

中国货币政策执行报告

二 五年第二季度

中国人民银行货币政策分析小组

2005 年 8 月 4 日

内容摘要

2005 年上半年，宏观调控的成效进一步显现，国民经济保持了平稳较快增长。投资过快增长的势头继续得到抑制，消费需求较快增长，各种价格指数平稳回落，城乡居民收入和财政收入较大幅度增加。2005 年上半年，国内生产总值增长 9.5%，居民消费价格同比上涨 2.3%。

中国人民银行按照党中央、国务院加强和改善宏观调控的统一部署，继续执行稳健的货币政策，主要通过市场化手段加强总量控制和结构调整。一是灵活开展公开市场操作，调节银行体系流动性，为商业银行贷款的合理增长和金融市场的产品创新提供了有利的流动性环境。二是充分发挥利率杠杆的调节作用，下调了金融机构在中国人民银行的超额存款准备金利率，适时上调境内商业银行美元、港币小额外币存款利率上限，修改和完善人民币存贷款计结息规则。三是完善人民币汇率形成机制，自 2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。四是认真贯彻中央确定的“区别对待、有保有压”的宏观调控方针，及时向金融机构传达宏观调控意图，引导商业银行前瞻性地应对经济周期和产业变化，优化信贷结构；调整商业银行自营性个人住房贷款政策，以促进房地产业健康、持续发展。五是推动金融市场快速健康发展，推动企业发行短期融资券，推出债券远期交易等。同时，稳步推进金融企业改革，继续改进外汇管理。

2005 年上半年，货币信贷增长基本适度，金融运行平稳。6 月末，广义货币供应量 M2 余额 27.6 万亿元，同比增长 15.7%；基础货币余额 5.7 万亿元，同比增长 11.8%。上半年，金融机构人民币贷款余额 18.6 万亿元，同比增长 13.3%。货币市场利率平稳下行。6 月末，外汇储备余额 7109.7 亿美元，比上年末增加 1010.4 亿美元。

总体看，下半年经济平稳较快发展的基本面不会改变，拉动经济增长的内在动力仍然较强。但当前制约经济持续、快速、协调、健康发展的一些深层次矛盾和问题还没有得到有效解决，需要进一步加强观察和研究。

下半年，中国人民银行将按照党中央、国务院统一部署，继续执行稳健的货币政策，总量上保持连续性和稳定性，加强预调和微调，保持货币信贷稳定增长，注重发挥市场本身的调节作用，巩固宏观调控成果。一是综合运用各种货币政策工具，保持货币信贷合理增长；二是继续贯彻落实利率市场化的政策；三是坚持“区别对待，有保有压”，发挥信贷政策引导结构调整的作用；四是大力培育和发展金融市场；五是加快推进金融企业改革；六是进一步完善人民币汇率形成机制，促进国际收支平衡，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币总量增长适度	1
二、金融机构存款稳定增长	1
三、金融机构贷款稳定增加	2
四、基础货币平稳增长，银行体系流动性充裕	4
五、金融机构贷款利率有所上升，货币市场利率平稳下行	5
六、外汇储备继续较快增长，人民币汇率稳定	6
第二部分 货币政策操作	7
一、灵活开展公开市场操作	7
二、充分发挥利率杠杆的调控作用	8
三、调整商业银行自营性个人住房贷款政策	9
四、加强窗口指导和信贷政策引导	9
五、稳步推进金融企业改革，努力维护金融稳定	10
六、继续改进外汇管理	10
七、完善人民币汇率形成机制	11
第三部分 金融市场分析	14
一、金融市场运行分析	14
二、金融市场制度性建设取得新进展	20
第四部分 宏观经济分析	24
一、世界经济金融形势及 2005 年展望	24
二、我国宏观经济运行分析	27
第五部分 货币政策趋势	40
一、我国宏观经济展望	40
二、2005 年下半年货币政策取向与趋势	41

专 栏

专栏 1：如何看待当前货币信贷形势	3
专栏 2：人民币汇率形成机制改革	12
专栏 3：短期融资券	21
专栏 4：债券远期交易	22
专栏 5：扩大国内消费，促进经济平稳较快增长	28
专栏 6：工业企业效益分析	32

表

表 1：2005 年 6 月末货币供应量及其构成	1
表 2：2005 年二季度各利率浮动区间贷款占比表	5
表 3：2005 年上半年大额美元存款与美元贷款平均利率表	6
表 4：2005 年上半年国内非金融机构部门融资情况简表	14
表 5：2005 年上半年金融机构同业拆借资金净融出、净融入情况表	16
表 6：2005 年 6 月末主要保险资金运用余额及占比情况表	20

图

图 1：1998 年以来贷款增速与货币增速的比较	3
图 2：2005 年上半年银行间市场国债收益率曲线变化情况	17
图 3：1989 年以来最终消费增长速度	28
图 4：2003 年以来固定资产投资的名义增长和实际增长	30
图 5：1999 年以来 39 个工业行业平均成本费用利润率走势	33
图 6：2005 年二季度 35 个大中城市房屋销售平均价格及指数	37

第一部分 货币信贷概况

2005 年上半年，我国国民经济继续平稳较快发展，货币信贷增长基本适度，金融运行平稳。

一、货币总量增长适度

6 月末，广义货币供应量 M2 余额 27.6 万亿元，同比增长 15.7%，增速比上年同期低 0.5 个百分点，比上年末高 1 个百分点，延续了自 3 月以来稳中回升的态势，与保持经济平稳增长的要求基本相适应。6 月末，狭义货币供应量 M1 余额 9.9 万亿元，同比增长 11.3%，比上年同期低 4.9 个百分点，比上年末低 2.3 个百分点。流通中现金 M0 余额 2.1 万亿元，同比增长 9.6%。上半年现金累计净回笼 620 亿元，同比少回笼 108 亿元。

表 1：2005 年 6 月末货币供应量及其构成

单位：万亿元		
	余 额	余额比同期增长%
货币和准货币(M2)	27.6	15.7
货币(M1)	9.9	11.3
流通中现金(M0)	2.1	9.6
活期存款	7.8	11.7
准货币	17.7	18.3
定期存款	2.9	24.9
储蓄存款	13.2	16.3
其他存款	1.5	23.9

注：货币和准货币（M2）含证券公司客户保证金

数据来源：中国人民银行

二、金融机构存款稳定增长

6 月末，全部金融机构（含外资金融机构，下同）本外币各项存

款余额 28.3 万亿元，同比增长 16.8%，比年初增加 2.68 万亿元，同比多增 4948 亿元。其中，人民币各项存款余额 26.9 万亿元，同比增长 17.2%，比年初增加 2.59 万亿元，同比多增 4237 亿元；外汇存款余额 1653 亿美元，同比增长 9.4%，比年初增加 105.1 亿美元，同比多增 85.9 亿美元。

6 月末，人民币企业存款余额 9 万亿元，同比增长 13.8%，比年初增加 5489 亿元，同比少增 846 亿元。人民币储蓄存款余额 13.2 万亿元，同比增长 16.3%，比年初增加 1.28 万亿元，同比多增 2618 亿元，其中主要是定期存款多增。上半年财政存款增加 3817 亿元，同比多增 1297 亿元。

三、金融机构贷款稳定增加

6 月末，金融机构本外币贷款余额 19.9 万亿元，同比增长 13.2%，比年初增加 1.59 万亿元，同比多增 272 亿元。其中，人民币贷款余额 18.6 万亿元，同比增长 13.3%，比年初增加 1.45 万亿元，同比多增 240 亿元，贷款新增额为历史第二高水平，仅低于 2003 年同期；外汇贷款余额 1497 亿美元，同比增长 12.1%，比年初增加 162.2 亿美元，同比多增 4 亿美元。

从投向看，中长期贷款过快增长的势头得到有效控制，流动资金贷款比例有所提高，贷款结构进一步改善。上半年，人民币中长期贷款增加 6455 亿元，同比少增 855 亿元，中长期贷款增量占比同比下降 6.7 个百分点。企业用于流动资金的短期贷款和票据融资合计增加 7962 亿元，同比多增 1286 亿元，占全部新增贷款的比例为 55%，比

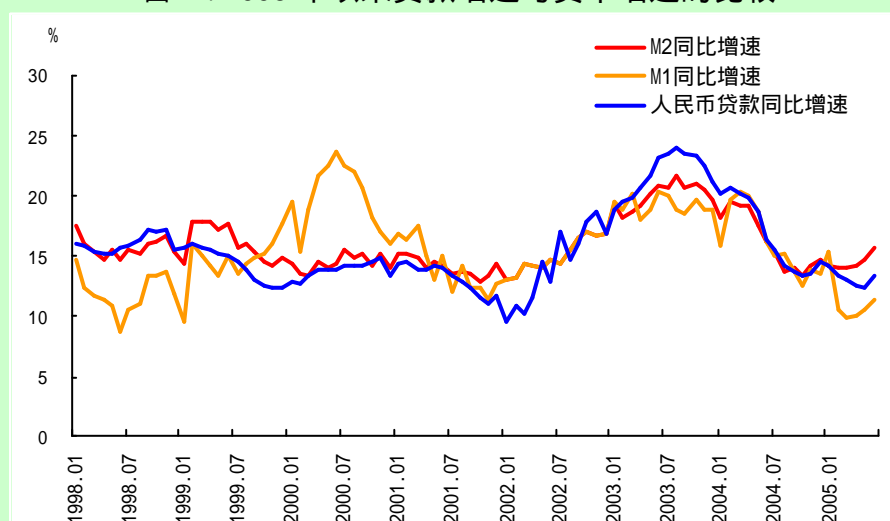
去年同期提高了 8 个百分点。

分机构看，人民币贷款除国有独资商业银行¹同比少增外，其他金融机构均同比多增。上半年，国有独资商业银行人民币贷款增加 5103 亿元，同比少增 1584 亿元；政策性银行、股份制商业银行²、城市商业银行、农村合作机构³分别增加 1718 亿元、3194 亿元、896 亿元和 2917 亿元，同比分别多增 831 亿元、529 亿元、47 亿元、324 亿元；外资金融机构贷款增加 195 亿元，同比多增 140 亿元。

专栏 1：如何看待当前货币信贷形势

2005 年以来，中央银行灵活开展公开市场操作，为商业银行贷款的合理增长提供了较为宽松的流动性环境。6 月末，M2 同比增长 15.7%，与经济增长基本相适应。人民币贷款余额同比增长 13.3%，比广义货币供应量增长低 2.4 个百分点，狭义货币 M1 增速比 M2 增速低 4.4 个百分点。M2、M1 和贷款的变动趋势基本一致，但增速不完全相同。对上述现象，要客观分析，正确认识。

图 1：1998 年以来贷款增速与货币增速的比较



数据来源：中国人民银行

¹ 根据中国人民银行统计司统计口径，国有独资商业银行包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行。

² 根据中国人民银行统计司口径，股份制商业银行目前包括交通银行、中信实业银行、光大银行、华夏银行、广东发展银行、深圳发展银行、招商银行、浦东发展银行、兴业银行、民生银行、恒丰银行、浙商银行。

³ 根据中国人民银行统计司口径，农村合作机构包括农村信用社、农村合作银行和农村商业银行。中国人民银行统计司从 2005 年起开始收集农村合作银行数据。

1998 年以来我国贷款增速与货币增速的比较图显示 ,除了 2002 年下半年至 2004 年 5 月份投资出现过热的时期 ,贷款增速一般都小于或基本等于 M2 增速。2004 年下半年以来 ,贷款增速逐步减缓是多种因素造成的 ,基本上是合理的。从企业层面看 ,在宏观调控的作用下 ,大多数企业生产经营的节奏由快趋稳 ,部分企业由于产能过剩减少了投入和产出 ,导致了企业有效资金需求增长放缓。与此同时 ,企业资金渠道多样化 ,票据结算、企业集团内部融资、企业直接债务工具、境内外股票发行、境外借款、出口退税、民间融资等形成了对部分贷款的替代 ,降低了企业对银行资金的依赖。上半年 ,企业累计签发商业汇票增加 2082 亿元 ,企业累计发行债券 (含短期融资券筹资)303 亿元 ,境内外股票筹资约 900 亿元 ,也直接替代了等额的贷款。从银行层面看 ,一是商业银行股份制改革的推进使银行内控机制加强 ,银行贷款行为更加理性。上半年 ,四大国有商业银行贷款增加 5103 亿元 ,同比少增 1584 亿元。二是监管部门风险监管力度加大。资本充足率要求对商业银行资产扩张的约束以及银监会监督检查力度的加强 ,对于促进商业银行稳健经营具有积极作用。

对于狭义货币 M1 增速低于广义货币 M2 增速要正确认识 ,M1 增幅的下降并不意味着企业支付能力的下降。在我国现阶段 ,企业活期存款被计入 M1 ,在 M1 的活期存款中占比约为 80%左右 ;M1 的活期存款还包括机关、团体、部队、事业单位在银行的活期存款、农村存款和个人持有的信用卡类存款 ,这些存款占比约为 20%左右。企业定期存款作为准货币的一部分 ,被计入 M2。2005 年 6 月末 ,企业活期与定期存款合计约 9 万亿 ,增长 13.8% ,表明企业总体支付能力正常 ;其中定期存款占比为 33% ,同比增长 24.9% ;活期存款占比为 67% ,同比增长 9.1%。企业在存款期限的选择上更加偏好定期 ,与中国人民银行去年 10 月份调高定期存款利率 ,企业从财务核算角度考虑 ,将部分活期存款转为定期存款有关 ;同时 ,随着票据融资的发展 ,银行承兑汇票签发量增加使归属于企业定期存款的承兑保证金多增 ,也促使企业更多地考虑选择定期存款。

总的来看 ,在现阶段我国货币信贷环境与经济平稳较快增长的目标要求基本相适应。下一阶段 ,有必要保持货币政策的连续性和稳定性 ,注意预调和微调 ,维护总量平衡 ;同时 ,要更大程度地发挥市场机制的作用 ,促进结构优化 ,防止出现大的波动。

四、基础货币平稳增长 , 银行体系流动性充裕

6 月末 ,基础货币余额 5.7 万亿元 ,同比增长 11.8% ,比年初下降 1493 亿元。外汇大量流入造成外汇占款大幅度上升 ,是基础货币

供应的主要渠道。6月末，金融机构超额存款准备金率平均为3.72%，比上年同期低0.03个百分点。其中，四大国有商业银行超额存款准备金率为3.26%，股份制商业银行为5.71%，农村信用社为4.70%。银行体系流动性充裕，满足了贷款合理增长的需要。

五、金融机构贷款利率有所上升，货币市场利率平稳下行

金融机构贷款利率有所上升。二季度，金融机构人民币1年期固定利率贷款加权平均利率为7.46%，1年期浮动利率贷款加权平均利率为5.97%，分别为基准利率的1.34和1.07倍，分别比上季提高0.48和0.14个百分点。中国人民银行对全国金融机构2005年二季度贷款利率浮动情况的统计显示，2005年二季度金融机构发放的全部贷款中，实行下浮利率的贷款占比为18.72%，比上季下降3.18个百分点；实行基准利率的贷款占比为21.96%，比上季下降4.94个百分点；实行上浮利率的贷款占比为59.32%，比上季上升8.12个百分点。

表2：2005年二季度各利率浮动区间贷款占比表

单位：%

					上 浮 水 平			
					(1.0, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0 以上
	合计	[0.9, 1.0]	1.0	小计				
合计	100	18.72	21.96	59.32	24.98	15.77	14.56	4.01
国有独资商业银行	100	30.55	29.49	39.96	35.60	3.67	0.56	0.13
股份制商业银行	100	30.14	37.49	32.37	31.03	1.08	0.24	0.02
区域性商业银行	100	20.51	21.70	57.79	40.36	9.99	6.53	0.92
城乡信用社	100	1.02	3.12	95.86	12.77	36.23	36.61	10.25

注：城乡信用社浮动区间为（2，2.3）

数据来源：商业银行贷款利率备案表

上半年，单笔金额在3000万元以上的人民币协议存款利率略有

降低，其中二季度 61 个月期协议存款加权平均利率为 4.12%，比上季下降 0.17 个百分点，比年初下降 0.34 个百分点；37 个月期协议存款加权平均利率为 4.1%，比上季下降 0.11 个百分点，比年初下降 0.22 个百分点。

受美联储连续加息、国际金融市场利率上升影响，境内外币贷款、大额存款利率水平继续上升。6 月，商业银行 1 年期美元大额存款（300 万美元以上）加权平均利率为 3.74%，比年初上升 1.47 个百分点；1 年期固定利率美元贷款加权平均利率为 4.57%，浮动利率贷款加权平均利率为 4.25%，分别比年初上升 1.14 和 0.87 个百分点。

表 3：2005 年上半年大额美元存款与美元贷款平均利率表

单位：%

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
一、大额存款：						
3 个月以内	1.7964	1.5561	2.3159	2.4776	2.9717	2.3956
3—6 个月	2.1102	2.2490	2.5353	2.9351	2.7800	3.3701
6—12 个月	2.4450	2.2419	2.6527	3.3083	2.3960	3.4914
— 年	2.3039	2.3694	3.3022	2.7471	3.5035	3.7372
二、贷款：						
一年（固定）	3.5366	3.7720	4.2393	4.0664	4.5367	4.5664
一年（按月浮动）	3.3315	3.6771	3.7462	4.0724	4.1575	4.2477

数据来源：商业银行外币利率备案表

上半年，金融机构资金比较充裕，货币市场利率平稳下行。6 月，7 天期同业拆借和质押式债券回购加权平均利率分别为 1.57% 和 1.1%，比上月分别回落了 0.07 和 0.04 个百分点。境内短期利率低于境外利率，利差明显扩大，有利于减少投机资本流入。

六、外汇储备继续较快增长，人民币汇率稳定

上半年，贸易顺差 396 亿美元，比上年同期扩大 464 亿美元，资

本流入增加较快。6 月末，外汇储备余额 7109.7 亿美元，比上年末增加 1010.4 亿美元，比上年同期多增 336.5 亿美元；人民币对美元汇率为 8.2765 元人民币/美元，与上年末持平。

2005 年一季度，我国外债总规模继续上升，但增速有所减缓，外债流量仍保持增长势头，短期外债占比略有上升。截至 2005 年 3 月末，我国外债余额 2334.09 亿美元（不包括香港特区、澳门特区和台湾地区对外负债，下同），比上年末增加 48.13 亿美元，上升 2.11%。其中：中长期外债余额为 1255.33 亿美元，占外债余额的 53.78%，比上年末增加 12.46 亿美元；短期外债余额为 1078.76 亿美元，占外债余额的 46.22%，比上年末增加 35.67 亿美元。

第二部分 货币政策操作

2005 年以来，中国人民银行按照党中央、国务院加强和改善宏观调控的统一部署，继续执行稳健的货币政策，主要通过市场化手段加强总量控制和结构调整，同时推动金融市场快速健康发展，稳步推进金融企业改革，有步骤地推进人民币汇率形成机制的改革，努力促进国际收支平衡，取得明显成效。

一、灵活开展公开市场操作

2005 年以来，在外汇占款持续大量增加的情况下，中国人民银行继续通过发行央行票据予以对冲，并综合考虑财政库款、现金、债券发行与兑付等影响流动性的其他因素，合理安排央行票据的发行方式、期限结构和发行规模，同时灵活开展正回购操作，有效控制了银

行体系流动性的过快增长和过度波动。总体来看，银行体系流动性宽松，为商业银行贷款的合理增长和金融市场的产品创新提供了有利的流动性环境。金融机构超额准备金率的波动幅度较前两年同期明显减缓，货币市场利率平稳下行，为人民币汇率形成机制改革创造了条件。

上半年，通过人民币公开市场操作回笼基础货币 7616 亿元，通过外汇公开市场操作投放基础货币 10000 亿元，全部公开市场业务净投放基础货币 2384 亿元。期间，共发行 68 期央行票据，发行总量为 13580 亿元，其中 1 年期 5510 亿元，3 个月期 3580 亿元。截至 6 月末，央行票据余额为 16630 亿元，比年初增加 6888 亿元；正回购余额为 700 亿元。

二、充分发挥利率杠杆的调控作用

一是 3 月 17 日将金融机构在中国人民银行的超额存款准备金利率下调到 0.99%，以促使商业银行进一步提高资金使用效率和流动性管理水平。二是针对国际金融市场利率持续上升的情况，5 月 20 日和 7 月 22 日两次上调境内商业银行美元、港币小额外币存款利率上限。其中，一年期美元存款利率上限分别提高 0.25 个和 0.5 个百分点至 1.625%，一年期港币存款利率上限分别提高 0.1875 个和 0.5 个百分点至 1.5%。上调小额外币存款利率，有利于协调本、外币利率关系，稳定境内外币存款，减轻人民币结汇压力。三是修改和完善人民币存贷款计结息规则，允许金融机构自行确定除活期和定期整存整取存款外的其他存款种类的计结息规则，为商业银行加强主动负债管理和业务创新，改善金融服务提供了有利条件。

三、调整商业银行自营性个人住房贷款政策

从调控需求入手，引导社会对未来房地产价格形成较合理的预期。从3月17日起，将现行的住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平，实行下限管理，商业银行法人可根据具体情况自主确定利率水平和内部定价规则；对房地产价格上涨过快城市或地区，个人住房贷款最低首付款比例可由20%提高到30%。将商业银行个人住房贷款利率纳入正常贷款利率管理，还有利于商业银行加强风险管理，完善定价机制。

四、加强窗口指导和信贷政策引导

认真贯彻中央确定的“区别对待、有保有压”的宏观调控方针，及时向金融机构传达宏观调控意图，引导商业银行前瞻性地应对经济周期和产业变化，优化信贷结构。

一是配合国家各项支农政策，努力完善农村金融服务。在春耕旺季及时调剂支农再贷款限额，目前对西部地区和粮食主产区农村信用社共安排支农再贷款1175亿元，支持农信社加大对“三农”的资金投入。继续引导农村信用社农户小额信用贷款和农户联保贷款健康发展，建设和培育竞争性农村金融市场，正确引导民间融资。二是引导金融机构改进金融服务，加强产品创新，加大对非公有制经济和中小企业的信贷投入。三是继续加强信贷政策和产业政策的协调配合，贯彻“扶优限劣”原则，通过“窗口指导”，引导金融机构调整信贷结构，防止盲目投资和低水平重复建设。四是推动下岗失业人员再就业贷款的制度创新，努力推动创建信用社区试点，支持扩大就业和再就

业。五是积极引导扩大消费，促进消费和投资协调发展，及时防范和化解消费信贷领域的风险。

五、稳步推进金融企业改革，努力维护金融稳定

国有商业银行股份制改革试点工作稳步推进，在总结中国银行和中国建设银行股份制改革试点经验的基础上，正式启动了中国工商银行股份制改革和财务重组工作。4月22日，中央汇金投资有限责任公司运用外汇储备150亿美元补充中国工商银行资本金，使其核心资本充足率达到6%。中国银行和中国建设银行股份制改革试点工作也在继续推进之中。

农村信用社改革试点稳步推进。截至2005年6月末，中国人民银行会同中国银行业监督管理委员会按照规定的条件和程序经严格审查考核，完成了六期对改革试点农村信用社的专项票据发行工作，共计对22个省（区、市）1468个县（市）发行专项票据985亿元，占全国选择专项票据资金支持方式县（市）的个数和额度的比例分别为60%和59%；同时，对吉林省农村信用社发放专项借款1.2亿元。所发行的专项票据中，811亿元用于置换不良贷款，174亿元用于置换历年亏损挂账。随着农村信用社改革试点资金支持方案及各项扶持政策逐步落实，农村信用社历史包袱得到初步化解。考虑专项票据置换因素后，农村信用社不良贷款比例下降到17.5%，与改革前相比降幅达到19.4个百分点。

六、继续改进外汇管理

进一步理顺外汇供求关系，促进国际收支平衡。一是继续推进

贸易便利化。进一步改革经常项目外汇账户管理，扩大全额保留经常项目外汇收入的企业范围，将境内机构超限额结汇期限延长至90天。二是进一步支持企业“走出去”，将境外投资外汇管理改革试点扩大到全国。三是稳步推进证券项下资本项目开放。继续落实合格境外机构投资者制度，从2003年5月至2005年6月末，累计批准26家境外机构投资者40亿美元投资额度。支持境内保险机构进行境外证券投资，批准平安保险17.5亿美元境外投资额度。四是加强对资金流入和结汇的引导。

七、完善人民币汇率形成机制

经国务院批准，中国人民银行宣布自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。

根据对汇率合理均衡水平的测算，2005年7月21日19时，人民币对美元升值2%，即美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.1100元人民币。人民币汇率初始调整水平升值2%，是指在人民币汇率形成机制改革的初始时刻就作一调整，调整水平为2%，并不是指人民币汇率第一步调整2%，事后还会有进一步的调整。

中国人民银行将根据市场发育状况和经济金融形势，适时调整汇率浮动区间。同时，中国人民银行负责根据国内外经济金融形势，以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，对人民币汇率进行管理

和调节，维护人民币汇率的正常浮动，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定。

专栏 2：人民币汇率形成机制改革

完善人民币汇率形成机制，是建立和完善社会主义市场经济体制、充分发挥市场在资源配置中的基础性作用的内在要求，是深化经济金融体制改革、健全宏观调控体系的重要内容，符合我国经济发展的实际需要。1993 年以来，我国从多方面为汇率改革积极创造条件，并进行改革方案的研究，做了大量准备工作。2003 年 10 月，党的十六届三中全会决议明确提出要“完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”。国务院也确定了先进行国有商业银行改革，同时逐步放宽外汇管制，推进外汇市场建设，然后再进行汇率改革的次序。2004 年，国有商业银行改革全面推进，在此背景下，国务院成立了专门小组，研究制定人民币汇率形成机制改革方案。2005 年以来，我国外汇管制逐步放宽，外汇市场建设不断加强，市场工具逐步推广，金融领域改革已经取得了实质性进展；宏观调控成效显著，国民经济继续保持平稳较快增长势头；世界经济运行平稳，美元利率稳步上升。所有这些都为人民币汇率形成机制改革创造了有利条件，奠定了坚实的基础。7 月 21 日，精心准备、周密部署的人民币汇率形成机制改革终于顺利出台。

一、人民币汇率形成机制改革的主要原则和内容

人民币汇率形成机制改革坚持了主动性、可控性、渐进性的原则。主动性，就是主要根据我国自身改革和发展的需要，决定汇率改革的方式、内容和时机。汇率改革要充分考虑对宏观经济稳定、经济增长和就业的影响。可控性，就是人民币汇率的变化要在宏观管理上能够控制得住，既要推进改革，又不能失去控制，避免出现金融市场动荡和经济大的波动。渐进性，就是根据市场变化，充分考虑各方面的承受能力，有步骤地推进改革。渐进性是指人民币汇率形成机制改革的渐进性，而不是指人民币汇率水平调整的渐进性。人民币汇率制度改革重在人民币汇率形成机制的改革，而非人民币汇率水平在数量上的增减。

人民币汇率形成机制改革的内容是实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，而是按照我国对外经济发展的实际情况，选择若干种主要货币，赋予相应的权重，组成一个货币篮子。同时，根据国内外经济金融形势，以市场供求为基础，参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。参考一篮子表明外币之间的汇率变化会影

响人民币汇率，但参考一篮子不等于盯住一篮子货币，它还需要将市场供求关系作为另一重要依据，据此形成有管理的浮动汇率。根据对汇率合理均衡水平的测算，人民币对美元即日升值 2%，即 1 美元兑 8.1100 元人民币。这一调整幅度主要是根据我国贸易顺差程度和结构调整的需要来确定的，同时也考虑了国内企业进行结构调整的适应能力。这个幅度基本上趋近于实现商品和服务项目大体平衡。

二、人民币汇率形成机制改革符合我国的根本利益

汇率形成机制改革后，人民币不再盯住任何一种单一货币，而是以市场供求为基础，参考一篮子汇率进行调节。国际市场主要货币汇率的相互变动，客观上减少了人民币汇率的波动性。随着汇率等经济杠杆在资源配置中的基础性作用增强，外汇供求关系进一步理顺，国际收支调节机制逐步建立健全，国际收支会趋于基本平衡，为人民币汇率稳定奠定了坚实的经济基础。

适当上调人民币汇率水平对我国宏观经济、企业和人民生活的影响总体上是有益的。从宏观经济层面看，适当上调人民币汇率水平，以美元计价的我国 GDP、人均 GDP 相应上升，我国人民持有的财富相应升值。汇率提高，有利于扩大进口和适当减少出口，可以改变我国当前贸易顺差和外汇储备增长过快的情况，从而逐步实现进出口的基本平衡和外汇收支平衡，提高资源的使用效率，也有利于缓解人民币对冲操作的压力，增强货币政策的独立性，提高金融调控的主动性和有效性，促进经济总量平衡。从长期来看，人民币汇率形成机制改革，有利于实现以扩大内需为主的经济可持续发展战略，有利于优化需求结构和产业结构，促进经济增长方式转变和资源优化配置，提高国民经济的整体效益。

对企业的影响分不同情况有所不同。人民币升值有利于改善我国的贸易条件，对企业引进技术、设备、进口原材料、原器件是有利的。在当前国际石油、矿产品等资源性产品价格不断上涨的情况下，可以降低企业进口成本。对出口企业以及生产国外同类产品的企业，人民币升值会带来更大的竞争压力，短期内一些竞争力较弱的企业可能会面临较大的困难，但有利于促使企业转变经营机制，增强自主创新能力，加快转变外贸增长方式和结构调整。

从对人民生活的影响看，适当上调人民币汇率水平，进口消费品价格降低，国内居民的实际消费能力和消费水平将会有所增强，境外旅游会比以前便宜，总体上会提高国内消费者的福利水平，使广大人民群众更多地分享改革开放的成果。

人民币汇率形成机制改革符合国家的根本利益，但在短期内也会对一些竞争力比较弱的行业和企业产生调整的压力。企业要加快结构调整步伐，增强自主创新能力，提高竞争力，注意通过加强内部管理和开展技术改造的方式来挖掘潜力，尽快掌握各种外汇避险工具和手段，增强自身适应汇率浮动和应对汇率变动

的能力。银行部门要学会运用衍生工具来管理风险，向企业提供更多和更好的风险管理工具，为今后发展外汇市场上的各种衍生工具创造条件。

第三部分 金融市场分析

一、金融市场运行分析

2005年上半年，金融市场总体运行平稳，货币市场流动性充足，债券发行情况良好，市场交易较为活跃，市场制度性建设取得较大进展。

与去年同期相比，国内非金融机构部门(包括住户、企业和政府部门)贷款、股票、企业债融资比重上升，国债融资比重有所下降。2005年上半年，国内非金融机构部门以贷款(本外币合计)、股票(境内外可流通上市股票的筹资部分)、国债和企业债(含短期融资券)四种方式新增融入的资金总计为18089亿元，同比少融资783亿元，下降4.1%，其中贷款融资同比增加273亿元，同比增长1.7%；国债同比少融资1324亿元。国内非金融机构部门贷款、股票、国债和企业债融资的比为87.8：5.0：5.5：1.7。

表 4：2005 年上半年国内非金融机构部门融资情况简表

	融资量(亿元人民币)		比重(%)	
	2005 年上半年	2004 年上半年	2005 年上半年	2004 年上半年
国内非金融机构部门融资总量	18089	18872	100.0	100.0
贷款	15882	15609	87.8	82.7
股票	908	858	5.0	4.5
国债	996	2320	5.5	12.3
企业债	303	85	1.7	0.5

数据来源：中国人民银行调查统计司

（一）银行间市场流动性充足，市场利率平稳下行

上半年，银行间债券回购市场累计成交6.89万亿元，同比增加2.18万亿元，日均成交565亿元，比上年同期增长47.6%。质押式债券回购累计成交6.8 万亿元，同比增加2.1万亿元；买断式债券回购累计成交897亿元。交易所国债回购累计成交1.39万亿元，同比下降38.3%。

上半年，银行间同业拆借市场累计成交6373亿元，同比减少1781亿元，日均成交52.2亿元，比上年同期下降21.3%。成交主要集中在7天和隔夜两个短期品种上，市场份额分别为70.4%和15.8%。

银行间市场利率总体呈下行走势。1 月，质押式债券回购和同业拆借交易月加权平均利率分别为1.91%和2.07%；2月受春节前金融机构资金需求较大的影响，分别升至2.05%和2.31%；3月受节后资金回流和央行下调超额存款准备金利率影响，回落至1.7%和1.98%。此后，质押式债券回购和同业拆借交易月加权平均利率持续下滑，6月末，分别跌至1.10%和1.46%。

从资金净融出、融入情况看，回购市场（包括质押式和买断式）上，国有独资商业银行仍是最大的净融出部门，上半年净融出资金3.92万亿元，同比增加15416亿元；其他商业银行⁴、其他金融机构⁵、外资金融机构是资金净融入部门，分别融入资金18658亿元、18812亿元、1755亿元、同比分别增加2771亿元、10942亿元和1702亿元。

在同业拆借市场上，上半年国有独资商业银行与其他商业银行

⁴其他商业银行包括股份制商业银行和城市商业银行。

⁵其他金融机构包括政策性银行、农信社联社、财务公司、信托投资公司、保险公司、证券公司及基金公司。

分别净融出资金1789亿元和2064亿元，其他商业银行净融出资金同比多融出297亿元，国有独资银行同比少融出958亿元。其他金融机构、外资金融机构是主要的资金净融入部门，分别净融入资金3195亿元、659亿元，其中证券公司净融入资金量最多。其他金融机构净拆入资金同比减少1164亿元，净拆入资金占比82.9%，同比下降了13.7个百分点，外资金融机构净拆入资金同比增加504亿元，净拆入资金占比上升至17.1%，同比上升了13.7个百分点。

表 5：2005 年上半年金融机构同业拆借资金净融出、净融入情况表

单位：亿元

	2005 年上半年	2004 年上半年
国有独资商业银行	-1789	-2747
其他商业银行	-2064	-1767
其他金融机构 ⁶	3195	4359
其中：证券公司	2192	3999
外资金融机构	659	155

注：1. 负号表示净融出，正号表示净融入。

数据来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

（二）银行间债券市场交易活跃，债券指数持续上升

上半年，银行间债券市场现券交易累计成交2.38万亿元，同比增加1.16万亿元，日均成交195亿元，同比增长97.8%；交易所国债现券成交1378亿元，同比减少118亿元。

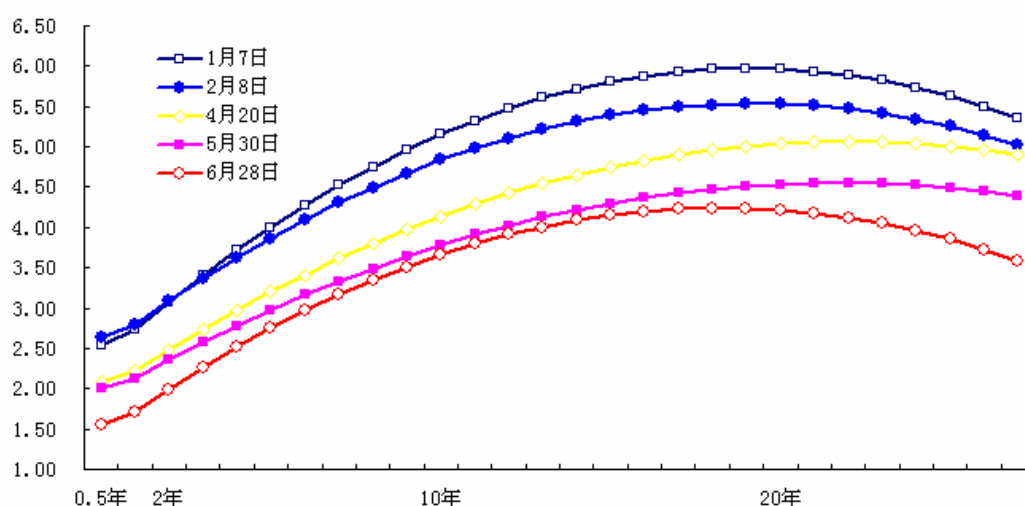
上半年，银行间市场与交易所市场的债券指数均呈上升趋势，各期限债券到期收益率相应下降。银行间债券指数由年初的 104.02 点上升至 6 月末的 109.88 点，上涨 5.63%。交易所国债指数由年初的

⁶其他金融机构包括政策性银行、农信社联社、财务公司、信托投资公司、证券公司。

95.69 点上升至 6 月末的 105.35 点，上涨 10.10%。

银行间债券市场国债收益率曲线随着债券行情的上涨总体呈平稳下移趋势。超额存款准备金利率下调后，市场流动性充足，债券市场价格上涨较大，各期限债券到期收益率的普遍下降导致收益率曲线持续整体下移；比较而言，期限较长的债券到期收益率下降幅度更大，导致收益率曲线略显平坦化。

图 2：2005 年上半年银行间市场国债收益率曲线变化情况



数据来源：中央国债登记结算有限责任公司

上半年，国债发行3165亿元，同比减少696亿元，下降18%，其中，凭证式国债发行1200亿元，比上年同期少发行1007亿元；记账式国债发行1965亿元，比上年同期多发行311亿元；政策金融债（不含政策性银行次级债）累计发行1900亿元，与上年同期持平；企业债（含短期融资券）累计发行303亿元，比上年同期多发行218亿元。

凭证式国债发行利率同比上升。上半年发行的3年期和5年期凭证式1期国债利率分别为3.37%和3.81%，比去年同期分别上升0.85个

百分点和0.98个百分点。记账式国债发行利率同比下降。上半年发行的记账式国债第3期5年期和第5期7年期债券利率分别为3.30%和3.37%，比去年同期分别下降1.12和1.52个百分点。

（三）票据市场稳步发展

截至6月末，商业汇票累计签发2.08万亿元，同比增长30%；累计贴现2.98万亿元，同比增长36%；累计再贴现21.5亿元，同比下降150亿元。商业汇票余额为1.69万亿元，同比增长25%；贴现余额为1.2万亿元，同比增长15%；再贴现余额12.55亿元，同比下降62亿元。

票据市场在规范中进一步平稳发展。2005年上半年票据业务发展呈现以下特点：一是随着票据融资在金融机构新增贷款中所占的比重进一步上升，票据融资日益成为企业最重要的短期融资方式之一。2005年上半年，新增票据融资在新增贷款中所占比重达17%，同比提高了8个百分点。二是票据市场竞争进一步加剧，集中管理加强。票据业务由于风险低、流动性高、收益稳定，成为各商业银行大力开发的业务类别，各商业银行通过系统内票据业务专营方式加强对票据业务的集约化经营和集中管理。三是票据市场交易主体职能进一步分化，承兑环节主要以股份制商业银行等中小金融机构为主体，贴现环节主要以国有独资商业银行为主体。四是票据市场利率日益成为传导金融宏观调控和货币市场资金供求的重要载体。五是再贴现余额逐月下降，再贴现工具基本淡出票据市场。

（四）股票市场筹资额略有上升

上半年，沪、深股市累计成交1.43万亿元，同比下降1.17万亿元；

日均成交123 亿元，同比下降45.1%。其中A 股累计成交1.39万亿元，同比下降1.17万亿元；日均成交120亿元，同比下降45.6%。

上证综指在2月份最高升至1329点后，一路下滑，最低降至6月份的998点，6月末收于1081点，比上年末下降14.65%；深证成指在3月份最高升至3481点后，一路下滑，最低降至6月份的2591点，6月末收于2760点，比上年末下降10%。

上半年，股票市场累计融资908亿元，同比多融资50亿元，上升5.8%。企业在海外融资增加，企业发行H 股筹资68.79亿美元，同比多融资12.99亿美元，增长23.3%，占筹资总额的62.7%；A 股筹资（包括发行、增发和配股）339亿元，同比增长1.2%，占筹资总额的37.3%。

证券投资基金发展较快。上半年新增证券投资基金30只，二季度末证券投资基金总规模达4438亿元，比上年末增长34.1%；总资产净值3908亿元，比上年末增长20.4%。

（五）保险业继续蓬勃发展，资产结构变化明显

上半年，保险业累计实现保费收入2709亿元，同比增长14.1 %。其中财产险收入678亿元，同比增长15.6%。上半年保险业累计赔款、给付539亿元，同比增长12.9%。保险公司总资产继续保持快速增长态势，6月末达13633亿元，同比增长26.2%。

随着保险市场的快速发展，保险公司可运用资金不断增加。资金运用上，投资比重上升，银行存款比重下降。6月末，银行存款占总资产比重37.2 %，同比下降10.9个百分点；国债投资比重24%，同比上升7.3个百分点；证券投资基金投资占比6.5%，同比上升0.1个百分点。

表 6：2005 年 6 月末主要保险资金运用余额及占比情况表

	余额（亿元人民币）		占资产总额比重（%）	
	2005 年上半年	2004 年上半年	2005 年上半年	2004 年上半年
资产总额	13633	10806		
其中：银行存款	5065	5194	37.2	48.1
投资	7165	4538	52.6	42.0
国债	3270	1805	24.0	16.7
证券投资基金	885	692	6.5	6.4

数据来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

（六）外汇市场交易量继续显著增加

上半年，银行间外汇市场成交量继续显著增加。人民币对外币交易各币种累计成交折合美元1461亿美元，同比增长84.2%；其中，美元品种成交1429亿美元，同比增长84.9%。5月18日银行间外汇市场正式推出八种“货币对”即期外币交易。截至6月末，八种“货币对”累计成交折合美元20.67亿美元。

二、金融市场制度性建设取得新进展

（一）进一步规范银行间市场金融债券发行

随着银行间债券市场的发展，发行主体不断增加，银行间市场金融债券发行方面需要有一个相对统一的管理规定。4月27日，中国人民银行发布了《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，自6月1日起施行。《管理办法》就政策性银行、商业银行、企业集团财务公司及其他金融机构等金融机构法人在全国银行间债券市场发行金融债券的申请与核准，发行，登记、托管与兑付，信息披露，法律责任等方面作出了明确规定，规范了金融债券发行行为，有利于促进我国债券市场发展，拓宽金融机构直接融资渠道，优化金融资产结

构。

（二）推动企业发行短期融资券

5月23日，中国人民银行发布了《短期融资券管理办法》以及《短期融资券承销规程》《短期融资券信息披露规程》等两个配套文件，自公布之日起施行，允许符合条件的企业在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券。上述办法和规程规范了短期融资券的发行和交易，有利于进一步发展货币市场，拓宽企业直接融资渠道。截至6月末，6家企业成功发行企业短期融资券8只，共129亿元。

专栏 3：短期融资券

中国人民银行2005年5月23日发布了《短期融资券管理办法》以及《短期融资券承销规程》《短期融资券信息披露规程》等两个配套文件，允许符合条件的企业在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券。

在银行间债券市场引入短期融资券是我国融资方式的重大突破，是金融市场建设的重要举措。在银行间市场发行短期融资券，对拓宽企业直接融资渠道、改变直接融资与间接融资比例失调、疏通货币政策传导机制、促进货币市场与资本市场协调发展、维护金融整体稳定具有重要的战略意义。

短期融资券管理规则体系的框架设计充分体现了市场化原则。在市场准入方面，坚持弱化行政干预，强化市场约束；在发行方式上，采用代销、包销、招标等市场化发行方式，发行利率通过市场竞争形成；在市场发展进程方面，坚持市场发展必须遵循客观规律，注意循序渐进；在风险防范方面，坚持强化信息披露、信用评级等市场约束手段，投资人自主判断、自行承担风险的基本原则。

5月26日，华能国际、振华港机、国航股份、五矿集团、国家开发投资公司等5家企业成功发行了7只短期融资券，总面额共109亿元。中国工商银行、中国银行、中国建设银行、光大银行分别担任了7只短期融资券的主承销商。7只短期融资券分布在3个月、6个月、9个月、1年四个期限品种。发行短期融资券支持了优质企业的改革和发展。支持了相关行业优势企业降低财务成本、提高竞争能力。

7月7日，中国联通发行100亿短期融资券获中国人民银行备案；同日，短期融资券主承销机构扩大到符合要求的股份制商业银行。短期融资券市场正在快速健康发展。

（三）债券远期交易顺利推出

近年来，随着利率市场化改革的深入，利率风险进一步显现，债券价格波动日益频繁，迫切需要有效的利率风险管理工具。5月11日，中国人民银行发布《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》，自6月15日起施行，我国债券市场第一个金融衍生工具——债券远期交易正式在全国银行间债券市场推出。债券远期交易的推出，为投资者提供了规避风险的工具，对促进现货市场发展、完善市场价格发现功能、维护金融稳定以及央行制定和执行货币政策具有重要意义。债券远期交易推出后交易顺畅、市场运行平稳，截止6月30日，共有15家机构参与了远期交易，共成交23笔，累计成交总额14亿元。

专栏 4：债券远期交易

债券远期交易是指交易双方约定在未来某一日期，以约定价格和数量买卖标的债券的行为。作为最基础的金融衍生工具，债券远期交易具有规避风险和价格发现等功能。2005年6月15日，《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》（以下简称《规定》）开始生效，标志着债券远期交易正式在我国债券市场推出。

作为我国正式推出的第一个金融衍生工具，债券远期交易对我国金融市场的发展具有重要意义。首先，由于可以进行双向操作，债券远期交易使投资者在市场不同方向走势下盈利成为可能，丰富了投资者资产管理策略，有助于促进现货交易，提高市场流动性；其次，债券远期交易为投资者规避风险提供了操作工具，对商业银行稳健经营乃至整个金融市场的稳定具有重要作用；第三，债券远期交易可以单独或与其他交易工具一起，成为央行进行公开市场操作的交易工具，增加了央行货币政策操作选择，同时，通过活跃现券交易、完善市场价格功能，提高了央行制定货币政策的科学性和准确度。第四，债券远期交易的推出为其他金融衍生工具，尤其是场外市场衍生工具，如利率远期协议、利率互换等的推出积累经验，为加快债券市场创新步伐和完善产品序列奠定了基础。

远期交易制度安排主要由四部分构成。一是中国人民银行制定市场管理办法，对远期交易的制度框架、基本交易流程、风险控制和信息披露要求等内容作

出明确规定；二是负责交易和结算的中介机构分别制定交易和结算规则，细化、落实管理办法要求；三是市场参与者共同拟定并签署《债券远期交易主协议》，以多边协议的形式对违约情形及违约处理等做出具体约定，作为行业自理文本规范市场行为。四是市场参与者建立健全内控制度，提高自身市场分析、风险识别和防范能力。

在具体的产品设计上，中国人民银行充分借鉴了发达市场经验，并结合中国市场实际，既考虑了业务开展初期风险防范的需要，也考虑到市场长远发展的需要，具有较强的前瞻性。在参与主体方面，为了满足各类参与者规避风险的需要，同时避免因参与者过于趋同而导致的远期交易流动性的不足，未对参与者范围进行限制，银行间债券市场所有机构投资者均可参与；在产品要素方面，为了防范风险、保证市场规范运行，对交易期限、标的券种范围、交易额度和交割方式等内容作了一定限制；在合同形式和交易方式上，要求参与者进行远期交易必须先签订远期交易主协议，主协议和成交合同（及补充合同）构成远期交易的完整合同，所有债券远期交易都须通过全国银行间同业拆借中心交易系统进行；在交易保障机制方面，借鉴国际通行做法，保证金（券）数量及保管方式均由交易双方自行协商确定。

（四）开办外币买卖业务

5月18日，银行间外汇市场正式开办外币买卖业务。首期推出八种“货币对”即期交易，包括欧元对美元、澳大利亚元对美元、英镑对美元、美元对瑞士法郎、美元对港币、美元对加拿大元、美元对日元和欧元对日元。该项业务的推出有助于进一步发展和完善银行间外汇市场，丰富交易品种，活跃市场交易，扩大交易规模；有助于缓解国内中小金融机构由于自身风险评级和规模限制难于在国际外汇市场直接参与外汇交易的状况，建立联接国际金融市场的通道；有助于积累外汇交易方面的经验，提高国内金融机构的风险管理能力。

（五）股权分置改革试点工作正式启动

经国务院批准，4月29日，中国证券监督管理委员会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布正式启动股权

分置改革试点工作，按照“市场稳定发展、规则公平统一、方案协商选择、流通股东表决、实施分布有序”的操作原则逐步展开股权分置改革试点。目前，股权分置改革试点第一阶段已经结束，第二阶段已经铺开。股权分置改革有利于解决制约股市发展的制度问题，增强投资者信心，从而对股票市场的发展起到积极作用。

（六）保险资金运用渠道进一步拓宽

6月17日，经国务院批准，中国保险业监督管理委员会发布了《关于保险外汇资金投资境外股票有关问题的通知》，允许保险外汇资金投资中国企业境外发行的股票，以进一步拓宽保险资金运用渠道，调整投资组合，逐步提高收益。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势及 2005 年展望

2005 年以来，全球经济持续较快增长。美国经济继续保持强劲的增长势头，就业状况继续改善。欧元区经济继续改善。日本经济持续复苏，但尚未彻底摆脱通货紧缩的困扰。拉美和亚洲新兴市场经济体总体保持强劲的增长。预计 2005 年世界经济继续保持增长势头，但石油价格高企等不确定因素仍是近期的主要风险。由于对石油进口的依赖程度不同以及能源利用效率的差别，石油价格高企对发展中国家经济增长和物价水平的不良影响超过对发达国家的影响。国际货币基金组织 2005 年 4 月预计，2005 年全球经济增长 4.3%，较 2004 年减缓 0.8 个百分点。

（一）主要经济体经济增长态势

美国经济继续保持较强劲的增长势头。一季度，美国季节调整后的 GDP 环比折年率增长 3.8%，二季度继续以较强劲的态势增长，GDP 环比折年率预估值为 3.4%。就业状况持续改善，上半年各月失业率均明显低于去年同期水平，其中 6 月份 5.0% 的失业率是 2002 年以来的最低水平。二季度各月未经季节调整的同比 CPI 分别为 3.5%、2.8% 和 2.5%，平均为 2.9%，低于一季度 0.1 个百分点，通货膨胀压力依然存在。5 月份，由于出口增加、进口减少，美国的贸易逆差有所缩小，从 4 月份的 569 亿美元缩小到 553 亿美元。

欧元区经济继续改善。一季度，GDP 同比增长 1.3%，与上年同期持平。5 月份以来，失业率略有下降，5 月份和 6 月份均为 8.7%，比前四个月下降 0.1 个百分点。上半年，综合消费价格指数（HICP）月均同比上涨在 1.9%-2.1% 之间徘徊，其中二季度各月分别为 2.1%、1.9% 和 2.1%，平均为 2%，与一季度持平。欧央行预计，受石油价格上涨的影响，未来几个月 HICP 可能会在现有水平上波动并继续高于 2%，但同时指出这并不意味着欧元区通货膨胀压力正在增强。

日本经济持续复苏。一季度，GDP 季度环比增长 1.2%，折合年率增长 4.9%。劳动力市场进一步好转，6 月份季节调整后的失业率为 4.2%，低于 1、2 月份的 4.5% 和 4.7%，处于 1999 年以来的最低水平。二季度各月同比 CPI 分别为 0.0%、0.2% 和 -0.5%，平均为 -0.1%，高于一季度 0.1 个百分点。

亚洲和拉丁美洲主要发展中国家经济持续增长，前景依然看好，

但通货膨胀压力加剧是拉美新兴市场经济体目前面临的主要风险。

（二） 国际金融市场

2005 年以来，美元总体呈升值态势。6 月 30 日，1 欧元兑 1.21 美元，1 美元兑 110.8 日元，美元对欧元和日元较 2004 年末分别升值 12%和 8%。

主要经济体长期国债收益率有所下降。2004 年下半年以来，美国、英国、澳大利亚等发达国家的中央银行在经济复苏、通胀压力上升的背景下纷纷调高了短期利率。与此同时，长期利率不升反降。过去一年中，联邦基金利率上调了 225 个基点，而 10 年期美国财政债券收益率下降了约 80 个基点，除日本外其他七国集团成员国长期利率都不同程度下滑。二季度，主要经济体长期国债收益率均持续下降，6 月 30 日，美国、欧元区和日本 10 年期国债收益率分别为 4.00%、3.25%和 1.24%，比去年同期分别下降 0.73、1.19 和 0.53 个百分点。

上半年，美国股市下滑，欧元区股市总体上扬。6 月 30 日收盘时，美国道琼斯工业平均指数和纳斯达克指数较年初分别下跌 2.5%和 3.9%，英国金融时报指数、欧元区 STOXX50 指数和日经 225 指数则分别上涨 6.7%、8.1%和 3.1%。

（三） 主要中央银行货币政策

美联储公开市场委员会于 2005 年 2 月 2 日、3 月 22 日、5 月 3 日和 6 月 30 日分别加息 25 个基点，联邦基金目标利率现已达到 3.25%，美联储自 2004 年 6 月以来已九次加息。欧央行、日本银行和英格兰银行均维持原货币政策不变。欧央行理事会继续维持 2003 年

6 月的利率水平至今不变，即存款便利、主要再融资利率和贷款便利的利率分别为 1%、2%和 3%。日本银行将金融机构在中央银行设立的往来账户目标余额上限继续保持在 35 万亿日元的水平上，以确保流动性充足。英格兰银行在 2004 年四次上调回购利率后，目前维持 4.75%的利率不变。

二、我国宏观经济运行分析

2005 年上半年，宏观调控的成效进一步显现，国民经济保持了平稳较快增长。投资过快增长的势头继续得到抑制，消费需求较快增长，各种价格指数平稳回落，城乡居民收入和财政收入较大幅度增加。但经济运行中依然存在着固定资产投资规模偏大、资源、能源约束的矛盾突出等老问题，同时还出现了部分行业利润下降、进口放缓、贸易摩擦升级等新问题。上半年，GDP 增长 9.5%，比上年同期低 0.2 个百分点；CPI 同比上涨 2.3%，比上年同期低 1.3 个百分点；贸易顺差 396 亿美元，比上年同期扩大了 464 亿美元。

（一）消费需求较快增长、投资需求保持平稳、贸易顺差进一步扩大

居民收入和消费较快增长。2005 年上半年，全国城镇居民人均可支配收入 5374 元，同比实际增长 9.5%；农民人均现金收入 1586 元，实际增长 12.5%，增速分别比去年同期加快 0.8 和 1.6 个百分点。社会消费品零售总额达到 2.96 万亿元，同比增长 13.2%，扣除价格因素，实际增长 12%，比上年同期加快 1.8 个百分点。其中，城市消费品零售总额 1.99 万亿元，增长 14.2%；县及县以下 0.97 万亿元，

增长 11.1%。

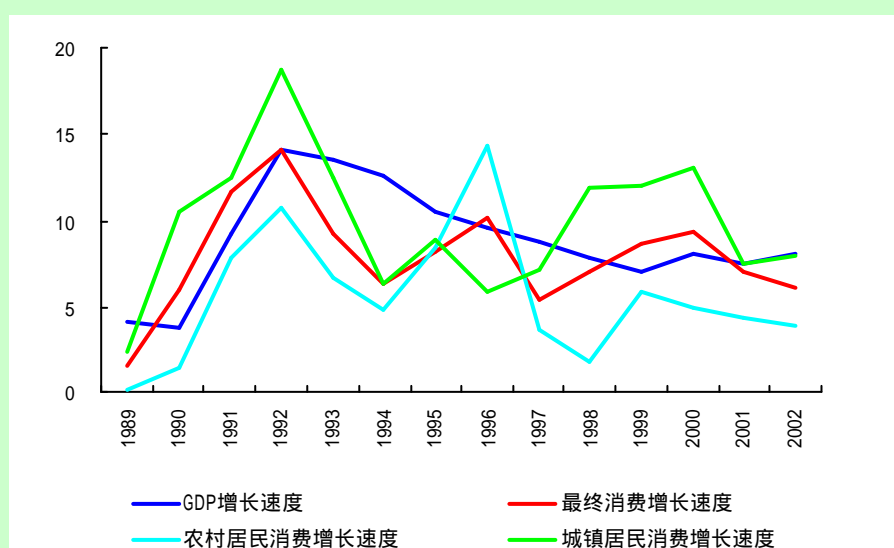
专栏 5：扩大国内消费，促进经济平稳较快增长

近年来，在我国经济较快增长的同时，出现了对外贸易依存度不断攀升，投资率持续上升，消费率下降的倾向。2005 年上半年贸易顺差 396 亿美元，比上年同期扩大了 464 亿美元。2004 年我国资本形成率为 43.9%，最终消费率为 53.6%。而根据世界银行的统计，世界平均最终消费率在 79%左右，东亚和太平洋地区最终消费率在 60%左右。

消费是最终需求，消费率偏低，不利于国民经济良性循环和提高人民生活水平。从国内需求和国外需求来看，发展中国家在一定阶段鼓励、扩大出口有利于促进经济的快速增长，但过多依靠出口会加大经济受外部因素制约的程度，加大宏观经济波动的风险，同时，贸易顺差过大还会引发贸易摩擦升级；此外，一些高物耗、高能耗、高污染产品的出口，使得国内原材料、能源更趋紧缺，延缓了经济结构调整的进程。从投资和消费关系看，如果消费率长期偏低，没有和投资形成合理的比例关系，就会使投资增长失去最终需求的支撑，可能形成比较普遍的重复建设、低水平建设和盲目建设的现象，影响企业的经济效益和金融运行，影响宏观经济的稳定。

近年来，我国出台了一系列促进消费的政策措施，消费水平稳定增长，消费结构不断升级，食品支出占总消费支出的比例稳步下降，交通通信支出占比逐渐上升，但目前仍存在最终消费增长速度低于同期 GDP 增长速度，农村消费增速长期偏低等。

图 3：1989 年以来最终消费增长速度



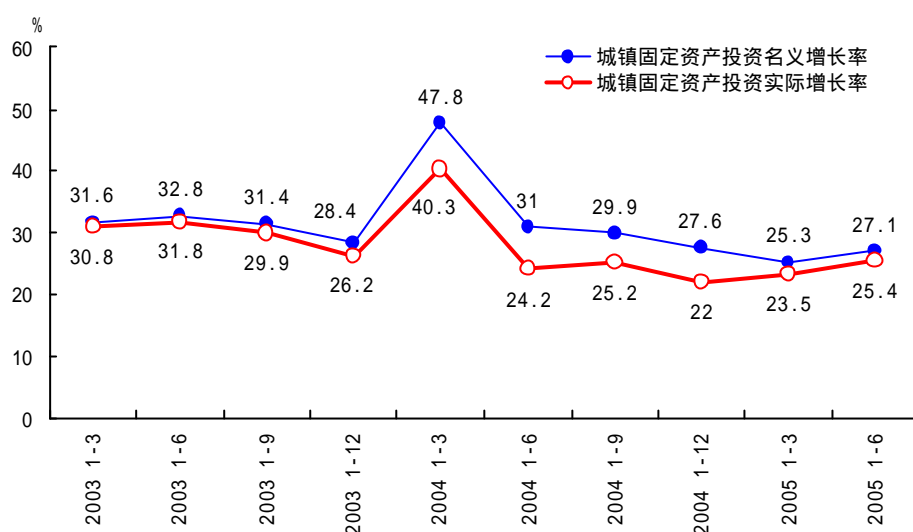
数据来源：国家统计局

一般而言，消费支出主要受可支配收入、预期未来收入、实际利率、净资产等因素影响，同时也受社会文化环境的影响。消费率偏低一方面与我国人民长期形成的勤俭节约传统有关，另一方面也与我国在转轨过程中社会保障体系不够完善，居民预期未来医疗、子女教育、养老费用支出较大、对未来收入预期不确定等因素相关，农村居民消费受上述因素的影响更为突出。

中国是一个人口大国，应用内需来带动整个经济的持续健康发展。中央经济工作会议明确指出，2005 年的工作重点之一是不断调整投资和消费的关系，提高城乡居民消费能力，增强消费对经济增长的拉动作用。当前应当研究鼓励消费的政策措施，重点落实确保农民增收的措施，增加用于教育、医疗卫生、社会福利保障等方面的公共支出，努力改善消费环境；培育新的消费热点，引导消费预期，增强消费信心；继续完善个人信用征信体系建设，继续扩大消费信贷规模，增加信贷品种和形式，拓宽消费信贷领域，支持居民消费逐步升级，促进经济持续增长。

固定资产投资过快上涨势头得到抑制，结构有所改善。上半年，全社会固定资产投资 3.29 万亿元，同比增长 25.4%，比上年同期回落了 3.2 个百分点；其中，城镇固定资产投资 2.8 万亿元，同比增长 27.1%，比上年同期回落了 3.9 个百分点。但若扣除价格上涨因素，2005 年上半年的固定资产投资实际增幅略高于上年同期，保持平稳。上半年，固定资产投资价格指数为 1.7%。从投资的地区结构看，上半年，东部地区比上年同期增长 24.4%，中部地区同比增长 33.0%，西部地区同比增长 30.3%，分别比上年同期回落 4.3、2 和 6.8 个百分点。从投资的行业结构看，农林牧渔、铁路运输、设备制造等国家支持行业投资增幅扩大，冶金、有色金属、建材等受限制行业投资增幅回落。总体来看，目前固定资产投资过快上涨势头虽得到一定抑制，但仍处于较高水平，能源、资源供给瓶颈依然突出，特别是电力和运输供不应求。

图 4：2003 年以来固定资产投资的名义增长和实际增长



注：固定资产投资实际增长是名义增长扣除了固定资产投资价格指数，但固定资产投资价格指数的统计并未完全涵盖固定资产投资的所有项目，它只包括设备和工器具购置、建筑安装工程、及其他费用的价格变动，未包括房地产价格的变动。2005 年上半年，房地产开发投资在固定资产投资中所占比重约为 24%。

资料来源：国家统计局《中国经济景气月报》

存货增长继续走低，原材料库存增幅略有反弹。中国人民银行 5000 户工业企业调查显示，自 2004 年 11 月起，5000 户企业的存货同比增幅总体走低。2005 年 6 月末，存货比上年同期增长 17.1%，其中，原材料增长 19.1%，与上月基本持平。产成品库存增长 11.0%，增幅比上月回落 1.0 个百分点。企业库存管理水平提高。存货周转率不断加快，6 月末，存货周转率为 4.63 次，比上年同期提高 0.17 次，产成品周转率 16.76 次，提高 1.65 次。

贸易顺差进一步扩大。上半年，进出口总额 6450 亿美元，同比增长 23.2%。其中，出口 3423 亿美元，增长 32.7%，减慢 3 个百分点；进口 3027 亿美元，增长 14.0%，减慢 28.6 个百分点。进出口相抵，贸易顺差 396 亿美元，上年同期为逆差 68 亿美元。贸易顺差扩大，主要因为在出口需求保持稳定的情况下，进口减缓，尤其是与固定资

产投资密切相关的机电和高新技术产品等中间品和投资品进口减缓。上半年，全国合同利用外资金额 861.91 亿美元，同比增长 18.99%；实际使用外资金额 285.63 亿美元，同比下降 3.18%。

（二）第一产业增速加快，第二和第三产业增速减缓

初步核算，上半年，第一产业增加值同比增长 5%，比上年同期加快 1 个百分点；第二产业同比增长 11.2%，比上年同期减缓 0.3 个百分点；第三产业增加值增长 7.8%，比上年同期减缓 0.3 个百分点。三次产业的比重为 10：59：31。

农业生产形势较好。夏粮获得丰收，夏粮总产达到 10627 万吨，增产 512 万吨，增长 5.1%。早稻也可望获得好收成。全年粮食播种面积有望比上年增加 2000 万亩以上。畜牧业增长较快，上半年肉类总产量增长 6.2%。但粮食收购价格出现下跌，而农资价格居高不下，这将会制约农民进一步增收。上半年，全国农产品生产价格同比上涨 4.1%，其中粮食价格上涨 3.1%；农业生产资料价格上涨 10.4%。

工业生产较快增长，企业效益出现明显分化。上半年，全国规模以上工业完成增加值 3.2 万亿元，同比增长 16.4%，同比回落 1.3 个百分点；利润总额增长 19.1%，同比回落 22.5 个百分点。工业企业实现利润同比较大程度回落是合理的回归，存在的主要问题是利润在行业间分布不均衡。目前，利润增长最快的行业主要集中在原材料开采等上游行业，如石油和天然气开采业、有色金属采选业、其他采矿业、煤炭开采和洗选业等；利润增速下降甚至亏损的行业主要集中在下游行业，如石油加工业、交通运输设备制造业、非金属矿物制品业、

化学纤维制造业等。企业效益这种明显的分化，主要是因为原材料、燃料、动力购进价格长时间持续上涨，而下游行业由于竞争激烈或政府限价无法进行价格传导。

专栏 6：工业企业效益分析

2005 年上半年，规模以上工业企业实现利润同比增长 19.1%，比上年同期回落 22.5 个百分点，与此同时亏损企业亏损额上升较快。据此，有观点认为，目前我国工业企业效益明显下滑，微观主体的自主发展能力减弱，宏观经济有可能会出现转折。对此问题有必要进行深入分析。

分析企业的效益状况一般应对企业的偿债能力、资产管理、资本结构、盈利能力、市场价值等进行比率分析。就盈利能力来说，较好的衡量指标是各种利润率，如销售利润率、成本费用利润率、资产总额收益率、股东权益收益率等。利润总额增长率受基数影响，如果企业上年的利润基数为零，利润的增长就有可能无穷；如果企业扭亏为盈，利润由负转正，则无法衡量利润增长率；如果利润基数很小，利润的些许增长，利润增长率就会很高，但这并不能表明企业效益相应大幅度提高。

我国 39 个工业行业成本费用利润率⁷（以下简称利润率）显示，目前我国大多数行业利润率上升或保持平稳。2005 年前 5 个月，我国 39 个行业算术平均利润率为 9%，比上年末提高了 0.7 个百分点；其中采掘业平均利润率为 31%，比上年末提高 7 个百分点；加工制造业平均利润率为 5.5%，比上年末降低 0.4 个百分点，降幅有限；水、电、燃气平均利润率为 0.7%，比上年末降低 2.1 个百分点。

造成加工制造业利润率下降的主要原因是原材料、动力、燃料价格涨幅持续高于加工制造业工业品出厂价格的涨幅。分行业看，我国大多数加工制造业能消化吸收上游能源、原材料价格的上涨，利润率继续上升或保持基本不变；只有石油加工业、化学纤维制造业、非金属矿物制品业三个行业因受上游价格上涨的影响利润率明显下降。通信设备、计算机及其他电子设备制造业、交通运输设备制造业这两个行业利润率下降，成本上升是一个因素，但最主要的因素是这两个行业的过度竞争。通信设备、计算机及其他电子设备制造业在 2000 年时利润率

⁷成本费用利润率反映企业为取得利润而付出的代价，从企业支出方面评价企业的收益能力。该指标越高表明企业为取得收益所付出的代价越小，企业成本费用控制的越好，企业的获利能力越强。

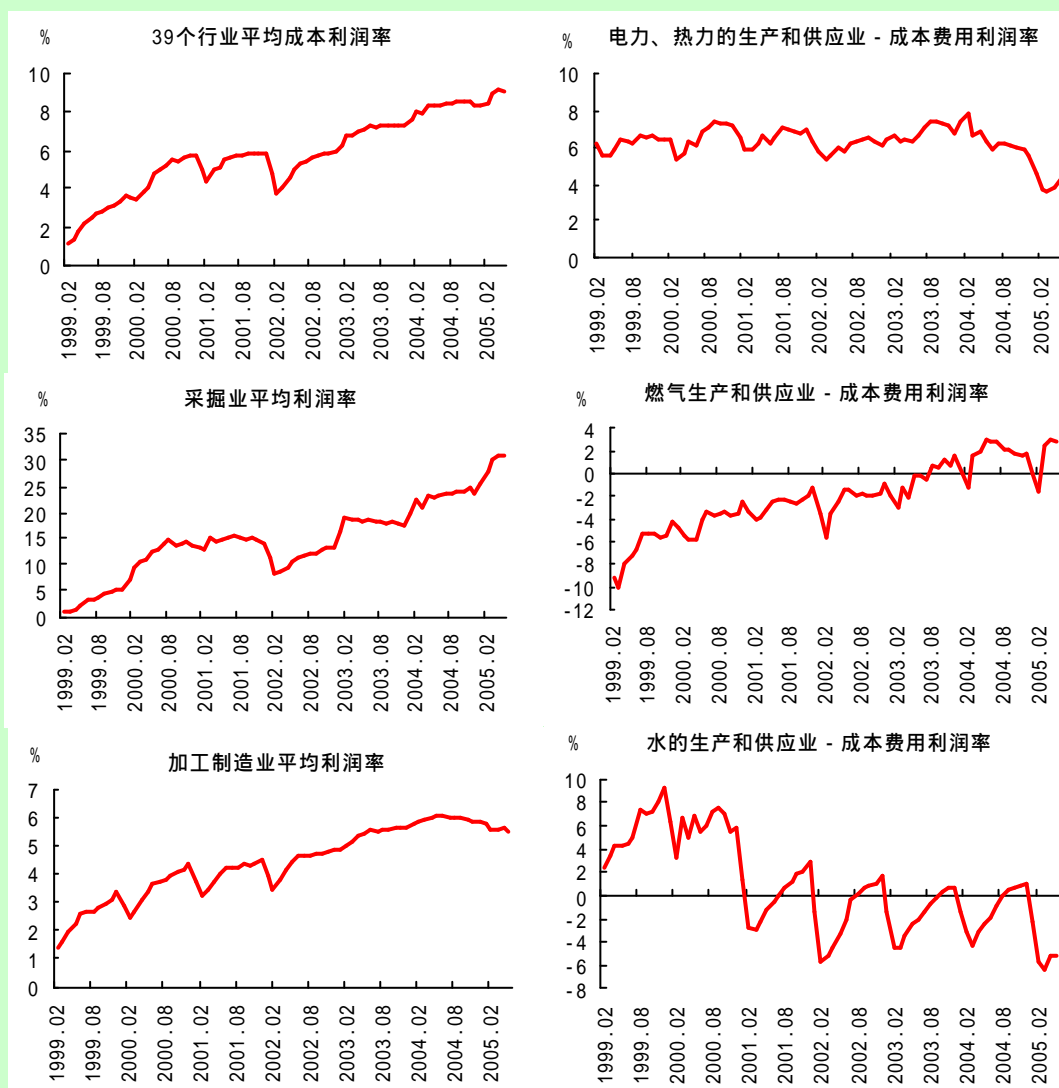
计算公式：成本费用利润率=（利润总额/成本费用总额）*100%

其中，利润总额指盈利企业的盈利额减去亏损企业的亏损额。

成本费用总额是指企业销售（营业）成本、销售（营业）费用、管理费用、财务费用之和。

曾高达 7%，2005 年 5 月已降至 3%；交通运输设备制造业的利润率在 2003 年时超过 8%，2005 年 5 月已降至 3.5%。在加工制造业中，除个别行业外，一个行业利润率的高低基本和这个行业的垄断程度成正比，如烟草制品业的平均利润率居各行业之首，达到 35%；其次分别为医药制造业（9.5%）和包括酒在内的饮料制造业（8.4%）。充分竞争的行业主要有纺织业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业等，这些行业的平均利润率一般在 3-4%左右。

图 5：1999 年以来 39 个工业行业平均成本费用利润率走势



数据来源：国家统计局

造成目前水、电、燃气行业亏损或利润减少的主要原因是价格扭曲，如水全行业亏损主要是因为长期以来我国水价过低，不能覆盖成本且浪费严重；电力行业利润率从 2004 年的 8% 降至 2005 年 5 月份 4%，主要是因为电价的上涨跟不上煤价的上涨。

总体看，造成目前部分行业利润减少或亏损的原因是多方面的，其中价格扭曲是一个重要因素。因此，一方面要继续加强和改善宏观调控，防止固定资产

投资反弹，从而抑制能源、原材料价格的过快上涨；另一方面要加快价格体制改革，理顺各种价格之间的关系。

（三）各种价格指数平稳回落

居民消费价格指数(CPI) 同比涨幅平稳回落。上半年居民消费价格水平累计同比上涨 2.3%，其中一季度上涨 2.8%，二季度上涨 1.7%。从食品和非食品的分类看，食品价格上涨对 CPI 的影响减弱，非食品价格上涨对 CPI 的影响提高。上半年，食品价格上涨 4.4%，影响 CPI 上涨 1.5 个百分点，贡献率为 65%；非食品价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨 0.8 个百分点，贡献率为 35%。在非食品中，石油类能源价格上涨 12.7%，影响 CPI 上涨 0.2 个百分点，其中汽油、液化石油气、管道燃气的价格同比分别上涨了 17.5%、13.6%和 13.4%。扣除食品和能源的 CPI 上涨 0.9%。从消费品和服务项目的分类看，2004 年 11 月以来我国服务项目价格涨幅一直高于消费品，且保持上升趋势，值得关注。2005 年上半年，服务项目价格上涨 3.5%，消费品价格上涨 1.9%。

生产价格（PPI）涨势趋缓，但仍居于高位。上半年工业原材料、燃料、动力购进价格累计同比上涨 9.9%，其中燃料动力类、有色金属材料类购进价格在 6 月份同比分别上涨 16.2%和 17.1%。工业品出厂价格累计同比上涨 5.6%，其中在 6 月份原油同比上涨 32.7%，汽油上涨 16.9%，柴油上涨 16.1%，煤油上涨 13.6%，原煤上涨 26.1%。各类钢材涨价在 3% - 9%之间，铜、铝、铅、锌、镍的涨幅在 9.5% - 21.3%之间。上半年，工业原材料、燃料、动力购进价格涨幅与工业品出厂价格涨幅之差为 4.3 个百分点，比上年同期缩小 0.8 个百分点，表明企业消化上游价格涨价的压力有所减轻。

国际原油价格高位震荡。2004 年末，国际原油价格曾出现较明显的回落，但从 2005 年 2 月下旬开始出现了强劲反弹。2005 年 4 月 4 日，纽约商品期货交易所交易的 5 月份 WTI 期货价格上涨至每桶 58.87 美元，为该市场在 1983 年 3 月启动石油期货交易以来的最高价位。5 月下旬，国际原油期货价格回落至 46-50 美元的水平，但 6 月份反弹走高，超过 60 美元。

进、出口价格双双回落。一季度和二季度，海关出口价格涨幅分别为 7.6%和 2.6%；进口价格涨幅分别为 10.1%和 6.2%。其中，6 月份，出口和进口价格涨幅均为 1.2%，贸易条件有所改善。

劳动报酬增速有所减缓。上半年，全国城镇单位就业人员累计劳动报酬同比增长 14.6%，比一季度减缓 1.8 个百分点；平均劳动报酬同比增长 13.2%，比一季度减缓 1.7 个百分点。

GDP 缩减指数低于上年同期。上半年，我国名义 GDP 增长率为 14.7%，实际 GDP 增长率为 9.5%，两者之差达到 5.2%，比上年同期低 0.7 个百分点。

总体看，2005 年上半年各类价格指数平稳回落，为国家调节水、电、燃料、城市交通等公用事业和公益服务价格创造了空间。适当提高这些公用事业的价格，可以理顺价格关系，让价格杠杆在资源配置中发挥更大作用。

（四）财政预算执行情况较好

财政收入增长基本平稳。2005 年上半年，全国财政收入完成 1.64 万亿元，同比增长 14.6%，比上年同期回落 16 个百分点，主要是受出

口退税因素的影响。上半年出口退税共完成 1503 亿元，比去年同期多退 1044 亿元。如剔除全国出口退税比上年同期多退因素，按可比口径全国财政收入增长 21.9%。

财政支出进度正常，支出结构进一步优化，农业、社会保障和教育等重点支出得到较好保障。2005 年上半年，全国财政支出 1.24 万亿元，同比增长 15%，比上年同期加快 3.2 个百分点。其中，向种粮农民兑付粮食直补资金 95.3 亿元，占全年预计安排粮食直补资金的 72%；社会保障补助支出同比增加 98 亿元，增长 22.6%；行政事业单位离退休支出增加 68 亿元，增长 14.4%；抚恤和社会福利救济费同比增加 41 亿元，增长 21.4%；教育支出同比增加 251 亿元，增长 17%。

（五）行业分析

1. 房地产行业

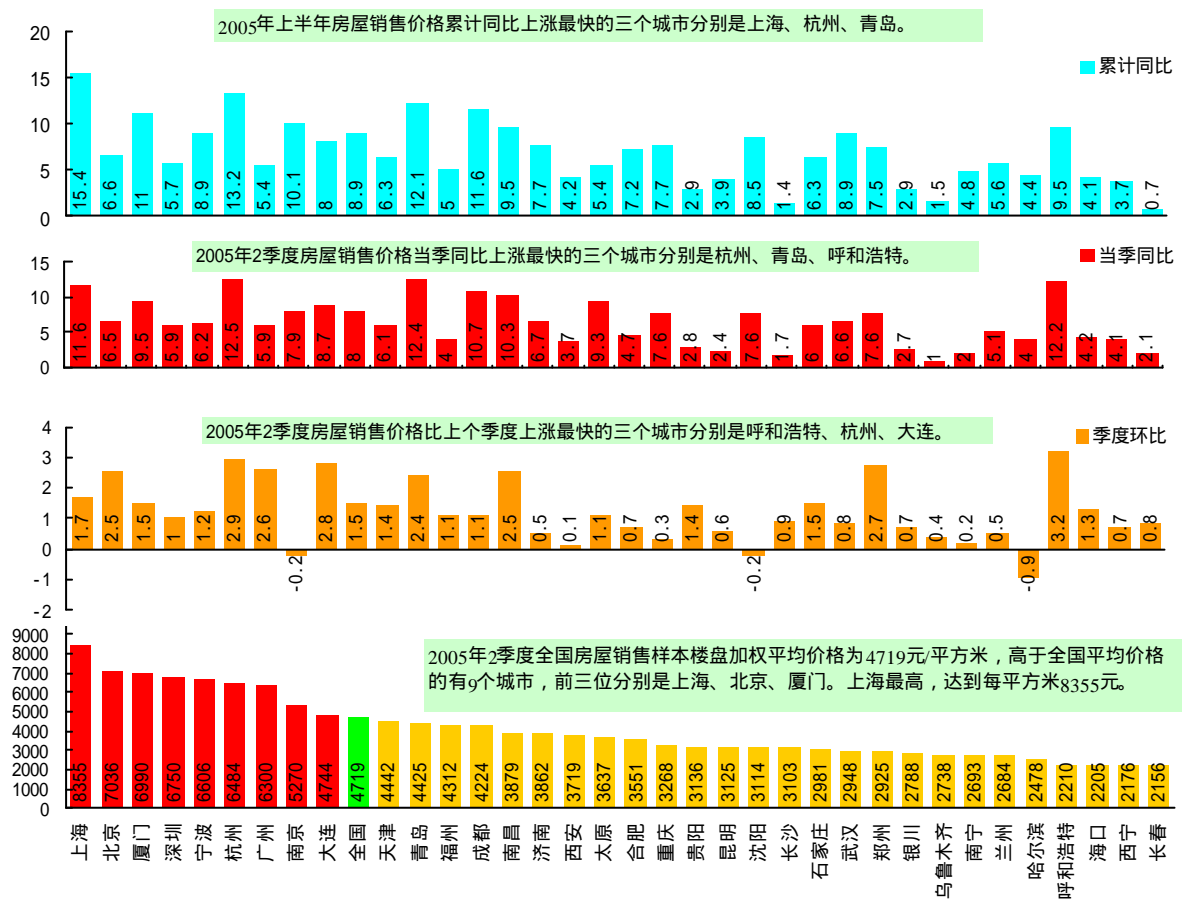
2005 年二季度，随着土地、税收、金融等多种调控政策的贯彻实施，房地产信贷和开发投资增速持续下降，商品房销售面积增幅连续两个月低于竣工面积增速，个人住房贷款新增额减少，部分地区居民持币待购现象明显，房地产开发企业开发节奏放缓，房价未来走势有待进一步观察。

房地产开发投资增速持续下降，回落趋势明显。上半年，房地产开发投资增长 23.5%，比上年同期回落 5.2 个百分点。其中，商品住宅投资同比增长 21.3%，增幅比上年同期下降 8.4 个百分点。

商品房销售面积增幅低于竣工面积增幅。上半年，商品住宅销售面积同比增长 14.4%，低于竣工面积增幅 3.9 个百分点，商品住宅需

求过旺的势头有所减缓。6月末,全国商品房空置面积为1亿平方米,同比增长7.9%。其中,商品住宅空置面积为0.59亿平方米,同比增长2.2%。

图 6：2005 年二季度 35 个大中城市房屋销售平均价格及指数



数据来源：国家发改委、国家统计局

房屋销售价格涨幅回落。二季度,35个大中城市全国房屋销售样本楼盘加权平均价格为4719元/平方米,高于全国平均价格的有9个城市,前三位分别是上海、北京、厦门。上海最高,达到每平方米8355元。房屋销售价格同比上涨8%,季环比上涨1.5%,分别比一季度回落1.8和1.2个百分点。分类别看,二手住房销售价格涨幅高于新建商品住房。值得注意的是土地交易价格有所反弹,同比上涨

10.7%，环比上涨 3.8%。

房地产贷款增速持续下降。2005 年 6 月末，商业银行自营性房地产贷款余额达 2.60 万亿元，比年初新增 2140 亿元，同比少增 237 亿元；贷款增长 23.20%，增幅同比回落 12.85 个百分点。其中，房地产开发商贷款余额为 8459.45 亿元，增长 18.65%，增幅同比回落 7.69 个百分点。

个人住房贷款新增额减少，提前还款情况值得关注。2005 年二季度，个人住房贷款月增额明显减少，5 月份新增 144.89 亿元，比上年同期减少 159.37 亿元，是 2003 年 3 月以来个人住房贷款当月新增最小值。6 月末，个人住房贷款余额达 1.74 万亿元，增长 25.59%，同比回落 16.38 个百分点。部分商业银行调查数据显示，个人住房贷款月度提前还款额占累收贷款额的比例持续上升。提前还款意味着借款人支出结构发生变化，可能会影响其当期的其他消费活动与消费计划。

2. 煤炭行业

2004 年，电力、钢铁、建材、化工等行业快速发展，带动煤炭需求快速增长，煤炭行业产销两旺，行业利润成倍增长。2005 年，煤炭行业继续保持良好的发展势头。

煤炭供需紧张态势有所缓解。随着宏观调控成效逐步显现，固定资产投资增速下降，钢铁、水泥等煤炭下游行业扩张势头有所减缓，煤炭供需紧张态势趋缓。上半年，全国原煤产量 9.4 亿吨，同比增长 9.7%，增幅比上年同期回落 5.3 个百分点；商品煤销量完成 9.15 亿

吨，同比增长 11.5%，增幅比上年同期回落 7.2 个百分点。煤炭净出口下降，上半年，煤炭出口 3672 万吨，同比下降 15.9%；进口 1209 万吨，同比增长 56.1%。铁路部门加大力度运煤，在一定程度上缓解了煤炭供应紧张的局面，前 5 个月，全国煤炭铁路运量完成 4.37 亿吨，同比增加 3806 万吨，增长 9.5%。6 月末，煤炭社会库存 1.15 亿吨，比年初增加 1149 万吨，同比上升 12.7%。煤炭价格高位趋稳，但由于翘尾因素，煤炭价格同比涨幅依然较大。6 月，煤炭开采和洗选业出厂价格同比上涨 25.9%，比同期工业品出厂价格涨幅高出 20.7 个百分点，其中原煤出厂价格同比上涨 26.1%。

煤炭行业利润继续高速增长，增幅有所回落。2005 年前 5 个月，煤炭企业实现利润总额 200.6 亿元，同比增长 88.8%，增幅同比回落 54.3 个百分点。成本费用利润率维持在 11%左右，在 39 个工业行业中居第六。前五个月，规模以上煤炭亏损企业补贴后亏损 7.3 亿元，同比增长 36.3%，亏损企业个数有所上升，煤炭行业在国家宏观调控下逐渐进行结构调整。

煤炭行业固定资产投资增长较快。2005 年上半年，煤炭行业固定资产投资额同比增长 81.7%，高于同期全社会固定资产投资 54.6 个百分点。行业资产负债率有所上升，截至 2005 年 5 月末，煤炭行业负债合计 4586.5 亿元，比上年同期增长 29.8%，资产负债率 61%，同比上升 3 个百分点。煤炭行业投资的大幅增加，有利于缓解煤炭供给紧张的形势，但因为大中型矿井的建设周期较长，且煤炭行业属于

上游行业 ,对市场最终需求的反应有滞后期 ,投资风险也在逐步加大 ,必须要处理好当前和长远的关系。

煤炭是我国重要的基础能源和原料 ,在国民经济中具有重要的战略地位。随着我国经济发展 ,煤炭行业取得了长足发展 ,煤炭产量持续增长 ,生产技术水平逐步提高 ,煤矿安全生产条件有所改善。但也存在结构不合理、增长方式粗放、安全事故多发、资源浪费严重、环境治理滞后等突出问题。应贯彻落实 6 月 7 日国务院发布的《关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》 ,以科学发展观为指导 ,构建适应社会主义市场经济的新型煤炭工业体系 ,推动煤炭工业逐步走资源利用率高、安全有保障、经济效益好、环境污染少和可持续的发展道路。

第五部分 货币政策趋势

一、我国宏观经济展望

总体看 ,下半年经济平稳较快发展的基本面不会改变 ,拉动经济增长的内在动力仍然较强。但当前制约经济持续、快速、协调、健康发展的一些深层次矛盾和问题还没有得到有效解决 ,需要进一步加强观察和研究。

从消费需求看 ,国内消费保持良好增长态势。随着经济的快速增长和一系列支持农业和粮食生产政策措施的落实到位 ,城乡居民收入有望进一步提高 ,将有助于消费需求的提高。中国人民银行 2005 年第二季度城镇储户问卷调查显示 ,未来收入信心指数较同期提高 1.6。但农民增收也面临不少制约因素 ,如粮食收购价格下跌、农业生产资

料价格居高不下及自然灾害偏重等。从投资需求看，由于消费结构升级、城市化等因素，投资需求仍处在较高增长区间，特别是煤、电、油、运等“瓶颈”行业投资仍可能保持较高增长。上半年，新开工项目计划总投资和在建施工项目计划总投资同比分别增长 24.3%和 28.4%，投资到位资金同比增长 26.5%，其中自筹资金增长 35.4%。从外贸看，世界经济仍将保持适度增长，我国经济发展的外需动力不会有大的减弱；但全球失衡加剧导致部分发达国家贸易保护主义抬头，影响出口的不确定性因素增多。

从价格走势看，由于国家采取一系列纠正价格扭曲的调控措施，抑制水、能源等稀缺资源需求的过快增长，长期看对稳定未来价格有积极作用。目前，我国 CPI 虽然出现回落，但价格上涨的压力依然存在。中国人民银行 2005 年二季度全国城镇储户问卷调查显示，认为未来物价将上升的居民占比为 32.5%，比上季度提高 3.4 个百分点，比上年同期下降 7.1 个百分点。认为物价基本不变居民占比为 59.5%，比上季度下降 1.6 个百分点。初步预计，同比 CPI 三季度可望保持平稳下降，但四季度将有所上升。

在宏观调控措施已见成效并继续发挥作用的背景下，下半年国民经济将继续保持平稳较快增长的态势，金融将平稳运行。初步预计，2005 年货币供应量增长为 15%左右，金融机构人民币贷款 2.3-2.5 万亿元，基本实现年初预期的货币信贷目标。

二、2005 年下半年货币政策取向与趋势

下半年，中国人民银行将按照党中央、国务院加强和改善宏观调

控的统一部署，继续执行稳健的货币政策，总量上保持连续性和稳定性，坚持前一阶段的政策方向和力度，加强预调和微调，保持货币信贷稳定增长，注重发挥市场本身的调节作用，巩固宏观调控效果。

（一）综合运用货币政策工具，保持货币信贷合理增长

灵活开展公开市场操作，在全面分析预测银行体系流动性走势的基础上，根据货币政策调控需要和银行体系流动性变化，合理把握公开市场操作的节奏和力度，有效调节银行体系流动性，努力保持流动性总量适度、结构合理和货币市场利率的基本稳定，保持货币信贷适度增长。

（二）继续贯彻落实利率市场化的政策

按照利率市场化改革要求，继续贯彻落实已出台的利率市场化措施，跟踪分析相关的政策效应，引导商业银行加强风险定价和负债管理的能力。研究并完善利率的形成和传导机制，加强对货币市场利率、民间借贷利率和存贷款利率的系统研究，建立健全中央银行利率调控体系。指导农村信用社完善利率定价机制，稳步推进农村信用社利率市场化的方案。

（三）发挥信贷政策引导结构调整的作用

积极发挥“窗口指导”和信贷政策在优化信贷结构中的作用，引导商业银行更好地贯彻区别对待、有保有压的原则，及时为有市场、有效益、有利于增加就业的企业提供流动资金贷款，继续加大对农业、中小企业、增加就业、助学等经济薄弱环节的贷款支持力度。当前要从完善社会保障体系等方面研究支持和鼓励消费的政策措施，在不断

健全个人信用征信体系的基础上，推广信用卡等个人消费信贷业务。促进改善金融生态环境，引导商业银行增强应对经济周期变化的风险控制能力，健全贷款的激励和约束机制。进一步完善商业银行资产负债期限结构匹配监测指标体系，合理控制中长期贷款。密切跟踪房地产各项调控政策的贯彻落实情况，密切监测房地产市场变化，加强各项政策之间的协调配合，支持合理住房消费，维护和促进房地产市场健康发展。

（四）大力培育和发展金融市场

继续以金融产品创新为突破口，扩大直接融资渠道，加快金融市场的基础性建设，推进金融市场的整体发展。大力培育和发展机构投资者，发展金融衍生产品，满足市场多样化需求。加强基础性制度和基础设施建设，为金融市场发展提供良好的法律、技术环境。加强金融市场监督管理，保证货币政策顺利实施，维护金融市场秩序。

（五）加快推进金融企业改革

稳步推进金融体制改革，加快推进金融企业改革。一是继续推进国有独资商业银行股份制改革，建立现代金融企业的公司治理结构，完善银行内控机制，加强管理，改进经营，提高服务水平。二是积极推进农村信用社改革，充分发挥金融对农业和农村经济的支持作用。进一步发挥资金支持方案对农村信用社改革的激励约束作用。三是加快推进股份制商业银行和城市商业银行改革，建立公司治理结构，完善内控机制，提高资产质量。四是继续推进证券业、保险业改革和发展，进一步规范发展证券、保险市场，加快推进证券公司、保险公司

改革，完善公司治理结构，转换经营机制。五是要加快推进政策性金融机构改革。六是要积极推进金融资产管理公司改革。七是要积极深化邮政储蓄体制改革。

（六）进一步完善人民币汇率形成机制，促进国际收支平衡

进一步完善人民币汇率形成机制，促进国际收支平衡。一是继续做好对人民币汇率形成机制改革的宣传解释工作，帮助市场准确理解和把握汇率改革的目标、原则和核心内容。二是密切关注市场反应和汇率改革对各方面的影响，进一步完善人民币汇率的调控机制。保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。三是加快发展外汇市场和各种外汇衍生产品，尽快开办银行间远期外汇交易，推出人民币对外币掉期等产品，为客户提供更多、更好的避险工具。四是继续完善汇率改革的各项配套措施，进一步深化外汇管理体制改革，完善银行结售汇头寸管理。五是建立健全调节国际收支的市场机制，促进国际收支平衡。