



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4月30日

报告负责人：詹向阳、樊志刚

报告执笔人：邹新、马素红、宋玮、赵幼力

美国经济增速放缓 全球股市震荡加剧 ——2007年第一季度中国工商银行国际经营背景分析

要点：

● 2007年一季度，美国经济受房地产市场拖累增速继续放缓，但总体衰退的风险不大；欧元区经济增长势头强劲；英国经济强劲增长，通胀风险加大；日本经济增长态势良好；亚洲经济增速加快。我们仍维持年初对07年全球经济增长速度为4.5%~4.9%的判断。

● 全球通胀风险犹存使多数经济体面临加息压力。在国际金融市场方面，美元短线反弹后重续跌势，全球股市振荡加剧，美国长短期国债收益率持续倒挂，国际金价震荡上扬，国际油价先抑后扬。国际银行业利润持续增长，扩张动力较强，风险管理尚待加强。

● 我国贸易顺差继续攀升，FDI质量稳步提升，外汇储备增长迅猛。另外，受境内资产价格攀升及人民币升值预期等因素带动，境外热钱大量入境的势头强化。在华外资银行盈利增长强劲，人民币业务拓展步伐加快。

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。

一、国际经济金融走势分析

2007年第一季度，尽管美国经济增长明显放缓，但欧日及亚洲新兴市场经济体的经济增长依然强劲，通胀风险犹存使许多经济体央行面临加息压力。在国际金融市场走势方面，美元短线反弹后重续跌势，全球股市震荡加剧，国际油价先抑后扬，国际金价震荡攀升。鉴此，我们维持年初对07年全球经济增长速度为4.5%~4.9%的判断。

（一）全球经济走势分析

美国经济受房地产拖累增幅将继续放缓，但总体衰退风险不大。受房地产市场下滑的影响，06年第四季度美国GDP增长率降至2.5%，全年GDP增长率降至3.3%。由于06年美国房地产市场的房屋销量萎缩造成现有房屋库存量明显过剩，因此房地产价格下跌的势头将在07年延续，并进一步对美国经济造成负面影响。目前美国房市下跌造成的最大问题是次级抵押贷款¹危机，06年第四季度美国房屋贷款拖欠还款比率升至4.95%，创3年半新高；其中次级抵押贷款拖欠率上升至13.33%，为02年第三季以来最高。次级抵押贷款危机使20多家次级放贷机构停业，并使抵押贷款机构纷纷提高了借贷信用标准门槛，这反过来又致使房地产市场进一步滑坡：07年1月美国大都市区房价出现全面下跌，2月全美新

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

屋销售量降至近 7 年来最低水平。另外，受房地产市场不景气的影响，美国企业盈利在经历了四年之久的高速增长后开始出现增幅放缓迹象。据汤姆森金融公司预计，美国标准普尔 500 种股票指数的成分公司今年第一季度的盈利增长率仅为 3.8%，全年增速也将减缓至 6.7%。

鉴于房市降温仍然是主导今年美国经济增长的因素，我们判断美国经济 07 年一季度增速将放缓至 2%左右，全年经济增速将降至 2.5%左右，但美国经济陷入衰退的风险不大，主要原因是：首先，尽管次级抵押贷款问题将在未来一两年内延续并对美国房市形成不利影响，但由于美国次级抵押贷款在抵押贷款总量中的占比仅为 13.5%，其引起的信用风险仍在可控范围内，因此对美国总体经济的影响有限。其次，美国就业增长保持强劲。美国 07 年一季度所创造的工作机会共计 45.5 万个，其中 3 月份非农就业人数增加了 18 万人，失业率较 2 月份的 4.5%下降 0.1%，达到 4.4%，是自 2001 年 5 月以来的最低点。其三，美国个人收入和消费支出继续增长。07 年 1 月和 2 月，美国个人消费开支分别增长 0.5%和 0.6%，个人收入分别增长 1%和 0.6%，而个人消费开支约占美国国内生产总值的三分之二，是经济增长的主要动力。其四，美国贸易赤字得到改善。2 月份贸易逆差环比下降 0.7%至 584 亿美元，达到去年 11 月以来的最低点，为连续第二个月下降。其五，通胀水平仍在可控范围。美国 3 月 CPI 及扣除能源和食品之后的

核心 CPI 同比分别上涨 2.8%和 2.5%，2 月 CPI 及核心 CPI 分别上涨了 2.4%和 2.7%，表明整体 CPI 有所加速，但通胀仍在控制之中。

欧元区经济增长势头强劲。06 年第四季度欧元区经济增长加速，环比增长 0.9%，同比增长 3.3%。07 年一季度，尽管受德国提高增值税率及欧元走强的不利影响，欧元区经济仍然保持了去年以来的强劲增长势头，主要表现在以下方面：首先，零售销售反弹。受德国增值税率上调 3 个百分点的影响，欧元区零售销售在 1 月份环比下降 0.8%，但在 2 月份实现了 0.3%的增长，这说明经济的强劲增长在一定程度上抵消了增值税率上调对消费的抑制作用。其次，就业改善提升消费信心。欧元区 2 月份失业率从 1 月份的 7.4%降至 7.3%，为历史最低水平。良好的就业状况使欧元区信心指数由 2 月份的 109.7 升至 3 月份的 111.2。其三，短期通胀水平较为稳定。欧元区 1~3 月通货膨胀率分别为 1.8%、1.8%和 1.9%，尽管有上升趋势但仍保持在欧洲央行 2.0%的控制目标以下。其四，工业产值反弹。受能源产值上升的拉动，欧元区 2 月工业产值环比增长 0.6%，同比增长 4.1%；较 1 月明显反弹，制造业的复苏进一步佐证了欧元区经济增长前景良好。预计欧元区 07 年第一季度 GDP 环比增长率有望达到 0.5%。

英国经济强劲增长，通胀风险加大。英国经济在 2006 年保持了加速增长势头，第四季度 GDP 环比增长 0.7%，同比增长高达 3%。强劲的经济增长使英国通胀水平不断攀升。英国 3 月 CPI 同比上

涨 3.1%，不仅高于 2 月的 2.8%，也创下了 1997 年以来的最高水平，英国 CPI 至此已连续 11 个月超过英央行 2% 的目标。预计英国 07 年第一季度 GDP 环比增速为 0.7%。

日本经济增长势头良好。06 年四季度日本经济强劲反弹，环比增长 1.3%，同比增速高达 5.5%，平了日本近 3 年来 GDP 的最快增速。07 年一季度，日本经济继续温和扩张，主要表现：首先，约占日本经济 55% 的个人消费增速加快，1~2 月的平均增长率为 1.1%，高于去年四季度 0.9% 的平均增幅。其次，国际收支情况良好，出口增长有力。2 月份日本经常项目盈余 2.4175 万亿日元，同比增长 4.9%，连续 2 个月超过上年同期水平；2 月份日本贸易顺差 1.1189 万亿日元，同比增长 3.6%；由于汽车、钢铁、半导体和其它电子产品出口良好，2 月份出口额为 6.1064 万亿日元，9% 的同比增幅也达到了历史最高水平。但日本 2 月核心 CPI 同比微跌 0.1%。10 个月以来首度下降，表明其通缩尚未彻底改善。预计日本 07 年一季度经济同比增速将放缓至 1.9%。

亚洲经济增速加快。亚洲开发银行 3 月发布的《2007 年亚洲发展展望》指出，2006 年亚洲地区经济增速高达 8.3%，是十多年以来增长最快的一年。今年一季度，亚洲发展中经济体继续保持良好势头：印度 2006 年财年（截止于 07 年 3 月末）GDP 增速高达 9.2%，创下近 20 年以来最快增速。1~2 月印度工业增长率分别高达 11.4% 和 11%，制造业同比增长 12.1% 和 12.3%。但

随着印度央行紧缩性货币政策力度的逐渐加大，汽车、零售业、银行业等部分行业的需求出现明显下降，而印度货币卢比对美元的大幅升值亦极大地影响了 IT 业、纺织业和汽车业的出口量。预计印度 2007 年 GDP 增长率将放缓至 8.5% 左右。由于个人消费开支增加以及出口强劲，韩国 2006 年经济增长率达到 5%。今年前三个月，韩国出口同比增速分别为 20.7%、10.5% 和 13.6%，韩国一季度消费者信心指数由去年四季度的 98 升至 103。预计韩国一季度 GDP 增长率有望超过去年四季度的 4%，但韩元对美元走强以及国民收入增速较慢将会影响韩国未来的出口及消费开支增长。随着消费者和投资者信心的不断增强，内需已成为拉动香港经济增长的重要动力，2006 年全年实际经济增长率达到 6.8%，保持了较快增长势头，但由于进口增速超过出口增速导致贸易顺差减少，预计 2007 年香港实际经济增长率将放缓至 5.6% 左右。由于出口增加及消费改善，预计新加坡和印尼一季度的 GDP 增长率将分别达到 7.5% 和 5.8%。

(二) 全球利率市场走势分析

美联储有望于年中减息。自去年 8 月以来，美联储一直将联邦基金利率保持在 5.25% 的水平不变，并同时面临着加息与减息两难的处境。一方面，从美国房地产市场持续降温、制造业放缓的角度看，有必要通过降息刺激美国经济保持稳固增长；但另一方面，美国通胀的上行风险仍然较大，因此又有必要通过加息来

抑制通胀压力。在加息和减息压力共存、经济前景尚不明朗的情况下，美联储最终选择保持利率不变。尽管美联储在短期内仍将保持利率不变，但近期态势表明未来降息的预期已经高于加息预期。如果未来数月内美国通胀水平保持合理、住房市场趋于稳定，预计美联储有望最早于 07 年 8 月迈出减息步伐。

欧洲央行加息防范通胀。07 年 3 月 8 日，欧洲央行宣布将基准利率提高 25 个基点至 3.75%，这是自 2005 年底以来欧洲央行第 7 次加息。尽管 07 年一季度欧元区的通货膨胀率低于 2% 的控制目标，但由于欧元区去年第四季度的经济增长大大超出预期，欧洲央行预期通胀水平可能在今年下半年反弹，因此提前加息预防，旨在消除宽松的货币政策空间。由于近期欧元区经济强劲增长预示着潜在通胀压力已经形成，预计欧洲央行有望于 6 月份将利率提升至 4%。

英国央行或将再次加息。在经济增长强劲、通胀压力加大的背景下，英国央行于 07 年 1 月加息 25 个基点至 5.25%，这是自去年 8 月以来第三次加息。由于英国 3 月 CPI 创下了历史新高，预计英国央行可能在今年 5 月再次上调利率。

日本央行再次升息。鉴于国内生产、个人收入和企业投资增势良好并逐步拉动消费，日本央行判断经济将继续保持增长，有必要推进利率正常化进程，因此于 2 月 21 日宣布将银行间无担保隔夜拆借利率从原来的 0.25% 提高到 0.5%，这是日本央行自去

年7月14日解除零利率政策后又一次采取紧缩银根行动。受2月加息影响，日本2月核心CPI出现同比下跌，因此预计日本央行在短期内将暂缓再次加息。

亚洲新兴市场经济体利率水平稳中有升。虽然自2004年10月以来，印度央行总共升息2.25个百分点，并自去年12月起三度调高银行准备金，以达到缓和通胀的效果，但通胀水平还是随着经济增长快速攀升，因此印度央行于3月30日将回购利率提高了25个基点至7.75%，以进一步抑制通胀上升和贷款的快速增长。韩国1~3月CPI分别增长1.7%、2.2%和2.2%，仍在2%-2.5%的预期波动范围内，因此韩国在今年一季度继续维持4.5%的基准利率不变，这是自去年8月升息后连续七个月暂缓加息。

（三）全球外汇市场走势分析

美元短线反弹后续跌，欧元日元走强。2006年，美元对西方主要货币大幅贬值。但自06年12月开始，美元出现了一波反弹行情。07年1月，纽约市场美元指数延续了去年12月的反弹基调，连续收复84和85两个关口，并在1月26日创下85.23的高点（见图1）。美元此次短线反弹的动力主要来自于两个方面，一是美国经济基本面有改善迹象，二是原油价格下跌对美元走势形成坚实支撑。但好景不长，美元指数于2月14日大幅下挫，跌破06年12月5日以来的上升趋势线，发出了反弹结束、重新看跌的信号。截至2007年3月末，美元指数收于82.93点，较上年末下跌了0.86%；欧

元对美元汇率收于 1.3374 美元/欧元，较上年末上涨了 1.34%；美元对日元汇率收于 117.56 日元/美元，较上年末下跌了 1.23%。尽管不排除有再度反弹的可能，但预计美元的疲软基调在今年难有实质改变，主要原因：一是美国双赤字高居不下。尽管美国 06 财年的财政赤字降至过去 4 年来的最低水平，但仍高达 2480 亿美元；2006 年美国贸易赤字也连续第五年创下历史新纪录。高额双赤字成为威胁美国乃至全球经济增长的主要风险。二是全球流动性过剩。目前全球流动性的全面泛滥使得商品价格持续走强，而在全球绝大多数市场仍以美元计价的背景下，美元的继续走弱也是可以预见的。三是美国与欧日的利差有望继续收窄。美联储在未来几个月很可能维持利率不变，且再次加息的可能性降低，而欧元区和日本却仍处在利率上升的周期。美元与其他货币的利差逐步收窄的前景使投资者倾向于抛售美元，从而对美元汇率形成打压。四是各国央行纷纷减持美元头寸。因伊朗核危机及美国反恐战争而不断升级的地缘政治风险使美国国债作为储备资产的吸引力下降，各国央行为了降低风险，倾向于储备资产多元化，并开始减持美元头寸，从而加速了美元的贬值。

欧元走强与美元弱勢形成了鲜明对比。欧元在 2 月中旬结束了为期两个半月的调整，展开新一轮涨势。在欧元区强劲的经济基本面支撑及欧元利率继续提高的预期下，预计欧元仍有进一步上涨空间。

加息促日元反弹，但中长期仍呈疲势。受低利率因素影响，日元成为 06 年外汇市场跌幅最大的货币。07 年第一季度，受日本央行小幅加息及机构投资者平仓日元利差交易²头寸的推动，日元对美元上涨了 1.24%。日本央行 2 月加息对日元产生了明显的拉动效应，日元兑美元当月升值 2.27%，创 10 个月以来的最大单月升幅；日元兑欧元当月升值更是创下了一年来的最大涨幅。但尽管加息至 0.5%，日元利率仍然远远低于其他货币，日元将会继续成为套利交易的工具，成为被抛售的对象。又由于日本近期加息无望，利差交易特别是日本个人投资者的利差交易在第二季度很可能会卷土重来，日元汇率有望延续中长期疲势。

图1 美元指数走势图
(2006.03-2007.03)



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。

²所谓利差交易是指借入利率较低的货币如日元，转投资高收益率资产或货币。

图2 欧元兑美元走势图
(2006.03-2007.03)

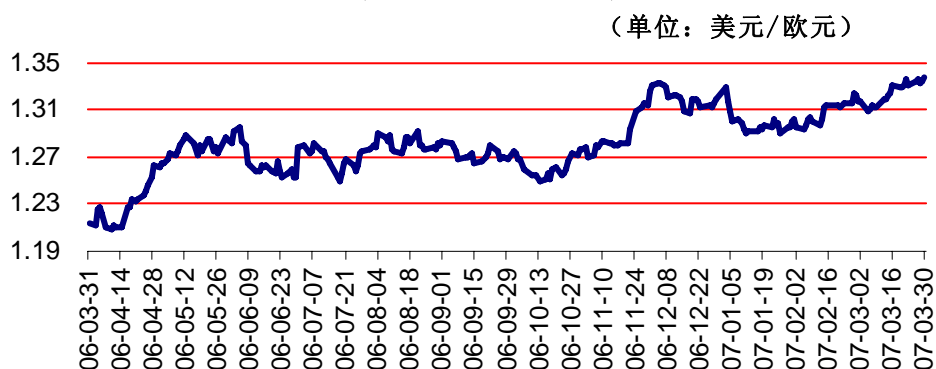
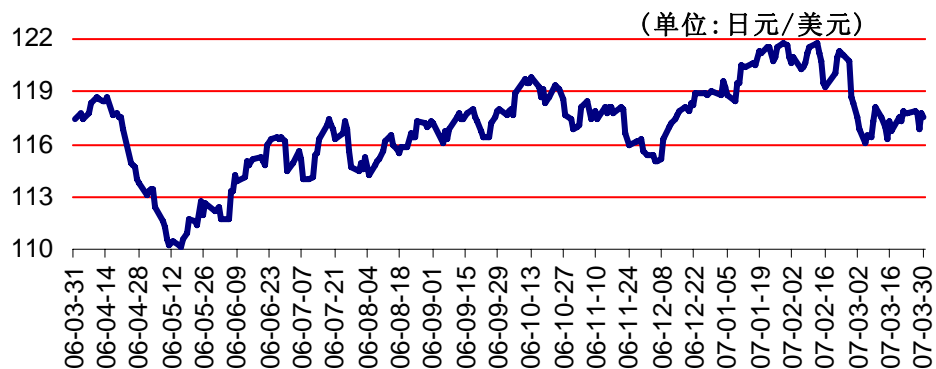


图3 美元兑日元走势图
(2006.03-2007.03)



(四) 全球股票市场走势分析

全球主要股市震荡加剧。2007年1月,美日欧主要股市均保持了去年以来的强劲走势,美国三大指数再创近年新高。进入2、3月份,以美国股市为首的全球股市震荡幅度加大。2月27日,全球股市出现全面暴跌,其中美国道琼斯指数当日下跌416点,跌幅3.29%;全球股市下跌产生的“多米诺骨牌效应”使亚太、欧美、拉美和非洲等地股市几乎无一幸免。本轮股市下跌的重要诱因是:受2月21日日本央行升息的影响,投资者预期日元汇率将上升,

大量的日元“利差交易”平仓引发了抛售其他金融资产、买入日元的现象，从而触发了股市下跌。此轮全球股市普跌行情延续了近一周之后才开始止跌反弹。3月中旬，由于美国次级抵押贷款危机升级、通胀数据高于预期引发了投资者对美国经济前景的忧虑，美国股市再次出现急跌，道琼斯指数在3月13日重挫近2%。之后，由于美国房地产市场数据有所改善及市场对油价上涨的担忧情绪缓解，美股开始稳步走强（见图4）。截至2007年3月30日，美国标准普尔500指数收于1420.86点，较上年末上涨了0.28%；美国纳斯达克指数收于2421.64点，较上年末上涨了0.26%；道琼斯指数收于12354.35点，较上年末下跌了0.87%，创下近两年以来的最大季度跌幅，也是自2005年第二季度以来首个下跌季度。

欧洲三大股指及日经指数的一季度走势与美股相似，说明资本市场国际化程度的提高已使全球股市呈现“同上同下”的现象。截至07年3月末，德国法兰克福DAX指数收于6917.03点，较上年末大涨4.85%；法国巴黎CAC40指数收于5634.16点，上涨了1.67%；英国富时100指数收于6308点，上涨了1.40%；日经225指数收于17287.65点，上涨了0.36%。值得注意的是，受欧元对美元升值、俄罗斯和中东欧国家股市的发展以及企业利润增加等因素影响，欧洲股市市值总额在今年3月末已达到15.72万亿美元，超过了美国股市15.64万亿美元的市值总额，显示出美国在全球资

本市场的统治地位开始下降。

在美国通胀压力犹存、经济增长前景不确定以及油价波动等多种因素的作用下，预计全球股市在第二季度仍将出现宽幅震荡。

图4 美国标准普尔500指数走势图
(2006.03-2007.03)

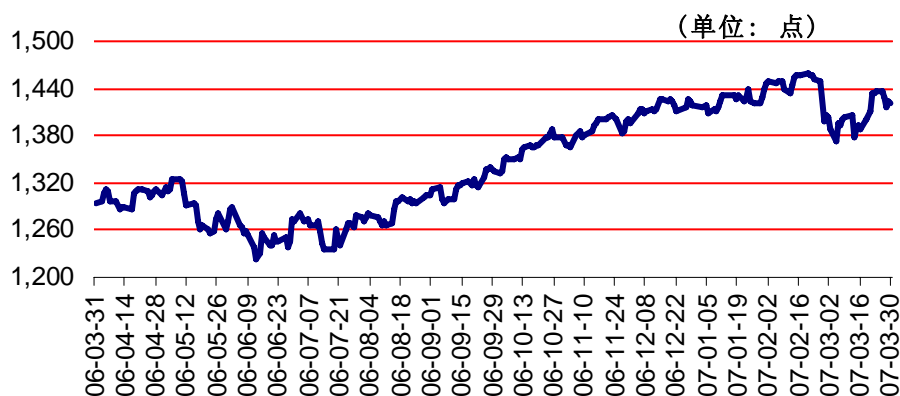


图5 英国富时100指数走势图
(2006.03-2007.03)

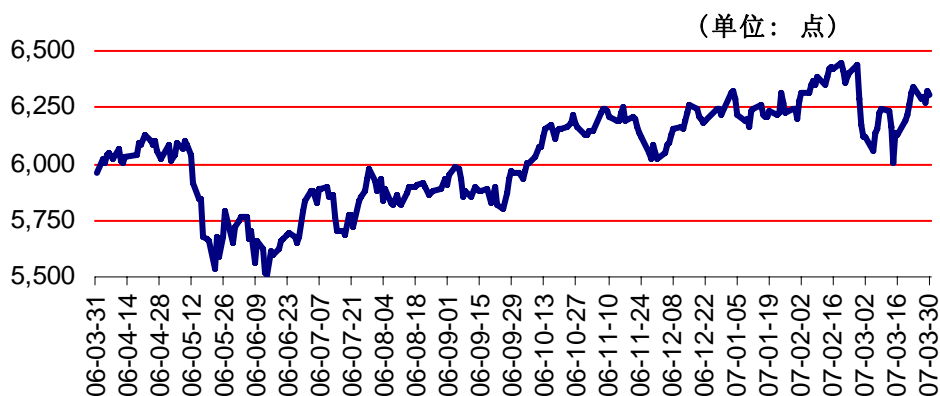


图6 日本日经225指数走势图
(2006.03-2007.03)



(五) 美国国债市场走势分析

美国长短期国债收益率持续倒挂。2006年8月，美国13周国库券收益率首次超过了10年期国债收益率；自2006年10月开始，美国13周国库券收益率全面超过了中长期国债收益率（见图7），并一直持续至今年一季度。07年2月下旬，美国10年期国债和13周国库券收益率的差距一度扩大到-0.4个百分点以上；进入3月份，长短期国债收益率差距有所收窄，但收益率倒挂现象并未得到扭转。截至2007年3月末，美国13周国库券收益率为4.89%，30年期国债收益率为4.85%，10年期国债收益率为4.65%，5年期国债收益率为4.54%；13周国库券收益率较30年期、10年期及5年期国债收益率分别高出0.04、0.24和0.35个百分点。

造成收益率倒挂的原因是：一般而言，货币政策的紧缩首先导致短期利率上升，但如果投资者预期短期利率的上升不会持续很长时间，长期利率就不会随之上升，长短期利率之间的差距就会缩

小甚至倒置。2006年以来，美联储短线加息与中长期降息的预期形成交错，恰好符合上述条件，因此导致了长短期利率倒置。从历史经验来看，长短期利率倒置一般对经济衰退有预测作用，美国1968年以来先后六次陷入经济衰退，每一次衰退之前都出现了美国国债长短期收益率倒挂的现象。尽管受全球经济及美国经济变化等多种因素的影响，收益率曲线对经济衰退的预测功能已大大减弱，但美国国债长短期收益率的持续倒挂现象仍值得警惕。从未来走势来看，一方面，美联储有望在年中降息并带动美国国债短期收益率下降；另一方面，各国央行出于储备资产多元化的需要纷纷减持美国中长期国债，从而推高中长期国债收益率。因此，美国国债收益率曲线有望在中长期告别倒挂，回归正常化。

图7 美国国债市场收益率走势图
(2006.03-2007.03)



(六) 全球黄金市场走势分析

国际金价震荡上扬。在经历了2006年的大幅上涨后，受国际油

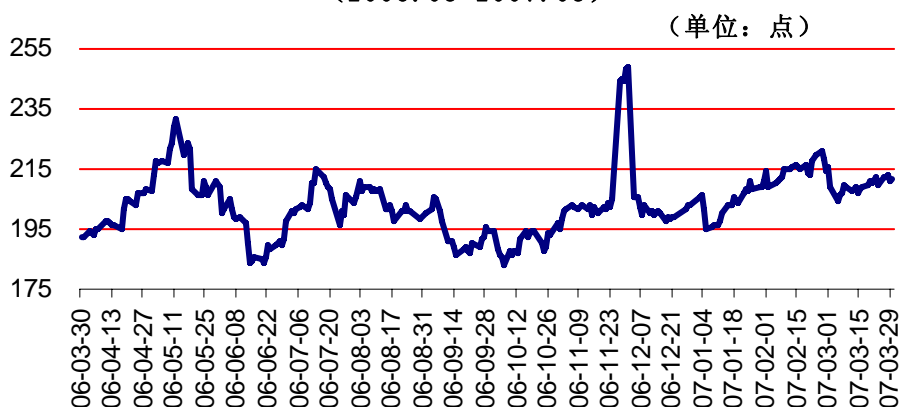
价下跌及美元走强等因素影响，国际金价在 07 年初有所回落，由 1 月 3 日的 642.6 美元/盎司跌至 1 月 10 日的 608.4 美元/盎司。之后，受油价反弹及黄金供不应求的基本面影响，国际金价一路震荡上行，并于 2 月 26 日升至一季度最高价 685.75 美元/盎司。截至 2007 年 3 月 30 日，伦敦黄金市场下午定盘价收于 661.75 美元/盎司，比上年末上涨了 5%；黄金 G5 指数³收于 211.47 点，比上年末上涨了 4.09%。由于近期黄金生产商生产成本上升及产量提高有限封杀了金价下跌的空间，同时受伊朗核问题、美元持续走弱及石油价格反弹的带动，预计未来半年国际金价仍将在波动中上涨。

图8 伦敦黄金市场下午定盘价走势图
(2006.03-2007.03)



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9 国际黄金价格G5指数走势图
(2006.03-2007.03)



(七) 全球原油市场走势分析

国际油价先抑后扬。2007年初,受全球暖冬气候及美元走强影响,国际油价由1月3日的58.32美元/桶跌至1月18日的50.48美元/桶。随后,国际油价震荡上行,一路攀升至3月1日的62美元/桶。虽然此后受美国经济数据改善和中国加息影响有所回落,但3月29日国际原油价格创出66.03美元/桶的半年来最高收盘价,比年初上涨13.2%。

一季度原油价格大幅上涨的原因有:一是美元持续走弱。欧元兑美元汇率从1月11日的1:1.2904升至3月30日的1:1.3374,美元贬值幅度达3.64%。二是伊朗地缘政治冲突。国际市场担心伊朗紧张局势会减少伊朗以及波斯湾的石油出口,而伊朗于3月23日扣押了15名英国皇家海军人员更加剧了这种紧张局势,英伊双方政治冲突极大地推高了国际油价。三是美国原油库存下降。3月份美国商业原油库存下降90万桶,降至3.284亿桶,包括取

暖油和柴油在内的其他成品油库存下降 70 万桶。四是天气预测机构纷纷发布飓风警告，预计今年美湾地区飓风仍然活跃，从而推动了天然气期货价格强势上涨，并支撑了石油市场基本面。此外，持续了半个多月的法国地中海石油港口Fos-Lavera工人罢工事件严重影响了美国从欧洲汽油进口量，这对国际油价也起到了推波助澜的作用。虽然伊朗释放英国水兵一定程度上缓解了中东地缘政治危机，从而有利于稳定油价，但受呈现疲态的美元汇率及夏季用油高峰即将到来影响，预计二季度国际油价将继续稳中有升。

图10 纽约商品交易所原油期货价格走势
(2006.03-2007.03)



(八) 国际银行业走势分析

国际银行业利润持续增长，扩张动力较强，风险管理尚待加强。从近期公布的国际先进银行 2006 年年报可以看出如下特点：其一，利润持续增长。汇丰集团 220 亿美元的税前利润达到历史最

高值，净利润增长 5% 达到 157.89 亿美元，每股盈利 1.4 美元，较上年增长 3%，普通股股东回报连续 3 年超过 15%。美国银行的净利润达到 210 亿美元，是该行历年的最高水平，总收入（包括利息收入和非利息收入）从 2005 年的 569 亿美元增至 742 亿美元，涨幅 30%。JP 摩根大通持续经营业务收益从 2005 年的 83 亿美元增至 2006 年的 136 亿，不包括商誉的股本回报由 13% 上涨至 20%，收入增长率为 14%。花旗集团营业收入 896 亿美元，比去年增长 7%，收入增长低于预期。其二，国际化程度日益提高。06 年，汇丰在亚洲、中东和拉丁美洲以及其他新兴市场的税前利润占到了集团总额的 50%，其中在中国内地的盈利上升 1.12 倍至 7.08 亿美元，仅次于墨西哥的 10 亿美元。06 年 11 月，汇丰完成收购巴拿马具市场领导地位的银行集团 Grupo Banistmo S. A.，成为拉丁美洲领先的外资银行之一。其三，注重机构拓展，同时利用并购填补业务空缺。06 年花旗集团费用增长 15%，增长较快是因为其致力于机构的拓展，每天平均新开 3 家分支机构，并以 11.3 亿美元收购全球最大的在线银行 Egg Banking PLC，以拓展其在英国的消费者业务。摩根大通 06 年扩张了 125 个新的零售网点，并增补了 900 个客户经理和 65 个私人银行家。其四，次级抵押贷款风险暴露使风险管理水平经受考验。06 年美国金融机构的次级按揭贷款风险开始大规模暴露，06 年底美国 518 家上市银行的坏帐拨备比率平均为 1.09%，低于 05 年底的 1.14%，是 1990 年有纪

录以来的最低水平。07 年前两个月内先后有 20 多家按揭贷款公司倒闭，美国第二大次级按揭贷款商新世纪金融公司（New Century Financial）陷入财务困境，并被纽约证券交易所除牌。07 年 2 月，汇丰控股有史以来首度发出盈利预警，其后公布的 06 年报亦表明，受美国次级按揭业务拖累，集团计提贷款减值及其他信贷风险拨备达到 105.73 亿美元，较 05 年同比增长 35.5%。但值得关注的是，摩根大通受次级按揭贷款的冲击较小，主要原因是其审批次级贷款时遵循严格的标准，减少负摊还借款（negative amortization loans，还款额小于当期应支付额）和可调利率抵押贷款（adjustable-rate mortgages，其贷款利率几年后将会上调），并将 06 年绝大部分次级按揭以资产证券化的方式出售。

表 1 四家国际先进银行 2006 年主要财务数据

财务指标	花旗集团	汇丰控股	美洲银行	JP 摩根
税后利润（百万美元）	21,538	15,789	21,133	14,444
资产（百万美元）	1884,318	1,860,758	1,459,737	1,351,520
市值（亿美元）	2,735.98	2,108.31	2,380.21	1,671.99
每股净资产（美元）	24.18	9.36	29.7	33.45
加权平均每股收益（美元）	4.31	1.39	4.59	4.04
平均总资产回报率（%）	1.27	0.94	1.44	1.13
平均净资产回报率（%）	18.6	15.7	16.27	12.96
核心资本充足率（%）	8.59	9.4	8.64	8.7
资本充足率（%）	11.65	13.5	11.88	12.3
市盈率（%）	13.2	12.94	11.31	12.95
成本收入比（%）	na	51.3	47.94	na
拨备覆盖率（%）	na	98.5	505	na

二、国际经济金融环境对我国经济金融的影响

(一) 对我国进出口贸易增长的影响

贸易顺差继续攀升，进出口增速及月度贸易顺差均出现较大波动，出口商品结构仍待改善。2007年1~3月，全国进出口总值为4577.44亿美元，同比增长23.3%，增幅同比下降2.5个百分点。其中：出口2520.91亿美元，增长27.8%，增幅同比上升1.2个百分点；进口2056.53亿美元，增长18.2%，增幅同比下降6.6个百分点；实现贸易顺差464.38亿美元，增长99.3%，增幅同比上升57.8个百分点。

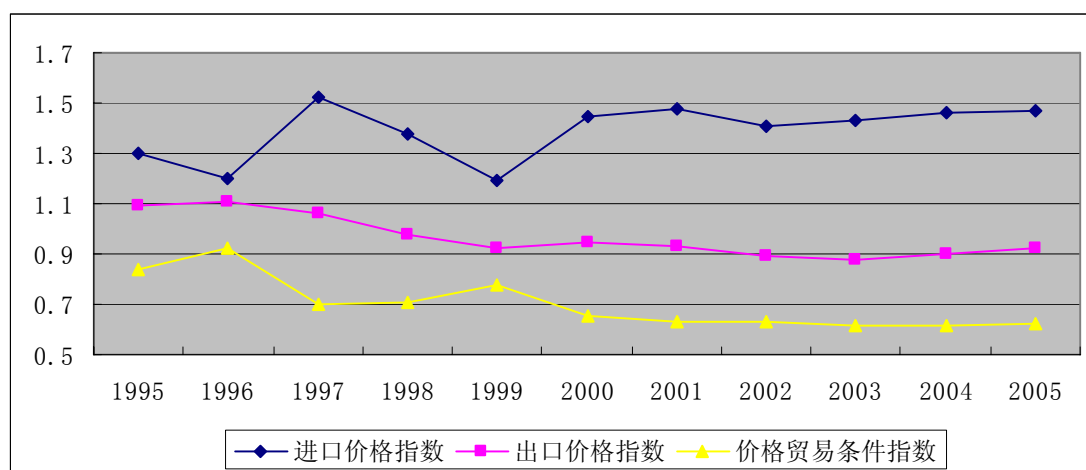
值得关注的是，由于3月份出口增速由2月份的51.7%锐减至6.9%，导致当月贸易顺差大幅跌至68.7亿美元，仅为2月份237.6亿美元顺差额的28.9%，其主要原因是纺织品出口出现大幅下降。1~2月纺织品服装出口240亿美元，增长40%，顺差216.2亿美元，占全国顺差的54.6%，但3月份纺织品服装出口79.7亿美元，同比下降24.3%。3月份纺织品出口下降的主要原因：一是继续降低纺织品出口退税率的预期促使出口企业“抢关出口”，导致1~2月份纺织品出口大幅增长，而3月份出口同比减少；二是欧盟对我国化纤布发起反吸收调查⁴，致使我国上千家涉案企业3月份出口金额大减；三是今年2月份国家严查出口虚增措施一定程度上挤压了3月份纺织品出口金额中的水分。

在进出口商品结构进一步改善的同时，我国出口产品科技含量及

⁴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”。

出口效益亟待提高。前3个月机电和高新技术产品进出口金额所占比重已达55.67%和30.23%，但出口的高新技术产品中，87%是通过加工贸易承接国外高新技术产业的劳动密集型环节，真正技术含量高、附加价值高的环节并不在我国，拥有核心技术的产品不多，自有品牌出口能力还较弱。目前我国拥有自主品牌进出口的企业不足20%，自主品牌出口不足10%。与此同时，虽然进出口贸易飞速增长，但我国价格贸易条件却逐步恶化。从1995年至2005年的11年内，我国进口价格指数总体呈上升趋势，而出口价格指数不断下降，导致价格贸易条件指数⁵从1995年的0.84降至2005年的0.65，呈现明显的恶化趋势。我国价格贸易条件恶化的主要原因由进口商品升级推动价格持续上升、出口产品结构变化降低出口价格以及从事加工贸易的外资企业为逃避税负采取高价进口和低价出口的策略。

图11 我国价格贸易条件指数变化趋势（1995~2005）



数据来源：根据《中国海关统计年鉴（1995—2005）》整理计算

今年一季度，我国与主要贸易伙伴的双边贸易全面快速增长。其

⁵价格贸易条件指数=出口价格指数/进口价格指数*100%

中，中欧、中美、中日双边贸易额分别达到 753.9 亿美元、667.2 亿美元和 529.1 亿美元，分别增长 30.3%、20.1%和 15.2%。一季度中国对日本的贸易逆差 63.8 亿美元，同比增长 58%。而同期中美贸易顺差 346.9 亿美元，同比增长 21.3%，占我国贸易顺差总额的 74.7%。中美贸易顺差的不断扩大，导致中美贸易摩擦呈现进一步加剧趋势。美国政府采取的一系列保护主义措施将有可能引发中美贸易冲突的升级，从而减缓我国对外贸易增速。

随着我国面临的贸易摩擦不断增多以及贸易顺差增加导致外汇储备增长过快，预计政府将进一步加大贸易平衡型政策的实施力度，以减少贸易失衡程度。因此，我们维持年初对 07 年进出口贸易增长的预期，即今年我国进出口总额将达 2.1 万亿美元，增幅放缓至 20%左右，同时贸易顺差将有望达到 2500 亿美元。

（二）对吸引外商直接投资（FDI）的影响

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%。随着我国引资策略的进一步调整及宏观调控措施的到位，一般制造业的FDI可望呈稳步下降态势，而高新技术及研发和服务业的FDI将保持稳定增长。

（三）对外汇储备增长的影响

外汇储备快速增长，疏导分流进程加快。截至 07 年 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，同比多增 795 亿美元，其中 3 月份增加 447 亿美元，同比多增 233 亿美元。一季度外汇储备月均增长 400 多亿美元，较以往的约 200 亿美元扩大一倍，增速明显加快。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。例如，外汇局出台削减金融机构举借短期外债额度政策后，许多金融机构（尤其是外资）今年一季度的外债借入量增多。面对外汇储备的高增长，疏导分流进程有望加快：一是 QDII 的经营范围有望扩大到境外股票及结构性产品和商品类衍生产品；二是加快外汇投资公司的设立，通过对内发行人民币债券的形式来负责部分外汇储备的海外直接投资（包括固定收益类、房地产以及海外上市公司股权等权益类投资）；三是大力支持企业

境外投资，扩大对外投资规模并拓宽投资范围。

（四）对境外资金流入的影响

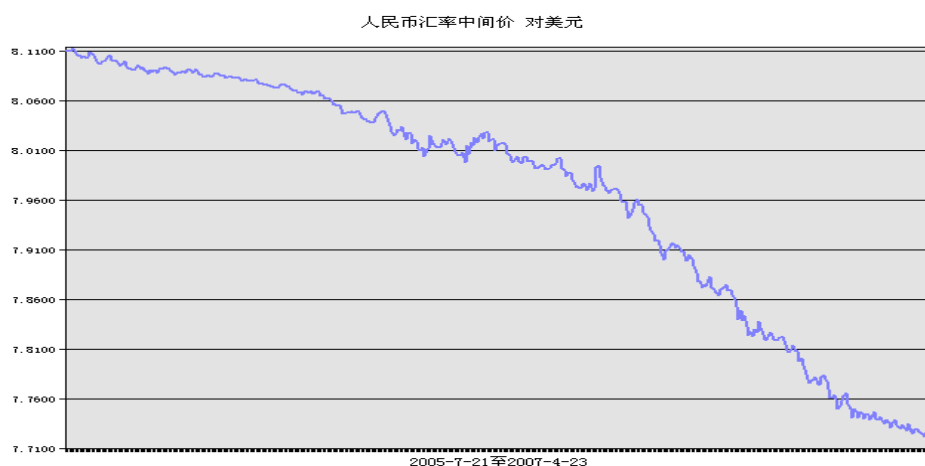
受境内资产价格攀升及人民币升值预期等因素带动，境外短期资金大量入境的势头强化。从外汇储备增加额减去贸易顺差增加额再减去FDI增加额的账面数额看，07年一季度资金流入为734亿美元，为06年全年69.81亿美元的近11倍，增势迅猛，除了境内企业的外汇融资和盈余增加、境内进出口企业的远期结汇增长以及央行与商业银行之间外汇掉期交易有所增加等因素，亦表明境外资金尤其是境外短期资金的入境势头进一步强化，这与我们年初的预计相符。据外管局统计，截至2006年末，我国外债余额同比增长约14%，其中短期外债增长约16%，短期外债占全部外债余额的比例达到57%左右，创历史新高，远超出国际警戒线。另据新兴投资组合基金研究公司(EPFR)推算，从2006年10月到07年1月末，投入中国股市的全球共同基金约为64亿美元，同期投入香港股市为27亿美元，而对亚洲其他经济体则是净卖出18亿美元。境外资金的大量流入加剧了境内流动性过剩和资产价格泡沫风险，因此在加大人民币汇率弹性的同时对其加强监控是监管层的重中之重。

（五）对人民币汇率走势的影响

人民币对美元升值有望加快，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 12）。

图 12 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。例如，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，更表明央行可能加大了被动吃进外汇的力度。但随着境内流动性过剩的压力日趋加大，人民币对美元的升值速度可望加快，同时将推出一些新的汇率配套改革措施：一是逐步放宽个人对外金融投资的限制，允许境内居民直接去海外投资股票、基金、债券等；二是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，通过分类监管，加强对贸易外汇资金流入及结汇的管理；三是改进外商直接投资的统计监测和资本金结汇管理，完善跨国公司外汇资金集中管理；四是加强外债管理，改进外债统计监测，抑制短期外债过快增长。

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。07年一季，我国银行间外汇市场成交活跃，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）对境内银行外汇存贷业务的影响

外汇贷存比继续上升。截至07年3月底，外汇贷款余额为1712.96亿美元，同比增长10.81%；外汇存款余额为1648.8亿美元，同比增长3.76%；境内外汇贷存比从06年末的103.28%小幅上升至07年3月末的104%；同时，短期现汇贷款占全部外汇贷款的比重为25%，比06年末上升0.43个百分点，同比下降4.95个百分点；中长期现汇贷款占比为48%，比06年末下降2个百分点，同比上升1.58个百分点。短期现汇贷款占比环比略有上升主要是季节因素造成的，但外汇贷款期限结构将继续趋向中长期化，

外汇资金短缺态势会继续加剧。

（七）在华外资银行走势分析

外资银行盈利增长强劲，人民币业务拓展步伐加快。截至 06 年底，在华外资银行本外币资产总额 1033 亿美元，占中国银行业金融机构总资产的 1.8%。近期在华外资银行发展主要呈现三个特点：首先，在华外资银行利润大幅增长。汇丰 06 年在中国内地的税前利润约为 7.08 亿美元，同比增长了 112%，是该行在所有国家及地区中盈利的最快增速；东亚银行 06 年在中国内地的税后利润达到 5.3 亿港元，比 2005 年大增 90%，占集团利润比重由 05 年底的 14.6% 提高至 06 年底的 15.6%；恒生银行的内地业务表现强劲，内地分行 06 年税前盈利上升 94.2%，至 1.34 亿港元，连同参股兴业银行所获盈利，恒生银行内地业务占该行税前利润中的 8.97 亿港元，比重由 4.5% 增至 6.1%。第二，部分外资银行完成改制，人民币零售业务随之破冰。截至 07 年一季度末，已有 12 家外资银行⁶ 获准将中国境内分行改制筹建为外资法人银行。在 3 月底首批获得本地注册的法人营业执照后，汇丰、渣打、花旗和东亚四家外资银行在内地的 100 多家网点于 4 月初正式开业，并已获准经营人民币零售业务。目前，汇丰、渣打、花旗和东亚在内地分别拥有 35、23、16 和 32 家网点，为了大力拓展人民币

⁶ 除了汇丰、渣打、东亚和花旗银行已获准开业外，其余 8 家正在进行改制筹建的外资银行是：恒生银行、日本瑞穗实业银行、日本三菱东京日联银行、新加坡星展银行、荷兰银行、永亨银行、新加坡华侨银行、美国摩根大通银行。除美国摩根大通银行将改制后的外资法人银行总行注册地选择在北京，及永亨银行将改制后的外资法人银行总行注册地选择在深圳外，其余 10 家外资法人银行总行注册地选择在上海。

零售业务，上述外资银行纷纷计划加大投入并力争在年内将网点数量翻番。