

从经济运行周期解读经济高增长

——宏观经济月报（2010 年 4 月）

发布日期：2010 年 5 月 5 日

主要观点：

- 一、季度宏观经济数据亮丽，GDP 增长 11.9%，工业增加值累计同比增长 19.6%，经济复苏进一步巩固，且似乎走向过热。
- 我们认为解读当前经济运行态势应结合中国所处的经济运行周期。现阶段，中国经济走势尚处在下行通道，而在下行期间，我们需要鼓励和培育适度高增长以缩小下行时间。鉴于国际经济走势复杂和国内调结构的巨大压力，保持一段时期高增长应是稳妥选择。而对尚处在工业化中期、城市化加速时期的中国，经济有潜力实现高增长。从韩国经验看，人均 GDP 在 3000-10000 美元之间仍可保持高速增长。
- 判断经济运行是否过热的一个重要标准是增长是否遭遇资源约束瓶颈。一般地，以煤电油运等要素的供求情况来衡量。当前煤电油三大要素的近两年复合增长率都低于危机前 2008 年同期水平，尤其是发电量的增长远低于危机前水平。这说明经济增长并未超越资源供给能力，出现令人担忧的过热状况。
- 一、季度工业企业利润同比大幅增长，企业效益进一步改善。但从税收收入增长看，与危机前 8 年的年均增长率做比较，只有营业税高于前期历史水平，而以工业增加值和商业增加值为税基的增值税增长率是大幅度下降，企业效益增长并不乐观。
- 且企业利润大幅增长在一定程度上得益于物价的上涨。利润贡献最大的前 10 大行业中，属于涨价明显的采掘、原材料等行业超过半数，而企业销售利润率只有交通运输设备制造业和煤炭采选业两个行业有显著提高，相反利润率恶化的行业有一半。这说明企业盈收情况并不是非常乐观，仍处在复苏状况。
- 二季度将是物价上涨压力凸现时期，CPI 持续上涨，季度末或将突破 4%，不过 PPI 可能在二季度迎来高点后出现回落。为防止出现高通胀，在经济复苏进一步巩固情况下，中央将高度关注物价走势，进一步回收流动性、促使经济政策正常化将是现实选择。政策调控的手段仍是我们原先强调的：在尽量不伤害实体经济情况下抽走流动性，即以数量化工具为主。不过随着经济进一步好转，启动利率等价格工具将是必然，时间应该不早于 6 月份，尤其是在 5 月 2 日央行再次调高存款准备金率的情况下，加息预期应有所缓解。

分析师：王国兵

TEL: 6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: winmcn@163.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20

邮 编：200002

目 录

一、当前经济增长阶段需要适度高增长	3
1、当前中国经济的高增长	3
2、经济运行未出现明显的资源约束情形	4
3、中国经济尚处在下降周期，并未完全走出复苏阶段，仍需为扩张铺路	5
4、国内外经济运行的复杂性需要经济保持较高增速	7
二、企业效益得到改善但并不可过分乐观	7
1、税收增长情况反应企业效益增长态势并不乐观	8
2、物价上涨推动企业利润增长，而企业利润率并未明显改善	8
三、二季度物价将加快上涨，宏观政策将重在管理通胀预期	9
1、CPI 将持续走高	9
2、PPI 将走高回落	10
3、管理通胀预期将成为政策的重点	11

一季度宏观经济数据非常亮丽，GDP 增长 11.9%，工业增加值累计同比增长 19.6%，消费增长 17.9%，投资虽然出现增幅回落，但 3 月份固定资产投资完成额增长仍高达 25.6%。经济复苏进一步巩固，经济运行似乎走向过热。同时，3 月份 CPI 同比增长 2.4%，一季度累计增长 2.2%，物价上涨压力有所缓解。如何看待经济的较高增长？二季度将如何运行？物价走势如何？政策又将作何应对？

我们认为当下经济确实出现了高增长，但应慎言经济过热，并以此判断给与宏观调控。当前中国经济走势尚处在下行通道，而在下行期间，经济的适度高增长不同于上行阶段的高增长。前者有利于巩固复苏，并推动经济进入新的扩张；而后者容易出现经济真正“过热”，导致投资（投机）过度、物价上涨、资产泡沫等问题。对待两种不同的增长情形也应区别对待，后者情形应及时进行调控，避免进一步扩张，而对前者应给与更大的容忍和耐性，下行经济本身具备抑制扩张的内在机制，尤其是本次受到经济危机的冲击比较严重，鉴于国际经济走势复杂和国内调结构的巨大压力，保持一段时期高增长应是稳妥选择。而对尚处在工业化中期、城市化加速时期的中国，经济也有潜力实现高增长。因此，我们认为应慎言经济增长过热。而实际上虽然经济增长数据似乎过热，但从经济过热的本质——增长超越资源约束来看，我国的煤电油等基础资源并未出现明显的供不应求，经济难说真正过热，并且企业效益指标也仅仅是有所改善，远未回到危机前的盈利水平，说明实体经济还处在复苏巩固阶段。

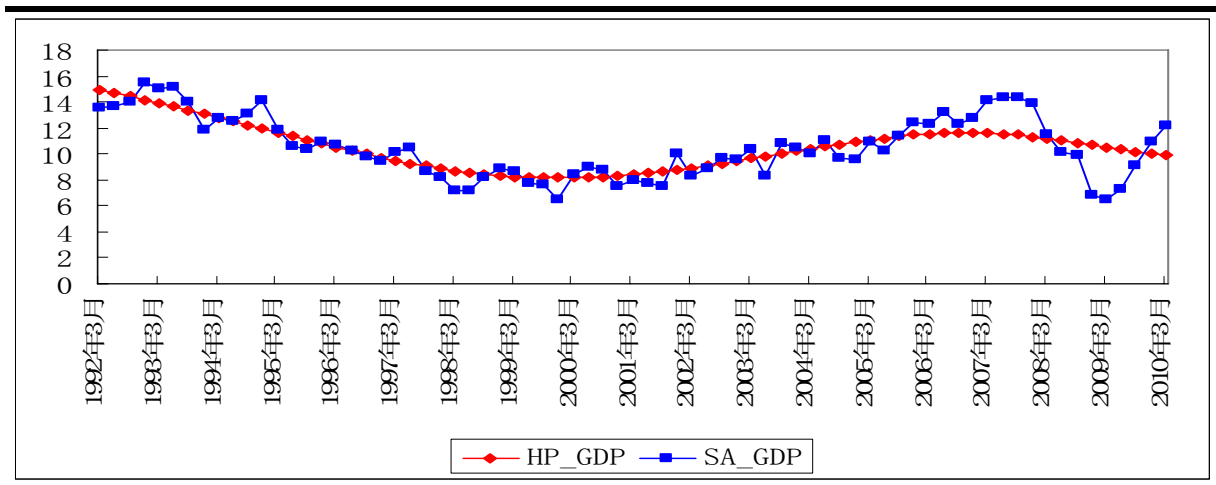
当然，我们并不是说当前经济运行不存在问题。今明年两年，我们不仅要稳定增长，还要面对可能的高通胀压力。我们认为二季度将是今年物价上涨压力凸现的时期，季度末 CPI 将突破 4%。为防止出现高通胀的出现，在经济复苏进一步巩固情况下，中央将高度关注物价走势，进一步回收流动性、促使经济政策正常化将是现实选择。政策调控的手段仍是我们原先强调的：在尽量不伤害实体经济情况下抽走流动性，即以数量化工具为主。不过随着经济进一步好转，启动利率等价格工具将是必然，时间应该不早于 6 月份，尤其是在 5 月 2 日央行再次调高存款准备金率的情况下。

一、当前经济增长阶段需要适度高增长

1、当前中国经济的高增长

一季度 GDP 增长 11.9%，增长速度较高，且自 2009 年四季度以来连续 2 个季度超过潜在增长率水平（见图 1）。而央行的一季度经济运行形势报告指出，季节调整后 GDP 环比折年率为 12.2%，增速比上季提高 0.9 个百分点，另据人民银行调查统计司测算，同工业潜在产出相比，3 月份工业增加值产出缺口为 3.06%，为 1998 年以来的最高水平，工业增加值产出缺口已经连续 7 个月扩大。经济似乎有过热迹象。

如何看待经济的快增长。我们认为应该还是属于快速增长，处在正常的增长范围，并非出现明显的过热态势。理由：一是尚未出现资源要素约束的情形；二是中国经济处在下行通道，经济运行尚处于复苏格局，进入新的扩张仍需培育；三是国内外经济运行的复杂性也需要保持较高的经济增长。



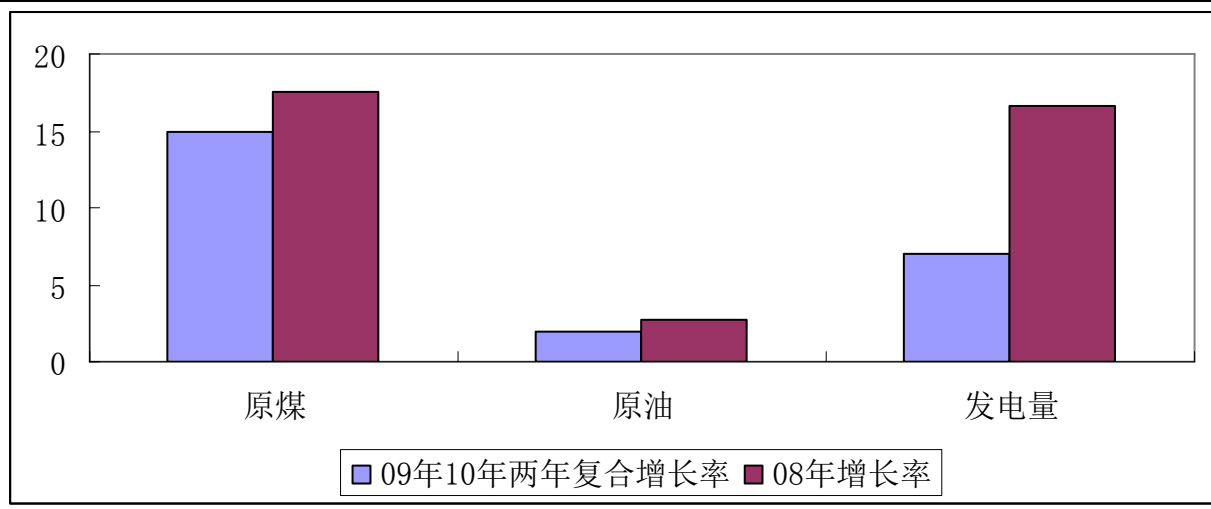
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 1：一季度 GDP 加快回升，增速再次超越潜在增长率

2、经济运行未出现明显的资源约束情形

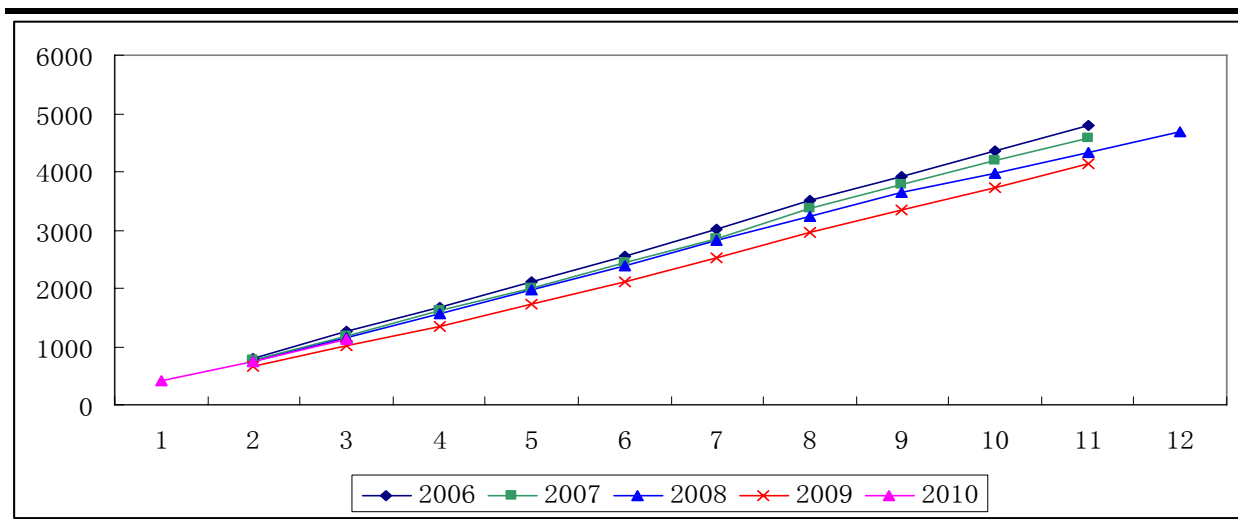
看经济运行是否过热的一个重要标准就是看经济运行是否遭遇资源约束瓶颈。如果资源要素能很好满足经济增长需求，经济就不存在过热的问题；相反，则说明经济过热，已经超过了资源供给能力。一般地，我们依据煤电油等要素的供求情况判断是否遭遇资源约束瓶颈。

2009 年末我国经济快速增长，但是煤电油三大要素资源的两年复合增长率却同低于危机前的 2008 年同期水平（见图 2）。这说明我国经济增长并未遇到所谓的资源约束问题，经济运行在合理区间运行，不存在经济过热的问题。尤其是从电力看，发电量的增长远低于危机前水平，并且其主要参考指标——发电设备利用小时也未达到危机前水平，追溯至 2006 年以来的发电设备利用小时数，我们发现 2010 年前三月的数据都低于危机前的 2006、2007、2008 年同期水平（见图 3）。这说明产能尚存过剩，数据难以支持经济增长过热。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 2：煤电油三大要素的产量增长情况



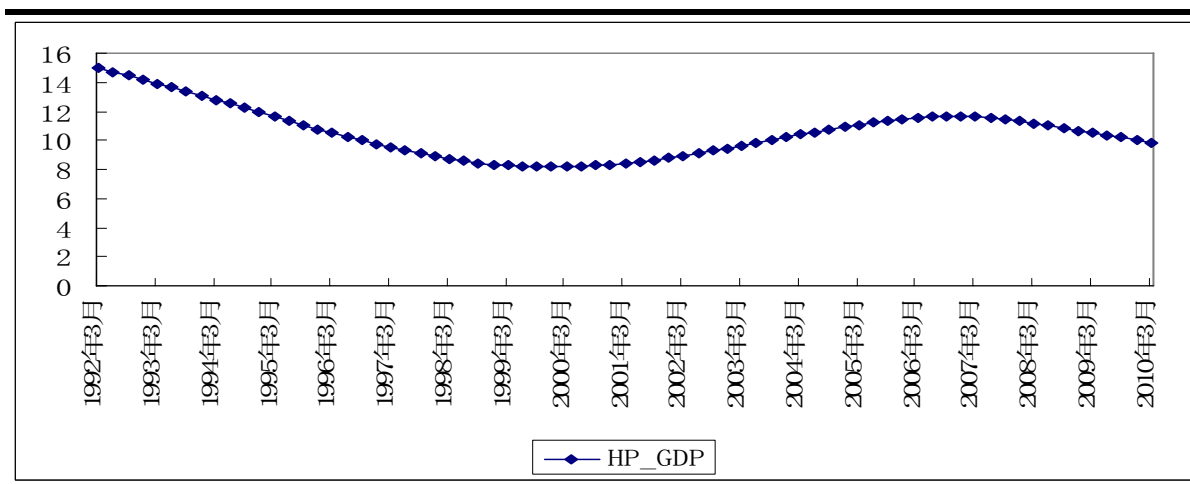
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 3: 2010 年前三个月的发电设备利用小时数低于危机前的前三年水平

3、中国经济尚处在下降周期，并未完全走出复苏阶段，仍需为扩张铺路

测度经济是否过热的方法另一种方法就是看实际增长率是否超越潜在增长率。我们以 HP 滤波处理所得的经济增长长期趋势作为潜在增长率。据此，我们可以发现自 2009 年四季度开始，GDP 的实际增长率超越潜在增长率，此数据支持经济趋向过热（见图 1）。

不过从经济周期看，我们可以明显发现，上一次的增长高峰在 2007 年，而后开始下降，当前经济增长尚处在下降通道（见图 4）。在 2009 出现的经济增长低点固然受到经济危机的冲击，但与我国经济本身已经进入调整期有关。

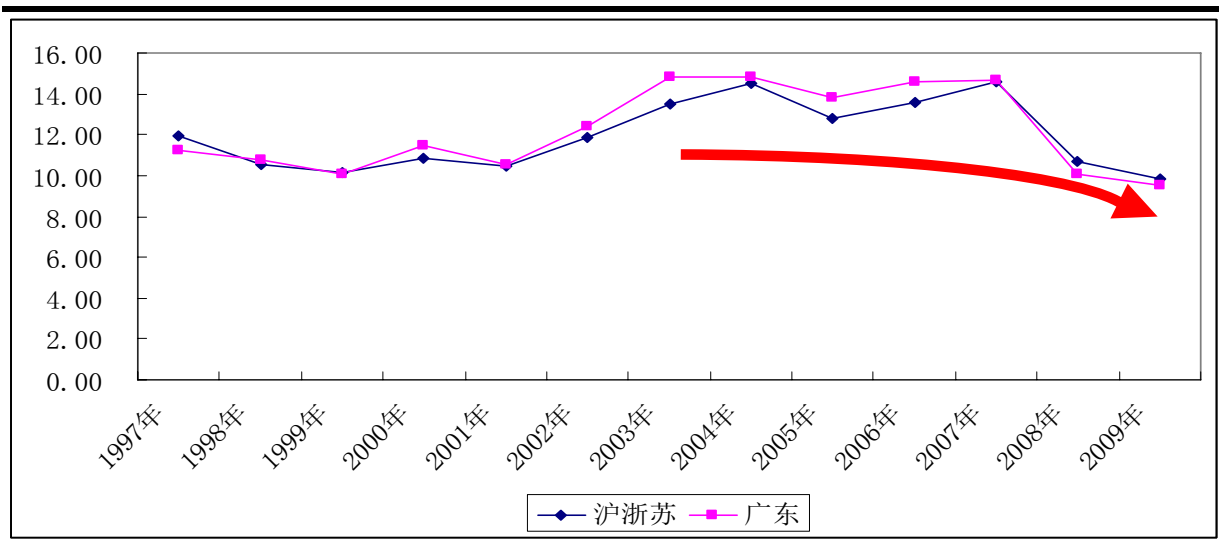


数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 4: 从长期趋势看，我国经济尚处在下降通道

改革开放三十年来我国经济一直是以东部沿海为领头雁，由其带领全国经济快速发展。而以劳动密集型的轻纺工业和出口加工工业为主导产业的东部沿海经过近 30 年的高增长开始步入调整期，而这也是我国在经济在 07 年末就出现增长拐点的内在原因（见图 5）。因此，从经济周期的角度看，我国经济仍处在调整期，目前仍处在下行通道，为进入新的扩张仍需

培育，而轻言过热有可能扼杀当前复苏的良好态势。

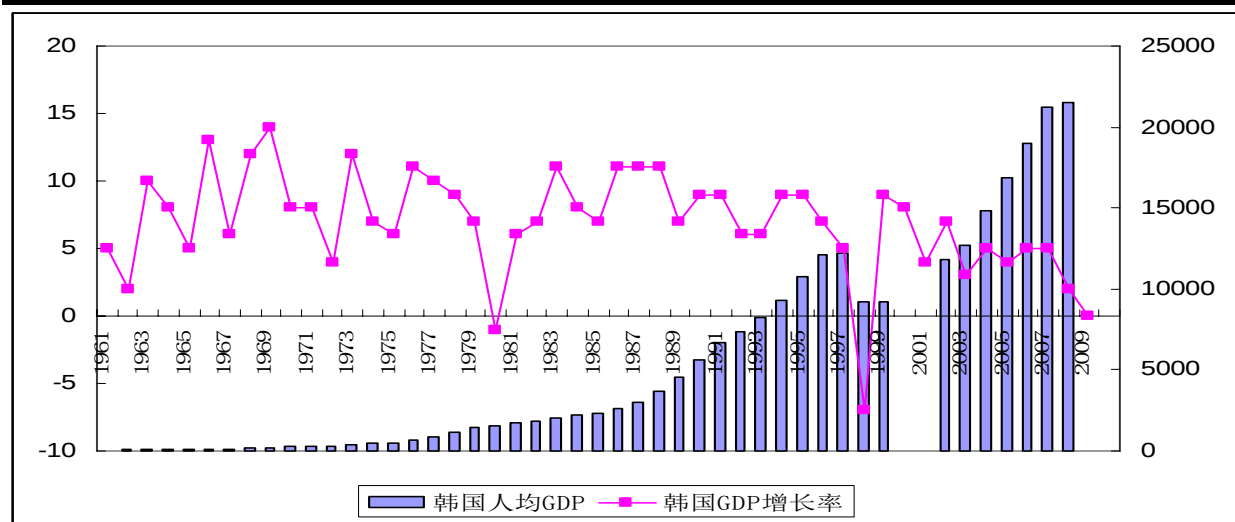


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 5：长三角和珠三角经济出现回调有其内在原因

当然，也有人认为我国经济在实现 30 年的高速增长后难以回到原先增长水平，中低速增长反而是合适的选择。我们认为中国的就业和社会经济稳定与发展需要高速增长，而我们也有潜力在未来一段时期内仍将实现快速增长。

参考韩国的增长经验，在 3000-10000 美元之间经济增长仍可保持高速增长。韩国在 1987 年实现人均 GDP 超 3000 美元，而在 1995 年突破万元大关，期间年均增长率超过 8.5%。而从 1961 年到 1987 年的年均增长率也仅有 8.03%（见图 6）。我国的人口和腹地都要比韩国大许多，经济增长自身潜力和增长周期应该超过韩国。因此，从我国的经济增长周期看，断言我国进入中低速增长期尚属过早。我国经济完全有潜力再次回到危机前的增速，而目前属于经济调整周期。从这个角度看，尽快培育经济增长，推动经济再次回到加速增长的轨道仍是当前的主要任务。



数据来源：世界银行数据库，东北证券金融与产业研究所

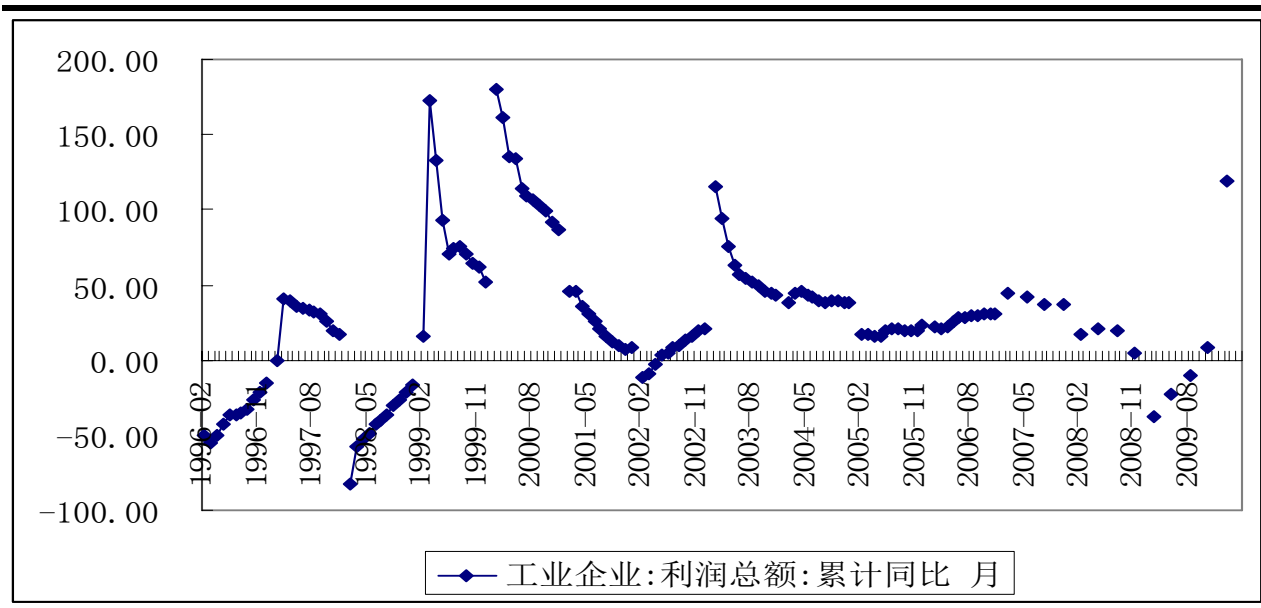
图 6：韩国在人均 GDP 突破 3000 美元后仍保持高速增长

4、国内外经济运行的复杂性需要经济保持较高增速

从中长期战略看，我国经济面临的重大挑战就是调结构、促转变。这也是我们在以前相关报告中多次提及的。其中，调结构一方面就是平衡内外需结构，积极应对国际经济“再平衡”的压力。另一方面我国必须调整产业结构，转变增长方式。从前者看，我国出口的高增长面临国际经济缓慢复苏和贸易保护壁垒的双重制约因素，我们应该保持适当高增长以预防出口增长所存在的波动风险。而从增长方式看，我国要淘汰落后产能，以降低资源和能源消耗，减轻对生态环境的压力，同时，我们又必须尽快培育新的经济增长点和增长方式。而培育新兴产业却不可能一蹴而就。因此，只有适当保持高增长才能为产业结构调整提高更好的基础。

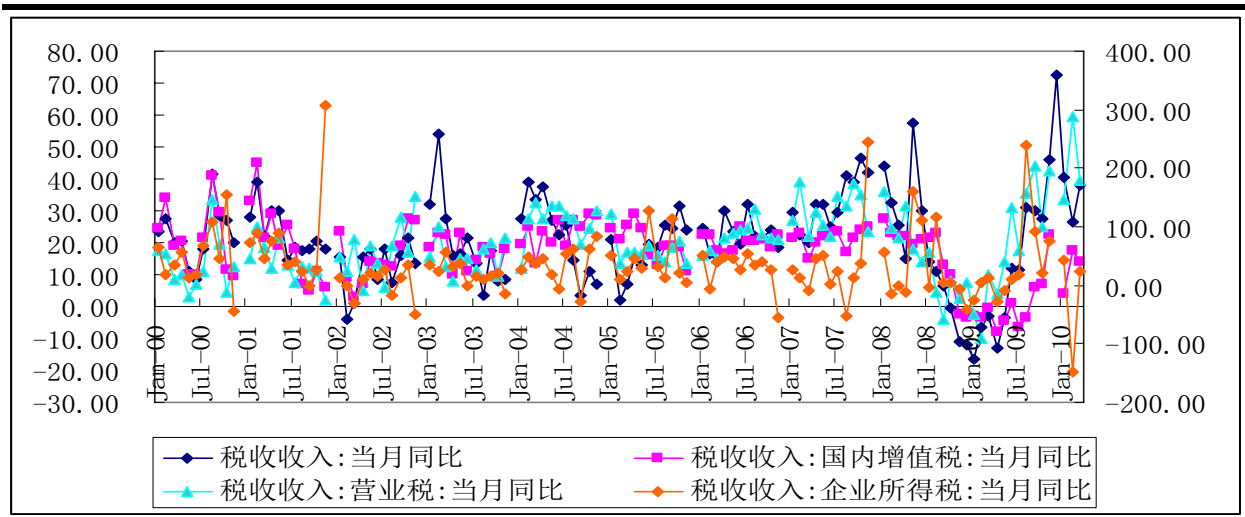
二、企业效益得到改善但并不可过分乐观

一季度工业企业利润同比大幅增长，根据统计局公布的数据，到 2010 年 2 月份，工业企业利润同比增长 119.69%，企业盈利情况明显改善（见图 7）。而一季度税收同比增长 38.1%，增值税、营业税和企业所得税等分项也都实现了 10% 以上的增长（见图 8），企业效益确实在改善。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 7：前 2 月工业企业利润同比大幅增长

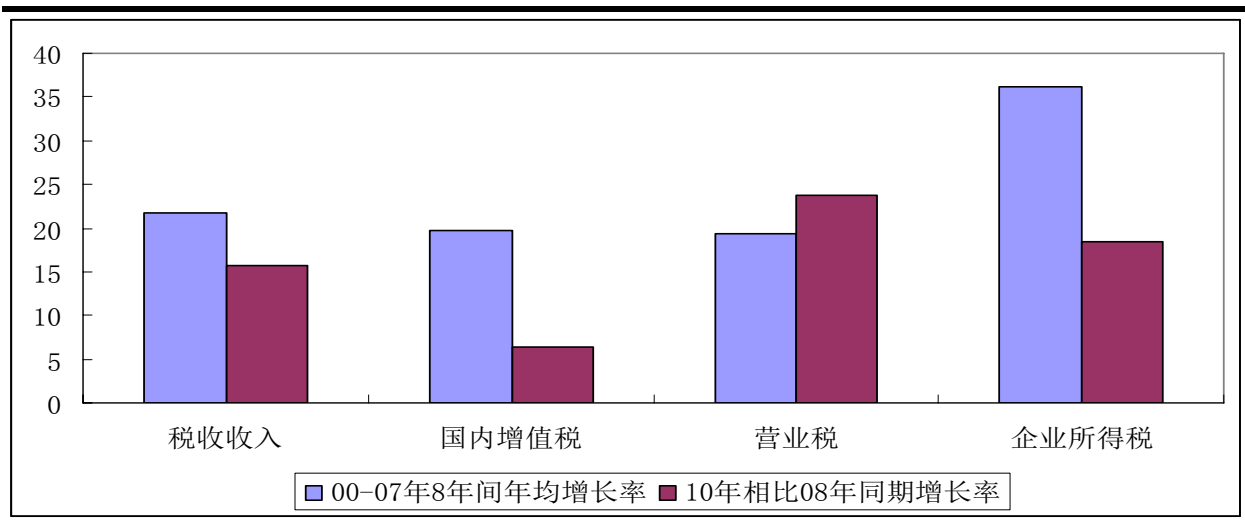


数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 8: 前 2 月我国税收收入也实现了高增长

1、税收增长反应企业效益增长并不乐观

但是税收增长仍旧低于历史水平，我们以 2010 相比 2008 年同期税收收入的增长率和 2000-2007 年 8 年间的年均增长率做一比较，结果发现，只有营业税高于前期历史水平，其他各项都低于危机前的平均值，并且以工业增加值和商业增加值为税基的增值税是大幅度下降（见图 9）。这说明企业的盈利增长并未恢复到危机前水平。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 9: 企业的税收增长水平并未回到危机前水平

2、物价上涨推动企业利润增长，而利润率并未明显改善

工业企业的利润虽然大幅增长，但是增长的来源在一定程度上得益于物价的上涨。在工业企业利润贡献最大的前 10 大行业中，属于涨价明显的采掘、原材料行业的就近一半，加上

涨价靠前的电气机械和农副食品加工业，受益于涨价的行业已经过半数。并且在利润贡献最大的 10 大行业中，相比 2008 年同期，企业销售利润率只有交通运输设备制造业和煤炭采选业两个行业有显著的提高，相反利润率恶化的行业有一半（见表 1）。因此，利润总量的增长并不代表企业的盈利能力的显著提高，企业的经营状况仍需改善，并未出现比较乐观的境况。

从未来的经济情况看，PPI 将在二季度冲高后回落，PPI 的上涨带来的企业营收改善，特别是采掘业和原材料行业，可能受到冲击，企业的盈利情况也会出现波折。因此，进一步改善企业的经营绩效仍需努力。从这个角度看，我们认为不应判断经济增长过热，经济尚处在复苏巩固阶段，我们仍需扶持企业改善经营环境，提高经济效应。

表 1：利润贡献最大的前 10 大行业销售利润率增长情况

排序	指标名称	行业利润占工业企业利润比例	销售利润率相比 08 年增加	PPI 涨幅排名
1	交通运输设备制造业	11.39607	2.33	31
2	石油和天然气开采业	10.18808	-15.26	1
3	煤炭开采和洗选业	8.090777	2.51	10
4	化学原料及化学制品制造业	6.066573	0.01	8
5	电气机械及器材制造业	4.676417	0.53	13
6	通用设备制造业	4.446105	-0.06	38
7	非金属矿物制品业	4.161617	0.86	27
8	农副食品加工业	4.065171	-0.18	14
9	黑色金属冶炼及压延加工业	3.630389	-1.87	12
10	烟草制品业	3.58081	-5.89	33

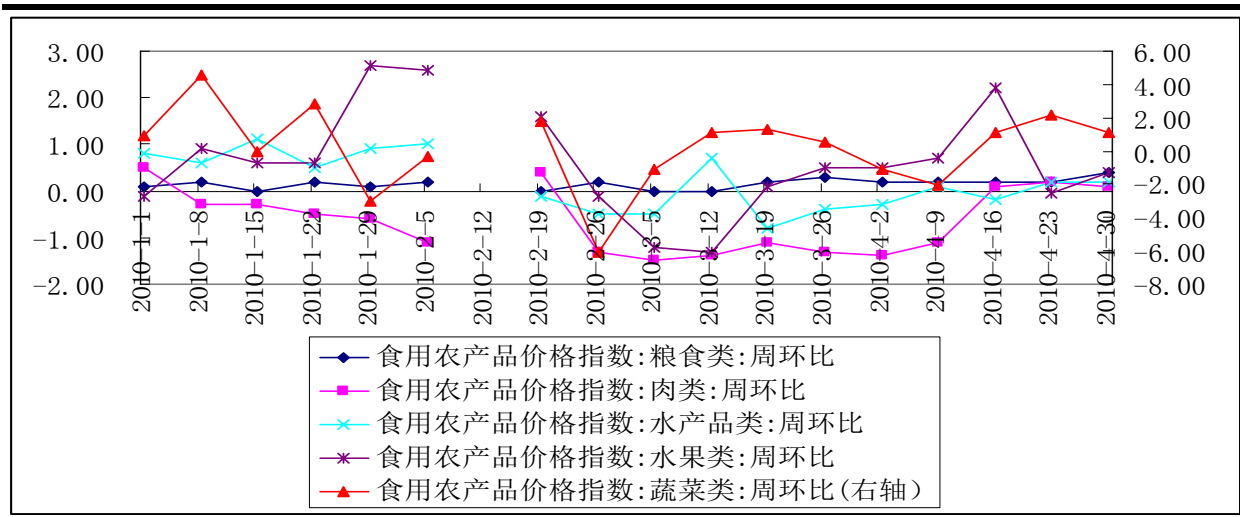
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

三、二季度物价将加快上涨，宏观政策将重在管理通胀预期

一季度物价走势相对平稳，在 2 月份加快上扬后于 3 月份出现一定幅度回落，3 月份 CPI 同比增长 2.4%，累计增长 2.2%。但是我们认为二季度的物价将出现加速上扬的态势。当前，粮食、猪肉等主要农产品价格呈持续上升态势，而 PPI 的持续走高将有可能进一步推动 CPI 的上涨。

1、二季度 CPI 将持续走高

根据商务部监测的食用农产品价格指数（见图 10），我们判断 4 月份农产品将继续上涨，其中粮食连续 5 周环比上涨，将创新高；肉价是止跌回升，但由于月初跌幅较大，难以回到正增长；蔬菜价格再次上扬；食用油、蛋、水产品等基本持平；水果将略有上升。预计食品价格将上涨 5.5% 左右，带动 CPI 上涨 1.8 个百分点左右，CPI 整体将同比上涨 2.7% 左右。而二季度都将成持续上涨态势，累计增长将超过 3% 的管理目标。

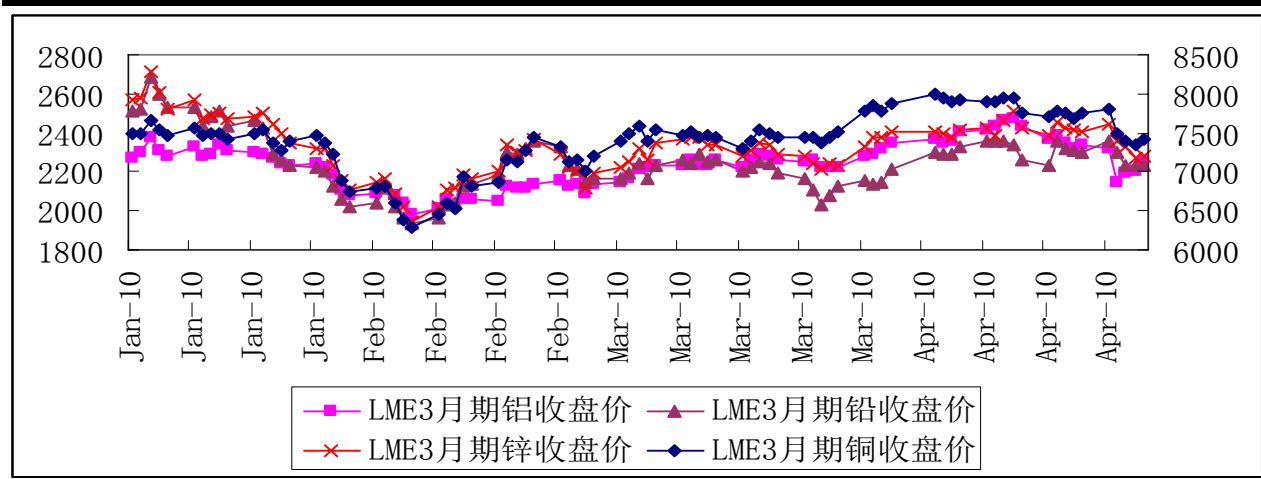


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 10: 4 月份主要食用农产品价格呈上涨态势

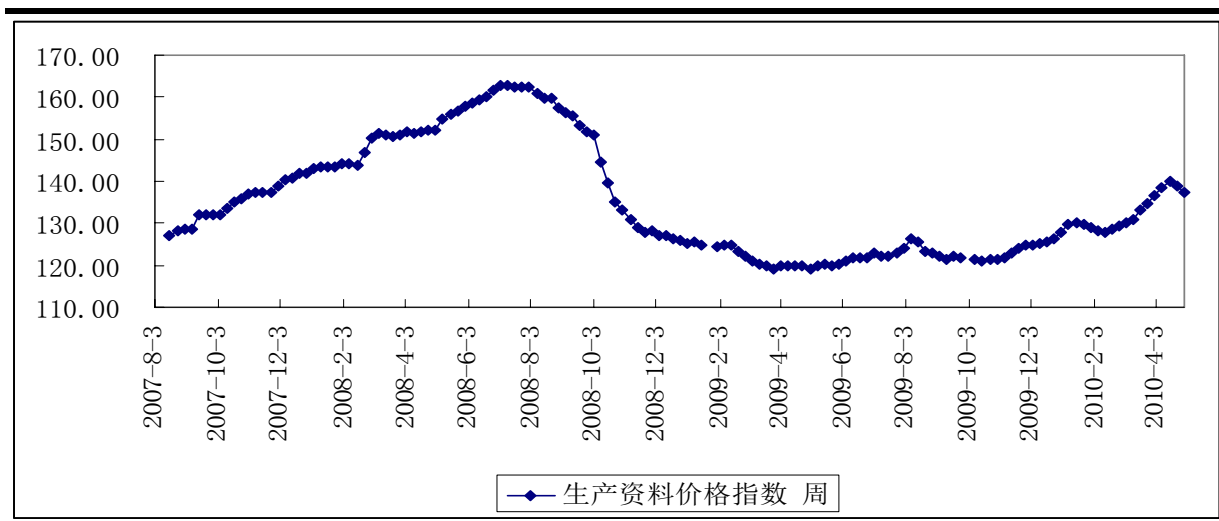
2、PPI 将走高回落

而 PPI 将在 4 月份继续加快上扬。新公布的 PMI 购进价格指数涨幅高达 7.5 个百分点，逼近 2008 年的历史高点。PPI 上涨的原因还在于国际大宗商品的推动。石油和主要金属品期货价格在当前都处在高位运行。不过，在 5、6 月份开始，PPI 涨幅可能回落，据此二季度的 PPI 增长率将成为全年的高点。理由是翘尾因素作用开始下降，而主要金属品价格也难以有大的突破。4 月份的后半月份铜、锌、铅、铝等主要金属品都出现了一定回落（见图 11），国内生产资料价格也出现调整势头（见图 12）。



数据来源：天相投资 2008，东北证券金融与产业研究所

图 11: 主要金属价格在 4 月份有所回落



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 12：商务部监测的生产资料价格也在 4 月末出现回落

3、管理通胀预期将是政策的重点

总体看，物价将呈加快上涨之势，二季度将是通胀压力凸现的时期。面对 CPI 加快上涨的趋势，中央管理层将高度关注物价上涨趋势。而一季度的经济运行略超市场预期，良好的经济运行态势也为刺激政策的进一步退出提供了良机。在农产品价格和 PPI 走高的推动下，6、7 月份将可能迎来全年物价的高点。结合国际上澳大利亚、印度、巴西等经济运行良好的国家不断开始收紧刺激政策的形势，进一步适时地布控退出策略将是有效缓解流动性过剩带来物价上涨的必要之举。

央行于 5 月 2 日再次提高准备金率给我们传递了管理层的三“心”两“意”——：中央对经济复苏的放心、对通胀的担心和政策正常化的决心；意在有效调节信贷，并减缓未来的通胀压力。

而央行再次上调准备金率也进一步印证我们之前的判断，即面对经济复苏的复杂局面，调控流动性主要以数量化工具为主，而利率等价格杠杆还是受到诸多因素制约而不敢轻易启动。上调准备金率后，市场流动性将进一步得到有效调控，鉴于历史经验，短期内加息的可能性变得较小。但是正如刚才所说，此次调控表明了中央的“三心两意”，经济形势的进一步好转将促使政策的退出变得更加坚决，中长期看，加息在所难免。因此，到二季度末仍需对政策收紧保持足够的警惕。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。