

2007 年上半年宏观经济分析

殷剑峰(《中国金融》2007 年第 15 期)

今年上半年,在工业化和城市化进程的推动下,制造业和房地产业的投资保持着较高的增长速度,同时,随着就业形势好转和城镇居民可支配收入的显著上升,加之股市的财富效应,消费的增长令人注目。受食品价格上涨过快影响,CPI 有所反弹,但下半年很可能会回

落到 3%以内。我们乐观预期,2007 年的宏观经济将继续维持着低通胀、高增长的格局。

总体情况:快速、平稳的“三驾马车”

从总需求层面看,投资、消费和出口是拉动经济增长的三驾马车。今年上半年,城镇固定资产投资(累计)增速由 2 月份的 23.4%上升到 6 月份的 26.7% (参见图 1)。根据往年固定资产投资的变化,预计在 7 月份会继续保持这种上涨态势。不过,受宏观调控影响,可能难以达到去年同期的水平。

与投资相比,消费的增速令人注目。社会消费品零售总额(累计)在今年上半年出现了较为显著的加速增

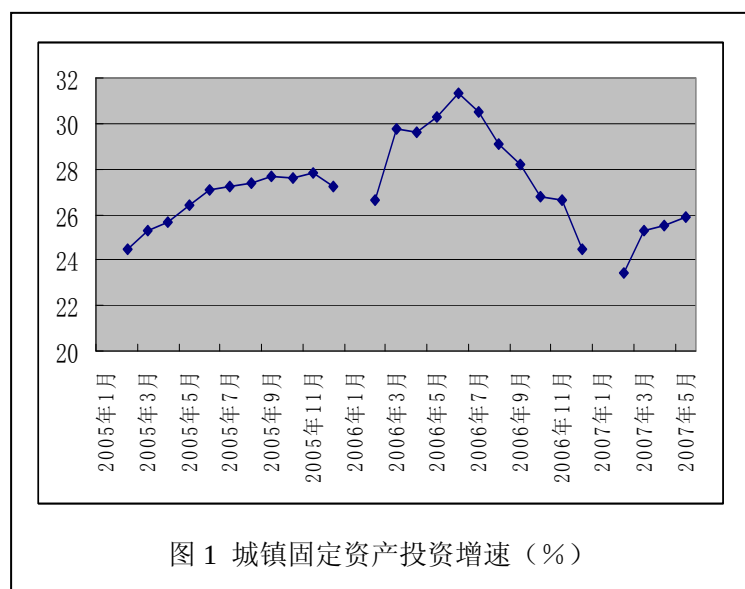


图 1 城镇固定资产投资增速 (%)

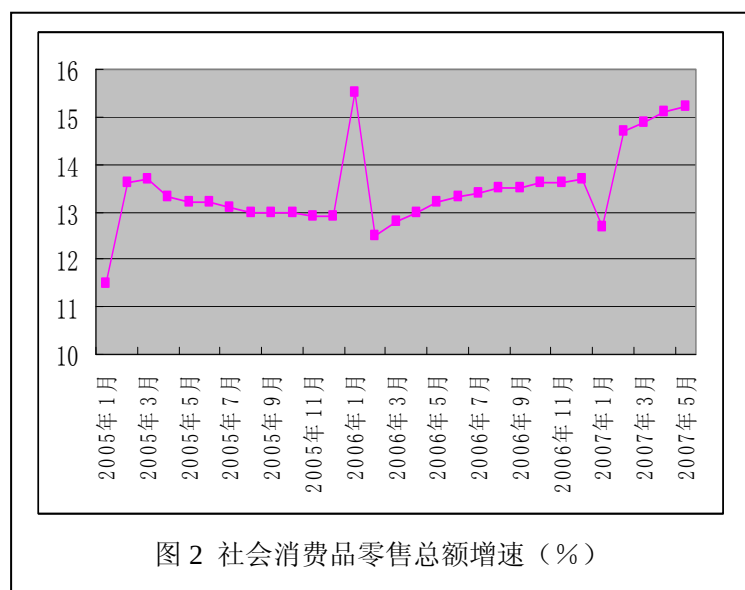


图 2 社会消费品零售总额增速 (%)

长,截至 6 月份,增速已经达到了 15.4%,比 2006 年和 2005 年同期高 2.1 个百分点(参

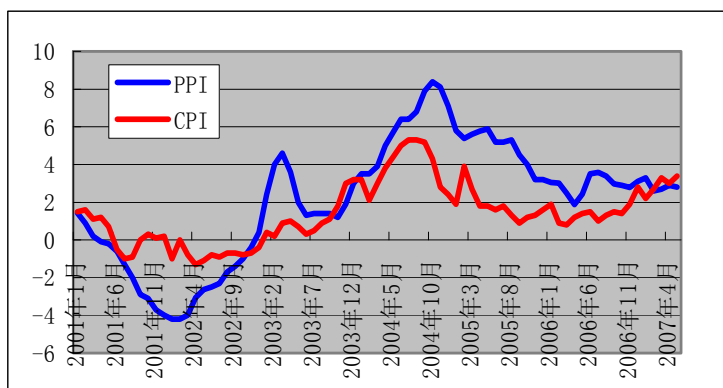


图3 出口增速 (%)

注：已经按当月人民币兑美元的外汇牌价换算成人民币。

见图 2)。如果这种态势保持下去，则今年消费对 GDP 的贡献将超过往年。

出口同样维持着强劲的增长。按照人民币兑美元外汇牌价进行折算后，今年 5 月份出口同比增长 20.3% (见图 3)，略高于 2006 年同期。然而，如果从趋势上看，出口增

长速度正在呈现缓慢的下降态势。随着出口退税政策的调整、贸易摩擦的加剧和下半年人民币的继续升值，预计全年贸易顺差对 GDP 的贡献度较往年会有所下降。

总体上看，上半年固定投资的增速将有所恢复，但比往年已大幅度下降，预计今年能够控制在 26% 左右的水平上；出口的高速增长不可持续，未来将有所放缓；在投资和出口对经济增长贡献度有所下降的过程中，消费可能会成为今年经济增长的一大亮点。

制造业和房地产投资增长的动力：新一轮工业化和城市化进程

制造业和房地产业一直是引领固定资产投资的两个主要行业，其占固定资产投资的比重

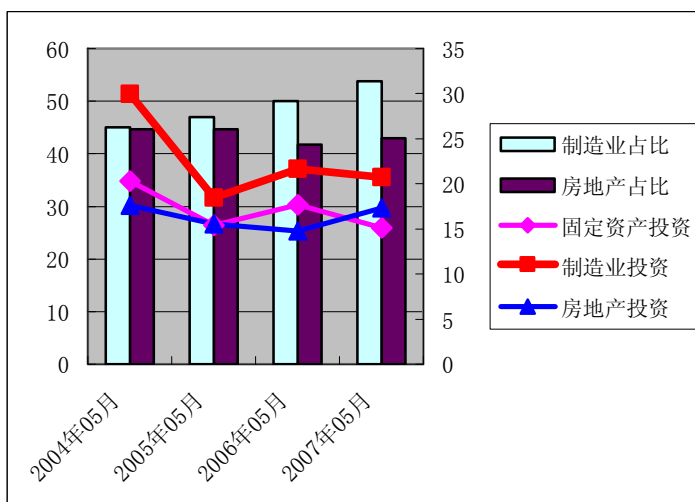


图4 制造业、房地产投资增速 (左轴) 及占比 (右轴)

保持在 50% 左右，而且，考虑到这两个行业投资的带动效应，它们的变化基本决定了整个城镇固定资产投资的走势。

与往年同期相比，全部固定资产投资的增速略有趋缓，但是，在新一轮工业化和城市化进程的推动下，制造业和房地产等两个主要行业的投资上升

明显。今年 5 月份，制造业投资的同比增速为 35.5%，比全部城镇固定资产投资增速快近 10 个百分点，制造业投资占城镇固定资产投资的比重上升到 31.3%；房地产投资的增速达

到了 29.7%，同样高于全部投资增速，其占比上升到 25.1%。（见图 4）

制造业投资的高速增长受到了强有力的业绩支撑。今年上半年，制造业累计亏损额为 11.21 亿元，比 2006 年同期（12.82 亿元）有所下降。同时，制造业累计利润大幅度增长，达到了 51.16 亿元，而 2006 年同期仅为 19.40 亿元。在利润增长加快、亏损额下降的过程中，制造业亏损企业的绝对数量由 2006 年同期的 345 家下降到今年 5 月份的 307 家，亏损企业占比则由 25.54% 下降到 20.65%。在制造业中，专用设备、交通运输设备、电气机械等重化工业子行业的利润增长更为明显，这反映了工业化进程正在进入重化工业阶段。

房地产投资的高速增长来在于旺盛的住宅消费和投资需求（。在房地产投资中，住宅投资占比达到了 70% 强，因此，住宅的需求构成了最基本的支撑。我们以当年住宅销售面积与当年竣工面积的比例来衡量供求关系的变化，可以发现，在今年 5 月份，该比例达到了 188%，高于去年同期（181%），更高于 2005 年和 2004 年的水平。

总之，当前的制造业投资增速加快反映的是以轻工业向重化工业发展的新一轮工业化进程，而房地产投资的增长则主要是因为城市化的迅速推进。在人民币升值的背景下，很多人担心中国的房地产会出现日本在上个世纪 80 年代末的泡沫，但是，考虑到中国的城市人口占比较低（2005 年为 42%），地域远较日本广阔，商品住宅市场的起步也比日本在 1980 年代快得多，因此，我们以为，中国不会出现日本式的房地产泡沫。不过，据我们以往有关分析报告的预测，大约在 2010 年前后，房地产市场供不应求的格局将会转变为供求平衡、甚至供略过于求的格局。

消费增长的动力：收入增长和就业增加

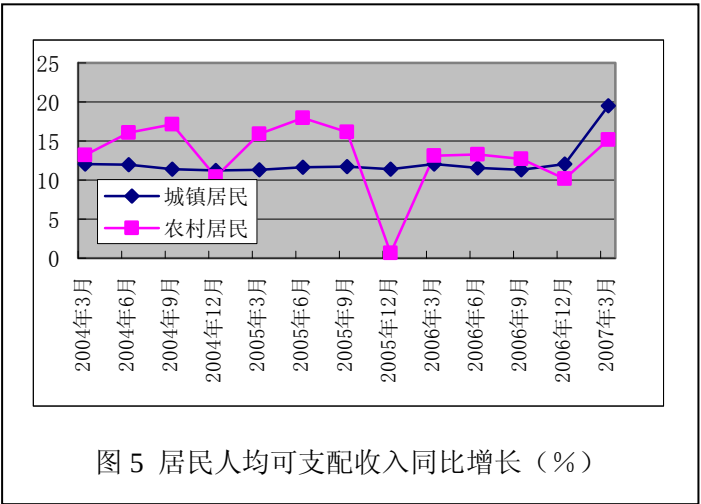


图 5 居民人均可支配收入同比增长（%）

上半年消费的快速增长一方面在于居民收入出现了明显的增长。第一季度，城镇居民和农村居民人均可支配收入增速跃升到 17.6% 和 17.5%（见图 5），分别比 2006 年同期提高了 6 个和 4 个百分点。根据我们以往的研究，中国居民的边际消费倾向自 1999 年后略为上升，但变化不大，因此，刺激居民部门消费的前提条件就是增加其可支配收入。

除了单位劳动力的工资水平可能略有提高之外，居民部门收入增长乃至消费增长的主要

除了单位劳动力的工资水平可能略有提高之外，居民部门收入增长乃至消费增长的主要

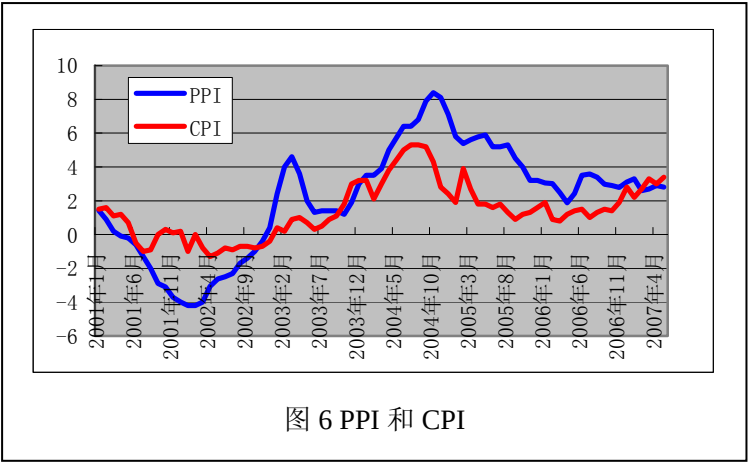
决定因素就在于就业。从城镇单位就业来看，就业总人数自 1999 年持续下降后，从 2005 年底开始明显上升。在城镇单位的就业统计中，包括“国有企业”就业、“集体企业”就业和“其他企业”就业。从 1999 年以来，“其他企业”就业人数一直处于上升态势，但是，受国有企业和集体企业就业人数下降的影响，在 2003 年至 2005 年间，城镇单位就业总人数没有显著变化。从 2005 年底和 2006 年初开始，“其他企业”就业人数的增长超过了国有企业和集体企业就业人数的下降，从而使城镇单位就业总人数逐步回升。

城镇单位就业只反映了较窄口径的就业变化，而三次产业的就业情况可以反映更为宏观、整体的状况。在以往的研究中我们已经指出，中国经济的周期性波动依然是工业化进程中的波动，是增长型经济的波动。在这种波动中，非农就业占比的年度变化与主要经济变量（如 GDP 增长率、投资率等）高度同步。在本轮周期中，2003 年非农就业占比出现了明显上升（当年上升 0.9 个百分点），此后速度逐步加快。在 2004、2005 和 2006 年，非农就业占比的年度变化维持在 2.1 和 2.2 的水平——这种状况与上轮周期中的 93、94 和 95 年如出一辙。随着非农就业占比的上升，从 2003 年直至今年 1 季度，GDP 增长率保持在 10% 以上的高平台上。

进一步将非农就业的变化拆分为第二产业和第三产业的变化，则可以看到，本轮周期中非农就业占全部就业比重的上升主要归功于第二产业，而第三产业就业的占比一直在以一个相对平稳的速度增长。

总之，未来消费能否得到持续的刺激，本轮周期的上升段能否被拉长，其决定因素在于非农就业是否能够持续的增加。鉴于第二产业投资、就业的波动性较大，未来需要继续放松管制、加快改革，以推动第三产业就业的增加。此外，劳动力的就业需要有相应资本的投入，因此，需要防止对投资的过度打压。

物价水平：无须过度担忧



今年 3 月份至 6 月份，CPI 已经连续四个月达到或超过了年初管理层设定的 3 % 的目标，6 月份 CPI 同比增长了 4.4 %。同时，PPI 持续下降，从 2 月份到 6 月份连续 5 个月在 3 % 以下。

(见图 6)

首先，就 PPI 而言，在投资增速受到控制、特别是能源和原材料价格难以继续大幅度上涨的情况下，其未来走势应该比较平稳。

其次，就 CPI 而言，近期的反弹完全归因于食品价格，而非食品价格一直保持平稳。结合 2004 年的情形，我们发现，完全可以用标准的农产品价格模型“蛛网模型”来解释 CPI 的变动。也就是说，存在这样的循环：食品价格上升、农业利润上升、产量上升、价格回落……由于需求的相对刚性，农产品价格向均衡点回复的速度主要取决于供给的弹性，因此，对这种价格变化更应该着眼于供给面，而不能以需求管理为主。

总之，尽管 6 月份的 CPI 达到了 4.4%，并且，由于生猪存栏数没有恢复和猪疫的发生，猪肉价格乃至食品价格将在 7、8、甚至 9 月份维持在高位，但是，考虑到我国长期处于储蓄率大于投资率的状况，包括资本和劳动力在内的生产要素供给非常充裕，物价不太可能出现持续、大幅度的上扬。当然，如果未来消费能够得到持久的刺激，我们将面临一个温和的通胀局面。果真如此，徘徊多年的通货紧缩阴影将会彻底远离中国经济。