

中国货币政策执行报告

二〇〇七年第二季度

中国人民银行货币政策分析小组

2007年8月8日

内容摘要

2007 年上半年，国民经济继续保持平稳快速发展，经济形势总体是好的。消费增速加快，农业生产稳定发展，经济效益继续提高，人民生活进一步改善。上半年，国内生产总值同比增长 11.5%，居民消费价格指数同比上涨 3.2%。

针对银行体系流动性持续偏多、货币信贷扩张压力较大的问题，中国人民银行按照党中央、国务院统一部署，及时采取了一系列措施加强金融宏观调控，维护总量平衡。搭配使用公开市场操作和存款准备金等对冲工具，基本回收了新增外汇占款投放的流动性。2007 年以来，人民银行六次上调存款准备金率共 3 个百分点，三次上调金融机构存贷款基准利率，同时，引导信贷结构优化，稳步推进金融机构改革，进一步增强人民币汇率弹性，加快外汇管理体制改革的。

总体上看，在各项宏观调控措施的综合作用下，银行体系流动性得到合理控制，货币信贷虽然仍在高位运行，但过快增长的势头有所缓解。6 月末，广义货币供应量 M2 同比增长 17.1%，比上年同期减缓 1.4 个百分点；人民币贷款余额同比增长 16.5%，比上年同期和 2007 年第一季度末分别加快 1.3 和 0.2 个百分点。上半年新增贷款 2.5 万亿元，比上年同期多增 3681 亿元。人民币汇率弹性进一步增强，6 月末，人民币对美元汇率中间价为 7.6155 元，比上年末升值 2.54%。

下半年，国内外经济环境总体上仍较为有利，我国国民经济将有望继续保持高位增长，但要更加居安思危，增强忧患意识，要充分认识经济运行中潜藏的风险。目前，我国经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显，贸易顺差过大、信贷投放过多、投资增长过快问题仍然

突出；高耗能产业增长偏快，节能减排形势依然严峻；价格上涨压力持续加大，特别是一些涉及群众切身利益的食品价格和住房价格上涨较快。

中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，坚持把遏制经济增长由偏快转向过热作为当前宏观调控的首要任务。继续执行稳健的货币政策，坚持稳中适度从紧，保持必要的调控力度，努力维护稳定的货币金融环境，控制通货膨胀预期，保持物价基本稳定。继续协调运用公开市场操作和存款准备金率工具，根据宏观调控的需要积极创新对冲工具，加强流动性管理。稳步推进利率市场化改革，推动货币市场基准利率体系建设，进一步增强价格杠杆的调控作用。继续按照主动性、可控性和渐进性原则，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。继续推进外汇管理体制改。积极配合国家财税政策、产业政策、外贸外资政策、环保政策等重点工作，引导金融机构进一步优化信贷结构，防范信贷风险，推动经济结构的调整和经济增长方式的转变。围绕“创新、发展、规范、协调”四个方面，推动金融市场发展。以完善公司治理和优化金融结构为重点，进一步深化金融企业改革。

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量仍在高位运行，但过快增长的势头有所缓解	1
二、金融机构存款继续呈现活期化趋势	1
三、金融机构贷款增长较快	2
四、扣除提高法定存款准备金率的影响后，基础货币平稳增长	5
五、金融机构贷款利率保持平稳上升势头	5
六、人民币汇率弹性进一步增强	7
第二部分 货币政策操作	8
一、采取综合措施，加强流动性管理	8
二、发挥利率杠杆的调控作用	9
三、加强“窗口指导”和信贷政策引导	10
四、稳步推进金融企业改革	10
五、完善人民币汇率形成机制，加快外汇管理体制改革，促进国际收支基本平衡	12
第三部分 金融市场分析	15
一、金融市场运行分析	15
二、金融市场制度性建设	25
第四部分 宏观经济分析	27
一、世界经济金融形势分析	27
二、我国宏观经济运行分析	33
第五部分 货币政策趋势	44
一、我国宏观经济展望	44
二、下半年货币政策取向与趋势	47

专栏：

专栏 1：关注商业银行资产负债结构的变化	3
专栏 2：人民币汇率形成机制改革平稳实施两周年	13
专栏 3：利率、汇率衍生产品市场快速发展	18
专栏 4：国外央行人士关于货币政策与资产价格的观点	30
专栏 5：核心通货膨胀	37

图：

图 1：2006 年以来金融机构各期限档次利率走势图	6
图 2：2007 年上半年 Shibor 走势图	17
图 3：2007 年银行间市场国债收益率曲线变化情况	20
图 4：2003 年以来居民消费价格同比变动趋势	36

表：

表 1：2007 年上半年分机构人民币贷款情况	2
表 2：2007 年第二季度各利率浮动区间贷款占比表	6
表 3：2007 年上半年大额美元存款与美元贷款平均利率表	7
表 4：2005 年 6 月至 2007 年 6 月主要货币有效汇率升值幅度	14
表 5：2007 年上半年国内非金融机构部门融资情况简表	15
表 6：2007 年上半年金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况表	17
表 7：利率衍生产品交易情况	19
表 8：2007 年 6 月末主要保险资金运用余额及占比情况表	24
表 9：CPI 权重的国际比较	37

第一部分 货币信贷概况

2007 年上半年，我国国民经济继续保持平稳快速增长，金融运行总体平稳，货币信贷增长与经济增长基本相适应。

一、货币供应量仍在高位运行，但过快增长的势头有所缓解

6 月末，广义货币供应量 M2 余额 37.8 万亿元，同比增长 17.1%，增速比上年同期减缓 1.4 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额 13.6 万亿元，同比增长 20.9%，增速比上年同期高 7 个百分点。M1 增速加快，主要是由于企事业单位活期存款增长较快，一是经营效益好，市场活跃，企事业单位投资意愿较强，对活期存款的需求迅速增加；二是银行承兑汇票签发量增长放缓，企业为满足支付需要而持有更多活期存款。流通中现金 M0 余额 2.7 万亿元，同比增长 14.5%，增幅比上年同期高 2 个百分点。上半年累计现金净回笼 192 亿元，同比少回笼 371 亿元。

二、金融机构存款继续呈现活期化趋势

6 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 38.2 万亿元，同比增长 15.3%，增速比上年同期低 1.9 个百分点。其中，人民币各项存款余额 36.9 万亿元，同比增长 16%，增速同比降低 2.4 个百分点。从上半年人民币各项存款增速走势来看，1-5 月份增速逐月下降，6 月份受资本市场在波动中相对走低影响，部分同业存款向一般存款回流，增速有所回升。外汇存款余额 1668 亿美元，同比增长 3.6%。

企业和居民更加倾向于活期存款。6 月末，金融机构居民户人民

币存款余额 17.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速同比降低 8 个百分点，比年初增加 8271 亿元，同比少增 5938 亿元。其中，居民户活期存款同比多增 404 亿元，定期存款同比少增 6343 亿元。非金融性公司存款余额 17.1 万亿元，同比增长 19.7%，增速比上年同期高 1.2 个百分点，比年初增加 1.7 万亿元，同比多增 3168 亿元。其中，企业存款余额 14 万亿元，比年初增加 1.4 万亿元，同比多增 5614 亿元，其中企业活期存款同比多增 3264 亿元。上半年财政存款余额 1.9 万亿元，比年初增加 8167 亿元，同比多增 3792 亿元。

三、金融机构贷款增长较快

6 月末，全部金融机构本外币贷款余额 26.5 万亿元，同比增长 16.3%，增速同比提高 1.9 个百分点，比年初增加 2.6 万亿元，同比多增 4128 亿元。其中，人民币贷款余额 25.1 万亿元，同比增长 16.5%，增速比上年同期高 1.2 个百分点，比年初增加 2.5 万亿元，同比多增 3681 亿元；外汇贷款余额 1852 亿美元，同比增长 17.8%，增速比上年同期高 12.9 个百分点，比年初增加 165 亿美元，同比多增 91 亿美元。分机构看，各类金融机构人民币贷款普遍同比多增，其中农村金融机构、股份制银行和政策性银行贷款同比多增较多。

表 1：2007 年上半年分机构人民币贷款情况

	2007 年上半年	2006 年上半年
	新增额（亿元）	新增额（亿元）
政策性银行	2264	1444
国有商业银行	9472	9185
股份制商业银行	5616	4918
城市商业银行	2025	1641
农村金融机构	4561	3472
外资金融机构	655	376

注：农村金融机构包括农村合作银行、农村商业银行、农村信用社。

数据来源：中国人民银行。

人民币贷款分部门和期限看,居民户贷款特别是消费贷款显著增多,非金融性公司及其他部门贷款平稳增长。上半年,居民户贷款余额 4.6 万亿元,同比增长 25.7%,增速同比提高 10 个百分点,比年初增加 6741 亿元,同比多增 3074 亿元。居民户消费性贷款比年初增加 3800 亿元,同比多增 3699 亿元,其中居民户中长期消费性贷款同比多增 3206 亿元,个人住房贷款是拉动居民户中长期消费性贷款显著增多的重要因素。居民户经营性贷款比年初增加 2942 亿元,同比少增 624 亿元。非金融性公司及其他部门贷款余额 20.5 万亿元,同比增长 14.6%,增速同比降低 0.3 个百分点,比年初增加 1.9 万亿元,同比多增 874 亿元。其中,票据融资继续呈现大幅少增态势,短期贷款和中期贷款增长平稳。

中长期贷款主要投向基础设施行业、房地产业和制造业,高耗能行业中长期新增贷款占比下降。2007 年上半年主要金融机构(包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行)人民币中长期贷款投向基础设施行业(交通运输、仓储和邮政业,电力、燃气及水的生产和供应业,水利、环境和公共设施管理业)、房地产业和制造业的比重分别为 35.9%、15.1%和 9.1%。投向高耗能行业的中长期贷款占比为 12.1%,比上年同期下降了 4.6 个百分点。

专栏 1: 关注商业银行资产负债结构的变化

近年来,随着金融市场的发展特别是资本市场的活跃,我国居民和企业部门的资产选择行为和投资偏好发生了较为显著的改变,并进一步引起商业银行资产和负债期限结构发生了一些变化,主要表现在商业银行资金来源短期化,资金运用长期化趋势明显,存贷款期限错配问题日益突出。此外,随着我国经济开放度的逐步提高和人民币汇率形成机制改革的推进,商业银行资产负债的币种结构也发生了变化,货币错配的现象逐渐显现。

从期限结构来看，资金来源短期化，资金运用长期化趋势明显，2007 年上半年表现得尤为突出。资金来源方面，企事业单位和居民一般存款活期化趋势明显。2007 年 6 月末，企业存款中活期存款比重为 66.1%，同比提高 1.1 个百分点；储蓄存款中活期存款比重为 37.6%，同比提高 2.9 个百分点。此外，储蓄存款向同业存款分流的现象导致资金来源的整体稳定性有所下降。2007 年 4、5 两月连续出现了储蓄存款净下降，为 2000 年以来所仅见。上半年储蓄存款增加 7972 亿元，同比少增 5981 亿元。与此同时，同业存款大幅增长，上半年增加 1.15 万亿元，同比多增 8490 亿元，尤其是证券公司客户保证金成倍增长。资金运用方面，贷款呈长期化趋势。上半年中长期贷款占全部新增贷款的 54.8%，同比上升 7.9 个百分点。

从币种结构看，基于人民币升值预期，商业银行倾向于积累外汇空头。近年来，我国商业银行通过国家注资、引进境外战略投资者和境外上市等方式补充了外汇资本金，之后又出于汇率风险考虑通常倾向于将外汇资本金结汇为人民币。2007 年 6 月末，金融机构外汇资产为 4989.3 亿美元，但外汇实收资本仅为 127.6 亿美元，外汇实收资本与外汇资产之比仅为 2.56%。此外，2007 年以来商业银行柜台远期净结汇增长迅速，特别是 1 年以上的超远期结汇增长突出。商业银行通过即期市场平补远期头寸，通常需要以增加外汇负债的方式获得外汇，并在即期市场卖出，由于境内外汇流动性较紧，银行借入外汇资金的期限普遍较短，与柜台远期结汇的期限明显错配。

对于当前期限错配和货币错配问题要有正确认识。一是要认识到当前银行存款分流，即所谓金融脱媒现象，是金融结构性变化的大趋势。长期以来，我国间接融资比重过高，直接融资不发达，导致市场配置资源的功能弱化，企业财务杠杆率过高，金融风险过分集中于银行体系，同时也给全社会储蓄转化为投资和金融机构的资产负债管理、风险控制带来了一定难度。从一定角度看，这种变化具有必要性和积极意义。但也必须高度重视商业银行资产负债期限错配可能带来的风险，尤其是在全球通胀压力上升的情况下，如果市场利率水平发生变化或出现逆转，金融机构可能会面临一定的流动性风险和利率风险。二是要认识到目前商业银行基于人民币升值预期，卖出外汇，从当期来看是理性的选择，规避了资产负债表中资产与负债及所有者权益之间币种的不匹配，但与此同时商业银行与外汇负债相对应的外汇风险资产却无相应的外汇资本金覆盖，如果未来发生损失，就需要以人民币购汇补偿；对境外股东的分红仍需用外汇支付，从而面临一定的汇率风险；人民币尚未实现完全自由兑换，商业银行未来购汇时还将面临政策风险。随着人民币汇率浮动弹性的不断增强，这些风险可能加大。柜台远期结汇快速增长带来的流动性风险、利率风险和市场风险也不容忽视。

商业银行要高度重视期限错配和货币错配所潜藏的风险。我国金融深化和金融开放是一个长期的过程，商业银行要加快转型步伐，更好地适应新情况和新变

化，提高风险管理水平，统筹处理好短期利润与中长期持续稳健发展的关系。要提高创新意识，加大业务创新、服务创新和产品创新力度，通过业务品种、金融产品、收益渠道多元化来调整盈利结构，积极发展中间业务，拓展新的盈利增长点，增强盈利能力。同时，要注重业务扩张和风险识别与控制能力相协调，将自身业务发展、风险防范与宏观调控目标有机结合起来，促进自身稳健运营，努力维护银行体系的稳定。

四、扣除提高法定存款准备金率的影响后，基础货币平稳增长

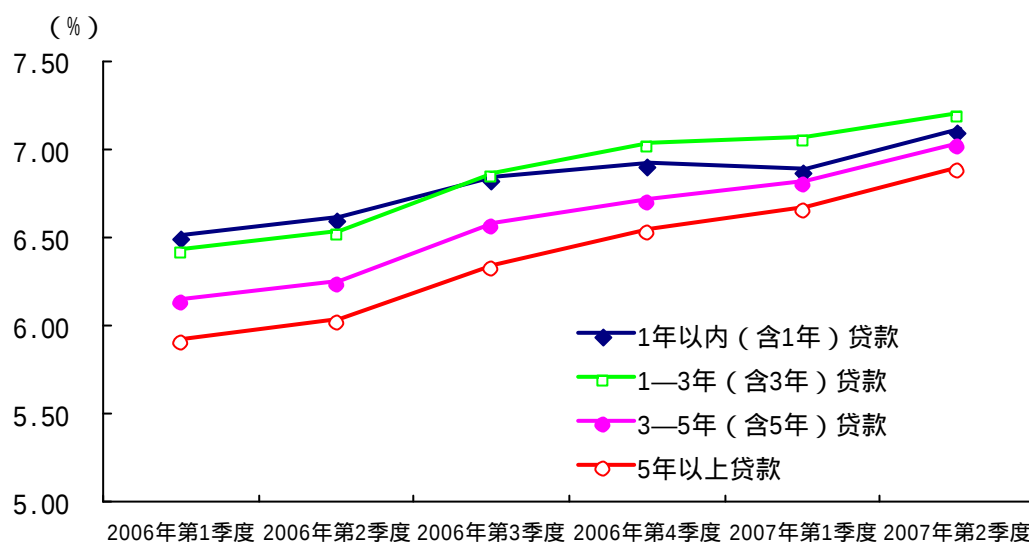
6月末，基础货币余额8.3万亿元，比年初增加4896亿元，同比多增6143亿元，同比增长31%。基础货币增速较高，主要与2006年下半年以来多次提高存款准备金率有关，因为按照现有统计口径，法定存款准备金计入基础货币，而央行票据不计入基础货币。如果2006年以来由法定存款准备金率上调所冻结的流动性改由发行央行票据进行对冲，那么当前基础货币增速将低于10%。6月末，金融机构超额存款准备金率为3%，同比降低0.08个百分点；其中，国有商业银行超额存款准备金率为2.43%，股份制商业银行4.14%，农村信用社为5.51%。

五、金融机构贷款利率保持平稳上升势头

第二季度，1年（含）以内、1-3年（含）、3-5年（含）和5年以上金融机构贷款加权平均利率分别为7.09%、7.18%、7.01%和6.88%，比上季度分别上升0.23、0.14、0.22和0.23个百分点。商业银行人民币1年期贷款加权平均利率为6.75%，为基准利率的1.03倍，利率水平比第一季度上升0.24个百分点。金融机构发放的全部贷款中，下浮利率贷款占比与第一季度基本持平，基准利率贷款占比

较第一季度上升 1.28 个百分点，上浮利率贷款占比较第一季度下降 1.24 个百分点。

图 1：2006 年以来金融机构各期限档次利率走势图



数据来源：中国人民银行。

表 2：2007 年第二季度各利率浮动区间贷款占比表

单位：%

	合计	下浮	基准	上 浮				
		[0.9, 1.0]	1.0	小计	(1.0, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0 以上
合计	100	26.85	29.13	44.02	27.13	6.46	9.00	1.44
四大国有商业银行	100	29.94	33.58	36.48	34.19	1.87	0.40	0.01
股份制商业银行	100	38.91	33.68	27.41	26.86	0.49	0.03	0.02
区域性商业银行	100	32.31	17.87	49.82	35.50	9.30	4.20	0.83
城乡信用社	100	2.53	5.58	91.89	19.27	23.61	42.25	6.76
政策性银行	100	29.88	68.32	1.80	1.80	0	0	0

注：城乡信用社浮动区间为[0.9, 2.3]。

数据来源：中国人民银行。

金融机构人民币同业存款利率小幅上升。其中，金融机构同业活期存款占比为 91.3%，加权平均利率为 1.41%，比上季度提高 0.03 个百分点；定期存款占比 8.7%，加权平均利率为 2.58%，比上季度提高 0.29 个百分点。

单笔金额在 3000 万元以上的人民币协议存款利率逐月上升。第

二季度,61个月期协议存款加权平均利率为4.5%,比上季度上升0.38个百分点;37个月期协议存款加权平均利率为4.56%,比上季度上升0.23个百分点。

境内外币贷款、大额存款(300万美元以上)利率水平小幅波动。

表3:2007年上半年大额美元存款与美元贷款平均利率表

单位:%

	2007年1月	2007年2月	2007年3月	2007年4月	2007年5月	2007年6月
一、大额存款:						
3个月以内	4.3192	4.1626	4.3773	4.3949	4.4756	4.5441
3—6个月	5.1244	5.2424	5.1802	4.7302	4.9277	5.2338
6—12个月	5.0632	5.3322	4.8745	5.2713	5.0535	5.3547
一年	5.0020	4.3134	4.7066	5.0930	4.8413	5.0009
二、贷款:						
一年(固定)	6.2037	6.0972	6.0174	6.1770	6.1330	6.1259
一年(按月浮动)	6.0936	6.2679	6.1866	6.1435	6.1963	6.1656

数据来源:中国人民银行。

六、人民币汇率弹性进一步增强

上半年,市场供求的基础性作用进一步发挥,人民币汇率总体走升。6月末,人民币对美元汇率中间价为7.6155元,比上年末升值1932个基点,升值幅度为2.54%;人民币对欧元、日元汇率中间价分别为1欧元兑10.2337元人民币、100日元兑6.1824元人民币,分别较上年末升值0.32%和6.16%。2005年人民币汇率形成机制改革以来至2007年6月末,人民币对美元汇率累计升值8.68%,对欧元汇率累计贬值2.15%,对日元汇率累计升值18.17%。

上半年,人民币汇率浮动弹性进一步增强,与国际主要货币之间汇率联动关系明显。人民币对美元汇率中间价最高达7.6155元,最低为7.8135元。银行间外汇市场共有117个交易日,其中人民币汇率有74个交易日升值、43个交易日贬值。人民币对美元汇率中间价

单日最大升值幅度为 0.41%(310 个基点),超过了 2007 年 5 月 21 日
前日浮动区间 0.3%的水平¹ ;单日最大贬值幅度为 0.27%(209 个基点);
日均波幅为 51 个基点 , 较 2006 年日均波幅 40 个基点继续扩大。

第二部分 货币政策操作

2007 年上半年, 针对银行体系流动性持续偏多、货币信贷扩张压力较大的问题, 中国人民银行按照党中央、国务院统一部署, 及时采取了一系列措施加强金融宏观调控, 维护总量平衡, 引导信贷结构优化, 稳步推进金融机构改革, 进一步增强人民币汇率弹性, 加快外汇管理体制改革的, 促进了经济平稳较快增长。

一、采取综合措施, 加强流动性管理

上半年, 中国人民银行密切关注国际国内金融市场变化及货币信贷形势变化, 针对银行体系流动性总体宽松的情况, 搭配使用公开市场操作和存款准备金等对冲工具, 基本回收了外汇占款投放的流动性。在公开市场操作方面, 一是保持央行票据发行力度。配合上调存款准备金率政策实施, 人民银行合理安排操作工具组合与期限结构, 共发行央行票据 2.6 万亿元, 同比多发行 0.4 万亿元。6 月末, 央行票据余额为 3.8 万亿元, 比上年末增加 0.8 万亿元。二是适时延长央行票据期限。为缓解央行票据集中到期投放流动性的压力, 重启 3 年期央行票据, 与 3 个月期和 1 年期央行票据相互配合, 收回银行体系多余流

¹ 自 2007 年 5 月 21 日起银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由千分之三扩大至千分之五。

动性。上半年，3个月期、1年期和3年期的央行票据分别发行6230亿元、12700亿元和7480亿元。三是市场化发行央行票据与定向发行央行票据相结合。在保持市场化发行央行票据力度的同时，于3月上旬、5月中旬和7月中旬对部分贷款增长较快、且流动性充裕的商业银行定向发行3年期央行票据3030亿元，既有效收回了流动性，也对信贷增长较快的机构起到警示作用。四是引导央行票据发行利率适度上行。上半年，3个月期、1年期和3年期央行票据发行利率分别上升24个、30个和52个基点，影响市场利率走势，发挥市场利率调节资金供求关系的作用。在加大公开市场操作力度的同时，基本上按照每月一次的频率先后6次上调存款准备金率共3个百分点。

二、发挥利率杠杆的调控作用

2007年3月18日、5月19日和7月21日，人民银行三次上调金融机构存贷款基准利率，其中，一年期存款利率每次均上调0.27个百分点，由2.52%提高到3.33%。由于存款利息税自2007年8月15日起由20%下调到5%，相当于实际存款利率又有所提高，其中一年期存款税后利率相当于提高了0.5个百分点。一年期贷款利率三次分别提高0.27、0.18和0.27个百分点，由6.12%提高到6.84%，其他各档次存贷款利率也相应调整。上调金融机构人民币存贷款基准利率，有利于调节和稳定通货膨胀预期，有利于维护价格总水平基本稳定，有利于引导货币信贷和投资的合理增长。

稳步推进利率市场化改革，推动货币市场基准利率体系建设。上海银行间同业拆放利率（Shibor）自1月4日正式公布至今，整体运行情况良好。Shibor报价的合理性、稳定性不断增强，与货币市场

拆借、回购利率的比价关系日趋合理。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心发布了以 Shibor 为基准的票据转贴现、票据回购以及利率互换报价,向社会提供有效的市场基准利率信息。据此,以 Shibor 为基准的金融产品不断涌现, Shibor 对市场产品定价的指导作用愈加明显。

三、加强“窗口指导”和信贷政策引导

上半年,人民银行继续加强对金融机构的窗口指导和信贷政策引导,提示商业银行贷款过快增长可能产生的风险,引导商业银行合理控制信贷投放的规模和节奏。同时,调整和优化信贷结构,着力引导金融机构加强对节能环保领域的金融服务工作,严格限制对高耗能、高污染和产能过剩行业中劣质企业的贷款投放,加大对“三农”、就业、助学、中小企业、消费等经济社会发展薄弱环节的信贷支持,积极拓展中间业务,加强金融产品创新,转换盈利模式。

四、稳步推进金融企业改革

国有商业银行改革取得明显成效。通过股份制改革,国有商业银行按照国际标准不断改善公司治理结构,切实转换经营机制,着力加强内控机制和风险管理制度建设,不断提高服务水平和效益。国有商业银行资本充足率、资产质量和盈利能力等财务指标较改制前有显著提高。截至2006年底,中国工商银行、中国银行、中国建设银行和交通银行的资本充足率分别为14.1%、13.6%、12.1%和10.8%,不良贷款比率分别为3.8%、4.0%、3.3%和2.0%,税前利润分别为715亿元、670亿元、657亿元和174亿元,财务状况呈现根本性好转,财务可持续性不断增强。为促进国内资本市场持续健康发展,交通银行于2007

年5月15日在上海证券交易所发行上市，中国建设银行也宣布计划在上海证券交易所发行90亿股A股。有关部门正在广泛调研的基础上，积极研究论证中国农业银行股份制改革方案，中国农业银行也抓紧推进股份制改革各项相关基础性工作。

农村信用社改革稳步推进，取得重要进展和阶段性成果。一是资金支持政策逐步落实。截至6月末，中国人民银行会同中国银行业监督管理委员会采取发行专项票据和发放专项借款两种方式，共计对全国农村信用社安排资金支持1661亿元，占核定的资金支持额度的99%。对浙江等14个省（市）辖内的505个县（市）兑付专项票据311亿元。二是资产质量明显提高。随着国家各项扶持政策的逐步落实，农村信用社的历史包袱得到有效化解。按照贷款四级分类口径统计，6月末，农村信用社不良贷款余额为2972亿元，与2002年末相比下降了42%；不良贷款比例为9.6%，比2002年末下降27.3个百分点；历年亏损挂账为586亿元，比2002年末下降55%。农村信用社、农村商业银行、农村合作银行的资本充足率已分别达到12.0%、8.6%、14.6%。三是支农资金实力显著增强。6月末，农村信用社股本金、存款和贷款余额分别为2089亿元、43354亿元和30831亿元，分别比2002年末增长388%、118%和121%。四是支农信贷投放力度不断加大。6月末，农村信用社农业贷款余额14360亿元，占其各项贷款的比例由2002年末的40%提高到47%；占全国金融机构农业贷款的比例由2002年末的81%提高到93%。农户贷款余额11840亿元，农户贷款户数超过8064万户，占全国农户数的34%，占有贷款需求且符合贷款条件的农户数的75%。值得关注的是，近几年来，全国农村信用社贷款增长呈现加速趋势，2007年上半年尤为明显。应该看到，农村

信用社对“三农”提供有力资金支持的同时，部分农村信用社贷款增长过快，存贷比过高，加上经营管理水平低下，贷款潜在风险不容忽视。农村信用社应合理安排贷款投放，加强信贷资产管理，严格控制新增不良贷款，实现稳健经营和健康可持续发展。

五、完善人民币汇率形成机制，加快外汇管理体制改革的，促进国际收支基本平衡

继续完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，进一步发挥市场供求在人民币汇率形成中的基础性作用，增强人民币汇率浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，同时，加快外汇管理体制改革的，促进国际收支基本平衡。一是扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度。2007年5月18日人民银行宣布，自5月21日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由千分之三扩大至千分之五，即每日银行间即期外汇市场人民币兑美元的成交价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元中间价上下千分之五的幅度内浮动。二是完善银行结售汇制度。规范银行结售汇业务市场准入和退出管理，对不同银行分别实行核准和备案管理方式。对个人结售汇实行5万美元年度总额管理，较好地满足了个人持有和使用外汇的需求。上半年，个人购汇129亿美元，同比增长2.6倍。三是积极扩大对外金融投资，支持商业银行代客境外理财业务投资品种从固定收益类放宽至股票类和结构性产品，允许信托公司开展QDII业务。截至6月末，累计批准各类QDII额度205亿美元，对外投资额度累计使用72.9亿美元。四是严格控制外债增长，分阶段调减金融机构短期外债指标，鼓励金融

机构积极利用国内资金。五是加强和规范外商直接投资房地产业审批和监管,严格控制外商投资高档房地产以及并购或投资境内房地产企业。

专栏 2：人民币汇率形成机制改革平稳实施两周年

自 2005 年 7 月 21 日起,我国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。至 2007 年 7 月 20 日,新的人民币汇率形成机制已平稳实施两周年。在这两年里,人民银行按照主动性、可控性和渐进性的原则,不断完善有管理的浮动汇率制度,人民币汇率弹性明显增强,人民币实际有效汇率稳步上升。市场微观主体经过努力调整逐步适应了有管理的浮动汇率制度,规避汇率风险的能力不断增强,企业利润大幅上升。从宏观经济层面看,人民币汇率形成机制改革促进了经济结构调整、产业优化升级和经济增长方式的转变,培育了金融机构自主定价和风险管理的能力,增强了宏观经济运行的灵活性。

一、完善有管理的浮动汇率制度

一是大力推进外汇市场建设,为新的人民币汇率形成机制提供制度支持。通过引入国际通行的询价交易方式、做市商制度,改进人民币汇率中间价的形成方式,有力地促进了银行间即期外汇市场的发展,大力发展银行间人民币远期、掉期市场。二是在管理浮动汇率制度下,建立人民币汇率间接调控体系,建立了外汇一级交易商制度。三是扩大人民币汇率浮动区间,增强人民币汇率的灵活性。四是改进外汇管理,逐步实行外汇流出入均衡管理,促进国际收支基本平衡。

二、人民币汇率浮动弹性不断增强,人民币有效汇率稳步上升

人民币汇率形成机制改革后,人民币不再盯住单一美元,而是参考一篮子货币进行管理和调节,汇改两年来人民币汇率总体升值,充分体现了市场供求在汇率形成中的基础性作用。其中,人民币对日元升幅最大,两年累计升值近 20%;对美元次之,两年累计升幅近 10%。此外,人民币有效汇率也呈上升态势,表明人民币对主要贸易伙伴货币总体升值。根据国际清算银行的数据测算,截至 2007 年 6 月,人民币名义有效汇率指数比汇改前上升 6.2%,实际有效汇率指数比汇改前上升 6.3%,升幅高于欧元、英镑、新加坡元等大多数货币。从较长时期看,自 1994 年人民币汇率并轨以来,在我国国际收支持续“双顺差”的背景下,人民币有效汇率保持了总体上升的态势,累计升幅较大。1994 年初至 2007 年 6 月末,国际清算银行计算的人民币名义和实际有效汇率指数分别升值 27.5%和 37.8%,与外汇市场供求状况是相适应的。

表 4：2005 年 6 月至 2007 年 6 月主要货币有效汇率升值幅度

单位：(%)

货币	名义有效汇率	实际有效汇率	货币	名义有效汇率	实际有效汇率
人民币	6.15	6.34	印度卢比	1.30	5.09
美元	-6.01	-3.96	泰铢	15.61	19.36
欧元	4.41	2.89	新加坡元	4.41	1.52
日元	-16.90	-21.13	台币	-8.27	-11.03
英镑	2.04	1.96	俄罗斯卢布	2.81	15.00
韩元	6.15	6.10	澳大利亚元	5.75	7.13
林吉特	6.81	7.28	加拿大元	14.57	12.95

数据来源：国际清算银行。

三、微观主体积极应对人民币汇率形成机制改革，逐步适应了有管理的浮动汇率制度

汇改后，汇率的价格调节功能逐步释放，对微观主体的正向激励机制逐步显现。商业银行、外贸企业以及居民的汇率避险意识明显提高，主动调整自身的资金运作模式，积极调整产品结构，较为有效地规避了汇率风险。一是逐步提高产品定价能力。企业通过与外商主动谈判，建立双方分摊风险机制。二是积极运用金融衍生工具进行汇率避险。2007 年上半年，企业运用远期结售汇工具签约额同比增长 2.8 倍，约占进出口总额的 7%。三是调整本外币资产负债结构管理，适当增加内销比重。四是增强自主创新能力，培育自主品牌。五是提高经营管理效率，压缩生产成本。六是增强产业集群效应，降低生产成本。一些省的民营企业以专业市场为依托，构建生产、研发、销售网络并逐渐扩张，形成分工精细、协作配套的“块状经济”，提高规模经济效益。总体看，微观主体采用多种方式积极应对人民币汇率形成机制改革，逐步适应了有管理的浮动汇率制度，企业经营效益不断改善，对汇率变化的调整能力和承受力明显高于预期。

四、人民币汇率改革对促进我国产业结构调整发挥了积极作用

汇改促进了经济结构调整、产业优化升级和经济增长方式的转变。一是我国外贸企业面对人民币升值的压力，积极调整产品结构，努力实行品牌战略，有力地促进了贸易增长方式的转变。二是在汇率升值、劳动力成本上升等压力下，沿海地区出口企业加快向内地产业转移，产业梯度转移效应开始增强。

总体看，两年来人民币汇率形成机制改革达到了预期的效果，但必须认识到，汇率调整对解决对外失衡有一定作用，却不是根本和唯一的政策工具。此外，人民币汇率问题正在成为一些国家针对中国实施贸易保护措施的重要借口，我国面临的贸易摩擦和贸易战风险有可能进一步增加。2007 年 6 月 16 日，IMF 表决通

过了《对成员国政策的双边监督决定》，在此决定下实施的监督有可能使多数发展中国家，特别是新兴市场国家承受更多的压力，其影响值得关注。下一步，中国人民银行将继续贯彻党中央、国务院的统一部署，按照“三性”原则的要求，进一步完善人民币汇率形成机制改革、发展外汇市场和改进外汇管理。同时，要着力提高引进外资的质量，加快调整经济结构，增强企业核心竞争力，实现经济增长方式的根本转变。

第三部分 金融市场分析

一、金融市场运行分析

2007年上半年，金融市场继续保持健康平稳运行。货币市场、资本市场交易活跃，债券发行情况良好，发行利率整体上升，债券市场收益率曲线总体上移增陡。创新金融产品规模稳步扩大，金融市场制度性建设继续推进。

国内非金融机构部门(包括住户、企业和政府部门)融资结构变化明显。股票融资增长较快，在配置全社会资金中的作用显著扩大。受到期兑付因素影响（债券融资额为发行金额减兑付金额），国债融资同比多增，企业债券融资同比少增。其中，国债到期兑付同比少增1303亿元，短期融资券到期兑付同比多增1176亿元。

表 5：2007 年上半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(%)	
	2007 年 上半年	2006 年 上半年	2007 年 上半年	2006 年 上半年
国内非金融机构部门融资总量	29539	24669	100.0	100.0
贷款	26358	22251	89.2	90.2
股票	1237	482	4.2	2.0
国债	1594	361	5.4	1.4
企业债	350	1575	1.2	6.4

数据来源：中国人民银行。

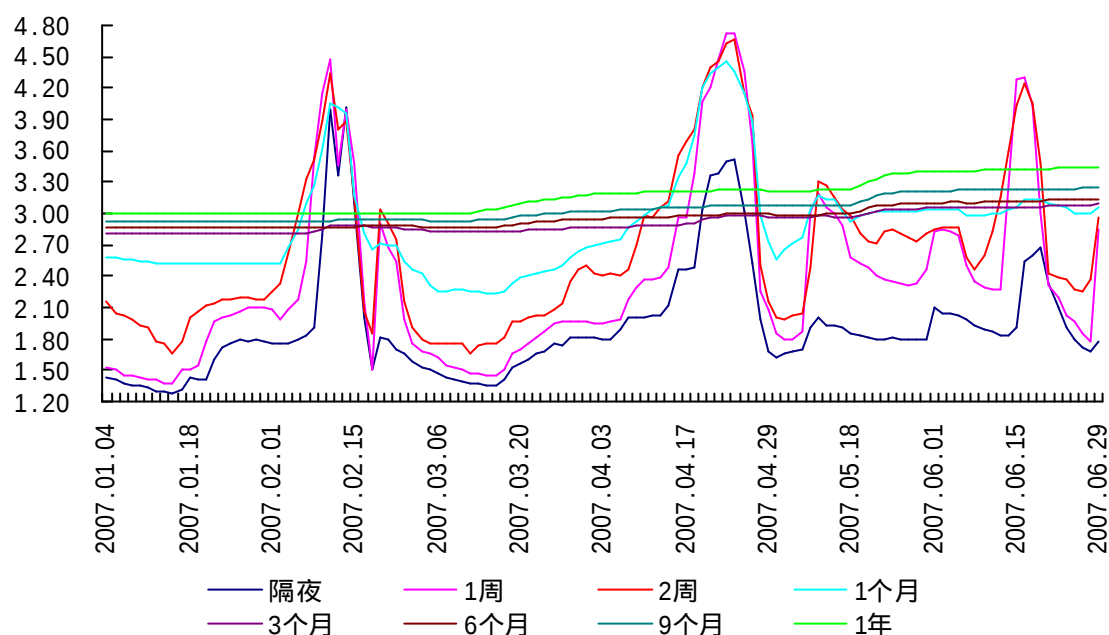
（一）货币市场规模快速扩大，市场利率水平波动上升

银行间回购、拆借市场交易活跃，资金需求受股票市场影响呈现明显短期化趋势。上半年，债券回购累计成交18.2万亿元，日均成交1502亿元，同比增长69.4%；同业拆借累计成交2.9万亿元，相当于上年全年交易量，日均成交241亿元，同比增长3.2倍，日均成交量创历史最高水平。其中，交易主要集中于隔夜品种，拆借、回购隔夜品种交易份额分别为60.8%和53.9%，是历史同期最高水平，占比同比分别提高35.4和7.7个百分点。

利率衍生产品快速发展。上半年，人民币利率互换共成交912笔，名义本金额1032.7亿元，分别是2006年全年的8.9倍和2.9倍。以Shibor为基准的利率互换业务稳步开展。自Shibor公布以来，共成交15笔以Shibor为基准的利率互换，基准分别为隔夜、7天和3个月Shibor，交易金额约12亿元。利率衍生产品交易量快速上升的趋势表明，在利率市场化进程稳步推进和利率波动风险逐渐加大的宏观环境下，投资者已经开始积极运用利率衍生产品来管理和规避利率波动风险。

货币市场利率波动较大，总体呈上升态势。6月份，同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别为2.39%和2.47%，比1月份分别上升0.53和0.81个百分点。6月末，7天期、3个月期和1年期Shibor分别为2.8411%、3.0868%和3.4447%，分别较年初上升132个、28个和44个基点。受新股发行等因素影响，货币市场利率、特别是短期利率波动明显，新股发行筹资较多的月份，市场利率水平上升较快，反之，新股发行筹资较少的月份，市场利率明显下降。

图 2：2007 年上半年 Shibor 走势图



数据来源：全国同业拆借中心。

受资本市场发展及由此带来的同业存放转移等因素影响，金融机构资金分布出现较大变化。上半年，国有商业银行在拆借市场上由上年同期净拆出资金变为净拆入资金，其中净拆入资金主要发生在 4、5 月份，分别净拆入资金 696 亿和 2193 亿元；在回购（包括质押式和买断式）市场上，净融出资金增幅同比下降 30.7 个百分点。

表 6：2007 年上半年金融机构回购、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	
	2007 年 上半年	2006 年 上半年	2007 年 上半年	2006 年 上半年
国有商业银行	-55144	-52917	2333	-1307
其他商业银行	1700	15436	-8040	-2161
其他金融机构	38207	32764	4261	2544
其中：证券及基金公司	5773	10811	3210	1540
保险公司	9897	7706	—	—
外资金融机构	15237	4717	1446	924

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。

（二）现券交易较活跃，债券发行利率逐步上升

受国民经济继续较快增长和资本市场活跃影响，现券市场交易较活跃，上半年银行间债券市场现券交易累计成交5.83万亿元，日均成交482亿元，增长19.4%，日均成交量为历史同期最高水平。交易所国债现券成交659亿元。

银行间现券市场上，国有商业银行是主要的净买入方，净买入现券3376亿元，同比增长18.5%。净卖出方主要是其他商业银行和证券及基金公司，与上年同期比，其他商业银行净卖出现券增加较多，同比增长67.5%。

债券衍生产品交易逐渐活跃。2007年上半年，债券远期共成交544笔，成交金额1006.1亿元，比2006年全年分别上升36.7%和51.4%。债券远期交易的日益活跃，在帮助市场参与者有效规避风险、提升债券市场价格发现效率、促进现货市场发展方面发挥了积极的作用，推动了银行间债券市场的全面、协调发展。

专栏 3：利率、汇率衍生产品市场快速发展

金融衍生产品是从相关金融资产的未來价值衍生而来的，由双方或多方共同达成的一类金融合约，具有规避风险、价格发现等功能。金融衍生产品涉及原生资产大致有股票、债券、外汇、贷款和商品，涉及的交易方式有远期、期货、期权和互换。

我国金融衍生产品市场起步较晚，但2007年以来利率、汇率衍生产品快速发展。目前利率衍生产品主要包括债券远期和人民币利率互换。债券远期交易于2005年6月正式上线，作为银行间债券市场第一个真正意义上的衍生金融工具，可以有效地帮助投资者规避利率风险，提高市场流动性，促进价格发现功能的实现。人民币利率互换交易试点于2006年2月面向银行间债券市场投资者开展。上述试点推出以来，市场运行平稳，交易逐渐活跃。特别是2007年以来，交易量迅速增加。

表 7：利率衍生产品交易情况

	债券远期交易		人民币利率互换	
	交易笔数	成交金额(亿元)	交易笔数	名义本金额(亿元)
2005 年 ¹	108	177.99	-	-
2006 年 ²	398	664.46	103	355.70
2007 年第 1 季度	253	357.19	276	393.64
2007 年第 2 季度	291	648.95	636	639.02
合计	1050	1848.59	1015	1388.36

注：1. 债券远期交易从 2005 年 6 月开始。

2. 人民币利率互换从 2006 年 2 月开始。

数据来源：中国外汇交易中心。

我国的汇率衍生产品主要包括人民币远期结售汇、银行间远期外汇交易、人民币与外汇掉期交易。早在 1997 年，国家外汇管理局就批准中国银行面向个人和企业开办远期结售汇业务；2004 年以来，中国人民银行进一步扩大了开办远期结售汇业务的商业银行范围。2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革后，中国人民银行规定符合条件的商业银行均可开办远期结售汇业务以及人民币与外汇掉期业务，并分别于 2005 年 8 月及 2006 年 4 月在银行间外汇市场推出银行间远期外汇交易及人民币与外汇掉期交易。银行间远期外汇交易及人民币与外汇掉期交易开展以来，交易日益活跃，特别是 2007 年以来，交易量增长迅速。2007 年上半年，银行间远期外汇交易名义本金额折合为 107 亿美元，日均成交 0.9 亿美元，是 2006 年日均交易量的 1.6 倍；人民币与外汇掉期 1334 亿美元，日均成交量约为 11.4 亿，是 2006 年日均交易量的 3.8 倍。

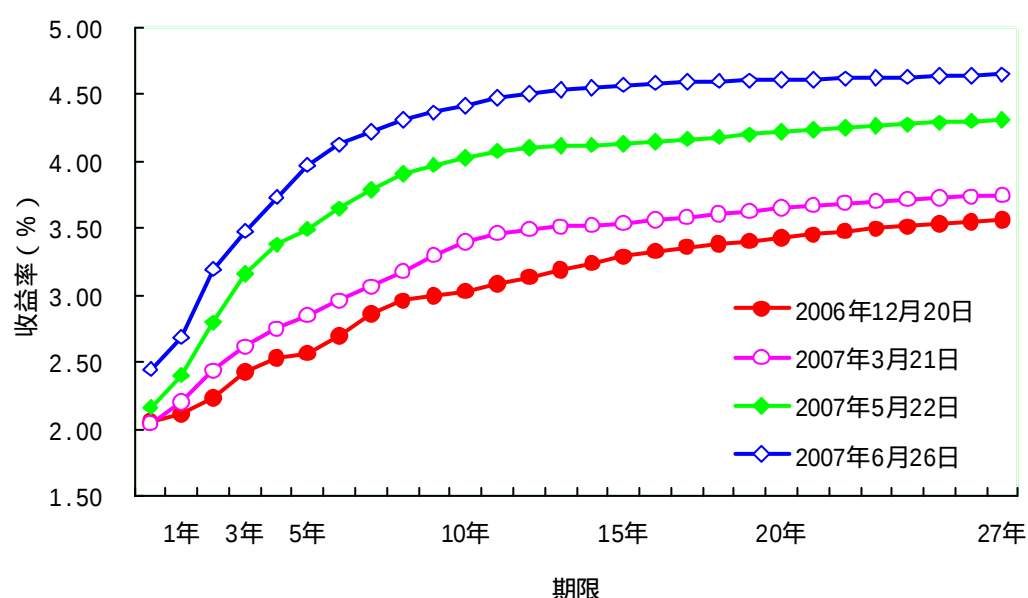
总体来说，我国金融衍生产品市场刚开始起步，虽取得了一定的成绩，但仍存在许多不足。一是金融衍生产品品种还不丰富。目前仅包括最简单的债券远期、人民币利率互换交易、银行间外汇远期、人民币外汇掉期等业务，缺乏远期利率协议、利率期权、外汇期权、信用违约互换等场外衍生产品以及期货、期权等场内衍生产品。二是金融衍生产品投资者范围尚不广泛。目前推出的债券远期交易和人民币利率互换交易试点均是面向银行间债券市场投资者的，其他投资者还无法参与交易，这类投资者的避险需求难以得到满足。三是没有统一的主协议文本。从国际经验来看，由于衍生产品交易较为复杂，风险较大，在进行衍生产品交易前，投资者通常需要签订统一的标准化的主协议文本，明确违约认定、违约处理办法、信用担保等事项，以降低信用风险，节省交易成本。当前我国金融衍生产品市场尚没有统一的主协议文本，制约了衍生产品市场的进一步发展。

我国正处于经济转轨的关键时期，汇率形成机制改革正在进行，利率市场化改革正在逐步深化中，发展金融衍生产品市场有助于微观主体管理利率和汇率风

险，对防范和化解金融风险、维护金融稳定、促进金融现货市场发展和货币政策传导机制的完善具有举足轻重的作用。今后，中国人民银行将积极配合利率、汇率制度改革进程，积极稳妥地推进衍生产品市场发展：一是全面开展人民币利率互换交易，研究推出远期利率协议等衍生产品，研究并择机推出人民币外汇货币互换以及信用衍生产品；二是组织制定统一的场外衍生产品主协议，为衍生产品市场发展创造良好的法律环境；三是加大投资者培育力度，增强投资者意识，提高投资者投资运作水平。我国金融衍生产品的发展前景非常广阔，必将在我国金融市场体系完善的过程中发挥越来越重要的作用。

上半年，银行间市场和交易所市场债券指数走势平稳，各期限债券收益率均呈上升趋势。4月份以来，银行间市场和交易所市场债券指数均呈现下行趋势。银行间市场债券指数由年初的116.8点降至6月末的113.7点；交易所市场国债指数由年初的111.4点降至6月末的109.6点。年初以来，银行间市场债券价格逐步回落，各期限债券收益率均呈上升趋势。受利率上调以及新的长期国债发行等因素影响，银行间债券市场国债收益率曲线总体上行，而中长期债券收益率上升相对明显，收益率曲线呈现陡峭化趋势。

图 3：2007 年银行间市场国债收益率曲线变化情况



数据来源：中央国债登记结算有限责任公司。

债券一级市场融资活跃，政策性金融债发行较多。上半年，债券一级市场累计发行各类债券（不含央行票据）11078 亿元，同比增加 1050 亿元，增长 10.5%，其中政策性金融债发行 4379 亿元，同比多发行 817 亿元，增长 22.9%，继续保持较快的增长速度。6 月 27 日，国家开发银行首次在香港发行 50 亿元人民币债券。人民币债券在香港成功发行，进一步扩大了人民币债券市场，推动了人民币资本项目可兑换的进程。

债券市场创新金融产品规模稳步扩大。商业银行直接融资规模进一步扩大，6 月末商业银行一般金融债券存量为 890 亿元。上半年，商业银行累计发行次级债券、混合资本债券 290 亿元，存量为 2020 亿元，对于补充商业银行资本，提高资本充足率水平起到了积极作用。短期融资券市场继续保持快速发展。上半年，共有 127 只企业短期融资券成功发行，合计发行面额为 1534.8 亿元，同比增长 6.06%。6 月末，未到期短期融资券余额 2676.7 亿元。

债券发行利率逐步走高，市场融资成本不断上升，Shibor 成为中长期企业债券定价的重要参考指标。受通胀预期及系列金融宏观调控措施实施特别是上调存贷款利率等因素影响，2007 年 5 月份发行的七年期记账式国债利率 3.74%，比 2 月份上升 0.81 个百分点；国家开发银行发行的 5 年期固定利率债券利率由 1 月份的 3.5%，上升至 4 月份的 3.56%，再上升至 6 月份的 4%，累计上升 0.5 个百分点。2007 年上半年，308 亿元企业债以 1 年期 Shibor 为基准实行市场化定价发行，占发行的全部中长期债券的 85%以上。企业债发行利率逐步上升。6 月份，10 年期企业债券发行利率在 1 年期 Shibor 基础上加 110-155 个基点，票面利率在 4.5-4.98%之间，15 年期企业债券发

行利率在 1 年期 Shibor 基础上加 142-160 个基点，票面利率在 4.83-5.03%之间，分别比年初提高 55 和 57 个基点。短期融资券发行利率基本保持平稳，一年期发行利率在 3.40%-4.50%之间。

（三）票据融资增幅趋缓

截至 6 月末，企业累计签发商业汇票 2.9 万亿元，同比增长 8.6%；累计贴现 5.2 万亿元，同比增长 16.6%；累计办理再贴现 61.8 亿元，同比增加 56.1 亿元。期末商业汇票未到期金额 2.5 万亿元，同比增长 7.4%；贴现余额 1.8 万亿元，同比下降 11.1%；再贴现余额 49.1 亿元，同比增加 43.5 亿元。

2007 年上半年，票据业务增长速度放缓。商业汇票承兑业务余额月平均同比增长 6%，比上年同期 40%的增长速度大幅下降；贴现余额月平均同比下降 5%，是自 2001 年以来第一次同比下降。上半年，新增贴现贷款 237 亿元，同比少增 3184 亿元，占新增贷款比重为 0.9%，同比下降 15 个百分点。

（四）股票市场交易活跃，股指高位波动

股权分置改革积极效应继续显现，股票市场交易活跃，投资者投资股票基金市场意愿较强。上半年投资者开户数新增 2861 万户，是上年全年新增开户数的 5.4 倍，市场交易量价也屡创新高。上半年，沪、深股市累计成交 23.7 万亿元，创历史新高，同比多成交 19.9 万亿元，已相当于上年全年交易量的 2.6 倍；日均成交 2027 亿元，同比增长 5.2 倍。

股票市场指数高位波动。以 5 月 30 日调整印花税为分界点，大体可分为两个阶段。5 月 30 日前，股票指数呈单边持续快速拉升态势，

上证、深证综合指数分别由上年末的2675点和551点迅速拉升至5月29日的4335点和1292点，涨幅达62%和135%，为历史最高水平。伴随股票市场的快速拉升，市场风险逐步累积，5月29日沪市A股平均市盈率高达46倍，比2006年12月末上升12倍，比2005年12月末上升29倍，远远高于发达国家成熟股票市场的市盈率倍数。5月30日起，受2007年以来监管当局加强投资者教育、投资者对市场风险意识增强以及证券交易印花税上调等多种因素影响，股票指数在高位出现大幅震荡。6月末，上证、深证综合指数分别收于3821点和1078点，比5月末分别下跌7%和9.2%。

股票市场融资功能明显提升。上半年企业在境内外股票市场上通过发行、增发和配股累计筹资2497亿元，是历史同期最高水平，同比增长73.2%，主要是A股筹资增加较多。A股筹资1913亿元，同比增长4.2倍，H股筹资60亿美元。

受股票市场指数较快上扬和投资者对基金认可度提高等影响，市场对基金理财需求明显上升，基金市场呈现快速发展态势。上半年新增证券投资基金29只，新增基金份额6380亿元，同比多增6831亿元。6月末，基金总资产净值1.80万亿元，同比增长252%，增幅同比上升221个百分点。

（五）保险业总资产快速增长，投资类资产占比超过六成

保险业保费收入和总资产快速增长。上半年，保险业累计实现保费收入3718.3亿元，同比增长20.7%，增幅同比提高7个百分点，为2004年以来同期增长最快；其中寿险收入和财产险收入增加较多。受寿险产品集中到期影响，保险业赔款、给付增加较多，累计赔款、给付1157.2亿元，增长80.2%；其中寿险支出627.2亿元，增长2.1倍。6

月末，保险业总资产达到2.53万亿元。

随着保险业资金运用管理的加强，资金运用结构变化明显。上半年投资类资产增长较快，同比增长53.2%，占比超过六成，上升明显。

表 8：2007 年 6 月末主要保险资金运用余额及占比情况表

	余额（亿元人民币）		占资产总额比重（%）	
	2007 年 6 月末	2006 年 6 月末	2007 年 6 月末	2006 年 6 月末
资产总额	25347	17341	100	100
其中：银行存款	7537	5667	31.1	33.7
投资	15539	10141	64.0	60.3

数据来源：中国保险监督管理委员会。

保险市场改革继续稳步推进，保险公司上市取得新进展。目前，中国人保、中国人寿、中国平安、中保国际、民安控股等5家中资保险公司在境内外上市。2007年1月9日中国人寿在国内A股上市首日公司市值超过1万亿元，成为全球市值最大的上市寿险公司。

（六）银行间外汇市场运行平稳，人民币掉期交易持续活跃

银行间即期外汇市场运行平稳，询价市场的主导地位进一步突出。上半年，银行间远期市场共成交106.7亿美元，同比增长70%，主要成交品种为美元/人民币；人民币掉期市场共成1333.7亿美元，是2006年后9个月成交量总和的2.6倍（2006年4月份开办），其中成交主要集中在1个月期限内品种上，占全部人民币外汇掉期成交额的71.4%。外汇市场会员进一步扩大。截至6月末，银行间外汇市场即期、远期和掉期市场会员银行分别为264家、79家和73家。

银行间外汇市场继续保持较快的增长速度。上半年，八种“货币对”累计成交折合464亿美元，增长24.5%，成交品种主要为美元/港币、

美元/日元和欧元/美元，成交量合计占全部成交量的81%，同比下降7个百分点，主要是美元/港币成交量同比下降较多。

二、金融市场制度性建设

（一）全面规范同业拆借市场。

为了进一步促进同业拆借市场发展，顺应市场参与者需求，配合Shibor报价制改革，中国人民银行7月3日发布《同业拆借管理办法》，自2007年8月6日起实施。《同业拆借管理办法》全面规定了同业拆借市场的准入与退出、交易和清算、风险控制、信息披露、监督管理等规范，明确规定了违反同业拆借管理规定的法律责任。政策调整的主要内容，一是放松了准入管理、期限管理和限额管理，把可以申请进入同业拆借市场的金融机构范围扩大至所有银行类金融机构和绝大部分非银行金融机构，简化了期限管理的档次并适当延长了部分金融机构的最长拆借期限，同时放宽了绝大多数金融机构的限额核定标准。二是加强透明度管理，加强事后监督检查等市场化管理措施，以逐步实现管理手段的市场化转型。

（二）促进银行间市场价格发现功能，丰富机构投资者类型

一是完善做市商制度。2007年1月，中国人民银行发布《全国银行间债券市场做市商管理规定》，围绕降低准入标准、加大政策支持力度、放宽做市业务要求和加强对做市商的考核等方面进一步规范和完善了做市商制度，促进了市场流动性的提高和价格发现，有助于推动我国债券市场快速发展。二是调整到期收益率计算标准。2007年6月，中国人民银行发布《中国人民银行关于完善全国银行间债券市场到期收益率计算标准有关事项的通知》，将银行间债券市场的到期收

益率计算标准从“实际天数/365”法调整为更为精确的“实际天数/实际天数”法，这对于完善我国债券市场收益率曲线，促进金融市场价格发现具有重要意义。三是将企业年金基金引入银行间债券市场，这对于大力培育和发展银行间债券市场机构投资者队伍具有重要的意义。

（三）夯实期货市场法律制度基础

新修订的《期货交易管理条例》于4月15日正式实施，中国证券监督管理委员会等部门对与其配套的规章也陆续进行了修改和完善，初步形成了以《期货交易管理条例》为核心，证监会部门规章、规范性文件为主体，期货交易所、期货保证金监控中心和期货业协会的自律规则为补充的期货市场法规体系。

（四）完善上市公司信息披露制度，维护投资者合法权益

一是中国证券监督管理委员会发布《上市公司信息披露管理办法》，完善上市公司信息披露规则和监管流程，细化规范上市公司的信息披露行为，进一步提高上市公司信息披露质量及监管的有效性，增加上市公司信息披露的透明度。二是落实投资者保护基金制度，发布《证券公司缴纳证券投资者保护基金实施办法（试行）》，维护投资者合法权益。三是加强对上市公司高管的管理，发布《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，切实维护证券市场秩序。

（五）规范保险公司治理结构，加强保险机构风险管理

中国保险监督管理委员会发布了《关于规范保险公司治理结构的指导意见》等四项配套制度，督促和指导保险公司逐步建立独立董

事制度，健全内部审计、风险管理的组织架构，提交内控评估、风险管理和合规报告，建立关联交易内部管理制度。此外，还出台了《保险资产管理重大突发事件应急管理指引》，通过规范保险资产管理重大突发事件预案管理、监测预警、应急处置和报告制度，进一步引导保险机构增强风险防范意识，建立健全资产管理风险监控预警机制。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势分析

2007年以来，全球经济保持平稳增长势头，通胀风险有所加大。美国经济增速第一季度有所减缓，但第二季度重拾增势；欧元区和日本经济稳步增长；主要新兴市场和发展中国家（地区）的经济继续保持较快增长势头。国际债市和汇市波动较为平稳，股票市场在2月27日出现大幅下跌后逐步回升。国际原油价格呈不断走高态势。目前影响全球经济增长的主要风险是：全球贸易失衡和贸易摩擦加剧，贸易保护主义趋势加强，国际原油价格持续高位波动，股市和房地产泡沫风险增大，通货膨胀压力加大。国际货币基金组织于2007年7月调高了对全球经济增长的预测，将2007年全球经济增长从4月份预测的4.9%上调到5.2%，比2006年的实际经济增长低0.3个百分点。其中，美国经济增长从2.2%下调至2.0%，比2006年的实际经济增长低0.9个百分点；欧元区经济增长从2.3%上调至2.6%，比2006年低0.2个百分点；日本经济增长从2.3%上调至2.6%，比2006年高0.4个百分点。

（一）主要经济体经济状况

美国经济增速第一季度有所减缓，第二季度重拾增势。第一季度GDP季节调整后环比折年率增速仅为0.6%，但在第二季度跃升至3.4%（同比增速分别为1.5%和1.8%）。受能源和食品价格显著上涨影响，通货膨胀压力有所加大，第二季度各月同比CPI分别为2.6%、2.7%和2.7%，平均为2.7%，高于第一季度0.3个百分点。就业状况基本稳定，第二季度失业率为4.5%，与第一季度持平，比上年同期下降0.1个百分点。商品和服务贸易逆差有所下降，1-5月份为2955亿美元，较上年同期减少223亿美元。财政赤字大幅减少，2006年10月1日开始的2007财年前9个月的财政赤字总计为1210亿美元，比2006财年同期的2065亿美元下降了41.4%。

欧元区经济稳步增长。第一季度，实际GDP同比增长3.1%。通货膨胀压力依然存在，第二季度各月综合消费价格指数（HICP）同比上涨均为1.9%，与第一季度持平。就业状况有所改善，2007年以来失业率逐月下降，由1月份的7.3%逐月降至6月份的6.9%。出口增长加快，1-5月份贸易顺差为38亿欧元，而上年同期为逆差196亿欧元。

日本经济持续增长。第一季度，实际GDP同比增长2.6%。价格走势基本平稳，第二季度各月CPI同比上涨分别为0%、0%和-0.2%，平均为-0.1%，与第一季度持平。就业形势有所好转，第二季度各月失业率分别为3.8%、3.8%和3.7%，平均为3.8%，比第一季度下降0.2个百分点，比上年同期下降0.3个百分点。贸易顺差大幅增加，上半年实现贸易顺差5.1万亿日元，同比增加1.9万亿日元。

主要新兴市场和发展中国家（地区）的经济继续保持较快增长势

头，通胀压力有所增强。其中，亚洲新兴市场国家在内需和外贸的带动下，经济继续强劲增长。拉美经济保持稳步增长态势。

（二）国际金融市场概况

2007 年以来，各主要货币汇率波动较为平稳。其中，美元相对欧元有所贬值，相对日元有所升值。6 月 29 日，欧元兑美元、美元兑日元分别收于 1.35 美元/欧元和 123.14 日元/美元，美元相对欧元和日元分别较年初贬值 2.59%和升值 3.44%。

国际主要债券收益率自年初以来稳步回升。6 月 29 日，美国、欧元区和日本的 10 年期国债收益率分别收于 5.03%、4.56%和 1.87%，较年初分别提高了 0.34、0.61 和 0.15 个百分点。

全球主要股指波动较大。2007 年年初至 2 月 26 日，全球主要股指呈较快上升走势，但 2 月 27 日出现了大幅下跌，此后逐步反弹走高。6 月 29 日，美国道琼斯工业平均指数收于 13409 点，较年初上涨 7.49%；纳斯达克指数收于 2603 点，较年初上涨 7.43%；欧元区 STOXX50 指数收于 3947 点，较年初上涨 5.34%；日经 225 指数收于 18138 点，较年初上涨 4.52%。

2007 年上半年，受美国经济增长预期等因素影响，伦敦同业拆借市场美元 Libor 在波动中上升，在 6 月 15 日一年期美元 Libor 达到上半年的高点 5.51%后开始回落；6 月 29 日，一年期美元 Libor 为 5.43%，比年初上升 0.1 个百分点。上半年，受欧洲中央银行连续加息影响，欧元利率延续了 2006 年以来缓慢上升的态势，6 月 29 日，欧元区一年期同业拆借利率 Euribor 升至 4.53%，比年初上升 0.4 个百分点。

（三）主要经济体货币政策

2007 年以来,美联储公开市场委员会维持联邦基金目标利率 5.25%的水平不变。欧洲中央银行于 3 月 8 日、6 月 6 日分别将主要再融资利率上调 25 个基点,达到 4.0%。日本银行于 2 月 21 日将无担保隔夜拆借利率调高 25 个基点,达到 0.5%。英格兰银行于 1 月 11 日、5 月 10 日和 7 月 5 日分别加息 25 个基点,官方利率达到 5.75%。

专栏 4：国外央行人士关于货币政策与资产价格的观点

目前多数央行将价格稳定作为货币政策的主要目标。20 世纪 90 年代以来,世界各国经济运行普遍呈现出一个新特征,即消费价格得到了一定控制,但资产价格的波动却明显加大。由于资产市场是货币政策的传导渠道之一,货币政策工具通过影响包括资产市场在内的广义金融市场,导致金融资产价格和收益的变化,从而对企业和居民的经济行为产生影响。而资产市场不稳定将导致其不能很好地发挥资源配置、价格发现等功能,并成为宏观经济不稳定和价格波动的来源。因此,各界人士,特别是央行人士,对资产价格是否应该成为货币政策目标,货币政策是否应该对资产价格波动作出反应等问题的讨论一直相当热烈。

一、资产价格不应成为货币政策目标

美联储主席伯南科(Ben Bernanke)曾在 1999 年提出,资产价格不应成为货币政策目标。因为央行几乎不可能知道资产价格变动是由经济的基本面引起的,还是由非基本面引起的,或者是由二者同时引起的。引起资产价格变动的非基本面因素至少来自两个方面:一是金融监管不到位,导致政府实施过多的金融担保,从而推动贷款的过度增长和金融资产价格的过分膨胀并导致随后的崩溃;二是投资者的非理性行为,如过度乐观主义、短视主义、羊群行为,导致金融资产价格频繁地大起大落。

欧洲中央银行前首席经济学家易辛(Otmar Issing)在 2004 年也列举了资产价格不宜列入货币政策目标的四个理由:第一,由于缺乏可靠的实证模型来估算资产价格的“合理值”,很难判定资产价格中是否出现“通胀和通缩”。第二,央行在获取资产价格信息和评估资产价格方面不占有任何优势,若将资产价格列入货币政策目标将增加货币政策实施中的难度。第三,央行对资产价格的影响极为间接和有限。股市和房地产市场的价格都受多种因素影响,央行的影响和控制能力较弱。第四,央行如果试图影响资产价格,比如说在股市低迷时出台刺激性

的政策，可能诱发股市的道德风险。欧洲中央银行行长特里谢（Claude Trichet）在 2005 年发表的一篇讲话中也表明了类似看法，指出决策者不应掉入试图去除金融体系所有风险的陷阱，这样做要么会因为道德风险而失败，要么会妨碍市场发挥正常功能，而市场经济的本质就是要承担风险。

二、货币政策应关注资产价格

伯南科认为，货币政策是否应对资产价格波动作出反应，取决于这种资产价格波动是否给宏观经济产生通胀或通缩的压力。如果资产价格的波动并未给宏观经济带来通胀或通缩压力，则货币政策既不必也不应对这种资产价格波动作出反应；如果资产价格的波动预示将给宏观经济带来通胀或通缩压力，则货币政策应当作出反应，以缓解这种压力。央行应视价格稳定和金融稳定为高度互补和相互协调的目标，但金融稳定并不等于金融资产价格的稳定。

日本银行总裁福井俊彦（Toshihiko Fukui）在 2007 年 6 月 16 日接受采访时表示，日本央行制定和执行货币政策，都十分关注资本市场尤其是资产价格的动向。虽然目前日本并未见到因资产价格上涨而引发的实质风险，但需谨慎防范潜在风险，必须汲取以往的教训。韩国银行行长李成泰（Lee Seongtae）在 2006 年 6 月 16 日表示，如果货币政策仅仅关注物价稳定，那么那些可能威胁整体经济稳定的其他因素就可能被忽视。正如上世纪八十年代日本的资产泡沫现象所揭示的那样，低通胀并非总能保证金融和宏观经济的稳定。

特里谢指出，货币信贷扩张与资产价格上涨存在联系，全面的货币分析有助于发现威胁中长期价格稳定的风险。欧央行的做法是，通过货币分析法密切关注资产价格的发展变化及其对实体经济的影响。英格兰银行的报告显示，资产价格信息是英格兰银行货币政策委员会判断通胀前景的重要参考因素之一，但资产价格与通货膨胀之间的关系需要具体情况具体分析。

（四）影响未来全球经济增长的主要风险

随着全球经济失衡的加剧以及发达国家对来自新兴市场国家竞争的担忧，贸易保护主义倾向进一步增强。6月13日，美国财政部发布了新的汇率政策报告，首次明确提出人民币汇率低估。7月26日和8月1日，美国参议院财政委员会和银行委员会分别以高票通过了《2007年汇率监督改革法》和《2007年货币改革与金融市场进入法》。这些动向将使得源于美国的贸易保护主义倾向进一步增强，并呈迅速蔓延

的趋势。随着经济全球化的不断发展，贸易伙伴之间出现贸易摩擦是一种正常现象，但贸易保护主义的迅速蔓延将十分不利于世界经济的持续健康发展以及全球失衡的有序调整。

世界地缘政治局势有可能加剧动荡，如果中东等地区地缘政治动荡加剧，国际油价很可能会大幅反弹。2007 年初以来，国际原油价格不断走高。8 月 1 日，NYMEX 原油期货价格触及 78.77 美元/桶的新高。

美国次级房屋抵押贷款市场问题进一步恶化，引发人们对美经济前景的担忧。美国次级房屋抵押贷款是指专门为信用记录不佳或资金不足的贷款人提供的一种短期内低息、中长期高息的房屋贷款品种，其风险较高，利率也较高。受多种因素影响，次级房屋贷款违约率连创新高，房地产市场住房销售持续下滑。6 月末，30 年期住房抵押贷款利率达到 6.74%，为近一年来的最高点。与此同时，第一季度美国住房价格同比上涨 0.5%，为近 10 年来的最低涨幅。截至 8 月初，美国已有 30 余家次级抵押贷款公司停业。此外，经营次级房贷业务的机构被迫停止业务或倒闭还会波及持有次级抵押贷款及其衍生品的机构，包括共同基金、对冲基金、大型银行与保险公司等。7 月中旬在美国参议院银行委员会举行的年中经济评估听证会上，伯南克表示，次级抵押贷款市场造成的损失，估计在 500 亿到 1000 亿美元之间。美国次级房屋抵押贷款市场的问题如果继续蔓延，可能对美国经济增长和金融稳定产生较大影响。

此外，日元套利交易及其平仓行为对国际金融市场的影响值得关注。日元套利交易（Yen-Carry-Trade）是指借入低利率的日元，将

其兑换为其他高利率货币并投资于以高利率货币计价的资产,以期从中获利的交易行为。近来,全球主要央行持续加息,而日本利率持续处于低水平,日元和美元、欧元等发达国家货币以及亚太新兴市场经济体货币存在较大利差,日元套利交易较为活跃,规模不断扩大。由于日元套利交易受利率和汇率预期以及风险溢价变化的影响,有时会发生较大规模的平仓行为,对国际金融市场带来一定风险。与日元套利交易同时存在的是日元对主要货币持续贬值和日本贸易顺差的大幅上升。

二、我国宏观经济运行分析

2007年上半年,国民经济继续保持平稳快速发展,经济形势总体是好的。消费增速加快,农业生产稳定发展、经济效益继续提高、人民生活进一步改善。上半年,实现国内生产总值(GDP)10.7万亿元,同比增长11.5%,增速比上年同期提高0.5个百分点;居民消费价格指数(CPI)同比上涨3.2%,比上年同期高1.9个百分点;贸易顺差1125亿美元,比上年同期增加511亿美元。

(一)消费增速加快,投资增幅仍处高位,贸易顺差继续扩大

居民收入进一步提高,国内消费需求持续旺盛。上半年,城镇居民人均可支配收入7052元,扣除价格因素,实际增长14.2%,增幅比上年同期高4个百分点;农民人均现金收入2111元,扣除价格因素,实际增长13.3%,增速比上年同期高1.4个百分点,比第一季度高1.2个百分点。城乡居民收入的较快增长、消费结构升级加快等因素带动了消费需求的持续扩大。上半年,社会消费品零售总额达到4.2万亿

元，同比增长15.4%，增速比上年同期高2.1个百分点，创1997年第一季度以来的新高。城市消费虽然仍是消费快速增长的主力，但农村消费增速持续加快，城乡消费增长率差距有所缩小。城市消费品零售额占社会消费品零售总额的68%，增长15.9%；县及县以下消费品零售额占比为32%，增长14.3%，增速同比加快2.3个百分点。城乡消费增速差距为1.6个百分点，比上年同期低0.8个百分点。

固定资产投资结构有所改善，但增幅仍处于高位且存在反弹压力。上半年，全社会固定资产投资完成额5.4万亿元，增长25.9%，增幅比上年同期回落3.9个百分点，但比第一季度提高2.2个百分点。投资结构有所改善。一是农村投资相对加快，城镇投资同比增长26.7%，比第一季度加快1.4个百分点；农村投资增长21.5%，比第一季度加快4.8个百分点。二是中西部地区投资快于东部地区，中部和西部地区分别增长35.6%和30.2%，而东部地区仅为22.3%。三是部分高耗能行业投资增幅呈回落趋势，装备制造业投资持续快速增长。

对外贸易平稳增长，但出口增速仍高于进口增速，贸易顺差继续扩大。上半年，进出口总额为 9809 亿美元，增长 23.3%，与上年同期基本持平。其中，出口增长 27.6%，比上年同期加快 2.4 个百分点；进口增长 18.2%，比上年同期下降 3.1 个百分点。但由于出口增速持续高于进口增速，贸易顺差继续扩大。上半年累计实现贸易顺差 1125 亿美元，同比增长 83.1%，增幅比上年同期高 27.9 个百分点。造成上半年贸易顺差过大的原因除资源价格、劳动力成本低等因素外，一些企业赶在出口退税政策调整前突击出口也是一个重要因素。

（二）三次产业均较快增长，其中第三产业增速有所加快

上半年，第一产业实现增加值0.9万亿元，增长4%，增速同比下

降1.1个百分点；第二产业实现增加值5.5万亿元，增长13.6%，增速同比上升0.4个百分点；第三产业实现增加值4.2万亿元，增长10.6%，增速同比提高1.2个百分点。

农业生产再获丰收，夏粮单产创历史新高。初步统计，全国夏粮产量达到 1.2 亿吨，增长 1.3%，连续第四年获得丰收，早稻可望再获丰收，棉花播种面积继续增加，农产品优质化率进一步提高。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 8.8%，幅度高于农业生产资料价格上涨幅度，有利于农民增收和调动农民发展农业生产的积极性。

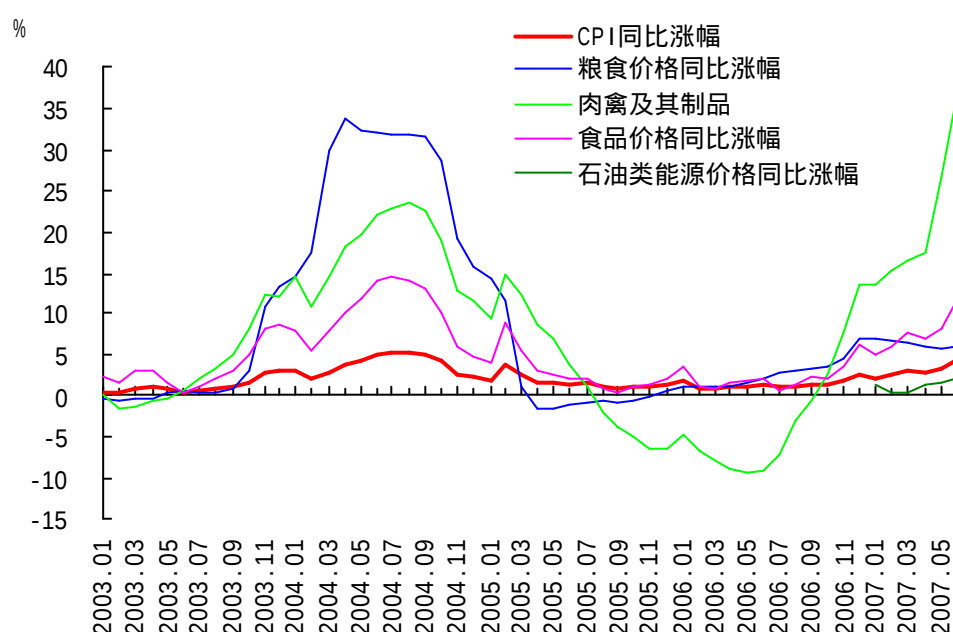
工业生产加快增长，企业效益继续提高。上半年，全国规模以上工业增加值增长 18.5%，同比加快 0.8 个百分点。企业利润继续大幅增长，1-5 月份，全国规模以上工业实现利润 9026 亿元，增长 42.1%，同比加快 16.6 个百分点；销售收入利润率 6.34%，同比提高 0.66 个百分点。中国人民银行 5000 户工业企业企业家问卷调查显示，2007 年第二季度企业景气指数继续上扬，达到 32.4%的峰值，分别比上季度和上年同期提高 2.1 和 5.2 个百分点。

（三）通胀压力继续加大

居民消费价格涨幅扩大。受粮食、肉禽蛋等食品价格较快上涨的影响，上半年，居民消费价格同比上涨 3.2%，涨幅比上年同期提高 1.9 个百分点。其中第一季度上涨 2.7%，第二季度上涨 3.6%，总体上呈逐步上涨趋势。从食品和非食品分类看，食品价格上涨是影响 CPI 上涨的主要因素，非食品价格保持相对平稳。上半年，食品价格上涨 7.6%，拉动 CPI 上涨 2.5 个百分点；非食品价格上涨 1%，拉动 CPI 上涨 0.7 个百分点。在非食品价格上涨中，石油类能源上涨 1.4%，

对 CPI 影响较小。从消费品和服务分类看，消费品价格上涨高于服务价格上涨，但 2007 年以来服务价格也存在上涨趋势，值得关注。上半年，消费品价格上涨 3.6%，拉动 CPI 上涨 2.8 个百分点；服务价格上涨 0.4%，拉动 CPI 上涨 0.4 个百分点。从基期因素和新涨价因素看，基期因素略高于新涨价因素，但 2007 年以来的新涨价因素明显高于上年。上半年，基期因素（也称翘尾因素）为 1.7%，比上年同期高 1.5 个百分点；新涨价因素 1.5%，比上年同期高 0.4 个百分点。

图 4：2003 年以来居民消费价格同比变动趋势



数据来源：国家统计局。

本轮价格上涨是多种因素综合作用的结果，有成本推动的因素，也有需求拉动的因素，还有结构性因素。从统计数据分析，2007 年上半年食品价格上涨是推动 CPI 上涨的主要动力，粮食价格上涨 6.4%，肉禽及其制品价格上涨 20.7%，鲜蛋价格上涨 27.9%。实际上，此次粮食、肉禽蛋价格的较快上涨均始于 2006 年 11 月，但粮食价格涨幅在一系列政策措施的作用下渐趋稳定，而肉禽及其制品价格从

2007 年 4 月份以来屡创新高。目前，前期粮食和肉禽蛋价格的上涨已逐步传导到下游食品加工、餐饮等行业，因此有必要高度关注价格传染问题，防止价格全面上涨。

专栏 5：核心通货膨胀

核心通货膨胀 (Core Inflation) 是指剔除暂时性因素影响的潜在通货膨胀 (Underlying Inflation)，用于反映价格变动的一般趋势。核心通货膨胀是大多数中央银行关注的重要指标，一般用整体通货膨胀指标扣除一些价格容易波动的项目来衡量，扣除项目通常包括食品、能源、间接税、住房抵押贷款成本（一般以住房抵押贷款利率表示）等，最常见的是食品和能源。也有些国家在使用扣除法计算核心通货膨胀时，不是简单地将一些价格易波动的项目完全剔除，而是根据价格波动的程度确定项目权重，价格波动越大的项目权重就越低。核心通货膨胀还可根据价格指数的不同分为核心 CPI、核心 PPI、核心 PCE（消费支出价格）等。美联储常用的核心通货膨胀是扣除食品和能源的 PCE、扣除食品和能源的 CPI，日本银行常用的是扣除新鲜食品的 CPI，欧央行常用的是扣除未加工食品和能源的 CPI。

表 9：CPI 权重的国际比较

	美国	欧元区	日本
2006 年人均国民收入 (美元)	44970	34149	38410
消费品	40.3	59.2	49.4
服务	59.7	40.8	50.6
食品	13.9	19.6	24.5
新鲜食品			4.1
未加工食品		7.6	
居住	42.7	10.2	20.4
能源	8.7	9.6	7.4
扣除食品和能源	77.4		68.1
扣除未加工食品和能源		82.8	
扣除新鲜食品			95.9

注：1. 食品：美国、日本的食物包括饮料（酒精性饮料除外），欧元区的食物包括烟酒。我国若把烟酒加入食品项，食物的权重则为 37% 左右。

2. 能源：一般包括电力、天然气及石油产品等。

数据来源：相关国家（地区）统计机构、央行网站。

货币政策之所以关注核心通货膨胀主要是因为食品和能源价格的波动经常是由于供给冲击造成的，如 OPEC 石油供应的减少、气候原因造成的农产品歉收等，这些供给冲击因素所造成的影响或很快逆转，或可能只是一次性的，不会影响长期的价格走势。此外，供给冲击导致的食品和能源价格上涨，可能会使就业和产出下降，此时如果通过提高利率来抑制供给冲击带来的通货膨胀，会使就业和产出进一步下降。因此，很多观点都认为，在衡量潜在通货膨胀趋势时，核心通胀这个指标要好于整体通胀。

近年来，随着全球食品和能源价格的持续上涨，核心通胀率和整体通胀率出现不同的走势，主要国家央行对核心通货膨胀率的关注正在受到越来越多的质疑，一些经济学家和央行官员提出仅关心核心通胀率可能低估通胀风险。一是食品和能源价格不一定会在短时间内逆转，而且其价格的变动一般具有第二轮影响，即会传导到其它价格上去，这在发展中国家会比较明显。二是货币政策如果不关注食品和能源价格的上涨，可能会诱发居民的通货膨胀预期，影响货币政策的信誉，从而不利于控制通货膨胀。三是食品和能源等价格的较快变动可能包含有反映未来价格变动趋势的有用信息，简单将其剔除，不利于准确把握通货膨胀的走势和控制通货膨胀。值得注意的是，近年来一些采用通货膨胀目标制的中央银行已纷纷把货币政策目标从核心 CPI 转向了整体 CPI，即使是一直强调核心通胀率的美联储，也开始重视整体通胀率。

目前，我国还没有公布核心通货膨胀指标，但人民银行在关注整体 CPI 的同时，也关注构成 CPI 的各个细项价格的变动。从我国实际情况看，分析价格形势时，不应只关注剔除食品的核心 CPI，对食品价格变动的影响也须予以足够重视。与发达国家不同，我国居民的恩格尔系数依然较高，食品价格在我国 CPI 中的权重约为三分之一，从历史数据看，粮食价格波动是导致 CPI 波动的主要力量。2003 至 2006 年食品价格波动同比涨幅在 2.3%-10.0%之间；而非食品价格走势相对平稳，同比涨幅在 0.02%-1.25%之间；剔除食品价格后的 CPI 同比涨幅在 0.0%-0.8%之间。食品价格的持续上涨或维持高位，会增加居民的生活成本，诱发高通胀预期，可能导致成本推进型的通货膨胀。此外，当前我国的食品价格上涨与粮价上涨关系密切，而粮食价格上涨除了受气候和自然灾害等因素影响外，还与我国耕地面积减少、务农劳动力减少和工业用粮快速增长密切相关。这些信息对货币政策具有重要意义。

工业品出厂价格涨势平稳，原材料、燃料、动力购进价格涨幅持续回落，两者涨幅差距进一步缩小。上半年，工业品出厂价格同比上涨2.8%，涨幅比上年同期上升0.1个百分点，原材料、燃料、动力

购进价格同比上涨3.8%，涨幅比上年同期回落2.3个百分点。全国农产品生产价格上涨幅度较大，同比上涨8.8%，比上年同期上升8.6个百分点。农业生产资料价格快速上涨，上半年同比上涨5.2%，比上年同期上升3.9个百分点。

进出口价格上涨较快。6月份，进口价格和出口价格同比分别上涨6.6%和8.1%，分别比上年同期提高6和4.4个百分点。受出口退税减免以及对高耗能、高污染和资源性产品加征出口关税等政策的影响，贸易条件有所改善。6月份贸易条件指数为101.4。经济学的理论分析和各国的实践均表明，本币升值有利于抑制国内通货膨胀，其传导途径主要通过改善进口品国内价格和贸易条件等。虽然这种传导会存在一定的时滞，但长期来看，名义有效汇率变化会对零售物价指数和生产者价格指数产生明显影响。

劳动报酬快速增长。上半年，全国城镇单位在岗职工平均工资为10990元，同比增长18.5%。其中，国有经济单位平均工资为11790元，同比增长20.4%；集体经济单位平均工资6552元，同比增长17.7%；其他经济类型单位平均工资10581元，同比增长15.5%。

GDP 缩减指数上升。上半年，我国 GDP 名义增长率为15.6%，实际增长率为11.5%，GDP 缩减指数（名义 GDP 增长率与实际 GDP 增长率之差）为4.1%，同比上升1.6个百分点²。

2007 年以来，成品油、电力、水等资源性产品的价格改革逐步深入，对促进经济增长方式转变和节能减排发挥了较大作用。7月份，财政部、国家税务总局决定自8月1日起，调整铅锌矿石、铜矿石和

² 根据国家统计局最新 GDP 调整数据，2006 年上半年 GDP 缩减指数为 2.6%，比调整前降低 0.8 个百分点。

钨矿石产品资源税适用税额标准,三种矿石产品资源税率涨幅达3倍到16倍,这是我国自1994年开征资源税以来最大幅度的调整。尽管近期由于食品价格的上涨,居民消费价格上涨幅度较大,但加快推进资源环境价格改革有利于扭转经济发展过于依赖资源和能源消耗的局面,有利于促进节能减排工作的顺利开展,有利于缓解贸易顺差,因此总体看有利于实现经济可持续发展,应坚定不移、积极稳妥地推进。

（四）财政收支情况

上半年,全国财政收入(不含债务收入)2.6万亿元,同比增长30.6%,比上年同期高8.6个百分点;全国财政支出1.8万亿元,同比增长22.7%,比上年同期高5.2个百分点。收支相抵,收入大于支出8198亿元,比上年同期增加2793亿元。财政收入增长加快的主要原因,一是我国经济快速增长,企业利润增长幅度较高;二是股市持续活跃,印花税收入较高;三是加强地方税收征管以及政策调整效果明显,地方税收增长突出。

（五）国际收支保持顺差格局

上半年,我国国际收支继续保持较大顺差。截至2007年6月末,外汇储备达13326亿美元,同比增长41.6%,比上年末增加2663亿美元,同比多增1440亿美元。

上半年,我国外商直接投资实际使用金额319亿美元,同比增长12.2%。外资结构继续优化,其中服务贸易领域利用外资大幅增长,制造业利用外资下降,中西部地区利用外资增长较快。

我国对外净资产规模进一步扩大。截至2006年末,我国对外金

融资产16266亿美元，比上年末增长33%；对外金融负债9645亿美元，比上年末增长21%。对外净资产6621亿美元，比上年末增长57%，占GDP的比重达25%。

（六）行业分析

上半年，在多项宏观调控措施的综合作用下，行业结构调整出现积极变化。一是部分“两高一资”产品的生产、投资和出口的增速回落；二是煤电供应继续较快增长，能源供应紧张现象有所缓解，支撑条件继续改善。上半年，原煤产量、发电量和原油产量同比分别增长11.4%、16%和1.7%。三是随着自主创新的政策环境不断改善，企业创新意识和动力增强，工业新产品产值同比提高3.5个百分点；重大装备自主化工作进展顺利，机械工业增加值同比增长23.9%。

1. 房地产行业

2007年以来，我国住房需求持续旺盛，虽然房地产开发投资加快增长，但供需关系仍趋于紧张，房地产价格又出现了加快上涨势头，部分城市价格涨幅依然较高。

房地产开发投资增长加快，结构继续改善。上半年，全国房地产开发投资完成额9887亿元，同比增长28.5%，增速比上年同期提高4.3个百分点，高于同期固定资产投资增速2.6个百分点。其中，商品住房完成投资增长30.8%，占开发投资总量的70.3%，占比较上年同期提高1.2个百分点。在商品住宅投资中，经济适用房投资同比增长34.4%，占住宅投资的4.2%，占比较上年同期提高0.1个百分点。

房屋竣工增速低于房屋销售增速，住宅空置面积有所下降。上半年，商品房销售面积2.8亿平方米，同比增长21.5%；房屋竣工面积1.5亿平方米，同比增长11.1%；竣工面积增速比销售面积增速低10.4

个百分点，而上年同期是高 3.9 个百分点。目前，住宅竣工面积连续 30 个月低于住宅销售面积。6 月末，商品房空置面积 1.2 亿平方米，同比增长 2.3%。其中，空置商品住宅 6562 万平方米，同比下降 2.3%。

房屋销售价格涨幅有所回升，部分城市房价涨幅较高。6 月份，70 个城市房屋销售价格同比上涨 7.1%，涨幅比上月高 0.7 个百分点。其中，深圳、北京等城市上涨较快。深圳已经连续 17 个月同比涨幅超过 10%，其中 2007 年 6 月份达到 15.9%；北京已经连续 14 个月同比涨幅超过 8%，其中 6 月份达到 9.5%。

房地产开发资金较为充裕，利用外资快速增长。上半年，房地产开发到位资金 15618 亿元，同比增长 27.8%，比上年同期下降 1.3 个百分点。其中，自筹资金和其他资金是房地产开发资金的主要来源，合计占比为 76.1%，增速分别为 28.4%和 26.9%；国内贷款占比 22.1%，增长 25.9%，增幅比上年同期下降 30.5 个百分点；利用外资占比为 1.8%，但同比增长 68.7%，增幅比上年同期提高 36.2 个百分点。

商业性房地产贷款增速有所加快，公积金委托贷款增长较快。6 月末，全国商业性房地产贷款余额 4.3 万亿元，同比增长 24.5%，增速比上年同期快 3.9 个百分点。其中，房地产开发贷款余额 1.7 万亿元，同比增长 25.6%，增幅较上年同期下降 3.3 个百分点；商业性购房贷款余额 2.6 万亿元，同比增长 23.9%，增速比上年同期提高 8.0 个百分点。2007 年以来，商业性购房贷款中的个人住房贷款增速呈现出逐月加快的趋势，6 月末个人住房贷款增速比 1 月末和 1 季度末分别提高 4.8 个和 4.6 个百分点。另外，住房公积金委托贷款增长较快，6 月末余额达到 4002.6 亿元，同比增长 31.9%，比个人住房贷款增速高 7.1 个百分点。

住房需求较快增长在我国当前发展阶段具有一定的客观性和合理性。一是随着国民经济的发展,我国城镇居民可支配收入快速增长,直接拉动住房需求;二是随着城市化进程的加快,大量农村人口进入城镇,直接加大了住房需求;三是房价上涨预期和非理性的住房观念导致居民购房需求在近期内集中释放,加大了房价上涨压力,加之当前我国投资渠道较为狭窄,引发居民投资性需求快速增长;四是住房供给不足,结构调整进展缓慢,供求缺口依然很大。因此,要充分认识我国房地产市场的运行规律,加强各项政策之间的协调配合,加大供给、引导需求、稳定房价,完善住房保障体系,促进社会公平和谐。

2. 高耗能行业

高耗能行业一般是指钢铁、有色、建材、电力、石油加工及炼焦、化工等六大行业。目前,这六大高耗能行业耗能量占全国工业能耗量的 70%以上。2003 年以来,随着我国经济快速增长,高耗能行业加速发展,其能源消费呈现出大幅快速增长态势。针对这一问题,国家连续出台一系列政策措施,对部分高耗能行业进行宏观调控,加快高耗能行业的结构调整步伐,高耗能行业的超常增长势头受到一定程度的遏制。但进入 2007 年以来,受国内能源供需形势缓解、一些地区实施优惠政策盲目招商引资以及高耗能行业利润提高等因素影响,高耗能行业盲目扩张的势头在一些地区有所抬头,高耗能行业生产加快增长,投资居高不下,部分高耗能产品出口增长过快。上半年,六大主要高耗能行业增加值同比增长 20.1%,同比加快 3.6 个百分点;累计完成出口交货值同比增长 38.6%,同比加快 23.9 个百分点。由于高耗能行业实现利润成倍增长,拉动高耗能行业增长的市场力量仍然很强,其投资逐季加快。第二季度,六大主要高耗能行业累计完成投资

额同比增长 24.1%，比第一季度加快 4.3 个百分点。

高耗能行业的盲目扩张，使能源供应紧张、环境污染和国际贸易不平衡等问题进一步加剧。因此，要综合采取经济、法律手段，辅之以必要的行政措施，不断加大对高耗能产业的结构调整力度，实行更加严格的市场准入标准，继续控制“两高一资”产品出口，稳妥推进资源环境价格改革，加大资源和环境保护力度，实现经济的可持续发展。金融系统应始终高度重视节能减排的金融服务工作，要强化金融机构在环保和节能减排方面的社会责任意识和风险防范意识，对高耗能、高污染、高排放等落后企业的信贷风险予以足够的警惕；要建立有效的信息机制，将企业排放和环境违法有关信息逐步纳入企业征信系统，为金融机构授信提供服务，不断提高金融机构资产质量，并为政府、企业和个人提供相关查询服务，切实加强环保节能执法力度；要对与环境承载能力相适应的生产能力配置给予市场和政策方面的支持；要发挥市场在金融资源配置方面的基础性作用，运用金融市场鼓励和引导产业结构优化升级和经济增长方式的转变。

第五部分 货币政策趋势

一、我国宏观经济展望

当前，国际经济形势总体向好，国内经济增长动力强劲，预计 2007 年下半年国民经济将继续较快发展。

投资需求依然旺盛。当前，我国工业化和城市化快速发展，社会主义新农村建设、东北老工业基地振兴、中西部开发建设稳步推进，

产业升级和产业地区间转移加快，企业投资热情高涨。中国人民银行第二季度企业家问卷调查显示，第二季度企业固定资产投资和设备投资景气指数为 7.6%和 6.4%，分别比上年同期提高 1.9 和 2.1 个百分点，呈现上升态势。此外，企业经营效益改善，资本实力提升，企业不仅具有投资意愿，还具备投资能力。第二季度有 28.9%的企业认为本季度“增盈”，是近 10 年来的最好水平，有四成的企业家对下季度预期继续乐观。从固定资产投资资金来源看，国内贷款比重稳步下降，自筹资金占比稳步提高。在投资意愿和投资能力均走高的情况下，投资反弹的可能依然存在，近两个月以来，新开工项目数量和金额均又开始超过上年同期。

消费需求稳中趋旺。随着以扩大消费内需为主的经济结构性调整步伐加快，着力扩大消费的各项政策将逐步发挥效应，城乡居民的可支配收入上升。农村居民家庭税费支出占现金支出的比例由 2000 年的 4.2%快速下降到 2007 年第一季度的 0.22%。中国人民银行城镇储户问卷调查显示，城镇居民家庭收入水平总体上升，对未来收入预期继续向好，第二季度未来收入信心指数分别比上季度和上年同期提高 1.0 和 5.8 个百分点。居民消费结构从衣食为主向耐用消费品再向住宅、交通、通讯、文教娱乐等更高层次转化，有助于提高消费对经济的拉动力。近年来，城镇和农村家庭的恩格尔系数稳步下降，分别由 1990 年的 54.2%和 58.8%下降到 2006 年的 35.8%和 43%。下一步，扩大农村消费、提高中低收入者的消费能力将是促进消费增长的重要内容。2006 年我国农村人口是城镇人口的 1.3 倍，但实现的消费品零售额仅为城市居民的 48.2%。需从现实购买力分布出发，全面地、多方位地开拓消费市场，实现消费与收入结构更好匹配。

贸易顺差仍会维持在较高水平。全球经济很可能连续第五年以超过 4% 的速度较快增长，成为 30 年以来持续时间最长的经济扩张周期，外部需求依然强劲；另一方面，一些发达国家对我国需要的高新技术设备进口实施限制致使我国进口难以扩大。从国内情况看，近几年投资快速增长形成巨大产能在释放，形成了较大的出口能力，并在许多领域替代了进口；劳动力、能源、资源等生产要素价格较低，我国产成品价格在国际市场上具有相当大的竞争力。此外，当前出台的一系列结构性调整措施发挥效应还需要一定时间，国际分工格局调整及国内储蓄率较高等深层次问题的解决也不是短时间内能够完成的。从历年数据看，下半年出口一般会大大高出上半年。总体看，未来一段时期我国贸易顺差增速有望放缓，但仍会维持在较高水平。

价格上行压力加大，通胀风险值得关注。当前，国内供给和工业生产能力和增长较快，瓶颈制约有所缓解，加之国家及时出台了一系列平抑食品价格上涨的综合性措施，都对价格上行有一定的抑制作用。但考虑到国际收支顺差矛盾持续积累后有向物价上涨扩散的趋势，综合国内外因素判断，当前物价上涨并非仅受偶发或临时性因素影响，通货膨胀风险趋于上升。一是粮食、肉类等食品价格短期内易涨难落。当前旱情较重，秋粮生产形势有不确定性。而快速城市化、接近 12% 的经济增长使对商品粮的需求大为增加，生物燃料用粮需求仍会较快增长，国际粮食供需关系也在进一步趋紧。肉类供应增加存在一定周期，同时生猪饲养成本已显著上升，肉价维持高位的时间可能会比较长，并容易波及其他食品价格。二是能源资源价格存在上涨压力。近期国际油价再次走高。国内推进资源价格改革，加强环保，也将推动能源资源价格上涨。此外，在产能集中释放后，未来不排除再次出现

煤电油运紧张。三是劳动力成本上升。一方面将在产品和服务价格中反映出来，另一方面可能拉动消费物价上涨。四是通胀预期增强，对价格形成进一步的上涨压力。人民银行 2007 年第二季度全国城镇储户问卷调查显示，居民对未来物价预期指数达到 40.2%，是 1999 年调查以来的次高水平。此外，公众对通胀的感受主要基于经常购买商品的价格，当前价格上涨最快的肉禽蛋是居民日常消费的重要商品，因此居民感受到的通胀可能高于实际通胀水平。当“感受通胀”大于“实际通胀”时，价格预期可能进一步被推高。总的来看，在全球通胀压力上升的背景下，更需关注食品等涨价向一般消费品传导的风险。

总体看，当前国民经济的持续平稳较快发展，是我们抓住国内外大环境总体有利的发展机遇期，国内机制体制改革不断取得突破、经济增长活力进一步增强的综合反映。但也要注意，目前我国经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显；贸易顺差过大、信贷投放过多、投资增长过快问题仍然突出；高耗能产业增长偏快，节能减排形势依然严峻；价格上涨压力持续加大，特别是一些涉及群众切身利益的食品价格和住房价格上涨较快。

二、下半年货币政策取向与趋势

中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，坚持把遏制经济增长由偏快转向过热作为当前宏观调控的首要任务。继续执行稳健的货币政策，坚持稳中适度从紧，保持必要的调控力度，努力维护稳定的货币金融环境，控制通货膨胀预期，保持物价基本稳定。

继续协调运用公开市场操作和存款准备金率工具，根据宏观调控的需要积极创新对冲工具，加强流动性管理。完善流动性分析预测体

系,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,引导货币市场利率平稳运行,发挥市场利率调节资金供求关系的作用。稳步推进利率市场化改革,推动货币市场基准利率体系建设,进一步增强价格杠杆的调控作用。继续按照主动性、可控性和渐进性原则,完善人民币汇率形成机制,更大程度地发挥市场供求的作用,增强人民币汇率弹性,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。进一步发挥汇率在调节国际收支中的积极作用。继续推进外汇管理体制改革的,进一步满足境内机构保留和使用外汇资金需要,稳步扩大合格境外机构投资者制度和合格境内机构投资者制度,研究拓宽个人对外投资渠道,加强对资本流入的监测和协调监管,进一步规范对外借款管理,重点加强对贸易信贷等短期外债的管理,严厉打击违法违规外汇交易。积极配合国家财税政策、产业政策、外贸外资政策、环保政策等重点工作,引导金融机构进一步优化信贷结构,防范信贷风险,推动经济结构的调整和经济增长方式的转变。围绕“创新、发展、规范、协调”四个方面,推动金融市场发展。以完善公司治理和优化金融结构为重点,进一步深化金融企业改革。

对冲银行体系过多的流动性并不能够从根本上解决银行体系内流动性不断生成和经济的结构性问题,而主要是为经济结构调整创造平稳的货币金融环境。当前在进一步加强银行体系流动性管理的同时,更重要的是应加快落实以消费需求为主扩大内需、降低储蓄率、调整外资优惠、市场开放、扩大进口等一揽子结构性调整措施,加快经济结构性调整步伐,抑制国际收支顺差过快增长势头。适当加大调整和规范外贸、外资和产业政策力度,切实维护有利的国际国内环境。加快向公共财政转型,增加教育、医疗卫生、环境保护、住房保

障等公共开支,完善社会保障体系,稳定居民消费预期,降低储蓄率。全面改进和落实扩大消费的政策,适当提高居民部门收入占比,全面地、多方位地开拓消费市场,促进消费增长。此外,应抓紧完善资源和生产要素价格形成机制,提高并强化环保及劳动保护标准,促进经济增长方式转变。