

2010 年第一季度中国宏观经济形势分析与走势判断

中国宏观经济论坛月度分析报告

内部交流

2010 年 4 月 19 日 星期一

报告要点

中国人民大学经济研究所，东海证券研究所

陈彦斌，朱戎

宏观经济研究组

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

摘要：第一季度的中国宏观经济过热具有暂时性，目前 CPI 较高主要是结构性的。主要风险在于：经济增长可能会回落；可能出现较为温和的成本推动型通胀；人民币升值压力巨大；房地产泡沫严重。主要政策的判断：暂时不会加息；进口短期内继续增加以保持汇率稳定，中长期内将积极推进汇改；房地产市场调控力度也将进一步加大。

一、当前经济形势的基本特点是：经济高速增长、物价温和上涨

1、一季度经济高速增长，反弹力度超乎预期。

中国经济继续复苏，总量增长迅速，经济景气程度逐步回升。在总量指标方面，当季实现国内生产总值 80577 亿元，按可比价格计算，同比增长 11.9%，比上年同期增长 5.8 个百分点；其中第一产业增长 3.8%，第二产业增长 14.5%，第三产业增长 10.2%。一季度全国规模以上工业增加值累计增速为 19.6%，比去年同期增加 14.5 个百分点。一季度社会总发电量 9488.8 亿千瓦时，同比增长 20.79%，比去年同期增加 22.8 个百分点。在景气指标方面，企业景气指数和企业家信心指数双双恢复到危机前水平，其中，一季度企业景气指数回升至 132.9，比去年同期增加 27.3 个百分点，企业家信心指数回升至 135.5，比去年同期增加 34.4 个百分点。

一季度经济增长具有如下特点：

第一，总需求强劲增长，增长动力更加平衡。

总需求增长主要体现在三方面：其一，消费增长保持强劲势头，热点消费快速增长。一季度社会消费品零售总额同比增速 17.9%，比去年同期提高 2.9 个百分点，家具、家电、建材、汽车、通讯消费增速高于整体增长水平。其二，投资增速小幅回落，但仍保持高位。由于基建投资回落，一季度城镇固定资产投资同比增速 26.4%，延续自去年 9 月起的下降趋势，房地产投资则增长

35.1%，比去年同期加快 31 个百分点，为 2008 年以来的最高水平。其三，对外贸易继续恢复。一季度我国实现进出口总额 6178.5 亿美元，同比增长 44.1%，其中出口 3171.7 亿美元，同比增长 28.7%，进口 3161.7 亿美元，同比增长 64.6%，一季度累计贸易顺差 144.9 亿美元。

从三大需求比例来看，经济增长动力更为平衡，经济对投资的依赖正逐渐减弱。在拉动经济增长的“三驾马车”中，消费拉动经济增长 6.2 个百分点，高于去年同期的 4.6 个百分点；投资拉动经济增长 6.9 个百分点，比去年同期的 8 个百分点有明显下降；净出口的贡献为-1.2 个百分点，高于去年同期的-3.9 个百分点。

第二，总供给扩张明显，但产能过剩风险逐步加剧。

总供给恢复主要有两方面体现。一是工业生产扩张的趋势明显，3 月份制造业采购经理指数为 55.1%，比上月上升 3.1 个百分点，11 个分项指数全部上升，其中新订单指数、生产指数、采购量指数、购进价格指数均超过 55%，制造业积压工作量增速明显；从业人员指数达到 52.1%，用工规模出现实质增长。二是微观主体经营状况好转，2010 年 1-2 月，我国规模以上工业企业累计实现利润总额 4867.4 亿元，同比大幅上涨 119.7%，较 2008 年同期也上涨 39.8%。

投资迅速增长导致产能急剧扩张，产能过剩风险逐步加剧。受前期高投资的影响，重工业的增长速度达到 22.1%，高于轻工业的 14.1%，这是自 2009 年 7 月以来连续第 9 个月重工业增速高于轻工业。这种产能的急剧扩张并没有伴随相应的需求增长，产能结构性失衡的风险还在加剧。

第三，市场性自发需求有所提升，但仍未全面恢复，市场力量仍不稳固。

从固定资产投资来看，市场自发性投资需求仍未完全恢复。一季度，投资的自筹资金增速有所上升，达到 33.6%，企、事业单位自有资金增速达到 21.9%，但二者增速都低于整体 38.7% 的增长水平，国内贷款仍是固定资产投资增长的主要资金来源。从消费需求来看，政策刺激力度较大的消费行业增长较快。在 3 月份的消费结构中，家具、家电、建材消费分别增长 40%、24.8% 和 21%，汽车和成品油市场分别增长 36.2% 和 39.2%，增长速度均高于整体增长水平。

2、一季度物价温和上涨，结构性特征较为明显。

2010 年一季度物价上涨幅度不大。一季度居民消费价格指数最终收于 2.2%，其中 3 月份 CPI 同比上涨 2.4%，低于 2 月份的 2.7%，环比下降 0.7%。

一季度物价上涨呈现显著的结构性特征，食品价格、居住价格上涨较为明显。3 月份，在 CPI 涉及的八大类商品中上涨最快的为食品价格，达到 5.2%；在其他导致 CPI 指数上涨的因素中，居住价格上涨 2.9%，医疗保健和个人用品上涨 2.4%，烟酒及用品上涨 1.6%；衣着、家庭设备用品及维修服务、交通

和通信、娱乐教育文化用品及服务四大类商品价格指数则出现下降。

另外，工业品出厂价格指数和原材料、燃料、动力购进价格指数上升十分迅猛。一季度我国工业品出厂价格上涨 5.9%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 11.50%。

二、当前经济中存在的主要问题是经济增长虚高、通货膨胀压力、房地产泡沫和人民币升值压力。

1、中国经济增长存在虚高，第一季度中国经济快速增长的背后存在结构性隐忧，后三季度维持当前态势比较困难。

一季度经济高速增长的一个重要原因是去年同期基数较低，而未来这种基数效应的作用可能不再明显。去年一季度我国经济增长率仅为 6.1%，而之后的三个季度随着经济的平稳复苏，经济增长率不断上升。因此，在未来三个季度里，基数效应将导致大多数经济数据同比增长出现下滑。

政府刺激因素逐步衰减，市场自发投资需求恢复仍有待时日。一季度我国固定资产投资新开工项目增长 5882 个，新开工项目计划总投资 30483 亿元，相比去年同期降低 53.2 个百分点。在结构调整的政策背景下，中央项目投资已出现明显回落。尽管已开工项目到位资金的惯性力量会使得固定资产投资不会很快降低，但长期来看投资对经济增长的贡献将逐步减退。

消费刺激政策效果递减、收入分配体制改革短期内难有大作为，消费增长的不确定性仍很大。以“家电下乡”、“汽车购置税”为代表的消费刺激政策将会延续，但基于耐用品消费的周期性特征等因素，2010 年这些政策的效果可能递减。此外，我国城乡居民收入增长一季度已现疲态，剔除物价因素后，城镇居民可支配收入实际增长出现下滑，农村居民收入增长速度放缓，市场性消费需求受制于收入增长缓慢也难以快速增长，未来消费需求对经济增长的拉动率不会大幅增加。

世界经济复苏进程不会持续加速、人民币可能升值，外需增速可能下降。第一，2010 年世界经济整体向好，但随着库存调整的结束以及政府支出新增动力逐渐削弱，经济恢复速度并不会持续加速，我国出口的快速恢复性增长可能很难维持。第二，随着人民币新一轮升值周期的到来，我国的出口商品的国际竞争力将下降，出口形势不容乐观。第三，世界经济不平衡的逆转可能严重影响到我国贸易顺差的改善情况，未来我国贸易顺差可能长期处于较低水平，贸易逆差出现概率也将增大。事实上，三月份我国贸易逆差为 72.4 亿美元，是自 2004 年五月以来的首次月度贸易逆差。

2、温和式通货膨胀渐行渐近，成本因素推动物价上涨可能性较大。

前期宽松的货币投放导致通胀压力较大。一季度我国货币供应量逐步回

落，但仍处于历史高位，3月份M2与GDP和工业增加值的增速缺口分别为10.6个百分点和4.4个百分点，较2009年底水平有所减少。但考虑到货币供应与通货膨胀间的滞后效应，我国仍然面临由前期宽松货币投放带来的通胀压力。

在经济全面过热可能性很小且价格为结构性上涨背景下，物价不太可能全面大幅上扬。一方面，历次通胀都发生在经济过热时期，总量的持续高增长是通胀发生时的重要特征，但现在看来在后期维持一季度的高增速存在困难，我国经济全面过热的可能性很小。另一方面，CPI中除食品外其他的成分商品价格上涨速度比较缓慢，部分商品价格不升反降，CPI上涨表现出较强的结构性特征，短期内难以出现全面物价上涨。

需求拉动型通胀和输入型通胀发生的可能性较小，但仍需要提防可能出现的成本推动型通胀。2010年我国潜在经济增长率约在10%左右，产能过剩问题依然存在，需求拉动不会导致通货膨胀。而国际石油价格和国际粮食价格目前的上升属于恢复性的，今年继续上升的空间不会很大，输入型通货膨胀也不会很明显。虽然随着企业利润水平的改善，微观主体消化成本的能力增强，但国内旺盛的固定资产投资将拉动原材料价格的持续上行，上游产品价格涨幅持续领先于下游产品的格局将从成本上带来通胀压力。另外，“提低、扩中、调高”的收入分配体制改革可能导致劳动力成本上涨，并进而引发“工资—价格”螺旋。

3、房地产价格上涨迅猛、房地产投资增长迅速，房地产泡沫问题日益严重。

房价飙涨伴随房地产投资高增速，房地产泡沫成分不断增加。3月全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨11.7%，环比上涨1.1%，增速继续维持高位。房地产销售和投资增长速度迅猛，一季度销售额快速增长57.7%，比去年同期加快34个百分点；一季度房地产开发投资增长35.1%，比上年同期加快31个百分点，为2008年以来的最高水平。

我国房地产泡沫累积严重，泡沫破灭风险增大。房产总值同GDP的比值、租金房价比是衡量房地产行业是否存在泡沫的国际通用指标：我国家庭持有房地产价值与名义GDP的比值多年来持续增长，2009年已突破2的警戒线，高于美国次贷危机前1.65的水平，与日本在地产泡沫最高峰时持平；从租金房价比来看，2004年后我国房屋销售价格指数的涨幅明显高于房屋租赁价格指数的涨幅，目前部分城市的租金房价比已超过1:400，远远高于1:230的国际合理水平。

4、汇率调整的国际政治压力与国内经济压力间的矛盾使得人民币升值问题日益复杂化。

从国际政治压力来讲，美国等重要贸易伙伴在后金融危机时代为复苏本国经济、扩大本国就业都希冀人民币升值。

华盛顿方面认为，阻碍美国总统奥巴马创造就业岗位目标实现的主要障碍之一是人民币币值低估，这种低估通过造成中美间的巨额贸易逆差而导致美国就业岗位减少。欧洲央行主席特里谢、欧元区集团主席荣克也在近期发表言论，称中国人为压低人民币汇率，使得欧洲向中国出口的产品价格过高，而中国在出口上占据价格优势。

从国内经济压力来讲，维持出口快速增长需要汇率政策的支撑，而治理热钱则需要人民币升值。汇率政策是我国贸易战略的政策工具，尤其在国内经济仍未完全企稳的情形下，这种作用更为明显，人民币升值将会削弱我国产品在国际市场的竞争力，对出口造成不利影响。但另一方面，汇率长期保持不变会增强国际投资者对人民币升值的预期，大量的热钱涌入将破坏国内资本市场的稳定，也会带来通胀压力。

三、鉴于当前宏观经济的运行状况，在货币政策方面暂且不会加息，在汇率政策方面将有计划地推进人民币升值，在房地产政策方面也将加大调控力度、遏制房价过快增长。

1、货币政策暂不会加息

暂不加息主要基于以下三个原因：首先，虽然加息可以避免负利率进一步刺激投资，但由于目前我国经济并未出现明显的过热迹象，而且未来仍存在一定概率回落，因此，加息可能打击经济复苏的良好态势。其次，我国当前物价上涨主要是结构性的，物价全面上升的概率很小。由于拉动CPI上涨的食品、居住等成分商品的需求弹性较小，加息并不能通过调节供求起到价格抑制的目的。3月份的CPI环比有所下降进一步说明了不可控的通胀压力仍然很小，未来即使出现通胀也只是温和的，以加息方式抑制通胀没有必要。最后，目前人民币升值压力较大，加息会加剧国际热钱的涌入，进一步加大升值压力，打乱我国汇率改革的节奏。

2、汇率政策将有计划地推进人民币升值，虽然短期内可通过增加进口、减少贸易顺差，来降低人民币升值压力，但是中长期内仍需依靠积极推进汇率改革，汇率政策要打破升值预期和加强热钱管理。

未来将有计划地推进人民币升值主要基于以下两个原因：一是短期来看升值将对经济发展带来诸多不利因素。出口型企业的利润空间将被压缩，外商投资的热情将有所减退，外需下降将考验中国经济发展的稳定性，短期内高涨的升值预期还将导致国际热钱大量涌入，加剧房地产等领域的资产泡沫。二是长期来看人民币升值利大于弊。由于人民币币值在长期经济高速发展的背景下

存在被低估的倾向，升值能够使人民币回归其真实价值，促进人民币的国际化，升值还能够降低进口产品价格，带来财富效应导致消费增加，此外升值带来的外需下降也将成为我国经济结构优化的重要助力。

3、房地产政策也将加大调控力度，遏制房价过快增长。

在房地产领域将加大调控力度，遏制房价过快增长主要基于以下三个原因：一是高房价牵动下的房地产业扭曲增长会严重影响到它对宏观经济市场的拉动作用及自身的持续发展。高房价的压力对于居民消费存在“挤出效应”，地产行业暴利也影响了产业资本的聚集过程，房地产泡沫的不断升级已经给中国宏观经济和金融系统带来了巨大的风险和潜在“波动性”。二是有效调控并不会导致房价崩溃。由于在住房需求结构中普通自住房和改善性住房仍占有很大比例，主要针对投机性购房的调控政策不会带来房价的过度下跌。三是政府可以运用的调控手段仍然很多。包括物业税、房贷调控、保障性住房建设等方式都将成为有力的调控工具，遏制房价还有较大的政策空间。

附注:**一、行业评级**

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122