



中国工商银行

INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA

宏观经济研究报告

中国工商银行城市金融研究所

2007年7月25日

报告负责人：詹向阳、樊志刚

报告执笔人：邹新、赵新杰、马素红、赵幼力、宋玮

## 全球货币政策总体趋紧 国内宏观调控将加强

——2007年上半年国际国内经济金融运行分析及下半年展望

### 要点：

- 今年上半年，尽管美国经济增长受房地产市场降温的影响有所放缓，但欧日及亚洲新兴市场经济体仍保持了良好的增长势头，全球经济增长总体强劲。在通胀风险加大的背景下，全球货币政策总体趋紧。
- 国际金融市场走势方面，美元日元持续疲软，全球股市强劲上涨，美国长期国债收益率大幅上扬，国际油价逼近历史新高，国际金价高位震荡。
- 上半年，中国经济高速增长，运行态势基本符合我们此前的预期，上半年国内生产总值（GDP）高速增长11.5%，创近10年来新高，同时出现了投资消费结构改善、工业企业效益进一步提升等诸多亮点。

本报告版权归中国工商银行所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“中国工商银行城市金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。中国工商银行及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

● 上半年国内宏观经济金融增长高位加快，从偏快到过热的风险正在加大，其中以节能减排形势严峻、工业生产增速高位加快、通货膨胀压力加大、信贷投放增长过快、固定资产投资反弹压力增大以及流动性仍然过剩为核心的问题值得密切关注，为此宏观调控的重点是遏制经济金融增长高位加快的势头，切实防止经济增长由偏快转向过热，宏观调控将进一步加强。

● 我们预计：07 年中国 GDP 增速将达到 10.9%；全年城镇固定资产投资增长将超过 25%；全年工业增加值增长 18%；社会消费品零售额增长超过 15%；全年贸易顺差约 2500 亿美元；CPI 上涨 3.2%；全年金融机构人民币贷款增量将接近 3.5 万亿；全年人民币对美元的升值幅度将接近 6%。但值得特别指出的是，随着下半年宏观调控政策的加强，宏观经济也面临着波动下行的风险，尤其是随着节能减排措施的出台，投资门槛的不断提高，投资需求有可能出现波动。

● 下半年商业银行应高度关注存款活期化、经济周期波动可能带来的信贷资产不良率反弹等态势，加强资产负债管理，提高资金运作收益，并加强信贷管理。

## 一、上半年国际经济金融走势分析

2007年上半年，尽管美国经济增长明显放缓，但欧日及亚洲新兴市场的经济增长依然强劲，因此我们仍维持年初对07年全球经济增长速度为4.5%~4.9%的判断。在全球通胀风险加大的背景下，虽然近一年来美联储一直保持利率不变，但全球总体而言仍处于货币政策的紧缩周期中，各国央行仍有进一步加息的空间。在国际金融市场走势方面，美元日元持续疲软，全球股市大幅上扬，国际油价逼近历史新高，国际金价高位震荡。

### （一）全球经济走势分析

美国经济受房市降温影响增速明显放缓，但未来仍有望保持温和增长。上半年美国经济延续了去年下半年以来的基本特征，即住房市场降温、制造业疲软，但出现了就业市场稳定、个人消费开支稳定增长等新特点。受房市降温的拖累，07年一季度美国GDP仅增长0.7%，为2002年第四季度以来的最低增长水平。特别值得注意的是，在房价下跌及长期抵押贷款利率上升的双重影响下，去年第四季度开始集中暴露的美国次级抵押贷款<sup>1</sup>问题在今年第一季度趋于严重，浮动利率贷款逾期还款的比例和借款人丧失抵押品赎回权的比例双双升至历史最高点。美国20多家次级放贷机构因客户拖欠贷款而破产或倒闭，各家次级房贷机构纷纷提高

---

<sup>1</sup>次级按揭贷款是指专门为信用记录不佳或者资金不足的贷款人提供的一种短期内低息、中长期高息的房屋贷款品种。为了吸引客户，次级房贷承销商通常在最初的若干月内只向贷款人收取很少的利息，而到后期则加收比普通房贷高2%~3%的利息，从而平衡先前的利差。

房贷门槛，减少贷款投放量，这反过来又致使疲软的房市进一步滑坡。第二季度以来，旧房销售量价齐跌、新房开工数量下滑等多种数据显示，美国房市降温的趋势仍在继续，预计 2007 年美国住房销售量将降至 6 年来最低水平。

尽管房市下滑对美国经济造成较大的负面影响，但在消费增长的支撑下，美国第二季度 GDP 增长率预计将反弹至 3%，并有望在下半年继续保持温和增长。支持下半年美国经济增长的主要因素有以下四点：首先，约占美国国内生产总值三分之二的个人消费开支可望继续稳定增长；其次，世界其他主要经济体增长形势良好，为美国增加出口提供了机会，此外美元对其他主要货币汇率走低也有助于促进美国出口；再次，美国住房市场形势急剧恶化的可能性不大；最后，美国的通货膨胀压力有所缓解。综合以上因素，我们仍维持年初对美国全年经济增速将达到 2.5% 的判断。

欧元区经济增长好于预期。欧元区 13 国第一季度国内生产总值 (GDP) 环比增长 0.7%，同比增长 3.1%。尽管受欧元区第一大经济体德国提高增值税影响，今年上半年欧元区经济增速略有放缓，但整体仍保持了强劲增长势头，且下半年经济走势依然看好。德国今年初将增值税提高了 3 个百分点，这在一定程度上抑制了个人消费。但欧元区消费者信心近期却出乎意料地接近有史以来的最高水平，这预示着欧元区消费将很快摆脱德国提高增值税的影响，重新成为推动欧元区经济增长的重要因素。欧元区未来经济

增长也面临着以下几方面的风险：首先，美国经济增速放缓可能给欧元区带来消极影响；其次，一些地缘政治因素仍有可能导致国际原油价格攀升，从而拖累欧元区经济发展；最后，欧元日益坚挺有可能影响到欧元区出口。从近期数据来看，由于欧元区 6 月份制造业升至 4 个月高点，且服务业保持稳步增长，预计欧元区今年第二季度 GDP 增长率有望达到 3%，全年 GDP 增速将达到 2.3% ~ 2.9%。

英国经济保持强劲增长，但居民储蓄率下降对消费支出前景不利。2007 年第一季度英国 GDP 同比增长 3.0%，环比增长 0.7%，继续保持了强劲增长势头。但英国第一季度储蓄比率降至 2.1%，为 1960 年第一季度以来的最低水平。这一数据表明消费者支出急剧下降的可能性有所上升，从而引发了市场对英国消费者支出前景的担忧。预计今年第二季度英国 GDP 环比增长有望达到 0.6%，全年经济增速将达到 3%。

日本经济受出口拉动继续保持温和增长。日本经济延续了去年的良好增长势头，一季度日本 GDP 实际增长率为 0.8%，按年率计算实际增长 3.3%，这是日本 GDP 连续九个季度保持增长。二季度，在出口强劲增长的拉动下，日本经济继续温和扩张。由于日元贬值以及新兴市场国家需求强劲，5 月份日本出口总额高达 6.2355 万亿日元，同比增加 14.6%，然而个人消费增长缓慢的趋势依然没有改变，日本 4、5 月零售销售分别同比降低 0.7% 和增

长 0.1%，由于家庭收入并没有大幅增长，未来半年内个人消费仍将趋于疲软。预计二季度日本经济增速将放缓至 1%~1.5%。随着出口和企业业绩的强劲增长，下半年日本经济将持续向好，预计日本全年经济增长率可望超过 2%。

亚洲经济增势良好。一季度亚洲经济开局良好：其中印度经济增速高达 9.1%；韩国经济受出口及企业资本开支增加的拉动增速达到 4%；香港经济受出口和消费需求的拉动增速达到 5.6%，连续第 14 个季度高于增长预期，同时 CPI 维持在 1.7% 较低的水平。二季度，亚洲经济延续了一季度的强劲增长势头：印度制造业快速增长，实现增加值同比增长 11.3%，这也使印度二季度经济增长率高达 8.9%，但鉴于印度卢比升值和基础设施落后，预计 2007 财年（截至 2008 年 3 月底）印度经济增速将从上财年创纪录的 9.4% 降至 9.2%；二季度韩国出口依旧大幅增长，其中 6 月份出口额同比大增 15.9%，达到创纪录的 323 亿美元。在出口稳步增长以及投资持续增加的带动下，下半年韩国经济增速将超过上半年，预计 07 年全年经济增长将达到 4.6%；由于本地消费及投资开支推动进口强劲增长，第二季度香港经济继续保持较快增长，预计 07 年香港实际经济增长率将保持在 6% 左右。

## （二）全球利率市场走势分析

美联储有望维持利率不变至 2008 年。自去年以来，美联储一直面临着加息与减息两难的处境。一方面，从美国房地产市场持

续降温、制造业放缓的角度看，有必要通过降息刺激美国经济保持稳固增长；但另一方面，美国通胀的上行风险仍然较大，因此又有必要通过加息来抑制通胀压力。在加息和减息压力共存、经济前景尚不明朗的情况下，美联储在近一年的时间内一直保持 5.25% 的联邦基金利率水平不变。因近期美国商业投资、贸易开始加速增长，而通胀正在缓和，预计美联储将继续维持 5.25% 的利率不变直至 2008 年。

欧洲央行加息防范通胀。为了抑制通胀，欧洲央行于今年 3 月和 6 月各加息 25 个基点，将基准利率提高至目前的 4%，至此，欧洲央行自 2005 年年底以来已连续加息 8 次，利率已达到近 6 年以来的最高水平。由于欧元区经济强劲增长的同时仍面临着较大的通胀压力，预计欧洲央行下半年还有可能在 9 月和 12 月各加息 25 个基点，从而在年内达到 4.5% 的利率水平。

英国央行连续加息。在经济增长强劲、通胀压力加大的背景下，英国央行自去年 8 月以来已经连续五次加息，其中今年 1 月、5 月和 7 月各加息 25 个基点，将基准利率提升至 5.75%，为近 6 年来最高。由于英国国内通货膨胀在中期依然存在上行风险，预计英国央行在年内仍有再度加息的可能。

日本央行有望再次升息。鉴于国内生产、个人收入和企业投资增势良好并逐步拉动消费，日本央行于 2 月 21 日宣布将银行间无担保隔夜拆借利率从原来的 0.25% 提高到 0.5%，这是日本央

行自去年 7 月 14 日解除零利率政策后又一次采取紧缩银根行动。随后，日本消费者物价指数（CPI）增速缓慢，其中 3 月份全国 CPI 同比下降 0.1%，4、5 月份则与去年同期持平。因此，日本央行已连续 5 个月维持 0.5% 的基准利率不变。但随着经济的持续复苏以及企业业绩的快速增长，日本加息已不可避免，预计日本央行将于 9 月份升息至 0.75%。

亚洲新兴市场主要国家调升利率。印度央行于 3 月 30 日将回购利率提高了 25 个基点至 7.75%，以进一步抑制通胀上升和贷款的快速增长。在企业贷款增幅创下新高、物价指数上扬的背景下，韩国央行于 7 月 12 日宣布将基准利率提高 25 个基点至六年来的高点 4.75%，这也是韩国自去年 8 月以来首次上调利率。鉴于目前韩国金融系统流动性水平仍然较高，因此预计韩国央行将在下半年再次加息。

### （三）全球外汇市场走势分析

美元下跌，欧元坚挺，日元大幅贬值。美元在 06 年经历了对西方主要货币的大幅贬值后，在 06 年末出现了一波反弹行情并延续至今年年初，此次短线反弹的动力主要来自于两个方面：一是美国经济基本面有改善迹象；二是原油价格下跌对美元走势形成坚实支撑。但好景不长，美元指数于今年 2 月中旬开始大幅下挫，发出了反弹结束、重新看跌的信号。二季度美元总体上延续了下跌行情，6 月出现短期反弹后因缺乏支撑而迅速回落。截至 2007



年6月29日，美元指数收于81.92点，较上年末下跌了2.07%（见图1）。

尽管不排除有再度反弹的可能，但预计美元的疲软基调在今年难有实质改变，主要原因：一是美国双赤字高居不下。06年美国贸易赤字连续第五年创下历史新纪录，同时尽管美国07财年的财政赤字预算较以往有所下降，但人口老龄化对政府支出的压力使财政赤字的短期下降并不具有可持续性。高额双赤字成为威胁美国乃至全球经济增长的主要风险。二是全球流动性仍然充裕。全球流动性充裕导致商品价格持续走强，而在全球绝大多数市场仍以美元计价的背景下，美元将继续走弱。三是美国与欧日的利差有望继续收窄。美联储在未来几个月很可能继续维持利率不变，再次加息的可能性降低，而欧元区和日本却仍处在利率上升的周期。美元与其他货币的利差逐步收窄的前景使投资者倾向于抛售美元，从而对美元汇率形成打压。四是各国央行纷纷减持美元头寸。因伊朗核危机及美国反恐战争而不断升级的地缘政治风险使美国国债作为储备资产的吸引力下降，各国央行为了降低风险，倾向于储备资产多元化，并开始减持美元头寸，从而加速了美元的贬值。

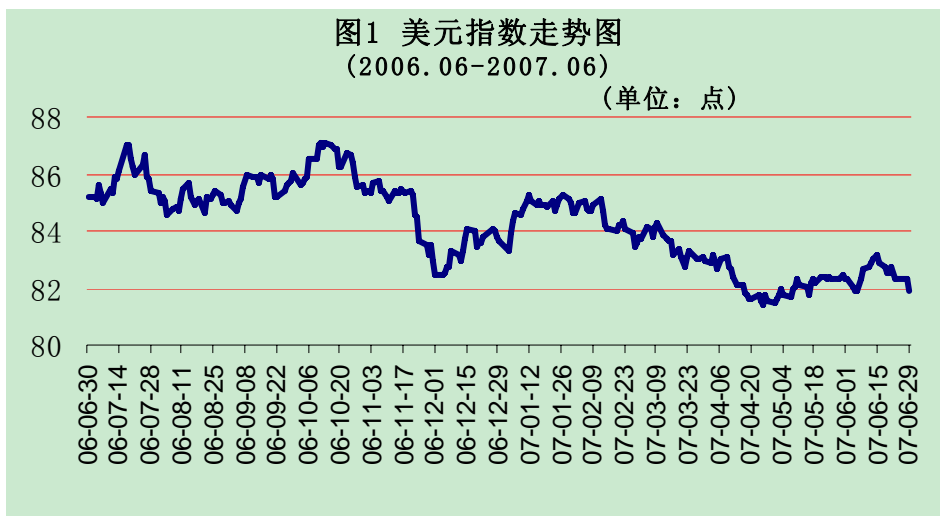
欧元走强与美元弱势形成了鲜明对比。欧元在今年2月中旬结束了为期两个半月的调整，展开新一轮涨势。截至07年6月29日，欧元对美元汇率收于1.352美元/欧元，较上年末上涨了

2.45%（见图 2）。在欧元区强劲的经济基本面支撑及欧元利率继续提高的预期下，预计欧元仍有进一步上涨空间。

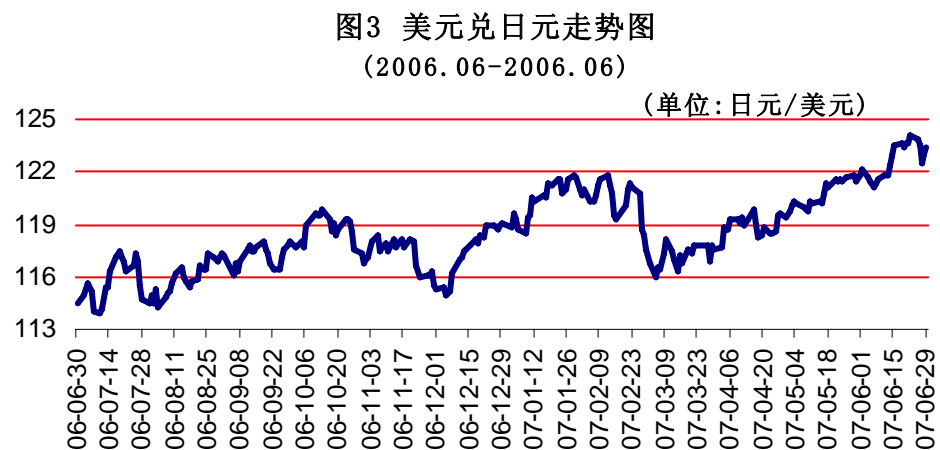
日元短期反弹不改中长期疲势。受低利率因素影响，日元成为 06 年外汇市场跌幅最大的货币。07 年第一季度，受日本央行小幅加息及机构投资者平仓日元利差交易<sup>2</sup>头寸的推动，日元出现反弹。日本央行 2 月加息对日元产生的短期拉动效应十分明显，日元兑美元当月升值 2.27%，创 10 个月以来的最大单月升幅；日元兑欧元当月升值更是创下了一年来的最大涨幅。但尽管加息至 0.5%，日元利率仍远远低于其他货币，日元仍是众多投资者套利交易的工具和被抛售的对象；同时由于日本今年上半年再现通缩迹象，日本央行短期内加息无望，因此日元汇率自今年 3 月开始再次步入下跌通道。截至 07 年 6 月 29 日，日元汇率收于 123.39 日元/美元，日元对美元较上年末下跌了 3.54%（见图 3）。由于超低利率可能引发日元套利交易进一步升级，从而对日元形成抛压，预计日元在中长期将继续看跌。

---

<sup>2</sup>所谓利差交易是指借入利率较低的货币如日元，转投资高收益率资产或货币。



资料来源: Bloomberg, 城市金融研究所宏观经济金融数据库 (ICBC), 除特别注明外, 下同。



#### （四）全球股票市场走势分析

全球主要股市大幅上涨。今年上半年，美日欧主要股市均保持了去年以来的强劲走势，尤其是美国三大指数屡创近年新高。但今年 2、3 月份，全球股市曾经历一轮“多米诺骨牌”式的全面暴跌，亚太、欧美、拉美和非洲等地股市几乎无一幸免。本轮股市下跌的重要诱因是：受 2 月 21 日日本央行升息的影响，投资者预期日元汇率将上升，大量的日元“利差交易”平仓引发了抛售其他金融资产、买入日元的现象，从而触发了股市下跌（见图 4）。此后，以美股为首的全球股市在 3 月下旬止跌回升。受上市公司盈利形势良好、企业并购传闻不断等利好因素影响，全球主要股指在第二季度加速上扬。尽管 6 月份受国际油价上升的影响，主要股市出现小幅震荡，但并未影响上涨的根本态势。截至 07 年 6 月 29 日，美国标准普尔 500 指数收于 1503.35 点，较上年末上涨了 6%；美国纳斯达克指数和道琼斯指数较上年末分别大幅上涨了 7.78% 和 7.59%。

欧洲三大股指及日经指数的上半年的强劲走势与美股相似，说明当前全球性流动性过剩是推高股市的主要原因，另外也表明资本市场国际化程度的提高已使全球股市呈现“同上同下”的现象。截至 07 年 6 月末，德国法兰克福 DAX 指数收于 8007.32 点，较上年末飙涨了 21.38%；法国巴黎 CAC40 指数和英国富时 100 指

数分别大幅上涨了 9.26%和 6.22%； 日经 225 指数收于 18138.36 点， 上涨了 5.30%（见图 5、图 6）。另外值得注意的是，受欧元对美元升值、俄罗斯和中东欧国家股市的发展以及企业利润增加等因素影响，欧洲股市市值总额在今年 3 月末已达到 15.72 万亿美元，超过了美国股市 15.64 万亿美元的市值总额，显示出美国在全球资本市场的统治地位开始下降。

从下半年走势看，一方面，国际油价近期再创新高、美国经济前景尚有不不确定因素等使全球股市面临风险；另一方面，主要股市经历了前期大幅上涨之后有高位回调的可能。因此预计下半年全球主要股市将出现宽幅震荡。

图4 美国标准普尔500指数走势图  
(2006.06-2007.06)

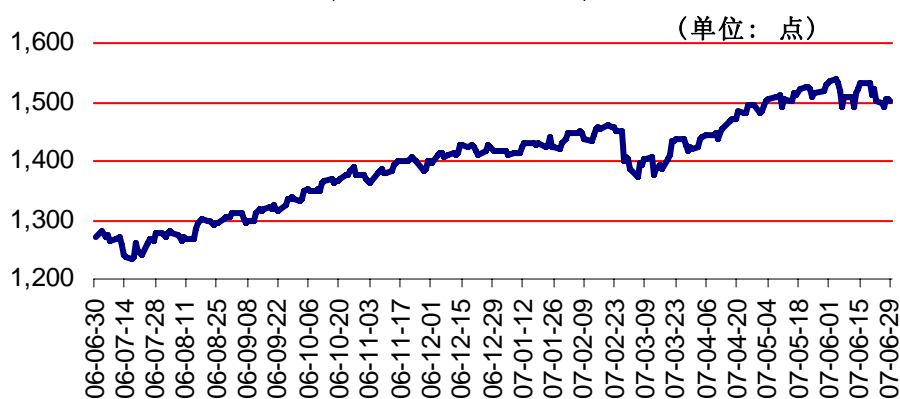


图5 英国富时100指数走势图  
(2006.06-2007.06)

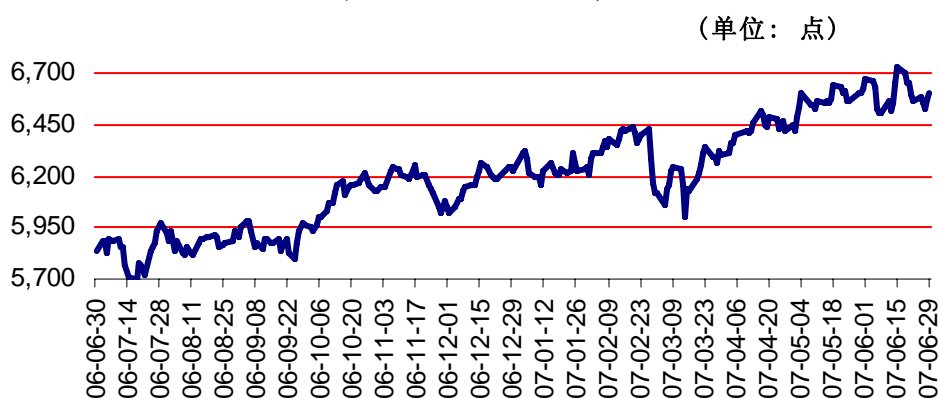
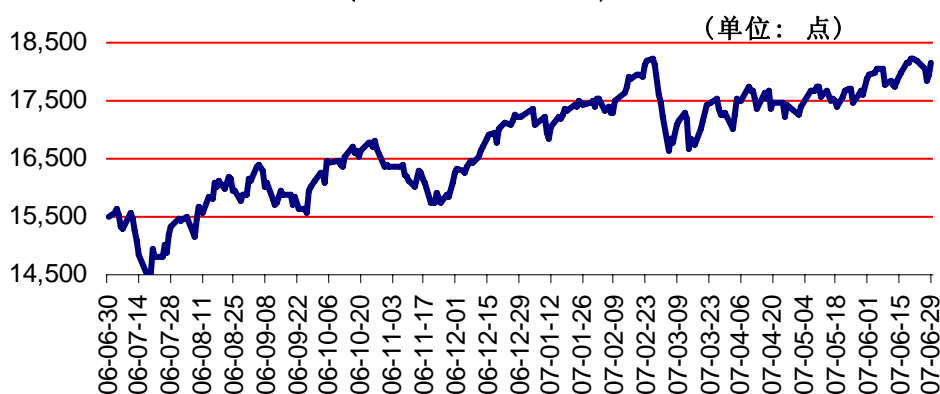


图6 日本日经225指数走势图  
(2006.06-2007.06)



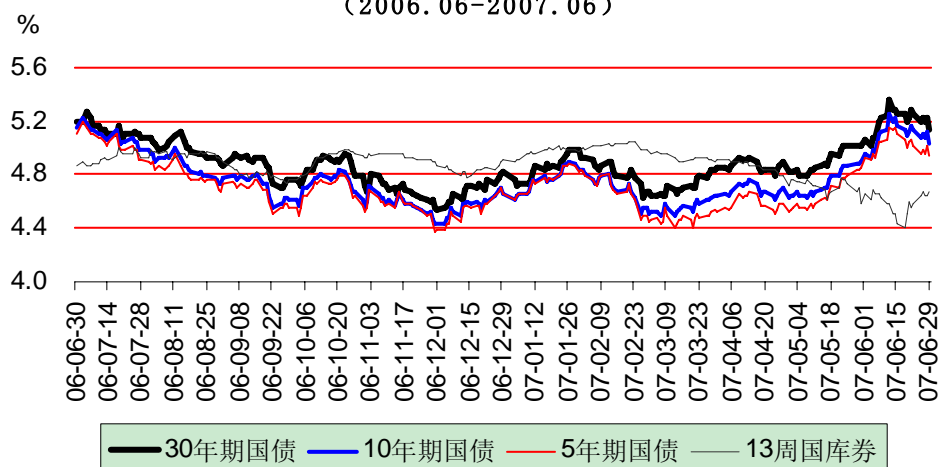
### (五) 美国国债市场走势分析

美国国债收益率曲线大幅上升，短期利率和中长期利率倒挂现象基本消除。自06年10月以来，美国债市出现了短期收益率全面超过中长期收益率的倒挂现象，并一直持续至今年第一季度（见图7），这主要是由于市场的降息预期造成的。进入第二季度后，美国中长期国债收益率大幅上扬，短期国债收益率有所下降，收益率倒挂的现象基本消除，这反映了市场加息预期的增强。另

外，各国央行出于储备资产多元化的需要纷纷减持美国中长期国债，也在一定程度上推高了中长期国债收益率。截至 07 年 6 月 29 日，美国 13 周国库券收益率为 4.67%，较上年末下降 0.24 个百分点；5 年期国债收益率为 4.94%，较上年末上升 0.38 个百分点；10 年期国债收益率为 5.03%，较上年末上升 0.37 个百分点；30 年期国债收益率为 5.13%，较上年末上升 0.31 个百分点。

美国长期国债收益率持续上扬将对美国经济产生如下影响：一是以国债收益率作为基准的抵押贷款利率的上扬，将对脆弱的房地产市场造成新一轮打击，不利于经济在下半年的反弹。二是美国国债收益率的大幅上扬，有利于吸引资金回流美国债券市场，从而推升了市场对美元的需求，从而对美元汇率形成支撑。但这对美国出口不利，使贸易赤字减少的进程再度推后。三是长期利率上升将增加企业借贷成本，减少企业盈利，从而最终影响股市前景。但考虑到美国长期利率由于长期处在历史低水平，目前的上升仍属于回归正轨，因此总体而言有利于缓解全球流动性过剩，并促进美国经济发展。

图7 美国国债市场收益率走势图  
(2006.06-2007.06)



### (六) 全球黄金市场走势分析

国际金价震荡加剧。在经历了 2006 年的大幅上涨后，今年上半年国际金价在 608 ~ 692 美元/盎司范围内宽幅震荡。国际金价在 07 年初一度出现回落，由 1 月 3 日的 642.6 美元/盎司跌至 1 月 10 日的 608.4 美元/盎司。之后，受油价反弹及黄金供不应求的基本面影响，国际金价一路震荡上行，并于 4 月 20 日升至上半年最高价 691.4 美元/盎司。随后受美元走强影响，金价萎靡不振，一路震荡下跌，截至 2007 年 6 月 29 日，伦敦黄金市场下午定盘价收于 650.5 美元/盎司，同比上涨 6% (见图 8)；黄金 G5 指数<sup>3</sup>收于 208.34 点，同比上涨 5.4% (见图 9)。在经历了上半年震荡调整后，预计油价上涨、美元走弱等因素将使国际金价在下半年逐步走高，并有望突破 700 美元/盎司大关。

<sup>3</sup>黄金的 G5 指数由黄金的美元价格、欧元价格、日元价格、英镑价格和加元价格加权平均而成，权重为以上各国 1998—2002 年平均 GDP 水平。G5 指数可以在一定程度上剔除美元（黄金的主要标价货币）的汇率变化对于衡量黄金价格造成的偏差。



图8 伦敦黄金市场下午定盘价走势图  
(2006.06-2007.06)

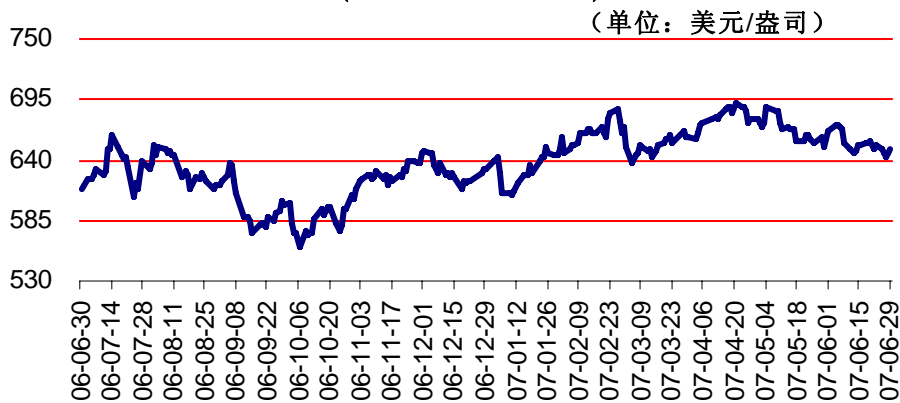
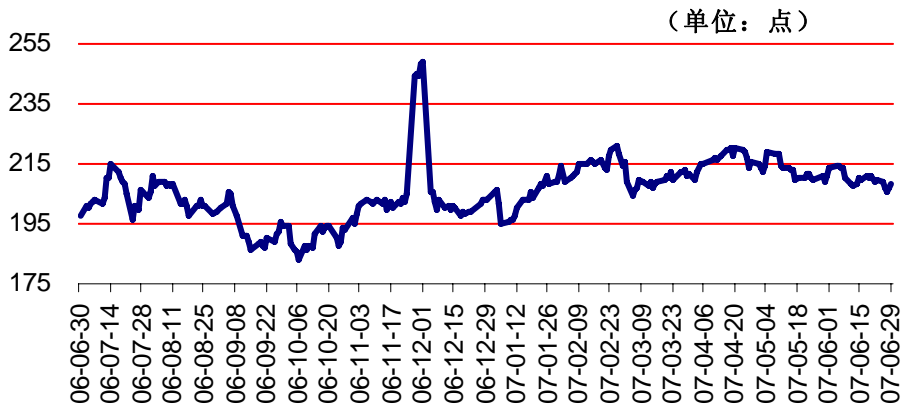


图9 国际黄金价格G5指数走势图  
(2006.06-2007.06)

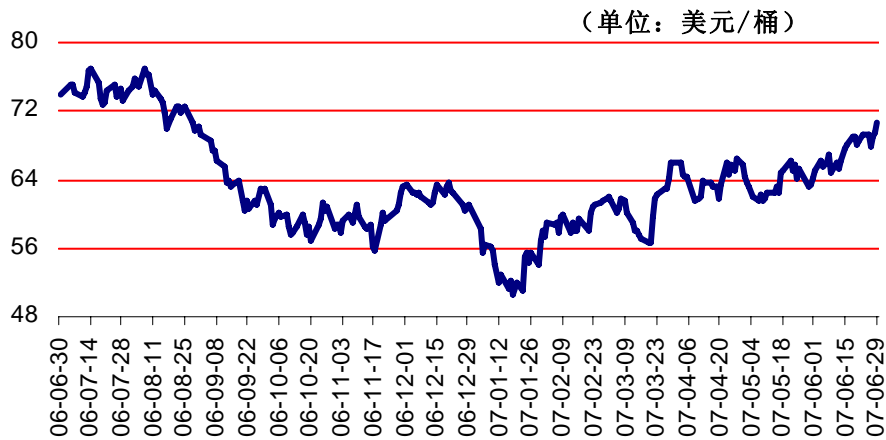


### (七) 全球原油市场走势分析

国际油价逼近历史新高。年初受全球暖冬气候及美元走强影响,国际油价由1月3日的58.32美元/桶跌至1月18日的50.48美元/桶。随后,美国汽油供应紧张以及地缘政治局势动荡等因素致使国际油价持续震荡上行,并在近期稳步逼近历史新高。截至07年7月18日,纽约市场原油期货价格收于75.05美元/桶,是自去年8月以来首次收于75美元之上,距离78.65美元的历史新

高仅有一步之遥（见图 10）。上半年国际油价大幅上涨的原因有：一是全球石油需求呈现强劲势头。据国际能源机构预计，今年全球原油日均需求量将达到 8610 万桶，比早前的预测高出 42 万桶，需求大增将推动油价的上涨。二是美国汽油供不应求。今春以来，由于炼油厂故障和事故频发，美国汽油供应处于紧张状态，而夏季驾车出行高峰期的到来也使汽油消费量较大，致使美国普通无铅汽油全国平均零售价屡创新高。三是欧佩克的剩余产能严重不足。尽管今年世界原油生产剩余能力较去年略微上升，但仍将处于近 30 年来的较低水平，而缺乏应对供给突然中断的后备补充能力，也间接推高了油价。四是地缘政治危机没有根本好转。作为欧佩克第二大石油生产国，伊朗的紧张局势必然对海湾地区的原油生产和供应产生负面影响，而近期武装分子不断袭击石油设施已导致尼日利亚的石油产能下降 70 万桶，也推动了油价的上涨。五是 6 月后进入大西洋飓风季节，这将给当地正常地石油生产带来较大的影响与破坏，同时也会连带危及沿岸的各个炼油设施，导致产油、炼油的中断。虽然目前地缘政治趋于缓和，但石油紧缺的基本面可能支撑国际油价在下半年创下历史新高。

图10 纽约商品交易所原油期货价格走势  
(2006.06-2007.06)



#### (八) 国际银行业走势分析

首先，英国《银行家》杂志2007年7月刊公布了全球1000家大银行按一级资本排序的最新排行榜（具体指标见表1），工行凭借591.66亿美元的一级资本跃至全球第7位，较去年上升了9位。中国银行排名第9位。在排名全球前10大银行中，美洲银行凭借去年对MBNA Corporation和Sallie Mae的收购，一级资本实力有所增长，以910.65亿美元的一级资本排名榜首，而花旗集团以908.99亿美元位居第2，汇丰集团凭借878.42亿美元的一级资本，排在第3位。排名第四到第十位的银行依次是法国农业信贷集团、美国JP摩根银行、日本三菱UFJ金融集团、中国工商银行、英国苏格兰皇家银行、中国银行和西班牙桑坦德银行。其次，花旗2007年初实施大型重组。在股价长期低迷、06年财务业绩不佳的背景下，花旗于2007年初宣布实施大型重组。重组的主要内容是削减

成本、整合技术平台、在促进美国业务增长的基础上加快国际化拓展、促进增长方式由并购驱动型转变为内生增长与链结并购相结合的平衡增长型。重组的初步效果已经在07年第一财季显现，剔除重组开支的影响后，今年第一财季的收入增长了15%，费用则只同比上涨了10%。花旗重组的启示主要是：普通投资者对上市公司发展具有的影响力不可忽视，削减成本的意义在于将资本分配到更具增长潜力的领域，金融企业的规模优势更大程度地体现在分销渠道而不是研发上，信息技术平台的整合程度和通用性对经营效率具有决定作用。第三，国际银行业财富管理业务的国际化拓展加速。

表1 2007年全球银行前10强及主要财务指标<sup>4</sup>

单位 (%)	美洲银行	花旗集团	汇丰控股	JP 摩根银行	三菱UFJ金融集团	中国工商银行	苏格兰皇家银行	中国银行	西班牙坦桑德银行
一级资本充足率	8.6	8.6	9.4	8.66	7.6	12.2	7.5	11.4	7.4
资本充足率	11.9	11.7	13.5	12.32	12.6	14.1	11.7	13.6	12.5
资本资产比	9.27	6.36	6.18	8.76	5.91	6.28	5.05	7.75	6.25
平均资产回报率	1.54	1.27	1.00	1.16	0.55	0.71	0.79	0.96	1.00
平均资本回报率	17.85	18.54	15.36	13	9.68	13.47	15.95	14.44	16.36
拨备占总贷款比率	1.28	1.32	1.54	1.51	1.51	2.68	0.84	3.88	1.54
拨备占不良贷款比率	504.53	176.37	98.55	227.4	85.13	70.6	62.06	96	176.97
不良贷款率	0.25	0.75	1.56	0.66	1.77	3.8	1.35	4	0.87
资产利用率 <sup>5</sup>	5.27	5.32	3.94	4.9	2.33	2.57	2.86	2.95	2.78
成本收入比	49.05	59.25	50.68	61.75	54.31	37.25	53.01	41.97	51.09
可持续盈利能力 <sup>6</sup>	2.69	2.17	1.94	1.87	1.07	1.61	1.34	1.71	1.36

<sup>4</sup> 财务指标为 2006 年末数据，另外暂时空缺法国农业信贷集团数据。

<sup>5</sup> 资产利用率（（净利息收入+非利息收入）/期初资产和期末资产的平均数）

<sup>6</sup> 可持续盈利能力（（税前利润+各项损失准备）/资产总额）

贷款资产比	47.78	35.57	46.66	35.21	48.13	47.06	53.58	43.88	62.76
存贷比	61.96	50.84	64.29	53.91	57.95	51.95	68.26	52	74.55
流动性资产比	30.11	56.18	1.92	72.09	7.25	10.73	0.9	12.46	9.05

资料来源：各大银行2006年年报及Bankscope软件

## 二、上半年国内宏观经济运行分析

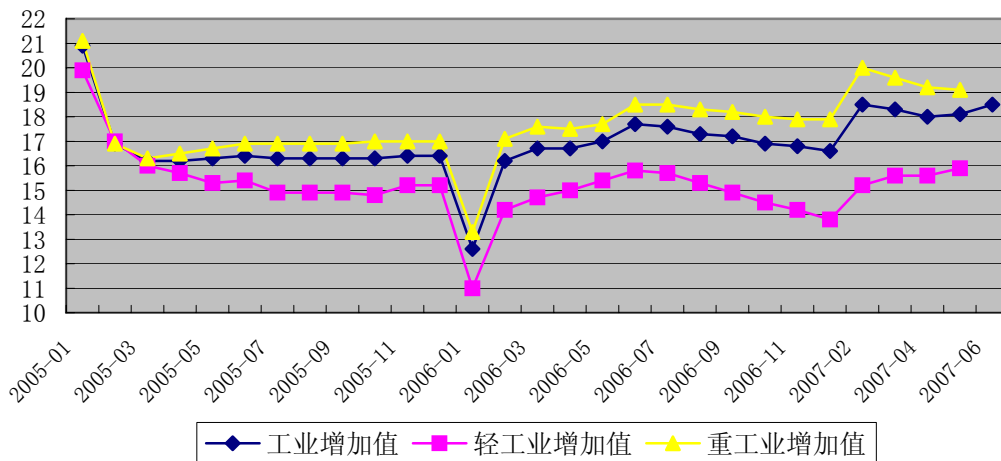
07年上半年我国实现GDP 106768亿元人民币，同比增长11.5%，增速比上年同期加快0.5个百分点，比上年全年和今年1季度均加快0.4个百分点。其中，第一产业增加值9470亿元，增长4.0%，比上年同期降低1.1个百分点；第二产业增加值55454亿元，增长13.6%，比上年同期提高0.3个百分点；第三产业增加值41844亿元，增长10.6%，比上年同期提高1.3个百分点，同比增幅速度高于第二产业1个百分点，说明经济结构调整有所起色。

### （一）工业生产高位加快，企业利润持续增加

上半年，全国规模以上工业增加值同比增长18.5%，增速比上年同期加快0.8个百分点，比上年全年加快1.9个百分点，为05年以来首次出现连续5个月累计增速均在18%以上。工业生产高位加快是07年上半年经济运行的一个最突出的特点，表明产能开始集中大量释放（见图11），供应十分充足。前5个月，重工业同比增长19.1%，同比加快0.6个百分点；轻工业增长15.9%，同比加快0.1个百分点。数据显示，自06年9月份开始，重工业与轻工业增速之间的差距正逐渐拉大，表明工业结构“重型化”

趋势明显。同时主要能源生产稳中加快，前 5 个月，原煤产量同比增长 12.5%，原油产量增长 1.6%，天然气产量增长 16.1%，总的能源生产总量增长 10.1%。

图11 工业增加值累计增速 (%)  
(2005.1-2007.6)



07 年前 5 个月，全国规模以上工业实现利润 9026 亿元，同比增长 42.1%，增幅同比大幅上升 16.6 个百分点；工业经济效益综合指数 200.41，比上年同期提高 21.79 点。同时，07 年前 5 个月工业企业应收账款净额增速为 18.81%，较上年 12 月份有所上升，但仍处于 06 年以来较低位。

但值得关注的是，今年前 5 个月工业企业产成品资金累计增速达到 20.09%，延续了 06 年 5 月以来的上升态势，且上升速度有所加快。这一方面说明企业对 07 年经济增长和产品销售的信心较足，从而进行了较多的产成品准备；另一方面也表明产品销售速度有所放缓，产品库存相应增加。一季度规模以上工业企业产

品销售率为 97.1%，同比下降 0.07 个百分点，虽然 5 月份产品销售率达 98%，同比微涨 0.1 个百分点，但产能过剩风险仍不能忽视。

## （二）固定资产投资增速同比回落，但反弹势头显著

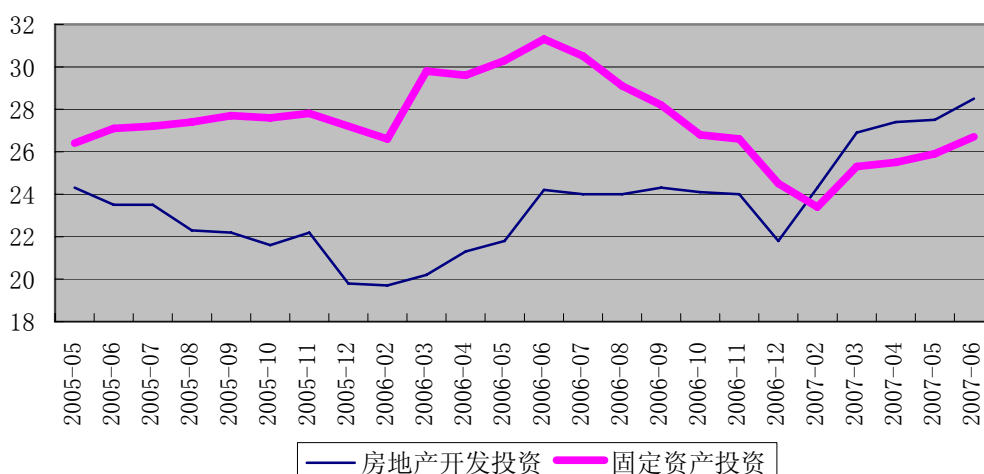
上半年全社会固定资产投资 54168 亿元，同比增长 25.9%，增速比上年同期回落 3.9 个百分点，但比今年一季度增速加快 2.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 46078 亿元，同比增长 26.7%，同比回落 4.6 个百分点，但比今年一季度增速加快 1.4 个百分点。投资同比回落的主要原因是前期的宏观政策调控使新开工项目投资同比下降明显，尤其是一季度新开工项目 31117 个，减少 2294 个；新开工项目计划总投资 12630 亿元，下降 13.9%。今年 2-4 月份，新开工项目计划总投资累计增速均为负值。这与我们前期的结论相吻合，即目前投资增速的主要推动力是已开工项目投资。截至 5 月末，城镇 50 万元以上施工项目累计 151139 个，同比增加 18470 个；施工项目计划总投资 175359 亿元，同比增长 16.1%。同时，上半年中、西部地区分别完成城镇固定资产投资 11111 亿元和 10094 亿元，同比分别增长 35.6%和 30.2%，均快于东部地区 22.3%的增幅，亦说明区域经济发展的协调性有所增强。

尽管投资增速同比下降，但反弹趋势较为明显，上半年城镇固定资产投资增速分别比 06 年全年和 07 年一季度提高 2.2 和 1.4 个百分点，投资反弹加速。这种趋势从新开工项目的增加上看更

为明显，截止到5月底，新开工项目74701个，同比增加7282个；新开工项目计划总投资27908亿元，同比增长6.1%。而3月和4月末的新开工项目分别同比减少2294个和同比增加2121个；一季度和前4个月的新开工项目计划总投资则分别同比下降了13.9%和2.2%。5月份和6月份，在新开工项目数继续增加的基础上，新开工项目计划总投资已经连续2个月表现为正增长，说明投资反弹已步入一个新的加快通道。

上半年，房地产开发完成投资9887亿元，同比增长28.5%，比上年全年加快6.7个百分点，增速创05年3月以来最高，且连续5个月超过城镇固定资产投资增速(见图12)。今年2月份以来房地产投资增速持续反弹有上年同期基数较低的因素，但考虑到房地产投资的带动作用，固定资产投资增长反弹加速需密切关注。

图12 城镇固定资产投资和房地产投资累计增速(%)  
(2005.2-2007.6)

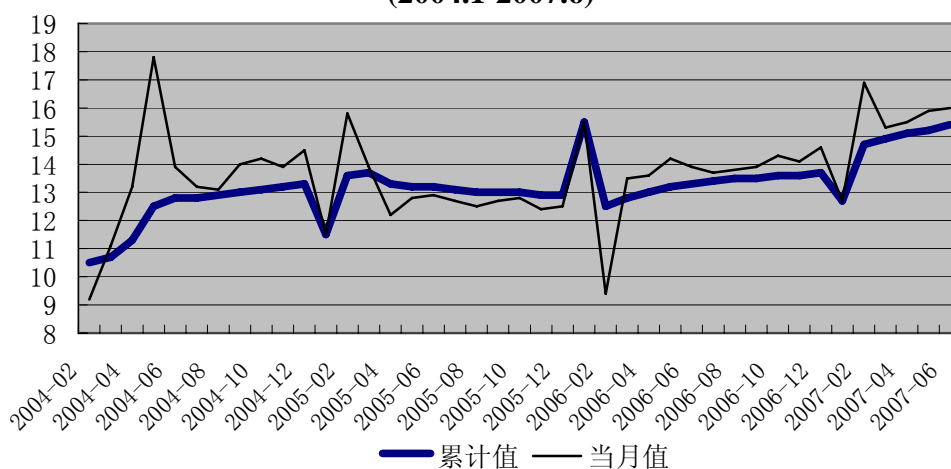




### (三) 消费继续较快增长，农村消费增速仍落后于城镇

上半年，社会消费品零售总额为 42044 亿元，同比增长 15.4%，增速创 1997 年以来新高（见图 13），增速同比加快 2.1 个百分点，与城镇固定资产投资同比增速回落 4.6 个百分点形成鲜明对比，表明投资消费结构有所改善。从区域看，农村消费增速仍落后于城镇。上半年，城市消费品零售额 28525 亿元，增长 15.9%，县及县以下消费品零售额 13519 亿元，增长 14.3%，后者慢于前者 1.6 个百分点。消费增长的主要特点：一是汽车消费显著加速，上半年汽车销售同比增长 36.7%，表明居民消费结构升级加快；二是金银珠宝类、粮油类、肉禽蛋类、服装鞋帽针纺织品类、建筑装潢类、石油制品类和日用品类商品消费快速增长，上半年上述 7 类商品消费同比增速分别为 37.5%、33.2%、36%、25%、41%、20.8%和 24.6%，说明当前消费增长的均衡性较好。

图13 社会消费品零售总额增速(%)  
(2004.1-2007.6)



消费增长继续加快主要有四个原因：一是经济快速增长与工

业企业效益提升使居民收入增速持续加快，促使消费升级。上半年城镇居民人均可支配收入 7052 元，扣除价格因素，实际增长 14.2%，增幅同比提高 4 个百分点；农民人均现金收入 2111 元，同比增加 314 元，增长 15.2%，扣除价格因素，实际增长 13.3%，增速同比提高 1.4 个百分点，高于 1 季度 1.2 个百分点，为 1997 年以来同期增幅最高值。二是 06 年前 5 个月股市强劲上升引致的“财富效应”刺激了居民消费增加。三是春节、“五一”长假等季节性因素。四是消费者信心有所上升。07 年第二季度，消费者信心指数为 96.8，比一季度提高 1.0 点。可见，收入继续快速增长等利好因素将促使消费维持良好增势。

#### （四）月度贸易顺差大幅激增，进出口增速差距逐步拉大

上半年全国进出口总值为 9809.3 亿美元，同比增长 23.3%，增幅同比下降 0.1 个百分点。其中：出口 5467.3 亿美元，增长 27.6%，增幅同比上升 2.4 个百分点；进口 4342 亿美元，增长 18.2%，增幅同比下降 3.1 个百分点；实现贸易顺差 1125 亿美元，增长 83.1%，占去年贸易顺差总额的 63.4%。

二季度贸易顺差大幅激增，4-6 月贸易顺差分别为 168.5 亿美元、224.6 亿美元和 269.1 亿美元。主要原因：一是受 6 月 18 日出口退税政策调整<sup>7</sup>影响，出口企业纷纷抢在出口退税率下调方

---

<sup>7</sup> 6 月 18 日，财政部和国家税务总局宣布从 7 月 1 日起开始我国开始实行新的出口退税政策，553 项“高耗能、高污染、资源性”产品的出口退税将被取消，2268 项易引起贸易摩擦商品的出口退税率将进一步降低，涉及行业包括化工、有色金属加工、服装、鞋帽和船舶等多个行业，共计 2831 项商品，约占海关税则中全部商品总数的 37%。

案实施前突击出口，导致 6 月份顺差额创出月度历史新高。二是进口增速放缓也加剧了贸易顺差的扩大。二季度，在出口增速稳中有升的情况，进口增速趋缓，4-6 月进口增速分别为 21.3%、19.1%和 14.2%，主要原因是投资增幅同比回落及产业结构升级导致进口替代效应增强。三是全球经济增速加快尤其是美国二季度经济增长反弹亦有力地拉动了出口需求，上半年中美贸易顺差高达 739.2 亿美元，占我国贸易顺差总额的 65.7%。

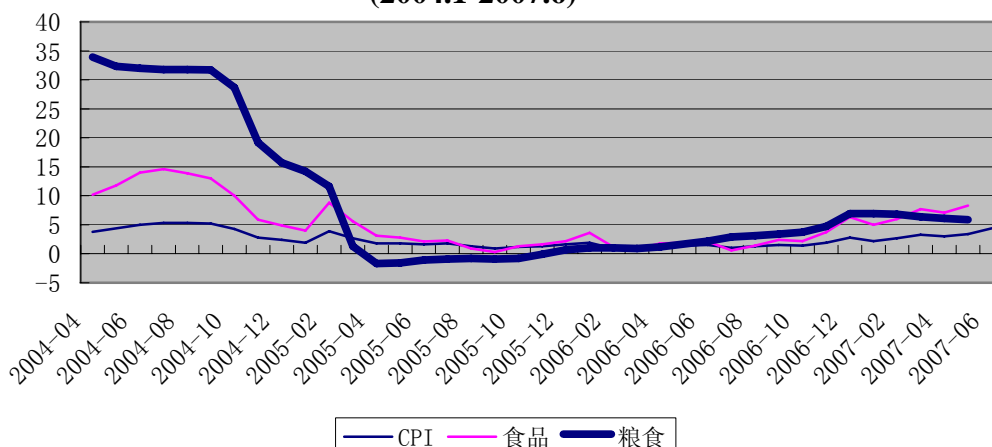
#### （五）CPI 增长持续加快，PPI 增长较为平稳

1-6 月份累计，全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 3.2%，涨幅同比上升 1.9 个百分点（见图 14），月度增幅分别为 2.2%、2.7%、3.3%、3%、3.4%和 4.4%，在去年底以来上升的基础上呈加快之势。分类别看，上半年食品价格同比上涨 7.6%，其中粮食上涨 6.4%，蛋上涨 27.9%，肉禽及其制品上涨 20.7%，其余商品价格有涨有落。上半年 CPI 中，如果扣除食品因素，CPI 其他项目仅上涨 0.7%。可见食品价格上涨，特别是肉禽及其制品价格和鲜蛋价格是推动目前 CPI 上行的主要力量。从区域看，一季度城市上涨 2.5%，农村上涨 3.1%，而同期前者的零售品消费额增速高于后者 1.8 个百分点，说明农村有效需求仍偏小，结构问题还有待改善，主要原因是农民收入增速仍相对较慢，市场流通不畅。

目前，CPI 上涨压力较大，且结构性波动现象需要密切关注：

其一，3.2%的上半年累计涨幅已经超过了3%的全年宏观调控目标，CPI 单月增速已经连续 4 个月突破 3%，6 月份 CPI 单月增速甚至突破 4%；其二，除食品和能源项目后的上半年核心居民消费价格指数（核心 CPI）涨幅仅为 0.9%。在上半年 CPI 上涨 3.2%中，食品价格上涨即贡献了 2.5 个百分点。因此，CPI 上涨显现出结构性波动特征。

图14 CPI及食品与粮食价格走势（%）  
(2004.1-2007.6)

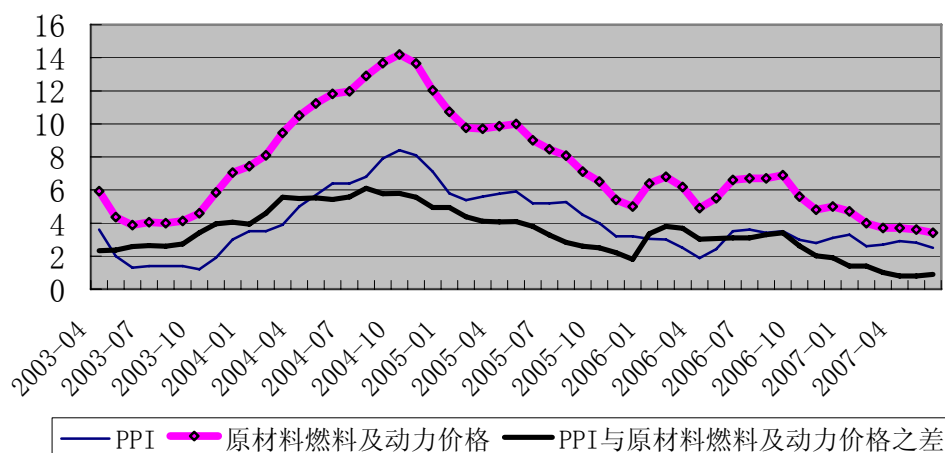


上半年，工业品出厂价格指数（PPI）上涨 2.8%，比上年同期增加 0.1 个百分点，月度涨幅分别为 3.3%、2.6%、2.7%、2.9%、2.8%和 2.5%，走势较为温和（见图 15）；原材料、燃料及动力购进价格上涨 3.9%，同比大幅下降 2.2 个百分点，月度涨幅分别为 4.7%、4%、3.7%、3.7%、3.6%和 3.4%，呈小幅下降走势。同时，原材料燃料及动力价格与 PPI 之间的差距继续缩小，5 月末两者

差距为 0.8 个百分点，是 03 年 3 月份以来的最小值，表明上游原材料工业品价格向中游工业品价格传导的机制愈发顺畅，中游工业生产部门的成本压力继续减轻，这也是目前企业效益大幅提升的一个最主要原因。

PPI 和原材料、燃料及动力价格走势温和的主要原因：一是原油价格同比明显下降，07 年 5 月份原油出厂价格同比下降 3.9%，而上年同期则同比上涨 20.7%；二是 06 年以来上游工业品投资高速增长形成的产能正在逐渐释放，煤炭、有色金属、钢材等上游工业品的供应充足；三是国际经济走势总体放缓降低了对许多上游和中游工业品的需求，导致其国际价格涨幅一度相对走低；四是加征出口关税等政策有效遏制了高耗能工业品出口的过快增长，增加了其在国内市场的供给。

图15 PPI与原材料燃料动力价格增速  
(2003.4-2007.6)



上半年物价走势还有两个显著的特点：一是 PPI 与 CPI 的涨

幅差距变化明显。1-6 月 PPI 与 CPI 的涨幅差距分别为 1.1%、-0.1%、-0.6%、-0.1%、-0.6%和-1.9%，从 2 月份以来，CPI 增速开始超出 PPI 增速，并且呈现差距拉大之势，除了表明上中游产品价格向下游产品价格传导机制开始逐步顺畅外，还在很大程度上说明工业消费品生产企业的成本压力减轻，利润空间加大。二是房地产价格涨幅抬头。07 年 5 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 6.4%，涨幅比上月高 1 个百分点，为上年 1 月份以来的最高涨幅；环比上涨 1.0%，涨幅比上月高 0.3 个百分点。其中，新建商品住房销售价格同比上涨 6.6%，涨幅比上月高 1.3 个百分点；环比上涨 0.8%，涨幅比上月高 0.1 个百分点。二手住房销售价格同比上涨 6.8%，涨幅比上月高 0.7 个百分点；环比上涨 1.3%，涨幅比上月高 0.3 个百分点。办公楼等非住宅商品房销售价格同比上涨 5.3%，涨幅比上月高 0.4 个百分点；环比上涨 0.9%，涨幅比上月高 0.5 个百分点。

#### （六）FDI 增势明显，引资质量提升

据商务部统计（数据不包括银行、保险及证券等金融机构吸引的 FDI），上半年全国新批设立外商投资企业 18683 家，同比下降 5.4%；实际使用外资金额 318.89 亿美元，同比增长 12.17%。6 月当月新批设立外商投资企业 3611 家，同比下降 11.73%；实际使用外资金额 66.3 亿美元，同比增长 21.91%，增幅为今年新高。今年实际利用外资增幅在延续上年底增势的基础上呈明显加快之

势，说明外商对“两税合一”的政策变动因素已基本消化，而更看重中国的市场与劳动力优势。其次，在新设外资企业数量下降的同时外资实际数量增长加快，说明引资质量明显提升。

### 三、上半年国内金融运行分析

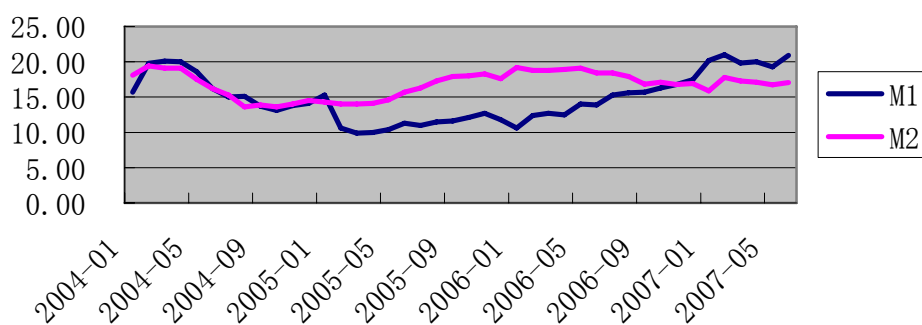
#### （一）M2 增势总体趋缓，M1 增速有所加快

6 月末 M2 余额为 37.78 万亿元，同比增速为 17.06%，比 1 季度末低 0.21 个百分点，比 5 月末高出 0.32 个百分点。1 至 5 月末的 M2 同比增速分别为 15.9%、17.8%、17.27%、17.1%和 16.74%，显示 2 月份 M2 增幅猛然提速后，监管层通过加息、提高存款准备金率以及加大公开市场操作和窗口指导等手段，M2 的增速总体逐月趋缓。6 月末，M1 余额为 13.58 万亿元，同比增长 20.92%，增速分别比 1 季度末和 5 月末高 1.11 个百分点和 1.64 个百分点。M1 增速加快导致 M1 和 M2 之间的“倒剪刀差”由 5 月末的 2.54% 扩大至 3.86%，显示定期存款活期化的趋势有所加剧，货币流通速度加快，一是由于企业销售业绩良好、经营性资金周转加快，二是上半年证券市场交易活跃和房地产市场呈现回暖态势使企业和居民对资金流动性的偏好增强（见图 16）。

上半年，央行加大了对外汇占款形成的基础货币的对冲力度。央行通过公开市场操作和上调存款准备金率等方式累计净回笼资金超过 1.5 万亿元，同比增长一倍多，其中上半年共发行了约 2.64 万亿元央票，净回笼资金 6812 亿元，回笼资金同比上升 16%，同

时通过 5 次上调存款准备金率回笼资金约 8300 亿元，同比超出 4 倍。此外，如我们此前预期，央行通过大量发行三年期央票等方式明显加大了对中长期资金的回笼力度。上半年三年期央票发行量为 7480 亿元，占央票发行总量的近 30%，而三个月央票和一年期央票发行量的占比则分别由上年的 37% 下降至 24% 和 62% 降至 48%。

图16 货币供应量M1、M2同比增速趋势图  
(2004.1—2007.6)  
单位：%



## (二) 人民币信贷增长较快，个人中长期住房贷款增长迅速

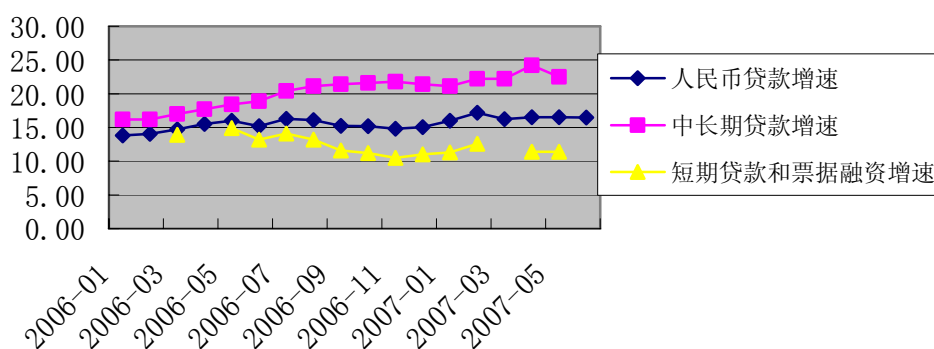
6 月末金融机构人民币各项贷款余额 25.08 万亿元，同比增长 16.48%，比 1 季度末上升 0.23 个百分点，比 5 月末低 0.04 个百分点。上半年金融机构人民币贷款增加 2.54 万亿元，同比多增 3681 亿元，这已接近全年央行调控目标 2.9 万亿元的 90%。6 月当月金融机构人民币新增贷款高达 4515 亿元，远远超过了 5 月的 2473 亿元，创出了今年新高。

从贷款期限结构看，中长期贷款增速持续快于短期贷款和票据融资（见图 17）。5 月末，中长期贷款同比增长 22.5%，比年



初高 1.1 个百分点，短期贷款和票据融资同比增长 11.4%，比年初高 0.4 个百分点。今年以来，受股市财富效应的刺激，个人中长期住房贷款增势较强，前 5 个月，个人中长期住房贷款累计新增 2253 亿元，同比多增 2677 亿元。6 月股市进入整理震荡行情，房地产市场交易迅速升温。央行上海总部的最新统计显示，6 月份上海中资商业银行个人住房贷款大幅增加 45.5 亿元，比 5 月份多增 36.9 亿元，占上半年个人住房贷款增量的 2/3，环比增幅达 429%。

图17 人民币各项贷款同比增速趋势图  
(2006.1—2007.6)  
单位：%



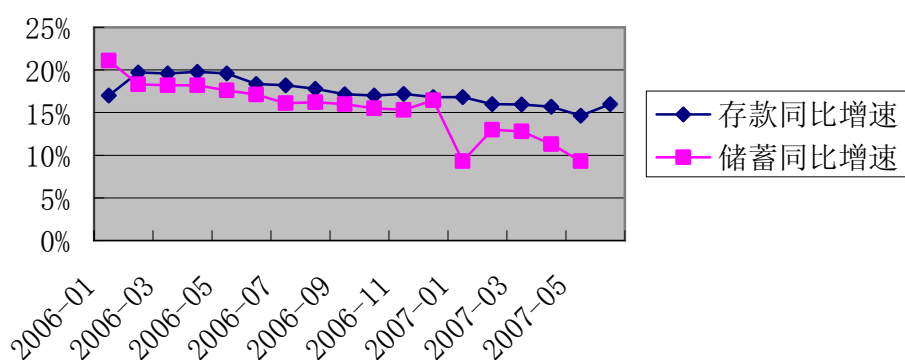
### (三) 人民币各项存款增长回升，存款活期化趋势明显

6 月末金融机构人民币存款一改今年前 5 个月逐月下降态势，同比增长 15.99%，比 1 季度末和 5 月末分别高 0.05 和 1.36 个百分点（见图 18）。6 月份人民币新增各项存款增加 9041 亿元，同比多增 4933 亿元。今年上半年，受股指快速上升，资本市场大量分流储蓄存款影响，前 6 个月居民户存款增加 8271 亿元，同比少

增 5938 亿元，但 6 月当月居民户存款增加 1678 亿元，同比多增 136 亿。此外，受企业效益继续改善和财政收入增长的推动，6 月当月非金融性公司存款和财政存款均实现同比多增。

同时活期存款增速持续高于定期存款。1 季度末，活期存款同比增长 20.69%，同比加快 7.4 个百分点，而定期存款 14.64% 的增速则放缓了 16.87 个百分点；6 月末活期存款增速较 3 月末加快 1.92 个百分点，而同期定期存款只加快了 1.2 个百分点，两者增速差距仍在扩大。在目前实际利率仍为负的状况下，居民的定期储蓄意愿下降，6 月末活期储蓄余额为 63814.41 亿元，比 5 月末增加 1717.11 亿元，而同期定期储蓄则减少了 47.15 亿元，表明居民储蓄活期化趋势明显。

图18 人民币存款和储蓄同比增速趋势图  
(2006.1—2007.6)



#### (四) 外汇储备过快增长，境外短期资金大量入境的势头强化

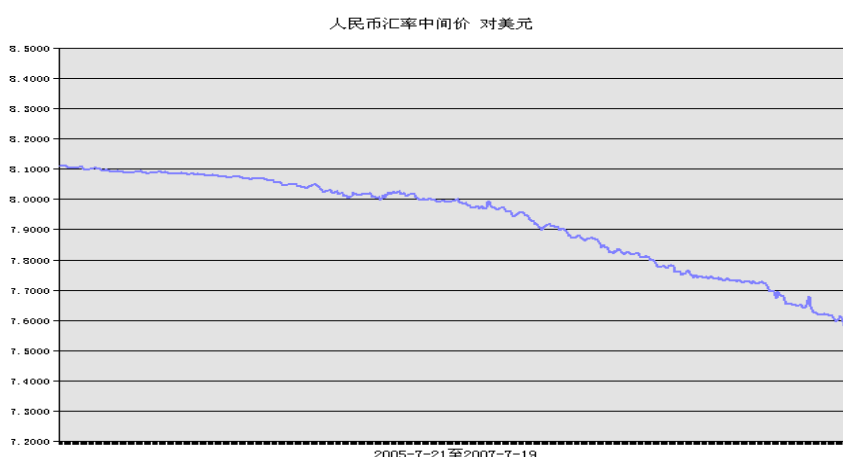
6 月末，国家外汇储备余额为 13326 亿美元，同比增长 41.6%，

其中上半年增加 2663 亿美元，同比多增 1440 亿美元，半年增量已超过上年全年 2473 亿美元的增量。主要原因是贸易顺差和 FDI 高速增长、境内企业的外汇融资和盈余增加、境内进出口企业的远期结汇增长以及央行与商业银行之间外汇掉期交易有所增加，同时境外资金的大量进入亦是重要原因。从外汇储备增加额减去贸易顺差增加额再减去 FDI 增加额的账面数额看，上半年资金流入约 1200 亿美元，为上年全年 69.81 亿美元的 17 倍，增势迅猛，除了境内企业的外汇融资和盈余增加、境内进出口企业的远期结汇增长以及央行与商业银行之间外汇掉期交易有所增加等因素，亦表明境外资金尤其是境外短期资金的入境势头进一步强化。

#### （五）人民币对美元升值速度有所加快，银行间外汇市场交易量大幅增长

截至 07 年 6 月 29 日，人民币对美元汇率中间价为 1 美元兑 7.6155 元人民币，较 06 年末的 7.8087 升值 1932 个基点，升幅达 2.47%；较 05 年 7 月 22 日的 8.1100 升值 4945 个基点，升幅达 6.09%（见图 19）。

图 19 美元对人民币汇率中间价（2005.07.21-2007.07.15）



07年人民币对美元呈持续升值态势，与前几年相比，1季度人民币对美元升值速度有所放慢，3月份人民币单月的累计升值幅度仅为67个基点，创下了自06年5月以来的最小单月升幅。但5月份以来，随着央行将银行间即期外汇市场人民币兑美元汇率交易价浮动幅度由千分之三扩大至千分之五以及境外资金入境量加大，人民币汇率对美元汇率升值速度加快，5月份和6月份单月累计升值幅度分别为549和351个基点，而1至4月月均升值幅度仅为221点。

2007年上半年银行间外汇市场交易活跃，人民币外汇远期和掉期交易大幅增长。其中，人民币外汇远期成交金额折合106.74亿美元，环比增长61.72%；人民币外汇掉期交易成交金额折合1333.7亿美元，环比增长181.37%。八种“货币对”成交量折合466.2亿美元，环比增长29.75%，交易最活跃的两个外币对是美元/港币和欧元/美元，其成交量占总成交量的比重分别为30.78%和25.25%。

(六) 银行间本币市场利率起伏较大，债券市场收益率上升

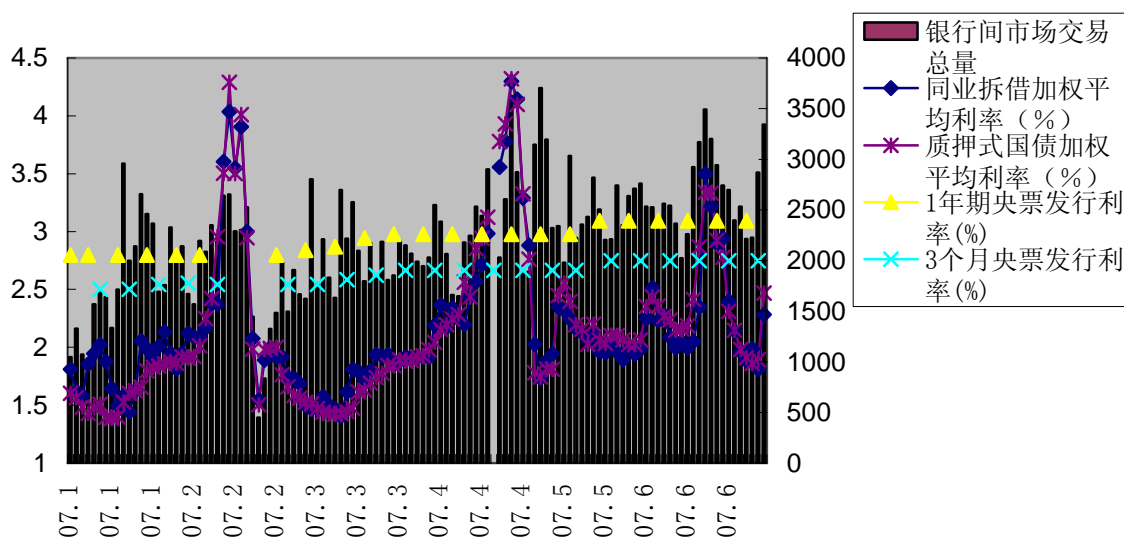
07年第二季度银行间本币市场流动性总体上依然充裕，交易量继续攀升。信用拆借和债券买卖累计成交 149037.8 亿元，比 1 季度增长 31.52%，其中信用拆借成交 18480.74 亿元，比 1 季度增长 91.68%；质押式回购成交 96351.93 亿元，比 1 季度增长 24.94%；现券买卖成交 31793.41 亿元，比 1 季度增长 22.66%。银行间资金市场的利率有所回升，6 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 2.39%，比 5 月份高 0.38 个百分点，比 3 月份高 0.65 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 2.47%，比 5 月份高 0.38 个百分点，比 3 月份高 0.85 个百分点。银行间市场成交量和利率随着新股申购资金的冻结和解冻起伏较大（见图 20），中信银行、交通银行及中国远洋等超级大盘股 IPO 冻结资金屡创历史最高纪录，导致银行间市场成交量迅速放大，利率也随之飙升。

今年以来，受股市“牛市”行情和央行频繁出台紧缩性货币政策的影响，银行间债券市场不景气。1 月初，中债总指数开盘于 115.9 点，6 月末收盘于 112.81 点，下跌近 3 个点位。6 月当月中债总指数下跌 1.38 点，跌幅 1.21%，是今年以来跌幅最大的一个月。继 5 月债券市场总市值小幅减少后，本月债券市场总市值继续缩水，月末总市值为 10.41 万亿元，比上月减少 240 亿元。与此同时，6 月收益率曲线继续上移，银行间固定利率国债收益率曲线平均上调 29 个基点。分期限来看，1 年以内短期品种收益

率平均上移 18 个基点;2-10 年期品种收益率平均上移 36 个基点;10 年以上长期品种收益率大幅上升,平均上移 41 个基点。6 月债券市场的下跌和财政部 15500 亿元特别国债的发行预期有着密切关系,由于特别国债全部是 10 年期以上品种,无论发行方式如何均会增加市场上长期债券的供给,从而将进一步推动 10 年以上长期品种国债收益率大幅上涨。

Shibor 利率自 1 月 4 日起正式运行至今已有半年历史,影响力不断扩大,应用领域涉及互换、远期利率协议、央行公开市场操作、债券定价参考及浮息债券基准等各个领域,国开行以 Shibor 为基准浮息债券的推出,打破了市场上缺乏和 Shibor 直接挂钩产品的局限,将 Shibor 的应用推广到更为重要的领域。

图20 2007年1—6月银行间本币市场量价走势图  
(单位: %, 亿元)

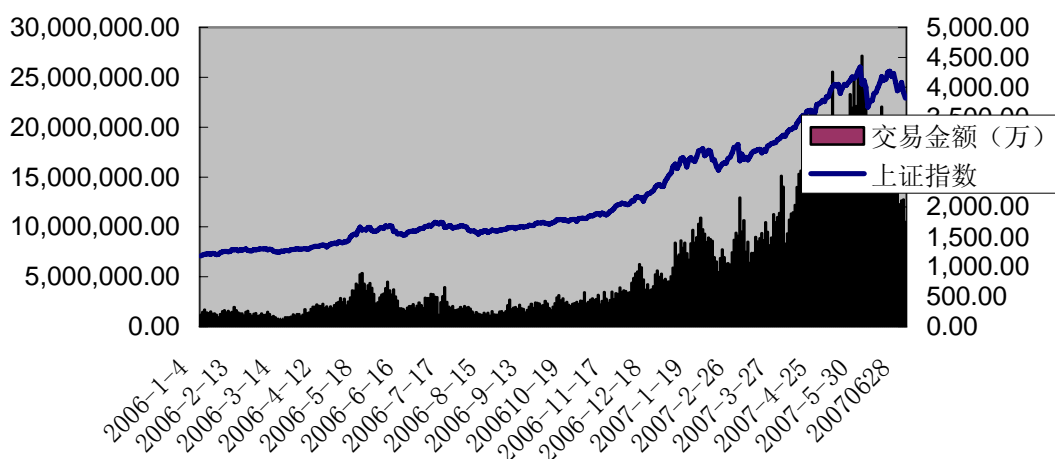


### (七) 股市进入震荡盘整格局

上半年,上证指数开盘于2715.72点,收盘于3820.7点,涨幅

40.69% (见图21); 上证所成交金额192448.82亿元, 同比增长7.14倍。5月底开始, 受印花税的开征、特别国债的发行预期、QDII规模扩大以及可能取消利息税等抽紧一系列政策因素的影响, A股市场走入中期调整阶段。下半年, 红筹股的加速回归将使得A股市场面临扩容压力, 除此以外, 股改限售股解冻、大盘股配售限售期结束以及上市公司拟公开增发股票, 都使得下半年A股市场资金状况不容乐观, 加之当前A股市场估值水平仍然过高, 因此大盘震荡调整尚需时日。但考虑到人民币升值、流动性境外输入尤其是上市公司盈利持续改善, 大盘在下半年仍将总体向好。

图21 2006年以来上海证券交易所股票成交量价走势图  
(单位: 万元)



#### 四、当前国内经济金融运行总体评价及存在的主要问题

综合以上的分析, 我们认为, 目前中国经济金融运行形势总体良好, 尤其是出现了经济结构调整效果初显、消费增长继续加

快和经济效益继续提升等诸多亮点，但经济金融增长高位加快，尽管由于煤电油运供应较为充足，同时除食品价格之外的物价增长仍相对稳定，经济金融运行尚未过热，但从偏快到过热的风险正在加大，其中以节能减排形势严峻、工业生产增速高位加快、通货膨胀压力加大、信贷投放增长过快、固定资产投资反弹压力增大以及流动性仍然过剩为核心的问题值得密切关注：

——工业生产增速高位加快。其中一季度钢铁、有色、化工、电力、石油加工及炼焦、建材六个行业的平均增速为 20.6%，高出规模以上工业平均增速 2.3 个百分点。工业用电量亦增长 16.8%，同比加快 5.5 个百分点。5 月份，化工、黑色金属等主要重化工业行业增速依然高于 20%。前 6 个月，在 39 个大类行业中，有 24 个行业增速比一季度加快。除了工业化、城镇化进程加速及消费结构升级加快的因素，主要原因是固定资产投资的产能开始大批量集中释放。工业生产增速过快将直接推动 GDP 增速上行，增加经济运行由偏快转向过热的压力，并加大结构调整难度，使宏观经济难以保持平稳运行。按照生产周期，目前工业生产已经进入旺季，同时在目前电力和资金供应较为宽松的环境下，工业增长持续过快增长的风险加大。

——工业结构重型化，节能减排形势严峻。06 年在强有力的宏观调控下，我国高耗能行业结构调整取得了较大进展，但今年在各地出台发展高耗能产业的土地、税收及电价等优惠政策的支



撑下，高耗能产业增长明显反弹。上半年，重工业增速持续快于轻工业，同时许多高耗能行业生产增长加快，产品出口大幅增加，其中尤以电解铝、氧化铝、水泥粗钢等反弹明显，能耗激增问题突出。据发改委测算，2007年一季度钢铁、有色、化工、电力、石油加工及炼焦、建材等六个高耗能行业的增加值占规模以上工业的33%左右，用电量占工业用电量的64%左右，能耗占全国工业能耗的70%左右。

——银行体系流动性过剩有所改观，但国际收支不平衡导致流动性过剩尚待长期疏导，央行的对冲压力加大。由于监管层有效的调控措施，近来商业银行体系的流动性过剩状况有所改观，一是商业银行的超储率总体呈下行态势；二是银行间资金市场的利率有所回升；三是一些银行尤其是中小银行出现了贷存比上升、资金紧张的局面。但总体看，贸易顺差过快增长、境外资金入境量增多等因素导致基础货币过度投放，央行为收紧流动性的对冲压力加大。

——通货膨胀压力加大。尽管目前通胀增长较快有结构性因素，但我们认为，通胀压力日趋增大，主要原因：一是国内粮食继续丰收的难度加大及国际粮价的上涨都将导致国内粮价上涨，从而继续推动食品价格上涨，同时肉类商品供给减少导致其价格继续上升的可能性依然较大；二是企业成本推动的国内因素将愈发明显，即随着资源价格改革加快、工资水平提升、环保成本加

大，致使通胀压力增加；三是国际市场上铜、铝、化肥等初级产品的价格涨幅开始上行，尤其是铁矿石和原油价格涨幅明显，鉴于我国对国际原油、铁矿石等原材料产品的进口依赖性较强，因此国际市场能源及原材料价格上涨将通过传导机制拉动我国 PPI 和 CPI 上涨；四是虽然上半年煤电油运供需总体平衡，但局部性、时段性紧张仍存在，下半年煤炭、电力、油品（特别是柴油）及运输的稳定供应存在压力；五是随着居民收入和消费增加，需求拉动的通胀压力亦趋于上升；六是前期货币、信贷高速增长的滞后影响也会对物价产生拉动效应。

——货币活期化加快，资产价格持续攀升，信贷资金投放增长过快的势头没有得到有效抑制，信贷资金流向股市仍值得高度关注。货币活期化加快表明货币流通速度亦在加快，导致商业银行的货币创造效应即货币乘数提升，一个直接后果是，即便央行通过加大对冲力度抑制了基础货币的过快增长，境内流动性过剩也难以根本改观。在这种情况下，即使近来商业银行体系内的流动性过剩有所改变，央行出于压低货币乘数的需要继续进一步收紧货币政策并主动收缩利差的压力依然很大。同时大量资金进入以房地产、股市为代表的资产市场不仅积聚资产泡沫风险，加大经济过热压力，更对银行信贷资金的安全带来挑战。

——固定资产投资反弹压力增大。上半年，特别是第二季度，受新开工项目投资增长“由负转正”以及施工项目投资持续增长

的影响，固定资产投资出现了明显的反弹走势，下半年反弹压力加大，主要原因：一是流动性充裕和企业效益提高使得企业可用于投资的资金较为充裕；二是 2007 年中国经济强劲的增长势头使得企业家信心较强，投资的积极性较高；三是部分资源性产品的定价偏低导致该下游行业投资成本和准入门槛较低，行业扩张较快；四是房地产价格持续增长的预期使得房地产投资持续增长；五是金融机构中长期贷款增长较快，放贷意愿较强在一定程度上也推动了投资增速持续反弹。

——前期投资高速增长所形成的产能目前开始大批量释放，产能过剩风险仍不能忽视。

## 五、下半年国内宏观调控政策走向及经济金融走势预测

我们认为，下半年宏观调控的重点是遏制经济金融增长高位加快的势头，切实防止经济增长由偏快转向过热，为此监管层将加强和改善宏观调控，把好土地和信贷两个闸门，加大节能减排和节能降耗力度，提高投资和生产门槛，抑制产能、投资和出口过快增长，同时综合运用利率、存款准备金率及特别国债和公开市场操作等手段继续收紧流动性，抑制货币供应和信贷增长过快增长，并加快经济金融结构调整进程。其中，防止物价进一步上涨和遏制高耗能行业过快增长将是下半年宏观调控的重点。具体措施主要有：

——遏制高耗能行业的过快增长。关闭部分企业生产线，加

快淘汰高耗能行业的落后产能和对中央企业的整合力度，优化产业结构；加快清理发展高耗能产业的土地、税收、电价等优惠政策，提高投资门槛，上调部分矿石产品的资源税率；通过进一步降低甚至取消出口退税率和征收出口关税等措施，严控“两高一资”产品（高耗能、高污染、资源性产品）的出口；抓紧落实完善差别电价政策，研究实行差别排污费、差别水价等政策，促进节能减排。同时监管层将坚持区别对待、有保有压的政策，中西部地区在执行淘汰落后产能的期限和门槛上将比东部地区宽松。

——用行政措施严格控制新开工项目，防止固定资产投资反弹。继续严格执行市场准入标准，切实控制对高耗能高污染行业建设项目的供地。认真执行禁止类、限制类项目用地的规定，抓紧完善和严格执行节约集约用地标准，严肃查处各种违法违规用地行为。控制城市建设规模，深入清理和规范各类开发区。

——进一步紧缩货币政策。预计今年下半年央行还将分两次提高贷款基准利率共 45 个基点，同时分两次上调存款基准利率共 54 个基点，目前已各提高了 27 个基点，下一次升息将可能加大存款利息调高的幅度，导致利差进一步缩小；同时利息税将在 8 月 15 日起降低至 5%，下一步视通胀情况不排除被取消的可能；引导货币市场利率上行，同时继续扩大银行同业资金市场的拆借主体范围，加快 SHIBOR 基准利率的建设进程；今年还将分两次提高存款准备金率各 0.5 个百分点，并分期发行 1.55 万亿元特别国

债，作为央行回收流动性的一个重要工具。

——高度关注银行信贷快速反弹势头，加大窗口指导，并继续对信贷增长过快的银行采取定向票据发行、重点谈话等行政措施；将出台强硬政策，严格查处信贷资金流入股市的银行；严格限制对高耗能、高污染企业的贷款；同时将加大对农业、中小企业、自主创新、节能环保及就业等贷款的支持力度。

——加快人民币汇率制度改革及人民币对美元的升值速度。拓宽外汇储备投资渠道，合理增加黄金储备及买入石油等战略资源；继续放宽对银行结售汇的管制和对境内企业及个人用汇限制，允许更多的外国企业和国际机构在国内发行人民币债券；加大对入境资金的监控，开展外汇资金流入及结汇和部分地区银行自身收结汇的检查，加强外债管理，改进外债统计监测，严格控制外债的过快增长；重点监督短期投机性资本流入，强化对短期资本流动的监控和管理，依法对没有实际交易背景和虚报出口交易额的外汇流入进行查处；逐步放宽个人对外金融投资的限制，继续扩大 QDII 的经营主体和投资范围。

——加快退税制度改革，稳步推进原材料及资源价格改革。在降低“两高一资”行业出口退税率的同时，将加大对装备制造业的出口退税，并加大对关键技术设备及有利于节能降耗设备的进口。

——大力发展企业债券，减少对其发行利率和额度的控制，

推动以 SHIBOR 为基准利率进行市场化定价。通过加快海外上市的境内公司回归 A 股及发展优质境内上市公司等措施扩大资本市场容量，并择机推出金融衍生产品。

综合以上对上半年经济金融运行态势的分析、下一步可能出台的调控措施及国际经济金融走势，我们做出如下判断：07 年中国 GDP 增速将达到 10.9%；全年城镇固定资产投资增长将超过 25%；全年工业增加值增长 18%；社会消费品零售额增长超过 15%；全年出口增长 23%，进口增长 20%，贸易顺差约 2500 亿美元；全年 CPI 上涨 3.2%；全年金融机构人民币贷款增量将接近 3.5 万亿；M2 增幅将超过 16% 的央行目标；全年人民币对美元的升值幅度将接近 6%；流动性过剩局面可望进一步改观。

但值得特别指出的是，随着下半年宏观调控政策的加强，宏观经济也面临着波动下行的风险，尤其是随着节能减排措施的出台，投资门槛的不断提高，投资需求有可能出现波动。

## 六、下半年商业银行需重点关注的几个方面

——加息及利差进一步收窄将使银行盈利压力加大，因此必须加快中间业务发展。虽然目前由于“短存长贷”使利差收窄对银行收益影响不甚明显，但随着监管层进一步收窄利差并抑制贷款过快增长，贷款收益趋于下降。同时，特别国债发行将会导致债券市场长期国债收益率上行，从而拉低银行持有的债券价格，债券资产中交易类和可供出售类债券将面临贬值风险。鉴此，商

业银行应加快本外币一体化产品创新，大力拓展基金托管、企业年金托管、券商第三方存管及 QDII 等证券市场类、投资银行及综合理财业务，同时努力提高交易类资产的比重和收益。此外，还应积极应对利率变动将更为频繁的趋势，加强利率风险管理，提高贷款议价水平和资金配比管理水平。

——严格控制信贷计划的执行进度和投放节奏，预防可能的由于经济下行带来的贷款风险，密切跟踪监管层对遏制高耗能和高污染产品过快增长的各项政策和措施，及时引导信贷退出，防止经济周期波动带来的信贷资产不良率反弹。

——严防信贷资金进入股市造成的信贷资产风险，认真执行贷前审查和贷后跟踪检查，尤其应严格审查和跟踪新发放贷款资金的用途和去向。

——针对商业银行负债短期化，资产长期化、集中化的矛盾有所加剧，同时，央票和存款准备金占有量增加致使银行低收益资产占比进一步上升的趋势，加强商业银行的资产负债管理，做好资金流向、流量的预测，积极应对资金来源稳定性降低的趋势，提高资金使用效率；并抓住市场利率上行的有利时机，提高资金运作收益。

——随着人民币汇率波动幅度扩大，一方面要切实防范汇率风险，尤其应准确计算外汇风险敞口头寸；另一方面应加大外汇衍生产品创新，增加双边操作获利的可能性。