

第一财经 +
C B N

业内一流专家合力撰写
行业基本面透彻分析
上市公司深度报道

XUAN HA GONG SI MAI DUI GU PIAO

选好公司 买对股票

2005中国经济展望与行业投资策略



世纪出版集团 上海人民出版社

有关投资建议，只代表分析师个人观点。股市有风险，入市请谨慎。

第一财经·系列

选好公司 买对股票

2005中国经济展望与行业投资策略

总 编 / 高韵斐
主 编 / 金维一
编 委 / 孙继民 孟 诚
 傅争光 李 东
策 划 / 傅争光

世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

选好公司 买对股票：2005 中国经济展望与行业投资策略 / 高韵斐总编；高善文等著. —上海：上海人民出版社，2005

ISBN 7-208-05540-8

I. 选... II. ①高... ②高... III. 股票-证券投资-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 002983 号

出品人 施宏俊

责任编辑 王志毅



世纪文景

选好公司 买对股票：2005 中国经济展望与行业投资策略

第一财经系列

高韵斐 总编

高善文 等著

出版 世纪出版集团 上海人民出版社

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

出品 世纪出版集团 北京世纪文景文化传播公司

(100027 北京朝阳区幸福一村甲 55 号 4 层)

发行 世纪出版集团发行中心

印刷 中国农业出版社印刷厂

开本 787 × 1092 毫米 1/16

印张 23

插页 1

字数 488,000

版次 2005 年 2 月第 1 版

印次 2005 年 2 月第 1 次印刷

印数 1—10,000

ISBN 7-208-05540-8/F·1244

定价 28.00 元

序一

由上海文广新闻传媒集团旗下的“第一财经”频道主编的这部《选好公司 买对股票》，是财经媒体切入证券深度研究的一次有益尝试。

从20世纪90年代初的上海“老八股”、深圳“老六股”开始起步，中国证券市场所取得的超常规发展有目共睹，所经历的艰难曲折也是世人皆知。令人欣慰的是，重视行业产业研究、关注公司基本面变化，已经成为中国证券从业人员日益专业、投资者日益成熟的重要标志。

2003年以来，“价值投资”成为市场中使用频率最高的词语。市场人士逐渐认可理性的“价值投资”理念，过去一度盛行的“跟庄投机”已被大多数投资者所抛弃。从理论上来说，价值投资概念本身就比较宽泛，比如依靠基本面研究、重视合理的估值水平来主导投资。从发达资本市场的经验看，价值投资是经典的投资方式之一，具有生命力，但它也是不断发展的，具有不同的展现形式。

我们不能因为股市下跌、基金净值缩水，就对价值投资表示怀疑。相信随着大家对价值投资不断深入的认识，越来越多的人会选择坚持。但同时我们应该认识到，价值的内涵不等于大盘蓝筹，其投资理念还需要进一步丰富、进一步完善。在诚信缺失的环境下，不分青红皂白一概排斥对短期获利的机会寻求，并不具有太大的说服力。但投资的基本立足点，仍然需要依据国家经济发展的特点，推导出各个重点行业的投资机会，并抓紧落实到相关行业中有着良好经营业绩和持续增长的上市公司。而这也正是本书详尽解读之处。

从发达国家的成长历史来看，一个国家的人均GDP超越1000美元后，经济将进入快速增长期。而从2003年起，中国就已跨入了这一重要阶段。因此，我们需要站在战略的高度，秉承价值投资理念，把握好未来经济脉动和行业变化的大趋势，力争取得良好的投资业绩。

虽然从本书的编排来看，还略显粗犷，但是作为传媒业切入证券深度研究的

一次有益尝试，还是有颇多值得研读之处。第一财经频道的同志在百忙的业务工作中，抓紧时间编写和出版这本书，一定付出了辛苦劳动，其精神可贺可显。

相信本书的出版，不仅能为中国投资者提供一些有益的经验 and 启示，而且对推动中国资本市场和产业经济的健康发展，也未尝不是一件十分有益的促进工作。故应邀以此文“序”之。

原全国人大财经委办公室副主任、经济学家 王连洲

序二

2003年6月，纽约州的克劳顿村，杰克·韦尔奇培训中心，“中国高级管理人员培训班”（CNINA CEO PROGRAM 2003）正在上课，通用电气财务总监正在为我们讲授现金流管理和资本市场。到了提问阶段，有学员问，作为公司高管，最关注哪些外界评论？这位总监提到了媒体、投资者、政府监管者、华尔街的那些分析师。其中，主流媒体，尤其是财经媒体的耦合力量，极大程度地影响着高管人员的决策。

媒体的力量。

中国媒体的力量在哪里？尤其是当经济成为一个国家成长的命脉，成为各级决策层关注的焦点，成为亿万百姓改变生活的期许时，中国财经媒体的力量在哪里？

创办“第一财经”的冲动，正是来自于我们这个团队渴望通过不懈的努力去创造这种力量的巨大梦想，缔造传媒品牌，整合广播电视资源，与CNBC建立战略合作，推出“道琼斯第一财经中国600指数”，出版《第一财经日报》，在海外播出《中国经营者》……我们的梦想正在一步一个脚印变成现实，并且为历史所记取。

2004年5月，我重回纽约，在宾馆与朋友聊天，忽然CNBC频道上出现了来自上海第一财经的画面，是我们的主持人在用英语连线直播中国财经动态，我的内心怦然而动。我知道，那短短几分钟的直播可能很快就湮没在了全球汪洋一般的资讯之中，但那是真实的来自中国的声音，来自中国财经传媒的年轻的声，那是我们正在崛起的力量。

感谢韵斐和他领导的第一财经团队付出的辛勤努力，感谢节目的创作者和所有关心支持我们成长的朋友们，也感谢在节目和书中与我们分享商业与人生智慧的参与者。

我们把自己标识为“第一”，也就把自己永远置身于追求的漫漫征程之中，这种追求将为我们对于商业社会的影响力所明证。

上海文广新闻传媒集团总裁 黎瑞刚

2004年12月23日

目 录

C
O
N
T
E
N
T
S

1	序一	王连洲
1	序二	黎瑞刚 (文广传媒)
1	宏观经济:硬着陆与通货紧缩的前景	高善文 (光大证券)
15	2005 年银行业展望与投资策略	伍永刚 (国泰君安)
43	2005 年煤炭行业展望与投资策略	韩 永 (华夏证券)
55	2005 年钢铁行业展望与投资策略	李 芹 (银河证券)
73	2005 年有色金属行业展望与投资策略	周 明 (国泰君安)
91	2005 年化工行业展望与投资策略	赵献兵 (华夏证券)
109	2005 年建材行业展望与投资策略	周思立 (东北证券)
125	2005 年造纸、印刷行业展望与投资策略	徐 岚 (南方证券)
139	2005 年机械行业展望与投资策略	许运凯 (国泰君安)
155	2005 年交通、运输行业展望与投资策略	龚小祥 (东海证券)
167	2005 年汽车行业展望与投资策略	程 坚 (国元证券)
181	2005 年纺织行业展望与投资策略	邓亚萍 (兴业证券)
195	2005 年电子、家电行业展望与投资策略	季 映 (光大证券)
215	2005 年连锁零售行业展望与投资策略	路 颖 (海通证券)
241	2005 年媒体行业展望与投资策略	周长才 (世纪证券)
259	2005 年数字电视行业展望与投资策略	杨义灿 (东吴证券)
273	2005 年食品饮料行业展望与投资策略	王 云 (光大证券)
297	2005 年医药行业展望与投资策略	李晓彬 (广发证券)
319	2005 年旅游行业展望与投资策略	赵雪芹 (海通证券)
337	2005 年电力、水务、天然气行业展望与投资策略	大 路
357	编后记	

宏观经济：硬着陆与通货紧缩的前景*

高善文



作者简介：

先后供职于中国人民银行总行办公厅、亚洲开发银行研究所和国务院发展研究中心金融研究所；现为光大证券研究所首席经济学家，兼任国务院发展研究中心金融研究所综合研究室副主任、副研究员。2004年在《新财富》杂志组织的机构投资者评比中当选为中国最佳宏观经济分析师。先后就学于

北京大学（1988—1995）、日本国立政策研究大学院（2000—2001），获理学士、经济学硕士和公共政策修士（硕士）学位，并于1999年入中国人民银行研究生部攻读国际金融博士学位，预计2005年毕业。

内容提要：我们认为未来两年的经济增长总体上处于高位回落的过程中，政策力度的把握、节奏转换方面的控制以及利率调整的滞后等因素可能使得这一回落过程充满波动，其中最近的一次经济反弹可能在2005年第二季度前后出现；在悲观的假设下，经济最早可能从2006年下半年起进入通货紧缩状态，但这种可能性应该不大；平均来说经济在2006年晚些时候有望回到总量基本平衡的状态；这意味着加息周期可能在2007年早些时候结束。

* 感谢光大证券研究所的罗斌先生和莫倩女士在本文的数据处理过程中的出色协助，文中的错误由作者本人负责。

在未来一年内，利率的累计上调幅度可能达到 100—150 个基点，存款准备金比率也可能在 2005 年年中再次上调；尽管目前关于人民币汇率升值的猜测十分流行，但看起来明年年中前汇率不大可能出现调整；如果 2005 年下半年汇率出现升值，这将意味着加息周期提早结束。

从 GDP 增长和物价的角度看，基于 2004 年的货币供应、经济基本面、外资流入和财政政策变化等情况，我们认为 2005 年的 GDP 增长将维持坐八冲九的格局，全年增长率可能接近此区间的上端；消费物价指数的增长可能在 3%—4% 之间，其中食品价格仍然上涨，但幅度减小，核心消费物价上涨有所加速。

在此背景下，我们预测在可比的意义上（即剔除口径调整的影响后），中国国有及规模以上工业企业的利润增速在 2005 年将大幅回落到略高于 10% 的水平，约为 2004 年利润增速的一半；这一回落过程可能持续到 2006 年底，使得该年利润增速进一步回落到一位数的水平。

一、对经济过热程度的判断

判断宏观经济在多大程度上过热，以及由此带来的持续通货膨胀的压力有多大，主要是判断总需求和潜在供给能力之间的差距。在一般情况下，失业率对自然失业率的背离为此提供了相当合理的度量。由于中国缺乏失业率等市场化的指标来判断当前的总供求平衡状况^[1]，我们考虑通过估计经济增长的长期趋势来推测中国的产出缺口。

短期内的供给冲击（如石油价格波动，技术进步速度的变化）等因素无疑会使根据时间趋势估算的产出缺口与经济意义上的产出缺口之间出现背离，在某些时候这样的背离可能很大^[2]，所以对产出缺口的判断还必须结合其他的经济指标来进行，例如 GDP 缩减指数及其变化。

因此使用时间趋势来估算产出缺口时，最基本的假定是供给冲击从长期看（或者对于所重点研究的时期而言）并非经济波动最主要的来源，而其他因素导致的时间趋势产出缺口与经济意义产出缺口之间的背离不大可能是系统性的。

从这种思想出发，我们估算的结果显示，当前经济在一定程度上确实出现了总需求过高的态势，其程度大约不到 1993 年经济过热时期的一半。

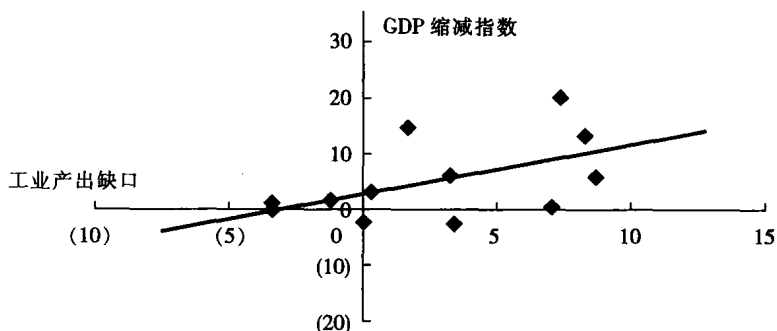
这种估计结果的合理性如何呢？我们可以从几个方面进行检查。首先根据菲利普斯曲

[1] GDP 的缩减指数也许提供了必要的参照，但由于通货膨胀预期和价格调整的黏性等方面的原因，我们认为用它来度量需求和供给能力之间差距的大小并非一个特别好的指标。

[2] 基德兰德和普雷斯科特（2004 年度诺贝尔经济学奖得主）甚至认为美国战后经济波动的 70% 可以归结为技术进步速度的波动。

线的基本思想，我们检查了产出缺口对企业部门利润份额（工资份额）的预测能力，发现在统计意义上结果与理论预测是一致的。

在不包含预期调整的简单情况下，我们还检查了产出缺口对通货膨胀的预测能力，结果也大体类似。



资料来源：CEIC，光大证券研究所。

图 1：产出缺口与通货膨胀的关系

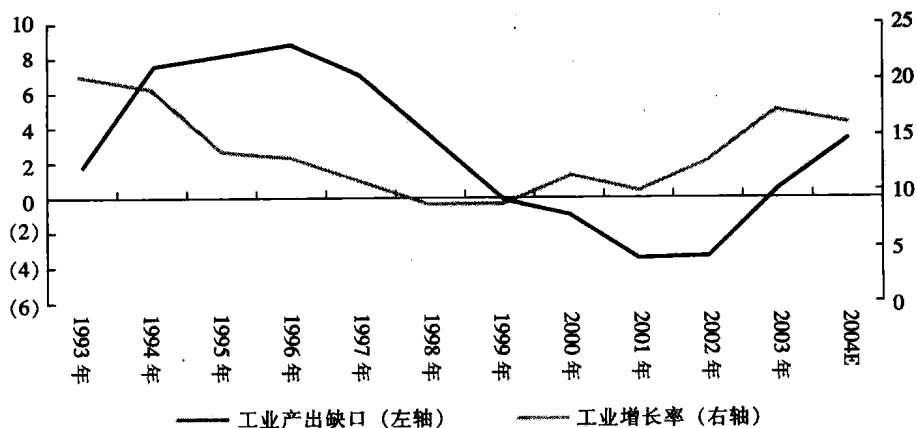
进一步从经验上看，2003 年规模以上工业增长在 17% 左右，2004 年的工业增长可能在 16% 左右，直觉上 2003 年的通货膨胀似乎应该更高。在产出缺口方面，2003 年的产出缺口接近 0，而 2004 年出现相当明显的产出缺口；对照 GDP 缩减指数，2003 年的缩减指数是 2.2，2004 年缩减指数在 6 左右，产出缺口与 GDP 缩减指数的走势和程度大体是一致的，这也说明我们对当前产出缺口的估算有一定的合理性。

二、2006 年之前的中国经济走势

从产出缺口的状况来判断，宏观调控需要引导未来的经济增长适当减速，以最终恢复总量平衡。事实上即使政府不采取调控措施，经济体系的内在纠正机制也会通过高通货膨胀等过程最终迫使增长减速，并恢复总量平衡，只是在后一种情况下经济的波动程度要更大，经济调整的代价也更高而已。^[1]

如果我们首先假定政府一般能够随心所欲地控制经济的回落过程，那么要想消除目前的产出缺口，政府应该如何选择呢？

[1] 事实上政府的宏观调控是加剧了还是减轻了经济波动的程度是可以争论的；以中国的情况来看至少在 1997—2001 年期间，政策失误很可能使得经济波动更严重了。



资料来源：CEIC，光大证券研究所。

图2：工业产出缺口与工业增长率波动

从道理上来说，政府需要在通货膨胀压力和经济增长速度的回落之间寻找平衡。例如政府可以将2005年的工业增长率降低到9%左右，这样产出缺口和通货膨胀压力在2005年就基本消除了，但这时经济增长速度在1年之间将回落接近7个百分点；从图2可以看到，如此快速的回落是1993年以来所没有过的。由于经济增长自身的惯性作用，以及经济主体预期和行为调整方面的黏性，经济增长回落越快，经济体系调整的成本也相应越高。经济增长速度在1年之间回落接近7个百分点势必带来很大的调整成本。

政府也可以选择用两年的时间来消除产出缺口，这时每年增长率下降略高于3个百分点，但通货膨胀压力就将持续更长时间。政府在减轻了经济回落带来的成本的同时，也必须接受通货膨胀延长和加剧的成本。政府如何在这两者之间进行平衡取决于政府如何评估相应成本的大小。

考虑到中国经济增长的历史经验，以及目前企业盈利能力所代表的强劲的基本面，并对照1993年产出的幅度和当时的经济调整过程，我们认为经济调整可能需要两年的时间来恢复总量平衡。这意味着2005年的规模以上工业增长率大体在12%—13%之间；2006年的工业增长率将回落到9%左右。

在实际经济中，政府很难随心所欲地控制经济的路径，那么，这种情况对未来两年经济增长状况的影响是什么呢？

从影子利率和货币供应的角度看，目前经济增长应该已经处于高位回落过程中，然而这是在相当严厉的行政控制下取得的结果。从经济基本面看，扩张的动能依然强劲。由于行政控制在资源配置效率方面的负面影响，由于它难以从根本上约束经济扩张的倾向，由于其政策的缺乏弹性，从而增大了经济硬着陆的风险，因此宏观调控有必要从行政主导逐步过渡到以利率调节为代表的市场化调控方向上来。

中国人民银行2004年10月28日的加息决策标志着当前的宏观调控在市场化方向上

迈出了关键的一步。实际上，中国人民银行的这一决定，在几个方向上具有重要意义：首先，它标志着4月以来启动的宏观经济调控正在从行政手段主导转向更加市场化的调控方向，这对于降低经济的波动程度、提高政策的可预见性、改善资源配置效率、促进实现经济软着陆的目标，都将产生积极的作用；这还向世界展示了新一届中国政府坚持市场化导向改革的决心和愿望。

其次，它标志着人民银行长期以来一直在努力推进的利率市场化改革已经大体完成。从现在的情况看，要进一步放开贷款利率的下限和存款利率的上限，可能仍然需要比较长的时间。但根据人民银行刚刚公布的决定，实际上商业银行在自主定价方面已经获得了相当大的自主权，这对于培育商业银行的风险识别、控制和定价能力，鼓励商业银行的公平竞争，促进更加市场化的信贷资源配置都会产生深远的影响。

第三，长期存款利率提升幅度远大于短期存款利率，也明显大于长期贷款利率提升幅度，这将压缩商业银行的名义利差，从而鼓励商业银行积极使用定价自主权，进一步拓展表外业务；这还有助于纠正债券市场收益率曲线长期以来过于平坦的问题，促进利率基准的形成，并督促商业银行改善对资产负债期限匹配的管理。

第四，加息决策可能还意味着在中国政府内部长期以来对于汇率调整的争论已经告一段落。央行通过自己的行动向市场承诺，在一定时期内它不会调整人民币的名义汇率水平，而将主要通过其他方式来解决人民币面临的升值压力。这些方式应该主要是资本流动控制的调整，以及关税和出口退税方面的措施。国内通货膨胀的发展也将在一定程度上缓解人民币的升值压力。

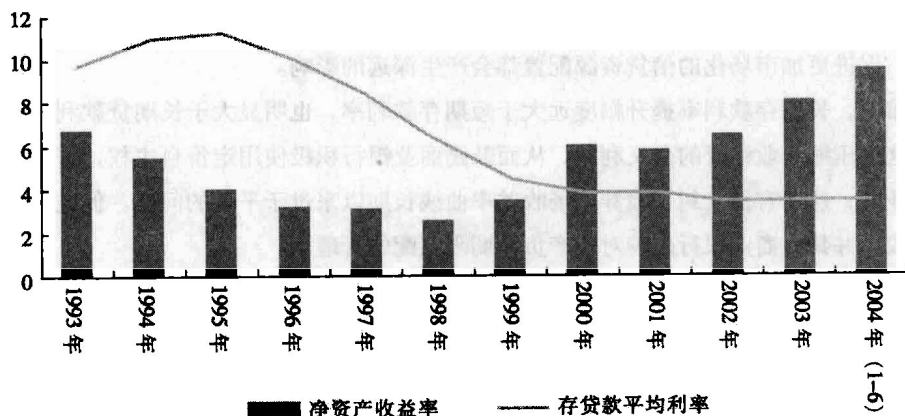
我们认为，随着加息周期的启动，在未来1年内，利率的累计上调幅度可能达到100—150个基点，存款准备金比率也可能在2005年年中再次上调。尽管目前关于人民币汇率升值的猜测十分流行，但看起来明年年中前汇率不大可能出现调整；如果2005年下半年汇率出现升值，这将意味着加息周期提前结束。

从目前经济回落的态势和程度上看，考虑到正在进行的政策调整的滞后影响和基数方面的原因，我们认为2005年2—3季度经济活动可能有比较大的反弹，但这种反弹的部分原因是影子利率下降带来的一次性刺激，以及经济活动被长期压制后的自然反应，并不意味着经济将再次走上加速向上的过程中。

从GDP增长和物价的角度看，基于2004年的货币供应、经济基本面、外资流入和财政政策变化等情况，我们预测2005年的GDP增长将维持坐八冲九的格局，全年增长率可能接近此区间的上端；消费物价指数的增长可能在3%—4%之间，其中食品价格仍然上涨，但幅度减小，核心消费物价上涨有所加速。

三、硬着陆的前景与利率走势

这轮宏观调控以硬着陆结局收场的可能性有多大？如果出现硬着陆，会是在什么时候？未来的加息周期应该走多远呢？我们试图通过回顾历史经验找到回答这些问题的线索。



资料来源：CEIC，光大证券研究所。

图3：1993年以来中国企业净资产收益率与利率

需要说明的是：这里的中国企业净资产收益率是指国有及规模以上工业企业的净资产收益率，利率用一年期法定存贷款利率的平均水平来代表，度量了资金的机会成本。

考虑到实体经济投资的流动性很低，承受着一定的风险，实体经济的投资回报在资金机会成本的基础上需要一定补偿，才能使投资者在投资和持有货币资金方面无差异。我们假定这样的补偿水平大体稳定。

投资者事实上需要比较未来期望的资本回报率来决定是否投资，但一来这样的期望水平无法观察；二来未来期望值和现在的现实值之间可能存在一定联系；三来也许更重要的是，由于信贷市场上存在的信息不对称，以及由此带来的摩擦，现实资本回报是投资者能够给银行提供的最好的担保品，也是银行是否向投资者发放贷款最重要的依据，因此我们仍然可以利用现实观察到的资本回报水平，并根据它与利率水平的对比来大体判断微观经济主体是否具有扩张投资的倾向。

在图3中，不需要多说的是，中央政府在1998—2000年的3年期间推行的脱困政策是此期间企业净资产收益率大幅提高的重要原因。

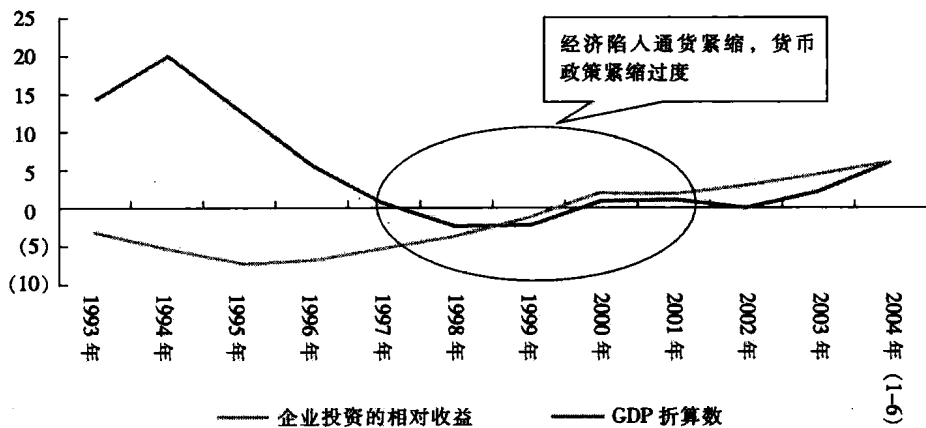
从上图可以看到，早在1993—1994年期间，利率水平已经明显高于企业的净资产收益率，这表明货币政策处于紧缩态势，微观经济主体应该倾向于收缩投资和降低经济活动水平，这同当时政府抑制通货膨胀的努力是一致的。

然而最晚至1996年，通货膨胀已经得到明显控制，从而货币政策需要逐步调整到中性的水平；1997年以后，经济开始逐步表现出内需不足的倾向，政府也于1998年开始推行积极的财政政策，此时从理论上讲货币政策需要进一步调整到扩张态势上。

实际的情况是，1997年企业投资收益率比银行利率低530个基点，在政府开始用积极财政政策启动内需的1998年，企业投资收益率比银行利率低380个基点，在1999年仍然低100个基点，到2000年部分由于脱困政策的影响，企业投资收益率才开始高于银行利率。这表明1997年的货币政策处于不恰当的高度紧缩状态；在1998—1999年的两年中，货币政策与财政政策的方向完全相反，前者相当紧缩，后者积极扩张，前者的影响明显超过后者，形成相当奇怪的政策搭配；在2000—2001年的两年中，尽管投资相对收益大于0，但幅度相当小，可能仍然低于企业家扩张投资所需要的风险补偿^[1]。

这显示在1997—2001年的5年时间里货币政策的制定和执行发生了比较明显的失误，其后果在宏观层面上表现为内需始终无法启动，在微观层面上表现为企业效益持续恶化，在金融层面上表现为坏账急速积累^[2]。最后中央政府被迫以巨大的代价对企业的资产负债表进行外科手术式的清理，以恢复企业财务状况的健康并支持经济逐步复苏。

下面通过对有关数据的进一步梳理来揭示这一过程。如果我们定义企业投资的相对收益为企业资本回报减去银行利率，则有下图：



资料来源：CEIC，光大证券研究所。

图4：企业投资的相对收益与通货膨胀

[1] 有些研究认为这样的补偿水平应该在300个基点左右，当然这需要进一步的验证。

[2] 事实上中国银行体系坏账可能有三分之二以上形成于这段时期。

中国的中央银行在 1996 年开始降息，而实际货币政策的紧缩倾向始终没有明显改变，关键的原因是这段时期企业的净资产收益率不断下降，速度比降息速度更快。这暗示衡量对货币政策的反应关键可能要看其相对于企业资本回报的变化，而不能简单地观察利率水平本身。但问题是为什么这段时期内企业的资本回报会下降得如此快？

我们推测主要的原因可能包括：1993 年前后高速经济增长的效率比较低，表现为存货增加，占 GDP 的比重接近 6%，远高于国际平均水平；剔除存货后的最终需求的增长并不快，不到 8%。库存的过度积累意味着在随后的经济调整过程中，生产的增长需要降低到需求增长水平之下，并保持较长时间，以逐步将库存降低到合理水平；生产的增长比较低，而过多的库存在长时间的调整中必然带来大量损耗，结果就是企业资本回报的恶化。1993 年前后固定资产投资增长相当快，这些投资在 1995 年之后陆续形成生产能力，产品市场的竞争更加激烈，从而带来资本回报的下降。

这些讨论显示，在实体经济层面上，需求和资本回报等因素的确是不断波动的，但宏观经济管理的重要目标在于通过恰当的总量政策来尽量熨平这些波动。这就是说，尽管资本回报可能由于实体经济层面的原因而波动，但如果利率水平的调整及时充分的话，宏观总量的波动程度仍然可以大大降低。

以 1997 年的情况为例，从静态模拟的角度看，如果当时的利率水平能够多下降 250 个基点，资本回报将与利率水平基本相等，企业的资产负债表和现金流状况会明显改善，这样经济的调整成本可能低许多，调整时间将明显缩短，许多坏账也许是可以避免的^[1]。

需要进一步讨论的是：在中国存在明显的利率和信贷管制的条件下，法定利率水平只是资金机会成本的下限。真正影响经济活动的利率水平是影子利率，即同信贷控制的松紧程度对应的利率水平：在信贷控制更严厉的条件下，尽管法定利率水平不变，但实体经济获得信贷的难度增加，从而影子利率上升了。

当前货币信贷增长率的显著减速表明影子利率已经明显走高；从货币供应的增长率看，货币政策已经转向收缩态势，暗示未来经济增长将逐步减速。

由于影子利率的高企恶化了信贷资源的配置效率，有必要逐步提高法定利率水平，并适当放松信贷紧缩的力度，使得紧缩政策从行政数量控制转向更多依靠市场手段的价格控制（行政控制加剧经济波动的证据见附录），2004 年 10 月 28 日中国人民银行的加息决策标志着这种转换已经开始。那么利率可能提高到什么水平呢？

[1] 这种讨论似乎同人们的直觉有一定冲突，因为在经验上人们相信坏账是和银行的信贷管理水平、社会信用状况、完备的法律和顺畅的法律执行能力等有关。这些因素的确影响着信贷资源的配置效率，从而影响着经济增长水平。但即使信贷资源的配置效率很低，如果利率水平设定得更低，利差也充分大，足够补偿信贷风险，那么坏账水平仍然可能被控制在比较低的水平上。

从以上的讨论我们知道，由于2002—2004年的大量投资逐步形成生产能力和工资上升等原因，未来企业的资本回报将逐步降低。综合考虑现在的产出缺口的大小，以现在的资本回报为基础，根据企业的财务状况进行静态模拟应该可以大体估算出利率水平提升的上限。

这种计算显示，在本轮加息周期中，利率水平的上升不应该超过300个基点，而未来具体的上升幅度需要综合考虑企业资本回报的下降情况、产出缺口的变动状况和通货膨胀的发展来相机抉择。

需要警惕的风险是：未来利率的提升幅度有可能走得太远，并在高位滞留的时间太长，随后的降息又太缓慢，从而重复1997—2001年期间的政策失误。如果这种情况发生，那么最早从2006年下半年起，中国经济将再次步入通货紧缩过程，增长率低位徘徊、银行坏账大量积累和金融危机都不是不可想象的。

我们大体可以确定的是：由于目前企业资本回报远高于法定利率水平，投资相对收益处于1993年以来的最高值，库存及其变动也处于相当低的水平，表明经济的基本面相当强健，因此政府政策发生失误并带来严重后果的空间比1993年要小得多。

四、未来企业的利润增长

为了从宏观经济层面考察企业利润，我们可以先定义利润份额为国民经济中的非金融企业部门税前利润总和^[1]与该企业部门创造的经济增加值的比例。这样企业利润增长可以拆解为利润份额的增长和增加值的增长来分别考察。

对利润份额的实证观察显示，在比较长的历史时期内该份额一般维持在一定水平附近波动，而没有系统性地上升或者下降的趋势^[2]。

[1] 需要说明的是，考虑到理论讨论方面的原因，这里的利润需要在企业会计利润的基础上进一步调整库存重估和资本消费的影响。

[2] 见格林斯潘于2004年7月20日在美国国会就货币政策提供的证词。他说：“In a market economy, any tendency for profit margins to continue to rise is countered largely by the entry of new competitors willing to undercut prices and by increased labor costs as more firms attempt to exploit the opportunity for outsized profits by expanding employment and output. That increase in competitive pressure, as history has amply demonstrated, with time, returns markups to more normal levels. Over the past three decades, the share of the profits of nonfinancial corporations in the total nominal income of that sector has fluctuated around a longer-run average of roughly 10 - 1/2 percent.”