

## 二季度的宏观数据中需要警惕什么？

2季度宏观数据刚刚公布，大辩论就开始了。一方是统计局大大称赞2季度宏观数据的稳中向好，把7%的实际GDP增速视为中国经济企稳的核心标志；另一方面却是市场人士，特别是国际投资界的人士通过质疑统计局数据的真实性来说明中国经济处于持续低迷状态，进而大幅度唱衰中国。这一下把老百姓弄晕了，不知道中国经济到底怎样了？所以，有必要对于2季度国民经济核算数据进行一些深度挖掘。

### “GDP指数低估论”不成立

首先要指出的是，价格数据在中国统计领域造假的动力最小，从目前GDP平减指数的匹配性来看，“中国GDP平减指数低估论”不成立。

2015年1-6月的GDP平减指数为-0.5%，较去年同期下滑了1.6个百分点。因此，很多人认为这是统计局为了将6.5%左右的名义GDP增速所对应的实际GDP增速拉升到7%左右而采取数据造假的产物。但这种看法一是不了解中国GDP平减指数是通过估算实际GDP和名义GDP而套算出现的产物；二是也不清楚中国实际GDP估算的过程。事实上，现有实际GDP是通过分行业估算不变平减增加值而得到的，各产业的不变价格增加值又是通过名义增加值与相应产业最终商品与服务价格进行测算的。因此，GDP平减指数的质量取决于我们按照各大产业所测算的不同产业的平减指数（价格指数）及其权重的质量。我们将各产业的GDP平减指数与CPI中农产品价格的变化、服务价格的变化、PPI的变化进行对照，发现不存在造假的迹象。例如，第三产业增加值价格平减指数1-2季度为2.76%，这比1-6月的服务价格指数2.2%略高；工业增加值平减指数为-4.8%，与1-6月的工业品出厂价格指数-4.6%基本一致；第一产业增加值平减指数为2.3%，与1-6月粮食价格指数（2.6%）和肉禽价格指数（2.5%）基本一致。如果我们对于中国各分类价格数据的真实性不存在根本性质疑的话，那么，我们就不能对2015年1-2季度GDP平减指数从去年的0.9%下降为1季度的-1.2%和1-2季度的-0.5%的变化存在全面质疑。

### 7%

7%的实际GDP增速之所以超预期，以至于大家怀疑它是“造假”的产物，其核心不在于它是“造假”的产物，而在于它是生产领域的通货紧缩与金融领域的股票泡沫并存的产物。因此，7%的实际增速不能理解为宏观经济企稳向好的标志。

1季度名义GDP增速仅为5.8%，而1-2季度名义GDP增速仅为6.5%，但实际GDP都在7%，其核心原因在于GDP平减指数为负。这种持续为负的GDP平减指数与各大产业平减指数下滑和景气指数的低迷是一致的。其中输入性通货紧缩和工业领域的持续萧条是这种变化的主导原因。例如，2015年1-6月进口价格指数为-14%，工业品出厂价格指数为-4.6%。这直接导致第二产业增加值平减价格指数下滑了2.7个百分点；第三产业增加值平减价格指数下滑0.3个百分点。

进一步分析7%的实际GDP增速，我们发现，1-2季度实际GDP超预期稳定的核心原因还有一个结构性因素，即第三产业的增加值增速较去年同期和今年1季度增速0.4个百分点，出现逆势上扬。而这种上扬的核​​心原因在于金融业增加值增速分别提升了8个百分点和1.5个百分点。而这种大幅度提升来源于中国1-6月股票交易额的大幅度提升。2015年1-6月份金融业名义增加值增长了23.33%，实际增加值增长了17.

41%，价格平减指数为5.92%。由于目前金融业增加值占GDP比重为9.35%，所以，金融业对于GDP增速贡献了1.6个百分点。如果我们打金融业剔除之后，2015年的1-2季度名义GDP增速为5.03%，实际GDP增速为5.5%，分别比2014年1-2季度的同口径参数下滑了2.98个百分点和1.4个百分点；而剔除金融业的第三产业增加值名义增速为8.64%，实际GDP增速为5.88%，分别比2014年1-2季度的同口径参数下滑了2.3个百分点和1.5个百分点。

### **需要警惕什么？**

因此，从核算数据的分析来看，目前6.5%的名义GDP增速、7%的实际GDP增速以及-0.5%的GDP平减指数，需要我们高度警惕：一是生产领域的萧条并没有结束，而是在需求疲软的作用下进一步蔓延，PPI的同比和环比增速在6月都持续扩大了；二是股市在6月底和7月初出现了崩坍式的回落，股票指数和交易额都出现大幅度缩水，因此股市泡沫的挤压必定带来金融增加值的波动，甚至引发进一步的紧缩效应，3-4季度中国宏观经济核算数据依然存在超预期变异的可能。先行参数的趋稳并不意味着3-4季度宏观经济就一马平川。相反，依然存在深层次风险激化的可能