



落花无言：私营经济的衰退

一、改革开放四十年：私营经济发展乃中国奇迹

改革开放四十年，不忘初心。改革的初心就是摒弃计划经济，承认私有产权，建立健全市场经济体系。这一套改革逻辑，至今仍是我国社会、政治、经济和道德议题最完整、最深入人心的表述。四十年来，中国社会经济最具争议性的两个问题，一是政府与市场的关系，另一是国有经济与私营经济的关系。由于这两组关系本质上互不相容，两者兼得不可能是最终的答案。只要这两个问题没有得到很好的回答，我们就仍然处于典型的政治经济学时代，我们的改革仍然需要深刻的思想启蒙。

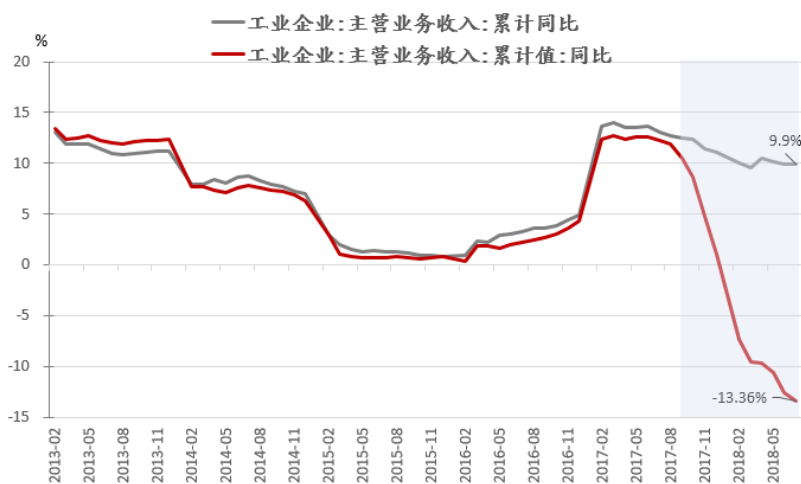
当然，仅有价值观上的完美表述是不够的，还需要基于科学的实证。事实是，中国的私营经济经过几十年的发展，已成为我国经济生活中的重要构成部分。一个基本的共识是，私营经济的发展与市场体系的建立，在相当程度上可以解释中国经济得以快速发展的奇迹。

二、规模以上工业企业：幸存者偏差

一直以来，我认为国家统计局定期公布的规模以上（年收入 2000 万以上）工业企业经营数据，频度高而且质量不错，是从事经济运行分析研究时必备的实证材料。然而，从 2017 年 8 月开始，统计局公布的工业企业数据出现“异象”，表现在：工业企业的收入和利润“累计同比”与“累计值同比”出现偏离，而且偏离越来越大，这一现象引起广泛关注。

具体而言，从主营业务收入看，统计局公布的今年 1-7 月（规模以上）工业企业累计同比增长 9.9%，看似不错；但根据收入累计值计算的同比增速为-13.36%，形势严峻；方向一增一减，相差 23.26 个百分点。

图 1：工业企业主营业务收入数据偏离



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

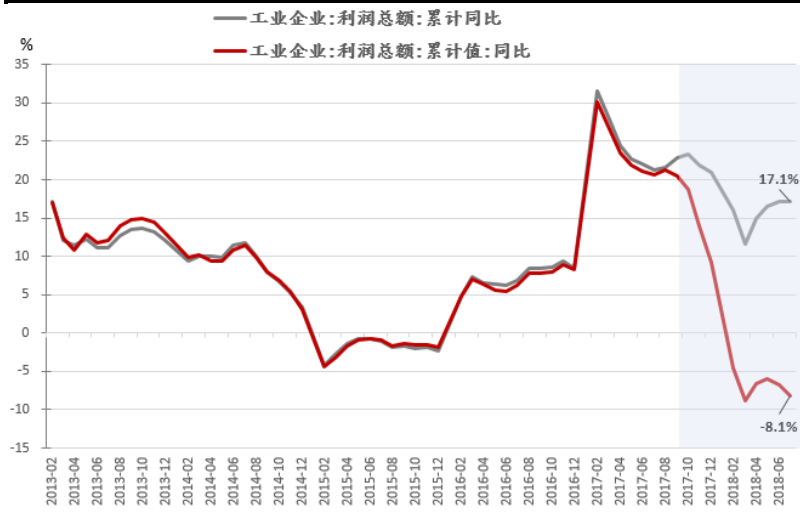
丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

从利润总额看，统计局公布的今年 1-7 月工业企业累计同比增长 17.1%，但根据利润累计值计算的同比增速为-8.10%，同样一增一减，相差 25.2 个百分点。如此巨大的偏差，原因何在？

图 2：工业企业利润总额数据偏离



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

关于出现差异的原因，统计局的官方解释主要是企业统计数量发生变化，还有加强统计执法、剔除重复计算和非工业生产经营活动剥离等原因。历史上，统计局公布的累计同比增长与根据累计值计算的同比增速之间大体保持一致，偏离非常小。而统计口径内的企业数量变化是持续的，并非今年才有。统计局并非撒谎，关键是他们认为数据的比较对象需要同口径、同范围，同批企业进行比较才能真实反映经济情况。统计局的同口径、同范围、同一批企业（“三同”），是指当年主营业务收入超过 2000 万元以上的工业企业，所以他们计算的“累计同比”，是根据“三同”口径的企业今年和去年申报的数据为计算依据。而累计值是当年统计口径内全部企业的加总，问题是今年和去年的统计口径内的企业数目显著不同，所以我们自行计算的“累计值同比”不等于统计局公布的“三同”口径的“累计同比”，而官方认为后者更准确反映经济的真实情况。

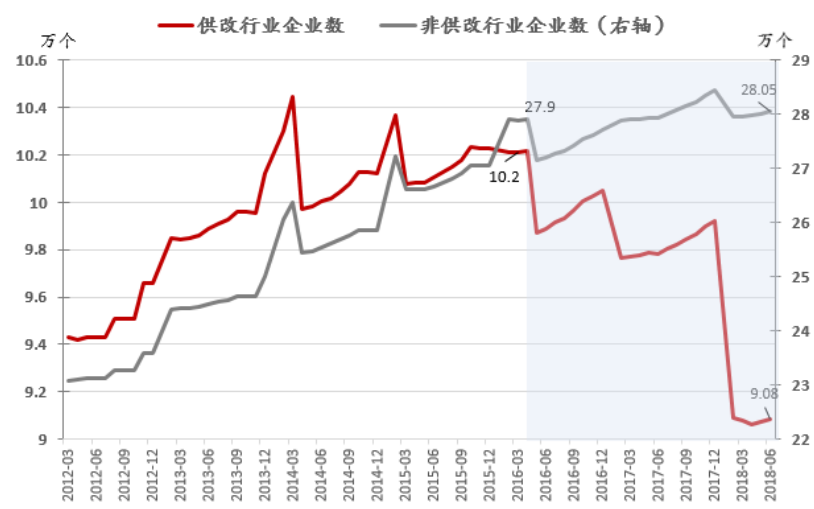
这是一个统计学上典型的“幸存者”问题，“幸存者偏差”（Survivorship Bias）的谬误已有学术定论。“幸存者偏差”是指，如果只关注某种经过筛选的结果，就会产生认知偏差或者逻辑谬误。例如，某一事件之前的企业数量为 100 家，每家产出为 1 元，总产出 100 元；事件之后幸存 90 家企业，总产出为 96 元。总产出事实上减少了 4 元，即总产出增长为-4%；但在可比口径下，那 90 家幸存企业产出反而增长了 6.7%。如果直接引用这一结果，从宏观总产出的角度，我们将得出与事实完全相反的结论！这显然是思维的陷阱。

三、破解幸存者偏差：究竟谁消失了？

在规模以上工业企业统计范围内幸存下来的企业数量是动态变化的，理论上既可以增加，也可以减少，都会产生程度不一的偏离。近一年来，两者间的差距逐渐拉大，其主要原因是在过去一年间规模以上的工业企业数量是减少的，“幸存者偏差”就突显成为大问题。首先，规模以上企业数目减少本身就是一个经济下行的信号。然而，更重要的是要分清哪些是“幸存者”？哪些是“不幸者”？这些幸与不幸与宏观经济政策是何种关系？这里隐含的宏观经济含义实在太重要了！

过去两年，宏观经济政策的一条主线是“供给侧改革”，包括行政去产能和环保巡查下的各种停产限产措施。我们的第一个发现是，那些在规模以上统计样本中消失的企业主要集中在受供给侧改革影响的 11 个行业之中，2016 年初至 2018 年中，供改行业企业单位数减少超过 1.1 万家，缩减幅度占供改行业企业总数的 11.1%。其中钢铁、煤炭企业数量缩减的幅度分别超过 50%、30%，可见行政力度之大。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%。

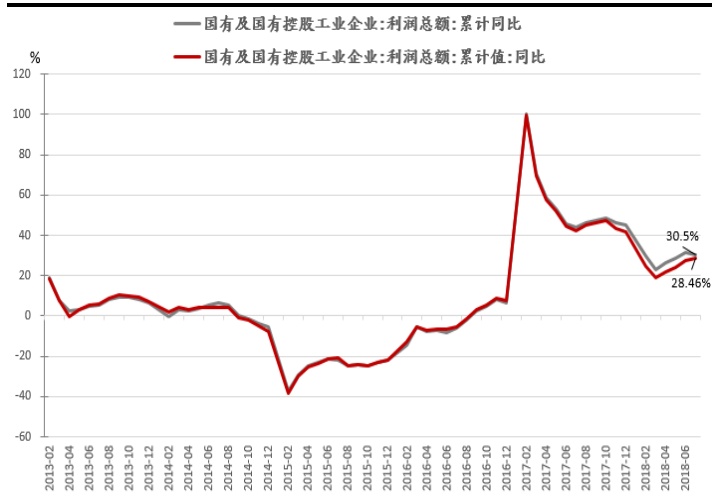
图 3: 2016 年至今, 供改行业企业数量缩减超过 10%



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究 (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 11 个行业。非供改行业为除上述 11 个行业外的其他 29 个行业)

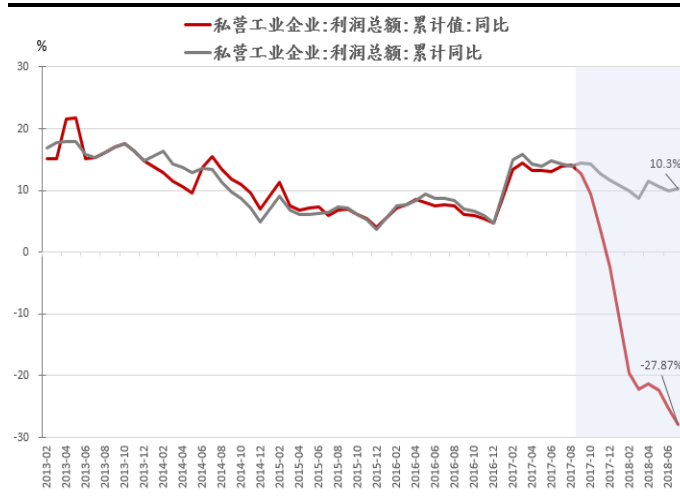
进一步观察利润总额累计同比与累计值同比的偏差, 我们得到另一个发现: 今年 1-7 月, 国有企业的偏差非常小, 累计同比增速 30.5%, 而累计值同比增速 28.5%, 相差 2 个百分点 (图四); 而私营企业的累计同比与累计值同比数据的偏离巨大, 前者为 10.3%, 后者为 -27.9%, 增速方向相反, 相差 38.2 个百分点 (图五)!

图 4: 国有企业: 幸存者偏差微小



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

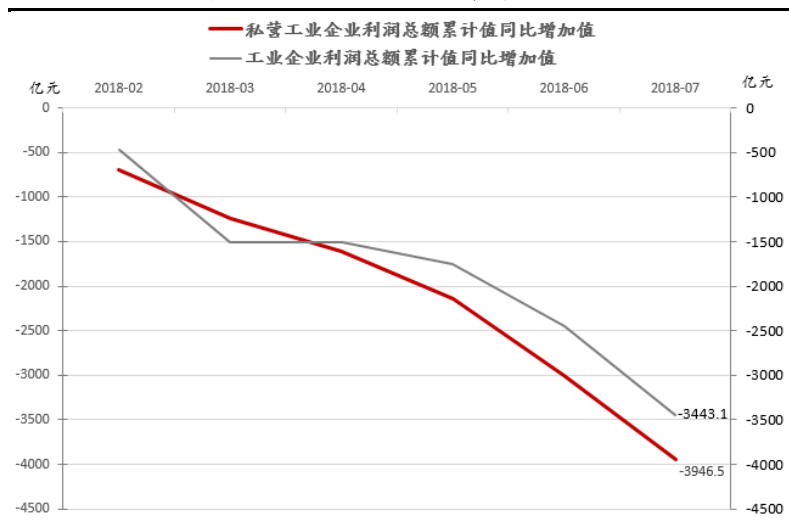
图 5: 私营企业: 幸存者偏差巨大



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

我们可以得到一个初步的结论, 在规模以上统计样本中消失的企业, 主要是受供给侧改革冲击的私营企业。那么, 冲击的影响有多大呢? 消失的企业利润反映在利润总额累计值的变化当中。今年 1-7 月, 私营企业的利润总额的变化 (累计减少 3946.5 亿), 超过全部工业企业利润总额逐月的变化 (累计减少 3443.1 亿), 而且逐月来看拟合度几近完美 (图六)。这就说明在样本中消失的私营企业, 几乎可以解释“幸存者偏差” (即累计同比与累计值同比的偏差) 的全部。

图 6：工业企业与私营企业的利润总额累计值的变化



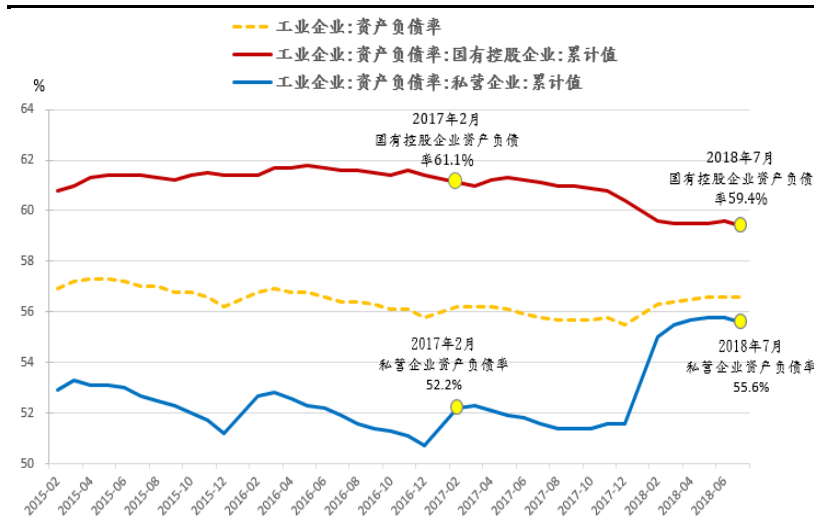
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

由此，我们可以推断：在规模以上工业企业这一存在典型的“幸存者偏差”的统计数据中，那些不幸消失的企业基本上是民营企业，他们或者是惨淡经营，或者是彻底死亡。而那些由“幸存者”所描绘的同口径数据，虽然很漂亮，却极大地扭曲了实体经济的真实表现。

四、去谁的杠杆？即使是幸存者，民营企业依然不幸

我们当然也有兴趣知道，那些在规模以上样本中幸存下来的民营企业，他们的经营状况如何？大家都知道，今年的另一个重要的政策表述是“去杠杆”，我们就来看看企业的资产负债率的变化（图七）。从资产负债率看，一直以来是国有企业高杠杆，民营企业低杠杆。但是，2017年以来的变化出乎意料：国有企业资产负债率略有下降；从61.1%下降至59.4%；民营企业资产负债率明显上升，从52.2%上升至55.6%。

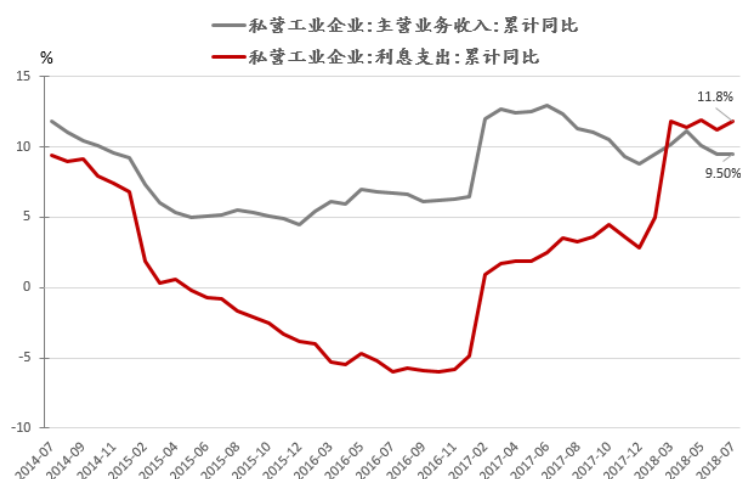
图 7：民营企业：资产负债率的快速上升



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

另一个证据是，伴随着资产负债率的快速上升，私营企业的利息开支加大，同比利息支出上升11.8%，结合主营业务收入增长的回落，幅度可谓惊人（图八）。

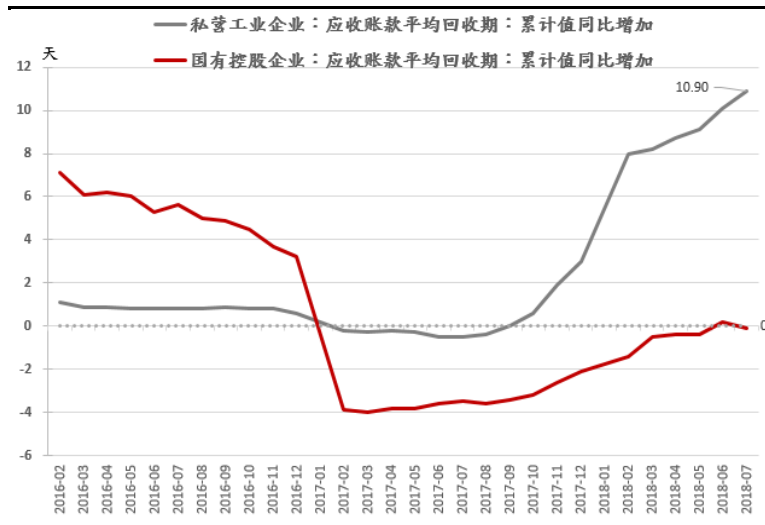
图 8：私营企业利息开支侵蚀业务收入



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

去杠杆导致实体经济的信用收缩，自然的结果是企业的现金流紧张，交易对手风险上升。这点可以从企业应收账款平均回收期的变化看出端倪。从 2016 年开始供给侧结构改革以来，国企的应收账款平均回收期总的趋势是在缩短；而私营企业却在明显拉长，特别是最近一年来加快上升（图九）。应收账款问题严重恶化，对于流动资金紧拙的私营企业而言，无异于雪上加霜。

图 9：应收账款平均回收期变化：国企缩短，私企加长

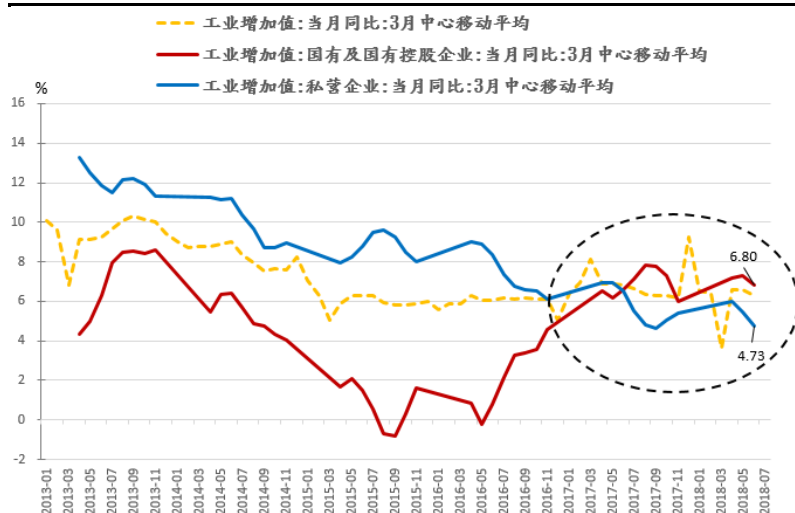


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

五、死亡交叉：私营经济的衰落

最后，我们再来看看构成国内生产总值（GDP）的工业增加值增长数据。历史显示，得益于市场化改革进程，私营企业的工业增加值增速一直高于国有企业，但是情况从 2016 年开始突然发生了变化：国有企业工业增加值按月增速开始回升，而私营企业在五年间整体维持增加值增速持续下行的态势。2017 年 6 月开始出现“死亡交叉”，国有企业工业增加值当月同比增速开始超过私营企业。

图 10：“国进民退”：私营企业与国有企业的“死亡交叉”



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

五、结论：听见花落的声音

近年来，“国进民退”成为一个广泛关注的课题。坚实的证据显示，民营经济特别是私营企业的发展陷入了改革开放四十年以来前所未有的困境。我们发现：

一是规模以上工业企业同口径同比数据，是经过筛选的结果，存在“幸存者偏差”。如果只看到幸存者的辉煌，而忽视不幸者的悲伤，就会出现歌舞升平的错觉。这是统计学上典型的逻辑谬误。

二是私营企业的的天折，可以解释导致统计学上“幸存者偏差”的真实原因。在众生喧哗的世界，我们更需要聆听花落的声音，那些消失的、惨淡经营的、痛苦挣扎的人间故事，更值得我们深思。

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法律责任。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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。