



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

2008 年 1 月 31 日

课题负责人：詹向阳、樊志刚

课题执笔人：邹新、赵新杰、赵幼力、宋玮、程实、朱妮、李露

次贷危机拖累全球经济增长 国内结构性调控有望加强

——2007 年国际国内经济金融运行分析及 2008 年展望

中国工商银行城市金融研究所课题组¹

2007 年，由于房市的深度调整和金融衍生产品的风险传染，美国次贷危机爆发，其逐渐增大的负面影响给美国经济乃至世界经济造成了超乎预期的打击，美国经济在年末疲态日趋明显，欧元区和日本经济增势亦有所放缓，亚洲新兴市场的经济增速也有所下降。在消费和投资增长乏力的背景下，美联储已连续四次大幅降息，引发了全球股市、汇市和债市的大幅震荡。在此国际经济背景下，经历了强有力的政

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。

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、宋玮、程实、朱妮、李露。

策调控的中国经济依然保持了快速平稳的增长态势，总体符合我们此前的预期：GDP 强劲增长，2007 年 GDP 同比增长 11.4%，比上年同期加快 0.3 个百分点；增长质量继续改善，工业企业效益不断提升；消费对经济增长的贡献度有所增加；节能减排和节能降耗的效果初显，经济结构调整成效显著。

但与此同时，当前中国经济金融运行中仍存在通胀压力持续加大、货币和信贷增长速度偏快、流动性过剩仍待疏导、投资反弹压力不容忽视、外贸顺差增长规模偏大以及经济增长的效益和质量有待进一步提升等问题，经济运行从偏快转向过热以及物价结构性上涨转向全面通胀的风险值得密切关注。上述问题的产生和显性化是 2002 年以来我国经济增长进入新一轮上升期以来的主要特点，其相互之间具有内在的、逻辑上的关联性，并共同驱使中国宏观经济反复发生从偏快转向过热的风险。为此，我们预计，2008 年监管层将加强并完善宏观调控，继续以总量控制、结构优化为调控主线，切实贯彻以“紧信贷”为核心的从紧货币政策，并发挥财政及产业等政策在调整经济结构方面的作用，确保中国经济金融实现平稳较快增长。

我们判断，鉴于欧美经济增长放缓、次贷危机影响逐步扩大及国际油价大幅飙升，我们将 07 年全球经济增速的预期下调至 4.2%-4.5%，预计 08 年全球经济增速将继续放缓至

4%左右；同时综观国内外经济金融基本态势和政策走向，2008 年中国经济金融将继续保持平稳较快增长的趋势，我们维持“2008 年中国 GDP 增长 10.7%”的预测。

一、2007 年国际经济金融走势分析

2007 年，全球经济增速整体上有所放缓。在全球经济下行风险不断加大的背景下，美联储和英格兰银行果断降息，欧洲及日本等主要经济体的加息进程受阻。美元全面贬值，国际油价屡创新高并于 08 年初突破百元大关，国际金价大幅飙升。次贷危机不但引发了全球股市的剧烈震荡，还导致欧美银行业遭受巨额损失。

（一）全球经济走势分析

表 1 全球主要经济体经济增速及预测（2007-2008）

单位：%

	2007					2008
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年	
美国	0.6	3.8	4.9	1.5	2.0	2.0
欧元区	3.2	2.5	2.7	2.3	2.5	2.1
英国	3.0	3.0	3.3	2.7	2.9	2.5
日本	3.0	-1.6	2.6	2.0	2.0	1.8
韩国	4.0	5.0	5.2	5.2	5.0	4.5
印度	9.1	9.3	8.9	8.5	9.0	8.4
香港	5.6	6.9	6.2	6.0	6.1	5.0
全球	——	——	——	——	4.5	4.0

注：表中阴影部分为预测数据。

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。

次贷危机拖累美国经济增长。07 年前三季度，美国经济增长率分别为 0.6%、3.8%和 4.9%，经济增速逐步上升，表

明次贷危机爆发前美国经济走向良好。四季度，次贷危机的滞后影响逐渐增强，主要指标表明美国经济已疲态明显：

第一，房市加速下滑。07 年 10 月和 11 月的成屋销售分别为 498 万户和 504 万户，同比下降 20.6%和 20.0%，创 16 年以来最大历史跌幅；11 月新屋销售 64.7 万户，同比下降 34.4%，创 13 年以来最低水平；10 月美国 20 个主要城市房价同比下滑 6.1%，11 月房屋均价同比下滑 3.3%；住房拥有率在过去一年累计下跌 0.8 个百分点，为 1981~1982 年以来跌幅最大的一年。

第二，企业支出下降。企业对资本性商品的购买在 07 年四季度出现疲软，工业制成品交货量下降、库存上升，显示出需求下降的迹象。11 月美国耐用品订单环比增长仅 0.1%，剔除飞机订单突然增加的偶然因素后为 -0.4%，之前该指标已连续三个月负增长；12 月的 ISM 制造业指数为 47.7，不仅相比 11 月的 50.8 有所下降，且低于此前 50.5 的市场预期。

第三，消费增长趋向放缓。企业支出走软势必加强经济增长对消费的依赖，但 07 年末的领先指标显示，前三季度较为强劲的消费增长在四季度有所放缓。12 月世界大企业联合会消费信心指数从年初的 110.2 大幅下滑至 88.6；密执安大学消费者信心指数也从年初的 96.9 大幅下滑至 75.5，显示出消费者对未来不确定性的担忧。此外，美元贬值降低了

美国消费者的对外购买力，进一步加大了消费增长的压力。

第四，就业形势恶化。受需求放缓影响，供给方也开始出现收缩迹象，就业数据走弱。07年四季度首次申请失业救济人数不断增加，12月第三周上升至35.7万人，创年度新高；12月的就业机会仅增加1.8万个，创03年8月以来的最低水平；12月的失业率则从年初的4.6%大幅上升至5.0%，创01年10月以来最大单月增幅，而就业指数也从年初的5.4大幅下降至-7.7，显示出劳动力市场的疲软。

第五，通胀压力加大。受美联储连续降息和石油价格飙升影响，11月美国CPI环比上升0.8%，同比上升4.3%，创2005年9月以来的最高升幅；不包括食品和能源价格的核心CPI环比上升0.3%，同比上升2.3%；11月美国PPI同比上升7.2%，单月升幅达到1973年8月以来的最高水平。

预计次贷危机及其引发的政策变化，会带来2个百分点左右的消费增长率损失，1.5个百分点左右的GDP增长率损失，0.3个百分点左右的就业损失，以及1个百分点左右的通胀成本²。我们判断美国经济07年四季度增速将初步放缓至1.5%左右，全年经济增速将降至约2.0%，从“较高增长、较低通胀”的复苏模式进入“较低增长、较高通胀”的放缓模式。同时，考虑到美联储降息的政策时滞约为3个季度，其扩张效应将使08年第三季度美国经济反弹，受此影响，

² 我们综合Bloomberg相关分析和多家国际机构的研究报告，在对美国经济基本面时间序列数据进行比较分析和测算后得到了损失和成本的估算值。

预计 08 年全年美国经济增长为 2.0%左右。

欧元区经济增长逐步放缓。07 年前三季度，欧元区经济增长率分别为 3.2%、2.5%和 2.7%，预计全年经济增长 2.5%。从各季度增长态势看，一季度增速显示出区内经济复苏势头较为强劲；由于出口受欧元快速升值影响，二季度经济增速创 05 年一季度以来的新低；三季度，在就业增加、消费支出强劲等因素的支撑下，经济增长基本面总体良好，三季度经济增速较二季度有所反弹。四季度，欧元区面临的不利因素进一步增多：首先，由于次贷危机冲击欧洲金融市场，欧洲各大银行普遍收紧信贷，企业贷款成本不断增长，经济增长的下行风险加大。其次，受能源和食品价格走高影响，区内通胀压力不断增加，继 9 月突破欧洲央行设定的 2%警戒线后，10-12 月CPI快速攀升至 2.6%、3.1%和 3.1%，创自 01 年 5 月份以来的新高。再次，由于欧元兑美元持续升值，欧元区出口增长阻力加大，出口对GDP增长的拉动作用进一步降低。据欧洲央行预测，07 年欧元区出口增速将由 06 年的 7.7%放缓至 5.7%，进口增速则将由 06 年的 7.3%降至 5.3%。预计四季度欧元区经济增速将放缓至 2.3%左右，全年增速约 2.5%，2008 年将继续放缓至 2.1%左右。

房市放缓拖累英国经济增长。07 年前两季度英国经济增长率均为 3.0%，三季度在次贷危机的负面冲击下英国经济仍表现良好，增长 3.3%，创 3 年来最高水平。07 年英国物价

水平有所下降，11 月CPI同比增长 2.1%，远低于 06 年末的 3%。由于英国央行连续加息以及下调未来经济增长预期打击了购房者的信心，英国房价在 9、10 和 11 月连续三个月出现下跌，而在 12 月也仅弱势反弹 1.3%。受信贷供应下降、财政紧缩和美国经济增长放缓影响，预计 08 年英国房市放缓速度将进一步加快，07 年四季度经济增速将放缓至 2.7% 左右，07 年全年有望增长 2.9%，08 年经济增速也将放缓至约 2.5%。

日本经济复苏有所放缓。虽然日本已完全走出经济衰退阴影，但其经济增长稳定性还有待进一步提升。07 年一季度，日本经济增长率为 3%，但二季度企业投资支出和个人消费支出增速明显放缓，致使当季经济增长率为-1.6%，这是日本自 04 年四季度以来的首次负增长；三季度，受出口和企业投资增长影响，日本经济强势反弹，增速由二季度的-1.6% 增至 2.6%。四季度，受美国经济放缓影响，10、11 月的日本出口同比增速仅为 1.9%和 0.6%，私人消费同比增速亦由 9 月的 3.2%大幅下降至 10 月的 0.6%和 11 月的-0.6%，预计 07 四季度日本经济将放缓至 2%，全年经济增速将降至 2%左右，而 08 年将继续走低至 1.8%。

亚洲经济依旧保持高速增长。虽然受次贷危机引起的全球经济增速放缓影响，亚洲经济在 07 年依旧保持了旺盛的增长势头。受益于制造业、建筑业和交通运输业等行业的快速

增长，印度 07 年前两季度经济增长率分别为 9.1%和 9.3%，但受国际金融市场动荡和油价高企影响，三季度经济增速放缓至 8.9%，预计四季度将继续走低至 8.5%，07 年全年经济增速可望达到 9%，08 年将放缓至 8.4%左右。由于出口、企业投资和金融保险业的强劲增长，07 年前两季度韩国经济分别增长 4%和 5%，其中二季度 1.8%的 GDP 环比增长率创近四年来的新高。三季度，在私人消费和外贸稳步增长的拉动下，韩国经济增速继续攀升至 5.2%，预计 07 年全年增长率将保持在 5%左右。得益于本地消费、外贸的强劲增长以及投资的反弹，07 年前两季度香港经济分别增长 5.6%和 6.9%，但内地食品价格高涨引起香港 CPI 有所抬头，且全球经济下行风险加大一定程度上抑制了出口增长，致使三季度香港经济增速放缓为 6.2%，预计 07 年全年经济增长率将达到 6.1%左右。

（二）全球利率市场走势分析

美联储进入降息周期。美国货币政策在 07 年下半年发生了拐点性质的方向转变。07 年 9 月 18 日、10 月 31 日和 12 月 12 日和 08 年 1 月 22 日美联储连续四次降息累计 175 个基点，将美国基准利率从 5.25%降至 3.50%。这是美联储自 03 年 6 月以来仅有的四次降息。04 年 6 月至 06 年 6 月，美联储连续 17 次累计加息 425 个基点。在经济指标预期整体恶化的背景下，美联储连续四次降息不仅本身构成了对经济走向变化的官方确认，而且是美国经济周期转向中货币政

策制订者的必然选择，其根本原因在于次贷危机对实体经济的负面作用已经超出预期水平。美联储降息在证券市场引起了剧烈反应，并将对实体经济产生滞后的扩张性影响，加剧美元贬值，同时可能影响到国际货币体系的稳定性。

为解决次贷危机带来的信贷紧缩问题，美联储不断加强工具创新与对外合作。07 年底美联储启动定期资金招标工具 (Term Auction Facility)，12 月 19 日和 20 日，美联储用大范围招标、低招标利率分别向资金短缺的银行拍卖了 200 亿美元 28 天期贷款和 200 亿美元 35 天期贷款，并计划继续进行类似拍卖活动，帮助由于种种原因不愿利用贴现窗口的受困银行获得资金支持。此外，为加强与其他国家货币政策的合作，增强离岸市场的美元贷款供给能力，缓解国际市场的整体紧张，美联储与欧洲央行建立了 200 亿美元、与瑞士央行建立了 40 亿美元的互惠货币掉期机制，降低了离岸市场的美元拆息。

鉴于对次贷危机影响及伯南克政策风格的分析，我们判断 08 年美联储将累计降息 150 个基点左右，而且货币政策创新力度将进一步增强。

欧洲央行静观其变。在次贷危机蔓延前，为抑制通胀水平的进一步上升，欧洲央行自 05 年底以来连续加息 8 次，其中 07 年 3 月和 6 月各加息 25 个基点，目前基准利率已达到 4%。然而 07 年下半年国际经济形势突变致使欧元区出现

滞胀的可能性大幅增加：一方面，受次贷危机引发的金融市场动荡影响，区内经济减速风险有所增加；另一方面，能源、食品及商品价格的大幅上扬将 10-12 月的 CPI 推高至 2.6%、3.1%和 3.1%，远超过欧洲央行设定的 2%警戒线，通胀压力与日俱增。在此背景下，欧洲央行在 07 年 12 月 6 日和 08 年 1 月 10 日宣布维持现有 4%的基准利率，以便于进一步观察区内经济和 CPI 的走势。鉴于欧元区通胀压力较大且经济放缓幅度较小，预计欧洲央行仍有可能在 08 年继续提高利率，但欧元汇率走强、美国经济增长放缓等影响区内经济的不利因素也使欧元区的加息前景具有较大的不确定性。

英国央行果断降息。在经济增长强劲、通胀水平攀升的背景下，英国央行自 06 年 8 月以来连续 5 次加息，其中 07 年 1 月、5 月和 7 月各加息 25 个基点，将基准利率推高至 5.75%。随着英国银行业受次贷危机冲击加大及房市逐步趋紧，英国央行于 07 年 12 月 6 日果断降息 25 个基点至 5.5%，这是其自 05 年 8 月以来的首次降息。

日本央行继续维持低利率政策。自 2 月份调升基准利率至 0.5%后，日本 CPI 停滞不前，其中 4、5 和 7 月与 06 年同期持平，6、8 和 9 月同比下降 0.2%，再加上次贷危机爆发引起全球经济增长放缓，日本央行连续 10 个月维持 0.5%的基准利率不变。但值得关注的是，10、11 月 CPI 大幅走高至 0.3%和 0.6%，核心 CPI 分别上升 0.1%和 0.4%，创近十年来

的最大升幅。由于全球经济增长的不确定性增加，日本在 08 年上半年加息的可能性不大，预计日本央行将于 08 年下半年升息 25 个基点。

印度和韩国央行均按兵不动。07 年下半年以来，由于通货膨胀率得到有效控制，印度央行一直维持现有基准利率 6% 不变，预计 07 年全年 CPI 将达到 5%，低于印度央行预期的 5.5% 水平。为减少因家庭及中小企业大量借贷而催生的资产价格泡沫风险，韩国央行于 07 年 7 月和 8 月各加息 25 个基点至六年来的最高点 5%，这也是韩国央行首次连续两个月加息。虽然四季度 CPI 高达 3.6%，创三年来的新高，但韩国央行仍连续 5 个月维持基准利率不变，并将 07-09 年通胀目标区间上调至 2.5%-3.5%，预计其将在 08 年维持 5% 的基准利率。

但同时值得注意的是，货币市场利率与基准利率出现偏离。次贷危机对 07 年货币市场利率走势产生了直接影响，上半年 Libor（伦敦银行间同业拆借利率）、Sibor（新加坡银行间同业拆借利率）、Hibor（香港银行间同业拆借利率）和 Tibor（东京银行间同业拆借利率）走势平稳，与基准利率差距不大，下半年次贷危机发生后，信贷紧缩严重，货币市场利率快速走高，美元 3 月期 Libor 和欧元 3 月期 Libor 都达到 01 年来的最高纪录，英镑 3 月期 Libor 也达到 9 年纪录，大幅偏离了基准利率，各国央行的救市政策对缓解信

贷紧缩起到了一定作用，但货币市场利率显示“惜贷”现象依旧存在。截至 07 年 12 月 28 日，美元即期 Libor 为 4.5%，三月期 Libor 为 4.73%，分别高出美国基准利率 0.25 和 0.48 个百分点；美元即期 Sibor 为 4.43%，三月期 Sibor 为 4.85%，分别高出美国基准利率 0.18 和 0.60 个百分点；欧元三月期 Libor 为 4.68%，高出欧元区基准利率 0.68 个百分点；英镑三月期 Libor 为 6.02%，高出英国基准利率 0.52 个百分点；日元即期 Tibor 为 0.61%，三月期 Tibor 为 0.86%，分别高出日本基准利率 0.11 和 0.36 个百分点；而在上半年 Libor 平均仅比基准利率高 0.25 个百分点，过去 5 年间美元 Libor 平均只比美国基准利率高 0.21 个百分点。此外，12 月 28 日港元 3 月期 Hibor 为 3.52%，比美元 3 月期 Libor 低 1.21 个百分点，表明港元面临着较大的升值压力。全球货币市场利率的普遍高水平及对基准利率的偏离降低了欧美央行货币政策的有效性，增加了欧美银行的融资困难，并给企业利润和家庭预算带来了负面影响。而 Hibor 和 Libor 的较大偏离也加大了国际游资对香港的负面影响，给香港维持联系汇率制度的稳定带来一定困难。

（三）全球外汇市场走势分析

美元对主要货币贬值，欧元日元汇率走强。07 年美元延续了 06 年的贬值趋势，并在次贷危机发生后进入加速贬值阶段，由于在 11 月经历了超跌，美元在 07 年末小幅反弹。

截至 07 年 12 月 31 日，美元指数收于 76.695 点(见图 1)，全年跌幅 8.50%，高于 06 年的 5.38%；美元对欧元全年贬值 10.54%，对英镑贬值 1.35%。美元贬值的原因有：一是美国利率政策较其他经济体更趋宽松；二是美国经济增长受次贷危机影响前景看淡；三是美国长期的双赤字结构没有明显改善；四是次贷危机影响下国际投资者不断减持美元资产。由于美元贬值既能促进美国产品出口，又有助于减少美国的外债，所以美国政府迄今一直放任美元贬值。

受美国政府弱势美元倾向的影响，美元在四季度中旬进入超跌状态，11 月 23 日美元对欧元跌至纪录低点，11 月 9 日美元对英镑跌至 26 年新低，11 月 7 日美元对加元也滑到了一个世纪以来的最低点。为避免美元超跌对本国经济的负面影响，各国货币当局纷纷入市干预，买入美元资产以阻止美元加速下滑，美元汇率由此在 07 年末止跌企稳。

受益于经济复苏，欧元、日元走强与美元弱势形成了鲜明对比。截至 07 年 12 月 31 日，欧元对美元汇率收于 1.459 (USD/EUR)，较 06 年末升值了 10.54% (见图 2)；日元对美元汇率收于 111.71 (JPY/USD)，较 06 年末升值了 4.1% (见图 3)。欧元走强虽然增强了欧元的国际货币地位，刺激了国际市场和各国央行对欧元资产的投资需求和储备需求，但却给欧元区出口带来了负面影响；日元走强反映了日本经济基本面的根本好转，但却增加了国际游资投机日本市场的风

险。鉴于美元弱勢的長期性，歐元、日元的相對強勢將繼續維持。但由於次貸危機對歐洲經濟的負面影響逐漸顯露，日本經濟在政治動蕩中面臨較大不確定性，而且歐洲央行和日本央行也都流露出放緩緊縮貨幣的跡象，預計 08 年歐元和日元升值幅度將有所下降，甚至可能出現趨勢反轉。

圖1 美元指數走勢圖
(2006. 12-2007. 12)



圖2 歐元兌美元走勢圖
(2006. 12-2007. 12)

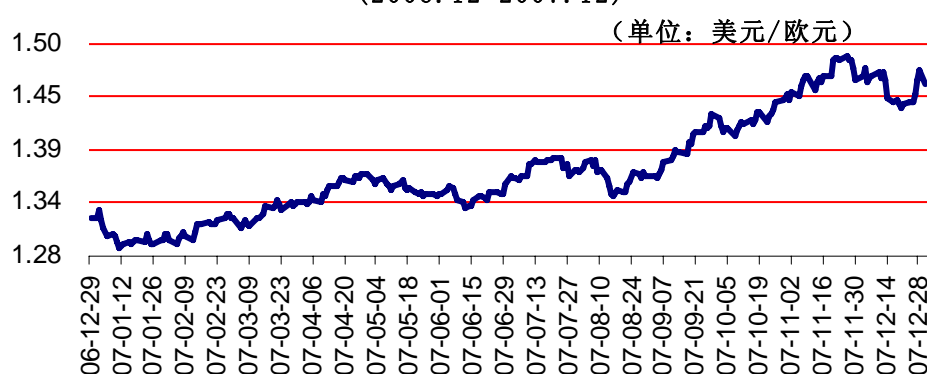
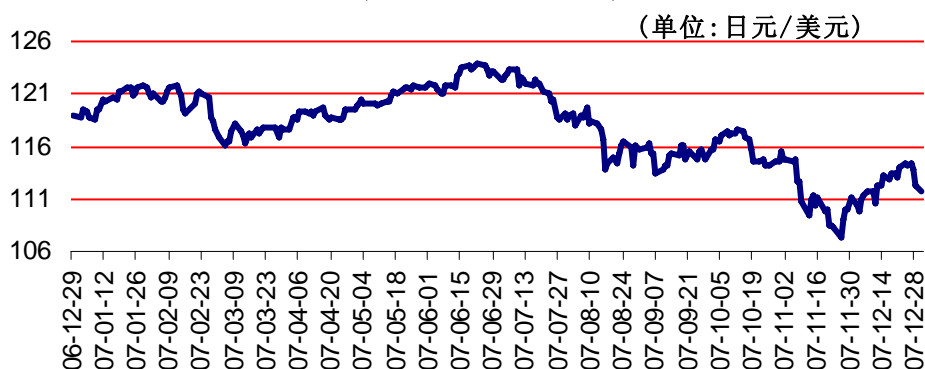


图3 美元兑日元走势图
(2006.12-2007.12)



(四) 全球股票市场走势分析

全球股市大幅震荡。全球股市经历了06年的集体上涨之后，在07年呈现出大起大落的震荡态势，下半年次贷危机的发生和各国政策的变化显著加大了市场波动性。

美国股市全年整体波动走强，截至07年12月31日，道琼斯指数收于13264.82点，较06年底上涨6.43%(见图4)；标准普尔500指数收于1468.36点，较06年底上涨3.53%；纳斯达克综合指数收于2652.28点，较06年底上涨9.81%。美国股市整体走强得益于次贷危机发生前美国经济的走向良好以及次贷危机发生后美联储的积极干预，07年初道琼斯指数首度突破并站稳13000点大关，其后又两度突破14000点，并于10月9日创出14164.53点的历史最高收盘记录。但从过程看，美国股市经历了几次大幅震荡：一是07年2月27日，受新兴市场暴跌等因素影响，道琼斯指数盘中一度深跌546点，创“911”以来最大单日跌幅；二是3月13

日，新世纪金融公司因濒临破产被纽约证券交易所停牌，致使道琼斯指数重挫 242.66 点；三是自 7 月下旬至 8 月中旬的三周时间里，次贷危机突然爆发，纳斯达克指数下跌近 10%，标普 500 和道琼斯指数的跌幅分别超过 9%和 8%；四是 10 月下旬开始，各大投行接连公布巨额次贷亏损，纽约股市再次下探，金融类股票领跌；五是 08 年 1 月 21 日，由于布什的经济提振计划并未能让市场满意，道琼斯指数场外期指跌逾 500 点，恐慌情绪蔓延，全球股市集体遭遇“黑色星期一”，22 日美联储降息后纽约股市三大股指依旧大幅下挫，其中道琼斯指数跌幅达 3.47%。预计 08 年美国股市将持续震荡，美国大选、美元走向、次贷后续影响等因素将加大美国股市的不确定性。

由于经济基本面不同，欧洲各国股市在整体走强中表现出较大差异。英国富时 100 指数和法国巴黎 CAC40 指数全年仅仅上涨 3.8%和 0.15%（见图 5）；而德国法兰克福 DAX 指数则全年大涨 22.29%。次贷危机给欧洲股市同样带来了较大震荡，在 7 月下旬至 8 月中旬的三周时间里法国 CAC40 指数下跌 13%，英国富时 100 指数下跌 11.7%，德国 DAX 指数下跌 9%，而欧洲央行随后的紧急救助则刺激了股市反弹。预计欧洲股市在 08 年的走势将较为温和。

07 年日经 225 指数全年大幅下滑 11.13%（见图 6），逆转了 03 至 06 年连续 4 年的上涨趋势。以次贷危机爆发为分

界点，日本股市走出先涨后跌的倒“V”字曲线。次贷危机前股市上涨归因于日本经济复苏和投资者信心恢复；而次贷危机后信贷紧缩、企业利润下降、日元快速升值和经济信心受创导致日本股市不断下跌。受经济增长看淡影响，预计 08 年日本股市将继续低位震荡，难以迅速走出低谷。

图4 美国道琼斯30种工业指数走势图
(2006. 12-2007. 12)
(单位：点)

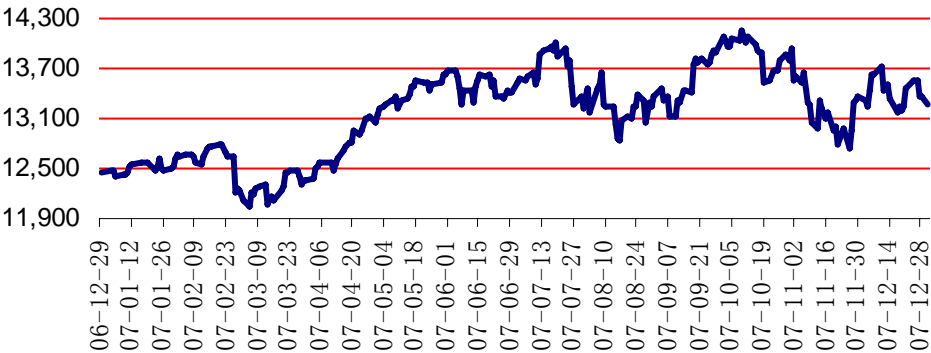


图5 英国富时100指数走势图
(2006. 12-2007. 12)
(单位：点)

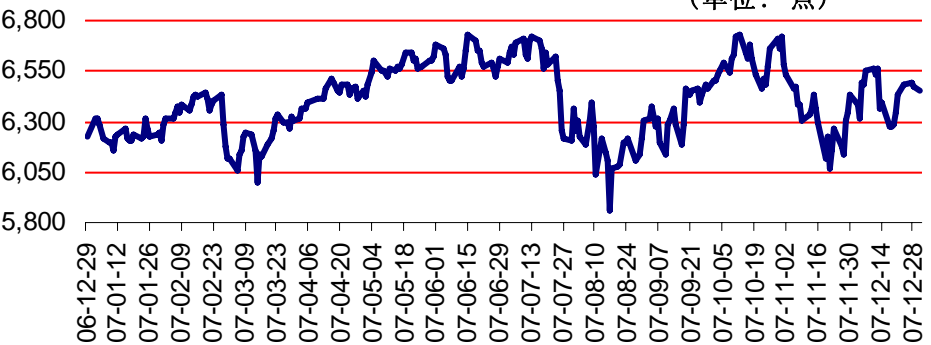
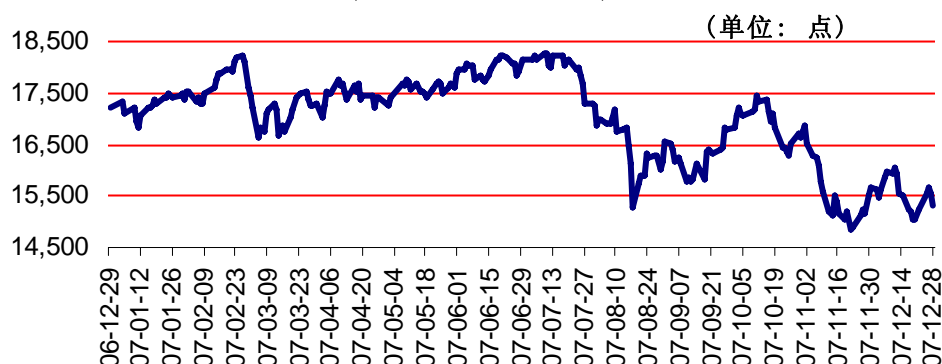


图6 日本日经225指数走势图
(2006.12-2007.12)



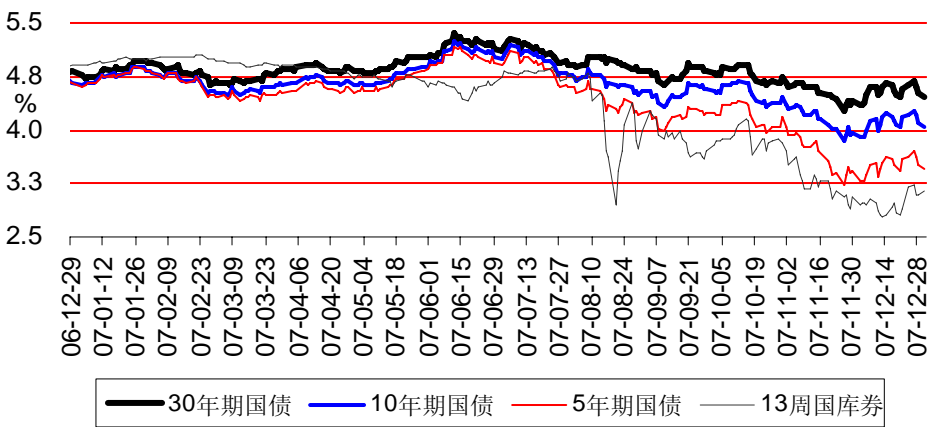
(五) 美国国债市场走势分析

美国国债收益率全面下跌，倒挂现象消失。07年美国国债收益率全面下跌，下半年收益率降幅远远大于上半年收益率升幅，短期收益率超过中长期收益率的倒挂现象在上半年消失，下半年短期国债收益率下跌速度大大快于中长期国债。截至07年12月31日，美国30年期国债收益率为4.46%，较06年末下跌0.36个百分点；10年期国债收益率为4.03%，下跌0.68个百分点；5年期国债收益率为3.45%，下跌1.25个百分点；13周国债收益率为3.14%，下跌1.75个百分点（见图7）。

倒挂现象消失，结构特征转变为“期限越短，下跌幅度越大”的原因有：其一，由于美国通胀压力加大，美联储长期内连续大幅降息的可能性较小，投资者预期短期利率下降难以在长期维持，导致长期利率下降幅度相对较小；其二，次贷危机带来的信贷紧缩使得银行间同业拆借市场中的大量资金流向收益稳定、风险较小且流动性较好的短期国债，

需求增加推高了短期国债价格，进一步压低其收益率；其三，受美元贬值、欧元走强和金市火爆的影响，海外持有者调整资产结构、大量抛售美国中长期国债，导致美国中长期国债需求下降，价格下跌，进一步推高了其收益率。美国国债收益率的全面下跌将有助于企业利润反弹，并将导致美国抵押贷款利率的同步下降，进而给房市复苏提供助力，但外部资金将更大比例地流出美国债券市场，加大美元持续贬值的压力。预计 08 年美国国债收益率将维持下跌趋势。

图7 美国国债市场收益率走势图
(2006.12-2007.12)



（六）全球黄金市场走势分析

国际金价大幅飙升。07 年黄金价格创出 28 年新高，全年均价较 06 年的 612 美元上涨 83.39 美元，涨幅达到 13.6%。从 07 年全年走势看，国际金价在一季度呈现出震荡上扬的趋势，最高曾达到 685.75 美元/盎司；在 4 月至 9 月初的半年中，国际金价一直在 650-690 美元/盎司范围内宽幅震荡；

在 9 月 7 日成功突破 700 美元/盎司大关后，国际金价在美元贬值、地缘政治危机以及投机基金等因素带动下飞速上扬，仅用时两个月就突破 800 美元/盎司大关，并于 11 月 8 日升至 841.1 美元/盎司的 07 年最高点，随后在 780~835 美元/盎司的范围内震荡。截至 07 年 12 月 28 日，伦敦黄金市场下午定盘价收于 833.75 美元/盎司，比 06 年末上涨了 32%；黄金 G5 指数³收于 256.77 点，比 06 年末上涨了 26%。

国际金价在 07 年四季度大幅飙升的原因：其一，受美国住房市场持续降温 and 次贷危机的影响，美国经济增长的下行风险增大，而美联储的多次降息致使美元汇率持续大幅下跌，间接推动了以美元计价的黄金和原油等多种商品价格的大幅走高；其二，包括原油在内的多种商品价格持续走高使得美国通胀压力加大，投资者出于抵消通胀影响考虑，加大了对黄金的投资需求；其三，四季度国际金融市场动荡加剧的状况，致使投资者大量买入价值相对稳定的黄金以规避风险，直接推动了黄金价格的上升。

从近期看，由于部分投资者可能获利回吐，因而金价面临一定的波动风险。但鉴于目前的国际金融市场形势，黄金仍是投资保值的首选，这将助推金价继续走高，预计 08 年国际金价将有可能突破 1000 美元/盎司大关，并在 800~1000 美元/盎司区间高位震荡。

³ 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

(2006.12-2007.12)

(单位：美元/盎司)

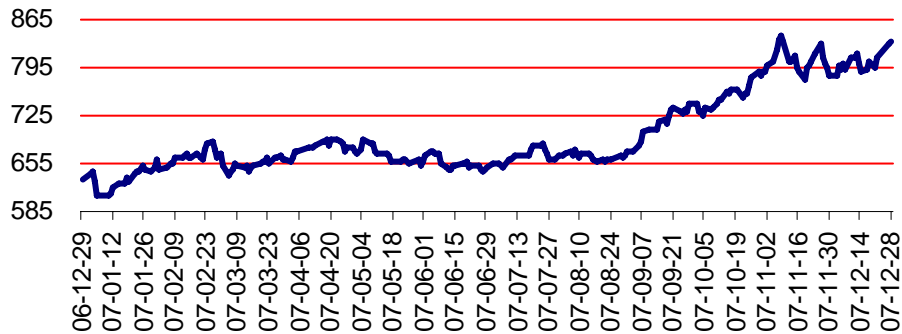
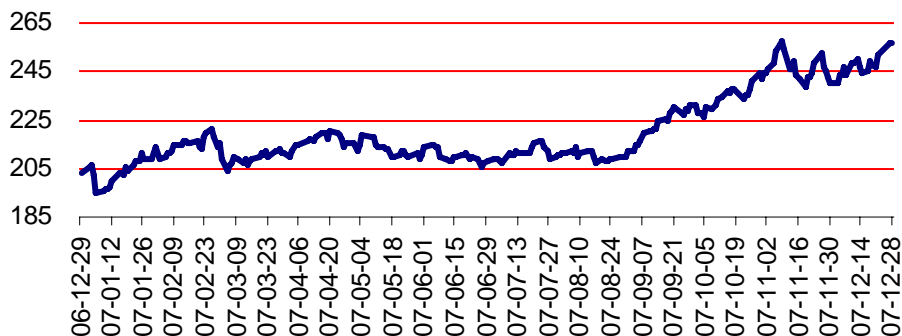


图9 国际黄金价格G5指数走势图

(2006.12-2007.12)

(单位：点)



(七) 全球原油市场走势分析

国际油价突破百元大关。07年以来，国际油价呈现出触底反弹、先抑后扬的走势。在国际原油供求基本面、地缘风险、游资投机等因素均相对稳定的情况下，国际油价在上半年基本呈现了震荡上扬的趋势：暖冬气候推动年初国际油价出现了大幅下挫，而3月道达尔美国公司、英国石油公司和雪佛龙公司出现故障，导致石油产出减少，致使国际油价在

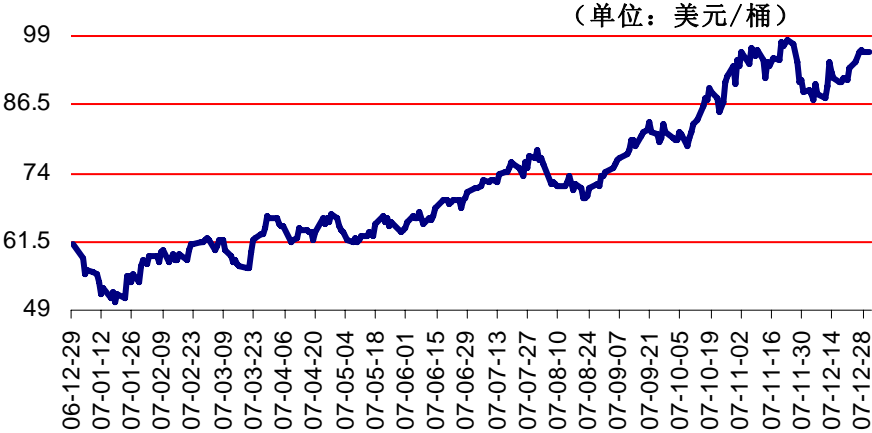
56.5 到 66 美元之间宽幅震荡。

进入下半年，国际油价加速反弹并屡创新高。在中国、印度等新兴市场国家经济增长依然强劲的带动下，全球石油市场需求旺盛，而美国汽油供应紧张以及炼油厂问题则致使石油供给较为紧张，再加上伊朗核问题和尼日利亚紧张局势加剧、美国海湾输油管道泄漏等因素的影响，国际油价呈现震荡上扬走势，并于 7 月 31 日达到每桶 78.21 美元，突破了 06 年创下的历史最高位，而次贷危机的爆发进一步推高了国际油价，纽约市场原油期货价格于 9 月 13 日突破了 80 美元，10 月 25 日突破 90 美元关口，11 月 23 日达到 98.18 美元的全年峰值，较年初最低点增长 94.5%。截至 07 年 12 月 31 日，纽约市场轻质原油期货价格收于每桶 95.98 美元，07 年全年平均价格为每桶 72.3 美元，较上年均价仅上涨 9%，这是最近五年来的最小涨幅。在主要产油国尼日利亚局势不稳及巴基斯坦反对派领袖贝·布托遇袭身亡等因素刺激下，加上美国制造业数据疲弱以及美元持续贬值，国际油价在 08 年第一个交易日继续走高，盘中首次突破 100 美元大关，当天收于 99.62 美元/桶。

总体来看，08 年全球石油供求仍处于相对紧张状态，总体良好的经济基本面支持国际油价在高位运行。如果伊朗核问题等地缘政治风险没有明显恶化，不发生重大突发事件，国际油价年平均价位将在每桶 80-90 美元的范围高位运行。但如

果伊朗核问题演变为美伊军事冲突，或出现飓风袭击等重大突发事件，短期内国际油价将会出现大幅飙升；如果次贷危机不断恶化，逐步演变成为严重的金融危机，使美国经济乃至全球经济出现明显减速，国际油价也存在大幅回落的可能性。

图10 纽约商品交易所原油期货价格走势
(2006.12-2007.12)



(八) 全球贸易发展状况分析

全球贸易继续保持较快增长。07 年全球贸易继续保持快速增长势头。在发达经济体中，美国 1-10 月份贸易总额高达 3.26 万亿美元，比 06 年同期增长 7.87%，贸易逆差 1.22 万亿美元；欧元区 1-10 月贸易总额为 2.46 万亿欧元，比 06 年同期增长 17.6%，贸易顺差为 303.4 亿欧元；日本 07 年前三季度贸易总额为 3346.6 亿美元，比 06 年同期增长 5.3%，前三季度贸易顺差 379.8 亿美元，比 06 年同期增加了 144.7 亿美元。在发展中国家中，中国贸易总额最大，07 年全年贸易总额高达 2.17 万亿美元，比 06 年同期增长 23.5%，贸易

顺差高达 2622 亿美元。由于次贷危机引起的全球经济增速放缓、全球通膨水平逐步走高以及经常项目长期严重失衡，预计 07 年全年全球贸易增速将放缓至 6%，08 年将继续降至 5%左右。

（九）全球投资发展状况分析

07 年全球外商直接投资（以下简称FDI）创下历史新高。据联合国初步数据显示，07 年全球FDI猛增至创纪录的 1.5 万亿美元，超过此前于 2000 年创下的 1.4 万亿美元峰值水平，比 06 年 1.3 万亿美元增长 15.4%。总体来看，07 年下半年的金融震荡并未冲击外国直接投资流动，但 08 年全球经济增速放缓将使FDI增长前景不容乐观。

07 年发达国家和发展中国家吸引的外国直接投资均出现了强劲增长，其中三分之二流向发达国家，剩余三分之一流向发展中国家。由于美元持续贬值一定程度上吸引了外国投资流入美国，且企业和其它持有不断升值货币的投资者纷纷抢购廉价美国资产，美国成为最大的FDI接收国，吸引FDI约 1930 亿美元。英国以 1710 亿美元的FDI流入紧随美国之后，成为 07 年第二大新增FDI接收国，法国以 1230 亿美元位居第三。欧盟是吸引FDI最多的地区，占 07 年全部的 40%。中国仍然是发展中国家中吸引FDI最多的国家，其金额从 06 年的 690 亿美元，略微下滑至 670 亿美元，香港吸引的投资从 430 亿美元上升至 540 亿美元，增幅约 25%。巴西、墨西哥

和新加坡并列第三，07 年均吸引了约 370 亿美元的 FDI。

（十）全球金融体系流动性状况分析

全球流动性过剩加剧。目前全球流动性富余资金超过 18 万亿美元，自 1996 年以来上升了 60%。07 年多重因素加剧了全球流动性过剩问题：一是全球储备货币发行失去外部约束，07 年美国货币供应量加速上升，11 月 6.2% 的 M2 同比增幅大大高于 04 至 06 年的平均水平；二是货币政策创新增加了流动性创造途径，欧美央行推出的定期资金招标工具和互惠货币交换工具加剧了流动性过剩；三是危机救助产生副作用，各国央行为缓解信贷紧缩而向市场注入的大量流动性缺乏及时有效的回收；四是金融创新产生杠杆效应，06 年全球金融衍生品交易量达到 412 万亿美元，是全球 GDP 的 10 倍，07 年全球金融衍生品创新大幅增强，杠杆效应创造了更多的流动性；五是新兴投资势力迅速崛起，随着股权投资的快速发展、亚洲储备资产不断积累和国际油价连续飙升，四类“新晋”资本（亚洲各国的央行、对冲基金、私人股权投资基金及石油美元投资者）07 年底持有的总资产额已超过 8.4 万亿美元，较 2000 年增长了两倍，其对外投资加剧了全球流动性过剩；六是美元资产减持趋势进一步确定，次贷危机之后美元资产遭到自 1998 年俄罗斯债务危机以来最大的抛售风潮，美元资产的减持波及到大多数金融产品，增加了全球流动性；七是国际套利活动频繁，目前国际上的套利交易主要

是投资机构在国际市场上大量借入低利率日元去购买高利率(比如新西兰和澳大利亚市场上的)资产,在日本和高利率国家利差预期扩大的背景下,套利交易进一步导致全球流动性过剩。

流动性过剩致使全球资产价格出现空前大涨,全球通货膨胀压力加大,发达国家和新兴市场之间的资本双向流动日趋频繁,世界经济的持续增长和国际金融体系的稳定面临更大的不确定性,而全球经济不均衡也将进一步加剧。

(十一) 国际银行业走势分析

07年上半年,得益于全球经济强劲增长,国际银行业盈利大幅增长;但自下半年次贷危机全面爆发以来,国际银行业风云突变,主要表现在以下三个方面:

一是诸多抵押贷款机构纷纷破产。继美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司于上半年申请破产后,多米诺骨牌效应致使更多抵押贷款公司的破产,美国三十多家抵押贷款公司相继破产,而美国最大商业抵押贷款机构——全国金融公司也是度日如年,仅在07年三季度就亏损12亿美元,并在07年下半年裁员10986人。

二是欧洲银行业普遍受到冲击,英国诺森罗克银行一度被挤兑。由于次贷危机波及英国、信贷紧缩加剧市场的流动性不足,英国央行于07年9月14日宣布,向因次贷危机陷入融资困难的北岩银行提供金融援助。上述消息引起市场恐

慌并直接导致了北岩银行挤兑风潮，这是自 1866 年Overend & Gurney银行破产以来英国银行业首次出现挤兑，也是次贷危机影响欧洲金融业的标志性事件。目前，欧洲各银行间的三月短期贷款利率维持在 4.6%的水平，始终高于欧洲央行规定的 4%的基准利率。在次贷危机最高峰，这种短期银行间贷款利率一度高达 4.79%，这也说明欧洲银行业预期次贷危机对自身的冲击较大。

三是包括花旗、美林、瑞银、德意志银行等在内的许多大型国际金融机构发生了巨额损失。受次贷危机的重创，诸多国际金融机构 07 年的盈利增长出现大幅下降甚至亏损，资产规模也大幅缩水。花旗集团由于在抵押贷款方面的业务损失达到 15.6 亿美元，致使集团三季度盈利降至 23.8 亿美元，较 06 年同期的 55.1 亿美元大跌 57%，而四季度将再进行 80 亿至 110 亿美元的资产减记。为此，花旗集团董事长兼首席执行官普林斯于 07 年 11 月 4 日正式辞职，美国前财长鲁宾被任命为新董事长，温·朔夫为新任首席执行官。随后，花旗集团于 07 年 11 月底通过出售部分股权，从阿联酋的主权财富基金获得 75 亿美元资金注入。美林证券三季度因抵押贷款支持债券重估及其他冲减造成了 84 亿美元的损失，远高于之前估计的 50 亿美元，其前任首席执行官奥尼尔成为华尔街第一位直接受次贷危机影响辞职的CEO。在新任CEO约翰·赛恩的领导下，美林公司于 07 年 12 月 24 日宣

布将以私募方式向新加坡淡马锡控股公司等两家机构增发普通股，以获得 62 亿美元资金来充实资本。瑞银三季度税前亏损 7.8 瑞士法郎，同时 40 亿瑞士法郎的固定收益证券被作为坏账处理，这是瑞银 9 年来首度出现亏损。为缓解财务危机，瑞银于 07 年 12 月引入新加坡政府投资公司及中东投资者注资，合计金额超过 117 亿美元。由于次级贷款市场恶化造成坏账攀升，加之旗下对冲基金出现大幅亏损，摩根斯坦利四季度损失 35.9 亿美元，并于 07 年 12 月 19 日宣布接受中国投资有限公司向其投资 50 亿美元。据德意志银行预测，全球银行业在次贷危机中的损失总额将高达 4000 亿美元。

二、国际经济金融环境对我国经济金融的影响

(一) 美国经济及货币政策走向对我国的影响

受次贷危机影响，美国经济增长预期放缓，但由于我国出口对美国市场的依赖度不断下降，美国需求下降短期内对我国出口增长的抑制影响可能不会很明显。从出口结构看，对美出口占我国出口总值的比率已经从 05、06 年的 21% 左右下降到 07 年 11 月的 18.44%。

目前看，美国次贷危机对我国的警示作用大于实际影响。由于我国经济增长更多地依靠国内因素、资本账户受到管制、金融机构持有的次级债较少，且投资者对我国经济信心较强，因此次贷危机虽对我国经济的实际影响较为有限，

但几点重要警示是：其一，市场重估风险可能带来风险溢价的迅速上升，起到紧缩银根的作用，短期内可能导致高风险资金撤离新兴市场，引发资产价格和汇率走势的剧烈波动；其二，部分高等级抵押贷款产品的变化，将可能使我国外汇储备和金融机构投资的安全性和收益率受到影响；其三，国际市场中恐慌心理的扩散可能会给我国证券市场带来难以预料的影响，而境外资本在国际金融市场动荡中可能发生的跨国流动也会加大我国市场的不确定性。

此外，目前美联储降息并未对我国货币政策形成明显掣肘，在美联储连续四次降息的同时，我国货币政策由“稳健”转为“从紧”。中美利率变动方向的背离在收缩中美利差的同时不大可能对我国进一步紧缩银根形成很大制约，主要原因有二：一是我国监管层的政策着力点主要是内部均衡而非外部均衡，尤其是 07 年以来我国 CPI 和金融机构信贷增速较快，货币政策进一步紧缩的压力增大；二是除了中美利差，境外短期资金更看重人民币升值、我国股价和房价等资产价格高涨带来的收益。但值得关注的是，美联储大幅降息和未来可预期的进一步放松银根所带来的过剩流动性很可能会流入预期回报较高的我国市场，这种国际资本流动变化将给我国经济带来双重风险：首先，人民币升值压力和金融开放压力将进一步增强；其次，将进一步加剧中国股票市场和房地产市场趋向“非理性繁荣”的局面。受此影响，我们预计

08 年中国货币政策的工具创新和国际合作有望进一步增强。

（二）全球经济失衡对我国的影响

近年来，全球经济失衡愈演愈烈，主要表现在美国国际收支经常账户赤字庞大、债务增长迅速，而中国、日本和亚洲主要新兴市场国家对美国持有大量贸易盈余。全球经济失衡对我国经济及宏观政策已经造成了严重影响，主要表现在四个方面：一是不利于我国经济增长向依靠出口、消费和投资协调拉动转变；二是加剧了境内流动性过剩局面；三是加剧了中国和美国等发达国家之间的贸易摩擦；四是不断强化人民币的升值预期，加大其升值压力。

（三）全球商品价格上涨对我国的影响

07 年以来，由于全球经济快速增长，国际市场对初级产品的需求持续增加，加之全球投资基金大举进入商品期货市场，极大地推动了全球范围内初级产品和商品价格的大幅上扬。在供求失衡、美元疲软、基金炒作等因素持续推动下，原油、黄金及粮食价格迅速攀升。

以农业原材料和金属矿产品为代表的初级产品价格大幅飙升以及石油价格居高不下，对我国经济和贸易的影响较为明显：一是进口成本增加，面临经济利益损失。目前，我国比较缺乏石油、富铁矿、铜矿、铬、钾盐等重要资源产品，其中，铁矿砂、羊毛、天然橡胶、铜材、氧化铝进口量分别占国内需求的 42%、60%、65%、44%、47%。由于进口价格上

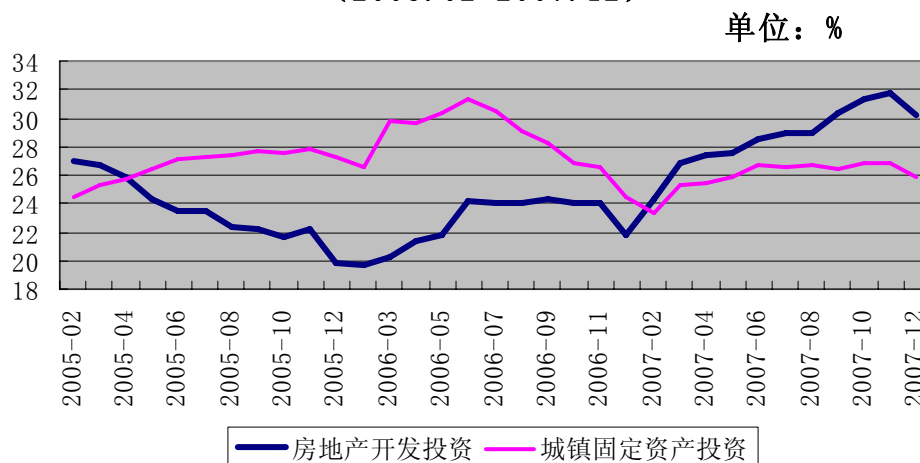
涨，07 年我国为初级产品进口多支付了 315 亿美元。二是输入型通货膨胀压力加大。由于我国资源利用效率较低，国际市场商品价格上涨对我国影响明显大于其他国家，上游行业和产品价格大幅上涨，加剧了我国通胀压力。三是增加企业经营成本。我国农产品和工业原材料价格基本与国际市场接轨，国际市场相关产品价格持续上涨，带动国内同类产品价格的攀升，增加了企业的经营成本，削减了企业的利润空间。四是加大了我国相关产业的发展难度。面对全球资源产品价格持续高涨，西方国家加紧对全球资源的控制，向非洲、拉美、西亚资源的投资加快，在资本市场上进行炒作来推波助澜。目前，我国工业化正处于从资源依赖型向技术支撑型转折的关键阶段，对重要工业原材料以及能源需求增长仍然较快，资源产品价格猛涨，加大了我国相关产业的发展难度。

三、2007 年国内宏观经济运行分析

（一）固定资产投资高位运行，房地产投资持续加快

2007 年，城镇固定资产投资 117414 亿元，同比增长 25.8%，比上年同期增速加快 1.3 个百分点。除 2 月份由于春节因素增速相对较低外（2 月份增速为 23.4%），固定资产投资全年总体上在 25.3%-26.9%的较高增长区间内运行，并在三季度出现小幅反弹的态势，12 月份由于季节性因素有所回落（见图 11）。

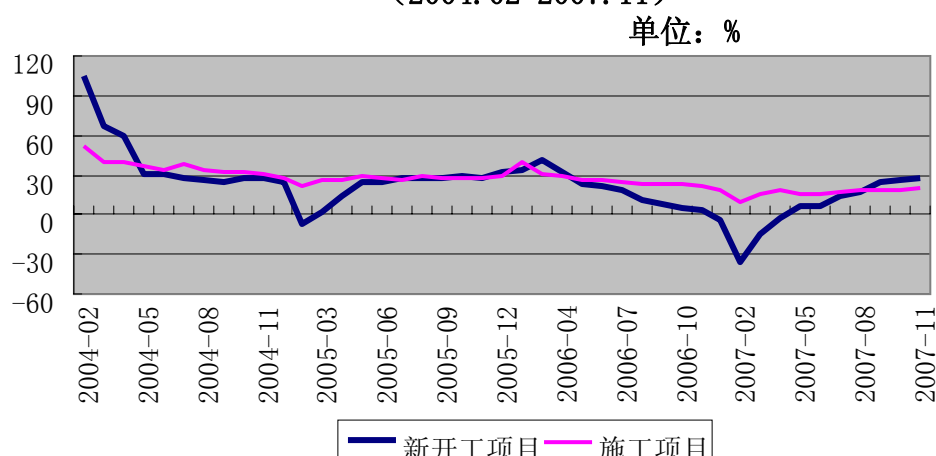
图11 固定资产投资和房地产投资累计增速
(2005.02-2007.12)



2007 年固定资产投资运行主要表现为“四个加快”。一是房地产投资持续加快，并成为拉动固定资产投资增长的主要力量。全年房地产开发完成投资 25280 亿元，增长 30.2%，增速同比上升 8.4 个百分点，高于同期城镇投资增速 4.4 个百分点，并创 2005 年以来新高。二是部分上游重化工业投资增速加快。07 年前 11 个月，石油加工、炼焦与核燃料加工业投资 1178.18 亿元，增长 49.1%，比上年同期提高 29.1 个百分点；非金属矿制品业投资 2477 亿元，增长 56.1%，比上年同期提高 21.9 个百分点；有色金属矿冶炼及压延加工业投资 1114 亿元，增长 36.4%，比上年同期提高 11.1 个百分点；黑色金属矿冶炼及压延加工业投资 2248.91 亿元，同比增长 15.2%，比上年同期提高 15.1 个百分点。三是地方项目投资加快。1-11 月份，中央项目投资 9957 亿元，同比增长 12.8%，比上年同期大幅降低了 16.8 个百分点；地方项目投资 90648 亿元，增长 28.6%，比上年同期加快 2.4 个百分

点。四是新开工项目增速持续加快。从施工和新开工项目情况看，截止到 2007 年 11 月底，城镇 50 万元以上施工项目累计 302807 个，同比增加 34106 个；施工项目计划总投资 240922 亿元，同比增长 20.1%；全国城镇新开工项目 21.1 万个，同比增加 24124 个，比 10 月末增加 20041 个；新开工项目计划总投资 73584 亿元，同比增长 28%，增速比上年同期提高 24.3 个百分点，比前 10 个月提高 1.5 个百分点(见图 12)。

图 12 新开工项目和施工项目投资增速
(2004.02-2007.11)



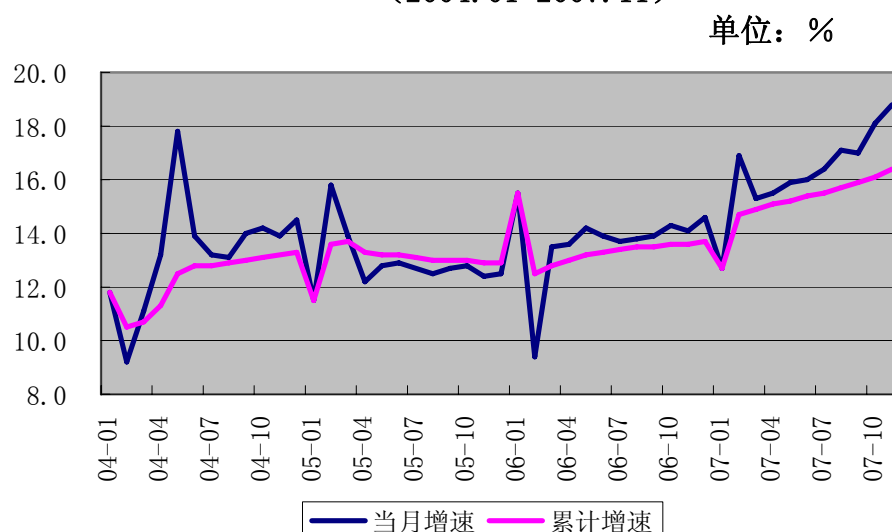
但总体看，随着 2007 年加强节能减排和控制信贷过快增长等宏观调控政策措施的落实及效应显现，固定资产投资未出现大幅反弹的态势，波动性有所降低。

(二) 消费升温势头明显，对经济增长的贡献度提高

07 年全年我国社会消费品零售总额 89210 亿元，同比增长 16.8%，较 06 年全年提高 3.1 个百分点并创下近 10 年来新高。从月度数据看，07 年以来我国名义消费增速基本保持

了逐月加快的态势，并不断创下 10 年来月度增幅的新高，成为本轮经济周期启动以来消费增长的最好状态（见图 13）。

图13 社会消费品零售总额增速走势
(2004. 01-2007. 11)



消费增速持续加快的主要原因：一是国民经济保持了持续快速的增长，企业盈利增幅较大，良好的经济运行环境有助于生产、消费形成良性循环，支持消费扩大；二是居民收入水平大幅提高，其中 07 年城镇居民人均可支配收入增长约 13%，并超过 GDP 增速，使得去年成为居民收入增长超过 GDP 增长的少数几个年份之一；三是股票和房地产等资产价格快速上涨产生的财富效应大大刺激了居民消费需求；四是社会保障力度加大，有效减少了居民的后顾之忧，带动消费扩大；五是不断攀升的物价导致名义消费增长逐月走高。

加速升温的消费成为了经济增长的又一强大动力，对经济增长的贡献有所提高。07 年全年我国 11.4% 的经济增长中，消费的快速增长贡献了 4.4 个百分点，分别高于投资和

出口 0.1 和 1.7 个百分点,由过去的第二贡献上升到第一位。目前经济增长日益形成消费、投资、出口三大动力协调拉动的局面,增长结构更趋合理。

(三) 进出口贸易状况有所改观, 国际收支“双顺差”格局扩大

07 年我国外贸进出口总值达到 21738 亿美元, 同比增长 23.5%。其中, 进口 9558 亿美元, 同比增长 20.8%, 出口 12180 亿美元, 同比增长 25.7%, 进、出口增速分别较 06 年上升、下降了 0.9 和 1.5 个百分点; 外贸顺差 2622 亿美元, 同比增长 47.7%, 较 06 年大幅减少 26.5 个百分点。在 07 年上半年尤其是第二季度监管层出台了一系列外贸调整政策后, 进入下半年以来政策效果逐步显现。同时, 人民币对美元的大幅升值以及对欧元的一度升值在一定程度上降低了我国商品在国际市场上的竞争力。在这两方面因素的共同作用下, 07 年我国进出口结构失衡状况有所改观。

同时, 进出口贸易方式构成更趋优化, 一般贸易比重有所上升并接近加工贸易。07 年我国一般贸易进出口同比增长 29.1%, 高出总体进出口增速 5.6 个百分点, 占进出口总值比重达到 44.5%, 比上年提高 1.9 个百分点。同期加工贸易进出口同比增长 18.5%, 低于总体增速 5 个百分点, 在进出口总值中占比 45.4%, 比上年下降 1.8 个百分点。

进出口状况的改善并不能有效缓解国际收支“双顺差”

格局扩大的趋势。07 年上半年，我国经常项目顺差 1629 亿美元，同比增长 78%，在国际收支总顺差中占比为 64%。资本和金融项目顺差 902 亿美元，同比增长 1.3 倍，改变了 06 年资本和金融项目顺差下降的局面，在国际收支总顺差中占比 36%，国际收支“双顺差”继续扩大。其中，上半年实现直接投资顺差 509 亿美元，同比增长 64.2%。证券投资逆差 48 亿美元，同比下降 83%，证券投资逆差降幅明显主要是由于境内机构调整境内外资产摆布，对境外证券投资规模大幅减少。外债余额 9 月末为 3457.05 亿美元，较 06 年末增长 7.03%。从外债结构看，短期和中长期外债余额同比均有所增长，且短期外债增速高于长期外债 0.8 个百分点，此外，短期外债在外债总额中的占比仍高于长期外债。

（四）外商直接投资增幅扩大，外资真实性审核仍待加强

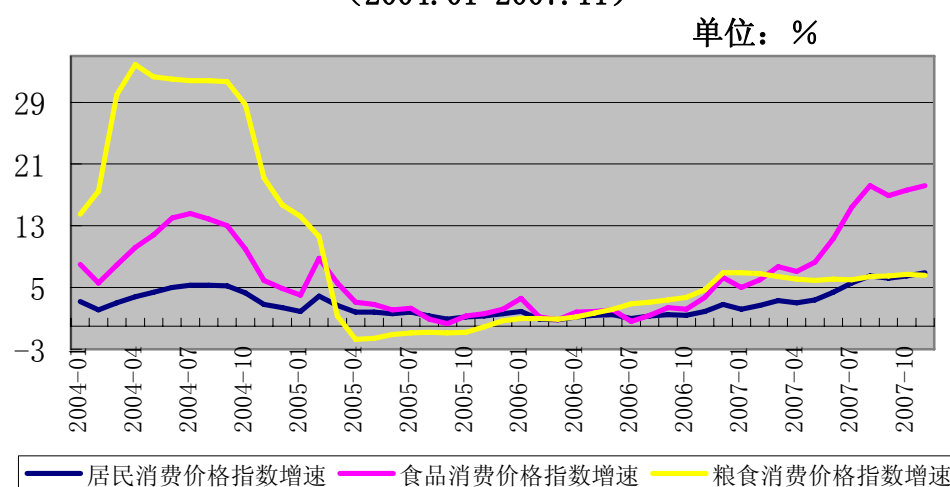
07 年我国新批设立外商投资企业 37888 家，同比下降 8.69%，降幅较 06 年全年扩大 2.94 个百分点；实际使用外资金额 826.58 亿美元，同比增长 13.8%，增幅较 06 年扩大 17.86 个百分点。在新批设立外资企业数量继续下降的同时，实际使用外资金额增幅明显，一方面说明引资质量继续提升，另一方面也显示外资的真实性审核仍待加强。其中值得关注的是自由港对我国投资高速增长趋势，07 年前 11 个月英属维尔京群岛对我国投资占 FDI 总额比重为 23%，而 06 年

同期这一比率为 17.8%。而与此同时，美国和原欧盟十五国对华投资分别同比下降了 8.25%和 29.8%，由于次贷危机的蔓延，未来这两大经济体对华投资可能进一步降低。

（五）消费物价快速上涨，通货膨胀压力明显加大

07 年我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 4.8%，较 06 年全年大幅增加 3.3 个百分点，超过年初央行制定的调控目标 1.8 个百分点。从月度数据看，CPI 基本保持了逐月上升的态势，其中 11 月同比上涨 6.9%，再次创下 11 年新高，表明当前我国面临的通货膨胀压力较大（见图 14）。

图14 CPI、食品和粮食消费价格增速走势
(2004.01-2007.11)



本轮通货膨胀的原因可以从成本推动、需求拉动、预期加强等方面解释：首先，国内猪肉、食用油和蔬菜等食品价格大幅上涨，水、电、燃料等资源品提价，居民收入稳步提高致使劳动力成本提高，多方面成本因素推动了 CPI 上行；其次，国内投资需求高居不下，出口需求增速减缓速度有限，消费需求在政策引导下全面启动，综合导致需求对 CPI 的拉

动效应有所增大；其三，资源价格改革的势在必行导致居民对资源品价格上涨的预期强化，而人民币尽管对美元有所升值，但对一篮子货币的有效汇率实际走低的现实也使得本币升值对通胀的反作用有所弱化。另外，货币供应量的快速增长仍是通货膨胀加速上行的重要推动因素。

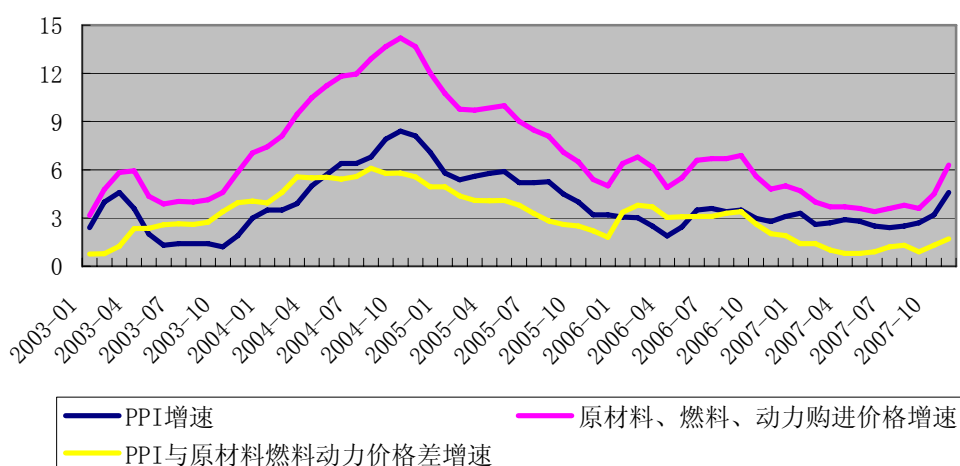
到目前为止，结构性上涨仍是本轮通胀的主要特征，07年全年食品价格同比上涨12.3%，拉动价格总水平上涨4.0个百分点。但近来非食品价格也呈现出了涨幅扩大的态势，其中12月份受石油、天然气等资源产品价格上涨的影响，非食品价格拉动CPI上涨0.8个百分点，此前8月份非食品价格对CPI的拉动仅为0.38个百分点，由于对国际油价持续攀升的预期，非食品价格对消费物价的拉动作用将继续增大，未来通货膨胀的结构性特征可能趋于弱化。

（六）工业品出厂价格涨幅扩大，房地产价格高位攀升

07年工业品出厂价格（PPI）自8月份开始一改逐月小幅下降的态势，进入了上行通道，10月份增速突破3%，12月更大幅上涨5.4%，创下自2005年9月以来27个月的新高，较06年底提高2.3个百分点，结束了此前CPI高涨、PPI保持稳定的局面，这亦表明结构性通胀演变为全面通胀的风险正在加大（见图15）。

图15 PPI、原材料燃料动力购进价格增速走势
(2003.01-2007.11)

单位：%

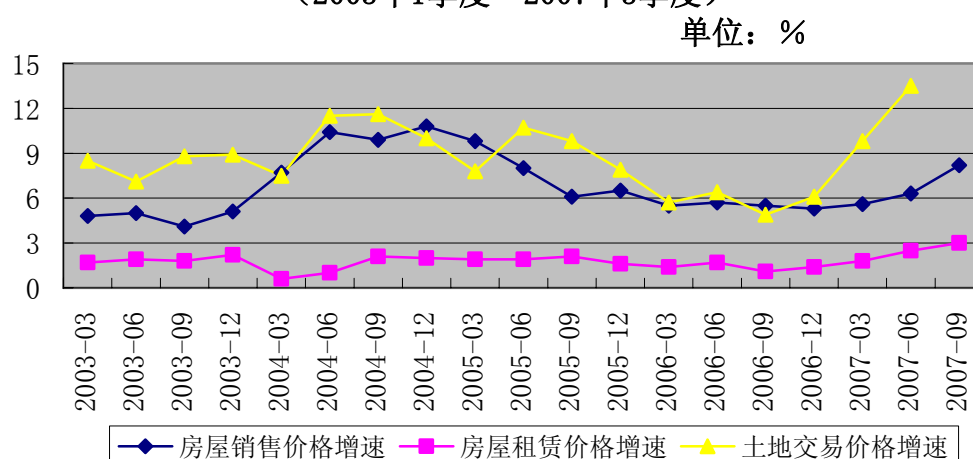


数据显示，07年11月生产资料出厂价格和生活资料出厂价格同步快速上涨，分别以4.8%和3.7%双双刷新了年内纪录。其中，原油出厂价格同比增长22.6%，较上月大幅提高18.4个百分点，而成品油中的汽油、柴油和煤油则摆脱了部分下降趋势出现全面上涨，出厂价格分别上涨3.9%、8.8%和8.0%。PPI高企的原因：一方面同期国际油价突破新高，不仅直接导致国内PPI上涨，还带动了其他能源产品如煤炭等价格的上升从而间接导致PPI走高；另一方面旺盛的国内需求尤其基础建设和房地产投资推高了金属和建材价格，拉动PPI上涨。

尽管07年以来我国连续出台了多项针对房地产调控的措施，但房价仍然保持了持续的高位攀升。07年全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.6%（见图16）。12月当月

房屋销售价格涨幅达 10.5%，与 11 月创下的两年新高持平。房价持续上涨的主要原因：一是居民收入增加以及市场对房价继续上涨的预期导致购房需求增长较快；二是住宅结构不尽合理，供应相对偏紧；三是土地交易价格和建筑材料等房屋开发成本提高迫使开发商提高房价。自 07 年 9 月 27 日央行和银监会联合发布有关加强房地产信贷管理的通知及 12 月中旬央行进一步明确了第二套房的认定标准以来，受房地产信贷紧缩效应影响，07 年底开始房地产市场出现了交易量下降、前期涨幅过快的地区甚至出现房价下调的现象，但总体看，08 年房价仍存在进一步较快上涨的压力。

图16 房地产价格增速走势
(2003年1季度—2007年3季度)



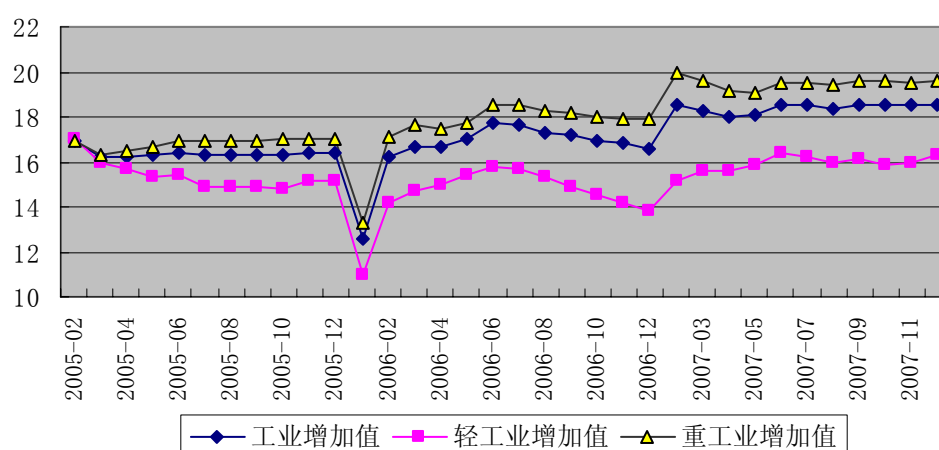
(七) 工业快速平稳增长，企业效益持续提升

07 年全国规模以上工业企业(年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同)增加值同比增长 18.5%，与上半年与前三季度持平，比上年同期加快 1.9 个百分点(见图 17)。但

轻重工业增速仍保持较大的差距：07 年轻工业同比增长 16.3%，重工业同比增长 19.6%，两者差距为 3.3 个百分点，全年两者平均差距为 3.48%。数据显示，工业重型化的趋势仍在继续。

图17 工业增加值及轻重工业增加值累计增速
(2005.01-2007.12)

单位：%



07 年前 11 个月，全国规模以上工业企业实现利润 22951 亿元，同比增长 36.7%，比上年同期提高 5.7 个百分点。工业经济效益综合指数 209.92，同比提高 21.6 点。具体看，采掘业、原材料及重型设备制造等重化工业行业继续成为利润增长的主要引擎。前 11 个月，钢铁行业利润同比增长 47.2%，建材行业增长 63.1%，化纤行业增长 109.3%，化工行业增长 51.5%，电力行业增长 39.0%，有色金属冶炼及压延加工业增长 26.6%，煤炭行业利润增长 49.1%，专用设备制造业增长 61.4%，交通运输设备制造业增长 68.7%，石油加工及炼焦业由去年同期净亏损 417 亿元转为盈利 230 亿元。07 年四个季度企业景气指数分别为 139.7、146.0、144.7

和 143.6，均高于上年同期水平，四季度虽比三季度略有回落，但仍比上年同期提高 4.2 点。值得关注的是，07 年企业效益持续高增长的一个主要原因之一是，受益于股市走旺，企业的股权投资收益相当可观。2007 年前三季度，A 股上市公司持有的交易性金融资产总计达到 4302.58 亿元。

此外，07 年工业增长的一个亮点是应收账款增速有所回落。07 年 11 月末，规模以上工业应收帐款净额 39712 亿元，同比增长 18.8%，比上年同期降低 0.48 个百分点，是近两年来的较低值。但仍需注意的问题是持续保持高位的产成品资金增长。07 年 11 月末产成品资金 18335 亿元，同比增长 21.8%，比上年同期增速加快 3.72 个百分点，在一定程度上表明目前产能过剩的问题依然较为严重。

（八）财政收入持续快速增长

07 年前 11 个月，我国财政收入达到 48177.12 亿元，比上年同期增长 33.5%，增速同比加快 8.8 个百分点，预计 07 年全国财政收入将超过 5.1 万亿元，同比增长 31% 左右，再创历史新高。同时据财政部数据显示，2007 年国有企业实现利润和税收继续保持较快增长，国有企业实现利润 1.62 万亿元，上缴税金 1.57 万亿元，双双创历史新高。财政收入快速增长的主要原因：一是经济快速发展和企业效益提高使得税收基础增厚；二是加强税收征管扩大了税收来源；三是提高证券交易印花税、降低部分商品出口退税率以及对部分

商品加征出口关税等手段也增加了财政收入。

四、2007 年国内金融运行分析

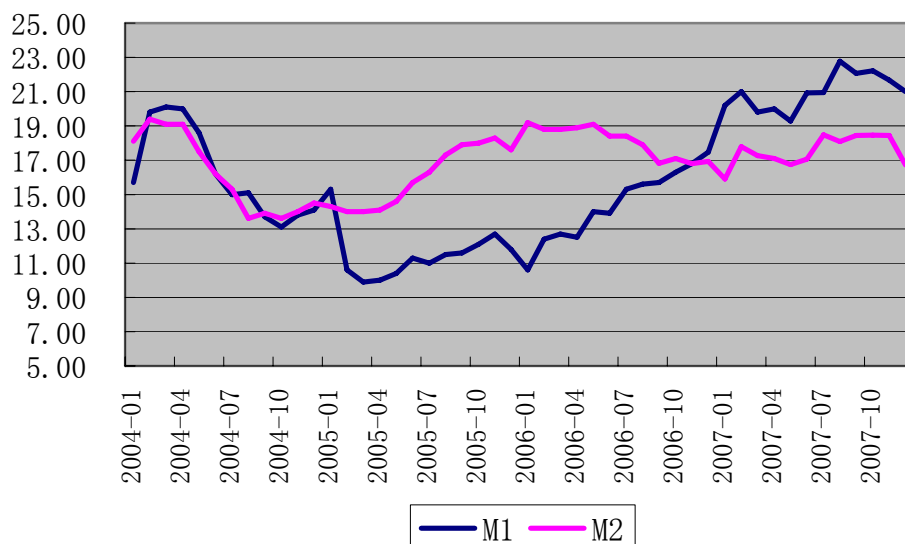
(一) 货币供应量全年高位运行，货币活期化趋势不减

尽管 07 年年底货币供应量增速有所回落，但全年尤其是下半年货币供应量整体维持高位增长态势。12 月末，广义货币供应量 (M2) 余额为 40.34 万亿元，同比增长 16.72% (见图 18)，增幅比上年末和上月末分别低 0.22 和 1.73 个百分点；狭义货币供应量 (M1) 余额为 15.25 万亿元，同比增长 21.01%，增幅比上年末高 3.53 个百分点，比上月末低 0.66 个百分点。新增贷款迅猛下降和央行上调一个百分点的准备金率是 M2 增速在 12 月大幅下降的主要原因，但 7-11 月 M1 的平均增速达 21.9%，M2 平均增速高达 18.4%，大大高于上年同期 15.9% 和 17.4% 的增速。

尤其值得关注的是，自 06 年 12 月 M1 增速开始反超 M2 以来，“倒剪刀差”整体呈逐步扩大趋势。07 年 1-12 月“倒剪刀差”平均水平达 3.45%，最高达 8 月份的 4.68%。M1 持续快于 M2 增长，使得货币流动性不断提高。这一方面由于企业产销两旺刺激其生产和经营，对即期货币需求增大，另一方面则反映了股市活跃扩大了交易性货币需求，同时引发储蓄分流的现象。

图18 货币供应量M1、M2同比增速趋势图
(2004. 1—2007. 12)

单位：%

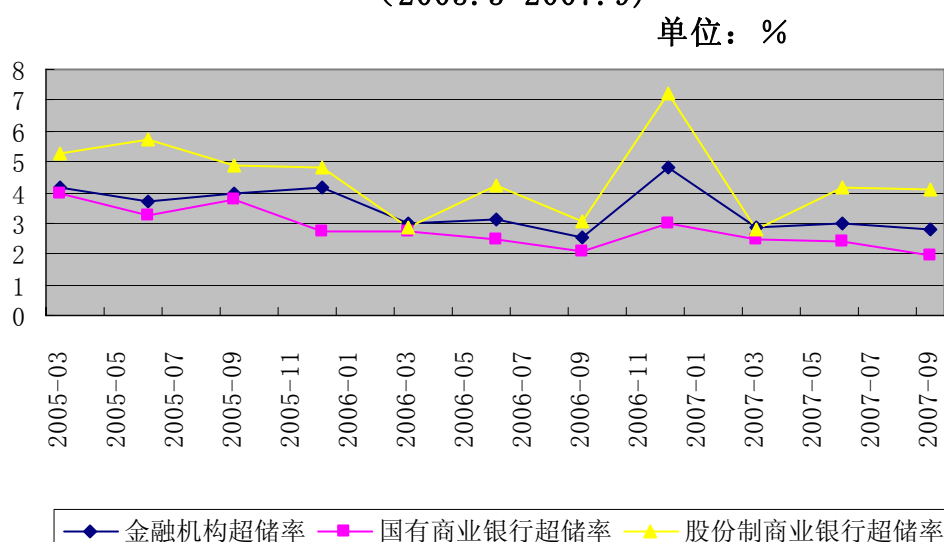


07 年央行明显加大了对冲力度。首先，年内 10 次提高金融机构存款准备金率共计 5.5 个百分点，冻结资金约 1.8 万亿元；其次，市场化发行央票和正回购业务净回笼资金 8300 亿元；最后，6 次发行定向央票共计 7050 亿元。总体看，07 年全年央行通过上述三个渠道净回笼资金 3.34 万亿元，比 06 年增加了约 1.72 万亿元，总体上较好地对冲了外汇占款投放导致的基础货币扩张。但持续大规模的对冲将加大未来的对冲压力，同时致使央行的对冲成本不断上升，对未来政策效果的削弱作用值得重视。

2005 年至今，金融机构平均超额存款准备金率呈总体下行态势，从 2005 年 3 月末的 4.17% 下降到 2007 年 9 月末的 2.8%。其中，国有商业银行超储率从 3.99% 下降为 1.97%，

股份制商业银行的超储率则从 5.25 % 下降为 4.1 %（见图 19）。一路下行的超额存款准备金率表明，当前商业银行体系的闲置资金状况已经不如两年前充裕。国有商业银行较低的超储率与其先进的数据大集中系统和其是货币市场上主要的资金拆出方有关；而股份制商业银行的超储率水平较为充足⁴。9 月末基础货币余额 8.8 万亿元，同比增长 33%，比年初增加 1 万亿元，同比多增 8437 亿元。若扣除存款准备金率的影响后，基础货币增长平稳⁵。

图19 近年来金融机构超额储备率走势图
(2005. 3-2007. 9)



（二）人民币贷款总体高速增长，中长期化势头明显，居民户对贷款增长的贡献度上升

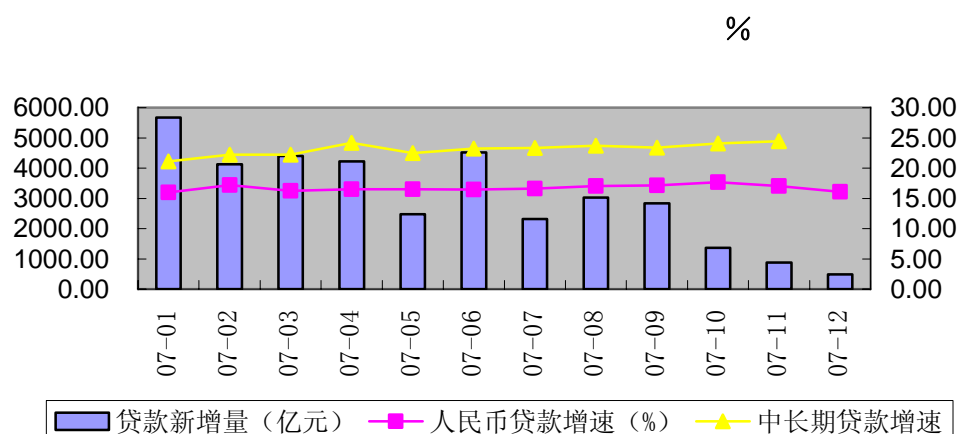
⁴ 商业银行正常情况下需要维持 2% 左右的超额准备金率以应对结算和未来可能的法定准备金率的上调。

⁵ 基础货币增速较高，主要与 2006 年下半年以来多次提高存款准备金率有关，因为按照现有统计口径，法定存款准备金计入基础货币，而央行票据不计入基础货币。如果 2006 年以来由法定存款准备金率上调所冻结的流动性改由发行央行票据进行对冲，那么当前基础货币增速将低于 10%。

07 年 12 月末，金融机构人民币各项贷款余额 26.17 万亿元，同比增长 16.1%（见图 20），增幅比上年末高 1.03 个百分点，比上月下降 0.9 个百分点。12 月当月，在强有力的宏观调控下，新增贷款明显回落，人民币各项贷款增加 485 亿元，同比少增 1720 亿元。

但 07 年全年人民币贷款总体呈持续高速增长态势，1-12 月人民币各项贷款增加 3.63 万亿元，超出 06 年全年新增贷款总量 4482 亿元；1-12 月，贷款平均增速 16.71%，同比高 1.5 个百分点。与此同时，外汇贷款增长势头迅猛，12 月末金融机构外汇贷款余额为 2198 亿美元，同比增长 30.19%；全年外汇贷款增加 511 亿美元，同比多增 327 亿美元。

图20 新增贷款量和贷款增速走势图
(2007.1-2007.12)



从期限结构看，贷款中长期化势头明显，中长期贷款增速持续高于贷款总量⁶增速。07 年 1-11 月，中长期贷款增速

⁶ 如无特殊说明，“贷款”仅指人民币贷款，“存款”仅指人民币存款。

从 21%提高到 24.5%，较贷款总量增速平均高出 6.4 个百分点。中长期贷款占全部贷款的比重也持续上升，由年初的 47.3%上升到 11 月末的 49.9%。由于贷款额度受到严格控制，商业银行通过压缩低收益的票据融资业务扩展高收益的贷款业务规模，07 年全年，票据融资下降较快，较年初减少 4414 亿元。

从部门结构看，居民户贷款同比增加较多。11 月末，居民户贷款余额在贷款总量中的比重已由 1 月份的 17.4%上升到 19.4%。1-11 月，人民币各项贷款同比多增 6203 亿元，其中，居民户贷款同比多增 5730 亿元，非金融性公司及其他部门同比仅多增 473 亿元。个人中长期住房贷款是推动居民户贷款快速增长的主要因素，前 10 个月，个人中长期住房贷款累计新增 5956 亿元，同比多增 5187 亿元。

从 07 年第三季度贷款利率走势来看，金融机构的贷款议价能力有所下降，在第三季度金融机构发放的全部贷款中，下浮利率贷款占比较上季度上升 1.74 个百分点，基准利率贷款占比较上季度下降 2.48 个百分点，上浮利率贷款占比较上季度上升 0.74 个百分点。表明在市场化导向下的各商业银行贷款向部分大集团客户集中，对优质客户的竞争在一定程度上降低了银行议价能力。

（三）人民币存款增速持续低位运行，居民户存款分流明显，存款结构活期化势头仍在持续

07 年 12 月末，金融机构人民币各项存款余额 38.94 万亿元，同比增长 16.07%（见图 21），增幅比上年末低 0.7 个百分点，比上月末高 0.8 个百分点。在年末大盘股申购告一段落和大盘走低的共同作用之下，12 月当月，人民币各项存款增加 3864 亿元，同比多增 2766 亿元。

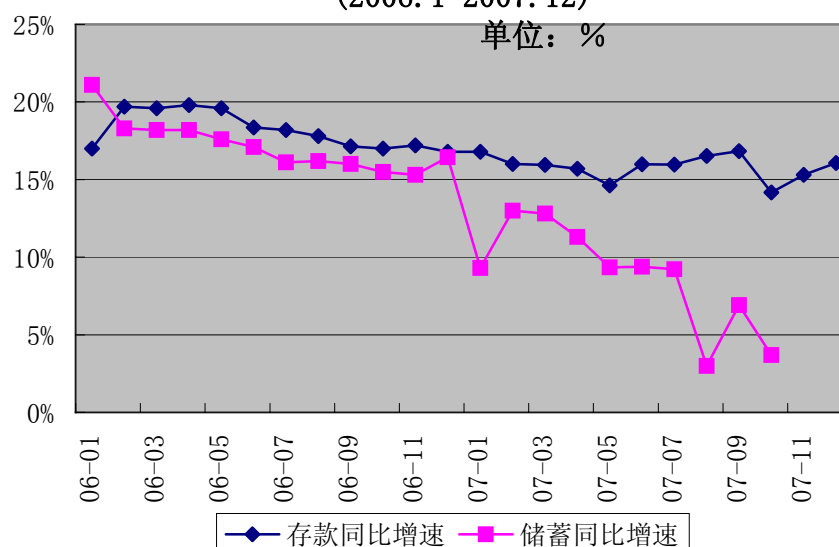
但 07 年全年，在实际“负利率”和股市、楼市走旺的刺激下，存款增速一直低位运行，前 11 个月，存款平均增速 15.81%，较 2006 年 18.18% 的平均水平低 2.4 个百分点。与此同时，外汇存款下降较多，全年外汇各项存款下降 15 亿美元，同比多降 107 亿美元。

前 11 个月，金融机构人民币各项存款新增 5.01 万亿，较 06 年年末增长 14.94%，存款增量高于贷款增量使得存贷差余额增长至 12.43 万亿元。其中居民户存款仅新增 5362.43 亿元，较 06 年年底增长了 3.26%；非金融性公司存款新增 30123.03 亿元，较 06 年年底增长 19.53%；财政存款新增 12996.19 亿元，较去 06 年年底增长 118.93%。由此可知，07 年以来，在居民户存款向资本市场分流明显的同时，企业效益持续向好使得非金融性公司存款稳步增长，而经济走势趋旺及股市火爆带来印花税等税收激增则令财政存款迅速上升。

从人民币存款的期限结构看，居民和企业更加倾向于活期存款，居民活期存款占居民户存款比重由 06 年底的 35.6%

上升至 38 %；企业活期存款占企业存款比重由 06 年底的 53.5 上升至 59.3 %。从新增量角度考察，居民户存款活期化趋势更加明显，07 年前 11 月，居民活期存款较 06 年底增加 5989 亿元，居民定期存款则减少 626.31 亿元。

图21 人民币存款和储蓄同比增速趋势图
(2006.1-2007.12)

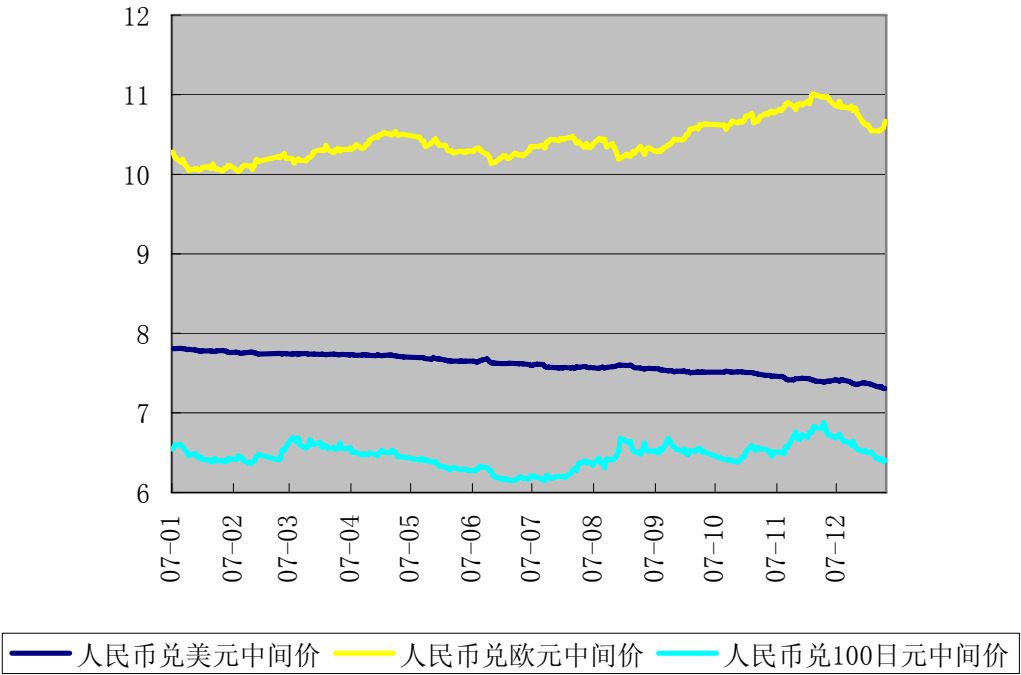


(四) 人民币对美元升值速度有所加快，人民币实际有效汇率震荡上行

07 年全年人民币对美元保持小幅升值态势，12 月 28 日人民币对美元汇率中间价 7.3046 元，全年人民币对美元汇率升值 6.5% (见图 22)，较汇改前累计升值 9.9%。2007 年 11 月份以来，受到国际社会对人民币升值施压和国内通货膨胀问题的困扰，人民币对美元升值速度明显加快，11 月和 12 月间，人民币兑美元分别升值 695 和 951 个基点，较前 10 个月平均 340 个点的升值速度加倍。但受次级抵押贷款危

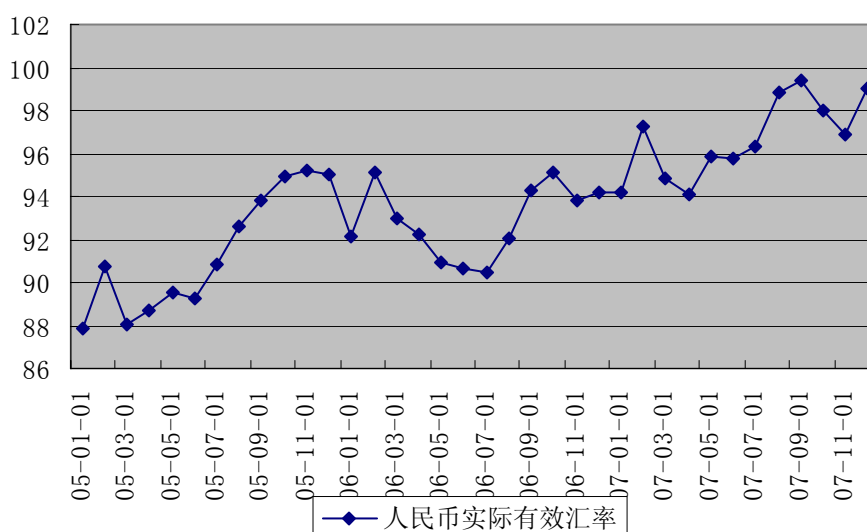
机的影响，国际市场上美元兑其他主要货币走弱，导致人民币对欧元实际贬值的状况。12月28日，人民币兑欧元汇率中间价10.6669元，全年贬值3.75%；人民币对100日元汇率中间价为6.4064元，全年升值2.39%。

图22 人民币对美元、欧元、日元中间价走势图
(2007.1—2007.12)



07年以来，人民币实际有效汇率震荡上行，由1月1日的94.19升至12月1日的99，升值幅度达5.11%(见图23)，低于人民币对美元6.5%的升值幅度，反映人民币对世界货币升贬不一的走势。人民币实际有效汇率的上行有助于进一步发挥汇率在调节国际收支失衡、引导经济结构调整、抑制输入型通货膨胀压力及提升经济平衡增长能力等方面的作用。

图23 人民币实际有效汇率走势
(2006.1-2007.12)



2007年12月末，外汇储备余额为1.53万亿美元，同比增长43.32%，远高于上年年底30.22%的增速；全年外汇储备增加4619亿美元，同比多增2144亿美元。外贸顺差持续高速增长及人民币升值预期强化导致境外资金不断流入是07年外汇储备增长加速的主要原因。

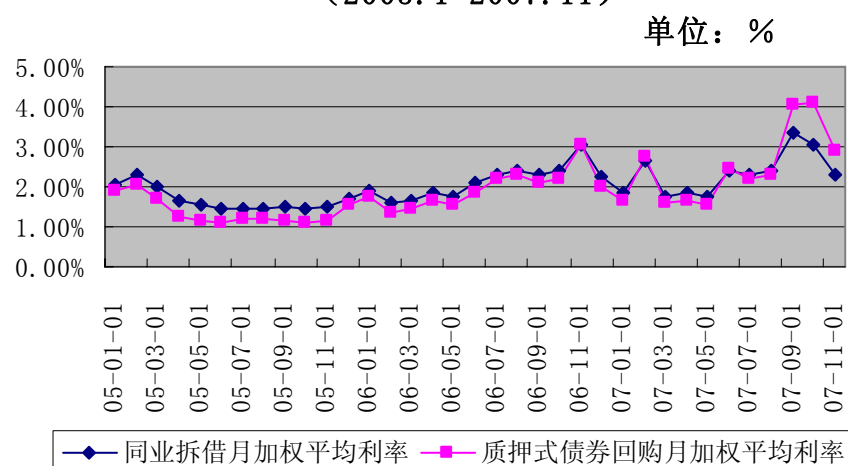
(五) 银行间本币市场交易量持续放大，货币市场利率在大幅波动中较前两年走高，银行间债券市场创新增多

07年1-11月，银行间本币市场流动性总体充足，交易持续活跃，交易量大幅增加，同业拆借累计成交88831.9亿元，同比增长382.8%；债券质押式回购成交39.28万亿元，同比增长66.0%。

随着年末大盘股的申购基本告一段落，12月银行间拆借市场加权平均利率和回购市场加权平均利率大幅回落，同业

拆借月加权平均利率为 2.09%，比上月和 06 年同期分别下降 0.19 个百分点和 0.16 个百分点；质押式回购月加权平均利率为 2.79%，分别比上月和 06 年同期下降 0.1 个百分点和升高 0.78 个百分点。然而从近三年来银行间市场同业拆借和质押式债券的月加权平均利率走势看，07 年利率整体高于 05 和 06 年水平，显示出银行间市场资金供求状况较前两年趋紧（见图 24）。

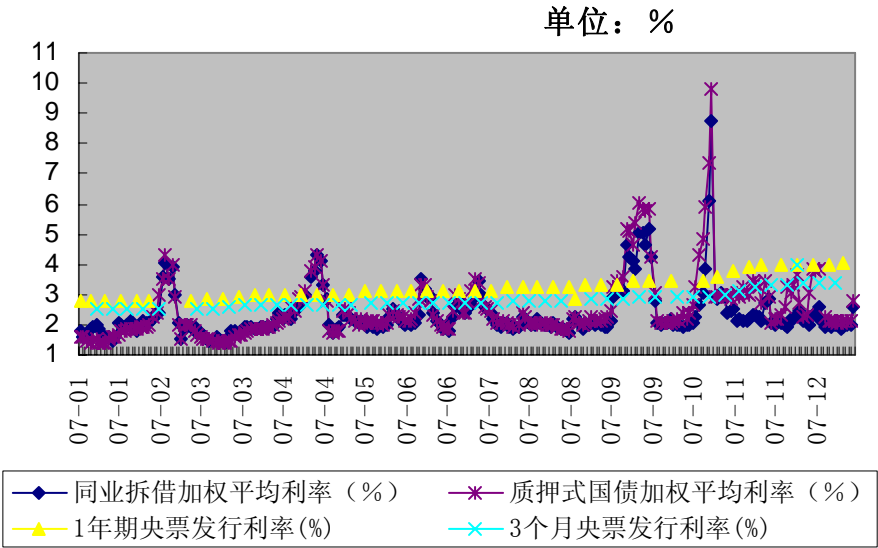
图24 银行间货币市场月加权平均利率走势图
(2005.1-2007.11)



值得密切关注的是，受央行频繁采取的紧缩性货币政策、股票市场新股密集发行和香港国企股的回归等因素的影响，银行间本币市场利率波动较大，银行体系资金的稳定性下降（见图 25）。截至 2007 年 12 月 15 日，质押式回购 1 天品种平均利率 2.181%，最高利率 11.88%，最低利率 1.2%，高低之间相差 10.68 个百分点；7 天品种平均利率 3.217%，最高利率 17%，最低利率 1.1%，高低之间相差 15.9 个百分点。特别是 10 月 25 日，中国石油申购前 1 天，7 天

品种的最高利率达到了 17%，创下了银行间货币市场成立以来最高记录，造成了短期内市场流动性极度紧张。

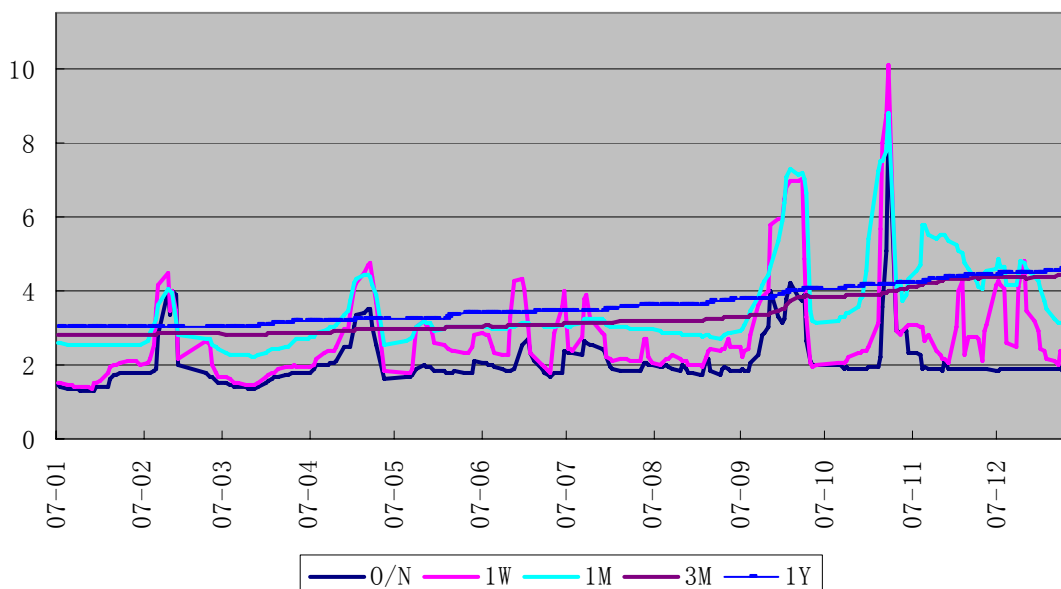
图25 银行间本币市场利率走势图
(2007.1-2007.12)



Shibor自07年1月4日推出以后，其走势与货币市场实际交易利率走势的相关性不断得到增强，其作为市场基准利率体系的作用不断完善（图26），尤其是3个月以内Shibor品种基本与银行间市场短期利率波动相一致，受市场短期资金面影响较大，而6个月以上中长期品种则基本保持平稳向上趋势。Shibor自正式公布以来，对市场产品定价的指导作用也愈加明显，货币市场各关键期限品种广泛采用Shibor 为定价基准，新的金融产品不断涌现，其中以Shibor 为基准的利率互换等利率衍生产品成交活跃。

图26 shibor走势图
(2007.1-2007.12)

单位：%



此外，2007 年银行间债券市场创新力度不断增大。首先，推出新型公司债券，并取消了发行审批制和利率限制；其次，取消商业银行对企业债券的信用担保制度，推进信用债券市场建设；第三，将中小企业打包捆绑，发行中小企业集合债券，为中小企业开创新的融资模式；第四，允许财务公司在银行间市场发行金融债。

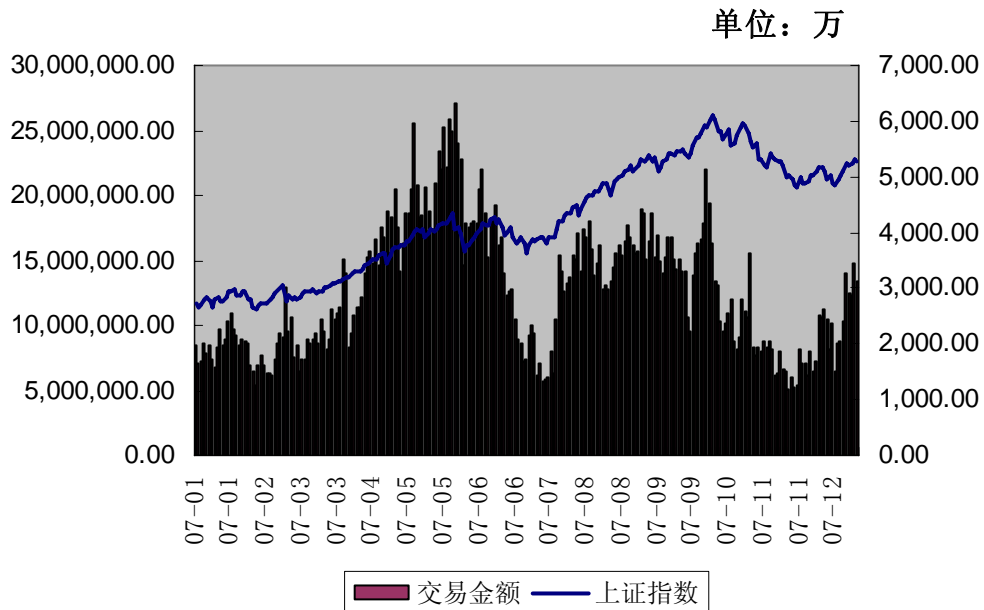
（六）股市延续 06 年以来的“牛市”格局，但高市盈率水平成为市场行情继续拓展的障碍

07 年，A 股市场总体呈现较快上涨态势。07 年最后一个交易日，上证综指收盘于 5261.56 点，全年上涨 96.66%（见图 27），深证成指收报 17700.62 点，全年上涨 166.29%。4 季度以来，国家不断加大宏观调控力度，“大小非”的解禁、

中石油等红筹股回归造成股市资金紧张，股指震荡走低，在 2 个月的时间里上证指数从 6124.04 的历史高点一度大跌 1000 多点。

07 年，两市成交量和总市值大幅增加。从成交情况看，两市全年总成交 460556 亿元。其中，沪市股票成交 30.54 万亿元，增幅达 428.28%；基金成交 3100.51 亿元，增幅为 298.85%。深市股票总成交 15.51 万亿元，同比增长 378.74%；基金成交 4321.85 亿元，增长 351.23%。两市上市公司达 1530 家，总市值 32.71 万亿元，占 GDP 的比重达 158%，其中，沪市总市值 26.98 万亿元，同比增长 276.8%；深市总市值 5.73 万亿元，同比增长 222.07%。与此同时，股市结构不断改善，随着一批大市值公司相继上市，9 月底沪深 300 指数的 300 只样本股总市值占沪深两地总市值的 74.15%；机构持股市值占已上市 A 股流通市值的 35.45%，基本改变了长期以来中国资本市场以散户为主的投资者结构。但我国 A 股市场市盈率水平大幅度高于全球主要市场，07 年 9 月底，上证所 A 股加权平均静态市盈率达 63.74 倍，深交所 A 股加权平均市盈率达 75.54 倍，高市盈率成为 A 股市场行情继续拓展的障碍，并为其健康发展埋下隐患。

图27上海证券交易所股票交易量价走势图
(2007.1—2007.12)



五、对当前国内经济金融运行的总体评价及主要问题分析

综合上述分析，我们认为，2007年中国经济总体上保持了快速平稳的增长势头：全年GDP同比增长11.4%，比上年同期加快0.3个百分点；增长质量继续改善，尤其是工业企业效益不断提升；消费对经济增长的贡献度有所增加，经济结构改善进程加快；节能减排和节能降耗的效果初显，宏观调控效果较为显著。但值得高度重视的是，制约中国经济可持续发展并有可能导致经济从偏快转向过热的风险仍旧存在，具体来看：通货膨胀压力日见加大；货币和信贷增长速度依旧偏快；固定资产投资反弹势头不容忽视；以外贸顺差高位运行为代表的国际收支失衡问题还未得到解决；流动性

过剩仍待疏导，资产价格过快攀升的压力尚存；节能减排压力仍然很大，经济结构调整仍待加强。

——CPI、PPI双双走高，全面通胀风险加大。继CPI自07年年初以来保持加速上涨态势，PPI也在同年8月进入了上行通道，11月更同比上涨4.6%，涨幅较上月提高近50%。如果上游产品涨价向下游传导，将引发整体物价的全面上涨。考虑到国际原油及主要大宗商品价格增速加快，国内以肉禽为代表的食品价格上行压力仍较大、劳动力成本上升、资源税制改革步伐将加快以及居民通胀预期增强等因素，未来价格由结构性上涨转变为明显通胀的风险正在加大。

——商业银行体系流动性依然充裕，我国储蓄率过高、消费率偏低的经济结构性矛盾使得商业银行流动性总体过剩的产生机制将长期存在。07年在央行10次上调存款准备金率、6次上调利率和大力度央票对冲的货币政策调控下，商业银行超储率持续下行，银行间本币市场利率总体走高，显示商业银行体系流动性过剩状况较05年和06年不断改善。但从绝对量角度考察，适当的超储率水平、仍在堆积的存贷差总量、大幅增长的银行间本币市场交易量及去除新股申购因素影响较为合理的银行间货币市场利率水平等一系列现象表明，银行体系的流动性仍然较为充裕。境内流动性过剩虽然表现为由于贸易顺差过大等导致的境外流动性输入引发的货币现象，但从深层次看则与我国储蓄率过高、消

费率偏低的经济结构性矛盾突出密切相关。影响经济领域失衡的因素是长期性的实体因素，经济结构的改变不可能在短期内实现，所以商业银行流动过剩产生的机制仍将长期存在。

——国际收支双顺差扩大和信贷增速偏快导致货币供应量扩张压力增大。新增货币供应量由外部输入和内部生成两部分形成，即国际收支双顺差所引发的人民币被动投放和原始贷款与货币乘数创造的派生贷款两部分构成。07 年我国国际收支持续双顺差，尤其是贸易顺差增长总体高位加快通过外汇占款渠道投放的基础货币不断增长。同时，货币供给的内生性明显增强，在流动性偏多的背景下，金融机构利润约束增强、企业和居民信贷需求旺盛及信贷扩张动力强劲等因素共同作用于货币乘数，大大增强了银行体系的货币创造能力，形成货币供应量过快增长的局面。

——固定资产投资反弹势头仍不容忽视。首先，07 年房地产投资、新开工项目以及地方项目投资的加快使得 08 年投资增长仍有较强的惯性；其次，城镇固定资产投资中企业自筹资金增速呈逐渐上升之势，企业对银行贷款的依赖性有所下降，将导致“紧信贷”政策效力弱化。07 年前 11 个月，企业自筹资金增速为 33.6%，比 1 季度末、上半年末和三季度末分别增加 11.8、3.4 和 1.4 个百分点；第三，贷款中长期化势头明显和中长期贷款增速持续高于贷款总

量增速的因素也将在一定程度上助推投资增长；第四，房价进一步快速上涨的压力仍然较大，房地产投资继续拉动固定资产投资反弹的可能性依然存在。总之，考虑到 07 年企业效益高增长、今年政府换届等多重因素，未来投资反弹压力不容低估。

——资产泡沫堆积的风险仍值得关注。在流动性过剩和实际负利率的双重刺激下，大量资金流入资本市场和房地产市场，导致 07 年股市和楼市交易活跃，资产价格大幅上涨，一方面加剧了资产泡沫堆积的风险，给金融平稳运行带来挑战，另一方面亦加大通胀预期，增加经济运行向过热转化的压力。虽然在强有力的宏观调控政策影响下，07 年年末境内资产价格涨势总体放缓，但未来进一步快速上涨的风险仍然较大。

——节能减排压力依然较大。虽然 07 年前 3 季度，单位 GDP 能耗较上年同期下降 3%，两项主要污染物即二氧化硫和化学需氧量的排放总量也首次双双下降，但 3%的水平与 4%的计划目标仍有一定差距，特别是 07 年上半年单位 GDP 电耗比上年同期上升 3.64%，以及 2007 年重化工业投资仍快速增长的趋势显示下一阶段节能减排的压力仍然很大。

六、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

我们认为，08 年宏观调控的主线是，在加大并完善总量

控制力度的同时，更加注重结构调控，以切实实现“防止经济增长由偏快转为过热，同时防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”的调控目标。为此，08年监管层将在保持政策基本连续性的同时，将加大稳健的财政政策和从紧的货币政策的搭配与协调，并配合以适当的行政和法律调控手段，以实现控制总量与结构优化的双重政策目标。就货币政策而言，08年从紧货币政策的第一要义将是遏制信贷过快增长，并不断优化信贷结构。具体措施主要有：

——加强窗口指导，增强政策刚性，优化信贷结构，严控银行信贷扩张，降低银行体系的货币创造能力。严格控制08年新增贷款量，可能动用行政手段对商业银行信贷规模实行按季调控，更好地把握银行信贷的投放节奏并防止商业银行信贷冲动过度扩张；对外资银行新增贷款规模加强管理，防止其信贷尤其是房地产信贷快速增长；加强窗口指导，通过加大惩罚性定向央票发行力度、提高特种存款使用频率以及差别存款准备金率等方式来加强货币政策调控的针对性；在加大对普通商品住宅和经济适用房的信贷支持力度的基础上，加强落实有关房地产信贷管理通知的要求，重点加大对房地产信贷的现场与非现场检查力度，坚决取消转按揭和加按揭业务，并且不排除继续出台有关提高投资、投机性购房信贷门槛政策的可能；继续优化信贷结构，加大对自主创新、节能环保企业的贷款支持力度，加强对经济社会薄弱环节

节的信贷支持，同时加快引导商业银行对“两高一剩”行业的信贷退出。

——继续运用存款准备金率、公开市场操作等数量型工具，严控货币供给快速增长。如前分析，近期内流动性过剩的形成机制短期内不会有根本改变，因此央行还将继续通过上调存款准备金率、公开市场操作等多种手段加强流动性管理。预计 08 年存款准备金率将进一步上行，年底可能达到 18%。在加大央票对冲力度的基础上，以特别国债为操作载体的正回购力度有望加强。

——灵活运用利率等价格型工具，但结构调整的取向将更明显，同时加快利率市场化改革进程。由于 07 年 6 次加息仍未扭转“负利率”现状，预计 08 年利率政策还将处于加息周期。但考虑到 07 年 6 次加息的滞后效应可能在 08 年集中体现以及美联储未来进一步降息的可能性很大，08 年总体上加息幅度和次数将会少于 07 年，预计 08 年全年以 27 个基点加息 2 次左右，同时承接 07 年最后一次加息明显表现出来的结构性特点，08 年在加息方面的结构调整取向将更加灵活：首先定期存款利率上调的力度可望加大，以尽快改变“负利率”状况，降低通胀预期；针对存款活期化趋势，可能继续降低活期存款利率；针对银行贷款结构长期化取向及居民自住购房贷款成本已经较高，五年期以上贷款利息进一步上行的空间将相对较小；为更有效地抑制银行贷款冲

动，将进一步收窄利差，不对称加息可能会更普遍。08 年还将继续稳步推进利率市场化改革，推动货币市场基准利率体系建设，可能进一步放宽存贷款利率上下浮动空间。

——增强人民币汇率弹性，进一步加快人民币对美元升值速度，同时引导人民币有效汇率上行。在人民币对美元加速升值的同时，央行还将引导人民币有效汇率进一步升值。在完善外汇管理体制改革方面，将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，进一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。加大对入境资金的监控，严格加强外债管理，重点监督并防范短期投机性资本流入。

——改善财政政策在促进经济结构调整和区域协调发展方面的功能，构建公共财政框架。08 年财政政策的主要目标是促进经济结构调整和区域协调发展，改善“民生”并努力扩大消费需求对经济增长的贡献度。具体将在以下几个方面着力：一是继续加大转移支付力度，提高个人所得税起征水平，扩大中低收入居民的消费需求；二是加大对经济社会中的薄弱环节和公共产品的投入，大幅增加对社会保障、医疗卫生、创业型就业、教育、住房保障、生态环境治理等方面的支出；三是加大“三农”投入，大幅度地增加粮食直补、农资综合直补、良种补贴和农机具购置补贴，健全粮食风险基金政策，继续实施粮食最低收购价政策，适当提高稻谷最

低收购价；四是进一步调整出口退税率和进出口关税税率，调整进出口产品结构。

——以资源价格改革为核心，通过行政法律手段推动节能减排和节能降耗。08 年对高耗能、高污染以及资源性产品等“两高一资”行业的调控将继续成为实现经济结构调整和可持续发展的关键所在，为此：一是将继续推动资源价格改革，尤其将科学制定资源性产品成本的财务核算办法，完善资源开发生态补偿机制；二是实施一系列有利于节能减排的价格、财税、金融等激励政策，并继续落实节能目标责任制和评价考核体系；三是制订和实施促进节能减排的市场准入标准、强制性能效标准和环保标准，并以此为基础加大重点行业和重点领域淘汰落后生产能力的力度，加大加快企业节能发电等先进适用技术推广应用，有效遏制高耗能、高排放行业过快增长。

——继续控制固定资产投资尤其是房地产投资和“两高一资”行业投资的过快增长，严格控制新开工项目。一是继续加强土地调控，切实控制对高耗能高污染行业建设项目的供地，严格执行闲置土地处置政策；二是继续严格执行市场准入标准，严格执行投资项目新开工条件，有可能继续提高投资项目资本金比例；三是加大对商业银行信贷增长和投向的窗口引导。

——增加粮食产量和住房供给，抑制价格总水平过快上

涨，降低通胀压力。08 年监管层可望加大从供给层面来降低通胀压力的力度：一是加强粮食、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，稳定物价；二是搞好煤电油运和重要原材料的供需衔接，并合理掌控公用事业价格体制改革的进度，以避免价格过快攀升；三是继续优化住宅结构，加大廉租房和经济适用房供给；四是短期内用法律和行政手段抑制人为哄抬物价上涨。

——扩大股票、债券的有效供应，积极发展直接融资。一是加快大盘蓝筹股的发行；二是促进多层次资本市场发展，积极培育中小企业上市资源，08 年有望推出创业板市场；三是切实加快公司债市场的发展，理顺当前债券市场多头管理，法律法规混乱的局面；四是大力推动资产证券化产品发展，在试点基础上进一步推广 MBS 和 ABS 等品种。

（二）2008 年经济金融走势预测

综合以上对 2007 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，我们做出如下预测：维持 2008 年的 GDP 增速为 10.7% 的判断；预计 08 年城镇固定资产投资增长为 24%；预计 08 年工业增加值增长 16%；预计 08 年社会消费品零售额增长 16.4%；预计 08 年出口增长 21%，进口增长 22%，贸易顺差为 3200 亿美元；预计 08 年 CPI 上涨 4.5%；预计 08 年全年金融机构人民币贷款增量约为 3.7 万亿元；维持“M2 增幅超过 16% 的判断”，08 年年

末将达到 17.3% 左右；预计 08 年全年人民币对美元的升值幅度达 10%，年底人民币兑美元汇率将达到 6.6（详见表 2）。

表 2 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	1 季度	全年
GDP 增速 (%)	11.1	11.5	11.5	11.4	11	10.7
城镇固定资产投资增速 (%)	25.3	26.7	26.4	25.8	25	24
社会消费品零售总额增速 (%)	14.9	15.4	15.9	16.8	16.3	16.4
出口增速 (%)	27.8	27.6	27.1	25.7	23	21
进口增速 (%)	18.2	18.2	19.1	20.8	22	22
外贸顺差 (亿美元)	464	1125	1856.5	2622	500	3200
规模以上工业增加值增速 (%)	18.3	18.5	18.5	18.5	17	16
居民消费价格指数增速 (%)	2.7	3.2	4.1	4.8	5.4	4.5
M2 增速 (%)	17.27	17.06	18.45	16.72	17.5	17.3
新增贷款 (万亿元人民币)	1.42	2.54	3.36	3.63	1.11	3.7
人民币兑美元汇率	7.7342	7.6155	7.5108	7.3046 ⁷	7.12	6.6

注： 阴影部分为预测值

——预计 08 年投资和工业增长可能进一步趋缓，但仍将维持在较高水平。首先，08 年中国经济仍将较快增长的背景决定了投资和工业增速仍将保持高位；其次，08 年全球经济增长可能放缓将降低我国工业品的外部需求，间接影响 08 年中国投资需求增长；其三，监管层对房地产、产能过剩及高耗能行业加强宏观调控及从紧的货币政策将有效降低行业投资需求。

——预计社会消费品零售额仍将保持较快增长。一是城乡居民收入稳步提高和社会保障力度继续加大将支持消费

⁷ 人民币兑美元汇率为 2007 年 12 月 28 日最后一个交易日数据。

进一步扩大；二是奥运效应可望极大地助推消费增长；三是人民币加速升值也将在一定程度上刺激国内消费，08年人民币升值幅度的加大将降低我国商品在国际市场的竞争力，国外需求下降可能导致部分出口商品流回国内，增大国内市场供给，这有助于抑制国内价格水平，从而刺激居民消费。

——**预计外贸顺差增速将明显回落。**一是美国经济减速且影响范围逐步扩大，08年全球经济下行风险加大将对我国出口造成一定影响；二是国内外贸政策的效果将进一步显现，促使未来出口增速继续放缓、进口增速持续扩大，外贸结构可望进一步优化；三是预计08年人民币对一篮子货币升值步伐加快，将不可避免地对外出口产生抑制作用。

——**预计CPI增速未来可能有所下降，但08年仍将处于较高位。**由于07年12月份CPI基数较高以及主要食品价格等先行指标的涨幅回落，短期内CPI增速可能有0.4个百分点左右的降幅。此外，如前所述08年人民币对一篮子货币加快升值将缓解国内价格上涨，同时还会有效抑制国际资源及能源产品进口的输入型通胀。但考虑到今年国内股票、房地产等资产价格可能继续上行并推高CPI走势，国内资源价格改革也将稳步推进，CPI在08年骤降的可能性极小，仍将保持较高位运行。

——**预计企业效益仍将较快增长，但增幅将有所下降。**一是连续两年高速增长的基数效应导致企业效益高速增长

的难度增加；二是投资和出口需求的下降将降低部分行业效益；三是 08 年资产市场继续超预期增长的可能性降低将导致企业投资收益下降；四是从紧的货币政策及劳动力价格的上升态势将提高企业经营成本。

——预计 08 年全年新增人民币贷款达 3.7 万亿元，年末 M2 增速回落至 17.3% 左右。预计 08 年贷款增速将会明显低于 07 年，全年新增人民币信贷基本与 07 年的增量持平，约为 3.7 万亿元，许多大银行的新增贷款规模将维持 07 年的水平。虽然央行将在 08 年加大放贷节奏控制，但考虑到银行“早放贷、早盈利”的惯例，预计 08 年一季度贷款投放量可能占据全年的 30%，即约新增 1.11 万亿元。08 年从紧货币政策将对货币供应量增长产生较大影响，预计 08 年 M2 增速将在 07 年下半年 18.4% 的水平上适度回落，年末达到 17.3% 左右；考虑到 M2 增长存在的惯性，1 季度 M2 增长率仍将保持在 17.5% 左右。

——预计 08 年全年人民币对美元升值 10%。1 季度末人民币对美元汇率有望达到 7.12，年底则可能突破 6.6 关口。

——预计 08 股市将会呈现高位震荡上行态势。08 年境内股市的牛市格局不会改变，但考虑到上市公司整体业绩难以再现 07 年超常增长状态，A 股上市公司市盈率水平处于高位以及市场融资规模激增、解禁限售流通股减持和对外证券投资加速放行对资金面的影响等因素，预计 08 年 A 股市场

将难以出现 06、07 年全面上涨局面，可能呈现高位震荡上行态势。

七、我行需重点关注的几个方面

——主动保持信贷均衡增长，加快信贷退出，优化贷款结构，增加贷款议价能力。“紧信贷”导向对我行影响不会很大，但我行应该继续主动保持信贷适度、均衡增长，通过加快信贷退出和择优进入来优化信贷结构，加大对节能环保产业、高新技术产业和企业自主创新的支持力度，最大限度满足中小企业和个人消费融资的金融需求。其次宜通过盘活存量、做大流量来加快贷款周转速度，提高资金运用效率，增加收入水平。此外，抓住“紧信贷”的有利时机，提高贷款议价能力，把有限的信贷资金投入综合贡献度高的优质客户中。

——加快收入结构转型和创新，大力发展非信贷业务。扩大投资交易规模，提高投资交易收入比重，并利用债券市场收益率上升的有利时机，提高债券投资收益；抓住境内股市、企业年金市场以及债券市场快速发展扩容的有利时机，加快信贷替代型理财产品、融资型信托产品、短期融资券以及信贷资产证券化等产品的开发创新力度，大力发展私人银行、理财业务、资产托管、电子银行、投行业务、现金管理、银行卡等中间业务，提高综合收益水平。

——加强风险管理，切实防范信贷风险。密切监测贷款

资金走向和各行各业的企业效益走势，关注各类信贷资产质量变动，在防范信贷风险的同时，为信贷结构调整提供决策支持。目前 A 股市场大幅调整、股市资产迅速蒸发的严峻现实再一次为我行应切实严防信贷资金进入股市敲响了警钟，因此我行应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，同时密切关注因股市大幅震荡带来的贷款质量变化问题；跟踪房地产调控政策，加强对房地产行业和个人住房贷款的贷前、贷后的审查管理工作；严防出口退税、出口关税和资源税等政策调整带来的信贷风险。

——**优化存款结构，降低负债成本。**深入研究利率结构调整对存款品种和期限结构的影响，实施主动负债管理，继续分流高成本存款，积极吸收低成本存款，力争在利率总体上升时期保持较低的存款付息水平。同时正确把握理财业务和负债业务的内在联系和转化规律，促进理财和储蓄业务的平衡发展，通过理财业务稳定、竞争客户，同时通过扩大存款基础支撑理财业务的大发展。

——**重视人民币资产负债期限错配风险，加强外汇资金头寸管理。**紧缩货币政策和新股申购仍将会大大降低商业银行的资金稳定性，此外，人民币存贷款增长期限错配和外汇资金来源、运用不平衡并存。针对上述问题，商业银行首先高度重视资产负债期限错配风险，健全市场风险管理机制。

深入分析当前存款结构和资金形势变化给商业银行流动性管理带来的影响，适当控制中长期贷款的增长；进一步加强资金流动的预测预报工作，强化流动性管理。其次加强外汇资金头寸管理，主动防范汇率风险。加大外汇存款业务营销力度，控制外汇贷款投放，准确计算外汇风险敞口头寸，加大大本外币衍生产品创新，增加双边操作获利的可能性。最后应利用银行间货币市场资金需求旺盛、价格走高的有利时机，提高资金营运的业务量和收益率，从而增加资金营运收入。

——在密切关注次贷危机给中国经济及我行可能带来的滞后不利影响的同时，利用人民币升值加快的有利时机加快国际化经营。

[附件] 2007 年以来主要调控政策回顾

2007 年 1 月 15 日以来，央行 10 次上调金融机构人民币存款准备金率至 14.5%，达到近年来历史最高点。

2007 年 3 月 9 日以来，央行 6 次发行定向票据，共达 7050 亿元。

2007 年 3 月 18 日以来，央行连续 6 次提高人民币存贷款利率，将一年期存款基准利率提高到 4.14%，一年期贷款基准利率提高到 7.47%。8 月 15 日，财政部将利息税由 20% 调减至 5%。

2007 年 5 月 21 日，央行将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由千分之三扩大至千分之五。

2007 年 5 月 30 日起，财政部调整证券（股票）交易印花税税率，由千分之一调整为千分之三。

2007 年 8 月，国家外汇管理局发布通知，取消经常项目外汇账户限额管理，允许境内机构根据自身经营需要，自行保留经常项目外汇收入。

2007 年 9 月 21 日，国家发展改革委、财政部、国家粮食局等 8 个部门联合发出通知，要求各地加强价格调控，稳定粮油市场价格，保证猪肉等副食品供应，稳定 2007 年后四个月价格总水平。

2007 年 9 月 27 日，央行、银监会共同发布通知，要求对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的，贷款首

付款比例不得低于 40%，贷款利率不得低于中国人民银行公布的同期同档次基准利率的 1.1 倍。

2007 年 10 月 23 日，央行重启特种存款，吸收部分非公开市场一级交易商，主要是城商行及信用联社的资金，以吸收银行体系的流动性。认购额度由各家机构自行上报，利率与目前同期限央票发行利率持平。

2007 年全年发行七期特别国债，实际发行总量 1.55 万亿元。其中 2000 亿面向市场发行，1.35 万亿向农行发行，最终由央行购买，扩大央行正回购操作的发行量。