



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6日

课题负责人：詹向阳、樊志刚

课题执笔人：邹新、马素红、程实、宋玮

全球经济下行风险加大 次贷危机引发金融市场动荡

——2007年第三季度中国工商银行国际经营背景分析

中国工商银行城市金融研究所课题组¹

报告精要：

- 今年第三季度，欧美国家经济增长普遍放缓，日本当季 GDP 出现负增长，但亚洲新兴市场经济体仍保持较快增长势头；在经济下行风险增大的背景下，美联储连续两次降息，欧洲和日本央行暂停加息步伐，但韩国等亚洲经济体为抑制通胀仍连续加息。
- 次贷危机引发国际金融市场动荡，美元加速贬值，全球股

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 课题组负责人：詹向阳、樊志刚，课题执笔人：邹新、马素红、程实、宋玮。

市大幅调整，欧美银行业盈利遭到重创；美联储减息带动美国国债收益率全面下跌；国际金价迅速攀升；国际油价屡创新高；全球贸易和投资增势良好；全球流动性过剩加剧。

● 我们认为，国际经济金融环境将对我国经济运行产生如下影响：短期内美国经济增长放缓对中国出口增长的负面影响较为有限，次贷危机的警世作用大于实际影响，而美联储降息目前尚未对中国的货币政策形成掣肘；全球经济失衡对我国货币政策造成冲击，加剧国内的流动性过剩，加剧了中国和美国等发达国家之间的贸易摩擦，使人民币升值面临强大的外部压力；全球商品价格上涨使我国进口成本增加，输入型通胀压力加大，加大了我国相关产业的发展难度。

2007年第三季度，受美国经济增长放缓及次级抵押贷款危机（以下简称“次贷危机”）的不利影响，全球经济面临的下行风险加大，美联储率先降息，欧洲及日本等主要经济体的加息进程受阻。美元加速贬值，国际油价创下历史新高，国际金价大幅攀升。次贷危机不但引发了全球股市的剧烈震荡，还导致欧美银行业的经营业绩普遍下挫。由于美国经济增长明显放缓、次贷危机的影响超出预期及国际油价大幅飙升，我们将2007年全球经济增长速度的预期下调至4.2%~

4.5%的区间。

一、国际经济金融走势分析

(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	3.7	2.0	2.1	2.0
欧元区	3.2	2.5	2.4	2.3	2.5	2.1
英国	3.0	3.0	3.3	2.7	2.9	2.8
日本	3.0	-1.2	1.5	2.0	2.0	2.0
韩国	4.0	5.0	5.1	5.4	5.1	5.2
印度	9.1	9.3	9.3	9.0	9.2	8.5
香港	5.6	6.9	6.0	6.0	6.1	4.0
全球	——	——	——	——	4.5	4.2

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。

美国经济受次贷危机影响进入下行阶段, 但全面衰退风险较小。美国二季度GDP增长率²经修正后为3.8%, 较一季度的0.6%大大提高, 并创下了2006年二季度以来的最快增速, 表明次贷危机爆发之前美国经济走向良好。第三季度, 随着次贷危机的爆发, 美国主要经济指标出现明显的周期性逆转:

首先, 房地产市场加速下滑。9月成屋销售为504万户, 环比下降8.0%, 同比下降19.1%, 创16年以来最大历史跌幅; 9月份成屋销售中间价为21.17万美元, 同比下降4.2%,

² 根据数据取用和比较的国际习惯, 这里的GDP增长率为实际GDP季环比经年度化折算后的年率。如无特别说明, 下文其他增长率数据均采用同样的取用方法。

为 14 个月以来第 13 次下降；9 月新屋开工为 119.1 万户，年率大跌 10.2%，营建许可为 122.6 万户，均创下 1993 年 7 月以来的 14 年低点；第三季度家庭住房拥有率跌至 68.1%，较前一季度下降 0.2 个百分点，在过去一年中，住房拥有率累计下跌达 0.8 个百分点，为 1981~1982 年以来跌幅最大的一年。

第二，对经济增长贡献率为 60% 的消费趋向萎靡。二季度美国实际消费增长从一季度的 3.7% 跌至 1.3%；9 月消费者信心从 8 月的 105.6 降至 99.8，下降 5.5%，创下 2005 年 11 月以来的最低点；在 8 月下降 4.9% 的基础上，9 月耐用消费品订单继续下降 1.7%，大大逊色于 7 月的增长 6%。失业率有所上升也不利于未来的消费增长：9 月失业率从 8 月的 4.6% 升至 4.7%，为一年以来最高；10 月中旬首次失业人数和持续领取失业救济人数分别为 33.1 万人和 253 万人，均高于预期水平。

第三，通货膨胀压力小幅加大。受美联储放松银根影响，9 月 CPI 同比增长率从 7 月的 2% 升至 2.8%。美国经济从今年第二季度以来出现的“较高增长、较低通胀”的复苏模式很可能从第四季度起转变为“较低增长、较高通胀”的放缓模式。

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 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³。美国房地产泡沫可能会因市场恐慌而加速破灭，信贷市场、债券市场和股票市场作为主要融资渠道将在流动性收紧中遭遇扩张瓶颈，从而导致抵押消费增长大幅放缓、中小企业受到较强资本约束以及大企业全球化发展阻力加大。但美国经济由此陷入全面衰退的风险不大，主要原因是：其一，美国财政货币当局一系列旨在救市的应急策略已经初显成效，市场信心有所恢复，信贷紧缩（Credit Crunch）不断缓解，次贷危机进一步恶化的可能性较小。其二，美联储货币政策由紧缩向适度放松的及时转变将刺激投资增长，给美国经济带来滞后性的扩张效应。其三，美元的持续贬值带动美国出口增长，贸易失衡有望进一步改善。

鉴于对次贷危机及美国政策变化的分析，我们判断美国经济2007年三季度增速将初步放缓至3.7%左右，即便考虑到年底圣诞节的消费刺激效应，四季度经济增长将进一步放缓至2.0%左右，全年经济增速将降至约2.1%。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2008年第三季度美国经济反弹，受此影响，预计2008年全年美国经济增长为2.0%左右。

欧元区经济增长滞缓，未来面临的不确定性增多。一季度和二季度，欧元区GDP增速分别为3.2%和2.5%，其中第二季度

³ 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。

的经济增速创下 2005 年第一季度以来的新低。进入第三季度，在就业增加、消费支出强劲等因素的支撑下，欧元区经济增长基本面总体良好，但面临的不利因素进一步增多：首先，由于美国次贷危机冲击欧洲信贷市场并造成金融市场动荡，欧洲各大银行普遍收紧信贷，企业贷款成本不断增长，使欧元区经济增长面临的下行风险增大。其次，受能源价格变动的影 响，欧元区通胀风险有所抬头，9 月 CPI 达到 2.1%，是自 2006 年 8 月以来首次突破欧洲中央银行设定的 2% 警戒线。再次，由于欧元持续升值，欧元区出口增长面临的阻力加大，尽管 7 月和 8 月份仍然实现了贸易顺差，但月顺差额已从 57 亿欧元下降至 13 亿欧元。预计第三季度欧元区 GDP 增长将放缓至 2.4%。从第四季度的经济走势来看，欧元区经济基本面依然稳固但将继续面临众多不确定性：第一，由于全球经济增长减缓，欧元升值将抑制出口增长并使对外贸易对经济增长的贡献降低。第二，在美国次贷危机影响余波未平的情况下，银行仍趋向于收紧信贷，欧元区金融市场也有再次出现震荡的可能，这将削弱投资者信心并损害经济增长。因此，第四季度欧元区经济增长可能仍趋于放缓。预计欧元区全年经济增速为 2.5%。

英国经济表现良好，但房价下跌预示下行风险。英国一季 度和二季度 GDP 增长率均为 3.0%。第三季度，英国经济在次贷危机的负面冲击下仍然表现良好，当季 GDP 增长 3.3%，为 3

年来的最高水平。英国通胀水平也有所缓和，9月CPI同比增长1.9%，低于2%的控制目标。但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房屋购买者的信心，英国房价在9月份以两年来的最快速度下滑。与此同时，次贷危机导致英国第五大抵押贷款银行北岩银行（Northern Rock）资金短缺并一度遭到挤兑，银行危机的爆发及市场对抵押贷款利率可能进一步提高的预期，使房地产市场信心下降至2005年5月以来的最低点，房价下跌的势头可能在第四季度延续。预计2007年全年英国经济增长率有望达到3.1%。

日本经济近三年来首次出现负增长。今年一季度，日本GDP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GDP增长率为-1.2%，这是日本经济自2004年四季度以来的首次负增长。三季度，在日元贬值以及新兴市场国家需求强劲的推动下，日本出口增长依然强劲，7月和8月出口总额同比增长11.1%和14%，同时个人消费支出同比增速在8月反弹至1.6%，但全国整体物价水平仍旧停滞不前，8月份CPI更是下降了0.2%。虽然日本经济在二季度出现负增长，但鉴于经济持续复苏的基础并未遭到破坏，预计日本三季度GDP增长率可达1.5%，全年增长率可望达到2%。

亚洲经济继续保持良好的增势。今年三季度，亚洲各经济体延续了上半年的良好增长势头。在制造业、建筑业和交通

运输业等行业的拉动下，印度前两季度 GDP 实际增长率分别为 9.1%和 9.3%。三季度前两个月，制造业继续快速增长，分别同比增长 7.9%和 10.4%，预计三季度印度 GDP 增长率将维持在 9.3%左右。但考虑到国际金融市场动荡和油价高企的影响，我们将 2007 年印度经济增速的预测值调低至 9.2%。

由于出口、企业投资和金融保险业的强劲增长，今年前两季度韩国 GDP 分别同比增长 4%和 5%，其中二季度 GDP 环比增长率 1.8%创下近四年来的新高。三季度，韩国私人消费稳步增长，消费者信心指数持续走高（7、8、9 月份分别为 102.6、103 和 103.2），进出口贸易稳步增长，预计韩国三季度 GDP 增长率将达到 5.1%，全年增长率将保持在 5%左右。香港经济得益于本地消费、外贸的强劲增长以及投资的反弹，今年前两个季度分别强劲增长了 5.6%和 6.9%。但内地食品价格高涨引起香港 CPI 指数在三季度有所抬头，且全球经济下行风险加大可能会增加香港出口的不确定性，预计三季度香港经济将放缓至 6%左右，全年经济增长率将达到 6.1%。

（二）全球利率市场走势分析

美联储进入降息周期。与我们之前的预期基本一致，美国货币政策在三季度发生了“拐点”性质的方向转变。2007 年 9 月 18 日，美国联邦储备委员会将联邦基准利率下调 50 个基点至 4.75%，同时将贴现利率同步下调 50 个基点至 5.25%。随后在 2007 年 10 月 31 日，美联储进一步降息 25

个基点至 4.50%，同时将贴现利率再降低 25 个基点至 5%。这是美联储自 2003 年 6 月以来仅有的两次降息。2004 年 6 月至 2006 年 6 月，美联储连续 17 次累计加息 425 个基点。在经济指标预期值整体恶化的背景下，美联储连续两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，其最根本的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，并将对美国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。

鉴于对次贷危机影响及伯南克政策风格的分析，我们判断 2007 年美联储将累计降息 75 到 100 个基点左右。目前来看，12 月 11 日继续降息的概率为 40%左右。

次贷危机打消欧洲央行及英国央行的加息预期。在次贷危机蔓延之前，为了抑制通胀上涨的压力，欧洲央行和英国央行均处于连续加息的进程中：欧洲央行自 2005 年底以来连续加息 8 次，其中今年 3 月和 6 月各加息 25 个基点，目前基准利率达到 4%；英国央行自 2006 年 8 月以来连续加息 5 次，其中今年 1 月、5 月和 7 月各加息 25 个基点，目前基准利率达到 5.75%。尽管欧洲的通货膨胀在中期依然存在上行风险，但由于欧元区及英国经济均在次贷危机引发的金融市场动荡中受到消极影响，减速风险增加，再次加息将对推动经济

增长不利。因此，欧洲央行和英国央行近期均暂缓加息。第四季度，尽管能源价格飙升可能拉高欧元区及英国的通胀率，但在经济增长预期下调的背景下，预计欧洲央行和英国央行仍会暂缓加息步伐。

日本央行升息前景渺茫。自2月份调升基准利率至0.5%后，日本消费者物价指数（CPI）停滞不前，其中4、5和7月份则与去年同期持平，6月和8月份全国CPI分别同比下降0.2%。因此，日本央行连续7个月维持0.5%的基准利率不变。由于美国经济下行风险加大，且全球经济增长的不确定性增加，日本年内加息的前景较为渺茫，预计日本央行将于明年年初升息至0.75%。

印度维持利率不变，韩国连续升息。自3月30日升息25个基点后，印度整体通胀水平有所下降，因此印度央行一直将基准利率维持在7.75%。为减少因家庭及中小企业大量借贷而催生资产价格泡沫的风险，韩国央行于7月12日和8月9日各加息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。鉴于韩国央行已连续两次加息，且CPI仍在2%-2.5%的可控范围之内，预计韩国央行将在年内维持5%的基准利率不变。

（三）全球外汇市场走势分析

美元持续贬值，欧元日元走强。在经历了一季度的连续下跌和二季度的短期反弹之后，美元汇率在三季度加速贬

值。次贷危机引发了国际市场对美国经济的担忧，美元资产遭到抛售；与此同时，美联储 9 月份降息 50 个基点以及由此确认的宽松货币政策取向导致美元汇率持续走弱，而且这种走弱是美元相对于其他主要货币的全面走弱。2007 年 9 月 28 日，美元指数创下 77.719 的本世纪新低(见图 1)，较 2001 年 7 月 6 日创下的 121.0 的本世纪高点下跌了 35.77%，三季度美元累计贬值 4.56%。美元指数的大幅下降是各权重货币集体对美升值的整体表现，占据 57.6%权重的欧元、占据 11.9%权重的英镑、占据 9.1%权重的加拿大元均在三季度创下了本世纪以来的对美汇率新记录。美元贬值并不局限于短期，原因有四：一是美国利率政策较其他经济体更趋宽松将带来美元走弱的影响；二是美国经济增长受次贷危机影响前景看淡将给美元汇率带来贬值动力；三是美国长期的“双赤字”将导致美元贬值的基本走向；四是次贷危机影响下国际投资者对美元资产的减持会加剧美元走弱。

受益于经济增长的稳健复苏，欧元、日元走强与美元弱势形成了鲜明对比。截至 2007 年 9 月 28 日，欧元兑美元汇率收于 1.42675 美元/欧元，较 6 月末升值了 5.36%(见图 2)；日元兑美元汇率收于 114.8 日元/美元，较 6 月末升值了 6.8%(见图 3)。鉴于美元弱势的长期性，欧元、日元的相对强势将继续维持。但由于次贷危机对欧洲经济的负面影响逐渐显露，日本经济在政治动荡中面临较大不确定性，而且欧洲央

行和日本央行也都流露出放松货币的迹象，预计四季度欧元和日元升值幅度将有所下降。

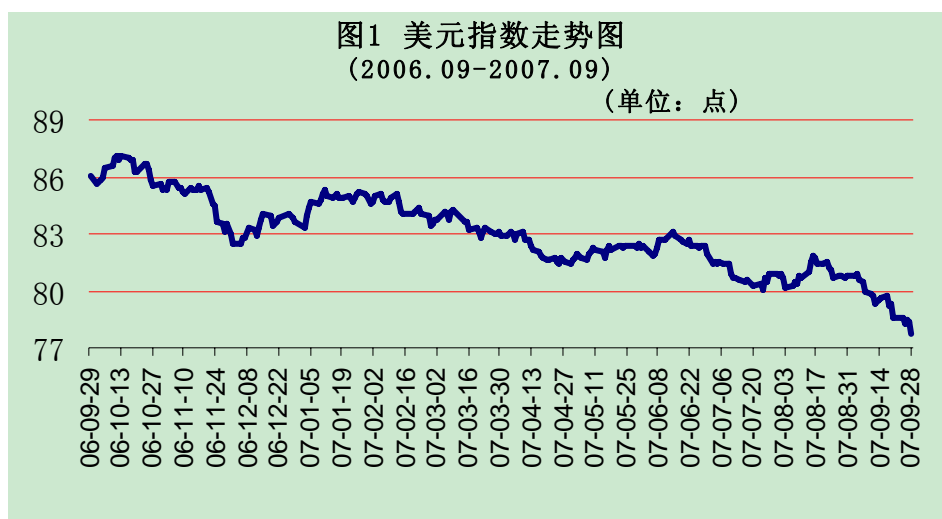
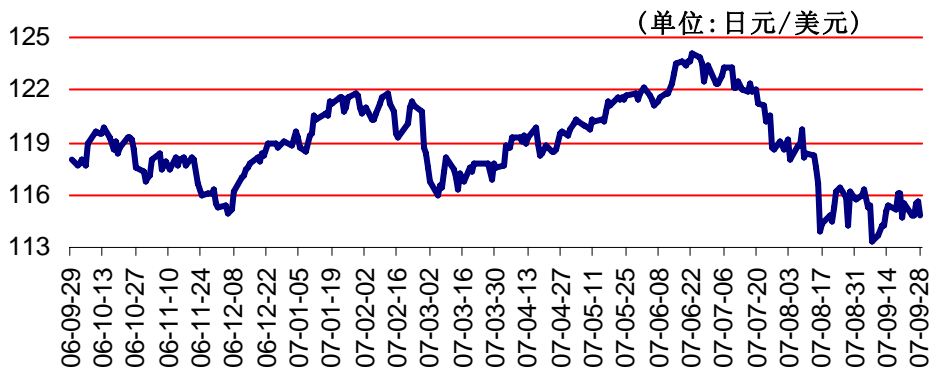


图3 美元兑日元走势图
(2006.09-2007.09)



(四) 全球股票市场走势分析

全球股市受次贷危机冲击呈“V型”震荡，金融股首当其冲。今年上半年，美日欧主要股市均保持了强劲走势。进入第三季度后，随着美国次贷危机愈演愈烈，其影响开始蔓延到全球金融市场。美国股市自7月底开始连续下挫，并拖累其他各主要股市由强劲上扬转为深度暴跌。为了缓解金融市场流动性紧缺问题、维持投资者信心，欧洲央行于8月9日率先向市场注资，此后，美联储、日本央行、澳大利亚央行、加拿大央行等多家西方央行也相继进行注资行动，截至8月23日，各国央行向市场注入的资金总额超过了5000亿美元。但各国央行出手救市的行动反而引发了投资者的担忧，加剧了市场的恐慌，并引发了全球股市一轮“多米诺骨牌”式的循环暴跌。自7月下旬至8月中旬的三周时间里，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%。在此期间，欧亚股市受重创的程度更甚于美国股市，法国CAC40指数跌幅达13%，英国富时100指数跌幅

11.7%，德国 DAX 指数也下跌了 9%，日经指数的最深回调幅度达到 12.4%，香港恒生指数的累计跌幅一度超过 13%。由于各类金融机构是次贷危机的最大受害者，因此在金融机构纷纷调低业绩的悲观预期下，各大股市的金融股均处于领跌的角色。

但由于次级按揭债券的规模并不大，因此其对全球股市的基本面影响有限。以“次级债”为导火索的本轮股市下跌，其真正原因在于全球股指在过去一年多来一直保持牛市格局，因此存在调整的需要，各大央行为缓解流动性紧缺的种种政策激起了市场的过度反应。8月17日，随着美联储宣布下调窗口贴现利率，各国央行采取的一系列联手救市措施开始显现短期效应，全球股市止跌回升。截至9月28日，美国标准普尔 500 指数收于 1526.75 点，较 6 月末上涨了 1.56% 点，道琼斯指数和纳斯达克指数分别上涨了 3.63% 和 3.77%；英国富时 100 指数收于 6466.80 点，下跌了 2.14%，德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数分别下跌了 1.82% 和 5.6%；日经指数收于 16785.69 点，下跌了 7.46%。

由于次贷危机的负面影响仍未消退、美国经济放缓导致企业盈利低迷以及国际油价达到历史新高，预计全球第四季度仍将出现大幅波动。

图4 美国标准普尔500指数走势图

(2006.09-2007.09)

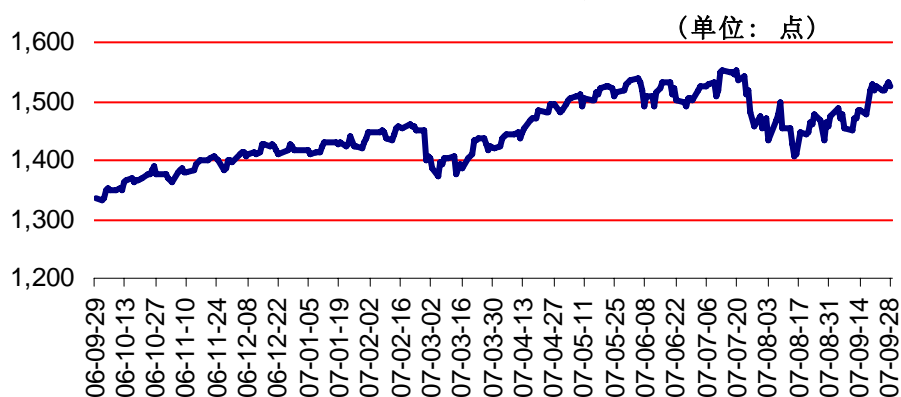


图5 英国富时100指数走势图

(2006.09-2007.09)

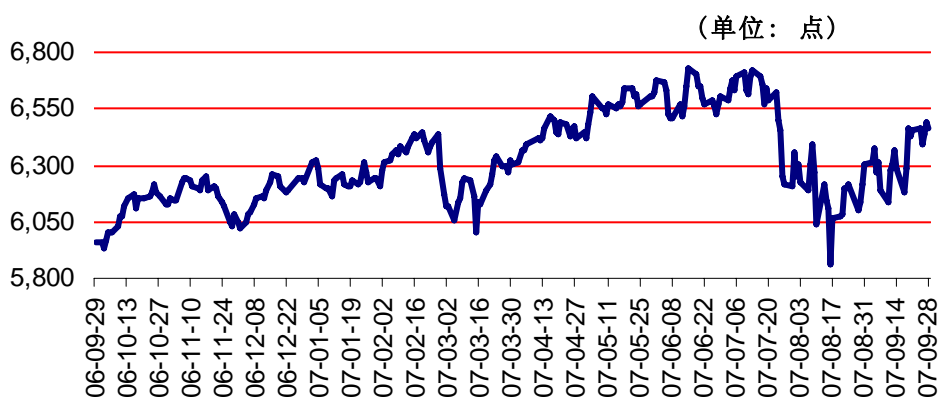
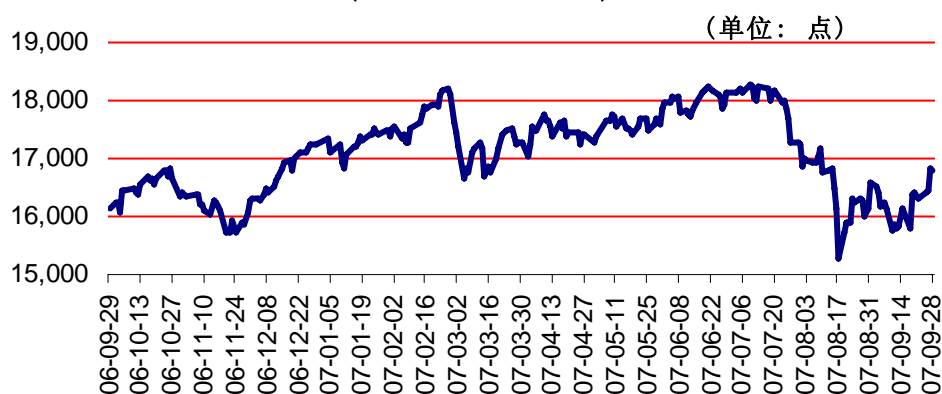


图6 日本日经225指数走势图

(2006.09-2007.09)



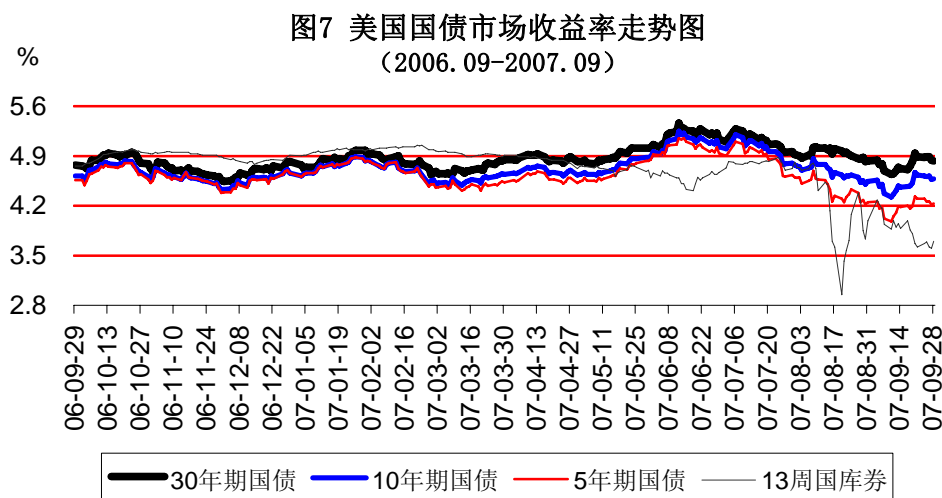
(五) 美国国债市场走势分析

美国国债收益率全面下跌，短期收益率下跌速度大大超

过长期。受次贷危机和美联储降息的影响，美国国债收益率在第三季度全面走低，并呈现出“期限越短，下跌幅度越大”的结构特征。截至 2007 年 9 月 28 日，美国 30 年期国债收益率为 4.83%，较 6 月 29 日下跌了 0.3 个百分点；10 年期国债收益率为 4.58%，下跌了 0.45 个百分点；5 年期国债收益率为 4.23%，下跌了 0.71 个百分点；13 周国债收益率为 3.7%，下跌了 0.97 个百分点（如图 7）。

造成短期收益率跌幅大于中长期的原因有三：其一，货币政策的放松一般而言首先导致短期利率下降，但如果投资者预期短期利率下降难以在长期维持，长期利率的下降幅度就会相对较小，长短期利率之间的差距就会拉大。由于次贷危机对实体经济的影响超出预期，美联储被迫提前结束了紧缩货币的步伐，改为降息，但鉴于油价加速上升带来的全球通胀压力，美联储长期内进一步大幅降息依旧存在较大不确定性，导致中长期国债收益率下降有所放缓。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、金市火爆和美国经济增长预期下降的综合影响，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。受收益率结构变化影响，2006 年末出现、2007 年初消失的

收益率倒挂现象短期内再次出现的可能性非常小。如果以2006年9月29日为比较基准，近一年内长期和中短期国债的收益率变动方向甚至相反，其中美国30年期国债收益率上升了0.06个百分点，而10年期、5年期和13周国债收益率则分别下降了0.04、0.33和1.06个百分点。



(六) 全球黄金市场走势分析

国际金价大幅攀升。在经历了上半年震荡调整后，国际金价受油价飙升的拉动，自7月份开始逐渐走高，但在7月24日升至684.3美元/盎司后出现了震荡调整的局面，并于8月17日降至657.5美元/盎司。随后受美元走弱等因素影响，国际金价强劲反弹，在8月20日至10月12日的39个交易日中，金价由659.5美元/盎司升至749.5美元/盎司，升幅高达13.6%。10月份，国际金价继续上涨，10月29日纽约商品交易所12月份交货的黄金期货价格收于792.6美

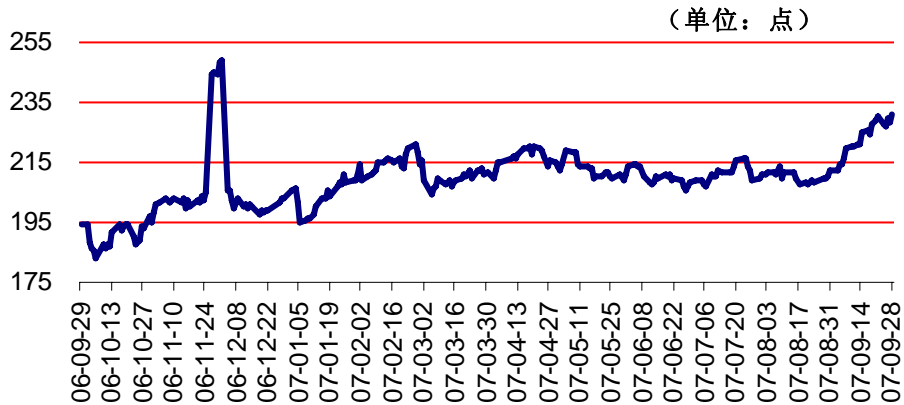
元/盎司，是1980年以来的最高价，而黄金现货价格也攀升至每盎司789.1美元的历史高点。近期国际金价大幅上涨的主要原因如下：其一，受美国住房市场持续降温 and 次级债危机的影响，美国经济增长的下行风险增大，美元汇率近来总体持续下跌，这也推动了包括黄金和原油在内的多种商品价格走高。其二，包括原油在内的多种商品价格持续走高使得美国通胀压力加大，投资者出于抵消通胀影响考虑，加大了对黄金的投资。其三，三季度国际金融市场动荡加剧的状况，致使投资者大量买入价值相对稳定的黄金以规避风险，直接推动了黄金价格的上升。

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，预计年内国际金价将在超过800美元/盎司大关，并在770~830之间震荡。

图8 伦敦黄金市场下午定盘价走势图
(2006.09-2007.09)



图9 国际黄金价格G5指数走势图
(2006.09-2007.09)



(七) 全球原油市场走势分析

国际油价屡创新高。今年第三季度，受原油供应趋紧、市场投机炒作及地缘政治等因素刺激，国际油价延续了上半年的快速增长势头，并于7月31日飙升至78.21美元/桶。随后，投机性交易者获利回吐将油价推低至69.26美元/桶，但市场供求失衡及美元走软持续拉高国际油价，截至2007年9月28日，国际油价已超越80美元/桶大关，攀升至81.66美元/桶。国际油价高企的原因如下：第一，原油供求失衡是油价疯涨的主要原因。随着全球经济的快速增长，世界原油需求持续旺盛，国际原油市场供应总体趋紧，并略有供不应求迹象，造成国际油价居高不下。据欧佩克组织报告显示，今年第三季度全球原油日均需求量约为8557万桶，而实际原油日均供应量约为8473万桶，实际供应缺口为日均84万桶；今年第一季度和第二季度国际市场原油供应相对于需求也存在一定缺口。第二，市场投机活动推波助澜。根据纽约

商品交易所公布的数据，目前进入纽约原油期货交易市场的投机资金数额高达数百亿美元，其控制的原油期货交易合约总量超过 10 亿桶，甚至高于美国原油商业库存和战略石油储备的总和。在目前的国际原油市场，由于供应趋紧，市场普遍预计油价将继续上涨，投机活动随着近来美元持续贬值出现加剧势头，成为推高油价的重要因素。第三，与国际市场原油供应和消费有关的短期消息对油价影响巨大。近期，中东地区地缘政治局势日趋紧张，美国对伊朗宣布新的制裁措施和土耳其对伊拉克境内的库尔德工人党武装实施打击等事件导致投资者对原油供应的担心增加，刺激了油价的快速上涨。

10 月份，国际油价屡创新高，纽约市场指标原油期货价格于 10 月 19 日一度触及每桶 90.07 美元的历史新高，尽管获利回吐和美元阶段性反弹使油价小幅回调，但短期原油市场的紧张局面尚未得到根本改观，预计国际油价将在年内高位震荡，有可能再创新高。

图10 纽约商品交易所原油期货价格走势
(2006.09-2007.09)



(八) 全球贸易发展状况分析

全球贸易保持较快增长，发展中国家受益更多。根据世界贸易组织公布的《2007 年世界贸易与发展报告》有关数据，2006 年，按名义价格计算的世界货物出口额增长了 15.4%，达 11.76 万亿美元；按不变价格计算的世界货物出口额增长了 8%，比 2005 年提高了 1.5 个百分点，而且高于 1996~2006 年的平均水平。2006 年，按名义价格计算的世界服务贸易出口额增长了约 11%，与 2005 年增速相同，达 2.71 万亿美元，服务贸易出口增速已连续四年低于货物贸易。

2006 年世界货物出口额受价格上涨影响十分明显，其中 40% 的增长可以归因于价格上涨。不同部门价格变化差异很大，根据 IMF 商品价格指数，世界矿石和非铁金属的出口价格上涨了 56%，燃料出口价格上涨了 20%，食品与农业原料出口价格上涨了 10%。由于原材料和金属价格涨幅较大，原材料和金属出口国的出口总额大幅增长，其中，中东、非洲、

独联体国家和中南美洲四个地区的出口总额增幅最大。由于占世界制成品出口额 1/6 以上的电子产品价格不断下降，制成品价格涨幅连续 3 年小于初级产品，而 2006 年制成品出口价格涨幅还不到 3%。

2006 年货物贸易的发展对发展中国家非常有利。发展中国家按名义价格计算的货物出口额增长了 20%，达 4.27 万亿美元，在世界货物出口中的比重提高到 36%，为历史最高水平；进口额增长了 17%，在世界货物进口中的比重提高到 31%，为近三十年的最高水平。在过去 6 年间，最不发达国家的货物出口额增长快于发展中国家的总体水平，2006 年增长了 30%，达 1080 亿美元，占世界货物出口额的 0.9%，是 1980 年以来的最高水平；货物进口额增长了 17%，远低于货物出口额的增速，但最不发达国家整体首次出现贸易顺差。

由于金融市场和地产市场的风险增大、通货膨胀和利率提高预期的加强以及经常项目长期严重的失衡，预计 2007 年世界经济增长会适当减速。受此影响，2007 年全球货物贸易增速将降至 6%，较 2006 年增速下降 2 个百分点。

（九）全球外国直接投资（FDI）增长分析

2006 年全球 FDI 接近创纪录水平。根据联合国贸易和发展会议 10 月 16 日公布的年度《世界投资报告》，2006 年全球 FDI 总额超过 1.3 万亿美元，比 2005 年增长 38%，接近 2000 年创下的历史最高纪录 1.4 万亿美元。2006 年全球 FDI 增长呈

现以下特点：首先，发达经济体、发展中经济体以及东南欧和独联体等转型经济体吸引的FDI均呈增长态势。新兴市场经济体经济增长强劲、企业盈利增加、商品价格上涨、跨境并购增多以及美元疲软等因素是全球外国直接投资普遍增长的主要原因。第二，从FDI流入情况看，2006年流入发达国家的外国直接投资同比增长45%，达到8570亿美元。其中，2006年美国吸收外资1754亿美元，重新成为全球外国直接投资最大的接受国，英国和法国位居其后。2006年发展中经济体的外国直接投资流入额为3790亿美元，再创历史新高，但21%的同比增速与发达经济体仍有较大差距。其中，流入中国的外资在2006年下降了4%，为695亿美元，这是7年来中国吸引外资首次下滑。第三，从FDI的输出情况看，发达经济体的跨国公司仍然是世界上最主要的投资者，它们的投资额占2006年世界总投资额的84%。但发展中经济体的跨国公司，特别是中国、印度和俄罗斯的跨国公司，也在日益扩大其国际影响。去年来自这些经济体的外国直接投资额达到1930亿美元，占全球外国直接投资总额的16%。第四，各类投资基金热衷跨国并购。2006年全球共实现多达172笔交易金额在10亿美元以上的特大交易，接近2000年创下的历史最高纪录。在2006年全球并购活动中，私募股权投资基金和其他集体投资基金的重要性日益增长，其参与的跨国并购金额达1580亿美元，较2005年增长18%，主要原因是各

类投资基金公司致力于追求更高的回报率以及全球金融市场资金充裕。预计这类公司可能将继续在并购交易中发挥举足轻重的作用。第五，外国直接投资青睐采掘业。全球对石油、天然气和金属产品的需求日益高涨，刺激了大量外国直接投资涌向石油勘探和采掘领域。在许多矿产丰富的发展中国家，尤其是一些非洲国家，石油勘探和采掘业等初级产品部门吸收了流入该国的大部分外国直接投资。受上述因素推动，2006年非洲吸收外资360亿美元，打破历史最高纪录，为两年前的2倍。

受不断增长的跨国并购的驱动，预计全球外国直接投资有望持续增长，但金融市场的不稳定因素以及一些地区的投资限制措施也会对外国直接投资增长产生一定的不利影响。总的来看，2007年之后外国直接投资有望保持升势，但增速可能放缓。

（十）全球金融体系流动性状况分析

多重因素加剧全球流动性过剩。据初步估算，全球流动性水平(短期货币增长率减去名义GDP增长率)自1996年以来上升了60%。三季度，次贷危机的爆发、美联储降息等多重因素加剧了全球流动性过剩问题：因素一为“危机救助”。次贷危机爆发阶段，欧美曾出现较为严重的“信贷紧缩”，为避免形势恶化，各国央行紧急救市，向市场累计注入近8000亿美元流动性，虽然缓解了“信贷紧缩”，但由于回收力度

的不足，流动性大幅积累。因素二为美联储降息引发的全球货币政策趋松。美联储已经连续两次降息；受汇率走强过快、经济增长预期放缓和不确定因素增加的影响，欧洲央行和日本央行也暂停加息步伐，并流露出降息意向，主要国家货币政策由紧缩向宽松的转变增加了全球流动性。因素三为金融创新的杠杆效应。大部分金融创新产品可以用较少的资产来形成巨大的交易量，从而创造更多的流动性。以美国为例，在1999年6月到2007年10月期间，其M1增长了24.99%，M2增长了63.28%，而M3则在1999年6月到2006年3月更短的期间内就增长了66.03%，M3相对更快的增长率充分显示了金融创新对流动性增加的影响。因素四为新兴投资势力的崛起。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）持有的总资产额已达到8.4万亿美元，较2000年增长了两倍，其对外投资的迅速扩大增加了全球流动性。因素五是美元资产减持趋势。受次贷危机影响，美元资产正遭到自1998年俄罗斯债务危机以来最大的抛售风潮。2007年8月，日本和中国分别减持了其4.1%和2.2%的美国国债，减持速度均创下5年新高。此外，8月外部持有者净卖出了12.42亿美元的美国公司债和406.37亿美元的美国股票，减持比率高达129.63%和291.50%。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。因素六是国际套利。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进一步加剧。

（十一）国际银行业走势分析

全球银行业史上最大并购案落定，次贷危机重创欧美银行业。近期，全球银行业有史以来最大一宗并购交易案正式落下帷幕，苏格兰皇家银行财团⁴在获取持有荷兰银行约 86% 股份的股东支持后，于 2007 年 10 月 10 日宣布其已将具有 183 年悠久历史的荷兰银行收入囊中。这笔持续了半年之久的并购交易可谓一波三折，虽然巴克莱银行曾在初期一度占据优势，但苏格兰皇家银行财团以 93% 的现金支付比例以及 711 亿欧元（约合 1010 亿美元）的总报价赢得了荷兰银行收购战的最终胜利。此次收购涉及金额是荷兰银行账面价值的三倍，超过 1998 年花旗财团收购旅行者集团所创纪录而成为全球最大金融并购案。

⁴ 苏格兰皇家银行财团由苏格兰皇家银行牵头，并包括西班牙国家银行和富通银行。

由于次贷危机波及英国、“信贷紧缩”加剧市场的流动性不足，英国央行英格兰银行 9 月 14 日宣布，向因美国次贷危机陷入融资困难的北岩银行（Northern Rock）提供金融援助。北岩银行也于当天宣布该行今年盈利将比预期低 20%左右。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。在英国政府确保贷款安全和英国央行注资的帮助下，消费者和市场对北岩银行的信心有所恢复，挤兑现象得到缓解。尽管挤兑危机给北岩银行带来一系列负面影响，如股价超跌导致被收购风险激增，评级下调使企业声誉受损等，并引起了欧洲金融界对次贷危机的更高警惕性，但该事件对英国银行业的实质冲击有限。

受美国次贷危机的重创，许多国际金融机构三季度盈利增长出现大幅下降甚至亏损。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，致使集团第三季度盈利降至 23.8 亿美元，较去年同期的 55.1 亿美元大跌 57%。美林证券第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。瑞银（USB）业绩预公告显示，第三季度该行将出现 6~8 亿瑞士法郎的税前亏损，同时将有 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。摩根斯坦利季报

显示，由于次级贷款市场恶化造成坏账攀升，加之其旗下对冲基金出现大幅亏损，当季盈利同比下降了 17%。另外，雷曼、德意志银行也由于次级债问题导致固定收益业务出现重大损失，并纷纷调低了三季度及 2008 年的盈利预期。

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

我们倾向于认为，今年第四季度美国经济增长放缓短期内对中国出口增长的抑制影响可能不会很明显。目前美国是中国第二大贸易伙伴，美国经济增长放缓将抑制其进口需求增长，会对中国出口增长造成一定的负面影响，但鉴于中国出口的多元化发展趋势，这种影响可能较为有限。对美出口占中国出口总值比率从 2005、2006 年的 21% 左右下降到近几个月的 20% 以下，2007 年 7 月，这一数字已经降至 18.96%，创下本世纪以来的最低点。从出口增速看，2007 年 4 月以来，中国对美国出口增长的速度也远低于总体出口增长的速度，其对中国出口增长的贡献度降至 4 个百分点左右。另外，在美国经济放缓背景下，前三季度中国出口 8782.4 亿美元，比去年同期增长 27.1%，增幅有所加快，这也说明美国经济降温对中国出口增长的影响比较有限。

美国次贷危机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，且投资者对中国经济信心较强，因此次贷危

机虽对中国经济的实际影响较为有限，但给我国带来了几点警示：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中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给中国市场带来不确定性的增强。

目前美联储降息尚未对中国适度从紧的货币政策形成掣肘，但一定时间后可能导致境外流动性加速流入中国。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中国进一步紧缩银根形成很大制约，主要原因有二：一是监管层的政策着力点主要是中国经济的内部均衡而非外部均衡，尤其是 2007 年以来 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、中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中国市场，这种国际资本流动变化将给中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。

（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，主要表现在美国的贸易赤字以及以中国为代表的亚洲国家的贸易盈余。全球经济失衡对中国经济及宏观政策已经造成了严重影响，主要表现在三大方面：

一是对我国的货币政策造成冲击，加剧了流动性过剩局面。在全球经济失衡的背景下，中国国际收支近年来持续双顺差，导致外汇储备不断攀升。截至 2007 年 9 月末，我国外汇储备已达到 14336 亿美元，是全球外汇储备最多的国家。在当前结售汇制度下，因外汇储备快速增长而导致的基础货币投放也相应地大幅度增加。目前，由于外汇占款而投放的基础货币已经达到了央行基础货币投放量的 70% 以上，这是导致商业银行流动性过剩最主要的原因之一。此外，人民币汇率机制改革后，为保持汇率基本稳定，央行需要通过投放人民币以买入外汇，而基础货币投放又以乘数效应扩大广义货币供给，由此进一步加重了当前国内的流动性过剩局面。流动性过剩的状况不但使央行货币政策的独立性大大下降，还会刺激国内投资、信贷等持续上升，容易引发经济过热，从而给经济发展带来负面影响。

二是加剧了中国和美国等发达国家之间的贸易摩擦。在中美贸易失衡的背景下，美国一方面接连不断地对中国产品

发起“反倾销、反补贴”调查，另一方面还采用“绿色壁垒”、“技术贸易壁垒”及给中国产品制造舆论压力等新型贸易壁垒限制中国产品出口。今年下半年以来美国玩具公司大规模召回中国生产的玩具、海外个别媒体丑化中国产品的事件，便是美方对华设置新型贸易壁垒的一种体现。

三是我国与欧美经济体之间贸易顺差的长期存在，使得汇率问题成为经常性的争执焦点，人民币汇率面临着强大的外界压力。尽管人民币自汇改以来对美元汇率已有很大程度的升值，但对欧元汇率却基本是在贬值。因此，继美国之后，近期一些欧洲国家也纷纷将矛头指向人民币。如 G7（西方七国首脑会议）日前发布联合公报，要求人民币加速升值。这是 G7 四年来在同一问题上态度最强硬的一次。此外，美国财长保尔森和欧洲央行行长特里谢将先后访华，可能将会对中国展开新一轮“汇率攻势”。截至 10 月 29 日，人民币对美元汇率中间价已经突破了 7.48 的关口，今年已累计升值 4.51%。在更为强大的国际压力下，预计年内人民币升值进程可能进一步加快。

(三)全球商品价格上涨对我国的影响

今年以来，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，

纽约市场指标原油期货价格一度于 10 月 19 日触及每桶 90.07 美元的历史最高价，黄金价格⁵也是一路走高至 750 美元/盎司的历史高点，而较低的粮食库存、强劲的需求增长以及化肥和能源价格的上涨，也使全球粮食价格节节上升。

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，2006 年我国为初级产品进口多支付了 200 多亿美元。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。今年前三季度，我国 CPI 达到 4.1%，其中，食品价格同比上涨 10.6%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 3.8%，这是我国物价水平上涨的主要因素。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

⁵ 该黄金价格为伦敦黄金市场下午定盘价。

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，使我国相关产业发展难度增加。