

中国货币政策执行报告

二〇〇五年第三季度

中国人民银行货币政策分析小组

2005年11月9日

内容摘要

2005 年前三季度，国民经济平稳较快发展，物价基本稳定，城乡居民收入、企业利润和财政收入均有较大幅度提高。前三季度，国内生产总值同比增长 9.4%，居民消费价格同比上涨 2.0%。

中国人民银行按照党中央、国务院的统一部署，继续执行稳健的货币政策，合理控制货币信贷增长，着力优化信贷结构。同时，稳步推进金融企业改革和人民币汇率形成机制改革，加快金融市场建设，改进外汇管理，完善货币政策传导机制。经过精心准备和周密部署，经国务院批准，中国人民银行宣布自 2005 年 7 月 21 日起，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。7 月 21 日以来，新的人民币汇率形成机制运行平稳，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。人民币对美元汇率有贬有升，弹性逐渐增强。随着人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定并正常浮动，人民币升值预期初步呈现弱化迹象。对企业、居民和金融机构的专题调查结果显示，本次汇率机制改革的影响基本处于市场主体的可承受范围之内，相关各方对此次改革反应积极。

2005 年前三季度，金融运行平稳。货币总量增长有所加快，金融机构贷款平稳增长，信贷结构进一步改善，与宏观调控的总体要求基本相适应。9 月末，广义货币供应量 M2 余额为 28.7 万亿元，同比增长 17.9%；基础货币余额为 6.1 万亿元，同比增长 14.3%。金融机构人民币贷款余额为 19.1 万亿元，同比增长 13.8%。货币市场利率止跌企稳。9 月末，外汇储备余额为 7690 亿美元，比上年末增加 1591

亿美元。9月30日，人民币对美元汇率为8.0920人民币/美元，较上年末升值2.28%。

初步预计，2005年第四季度我国国民经济将继续保持良好的发展势头，但需注意解决固定资产投资规模依然偏大、进出口贸易不平衡加剧、出口结构不合理等问题。

2005年第四季度，中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，继续执行稳健的货币政策，总量上保持连续性和稳定性，注意加强预调和微调。一是灵活运用货币政策工具组合，保持货币信贷合理增长。二是继续贯彻落实利率市场化的政策。三是发挥信贷政策在促进经济增长方式转变及经济结构调整中的作用。四是加快推动金融市场建设和金融工具创新。五是加快推进金融体制改革。六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

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币总量增长有所加快	1
二、金融机构存款较快增长	2
三、金融机构贷款平稳增长	3
四、基础货币增长有所加快	5
五、货币市场利率止跌企稳	5
六、人民币汇率基本稳定	7
第二部分 货币政策操作	8
一、灵活开展公开市场操作	8
二、协调本外币利率关系	9
三、发挥“窗口指导”和信贷政策在促进经济结构调整中的作用	10
四、稳步推进金融企业改革	10
五、人民币汇率形成机制改革效果良好	11
六、深化外汇管理体制改革的	14
第三部分 金融市场分析	16
一、金融市场运行分析	16
二、金融市场制度性建设	24
第四部分 宏观经济分析	28
一、世界经济金融形势及 2005 年展望	28
二、我国宏观经济运行分析	31
第五部分 货币政策趋势	43
一、我国宏观经济展望	43
二、2005 年第四季度货币政策取向与趋势	44

专栏

专栏 1: 汇率形成机制改革对经济的影响	12
专栏 2: 外汇风险管理	14
专栏 3: 人民币远期市场	23
专栏 4: 商业银行设立基金管理公司	25
专栏 5: 国际原油价格上涨对我国经济的影响	37

表

表 1: 2005 年第三季度各利率浮动区间贷款占比表	6
表 2: 2005 年前三季度大额美元存款与美元贷款平均利率表	7
表 3: 2005 年前三季度国内非金融机构部门融资情况简表	16
表 4: 2005 年前三季度金融机构同业拆借资金净融出、净融入情况表	18
表 5: 2005 年 9 月末主要保险资金运用余额及占比情况表	22

图

图 1: 2002 年以来广义货币供应量M2 构成变动	1
图 2: 2002 年以来国外净资产和国内信贷对广义货币供应量的影响	2
图 3: 2005 年前三季度银行间市场国债收益率曲线变化情况	19
图 4: 2005 年前三季度固定资产投资到位资金情况	33

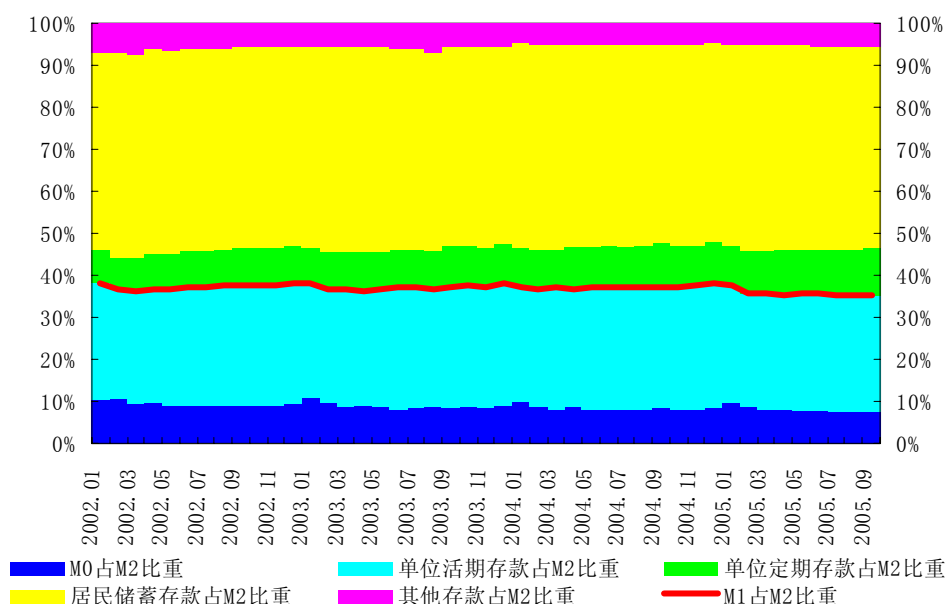
第一部分 货币信贷概况

2005 年前三季度，我国国民经济继续平稳、较快增长，金融平稳运行。货币总量增长有所加快，金融机构贷款平稳增长，信贷结构进一步改善，与宏观调控的总体要求基本相适应。

一、货币总量增长有所加快

2005 年 9 月末，广义货币供应量 M2 余额为 28.7 万亿元，同比增长 17.9%，增速比上年同期高 4 个百分点，比上年末高 3.3 个百分点，是 2005 年以来的最高水平。9 月末，狭义货币供应量 M1 余额为 10.1 万亿元，同比增长 11.6%，增速比上年同期低 2.1 个百分点，比上年末低 1.9 个百分点。流通中现金 M0 余额为 2.2 万亿元，同比增长 8.5%。前三季度现金净投放 805 亿元，同比多投放 26 亿元。

图 1：2002 年以来广义货币供应量 M2 构成变动

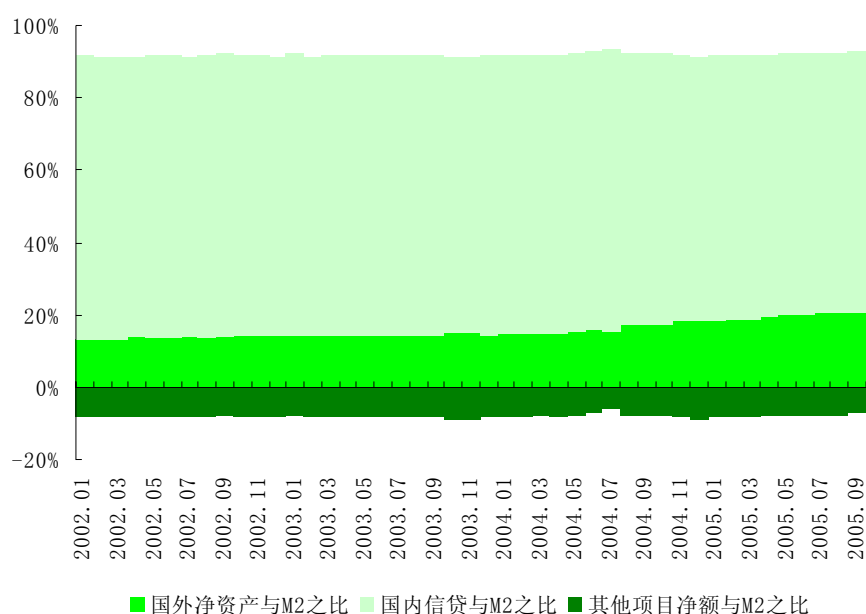


注：M2=M1+准货币。其中：M1= 流通中现金（M0）+单位活期存款（其中企业活期存款约占 80%）， 准货币=单位定期存款+居民储蓄存款+其他存款

数据来源：中国人民银行

从广义货币的构成看，M0 占比呈缓慢下降趋势，准货币中的企业定期存款和其他存款占比近来上升较快。原因之一是定期存款与活期存款间利差加大，企业偏好定期存款；此外，随着票据融资的发展，承兑保证金增加较快，致使其他存款上升较快。对银行概览的分析表明，国外净资产对广义货币供应量的影响迅速上升，而国内信贷的影响则有所减弱，货币供应渠道发生较大变化。

图 2：2002 年以来国外净资产和国内信贷对广义货币供应量的影响



注：根据中国人民银行调查统计司的口径，货币供应量取自银行概览。银行概览由货币概览与汇总的特定存款机构资产负债表合并编制而成，其中货币概览由汇总的货币当局资产负债表与汇总的存款货币银行资产负债表合并编制而成。银行概览的资产方由国外净资产（NFA）和国内信贷（DC）构成，负债方由广义货币（M2）及其他项目净额（OIN）（在我国主要包括外币存款、债券、央行债券、实收资本等项目）构成。根据资产负债平衡原理， $M2=NFA+DC-OIN$ ，由此可分析国外净资产和国内信贷对广义货币的影响。

数据来源：中国人民银行

二、金融机构存款较快增长

2005 年 9 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为 29.3 万亿元，同比增长 18.0%，比年初增加 3.66

万亿元，同比多增 8998 亿元。其中，人民币各项存款余额为 28.0 万亿元，同比增长 19.1%，比年初增加 3.66 万亿元，同比多增 9620 亿元；外汇存款余额为 1575 亿美元，同比增长 1.0%，比年初增加 27.4 亿美元，同比少增 40.2 亿美元。

企业和居民更多地倾向于选择定期存款。2005 年 9 月末，人民币企业存款余额为 9.3 万亿元，同比增长 15.7%，比年初增加 8382 亿元，同比多增 859 亿元，其中定期存款多增 3583 亿元。人民币储蓄存款余额为 13.6 万亿元，同比增长 18.1%，比年初增加 1.68 万亿元，同比多增 4929 亿元，其中定期存款多增 5735 亿元。前三季度财政存款增加 4381 亿元，同比多增 502 亿元。

三、金融机构贷款平稳增长

2005 年 9 月末，金融机构本外币贷款余额为 20.3 万亿元，同比增长 13.5%，比年初增加 2.06 万亿元，同比多增 1364 亿元。其中，人民币贷款余额为 19.1 万亿元，同比增长 13.8%，比年初增加 1.96 万亿元，同比多增 1636 亿元，贷款新增额为历史第二高水平，仅低于 2003 年同期；外汇贷款余额为 1496 亿美元，同比增长 12.0%，比年初增加 162.0 亿美元，同比多增 3.7 亿美元。2005 年以来人民币贷款每月月末余额同比平均增长 13.2%，多数月份增速都在 13%左右，保持平稳增长态势。

从投向看，贷款结构进一步改善。流动资金贷款和涉农贷款¹增加较多。前三季度企业用于流动资金的人民币短期贷款和票据融资合

¹ 包括农副产品贷款、农业贷款和乡镇企业贷款。

计增加 1 万亿元，同比多增 2547 亿元；其中，票据融资增加 3972 亿元，同比多增 2541 亿元，占全部新增贷款的比重达 20.3%，同比提高 12.3 个百分点。票据融资快速增长的重要原因之一是货币市场利率下行促使银行调整资产结构，增加对票据业务的资金投入。随着农村信用社改革的推进，金融支持“三农”的力度进一步加大，前三季度涉农贷款增加 2956 亿元，同比多增 376 亿元。中长期贷款继续少增，但基建贷款维持较高增速。前三季度人民币中长期贷款增加 8907 亿元，同比少增 913 亿元；其中基建贷款增加 4939 亿元，同比多增 792 亿元，增速为 21.3%，反映出当前投资继续高位运行的特点。居民消费信贷出现较大变化，9 月末，个人消费贷款余额 2.1 万亿元，增长 13.4%，同比下降 17.4 个百分点。前三季度消费贷款增加 1504 亿元，同比少增 1869 亿元；其中，个人住房贷款增加 1869 亿元，同比少增 1152 亿元。个人消费贷款、特别是个人住房贷款增速减缓既是其在多年高速增长以及实施房地产调控措施后的正常调整，也反映出居民对房地产市场预期的变化和借贷双方风险意识的增强，应注意其进一步的发展与变化趋势。

分机构看，人民币贷款除国有独资商业银行同比少增外，其它金融机构均同比多增。前三季度，国有独资商业银行²人民币贷款增加 5800 亿元，同比少增 2495 亿元；政策性银行、股份制商业银行³、城

² 根据中国人民银行统计司统计口径，国有独资商业银行包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行。

³ 根据中国人民银行统计司口径，股份制商业银行目前包括交通银行、中信实业银行、光大银行、华夏银行、广东发展银行、深圳发展银行、招商银行、浦东发展银行、兴业银行、民生银行、恒丰银行、浙商银行。

市商业银行、农村合作机构⁴分别增加 2555 亿元、5005 亿元、1491 亿元和 3582 亿元，同比分别多增 1433 亿元、1321 亿元、384 亿元和 528 亿元；外资金融机构贷款增加 286 亿元，同比多增 159 亿元。国有独资商业银行新增贷款占比有所下降，主要是因为其在股份制改造过程中放慢了信贷投放，也反映出我国竞争性的金融体系得到进一步发展。

四、基础货币增长有所加快

2005 年 9 月末，基础货币余额 6.1 万亿元，同比增长 14.3%，比年初增加 1914 亿元，同比多增 1014 亿元。其中，第三季度基础货币增加 3407 亿元。9 月末，金融机构超额准备金率平均为 3.96%，比上年同期高 0.32 个百分点。其中，国有独资商业银行超额存款准备金率为 3.79%，股份制商业银行为 4.88%，农村信用社为 5.30%。

五、货币市场利率止跌企稳

第三季度，金融机构人民币 1 年期贷款加权平均利率为 6.81%，为基准利率（2004 年 10 月 29 日以来为 5.58%）的 1.22 倍，利率水平比上季降低 0.54 个百分点。其中，固定利率贷款⁵占比为 92.7%，加权平均利率为 6.87%，比上季降低 0.6 个百分点；浮动利率贷款⁶占比为 7.3%，加权平均利率为 6.08%，比上季提高 0.11 个百分点。商业银行 1 年期贷款加权平均利率为 6.14%，为基准利率的 1.1 倍，利

⁴ 根据中国人民银行统计司口径，农村合作机构包括农村信用社、农村合作银行和农村商业银行。中国人民银行统计司从 2005 年起开始收集农村合作银行数据。

⁵ 固定利率贷款是指在整个借款期内利率固定不变的贷款。

⁶ 浮动利率贷款是指在整个借款期内利率随市场利率或法定利率等变动定期调整的贷款，调整周期和利率调整基准的选择，由借贷双方在借款时议定。

率水平比上季提高 0.19 个百分点,其中,固定利率贷款占比为 90.5%,加权平均利率为 6.17%,比上季提高 0.21 个百分点;浮动利率贷款占比为 9.5%,加权平均利率为 5.87%,比上季降低 0.03 个百分点。

中国人民银行对全国金融机构 2005 年第三季度贷款利率浮动情况的统计显示,2005 年第三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 21.77%,比上季上升 3.05 个百分点;实行基准利率的贷款占比为 24.64%,比上季上升 2.68 个百分点;实行上浮利率的贷款占比为 53.59%,比上季下降 5.73 个百分点。

表 1: 2005 年第三季度各利率浮动区间贷款占比表

单位: %

	合计	[0.9, 1.0)	1.0	上 浮 水 平				
				小计	(1.0, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0 以上
合计	100	21.77	24.64	53.59	27.75	8.42	12.65	4.78
国有独资商业银行	100	26.81	32.11	41.08	36.45	4.07	0.45	0.11
股份制商业银行	100	29.63	34.75	35.62	34.52	0.96	0.12	0.02
区域性商业银行	100	17.34	14.57	68.10	28.57	9.90	17.60	12.02
城乡信用社	100	5.04	4.28	90.68	12.62	22.39	42.02	13.65

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

2005 年第三季度,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 3.89%,比上季下降 0.23 个百分点,比年初下降 0.57 个百分点。37 个月期协议存款加权平均利率为 4.07%,比上季下降 0.03 个百分点,比年初下降 0.25 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。9 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 4.14%,比年初上升 1.87 个百分点; 1

年期固定利率美元贷款加权平均利率为 5.17%，浮动利率贷款加权平均利率为 4.89%，分别比年初上升 1.74 和 1.51 个百分点。

表 2：2005 年前三季度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	1.7964	1.5561	2.3159	2.4776	2.9717	2.3956	2.6304	2.8704	3.1364
3—6个月	2.1102	2.2490	2.5353	2.9351	2.7800	3.3701	3.5642	3.5427	3.8602
6—12个月	2.4450	2.2419	2.6527	3.3083	2.3960	3.4914	3.4038	3.0301	3.5390
一年	2.3039	2.3694	3.3022	2.7471	3.5035	3.7372	3.9109	3.8578	4.1357
二、贷款：									
一年（固定）	3.5366	3.7720	4.2393	4.0664	4.5367	4.5664	4.6544	4.8904	5.1665
一年（按月浮动）	3.3315	3.6771	3.7462	4.0724	4.1575	4.2477	4.4853	4.6744	4.8872

数据来源：商业银行外币利率备案表

2005 年第三季度，货币市场利率止跌企稳。第三季度，7 天期同业拆借各月加权平均利率在 1.55%—1.56% 之间，与 6 月基本持平；7 天期质押式债券回购各月加权平均利率分别为 1.19%、1.23% 和 1.20%，比 6 月分别上升 0.09、0.13 和 0.10 个百分点。

六、人民币汇率基本稳定

2005 年上半年，国际收支经常项目顺差 673 亿美元，同比增加 598 亿美元；资本和金融项目顺差 383 亿美元，同比减少 285 亿美元。外债规模增加，短期外债占比上升。6 月末，外债余额折合 2661.8 亿美元，比上年末增长 7.5%；其中，短期外债余额为 1413.5 亿美元，比上年末增长 14.7%，占外债余额的 53.1%，比上年末上升 3.3 个百分点。短期外债较快增长的一个重要原因是贸易信贷统计口径调整⁷。

⁷ 贸易信贷负债包括我国进口商的进口应付款，以及我国出口商预收的货款。国家外汇管理局自 2002 年起实施贸易信贷企业抽样调查制度统计贸易信贷数据。目前，样本企业覆盖全国 13 个地区、5000 余家企业。这 13 个地区贸易进出口占全国贸易进出口的 90% 左右，涵

9月末，外汇储备余额7690亿美元，同比增长49.5%。前三季度国家外汇储备增加1591亿美元，同比多增478亿美元，其中第三季度增加580亿美元，各月分别增加217亿、205亿和158亿美元，增幅逐月放缓。

2005年7月21日，人民币汇率形成机制改革平稳实施，改革当日人民币对美元升值2%，即1美元兑8.11元人民币。汇率改革实施以来至9月末，银行间外汇市场人民币对美元汇率小幅双向波动，各交易日收盘价最低为8.1128人民币/美元，最高为8.0871人民币/美元，最大波幅为257个点，最大单日升值、贬值幅度均为万分之七，其中21个交易日贬值、30个交易日升值。9月30日，人民币对美元汇率为8.0920人民币/美元，较上年末升值2.28%。

第二部分 货币政策操作

2005年前三季度，中国人民银行按照党中央、国务院的统一部署，继续执行稳健的货币政策，合理控制货币信贷增长，着力优化信贷结构，同时稳步推进金融企业改革和人民币汇率形成机制改革，加快金融市场建设，改进外汇管理，完善货币政策传导机制，取得明显成效。

一、灵活开展公开市场操作

第三季度，中国人民银行密切关注宏观经济金融形势，及时监测汇率形成机制改革以来金融市场的发展变化，继续加强对银行体系

盖我国沿海发达地区和中、西部地区。此前，我国公布的贸易信贷负债数据是根据我国进口总额的一定比例估算的。统计方法改变后，贸易信贷负债数据采用抽样调查方法统计和公布。

流动性情况的分析与预测，灵活开展人民币公开市场对冲操作。7月和8月，为配合汇率形成机制改革，支持信贷合理增长，中国人民银行适度减缓了公开市场对冲操作力度，保持银行体系流动性总体宽松，货币市场利率低位运行，为汇率形成机制改革创造了良好环境。9月份，人民币汇率形成机制改革稳步推进，金融机构贷款适度增长，中国人民银行适当加大了公开市场操作力度，灵活安排操作总量、结构和工具组合，继续保持银行体系总体宽松的流动性环境，公开市场操作各期限品种利率趋稳并略有上升，引导货币市场利率平稳运行。总体看，人民币公开市场操作达到了预期的操作效果。

第三季度，通过人民币公开市场操作净回笼基础货币 2345 亿元。期间，共发行 27 期央行票据，发行总量为 5350 亿元。其中，3 个月期 3200 亿元，1 年期 2150 亿元。9 月末央行票据余额为 17480 亿元，正回购余额为 2300 亿元。

二、协调本外币利率关系

针对国际金融市场利率持续上升的情况，在 5 月 20 日上调境内商业银行美元、港币小额外币存款利率上限的基础上，又于 7 月 22 日、8 月 23 日和 10 月 15 日三次上调小额外币存款利率上限，其中，一年期美元存款和一年期港币利率上限均提高 0.5 个、0.375 个和 0.5 个百分点分别至 2.5% 和 2.375%。上调小额外币存款利率，有利于协调本、外币利率关系，稳定境内外币存款，减轻结汇压力。

三、发挥“窗口指导”和信贷政策在促进经济结构调整中的作用

认真贯彻落实中央确定的“区别对待，有保有压”的宏观调控方针，根据货币信贷增长形势，有针对性地对商业银行加强“窗口指导”和风险提示，引导各金融机构合理把握贷款进度，优化信贷结构，完善各项金融服务，促进经济结构调整。一是努力完善农村金融服务。进一步扩大扶贫贷款到户的规模，继续引导农村信用社农户小额信用贷款和农户联保贷款健康发展，建设和培育竞争性的农村金融市场。二是进一步加大对经济薄弱环节的支持力度。积极推动下岗失业人员小额担保贷款制度创新，努力推动创建信用社区试点，支持扩大就业和再就业。进一步完善了鼓励高校毕业生到西部地区和边远地区就业的相关政策，促进国家助学贷款发展。三是建立商业银行存贷款期限错配按季监测分析制度，促进商业银行提高流动性管理能力，加强和完善商业银行资产负债综合管理。加强对重点行业、重点企业、重点地区的信贷集中状况以及信贷风险的动态评估监测，及时发布预警信息。四是督促、引导农业发展银行进行市场化筹资、改善负债结构。2004年至2005年9月农业发展银行累计发行金融债券1902亿元，同时净归还再贷款1277亿元。

四、稳步推进金融企业改革

国有商业银行股份制改革工作稳步推进。中国建设银行以每股2.35港元的价格向全球发售264.86亿股H股（占发行后总股本的12%），共筹集资金622亿港元，折合79.8亿美元（按照1美元折合

7.8 港元计算), 并于 10 月 27 日正式在香港主板市场上市。中国工商银行股份制改革工作已经展开, 完成了补充资本金、市场化处置不良资产、发行 350 亿元次级债等财务重组工作, 中国工商银行股份有限公司于 2005 年 10 月 28 日正式成立。中国银行继续推进经营管理机制的转换, 为上市创造条件。

农村信用社改革试点稳步推进。2005 年第三季度, 中国人民银行会同中国银行业监督管理委员会(以下简称银监会)按照规定的条件和程序经严格审查考核, 完成了第 7 期信用社改革试点专项票据的发行工作, 共计对 19 个省(区、市)的 553 个县(市)发行专项票据 393 亿元, 用于置换信用社不良贷款 311 亿元, 用于置换历年亏损挂账 82 亿元。随着各项扶持政策逐步落实, 信用社历史包袱逐步得到化解, 资产质量明显改善, 资本充足率迅速提高, 经营财务状况显著好转。

五、人民币汇率形成机制改革效果良好

经过精心准备和周密部署, 经国务院批准, 中国人民银行宣布自 2005 年 7 月 21 日起, 开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。根据对汇率合理均衡水平的测算, 2005 年 7 月 21 日 19 时, 人民币对美元交易价格调整为 1 美元兑 8.1100 元人民币, 即人民币对美元升值 2%。

7 月 21 日以来, 新的人民币汇率形成机制运行平稳, 人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。人民币对美元汇率有贬有升, 弹性逐渐增强, 反映了国际主要货币之间汇率的变化, 体现了以市场供

求为基础和参考一篮子货币进行调节的规律。

随着人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定并正常浮动，人民币升值预期初步呈现弱化迹象：一是境内人民币远期市场和境外无本金交割人民币远期外汇合约（NDF）价格向按照以利率平价计算的远期汇率水平收敛。境内人民币远期市场 1 年期远期交易价格 10 月 31 日报 1 美元对人民币 7.7950 元，境外无本金交割人民币 1 年期远期外汇合约（NDF）由 7 月 22 日最高时的 1 美元对人民币 7.7100 元左右收窄为 10 月 31 日的 1 美元对人民币 7.7920 元。二是银行柜台远期结售汇签约由净结汇转变为净售汇，8 月份银行柜台远期净售汇签约 8.37 亿美元，9 月份进一步扩大至 12.36 亿美元。三是外汇流入速度有所减缓，外汇储备增长速度明显放慢。

专栏 1：汇率形成机制改革对经济的影响

自 2005 年 7 月 21 日人民币汇率形成机制改革以来，我国经济继续保持平稳较快增长。中国人民银行于 2005 年 8 月对企业、居民和金融机构的三项专题调查⁸结果显示，本次汇率机制改革对企业、居民、金融机构等市场主体的影响在可承受范围之内，相关各方对改革反应积极，微观经济主体的适应性不断提高。

企业积极应对。一是汇率改革的影响总体上处于企业可以承受的范围之内。调查显示，有近 50% 的样本企业事先采取了尽快结汇、提前收汇和预收货款等防范措施。改革对企业外币资产、负债的影响不大。2005 年 7 月末，样本企业的外币资产为 218.1 亿美元，外币负债为 210.1 亿美元，企业因为 2% 的汇率变化而导致的汇兑损失为 1.3 亿元人民币，仅占同期企业销售收入的 0.013%。二是汇率改革促进外贸结构调整和产业升级的效应初步显现。调查显示，67.9% 的企

⁸ 一是通过问卷、走访和召开座谈会的方式对进出口总额排名居前的 19 个省（直辖市）、计划单列市的具有进出口自营权的外向型生产企业或企业集团进行了调查。调查共获得企业有效样本 1092 份。2005 年前 7 个月，样本企业出口额 520.43 亿美元，占全国出口额的 12.76%；样本企业进口额 523.17 亿美元，占全国进口额的 14.62%。二是在全国 20 个城市，对拥有外币资产的居民进行了一次快速调查，共回收有效问卷 3000 份。三是对全国 31 个省的 1863 家地市级及以上的国有独资商业银行、股份制商业银行和外资（合资）银行组织了一次快速调查，共回收有效问卷 1844 份。

业选择通过提高生产效率、降低中间消耗加以应对；60.7%的企业选择通过提高产品档次、技术含量和附加值加以应对，51.4%的企业选择通过谈判、维护出口产品价格加以应对。三是升值对企业进出口的影响有限。只有6.6%和13.7%的企业选择减少出口产品产量和减少出口、增加国内销量。四是多数企业认为人民币继续升值后员工就业将增加或保持不变。58.6%的企业认为就业不会发生变化，有17.3%的企业认为就业将减少10%以内。但由于我国出口产品中低附加值和市场竞争激烈的产品居多，利润率一般都不高，通过调高产品出口价格来消化汇率升值带来的负面影响有一定困难。调查显示，有85.9%的企业提高出口产品价格的空间在3%以内，有50.5%的企业提高出口产品价格的空间在1%以内。此外，企业通过使用外汇金融工具管理外汇风险的能力还有待于提高。使用了远期结汇的企业占41.7%，使用远期售汇的企业占19.8%，而使用期货、期权、互换等金融产品的企业较少。规模较大的企业对各种金融工具的了解和使用明显超过进出口规模较小的企业。

居民总体受益。人民币升值增加了人民币资产的对外购买力，居民总体受益。汇率机制改革后居民投资理念更趋成熟，偏好专家理财，准备以外汇理财产品方式持有外币的居民人数占比从15.6%提高到30.8%，增长幅度近一倍；且外币资产呈多元化趋势，居民持有美元和非美元的比例由改革前的1:0.28提高到1:0.45。

金融机构普遍认同。一是银行家对本次改革认同感较强。86%的银行家认为本次改革的时机选择较成熟；对于2%的初始汇率调整幅度，77.6%的银行家认为幅度适中，16.7%的银行家认为幅度偏低。同时，92.3%的银行家认为本次改革将使我国汇率管理更灵活主动，92.7%的银行家认为人民币汇率从“盯住单一美元”调整为“参考一篮子货币”利大于弊。二是改革对银行业自身经营活动影响不大，各银行积极应对改革。77.6%和85.2%的银行家认为信贷需求和实际投放量基本不变。随着改革措施的出台，各行迅速出台了各种新业务，包括各种新型外币理财业务及规避汇率波动风险的产品和服务。

总体看，人民币汇率机制改革已初显成效，随着改革效应的释放，新汇率制度在推动我国对外贸易结构调整、经济结构优化、产业升级、实现经济可持续发展方面的积极作用还将进一步显现。但也应看到，对大国经济而言，内需的作用可能更为重要。

在新的人民币汇率形成机制下，汇率波动幅度的扩大和变动频率的加快，无疑为企业、居民和金融机构的外汇风险管理带来巨大挑战，有必要进一步完善配套措施，提高企业、居民和金融机构外汇风险应对能力。在监管部门大力推动外汇市场发展和企业对外汇服务需求提高的双重条件下，金融机构面临着发展外汇

产品、提供相关咨询服务的良好机遇，应积极加强风险管理体系建设，利用外汇市场衍生产品积极管理外汇风险，把握机遇，开拓业务，提高盈利能力。

六、深化外汇管理体制改革

围绕人民币汇率形成机制改革和促进国际收支平衡，2005年第三季度出台了一系列外汇管理政策措施：一是提高境内机构保留经常项目外汇收入的限额，进一步增强企业的自主权，理顺外汇供求关系。提高居民个人因私购汇指导性限额，大幅简化有关凭证要求，进一步便利居民个人用汇。二是实行银行结售汇综合头寸管理，将现行结售汇周转头寸涵盖范围扩展为外汇指定银行持有的因人民币与外币间交易而形成的外汇头寸，增加银行体系的总限额。三是调整银行间市场和结售汇业务汇价管理办法，给银行更多定价自主权。扩大银行间市场非美元货币对人民币交易价的日波幅，取消银行对客户非美元货币挂牌汇率浮动区间限制，扩大美元现汇与现钞买卖差价，允许银行挂牌汇率一日多价，增加投机成本。四是调整境内银行对境外投资企业融资性对外担保管理方式，更好地支持国内企业“走出去”，提高境内资金使用效率。

专栏 2：外汇风险管理

人民币汇率形成机制改革后，有管理的浮动汇率制度可能对企业的生产经营造成一定影响。因此，增强企业的外汇风险管理意识和能力成为当务之急。

外汇风险是指企业因持有外币资产（债权）或借用外币债务，当外币汇率发生变动，折成本币或其他货币导致资产减少或负债增加的风险。对于外汇风险，可以通过合理选择对外经济活动的货币，合理运用外汇避险工具，保持外币资产与负债币种的匹配等方式加以规避。具体手段包括：

合理选择对外经济活动的货币种类。货币通常可分为硬货币与软货币。硬货币是指汇率稳定或呈升值趋势的货币，软货币是指汇率疲软或呈贬值趋势的货币。对外贸易和非贸易业务往来中，对外支付应多使用软货币，收汇应多使用硬

货币。在对外融资中，应争取使用软货币，以便减轻债务负担。

合理运用外汇市场避险工具。7月21日汇率改革以后，中国人民银行允许符合条件的非金融企业和非银行金融机构进入即期银行间外汇市场，扩大银行对客户远期结售汇业务范围，允许银行开办人民币对外币掉期业务，为企业规避汇率风险提供更多便利。银行开办的远期和人民币对外币的掉期业务，可用于规避外汇风险。

远期结售汇业务是指外汇指定银行与境内机构签订远期合同，约定将来办理结汇或售汇的外汇币种、金额、汇率和日期，到期时按照合同约定办理相关业务。例如，国内某进口企业预计3个月后将向国外出口商支付一笔美元货款，为锁定财务成本，该企业可以与银行提前签订远期购汇合同。3个月以后，无论当时人民币对美元的汇率如何变动，该企业都可以按照事先约定的汇率用人民币购买美元对外支付，从而降低了汇率风险。

人民币与外币的掉期也称货币互换，是交易双方依据预先约定的协议，在某个期限内，进行两次方向相反的本外币交易。例如，国内某出口企业收到出口货款500万美元，需结汇成人民币用于国内支出，同时该企业将于3个月后支付进口货款500万美元。此时，该企业可以与银行办理一笔3个月人民币与外币掉期：即期卖出500万美元，3个月后再以约定的汇率买入500万美元。这样，既可以满足企业生产经营的需要，也可以规避汇率风险。

提前或推迟结算。企业可以根据对外经济活动的结算货币汇率的走向提前或推迟结算，规避汇率风险。如果预测结算货币相对于本币贬值，国内进口商可推迟进口，或要求延期付款；国内出口商可及早签订出口合同，收取货款。如果预测结算货币升值，国内进口商可提前进口或支付货款；国内出口商可推迟交货，或允许进口商延期付款。

保持外币资产与负债的币种匹配。出口企业应尽可能将成本外币化，如增加国外原材料、零部件和半成品的进口，将部分生产经营活动转移境外等。利用外资的企业应争取资金的借、用、还使用同种货币。当出现外币借款与国内人民币收入的币种不匹配时，应及时利用外汇市场工具规避汇率风险。

在签订对外贸易合同时必须考虑汇率变动因素。例如，国内出口商在结算货币呈现贬值趋势时，可适当提高出口价格，或与进口商约定按一定比例分担汇率损失。当结算货币可能升值时，国内进口商可要求国外出口商降低进口商品价格。

总的说来，随着国内外汇市场的不断发展，企业可以通过更多的方式管理外汇风险，同时还需强化内部管理，加大技术创新力度，努力降低经营成本，提升出口产品的竞争力，不断提高自身的盈利能力和抗风险能力。

第三部分 金融市场分析

一、金融市场运行分析

2005年前三季度，金融市场健康平稳，货币市场流动性充足，市场利率止跌企稳，债券发行情况良好，债券品种进一步丰富，金融市场制度性建设取得重大进展。

国内非金融机构部门(包括住户、企业和政府部门)企业债融资比重同比明显上升，国债融资比重下降。2005年前三季度，国内非金融机构部门以贷款(本外币合计)、股票(境内外可流通上市股票的筹资部分)、国债和企业债(含短期融资券)四种方式新增融入的资金总计为24645亿元，同比多融资569亿元，增长2.4%，其中主要是贷款和企业债融资同比分别多增1364亿和791亿元，增长7.1%和4.3倍；国债同比少融资1596亿元。前三季度国内非金融机构部门贷款、股票、国债和企业债融资的比为83.6：4.7：7.7：4.0。

表 3：2005 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(%)	
	2005年 前三季度	2004年 前三季度	2005年 前三季度	2004年 前三季度
国内非金融机构部门融资总量	24645	24076	100.0	100.0
贷款	20614	19250	83.6	80.0
股票	1159	1149	4.7	4.8
国债	1896	3492	7.7	14.5
企业债	976	185	4.0	0.8

数据来源：中国人民银行调查统计司

(一) 银行间市场交易活跃

前三季度，银行间债券回购市场累计成交11.86万亿元，同比增

加4.66万亿元，日均成交631亿元，同比增长65.5%；其中主要是质押式债券回购交易量增长较快，前三季度累计成交11.73万亿元，同比增加4.58万亿元，日均成交同比增长65%；买断式债券回购累计成交1371亿元。交易所国债回购累计成交1.94万亿元，同比下降43.5%。从4月份开始，银行间市场质押式回购隔夜品种月成交量超过7天期品种月成交量。

前三季度，银行间同业拆借市场累计成交9648亿元，同比减少1817亿元，日均成交51.3亿元，同比下降15.4%。成交主要集中在7天和隔夜两个短期品种上，市场份额分别为68.9%和18.3%，基本与2004年同期相当。

市场利率止跌企稳，市场流动性充足。受春节前金融机构资金需求较大的影响，2月份质押式债券回购和同业拆借交易月加权平均利率由上年12月份的1.88%和2.07%分别上升至2.05%和2.31%；春节后资金回流，市场流动性充足，市场利率回落至3月份的1.7%和1.98%。之后，质押式债券回购和同业拆借交易月加权平均利率有所下降，第三季度止跌企稳，9月份质押式债券回购和同业拆借交易月加权平均利率分别为1.15%和1.51%，均比6月份上升0.05个百分点。

从资金净融出、融入情况看，回购市场（包括质押式和买断式）上，国有独资商业银行仍是唯一的净融出部门，净融出资金同比增加较多，前三季度净融出资金6.82万亿元，同比增加3.32万亿元，增长94.9%。其他商业银行⁹、其他金融机构¹⁰、外资金融机构是资金净融

⁹ 其他商业银行包括股份制商业银行和城市商业银行。

¹⁰ 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。

入部门，分别融入资金30413亿元、34260亿元、3568亿元，同比分别增长36.8%、1.7倍和12倍；其他金融机构中，保险公司和证券及基金公司分别净融入资金6103亿元和9902亿元，是上年全年的3.7倍和2.3倍。

在同业拆借市场上，前三季度国有独资商业银行与其他商业银行分别净融出资金2703亿元和3092亿元，国有独资银行同比少融出1071亿元，其他商业银行同比多融出879亿元。其他金融机构³和外资金融机构分别净融入资金4678亿元和1118亿元。其他金融机构中，证券公司净融入资金明显减少，同比下降44.5%。

表 4：2005 年前三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 年前三季度	2004 年前三季度
国有独资商业银行	-2703	-3774
其他商业银行	-3092	-2213
其他金融机构 ¹¹	4678	5701
其中：证券公司	2998	5404
外资金融机构	1118	286

注：1. 负号表示净融出，正号表示净融入。

数据来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

（二）债券市场发行状况良好，债券品种进一步丰富

前三季度，银行间债券市场现券交易累计成交4.04万亿元，同比增加2.23万亿元，日均成交215亿元，同比增长1.3倍；交易所国债现券成交2156亿元，同比减少67亿元。

银行间现券市场上，国有独资商业银行是主要的净买入方，净

司。

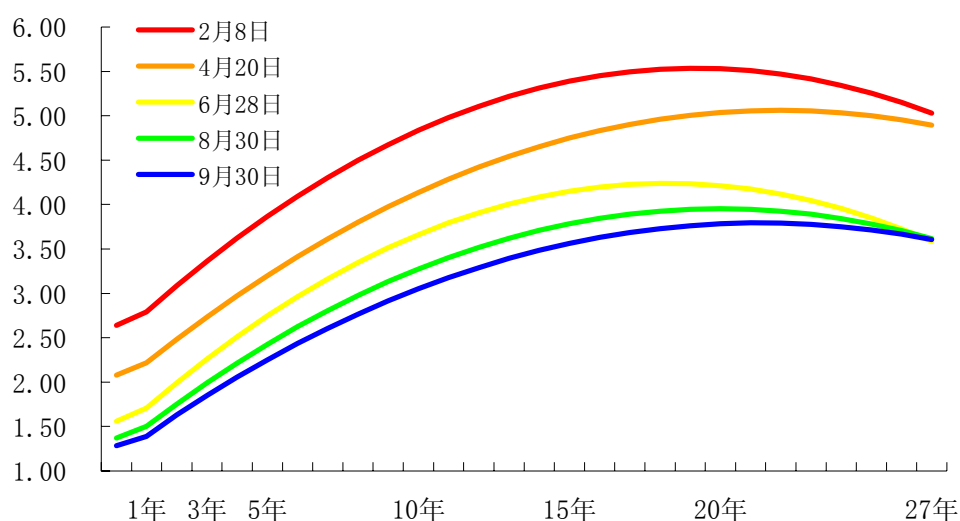
¹¹ 其他金融机构包括政策性银行、农信社联社、财务公司、信托投资公司、证券公司。

买入2123亿元，同比增长20.4倍。保险公司和证券及基金公司净卖出较多，分别为375亿元和133亿元，同比分别多增188亿元和263亿元。

前三季度，银行间市场与交易所市场的债券指数均处于上升趋势。银行间债券指数由年初的104.02点上升至9月末的112.51点，上升8.49点，升幅8.16%；其中第三季度上升1.88点，升幅1.70%。交易所国债指数由年初的95.69点上升至9月末的108.70点，上升13.01点，升幅13.60%；其中第三季度上升3.36点，升幅3.19%。

前三季度，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。超额准备金存款利率下调后，市场流动性非常充足，债券市场价格上涨较大，各期限债券到期收益率下降明显，收益率曲线下移较多。第三季度，债券市场仍保持整体上涨趋势，但涨势趋缓，收益率曲线持续整体下移，但下移幅度减小；比较而言，期限较长的债券到期收益率下降幅度更大，导致收益率曲线略显平坦化。

图 3：2005 年前三季度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

债券市场发行状况良好，债券品种进一步丰富。前三季度，国债发行4791亿元，同比减少703亿元，下降12.8%，其中，凭证式国债发行1500亿元，同比少发行815亿元；记账式国债发行3291亿元，同比多发行112亿元。政策金融债（不含政策性银行次级债）累计发行4014亿元，同比多发行1314亿元。企业债（含短期融资券）累计发行1006亿元，同比多发行821亿元，其中，除2005年5月起新发行企业短期融资券542亿元外，中长期企业债券发行也明显增多，前三季度累计发行464亿元，是2004年同期的2.5倍。次级债累计发行959亿元。证券公司短期融资券累计发行29亿元。10月份，国际金融公司和亚洲开发银行获准在中国发行21.3亿元的人民币债券。

国债和政策金融债发行利率呈下降态势。第三季度发行的凭证式4期国债3年期和5年期利率分别为3.24%和3.6%，比上半年发行的凭证式1、2、3期国债同期利率分别低0.13和0.21个百分点；第三季度发行的7年期记账式9期国债利率为2.83%，比上半年发行的记账式5期国债低0.54个百分点。

（三）票据市场在规范中继续快速发展

前三季度，商业汇票累计签发3.21万亿元，同比增长31%；累计贴现4.74万亿元，同比增长41%；累计办理再贴现23亿元，同比下降180亿元。9月末商业汇票未到期余额为2.07万亿元，同比增长46%；贴现余额为1.32万亿元，同比增长38%；再贴现余额为6.5亿元，同比下降45.5亿元。

票据融资是近年来增幅最高、发展最快的一种融资方式。2005

年以来，票据市场在规范中继续快速发展，其地位和作用得到进一步加强：一是票据融资已成为企业最重要的一种短期直接融资渠道。短期融资票据化趋势明显。票据融资余额相当于贷款余额的比重从2000年末的1.6%上升到2005年9月末的8%，新增票据融资相当于新增贷款的比重从2000年的7.4%上升到2005年前三季度的20%。票据融资的快速增长对改善企业融资结构、提高直接融资比重、规范市场主体行为和优化社会信用环境，具有现实的促进作用。二是票据业务已成为商业银行调整资产结构、管理流动性、提高竞争力的一种重要手段。三是票据融资已成为一种重要的货币市场工具，对提高货币市场效率，丰富货币市场工具，深化和加快货币市场发展意义重大。

（四）企业海外筹资较多，证券投资基金发展较快

前三季度，沪、深股市累计成交2.51万亿元，同比减少0.93万亿元；日均成交138亿元，同比下降27%。其中A股累计成交2.46万亿元，同比下降0.91万亿元；日均成交135亿元，同比下降27%。

上证综指在2月份最高升至1329点后，一路下滑，最低降至6月份的998点，6月后指数在波动中有所上升，9月末收于1156点，比上年末下降8.8%；深证成指在3月份最高升至3481点后，一路下滑，最低降至6月份的2591点，后有所上升，9月末收于2903点，比上年末下降5.4%。

前三季度，股票市场累计融资1159亿元，同比多融资10亿元，上升0.8%。企业海外筹资在2004年大量增加基础上，2005年继续显著增加，前三季度企业在海外筹资99.8亿美元，同比多融资41.4亿美元，

增长70.9%，占筹资总额的70.7%，比2004年同期高28.7个百分点；A股筹资（包括发行、增发和配股）339亿元。

证券投资基金发展较快。前三季度新增证券投资基金43只，3季度末证券投资基金总规模达4810亿元，比上年末增长45.4%；总资产净值4755亿元，比上年末增长46.5%。

（五）保险业资产总额继续快速增长，资产结构变化明显

前三季度，保险业累计实现保费收入3779亿元，同比增长13.1%。其中人身险累计收入2815亿元，同比增长13.6%，增速比上年同期高5.7个百分点。保险业累计赔款、给付814亿元，同比增长12%。9月末，保险业资产总额达14378亿元，同比增长27%，继续保持快速增长态势。

随着保险市场的快速发展，保险业不断探索加强资金运用和资金管理途径，提高资金运用效率，资金运用持续保持较高增长水平。资金运用结构上，国债和证券投资比重上升较多，银行存款比重明显下降。9月末，银行存款占总资产比重34.7%，同比下降9.9个百分点；国债和证券投资基金投资分别占比23.2%和7.4%，同比分别上升3.8个和1.5个百分点。

表 5：2005 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（%）	
	2005 年 9 月末	2004 年 9 月末	2005 年 9 月末	2004 年 9 月末
资产总额	14378	11379		
其中：银行存款	4994	4972	34.7	43.7
国债	3340	2207	23.2	19.4
证券投资基金	1062	677	7.4	5.9

注：2005 年中国保险监督管理委员会重新界定“资金运用”有关科目的口径，本表中的数据按新口径统计。

数据来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

（六）外汇市场运行平稳

人民币汇率形成机制改革后，银行间外汇市场人民币对美元汇率基本稳定。自5月18日银行间外汇市场正式推出八种“货币对”即期外币交易（包括欧元对美元、澳大利亚元对美元、英镑对美元、美元对瑞士法郎、美元对港币、美元对加拿大元、美元对日元和欧元对日元）以来，截至9月末，八种“货币对”累计成交折合290亿美元。

专栏 3：人民币远期市场

2005年7月21日开始实行的以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度要求企业提高风险防范意识，主动运用外汇衍生工具规避由于人民币汇率水平正常浮动带来的风险，从而为外汇衍生品市场的发展奠定了需求基础；同时，外汇衍生品市场的发展也将完善我国的外汇市场体系，提升外汇市场的深度和广度、强化市场供求在汇率形成中的基础性作用，保障和促进新汇率制度的顺利运行。为实现完善汇率形成机制和发展外汇市场的良性互动，中国人民银行适时发布了《关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》（银发[2005]201号）和《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》（银发[2005]202号），扩大了远期结售汇业务主体范围，并推出了银行间人民币远期交易，初步确立了以银行柜台零售市场为基础、以银行间批发市场为主体，分层有序、协调互补的人民币远期市场发展格局。

远期交易是国际金融市场参与者用来防范汇率风险的重要工具，人民币远期交易一般是指交易双方以约定的币种、汇率和金额，在未来某一日期进行交割的人民币对外汇的交易。在银行间人民币远期市场建设中，中国人民银行以市场化和规范化为原则，在借鉴国际外汇衍生品市场发展经验的基础上，结合当前我国外汇市场发展的实际，形成了人民币远期外汇市场的制度框架：在市场准入方面实行备案制，允许具备金融衍生品交易资格的金融机构进入远期市场，同时简化了市场成员的入市手续；在交易制度方面采用国际通行的询价交易方式，交易双方自主报价、谈判成交；在清算制度方面采用全额清算和净额清算相结合的方式，允许交易双方根据需要自行约定；在风险控制方面要求交易双方自担风险，市场成员通过签订远期主协议明确交易双方的权利和义务，并允许交易双方根据对手的信用状况协商设定履约保证金。

银行间人民币远期市场于 2005 年 8 月 15 日正式上线运行。至 10 月 31 日，市场成员已经从最初的 3 家扩大到 54 家，包括了国有商业银行、股份制商业银行、政策性银行和外资银行分行等主要的银行类金融机构。随着交易成员的不断扩大以及市场成员对人民币远期交易认识的不断深入，远期市场报价和交易也日趋活跃。

根据利率平价理论，人民币远期市场的定价主要受即期外汇市场的人民币汇率水平，外汇货币市场利率、人民币货币市场利率和市场对人民币汇率预期等四个因素影响。当人民币远期头寸可通过即期外汇市场进行套期保值时，套补的利率平价基本成立，人民币远期汇率的升（贴）水率约等于相同期限外汇与人民币利率之差。在当前远期头寸尚不能通过即期外汇市场套期保值的情况下，银行间人民币远期市场与境外 NDF 市场定价机制类似，都反映了市场成员对未来人民币汇率走势的预期，但比较而言，境外 NDF 市场主要满足海外参与者的投机需求，银行间人民币远期市场的交易则一般以真实贸易为背景，以规避汇率风险为主要目的，供求稳定性高，价格引导能力强，因此参与者在两个市场间的套利活动将促使境外 NDF 市场价格向国内银行间人民币远期市场价格收敛。

8 月 15 日以来银行间人民币远期市场与境外 NDF 市场价格变化表明，在汇率形成机制改革伊始，银行间市场成员未能及时调整人民币升值预期。新汇率制度运行后，即期外汇市场人民币汇率保持基本稳定并正常浮动，促使市场成员的预期趋于理性，增强对人民币汇率保持稳定的信心，反映为银行间人民币远期价格竞争力逐渐增强，通过价格联动效应，引导境外 NDF 市场的报价逐渐收窄，进一步缓解了国际金融市场的人民币升值预期。

国内银行间远期市场建立前，境外 NDF 市场人民币对美元 1 年期合约贴水 7 月 22 日最高达到 1 美元对人民币 7.7100 元，反映市场成员预期 1 年后人民币升值幅度为 4.9%；银行间远期交易推出后，至 10 月 31 日，NDF 市场人民币对美元 1 年期合约已经收窄到 1 美元对人民币 7.7920 元，反映市场成员预期 1 年后人民币升值幅度已调整为 3.6%。同期银行间人民币对美元 1 年期远期合约为 1 美元对人民币 7.7950 元。

二、金融市场制度性建设

（一）稳步推动货币市场与债券市场发展

2005 年以来，中国人民银行以金融产品创新为突破口，促进货币市场与债券市场发展，拓宽经济主体融资渠道，优化金融资产结构。

第三季度，企业短期融资券的发行规模逐渐扩大，浦东发展银行在银行间债券市场顺利发行首只商业银行一般性金融债券，债券远期交易较为平稳，信贷资产证券化试点工作稳步推进。债券市场对外开放步伐加快，国际开发机构境内发行人民币债券进展顺利，金融市场基础性建设进一步完善，3家首批试点商业银行均已与境外机构联合设立基金管理公司。

专栏 4：商业银行设立基金管理公司

开展商业银行设立基金管理公司试点，是贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的意见》的一项重要举措。

2005年2月20日，中国人民银行、银监会和中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）联合发布《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》（中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会公告[2005]第4号），允许商业银行投资设立基金管理公司，同时针对商业银行作为基金管理公司的股东可能带来的一系列关联交易、跨市场风险等作了规范，特别是对银行业务与基金业务之间的隔离机制以及中国人民银行、银监会和证监会等三部门的监管分工作出具体规定。

3月21日，经国务院批准，中国人民银行、银监会和证监会根据“试点先行、严格标准、取得经验、稳步推开”的原则，选择中国工商银行、中国建设银行和交通银行作为试点银行。商业银行设立基金管理公司试点工作至此全面启动。为确保试点工作的顺利进行，中国人民银行、银监会和证监会通过建立协调工作机制，加强与中国工商银行、中国建设银行和交通银行的沟通，适时制定并公布了三家试点银行的工作计划与时间表，积极推动试点工作进程。

6月21日，中国工商银行、瑞士信贷第一波士顿和中国远洋运输（集团）总公司共同发起设立的工银瑞信基金管理公司正式开业。7月26日，首只基金产品——工银瑞信核心价值股票型证券投资基金开始销售。截止8月26日发行期结束，共销售基金43.57亿元，其中个人客户认购33.8亿元，占认购总额的77.58%；基金开户数达145048户，其中98.9%为个人客户；户均认购金额为3万元。

8月12日，交通银行、施罗德投资管理有限公司和中国国际集装箱海运（集

团)股份有限公司共同发起设立的交银施罗德基金管理公司正式开业。8月26日,首只基金产品——交银施罗德精选股票基金开始销售。截止9月26日发行期结束,共销售基金48.93亿元,其中个人客户认购29.36亿元,占基金认购总额的60%;基金开户数达114661户,其中98.1%为个人客户;户均认购金额为4.27万元。

9月28日,中国建设银行、美国信安金融集团和中国华电集团财务有限公司共同发起设立的建信基金管理有限公司也正式开业,首只基金产品——建信恒久价值股票型证券投资基金于11月7日正式开始销售。

从基金销售角度看,完成发行的这两只具有大型商业银行背景的基金得到了市场的充分认可。商业银行设立基金管理公司,对于坚定投资者信心、促进资本市场和货币市场协调发展、推进商业银行深化改革和提高国际竞争力,发挥了积极作用。通过这次试点工作,中国的金融监管协调机制得到了进一步完善,银行业和资本市场改革开放取得新的进展。

(二) 进一步推动外汇市场发展

为配合汇率机制改革的实施,支持新汇率机制平稳运行,中国人民银行研究出台了发展外汇银行间外汇市场的多项措施。一是于8月2日发布《中国人民银行关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》,扩大办理人民币对外币远期业务银行主体,实行备案制的市场准入方式,允许银行根据自身业务能力和风险管理能力对客户报价,放开交易期限限制并扩大交易范围。《通知》还允许银行对客户办理不涉及利率互换的人民币与外币掉期业务。二是于8月8日发布《中国人民银行关于加快发展外汇市场有关问题的通知》,扩大银行间即期外汇市场交易主体范围,允许符合条件的非金融企业和非银行金融机构进入即期银行间外汇市场;增加银行间外汇市场交易模式,引进询价交易机制,为客户化、多样性的衍生交易创造条件;进一步丰富银行间市场交易品种。

上述政策的推出，有利于国内经济主体进行汇率风险管理，有利于充分发挥银行间外汇市场在资源配置中的基础性作用。

（三）股权分置进入积极稳妥推进阶段

按照《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》所明确的解决股权分置问题要“尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”的基本原则，有关部门本着“试点先行，协调推进，分步解决”的操作思路，逐步解决股权分置问题。2005年4月29日，经国务院批准，证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动股权分置改革试点工作。截至8月19日，两批共46家试点公司全部完成了规定的改革程序，股权分置改革试点工作按计划结束，改革的操作原则和基本做法得到了市场认同，改革的政策预期和市场预期逐渐趋于稳定，总体上具备了转入积极稳妥推进的基础和条件。8月23日证监会、国有资产监督管理委员会、财政部、中国人民银行、商务部五部门联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，在总结试点阶段经验的基础上，针对下一步改革可能触及的各类复杂情况，对试点阶段制度安排作了相应的完善。此后，证监会、沪深证券交易所、中国证券登记结算公司等部门和机构发布了《上市公司股权分置改革管理办法》、《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》、《上市公司股权分置改革保荐工作指引》等配套规则，并于9月9日开始，按照每周推出一批的进度，积极稳妥的推进股权分置改革。截至2005年9月末，已有45家公司完成股权分置改革，99家公司进

入股分置改革程序。

（四）进一步拓宽保险资金运用渠道

随着保险业的快速发展，保险机构作为较大规模长期资金的持有人，已经逐步成长为债券市场上的重要机构投资者。为了在有效防范风险的前提下，引导保险机构扩大债券投资，提高资产质量，优化资产结构，8月21日，中国保险业监督管理委员会（以下简称保监会）颁布《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》，这一管理办法的实施有利于进一步推动保险投资结构转变，提高保险投资证券化程度，增强保险投资核心竞争力。

此外，近年来随着我国保险市场的健康快速发展，保险外汇资产已成为保险资产的重要组成部分。为拓宽保险资金运用渠道，在2004年颁布《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》基础上，2005年9月11日，保监会颁布了《保险外汇资金境外运用管理暂行办法实施细则》，标志着保险外汇资金境外运用进入实质性操作阶段。这项制度建设有利于推动保险资金运用的国际化、专业化、市场化、规范化，同时有效防范保险资金运用风险。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势及2005年展望

2005年第三季度，全球经济稳步增长。受飓风影响，美国经济增幅较上季度有所减缓，但仍保持了较强劲的增长势头。欧元区继续缓慢复苏，通货膨胀压力增强。日本经济复苏迹象逐步明朗，消费价

格指数有望摆脱负增长。拉美和亚洲新兴市场经济体总体保持了强劲的增长。石油价格上扬、贸易保护主义抬头是影响全球经济增长的主要风险。国际货币基金组织 2005 年 9 月预计，2005 年全球经济增长 4.3%，较 2004 年减缓 0.8 个百分点，维持了今年 4 月份的预期，但调整了增长结构，轻微下调了对发达国家的预测，相应上调了对新兴市场和发展中国家的预测。

（一）主要经济体经济发展

美国经济继续保持较强增长势头。前三季度，美国经季节调整后的各季度环比折年率 GDP 增长率分别为 3.8%、3.3%和 3.8%。就业状况进一步改善，第三季度各月经季节调整后的失业率分别是 5.0%、4.9%和 5.1%，平均为 5%，低于前两个季度 5.3%和 5.1%的水平。通货膨胀压力有所增大，第三季度各月未经季节调整的同比 CPI 分别为 3.2%、3.6%和 4.7%，平均为 3.8%，比二季度高 0.9 个百分点。美国贸易逆差进一步扩大，前八个月美国贸易逆差 4633.7 亿美元，比上年同期扩大 669.5 亿美元。

欧元区经济继续缓慢复苏。第一、二季度，欧元区 GDP 同比增长分别为 1.3%和 1.1%。失业率有所下降，第一、二季度欧元区失业率分别处于 8.8%和 8.7%的高水平，7、8 月份分别为 8.5%和 8.6%。在油价上涨的背景下，通货膨胀的压力有所增强，前两个季度综合消费价格指数（HICP）均为 2%，第三季度各月分别为 2.2%、2.2%和 2.6%，平均为 2.3%，比前两个季度有所上升，而欧洲中央银行对价格稳定的数量定义是 HICP 同比增长低于 2%。

日本经济复苏迹象逐步明朗。第一、二季度，日本 GDP 同比增长分别为 1.3%和 2.1%。劳动力市场进一步好转，前三季度各季度季节调整后的失业率分别为 4.6%、4.4%和 4.3%，其中 9 月份仅为 4.2%，处于 1999 年以来的较低水平。消费价格指数有望摆脱负增长，前三季度各季同比 CPI 分别为-0.2%、-0.1%和-0.3%，其中扣除新鲜食品的 CPI 分别为-0.3%、-0.1%和-0.1%，日本银行预期 2005 财年（4 月至次年 3 月）扣除新鲜食品 CPI 将达到或超过 0，2006 财年将为正值。

主要发展中国家经济持续增长。亚洲仍然是世界经济增长最快的地区，初级商品价格上涨使俄罗斯、拉美和非洲部分国家受益，经济保持较快增长。

（二） 国际金融市场发展

2005 年以来，美元总体上呈升值态势。9 月末，1 欧元兑 1.213 美元，1 美元兑 111.919 日元，分别比 2004 年末升值 11.7%和 10.4%，但美国的“双赤字”并未缓解，美元仍存在贬值的可能。

主要经济体的长期国债收益率有所上升。受飓风影响，市场曾一度下调对美国经济增长的预期，国债收益率随之走低，9 月初美国 10 年期国债收益率仅为 4.033%，但市场很快认识到飓风对美国的影响是短暂的、可控的，收益率回弹，9 月末美国 10 年期国债收益率升至 4.326%。日本 10 年期国债收益率也有所上扬，从二季度平均 1.28%升至第三季度的 1.36%，主要是因为市场预期日本经济增长将有所提高、零利率政策有望结束。欧元区债券收益率基本保持平稳，第三季度 10 年期国债收益率为 3.26%。

主要经济体股市有不同程度上涨。三季度末，美国道琼斯工业平均指数较二季度末微升 0.27%，英国《金融时报》100 指数上涨 6.76%，日经 225 指数上涨 14.5%。能源等受益于石油价格上涨的企业股价涨幅较大。

（三）主要经济体货币政策

美联储公开市场委员会于 8 月 9 日、9 月 20 日和 11 月 1 日分别将联邦基金目标利率提高 25 个基点，达到 4%。美联储自 2004 年 6 月以来已经连续十二次加息。2003 年 6 月至今，欧央行理事会各次例会都决定维持利率水平不变，即存款便利、主要再融资和贷款便利的利率分别为 1%、2%和 3%。日本银行决定将金融机构在中央银行设立的往来账户的余额上限继续保持在 30-35 万亿日元的水平上，以确保充足的流动性。英格兰银行 8 月 4 日决定将官方利率水平下调 0.25 个百分点，由原来的 4.75%降至 4.5%，这是 2004 年四次上调利率后的首次降息。

二、我国宏观经济运行分析

2005 年以来，各地区、各部门认真贯彻落实中央确定的工作部署和方针政策，巩固和发展宏观调控成果，推进经济结构调整和增长方式转变，保持了国民经济平稳较快发展和物价的基本稳定，城乡居民收入、企业利润和财政收入均有较大幅度提高。但当前经济发展中也存在着固定资产投资规模依然偏大、进出口贸易不平衡矛盾加剧、出口结构不合理等问题。前三季度实现国内生产总值（GDP）10.6 万亿元，同比增长 9.4%，比上年同期低 0.1 个百分点；居民消费价格

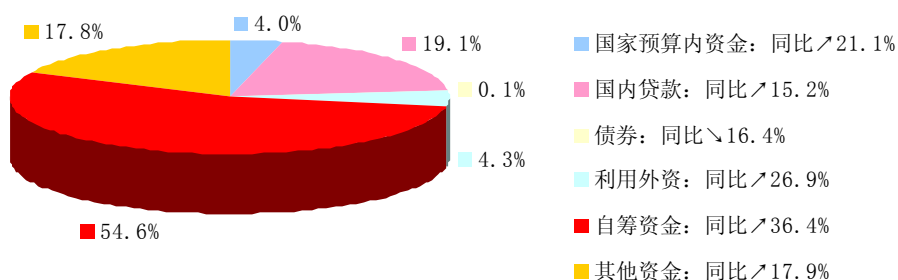
(CPI) 同比上涨 2.0%，比上年同期低 2.1 个百分点；贸易顺差 683 亿美元，同比增加 644 亿美元。

(一) 消费需求较快增长，投资需求增速逐季加快

居民收入和消费较快增长。前三季度，城镇居民人均可支配收入 7902 元，扣除价格因素同比实际增长 9.8%，比上年同期加快 2.8 个百分点；农民人均现金收入 2450 元，扣除价格因素同比实际增长 11.5%，比上年同期加快 0.1 个百分点。前三季度，社会消费品零售总额 4.5 万亿元，同比增长 13.0%，扣除价格因素实际增长 12.1%，比上年同期提高 2.4 个百分点。

投资需求增速逐季加快，规模依然偏大。前三季度，全社会固定资产投资 5.7 万亿元，同比增长 26.1%，比上年同期回落 1.6 个百分点，但比今年一季度加快 3.3 个百分点，比上半年加快 0.7 个百分点。城镇固定资产投资 4.9 万亿元，同比增长 27.7%。从施工项目情况看，截止到 9 月末，施工项目计划总投资 15.2 万亿元，同比增长 27.9%。从资金到位情况看，投资到位资金 5.4 万亿元，同比增长 27.2%，资金充裕。总体来看，在 2004 年固定资产投资规模过大，基数相当高的情况下，前三季度城镇固定资产投资增速持续高于 24% 且呈逐月加快态势，施工项目及到位资金增幅均维持在同样高位，表明投资反弹的压力仍很大，投资需求过旺的危险依然存在。

图 4：2005 年前三季度固定资产投资到位资金情况



自筹资金中，企事业单位自有资金占67%，同比增长40%

资料来源：国家统计局

贸易顺差在 7 月和 8 月大幅上升后，9 月份缩小。前三季度，进出口贸易总额超过 1 万亿美元，同比增长 23.7%，比上年同期低 13 个百分点。其中出口为 5464.2 亿美元，同比增长 31.3%；进口为 4780.8 亿美元，同比增长 16.0%；实现贸易顺差 683.4 亿美元，而 2004 年同期仅为 39 亿美元。第三季度当季，7 月和 8 月的贸易顺差分别为 105.5、105.9 亿美元，但 9 月缩小到 75.6 亿美元，主要是因为 9 月份我国进口有所回升，特别是机电、高新技术产品进口有较大幅度提高。目前，我国对外贸易中存在的突出问题是一些高耗能的资源性商品出口增长过快，不仅加大了国内能源、资源和环境的压力，而且加剧了对外贸易摩擦的矛盾。前三季度，外商直接投资合同金额 1303 亿美元，同比增长 21.8%；实际使用金额 432 亿美元，下降 2.1%。

（二）第一、三产业增速减缓，第二产业增速加快

前三季度，第一产业实现增加值 1.3 万亿元，同比增长 5.0%，比上年同期低 0.5 个百分点；第二产业实现增加值 6.0 万亿元，同比增长 11.1%，比上年同期高 0.2 个百分点；第三产业实现增加值 3.2 万亿元，同比增长 8.1%，比上年同期低 0.4 个百分点。GDP 构成中，

三次产业的比重为 12.7：56.9：30.4。

农业生产形势较好，但基础有待进一步加强。夏粮总产达到 1063 亿公斤，比上年增长 5.1%；早稻总产量 318 亿公斤，比上年减产 1.3%；晚稻、玉米等秋收作物播种面积扩大，产量有望继续增加。全年粮食生产将再获丰收。畜牧业、渔业发展势头良好。前三季度，猪牛羊禽肉产量同比增长 6.7%，水产品产量同比增长 3.9%。但是，2005 年以来农产品生产价格的上涨持续小于农业生产资料价格的上涨，这将对农民收入的增长和农业生产的发展造成不利影响。前三季度，全国农产品生产价格（指农产品生产者直接出售其产品时的价格）比 2004 年同期上涨 3.7%，粮食生产价格同比下降 0.1%；农业生产资料价格上涨 9.5%。

工业生产平稳增长，企业效益总体良好。前三季度，全国规模以上工业增加值 5.0 万亿元，同比增长 16.3%，比上半年低 0.1 个百分点，比上年同期低 0.7 个百分点。产销衔接仍然保持较好水平，规模以上工业产品销售率为 97.86%，与上年同期持平。受多种因素影响，不同行业之间效益明显分化，上游行业利润大幅增加，下游行业利润增速下降甚至亏损，但企业效益总体良好。前三季度，全国规模以上工业企业实现利润 9883 亿元，在 2004 年较高的基数上进一步增长了 20.1%，增幅比上半年提高 1.6 个百分点。

第三季度中国人民银行景气问卷调查显示，企业家对当前宏观经济环境满意度较高，企业经营状况良好。企业家认为宏观经济形势“正常”的比例，自 2004 年 2 季度一路攀升，本季达 85.19%，是历史次

高水平。本季，企业经营状况景气指数达 23.38%，创 1993 年以来的最好水平，分别比上季和上年同期提高 3.69 个和 5.94 个百分点。

（三）各种价格同比增幅平稳回落，但通胀压力依然存在

居民消费价格指数（CPI）同比涨幅继续平稳回落。前三季度，居民消费价格同比上涨 2.0%，其中各季分别上涨 2.8%、1.7%和 1.3%。从食品和非食品的分类看，食品价格上涨对 CPI 的影响逐步减弱，非食品价格上涨对 CPI 的影响相对提高。前三季度，食品价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨 1.1 个百分点，贡献率为 58%，比上半年回落 7 个百分点；非食品价格上涨 1.3%，影响 CPI 上涨 0.8 个百分点，贡献率为 42%，比上半年上升 7 个百分点。在非食品中，石油类能源价格上涨 12.2%，影响 CPI 上涨 0.2 个百分点，其中汽油、柴油、液化石油气价格同比分别上涨了 15.1%、14.6%和 16.6%。扣除食品和能源的 CPI 上涨 1%。从消费品和服务项目的分类看，2004 年 11 月以来我国服务项目价格涨幅一直高于消费品，且保持上升趋势，值得关注。2005 年前三季度，服务项目价格上涨 3.5%，消费品价格上涨 1.5%。总体来看，居民消费价格涨幅回落主要是因为食品特别是粮食价格涨幅趋缓，石油及其相关产品价格虽然猛涨，但石油类能源在 CPI 中权重仅为 1.2%，对 CPI 的影响不大。

生产价格（PPI）进一步回落，但仍居于较高水平。前三季度，工业原材料、燃料、动力购进价格累计同比上涨 9.2%，比上年同期回落 1.2 个百分点；其中燃料动力类、有色金属材料类购进价格在 9 月份同比分别上涨 15.8%和 13.5%。工业品出厂价格累计同比上涨

5.4%，比上年同期回落 0.1 个百分点；其中在 9 月份原油同比上涨 33.2%，汽油上涨 27%，柴油上涨 22.3%，煤油上涨 21.4%，原煤上涨 21.8%。各类钢材涨价在 0% - 5%之间，铜、铝、铅、锌、镍的涨幅在 2.5% - 20%之间。前三季度，工业原材料、燃料、动力购进价格涨幅与工业品出厂价格涨幅之差为 3.8 个百分点，比上年同期分别回落 0.3 和 1.5 个百分点，表明企业消化上游价格涨价的压力进一步减轻。

进出口价格继续呈回落态势。前三季度各季海关出口价格同比涨幅分别为 7.6%、2.6%和 2.5%，进口价格同比涨幅分别为 10.1%、6.2%和-0.9%。第三季度，进口价格涨幅低于出口价格涨幅，贸易条件有比较明显改善。

劳动报酬增速加快。前三季度，全国城镇单位就业人员累计劳动报酬同比增长 14.8%，比上半年加快 0.2 个百分点；平均劳动报酬同比增长 13.4%，比上半年加快 0.2 个百分点。

GDP 缩减指数低于上年同期。前三季度，我国名义 GDP 增长率为 13.7%，实际 GDP 增长率为 9.4%，两者之差为 4.3%，分别比上半年和上年同期低 1.2 和 2.5 个百分点。

各种价格同比增幅平稳回落，但居民对物价的满意度却逐季走低，通货膨胀预期较强。2005 年第三季度全国城镇储户问卷调查显示，城镇居民当期物价满意指数为-12.5，较上季降低 1.4，其中有 25.1%的居民认为“物价过高，难以接受”，较上季提高 0.8 个百分点，有 12.6%的居民认为物价“令人满意”，较上季降低 0.6 个百分点。

值得指出的是，我国统计的 CPI 与真实通货膨胀水平之间有一定差异，一是目前在我国 CPI 统计中，服务类和资源类商品的权重过低，其价格变化未能得到适当反映；二是水、电、燃气、交通等公共服务价格及石油等能源价格实行管制，其短缺程度也未能反映在价格中。今年以来，由于国际市场原油价格飙升，我国成品油价格在不断跟涨，而且各地在成本不断上升的压力下纷纷上调了水电等价格，这对居民生活有广泛影响，但在我国 CPI 统计中这些项目权重不大，所以即使每个项目价格涨幅都很高，但对 CPI 的影响却很小。此外，由于价格管制，某些地方的某些产品出现短缺，如出现“油荒”、拉闸限电等。

专栏 5：国际原油价格上涨对我国经济的影响

近年来，国际油价节节攀升，屡创新高。以纽约原油期货价格为例，西得克萨斯州中质原油（WTI）期货价格从 2001 年末的每桶 19 美元左右上涨到 2005 年 8 月 30 日的每桶 69 美元左右，涨幅达到 250%。2005 年 8 月 29 日，盘中曾一度突破每桶 70 美元，名义价格创历史最高水平。与原油价格大幅上涨相对应，国际市场成品油价格也大幅飚升。

受我国成品油定价机制的影响，国际市场原油价格高涨并未造成我国成品油价格等幅上涨，但由此造成的我国原油价格和成品油价格倒挂对我国经济有一定的负面影响。目前，我国成品油市场价格以纽约、鹿特丹、新加坡三地市场一篮子价格的加权平均值为定价基础（即中准价），各大石油公司有上下 8% 的浮动权力。在实际操作中，为了减少国际油价波动对国内油价、国内经济的影响，只有在三地市场价格变动超过一定幅度时才会调整中准价，时间比国际市场至少滞后一个月左右。因此，国内成品油走势常常与国际走势背离，尤其在原油与成品油价格同时上行的过程中。2005 年以来，国内原油价格已和国际接轨并持续上涨，但国内成品油价格尚未与国际接轨且相对较低，国内原油和成品油价格倒挂。处于产业链上游的原油开采企业利润大幅增长，而在下游，政府严格调控国内成品油价格，几次小幅上调后仍远低于国际平均水平，炼油企业亏损越来越严重。

一些地方炼油企业为避免巨额亏损纷纷采取了停产或者减产。另一方面，过低的成品油价使得价格杠杆在石油供求调节上发挥不了应有的作用，市场配置石油资源的基础性作用失效，不利于节约用油，同时还导致了不正常的投机需求快速增加，进而加剧了市场供求的紧张程度，一些地区甚至出现了“油荒”。

鉴于当前石油定价机制所引起的种种问题，十分有必要加快推进石油定价机制市场化改革，理顺石油价格体系。国家发展和改革委员会曾表示，我国将坚持与国际市场价格接轨的方向和原则，建立既反映国际市场石油价格变化，又考虑国内市场供求、生产成本和社会各方面承受能力等因素的石油价格形成机制，同时要建立上下游企业间合理的利益调节机制、相关行业的价格联动机制、对部分弱势行业和弱势群体适当补贴的机制。此外，还要建立相关的配套政策体系，包括健全与市场相关的法律法规体系、完善管理和监督体制、制定鼓励非公有资本进入石油行业的政策措施、加快现代石油市场体制建设，特别是要规范石油现货市场，善用期货市场。

（四）财政收支总体良好

财政收入持续快速增长。前三季度，全国财政收入 2.4 万亿元，同比增长 16.7%，增速比上年同期减缓 9.5 个百分点，比上半年加快 2.1 个百分点；财政支出为 2 万亿元，同比增长 16.4%，增速比上年同期加快 4.1 个百分点，比上半年加快 1.4 个百分点。收支相抵，收入大于支出 3818 亿元。

（五）行业分析

前三季度，我国主要行业经济运行正常。从完成增加值情况看，加工制造业的生产增长较快，其中黑色和有色金属冶炼及压延加工业、纺织服装鞋帽、通用设备、通信设备、计算机及其他电子设备的增加值分别增长 18.7%—26.9%。从实现利润情况看，采掘业的利润率（指平均成本费用利润率，下同）有较大幅度上升，8 月末比上年同期提高 8.5 个百分点；加工制造业的利润率下降了 0.5 个百分点。

39 个工业行业中，有 17 个行业的利润率上升或持平，22 个行业的利润率有所下降。前三季度，新增利润最多的五大行业分别是石油开采、煤炭、钢铁、化工、纺织业，利润同比增长率最高的行业分别是煤炭、石油、黑色金属矿、有色金属矿和非金属矿等资源开采类行业，增幅在 45%-125%之间。交通运输设备制造、化纤、建材、电子通信行业利润下降，石油加工及炼焦业净亏损 127 亿元。从投资的情况看，煤炭、石油等行业投资均保持较快增长，煤炭开采及洗选业投资同比增长 76.8%；石油和天然气开采业同比增长 31.3%。

煤电油运供应紧张状况缓解，但总体仍然偏紧。前三季度，原煤产量同比增长 10.2%，煤炭出口下降 16.9%，全社会煤炭库存从 3 月份开始回升，8 月末达到 1.33 亿吨，比年初增长 28.5%。部分地区、部分煤种价格 5 月份以来逐步回落。前三季度，发电量同比增长 13.4%，全国夏季用电高峰电力最大缺口比 2004 年减少约 1000 万千瓦。原油产量同比增长 4.2%，原油进口量增长 10.6%，原油加工量增长 7.3%。国内成品油消费量增长 5.6%，增幅同比回落 14.1 个百分点。受国内外市场价差较大、自然灾害造成运输困难等多方面因素影响，5 月份以来广东等部分地区成品油市场供应趋紧。在各方面努力下，目前市场供应基本恢复正常，9 月末中石油、中石化两大集团成品油库存比 8 月末有所回升。前三季度，铁路完成货运量增长 6%，主要港口货物吞吐量同比增长 18%，三大航运企业完成货运量增长 11.7%。

1. 房地产行业

第三季度，房地产投资增幅继续回落，房屋销售价格涨幅进一步

放缓，商品房销售面积增幅有所回升。受季节因素影响（秋季一般为房产销售旺季），部分城市商品房交易量有所回升，但仍低于5月份之前的交易水平。房地产开发贷款增速有所上升，个人住房贷款增幅继续回落。

房地产投资增速平稳回落。前三季度，房地产开发投资完成1万亿元，同比增长22.2%，增幅比上年同期下降6.1个百分点。其中，商品住宅完成投资7010亿元，增长21.5%；土地开发投资438亿元，同比增长6.2%。

房屋销售价格涨幅继续放缓。第三季度，70个大中城市房屋销售价格同比上涨6.1%，涨幅比二季度回落1.9%；其中，上海、杭州房屋销售价格同比涨幅比二季度均回落5.1个百分点。新建商品住房销售价格同比上涨6.8%，涨幅比二季度回落2.1个百分点；二手住房销售价格同比上涨6.7%，涨幅比二季度下降2.8%。房屋租赁价格上涨2.1%。土地交易价格同比上涨9.8%。

商品房销售面积增幅有所回升。前三季度，商品房销售面积3.47亿平方米，其中，现房销售面积1.33亿平方米，增长23%，比上年同期上升3.7个百分点，高于同期商品房竣工面积增幅3.3个百分点；期房销售面积2.15亿平方米。期房占全部销售面积的比重为61.7%。9月末，商品房空置面积1.09亿平方米，同比增长10.8%；其中，商品住宅空置面积6006万平方米，增长4.2%。

房地产贷款增幅继续回落，开发贷款增速有所上升。9月末，商业性房地产贷款余额为2.68万亿元，同比增长19.0%，增幅比上年

末下降 9.7 个百分点。其中，房地产开发贷款余额为 8866 亿元，增长 16.8%，增幅比上年末上升 2.3 个百分点；政府土地储备贷款余额为 1185 亿元，同比增长 56.2%。个人住房贷款余额增幅持续下降。9 月末，个人住房贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 20.1%，已连续 17 个月下降。此外，商业银行发放的委托性住房公积金贷款余额达 2516 亿元，增长 30.9%，增幅虽比前三个月有所回升，但仍低于今年前 5 个月的贷款增幅。

房地产业是国民经济支柱产业。房地产业的健康发展，对于巩固和发展宏观调控成果，保持国民经济平稳较快发展，具有重要意义。金融机构既要加强风险管理，也要努力改善金融服务，积极开发新的金融产品，合理支持符合国家政策导向的房地产开发项目。引导房地产企业发展直接融资，鼓励普通商品房的建设与消费，加大对自住住房消费的支持力度，控制投资性购房贷款，促进住房价格基本稳定和房地产行业的健康发展。

2. 水的生产与供应业

我国是一个干旱缺水的国家，水资源的自然条件较差，与此同时，粗放型的经济增长方式和水资源的价格体制扭曲也在一定程度上造成了水资源的浪费，水资源不足已经成为制约我国国民经济和社会发展的重要因素。2004 年，我国水资源总量为 2.4 万亿立方米，人均水资源是世界平均水平的 31%。

在我国 39 个工业大类行业中，水的生产与供应业是利润率最低的行业，并且有半数以上的企业亏损。2005 年 1-8 月，水的生产与

供应业盈亏相抵后累计亏损额为 23 亿元，成本费用利润率为-1.74%。水的生产与供应业全行业亏损主要是因为我国水价长期低于成本价，水价仅仅包含了水的工程成本和水的处理成本，而没有包括水资源的价格、水管理的成本和污水处理成本。

水价过低致使我国水资源利用相对粗放，用水效率不高，用水浪费严重。2004 年，我国用水总量为 5548 亿立方米，其中生活用水占 11.7%，工业用水占 22.2%，农业用水占 64.6%，生态用水占 1.5%。我国万元工业增加值取水量是发达国家的 5-10 倍，灌溉水利用率却仅为发达国家的 40-45%。近年来，在我国水资源总量水平总体呈下降趋势的情况下，居民和企业总用水量占水资源总量比率却稳中有升。

污水处理价过低致使水资源污染严重。目前，我国污水处理费征收尚不普遍，部分已征收的仅为 0.2~0.3 元/立方米，这不仅不能补偿污水处理工程建设的投入，甚至不能保证污水处理设施的正常运行。由于企业的外部成本很低，大量未经处理的或不达标的废污水直接或间接排入江河湖泊，引起水质恶化，加剧了水资源的紧缺，每年排放的工业和生活废水从 1997 年的 584 亿吨增长到 2004 年的 693 亿吨，累计增幅为 18.7%。

总体来看，改革水的管理体制、建立合理的水价形成机制、调动全社会节水和防治水污染的积极性是当务之急。10 月 28 日，国家发展和改革委员会在全国资源价格研讨会上表示将全面推进水价改革，包括扩大水资源费征收范围，提高征收标准；推行面向农民的终端水

价制度，逐步提高农业用水价格；全面开征污水处理费，尽快把污水处理收费标准调整到保本微利水平；合理提高水利工程和城市供水价格等。

可以预期，随着水价改革的全面推进，我国的水价将会经历一个缓慢提高的过程，这一方面可以激励企业去投资水务，增加水的供给，缓解水资源不足的现状；另一方面也可以推动节约用水，不断提高水的利用效率和效益，以水资源的可持续利用保障经济社会的可持续发展。当然，水价改革与人民群众的生活密切相关，要充分考虑低收入群体的承受能力，宜把握时机，分步推进。

第五部分 货币政策趋势

一、我国宏观经济展望

总体看，全年国民经济将保持良好的发展势头。初步预计，2005年 GDP 增长将超过 9%，CPI 在 2%左右。

消费、投资和净出口将继续共同推动经济增长。从消费需求看，目前我国城乡居民收入增长较快，存款利率水平较低，社会保障体系建设进一步推进，这些都有利于刺激消费需求。中国人民银行 2005 年第三季度城镇储户问卷调查显示，城镇居民未来收入信心指数较上季提高 1.9，较上年同期提高 1.7，居民的增收信心较强。从投资需求看，前三季度全国新开工项目同比增加 2.3 万个，同比增长 21.1%；新开工项目计划总投资同比增长 27.9%，增幅高于 2004 年同期，固定资产投资仍有反弹的压力。从进出口看，世界经济总体上可能仍将

维持较好的增长态势，有利于我国出口保持一定增幅，但部分发达国家贸易保护主义抬头使我国出口具有一定的不确定性。

从价格走势上看，第四季度基期因素将明显减弱，同比 CPI 将止跌回升，年底会继续平稳上升；如果各地没有集中出台水、电、交通、燃气等公用事业价格调价措施，同比 CPI 不会出现大幅反弹。综合考虑 CPI 统计、价格控制等多方面因素，目前我国各类价格指数虽然出现了不同程度的回落，但出现通货紧缩的可能性很小，通货膨胀的压力依然存在。从近期看，我国国民经济持续较快增长，2005 年以来，农民工、企业职工、公务员等工资都有不同程度上调，支出能力较强；生产资料价格虽然有所回落，但依然在高位运行；受企业亏损上升的影响，水、电、燃气、交通等调价压力越来越大，资源价格改革即将展开。从长期看，在我国经济进一步发展过程中，土地和劳动力等要素的价格均面临上涨压力，环境保护的成本也在不断增加。从居民对未来物价的走势看，中国人民银行 2005 年第三季度全国城镇储户问卷调查显示，有 36.2% 的居民预测物价上升，较上季提高 3.7 个百分点，6% 的居民预测物价下降，较上季降低 1.9 个百分点，居民的通货膨胀预期有所上升。

二、2005 年第四季度货币政策取向与趋势

2005 年第四季度，中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，继续执行稳健的货币政策，总量上保持连续性和稳定性，注意加强预调和微调。初步预计，2005 年全年新增人民币贷款将达到 2.3 万亿到 2.5 万亿元左右，货币供应量增幅在 17% 左右。

（一）灵活运用货币政策工具组合，保持货币信贷合理增长

根据经济金融运行的变化灵活调整货币政策工具组合及政策力度。根据货币政策调控需要和银行体系流动性变化，在全面分析预测第四季度银行体系流动性走势的基础上，合理把握公开市场操作的节奏和力度，有效调节银行体系流动性，努力保持流动性总量适度、结构合理和货币市场利率的平稳运行，保持货币信贷适度增长。

（二）继续贯彻落实利率市场化的政策

按照利率市场化改革要求，继续贯彻落实已出台的利率市场化政策，研究相关的配套措施，引导商业银行和农村信用社提高风险定价和负债管理的能力。研究并完善利率的形成和传导机制，加强对货币市场利率、民间借贷利率和存贷款利率相关体系的研究。进一步完善票据市场利率以及市场化产品的定价机制，合理反映期限和信用风险。逐步建立健全中央银行利率调控体系，提高中央银行对市场利率的引导能力。

（三）发挥信贷政策在促进经济增长方式转变及经济结构调整中的作用

积极发挥“窗口指导”和信贷政策在优化信贷结构中的作用，引导商业银行更好地贯彻区别对待、有保有压的原则，既要增加对经济发展薄弱环节和有效益、有市场的企业贷款，继续加大对农业、中小企业、增加就业、助学的信贷支持力度，又要提高银行信贷资产质量。继续完善信贷期限结构错配监测指标体系，合理控制中长期贷款。促进改善金融生态环境，引导商业银行增强应对经济景气变化的能力，

健全贷款的激励和约束机制。研究支持扩大消费的金融措施，配合支持扩大内需的其他政策，研究增加消费信贷品种，推动商业银行拓展消费信贷的深度和广度。密切监测房地产调控政策效应和房地产市场变动情况，支持合理住房消费。指导商业银行运用利率定价手段改进住房金融服务和风险管理，促进房地产市场健康发展。

（四）加快推动金融市场建设和金融工具创新

大力推动金融市场制度性建设，扩大直接融资渠道，改善金融资产结构，丰富金融市场层次，推进金融市场的整体协调发展。大力培育和发展机构投资者，调动市场主体的积极性和创造性，鼓励金融产品与金融工具创新，发展金融衍生产品，满足市场多样化需求。加强金融市场基础设施建设，为金融市场发展提供良好的法律、技术环境。加强金融市场监督管理，保证货币政策顺利实施，维护金融市场秩序。

（五）加快推进金融体制改革

继续推进国有商业银行股份制改造，促进其转换经营机制，完善治理结构。深化政策性银行改革，使其转变为符合市场经济需要的、财务上可持续、有竞争力的开发性金融机构。全面推进农村金融综合改革，深化农村信用社改革，积极探索包括小额信贷组织在内的新型农村金融组织形式，开发新的农村金融产品。鼓励社会资金参与中小金融机构重组改造。规范和引导民间借贷，发挥其活跃民间经济活动的积极作用。加快推进存款保险制度建设。推进高风险金融机构市场退出工作，研究建立金融风险防范和化解的长效机制。

（六）保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定

进一步增强市场供求在汇率形成中的基础性作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加快外汇市场建设，积极推出各类外汇衍生产品，为企业、居民和金融机构规避外汇风险服务。继续改进外汇管理，进一步推动贸易投资便利化，规范和引导外汇资金流入，适当拓宽资本流出渠道。促进国际收支基本平衡。