

研究报告

2015 年第 83 期

2015.08.06

执笔人：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

2015 年上半年中国经济的两大背离

要点

- 2015 年上半年，中国经济同比增长 7%，经济增速正在向潜在生产率收敛，波动空间越来越窄，经济增长的稳定性在增强，“新常态”的增长格局得以确认。但与此同时，中国经济出现两大背离，一是宏观数据和克强指数的背离，二是总量流动性充裕和实体经济融资匮乏相背离。第一大背离预示着“克强指数”对中国经济的表征作用正在下降，用工业用电量等反映大工业时代全貌的典型指标来审视服务业占比已跃居第一的中国经济，肯定是不全面的。第二大背离则反映出中国经济的一个老问题，全社会无风险收益率偏高。无风险收益率高，那么做有风险的实业就显得太不划算了，企业家纷纷脱离实体经济，中国经济投机氛围浓厚。所以本轮股市的重创，从降低全社会无风险收益率的角度来看，对中国经济未尝没有积极的一面。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2015 年上半年中国经济的两大背离

2015 年 7 月 15 日，国家统计局公布了上半年的经济数据。国内生产总值 296868 亿元，同比增长 7%。分季度看，一季度同比增长 7%，二季度也是 7%。2011 年开始，中国的 GDP 就开始进入下行的通道，这半年，没有继续下滑。从 GDP 的走势看，经济增速正在向这个阶段的潜在生产率收敛，波动空间越来越窄，经济增长的稳定性在增强。

俗话说，“无巧不成书”，但有时巧得会让人怀疑它的真实性。中国政府今年确定的增长目标为“7%”左右，经济增长好像响应国家号召一般，在今年前两个季度刚好达到这个数字。这引起了一些猜疑。由于实际 GDP 增长率等于名义 GDP 增长率减去物价上涨因素，所以有文章认为中国通过低估 GDP 平减指数来调高 GDP 增长率，具体是对进口商品的价格没有扣除到位。在公布上半年经济形势的新闻发布会上，统计局新闻发言人盛来运专门对此澄清，中国采用的 GDP 核算方法不是很多西方国家采用的支出法（消费、投资、净出口），而是用生产法来核算，分别将一产、二产、三产的增加值相加，所以不会专门扣减进口商品的价格。我们不能按照支出法下价格扣除的逻辑来套用、判断生产法下的扣除逻辑。中国并不存在 GDP 平减指数低估的问题，进而更不存在 GDP 被高估的问题。

既然中国不存在 GDP 被高估的问题，为什么会受到质疑。这就涉及到我们今天要谈的第一个背离：宏观数据和克强指数的背离。

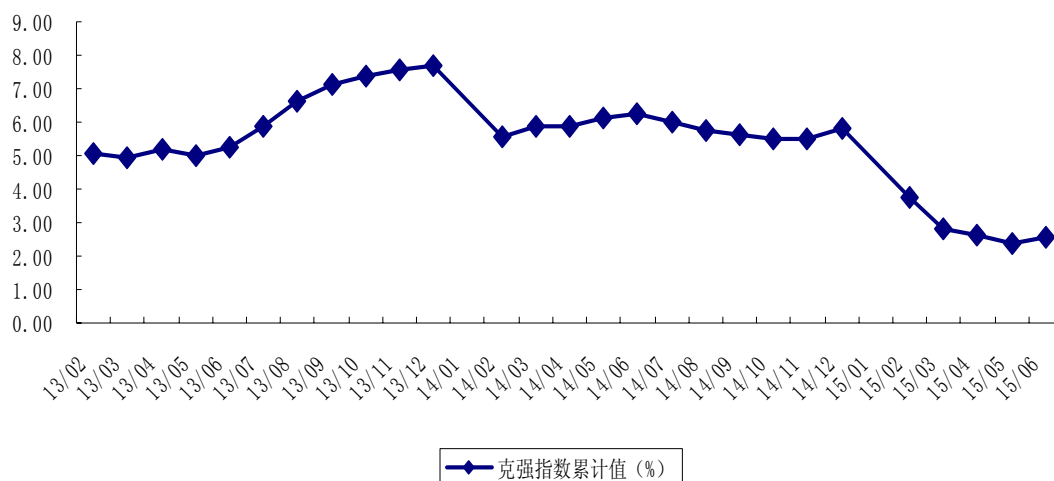
一、宏观数据和克强指数的背离

李克强总理 2007 年任职辽宁省委书记时，喜欢通过耗电量、铁路货运量和新增中长期贷款发放量这三个微观指标分析当时辽宁省经济状况，以挤掉统计数据中的水分。在经济形势不好的时候，有效信贷需求不足，商业银行往往通过票据融资占住规模，所以新增贷款中中长期贷款的新增情况常被看作是真实的信贷需求，从而成为宏观经济的一个风向标。2010 年末，英国《经济学人》杂志的编辑受李克强谈话启发，将李克强所言的三项指标予以综合，创造出了



一个崭新的“克强指数”。2015年上半年克强指数为2.53%，在2014年全年5.83%的水平上跌去一半以上，GDP增速则仅仅回落了0.4个百分点。

图1 克强指数累计值增速



从克强指数与工业相关的分项指标看，中国经济形势深度堪忧。上半年，发电量和全社会用电量同比仅分别增长0.6%和1.3%，增速较上年同期分别放缓5.2和4.0个百分点；铁路货运量同比持续负增长，且下滑幅度逐月递增，从去年上半年的-2.5%扩大至今年上半年的-10.1%。主要工业品粗钢、水泥、原煤、生铁产量上半年同比均为负增长（-1.3%、-5.3%、-5.8%、-2.3%）。在主要工业品产量同比负增长的背景下，1-6月份，宏观指标工业增加值同比增长6.3%，较上年同期回落2.5个百分点。从二季度单月的情况看，工业增加值同比增速4、5、6月（5.9%、6.1%和6.8%）分别较上月增长0.3、0.2和0.7个百分点。

除了工业增加值以外，其他主要宏观指标也都呈现出向好的势头。固定资产投资上半年同比增速（11.4%）与1-5月持平，遏制住了增速下滑的势头。在三大投资构成中，制造业投资增速回落0.3个百分点，房地产开发投资增速回落0.5个百分点，能保住不降的硕果，主要靠基础设施投资增速比1-5月份提高了1个百分点。5月以来发改委再度启动大规模基建项目的批复，对维持基建投资的高增速有积极作用。

消费增速 5、6 月分别较上月加快 0.1 和 0.5 个百分点至 10.1%和 10.6%。从需求结构来看，消费对经济增长的贡献在继续提升，上半年消费对经济增长的贡献率达到 60%，比去年同期提高了 5.7 个百分点。促进消费品市场增长的原因主要有以下几个方面：一是消费模式创新。今年 1—6 月，全国网上零售额 1.6 万亿元，同比增长 39.1%。二是消费结构升级。以信息消费为例，上半年，我国通讯器材消费同比增速达到 37%，增幅较去年同期提高 14.9 个百分点。三是消费政策效果逐步显现。中国人的购买力非常强大，无奈境内外价差太大。2014 年，中国人买走了全球近一半的奢侈品，其中 78%都发生在境外，中国境外消费已超过一万亿人民币。今年以来，政府出台了逐步降低部分奢侈品、服装、护肤品等国外消费品的进口关税、增设免税店等政策，旨在将部分居民的境外消费转移到境内。3 月，香奈儿宣布中国内地降价的消息，随后，GUCCI 打五折引发了北京、上海等多个城市出现排队抢购的现象，这些都促进了境内的消费。

4、5 月出口同比降幅（-6.4%、-2.5%）分别较上月收窄 8.6 和 3.9 个百分点，6 月出口增速由负转正至 2.1%。从上半年的情况看，出口实现小幅增长 0.9%，进口则大幅下降 15.5%，进出口相抵，顺差 1.6 万亿元人民币，与 GDP 之比升到了 3%以上。顺差占 GDP 的比重是衡量一个国家国际收支是否平衡的指标，金融危机之前，中国的顺差占 GDP 的比重一度高达 10%，金融危机之后逐步下降到 2014 年 2%的水平。随着进口需求的持续萎靡和大宗商品价格维持低位，这一比例重拾升势，但仍低于 4%的国际警戒线。

工业用电量、铁路货运量一向被视为经济风向标，如何解释这些微观指标严重走弱，而宏观经济依然处于 7%左右的合理区间内呢？

首先，克强指数多与工业相关，但工业在整个 GDP 中的占比在不断下降。上半年服务业继续保持较快的发展态势，第三产业增加值同比增长 8.4%，比第二产业高 2.3 个百分点；第三产业占国内生产总值比重为 49.5%，同比提高 2.1 个百分点，高于第二产业 5.8 个百分点。

其次，工业增加值的变动与用电量的变动不是线性的。6 大高耗能工业增加值占整个工业增加值比重的 30%左右，但 6 大高耗能工业的用电量占全国工业用



电量的 60%以上。所以它们之间的关系不是线性的，经济增速下滑的时候，由于高耗能工业快速回落，造成用电量下滑幅度更大。

第三，节能技术的运用，减少了电力消耗。用电量下降幅度更大，跟政府多年来加快节能技术应用、加大节能减排力度是有关系的。2014 年，单位 GDP 能耗下降 4.8%，今年一季度下降 5.6%，上半年同比下降 5.9%，下降幅度在不断扩大。

克强指数对中国经济的表征作用在下降。在我国传统的经济结构中，重化工业占比较高，工业用电量占全社会用电量的 70%，对大宗物资运输的依赖也较大。所以铁路货运量与工业用电量，曾被喻为中国经济的“晴雨表”。2013 年，我国服务业占 GDP 比重和对经济增长的贡献率均超过第二产业，在第二产业内部，能耗较低的高新技术产业比重在持续提高。用工业用电量等反映大工业时代全貌的典型指标来审视服务业占比已跃居第一的中国经济，肯定是不全面的。另一方面，随着我国高速公路通车里程不断增加，航空运量也在不断增加。今年一季度，在综合交通运输体系中，铁路货运量在总货运量中的占比只有 9.2%。铁路货运量、工业用电量等传统微观指标与经济形势的相关性在减弱，如果单以这些传统微观指标研判形势，就会放大下行压力。

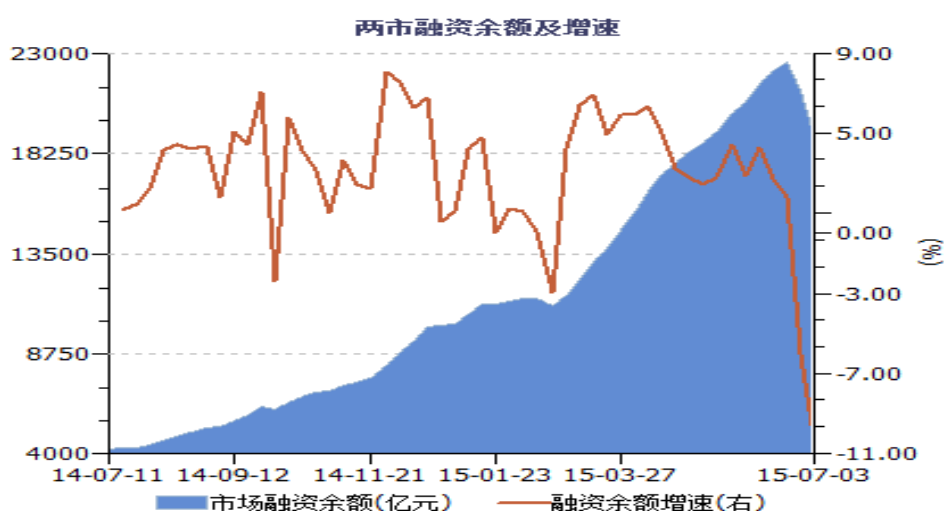
二、总量流动性充裕和实体经济融资匮乏相背离

年初以来，央行已连续三次降息，两次降准，一年期存贷款基准利率累计下调 0.75 个百分点，金融机构法定存款准备金率累计下调 1.5 个百分点。随着政策效果的显现，上半年流动性环境渐趋宽松。6 月末，M2 同比增速为 11.8%，增速较上月加快 1 个百分点。从同业市场来看，上半年银行间同业拆借利率呈现总体下行趋势，同业市场资金状况十分充裕。4、5 月银行间同业拆借加权平均利率逐月下降，5 月利率水平（1.42%）创出近 5 年的新低。6 月受股市 IPO 密集发行、半年末资金时点等因素导致金融机构预期趋于谨慎等的影响，同业市场利率逐步走高，但 6 月当月银行间同业拆借加权平均利率（1.44%）仍处于历史较低水平，与往年同期出现“钱荒”的局面不可同日而语。

然而在总体流动性充裕的大背景下，社会融资规模却大幅萎缩。2015 年上半年社会融资规模增量为 8.81 万亿元，比去年同期少 1.46 万亿元。除人民币贷款与股票融资同比多增以外，其他类融资新增规模均低于去年同期，表外融资规模萎缩最为严重，成为社会融资规模收缩的主因，其中委托贷款同比少增 6475 亿元；信托贷款同比少增 4292 亿元；未贴现的银行承兑汇票同比少增 7576 亿元。表外融资的显著收缩主要受到两方面影响：一是去年以来，监管层对理财、同业、委托贷款等银行表外业务以及信托公司等影子银行活动监管不断升级；二是作为表外融资的主要服务对象，地方政府融资平台被剥离政府信用后举债能力大幅下降，房地产开发投资出现个位数增长使房企融资需求减少。

人民币贷款同比多增，但其中中长期贷款的占比在下降，对投资的支持力度在降低。上半年，人民币贷款增加 6.56 万亿元，同比多增 5371 亿元，其中中长期贷款的占比从 2014 年的 62% 下降到 56%；票据融资的占比则从 2014 年的 9% 上升到上半年的 13%。主要原因是有效信贷需求不足，商业银行对企业贷款投放态度比较谨慎，用票据融资充信贷规模。在新增贷款同比多增的背景下，上半年固定资产投资来源于国内贷款的资金为 2.95 万亿元，同比反而减少 1492.3 亿元，背后的原因可能是企业投资的积极性不高，大量资金被用于虚拟经济。

图 2 两市融资余额及增速



数据来源: Wind 资讯



虽然上半年房地产市场回暖，但资金进入房地产市场的数量有限。受政策松绑推动，上半年我国房地产市场销售出现明显回暖（房地产销售面积上半年同比增长 3.9%，比 1 季度-9.2%的增速大幅扩大 13.1 个百分点）；房地产价格也开始回升（5 月百城住宅价格环比指数转负为正，同比增长 0.45%，6 月环比指数进一步上涨至 0.56%）。但销售改善并没有带来投资的迅速回升。上半年，新开工面积同比下降 15.8%，已连续 16 个月同比下降；房地产投资同比增长 4.6%，比一季度放缓 3.9 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长仅 0.1%，来源于国内贷款的部分同比下降 4.1%；利用外资下降 3.9%。这说明宽松的流动性并没有大量进入房地产市场。

资金流入股市是毋庸置疑的。自去年下半年以来，我国 A 股市场气势如虹。由于场外配资、伞形信托、融资融券等融资工具的广泛使用，本轮股市牛市行情又被称为是“杠杆上的牛市”。截至 5 月底，股市融资余额 2.07 万亿元，比上年末翻番。股市强劲分流社会资金，反映在存款上，就是居民存款 4、5 月分别净减少 10500、4413 亿元。上半年证券保证金净流入 3.86 万亿元，其中，尽管 6 月中旬以后股市发生暴跌，但 6 月当月证券保证金仍然大幅净流入 1.43 万亿元，较 5 月份增加 5059 亿元，创今年以来新高。

全社会无风险收益率偏高一直是困扰中国经济一大顽疾，无风险收益率高，那么做有风险的实业就显得太不划算了，企业家纷纷脱离实体经济，中国经济投机氛围浓厚。进入新世纪以来，对房地产的投资奠定了中国较高的无风险收益率，以至于海外的华人、留学生都将这十年称为“失去的十年”。在房地产市场的引擎熄火之后，地方政府融资平台继续提供较高的无风险收益率，因为筹资方对资金本息的偿还并不完全依赖于投资的回报，地方政府的税收和土地收入都使其在偿还贷款时拥有很大的腾挪余地，大大增强了其支付高额利息的能力。债务置换之后，融资平台中属于政府的债务被纳入预算，这块无风险收益率被行政力量强行打压下来，变成市政债券的低利率。然而，这时的中国又适时出现了一块新的无风险收益，即股市收益。2015 年上半年，即便 6 月发生股灾，上证综指仍然上涨了 32.26%。反观实体经济，长期以来，实体经济融资难、

融资贵的根源并不在于资金总量的紧张，而在于该领域回报低，风险大，资本的逐利性使得资本趋而避之。2015 年 1-5 月，全国规模以上工业企业实现利润总额呈现负增长，同比下降 0.8%。今年 3 月份企业贷款加权平均利率比上年末低 0.22 个百分点，小于同期 PPI 降幅扩大幅度（1.24 个百分点），这意味着实际融资成本是上升的。收成不好了，村口赌博的人多了，反之亦然，村口赌博的人多了，收成当然更不好了。所以本轮股市的重创，从降低全社会无风险收益率的角度来看，对中国经济未尝没有积极的一面。