

中国货币政策执行报告

二〇一四年第一季度

中国人民银行货币政策分析小组

2014年5月6日

内容摘要

2014年第一季度，中国经济开局平稳，经济结构呈现积极变化。居民收入较快增长，消费拉动作用增强，投资实际增速有所回升，贸易顺差收窄；农业生产形势稳定，第三产业增长持续快于第二产业；消费价格基本稳定，就业形势较好。第一季度，实现国内生产总值（GDP）12.8万亿元，同比增长7.4%，居民消费价格（CPI）同比上涨2.3%。经济运行速度保持在合理区间，总体符合宏观调控和发展预期。

中国人民银行按照党中央、国务院的统一部署，保持调控定力，继续实施稳健的货币政策，适时适度预调微调。根据国际收支和流动性供需形势，合理运用工具组合，管理和调节好银行体系流动性。开展分支行常备借贷便利操作试点，为中小金融机构提供短期流动性支持。进一步优化金融资源配置，用好增量、盘活存量，发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节功能，发挥信贷政策支持再贷款促进优化信贷结构的作用，鼓励和引导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。进一步完善人民币汇率形成机制，加大市场决定汇率的力度，自3月17日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%。加快推进利率市场化改革，于3月1日在上海自贸区先行取消小额外币存款利率上限。继续深化金融机构和外汇管理体制改革的。

总体看，银行体系流动性合理适度，货币信贷和社会融资规模增长基本平稳，贷款结构有所改善。2014年3月末，广义货币供应量

M2 同比增长 12.1%。人民币贷款余额同比增长 13.9%，比年初增加 3.01 万亿元，同比多增 2592 亿元。小微企业和涉农贷款增速均高于各项贷款增速，服务业中长期贷款增速回升，产能过剩行业中长期贷款增速回落。第一季度社会融资规模为 5.60 万亿元，比上年同期少 5612 亿元。金融机构存贷款利率总体平稳，3 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.18%，比上年 12 月下降 0.02 个百分点。货币市场利率、债券收益率、信托产品收益率、民间融资利率等均有不同程度的下降。3 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.1521 元，比上年末贬值 0.9%。

当前中国经济正处在增速换挡和转变发展方式的阶段，既有结构调整的阵痛，也渐显调整和改革所激发的活力。综合增长潜力和动能等各方面因素看，未来一段时期中国经济有望继续保持平稳运行。但也要看到，全球经济复苏进程中仍有风险和不确定性，中国经济内生增长动力尚待增强，部分行业产能过剩问题依然严重，资源环境约束进一步突显，潜在风险需要高度关注，结构调整和转变发展方式的任
务还很艰巨。

中国人民银行将按照党中央、国务院的战略部署，坚持稳中求进、改革创新，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，适时适度预调微调，增强调控的预见性、针对性、有效性，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险，继续为结构调整和转型升级创造稳定的货币金融环境。综合运用数量、价格等多种货币政策工具组合，

健全宏观审慎政策框架，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，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。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、货币总量增速略有回落.....	1
二、金融机构存款增长有所放缓.....	1
三、金融机构贷款增长平稳.....	2
四、社会融资规模为季度历史次高水平.....	4
五、金融机构存贷款利率小幅波动.....	5
六、人民币汇率双向浮动弹性增强.....	6
第二部分 货币政策操作	6
一、灵活开展公开市场操作.....	7
二、适时开展常备借贷便利操作.....	7
三、继续发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节作用.....	8
四、多措并举促进信贷结构优化.....	8
五、进一步完善人民币汇率形成机制.....	10
六、跨境人民币业务保持较快增长.....	13
七、深入推进金融机构改革.....	14
八、深化外汇管理体制改革的.....	16
第三部分 金融市场分析	17
一、金融市场运行.....	17
二、金融市场制度性建设.....	26
第四部分 宏观经济分析	29
一、世界经济金融形势.....	29
二、中国宏观经济运行.....	35
第五部分 货币政策趋势	46
一、中国宏观经济展望.....	46
二、下一阶段主要政策思路.....	48

专栏

专栏 1 人民币汇率浮动幅度扩大.....	11
专栏 2 农村信用社改革试点资金支持政策全面落实到位.....	15
专栏 3 银行间市场同业存单的发行与交易.....	19
专栏 4 关于中国经济潜在增速的讨论.....	38
专栏 5 利率市场化与货币政策调控框架.....	51

表

表 1 2014 年第一季度分机构人民币贷款情况.....	3
表 2 2014 年第一季度社会融资规模.....	4
表 3 2014 年 1-3 月金融机构人民币贷款各利率区间占比.....	5
表 4 2014 年 1-3 月大额美元存款与美元贷款平均利率.....	6
表 5 2014 年第一季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量.....	11
表 6 2013 年年末五家大型商业银行主要经营指标.....	14
表 7 2014 年第一季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况... ..	18
表 8 2014 年第一季度利率衍生产品交易情况.....	19
表 9 2014 年第一季度各类债券发行情况.....	22
表 10 2014 年 3 月末主要保险资金运用余额及占比情况.....	24
表 11 主要经济体宏观经济金融指标.....	30

图

图 1 跨境贸易人民币结算情况.....	13
图 2 银行间市场国债收益率曲线变化情况.....	21
图 3 进出口增速与贸易差额.....	36

第一部分 货币信贷概况

2014 年第一季度，银行体系流动性合理适度，货币信贷和社会融资平稳增长，货币金融环境基本稳定。

一、货币总量增速略有回落

2014 年 3 月末，广义货币供应量 M2 余额为 116.1 万亿元，同比增长 12.1%。狭义货币供应量 M1 余额为 32.8 万亿元，同比增长 5.4%。流通中货币 M0 余额为 5.8 万亿元，同比增长 5.2%。第一季度现金净回笼 242 亿元，同比多回笼 1043 亿元。

3 月末 M2 增速比上年末低 1.5 个百分点，主要是由于上年同期货币增长过快造成基数较高。2013 年 M2 增长呈明显的前高后低特征，第一季度末增速达到 15.7%。此外，也与外汇占款同比少增、商业银行同业业务扩张相对有所放缓、金融债券发行量增大有关。2014 年第一季度 M2 新增 5.4 万亿元，虽然比增长偏快的上年同期有所减少，但按全年增长 13% 的预期目标估算，进度仍快于往年正常水平。

3 月末，基础货币余额为 27.5 万亿元，同比增长 8.3%，比年初增加 3721 亿元。货币乘数为 4.22，比上年末高 0.14。金融机构超额准备金率为 1.8%。其中，农村信用社为 3.6%。

二、金融机构存款增长有所放缓

3 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 112.2 万亿元，同比增长 11.5%，增速比上年末低 2.0 个百

分点,比年初增加 5.0 万亿元,同比少增 1.3 万亿元。人民币各项存款余额为 109.1 万亿元,同比增长 11.4%,增速比上年末低 2.4 个百分点,比年初增加 4.7 万亿元,同比少增 1.4 万亿元。外币存款余额为 5074 亿美元,同比增长 14.9%,比年初增加 423 亿美元,同比多增 109 亿美元。

从人民币存款部门分布看,住户存款和非金融企业存款增长有所放缓,非存款类金融机构存款增长加快。3月末,金融机构住户存款余额为 49.4 万亿元,同比增长 11.4%,比年初增加 3.3 万亿元,同比少增 4030 亿元。非金融企业存款余额为 36.2 万亿元,同比增长 5.6%,比年初增加 3199 亿元,同比少增 1.3 万亿元。财政存款余额为 3.1 万亿元,比年初增加 930 亿元,同比少增 19 亿元。非存款类金融机构存款余额为 7.0 万亿元,比年初增加 1.1 万亿元,同比多增 1 万亿元,主要是受商业银行表外理财、货币市场基金发展较快和证券及交易结算类金融机构、保险公司存款同比多增较多影响。

三、金融机构贷款增长平稳

3月末,全部金融机构本外币贷款余额为 80.1 万亿元,同比增长 13.7%,比年初增加 3.5 万亿元,同比多增 2966 亿元。3月末,人民币贷款余额为 74.9 万亿元,同比增长 13.9%,比年初增加 3.0 万亿元,同比多增 2592 亿元。

中长期贷款比重提高。人民币住户贷款保持较快增长,3月末余额为 20.8 万亿元,同比增长 21.4%,比年初增加 9293 亿元,同比少增 459 亿元。其中,个人住房贷款比年初增加 4500 亿元,同比多增

338 亿元，3 月末增速为 20.4%，已连续 11 个月超过 20%，房贷需求依然不弱。非金融企业及其他部门贷款余额为 53.9 万亿元，同比增长 11.3%，自上年二季度以来增速较为平稳，比年初增加 2.1 万亿元，同比多增 3061 亿元。从期限看，中长期贷款比年初增加 1.8 万亿元，同比多增 3296 亿元，增量占比为 58.2%，比上年同期提高 6.5 个百分点。包含票据融资在内的短期贷款比年初增加 1.2 万亿元，同比多增 1065 亿元。分机构看，中资全国性中小型银行和外资金融机构贷款同比多增较多。

表 1 2014 年第一季度分机构人民币贷款情况

单位：亿元

	2014 年第一季度		2013 年第一季度	
	新增额	同比多增	新增额	同比多增
中资全国性大型银行 ^①	13443	608	12835	783
中资全国性中小型银行 ^②	8844	1617	7227	1259
中资区域性中小型银行 ^③	4653	248	4405	1129
小型农村金融机构 ^④	1597	-471	2068	-1384
外资金融机构	250	181	69	-84

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。3 月末，金融机构外币贷款余额为 8464 亿美元，同比增长 12.2%，比年初增加 695 亿美元，同比略少增 14 亿美元。从投向看，贸易融资增加 324 亿美元，在全部外币贷款增量中占比为 47%；境外贷款与中长期贷款增加 137 亿美元，在全部外币贷款增量中占比为 20%。

四、社会融资规模为季度历史次高水平

初步统计，2014年第一季度社会融资规模为5.60万亿元，比上年同期少5612亿元，为季度历史次高水平(季度历史最高水平为2013年一季度的6.17万亿元)。

表 2 2014 年第一季度社会融资规模

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 年第一季度	61654	27547	4453	5235	8244	6706	7573	617
2014 年第一季度	56042	30139	4253	7153	2802	5592	3846	975

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。

从结构看: 人民币贷款和委托贷款增加较多, 而企业债券、未贴现银行承兑汇票和信托贷款融资活跃度相对较低。一是人民币贷款在社会融资规模中的占比明显上升。当季人民币贷款占同期社会融资规模的53.8%, 比上年同期高9.1个百分点。二是外币贷款增加额与上年同期基本相当。三是企业债券融资额逐月回升, 股票融资活跃度有所提升。企业债券1月、2月和3月分别融资371亿元、1016亿元和2459亿元。当季非金融企业境内股票融资975亿元, 比上年同期多358亿元。四是金融机构表外融资尤其是信托贷款增长明显减缓, 在社会融资规模中的占比显著下降。当季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1.55万亿元, 比上年同期

少 4638 亿元；占同期社会融资规模的 27.8%，比上年同期低 5.0 个百分点。

五、金融机构存贷款利率小幅波动

3 月，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.18%，比上年 12 月下降 0.02 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 7.37%，比上年 12 月上升 0.23 个百分点；票据融资加权平均利率为 6.28%，比上年 12 月下降 1.26 个百分点。个人住房贷款利率小幅走高，3 月加权平均利率为 6.70%，比上年 12 月上升 0.17 个百分点。

从利率浮动情况看，执行下浮、基准利率的贷款占比有所下降，执行上浮利率的贷款占比上升。3 月，一般贷款中执行下浮、基准利率的贷款占比分别为 8.35%和 21.40%，比上年 12 月分别下降 4.12 个和 2.72 个百分点；执行上浮利率的贷款占比为 70.25%，比上年 12 月上升 6.84 个百分点。

表 3 2014 年 1-3 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

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，总体较年初有所上升。3 月份，活期、3 个月以内大额美元存款加权平均利率分别为 0.25%和 2.60%，比上年 12 月分别上升 0.07 个和 0.62 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 3.08%和 3.20%，比上年 12 月分别上升 0.42 个和 0.38 个百分点。

表 4 2014 年 1-3 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

数据来源：中国人民银行。

六、人民币汇率双向浮动弹性增强

2014 年以来，人民币汇率小幅贬值，双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强。3 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.1521 元，比上年末贬值 552 个基点，贬值幅度为 0.90%。根据国际清算银行的计算，2014 年第一季度，人民币名义有效汇率贬值 1.37%，实际有效汇率贬值 1.09%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2014 年 3 月末，人民币对美元汇率累计升值 34.53%；人民币名义有效汇率升值 30.23%，实际有效汇率升值 40.59%。

第二部分 货币政策操作

2014 年以来，中国人民银行根据党中央和国务院统一部署，坚持稳中求进的工作总基调，继续实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，保持定力，精准发力，不放松也不收紧银根，适时适度进行

预调微调，为经济运行保持在合理区间发挥了重要作用。

一、灵活开展公开市场操作

灵活开展公开市场双向操作，合理调节流动性水平。中国人民银行加强对银行体系流动性供求影响因素和市场环境的分析监测，根据各阶段流动性供求特点合理把握公开市场操作方向、力度和节奏，搭配使用短期流动性调节工具（SL0）适时适度进行流动性双向调节，实现了银行体系流动性的平稳运行。针对春节前后现金大量投放回笼的季节性特征，适时优化公开市场操作期限品种，充分发挥公开市场操作的预调和微调作用。春节前合理安排 21 天期以内逆回购操作，有效应对季节性因素引起的短期流动性波动；春节后视现金回笼情况开展 14 天期和 28 天期正回购操作，促进银行体系流动性供求的适度均衡。第一季度累计开展逆回购操作 5250 亿元，开展正回购操作 8700 亿元，开展 SL0 操作 1000 亿元。

保持公开市场操作利率基本稳定，有效引导市场预期。在外部环境复杂多变的情况下，加强对市场利率走势的分析监测，保持公开市场操作利率基本稳定，有效引导市场预期，促进货币市场利率平稳运行。3 月末，14 天期正回购操作利率为 3.8%，28 天期正回购操作利率为 4.0%。

适时开展国库现金管理商业银行定期存款业务。第一季度，共开展 3 期国库现金管理商业银行定期存款业务，操作规模共计 1400 亿元，其中 3 个月期 400 亿元，6 个月期 500 亿元，9 个月期 500 亿元。

二、适时开展常备借贷便利操作

为保持货币市场流动性合理适度，2014年春节前，中国人民银行总行通过常备借贷便利向符合条件的大型商业银行提供了短期流动性支持，在北京、江苏、山东、广东、河北、山西、浙江、吉林、河南、深圳 10 个试点地区的中国人民银行分支机构向符合条件的中小金融机构提供了短期流动性支持，稳定了市场预期，促进了货币市场平稳运行。春节后，随着现金逐步回笼，以及外汇流入形势的变化，根据银行体系流动性情况，人民银行全额收回了春节期间通过常备借贷便利提供的流动性。第一季度累计开展常备借贷便利 3400 亿元，期末常备借贷便利余额为 0。

三、继续发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节作用

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，鼓励和引导金融机构增加小微企业、“三农”及中西部欠发达地区的信贷投入。同时，将金融机构同业资产情况纳入了差别准备金动态调整机制的相关政策参数，防范同业业务过快扩张引发金融风险。

四、多措并举促进信贷结构优化

中国人民银行认真贯彻中央经济工作会议和国务院关于金融支持实体经济发展指导意见的有关精神，继续发挥再贷款、再贴现、存款准备金率在引导信贷结构优化方面的作用，加强货币信贷政策与产业、区域等政策的协调配合，提高金融服务实体经济的水平。

有效发挥信贷政策支持再贷款的引导作用，支持金融机构扩大

“三农”和小微企业信贷投放。中国人民银行于 2014 年初新设信贷政策支持再贷款，包括支农再贷款和支小再贷款，通过优惠利率降低实体经济融资成本，缓解“三农”、小微企业的“融资难、融资贵”问题。2014 年以来，累计下达信贷政策支持再贷款额度 1000 亿元，其中支农再贷款额度 500 亿元、支小再贷款额度 500 亿元。

积极丰富信贷政策操作手段，引导金融机构优化信贷结构。鼓励金融机构利用现代信息和管理技术，创新金融产品和服务，创新和考核机制，着力支持符合政策导向的重点领域和薄弱环节。加大对家庭农场等新型农业经营主体的金融支持力度。进一步发展消费金融。全面做好扶贫开发金融服务工作。继续完善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、劳动密集型产业、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。保证在建续建工程和项目的合理资金需求，积极支持铁路等重大基础设施、城市基础设施、棚户区改造等民生工程项目建设。严格控制对“两高一剩”行业的贷款，支持对整合过剩产能的企业定向开展并购贷款，促进产能过剩矛盾化解。扎实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。

信贷结构进一步优化，服务业中长期贷款增速回升，产能过剩行业中长期贷款增速回落，小微企业和“三农”信贷支持力度较大。3 月末，服务业（第三产业剔除基础设施和房地产业）中长期贷款余额为 3.74 万亿元，同比增长 15.6%，增速较上年末回升 1.9 个百分点。

其中，文化产业中长期贷款余额为 1698 亿元，同比增长 39.3%。产能过剩行业中长期贷款余额 2.08 万亿元，同比增长 6.0%，增速较上年末回落 1.5 个百分点。3 月末，小微企业人民币贷款同比增长 16.3%，比各项贷款增速高 2.4 个百分点。本外币涉农贷款同比增长 17.7%，比各项贷款增速高 4.0 个百分点。

五、进一步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市场化形成机制，进一步发挥市场在人民币汇率形成中的作用，增强汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。2014 年 3 月 15 日，为顺应市场发展的要求，加大市场决定汇率的力度，建立以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度，中国人民银行决定自 2014 年 3 月 17 日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1%扩大至 2%。

第一季度，人民币对美元汇率中间价最高为 6.1521 元，最低为 6.0930 元，58 个交易日中 22 个交易日升值、36 个交易日贬值。最大单日升值幅度为 0.17%（101 点），最大单日贬值幅度为 0.18%（111 点）。

人民币对欧元、日元等其他国际主要货币汇率双向波动。3 月末，人民币对欧元、日元汇率中间价分别为 1 欧元兑 8.4607 元人民币、100 日元兑 5.9920 元人民币，分别较 2013 年末贬值 0.49%和 3.59%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2014 年 3 月末，人民币对欧元汇率累计升值 18.36%，对日元汇率累计升值 21.93%。

为促进中国与新西兰双边贸易和投资，自 2014 年 3 月 19 日起在银行间外汇市场推出人民币对新西兰元直接交易，形成人民币对新西兰元直接汇率。直接交易推出以来，人民币对新西兰元报价成交活跃，买卖价差收窄，降低了微观经济主体的汇兑成本，促进了人民币和新西兰元在双边贸易和投资中的使用。

表 5 2014 年第一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	126553.4	689.1	1303.8	590.7	32.7	427.5	29.7	1.4	2.3	38.5	0.45

数据来源：中国外汇交易中心。

第一季度，在中国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 2270 亿元人民币，对促进双边贸易投资发挥了作用。

专栏 1 人民币汇率浮动幅度扩大

十八届三中全会提出，要发挥市场在资源配置中的决定性作用。汇率作为要素市场的重要价格，是有效配置国内国际资源的决定性因素之一，扩大人民币汇率浮动幅度有利于增强人民币汇率浮动弹性，不断优化资源配置效率，进一步增强市场配置资源的决定性作用，加快推进经济发展方式转变和结构调整。近年来，中国外汇市场发育进一步成熟，交易量持续增长，交易品种不断增加，企业管理汇率风险的手段更加丰富，交易主体控制风险的能力逐步提高，自主定价的意愿日渐增强，也需要更大的波幅区间，以适应外汇市场的进一步发展。

人民币汇率形成机制改革遵循了主动性、可控性和渐进性原则，也充分考虑经济主体的适应能力。从汇率改革进程看，人民币汇率浮动幅度是逐步扩大的。1994 年人民币汇率浮动幅度是 0.3%，2007 年扩大至 0.5%，2012 年扩大至 1%，截止 2014 年 3 月这一浮动幅度已保持了两年左右，再次扩大幅度体现了渐进稳

妥的改革安排。基于上述考虑，中国人民银行于 2014 年 3 月 15 日宣布，自 3 月 17 日起银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1%扩大至 2%，银行柜台汇率报价区间由 2%扩大至 3%。

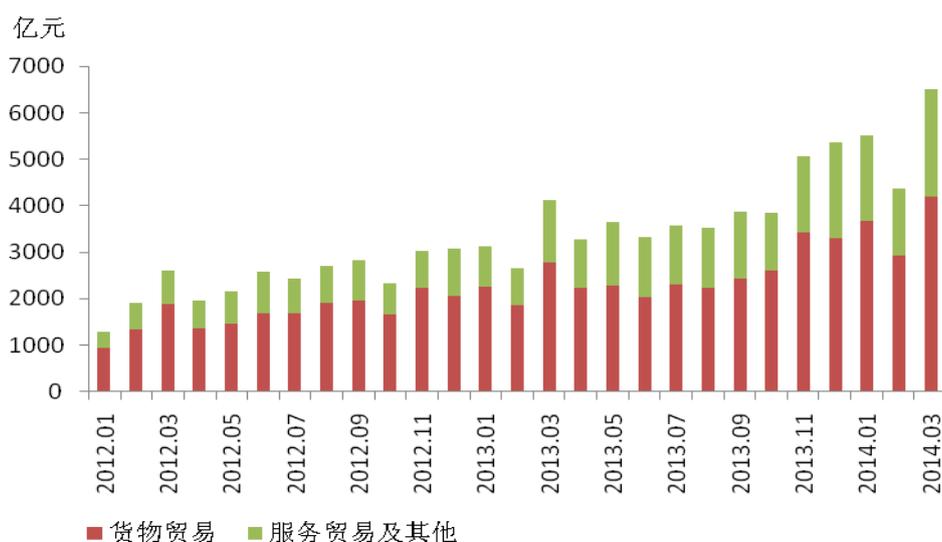
国内外对此次扩大汇率浮动幅度普遍给予了积极和正面的评价，认为扩大汇率浮动幅度时机选择恰当，不仅有利于改变单边升值预期，抑制境外投机资金流入，也有利于为推动其他金融改革创造条件，是中国市场化浮动汇率制度建设的重要一步，未来人民币将与国际主要货币一样，有充分弹性的双向波动将会成为常态。

扩大汇率浮动幅度以来，外汇市场运行总体平稳，汇率双向浮动弹性有所增强，市场参与者反映积极。一是汇率波动加大，消化和吸收供求变化的能力增强。3 月 17 日至 4 月 30 日，银行间外汇市场收盘汇率较中间价的平均波动幅度为 1.1%，其中最大波幅为 1024 个基点，幅度为 1.66%，为 2005 年汇改以来新高。二是境内外汇率点差收窄。3 月 17 日至 4 月 30 日，香港市场人民币对美元汇率（CNH）较境内银行间市场人民币对美元汇率收盘价的点差日均为 59 个基点，较 2014 年以来至扩大浮动区间前日均 161 个基点的水平显著收窄。三是银行柜台净结汇有所下降，外汇市场供求更趋均衡。同时各银行柜台美元现汇买卖牌价点差仍基本维持在 250 个基点左右，与前期持平。四是人民币汇率预期分化，对企业影响更趋中性。人民银行第一季度对 2999 家外向型工业企业进行的问卷调查显示，企业对人民币升值预期减弱，33.1%的企业预期未来半年人民币将“贬值”，较上季大幅上升 25.3 个百分点，66.9%的企业预期“升值”；41.7%的企业认为近期汇率走势对生产经营有正面影响，24.6%的企业认为有负面影响，33.7%的企业认为不明显；企业对人民币汇率波动的接受程度大幅提高，92.5%的企业认为目前汇率波动在“可接受”范围之内，仅 7.5%的企业认为“不能接受”，为 2011 年有调查以来的最低值。

未来，人民币汇率形成机制改革会继续朝着市场化方向迈进，加大市场决定汇率的力度，促进国际收支平衡。同时，发展外汇市场，丰富外汇产品，扩展外汇市场的广度和深度，更好地满足企业和居民的需求。根据外汇市场发育状况和经济金融形势，增强人民币汇率双向浮动弹性，央行基本退出常态式外汇干预。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

六、跨境人民币业务保持较快增长

跨境贸易和投资人民币结算业务保持较快增长。初步统计，第一季度，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 1.65 万亿元，同比增长 64%。其中，货物贸易结算金额为 1.09 万亿元，服务贸易及其他经常项目结算金额 5613 亿元。跨境贸易人民币结算业务实收 5415.9 亿元，实付 1.1 万亿元，收付比为 1: 2。直接投资方面，银行累计办理人民币跨境直接投资结算业务 1930.9 亿元，其中，对外直接投资结算金额为 278.2 亿元，同比增长 2.5 倍；外商直接投资结算金额为 1652.7 亿元，同比增长 1.1 倍。



数据来源：中国人民银行。

图 1 跨境贸易人民币结算情况

为支持上海自贸区建设，服务实体经济发展、促进贸易投资自由化和便利化，自 2014 年 2 月开始，在上海自贸区内开展各项跨境人民币业务创新试点，鼓励和扩大人民币跨境使用。

七、深入推进金融机构改革

大型商业银行改革继续深化。中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行和交通银行通过不断深化改革，现代金融企业制度日益完善，服务实体经济的质量和水平不断增强。大型商业银行积极应对利率市场化进程加快、金融监管要求日益提高等多重挑战，通过不断提升自主定价和风险管控能力，各项业务保持了稳健发展，并保持了较高的盈利水平和较强的抗风险能力。

表 6 2013 年年末五家大型商业银行主要经营指标

	资本充足率 (%)	不良贷款率 (%)	净利润	
			净利润额 (亿元)	同比增长 (%)
中国工商银行	13.12	0.94	2629.65	10.17
中国农业银行	11.86	1.22	1662.11	14.52
中国银行	12.46	0.96	1637.41	12.35
中国建设银行	13.34	0.99	2151.22	11.12
交通银行	12.08	1.05	624.61	6.82

数据来源：五家大型商业银行 2013 年年报。

农村信用社改革取得重要成果。一是资产质量改善。3 月末，全国农村信用社不良贷款余额为 3789.7 亿元，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 10.2%。二是涉农信贷投放增长。3 月末，全国农村信用社的各项贷款余额为 9.7 万亿元，比上年末增长 5.4%。涉农贷款余额和农户贷款余额分别为 6.5 万亿元和 3.2 万亿元，比上年末分别增长 3.9%和 4.5%。三是法人治理取得初步成效。全国农村信用社基本构建了股东代表大会、理（董）事会、监事会和高级管理层的法人治理组织架构并开始运行，内部管理有所

加强。产权组织形式实现多元化，截至3月末，全国共组建以县（市）为单位的统一法人农村信用社1672家，农村商业银行492家，农村合作银行115家。

专栏 2 农村信用社改革试点资金支持政策全面落实到位

2003年6月，国务院下发《关于深化农村信用社改革试点方案的通知》，在全国范围开展深化农村信用社改革工作，中国人民银行负责制定和实施农村信用社改革试点资金支持政策（以下简称资金支持政策）。自2004年第一季度考核以来，共完成专项票据发行、兑付考核32期，对2408个县（市）农村信用社发行、兑付票据1699亿元，对新疆、吉林、黑龙江等3省（区）发放专项借款14亿元，目前资金支持政策已全面落实到位，实现了“花钱买机制”的政策目标。

中国人民银行按照因地制宜、分类指导，防范道德风险，持续正向激励的原则，制定并实施资金支持政策，引导农村信用社逐步“上台阶”。以2002年末实际资不抵债额的50%核定农村信用社票据额度，对农村信用社提高资本充足率和降低不良贷款比例计划审核合规（第一个“台阶”）的省级政府出具票据发行承诺书；对资本充足率真实合规、达标（第二个“台阶”）的农村信用社发行票据；对明晰产权关系、完善法人治理、加强内部管理取得实质成效（第三个“台阶”）的农村信用社兑付票据资金；为推动已兑付票据农村信用社进一步深化改革，自2011年开始按年实施票据兑付后续监测考核，依据考核结果实施正向激励，累计安排支农再贷款850亿元，2014年以来将考核方式常态化（第四个“台阶”）。

在实施资金支持政策的过程中，着重采取了以下措施：一是强化持续正向激励。坚持资金支持进度与农村信用社改革成效挂钩，重点考核健全内控制度、转换经营机制、完善法人治理的成效。二是切实增强政策合力。加强对地方政府支持改革，省联社有效履职等的考核。在票据兑付后期，按照“一社一策”原则，商请地方政府加大政策支持力度，有效解决了一批“老大难”农村信用社票据兑付问题。三是适度加大对老少边穷地区的支持力度。对全国老少边穷地区616个县（市）共调增资金支持额度33亿元。

“花钱买机制”的政策目标基本实现。一是各项扶持政策落实到位，历史包

袱有效化解。改革以来，中国人民银行对农村信用社安排资金支持 1713 亿元，加上财政、税收支持，中央的资金支持共计 2600 多亿元，帮助农村信用社有效化解了历史包袱，共消化历年亏损挂账 1125 亿元，降幅达到 86%，累计实现盈利 8863 亿元。二是法人治理取得初步成效，可持续发展机制基本建立。农村信用社产权关系趋于明晰，股东作用开始增强，“三会一层”的法人治理结构初步运行，资金实力显著提高。2013 年末，农村信用社各项存贷款余额分别为 14.3 万亿元和 9.2 万亿元，比 2002 年末增长 6.2 倍和 5.6 倍。三是省级政府的依法管理和金融风险处置责任初步落实，省联社履行行业管理、指导、协调、服务职能取得一定成效。四是资产质量明显改善，金融风险有效控制。按照贷款五级分类口径统计，2013 年末，农村信用社不良贷款余额和比例分别为 3723 亿元和 4.1%，比 2007 年末分别下降 2873 亿元和 16.9 个百分点；资本充足率为 12.5%，比 2007 年末提高 12.6 个百分点。五是涉农信贷投放显著增加，农村金融服务进一步改善。2013 年末，农村信用社涉农贷款和农户贷款余额分别为 6.2 万亿元和 3.0 万亿元，比 2007 年末分别增长 3 倍和 2.6 倍。

下一阶段，将继续强化农村信用社服务“三农”宗旨，按照市场化原则，分类推进农村信用社深化改革，积极引进民营资本，完善可持续发展机制。完善政策扶持与涉农信贷投放挂钩的激励约束机制，继续发挥准备金率、支农再贷款、再贴现等的积极作用，创新政策工具，加大对农村信用社等农村金融机构的支持力度，引导其不断改善农村金融服务。

八、深化外汇管理体制变革

着力提高贸易投资便利化。继续深化货物贸易外汇管理制度改革和推进服务贸易外汇管理制度改革。扩大支付机构跨境电子商务外汇支付业务试点。改进边境贸易外汇管理，规范和便利边境贸易代理出口收汇和外币现钞结算。进一步推进简政放权和政府职能转变，在取消大部分前置性审批的基础上，再取消非贸易购付汇、外汇资金境内划转等 4 项外汇管理行政许可项目。

扎实推进资本项目可兑换。第一季度，共批准合格境外机构投资者（QFII）额度 40.7 亿美元、人民币合格境外机构投资者（RQFII）额度 430 亿人民币、合格境内机构投资者（QDII）额度 23.6 亿美元。放宽境外直接投资前期费用管理，简化外债转贷款外汇管理。进一步扩大跨国公司外汇资金集中运营试点范围。

加强跨境收支监测管理体系建设。进一步加强跨境资金流入和流出双向监测。推进系统整合和数据共享，提升事后监测分析和非现场监管能力。加强对异常资金流入的检查。

第三部分 金融市场分析

2014 年第一季度，金融市场保持健康平稳运行。货币市场交易量增长放缓，市场利率明显回落；债券交易量同比下降，债券发行规模扩大；股票市场沪深指数震荡走低，成交量小幅增加。

一、金融市场运行

（一）货币市场交易量增长放缓，市场利率明显回落

银行间回购交易量增长放缓，拆借交易量同比下降。2014 年第一季度，银行间市场债券回购累计成交 38.8 万亿元，日均成交 6474 亿元，同比增长 2.7%，增速继续放缓；同业拆借累计成交 7.1 万亿元，日均成交 1189 亿元，同比下降 30.6%。从期限结构看，市场交易仍主要集中于隔夜品种，但隔夜品种的占比有所下降，第一季度回购和拆借隔夜品种的成交量分别占各自总量的 78.1% 和 79.0%，同比分别下降 4.1 个和 6.2 个百分点。交易所债券回购累计成交 19.1 万亿元，同比增长

62.2%，呈现快速扩大态势。

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，但资金融出量同比明显减少。二是证券公司及基金公司、中小型银行仍是市场资金的主要需求方，且资金融入量同比增加较多，其中证券公司及基金公司表现尤为突出。三是其他金融机构及产品、保险公司的资金需求同比大幅减少。

表 7 2014 年第一季度金融机构回购、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 第一季度	2013 年 第一季度	2014 年 第一季度	2013 年 第一季度
中资大型银行 ^①	-114857	-127464	-12716	-19508
中资中小型银行 ^②	32693	27354	-7179	-6580
证券及基金公司	48336	38383	14147	12690
保险公司	11762	18544	35	0
外资金融机构	1589	5903	-2147	3311
其他金融机构及产品 ^③	20478	37280	7860	10087

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。

人民币利率互换交易活跃度有所上升。第一季度，人民币利率互换市场交易名义本金总额为 8067.3 亿元，同比增长 9.4%。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 6461.7 亿元，占总量的 80.1%。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分别为 83.9%和 15.0%。

表 8 2014 年第一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 年第一季度	5533	7375.8	1	1.0	—	—
2014 年第一季度	8878	8067.3	—	—	—	—

数据来源：中国外汇交易中心。

货币市场利率春节前后有所波动，之后平稳下行。第一季度，外汇占款增加较多，财政存款释放资金有所扩大，央行在公开市场上适时开展正、逆回购和SLO操作，扩大SLF范围，稳定市场预期，市场资金供应适度稳定，春节前后货币市场利率波动幅度较往年明显减小。3月质押式债券回购和同业拆借月加权平均利率分别为2.48%和2.49%，分别比上年12月回落1.80个和1.67个百分点，与上年同期水平基本持平。3月末，隔夜和1周Shibor为2.80%和4.18%，分别较上年末下降35个和107个基点；3个月Shibor为5.50%，下降6个基点，1年期Shibor上升4个基点至5.00%。

专栏 3 银行间市场同业存单的发行与交易

随着利率市场化稳步推进，金融市场绝大部分资金价格已实现市场化定价，拆借、债券、商业票据及贷款利率均已放开，目前仅对金融机构存款利率上限实施管制。国际经验表明，通过发行大额存单（Certificate of Deposits，简称CDs）逐步扩大金融产品市场化定价范围是存款利率市场化的一条可行路径。大额存单是商业银行或存款类机构发行的市场化定价的存款单证。同业存单作为大额存单的一种，是存款类金融机构在银行间市场上面向金融同业机构发行的记账式定期存款凭证。近年来，同业融资业务发展迅速，利率已经实现市场化定价，为同业存单的发行与交易奠定了市场基础。

2013年12月，中国人民银行发布实施《同业存单管理暂行办法》。此后，中国银行、中国建设银行、国家开发银行等10家金融机构分别发行了首批同业存单产品，并陆续开展了二级市场交易，初步建立了同业存单双边报价做市制度。截至2014年3月末，银行间市场已陆续发行同业存单25只，累计发行金额为687.7亿元，二级市场交易共成交55.8亿元。同业存单市场初具规模，市场影响力逐步扩大。

同业存单作为存款类金融机构以规范的市场化方式进行同业间融资的金融工具，是货币市场上重要的交易品种，具有以下几个特点：一是投资和交易主体均为银行间市场成员。同业存单的发行主体为银行业存款类金融机构，投资和交易对象为银行间拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品。二是市场化的定价原则。同业存单的发行价格以市场化方式来确定，利率参考Shibor或以Shibor为浮动利率计息基准确定。三是发行方式标准化、透明化。同业存单发行采取电子化的方式，在银行间市场上公开或定向发行。年度发行计划、发行公告等相关信息均通过中国货币网和上海清算所官方网站予以披露。四是具有较好的二级市场流动性。公开发行的同业存单可进行交易流通，并可作为回购交易的标的物。

作为大额存单的先行探索，推出同业存单有利于进一步拓宽银行业存款类金融机构的融资渠道，改善金融机构的流动性管理；有利于提高同业业务定价透明度，引导和规范同业业务发展，促进银行间市场平稳运行；有利于扩大Shibor运用的市场基础，支持和验证中长端Shibor的基准性，进一步健全金融市场基准利率体系。随着金融机构市场利率定价自律机制不断发展完善，将吸纳符合审慎评估要求的更多金融机构作为自律机制基础成员，在进行相关信息披露后可在银行间市场发行同业存单。下一步在总结相关经验的基础上，将逐步推出面向企业、个人的大额可转让存单，进一步扩大商业银行负债类产品市场化定价范围，有序推进存款利率市场化改革。

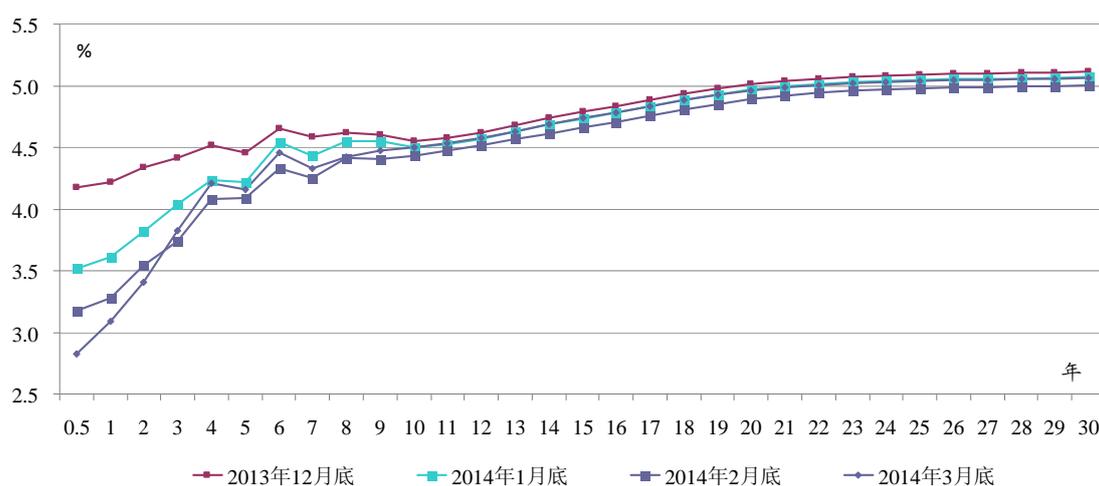
（二）债券交易量同比下降，债券发行规模扩大

银行间债券市场现券交易量同比下降。第一季度累计成交7.1万亿元，日均成交1182亿元，同比下降67.3%。从交易主体看，中资大

型银行由长期以来的净买入方转为净卖出方，第一季度净卖出现券806亿元，中资中小型银行和证券及基金公司分别净卖出2155亿元和155亿元；其他金融机构及产品、外资金融机构和保险公司是银行间现券市场上的主要净买入方，分别净买入现券1985亿元、887亿元和245亿元。交易所国债现券成交292亿元，同比多成交87亿元。

债券指数有所上升。中债综合净价指数由1月初的96.03点上升至3月末的97.37点，升幅为1.40%；中债综合全价指数由1月初的107.44点上升至3月末的109.20点，升幅为1.64%。交易所国债指数由1月初的139.62点升至3月末的140.54点，升幅为0.66%。

银行间市场国债收益率曲线有所陡峭化。3月末，国债0.5年期、1年期、5年期和7年期的收益率水平分别比1月初低69个、52个、6个和11个基点，而10年期以上的收益率基本与1月初的收益率持平，呈现短端下移、中长期持平的状态。



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

债券发行规模扩大。第一季度，累计发行各类债券（含中央银行票据）2.12万亿元，比上年同期多发行1680亿元。其中，金融债券发行同比增加较多，国债、公司信用类债券发行同比有所下降。公司信用类债券中，非金融企业债务融资工具发行继续扩大。3月末，国内各类债券余额为30.9万亿元，同比增长12.3%。

表 9 2014 年第一季度各类债券发行情况

债券品种	发行额（亿元）	比上年增减（亿元）
国债 ^①	2140	-493
中央银行票据	0	0
金融债券 ^②	8684	2296
其中：国家开发银行及政策性金融债	6630	1734
公司信用类债券 ^③	10423	-194
其中：非金融企业债务融资工具	8475	997
企业债券	1705	-456
公司债	169	-670
合计	21247	1680

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。

国债发行利率上升，公司信用类债券发行利率回落。3月份发行的10年期国债利率为4.42%，比上年11月份发行的同期限国债利率高34个基点。3月份国家开发银行发行的10期债券利率为5.90%，比上年12月份发行的同期限债券利率高86个基点。3月份主体评级AAA的企业发行的短期融资券（债项评级A-1）利率在5.15%至6.20%之间，低于上年12月份6.25%至6.80%的区间；主体评级AA的企业发行的7年期企业债券（债项评级AAA）利率在7.00%至7.18%之间，低于上年12月份7.90%

至8.00%的区间。Shibor对债券产品定价基准作用不断提升。发行固定利率企业债144支，发行总量为1695亿元，全部参照Shibor定价；发行参照Shibor定价的固定利率短期融资券2304亿元，占发行总量的96%。

（三）票据融资有所下降，利率呈下降态势

票据承兑业务小幅增长。第一季度，企业累计签发商业汇票5.7万亿元，同比增长4.5%；期末商业汇票未到期余额为9.5万亿元，较年初增加4498亿元，同比增长2.6%。从行业结构看，企业签发的银行承兑汇票余额集中在制造业、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。

票据融资余额有所下降，票据市场利率呈下降趋势。第一季度，金融机构累计贴现10.8万亿元，同比增长13.7%；期末贴现余额为1.9万亿元，同比下降12.5%。3月末，票据融资余额比年初减少756亿元，同比少增1785亿元；占各项贷款的比重为2.5%，同比下降0.8个百分点。第一季度银行体系流动性总体充裕，货币市场利率呈下行走势，在票据市场供求较为均衡的情况下，票据市场利率呈现下降趋势。

（四）股票市场沪深指数下跌，成交量小幅增加

股票市场沪深指数下跌，创业板指数继续上升。3月末，上证综合指数和深证综合指数分别收于2033点和1040点，比上年末分别下跌3.9%和1.7%；创业板指数收于1328点，比上年末上涨1.8%。沪市A股加权平均市盈率从上年末的11.0倍下降至10.7倍，深市A股加权平均市盈率从上年末的28倍下降至25.6倍。

股票市场成交量有所增加。第一季度，沪、深股市累计成交12.2万亿元，同比增长8.7%，日均成交2102亿元，比上季度增长4.1%。其中，创业板累计成交1.9万亿元，比上季度增长15.8%。3月末，沪、深股市流通市值为19.7万亿元，比上年末下降1.3%；创业板流通市值为9266亿元，比上年末增长12.7%。

股票市场筹资额同比增加。第一季度，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1344亿元，同比多筹资261亿元。其中，A股筹资1165亿元，同比多筹资311亿元。

（五）保险业投资类资产占比继续提高

第一季度，保险业累计实现保费收入7000亿元，同比增长35.9%；累计赔款、给付1859亿元，同比增长25.0%，其中，财产险赔付同比增长14.3%，人身险赔付同比增长35.2%。

保险业资产增速回升，投资类资产占比继续提高。3月末，保险业总资产8.9万亿元，同比增长16.7%，增速比上年末高4个百分点。其中，银行存款同比增长4.3%，投资类资产同比增长22.0%。

表 10 2014 年 3 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3月末	2013年3月末	2014年3月末	2013年3月末
资产总额	89459	76686	100	100
其中：银行存款	25031	23992	28.0	31.3
投资	57197	46875	63.9	61.1

数据来源：中国保险监督管理委员会。

（六）外汇掉期交易保持快速增长

第一季度，人民币外汇即期成交 11056 亿美元，同比增长 21.2%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合 10020 亿美元，同比增长 38.2%，其中，隔夜美元掉期成交 4599 亿美元，占掉期总成交额的 45.9%；人民币外汇远期市场累计成交 136 亿美元，同比增长 548.3%。

“外币对”累计成交金额折合 156 亿美元，同比下降 11.3%，其中成交最多的产品为欧元对美元，占比为 44.3%，同比下降 20 个百分点。

外汇市场交易主体进一步扩展。截至 3 月末，共有即期市场会员 420 家，远期、外汇掉期、货币掉期和期权市场会员各 90 家、89 家、81 家和 33 家，即期市场做市商 31 家，远掉期市场做市商 27 家。

（七）黄金价格整体呈现反弹行情

黄金市场价格企稳反弹，后有所回落。国际黄金价格最高为 1385.0 美元/盎司，最低为 1221.0 美元/盎司，3 月末收于 1291.8 美元/盎司，较上年末上涨 90.3 美元/盎司，涨幅为 7.5%。国内金价与国际金价走势总体保持一致，上海黄金交易所 AU9999 最高价为 273.6 元/克，最低价为 238.9 元/克，3 月末收于 257.8 元/克，较上年末上涨 21.3 元/克，涨幅达 9.0%。第一季度加权平均价为 255.2 元/克。

上海黄金交易所交易规模持续增长。第一季度，黄金累计成交 3402 吨，同比增长 76.1%；成交金额为 87171 亿元，同比增长 37.7%。白银累计成交 93687 吨，同比增长 72.9%；成交金额为 3908 亿元，同比增长 16.3%。铂金累计成交 20 吨，同比增长 37.3%；成交金额为 59 亿元，同比增长 20.8%。

二、金融市场制度性建设

(一) 规范发展银行间债券市场

稳步推进银行间债券市场基础设施建设。2014年1月28日发布《中国人民银行关于建立场外金融衍生产品集中清算机制及开展人民币利率互换集中清算业务有关事宜的通知》(银发〔2014〕29号),建立了场外金融衍生产品集中清算机制,对促进场外金融衍生品市场安全高效运行和健康发展具有积极意义。

规范商业银行理财产品投资银行间债券市场行为,明确了在银行间债券市场申请开立债券账户的理财产品、债券账户管理人、托管人应符合的条件以及入市流程等事宜。

(二) 完善证券市场基础性制度建设

继续推动优先股试点。3月21日,证监会发布《优先股试点管理办法》,规定上市公司与非上市公众公司均可以发行优先股。其中,上市公司主要包括三类情形:一是普通股为上证50指数成份股;二是发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司;三是以减少注册资本为目的回购普通股的,可以公开发行的优先股作为支付手段。非上市公众公司则仅能向合格投资者非公开发行优先股,每次发行对象不得超过200人,且相同条款的优先股的发行对象累计不得超过200人。开展优先股试点,有利于加快发展直接融资,支持企业兼并重组,丰富证券品种,为投资者提供多元化投资渠道。

稳步推进创业板市场改革。适当降低创业板首发财务准入指标,简化发行条件;拓展市场服务覆盖面,创业板申报企业不再限于九大

行业；建立符合创业板特点的再融资制度；完善创业板并购重组制度；完善首发信息披露规则；严格执行退市制度，保护投资者的合法权益。

进一步放宽 QFII 和 RQFII 投资范围。3 月 19 日，上交所发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则》，规定 QFII 和 RQFII 可投资于上交所的交易品种，除股票、债券、基金、权证外，新增了优先股、政策性金融债、资产支持证券等新品种，并将所有境外投资者对单个上市公司 A 股的持股限制由 20%提高至 30%。

4 月 10 日，内地和香港证券监管部门发布《联合公告》，原则批准开展沪港股票市场交易互联互通机制（简称沪港通）试点。上交所和港交所将允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。沪港通有利于加强两地资本市场联系，对内地和香港资本市场的发展、人民币国际化进程都将起到积极推动作用。

（三）完善保险市场基础性制度建设

进一步规范保险业务。规范商业银行代理保险业务销售行为，要求保险公司和商业银行将合适的产品卖给合适的人，保护低收入居民、老年人等特定群体，并鼓励银行代理销售风险保障型产品和长期储蓄型产品。规范高现金价值产品，明确了高现金价值产品的定义、产品规模、保险公司销售资格、销售费用上限等，要求销售高现金价值产品的保险公司偿付能力充足率不低于 150%。

加快保险资金市场化改革。将保险投资资产划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五大类，取消了一些具体投资品种比例限制，设立风险集中度要求，加强对资产流动性等项目的监测，并建立动态调整机制，初步形成了多层次比例监管框架。此外，保监会允许保险资金投资创业板上市公司股票，开展历史存量保单资金投资蓝筹股试点。

强化保险公司声誉风险管理。明确规定保险公司应将声誉风险管理纳入其全面风险管理体系，建立相关制度和机制，防范和识别声誉风险，应对和处置声誉事件，保险公司董事会承担声誉风险管理的最终责任。同时，保险公司声誉风险监管也被纳入偿付能力监管制度体系整体框架。

（四）稳步推动黄金市场和外汇市场创新发展

进一步完善黄金市场制度体系，根据市场需求积极推进黄金市场产品创新。上海黄金交易所制定并发布了《上海黄金交易所黄金租借业务总协议（2013年版）》，推动黄金租借业务发展。上海黄金交易所推出交易单位为100克的迷你黄金延期交收合约，同时将现有AU99.99黄金实盘合约的交易单位由100克/手调整为10克/手，进一步满足投资者的需求。

完善外汇市场基础设施建设，推出货币经纪公司外汇期权经纪业务。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势

世界经济复苏形势继续向好。美国经济稳定复苏，恶劣天气的短期干扰逐渐消退。欧元区经济微弱复苏，通缩风险上升。日本经济增长放缓，连续 21 个月出现贸易逆差，财政压力加大。新兴市场经济体经济下行压力加大，部分国家政局不稳，金融市场动荡，风险上升。地缘政治博弈激化成为全球经济的风险之一。

（一）主要经济体经济形势

美国经济稳定复苏。主要受恶劣天气影响，2014 年一季度 GDP 增速（环比折年率）放缓至 0.1%。工业生产好转，制造业和服务业扩张加快，供应管理协会（ISM）公布的制造业和非制造业 PMI 指数 3 月分别升至 53.7 和 53.1。3 月失业率维持在 6.7%，通胀维持低位。短期财政风险有所缓解。截至 3 月末，联邦政府 2014 财年财政赤字为 4133 亿美元，较上年同期减少 1870 亿美元。

欧元区经济继续微弱复苏。2013 年全年 GDP 萎缩 0.4%，其中第四季度 GDP 环比增长 0.3%，连续第三个季度正增长。2014 年 3 月，欧元区经济景气指数上升至 102.5，创 2011 年 8 月以来最高水平；综合 PMI 达到 53.1，连续 9 个月位于 50 荣枯线以上。但失业率仍居高不下，通胀依然维持低位。3 月，失业率维持在 11.8%，综合物价指数（HICP）同比增长 0.5%。

日本经济增速减缓，但通缩局面有所改善。2013 年全年 GDP 增长 1.5%，其中第四季度增长 0.7%，较上半年明显减弱。受消费税调高影响，消费者信心指数 2013 年 11 月以来持续下滑，2014 年 3 月降至 37.5，为 2011 年 9 月以来的最低水平。日元贬值导致进口成本上升，3 月贸易逆差 1.4 万亿日元，已连续 21 个月出现贸易逆差。1 至 3 月核心 CPI 同比涨幅均为 1.3%，为 5 年来新高。3 月失业率降至 3.6%，就业形势稳定。

表 11 主要经济体宏观经济金融指标

国别	指标	2013 年第一季度			2013 年第二季度			2013 年第三季度			2013 年第四季度			2014 年第一季度		
		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	1.1			2.5			4.1			2.6			0.1		
	失业率 (%)	7.9	7.7	7.5	7.5	7.5	7.5	7.3	7.2	7.2	7.2	7.0	6.7	6.6	6.7	6.7
	CPI (同比, %)	1.6	2.0	1.5	1.1	1.4	1.8	2.0	1.5	1.2	1.0	1.2	1.5	1.6	1.1	1.5
	DJ 工业平均指数 (期末)	13861	14054	14579	14840	15116	14910	15500	14810	15192	15237	16086	16577	15699	16322	16458
欧元区	实际 GDP 增速 (环比, %)	-0.2			0.3			0.1			0.2					
	失业率 (%)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	11.9	11.9	11.8	11.8	11.8	11.8
	HICP 综合物价指数 (同比, %)	2.0	1.8	1.7	1.2	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5
	EURO STOXX 50 (期末)	2703	2634	2624	2712	2770	2603	2768	2721	2893	3068	3087	3109	3014	3149	3162
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	4.5			4.1			0.9			0.7					
	失业率 (%)	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1	3.9	3.9	4.1	4.0	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6	3.6
	核心 CPI (同比, %)	-0.2	-0.3	-0.5	-0.4	0.0	0.4	0.7	0.8	0.7	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
	日经 225 指数 (期末)	11139	11559	12398	13861	13775	13677	13668	13389	14456	14328	15662	16291	14915	14841	14828

数据来源：各经济体相关统计部门及中央银行。

部分新兴市场经济体爆发金融动荡。2014 年 1 月美联储开始启动退出量化宽松政策，阿根廷等部分新兴市场经济体爆发金融动荡，跨境资本大规模流出，汇率大幅贬值。3 月份以来，新兴市场经济体

金融市场总体上已趋于平静，个别国家由于经济基本面恶化、国内政局严重动荡、地缘政治博弈激化短期内仍可能面临较大困难。整体上看，新兴市场经济体经济基本面仍相对稳健，汇率贬值和利率调整有利于应对冲击，一些新兴市场经济体已通过政策调整和结构性改革增强抗风险能力，爆发全面危机、经济增速大幅下滑的可能性不大。

（二）国际金融市场概况

美、英等主要发达经济体金融市场表现稳定，国债收益率下行。部分新兴市场经济体爆发金融市场动荡，汇率大幅贬值，国债收益率攀升，股指下挫。

欧元、英镑和日元对美元小幅升值，部分新兴市场经济体货币对美元大幅贬值。3月31日，欧元、英镑和日元对美元汇率分别收于1.38美元/欧元、1.67美元/英镑和103.20日元/美元，分别较上年末升值0.2%、0.6%和2.0%。同期，部分新兴市场经济体货币对美元汇率出现大幅贬值，乌克兰格里夫尼亚、阿根廷比索和俄罗斯卢布的贬值幅度分别达到22.3%、18.5%和6.1%。

伦敦同业拆借市场美元Libor和欧元区同业拆借利率Euribor保持低位波动。3月31日，1年期Libor为0.5581%，较上年末下降2.5个基点；1年期Euribor为0.59%，较上年末上升3.4个基点。

发达经济体国债收益率下行，部分新兴市场经济体国债收益率攀升。3月31日，美国、德国和日本10年期国债收益率分别收于2.72%、1.57%和0.65%，分别较上年末下降了28个、37个和9个基点。同期，部分新兴市场经济体国债收益率快速攀升，乌克兰、阿根廷2年期国

债收益率和俄罗斯 10 年期国债收益率分别上升 300 个、99 个和 122 个基点。

美、欧股市小幅震荡，日本和部分新兴市场经济体股市下挫。3 月 31 日，道琼斯工业平均指数、欧元区 STOXX50 指数分别收于 16458 和 3162，与上年末基本持平。同期，日经 225 指数下跌 9.0%，俄罗斯、墨西哥和巴西股指分别下跌 15.0%、5.3%和 2.1%。

（三）主要经济体货币政策

美联储逐步退出量化宽松货币政策，部分发达经济体央行继续实施量化宽松政策。美联储 1 月、3 月和 4 月例会后进一步缩减资产购买规模各 100 亿美元，3 月例会后还调整了利率前瞻性指引，取消了 6.5%的失业率门槛值和 2.5%的通胀率（未来 1-2 年）门槛值，将参考一系列更广泛指标来决定升息时间。欧央行在 4 月例会后将基准利率维持在 0.25%，并预计未来一段时间内将继续维持现有利率水平或调降利率。日本银行继续将基础货币作为货币政策操作的目标，以每年 60-70 万亿日元的速度增加基础货币，实施“量化和质化宽松货币政策”，以期在两年内实现 2%的通胀目标。日本银行 2 月例会后决定将刺激银行信贷工具、支持增长工具以及灾区金融机构支持工具的期限延长一年，并将前两项工具的规模增加一倍，显示出进一步宽松姿态。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。由于失业率逼近 7%的临界点，英格兰银行在 2 月例会后对“前瞻性货币政策指引”进行调整，不再将利率与失业率单独挂钩，而是将其与一系列经济指标相联系。

部分新兴市场经济体迫于货币贬值和资本流出压力持续加息。1月15日、2月26日和4月2日，巴西央行三次上调指标利率共100个基点至11%。1月24日和2月6日，阿根廷央行两次上调央行短期票据利率共930个基点至28.8%。1月28日，土耳其将隔夜贷款利率提升425个基点至12%，隔夜借款利率提升450个基点至8%，7天回购利率提升550个基点至10%。1月28日，印度央行上调基准利率25个基点至8.00%。3月3日，俄罗斯央行将基准利率从5.5%上调150个基点至7%，4月25日进一步上调至7.5%。南非央行1月29日宣布，将基准利率从5.0%提升至5.5%。

（四）国际经济展望及面临的主要风险

总体看，2014年全球经济复苏形势向好，经济增长将有所加快。主要原因有：一是发达经济体经济增长动力增强，财政整顿和金融条件将支持经济更快增长。二是新兴市场经济体基本面总体尚好，经济增长不会出现大幅下滑。三是WTO多哈谈判取得进展，全球贸易和投资环境将进一步改善。四是国际经济合作进一步加强。

展望未来，全球经济仍可能面临以下风险：

一是美国退出量化宽松货币政策可能影响美国和全球经济复苏及金融市场稳定。量化宽松政策退出的步伐仍存较大不确定性，影响金融市场的稳定和企业的生产投资行为。量化宽松货币政策退出触发的部分新兴市场经济体金融动荡也可能对美国产生负面影响。

二是欧元区面临低通胀或通缩风险。2013年第四季度以来欧元区通胀率跌至1%以下，一些经济较弱国家甚至接近于零。如果通胀

水平持续低于目标值，欧元区长期通胀预期可能下行，容易引发通缩风险，可能抑制欧元区经济增长，并拖累全球经济复苏。

三是日本经济下行压力增加。2014年4月1日消费税由5%上调至8%，对消费和内需的影响还需观察。日元贬值直接增加了进口压力，但对出口的刺激作用并不明显；同时受部分新兴市场经济体经济增长放缓等因素影响，日本贸易赤字有进一步扩大的可能。日本政府还将长期面临削减债务和刺激经济增长的两难境地。

四是部分新兴市场经济体短期内面临风险加剧的可能。全球经济复苏仍较缓慢，难为新兴市场经济体提供强大的外部需求，美联储退出量化宽松政策步伐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引发金融市场动荡、资本外流和汇率无序调整，加之国际金融危机以来，部分新兴市场经济体出现私人和公共部门杠杆率攀升、银行信贷规模过快扩张、宏观经济失衡加剧等问题，在外部环境趋紧的背景下，将使其承受更大压力。

此外，地缘政治博弈也可能对全球经济产生负面影响。乌克兰政治危机短期内难以解决，未来走向不确定性较大，可能对欧洲能源供给和经济复苏产生影响。

在2014年4月更新的《世界经济展望》中，国际货币基金组织（IMF）将2014年全球经济增速下调0.1个百分点至3.6%。其中，美国经济增速维持2.8%不变、欧元区经济增速上调0.1个百分点至1.2%、日本经济增速下调0.3个百分点至1.4%、新兴市场及发展中经济体经济增速下调0.2个百分点至4.9%。

二、中国宏观经济运行

2014 年第一季度，中国经济运行整体平稳，经济结构呈现积极变化。居民收入增长较快，消费平稳增长，投资实际增速有所回升，贸易顺差收窄。农业生产形势稳定，第三产业增长持续快于第二产业。消费价格涨幅温和，就业形势较好。第一季度，实现国内生产总值（GDP）12.8 万亿元，同比增长 7.4%，增速比上年同期低 0.3 个百分点。居民消费价格（CPI）同比上涨 2.3%，涨幅比上年同期低 0.1 个百分点。贸易顺差为 167.4 亿美元，比上年同期少 252.8 亿美元。

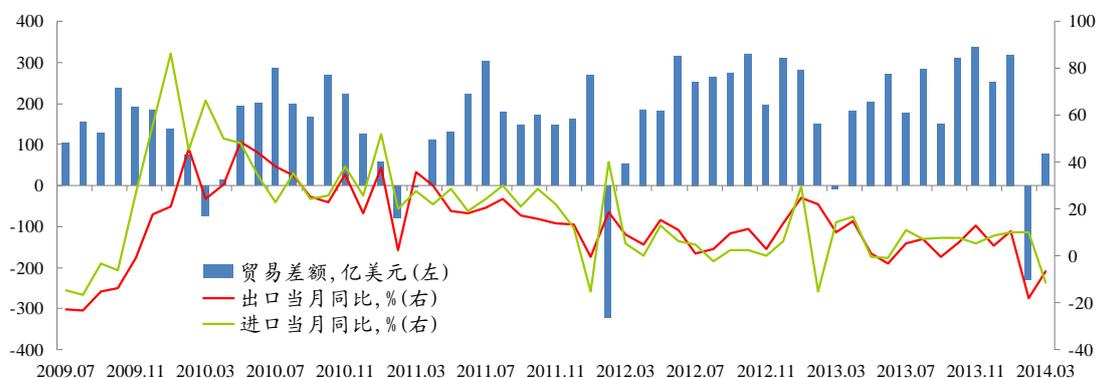
（一）消费平稳增长，投资实际增速有所回升，贸易顺差收窄

城乡居民收入增长较快，消费需求平稳增长。第一季度，城镇居民人均可支配收入 8155 元，同比增长 9.8%，扣除价格因素实际增长 7.2%；农村居民人均现金收入 3224 元，同比增长 12.3%，扣除价格因素实际增长 10.1%。第一季度城镇储户问卷调查显示，居民当期收入感受指数为 50.7%，较上季提高 0.4 个百分点。社会消费品零售总额为 6.2 万亿元，同比增长 12%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，比上年同期加快 0.1 个百分点。分城乡看，城镇消费品零售额 5.4 万亿元，增长 11.8%；乡村消费品零售额 8528 亿元，增长 12.8%。

固定资产投资实际增速高于上季，民间投资占比继续上升。第一季度，固定资产投资（不含农户）完成 6.8 万亿元，同比增长 17.6%，比上年同期和上年全年低 3.3 和 2.0 个百分点。扣除价格因素，实际增长 16.3%，比上季高 1.7 个百分点。其中，民间投资 4.4 万亿元，增长 20.9%，占全部投资的比重为 64.8%，占比较上年同期提高 1.5

个百分点。分地区看，中西部投资增速继续快于东部，东、中、西部地区固定资产投资比上年分别增长 16.4%、20.2%和 19.1%。分产业看，第一、二、三次产业投资比上年分别增长 25.8%、14.7%和 19.6%。

外贸进出口运行处于合理区间，贸易顺差收窄。第一季度，进出口总额为 9658.8 亿美元，同比下降 1%；其中出口 4913.1 亿美元，同比下降 3.4%；进口 4745.7 亿美元，同比增长 1.6%；贸易顺差 167.4 亿美元，较上年同期减少 253 亿美元。如果扣除去年同期存在的一些特别因素，以及大宗商品价格下跌等影响，外贸进出口仍然运行在一个基本合理的区间。第一季度，进出口货运量同比增长 8.1%，快于上年同期。按贸易方式来看，一般贸易进出口金额同比增长 9.4%，也快于上年同期。从区域结构看，对欧盟、美国、日本、东盟贸易保持增长态势。从产品结构看，机电产品和劳动密集型产品出口同比放缓，农产品、铁矿砂、原油等大宗商品进口量快速增长。第一季度实际使用外商直接投资 315.5 亿美元，同比增长 5.5%；境内投资者共对全球 137 个国家和地区的 1875 家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类直接投资 199 亿美元。



资料来源：海关总署，中国人民银行。

图 3 进出口增速与贸易差额

（二）农业生产形势稳定，工业生产增速有所回落

第三产业增加值增长快于第二产业。第一季度，第一产业增加值 7776 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 57587 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 62850 亿元，同比增长 7.8%。三次产业增加值占 GDP 比重分别为 6.1%、44.9%和 49%。第三产业占比较上年同期提高 1.1 个百分点。

农业生产形势稳定。根据全国 11 万多农户种植意向调查，2014 年全国稻谷意向种植面积增长 0.15%，小麦减少 0.56%，玉米增长 1.75%，棉花减少 6.77%。第一季度，猪牛羊禽肉产量 2347 万吨，增长 2%。

工业生产增速有所回落。第一季度全国规模以上工业增加值同比增长 8.7%，增速较上年同期低 0.8 个百分点。全国规模以上工业企业实现利润总额 12942.4 亿元，同比增长 10.1%。其中，主营业务利润为 12238.5 亿元，增长 9.4%，规模以上工业企业主营业务收入利润率为 5.4%，比上年同期高 0.1 个百分点。规模以上工业企业产销率为 97.1%，比上年同期低 0.1 个百分点。第一季度中国人民银行 5000 户工业企业调查显示，企业生产经营下滑，设备利用水平降低，但企业家信心有所增强。企业经营景气指数为 55.3%，较上季下降 2.8 个百分点；企业平均设备利用率为 77.9%，较上季下降 1.7 个百分点；企业盈利指数为 50.9%，较上季下降 6.7 个百分点；企业家信心指数为 67%，较上季上升 1.1 个百分点。

专栏 4 关于中国经济潜在增速的讨论

经济潜在增速是指一国或地区在各种资源得到充分配置条件下，所能达到的最大经济增长速度，一般认为应与充分就业和物价稳定相匹配。分析和判断经济潜在增长速度，对于研判实际经济运行态势，合理制定经济发展战略和把握宏观政策力度具有重要意义。测算经济潜在增速主要有两类方法。一是统计学方法，也就是从历史数据中找规律，比如从经济运行的时间序列数据中提取趋势项作为潜在产出的估算值，如趋势法和各种滤波方法（如 HP 滤波、Kalman 滤波等）；另一类是经济学方法，即从经济理论出发构建模型，比如采用生产函数，通过测算劳动力、资本存量及全要素生产率变化来估计潜在产出水平。这些测算方法各有利弊，前者对历史数据依赖较大，后者则需要对生产函数中主要变量的变化趋势进行假设。现实中往往需要根据多种方法进行综合判断。

近年来，随着中国经济增长出现一定放缓，关于中国经济潜在增速的讨论有所升温，也存在一些争议。当经济处在结构调整和转型过程时，会增大判断经济潜在增速的难度。部分经济学家认为中国经济潜在增速会出现一定程度下降，其主要依据：一是从人口等宏观和结构性因素进行分析。部分学者认为中国已接近或越过人口红利高点，且人口老龄化也会降低储蓄率，推升利率，抑制投资增长和经济潜力。房地产、出口等既有增长动能趋缓，而经过多年高速发展，资源、环境对传统增长模式的承载力也在下降。二是从国别经验中寻找规律。有研究认为，人均 GDP 在达到一定水平后经济往往会从高增长阶段过渡到中速增长阶段，增长率会有较为明显地下降。还有研究发现城市化率与投资率之间存在倒 U 型关系。在城市化达到一定水平后，投资率将可能随城市化率的提高而下降。也有学者指出，中国已经历长达十多年的投资率持续上升阶段，未来投资增长有可能逐步向常态水平回归，这会使经济增长速度回落。还有研究认为，随着产业结构从制造业向服务业转移，全社会整体劳动生产率增速会出现下降，进而影响潜在产出水平，但由于服务业就业吸纳能力较强，劳动力市场仍将保持稳定，收入分配结构更趋优化。

另一部分经济学家则认为中国经济仍将保持持续较快增长，其主要逻辑：一是对比国别发展历史。例如与中国目前人均 GDP 所处的发展阶段对比，日本、韩国、新加坡和台湾地区等在此之后均经历了较长时间的高速增长，若能够消除

结构性缺陷，中国经济仍有持续较快增长的较大空间。且与发达经济体相比，中国人均资本存量还比较低，尤其是基本建设投资和区域协调发展还有较大空间。二是强调了劳动生产率可能发生的变化。一些学者认为，随着教育投入增大，人力资本不断提高、持续积累，有助于抵消劳动力数量下降和投资增长放缓可能带来的影响。而劳动生产率的提升才是经济增长不竭的动力来源。

比较而言，在上述关于潜在增长水平的讨论中，前者主要强调了人口、资本和环境等约束性因素，后者则强调了发展潜力以及劳动生产率可能的提升空间。实际上，潜在增长速度的确是可以改变的，取决于上述因素的交互影响和最终均衡，而改革是释放潜力和延展发展空间的关键性因素之一。从近几十年的经验看，改革开放的持续推进对中国潜在增长水平产生了巨大影响。受劳动力供给趋紧、经济发展方式转变等影响，潜在增长速度有可能会呈现阶段性放缓态势，此时保持经济平稳较快发展关键是要提升生产效率和经济活力，通过向改革要动力，向结构调整要动力，向改善民生要动力，释放巨大的改革红利，促进经济持续健康发展。

（三）价格形势基本稳定

居民消费价格涨幅温和。第一季度，居民消费价格（CPI）同比上涨 2.3%，比上季度回落 0.6 个百分点，各月涨幅分别为 2.5%、2.0% 和 2.4%。食品价格上涨放缓是 CPI 涨幅回落的主要原因。第一季度，食品价格同比上涨 3.5%，比上个季度低 2.0 个百分点，拉动 CPI 上涨约 1.2 个百分点；非食品价格同比上涨 1.7%，比上个季度高 0.1 个百分点，拉动 CPI 上涨约 1.1 个百分点。消费品价格涨幅明显回落，服务价格涨幅基本稳定。第一季度，消费品价格同比上涨 1.9%，涨幅比上个季度低 0.8 个百分点；服务价格同比上涨 3.1%，涨幅比上个季度低 0.1 个百分点。

生产价格降幅有所扩大。第一季度，工业生产者出厂价格（PPI）

同比下降 2.0%，降幅比上个季度扩大 0.6 个百分点，各月分别下降 1.6%、2.0%和 2.3%。其中，生活资料价格下降 0.3%，影响 PPI 下降约 0.1 个百分点；生产资料价格下降 2.5%，影响 PPI 下降约 1.9 个百分点。工业生产者购进价格同比下降 2.1%，降幅比上个季度扩大 0.6 个百分点。企业商品价格（CGPI）同比下降 2.0%，降幅比上个季度扩大 1.5 个百分点。农产品生产价格同比下降 1.2%，农业生产资料价格同比下降 0.6%。

受国际大宗商品价格下降影响，进口价格降幅扩大。第一季度，洲际交易所布伦特原油期货当季平均价格比上年同期下降 4.2%，比上个季度下降 1.4%。伦敦金属交易所铜和铝现货当季平均价格分别比上年同期下降 11.2%和 14.7%，比上个季度分别下降 1.6%和 3.4%。受此影响，进口价格同比下降 5.0%，降幅比上个季度扩大 3.5 个百分点。

GDP 缩减指数回落。第一季度，GDP 缩减指数（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 0.4%，比上年同期回落 1.3 个百分点，比上年全年回落 1.3 个百分点。

价格改革继续推进。3 月 20 日，国家发展改革委发布《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》，要求各地遵循保障居民基本生活用气需求与反映资源稀缺程度相结合、补偿成本与公平负担相结合等基本原则，因此制宜确定具体实施方案。3 月 25 日，国家发展改革委等部门发出通知，非公立医疗机构提供的所有医疗服务价格实行市场调节，由非公立医疗机构按照公平、合法和诚实信用

的原则合理制定。

（四）财政收支增速有所提高

第一季度，全国财政收入 35025.7 亿元，同比增长 9.3%，增速比上年同期高 2.4 个百分点；全国财政支出 30432.5 亿元，同比增长 12.6%，增速比上年同期高 0.5 个百分点。收支相抵，全国财政收支盈余为 4593.3 亿元，比上年同期减少 403.9 亿元。

从结构上看，全国财政收入中，税收收入 30187.8 亿元，同比增长 10.2%；非税收入 4837.9 亿元，同比增长 4.4%。分税种看，国内增值税同比增长 9.4%，国内消费税同比增长 4.8%，营业税同比增长 4.2%，企业所得税同比增长 8.9%，进口货物增值税和消费税同比增长 12.2%，个人所得税同比增长 13.4%。从支出结构看，财政支出增长较快的有医疗卫生与计划生育支出、城乡社区支出、社会保障和就业支出、教育支出等，同比分别增长 26.4%、17.7%、14.2%、14%。

（五）就业形势基本稳定

第一季度，城镇登记失业率为 4.08%，比上季提高 0.03 个百分点。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平衡，需求略大于供给，求人倍率为 1.11，较上季度和上年同期均上升 0.01。分行业看，金融业、房地产业、交通运输、仓储和邮政业、信息传输、计算机服务和软件业等行业的用人需求均有较大幅度同比增长，而居民服务和其他服务业、租赁和商业服务业等行业用人需求同比下降。与上年同期相比，新成长失业青年的求职人数有所减少，

就业转失业人员、本市农村人员和外埠人员的求职人数有所增长。52.8%的用人需求对技术等级或职称有明确要求，中、高级技能人员及高级专业人员需求缺口依然较大。

（六）经常项目顺差缩小

初步统计，2014年第一季度，经常项目顺差为72亿美元，比上年同期减少404亿美元；资本和金融项目顺差1183亿美元，比上年同期增加282亿美元；外汇储备资产增加1258亿美元，比上年同期减少313亿美元。

外债总规模继续上升。截至2013年末，外债余额为8632亿美元，同比增长17.1%。其中，登记外债余额为5267亿美元，同比增长18.2%，占外债余额的61%；短期外债余额为6766亿美元，同比增长25.1%，占外债余额的78.4%。

（七）行业分析

工业利润增速回落。第一季度，全国规模以上工业企业利润总额同比增长10.1%。在41个工业大类行业中，33个行业利润总额同比增长。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、非金属矿物制品业利润总额增长较快，增速分别为32.3%、29.8%、28.2%、26.7%。因需求不足、价格下降，主要采矿及原材料行业利润明显下降。煤电油运生产小幅增长。第一季度，全国原煤产量8.58亿吨，同比增长0.0%；发电量12719.4亿千瓦时，同比增长5.8%；天然原油产量5133.7万吨，同比增长0.2%；全社会货运量105.5亿吨，同比增长7.4%。

1. 房地产行业

第一季度，全国商品房成交量下降，房价环比上涨城市个数减少，房地产开发投资增速放缓，房地产贷款增速略有回落。

房价环比上涨的城市个数减少。2014年3月，全国70个大中城市中，新建商品住宅价格同比上涨的城市有69个，与上年12月份持平；新建商品住宅价格环比上涨的城市有56个，比上年12月减少9个。二手住宅价格同比上涨的城市有68个，比上年12月减少1个；二手住宅价格环比上涨的城市个数有42个，比上年12月份减少22个。

商品房销售面积和销售额同比下降。第一季度，全国商品房销售面积为2亿平方米，同比下降3.8%，降幅比1-2月份扩大3.7个百分点，而上年全年为增长17.3%。商品房销售额为13263亿元，同比下降5.2%，降幅比1-2月份扩大1.5个百分点，而上年全年为增长26.3%。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88.6%和83.5%。

房地产开发投资增速放缓。第一季度，全国完成房地产开发投资15339亿元，同比增长16.8%，增速比1-2月份回落2.5个百分点，比上年全年回落3个百分点。其中，住宅投资10530亿元，占房地产开发投资的比重为68.7%。全国房屋新开工面积为2.9亿平方米，同比下降25.2%，而上年全年为同比增长13.5%。全国房屋施工面积为54.7亿平方米，同比增长14.2%，增速比上年全年回落1.9个百分点。

全国房屋竣工面积 1.9 亿平方米，同比下降 4.9%，而上年全年为同比增长 2%。

房地产贷款增速小幅回落。截至 3 月末，主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 15.4 万亿元，同比增长 18.8%，增速比上年末回落 0.3 个百分点。房地产贷款余额占各项贷款余额的 20.6%，比上年末低 0.4 个百分点。其中，个人住房贷款余额为 9.5 万亿元，同比增长 20.2%，增速比上年末低 0.8 个百分点；住房开发贷款余额为 2.8 万亿元，同比增长 19.3%，增速比上年末高 3.5 个百分点；地产开发贷款余额为 1.1 万亿元，同比增长 7.6%，比上年末低 2.2 个百分点。第一季度，新增房地产贷款 7971 亿元，占各项贷款新增额的 26.4%，比上年全年低 1.7 个百分点。

2014 年《政府工作报告》提出，要加大保障性安居工程建设力度，全年新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上。截至 3 月末，全国保障性住房开发贷款余额为 7783 亿元，同比增长 26.7%，增速比房产开发贷款高 8.4 个百分点。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 3 月末，已按进度发放住房公积金贷款 669 亿元，支持了 76 个城市的 316 个保障房建设项目，收回贷款本金 170 亿元。

2. 光伏产业

光伏产业是中国具有国际竞争优势的战略性新兴产业。随着全球能源短缺和环境污染等问题日益突出，太阳能光伏发电因其清洁、安全、便利、高效等特点，已成为世界各国普遍关注和重点发展的高技

术产业。发展光伏产业对实现工业转型升级、调整能源结构、发展社会经济、推进节能减排具有重要意义。

光伏产业起步晚、发展快。2012 年以来，随着全球光伏市场发展重心转移，中国光伏产业加快崛起。截至 2012 年末，中国已具备投产能力的多晶硅企业达到 50 家以上，产能达到 19 万吨，居全球首位，产量达到 7.1 万吨；太阳能光伏电池核组件产能超过 4000 万千瓦，电池片产量 2100 万千瓦，组件产量 2300 万千瓦，约占全球总产量的 63%。与此同时，中国还是全球最大的光伏应用市场。2013 年，全球光伏发电行业新增装机容量 3700 万千瓦，其中中国新增装机容量 1130 万千瓦，成为全球光伏装机量增长的主要动力。

然而，光伏产业目前仍处于明显的产能过剩和大面积亏损之中，发展形势严峻。一方面，受 2011 年产能极度扩张的影响，主要产品价格快速下跌，上下游库存攀升，2012 年下半年全行业生产成本与售价倒挂，生产经营困难。2013 年以来，行业基本面虽有所改善，但整体杠杆率过高和偿债压力问题仍然严重。另一方面，在欧美市场需求放缓及美国、欧盟、印度等主要出口目的地贸易壁垒日益严重的背景下，对外依存度过高导致光伏企业出口不确定性增大。

应该认识到，光伏产业遇到的问题困难，既是产业发展面临的挑战，也是促进转型升级的契机，应坚定信心，抓住全球大力发展新能源的战略机遇，在发展中解决问题。一是统筹规划，促进光伏产业转型升级。着力推动关键技术创新、提升生产工艺水平、突破装备研发瓶颈。利用“市场倒逼”机制，鼓励企业兼并重组，加快关停淘汰

落后光伏产能，遏制低水平重复建设，提高资源配置效率和产业生产集中度，推动资源整合。二是积极应对国际产业竞争，调整光伏产品市场布局。把扩大国内市场作为促进光伏产业持续健康发展的基本立足点，同时积极拓展国际市场，保持合理份额。三是尝试建立国内支持光伏应用的政策体系和促进光伏发电持续发展的长效互动机制。统筹制定产业、财税、金融、人才等扶持政策，推动产品检测认证、监测制度建设，加强政策的协调配合和行业自律，加快建立市场化的节能减排机制，形成有利于产业持续健康发展的法规、政策、标准体系和市场环境。

第五部分 货币政策趋势

一、中国宏观经济展望

当前中国经济正处在增速换挡和转变发展方式的阶段，既有结构调整的阵痛，也渐显调整和改革所激发的活力。综合增长潜力和动能等各方面因素看，未来一段时期中国经济有望保持平稳运行。从基础条件看，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。城乡之间、区域之间仍有较大差距，产业结构仍不尽合理，调整优化城乡结构、区域结构、产业结构将带来巨大的增长潜力。从政策环境看，宏观调控方式创新，经验更加丰富，在保持经济运行在合理区间的同时，加快推出的一系列促改革、调结构、惠民生的政策措施，有利于更充分地发挥市场在资源配置中的决定性作用，提升要素生产效率，将对经济增长形成有

力支撑。虽然工业和投资增速相对放缓，但经济运行释放出服务业增速不减、投资结构有所改善、就业形势较好、收入平稳增长等积极信号。第三产业的多数行业，如批发和零售、交通运输、信息技术服务、租赁和商务服务业等投资增速均有加快态势。一批新技术产业、新商业模式发展势头较好，一些积极推进转型升级和自主创新的产业和企业呈现出较强的抗风险能力和发展活力。民众的创业热情进一步激发，一些地区新登记企业数增长较快。随着经济结构调整和服务业发展加快，单位 GDP 增长对就业的吸纳能力也在增强。中国人民银行 2014 年第一季度城镇储户问卷调查显示，居民就业感受指数为 40.6%，较上季回升 1.8 个百分点。居民未来就业预期指数为 49.9%，较上季回升 0.2 个百分点。从外部环境看，全球经济持续复苏的稳定性有所增强，外需有望继续改善。国际货币基金组织 4 月份预计全球经济增长将从 2013 年的 3% 上升到 2014 年的 3.6% 和 2015 年的 3.9%。

但也要看到，经济的内生增长动力仍待增强，结构调整和改革的任务还十分艰巨。部分行业产能过剩问题依然严重，一些低效率企业大量占用资源，受增速换挡和结构调整过程中资金周转速度放慢、使用效率不高等影响，全社会债务规模继续较快积累，但债务扩张对经济增长的推动作用下降。在外需和房地产等既有增长动能减弱的情况下，新的强劲增长引擎尚待形成，潜在风险需要高度关注，调整转型的一些关键难点有待进一步取得突破。同时，资源环境约束进一步突显，空气污染、水污染等问题严重，也显示原有发展模式迫切面临调整转型。全球经济复苏进程中仍面临一些风险。美国政策调整的步伐

存在不确定性，可能对全球资本流动和资金成本产生较大影响，欧元区面临一定通缩风险，日本连续出现贸易逆差，经济长期增长和债务可持续性存在挑战，新兴市场动荡也可能对外需环境造成一定影响。总体看，面对当前复杂形势，既要把握总量平衡，更要着眼结构优化，通过深化改革解决经济运行中存在的深层次结构性问题，激发经济活力和竞争力。

价格形势基本稳定。价格变化反映了经济总供给与总需求的匹配关系，与内外部经济形势变化紧密相关。当前外部环境相对平稳，国内经济运行在合理区间，货币环境相对稳定，工业生产能力较为充足，加之基数因素的影响与上年大体持平，都有利于 CPI 继续保持基本稳定。中国人民银行 2014 年第一季度城镇储户问卷调查显示，居民未来物价预期指数为 63.9%，比上季下降 8.3 个百分点；55.8%的居民认为物价“高，难以接受”，比上季下降 5.8 个百分点。当然也要看到，当前农产品、服务业等领域的潜在价格上行压力依然存在，价格改革也可能会增加上行压力，居民对房价变化和通胀的预期还不够稳定。PPI 较长时间维持在负值区间运行，反映出产能过剩问题较为严重，同时也与国际大宗商品价格下降等有关。未来 PPI 变化很大程度上取决于经济动能恢复和去产能进展等因素。考虑到内外部需求和供给变化仍有一定的不确定性，需动态关注未来价格走势。

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，贯彻落实党的十八大、十八届三中全会、中央经济工作会议和《政府工作报告》精

神，坚持稳中求进、改革创新，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，适时适度预调微调，增强调控的预见性、针对性和有效性，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的关系，继续为经济结构调整与转型升级营造稳定的货币金融环境。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，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组合，健全宏观审慎政策框架，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、存款准备金率、再贷款、再贴现、常备借贷便利、短期流动性调节等工具，完善中央银行抵押品管理框架，调节好流动性总闸门，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，着力降低棚户区改造等重点领域和“三农”、

小微企业等薄弱环节的融资成本。积极运用信贷政策支持再贷款等工具，继续开展信贷政策导向效果评估，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。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，积极支持铁路等重大基础设施、城市基础设施、保障性安居工程等民生工程项目建设。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，支持保障性住房、中小套型普通商品住房建设和居民首套自住普通商品房消费，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。

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借利率（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。

专栏 5 利率市场化与货币政策调控框架

利率市场化既是逐步放开对利率的直接管制，由市场主体和资金供求决定价格的过程，同时也是央行逐步强化价格型调控和传导机制的过程。利率市场化往往发生在金融创新加速的时期，而金融创新和市场发展也是推动货币政策框架转型的重要动力。因此，从国际经验看，利率市场化进程基本都伴随着货币政策调控框架的逐步转型。1970-1980年代主要经济体利率市场化步伐加快，在此期间及之后的1990年代货币政策框架也逐步从数量型向价格型转变。从经济理论的角度看，货币政策选择数量还是价格作为政策工具和目标，取决于经济扰动的性质。当不确定性（随机冲击）主要来自商品市场，那么选择货币供应量作为中介目标较为合适；若不确定性主要来自货币市场，那么选择利率作为中介目标较为合适。经典的IS-LM模型表明，随着金融创新和金融深化，数量型指标的指示意义会受到影响，在货币需求函数稳定性下降的情况下，继续以数量作为目标，就可能促使价格波动，进而影响产出稳定。这些都是推动货币政策调控框架逐步转型和优化的内生力量。

随着利率市场化逐步推进，多数中央银行建立了能有效引导和调控市场利率的政策操作框架。其核心是通过宣布和调节政策利率和利率走廊，并运用公开市场操作等使市场利率围绕政策利率变化，来稳定预期，并向其他品种和期限的利率传导，进而影响全社会投资、消费行为，达到稳定经济和物价的目的。从国际上看，美联储以联邦基金利率作为其政策利率，欧央行的政策利率为公开市场主

要再融资利率，一些新兴经济体也以公开市场操作利率作为其政策利率。同时，不少经济体央行还建立起了利率走廊机制，使利率在走廊范围内变化。当经济偏热或有通胀风险时，央行可以宣布调高政策利率，并在市场上收紧流动性，进而推动整体利率水平上升，抑制需求扩张，稳定经济和物价水平。反之则可做反向的操作。由于流动性“量”的收紧与“价”的上升是同步的，因此可以传导至各类金融产品，进而对经济主体行为产生影响。1980年代以后，主要经济体央行也开始强调政策的规则性和透明度，更加注重稳定预期在政策调控中的作用，其核心就是建立起对货币政策的信心和公信力。在有效引导预期的情况下，货币政策可能会达到事半功倍的效果，从而显著改善政策传导，提高政策的有效性。而实施价格型调控的一个优势，也在于其透明度相对更高，有利于稳定市场预期。

当然，货币政策以“价”作为主要调节手段和传导机制，就需要有较为完善的金融市场、利率敏感的微观主体和充分弹性的汇率机制。一般而言，基础货币的数量与价格之间存在联动关系，但对于经历了较长时期资本大量流入的新兴市场经济体而言，由于过剩流动性的存在，量与价之间的联动并不明显。随着国际收支日趋平衡，基础货币的量与价之间的联系日益紧密，就有可能越来越接近数量型工具和价格型工具可以切换的阶段。向价格型调控为主转型一般都会经历一个逐步完善和效果强化的过程。在此同时，数量和宏观审慎政策手段仍将发挥重要作用，这可使价和量相互协助，共同实现宏观调控目标。使利率调控与宏观审慎政策有效配合起来，也是主要经济体和国际组织反思国际金融危机教训基础上形成的共识。

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。鼓励创新，丰富债券市场产品和层次。完善体制机制、加强制度建设，强化监督管理。培育多元化的参与主体，强化市场化约束和风险分担机制建设。加强市场基础设施建设。积极稳妥地推进对外开放。大力发展直接融资，加快多层次资本市场建设，丰富融资工具和

交易品种，增强服务中小企业的能力。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。

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，坚持以政策性业务为主体，审慎发展自营性业务；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。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。当前基于互联网的创新金融发展迅速，与传统金融互相补充和融合，有利于促进竞争、发展普惠金融、增加居民收入、提高资源配置效率。但创新过程中也存在监管套利、增大市场流动性风险等问题。应进一步完善相关标准和制度，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，加强对地方政府融资平台、产能过剩行业和房地产行业贷款信用违约风险的监测，防范部分地区、行业、企业风险及非正规金融风险向金融体系传导。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。构建危机管理和风险处置框架，推进存款保险制度建设。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。