

中国货币政策执行报告

二 四年第二季度

中国人民银行货币政策分析小组

2004 年 8 月 9 日

总 纂： 易 纲、蔡浩仪
统 稿： 王 煜、金 玫、张 蓓
执 笔：
 第一部分： 纪志宏、黄晓龙、曾冬青
 第二部分： 张翠微、张敬国、郑 红
 盛 梅、罗延枫、彭立峰
 第三部分： 张文红、霍颖励、赵 婷、
 孙 涛
 第四部分： 陈立兴、周诚君、闫丽娟
 第五部分： 刘 薇、杨 芳、纪 敏
 附录整理： 王 赞、郑志丹
 提供材料的还有： 高材林、王振营、鹿亚新、
 周俊英、李 华、袁沁 、
 牛少锋、杨俊虹

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量增幅继续回落	1
二、金融机构贷款增势明显减缓	1
三、储蓄存款增速减缓	2
四、基础货币增长较快	3
五、市场利率基本平稳	3
六、人民币汇率稳定	4
第二部分 货币政策操作	4
一、灵活开展公开市场操作，调控金融体系流动性	4
二、再次提高法定存款准备金率	5
三、实行再贷款浮息制度和差别存款准备金率制度	5
四、加强窗口指导，引导优化贷款结构	7
五、稳步推进利率市场化改革	9
六、稳步发展金融市场	10
七、支持金融企业财务重组，加快推进金融企业改革	12
八、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	13
第三部分 金融市场分析	14
一、货币市场运行平稳	14
二、债券市场调整后逐步企稳	15
三、票据市场业务在规范中稳步发展	17
四、股票市场融资金额大幅度增长	18
五、保险业继续保持良好发展势头	19
六、外汇市场交易量继续显著增加	21
第四部分 宏观经济分析	22
一、全球经济持续复苏，通货膨胀风险加大	22
二、我国经济平稳较快增长，宏观调控已见成效	26
三、产业结构有所改善，瓶颈制约未根本缓解	30
第五部分 预测和展望	33
一、2004 年国际经济、金融趋势预测	33
二、2004 年下半年我国宏观经济展望和货币政策趋势	34

专栏：

专栏 1：宏观调控中的“区别对待”	7
专栏 2：用合理的贷款自主定价为经济结构优化服务	10
专栏 3：商业银行次级债券	12
专栏 4：香港银行个人人民币业务情况	21
专栏 5：存货与流动资金	27
专栏 6：理性预期与宏观经济政策	34

图：

图 1：2002 年以来存货同比变动趋势图	27
图 2：居民消费价格同比指数	30

表：

表 1：2004 年上半年金融机构同业拆借资金融出、融入情况表 .	15
表 2：2004 年上半年国债和政策金融债券发行情况简表	17
表 3：上半年国内非金融机构部门融资情况简表	19
表 4：主要保险资金运用表	20

内容摘要

2004 年上半年，全球经济持续复苏，通货膨胀风险加大，部分央行货币政策重点转向防止通货膨胀。我国宏观调控各项措施逐步落实并见到成效，经济中的不稳定、不健康因素得到遏制，国民经济保持了较快增长，呈现出速度比较快、效益比较好、活力比较强的发展态势。上半年，国内生产总值同比增长 9.7%。

6 月末，广义货币 M2 余额 23.8 万亿元，同比增长 16.2%，增幅比上年同期低 4.6 个百分点。全部金融机构人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比少增 3536 亿元，比 2002 年同期多增 6000 亿元。人民币各项存款增加 2.17 万亿元，同比少增 1784 亿元。基础货币余额为 5.13 万亿元，增长 19.2%，增幅比上年末提高 2.4 个百分点。国家外汇储备为 4706 亿美元，比上年末增加 674 亿美元；人民币汇率为 1 美元兑换 8.2766 元人民币，继续保持稳定。

人民银行认真贯彻落实党中央、国务院关于经济金融工作一系列方针政策，继续执行稳健的货币政策，主要运用经济手段加强总量调控，同时积极配合国家产业政策加强信贷投向引导，促进信贷结构调整，保持国民经济健康发展。一是灵活开展公开市场操作，调控金融体系流动性；二是再次提高法定存款准备金率；三是建立再贷款浮息制度和差别存款准备金率制度；四是稳步推进利率市场化改革；五是加强窗口指导，引导优化贷款结构；六是大力发展金融市场；七是支持金融企业财务重组，加快推进金融企业改革；八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。

2004 年下半年，人民银行将根据党中央、国务院的部署，牢固树立和认真落实科学的发展观，进一步落实中央确定的各项宏观调控政策措施，实施稳健货币政策，并根据经济金融运行的变化适时加以完善。密切观察经济金融形势的发展变化，落实好已出台的货币政策措施，准确把握力度和节奏，认真做好货币信贷工作，合理控制货币信贷增长，优化信贷结构。引导商业银行正确判断市场风险，及时为有市场、有效益、有利于增加就业的企业提供正常流动资金支持，切实支持符合国家产业政策和市场准入条件的项目建设。坚持以间接手段为主适时适度调控，提高金融调控的科学性、前瞻性和有效性。推进经济结构调整、体制改革和增长方式转变，保持经济平稳较快增长。

一是灵活运用数量型工具，适度调节金融体系流动性。二是稳步推进利率市场化，更大程度地发挥市场在资源配置中的基础作用。三是加强窗口指导，优化信贷结构和产业结构。四是加快金融市场建设，提高货币政策传导效率。五是推进金融企业改革，促进金融业可持续发展。六是保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。

第一部分 货币信贷概况

2004 年以来，我国国民经济保持了良好的发展势头。金融宏观调控已见成效，货币信贷增幅逐季回落，人民币汇率稳定，金融平稳运行。

一、货币供应量增幅继续回落

6 月末，广义货币 M2 余额 23.8 万亿元，同比增长 16.2%，增幅比上年同期低 4.6 个百分点，比上年末低 3.4 个百分点。广义货币增速已连续 4 个月回落。狭义货币 M1 余额 8.9 万亿元，同比增长 16.2%，比上年同期低 4 个百分点，比上年末低 2.5 个百分点。6 月份货币增速回落较快与去年 6 月基数高有关。流通中现金 M0 余额 1.9 万亿元，同比增长 12.2%。上半年累计回笼现金 728 亿元，同比多回笼 407 亿元。

二、金融机构贷款增势明显减缓

上半年，全部金融机构（含外资，下同）本外币贷款增加 1.56 万亿元，同比少增 3451 亿元。其中，人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比少增 3536 亿元，比 2002 年同期多增 6000 亿元；外汇贷款增加 156 亿美元，同比多增 10 亿美元。

6 月末，金融机构本外币贷款余额 18.1 万亿元，同比增长 16.7%，其中，人民币贷款余额 16.99 万亿元，同比增长 16.3%，贷款增速同比明显减缓既与宏观调控见效有关，也与去年 6 月份贷款投放集中有关，去年 6 月份是历史上贷款投放最多的一个月。

从贷款投向看，上半年人民币中长期贷款和农业贷款增加较多。农业贷款增加 1713 亿元，同比多增 282 亿元；中长期贷款增加 7310 亿元，同比多增 717 亿元，其中，基建贷款增加 3383 亿元，同比多增 478 亿元。人民币贷款同比少增的主要是短期贷款和票据贴现。短期贷款增加 5448 亿元，同比少增 1677 亿元；票据贴现增加 1223 亿元，同比少增 2195 亿元。在国家实施宏观调控，固定资产高速增长势头得到抑制后，6 月份基建贷款首次出现同比少增。6 月份基建贷款增加 805 亿元，同比少增加 186 亿元。

分机构看，上半年国有独资商业银行贷款增加 6686 亿元，同比少增 3374 亿元，股份制商业银行贷款增加 2900 亿元，同比少增 888 亿元，农村信用社贷款增加 2565 亿元，同比多增 350 亿元。

三、储蓄存款增速减缓

上半年，金融机构本外币存款增加 2.18 万亿元，同比少增 1661 亿元。人民币各项存款增加 2.17 万亿元，其中，企业存款增加 6335 亿元，同比少增 384 亿元；储蓄存款增加 1.02 万亿元，同比少增 522 亿元。储蓄存款已经连续 5 个月同比少增。今年以来居民储蓄存款增速逐月减缓，储蓄存款增幅由年初 1 月末 20.5% 下降到 6 月末 16.5%；从储蓄存款构成看，定期储蓄存款比重不断下降。定期储蓄存款增量占全部储蓄存款增量的比重一季度为 62%，二季度为 31%。

6 月末，全部金融机构本外币各项存款余额为 24.22 万亿元，同比增长 17.1%。其中，居民储蓄存款余额为 12.04 万亿元，同比增长 14.5%，企业存款余额为 8.41 万亿元，同比增长 18.7%。

四、基础货币增长较快

6月末，基础货币余额为5.13万亿元，增长19.2%，增幅比上年末提高2.4个百分点。6月末，金融机构超额存款准备金率3.75%，比5月末回升0.43个百分点。其中，国有独资商业银行超额存款准备金率为3.27%，股份制商业银行为6.5%，农村信用社为4.32%。

五、市场利率基本平稳

二季度，商业银行人民币协议存款（单笔金额在3000万元以上）利率略有上升。其中61个月期的加权平均利率为3.78%，与上季持平；37个月期邮政储蓄协议存款加权平均利率为3.78%，比上季提高0.1个百分点。

受国际金融市场利率上升影响，境内外币贷款、大额存款利率水平略有上升。4月以来，随着美联储加息预期的增强，伦敦同业市场美元利率一路上行，6月15日，一年期美元LIBOR已升至2.5%，达到24个月以来的高点。6月，商业银行1年期美元大额存款（300万美元以上）利率加权平均水平为1.43%，比上月上升0.17个百分点；1年期美元贷款固定利率加权平均水平为3.04%，比上月上升0.27个百分点。（表1）

表1：2004年1-6月大额美元存款与美元贷款平均利率表

单位：%						
期 限	1月	2月	3月	4月	5月	6月
一、大额存款						
3个月以内	0.8663	0.9201	0.9834	0.8849	0.9195	1.0218
3-6个月	1.0327	1.1892	1.3757	1.0156	1.5208	1.4672
6-12个月	0.9862	0.7948	1.0253	0.9604	1.4403	1.5963
1 年	1.0271	0.9606	1.3929	1.1958	1.2603	1.4288

二、贷 款						
1 年（固定利率）	2.5417	2.3818	2.4414	2.5307	2.7716	3.0413
1 年（浮动利率）	1.8069	2.3647	2.1672	2.3858	2.7481	2.4205

数据来源：商业银行外币利率备案表

上半年，货币市场利率回落后有所回升。4月下旬以来，受节日和货币政策调控措施等因素影响，货币市场利率略有上升，4、5两月的银行间7天回购月度加权平均利率分别为2.06%和2.18%。6月的7天同业拆借和债券回购加权平均利率分别升至2.4和2.41%，分别比上月回升了0.16和0.23个百分点，比去年同期提高了0.3和0.25个百分点。

六、人民币汇率稳定

6月末，国家外汇储备为4706亿美元，比去年底增加674亿美元；人民币汇率为1美元兑换8.2766元人民币，继续保持稳定。

第二部分 货币政策操作

2004年以来，人民银行认真贯彻落实党中央、国务院关于经济金融工作一系列方针政策，继续执行稳健的货币政策，主要运用经济手段加强总量调控，同时积极配合国家产业政策加强信贷投向引导，促进信贷结构调整。在调控方式和力度的掌握上，注意区别对待，有控有保，不搞“一刀切”，保持国民经济健康发展。

一、灵活开展公开市场操作，调控金融体系流动性

今年以来，人民银行始终注意根据外汇占款和金融机构流动性情况，灵活调节公开市场对冲操作，适时调整中央银行票据发行数量和

发行利率，保证商业银行正常的支付清算和合理的贷款资金需求，保持货币市场利率的基本稳定。

上半年，公开市场操作总体上是净投放基础货币，其中，外汇公开市场操作投放基础货币 5357 亿元；债券公开市场对冲操作回笼基础货币 2978 亿元，全部公开市场业务累计净投放基础货币 2379 亿元。其中，一季度，本币累计回笼 2810 亿元，外币累计投放 2916 亿元，本外币合计净投放 106 亿元，基本全额对冲了外汇占款增长。二季度，为实现“软着陆”，在其他宏观调控措施集中到位、财政存款上升较快的情况下，适当减缓了对冲操作力度，本外币合计净投放 2273 亿元。上半年，中国人民银行通过公开市场操作共发行央行票据 6742 亿元，6 月末央行票据余额为 6029 亿元。

二、再次提高法定存款准备金率

经国务院批准，中国人民银行在 2003 年 9 月提高存款准备金率 1 个百分点后，于 2004 年 4 月 25 日再次提高法定存款准备金率 0.5 个百分点，即由 7% 提高到 7.5%。为支持农业贷款发放和农村信用社改革，农村信用社和城市信用社暂缓执行，仍执行 6% 的存款准备金率。这次提高法定存款准备金率，主要是为了控制货币信贷总量过快增长，保持国民经济平稳快速健康发展。本次法定存款准备金率提高的幅度不大，商业银行仍可以保持正常的支付清算水平并具有平稳增加贷款的能力。

三、实行再贷款浮息制度和差别存款准备金率制度

经国务院批准，中国人民银行决定分别从 3 月 25 日和 4 月 25 日

起实行再贷款浮息制度和差别存款准备金率制度。

再贷款浮息制度是指中国人民银行在国务院授权的范围内, 根据宏观经济金融形势, 在再贷款(再贴现)基准利率基础上, 适时确定并公布中央银行对金融机构贷款(贴现)利率加点幅度的制度。综合考虑当前经济金融形势和支持中小企业融资的需要, 人民银行决定将用于金融机构头寸调节和短期流动性支持的再贷款利率统一加 0.63 个百分点, 再贴现利率加 0.27 个百分点。为支持农村经济发展, 对农村信用社再贷款浮息分三年逐步到位, 且到位后加点幅度减半执行。再贷款浮息制度是稳步推进利率市场化的又一重要步骤, 有利于完善中央银行利率形成机制, 理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系, 并逐步提高中央银行引导市场利率的能力。

差别存款准备金率制度的主要内容是, 金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩。金融机构资本充足率越低、不良贷款比率越高, 适用的存款准备金率就越高; 反之, 金融机构资本充足率越高、不良贷款比率越低, 适用的存款准备金率就越低。对尚未进行股份制改革的国有独资商业银行和农村信用社、城市信用社暂缓执行差别存款准备金率制度。对金融机构实行差别存款准备金率制度, 有利于抑制资本充足率较低且资产质量较差的金融机构盲目扩张贷款, 防止金融宏观调控中出现“一刀切”, 有利于促进我国金融平稳运行和健康发展, 也为完善货币政策传导机制, 提高货币政策的有效性奠定了基础。

四、加强窗口指导，引导优化贷款结构

今年以来，中国人民银行在主要运用经济手段加强总量调控的同时，认真贯彻落实国务院“区别对待、有控有保”的方针，积极配合国家产业政策加强对贷款投向的引导。

一是按月召开经济金融形势分析会，有针对性地对商业银行加强“窗口指导”和风险提示，提请商业银行合理把握贷款投放的进度和节奏，合理调整贷款审批权限和系统内利率，加强系统内资金调度，不断优化资金配置。

二是认真贯彻国务院精神，配合国家发改委等部门对重点地区和重点企业进行监督检查，并积极配合做好固定资产项目清理工作。但同时强调，各商业银行在授信总量内对符合市场准入条件、环保指标和技术指标好的企业，要按照信贷原则积极提供信贷支持。

三是引导金融机构加大对农业、中小企业、扩大消费、增加就业等方面的贷款支持。在农业方面，要求商业银行积极做好与农资资金供应相关的金融服务工作。同时积极推进农村信用社改革试点。在促进扩大就业方面，人民银行联合财政部、劳动保障部专门下发通知，完善下岗失业人员小额担保贷款管理办法，简化贷款担保和审批手续。在助学贷款方面，进一步完善了国家助学贷款风险防范补偿机制。

专栏 1：宏观调控中的“区别对待”

宏观经济调控的主要目的是“熨平”经济运行中的波动，促进经济平稳增长。但在经济运行中，无论在经济增长的高涨还是回落时期，不同行业 and 不同企业的市场需求、盈利能力、发展前景和融资环境等情况都不尽相同，宏观调控对其产生的影响也会有所差别。成熟的市场经济体系具有相对完善的“区别对待”的调节机制。比如，利率体系充分市场化，金融机构针对不同风险的企业贷款可以确

定不同的利率风险溢价，有利于资金实现有效配置；市场上存在多种类型的金融机构，既能够为大企业提供全面服务，也可以对小企业服务进行融资支持；金融监管机制比较成熟有效，在资本充足要求下，质量较差的商业银行会主动控制其资产增长，有利于正向激励金融机构业务发展。

我国由于市场经济体系的发展还不成熟，不同产业发展还不很协调，各项经济改革进程也不完全一致。宏观调控中要综合把握总量控制、结构调整和机制建设等任务，在宏观调控方式和力度的掌握上，要注意区别对待，有控有保，不搞“一刀切”。2003年以来，人民银行继续执行稳健货币政策，主要运用经济手段加强总量调控，综合运用多种货币政策工具，区别对待、灵活有效地进行货币信贷调控。

一是根据不同时期市场流动性变化，灵活调整公开市场操作力度。2004年初，在商业银行短期流动性紧张时期，通过开展逆回购专场交易向商业银行融出短期资金，满足商业银行支付需要。二月中旬到4月份，针对外汇占款增加较多的状况，人民银行及时加大中央银行票据发行和公开市场操作力度，收回市场过多流动性。对由外汇占款投放的流动性大体进行了全额对冲。6月份，人民银行则相对减少了公开市场的对冲数量。

二是对不同金融机构实施区别对待。在2003年9月和2004年4月两次上调存款准备金率时，为支持农业贷款发放和农村信用社改革，均暂缓上调了农村信用社和城市信用社的存款准备金率。从2004年3月份起实施的再贷款浮息制度，对农村信用社再贷款浮息是分三年逐步到位，且到位后加点幅度减半执行。

三是不断完善区别对待的调控机制。从2004年4月起，实行差别存款准备金率制度，对质量较差金融机构实行相对较高的存款准备金率要求，建立健全正向激励机制。对尚未进行股份制改革的国有独资商业银行和农村信用社、城市信用社暂缓执行差别存款准备金率制度。从2004年1月起，进一步扩大了金融机构贷款利率的浮动区间，给商业银行实施贷款风险溢价以更大的自主权，有利于解决中小企业贷款难问题。

四是在引导信贷结构调整中注意有控有保。一方面，针对年初以来货币信贷增长较快的形势，有针对性地对商业银行加强“窗口指导”和风险提示，提请商业银行既要重视和防止货币信贷过快增长，也要防止“急刹车”，合理把握贷款进度，优化资金配置。并强调，各商业银行在授信总量内对符合市场准入条件、环保和技术指标好的企业贷款，要按照信贷原则提供正常信贷支持。另一方面，引导金融机构加大对农业、中小企业、扩大消费、增加就业等方面的贷款支持。在支持农业发展方面，2004年上半年，人民银行对13个粮食主产区调增再贷款40亿元的基础上，又单独安排50亿元再贷款，用于支持在春耕生产时发放农户贷款。截止6月末，对农村信用社共计安排再贷款1068亿元，其中90%用于粮食主产区和西部地区。在促进扩大就业方面，人民银行加强与财政部、劳动保障部等部门的协调，完善下岗失业人员小额担保贷款管理办法，简化贷款担保和审

批手续,鼓励银行对符合贷款条件、新增就业岗位吸纳下岗失业人员达到一定比例的劳动密集型小企业加大信贷支持,进一步推广“小额贷款+创业培训”的再就业模式。在助学贷款方面,人民银行会同教育部、财政部、银监会及时研究制定了《关于进一步完善国家助学贷款工作的若干意见》,制定了《国家助学贷款招标投标管理办法》、《国家助学贷款风险补偿专项资金管理办法》等专项办法,进一步完善了国家助学贷款风险防范补偿机制,引导和推动国家助学贷款健康可持续发展。

五、稳步推进利率市场化改革

经国务院批准,中国人民银行决定自2004年1月1日起扩大金融机构贷款利率浮动区间。商业银行、城市信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到中国人民银行制定的贷款基准利率的1.7倍,农村信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的2倍,金融机构贷款利率的浮动区间下限保持为贷款基准利率的0.9倍不变。同时推出一系列扩大商业银行贷款定价自主权的措施:放开贷款计、结息方式,由银企双方协商确定;人民币中、长期贷款利率由原来的“一年一定”,改为由借贷双方按商业原则确定,可在合同期间按月、按季、按年调整,也可采用固定利率的确定方式;人民币5年期以上档次贷款利率,由金融机构参照人民银行公布的五年期以上贷款利率自主确定。

扩大商业银行贷款利率浮动区间和自主定价权,大大提高了贷款利率市场化程度和信贷风险的补偿能力,通过金融机构建立健全利率定价机制和内部风险控制制度,加强了商业银行的风险管理,对推进金融机构改革和落实好加入世界贸易组织的承诺,营造公平竞争的市场环境,提高商业银行对中小企业贷款积极性都有积极作用。

专栏 2：用合理的贷款自主定价为经济结构优化服务

贷款定价是商业银行经营管理体系的核心组成部分，也是实现宏观经济间接调控的重要微观基础。贷款利率涵盖商业银行承担的风险、成本，是合理贷款定价的基本原则。当贷款利率不能弥补贷款风险成本和支出时，银行将无法充分计提各项损失准备，信贷资产的损失会直接侵蚀银行资本，威胁其持续经营。

管制利率时期，金融机构缺乏贷款定价的自主权。金融机构缺乏信贷风险价格补偿机制，是其各项损失准备和资本不足的重要原因。与此同时，管制利率扭曲了信贷资金市场的供求机制——当管制利率低于市场均衡利率水平时，资金需求受到鼓励，而资金供给受到抑制，信贷市场供不应求，利率的僵化导致资金供求矛盾长期存在，并直接造成信贷市场的寻租行为，信贷资产的安全也受到威胁。

近年来，我国利率市场化改革取得了长足进展，自 2004 年 1 月 1 日起，金融机构贷款利率已经可以以人民银行公布的贷款基准利率为基础，在 $[0.9, 1.7]$ 的浮动系数范围内按照商业原则自主确定。人民银行近期的统计数据显示，金融机构已开始运用新的贷款利率浮动区间为弥补贷款风险、进行合理定价服务。贷款利率定价权的不断扩大为金融机构进行合理的贷款定价创造了条件。在利率市场化过程中，金融机构普遍建立了利率风险定价和贷款授权授信制度，贷款定价必需的基础信息系统也逐步投产，金融机构按照风险收益对称原则定价的制度和基础不断完善。

有观点认为，利率上浮增加了中小企业和农户贷款的成本。事实上，信贷资金投放是由供求双方的共同行为决定的。只有赋予金融机构通过风险溢价覆盖高风险贷款损失的权利，才能使金融机构对中小企业、农业贷款有积极性。如果将贷款利率控制在低于均衡利率的水平上，中小企业、农户反而借不到钱。在现行贷款利率浮动区间内，即使利率上浮，其水平也比民间借贷利率低很多。

市场经济的供求关系客观上决定了每个借款项目风险大小的不同，因此成为贷款定价重要的风险预警指标。将借款人（项目）的个体风险纳入国家产业政策的大环境下综合考查，并据此制定相应的利率水平，充分利用贷款利率浮动区间赋予金融机构的贷款定价权，以价格手段筛选信贷资产，才能综合实现信贷资产的安全性、收益性和流动性。风险与收益对称的贷款定价原则保证了宏观调控和结构优化的政策导向以价格信号的形式向微观经济传导，从而有利于避免宏观调控和结构调整中可能出现的“一刀切”和“急刹车”。

六、稳步发展金融市场

一是推出债券买断式回购业务。为提高债券市场流动性，推动债券结算代理业务的开展，加大债券市场创新力度，并为债券借贷和远

期交易等利率衍生品的推出创造市场条件，中国人民银行借鉴国外发达债券市场经典回购的基本原则和经验，设计了债券买断式回购的基本业务框架，并通过多种方式广泛征求市场参与者和相关部门的意见，对业务规定进行了完善。

二是加强银行间债券市场法规建设。为适应银行间债券市场的快速发展，特别是新交易工具不断出现的需要，中国人民银行加强了银行间债券市场的法规建设。主要包括：起草、修改和发布《债券买断式回购业务管理规定》；组织同业拆借中心、中央结算公司 and 市场参与者制定行业自律性文件——《债券买断式回购主协议》，解决买断式回购业务的法律适用问题；制定银行类金融机构企业年金进入银行间债券市场的审核规则及应履行的程序；缩短短期债券从发行到上市交易的等待时间，提高市场效率。

三是统一债券收益率的计算标准。中国人民银行参考国际发达债券市场的通行做法，结合我国银行间债券市场的实际情况，对现行收益率计算办法进行了修改，决定将“实际天数/365”日计数基准作为我国银行间债券市场的计算基准，并按此基准统一到期收益率和应计利息的计算方法。这一方面保证了我国债券市场基本计算规则与国际市场接轨，另一方面也有利于促进我国债券市场收益率曲线的合理形成。

四是建立市场成员不良记录登记制度。密切监测银行间债券市场日常运行状况，加强对债券市场违规行为的监测和跟踪调查，对于可能存在的关联交易、虚假交易和价格操纵等行为，中国人民银行通过

同业中心和中央结算公司进行了认真调查,并对个别当事人进行了必要劝诫,建立市场成员不良记录登记制度。

此外,还批准中国农业发展银行发行政策性金融债券。近日,中国农业发展银行已在全国银行间债券市场首期发行政策性金融债券 80 亿元。

七、支持金融企业财务重组,加快推进金融企业改革

继续支持农村信用社改革。按照国务院批准的改革方案,上半年对八个试点省(市)506 个县(市)的农村信用社共发行专项票据 266 亿元,从而改善了农村信用社资金和资产状况,增强了农信社服务“三农”的功能。

按照国务院批准的中行、建行、交行股份制改革方案,支持中行、建行、交行做好股份制改革中有关财务重组工作。经国务院批准,商业银行通过发行次级债补充资本的工作已经启动,中行、建行将分别发行总额为 600 亿元、400 亿元次级债券。这些措施将使改革试点银行资产质量得到明显改善,资本充足水平进一步提高,从而有力推进了商业银行股份制改革的进程。

专栏 3: 商业银行次级债券

商业银行次级债券是指商业银行发行的、本金和利息的清偿顺序列于商业银行其他负债之后、先于商业银行股权资本的债券。2004 年 2 月,银监会出台了《商业银行资本充足率管理办法》,明确规定附属资本包括长期次级债务,为商业银行发行次级债券补充附属资本提供了重要法律依据。

2004 年 6 月 23 日,经国务院批准,人民银行和银监会共同颁布了《商业银行次级债券发行管理办法》,为商业银行通过发行次级债券补充附属资本以及商业银行发行次级债券的行为制定了规范准则。该办法共 7 章 46 条,围绕债券发行的申请和审批以及债券发行、登记托管、兑付、信息披露等几个方面,对监管

部门、发行主体、市场参与者的权利和责任进行划分，明确了各自的义务，增加了行政执法的透明度，是促进业务开展、健全法律、法规的重要环节。

人民银行在制定《商业银行次级债券发行管理办法》的过程中，认真总结近年来我国债券市场发展的经验，充分考虑我国债券市场的现状，借鉴国外比较成熟的经验和做法，强调通过提高市场透明度保护投资者权益，充分发挥市场配置资源的作用，注重相关政策的可操作性。

我国商业银行发行次级债券补充附属资本意义重大：

首先，发行次级债券有利于商业银行拓宽资本筹集渠道，推动商业银行改革。总体上看，我国商业银行资本充足率偏低，筹集资本金的渠道较少，缺乏高效的补充附属资本的融资工具。通过发行次级债券补充商业银行附属资本，优化资本结构，提高资本充足率，有力的推动了商业银行股份制改革。

其次，发行次级债券有利于加强对商业银行的市场约束，提高监管效率。发行次级债券的商业银行必须定期向市场公布其经营状况，并接受债券评级，因此提高了商业银行经营的透明度，有助于加强外部监管。此外，二级市场上次级债券收益率的变动直接体现发债银行的经营状况，从而使发债银行处于市场的持续监督和约束之中，这显然有利于银行加强自我风险管理。

第三，商业银行发行次级债券有利于改善商业银行资产负债结构，增加新的金融产品。目前，商业银行资金来源短期化而资产运用长期化的问题较为突出。通过发行长期次级债券，可以缓解商业银行资产负债结构不匹配的矛盾。

目前，商业银行发行次级债券补充附属资本的工作已经启动，中国银行和建设银行于7月份完成了第一期债券发行。

八、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

完善人民币汇率形成机制，进一步理顺外汇供求关系。继续推进贸易和投资便利化；改革外汇账户管理，扩大企业灵活使用外汇的自主权；加强资金流入和结汇管理、控制短期资本流入；加强金融机构外汇监管，规范金融机构外汇业务经营行为；进一步规范外汇市场秩序，积极培育银行间外汇市场。

第三部分 金融市场分析

一、货币市场运行平稳

（一）债券回购成交额略有下降

2004 年上半年，银行间债券市场累计成交 5.92 万亿元，比上年同期下降 2.3%，日均成交 481.4 亿元，日均成交比上年同期下降 3.1%，市场流动性有所下降，主要是质押式债券回购成交同比下降较多所致。上半年银行间债券市场质押式债券回购累计成交 4.70 万亿元，同比减少 3455 亿元；5 月 20 日开始的买断式债券回购累计成交 110 亿元。交易所国债回购累计成交 2.26 万亿元，同比减少 2.8%，日均成交同比减少 4.5%。

上半年，银行间市场质押式债券回购月加权平均利率呈“V”字型运行。前 3 个月金融机构资金头寸较宽松，质押式债券回购利率持续回落，由 1 月份的 2.43% 降至 3 月份的 1.93%；4 月份起受央行调整法定准备金率等因素影响，质押式债券回购利率稳步回升，6 月份为 2.41%。此外，5 月份开始的买断式债券回购月平均利率当月为 2.35%，6 月份上升至 2.59%，比同期质押式债券回购利率高 0.18 个百分点。

从银行间债券回购市场资金融出、融入情况看，国有独资商业银行仍然是最大的资金净融出部门，上半年净融出资金 2.4 万亿元；其他商业银行、其他金融机构是主要的资金净融入部门，分别融入资金 1.6 万亿元和 6226 亿元。

（二）同业拆借市场成交额有所回落

2004 年上半年，银行间同业拆借市场累计成交 8154 亿元，比上年同期下降 25.3%，日均成交 66.3 亿元，日均成交比上年同期下降 25.9%。其中成交最活跃的是 7 天品种，累计成交 5691 亿元，占全部拆借成交额的 69.8%，比重比去年同期上升 9.4 个百分点，上升幅度较大。

银行间市场同业拆借交易月加权平均利率走势与质押式债券回购利率走势一样，由 2004 年 1 月份的 2.38%，持续回落至 3 月份的 2.07%；4 月份起稳步回升，6 月份回升至 2.4%。

从同业拆借市场资金融出、融入情况看，国有独资商业银行仍然是最大的资金净融出部门，但所占比重同比下降较多。资金净融入方主要是证券及基金公司。

表 1：2004 年上半年金融机构同业拆借资金融出、融入情况表

单位：亿元		
	2004 年上半年 ¹	2003 年上半年 ¹
国有独资商业银行	-2747	-2962
其他商业银行 ²	-1767	-1499
其他金融机构	4359	4199
其中：证券及基金公司	3999	3930
外资金金融机构	155	262

注：1. 负号表示净融出，正号表示净融入。

2. 其他商业银行包括股份制商业银行及城市商业银行。

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

二、债券市场调整后逐步企稳

（一）债券二级市场收益率明显上升

上半年，银行间债券市场现券交易累计成交 1.2 万亿元，同比增

加 1967 亿元，日均成交 98 亿元，同比增长 18.4%。交易所国债现券成交 1496 亿元，比去年同期减少 1532 亿元，日均成交 12.2 亿元，同比减少 51%。

债券指数连续下行后小幅回升。银行间市场中国债券总指数从 1 月 2 日本年度最高点 104.91 点，逐渐下行，在 4 月 29 日达到本年度最低点 99.98 点。之后，触底反弹，6 月 30 日报收于 101.62 点。前 4 个月上海证券交易所国债指数持续回落，4 月末收盘于 92.17 点，比上年末下跌 7.26%；5 月起有所反弹，6 月末收盘于 94.27 点，比 4 月末上升 2.29%。

债券市场收益率曲线逐渐变陡，中长期债券收益率上升反映了市场通货膨胀预期。与去年同期相比，2004 年 6 月末银行间市场 7 天回购利率上升了约 18 个基点，而同期剩余期限为 7 年的国债收益率约上升了 200 个基点。作为基准利率，国债收益率的上升也带动其他债券品种二级市场收益率和发行利率的普遍上升。

（二）债券市场发行状况总体较好，发行利率明显上升

2004 年上半年，国债累计发行 3860 亿元，同比增长 22.9%，其中，凭证式国债发行 2207 亿元，同比增长 57.6%；记账式国债发行 1653 亿元，同比下降 5%；政策金融债累计发行 1900 亿元，同比增长 37.7%；企业债累计发行 85 亿元，同比增长 30.8%。

国债和政策金融债发行利率均比去年同期明显上升。上半年财政部发行的 5 年期记账式 3 期国债和 7 年期记账式 4 期国债利率分别比去年同期上升 1.97 和 2.23 个百分点，发行的 3 年期和 5 年期凭证式

1 期、2 期国债利率比去年同期均上升 0.2 个百分点；国开行发行的第 6 期 10 年期浮动利率债券比去年同期同品种利率上升 0.81 个百分点，第 11 期 3 年期固定利率债券比去年同期同品种利率上升 1.79 个百分点。

表 2：2004 年上半年国债和政策金融债券发行情况简表

	期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)		期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)
国债发行累计			3860.4	政策金融债 发行累计			1900
凭证式国债			2206.8	国开行 1 期	3	2.99	100
凭证式国债 1 期:				国开行 2 期	10	3.51	200
三年期	3	2.52	315	国开行 3 期	10	2.74	150
五年期	5	2.83	135	国开行 4 期	10	2.74	150
凭证式国债 2 期:				国开行 5 期	10	3.50	100
三年期	3	2.52	1067.4	国开行 6 期	10	3.28	100
五年期	5	2.83	452.4	国开行 7 期	0.5	2.80	150
凭证式国债 3 期				国开行 8 期	7	3.51	200
二年期	2	2.40	237	国开行 9 期	2	3.80	200
记帐式国债			1653.6	国开行 10 期	1	3.40	200
1 期	1	2.35	381.6	国开行 11 期	3	4.20	200
2 期	3	3.2	267.6	进出口行 1 期	2	3.82	150
3 期	5	4.4164	304.6				
4 期	7	4.89	367.5				
5 期	2	3.27	332.3				

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

三、票据市场业务在规范中稳步发展

2004 年上半年，各商业银行自觉规范票据业务经营和管理，票据市场运行平稳。企业累计签发商业汇票 1.6 万亿元，同比增长 29%；累计票据贴现和再贴现 2.2 万亿元，同比增长 14.9%。6 月末，已签发的未到期的商业汇票余额为 1.36 万亿元，同比增长 27.1%；票据

贴现和再贴现余额 1.08 万亿元，同比增长 17.6%，增速比上年同期显著减缓。

票据业务发展呈现出以下几个特点：一是票据业务量增势减缓，票据承兑、贴现发生额的波动显著。二是票据转贴现业务日渐活跃，成为金融机构融通资金、增加收益、改善资产结构、调节信贷规模的有效工具。三是票据市场的价格形成机制市场化程度进一步加深。主要体现在，贴现利率随着市场资金供求状况和市场参与主体心理预期的变化波动，转贴现利率地区差异逐渐缩小，票据市场利率对再贴现利率的敏感度降低。四是票据市场工具呈现多样化，商业承兑汇票业务占比有所上升。票据业务品种创新步伐加快，已成为各家商业银行开拓票据业务的重要手段。五是中小金融机构（尤其是股份制商业银行）交易活跃，票据市场竞争主体多元化格局已经形成。

四、股票市场融资金额大幅度增长

2004 年上半年，股票市场成交十分活跃。上半年，沪、深股市累计成交 26037 亿元，同比增加 8009 亿元；日均成交 225 亿元，为 2001 年以来最高水平，同比增长 41.9%。其中 A 股累计成交 25537 亿元，同比增加 7870 亿元；日均成交 220 亿元，同比增长 42.1%。

1 月至 4 月上旬沪、深股指在波动中上扬。上证综指在 4 月 7 日最高升至 1783 点，为 2002 年以来最高；深证综指最高升至 472.18 点，为 2002 年 10 月份以来最高。4 月 7 日，上证综指和深证综指分别收盘于 1775 点和 471 点，比上年 12 月末分别上涨 18.5%和 24.3%。6 月末，上证综指和深证综指分别收盘于 1399 点和 355 点，比 4 月 7

日收盘时分别下降 376 点和 116 点，下降 21.2%和 24.6%。

上半年，股票市场融资金额大幅度增长，主要是 H 股和 A 股融资增加较多。A 股筹资（包括发行、增发和配股）335 亿元，同比增长 57.7%；H 股发行筹资 55.8 亿美元，同比增长 7 倍多，主要是中国电信增发 135 亿港元，平安保险首发 143 亿港元，中海集装首发 77 亿港元；发行可转债 40.3 亿元，同比下降 59.3%。1-6 月份股票市场累计融资 858 亿元，为历史最高水平，同比增长近 1.3 倍。

2004 年上半年，国内非金融机构部门(包括住户、企业和政府部门)以贷款、股票（可流通上市股票的筹资部分）、国债和企业债这四种方式新增融入的资金总计为 18886 亿元(本外币合计)，同比下降 11.2%，主要是贷款融资下降 17.9%。国内非金融机构部门贷款、国债、企业债和股票融资的比重为 82.7：12.3：0.4：4.6。贷款融资比重有所下降，国债和股票融资比重明显上升。

表 3：上半年国内非金融机构部门融资情况简表

	融资金量(亿元人民币)		比重(%)	
	2004 年	2003 年	2004 年	2003 年
国内非金融机构部门融资总量	18886	21272	100	100
贷款	15623	19033	82.7	89.5
国债	2320	1824	12.3	8.6
企业债	85	65	0.4	0.3
股票	858	350	4.6	1.6
其中：可转债	40	99	0.2	0.5

资料来源：中国人民银行调查统计司

五、保险业继续保持良好发展势头

上半年，保险业保费收入 2374 亿元，同比增长 10.2%，增幅同

比低 23.8 个百分点。其中 ,财产险保费收入 586 亿元 ,同比增长 23% ;人身险保费收入 1787 亿元 ,同比增长 6.5%, 增幅低于财产险 16.5 个百分点 ,改变了 2001 年以来人身险保费收入增长明显快于财产险的状况。主要因为寿险保费收入同比增长 6% ,增幅同比下降 30.8 个百分点 ,增长放缓。上半年 ,保险业累计赔款、给付 477 亿元 ,同比增长 25.5% ,增幅比上年同期高 15.3 个百分点 ,发挥了灾害事故 “ 减震器 ” 的作用。

随着保险业深度和广度的不断扩大 ,保险资产继续保持较快增长速度 ,总资产于 4 月份突破万亿元大关。6 月末 ,保险公司的总资产达到 1.08 万亿元 ,同比增长 38.8% ,比上年末增长 18.4%。从构成看 ,银行存款占比重最大 ,达到 48.1% ;其次为国债投资 ,达到 16.7% ;证券投资基金投资增长较快 ,同比增长 89.2% ,增幅比上年同期上升 20.1 个百分点 ;占比上升到 6.4% ,比上年同期上升 1.7 个百分点 ,比上年末上升 1.3 个百分点。

表 4：主要保险资金运用表

	余额（亿元人民币）		占资产总额比重（%）	
	2004 年 6 月末	2003 年末	2004 年 6 月末	2003 年末
资产总额	10806	9123		
其中：银行存款	5194	4550	48.1	49.9
投资	4538	3829	42	42.0
国债	1805	1407	16.7	15.4
证券投资基金	692	463	6.4	5.1

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

六、外汇市场交易量继续显著增加

上半年，银行间外汇市场交易量继续显著增加，各币种累计成交折合美元 793 亿美元，同比多成交 202 亿美元；日均成交 6.45 亿美元，同比增长 33.3%。其中，美元品种成交 773 亿美元，日均成交 6.28 亿美元，同比增长 32.8%。

专栏 4：香港银行个人人民币业务情况

随着内地与香港经贸关系的日趋紧密，人民币在港流通和使用已形成一定规模。为密切两地经贸关系，便利两地居民互访和旅游消费，引导人民币有序回流，经国务院批准，中国人民银行于 2003 年 11 月 19 日发布《中国人民银行公告[2003]第 16 号》（以下简称《公告》），宣布人民银行将为香港银行办理个人人民币业务提供清算安排。自 2004 年 2 月 25 日起，香港银行开始为香港居民办理个人人民币的存款、兑换和汇款三项业务。从 4 月底开始，香港银行推出人民币银行卡服务。此外，自 2004 年 1 月 18 日起，内地银行发行的印有银联标识的人民币卡也可在香港使用。

一、清算安排内容

人民银行为香港银行办理个人人民币各项业务所设计的清算条件与安排如下：

人民币存款业务。人民银行接受清算行的存款并支付利息，该存款应为其接受参加行所吸收的持香港居民身份证个人（以下简称香港居民个人）的人民币存款。

人民币兑换业务。清算行可作为中国外汇交易中心的会员，办理人民币与港币兑换业务的平盘。同时，人民银行授权清算行为参加行符合下述条件的人民币与港币兑换业务提供平盘服务。这些条件包括：个人每人每次不超过等值 6000 元人民币的现钞兑换，或通过存款户每人每天不超过等值 2 万元人民币的兑换；在香港提供购物、餐饮、住宿等个人旅游消费服务的指定商户收取的人民币现钞兑换港币。

人民币汇款业务。允许内地银行接受经清算行汇入的香港居民个人人民币汇款，该汇款的收款人须为汇款人，每人每天的人民币汇款最高限额为 5 万元。内地银行按有关规定办理汇款的解付手续。未提用的人民币汇入款经审核后可汇回香港。

人民币银行卡业务。由清算行和内地银行卡联合组织（即中国银联股份有限公司）办理人民币卡的清算事宜。允许两地银行或其附属机构发行的个人人民币

卡在内地或香港用于消费性支付，或在自动取款机上提取现钞。

二、基本情况

截至 5 月底，香港已有 37 家银行及参加机构正式开办个人人民币业务（包括中银香港、汇丰、渣打、恒生、东亚、东京三菱、法国巴黎等银行），并与清算行签定了清算协议。

存款。随着基数的扩大，存款增速减慢至较常规水平。清算行在人民银行深圳中支清算帐户余额由 2 月底的 3.07 亿元增加到 6 月底的 66.7 亿元；存款增速在 4 月、5 月和 6 月份分别为 32.26%、12.29%和 6.26%。截止 6 月底，清算行累计净缴存现钞 19.2 亿元，其中 3 月至 6 月回流量分别为 8.23 亿元、5 亿元、4 亿元及 2.14 亿元，回流量逐渐减少。这表明过去沉淀的人民币现钞集中回流后，回流量趋于平缓，并进入正常状态。

兑换。目前，香港居民持有人民币存款的主要目的是满足日常消费需要和资金保值，因此，兑换业务发展平衡，尚未出现将港币大量兑换成人民币进行炒作的现象。

汇款。根据人民银行深圳中支的统计，截止 6 月底，香港银行共汇入内地 7756 万元，内地银行汇入香港 350 万元，净汇入内地 7406 万元。

人民币卡。“北卡南用”（内地银行发行的银联标识人民币卡在香港使用）反应较好，截至 7 月 24 日，在香港总交易额为 10.8 亿港元，折合人民币 11.5 亿元。“南卡北用”（香港银行发行的人民币卡在内地使用）在 4 月底已经开通，但暂时只有中银香港办理，截止 6 月底，累计清算金额为 297 万元人民币。

人民币存款利率。根据人民银行确定的清算行人民币转存款利率（年息 0.99%），香港参加行自行确定存款利率。目前几家主要参加行的活期存款利率为 0.51%（年息），1 周和 1 个月的定期存款利率为 0.57%，3 个月定期存款利率为 0.58%，个别银行对较长期的定期存款提供高利率，如中银香港及汇丰银行对 6 个月的大额定期人民币存款利率提高至 0.8%。

总之，2 月 25 日至今，香港银行办理个人人民币业务进展平稳、有序，人民币存款量稳步增长，现钞回流效果明显，人民币与港元汇率稳定，银行卡交易量持续上升，资金清算渠道通畅，香港各参加行均能遵守清算协议及相关规定，香港各界反应良好，未出现不正常的人民币跨境流动。

第四部分 宏观经济分析

一、全球经济持续复苏，通货膨胀风险加大

2004 年上半年，全球经济复苏和增长势头加强，经济形势不断好转的区域由美国和东亚扩展到日本、欧元区和南美。主要经济体中，

美国经济继续强劲增长，日本经济复苏步伐加快，欧元区经济有所改善，发展中国家继续保持稳定增长态势。随着经济持续复苏，主要经济体的通货膨胀压力有所抬头，部分国家中央银行已改变中性的货币政策，将反通货膨胀作为主要政策目标。石油价格、能源安全以及地缘政治紧张是近期影响世界经济稳步增长的风险因素，这些因素也在一定程度上加剧了通货膨胀压力。2004 年 5 月石油价格高企，其后短暂回落。6 月 30 日，布兰特石油价格为每桶 33.5 美元。进入夏季用油高峰后，市场对石油供给能力的担心使油价再次上扬。

（一）主要经济体经济状况良好

美国经济强劲增长，中期通货膨胀压力加大。2004 年一季度，实际 GDP 季节调整折年率后增长 3.9%，二季度继续以较强劲的态势增长。二季度各月未经季节调整的同比 CPI 分别为 2.3%、3.1%和 3.3%，平均为 2.9%，比一季度高 1.2 个百分点，中长期通货膨胀压力有所增加。今年 1-6 月各月失业率虽然明显低于上年同期，但持续保持在 5.6%的较高水平。贸易逆差创历史新高，一季度，美国商品与服务贸易逆差约为 1311 亿美元，比 2003 年同期多增了 96 亿美元，预计二季度进口增长仍会快于出口，贸易逆差将进一步增大。

欧元区经济继续改善，短期通货膨胀压力加大。2004 年一季度，实际 GDP 季节调整后环比增长 0.6%，同比增长 1.3%，均快于 2003 年四季度。二季度各月综合消费价格指数(HICP)分别为 2.0%、2.5%和 2.4%，平均为 2.3%，比一季度高 0.6 个百分点。失业率略有上升，从一季度的 8.9%上升到 5 月份的 9.0%。对外贸易继续保持顺差，5

月份出口环比增长高达 10%，进口环比增长 5%。

日本经济继续复苏，但仍未摆脱通货紧缩的困扰。2004 年第一季度，实际 GDP 季节调整后环比增长 1.5%，同比增长 5.6%，是 1991 年以来最强劲的增长。但通货紧缩局势还没有消除，2004 年以来同比 CPI 一直为负，其中 5 月份为-0.5%。就业形势有所改善，5 月份季节调整后的失业率为 4.6%，低于 1、2 月份的 5.0%，处于 2001 年以来最低水平。贸易顺差继续扩大，5 月份出口环比增长 7.3%，进口月环比分别增长 1.5%，贸易顺差比上年同期增长 35.5%。

主要发展中国家继续保持增长的势头。在全球经济、贸易复苏，特别是美国和中国进口需求加大背景下，亚洲地区主要经济体经济增长强劲，继续成为全球经济增长的亮点。欧盟东扩和俄罗斯经济增长加快对东欧国家经济和贸易增长起到拉动作用。受益于美国经济强劲增长，拉美新兴市场经济体工业生产和进出口贸易也在快速恢复增长之中。

（二）美元小幅升值，主要经济体长期国债收益率上升

年初以来，美元略有回升，日元则在政府的大规模干预下略有贬值。6 月 30 日，纽约汇市上 1 欧元兑 1.2149 美元（相当于美元兑欧元 0.823 欧元），与 2003 年年末水平相比美元回升了约 3.2%；美元兑日元收于 108.19 日元，较 2003 年年末水平回升了约 0.82%。

主要经济体长期国债收益率上升。与今年一季度长期国债收益率普遍下降形成鲜明对比，二季度美、欧国债市场的收益率曲线持续回升。6 月 30 日，十年期美国政府债券收益率回升至 4.7%，欧元区长

期政府债券收益率为 4.4%。4、5 月份，日本十年期国债收益率变化不大，但 6 月份上涨了约 30 个基点，6 月 30 日达到 1.8%，恢复到了 2000 年末的水平。国债收益率上扬的主要原因是经济前景看好，同时市场对通货膨胀预期较一季度有所上升。

上半年，经济增长和企业收益前景好转支持股市上扬，但石油价格上涨对股票市场负面影响较大，引起股市波动。6 月 30 日，道琼斯指数收于 10435.48 点，比一季度末上涨 0.75%，纳斯达克指数较一季度末上涨 2.7%；道琼斯 EURO STOXX 指数收于 2792 点，较一季度末下降 1.17%；日经 225 平均股指 11236 点，较第一季度末上涨 1.8%。

（三）部分央行货币政策重点转向防止通货膨胀

随着全球经济复苏，主要经济体通货膨胀压力加大，部分国家中央银行已改变中性的货币政策，将反通货膨胀作为主要政策目标。2004 年 5 月 6 日、6 月 10 日和 8 月 5 日，英格兰银行三次将回购利率提高 25 个基点，目前回购利率达到 4.75%。6 月 30 日，美联储公开市场委员会决定将联邦基金目标利率调高 0.25 个百分点至 1.25%。

2003 年 6 月至今，欧央行理事会各次例会决定维持利率水平不变，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%。日本银行继续实行宽松的货币政策，将商业银行在中央银行结算账户的余额继续保持在今年 1 月下旬例会确定的 30-35 万亿日元左右的水平上，以确保向市场提供充足的流动性。

二、我国经济平稳较快增长，宏观调控已见成效

2004 年以来，我国宏观调控各项措施逐步落实并见到成效，经济中的不稳定、不健康因素得到遏制，国民经济保持了较快增长，呈现出速度比较快、效益比较好、活力比较强的发展态势。粮食生产扭转了连续几年下滑的局面，某些过热行业投资和生产增速明显回落。目前宏观调控还处在关键阶段，取得的成效是初步的、阶段性的，基础还不巩固，固定资产投资扩张和生产资料价格上涨的压力依然很大，煤电油运供求仍然紧张，造成经济运行中突出矛盾和问题的体制性、机制性弊端没有消除。上半年，国内生产总值 5.9 万亿元，同比增长 9.7%，比去年同期提高 0.9 个百分点。其中，第一、二季度分别增长 9.8%和 9.6%¹。

（一）投资需求过快增长势头得到初步遏制，消费需求趋旺

上半年，随着宏观调控各项措施逐步落实到位，固定资产投资过快增长势头得到遏制，某些过热行业投资和生产增长速度明显回落；消费需求趋旺；对外贸易持续快速增长，进出口逆差缩小。

固定资产投资增速回落。上半年，全社会固定资产投资同比增长 28.6%，同比回落 2.5 个百分点，比一季度回落 14.4 个百分点。其中，城镇固定资产投资²同比增长 31%，比一季度回落 16.8 个百分点。城镇固定资产增速在 1-2 月份曾高达 53%，之后逐月快速回落，6 月当

¹ 2004 年 7 月 19 日，国家统计局修订 2003 年第二季度及上半年全国 GDP 数据，2003 年第二季度的 GDP、第三产业和其他服务业的同比增长速度，由原来的 6.7%、0.8%和 -6.8%，修订为 7.9%、4.5%和 5.7%。相应地，2003 年上半年的 GDP、第三产业和其他服务业的同比增长速度，也由原来的 8.2%、4.1%和 0.4%，修订为 8.8%、6.0%和 6.5%。因此，2004 年第二季度 GDP 增速比预期低。

² 2004 年，国家统计局调整了月度固定资产投资统计口径。“城镇固定资产投资”与原“国有及其他经济类型固定资产投资”相比，增加了城镇集体、私营个体投资以及城镇工矿区私人建房的投资，但去年的基数也按同口径作了调整，因此是可比的。

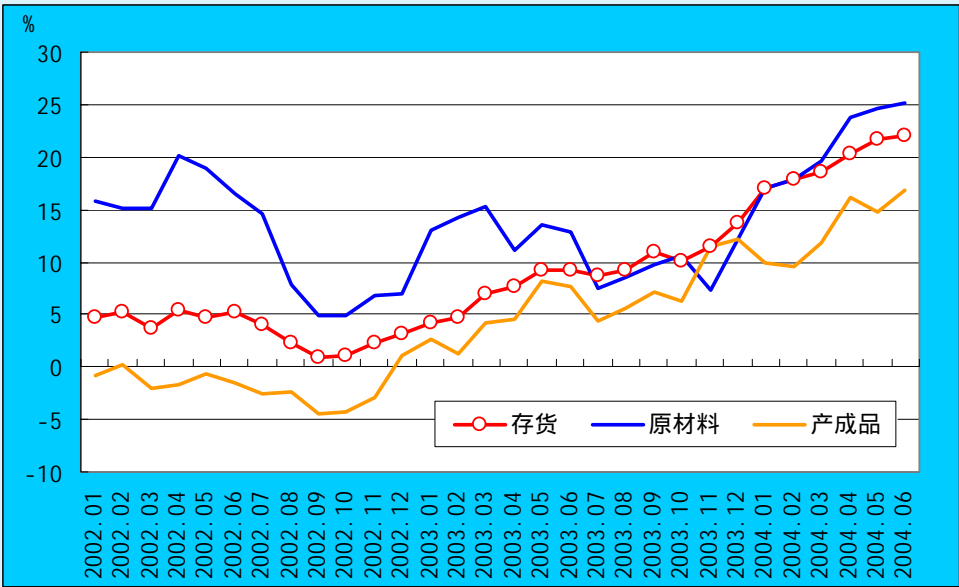
月增幅为仅为 23%。上半年，全社会固定资产投资扣除固定资产投资价格上涨的实际增长率为 21.8%，为 2003 年以来最低。

专栏 5：存货与流动资金

在企业财务中，流动资产包括存货、应收账款等短期资产，流动负债包括短期借款、应付账款等短期负债。存货大致分为三类，一是原材料存货，二是在制品存货，三是产成品存货。很多原因可以导致存货上升，而存货上升一定会导致流动资金占用增加，一些企业会因此感到流动资金紧张。企业对于存货上升导致的资金紧张，一般的融资方式可以从银行借款，也可以进行票据贴现等。短期贷款很多是无抵押的，但有的企业也常用存货或应收账款做抵押从金融机构借款。

一般说来，在市场经济条件下，企业进行存货管理，存货表现出顺周期特征，即在经济景气好时，存货上升，从而使经济景气更好；在经济萧条时，存货下降，使存货需求更低。今年以来，我国产成品资金占用不断攀升，6 月末，规模以上工业产成品资金 9530 亿元，同比增长 19.9%，增幅比上年同期上升 9.5 个百分点。中国人民银行 5000 户企业调查也显示，今年以来工业企业存货快速增长，并呈逐月攀升势头，目前已达 1996 年以来的最高水平。截止 2004 年 6 月末，企业存货同比增长 22%。其中原材料存货增长 25%，产成品存货增长 16%，原材料存货增长高出产成品存货增长 9 个百分点。存货占流动资产比重已接近 30%。但是，在存货增加的同时，销售形势也比较好，存货的增长速度低于销售收入的增长，存货对销售的比率保持了稳中略降的态势（各年同月比较），存货周转率逐渐加快。

图 1：2002 年以来存货同比变动趋势图



资料来源：中国人民银行调查统计司

随着存货的增加,企业应及时地调整自己的资产负债结构,或是减少其他的流动资产,或是相应地增加流动负债。但在宏观紧缩环境下,一些企业和银行宁愿削减流动贷款也不愿放弃长期投资项目,导致流动资金紧张。中国人民银行5000户企业调查显示,2004年上半年,企业长期投资增长11%,比上年同期加快9个百分点。与此同时,我国短期贷款同比少增1684亿元,票据融资少增2128亿元。由于流动资金紧张,企业应收账款不断上升,6月末,国家统计局统计的全部国有工业企业和年产品销售收入500万元以上的非国有工业企业应收账款净额达到2万多亿元,增长18.7%,增幅比上年同期上升9个百分点。

从整个宏观和金融结构来看,我国由银行向企业提供的流动资金是相当多的。长期以来,我国对企业流动资金实行银行“供给制”,只要企业有生产,银行就供给流动资金贷款。1997年末,金融机构流动资金贷款余额为5.9万亿元,与GDP比例为80%;2003年末金融机构流动资金贷款余额为10.2万亿元,与GDP比例为88%。2004年6月末金融机构流动资金贷款余额为10.6万亿元,与上半年GDP比例折年率为90%。金融机构流动资金贷款与GDP比例一直呈上升趋势。与其他国家相比,我国这一比例是最高的,很多国家的同一比例都在10%以下(如马来西亚只有5%)。由于企业经营过度依赖银行贷款,加上企业单位产出所占用的流动资金不断增加,造成流动资金贷款规模不断扩大。

总的说来,目前我国流动资金紧张主要是我国融资结构和企业资产负债结构不合理造成的,但这种不合理状况有其历史原因,并不是短期就能改变的。要解决流动资金短缺问题,企业要不断加强对短期财务的管理,特别是对存货的管理;金融机构也要积极主动地为有市场、有效益、有利于增加就业的企业提供正常流动资金贷款。

全社会消费需求继续增加,消费市场稳中趋旺。上半年社会消费品零售总额同比增长12.8%,剔除价格因素,实际增长10.2%。其中一季度增长10.7%,二季度增长14.9%。4月、5月和6月分别增长13.2%、17.8%和13.9%。

进出口保持快速增长,贸易差额由负转正。上半年,进出口总额5230亿美元,同比增长39.1%。其中,出口2581亿美元,增长35.7%;进口2649亿美元,增长42.6%。进出口相抵,逆差68亿美元,其中,一季度贸易逆差84亿美元,二季度贸易顺差16亿美元。4月、5月

和 6 月贸易差额分别为-22.6 亿美元、21 亿美元和 18.4 亿美元。

（二）工农业生产快速增长，经济效益进一步改善

工业生产继续保持快速增长。上半年规模以上工业增加值 2.5 万亿元，同比增长 17.7%，比上年同期高 1.5 个百分点。工业产销衔接水平进一步提高，上半年工业产销率为 97.2%，比上年同期高 0.2 个百分点。夏粮丰收已成定局。今年夏粮生产扭转了自 2000 年以来连续 4 年的减产局面，总产量达到 10105 万吨，增产 4.8%。

居民收入、企业利润和财政收入大幅提高。上半年，城镇居民人均可支配收入 4815 元，同比增长 11.9%，扣除价格因素，实际增长 8.7%，增幅比去年同期提高 0.3 个百分点。农村居民人均现金收入 1345 元，同比增长 16.1%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，同比加快 8.4 个百分点，是 1997 年以来增收形势最好的一年。规模以上工业企业盈亏相抵后实现利润总额 5199 亿元，比上年同期新增 1527 亿元，增长 41.6%。上半年，全国财政收入 14307 亿元，同比增长 30.6%，是近年来同期增收最多，增幅最大的。

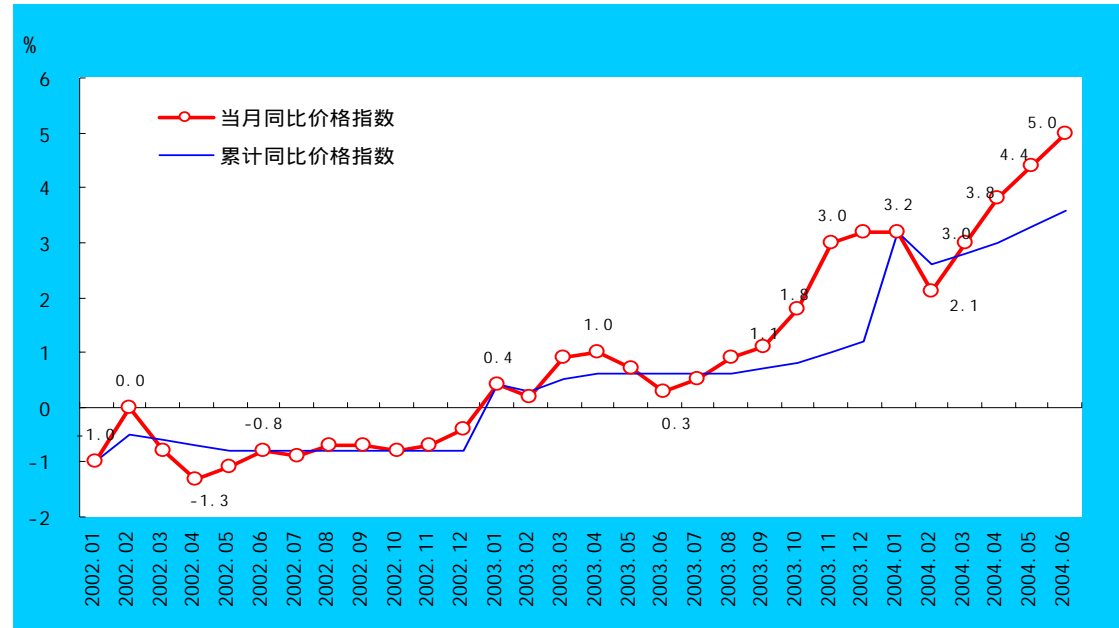
（三）各类价格指数继续攀升

居民消费价格（CPI）继续保持快速上涨态势。上半年，CPI 同比上涨 3.6%，其中一季度同比上涨 2.8%，二季度同比上涨 4.4%，6 月份上涨高达 5%。

生产和投资价格指数继续攀升。6 月份，工业企业原材料购进价格指数同比上涨 11.8%，工业品出厂价格同比上涨 6.4%；农业生产资料价格同比上涨 10.8%，农产品生产价格同比上涨 10.9%，上半年，

固定资产投资价格同比上涨 6.8%。

图 2：居民消费价格同比指数



资料来源：《中国经济景气月报》

主要商品价格继续上涨。6 月份，原油上涨 20.9%，汽油上涨 13.2%，柴油上涨 20.6%，煤油上涨 18.1%；原煤出厂价格比去年同月上涨 18.2%。钢材价格在 4 月和 5 月连续两月下降后出现明显回升。国际航运市场从今年第二季度后也逐渐好转，反映干散货（主要指铁矿石、煤炭和粮食）运费价格的“波罗的海综合运价指数”（BDI 指数³）从 6 月中旬 2700 点的低位开始恢复性上扬，7 月 16 日，BDI 指数回升至 3900 点左右。

三、产业结构有所改善，瓶颈制约未根本缓解

2004 年上半年，产业结构有所改善，第一产业增长 4.9%，比上年同期加快 2.2 个百分点；第二产业增长 11.5%，比上年同期减慢 0.1

³国际干散货市场货物运输增量的相当部分来自中国，故该指数受中国经济形势和经济政策影响很大，是判断中国经济景气的重要参照指标。

个百分点；第三产业增长 8%，比上年同期加快 2 个百分点。

（一）工业结构调整取得积极进展

部分行业过度扩张的势头回落。按照国务院统一部署，各地区、各部门和有关单位全面开展了对钢铁、电解铝、水泥等行业投资项目的清理，加强对项目的审批和用地管理。上半年，钢铁、有色金属、水泥行业投资增幅逐月回落。6 月份，粗钢产量增速由一季度的 26.4% 回落到 13.8%，电解铝、水泥产量增幅分别比一季度回落 9.2 和 10.6 个百分点。

煤电油运供给稳定增加。上半年，全国原煤产量达到 7.43 亿吨，同比增长 14.9%。发电量 9909 亿千瓦时，增长 15.8%。原油产量 8571 万吨，进口量 6102 万吨，分别增长 1.9%、40.3%。铁路货运量 10.6 亿吨，增长 8.7%，其中煤炭运量 4.81 亿吨，增长 12.3%。煤电油运供给均处于多年以来较高增长水平。但煤电油运瓶颈制约尚未根本缓解。电力短缺问题仍然十分严重，20 多个省（市）出现不同程度的拉闸限电现象。此外，由于部分公路运输需求向铁路转移，加剧了铁路运输紧张状况，全国铁路货物运输满足率只有 35% 左右。

（二）房地产宏观调控效果显著

金融机构房地产贷款增速出现下降。根据对高档商品房、别墅、商业用房贷款风险的提示，商业银行在继续加大对经济适用住房开发、购房贷款支持的同时，严格控制豪华别墅及用于投资的购房贷款。截至 2004 年 6 月末，商业性房地产贷款余额达到 2.1 万亿元，同比增长 36.1%，增幅比上月回落 5.3 个百分点。其中，房地产开发商贷

款同比增长 26.3%，贷款余额比上月减少 161 亿元，首次出现余额下降情况。

全国土地开发面积增幅下降。据国家统计局最新公布的统计数字，上半年，全国完成开发土地面积 7920 万平方米，同比增长 11.5%，比去年同期下降 28.5 个百分点，土地购置面积 1.5 亿平方米，同比增长 2.8%。

房地产投资增幅回落。上半年，全国累计完成房地产开发投资 4924 亿元，增长 28.7%，增幅比去年同期回落 5.3 个百分点。其中，商品住宅完成投资 3362 亿元，同比增长 29.7%；办公楼投资 245 亿元，增长 38.3%；商业营业用房投资 614 亿元，增长 33.6%。

开、竣工面积增速明显放缓。上半年，全国累计新开工房屋面积 2.8 亿平方米，增长 15.2%，增幅比上年同期回落 15.8 个百分点；销售面积 1.1 亿平方米，增长 26.3%；竣工面积 9553 万平方米，增长 15.6%，增幅比上年同期回落 24.8 个百分点。

值得注意的是，随着房地产开发投资、新开工面积增速的继续回落，可能导致供需矛盾进一步加剧的预期，推动价格上涨。国家统计局全国三十五个大中城市房地产市场调查显示，二季度我国房屋销售价格比去年同期上涨 10.4%，土地交易价格上涨 11.5%，房屋租赁价格上涨 1.0%。二季度与一季度相比，房屋销售价格上涨 2.3%，土地交易价格上涨 4.1%，房屋租赁价格持平。因此，必须高度关注房地产价格，要加强对大中城市房地产市场的形势分析，针对不同情况采取不同的政策措施，促进房地产业持续、健康发展。

第五部分 预测和展望

一、2004 年国际经济、金融趋势预测

2004 年第一季度以后，全球经济复苏和增长势头进一步加强。预计 2004 年全年世界经济总体将继续稳步增长。据 2004 年 4 月国际货币基金组织预测，2004 年全球经济增长 4.6%，较 2003 年 9 月的预测提高 0.6 个百分点。其中美国增长 4.6%，欧元区增长 1.7%，日本增长 3.4%，发展中国家增长 6%，其中亚洲增长 7.4%，中东欧增长 4.5%，拉美增长 3.9%。IMF 对今年全球经济增长所作的预测是基于油价每桶 30 美元，若原油价格持续高于此假设价 5 美元，则环球经济增长将会降低 0.3%。但 IMF 还表示，随着国际贸易的反弹，实际增长幅度还可能高于这一预期。随着世界经济形势的好转，国际金融市场总体将保持稳步增长的态势。近期的风险仍在于石油价格和能源安全问题。

由于世界经济持续恢复，主要经济体的货币政策可能维持不变。美联储认为，导致近几个月来价格水平上涨的部分因素是暂时性的，同时中长期通胀压力有所上升。即便联邦基金利率提高 25 个百分点以后，货币政策态势仍然是较宽松的。鉴此，在下半年的四次例会上，美联储仍可能适时、适度调整联邦基金目标利率。在全球经济持续复苏，欧元区内需出现实质性增长的情况下，下半年欧元区复苏迹象将渐趋明朗。如果年内欧元区出现明显复苏，美联储连续升息，汇率保持相对稳定，欧央行有可能考虑升息。在没有彻底摆脱通货紧缩之前，日本银行将继续维持宽松的货币政策。

二、2004 年下半年我国宏观经济展望和货币政策趋势

下半年,国内国际环境仍将为经济持续协调健康发展创造有利条件。预计三季度经济增长速度可能略有回落,全年将保持平稳较快增长;三季度消费物价同比上涨幅度可能还会有所扩大,四季度物价涨势有可能趋缓。考虑基数等因素的影响,货币供应量增速在三季度会处于相对较低水平,预计全年可达到预期目标。

专栏 6: 理性预期与宏观经济政策

经济学中的理性预期是经济活动者对经济变量(如价格、利率、利润或收入等)在未来变动幅度的一种有根据的预测。预期从本质上讲是主观的,但经济活动者作出预期并不是凭空想象的,出于谋求利益最大化的目的,他们会充分运用所能获得的各种信息和知识,对其进行综合分析,从而对未来作出判断。人们对宏观经济走势和货币政策选择的预期影响着他们对未来收益和风险的判断,并进一步通过财富效应、替代效应、资产负债效应等途径,作用于信贷、利率和资产价格等变量,进而影响货币政策的传导及其效果。

西方经济学家对预期的关注由来已久,20 世纪 60 年代美国经济学家约翰·穆斯总结过去经济学家对预期的各种论述,将预期归纳为静态预期、外推型预期和适应性预期三种。以价格预期为例,所谓静态预期就是把上一期的实际价格看作为现期的预期价格;外推型预期则将过去的实际价格变动当成是今后也将出现的情况;适应性预期更关注过去预期可能出现的误差,并根据以往的预期误差调整对今后的预期。不过,这三种预期都假定人们只能根据过去的经验对未来作出判断,而把当前可供利用的信息以及人们对政府政策效应的判断统统排除在预期形成机制之外。20 世纪 70 年代,以罗伯特·卢卡斯为代表的理性预期学派以“理性人”假定出发,提出经济活动者为谋取最大利益,总是设法利用过去、现在以及未来一切可获得的信息,对所关心的经济变量在未来的变动状况作出尽可能准确的预测,并认为这种预期才是合乎理性的。该学派还建立了一套数学模型对各种经济变量进行预测,从而将预期在经济学中的重要性大大推进了一步。

理性预期之所以越来越受到国内经济决策者和经济学家的普遍关注,主要是因为它不仅连接着经济事物的现在和未来,而且连接着微观经济和宏观经济。一方面,理性预期会直接影响经济主体的微观决策。从消费者行为看,如果消费者预期通货膨胀率会高于银行存款利率,消费者有可能将货币财富转化为物质财富,抛出货币而购进实物,从而实现了对已持有货币财富的保值,避免因通货膨胀而造成的损失;从生产者行为看,当生产者预期通货膨胀率上升时,考虑到职工

增加工资以及原材料价格上涨的压力,生产者可能会按预期的通货膨胀率来提高其生产产品的价格。特别是当银行贷款利率低于生产者的通货膨胀预期时,生产者有可能多争取贷款,抢购原材料。与通货膨胀伴随出现的消费者抢购风潮以及生产者囤积生产原料的行为都是经济活动者基于对通货膨胀的理性预期而相应采取的对策。另一方面,理性预期也会影响政府经济政策的宏观效果。当一项经济政策出台时,各种微观经济主体会立即根据可能获得的多种信息预测政策的后果,从而很快地作出反应。如果政府政策的信用度高、说服力强,那么有理性的企业和公众就会顺着政府的意图调整各自的经营策略,寻求自己的最大化利益。理性预期的一个重要结论为,公众的预期平均说来是正确的;虽然每一个市场主体的预期不一定正确,但公众预期汇总后得到的平均值是正确的。

目前宏观调控还处在关键阶段,取得的成效是初步的、阶段性的,基础还不巩固。人民银行将继续全面、正确、积极地贯彻落实中央的方针政策和工作部署,牢固树立和认真落实科学的发展观,按照“稳定政策,冷静观察;巩固成果,防止反复;区别对待,调整结构;深化改革,加强法治;统筹兼顾,远近结合;统一思想,形成合力”的原则,进一步落实中央确定的各项宏观调控政策措施,实施稳健货币政策,并根据经济金融运行的变化适时加以完善。密切观察经济金融形势的发展变化,落实好已出台的货币政策措施,准确把握力度和节奏,认真做好货币信贷工作,合理控制货币信贷增长,优化信贷结构。坚持以间接手段为主适时适度调控,提高金融调控的科学性、前瞻性和有效性。合理控制货币信贷总量,优化信贷结构。引导商业银行正确判断市场风险,及时为有市场、有效益、有利于增加就业的企业提供正常流动资金支持,切实支持符合国家产业政策和市场准入条件的项目建设。推进经济结构调整、体制改革和增长方式转变,促进经济持续快速协调健康发展。

（一）灵活运用数量型工具，适度调节金融体系流动性

根据金融体系流动性状况，灵活调节公开市场对冲操作，保证金融机构正常的支付清算和合理的贷款资金需求，保持货币市场利率基本稳定。加强存款准备金、再贷款和再贴现管理，注意货币政策工具的协调配合，合理控制货币信贷总量。

（二）稳步推进利率市场化，更大程度地发挥市场在资源配置中的基础作用

价格型工具的优势在于赋予微观主体根据宏观调控信号调整行为的权利，运用利率等价格杠杆进行调控对银行体系和实体经济可以产生渐进式影响。稳步推进利率市场化，引导金融机构根据货币政策取向和贷款风险等因素，合理确定贷款利率。支持商业银行主动负债和自主定价，提高竞争能力。协调本外币利率政策，促进资本有序流动。

（三）加强窗口指导，优化信贷结构和产业结构

研究与国家产业政策相适应的信贷政策及其实现方式，充分发挥微观主体在信贷结构优化和经济结构调整中的作用。指导商业银行进一步增强风险意识，提高贯彻落实国家产业政策的自觉性和有效性，防止产生新的不良资产，保持可持续的盈利能力。继续引导金融机构加大对煤电油运、农业、高新技术产业、装备制造业和助学等方面的贷款支持，积极主动地为有市场、有效益、有利于增加就业的中小企业提供正常流动资金贷款；继续做好符合国家产业政策和市场准入条件项目的信贷支持工作；认真及时总结消费信贷实践经验，规范发展

消费信贷，促进投资与消费的均衡发展。

（四）加快金融市场建设，提高货币政策传导效率

继续认真贯彻落实国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，抓紧制定我国金融市场发展规划，研究金融市场改革与创新的工作思路，密切跟踪市场工具运用对货币政策和金融稳定的影响。研究允许商业银行开办基金业务的时机和形式。不断完善金融市场规则，加快金融市场的发展和金融产品创新，增强商业银行在金融市场上灵活调整资产和对市场价格及时反应的能力。研究、引导、促进市场新产品、新工具的开发和运用。更好地发挥金融市场在配置资源、风险管理方面的作用，维护金融市场的基本稳定，促进直接融资和间接融资协调发展。

（五）推进金融企业改革，促进金融业可持续发展

加快国有商业银行改革进度，推动中国银行、建设银行完成股份制改造工作。同时，支持交通银行深化股份制改革，尽快完成财务重组等工作。继续研究工商银行、农业银行股份制改革方案。根据国务院统一部署，扩大农村信用社改革试点范围，继续做好农村信用社改革专项资金支持工作。

（六）保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定

观察分析国际经济形势发展趋势和主要国家中央银行货币政策动态，完善人民币汇率形成机制，加强和改进外汇管理，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。