

2008：四季度 中国经济金融形势分析与预测



中国建设银行研究部以“把握大势、明辨细微、循理唯实、探求不息”为理念，致力于经济金融形势与政策、行业与区域、金融市场变化趋势及对中国建设银行影响的分析与研究，对外提升中国建设银行声誉及品牌价值，促进经营环境改善，对内促进中国建设银行经营管理水平提高与价值增值。



中国建设银行
China Construction Bank

CONTENTS 目 录

- 一、名义投资增速将有所放缓，但不会出现大幅下滑
- 二、消费持续增长态势不会改变，但名义增速将有所放缓
- 三、出口增速将保持基本稳定，贸易顺差继续扩大
- 四、物价涨幅将进一步回落，高通胀压力基本消除
- 五、企业景气持续回落，工业生产和盈利将进一步减速
- 六、银行流动性依然富余，“双率”仍有下调可能
- 七、人民币仍旧处于升值通道，但市场运行态势将显著改善
- 八、股票市场将持续弱势格局，但债券市场将受更多追捧
- 九、房地产市场调整将进一步延续，房价普跌不可避免
- 十、银行业赢利空间或受挤压，国际市场拓展风险与机遇并存

【摘要】

今年以来，受美国房地产市场衰退和次贷危机影响，全球经济增速明显放缓，国际金融市场急剧动荡，发达国家金融体系受到重创，而我国又遭遇严重自然灾害袭击。面对国内外一系列影响经济发展的不利因素，我国政府适时调整宏观调控政策方向，使我国经济继续保持平稳较快发展态势，出现了国内需求稳步增长、物价总水平涨幅得到控制、房地产价格涨势放缓等符合宏观调控预期要求的发展情况。但与此同时，也存在着外需与投资实际增速下降过快，资本市场持续波动和低迷、企业利润增长减缓等问题。

展望四季度，美国金融危机的影响正在从金融体系向实体经济扩散，越来越多国家将受到危机的冲击，影响我国经济稳定发展的不确定因素明显增加，国际经济环境变化对我国的影响逐步加大。受外部需求和投资需求明显减弱影响，我国经济增速将进一步放缓，全年GDP增速将回落至9.6%左右，但消费需求仍会继续稳定增长，物价水平也将继续回落。与此同时，银行流动性依然充裕，人民币仍旧处于升值通道之中，股市将持续弱势格局，房地产市场调整将进一步延续，工业生产和盈利继续减速，银行业赢利空间或受挤压，国际市场拓展风险与机遇并存。

今年以来，美国次贷危机不断恶化，国际金融市场信心受到重创，发达国家金融机构流动性短缺危机显现，消费者和企业借贷能力受到削弱，全球经济增长因需求不足而呈显著疲软态势。在严峻复杂的国际环境中，在遭遇严重自然灾害袭击情况下，我国政府采取了一系列灵活审慎的宏观调控政策，使国民经济继续保持平稳较快增长态势。

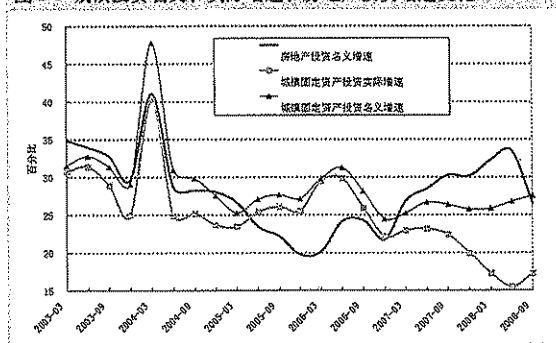
展望四季度，金融危机影响会进一步蔓延和加剧，国际经济环境中不稳定因素将显著增加，国际经济环境变化对我国的影响逐步加大。在外部需求和投资需求明显减弱情况下，我国经济增速将进一步放缓，全年GDP增速将回落至9.6%左右，但世界金融危机并没有改变中国经济发展的基本面，加之政府审时度势出台有针对性的财税、信贷、外贸等政策措施，国民经济良好发展态势仍将保持。

一、名义投资增速将有所放缓，但不会出现大幅下滑

前三季度，国内外经济形势不断变化，中央适时调整宏观调控政策方向，加大固定资产投资调控力度，加之灾后重建和投资品价格上涨较快等因素影响，固定资产投资仍保持较快增长。1-9月份，全社会固定资产投资同比增长27%，比上年同期加快1.3个百分点。其中，城镇固定资产投资增长27.6%，同比上升1.2个百分点。

尽管当前投资名义增速较高，但如果剔除投

图 1-1 城镇投资名义、实际增速和房地产投资增速变化



数据来源：国家统计局，建行研究部。

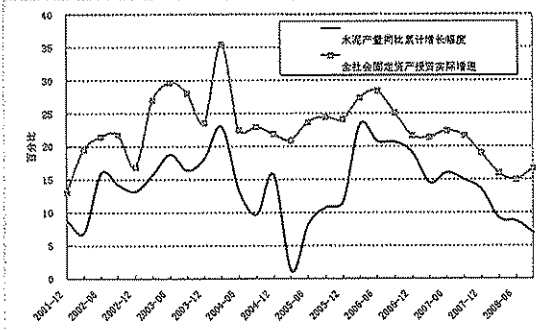
资价格上涨因素，投资实际增速自2006年起已呈现逐渐减缓趋势，而今年以来投资实际增速放缓更为明显，前三季度城镇固定资产投资实际增速同比仅为17.3%，增幅同比下降5.1个百分点。为保持经济稳定增长，10月17日国务院做出了加大投资力度，保持合理投资规模的工作部署，党的十七届三中全会制定的新农村建设计划及加快地震灾区恢复重建工作，农业、水利、能源、交通、城镇等基础设施和民生等领域的重大项目建设，都将有利于改变目前投资增速减缓的态势。按照灾后恢复重建总体规划要求，我国将用3年左右时间，耗资1万亿元，完成四川等重灾区恢复重建主要任务。其次，贷款利率已进入下降周期，企业投资财务成本将不断降低。今年以来，人民银行根据国际与国内经济环境变化要求，分别于9月16日、10月9日及10月30日，三次下调金融机构一年期贷款基准利率0.81个百分点。从国内外经济形势变化趋势看，未来人民银行还有进一步降息可能，这将有利于刺激投资需求增加，促进投资快速增长。第三，在建项目数量快速增加，仍将推动投资继续稳定增长。前三季度，

尽管新开工项目计划总投资同比仅增长1.7%，增幅同比下降22.5个百分点，但由于施工项目数量同比增加29243个，使得施工项目计划投资总额同比仍增长18.1%，增幅同比仅回落0.1个百分点。第四，“十一五”期间国家将进一步加大对基础设施建设的投入，仅去年启动的京沪高铁项目资金预算就达2200亿。前9个月，投资资金来源中国国家预算内资金增速达33.7%，同比提高14.1个百分点，这也将有利于保持投资需求稳定增长。

虽然目前中央正在积极采取措施促进投资需求快速增长，但由于有关政策贯彻落实还需要一定时间，因此在短期内还难以扭转投资需求弱势增长趋势，预计四季度名义投资增速将有可能放缓，但不会出现大幅度下滑状况，全年城镇固定资产投资增幅将回落至26%左右。

首先，从作为主要投资品的水泥需求量看，由于其不宜长期存储，且进、出口比例较低，因此基本上可将其产量视为需求量。今年以来，我国水泥产量增速明显放缓，前三季度同比累计仅增长6.9%，增幅比上半年下降1.82个百分点。与此同时，下半年以来我国钢材、平板玻璃等投资

图1-2 水泥产量增幅与投资实际增速变化

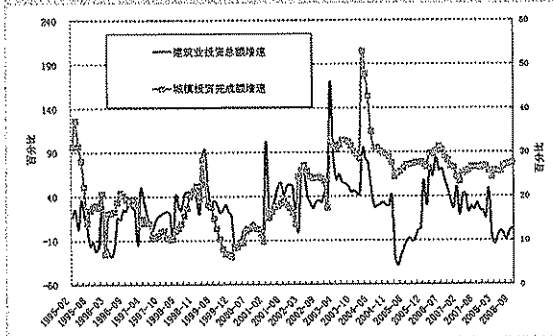


数据来源：国家统计局，建行研究部。

品产量同比增幅也逐月大幅度减少，其中9月份钢产量同比还减少9.1%。近年来，投资实际增速与水泥产量增幅具有同向变化趋势，从目前水泥产量增速呈现持续减缓趋势看，未来投资实际增速还可能继续减弱。

其次，建筑业是从事固定资产建造的重要行业，其行业投资增速变化与投资需求高低关系密切。当固定资产投资需求不断增加时，建筑业就会加快投资速度，进一步提高行业供给能力。然而近年来，特别是今年以来，建筑业投资增速呈现持续下降态势，前9个月投资增幅同比仅增长3.1%，增速同比下降21.1个百分点。9月末，建筑业企业景气指数和企业家信心指数分别为135.3和127.7，比6月末分别下降8.9和5.9点。建筑业景气度下降变化，预示着其市场需求在不断减弱，未来固定资产投资增速有可能出现下滑趋势。

图1-3 建筑业与固定资产投资累计增速变化

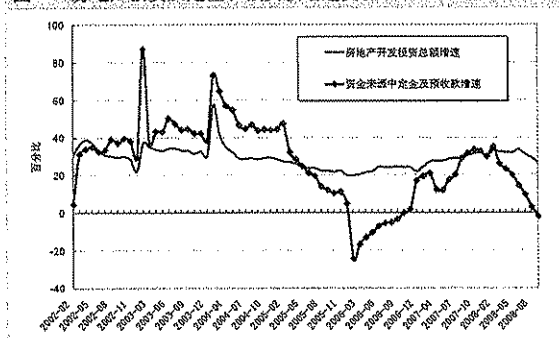


数据来源：国家统计局。左轴为建筑业投资增速。

第三，受商品房销售面积持续下降影响，9月份以来占城镇投资完成额20%以上的房地产投资增速大幅度减缓，第三季度末累计增速同比为26.5%，比第二季度末下降7个百分点，其中9月

份增速仅为 5.7%，呈增幅快速下降态势。当前，影响房地产投资增长的主要因素是市场需求不断减弱，房地产企业资金回笼困难。今年以来，受市场交易量萎缩影响，作为其重要资金来源的定金和预交款累计增速大幅下降，前 9 个月同比减少 2%，增幅比上半年减少 16.4 个百分点。近年来，定金和预交款增幅变化对房地产投资增速的影响虽有所减弱，但对房地产投资增长变化趋势的影响仍然存在，在当前定金和预交款同比增速已出现负增长情况下，房地产投资难以继续保持去年以来 30% 左右的高增长速度，这也将影响到城镇固定资产投资的稳定增长。

图 1-4 房地产投资及定金和预交款增速变化



数据来源：国家统计局，建行研究部。

第四，近 3 个月以来，钢材价格大幅度下降，建筑用螺纹钢和线材价格跌幅分别达 31% 和 25%，并还将继续下跌。同时，由于煤炭库存量持续增加，价格开始回落，使得水泥生产成本有所降低，销售价格也必然有所下降。可以预计，四季度投资品价格涨幅将继续回落，今年以来推动投资名义增速快速增长的价格因素影响作用将有所减弱，投资名义增速将有所放缓。

第五，今年以来，特别是 9 月份推动投资快

速增长的行业，主要有采矿业、电力、钢铁和有色金属等行业，这些行业前三季度累计增速分别为 41.6%、14.7%、29.2% 和 50.5%，增幅同比分别上升 18.4、4.1、16.2 和 19.3 个百分点，其中 9 月份这些行业同比增速分别达 67%、43%、45% 和 64%。在国际初级产品价格大幅度回落且电力、钢铁和有色金属等行业产能过剩情况下，这些行业投资难以继续保持较高增长速度。

二、消费持续增长态势不会改变，但名义增速将有所放缓

前三季度，居民消费需求快速增长，社会消费品零售总额同比增速达 22%，增幅同比上升 6.1 个百分点，扣除价格因素，实际消费增速为 15%，同比增加 3.2 个百分点。从总体上看，今后一定时期内，居民消费需求持续增长态势仍将保持。

首先，在当前全球经济增长明显放缓，促进我国经济稳定增长的外部需求明显不足，且内部投资需求也出现下滑趋势情况下，出台更多政策措施扩大消费需求，已成为推动中国经济稳定增长的重要途径。10 月 9 日，国务院取消利息税对消费增长就将起到促进作用。

其次，10 月 12 日闭幕的党的十七届三中全会做出了有关推进农村改革的重要决定，这将有利于加快农村城镇化进程，提高农民收入，推动农村消费市场升级。中央已明确提出，到 2020 年农民人均纯收入比 2008 年翻一番，消费水平大幅提

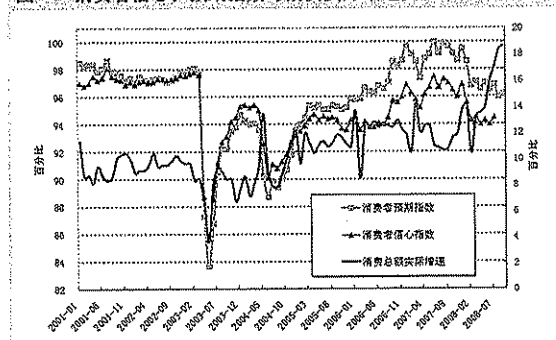
升，基本消除绝对贫困现象的奋斗目标。10月13日，财政部、商务部又联合下发文件，将财政补贴家电下乡政策试点范围扩大，进一步调动农民购买家电积极性。政府实施的提高农民收入、启动农村消费需求的政策，对于保持消费需求长期稳定增长将产生积极促进作用。

第三，10月份人民银行连续两次下调金融机构存、贷款利率，对居民消费预期将产生一定的影响。目前，我国存、贷利率已进入下降周期，降息将会减少居民储蓄利息收入，有利于刺激居民将储蓄转化为消费。同时，降息也有利于减轻贷款者利息负担，可以促进企业和居民增加贷款来扩大消费支出。预计未来货币政策将不断放松，这将有利于促进消费需求稳定增长。

尽管目前居民消费增长态势比较好，但也存在着一些影响消费稳定增长的不利因素，四季度消费增速可能会略有减缓，全年社会消费品零售总额名义增速将回落至21%左右。

目前影响消费需求增长的主要因素：一是居民收入增速明显放缓，消费信心不断降低。前9个月，城镇居民人均可支配收入同比增长14.7%，增幅同比下降2.6个百分点；扣除价格因素实际增长7.5%，增速同比回落5.7个百分点。人民银行调查显示，三季度城镇居民当期收入满意指数为15.3%，分别比上季和去年同期下降2和5.7个百分点，未来收入信心指数为19.3%，分别比上季和去年同期下降1和4.5个百分点。三季度末，居民消费信心指数和预期指数分别为93.8和96.2，双双降至2006年以来同期最低水平，在这种情况下，居民消费增速难以持续快速增长。

图 2-1 消费者信心、预期指数与消费实际增速变化



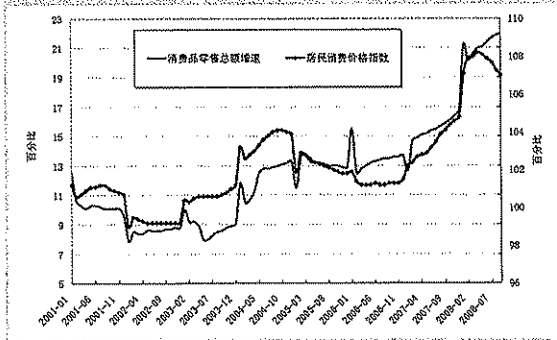
数据来源：国家统计局，建行研究部。

二是居民金融资产损失严重，消费需求不断紧缩。今年以来，我国股市大幅度下挫，距最高点的最大跌幅已超过70%，接近1929年美国股灾时道琼斯指数跌幅，最大市值损失近24万亿元，接近2007年国内生产总值。尽管近期政府不断推出稳定资本市场发展的政策措施，但四季度，在国际金融危机影响不断扩大，影响我国资本市场稳定发展的重要问题没有解决情况下，市场信心仍然难以恢复，居民金融资产损失难以减轻，甚至不排除继续扩大的可能。前9个月，居民家电消费同比增幅回落0.7个百分点，商品房销售面积同比更是减少14.9%，8、9两个月份全国汽车销量同比还出现负增长，这表明居民在金融资产减少后，正在不断压缩消费支出，预计四季度在股票市场仍然十分低迷情况下，居民紧缩消费支出的趋势仍将延续。

三是居民消费价格指数(CPI)快速回落，也会影响到消费总额名义增速持续上升。目前，CPI涨幅已出现持续降低趋势，根据以往消费总额名义增速与CPI涨幅同向变化规律，预计四季度随着CPI涨幅回落，居民购买食品等所需消费支出

将不断减少，消费总额名义增速将会有所放缓。

图2-2 消费总额增速与价格指数变化

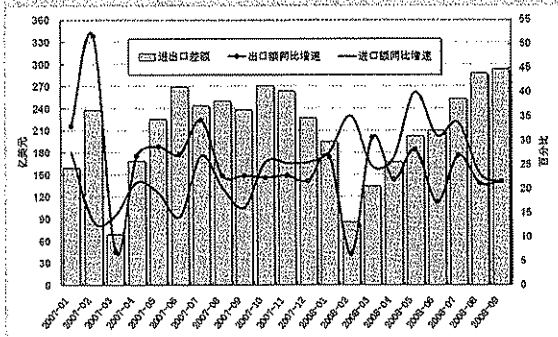


数据来源：国家统计局。右轴为CPI。

三、出口增速将保持基本稳定，贸易顺差继续扩大

前三季度，我国对外贸易出口同比增长22.3%，低于去年同期4.8个百分点；进口同比增长29%，高出去年同期9.9个百分点；累计贸易顺差1809亿美元，比去年同期下降2.6%，净减少49.2亿美元。外贸经济发展出现了进口增幅提高、出口增速降低、贸易顺差减少的新的变化形势。

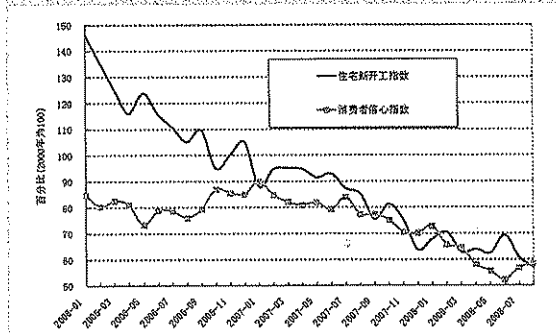
图3-1 各月进、出增速和贸易顺差变化



数据来源：国家统计局。

目前，受美国房地产市场衰退和金融危机影响，发达国家经济增速明显放缓，失业率不断提高，消费需求持续降低。9月份，美国失业率为6.1%，同比上升1.4个百分点，达近年来较高水平。尽管美国政府在7月份采取退税政策提高居民消费信心，但9月份零售总额环比和同比增幅都降低1.2%和1%，为近年来最大跌幅。特别是在雷曼兄弟公司破产后，美国金融危机影响进一步加剧和蔓延，全球许多国家经济都受很大影响，我国外贸出口形势将更加严峻。人民银行第三季度调查显示，反映海外需求的出口订单指数为2.6%，下一季度出口订单预期指数为4.0%，分别比上季度回落2.6和2.2个百分点，均跌至2005年7月汇率形成机制改革以来的最低值。

图3-2 美国消费者信心指数与新开工住宅指数变化



数据来源：国家信息中心。

尽管我国外贸出口形势不容乐观，但四季度外贸出口增速仍有可能保持基本稳定，预计全年外贸出口增幅在22%左右。主要原因：一是近期不断调整外贸政策，将有利外贸出口稳定增长。财政部、国家税务总局自8月1日起将部分纺织品和服装的出口退税率由11%提高到13%后，11月1日还将调高部分纺织品、服装、玩具等劳动

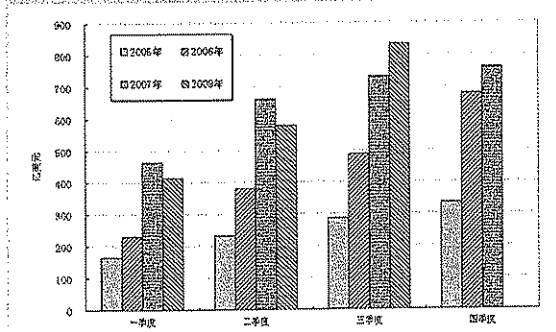
密集型和高技术含量、高附加值商品的出口退税率，这次出口退税涉及商品数量约占海关税则商品总量 25.8%。今后，还有可能适当提高高附加值机电产品出口退税率，支持优势企业和产品出口。二是随着 11、12 月份感恩节和圣诞节来临，西方国家进入传统的消费旺季，消费品市场需求将有所加大。在发达国家受金融危机影响后，高档享受型的消费可能受到抑制，而用于生活必需品的物美价廉的中国商品需求还有可能增加。

随着我国加工贸易出口增速减缓，进口材料需求也在不断减少，特别是在目前我国投资需求和高档消费需求不断减弱情况下，我国外贸进口增速难以持续高速增长。前三季度外贸进口累计增速虽达 29%，但比上半年仍下降 1.6 个百分点，呈现增长减缓态势。预计四季度，外贸进口增速将继续放缓，全年累计增幅为 27% 左右。今年以来，国际大宗商品价格暴涨骤跌，其中原油价格上半年暴涨到每桶 147 美元以上，受其影响，前三季度我国进口原油和进口成品油数量仅增长 8.8% 和 16.5%，但进口总额却分别增长 70.5% 和 88.8%。下半年国际大宗商品价格骤然暴跌，10 月 16 日纽约市场油价已跌破 70 美元。由于初级品进口金额占进口商品总额比重达三分之一，其近期价格大幅回落，有可能会使其四季度进口金额较前期有所减少。

自 2001 年来，我国四季度贸易顺差都增长较快，今年四季度仍将延续这一变化规律。尽管今年以来我国外贸出口增速有所放缓，且外贸进口增速已高于出口增幅，但由于去年外贸出口总额达 12178 亿美元，远大于 9560 亿美元的进口总额，

按全年外贸进、出口增速分别为 27% 和 22% 测算，全年贸易顺差总额将达 2700 亿美元以上，继续呈现扩大趋势。

图 3-3 各季度外贸顺差总额变化

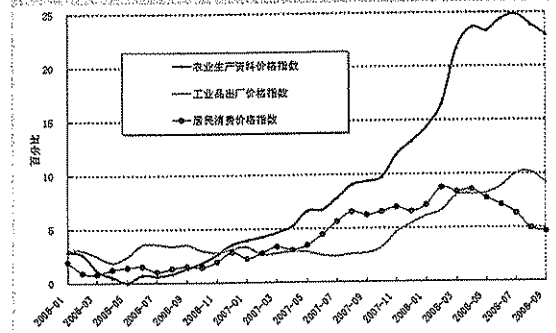


数据来源：国家统计局，建行研究部。

四、物价涨幅将进一步回落，高通胀压力基本消除

今年以来，CPI 呈现先扬后抑走势，4 月份最高涨幅曾达到 8.5%，9 月份涨幅回落至 4.6%，前三季度累计上涨 7%。预计四季度，影响 CPI 上涨

图 4-1. CPI、PPI 和农业生产资料价格指数变化

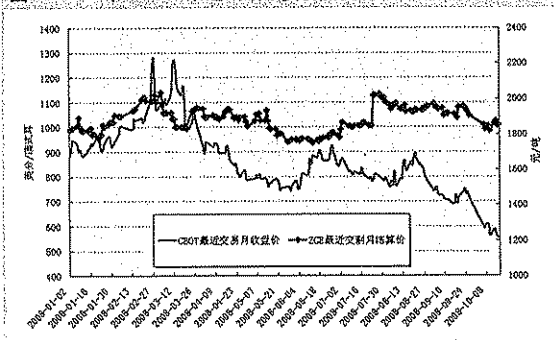


数据来源：国家统计局。

的因素将继续减少，CPI涨幅将继续回落，全年增幅将在6%左右。

首先，今年我国粮食有望实现连续五年增产增收，总产有可能超1998年历史最高水平。同时，全球小麦显著增产，美国农业部在最新供需报告中将2008/09年度全球小麦产量数据上调了390万吨，达到创纪录的6.802亿吨。当前，国际粮食价格大幅度回落，我国粮食市场价格基本稳定，特别是去年以来推动食品价格大幅上涨的猪肉价格已出现下降走势，这将有利于我国食品价格涨幅逐渐减缓。

图4-2 ZCE和CBOT最近到期小麦价格变化



数据来源：郑州商品交易所（ZCE）。

其次，9月份以来，受国际金融机构流动性短缺加剧和对全球经济增长明显放缓预期影响，大量资金纷纷撤离国际商品市场，大宗商品价格暴跌，9月份国际大宗商品价格指数(RJ/CRB)下跌11.8%，达到指数创立50多年最大单月跌幅。能源和原材料价格迅速回落，将有利于我国走高的工业品出厂价格指数(PPI)放缓上升步伐，减轻CPI上涨传导压力。特别是化肥等农业生产资料价格的涨幅回落，将有利于降低农业生产成

本，促使农产品价格保持基本稳定。

第三，在我国外贸出口形势日益严峻情况下，企业会将部分出口商品转到国内市场，特别是在我国前几年投资建设的项目投产后，国内市场供应将进一步加大，在消费品市场供大于求矛盾越来越突出情况下，市场价格竞争将达到白热化程度，总体价格水平将难进一步提高。

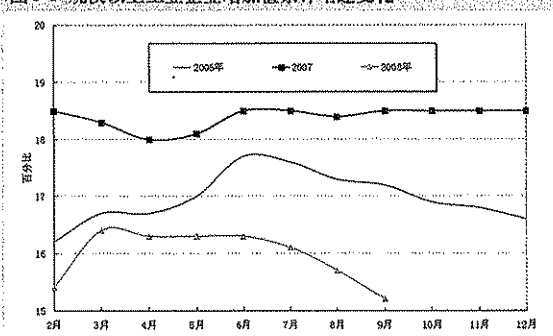
尽管我国生产要素价格还需进一步理顺，从节约资源角度考虑，一些能源、资源品市场价格还有待提高。在增加农民收入、理顺农产品和工业品价格关系方面，一些农产品价格也还有进一步上涨的可能性。但从总体上看，随着世界经济增速明显放缓，经济发展所需商品需求将有所减弱，特别是在经济不景气、居民消费水平降低情况下，消费品市场总体上将呈现供大于求局面。因此综合分析影响CPI变化的主要因素，可以认为目前全球经济已进入“滞”与“缩”阶段，中国高通货膨胀压力近期内基本消除。

五、企业景气持续回落，工业生产和盈利将进一步减速

三季度，全国企业景气指数为128.6，比二季度回落8.8个百分点，比一季度回落7.6个百分点，比上年同期回落16.1个百分点；前三季度，全国规模以上工业企业增加值累计增长15.2%，比去年同期下降3.3个百分点。其中9月份增长11.4%，创6年来最低；1-8月，全国规模以上工业企业实现利润18685亿元，同比增长19.4%，增幅比1-5

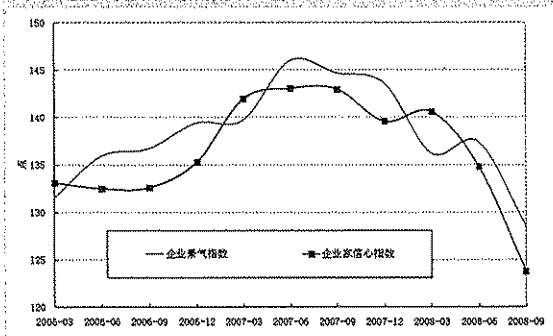
月回落1.5个百分点，比上年同期回落17.6个百分点。预计四季度，我国企业生产经营面临的内外部经济环境将更为严峻，工业企业生产减速、企业盈利增速下滑的趋势难以改变，企业景气回落的幅度将进一步加大，全年工业企业利润增速可能会下滑到18%左右。

图5-1 规模以上工业企业增加值累计增速变化



数据来源：国家统计局。

图5-2 企业季度景气指数变化趋势



数据来源：国家统计局。

一是受美国次贷危机引发的全球金融危机影响，美国、欧盟等世界主要国家和地区的消费会进一步递减、经济进一步走向衰退，外部需求将持续回落，进一步抑制工业企业特别是外向型工业企业的生产，降低企业的生产和出口。从1-8月份看，钢材、机械、纺织、轻工等行业产品出口

交货值增速比上年同期分别回落7.2、9.3、7.6和8.7个百分点。

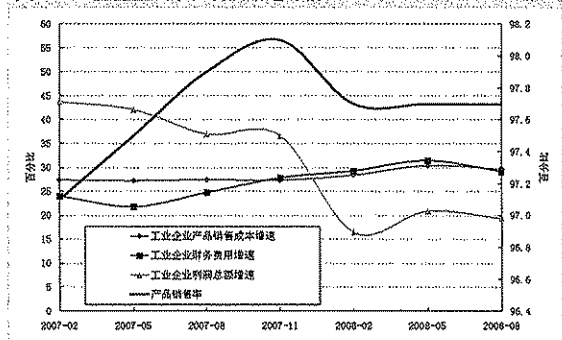
二是受全球经济放缓和我国宏观经济自身周期调整的影响，企业家信心指数将进一步降低，对市场发展前景可能会进一步看淡，一些主要行业投资需求会有一些回落，可能对相关产业链需求带来负面影响，导致企业景气指数有所回落。如房地产行业的调整会影响相关建材、装修及家庭消费增长。1-8月，全国粗钢、钢材、水泥、平板玻璃、十种有色金属产品产量增速比上年同期分别下降9.4、14、7.6、4.4和11个百分点；机械、纺织、电子、轻工行业增加值增速比上年同期分别下降3.5、5.6、0.1和2个百分点。

三是全球在经济放缓和外需萎缩的背景下，我国出口企业可能变出口为内销，将大幅增加国内供给，使产能过剩状况进一步加剧，将加剧市场竞争，减少企业的盈利空间。工业企业亏损面进一步扩大，部分行业盈利进一步下滑。1-8月，全国规模以上工业企业中亏损企业亏损额同比增长1.7倍，达3485亿元，其中，国有及国有控股亏损企业亏损额达2371亿元，增长4.1倍，石油加工及炼焦业净亏损961亿元，增亏幅度比1-5月提高近176个百分点；电力、热力的生产和供应业、化学纤维制造业利润降幅继续扩大，分别至78.1%和47.9%，比前五个月利润降幅扩大近10个百分点和21.3个百分点；有色金属冶炼及压延加工业利润也出现下降，降幅为7.7%。

四是成本难以转嫁，企业盈利更加困难。三季度，我国企业生产环节中工业品出厂价格与其成本构成中的生产资料、原材料、燃料、动力价

格涨幅“剪刀差”进一步扩大，同时与最终消费品价格涨幅的“剪刀差”也在扩大。表明企业成本提高难以通过价格向市场转嫁的问题更加突出，企业销售价格难以消化成本，使得中下游企业利润空间进一步受到挤压。1-8月，我国工业品出厂价格与流通环节生产资料价格、原材料、燃料、动力价格涨幅差为23.7点，比二季度又扩大2个百分点，与CPI涨幅差在二季度0.3水平上也提高0.6个百分点。在劳务薪酬水平、企业财务成本等居高不下等因素共同作用下，企业利润进一步增长实难以维持。1-8月我国规模以上企业成本费用利润率6.36%，同比下降了0.54个百分点。

图 5-3 工业企业成本、利润增速等情况



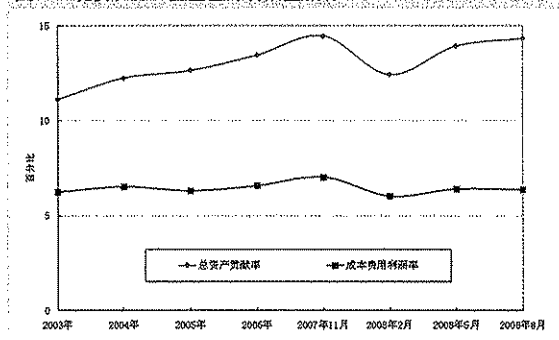
数据来源：国家统计局。

五是尽管国际石油、粮食等大宗商品价格开始出现大幅回落、贷款利率三次下调，但由于企业采购、生产有一定周期，存量贷款调息在明年才能实现，这些形成的企业成本下降的利好因素可能显现在明年，对今年四季度的利润拉动不明显。

当然也存在支持企业生产和增盈的有利因素：一是尽管我国经济增速有所放缓，但整体运行状况良好，特别是十七届三中全会确定了保持

经济、金融、资本市场“三稳定”，加快新农村建设的目标，为今后提振信心、保持和促进投资及消费的稳定增长，为企业进一步平稳健康发展创造了有利环境。二是从整体看，我国企业产销衔接较好，经营效率仍在较高水平，总资产获利能力也保持良好，为企业持续稳定生产、改善经营状况奠定了基础。三季度，企业家信心指数环比和同比均有下降，但仍高于临界点23.8点，规模以上工业企业产销率保持在97.7%，基本与上年同期持平；在39个工业大类中，34个行业利润同比增长；1-8月，规模以上工业企业总资产贡献率14.34%，较上年同期提高0.25个百分点。

图 5-4 规模以上工业企业综合效益指标



数据来源：国家统计局。

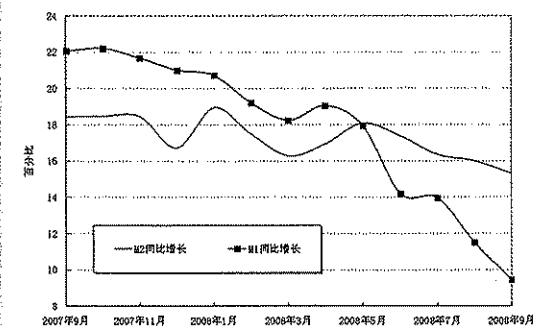
六、银行流动性依然富余，“双率”^①仍有下调可能

上半年，人民银行5次调升法定存款准备金率，上收银行体系流动性1.27万亿元。随着美国次贷危机加剧与蔓延，全球经济下行趋势不断显现，为适应国内外形势变化，给国民经济平稳较

快发展创造良好的资金面环境。9月份以来，人民银行连续下调法定存款准备金率及存贷款基准利率，推增了银行体系流动性，特别是中小银行流动性得到了改善，但实体经济资金面却呈收窄之势。

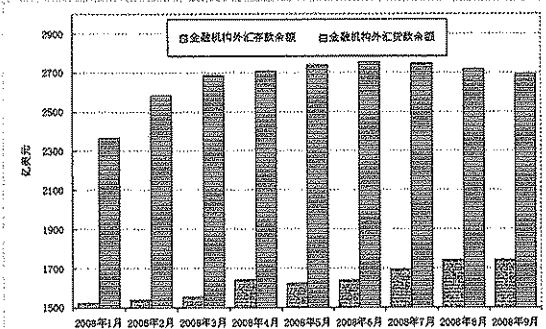
5月份以来， M_1 、 M_2 同比增长不断下滑， M_2 同比增长由年初的18.94%下降至9月末的15.29%， M_1 同比增长由年初的20.72%下降至9月末的9.43%，这固然与金融机构外汇存贷款增多，外汇占款相对减少，基础货币投放外在压力有所减轻等因素有关外， M_1 同比增长幅度下降远大于 M_2 也表明实体经济中流通中的资金不断减少，实体经济资金面收窄。前9个月，人民币新增贷款3.48万亿元，较去年同期增长3.36%，在国际金融市场动荡，我国资本市场疲弱，其它资金运用渠道受限情况下，9月末，金融机构人民币存贷比仍降至65.17%，存差扩大到了15.85万亿元历史最高点位。在实体经济资金需求旺盛，前期中小银行流动性收紧，银行间交易利率理应不断抬高状况下，与银行间市场人民币交易成交量大幅增长对应的是，银行间交易利率一直处于较低点位。而7月初以来的超额储备不断上攀，9月末银

图6-1 货币供应增长状况



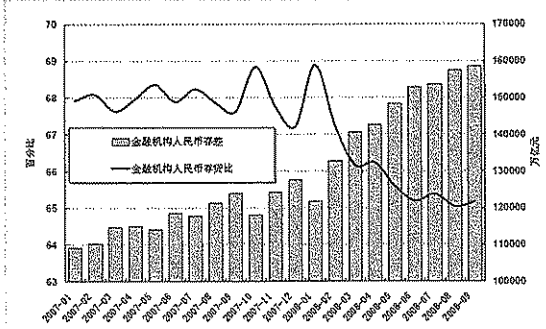
数据来源：人民银行。

图6-2 金融机构外汇存贷款余额



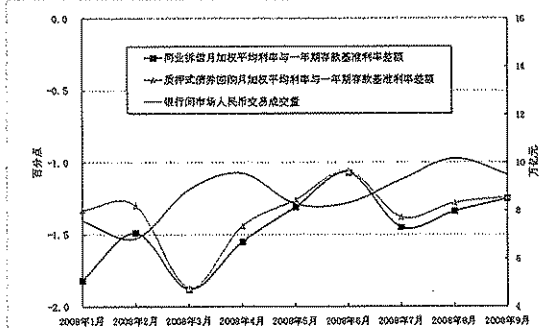
数据来源：人民银行。

图6-3 金融机构人民币存差状况



数据来源：人民银行。

图6-4 银行间市场人民币交易状况

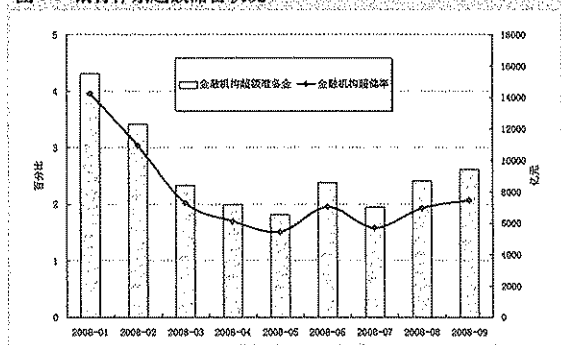


数据来源：人民银行。

行体系超额储备增长至近万亿元。这些都表明银行体系流动性增添之势。

我国银行体系流动性富余格局近期依然不会发生改变。其一，推增银行体系流动性的重要源

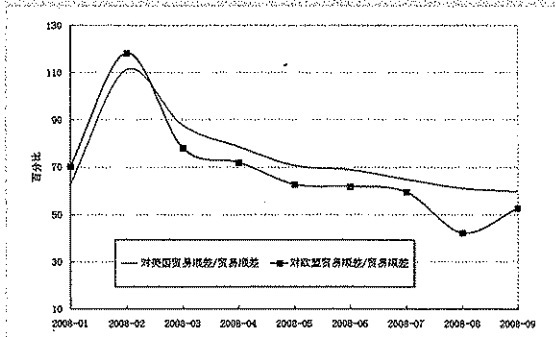
图6-5 银行体系超额储备状况



数据来源：人民银行。

头，国际收支双顺差仍然持续。虽然我国主要对外贸易顺差来源欧美经济趋于下行，影响到我国出口，但随着我国与世界全方位、多层次、宽领域的交流合作，我国对外贸易方式、对外贸易差额国别分布也在不断发生变化，不断趋于优化，外贸顺差对美国、欧盟等发达经济体的依赖不断下降。随着我国出口退税等调整措施力度的不断增大，出口成本国际竞争力增强，对外贸易投资及海外工程服务大幅增加等，使我国对外贸易依然会呈现顺差态势。而我国经济保持了较好增长速度，经济面依旧稳健，人民币升值趋势不变等，也会依旧吸引外商直接投资在内的国际资本进入

图6-6 对美国、欧盟贸易顺差占对外贸易顺差比例状况



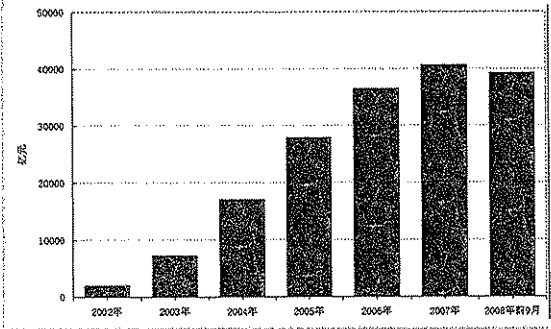
数据来源：商务部，建行研究部。

境内，我国资本项目顺差状况也仍将持续。今年1-9月，外商直接投资较去年同期大增57.51%，达到743.74亿美元，其中60%以上的外商直接投资来源于亚太地区，来自于欧美地区的外商直接投资占比减少。其二，虽然今年在去年3.63万亿元基础上，计划上调新增贷款2000多亿元，但受国内外经济下行态势影响，为规避金融风险，稳健经营，各家银行均加强了对新增贷款的风险控制，预计四季度贷款虽有一定的增幅，但也难以大幅削减趋于增加的流动性。其三，股市走弱、房市走软，股市、房市等分流银行体系流动性大为减少，更多的社会资金回流到银行体系，将推增银行体系流动性。虽然债券市场交易趋于活跃，但毕竟资金基本上是在银行体系内运行，只影响到银行体系的变现程度，流动性仍旧在银行体系内。其四，预计准备金率的继续下调，也将继续扩增银行体系流动性。其五，国际金融市场动荡加剧，境外投资风险加大，也增加了银行体系流动性境外输出的风险。

过多的流动性累积于银行体系内在削弱商业银行盈利能力的同时，也影响到金融资源的配置效率和货币政策传导效果。为使实体经济资金需求得到有效满足，减少外围因素对我国的影响，促进国民经济平稳较快增长，放松银根、刺激经济的政策意图会越来越强烈，预计年内央行仍有可能继续下调存贷款基准利率、法定存款准备金率，四季度新增贷款较去年同期会有所增加，实体经济资金面紧张局面有望得到一定程度的缓解。为减少外汇储备增加导致的基础货币被动投放对我国经济的影响，在鼓励金融机构更多地使

用外汇存贷款的同时，央行将会更多地采取公开市场操作方式调节经济资金面。

图6-7 央行票据发行量



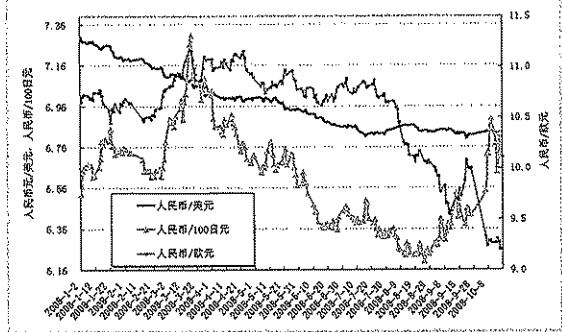
数据来源：中央国债登记结算公司。

七、人民币仍旧处于升值通道，但市场运行态势将显著改善

除一季度人民币对欧元、日元汇率有所贬值外，1-9月，人民币对美元汇率升值7.13%，对欧元汇率升值6.67%，对日元汇率升值0.38%。受全球金融市场加剧动荡等因素影响，三季度人民币对欧元汇率大涨8.92%，但对美元、日元汇率升值幅度收窄。人民币对美元汇率升值0.62%，对日元汇率仅微升0.26%。人民币对美元汇率最大波动幅度仅为0.96%，对美元升贬值交易日几近相当，人民币波动幅度减缓，与上半年表现状况迥然不同，人民币汇率一改单边市场走势，显著步入双边波动时期，国际热钱对人民币套汇难度大大增加。

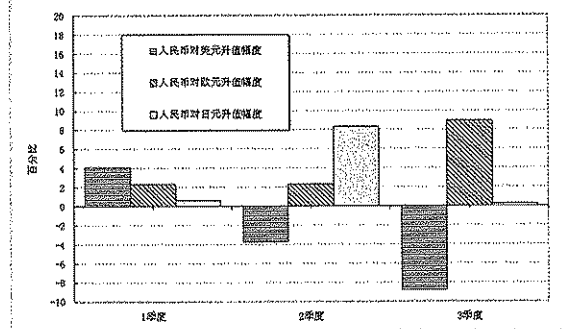
展望四季度，人民币升值趋势仍将不改，人民币汇率双向波动更趋显著。其一，尽管全球经

图7-1 人民币对主要货币汇率走势（直接标价法）



数据来源：外汇管理局。

图7-2 2008年各季度人民币对主要货币汇率变化

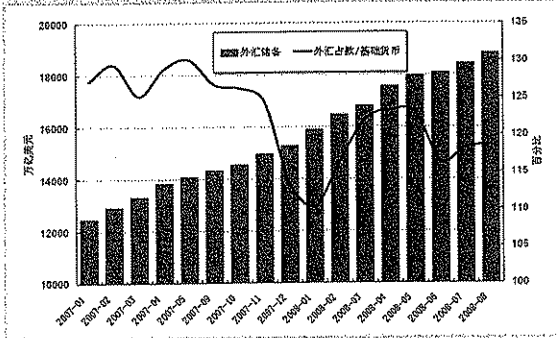


数据来源：外汇管理局，建行研究部。

济呈不断下行走势，美国、欧盟、日本等发达经济体经济走软，对融入世界程度不断加深的我国经济会产生一定的影响，但我国工业化、城市化、信息化的趋势不会逆转，而且可以更好地协调起来，投资、消费、净出口拉动经济增长的“三驾马车”作用分布更加均衡，第三产业发展潜力巨大及产业区域间的转移等，均有助于推动我国经济继续平稳较快增长，为人民币升值继续奠定宏观面基础。其二，人民币升值的资金面支撑仍然存在。9月末，国家外汇储备达到1.91万亿美元，较上年同期增长32.92%。基于国际收支双顺差的持续，我国外汇储备会继续攀高，给人民币升值

提供稳固资金面基础。其三，虽然我国为改善进出口环境及状况力图减缓人民币升值，但因遭受次贷危机而面临严峻困境的欧美，会通过各种措施要求人民币升值，四季度人民币升值的外在压力将会增大。其四，市场机制作用增强，国际经济金融形势变化加剧等，使人民币汇率双向波动增强这一格局会继续下去，人民币汇率变动将告别单边市场态势。

图7-3 外汇储备及外汇占款状况



数据来源：人民银行。

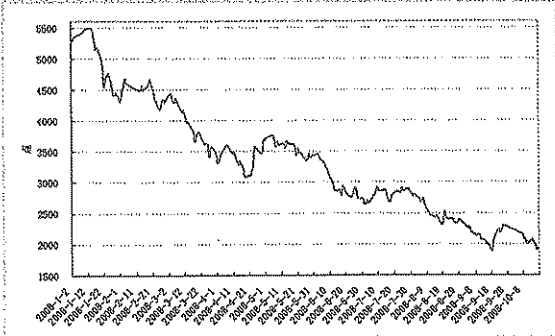
综合多方面因素考虑，特别是考虑到发源于美国的9月份以来愈演愈烈的全球性金融风暴因素影响，四季度人民币升值幅度会有所提高，人民币汇率波动幅度增大，双向波动趋势增强。预计四季度人民币对美元汇率升值约1.5-2%，全年对美元汇率升值8.5%左右，人民币对美元汇率全年波动区间为7.31-6.7元人民币/美元。

八、股票市场将持续弱势格局，但债券市场将受更多追捧

前9个月，除4月、7月有小幅上升，2月微

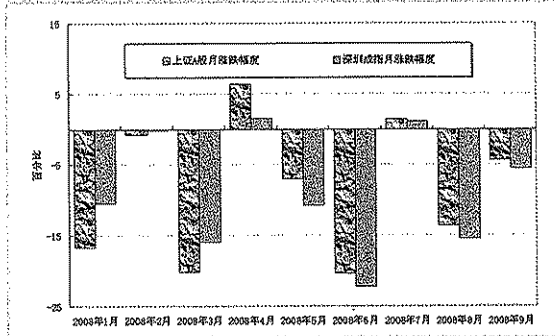
幅下探外，其它月份股市均出现较大幅度下挫，上证A股重挫56.41%，深圳A股重挫57.29%。股票市场总值、流通市值分别由年初的32.71万亿元、9.31万亿元，大幅下减至8月末的15.54万亿

图8-1 上证A股行情走势图



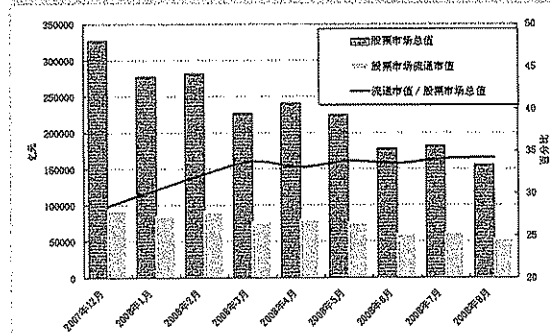
数据来源：上海证券交易所。

图8-2 股市月涨跌幅度



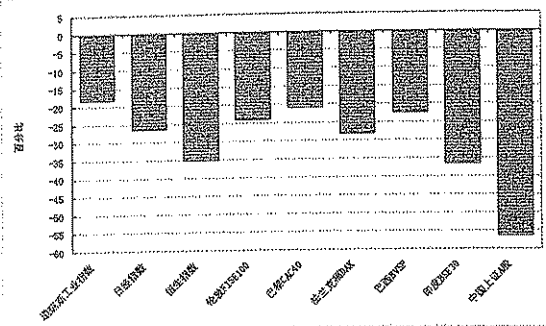
数据来源：上海、深圳证券交易所。

图8-3 股票市场流通市值及占股票市场总值状况



数据来源：证监会。

图 8-4 2008 年 1-9 月全球主要股市涨跌幅度



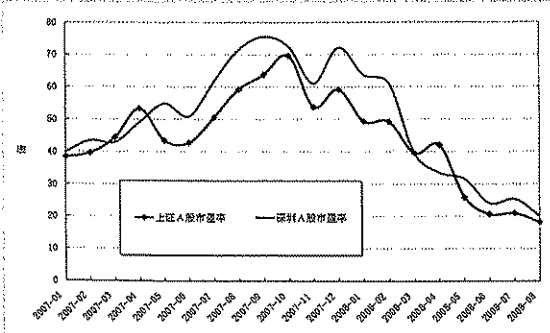
数据来源：雅虎财经，建行研究部。

元、5.32 万亿元，股票市场财富严重缩水。股市下行使股市成交量不断萎缩，股票市场日均成交金额从年初的 2000 多亿元骤减至 8 月份的不到 600 亿元。股票市场投融资功能受到严重削弱，1-8 月，股票市场融资额为 2930.56 亿元，较上年同期下减 16 多个百分点。

虽然中国经济基本面依然稳健，股票市场运行机制日益完善，印花税大幅下调股市交易成本下降，上市公司分红意识增强，新股发行得到适度控制，股市市盈率由年初的 50 多倍下降到目前的 10 多倍，A 股市场释放了相当风险，许多个股甚至跌到“大小非”也不愿减持的低位区域，银

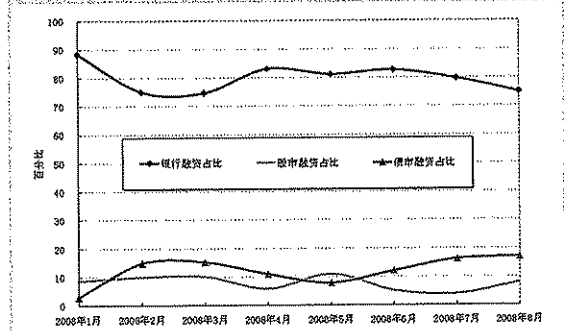
根放松、刺激经济增长的政策措施不断出台等有利于支撑股市上行的因素依然存在或不断涌现，但我国股市短期内依然难以摆脱弱势格局。其一，我国经济金融融入国际程度不断加深，全球经济下行趋势不断展现，特别是 9 月份以来全球金融风暴加剧，世界主要股市出现加速下跌，对我国股市后市走势会产生相当影响。其二，与去年相比，尽管银行体系流动性依然富余，但货币供应量 M 增速明显放缓，流入虚拟经济中的资金大幅减少，加之 QFII 资金不规则进出 A 股市场加强，不利于股市回稳上行。其三，对股市运行有深刻影响的“大小非”问题依然存在，在宏观经济面处于下行状态下，必然制约股市反弹力度。其四，受经济面因素影响，作为股价重要物质支撑基础的企业利润增长下滑，今年 1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润同比增长较去年同期下降近 20 个百分点。其五，投资者信心受到重挫，对股市运行分歧加大，股市观望氛围加浓难助股市摆脱弱市状态。当然，经过前期大幅下挫，四季度股市反弹频率较前三季度会有所增加，股市波动幅度加强。

图 8-5 股市市盈率变化



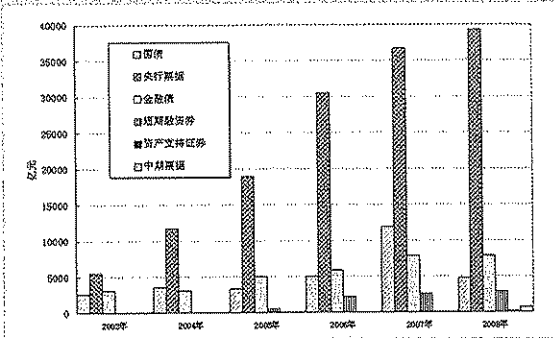
数据来源：证监会。

图 8-6 不同融资方式占比



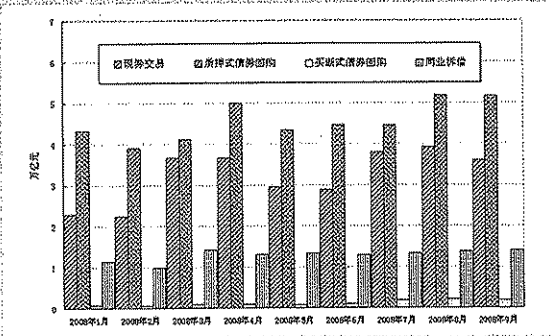
数据来源：人民银行、证监会、中央国债登记结算公司。

图8-7 前三季度银行间债券市场债券发行情况



数据来源：中央国债登记结算公司。

图8-8 银行间市场交易量状况

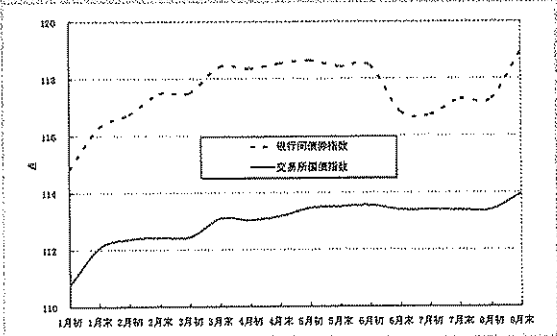


数据来源：中央国债登记结算公司、银行间拆借交易中心。

我国经济发展中的直接融资比重提高趋势并没有因为股市低迷筹资减弱而受到多大的影响，8月末，直接融资占比达到25%，较年初大幅增加，主要是因为今年以来债券市场得到了很大的发展。1-9月，银行间债券市场债券发行量达5.1万亿元，较上年同期增长8.28%。但银行间债券市场发行的债券短期化趋势不断显现，银行间发行1年及以下期限债券占比59.76%，较上年同期增加9个多百分点。前9个月，银行间市场现券交易同比增长160.94%，质押式债券回购交易同比增长27.09%，买断式债券回购交易同比增长103.77%。银行间债券指数、交易所国债指数总体

呈现升幅走势，交易所国债指数升幅超过3%，银行间债券指数升幅超过4%，债券价格稳中趋升。受流动性总体充裕因素影响，银行间市场交易利率保持平稳，波动幅度收窄。年初以来，债券收益率基本上一路下行，特别是9月份以来，债券收益率陡峭下行趋势明显。

图8-9 2008年债券指数变化



数据来源：中央国债登记结算公司、上海证券交易所。

考虑到目前股市低迷，其融资功能大大减弱，但直接融资比重提高是发展大趋势，预计四季度，银行间债券发行同比会有较大增长幅度，银行间市场交易将进一步活跃，银行间交易利率仍旧保持较小幅度变动。随着CPI进一步回落，保经济增长成为政策面的重点，在银根放松、降息预期加重等因素作用下，债券市场将会进一步呈现强势扩展，债券价格上提，债券收益率将加速下移。

九、房地产市场调整将进一步延续，房价普跌不可避免

三季度，我国房地产市场持续低迷，市场调

整进一步加深。一是交易清淡，企业景气下滑明显。至季度末，我国本年购置土地面积增速从2月份的35.8%下滑至9月末的-2.9%，首度出现了自去年5月以来的减速情况；商品房销售面积同比累计减速14.9%，减幅在上季度基础上进一步增加7.7个百分点；全国商品房空置面积同比增长10.2%，比二季度提高了8个百分点；国房景气指数已连续第10个月回落，9月为101.15，同比回落3.84点；三季度房地产业企业家信心指数为96.4，下滑至临界线下，较二季度回落22个百分点。

二是房地产投资、开发速度进一步放缓。至季度末，我国房地产开发投资总额虽同比增长，但累计增速比上季度下滑7个百分点。商品房、住宅本年新开工面积增速在二季度下滑基础上又分别下降8.9和8.4个百分点，商品房、住宅本年竣工面积增速也下滑了4.1和5.3个百分点，并呈逐月下滑趋势。

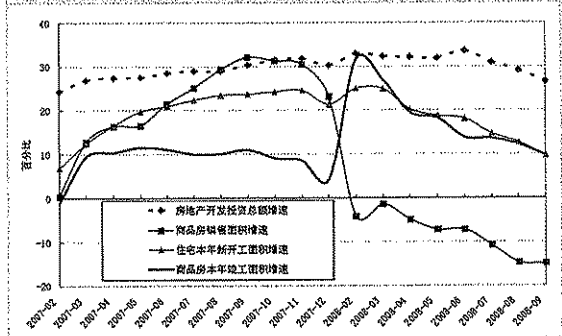
三是房地产企业开发资金进一步趋紧。9月末，我国房地产开发投资总额增速累计为26.5%，全国房地产开发企业实际到位资金同比增长10.7%，二者差15.8个百分点，差额比上半年扩大5.1个百分点。

四是整体房价同比仍有涨幅，但环比呈现逐月下降趋势。三季度，我国70个大中城市房屋销售价格同比涨幅继续回落，月度同比分别上涨7%、5.3%和3.5%，月涨幅环比分别下降1.2、1.7和1.8个百分点。同时，继8月首现整体房屋销售价格环比下降0.1%后，9月环比又下降了0.1%。

五是房价结构性波动更加显著，房价下降面进一步扩大。三季度各月，我国70个大中城市中，

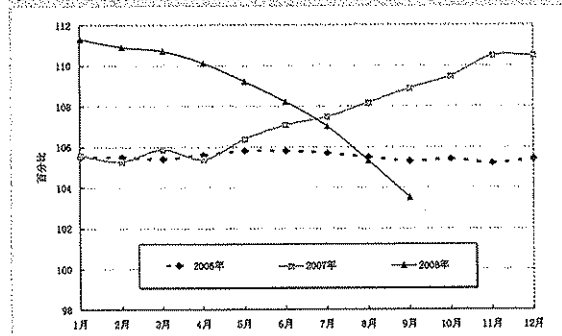
房价同比涨幅超过10%的城市数量从6月份的12个进一步下降到8、6和4个，此类城市9月占比仅为5.7%，价格环比下降的城市在6月份的16个进一步增加到17、25和24个，此类城市9月覆盖

图9-1 近年房地产开发与销售情况



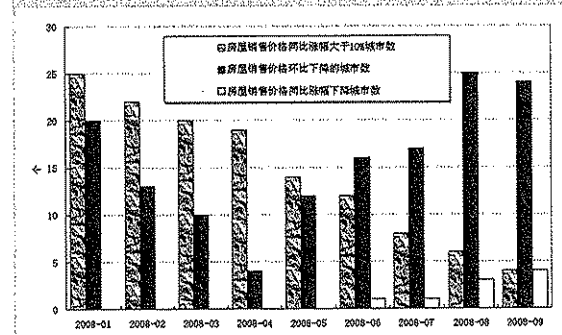
数据来源：国家统计局。

图9-2 近年房屋销售价格指数走势图



数据来源：国家统计局。

图9-3 当年房价变化城市走势图



数据来源：国家统计局，建行研究部。

面已达34%，房价同比下降的城市也从6月的1个增加到9月的4个。

但总体看，多年来快速持续上涨的房价形成的我国房价与居民可支配收入的突出矛盾仍没有得到根本性的缓解，房价过高、购房需求不足问题仍是我国房地产市场进一步调整的主要压力所在。三季度以来进一步演化的全球金融危机给世界经济带来的重创，以及我国经济出现的周期调整，也会对房地产市场形成新的调整预期。

预计四季度，在这些因素的作用下，我国房地产市场进一步调整的趋势将会持续。

一是房地产销售低迷，市场交投清淡的局面短期内很难改变。主要原因是受美国、英国等主要国家房地产市场恶化效应、股票市场财富缩水、经济信心减弱等因素影响以及对房价下调的进一步期待，居民的购房意愿会进一步减弱，市场观望情绪加大，从而进一步抑制购房需求，影响房地产销售。按惯例9、10月是我国房地产销售黄金季节，但市场反应冷淡，房屋销售持续锐减，土地交易也日趋冷淡。表明我国居民购房态度更趋谨慎，未来市场会持续一定时间的低迷。

二是我国房价将面临一个从持续上涨向同比下跌的转折，整体房价涨幅进一步下调，降价面将进一步扩大。今年尽管我国房地产价格同比涨幅逐步下调，但房价整体水平仍居高位。今年前三季度，70个大中城市房屋销售价格同比上涨8.5%，涨幅仍比上年同期高1.8个百分点；特别是一些主要城市，如上海、北京等，房价收入比仍处较高水平，使得购买需求不足，价格支撑基础薄弱。7月以来上海房价已连续三个月环比下

降；8月份，北京房价首现环比持平的局面，9月份环比又下降0.2%，因此价格回归是必然过程；同时市场观望气氛浓郁，调整预期强烈，加之我国持续推出的中低价位、中小户型普通住宅以及廉租住房和经济适用住房的保障性住房建设措施，以及中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定中进一步明确的土地流转政策等，都将对未来房价调整起到积极作用。可以预见，房价可能逐步向普跌方向演化。

三是房地产企业经营压力增大，投资开发进一步放缓。今年以来，随着我国房地产企业资金运行环境的变化，持续走低的房产销售，我国房地产企业资金收紧问题日益突出，经营压力进一步加大。目前，我国又面临国际经济金融动荡加剧，世界经济进一步低迷，国内经济增长开始减速的复杂环境，市场投资、消费需求面临进一步减弱。这些因素将会进一步影响房地产销售，降低房地产企业进一步投资、开发的信心。

同时，我们也看到，近期我国宏观调控政策面发生了较大变化，一方面我国从紧货币政策开始松动，进一步放宽了信贷规模，并在9、10两月多次下调存款准备金率、商业贷款及住房公积金贷款利率、免征利息个人所得税以及降低房地产交易税费；另一方面地方政府纷纷出台政策，提振当地房地产市场。如厦门、南京、西安、长沙、沈阳、上海等地区分别从购房补贴、降低或减免交易税费、提高公积金贷款上限等不同方面出台措施。从理论上讲，降息、免税这些措施对房地产市场具有较大的正面影响，不仅可以降低企业财务成本和个人买房成本，缓解资金流动性

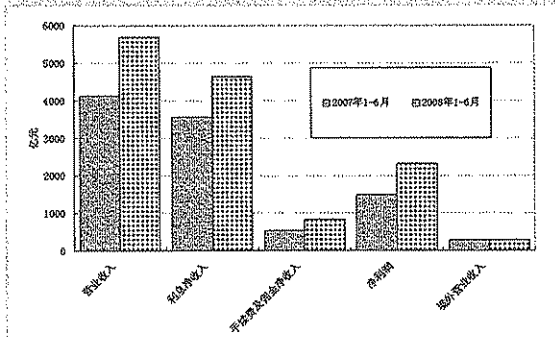
不足压力，在一定程度上会增加房地产交易量。但是，当前国际国内宏观形势不确定性风险加剧，我国房地产市场环境发生了较大变化，特别是目前我国房地产价格水平仍然偏高，价格调整压力较大，减息作用只能体现在新增贷款上，因此，短期看，这些调控措施带来的实际效果有限。

十、银行业赢利空间或受挤压，国际市场拓展风险与机遇并存

上半年，银行业赢利能力依旧强劲，14家上市银行营业收入同比增长38.26%，净利润同比大幅增长56.49%，银行业盈利模式进一步改善，“以客户为中心”的服务意识及服务能力明显增强，1-6月，14家上市银行非利息收入占比较上年同期提高5.09个百分点，达18.59%，手续费及佣金净收入同比增长57.59%。

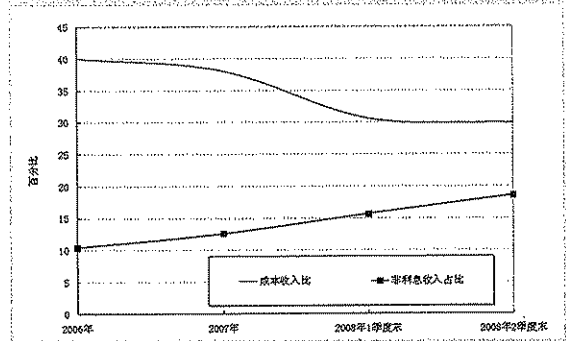
受世界经济走弱、全球金融市场动荡加剧等因素影响，下半年我国银行业盈利空间或被有所挤压，盈利增速将会趋缓。其一，受世界大环境

图10-1 上市银行业绩增长状况



数据来源：各家上市银行半年报，建行研究部。

图10-2 上市银行成本收入比及非利息收入占比状况



数据来源：各家上市银行半年报，建行研究部。

及自身周期调整因素作用，我国经济增速向缓，尽管下半年已经特别是四季度放松银根政策措施仍可能会出台，但在盈利预期看弱及加强风险控制状况下，银行业新增贷款规模也不会很快大规模扩张，而银行业利差收窄之势亦不利于作为银行业主要收入来源的利差收入增长。其二，虽然债券市场牛市上行为银行业拓扩收益提供了新的空间，但作为我国资本市场最主要组成部分的股票市场弱势震荡，居民股市财富缩水严重等，难助银行业资本市场业务开展及相应盈利增加。其三，执行新的所得税率有助于银行业盈利同比增长改善，但对于银行业盈利环比增长基本上不起作用，所得税因素对银行业盈利所起作用趋于下降。其四，发源于美国的金融危机9月份以来加剧演变，对持有相当数量美国风险债券的我国银行业下半年盈利也会产生一定的影响。

1-6月，工商银行、中国银行、建设银行、交通银行四大银行境外营业收入同比增长仅3.04个百分点，境外营业收入占营业收入的比重较上年同期还下降了1.93个百分点。今年以来，我国银行业海外并购速度明显放慢下来，截止目前，也

表 10-1 商业银行持有美国风险债券状况

工商银行	2008年6月末,持有与美国房地产按揭机构房地美和房利美有关的债券面值合计27.16亿美元,其中房地美和房利美发行债券4.65亿美元,房地美和房利美担保债券22.51亿美元;持有Alt—A住房贷款支持债券面值6.51亿美元;持有美国次级住房贷款支持债券面值合计12.14亿美元;持有结构化投资工具(SIVs)面值合计0.55亿美元。9月公告持有雷曼兄弟相关债券1.518亿美元。
中国银行	2008年6月末,持有美国次级住房贷款抵押债券的账面价值为36.42亿美元;持有Alt—A住房贷款支持债券账面价值为18.28亿美元;持有美国Non—Agency住房贷款抵押债券的账面价值为50.77亿美元;持有房地美和房利美发行债券的账面价值为106.37亿美元。9月公告持有雷曼兄弟相关债券7562万美元。
建设银行	2008年6月末,持有美国次级按揭贷款支持债券账面价值2.73亿美元;持有Alt—A账面价值3.57亿美元;持有房地美和房利美有关的债券账面价值32.5亿美元。9月公告持有雷曼兄弟相关债券1.914亿美元。
招商银行	2008年6月末,持有的涉及美国房地美、房利美的债券总计2.55亿美元。9月公告持有雷曼兄弟相关债券7000万美元。
交通银行	9月公告持有雷曼兄弟相关债券7002万美元。
中信银行	9月公告持有雷曼兄弟相关债券7600万美元。
兴业银行	9月公告持有雷曼兄弟相关债券3360万美元。

数据来源:各家上市银行半年报、公告,建行研究部。

只有中国银行斥资900万瑞士法郎收购瑞士荷瑞达资产管理公司30%股份,出资2.363亿欧元收购法国洛希尔银行20%股权,招商银行斥资193亿港元收购永隆银行53.12%的股权,其他银行鲜有海外并购行为。虽然欧美金融危机给我国银行业盈利增长带来一些不利影响,但也为我国银行业开拓国际市场尤其是欧美市场提供了难得的机会。依赖于“中国因素”国际影响力的大大提升,欧美金融危机解决急迫求助于中国,欧美金融门槛将会降低,在加强风险防范和控制前提下,我

国银行业将会积极开拓国际市场,汲取美国金融危机教训,我国银行业也将会更多地结合自身优势和业务发展需要,通过并购或分支机构设立方式进行国际市场特别是欧美市场的拓展。基于美、欧因金融危机造成分身乏力、无暇顾及,我国宏观经济发展的战略需要等,我国银行业也将会加强在具有较好发展前景的拉丁美洲、印度等地金融市场的拓展。当然,在金融市场动荡加剧、国际金融风险加大境况下,我国银行业海外市场拓展也应更为谨慎。

① 指利率与存款准备金率。

② 其中债市融资为非金融企业债市筹资,不包括国债。

声明：本文是中国建设银行研究部在课题研究基础上向高层提供的报告。其中的信息均来源于公开资料，其成果形式仅为中国建设银行研究部所有，复印、引用、转载须注明来源。报告内容及意见仅供参考，中国建设银行及中国建设银行研究部不对本报告任何运用产生的结果负责。



中国建设银行
China Construction Bank

中国建设银行研究部

通讯地址 / 北京市金融大街 25 号

邮政编码 / 100032

E-mail/yanjiubu.zh@ccb.com

联系电话 / 67596639

