

中國經濟韌性的“三大幻覺”

❖ 如何理解中國經濟所面臨的困難？供需失衡是當前我國經濟運行的主要特徵。一方面，供給側的工業生產相對旺盛，企業盈利穩步增長，表現出相當的韌性。另一方面，需求端的“三駕馬車”均出現不同程度的下滑，經濟增長前景堪憂。分析表明，在宏觀經濟政策陰晴不定的大背景下，中國經濟所表現出來的韌性很大程度上受到“三大幻覺”持續擾動：

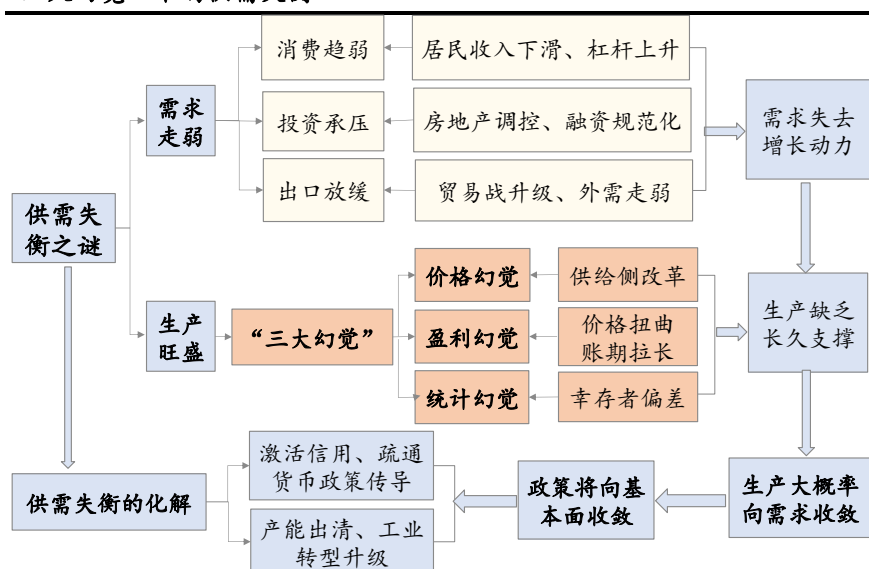
“價格幻覺”(Price Illusion)：供給側改革壓縮部分行業的產能，帶動PPI走出長時間的通縮，價格衝擊導致上游企業盈利大幅改善。價格走高必然推動供給響應，供改行業企業產能利用率上升，供改與非供改行業產出增速缺口出現收斂，工業生產整體呈現出繁榮的幻覺。

“盈利幻覺”(Profit Illusion)：工業企業盈利修復與利潤高增長，掩蓋了行業結構上的矛盾。一方面，供給側改革導致上游行業對中下游行業利潤的侵蝕；另一方面，“緊信用”和嚴監管導致企業應收賬款賬期拉長，資金鏈緊張使得賬面盈利的真實性存疑。

“統計幻覺”(Data Illusion)：工業生產數據的高增長，一個重要原因是“幸存者偏差”(Survival Bias)所產生的“統計幻覺”。在計算同比增速時，統計局很可能對基期數據進行了回溯調整，將部分因供給側改革和環保限產而規模縮減、或是退出生產的企業剔出樣本。“幸存”的企業承接了原屬被淘汰企業的部分訂單，使得可比口徑之下生產指標的同比增速“看起來很美”。

❖ 展望未來一段時間，經濟增長將難以維持高景氣，生產大概率向需求收斂，經濟下行壓力加劇。內外需的壓力疊加“緊信用”的金融環境，生產端的“韌性”缺乏支撐并已顯露出向偏弱的需求端收斂的跡象。激活信用、疏通貨幣信貸政策的傳導機制，有助於緩解目前企業資金鏈緊張的局面。長期來看，信用激活需要配合產能出清、工業轉型升級，才能從根本上化解我國經濟供需失衡的困局。

“三大幻覺”下的供需失衡



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

7月工業生產數據公布後，官方媒體研判認為，中國經濟運行繼續保持在合理區間，延續總體平穩、穩中有進、穩中向好的態勢。《人民日報》8月13日以《實體經濟越來越結實》為題發文指出，我國工業增加值保持在較高增速，企業利潤高速增长，工業企業經營效益提高，經濟運行環境日趨優化，新動能日趨增強，創業創新均煥發新的生機。然而，金融市場的持續波動似乎與上述判斷相悖。一方面，年初以來股市持續低迷，上證綜指累計跌幅超過15%，估值水平接近歷史低位；另一方面，信用風險不斷積聚，信用違約事件不斷，近日更是爆出新疆建設兵團第六師“城投債”首例違約。實體經濟的表現究竟怎樣？如何理解當前經濟形勢所面臨的困難？

今年以來，在中美貿易戰持續升級的背景下，國內宏觀經濟政策陰晴不定，市場參與者的風險胃納（risk appetite）急劇收縮。就實體經濟的表現而言，官方媒體與資本市場選擇了不同的觀察角度，因而做出截然不同的判斷。

我認為，上述分歧很可能與我國經濟運行中供需分化的格局相關。生產端的“韌性”主要受到“價格幻覺”、“盈利幻覺”和“統計幻覺”三大因素影響，導致對經濟運行狀態的過高估計。從市場有效性的角度出發，資本市場的表現更為真實地反映了我國經濟運行中的困難和面臨的潛在風險。

一、破解供需失衡之謎

供需失衡是今年1-7月我國經濟運行的主要特徵。一方面，需求端的“三駕馬車”均出現不同程度的下滑；另一方面，供給端的工業生產相對旺盛，企業盈利穩步增長。供給端與需求端表現出一定程度的失衡。

從需求端看，今年1-7月數據疲態盡顯。三大總需求中，社會消費增速超預期下滑，累計同比增速下滑至9.3%；投資增速逐步下降，累計同比增速降至5.5%，為2000年以來最低水平，其中房地產投資保持高位平緩下滑趨勢，基建是主要拖累項，製造業投資增速雖連續四個月回升，但無法完全對沖基建下滑；進出口增長相對平穩，歐美仍是貿易順差的主要來源，但淨出口對GDP增長已轉變為負貢獻。與終端需求疲弱相應，CPI指數表現溫和。

從供給端看，上半年生產數據總體上仍然維持較高的景氣度。1-5月，工業增加值累計同比增速從去年底的6.6%上升至6.9%，同時工業企業利潤增速和銷售利潤率仍保持穩步增長，上半年利潤總額累計同比增速上升至17.2%，銷售利潤率上升至6.5%。不過，6月以來工業生產有向需求端收斂的跡象，連續兩個月回落，7月工業增加值累計同比增速小幅降至6.6%。

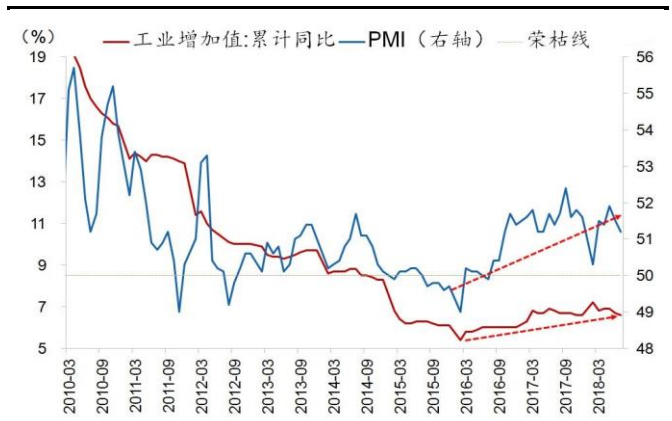
事實上，本輪供需失衡早在2016年便初現端倪。2010年以來的歷史數據顯示，除進出口數據波動較大外，消費端與生產端的各項指標均處於趨勢性下滑。2016年以來，得益於供給側改革，工業生產數據有所修復，而需求端數據持續下滑趨勢不改，供給與需求出現分化的格局。

圖 1: 2010 年以來需求趨勢性下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2: 2016 年工業生產開始回暖，供需出現分化



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

這種分化格局困擾人們對經濟表現的認識，從生產端看似“充滿韌性”，從需求端看則是“持續下行”。各種解釋，全因觀點與角度不同。

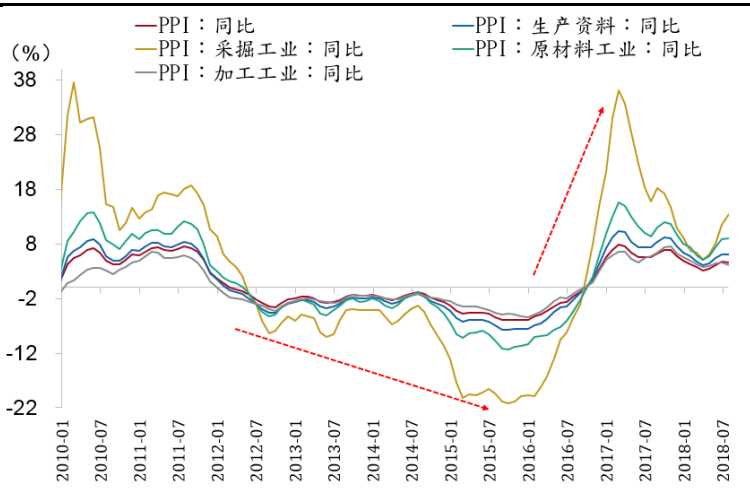
二、生產景氣的“三大幻覺”

我認為，生產數據所呈現出來的景氣表像，主要受到“價格幻覺”、“盈利幻覺”和“統計幻覺”三大因素的誤導。相較之下，疲弱的需求數據更為真實地反映了當前我國經濟下行壓力加大的困境。

1. 價格幻覺：供給側改革的衝擊

次貸危機爆發後，政府通過積極的財政政策和寬鬆的貨幣政策以及一攬子穩增長措施（“國十條”¹），避免了經濟硬著陸。但是，刺激政策延緩了經濟結構調整，助長了一些行業“非理性”的產能擴張，導致傳統行業普遍產能過剩，供給與需求分化加劇背景下，實體經濟陷入嚴重通縮，從2012年3月起出現了長達54個月PPI通縮期。

圖3：供給側改革前PPI連續54個月“通縮”



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

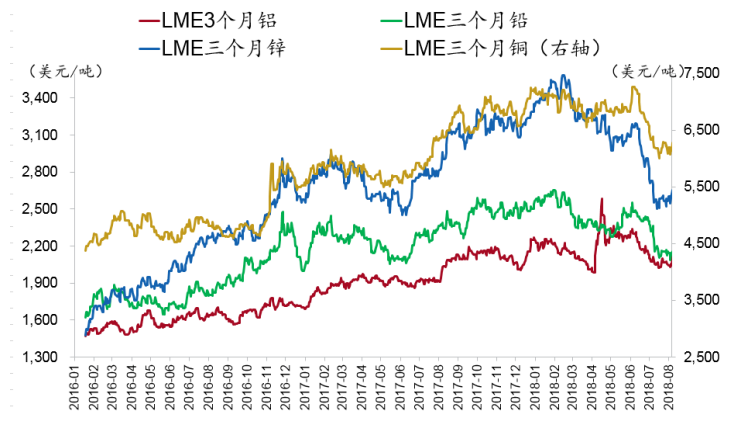
2016年全面推進的供給側結構改革使PPI走出了通縮。供給側改革直接壓縮部分行業的產能，供給收縮導致煤炭、以螺紋鋼為代表的黑色金屬和以銅鋁鉛鋅為代表的有色金屬價格均出現大幅的持續上漲，直接帶動生產資料價格回升，生產者購進價格指數（PPIRM）和PPI在2016年底都走出了通縮。

圖4：供給側改革後黑色金屬價格大幅上漲



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖5：供給側改革後有色金屬價格大幅上升



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

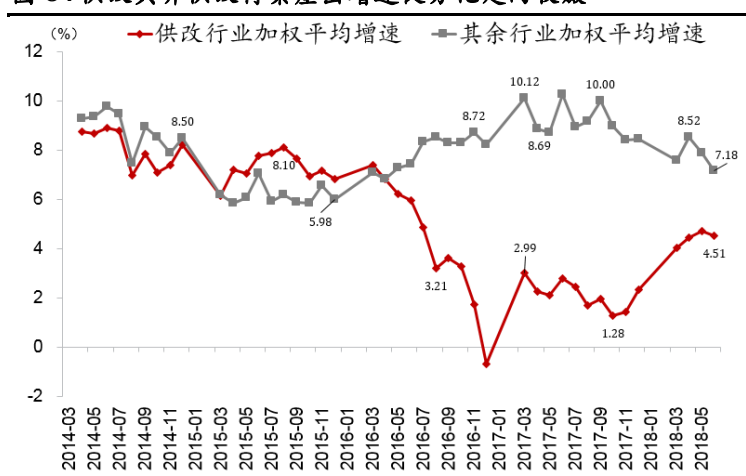
¹2008年在全球金融危機的影響下，國務院出臺擴大內需十項措施增加千億元投資，簡稱“國十條”：加快建設保障性安居工程；加快農村基礎設施建設；加快鐵路、公路和機場等重大基礎設施建設；加快醫療衛生、文化教育事業發展；加強生態環境建設；加快自主創新和結構調整；加快地震災區災後重建各項工作；提高城鄉居民收入；全面實施增值稅轉型改革，鼓勵企業技術改造，減輕企業負擔1,200億元；加大金融對經濟增長的支持力度。

供給壓縮帶來的價格上升增加了實體企業的盈利，在行業產能受到壓縮的同時，幸存下來的龍頭企業分享了大部分價格上漲帶來的好處。我們可以通過供改/非供改行業的工業生產分解，來解析供給側結構改革對於工業生產的影響。

在供給側改革的價格衝擊之下，供改行業²與非供改行業的產出增速（以工業增加值增速表示，下同）出現明顯分化。2016年開始，供給側改革壓縮產能，供改行業平均產出增速大幅下滑，并于2016年底降至最低點。不過，今年以來，供改和非供改行業產出增速從分化走向收斂。一方面，由于供給側改革在壓縮產能方面力度減弱，產能利用率上升，供改行業產出增速逐漸回升。另一方面，非供改行業受到需求趨勢下行的影響，產出增速開始下滑。二者的收斂是一個自然修復的過程。

從增加值增速的角度而言，制約供改行業增長的主要力量來源于供給側改革和環保巡查對生產持續壓制的力度，力度越大則增長越慢；制約非供改行業的主要力量來源于需求端，需求越弱增長越慢。相較于去年，今年的變化是對生產的壓制減弱導致供改行業增長上行，而需求的持續走弱導致非供改行業增長下行。

圖 6：供改與非供改行業產出增速從分化走向收斂



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 盈利幻覺：價格扭曲和賬期拉長

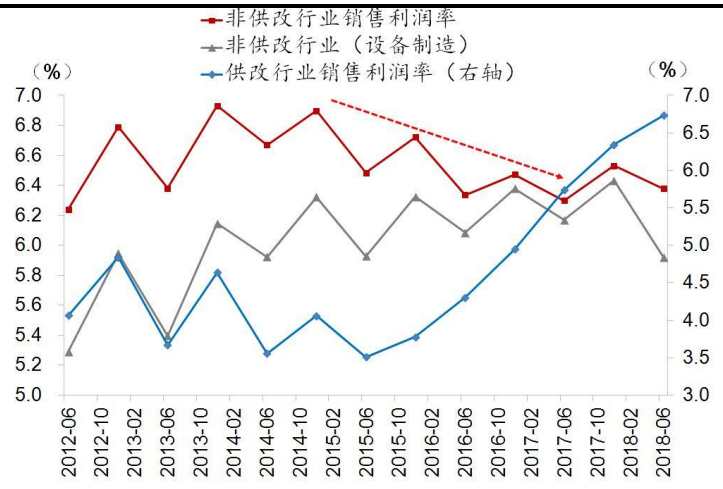
2017年以來的企業利潤高增長可能也是一種“幻覺”：一方面表現為價格結構性扭曲（PPI與CPI缺口）之下，上游企業和中下游企業的盈利出現分化，另一方面則表現為企業應收賬款的賬期拉長，盈利并未轉化為堅實的現金流。

（1）供給側改革帶來的價格衝擊改善了部分上游行業的盈利能力，但很大程度上是以抬高其他中下游行業的成本為代價。這種價格結構性扭曲導致了上游行業對中下游行業利潤的侵蝕，使得上游企業和中下游企業盈利出現分化。

一方面，上游原材料價格明顯上升，供改行業盈利獲得明顯改善。2016年以來，隨著供給側改革的全面推進，上游原材料價格暴漲，供改行業銷售利潤率開始持續上漲。2018年6月，供改行業銷售利潤率上升至6.73%，大幅高于2012-2015年均值（4.33%）并首次超越了非供改行業（6.41%）。

²供改行業為受供給側改革影響的行業，包括煤炭開采、黑色礦開采、有色礦開采、非金屬礦開采、造紙、石化煉焦、化工、化纖、黑色冶煉、有色冶煉、非金屬礦物製品等行業。非供改行業為除上述11個行業外的其他29個行業。

圖 7: 供改行業銷售利潤率持續改善



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

另一方面，供給側改革產生的價格扭曲使得中下游企業盈利受到侵蝕。2012-2015年，非供改行業平均銷售利潤率保持在6.83%的較高水平，遠高於供改行業的平均銷售利潤率。但2016年以來，供給側改革持續推進使得上游原材料價格迅猛上升，而中下游一般製造業產成品的價格升幅有限，企業盈利受到擠壓。2018年6月，非供改行業銷售利潤率滑落至6.41%，其中機械裝備製造業受到的影響尤為明顯。

(2) 企業應收賬款賬期普遍拉長，儘管賬面盈利頗豐，但企業實際到手的資金要大打折扣。事實上，企業應收賬款賬期的變化很大程度上折射出我國宏觀經濟表現的惡化。我們可以將其大體分為三個階段來觀察：

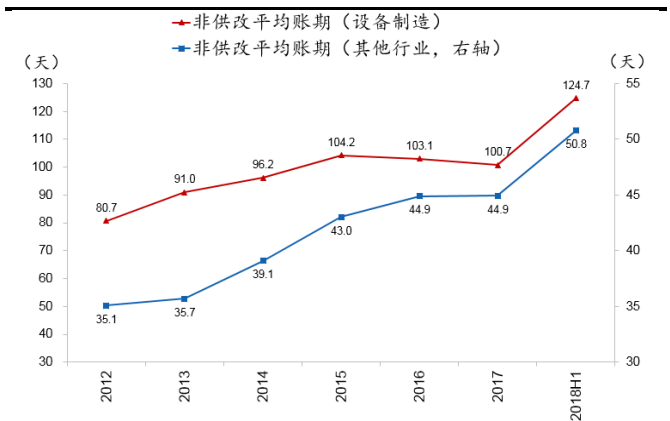
第一階段：2012-2015年，產能過剩嚴重，各行業應收賬款賬期普遍拉長。這一段時期，我國供需關係的結構性失衡問題嚴重，產能利用率下降，產能過剩明顯，PPI處於長期通縮階段，各行業的應收賬款的平均賬期全面上升，企業現金流狀況惡化。2012年至2015年，製造業應收賬款賬期從80.7天升至104.2天（拉長23.5天）。

圖 8: 供給側改革後供改行業賬期明顯縮短



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

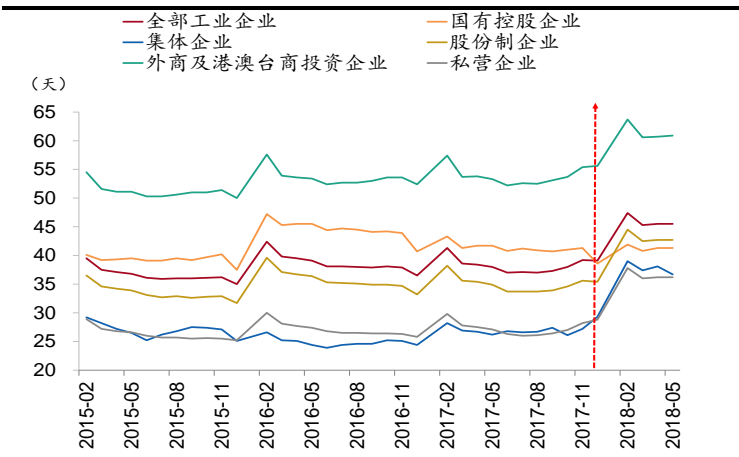
圖 9: 2018年以來非供改行業賬期明顯拉長



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

第二階段：2016-2017年，供給側改革壓縮生產，供改行業應收賬款賬期普遍回落，其中國企受益尤為明顯；非供改行業應收賬款賬期基本保持不變。供改行業處於賣方市場，不僅盈利獲得修復，利潤總額大幅增長，平均賬期也出現了明顯回落，2016年至2017年平均賬期從29.4天降至25.4天（減少4.0天）。但非供改行業在上游原材料價格衝擊與終端消費價格增長不足的情況下，現金流未獲明顯改善，平均賬期從68.1天略降至67.2天（減少0.9天）。

不同所有制類型企業的賬期變化也存在較大差異。2016至2017年，國有控股企業應收賬款平均回收期從47.2天降至38.6天（減少8.6天）；股份制企業從39.6天降至35.4天（減少4.2天），私營企業從30.0天降至28.8天（減少1.2天），可見國有企業是供給側改革的主要受益者。

圖 10：不同類型企業應收賬款周轉天數均顯著拉長

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

第三階段：2018年上半年，“緊信用”的金融環境使得各類企業應收賬款賬期全面大幅上升。隨著“去杠杆”政策的強力推進，市場整體信用收縮，部分企業資金鏈出現緊張，對企業現金流的負面影響開始顯現，工業企業平均賬期較2017年從39.1天升至45.5天（拉長6.4天）。其中，非供改行業現金流明顯惡化，應收賬款賬期從67.2天升至80.0天（拉長12.8天），創下2012年以來新高。其中，比較嚴重的是機械裝備製造業，賬期從100.7天升至124.7天（拉長24天）。受去杠杆政策影響，供改行業的賬期也有所回升，從25.4天升至30.8天（拉長5.4天）。

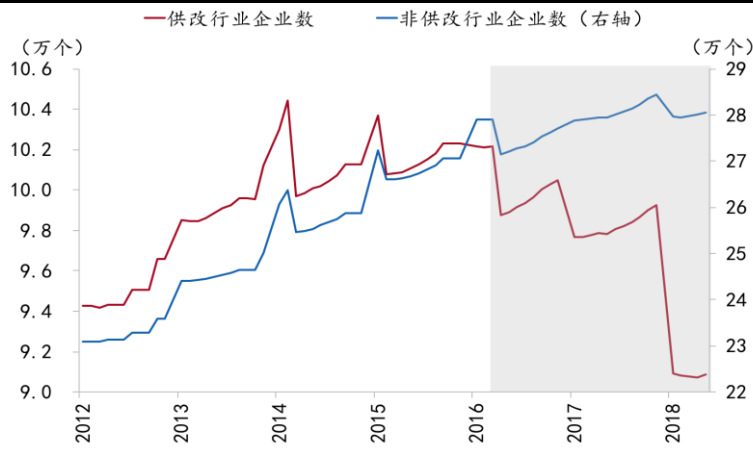
3. 統計幻覺：“幸存者偏差”

2017年以來企業利潤總額保持高速增長的另一個重要原因是“幸存者偏差”所產生的“統計幻覺”。在供給側改革淘汰部分落後產能之後，幸存下來的企業由於承接了原屬被淘汰企業的訂單，可比口徑下產出數據明顯好轉，這也使得工業統計數據“看起來很美”。

“幸存者偏差”告訴我們，只關注了經過某種篩選後的結果，很有可能產生認知偏差或者邏輯謬誤。例如，某一事件之前的企業數量為100家，每家產出為1元，合計總產出100元；事件之後幸存90家企業，總產出為96元，總產出事實上縮減了4元，但在可比的統計口徑下（統計樣本中剔除被淘汰的企業）。總產出反而增長了6.7%（ $96/90-1$ ）。如果簡單從數字上觀察，我們將得出與事實完全相反的結論！

一個典型的證據是，2017年以來統計局公布的規模以上工業企業生產數據，例如工業企業利潤和主營業務收入，與依據其公布的利潤和收入的絕對數計算的同比增速之間存在明顯的裂口，背離逐漸加大。國家統計局每年定期對規模以上（主營業務收入2,000萬元及以上）工業企業的樣本進行調整，因此部分因供給側改革和環保限產導致規模縮減、或是退出生產的企業將不再納入統計局的計算樣本。2016年初至2018年中，供改行業企業單位數減少超過1.1萬家，縮減幅度達11.1%。其中鋼鐵、煤炭企業數量縮減的幅度分別超過50%、30%。而在此期間，非供改行業企業單位數上升了約1,500家，升幅約為0.5%。

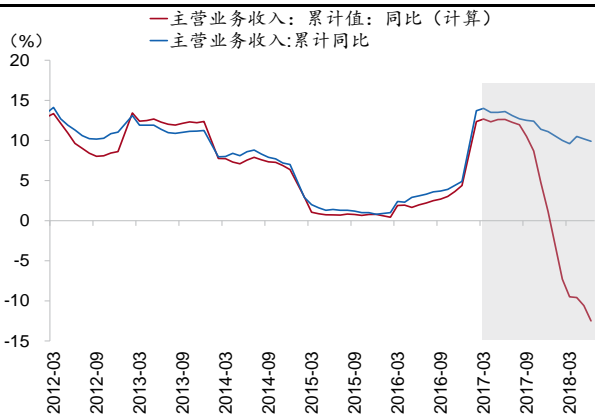
圖 11: 2016 年初以來，供改行業的企業單位數減少了 11%



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

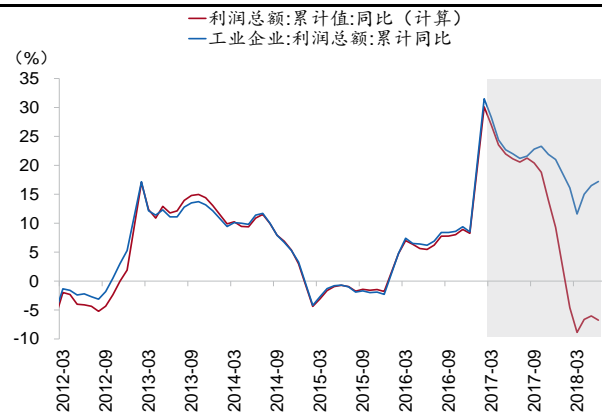
在計算同比增速時，統計局很可能對基期數據進行了回溯調整，而歷史的利潤和收入數據却并未進行調整。例如工業企業主營業務收入，2017 年之前統計局公布的累計同比增速與根據累計值計算的同比增速之間的差距非常小，大體保持一致。但自 2017 年 9 月，兩者間的差距逐漸拉大。2018 年 6 月，官方公布的工業企業營業收入累計同比增速為 10%，但依據工業企業營業收入累計值計算的同比增速為 -12.4%，兩個不同數據口徑描繪的生產圖景截然相反。

圖 12: 收入可比口徑增速與計算增速背離



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 13: 利潤可比口徑增速與計算增速背離

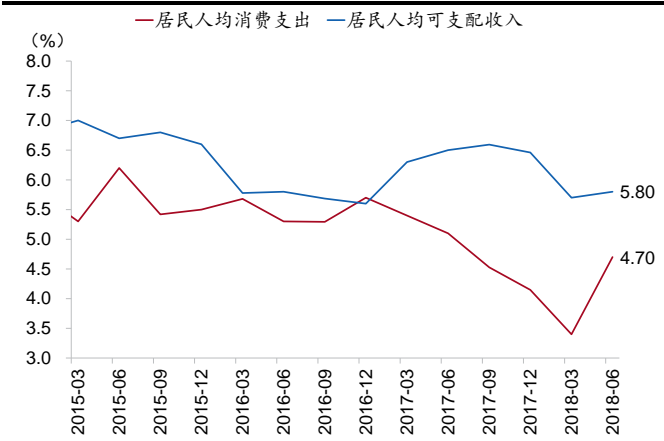


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

三、生產終將向需求收斂

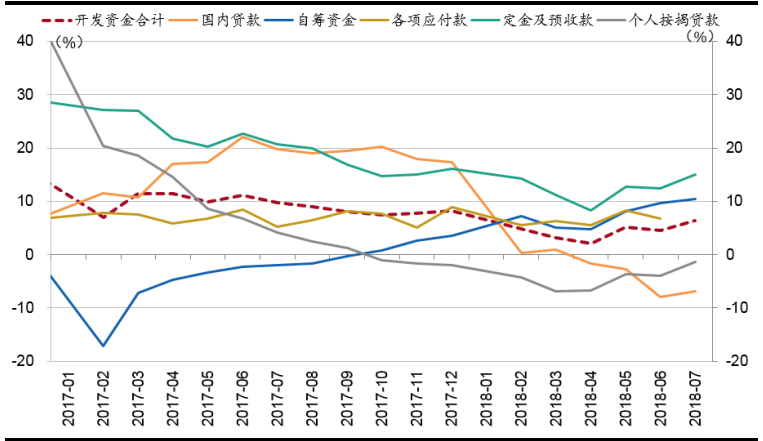
一方面，經濟增長的“三駕馬車”均有下行壓力，內外需均承受壓力。（1）消費方面，居民名義和實際可支配收入增長下滑、前期居民加杠杆購房透支了長期消費能力，均對居民消費支出增長產生了較強的抑制作用，短時間內難以逆轉。即使考慮到服務消費的快速增長，下半年居民消費支出增速的上升空間仍然有限。（2）投資方面，房地產調控仍將持續，在融資約束下占比最大的房地產投資增速預計將繼續下滑。固定資產投資的總體情況將取決於政策刺激下基建反彈和製造業回升的力度。（3）進出口方面，在貿易戰持續升溫的大背景下，下半年出口將面臨較大壓力，順差將趨於收窄甚至轉為逆差，淨出口對 GDP 增長大概率仍為負貢獻。

圖 14: 居民收入增長變緩，消費增長空間有限



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

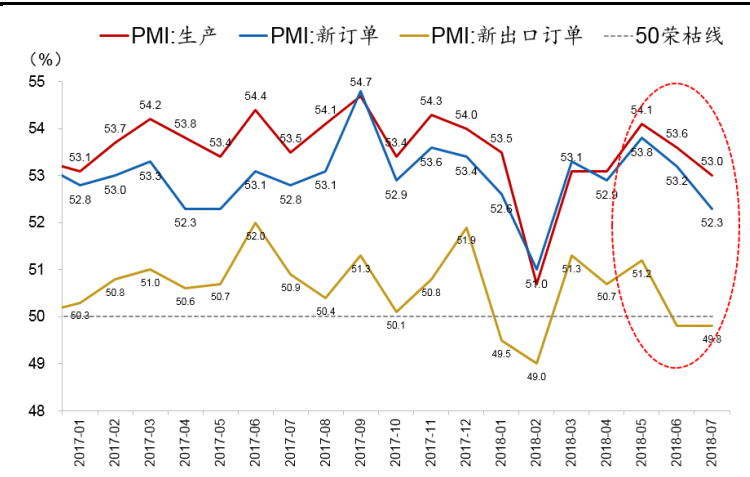
圖 15: 受融資約束，房地產投資增速將下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

另一方面，工業生產所表現出來的“繁榮景象”或將逐漸消散。在需求趨勢性下滑的大背景下，生產端的景氣缺乏長久支撐，並已顯露出向需求端收斂的跡象。事實上，6月以來，工業生產已有所下滑。6月PMI指數下降至51.5%，7月繼續下降至51.2%，生產指數、代表需求的新訂單指數和新出口訂單指數均連續兩個月下降。與之相對應的是，6月工業增加值同比增速也下降了0.8個百分點至6.0%。

圖 16: PMI 連續兩個月下降，生產已有向需求收斂跡象



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

正確認識實體經濟所面臨的困難，對宏觀經濟政策的制定而言十分重要。當務之急，是要恢復市場功能，減緩政府對經濟活動的不斷干預，穩定市場預期。其中，適當激活信用，疏通貨幣信貸政策的傳導機制，適當提高企業資金可得性，有助於緩解目前企業資金鏈緊張的局面，化解供需失衡問題。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

| | |
|-----|--------------------------------|
| 買入 | : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15% |
| 持有 | : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10% |
| 未評級 | : 招銀國際并未給予投資評級 |

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。