

中国货币政策执行报告

二〇〇五年第四季度

中国人民银行货币政策分析小组

2006年2月21日

内容摘要

2005年，我国国民经济呈现出增长较快、效益较好、价格平稳、活力增强的良好态势，经济运行的稳定性有所提高，经济发展的协调性有所改善。2005年国内生产总值（GDP）增长9.9%，居民消费价格（CPI）上涨1.8%。

2005年，在党中央、国务院的统一部署下，中国人民银行继续实行稳健的货币政策，通过市场化手段加强总量调控，优化信贷结构，稳步推进利率市场化进程和人民币汇率形成机制改革，加快金融企业改革和金融市场建设，改进外汇管理，完善货币政策传导机制，保持金融平稳运行，促进国民经济平稳较快发展。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。各类型进出口企业均较好地适应了新的人民币汇率形成机制。从宏观看，汇率形成机制改革后国民经济保持了平稳较快发展的良好势头，表明多年来的改革开放和社会主义市场经济建设明显提高了我国经济的活力和应对改革及外部冲击的弹性。

2005年，金融平稳运行。货币信贷总量增长总体适度，信贷结构进一步改善，与宏观调控总体要求基本适应。2005年末，广义货币供应量M2余额为29.9万亿元，同比增长17.6%；基础货币余额为6.4万亿元，同比增长9.3%。金融机构人民币贷款余额19.5万亿元，

同比增长 13.0%，比年初增加 2.4 万亿元。银行间市场利率低位平稳运行。年末，外汇储备余额 8189 亿美元，比上年末增加 2089 亿美元。12 月 31 日，人民币对美元汇率中间价为 8.0702 元人民币/美元，人民币对美元较 7 月 21 日初始调整后累计升值 0.49%。

2006 年是实施“十一五”规划的第一年，也是我国加入世界贸易组织过渡期的最后一年。总体上，当前国内形势有利于我国经济的平稳健康发展。但也应看到，当前经济运行中一些深层次矛盾和问题尚未根本解决，还可能出现新的问题。一是经济结构和经济增长方式亟待调整；二是货币政策的有效性和灵活性面临国际收支不平衡的挑战；三是履行加入世界贸易组织承诺对我国金融业发展提出了更高的要求。

中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，继续实行稳健的货币政策，保持货币政策的连续性和稳定性，加强本外币政策的协调，增强货币政策的主动性和有效性，保持货币信贷平稳增长，稳步推进金融改革开放，大力发展金融市场，维护金融体系稳定，进一步改进外汇管理，提高金融服务水平，促进国民经济持续、协调、快速、健康发展。一是综合运用各种货币政策工具，保持货币信贷适度增长；二是稳步推进利率市场化改革，完善利率形成机制；三是发挥“窗口指导”和信贷政策引导结构调整的作用；四是大力培育和发展金融市场，推动金融产品创新；五是加快推进金融体制改革；六是推进外汇管理体制的改革，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。

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应总量增长总体适度.....	1
二、金融机构存款稳定增长.....	1
三、金融机构贷款平稳增长.....	2
四、基础货币平稳增长.....	6
五、人民币存贷款利率保持稳定，境内外币利率持续上升.....	6
六、国际收支保持顺差格局，人民币汇率形成机制运行平稳.....	7
第二部分 货币政策操作	8
一、灵活开展公开市场操作.....	9
二、充分发挥利率杠杆的调控作用，稳步推进利率市场化.....	11
三、发挥信贷政策在经济结构调整中的作用.....	11
四、稳步推进金融企业改革.....	12
五、人民币汇率形成机制改革效果良好.....	13
六、加快外汇管理体制改革的，促进国际收支基本平衡.....	17
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.....	24
第四部分 宏观经济分析	27
一、世界经济金融形势及2006年展望.....	27
二、我国宏观经济运行分析.....	30
第五部分 货币政策趋势	43
一、我国宏观经济展望.....	43
二、2006年货币政策取向与趋势.....	45

专栏:

专栏 1: 正确认识金融机构“存差”现象.....	4
专栏 2: 外汇掉期.....	10
专栏 3: 企业基本适应新的人民币汇率制度.....	14
专栏 4: 经济普查: GDP 总量、速度和结构变化.....	32
专栏 5: 进一步改善农村金融服务, 加强对“三农”的支持.....	34
专栏 6: 我国资源价格存在的问题及影响分析.....	38

表:

表 1: 2005 年第四季度各利率浮动区间贷款占比表.....	7
表 2: 2005 年大额美元存款与美元贷款平均利率表.....	7
表 3: 2005 年国内非金融机构部门融资情况简表.....	18
表 4: 2004-2005 年金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况表	20
表 5: 2005 年末主要保险资金运用余额及占比情况表.....	24

图:

图 1: 人民币汇率形成机制改革后企业的应对措施.....	15
-------------------------------	----

第一部分 货币信贷概况

2005年，我国国民经济继续保持平稳较快增长，金融运行平稳。货币信贷总量增长总体适度，信贷结构进一步改善，与宏观调控总体要求基本适应。

一、货币供应总量增长总体适度

2005年末，广义货币供应量M2余额29.9万亿元，同比增长17.6%，增速比上年高2.9个百分点。狭义货币供应量M1余额10.7万亿元，同比增长11.8%，增速比上年低1.8个百分点。流通中现金M0余额2.4万亿元，同比增长11.9%。全年累计现金净投放2563亿元，比上年多投放841亿元，其中，第四季度现金净投放1759亿元，同比多投放815亿元，主要与2006年春节时间靠前有关。

2005年货币供应量增速基本呈现前低后高的态势。广义货币供应量M2增速于3月达到全年最低水平14%，之后稳步上升，11月增速达到18.3%，是全年最高水平，12月略有回落。狭义货币M1的走势与广义货币M2基本保持一致，但M2增长持续快于M1，M2与M1增速差距有所扩大。M2增长较快主要是因为国际收支不平衡加剧，外汇占款快速增加，居民和企业通过结汇获得大量人民币资金转化为银行存款。从构成看，M0和企业活期存款占比增长较为平稳，居民储蓄倾向上升及企业存款定期化等因素对M2增长较快有一定影响。

二、金融机构存款稳定增长

2005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30.0万亿元，同比增长18.2%，比年初增加4.4万亿元，

同比多增 1.0 万亿元。其中，人民币各项存款余额 28.7 万亿元，同比增长 19.0%，比年初增加 4.4 万亿元，同比多增 1.1 万亿元；外汇存款余额 1616 亿美元，同比增长 5.6%，比年初增加 68 亿美元，同比少增 29.2 亿美元。

企业和居民定期存款偏好增强。2005 年末，人民币企业存款余额 9.6 万亿元，同比增长 13.6%，比年初增加 1.14 万亿元，同比少增 287 亿元，其中，企业定期存款比年初增加 7706 亿元，同比多增 3052 亿元；人民币居民储蓄存款余额 14.1 万亿元，同比增长 18.0%，比年初增加 2.1 万亿元，同比多增 5567 亿元，其中，定期储蓄存款比年初增加 1.4 万亿元，同比多增 4487 亿元；财政存款余额 7990 亿元，同比增长 28.1%，比年初增加 1752 亿元，同比多增 1188 亿元。

三、金融机构贷款平稳增长

2005 年末，全部金融机构本外币贷款余额 20.7 万亿元，同比增长 12.8%，比年初增加 2.5 万亿元，同比少增 563 亿元。其中，人民币贷款余额 19.5 万亿元，同比增长 13.0%，比年初增加 2.4 万亿元，同比多增 871 亿元；外汇贷款余额 1505 亿美元，同比增长 12%，比年初增加 171 亿美元，同比多增 4 亿美元。2005 年人民币贷款余额月均增长 13%，月度间增速变化不大，保持平稳增长态势。企业融资渠道多元化，如企业发行短期融资券等，在一定程度上降低了企业对信贷资金的依赖。

从投向看，贷款结构进一步改善。流动资金贷款比例明显提高。2005 年，企业用于流动资金的人民币短期贷款和票据融资合计增加 1.12 万亿元，同比多增 2694 亿元，流动资金贷款占全部新增贷款的比例为 47.7%，比上年高 10.1 个百分点。票据融资增加较多，对缓

解中小企业融资难问题发挥了积极的作用。全年票据融资增长 40.9%，比上年高 12.5 个百分点。

中长期贷款过快增长的势头得到控制。2005 年，人民币中长期贷款增长 17.2%，增速比上年低 7.0 个百分点，比年初增加 1.2 万亿元，同比少增 2012 亿元。其中基建贷款比年初增加 6175 亿元，同比少增 93 亿元。从投向看，主要金融机构（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）的中长期贷款主要集中在交通运输、能源、房地产、环境、公共设施和制造业等方面，但投向制造业方面的贷款增速减缓，投向教育方面的贷款增长很快。

个人消费贷款增速减缓。2005 年末个人消费贷款余额 2.2 万亿元，同比增长 10.4%，增速比上年低 16 个百分点，比年初增加 1996 亿元，同比少增 2331 亿元。其中，个人住房贷款比年初增加 2444 亿元，同比少增 1629 亿元，汽车贷款比年初减少 500 亿元，同比多减少 248 亿元。个人消费贷款，特别是个人住房贷款增长减缓，既是多年高速增长后的正常调整，也反映了房地产宏观调控措施在发挥作用。但考虑到消费需求在国民经济中的重要作用，应对其进一步变化趋势予以关注。

分机构看，四大国有商业银行人民币贷款同比少增，其他金融机构均同比多增。2005 年，四大国有商业银行人民币贷款增加 7621 亿元，同比少增 2601 亿元；政策性银行、全国性股份制商业银行、城市商业银行和农村金融机构（包括农村信用社、农村合作银行和农村商业银行）分别增加 3379 亿元、5965 亿元、1832 亿元和 3451 亿元，同比分别多增 667 亿元、1275 亿元、437 亿元和 817 亿元；外资金融机构增加 421 亿元，同比多增 204 亿元。

专栏 1：正确认识金融机构“存差”现象

存（贷）差是金融机构各项存款与各项贷款的差额，存款大于贷款是存差，贷款大于存款是贷差。贷存比是金融机构各项贷款与各项存款的比例，即 $\text{贷存比} = \text{金融机构各项贷款} / \text{金融机构各项存款}$ 。1978年以来，我国金融机构贷存比呈稳步下降趋势。1995年，我国金融机构开始出现存差，并且逐步扩大。2005年末金融机构存差达到9.2万亿元，占存款余额的32%，存量的贷存比为68%，新增量的贷存比为53.6%；分地区看，目前全国各省份均出现存差。随着存差规模不断扩大，出现了各种关于存差的观念与认识，有的认为存差是储蓄增长相对过快、信贷增长相对过缓的表现，也有人提出存差是资金闲置和使用效率降低的反映，一些地方甚至还将存差相互比较，将其视为衡量金融对地区经济支持力度的标志。事实上，这些认识并未准确、客观和全面地揭示我国金融机构存差产生的真实原因。

对总体上出现的存差现象，必须从宏观和整体银行体系全局的角度入手，才能揭示存差产生的一般机制，并进一步理解地区存差的成因。如果从单个或局部银行的角度去观察或分析这一现象，难免会得出一些似是而非的观点。在信用货币的银行体系中，一国包括存款和现金在内的所有货币都是由中央银行和商业银行通过贷款、购买债券等方式创造出来并被企业、个人等社会经济主体所持有的，如果从银行体系整体来看，是先有贷款等资产、后有存款等负债，而不是相反。从资产负债表的变化看，当银行发放一笔贷款时，其资产方贷款和负债方存款将同时等量增加，从而实现借贷相等。发放贷款的过程也就是创造存款的过程。1995年之前，我国金融机构一直呈现“贷差”，这主要是由于银行体系资产结构单一造成的。当时银行体系基本只有贷款这一种资金运用方式，贷款创造出的货币主要由存款与现金发行构成，因此出现“贷差”。流通中现金越多，贷差就会越大。

1995年，我国金融机构开始从贷差转为存差。此后，存差不断扩大，贷存比逐步下降，主要原因可归结为以下几个方面：**一是银行持有非金融机构发行的债券总量不断增长。**近年来，金融市场的发展提供了许多新的金融产品，而商业银行受风险管理意识增强、资本充足率约束等因素影响也改变了过度依赖存贷款利差收入的单一盈利模式，努力提高债券等低风险权重的资产占比，银行资产多元化程度不断提高。1995年，我国商业银行有价证券及投资占资金运用比例仅为5.7%，但到2005年已达26.1%。从货币创造原理看，银行购买债券与发放贷款具有相同效果，都会派生出等量存款，存差因此加大，贷存比下降。**二是近年来商业银行不良贷款剥离与核销力度加大。**不良贷款的剥离与核销会使商业银行资产负债结构发生调整，贷款余额下降，转换成等额的信誉好的有担保的优质资产或等额核销所有者权益，但并不影响负债方存款余额，因此存贷差额会相应扩大。截至2005年末，至少有数万亿的贷款被剥离、核销或实行债转股。**三是金**

融体系外汇资产增长较快。近几年来我国国际收支持续呈现双顺差，企业、居民将获得的大量外汇转换为人民币存款，这体现在银行概览¹上就是资产方的外汇资产增加、负债方的人民币存款增加。由于是以非贷款的形式向居民和企业部门提供资金，因此存差扩大，贷存比下降。四是**现金需求增长趋缓**。现金投放是抵消存差的因素。随着电子货币和支付手段的发展，我国现金需求增长趋于下降，M0占M2的比重逐年下降，已经从1990年的17.3%下降到2005年的8%。流通中现金对存差扩大的抑制作用不断减弱，这也构成存差较快增长的原因。

上述分析显示，我国金融机构存差的扩大是银行体系资产多元化的必然反映，符合我国金融发展和市场化的总体进程，也与特定阶段金融管理与银行改革措施有关。银行体系非贷款类资产增长相当于通过非贷款方式向社会经济主体提供资金，这一过程虽然会在形式上引起存差扩大，但并不是资金闲置、使用效率降低和金融对经济支持力度削弱的表现。与美国等一些发达国家相比，我国金融机构贷款占存款的比例还是比较高的。

影响一个地区存差或贷存比的因素更加多样和复杂。一方面，地区存差与整体金融体系存差受相同影响因素的支配，另一方面，地区存差又受到存款在不同地区之间流动的影响。不能简单将地区存差成因归结为某一类因素的作用，更不能简单利用存差来判断金融对地区经济的支持状况。如北京、广东等地区的贷存比均低于全国平均水平：从广东的情况看，2005年广东省结售汇差额远高于全国平均水平，也明显超过上海、江苏、浙江等外向型经济发达地区，外汇占款多是广东省存差占比大的重要原因。北京市是外汇收支逆差地区，但北京存量贷存比几乎是最底的，这主要是由于全国性企业和机构总部多集中于此，大量分支机构资金集中存在北京所形成的。依据存差和贷存比来判断金融对地区的经济支持力度是不全面的，甚至可能得到相反或错误的结论。

总之，存差并不等于银行资金闲置，存差与金融机构流动性之间也不存在必然联系，通过多发放贷款和引导居民增加消费的方式并不会减少存差。当前，“存差”这一概念已缺乏明确的内涵和政策指向，因此不宜过分强调。“存差”与“贷差”概念出现在计划经济“大一统”的一级银行体制下，当时银行资产方只有贷款这一类项目，负债方仅包括存款与现金发行。在这样的体制下，“存差”与“贷差”在分析资金配置和流动规律时是有一定意义的。但随着我国转入二级银行体制，市场化程度不断深化，存差的形成机制和内涵更加复杂，“存差”概念已失去其存在和作用的条件，很难清晰反映银行资金使用状况，也无法准确衡量金融对经济的影响，不仅容易引起歧义，还容易派生出其他谬误。地方促进金融与经济良性互动的根本途径是营造良好的金融生态环境，而不是试图通过其他方式人

¹ 银行概览是由中央银行、存款货币银行和特定存款机构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， $NFA+DC=M2+OIN$ 。

为调控存差和贷存比。

四、基础货币平稳增长

2005年末，基础货币余额6.4万亿元，同比增长9.3%，增速比上年低3.3个百分点，比年初增加5479亿元，同比少增1127亿元。12月末，金融机构超额存款准备金率为4.17%，其中，国有商业银行超额存款准备金率为2.7%，股份制商业银行为4.81%，农村信用社为11.28%。全年金融机构月末超额存款准备金率在2.99%至4.37%间波动，波动幅度与前两年相比明显趋小。

五、人民币存贷款利率保持稳定，境内外币利率持续上升

第四季度，商业银行1年期贷款加权平均利率为6.07%，为基准利率的1.09倍，利率水平比上季降低0.07个百分点，其中，固定利率贷款占比为88.8%，加权平均利率为6.08%，比上季降低0.09个百分点；浮动利率贷款占比为11.2%，加权平均利率为6.02%，比上季提高0.15个百分点。

2005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24.29%，比上季上升2.53个百分点；实行基准利率的贷款占比为26.47%，比上季上升1.83个百分点；实行上浮利率的贷款占比为49.24%，比上季下降4.36个百分点。

2005年第四季度，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3.25%，比上季下降0.64个百分点，比年初下降1.21个百分点；37个月期协议存款加权平均利率为3.07%，比上季下降1个百分点，比年初下降1.25个百分点。

表 1：2005 年第四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	24.29	26.47	49.24	26.87	8.27	11.37	2.73
国有独资商业银行	100	30.62	28.29	41.09	34.61	5.27	1.14	0.07
股份制商业银行	100	33.44	31.49	35.07	33.55	1.07	0.11	0.34
区域性商业银行	100	27.05	21.01	51.94	36.45	8.69	5.36	1.44
城乡信用社	100	3.13	5.28	91.60	14.56	22.40	44.07	10.57

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

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（300 万美元以上）利率水平继续上升。12 月，3 个月以内大额美元存款（占金融机构大额美元存款全部发生额的 95%）加权平均利率为 4.05%，比上月上升 0.83 个百分点，比年初上升 2.77 个百分点；1 年期固定利率美元贷款加权平均利率为 5.44%，浮动利率贷款加权平均利率为 5.52%，分别比上月上升 0.01 和 0.25 个百分点，比年初上升 2.01 和 2.14 个百分点。

表 2：2005 年大额美元存款与美元贷款平均利率表

单位：%

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 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	3.3292	3.2197	4.0510
3—6 个月	2.1102	2.2490	2.5353	2.9351	2.7800	3.3701	3.5642	3.5427	3.8602	4.1846	4.1862	4.5035
6—12 个月	2.4450	2.2419	2.6527	3.3083	2.3960	3.4914	3.4038	3.0301	3.5390	3.9526	3.9924	4.5472
一年	2.3039	2.3694	3.3022	2.7471	3.5035	3.7372	3.9109	3.8578	4.1357	4.5044	4.0716	3.9522
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	5.1389	5.4252	5.4437
一年（按月浮动）	3.3315	3.6771	3.7462	4.0724	4.1575	4.2477	4.4853	4.6744	4.8872	5.0651	5.2672	5.5167

数据来源：商业银行外币利率备案表

六、国际收支保持顺差格局，人民币汇率形成机制运行平稳

初步估算，2005 年国际收支继续保持“双顺差”格局，经常项目顺差成为国际收支顺差的主要来源，资本和金融项目顺差下降。

外债规模增速放缓，短期外债占比有所上升。截至 2005 年 9 月末，外债余额 2675 亿美元，比上年末增长 8%，增幅同比下降 7 个百分点。其中，中长期外债余额 1235 亿美元，比上年末减少 8 亿美元；短期外债余额 1440 亿美元，比上年末增加 208 亿美元，占外债余额的 53.8%，比上年末上升 4 个百分点。短期外债余额上升较快，主要原因是随着我国对外贸易的快速发展，与贸易相关的债务相应增长较快。

外汇储备保持较快增长，增幅有所下降。截至 2005 年末，我国外汇储备为 8189 亿美元，比上年末增加 2089 亿美元，增长 34.3%，增幅比上年下降 17 个百分点。一至四季度分别增加 492 亿美元、519 亿美元、580 亿美元和 499 亿美元。

2005 年 7 月 21 日以来，新的人民币汇率形成机制运行平稳，人民币汇率弹性增强。至 12 月 31 日，人民币对美元汇率中间价最高达 8.0702 元人民币/美元，最低达 8.1128 元人民币/美元，其中 67 个交易日升值、46 个交易日贬值，最大单日升值、贬值幅度均为万分之七。12 月 31 日，人民币对美元汇率中间价为 8.0702 元人民币/美元，对欧元为 9.5797 元人民币/欧元，对日元为 6.8716 元人民币/100 日元。初始调整后人民币对美元累计升值 0.49%，对欧元、日元分别累计升值 4.53%和 6.32%。

第二部分 货币政策操作

2005 年，在党中央、国务院的统一部署下，中国人民银行继续实行稳健的货币政策，通过市场化手段加强总量调控，优化信贷结构，稳步推进利率市场化进程和人民币汇率形成机制改革，加快金融企业

改革和金融市场建设，改进外汇管理，完善货币政策传导机制，保持金融平稳运行，促进经济平稳较快发展。

一、灵活开展公开市场操作

2005年，中国人民银行密切关注经济金融形势，及时监测分析人民币汇率形成机制改革、外汇占款、财政库款及现金等因素对银行体系流动性的影响，灵活安排公开市场操作工具组合和期限结构，合理把握操作力度和操作节奏，充分发挥公开市场操作预调和微调的作用，有效对冲外汇占款增长，同时引导货币市场利率平稳运行。1-2月份，通过多种工具组合及时熨平春节前后短期内的流动性波动，同时保持公开市场操作力度，3、4月份央行票据发行规模有所增加，对冲力度进一步加大；5-8月份，配合汇率形成机制改革前后出台的一系列货币政策，适当调整公开市场操作力度，引导货币市场利率适度下行，为汇率形成机制改革创造流动性相对宽松的低利率环境；9-12月份，鉴于新的人民币汇率形成机制总体运行平稳，美联储连续加息后中美利差进一步扩大，中国人民银行适时加大公开市场操作力度，控制货币供应量增长速度，促进货币市场利率合理回升。总的来看，公开市场业务实现了预期的操作目标。

2005年共发行125期央行票据，发行总量27882亿元，年末央行票据余额为20662亿元；开展正回购操作62次，收回基础货币7380亿元；开展逆回购3次，投放基础货币368亿元。全年累计回笼基础货币35924亿元，累计投放基础货币22076亿元，投放、回笼相抵，通过人民币公开市场操作净回笼基础货币13848亿元，净回笼基础货币量相当于2004年的2倍多。

专栏 2：外汇掉期

外汇掉期 (Foreign Exchange Swap) 是交易双方约定以货币 A 交换一定数量的货币 B, 并以约定价格在未来的约定日期用货币 A 反向交换同样数量的货币 B。外汇掉期形式灵活多样, 但本质上都是利率产品。首次换入高利率货币的一方必然要对另一方予以补偿, 补偿的金额取决于两种货币间的利率水平差异, 补偿的方式既可通过到期的交换价格反映, 也可通过单独支付利差的形式反映。80 年代以来, 外汇掉期市场迅猛发展, 全球外汇掉期日均交易量从 1989 年的 1900 亿美元增长到 2004 年的 9440 亿美元, 从 1995 年起, 全球外汇掉期交易的日交易量已超过外汇即期交易和远期交易, 至 2004 年, 分别为外汇即期交易和远期交易日交易量的 1.5 倍和 4.5 倍。2005 年 8 月 2 日, 中国人民银行下发《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》, 允许符合条件的商业银行开办人民币与外币掉期业务。

外汇掉期也被中央银行作为货币政策工具, 用于从市场上收回流动性或向市场投放流动性。一些国家 (如瑞士、德国、英国、新加坡、泰国等) 中央银行都曾 (或正在) 使用外汇掉期作为公开市场操作工具。以瑞士中央银行为例, 由于瑞士政府财政赤字很小, 央行公开市场操作缺乏短期政府债券工具, 因此瑞士央行曾主要运用外汇掉期来调节银行体系的流动性, 1993 年瑞士央行未平仓外汇掉期合约金额最高曾达到基础货币的 50% 左右。

2005 年 11 月底, 经过连续 12 次升息, 美国联邦基金利率已从 1% 上升到 4%。同期, 美元一年期 Libor 也达到 4.70% 左右, 高出相应期限的人民币货币市场利率 2-3%。外汇资金运用能力较强的商业银行倾向于增持美元资产, 提高盈利能力, 缓解人民币流动性带来的短期投资压力; 同时, 为规避汇率风险, 商业银行希望在未来仍然能以当前汇率水平换回人民币, 并愿意从美元资产的投资收益中拿出一部分补偿交易对手。在这种情况下, 2005 年 11 月 25 日, 为适度回收流动性, 保持货币市场利率的平稳运行, 中国人民银行选择国家开发银行等 10 家银行开展外汇掉期交易, 央行即期卖出美元, 同时约定 1 年后以相同汇率买回美元, 并相应收取美元与人民币的利差补偿。该次掉期交易量为 60 亿美元, 央行收回基础货币 484.83 亿元人民币。

目前美国联邦基金利率已达 4.5%, 且市场普遍预期 3 月份将进一步升到 4.75% 的水平。伴随美元与人民币利差的进一步拉大, 商业银行希望通过外汇掉期交易买入美元、投资境外美元资产, 提高资产收益率和资产配置效率的意愿越来越强烈, 相应愿意补偿交易对手的利差也就越大。

二、充分发挥利率杠杆的调控作用，稳步推进利率市场化

一是3月17日将金融机构在中国人民银行的超额存款准备金利率下调到0.99%，同时放开金融机构同业存款利率，为商业银行自主定价提供了更大的空间，促进商业银行提高资金使用效率和流动性管理水平。二是协调本外币利率关系，减轻人民币结汇压力。针对国际金融市场利率持续上升的情况，五次上调境内商业银行美元、港币小额外币存款利率上限。其中，一年期美元存款利率上限累计提高2.125个百分点至3%，一年期港币存款利率上限累计提高1.8125个百分点至2.625%。三是修改和完善人民币存贷款计结息规则，允许金融机构自行确定除活期和定期整存整取存款外的其他存款种类的计结息规则，为商业银行加强主动负债管理和业务创新、改善金融服务提供了有利条件。

三、发挥信贷政策在经济结构调整中的作用

加强和改进中央银行“窗口指导”，积极改进信贷政策实施方式，提高信贷政策实施效果，促进信贷资源合理配置和国民经济结构优化。一是按照国家宏观调控的总体要求，指导金融机构认真落实“区别对待、有保有压”的宏观调控方针，加大对农业、增加就业、助学、非公经济和中小企业等经济薄弱环节的信贷支持。加强地区间再贷款调剂，扩大对西部地区和粮食主产区的支农再贷款限额。二是调整商业银行自营性个人住房贷款政策，从3月17日起，将原有住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平；对房地产价格上涨过快的城市或地区，引导商业银行适当提高个人住房贷款最低首付款比例，促进房地产市场健康发展。三是加强商业银行存贷期限错配、信贷资金结构

和流向预警监测分析，引导商业银行合理控制中长期贷款，扩大流动资金贷款。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进行动态评估监测，及时发布预警信息。发挥差别存款准备金率的正向激励作用，促进金融机构稳健经营。

四、稳步推进金融企业改革

国有商业银行股份制改革稳步推进，成效显著。通过财务重组、内部改革和不断发展，中国银行、中国建设银行、中国工商银行的财务状况显著改善，盈利能力明显提高，公司治理结构不断完善，相对独立的内控体系和完善的风险防范体制初步形成，业务创新取得成效，服务质量进一步提高。建设银行以每股 2.35 港元发行 305 亿股新股（含超额配售部分，相当于发行后总股本的 13.5%）筹资 715.8 亿港元（折合 92.3 亿美元），于 10 月 27 日在香港联交所成功上市。中国银行继续推进经营管理机制的转换，为上市创造条件，并于 2005 年底顺利完成引进战略投资者购股交易的交割。中国工商银行于 10 月 28 日整体改制为股份有限公司，注册资本为 2480 亿元人民币，由财政部和中央汇金公司各持有 50% 的股份，产权主体明确，初步建立了现代公司治理结构。中国农业银行正结合农村金融体制的整体改革，研究制定股份制改革方案。

农村信用社改革试点稳步推进。先行试点 8 省（市）的改革试点取得了阶段性成果，正逐步深化；21 省（区、市）的改革试点开局良好，正稳步推进。农村信用社各项经营财务指标有明显改善：一是各项扶持政策逐步落实，历史包袱初步化解。截至 2005 年末，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，共完成了 8 期农村信用社改革试点

专项票据的发行工作，共计对 28 个省（区、市）的 2263 个县（市）发行专项票据 1599 亿元，占全国选择专项票据资金支持方式的县（市）个数和专项票据总额的比例分别为 94%和 96%；同时，对吉林、陕西农村信用社共发放专项借款 2.6 亿元。此外，中央和地方对改革试点农村信用社的财政、税收等扶持政策也逐步落实到位。截至 2005 年末，考虑专项票据置换因素，全国农村信用社不良贷款比例为 14.8%，比 2002 年末下降了 22.1 个百分点。二是增资扩股进度较快，资本充足率快速提高。2002 年末，全国农村信用社资本充足率为-8.45%；2005 年末，全国农村信用社、农村合作银行、农村商业银行资本充足率分别提高到 8.03%、12.93%和 8.78%。三是结束连续 10 年亏损，经营财务状况明显改善。2004 年，全国农村信用社实现了近十年来的首次轧差盈余，2005 年又实现盈余 180 亿元，与上年相比增盈 75 亿元。四是资产规模不断扩大，支农资金实力有所增强。截至 2005 年末，全国农村信用社存款余额 32573 亿元，比 2002 年末增长 66%。贷款余额 22354 亿元，比 2002 年末增长 60%，其中，农业贷款余额 10071 亿元，占贷款总额的比例由 2002 年末的 40%提高到 46%，同期，农村信用社农业贷款占全国金融机构农业贷款的比例由 81%提高到 87%。

五、人民币汇率形成机制改革效果良好

经国务院批准，中国人民银行宣布自 2005 年 7 月 21 日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，人民币对美元即日升值 2%，即 1 美元兑 8.11 元人民币。新的人民币汇率形成机制运行平稳，人民币汇率有贬有升，弹性增强，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。

随着市场对新人民币汇率形成机制信心的不断增强和外汇市场体系的日臻完善，人民币汇率升值预期有所弱化，主要表现在银行远期结售汇签约额由净结汇转变为净售汇；外汇流入速度有所减缓，外汇储备增长速度明显放慢。

由于人民币汇率初始调整幅度和出台时机适当，从微观看，各类型进出口企业均较好的适应了新的人民币汇率形成机制。从宏观看，汇率形成机制改革后国民经济保持了平稳较快发展的良好势头，表明多年来的改革开放和社会主义市场经济建设明显提高了我国经济的活力和应对改革及外部冲击的弹性。

专栏 3：企业基本适应新的人民币汇率制度

2005年11月，为进一步了解人民币汇率形成机制改革对企业的影响，中国人民银行通过问卷方式对进出口总额排名居前的19个省（直辖市）和计划单列市（2004年进出口总额占全国的96%以上）中具有进出口自营权的1113户企业进行了调查²。调查结果表明，各类型进出口企业积极应对并较好地适应了新的人民币汇率制度，汇率改革后出口和出口订单继续增加，出口价格提高，出口潜力强。企业综合运用多种汇率避险工具，应对汇率风险能力增强。

一、企业进出口继续增加

2005年11月份，72.9%的样本企业出口同比增长或持平，其中，增长幅度在10%以上的企业占样本的16.2%，76.3%的企业出口环比增长或持平。78.3%的企业进口同比增长或持平，84.4%的企业进口环比增长或持平。从增幅看，出口同比、环比增长5%以上的企业占比分别高达21%和12.2%，依次比进口高3.7和3.5个百分点。从企业规模看，进出口规模较小的企业出口同比基本变化不大，进出口规模越大的企业出口扩张能力越强。

二、企业出口订单继续增长

2005年11月份，72.7%的样本企业出口订单同比增长或持平，同比增幅在5%以上的企业占比高达17.4%；81.4%的企业出口订单环比增长或持平，环比增

² 本次调查覆盖了国有及国有控股企业、股份有限公司、港澳台及外商投资企业等6种所有制类型，包括纺织服装、仪器仪表、石油和天然气、化工、金属冶炼及延压、机器设备制造、交通运输设备制造等13个行业。2005年前10个月，样本企业出口额占全国出口额的11.22%，进口额占全国进口额的13.38%。

幅在 5% 以上的企业占比高达 8.6%。进出口规模较小的企业出口订单增长同比基本没变化，进出口规模越大的企业获取出口订单的能力越强。

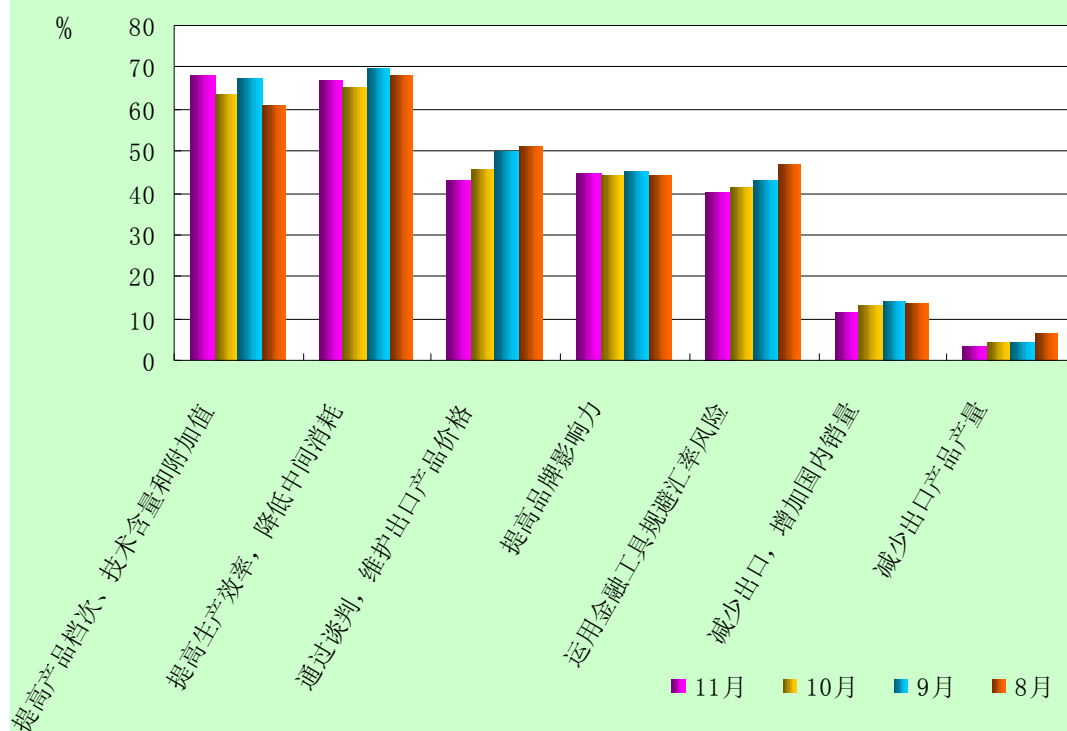
三、企业出口产品价格提高

2005 年 11 月，84.8% 的企业出口价格同比上升或持平，其中，出口价格同比上升 3% 以上的企业占比为 12.1%。各规模企业均有一定上调价格的能力。从进口看，74.2% 的企业进口价格同比上升或持平。

四、企业日趋积极应对汇率形成机制改革

8-11 月，选择“提高产品档次、技术含量和附加值”、“提高生产效率、降低中间消耗”、“提高品牌影响力”、“通过谈判、维护出口产品价格”和“运用金融工具规避汇率风险”的企业比例一直保持在 40% 以上，且选择“提高产品档次、技术含量和附加值”的企业比例呈上升趋势，11 月份成为企业首选。选择“减少出口产品产量”或“减少出口、增加国内销量”的企业占比较低，且呈下降趋势。

图 1：人民币汇率形成机制改革后企业的应对措施



数据来源：中国人民银行问卷调查

五、企业综合运用多种避险工具应对汇率波动风险

为深入了解企业规避汇率风险的具体情况，中国人民银行还对外向型经济占比较高的十个省市的 323 家企业（包括中资企业、跨国公司，生产型企业和外贸公司等大中小各种规模企业）的汇率风险规避方式进行了专题调研。调研结果显

示：2005年8-9月，贸易融资在各类避险方式中居首要地位，占30.8%，但占比同比略有下降。从贸易融资构成看，福费廷这一中长期贸易融资方式使用比例同比明显提高（5个百分点），打包贷款等其他贸易融资方式比重也有所增加，反映出企业应对长期汇率风险的能力提高。

同时，企业避险方式更加多样化，其中，使用金融衍生产品、改用非美元货币结算和投资外汇理财产品的使用比例依次为28%、6.1%和0.8%，同比分别上升0.8、1.6和0.5个百分点。由于汇率形成机制改革后，远期结售汇业务范围和交易主体扩大，银行间人民币远期市场建立，企业使用远期结售汇的便利度明显提高，远期结售汇在各类金融衍生产品中的使用量占比保持了绝对优势地位。同时，8月份新推出的外汇掉期业务的使用比例也已达到3.3%，说明企业对新型汇率避险工具的适应能力和汇率风险管理意识都有所增强。

调查结果也揭示出当前企业应对汇率形成机制改革中存在的一些问题，部分中资外向型企业在汇率风险管理的人才和知识储备上准备不足；金融机构开发新的避险工具的动力不足；企业使用避险工具的总体规模仍然偏小，与我国对外贸易规模不相称等问题。这些都有待于通过进一步完善人民币汇率形成机制，发展外汇市场、加强金融机构微观激励约束机制建设等逐步予以解决。

人民币汇率形成机制改革有利于促进国际收支逐步趋于平衡，但我国国际收支顺差规模大，累积时间长，有着深刻和复杂的内外原因。国际收支大额顺差既是我国经济达到一定发展水平和发展阶段所出现的特征，也是我国加快融入经济全球化的结果。同时，国际收支大额顺差也是我国经济发展不平衡的表现，其中经常项目顺差反映了国内消费增长相对较慢，国民储蓄持续大于国内投资。此外，政策和体制性因素也在一定程度上扩大了国际收支顺差。譬如一直延续外汇短缺时期确立的外贸“奖出限入”、资金“宽进严出”和产业“填平补齐”的管理思路和政策框架；国内资源价格未完全反映其稀缺程度，劳动保障和环境保护制度不健全，出口商品价格对资源、劳动和环境污染的补偿不足，客观上强化了出口商品的价格优势等。汇率对调节国际收支有一定的作用，但仅仅由汇率来承担调节国际收支的责任是不够的，要落实科学发展观，根据大国经济以内需为主的全面协调可

持续发展战略的要求，推动对外经贸、资源价格、外汇管理、劳动保障、环境补偿等制度改革，使各项政策形成合力，充分发挥市场机制调节国际收支的作用。

六、加快外汇管理体制改革的，促进国际收支基本平衡

一是促进贸易投资便利化。进一步简化核销手续，提高企业经常项目外汇账户限额和个人因私购汇指导性限额，大幅简化居民个人购付汇凭证和手续。开展大企业集团外汇资金集中管理试点，在上海浦东新区推出先行先试的九项外汇管理措施。规范和引导境内机构和个人以特殊目的公司³形式从事境外股权融资和返程投资行为。二是对银行实行结售汇综合头寸管理。改进汇价管理体系，扩大银行间非美元货币汇率浮动区间和银行对客户美元挂牌汇价价差。三是拓宽资金流出入渠道。扩大境外投资外汇管理改革试点，支持境内银行为境外投资企业提供融资性担保，在边境地区实行更加灵活的境外投资政策。2005年，境内企业境外投资经外汇局核准汇出45.6亿美元，其中购汇26.6亿美元，同比增长2.9倍。进一步扩大合格境外机构投资者（QFII）规模与范围，支持国内资本市场发展。2005年新批或允许增资的QFII为17家，批准投资金额22.2亿美元。四是加强对短期外债等跨境资金流动的监测和管理。强化对进口延期付汇、出口预收货款等贸易信贷资金的管理和监控。严格控制中外资银行短期外债指标，规范特殊类型外商投资企业的对外借款行为，将跨国公司使用境外关联公司的资金纳入外债管理。加大外汇检查和反洗钱工作力度，打击地下钱庄等非法外汇交易，推进外汇市场信用体系建设。

³ 是指境内居民法人或境内居民自然人以其持有的境内企业资产或权益在境外进行股权融资（包括可转换债融资）为目的而直接设立或间接控制的境外企业。

第三部分 金融市场分析

一、金融市场运行分析

2005年，金融市场继续保持健康平稳运行，货币市场交易活跃，流动性充足，债券品种进一步丰富，企业海外融资较多，金融市场制度性建设取得重大进展。

2005年国内非金融机构部门(包括住户、企业和政府部门)融资结构变化明显，企业债融资比重明显上升，贷款和国债融资比重下降。全年国内非金融机构部门贷款、股票、国债和企业债融资的比为78.1:6.0:9.5:6.4。

表 3：2005 年国内非金融机构部门融资情况简表

	融资量(亿元人民币)		比重(%)	
	2005年	2004年	2005年	2004年
国内非金融机构部门融资总量	31507	29023	100.0	100.0
贷款	24617	24066	78.1	82.9
股票	1884	1504	6.0	5.2
国债	2996	3126	9.5	10.8
企业债	2010	327	6.4	1.1

数据来源：中国人民银行调查统计司

(一) 货币市场交易活跃，拆借和回购利率低位平稳运行

2005年，银行间债券回购市场累计成交15.90万亿元，比上年增加6.46万亿元，日均成交634亿元，增长69.2%。其中，质押式债券回购累计成交15.68万亿元，比上年增加6.37万亿元，日均成交增长69.1%，增幅同比高90个百分点；买断式债券回购累计成交2223亿元。交易所国债回购累计成交2.36万亿元，比上年下降46.4%。

回购市场交易活跃，主要是因为金融机构资金来源充足，3月17日超额存款金利率下调后，市场利率走低，金融机构加强了短期资金

运用。从回购期限看，4月份起银行间市场质押式回购隔夜品种月成交量首次超过7天期品种月成交量，融资期限短期化趋势明显。

2005年，银行间同业拆借市场累计成交1.28亿元，同比减少1772亿元，日均成交50.9亿元，同比下降11.8%。成交品种主要集中在7天和隔夜两个短期品种上，市场份额分别为70.1%和17.5%。

市场利率低位平稳运行，流动性充足。3月份起随着春节后金融机构资金回流和3月17日超额准备金存款利率水平下调，货币市场利率明显回落。6月份当月银行间市场同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别为1.46%和1.10%，为近年来的最低水平，比3月份下降0.52个和0.6个百分点。随后市场利率止跌企稳。4季度受央行加大公开市场操作力度和春节前金融机构资金需求较大影响，市场利率明显回升，12月份拆借和质押式债券回购利率分别为1.72%和1.54%，比6月份上升0.26个和0.44个百分点。

从资金净融出、融入情况看，回购（包括质押式和买断式）市场上，国有商业银行仍是唯一的净融出部门，净融出资金比上年增加较多。资金净融入部门从多到少依次为其他金融机构⁴、其他商业银行⁵和外资金融机构。其他金融机构中，保险公司和证券及基金公司净融入资金增长较快。在同业拆借市场上，其他商业银行净拆出资金自2002年以来首次超过国有商业银行。资金净融入部门中，其他金融机构⁶净融入资金下降，主要是证券公司净融入资金明显减少；外资金融机构净融入资金增长较快。

⁴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。

⁵其他商业银行包括股份制商业银行和城市商业银行。

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

表 4：2004-2005 年金融机构回购、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	
	2005 年	2004 年	2005 年	2004 年
国有独资商业银行	-87894	-45958	-3367	-4913
其他商业银行	36096	28608	-4125	-2865
其他金融机构	46553	16816	6076	7175
其中：证券及基金公司	14485	4492	3772	6532
保险公司	9296	1661	—	—
外资金融机构	5245	533	1417	604

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》

总体看，国有商业银行是货币市场资金供给的主体：一方面，受存款实际利率水平回升等多种因素影响，占存款市场大部分份额的国有商业银行资金来源大幅增加；另一方面，自2004年以来进行的国有商业银行股份制改革和加强资本充足率管理对其资金运用行为产生了较大影响，国有商业银行贷款增长明显减缓。从资金需求看，由于2005年市场利率相对较低，为资金净融入方提供了大量低成本的资金，市场上主要的资金净融入机构的融资活动非常活跃。特别是随着我国货币市场的不断发展和金融对外开放的不断深化，保险公司和外资金融机构已成为货币市场的重要参与者。

（二）债券市场规模明显扩大，交易活跃

2005年，由于金融机构资金充足，CPI增幅平稳回落，债券市场交易十分活跃。全年银行间债券市场现券交易累计成交6.01万亿元，比上年增加3.51万亿元，日均成交240亿元，增长1.4倍；交易所国债现券成交2781亿元，比上年减少186亿元。

银行间现券市场上，国有独资商业银行是主要的净买入方，净买入2999亿元，增长6.2倍。其他商业银行净卖出较多，为3306亿元，

增长87.8%；证券及基金公司和保险公司净卖出362亿元和660亿元，增长1.7和1.4倍；外资金融机构由上年净买入现券358亿元，转为净卖出现券224亿元。

2005年，受宏观经济及资金供求等多方面因素影响，债券市场价格总体呈现持续上行的走势，各期限债券到期收益率相应下降。四季度初，受市场利率上升预期增强、年末流动性趋紧等因素影响，银行间市场债券指数与交易所市场国债指数略有下降，此后逐渐回升走稳。银行间市场债券指数由年初的104.02点上升至年末的113.23点，上升9.21点，升幅8.85%。交易所市场国债指数由年初的95.69点上升至年末的109.06点，上升13.37点，升幅13.97%。

2005年，各期限债券收益率都有所下降，银行间债券市场国债收益率曲线呈现总体平稳下移趋势，其中中长期债券收益率下降更为明显，导致收益率曲线平坦化。四季度初，债券市场止涨走稳并略有下跌，收益率曲线因此小幅回升到与7月中旬基本相同的水平，随着年底债券市场价格整体回升，收益率曲线又出现小幅下移。

债券市场规模明显扩大，债券品种进一步丰富，各类机构融资渠道进一步拓宽。全年，债券市场(不含央行票据)累计发行各类债券16298亿元，增长32%。执行稳健财政政策后，国债发行增长速度明显减缓，政策金融债和企业债同比多增较多。国债发行7042亿元，增长1.7%，增速同比下降8.6个百分点；政策金融债发行5852亿元，同比多增1704亿元；企业债发行(含企业短期融资券1393亿元)2047亿元，是上年的6.3倍；金融机构次级债发行966亿元，一般性金融债券270亿元，资产支持证券71亿元，证券公司发行短期融资券29亿元，国际

金融机构(国际金融公司和亚洲开发银行)在境内发行熊猫债券21.3亿元。

受通胀预期下降影响,前三个季度国债和政策金融债发行利率呈下降态势。8月份发行的7年期记账式国债第9期利率2.83%,比5月份发行的记账式国债第5期低0.54个百分点,6月份发行的15年期国开行固定利率债券第10期利率3.82%,比2月份发行的第1期固定利率债券低1.66个百分点。4季度在央行加大公开市场操作力度,央行票据发行利率有所上升的影响下,国债发行利率有所回升。11月份发行的7年期记账式国债第13期利率3.01%,比记账式国债第9期利率上升0.18个百分点。

(三) 票据市场快速发展

2005年,商业汇票累计签发4.45万亿元,比上年增长1.0万亿元,增长30.1%;累计贴现6.75万亿元,增长43.3%;累计再贴现25亿元,比上年减少202亿元。期末商业汇票未到期金额1.96万亿元,增长32%;贴现余额1.38万亿元,同比增加0.36万亿元,同比增长35%;再贴现余额2.39亿元,同比减少31亿元。

2005年,票据业务快速发展,市场规模继续扩大,呈现以下特点:一是票据融资快速增长,短期融资票据化趋势明显。票据融资与短期贷款的比逐年上升。2005年,票据融资同比增幅持续在30%左右,高于贷款同比增幅20个百分点。二是票据市场竞争激烈,利率水平逐步走低。2005年3月,超额存款准备金利率调低后,货币市场资金面宽松,货币市场利率逐步走低。由于我国直接融资渠道还比较狭窄,银行将大量资金投向票据市场,票据市场利率逐步走低。三是受市场

资金供求状况等因素影响，再贴现工具基本淡出票据市场。

（四）股票市场指数逐步回升，企业海外融资较多

2005年沪、深股市累计成交3.17万亿元，同比减少1.07万亿元；日均成交131亿元，同比下降24.9%。其中A股累计成交3.11万亿元，同比减少1.05万亿元；日均成交129亿元，同比下降24.9%。

上证综指在2月份升至2005年以来最高的1329点，深证综指在3月份最高升至334点后，股指一路下滑。6月份后在有关部门积极落实《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》，加快证券公司短期融资券发行速度等支持资本市场发展的实质性措施影响下，市场预期开始稳定，投资者信心逐步增强，股指逐步回升。12月末，上证综指和深证综指分别收于1161和279点，比市场信心较差的6月末分别上升了7.4%和6.9%。

2005年，企业在境内外股票市场上累计筹资1884亿元，比上年增长381亿元，增长25.3%。其中A股筹资（包括发行、增发和配股）339亿元，同比下降45.3%；H股发行筹资189亿美元，折合人民币1545亿元，增长1.4倍，占筹资总额的82%，同比提高38.9个百分点。

证券投资基金继续较快发展。2005年末共有证券投资基金218只，比上年末增加57只，基金总规模4714亿元，增长42.5%，总资产净值4691亿元，比上年末增长44.5%。

（五）保险业资产结构进一步多元化

保险业继续保持快速发展的势头。2005年末，我国保险公司（不含筹建）已经发展到93家，比上年末增加21家；总资产1.52万亿元，比上年末增长28.5%。全年保险业累计实现保费收入4927.3亿元，增

长14.1%，其中，财产险收入1230亿元，增长12.8%；人身险收入3697亿元，增长14.5%，人身险收入中寿险收入为3244亿元，增长13.8%，增幅同比高7个百分点。全年保险业累计赔款、给付1130亿元，增长12.5%，增幅同比低6.9个百分点。

保险公司资产结构进一步多元化。资产构成中，银行存款比重明显下降，国债、证券投资基金及其他投资比重上升较多。

表 5：2005 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（%）	
	2005 年末	2004 年末	2005 年末	2004 年末
资产总额	15226	11854	100.0	100.0
其中：银行存款	5241	4969	34.4	41.9
投资	8894	5712	58.4	48.2
国债	3588	2652	23.6	22.4
证券投资基金	1099	673	7.2	5.7
其他投资	4207	2387	27.6	20.1

数据来源：中国保险监督管理委员会

（六）银行间外汇市场首次推出“外币对”交易和远期交易

2005年5月18日，银行间外汇市场推出八种“货币对”即期外币交易，截至2005年末，八种“货币对”累计成交折合521亿美元。8月份，中国人民银行又在银行间外汇市场上推出了人民币远期交易，4个多月来，市场运行平稳，交易日趋活跃，交易量不断扩大，初步掌握了人民币远期汇率的定价权。

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

一是大力推动金融市场产品创新，推动企业短期融资券发行、促进信贷资产证券化业务试点，在银行间市场推出债券远期交易。12月15日，国家开发银行第一期41.7727亿元信贷资产支持证券和中

国建设银行 30.19 亿元个人住房抵押贷款支持证券在全国银行间债券市场成功发行交易，标志着我国信贷资产证券化试点工作取得了阶段性成果，并为资产证券化进一步开展创造了条件。二是规范与推动一般性金融债券发行，推动公司债券市场发展。三是推动商业银行设立基金管理公司。四是推动金融市场对外开放，推动国际开发机构境内发行人民币债券，批准泛亚债券指数基金（泛亚基金，PAIF）和亚债中国基金进入银行间债券市场，成为银行间债券市场引入的第一家境外机构投资者。五是加强金融市场基础设施建设。推动银行间债券市场交易系统与簿记系统之间的联接运行，初步实现债券交易的“直通式处理”。

（二）加快推进外汇市场发展

一是配合人民币汇率形成机制改革完善外汇市场功能。扩大银行间即期外汇市场交易主体范围，允许符合条件的非银行金融机构和非金融企业参与银行间外汇市场交易；在银行间外汇市场引入询价交易方式；进一步丰富银行间外汇市场交易品种，允许符合条件的参与主体开展远期外汇交易以及人民币与外币掉期业务。二是批准银行间外汇市场正式开办外币买卖业务，首期推出八种“货币对”即期交易，包括欧元对美元、澳大利亚元对美元、英镑对美元、美元对瑞士法郎、美元对港币、美元对加拿大元、美元对日元和欧元对日元。三是在银行间外汇市场引入做市商制度，以活跃外汇市场交易，提高外汇市场流动性，增强中央银行调控的灵活性，进一步提高人民币汇率形成的市场化程度。

（三）股权分置改革和证券公司重组取得进展

2005年4月29日，经国务院批准，中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）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，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机构和机构发布了《上市公司股权分置改革管理办法》及配套规则，股权分置改革逐步推进。从改革情况来看，截至2005年末，已有421家公司完成股权分置改革或者进入股权分置改革程序，占上市公司总数的31%，占沪深交易所总市值的35%。

在妥善处置证券公司风险的同时，对于银河、华夏、国泰君安、申银万国等一些有重组价值、社会影响较大的证券公司，按照“标本兼治，重在治本”的原则进行重组改革。在解决证券公司资本金不足、流动性困难等财务问题的同时，着力于促进证券公司转换经营机制，建立符合现代企业制度的公司治理结构和严密的内控机制，加强证券公司的制度建设和创新，实行证券交易结算资金第三方存管制度，培养既大又强的民族证券机构。

（四）进一步加强保险市场制度化建设

拓宽保险资金投资渠道，规范保险机构投资行为。一是推动保险资金直接投资境内股票。中国保险监督管理委员会（以下简称保监会）会同银监会、证监会发布了《关于保险机构投资者股票投资交易有关

问题的通知》等文件，对保险资金直接进入证券市场投资的相关问题作出明确规定，保险资金入市进入实质性操作阶段。二是推动与规范保险外汇资金境外投资。保监会发布了《关于保险外汇资金投资境外股票有关问题的通知》，允许保险外汇资金投资中国企业境外发行的股票。此外，保监会还颁布了《保险外汇资金境外运用管理暂行办法实施细则》，保险外汇资金境外运用进入实质性操作阶段。三是规范保险机构投资者债券投资。保监会颁布《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》，引导保险机构在有效防范风险的前提下，扩大债券投资，提高资产质量，优化资产结构。

完善相关规章制度建设，减少管制与加强监管并重。一是制定有关再保险业务的专门规定。根据我国加入世界贸易组织（WTO）的承诺，再保险法定分保比例逐年递减并即将于2006年取消。为此，保监会颁布了《再保险业务管理规定》，对外国再保险公司分公司偿付能力、国内优先分保、控制风险集中度等问题作出了明确规定。二是改革财产保险产品管理制度。保监会发布了《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》，放宽事前审批管制，加强事后监管力度。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势及2006年展望

2005年，全球经济持续较快增长。美国经济增长强劲，欧元区经济缓慢复苏，日本经济复苏势头明显，亚洲和拉美地区的主要新兴市场经济体依然保持较旺盛的增长势头。国际原油价格持续高位运行、贸易保护主义抬头是影响全球经济发展的主要风险。国际货币基金组织2005年9月预测，2006年全球经济增长将维持在2005年4.3%

的水平，美国和欧元区增长率分别为 3.3%、1.8%，比 2005 年 4 月份的预测分别下调 0.3 个和 0.5 个百分点；日本经济增长率维持 2005 年 4 月份的预测，为 2.0%。

（一）主要经济体经济状况

美国经济继续保持强劲增长势头。2005 年 GDP 增长 3.5%；各季同比分别增长 3.6%、3.6%、3.6% 和 3.1%。就业状况持续改善，各月失业率均低于 2004 年同期水平，除 2 月份失业率达到年度最高点 5.4% 以外，其余月份失业率均在 4.9% - 5.2% 的范围内波动。通货膨胀压力持续加大，全年 CPI 上涨 3.4%，比上年提高 0.7 个百分点；各季同比分别上涨 3.0%、2.9%、3.8% 和 3.7%。2005 财年，财政赤字 3190 亿美元，比上年同比减少 930 亿美元。商品和服务贸易逆差继续扩大，达 7258 亿美元，较上年同期多增 1082 亿美元，占 GDP 的比例也由 2004 年 5.3% 提高到 5.8%。

欧元区经济持续缓慢复苏。2005 年欧元区 GDP 增长 1.3%，各季同比分别增长 1.2%、1.2%、1.6% 和 1.7%。失业率逐季回落，各季分别为 8.8%、8.6%、8.4% 和 8.3%，但仍处高位。综合消费价格指数 (HICP) 为 2.2%，比上年提高 0.1 个百分点；各季同比分别上涨 2.0%、2.0%、2.3% 和 2.3%。据欧盟委员会的估算，2005 年欧元区财政赤字约占 GDP 的 2.9%。

日本经济复苏迹象明显。2005 年日本 GDP 增长 2.8%，比 2004 年加快 0.5 个百分点；各季同比分别增长 1.0%、2.2%、2.8% 和 4.2%。各季季节调整后的失业率呈下降趋势，分别为 4.6%、4.4%、4.3% 和 4.5%。同比 CPI 从 2004 年的 0 下降到 -0.3%，各季同比分别下降 0.2%、0.1%、0.3% 和 0.5%，其中扣除新鲜食品的 CPI 在 10 月份由负转正，

但全年仍为-0.1%，与2004年持平。出口持续增长，2005年贸易顺差为8.78万亿日元，同比减少26.5%。

主要新兴市场和发展中国家（地区）的经济继续保持强劲增长势头。亚洲的中国香港、印度、新加坡、印度尼西亚和拉美地区的阿根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉等经济体均取得较快的增长。初级商品价格上涨使俄罗斯以及非洲的部分国家受益。

（二）国际金融市场概况

美元相对其他主要货币总体走强。2005年12月30日，欧元兑美元、美元兑日元和英镑兑美元汇率分别收于1.1840、117.92、1.7211，美元对欧元、日元和英镑较2004年末分别升值12.67%、15.10%和10.28%。

国际主要债券市场收益率窄幅波动，总体保持在较低水平。2005年，美国、欧元区和日本10年期国债收益率的波动区间分别为3.8-4.7%、3.03-3.77%和1.2-1.6%。2005年12月30日，上述三个地区10年期国债收益率分别收于4.39%、3.30%和1.47%，比2004年同期分别上升0.17、-0.39和0.03个百分点。

各国股市在波动中呈现出不同态势，其中欧洲和日本等主要工业国家股市的上升势头明显。12月30日，美国道·琼斯工业平均指数比2004年末下降0.61%，纳斯达克指数仅上升1.37%，但英国金融时报指数、欧元区STOXX50指数和日经225指数则分别上涨16.7%、21.27%和40.24%。

（三）主要经济体货币政策

美联储公开市场委员会于2月2日、3月22日、5月3日、6月

30日、8月9日、9月20日、11月1日和12月13日分别加息25个基点，联邦基金目标利率升至4.25%。欧洲中央银行于12月1日将主要再融资利率、存款便利和贷款便利的利率分别上调0.25个百分点至2.25%、1.25%和3.25%，这是欧央行自2003年6月以来的首次升息。日本银行继续实行宽松的货币政策，将金融机构在中央银行设立的往来账户目标余额继续保持在30万亿至35万亿日元的水平上。英格兰银行在英国经济增长放缓、居民消费和商业投资增速下降的情况下，8月4日将回购利率下调0.25个百分点至4.50%。

二、我国宏观经济运行分析

2005年，我国国民经济呈现出增长较快、效益较好、价格平稳、活力增强的良好态势，经济运行的稳定性有所提高，经济发展的协调性有所改善，但经济运行中存在着固定资产投资增长反弹压力较大、国际收支不平衡等问题。2005年实现国内生产总值（GDP）18.2万亿元，增长9.9%，增速比上年减缓0.2个百分点；居民消费价格（CPI）上涨1.8%，比上年回落2.1个百分点；贸易顺差1019亿美元，比上年增加699亿美元。

（一）国内需求旺盛，贸易顺差大幅增加

居民收入继续较快增长，消费需求增速加快。2005年城镇居民人均可支配收入10493元，实际增长9.6%，增幅比上年提高1.9个百分点；农村居民人均纯收入达到3255元，实际增长6.2%，比上年回落0.6个百分点。2005年，社会消费品零售总额达到6.7万亿元，增长12.9%，扣除价格因素（2005年商品零售价格上涨0.8%），实际增长12.0%，比上年提高1.8个百分点。

投资需求增势未减，特别是地方投资增速较快。2005 年全社会固定资产投资 8.9 万亿元，增长 25.7%，扣除价格因素（2005 年固定资产投资价格上涨 1.6%），实际增长 23.7%，比上年提高 4.6 个百分点。城镇固定资产投资 7.5 万亿元，增长 27.2%；农村固定资产投资 1.4 万亿元，增长 18%。在城镇固定资产投资中，地方项目投资增速和数量都大大超过中央项目投资，成为驱动投资快速增长的主要因素。2005 年 1-11 月，中央项目投资增长 14.3%，地方项目投资增速为 23.6%。施工项目和新开工项目继续增加，截至 2005 年末，施工项目计划总投资 18 万亿元，同比增长 29%；新开工项目计划总投资 6.5 万亿元，同比增长 32.4%。固定资产投资资金来源共计 8 万亿元，增长 28.2%，其中自筹资金占 54%，增长 36.8%，国内贷款占 19%，增长 18.2%，其他资金占 18%，增长 18.6%。总体来看，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。

贸易顺差大幅度增长，对经济增长的拉动作用明显上升。2005 年全年累计进出口总额达到 1.4 万亿美元，增长 23.2%，其中出口 7620 亿美元，增长 28.4%，较上年回落 7 个百分点；进口 6601 亿美元，增长 17.6%，较上年回落 18.4 个百分点；全年累计顺差达 1019 亿美元，创历史新高。从商品结构看，工业制成品顺差较大，而初级产品则保持大规模逆差。从贸易方式看，一般贸易顺差 354 亿美元，占全部贸易顺差的 34.7%，多增 400 亿美元，占全部多增额的 57.2%，成为促使 2005 年顺差攀高的主要因素。实际使用外资金额保持稳定增长，2005 年外商直接投资实际使用外资金额 603 亿美元，下降 0.5%。

专栏 4：经济普查：GDP 总量、速度和结构变化

2004 年，我国进行了第一次全国经济普查，普查的标准时点是 2004 年 12 月 31 日，时期资料为 2004 年度，普查对象是在我国境内从事第二产业、第三产业的全部法人单位、产业活动单位和个体经营户。国家统计局利用普查数据对 GDP 进行了核算，于 2005 年 12 月 20 日发布了 2004 年 GDP 核算修订结果，于 2006 年 1 月 9 日发布了 1993-2003 年 GDP 历史数据修订结果，于 25 日发布了 2005 年 GDP 核算数据。此次普查查实了我国 GDP 总量，摸清了第二产业、第三产业的“家底”，为宏观经济政策的制定提供了更为真实可信的数据基础。

一、GDP 总量较大幅度提升。根据普查资料测算，我国 2004 年 GDP 现价总量为 16 万亿元，比原核算数多增 2.3 万亿元，总量规模扩大 16.8%。按当年人民币与美元 8.277 :1 的平均汇率换算，2004 年我国 GDP 总量应当从普查前的 1.7 万亿美元，调整为 1.9 万亿美元；占当年全球 GDP 总量 44 万亿美元的比重，由 3.8% 提高到 4.4%；居世界的位次，从第七位变为第六位，超过意大利，排在美国、日本、德国、英国、法国之后。但人均 GDP 只有全球人均 GDP 的 1/5，在世界的位次变化不大，仍在世界第 100 位之后，依然属于中等收入国家中的较低收入组。

二、GDP 增速普遍调高。按修订后的 GDP 数据计算，1979-2004 年我国 GDP 年均增长率为 9.6%，比原核算数提高了 0.2 个百分点，并有将近一半年份的年增长速度超过了 10%。国家统计局对历史数据的修订选择了趋势离差法，根据 1993 年至 2003 年原有历史数据的趋势值和实际值的比例系数，推算历史数据的修正值。此种方法不改变经济增长趋势。

三、一些反映国民经济重要比例关系的数据发生变化，但并没有改变对中国面临的主要结构性问题的判断。

1、第一、二产业比重有所下降，第三产业比重大幅度上升，但第三产业比重依然偏低。此次普查在 GDP 总量多出的 2.3 万亿元中，第三产业增加值增加 2.13 万亿元，占 93%；第三产业增加值占 GDP 的比重由 31.9% 上升到 40.7%，提高 8.8 个百分点；在第三产业中，交通运输仓储邮电通信业、批发零售贸易餐饮业、房地产业三个行业普查后的增加值比常规统计多出近 1.5 万亿元，占第三产业新增部分的 70%。第一产业因不在这次普查范围之内，仍采用年报核算数，第一产业比重由 15.2% 下降到 13.1%，降低 2.1 个百分点。第二产业比重由 52.9% 降为 46.2%，降低 6.7 个百分点。实证研究表明，随着经济的发展和人民收入水平的提高，劳动力、资本在三次产业间的分布发生规律性的变化，随着收入水平的提高，第一产业比重下降，第二产业比重上升，第三产业比重上升；到高收入阶段，第一产业比重下降，第二产业比重也下降，第三产业比重上升。普查后，我国第三产业的比重虽然上升至 40.7%，但仍低于中低收入国家的平均水平。据

世界银行统计，2004年中低收入国家第三产业的比重为55%。服务业占GDP的比重：美国75.3%，英国72.6%，法国72.4%，德国69.2%，日本68.1%，韩国55.1%，菲律宾53.2%，印度51.2%，泰国46.3%。

2、消费率提高，投资率降低，但投资率依然过高。由于第三产业（即服务业）基本上是消费，因此消费和投资的比例也发生了一定变动，最终消费对GDP的贡献率得到一定提升，从36.3%升至37.8%；固定资本形成对GDP的贡献率从52.9%降低到48.1%；净出口对GDP的贡献率从9.1%下降到6.3%；这表明在拉动中国经济增长的三大支柱中，消费的作用有所增强，但远远低于其他国家，如美国近年来仅私人消费对GDP增长的贡献率就一直保持在60%以上。因此，发展内需特别是国内消费需求仍然是我国的一项基本国策。

3、万元GDP综合能耗从1.58吨标准煤下降到1.39吨，但并未改变我国粗放型的经济增长方式。2004年，普查调整后的中国GDP总量占全世界总量的4.4%，但消费的原油、原煤、铁矿石、钢材、氧化铝、水泥却分别占世界消费总量的7.4%、31%、30%、27%、25%和40%，这说明中国单位产出消耗过高，经济结构的矛盾依然突出。

4、M2与GDP的比例由1.85下降到1.58，储蓄与GDP的比例由46.03%下降到39.41%，表明我国的金融结构相对合理一些，但储蓄率过高，间接融资过高的局面没有根本改变。

（二）产出较大幅度增加，利润状况良好，企业家信心指数创历史最高水平

2005年，农业实现增加值2.3万亿元，增长5.2%，对经济增长的贡献率为6.3%；工业和建筑业实现增加值8.6万亿元，增长11.4%，对经济增长的贡献率为54.9%；其中工业增长11.4%，对经济增长的贡献率为48.6%，仍为经济增长的引擎；服务业实现增加值7.3万亿元，增长9.6%，对经济增长的贡献率为38.8%。

农业生产形势较好，粮食再获丰收，但农业基础薄弱的状况没有根本改变。2005年粮食总产量达到4840亿公斤，增长3.1%。棉花产量570万吨，比上年减产9.8%；油料、糖料产量与上年基本持平。畜牧业、渔业发展势头良好。猪牛羊禽肉产量增长6.3%。但受农产

品生产价格上涨持续小于农业生产资料价格上涨的影响，农民收入增长放缓，农业生产发展后劲不足。2005年，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）上涨1.4%，粮食、油料生产价格分别下降0.9%和8.7%，农业生产资料价格却上涨了8.3%，农民家庭生产经营纯收入增长5.7%，比上年回落了7.6个百分点。

专栏 5：进一步改善农村金融服务，加强对“三农”的支持

农村金融的良好发展是建设社会主义新农村、发展农村经济、增加农民收入的重要条件。近年来，中国人民银行认真执行党中央、国务院有关农村工作的部署，积极推进农村金融机构改革，不断提高为“三农”服务的水平。目前，我国已基本形成以合作金融为基础，商业金融、政策性金融分工协作的农村金融体系，金融服务已覆盖了绝大部分农村地区。

积极推进农村金融机构改革。一是稳步推进农村信用社改革。按照国务院的统一部署，中国人民银行会同银监会制定并组织实施农村信用社改革试点资金支持方案，“花钱买机制”。2005年末，全国农村信用社资本充足率提高到8.03%、支农资金实力增强，年末，农业贷款余额10071亿元。二是积极推进邮政储蓄改革，调整邮政储蓄转存款政策。中国人民银行规定，自2003年8月1日起，邮政储蓄新增转存款利率从4.131%下调到1.89%；新增存款由邮政储蓄机构自主运用，可以进入银行间市场参与债券买卖，也可与中资商业银行、农村信用社办理大额协议存款，与政策性银行进行业务合作，开展部分中间业务。三是大力发挥政策性银行的作用。中国农业发展银行的储备贷款、粮棉油收购调销贷款、“三粮企业”贷款快速增长。2005年，中国农业发展银行累计发放储备贷款722.5亿元，同比多投放147.7亿元；累计发放粮食收购贷款2086.5亿元，同比多投放470.1亿元。同时，审慎推进“三粮企业”等新业务发展，全年累计发放产业化龙头企业、加工企业及其他粮食企业贷款237.2亿元。四是继续发挥中国农业银行支持农业和农村经济发展的作用。截至2005年9月末，中国农业银行有61.9%的机构网点、51.5%的在岗员工和34.9%的贷款分布在县及县以下，除本身的主要业务外，还为其他金融机构提供服务和业务支持，弥补这些机构在网点网络、科技支撑、产品种类等方面的不足。

运用货币信贷政策支持农村经济发展。全国农村信用社的农业贷款和农户贷款快速增长，增速大大高于其他各项贷款，目前农业贷款占其各项贷款的比重已从1999年的40.3%提高到2005年的46.7%。在加强信用户、信用村镇建设的基础上，积极推进农村小额贷款业务发展。2005年三季度末，全国在农村信用社

有小额信用贷款或联保贷款余额的农户数为 71343613 户，占农户总数的 32.31%，农户贷款余额为 5676 亿元，占农村信用社贷款总余额的 37.23%；发放过贷款证的农户数为 82191976 户，占农户总数的 25.39%。

提供安全、便捷、高效支付结算服务。一是吸收农信社加入大额支付系统。目前，全国绝大部分农村信用社都接入了大额支付系统，农村地区资金支付清算的主渠道畅通。二是将农信社纳入同城票据交换系统。目前我国共建有同城票据交换所 1936 个，这些同城票据交换所基本覆盖当地的农村信用社网点，确保了农村信用社同城清算资金及时到账。三是推行农信社支付结算代理制。对于暂时不能接入大额支付系统和小额支付系统的农村信用社可以通过城市商业银行代理其资金清算业务，进一步改善农村信用社的支付手段，扩大农村清算体系的覆盖面。四是开通农民工银行卡特色服务业务，农民工在打工地利用“银联卡”存入现金后，可以在家乡就近的农村信用社网点柜台提取现金，从而解决农民工汇款难问题。

党的十六届五中全会提出建设社会主义新农村的重大历史任务，并明确要求：“深化农村金融体制改革，规范发展适合农村特点的金融组织，探索和发展农业保险，改善农村金融服务”。中国人民银行将进一步加快推进农村金融改革，不断改善农村金融服务，支持“三农”发展。针对农村金融需求的特点，加快构建功能完善、分工合理、产权明晰、监管有力的农村金融体系。巩固和发展农村信用社改革试点成果，进一步完善治理结构和运行机制；进一步发挥中国农业发展银行的政策性金融功能和作用；坚持中国农业银行的商业化改革方向；积极稳妥推进邮政储蓄改革，扩大邮政储蓄资金的自主运用范围，引导邮政储蓄资金返还农村。在农村金融市场方面，在加强监管、防范风险的前提下，鼓励农村金融组织和金融产品创新；发展适合农村的担保机构和担保方式；引导和规范民间借贷；培育小额信贷市场；发展农业保险和农产品期货市场。改善农村金融生态，健全农村信用体系；建立信贷登记、支付结算等比较完善的农村金融基础服务体系；根据农村金融机构的特点，加强和改进金融监管。

工业生产较快增长，利润状况良好。2005 年工业增加值 7.6 万亿元，增长 11.4%，增速比上年回落 0.1 个百分点。分主要产品看，能源和主要原材料生产继续较快增长，电子产品高速增长。全年规模以上工业企业盈亏相抵后实现利润总额 1.4 万亿元，在上年增长 38.1%的基础上再增 22.6%，成本利润率为 6.3%。中国人民银行 2005 年第 4 季度 5000 户企业问卷调查显示，企业对未来的经济预期仍然

较好。企业家信心指数连续 6 个季度走高，创历史最高水平。调查结果还显示，生产要素供应紧张状况有所缓解；国内外订单有所增加，中小企业销售信心较强；设备利用率不断提升，大型企业投资意愿增强；企业资金周转加快，存货水平呈缓慢回落态势，企业经营状况不断改善。

服务业较快增长。2005 年，批发贸易零售业增加值增长 11.4%，金融保险业增长 9.8%，运输邮电业增长 12.4%，房地产业增长 5.3%，其他服务业增长 8.1%。

（三）各项价格指数平稳回落，居民消费价格低位运行

1、居民消费价格（CPI）低位运行，但扣除食品的 CPI 呈小幅上升态势，特别是石油类能源产品和服务价格涨幅较大。2005 年 CPI 上涨 1.8%，比上年回落 2.1 个百分点。扣除食品的 CPI 上涨 1.2%，比上年上升 0.4 个百分点。服务项目价格上涨 3.3%，比上年上升了 1.1 个百分点。分季来看，1-4 季度同比 CPI 分别上涨 2.8%、1.7%、1.3%、1.4%，呈平稳回落的态势。

2005 年 CPI 涨幅回落的主要原因是粮食价格大幅回落。2005 年粮食价格上涨 1.4%，比上年回落 25 个百分点。粮食价格回落直接驱动食品价格回落，进而驱动 CPI 下行。2005 年食品价格上涨 2.9%，比上年回落 7 个百分点；由于在 CPI 统计中食品权重达到 34%，因此 2.9% 的食品上涨影响 CPI 上涨 1 个百分点，而上年食品价格上涨影响 CPI 上涨达到 3.3 个百分点。

CPI 虽在低位运行，但通胀压力仍需关注。一是受国际原油和成品油价格大幅上涨的影响，我国汽油、柴油、液化石油气分别上涨

15%、14%和 17%。二是资源价格改革已经启动，2005 年全国水价上涨 7.8%；但电价调整幅度较小，仅上涨 1.9%，但随着电煤价格的市场化，电价上调的压力很大。在燃气价格方面，国家发改委决定从 2005 年 12 月 26 日起改革天然气出厂价格形成机制，在全国范围内适当提高天然气出厂价格。此外，虽然 2005 年我国汽油、柴油、液化石油气有了较大幅度的上涨，但仍低于原油价格的上涨，形成价格倒挂，2005 年我国石油加工及炼焦业净亏损 150 亿元，涨价压力很大。总体来看，要密切关注价格指数的变化，积极稳妥地推进资源价格改革。

需要说明的是，受价格控制和价格统计方法本身局限性的影响，目前我国的 CPI 还不能完全反映真实通货膨胀程度。随着资源价格改革的推进，隐性的通货膨胀会逐步释放；随着价格统计方法的进一步完善，譬如权数的调整，CPI 也有可能会有所调高或调低；但这些仅是通货膨胀计量方面的变化，对通货膨胀的真实程度没有影响，如同经济普查对我国 GDP 的调整未能改变我国实体经济的真实规模一样。对于通货膨胀程度和价格走势的判断，需要关注多项指标并进行综合分析。

2、生产价格(PPI)⁷高位回落。2005 年，原材料、燃料、动力购进价格比上年上涨 8.3%，涨幅比上年回落 3.1 个百分点；其中，燃料动力类、有色金属材料类购进价格分别上涨 15%和 14%。工业品出厂价格上涨 4.9%，涨幅比上年回落 1.2 个百分点。原材料、燃料、动力购进价格的上涨高于工业品出厂价格上涨 3.4 个百分点，企业生产成本上升、利润缩减。

⁷ PPI 可分为投入 PPI 和产出 PPI。投入 PPI 在我国称为工业原材料、燃料、动力购进价格指数，产出 PPI 在我国称为工业品出厂价格指数。

分产品看，工业品出厂价格中，能源产品和有色金属价格上涨幅度较大。2005年，国际市场上布伦特、迪拜和WTI的原油现货均价同比分别上涨了42%、47%和36%，国际汽油、柴油价格（新加坡）的现货均价分别上涨了33%和40%。我国原油出厂价比上年上涨31.1%，汽油和柴油价格分别上涨21.2%和20.7%，均低于国际价格涨幅。煤炭价格上涨23.3%。钢材价格飞涨后转降，黑色金属冶炼及压延业产品价格比上年上涨4.7%，涨幅比上年回落14.2个百分点。有色黑色金属冶炼及压延业产品价格上涨11.7%。

专栏 6：我国资源价格存在的问题及影响分析

受计划经济体制的影响，我国资源价格水平长期偏低，这不仅导致了资源浪费和粗放型经济增长，而且还导致了高耗能、高污染和资源性产品的出口，扩大了贸易顺差，夸大了人民币升值的压力。2005年10月28日，国家发展和改革委员会在“全国资源价格改革研讨会”指出：“我国资源性产品价格改革相对滞后，在一定程度上制约了市场机制作用的有效发挥。加快推进资源性产品价格改革，是建设节约型社会，实现经济社会可持续发展的迫切需要。”

我国资源价格主要存在两大方面的问题，一是资源价格基本上是政府定价或政府指导价，只反映了资源开发成本，没有全面覆盖环境破坏成本和安全生产成本，资源税也很低，更重要的是没能真实反映市场供求关系和资源稀缺程度，致使资源价格偏低。长期以来，我国水、电、煤气、热力实行政府定价，天然气和成品油的出厂价格实行政府指导价。此外，政府还可干预电煤和土地的价格。与国外相比，我国的煤、焦炭、天然气、水、电的价格均相对较低。在地价方面，不少地区为招商引资，压低征地补偿费。原油和成品油的价格虽然根据国际市场油价变动情况进行调整，但调整时间滞后，调整幅度也低于国际原油和成品油的涨幅。二是资源性产品之间比价关系不合理。从电力与替代燃料的比价关系看，我国单位兆焦的电力价格，只相当于燃料油和天然气的70%、液化气的67%、人工煤气的56%。

资源价格偏低和比价关系不合理，对我国经济发展带来诸多不利影响。一是不利于优化资源配置、转变经济增长方式和建设资源节约型社会。我国偏低的资源价格不能及时和充分地反映市场供求和资源稀缺程度，缺乏对投资者、经营者和消费者的激励和约束作用，这在一定程度上加剧了资源的过度开发、过度需求

和过度浪费。市场机制在资源配置中的基础性作用得不到发挥，由此形成的经济增长方式也是粗放的，资源产出效率低。二是偏低的资源价格加剧了资源供求紧张的矛盾。从需求来看，资源价格偏低导致资源需求的过快增长，特别是不正常的投机性资源需求的快速增长；从供给来看，资源价格偏低，影响资源企业的生产积极性。此外，资源价格低于国际市场价格还会促使资源出口大幅增长，最终造成国内资源供给不足。三是资源价格扭曲会带来国际收支失衡和汇率上升的压力。由于国内的资源价格被人为地压低，多数资源价格低于国外水平，使得我国出口产品的成本显得很“低”，出口产品的价格水平始终保持在全球较低的水平，刺激了出口的快速增长，导致贸易顺差扩大，带来结汇压力和人民币升值的预期，国际投机资本也会因此迅速流入，造成资本项目顺差，最终带来国际收支失衡和人民币汇率上升的压力。

在“全国资源价格改革研讨会”上，国家发展和改革委员会表示要从以下五个方面推进资源性产品价格改革：全面推进水价改革、积极推进电价改革、完善石油天然气定价机制、全面实现煤炭价格市场化、完善土地价格形成机制。目前，我国水价改革已经稳步实施，天然气出厂价格改革方案顺利出台，煤电、煤热价格联动机制也已初步建立。下一步有必要在更大程度上发挥市场配置资源的基础性作用，切实建立起反映市场供求、资源稀缺程度以及污染损失成本的价格形成机制。

3、进出口价格均呈回落态势，贸易条件比上年有所改善。2005年，我国出口价格比上年上涨 2.7%，进口价格上涨 5.4%，均比上年有所下降。2005 年 4 季度，贸易条件为 99.9%，比上年同期提高 1%。

4、劳动报酬增加较快，劳动力成本增加。2005 年前三季度，全国城镇单位平均工资 12191 元，同比增长 13.4%。其中，国有单位平均工资 12624 元，同比增长 13.1%；集体单位 7234 元，增长 14.3%；其他单位 12605 元，增长 12%。

5、GDP 缩减指数明显回落。2005 年，我国 GDP 名义增长率为 14%，实际增长率为 9.9%，GDP 缩减指数（名义 GDP 增长率与实际 GDP 增长率之差）为 4.1%，比上年回落 3.5 个百分点。

（四）财政收支状况良好

财政收入持续快速增长，稳定性增强。2003年全国财政收入突破2万亿元，2004年突破2.5万亿元，2005年突破3万亿元。2005年实行以“控制赤字、调整结构、推进改革、增收节支”为主要内容的稳健财政政策，同时进行了多项财税管理体制改革，包括免征农业税、完善出口退税负担机制、适时调整部分资源性产品出口退税政策等。

（五）行业分析

2005年1-11月，工业39个大类行业中，大多数行业的生产、销售、利润和投资均保持较快增长，产销衔接水平较高，石油和天然气开采、烟草、燃气、电力的产销率均高于99%。39个大类行业平均成本利润率（以下简称利润率）为9.3%，比上年提高0.8个百分点。但经济效益在行业间差异较大，采掘业平均利润率为31.8%，比上年提高6.9个百分点；加工制造业为5.5%，比上年下降0.4个百分点；水电燃气平均利润率为2.4%，比上年下降0.4个百分点。2005年，全年新增利润最多的五大行业分别是石油开采、煤炭、电力、通用设备、农副食品加工；亏损行业有两个，分别是石油加工、炼焦及核燃料加工业，水的生产和供应业。受高利润的驱动，煤炭、石油等行业投资快速增长，煤炭开采及洗选业投资增长65.6%；石油和天然气开采业增长29.7%。不同行业利润率之所以差别巨大，主要是因为部分行业垄断和资源价格扭曲。

煤电油运供应增长较快，偏紧的形势有所缓解。2005年，煤炭产量21.6亿吨，增长8.4%。发电量2.47万亿千瓦时，增长12.1%。

原油产量增长 4.1%，原油进口量增长 10.3%，原油加工量增长 7%，成品油库存持续回升。运力方面，基础设施建设继续加强，铁路完成货运量 21.09 亿吨，增长 6.3%；主要港口货物吞吐量完成 28.15 亿吨，增长 18.4%；三大航运企业完成货运量 6.55 亿吨，增长 11.4%。

1、汽车行业

改革开放以后，我国汽车行业迅速发展。汽车产量从 1978 年的不到 15 万辆，跃升至 2005 年的 615 万辆；其中 1992 年突破 100 万辆，2000 年突破 200 万辆，2002 年突破 300 万辆，之后每年平均以 100 万辆左右的规模递增。2002-2005 年，汽车工业投资增速均超过了 40%，2003 年更是达到 82.6%。2005 年，投资额超过 1000 亿元，在短短 4 年间翻了 2 倍多。汽车生产能力相应急剧扩大，从 2001 年的 267 万辆，增长到 2005 年的 800 万辆左右。

汽车行业结构逐步调整。2005 年，我国存在汽车整车生产的省区达 27 个，生产汽车整车的厂家近 200 家，据中国汽车工业协会统计，2004 年我国前 10 大汽车厂家产量占全国汽车产量和销量均占 84%，而 2005 年前三季度前 10 大汽车厂家销量占比降到了 73%。汽车销售在经历了 2001-2003 年高速增长后有所减缓，销售收入增速从 2003 年的 45.7% 降到 2005 年的约 8%，利润也有较大幅度下降。在市场份额和效益下降的压力下，汽车行业兼并和重组加快。此外，随着家用轿车市场的发展和加快实施汽车走出去战略，国内自主品牌获得稳步发展。由于近年来油价持续高涨，在建设节约型社会相关政策的引导下，汽车消费向经济型、节能型方向转变，节能环保型小排量汽车市场占有率攀升。

汽车行业的发展对我国产业结构调整、城镇化进程以及居民消费

结构升级都起着重要推动作用。当前，我国宏观经济和居民收入继续保持较快增长，行业政策渐趋完善，汽车行业发展存在诸多有利因素。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》提出，加快转变经济增长方式和提高自主创新能力。提高自主品牌竞争力，优化产业结构，发展环保节能产品将是汽车产业今后发展的重要方向。

2、房地产行业

随着宏观调控政策的贯彻实施，房地产开发投资进入稳步增长阶段，全国房屋销售价格涨幅趋于平稳。

房地产投资增速平稳回落，经济适用房投资降幅减少。2005年，全国累计完成房地产开发投资1.58万亿元，增长19.8%，增幅减缓8.3个百分点。其中，商品住宅完成投资1.08万亿元，增长21.9%，增幅减缓6.8个百分点；经济适用房完成投资565亿元，同比下降6.8%，降幅比年初减少4.6个百分点。

商品房空置面积增加。2005年，全国商品房销售面积5.58亿平方米，其中，现房销售面积2.42亿平方米，期房销售面积3.16亿平方米，期房占全部销售面积的比重为57.1%。12月末，全国商品房空置面积1.43亿平方米，同比增长15.7%；其中，商品住宅空置面积8319万平方米，同比增长12.4%。

房屋销售价格涨幅趋于平稳。2005年，70个大中城市房屋销售价格上涨7.6%，比上年回落2.2个百分点。分地区看，2005年4季度70个大中城市中，只有呼和浩特、大连、深圳等三个城市房屋销售价格同比涨幅超过10%，上海、杭州同比涨幅均继续回落。

房地产贷款增幅回落。2005年末，商业性房地产贷款余额为2.77

万亿元，同比增长 16.1%，增幅比上年下降 12.6 个百分点。但其中房地产开发商贷款余额 9141 亿元，增长 17%，持续了自 7 月份以来的稳步上升趋势。个人住房贷款增速下降，2005 年末，个人住房贷款余额 1.84 万亿元，增长 15.8%，保持自 2004 年 4 月份以来的增速下滑态势。

第五部分 货币政策趋势

一、我国宏观经济展望

2006 年是实施“十一五”规划的第一年，也是我国加入世界贸易组织过渡期的最后一年。总体上，当前国内形势有利于我国经济的平稳健康发展。从消费需求看，城乡居民收入增长较快，居民消费结构升级步伐加快，推进社会主义新农村建设将逐步启动，这些都有助于刺激消费需求。中国人民银行 2005 年第四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 2.4 个百分点，较上年同期提高 1.2 个百分点，居民增收信心较强。从投资需求看，固定资产投资存在一定不确定性，一方面，部分行业盲目投资、低水平重复建设导致产能过剩的不良后果正在显现；另一方面，在建、新建和拟建规模仍然偏大，投资仍然存在反弹压力。关键是在投资合理增长的同时，以市场为导向调整投资结构。从进出口看，世界经济仍将保持稳定增长，有利于出口保持一定增速，但也存在原油价格持续高位运行、贸易保护主义进一步抬头等潜在风险。

此外还应看到，当前经济运行中一些深层次矛盾和问题尚未根本解决，还可能出现新的问题。一是经济结构和经济增长方式亟待调整。高投入、高消耗、高污染、低效益的粗放式经营和经济增长过分

依赖投资、出口的拉动，是长期困扰我国经济发展的两大突出问题。二是货币政策的有效性和灵活性面临国际收支不平衡的挑战。三是履行加入WTO承诺对我国金融业发展提出了更高要求。2006年末我国金融业将全面对外开放，金融企业将面临更激烈的竞争，金融改革、开放和发展的任务十分艰巨。

从价格走势上看，未来我国价格走势仍存在不确定因素。从上行风险看，一是投资反弹的压力依然很大，投资增长仍然会保持较高的增长速度，这会对上游生产资料价格和原材料、燃料、动力购进价格带来上涨的压力；二是公共服务品价格和资源价格形成机制改革将会释放部分隐性通货膨胀，燃油、水、电、天然气、煤炭等资源价格和公共交通等服务价格都存在潜在的上涨压力，一旦释放，定会推动未来价格水平的上升。从下行风险看，由于近年来我国消费品产能不断扩大，消费品供大于求的局面在短期内难以改变，消费品，特别是耐用消费品价格存在继续下降的风险；钢铁、电解铝、水泥等产能过剩行业的产品价格将继续面临一定的下降压力，会导致PPI下行；粮价走势存在不确定性，可能会成为CPI下行的因素。从居民对未来物价的走势看，中国人民银行2005年第四季度全国城镇储户问卷调查显示，有41.7%的居民预测物价上升，较上季提高5.5个百分点，4.3%的居民预测物价下降，较上季降低1.7个百分点，居民对物价的预期并不乐观。

中央经济工作会议确定，2006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，居民消费价格指数总水平上涨3%左右。根据中央经济工作会议精神，2006年货币政策的预期调控目标是，广义货币供应量M2和狭义货币供应量M1分别增长16%和14%，全部

金融机构新增人民币贷款 2.5 万亿元。

二、2006 年货币政策取向与趋势

根据十六届五中全会和中央经济工作会议精神，中国人民银行将继续实行稳健的货币政策，保持货币政策的连续性和稳定性，加强本外币政策的协调，增强货币政策的主动性和有效性，保持货币信贷平稳增长，稳步推进金融改革开放，大力发展金融市场，维护金融体系稳定，进一步改进外汇管理，提高金融服务水平，促进国民经济持续、协调、快速、健康发展。

（一）综合运用各种货币政策工具，保持货币信贷适度增长

完善货币政策操作体系，综合运用各种货币政策工具及其组合，适时适度调控基础货币，保持货币信贷适度增长。完善公开市场工具和操作方式。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，促进货币市场利率平稳运行，发挥对市场预期的引导作用。关注国际市场利率变动幅度和节奏，协调本外币利率政策。完善差别存款准备金率制度，强化对金融机构正向激励与约束机制。加强公开市场操作、存款准备金、再贴现等政策工具的协调配合。

（二）稳步推进利率市场化改革，完善利率形成机制

在巩固放开贷款利率上限和存款利率下限政策的基础上，适当简化贷款的基准利率期限档次，推进长期大额存款利率市场化，研究推出利率衍生产品。完善中央银行利率体系，建立适时动态调整再贴现率等中央银行利率形成机制。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。培育市场基准利率体系，完善利率形成机制，提高中央银行对市场利率引导的能力。提高商业

银行、农村信用社利率定价能力，落实利率市场化改革政策措施。完善市场利率监测体系，提高利率政策的调控效果。

（三）发挥“窗口指导”和信贷政策引导结构调整的作用

加强政策引导和“窗口指导”，促进金融机构优化信贷结构。推动金融生态建设，引导金融机构创新信贷产品，更好地贯彻“区别对待、有保有压”的原则，合理把握贷款进度，优化信贷结构，积极加大对农业、非公经济、中小企业和助学、就业等经济社会发展薄弱环节的信贷支持。做好西部开发、振兴东北老工业基地和中部崛起相关金融服务工作。加强对企业自主创新的金融服务。支持合理住房消费，指导商业银行改进住房金融服务和风险管理。在健全个人征信体系的基础上，通过完善定价机制，促进金融机构拓展消费信贷业务。进一步完善信贷管理制度，改进信贷政策实施方式，提高信贷政策实施效果。

（四）大力培育和发展金融市场，推动金融产品创新

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，丰富市场层次与产品种类，培育和发展机构投资者，推进金融市场的整体协调发展。在规范发展已推出金融产品的同时，进一步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。加强市场基础性建设，配合新产品的推出，加快建立和完善相关制度，增强市场透明度，完善市场约束与激励机制。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

在巩固成效的基础上继续稳步推进国有商业银行股份制改造，进一步规范公司治理，建立起有效的绩效激励、风险控制和资本约束机制。深化政策性银行改革，按照“一行一策”的原则，针对各行的不同情况，分别制定改革方案，有目的、有步骤地分阶段实施。统筹推进农村金融体制改革，进一步完善农村金融服务体系，努力构建农村信用社健康可持续发展的长效机制。稳步推进金融业综合经营试点，推动金融控股公司规范发展。密切关注银行业、证券业、保险业、金融控股公司和交叉性金融工具发展状况，防范跨行业、跨市场的系统性风险。加快推进存款保险制度建设，建立符合市场经济要求的风险补偿机制。

（六）推进外汇管理体制改革，完善人民币汇率形成机制

从我国经济金融发展和稳定的需要出发，按照主动性、可控性和渐进性原则，完善有管理的浮动汇率制度，发挥市场供求在人民币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。进一步深化外汇管理体制改革，促进国际收支基本平衡。加快推进进出口核销、服务贸易和个人外汇管理改革，促进贸易投资便利化；拓宽资金流出入渠道，稳步推进资本项目可兑换；加强对短期外债等资金流入的统计监测，实行资金流出和流入平衡管理。进一步完善多种交易方式并存、分层有序的外汇市场体系，积极推出新的外汇金融产品，鼓励金融机构以有效控制风险为前提积极进行创新，丰富企业、个人规避汇率风险的金融产品。