

落花無言：私營經濟的衰退

一、改革開放四十年：私營經濟發展乃中國奇蹟

改革開放四十年，不忘初心。改革的初心就是擯棄計劃經濟，承認私有產權，建立健全市場經濟體系。這一套改革邏輯，至今仍是我國社會、政治、經濟和道德議題最完整、最深入人心的表述。四十年來，中國社會經濟最具爭議性的兩個問題，一是政府與市場的關係，另一是國有經濟與私營經濟的關係。由於這兩組關係本質上互不相容，兩者兼得不可能是最終的答案。只要這兩個問題沒有得到很好的回答，我們就仍然處於典型的政治經濟學時代，我們的改革仍然需要深刻的思想啟蒙。

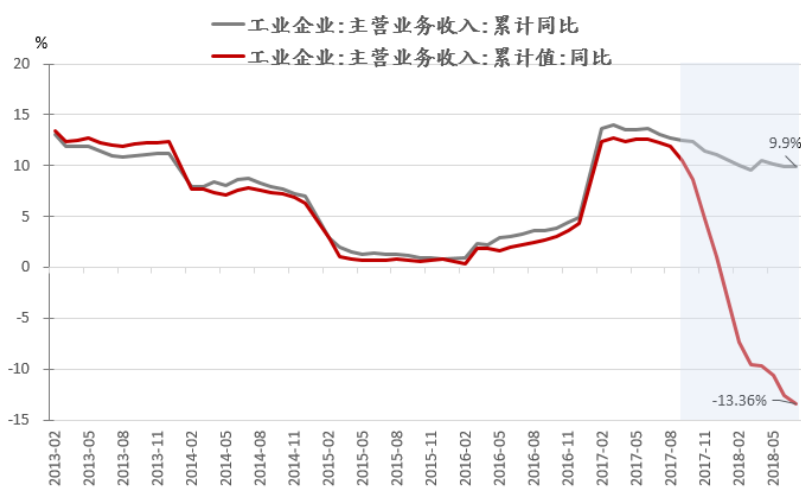
當然，僅有價值觀上的完美表述是不夠的，還需要基於科學的實證。事實是，中國的私營經濟經過幾十年的發展，已成為我國經濟生活中的重要構成部分。一個基本的共識是，私營經濟的發展與市場體系的建立，在相當程度上可以解釋中國經濟得以快速發展的奇蹟。

二、規模以上工業企業：幸存者偏差

一直以來，我認為國家統計局定期公布的規模以上（年收入 2000 萬以上）工業企業經營數據，頻度高而且質量不錯，是從經濟運行分析研究時必備的實證材料。然而，從 2017 年 8 月開始，統計局公布的工業企業數據出現“異象”，表現在：工業企業的收入和利潤“累計同比”與“累計值同比”出現偏離，而且偏離越來越大，這一現象引起廣泛關注。

具體而言，從主營業務收入看，統計局公布的今年 1-7 月（規模以上）工業企業累計同比增長 9.9%，看似不錯；但根據收入累計值計算的同比增速為-13.36%，形勢嚴峻；方向一增一減，相差 23.26 個百分點。

圖 1：工業企業主營業務收入數據偏離



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

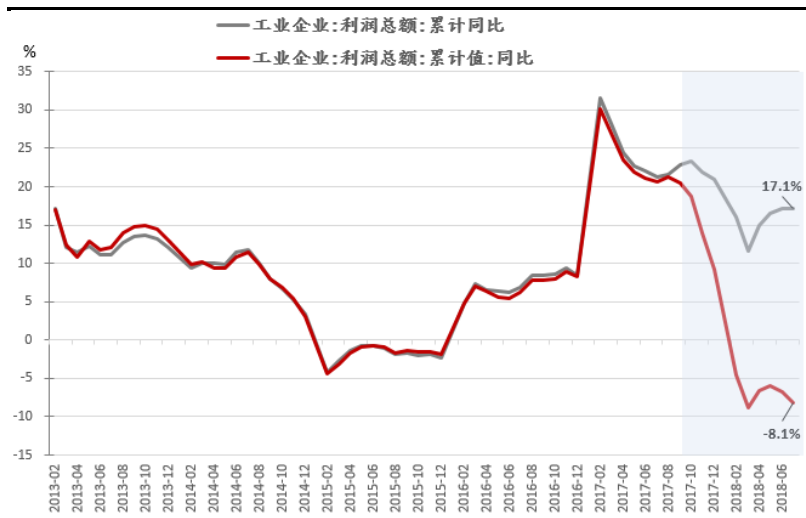
丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

從利潤總額看，統計局公布的今年 1-7 月工業企業累計同比增長 17.1%，但根據利潤累計值計算的同比增速為-8.10%，同樣一增一減，相差 25.2 個百分點。如此巨大的偏差，原因何在？

圖 2：工業企業利潤總額數據偏離



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

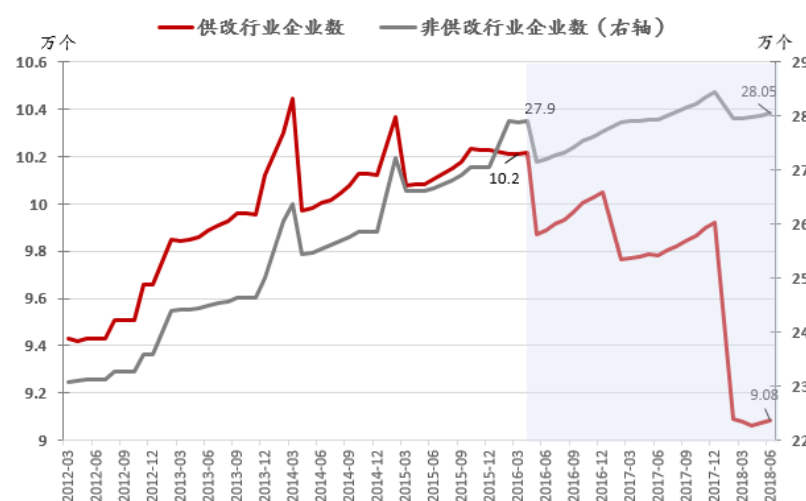
關於出現差異的原因，統計局的官方解釋主要是企業統計數量發生變化，還有加強統計執法、剔除重複計算和非工業生產經營活動剝離等原因。歷史上，統計局公布的累計同比增速與根據累計值計算的同比增速之間大體保持一致，偏離非常小。而統計口徑內的企業數量變化是持續的，並非今年才有。統計局並非撒謊，關鍵是他們認為數據的比較對象需要同口徑、同範圍，同批企業進行比較才能真實反映經濟情況。統計局的同口徑、同範圍、同一批企業（“三同”），是指當年主營業務收入超過 2000 萬元以上的工業企業，所以他們計算的“累計同比”，是根據“三同”口徑的企業今年和去年申報的數據為計算依據。而累計值是當年統計口徑內全部企業的加總，問題是今年和去年的統計口徑內的企業數目顯著不同，所以我們自行計算的“累計值同比”不等於統計局公布的“三同”口徑的“累計同比”，而官方認為後者更準確反映經濟的真實情況。

這是一個統計學上典型的“幸存者”問題，“幸存者偏差”（Survivorship Bias）的謬誤已有學術定論。“幸存者偏差”是指，如果只關注某種經過篩選的結果，就會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，總產出 100 元；事件之後幸存 90 家企業，總產出為 96 元。總產出事實上減少了 4 元，即總產出增長為-4%；但在可比口徑下，那 90 家幸存企業產出反而增長了 6.7%。如果直接引用這一結果，從宏觀總產出的角度，我們將得出與事實完全相反的結論！這顯然是思維的陷阱。

三、破解幸存者偏差：究竟誰消失了？

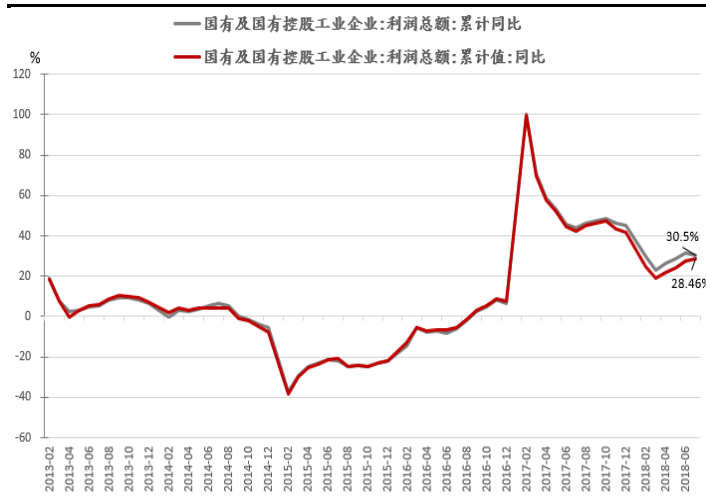
在規模以上工業企業統計範圍內幸存下來的企業數量是動態變化的，理論上既可以增加，也可以減少，都會產生程度不一的偏離。近一年來，兩者間的差距逐漸拉大，其主要原因是在過去一年間規模以上的工業企業數量是減少的，“幸存者偏差”就突顯成為大問題。首先，規模以上企業數目減少本身就是一個經濟下行的信號。然而，更重要的是要分清楚哪些是“幸存者”？哪些是“不幸者”？這些幸與不幸與宏觀經濟政策是何種關係？這裏隱含的宏觀經濟含義實在太重要了！

過去兩年，宏觀經濟政策的一條主線是“供給側改革”，包括行政去產能和環保巡查下的各種停產限產措施。我們的第一個發現是，那些在規模以上統計樣本中消失的企業主要集中在受供給側改革影響的 11 個行業之中，2016 年初至 2018 年中，供改行業企業單位數減少超過 1.1 萬家，縮減幅度占供改行業企業總數的 11.1%。其中鋼鐵、煤炭企業數量縮減的幅度分別超過 50%、30%，可見行政力度之大。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%。

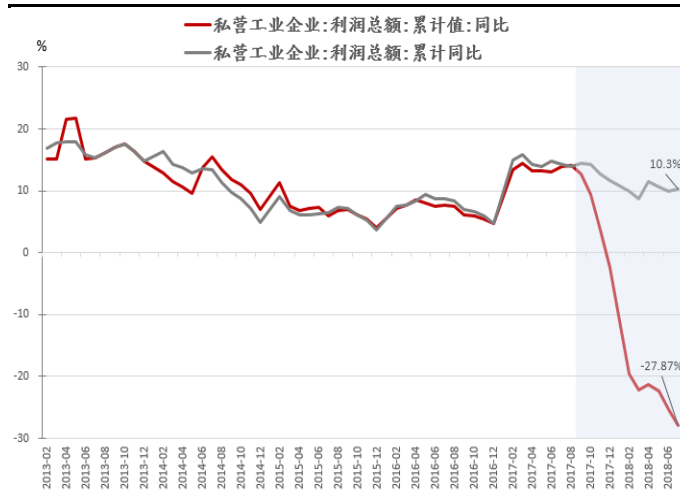
圖 3：2016 年至今，供改行業企業數量縮減超過 10%

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究（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、非金屬礦製品等 11 個行業。非供改行業為除上述 11 個行業外的其他 29 個行業）

進一步觀察利潤總額累計同比與累計值同比的偏差，我們得到另一個發現：今年 1-7 月，國有企業的偏差非常小，累計同比增速 30.5%，而累計值同比增速 28.5%，相差 2 個百分點（圖四）；而私營企業的累計同比與累計值同比數據的偏離巨大，前者為 10.3%，後者為 -27.9%，增速方向相反，相差 38.2 個百分點（圖五）！

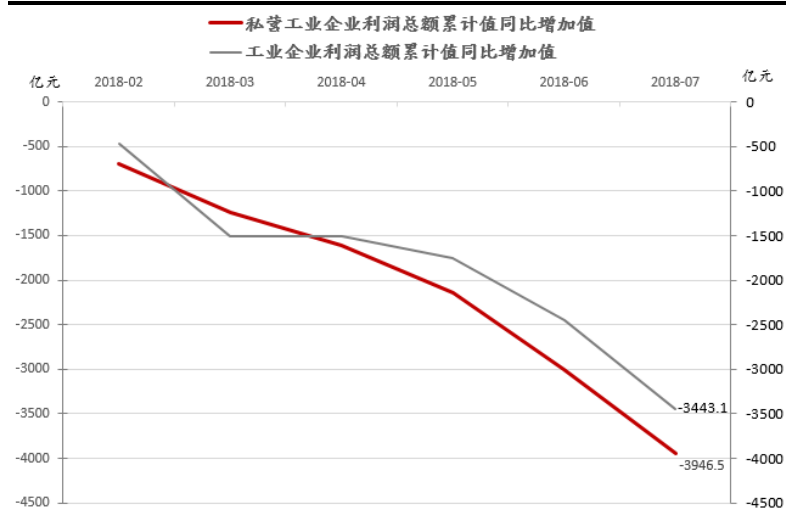
圖 4：國有企業：幸存者偏差微小

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 5：私營企業：幸存者偏差巨大

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

我們可以得到一個初步的結論，在規模以上統計樣本中消失的企業，主要是受供給側改革衝擊的私營企業。那麼，衝擊的影響有多大呢？消失的企業利潤反映在利潤總額累計值的變化當中。今年 1-7 月，私營企業的利潤總額的變化（累計減少 3946.5 億），超過全部工業企業利潤總額逐月的變化（累計減少 3443.1 億），而且逐月來看擬合度幾近完美（圖六）。這就說明在樣本中消失的私營企業，幾乎可以解釋“幸存者偏差”（即累計同比與累計值同比的偏差）的全部。

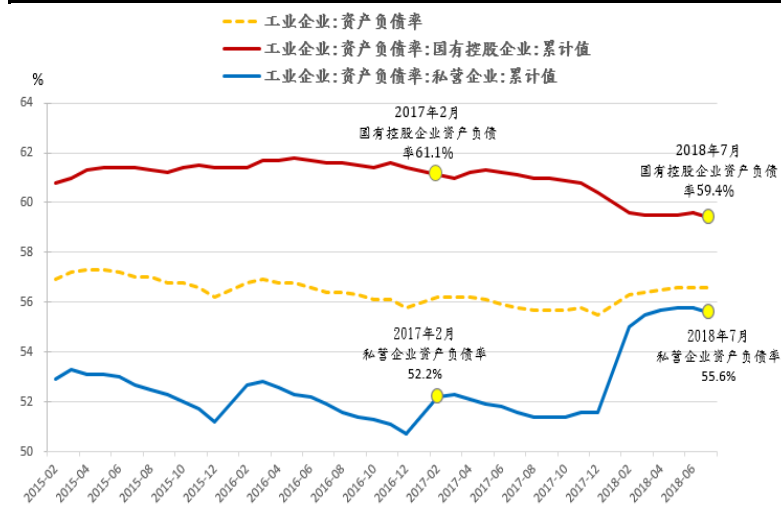
圖 6：工業企業與私營企業的利潤總額累計值的變化

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

由此，我們可以推斷：在規模以上工業企業這一存在典型的“幸存者偏差”的統計數據中，那些不幸消失的企業基本上是私營企業，他們或者是慘淡經營，或者是徹底死亡。而那些由“幸存者”所描繪的同口徑數據，雖然很漂亮，却極大地扭曲了實體經濟的真實表現。

四、去誰的杠杆？即使是幸存者，私營企業依然不幸

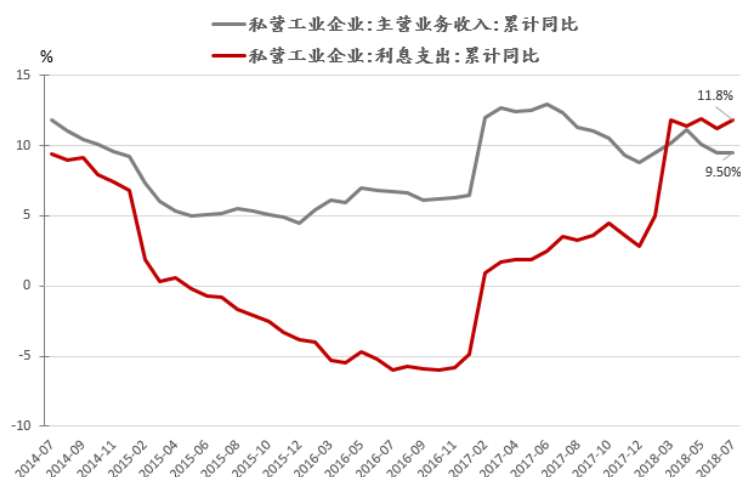
我們當然也有興趣知道，那些在規模以上樣本中幸存下來的私營企業，他們的經營狀況如何？大家都知道，今年的另一個重要的政策表述是“去杠杆”，我們就來看看企業的資產負債率的變化（圖七）。從資產負債率看，一直以來是國有企業高杠杆，私營企業低杠杆。但是，2017年以來的變化出乎意料：國有企業資產負債率略有下降；從61.1%下降至59.4%；私營企業資產負債率明顯上升，從52.2%上升至55.6%。

圖 7：私營企業：資產負債率的快速上升

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

另一個證據是，伴隨著資產負債率的快速上升，私營企業的利息開支加大，同比利息支出上升11.8%，結合主營業務收入增長的回落，幅度可謂驚人（圖八）。

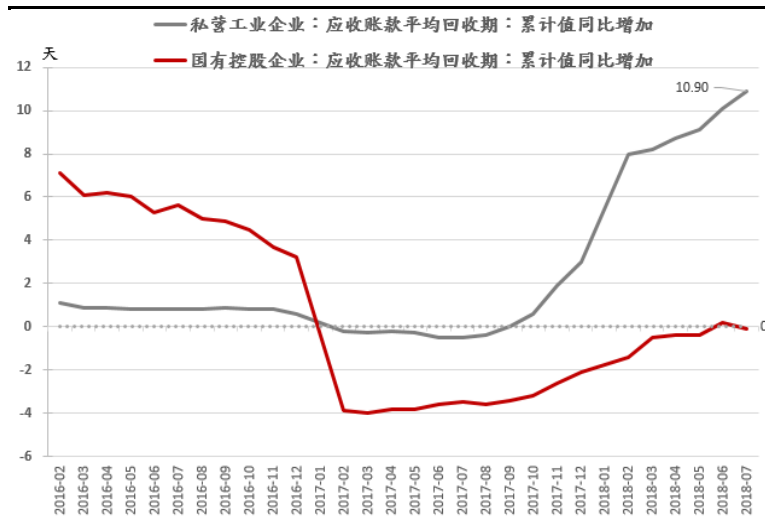
圖 8：私營企業利息開支侵蝕業務收入



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

去杠杆導致實體經濟的信用收縮，自然的結果是企業的現金流緊張，交易對手風險上升。這點可以從企業應收賬款平均回收期的變化看出端倪。從 2016 年開始供給側結構改革以來，國企的應收賬款平均回收期總的趨勢是在縮短；而私營企業却在明顯拉長，特別是最近一年來加快上升（圖九）。應收賬款問題嚴重惡化，對於流動資金緊拙的私營企業而言，無異于雪上加霜。

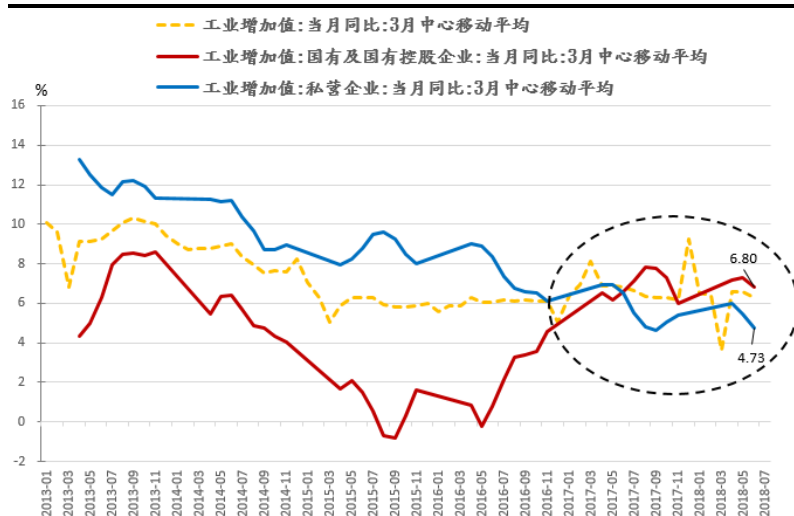
圖 9：應收賬款平均回收期變化：國企縮短，私企加長



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

五、死亡交叉：私營經濟的衰落

最後，我們再來看看構成國內生產總值（GDP）的工業增加值增長數據。歷史顯示，得益于市場化改革進程，私營企業的工業增加值增速一直高于國有企業，但是情況從 2016 年開始突然發生了變化：國有企業工業增加值按月增速開始回升，而私營企業在五年間整體維持增加值增速持續下行的態勢。2017 年 6 月開始出現“死亡交叉”，國有企業工業增加值當月同比增速開始超過私營企業。

圖 10：“國進民退”：私營企業與國有企業的“死亡交叉”

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

五、結論：聽見花落的聲音

近年來，“國進民退”成為一個廣泛關注的話題。堅實的證據顯示，民營經濟特別是私營企業的發展陷入了改革開放四十年以來前所未有的困境。我們發現：

一是規模以上工業企業同口徑同比數據，是經過篩選的結果，存在“幸存者偏差”。如果只看到幸存者的輝煌，而忽視不幸者的悲傷，就會出現歌舞升平的錯覺。這是統計學上典型的邏輯謬誤。

二是私營企業的不幸，可以解釋導致統計學上“幸存者偏差”的真實原因。在衆生喧嘩的世界，我們更需要聆聽花落的聲音，那些消失的、慘淡經營的、痛苦掙扎的人間故事，更值得我們深思。

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。而過去表現亦不代表未來的表現，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。接收本報告之行爲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士。