

宏观经济周期与企业财务指标波动研究

研发部/何金中

宏观经济环境对企业经营成果及决策具有重要影响，本文通过实证统计发现，企业资产的获利能力、收益质量及营运能力均与 GDP 增速存在明显的联动性，而企业偿债能力相关指标与 GDP 增速的联动性并不明显。同时，不同性质企业间的资产获利能力、收益质量、营运能力及偿债能力相关指标存在明显的结构性特征。

一、样本数据说明

2005 年 5 月，短期融资券试水，标志着我国信用债市场进入快速发展期，信用债发行主体、信用债种类及发行规模均快速增长。宏观经济对企业经营成果及经营决策影响重大，最终均将反映为各项财务指标的变动。为检验我国信用债发行主体财务指标变动与宏观经济波动之间的联动关系，本文选取 2005~2015 年，在国内债券市场发行过信用债，并公布了经会计师事务所出具标准无保留意见的审计报告为统计样本，其中：剔除金融企业；剔除样本数量较少的外资企业、集体企业和公众企业；考虑到资产规模对部分指标均值影响，剔除资产规模大于当年度资产规模 0.9 分位数及资产规模小于当年度资产规模 0.1 分位数样本。最终获得各年度样本数见图表 1，可以看出，地方国有企业在统计样本中占绝对比重。

图表 1 样本数分布表

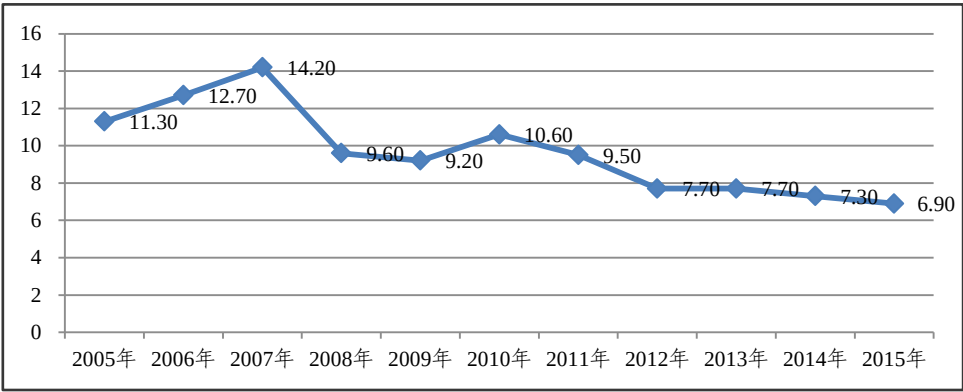
年度	企业性质			行业代码								总样本数
	中央 国有	地方 国有	民营 企业	1	2	3	4	5	6	7	8	
2005	145	369	126	53	63	36	60	44	298	43	43	640
2006	161	437	146	59	77	51	67	48	334	54	54	744
2007	175	559	232	70	86	108	78	59	437	68	60	966
2008	207	742	305	79	99	191	105	81	509	112	78	1254
2009	244	1025	360	93	127	354	136	97	560	165	97	1629
2010	248	1297	447	107	135	541	143	112	634	192	128	1992
2011	254	1541	528	119	142	691	165	116	692	220	178	2323
2012	254	1732	573	116	171	782	186	127	723	248	206	2559
2013	242	1764	541	112	162	812	185	123	692	253	208	2547
2014	231	1697	489	110	155	785	175	114	643	244	191	2417
2015	204	884	364	89	113	309	117	91	508	118	107	1452

注：行业代码 1：采矿业；2：电力、热力、燃气及水生产和供应业；3：建筑业；4：交通运输、仓储和邮政业；5：批发和零售业；6：制造业；7：综合；8：除以上行业外的其他行业。

为反映宏观经济波动，本专题研究选择 2005~2015 年年度国内生产总值（GDP）同比增长率来衡量宏观经济波动(图表 2)。从我国 GDP 增速变动情况看：2005~2007 年，我国经济处于高速增长期，GDP 持续保持两位数高速增长；2008

年,受美国次贷危机及国际金融危机影响,GDP增速由 14.20%大幅下降至 9.60%,政府虽在 2008 年底推出四万亿刺激计划,但 2009 年 GDP 增速仍小幅下降至 9.20%;2010 年,刺激计划效果显现,GDP 增速上升至 10.60%,但随后进入持续放缓阶段。

图表 2 2005~2015 年我国 GDP 增速 (%)



数据来源: Wind 资讯

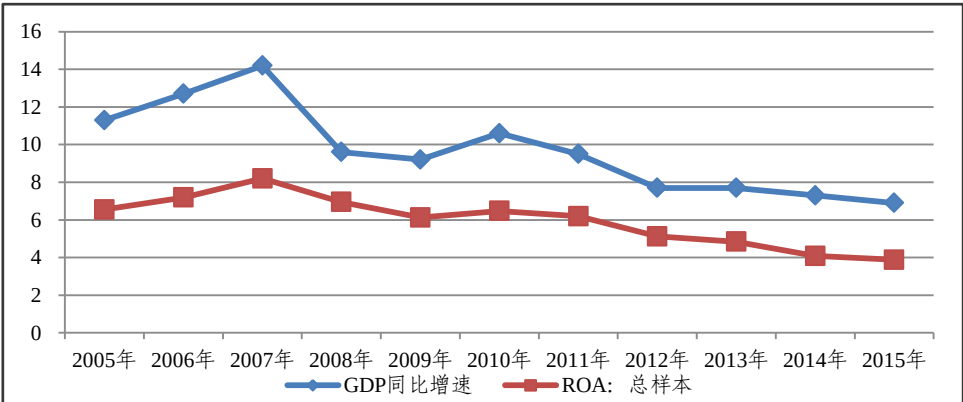
二、盈利指标

本文从盈利能力和收益质量二个方面来考察企业盈利与经济周期波动的关系。其中,盈利能力通过资产总报酬率(ROA)指标来衡量;收益质量通过经营性净收益、价值变动净收益和营业外收支净额占利润总额的比率来衡量。

1.总资产报酬率(ROA)

从总样本数据情况看:ROA 与 GDP 增速波动完全一致,也即资产获利能力随整个宏观经济的波动而波动,宏观经济向好,资产获利能力增强,宏观经济疲弱,资产获利能力下降。

图表 3 GDP 增速与 ROA 波动 (%)

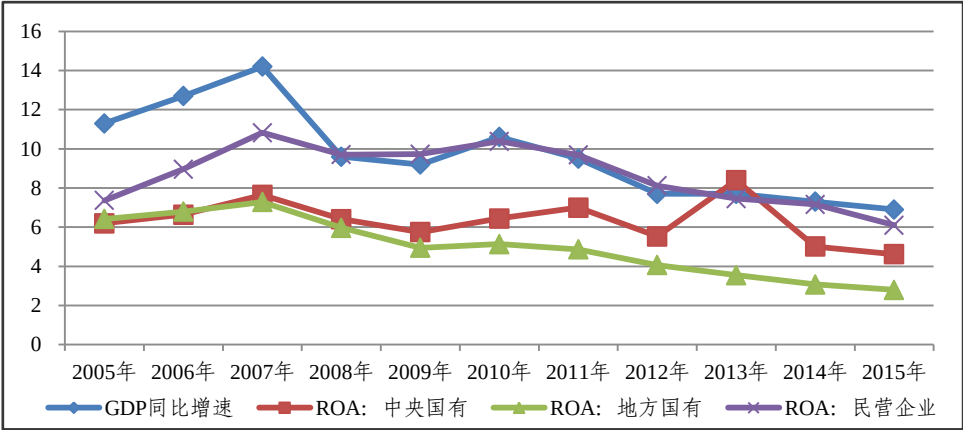


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理计算

从不同性质企业的资产获利能力看:除 2013 年外,民营企业的资产获利能

力明显高于中央和地方国有企业；从 2008 年开始，中央国有企业和地方国有企业资产获利能力开始分化，中央国有企业的资产获利能力高于地方国有企业，且随着 GDP 增速持续下降，分化程度愈加明显。

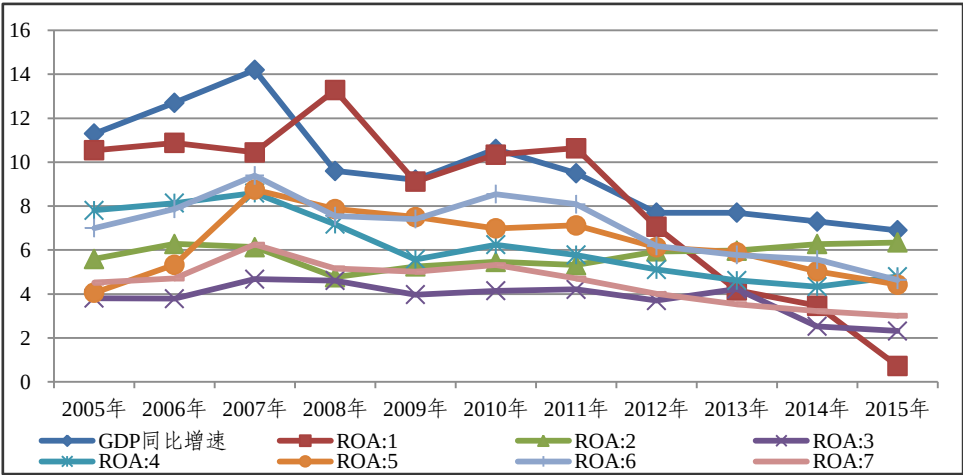
图表 4 GDP 增速与分企业性质 ROA 波动（%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

从不同行业的资产获利能力看：除电力、热力、燃气及水生产和供应业资产获利能力表现出较强的抗周期性外，其他行业资产获利能力与 GDP 增速波动步调基本一致；2011 年及以前，采矿业的资产获利能力明显高于其他行业，但随后快速下降，2015 年降至所有行业最低，同时，采矿业资产获利能力的波动性明显高于其他行业；建筑业的资产获利能力大部分年份在所有行业中最底；

图表 5 GDP 增速与分行业 ROA 波动（%）



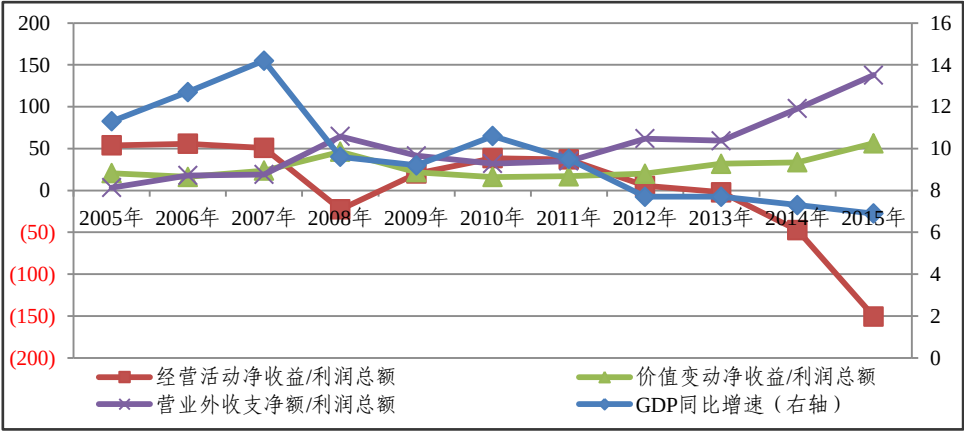
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

2.收益质量

理论上，企业经营活动净收益占利润总额的比率越高，收益质量越高，可持续性越强。从总样本数据看：企业经营活动净收益占利润总额的比率与 GDP 增

速波动趋势基本相符，也即宏观经济向好，企业收益质量向好，宏观经济疲弱，企业收益质量亦跟随恶化，特别是 2014 年和 2015 年，企业收益质量恶化程度非常明显。

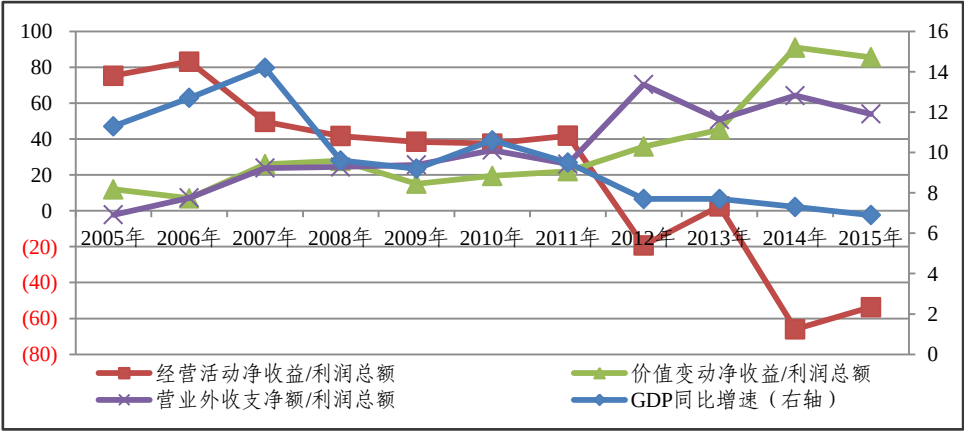
图表 6 GDP 增速与收益质量指标波动：总样本（%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

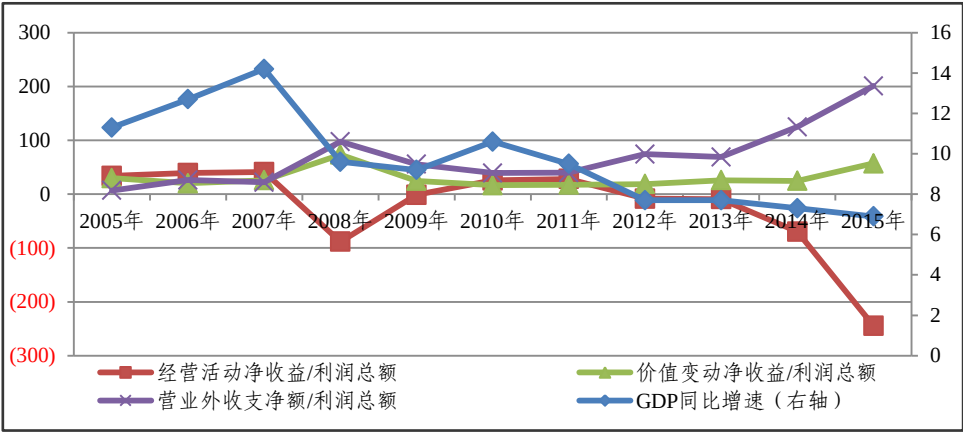
分企业性质看：无论是宏观经济向好或是疲弱，民营企业的收益质量要好于中央国有和地方国有企业；在宏观经济环境疲弱情景下，中央国有企业和地方国有企业收益对营业外收支净额及价值变动净收益的依赖性较大，特别是地方国有企业对营业外收支净额的依赖程度非常高。值得注意的是，从 2012 年开始，中央和地方国有企业的收益结构发生明显变化，经营活动净收益对利润总额的贡献急剧下降且最终转为负值，进而主要依靠营业外收支净额及价值变动净收益来维持盈利。2008 年金融危机以来，民营企业的收益质量呈持续下滑趋势，2013 年开始，价值变动净收益成为民营企业利润总额最主要来源，收益质量持续恶化。

图表 7 GDP 增速与收益质量指标波动：中央国有企业（%）



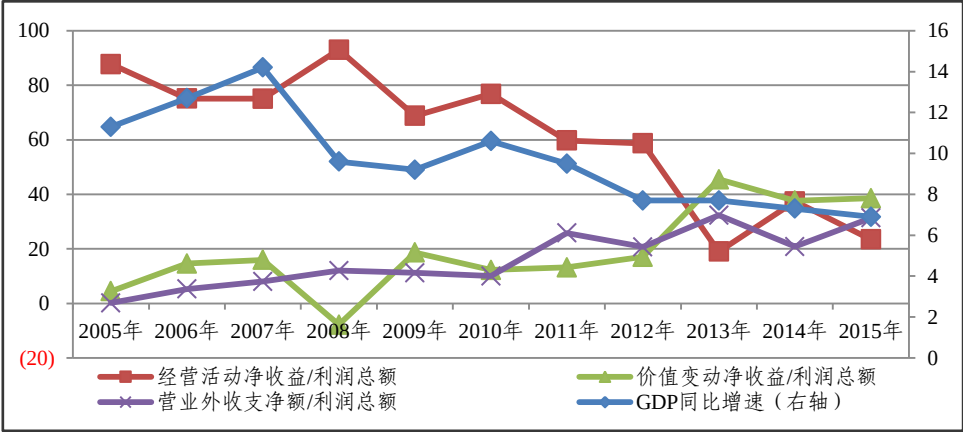
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

图 8 GDP 增速与收益质量指标波动：地方国有企业（%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

图 9 GDP 增速与收益质量指标波动：民营企业（%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

3.小结

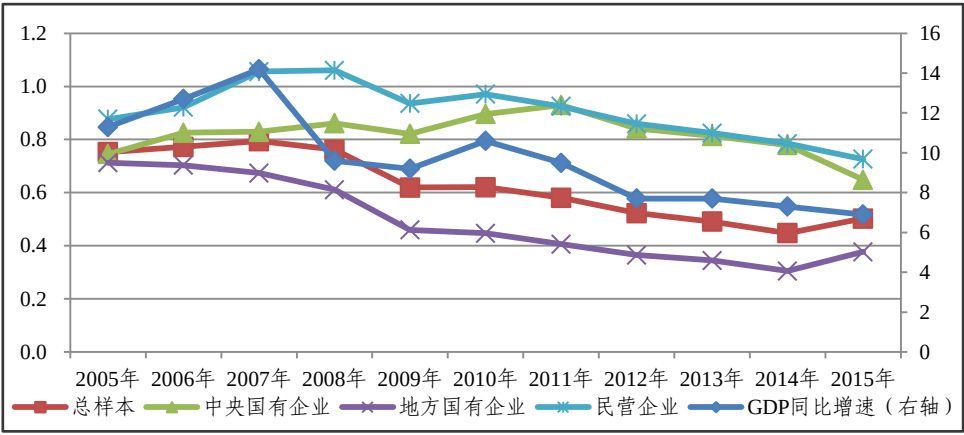
盈利指标统计结果表明，企业的盈利能力及收益质量与 GDP 增速基本同向波动，在宏观经济走弱时，企业的盈利能力和收益质量均将恶化。值得注意的是，地方国有企业的盈利能力与收益质量较中央国有企业及民营企业差，其收益来源主要依靠营业外收支净额，也即地方政府补贴或财政补助，地方财力恶化对所属地方国有企业的盈利能力及收益质量的影响较大。行业层面，建筑业的资产获利能力大部分年份在所有行业中最弱，采矿业的盈利能力波动较大，而电力、热力、燃气及水生产和供应业的盈利能力则表现出较强的抗周期性。

二、营运能力

本文通过总资产周转率来衡量企业的营运能力。从总样本数据看，企业的总资产周转率与 GDP 增速波动基本一致。分企业性质看，民营企业的总资产周转率最高、中央国有企业次之、地方国有企业最小；民营企业总资产周转率与 GDP

增速波动一致性相对较高。

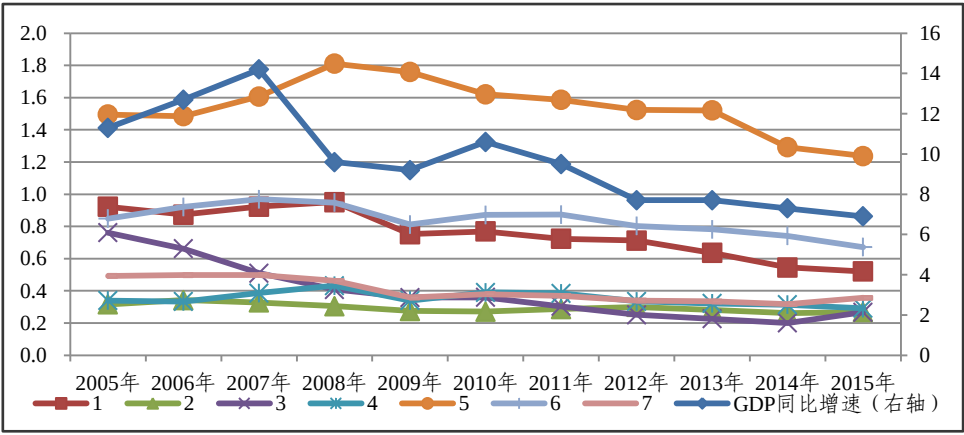
图表 10 GDP 增速与总资产周转率（%、次）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

分行业看：行业间的总资产周转率呈现明显差异，批发和零售行业的总资产周转率最高，远高于其他行业；电力、热力、燃气及水生产和供应业与交通运输、仓储和邮政业的总资产周转率较低，但波动性也低。与 GDP 增速波动一致性方面，制造业和采矿业总资产周转率与 GDP 增速波动一致性相对较高。

图表 11 GDP 增速与总资产周转率：分行业（%、次）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

三、偿债能力

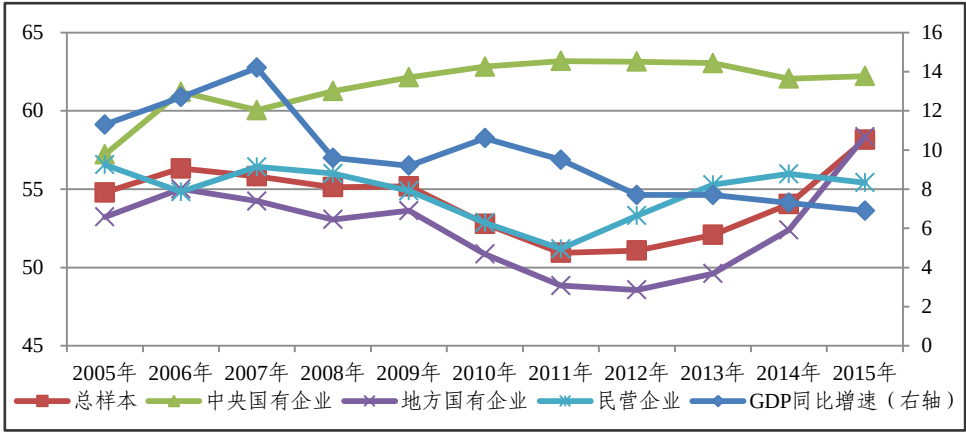
本文不考虑企业所获外部支持对偿债能力的影响，仅用相关财务指标来衡量企业的偿债能力，所考察财务指标包括资产负债率、流动比率和速动比率。

1. 资产负债率

从结果看，总样本与分企业性质的资产负债率统计结果均与 GDP 增速波动不存在明显联动性，但不同企业性质间的结构性特征相对明显，中央国有企业的

杠杆水平最高，民营企业次之，地方国有企业的杠杆水平最低，但 2013 年以来地方国有企业杠杆水平上升速度要快于民营企业，在 2015 年，地方国有企业的杠杆水平超过民营企业。另外，值得注意的是，2013~2015 年，地方国有企业的杠杆水平快速上升，是推动总样本杠杆水平上升的主要动力。

图表 12 GDP 增速与资产负债率（%）

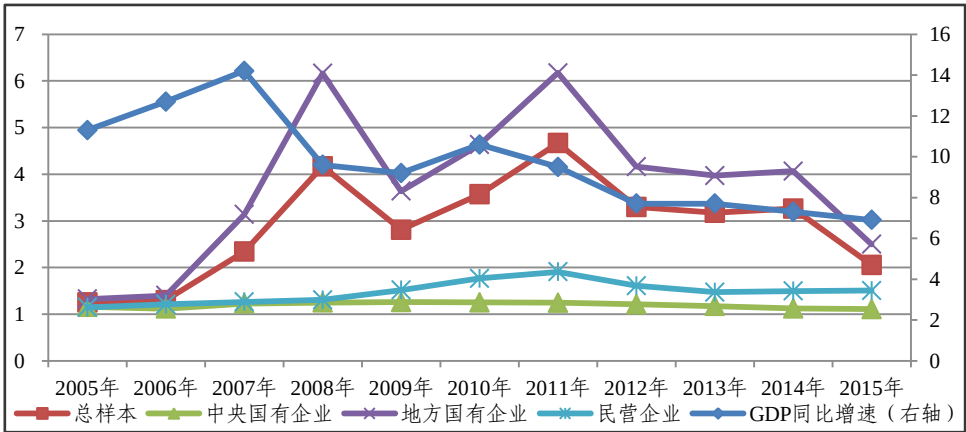


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

2. 流动比率

企业流动比率与 GDP 增速波动的联动性亦不明显，但存在明显的结构性特征，地方国有企业的流动比率最高，民营企业次之，中央国有企业最低。值得注意的是，中央国有企业的杠杆水平最高，但流动比率最低，地方国有企业杠杆水平低，但流动比率最高。考虑到，国有企业财务报表土地资产的入账方式，企业实际资产流动性并非指标所表现的这般高。

图表 13 GDP 增速与流动比率（%、倍）



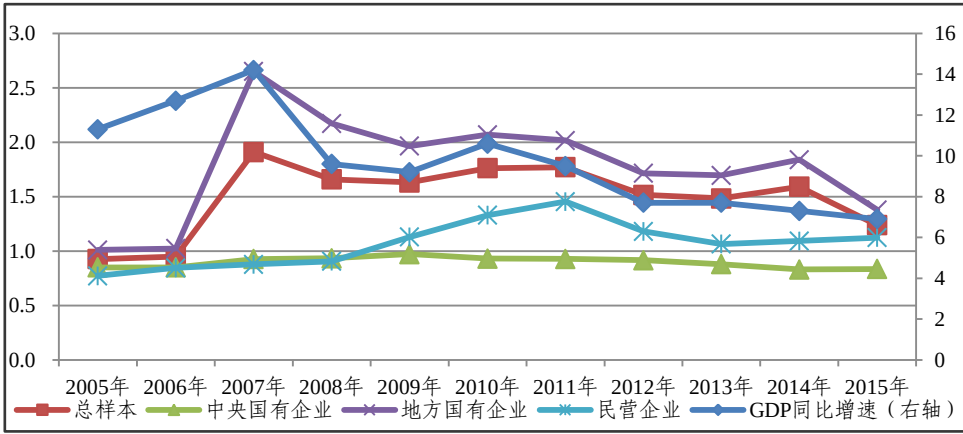
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

3. 速动比率

除地方国有企业速动比率与 GDP 增速波动的联动性较明显外，民营企业和

中央国有企业则不明显,同时,速动比率表现出来的结构性特征与流动比率相似。值得注意的是,2010~2011年,地方国有企业流动比率快速上升,而速动比率并未明显上升,这说明流动比率上升的主要动力来源于存货变动。

图表 14 GDP 增速与速动比率（%、倍）



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理计算

四、结论

通过本文的统计结果可以看出,企业资产获利能、收益质量及营运能力均与 GDP 增速波动存在明显的联动性,当 GDP 增速放缓时,企业资产获利能力、收益质量及营运能力均将下降。同时,不同性质企业的资产获利能力、收益质量及营运能力存在明显的结构性特征:地方国有企业的资产获利能力、营运能力及收益质量均最差,且盈利主要依赖营业外收支净额;民营企业的资产获利能力、营运能力及收益质量均最好,但随着宏观经济的下滑,呈现下降趋势。

除地方国有企业速动比率与 GDP 增速波动的联动性较明显外,偿债能力相关指标与 GDP 增速波动的联动性不明显,但不同性质企业间的偿债能力指标存在明显的结构性差异。其中,中央国有企业的资产负债率水平最高,而流动比率和速动比率均最低;地方国有企业的资产负债率水平最低,而流动比率和速动比率最高。