



中国工商银行城市金融研究所

2007年4月30日

报告负责人：詹向阳、樊志刚

报告执笔人：邹新、赵新杰、赵幼力、曹幸仁

经济金融高位增长 流动性过剩尚待疏导

——2007年第一季度中国工商银行国内经营背景分析

要点：

● 报告指出，06年中国经济保持了平稳较快增长的良好态势，宏观调控效果显著：GDP增速平稳回落；固定资产投资增速趋缓；广义货币供应量和人民币贷款增速回落。同时经济运行出现了两大可喜的亮点，即消费平稳增长的同时物价温和上涨，企业效益总体提升。

● 报告认为，宏观经济运行中存在的体制机制等深层次矛盾仍未根本解决，突出表现在投资反弹压力较大、流动性依然过剩、国际收支不平衡加剧、资产价格膨胀、部分行业产能过剩加剧等诸多方面。

● 报告同时指出，2007年，宏观调控的主要着力点是抑制投资反弹、加强流动性管理、加快扩大内需、防止通货及资产价格膨胀，同时加快经济结构的调整。

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。

承接 2006 年宏观经济高增长、低通胀的良好走势，2007 年一季度中国经济开局总体良好，运行态势基本符合我们此前的预期：国内生产总值（GDP）高速增长 11.1%，创 2003 年以来新高，经济结构调整初露起色；固定资产投资同比有所回落的同时，消费继续平稳增长，投资消费结构有所改善；工业企业效益进一步提升；物价水平上涨稳中加快。但我们同时认为，目前宏观经济金融运行整体偏快，突出表现为工业产值高位加快、货币供应和信贷增长过快以及资产价格快速攀升，需要密切关注国际收支不平衡加剧并导致流动性持续过剩、通胀压力增大和工业重型化及能耗加大等问题。为此，监管层将加强和改善宏观调控，以节能减排和加强流动性管理为重点，通过强化环保、土地和信贷管理以及继续提高利率、存款准备金率等措施来抑制产能、投资和出口过快增长，进一步加快经济金融结构调整，防止经济金融运行由偏快向过热的转变，确保宏观经济平稳快速增长。基于此并考虑到全球经济金融走势，我们将“07 年中国 GDP 增速为 10%”的预测调升为“07 年 GDP 增速将超过 10%”。

一、一季度宏观经济运行分析

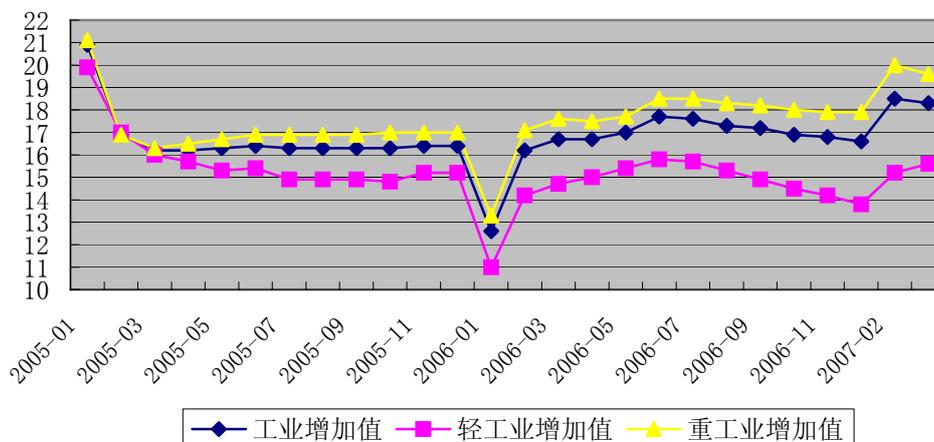
07 年一季度实现 GDP50287 亿元人民币，同比增长 11.1%，增速比上年同期加快 0.7 个百分点，比 06 年全年加快 0.4 个百分点，增速创 03 年以来新高。其中，第一产业增加值 3631 亿元，增长 4.4%，增速同比降低 0.1 个百分点；

第二产业增加值 25552 亿元，增长 13.2%，增速同比提高 0.5 个百分点；第三产业增加值 21104 亿元，增长 9.9%，增速同比提高 1 个百分点，快于第二产业 0.5 个百分点，说明经济结构调整初露起色。

（一）工业生产高位加快，经济效益继续提升

一季度全国规模以上工业增加值同比增长 18.3%，增速比上年同期加快 1.6 个百分点，比上年全年加快 1.7 个百分点，为十年来同期最高。其中前两个月同比增长 18.5%，为 05 年以来首次出现连续两个月累计增速在 18% 以上。正如我们在 3 月初的研究报告中所指出的，工业生产高位加快是 07 年经济开局的一个最突出的特点，表明产能开始集中大量释放（见图 1），供应十分充足。一季度重工业同比增长 19.6%，同比加快 2 个百分点；轻工业增长 15.6%，同比加快 0.9 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。同时主要能源的增长明显加快，一季度原煤产量同比增长 14.8%，原油产量增长 1.5%，天然气产量增长 14.7%，总的能源生产总量增长 12.08%。

图1 工业增加值累计增速 (%)



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

07年前两个月全国规模以上工业实现利润 2932 亿元，同比增长 43.8%，增幅同比大幅上升 22 个百分点；工业经济效益综合指数 186.51，同比大幅提高 20.65 点。在 39 个工业大类行业中，35 个行业利润同比实现增长。新增利润前 5 大行业为钢铁、电力、化工、交通运输设备制造、石油加工炼焦业，占整个工业新增利润的 68.4%，新增利润情况亦显示工业利润向重化工业领域集中的迹象非常明显。同时，07年前两个月工业企业应收账款净额增速为 18.92%，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，今年前两个月工业企业产成品资金增速达到 18.44%，基本上延续了 06 年 5 月以来的上升态势。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。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，表明未来产能过剩风险加大。

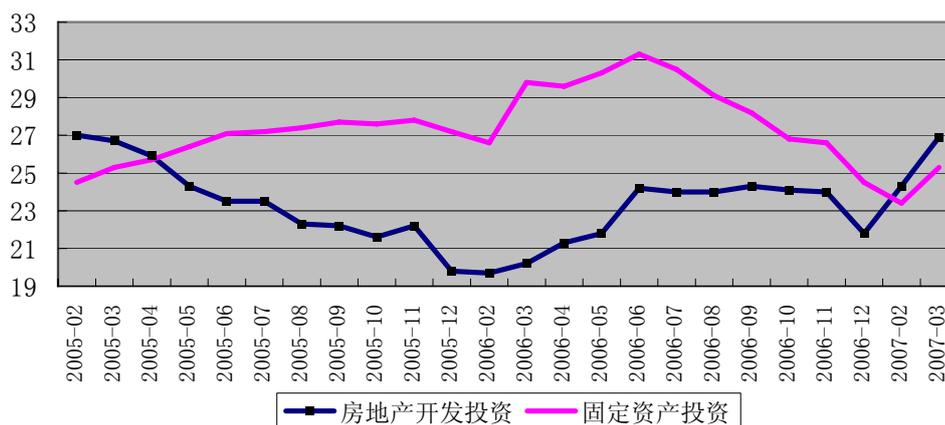
（二）固定资产投资增速同比回落，但反弹态势明显

一季度全社会固定资产投资 17526 亿元，同比增长 23.7%，增速同比回落 4 个百分点。其中，城镇固定资产投资 14544 亿元，同比增长 25.3%，同比回落 4.5 个百分点；农村投资 2982 亿元，同比增长 16.7%。主要原因是前期的宏观调控政策使新开工项目投资同比下降明显。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%。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 3 月末，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，同比增长 16%。同时，一季度东、中、西部地区城镇固定资产投资同比分别增长 21.4%、35.8%和 26.8%，中、西部占全国投资的比重分别比上年同期提高 1.6 和 0.2 个百分点，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，一季度城镇固定资产投资增速分别比 06 年 12 月末和 07 年 2 月末提高 0.8 和 1.9 个百分点，特别是 3 月份当月城镇固定资产投资增速高达 26.8%。虽有季节性因素，但投资反弹走势不容否认，这与我们年初的判断相符。从房地产投资增速看，

反弹态势更为明显。一季度房地产开发投资 3544 亿元，同比增长 26.9%，比上年同期加快 6.7 个百分点，比上年全年加快 5.1 个百分点，增速创 05 年 3 月以来最高，且连续两个月超过城镇固定资产投资增速(见图 2)，其中住宅完成投资 2462 亿元，增长 30.4%，同比加快 7.3 个百分点。今年 2 月份以来房地产投资增速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，固定资产投资增速反弹需密切关注。

图2 城镇固定资产投资和房地产投资累计增速(%)

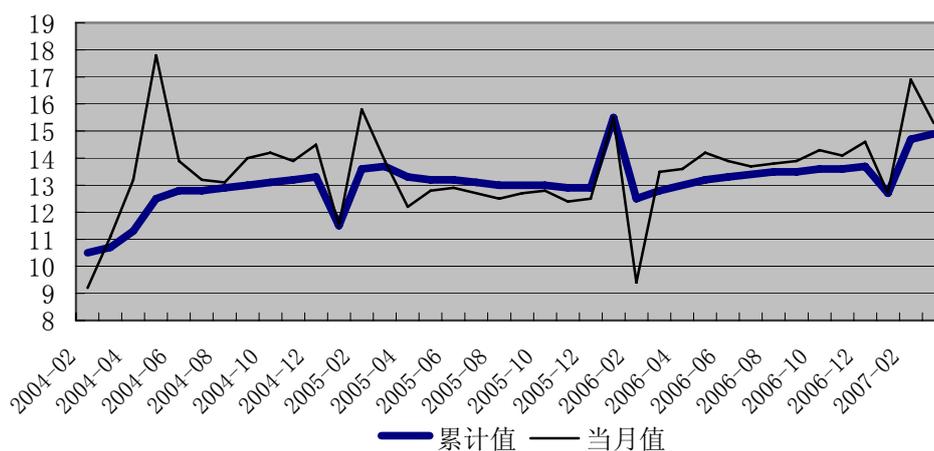


(三) 消费继续较快增长，农村消费增速仍落后于城镇

一季度社会消费品零售总额为 21188 亿元，同比增长 14.9%（其中 3 月份更是增长 15.3%），增速创 05 年以来新高（见图 3），增速同比加快 2.1 个百分点，与投资同比增速回落 4 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。一季度城市消费品零售额 14333 亿元，增长 15.5%，县及县以下消费品零

售额 6855 亿元，增长 13.7%，后者慢于前者 1.8 个百分点。一季度消费的主要特点：一是汽车消费显著加速，汽车销售增长 38.5%，同比加快 9.1 个百分点，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、建筑装潢类和石油制品类商品消费快速增长，一季度上述 6 大传统类商品消费同比增速分别为 37.9%、30.4%、32.5%、27.2%、25.3% 和 24.0%，说明当前消费增长的均衡性较好。

图3 社会消费品零售总额增速(%)



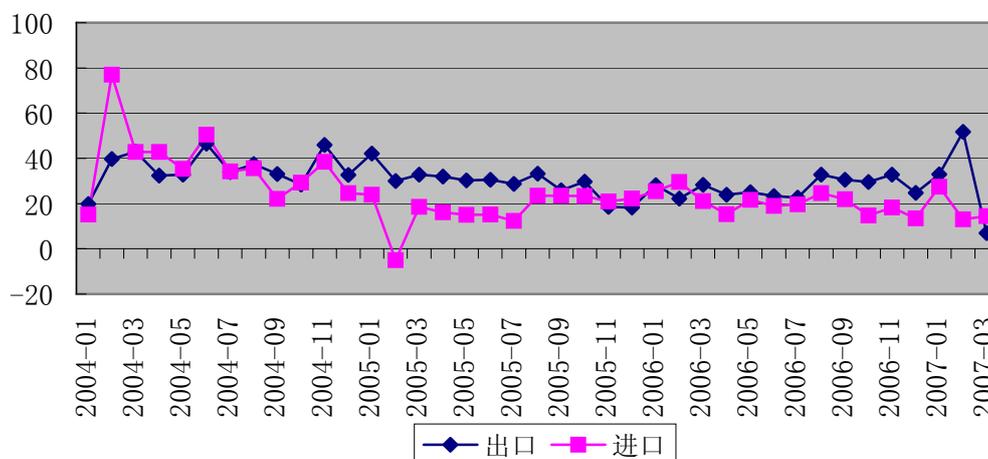
一季度消费增长继续加快主要有三个原因：一是经济快速增长与工业企业效益提升使居民收入增速持续加快，促使消费升级。一季度城镇居民人均可支配收入 3935 元，同比增长 19.5%，扣除价格因素，实际增长 16.6%，增幅同比提高 5.8 个百分点；农民人均现金收入 1260 元，同比增加 166 元，增长 15.2%，扣除价格因素，实际增长 12.1%，增速同

比高出 0.6 个百分点，为 1997 年以来同期增幅最高值。二是 06 年股市强劲上升引致的“财富效应”有利地刺激了居民消费增加。三是春节等季节性因素。可见，收入继续快速增长、“五一”长假等利好因素将促使消费维持良好增势。

（四）出口继续高速增长，贸易顺差快速攀升

一季度进出口总额 4577 亿美元，同比增长 23.3%。其中，出口 2521 亿美元，增长 27.8%，同比加快 0.6 个百分点；进口 2057 亿美元，增长 18.2%，同比略有下降（见图 4）；实现贸易顺差 464 亿美元，同比增加 231 亿美元，增幅高达 99.3%，增幅同比上升 57.8 个百分点。

图4 出口额和进口额当月同比增速（%）



一季度出口继续高位增长，尤其是前两个月增速高达 41.5%，导致贸易顺差增长 2.25 倍。受纺织品出口大幅下降影响，3 月份出口增速由 2 月份的 51.7% 锐减至 6.9%，导致当月贸易顺差大幅跌至 68.7 亿美元，主要原因：一是继续降低纺织品出口退税率的预期促使出口企业前两个月“抢关

出口”；二是欧盟对我国化纤布发起反吸收调查¹，致使我国上千家涉案企业3月份出口金额大减；三是今年2月份国家严查出口虚增措施一定程度上挤压了3月份纺织品出口金额中的水分。总体看，随着近年来高固定资产投资增速积累的工业产能集中释放，与内需之间的缺口不断扩大，致使出口高位增长。这从我国价格贸易条件近年来呈持续恶化状态中亦可见一斑。

（五）CPI增长加快，PPI增长平稳

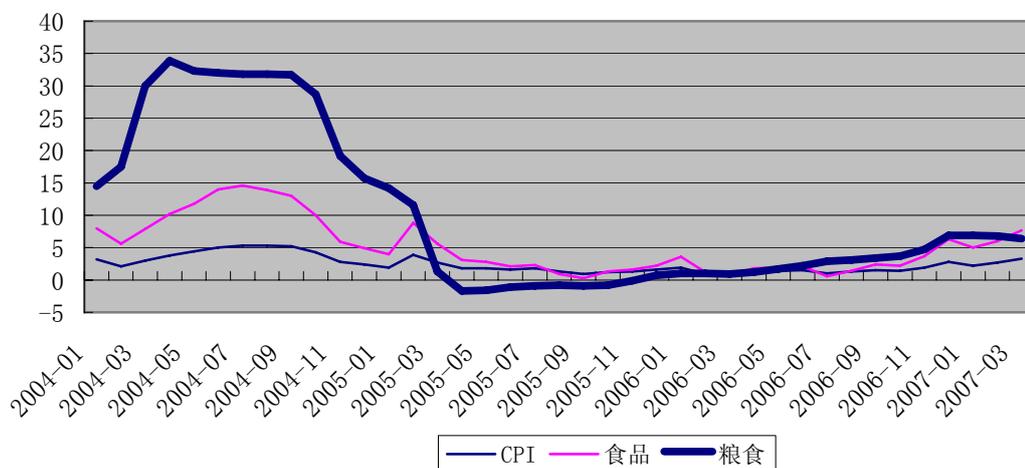
一季度全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨2.7%，涨幅同比上升1.5个百分点（见图5），月度增幅分别为2.2%、2.7%和3.3%，在去年底以来上升的基础上呈加快之势，符合我们的预期。分类别看，食品价格同比上涨6.2%，其中粮食上涨6.7%；居住价格上涨3.8%；娱乐教育文化用品及服务价格下降1.4%；其余商品价格与上年同期相比大体持平或略有上涨。可见食品及居住类价格上涨是目前CPI上行的主要力量。从区域看，城市上涨2.5%，农村上涨3.1%，而同期前者的零售品消费额增速高于后者1.8个百分点，说明农村有效需求市场规模仍偏小，结构问题还有待改善，主要原因是农民收入增速仍相对较慢，市场流通不畅。

但总体看，目前CPI走势尚较平稳：其一，2.7%的涨幅

¹反吸收调查是欧盟反倾销复审的一种，旨在制裁出口企业主动降低出厂价，以保证被课以反倾销税后出口价不上涨的行为，保证反倾销措施的效果不被“吸收”。

仍在 3% 的全年宏观调控目标之内；其二，新涨价因素较低，如扣除上年第四季度因粮食价格上涨翘尾因素导致今年一季度 CPI 多上涨 1.5 个百分点，CPI 涨幅仅为 1.2%，与上年同期持平；其三，除食品和能源项目后的核心居民消费价格指数（核心 CPI）涨幅仅为 0.9%；其四，按环比计算，3 月份的 CPI 比上月还下降 0.3%。

图5 2004年以来CPI及食品与粮食价格走势（%）

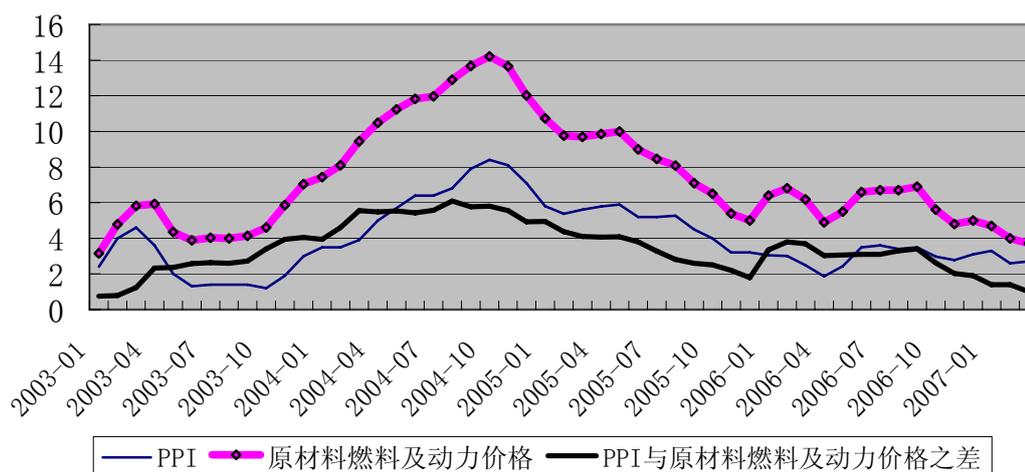


一季度，工业品出厂价格指数（PPI）上涨 2.9%，与上年同期持平，月度涨幅分别为 3.3%、2.6%和 2.7%，走势较为温和（见图 6）；原材料、燃料及动力购进价格上涨 4.1%，同比大幅下降 2.4 个百分点，月度涨幅分别为 4.7%、4%和 3.7%，呈小幅下降走势。同时，原材料燃料及动力价格与 PPI 之间的差距继续缩小，3 月末两者差距为 1 个百分点，是 03 年 3 月份以来的最小值，表明上游工业品价格向下游工业品价格传导的机制愈发顺畅，工业制成品部门特别是工业消费品部门的成本压力继续减轻，这也是一季度企业效益大幅提

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 3 月份原油出厂价格同比下降 9.6%，而上年同期则同比上涨 33.5%；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工业品的需求，导致其国际价格涨幅一度相对走低。

图6 PPI与原材料燃料动力价格增速



另外值得关注的是，一季度房地产价格涨幅微抬。07 年 3 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 5.9%，涨幅比上月高 0.6 个百分点，为去年 1 月份以来的最高涨幅；环比上涨 0.6%，涨幅与上月持平。其中，新建商品住房销售价格同比上涨 6.0%，涨幅比上月高 0.1 个百分点；环比上涨 0.5%，涨幅比上月低 0.1 个百分点。二手住房销售价格同比

上涨 5.9%，涨幅比上月高 1.5 个百分点；环比上涨 0.4%，涨幅比上月低 0.2 个百分点。办公楼等非住宅商品房销售价格同比上涨 5.7%，涨幅比上月高 1.5 个百分点；环比上涨 1.2%，涨幅比上月高 0.6 个百分点。

（六）FDI 增势明显，引资质量逐步提升

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），07 年一季度我国新批设立外商投资企业 9297 家，同比增长 4.36%；实际使用外资金额 158.93 亿美元，同比增长 11.56%。一季度实际利用外资增幅延续上年底增势且明显加快，符合我们年初的判断，说明外商对“两税合一”的政策变动因素已逐步消化，而更看中中国的市场与劳动力优势。其次新设外资企业数量增幅低于外资实际数量增幅。前者一季度的增幅比前 2 个月下降了 7%。说明我国吸引外资“数量优势淡化、资金规模上涨”的趋势已经显现。3 月份当月，全国新批设立外商投资企业 3581 家，同比下降 5.09%；实际使用外资金额 61.84 亿美元，同比增长 9.32%。

二、一季度金融运行分析

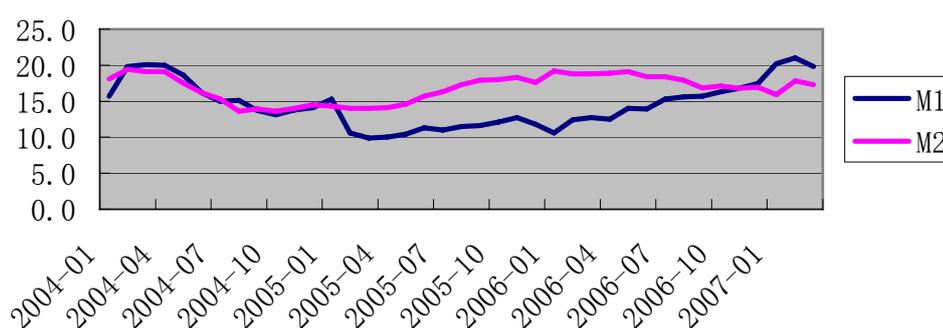
（一）M1、M2 增速有所放缓，但仍在高位运行

继央行于 1 月 15 日和 2 月 25 日分别上调存款准备金率各 0.5 个百分点，3 月 18 日上调存贷款基准利率 0.27 个百分点后，3 月末货币供应量增速较 2 月末有所放缓（见图 7）。3 月末，广义货币供应量（M2）余额为 36.41 万亿元，同比

增长 17.27%，增速比上月末低 0.53 个百分点，比上年末高 0.33 个百分点，比去年同期低 1.49 个百分点，M2 季环比折年率为 18.7%，比去年同期高 1.2 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 12.79 万亿元，同比增长 19.81%，增速较上月放缓 1.19 个百分点，比上年末高 2.33 个百分点，比去年同期高 7.14 个百分点。总体看，3 月末 M2 与 M1 增速仍在高位运行，M2 增速仍高于央行 16% 的调控目标。

同时虽然 3 月末 M1 与 M2 增速之间的“倒剪刀差”较 2 月末有所缩小，但仍高达 2.54 个百分点，显示出定期存款活期化的趋势仍在持续，货币流通速度加快。除了企业效益持续向好的原因，也表明资金进入股市、房地产及投资品等市场的倾向强化，资产价格继续膨胀的风险较大。

图7 货币供应量M1、M2同比增速趋势图
(2004.1—2007.3)
单位：%



(二) 人民币信贷增长过快，中长期贷款尤其是短期贷款及票据融资增速出现较大反弹

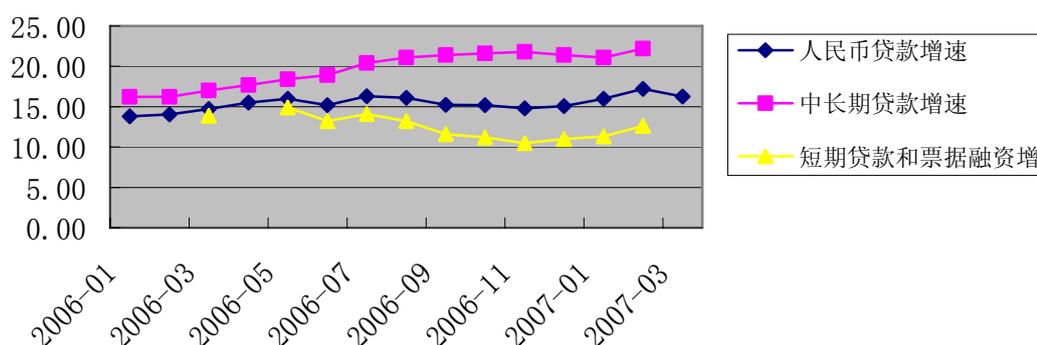
一季度在企业贷款需求旺盛和银行自身盈利压力及“早放贷、早收益”的双重刺激下，信贷出现快速反弹走势。3月末全部金融机构人民币各项贷款余额为23.96万亿元，同比增长16.25%（见图8），虽比上月下降0.95个百分点，但比去年同期高1.52个百分点，比去年末高1.18个百分点；3月末人民币贷款季环比折年率19.2%，比去年同期高2.4个百分点。一季度人民币贷款增加1.42万亿元，已接近去年全年新增贷款3.18万亿的一半，创历史新高，同比多增1678亿元。3月当月在宏观调控影响下，贷款增加4417亿元，同比少增958亿元。

从贷款期限结构看，短期贷款及票据融资和中长期贷款增速均出现反弹。2月末人民币中长期贷款余额为11.1万亿元，同比增长22.2%，是中长期贷款连续6个月在超过21%的高位运行之后首次突破22%，达到06年以来的新高；同时2月末短期贷款和票据融资余额12.1万亿元，同比增长12.6%，连续第3个月上涨，与中长期贷款增速的差距从上年12月末的10.4%减小至9.6%。一季度新增1.42万亿元的贷款中，短期贷款及票据融资增加7255亿元，已超过6960亿元的中长期贷款增量，这与前述固定资产投资增长主要推动力是已开工项目后续投资的态势相吻合。一季度信贷投放高增长态势有“早放贷、早收益”的季节性因素，但贷款增速尤其是短期贷款和票据融资增速反弹明显强于固定

资产投资反弹力度表明银行信贷资金可能进入股市，信贷资产的风险问题需密切关注。

此外，一季度居民户贷款增加 3321 亿元，同比多增 1578 亿元。事实上，06 年以来居民户贷款增速持续加快，已从 06 年 6 月份 15.7% 的同比增速一路上扬至 07 年 2 月末的 23.1%，高出非金融性公司及其他部门贷款增速 7.1 个百分点。除了居民消费升级的拉动因素，股市等资产市场价格攀升的驱动效应亦不容忽视。

图8 人民币各项贷款同比增速趋势图
(2006.1—2007.3)
单位：%



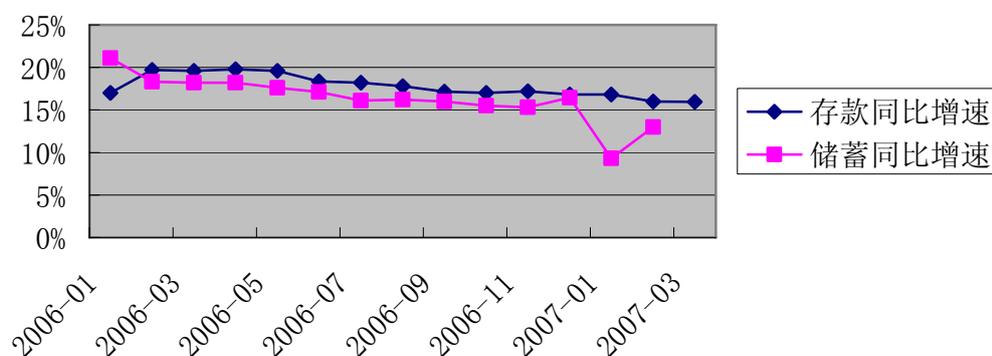
(三) 人民币存款增速减缓，活期存款增速持续高于定期存款

3 月末人民币各项存款余额为 35.42 万亿元，前三个月各月末人民币存款增速分别为 16.8%、16%和 15.94%，呈持续下降态势(见图 9)，其中 3 月末的增速比上年同期低 3.66 个百分点，比上年末低 0.88 个百分点，为 06 年以来新低。

一季度人民币各项存款增加 1.88 万亿元，同比少增 597 亿元，居民户存款同比少增 836 亿元，非金融性公司存款同比少增 761 亿元。储蓄存款增速延续去年以来的放缓趋势，2 月末在春节期间居民工资奖金增加较多、农民工工资集中发放的背景下，人民币储蓄存款同比仅增长 13%，低于 06 年各月，而数据同时显示 07 年一季度 A 股新开户数达到 501 万户，已超过去年全年的 308.35 万户，股市对储蓄的分流效应相当明显。

同时，一季度活期存款增速持续高于定期存款，与前述的“倒剪刀差”相呼应。3 月末活期存款同比增长 20.69%，比去年同期高 7.4 个百分点，而定期存款 14.64% 的增速则比去年同期放缓了 16.87 个百分点。从新增量来看，储蓄存款活期化趋势尤为明显，一季度活期储蓄新增 5222.78 亿元，同比多增 1887.88 亿元，而定期储蓄新增 5592.48 亿元，同比少增 2840.65 亿元。

图9 人民币存款和储蓄同比增速趋势图
(2006.1—2007.3)



(四) 外汇储备快速增长，境外短期资金大量入境的势头强化

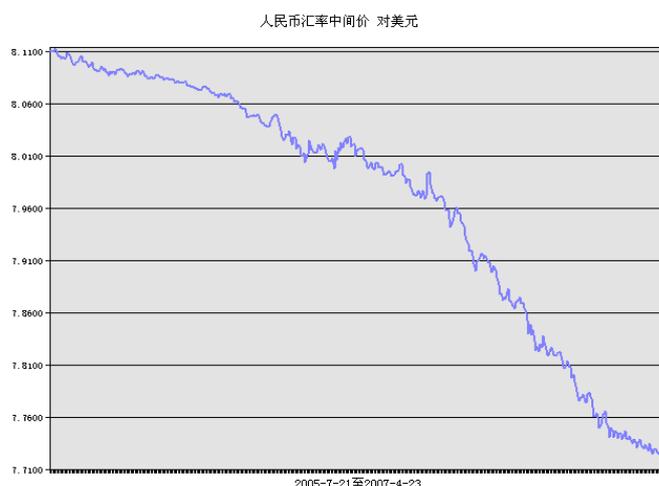
3 月末我国外汇储备余额为 12020 亿美元，同比增长 37.36%，再创历史新高。一季度新增外汇储备 1357 亿美元，主要原因是贸易顺差和 FDI 高速增长、境内企业的外汇融资和盈余增加、境内进出口企业的远期结汇增长以及央行与商业银行之间外汇掉期交易有所增加，同时境外资金的大量进入亦是重要原因。从外汇储备增加额减去贸易顺差增加额再减去 FDI 增加额的账面数额看，一季度资金流入为 734 亿美元，为 06 年全年 69.81 亿美元的近 11 倍，增势迅猛，除了境内企业的外汇融资和盈余增加、境内进出口企业的远期结汇增长以及央行与商业银行之间外汇掉期交易有所增加等因素，亦表明境外资金尤其是境外短期资金的入境势头进一步强化，这与我们年初的预计相符。据外管局统计，截至 2006 年末，我国外债余额同比增长约 14%，其中短期外债增长约 16%，短期外债占全部外债余额的比例达到 57% 左右，创历史新高，远超出国际警戒线。

(五) 人民币对美元升值速度有所放慢，银行间外汇市场交易量大幅增长

截至 07 年 3 月 30 日，人民币对美元汇率中间价为 1 美元兑 7.7342 元人民币，较 06 年末的 7.8087 升值 745 个基点，升幅达 0.95%；较 05 年 7 月 22 日的 8.1100 升值 3013 个基点，

升幅达 4.63%（见图 10）。

图 10 美元对人民币汇率中间价（2005.07.21-2007.04.23）



资料来源：中国人民银行

虽然 07 年一季度人民币对美元呈持续升值态势，但与前几年相比，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。在境外资金入境势头强化的同时，人民币对美元汇率的升值幅度有所放慢，除了春节假期因素的影响，表明央行加大了被动吃进外汇的力度。

银行间外汇市场发展迅猛，成员数量初具规模，成交量大幅增长。一季度人民币外汇远期和掉期交易量增长显著，其中人民币外汇远期成交金额折合 53.23 亿美元，环比增长 99.14%；人民币外汇掉期交易只有美元/人民币发生交易，成交金额 557.18 亿美元，环比增长 81.34%。八种“货币对”成交量折合 246.01 亿美元，环比增长 19.59%，其中交易最

活跃的为美元/港币和美元/日元，其成交量分别占总交易量的 29.84% 和 24.31%。

（六）银行间本币市场流动性充裕，市场利率低位抬升

一季度银行间债券市场累计发行债券 21321.5 亿元，同比增长 37.47%。其中：人民银行发行央行票据 30 期，共计 18230 亿元，同比增长 38.11%；政策性银行发行金融债券 9 期，共计 1170.7 亿元，同比增长 69.37%；商业银行发行金融债券 5 期，共计 440 亿元，同比增长 8.8 倍；企业发行短期融资券 61 期，共计 620.8 亿元，同比增长 9.06%。主要特点：一是以中短期债券为主，1 年及以下债券（不含央行票据，后同）和 1 年到 10 年中期债券的发行占比 88.35%；二是央票资金锁定力度加强，07 年 1 月 23 日起央行于每周四在发行 3 月期央票的同时以利率招标发行 3 年期央票，从 3 月份开始，3 年期央票的发行量大于 3 月期央票；三是政策性银行和商业银行发行金融债券同比增长较多，440 亿元的发行量已经接近去年全年 525 亿元的发行额，发行主体多为面临较大资金压力的股份制商业银行，旨在开辟资金多元化来源，提高资金稳定性，并降低资金成本。

一季度央行共通过公开市场操作和两次上调存款准备金率，共冲销约 1.06 万亿元人民币，加之新股发行因素，银行体系的流动性过剩暂时相对缓解，3 月底金融机构的超额储备率已降至 2.87%，比去年同期低 0.11 个百分点，比上

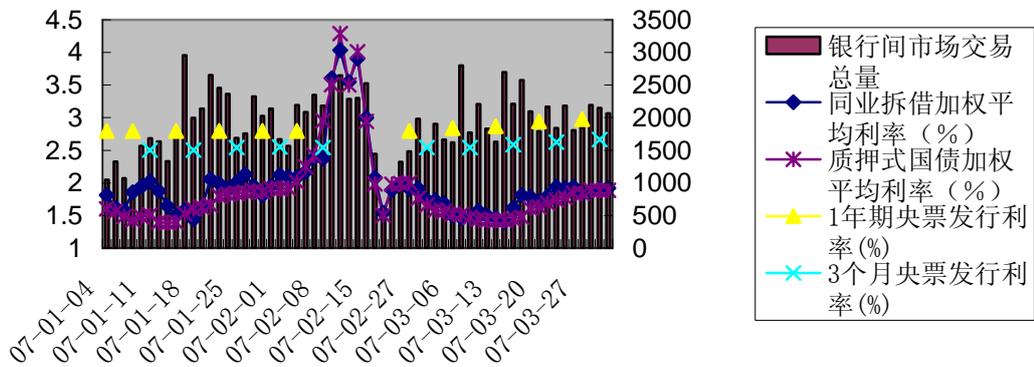
年末低 1.9 个百分点，比上月低 0.62 个百分点。但即便如此，一季度银行间本币市场流动性依然充裕，交易量继续攀升。信用拆借和债券买卖累计成交 113321.5 亿元，同比增长 44.05%，其中信用拆借成交 9641.48 亿元，同比增长 153.1%；债券回购成交 77760.83 亿元，同比增长 51.09%；现券买卖成交 25816.8 亿元，同比增长 12.1%。

一季度银行间市场利率起伏较大。07 年 1 月至 2 月中旬，央行大力回笼资金同时兴业银行和平安保险等大盘股 IPO 启动，春节前资金尤为紧张，致使货币市场利率呈走高态势（见图 11），期间一度出现 21 天回购利率超过 3 年期央票利率，并与 1 个月期回购利率形成倒挂。随后央行宣布暂停一周央行票据的发行，并加大了资金投放力度，同时随着平安保险 A 股发行冻结资金解冻，货币市场短期利率下跌并持续微幅震荡走低。随后在央行 3 月 18 日加息并加大资金回笼力度及市场无新股发行的背景下，3 月下旬市场利率回升，3 月 19 日至月底，银行间回购市场的加权平均利率水平攀升 41 个基点，一年期央票发行利率亦创两年新高，三个月期央票和三年期央票则从 3 月 15 日开始连续三周上涨，其中三年期央票收益率在 3 月 29 日创下了恢复发行以来的最高收益率，达 3.28%。总体看，3 月份银行间市场利率仍运行在 06 年最低位附近，同业拆借月加权平均利率 1.74%，比上月低 0.93 个百分点，比去年同期高 0.08 个百分点；质押式债券

回购月加权平均利率 1.62%，比上月低 1.15 个百分点，比去年同期高 0.15 个百分点。

上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）与货币市场利率走势整体保持一致，影响力日趋扩大。2 月份央行首次以其为基准确定当天逆回购利率，表明 SHIBOR 成为中国货币市场基准利率的进程加快。

图11 2007年1季度银行间本币市场量价走势图
(单位：%， 亿元)

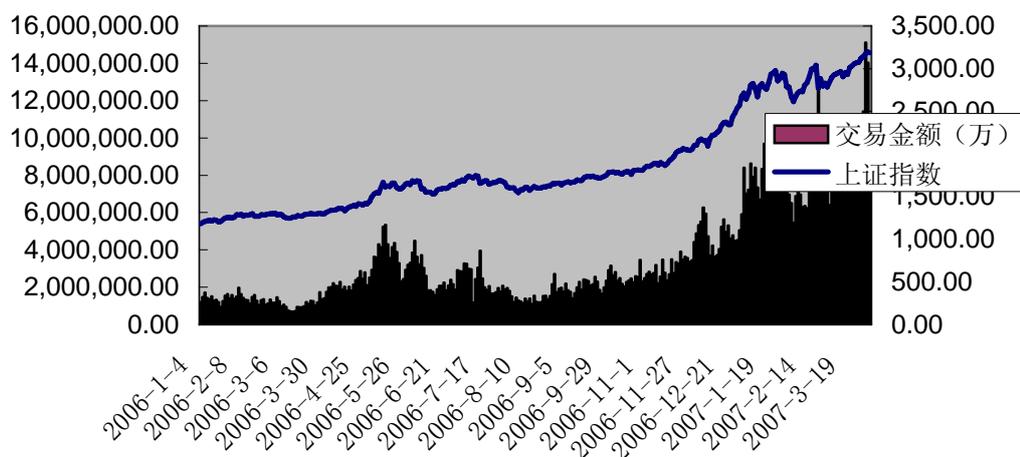


（七）股市在震荡中屡创新高

一季度上证指数开盘于2715.72点，收盘于3183.98点，全季涨幅17.2%（见图12）；上证所成交金额49929.89亿元，同比增长6.12倍。股指持续走高的主要原因：一是流动性极为充裕推动股指上扬，一季度股票二级市场累计净流入资金接近8000亿元；二是企业效益持续提升，使上市公司盈利增速超预期。截至2007年3月23日，已公布年报的436家上市公司中有97.71%实现盈利，80.73%的净利润同比增长；已公布年报的上市公司税后利润合计同比增长62.63%，加权每股收

益同比增长44.03%；三是新基金发行提速，储蓄分流对股市走高的支撑效应明显。截至07年4月2日，当年共发行（含正在发行）开放式基金15支，发行总额累计1007.4亿元，平均发行额度83.95亿元。

图12 2006年以来上海证券交易所股票成交量价走势图
(单位：万元)



(八) 国内银行业盈利状况进一步改善

从刚公布的 06 年报看，国内各主要商业银行经营规模稳步扩大，盈利和资本金状况进一步改善；资产质量和拨备覆盖率继续提升；管理水平增强，成本收入比下降(见表 1)。

表 1 2006 年国内 5 家重点商业银行主要财务数据

		工商银行	中国银行	建设银行	交通银行	招商银行
税后利润	06 年 (亿元人民币)	499	483	463	123	71.07
	增幅 (%)	31.3	52.8	-1.7	33.7	87.69
资产总额	06 年末 (亿元)	75088	53277	54485	17195	9341.02
	增速 (%)	16.3	12.4	18.8	20.8	27.16
平均资产回报率	06 年 (%)	0.71	0.96	0.92	0.78	na

	增长（个百分点）	0.05	0.26	-0.19	0.06	na
平均股东权益回报率	06年（%）	15.37	14.06	15	14.15	17.52
	增长（个百分点）	na	1.92	-6.59	0.47	1.36
每股基本及摊薄盈利	06年（元）	0.18	0.18	0.21	0.27	0.55
	增长（%）	20	28.6	-12.5	22.7	61.76
资本充足率	06年（%）	14.05	13.59	12.11	10.83	11.4
	变动（个百分点）	4.16	3.17	-1.48	-0.37	2.39
核心资本充足率	06年（%）	12.23	11.44	9.92	8.52	9.58
	变动（个百分点）	4.12	3.36	-1.16	-0.26	4.01
不良贷款率	06年末（%）	3.79	4.04	3.29	2.01	2.12
	变动（个百分点）	-0.9	-0.58	-0.55	-0.36	-0.46
不良贷款准备金率	06年（%）	70.56	91.34	82.24	na	135.61
	变动（个百分点）	16.36	15.42	15.46	na	24.57
成本收入比	06年（%）	42.6	46.3	44	47.7	37.94
	变动（个百分点）	-5	-1.7	-1.1	-3.4	-3.23

今年银行上市融资进程加快，兴业、中信等银行相继上市，交通银行也将于4月底首发A股，民生银行启动定向增发；同时综合化经营进程也呈加快之势。建行和交行就经营保险业务的申请已被银监会受理；民生银行董事会同意与中电财和天保公司出资共同发起设立金融租赁公司；中国平安保险则提出要把中国平安建设成为国际领先的综合金融服务集团。

三、当前经济金融运行总体评价及主要问题

4月份，温家宝总理主持召开国务院常务会议，分析一季度经济运行情况，部署当前经济工作。会议认为，一季度国民经济继续保持平稳较快增长，总体形势良好。粮食种植

面积稳定，农业生产资料供应充足；工业生产增长加快，企业效益有所提高；国内需求比较旺盛，市场销售稳定增长；对外贸易持续发展；城乡居民收入继续增加，市场价格平稳。会议指出，当前经济运行中的一些突出问题主要是固定资产投资增长存在反弹压力，货币供应量偏高，信贷投放偏快，对外贸易结构性矛盾依然突出。

综合以上的分析，我们认为，一季度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、经济效益持续提升等诸多亮点，但经济金融增长呈偏快势头，尽管由于煤电油运供应较为充足，同时物价增长仍相对稳定，经济金融运行尚未过热，但以工业生产增速高位加快、流动性持续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。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，二季度工业生产将进入旺季，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较大。

——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。一季度，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；而冶金、建材、电力、煤炭、机械、有色行业利润增长则超过了40%，能耗激增问题突出。据发改委测算，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。

——国际收支不平衡，流动性过剩尚待疏导。一季度贸易顺差继续攀升，同时FDI增长迅速，加之境外短期资金入境势头进一步强化，我国国际收支不平衡问题加剧。在目前的外汇管理体制下，致使基础货币投放加速，成为境内流动性过剩的一大主要来源。07年一季度外汇占款增加8767.52亿元人民币，同比增幅高达66%。流动性过剩直接刺激信贷反弹，推动固定资产投资走高，更积聚资产泡沫风险。虽然一季度银行体系的流动性过剩暂时相对有所缓解，但资产价

格快速攀升以及银行流动性受新股发行等因素影响而起伏加大的事实表明，加快疏导流动性，使其最大限度地减小对中国经济金融平稳运行的震荡，是当前及未来相当一段时间内摆在监管层面前的最重要的课题之一。

——通货膨胀压力加大。尽管目前通胀增长水平仍较为平稳，但我们认为，通胀压力已日趋增大，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；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；三是今年以来国际市场上铜、铝、化肥、铁矿石等初级产品的价格涨幅上升，尤其是原油价格上涨态势明显，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；四是虽然一季度煤电油运供需总体平衡，但局部性、时段性紧张仍存在，加之二季度工业生产可能加快及季节性因素，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、信贷高速增长的也将对拉动物价产生滞后影响。

——资产价格过快攀升，货币活期化势头加快，信贷资金流向股市值得高度重视。境内流动性持续过剩及利率过低

导致近来以股价为代表的资产价格过快攀升，受此推动，货币活期化势头加快，更值得密切关注的是信贷资金流向股市的问题。一方面，一季度信贷增速尤其是短期贷款和票据融资增速反弹力度远强于固定资产投资；但另一方面，从固定资产投资到位资金情况看，一季度国内贷款仅增长 9.5%，前两个月增幅更低至 2.7%，而去年该指标始终保持在 22% 以上。银行信贷资金在投资到位资金中的占比突降有企业自筹资金增长的因素，但综合一季度企业活期存款仅新增 1140.89 亿元的事实可看出，信贷资金流入股市的势头明显。由于近来股市日益走高的收益率，尤其是超过 10% 的无风险打新股收益率，企业将信贷资金由投资转向股市的冲动很大。此外，据银监会调查，近来个人消费贷款被用于炒股的现象亦很普遍。大量过剩的流动性流入以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，更对银行信贷资产的安全带来很大挑战。

——产能过剩风险加大。加大前期投资高速增长带来的产能目前开始大批量释放。我们认为，一季度产能增长迅速加快，同时在企业效益提升及生产旺季即将到来的双重刺激下，产能进一步大量释放的可能性很大，而根据我们 3 月份的分析，新增固定资产投资、出口和消费的需求增长将跟不上产能的集中释放进度，产能过剩的风险加大，这亦可以从前述一季度企业产成品资金、应收账款净额及产品销售率的

变化中得到印证。

四、调控政策走向及经济金融走势预测

我们认为，下一阶段宏观调控的重点是防止经济由偏快转向过热，因此预计监管层将加强和改善宏观调控，把好土地和信贷两个闸门，加大节能减排措施，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、存款准备金率及公开市场操作等手段来抓紧缓解流动性过剩矛盾，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。具体措施主要有：

——遏制高耗能产品的过快增长。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，尤其将严格加强对铝冶炼、铜冶炼等的投资审批管理，并加大其在建项目的清理力度；通过进一步降低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。

——增强货币政策的独立性，进一步紧缩货币政策。根据我们3月初的分析，加息有望成为未来宏观调控的主要工

具之一，预计今年还将分两次提高存贷款基准利率，第一次加息可能在 5 月份，同时加快利率市场化改革进程，提升 SHIBOR 的市场地位；还将至少两次提高存款准备金率各 0.5 个百分点；加大公开市场操作和货币掉期²力度，三年期央票的发行量将增多。

——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；严格限制对高耗能、高污染企业的贷款，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综合改革及人民币对美元的升值速度，抓紧疏导流动性过剩。成立国家外汇投资管理公司，可能由财政部向央行发行债券获得部分外汇储备进行境外投资；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；逐步放宽个人对外金融投资的限制，QDII 的经营范围有望扩大到境外股

²又称货币互换，央行用美元从商业银行手中“换入”人民币，到期以后，央行再按照事先确定的货币掉期价格用人民币从商业银行手中回购美元。商业银行年报显示央行上年通过货币互换至少从银行体系回笼了超过人民币5000亿元的资金。

票及其结构性产品和商品类衍生产品。

——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。

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，我们做出如下判断：将 07 年中国 GDP 增速为 10% 的预测调升为 07 年 GDP 增速将超过 10%；维持对全年城镇固定资产投资增长 23% 的判断；将全年工业增加值增长 16% 调升为 16%~17%；维持社会消费品零售额增长 15% 的判断；将全年出口增长率由 19% 调升至 20%，进口增长由 21% 调升至 22%，维持贸易顺差约为 2500 亿美元的判断；维持全年 CPI 上涨 2.8% 的预测；维持全年金融机构人民币贷款增量和 M2 增幅将分别超过 2.9 万亿元和 16% 的央行目标的判断；人民币对美元的全年升值幅度可能达到 5.5%~6%；随着调控和疏导力度的加大，流动性管理可望改善。

五、商业银行需重点关注的几个方面

——严格控制信贷计划的执行进度和投放节奏，密切跟踪监管层对遏制高耗能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。

——加强资产负债管理，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，及时调整流动性安排策略，提高资金使用效率。

——加快产品创新，尤其是本外币资金一体化产品的创新，努力扩大交易类业务，提高交易类资产的比重和收益。

——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。

——在密切关注存款活期化及储蓄进一步分流态势，做好流动性管理的同时，抓住机会大力拓展基金托管、企业年金托管和券商第三方存管等证券市场类中间业务和投资银行业务，不断提高中间业务收入。

——切实防范汇率风险，尤其应准确计算外汇风险敞口头寸。