

中国货币政策执行报告

二 七年第三季度

中国人民银行货币政策分析小组

2007 年 11 月 8 日

目 录

内容摘要	III
第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量增长仍然偏快	1
二、金融机构存款继续呈现活期化趋势	1
三、金融机构贷款增长较快	2
四、扣除提高存款准备金率的影响后，基础货币增长平稳，超额准备金率较为稳定	4
五、金融机构贷款利率继续稳步上升	4
六、人民币汇率双向浮动，弹性明显增强	6
第二部分 货币政策操作	7
一、采取综合措施，加强流动性管理	7
二、发挥利率杠杆的调控作用	9
三、加强“窗口指导”和信贷政策引导	10
四、稳步推进金融企业改革	11
五、完善人民币汇率形成机制，加快外汇管理体制改革的改革，促进国际收支基本平衡	13
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	21
第四部分 宏观经济分析	24
一、世界经济金融形势分析	24
二、我国宏观经济运行分析	31
第五部分 货币政策趋势	45
一、我国宏观经济展望	45
二、下一阶段货币政策思路	48

专栏：

专栏 1：关注美国次级抵押贷款风波的中期影响	29
专栏 2：稳定通货膨胀预期，保持价格基本稳定	36
专栏 3：积极促进国际收支平衡，逐步实现资本项目可兑换	39

图：

图 1：2006 年以来金融机构各期限档次贷款利率走势图	5
图 2：2007 年前三季度 Shibor 走势图	16
图 3：2007 年银行间市场国债收益率曲线变化情况	18
图 4：美国住房价格指数	27
图 5：1994 年以来中国有效汇率与国内价格走势	34
图 6：1999 年以来我国物价预期指数与 CPI 的变动关系	37
图 7：2002-2006 年我国资本和金融项目顺差的构成	39

表：

表 1：2007 年前三季度分机构人民币贷款情况	3
表 2：2007 年第三季度各利率浮动区间贷款占比表	5
表 3：2007 年 1-9 月大额美元存款与美元贷款平均利率表	6
表 4：2007 年前三季度国内非金融机构部门融资情况简表	14
表 5：利率衍生产品交易情况	15
表 6：2007 年前三季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况表	16
表 7：2007 年 9 月末主要保险资金运用余额及占比情况表	20

内容摘要

2007年第三季度，我国国民经济继续平稳快速发展。三次产业均较快增长，经济效益继续提高，人民生活进一步改善。前三季度，国内生产总值同比增长11.5%，居民消费价格同比上涨4.1%。

三季度以来，中国人民银行按照党中央、国务院的统一部署，实施适度从紧的货币政策，加大调控力度，缓解银行体系流动性偏多和货币信贷扩张压力较大的问题，维护总量平衡。三次上调存款准备金率各0.5个百分点，三次上调金融机构人民币存贷款基准利率。与此同时，引导信贷结构调整，稳步推进金融企业改革，增强人民币汇率弹性，加快外汇管理体制改革的，促进经济金融协调发展。

第三季度，金融运行总体平稳，但货币信贷扩张压力依然较大，存款继续呈现活期化趋势，贷款增长较快。9月末，广义货币供应量M2余额39.3万亿元，同比增长18.5%，增速比上年同期高1.7个百分点。人民币贷款余额25.9万亿元，同比增长17.1%，增速比上年同期高1.9个百分点，比年初增加3.36万亿元，同比多增6073亿元。人民币汇率双向浮动，弹性明显增强。9月末，人民币对美元汇率中间价为7.5108元，比2006年末升值3.97%。

总体看，当前国内经济增长动力依然强劲，预计未来一段时期国民经济将继续保持较快发展势头。但也要看到，经济运行中投资增长过快、贸易顺差过大、信贷投放过多等问题依旧突出，并且还出现了通胀压力加大和资产价格持续上升等问题。此外，国际经济金融运行

的不确定性增大也增加了国内经济的潜在风险。

中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，实行适度从紧的货币政策，适当加大调控力度，保持货币信贷合理增长，防止经济增长由偏快转向过热，促进国民经济又好又快发展。综合运用多种工具，进一步加强流动性管理，有效缓解银行体系流动性过多问题。加强价格杠杆调控作用，加强利率和汇率政策的协调配合，稳定通货膨胀预期。稳步推进利率市场化改革，推动货币市场基准利率体系建设。继续按照主动性、可控性、渐进性的原则，完善有管理的浮动汇率制度，更大程度地发挥市场供求的作用，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。继续深化外汇管理体制改革的，加强对资本流动的监测、引导和管理。继续加强对金融机构的窗口指导和信贷政策指引，引导商业银行防范快速扩张的风险，优化结构。

第一部分 货币信贷概况

2007 年第三季度，国民经济继续保持平稳快速发展，金融运行总体平稳，但货币信贷扩张压力依然较大，存款继续呈现活期化趋势，贷款增长较快。

一、货币供应量增长仍然偏快

9 月末，广义货币供应量 M2 余额 39.3 万亿元，同比增长 18.5%，增速比上年同期高 1.7 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额 14.3 万亿元，同比增长 22.1%，增速比上年同期高 6.4 个百分点。货币供应量增长较快，与企业经营效益较好、资本市场活跃有关。从货币供应量构成看，M1 增速较高主要是因为活期存款增速较高；在构成 M2 的准货币中，企业定期存款增速较高，其他存款尤其是证券公司客户保证金存款增长迅速，但居民储蓄存款增速自 2006 年以来持续回落。流通中现金 M0 余额 2.9 万亿元，同比增长 13.0%，增速比上年同期低 2.3 个百分点，前三季度累计现金净投放 1958 亿元，同比多投放 302 亿元。

二、金融机构存款继续呈现活期化趋势

9 月末，全部金融机构本外币各项存款余额 39.5 万亿元，同比增长 16%，增速比上年同期低 0.4 个百分点。其中，人民币各项存款余额 38.3 万亿元，同比增长 16.8%，增速比上年同期低 0.4 个百分

点，比年初增加 4.75 万亿元，同比多增 5893 亿元；外汇存款余额 1593 亿美元，同比下降 0.8%。

人民币存款分部门和期限看，居民户存款增长缓慢，非金融性公司存款增速加快，居民和企业更加倾向于活期存款。9 月末，金融机构居民户人民币存款余额 17.2 万亿元，同比增长 6.9%，增速比上年同期低 9.2 个百分点，比年初增加 7621 亿元，同比少增 9710 亿元。其中，居民户活期存款同比少增 405 亿元，定期存款同比少增 9305 亿元。第三季度在连续加息、降低利息税政策及资本市场风险加大的情况下，居民的储蓄意愿有所回升，居民户存款比第二季度少下降 2130 亿元。9 月末，非金融性公司存款余额 18.3 万亿元，同比增长 24.9%，增速比上年同期高 9.1 个百分点。其中，企业存款余额 15 万亿元，同比增长 40%，比年初增加 2.4 万亿元，同比多增 1.2 万亿元。企业存款中，活期存款同比多增 5098 亿元，定期存款同比多增 7147 亿元。9 月末，财政存款余额 2.1 万亿元，同比增长 44%，比年初增加 1 万亿元，同比多增 3527 亿元。

三、金融机构贷款增长较快

9 月末，全部金融机构本外币贷款余额 27.4 万亿元，同比增长 17.3%，增速比上年同期高 2.7 个百分点，比年初增加 3.6 万亿元，同比多增 7656 亿元。其中，人民币贷款余额 25.9 万亿元，同比增长 17.1%，增速比上年同期高 1.9 个百分点，比年初增加 3.36 万亿元，同比多增 6073 亿元；外汇贷款余额 2057 亿美元，同比增长 27.3%，增速比上年同期高 19.6 个百分点，比年初增加 370 亿美元，同比多增 252 亿美元。分机构看，各类金融机构人民币贷款普遍多增。

表 1：2007 年前三季度分机构人民币贷款情况

	2007 年前三季度 新增额（亿元）	2006 年前三季度 新增额（亿元）
政策性银行	3354	2171
国有商业银行	12657	11209
股份制商业银行	6671	5879
城市商业银行	2749	2362
农村金融机构	5682	4468
外资金融机构	1114	604

注：农村金融机构包括农村合作银行、农村商业银行、农村信用社。

数据来源：中国人民银行。

人民币贷款分部门和期限看，居民户贷款增速逐季加快，非金融性公司及其他部门贷款增速有所下降。受部分地区住房价格明显攀升、居民收入预期改善等因素影响，居民贷款需求有很大提高，主要是以住房贷款为主的中长期消费性贷款多增较多。9月末，居民户贷款同比增长 30.4%，增速比上年同期高 11.8 个百分点，比年初增加 1.1 万亿元，同比多增 5164 亿元。其中，居民户消费性贷款比年初增加 6873 亿元，主要是中长期消费性贷款比年初增加 5837 亿元。非金融性公司及其他部门贷款同比增长 14.4%，增速比上年同期低 0.2 个百分点，比年初增加 2.3 万亿元，同比多增 909 亿元。其中，票据融资下降较快，比年初减少 1480 亿元；中长期贷款增加较多，比年初增加 1.4 万亿元。

人民币中长期贷款主要投向基础设施行业、房地产业和制造业，但投向房地产业和高耗能行业的新增贷款占比有所下降。前三季度，主要金融机构（包括国有商业银行、政策性银行、股份制商业银行和城市商业银行）投向基础设施行业（交通运输、仓储和邮政业，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业）、房地产

业和制造业的人民币中长期贷款共计 1.1 万亿元，占其新增中长期贷款的比重为 54.3%。但其中投向房地产业和 6 大主要高耗能行业（钢铁、有色金属、建材、电力、石油加工及炼焦、化工）的中长期贷款占比分别为 15%和 11%，比上年同期分别下降 5.2 和 5.7 个百分点。

四、扣除提高存款准备金率的影响后，基础货币增长平稳，超额准备金率较为稳定

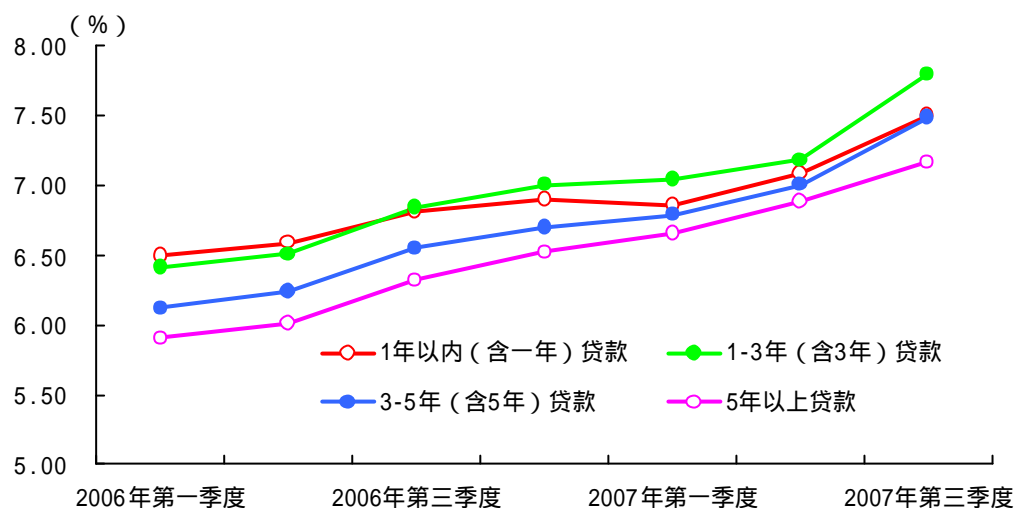
9 月末，基础货币余额 8.8 万亿元，同比增长 33%，比年初增加 1 万亿元，同比多增 8437 亿元。基础货币增速较高，主要与 2006 年下半年以来多次提高存款准备金率有关，因为按照现有统计口径，法定存款准备金计入基础货币，而央行票据不计入基础货币。如果 2006 年以来由法定存款准备金率上调所冻结的流动性改由发行央行票据进行对冲，那么当前基础货币增速将低于 10%。与此同时，货币乘数呈下降态势。9 月末，货币乘数（广义货币供应量 M2/基础货币）为 4.46，比上年同期低 0.55。金融机构超额存款准备金率为 2.8%，比上年同期高 0.28 个百分点，但比 6 月末低 0.2 个百分点。其中国有商业银行超额存款准备金率为 1.97%，股份制商业银行为 4.10%，农村信用社为 5.14%。

五、金融机构贷款利率继续稳步上升

第三季度，1 年（含）以内、1—3 年（含）、3—5 年（含）和 5 年以上金融机构人民币贷款加权平均利率分别为 7.50%、7.80%、7.43%、7.16%，比上季度分别上升了 0.41、0.62、0.42、0.28 个百分点。商业银行 1 年期贷款加权平均利率为 7.15%，比上季度上升 0.4 个百分点。金融机构发放的全部贷款中，下浮利率贷款占比较上季度

上升1.74个百分点,基准利率贷款占比较上季度下降2.48个百分点,上浮利率贷款占比较上季度上升0.74个百分点。

图 1：2006 年以来金融机构各期限档次贷款利率走势图



数据来源：中国人民银行。

表 2：2007 年第三季度各利率浮动区间贷款占比表

单位：%

		下浮	基准	上 浮				
		[0.9, 1]	1	小计	(1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2]	2 以上
合计	100	28.59	26.65	44.76	26.35	7.61	9.35	1.53
四大国有商业银行	100	34.41	28.71	36.88	34.50	1.94	0.41	0.03
股份制商业银行	100	41.17	32.65	26.19	25.39	0.47	0.16	0.15
区域性商业银行	100	38.13	17.75	44.12	30.99	8.46	4.02	0.65
农村信用社	100	2.50	4.48	93.02	19.99	26.83	39.79	6.41
政策性银行	100	22.61	75.86	1.53	1.55	0.00	0.01	0.01

数据来源：中国人民银行。

金融机构人民币同业存款利率继续上升。其中，金融机构同业活期存款占比为 92.83%，加权平均利率为 1.45%，比上季度提高 0.04 个百分点；定期存款占比为 7.17%，加权平均利率为 3.14%，比上季度提高 0.56 个百分点。

单笔金额在 3000 万元以上的人民币协议存款利率逐月上升。第

三季度，61 个月期协议存款的加权平均利率为 5.28%，比上季度上升 0.78 个百分点；37 个月期协议存款的加权平均利率为 5.15%，比上季度上升 0.59 个百分点。

境内外币贷款、大额存款（300 万美元以上）的利率水平小幅波动。

表 3：2007 年 1-9 月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	7 月	8 月	9 月
一、大额存款：									
3 个月以内	4.3192	4.1626	4.3773	4.3949	4.4756	4.5441	4.2490	4.5101	4.4244
3—6 个月	5.1244	5.2424	5.1802	4.7302	4.9277	5.2338	5.2404	5.1916	4.9672
6—12 个月	5.0632	5.3322	4.8745	5.2713	5.0535	5.3547	5.0300	4.9929	4.7331
一 年	5.0020	4.3134	4.7066	5.0930	4.8413	5.0009	4.2010	5.3843	4.9235
二、贷款：									
一年（固定）	6.2037	6.0972	6.0174	6.1770	6.1330	6.1259	6.1226	6.0023	6.0240
一年（按月浮动）	6.0936	6.2679	6.1866	6.1435	6.1963	6.1656	6.2601	6.2388	6.2053

数据来源：中国人民银行。

六、人民币汇率双向浮动，弹性明显增强

市场供求的基础性作用进一步发挥，人民币汇率总体走升。9 月末，人民币对美元汇率中间价为 7.5108 元，比上年末升值 2979 个基点，升值幅度为 3.97%；人民币对欧元、日元汇率中间价分别为 1 欧元兑 10.6312 元人民币、100 日元兑 6.5091 元人民币，分别较上年末贬值 3.43% 和升值 0.83%。汇改以来至 2007 年 9 月末，人民币对美元汇率累计升值 10.19%，对欧元汇率累计贬值 5.80%，对日元汇率累计升值 12.24%。

人民币汇率有贬有升，双向浮动，浮动弹性进一步增强，与国际主要货币之间汇率联动关系明显。人民币对美元汇率中间价最高达

7.5050 元，最低为 7.8135 元。前三季度，银行间外汇市场共有 182 个交易日，其中人民币汇率有 108 个交易日升值、74 个交易日贬值。人民币对美元汇率中间价有 36 个交易日单日升值超过 0.1%，最大单日升值幅度为 0.41%（310 个基点），超过了 2007 年 5 月 21 日前日浮动区间 0.3% 的水平；有 14 个交易日单日贬值幅度超过 0.1%，最大单日贬值幅度为 0.27%（209 个基点）。人民币汇率中间价日均波幅为 57 个基点，较 2006 年 40 个基点继续扩大。同时，银行间外汇市场人民币对美元汇率日间波动也明显放大，其中询价市场日间波幅有 63 个交易日超过 0.1%，超过全部交易日的 1/3，最大波幅为 0.27%（207 个基点）；撮合市场日间波幅有 33 个交易日超过 0.1%，超过全部交易日的 1/6，最大波幅为 0.38%（300 个基点）。

第二部分 货币政策操作

2007 年第三季度，针对银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大的问题，中国人民银行按照党中央、国务院的统一部署，实施适度从紧的货币政策，加大调控力度，缓解银行体系流动性偏多和货币信贷扩张压力较大的问题，维护总量平衡。同时，引导信贷结构优化，稳步推进金融企业改革，增强人民币汇率弹性，加快外汇管理体制改革的，促进经济金融协调发展。

一、采取综合措施，加强流动性管理

第三季度，中国人民银行继续搭配使用公开市场操作和存款准

备金等对冲工具，加大力度回收银行体系流动性。

在公开市场方面，一是加大央行票据发行力度。7月份以来，影响银行体系流动性的不确定性因素相对较为复杂，中国人民银行综合考虑外汇占款、央行票据到期、财政库款等影响流动性供给的因素及金融市场环境变化，合理安排操作工具组合与期限结构，共发行央行票据9910亿元，同比多发行1750亿元。9月末，央行票据余额为3.9万亿元，比上年末增加0.9万亿元。二是以特别国债开展正回购操作，配合央行票据发行收回银行体系多余流动性。2007年8月29日，中国人民银行从境内商业银行买入了财政部发行的第一期6000亿元特别国债。9月4日，中国人民银行启动了以特别国债为质押的正回购业务，搭配使用央行票据、特别国债等工具，灵活开展公开市场操作。截至11月1日，通过国债正回购操作回收流动性约2300亿元。三是市场化发行央行票据与定向发行央行票据相结合。为保持货币信贷适度增长，中国人民银行在保持市场化发行央行票据力度的同时，于7、8、9月份三次对部分贷款增长较快、且流动性充裕的商业银行定向发行3年期央行票据3530亿元，既有效收回了流动性，也对信贷增长较快的机构起到警示作用。四是引导央行票据发行利率适度上行。第三季度，随着存贷款基准利率的上调，3个月、1年期和3年期央行票据发行利率分别上升16、35和32个基点，引导市场利率适度上行，发挥市场利率调节资金供求关系的作用。

在加大公开市场操作的同时，为提高回收流动性的主动性和有效性，根据流动性管理需要，分别于8月15日、9月25日和10月25日三次上调存款准备金率各0.5个百分点。此外，继续实施差别存款准备金率制度，即对资本充足率低于一定比例、不良贷款率高于一定

比例的金融机构实施较高的差别存款准备金率。9 月份按照差别存款准备金率制度有关标准 ,对实行差别存款准备金率的金融机构进行了调整 ,凡是资本充足率等相关指标达到要求的金融机构均恢复执行正常的存款准备金率 ,执行差别存款准备金率的金融机构家数明显减少。总的来看 ,差别存款准备金率制度实施以来 ,在抑制资本充足率较低且资产质量较差的金融机构盲目扩张贷款 ,促进金融机构稳健经营等方面取得积极成效。执行差别存款准备金率的金融机构积极采取措施筹集资本金、调整资产负债结构 ,金融机构的资本充足率总体水平得到显著提升。

二、发挥利率杠杆的调控作用

第三季度 ,中国人民银行分别于 7 月 21 日、8 月 22 日和 9 月 15 日三次上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中 ,一年期存款利率三次各提高 0.27 个百分点 ,由 3.06%提高到 3.87% ,一年期贷款利率三次分别提高 0.27、0.18 和 0.27 个百分点 ,由 6.57%提高到 7.29% ,其他各档次存贷款利率也相应调整。

2007 年初以来 ,中国人民银行先后五次上调人民币存贷款基准利率。其中 ,一年期存款基准利率累计上调 1.35 个百分点 ,一年期贷款基准利率累计上调 1.17 个百分点。利率政策的累积效应逐步显现 :一是融资成本适度上升 ,有利于合理调控货币信贷投放 ,抑制过度投资 ;二是连续多次加息 ,有利于引导居民资金流向 ,稳定社会通胀预期。在物价水平走高的情况下 ,中央银行提高存款收益水平并努力使实际利率为正 ,有利于保护存款人的利益。居民储蓄问卷调查显示 ,居民储蓄意愿下降速度已明显放缓 ,在当前的物价和利率水平下 ,

认为“更多储蓄”最合算的居民占比，第一、二、三季度降幅分别为5.6、4和0.9个百分点，幅度明显减小。第三季度，储蓄存款余额下降趋势在一定程度上得以缓解。在五次上调人民币存贷款基准利率的过程中，中国人民银行适度缩小金融机构存贷款利差，一年期存贷款基准利率利差在各次利率调整后分别为3.60%、3.51%、3.51%、3.42%、3.42%，利差从年初的3.60%逐步缩小为3.42%，累计缩小0.18个百分点。

货币市场基准利率体系建设稳步推进。上海银行间同业拆放利率（Shibor）自2007年1月4日正式公布至今整体运行情况良好，其报价的合理性、稳定性不断增强，与货币市场拆借、回购利率的比价关系日趋合理，对市场产品定价的指导作用也愈加明显。货币市场各关键期限品种广泛采用Shibor为定价基准，新的金融产品不断涌现，其中以Shibor为基准的利率互换等利率衍生产品成交活跃。

三、加强“窗口指导”和信贷政策引导

第三季度，中国人民银行继续加强对商业银行的“窗口指导”和信贷政策引导，传达宏观调控意图，提示商业银行关注贷款过快增长可能产生的风险以及银行资产负债期限错配问题，引导商业银行合理控制贷款规模与投放节奏；同时，调整和优化信贷结构，合理控制基本建设等中长期贷款，严格限制对高耗能、高污染和产能过剩行业中落后企业的贷款投放，加大对“三农”、就业、助学、中小企业、节能环保和自主创新的支持，积极拓展中间业务，加强金融产品创新，转变盈利模式。对商业性房地产信贷政策进行调整，严格住房消费贷款管理，重点支持借款人购买首套中小户型自住住房的贷款需求，提

高了第二套以上住房贷款的首付款比例和利率水平。

四、稳步推进金融企业改革

国有商业银行股份制改革不断深化，新体制、新机制的效能正逐渐体现。改制银行按照国际标准不断完善公司治理结构，切实转换经营机制，着力加强内控机制和风险管理制度建设，业务转型、流程银行建设和分支机构改革步伐加快。同时，改制银行与战略投资者的合作逐步落实，在全球现金管理、代理行业务、贸易服务等多个领域启动了业务合作。改制银行的服务水平和效益不断提高，资本充足率、资产质量和盈利能力等财务指标显著改进。截至 2007 年 9 月末¹，中国工商银行、中国银行、中国建设银行和交通银行的资本充足率分别为 13%、13.4%、12.5%和 14.4%，不良贷款率分别为 3.1%、3.6%、2.8%和 2.1%，税前利润分别为 914 亿元、755 亿元、838 亿元和 226 亿元。中国建设银行成功发行 90 亿股 A 股，共募集资金 581 亿元，并于 2007 年 9 月 25 日在上海证券交易所挂牌交易。至此，四家改制银行全部实现了香港和上海两地上市，不仅为投资者提供了良好的投资机会，而且进一步支持了境内资本市场的健康发展。中国农业银行改革基础性工作已取得较大进展，有关部门正抓紧做好改革方案设计论证工作。

农村合作金融机构改革试点工作取得重要进展和阶段性成果。一是资金支持政策逐步落实，历史包袱得到有效化解。改革试点专项票据已进入兑付程序。截至 9 月末，对浙江等 20 个省（区、市）辖内的 835 个县（市）兑付专项票据 548 亿元。随着资金支持政策逐步落

¹ 中国银行资本充足率和不良贷款率为 2007 年 6 月末数据。

实到位，农村合作金融机构资产质量明显改善。9月末，按照贷款四级分类口径统计，农村合作金融机构不良贷款余额 2938 亿元，不良贷款比例 9.2%，分别比 2002 年末减少 2207 亿元和下降 27.7 个百分点。历年亏损挂账余额 473 亿元，比 2002 年末减少 841 亿元。9 月末，资本充足率为 10.9%。二是各项业务快速发展，资金实力明显增强。9 月末与 2002 年末相比，农村合作金融机构的各项存贷款分别增长 118%和 121%，有价证券及投资增长 1.6 倍，股金余额增长 3.99 倍；其贷款占金融机构贷款总额的比重由 10.6%提高到 12.3%。三是涉农信贷投放大幅增加，农户贷款面稳步扩大。9 月末与 2002 年末相比，农村合作金融机构的农业贷款余额占其各项贷款的比例由 40%提高到 46%；占全国金融机构农业贷款的比例由 81%提高到 93%。农户贷款余额 1.2 万亿元，农户贷款户数超过 7700 万户，农户贷款面达到 33%。四是产权制度改革开始起步，法人治理架构初步建立。截至 9 月末，全国共组建农村商业银行 14 家、农村合作银行 97 家，组建以县（市）为单位的统一法人农村信用社 1616 家。农村合作金融机构改革取得成就的同时，仍面临许多困难和问题，主要是：化解历史包袱、改善资产质量的难度明显高于预期；明晰产权关系、完善法人治理尚未取得实质性进展；经营粗放、管理薄弱的状况亟待改善；支持包括农村合作金融机构在内的农村金融可持续发展的系统性、制度性政策尚不完善。实现农村合作金融机构改革目标的任务依然艰巨。

五、完善人民币汇率形成机制，加快外汇管理体制改革，促进国际收支基本平衡

继续完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，进一步发挥市场供求在人民币汇率形成中的基础性作用，增强人民币汇率浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，同时加快外汇管理体制改革，促进国际收支基本平衡。一是自2007年8月12日起，取消对境内机构经常项目外汇账户的限额管理，境内机构可根据经营需要自行保留其经常项目外汇收入。二是自2007年7月30日起，对主要银行柜台远期结售汇以贴现的方式计入头寸。引导商业银行平盘行为，培育正确的风险管理理念；增大远期市场投机成本，切实减少外汇市场供求压力。三是有序拓宽外汇资金流出渠道。发布有关保险资金境外投资管理暂行办法，允许保险机构运用自有外汇或购汇进行境外投资，将鼓励保险资金走出去与加强风险管理有机结合起来；稳步扩大合格境内机构投资者（QDII）对外证券投资，截至9月末，共批准境外证券投资额度422亿美元，资金汇出累计109亿美元（不包括社保基金）。研究在风险可控前提下开展境内个人直接对外证券投资业务试点。四是丰富外汇市场交易品种。在银行间市场推出人民币外汇货币掉期交易，为企业和居民提供更全面灵活的汇率、利率风险管理工具。五是整合出口加工区、保税区、保税物流园区等不同保税监管区域的外汇管理政策，消除区内、区外的政策差距，充分便利企业外汇收支。六是加强外汇检查力度，开展银行短期外债专项检查，查处违规行为。建立涉及多部门的异常外汇资金流动监管协调机制，加大对异常资金流动的监管力度。

第三部分 金融市场分析

2007年前三季度，金融市场继续保持健康平稳运行。货币市场、资本市场交易活跃，债券发行情况良好，债券发行利率稳中趋升，债券市场收益率曲线总体呈上行趋势，外汇市场运行平稳，创新产品规模稳步扩大。金融市场制度性建设继续推进。

国内非金融机构部门(包括住户、企业和政府部门)融资结构中股票融资增长较快，在配置全社会资金中的作用显著扩大。扣除发行特别国债(6000亿元)因素，国债融资占比与上年持平，企业债券融资同比少增。

表 4：2007 年前三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(%)	
	2007 年 前三季度	2006 年 前三季度	2007 年 前三季度	2006 年 前三季度
国内非金融机构部门融资总量	43043	32849	100.0	100.0
贷款	35881	28234	83.4	86.0
股票	3681	969	8.6	2.9
国债	2450	1883	5.7	5.7
企业债	1031	1808	2.4	5.5

注：1. 股票融资不包括金融机构上市融资额。

2. 扣除了6000亿元特别国债因素。

数据来源：中国人民银行。

一、金融市场运行分析

(一) 货币市场交易活跃，市场利率水平波动上升

银行间回购、拆借市场交易活跃，资金需求受新股发行集中验资等因素影响明显呈现短期化趋势。前三季度，债券回购累计成交31.7万亿元，日均成交1689亿元，同比增长72.1%；同业拆借累计成

交6.4万亿元，日均成交339亿元，同比增长3.6倍，日均成交量创历史最高水平。期限主要集中于隔夜品种，拆借、回购市场上隔夜品种交易份额分别为69.9%和53.7%。

在利率市场化进程稳步推进，利率波动风险逐渐加大的宏观环境下，投资者积极运用利率衍生产品来管理和规避利率波动风险，债券远期、人民币利率互换交易快速发展。以Shibor为基准的利率互换业务稳步开展。前三季度共成交以Shibor为基准的利率互换业务146笔，占人民币利率互换交易总量的11%，交易金额约80亿元，占交易总金额的5%。

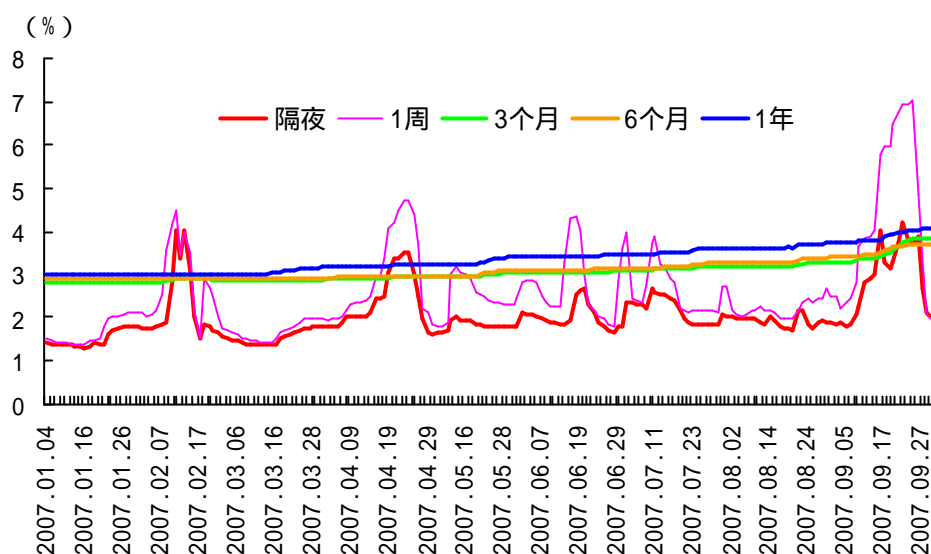
表 5：利率衍生产品交易情况

	债券远期交易		人民币利率互换	
	交易笔数	成交金额(亿元)	交易笔数	名义本金额(亿元)
2005 年 ¹	108	177.99	-	-
2006 年 ²	398	664.46	103	355.70
2007 年第一季度	253	357.19	276	393.64
2007 年第二季度	291	648.95	636	639.02
2007 年第三季度	364	576.46	565	622.53
合计	1414	2425.05	1580	2010.89

注：债券远期交易从 2005 年 6 月开始；人民币利率互换从 2006 年 2 月开始。
数据来源：中国外汇交易中心。

受新股发行集中验资等因素影响，货币市场利率波动较大。9月份，同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别为3.36%和4.03%，比1月份分别上升1.5和2.4个百分点。9月末，7天期、3个月期和1年期Shibor分别为1.9878%、3.8534%和4.0554%，分别比年初上升46、105和105个基点。

图 2：2007 年前三季度 Shibor 走势图



数据来源：全国同业拆借中心。

前三季度，综合回购与拆借市场，国有商业银行和其他商业银行仍是市场上的资金净融出主体，其他金融机构和外资金金融机构是资金净融入主体。外资金金融机构由于贷款快速扩张等因素，在回购和拆借两个市场上的资金需求都很旺盛，净融入资金均是上年同期的3.4倍。

表 6：2007 年前三季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况表

单位：亿元

	回购市场		同业拆借	
	2007 年 前三季度	2006 年 前三季度	2007 年 前三季度	2006 年 前三季度
国有商业银行	-97167	-86262	3431	-2028
其他商业银行	5497	38219	-17431	-3189
其他金融机构	64494	39962	8466	3594
其中：证券及基金公司	10794	13602	5513	3085
保险公司	19832	10027	—	—
外资金金融机构	27176	8081	5534	1623

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。

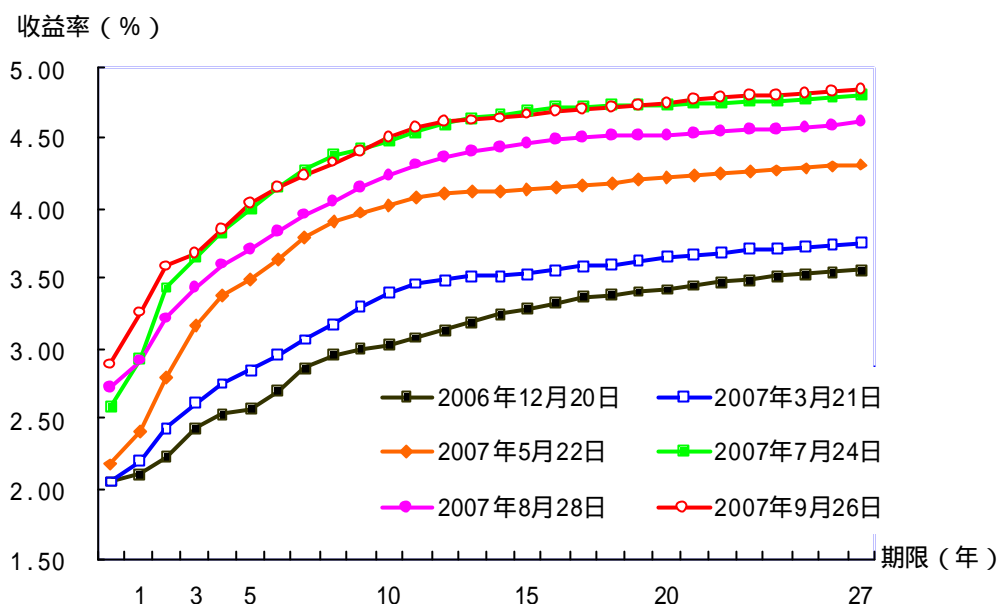
（二）现券交易活跃，债券发行利率逐步上升

受国民经济继续平稳快速增长和资本市场活跃影响，现券交易活跃。前三季度，银行间债券市场现券交易累计成交10.5万亿元，日均成交557亿元，同比增长36.3%，日均成交量为历史同期最高水平。交易所国债现券成交925亿元。在银行间现券市场上，国有商业银行是主要的净买入方，净买入现券4407亿元，同比下降9.2%。净卖出方主要是其他商业银行和证券及基金公司，其他商业银行净卖出现券同比增长19.1%。

债券市场金融创新产品规模稳步扩大。商业银行直接融资规模进一步扩大。9月末，商业银行未到期一般金融债券余额为1035亿元。前三季度，商业银行累计发行次级债券、混合资本债券305亿元，9月末，未到期余额为2278亿元，对于补充商业银行资本，提高资本充足率水平起到了积极作用。短期融资券市场继续保持快速发展。前三季度，企业短期融资券共发行204只，合计发行面额为2581亿元，同比增长19.5%，9月末未到期余额为2983.7亿元。9月26日，在交易所市场成功发行了第一只公司债（中国长江电力股份有限公司2007年第一期公司债券），金额为40亿元人民币。

银行间债券市场国债收益率曲线总体上行。具体来看，1-7月份，银行间市场债券价格逐步回落，各期限债券收益率均呈上升趋势，收益率曲线总体上行增陡；8月份前后，短期收益率略有上升，中长期收益率下降，收益率曲线总体呈现平坦化趋势；进入9月份，各期限债券收益率均有所上升。

图 3：2007 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。

债券发行利率逐步走高，市场融资成本不断上升。受通胀预期及系列金融宏观调控措施实施特别是上调存贷款基准利率等因素影响，2007年8月份发行的7年期记账式国债利率为3.9%，比5月份和2月份分别上升0.16和0.97个百分点；政策性银行9月份发行的5年期固定利率债券利率为4.55%，比1月份、4月份、6月份分别上升1.05、0.99和0.55个百分点；中央企业债10年期利率9月份为5.3%，比5月份和6月份分别上升0.82和0.47个百分点。

Shibor成为中长期企业债券定价的主要参考指标。前三季度，657亿元的企业债以1年期Shibor为基准实行市场化定价发行，占发行的全部中长期债券的92.6%。企业债发行利率逐步上升。9月份，10年期企业债券发行利率在1年期Shibor的基础上加144~178个基点，票面利率为5.2%~5.7%，比年初提高110个基点。

（三）票据融资增幅趋缓

前三季度，票据业务增长速度放缓，票据贴现余额呈下降趋势。截至9月末，企业累计签发商业汇票4.5万亿元，同比增长11.1%；累计贴现8万亿元，同比增长23.7%。期末商业汇票未到期金额2.6万亿元，同比增长16.5%；贴现余额1.6万亿元，同比下降10.4%。随着宏观调控力度加大，部分中小金融机构的流动性趋紧，办理再贴现的需求增强。前三季度累计办理再贴现92.3亿元，同比增加65.4亿元；9月末再贴现余额56.1亿元，同比增加34.7亿元。

（四）股票市场交易活跃，股指上涨强劲

股权分置改革的积极效应继续显现，股票市场交易活跃，投资者投资股票和基金市场意愿较强。前三季度，新增投资者开户数4761万户，是上年全年新增开户数的9倍；市场交易量价屡创新高，沪、深股市累计成交37.1万亿元，同比多成交31.3万亿元，已相当于上年全年交易量的4.1倍；日均成交2039亿元，同比增长5.4倍。

股票市场指数时有调整，但总体呈现较快上涨态势。9月末，上证、深证综合指数分别达到5552点和1533点，比上年末增长107%和178%，为历史最高水平。沪市A股平均市盈率高达64倍，而2006年末和2005年末分别为33倍和17倍。

股票市场融资功能明显提升。前三季度，企业（含金融企业）在股票市场上通过发行、增发和配股累计筹资5346亿元，是历史同期最高水平，同比增长1.5倍；主要是A股筹资增加较多，A股发行（含增发）筹资4655亿元，同比增长4.4倍，H股筹资80.9亿美元。

基金市场呈现快速发展态势。受股票市场指数较快上扬和投资

者对基金认可度提高等影响，市场对基金理财需求明显上升。前三季度，新增证券投资基金40只，基金总规模增加13288亿份，同比多增13447亿份。9月末，基金总资产净值3.1万亿元，同比增长584.1%，增速比上年同期提高569个百分点。

（五）保险业总资产快速增长，投资类资产在资产运用中占比超过六成

保费收入和保险业总资产继续快速增长。前三季度，保险业累计实现保费收入5328亿元，同比增长23.6%，其中财产险收入同比增长35.9%。受寿险产品集中到期影响，保险业赔款、给付增加较多，累计赔款、给付1643亿元，增长68.1%，其中寿险支出814亿元，是上年同期的2.8倍。9月末，保险业总资产达到2.8万亿元，同比增长54.5%。

随着保险业加强资金运用管理，资金运用结构变化明显。前三季度，投资类资产增速上升明显，同比增长66.6%，特别是股票、证券投资基金投资快速增长。

表 7：2007 年 9 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（%）	
	2007 年 9 月末	2006 年 9 月末	2007 年 9 月末	2006 年 9 月末
资产总额	27954	18096	100.0	100.0
其中：银行存款	7368	5543	26.4	30.6
投资	17673	10611	63.2	60.1

数据来源：中国保险监督管理委员会。

（六）银行间外汇市场运行平稳，人民币掉期交易持续活跃

银行间即期外汇市场运行平稳，询价市场的主导地位进一步突出。掉期交易量大大超过远期交易量，呈快速增长态势。前三季度，

人民币掉期市场共成交2340亿美元，是2006年成交量总和的4.6倍。银行间远期市场共成交150亿美元，同比增长32%，主要成交品种为美元/人民币。外汇市场会员进一步扩大。9月末，银行间外汇市场即期、远期和掉期市场会员银行分别为269家、80家和75家。外币对交易量有所增长。前三季度，八种“货币对”累计成交折合709亿美元，增长8%，成交品种主要为美元/港币、美元/日元和欧元/美元，成交量合计占全部成交量的78%，同比下降4个百分点，主要是美元/港币成交量占比下降较多。

二、金融市场制度性建设

（一）加强金融市场自律性管理

中国银行间市场交易商协会，作为银行间债券市场、拆借市场、票据市场、外汇市场和黄金市场参与者共同的自律组织，于2007年9月3日成立。中国银行间市场交易商协会的成立，有助于充分动员市场参与者自身的力量进行自律性管理，有助于政府部门转变职能，有助于市场管理更加贴近市场需求，通过市场化方式更好地促进市场的创新和发展。

（二）进一步丰富金融衍生产品

一是在银行间债券市场推出远期利率协议业务，为投资者提供更多管理利率风险的工具，有利于促进市场稳定，提高市场效率，促进市场的价格发现，为中央银行的货币政策操作提供参考。二是在银行间外汇市场推出人民币外汇货币掉期产品，现阶段掉期交易品种包括人民币兑美元、欧元、日元、港币、英镑五个货币对的交易。新产品的推出进一步丰富了银行间外汇市场交易品种，有利于进一步增强

银行间外汇市场的市场化程度,能更好地满足各市场主体规避汇率风险的需要。

(三) 扩大信贷资产证券化试点

一是规范信息披露行为。要求受托机构、发起机构和其他证券化服务机构严格按照相关要求做好基础资产池的信息披露工作,并对涉及基础资产池信息披露的内容、投资者在资产支持证券发行期限内查阅基础资产池全部具体信息的途径和方法等作了具体规定和要求。二是提高资产支持证券的流动性,允许资产支持证券在全国银行间债券市场进行质押式回购交易。

(四) 适应股份全流通后股票市场的新情况,进一步加强市场监管方面的基础性制度建设

一是试行《内部交易认定办法》和《市场操纵认定办法》,进一步明确内幕交易和市场操纵行为的认定标准。相关规定细化了内幕人的认定,补充了内幕人、内幕信息的范围,对当然内幕人、法定内幕人、规定内幕人和其他途径获取内幕信息者的举证责任进行了合理划分。将一些典型的操纵手法,如虚假申报、抢先交易、蛊惑交易、特定交易、尾市交易操纵等行为纳入了认定范围。相关规定的试行有利于提高对内幕交易和市场操纵行为的查处效率,增强对相关行为人的威慑力。二是出台一系列涉及上市公司并购重组和非公开发行的法规,针对上市公司并购重组过程中可能出现的内幕交易等违法违规行为,进一步强化了上市公司和相关各方的信息披露要求,加大了对虚假信息披露和内幕交易等违法犯罪行为的打击力度,有利于进一步营造良好的市场秩序,优化上市公司结构、提高上市公司质量。三是初

步建立股票、股指期货跨市场监管协作制度。8月13日，上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所、中国证券登记结算公司和中国期货保证金监控中心公司五方在上海签署了股票市场和股指期货市场跨市场监管协作系列协议，标志着证券、期货监管跨市场监管协作制度的正式建立。协作主要包括构建信息交换机制、风险预警机制、共同风险控制机制和联合调查机制等。监管协作制度的建立，有利于加强相关各方之间的联系和沟通，提高监管效率，在各自职责范围内及时采取有效的联合监管措施，防范并及时查处跨市场操纵、内幕交易等违法违规行为，确保股指期货交易的顺利推出和平稳运行。

（五）强化保险市场监管制度

一是完善保险机构资产管理。自7月25日开始，允许保险机构运用自有外汇或购汇进行境外投资。此举既有利于保险机构改善资产配置，分散风险，增加收益，提高竞争力，也有助于缓解人民币升值压力。二是进一步加强了对保险公司资本保证金的管理，对保险公司提存、处置资本保证金等行为进行了规定。三是加强保险公司合规管理，明确保险公司合规管理的制度、组织架构、责任等，要求保险公司有效识别并积极主动防范化解合规风险。这对于规范保险公司治理结构，加强保险公司风险管理，实现有效的内部控制具有重要意义。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势分析

2007年第三季度以来，全球经济整体保持平稳增长势头，但影响未来经济增长的风险加大，国际原油价格不断走高，通胀压力明显上升。受美国次级抵押贷款风波影响，全球主要股市和债市均经历较大波动。国际货币基金组织2007年10月预测，2007年全球经济增长率为5.2%，维持了其在2007年7月份的预测，但比2006年的实际经济增长率低0.2个百分点。其中，2007年美国经济增长率从2.0%下调至1.9%，欧元区经济增长率从2.6%下调至2.5%，日本经济增长率从2.6%下调至2.0%，分别比2006年的实际经济增长率低1、0.3和0.2个百分点。新兴市场经济体仍维持强劲的增长势头。

（一）主要经济体经济状况

美国经济保持增长态势。第三季度，GDP季节调整后环比折年率增速为3.9%，比第一、二季度分别加快3.3和0.1个百分点。通货膨胀整体保持温和态势，第三季度各月同比CPI分别为2.4%、2.0%和2.8%，平均为2.4%，比第二季度下降0.3个百分点，与第一季度持平。就业状况基本稳定，第三季度失业率为4.7%，比第一、二季度均上升0.2个百分点，但与上年同期持平。商品和服务贸易逆差有所下降，1—8月份为4718.5亿美元，同比减少456亿美元。财政赤字大幅减少，在9月30日结束的2007财年里，联邦政府预算赤字为1628亿美元，比2006财年下降34.4%，为近5年来最低。

欧元区经济稳步增长。第一、二季度实际GDP同比增长分别为

3.2%和2.5%。通货膨胀压力依然存在，第三季度各月综合消费价格指数（HICP）同比上涨分别为1.8%、1.7%和2.1%，平均为1.9%，与第一、二季度持平。值得注意的是，由于能源和粮食价格持续上涨，9月HICP同比上涨为2.1%，这是自2006年9月以来欧元区HICP升幅首次高于欧央行设定的2.0%的通胀目标。就业状况持续改善，第三季度各月失业率分别为7.4%、7.4%和7.3%。出口增长较快，1-8月份贸易顺差为191亿欧元，而上年同期为逆差235亿欧元。

日本经济持续增长。第一、二季度实际GDP同比增长分别为2.6%和1.6%。价格走势基本平稳，第三季度各月CPI分别为0%、-0.2%和-0.2%，平均为-0.1%，和第一、二季度持平。就业形势整体呈好转趋势，第三季度各月失业率分别为3.6%、3.8%和4.0%，平均为3.8%，比第一季度下降0.2个百分点，与第二季度持平。贸易顺差继续大幅增加，三季度实现贸易顺差3万亿日元，同比增加9848亿日元。

主要新兴市场经济体和发展中国家（地区）的经济增长依然相当强劲，但部分国家通胀压力明显上升。拉美经济继续维持稳步增长态势。

（二）国际金融市场概况

各主要货币汇率波动相对平稳。美元相对欧元和日元呈贬值态势，9月28日收于1.43美元/欧元和114.79日元/美元，美元相对欧元和日元分别较年初贬值8.33%和3.58%，较第二季度末分别贬值5.93%和6.78%。

国际主要债券收益率7、8月份持续走低，自9月初开始逐步回升。9月28日，美国和日本的10年期国债收益率分别收于4.59%和1.68%，较年初分别降低0.1和0.04个百分点，较第二季度末分别降低0.44和

0.19个百分点；欧元区10年期国债收益率收于4.34%、较年初上涨0.4个百分点，较第二季度末下降0.22个百分点。

受美国次级抵押贷款风波影响，国际金融市场利率大幅波动。伦敦同业拆借市场美元Libor在波动中下降，一年期美元Libor于9月20日达到2006年以来的低点4.85%后有所回升，9月28日为4.9%，比年初下降0.43个百分点。受欧央行连续加息影响，欧元利率延续了2006年以来缓慢上升的态势，9月28日，欧元区一年期同业拆借利率Euribor升至4.73%，比年初上升0.7个百分点。

全球主要股指波动较大。在经历了2月27日的大幅下跌后，全球主要股指逐步反弹走高。但从7月中下旬起，受美国次级抵押贷款波动影响，全球主要股指开始持续下跌，美国道琼斯工业平均指数、纳斯达克指数、欧元区STOXX50指数、英国金融时报指数分别于8月末跌至当季最低点，而日经225指数则在9月18日跌至当季最低点。在几大央行联手采取措施后，主要股指有所反弹。9月28日，美国道琼斯工业平均指数、纳斯达克指数分别收于13896点和2702点，较第二季度末分别上涨3.63%和3.80%；而欧元区STOXX50指数、英国金融时报指数、日经225指数分别收于3820点、6467点和16786点，较第二季度末分别下跌3.22%、2.13%和7.45%。

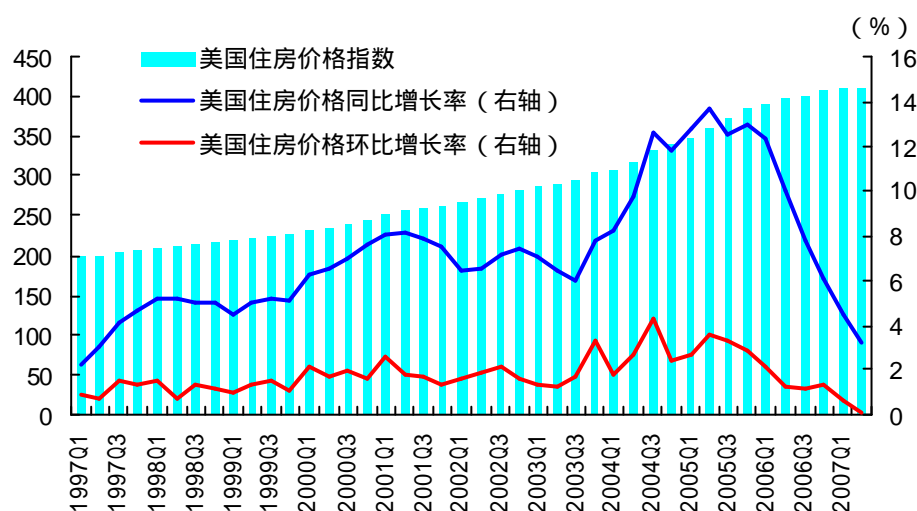
（三）主要经济体房地产市场走势

主要工业国家房价自1997年起总体呈快速上升态势，但近年来荷兰、澳大利亚、英国和美国等国的房价增速开始放缓。特别是随着美国次级抵押贷款市场问题的逐步显现并最终发生动荡，美国房地产市场的调整更加剧烈。但爱尔兰、法国、西班牙和瑞典等欧洲国家房价上涨依然十分迅速。与美欧不同，由于日本土地价格持续走低，日

本房价一直呈现负增长。

随着美国次级抵押贷款市场问题的逐步显现，近期美国房地产市场降温明显。2007年第二季度，美国全国房价指数同比增长3.2%，为1997年第三季度以来的最小涨幅。受住房抵押贷款市场问题的拖累，9月份，美国新房开工数量、新房销售数量和待售新房数量季节调整后折年率分别为119.1万户、77万户和52.3万户，同比分别下降30.8%、23.3%和6.6%²。

图 4：美国住房价格指数



数据来源：House Price Index，Office of Federal Housing Enterprise Oversight.
<http://www.ofheo.gov>

欧洲部分国家房地产市场依然活跃。尽管英国房价增速有所回落，但房价仍维持在较高水平。爱尔兰、西班牙、希腊等国房价上涨较快，2006年分别增长约12%、15%和14%，较2005年分别高出约2个、10个和8个百分点。与此同时，德国、葡萄牙房地产市场则停滞不前。

日本土地价格持续走低，房价持续负增长。泡沫经济破灭后，日

² 数据来源：美国商务部普查局。 <http://www.census.gov>

本土地价格一直在下降，2006 年 3 月末和 9 月末，全国土地价格指数同比分别下跌 4.8%和 3.5%。2007 年以来，土地价格继续维持下降态势，截至 3 月末，全国土地价格指数同比下降 2.1%³。

（四）主要经济体货币政策

美联储公开市场委员会于 8 月 17 日和 9 月 18 日两次调低贴现率各 50 个基点至 5.25%。同时，美联储公开市场委员会于 9 月 18 日和 10 月 31 日将联邦基金利率分别调低 50 和 25 个基点至 4.5%。欧央行于 7 月 5 日、8 月 2 日和 9 月 6 日均宣布保持 4%的基准利率不变。日本银行在 7 月 12 日、8 月 23 日和 9 月 19 日的例会上均决定维持 0.5% 的无担保隔夜拆借利率不变。英格兰银行于 7 月 5 日加息 25 个基点，官方利率达到 5.75% ,并在 8 月 2 日和 9 月 6 日宣布维持该利率不变。

（五）影响未来全球经济增长的主要风险

未来全球经济增长依然面临着一些现实和潜在的风险 ,主要包括美国次级抵押贷款风波冲击全球金融市场、贸易保护主义趋势加强、国际原油价格持续走高、全球通货膨胀压力加大等。

美国次级抵押贷款风波导致全球性金融市场震荡。由于流动性紧缩，私募基金、对冲基金、金融机构等难以筹集足够的资金进行并购活动，业绩良好的公司发债成本也有所提高。如果不能有效控制此次次级抵押贷款风波对金融市场和企业的连锁影响，实体经济部门的发展可能会受到影响，美国及世界经济未来增长的风险也将加大。

³ 数据来源：日本不动产研究所（Japan Real Estate Institute），<http://www.reinet.or.jp>

专栏 1：关注美国次级抵押贷款风波的中期影响

2007 年 4 月，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司濒临破产拉开了美国次级抵押贷款（以下简称“次贷”）风波的序幕。之后，美国次贷市场违约率不断提高，大量房贷机构特别是与美国次贷市场相关的基金陷入困境或破产，并由此引发了国际金融市场剧烈动荡。IMF 等国际组织在 10 月份调低了 2008 年全球经济增长的预测值，并认为未来全球金融市场的不确定性有所加大，房地产市场疲软、信贷市场趋紧以及国际汇市波动加剧的状况将会持续一段时间。

次贷风波的直接动因是美国房地产市场降温，但更深层次原因则是全球流动性过剩背景下市场约束力的下降。一是长期的低利率政策导致全球风险偏好上升。全球过剩资本寻找高回报机会，刺激了房地产价格的上涨。在高房价、低利率环境下，金融机构从事高杠杆房贷风险小，收益高，导致其放宽房地产信贷标准，风险意识下降，使得信用等级较低的借款者也能便捷地获得贷款，次贷市场迅速膨胀。二是对金融衍生产品的过度依赖和风险控制不当。近年来，房地产市场资产证券化迅猛发展，金融机构按照投资人和客户的需求对原有信用等级较低的信贷产品所隐含的风险进行分解或重组，经评级公司重新评级后打包出售，将信贷风险转移出去。这些产品的推出无形中鼓励了贷款者从关注贷款质量转向数量扩张。由于一些评级公司对该类产品的风险定价低估，误导了投资者，助长了市场对该类产品的过度乐观情绪，使房贷衍生产品在政府托管基金、养老金等保守型基金中广为销售，埋下了较大的风险隐患。三是市场自律性下降与监管不当的共同作用。近年来，全球金融市场运行相对平稳，各国市场的自律性和对市场的监管力度有所下降。尽管当局在 2004 年初已开始关注贷款标准的放松问题，但由于监管协调困难和信息沟通不畅等种种原因一直未能有效实施监管，错过了调整时机。

从目前情况看，美国次贷风波还会持续一定时间，对国际经济金融的影响不容小觑。当前，美国次贷风波的影响主要集中在美国和欧洲，对我国经济金融运行影响有限，但次贷风波可能通过其广泛的投资者、衍生品及影响市场预期和实体经济运行等多个渠道向其他地区蔓延。全球风险溢价上升趋势也有可能对资产价格产生调整压力，而一旦资产价格出现调整，可能对银行信贷安全产生影响。因此，有必要密切关注美国次级抵押贷款市场对国际金融市场的影响及对我国可能产生的冲击，并采取措施加强风险防范工作，确保国家金融安全。近期中国人民银行与中国银行业监督管理委员会联合发出了《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，并颁布了《公告》，要求信贷资产证券化试点各参与机构加强信贷资产证券化基础资产池信息披露工作，切实保护投资者利益，防范风险，以维护投

投资者合法权益，推动信贷资产证券化业务的健康发展。同时，主要金融机构已开始着手调整房地产抵押贷款的放款条件。未来，中国人民银行将与各监管机构进一步加强信息沟通，密切关注相关市场动态，完善金融市场的透明度监管，逐步实施金融机构资本充足率监管的国际标准，金融机构也应大力加强风险控制机制建设，在稳步实施“走出去”战略的同时，提高自身风险定价和风险控制的能力。

2007 年以来持续的全球失衡问题引发贸易保护主义倾向进一步增强。美国国会不断抛出汇率议案，向中国等国家施加压力；美国商务部不断发起对中国等国家的反补贴调查，并借助多边场合在有关问题上加大施压力度。美国的做法已经蔓延至其他国家，并引起效仿。这显示当前贸易摩擦已由产品层面延伸至政策层面，并且不断升级，有可能对世界经济的持续健康发展以及全球失衡的有序调整带来不利的影响。

全球通货膨胀压力加大。全球化一方面使越来越多的低廉劳动力等生产要素参与到全球分工链条之中，规模经济效应得以进一步发挥，供给能力显著增强，从而抑制了一般商品特别是可贸易商品的价格上涨；另一方面，全球化所带来的工业和经济的快速增长也造成了世界范围内的能源和大宗商品紧张，价格持续上扬；此外，全球流动性过剩进一步加剧了价格全面上涨的压力。自2006年以来，石油、金属、粮食等初级产品市场价格上涨明显。虽然受美国“次贷”风波影响，2007年7月末国际有色金属价格从历史高位跌落，但铜、铅和锡等有色金属价格在9月中旬以后再度反弹。国际主要粮食品种价格快速上涨，小麦价格创历史新高，稻米和大豆价格也接近历史最高水平。近期，国际油价在波动中持续走高。11月上旬，纽约商品交易所的原油价格接近每桶100美元，不断刷新历史记录。当前，世界经济增长形势较好，石油需求明显上升，而国际原油供给难以跟上需求的变化。

如果地缘政治局势动荡,尤其是一些石油产品和出口国政治局势持续动荡,原油供给安全难以得到切实保障,油价可能进一步上涨。

二、我国宏观经济运行分析

2007年第三季度,我国国民经济继续平稳快速发展。三次产业均较快增长,经济效益继续提高,人民生活进一步改善。但进出口贸易顺差仍在扩大,居民消费价格继续上涨,国际收支持续失衡下的通货膨胀风险加大。前三季度,实现国内生产总值(GDP)16.6万亿元,同比增长11.5%,比上年同期加快0.7个百分点,但与2007年上半年持平;CPI同比上涨4.1%,比上年同期提高2.9个百分点;累计顺差1857亿美元,比上年同期扩大758亿美元。

(一)城镇居民消费增速进一步加快,投资增速仍居高位,贸易顺差继续扩大

城乡居民收入继续增长,城镇居民消费增速进一步加快。前三季度,城镇居民人均可支配收入为10346元,扣除价格因素后实际增长13.2%,同比提高3.2个百分点。农村居民人均现金收入3321元,扣除价格因素后实际增长14.8%,同比提高3.4个百分点。城乡居民收入的稳步提高支撑了消费的持续增长。前三季度,社会消费品零售总额达6.4万亿元,名义增长15.9%,为1998年以来的最高水平;扣除价格因素实际增长12.3%,同比放缓0.3个百分点。需要说明的是,社会消费品零售总额除了包括居民消费,还包括企业购买和农村建房材料支出等项,而后两者在国民经济核算中计入投资。尽管社会消费品零售总额实际增速有所放缓,但从城镇住户调查数据看,消费支出的增速是上升的。城镇居民人均消费总支出比上年同期增长14.9%,扣除价格

因素后实际增长9.8%，同比提高2.3个百分点。农村居民生活消费现金支出比上年同期增长13.9%，扣除价格因素后实际增长8.8%，同比降低2.7个百分点。农村居民生活消费支出实际增长的下降，主要是因为用于购、建住房和装饰装修生活用房的支出增速有所下降，2007年前三季度农村居民居住支出增长23.2%，比上年同期下降2.2个百分点。

固定资产投资增幅有所回落，但仍居高位。前三季度，全社会固定资产投资完成额9.2万亿元，同比增长25.7%，分别比上年同期和上半年回落1.6和0.2个百分点；城镇固定资产投资完成额7.8万亿元，同比增长26.4%，分别比上年同期和上半年回落1.8和0.3个百分点。在城镇投资中，第一、二、三产业投资同比分别增长41.1%、29.3%和24%，其中第一产业投资增长最快；东、中、西部地区投资分别增长21.4%、36.2%和29.6%，其中中部地区投资增长最快；城镇和农村投资同比分别增长26.4%和21.2%，城镇投资增速依然快于农村。

进出口贸易继续较快增长，贸易顺差进一步扩大。前三季度，进出口总额累计1.6万亿美元，同比增长23.5%，其中出口增长27.1%，比上年同期加快0.6个百分点；进口增长19.1%，比上年同期回落2.6个百分点；贸易顺差1857亿美元，已经超过上年全年水平。

（二）三次产业均较快增长

前三季度，第一产业实现增加值1.8万亿元，增长4.3%，增速同比回落0.6个百分点；第二产业实现增加值8.3万亿元，增长13.5%，增速同比提高0.2个百分点；第三产业实现增加值6.4万亿元，增长11%，增速同比提高1.5个百分点。

农业生产形势较好。初步统计，全国夏粮产量同比增长1.3%，早

稻产量与上年基本持平，秋粮可望继续增产，粮食生产将连续第四年获得丰收。随着各项政策逐步落实，生猪生产正在恢复。猪牛羊禽肉总产量继续增长。前三季度，全国主要农产品生产价格同比上涨17.4%，涨幅比上半年和上年同期分别上升8.6和17.7个百分点，上涨幅度高于农业生产资料价格上涨幅度，有利于农民增收。

工业生产快速增长，企业效益继续大幅度增加。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长18.5%，增幅比上年同期高1.3个百分点。工业企业经济效益进一步改善。1-8月，全国规模以上工业企业利润同比增长37%，比上年同期提高7.9个百分点。工业企业利润的增长一定程度上与当前金融市场较为活跃、企业投资收益增长较快有关，一定程度上也与上市公司从今年起执行新会计准则有关。中国人民银行5000户工业企业调查显示，前三季度，企业产品销售利润同比增长25.7%，而企业投资收益同比增长66.5%，增幅差达40.7个百分点，较上年同期缩小1.5个百分点。与此同时，上市公司投资收益同比增长78.7%，高于非上市公司22.5个百分点。

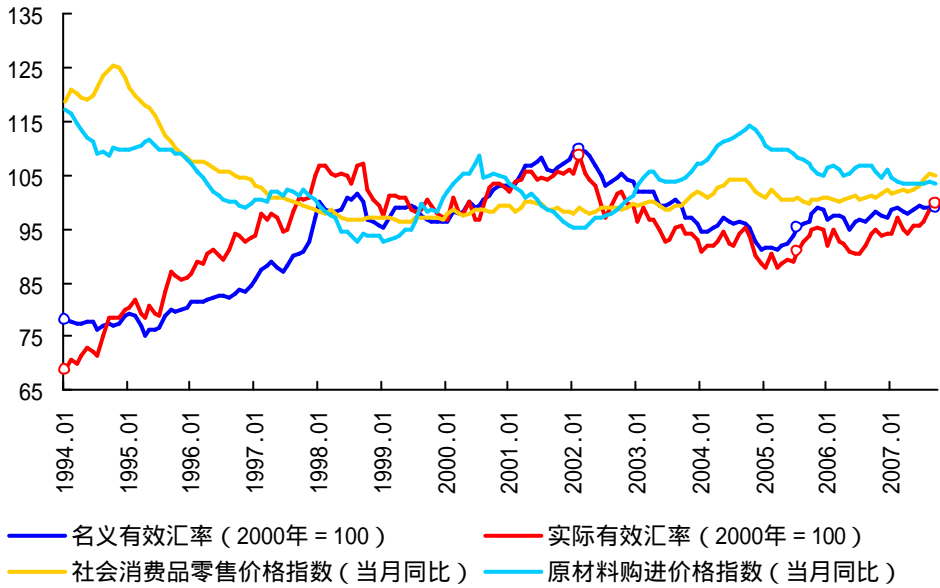
（三）通胀压力进一步加大

居民消费价格同比涨幅持续扩大。前三季度，居民消费价格同比上涨4.1%，其中各季平均同比涨幅逐季扩大，分别为2.7%、3.6%和6.1%。从食品和非食品分类看，食品价格上涨加快，是居民消费价格涨幅扩大的主要原因；非食品价格相对平稳。前三季度，食品价格上涨10.6%，拉动CPI上涨3.5个百分点；非食品价格上涨1.0%，拉动CPI上涨0.6个百分点。从消费品和服务分类看，消费品价格涨幅扩大，服务价格基本稳定。前三季度，消费品价格上涨4.9%，拉动CPI上涨3.5个百分点；服务价格上涨1.7%，拉动CPI上涨0.4个百分点。从基

期因素和新涨价因素看，新涨价因素已经超过基期因素。前三季度，基期因素为1.9%，比上年同期高1.3个百分点；新涨价因素2.2%，比上年同期高1.5个百分点。

原材料、燃料、动力购进价格有所上升，工业品出厂价格略有回落，农业生产资料价格持续快速上涨。前三季度，原材料、燃料、动力购进价格累计同比上涨3.8%，其中各季同比分别上涨4.1%、3.6%和3.7%；工业品出厂价格同比上涨2.7%，其中各季同比分别上涨2.9%、2.7%和2.6%；农业生产资料价格同比上涨6.4%，其中各季同比分别上升4.2%、6.2%和8.7%。

图 5：1994 年以来中国有效汇率与国内价格走势



数据来源：国际清算银行（BIS），国家统计局。

进口价格涨幅回落，出口价格涨幅提高。9月份，我国进口价格和出口价格同比分别上涨2.3%和6%，贸易条件指数为103.6，较上月明显改善。经济学的理论分析和各国的实践均表明，本币升值有利于抑制国内通货膨胀。在对资源性产品进口依赖程度加大的背景下，本币适度升值有利于降低以本币计价的进口成本上涨幅度。虽然这种传

导会存在一定的时滞，但长期来看，名义有效汇率变化会对零售物价指数和生产者价格指数产生明显影响。

劳动报酬快速增长。前三季度，全国城镇单位在岗职工月均工资为1853元，同比增长18.8%。其中，国有经济单位职工月均工资为1980元，同比增长20.8%；集体经济单位职工月均工资1111元，同比增长18.0%；其他经济类型单位职工月均工资1794元，同比增长15.6%。农村劳动力外出务工的月均工资为1015元，同比增长11.8%。

GDP缩减指数持续上涨。前三季度，我国GDP名义增长率为16.2%，实际增长率为11.5%，GDP缩减指数（名义GDP增长率与实际GDP增长率之差）为4.7%，同比上升2个百分点。

资源性产品价格改革继续推进。9月份，国家发展改革委、财政部和国家电监会发布通知，进一步落实差别电价政策，取消对高耗能企业的优惠电价政策；各地区也逐步加大了差别水价的实施力度，提高水费征收标准，全面开征污水处理费。针对国际市场油价持续大幅度上涨、国内成品油与原油价格倒挂加剧引发的供求矛盾日益突出的情况，为保证国内成品油供应、促进能源节约，国家发展改革委决定自11月1日零时起将汽油、柴油和航空煤油价格每吨各提高500元。此外，还相应提高了液化气出厂价格，以缩小天然气价格与可替代能源价格的差价。

资源价格偏低是我国经济内外失衡的重要诱因。大量资源廉价使用，人为压低了国内产品生产成本，助长了投资扩张，刺激了出口快速增长，导致贸易顺差持续扩大。推进资源价格改革虽然可能增大短期通胀压力，但如果推迟改革，扭曲逐步累积，损失可能更大。在控制通货膨胀和积极推进资源价格改革的过程中，宜两害相权取其轻。

坚定不移、积极稳妥地推进资源价格改革有利于发展各种要素市场，更大程度地发挥市场配置资源的基础性作用，有利于减少资源浪费、促进节能减排、转变粗放型增长方式，有利于调整和优化国内经济结构，缓解贸易顺差，促进国际收支平衡。但在推进资源价格改革的过程中，要充分考虑低收入群体的承受力，可采取财政补贴的方式减轻低收入群体由此增加的生活负担。

专栏 2：稳定通货膨胀预期，保持价格基本稳定

通货膨胀预期是公众对通货膨胀在未来的变动方向和变动幅度的一种事前估计。通货膨胀预期能影响消费、储蓄和投资行为，从而影响未来真实的通货膨胀水平。当前，随着食品价格带动 CPI 上涨，我国居民通货膨胀预期也不断上升，有可能进一步推高通货膨胀。由于货币政策措施对产出和通货膨胀发生作用存在时滞，货币政策决策应该是前瞻性的。因此，研究通货膨胀预期形成机理，控制通货膨胀预期是中央银行的重要任务。

一、通货膨胀预期对经济金融运行的影响

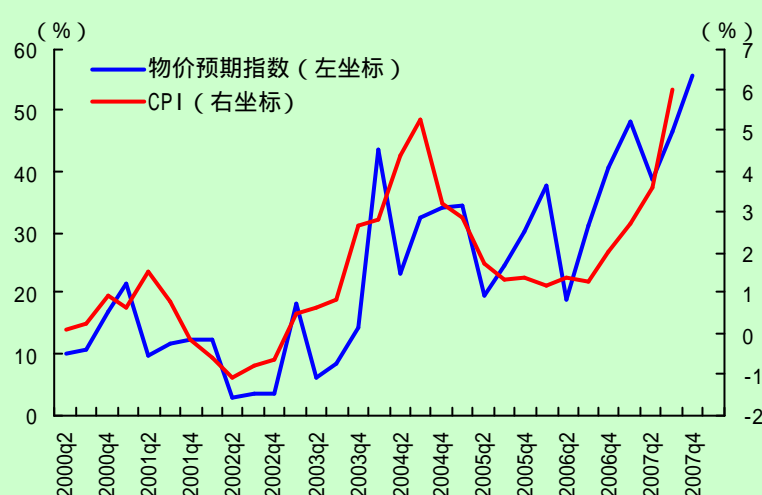
通货膨胀预期会导致预期实际利率水平的变化，影响公众的储蓄和投资决策，从而影响总供求，进而影响未来实际的通货膨胀率。在总需求方面，通货膨胀预期的提高会促使公众减少储蓄，增加即期消费，由此增加总需求，从而提高总价格水平。在总供给方面，则存在成本推动效应。随着通货膨胀预期的增加，工人会要求提高工资，而企业会提高商品价格。如果价格得不到及时调整，企业的生产水平就会下降，从而降低总供给。需求上升和供给下降，会导致未来价格水平的上升。此外，通货膨胀预期是否稳定会影响未来真实的通货膨胀。当通货膨胀预期保持稳定时，某些产品价格（例如能源价格）一次性的上涨不会导致价格总水平的永久上涨，而只会改变其相对价格。反之，如果一次性的价格上涨引起了通货膨胀预期的改变，并且导致工资和价格的轮番上涨，它就会转变为持续性的通货膨胀。不仅如此，通货膨胀预期的增大还会使以货币形式持有财富的机会成本上升，公众会更少地持有货币形式的财富，转而增加持有证券、房地产以及实物资产，并由此引发资产价格上涨。

二、通货膨胀预期的衡量与估计

对通货膨胀预期的衡量和估计主要有四种方法：一是估计名义债券和通货膨

胀指数化债券间的收益率差值。二是监测长期利率相对于短期利率的变动情况。长期利率相对于短期利率的上升，往往表明债券投资者要求对通胀风险进行补偿。三是关注资产价格的变化。因为投资者在通胀高的时期通常都会需求“通货膨胀避风港”，即购买那些可以相对保值的金属等其他大宗商品、房地产或其他有形资产等。四是直接对通货膨胀预期进行调查。英国、波兰、德国以及土耳其等很多国家的中央银行或者商业银行都拥有类似的通货膨胀预期调查系统，中国人民银行也按季度定期对通货膨胀预期进行调查。实证分析显示，1999 年以来，中国人民银行调查统计司调查的物价预期指数与 CPI 有很强相关关系，两者相关系数超过 70%。

图 6：1999 年以来我国物价预期指数与 CPI 的变动关系



数据来源：中国人民银行、国家统计局。

三、影响通货膨胀预期的主要因素

通货膨胀预期的高低，受多种因素的影响，包括现实通货膨胀率的高低、以往通货膨胀率的持续时间、当前的经济形势、当前的宏观经济金融政策以及公众对相关政策特别是对货币政策的信赖程度等等。一般来说，现实的通货膨胀率越高，通货膨胀预期就越高；通货膨胀的持续时间越长，通货膨胀的预期也就越高。而且，高通货膨胀还会导致通货膨胀预期的高度不确定。此外，通货膨胀预期通常还易受货币政策透明度、中央银行独立性、中央银行控制通货膨胀的历史记录等货币政策因素的影响。如果公众相信中央银行有控制通货膨胀的决心和能力，则公众的通货膨胀预期就可能保持在一个稳定的水平，不大可能因为某些产品价格一次性的上涨而发生改变。

四、主要中央银行稳定通货膨胀预期的实践

近年来，大多数中央银行加强了对通货膨胀的控制以及对通货膨胀预期的引

导。新西兰、英国、加拿大和澳大利亚等国先后实行了通货膨胀目标制，把控制通货膨胀放在首位，设定名义锚来稳定公众对通货膨胀的预期，从而提高货币政策在稳定物价方面的有效性。未实行通货膨胀目标的中央银行，也非常重视稳定通货膨胀预期。现任美联储主席伯南克曾指出，近年来公众的通货膨胀预期与以往相比更加稳定，对于经济的稳定发挥了有效的作用。1999 年以来，美国名义和指数化的 10 年期债券利差一直在 2% 左右波动，表明公众预期长期通货膨胀率在 2% 左右。针对 2006 年以来 CPI 上升较快的情况，中国人民银行为稳定通货膨胀和通货膨胀预期，维护价格总水平基本稳定，自 2006 年以来 7 次提高存贷款基准利率。其中，一年期存款利率共提高 1.62 个百分点；一年期贷款利率共提高 1.71 个百分点。

（四）财政收入继续大幅增长

前三季度，全国财政预算收入（不含债务收入）3.9 万亿元，同比增长 31.4%，比上年同期加快 6.8 个百分点。其中，税收收入合计 3.5 万亿元，同比增长 32.2%。全国财政支出 2.9 万亿元，同比增长 25.3%，比上年同期高 9.2 个百分点。收支相抵，收入大于支出 9901 亿元，比上年同期增加 3436 亿元。财政增收的主要原因，一是我国经济快速增长，企业利润增长幅度较高，税收收入快速增长；二是进出口保持高速增长，关税对于财政增收贡献很大；三是股市持续活跃，印花税收入较高；四是加强地方税收征管以及政策调整效果明显，地方税收增长突出。

（五）国际收支继续保持较大顺差

2007 年上半年，我国国际收支继续保持“双顺差”格局。货物贸易顺差再创历史新高，带动经常项目顺差较快增长。资本和金融项目顺差大幅增长，其中证券投资逆差明显下降。前三季度，全国新批设立外商直接投资企业 28206 家，同比下降 6%；实际利用外资金额 472 亿美元，同比增长 10.9%。9 月末，国家外汇储备余额 14336 亿美元，

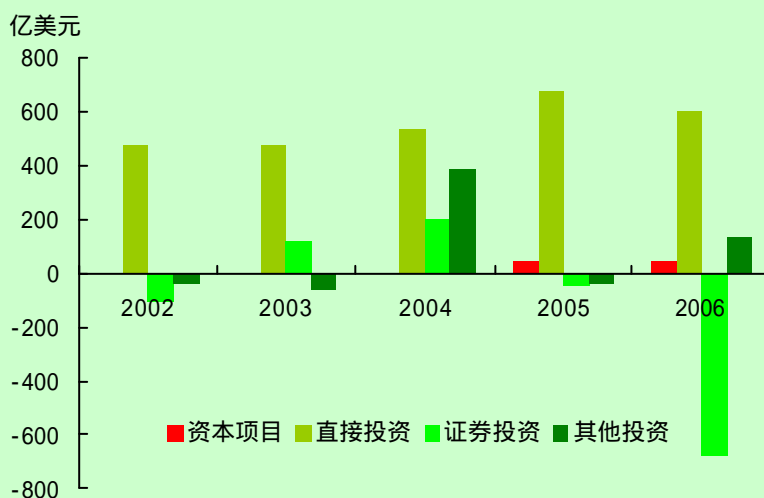
比2006年末增加3673亿美元，同比多增1983亿美元。

外债增速放缓，登记外债余额首次出现负增长，短期外债占比也首次下降。6月末，我国外债余额3278亿美元，比上年末增长1.5%，增幅比上年同期降低4.5个百分点。其中，登记外债余额2167亿美元，比上年末下降0.1%；短期外债余额为1849亿美元，比上年末增长0.7%，占全部外债的56.4%，占比较上年末下降0.5个百分点。

专栏 3：积极促进国际收支平衡，逐步实现资本项目可兑换

近年来，我国国际收支资本和金融项目一直保持顺差格局，2002 - 2006 年顺差累计 2687 亿美元，占同期国际收支总顺差的 32%。在资本和金融项目中，直接投资是顺差的主要来源，证券投资逆差扩大是顺差下降的主要原因，其他投资的差额波动较大。2002 - 2006 年，直接投资、证券投资和其它投资对资本和金融项目顺差的贡献分别为 102%、-19%和 14%。造成资本和金融项目持续顺差主要有三方面的原因：一是近年来我国经济快速发展，投资环境不断改善，但劳动力成本低等优势并没有显著改变，由此吸引了大量外商直接投资；二是国内企业到境外融资并调回境内使用的意愿强烈。2003 - 2006 年，境内企业境外发行股票募集资金约 946 亿美元；三是在全球流动性充裕的背景下，人民币升值预期、国内资产价格上涨等吸引相当部分资金流入。

图 7：2002-2006 年我国资本和金融项目顺差的构成



数据来源：2006 中国国际收支统计年报；2006 年中国国际收支报告。

近年来,为促进对外经济的发展和国际收支的基本平衡,外汇管理部门在加强对短期套利资金流入监管的同时,稳步推进人民币资本项目可兑换,拓宽资本流出渠道:积极支持“走出去”战略,取消对外直接投资购汇限制,允许前期费用先行汇出;允许银行、保险、证券等机构以外汇或人民币购汇开展境外金融投资,拓宽投资领域;简化手续,对个人购汇实行年度5万美元限额管理,合理的超限额购汇在进行真实性审核后予以满足;允许个人合法财产对外转移,研究开展境内个人直接对外证券投资试点业务;允许国际开发机构在境内发行人民币债,减少外汇资金流入等等。不过,尽管我国一直鼓励扩大对外直接投资和金融投资,但受企业竞争力和风险管理能力等因素的制约,整体规模仍较为有限。

放松资本管制,推进资本项目可兑换,是一项长远的制度安排,也是完善社会主义市场经济体制的重要组成部分。资本项目下有序对外开放,能够更有效地利用“两个市场、两种资源”,提高利用外资的质量,同时促进国内金融市场发展及其与国际市场的接轨,便于市场主体扩大对外投资,分散风险、提高收益。当前,我国经常项目顺差是国内储蓄大于投资、总供给大于总需求的结果,有着深层次的体制性、结构性原因,未来一段时期内很可能持续。因此,当前需要通过扩大资本流出渠道,发挥资本项目调节的重要作用,通过抑制资本和金融项目顺差的增长甚至使之变为逆差,促进国际收支基本平衡。但考虑到我国正处于经济转型时期,国内金融体系还不完善,企业改革尚未完全到位,有必要继续完善宏观调控,保持国民经济持续快速健康发展,为资本项目有序开放奠定坚实基础。推进资本项目可兑换还需要与利率和汇率的市场化、金融市场发展、企业制度改革等相协调、相配套,同时加强金融监管,完善跨境资本监测预警体系,防止跨境资本流动的冲击和可能的风险。

（六）行业分析

行业结构调整进一步推进。一是部分高耗能行业虽然仍在高位运行,但生产和出口增幅均有所回落。第三季度,占工业能耗70%的6大高耗能行业生产增长19.6%,比上半年回落0.5个百分点;投资1-9月累计增长22.6%,比上半年回落1.1个百分点;实现利润1-8月累计增长79%,比1-5月的1.2倍明显回落。此外,铜、铝、铅等高耗能产品的出口量下降幅度均超过50%,钢材出口也自7月以后呈环比回落趋势。二是煤电运供应继续较快增长。前三季度,原煤、原油、

发电量和货运量同比分别增长 11.0%、1.4%、16.4%和 11.7%。但总体看，我国长期形成的结构性矛盾尚未明显改变，经济增长在产业上过于依赖工业特别是重工业。前三季度，工业比重继续上升，服务业比重继续下降。而在工业内部，重工业增长速度快于轻工业 3.5 个百分点，比上年同期加快 0.2 个百分点。

1. 房地产行业

前三季度，我国房地产业继续快速发展。房地产业增加值占国内生产总值的比重达到 4.9%，同比提高 0.2 个百分点；增速为 13%，同比提高 5.9 个百分点，是前三季度中增速最快的服务行业之一。房地产业的结构也有所改善，经济适用房和廉租房建设步伐加快。前三季度，全国经济适用房投资完成额同比增长 30.5%，比上年同期加快 21.6 个百分点；占住宅投资的比重为 4.4%，比上年同期提高 1.2 个百分点。截至 2007 年 6 月末，全国 656 个城市中已有 586 个建立了廉租房制度，占 89.3%。尽管房地产投资加快增长，但由于住房需求持续旺盛，供求关系仍趋紧张，房地产价格出现了加快上涨势头，部分城市房价涨幅较高。

房地产开发投资增长较快。前三季度，全国房地产开发投资完成额 1.68 万亿元，同比增长 30.3%，比上年同期加快 6 个百分点。其中，商品住宅投资 1.2 万亿元，同比增长 32.8%，比上年同期增加 3.3 个百分点，占开发投资总量的 71.7%。在商品住宅投资中，90 平方米以下住房投资所占比重为 15.2%。

土地购置面积大幅上升，但完成土地开发面积增速回落。前三季度，全国完成土地购置面积 2.83 亿平方米，增长 17.8%，而上年同期为下降 3%；完成土地开发面积 1.82 亿平方米，同比增长 11.3%，比

上年同期回落 22.7 个百分点。

商品房销售面积大幅上升，空置面积有所减少，住宅竣工面积继续低于销售面积。前三季度，全国商品房销售面积 4.74 亿平方米，同比增长 32.1%，比上年同期加快 21.6 个百分点。9 月末，全国商品房空置面积为 1.18 亿平方米，同比下降 2.4%。其中，商品住宅销售面积 4.33 亿平方米，竣工面积 2 亿平方米；空置面积为 0.58 亿平方米，同比下降 11.6%。

房屋销售价格上涨较快，部分地区房价涨幅仍然较高。9 月份，70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 8.9%，涨幅比上月高 0.7 个百分点。其中，新建商品住房销售价格同比上涨 10.0%，涨幅比上月高 1 个百分点；二手住房销售价格同比上涨 7.6%，涨幅比上月低 0.3 个百分点。分地区看，深圳、北海、乌鲁木齐、北京等城市房屋销售价格同比上涨幅度较高，深圳已经连续 20 个月同比涨幅超过 10%，其中 9 月份为 20.5%；北京连续 17 个月同比涨幅超过 8%，9 月份达到 13.3%。土地交易价格快速上涨，第三季度为 15%，比第一、二季度分别提高 5.2 和 1.5 个百分点。房屋租赁价格涨幅远低于房屋销售价格和土地交易价格涨幅，第三季度涨幅为 3.0%，比第一、二季度分别提高 1.2 和 0.5 个百分点。

房地产开发资金充足，利用外资快速增长。据国家统计局统计，前三季度，房地产开发到位资金 2.5 万亿元，同比增长 37.9%，比上年同期加快 9.4 个百分点。其中，自筹资金和其他资金来源是房地产开发的主要资金来源，合计占比达到 78.2%，增速分别达到 37.4% 和 41.3%；利用外资占比仅为 1.7%，但比上年同期增长了 63.2%；国内贷款占比为 20.2%，增长 30.1%。

开发贷款增速有所回落，但购房贷款增速加快。9月末，全国商业性房地产贷款余额4.62万亿元，比年初增加9410亿元，同比增长29.6%，增速比上年同期快5.2个百分点。其中，房地产开发贷款余额1.76万亿元，比年初增加3491亿元，同比增长26.9%，增速比上年同期降低2个百分点；购房贷款余额2.86万亿元，比年初增加5924亿元，同比增长31.4%，增速比上年同期提高13.5个百分点。

总体看，目前我国房地产市场存在的主要问题，一是住房供应结构性矛盾突出；二是部分地区房价上涨较快，存在明显的非理性因素；三是住房抵押消费贷款增长很快，违约风险已有抬头趋势，一旦房价大幅波动，容易引发商业银行不良贷款的激增。为进一步加强房贷管理，切实防范房贷风险，9月27日，中国人民银行和中国银行业监督管理委员会已经联合发布了《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，从供需两个方面入手，并辅之以诚信纪录的市场化约束手段，严格房贷市场管理。下一步，有必要进一步加强和改善房地产市场调控，调整住房供应结构，增加有效供给，促进房地产市场健康发展。

2. 钢铁行业

钢铁产业是国民经济的重要基础产业，是实现工业化的支撑产业，但也是一个高耗能、高污染的产业。2000年来，国内外市场需求旺盛促使我国钢铁生产高速增长。钢铁产量自1996年超过日本后，一直居于世界首位。2006年我国从钢材净进口国转变为净出口国。2007年前三季度，钢铁行业在国际国内市场需求拉动下，产销继续快速增长，企业效益较好。

钢铁行业固定资产投资增速上升，结构调整取得一定进展。前三季度，黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额增长13%，比

上年同期提高 10.5 个百分点。为贯彻落实 2007 年 4 月国务院召开的钢铁工业关停和淘汰落后产能工作会议的精神，截至 9 月 3 日，第一批签订《关停和淘汰落后钢铁生产能力责任书》的 10 个省（区、市），已累计关停和淘汰落后炼铁能力 969 万吨、炼钢能力 873 万吨，分别完成《责任书》确定的今年任务的 43%和 36%。

钢铁生产快速增长，企业效益较好。前三季度，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 3.5、3.6 和 4.2 亿吨，同比分别增长 15.7%、17.6%和 24%，继续保持快速增长的发展态势。国际国内钢材价格继续保持上升趋势。9 月末，国内钢材综合价格指数和 CRU 国际钢材综合价格指数分别达到 115 点和 170 点，同比均上涨 8.2%。在国际国内钢材价格上涨带动下，1-8 月份，黑色金属冶炼及压延加工业销售收入同比增长 38%，比上年同期提高 23 个百分点；成本费用利润率为 6%，比上年同期上升 0.9 个百分点。

钢铁出口快速增长，但在宏观调控政策的作用下已出现明显回落。2007 年前三季度，钢铁出口总额 398.8 亿美元，进口总额 183.4 亿美元，同比分别增长 89%和 15.3%。针对今年以来我国钢铁产品出口过快增长，国家有关部门采取了限制钢铁产品出口的措施。4 月份，我国钢材出口同比增幅为 146%，8 月份回落至 40%，9 月份进一步回落至 9%。钢材顺差也从 6 月份开始回落。

钢材生产成本上升幅度较大。9 月末与 2007 年初相比，国内方坯、铁精矿、废钢、生铁价格的涨幅都在 20%以上。在对进口铁矿石依赖逐步增加的同时，进口铁矿石价格不断上涨，2007 年 9 月铁矿砂及其精矿进口平均价格为 91 美元/吨，同比上涨 36.5%。

国家为了促进钢铁工业健康发展，出台了包括优化钢铁产品结

构、调整税收抑制钢铁产品出口以及加速淘汰落后产能等多项宏观调控措施。总体看，这些措施取得了一定成效。但钢铁行业依然存在生产增长过快、出口总量过大、生产成本快速上升等问题，而且部分产能落后的钢铁企业规模小、效率低、污染重，对资源和生态环境构成严重威胁。下一阶段，有必要进一步加大结构调整力度，减少能源消耗和污染物排放；同时，要坚定钢铁工业的发展以满足内需为主的方针，减少钢铁产品对国际市场的依赖度，遏制出口过快增长势头，并优化产品出口结构、地区结构，避免一般性产品向同一地区或国家集中大量出口，导致贸易摩擦。

第五部分 货币政策趋势

一、我国宏观经济展望

当前，国内经济增长动力依然强劲，未来一段时期国民经济将继续保持平稳较快发展势头。初步预计 2007 年 GDP 增长超过 11%，CPI 在 4.5%左右。

投资需求仍将较快增长。一是企业家对市场需求继续持乐观态度，投资意愿上升。中国人民银行第三季度企业家问卷调查显示，有 29.2%的企业家认为市场需求旺盛，比上季度和上年同期分别提高 0.4 和 4.7 个百分点。企业固定资产投资景气指数分别比上季度和上年同期提高 2.1 和 2.7 个百分点，创近 10 年来最高。二是企业设备利用水平继续保持高位。调查显示，4%的企业设备超负荷运转，83.7%的

企业设备水平利用“正常”。三是投资资金充裕。一方面企业盈利状况继续维持高位，29%的企业认为本季度“增盈”，是近10年来的最好水平。另一方面，银行经营状况不断向好，金融机构资金供给意愿比较强烈，中国人民银行第三季度银行家问卷调查显示，银行业景气指数相比历年同期大幅提升。此外，国内直接融资发展加快，资金供给的约束趋于减弱。在投资意愿和投资能力均有所增强的情况下，投资仍将维持较快增长趋势，有出现反弹的可能。三季度以来新开工项目个数和计划总投资快速增长。前三季度，累计新开工项目17万个，同比增加1.8万个。新开工项目计划总投资6万亿元，同比增长24.2%，连续5个月呈现加速增长的态势。

消费需求有望加快。以消费需求为主扩大内需、推动经济结构性调整，促进经济增长由主要依靠投资和出口拉动向消费、投资、出口协调拉动转变是国家转变发展战略的既定方针。随着经济结构性调整步伐加快，着力增加收入和提高消费倾向的各项政策正在逐步发挥效应。城乡居民收入增速提高，2007年以来农村居民家庭人均现金收入和城镇居民家庭人均可支配收入同比实际增长持续高于GDP增速，为消费持续增长提供了支撑。加之在经济持续较快发展下的乐观预期及财富效应等因素也有助于推动消费增长。预期未来一段时期消费仍将保持稳中趋旺的态势，但物价上涨有可能对实际消费增长产生一定抑制作用。未来加快农村消费增长和消费升级仍是促进消费增长的重点，同时也需从现实的购买力结构分布出发，全面地、多方位地开拓消费市场，改善消费环境。

贸易顺差仍将维持在较高水平。美国次贷风波加大了全球经济增长的不确定性，但全球经济继续以较快速度增长的可能依然较大，我

国贸易多元化发展一定程度上也有助于缓解部分区域经济增长放缓可能对贸易形成的影响，外部需求有望继续保持比较强劲的增长。从国内看，由于近几年供给和生产能力增长较快，进口替代能力显著提升，增加进口的难度有所增加。当前包括扩大消费内需、调整和规范外贸、外资和外汇管理政策等在内的一揽子结构性调整政策和汇率政策正在发挥积极作用，但其效应将是逐步和渐进的，国际分工格局调整及国内储蓄率较高等深层次问题难以在短期内解决。因此总体来看，在外部需求增长依然较快，未来一段时期我国贸易顺差仍将维持在较高水平，但增速有望逐步放缓。

价格整体上行压力依然较大，通胀风险仍须关注。一是粮食价格引发价格上行的可能依然存在。国际粮食供需趋紧，国际粮价进一步上涨，受经济持续较快增长及工业用粮需求增加等因素影响，国内粮食供给总体偏紧的状况仍将持续，有可能继续推动 CPI 上涨。二是能源价格存在上涨压力。国际上，油价不断走高。从国内看，理顺资源能源价格是合理反映我国比较优势，增强经济平衡增长能力的必然要求。但资源能源价格改革会加大短期内价格上行压力。三是从劳动力成本看，随着劳动力供求出现结构性趋紧，工资上行压力将增大，平均劳动报酬已连续七个季度超过 GDP 名义增长率，劳动力成本的上升在未来有可能进一步推高价格总水平。此外，通货膨胀预期继续强化。中国人民银行第三季度全国城镇储户及银行家问卷调查等显示，预计四季度物价继续上涨的居民占比、银行家总体物价预期指数、消费品和服务价格预期指数等均创调查以来的历史新高。总体看，在内外部经济继续较快增长，国际收支顺差及经济结构性矛盾持续累积的背景下，未来价格上行压力依然较大，整体价格很可能继续保持在相对较

高的水平。

总体看，随着进一步加强和改善宏观调控各项措施的有效落实，经济运行的突出矛盾有所缓解，但也要看到，经济运行中投资增长过快、贸易顺差过大、信贷投放过多等问题依旧突出，而且还出现了通货膨胀压力加大和资产价格持续上升等问题。国际经济金融运行的不确定性有所增大，也增加了国内经济的潜在风险。

二、下一阶段货币政策思路

中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，实行适度从紧的货币政策，继续采取综合措施，适当加大调控力度，保持货币信贷合理增长，防止经济增长由偏快转向过热，促进经济实现又好又快发展。

综合运用对冲措施，进一步加强流动性管理。当前流动性形势依然严峻，有必要继续加强银行体系流动性管理，搭配使用公开市场操作、存款准备金等工具，同时逐步发挥特别国债的对冲作用，加大对冲力度。加强价格杠杆调控作用，加强利率和汇率政策的协调配合，稳定通货膨胀预期。稳步推进利率市场化改革，推动货币市场基准利率体系建设。继续按照主动性、可控性、渐进性的原则，完善有管理的浮动汇率制度，更大程度地发挥市场供求的作用，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。继续深化外汇管理体制改革的，加强对资本流动的监测、引导和管理。进一步满足境内机构保留和使用外汇的需要，拓宽企业和个人对外投资渠道，鼓励企业和个人“走出去”进行实业和金融投资。同时，严格资本特别是短期资本流入和结汇管理，加强和完善跨境资本流动监测预警体

系 ,严格控制投机资金。在采取综合性货币政策工具加强调控的同时 ,继续加强对金融机构的窗口指导和信贷政策指引 ,引导商业银行防范快速扩张的风险 ,优化结构。

应当看到 ,造成当前国内流动性总体偏多的直接原因来自国际收支持续顺差 ,从深层次看则与储蓄率过高、消费率偏低的经济结构性矛盾突出密切相关。仅仅依靠对冲银行体系过多流动性以及加强信贷调控等并不能够从根本上解决流动性不断生成和经济的结构性问题 ,只能为经济增长创造平稳的货币金融环境 ,并以此为结构调整和加快改革赢取时间。在进一步加强银行体系流动性管理的同时 ,更重要的是应充分利用好当前经济持续较快增长、财政收入大幅增加的有利时机 ,加快推进经济结构调整。当前应加快向公共财政转型 ,增加公共消费性开支 ,完善社会保障体系 ,增强住房保障能力 ,稳定居民消费预期。发挥市场机制在引导投资中的主导作用 ,鼓励有助于改善民生的第三产业和服务业等投资适度增长。继续调整和规范外贸、外资和产业政策 ,适当扩大进口和市场开放。引导和鼓励企业适当降低积累比例 ,优化企业、政府和居民收入分布结构 ,促进消费增长。继续推进生产要素价格形成机制改革 ,提高和强化环保及劳动保护标准 ,促进经济发展方式转变。