

经济增势好于预期仍不能忽视下行风险

严防全面通胀将成为宏观调控重点

——2008 年一季度中国经济金融运行态势分析及全年展望

中国工商银行城市金融研究所课题组¹

(本报告仅代表课题组观点，与所在机构无关)

报告精要：

● 2008 年一季度的经济金融形势较为复杂，我国宏观经济增长虽然出现了回落态势，但在内外部众多负面因素的影响下依然保持了较快增长势头，总体形势良好，超出了我们及绝大多数市场机构此前的预期。

● 一季度经济金融运行的最大亮点是，货币信贷增速得以初步控制，这将十分有利于遏制全面通胀，显示宏观调控已初见成效。

● 但今年经济金融运行的复杂性将在二季度集中体现。一方面，当前中国经济最大的风险在于通胀压力持续加大，同时经济运行仍存在向过热方向演变的可能，尤其是境外流动性输入的倾向明显增强会加剧国内经济运行的过热压力；但另一方面不可掉以轻心的是，宏观经济的确存在下行波动的风险，尤其应防范经济增长下滑与通胀持续上升并存导致的“滞涨”局面。

● 下一步监管层的调控重点是力控通胀风险，坚持从紧货币政策和稳健财政政策的大方向，着重各种调控工具和政策手段的有效搭

¹ 课题负责人：詹向阳、樊志刚，课题执笔人：邹新、赵新杰、赵幼力、朱妮、李露。

配；同时注重相机抉择，把握好促进经济增长与抑制通胀的平衡点，真正做到“有保有压”，并密切关注经济走向，做好应付经济下行的准备，确保经济平稳较快增长。

- 基于上述判断并考虑到全球经济金融走势，我们将今年年初“08 年中国 GDP 增速约为 10.3%”的预测调高为“10.5%”。

2008 年一季度的经济金融形势较为复杂，我国宏观经济增长虽然出现了回落态势，但在内外部众多负面因素的影响下依然保持了较快的增长势头，总体形势良好，超出了我们及绝大多数市场机构此前的预期：一季度 GDP 同比增长 10.6%，比上年同期仅回落 1.1 个百分点；经济结构调整出现新进展；固定资产投资增速小幅反弹；消费持续平稳快速增长；进口增长强劲，出口增速放缓；扣除部分受管制行业之外的工业企业利润增速依旧较快；货币信贷增速明显放缓，而存款逐渐回流；债券市场回暖以及银行间市场资金稳定程度提高等。尤其是货币信贷增速得以初步控制，将十分有利于遏制全面通胀，显示宏观调控已初见成效。

但今年经济金融运行的复杂性将在二季度集中体现。一方面，经济增长向过热方面发展的风险仍然存在，尤其是 PPI 向 CPI 传导效应日益明显，全面通胀风险还在持续加大，同时：投资和贷款增速的反弹压力不可忽视；境外流动性输入

倾向总体明显增强；银行体系流动性充裕状况加剧等。但另一方面，经济增长也面临波动风险，这突出地表现在，二季度出口持续平稳增长的难度会明显加大，就业和企业盈利增长面临较大的不确定性，同时受物价加速上行等因素的影响，消费和投资平稳增长亦面临一定的不确定性。

因此，今年监管层的调控重点是力控通胀风险，继续保持宏观调控政策的连续性，坚持从紧货币政策和稳健财政政策的大方向，着重各种调控工具和政策手段的有效搭配；同时注重相机抉择，把握好促进经济增长与抑制通胀的平衡点，真正做到“有保有压”，并密切关注经济走向，掌握好调控节奏，做好应付经济下行的准备，确保经济平稳较快增长。

基于上述判断并考虑到全球经济金融走势，我们将今年年初“08 年中国 GDP 增速约为 10.3%”的预测调高为“10.5%”。

一、一季度国内宏观经济走势分析

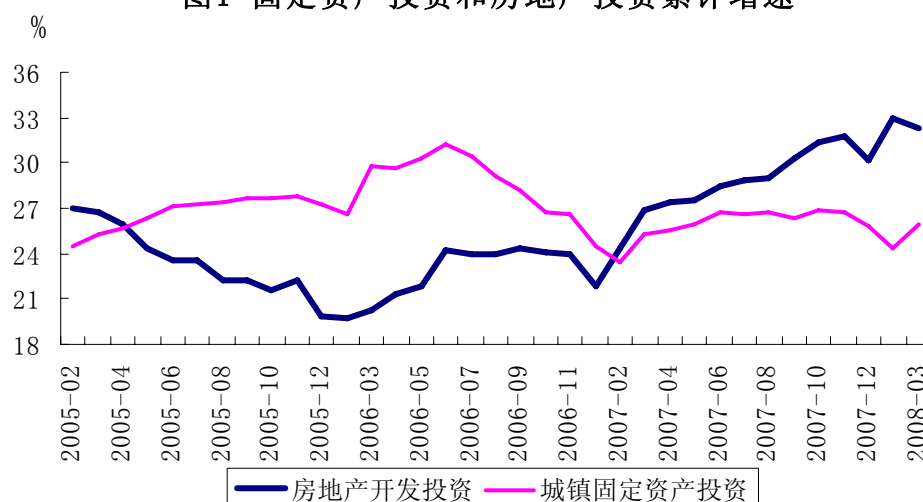
据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值 61491 亿元，按可比价格同比增长 10.6%，比上年同期回落 1.1 个百分点，高于我们此前的预期，尤其该增速是在上年一季度 GDP 数据由 11.1%调高到 11.7%的基础上实现的，表明经济增长虽有所降温，但总体上依然增长强劲。

(一) 名义固定资产投资增长依然较为强劲

一季度，未扣除价格因素的名义全社会固定资产投资

21845 亿元，同比增长 24.6%，比上年同期加快 0.9 个百分点。其中，城镇固定资产投资 18317 亿元，增长 25.9%，同比加快 0.6 个百分点，比前两个月增速加快 1.6 个百分点，与 07 年全年基本持平（见图 1）；农村固定资产投资 3529 亿元，增长 18.3%，加快 1.6 个百分点。

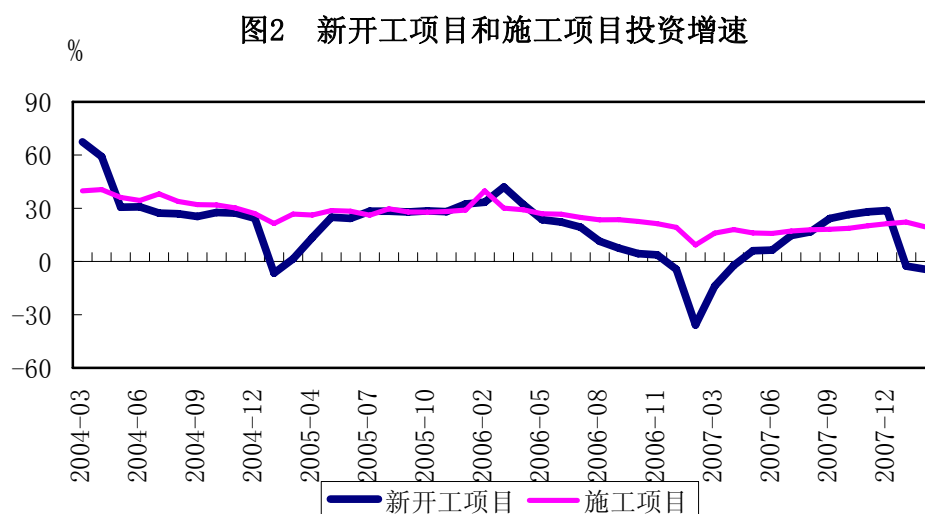
图1 固定资产投资和房地产投资累计增速



资料来源：国家统计局、中国人民银行、Bloomberg、中国工商银行城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC）（下同）

推动固定资产投资增长主要有以下因素：一是第一产业投资增速十分强劲，第一产业和第三产业投资增速分别比上年同期加快 60.5 和 1.3 个百分点；二是中西部投资对投资的贡献度提高。一季度东、中、西部地区城镇投资分别增长 22.3%、35.2%和 27.7%，中、西部投资占全国投资的比重分别比上年同期提高 1.5 和 0.2 个百分点，亦表明经济区域结构调整有新进展；三是房地产投资同比增速较快，一季度，房地产开发投资 4688 亿元，增长 32.3%，同比加快 5.4 个百分点；四是施工项目投资平稳增长。截至 3 月底，城镇 50

万元以上施工项目累计 92925 个，同比增加 5827 个；施工项目计划总投资 141654 亿元，增长 16%（见图 2）。四是投资价格高涨亦是固定投资增长依然强劲的一个重要因素。



值得注意的是，如果采用国家统计局首次公布的固定资产投资价格指数来扣除物价因素，一季度全社会固定资产投资实际增速为 16%，同比则有较大回落。同时，作为固定资产投资先行指标的新开工项目下降明显。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%（见图 2）。原因在于：一是投资领域面临的原材料、资金和人力成本压力日益明显；二是出口增速显著下降也促使面向出口的投资需求放缓；三是从 07 年 11 月底对新开工项目的宏观调控效果正在显现；四是春节及雪灾因素。

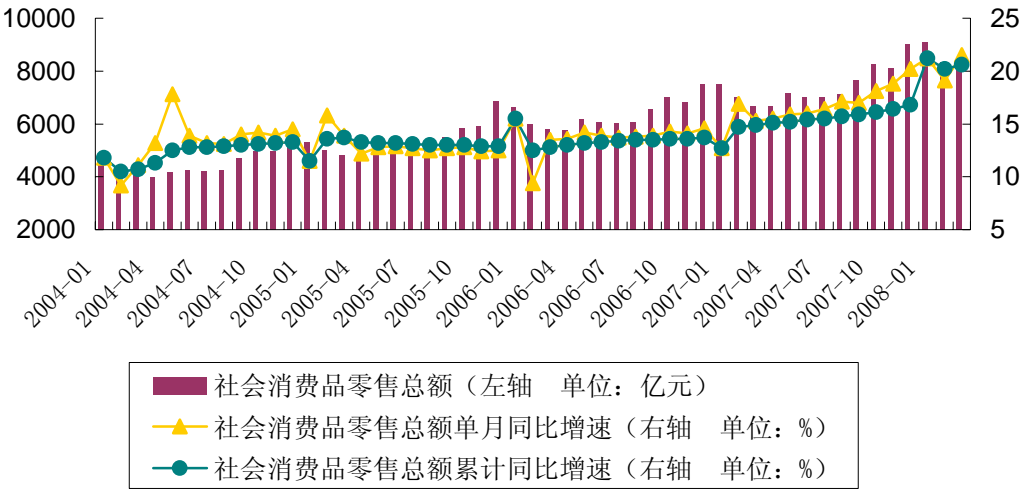
（二）消费持续快速增长，名义增幅再创新高

一季度，即便在股市大幅回调的背景下，国内消费增长势头依然十分强劲，增幅超过了我们此前的预期。一季度社会消费品零售总额 25555 亿元，同比增长 20.6%（见图 3），

创下统计局 1999 年开始公布月度消费数据以来的最高增长纪录。剔除价格因素后，实际增速约为 12.4%，与 07 年基本持平，实际增幅相对平稳。

图3 社会消费品零售变动趋势
(2004. 01-2008. 03)

单位：%



消费快速增长的原因：一是国民经济保持了较快增长，有助于生产与消费形成良好互动，支持消费扩大；二是居民收入保持较快增长，一季度农村居民人均现金收入同比增长 18.5%，比上年同期提高 3.3 个百分点。政府还明显加大了转移支付和社会保障措施的力度；三是春节因素有力地刺激了国内消费。据商务部最新市场监测，大年三十至正月初六，我国实现社会消费品零售总额 2550 亿元人民币，约占一季度社会消费品零售总额的 10%。尤其是一季度金银珠宝类零售总额增长了 47.5%；四是消费物价的高位运行也推动了消费品零售额的增长，其中食品类价格对消费增长的影响尤其明显，一季度粮油类消费增长 38.1%，肉禽蛋类消费增长

31.3%，而1-3月份油脂价格上涨幅度均超过35%，肉禽及其制品价格上涨也超过了40%；五是消费结构升级和消费热点形成。汽车、金银珠宝类商品零售额增速较快，一季度汽车类商品零售总额增长37.1%，并带动石油及制品类消费增长42.5%。

但同时值得关注的是，受近期国内物价上涨加快的影响，08年一季度国内消费者信心指数为94.8，较上季度回落1.7个百分点；代表消费者对当前经济状况满意程度的满意指数为90.8，反映消费者对未来经济前景看法的预期指数为97.5，该两个指标较上季度也出现了回落。

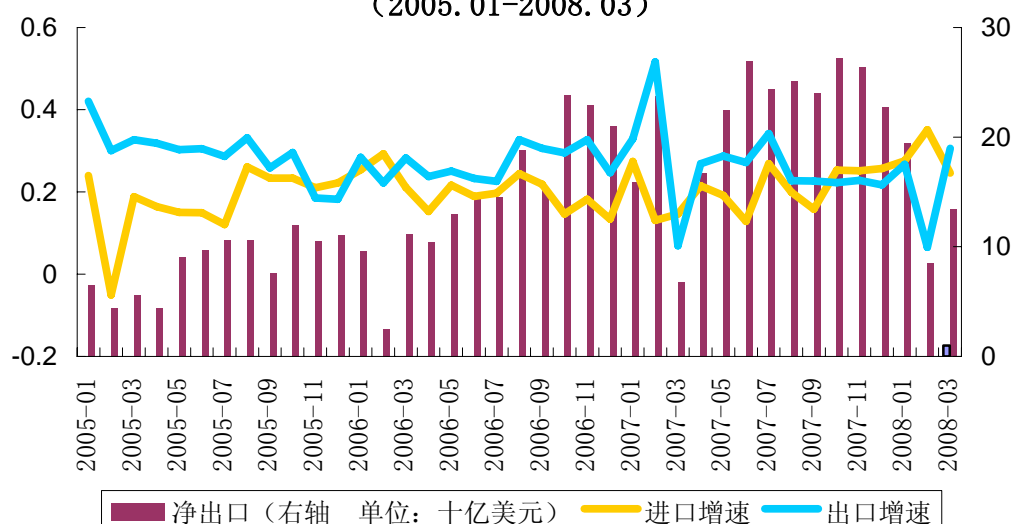
（三）对外贸易进口增长强劲，出口增速明显放缓

一季度我国外贸进、出口总值实现5703.8亿美元，同比增长24.6%。其中，进口2644.8亿美元，同比增长28.6%；出口3059亿美元，同比增长21.4%。进、出口同比增速较上年同期分别提高、下降了10.4和6.4个百分点，较07年全年则分别提高、下降了7.8和4.3个百分点（见图4），与我们此前的预测基本一致²。进口保持较快增长的原因：一是居民消费需求走旺；二是企业对投资品的需求仍居高不下；三是由于年初国内的雨雪灾害，修复基础设施、筹集救灾物资等都会在一定程度上导致进口增加。出口放缓的原因：一是美国次贷风波后全球经济尤其是发达经济体的经济增速明

² 详见我所2008年3月10日的研究报告《准确把握内外形势 经济平稳增长可期》。

显放缓³致使我国对美出口增速大幅放缓，对欧元区的出口增幅也开始放缓；二是 07 年上半年出台的一系列外贸调控政策的效果开始集中显现；三是一季度人民币对美元升值加快也在一定程度上导致出口放缓。在外需增长放缓和内需依然强劲两大因素的共同作用下，一季度实现贸易顺差 414.2 亿美元，同比下降 10.6%，环比大幅下降 45.7%，基本符合我们此前的预期。

图4 我国单月进出口变动趋势
(2005.01-2008.03)



从贸易方式来看，一般贸易比重持续上升并超过加工贸易。一季度一般贸易进出口 2705.3 亿美元，占进出口总值比例为 47.4%，同比增速较上年同期高出 6.3 个百分点；加工贸易进出口 2411.5 亿美元，占进出口总值比重为 42.3%，同比增速较上年同期下降 4.5 个百分点，并低于一般贸易 5.1 个百分点。进出口贸易方式结构进一步趋于优化的同时，也

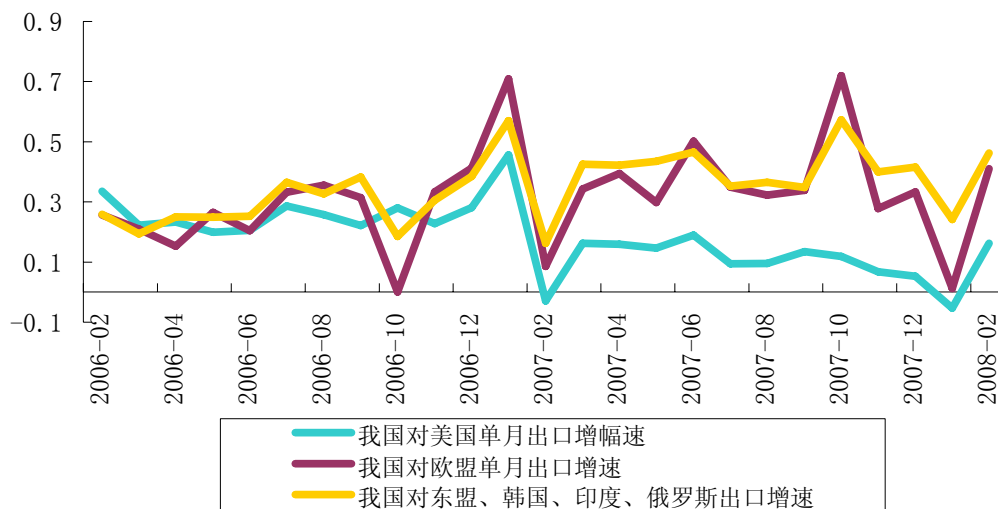
³ 详见我所 2008 年 4 月 28 日发布的研究报告《全球经济增长明显放缓 国际通胀压力持续加大——2008 年第一季度中国工商银行国际经营背景分析》。

表明美、欧等发达经济体尤其欧元区经济下滑的负面影响在逐步显现（加工贸易出口受发达经济体需求的影响要远高于一般贸易）。

从区域结构看，一季度我国对美国、欧盟出口增速大幅放缓，但同时，对新兴市场经济体却依然保持了稳中有升的增长态势（见图 5）。一季度，我国对美国出口增长 5.4%，较上年放缓 9 个百分点；对欧盟出口增长 24.2%，较上年放缓 5 个百分点。尽管一季度人民币对欧元贬值有利于我对欧出口，但欧元区经济明显趋冷致使我国对欧出口面临较大回落压力。同时，一季度我国对东盟、韩国、印度和俄罗斯出口分别增长 34.4%、33.4%、48.2%和 51.7%，较上年全年增幅均实现了较大的提高。新兴市场经济体对我国出口商品的旺盛需求可望成为今年支撑我国出口稳定增长的重要力量，这也与我们此前的预期完全一致。

图5 我国出口分地区变动趋势
(2006. 01-2008. 02)

单位：%



但值得关注的是，一季度贸易条件继续向不利方向发展。一方面，由于国际市场上石油、粮食等大宗商品价格加速上升，近期我国主要进口商品石油、铁矿石、大豆等进口价格均出现了较大幅度的攀升，这可以从进口商品的数量和金额增幅的对比中看出；而另一方面，由于国内生产要素价格仍然偏低，同时美、欧等经济增速明显放缓导致外部需求明显收缩，出口商品价格难以实现较大幅度提高。贸易条件趋于恶化会进一步拉低贸易顺差额。

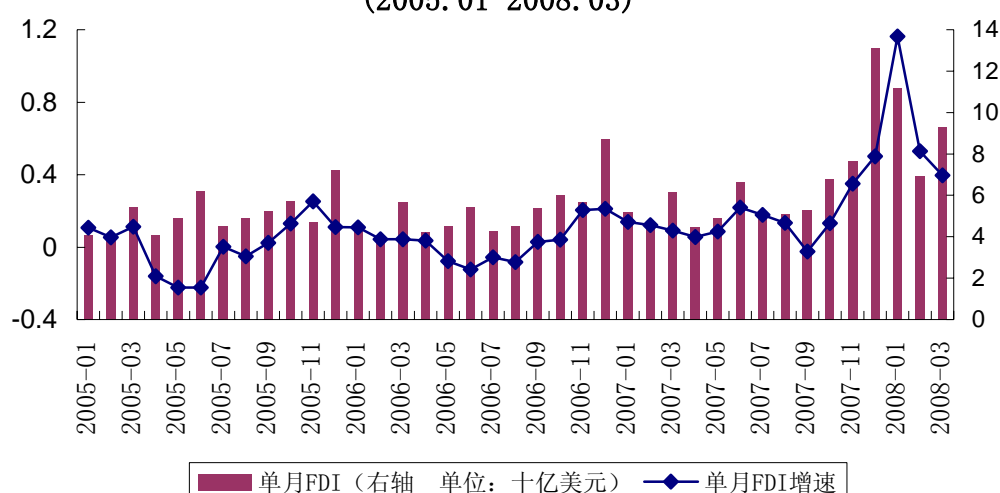
（四）外商直接投资增速迅猛，境外流动性输入倾向明显增强

一季度，全国新批设立外商投资企业 6949 家，同比下降 25.26%；实际使用外资金额 274.14 亿美元，同比增长 61.26%（见图 6）。尤其是 08 年 1 月份，实际使用外资金额

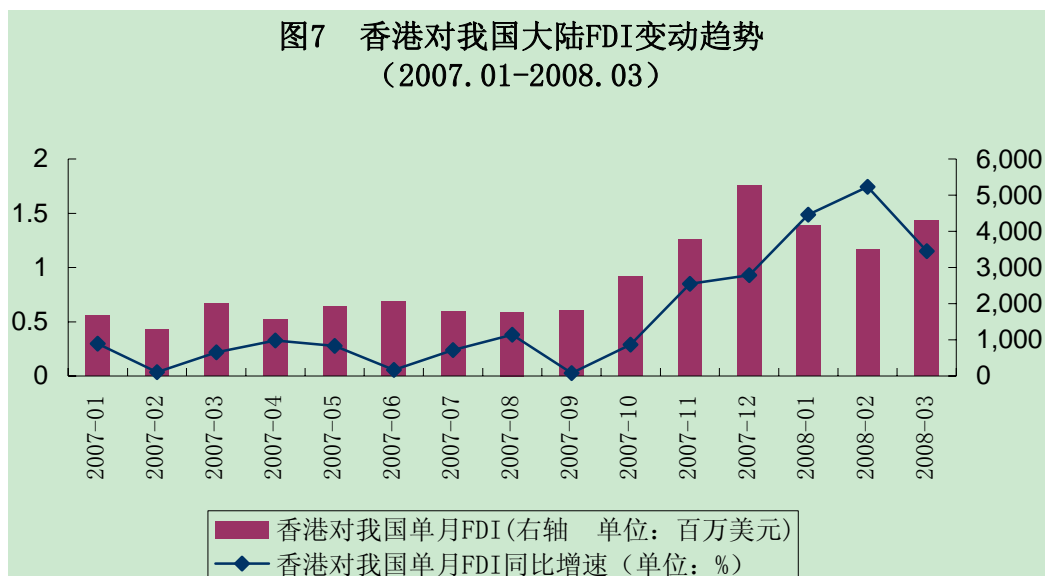
同比增幅高达 109.78%，较 07 年全年增长 96.2 个百分点，而同期外商投资新批设立企业却同比下降 13.41%。在新批设立外资企业数量持续回落的同时，实际使用外资金额增速迅猛，在相当程度上表明我们年初关于“在以美国为代表的发达经济体持续放松银根加剧全球流动性过剩的背景下，境外流动性的输入倾向将进一步增强，从 08 年起，作为全球最大新兴市场的中国很可能要经受境外流动性输入的更大考验”的判断与实际相符⁴。

从外资的来源地看，中国香港对大陆的 FDI 近几年一直保持着绝对额和增幅的高增长（见图 7），其中今年一季度同比增幅超过 140%，投资额占流入中国大陆 FDI 总额的比重也猛增至 44%，较上年全年提高约 10 个百分点。从后续的分析亦可看出，香港已成为境外资金流入境内的一个十分重要的通道。

图6 FDI变动趋势
(2005.01-2008.03)

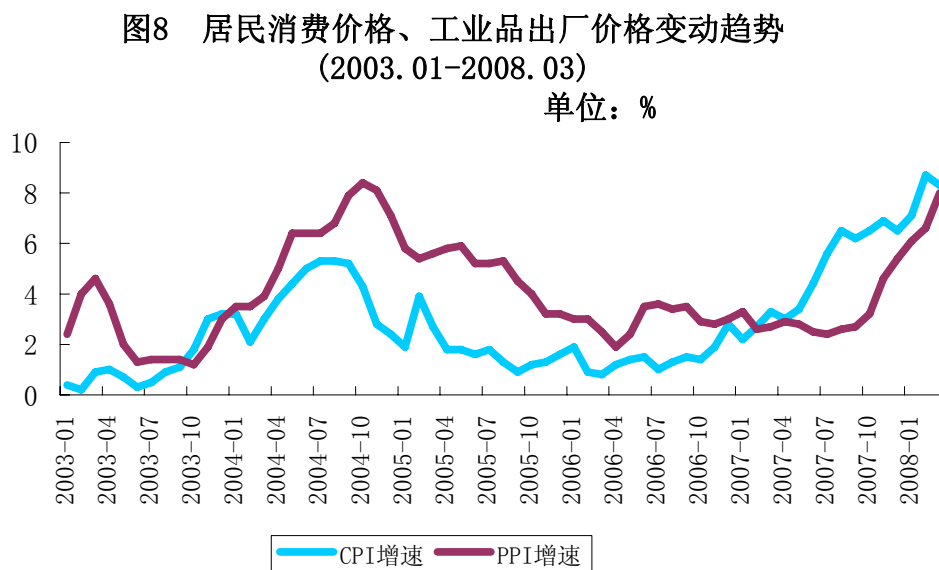


⁴ 详见我所 2008 年 3 月 10 日的研究报告《准确把握内外形势 经济平稳增长可期》。



（五）消费物价高位运行，工业品出厂价格加快上涨

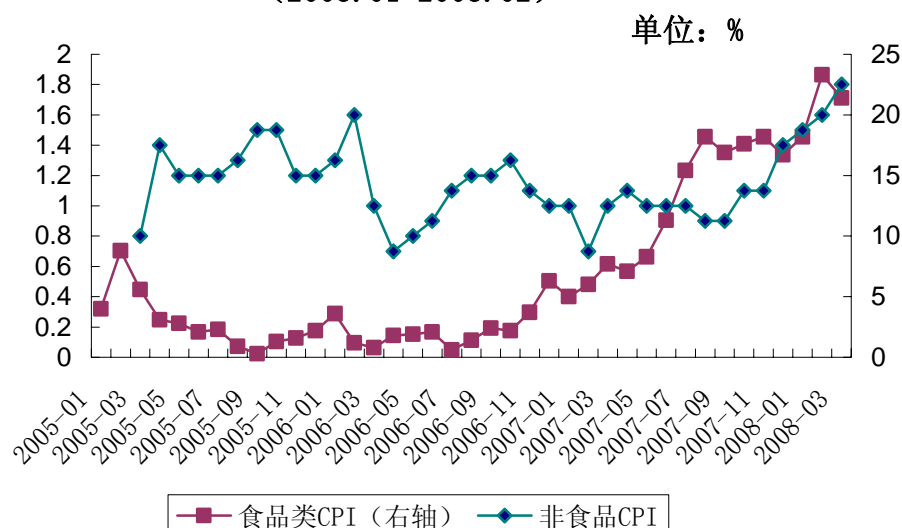
一季度国内居民消费价格指数（CPI）增速为8.0%（3月份同比上涨8.3%），涨幅比上年同期高出5.3个百分点（见图8），与我们此前的预测完全一致。尤其是2月份CPI同比上涨8.7%，创1997年以来月度新高，使通胀压力持续加大成为当前中国经济面临的一个主要风险⁵。



⁵ 详见我所2008年4月2日发布的研究报告《在控制通胀上升风险和确保经济平稳增长之间力求平衡——兼论本轮通胀压力上升的成因、走势及调控取向》。

从CPI的结构看，一季度食品价格与居住价格涨幅尤为明显，成为拉动物价上涨的两大主要因素：食品价格上涨21.0%，拉动价格总水平上涨6.8个百分点，尤以油脂和猪肉价格涨幅惊人，增速均在50%以上；居住价格上涨6.6%，拉动价格总水平上涨1个百分点（见图9）。此外，受石油及钢铁等价格高涨影响，车用燃料及零配件价格涨幅也达到7.8%，而其他商品价格涨势则仍相对温和。

图9 食品类、非食品类CPI走势
(2005.01-2008.02)



尤其值得高度关注的是，近期工业品出厂价格（PPI）出现明显的加速上涨势头，这印证了我们前期的预警，表明通胀的成本推动效应愈发显著。PPI于07年10月突然升至3.2%，较上月上涨0.5个百分点，此后一路上行，08年3月份同比增速高达8.0%，较上月大幅跳升1.4个百分点，增速创下05年以来新高，并延续了去年6月份以来的加速上涨势头。一季度PPI增速高达6.9%，远高于07年一季度的2.9%，

也高于07年全年的3.1%。PPI同比增幅的快速攀升会进一步向消费物价传导，从而加大下半年物价水平回落的难度。一季度原材料、燃料、动力购进价格涨幅达9.8%（见图10），3月份高达11.0%。从PPI的结构看，食品、原油、黑色金属冶炼及压延加工业等受国际原材料价格影响显著的商品出厂价格涨幅明显加快，3月同比涨幅分别较07年3月加快7.1、47.5和14.3个百分点（见图11），表明PPI上涨受国际大宗商品价格拉动的影响日趋明显。

图10 PPI、原材料燃料动力购进价格增速走势
(2003.01-2008.03)

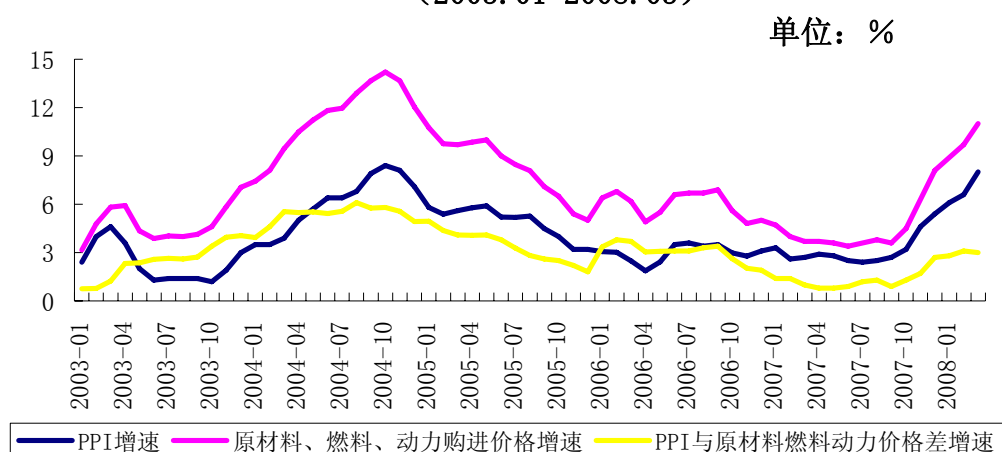
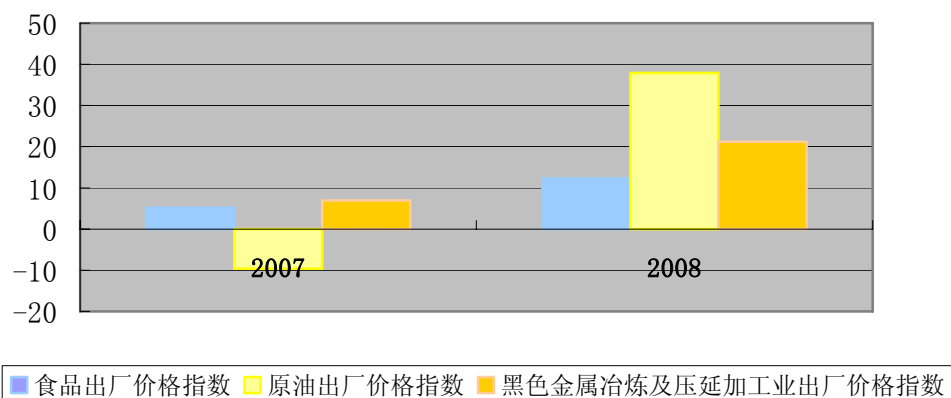


图11 PPI分类别变动
(2007.03—2008.03)

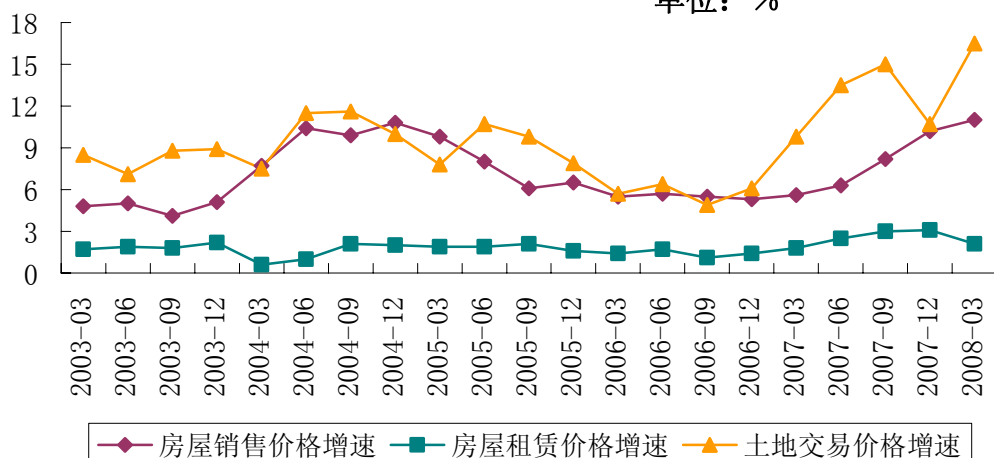
单位：%



与此同时，一季度全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 11.0% (3 月份上涨 10.7%)，比上年同期提高 5.4 个百分点（见图 12）。尽管 2、3 月份涨幅较 1 月份略降 0.4 和 0.6 个百分点，但仍处于较高水平，主要原因：一是住宅供应仍偏紧；二是居民购房需求总体看仍较旺盛；三是居民可支配收入较快增长亦增强了其支付能力。

图12 房地产价格增速走势
(2003年1季度—2008年1季度)

单位：%



但另一方面，目前国内房地产市场成交量的持续低迷则

充分显示了今年房价缺乏大幅上涨的持续动力⁶。自 07 年 11 月以来，国内楼市逐渐步入“观望期”，交易量明显下降，部分城市房价环比出现下降。尤其是在监管层强有力的房地产调控政策效应日益显现的背景下，成交量的持续低迷加剧了大部分开发商资金链紧绷的状况，主动回调房价的压力日益增加。从整体上看，今年房价有可能呈小幅上涨态势，部分城市不排除阶段性回落的可能。

（六）工业增速总体回落，但 3 月份反弹明显

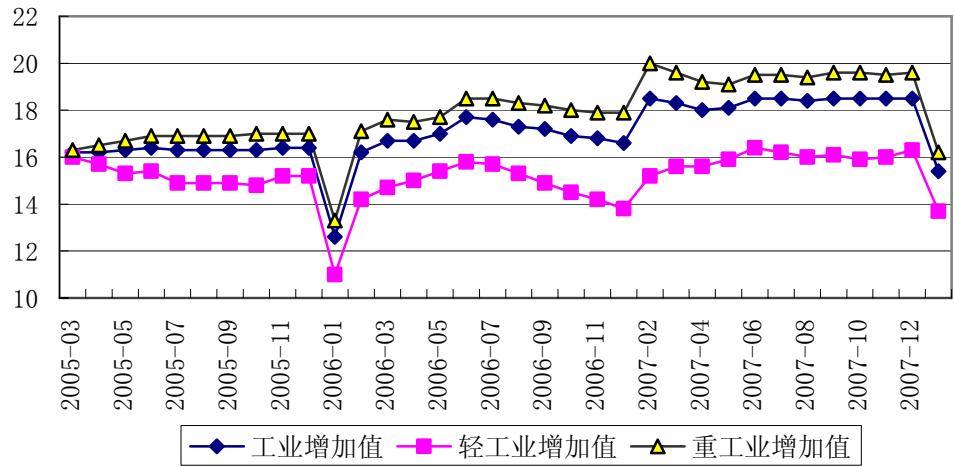
一季度工业增长趋势主要体现为，规模以上工业（全部国有企业及年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同）增加值增速在 2 月份出现显著回落，3 月份出现较为明显的反弹。2 月份工业增加值增速回落的原因主要为雪灾对工业企业运行的影响，而灾后重建及工业企业灾后扩大再生产则提高了 3 月份的工业增加值。一季度全国规模以上工业增加值同比增长 16.4%（3 月份增长 17.8%），比上年同期回落 1.9 个百分点（见图 13），但比前两个月增速回升 1 个百分点。

分企业类型看，国有及国有控股企业增加值增长 12.9%；集体企业增长 11.6%；股份制企业增长 18.9%；外商及港澳台投资企业增长 14.3%。分轻重工业看，重工业增长 17.3%，轻工业增长 14.7%，两者之间差距为 2.6 个百分点。从主要地区看，内蒙古、河南、湖北、重庆等中西部地区工业增速

⁶ 据统计，一季度广州新住宅成交量同比下降幅度超过 52%，同期上海住宅市场总成交面积比前一季度下降 4%，北京住宅日均销售量也出现大幅下降。而该情况在南京、重庆、福州、鄂尔多斯等二、三线城市同样存在。

超过东部地区。一季度，工业产销衔接状况良好。工业产品销售率为 97.7%，比上年同期提高 0.5 个百分点。

图13 工业增加值及轻重工业增加值累计增速
单位：%



工业增长的行业结构体现为以下特征：一是多数机械制造业和上游采矿业总体增速快于其他工业行业。一季度，通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业和电气机械及器材制造业这四个行业的累计增速均超过 20%；黑色金属矿采选业的累计增速为 38.3%。二是受原材料成本上升和外需增速下降影响较大以及受管制的行业增长相对慢于工业增长的总体增速。如纺织业增长 12.7%；化学原料及化学制品制造业增长 14.1%；电力热力的生产和供应业增长 13.2%；水的生产和供应业增长 7.8%；有色金属冶炼及压延加工业增长 12.5%。

（七）工业利润增速总体放缓，但扣除受管制行业外的企业利润增速仍较快

08年前两个月，全国规模以上工业企业实现利润3482亿

元，同比增长16.5%。16.5%的利润同比增速是最近两年来的最低水平，而上年同期这个数据是43.8%（见图14）。与之相对应，在销售收入增速保持相对平稳的同时，工业企业整体的销售利润率从上年末的6.47%下滑到5.57%（见图15）。同时，08年前2个月亏损企业亏损额同比增长97.91%，增速创2005年以来新高。

图14 2008年初企业利润累计增速出现明显下降
单位：%

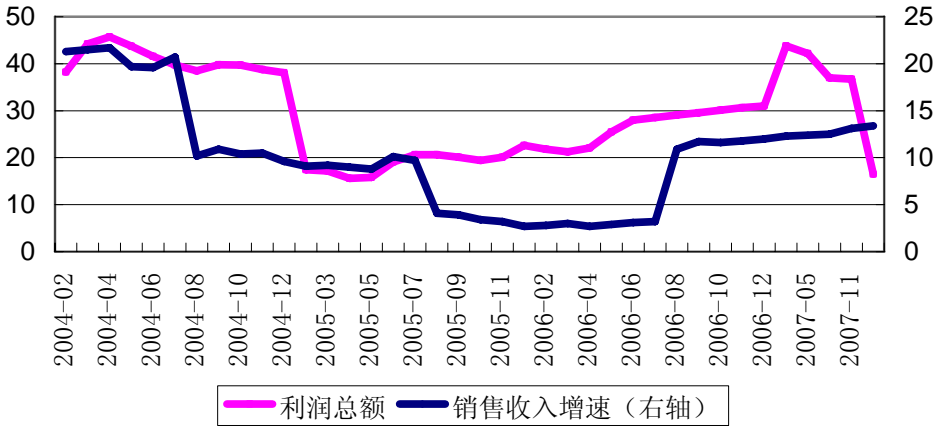
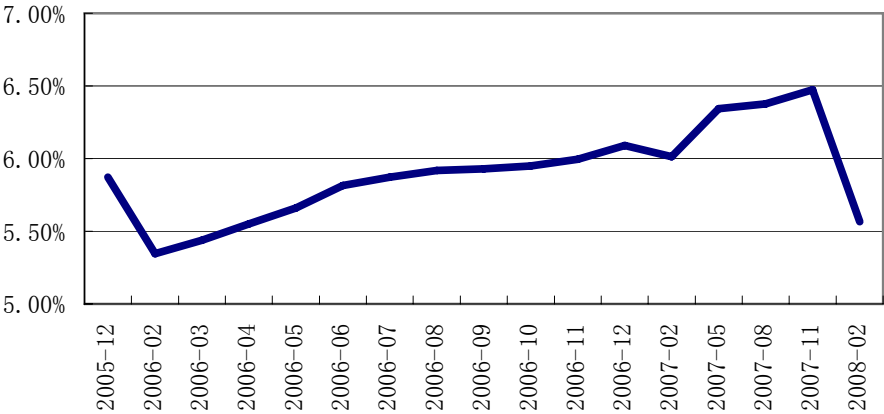


图15 工业企业销售利润率出现明显下降



总体看，工业企业利润明显下降的直接原因是上年同期基数较大、08年2月份雪灾的影响以及对成品油和电力等行

业的价格管制。08年前2个月，由于原油价格飙升和价格管制，石油加工及炼焦业由上年同期利润156亿元转为净亏损206亿元；而在电煤成本上升的压力下，电力行业利润由上年同期的66.7%的增长直线下滑到61.0%的负增长。如果剔除这两个行业的影响，其它行业实现利润同比增长37.5%，较上年同期上升6.1个百分点。在39个工业大类行业中，34个行业利润同比实现增长⁷。

一季度企业利润分化较为明显，新增利润主要集中于上游采矿业、中游制造业中的机械工业以及下游的消费品行业。一季度新增利润前五大行业是：石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业、交通运输设备制造业、农副食品加工业、通信设备计算机及其他电子设备制造业。而与之对比鲜明的是，部分中游的加工业则普遍出现了利润增速大幅下滑的情况。08年1~2月，钢铁行业、有色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业规模以上企业实现利润的增速分别由去年同期的3.6倍、31%、2.2倍、80.1%下滑至15.9%、1.6%、-0.2%和15.9%。

二、一季度国内金融运行分析

（一）货币供应量增速“双降”，货币活期化趋势减弱

2008年3月末，广义货币供应量（M2）和狭义货币供应量（M1）增速实现双降（见图16），其中，M2余额为42.31

⁷ 详见我所2008年4月24日发布的研究报告《当前中国工业企业利润增长情况分析 & 走势预判》。

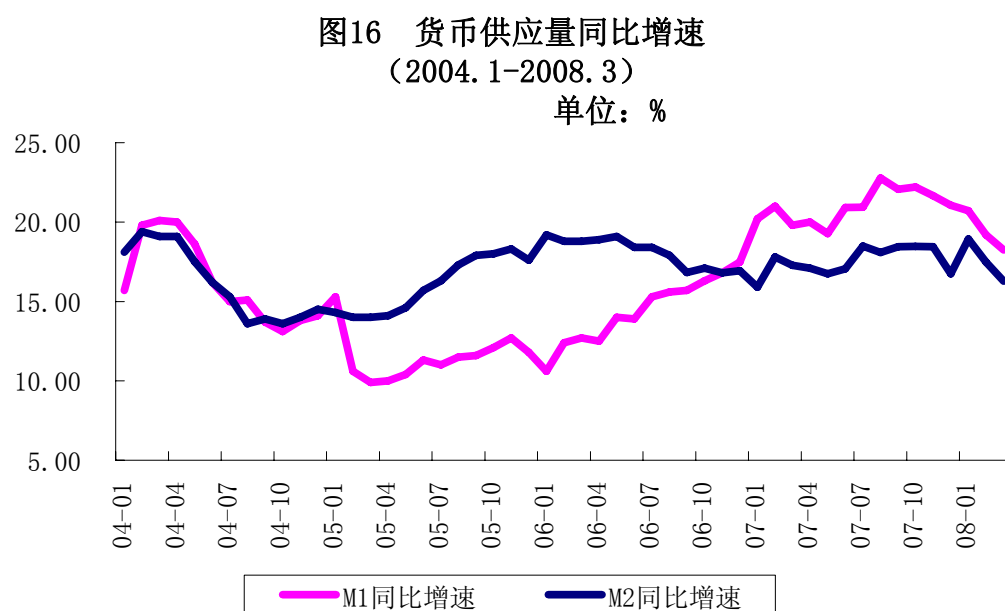
万亿元，同比增长 16.29%，增幅比上年同期下降 1 个百分点，低于我们的预期。该水平不仅处于近 3 年的历史低位，也是近 14 个月的最低位。M2 的生成由境外资金输入和境内贷款派生两个环节构成，一季度，虽然外汇储备增长迅猛，但央行大力度的对冲和 2 次上调存款准备金率基本回笼了被动投放的基础货币，再加上严格的信贷调控制约了商业银行贷款派生能力，双管齐下的有力调控实现了较好的效果。

3 月末 M1 余额为 15.09 万亿元，同比增长 18.25%，比去年同期下降 1.56 个百分点。08 年以来“倒剪刀差”水平持续处于历史低位，自 2006 年底出现的货币活期化现象有了很大改观，一季度平均水平为 1.82%，较去年全年 3.44% 的均值有大幅下降。主要原因在于资本市场持续低迷，交易性货币需求显著下降。

一季度，央行公开市场操作实现资金净回笼量 6610 亿元，加上两次上调存款准备金率所回笼的资金，央行在本币市场上回笼的资金量高达 1.06 万亿元左右，和新增外汇储备形成的基础货币量基本相当⁸。然而，由于外汇储备增长迅猛以及巨额到期释放资金量抵销部分紧缩效果，央行的公开市场操作难度明显加大。一方面，去年一季度大量发行的票据于 08 年到期，另一方面自去年四季度特别国债发行后，央行大量运用正回购调节短期流动性，造成短期回购的累计

⁸ 一季度新增外汇储备 1539.28 亿美元，以 1:7 的汇率折算，则等于 10775 亿人民币。

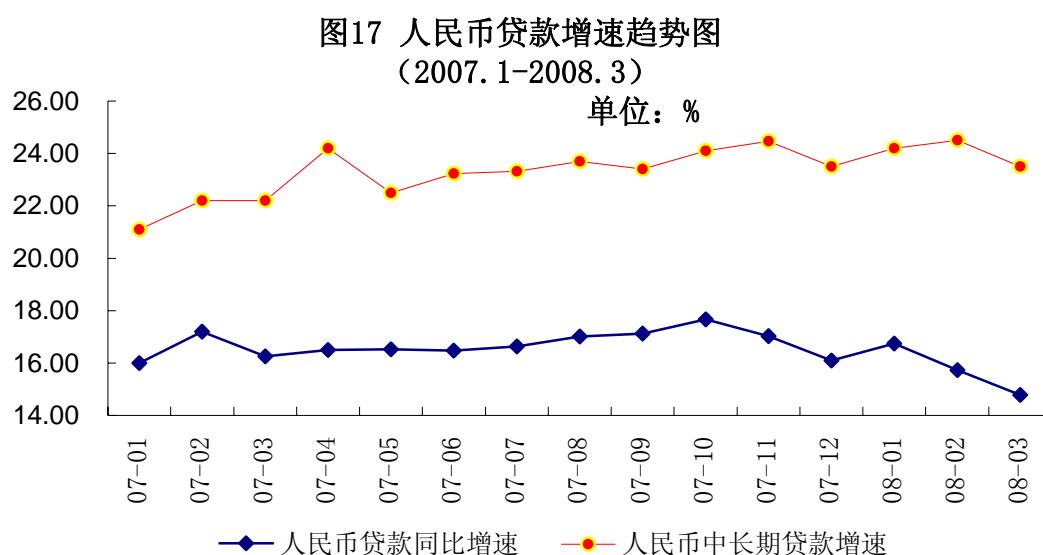
到期量大量上升。虽然整个一季度央行通过公开市场回笼资金量达到创纪录的 3.61 万亿元,然而到期的资金量高达 2.95 万亿元,比去年同期增长一倍以上,导致净回笼资金反而比去年同期减少约 1000 亿元。为避免给今后资金回笼造成压力,08 年一季度央行在央票发行上频频使用长期工具,分散资金到期的时间。三年央行票据发行量累计达到 5710 亿元,比去年同期增加了 1500 亿元,一年央行票据则降至 7180 亿元,比去年减少了近 3000 亿元。



(二)一季度贷款调控效果理想,居民户贷款同比少增,但外汇贷款增长迅猛

3 月末,金融机构人民币各项贷款余额 27.50 万亿元,同比增长 14.78% (见图 17),比去年同期下降 1.47 个百分点,创近两年来最低,与我们之前 14.6%~15%的预期吻合。

一季度人民币贷款增加 13326 亿元，同比少增 891 亿元，但仍处于近几年同期的较高水平（见图 18）。一季度新增贷款约占全年额度的 37%，略高于 35% 的调控目标，信贷额度控制的效果尚属理想。人民币贷款规模同比少增的主要原因是居民户贷款的明显少增和票据融资的大幅减少，其中，居民户贷款增加 2394 亿元，同比少增 928 亿元；票据融资下降 795 亿元，这与信贷严控条件下银行主动压缩盈利性较低的票据业务规模有关。

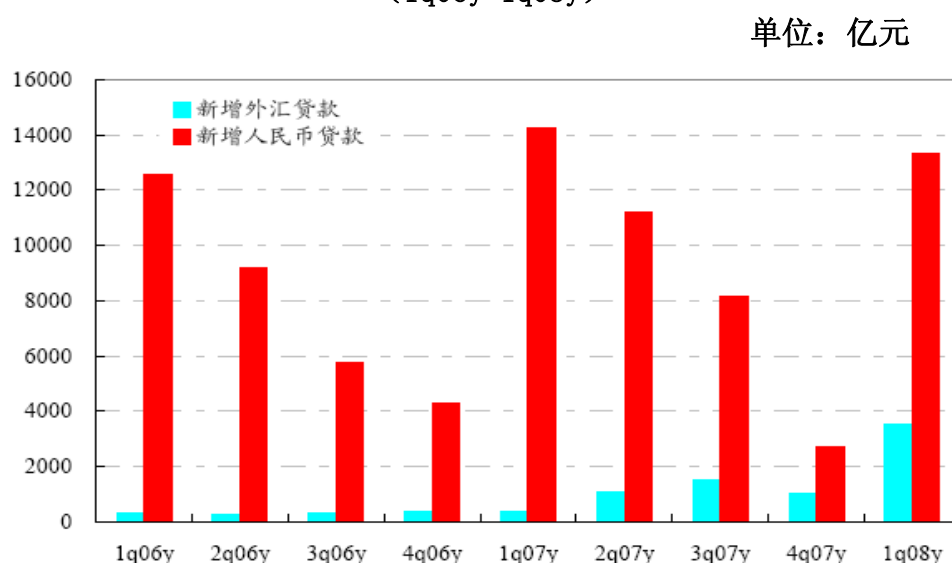


从期限结构看，盈利性较高的中长期贷款增速仍然较快，达 23.5%，处于历史较高水平，高于同期人民币贷款增速 8.7 个百分点。一季度新增中长期贷款相比去年同期多增 1000 亿元，非居民贷款占比达 83.6%，同比多增 1400 亿，居民户占比仅为 16.4%，同比少增 400 亿，延续了去年第四季度以来的下降趋势。这与央行对银行家的调查结果吻合，

一季度企业类贷款需求（包括固定资产投资类和经营周转类）反弹力度较大，而个人消费类贷款需求回升乏力，尤以个人购房贷款需求升势最弱，这再次证明目前房地产市场观望气氛浓厚。

但值得关注的是，一季度金融机构外汇各项贷款激增 488 亿美元，同比多增 462 亿美元，为去年全年外汇贷款增量的 95.5%（见图 18）。自去年下半年开始，随着人民币升值预期的增加和人民币贷款调控力度的加强，加之外汇贷款利率低于人民币贷款，外汇贷款的超常增长是赚取利差和汇差的较好套利模式，企业的外汇贷款意愿快速增强。当然，这其中有相当部分需求源于企业境外投资需求增强致使用汇需求明显上升。以当期平均汇率折算，07 年一季度和 07 年全年的新增外汇贷款在新增本外币贷款中的比重分别为 1.39%和 9.30%，而在 08 年一季度，该比重上升至 20.4%。

图 18 当季新增外汇贷款和新增人民币贷款
(1q06y-1q08y)



资料来源：国泰君安证券研究报告《贷款受控、热钱井喷——点评 1 季度货币信贷数据》

（三）人民币存款增速上升，存款活期化趋势发生明显逆转

一季度，股市和房地产市场持续调整导致投资渠道匮乏，大量资金回流银行体系，再加上去年同期基数较低，人民币存款同比增速上升。3 月末，人民币存款余额为 41.57 万亿元，同比增长 17.35%，增幅比上年末高 1.28 个百分点，比上年同期高 1.41 个百分点（见图 19）。一季度人民币存款增加 26353 亿元，同比多增 7606 亿元。

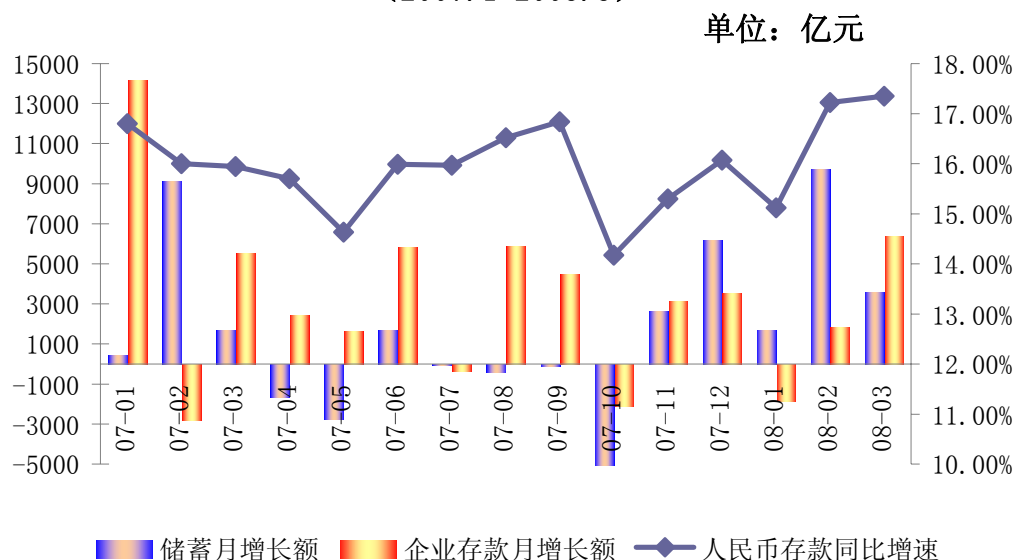
分部门情况看，首先，居民户和财政存款同比增长较多。一季度居民户存款增加 14978 亿元，同比多增 3927 亿元，从 07 年 11 月份以来，居民户存款已经持续上升了 5 个月，08 年 2 月的新增量更是达到近一万亿元的天量。其中股市资金回流是重要原因，但也不排除逐利资金的流入。以香港为例，在美联储连续降息之后，香港与内地的息差大幅上升，3 个月定期存款香港为 0.58%，而内地为 3.33%，再加上人民币兑港元的升值因素，利差收益和汇率收益具有很强的吸引力。国内多家机构的实证调研结果亦表明，香港居民通过各种渠道将港元兑换成人民币并汇入内地人民币账户的情况比较普遍。其次，财政存款增加 5009 亿元，同比多增 1870 亿元，税收收入快速增长是主要原因。一季度全国税收收入同比增长 33.8%，其中证券交易印花税同比增长 387.8%。再

次，受出口增速放缓、筹资减少以及企业利润增速降低等因素影响，企业资金充裕程度大不如前，一季度，企业存款增加 6321.6，同比少增 10564.55 亿元。

存款的期限结构的变化则与 M1、M2 “倒剪刀差” 收窄趋势相呼应，表明存款活期化趋势发生明显变化。一季度，居民活期存款新增 2791.58 亿元，较去年同期少增 2512.85 亿元；居民定期存款新增 12182.63 亿，较去年同期多增 6260.33。新增定期居民户存款在新增居民户贷款总量中占比 81.3%，而去年同期该比例仅为 52.7%。从企业存款角度看，一季度，活期存款减少 1168.56 亿元，定期存款新增 7490.16 亿元。

由于人民币持续升值预期的存在，居民和企业的外币存款意愿持续下降。3 月末外汇各项存款余额 1553 亿美元，同比下降 5.78%，一季度外汇各项存款下降 55 亿美元，同比多降 89 亿美元(去年同期增加 35 亿美元)。在外汇贷款激增和外汇存款下降的共同作用下，银行外汇资金短缺问题不断加剧。

图19 人民币存款增速、增量走势图
(2007. 1-2008. 3)



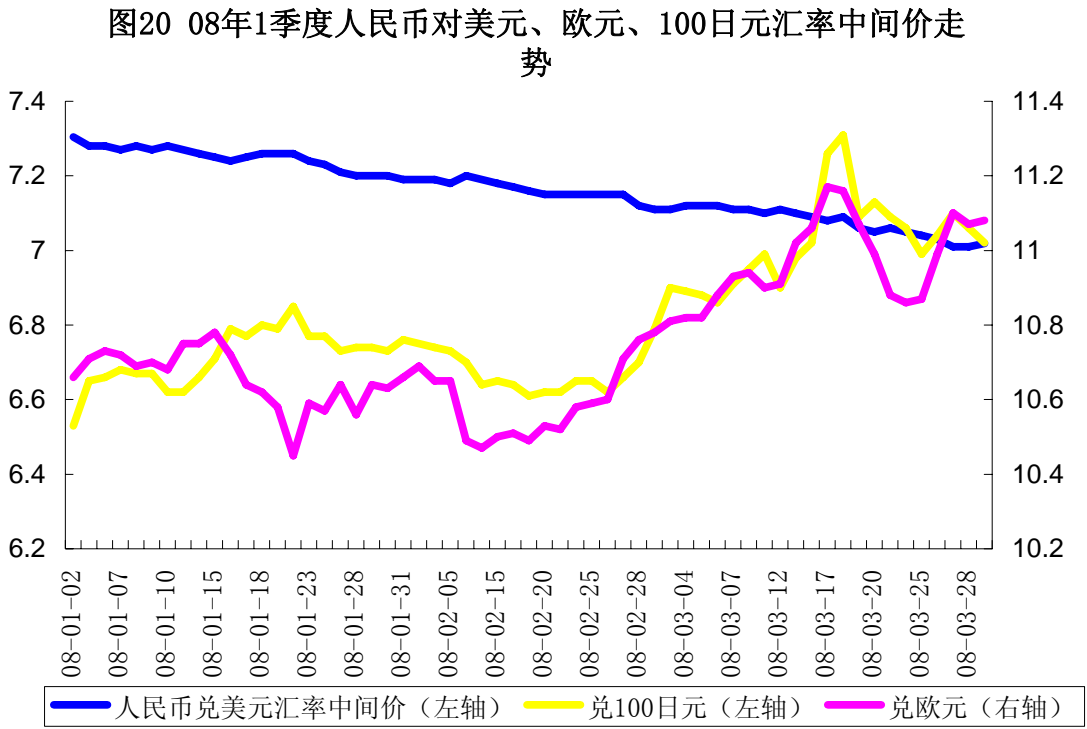
（四）人民币兑美元升值加快，兑欧元、日元由升转贬，实际有效汇率继续上升

一季度受美元贬值加快⁹的影响，人民币兑美元升值速度明显加快，截至3月31日，人民币兑美元汇率中间价为7.0190元，一季度累计升值4.06%，达去年全年6.5%升值幅度的59%，超过前年全年3.35%的升值幅度（见图20）。4月10日，人民币对美元的中间价为6.9920，突破“7”大关。

一季度，人民币兑欧元打破了去年年底的升值态势，累计贬值3.74%。同期人民币兑100日元也一改去年总体升值态势，累计贬值达9.58%。同时从下图可以看出，一季度人民币兑欧元和兑日元的汇率中间价走势趋于一致，这不仅说明美元对世界主要货币的贬值效应在08年得到进一步强化，

⁹ 参见我所2008年4月28日发布的研究报告《全球经济增长明显放缓 国际通胀压力持续加大——2008年第一季度中国工商银行国际经营背景分析》。

导致人民币与非美元货币之间的套算汇率发生了变化，同时也反映了目前美元币值的变动对人民币汇率的巨大影响。



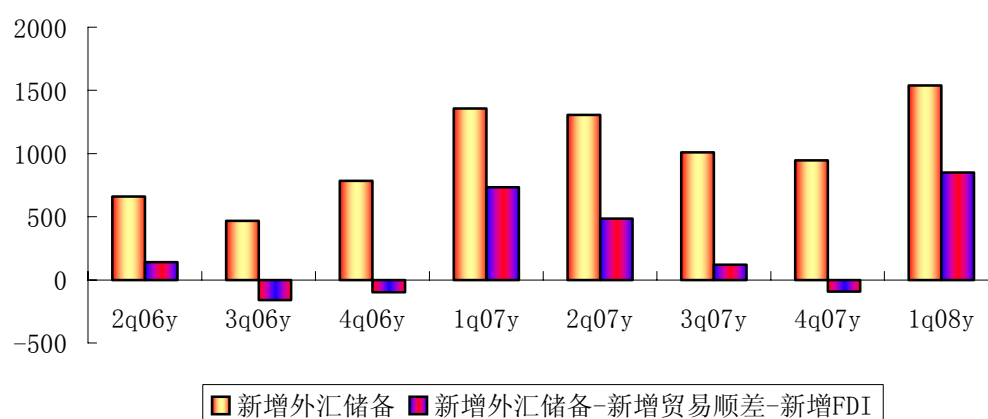
根据国际清算银行的数据，截至 2008 年 3 月 1 日，人民币实际有效汇率¹⁰为 99.81，升值 1.31%，低于同期人民币兑美元的升值幅度，这也反映出人民币对美、欧、日等世界主要货币继续维持升贬不一的走势。

一季度外汇储备增长迅猛，新增 1539 亿美元，是 2006 年以来的单季最高值，3 月末，外汇储备余额为 16822 亿美元，同比增长 39.94%。一季度外贸顺差和 FDI 分别贡献 414 亿美元和 274 亿美元，仅占新增外汇储备的 45%（事实上，

¹⁰实际有效汇率是一国货币与所有贸易伙伴国货币双边名义汇率的加权平均数，剔除通胀对各国货币购买力的影响后得到的汇率。

06年以来贸易顺差和FDI对我国外汇储备增长的贡献度越来越低，详见图21)。综合考虑到商业银行与中央汇金公司所做的外汇期权交易、一季度金融机构用美元上交外汇存款准备金以及增长迅猛的外汇贷款中一部分最终结汇等因素，一季度入境的境外短期资金的数量十分可观。

图21 单季新增外汇储备走势图
(2q06y-1q08y)
单位：亿美元



(五) 银行间本币市场流动性充裕，货币市场利率低位运行，资金稳定性提高

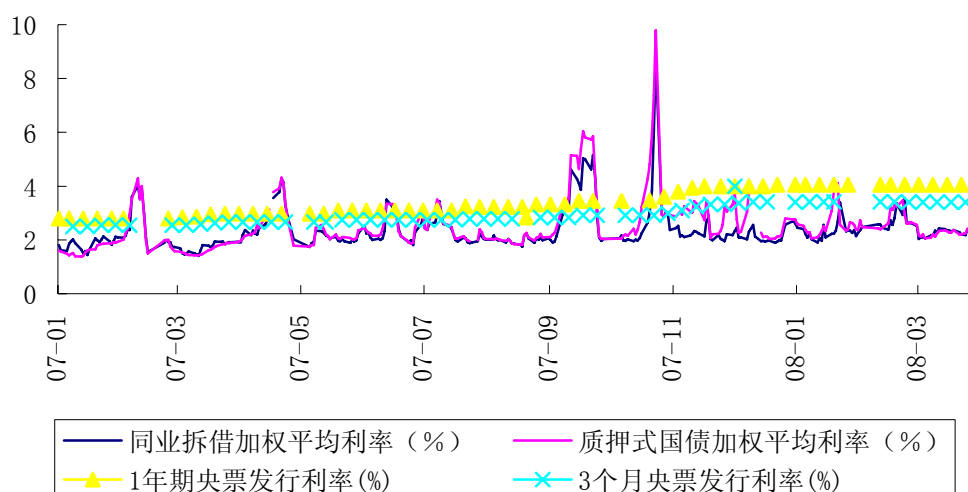
一季度，存款回流和信贷调控使得银行贷存比降低，法定存款准备金率提高的幅度也小于 07 年，银行体系可用资金增加，银行间本币市场流动性充裕。拆借交易量为 35154.1 亿元，同比增长 264.61%，债券质押式回购成交 11.89 万亿元，同比增长 54.22%，银行间债券市场现券成交量为 76341.2 亿元，同比增长 195.70%。

近年来，随着证券保证金第三方存管制度的实施和“打新股”做法的日益普遍，打新股收益率直接拉高了市场利率水平，银行体系资金稳定性下降，银行间市场利率大幅攀升，这在 07 年下半年表现得尤为突出。08 年一季度市场资金面充裕，证券公司保证金存款的回流缓解了股份制商业银行资金紧张局面，打新股收益率也呈下降趋势，货币市场利率整体低位运行（见图 22）。3 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 2.26%，比上年底微高 0.17 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 2.27%，比上年底低 0.5 个百分点。由于大盘股 IPO 的减少，一季度货币市场利率呈现出近来少有的风平浪静之势，以 3 月份为例，R01D、R07D 本月最高分别为 2.436%和 2.893%，最低分别为 1.89%和 2.353%，波动幅度均只有 54BP。利率波动幅度的减小不仅验证了资金充裕的判断，更反映了银行间市场资金稳定性提升。

银行体系存贷差的扩大致使其对债市的配置需求加大；股票市场的大幅下挫和风险的加大也促使保险、基金等机构加大了对债市的投资力度；同时随着国内经济增长降温、美联储不断降息，市场的加息预期逐渐弱化。这些因素有力地推动了一季度债市的良好走势。和股市持续低迷形成鲜明对比，银行间债券指数和交易所债券指数呈上升趋势。其中，银行间债券指数由年初的 114.84 点上升至 3 月末的 118.42 点，升幅 3.12%；交易所国债指数由年初的 110.78 点上升

至 3 月末的 113.10 点，升幅 2.09 %。

图22 银行间本币市场利率走势图
(2007.1.1-2008.3.31)



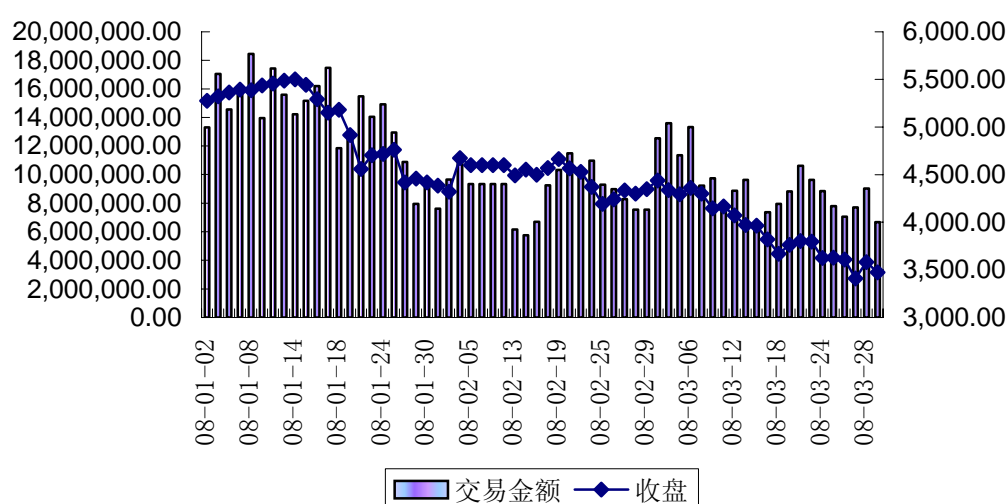
（六）A股市场持续下跌，成交量、市值不断萎缩

一季度，上证指数开盘于 5265 点，收盘于 3472.71 点，全季下跌 34%，创下 15 年来季度跌幅的最高记录（见图 23）。尤其是 3 月份，股指进入快速下跌的轨道，上证指数单月下跌 20.14%，创下了 1995 年以来的月跌幅最高记录。指数下跌伴随着成交量的萎缩，上海证券交易所日均成交 1083.86 亿元，较上年全年日均成交量缩水 14.2%。在经历了持续暴跌之后，一季度 A 股总市值蒸发掉 12 万亿元，缩水幅度达 35.87%，相当于去年全年 GDP 的 50%。

A股持续下跌的主要原因：一是上市公司再融资和大小非减持造成的阶段性资金供应紧张及市场恐慌；二是A股市

场与国际股市联动加强，一季度全球股市的普遍性大跌¹¹给国内A股走势带来较明显的负面影响；三是今年中国宏观经济走势不明朗，投资者对通胀高企和企业盈利能力的担忧导致股市信心不足；四是对前期过高估值水平进行调整的内在需求较强。从资金流量上看，一季度股市资金外流现象明显¹²，A股市场在1月和3月两度出现月度资金净流出，3月份A股市场的存量资金更是减少了460亿元。

图23 2008年1季度上海证券交易所量价走势图



三、对当前经济金融运行的总体评价及需要密切关注的动向

综合上述的梳理和分析，我们认为，在克服了内外部众多负面因素的影响下，2008年一季度中国宏观经济总体上依然保持了较快的增长势头，经济金融运行态势好于预期，宏观调控效果较为显著，尤其是货币信贷增速得以初步控制，

¹¹ 参见我所2008年4月28日发布的研究报告《全球经济增长明显放缓 国际通胀压力持续加大——2008年第一季度中国工商银行国际经营背景分析》。

¹² 引自上海证券报和申银万国证券研究所共同推出的最新一期《股市月度资金报告》。

将十分有利于遏制全面通胀，显示宏观调控已初见成效。但同时值得注意的是，在出口增速明显下降的同时，如果剔除物价加速上涨因素，一季度实际投资和消费增速并不具备很强的上涨动力。

总体上看，当前经济金融运行中值得特别关注的动向具体有：

——PPI 向 CPI 传导效应日益明显，通胀压力还在持续加大。尤其是随着 07 年 10 月以来 PPI 连续 6 个月的持续快速上涨，工业品向日常消费品的价格传导效应将进一步加剧了 CPI 的跳升，即当 PPI 的上涨超过消费品生产企业的承受极限时，消费品价格的上涨就不可避免。从国际上看，以粮价和油价等为代表的大宗商品和原材料价格随着美元的持续贬值还在加速上行，境内通胀境外成本推动的压力还在加大；从国内看，农产品价格、食品价格、生产资料价格以及劳动力成本总体仍处于上行区间，在增速仍然强劲的投资以及平稳高速增长的消费拉动下，全面通胀的风险值得高度警惕。

——投资和贷款增长的反弹压力仍不可忽视。从投资看，考虑到灾后重建、08 年“换届效应”的集中体现，二季度投资增速大幅反弹的压力确实存在。从贷款看，其一，一季度虽然新增贷款同比少增，但仍处于近几年同期的高位水平，同比少增的 891 亿元贷款中，票据融资减少 795 亿人民币，

占比高达 90%，同时一季度银行间债券市场发行资产支持证券额同比净增 80.11 亿元；其二，如果综合考虑到外币贷款，一季度新增贷款实际比去年同期增加逾 1500 亿元人民币；其三，贷款需求景气指数在上季大幅回落后本季出现强劲反弹，回升 2.1 个百分点至 68.9% 的历史第二高位，并创历年同期最高值，显示贷款需求明显回升；其四，每季的首月出现贷款突增的可能性较大，且二季度通常是信贷的旺季，4 月份很可能出现贷款增长反弹；最后，目前国内企业资金链较紧的事实亦表明贷款需求十分旺盛。因此，二季度的信贷调控压力仍然很大。

——境外流动性输入倾向明显增强，外汇储备过快增长的压力加大，今年中国可能要面临新一轮流动性过剩及资金跨境流动的考验。从 07 年夏天美国次贷风波爆发以来，大量的流动性出于避险需要，从金融机构及金融市场流至黄金、农产品及原油期货等市场；同时欧美等发达国家监管当局采取了连续降息、流动性注入以及贷款拍卖等多种措施来缓解信贷紧缩局面，以最大限度地避免经济衰退，而银行信贷紧缩目前尚未有实质性改变也在一定程度上表明，相当部分的新增流动性亦进入了大宗商品市场。一旦下半年美元贬值可能出现趋势性改变¹³，大量流动性进入以中国为首的新兴市场经济体的势头可能会更加明显。尤其在人民币加速升

¹³ 详见本所 2008 年 3 月 16 日发布的研究报告《此轮美元贬值何时见底？》。

值、中美利差倒挂以及A股市场大幅调整的背景下，中国市场对境外短期资金具备较大的吸引力，这可以从前述一季度的运行分析中看出端倪。因此，我们维持年初关于“作为全球最大新兴市场的中国很可能要经受境外流动性输入的更大考验”的总体判断。

——**银行体系流动性充裕状况加剧**。虽然以 M2 为代表的整个社会流动性开始回落，但银行体系流动性充裕的局面进一步加剧。由于外汇占款的全额对冲，银行体系新增流动性主要来源于新增存贷差，一季度，新增存贷差高达 1.3 万亿，远远高于两年多来季度平均 5000 亿的水平，66.1%的贷存比也创下了三年来的新低。此外，大幅放大的银行间市场交易量和低位运行的收益率水平也证实了这个判断，银行体系流动性过剩在加大商业银行盈利压力的同时，会不断刺激其贷款冲动。

——**全球尤其是发达经济体的经济增速明显放缓导致的外部需求趋紧以及物价加速上行这两个因素，决定了今年中国经济增长存在波动风险**。首先，从外部看，根据我们的分析，次贷风波的恶化趋势有可能从 2008 年三季度开始有所缓解。因此二季度发达经济体的经济增速将进一步放缓，而其对新兴市场经济体滞后的负面影响亦将日益显现¹⁴。一季度的出口总量和结构数据已清楚地表明，美国和欧元区的需

¹⁴ 详见本所 2008 年 4 月 28 日发布的研究报告《全球经济增长明显放缓 国际通胀压力持续加大——2008 年第一季度中国工商银行国际经营背景分析》。

求增长放缓正日益明显，如果考虑到贸易保护主义抬头及人民币升值压力，二季度出口平稳增长面临较大压力。同时，虽然我们的研究表明，我国出口增长与投资增长的正相关性并不十分显著，但前述分析亦表明，出口如果大幅下滑，与出口高度相关的投资必然受到影响。更为重要的是，出口增速下滑会对境内企业效益和就业增长产生不可忽视的负面影响。其次，从内部看，经过前期强有力的调控，加之投资价格加速上行，固定投资的实际内在的增长动力较以前已有了较大的回调，而物价加速上行亦对国内消费未来的持续较快增长带来负面影响。总之，我们强调，目前中国经济增长存在波动向下的风险。

——行业景气度冷热不均，上游景气超过中下游，工业企业盈利持续快速增长面临一定的不确定性。一季度上游工业行业和部分下游工业行业表现出更强的景气度，利润增长更倾向于向上游分配。受益于国际能源原材料价格上涨，上游行业，特别是采掘业利润增长较为迅速，而中游加工制造业受上游价格上涨和外部需求下降的双重挤压，盈利能力相对较弱。同时由于产业链条过长和弱周期性，食品饮料、医药等下游行业表现出较好的盈利能力。中游加工制造业是工业的核心，其利润水平和景气程度是工业经济可持续发展的关键所在，因此需要密切关注中游加工制造业所承担的成本压力和外部需求的变化。

——前期非理性暴跌不利于股市健康发展及中国经济平稳增长，未来股市信心的稳步恢复需要时间和及时到位的政策制度安排。

综合上述分析，我们认为，一方面，当前中国经济最大的风险在于通胀压力持续加大，同时经济存在向过热方向演变的可能，尤其是境外流动性输入的倾向明显增强会加剧国内经济运行的过热压力；但另一方面不可掉以轻心的是，宏观经济的确存在下行波动的风险，尤其应防范经济增长下滑与通胀持续上升并存导致的“滞涨”局面。

四、下一阶段调控政策走向及经济金融走势预测

(一) 下一阶段宏观调控政策走向

基于以上的分析，我们认为，今年监管层的调控重点是力控通胀风险，继续保持宏观调控政策的连续性，坚持从紧货币政策和稳健财政政策的大方向，着重各种调控工具和政策手段的有效搭配；同时注重相机抉择，把握好促进经济增长与抑制通胀的平衡点，真正做到“有保有压”，并密切根据经济走势的变化，掌握好调控节奏，做好应付经济下行的准备，确保经济平稳较快增长。具体措施主要有：

——严防全面通胀。一是适度放缓资源性产品价格和公用事业价格体制改革的进度，严厉打击哄抬物价的行为；二是大力加强对农业生产的支持力度，加强农业综合生产能力建设，继续实施大型商品粮基地、优质粮食产业工程、种养

业良种工程、动物防疫体系等项目建设，同时大幅增加粮食直补、农资综合直补、良种补贴和农机具购置补贴，保证化肥供应，健全粮食风险基金政策，搞好粮食、食用植物油等食品和其他生活必需品的生产、供给和市场调控；三是搞好煤电油运和重要原材料的供需衔接，限制原材料出口；四是加大廉租房、经济适用房及限价房的供给，稳定居住类价格；五是限制“两高一资”及产能明显过剩产业的投资增长；六是通过扩大公共服务、加强社保医疗体系建设等措施来切实降低通胀预期。

——继续强化窗口指导，严控信贷扩张，并注重相机抉择，强化总量与结构调控相结合。一是继续加强窗口指导力度，防止信贷过快增长，同时坚持“区别对待，有保有压”的原则，加大对“三农”、中小企业及自主创新等领域的信贷支持，并通过及时调整银行外债头寸等方式来控制外汇贷款过快增长；二是果断采取发行央票、提高存款准备金率等数量型调控手段，并在更广的范围内推行差别准备金率，对流动性进行及时有效地回收，维持年底存款准备金将达到18%的判断；三是对加息更加谨慎，但随着美联储的降息周期已近尾声，我们维持全年加息两次、每次以27个基点计的预测，加息时间可能在下半年，同时结构性加息的特征会更加突出，定期存款利率较贷款利率的上调力度加大，活期存款利率仍存下调空间，五年期以上贷款利率进一步上行的

空间则相对较小。

——在进一步引导人民币有效汇率上行的同时，适当控制人民币的升值速度，同时加强跨境资金流动监管。一是随着年底美元可能触底反弹，下半年人民币对美元的升值速度可能放缓。二是人民币可能从二季度开始将回到去年底出现的人民币对欧元的升值态势，并且随着美元在年底可能触底反弹，人民币对欧元的升值速度亦可能加快。三是今年人民币对美元将继续在波动中逐步升值的态势，维持“全年人民币对美元升值幅度约为 11%，年底美元对人民币汇率约为 1:6.5”的判断，下半年人民币对美元汇率双边波动的特征将更明显。四是大力加强对跨境资本流动的监管。

——稳健财政政策作用将加强。一是加强稳健财政政策与从紧货币政策的协调、配合，加大对电网改造、道路升级等领域的财政投资，减小因国际市场需求趋紧可能带来的社会需求不足和产能过剩等不利影响，其中一个重要的环节是改革政府投资管理方式，提高投资使用效益；二是大幅增加“三农”投资，加大农业补贴，提高粮食收购价格，同时保证农业生产资料的较低价格供给；三是加大社会保障、医疗卫生、住房保障等方面的公共产品支出，同时通过加大转移支付力度来保护中低收入者利益；四是大力改善国内尤其是农村的消费环境，为切实降低通胀预期、大力推动消费增长创造条件；五是削减政府一般性支出，进一步减少财政赤字

和长期建设国债。

——进一步规范再融资的政策制度安排有望出台。

（二）下一阶段经济金融走势预测

综合以上对一季度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，我们做出如下预测：将 08 年中国 GDP 增速由 10.3%调高为 10.5%；预计 08 年名义城镇固定资产投资增长 24.5%；预计 08 年工业增加值增长 17%；将 08 年名义社会消费品零售额增长由 16.4%调高至 21%；将“预计 08 年出口增长 21%、进口增长 22%、贸易顺差为 3200 亿美元”调整为“预计出口增长 19%、进口增长 23%、贸易顺差约为 2800 亿美元”；预测 08 年 CPI 上涨 6.2%；预测 08 年工业企业利润增长将维持在 20-25%的区间；维持 08 年全年金融机构人民币贷款增量约为 3.7 万亿元的判断；将 08 年年末 M2 增速由 17.3%调低至 15.8%-16.2%；维持“全年人民币对美元升值幅度约为 11%，年底美元对人民币汇率约为 1：6.5”的预测（详见表 1）。

表 1 我国主要经济金融运行指标及预测（2007-2008 年）

指标	2007 年				2008 年		
	第一季度	上半年	前三季度	全年	第一季度	上半年	全年
GDP 增速 (%)	11.1	11.5	11.5	11.4	10.6	10.4	10.5
城镇固定资产投资增速 (%)	25.3	26.7	26.4	25.8	25.9	25	24.5
社会消费品零售总额增速 (%)	14.9	15.4	15.9	16.8	20.6	20	21
出口增速 (%)	27.8	27.6	27.1	25.7	21.4	20	19
进口增速 (%)	18.2	18.2	19.1	20.8	28.6	28	23
外贸顺差 (亿美元)	464	1125	1856.5	2622	414.2	1000	2800
规模以上工业增加值增速 (%)	18.3	18.5	18.5	18.5	16.4	16.5	17
居民消费价格指数增速 (%)	2.7	3.2	4.1	4.8	8	7.2	6.2

M2 增速 (%)	17.27	17.06	18.45	16.72	16.29	16.5	16
新增贷款 (万亿元人民币)	1.42	2.54	3.36	3.63	1.33	2.5	3.7
人民币兑美元汇率	7.7342	7.6155	7.5108	7.3046 ¹⁵	7.02	6.87	6.5

注： 阴影部分为预测值

¹⁵ 人民币兑美元汇率为 2007 年 12 月 28 日最后一个交易日数据。