

中国货币政策执行报告

二〇一四年第三季度

中国人民银行货币政策分析小组

2014年11月6日

内容摘要

2014 年第三季度，中国经济继续运行在合理区间。消费平稳增长，进出口有所改善，就业形势稳定，投资增速和物价涨幅有所放缓，经济结构调整步伐加快。第三季度，国内生产总值（GDP）同比增长 7.3%，环比增长 1.9%，居民消费价格（CPI）同比上涨 2.0%。

中国人民银行按照党中央、国务院统一部署，继续实施稳健的货币政策，针对经济运行面临一定下行压力、物价涨幅有所走低的形势，在保持定力的同时主动作为，不断创新宏观调控思路和方式，丰富政策工具，优化政策组合，瞄准经济运行中的突出问题，用调结构的方式适时适度预调微调。灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SL0）适时适度进行双向调节，创设和开展中期借贷便利（MLF）操作，在保持流动性总量适度充裕的同时着力引导市场利率，降低社会融资成本。适当调整宏观审慎政策参数，加大信贷政策支持再贷款和再贴现支持力度，发挥信贷政策的结构引导作用，鼓励金融机构更多地将信贷资源配置到“三农”、小微企业等重点领域和薄弱环节。有序推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，深化外汇管理体制变革。

总体看，各项政策效果逐步显现。银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行，企业融资成本高问题有一定程度缓解。

2014 年 9 月末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.9%。人民币贷

款余额同比增长 13.2%，比年初增加 7.7 万亿元，同比多增 4045 亿元。小微企业和涉农贷款增速均高于各项贷款增速。前三季度社会融资规模为 12.84 万亿元。9 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.97%，比上月下降 0.12 个百分点，比上年 12 月份下降 0.23 个百分点。9 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.1525 元，比 6 月末升值 3 个基点。

国际金融危机后全球经济进入深刻的再平衡调整期，中国经济也正处于增速换挡、结构调整和前期政策消化三期叠加的阶段。需要从经济发展规律和新常态视角观察和分析中国经济运行。房地产市场调整、环境污染治理和制造业增速放缓短期内会对经济增速产生一定影响，但随着新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化协同推进，经济增长方式转变，宏观政策调控方式的创新和完善，中国经济中长期将实现更可持续和更高质量的增长。在经济结构调整过程中，一定阶段内经济下行压力和潜在风险暴露可能会有所增大，经济结构调整和转变发展方式的任务更显紧迫。

中国人民银行将按照党中央、国务院的战略部署，贯彻稳中求进、改革创新和宏观政策要稳、微观政策要活的要求，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险，继续实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，坚持“总量稳定、结构优化”的取向，既保持定力又主动作为，根据经济基本面变化适时适度预调微调，增强调控的灵活性、针对性和有效性，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展、可持续发展。综合运用数量、

价格等多种货币政策工具，健全宏观审慎政策框架，丰富和优化政策组合，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。盘活存量，优化增量，改善融资结构和信贷结构。同时，寓改革于调控之中，把货币政策调控与深化改革紧密结合起来，更充分地发挥市场在资源配置中的决定性作用。针对金融深化和创新发展的，进一步完善调控模式，疏通传导机制，通过增加供给和竞争改善金融服务，提高金融运行效率和服务实体经济的能力，多措并举，降低实体经济融资成本。采取综合措施维护金融稳定，守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币总量增速趋稳.....	1
二、金融机构存款增长有所放缓.....	3
三、金融机构贷款增长平稳.....	4
四、社会融资规模保持适度，融资结构优化.....	6
五、金融机构贷款利率回落，企业融资成本高问题有所缓解.....	7
六、人民币汇率弹性增强.....	10
七、跨境人民币业务保持平稳发展.....	10
第二部分 货币政策操作	13
一、灵活开展公开市场操作.....	13
二、创设和开展中期借贷便利操作.....	14
三、加强宏观审慎管理，继续发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节和结构引导作用.....	15
四、加大信贷政策支持再贷款发放力度，支持金融机构扩大“三农”和小微企业信贷投放.....	17
五、加强窗口指导和信贷政策引导.....	18
六、完善人民币汇率形成机制.....	19
七、深入推进金融机构改革.....	20
八、深化外汇管理体制改革的.....	22
第三部分 金融市场分析	22
一、金融市场运行.....	23
二、金融市场制度性建设.....	31
第四部分 宏观经济分析	33
一、世界经济金融形势.....	33
二、中国宏观经济运行.....	34
第五部分 货币政策趋势	50
一、中国宏观经济展望.....	50
二、下一阶段主要政策思路.....	53

专栏

专栏 1 如何看待近期货币增速变化.....	1
专栏 2 开展跨境人民币业务五周年回顾.....	11
专栏 3 关于合意贷款问题.....	15
专栏 4 中国区域经济发展.....	41

表

表 1 2014 年前三季度分机构人民币贷款情况.....	5
表 2 2014 年前三季度社会融资规模.....	7
表 3 2014 年 1-9 月金融机构人民币贷款各利率区间占比.....	9
表 4 2014 年 1-9 月大额美元存款与美元贷款平均利率.....	9
表 5 2014 年第三季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量.....	20
表 6 2014 年前三季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况... ..	23
表 7 2014 年第三季度利率衍生产品交易情况.....	24
表 8 2014 年前三季度各类债券发行情况.....	27
表 9 2014 年 9 月末主要保险资金运用余额及占比情况.....	30
表 10 主要经济体宏观经济金融指标.....	33

图

图 1 跨境贸易人民币结算情况.....	11
图 2 银行间市场国债收益率曲线变化情况.....	26
图 3 各地区生产总值增速与占比.....	41
图 4 各地区第二产业固定资产投资占比.....	42

第一部分 货币信贷概况

2014 年第三季度，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资增长平稳，贷款结构继续改善。

一、货币总量增速趋稳

2014 年 9 月末，广义货币供应量 M2 余额为 120.2 万亿元，同比增长 12.9%，比上月末高 0.1 个百分点，比 6 月末低 1.8 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额为 32.7 万亿元，同比增长 4.8%，比 6 月末低 4.1 个百分点。流通中货币 M0 余额为 5.9 万亿元，同比增长 4.2%，比 6 月末低 1.1 个百分点。前三季度现金净投放 274 亿元，同比少投放 1560 亿元。近期货币增速有所放缓，总体看是经济结构调整、表外融资收缩、部分财务软约束部门扩张放缓以及对同业业务监管加强等在货币运行上的反映。

9 月末，基础货币余额为 28.5 万亿元，同比增长 8.4%，比年初增加 1.4 万亿元。货币乘数为 4.21，比 6 月末低 0.11。金融机构超额准备金率为 2.3%。其中，农村信用社为 4.9%。

专栏 1 如何看待近期货币增速变化

2014 年三季度以来，广义货币 M2 同比增速出现一定回落。7 月、8 月分别较上月回落 1.2 个和 0.7 个百分点。按可比口径测算，9 月末 M2 增长 12.9%，较上月回升 0.1 个百分点，较 6 月末回落 1.8 个百分点，较上年末回落 0.7 个百分点。各方面对货币增速的变化关注较多，也有人将此简单视为经济下行的表现。实际上，从结构化的视角有助于对此进行更全面、客观的观察和理解。

M2 是一个总量概念，其变化取决于不同货币派生渠道的变化，而这些变化

背后往往映射出经济结构的调整和改变。银行发放贷款、进行证券投资、购买外汇以及开展部分同业业务等都会派生存款，从而形成货币供给，相反银行发行债券、股票以增加资本金时，会反向减少全社会存款，从而减少货币供给，因此我们需要观察这些影响货币供给的渠道究竟发生了怎样的变化。从货币派生渠道看，2014年以来信贷投放总体较为平稳，1-9月份新增人民币贷款7.68万亿元，同比多增4045亿元，并不是引起M2增速回落的主要原因。比较而言，导致近期M2增速回落的主要原因是银行同业业务融资等出现较快收缩，同时银行资本增加、外汇占款相对减少等也产生了一定影响。近两年来，在融资需求旺盛的大背景下，部分商业银行通过不规范的同业业务、证券投资等科目，向房地产、部分软约束及政策限制性领域提供了较多融资。随着经济结构调整步伐加快，这些部门的需求出现一定变化，加之同业业务监管等措施强化，三季度以来这部分融资出现收缩，从而减少了货币派生。随着近期对存款偏离度的监管加强，商业银行“冲存款”现象也有所减少。此外，巴塞尔协议III实施后，商业银行加大了资本补充力度，三季度银行资本增加相对较多也减少了全社会货币供给。随着国际收支变化，外汇占款减少，三季度外汇占款增加78亿元，同比少增1214亿元，这也会减少货币供给。货币增速放缓与社会融资总量变化是吻合的。2014年第三季度，表外融资（包括信托贷款、委托贷款、未贴现的银行承兑汇票）净减少3106亿元，同比少增1.5万亿元，占到当季社会融资总量同比少增量的97%。

总体看，近期M2增速变化是经济结构调整、表外融资收缩、部分软约束部门扩张放缓以及监管措施强化在货币运行上的反映。不规范的同业业务收缩、“冲存款”行为减少有其正面意义，不仅有利于堵塞金融体系漏洞、增强金融体系稳定性，也有利于抑制全社会杠杆水平过快上升，一定程度上看是宏观调控希望看到的结果。随着第三产业在经济中的占比上升，由于其融资强度要明显低于第二产业，对资金的需求会有所下降。从商业银行行为看，2014年以来坏账核销和不良贷款暴露都有所加快，同时商业银行的风险偏好趋于下降，向高风险和软约束部门的融资减少，这也有利于推动结构调整、优化金融配置，使资金更有效地流向成长性、前景好的部门，并降低全社会融资成本。当然，若总量收缩过快也可能对整体经济产生不利影响。

值得注意的是，目前M2增速较名义GDP增速高出四个多百分点，明显超出

2000-2013 年的平均水平（剔除较为特殊的 2009 年后只有 1.5 个百分点），M2 存量已超过 120 万亿元，M2/GDP 在 200%左右，在存量货币池子已经很大的情况下，这样的货币供给并不算慢。与财政支出不同，货币投放后并不会消失，而是会形成存量积累继续在经济运行中发挥作用，关键是要提高货币周转的效率，否则存量货币会越积越多，长期看会对通胀乃至经济产生不利影响。还应看到，随着市场深化和金融创新加快发展，影响货币供给的因素更加复杂，货币波动性增大，准确统计货币的难度也在增加，货币指标的信号指示意义及其与经济增长、通货膨胀之间的稳定关系也在逐步变化，因此不宜对货币增速的短期变化过度解读。

在金融发展和金融创新加快的大背景下，应当更多地从市场利率的角度观察和评估货币金融条件。9 月份，同业拆借和债券回购加权平均利率分别为 2.97% 和 2.93%，比上月回落 0.20 个和 0.18 个百分点，比上年 12 月份低 1.19 个和 1.34 个百分点。国债收益率、企业债收益率、贷款利率等也均出现不同程度下行。总体看，货币政策根据经济基本面变化加强预调微调，保持了中性适度的货币条件。

二、金融机构存款增长有所放缓

9 月末，全部金融机构（含外资金融机构，下同）本外币各项存款余额为 116.4 万亿元，同比增长 10.0%，增速比 6 月末低 3.1 个百分点，比年初增加 9.2 万亿元，同比少增 2.3 万亿元。人民币各项存款余额为 112.7 万亿元，同比增长 9.3%，增速比 6 月末低 3.3 个百分点，比年初增加 8.3 万亿元，同比少增 3.0 万亿元。主要是三季度存款增长明显放缓，当季减少 9504 亿元，同比多减 3.1 万亿元，其中不规范的同业业务收缩、“冲存款”行为减少导致存款派生相应缩减是主要原因。外币存款余额为 6053 亿美元，同比增长 34.9%，比年初增加 1402 亿美元，同比多增 1017 亿美元，与 2012 年同期增量基本持平。值得注意的是，人民币存款三季度末波动性明显减小，9

月份最后一天存款新增 6998 亿元，同比少增 4342 亿元，存款偏离度监管要求强化的效果有所显现。

从人民币存款部门分布看，各部门存款增速都有所回落。9 月末，住户存款余额为 49.8 万亿元，同比增长 9.1%，增速比 6 月末低 2.9 个百分点，比年初增加 3.7 万亿元，同比少增 1.3 万亿元。非金融企业存款余额为 37.0 万亿元，同比增长 5.5%，增速比 6 月末低 4.2 个百分点，比年初增加 1.1 万亿元，同比少增 1.3 万亿元。财政存款余额为 4.1 万亿元，比年初增加 1.1 万亿元，同比少增 3427 亿元。非存款类金融机构存款余额为 8.5 万亿元，同比增长 58.7%，增速比 6 月末低 7.5 个百分点，比年初增加 2.7 万亿元，同比多增 2.2 万亿元。

三、金融机构贷款增长平稳

9 月末，全部金融机构本外币贷款余额为 84.7 万亿元，同比增长 13.0%，比 6 月末低 0.7 个百分点，比年初增加 8.1 万亿元，同比多增 4138 亿元。9 月末，人民币贷款余额为 79.6 万亿元，同比增长 13.2%，增速与前两个月末基本持平、比 6 月末低 0.8 个百分点，比年初增加 7.7 万亿元，同比多增 4045 亿元。

从人民币贷款部门分布来看，住户贷款增速高位有所放缓，非金融企业及其他部门贷款增长相对平稳。9 月末，住户贷款余额为 22.5 万亿元，同比增长 17.2%，增速比 6 月末下降 2.1 个百分点，仍明显高于全部贷款增速，比年初增加 2.7 万亿元，同比少增 4155 亿元。其中，个人住房贷款比年初增加 1.2 万亿元，同比基本持平。个人住房贷款增量占比仍处于较高水平，前三季度增量在全部新增贷款中占

比为 16.0%，高于 2010-2013 年平均水平。9 月末，非金融企业及其他部门人民币贷款余额为 56.9 万亿元，同比增长 11.8%，比前两个月末均高 0.2 个百分点，比 6 月末低 0.3 个百分点，比年初增加 5.0 万亿元，同比多增 8183 亿元。

从人民币贷款期限分布看，中长期贷款增长较快，短期贷款增长放缓。9 月末，中长期贷款余额为 44.4 万亿元，同比增长 13.4%，比年初增加 4.5 万亿元，同比多增 6632 亿元。中长期贷款增量在全部贷款增量中占比为 59.2%，比上年同期高 5.8 个百分点。其中，固定资产贷款投放贡献较多，前三季度新增 2.3 万亿元，同比多增 5099 亿元，9 月末增速为 12.3%，较上年同期高 1.3 个百分点，成为稳定投资的重要助力。9 月末，短期贷款余额为 31.2 万亿元，同比增长 11.1%，比 6 月末低 4.3 个百分点。票据融资增加较多，前三季度新增 7383 亿元，同比多增 7279 亿元，二季度以来投放明显较快，银行体系资金较为充裕以及票据贴现利率的下行等均是推动因素。分机构看，中资全国性大型银行和中资区域性中小型银行贷款同比多增较多。

表 1 2014 年前三季度分机构人民币贷款情况

单位：亿元

	2014 年前三季度		2013 年前三季度	
	新增额	同比多增	新增额	同比多增
中资全国性大型银行 ^①	36628	3410	33218	2174
中资全国性中小型银行 ^②	20951	-1982	22933	4426
中资区域性中小型银行 ^③	12987	3438	9550	-373
小型农村金融机构 ^④	11864	-203	12067	1069
外资金融机构	436	182	253	-306

注：①中资全国性大型银行是指本外币资产总量大于等于2万亿元的银行(以

2008年末各金融机构本外币资产总额为参考标准)。②中资全国性中小型银行是指本外币资产总量小于2万亿元且跨省经营的银行。③中资区域性中小型银行是指本外币资产总量小于2万亿元且不跨省经营的银行。④小型农村金融机构包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社。

数据来源：中国人民银行。

外币贷款平稳增长。9月末，金融机构外币贷款余额为8383亿美元，同比增长9.5%，比年初增加615亿美元，同比少增208亿美元。从投向看，短期单位经营贷款增加324亿美元，同比多增153亿美元，境外贷款增加223亿美元，与上年同期基本持平，对进出口及“走出去”的信贷支持力度仍然较大。

四、社会融资规模保持适度，融资结构优化

初步统计，前三季度社会融资规模12.84万亿元，比上年同期少1.12万亿元，为历史同期次高水平。其中，第三季度社会融资规模2.31万亿元，比上年同期少1.51万亿。

从结构看，前三季度社会融资规模主要有以下特点：一是人民币贷款增加较多，占比明显上升。前三季度人民币贷款占同期社会融资规模的59.8%，比上年同期高7.7个百分点。二是信托贷款和未贴现银行承兑汇票显著缩量，表外融资同比大幅少增。随着经济结构调整步伐加快，监管措施强化，原来通过表外融资的部分软约束及政策限制领域需求出现一定变化，这部分融资出现收缩，部分表外融资转到了表内。前三季度实体经济以委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票方式合计融资2.27万亿元，比上年同期少1.78万亿元，占同期社会融资规模的17.6%，比上年同期低11.4个百分点。三是债券和股票融资双双大幅增加，拉动直接融资金额和占比均创历史同期最

高水平。前三季度非金融企业境内债券和股票合计融资 2.12 万亿元，比上年同期多 4271 亿元；占同期社会融资规模的 16.6%，比上年同期高 4.4 个百分点。直接融资的比例提高，表明融资结构有所优化，也有助于企业降低融资成本。此外，外币贷款低于上年同期。

表 2 2014 年前三季度社会融资规模

单位:亿元

时期	社会融资规模 ^①	其中:						
		人民币贷款 ^③	外币贷款 (折合人民币)	委托贷款	信托贷款	未贴现 银行承兑 汇票	企业 债券	非金融 企业境内 股票融资
2013 年前三季度	139681	72787	5165	18200	15856	6361	15323	1625
2014 年前三季度 ^②	128441	76832	3756	17871	3602	1188	18186	3033

注：①社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额，是增量概念。②当期数据为初步统计数。③表中的人民币贷款为历史公布数。

数据来源：中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司和中国银行间市场交易商协会等。

五、金融机构贷款利率回落，企业融资成本高问题有所缓解

8 月份，《国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》（国办发〔2014〕39 号）发布，人民银行会同相关部门采取多项措施，并督促商业银行落实好有关政策。一方面，运用多种货币政策工具组合保持信贷合理增长、改善信贷结构。灵活双向调节流动性，在保持流动性总体适度的前提下，加大支农再贷款力度，运用中期借贷便利工具（MLF）为符合宏观审慎要求的商业银行提供资金支持，通过抵押补充贷款工具（PSL）为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度，进一步改进宏观审慎管理指标，逐步扩大地方法人等中小金融机构和对棚改、稳外贸支持力度

较大金融机构的信贷投放空间。适时运用价格杠杆引导市场利率适当下行，7月、9月和10月三次下调14天期正回购操作利率共40个基点，自9月份起适度下调PSL资金利率。另一方面，督促金融机构完善考核评价指标体系、清理整顿不合理金融服务收费、提高贷款审批和发放效率。此外，大力发展直接融资，规范同业和理财业务。

在相关部门、金融机构的协调配合和共同努力下，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。9月末，银行间市场3年期、7年期AA级企业债的到期收益率分别为5.78%和6.62%，较上年末下降1.57个和0.84个百分点。9月份，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.97%，比上月下降0.12个百分点，比上年12月份下降0.23个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为7.33%，比上月下降0.11个百分点；票据融资加权平均利率为5.22%，与上月基本持平。个人住房贷款加权平均利率为6.96%，比上月下降0.05个百分点。

从利率浮动情况看，2014年以来，执行上浮利率的贷款占比波动中小幅上升，这一方面与金融创新背景下理财等新业务快速发展导致银行筹资成本上升有关，另一方面也与经济结构调整过程中部分地区、行业信贷资产质量有所下降导致风险溢价上升有关。随着降低企业融资成本各项措施逐步落实，9月份执行下浮、基准利率的贷款占比出现上升，执行上浮利率的贷款占比下降。一般贷款中执行下浮、基准利率的贷款占比分别为8.31%和20.43%，较上月分别上升0.81个和1.63个百分点；执行上浮利率的贷款占比为71.26%，比上月下降2.44个百分点。当然也要看到，“融资贵”成因复杂，债务率高和

风险溢价上升是重要原因，解决这些问题需要标本兼治，加快经济结构调整和改革步伐。

表 3 2014 年 1-9 月金融机构人民币贷款各利率区间占比

单位：%

月份	下浮	基准	上浮					
			小计	(1.0, 1.1]	(1.1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0 以上
1 月	8.20	22.81	68.99	17.90	27.39	11.00	9.78	2.92
2 月	7.56	24.96	67.48	20.61	26.09	10.13	8.05	2.60
3 月	8.35	21.40	70.25	18.81	27.69	11.17	9.56	3.02
4 月	6.14	20.60	73.26	20.20	28.47	11.93	9.69	2.97
5 月	7.35	19.81	72.84	20.45	28.12	11.97	9.52	2.78
6 月	9.32	21.57	69.11	20.24	26.71	11.19	8.42	2.55
7 月	8.23	19.68	72.09	19.35	27.78	12.46	9.69	2.81
8 月	7.50	18.80	73.70	18.28	29.35	13.21	9.81	3.05
9 月	8.31	20.43	71.26	19.01	28.18	12.29	9.00	2.78

数据来源：中国人民银行。

外币存贷款利率在国际金融市场利率波动、境内外币资金供求变化等因素的综合作用下，总体较 6 月份有所下降。9 月份，活期、3 个月以内大额美元存款加权平均利率分别为 0.14%和 0.83%，比 6 月份分别下降 0.08 个和 1.16 个百分点；3 个月以内、3（含）-6 个月美元贷款加权平均利率分别为 2.53%和 2.51%，比 6 月份分别下降 0.34 个和 0.52 个百分点。

表 4 2014 年 1-9 月大额美元存款与美元贷款平均利率

单位：%

月份	大额存款						贷款				
	活期	3 个月以内	3（含 3 个月）—6 个月	6（含 6 个月）—12 个月	1 年	1 年以上	3 个月以内	3（含 3 个月）—6 个月	6（含 6 个月）—12 个月	1 年	1 年以上
1 月	0.21	2.41	3.43	3.48	3.54	2.68	2.82	2.90	3.14	2.88	3.56
2 月	0.20	2.50	3.54	3.68	3.66	3.08	3.08	3.13	3.46	3.10	3.08

3月	0.25	2.60	3.68	3.63	3.85	2.72	3.08	3.20	3.35	3.30	3.16
4月	0.27	2.45	3.56	3.70	3.66	2.81	3.11	3.24	3.59	3.52	3.47
5月	0.26	2.21	3.24	3.43	3.58	2.83	2.97	3.09	3.45	3.52	3.63
6月	0.22	1.99	3.03	3.17	3.69	2.78	2.87	3.03	3.37	3.42	3.45
7月	0.21	1.59	2.72	2.96	3.47	2.48	2.73	2.97	3.32	3.24	3.72
8月	0.19	1.09	2.13	2.77	3.06	2.16	2.61	2.66	3.01	2.89	3.39
9月	0.14	0.83	1.76	2.30	2.40	1.18	2.53	2.51	2.67	2.74	3.55

数据来源：中国人民银行。

六、人民币汇率弹性增强

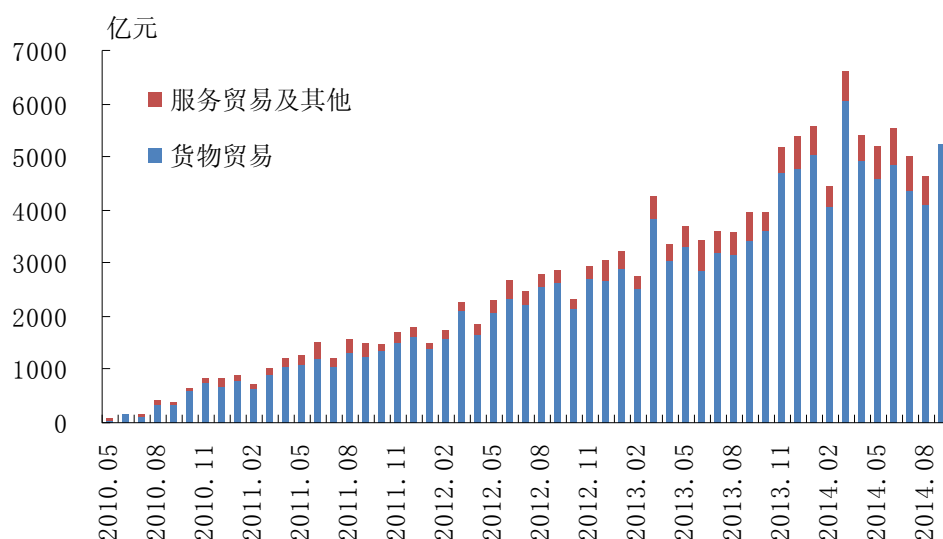
第三季度，人民币汇率保持基本稳定，双向浮动特征明显，汇率弹性增强，人民币汇率预期总体平稳。9月末，人民币对美元汇率中间价为6.1525元，比6月末升值3个基点，升值幅度为0.005%。2005年人民币汇率形成机制改革以来至2014年9月末，人民币对美元汇率累计升值34.52%。根据国际清算银行的计算，第三季度，人民币名义有效汇率升值4.50%，实际有效汇率升值4.97%；2005年人民币汇率形成机制改革以来至2014年9月，人民币名义有效汇率升值34.11%，实际有效汇率升值43.36%。

七、跨境人民币业务保持平稳发展

初步统计，第三季度银行累计办理跨境贸易人民币结算业务¹1.53万亿元，同比增长36.7%。其中，货物贸易结算金额为1.24万亿元；服务贸易及其他经常项目结算金额为0.29万亿元。跨境贸易人民币结算实收6511.2亿元，实付8825.6亿元，收付比为1:1.36。直接投资方面，第三季度银行累计办理人民币跨境直接投资结算金额2509.6亿元，同比增长68.4%，其中，人民币对外直接投资结算金额

¹ 自8月份开始，无货物报关的转口贸易，由服务贸易调整到货物贸易进行统计，货物贸易金额扩大，服务贸易金额相应减少，历史数据一并调整。

为 472.1 亿元，同比增长 56.1%；外商直接投资结算金额为 2037.5 亿元，同比增长 71.6%。



数据来源：中国人民银行。

图 1 跨境贸易人民币结算情况

专栏 2 开展跨境人民币业务五周年回顾

随着中国经济发展、对外贸易规模扩大和金融开放程度提高，境外逐渐产生对人民币的需求，人民币开始跨境流通，但起初主要分布在边境地区。2004 年港澳地区开办了跨境人民币业务，业务量增长迅猛但规模不大。2008 年国际金融危机爆发后，美元等主要国际结算货币大幅波动，境内外企业使用人民币进行跨境贸易结算的需求迅速上升，上海、广东等地陆续向国务院申请开展跨境贸易人民币结算试点。在此背景下，经国务院批准，人民银行牵头开展跨境贸易人民币结算试点有关工作，允许境内试点地区企业在对外贸易结算中使用人民币，并将境外人民币使用范围扩展到全球。五年来，人民银行会同有关部门遵循“低调务实有效推动、尊重市场顺应需求、循序渐进风险可控”的原则，逐步建立起人民币跨境使用的政策框架和管理机制。

一是充分便利人民币跨境贸易结算和使用。经国务院批准，2009 年 7 月，上海市和广东省四城市（广州、深圳、珠海、东莞）开展跨境贸易人民币结算试点，2010 年 6 月和 2011 年 8 月两次扩大试点，将跨境贸易人民币结算境内地域

范围扩大至全国，凡从事进出口货物和服务贸易及其他经常项目的国内企业均可自主选择以人民币计价、结算和收付，个人从事货物和服务贸易也可用人民币结算。在贸易、投资、国际收支等涉外经济统计、核算、管理中逐步采用人民币为主要计价货币。到 2014 年前三季度跨境人民币结算金额已超过 4.8 万亿元，人民币已成为我国国际收支中第二大跨境支付货币，占全部跨境收支的比重已接近 25%，货物贸易进出口的人民币结算比重则超过 15%。与我国发生跨境人民币收付的国家达到 174 个。通过跨境人民币业务，企业可以规避汇率风险、节约财务成本，银行可以为企业跨境贸易投资及金融交易等提供更多、更贴近实际需求的金融产品和服务，企业和银行从跨境人民币业务中得到了实实在在的好处。总的看，经常项目的人民币跨境使用已实现全覆盖和充分便利化。

二是积极开展人民币跨境直接投资结算和使用。配合跨境贸易人民币结算试点，2011 年 1 月，允许境内机构以人民币进行对外直接投资，2011 年 10 月允许境外投资者以人民币到境内开展直接投资，2013 年 9 月允许境外投资者使用人民币投资境内金融机构。目前人民币境外直接投资、对外直接投资规模已达 1.67 万亿元。

三是稳妥有序扩大人民币跨境金融投资。2010 年 8 月允许境外机构进入银行间债券市场投资，2011 年 12 月，开展人民币境外合格机构投资者（RQFII）试点，支持境外机构在境内银行间债券市场发行人民币债券，适度拓宽人民币回流渠道，逐步形成人民币“出得去、回得来”的良性循环机制。截至 2014 年 9 月，177 家境外机构获准进入银行间债券市场；RQFII 试点额度达 7400 亿元，86 家境外机构获得试点资格，累计获批投资额度 2833 亿元。

四是进行配套安排，有序促进离岸人民币市场发展。经国务院批准，继港澳台地区之后，先后在新加坡、伦敦、法兰克福、首尔、巴黎和卢森堡等地确定一家中资银行作为当地人民币业务清算行，在当地建立人民币清算安排。拓展人民币境外循环使用的渠道和机制，支持人民币逐步成为区域计价、结算及投融资货币。

五是本币使用的国际合作不断深化。伴随跨境人民币业务的开展，2009 年以来至 2014 年 10 月 31 日，人民银行先后与 26 个境外央行或货币当局签署双边本币互换协议，总额度将近 2.9 万亿元。人民币与欧元、日元、英镑、澳大利亚

元、新西兰元、新加坡元、马来西亚林吉特、俄罗斯卢比等实现了直接交易。一些央行或货币当局已经或者准备将人民币纳入其外汇储备，人民币已成为全球第七大储备货币。本币合作在深化国际经贸金融交往、维护国际金融体系稳定等方面发挥着越来越积极的作用。

第二部分 货币政策操作

2014年第三季度，中国人民银行按照党中央、国务院统一部署，继续实施稳健的货币政策，针对经济运行面临一定下行压力、物价涨幅有所走低的形势，保持定力、主动作为，不断创新宏观调控思路和方式，丰富政策工具，优化政策组合，瞄准经济运行中的突出问题，用调结构的方式适时适度预调微调，注意保持流动性适度充裕和货币市场利率平稳运行，引导信贷平稳增长和结构优化，特别是加大对小微企业、“三农”和中西部地区的信贷支持，在促进实体经济发展中发挥了重要作用。

一、灵活开展公开市场操作

继续发挥公开市场操作的预调微调功能，结合各阶段流动性供求变化合理把握公开市场正回购操作的力度和频率，有效应对多种因素引起的短期流动性波动。第三季度，累计开展正回购操作4380亿元。不断优化操作期限品种。根据短期流动性供求复杂多变的特点，适时将公开市场正回购操作期限由28天期缩短至14天期，进一步提高流动性管理的针对性和有效性。

加强对市场环境和市场利率走势的分析监测，结合市场利率走势

变化适时增强公开市场操作利率弹性，第三季度公开市场 14 天期正回购操作利率先后两次分别下行 10 个基点和 20 个基点，既实现了对市场预期的有效引导，也有助于促进货币市场的平稳运行。截至 9 月末，14 天期正回购操作利率为 3.5%，较二季度下降了 30 个基点。10 月份 14 天期正回购操作利率进一步下行 10 个基点。

适时开展中央国库现金管理操作。第三季度共开展了 3 期国库现金管理商业银行定期存款业务，操作规模共计 1600 亿元，其中 3 个月期 1100 亿元，6 个月期 500 亿元。

二、创设和开展中期借贷便利操作

当前银行体系流动性管理不仅面临来自资本流动变化、财政支出变化及资本市场 IPO 等多方面的扰动，同时也承担着完善价格型调控框架、引导市场利率水平等多方面的任务。为保持银行体系流动性总体平稳适度，支持货币信贷合理增长，中央银行需要根据流动性需求的期限、主体和用途不断丰富和完善工具组合，以进一步提高调控的灵活性、针对性和有效性。基于上述考虑，2014 年 9 月，中国人民银行创设了中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）。中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，采取质押方式发放，并提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。

9 月和 10 月，中国人民银行通过中期借贷便利向国有商业银行、股份制商业银行、较大规模的城市商业银行和农村商业银行等分别投

放基础货币 5000 亿元和 2695 亿元，期限均为 3 个月，利率为 3.5%，在提供流动性的同时发挥中期政策利率的作用，引导商业银行降低贷款利率和社会融资成本，支持实体经济增长。总体看，在外汇占款渠道投放基础货币出现阶段性放缓的情况下，中期借贷便利起到了补充流动性缺口的作用，有利于保持中性适度的流动性水平。

根据货币市场流动性总体情况，第三季度人民银行未开展常备借贷便利操作，常备借贷便利余额保持为 0。

三、加强宏观审慎管理，继续发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节和结构引导作用

继续运用差别准备金动态调整机制加强宏观审慎管理。根据国内外经济金融形势变化、金融机构稳健性状况和信贷政策执行情况，对差别准备金动态调整机制的有关参数进行调整。第三季度，人民银行进一步调整了与小微企业、涉农贷款等信贷政策执行情况相关的政策参数，并适当加大了对支小支农贷款较多的中小金融机构的调整力度，继续鼓励和引导金融机构提高对小微企业、“三农”及中西部欠发达地区的贷款比例，引导信贷合理增长。

专栏 3 关于合意贷款问题

近期媒体多次提及的所谓“合意贷款”，实际就是指差别准备金动态调整机制，其核心内容是指金融机构适当的信贷投放应与其自身的资本水平以及经济增长的合理需要相匹配。其中，资本约束不仅包含过去 8% 的最低资本要求，还包含逆周期资本、系统重要性附加资本、储备资本等基于宏观审慎的资本要求；经济增长的合理需要意味着整体信贷增速不应过多偏离经济预期增长目标。信贷扩张越快，偏离合意水平越多，未来积累的风险就可能越大，因此资本要求就会相

应提高，以此来抑制金融扩张的顺周期波动，防范系统性风险积累，保障金融支持实体经济的可持续性。合意贷款是建立在资本约束基础上的一种透明、规则化的宏观审慎政策工具，有别于行政性的规模管制。

合意贷款工具在当前宏观调控环境中仍有其合理性，是以新型宏观审慎工具消化前期刺激政策影响的一种选择。应当看到，调控框架的选择要综合考量各方面制约因素，并符合经济发展阶段的要求。在应对国际金融危机一揽子刺激措施显现成效、经济复苏态势逐步巩固后，人民银行按照国务院部署即开始引导货币条件回归常态。但当时各方面意见不统一，来自市场的压力很大，而利率、准备金等工具的信号作用又比较强，需要借助于宏观审慎措施，通过引导商业银行更稳健经营来抑制其过度扩张。人民银行多年来都强调向市场化的间接调控方式转型，包括更多发挥流动性管理和价格型工具的作用。但价格工具的运用也受到多种因素掣肘，如流动性约束和较大幅度调整利率难以被接受、部分微观主体对利率敏感性不够、汇率市场化进程仍需推进等，因此还必须借助于宏观审慎等政策工具发挥必要作用。未来随着形势变化和改革推进，调控工具自然会有不同选择。

合意贷款具有透明、规则化以及动态调整的特点。金融机构可根据既定公式和相关参数自行测算合意贷款增速，并了解宏观政策取向和导向。这在最大程度上限制了人为的自由裁量权，也体现出其与传统贷款规模分配的根本区别。当然，执行中也存在一些复杂因素，如部分农信社资本充足率长期低于监管要求甚至为负，若严格执行规则标准，本应收缩贷款，这在一些缺乏金融服务的偏远、贫困地区可能对当地经济发展产生较大影响。再如，近年来村镇银行等新设机构较多，缺乏足够历史数据。这些特殊性要求有一定灵活度。合意贷款也是动态调整的，能够适时反映宏观形势以及金融机构自身经营状况的变动情况。一方面，金融机构自身资本充足水平等因素的动态变化，会引起合意贷款变化；另一方面，央行根据宏观形势等变动也会适时调整宏观审慎政策参数。整体看，宏观审慎工具实施以来，信贷投放总体适度，符合经济发展的要求，结构也更趋合理。

合意贷款增速通常是年度贷款增速，年内的贷款进度由金融机构根据实体经济的实际贷款需求以及自身流动性状况和经营战略等自主安排。总体上，合意贷款按照大体均衡、不大起大落的原则把握，但根据实体经济的实际贷款需求情况也有一定弹性和灵活度。尤其是农村金融机构可结合农业季节性规律，灵活安排

贷款节奏。一般而言农村金融机构前几个季度贷款比例较高，与季节性规律基本相符。

对合意贷款和定向降准之间的关系也要合理看待。在保持宏观稳定、货币信贷增长不过快的前提下，2014年以来人民银行根据经济形势变化数次调整了宏观审慎管理指标，适度拓宽合意贷款空间，增量大于定向降准释放的资金量。一些金融机构主要由于资本实力不足，信贷扩张受到限制。定向降准主要发挥信号作用，通过建立信贷结构优化的正向激励机制，引导金融机构进一步提高小微企业、涉农信贷投放比例，并不能理解为“放水”扩张总量。不少金融机构的小微企业、涉农贷款比例还有提升空间，潜力在于存量结构的改善，如果能够压缩其他类贷款，将收回再贷以及新增贷款中的更高比例投向小微企业、涉农贷款，就能在总量一定的条件下使这些领域得到更多支持。定向降准可以起到辅助作用，但不能取代市场对资金流向的决定作用。提升金融机构支小支农意愿和能力，还需治本措施切实跟进。如落实小微企业财税支持政策、增强中小金融机构资本实力、加快设立民营中小银行、解决财务软约束主体无效占用过多资源等。

四、加大信贷政策支持再贷款发放力度，支持金融机构扩大“三农”和小微企业信贷投放

为贯彻落实国务院常务会议关于“加大支农、支小再贷款和再贴现力度”的要求，提高金融服务“三农”、小微企业等国民经济薄弱环节的能力，第三季度，人民银行加大支农再贷款和再贴现支持力度，引导金融机构扩大“三农”、小微企业信贷投放。同时，进一步完善支农再贷款和再贴现管理，要求农村金融机构借用支农再贷款发放的涉农贷款平均利率低于其他同档涉农贷款平均利率；对涉农、小微企业票据优先办理再贴现并要求再贴现票据的贴现利率低于同档平均利率，促进降低社会融资成本。对鲁甸地震灾区金融机构发放的支农、支小再贷款利率分别在正常支农、支小再贷款利率基础上降低1百分

点，支持灾区恢复重建工作。9月末，全国支农再贷款余额 2148 亿元，比年初增加 464 亿元；支小再贷款余额 465 亿元，比年初增加 465 亿元；再贴现余额 1257 亿元，比年初增加 120 亿元。

五、加强窗口指导和信贷政策引导

中国人民银行充分发挥货币政策、宏观审慎政策工具以及信贷政策的信号和结构引导作用，加强信贷政策与产业政策的协调配合，继续开展信贷政策导向效果评估，鼓励银行业金融机构探索创新组织、机制、产品和服务模式，优化信贷结构。积极采取多种措施，改进和提升小微企业金融服务水平。不断完善银行间债券市场体制机制，拓宽中小企业直接融资渠道，支持符合条件的商业银行发行专项用于小微企业贷款的金融债券。加大对家庭农场等新型农业经营主体和现代农业发展的金融支持力度。进一步发展消费金融。继续完善就业、助学、少数民族、农民工、大学生村官等民生金融和区域经济协调发展的金融服务工作。加大对有市场发展前景的先进制造业、战略性新兴产业、现代信息技术产业和信息消费、文化产业、服务业、传统产业改造升级以及绿色环保等领域的资金支持力度。保证符合条件的在建续建工程和项目的合理资金需求，积极支持棚户区改造、铁路、地下管网等既惠民生也能提升增长质量和效益的重大基础设施和民生工程项目建设。进一步健全 14 个连片特困地区金融服务联动协调机制，切实提高贫困地区金融服务水平。做好金融支持鲁甸地震灾后恢复重建的金融服务工作。做好化解产能严重过剩矛盾的金融服务工作，支持对整合过剩产能的企业定向开展并购贷款，对产能严重过剩行业中有

市场有效益的企业不搞“一刀切”。加快推进扩大信贷资产证券化试点，发挥其盘活存量信贷资产的作用。

从实施效果看，信贷结构出现积极变化，对“三农”、小微企业等重点领域的支持力度继续增强。一是小微企业贷款增速高于各项贷款平均水平。9月末小微企业人民币贷款余额为14.55万亿元，同比增长13.5%，比同期大型和中型企业贷款增速分别高4.1个和1.8个百分点，比各项贷款增速高0.3个百分点。二是涉农贷款增速继续高于各项贷款平均增速。9月末本外币涉农贷款余额为22.92万亿元，同比增长13.7%，增速比同期各项贷款增速高0.7个百分点。三是信贷资金向西部倾斜，区域信贷不平衡状况继续得到改善。9月末西部地区本外币贷款余额同比增长15.9%，比同期东部和中部增速分别高4.7个和1.1个百分点。

六、完善人民币汇率形成机制

继续按主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，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。第三季度，人民币对美元汇率中间价最高为6.1425元，最低为6.1707元，65个交易日中27个交易日升值、38个交易日贬值。第三季度最大单日升值幅度为0.30%（187点），最大单日贬值幅度为0.10%（61点）。

人民币对欧元、日元等其他国际主要货币汇率双向波动。9月末，人民币对欧元、日元汇率中间价分别为1欧元兑7.8049元人民币、

100 日元兑 5.6242 元人民币,分别较 6 月末升值 7.56%和 8.13%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2014 年 9 月末,人民币对欧元汇率累计升值 28.31%,对日元汇率累计升值 29.90%。

为促进双边贸易和投资,自 2014 年 9 月 30 日起中国银行间外汇市场推出人民币对欧元直接交易。银行间外汇市场人民币直接交易成交活跃,流动性明显提升,降低了微观经济主体的汇兑成本。2014 年第三季度,银行间外汇市场人民币对欧元成交 495.1 亿元人民币。

表 5 2014 年第三季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量

单位:亿元人民币

币种	美元	欧元	日元	港币	英镑	澳元	新西兰元	加元	林吉特	卢布	泰铢
交易量	56722.0	495.1	1110.4	558.3	571.9	301.6	47.7	4.8	2.0	26.6	0.75

数据来源:中国外汇交易中心。

第三季度,在人民银行与境外货币当局签署的双边本币互换协议下,境外货币当局共开展交易 2940 亿元人民币,对促进双边贸易投资发挥了积极作用。

七、深入推进金融机构改革

资产管理公司转型改制工作进一步推进。8 月 28 日,华融资产管理公司与中国人寿保险(集团)、美国华平投资集团、中信证券国际、马来西亚国库控股公司、中金公司、中粮集团、复兴国际、高盛集团八家战略投资者正式签署战略合作协议,中国人寿保险(集团)增持以及其他七家新增战略投资者投资共计 145.4 亿元,占华融资产管理公司增资后股份总额的 21.0%。

农村信用社改革进展顺利，资产质量持续改善，涉农信贷投放大幅增长。9月末，全国农村信用社不良贷款比例为3.9%，比上年末下降0.2个百分点；资本充足率为10.8%，比上年末提高0.4个百分点。全国农村信用社各项贷款余额为10.4万亿元，占同期全部金融机构各项贷款的比例为13.0%，比上年末上升0.3个百分点。涉农贷款和农户贷款余额分别为6.9万亿元和3.4万亿元，比上年末分别增长11.6%和12%。全国农村信用社产权制度改革稳步推进，明晰产权关系、完善法人治理结构、加强内控管理制度建设等取得一定成效，经营管理水平有所提高。截至9月末，全国共组建以县（市）为单位的统一法人农村信用社1574家，农村商业银行574家，农村合作银行106家。

2014年以来，部分地区、行业景气度下降，一些企业面临生产经营困难，银行信贷资产质量面临一定压力。截至6月末，商业银行不良贷款余额为6944亿元，比上年末增加1024亿元；不良贷款率为1.08%，比上年末上升0.08个百分点。商业银行不良贷款反弹压力加大是经济结构调整加快、部分企业利润下降在金融领域的直接体现，但中国商业银行不良贷款率与世界主要经济体相比仍处在较低水平。同时，商业银行盈利水平、资本充足和拨备水平持续较好，2014年上半年商业银行累计实现净利润8583亿元，同比增长14.0%；6月末商业银行加权平均一级资本充足率为10.1%，比上年末上升0.2个百分点，加权平均资本充足率为12.4%，比上年末上升0.2个百分点；拨备覆盖率为262.9%，比上年末下降19.8个百分点，贷款拨备率为

2.8%，与上年末基本持平。总体看，商业银行风险抵补和损失吸收能力较强，为承受信贷资产损失积累了一定能力，银行业信贷风险总体可控。

八、深化外汇管理体制改革

积极推进外汇管理制度改革，促进贸易投资便利化。一是继续深化贸易外汇管理改革。深入推进货物贸易和服务贸易外汇管理制度改革，促进外贸健康发展。二是扎实推进资本项目可兑换。开展外商投资企业外汇资本金意愿结汇改革试点，便利外商投资企业经营与资金运作需要；改革境内居民通过特殊目的公司进行投融资的外汇管理制度，优化管理流程，简化管理手续，拓宽资本流动渠道。

加强跨境收支监管体系建设。一是加强对跨境资金流动和国际金融市场的监测，进一步完善应急管理预案，丰富政策工具储备。二是通过优化系统建设、加强外汇监管信息数据共享，为强化事后监测分析和非现场监管能力奠定基础。三是严厉打击外汇领域违法违规行为，开展虚假转口贸易和远期结汇等专项检查。截至2014年三季度末，已查实85家涉嫌违规企业，涉案金额8.51亿美元，处罚金额1.06亿元人民币。

第三部分 金融市场分析

2014年第三季度，金融市场运行平稳。货币市场交易量明显放大，市场利率平稳回落；债券发行规模显著扩大，发行利率总体回落；股票市场指数上升，成交量大幅增长。

一、金融市场运行

(一) 货币市场交易量明显放大，市场利率平稳回落

银行间回购交易量增速继续大幅上升，拆借交易量降幅收窄。前三季度，银行间市场债券回购累计成交157.1万亿元，日均成交8357亿元，同比增长33.6%，增速比上半年高15个百分点；同业拆借累计成交27.5万亿元，日均成交1463亿元，同比下降3.1%，降幅比上半年收窄10.5个百分点。从期限结构看，市场交易仍主要集中于隔夜品种，回购和拆借隔夜品种的成交量分别占各自总量的79.1%和80.1%，较上半年分别下降1.5个和2.6个百分点。交易所债券回购累计成交64万亿元，同比增长39.6%，增速比上半年低11.6个百分点。

从融资主体结构看，主要呈现以下特点：一是大型银行仍是市场资金的主要供给方，资金融出量同比增速显著提高，前三季度大型银行净融出量同比增长60.2%，增速比上半年高30.9个百分点。二是证券公司及基金公司、中小型银行是市场资金的主要需求方，资金融入量同比分别增长80.8%和94.3%，增速比上半年分别高13.1个和64.6个百分点。三是其他金融机构及产品累计净融入量同比下降20%，需求量较上年同期明显回落。

表 6 2014 年前三季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况

单位：亿元

	回 购		同 业 拆 借	
	2014 年 前三季度	2013 年 前三季度	2014 年 前三季度	2013 年 前三季度
中资大型银行 ^①	-548416	-341606	-46217	-29584
中资中小型银行 ^②	208022	114220	-29173	-22159
证券及基金公司	208135	115445	55994	30679

保险公司	67006	44073	142	0
外资金融机构	24655	11950	1727	4340
其他金融机构及产品 ^③	40598	55918	17527	16723

注：①中资大型银行包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行。②中资中小型银行包括招商银行等17家中型银行、小型城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行。③其他金融机构及产品包括城市信用社、农村信用社、财务公司、信托投资公司、金融租赁公司、资产管理公司、社保基金、投资公司、企业年金、其他投资产品等，其中部分金融机构和产品未参与同业拆借市场。④负号表示净融出，正号表示净融入。

数据来源：中国外汇交易中心。

前三季度，人民币利率互换市场交易名义本金总额为 26562.6 亿元。第三季度，人民币利率互换市场名义本金总额 9576.1 亿元，同比增加 63.4%；从期限结构来看，1 年及 1 年期以下交易最为活跃，其名义本金总额为 7389.1 亿元，占总量的 77.2%。从参考利率来看，人民币利率互换交易的浮动端参考利率主要包括 7 天回购定盘利率和 Shibor，与之挂钩的利率互换交易名义本金占比为 79.4%和 20.0%。第三季度，利率互换曲线整体下移。

表 7 2014 年第三季度利率衍生产品交易情况

	利率互换		债券远期		远期利率协议	
	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)	交易笔数 (笔)	交易量 (亿元)	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)
2013 年第三季度	5816	5860.5	0	0.0	1	0.5
2014 年第三季度	11150	9576.1	—	—	—	—

数据来源：中国外汇交易中心。

同业存单发行交易日趋活跃。自同业存单推出以来，发行人范围有序扩大、投资参与者逐步增多，截至 9 月末，已有 66 家金融机构披露了 2014 年同业存单年度发行计划，其中 63 家机构已在银行间市场完成发行。同时，同业存单一二级市场发行交易日趋活跃。前三季

度，银行间市场陆续发行同业存单 427 只，发行总量为 4072 亿元，二级市场交易总量为 1845 亿元，同业存单发行交易全部参照 Shibor 定价。同业存单市场的较快发展，为提高中长端 Shibor 的基准性奠定了基础。

市场利率平稳回落。7 月中下旬，市场利率受新股申购冻结大量资金及部分机构补缴存款准备金影响上升。央行通过多种政策工具投放流动性，并在 7 月和 9 月下调正回购利率引导市场利率平稳回落。9 月份同业拆借和质押式回购月加权平均利率分别为 2.97% 和 2.93%，比上年同期分别低 50 个和 56 个基点。

（二）债券发行规模显著扩大，发行利率回落

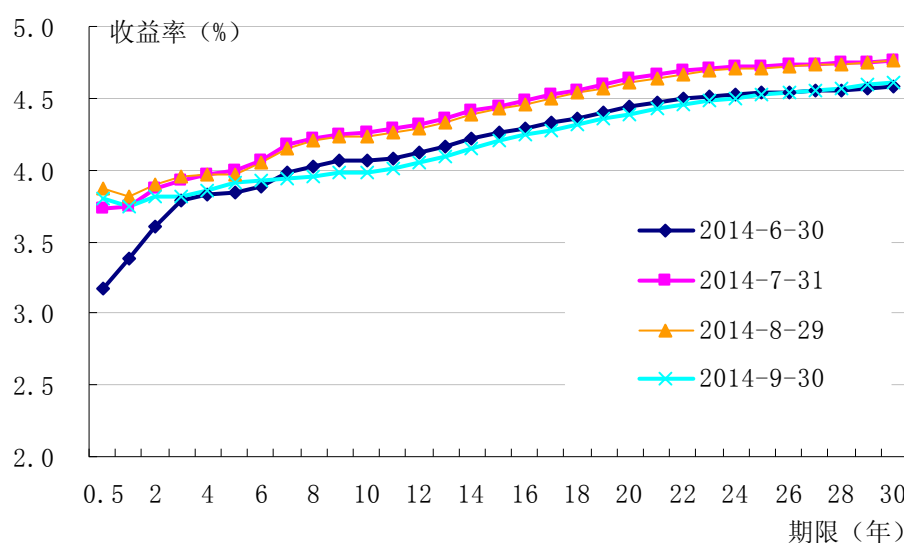
银行间债券市场现券交易量同比降幅继续收窄。前三季度累计成交 28.6 万亿元，日均成交 1521 亿元，同比下降 21.5%，降幅比上半年缩小 24.3 个百分点。交易所债券现券成交 1.76 万亿元，同比增长 40.8%，增速比上半年提高 8.1 个百分点。

从交易品种看，第三季度银行间债券市场国债现券交易累计成交 1.76 万亿元，占银行间市场现券交易的 15.9%；金融债券和公司信用类债券现券交易分别累计成交 5.11 万亿元和 4.15 万亿元，占比分别为 46.2% 和 37.5%。从交易主体看，中资中小型银行是银行间现券市场的主要净卖出方，第三季度净卖出现券 3382 亿元；其他金融机构及产品 and 外资金融机构是主要净买入方，分别净买入现券 1710 亿元和 952 亿元。

银行间债券市场指数继续上升。第三季度，中债综合净价指数由

6月末的99.48点上升至9月末的99.97点，升幅0.49%；中债综合全价指数由6月末的111.84点上升至9月末的112.62点，升幅0.70%。交易所国债指数由6月末的142.02点升至9月末的143.60点，升幅1.11%。

银行间市场国债收益率曲线先上移后下降。其中，短端上升，中长端下降。9月末，1年期国债收益率为3.74%，比6月末高36个基点。10年期国债收益率为3.98%，比6月末低8个基点。7月份至9月上旬，受宏观经济金融数据出现较大波动影响，国债收益率走升，收益率曲线整体平坦化上移。9月下旬以来，债券收益率出现明显回落，国债收益率曲线有所下移，但短端下行幅度有限。



数据来源：中央国债登记结算有限责任公司。

图 2 银行间市场国债收益率曲线变化情况

债券发行规模同比显著扩大。前三季度，累计发行各类债券（含中央银行票据）8.45万亿元，比上年同期多发行1.51万亿元，其中第三季度发行3.07万亿元，同比多发行3850亿元。金融债券和公司

信用类债券发行同比增加较多，非金融企业债务融资工具发行显著增加。9月末，国内各类债券余额为34.2万亿元，同比增长17.3%，比6月末高2.7个百分点。新推出市政项目收益票据，该工具由项目公司发行，以项目经营性现金流作为主要还款来源，首单项目收益票据已于2014年7月14日成功发行。项目收益票据的推出有利于探索建立透明规范的城市建设投融资机制，有效控制和化解地方政府性债务风险，为城镇化建设提供资金保障。

表 8 2014 年前三季度各类债券发行情况

债券品种	发行额（亿元）	比上年同期增减(亿元)
国债 ^①	16585	946
中央银行票据	0	-5148
金融债券 ^②	28380	8410
其中：国家开发银行及政策性金融债	19094	3710
公司信用类债券 ^③	39530	10930
其中：非金融企业债务融资工具	31269	8605
企业债券	7345	2878
公司债	691	-557
合计	84495	15137

注：①国债含财政部代理发行的地方政府债券。②金融债券包括国开行金融债、政策性金融债、商业银行普通债、商业银行次级债、商业银行资本混合债、证券公司债券等。③公司信用类债券包括非金融企业债务融资工具、企业债券以及公司债、可转债、可分离债、中小企业私募债等。

数据来源：中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司。

债券发行利率总体回落。9月份，国开行发行的10年期金融债利率为4.68%，比6月发行的同期限债券利率低22个基点。主体评级AAA的企业发行的短期融资券（债券评级A-1）平均利率为5.04%，比6月份略高5个基点；主体评级AAA的企业发行的5年期中期票据（债券评级AAA）平均利率为5.49%，比6月份低10个基点；主体评级AA+的企业

发行的7年期企业债券（债券评级AA+）平均利率为6%，比6月份低77个基点。Shibor对债券产品定价基准作用不断提升。前三季度，发行以Shibor为基准的浮动利率债券2只，发行总量为80亿元；发行固定利率企业债510只，发行总量为6135亿元，全部参照Shibor定价；发行参照Shibor定价的固定利率短期融资券8187亿元，占固定利率短期融资券发行总量的98%。

（三）票据融资持续增长，利率呈下降趋势

前三季度，金融机构累计贴现42.5万亿元，同比增长22.8%；期末贴现余额为2.7万亿元，同比增长31.1%。9月末，票据融资余额比年初增加7383亿元，比6月末增加4950亿元；余额占各项贷款的比重为3.4%，同比上升0.5个百分点。在人民银行再贴现利率引导以及货币市场利率和票据市场供求变化等因素共同作用下，票据市场利率总体呈下行趋势。

票据承兑业务增幅趋缓。前三季度，企业累计签发商业汇票16.2万亿元，同比增长6.9%；期末商业汇票未到期金额为9.7万亿元，同比增长8.8%。9月末，票据承兑余额比年初增加6861亿元，比6月末下降4780亿元。从行业结构看，企业签发的银行承兑汇票余额仍集中在制造业、批发和零售业；从企业结构看，由中小型企业签发的银行承兑汇票约占三分之二。

（四）股票市场指数和成交均大幅回升，筹资额增加较多

股票市场指数全面回升。9月末，上证综合指数收于2364点，比上年末和6月末分别上升248点和316点；深证综合指数收于1334点，

比上年末和6月末分别上升276点和237点；创业板指数收于1541点，比上年末和6月末分别上升236点和136点。沪市A股加权平均市盈率从上年末的11.0倍升至11.5倍，深市A股加权平均市盈率从上年末的28倍升至32倍。

股票市场成交量大幅增长。前三季度，沪、深股市累计成交40.7万亿元，同比增长18.1%，日均成交2213亿元，同比增长13.6%。主要是第三季度成交量明显增长，当季日均成交2933亿元，同比增长40.6%。前三季度，创业板累计成交5.3万亿元，同比增长53.8%。9月末，沪、深股市流通市值为24.3万亿元，同比增长21.9%；创业板流通市值为1.4万亿元，同比增长75.8%。

股票市场筹资额增加较多。前三季度，各类企业和金融机构在境内外股票市场上通过发行、增发、配股、权证行权等方式累计筹资3827亿元，同比多筹资1139亿元。第三季度A股筹资1212亿元，同比多筹资560亿元。

（五）保险业资产加快增长

前三季度，保险业累计实现保费收入1.59万亿元，同比增长18.6%，增速比上半年低2.2个百分点；累计赔款、给付5238亿元，同比增长16.2%，其中，财产险赔付同比增长12.3%，人身险赔付同比增长20.4%。

保险业资产加快增长。9月末，保险业总资产9.61万亿元，同比增长19.3%，增速比6月末和上年同期分别高0.4个和2.6个百分点。其中，银行存款同比增长9.7%，投资类资产同比增长22%。

表 9 2014 年 9 月末主要保险资金运用余额及占比情况

	余额（亿元人民币）		占资产总额比重（%）	
	2014 年 9 月末	2013 年 9 月末	2014 年 9 月末	2013 年 9 月末
资产总额	96076	80530	100	100
其中：银行存款	25095	22879	26.1	28.4
投资	62582	51280	65.1	63.7

数据来源：中国保险监督管理委员会。

（六）外汇掉期和远期交易保持较快增长

第三季度，人民币外汇即期成交 9708 亿美元，同比下降 8.6%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合 1.24 万亿美元，同比增长 37.7%，其中隔夜美元掉期成交 6684 亿美元，占掉期总成交额的 54%；人民币外汇远期市场累计成交 145 亿美元，同比增长 302.6%。第三季度，“外币对”累计成交金额折合 150 亿美元，同比下降 6%，其中成交最多的产品为美元对港元，占市场份额比重为 48.4%。

外汇市场交易主体进一步扩展。截至 9 月末，共有即期市场会员 442 家，远期、外汇掉期、货币掉期和期权市场会员各 96 家、95 家、84 家和 36 家，即期市场做市商 31 家，远掉期市场做市商 27 家。

（七）黄金价格整体呈现弱勢盘整

黄金市场交易规模下降。前三季度，上海黄金交易所各品种累计成交 3.7 万亿元，同比下降 9.7%，降幅较上半年扩大 2.2 个百分点。其中，黄金累计成交 1.1 万吨，同比增长 22.6%；成交金额 2.7 万亿元，同比增长 9.8%。白银累计成交 23.8 万吨，同比下降 30.9%；成交金额 9898.4 亿元，同比下降 38.9%。铂金累计成交 51.1 吨，同比下降 21.5%；成交金额 152.4 亿元，同比下降 24.4%。

第三季度，黄金价格整体呈现弱势盘整。7月中旬开启了新一轮的国际金价大回调，伦敦现货黄金上午定盘价9月末跌至1216.5美元/盎司，比6月末下跌7.5%。国内现货黄金价格受国际金价影响也呈现弱势特征，第三季度国内黄金（AU9999）最高价为266.89元/克，最低价239.03元/克，9月末收盘价为241.24元/克，比6月末下跌了7.87%。

二、金融市场制度性建设

（一）完善证券市场基础性制度建设

进一步明晰沪港通交易细则。9月26日，上海证券交易所发布《上海证券交易所沪港通试点办法》，明晰了沪港通交易业务的基本模式和相关要求，主要包括：允许沪股通开展融资融券业务、参与港股通交易的投资者适当性要求以及异常交易情况时的处置措施等，为规范沪港通业务试点打下了基础。

出台私募投资基金监管办法。8月21日，证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》，明确了私募投资基金的全口径登记备案制度和合格投资者制度，对私募基金的募资和投资运作行为进行了规范，体现了针对不同类别私募基金进行差异化行业自律和监管的政策意图，有利于促进各类私募投资基金健康规范发展，推动多层次资本市场体系建设。

发布推进期货行业创新发展意见。9月16日，证监会发布《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》，从努力增强期货经营机构竞争力、适时放宽行业准入、逐步推进期货经营机构对外开放和

加强投资者保护等八个方面明晰了下一步期货业发展的目标及相应的政策配套措施，有利于推动期货行业的创新发展，进一步提升其在服务实体经济、促进经济结构转型升级方面的作用。

（二）完善保险市场基础性制度建设

加强保险业顶层设计。8月10日，国务院发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，提出以完善保险经济补偿机制、强化风险管理核心功能和提高保险资金配置效率为方向，建设有市场竞争力、富有创造力和充满活力的现代保险服务业。计划到2020年，保险深度（保费收入/国内生产总值）达到5%，保险密度（保费收入/总人口）达到3500元/人。

促进保险行业自律。9月4日，中国保险资产管理业协会在北京成立。协会旨在作为监管与市场之间的桥梁和纽带，促进保险资产管理业快速健康发展的同时，强化行业自律，防范风险。具体职能包括服务行业发展，提供保险资产管理产品注册、登记、托管、交易等服务；鼓励创新，促进保险资产管理业加快市场化转型；进行市场监测，向会员提示风险；维护市场秩序，制定自律公约，规范会员行为等。

（三）稳步推动黄金市场和外汇市场创新发展

2014年9月18日，上海黄金交易所在上海自贸区成功上线国际业务板块，进一步扩大黄金市场对外开放。

大力发展外汇市场，完善人民币汇率市场化形成机制。一是取消银行对客户美元挂牌买卖价差限制，银行可自主定价。至此银行对客户外币挂牌汇价区间限制全部取消，汇率形成机制得到了继续完善。

二是推进外汇市场自律管理。发布《银行间外汇市场职业操守和市场惯例指引》，维护市场公平竞争秩序，推动形成以行业自律为主、政府监管为辅的外汇市场管理新框架。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势

2014年第三季度以来，全球经济复苏态势进一步分化。美国经济复苏稳健，就业形势好转；欧元区经济微弱增长，通胀下行压力较大；受消费税率上调影响，日本经济增长反复，央行实现通胀目标面临波折；新兴市场经济体出现分化，部分国家出现较大规模资本流出。

（一）主要经济体经济形势

美国经济复苏总体稳健。第三季度GDP环比年率初值增长3.5%，尽管较二季度4.6%的增速有所回落，但仍好于市场预期。企业生产状况较好，三季度制造业PMI均值为57.6，远高于50的荣枯分水线。劳动力市场好转，失业率降至5.9%，劳动力资源闲置的问题逐渐改善。消费者信心增强，10月密歇根大学消费者信心指数升至86.9，创2007年8月以来新高。通胀水平保持稳定，9月CPI同比增长1.7%。财政赤字显著减少，联邦政府2014财年（截至9月末）预算赤字为4860亿美元，同比减少1950亿美元。不过，第三季度GDP分项数据中，商业投资、住房和消费者开支增速都低于二季度，显示内需有所放缓。

欧元区经济微弱增长。第二季度GDP环比折年率仅增长0.1%。失业率维持高位，9月为11.5%。制造业不振，9月制造业PMI指数为50.3，

创14个月新低；通胀下行压力大，10月消费者调和物价指数同比上升0.4%，虽较9月份的0.3%有所上升，但扣除能源和食品价格的核心通胀率意外跌至0.7%，显示能源和食品价格疲软可能蔓延到广泛经济领域。

表 10 主要经济体宏观经济金融指标

国别	指标	2013年第三季度			2013年第四季度			2014年第一季度			2014年第二季度			2014年第三季度		
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	4.5			3.5			-2.1			4.6			3.5 (初值)		
	失业率 (%)	7.3	7.2	7.2	7.2	7.0	6.7	6.6	6.7	6.7	6.3	6.3	6.1	6.2	6.1	5.9
	CPI (同比, %)	2.0	1.5	1.2	1.0	1.2	1.5	1.6	1.1	1.5	2.0	2.1	2.1	2.0	1.7	1.7
	DJ 工业平均指数 (期末)	15500	14810	15130	15546	16086	16577	15699	16322	16458	16581	16717	16827	16563	17098	17043
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	0.5			1.2			0.9			0.1			...		
	失业率 (%)	12.0	12.0	12.0	11.9	11.9	11.8	11.8	11.7	11.7	11.6	11.6	11.5	11.5	11.5	11.5
	HICP 综合物价指数 (同比, %)	1.6	1.3	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
	EURO STOXX 50 (期末)	2699	2670	2776	2878	2901	2919	2853	2968	2916	2978	3033	3014	2979	3044	3067
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	1.8			0.5			6.0			-7.1			...		
	失业率 (%)	3.9	4.1	4.0	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8	3.5	3.6
	核心 CPI (同比, %)	0.7	0.8	0.7	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	3.2	3.4	3.3	3.3	3.1	3.0
	日经 225 指数 (期末)	13668	13389	14456	14328	15662	16291	14915	14841	14828	14304	14632	15162	15621	15425	16174

数据来源：各经济体相关统计部门及中央银行。

受消费税率上调影响，日本经济出现反复。第二季度GDP环比折年率萎缩7.1%，创2009年一季度以来新低。9月未经季节调整的贸易逆差为9606亿日元，已连续27个月出现逆差。通缩局面有所改善，9月核心CPI同比上涨3.0%，剔除消费税率上调因素后为1%。制造业和服务业PMI有所回升，其中制造业PMI指数8月升至52.2，9月略降至51.7；服务业PMI自4月的46.4攀升至9月的52.5。

新兴市场经济体复苏出现分化。亚洲新兴市场经济体增长小幅放缓，但仍处于较高水平。部分独联体和拉美国家受地缘政治风险、外需增长放缓、大宗商品价格波动以及结构性因素制约，经济下行压力加大。新兴市场经济体资本流入放缓。据国际金融协会（IIF）估计，8、9月份新兴市场经济体股票和债券市场资金净流入分别为120亿和180亿美元，远低于5至7月月均370亿美元的水平。

（二）国际金融市场概况

美国金融市场表现良好，欧洲市场总体平稳，日本股市受央行加码宽松货币政策推动大幅上涨。新兴市场经济体金融市场总体稳定，股指有所上涨。

美元汇率上行，主要货币对美元汇率多数出现较大幅度贬值。9月30日，欧元对美元汇率收于1.26美元/欧元，较6月末贬值7.7%。英镑、日元对美元汇率分别收于1.62美元/英镑和109.64日元/美元，分别较6月末贬值5.2%和7.6%。同期，多数新兴市场经济体货币贬值，其中俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、智利比索和南非兰特对美元贬值幅度分别达到14.2%、10.4%、7.6%和6.1%。

伦敦同业拆借市场美元Libor有所上行，欧元Euribor明显下滑。受美联储货币政策正常化预期推动，9月末1年期美元Libor为0.5786%，比6月末上升3.4个基点；在欧央行降息影响下，欧元区同业拆借利率Euribor明显走低，9月末1年期Euribor为0.338%，比6月末下降15个基点。

主要发达经济体国债收益率下降。9月末美国和日本10年期国债

收益率分别收于2.51%和0.53%，分别较6月末下降1个和4个基点。德国10年期国债收益率收于0.95%，较6月末下降31个基点。

主要发达经济体和多数新兴市场经济体股指上行。9月末道琼斯工业平均指数和欧元区STOXX50指数分别收于17043点和3067点，较6月末上升1.3%和1.8%；9末日经225指数收于16174点，较6月末上升6.7%，10月份受日本央行加码宽松货币政策推动再度上涨1.5%。多数新兴市场经济体股市走高，第三季度阿根廷MERV指数大幅上涨59.1%，印尼雅加达综合指数和墨西哥MXX指数均上升5.3%。

（三）主要经济体货币政策

主要发达经济体货币政策取向进一步分化。美联储货币政策稳步回归常态，7月和9月例会决定缩减购债规模各100亿美元，10月例会决定结束资产购买计划，并在会议声明中首次增加“劳动力资源利用不足的状况正在消失”、“通胀率长期维持在2%以下的可能性已逐渐消失”的乐观表述。欧央行货币政策进一步放宽，9月份宣布将主要再融资利率、边际贷款便利利率和存款便利利率分别调降至0.05%、0.3%和-0.2%，降幅均为10个基点；推出为期两年的资产购买计划，2014年第四季度开始购买资产支持证券（ABS）和担保债券（covered bond）。英格兰银行维持0.5%的基准利率和3750亿英镑的资产购买规模不变。日本银行意外大规模加码质化量化宽松货币政策，10月31日宣布将每年基础货币扩张规模由60-70万亿日元增大至80万亿日元，将每年国债购买规模增加30万亿日元，所持国债未到期时间由此前6-8年延长到7-10年，大幅扩大ETF投资组合和REIT的购买量。

新兴市场经济体货币政策取向也趋于分化。部分经济体迫于通胀和货币贬值压力而加息。7月10日马来西亚央行上调基准利率25个基点至3.25%，为三年来首次加息。7月16日乌克兰央行将基准利率由9.5%上调至12.5%。7月17日南非央行上调基准利率25个基点至5.75%。菲律宾央行于7月31日、9月11日两次上调关键利率各25个基点至4%。俄罗斯央行7月25日加息50个基点至8%，10月31日再加息150个基点至9.5%，远超市场预期的50基点。为提振经济增长，一些新兴市场经济体则放宽了货币政策。智利央行于7月15日、8月14日、9月11日三次下调基准利率各25个基点至3.25%。7月18日土耳其央行将回购利率下调50个基点至8.25%。7月22日匈牙利央行决定下调基准利率20个基点至2.10%的历史新低。8月14日韩国央行下调基准利率25个基点至2.25%，10月15日进一步下调基准利率25个基点至2%。8月5日印度央行将法定流动资金比率下调50个基点至22%。

此外，部分新兴市场经济体干预了外汇市场。为应对雷亚尔贬值压力，9月24日巴西央行宣布加强外汇市场干预，每日追加拍卖7.5亿美元外汇掉期合同。受美欧制裁和国际油价大跌影响，7至10月卢布对美元汇率大跌21%，成为全球跌幅最大的货币。为缓和卢布跌势，俄罗斯央行强力干预外汇市场，10月卖出外汇折合293亿美元，同时多次放宽卢布汇率浮动区间，并宣布仍将按计划于2015年实行自由汇率浮动制度。

（四）国际经济展望及面临的主要风险

总体看，全球经济仍在缓慢复苏，但结构性矛盾及不确定性犹存，

可能面临以下风险:

一是美国经济增长前景和货币政策走势还存在一些不确定性。尽管美联储对就业和通胀的评估趋于乐观,但并未修改维持较低利率相当长一段时间的前瞻指引,显示美联储对加息态度依然谨慎。近期市场对全球经济增速放缓可能增大美国经济外部风险的忧虑加深,美联储内部也关注美元持续上涨对物价带来的下行压力,如果美国关键经济数据出现反复,市场对美联储加息时点的预期出现摇摆,国际金融市场波动可能加大。

二是欧元区经济下行和通缩风险依然较大。尽管主权信用风险降低,但欧元区仍面临德法等国家经济增长放缓、实体部门信贷需求疲弱、银行业去杠杆化等诸多长期性、结构性问题。虽然欧央行实行负利率并加大资产购买力度,但面临欧元贬值可能引发资本外流、欧元区债务工具市场深度不足、中小企业信用风险较大等问题的掣肘,能否如愿大规模扩张资产负债表、有效增加实体部门信贷面临不确定性,短期内欧元区摆脱低增长、高失业状况的难度较大。

三是日本经济出现反复,通胀形势仍不明朗。日本尚未完全摆脱4月份消费税率上调带来的冲击,又面临下一次消费税率决策时间窗口临近的挑战。日元贬值并未有效提振出口,反而加大企业进口成本。近期大规模加码宽松货币政策引发日元大幅贬值,也引起了国内外对央行资产负债表规模过于庞大、未来难以有序退出的担忧。日本长期面临政府债务高企、社会老龄化、实体部门融资需求低迷等结构性问题,结构调整进展缓慢,依赖货币化对经济实现强刺激可能难以长期

持续。

四是部分新兴市场经济体短期内仍面临下行风险。内部看，国际金融危机后部分新兴市场经济体采取非常规措施拉动经济，导致信贷规模扩张较快、负债水平攀升，同时经济增长内生动力不足。外部看，主要发达经济体货币政策分化带来的不确定性，以及投资者对于新兴市场经济体基本面的担忧可能对部分新兴市场经济体汇率、金融市场、资本流动等带来负面影响。

此外，地缘政治风险等加剧市场不确定性。俄乌紧张局势及俄罗斯与美、欧之间的双向制裁、埃博拉疫情传播带来的恐慌等均影响到市场信心，可能对贸易和融资活动产生不利影响。

二、中国宏观经济运行

中国经济继续在合理区间运行。消费平稳增长，进出口形势逐季好转，投资增速和物价涨幅有所放缓，经济结构调整步伐加快。前三季度，实现国内生产总值（GDP）42.0万亿元，同比增长7.4%，其中，各季度同比分别增长7.4%、7.5%和7.3%，环比分别增长1.5%、2.0%和1.9%。前三季度居民消费价格（CPI）同比上涨2.1%，贸易顺差为2316亿美元。

（一）消费平稳增长，进出口形势逐季好转

城乡居民收入继续增加，消费平稳增长，新业态消费增长较快。前三季度，城镇居民人均可支配收入22044元，同比名义增长9.3%，扣除价格因素实际增长6.9%；农村居民人均现金收入8527元，同比名义增长11.8%，实际增长9.7%。第三季度人民银行城镇储户问卷调

查显示，当期收入感受指数为 49.2%，比上季提高 0.9 个百分点；居民消费意愿基本稳定，倾向于“更多消费”的居民占 18%，比上季略降 0.4 个百分点。居民未来三个月内购车意愿为 16.7%，比上季提高 0.8 个百分点；购买大件商品（电器、家具及高档商品等）意愿为 26.4%，比上季提高 1.6 个百分点。前三季度，社会消费品零售总额为 18.9 万亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素实际增长 10.8%。分城乡看，城镇消费品零售额为 16.3 万亿元，增长 11.9%；乡村消费品零售额为 2.6 万亿元，增长 13.0%。全国网上零售额为 1.8 万亿元，同比增长 49.9%。

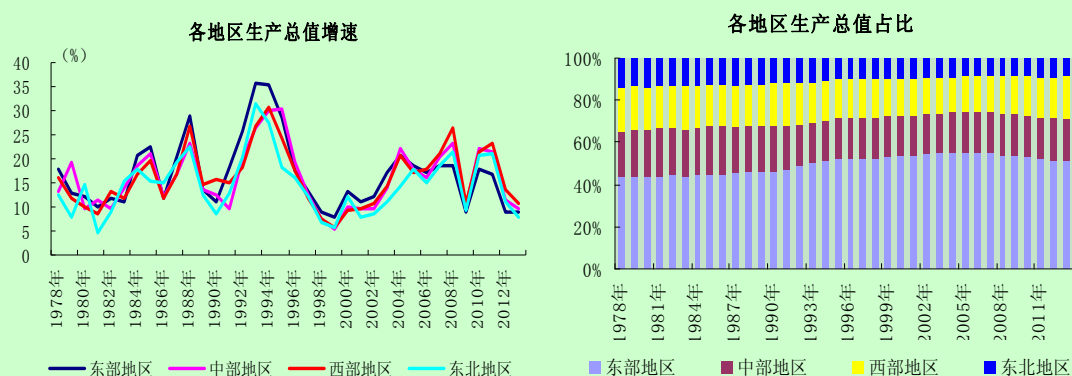
固定资产投资增速放缓。前三季度，固定资产投资（不含农户）35.8 万亿元，同比名义增长 16.1%，扣除价格因素实际增长 15.3%，增速比上半年回落 1.2 个百分点。分产业看，第一产业投资快速增长，第二产业投资增速基本平稳，第三产业投资增速有所下降，前三季度同比分别增长 27.7%、13.7%和 17.4%。施工项目计划总投资 85.5 万亿元，同比增长 12.5%；新开工项目计划总投资 30.4 万亿元，同比增长 14.4%。

进出口形势逐季好转。前三季度，进出口总额为 3.2 万亿美元，同比增长 3.3%，增速比上半年高 2.1 个百分点。按人民币计价，前三季度进出口总值为 19.4 万亿元，同比增长 1.8%。其中，出口第一季度下降 6.1%，二、三季度分别增长 3.4%和 12.8%；进口第一季度下降 1.2%，二季度基本持平，三季度增长 0.9%。受国际大宗商品价格大幅下跌影响，能源资源性产品进口呈现价跌量增态势。前三季度，

铁矿石、原油、大豆、铜进口均价分别下降 17.9%、1.4%、4.6%和 6.3%，进口量分别增长 16.5%、8.3%、15.3%和 10.5%。贸易结构继续改善，前三季度，一般贸易平稳增长，加工贸易微幅增长。中西部地区外贸保持较强动力。前三季度实际使用外商直接投资 873.6 亿美元，同比下降 1.4%；境内投资者共对全球 152 个国家和地区的 4475 家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类直接投资 749.6 亿美元，同比增长 21.6%。

专栏 4 中国区域经济发展

中国国土面积辽阔，地区经济发展存在差异。20 世纪 80 年代以来，党中央、国务院先后推出了东部沿海地区率先发展、西部大开发、东北地区老工业基地振兴和中部地区崛起战略。从经济总量上来看，近十年来各区域之间的差距趋于缩小。东部地区经济增速相对平稳，占全国经济总量的一半以上，但占比总体有所下降；中西部地区经济增速相对较快，在全国经济总量中的占比不断上升，2013 年末已经达到 40%以上；东北地区经济体量相对较小，经济增速和份额占比均小幅下降（图 3）。以各省份数据进行的 β 收敛和 σ 收敛实证研究也表明，近年来区域经济增长呈现一定程度收敛，区域协调发展趋势逐步增强。



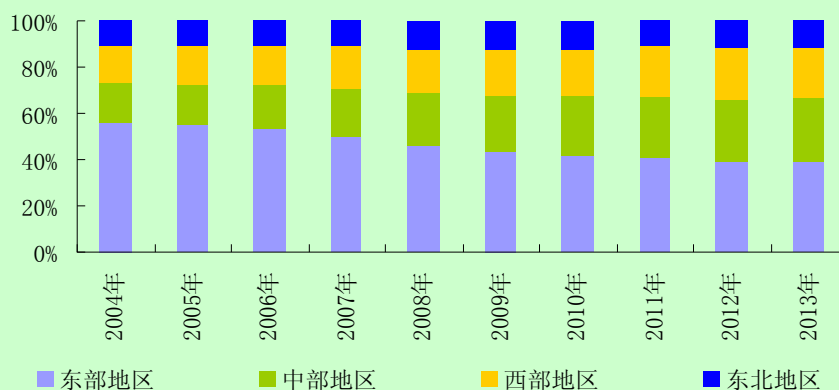
数据来源：CEIC，中国人民银行工作人员计算。

图 3 各地区生产总值增速与占比

东部地区率先发展，经济弹性较强，在结构调整进程中引领作用明显。在 1980-1990 年代以较高的投资拉动经济快速增长，随着经济实力逐步增强，经济

结构最先开始转型，投资增速特别是第二产业投资增速自 2004 年以来显著低于其他地区；第二产业占比稳步下降，第三产业占比较快上升，2013 年末达到 47%，首次超过第二产业。东部地区市场化程度相对较高，经济更具弹性。虽然由于经济外向程度高、在本次国际金融危机中受外需疲弱影响冲击较大，但危机后东部地区率先调整，加快转移“三来一补”、劳动密集型工业生产，积极推动服务业和高新技术产业快速发展，各项经济指标相对平稳。2008-2013 年东部地区全社会固定资产投资额及增速的变异系数（数据序列的标准差与均值之比，用于衡量数据的离散程度）均显著低于其他地区；居民最终消费占全国的比重超过 50%，且相对稳定；对外贸易结构趋于优化，近两年来区域内多个省份一般贸易比重上升，加工贸易比重下降。在化解过剩产能、腾挪新兴产业发展空间和资源重新配置的过程中，短期内东部地区的经济金融风险暴露可能相对较多，对此应从长期的角度理性看待。

中西部地区发挥后发优势，承接东部产业转移取得一定成效，发展加快。2004 年以来，中西部投资增速特别是第二产业投资增速显著高于东部地区，第二产业占地区生产总值比重稳步上升，2013 年末约为 50%左右（图 4）。中西部地区增长潜力较大，在国际金融危机中遭受冲击较小，且受益于抵御危机的刺激政策，近年来主要经济指标增速快于全国平均水平。随着中西部凭借成本优势承接东部地区加工贸易、劳动密集型产业转移，中西部地区进出口增速特别是出口增速在国际金融危机之后明显高于东部地区。但中西部地区发展模式还相对粗放，对投资的依赖程度仍然较高，受政策影响较为明显，经济指标波动性较大。西部地区在改进经济增长方式上还大有可为。



数据来源：CEIC，中国人民银行工作人员计算。

图 4 各地区第二产业固定资产投资占比

东北地区继续保持农业强区地位，经济转型艰难推进，主要经济指标增速有所下滑。2013年末东北地区固定资产投资加权平均增速较2006年末下降近19个百分点，2014年以来继续呈现下滑态势。与此同时，出口状况也不乐观，2014年以来地区出口增速一度处于负值区间。相较于中西部地区，东北地区人均收入水平较高，城镇和农村居民收入差距较小，对于保持消费稳定增长具有积极作用。

从中国过去十多年的发展趋势看，产业结构调整总体上呈现出与地区比较优势相匹配的梯度发展态势，区域间发展差距在收敛和缩小。根据梯度转移理论，发达地区向欠发达地区的产业转移，有利于带动整个经济发展。中国区域间经济互补和回旋余地较大，显示中国经济仍有较大发展潜力。但也要看到，无论是东部地区还是中西部地区，加快发展初期对投资依赖较大，也容易导致资源和环境压力增大。要采用资源节约型和环境友好型的发展模式，在提高经济增长水平的同时提高经济发展的质量。目前，中国经济正处于结构调整的关键时期，应以调结构、促改革、推动转型升级为主，进一步释放改革红利和发展潜力。在此过程中，各地区将充分发挥自身优势和特色，深化区域合作，推动中国经济实现协调可持续发展。

（二）农业生产形势较好，工业生产基本平稳

第三产业增加值增长快于第二产业。前三季度，三次产业增加值分别为3.8万亿元、18.6万亿元和19.6万亿元，同比分别增长4.2%、7.4%和7.9%。三次产业增加值占GDP比重分别为9.0%、44.2%和46.7%。其中，第三产业占比较上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点。

夏粮丰收，农业生产形势较好。全国夏粮总产量为1.37亿吨，增长3.6%；秋粮有望再获好收成。前三季度，猪牛羊禽肉产量5975万吨，同比增长2.0%，其中猪肉产量3972万吨，增长3.3%。

工业生产基本平稳。前三季度，全国规模以上工业增加值按可比

价格计算同比增长 8.5%，增速比上半年回落 0.3 个百分点，其中 9 月份增长 8.0%，比 8 月份加快 1.1 个百分点。工业企业产品销售率为 97.7%，比上半年提高 0.2 个百分点。前三季度，全国规模以上工业企业实现利润 4.4 万亿元，同比增长 7.9%。在 41 个工业大类行业中，33 个行业利润总额同比增长。其中，计算机通信和其他电子设备制造业、电力热力生产和供应业、汽车制造业、电气机械和器材制造业利润总额增长较快，增速分别为 27.5%、21.3%、21.0%、19.6%。企业经营面临挑战，但出口形势有所好转，盈利能力有所增强。第三季度人民银行 5000 户工业企业调查显示，企业生产经营景气指数为 54.9%，比上季低 0.5 个百分点；盈利指数为 55%，较上季上升 0.9 个百分点；出口订单指数为 49.9%，较上季上升 0.2 个百分点。

（三）价格形势基本稳定

居民消费价格涨幅略有回落。第三季度，CPI 同比上涨 2.0%，涨幅比上个季度下降 0.2 个百分点，各月涨幅分别为 2.3%、2.0% 和 1.6%。从食品和非食品分类看，食品价格和非食品价格上涨均有所放缓，食品价格同比上涨 3.0%，涨幅比上个季度低 0.4 个百分点，拉动 CPI 上涨约 1.0 个百分点；非食品价格同比上涨 1.5%，涨幅比上个季度低 0.1 个百分点，拉动 CPI 上涨约 1.0 个百分点。从消费品和服务分类看，消费品价格和服务价格涨幅均有所回落。消费品价格同比上涨 1.8%，涨幅比上个季度低 0.2 个百分点；服务价格同比上涨 2.4%，涨幅比上个季度低 0.3 个百分点。

工业生产者价格继续下降。第三季度各月，工业生产者出厂价格

同比分别下降 0.9%、1.2%和 1.8%，平均下降 1.3%，降幅比上个季度收窄 0.2 个百分点。其中，生产资料价格同比下降 1.8%，降幅比上个季度缩小 0.2 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.2%，涨幅比上个季度扩大 0.1 个百分点。第三季度，工业生产者购进价格同比下降 1.5%，降幅比上个季度缩小 0.4 个百分点。企业商品价格（CGPI）下降 1.6%，降幅与上季度持平，初级产品价格跌幅较大，投资品价格跌幅大于消费品。第三季度，农产品生产价格同比上涨 0.3%，涨幅与上个季度持平；农业生产资料价格指数同比下降 0.8%，降幅比上个季度缩小 0.3 个百分点。

受国际大宗商品价格总体下跌影响，进口价格降幅有所扩大。第三季度，洲际交易所布伦特原油期货当季平均价格环比下跌 5.7%，上个季度为环比上涨 1.7%。第三季度各月，进口价格同比分别下降 2.0%、2.0%和 1.0%，平均下降 1.7%，降幅比上个季度扩大 0.6 个百分点；出口价格同比分别上涨-0.8%、0.5%和 2.1%，平均上涨 0.6%，上个季度为同比下降 2.0%。

GDP 平减指数保持基本稳定。前三季度，GDP 平减指数（按当年价格计算的 GDP 与按固定价格计算的 GDP 的比率）变动率为 1.0%，比上年同期低 0.6 个百分点，与上半年持平。

价格改革继续推进。7 月 10 日，国家发展改革委发出通知，自 2014 年 8 月 1 日起，放开除政府投资项目及政府委托服务以外的建设项目前期工作咨询、工程勘察设计、招标代理、工程监理等 4 项服务收费标准，实行市场调节价。9 月 1 日，国家发展改革委等部门就

调整排污费征收标准等有关问题发出通知，要求各省（区、市）在2015年6月底前，将废气、污水中的相关污染物排污费征收标准分别调整至不低于每污染当量1.2元和1.4元。10月9日，财政部等部门发出通知，自2014年12月1日起在全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革，同时清理相关收费基金。

（四）财政支出较快增长

前三季度，全国财政收入10.6万亿元，同比增长8.1%，增速比上年同期低0.5个百分点。财政支出10.4万亿元，同比增长13.2%，增速比上年同期高4.4个百分点。全国财政收支盈余为2722.3亿元，比上年同期减少4134.4亿元。

从收入结构看，非税收入1.6万亿元，同比增长12.1%；税收收入9.1万亿元，同比增长7.4%，其中国内增值税同比增长7.5%，国内消费税同比增长6.3%，营业税同比增长1.4%，企业所得税同比增长8.1%，进口货物增值税和消费税同比增长6.9%，个人所得税同比增长12.4%。从支出结构看，增长较快的有粮油储备物资支出、住房保障支出和交通运输支出，同比分别增长26.5%、22.2%和21.4%。

（五）就业形势基本稳定

前三季度，城镇新增就业人数为1082万人，同比多增16万人。三季度末，城镇登记失业率为4.07%。三季度，中国人力资源市场信息监测中心对全国102个城市的公共就业服务机构市场供求信息进行的统计分析显示，劳动力市场供求总体保持平衡，求人倍率为1.09，比上季度下降0.02，较上年同期上升0.01。分行业看，公共管理与

社会组织、教育、金融业、国际组织等行业用人需求较上季度有所增加，租赁和商务服务业、批发和零售业、居民服务和其他服务业、建筑业、住宿和餐饮业用人需求较上季度有所减少。从求职人员看，应届高校毕业生比上季度略有增加，新成长失业青年、就业转失业人员、本市农村人员等均有所减少。从市场需求看，对中、高级技能人才和专业技术人才的用人需求继续增长。

（六）国际收支基本平衡

初步统计，2014年前三季度，经常项目顺差1620亿美元，资本和金融项目逆差141亿美元；外汇储备资产增加1481亿美元。其中，第三季度经常项目顺差815亿美元，资本和金融项目逆差816亿美元，外汇储备资产减少4.3亿美元。

外债总规模继续上升。截至6月末，外债余额为9072亿美元，同比增长17.5%。其中，登记外债余额为5790亿美元，同比增长25.2%，占外债余额的63.8%；短期外债余额为7159亿美元，同比增长19.6%，占外债余额的78.9%。

（七）行业分析

1. 房地产行业

全国商品房成交持续回落，房价下跌城市个数增加，房地产开发投资增速放缓，房地产贷款增速小幅回落。

房价下降城市个数增加，但部分城市降幅有所收窄。2014年9月，全国70个大中城市中，新建商品住宅价格环比下降的城市有69个，比6月份增加14个，有8个城市降幅比6月份收窄；新建商品

住宅价格同比下降的城市有 58 个，比 6 月份增加 57 个。二手住宅价格环比全部下降，比 6 月份增加 18 个，有 2 个城市降幅比 6 月份收窄；同比下降的城市有 52 个，比第 6 月份增加 44 个。

商品房销售增速持续回落。前三季度，全国商品房销售面积 7.7 亿平方米，同比下降 8.6%，降幅比上半年扩大 2.6 个百分点。商品房销售额 4.9 万亿元，同比下降 8.9%，降幅比上半年扩大 2.2 个百分点。其中，商品住宅的销售面积和销售额分别占商品房销售面积和销售额的 87.7%和 82.3%。

房地产开发投资增速放缓。前三季度，全国完成房地产开发投资 6.9 万亿元，同比增长 12.5%，增速比上半年回落 1.6 个百分点。其中，住宅投资 4.7 万亿元，同比增长 11.3%，占房地产开发投资的比重为 68%。全国房屋新开工面积 13.1 亿平方米，同比下降 9.3%，降幅比上半年缩小 7.1 个百分点。全国房屋施工面积为 67.3 亿平方米，同比增长 11.5%，增速比上半年高 0.2 个百分点。全国房屋竣工面积为 5.7 亿平方米，同比增长 7.2%，增速比上半年回落 0.9 个百分点。

房地产贷款增速小幅回落。截至 9 月末，主要金融机构(含外资)房地产贷款余额 16.7 万亿元，同比增长 18.2%，增速比 6 月末低 1.0 个百分点。房地产贷款余额占各项贷款余额的 21%，比 6 月末高 0.2 个百分点。其中，个人住房贷款余额为 10.2 万亿元，同比增长 17.6%，增速比 6 月末低 0.9 个百分点；住房开发贷款余额为 3.2 万亿元，同比增长 24.5%，增速比 6 月末低 2.4 个百分点；地产开发贷款余额为 1.2 万亿元，同比增长 12.7%，比 6 月末高 3 个百分点。前三季度，

新增房地产贷款 21127 亿元，占各项贷款新增额的 27.5%，比上半年高 0.7 个百分点。

保障房信贷支持力度继续加大。截至 9 月末，全国保障性住房开发贷款余额 10440 亿元，同比增长 52.1%，增速比房产开发贷款高 32.1 个百分点；前三季度增加 3149 亿元，占同期房产开发贷款增量的 48.5%。此外，利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作稳步推进，截至 9 月末，已有 79 个城市 331 个保障房建设项目通过贷款审批，并按进度发放 709 亿元，收回贷款本金 273 亿元。

2. 装备制造业

装备制造业是为满足国民经济各部门发展和国家安全需要而提供技术装备的产业总称，是国民经济发展特别是工业发展的基础，具有产业关联度高、吸纳就业能力强、技术和资金密集的特点，是各行业产业升级、技术进步的重要保障和国家综合实力的集中体现。

近年来，在经济运行总体平稳、结构调整与转型升级不断深化的大背景下，中国装备制造业呈现出积极的发展态势，已经形成了门类齐全、具有相当规模和技术水平的产业体系。2013 年，中国装备制造业产值突破 20 万亿元，占全球装备制造业的比重超过 1/3，稳居世界首位。2014 年上半年，全国规模以上装备制造企业工业增加值同比增长 11.2%，比上年同期提高 2 个百分点；利润总额同比增长 20.3%，比上年同期提高 8.9 个百分点；主营业务收入利润率为 6.9%，比上年同期提高 0.6 个百分点。此外，装备制造业中的新兴产业发展取得重大进展，先进轨道交通装备、航空航天器及设备、智能制造装

备、海洋工程装备、新能源汽车、机器人等产业均呈现快速增长，在自主设计及核心技术方面也有所突破。

但与此同时，中国装备制造业，尤其是高端装备制造业“大而不强”的格局尚未得到根本扭转，主要表现为：一是自主创新能力薄弱，尤其是作为装备制造业赖以生存和发展基础的机械基础件、基础制造工艺和基础材料产业技术水平薄弱，共性技术研究体系缺失，基础性与共性技术研究弱化。二是产业体系不健全，中低端产品产能过剩、高端产品供给能力不足的矛盾十分突出，同质化竞争激烈，具有国际竞争力的大型企业集团和具有知名品牌的“专、精、特”企业群体尚未形成。三是发展质量效益不高，目前中国装备工业增加值约为 26%，低于发达国家平均水平 6-8 个百分点。

当前中国正处于经济结构调整与转型升级的关键时期，需要充分利用各种有利条件，抓住全球经济分工调整的重要战略机遇期，加快推动装备制造业从“中国制造”向“中国创造”转变。更加注重发挥市场配置资源的决定性作用，加大财税金融政策支持力度，引导社会资金、人才等要素向行业创新聚集，推进产、学、研、用一体化合作和发展，加大研发力度，加快突破制约发展的关键和核心技术。

第五部分 货币政策趋势

一、中国宏观经济展望

国际金融危机爆发以来，全球经济进入深刻的再平衡调整期，这

一进程仍未完成。我国经济也正处于增速换挡、结构调整和前期政策消化三期叠加的阶段，需要从经济发展规律和新常态视角观察和分析中国的经济运行。房地产市场调整、环境污染治理和制造业增速放缓短期内会对经济增速产生一定影响，但随着城镇化推进和经济增长方式转变，中长期将实现更可持续和更高质量的增长，打造出中国经济的升级版。中国经济体量较大，协同推进新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化的回旋余地很大，市场空间广阔，抗风险能力也比较强。在基础设施投资、房地产等传统增长动力有所放缓的同时，移动互联、电子信息、网络销售等新兴业态加快发展，信息技术、科技服务、租赁和商务服务业固定资产投资增速保持在40%左右的较高水平，服务业持续较快增长，经济运行呈现出典型的结构调整期特征。宏观政策调控方式不断创新和完善，经验更加丰富，在区间管理的框架下更加注重定向调控、精准发力，短期需求调节与加快推出的一系列促改革、调结构、惠民生的政策措施相互配合，有利于对经济增长形成支撑。受服务业吸纳就业能力较强、人口结构变化导致劳动年龄人口减少等因素影响，增长的就业弹性提高，就业形势相对稳定，居民收入继续保持较快增长。中国人民银行2014年第三季度城镇储户问卷调查显示，当期收入感受指数和未来收入信心指数均较上季提高0.9个百分点，当期就业感受指数较上季提高0.6个百分点，未来就业预期指数较上季提高了0.4个百分点。从外部环境看，全球经济继续呈现分化态势，但总体仍处在温和复苏轨道，外需环境大体稳定。

当然也要看到，经济运行面临的风险和挑战不少。近年来虽然经

济形势复杂多变，但一些老问题、老矛盾始终存在，经济内生增长动力尚待增强，增长对债务和投资的依赖过高等矛盾突出，同时资源环境的过度承载和约束也更加凸显。在经济结构调整过程中，一定阶段内经济下行压力和潜在风险暴露可能会有所增大，一些地区为追求增长高耗能产业等又有抬头。在软约束和结构性矛盾较为突出的环境下，货币政策的作用和传导也会受到影响，需要兼顾和应对的矛盾更多，既要促进经济平稳运行，也要防止过度“放水”固化结构扭曲、推升通胀和债务水平。从全球范围看，各经济体宏观政策出现分化，随着美国货币政策调整步伐加快，可能对全球资本流动和资金成本产生较大影响。这些都增大了宏观政策面临的挑战和实施的难度。总体看，面对内外部的复杂形势，经济结构调整和转变发展方式的任务更显紧迫，需要统筹把握好经济结构调整和短期需求管理政策之间的次序和相互协调配合，既要把握总量平衡，更要着眼结构优化，并从发展战略角度对经济新的增长点进行谋划，通过深化改革解决经济运行中存在的深层次问题，推动创新发展，进一步激发经济活力和竞争力。

价格涨幅放缓，形势较为稳定。当前外部环境相对平稳，国内经济调整有所加快，一些领域产能过剩问题突出，尤其是受供给增加、美元走升等因素影响，国际大宗商品价格持续回落，均有抑制价格上涨的作用。中国人民银行 2014 年第三季度城镇储户问卷调查显示，居民当期物价满意指数较上季提高 1.9 个百分点。当然，受供给面变化，劳动力、服务业价格存在潜在上行压力等因素影响，物价对需求扩张仍是比较敏感的。还应注意到的是，经过前期较快上涨，物价绝

对水平不低，不少国内商品价格已高于外部，居民对物价的感受仍较强，物价预期还不很稳定。第三季度城镇储户问卷调查显示居民未来物价预期指数仍有所上升。需要密切关注未来影响价格走势的供求动态变化。

二、下一阶段主要政策思路

中国人民银行将按照党中央、国务院的战略部署，贯彻稳中求进、改革创新和宏观政策要稳、微观政策要活的要求，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险，继续实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，坚持“总量稳定、结构优化”的取向，保持定力、主动作为，根据经济基本面变化适时适度预调微调，增强调控的灵活性、针对性和有效性，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展、可持续发展。同时，寓改革于调控之中，把货币政策调控与深化改革紧密结合起来，更充分地发挥市场在资源配置中的决定性作用。针对金融深化和创新发展的要求，进一步完善调控模式，疏通传导机制，通过增加供给和竞争改善金融服务，提高金融运行效率和服务实体经济的能力。

一是综合运用数量、价格等多种货币政策工具，健全宏观审慎政策框架，丰富和优化政策组合，保持适度流动性，实现货币信贷和社会融资规模合理增长。根据经济金融形势变化以及金融创新对银行体系流动性的影响，灵活运用公开市场操作等多种货币政策工具，完善中央银行抵押品管理框架，调节好流动性水平，保持货币市场稳定。同时，引导商业银行加强流动性和资产负债管理，做好各时点的流动

性安排，合理安排资产负债总量和期限结构，提高流动性风险管理水平。继续发挥宏观审慎政策的逆周期调节作用，根据经济景气变化、金融机构稳健状况和信贷政策执行情况等有关参数进行适度调整，引导金融机构更有针对性地支持实体经济发展。

二是盘活存量、优化增量，支持经济结构调整和转型升级。优化流动性的投向和结构，落实好“定向降准”的相关措施，发挥好信贷政策支持再贷款和再贴现政策的作用，引导金融机构优化信贷结构。鼓励金融机构创新组织、机制、产品和服务模式，支持农业适度规模经营和新型农业经营主体发展。探索完善信贷政策导向效果评估，更好地盘活现有信贷存量，增加存量信贷资金对小微企业的投入。进一步发挥金融职能，继续做好铁路、船舶等重点行业改革发展的金融服务工作，加大对科技、文化、信息消费、战略性新兴产业等国民经济重点领域的金融支持力度。不断改进信贷政策实施方式，进一步加大对扶贫、就业、助学、少数民族、农民工、大学生村官等“民生”领域的金融支持和服务。保证在建续建工程和项目的合理资金需求。严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款，促进产能过剩矛盾化解。建立和完善绿色信贷机制，不断提升对节能环保、循环经济、防治大气污染领域的金融服务水平，加大对相关领域技术改造等方面的信贷支持。落实好差别化住房信贷政策，改进对保障性安居工程建设的金融服务，继续支持居民家庭合理的住房消费，坚决抑制投机投资性购房需求。进一步发挥开发性金融作用，支持棚户区改造。继续通过保持货币信贷合理增长、完善银行公司治理、清理不合理金

融服务收费、完善多层次资本市场、增加金融供给、加大改革和结构调整力度等多措并举，标本兼治，着力降低社会融资成本。

三是进一步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。进一步健全市场利率定价自律机制，提高金融机构自主定价能力。继续推进同业存单发行和交易，探索发行面向企业及个人的大额存单，逐步扩大金融机构负债产品市场化定价范围。继续培育上海银行间同业拆放利率（Shibor）和贷款基础利率（LPR），建设较为完善的市场利率体系。建立健全中央银行的利率调控框架，强化价格型调控和传导机制。进一步完善人民币汇率市场化形成机制，加大市场决定汇率的力度，增强人民币汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。加快发展外汇市场，坚持金融服务实体经济的原则，为基于按需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。支持人民币在跨境贸易和投资中的使用，稳步拓宽人民币流出和回流渠道。推动人民币对其他货币直接交易市场发展，更好地为跨境贸易人民币结算业务发展服务。密切关注国际形势变化对资本流动的影响，加强对跨境资本的有效监控。

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳定经济增长、推动经济结构调整和转型升级、深化改革开放和防范金融风险方面的作用。加强市场基础性建设，为经济结构调整和转型升级提供高效的投融资市场。推动市场创新，丰富债券市场产品和层次，更好地满足投资者需求。继续完善做市商制度，提高债券市场流动性，为培育有效的收益率曲线夯实基础。培育多元化的参与主体，继续推动金融市

场、金融产品、投资者和融资中介多元化发展，强化市场化约束和风险分担机制。大力发展直接融资，推动多层次资本市场建设。强化市场监管，充分发挥公司信用类债券部际协调机制的作用，加强监管协调，规范市场主体交易行为，防范金融风险，促进金融市场安全高效运行和规范发展。

五是深化金融机构改革，通过增加供给和竞争改善金融服务。继续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革，完善公司治理，形成有效的决策、执行、制衡机制，把公司治理的要求真正落实于日常经营管理和风险控制之中。扎实推进中国农业银行“三农金融事业部”改革，探索商业性金融服务“三农”的可持续模式，提升“三农”和县域金融服务水平。加快推进中国进出口银行和中国农业发展银行改革，强化政策性职能定位，对政策性业务和自营性业务实施分账管理、分类核算；科学建立资本约束机制，健全治理结构，完善财税扶持政策，构建符合中国特色、能更好地为经济发展服务、可持续运营的政策性金融机构及其政策环境。深化国家开发银行改革，进一步发挥开发性金融在重点领域、薄弱环节、关键时期的功能和作用。继续推动资产管理公司商业化转型。在加强监管前提下，鼓励各类型金融机构和金融服务组织、中介机构有序发展，形成各种市场主体共同参与竞争的金融生态。进一步完善互联网金融相关标准和制度，促进公平竞争，加强行业自律，提升风险防控能力，切实维护投资者权益，促进互联网金融健康发展。

六是有效防范系统性金融风险，切实维护金融体系稳定。加强宏

观审慎管理，引导金融机构稳健经营，督促金融机构加强流动性、内控和风险管理。在支持金融创新的同时，加强对同业业务和理财业务发展潜在风险的监测与防范。加强对地方政府性债务和偿债能力的跟踪监测，着力防控债务风险，探索以市场化机制化解地方政府债务问题。健全系统性金融风险的防范预警和评估体系，继续加强对地方融资平台债务、各类影子银行业务、企业互保联保等风险领域的监测分析，动态排查风险隐患，督促金融机构及有关方面做好各种情景下的应对预案。充分发挥金融监管协调部际联席会议制度的作用，强化交叉性、跨市场金融产品的风险监测和监管协调，促进各类金融市场、各类金融工具的协调发展，建立健全金融综合统计体系和信息共享机制。加快建立存款保险制度，完善金融机构市场化退出机制。采取综合措施维护金融稳定，守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。