

第一章

宏观经济环境

2006年,全球经济增长较快,国际金融市场运行平稳;中国经济继续保持平稳快速增长,经济效益稳步提高,价格水平总体稳定。金融稳定的国际国内经济环境良好。

一、经济金融环境

2006年,全球经济金融运行呈现以下特点:一是经济增长较快。全球经济增长5.4%,美国、欧元区和日本等主要经济体保持较快增长,增长率分别为3.3%、2.6%和2.2%,新兴市场国家和发展中国家增速达到7.9%,全球经济增长过分依赖美国经济的局面有所改善。二是生产能力和产出的提高缓解了通货膨胀压力。近几年的低利率和流动性过多等因素增加了通货膨胀压力,但新兴市场国家逐渐融入全球经济金融体系带来的生产能力和产出的提高,在一定程度上缓解了通货膨胀压力。三是金融市场分散和化解风险的能力增强。经济金融全球化和金融创新便于经济主体通过金融市场融资,大型机构投资者的不断涌现和信用风险转移工具的快速发展有利于风险分散。四是全球资金充裕,长期利率较低。石油美元、亚洲国家高储蓄率、日本低利率和日元利差交易等因素使全球资金供给充裕,长期利率和资金成本相对较低,为经济增长提供了充足的资金保障。

中国宏观经济运行表现出如下特点:一是经济平稳快速增长。全年实现国内生产总值(GDP)20.94万亿元,比上年增长10.7%。城镇居民人均可支配收入11759元,农民人均纯收入3587元,剔除价格因素,分别比上年实际增长10.4%和7.4%;进出口总额1.76万亿美元,比上年增长23.8%;贸易顺差1775亿美元,比上年增加755亿美元。二是经济效益稳步提高。全国财政收入3.93万亿元,比上年增加7694亿元;规模以上工业企业工业增加值增长16.6%,利润增长31%。三是价格水平总体稳定。居民消费价格指数同比上涨1.5%,工业品出厂价格上涨3.0%,原材料、燃料、动力购进价格上涨6.0%,GDP平减指数为3.2%。此外,重点领域和关键环节改革取得新进展,社会事业加快发展。宏观经济的稳定发展和整体经济效益的提高,为我国金融稳定奠定了坚实基础。

专栏1:中国经济发展对全球经济增长和金融稳定的贡献

改革开放30年来,中国经济持续快速发展。2002年以来,中国年均经济增长速度为10%左右。据世界银行估计,中国经济增长(用购买力

平价来衡量)对全球经济增长的平均贡献率是25%，对世界贸易增长的贡献率是21%。中国经济的发展使中国国力日益增强，竞争力不断提升，人民生活水平稳步提高。同时，作为最大的发展中国家，中国经济持续快速发展还有助于全球经济发展和金融稳定，主要体现在：

一是中国生产力的提高为各国进口商和零售商带来较多利润，给消费者带来普遍实惠，也缓解了全球通货膨胀压力，有助于全球金融稳定。

二是中国储蓄率高于投资率，为资金需求国低成本融入资金创造了条件。贸易顺差和外汇储备持续增加，部分投资于国外债券的外汇储备为有关国家的经济发展提供了低成本资金。

三是中国进口和对外直接投资的迅速增长促进了其他国家和地区的经济发展。据世界银行统计，过去10年中，中国进口额上升了477%，而且79%的进口品来自发展中国家，中国逐渐成为其他发展中国家的出口目的地。同时，中国对外直接投资增加，促进了当地经济发展和就业。

二、经济金融环境对金融稳定的影响与应对措施

国际国内经济运行总体平稳，为中国金融稳定创造了良好的环境。但全球经济金融风险仍然存在，国内经济中也存在可能影响金融稳定的因素，需予以关注。

(一) 全球经济金融风险不容忽视

全球经济失衡无序调整的风险。2006年，美国贸易赤字依然庞大，债务增长迅速，一些石油出口国和亚洲国家相对于美国继续保持贸易盈余，全球经济失衡导致无序调整的风险依然存在。主要货币汇率波动、利率高企、国际资本流动变化以及投资者信心变化等，可能引发全球金融市场出现波动，进而波及中国金融市场。

石油等资源品价格过度波动。资金流动、投机性需求、供给冲击等因素引致石油等资源品价格过度波动，不利于各国控制通货膨胀和维护金融稳定。从长远看，国际石油价格上涨会传递到生产和消费环节，从而对国内通货膨胀产生一定压力。石油等资源品的市场供需波动，会导致相关行业产出的波动，影响经济持续健康发展。

全球流动性过多和资产价格过度波动。近年来，全球流动性过多是导致全球资产价格上涨的原因之一，而流动性变化又可能带来资产价格过度波动风险，各国为紧缩流动性而采取的政策措施也可能给资产价格带来影响。因此，需要关注全球流动性过多对中国的溢出效应。

全球经济增长趋缓。随着美国短期利率的上升和可调利率抵押贷款需求的相应减少，美国房价已开始走低，住房投资呈萎缩之势，消费增长率有所下降。同时，其他主要经济体为应对本地区通货膨胀压力而采取的紧缩性政策，可能进一步加剧经济增长率下降趋势。如果全球经济增长趋缓，将给包括中国在内的各国出口和经济增长带来一定程度的不确定性。

全球金融市场的周期性逆转风险。近年来，有迹象表明，投资者的乐观情绪较浓，全球金融市场上的风险溢价较低，大量资金投资于金融市场，寻求较高的收益。然而，金融市场的周期性风险已开始显现，特别是源于利率上升和信贷资产质量恶化的风险，如最近美国出现的次优按揭贷款（Subprime Loans）的风险积聚。随着中国金融业日益融入全球经济金融体系，全球金融市场周期性逆转风险对中国的影响增大。

专栏 2：美国次优按揭贷款导致的风险

次优贷款是美国银行或贷款机构提供给那些不具备资格享受优惠利率贷款（Prime Rate Loan）的客户的一种贷款。美国按揭贷款的“次优”与“优惠”概念是以借款人的信用层次为分界线的。银行或贷款机构根据客户的信用评分^①来决定其是否有资格申请优惠利率贷款。不具备资格享受优惠利率贷款的人通常是指信用等级较低的人，或尚无信用记录的新移民。由于次优借款者的信用等级较低，银行或贷款机构面临的贷款无法收回的风险相对也较大，因此，次优借款人一般都会被收取较正常贷款高得多的利息。

在次优按揭贷款市场上，有的次优按揭贷款机构是独立的，有的则是提供正常优惠贷款的金融机构的内部或附属业务部门。一些大金融公司也

^① 在美国，对于申请贷款者，信用管理局都要根据一套规范的个人信用评分系统对其进行打分，信用分数范围在 300~850 分之间，分数越高，说明客户的信用风险越小。银行或贷款机构都会参考这个打分并根据自己的贷款策略和标准以及每种产品的特定风险来决定借款人的信用分数水平，通常以 660 分为及格线，高于 660 分的借款人可以申请到优惠利率贷款，而低于 660 分的人则无法享受。

为次优贷款机构提供贷款支持。次优按揭贷款已成为近年来中低收入消费者主要的购房资金来源，市场发展迅速。2006年，美国次优按揭贷款规模已经达到6400亿美元，是2001年的5.3倍，占全部住房贷款的比例从2001年的9%升到2006年的13%。目前，美国家庭自有住宅比例达到创纪录的69%。

美国次优按揭贷款市场是随着住房市场的繁荣而兴旺起来的，但其中的风险也不容忽视。美国按揭贷款银行家协会的数据显示，2006年第三季度逾期超过30日没有偿还贷款的比例达到4.6%，其中次优按揭贷款的违约率高达12.6%。而美国居民逾期还款和丧失抵押品赎回权案例一旦大幅增加，就会冲击贷款机构的资金链，次优按揭贷款市场就可能发生严重震荡，进而影响整个按揭贷款市场。由于很多按揭贷款公司已经上市，其股价下跌，会波及整个金融市场。

当前造成次优按揭贷款市场风险积聚的原因有两方面。一方面，次优按揭贷款机构的低标准放贷以及追逐高收益贷款的行为蕴涵了一定风险。从2001年到2004年，美国联邦储备委员会实施的低利率政策刺激了房地产业的发展，美国人的买房热情不断升温，次优按揭贷款成了信用不佳的购房者的选择。一些贷款机构甚至推出了“零首付”、“零文件”的贷款方式，借款人可以在没有资金的情况下购房，仅需声明其收入情况，无须提供任何有关偿还能力的证明，在房屋评估时也更多地依赖计算机程序而不是评估师的结论。因此，宽松的贷款资格审核在活跃房地产交易的同时也埋下了危机的种子。另一方面，在房价不断走高时，即使出现还贷困难，借款人只需出售房屋或通过房产增值获得按揭再融资就能渡过难关。但事实上，美国房地产市场从2005年开始降温，再加上利率连续攀升，借款人很难将自己的房产及时变现，房屋价值也可能跌到不足以偿还剩余贷款的地步。

由于美国次优按揭贷款涉及的主体种类较多，次优按揭贷款市场上积聚风险的潜在影响面也较广。首先，最直接的影响是经营次优按揭贷款业务的机构将被迫停止业务或者倒闭；其次，持有次优按揭贷款（包括证券化的）资产的公司，如共同基金、对冲基金、大型银行和保险公司，也将面临资产减值损失；最后，通过“传染效应”，经营次优按揭贷款业务的机构的关门或者亏损可能进一步引发银行等最终贷款者快速收紧信贷，从而影响金融业甚至整个经济的景气度，进而可能会引发全球金融市场波动。

（二）经济结构性矛盾有待进一步解决

中国经济发展中长期积累的矛盾和问题依然存在，第一、第二、第三产业比例不合理，城乡之间、地区之间发展不平衡，投资消费关系不协调，国际收支不平衡加剧。目前，经济结构性矛盾突出体现为投资消费比例不合理和国际收支不平衡。

2006 年的投资率和消费率分别为 52.5% 和 36.5%。除经济结构不合理和地方政府投资热情较高等因素外，另一个原因是国有企业自留利润大部分用来扩大生产，投资来源中自筹资金占比超过 50%。而居民可支配收入占 GDP 的比重下降，是影响居民消费水平提高的主要因素之一。

2006 年国际收支继续呈现“双顺差”格局，不平衡加剧，贸易顺差累计达 1 775 亿美元，外国直接投资达 694.7 亿美元。继续增加的贸易顺差和迅速上升的外国直接投资，导致外汇储备持续增加。中央银行通过外汇占款投放基础货币，银行体系流动性增加。国际收支不平衡是现存经济结构、全球经济失衡、全球生产力布局和国际金融体系变化等诸多因素的综合反映。由于国际产业结构调整较为缓慢，经济结构性调整政策发挥效应尚需时日。

（三）整体通货膨胀压力有所加大

物价上行风险有所加大，整体通货膨胀压力值得关注。受粮食价格上涨等因素影响，2006 年年底，居民消费价格指数有所上涨。从趋势看，国际原油和有色金属价格高位运行、农产品价格上涨、资源品价格改革、土地价格上涨、企业环保和安全要求提高导致生产成本加大，加上劳动力成本逐步提高等因素，都有可能推动消费价格指数继续上行。在投资和信贷反弹压力较大、流动性充裕的条件下，潜在通货膨胀压力上升的风险不容忽视。

针对上述问题，应采取综合措施，加快经济结构调整，向以内需为主导、内外需并重的经济发展战略转型，促进国际收支平衡；积极发挥财政政策的作用，加大公共财政转型力度，增加社会发展支出，尤其是教育、医疗及社会保障的支出，增加公共产品供给；继续完善宏观调控，实行稳健的货币政策，加强本外币政策的协调和银行体系流动性管理，保持货币信贷的合理增长和物价稳定；稳步推进和深化金融企业改革，促进金融市场的发展，为金融稳定创造良好环境。

专栏3：国外《金融稳定报告》重点关注的领域

国际货币基金组织2006年9月份发布《全球金融稳定报告》，认为国际金融市场波动性增强，投资者对经济发展和政策措施预期的不确定性增强。报告认为，短期内，能源价格可能再次上涨，美国房地产市场衰退可能会影响美国乃至全球经济增长，金融市场环境可能出现恶化，持有巨额外汇储备的亚洲国家和石油产出国的投资策略变化可能对经济失衡的有序调整产生影响，住户部门信贷总量快速增长可能会引发资产价格泡沫，影响金融体系的整体稳定性。但长期来看，世界经济仍将保持稳步发展，通货膨胀水平继续得以有效控制。

英格兰银行2006年7月期的《金融稳定报告》提出，2006年5月份以来，全球风险偏好有所下降，资产泡沫风险开始释放，资产价格下跌。报告认为，英国面临的主要风险来自国际金融市场风险增加、非金融部门负债率上升、金融体系结构性变化加大、清算体系等市场基础设施应对突发事件的能力不足，需加强风险衡量和管理，完善金融体系压力测试，提高危机管理能力，以维护金融稳定。

日本银行2006年7月期的《金融系统报告》认为，日本银行业资产质量提高、利润增加，资本充足程度好转，公众和市场参与者对金融体系的信心增强，日本金融体系整体上已恢复稳定。报告认为，银行要适应不断变化的金融环境，管理相应的各种风险，这对维护金融体系稳定、发挥金融体系作用和实现经济可持续增长至关重要。在风险方面，要充分认识到对冲基金和房地产基金的投资变动对金融体系的影响。银行在推进新业务的同时要有效管理各种风险，要利用各种压力测试来管理利率风险和流动性风险。

韩国2006年10月期的《金融稳定报告》提出，在出口和设备投资增长的刺激下，韩国经济保持平稳增长，金融体系总体稳定，银行业的盈利能力增强，资本充足水平提高，企业部门财务状况和偿债能力良好。但是房地产价格变动的不确定因素仍然存在，住户部门的负债总额（尤其是住房抵押贷款）持续上升，总体偿付能力有所下降。此外，国际金融市场仍然存在一些潜在风险，如主要国家间的经常项目失衡等问题可能会对韩国金融稳定产生影响。

新加坡金管局2006年12月期的《金融稳定报告》认为，在经历了

连续四年的强劲增长之后，世界经济增长趋缓，金融业的经营环境可能会发生变化。但是，由于本国金融机构、企业和住户部门的财务状况良好，因此，新加坡能够经受住经济活动调整的考验，保持金融体系总体稳定。

（主要执笔：孙 涛、杨 柳、张甜甜）

