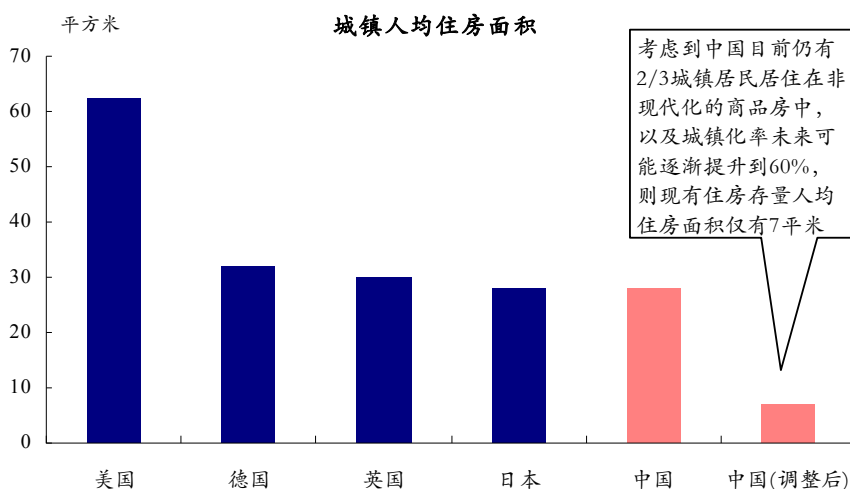
房地产开发投资未来潜力仍较大:

房地产投资自身就占整体固定资产投资 1/4, 且能带动钢铁、水泥、建材等上游行业投资, 因此其过剩与否对判断中国投资是否过剩有重要意义。中国目前城镇人均住房面积约 28 平方米 (住建部, 2009 年 1 月 6 日新闻发布会), 远低于美国的 62 平米, 但与人口稠密的欧洲、日本 30 平方米左右的水平相仿 (图表 6)。这样看来似乎未来房地产继续建设的空间不大。然而, 这一简单比较忽视了两个问题:

1. 中国未来仍有大量群体涌入城镇: 中国城镇化率远低于上述发达国家, 只有 46%, 未来仍有巨大城镇化空间 (图表 7)。因此即使现有住房面积可以满足目前的城镇人口, 还必须考虑未来新增进城居民的需求。假设未来城镇化率提高到 60%, 即新增 1.8 亿城镇人口, 则我国城镇人均住房面积将缩水到 21 平方米。
2. 现有城镇居民仍大多住在过去的老房子中, 存在巨大改善需求: 自 98 年房改以来, 中国累计建设的商品房也只满足了 1/3 城镇居民的需求 (住建部 2009 年的统计), 仍有 2/3 居民住在当初的公屋、福利房等老房子里, 未来改善需求巨大。假设这 2/3 群体未来需要住上现代化的房屋, 则中国城镇人均住房面积 (专指房改后建设的现代化房屋) 将大幅缩水到 7 平方米, 不仅低于美国, 也低于人口稠密的欧洲、日本。如果中国希望达到日本、欧洲 30 平方米左右的城镇人均住房面积水平, 则仍需新建 180 亿平米住房, 按照目前每年竣工约 7 亿平米新房, 还需要 25 年才能完成。

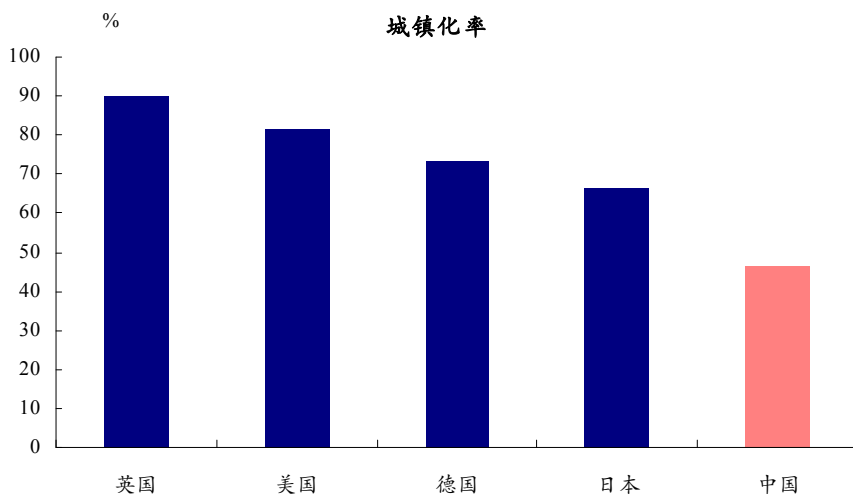
这说明我国房地产开发远远没有过剩, 仍有较大的投资潜力。

图表 6: 各国城镇人均住房面积



资料来源: WDI、CEIC、中金公司研究部

图表 7：中国城镇化率改善空间巨大

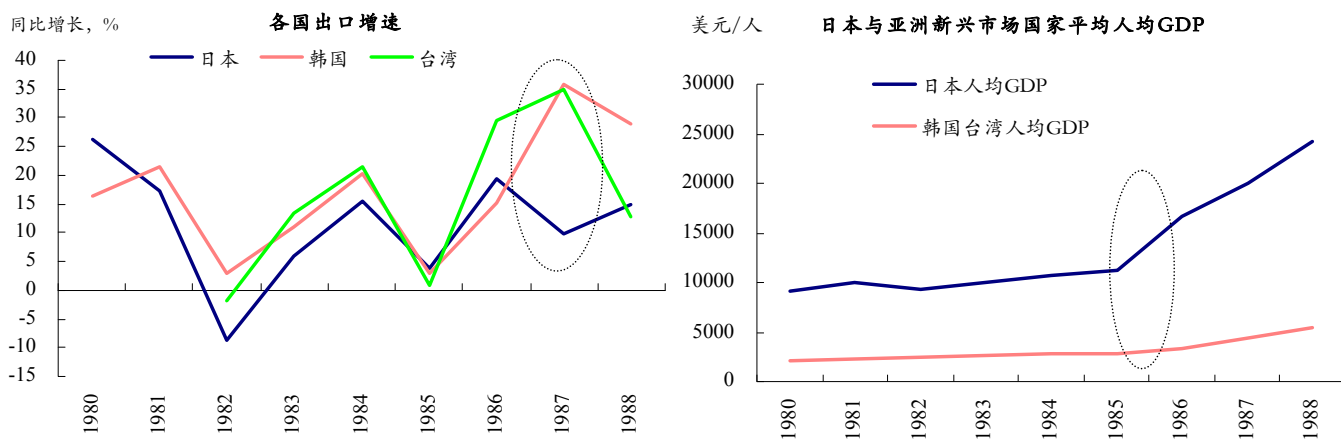


资料来源：WDI、中金公司研究部

西部基建投资减轻东西部差异，帮助产业内移，是大势所趋

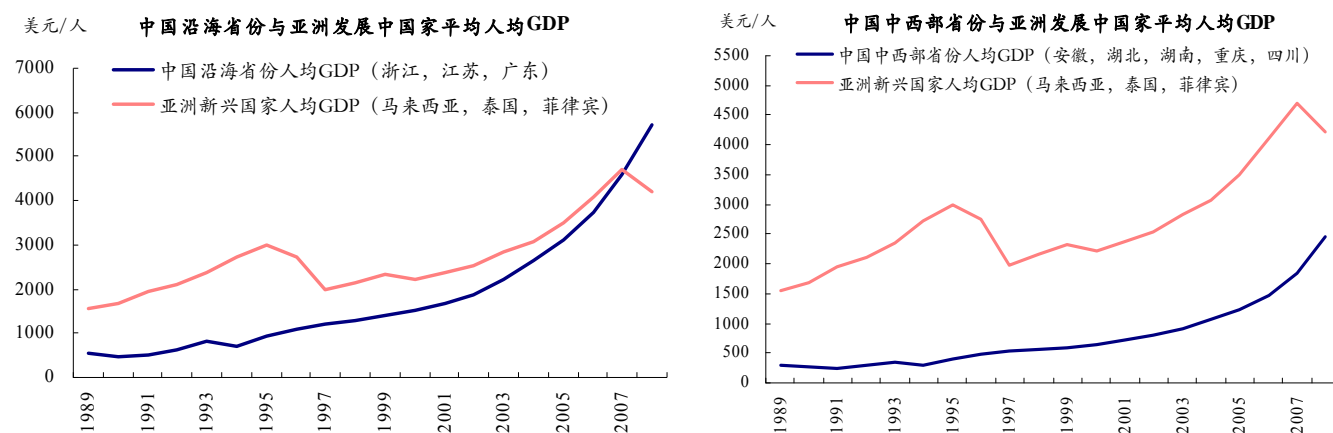
今天中国所经历的一切正是二十世纪八十年代东亚经济经历的重演。当日本由于收入明显高过其他国家而逐渐失去竞争力的时候，亚洲的生产链从日本移到了韩国和台湾（图表 8）。今天中国的珠三角与长三角收入增长迅速，已经超过了东亚的一些新兴市场，同时竞争力的优势正在逐渐削弱。中国沿海地区产业链移向内陆已经是中国经济保持竞争力的必经之路（图表 9）。

图表 8：日本 80 年代收入急升，东亚生产链从日本转移到台湾、韩国、新加坡



资料来源：CEIC, Globalinsight, 中金公司研究部

图表 9: 中国珠三角长三角竞争力优势减弱, 内陆省份成本优势趋于明显

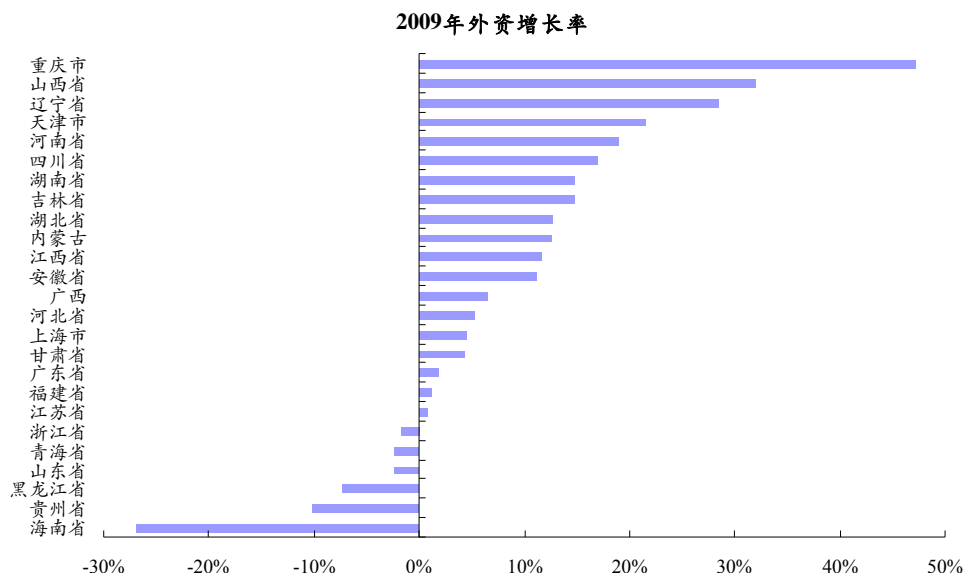


资料来源: CEIC, Globalinsight, 中金公司研究部

产业链内移对于厂商来说有利可图。中国规模以上工业企业数据显示, 内陆行业毛利率明显高于沿海行业。毛利率差异不仅体现在一些劳动密集型行业 (例如家具制造业), 在一些电子产品与机械产品中也很明显。内陆地区办公用机械制造业毛利率比沿海地区同样行业高接近 12%, 而通信设备、计算机及其他电子设备制造业内陆地区毛利率比沿海地区高 6%。

内地的投资吸引力已经使一场产业大转移在中国展开, 大企业正在纷纷在内陆省份开设生产基地。2009 年内陆省份吸引外资的增长速度明显高于沿海省份 (图表 10)。在重庆, 外资流入高速增长在 2009 年达到 47%, 而在传统上外资比较青睐的珠三角与长三角地区外资流入增长很小。世界最大的家用电子产品制造商富士康公司曾经是入世后广东出口爆发的领头羊, 而今天富士康在中国内陆迅速扩张, 在重庆成都等城市大规模投资 (图表 11)。同样的趋势可以在很多行业的顶尖企业中看到 (图表 12)。

图表 10: 外商投资明显更倾向于内陆地区



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 11：富士康大规模在内陆省份投资



资料来源：CEIC，富士康科技集团，中金公司研究部

图表 12：上市企业在内陆设厂案例

企业	城市	金额/产能	时间
富士康	成都	10亿美元	2009
	重庆（富士康（重庆）信息科技产业基地）	10亿美元	2009
	重庆（商业地产投资）	100亿元人民币（计划）	2009
申洲国际	安徽（安庆制衣工厂）	1亿元人民币	2008
	重庆（计划投资建厂）	计划中	2010.4
TCL	成都（西部地区液晶模组整机生产基地）	液晶模组整机一体化200万台产能	2009
	西安（TCL集团工业研究院西安研发中心）	计划中	2010.4
美的	合肥（美的冰洗产业工业园）	11亿元人民币	2007—2010
	邯郸（美的邯郸工业园）	5亿元人民币	2010
	重庆（重庆美的工业园）	10亿元人民币	
格力	重庆（格力重庆工业园）	6亿元人民币	2001—2007
	重庆（格力重庆工业园，拟扩建）	计划扩大产能	2009.12
	合肥（格力电器合肥产业基地）	15亿元人民币	2007—2008
海尔	重庆（家电生产基地）	28亿元人民币	2007
惠普	重庆（惠普全球软件服务中心(中国)重庆分中心）		2005.1
	重庆（惠普全球测试服务中心）		2008.6
	重庆（惠普（重庆）笔记本电脑出口制造基地）	估计投资约20亿美元；预计年产400万台	2009.8
	重庆（惠普（重庆）生产出口采购公司及结算有限公司）	0.6亿美元	2009.12
英特尔	关闭上海工厂，扩建成都生产基地，研发基地留在上海	6亿美元	2004 - 2010

资料来源：各公司网站公告及新闻，中金公司研究部

产业链内移在宏观层面也很明显，特别是在劳动密集型产业与电子产品行业。这一点可以从内地和沿海省份制造业雇佣人数在过去两年的变化看出（图表 13）。如果我们比较沿海与内陆的全部行业的雇佣人数从 2008 年 2 月到 2010 年 2 月的变化，两个地区都有 5% 左右的增长。但是两个地区在行业层面雇佣人数变化差别明显。纺织服装、家具印刷等劳动密集型行业在沿海地区雇佣人数下降，而在内陆地区增长显著。同样的趋势在通信设备制造业、计算机及其他电子设备制造业、仪器仪表及文化办公用机械制造业、工艺品制造业中也很明显。

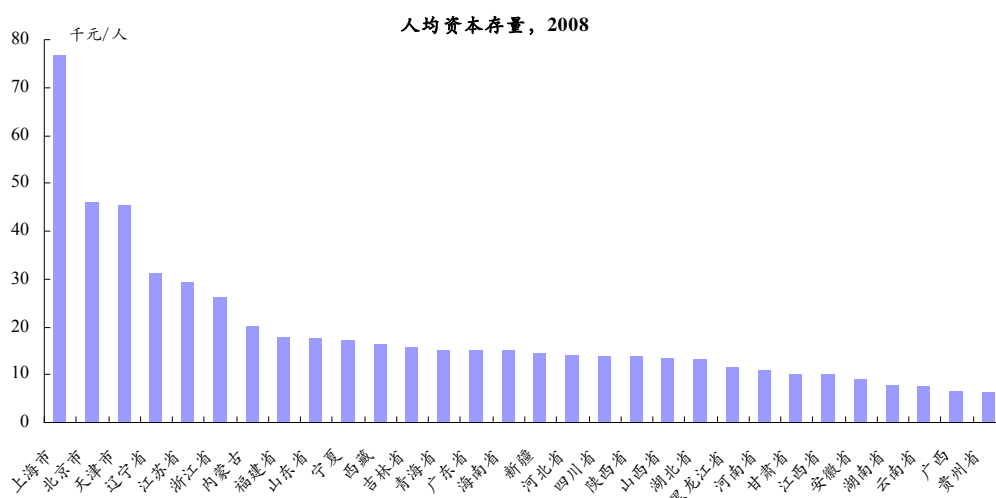
图表 13: 产业链内移在劳动密集型行业与电子设备等行业趋势明显

	%	内陆与沿海制造业雇用人数变化, 2010/2 vs 2008/2		
		全国	沿海地区	内陆地区
全部行业		5.2	5.3	4.9
采矿业		6.3	2.9	7.6
食品、饮料、烟草		16.6	12.8	21.0
纺织、服装、鞋帽		-0.8	-1.3	1.9
皮革、家具、造纸、印刷、文教体育		3.1	-0.4	18.7
石油、医药、化学		-12.6	9.8	-29.5
橡胶、塑料、非金属矿物制品		11.1	7.8	17.9
金属冶炼及压延		7.3	8.0	6.1
设备制造		14.9	13.9	17.5
通信设备、计算机及其他电子设备制造		-0.4	-2.8	28.4
仪器仪表及文化、办公用机械制造业		1.8	-2.6	26.4
工艺品及其他制造业		-3.3	-5.7	9.9
电力、热力、燃气和水的生产和供应		3.0	9.4	-1.3

资料来源: 华通资讯, 中金公司研究部

在内陆的私人投资会反过来需要更多的公共投资, 而内陆省份资本存量依然匮乏。内陆省份人均资本存量与沿海省份相比差别显著¹。例如安徽省人均资本存量在 2008 年只有浙江省的 35% (图表 14)。对于内陆省份来说, 必须在未来几年中继续保持投资 (尤其是基建投资) 的速度, 才能增加对外来资金的吸引力。这对于消除中国沿海与内陆的不平衡有益, 也有助于进一步提升中国经济增长的潜力。

图表 14: 内地与沿海人均资本存量差别悬殊



资料来源: CEIC, 香港金管局, 中金公司研究部

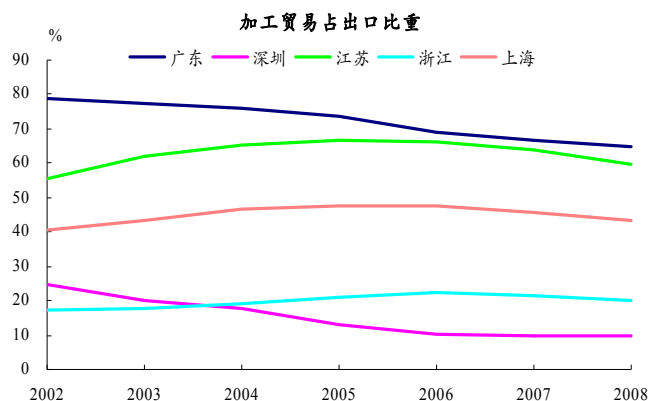
如果制造业大举搬迁至内地, 沿海经济还靠什么? 我们发现沿海地区腾笼换鸟、产业升级明显, 体现在:

- ▶ 加工贸易出口占当地总出口的比重下降; 当地加工贸易的增值率上升 (图表 15, 图表 16);
- ▶ 高新技术产品、机械设备产品出口占当地总出口的比重上升, 明显高于全国平均水平 (图表 17, 图表 18);
- ▶ 当地 GDP 中第三产业占比显著上升 (图表 19), 现在上海 58%, 广东、浙江 44%, 高于全国平均的 40% (调整前);
- ▶ R&D 支出占上海、广东、江苏、浙江等沿海地区 GDP 的比重, 最近两年明显上升 (但广东的比例依然低于全国平均, 图表 20)。

这显示高新技术产业、服务业成为沿海地区的经济亮点, 也有利于推动当地的就业和消费升级。

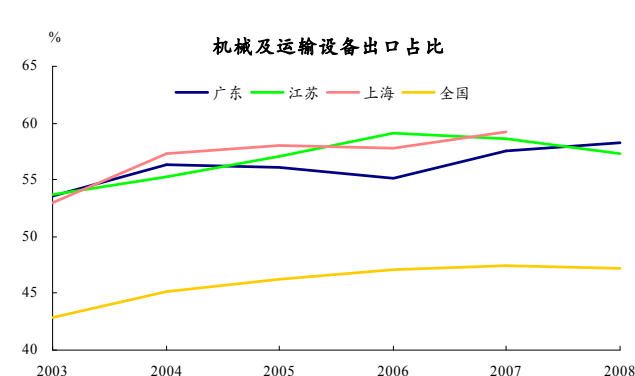
¹ 我们的估算是基于香港金融管理局何东与张文朗的论文 2008/14 “How Dependent is the Chinese Economy on Exports and in What Sense has its Growth been Export-led?”

图表 15：加工贸易出口占当地总出口的比重下降



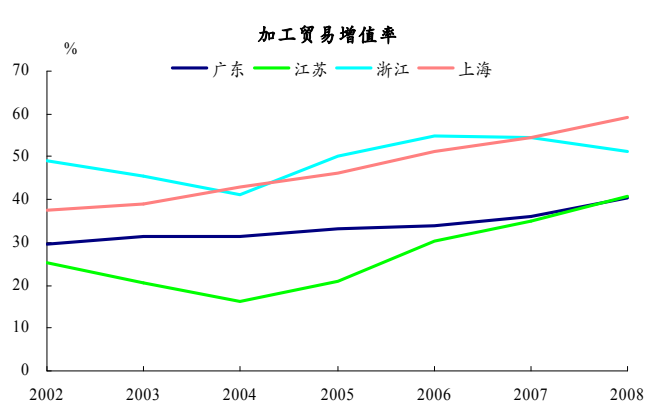
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 18：机械设备产品出口占当地总出口的比重上升



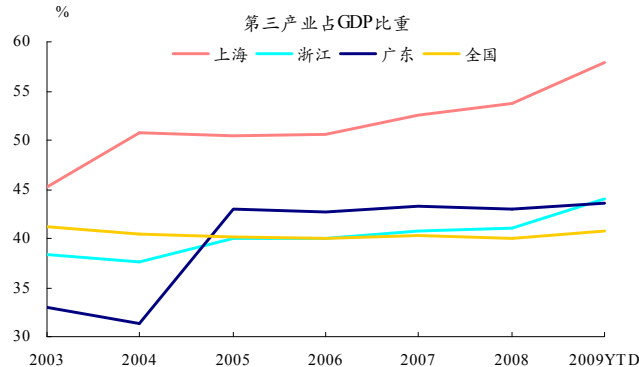
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 16：当地加工贸易的增值率上升



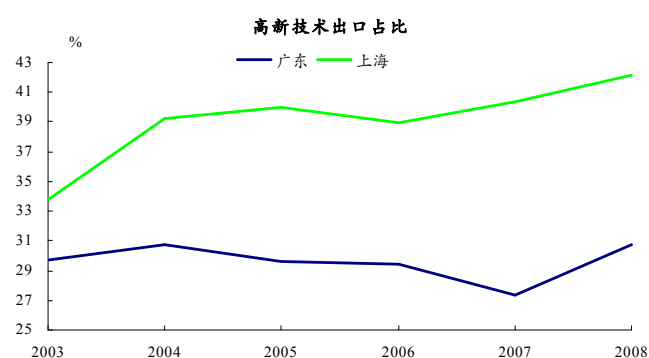
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 19：当地 GDP 中第三产业占比显著上升



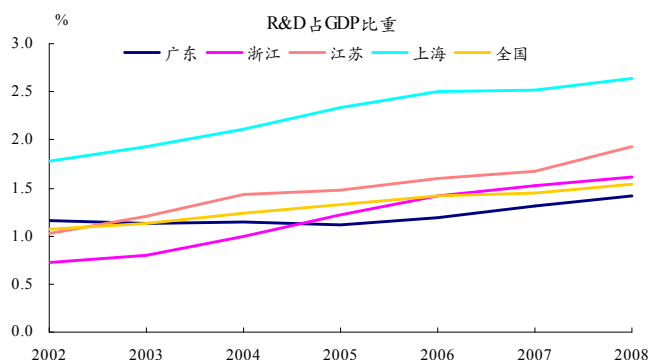
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 17：高新技术产品出口占当地总出口的比重上升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 20：R&D 支出占沿海地区 GDP 的比重近年来明显上升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

II. 本轮投资流向了正确的区域、正确的产业

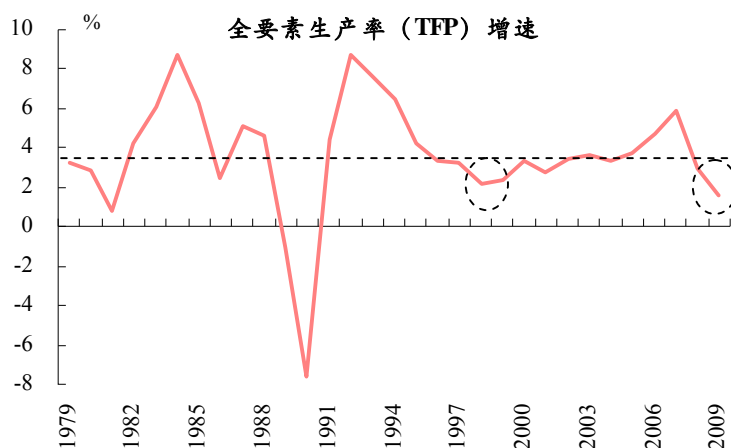
1. 中国劳动生产率走势回顾

中国 TFP 走势具备明显的周期性特征：本轮中国 TFP（全要素生产率）增速于 2007 年见顶回落，2009 年进一步跌落至 1.6%，低于 3.7% 的 30 年平均水平，也低于亚洲金融风暴和 IT 泡沫破灭时期出现的前期低点（图表 21）。此前，中国 TFP 分别在 1984-1990 年、1992-1998 年经历两次下行周期，而在投资扩张（如基建投资、重化工业投资）和后续改革措施跟进的推动下，TFP 见底回升，分别于 1990-1992 和 1998-2007 年进入上行周期，因此 TFP 短期下降未必引发严重增长难题：

1、1990-1992 年：1992 年“南巡”讲话，中国摆脱意识形态的困扰进入市场经济发展道路，资源市场化配置的初体验和产业投资的快速扩张刺激全要素生产率迸发；

2、1998-2007 年：1998 年大规模基建投资和“房改”，2001 年中国加入 WTO，跨国资本与先进技术将中国产业链融入全球化分工体系，带动全要素生产率经历了连续 10 年的持续攀升，为改革开放以来越来越长。此外，1998 年以来的国企改革以及 IT 技术革命对劳动生产率的提升也在此期间集中释放。

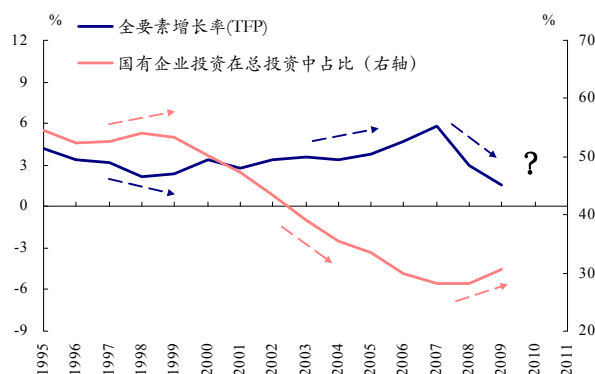
图表 21：中国生产率增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

中国工业生产率的变化与私有经济在中国经济中的作用息息相关（图表 22）。当中国经济经历入世之后的“国退民进”的过程时，国营企业投资在总投资中占比大幅下降，工业生产率出现明显上升。当中国经济经历 1998 年与 2009 年两次“国进民退”的过程时，国营企业投资在总投资中占比上升，工业生产率出现明显下降。未来是否会出现“国退民进”还需观察。

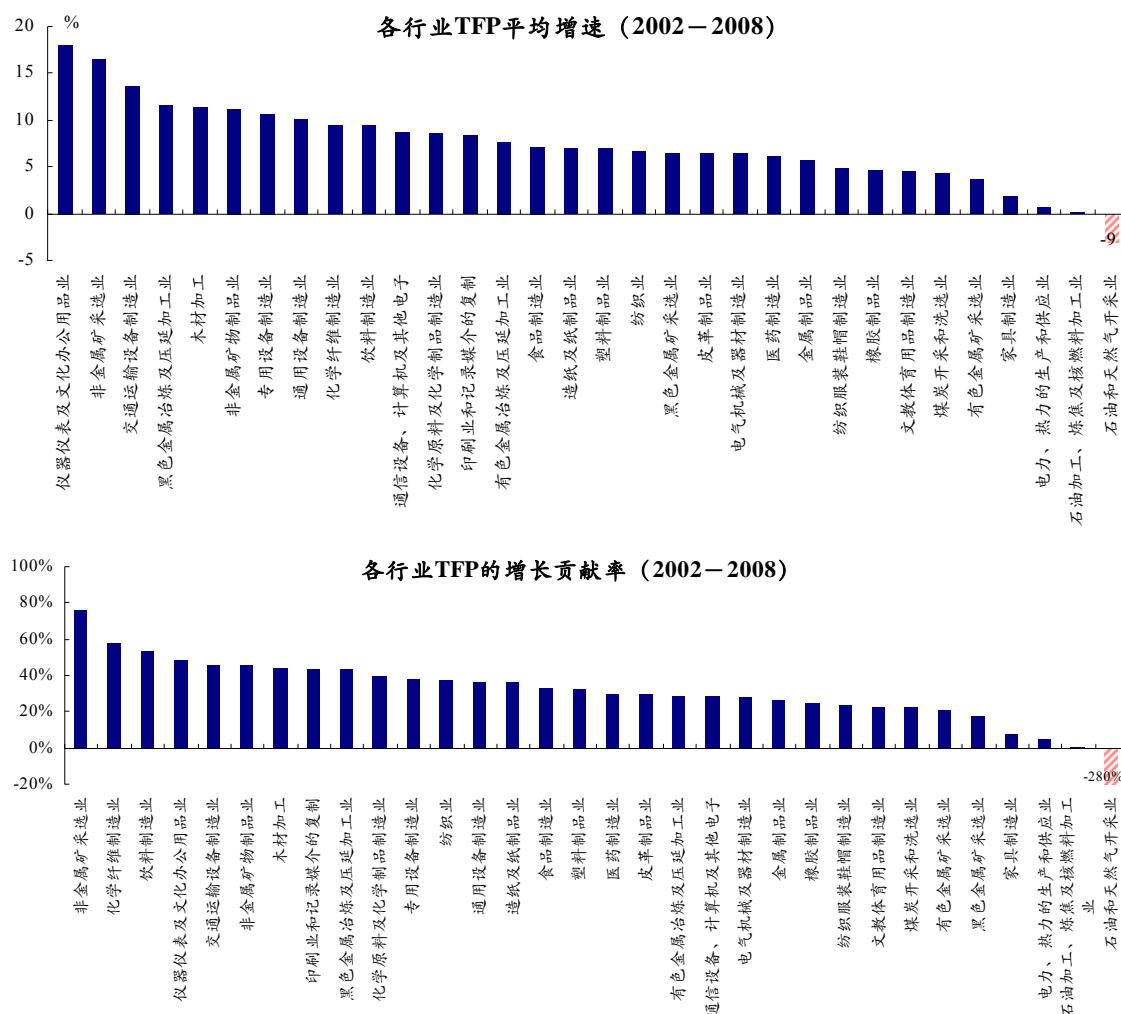
图表 22：中国工业生产率 1997-1998 年与 2007-2008 年两次下降与国进民退的政策有关



资料来源：CEIC、中金公司研究部

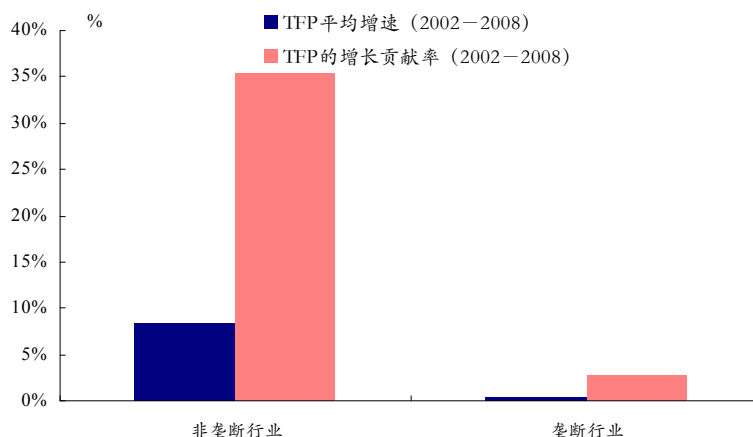
各工业行业 TFP 分析显示垄断行业效率低下，预示未来改革红利巨大：我们通过面板数据对各工业行业的全要素生产率进行分析。研究结果显示，02-08 年期间，各工业行业的 TFP 平均增速达 7.4%，对工业增加值（VAI）的增长贡献率平均达 25.5%。分行业来看，与产业升级和出口结构升级相关的机械制造业、以及与房地产和消费等内需相关的钢铁、水泥、仪器仪表、汽车、饮料等行业的 TFP 平均增速及其增长贡献率位居前列（图表 23）。而国有垄断行业（如电力、热力的生产和供应、石油加工及炼焦等）的 TFP 增速则差强人意，平均仅为 0.4%，对其 VAI 的增长贡献率也只有 2.8%，分别远低于非国有垄断行业的 8.2% 和 35.4%（图表 24），显示国有垄断行业效率低下，如果未来实现“国退民进”，潜在的改善空间巨大。

图表 23：垄断行业、受管制的行业 TFP 提升幅度最小



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 24：国有垄断行业效率低下，潜在的改善空间巨大



资料来源：CEIC、中金公司研究部

注：垄断行业包括电力、热力的生产和供应业，石油加工、炼焦业，石油和天然气开采业。

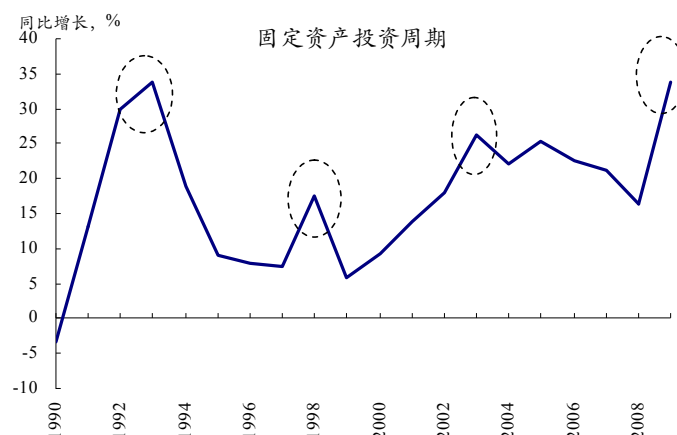
2. 本轮投资高峰是 1992 年的翻版，还是更像 1998 年？

投资结构显示本轮投资高峰与 1998 年更为相像：1990 年以来，投资增长分别在 1993、1998、2003、以及 2009 年出现高峰（图表 25）。但是，1993 和 2003 年以产业投资快速扩张为主，1998 和 2009 年则是基建投资加速增长，而产业投资大幅放缓（图表 26）。分行业来看，1993 和 2003 年投资高峰期间，产业投资“大干快上”，钢铁、有色、水泥、汽车等重化工业产能扩张尤为迅猛，而 1998 和 2009 年这些产业投资均大幅下滑（图表 27）。因此，以基建投资为主的投资扩张使得本轮投资高峰更类似于 1998 年，而非 1992 和 2003 年的产业投资过热。而从基建投资的区域分布来看，1998 年主要集中在东部沿海地区，而近年基建投资增长在中西部地区更为强劲，其规模已赶超东部沿海地区（图表 28）。

经济效率与增长路径显示目前与 1998 年更为相像：1993 和 2003 年，钢铁、有色、水泥、汽车等重化工业投资快速扩张，但基础设施薄弱产生“瓶颈”制约，工业品价格飞涨，经济出现明显过热，引致政府紧缩调控的“急刹车”，前期产业投资的盲目扩张导致产能严重过剩，使得经济出现低效增长：1993 年中国全要素劳动生产率见顶回落，经济增速也随之持续下滑；而 2003 年后，所幸当时外围经济强劲增长，已加入 WTO 的中国通过出口消化国内过剩产能，经济增长维持强劲，否则 TFP 增速也可能大幅下滑，拖累经济增长。1998 和 2009 年，国内经济均遭受外围经济金融危机的重创，经济增长均跌入下行周期的底部，而 TFP 增速也都处于谷底（图表 29）。

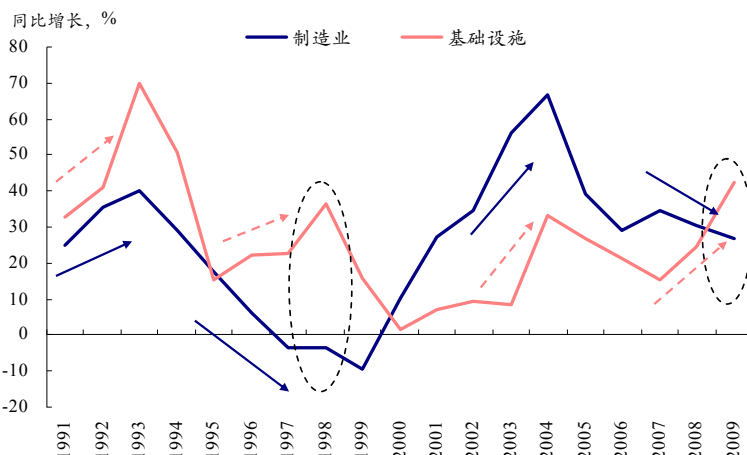
因此，本轮投资高峰更像 1998 年，往前看，1992-93 年投资高峰过后坏账高企，烂尾工程频现的景象未必重现。

图表 25：1990 年以来，投资增长分别在 1993、1998、2003、以及 2009 年出现高峰



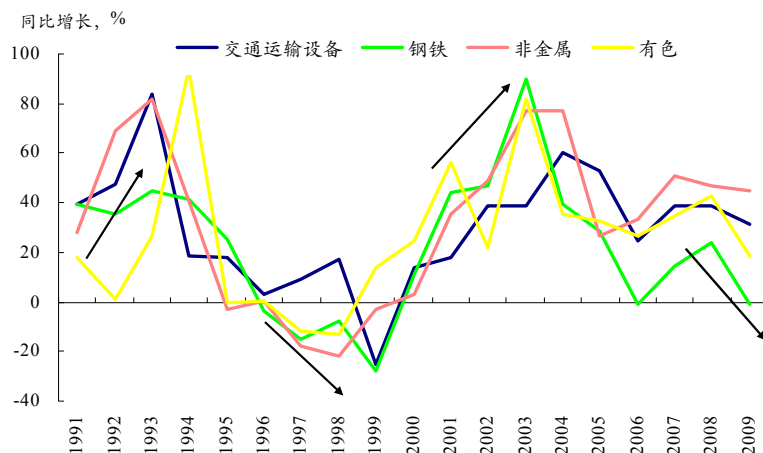
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 26：1998 和 2009 年投资高峰更为相像：基建投资加速增长，而产业投资放缓



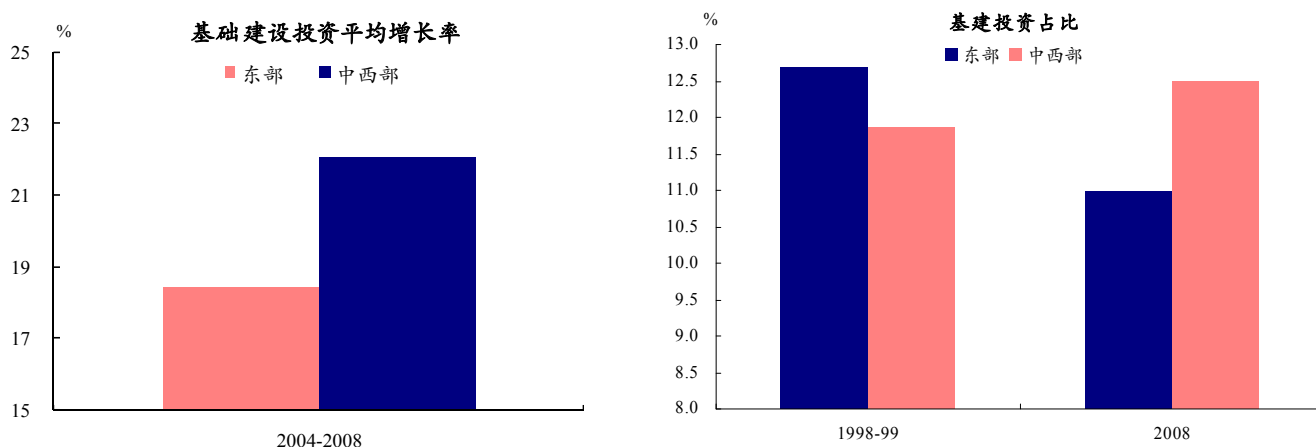
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 27：1992-93 年和 2003-04 年钢铁、有色、水泥、汽车等产业投资扩张迅猛



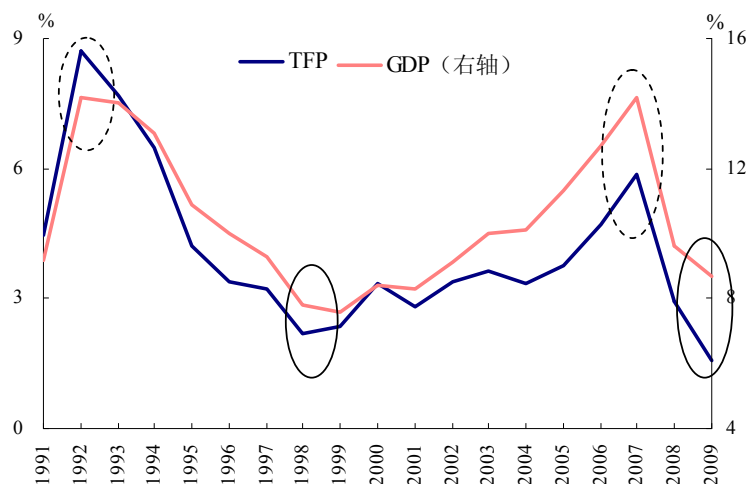
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 28：近年中西部地区基建投资增长更为强劲，其规模已赶超东部沿海地区



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 29: 1998 和 2009 年, 受外围经济金融危机影响, GDP 和 TFP 增速跌入下行周期的底部



资料来源: CEIC、中金公司研究部

III. 基建投资的正外部性

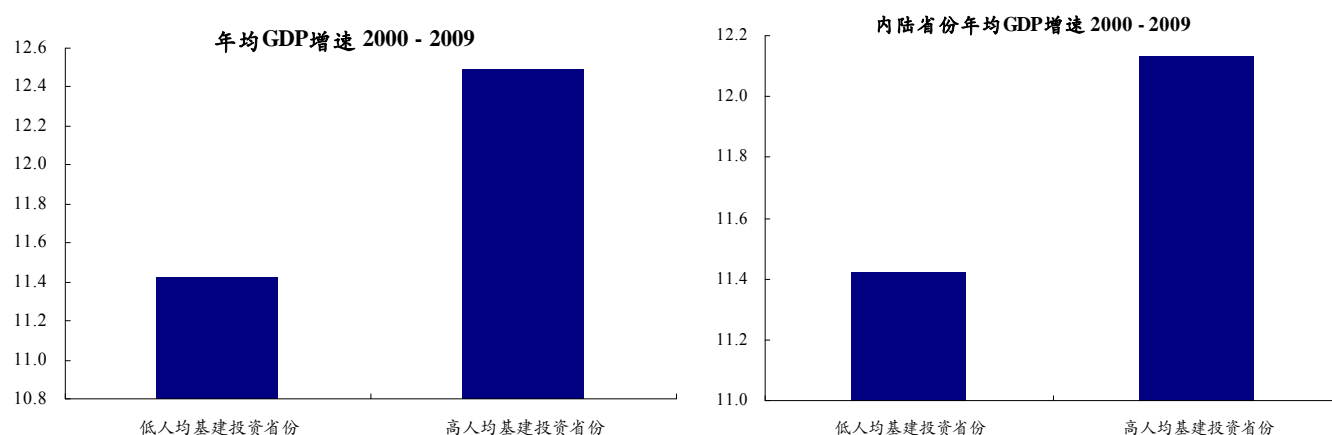
基建投资的正外部性有利于提高劳动生产率, 促进经济增长。2000-2009 年, 中国人均基础设施资本存量多的省份 GDP 年均增长 12.5%, 高于基础设施较薄弱省份 11.4% 的平均增速 (图表 30), 显示基础设施建设具有促进经济增长的正外部性 (positive externalities)。因此, 尽管我国近期推出的大规模基建项目, 完工之后未必能获得较好的经济回报, 但具有明显的社会效应。如果说 1990 年代末的基建投资拉动了之后的房地产投资和出口, 带动中国经济经历近十年高增长低通胀的“黄金期”, 那么目前巨额“铁公基”投资对于拉动未来消费 (尤其是旅游、通讯、物流、农村消费), 产业转移和偏远地区建设有利。我们的研究发现:

1. 基础设施投资促进消费

中国的省际面板数据显示, 一个区域铁路、公路、自来水、电力供应等基础设施的发达程度, 对于该区域的居民消费增长有着明显的正外部性。基础设施越发达的省份, 其过去几年消费品零售增速就越快 (图表 31, 32)。

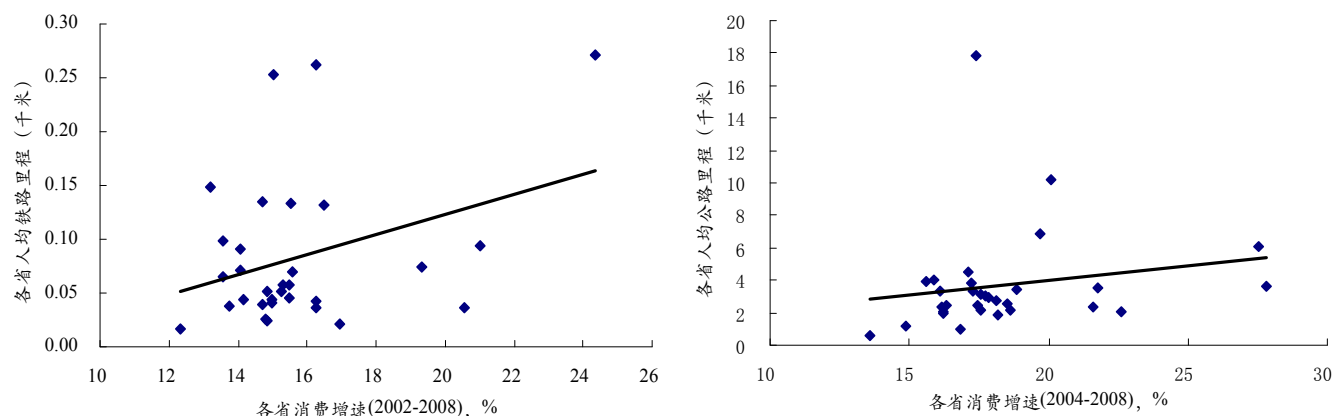
电信网络投资促进通讯消费: 我们也发现, 一个区域的居民电信消费增长, 与当地的电信固定资产投资呈现正相关关系 (图表 33)。而近期 3G 网络、三网融合带动的电信投资加速, 也将促进居民的电信消费, 以及手机等产品的更新换代。

图表 30: 基础设施发达的省份经济增长更快, 彰显基建投资的正外部性



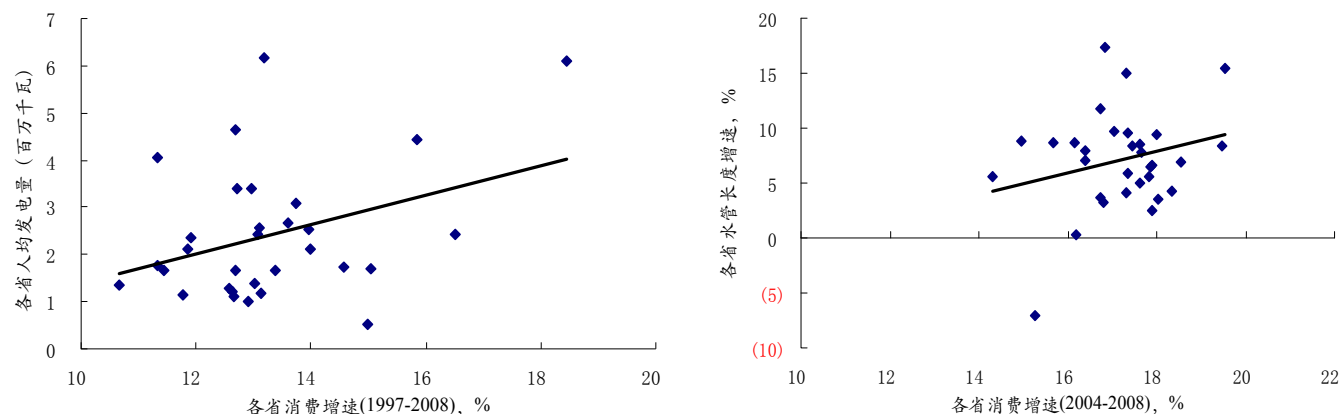
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 31：居民消费与铁路、公路发达程度呈正相关



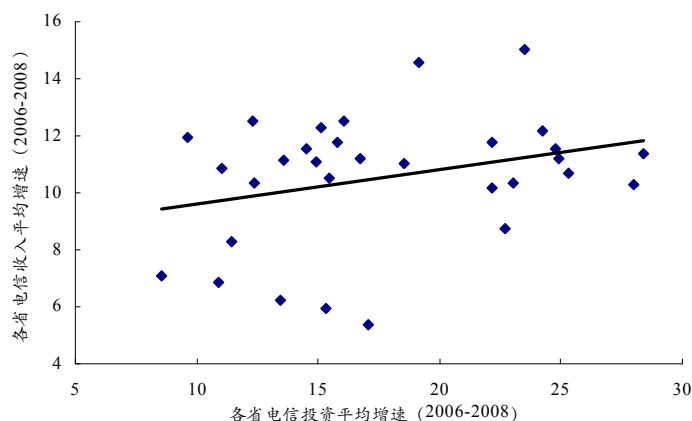
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 32：居民消费与供电、供水发达程度呈正相关



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 33：电信消费与电信固定资产投资呈现正相关

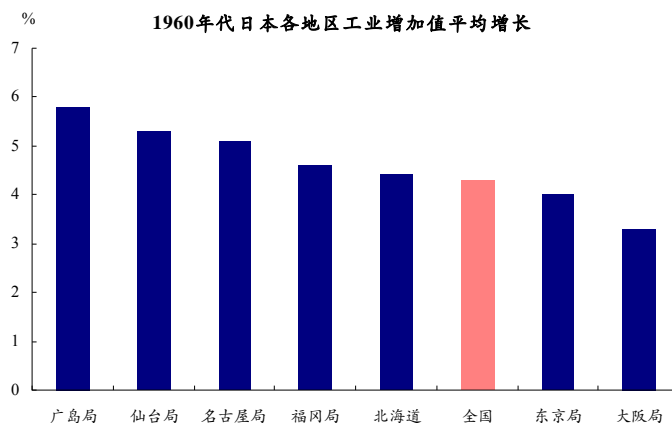


资料来源：CEIC、中金公司研究部

2. 高速铁路的发展有助于产业转移和旅游消费：

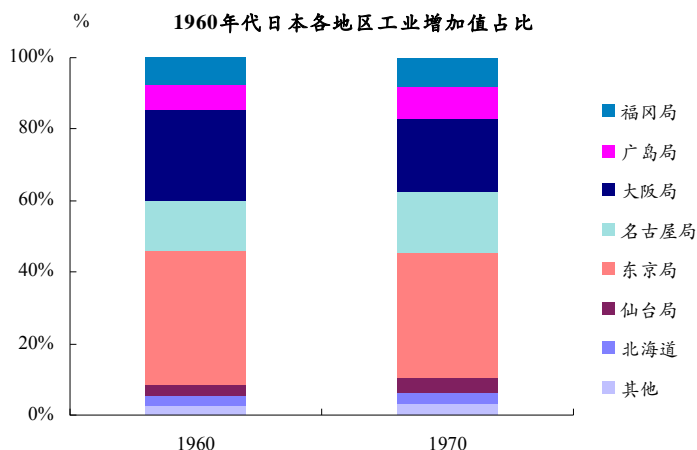
我们此前的研究显示，日本经验表明发展高速铁路有助于促进沿线城市经济发展、产业转移，消费加速增长，促使区域经济趋同效应显现（参见我们1月25日的宏观周报²）：1960~1970年代，日本新干线陆续开通后，经济落后地区如广岛、仙台、名古屋、福冈等地工业产出增速明显开始追赶其他地区（图表34）。这种追赶效应使得最发达的地区东京、大阪的工业产值占全国比重从60年代初的2/3下降至70年代初55%（图表35）。此外，新干线沿线的中小城市如广岛、静冈、冈山、京都、岐阜等，与旅游相关的餐饮和零售消费增速加快（图表36）。服务业就业机会大增（图表37）。中国高速铁路建设正进入飞速发展期，09年12月通车的武广高铁，2012年通车的京沪高铁，将中部的湖北、湖南、安徽、河北、河南等欠发达省份，与发达的长三角、珠三角、环渤海仅需3小时交通便连接。参考日本新干线的经验，这将极大促进中部地区物流、人员流动，提高劳动生产率，推动产业转移、旅游消费增长。

图表 34：日本新干线开通后，落后地区工业增长赶超发达地区



资料来源：日本通商产业政策史、中金公司研究部

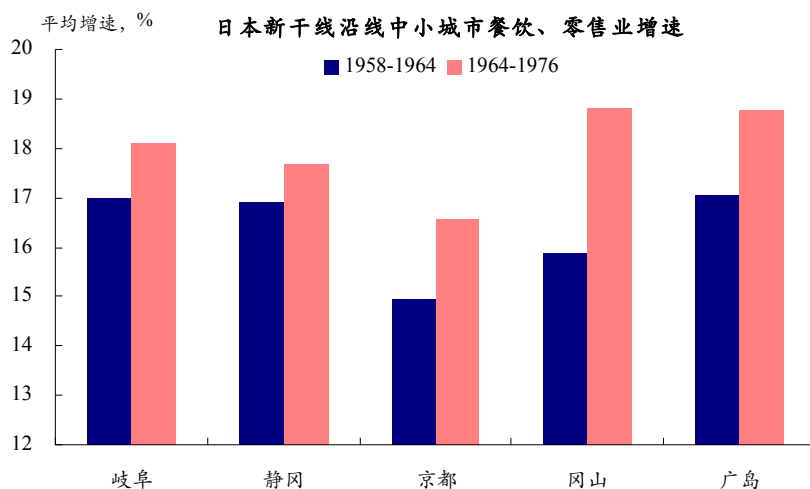
图表 35：日本新干线开通后，日本工业格局有所变化，发达城市所占比重下降



资料来源：日本统计局、中金公司研究部

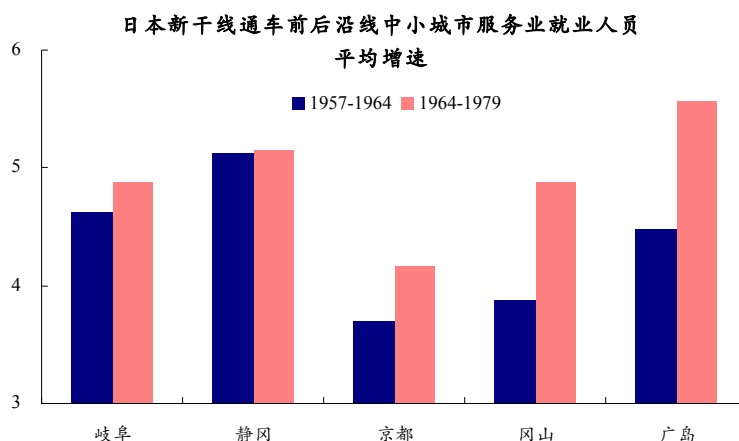
² 参见第96期周报《区域经济趋同加快：评西藏座谈会、高铁、及民工荒》，2010-01-25

图表 36：日本新干线开通后，沿线中小城市与旅游相关的餐饮和零售消费暴发性增长



资料来源：日本统计局、中金公司研究部

图表 37：日本新干线开通后，沿线中小城市服务业就业机会大增

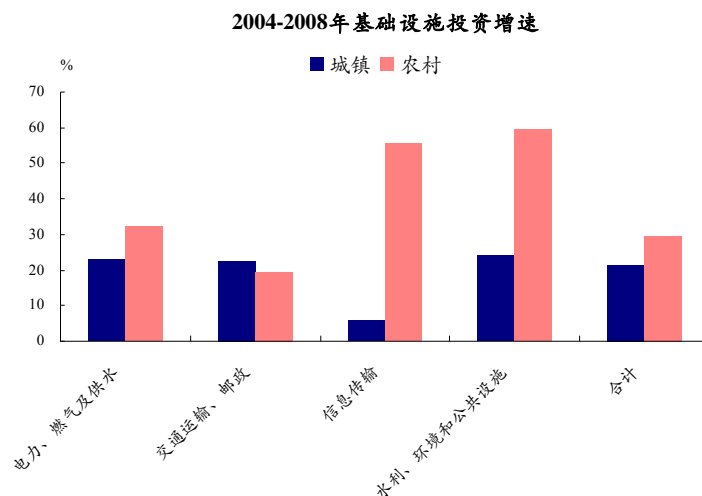


资料来源：日本统计局、中金公司研究部

3：往前看，基建投资的正外部性将在农村和中西部地区释放：

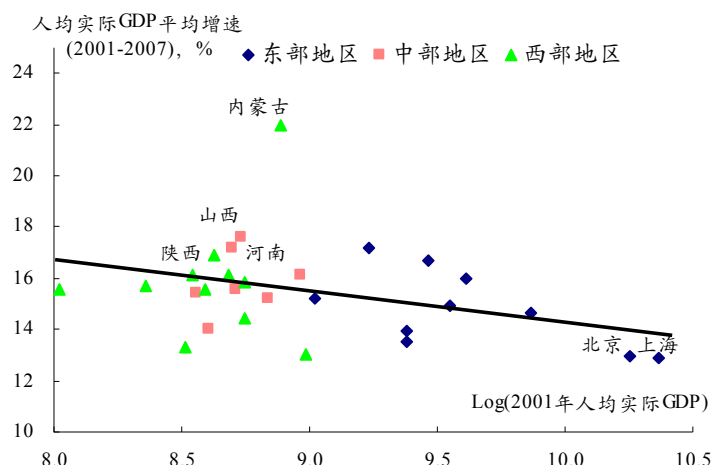
政府近两年对于改善农村的基础设施越来越重视，在水、电、通讯等方面的投资增速大幅快于城市（图表 38），08 年农村固定资产投资总量已达到了 1999 年左右的规模。有助于农村耐用消费品的消费在未来几年加速增长。此外，近期政府的基建投资另一个特点是向中西部倾斜，这将推动中西部地区的消费增速加快，中西部追赶效应日益显现（图表 39）。

图表 38：最近几年农村基础设施的投资增速明显快于城镇，中西部快于东部



资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

图表 39：中西部地区追赶效应日益明显



资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

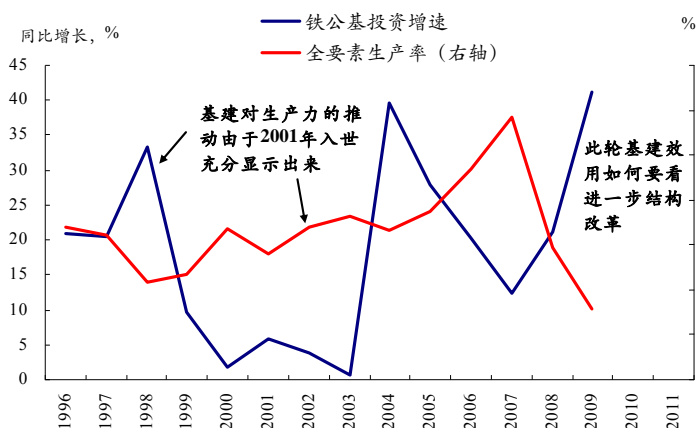
IV. 未来增长靠改革

基建投资为未来经济发展提供了重要条件，而更重要的是后续有无改革措施的跟进以充分发挥基建投资的外部效应：1992-1993 年，除了产业投资，基建投资扩张同样迅猛，但由于后续并未出现实质性改革措施的跟进，使得当时发展市场经济的意识形态解放只带来了 TFP 短暂的反弹，经济增长因此出现不健康的畸高和过热，从而招致政府紧缩调控的急刹车，而前期盲目扩张导致的严重产能过剩和经济低效增长则引发银行坏账高企，烂尾工程频现；需要指出的是，当时没有“房改”的房地产市场也只迎来了海南房地产泡沫从疯狂到破灭的一场闹剧。反观 1998 年，不仅是基建投资加速增长，随后的“房改”带来房地产市场的商品化发展，以及加入 WTO 后跨国资本与先进技术的涌入，一起带动中国 TFP 经历了连续 10 年的持续攀升，这充分说明了后续跟进的改革措施消化了表面过剩的投资，使得产能和效率得到进一步释放，中国经济也因此迎来高增长低通胀的“黄金十年”（图表 40）。

未来增长靠改革。如今，中西部地区基建投资强劲增长，其正外部性将促进产业转移承接，拉动当地居民消费，推动中西部地区的城镇化和工业化进程加速，中国经济再续新一轮高增长已具备必要条件。而目前民工荒、地方融资平台负债风险、全要素生产率进入下行周期等问题的出现，说明中国经济亟待新一轮制度革新，为中国经济的可持续发展提供保障：

- 1、做实做大城镇化。深化土地改革、推广农业生产规模化经营，以释放更多农村剩余劳动力，并推进户籍制度改革加速中小城市城镇化，完善收入分配和社会保障体系，从而缓冲人口红利接近尾声、劳动力市场出现“刘易斯拐点”的劳动力供给趋紧的压力，促进东部沿海地区产业向中西部地区转移；
- 2、国退民进。不仅是经济危机时期的宏观周期性刺激政策要退出，更重要的是“国进民退”的逆转，实行去制度化，推动“国退民进”，打破国有行业垄断，引入民间资本参与竞争，提高效率。正如图表 22 所示，“国进民退”是近几年生产力下降的重要原因，“国退民进”是未来提升生产力的途径。
- 3、鼓励企业“走出去”。营造宏观经济环境为产业转移创造条件。例如，人民币汇率水平的逐渐提高有利于鼓励更多企业向内陆地区转移并提高产业附加值。

图表 40：基建投资对生产力影响取决于是否有后续改革



资料来源：CEIC、中金公司研究部

附录：各工业行业增长率利润率负债率分析

我们通过面板数据³对各工业行业的全要素生产率进行分析，然后以各行业的平均利润率、平均负债率以及平均全要素生产率增速为标准，通过象限法构建矩阵，并对各行业进行交叉比较（图表 41）。其中，石油和天然气开采、电力热力生产供应等国家垄断行业的利润率高，但其全要素生产率增速偏低，甚至是负增长，显示这些国家垄断行业坐拥高利润而又免于竞争，因此对于通过研发投入和技术改进来提升劳动生产率的积极性不高，完全依靠实物资本投资形成低效增长；而参与全球竞争的机械设备制造行业，以及由内需拉动、且引入竞争机制的消费品行业（如饮料、印刷、办公用品），其全要素生产率对于其行业增长率的贡献在 50% 左右，彰显其增长的可持续性。

图表 41：工业行业生产率利润率负债率分类

	低利润率	高利润率
低TFP	石油加工、炼焦及核燃料加工业、家具制造业、文教体育用品制造业、橡胶制品业、金属制品业、纺织业、纺织服装鞋帽制造业、皮革制品业、电气机械及器材制造业、塑料制品业、造纸及纸制品业、食品制造业	石油和天然气开采业、电力、热力的生产和供应业、煤炭开采和洗选业、医药制造业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业
高TFP	有色金属冶炼及压延加工业、通信设备、计算机及其他电子、化学纤维制造业、木材加工、黑色金属冶炼及压延加工业	化学原料及化学制品制造业、印刷业和记录媒介的复制、饮料制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、非金属矿物制品业、交通运输设备制造业、非金属矿采选业、仪器仪表及文化办公用品业

	低负债率	高负债率
低TFP	石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、家具制造业、有色金属矿采选业、文教体育用品制造业、煤炭开采和洗选业、纺织服装鞋帽制造业、医药制造业、黑色金属矿采选业、塑料制品业、食品制造业	电力、热力的生产和供应业、橡胶制品业、金属制品业、皮革制品业、电气机械及器材制造业、纺织业、造纸及纸制品业
高TFP	印刷业和记录媒介的复制、化学原料及化学制品制造业、饮料制造业、木材加工、非金属矿采选业、仪器仪表及文化办公用品业	有色金属冶炼及压延加工业、通信设备、计算机及其他电子、化学纤维制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、交通运输设备制造业

资料来源：CEIC、中金公司研究部

³ 截面为 34 个工业行业，时间序列 2001-2008 年

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。