

中国货币政策执行报告

二 五年第一季度

中国人民银行货币政策分析小组

2005 年 5 月 26 日

内容摘要

2005 年一季度，我国国民经济继续平稳较快发展。加强和改善宏观调控的成效逐步显现，固定资产投资增幅继续回落，消费增长加快，进出口贸易持续扩大，城乡居民收入进一步增加。一季度，国内生产总值增长 9.4%，居民消费价格同比上涨 2.8%。

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，突出金融调控的前瞻性、科学性和有效性，综合运用多种货币政策工具，适时适度调控货币信贷总量，同时进一步深化外汇管理体制改革的，稳步推进金融企业改革，加快金融市场建设，疏通货币政策传导机制。一是加强流动性管理，灵活开展公开市场操作。二是下调金融机构超额存款准备金利率，进一步推进利率市场化。三是调整个人住房贷款政策，促进房地产业健康持续发展。四是加强对商业银行的“窗口指导”和信贷政策引导。五是稳步推进国有商业银行股份制改革和农村信用社改革。六是加快金融市场制度性建设，推动直接融资的发展，包括启动信贷资产证券化试点、允许符合条件的国际开发机构在国内发行人民币债券，进行商业银行设立基金管理公司试点等。七是保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支平衡。

2005 年一季度，货币信贷增长基本适度，金融运行平稳。3 月末，M2 余额 26.5 万亿元，同比增长 14.0%。基础货币余额 5.8 万亿元，同比增长 14.1%。一季度，金融机构新增人民币贷款 7375 亿元，同

比少增 976 亿元。货币市场利率平稳走低。3 月末，外汇储备余额 6591.4 亿美元，比上年末增加 492.1 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。

当前我国经济金融形势总体是好的，但经济运行中仍然存在着固定资产投资规模偏大、煤电油运供应偏紧、经济增长质量偏低与浪费并存等问题。此外，由于一季度我国贸易顺差和外汇储备快速增长，货币政策有效性面临严峻挑战。

中国人民银行将根据中央经济工作会议精神和十届全国人大三次会议要求，继续执行稳健的货币政策，合理调控货币信贷总量，既要支持经济发展，又要防止通货膨胀和防范金融风险。一是进一步完善间接调控机制，保持货币信贷合理增长；二是继续深化利率市场化改革，充分发挥价格杠杆的调控作用；三是坚持区别对待、有保有压，发挥好信贷政策在加快结构调整中的作用；四是适当控制中长期贷款，促进信贷期限结构优化；五是大力培育和发展金融市场，以金融产品创新为突破口，扩大直接融资渠道；六是加快推进金融企业改革；七是促进国际收支平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

目 录

| | |
|--|----|
| 内容摘要 | I |
| 第一部分 货币信贷概况 | 1 |
| 一、货币总量增长保持平稳 | 1 |
| 二、金融机构存款稳定增长 | 3 |
| 三、金融机构贷款增长基本平稳 | 3 |
| 四、金融机构超额存款准备金率略低于往年 | 5 |
| 五、金融机构贷款利率稳步上升，货币市场利率平稳走低 | 6 |
| 六、外汇储备继续较快增加，人民币汇率稳定 | 7 |
| 第二部分 货币政策操作 | 7 |
| 一、加强流动性管理，灵活开展公开市场操作 | 7 |
| 二、下调金融机构超额存款准备金利率，进一步推进利率市场化 | 8 |
| 三、调整个人住房贷款政策，促进房地产业健康持续发展 | 9 |
| 四、加强对商业银行的“窗口指导”和信贷政策引导 | 10 |
| 五、稳步推进国有商业银行股份制改革和农村信用社改革 | 11 |
| 六、保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支平衡 | 12 |
| 第三部分 金融市场分析 | 13 |
| 一、金融市场运行分析 | 13 |
| 二、金融市场制度性建设取得新进展 | 19 |
| 第四部分 宏观经济分析 | 21 |
| 一、世界经济金融形势和展望 | 21 |
| 二、我国宏观经济运行分析 | 23 |
| 第五部分 货币政策趋势 | 35 |
| 一、2005 年我国宏观经济展望 | 35 |
| 二、近期货币政策取向与趋势 | 36 |

专栏

| | |
|--------------------------------|----|
| 专栏 1：货币供应量、经济增长和价格稳定 | 2 |
| 专栏 2：如何看待中长期贷款比例上升问题 | 4 |
| 专栏 3：超额存款准备金与超额存款准备金利率 | 9 |
| 专栏 4：投资和消费的关系 | 25 |
| 专栏 5：个人住房贷款利率调整对房地产市场的影响 | 33 |

表

| | |
|---|----|
| 表 1：2005 年一季度末货币供应量及其构成 | 1 |
| 表 2：2005 年一季度各利率浮动区间贷款占比表 | 6 |
| 表 3：2005 年一季度国内非金融机构部门融资情况简表 | 13 |
| 表 4：2005 年一季度金融机构同业拆借资金净融出、净融入情况表 | 15 |
| 表 5：2005 年一季度末主要保险资金运用余额及占比情况表 | 19 |

图

| | |
|---|----|
| 图 1：1980 年以来货币供应量、经济增长和价格变动趋势 | 2 |
| 图 2：2005 年一季度全国银行间债券市场国债收益率曲线变动趋势 | 16 |
| 图 3：2003 年以来固定资产投资施工项目个数和计划总投资 | 25 |
| 图 4：1978 年以来我国投资率和消费率变化趋势 | 26 |
| 图 5：2005 年一季度 35 个大中城市房屋销售均价和同比涨幅 | 33 |

第一部分 货币信贷概况

2005 年一季度，我国国民经济平稳较快发展，货币信贷增长基本适度，金融运行平稳。

一、货币总量增长保持平稳

加强和改善宏观调控以来，广义货币供应量 M2 增速逐步回落，目前已经连续 8 个月保持在 13-15%的区间内，与经济增长基本相适应。3 月末，M2 余额 26.5 万亿元，同比增长 14.0%，增速比上年同期低 5.1 个百分点，比上年末低 0.6 个百分点，运行态势较为平稳。

表 1：2005 年一季度末货币供应量及其构成

| 单位：万亿元 | | |
|-------------|------|---------|
| | 余 额 | 余额同比增长% |
| 货币和准货币 (M2) | 26.5 | 14.0 |
| 货币 (M1) | 9.5 | 9.9 |
| 流通中现金 (M0) | 2.1 | 10.1 |
| 活期存款 | 7.4 | 9.9 |
| 准货币 | 17.0 | 16.5 |
| 定期存款 | 2.7 | 22.6 |
| 储蓄存款 | 12.9 | 15.5 |
| 其他存款 | 1.4 | 14.0 |

注：货币和准货币（M2）含证券公司客户保证金

数据来源：中国人民银行调查统计司

与广义货币相比，狭义货币 M1 增长相对减缓。3 月末，M1 余额 9.5 万亿元，同比增长 9.9%，比上年末低 3.7 个百分点。狭义货币增速较低主要受以下因素影响：一是上年同期狭义货币增长较快，同比基数较高。二是随着信用卡等结算工具的大量使用，居民在日常消费中对现金的需求下降。三是企业对利率的敏感度不断增强、财务管理水平有所提高，2004 年 10 月 29 日基准利率调整后，中长期存款利率上调幅度大于短期存款利率，活期存款利率保持不变，企业将部分

活期存款转为定期存款。

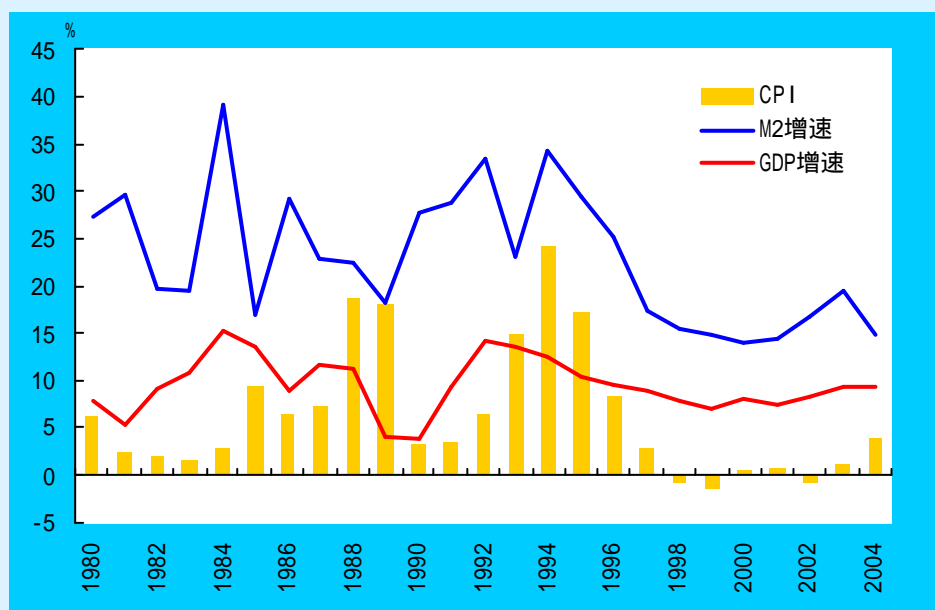
3月末，流通中现金 M0 余额 2.1 万亿元，同比增长 10.1%。一季度现金累计净回笼 229 亿元，同比少回笼 219 亿元。

专栏 1：货币供应量、经济增长和价格稳定

货币供应量、经济增长和价格稳定的关系可以用交易方程式 $MV = PY$ 表示，其中 M 为货币供应量，V 为货币流通速度，P 为平均价格水平，Y 为实际产出。

长期来看，在其他条件不变的情况下，货币供应量的变动总会导致一般价格水平的变动，从这个意义上说，监测和控制货币供应量的变动十分重要。1980-2003 年，我国经历了四次通货膨胀和一次通货紧缩，在此过程中货币供应量与经济增长基本呈同方向变动，即经济扩张阶段，货币供应量增长也快速上升，当货币供应量积累到一定程度后，通货膨胀上升，经济出现失衡，不得不压缩货币信贷进行被动性调整。80 年代，我国货币供应量年均增长 24.5%，GDP 增长 9.8%，CPI 上涨 7.5%；90 年代，货币供应量年均增长 24.9%，GDP 增长 9.7%，CPI 上涨 7.8%；2000-2004 年，货币供应量年均增长 15.9%，GDP 增长 8.9%，CPI 上涨 1.1%，保持了一种高增长、低通胀的良好态势。实践证明，过量的货币供应不会导致经济增长无限加快，只会导致物价上涨，而高通胀后惯常发生的萧条及通货紧缩会对经济产生巨大的破坏。因此，适度的货币增长对经济增长具有积极的促进作用，既可以防止通货膨胀，又可以防止通货紧缩。

图 1：1980 年以来货币供应量、经济增长和价格变动趋势



数据来源：国家统计局《中国统计年鉴》

但应用货币交易方程式时要慎重，要特别注意货币流通速度变动的影响。货币流通速度与货币需求密切相关，受多种因素影响，如决定收入和支出差额的制度性因素、“金融技术”状况、利率水平、经济不稳定程度或经济信心状况、通货膨胀预期和收入水平等。据研究，货币流通速度一般是先随着货币化的深入而下降，然后又随着金融创新和经济稳定化程度的提高而上升。自改革开放以来，我国经历了一个货币深化的过程，货币流通速度总体呈下降趋势，但也存在一定的波动，大致是经济增长较快时，货币流通速度上升，经济增长放缓时，货币流通速度增长率放缓或者下降。

2005 年我国经济社会发展预期目标是国内生产总值增长 8%，居民消费价格总水平上涨 4%。综合考虑各种因素，2005 年广义货币供应量 M2 增长率的预期目标被确定为 15%左右。

二、金融机构存款稳定增长

3 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 26.9 万亿元，同比增长 15.6%，比年初增加 1.3 万亿元，同比多增 634 亿元。其中，人民币各项存款余额 25.6 万亿元，同比增长 15.9%，比年初增加 1.23 万亿元，同比少增 223 亿元；外汇存款余额 1628 亿美元，同比增长 10.9%，比年初增加 79.8 亿美元，同比多增 103.7 亿美元。

3 月末，人民币企业存款余额 8.5 万亿元，同比增长 13.4%，比年初增加 260 亿元，同比少增 1743 亿元。人民币储蓄存款余额 12.9 万亿元，同比增长 15.5%，比年初增加 9705 亿元，同比多增 1459 亿元，其中主要是定期存款多增。一季度财政存款增加 1938 亿元，同比多增 766 亿元。

三、金融机构贷款增长基本平稳

3 月末，金融机构本外币贷款余额 19.8 万亿元，同比增长 13.0%，比上年末回落 1.4 个百分点；余额比年初增加 8268 亿元，同比少增

863 亿元。其中，人民币贷款余额 18.5 万亿元，同比增长 13.0%，比上年末低 1.5 个百分点；余额比年初增加 7375 亿元，同比少增 976 亿元。外汇贷款余额 1469 亿美元，同比增长 13.3%，比上年末高 0.8 个百分点；余额比年初增加 107.9 亿美元，同比多增 13.7 亿美元。

从投向看，一季度，企业用于流动资金的人民币短期贷款和票据融资合计增加 4080 亿元，同比少增 404 亿元。中长期贷款增加 3109 亿元，同比少增 477 亿元，其中基建贷款增加 1738 亿元，同比多增 38 亿元。新增中长期贷款占各项贷款的比例为 42.2%，比上年同期占比低 0.8 个百分点，比上年全年占比低 18.3 个百分点；其中，新增基建贷款占各项贷款的比例为 23.6%，比上年同期占比高 3.2 个百分点，比上年全年占比低 4.1 个百分点。用于消费的贷款增加 637 亿元，同比少增 537 亿元。

分机构看，除政策性银行人民币贷款同比多增外，商业银行和农村信用社均同比少增。一季度，政策性银行人民币贷款增加 566 亿元，同比多增 270 亿元；国有独资商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村信用社贷款分别增加 3253 亿元、1126 亿元、320 亿元和 1600 亿元，同比分别少增 746 亿元、476 亿元、130 亿元和 139 亿元。

专栏 2：如何看待中长期贷款比例上升问题

近几年银行体系中长期贷款比例持续上升，中长期贷款余额占全部贷款余额的比例已由 2000 年末的 24% 提高到 2004 年末的近 40%。中长期贷款特别是用于基建的中长期贷款增长较快，其原因是多方面的，对此要有全面的认识。

一是随着投资率逐年提高，中长期贷款的占比也必然相应提高。我国经济金融体系存在的整体结构性问题必然客观反映在货币信贷的增长变化上。一方面，我国消费与投资的比例关系不协调，投资率过高，特别是由于工业化和城镇化加

速，资本密集型项目的投资大大增加。另一方面，长期以来我国直接融资发展滞后，融资结构以银行间接融资为主，贷款在企业融资中的比重达 90%左右，企业长期资金需求更是绝大部分通过获得银行中长期贷款来满足。

二是商业银行出于控制信贷风险考虑并受制于投资渠道狭窄，偏好于发放中长期贷款。2004 年末，我国全部不良贷款中，78.9%为短期贷款形成的，21.1%为中长期贷款形成的，中长期贷款质量显著高于流动资金贷款，使一些流动资金贷款占比较高的商业银行主动进行适度压缩流动资金贷款的战略调整。而我国目前在商业银行资产运用方面的限制较多，主要限于贷款业务，其它可投资产品较少，银行体系的大量资金也不得不投向中长期贷款。

三是信息技术和物流行业发展导致的存货需求相对下降和企业短期资金融资多元化促使企业流动资金贷款需求增长减缓，而监管压力的加大和商业银行会计管理的改善致使部分流动资金贷款按照真实用途调整为中长期贷款，直接反映为中长期贷款占比的相对提高。目前我国由银行体系向企业提供的流动资金贷款余额占当年 GDP 的比例已达到了相当高的水平，1997 年以来这一比例一直在 70%以上，在世界各国中几乎是最高的；但其中有相当一部分的流动资金贷款被企业用于长期用途。

总之，在信贷总量基本适度的情况下，中长期贷款比例逐步提高有一定的内在规律性。在致力于改善贷款结构的同时也要看到，很多影响贷款结构的因素涉及宏观政策调整和体制改革。只有从宏观层面入手，逐步调整投资和消费的比例关系，同时大力发展资本市场，拓宽直接融资渠道，才能有效控制中长期贷款的过快增长。但这种调整不可能一蹴而就。此外还应该注意到，中长期贷款的比例究竟多高才合适是一个实践的问题，不是一成不变的，随着经济体制改革的深入、宏观经济结构的改变和经济景气循环的变化，这个比例关系会有一个动态调整的过程。

四、金融机构超额存款准备金率略低于往年

3 月末，基础货币余额 5.8 万亿元，比年初减少 1265 亿元，同比增长 14.1%。3 月末，金融机构超额存款准备金率平均为 4.17%，比上年同期低 0.11 个百分点，比上年末低 1.08 个百分点。其中，国有独资商业银行超额存款准备金率为 3.99%，股份制商业银行为 5.25%，农村信用社为 5.55%。

五、金融机构贷款利率稳步上升，货币市场利率平稳走低

金融机构贷款利率上升。一季度，金融机构人民币 1 年期固定利率贷款加权平均利率为 6.98%，为基准利率的 1.25 倍，比 2004 年四季度提高 0.23 个百分点。实行上浮利率的贷款占全部贷款的半数以上。人民银行对全国金融机构 2005 年一季度贷款利率浮动情况的统计显示，2005 年一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 21.9%，比年初下降 1.3 个百分点；实行基准利率的贷款占比为 26.9%，比年初上升 2.3 个百分点；实行上浮利率的贷款占比为 51.2%，比年初下降 1 个百分点。其中，贷款利率为基准利率 2 倍以上的金融机构的贷款占比为 3.6%，比年初上升 0.9 个百分点，贷款利率更好地覆盖了贷款的风险溢价。

表 2：2005 年一季度各利率浮动区间贷款占比表

单位：%

| | 合计 | [0.9, 1) | 1 | 上 浮 水 平 | | | | |
|----------|-----|----------|------|---------|----------|------------|----------|------|
| | | | | 小计 | (1, 1.3] | (1.3, 1.5] | (1.5, 2] | 2以上 |
| 合计 | 100 | 21.9 | 26.9 | 51.2 | 29.5 | 7.7 | 10.4 | 3.6 |
| 国有独资商业银行 | 100 | 27.9 | 32.4 | 39.8 | 35.1 | 3.8 | 0.6 | 0.2 |
| 股份制商业银行 | 100 | 27.7 | 37.7 | 34.6 | 32.8 | 1.5 | 0.2 | 0.1 |
| 区域性商业银行 | 100 | 15.1 | 18.1 | 66.8 | 40.8 | 8.4 | 7.5 | 10.1 |
| 城乡信用社 | 100 | 1.6 | 4 | 94.4 | 14.5 | 23.4 | 43.7 | 12.8 |

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

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 61 个月期协议存款加权平均利率为 4.3%，比 2004 年四季度下降 0.17 个百分点；37 个月期协议存款加权平均利率为 4.21%，比 2004 年四季度下降 0.11 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。3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3.3%,比年初上升0.6个百分点;1年期固定利率美元贷款加权平均利率为4.24%,浮动利率贷款加权平均利率为3.75%,分别比年初上升0.81和0.37个百分点。

一季度,金融机构资金充裕,货币市场利率平稳走低。受3月17日下调超额存款准备金利率影响,3月,7天同业拆借和质押式债券回购加权平均利率分别为1.98%和1.7%,比上月分别回落了0.28和0.25个百分点,比上年同期分别降低了0.1和0.22个百分点。

六、外汇储备继续较快增加,人民币汇率稳定

3月末,外汇储备余额6591.4亿美元,比上年末增加492.1亿美元,比上年同期多增126.4亿美元。3月末,人民币对美元汇率为8.2765元人民币/美元,与上年末持平。

第二部分 货币政策操作

2004年一季度,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,突出金融调控的前瞻性、科学性和有效性,综合运用多种货币政策工具,适时适度调控货币信贷总量,同时进一步深化外汇管理体制改革,稳步推进金融企业改革,疏通货币政策传导机制。

一、加强流动性管理,灵活开展公开市场操作

一季度,中国人民银行密切关注元旦、春节期间及春节前后银行体系流动性的变化情况,认真监测分析外汇占款、财政库款及现金等

影响流动性的因素，继续加强流动性管理，灵活安排央行票据发行方式、期限结构和发行规模，以 1 年期和 3 年期央行票据为主力品种，适时适度调控银行体系流动性。春节前，通过合理安排央行票据到期、预发行央行票据及开展少量逆回购操作，及时熨平银行体系流动性的波动；春节后，针对银行体系流动性总体宽松的情况，灵活把握央行票据发行力度，并配合 3 月 17 日下调超额存款准备金利率政策，拓宽货币市场利率的运行空间，进一步推动利率市场化改革，促进商业银行完善资产负债管理。

一季度，中国人民银行通过外汇公开市场操作投放基础货币 4223 亿元，通过人民币公开市场操作回笼基础货币 3659 亿元，投放、回笼相抵，全部公开市场业务净投放基础货币 564 亿元。一季度共发行 36 期央行票据，发行总量为 7130 亿元，其中 1 年期 3010 亿元，3 年期 1800 亿元；截至 3 月底，央行票据余额为 13452.5 亿元。

二、下调金融机构超额存款准备金利率，进一步推进利率市场化

中国人民银行决定，从 2005 年 3 月 17 日起，金融机构在中国人民银行的超额存款准备金利率由现行年利率 1.62% 下调到 0.99%，法定存款准备金利率维持 1.89% 不变。

下调超额存款准备金利率，有利于促进商业银行进一步提高资金使用效率和流动性管理水平，稳步推进利率市场化；有利于理顺中央银行的利率关系，优化存款准备金利率结构，增强货币政策操作的科学性和有效性。

专栏 3：超额存款准备金与超额存款准备金利率

存款准备金分为法定存款准备金和超额存款准备金。法定存款准备金是金融机构按照其存款的一定比例向中央银行缴存的存款，这个比例通常是由中央银行决定的，被称为法定存款准备金率；如果中央银行提高存款准备金率，金融机构就要增加向中央银行缴存的存款准备金，减少贷款的发放，全社会货币供应量就会相应下降，反之亦然。因此存款准备金率是一种强有力的货币政策工具。超额存款准备金是金融机构存放在中央银行、超出法定存款准备金的部分，主要用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金。外国的中央银行，有的只对法定存款准备金计付利息，有的对所有存款准备金都不计付利息，但我国对所有存款准备金都计付利息，且利率相对较高。

1998 年 3 月，中国人民银行改革存款准备金制度，合并法定存款准备金与超额存款准备金账户，实行统一利率，并将存款准备金率由 13%降至 8%；1999 年 11 月再次将存款准备金率由 8%降至 6%。这一系列政策对当时增加基础货币供应，促进商业银行增加信贷投放，支持经济发展起到了重要作用。2003 和 2004 年，为减轻对冲外汇占款的压力，适度控制金融机构信贷扩张，中国人民银行两次提高存款准备金率，由 6%调至 7%，再至 7.5%。

2003 年 12 月，中国人民银行改革存款准备金利率制度，对法定存款准备金与超额存款准备金分别计息。金融机构在中国人民银行的法定存款准备金利率仍为 1.89%，超额存款准备金利率降为 1.62%。随着我国金融电子化程度和人民银行大额支付清算系统效率的提高，商业银行流动性管理水平明显改善。2005 年 3 月 17 日，人民银行再次下调超额存款准备金利率 0.63 个百分点，由年利率 1.62%下调到 0.99%。

从货币政策调控来看，如果超额存款准备金利率较高，商业银行可能会主动在中央银行存有较高的超额存款准备金，增加了基础货币需求预测的难度，不利于中央银行准确地调控基础货币和货币供应。较高的超额存款准备金还降低了金融机构对中央银行货币政策操作的敏感性，降低了货币政策调控的有效性。下调超额存款准备金利率，有利于促进货币市场交易，增强金融机构对货币政策操作的敏感性。有利于理顺中央银行的利率关系，逐步建立和完善中央银行利率引导市场利率、市场利率引导商业银行存贷款利率定价的利率形成机制，形成合理的收益率曲线，提高货币政策传导的效率。

三、调整个人住房贷款政策，促进房地产业健康持续发展

为促进房地产业健康持续发展，中国人民银行决定，从 2005 年 3 月 17 日起，调整个人住房贷款政策。

一是将现行商业银行自营性个人住房贷款的优惠利率回归到同期贷款利率水平，实行下限管理，下限利率水平为相应期限档次贷款基准利率的 0.9 倍，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；同时，个人住房公积金贷款利率也相应微幅上调 0.18 个百分点，其中 5 年期（含）以下贷款年利率调整为 3.96%，5 年期以上贷款年利率调整为 4.41%。

二是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比例可由现行的 20% 提高到 30%；具体调整的城市或地区，可由商业银行法人根据国家有关部门公布的各地房地产价格涨幅自行确定，不搞一刀切。

此次调整商业银行自营性个人住房贷款政策从调控需求入手，有利于引导社会对未来房地产价格形成较合理的预期；将商业银行个人住房贷款利率纳入正常贷款利率管理，有利于商业银行加强风险管理，完善定价机制。

四、加强对商业银行的“窗口指导”和信贷政策引导

2005 年以来，中国人民银行认真贯彻国务院确定的“区别对待、有保有压”的宏观调控方针，继续加强和改进对商业银行的“窗口指导”和信贷政策引导。在加强信贷政策与产业政策的协调配合，引导金融机构优化信贷投向的同时，进一步改进信贷政策实施方式，不断完善信贷政策指导制度，并加快金融产品创新步伐。

一是定期召开经济金融形势分析会，提示商业银行关注工业生产状况、固定资产投资增速，房地产市场变化以及通货膨胀压力等经济

金融情况。引导商业银行前瞻性地应对经济周期和产业变化，健全风险控制机制和风险管理制度，树立市场风险、期限匹配风险、信用风险等各类风险意识，提高风险识别和评估能力；按照市场化原则改革贷款审批制度，加强和提高自主审贷的能力，不断增强优化调整信贷结构的自觉性。

二是认真落实《中共中央、国务院关于进一步加强农村工作，提高农业综合生产能力若干政策的意见》和《国务院关于鼓励支持和引导非公有制经济发展的若干意见》精神，引导金融机构进一步改进金融服务，加强产品创新，加大对“三农”、非公有制经济和中小企业的信贷投入，优化信贷结构。

三是加快落实国家助学贷款新政策。2月28日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会在京联合召开了“加快落实国家助学贷款新政策电视电话会议”，推动银行系统落实新政策，尽快完成所有省属高校的国家助学贷款经办行招投标工作，保证中标银行与学校签订协议的国家助学贷款及时发放到位，积极为贫困家庭学生求学创造条件。

四是进一步改进信贷政策实施方式，对商业银行资产负债结构比例情况加强了跟踪监测，研究建立存贷期限错配预警监测体系，以控制商业银行中长期贷款比例过高问题，预防可能出现的流动性风险和利率风险。

五、稳步推进国有商业银行股份制改革和农村信用社改革

国有商业银行股份制改革试点工作稳步进行。一季度，工商银行

开始了股份制改革的前期准备工作，包括选聘、安排中介机构进场工作，聘请国外咨询公司进行咨询管理、不良贷款的清收处置与尽职调查等。2005 年 4 月份，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，国务院批准了中国工商银行实施股份制改革的方案和中国银行、中国建设银行股份制改革的下一步工作计划。

农村信用社改革试点稳步推进。2005 年，国务院关于深化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，8 个先行试点省改革试点取得了阶段性成果，改革正在向纵深推进；纳入扩大试点范围的 21 省改革试点工作开局良好，进展顺利。截至 3 月末，中国人民银行会同银监会按照规定的条件和程序经严格审查考核，完成了五期对改革试点农村信用社的专项票据发行工作，对 916 个县市共计发行专项票据 595 亿元。资金支持方案的实施对改革试点发挥了有效的正向激励作用，农村信用社增资扩股工作进展较快，资本充足率有所提高，不良贷款比例逐步下降，经营状况和盈利水平显著改善，支农服务实力明显增强，省级管理体制及产权制度改革稳步推进，部分信用社在加强内部管理、强化信息披露方面进行了有益的探索。

六、保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支平衡

进一步理顺外汇供求关系，促进国际收支平衡，同时完善人民币汇率形成机制。一是推进贸易便利化。二是规范资金流入和结汇管理。继续落实境外合格机构投资者制度，新批 2 家合格境外机构投资者投资额度 3.25 亿美元。截至 3 月末，累计批准 26 家合格的境外机构投

资者，总投资额度 37.5 亿美元。组织落实国际开发机构发行人民币债券政策。三是拓宽资金流出渠道，积极支持企业“走出去”。四是积极培育和发展外汇市场。进一步扩大远期结售汇业务试点银行和业务范围，积极为在银行间外汇市场引入美元做市商制度和增加交易品种做好准备工作。

第三部分 金融市场分析

一、金融市场运行分析

2005年一季度，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，交易较为活跃。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）贷款融资比重上升，其他方式融资比重下降。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）、国债和企业债四种方式新增融资总计为8369亿元，同比少融资1364亿元，下降14%，其中贷款融资同比减少863亿元，同比下降9.5%，其他方式融资同比减少501亿元，同比下降较多。国内非金融机构部门贷款、国债、企业债和股票融资之比为98.8：0.2：0.2：0.8。

表 3：2005 年一季度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1季度 | 2004年1季度 | 2005年1季度 | 2004年1季度 |
| 国内非金融机构部门融资总量 | 8369 | 9733 | 100 | 100 |
| 贷款 | 8268 | 9131 | 98.8 | 93.8 |
| 国债 | 17 | 348 | 0.2 | 3.6 |
| 企业债 | 20 | 55 | 0.2 | 0.6 |
| 股票 | 64 | 199 | 0.8 | 2.0 |

数据来源：中国人民银行调查统计司

（一）债券回购市场交易同比增加，银行间同业拆借市场交易同比下降

一季度，银行间债券回购市场累计成交 2.61 万亿元，同比增加 0.13 万亿元，日均成交 435 亿元，同比增长 6.9%。质押式债券回购累计成交 2.56 万亿元，同比增加 0.08 万亿元；买断式债券回购累计成交 465 亿元。交易所国债回购累计成交 7335 亿元，同比增长 11%。

一季度，银行间同业拆借市场累计成交 3187 亿元，同比减少 1149 亿元，日均成交 53 亿元，同比下降 25.3%。成交主要集中在 7 天和隔夜两个短期品种上，其中隔夜品种的市场份额为 12.7%，7 天品种为 74.3%。

货币市场利率受春节因素和央行下调超额存款准备金利率影响有所起伏。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，市场利率升至 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，市场利率回落至 1.7%和 1.98%，金融机构流动性较为充足。

从资金净融出、融入情况看，银行间质押式债券回购市场上，国有独资银行仍是最大的净融出部门，一季度净融出资金 1.36 万亿元，同比减少 1163 亿元；其他商业银行¹、其他金融机构²是主要的资金净融入部门，分别融入资金 8262 亿元和 4600 亿元。

¹ 其他商业银行包括股份制商业银行和城市商业银行。

² 其他金融机构包括政策性银行、农村信用社联社、财务公司、信托投资公司、保险公司、证券公司及基金公司。

在同业拆借市场上，一季度国有独资商业银行与其他商业银行分别净融出资金 842 亿元和 915 亿元，国有独资银行同比少融出 977 亿元，其他商业银行同比多融出 165 亿元。其他金融机构净融入资金 1445 亿元，是主要的资金净融入部门，其中证券公司净融入资金量最多。外资金融机构净融入资金 313 亿元，同比增加 227 亿元，净拆入资金占比上升至 17.8%，同比上升了 14.5 个百分点。

表 4：2005 年一季度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1季度 | 2004 年1季度 | 同比增减 |
| 国有独资商业银行 | -842 | -1820 | 978 |
| 其他商业银行 | -915 | -750 | -165 |
| 其他金融机构 | 1445 | 2484 | -1039 |
| 其中：证券公司及基金公司 | 1147 | 2222 | -1075 |
| 外资金融机构 | 313 | 86 | 227 |

注：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）债券市场交易活跃，国债发行同比多增

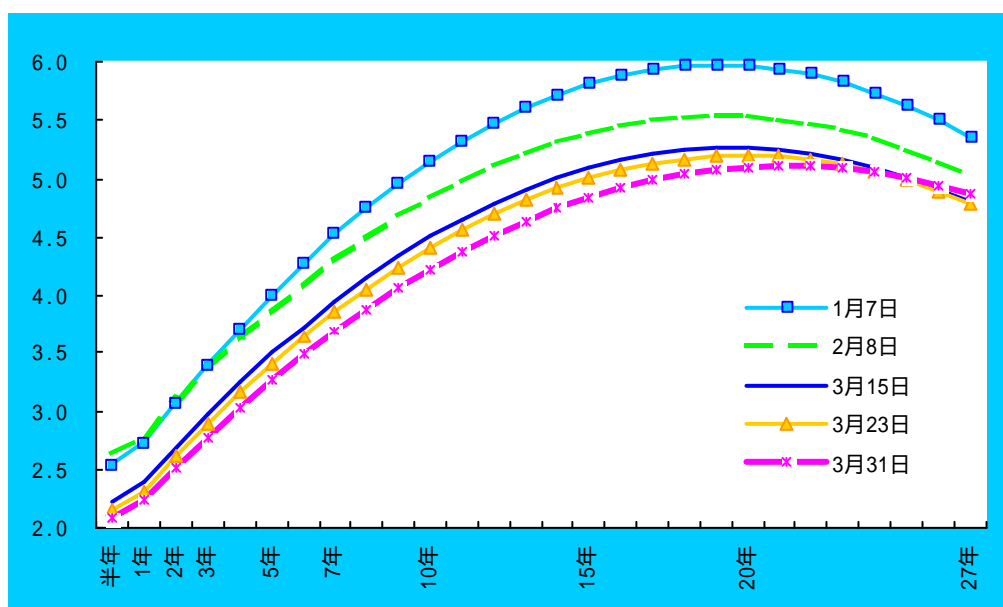
一季度，银行间债券市场现券交易累计成交 9718 亿元，同比增加 2693 亿元，日均成交 162 亿元，同比增长 40.6%；交易所国债现券成交 710 亿元，同比增加 19 亿元。

一季度，银行间市场与交易所市场的债券指数均处于上升趋势，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 3 月末的 107.00 点，上升 2.98 点；交易所国债指数由年初的 95.69 点上升至 3 月末的 100.19 点，上升 4.5 点。

收益率曲线整体下移并略有陡峭化趋势。一季度，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，大体可

分为三个阶段：第一阶段即年初至春节前的平缓下移阶段，随着 2004 年年末债券行情的反弹，收益率曲线比年初下移 15 个基点，其中中长期债券收益率下移幅度大于短期债券；第二阶段为春节过后至 3 月 15 日曲线快速下移阶段，在节后资金推动下，收益率曲线再次快速下移 35 个基点，比年初下移约 50 个基点；第三阶段为超额准备金存款利率下调后收益率曲线再次下移阶段，3 月 16 日央行宣布下调超额存款准备金利率 63 个基点至 0.99% 后，各期限债券到期收益率普遍下降，曲线在一周内下移 10 个基点左右，至 3 月底，曲线再次下移，较降息前的 3 月 15 日下移 20 多个基点，由于期限较短的债券到期收益率降幅更大，导致收益率曲线趋于陡峭化。截至 3 月末，全国银行间债券市场国债收益率总体水平已回落到接近 2004 年 4 月初的水平。

图 2：2005 年一季度全国银行间债券市场国债收益率曲线变动趋势



数据来源：中国债券网

一季度，国债发行950亿元，同比增加118亿元，增长14.2%，其

中，凭证式国债发行350亿元，比上年同期少发行100亿元；记账式国债发行600亿元，比上年同期多发行218亿元，增长57.2%；政策金融债累计发行800亿元，比上年同期多发行200亿元，同比增长33.3%；企业债累计发行20亿元，同比少发行35亿元。

（三）票据市场稳步发展

一季度，企业累计签发商业汇票 9477 亿元，同比增长 21%；累计贴现 1.35 万亿元，同比增长 29%；累计办理再贴现 15 亿元，同比下降 85 亿元。截至一季度末，商业汇票余额为 1.55 万亿元，同比增长 20%；贴现余额为 1.12 万亿元，同比增长 18%；再贴现余额 23 亿元，同比下降 243 亿元。从交易主体看，票据市场继续保持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的态势。

票据市场在规范中进一步平稳发展。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。截至 3 月末，新增票据融资在新增贷款中所占比重达 13%，同比提高了 7 个百分点。二是随着票据市场的持续发展，商业汇票已日益成为重要的货币市场工具和同业融资方式。票据融资交易额占货币市场交易额的比重已接近 30%。三是票据市场利率已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。

（四）股票市场交易量同比下降

一季度股票市场成交量同比下降。沪、深股市累计成交 6702 亿元，同比下降 9713 亿元；日均成交 120 亿元，同比下降 59.1%。其

中 A 股累计成交 6543 亿元，同比下降 9561 亿元；日均成交 117 亿元，同比下降 59.4%。

上证综指 1 月末以 1191.82 点报收，股指最高升至 2 月份 1328.53 点，最低降至 3 月份的 1162.03 点，3 月末收于 1181.24 点，比上年末下降 6.73%；深证成指最低为 1 月的 2936.37 点，最高为 3 月的 3481.44 点，3 月末收于 3170.35 点，比上年末上升 3.35%。

一季度，股票市场累计融资 64 亿元，同比少融资 134 亿元。企业在海外融资减少较多，企业发行 H 股筹资 1.12 亿美元，同比下降 86.6%；A 股筹资（包括发行、增发和配股）55 亿元，同比下降 57.7%。

证券投资基金发展较快。一季度新增证券投资基金 14 只，一季度末证券投资基金总规模达 3926 亿元，同比增长 82%，比上年末增长 18.6%；总资产净值 3853 亿元，同比增长 60.5%，比上年末增长 18.7%。

（五）保险业继续蓬勃发展，资产结构变化明显

一季度，保险业累计实现保费收入 1477 亿元，同比增长 23.1%，其中财产险收入 343 亿元，同比增长 23.5%。累计赔款、给付 259 亿元，同比下降 28.7%。保险公司总资产继续保持快速增长态势，3 月末达 13121 亿元，同比增长 31.5%。

随着保险市场的快速发展，保险公司可运用资金不断增加。国债投资比重继续上升，银行存款比重下降。3 月末，银行存款占总资产比重 37.9%，同比下降 10.7 个百分点；国债投资比重 22.5%，同比增加 7.4 个百分点；证券投资基金投资占比 6.1%，与上年同期基本持

平。

表 5：2005 年一季度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1季度 | 2004年1季度 | 2005年1季度 | 2004年1季度 |
| 资产总额 | 13121 | 9980 | | |
| 其中：银行存款 | 4971 | 4844 | 37.9 | 48.5 |
| 投资 | 6532 | 4361 | 49.8 | 43.7 |
| 国债 | 2957 | 1516 | 22.5 | 15.2 |
| 证券投资基金 | 798 | 604 | 6.1 | 6 |

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

一季度银行间外汇市场成交量继续显著增加。各币种累计成交折合美元 632 亿美元，同比增长 53%；其中，美元品种成交 619 亿美元，同比增长 53.3%。

二、金融市场制度性建设取得新进展

（一）信贷资产证券化试点正式启动

3 月 21 日，经国务院批准，信贷资产证券化试点工作正式启动。国家开发银行、中国建设银行成为试点单位，分别进行信贷资产证券化和住房抵押贷款证券化业务试点。中国人民银行牵头会同有关部门成立了信贷资产证券化试点工作协调小组，负责组织和协调信贷资产证券化试点工作，以促进金融创新，改进商业银行资产负债结构，扩大直接融资比重。

（二）国内债券市场进一步对外开放

2 月 18 日，中国人民银行与财政部、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会联合发布了《国际开发机构人民币债券发行

管理暂行办法》，允许符合条件的国际开发机构在国内发行人民币债券。《管理办法》围绕规范国际开发机构发行人民币债券的行为，明确政府部门之间的职能分工，不仅注意与现有的法律法规相衔接，同时还统筹考虑资本市场发展及加入世界贸易组织的承诺，特别注重依法管理，规范发展。通过引入国际开发机构这种全新的发债主体，推进国内债券市场开放，有利于促进国内债券市场进一步发展。

（三）商业银行设立基金管理公司开始试点

2月20日，中国人民银行与中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会联合发布了《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》，于4月6日确定中国工商银行、中国建设银行和交通银行为首批试点银行。商业银行设立基金管理公司，鼓励了金融创新，有利于促进金融市场长期健康协调发展，推进商业银行改革，优化资源配置。

（四）股票市场与保险市场互动发展

为推动保险资金直接投资股票市场，在2004年出台《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》的基础上，中国保险监督管理委员会会同中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会发布了《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》、《保险机构投资者股票投资登记结算业务指南》、《保险公司股票资产托管指引》和《关于保险资金股票投资有关问题的通知》等配套文件，对保险资金直接进入证券市场投资的相关问题作出了明确规定，使保险资金入市进入实质性操作阶段，加强了保险市场与资本市场的互动发展。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势和展望

2005 年以来，美国经济继续保持强劲的增长势头，就业状况继续改善。欧元区缓慢复苏。日本经济增速减缓，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保持了强劲的增长。美国的经常账户和财政“双赤字”以及发达国家之间经济发展的不平衡加剧了全球经济失衡。石油价格、能源安全和主要货币间汇率波动等不确定因素仍是近期的主要风险。

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。其中美国增长 3.6%，较去年 9 月份的预测高出 0.1 个百分点；欧元区、日本分别增长 1.6% 和 0.8%，较去年 9 月份预测下调 0.6 和 1.5 个百分点。国际货币基金组织指出，美国与其他发达经济体增长差距进一步拉大，全球经济增长日趋失衡。

（一）主要经济体经济增长态势

美国经济继续保持强劲增长势头。一季度，美国季节调整后的 GDP 环比折年率增长 3.1%。就业状况持续改善，失业率为 5.3%，比 2004 年同期下降 0.4 个百分点。通货膨胀压力加大，CPI 同比上涨 3%。3 月份，由于出口增加、进口减少，美国的贸易逆差有所缩小，从 2 月份的 606 亿美元缩小到 550 亿美元。

欧元区经济持续缓慢复苏。一季度，GDP 同比增长 1.4%，与上年同期持平。失业率依然处于 8.9% 的高水平。综合消费价格指数（HICP）月均同比上涨 2%，高于上年同期 1.7% 的水平，其中 1-3 月

分别为 1.9%、2.1%和 2.1%。欧央行预计，受石油价格上涨的影响，未来几个月 HICP 很可能继续高于 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。目前欧元区一些成员国财政赤字不降反升，欧央行呼吁加快财政和结构改革，以增强公共财政的可持续性和所有成员国对增长前景的信心。

日本经济复苏势头减缓。一季度，GDP 同比增长 1.2%，大大低于上年同期 4.5%的水平。失业率持续下降，3 月份为 4.5%，比 2004 年同期下降 0.2 个百分点。通货紧缩没有明显缓解，1、2、3 月份，CPI 分别下降 0.1%、0.3%和 0.2%；核心 CPI 同比分别下降 0.3%、0.4%和 0.5%。

主要发展中国家继续保持增长，但势头趋缓。进入 2005 年以来，韩国和我国台湾省等经济体工业和出口增长速度有所下降。

（二）国际金融市场

美元对欧元和日元汇率较 2004 年末的水平略有回升。3 月末，1 欧元兑 1.2964 美元，美元比 2004 年末升值约 4%；1 美元兑 107.15 日元，美元比 2004 年末升值约 3%。

美国、欧元区、日本长期国债收益率先降后升。受市场下调美国经济增长和长期通胀预期影响，1-2 月，美国长期国债收益率下降。2 月下旬，格林斯潘在国会听证会上就美国经济增长前景发表乐观演讲，收益率快速反弹。3 月 22 日美联储提高利率以后，美国国债收益率进一步提高，与日本、欧元区收益率差距拉大。3 月末，美国 10 年期国债收益率达到 4.49%；欧元区和日本 10 年期政府债券收益率

分别为 3.76%和 1.45%，比年初上升 0.13 和 0.08 个百分点。

2005 年前两个月全球股市总体上扬，但 3 月份由于油价猛涨以及市场预期美联储升息步伐加快，美国股市普遍下滑。3 月末，美国道琼斯工业平均指数比上年末下跌 1.6%，英国金融时报指数和日经 225 指数分别上涨 3.8%和 5.8%。

（三）主要央行货币政策

美联储公开市场委员会于 2005 年 2 月 2 日、3 月 22 日和 5 月 3 日分别加息 25 个基点，联邦基金目标利率现已达到 3%。美联储自 2004 年 6 月以来已八次加息。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 年以来，全国各地区、各部门全面落实中央经济工作会议和十届全国人大三次会议精神，继续加强和改善宏观调控，保持了国民经济平稳较快发展。固定资产投资增幅继续回落，消费增长加快，进出口贸易持续扩大，城乡居民收入进一步增加。但经济运行中仍然存在着固定资产投资规模偏大，煤电油运供求偏紧，CPI 回落而通胀压力犹存等问题。一季度，GDP 增长 9.4%，比上年同期低 0.4 个百分点；CPI 同比上涨 2.8%，与上年同期持平；贸易顺差 166 亿美元，而

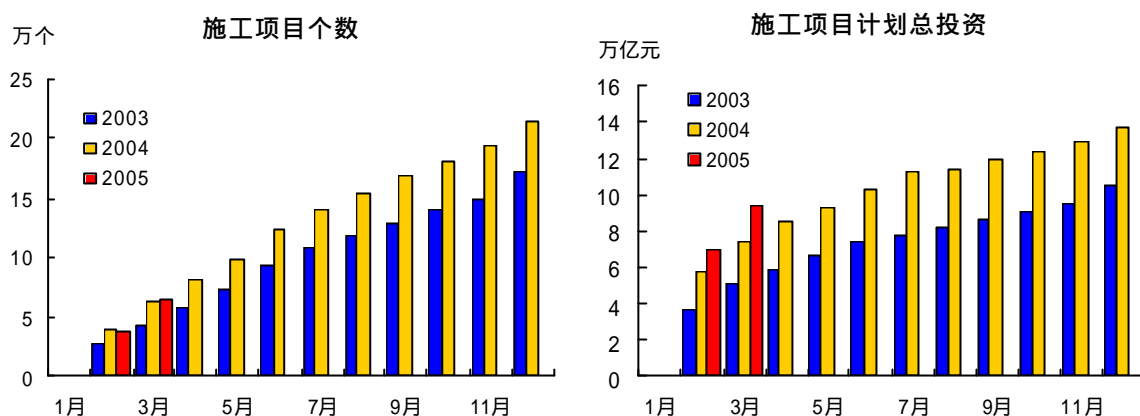
上年同期为贸易逆差 84 亿美元。

（一）消费需求稳定较快增长，投资需求增幅继续回落，贸易顺差扩大

居民收入较大幅度提高，消费需求稳定较快增长。一季度，城镇居民人均可支配收入 2938 元，实际增长 8.6%；农村居民人均现金收入 967 元，实际增长 11.9%。社会消费品零售总额达到 1.5 万亿元，同比增长 13.7%，扣除价格因素，实际增长 11.9%，比去年同期加快 2.7 个百分点；其中，城市社会消费品零售总额增长 14.7%，县及县以下零售总额增长 11.7%，依旧维持着城市居民消费增长快于农村居民消费增长的格局，但农村消费对整个消费需求增长的贡献率上升。

固定资产投资增幅继续回落。一季度，全社会固定资产投资 1.1 万亿元，同比增长 22.8%，比上年同期回落 20.2 个百分点。其中，城镇固定资产投资 9037 亿元，同比增长 25.3%；农村固定资产投资 1962 亿元，同比增长 12.7%。投资增长速度虽有所回落，但各地发展投资的积极性依然较高。一季度在去年一季度全社会固定资产投资同比增长 43%的高基数上又增长了 22.8%。施工项目和新开工项目有所增加，在建项目规模明显高于往年。一季度，施工项目 6.5 万个，同比增加 1087 个，施工项目计划总投资 9.4 万亿元，增长 26.7%；新开工项目 2.3 万个，同比增加 1176 个，新开工项目计划总投资 1 万亿元，同比增长 1.5%。

图 3：2003 年以来固定资产投资施工项目个数和计划总投资



注：图中数据口径为城镇固定资产投资，但不含房地产投资、城镇和工矿区私人建房投资。

数据来源：国家统计局

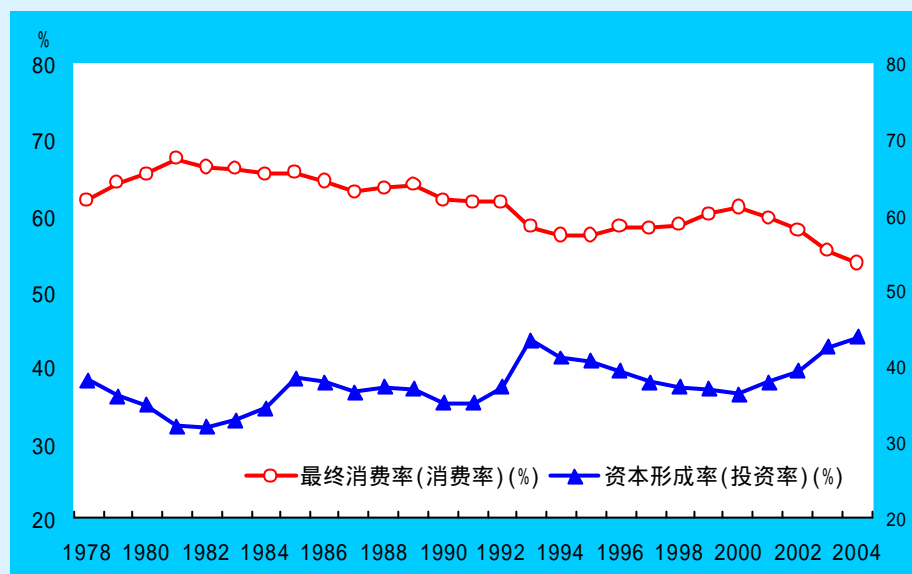
对外贸易总量持续扩大，外商直接投资继续增加。2005 年以来，我国对外贸易在总量继续较快增长的同时，贸易顺差出现了持续扩大的势头。一季度，进出口总额 2952 亿美元，同比增长 23.1%。其中，出口 1559 亿美元，增长 34.9%；进口 1393 亿美元，增长 12.2%。进出口相抵，顺差 166 亿美元，而上年同期为贸易逆差 86 亿美元。进口增长趋缓，主要是原油、钢材、汽车等产品进口量下降；出口增加较快，与高耗能、高污染和资源性产品出口增长较快有关。一季度，外商直接投资合同金额 352 亿美元，同比增长 4.5%；实际使用金额 134 亿美元，同比增长 9.5%。

专栏 4：投资和消费的关系

投资与消费的关系是国民经济最重要的比例关系之一，用统计指标来反映就是投资率和消费率。投资率，又称资本形成率，通常指一定时期内资本形成总额占国内生产总值的比重。资本形成总额包括两部分，一部分是固定资本形成总额，另一部分是存货增加。消费率，又称最终消费率，通常指一定时期内最终消费额占国内生产总值的比重。最终消费包括两部分，一部分是居民消费，另一部分是政府消费。投资率和消费率一般按现行价格计算，两者相加不等于 100%，因为国内生产总值除用于投资和消费外，还用于净出口（出口减进口）。

改革开放以来，我国投资与消费的变化呈现如下特点：一是总体上投资率趋升、消费率趋降。二是在经济高速增长时期，投资与消费关系波动较大，主要表现为投资率偏高和消费率偏低，经济增长主要靠投资拉动。

图 4：1978 年以来我国投资率和消费率变化趋势



数据来源：国家统计局《中国统计年鉴》

我国正处在经济发展的重要阶段，再加上基础设施建设和城市公共设施建设欠账较多，在一定时期内保持适当高的投资率有一定的客观性。但另一方面，投资率偏高、消费率偏低也会给经济带来一定的负面影响。根据边际收益递减规律，在技术条件和所有其他投入量不变的情况下，随着一种投入量增加，产量会增加但增加量会越来越小。从宏观上看是投资效率下降，从微观上看是企业利润率降低。从企业成本看，投资需求的快速增长会导致生产要素价格上涨，企业成本随之上升；从产品销售看，投资的最终目的是满足消费需求，由于出口主要由国外需求决定，短期内不可能发生巨大变化，而国内消费率偏低，企业盈利空间缩小。由于我国投资主要依赖银行信贷，社会融资过度集中于银行体系。一旦企业经营状况恶化，银行体系有可能形成不良贷款，危害金融稳定。

当前，随着我国居民收入的提高，消费结构处于升级换代过程中，要抓住这个有利时机，促进消费需求稳步增长。同时，要通过体制改革、机制转变，积极引导投资；大力发展资本市场，通过由多种金融媒介决策、多个投资主体承担风险的方式，加大市场对投资的监督和约束，使投资合理增长。

（二）第一产业增速加快，二、三产业增速减缓

一季度，第一产业同比增长 4.6%，比上年加快 0.1 个百分点；

第二产业同比增长 11.1%，减缓 0.5 个百分点；第三产业同比增长 7.7%，减缓 0.3 个百分点。

农业生产形势良好。预计 2005 年全国粮食种植面积将比上年增加，特别是夏粮面积增加较多。国家统计局农户种植意向调查结果显示，2005 年农民种粮积极性仍然较高，一季度农户固定资产投资同比增长 11.5%，增幅上升 4.9 个百分点。但由于农业生产资料价格涨幅很高，而部分农产品价格却呈跌势，农民进一步增收存在难度，需进一步加大党中央、国务院关于粮食稳定增产、农民持续增收政策的落实力度。一季度，全国农产品生产价格同比上涨 6.4%，其中粮食价格上涨 6.6%；农业生产资料价格上涨 10.6%，其中化肥价格上涨 14.5%。

工业生产保持较快增长，实现利润同比增幅回落。一季度，全国规模以上工业完成增加值 1.4 万亿元，同比增长 15.8%，增速比上年同期回落 1.9 个百分点。分产品看，能源、原材料和电子通信产品生产保持较快增长，电站设备高速增长，但汽车生产明显减缓。一季度，原煤、发电量、原油同比分别增长 9.1%、13%和 5%，生铁、钢材同比分别增长 27.3%、22.4%。企业利润增幅同比回落。全国规模以上工业企业（全部国有企业和年产品销售收入 500 万元以上的非国有企业）实现利润 2764 亿元，同比增长 17.2%，增幅比上年同期回落 27 个百分点。

（三）通货膨胀压力仍需关注

居民消费价格指数（CPI）上涨在控制范围之内。一季度，CPI

同比上涨 2.8%，涨幅与上年同期持平；其中本年新涨价因素为 1.5%，上年基期因素为 1.3%。分类来看，食品价格上涨 6.1%，影响 CPI 上涨 2.1 个百分点，贡献率为 75%；非食品价格上涨 1.1%，影响 CPI 上涨 0.7 个百分点，贡献率为 25%。在非食品中，能源³价格上涨 13.2%，影响 CPI 上涨 0.2 个百分点，其中汽油、柴油、液化石油气的价格同比分别上涨 16.4%、14.5%和 16.1%。由于在我国 CPI 统计中能源权重仅为 2-3%，大大低于发达国家 8-9% 的水平，所以近期国际原油价格的大幅上涨对我国 CPI 的直接影响低于对美国、欧盟等国家和地区 CPI 的影响。分地区来看，各地继续严格执行国家发展和改革委员会关于价格的“两条控制线”措施，即凡是本省（自治区、直辖市）居民消费价格涨幅月环比超过（含达到）1%或者同比累计连续三个月超过（含达到）4%时，必须暂停出台省级管理和授权市、县管理的政府提价项目 3 个月。一季度，只有湖北、湖南、广西、四川的同比 CPI 上涨超过了 4%。

生产者价格指数（PPI）涨幅高于去年。一季度，工业原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 10.1%，比上年同期多涨 1.8 个百分点。九大类原材料、燃料、动力购进产品价格全面上涨，其中黑色金属材料类、燃料动力类和有色金属材料类价格同比上涨均超过 11%，最高达 15%。受原材料价格大幅上涨的影响，工业品出厂价格同比上涨 5.6%，比上年同期多涨 1.9 个百分点。原材料等购进价格和工业品出厂价之差为 4.5%，比上年同期缩小 0.1 个百分点。

³ 能源这里主要指汽油、柴油、液化石油气、管道燃气和其他燃料。

国际原油价格大幅上涨。1-2 月份，受美元持续疲软、欧美地区天气偏冷以及美国取暖油库存同比下降等因素影响，国际原油价格继续攀升。3 月份纽约商品交易所石油期货各合约均出现上涨，3 月 17 日飙升至 57.5 美元 / 桶，打破了该交易所轻质原油挂牌交易 22 年来的最高纪录。国际油价的持续攀升，带动国内油价再度上调。3 月 23 日，国家发展和改革委员会再次提高汽油价格，出厂价每吨提高 300 元，零售中准价格按出厂价格调整幅度等额提高。

进口价格继续上涨，涨幅高于出口价格。一季度，出口价格上涨 7.6%，进口价格上涨 10.1%，分别比上年同期多涨 2.3 和 4.1 个百分点。

劳动报酬增速加快。一季度，全国城镇单位就业人员劳动报酬总额同比增长 16.4%，增幅提高 4 个百分点；平均劳动报酬同比增长 14.9%，增幅提高 1 个百分点；其中增速最高的三个省份依次为安徽（24.8%）、广东（24.7%）和海南（20.6%）。

GDP 缩减指数高于上年同期。一季度，我国名义 GDP 增长率为 15.5%，实际 GDP 增长率为 9.4%，两者之差达到 6.1%，比上年同期高出 1.6 个百分点。

（四）财政收入形势保持良好，增收压力较大

一季度，全国财政收入为 7783 亿元，同比增长 12.1%，增幅比上年同期下降 21.3 个百分点；财政支出 5209 亿元，同比增长 15.7%，与上年同期持平。全国收支相抵盈余 2574 亿元，比去年同期增加 132 亿元。导致 2005 年财政收入增势减缓的主要原因，一是进口增长趋

缓导致进口环节税收同比下降，二是受出口快速增长的带动，外贸企业出口退税猛增，此外增值税转型试点、下调关税税率和证券交易印花税率等也影响了财政收入的增加。2005 年是我国由积极的财政政策转向稳健的财政政策的第一年，支出可望保持平稳增长，但增收的压力较大。

（五）主要行业概况和热点行业分析

2005 年以来，煤、电、油、运等瓶颈行业的投资继续得到加强，部分过热行业投资继续得到控制。一季度，煤炭开采及洗选业投资同比增长 86.1%，石油加工、炼焦及核燃料加工业投资增长 36%，电力、燃气及水的生产和供应业投资增长 44%，铁路建设投资增长 4.3 倍。与此同时，黑色金属冶炼及压延加工业投资下降 1.4%，有色金属冶炼及压延加工业投资增长 6%，非金属矿物制品业投资下降 2.9%。3 月份，采掘工业产品价格上涨 26.8%，原料工业上涨 11.1%，加工工业上涨 2.7%。

采掘、原材料工业的产成品资金占用大幅度增加。产成品资金占用增幅最高的 6 个行业分别是：黑色金属采矿业（61.1%），石油加工、炼焦及核燃料加工业（58.5%）、煤炭开采和洗选业（47.2%）、有色金属矿采选业（37.3%）、黑色金属冶炼及压延加工业（36.5%）、石油和天然气开采业（33.7%）。造成这些行业产成品资金占用大幅增加的主要原因，一是这些行业产品的价格大幅上涨，二是产品供不应求，企业主动增加存货。

受采掘业工业产品价格大幅上涨的影响，采掘业利润全面大幅增

长，其下游行业利润下降。一季度，有色金属矿、煤炭、非金属矿、石油等采矿业利润同比分别增长 172.2%、111.4%、71%和 62.7%。交通运输设备制造业下降 52.1%，建材行业下降 43.1%，化纤行业下降 41.1%，电力行业下降 30.5%，石油加工业下降 28%。新增利润前五大行业分别是石油开采、煤炭、钢铁、化工、烟草制品，占整个工业新增利润的 100.6%。

总体看，采掘、原材料行业产品价格大幅上涨，固定资产投资增加、存货增加、利润大幅度上涨，但部分加工行业由于市场竞争激烈、价格上涨空间有限，利润下降。

1、房地产行业

今年一季度，随着各项宏观调控措施的进一步落实，房地产信贷和开发投资增速明显回落，但一些地区存在着房地产业投资规模过大，供应结构不合理，商品住房价格上涨偏快等问题。

房地产信贷增幅继续回落。3月末，商业性房地产贷款余额达到 2.5 万亿元，同比增长 25.1%，增幅同比减缓 17.1 个百分点；其中，开发贷款达到 8177 亿元，增长 15%，增幅同比减缓 25 个百分点。

房地产开发投资增速明显回落。一季度，房地产开发投资完成 2324 亿元，同比增长 26.7%，比去年同期回落 14.4 个百分点；全国房地产开发企业累计购置土地面积 7374 万平方米，同比增长 3.9%，回落 28.3 个百分点；新开工面积 1.41 亿平方米，比去年同期增长 9.3%，回落 13.2 个百分点。房地产业计划总投资高达 4.6 亿元，同比增长 49%，占固定资产投资施工项目计划总投资的 50%左右；本年

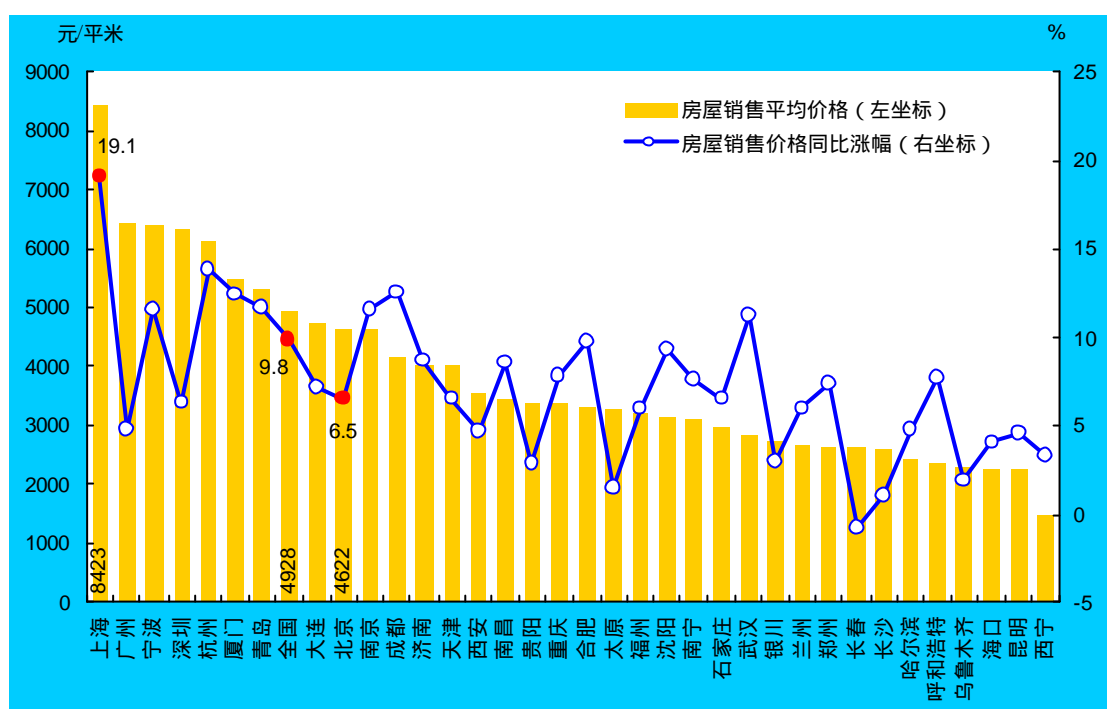
计划投资高达 1.1 万亿元，同比增长 26%。

商品房销售面积增速快于竣工面积，商品住宅空置面积持续下降。一季度，全国商品房完成销售面积 5173 万平方米，同比增长 20.3%；累计完成房屋竣工面积 4161 万平方米，同比增长 13.1%。3 月末，商品房空置面积 9920 万平方米，同比增长 5.5%；其中，商品住宅空置面积 5831 万平方米，同比下降 0.6%，是 2004 年 7 月以来连续第 8 个月下降。

经济适用房投资减少。一季度，全国经济适用房完成投资 60 亿元，同比减少 13.8%，占房地产开发投资的比重为 2.6%，比上年同期降低 1.2 个百分点；办公楼投资 119 亿元，增长 23.8%，所占比重为 5.1%；商业营业用房投资 282 亿元，增长 21.7%，所占比重为 12.1%。

房地产价格持续上涨，特别是商品住房价格上涨偏快。一季度，全国 35 个大中城市的土地交易价格平均上涨 7.8%，涨幅比上年同期高 0.3 个百分点，其中 6 个城市涨幅超过 20%，分别是大连、杭州、合肥、宁波、福州、郑州。房屋销售价格平均上涨 9.8%，涨幅比上年同期高 2.1 个百分点，其中 8 个城市涨幅超过 10%，分别是上海、杭州、成都、厦门、青岛、宁波、南京和武汉。房屋租赁价格同比上涨 1.9%，其中住宅租赁价格同比上涨 1.3%。

图 5：2005 年一季度 35 个大中城市房屋销售均价和同比涨幅



数据来源：国家统计局

专栏 5：个人住房贷款利率调整对房地产市场的影响

2005 年 3 月 16 日，中国人民银行宣布自 3 月 17 日起调整个人住房贷款政策，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，下限利率水平为相应期限档次贷款基准利率的 0.9 倍。最低首付比例由商业银行根据各地房地产价格涨幅自行确定。此次个人住房贷款政策调整是利率市场化改革的重要步骤，符合赋予微观经济主体根据宏观信号调整其行为的改革方向。

个人住房贷款政策的调整，是在房地产投资规模过大，需求日趋旺盛，价格持续上涨的情况下推出的。此次调整从需求调控入手，一方面有利于遏制房地产价格的快速上涨，引导社会对未来房地产价格形成较合理的预期。另一方面有利于抑制投机行为，促进房地产市场在价格较为平稳、供求基本平衡的环境中健康发展，确保国民经济持续、协调、快速发展。同时，此次调整还着眼于对贷款购房者和银行进行风险提示。对于贷款购房者来说，此次利率调整表明，房贷利率会随着国家宏观经济政策和经济周期的变化而波动，因此贷款购房者必须对未来的利息支出和个人支付能力作出合理的判断。对于银行来说，虽然目前个人住房贷款风险相对小于公司类贷款，但由于个人住房贷款的平均违约率需要经历一、两个经济周期的调整才能加以判断，商业银行的风险仍然存在。此次政策调整促使商业银行充分考虑个人住房贷款违约率的长期变化趋势，提高自身的定价能力。

此次政策调整属于微调性质，对普通群众的影响较小。各期限档次住房贷款利率上调幅度在 0.07—0.32 个百分点之间。其中，占比最大的 5 年期以上贷款利率上调 0.20 个百分点。以一笔 10 万元，20 年期的贷款为例。按商业银行执行下限利率测算，购房者每月还款额从调整前的 677.2 元增加到 688.5 元，增加 11.3 元。同时，考虑到住房公积金贷款利率与其他住房贷款利率之间存在一定的联动和比价关系，住房公积金贷款利率相应小幅上调 0.18 个百分点，仍保留了住房公积金贷款的政策优惠。

个人住房信贷政策的调整是对房地产需求方的调整，也是总量层面的调整。由于房地产市场发展涉及各个方面，因此需要货币信贷政策、土地、税收、监管等多种政策互相配合、共同发挥作用，促进房地产市场的健康发展。

2. 钢铁行业

2005 年一季度，在一系列宏观调控措施的作用下，钢铁行业固定资产投资明显下降，结构调整取得进展，经济效益提高，但依然存在着钢铁生产增长过快，钢材市场价格波动较大等问题。

钢铁行业固定资产投资增速明显回落。从 2004 年 3 月份起，国家实行控制新开工项目、信贷规模、土地征用和优惠价格，清理在建项目等综合宏观调控措施，投资过快增长的势头得到有效遏制，对钢铁行业固定资产投资的清理整顿取得良好效果。2005 年一季度，钢铁行业（不含矿山）完成固定资产投资 332.2 亿元，同比下降 1.4%，而上年同期是增长 106.4%。

钢铁企业经营状况良好，经济效益提高。一季度纳入钢铁协会统计的 68 户重点大中型企业实现产品销售收入 2869.1 亿元，同比增长 28%；实现利税 424.8 亿元，同比增长 15.9%；实现利润 250.4 亿元，同比增长 18.6%。

钢铁生产高速增长，国内市场需求增幅下降。一季度，全国粗钢产量 7778.6 万吨，同比增长 23.8%；生铁产量 7256.6 万吨，同比增

长 27.3%；钢材产量 8253.5 万吨，同比增长 22.4%，继续保持高增长的发展态势。而国内市场钢材消费量增幅由 2003 年的 25.8%，回落到 2004 年的 13%，2005 年一季度又降为 9.8%，表明国内市场对钢材的需求，已经由前两年 20%以上的高增长，转变为 10%左右的平稳较快增长。

钢材市场价格波动较大。一季度，受国内外需求拉动和国际铁矿石合约价格上涨 71.5%的影响，钢材价格持续攀升。据中国钢铁工业协会的监测统计，国内市场钢材综合价格指数三月末为 138.33 点，比年初上涨 10.48%，是自 2004 年 5 月末 108.56 点以来达到的最高价位。4 月以来，建材等部分品种钢材价格出现较大幅度下滑。

钢铁产品出口大幅增加，进口下降。一季度，钢材进口 597 万吨，同比下降 40.8%；钢坯进口 39 万吨，同比下降 77.8%。钢材出口 519 万吨，同比增长 2.19 倍；钢坯出口 286 万吨，同比增长 9.71 倍。钢铁产品出口增长过快，加剧了国内能源、运输紧张矛盾。

钢铁工业是国民经济的重要基础产业，是衡量国家经济和社会水平、综合实力的重要标志。应继续加强和改善对钢铁行业的宏观调控，合理控制总量，着力调整结构，适度调控出口，以防范钢材价格过度波动和钢铁工业产能过快扩张带来的风险。

第五部分 货币政策趋势

一、2005 年我国宏观经济展望

2005 年，我国宏观调控预期目标为经济增长 8%左右，消费物价

上涨控制在 4%以内。从消费需求看，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，城乡居民收入可望进一步提高，这将有助于消费需求的提高。根据中国人民银行 2005 年第一季度城镇储户问卷调查，有 31%的居民认为收入会增加，较上年同期提高 4.5 个百分点；有 6.9%的居民认为收入减少，较上年同期降低 1.6 个百分点；总体看，居民对未来收入的信心较强。从投资需求看，由于目前在建项目规模很大，未完成的投资项目一般具有不可压缩的刚性，预计下一阶段固定资产投资完成额仍可能保持较快的增长速度。从进出口情况看，世界经济的基本面较好，我国对外贸易的发展环境基本有利；但也存在原油价格波动、原材料价格上涨、贸易摩擦升温等制约因素，进出口贸易总量将继续增长。总体看，2005 年我国经济仍会保持平稳较快增长的态势。

通货膨胀压力仍需关注。当前我国通货膨胀压力主要集中在三个方面，一是水、电、燃料和城市交通等公共服务品调价的压力，二是国际原油和主要原材料价格快速上涨造成的对下游产品涨价的压力，三是劳动力成本上升的压力。初步预计，二季度和三季度同比 CPI 将保持平稳，四季度会略有上升，全年 CPI 有望控制在 4%的目标以内。

二、近期货币政策取向与趋势

根据中央经济工作会议精神和十届全国人大三次会议要求，人民银行将继续执行稳健的货币政策，合理调控货币信贷总量，既要支持经济发展，又要防止通货膨胀和防范金融风险，引导金融机构优化信

贷结构，支持有市场、有效益的企业流动资金贷款需要，合理控制中长期贷款。注重运用市场机制实施调节，巩固宏观调控效果。

（一）进一步完善间接调控机制，保持货币信贷合理增长

进一步增强公开市场操作应对外汇、财政和现金等因素冲击的有效性，扩大货币调控空间。综合考虑货币信贷增长等变化趋势，研究运用货币政策工具的合理组合，增强调控能力，完善货币政策传导机制，促进货币信贷平稳合理增长。

（二）继续深化利率市场化改革，充分发挥价格杠杆的调控作用

按照利率市场化改革要求，修订各种利率计息的管理办法和相关规定，完善各项配套制度。贯彻落实已出台的利率市场化措施，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。密切跟踪宏观经济动向，关注物价水平和资产价格走势，按照科学性、前瞻性和有效性的要求，发挥价格杠杆的调控作用，确保宏观经济平稳快速发展。

（三）坚持区别对待、有保有压，发挥好信贷政策在加快结构调整中的作用

加强和改进中央银行“窗口指导”，进一步加强信贷政策与产业政策的协调配合，及时向金融机构传递宏观调控的意图，引导商业银行前瞻性地应对经济周期和产业变化，提高判断市场风险的能力，健全风险控制机制，进一步转变经营机制。按照市场化原则改革贷款审批制度，完善风险管理制度。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、扩大消费、增加就业、助学等经济薄弱环节的贷款支持力度，加强消费信贷政策指导，鼓励商业银行改进对非公有制经济的金融服务。密切跟踪房地产市场变化，加强各项政策之间的协调配合，促进房地产市场健康发展。

（四）适当控制中长期贷款，促进信贷期限结构优化

研究建立商业银行存贷期限错配预警监测体系，合理衡量商业银行存贷款期限匹配情况，向错配程度较高的商业银行提示风险，并要求其限期整改；对在规定期限内未达到要求的商业银行，采取措施抑制其发放中长期贷款。同时，要大力发展货币市场和资本市场，抓紧落实资产证券化试点工作，积极推进企业发行长期债券，优化收益率曲线结构，使不同期限的收益率能够合理反映风险差异。推动发展一般性金融债券、大额长期存单等长期负债工具，提高商业银行主动负债管理能力。

（五）大力培育和发展金融市场

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。一是推动发展新的投资工具，积极推动企业债券在银行间市场的发行、交易和流通，改变国内企业过度依赖商业银行供给流动资金贷款的局面。二是大力培育和发展机构投资者，抓紧做好工商银行、建设银行、交通银行设立基金管理公司试点工作，争取尽早由试点商业银行正式发行基金。培育企业年金、保险基金、境外合格机构投资者（QFII）等投资者有序进入银

行间债券市场。三是发展金融衍生产品，满足市场多样化需要。

（六）加快推进金融企业改革

推动各类金融企业围绕转换经营机制和建立现代金融企业制度进行微观重组再造。抓紧做好国有商业银行股份制改造工作，研究政策性银行、资产管理公司的职能定位，进一步发挥政策性银行的功能作用，促进资产管理公司的改革发展，提高不良资产回收率。抓紧研究和论证农村金融改革总体方案，推进农村金融的改革和创新，针对农村金融需求的特点，加快构建产权明晰、功能完善、分工合理、监管有力的农村金融体系。

（七）进一步深化外汇管理体制，促进国际收支平衡

以保持国际收支基本平衡为目标，不断深化改革，加快建立调节国际收支的市场机制和管理体制，推动国内经济和对外经济协调发展。一是便利和规范贸易活动。二是进一步疏通资金合理有序流出渠道。三是积极培育发展外汇市场。四是加强外汇资金流入和结汇管理。进一步加强对外商投资企业和外资银行的外债管理，控制外债特别是短期外债过快增长的势头。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。