

一个资本市场分析员眼中的中国宏观经济



在周期的 拐点上

——从数据看中国经济的波动

高善文◎著

中国发展出版社

在周期的

高善文◎著

拐点上

——从数据看中国经济的波动

中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

在周期的拐点上：从数据看中国经济的波动/高善文著.
北京：中国发展出版社，2006.1（2006.4重印）

ISBN 7-80087-872-4

I. 在… II. 高… III. 经济周期分析
IV. F037.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 133277 号

书 名：在周期的拐点上：从数据看中国经济的波动

著作责任者：高善文

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 7 - 80087 - 872 - 4 / F·534

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京市白帆印务有限公司

开 本：670 × 990mm 1/16

印 张：14.25

字 数：233 千字

印 数：4001—6000 册

版 次：2006 年 1 月第 1 版

印 次：2006 年 4 月第 2 次印刷

定 价：30.00 元

咨询电话：(010) 68990692 68990622

购书热线：(010) 68990682 68990686

网 址：<http://www.develpress.com.cn>

电子邮件：fazhan@drc.gov.cn

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

序 言

易 纲

本书是高善文博士根据近年来的研究成果整理精编而成的，书中对涉及宏观经济的若干重要课题进行了深入地研究，对从事宏观经济、金融市场和货币政策研究的专业人员有重要的参考价值。

20世纪90年代以来，中国日益融入全球经济体系，并从1994年以来在很长一段时间维持了相对美元高度稳定的汇率制度，这样的结构变化对中国通货膨胀形成过程产生了深刻的影响，对这个事实注意到的人似乎不多。本书作者通过系统性地收集、处理有关数据，发现中国生产资料价格和美国生产资料价格（中间投入品）指数自1995年以后高度同步，而这之前的同步关系并不明显，这为确认国际价格波动影响中国通货膨胀形成过程提供了比较可靠的证据。在进一步分析了中国总需求波动对国际生产资料价格形成过程的可能影响后，作者得出结论：在许多领域中国并非价格的简单接受者，而在一定程度上具有影响国际价格形成的能力，这为进一步研究和分析中国和

全球经济的相互作用过程，以及由此带来的汇率和其他宏观经济政策的协调问题提供了比较好的视角和切入点。

中国经济在 1997 ~ 2001 年期间经历了比较明显的总需求不足和通货紧缩过程，对此，理论界和政策部门提供了许多解释。作者通过研究企业部门的盈利能力变化，并对比法定利率水平的高低后认为，受货币政策操作影响，利率水平长期显著偏高是导致这种局面的主要原因。这样的分析有助于人们理解这段时期中国经济波动在企业层面的微观基础，并为未来货币政策操作提供了有益的借鉴。

如何在宏观经济的层面上理解企业盈利波动的过程，菲利普斯曲线所代表的短期经济调节机制是否适用于中国经济的现实，一直是个令人感兴趣的问题。书中对菲利普斯曲线作了一定的推广，发现其可以比较合理地解释企业盈利的波动过程，而且这样的解释适用于中国经济的数据。这为人们进一步理解和研究中国经济波动和调节的短期机制提供了更广阔的视角。

近年来对资产价格泡沫的研究和争论从来没有停息过。这项研究的主要困难之一在于无法弄清楚金融市场参与者对资产未来能提供的收益的预期是否合理。在对上海楼价的研究报告中，作者通过比较金融市场的不同组成部分（股票市场、住宅市场和写字楼市场）的定价中所隐含的对未来的预期，大体确认上海住宅市场存在着很严重的问题。这样的结论是否合理将留待时间来验证，但通过比较金融市场的不同部分的定价，进而提取和对比市场对未来预期的方法具有一定的新意。

信贷挤压是否能影响宏观经济的总量表现，目前中国银行体系正在进行的提高资本充足率的努力是否会带来比较严重的信贷挤压，并进而对未来几年的经济增长产生明显影响，这是

个值得注意的问题。书中分析了美国在 1989~1992 年期间和中国在 1996~1999 年期间经历的信贷挤压过程，对研究资本约束可能带来的风险提供了有益的思考。在中国信贷挤压的研究中，作者把重点放在企业资产负债表调整的微观层面，研究了上市公司现金资产配置的相对变化，这对于人们理解信贷挤压的微观过程，对于如何度量实体经济信贷条件的变化都提供了有益的探索。

这本书还研究、分析了中国工业部门的增量资本产出比的历史变化，研究了价格传导过程的主要特征，研究了人民币汇率、石油价格，研究了中国和东南亚国家在国际市场上的产品竞争等问题，这些问题都是令人感兴趣的。

高善文博士的研究报告是用心写的，又有比较严谨的计量分析支持。中国经济的市场化程度在不断提高，宏观经济分析领域的竞争日趋激烈。市场环境必然催生像高善文这样一批优秀的研究人员的脱颖而出，这是我乐于见到的，也是中国经济可持续发展的一个要素。

市场在日趋成熟，投资者、客户、媒体和有心的读者正在开始记录每位分析师的研究质量。年轻的朋友们，你努力，你成功；否则被市场淘汰也是瞬间之事。

2005 年 8 月 11 日

引 言

随着国内供给能力的快速形成和释放，我国经济总体上正从前几年供不应求的状态逐步过渡到供大于求的状态；目前经济供大于求的状态已经初步确立起来，并将变得越来越明显和严重；由于体制改革和经济转轨的原因，银行体系“惜贷”现象再次出现，并可能长期存在，从而加大了未来经济调整的工作难度；从现在的情况看，如果不能及时采取有力措施，我国经济很可能从2006年下半年起逐步进入越来越严重的通货紧缩状态。

1. 目前经济总体上供大于求的状态已经初步确立。大约从2004年4季度开始，在我国经济生活中，许多重要的宏观经济指标都发生了明显转折和方向性的变化，标志着经济运行已经走过了周期的拐点。这些变化背后的事实是：随着国内供给能力的快速形成和释放，我国经济开始从前几年供不应求的状态逐步过渡到供大于求的状态；由于经济总需求和总供给的此消彼长，目前经济总体上供大于求的状态已经初步确立起来。

下面我们以最近的经济数据为基础，从宏观和行业两个层面上分析一下在供大于求的状态下，经济所表现出来的症状及其原因。

(1) 供大于求必然导致总体价格水平的全面下滑，目前这种情况已经出现。我国经济的总体物价水平上涨（GDP缩减指数）在2004年3季度达到7.5%的最高点，从那以后开始回落，今年2季度总体物价水平的上涨率为3.7%。从固定资产投资价格指数看，2004年上半年上涨了6.8%，2005年上半年已经下滑到1.8%。从生产资料价格指数看，2004年10月份达到8.4%的最高点，2005年8月份回落到5.3%，如果剔除石油的影响，回落要更显著。

从行业方面看，焦炭、电解铝、水泥、玻璃、汽车以及部分化工

行业等供过于求的态势十分明显，钢铁、煤炭等行业供过于求的态势已经开始显现，其他前几年比较紧张的行业的情况也大体类似。其中，焦炭的价格高点大约出现在2004年12月，当时为250美元/吨，目前国内市场的价格已跌至130美元/吨，跌幅接近50%；和行业高点相比，目前水泥的跌幅约40%；普通玻璃的跌幅约30%；部分化工产品比如PVC的价格跌幅在25%左右；钢材的跌幅约18%，个别品种的跌幅甚至达到30%；煤炭价格的跌幅在10%~15%左右。

(2) 供大于求必然导致过剩产能转移到国际市场，从而形成贸易顺差的大幅度增加，目前，这种状况比较明显。2004年前3个季度，我国贸易顺差占GDP的比例为0.35%，2004年4季度开始急剧增长，今年上半年顺差占GDP的比例为4.9%，为改革开放以来的最高水平。

从行业方面看，我国钢铁工业从2004年9月开始出现净出口，扭转了以前钢铁行业始终处在净进口的局面。来自中国海关的数据显示，2004年前8个月我国粗钢净进口约1700万吨，而今年前8个月粗钢净出口约163万吨。从粗钢的出口增长看，其出口增速从去年上半年29%的水平大幅度升至今年1~8月113%的水平，其中，钢坯等低端产品的出口加速尤为显著，钢坯产量的出口增速从去年上半年的25%的水平大幅度升至今年1~8月167%的水平，钢铁棒材的出口增速从去年上半年的20%上升至今年1~8月累计70%的水平。

另外，水泥、电解铝、汽车以及玻璃等行业的出口增长也十分明显。以水泥为例，2004年上半年水泥产量的出口增速仅为8%，但从7月份开始，水泥的出口增长显著，2004年下半年出口增速达到53%，而2005年1~8月出口增速已达到创记录的184%的高点。电解铝的出口量增速今年上半年为37.5%，较去年同期上升9.2个百分点。汽车出口额自去年3季度起也在快速增长，此前的汽车出口增速在70%左右，去年下半年的增速约90%，而今年迄今为止的数据显示汽车出口增速已达157%。玻璃产量的出口增速也从去年上半年的7%大幅度上升到今年1~8月累计增长47%的水平。

贸易顺差的增长当然还有其他原因，但结合中国的历史经验看，

经济供大于求局面的形成是其主要原因。

(3) 供大于求必然导致企业利润的下降，目前这方面的迹象相当明显。2004年我国工业企业利润增长接近40%，2005年迄今利润增长大幅度回落到20%左右的水平，同时企业亏损面扩大，亏损额急剧增长。今年1~8月，我国规模以上工业企业的亏损额同比增长53.1%，而去年全年工业企业亏损额的同比增速仅为11.16%。

从企业的净资产收益率等衡量企业微观盈利能力的指标看，今年的情况也都在下降。2005年1~8月，我国规模以上工业企业的净资产收益率为9.16%，较去年同期下降了0.25个百分点，比去年全年下降了0.32个百分点，而在前几年中，工业企业的净资产收益率一直都在稳步上升。

从行业方面看，焦炭、水泥、玻璃、电解铝、汽车以及部分化工行业的利润恶化十分显著，钢铁行业的恶化大约会从2005年4季度开始逐步表现出来。从行业或者代表性公司的数据来看，焦炭行业的毛利润率从去年大约30%左右的水平回落到今年约15%的水平；水泥行业的毛利润率从2004年的30%~35%的水平下降至今年10%~15%的水平；玻璃行业的毛利润率已从去年35%的高点下降至目前约20%的水平；电解铝行业的毛利润率也在一路回落，从2003年约20%的水平大幅回落至2004年10%左右的水平，而从2005年的数据看，今年电解铝行业的毛利润率很可能会继续回落至0附近的水平；汽车行业的净利润率从2003年6%左右的水平，下降为目前约4%的水平，已基本与国际市场接轨；部分化工产品的毛利润率也显著回落，例如PVC在去年景气高点的时候毛利润率可能在20%左右，而今年的毛利已经降至不到10%的水平。

(4) 供给能力的释放必然要求企业增加人手，企业增加人手的后果是就业的扩大和工资的上升，目前这方面的征候也开始显现。观察我国城镇登记失业率的变化，2004年以来，城镇登记失业率为4.2%，较2003年下降0.1个百分点，而这在90年以来是第一次。

观察微观方面的情况，工资上升的态势也十分明显，例如家庭服

务及加工维修服务价格在 2004 年上半年以前的上升的幅度在 1.5% 左右, 2004 年 4 季度后开始显著加速, 目前的上升幅度为 4.4%。从民工荒的情况看, 结论也是一样的。

就业扩大和工资上升的结果必然是消费的扩大。观察我国社会消费品零售的增长情况, 2004 年 3 季度以前, 零售增长十分缓慢, 但大约从 4 季度开始, 零售增长突然加速, 月增长率大约提高了 2~3 个百分点。从零售的历史增长情况看, 这种加速是十分显著的。

零售的加速和顺差的增长确实有助于减缓经济的减速, 但无法弥补未来投资下降的影响。

2. 目前供大于求的状态势必逐步发展为需求不足和通货紧缩。考虑到 2002 年下半年以来固定资产投资的高速增长, 2004 年 4 季度开始的供给能力释放过程目前可能刚刚开始, 这意味着今年以来在物价、企业利润和贸易顺差等重要经济指标方面出现的方向性变化将进一步发展。从行业方面看, 今年年初仍然比较紧张的煤炭、运输和电力等行业可能从 2006 年开始形成过剩局面。

更重要的是, 这种发展势必逐步演变为需求不足和通货紧缩并存的局面。这是因为: 在经济供大于求的状态越来越明显的条件下, 企业利润增长将持续大幅度下滑, 企业利润的下滑一方面使得企业逐步丧失了扩大投资的积极性, 例如今年以来水泥、炼焦、电解铝等行业的投资增长率就很低; 另一方面企业利润的下滑也直接制约了企业从银行获得贷款和筹措自有资金的能力, 从而制约了企业扩大投资的能力。由于这两方面因素的作用, 投资增长势必逐步下滑, 形成需求不足的局面。随着需求不足的出现, 企业增加人手的过程将趋结束, 零售的增长也将最终放慢。

一方面是投资下滑和需求不足局面的逐步形成, 一方面是供给能力仍然在集中释放, 其后果必然是更严重的供大于求和通货紧缩。

在供大于求局面形成的初期, 由于企业利润仍然很高以及固定资产投资增长的巨大惯性, 这时候的经济会表现出增长率仍然很高, 通货膨胀却节节下降的特点, 今年以来我国经济就出现了这种局面。在

历史上1995~1996年期间我国经济也经历过类似的转折。

从形势判断上看,由于前面讨论的原因,如果面对这种局面麻痹大意,没有警惕即将到来的巨大风险,不能未雨绸缪,则很容易失去调整政策的时间和主动权。

3. 由于体制改革和经济转轨的制约,政策空间受到挤压。由于我国经济发展程度仍然比较低,经济增长方式比较粗放,因此我国历次经济波动都伴随着固定资产投资的急速扩张和大幅度回落。由于投资回落的主要原因在于企业利润的恶化和过剩产能的大量形成,因此及时吸收和消除过剩产能成为经济调整的着力点。

在一般的情况下,吸收和消除过剩产能的方式包括:企业的广泛购并和破产、刺激需求的政府政策和经济的自然增长。为了减轻这种调整过程的社会痛苦,及时和有效的政府政策十分重要。从我国经济走出1997~2001年期间内需不足的历史经验看,大规模的企业购并和破产、持续的积极财政政策、连续的大幅降息以及经济的自然增长都发挥了作用,其中政策刺激力度之大,时间之长是改革开放以来所没有的。总结这段时期的历史,主要的教训是:

(1) 政策转换的时机太晚。中国经济在1995~1996年就已经出现了明显的供给能力集中释放的局面,而政策全面调整在1998年才开始启动,由于时机把握存在失误,失去了控制局面的主动权。

(2) 政策搭配不当,货币政策和财政政策打架,力量相互牵制,没有形成合力。在1998年开始实行积极财政政策的时候,银行利率水平仍然高于企业投资回报率2~3个百分点。由于银行利率远高于企业的投资回报率,企业没有扩大投资的积极性和能力,财政政策的刺激就无法撬动民间投资,从而形成内需持续不足、经济持续低迷和财政持续刺激并存的被动局面。归结到底,是银行的降息不到位,利率政策的预见性、及时性和有效性都没有把握好。实际上,中国经济走出这段时期困难局面的重要原因在于大规模的企业购并、破产和以“债转股”为标志的3年脱困政策,其后果是过剩生产能力的消除和企业财务报表的显著改善。

从 2005 年以来的情况看，由于前面讨论的原因，如果不能正确判断形势，并及时采取有力措施，我国经济很可能从 2006 年下半年起逐步进入越来越严重的通货紧缩状态，从而重蹈 1997 ~ 2001 年期间政策失误的覆辙，原因在于：

(1) 从政府主要决策部门的公开表态看，主流的看法仍然在强调经济强劲增长、通货膨胀节节降低的大好局面，似乎没有深刻认识其背后的经济机理，对即将到来的困难局面仍然缺乏认识和思想上的准备。

(2) 在投资增长的同时，对目前信贷政策的紧缩作用估计不足。实际上，就像 1998 年前后曾经出现的情况一样，如果信贷政策高度紧缩，政府投资就无法撬动民间投资，形成吃力不讨好的局面。

从信贷增长看，目前的贷款增长率远低于历史平均水平和经济发展所需要的正常水平；从利率情况看，2005 年 2 季度贷款加权利率已经比 2004 年上半年上升了 1.76 个百分点，目前很可能在继续上升；而随着供给能力的集中释放，企业的投资回报率却开始回落，并可能加速下降，最终可能在 2006 年下半年后出现利率高于企业投资回报的局面。

信贷低增长的根本原因并非人民银行的货币政策，而是商业银行的行为调整。具体来说，由于体制改革和经济转轨的原因，商业银行为了提高自身的资本充足率，普遍减少了贷款的投放，从而形成了贷款低增长和贷款利率上升的局面。

由于商业银行提高资本充足率的改革远未结束，信贷低增长的过程就很难扭转，从而会把贷款利率推到过高的水平。如果贷款利率持续高于企业的投资回报，经济就会持续下滑，也很难启动起来。

(2005 年 10 月)

目 录

	引 言	1
1 章	贸易顺差与通货紧缩	1
	1.1 中国贸易顺差与经济波动的经验观察	1
	1.2 贸易顺差与通货紧缩的计量考察	4
	1.3 人民币新汇率机制的基本特点	7
	1.4 下游行业净利润率的决定及未来变化	13
	1.5 结 论	19
2 章	资本约束与信贷挤压	21
	2.1 资本约束与信贷挤压的国际经验	21
	2.2 1996~1998年期间中国的信贷挤压	27
	2.3 信贷挤压与风险溢价	29
	2.4 当前经济的周期状态及其前景	34
	2.5 房地产泡沫的观察与分析	35
	2.6 长期石油价格	45
	2.7 结 论	53
3 章	美元贬值与人民币汇率	54
	3.1 汇率变化与经济调整的经验观察	54
	3.2 汇率的决定过程	56
	3.3 未来的美元走势和亚洲地区货币汇率	60
	3.4 人民币汇率的决定和政策走向	64
	3.5 结 论	66

4 章	企业盈利与经济波动	67
	4.1 利润份额与产出缺口的经验观察	67
	4.2 企业盈利与经济波动的理论分析	71
	4.3 对中美历史数据的实证考察	72
	4.4 中国企业利润份额调整的微观机制	76
	4.5 1993 年以来中国经济波动的微观基础	79
	4.6 2006 年之前的中国经济走势	84
	4.7 结 论	87
	附录 1: 工资水平调整与工资份额变化的数学证明	88
	附录 2: 关于利润比例变化方程形式设定的推导	90
	附录 3: 对 1993 年以来中国企业投资微观效率变化的 考察	91
	附录 4: 行政管制可能加剧经济波动——来自信贷市 场的证据	95
5 章	1993 年与 2004 年宏观调控的比较	99
	5.1 似曾相识的过热	99
	5.2 静悄悄的变化	101
	5.3 结 论	105
6 章	价格传导与人民币汇率	106
	6.1 物价传导现象的经验观察	106
	6.2 物价传导的理论分析	109
	6.3 中国可贸易部门价格变化的驱动因素	115
	6.4 汇率调整的宏观经济后果	123
	6.5 结 论	126
7 章	2004 年的通货膨胀趋势	127
	7.1 通货膨胀的估计	127
	7.2 影响 2004 年中国经济的负面因素	138
	7.3 结 论	146

8 章	扩张还是过热	147
	8.1 投资效率得到提升	147
	8.2 物价稳定可以期待	153
	8.3 微观效益明显改善	158
	8.4 国际收支基本健康	161
	8.5 负面因素值得关注	164
	8.6 结 论	169
9 章	中国宏观经济与货币政策的未来走势	170
	9.1 历史经验的简短回顾	170
	9.2 长期变化还是短期冲击	174
	9.3 未来的经济增长与物价走势	177
	9.4 人民币名义汇率会升值吗	181
	9.5 货币政策的挑战	184
	9.6 结 论	189
10 章	20 世纪 90 年代后期中国与东南亚国家在美日 市场的出口竞争	190
	10.1 引 言	190
	10.2 竞争力效应的测量	191
	10.3 回归模型的理论讨论	192
	10.4 回归结果	199
	10.5 结 论	206
	附录 1: 加权最小二乘法回归中权重的确定	207
	附录 2: 美日市场竞争力变化相似性的检验	209
	参考文献	211
	跋	212

1 章

贸易顺差与通货紧缩

2004年4季度以来,中国经济的对外贸易顺差急剧增长,贸易摩擦也明显升温,引起了各方面的关注。部分学者认为汇率低估、升值预期和纺织品配额体制的废除等导致了这种局面。

本章分析了80年代以来中国贸易顺差波动的历史经验,发现尽管汇率等因素确实对贸易顺差产生影响,但短期内贸易顺差波动的主要驱动力来自国内需求的波动和国内总供求平衡状况的变化,具有周期性的特点,并因此具有了对未来总体价格水平变化的预测能力。在本章中我们还分析了中国下游行业利润率受挤压的状况及其作用机制。

1.1 中国贸易顺差与经济波动的经验观察

中国的贸易顺差基于海关总署公布的贸易数据中出口减去进口的值(如为负值则体现为逆差)与当年国内生产总值(GDP)的比值,其中贸易数据使用官方汇率折算为人民币;经济波动情况用GDP增速来代表。

从图1.1的情况看,大体上贸易顺差具有明显逆周期波动的特点。例如1984~1985年期间中国经济过热,增长速度高达13%以上,贸易顺差则急剧下降,从1983年的0.3%下降到1985年的-5%左右;1989~1990年期间中国经济过冷,增长速度只有4%,贸易顺差则大幅度增加,从1988年的-1.9%上升到1990年2.2%的水平;1993年前后经济再次过热,增长速度高峰时期超过14%,贸易顺差相应从1991年的2%下降到1993年的-2%的水平,其他时期的情况大体类似。

值得注意的是,在1981~1993年的13年间,贸易顺差的平均值为-0.8%,而在人民币汇率并轨后的1994~2004年的11年期间,贸易顺差

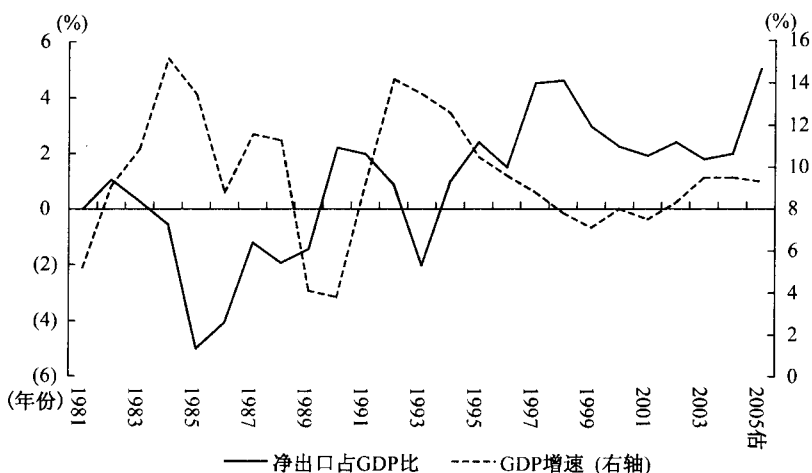


图 1.1 中国贸易顺差与经济波动的经验数据 (1981 ~ 2005)

(数据来源: CEIC, 光大证券研究所)

的平均值则高达 2.5%。后一段时期贸易顺差波动的中轴水平显著抬升,可能反映了这一时期人民币汇率低估和技术快速进步的影响,在这一时期内的大多数年份经济增长率低于经济的趋势增长水平可能也影响了这一结果。

从理论上讲,贸易顺差与经济波动存在逆向关系并不意外,这是因为在经济过热的时候,国内总需求旺盛,超过了总供给能力,从而带来出口的减少和进口的扩大,形成贸易顺差的下降,反之亦然。这就是说贸易顺差的变化实际上反映了国内总供求平衡状况(产出缺口)的方向和大小。

我们知道,国内总供求平衡状况与 GDP 增速并不完全同步。在国内经济存在严重过剩的情况下,即使总需求突然提速,经济在一段时期内仍然可能维持供过于求的状况。例如 1991 年中国经济增速为 9.2%, 1992 年进一步提高到 14.2%, 从增长速度看这两年的水平相当高,但由于此前大量过剩生产能力的存在,因此 1992 年经济总体上仍然偏冷。

与此相似,即使总需求增长很平稳,如果总供给增长突然加速,则经济也会出现供过于求的状况。例如 1996 年中国经济增速连续下降后仍然高达 9.6%, 高于长期平均水平和一般认为的中国经济趋势增长率, 1997 年中国经济增速仍然高达 8.8%, 但 1997 年中国经济就已经开始出现过冷的迹象,原因在于此前大量投资形成的供给能力快速释放,导致了总供给