



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11月9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、朱妮、李露

经济增长总体有所降温 但宏观调控将继续加强 ——2007年第三季度中国经济金融走势分析及未来展望

中国工商银行城市金融研究所课题组¹

(本报告仅代表个人观点，与所在机构无关)

报告精要：

● 07年前三季度，中国经济实现了高速平稳增长，基本符合我们此前的预期。第三季度经济增长在总体有所降温的同时，经济结构调整步伐加快，节能减排和节能降耗的效果初显，消费对经济增长的贡献度进一步提高，工业企业效益持续提升。

● 我们认为，当前经济金融运行的突出问题是固定资产投资增长仍偏快、通货膨胀压力较大、国际收支不平衡和货币活期化致使

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、朱妮、李露。

流动性过剩的疏导压力仍很大、货币供应和信贷增长过快以及资产价格过快攀升等，经济运行从偏快到过热的风险犹存。为此，监管层将继续加强和改善宏观调控，并适当加大宏观调控力度。基于此并考虑到全球经济金融走势，我们将此前“07年中国GDP增速10.9%”的预测调升为“11.3%”，同时预测2008年中国GDP增长10.7%。

● 四季度商业银行应合理控制贷款增长规模和投向，规避相关领域及行业的政策风险；在大力发展个人信贷业务的同时，加强风险防范管理；高度重视资产负债期限错配风险，健全市场风险管理机制；抓住市场快速增长的有利机遇，加快综合化经营；加强外汇资金头寸管理，主动防范汇率风险；上市银行应加强市值管理。

2007年前三季度，我国经济金融运行继续保持了高速平稳的增长态势，总体符合我们此前的预期，但增速略高于预期：前三季度实现GDP166043亿元，同比增长11.5%，与上半年增速持平，比上年同期加快0.7个百分点，其中1-3季度分别增长11.1%、11.9%和11.5%，第三季度经济增长有所降温。同时经济增长的质量继续提高：经济结构调整步伐加快，节能减排和节能降耗的效果初显，消费对经济增长的贡献度进一步提高，工业企业效益持续提升。

总体看，尽管 07 年第三季度经济增速出现了小幅放缓的迹象，但当前经济金融运行中仍存在固定资产投资增长偏快、通货膨胀压力较大、国际收支不平衡和货币活期化致使流动性过剩的疏导压力仍很大、货币供应和信贷增长过快以及资产价格过快攀升等主要问题，经济运行从偏快到过热的风险仍然存在。为此，监管层将继续加强和改善宏观调控，并适当加大宏观调控力度，同时进一步加强货币政策与财政、产业、外贸及金融监管等政策的协调配合，密切监测贷款投放进度和投向，继续抑制投资和信贷过快增长，通过全面落实节能降耗和污染减排目标责任制等手段加快经济结构调整和增长方式转变，提高经济增长的质量和效益。基于此并考虑到全球经济金融走势，我们将此前“07 年中国 GDP 增速 10.9%”的预测调升为“11.3%”，同时预测 2008 年中国 GDP 增长 10.7%。

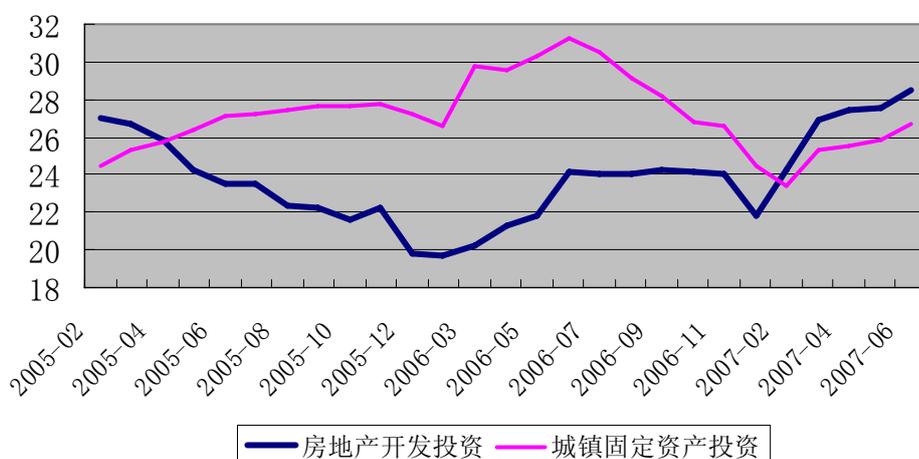
一、前三季度宏观经济运行分析

（一）固定资产投资环比增速有所放缓，但仍在高位运行，房地产投资增速则持续反弹

前三季度，全社会固定资产投资 91529 亿元，同比增长 25.7%，增速比上半年下降 0.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 78247 亿元，同比增长 26.4%，增速比上半年和前 8 个月均下降 0.3 个百分点；农村投资 13282 亿元，增长 21.2%，增速比上半年下降 0.1 个百分点。同时，前三季度

东、中、西部城镇固定资产投资增速分别为 21.4%、36.2% 和 29.6%，中西部投资增速明显快于东部，说明区域经济发展的协调性继续增强。总体看，随着前期以严控高耗能行业过快增长为主的强有力宏观调控措施的落实及效应显现，固定资产投资增速出现逐步放缓迹象，但仍处于较高水平，反弹压力依然较大，这与我们此前的判断相符（见图 1）。

图1 固定资产投资和房地产投资累计增速（%）



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

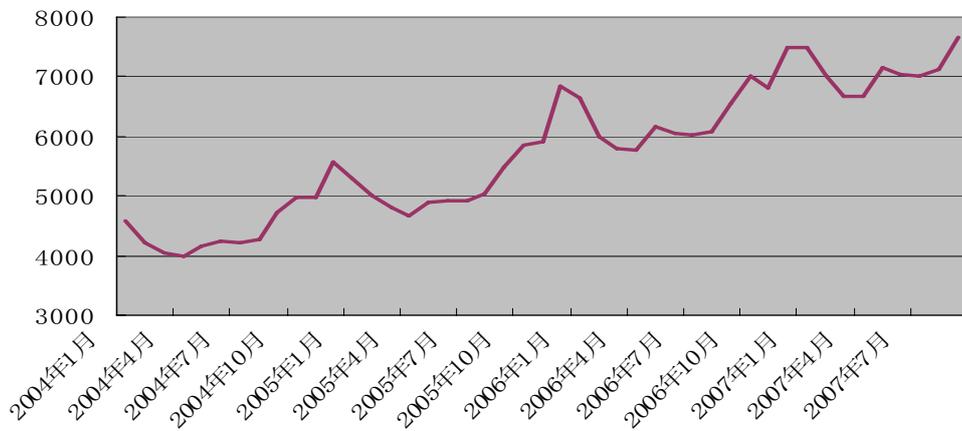
推动固定资产投资增长的主要驱动力是房地产投资。1-9 月份房地产投资总额 16814 亿元，占城镇固定资产投资总额的 21.49%；房地产投资同比增长 30.3%，增速再创 2005 年以来新高，且从 07 年初以来持续超过城镇固定资产投资增速。房地产投资增速强劲反弹的主要原因：一是 2007 年房价的快速增长引致的企业盈利预期上升；二是通胀预期加大导致居民对房地产的投资需求继续增加；三是近两年来的房地产调控使得前期房地产投资额的基数较低。

推动固定资产投资增长的另一重要因素为明显加速的新开工项目投资。从施工和新开工项目情况看，截止到9月底，城镇50万元以上施工项目累计259083个，同比增加27901个；施工项目计划总投资222439亿元，同比增长18.2%；新开工项目170123个，同比增加18151个；新开工项目计划总投资60309亿元，同比增长24.2%，增速比上半年加快17.8个百分点，比一季度加快38.1个百分点（一季度新开工项目计划总投资增速同比降低13.9个百分点）。新开工项目投资增速加快，亦说明未来投资反弹压力不容忽视。

（二）消费增速加快，对经济增长的贡献加大

前三季度，我国社会消费品零售总额63827亿元，同比增长15.9%，比上半年和上年同期分别加快0.5和2.4个百分点，继续保持快速增长的态势（见图2）。从区域看，农村消费增速仍落后于城市，但差距有不断缩小的趋势。前三季度城市和县及县以下消费品零售总额分别为43331亿元和20496亿元，同比分别增长16.3%和14.9%，农村落后于城镇1.4个百分点，增速差距较上半年缩小0.2个百分点，说明城乡消费结构继续改善。从消费结构看，一些产业链较长的消费增长较快，前三季度汽车类商品销售增长38.1%，家具类增长38.7%，建筑及装潢类增长43.3%，消费结构具有比较明显的升级趋势。

图2 社会消费品零售总额趋势图（亿元）
（2004.1-2007.9）



消费持续快速增长的原因：一是城乡居民收入快速增长。前三季度城镇居民人均可支配收入扣除价格因素实际增长 13.2%，增幅高于上年同期 3.2 个百分点；农村居民人均现金收入实际增长 14.8%，高于上年同期 3.4 个百分点。二是就业人数持续增加。前三季度城镇累计新增就业人数达到 920 万人，超出全年新增 900 万人的目标。三是社会保障力度加大。前三季度财政用于社会保障和就业的支出为 3089 亿元，同比增长 29.5%。全国城镇居民最低生活保障人数和农村最低生活保障人数也都有不同程度的增长。同时，各项社会保险参保人数也在增多，覆盖面继续扩大。四是消费结构升级和消费热点形成。汽车、家具、建材及装潢类商品增速较快有力地促进了消费增长。五是零售商品价格上涨引起消费品名义增长逐月走高。受食品类价格上涨因素影响，前三季度粮油类消费增长 37.0%，肉禽蛋类增长 40.5%，较上半年增速分别加快 3.8 和 4.5 个百分点。

值得关注的是，消费对经济增长的贡献度有所加大。前三季度消费对经济增长的贡献率为 37.0%，较投资对经济增长的贡献率低 4.6 个百分点，较出口的贡献率高 15.6 个百分点，而上半年消费、投资、出口对经济增长的贡献率分别为 36.5%、39.6%和 23.9%，说明经济增长结构更趋均衡。

（三）贸易顺差扩大势头趋缓

前三季度，我国外贸进出口总值 15708.3 亿美元，同比增长 23.5%，增速较前 8 个月下降 0.5 个百分点。其中，出口 8782.4 亿美元，增长 27.1%，进口 6925.9 亿美元，增长 19.1%，进、出口增速分别较前 8 个月下降 0.6 和 0.5 个百分点。前三季度累计贸易顺差为 1856.5 亿美元，较前 8 个月减缓 2.1 个百分点。

9 月份我国单月外贸进出口规模首次突破 2 千亿美元，达到 2010.5 亿美元，增长 19.8%；单月进、出口额也创出历史新高，其中出口 1124.8 亿美元，增长 22.8%；进口 885.7 亿美元，增长 16.1%。尽管进口增速较上月略降，出口增速较上月略升，但单月贸易顺差增速比前 8 个月增速减缓 15.1 个百分点，单月贸易顺差 239.1 亿美元，比 8 月份减少了 10 亿美元。

与此同时，一般贸易、加工贸易进出口增幅呈减缓趋势。前三季度，我国一般贸易进出口 7039.1 亿美元，增长 28.7%。其中，出口 3944.6 亿美元，增长 32%，比前 8 个月下降 1 个

百分点；进口 3094.5 亿美元，增长 24.6%，比前 8 个月下降 0.6 个百分点。同期，加工贸易进出口 7061.5 亿美元，增长 18.5%。其中，出口 4400.1 亿美元，增长 21.5%，比前 8 个月下降 0.1 个百分点；进口 2661.4 亿美元，增长 13.9%，比前 8 个月增加 0.1 个百分点。

前三季度贸易顺差势头趋缓的主要原因：一是今年以来国家采取了一系列有针对性的外贸调节政策，加快了外贸结构调整，主要包括调整出口退税、扩大加工贸易限制列产品目录及加征出口关税等，政策的逐步落实到位对出口的过快增长产生了较为明显的抑制作用。尤其是取消“两高一资”产品的出口退税、禁止和限制“两高一资”产品的加工贸易等政策措施，发挥了越来越明显的作用。如 8 月份钢材当月出口 538 万吨，同比增长 39.4%，增幅比前 7 个月减少了 52.8 个百分点，9 月份钢材出口 444 万吨，同比增长 9.1%，更是比前 8 个月大幅减少 74.8 个百分点。二是人民币对美元升值加快，加之受次级债危机影响，欧元等其他主要国际货币一度出现贬值，致使人民币对欧元亦一度出现升值，在一定程度上抑制了中国的出口增速。三是加工贸易出口增长放缓，2003-2006 年，加工贸易出口增速由 34%降低到 22%，今年前三季度更降低到 18.5%。

（四）FDI 增长同比略有下降

1-9 月全国新批设立外商投资企业 28206 家，同比下降

6.05%；实际使用外资金额 472.19 亿美元，同比增长 10.87%。9 月份当月，全国新批设立外商投资企业 3358 家，同比下降 11.49%；实际使用外资金额 52.7 亿美元，同比下降 2.36%。除前 9 个月实际使用外资同比有所增长外，其他指标较上年同期均有不同程度的下降，这可能是由于部分外资企业对“两税合一”新税法政策即将实施的预期使得国内资金“迂回”投资的情况减少，导致外商直接投资的统计数据下降。

（五）消费物价结构性上涨

1-9 月份累计，全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 4.1%，涨幅同比提高 2.8 个百分点，增速创 2005 年以来新高，并达到近五年以来的最高值；月度涨幅总体亦呈现加速上升态势，8 月份单月 CPI 涨幅 6.5%，创 2004 年以来新高，9 月份涨幅为 6.2%，仍处于历史次高位（见图 3）。

高比例的权重与迅速飙升的食品价格，特别是食品中的肉禽及制品价格相配合，成为本轮 CPI 上涨最直接和最核心的原因。经粗略估算，07 年 6-9 月份，食品价格对于 CPI 上涨的贡献度分别为 85%、91%、93%和 90%。同时通过对历史数据的挖掘发现，07 年以来 CPI 中非食品价格的涨幅和波动率低于 06 年和 05 年，甚至出现小幅下降的走势（见图 4），扣除食品之外的其他 CPI 分类价格涨跌互现，而 06 年和 05 年的 CPI 增长率分别仅为 1.5%和 1.8%，这从另一个侧面也证实了本轮 CPI 上涨主要受食品价格拉动的结构性特

征。

图3 CPI及食品与粮食价格走势（当月值，%）

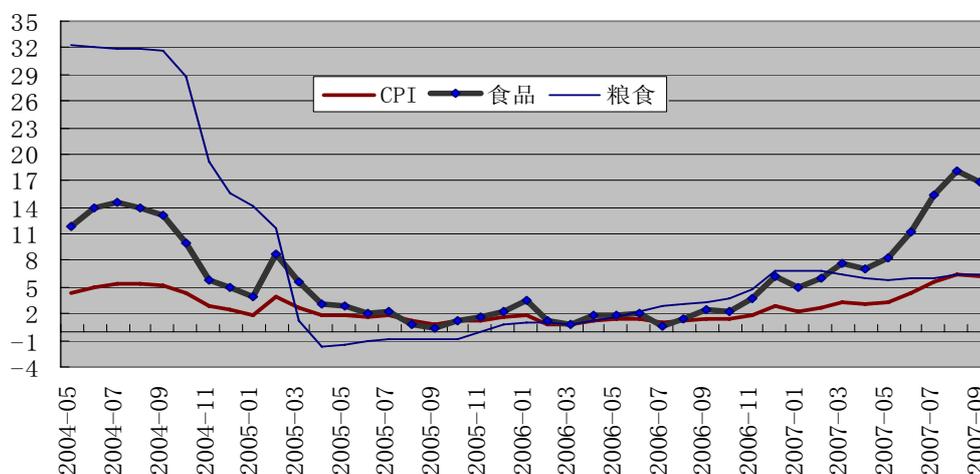


图4 2004年以来非食品价格走势（%）



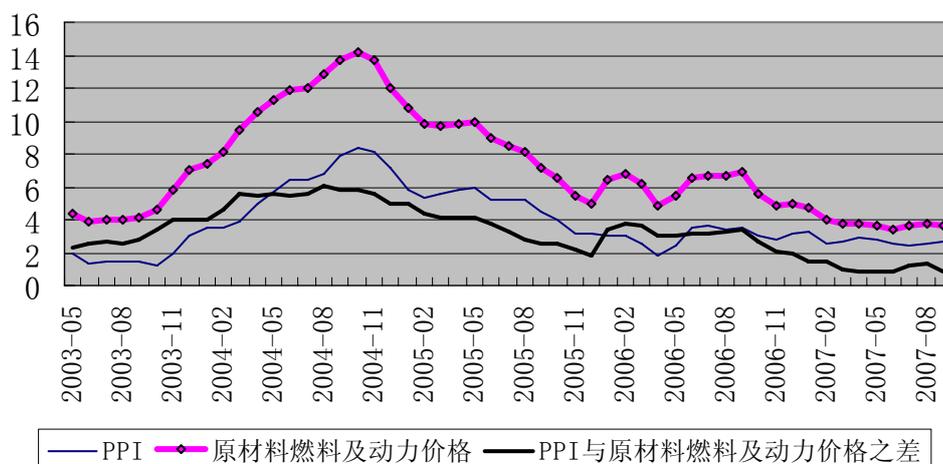
但正如消费物价本质即是一篮子商品的货币表现，货币供应量快速增长和由之引发的流动性过剩依然是CPI上涨的潜在推手。一个例证是，尽管根据2007年初商务部发布的全国600种主要商品的需求情况，有70%以上的商品是供求平衡或者供大于求的，但2007年以来，家庭设备用品及服务价格、医疗保健和个人用品价格依然延续了上升的走势。

同时，劳动力成本不断提高的趋势、房地产价格持续上升引发的通胀预期以及近来国际大宗商品价格上涨的带动效应也是 CPI 上涨的深层次推动因素。例如，近年来持续攀升的房地产价格使得城市居民的租房需求居高不下，推动居住类价格维持在 4%左右的高位。

（六）工业品出厂价格涨幅温和，房地产价格涨幅明显

前三季度，工业品出厂价格（PPI）上涨 2.7%，涨幅比上半年和一季度分别下降 0.1 和 0.2 个百分点，比上年同期下降 0.2 个百分点；原材料燃料动力购进价格上涨 3.8%，涨幅比上半年和一季度分别下降 0.1 和 0.3 个百分点，比上年同期下降 2.5 个百分点。但特别值得关注的是，1-9 月份国内生产资料价格各月同比涨幅分别为 7%、6%、5.3%、4%、2.4%、0.7%、1.9%、3.3%和 4%，近来上涨势头明显，其中钢材和水泥价格上涨是主要原因。同时，07 年以来的 PPI 与原材料燃料动力购进价格之差始终保持在 0.8~1.4 的区间内（见图 5），显示上游原材料等生产资料价格向中游工业品价格传导的机制较为顺畅，中游工业生产部门的成本压力较小。

图5 当月PPI与原材料燃料动力价格增速(%)



07年前三季度PPI与原材料燃料动力价格涨幅较为温和的主要原因：一是06年以来我国上游工业品投资高速增长产能正在逐步释放，“煤电油运”供应相对较为宽松；二是年初国际经济走势趋缓降低了对上游工业品特别是原油等生产资料的需求，导致其价格涨幅一度相对走低。

07年1-9月份，房地产价格涨幅明显。9月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨8.9%，涨幅为2005年以来最高，且月度涨幅呈现逐月攀升的态势。其中，9月份新建商品住房销售价格同比上涨10.0%，涨幅比上月高1个百分点，亦创2005年以来新高；环比上涨1.9%，涨幅比上月高0.4个百分点。分类别看，9月份经济适用房、普通住房和高档住房销售价格同比分别上涨4.2%、10.4%和10.9%，环比分别上涨0.9%、2.0%和1.8%。

(七) 工业增长强劲，工业利润继续快速增长

1-9 月份，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）增加值同比增长 18.5%，增速与上半年持平，比一季度加快 0.2 个百分点，比上年同期加快 1.3 个百分点。分所有制类型看，国有及国有控股企业增加值增长 14.1%；集体企业增长 11.7%；股份制企业增长 20.4%；外商及港澳台投资企业增长 17.4%。分行业类型看，在 39 个大类行业中，增长加快的主要是石油加工、电气机械、钢铁、交通运输设备、电力、建材和化工以及烟草、医药、化纤、饮料和纺织等行业，增幅回落的主要是有色金属、农副食品加工、通信设备、非金属矿采选、造纸和石油开采业行业。

1-8 月份，全国规模以上工业企业盈亏相抵后实现利润 15623 亿元，同比增长 37.0%，增速虽比前 5 个月下降 5.1 个百分点，但比上年末提高 6 个百分点，仍处于快速增长阶段。分所有制类型看，国有及国有控股企业增长 31.0%；集体企业增长 26.3%；股份制企业增长 34.5%；外商及港澳台商投资企业增长 35.4%；私营企业增长 48.5%。相比而言，外商及港澳台商投资企业以及私营企业的工业增加值和利润增速均快于国有及国有控股企业。

二、前三季度金融运行分析

（一）M1 增速达历史次高，M2 增速再次上升

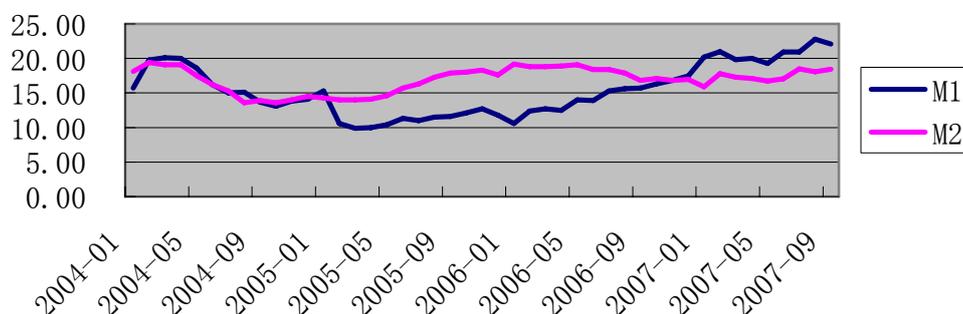
9 月末，广义货币供应量 (M2) 余额 39.31 万亿元，同比增长 18.45%，增幅比上季度末高 1.39 个百分点，比上月末高

0.36 个百分点。截至 9 月末，M2 余额连续 8 个月高于央行 16% 的目标值，且连续 3 个月高出目标值 2 个百分点以上。在 8 月增速小幅回落之后，M2 增速再次上升，表明目前资金依然充裕，流动性过剩的现状没有得到根本改变。国际收支双顺差格局导致的外汇储备迅猛增长以及信贷过快投放是国内货币供应量增长偏快的主要原因。

9 月末，狭义货币供应量 (M1) 余额 14.26 万亿元，同比增长 22.07%，增幅比上季度末高 1.15 个百分点，比上月末低 0.7 个百分点，创 2001 年以来增速次高。M1 的持续高速增长表明即期的货币需求增长偏快，这与资本市场活跃、资产价格尤其是股市和楼市价格高企有密切关系，而持续高速增长 M1 也助推了物价的上涨。

在 M1 增速有所下降、M2 增速上升的作用下，“倒剪刀差”缺口由 8 月末的 4.68% 减小至 9 月末的 3.62%（见图 6）。尽管如此，自 06 年 12 月以来，M1 增速持续高于 M2，9 月末的“倒剪刀差”仍高达 3.62 个百分点，表明货币活期化趋势不改。

图6 货币供应量M1、M2同比增速趋势图
(2004.1—2007.9)
单位：%



9 月份，由于新股密集发行造成资金市场紧张，货币市场利率持续处于历史高位，为平抑利率，央行明显减弱了公开市场操作力度，9 月 7 日至 27 日一级市场上连续三周暂停三年央行票据的发行；大幅缩减央票发行量，共发行央票 2560.28 亿元，比 8 月减少 1830 亿元，比 7 月份减少 730.72 亿元。央行 9 月实现净投放资金 1255.41 亿元，为第 3 季度首次资金净投放。

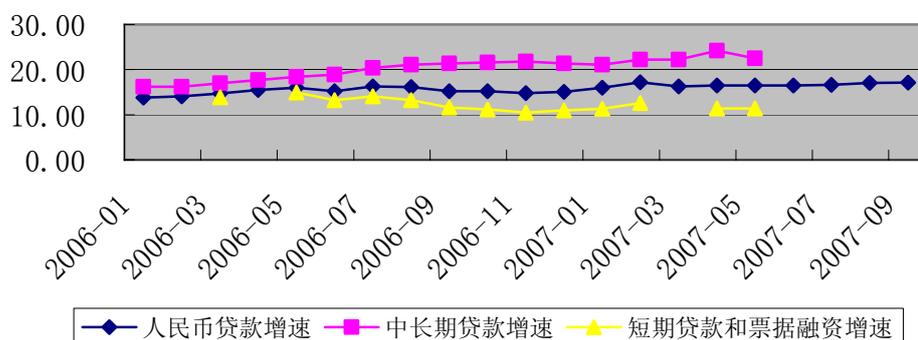
(二) 人民币贷款持续高增，中长期贷款占比偏高

9 月末，金融机构人民币各项贷款余额 25.90 万亿元，同比增长 17.13%，增幅比上季度末高 0.65 个百分点，比上月末高 0.11 个百分点（见图 7）。前 9 个月人民币各项贷款增加 3.36 万亿元，超过去年全年新增贷款总量 3.18 万亿元。贷款增速持续高位运行的主要原因：一是企业和居民的贷款需求旺盛；二是存款活期化致使银行综合贷存利差并未明显缩小，其放贷冲动依旧强烈。

三季度全国金融机构人民币新增贷款为 8177.75 亿元，其中中长期贷款新增 6816.43 亿元，占新增贷款总额的 83.35%，可见中长期贷款的快速增长是银行信贷增长的重要推动力。其中以个人住房贷款为主的个人消费贷款对银行信贷特别是中长期贷款的拉动作用较强。以央行上海总部公布的数据为例，三季度上海中资银行新增人民币个人消费贷款 209.9 亿元，为上半年个人消费贷款增量的两倍，占其同期人民币各项贷款增量的 7 成。其中个人住房贷款增加 191.3 亿元，占个人消费贷款总增量的 91%，比上半年多增 123 亿元。央行全国的数据也显示，今年 5-8 月份我国住房消费贷款增速分别为 21.7%、24.0%、27.0%和 30.0%，较去年同期分别上涨 16.2、18.5、21.2 和 23.7 个百分点。

图7 人民币各项贷款同比增速趋势图
(2006.1—2007.9)

单位：%



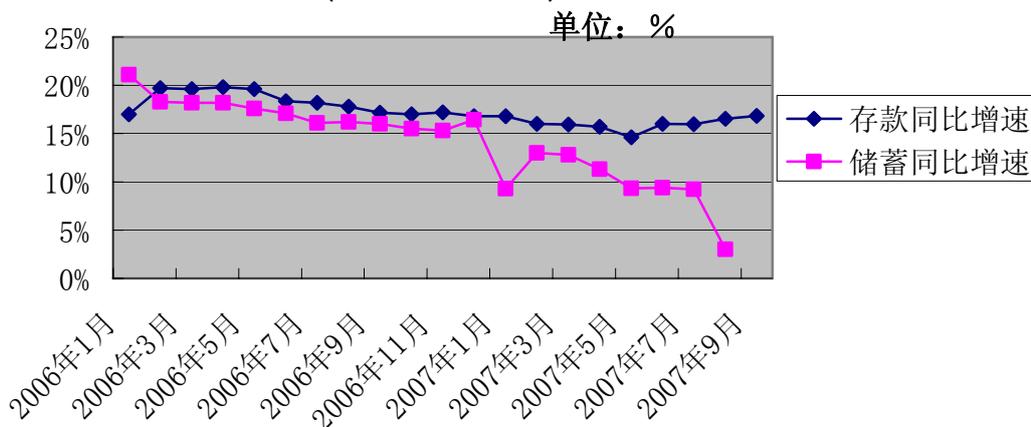
(三) 人民币存款增速重拾升势，但储蓄分流仍较明显

9 月末，金融机构人民币各项存款余额 38.30 万亿元，同比增长 16.84%，增幅比上季度末高 0.85 个百分点，比上

月末高 0.32 个百分点，人民币存款增速持续下降局面自 8 月以来继续有所缓解。9 月份人民币各项存款增加 5565 亿元，同比多增 1693 亿元。

9 月份人民币存款增速回暖主要源于企业资金面充裕，居民户存款则继续呈现分流现象，且活期化趋势不减：自 06 年 2 月份以来，储蓄存款增速持续低于人民币各项存款增速，且两者差距自今年以来呈现出扩大趋势（见图 8）；1-9 月我国居民户存款增加 7621 亿元，相比上年同期 1.73 万亿元的增加额明显下降；第三季度居民户存款减少 650 亿元，主要原因是居民定期存款大幅减少 1225.53 亿元，而活期存款则增加了 575.44 亿元；9 月当月居民户存款又减少了 141 亿元。与此同时，股市和基金开户数却在不断增加。据统计，9 月份沪深两市新增开户数达到 680 万户，截至 9 月 28 日，沪深两市账户总数已达 1.33 亿户；央行第三季度储户问卷显示，认为“购买股票或基金”最合算的居民占比创 44.3% 的历史新高，比认为“更多储蓄”最合算的居民占比高出 19 个百分点。综上所述，目前资本市场对居民户存款的“虹吸效应”日见显著。

图8 人民币存款和储蓄同比增速趋势图
(2006.1-2007.9)



(四) 外汇储备同比增长迅速，境外资金入境势头强化

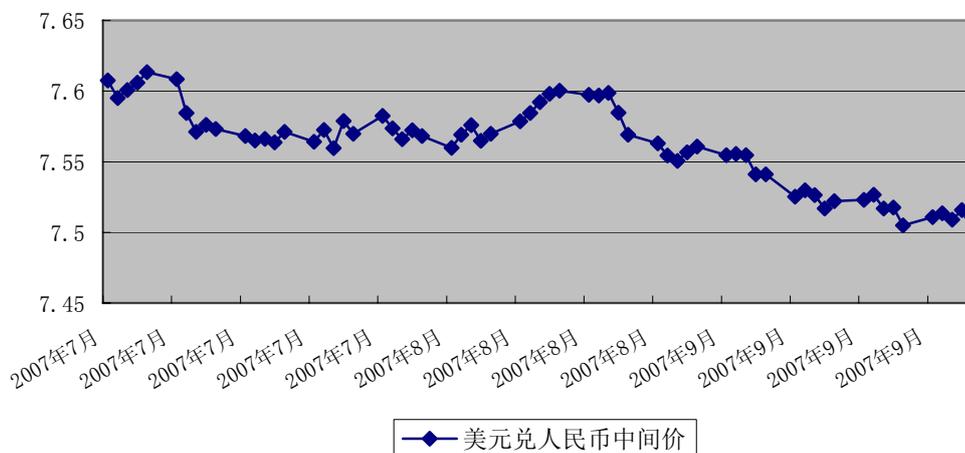
9月份我国外汇储备增加250亿美元，同比多增91亿美元；第三季度外汇储备增加1010亿美元，同比多增加430亿美元；今年前三季度我国外汇储备增加3673亿美元，同比多增1983亿美元。截至9月末，我国外汇储备突破1.4万亿美元，达到14336亿美元，同比增长45.11%，比6月末41.6%的同比增速上升了3.5个百分点。从外汇储备增加额减去贸易顺差增加额再减去FDI增加额的账面数额看，第三季度资金流入约124亿美元，前三季度资金共流入约1340亿美元，而上年全年仅为69.81亿美元。除了境内企业的外汇融资和盈余增加、境内进出口企业的远期结汇增长以及央行与商业银行之间外汇掉期交易有所增加等因素，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。外汇储备的迅速增长使通过外汇占款渠道投放的基础货币大量增加，三季度外汇占款增长约1.13万亿元，比去年同期多增

近 4500 亿元，创下单季增量历史最高水平。

（五）人民币对美元升值速度加快，人民币实际有效汇率指数创新高

如我们预期，9 月份人民币升值速度加快，当月人民币对美元升值 499 个基点，升幅达 0.664%，为汇改以来的次高水平（图 9）。截至 9 月 28 日，人民币对美元汇率中间价为 1 美元兑 7.5108 元人民币，较 06 年末的 7.8087 升值 2979 个基点，升幅达 3.81%；较 05 年 7 月 22 日的 8.1100 升值 5992 个基点，升幅达 7.39%。9 月人民币对美元月平均汇率为 7.5258，较 8 月的 7.5753 大幅走高 495 个基点。

图9 美元兑人民币汇率中间价
(2007. 7. 2-2007. 9. 28)



9 月份人民币实际有效汇率²指数为 100，8 月份为 98.69，连续两个月创汇改以来新高。今年以来人民币实际有效汇率

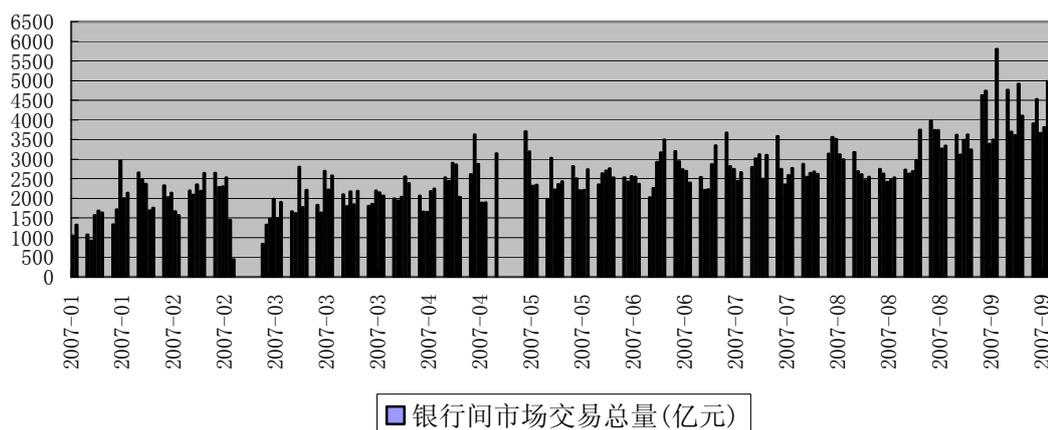
² 实际有效汇率是一国货币与所有贸易伙伴国货币双边名义汇率的加权平均数，剔除通胀对各国货币购买力的影响后得到的汇率。

指数从 94.17 上升到 9 月末的 100, 升幅达 6.19%, 大大超过同期人民币对美元中间价 3.96% 的升幅。

(六) 银行间市场人民币交易活跃, 市场利率在波动中走高

9 月份银行间市场人民币交易继续增长, 累计成交 8.5 万亿元, 日均成交 3863 亿元, 日均成交同比增长 112.8%, 同比多成交 2048 亿元 (见图 10)。

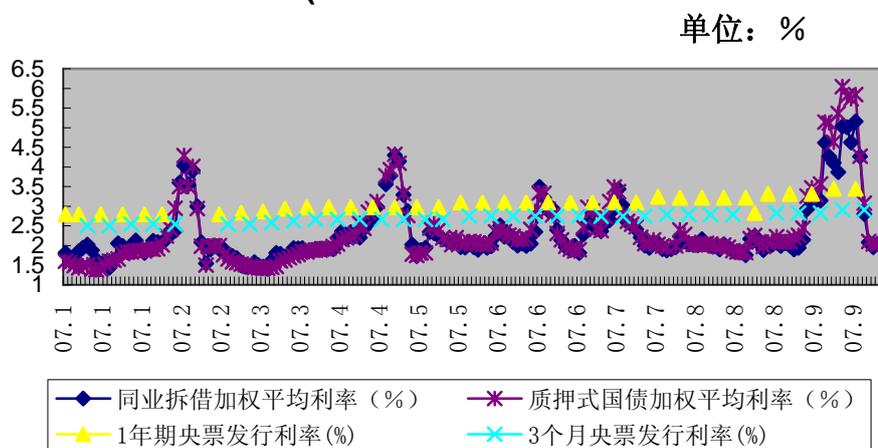
图10 银行间市场交易总量(亿元)
(2007.7-2007.9)



由于建行、神华、中海油服等大盘股和 3 期特别国债 9 月密集发行、央行先后提高存贷款基准利率和存款准备金率以及国庆长假前银行通常需多留备付资金, 9 月份银行间货币市场出现阶段性资金紧张局面, 货币市场利率在波动中大幅走高 (见图 11)。以 7 天回购利率 (R07D) 和隔夜回购利率 (R01D) 为例, R07D 从月初的 2.49% 快速升至历史高点 7.19%, 并连续半个月持续高于 4%; R01D 则从月初的 1.832%

一路上行至 3.931%。随着大盘股申购资金的解冻，月末二者均有所下行，分别收于 1.999%和 2.008%。银行间市场同业拆借月加权平均利率 3.36%，比 8 月份高 1.36 个百分点，比去年底高 1.11 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 4.03%，比 8 月份高 1.98 个百分点，去年底高 2.02 个百分点；央票发行利率本月小幅上移，3 个月期央票月初中标利率 2.828%，月末升至 2.909%，上升 8.1BP；1 年期央票发行利率月初中标利率 3.307%，月末中标利率 3.435%，上涨 12.8BP。9 月 Shibor 利率走势与货币市场利率走势保持一致，呈整体上扬态势。

图11 银行间本币市场利率走势图
(2007.1—2007.9)



继 7、8 月份债券市场企稳反弹后，9 月受制于央行回收流动性政策、央行 3 期特别国债和大盘股密集发行等多重因素影响，市场略有回调，中债指数全月整体呈现先抑后扬的走势，月初开于 114.12 点，月末收于 113.66 点，较月初微

跌 0.46 点。由于 9 月资金面异常紧张，再加上政策面利空因素较多，因此收益率曲线在中上旬出现了大幅飚升的走势，在 9 月下旬以后，随着资金面缓解和利空的逐渐消化，收益率曲线呈整体小幅回落走势。

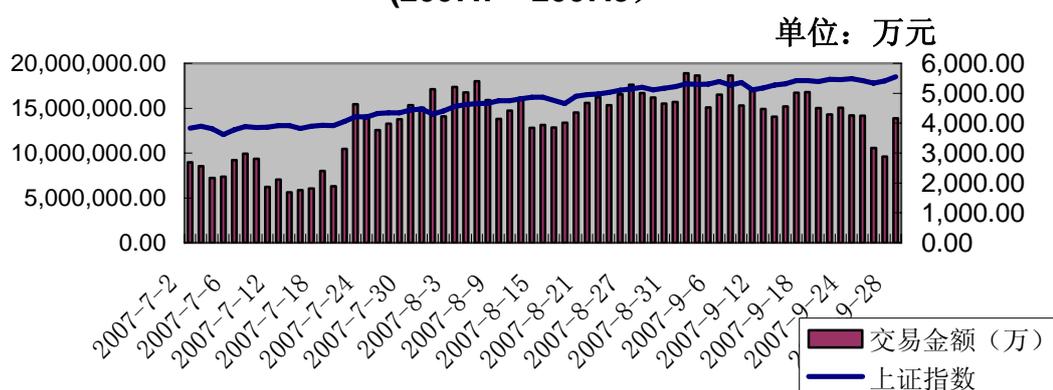
（七）股指在高位震荡中上扬，大盘股回归步伐加快

三季度股票市场交易依然活跃，股指在高位振荡中整体呈上扬态势。上证指数成功突破 5000 点大关，由 7 月初的 3836.29 点升至 9 月末的 5552.3 点，上涨 1716 点，涨幅 44.7%。截止到三季度末，上证指数较年初上涨 2836.58 点，涨幅达 104.45%。三季度上证所成交金额 87644.02 亿元，同比增长 5.96 倍，但较二季度下降 19.2%，主要原因是在指数高位震荡过程中，场外资金入场更为谨慎（见图 12）。三季度，大盘股回归 A 股的步伐明显加快，单 9 月份，就有北京银行、建设银行、中海油服和中国神华四只大盘股回归 A 股市场，募集资金 1463.72 亿元，冻结资金达 9 万亿元。9 月份 IPO 融资额达 1400 亿元，与今年前 8 个月相当，创下 A 股市场最高单月记录。

截至 9 月底，境内股市有上市公司 1517 家；07 年前三季度 A 股市场融资约 4779 亿元，日均成交额超过 2000 亿元，均创历史新高；股市市值约 25 万亿元，为 06 年我国 GDP 的 1.2 倍；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%；9 月底机

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。总体看，境内股价尤其是大盘股股价的快速上涨使包括许多上市银行在内的蓝筹股公司的市值迅速攀升。

图12 上证所股票成交量价走势图
(2007.7—2007.9)



三、对当前经济金融运行的总体评价及主要问题分析

综上所述，我们认为，2007 年前三季度，中国经济金融运行总体上健康平稳，尤其是在强有力的宏观调控措施下，第三季度出现了经济增长速度微降、经济结构调整步伐加快、节能减排和节能降耗的效果初显、消费在国民经济增长中的贡献度进一步提高以及工业企业效益持续提升等可喜变化，但当前经济金融运行中仍存在着值得关注的矛盾和问题，经济运行从偏快到过热的风险仍然存在。

——固定资产投资增速依然偏快，节能减排压力加大。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。尽管 9 月份投资增速有所回落，但仍在 26.4%左右的高位运行，且三季度新开工项目投资明显加速，预计下一阶段固定资产投资反弹压力依然较大。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自主资金较为充裕；二是 2007 年中国经济强劲的增长势头使企业家信心较强，投资的积极性较高；三是目前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；四是房地产价格上涨的预期致使房地产投资持续增长的势头仍在持续；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。固定资产投资可能的反弹倾向致使下一阶段节能减排和节能降耗的压力增大。以 07 年上半年为例，尽管全国单位 GDP 能耗同比降低 2.78%，但单位 GDP 电耗同比仍上升了 3.64%。

——通货膨胀压力依然较大。主要原因：一是 07 年 CPI 涨幅均明显快于 2005 年以来同期水平，从 6 月份起连续 4 个月单月涨幅突破 4%，且 8、9 月份单月涨幅分别为 6.5%和 6.2%，说明 CPI 快速上升不是偶发临时性因素；二是受近来国际农产品价格上升影响，权重较大的粮食、肉蛋禽类价格走势呈现易涨难落态势，尤其是随着近来以原油为代表的国际原材料价格上涨势头加快，成本推动的通胀压力加大；三是劳动力成本上升和水、电、燃气等公用事业改革不断推进，境内的生产成本日渐提高；四是通货膨胀的预期不断增强，

根据央行于 07 年三季度对居民和银行家问卷调查，总体感觉对未来物价上升走势的预期提高；五是 06 年以来快速增长的货币供应量将对下一阶段物价走高形成滞后影响；六是 全球范围内的通胀风险上升，由于目前经济周期属于近三十年内持续时间最长的扩张周期，无论是发达国家还是新兴市场国家目前都处于通胀问题较为突出的阶段，其引发的通胀预期加大等效应将增大我国的通胀风险。

——虽然银行体系流动性有所趋紧，但国际收支不平衡和货币活期化致使流动性过剩尚待长期疏导。由于央行收紧流动性措施、存款品种结构变化、新股验资影响资金稳定性等因素的迭加，致使商业银行的资金形势短期内趋紧，主要表现在 9 月银行间货币市场利率持续攀升，并已处于历史高位。但是，由于形成流动性过剩的基础和条件目前并未发生根本改变，所以，我国流动性过剩的局面仍将继续存在。在此背景下，即使目前银行间货币市场资金有所趋紧，央行对冲基础货币、压低货币乘数的压力依然很大，疏导流动性仍是加强宏观调控的一大重点。

——货币供应和信贷增长偏快，其中以房贷快速增长最为突出。虽然 M2 和新增贷款占 GDP 的比重近来有所降低，但货币供应和信贷增长仍显偏快格局。9 月末 M2 无论与上季度末还是上月比都呈走高态势，而前 9 个月人民币各项贷款增加额也已经超过 06 年全年增量。同时如前分析，目前中

长期贷款是银行信贷增长的直接推动力，其中个人住房贷款已占据了较高比重。9月27日，央行和银监会联合发布通知，进一步收紧了对房地产开发及个人按揭贷款，短期内个人房贷增长过快的势头可望得到一定程度的遏制，但由于GDP的高位增长，短期内货币供应和信贷增速的高位运行恐难有实质性改观。

——大量资金进入以房地产、股市为代表的虚拟经济市场，致使资产价格过快攀升。其一方面导致积累资产价格泡沫，给银行信贷资金的安全带来挑战，另一方面加大通胀预期，从而增加经济运行向过热转化的压力。从房地产市场看，不断强化的调控政策、货币政策进一步稳中趋紧等因素可能在短期内遏制房价快速攀升，但地价快速增长、境内流动性总体充裕、房地产投资增势近期难以改变尤其是外资投资房地产趋势不改等因素将成为房价进一步上涨的动力；从股市看，估值过高亦是不争的事实。截至2007年10月15日，沪市的整体静态市盈率（PE）为70.79倍，深市为72.39倍，已远超过了2001-2002年A股的PE历史峰值，并与日本1987-1989年泡沫经济鼎盛时期的水平相当。

——贸易顺差规模持续高位，贸易摩擦加剧，并降低经济增长的稳定性。尽管如前分析，受外贸调整政策影响，三季度以来我国贸易顺差扩大势头有所趋缓，但贸易顺差规模持续过大的问题仍很突出。这不仅加剧国际收支失衡、加大

外汇占款投放及对冲压力，同时导致国际上尤其是欧美发达国家对我国的反倾销调查和指控明显增多，贸易摩擦加剧。此外，贸易顺差占 GDP 的比重持续上升，前三季度已达 8.4%，较上半年增加 0.4 个百分点，说明净出口对我国经济增长的拉动作用较大，在目前全球经济增长下行风险加大的背景下，易降低我国经济增长的稳定性。

——工业生产增速依然偏快，产能过剩问题仍不容忽视。

四、下一阶段调控政策走向与经济金融走势预测

(一) 下一阶段宏观调控政策走向

我们认为，今年四季度以及下一阶段宏观调控的重点仍然是进一步遏制经济金融增长高位运行的势头，切实防止经济增长由偏快转向过热，并继续大力提升经济增长的质量和效益。为此，政策层将继续加强和改善宏观调控，并适当加大宏观调控力度，同时进一步加强货币政策与财政、产业、外贸及金融监管等政策的协调配合，密切监测贷款投放进度和投向，继续抑制投资和信贷高速增长，通过全面落实节能降耗和污染减排目标责任制等手段加快经济结构调整和增长方式转变。具体措施主要有：

——继续从严控制新开工项目，抑制固定资产投资尤其是高耗能行业投资和房地产投资的过快增长及可能出现的反弹。一是严格执行土地利用计划，防止年底前违规批地用

地；二是严控高耗能、高排放和产能过剩行业的新开工项目；三是引导商业银行控制信贷规模、优化结构，对资本金不到位的新开工项目暂缓发放贷款；四是严控高耗能产品出口。

——**进一步收紧货币政策。**为尽快将实际利率拉出负利率空间，降低通胀预期，同时充分发挥利率的价格杠杆作用，预计年底前央行还将加息 27 个基点；存款准备金率可能进一步上调，2008 年可能达到 15%；央行还将根据银行间市场资金状况灵活把握公开市场操作的节奏和力度，引导货币市场利率平稳运行，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。

——**大力遏制银行信贷过快增长，并加快信贷结构调整。**继续对信贷增长过快的银行采取定向票据发行、窗口指导等措施；严格限制对高耗能、高污染企业贷款；对个人信贷尤其是个人住房按揭贷款进一步加强审批要求，同时不排除 08 年再度提高有关贷款门槛的可能；有保有压，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。

——**继续调低出口退税率。**将进一步降低总体出口退税率水平，其中重点是降低加工贸易的出口退税率。

——**加快人民币汇率制度改革及人民币对美元的升值速度。**稳步推进外汇储备的对外投资运营，同时增加黄金储备及石油等战略资源；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；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，在年内落实“港股直通车”；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；加大人民币对美元的汇率弹性，人民币对美元的升值速度加快。

——降低通胀预期，缓解通胀压力。一是继续通过加强市场监管等手段稳定食品等与居民生活密切相关的消费品价格水平；二是继续加大廉租房建设，增加住房供给，以降低房地产价格涨幅；三是进一步落实促进生猪生产、油料生产、奶业发展以及加强动物疫病防控的政策措施，增加食品供给。

——大力发展公司债券市场。推动以 SHIBOR 为基准利率进行市场化定价；支持公司债券在银行间市场发行；扩大公司债券市场容量，并择机推出相关衍生产品。

——进一步增加城乡居民收入，促进居民消费。

（二）下一阶段经济金融走势预测

综合以上对前三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 07 年中国 GDP 增速由原预期的 10.9% 调升到 11.3%，并预计 2008 年的 GDP 增速为 10.7%；维持全年城镇固定资产投资增长将超过 25% 的判断；维持全年工业增加值增长 18%

的判断；将社会消费品零售额增长由 15%调升到 16.2%；将“全年出口增长 23%，进口增长 20%，贸易顺差约 2500 亿美元”调整为“全年出口增长 25.4%，进口增长 20%，贸易顺差达到 2600 亿美元”；将全年 CPI 上涨由 3.5%调升至 4.5%；将全年金融机构人民币贷款增量由“约 3.5 万亿元”调升到 3.8 万亿；维持“M2 增幅超过 16%的央行目标的判断”；维持“人民币升值频率和幅度可望加大，全年人民币对美元的升值幅度达 6%的判断”（具体见表 1）。

表 1 我国主要经济运行指标及预测（2007-2008 年）

指 标	2007 年				2008 年 ★
	第一季 度	上半年	前三季度	全年★	
GDP 增速 (%)	11.1	11.5	11.5	11.3	10.7
城镇固定资产投资增速 (%)	25.3	26.7	26.4	26	24
社会消费品零售总额增速 (%)	14.9	15.4	15.9	16.2	16.3
出口增速 (%)	27.8	27.6	27.1	25.4	21
进口增速 (%)	18.2	18.2	19.1	20	22
外贸顺差 (亿美元)	464	1125	1856.5	2600	3210
规模以上工业增加值增速 (%)	18.3	18.5	18.5	18	16
居民消费价格指数增速 (%)	2.7	3.2	4.1	4.5	4
M2 增速 (%)	17.27	17.06	18.45	18	18.2
新增贷款 (万亿元人民币)	1.42	2.54	3.36	3.8	3.9
人民币兑美元汇率	7.7342	7.6155	7.5108	7.34	7

注：★为预测值

——预计四季度投资和工业增加值增速将高位回落，08 年投资需求增长可能进一步趋缓。首先，中国经济仍强劲增长决定了四季度投资和工业增速仍将保持高位；其次，监管

层对房地产和产能过剩行业加强宏观调控将有效降低行业需求；其三，节能减排和节能降耗力度的加大也将抑制相关行业投资增速。再加上 08 年全球经济增长可能放缓，2008 年中国投资需求增长将进一步趋缓。

——**预计社会消费品零售额增速将继续提高。**一是宏观经济运行整体向好，全社会就业人数和居民收入持续增加；二是消费结构升级和消费热点的形成仍将促进社会消费走旺；三是 2008 年的奥运效应亦将对国内市场销售产生积极的推动作用。

——**预计外贸顺差增长将稳中趋缓。**一是全球尤其是美国经济增长趋缓将影响我国出口增长；二是随着监管层一系列抑制贸易顺差过快增长的政策效应逐步显现以及人民币对美元等货币的汇率升值加快，出口增速将趋于下降；三是随着国内经济结构不断改善，国内需求的较快增长将对进口产生较强的拉动作用，加之进口关税不断下调，进口增速有望加快。

——**预计 07 年四季度 CPI 增速仍将保持高位，全年维持在约 4.5% 的水平。**一是近来国际农产品及以原油为代表的原材料价格持续上涨的带动效应明显；二是上游原材料价格向下游的传导机制已逐步形成；三是货币供应量快速增长的滞后影响将显现。

——预计 07 年全年贷款有望突破 3.8 万亿元人民币，年末 M2 增速将达 18%。由于“早放贷、早赢利”的惯例，目前很多商业银行的全年贷款额度几乎用完，加之监管层强有力遏制贷款过快增长的调控措施，四季度贷款增量将有所下降，全年新增人民币贷款可望达 3.8 万亿元。同时随着四季度贸易顺差增长减缓，加之贷款增量下降，四季度 M2 增速可能回落，年底增速约为 18%。

——预计 07 年年底人民币对美元汇率有望突破 7.4 关口，约为 7.34，人民币对美元全年升值 6%。

五、商业银行需重点关注的几个方面

——合理控制贷款增长规模和投向，规避相关领域及行业的贷款政策风险。严防环保问题引发的信贷风险，根据国家有关环保政策和节能减排要求，及时调整相关信贷政策，加快信贷退出并提高对高耗能高污染行业的信贷准入标准；密切跟踪房地产调控政策，加强贷前、贷后的审查管理工作；严防出口退税、出口关税和资源税政策调整带来的信贷风险。

——在大力发展个人信贷业务的同时，加强风险防范管理。大力发展以个人信贷为主的零售业务既是国际银行业的趋势，更是境内商业银行转型的客观需要。但基于房地产调控的进一步强化及房地产市场的走势，商业银行在大力发展

个人信贷业务的同时，尤其需加强贷前审查、杜绝假按揭等风险防范管理。

——高度重视资产负债期限错配风险，健全市场风险管理机制。与当前宏观经济金融运行的主要特征相符，今年以来商业银行资产负债结构中出现了新增中长期贷款占比增加、贷款集中度进一步提高、新增存款期限趋短、同业存款和对公存款占比增加的同时储蓄存款增速迟缓等变化，其影响主要有三个方面：一是资金来源的稳定性下降，货币市场流动性呈现出整体上充裕、个别时点紧缺的特点，流动性管理难度增加；二是存贷款增长不匹配，资产长期化和负债短期化的共同作用，致使商业银行缺口规模扩大；三是由于同业存放的付息率总体上高于公司存款和储蓄存款的付息率，负债成本趋于上升且不稳定性加大。鉴此，商业银行应深入分析当前存款结构和资金形势变化给其流动性管理带来的影响，适当控制中长期贷款尤其是中长期贷款的增长；进一步加强资金流动的预测预报工作，强化流动性管理。

——抓住市场快速增长的有利机遇，加快综合化经营，大力发展相关业务。抓住目前贷款需求旺盛的有利时机，加快机制和业务创新，加大主动营销力度，大力发展中小企业和个人信贷；在逐步降低贷款集中度的同时，加强贷款议价能力；抓住市场利率上行的有利时机，提高资金运作收益，并通过有效的内部价格机制引导分行加大开拓存款的力度；

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；为银行即将全面介入公司债券市场做好准备，加强对公司债券的信用定价研究，制定公司债券的信用定价和信用风险管理制度，并高度关注利率风险，对公司债券投标利率给予适当的利率溢价。

——**加强外汇资金头寸管理，主动防范汇率风险。**在人民币对美元升值加快的背景下，境内外汇贷款增长加快而外汇存款增速降低导致的外汇资金短缺问题日益突出，为此监管层近期将开始对银行实施外汇综合头寸管理，根据每家银行最低外汇资本金规模核定下限，并要求银行持有的外汇资金必须满足下限要求。为此，商业银行应加大外汇存款业务营销力度，控制外汇贷款投放，加强外汇资金头寸管理；同时准确计算外汇风险敞口头寸，加大本外币衍生产品创新，增加双边操作获利的可能性。

——**上市银行应客观冷静地看待市值快速增长，准确认清其内外因素，加强市值管理。**通过进一步加强与投资者的有效沟通宣传，合理引导投资者预期，保持市值长期、稳定和较快的增长，避免市值大起大落。

[附件] 2007 年以来主要调控政策回顾

2007 年 1 月 15 日以来，央行 8 次上调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点至 13%，达到近年来历史最高点。对照近几次上调时间可以发现，央行上调存款准备金率频率逐步加快。

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 5 次提高人民币存贷款利率，使一年期存款基准利率从 2.52% 提高到 3.87%。

2007 年 9 月发行三期特别国债，实际发行总量 1033.8 亿元。

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。