

中国货币政策执行报告

二 四年第四季度

中国人民银行货币政策分析小组

2005 年 2 月 24 日

目 录

内容摘要	III
第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量增速回落到合理区间	1
二、金融机构存款稳定增长，人民币储蓄存款增速减缓	1
三、金融机构贷款增长适度，中长期贷款增加相对较多	2
四、基础货币增幅回落，金融机构流动性适度	3
五、金融机构存贷款利率逐步上升，货币市场利率基本平稳	3
六、国际收支“双顺差”，短期外债占比上升	4
七、外汇储备快速增长，人民币汇率稳定	5
第二部分 货币政策操作	5
一、完善公开市场业务体系，灵活开展公开市场操作	5
二、提高法定存款准备金率，建立差别存款准备金率制度	6
三、充分发挥利率杠杆的调控作用	6
四、利率市场化改革迈出重要步伐	7
五、加强对商业银行“窗口指导”和信贷政策引导	9
六、深化外汇管理体制改革，促进国际收支平衡	12
七、积极稳步推进金融企业改革	13
第三部分 金融市场分析	18
一、金融市场运行分析	18
二、金融市场制度性建设取得新进展	25
第四部分 宏观经济分析	30
一、世界经济金融形势及 2005 年预测	30
二、我国宏观经济运行分析	34
第五部分 货币政策趋势	43
一、对 2005 年总体经济形势的初步分析和预测	43
二、2005 年货币政策趋势	44

专栏

专栏 1：金融生态环境与资金流向	10
专栏 2：人民币在周边地区使用情况	12
专栏 3：改革开放以来出现的通胀、通缩及其治理回顾	15
专栏 4：金融产品创新	26
专栏 5：全国银行间债券成功实现券款对付(DVP)清算	28
专栏 6：金融支持“三农”和农村信用社改革	41

表

表 1：2004 年大额美元存款与美元贷款月度加权平均利率表	4
表 2：2004 年第四季度各利率浮动区间贷款占比表	8
表 3：2004 年国内非金融机构部门融资情况简表	18
表 4：2004 年金融机构同业拆借资金融出、融入情况表	19
表 5：2004 年末主要保险资金运用余额及占比情况表	24

图

图 1：1978 年以来我国经济增长与通货膨胀走势图	17
图 2：2004 年全国银行间债券市场国债收益率曲线变化图	21

内容摘要

2004 年，世界经济全面复苏，我国经济继续平稳较快发展。加强和改善宏观调控取得明显成效，粮食生产出现重要转机，粮价高位平稳回落；投资过快增长的势头得到抑制，消费市场稳中趋活，对外贸易快速发展；居民收入、企业利润、财政收入、外汇储备大幅增加。2004 年，全年国内生产总值达到 13.7 万亿元，增长 9.5%；居民消费价格上涨 3.9%。

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，促进商业银行落实区别对待、有保有压的调控政策，加强以市场为基础的调控机制建设，加快推进金融企业改革。一是完善公开市场业务体系，灵活开展公开市场操作。二是提高法定存款准备金率，建立差别存款准备金率制度。三是充分发挥利率杠杆的调控作用。四是稳步推进利率市场化改革。五是加强对商业银行“窗口指导”和信贷政策引导。六是深化外汇管理体制改革，促进国际收支平衡。七是积极稳步推进金融企业改革。

2004 年，金融运行平稳，货币供应量增幅回落，贷款适度增长，总体上符合宏观调控的预期目标。2004 年末，广义货币供应量 M2 余额 25.3 万亿元，同比增长 14.6%。全部金融机构新增人民币贷款 2.26 万亿元，比 2003 年少增 4824 亿元，比 2002 年多增 4173 亿元。基础货币余额 5.9 万亿元，同比增长 12.6%。金融机构存贷款利率逐步上

升，货币市场利率基本平稳。国际收支“双顺差”，2004年末国家外汇储备为6099亿美元，比2003年末增加2067亿美元，人民币汇率为1美元兑8.2765元人民币，继续保持基本稳定。

当前我国经济运行中的一些不健康不稳定因素虽然得到抑制，投资增幅回落，货币信贷增长放缓，总体经济正朝宏观调控预期方向发展，但当前加强和改善宏观调控取得的成效还是阶段性的，经济金融运行中的矛盾和问题仍然比较突出，农业基础还不稳固，固定资产投资反弹的压力依然较大，通货膨胀压力尚未根本缓解，货币政策有效性面临严峻挑战，金融体系稳定运行的基础不够牢固。

2005年货币政策将继续保持连续性和稳定性，货币信贷预期目标是狭义货币供应量M1和广义货币供应量M2均增长15%，全部金融机构新增人民币贷款2.5万亿元。中国人民银行将继续执行稳健的货币政策，全面落实科学发展观，既要支持经济平稳发展，又要注意防止通货膨胀和防范系统性金融风险。一是进一步完善间接调控机制，保持货币信贷合理平稳增长。二是灵活运用利率杠杆，促进总量平衡和结构调整。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。四是优化信贷期限结构，提高金融机构风险防范能力。五是大力培育和发展金融市场。六是加快推进金融企业改革。七是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。

第一部分 货币信贷概况

2004 年，我国国民经济平稳较快发展。金融宏观调控取得明显成效，金融运行平稳。主要金融指标在合理区间运行，货币供应量增幅回落，贷款增长适度，总体上符合宏观调控的预期目标。

一、货币供应量增速回落到合理区间

2004 年，随着中央加强和改善宏观调控措施的贯彻和落实，货币供应量增速呈逐步减缓趋势 2 月末广义货币供应量 M2 增长 19.4%，处于全年最高水平，之后逐步回落，8 月至 12 月 M2 增速连续 5 个月处于 13%-15% 这一比较合理的区间，与经济增长基本相适应。

2004 年末，广义货币供应量 M2 余额 25.3 万亿元，同比增长 14.6%，增速比上年末回落 5 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额 9.6 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年末回落 5.1 个百分点。流通中现金 M0 余额 2.1 万亿元，同比增长 8.7%。全年累计投放现金 1722 亿元，比上年少投放 746 亿元。

二、金融机构存款稳定增长，人民币储蓄存款增速减缓

2004 年末，全部金融机构（含外资金融机构，下同）本外币各项存款余额 25.3 万亿元，同比增长 15.3%；余额比年初增加 3.37 万亿元，同比少增 3376 亿元。其中，人民币各项存款余额 24.1 万亿元，比年初增加 3.33 万亿元，同比少增 3871 亿元；外汇存款余额 1530 亿美元，比年初增加 44.5 亿美元，同比多增 59.8 亿美元。

2004 年末，人民币企业存款余额 8.5 万亿元，同比增长 16.8%；

余额比年初增加 1.16 万亿元，同比少增 901 亿元（但比 2002 年多增 2112 亿元）。人民币储蓄存款余额 12.0 万亿元，同比增长 15.4%；余额比年初增加 1.59 万亿元，同比少增 702 亿元。由于利率水平较低、物价水平较高，居民储蓄意愿降低，2 月至 9 月储蓄存款连续同比少增加。2004 年 10 月 29 日中国人民银行提高存款基准利率，居民储蓄意愿回升，11 月和 12 月储蓄存款同比分别多增 763 亿元和 555 亿元，其中主要是定期存款多增。

三、金融机构贷款增长适度，中长期贷款增加相对较多

2004 年末，金融机构本外币贷款余额 18.9 万亿元，同比增长 14.4%，比上年末回落 7.1 个百分点；余额比年初增加 2.41 万亿元，同比少增 5785 亿元。其中，人民币贷款余额 17.7 万亿元，同比增长 14.5%，比上年末回落 6.6 个百分点；余额比年初增加 2.26 万亿元，比 2003 年少增 4824 亿元，比 2002 年多增 4173 亿元，增长适度。外汇贷款余额 1354 亿美元，同比增长 12.5%；余额比年初增加 171.4 亿美元，同比少增 116.2 亿美元。

从投向看，中长期贷款增加相对较多。2004 年金融机构人民币中长期贷款增加 1.37 万亿元，同比少增 500 亿元，其中基建贷款增加 6268 亿元，同比少增 106 亿元；短期贷款增加 6497 亿元，同比少增 3000 亿元；票据融资增加 2026 亿元，同比少增 1197 亿元；消费贷款增加 4327 亿元，同比少增 764 亿元。

分机构看，2004 年政策性银行人民币贷款增加 2712 亿元，同比多增 828 亿元；国有独资商业银行贷款增加 10222 亿元，同比少增

2913 亿元；股份制商业银行贷款增加 4690 亿元，同比少增 1912 亿元；城市商业银行贷款增加 1394 亿元，同比少增 416 亿元；农村信用社贷款增加 2532 亿元，同比少增 687 亿元。

四、基础货币增幅回落，金融机构流动性适度

2004 年末，基础货币余额 5.9 万亿元，比年初增加 6606 亿元，同比增长 12.6%，增速比上年末回落 4.2 个百分点。金融机构超额准备金率由 1 月末的 4.68% 下降到 4 月末的 3.45%，并连续 8 个月保持在 3%-4% 之间。12 月末为满足节日增加的流动性需求，金融机构超额准备金率上升到 5.25%，其中，国有独资商业银行超额存款准备金率为 3.54%，股份制商业银行为 7.47%，农村信用社为 10.34%。总体看，金融机构保持了合理的流动性，满足了贷款合理增长的需要。

五、金融机构存贷款利率逐步上升，货币市场利率基本平稳

金融机构贷款利率逐步上升。第四季度，金融机构人民币 1 年期固定利率贷款加权平均利率为 6.75%，为基准利率的 1.21 倍，比上季提高 0.47 个百分点，比年初提高 1.05 个百分点。单笔金额在 3000 万元以上的人民币协议存款利率略有上升，其中 61 个月期协议存款加权平均利率为 4.47%，比年初提高 0.32 个百分点；37 个月期协议存款加权平均利率为 4.32%，比年初提高 0.17 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、大额存款利率水平在波动中上升。12 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 2.27%，比年初上升 1.28 个百分点；1 年期固定利率美元贷款加权平均利率为 3.43%，浮动利率

贷款加权平均利率为 3.38% ,分别比年初上升 0.87 和 1.19 个百分点。

表 1 : 2004 年大额美元存款与美元贷款月度加权平均利率表

期 限	单位 : %											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
一、 大额存款												
3 个月以内	0.87	0.92	0.98	0.88	0.92	1.02	1.14	1.12	1.21	1.39	1.77	1.28
3-6 个月	1.03	1.19	1.38	1.02	1.52	1.47	1.42	1.88	2.16	3.16	2.37	1.80
6-12 个月	0.99	0.79	1.03	0.96	1.44	1.60	1.15	1.77	1.71	1.88	2.29	2.28
1 年	1.03	0.96	1.39	1.20	1.26	1.43	1.73	1.97	2.01	2.15	2.25	2.27
二、 贷 款												
1 年(固定利率)	2.54	2.38	2.44	2.53	2.77	3.04	3.13	3.10	3.36	3.21	3.55	3.43
1 年(浮动利率)	1.81	2.36	2.17	2.39	2.75	2.42	2.50	2.52	2.67	2.69	3.14	3.38

数据来源 : 商业银行外币利率备案表

2004 年 , 金融机构资金比较充裕 , 货币市场利率一直保持在较低水平。 12 月 , 7 天同业拆借和质押式债券回购加权平均利率分别为 2.09% 和 1.87% , 比上月分别回落了 0.12 和 0.22 个百分点 , 比上年同期分别降低了 0.15 和 0.28 个百分点。

六、 国际收支 “ 双顺差 ” , 短期外债占比上升

初步预计 2004 年我国国际收支经常项目顺差约 700 亿美元 , 资本和金融项目顺差约 1120 亿美元 , 净误差遗漏项目约 200 亿美元。经常项目、资本和金融项目顺差分别比上年增加约 250 亿美元和 600 亿美元。全年实际使用外商直接投资 606 亿美元 , 增长 13.3% 。

在人民币升值预期和本外币正利差的驱使下 , 境内金融机构纷纷减少国外资产运作 , 将资金调回境内 , 或增加国外短期借款。截至 2004 年末 , 我国外债余额折合 2286 亿美元 , 比上年末增长 18.1% ; 其中 , 短期外债余额 1043 亿美元 , 比上年末增加 273 亿美元 , 占外债余额的 45.6% , 较上年末上升 5.8 个百分点。

七、外汇储备快速增长，人民币汇率稳定

2004年，受美元贬值和人民币升值预期等因素影响，外汇流入进一步增加，是我国外汇储备增长最快的一年。2004年末，国家外汇储备达到6099亿美元，比上年末增加2067亿美元，同比多增899亿美元。人民币汇率为1美元兑8.2765元人民币，继续保持基本稳定。

第二部分 货币政策操作

2004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，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，促进商业银行落实区别对待、有保有压的调控政策，加强以市场为基础的调控机制建设，加快推进金融企业改革。

一、完善公开市场业务体系，灵活开展公开市场操作

2004年以来，中国人民银行通过建立健全流动性管理体系，完善公开市场业务决策制度、交易制度和一级交易商管理制度，推进公开市场操作频率、操作品种和技术支持系统等方面的创新。根据金融宏观调控的总体需要，中国人民银行针对外汇占款持续快速增长和投资、信贷增速变化情况，灵活把握公开市场操作力度和节奏，适时适度调控银行体系流动性，引导货币市场利率，保持了银行体系流动性总量适度、结构合理、变化平缓以及货币市场利率的基本稳定。第一季度，采取适度从紧的操作取向，基本上实现了本、外币操作的全额

对冲；后三个季度，针对各项宏观调控措施逐步落实并已见成效的情况，同时为了防止投资反弹，并支持商业银行正常的支付清算和合理的贷款资金需求，采取了中性的操作取向。

2004 年，中国人民银行通过外汇公开市场操作投放基础货币 16098 亿元，通过 110 次人民币公开市场操作回笼基础货币 6690 亿元，投放、回笼相抵，全部公开市场业务净投放基础货币 9408 亿元。全年共发行 105 期央行票据，发行总量 15072 亿元，年末央行票据余额为 9742 亿元。

二、提高法定存款准备金率，建立差别存款准备金率制度

针对投资需求过旺、货币信贷增长偏快、通货膨胀压力加大等问题，经国务院批准，中国人民银行在 2003 年 9 月提高存款准备金率 1 个百分点之后，于 2004 年 4 月 25 日再次提高金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以控制货币信贷总量过快增长，保持国民经济持续快速健康发展。

经国务院批准，中国人民银行决定从 2004 年 4 月 25 日起实行差别存款准备金率制度，金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩，对资本充足率低于一定水平的金融机构实行相对较高的存款准备金要求，建立起正向激励与约束机制。

三、充分发挥利率杠杆的调控作用

为控制基础货币投放，中国人民银行从 2004 年 3 月 25 日起，将用于金融机构头寸调节和短期流动性支持的再贷款利率统一加 0.63 个百分点，再贴现利率加 0.27 个百分点。为进一步巩固宏观调控成

果，经国务院同意，中国人民银行决定从 2004 年 10 月 29 日起上调人民币存、贷款基准利率。一年期存、贷款利率上调 0.27 个百分点，其他各档次存、贷款利率也相应调整，中长期存贷款利率上调幅度大于短期。

四、利率市场化改革迈出重要步伐

2004 年以来，中国人民银行继续稳步推进利率市场化改革，经历了三个重要步骤。

第一步，经国务院批准，中国人民银行决定从 2004 年 1 月 1 日起将商业银行、城市信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 1.7 倍，农村信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 2 倍，并放开贷款利率确定方式和结息方式。金融机构不再根据企业规模和所有制性质，而是根据企业的信誉、风险等因素确定合理的贷款利率，逐步形成了按照贷款风险成本差别定价的格局。

第二步，经国务院批准，中国人民银行决定从 3 月 25 日起实行再贷款浮息制度，即在国务院授权的范围内，中国人民银行根据宏观经济金融形势，在再贷款(再贴现)基准利率基础上，适时确定并公布中央银行对金融机构贷款(贴现)利率加点幅度。这项制度的建立理顺了中央银行和借款人之间的资金利率关系，提高了中央银行引导市场利率的能力。

第三步，经国务院批准，中国人民银行决定从 10 月 29 日起放开商业银行贷款利率上限，城乡信用社贷款利率浮动上限扩大到基准利率的 2.3 倍，实行人民币存款利率下浮制度。这是稳步推进利率市场

化的又一重要步骤，有利于贷款利率更好地覆盖风险溢价，缓解中小企业贷款难问题，同时也为金融创新创造了条件，促进金融机构按照资本充足率加强负债管理，控制经营风险。

表 2：2004 年第四季度各利率浮动区间贷款占比表

	合计	[0.9, 1)	1.0	上浮水平					单位：%
				小计	(1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2]	2以上	
合计	100	23.23	24.56	52.21	28.98	9.90	10.66	2.68	
国有独资商业银行	100	27.13	28.54	44.33	38.75	4.84	0.73	0.01	
股份制商业银行	100	32.93	31.07	36.00	34.61	1.21	0.16	0.01	
区域性商业银行	100	20.59	19.18	60.23	32.31	20.02	6.45	1.45	
城乡信用社	100	1.89	4.13	93.97	11.61	27.00	43.92	11.44	

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

根据中国人民银行对全国金融机构 2004 年第四季度贷款利率浮动情况的调查统计显示，2004 年第四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 23.23%，比三季度上升 2.43 个百分点；实行基准利率的贷款占比为 24.56%，比三季度下降 4.54 个百分点；实行上浮利率的贷款占比为 52.21%，比三季度上升 2.11 个百分点。金融机构贷款利率在 2004 年 10 月 29 日新增的贷款利率浮动区间内，即商业银行贷款利率在基准利率的 1.7 倍以上、城市信用社贷款利率在 (1.7, 2.3] 和农村信用社贷款利率在 (2, 2.3] 的区间内均有分布。其中，在基准利率 2 倍以上区间内，金融机构的贷款占比为 2.68%，贷款利率更好地覆盖了贷款的风险溢价。

总体来看，利率市场化是不断放松利率管制的过程。1996 年以来，中国人民银行累计放开、归并或取消的本、外币利率管理种类为

118 种 , 目前中国人民银行仍在管理的本外币利率种类尚有 30 种。今后 , 随着利率市场化进程的稳步推进和金融机构利率定价能力的提高 , 中国人民银行将继续扩大金融机构的利率定价自主权 , 通过中央银行的间接调控 , 引导利率发挥优化金融资源配置和调控宏观经济的作用。

五、加强对商业银行“窗口指导”和信贷政策引导

2004 年以来 , 中国人民银行认真贯彻国务院“区别对待、有保有压”的宏观调控方针和中央经济工作会议精神 , 在注重总量调控的同时 , 加强对商业银行的“窗口指导”和信贷政策引导 , 督促金融机构积极配合国家产业政策 , 限制对过热行业和不符合国家产业政策的企业的信贷投放 , 继续加大对农业、中小企业、扩大消费、增加就业、助学等方面的支持力度 , 积极支持非公经济发展。

一是按月召开经济金融形势分析会 , 有针对性地加强对商业银行“窗口指导”和风险提示 , 提请商业银行既要重视和防止货币信贷过快增长 , 也要防止“急刹车” , 合理把握贷款进度 , 优化资金配置。

二是认真贯彻国务院指示精神 , 协调督促各商业银行采取有效措施适度控制对钢铁、电解铝、水泥等“过热”行业的授信总量 , 同时强调 , 各商业银行在授信总量内对符合市场准入条件、环保和技术指标好的企业 , 要按照信贷原则提供正常信贷支持。

三是引导金融机构加大对农业、中小企业、扩大消费、增加就业、助学等方面的支持力度。在农业方面 , 要求商业银行积极做好“三农”金融服务工作 ; 对 13 个粮食主产区单独安排再贷款 , 用

于支持发放农户贷款；研究通过组织、机制和工具创新完善农村金融服务体系的方案；配合国家少数民族地区发展规划，抓紧研究制定改善老少边穷地区农村金融服务方案。在扩大就业方面，中国人民银行加强了与财政部、劳动和社会保障部等部门的协调，完善下岗失业人员小额担保贷款管理办法，简化贷款担保和审批手续，鼓励银行对符合贷款条件、新增就业岗位吸纳下岗失业人员达到一定比例的劳动密集型小企业加大信贷支持。在助学贷款方面，积极推动助学贷款可持续发展，通过招投标确定国家助学贷款业务经办银行，进一步完善国家助学贷款风险防范补偿机制。在发展消费信贷方面，与中国银行业监督管理委员会共同发布了《汽车贷款管理办法》，进一步规范汽车贷款业务管理，促进汽车贷款业务健康发展。

四是支持非公有制经济发展。鼓励各商业银行从非公有制经济特点出发，改进信贷管理方式，开展金融产品创新，完善金融服务。认真分析当前日趋活跃的民间借贷对宏观经济、金融运行的影响，研究合理引导和规范民间借贷问题。

专栏 1：金融生态环境与资金流向

生态指生物与其生存环境之间的相互关系。近年来，生态学研究范畴不断扩大，不仅突破了原生物学的范畴，还出现了与社会科学相互渗透结合的趋势，如社会生态学、经济生态学等。金融生态一个很重要的方面就是资金与金融环境之间的相互关系。如果一个地方金融生态环境好，就会有更多的资金流入这个区域；如果金融生态环境不好，资金就会流出这个区域；这是市场经济中资金流动的必然。金融生态环境包括政策环境、经济环境、法律环境、信用环境和金融服务水平等。

中国是一个正在由计划经济向市场经济转轨的大国，各个地区的金融生态环

境差异较大，在若干年前地区风险差异很大的时候，最差地区和最好地区的不良资产比率能相差 10 倍。造成地区金融生态环境差异的主要原因，一是对银行业务进行行政干预的程度不同；二是在司法和执法方面对维护债权人权益的力度不同，譬如四家金融资产管理公司在回收资产时需要得到司法和执法方面的支持，由于各地支持力度不同，因而各地对同一类资产的回收率就很不相同；三是商业文化不同，在关系和裙带文化盛行的地方，其不良资产比例就明显偏高；四是过去商业银行实行贷款规模管理，各行将贷款规模按省市进行分解，资金并不是充分流动的；此外过去银行监管大多强调按地方划块，存在着不利于资金流动的现象。尽管上述很多原因是历史形成的并正在逐步变化，但这些原因尚未完全消失，有的还在导致新的地区金融生态环境差异。

随着改革的深入，商业银行自身的内部控制和风险管理正逐步加强，一些银行试着开始发展内部评级对风险进行评估，一些评级机构和资讯公司也在收集和公布这些内部评级结果，这无疑会形成一种压力，迫使风险较大的地区改进它们的金融生态环境。从各个方面汇总的情况看，当前商业银行内部评级考虑的主要因素有：地方行政干预的程度，不良资产比率，信用环境，在处置不良资产时能否在保证处置效率的同时保护债权人的利益，地方在司法、执法方面的力度以及对债权人的实际保护情况，各地在处理企业和金融机构关闭破产过程中的具体做法，对再贷款的偿还进度等。虽然各家商业银行的评价并不完全一致，但总体而言会出现一个平均值，这个平均值将成为一个重要的参考指标，并促使商业银行和地方政府之间的关系发生重大变化。地方政府会日益重视商业银行在内部评级中对本地区的看法，因为在将来商业银行在资金调度、信贷授权、信贷最终决策方面的实际影响力可能要比某些项目更加重要。总之，随着巴塞尔资本协议和内部评级体系的执行，将会造就更好的微观经济基础，并促使地方政府努力改进本地区的金融生态环境。

地区金融生态环境将来可能会极大地影响资金的流向。根据比较优势理论，任何地区都有自己的比较优势，只要有正确的发展战略和准确的产业定位，就应该能够建立自己的竞争力和吸引力；只要能不断改善地区金融生态环境，就能够吸引越来越多的资金流入该地区。

六、深化外汇管理体制改革，促进国际收支平衡

一是加大政策调整力度，积极维护国际收支基本平衡。切实加强对短期资金流入的管理，严格资本项下结汇的真实性审核，限制国内外汇贷款结汇，规范居民和非居民个人结汇行为。开拓资金合理有序流出的新渠道，允许个人合法财产向外转移。

二是促进贸易投资便利化，稳步推进人民币可兑换。改进进出口收付汇核销管理，提高企业经常项目外汇账户保留外汇比例，进一步放宽企业和个人服务贸易用汇限制。统一境内中外资银行外债和外汇贷款管理办法，允许中外资跨国公司开展内部资金运作。放宽境外投资外汇管理限制，积极支持国内企业“走出去”开展跨国经营。继续引入合格境外机构投资者制度，截至2004年末，共批准24家合格境外机构投资者，累计批准金额34.2亿美元。

三是发展外汇市场，完善人民币汇率形成机制。进一步扩大市场主体，允许中国外汇交易中心正式开展外币间买卖业务，扩大远期结售汇业务试点银行和业务范围。同时，加强反洗钱工作，整顿和规范外汇市场秩序。

专栏 2：人民币在周边地区使用情况

一、香港和澳门特别行政区办理个人人民币业务的情况

为密切两地经贸关系，便利两地居民互访和旅游消费，引导人民币有序回流，经国务院批准，2003年11月19日，中国人民银行宣布为香港银行开办个人人民币业务提供清算安排。自2004年2月25日起，香港银行开始为香港居民办理个人人民币的存款、兑换和汇款三项业务。从4月末开始，香港银行陆续推出人民币银行卡服务。除上述四项业务外，自1月18日起，内地银行发行的印有银

联标识的人民币卡也可以在香港使用。截至 2004 年末，香港共有 43 家银行与清算行签定了清算协议，并正式启动个人人民币业务。

香港人民币业务开办一年来，整体表现平稳，人民币存款稳步增长，汇款及平盘业务发展平稳，现钞回笼有序，银行卡交易量持续上升，资金清算渠道畅通。香港各参加行均能遵守清算协议及相关规定，香港各界反应良好，基本达到了将香港居民手持人民币回笼内地、方便内地居民赴港旅游的预定政策目标。截至 2004 年末，清算行在中国人民银行深圳中支的人民币存款余额为 121 亿元。

澳门银行自 2004 年 11 月 3 日起开始办理人民币存款、兑换和汇款业务。到目前为止，在 15 家与清算行签订了清算协议的澳门银行中，有 12 家银行已开始办理相关业务。截至 12 月末，清算行在中国人民银行广州分行的人民币存款余额为 8371 万元。

二、周边国家边贸本币结算情况

随着我国经济实力不断增强，对外经贸交往快速发展，人民币币值长期保持稳定，人民币在周边国家和地区被越来越多的经济体所接受，特别是在边民互市和边境小额贸易中被广泛用作计价、支付和结算货币，人民币在境外的流通量不断增加。近年来，中国人民银行先后与越南、蒙古、老挝、尼泊尔、俄罗斯、朝鲜和吉尔吉斯等国签署了关于边境贸易的结算协定，主要内容包括：1、允许人民币及对方国家货币用于两国边境贸易的结算；2、商业银行可以互相开立本币账户办理银行结算服务；3、商业银行可在边境地区设立两国货币的兑换点；4、商业银行可以通过在海关备案后调运大额人民币现钞进行清算。上述协定的签署和实施，疏通了人民币在境外使用的银行结算渠道，促进了边境地区贸易和旅游的发展；允许周边国家的商业银行调运大额人民币现钞入境，部分解决了境外人民币现钞的回流问题；将人民币现金结算引导进入银行体系，有助于打击洗钱等非法行为，维护良好的金融秩序。

七、积极稳步推进金融企业改革

（一）国有商业银行股份制改革试点工作稳步推进

2003 年 12 月 31 日，通过中央汇金投资有限责任公司（以下简称汇金公司）对中国银行、中国建设银行（以下简称两家试点银行）

注资 450 亿美元。正式启动国有独资商业银行股份制改革试点工作以来，国有独资商业银行股份制改革试点工作进展顺利，已取得阶段性成果。

通过国家注资、处置不良资产、增加风险拨备等措施，两家试点银行较好地改善了财务状况，资本充足率达到监管标准，资产质量明显改善，抗风险能力显著增强。截至 2004 年末，中国银行与中国建设银行的资本充足率分别为 8.62% 和 11.95%；不良贷款比率分别为 5.12% 和 3.70%；拨备覆盖率分别为 71.7% 和 69.9%。

2004 年 8 月 26 日和 9 月 21 日两家试点银行相继改组为股份有限公司，按照建立现代金融企业制度的要求，建立了现代公司治理结构的基本框架。汇金公司代表国家对两家试点银行行使出资人权力，较好地解决了国有商业银行长期存在的产权主体虚置问题。两家试点银行按照现代公司治理结构规范设置的股东大会、董事会及其专门委员会、监事会和新的管理层已按相应的规章制度开始正常运作。科学设计和完善经营管理制度和风险控制制度，加强内部控制和风险管理；改革组织结构，整合业务流程，实现机构扁平化和业务垂直化管理；改革人力资源管理体制，取消行政级别，推行聘任制。

2004 年，中国工商银行和中国农业银行也在完善经营机制、加大内部改革、完善风险控制和提高盈利水平等方面作出很大努力，为进一步股份制改革奠定了基础，创造了条件。与此同时，交通银行亦于 2004 年 6 月 30 日完成财务重组，8 月 18 日完成引入战略投资者香港上海汇丰银行有限公司的入股股权交割工作，目前交行正在积极

筹备择机上市。

（二）农村信用社改革试点工作进展顺利

2004 年，为加快推进农村信用社改革步伐，努力促进农村信用社健康可持续发展，在总结 8 个试点省农村信用社改革经验的基础上，国务院决定进一步深化农村信用社改革试点，批准北京、天津、河北等 21 个省（市、区）列入农信社改革试点地区范围。为巩固改革成果，强化正向激励机制，国家对上述地区农信社给予扶持的政策总体上仍按原试点方案的规定执行，正向激励的资金支持方案逐步落实。截至 2004 年末，中国人民银行会同中国银行业监督管理委员会按照规定条件和程序严格审查考核，共批准 620 个试点县（市）农村信用社分四批认购中央银行专项票据 355.5 亿元。先行试点地区农村信用社的历史包袱得到明显化解，总体经营状况有所好转；支农金融服务功能有所增强；增资扩股进度较快，资本充足率迅速提高。

专栏 3：改革开放以来出现的通胀、通缩及其治理回顾

1978 年改革开放以来，我国经历过多次通货膨胀，分别发生在 1980 年、1984-1985 年、1988-1989 年、1993-1994 年和 2003-2004 年。1998-2002 年我国还出现了长达 5 年的通货紧缩，价格水平一直处于 0 附近。2002 年底开始，我国经济出现过热苗头，2003 年价格上涨再次抬头，2004 年达到 3.9%。

1980 年的通货膨胀及其治理：1980 年，商品零售价格上涨达到 6%。1980 年 12 月，国务院发出《关于严格控制物价、整顿议价的通知》，随后中央工作会议作出了继续对国民经济进行大的调整的决策。会议要求，一方面要大规模压缩基本建设投资，缩减国防费和行政管理费，减少财政开支；另一方面要继续加快农业、轻工业的发展，增加消费品生产，开辟财源；力求实现财政收支、信贷收支的基本平衡，不再搞财政性的货币发行，把物价特别是基本生活必需品的销售

价格稳住。经过这一阶段的调整，商品零售价格指数在 1982 年和 1983 年分别回落到 1.9% 和 1.5% 的水平上。

1984-1985 年的通货膨胀及其治理：1985 年，居民消费价格指数上涨 9.3%。国务院采取紧缩信贷和紧缩财政的宏观调控措施，以抑制经济过热的势头。国家在严格控制财政支出和固定资产投资规模的同时，主要运用货币、信贷手段紧缩银根，严格控制信贷总规模和现金投放，加强银行金融信贷管理工作和开展全面信贷大检查，大力组织货币回笼。在这些措施的作用下，居民消费价格指数由 9.3% 回落到 1986 年的 6.5%，国内生产总值增长速度由 13.5% 回落到 1986 年的 8.8%。

1988-1989 年的通货膨胀及其治理：1988 年 8 月，我国出现了解放以来第一次储蓄存款的净下降，同时“抢购风”达到了高潮，1988 年居民消费价格指数达到 18.8%。1988 年 9 月，党中央国务院提出用 3 年左右的时间把改革和建设的重点放到“治理经济环境、整顿经济秩序”上来，并实行财政金融“双紧”政策。这次治理整顿，很快收到了抑制通货膨胀的成效，居民消费价格指数由 18.8% 降至 1990 年的 3.1%，进而维持在 1991 年 3.4% 的水平上。

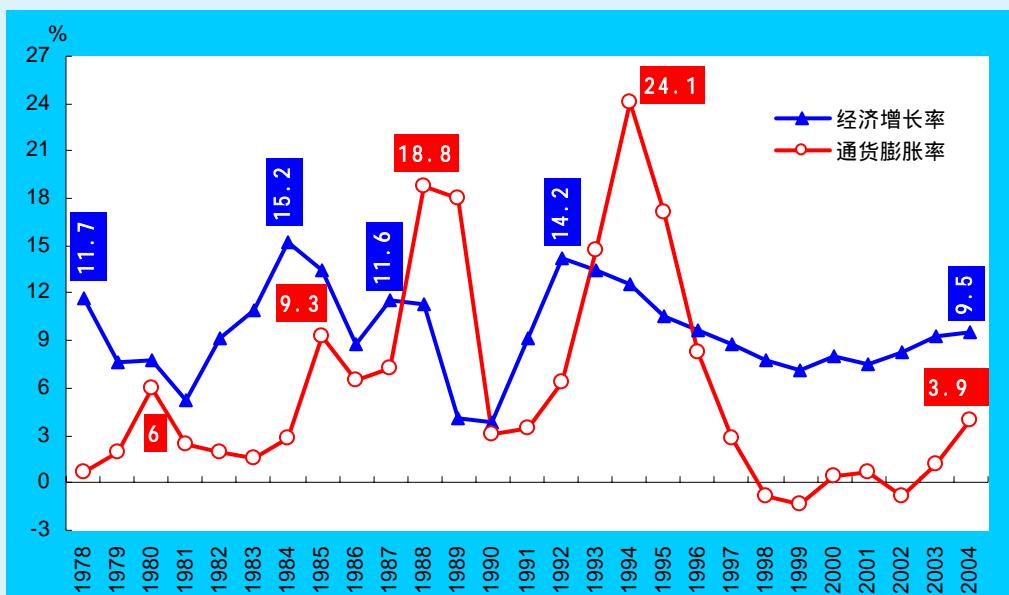
1993-1994 年的通货膨胀及其治理：1993 年，通货膨胀突破了两位数，1994 年居民消费价格指数上升到 24.1%。针对当时经济过热导致的宏观经济失衡、经济秩序紊乱的局面，1993 年 6 月，党中央、国务院发布了《中共中央、国务院关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》，采取了 16 条以治理通货膨胀、消除经济过热为首要任务的综合治理措施，这些措施主要包括三个方面的内容：一是“约法三章”，坚决查处乱拆借、乱集资、乱提高利率等非法行为，堵住资金流失的“邪门”；二是适时微调，在总量从紧的原则下，改进贷款供应，保证资金重点需求，缓解企业资金困难，开好资金投放“正道”；三是灵活利用利率杠杆，及时开办保值储蓄，促进货币回笼。中国人民银行在国务院领导下，坚持实行“适度从紧”的货币政策。到 1996 年底，适度从紧的货币政策收到明显成效，通货膨胀得到控制，国民经济实现“软着陆”。

1998-2002 年的通货紧缩及其治理：1998 年，居民消费价格指数首次出现负值，之后连续四年在 0 附近波动。党中央、国务院审时度势，及时制定扩大内需的方针，实行积极的财政政策和稳健的货币政策。中国人民银行执行稳健的货

币政策，自 1996 年 5 月起 8 次降息，适当增加货币供应量，引导贷款投向，执行金融稳定工作计划，促进商业银行深化改革，改善货币政策传导机制。到 2000 年，我国国民经济运行出现了重要转机，国内生产总值达到 8.9 万亿元，增长 8%；物价涨幅持续下降的趋势得到遏制，全年居民消费价格指数同比上涨 0.4%。

当前的宏观调控：2003 年，国民经济运行中出现了粮食供求关系趋紧，固定资产投资增长过猛，货币信贷投放过多，煤电油运供求紧张等问题。居民消费价格指数自 2003 年 9 月起快速上升，12 月达到了 3.2% 的水平；进入 2004 年后继续保持快速上涨态势，从 1 月份的 3.2% 升至 6 月份的 5.0%，7、8、9 三个月均维持在 5% 以上的较高水平。党中央、国务院见事早，行动快，于 2002 年中央经济工作会议时就对出现低水平重复建设问题提出预警，2003 年，又针对经济生活中的一些苗头性、倾向性问题，见微知著，主动调控，陆续采取了一系列调控措施。2004 年，中央根据经济运行中出现的投资膨胀加剧、物价回升加快等新情况，在“两会”以后果断提出要紧紧把握土地、信贷两个闸门，及时加大了调控力度。2004 年下半年以来，随着加强和改善宏观调控取得积极成效，又明确提出宏观调控仍处于关键阶段，多次强调要防止出现反弹。总的来看，加强和改善宏观调控取得了明显成效，经济运行中的不健康不稳定因素得到抑制，居民消费价格指数出现了一定程度的回落，国民经济继续保持平稳较快发展。

图 1：1978 年以来我国经济增长与通货膨胀走势图



注：通货膨胀率在 1985 年以前用商品零售价格指数变动率表示，1985 年以后采用居民

消费价格指数变动率表示；经济增长率用GDP增长率表示。

数据来源：国家统计局《中国统计年鉴》

第三部分 金融市场分析

一、金融市场运行分析

2004年，金融市场进一步规范发展，金融产品创新和制度建设取得新进展。贷款融资比重下降，国债和股票融资比重上升，融资格局有所优化。2004年，国内非金融机构部门(包括住户、企业和政府部门)以贷款、股票(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入的资金总计为2.9万亿元(本外币合计)，同比少融资6131亿元，下降17.4%，主要是贷款融资同比下降19.6%，国债融资同比下降11.3%。国内非金融机构部门贷款、国债、企业债和股票融资的比为82.9：10.8：1.1：5.2。

表 3：2004 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(%)	
	2004年	2003年	2004年	2003年
国内非金融机构部门融资总量	29023	35154	100.0	100.0
贷款	24066	29936	82.9	85.1
国债	3126	3525	10.8	10.0
企业债	327	336	1.1	1.0
股票	1504	1357	5.2	3.9
其中：可转债	209	181	0.7	0.5

数据来源：中国人民银行调查统计司

(一) 货币市场成交同比有所下降

2004年，银行间债券回购市场累计成交9.44万亿元，同比减少2.28万亿元，日均成交374.5亿元，比上年同期下降19.8%。质押式

债券回购累计成交 9.31 万亿元，同比减少 2.41 万亿元；5月 20 日开始的买断式债券回购累计成交 1263 亿元。交易所国债回购累计成交 4.41 万亿元，下降 16.8%。

2004 年，银行间同业拆借市场累计成交 1.46 万亿元，同比减少 0.96 万亿元，日均成交 57.8 亿元，比上年同期下降 39.9%。成交主要集中 在 7 天和隔夜两个短期品种上，市场份额为 91.1%，同比上升 4 个百分点；其中 7 天品种的市场份额为 71.6%，同比上升 11.2 个百分点。

银行间市场质押式债券回购月加权平均利率、同业拆借交易月加权平均利率走势基本平稳，大体呈“回落—上升—回落”态势。1月，受春节前金融机构资金需求较大影响，质押式债券回购和同业拆借交易月加权平均利率较高，分别为 2.43% 和 2.38%；节后随资金大量回流和金融机构资金来源增加较多，金融机构资金头寸较宽松，利率平稳回落至 3 月的 1.93% 和 2.07%；4 月起受央行调整法定准备金率、市场利率预期上升等因素影响，出现稳步回升，6 月分别为 2.41% 和 2.40%；7 月起再次持续平稳回落直至 12 月的 1.88% 和 2.07%。

表 4：2004 年金融机构同业拆借资金融出、融入情况表

	单位：亿元	
	2004 年 ¹	2003 年 ¹
国有独资商业银行	-4913	-9108
其他商业银行	-2865	-891
其他金融机构	7175	9568
其中：证券公司	6532	8911
外资金融机构	604	431

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》

从资金融出、融入情况看，国有独资商业银行仍是银行间债券回购市场上最大的资金净融出部门，全年净融出 4.60 万亿元；其他商业银行、其他金融机构 是主要的资金净融入部门，分别融入资金 2.86 万亿元和 1.68 万亿元。在同业拆借市场上，国有独资商业银行也是最大的资金净融出部门，但净融出资金同比下降较多，其他商业银行净融出资金增加较多。资金净融入方主要是证券公司。随着我国金融对外开放的不断深化和货币市场的不断发展，外资金融机构对人民币需求越来越大。2004 年外资金融机构全年净拆入资金 604 亿元，同比增长 40%，净拆入资金占比上升至 7.8%，上升了 3.5 个百分点。

（二）债券市场品种渐趋丰富，发行利率呈持续上升态势

2004 年银行间债券市场现券交易累计成交 2.50 万亿元，同比减少 5807 亿元，日均成交 99.4 亿元，同比下降 19.1%；交易所国债现券成交 2966 亿元，同比减少 2790 亿元。

前四个月，债券指数波动较大，总体呈下滑走势，中国债券总指数、上海证券交易所国债收盘指数从 1 月 2 日当年最高点 104.91 点和 99.21 点波动下行，4 月 29 日达到当年最低点 99.98 点和 91.24 点，之后在小幅波动中回升，年末分别收于 101.2 点和 95.61 点。

2004 年国债累计发行 6924 亿元，同比多增 644 亿元，增长 10.3%，其中，凭证式国债发行 2510 亿元，与上年基本持平；记账式国债发行 4414 亿元，增长 16.9%；政策金融债累计发行 4148 亿元，下降 9.1%；

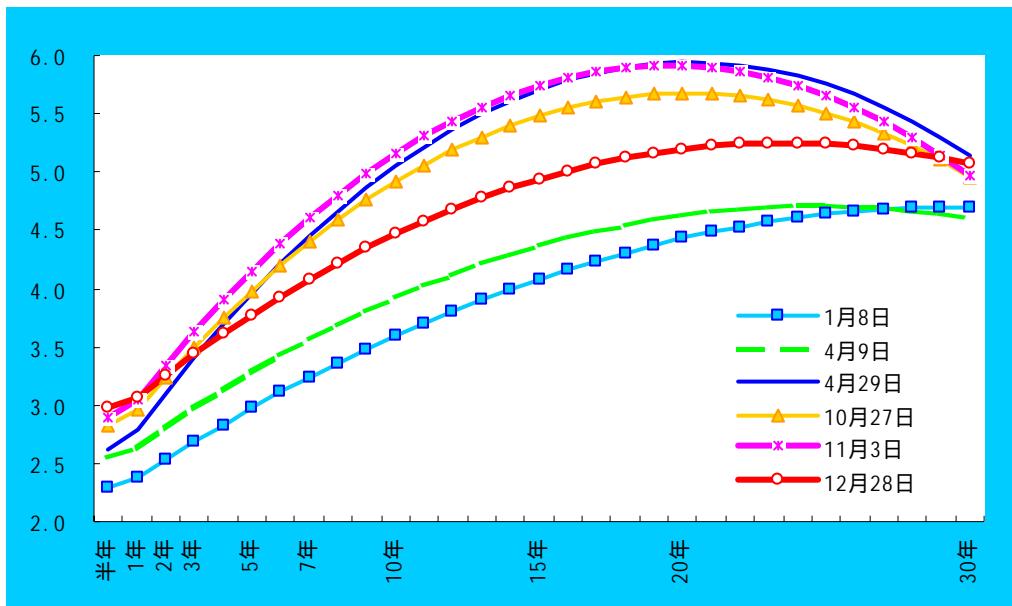
其他商业银行包括股份制商业银行和城市商业银行。

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。

企业债累计发行 327 亿元，下降 8.7%。7 月起，金融机构开始在银行间市场发行次级债，补充附属资本，全年累计发行次级债 861 亿元。

债券发行利率呈持续上升态势。3 年期凭证式国债发行利率 3 月为 2.52%，7 月上升为 2.65%，11 月上升为 3.37%；国家开发银行发行的 3 年期固定附息债 1 月发行的第 1 期利率为 2.99%，6 月发行的第 11 期利率上升为 4.2%，9 月发行的第 15 期利率为 4.36%。

图 2：2004 年全国银行间债券市场国债收益率曲线变化图



数据来源：中国债券网

2004 年全年全国银行间债券市场国债收益率曲线（下称曲线）从总体上看呈上升趋势，大致可分为五个阶段：第一阶段，即 1 月至 4 月初的缓慢上移阶段。第二阶段，即 4 月中旬至 4 月末的快速上移阶段。在 4 月 12 日央行宣布上调法定准备金率 0.5% 后，曲线在一个星期内快速上升至 40 个基点左右；加之当月 CPI 首次上升超过 3%，至 4 月 29 日曲线再次上移 50 个基点超过年初近 100 个基点。第三个

阶段，即 5 月 8 日至 10 月 29 日的振荡下移阶段。由于“五一”节后未能加息，加之宏观调控有效，从 5 月 8 日起曲线从高位下移；但因 7、8、9 三个月 CPI 在高位运行，曲线下移幅度较小。第四阶段，即 10 月 29 日至 11 月 24 日的曲线快速上移阶段。在 10 月 29 日升息 0.27% 后，曲线又快速上升至 4 月末水平。第五阶段，即 11 月末至年末的下移阶段。由于资金面相对宽松，债市转暖，12 月末曲线回落到与年初相差 60 多个基点左右。

（三）票据市场业务在规范中稳步发展

2004 年，商业汇票累计签发 3.4 万亿元，同比增长 22%；累计票据贴现 4.5 万亿元、再贴现 223.7 亿元，同比分别增长 4% 和下降 79%。到 12 月末，已签发的未到期商业汇票余额为 1.5 万亿元，同比增长 17%；票据贴现、再贴现余额分别为 1 万亿元和 33 亿元，同比分别增长 26%、下降 96%。

2004 年，票据业务发展呈现以下特点：一是票据业务发展有效缓解了企业流动资金紧张。全年企业签发的商业汇票未到期余额 1.5 万亿元，比 2003 年增加 2180 亿元，约为全部金融机构新增贷款的十分之一；票据贴现余额 1.02 万亿元，比 2003 年增加 2143 亿元，约占全部金融机构新增贷款的 9%。二是同前几年的高速增长相比，金融机构票据业务增长速度有所回落。金融机构全年累计签发银行承兑汇票额及年末银行承兑汇票余额的增长速度分别为 26% 和 19%，比去年下降 45 和 55 个百分点。三是再贴现余额逐月下降，金融机构对中央银行资金依赖明显减少。四是银行承兑汇票仍是票据市场的最主要

工具。全年银行承兑汇票累计签发量、当月签发量、未到期余额均占商业汇票总额的 97%以上。五是相对于国有独资商业银行，中小金融机构票据交易较为活跃。全年中小金融机构的银行承兑汇票累计发生额约占全部银行承兑汇票累计发生总额的 66%，比 2003 年增加 7 个百分点；其票据贴现累计发生额占全部票据贴现累计发生总额的 52%，比 2003 年增加 8 个百分点。

（四）股票市场交易量同比有所增长，股票价格指数先扬后抑

2004 年股票市场成交较上年活跃，全年沪、深股市累计成交 4.23 万亿元，同比增加 1.02 万亿元；日均成交 174.2 亿元，同比增长 30.7%。其中 A 股累计成交 4.16 万亿元，同比增加 1.03 万亿元；日均成交 171.1 亿元，同比增长 31.9%。

股票市场指数波动较大，总体呈先升后抑态势。年初发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》后，沪、深股指在波动中大幅上扬，4 月上旬上证综指、深证综指最高分别升至 1783 点和 472.18 点。此后，股指在波动中持续下滑，9 月有所反弹，年末上证综指和深证综指分别收于 1267 和 316 点，比年初分别下降 15.4% 和 16.6%。

2004 年股票市场累计融资 1503 亿元，同比多融资 146 亿元，增长 10.7%。企业在海外融资增加较多，企业发行 H 股筹资 78.3 亿美元，占筹资总额的 43.1%；A 股筹资（包括发行、增发和配股）620 亿元，同比下降 3%；B 股筹资 3.28 亿美元，同比增长 6.6 倍；可转

债筹资 209 亿元 , 同比增长 15.8%。

证券投资基金发展较快。全年新增 66 只基金 , 年末证券投资基金总规模达 3309 亿元 , 比上年末增长 104.9%; 总资产净值 3246 亿元 , 比上年末增长 91%。

(五) 保险业继续蓬勃发展

2004 年 , 保险业累计实现保费收入 4318 亿元 , 同比增长 11.3% 。国民经济的平稳较快发展 , 尤其是汽车消费和固定资产投资的增长 , 拉动了财产险业务的快速发展 , 全年财产险收入 1090 亿元 , 同比增长 25.4% 。全年保险业累计赔款、给付 1004 亿元 , 同比增长 19.4% 。保险公司总资产继 4 月突破万亿元大关后继续保持快速增长态势 , 年末达 11854 亿元 , 同比增长 29.9% 。

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。 2004 年末 , 银行存款占总资产比重 46.7% , 比上年末下降 3.2 个百分点 ; 国债投资比重 22.4% , 比上年末上升 7 个百分点 ; 证券投资基金投资占比 5.7% , 比上年末上升 0.6 个百分点。

表 5 : 2004 年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 (%)	
	2004 年末	2003 年末	2004 年末	2003 年末
资产总额	11852	9123		
其中 : 银行存款	5538	4550	46.7	49.9
投资	5712	3829	48.2	42.0
国债	2652	1407	22.4	15.4
证券投资基金	673	463	5.7	5.1

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

2004 年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 2090 亿美元，同比增长 38.3%；其中，美元品种成交 2044 亿美元，同比增长 38.2%。

二、金融市场制度性建设取得新进展

(一) 以推动金融市场产品创新为重点，加强银行间市场基础设施建设

一是大力推动金融市场产品创新。中国人民银行联合中国证券监督管理委员会制订和发布了《货币市场基金管理暂行规定》，支持基金管理公司开办货币市场基金业务，目前已经完成发行 7 只货币市场基金，鼓励商业银行发展基金业务以及设立基金管理公司。发布《商业银行次级债券发行管理办法》，批准中国银行、中国建设银行发行次级债券。贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》精神，制订和发布了《证券公司短期融资券管理办法》，允许符合条件的证券公司在银行间债券市场向合格机构投资人发行短期融资券，拓宽证券公司合法融资渠道；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修订了《证券公司股票质押贷款管理办法》，通过增加质押物品种、延长贷款期限、改进风险管理等措施，推动资本市场健康发展。批准中国农业发展银行发行政策性金融债券，促进其资金来源的市场化；推出银行间市场债券发行混合式招标方式，提高发行效率；推出 7 天期回购利率为新基准的浮动利率债券，丰富金融市场产品和投资工具。批准铁路建设债券等部分企业债

券进入银行间市场交易流通，扩大了市场覆盖范围；推出债券买断式回购业务，为债券借贷和远期交易等利率衍生品的推出创造了市场条件。同时，积极探索并促进资产证券化试点。稳步扩大金融市场对外开放，推动国际开发机构境内发行人民币债券，批准政策性银行发行的美元债券在银行间市场交易。

专栏 4：金融产品创新

2004年，银行间市场金融产品创新取得重大突破，推出商业银行次级债券、证券公司短期融资券等新的基础产品，增加了债券买断式回购等新的交易方式，扩大了货币市场基金等新型投资主体。

（一）商业银行次级债券

商业银行次级债券是指商业银行发行的、本金和利息的清偿顺序列于商业银行其他负债之后、先于商业银行股权资本的债券。2004年6月23日，经国务院批准，中国人民银行和中国银行业监督管理委员会共同颁布了《商业银行次级债券发行管理办法》，为商业银行通过发行次级债券补充附属资本以及商业银行发行次级债券的行为制定了规范准则。发行次级债有利于商业银行拓宽资本筹集渠道，推动商业银行改革；加强对商业银行的市场约束，提高监管效率、改善商业银行资产负债结构；此外，次级债券在二级市场的流通交易，也将进一步加强对发行次级债券银行的市场约束。

（二）证券公司短期融资券

证券公司短期融资券是指证券公司以短期融资为目的，在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的金融债券。2004年11月1日，为了进一步贯彻落实国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，拓宽证券公司融资渠道，中国人民银行发布《证券公司短期融资券管理办法》（以下简称《管理办法》），允许符合条件的证券公司在银行间债券市场向合格机构投资人发行短期融资券。《管理办法》坚持采用市场化方式解决证券公司短期融资问题，通过引入标准化、市场化的货币市场产品，在货币市场的发展过程中，逐步满足证券公司合理的短期融资需求；特别注意了风险控制、信息披露、市场化定价等

关键制度设计，强调更多地依靠市场选择进行扶优限劣。《管理办法》的发布实施有利于拓宽证券公司的短期融资渠道，提高证券公司融资行为的市场化程度，促进货币市场与资本市场的良性互动和共同发展。

（三）债券买断式回购

债券买断式回购（以下简称“买断式回购”）即债券持有人（正回购方）将债券卖给债券购买方（逆回购方）的同时，交易双方约定在未来某一时期，正回购方再以约定价格从逆回购方买回相等数量同种债券的交易行为。买断式回购业务避免了质押式回购占用大量现券资源、抑制结算代理的问题。2004年4月17日，中国人民银行从银行间债券市场的现实发展阶段出发，贴近市场实际，在充分借鉴国外发达债券市场回购基本经验的基础上，力求规则标准化、管理规范化，颁布了《全国银行间债券市场债券买断式回购业务管理规定》，明确买断式回购的功能以融资为主，同时，引导市场成员合理利用其派生的融券功能，以便利债券资产管理，为以后的债券借贷业务、远期交易、利率期货和其他利率衍生产品的发展创造条件。

（四）货币市场基金

货币市场基金指仅投资于货币市场工具的基金，其投资范围是现金，一年以内（含一年）的银行定期存款、大额存单，剩余期限在397天以内的债券，期限在一年以内（含一年）的债券回购，期限在一年以内（含一年）的中央银行票据等金融工具。货币市场基金是货币市场重要的机构投资人，也是联结中小投资人和货币市场的重要中介。2004年8月31日，中国证券监督管理委员会和中国人民银行联合发布《货币市场基金管理暂行规定》，使我国货币市场基金的运作、管理走上规范化、制度化的轨道。货币市场基金作为新兴的货币市场机构投资人，对货币市场发展的影响值得进一步关注。

随着我国加入世界贸易组织过渡期的结束，我国对外开放不断深入，金融业面临的国际竞争压力将进一步加大，要抓紧时机、促进金融产品创新，大力推动我国金融市场的发展。另一方面，随着金融市场的逐步开放、经济全球化发展，市场对于新的金融产品需求不断扩大，又为金融市场的发展和金融产品的创新提供了契机。作为发展中的转轨经济国家，我们要充分重视金融产品的创新工作，处理好实践的积累和健全规则制定之间的互动关系，为金融产品的创新创造一个

良好的市场环境。从完善市场法律制度体系、加强基础设施建设、进一步完善债券交易会计制度、完善市场运行架构、提高市场流动性、不断改进和完善收益率曲线等方面加快金融市场基础性建设，进一步推动金融市场产品和工具的创新。

二是建立银行间债券市场做市商制度。除商业银行外，首次引进 2 家证券公司为市场做市商。目前，做市商数量达 15 家。提高了金融市场流动性，活跃了债券市场报价。

三是加强基础设施建设，实现券款对付交易结算（DVP）方式。中国人民银行指导中央国债登记结算有限责任公司对交易系统进行了开发和升级改造，完成了簿记系统与支付系统的联通，使银行间债券市场初步实现券款对付交易结算方式。

专栏 5：全国银行间债券成功实现券款对付(DVP)清算

所谓券款对付（Delivery Versus Payment, 简称 DVP），是指债券交易达成后，在双方指定的结算日，债券和资金同步进行相对交收并互为交割条件的一种结算方式。2004 年 11 月 8 日，中央债券综合业务系统与中国人民银行大额支付系统实现联接，为银行间债券市场实现券款对付结算提供了技术条件。9 日，中国人民银行公开市场操作首次采用了券款对付的方式进行结算，标志着我国银行间债券市场成功实现了券款对付。在“券款对付”结算中，券和款的相对转移过程基本是同步的、可控的，从而避免了本金风险，并最大限度地降低了流动性风险，提高了结算效率。

在此之前，银行间债券市场只能提供三种结算方式，纯券过户、见券付款、见款付券。纯券过户，是指不以资金支付为条件的证券交割结算模式，证券结算机构只为结算双方办理券的交割，资金结算由付款方向收款方自行支付完成。见券付款，指买方通过债券簿记系统先确定卖方有券后即通过银行划出款项的结算方式。见款付券，指卖方收到买方资金后即通知中央结算公司办理债券交割的结算方式。这三种方式都会使市场参与者面临一定的结算风险。

随着市场的迅速发展，参与者不断增加，市场规模不断扩大，为解除市场

成员在交易中对信用风险的担忧，降低结算风险，中国人民银行指导中央债券综合业务系统的升级改造，协调做好中央债券簿记系统与支付系统连接的技术准备、各项应急预案的拟订工作，组织有关部门对 DVP 实施所涉及的规则进行修改，起草相关协议，从制度上保证了 DVP 的顺利实施。截止 2004 年末，已有 54 家市场成员签署了《债券交易券款对付结算协议》，共有 980 笔债券交易采用了 DVP 方式结算，结算金额 2170.72 亿元。

银行间债券市场成功实现券款对付，是我国债券市场基础设施建设方面取得的重大进展，它将极大地提高市场的结算效率，降低和控制结算风险，为我国债券市场的高效、安全运作提供可靠的技术支撑，促进交易的活跃，推动银行间债券市场的进一步发展。在此基础上可以进一步开发先进的交易结算方式，对于提高债券市场的流动性，是一次重大的技术革命。

四是加强法规制度建设，规范金融市场发展。发布了《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》，规范银行间市场债券交易流通管理。建立了市场成员不良记录登记制度，加强对债券市场违规行为的监测和跟踪调查。

（二）股票市场发行和交易制度逐步完善

在发行方面，深圳证券交易所正式推出中小企业板，并发布相关管理办法，拓宽中小企业直接融资渠道。中国证券监督管理委员会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，首次公开发行股票试行询价制正式出台。

在交易方面，劳动和社会保障部与中国证券监督管理委员会联合发布《关于企业年金基金证券投资有关问题的通知》，为企业年金入市做好准备。中国证券监督管理委员会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，赋予社会公众股股东对上市公司重大事项

的更大发言权和表决权。上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算公司联合发布《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》，规定上市公司股份转让必须在证券交易所进行，严禁进行场外非法股票交易活动。

（三）促进保险业发展的政策措施有新突破

为拓宽保险资金运用渠道，中国人民银行和中国保险监督管理委员会联合发布了《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》，允许保险外汇资金境外运用。中国保险监督管理委员会和中国证券监督管理委员会联合公布了《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》，允许保险资金直接投资股票市场。为拓宽保险公司融资渠道，中国保险监督管理委员会发布了《保险公司次级定期债务管理暂行办法》，允许保险公司发行次级债券，既有利于提高保险公司的偿付能力，也有利于丰富资本市场的品种结构，促进整个金融市场的活跃和发展。

为加强保险业风险防范，中国保险监督管理委员会相继出台了《保险公司非寿险业务准备金管理办法（试行）》、《保险资产管理公司管理暂行规定》和《保险资金运用风险控制指引》、《保险保障基金管理办法》等规章制度，以规范保险公司内控管理机制，强化偿付能力监管和资金运用监管。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势及 2005 年预测

2004 年，世界经济全面复苏，但进入三季度后，部分经济体复

苏和增长势头有所减缓。美国经济仍保持较强劲的增长势头，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。美元持续贬值，石油价格从 10 月下旬的高点回落，12 月后又有所反弹，世界经济发展中的不确定因素加剧了市场对全球失衡的担忧。

预计全球经济将继续稳步增长。国际货币基金组织 2004 年 9 月预计，在 2004 年平均油价为 37.25 美元/桶的前提下，2004 年全球经济增长将达 5.0%，是近 30 年来最强劲的增长，2005 年将减缓至 4.3%。2005 年世界商品和服务贸易额将增长 7.2%。近期的风险仍然是石油价格和能源安全问题。

（一）主要经济体经济发展

美国经济保持了较为强劲的增长势头。2004 年，美国 GDP 增长 4.4%，比 2003 年加快 1.4 个百分点；1-4 季度各季同比分别增长 5.0%、4.8%、4.0% 和 3.7%。就业状况持续改善，失业率已从 2003 年的 6.0% 降低到 2004 年的 5.5%。通货膨胀压力加大，CPI 从 2003 年的 2.3% 上升至 2004 年的 2.7%，各季同比分别上涨 1.8%、2.9%、2.7% 和 3.3%。经常账户赤字达到战后最高水平，2004 年第 2、3 两个季度经常账户赤字占 GDP 的比重达到 5.6%；2004 年贸易赤字达到创纪录的 6177 亿美元，比 2003 年上升 24%。财政赤字占 GDP 的比重 1-3 季度一直维持在 4.4% 左右的水平，国会预算办公室预计 2005 财年财政赤字将有所下降。

欧元区经济复苏。2004 年欧元区 GDP 增长 2%，比 2003 年加快

1.5 个百分点 ;1-4 季度各季同比分别增长 1.4%、2.1%、1.8% 和 1.6%。失业率仍处于 8.9% 的高水平。综合消费价格指数 (HICP) 为 2.1%，与 2003 年持平 ;1-4 季度各季同比分别上涨 1.7%、2.3%、2.2% 和 2.3%; 欧央行预计 2005 年欧元区 HICP 将降至 2% 以下。经常账户盈余缩小，到 11 月基本接近平衡。财政状况继续恶化，欧洲委员会预测 2004 年财政赤字占 GDP 的比重将达 2.9%，略高于 2003 年，但 2005 年可望降到 2.5%。

日本经济复苏势头减缓，通货紧缩压力犹存。 2004 年日本 GDP 增长 2.6%，比 2003 年加快 1.2 个百分点 ;1-4 季度各季同比分别增长 4.0%、3.1%、2.6% 和 0.6%。失业率为 4.7%，比 2003 年降低 0.5 个百分点。通货紧缩压力依然存在，CPI 从 2003 年的 -0.3% 升至 0% ;1-4 季度各季同比分别上涨 -0.1%、-0.3%、-0.1% 和 0.5%。经常项目盈余比 2003 年增长 17.9%，创历史最高纪录，但下半年以来出口增速因日元升值放缓。

主要发展中国家继续保持强劲增长的势头。 在全球经济、贸易复苏，特别是美国和中国进口需求扩大背景下，亚洲地区主要经济体保持较快增长，拉美新兴市场经济体工业生产和进出口贸易也在快速恢复增长之中。

(二) 国际金融市场发展

美元相对其他主要货币贬值。2004 年 12 月 31 日，1 美元兑 103.85 日元，比 2003 年末贬值 3.4%；1 美元兑 0.743 欧元，比 2003 年末贬值 6.9%，

美国长期国债收益率上升，欧、日则略有下降。美国 10 年期国债收益率从 2004 年初最低点不足 4% 升至 12 月的 4.23%，3 个月国库券利率从 2004 年初的不足 1% 升至 12 月的 2.5%。欧洲和日本长期国债收益率有所下降，同美国的收益率差距略微扩大。欧元区 10 年期政府债券从 2004 年 1 季度的 4.15% 下降至 4 季度的 3.84%；日本 10 年期政府债券从 2004 年 3 季度的 1.64% 下降至 4 季度的 1.45%。

股票市场价格恢复性上扬。继今年前三季度股票市场振荡下跌后，2004 年 10 月以来，美国、欧洲、日本主要股票市场价格总体恢复性上扬。2004 年 12 月 31 日，美国道琼斯工业平均指数收于 10748 点，较上年末上涨 2.8%，纳斯达克指数收于 2158 点，较上年末上涨 10%；英国金融时报指数收于 4757 点，上涨 6.3%。2004 年 12 月 30 日，日经 225 种股票平均价格指数收于 11134 点（12 月 31 日休市），较上年末上涨 4.3%。

（三）主要央行货币政策

随着全球经济复苏，主要经济体通货膨胀压力加大，部分国家中央银行将防止通货膨胀作为货币政策重点。英格兰银行于 2004 年 2 月 5 日、5 月 6 日、6 月 10 日和 8 月 5 日，四次分别提高官方利率 0.25 个百分点，截至 12 月末，官方利率为 4.75%。美联储于 6 月 30 日、8 月 10 日、9 月 21 日、11 月 10 日和 12 月 14 日，五次分别提高联邦基金目标利率 0.25 个百分点，截至 12 月末，联邦基金目标利率为 2.25%。

2003 年 6 月至今，欧央行理事会各次例会决定维持利率水平不

变，主要再融资利率为 2%，存款便利和贷款便利的利率分别为 1% 和 3%。日本银行继续实行宽松的货币政策，将商业银行在中央银行结算账户的余额继续保持在 2004 年 1 月下旬例会确定的 30-35 万亿日元左右的水平上，以确保向市场提供充足的流动性。

二、我国宏观经济运行分析

2004 年，在党中央、国务院的正确领导下，通过加强和改善宏观调控，我国国民经济继续平稳较快发展。粮食生产出现重要转机，粮价高位平稳回落；投资过快增长的势头得到抑制，消费市场稳中趋活，对外贸易快速发展；居民收入、企业利润、财政收入、外汇储备大幅增加。2004 年，全年国内生产总值（GDP）达到 13.7 万亿元，增长 9.5%，比上年高 0.2 个百分点；居民消费价格（CPI）上涨 3.9%，比上年高 2.7 个百分点。虽然当前我国国民经济正朝着宏观调控预期目标发展，但仍存在不少矛盾和问题，农业基础还不稳固，固定资产投资反弹的压力依然较大，通货膨胀压力尚未根本缓解。

（一）固定资产投资增长有所减弱，国外需求增强

居民收入增长较快，消费稳中趋旺。2004 年全年城镇居民人均可支配收入 9422 元，实际增长 7.7%；农村居民人均纯收入达到 2936 元，实际增长 6.8%。2004 年，社会消费品零售总额 5.4 万亿元，增长 13.3%，较上年同期加快 4.2 个百分点；剔除价格因素，实际增长 10.2%，比上年同期加快 1 个百分点。与此同时，居民消费结构升级呈现新趋势，住房消费持续成为消费重点，汽车消费增长空间较大，通信、信息消费成为消费热点。2004 年继续维持着城镇居民消费增

长快于农村居民消费增长的格局，城市消费品零售总额增长 14.7%，县及县以下消费品零售总额增长 10.7%。由于城乡居民收入增长较快，消费水平有望进一步提升，

固定资产投资增速有所回落，但反弹的压力依然较大。 2004 年，全社会固定资产投资达到 7 万亿元，比上年增长 25.8%，增速比上年回落 1.9 个百分点。分季度看，一季度增长 43%，上半年增长 28.6%，1-3 季度增长 27.7%，逐季平稳回落。分城乡看，城镇固定资产投资 5.9 万亿元，增长 27.6%；农村固定资产投资 1.1 万亿元，增长 17.4%。但目前固定资产投资规模仍然偏大，各方面投资冲动强烈，固定资产投资存在反弹压力。

进出口保持快速增长，净出口由逆差转为顺差。 2004 年全年进出口总额 1.15 万亿美元，比上年增长 35.7%。其中，出口 5934 亿美元，增长 35.4%，加快 0.8 个百分点；进口 5614 亿美元，增长 36.0%，减缓 3.9 个百分点。全年贸易顺差 320 亿美元，比上年扩大 65 亿美元。分月来看，1-4 月各月连续出现逆差，逆差累计达 110.6 亿美元；5 月后实现当月顺差，且顺差规模不断扩大。9 月后总体贸易平衡由逆差转为顺差。

(二) 第二产业增速减缓，一、三产业增速加快

2004 年，第一产业增加值 2 万亿元，增长 6.3%，比上年加快 3.8 个百分点；第二产业增加值 7.2 万亿元，增长 11.1%，减缓 1.4 个百分点；第三产业增加值 4.3 万亿元，增长 8.3%，加快 1 个百分点。

粮食生产出现重要转机，农业基础有待进一步加强。 2004 年，

全年粮食总产量 4695 亿公斤，比上年增产 388 亿公斤，增长 9%，扭转了 1999 年以来连续 5 年下降的局面，粮食单产和当年粮食增产量均创历史最高水平。但粮食增产的基础还不稳固，仍需继续加大对农业的投入。

工业生产平稳较快增长，企业效益继续改善。 2004 年，工业增加值 6.3 万亿元，同比增长 11.5%。其中，规模以上工业企业^{*}增长 16.7%，略低于 2003 年 17% 的增长速度，但比 1995-2002 年的平均速度高 5.6 个百分点。从企业经济效益指标看，全年规模以上工业企业盈亏相抵后实现利润总额首次突破 1 万亿元，比上年增长 38.1%。其中，国有及国有控股企业盈亏相抵后实现利润 5312 亿元，增长 42.5%。

中国人民银行 5000 户工业企业财务统计和季度问卷调查显示，企业家对当前企业总体经营状况普遍持乐观态度。2004 年第四季度仅有 9.54% 的企业认为经营状况“不良”，是 1994 年以来的最低水平。

(三) 通货膨胀压力尚未根本缓解

2004 年全年 CPI 上涨 3.9%，比 2003 年加快 2.7 个百分点。前三季度同比 CPI 逐月攀升，四季度受上年四季度高基数的影响，呈现回落态势，从 9 月的 5.2% 回落到 12 月的 2.4%，但以 2000 年为基期的 CPI 在 12 月仍处于 5.5% 的较高水平。在全年 CPI 上涨 3.9% 中，新涨价因素平均为 1.7%，翘尾因素平均为 2.2%；食品类价格上涨 9.9%，影响 CPI 上涨 3.3%，非食品类价格上涨 0.8%，影响 CPI 上涨 0.6%。粮食价格在经历了 2003 年 10 月-2004 年 4 月较快上

* 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。

涨以后，5月以来一直高位企稳，12月同比上涨15.7%，全年上涨26.4%。

生产者价格（PPI）大大高于CPI。工业原材料、燃料、动力购进价格连续24个月攀升，同比涨幅在10月高达14.2%，之后略有回落。2004年，工业企业原材料、燃料、动力购进价格同比上涨11.4%，工业品出厂价格同比上涨6.1%，两者之差为5.3个百分点，比上年同期扩大2.8个百分点，企业的盈利空间缩小。

进口价格涨幅创近三年新高。受原油、钢材、铁矿砂、氧化铝等商品国际市场价格的影响，2004年我国进口价格指数攀升较快，3季度达到15.5%，为近三年来的最高水平；出口价格指数走势相对平缓，自2003年2季度以来，同比涨幅一直保持在5-6%左右的水平。

国际原油价格从10月下旬的高点回落。2004年10月，美国WTI原油现货和英国Brent原油期货价格分别达到每桶56美元和每桶52美元的历史高点，每桶较年初涨幅超过20美元。11月以后原油现货价格有所下降，但反映未来原油价格走势预期的原油期货价格降幅较小。

GDP缩减指数（名义GDP增长率与实际GDP增长率之差）为6.9%。2004年，我国名义GDP增长率为16.4%，实际GDP增长率为9.5%，两者之差达到6.9%，大大高于2003年全年2.2%的水平，通货膨胀压力较大。

居民通货膨胀预期提高。中国人民银行2004年11月城镇储户问卷调查显示，预期2005年物价将上升的居民占比为41.5%，较上季

提高 0.9 个百分点。只有 7.1% 的居民预期 2005 年物价会下降。

总体来看，粮价趋稳将减少 CPI 上升的压力，但影响我国未来价格上涨的因素依然存在，当前通货膨胀压力仍未根本缓解。一是包括水、电、燃料和城市交通等公共服务品调价可能继续推动 CPI 上升，二是 PPI 对 CPI 的滞后传导效应将逐步显现，三是居民可支配收入和消费需求增长将对 CPI 有明显拉动作用。

（四）财政收入大幅增加

2004 年，我国税收收入完成 2.57 万亿元人民币（不包括关税和农业税收），比上年增长 25.7%，增收 5256 亿元，总收入和增收额双双实现历史性突破，是近年来增长最快、增收最多的一年。截至 2004 年末，金融机构财政存款余额 6236 亿元，比年初增加 563 亿元，同比少增加 1144 亿元。

我国自 1998 年以来实施的积极财政政策，有效地抵御了亚洲金融危机的冲击，推动了经济结构调整，有力促进了经济持续稳定快速发展，但连续多年的积极财政政策迅速扩大了政府债务规模，2003 年末国债总规模已达 2.1 万亿元，占 GDP 的 20% 左右；建设国债累计发行额达到 9100 亿元。根据我国现阶段经济形势的发展变化和宏观调控的客观需要，中央经济工作会议提出，2005 年实行稳健的财政政策，这标志着实施近 7 年的积极财政政策将调整取向。近期中央财政赤字规模大体保持在 3000 亿元左右，随着 GDP 的不断扩大，财政赤字占 GDP 的比重会不断下降。2003 年财政赤字占 GDP 的比重为 2.9%，2004 年预计 2.5% 左右，2005 年可望降至 2% 左右。

（五）主要行业利润大幅增加

部分增长过快的行业投资明显回落，农业、能源等行业投入力度加大。电力、燃气及水的生产供应业投资增长 43.5%，比上年加快 21.2 个百分点。在 39 个工业大类行业中，有 38 个行业利润比上年增加。新增利润前五大行业分别是石油开采、钢铁、化工、电子通信、煤炭，占整个工业新增利润的 56.4%。

1、房地产行业

目前，宏观调控已初见成效，房地产开发投资与信贷增长规模持续回落，但房地产价格持续上涨，需引起密切关注。

房地产开发投资增速回落。在国家一系列宏观调控政策作用下，房地产开发投资的增长速度由年初的 50.2% 迅速回落，2004 年全国房地产开发完成投资 1.3 万亿元，同比增长 28.1%，略低于 2003 年 29.7% 的水平，但仍在高位运行。

商品房销售面积增速高于竣工面积，商品房空置面积有所下降。2004 年，全国商品房销售面积 3.82 亿平方米，同比增长 13.7%；全国商品房竣工面积 4.25 亿平方米，同比增长 2.1%。2004 年末，全国商品房空置面积 1.2 亿平方米，比上年末下降 8.3%。其中，商品住宅空置面积 7405 万平方米，下降 15.6%；办公楼 816 万平方米，下降 1.4%；商业营业用房 3142 万平方米，增长 5.2%。

房地产价格持续上涨。2004 年，土地交易价格、房屋销售价格、房屋租赁价格同比分别上涨 10.1%、9.7% 和 1.4%。其中，土地交易价格 1-4 季度各季分别上涨 7.5%、11.5%、11.6% 和 10%；房屋销售价格

各季分别上涨 7.7%、10.4%、9.9% 和 10.8%。分地区看，在 35 个大中城市中，2004 年 4 季度土地交易价格同比涨幅超过 10% 的城市有 9 个，由高向低排序分别是上海、厦门、杭州、大连、成都、天津、沈阳、福州和宁波；房屋销售价格同比涨幅超过 10% 的城市也有 9 个，由高向低排序分别是青岛、南京、济南、杭州、沈阳、成都、宁波、上海和重庆。

房地产信贷扩张幅度减缓。 截至 2004 年末，商业性房地产开发贷款余额 2.38 万亿元，增长 28.7%，同比下降 16 个百分点。其中，房地产开发商贷款增速下降尤为显著，年末贷款余额为 0.78 万亿元，同比增长 17.3%，增速下降 31.8 个百分点；购房贷款增长相对较为稳定，年末贷款余额为 1.6 万亿元，增长 35.15%，增速下降 7.7 个百分点。

2、农业

2004 年初，中央下发关于农业问题的“1 号文件”，提出 9 个方面 22 条实实在在促进农民增收的政策措施。这一系列支农政策措施在促进农业发展和农民增收方面起到了巨大作用，极大地调动了农民的生产积极性，农业发展呈现良好的发展势头。

粮食增产增收，农民收入实现较快增长。 在政策和市场的双重拉动，以及有利天气条件等多种因素的共同作用下，农业生产形势明显好转，粮食获得大丰收。全年粮食总产量 4695 亿公斤，比上年增产 388 亿公斤，增长 9.0%，扭转了 1999 年以来连续 5 年下降的局面。2004 年农民人均纯收入达到 2936 元，比上年增加 314 元，同比

增长 12%，扣除价格上涨因素的影响，实际增长 6.8%，是 1997 年以来农民收入增加最多、增幅最高的一年。

农业结构调整取得新进展。农业优质化、区域化、产业化、标准化程度继续提高，全国优质专用小麦面积比重达到 46%，比去年提高 6 个百分点，优质稻种植面积超过 50%，高效经济作物面积继续扩大，棉花产量大幅度增长，蔬菜、瓜果生产继续稳定发展，畜牧水产业稳定增长。

加大“两减免、三补贴”等政策实施力度。减免农业税，取消了除烟叶以外的农业特产税，对种粮农民实行直接补贴，对部分地区农民实行粮种补贴和农机具购置补贴，是党中央、国务院为加强农业和粮食生产采取的重大措施，调动了农民种粮积极性，保护和提高了粮食生产能力。

农业发展的好形势，对促进国民经济发展和保持社会稳定发挥了至关重要的作用。但必须清醒地看到，农业仍然是国民经济发展的薄弱环节，投入不足、基础脆弱的状况并没有改变，粮食增产、农民增收的长效机制并没有建立，制约农业和农村发展的深层次矛盾并没有消除，继续保持农业和农村发展的良好势头，任务十分艰巨。

专栏 6：金融支持“三农”和农村信用社改革

“三农”问题的核心是增加农民收入，实现途径是培育和完善农村要素市场、推动农村劳动力转移，保持农业持续稳定发展。所有这些都直接或间接依赖于农村金融的发展和支持。改革开放以来特别是近几年来，金融部门在支持农村经济发展、增加农民收入、发展农业生产上做了大量的工作，出台了一系列的配套措施，也取得了明显的成效。最近召开的 2005 年中国人民银行工作会议进一

步强调，要抓紧研究和论证农村金融改革总体方案，继续做好农村信用社改革试点的资金支持工作，改善对农村和老少边穷地区的金融服务。

农村信用合作社是我国农村正规金融机构中向农村和农业经济提供金融服务的核心力量。加快推进农村信用社、乃至整个农村金融体系的改革，是当前金融支持“三农”最主要的工作之一。2003年6月27日，国务院决定对农村信用社进行试点改革，下发了《深化农村信用社改革试点方案》(以下简称《方案》)。在《方案》有关支持政策的指导下，农村信用社改革试点进展顺利，试点范围进一步扩大。截至2004年上半年，中国人民银行已对改革试点的8个省(市)政府分别出具了专项票据发行承诺书，共有302个县(市)农村信用社向中国人民银行提出了首期专项票据发行申请；已会同中国银行业监督管理委员会完成了对首期农村信用社改革试点专项中央银行票据的发行审核工作，有272个县(市)农村信用社基本具备了专项中央银行票据发行条件，首期专项票据按预定的时间如期正式发行。在此基础上，根据国务院部署，2004年8月，农村信用社改革试点范围进一步扩大至北京、天津、河北等21个省(区、市)。

从效果看，试点省市农信社改革取得了明显的成效。中国人民银行采取专项借款和定向发行中央银行票据两种方式，既是对试点地区农村信用社改革的资金支持，更是改善农村金融服务，帮助农民发展生产、增加收入，促进农业和农村经济发展的具体措施。一方面，农村信用社经营观念、经营状况不断改善。2004年度全国农村信用社(包括农村商业银行、农村合作银行，下同)全行业首次实现了年度统算盈余，盈余金额达104.6亿元，其中，有2.6万家农村信用社实现盈余，盈余面为81%。全年共清收盘活不良贷款1370亿元。截至2004年12月末，全国农村信用社不良贷款余额比上年初下降544.6亿元，不良贷款率为23.1%，比年初下降6.27个百分点。另一方面，农村信用社支农意识和支农能力不断增强。截至2004年12月末，全国农村信用社农业贷款余额达8490.3亿元，比年初净增加1557.3亿元，增长22.5%，其中，农户贷款余额6795.6亿元，比年初增加1218.7亿元，增长21.86%。

与此同时，中国人民银行还着眼于整个农村金融体系的改革和发展，努力及时、加快推进相关领域配套措施的改革和落实，提高农村金融服务水平。一是加快研究制定农业政策性银行的改革方案，明确落实政策性金融的支农作用。二

是积极引导资金流向，加强对“三农”的配套服务。包括2003年8月以来对邮政储蓄转存款制度的改革，以及在2003年农信社贷款利率浮动驱动扩大的基础上，2004年贷款利率浮动区间进一步扩大等。三是积极探索、鼓励和推动农村信用社以外的其他存款类金融机构和非政府小额信贷机构承担一定的资金支农义务，开展社区金融服务。四是尝试建立有效的农村金融退出机制和存款保险机制，防范道德风险和系统性风险；同时鼓励农村金融的组织创新，为“三农”提供更为广泛、有效的金融服务。五是着力于健全农村金融服务体系和推进农村金融产品创新。包括鼓励农村金融机构推出适应“三农”需要的业务品种创新，积极探索解决农户和中小企业贷款担保难和抵押难等问题，加快研究和鼓励建立适应我国“三农”发展要求的农业保险体系，呼吁发展适应订单农业等农业产业化经营要求的农业保险和农产品期货市场等。

第五部分 货币政策趋势

一、对2005年总体经济形势的初步分析和预测

2005年是贯彻落实科学发展观、巩固宏观调控成果、保持经济发展良好态势的关键一年，也是全面完成“十五”计划的最后一年。国内形势总体上有利于我国经济发展，各方面加快改革发展的积极性很高，经济自主增长活力增强，结构调整步伐加快，经济继续保持平稳较快发展的有利条件较多。但当前经济运行中的一些深层次矛盾和问题还没有解决，加强和改进宏观调控取得的成效还是阶段性的，宏观调控仍处于关键阶段，促进经济发展、深化金融改革、维护金融稳定的任务还非常艰巨。一是投资反弹的压力依然存在。在建和新建项目过多，新的投资过热行业还在产生，投资增长与消费增长不平衡。二是物价上涨的压力仍未根本缓解。生产资料价格持续高位运行，对下游产品价格上涨的传导作用已经开始显现；公用事业和服务价格调价

压力加大；国际油价和一些重要原材料价格仍将处于较高水平，也会影晌国内价格。三是货币信贷总量和结构调控难度加大。国际收支持续大幅顺差，外汇占款对冲操作压力较大；信贷投放的区域结构、行业结构有待进一步优化。四是金融体系稳定运行的基础不够牢固。直接融资比例过低，社会投融资过多依赖银行贷款；银行体系中资产负债期限结构错配的问题日益突出，潜在的流动性风险和利率风险不容忽视；随着金融企业改革不断深化，金融机构历史累积的风险将逐步暴露，在金融市场发展过程中，银行、证券、信托、保险业务的交叉风险和关联风险也会显现。

中央经济工作会议确定 2005 年经济社会发展主要预期目标是国内生产总值增长 8%左右，居民消费价格总水平上涨 4%左右。总体上，在宏观调控措施已见成效并继续发挥作用的背景下，2005 年经济金融运行将趋于平稳。2005 年货币信贷预期目标是狭义货币供应量 M1 和广义货币供应量 M2 均增长 15%，全部金融机构新增人民币贷款 2.5 万亿元。这一预期目标略高于 2004 年实际执行水平。考虑到金融市场不断发展以及近年来货币供应增幅与经济增长和物价上涨之和的差幅的变动趋势，这一目标是符合实际情况的，有利于为经济平稳较快增长创造良好的货币金融环境。

二、2005 年货币政策趋势

2005 年中国人民银行将继续执行稳健的货币政策，既要支持经济平稳发展，又要注意防止通货膨胀和防范系统性金融风险。要继续加强和改善金融宏观调控，按照市场化取向继续完善间接调控机制，灵

活调整调控的方式、力度和取向，疏通货币政策传导机制。在搞好总量调控的同时，加大信贷结构调整力度，促进经济增长方式转变和经济结构的优化。

(一)进一步完善间接调控机制，保持货币信贷合理平稳增长

不断提高对宏观经济、金融运行前瞻性的分析和把握能力，适应市场经济发展的新形势，更加注重运用经济手段改善金融调控方式，完善货币政策传导机制。提高流动性管理水平，进一步增强公开市场操作在应对外汇占款、财政收支和现金投放回笼等因素冲击的有效性，综合考虑货币信贷增长等变化趋势，研究运用存款准备金、差别存款准备金、公开市场操作的合理组合，增强数量调控能力。

有效发挥公开市场操作的预调、微调作用，维护货币市场平稳运行。逐步探索利用货币政策工具引导市场利率、进而引导金融机构存贷款利率的实现方式。完善中央银行运用价格工具实现货币政策目标的传导机制，在更大程度上发挥市场在资源配置中的作用。引导、稳定微观主体预期和行为，促进货币信贷平稳合理增长。

(二)灵活运用利率杠杆，促进总量平衡和结构调整

贯彻落实已出台的利率市场化措施，引导金融机构建立和完善存贷款利率定价机制，合理运用定价策略抑制高风险投资需求，防范金融风险，增加对非公经济、中小企业的金融支持，促进信贷结构和产业结构调整，提高金融企业的核心竞争力。引导金融机构运用存款利率差别定价，加强主动负债管理，约束资产过度膨胀。研究进一步

推进利率市场化的措施，完善利率形成机制。

（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，引导商业银行健全风险控制机制，进一步转变经营机制。引导金融机构更好地贯彻“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，严格控制中长期贷款，切实支持符合国家产业政策和市场准入条件的项目建设，加大对国家需要重点扶持领域和企业产品自主创新的支持力度。改进支农金融服务，形成农业信贷投入稳定增长的机制，切实增强农村金融体系的服务功能，促进农村金融机构健康和可持续发展。努力为非公有制经济、中小企业创造平等竞争的金融政策环境。在信贷准入门槛、信贷审查程序、信贷审批决策、信贷责任追究等方面全面贯彻落实公平待遇的原则，从制度上、机制上消除对非公有制企业的歧视，通过灵活运用利率浮动等措施，扩大对“三农”、中小企业和非公有制经济发展的贷款支持力度，继续做好助学贷款和下岗失业人员的小额信贷工作。规范和发展消费信贷，要在有效防范信贷风险的基础上，积极探索促进农村消费信贷快速发展的有效方式。密切关注房地产市场变化，推动房地产金融健康发展。

（四）优化信贷期限结构，提高金融机构风险防范能力

继续完善信贷期限结构错配监测指标体系，建立对重点行业、

重点企业、重点地区信贷集中状况以及信贷风险动态评估监测制度，及时发布预警信息，防范系统性金融风险。抓紧落实资产证券化试点工作，推进资产证券化进程，改善银行资产流动性；发展长期负债工具，推动金融机构发行大额长期存单，开展对大额可转让定期存单及企业融资券等短期债务工具的研究工作，增强金融机构负债调节能力。

（五）大力培育和发展金融市场

以加大金融产品创新为重点，进一步加强市场透明度建设，推动金融市场全面协调可持续发展。推动商业银行、财务公司等金融机构一般性金融债券、国际开发机构人民币债券的发行，开展信贷资产证券化的试点工作，规范引导金融衍生产品创新。完善市场法律制度体系，加强交易系统、簿记系统及信息披露系统等市场基础设施建设，进一步完善做市商制度、结算代理人制度，将更多合格的机构投资者纳入银行间市场，提高市场效率。建立风险预警指标体系，加强对系统性风险的监测与管理。协调货币市场、资本市场与保险市场的发展，防范跨市场金融风险。引导民间合规融资，规范金融市场发展。

（六）加快推进金融企业改革

在总结现有经验的基础上，继续推进中国银行、中国建设银行按照现代金融企业的要求完善公司治理结构，健全内控制度，转换经营机制，会同有关部门建立对中国银行、中国建设银行股份制改革的监测与考评机制。加快制定其他国有商业银行股份制改革方案并择机出台。研究政策性银行的职能和定位，研究促进资产管理公司改革发

展、提高不良资产回收率的政策措施。稳步推进农村信用社改革工作，扩大改革试点范围，加大对农村信用社资金的支持力度，促进农村信用社切实转换经营机制。深化邮政储蓄体制改革。

(七) 进一步深化外汇管理体制改革，促进国际收支平衡

以促进国际收支平衡为目标，进一步深化外汇管理体制改革，继续推进人民币可兑换，探索建立调节国际收支的市场机制和管理体制。严格短期资本流入和结汇管理，加强跨境资本流动监控。进一步改进外汇账户限额管理和进出口核销管理，完善符合边境贸易和跨国公司经营特点的外汇管理政策，探索新的资本流动渠道，推进贸易投资便利化。加快外汇市场基础建设，增加银行间外汇市场交易品种，试点美元做市商制度。进一步改进外汇指定银行结售汇周转头寸管理，完善现有汇价管理和监测体系。强化合规性监管，整顿和规范外汇市场秩序。积极稳妥地推进人民币汇率形成机制改革，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。