

中国经济韧性的“三大幻觉”

- ❖ 如何理解中国经济所面临的困难？供需失衡是当前我国经济运行的主要特征。一方面，供给侧的工业生产相对旺盛，企业盈利稳步增长，表现出相当的韧性。另一方面，需求端的“三驾马车”均出现不同程度的下滑，经济增长前景堪忧。分析表明，在宏观经济政策阴晴不定的大背景下，中国经济所表现出来的韧性很大程度上受到“三大幻觉”持续扰动：

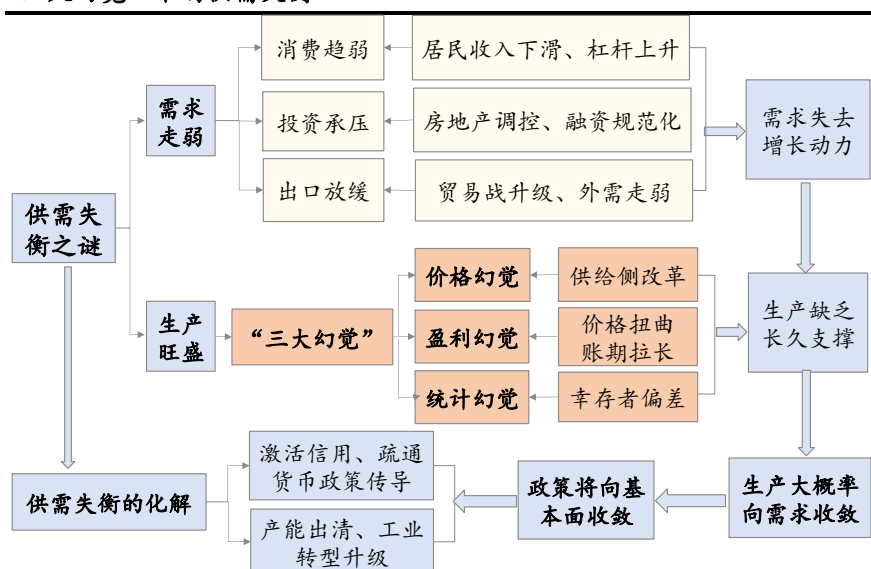
“价格幻觉” (Price Illusion)：供给侧改革压缩部分行业的产能，带动PPI走出长时间的通缩，价格冲击导致上游企业盈利大幅改善。价格走高必然推动供给响应，供改行业企业产能利用率上升，供改与非供改行业产出增速缺口出现收敛，工业生产整体呈现出繁荣的幻觉。

“盈利幻觉” (Profit Illusion)：工业企业盈利修复与利润高增长，掩盖了行业结构上的矛盾。一方面，供给侧改革导致上游行业对中下游行业利润的侵蚀；另一方面，“紧信用”和严监管导致企业应收账款账期拉长，资金链紧张使得账面盈利的真实性存疑。

“统计幻觉” (Data Illusion)：工业生产数据的高增长，一个重要原因是“幸存者偏差” (Survival Bias) 所产生的“统计幻觉”。在计算同比增速时，统计局很可能对基期数据进行了回溯调整，将部分因供给侧改革和环保限产而规模缩减、或是退出生产的企业剔除样本。“幸存”的企业承接了原属于被淘汰企业的部分订单，使得可比口径之下生产指标的同比增速“看起来很美”。

- ❖ 展望未来一段时间，经济增长将难以维持高景气，生产大概率向需求收敛，经济下行压力加剧。内外需的压力叠加“紧信用”的金融环境，生产端的“韧性”缺乏支撑并已显露出向偏弱的需求端收敛的迹象。激活信用、疏通货币信贷政策的传导机制，有助于缓解目前企业资金链紧张的局面。长期来看，信用激活需要配合产能出清、工业转型升级，才能从根本上化解我国经济供需失衡的困局。

“三大幻觉”下的供需失衡



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

7月工业生产数据公布后，官方媒体研判认为，中国经济运行继续保持在合理区间，延续总体平稳、稳中有进、稳中向好的态势。《人民日报》8月13日以《实体经济越来越结实》为题发文指出，我国工业增加值保持在较高增速，企业利润高速增长，工业企业经营效益提高，经济运行环境日趋优化，新动能日趋增强，创业创新均焕发新的生机。然而，金融市场的持续波动似乎与上述判断相悖。一方面，年初以来股市持续低迷，上证综指累计跌幅超过15%，估值水平接近历史低位；另一方面，信用风险不断积聚，信用违约事件不断，近日更是爆出新疆建设兵团第六师“城投债”首例违约。实体经济的表现究竟怎样？如何理解当前经济形势所面临的困难？

今年以来，在中美贸易战持续升级的背景下，国内宏观经济政策阴晴不定，市场参与者的风险胃纳（risk appetite）急剧收缩。就实体经济的表现而言，官方媒体与资本市场选择了不同的观察角度，因而做出截然不同的判断。

我认为，上述分歧很可能与我国经济运行中供需分化的格局相关。生产端的“韧性”主要受到“价格幻觉”、“盈利幻觉”和“统计幻觉”三大因素影响，导致对经济运行状态的过高估计。从市场有效性的角度出发，资本市场的表现更为真实地反映了我国经济运行中的困难和面临的潜在风险。

一、破解供需失衡之谜

供需失衡是今年1-7月我国经济运行主要特征。一方面，需求端的“三驾马车”均出现不同程度的下滑；另一方面，供给端的工业生产相对旺盛，企业盈利稳步增长。供给端与需求端表现出一定程度的失衡。

从需求端看，今年1-7月数据疲态尽显。三大总需求中，社会消费增速超预期下滑，累计同比增速下滑至9.3%；投资增速逐步下降，累计同比增速降至5.5%，为2000年以来最低水平，其中房地产投资保持高位平缓下滑趋势，基建是主要拖累项，制造业投资增速虽连续四个月回升，但无法完全对冲基建下滑；进出口增长相对平稳，欧美仍是贸易顺差的主要来源，但净出口对GDP增长已转变为负贡献。与终端需求疲弱相应，CPI指数表现温和。

从供给端看，上半年生产数据总体上仍然维持较高的景气度。1-5月，工业增加值累计同比增速从去年底的6.6%上升至6.9%，同时工业企业利润增速和销售利润率仍保持稳步增长，上半年利润总额累计同比增速上升至17.2%，销售利润率上升至6.5%。不过，6月以来工业生产有向需求端收敛的迹象，连续两个月回落，7月工业增加值累计同比增速小幅降至6.6%。

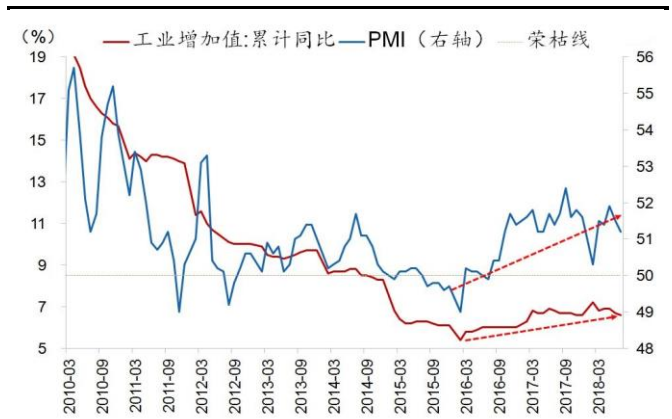
事实上，本轮供需失衡早在2016年便初现端倪。2010年以来的历史数据显示，除进出口数据波动较大外，消费端与生产端的各项指标均处于趋势性下滑。2016年以来，得益于供给侧改革，工业生产数据有所修复，而需求端数据持续下滑趋势不改，供给与需求出现分化的格局。

图1: 2010年以来需求趋势性下滑



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图2: 2016年工业生产开始回暖，供需出现分化



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

这种分化格局困扰人们对经济表现的认识，从生产端看似“充满韧性”，从需求端看则是“持续下行”。各种解释，全因观点与角度不同。

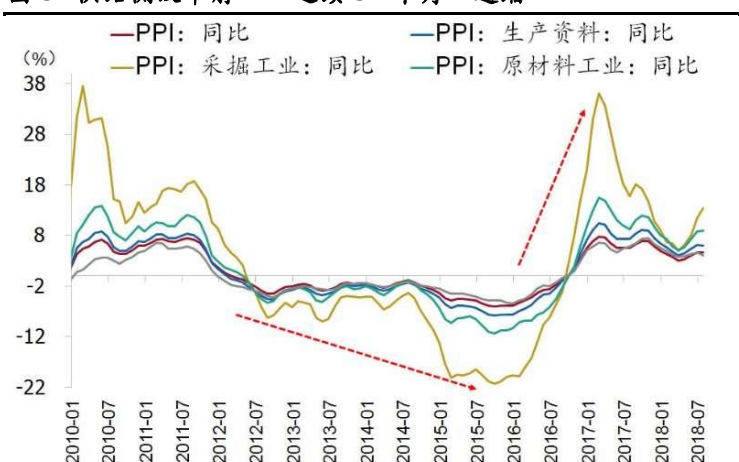
二、生产景气的“三大幻觉”

我认为，生产数据所呈现出来的景气表象，主要受到“价格幻觉”、“盈利幻觉”和“统计幻觉”三大因素的误导。相较之下，疲弱的需求数据更为真实地反映了当前我国经济下行压力加大的困境。

1. 价格幻觉：供给侧改革的冲击

次贷危机爆发后，政府通过积极的财政政策和宽松的货币政策以及一揽子稳增长措施（“国十条”¹），避免了经济硬着陆。但是，刺激政策延缓了经济结构调整，助长了一些行业“非理性”的产能扩张，导致传统行业普遍产能过剩，供给与需求分化加剧背景下，实体经济陷入严重通缩，从 2012 年 3 月起出现了长达 54 个月 PPI 通缩期。

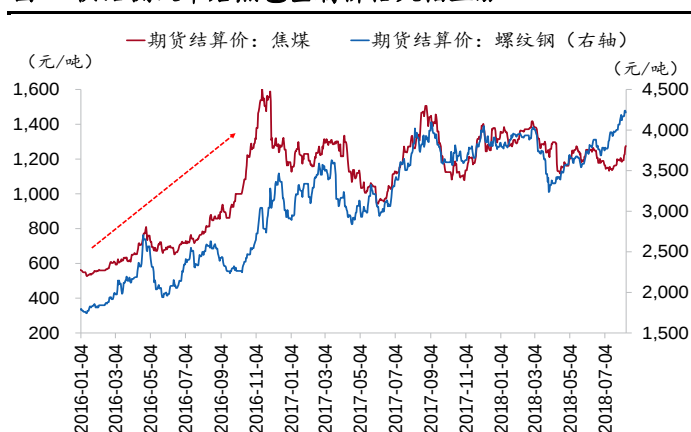
图 3：供给侧改革前 PPI 连续 54 个月“通缩”



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

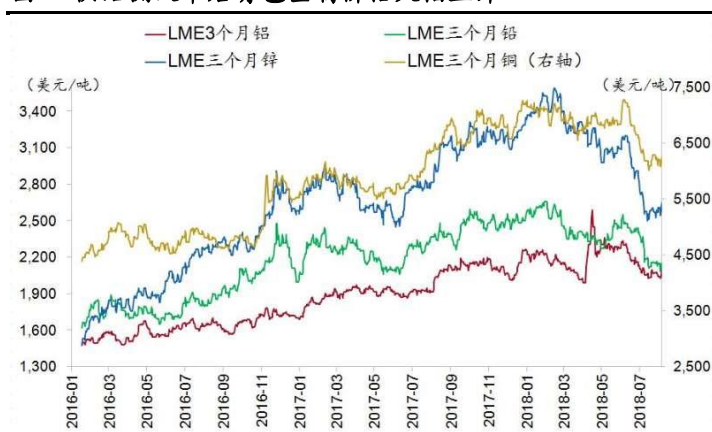
2016 年全面推进的供给侧结构改革使 PPI 走出了通缩。供给侧改革直接压缩部分行业的产能，供给收缩导致煤炭、以螺纹钢为代表的黑色金属和以铜铝铅锌为代表的有色金属价格均出现大幅的持续上涨，直接带动生产资料价格回升，生产者购进价格指数（PPIRM）和 PPI 在 2016 年底都走出了通缩。

图 4：供给侧改革后黑色金属价格大幅上涨



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 5：供给侧改革后有色金属价格大幅上升



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

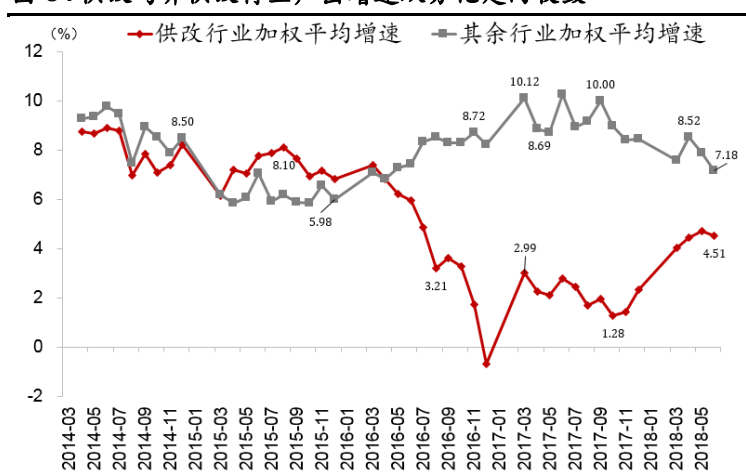
¹2008 年在全球金融危机的影响下，国务院出台扩大内需十项措施增加千亿元投资，简称“国十条”：加快建设保障性安居工程；加快农村基础设施建设；加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设；加快医疗卫生、文化教育事业发展；加强生态环境建设；加快自主创新和结构调整；加快地震灾区灾后重建各项工作；提高城乡居民收入；全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担 1,200 亿元；加大金融对经济增长的支持力度。

供给压缩带来的价格上升增加了实体企业的盈利，在行业产能受到压缩的同时，幸存下来的龙头企业分享了大部分价格上涨带来的好处。我们可以通过供改/非供改行业的工业生产分解，来解析供给侧结构改革对于工业生产的影响。

在供给侧改革的价格冲击之下，供改行业²与非供改行业的产出增速（以工业增加值增速表示，下同）出现明显分化。2016 年开始，供给侧改革压缩产能，供改行业平均产出增速大幅下滑，并于 2016 年底降至最低点。不过，今年以来，供改和非供改行业产出增速从分化走向收敛。一方面，由于供给侧改革在压缩产能方面力度减弱，产能利用率上升，供改行业产出增速逐渐回升。另一方面，非供改行业受到需求趋势下行的影响，产出增速开始下滑。二者的收敛是一个自然修复的过程。

从增加值增速的角度而言，制约供改行业增长的主要力量来源于供给侧改革和环保巡查对生产持续压制的力度，力度越大则增长越慢；制约非供改行业的主要力量来源于需求端，需求越弱增长越慢。相较于去年，今年的变化是对生产的压制减弱导致供改行业增长上行，而需求的持续走弱导致非供改行业增长下行。

图 6：供改与非供改行业产出增速从分化走向收敛



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

2. 盈利幻觉：价格扭曲和账期拉长

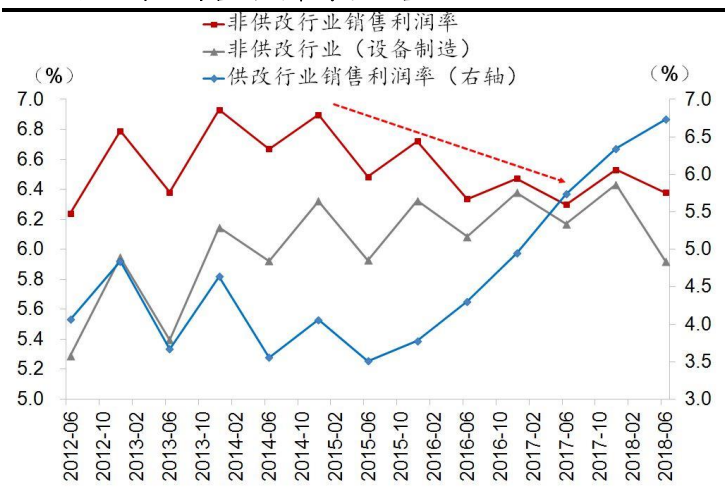
2017 年以来的企业利润高增长可能也是一种“幻觉”：一方面表现为价格结构性扭曲（PPI 与 CPI 缺口）之下，上游企业和中下游企业的盈利出现分化，另一方面则表现为企业应收账款的账期拉长，盈利并未转化为坚实的现金流。

（1）供给侧改革带来的价格冲击改善了部分上游行业的盈利能力，但很大程度上是以抬高其他中下游行业的成本为代价。这种价格结构性扭曲导致了上游行业对中下游行业利润的侵蚀，使得上游企业和中下游企业盈利出现分化。

一方面，上游原材料价格明显上升，供改行业盈利获得明显改善。2016 年以来，随着供给侧改革的全面推进，上游原材料价格暴涨，供改行业销售利润率开始持续上涨。2018 年 6 月，供改行业销售利润率上升至 6.73%，大幅高于 2012-2015 年均值（4.33%）并首次超越了非供改行业（6.41%）。

²供改行业为受供给侧改革影响的行业，包括煤炭开采、黑色矿开采、有色矿开采、非金属矿开采、造纸、石化炼焦、化工、化纤、黑色冶炼、有色冶炼、非金属矿物制品等行业。非供改行业为除上述 11 个行业外的其他 29 个行业。

图 7：供改行业销售利润率持续改善



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

另一方面，供给侧改革产生的价格扭曲使得中下游企业盈利受到侵蚀。2012-2015 年，非供改行业平均销售利润率保持在 6.83% 的较高水平，远高于供改行业的平均销售利润率。但 2016 年以来，供给侧改革持续推进使得上游原材料价格迅猛上升，而中下游一般制造业产成品的价格升幅有限，企业盈利受到挤压。2018 年 6 月，非供改行业销售利润率滑落至 6.41%，其中机械装备制造业受到的影响尤为明显。

(2) 企业应收账款账期普遍拉长，尽管账面盈利颇丰，但企业实际到手的资金要大打折扣。事实上，企业应收账款账期的变化很大程度上折射出我国宏观经济表现的恶化。我们可以将其大体分为三个阶段来观察：

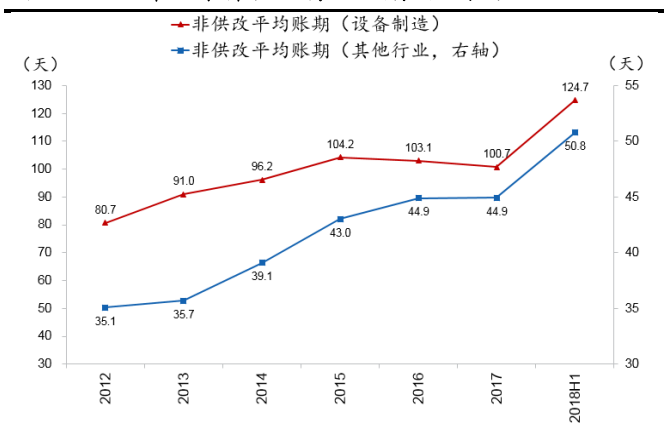
第一阶段：2012-2015 年，产能过剩严重，各行业应收账款账期普遍拉长。这一段时期，我国供需关系的结构性失衡问题严重，产能利用率下降，产能过剩明显，PPI 处于长期通缩阶段，各行业的应收账款的平均账期全面上升，企业现金流状况恶化。2012 年至 2015 年，制造业应收账款账期从 80.7 天升至 104.2 天（拉长 23.5 天）。

图 8：供给侧改革后供改行业账期明显缩短



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 9：2018 年以来非供改行业账期明显拉长

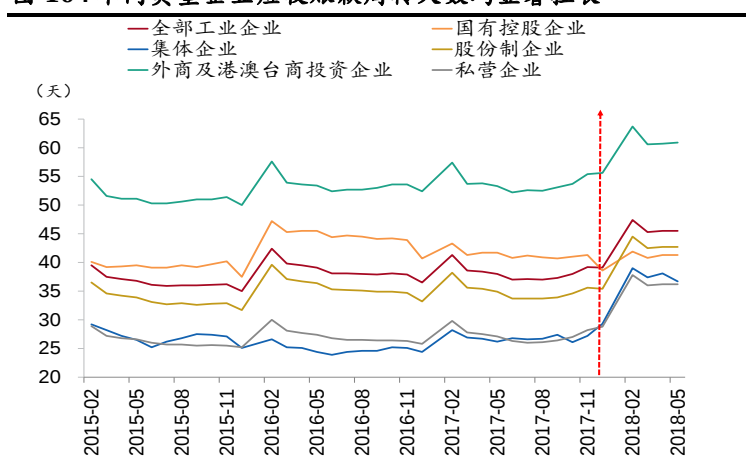


资料来源：Wind、招商银行研究院

第二阶段：2016-2017 年，供给侧改革压缩生产，供改行业应收账款账期普遍回落，其中国企受益尤为明显；非供改行业应收账款账期基本保持不变。供改行业处于卖方市场，不仅盈利获得修复，利润总额大幅增长，平均账期也出现了明显回落，2016 年至 2017 年平均账期从 29.4 天降至 25.4 天（减少 4.0 天）。但非供改行业在上游原材料价格冲击与终端消费价格增长不足的情况下，现金流未获明显改善，平均账期从 68.1 天略降至 67.2 天（减少 0.9 天）。

不同所有制类型企业的账期变化也存在较大差异。2016 至 2017 年，国有控股企业应收账款平均回收期从 47.2 天降至 38.6 天（减少 8.6 天）；股份制企业从 39.6 天降至 35.4 天（减少 4.2 天），私营企业从 30.0 天降至 28.8 天（减少 1.2 天），可见国有企业是供给侧改革的主要受益者。

图 10：不同类型企业应收账款周转天数均显著拉长



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

第三阶段：2018 年上半年，“紧信用”的金融环境使得各类企业应收账款账期全面大幅上升。随着“去杠杆”政策的强力推进，市场整体信用收缩，部分企业资金链出现紧张，对企业现金流的负面影响开始显现，工业企业平均账期较 2017 年从 39.1 天升至 45.5 天（拉长 6.4 天）。其中，非供改行业现金流明显恶化，应收账款账期从 67.2 天升至 80.0 天（拉长 12.8 天），创下 2012 年以来新高。其中，比较严重的是机械装备制造业，账期从 100.7 天升至 124.7 天（拉长 24 天）。受去杠杆政策影响，供改行业的账期也有所回升，从 25.4 天升至 30.8 天（拉长 5.4 天）。

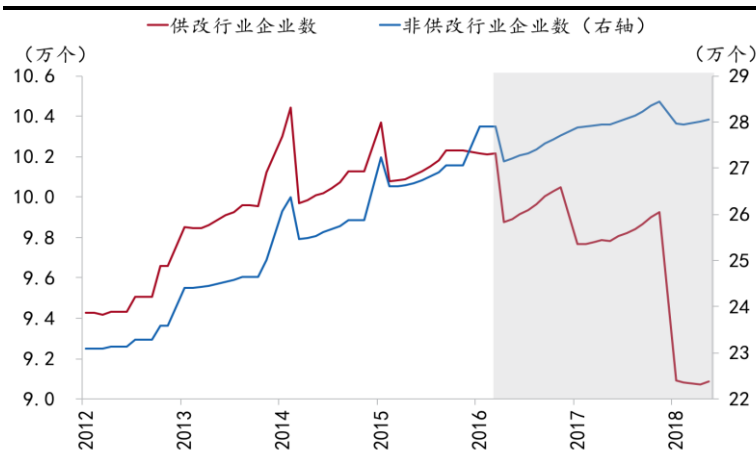
3. 统计幻觉：“幸存者偏差”

2017 年以来企业利润总额保持高速增长的另一个重要原因是“幸存者偏差”所产生的“统计幻觉”。在供给侧改革淘汰部分落后产能之后，幸存下来的企业由于承接了原属于被淘汰企业的订单，可比口径下产出数据明显好转，这也使得工业统计数据“看起来很美”。

“幸存者偏差”告诉我们，只关注了经过某种筛选后的结果，很有可能产生认知偏差或者逻辑谬误。例如，某一事件之前的企业数量为 100 家，每家产出为 1 元，合计总产出 100 元；事件之后幸存 90 家企业，总产出为 96 元，总产出事实上缩减了 4 元，但在可比的统计口径下（统计样本中剔除被淘汰的企业）。总产出反而增长了 6.7%（ $96/90-1$ ）。如果简单从数字上观察，我们将得出与事实完全相反的结论！

一个典型的证据是，2017 年以来统计局公布的规模以上工业企业生产数据，例如工业企业利润和主营业务收入，与依据其公布的利润和收入的绝对数计算的同比增速之间存在明显的裂口，背离逐渐加大。国家统计局每年定期对规模以上（主营业务收入 2,000 万元及以上）工业企业的样本进行调整，因此部分因供给侧改革和环保限产导致规模缩减、或是退出生产的企业将不再纳入统计局的计算样本。2016 年初至 2018 年中，供改行业企业单位数减少超过 1.1 万家，缩减幅度达 11.1%。其中钢铁、煤炭企业数量缩减的幅度分别超过 50%、30%。而在此期间，非供改行业企业单位数上升了约 1,500 家，升幅约为 0.5%。

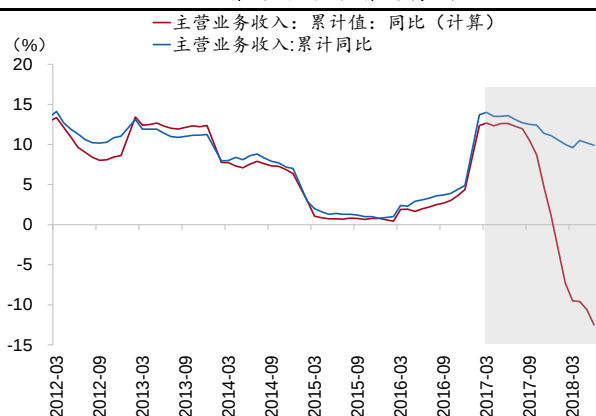
图 11: 2016 年初以来，供改行业的企业单位数减少了 11%



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

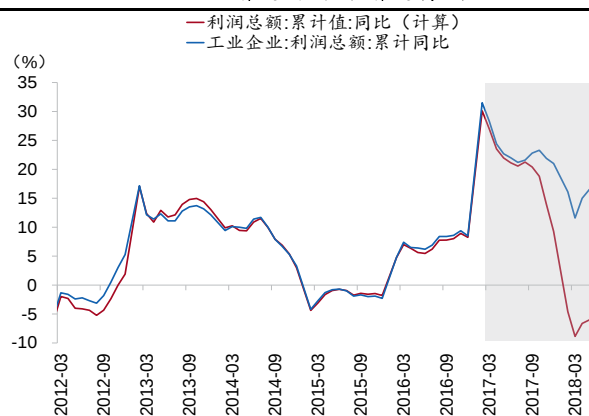
在计算同比增速时，统计局很可能对基期数据进行了回溯调整，而历史的利润和收入数据却并未进行调整。例如工业企业主营业务收入，2017 年之前统计局公布的累计同比增速与根据累计值计算的同比增速之间的差距非常小，大体保持一致。但自 2017 年 9 月，两者间的差距逐渐拉大。2018 年 6 月，官方公布的工业企业营业收入累计同比增速为 10%，但依据工业企业营业收入累计值计算的同比增速为 -12.4%，两个不同数据口径描绘的生产图景截然相反。

图 12: 收入可比口径增速与计算增速背离



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 13: 利润可比口径增速与计算增速背离

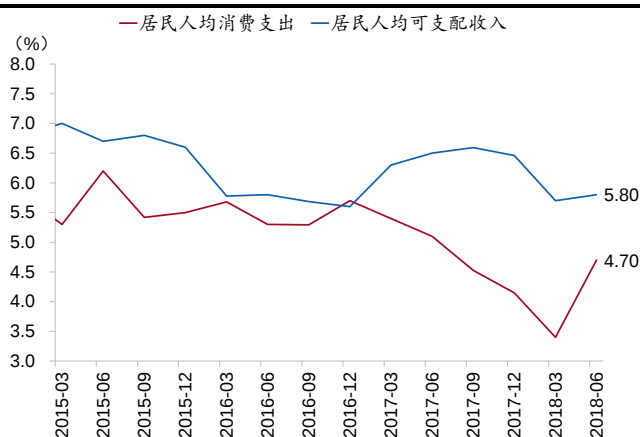


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

三、生产终将向需求收敛

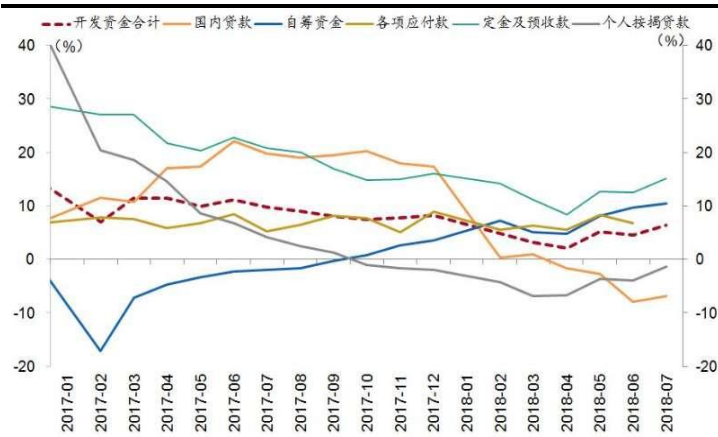
一方面，经济增长的“三驾马车”均有下行压力，内外需均承受压力。（1）消费方面，居民名义和实际可支配收入增长下滑、前期居民加杠杆购房透支了长期消费能力，均对居民消费支出增长产生了较强的抑制作用，短时间内难以逆转。即使考虑到服务消费的快速增长，下半年居民消费支出增速的上升空间仍然有限。（2）投资方面，房地产调控仍将持续，在融资约束下占比最大的房地产投资增速预计将继续下滑。固定资产投资的总体情况将取决于政策刺激下基建反弹和制造业回升的力度。（3）进出口方面，在贸易战持续升温的大背景下，下半年出口将面临较大压力，顺差将趋于收窄甚至转为逆差，净出口对 GDP 增长大概率仍为负贡献。

图 14: 居民收入增长变缓, 消费增长空间有限



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

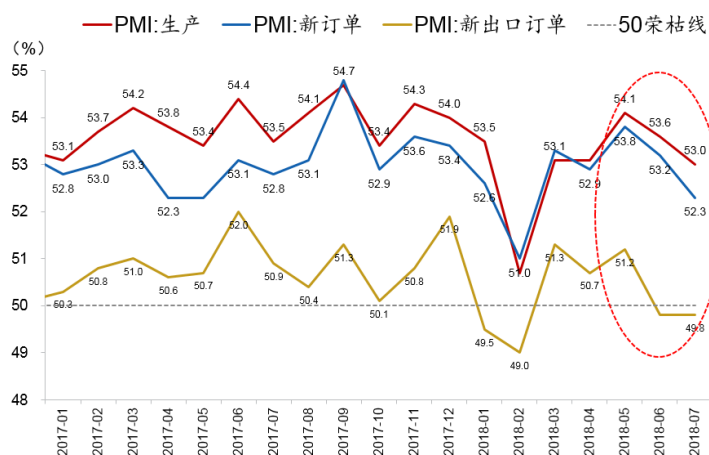
图 15: 受融资约束, 房地产投资增速将下滑



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

另一方面, 工业生产所表现出来的“繁荣景象”或将逐渐消散。在需求趋势性下滑的大背景下, 生产端的景气缺乏长久支撑, 并已显露出向需求端收敛的迹象。事实上, 6 月以来, 工业生产已有所下滑。6 月 PMI 指数下降至 51.5%, 7 月继续下降至 51.2%, 生产指数、代表需求的新订单指数和新出口订单指数均连续两个月下降。与之相对应的是, 6 月工业增加值同比增速也下降了 0.8 个百分点至 6.0%。

图 16: PMI 连续两个月下降, 生产已有向需求收敛迹象



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

正确认识实体经济所面临的困难, 对宏观经济政策的制定而言十分重要。当务之急, 是要恢复市场功能, 减缓政府对经济活动的不断干预, 稳定市场预期。其中, 适当激活信用, 疏通货币信贷政策的传导机制, 适当提高企业资金可得性, 有助于缓解目前企业资金链紧张的局面, 化解供需失衡问题。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。