

中国经济景气监测预警报告·2006年7月

# 下半年三防: 通胀、通缩与资产泡沫

□ 国家信息中心 上海证券报

总策划  
范剑平 国家信息中心预测部主任  
杨 溟 上海证券报副总编辑  
课题组长  
王远鸿 国家信息中心预测部处长  
程培松 上海证券报总编辑助理  
执行组长  
李 锋 国家信息中心预测部副处长  
邹民生 上海证券报首席编辑  
课题成员  
张永军、程建华、李若愚、徐平生  
报告执笔  
王远鸿、李若愚、徐平生

■从综合景气指数的10大构成指标看,7月份工业增加值增速、工业企业产品销售收入、固定资产投资增速继续处于红灯区,由于7月当月财政收入增幅达到36.3%,导致季节调整后的财政收入进入红灯区;人民币贷款增速与发电量增长率处于黄灯区,CPI、M1、进出口总额和消费品零售额增速处于绿灯区。受财政收入大幅增长的影响,7月份反映宏观经济运行状况的综合景气指数在黄灯区运行。

■调控政策的效果开始显现: CPI、固定资产投资、工业增加值增速均有所回落,增长16.7%,比上月低2.8个百分点;固定资产投资增速高位回落,城镇固定资产投资同比增长27.4%,比上月低6.3个百分点;外贸进出口总值增长21.3%,与上月持平,其中出口增长22.6%,比上月低0.7个百分点,进口增长19.7%,比上月高0.8个百分点,进出口增速进一步缩小;财政收入增长36.3%,比上月加快17.9个百分点;M1同比增长15.3%,比上月末高1.4个百分点。在以上指标中,两升两降一平,但经过季节调整后,以上五个指标均保持了上升态势,受此影响,描述经济景气状况的一致合成指数在7月份继续保持了上升的态势(见图1)。这一方面表明经济仍处于较高的景气状态,另一方面也表明目前主要经济指标增速尚未出现趋势性回落,经济中出现的外贸顺差的持续扩大、国际收支不平衡引发的货币流动性过剩问题,投资与信贷高速增长问题没有明显好转。因此,在一些经济指标增速出现回落的情况下,应继续保持宏观调控力度,切实控制货币信贷和固定资产投资的过快增长,防止经济在小幅调整后再度趋热。

图1 1997年以来先行与一致合成指数趋势变动图

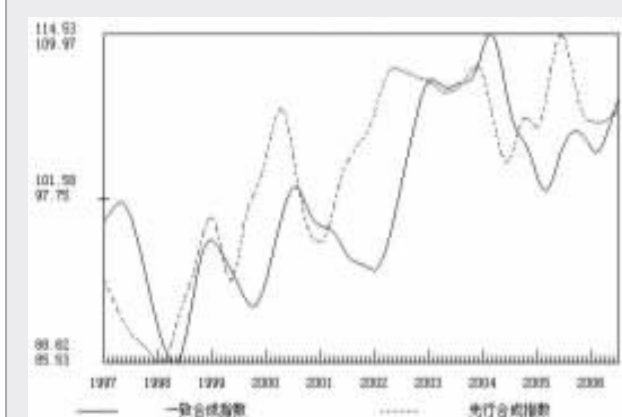


图2 综合景气指标冷热状态显示图

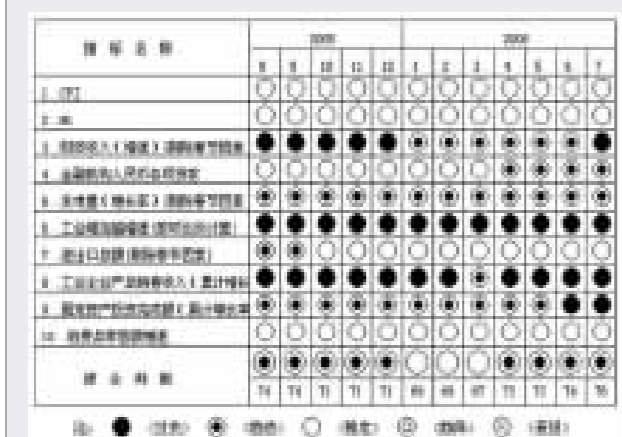


图3 综合景气指数趋势变动图

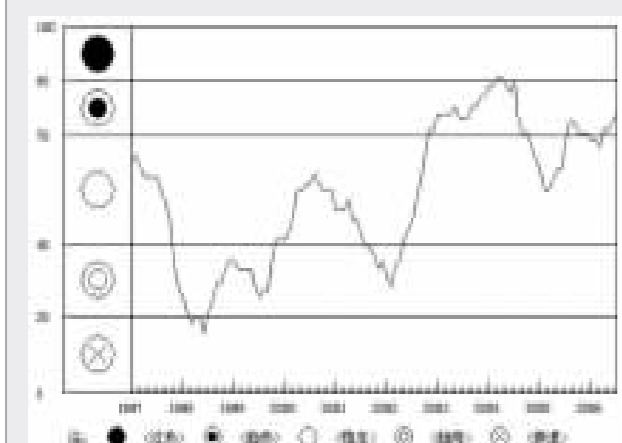


图4 1997年以来经过季节调整后的固定资产投资变动走势

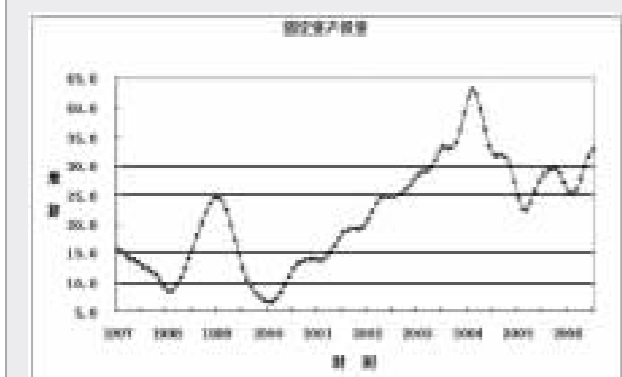
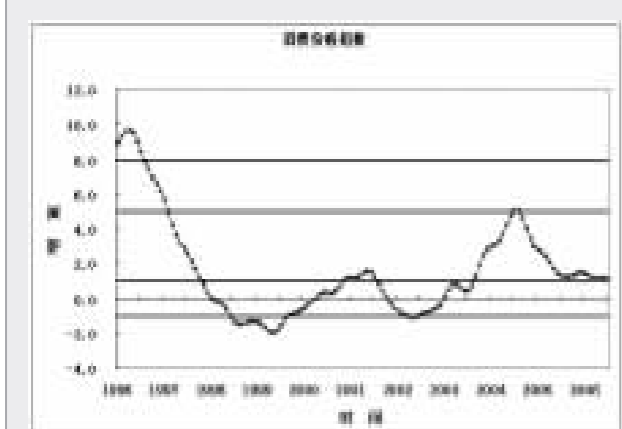


图5 1996年以来经过季节调整后的CPI变动走势



## 一、经济景气持续回升, 经济增长高位加快

1、一致合成指数保持上升态势。今年以来,为抑制货币信贷的过快增长和固定资产投资的反弹,央行已两次加息,两次上调存款准备金率,并多次发行定向票据,从资金供给和需求两方面来调控经济。发改委、国土部、建设部、环保总局、商务部、银监会等部门也出台多项政策和措施来调控经济增长偏快的问题。目前调控政策的效果开始显现: CPI、固定资产投资、工业增加值增速均有所回落,资金面有所趋紧。

2006年7月,受宏观调控的影响,一致合成指数中的工业增加值增速有所放缓,增长16.7%,比上月低2.8个百分点;固定资产投资增速高位回落,城镇固定资产投资同比增长27.4%,比上月低6.3个百分点;外贸进出口总值增长21.3%,与上月持平,其中出口增长22.6%,比上月低0.7个百分点,进口增长19.7%,比上月高0.8个百分点,进出口增速进一步缩小;财政收入增长36.3%,比上月加快17.9个百分点;M1同比增长15.3%,比上月末高1.4个百分点。在以上指标中,两升两降一平,但经过季节调整后,以上五个指标均保持了上升态势,受此影响,描述经济景气状况的一致合成指数在7月份继续保持了上升的态势(见图1)。这一方面表明经济仍处于较高的景气状态,另一方面也表明目前主要经济指标增速尚未出现趋势性回落,经济中出现的外贸顺差的持续扩大、国际收支不平衡引发的货币流动性过剩问题,投资与信贷高速增长问题没有明显好转。因此,在一些经济指标增速出现回落的情况下,应继续保持宏观调控力度,切实控制货币信贷和固定资产投资的过快增长,防止经济在小幅调整后再度趋热。

2、先行合成指数上升势头明显减弱,下半年经济将运行在相对高位。从先行合成指数运行趋势看,先行指数在7月上升势头已经明显减弱。当前经济运行中的主要矛盾是货币信贷增长偏快,固定资产投资增速偏高,贸易顺差偏大。对以上问题,党中央国务院已经采取了有针对性的调控

措施并将继续推出一些新的调控措施。当前调控措施的效果已经开始显现,尽管7月一个月的经济数据,还不足以证明经济回落趋势的形成,但是可以预期,只要国家宏观调控措施的实施和落实到位,土地和信贷闸门的进一步收紧,严格控制新开工项目,固定资产投资大幅上升的势头将得到遏制,商品房价格的过快增长将得到一定的抑制,宏观调控措施的效果将进一步显现。初步预计,GDP增长将由第二季度的11.3%回落到第四季度的10%左右,投资增长也会放缓至23%左右。2006年全年经济增长率预计将达到10.4%左右,居民消费价格指数涨幅预计在2%以内。

3、受财政收入大幅增长影响,综合景气指数在黄灯区小幅上行。从综合景气指数的10大构成指标看(见图2),7月份工业增加值增速、工业企业产品销售收入、固定资产投资增速继续处于红灯区,由于7月当月财政收入增幅达到36.3%,导致季节调整后的财政收入进入红灯区;人民币贷款增速与发电量增长率处于黄灯区,CPI、M1、进出口总额和消费品零售额增速处于绿灯区。受财政收入大幅增长的影响,7月份反映宏观经济运行状况的综合景气指数在黄灯区小幅上行(见图3)。

## 二、主要经济指标变动趋势

1、工业生产增速小幅回落。今年前7个月规模以上工业企业完成增加值46957亿元,同比增长17.6%,增幅比上半年回落0.1个百分点。7月份当月完成工业增加值7200亿元,同比增长16.7%,增幅比6月份回落2.8个百分点,是前7个月工业生产增速小幅回落的主要原因。经季节调整后的工业增加值增速继续在红灯区上扬,并且已经持续了一年多的时间。

7月份重工业和轻工业增加值增速虽然双双回落,但重工业增速明显超出轻工业增速的格局没有发生改变。7月份重工业和轻工业增加值增速分别为18.0%和14.0%,与上半年累计增速相比分别回落了0.5个百分点和1.8个百分点,但重工业增加值增

速仍比轻工业快4个百分点,与上半年累计增速基本相同。

2、季节调整后企业销售收入增速持续上升,工业企业效益进一步提高。7月份,规模以上工业企业实现主营业务收入164799亿元,同比增长26.4%,季节调整后增速为26.6%,在红灯区内呈持续走高态势。

企业效益进一步提高,工业经济效益综合指数183.4,比上半年提高0.65点,比去年同期提高15.95点。1至7月份,全国规模以上工业企业实现利润9679亿元,比去年同期增长28.6%。国有及国有控股企业实现利润4326亿元,比去年同期增长19.4%;集体企业实现利润292亿元,增长32%;股份制企业实现利润5251亿元,增长31.1%;外商及港澳台商投资企业实现利润2673亿元,增长25.3%;私营企业实现利润1418亿元,增长53.8%。在39个工业大类中,石油和天然气开采业利润同比增长44.8%,有色金属冶炼及压延加工业增长105.7%,交通运输设备制造业增长55.6%,电力行业增长35.6%,电子通信行业增长24.7%,煤炭行业增长12.2%,化工行业增长14.4%,化纤行业增长41.1%;而钢铁行业利润则同比下降11.1%,下降幅度继续缩小;石油加工及炼焦业则产生净亏损327亿元,比上半年扩大达100亿元。

3、固定资产投资出现较大幅度的回落。7月份,城镇固定资产投资8402.66亿元,同比增长27.4%,比上月低6.3个百分点。受此影响,1至7月城镇固定资产投资44771.01亿元,增长30.5%,比上月回落0.8个百分点,但仍比上半年同期高3.3个百分点。经季节调整后的固定资产投资增速仍然在红灯区继续上扬,反映了投资的趋势性增长仍在持续(见图4)。

7月份固定资产投资增速明显回落,与2004年5月份的数据有相似之处。2004年一季度固定资产投资增长47.8%,4月份加强宏观调控后投资增速降至34.7%,5月份降至18.1%,但此后又开始回升至20%-30%的区间。

4、出口增速略有放慢,进口增长加快。1至7月我国进出口总值9418.5亿美元,比去年同期

增长23.1%。其中,出口5089亿美元,增长24.8%;进口4329.5亿美元,增长21.1%。进口与出口增速的差距从上半年的3.9个百分点缩减为3.7个百分点。7月份当月我国外贸进出口值为1460.6亿美元,增长21.3%。经季节调整后的7月份进出口增速位于绿灯区的上沿。

5、消费增速仍保持“稳中有升”的态势。7月份,社会消费品零售总额6012亿元,同比增长13.7%,增幅比上月低0.2个百分点,经过季节调整后,消费增速略高于上月,仍维持上升态势。1至7月份,社会消费品零售总额累计42460亿元,同比增长13.4%,剔除物价因素后实际同比增长12.5%,比去年同期高0.5个百分点。

6、居民消费价格指数(CPI)明显回落。7月份,CPI同比上涨1%,涨幅比上月低0.5个百分点,月环比下降0.3%,这已是CPI月环比连续3个月处于负增长。1至7月CPI累计上涨1.2%,涨幅比去年同期低1个百分点。从CPI八大构成类别来看,当月除居住类价格和家庭设备用品及维修服务价格同比涨幅均比上月高0.2个百分点外,其余各类价格涨幅均较上月持平或下降,其中,食品价格下降最为明显。经季节调整后的CPI价格指数已经接近绿灯区的下沿,有向浅蓝灯区变动的趋势(见图5)。

7、狭义货币供应量M1增长加快。7月末,M2余额同比增长18.4%,与上月末基本持平,增幅比去年同期高2.1个百分点;M1余额同比增长15.3%,增幅比上月末高1.4个百分点,比去年同期高4.3个百分点,经过季节调整后,M1余额同比增速为14.6%,较上月提高0.5个百分点。从构成上看,M1增速加快主要是企业存款增幅上升造成的。

8、信贷投放仍保持较快势头。7月份,人民币贷款增速在经过上月的暂时回落,再拾升势。月末,人民币贷款余额同比增长16.3%,比上月高1.1个百分点,比去年同期高3.2个百分点。经过季节调整后,月末人民币贷款余额同比增长为16.4%,比上月高0.3个百分点。

## 对策

### 四点政策建议

针对今年前7个月经济增长速度全面加快带来的诸多矛盾和问题,建议今后几个月继续加大宏观调控力度,促进宏观调控与结构调整的有机结合,处理好宏观调控政策与体制改革的关系,努力实现经济增长方式的根本转变。具体提出以下四点建议:

#### 1、加强对已出台的宏观调控政策的检查和落实,确保宏观调控的权威性和严肃性

2004年以来,特别是今年上半年以来,针对宏观经济形势的变化,国家已经出台了一系列调控政策,涉及投资、信贷、土地管理、住宅建设、节能和环保等诸多领域,其中许多政策措施对宏观调控都具有重要的指导意义,但在实践中这些政策并没有得到较好的贯彻落实。

为了确保宏观调控的权威性和严肃性,必须增强各部门和各地方对宏观调控必要性的认识,在土地、资金、新项目开工等方面,各地方政府要加强自律,中央要加强对重点领域、对违法违规事件要加强处罚的力度,严防漏洞。同时,要健全有关法规,针对土地管理、耕地保护和信贷投入、新开工项目、能源消耗和环境污染等领域的重大问题,进一步将节能降耗、减少污染物排放、耕地保有量等“十一五”规划中的约束性指标分解到各个地方,尽快建立地方官员的问责制。

#### 2、以控制固定资产投资为核心,不断调整产业结构,在宏观调控中积极促进产业结构升级和实现生产方式的转变

“区别对待、有保有压”的调控原则是2004年以来宏观的成功经验,要以控制固定资产投资为核心,以控制新建、扩建和续建项目为重点,以是否符合产业政策为标准,将产业政策与信贷政策、土地政策、节能降耗政策、环境保护政策等结合起来,发挥产业政策在结构调整方面的优势。在新一轮宏观调控中,不仅要重视总量环节的调控,更应强调调整供给结构,并根据经济理念合理规划生产力布局,提高对能源和原材料的有效利用。新一轮宏观调控的重点不是要使经济增长速度和投资增长速度下降,而是要大力促进经济增长方式的转变和投资结构的调整。

#### 3、兼顾长短期利益,处理好宏观调控与体制改革间的关系

处理好宏观调控与体制改革的关系,就要兼顾长期利益与短期利益间的关系,建议在现阶段做好几项工作:一是抓住目前物价形势较低的有利时机,尽快理顺资源性产品价格关系,加快价格改革,提高全社会的节能意识;二是调整出口退税结构,降低出口退税比例,进一步限制资源性产品出口;三是加快政府对公共事业的投入,加大对新农村建设的财政支持力度,改善收入分配体制,促进居民消费与投资的协调发展;四是加快内外资企业所得税的合并步伐,调整引进外资的质量和水平。

#### 4、加快政府和全社会的信息化建设步伐,积极应用已有的信息技术成果,进行科学决策

宏观调控政策实施过程虽然是一个自上而下的过程,但在决策过程中需要大量的自下而上的信息。可是在实践过程中,受利益关系、技术手段,以及统计制度等的影响,调控者与被调控者之间的信息往往是不对称的。这可能会影响决策者对经济形势的判断,延误宏观调控的时机,有时甚至会出现错误的判断。在新一轮宏观调控中,应重视应用已有的上网登记信息,利用好政府各部门之间的互联网络平台,通过这个平台做好项目投资的审核和清查,了解产品市场和房地产市场的供需状况,通过对一些重要指标的监测预警,提高宏观调控的预见性,进行好“点调控”和“预调节”。

# 金融市场与证券市场运行

## 一、货币与债券市场

1、央行公开市场操作减小回笼资金力度。7月份,央行公开市场操作回笼资金量较上月减少;在回笼资金时,央行票据发行力度减小,正回购操作力度加大。回笼与投放相抵,本月实现货币净回笼360亿元,较上月减少640亿元。

本月,央行吸收流动性的政策推高了货币市场利率,1年期和3个月期央票发行利率平稳上涨,1天和7天回购利率低开高走。1年期央票月末中标利率又重新回升至2.80%的较高水平。

2、银行间债券市场发行量较上月减少,短期债券比重大幅上升。7月份,银行间债券市场共发行债券3359.3亿元,同比增长30.8%,比上月5981.8亿元减少43.8%。7月份所发债券中,1年期及以下债券占73.8%,1年以上10年期债券占26.2%,7月份没有发行10年以上债券。

3、拆借交易活跃,拆借利率上升。7月份,同业拆借成交2429.9亿元,同比增长107.7%,环比增长63.8%。当月交易品种以7天为主,7天品种共成交1547.6亿元,占本月全部拆借成交量的63.7%。7月份,同业拆借加权平均利率为2.31%,比6月份上升23个基点;7天品种加权平均利率2.43%,比6月

份上升24个基点。

4、回购交易放量,回购利率回升。7月份,银行间债券市场质押式回购成交23154.6亿元,同比增长56.3%,环比增长23.4%。当月回购品种以1天品种为主,共成交12270.7亿元,占本月总交易金额的53.0%。7月份,质押式债券回购加权平均利率为2.18%,比1月份上升44个基点,比6月份上升31个基点;质押式债券回购1天品种加权平均利率为2.00%,比1月份上升40个基点,比6月份上升36个基点;质押式债券回购7天品种加权平均利率为2.32%,比1月份上升78个基点,比6月份上升36个基点。

5、现券交易成交量较上月减少。7月份,银行间债券市场现券成交9331.0亿元,同比增长84.4%,环比下降14.6%;交易所市场国债现券交易较为清淡,成交72.1亿元,同比下降75.3%。

7月份,银行间市场债券指数和交易所市场债券指数均有所下跌。银行间债券指数下跌0.35点,跌幅0.31%;交易所国债指数下跌0.13点,跌幅0.12%。7月份,各期限债券收益率都有所上升,收益率曲线呈现总体平稳上移趋势。

## 二、股票市场

1、新股发行频率加快,市场中认购热情高涨。7月份是A

股市场全流通新股发行正式启动的第二个月,A股市场新股发行频率加快,市场申购热情高涨,新股发行继续得到市场追捧。当月共有9家公司完成A股首发,比6月份多4家;新股首发总融资额为183.22亿元,比6月份要低近50亿元。其中,7月17日至7月21日的一周是7月份的新股发行密集期,一周之内共有五只新股进行网上现金申购。面对较快的新股发行频率,受较高的申购收益率刺激,市场资金申购热情高涨,网上发行冻结资金大幅攀升,创下全流通新股发行以来冻结资金的最高水平。

但是,从前两个月的发行情况看,A股市场股票已出现一些问题苗头,压力隐现。一是融资压力较大。6月和7月的两个月中,新股首发融资额已超过410亿元人民币,而国航、工商银行等大股东的发行亦将继续发行。在A股市场新股发行加快的同时,证监会发审委发审节奏也在加快。此外,上市公司定向增发意向急剧攀升。据统计,截至7月31日,沪深两市共有114家公司公布定向增发计划,预期募集资金总规模高达1421亿元。二是发行市盈率越来越高。除中国银行为接近上限价发行外,其余均以以上限价发行,新股发行市盈率越来越高。这样,一旦市场预期发生逆转,新股上市跌破发

行价、新股发行失败等都可能出现。

2、市场面临压力,行情发展先扬后抑。7月份,市场行情先扬后抑走势。由于中国银行A股首发,比6月5日在上交所上市并计入上证综指,上证综指已经失真,不具历史可比性,而深证成指更能反映行情走势。全月,深证成指下跌幅度达8.25%。

7月份,市场面临的压力主要来自以下几个方面:一是上半年较高的宏观经济数据加剧了市场对于未来政府采取进一步宏观调控措施的担忧。上调存款准备金率、加息都将是可选择的货币政策工具,并且这些工具可能将频繁操作。二是新股发行将持续保持较高频率,市场融资额将长时间保持较高水平。

但是,尽管面临较大压力,市场的调整力度有限。首先,宏观调控的落脚点在于保持我国经济的长期持续稳定较高速度增长,而中期报告披露的上市盈利数据也显示上市公司利润已止跌回升。其次,宏观调控难以改变当前市场资金充裕的局面。数据显示,6、7两个月共有12只偏股型基金成立,总规模达690.18亿,平均每只基金的规模达到57.52亿。尽管银行系ODI于7月正式成行,但其投资品种受限,并不会对A股市场资金产生较大的分流作用。