

中国货币政策执行报告

二〇一四年第四季度

中国人民银行货币政策分析小组

2015年2月10日

内容摘要

2014 年，中国经济在合理区间平稳运行，结构调整呈现积极变化。第三产业增加值比重继续提高，城乡居民收入差距进一步缩小，消费对经济增长的贡献提高。消费价格温和上涨，就业形势稳定。全年国内生产总值（GDP）同比增长 7.4%，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，面对全球经济增长动力不足，国内经济处于增速换挡期、结构调整阵痛期、前期政策消化期三期叠加的复杂情况，既保持定力又主动作为，不断补充和完善货币政策工具组合，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。在外汇占款投放基础货币出现阶段性放缓的情况下，增强主动提供基础货币的能力，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具、常备借贷便利等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL），引导金融机构向国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金。非对称下调存贷款基准利率，增强公开市场操作利率弹性，引导社会融资成本下行。两次实施定向降准，改进合意贷款管理，发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节和信贷引导功能，新增信贷政策支持再贷款，构建中央银行抵押品管理框架，加大再贷款、再贴现政策力度，加强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。各

项金融改革有序推进，存款利率浮动区间上限扩大至基准利率的 1.2 倍，简并基准利率期限档次；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%，取消商业银行对客户美元挂牌买卖价差限制；《存款保险条例（征求意见稿）》向全社会公开征求意见；外汇管理体制深化改革进一步深化。

稳健货币政策的实施，为经济社会发展创造了良好的金融环境，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题有一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%。人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元。全年社会融资规模为 16.46 万亿元。12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。人民银行基本退出常态化外汇干预，人民币汇率保持合理均衡水平上的基本稳定，双向浮动弹性增强，年末人民币对美元汇率中间价为 6.1190 元，比上年末贬值 0.36%。

国际金融危机后全球经济进入深刻的再平衡调整期。从增速变化、结构调整和动力转换等角度看，中国经济进入“新常态”的特征也更趋明显。总体看，中国经济体量较大，韧性好、回旋空间大，市场广阔，抗风险能力也比较强，近年来宏观调控方式不断创新和完善，通过推动大众创业、万众创新和扩大公共产品和公共服务供给形成的新双引擎结构将对经济运行形成有力支撑，中国经济有望保持持续健康发展。当然也要看到，全球经济再平衡调整过程中各板块经济运行和宏观政策显著分化，溢出效应增大，环境复杂多变，国内经济内生

增长动力尚待增强，结构调整过程中经济下行压力加大，并伴随一定的风险暴露，同时全社会债务水平仍在上升，供给过剩与供给不足并存，经济结构性矛盾依然突出。稳增长、调结构、促改革、惠民生和防风险的任务还十分艰巨。

中国人民银行将按照党中央、国务院的战略部署，坚持稳中求进工作总基调和宏观政策要稳、微观政策要活的总体思路，更加主动适应经济发展新常态，把转方式调结构放在更加重要位置，保持政策的连续性和稳定性，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，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，加强和改善宏观审慎管理，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。多措并举、标本兼治，着力降低社会融资成本。同时，更加注重改革创新，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，着力解决突出问题，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、货币总量增长平稳适度，基础货币供给渠道出现变化	1
二、金融机构存款同比少增，季末波动有所减小	2
三、金融机构人民币贷款年度增量创历史新高	3
四、社会融资规模结构变化	4
五、金融机构存贷款利率总体走低，企业融资成本高问题有所缓解	6
六、人民币汇率双向浮动弹性明显增强	8
七、跨境人民币业务保持平稳发展	8
第二部分 货币政策操作	9
一、灵活开展公开市场操作	9
二、适时开展常备借贷便利操作，创设中期借贷便利	11
三、实施定向降准，调整存款准备金交存范围	12
四、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	13
五、新设信贷政策支持再贷款等工具，加大再贷款、再贴现力度，支持优化信贷投放	13
六、加强窗口指导和信贷政策引导	14
七、下调金融机构存贷款基准利率，继续推进利率市场化改革	15
八、完善人民币汇率形成机制	18
九、深入推进金融机构改革	21
十、深化外汇管理体制改革的	22
第三部分 金融市场分析	24
一、金融市场运行分析	24
二、金融市场制度性建设	32
第四部分 宏观经济分析	35
一、世界经济金融形势	35
二、中国宏观经济运行分析	41
第五部分 货币政策趋势	53

一、中国宏观经济展望.....	53
二、下一阶段主要政策思路.....	56

专栏

专栏 1 央行利率政策调整后金融机构的存贷款利率定价变化.....	17
专栏 2 人民币对外币直接交易稳步发展.....	19
专栏 3 国际大宗商品价格变化与货币政策.....	47

表

表 1 2014 年分机构新增人民币贷款情况.....	4
表 2 2014 年社会融资规模.....	5
表 3 2014 年 1-12 月金融机构人民币贷款各利率区间占比.....	6
表 4 2014 年 1-12 月大额美元存款与美元贷款平均利率.....	7
表 5 2014 年银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量.....	19
表 6 2014 年金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况.....	25
表 7 2014 年利率衍生产品交易情况.....	26
表 8 2014 年各类债券发行情况.....	28
表 9 2014 年末主要保险资金运用余额及占比情况.....	31
表 10 2014 年主要经济体宏观经济金融指标.....	36

图

图 1 跨境贸易人民币结算按月情况.....	9
图 2 银行间市场国债收益率曲线变化情况.....	27
图 3 进出口增速与贸易差额.....	44

第一部分 货币信贷概况

2014年，银行体系流动性合理充裕，货币信贷和社会融资总量增长适度，贷款结构优化，融资成本下行，货币金融环境基本稳定。

一、货币总量增长平稳适度，基础货币供给渠道出现变化

2014年末，广义货币供应量M2余额为122.8万亿元，按可比口径同比增长12.2%，增速比上年末低1.4个百分点。狭义货币供应量M1余额为34.8万亿元，同比增长3.2%，增速比上年末低6.1个百分点。流通中货币M0余额为6.0万亿元，同比增长2.9%，增速比上年末低4.3个百分点。全年现金净投放1688亿元，同比少投放2227亿元。2014年下半年以来，货币增速有所放缓，主要与经济结构调整步伐加快、表外融资收缩、监管措施强化以及国际收支变化有关。当前M2增速仍高出名义GDP增速3个百分点左右，可以满足实体经济的有效需求。

年末基础货币余额为29.4万亿元，同比增长8.5%，增速比上年末高1.1个百分点，比年初增加2.3万亿元。货币乘数为4.18，比上年末高0.10。金融机构超额准备金率为2.7%。其中，农村信用社为8.5%。2014年基础货币供给渠道发生了变化，中央银行货币政策工具（包括公开市场操作、再贷款再贴现和其他流动性支持工具）取代外汇占款成为基础货币供给的主渠道。全年央行货币政策工具供给基础货币约2万亿元，同比多增2.1万亿元；外汇占款供给基础货币约6400亿元，同比少增2.1万亿元。此外，财政存款同比少增超过

5000 亿元，也相应同比少减了基础货币。

二、金融机构存款同比少增，季末波动有所减小

2014 年末，全部金融机构（含外资金融机构，下同）本外币各项存款余额为 117.4 万亿元，同比增长 9.6%，增速比上年末低 3.9 个百分点，比年初增加 10.2 万亿元，同比少增 2.5 万亿元。人民币各项存款余额为 113.9 万亿元，同比增长 9.1%，增速比上年末低 4.7 个百分点，比年初增加 9.5 万亿元，同比少增 3.1 万亿元。受货币基金快速发展、表外理财持续较快增长以及 10 月份以来股市明显回暖等因素影响，2014 年以来存款分流效应较为明显，人民币各项存款¹更多转化为货币基金等非存款类金融机构存款。随着强化存款偏离度监管要求效果逐步显现，存款三、四季度末波动性减小，9 月和 12 月最后一天存款分别新增 6998 亿元和 3288 亿元，同比分别少增 4342 亿元和 6743 亿元。外币存款余额为 5735 亿美元，同比增长 30.8%，比年初增加 1084 亿美元，同比多增 800 亿美元；但 9 月份以来呈下降态势，2014 年后 4 个月合计减少 506 亿美元，同比多减 547 亿美元，这与美联储结束量化宽松政策（QE）以及美元加息预期上升等因素有关。

从人民币存款部门分布看，住户和非金融企业存款增速放缓，非存款类金融机构存款增长较快。年末住户存款余额为 50.3 万亿元，同比增长 8.9%，增速比上年末低 4.7 个百分点，比年初增加 4.1 万亿

¹ 截至 2014 年末，人民币各项存款统计口径包括住户存款、非金融企业存款、机关团体存款、财政存款、其他存款和非居民存款，不包括非存款类金融机构（除保险公司和金融控股公司以外）存款。

元，同比少增 1.4 万亿元。非金融企业存款余额为 37.8 万亿元，同比增长 4.6%，增速比上年末低 5.8 个百分点，比年初增加 2.0 万亿元，同比少增 1.5 万亿元。财政存款余额为 3.6 万亿元，比年初增加 5531 亿元，同比少增 235 亿元。非存款类金融机构存款余额为 9.4 万亿元，同比增长 59.4%，增速比上年末高 27 个百分点，比年初增加 3.5 万亿元，同比多增 2.5 万亿元。

三、金融机构人民币贷款年度增量创历史新高

2014 年末，金融机构本外币贷款余额为 86.8 万亿元，同比增长 13.3%，比年初增加 10.2 万亿元，同比多增 8223 亿元。人民币贷款增长较快。年末余额为 81.7 万亿元，同比增长 13.6%，增速连续两个月回升，比 10 月末高 0.4 个百分点，比上年末低 0.5 个百分点。全年新增人民币贷款 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元，增量创历史新高。

从人民币贷款结构看，住户贷款增速高位回落，非金融企业及其他部门贷款增速回升；新增中长期贷款占比上升。年末，住户贷款余额为 23.1 万亿元，同比增长 16.6%，增速比上年末低 6.5 个百分点，比年初增加 3.3 万亿元，同比少增 4218 亿元。其中，个人住房贷款比年初增加 1.6 万亿元，同比多增 368 亿元。非金融企业及其他部门贷款余额为 58.3 万亿元，同比增长 12.5%，增速比上年末高 1.4 个百分点，比年初增加 6.5 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。从期限看，中长期贷款比年初增加 6.1 万亿元，同比多增 1.5 万亿元，在新增贷款中占比达 62.0%，比上年高 10.4 个百分点。包含票据融资在内的

短期贷款比年初增加 3.4 万亿元；其中票据融资新增 9574 亿元，同比多增 1.0 万亿元。各类金融机构贷款普遍同比多增，其中，中资全国性大型银行、中资区域性中小型银行同比多增较多。

表 1 2014 年分机构新增人民币贷款情况

单位：亿元

	2014 年		2013 年	
	新增额	同比多增	新增额	同比多增
中资全国性大型银行 ^①	44338	3343	40995	2211
中资全国性中小型银行 ^②	28824	1026	27798	4596
中资区域性中小型银行 ^③	17478	4933	12545	-668
小型农村金融机构 ^④	14105	781	13324	1780
外资金融机构	772	386	386	-391

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。

外币贷款增长放缓。2014 年末，金融机构外币贷款余额为 8351 亿美元，同比增长 7.5%，增速比上年末低 6.2 个百分点，比年初增加 582 亿美元，同比少增 353 亿美元。从投向看，短期单位普通贷款及透支增加 355 亿美元，同比多增 208 亿美元；贸易融资减少 348 亿美元，同比少增 568 亿美元；境外贷款增加 378 亿美元，同比略少增。

四、社会融资规模结构变化

初步统计，2014 年社会融资规模为 16.46 万亿元，比上年少 8598 亿元，为历史次高水平（历史最高为 2013 年的 17.32 万亿元）。

从全年社会融资规模整体情况看，主要有以下四个特点。第一，人民币贷款占比明显上升。2014 年，新增人民币贷款占社会融资规

模的 59.4%，同比高 8.1 个百分点。第二，外币贷款增量低于上年。新增外币贷款折合人民币为 3554 亿元，同比少增 2294 亿元；占同期社会融资规模的 2.2%，比上年低 1.2 个百分点。其中，12 月份外币贷款折合人民币增加 540 亿元，由之前连续五个月减少转为增加。第三，债券和股票融资大幅增加，拉动直接融资金额和占比均创历史最高水平。非金融企业境内债券和股票合计融资 2.86 万亿元，比上年多 8273 亿元；占同期社会融资规模的 17.3%，创历史最高水平，比上年高 5.5 个百分点。第四，表外融资同比大幅少增。2014 年，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 2.90 万亿元，同比少 2.27 万亿元；占同期社会融资规模的 17.5%，比上年低 12.3 个百分点。12 月份，表外融资恢复增长态势，合计融资 7254 亿元，分别比上月和上年同期多 6966 亿元和 1737 亿元，其中，信托贷款和未贴现银行承兑汇票融资由之前连续五个月为负转为正增长。

表 2 2014 年社会融资规模

单位:亿元

	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	173169	88916	5848	25466	18404	7756	18111	2219
2014 年 ^②	164571	97816	3554	25070	5174	-1285	24253	4350

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。

数据来源：中国人民银行、国家发展与改革委员会、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银行间市场交易商协会等。

五、金融机构存贷款利率总体走低，企业融资成本高问题有所缓解

根据国务院的统一部署，中国人民银行会同相关部门采取多项措施，综合运用数量型、价格型工具，引导社会融资成本下行。2014年末，银行间市场3年期、7年期AA级企业债到期收益率分别为5.85%和6.34%，较上年末分别下降1.50个和1.27个百分点。2014年12月，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为6.92%，比年初下降0.22个百分点；票据融资加权平均利率为5.67%，比年初下降1.87个百分点。个人住房贷款利率先升后降，12月份加权平均利率为6.25%，比年初下降0.29个百分点。

从利率浮动情况看，执行下浮、上浮利率的贷款占比上升，执行基准利率的贷款占比下降。12月，一般贷款中执行下浮、上浮利率的贷款占比分别为13.10%和67.26%，比年初分别上升0.63个和3.86个百分点；执行基准利率的贷款占比为19.64%，比年初下降4.49个百分点。

表 3 2014 年 1-12 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, 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
10月	8.91	20.43	70.66	18.55	27.29	12.08	9.63	3.12
11月	9.44	19.94	70.63	18.73	26.84	12.32	9.55	3.19
12月	13.10	19.64	67.26	18.87	24.89	11.26	9.22	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，总体较年初有所下降。12月，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0.64%，比年初分别下降0.04个和1.34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2.29%和2.22%，比年初分别下降0.37个和0.60个百分点。

表4 2014年1-12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
10月	0.15	0.86	1.59	2.19	2.46	1.57	2.59	2.52	2.78	2.74	3.39
11月	0.12	0.70	1.41	2.08	2.53	1.85	2.15	2.22	2.57	2.75	3.68
12月	0.14	0.64	1.31	1.87	2.03	1.40	2.29	2.22	2.36	2.72	3.47

数据来源：中国人民银行。

六、人民币汇率双向浮动弹性明显增强

2014年，人民币汇率小幅贬值，双向浮动特征明显，汇率弹性显著增强，人民币汇率预期总体平稳。2014年末，人民币对美元汇率中间价为6.1190元，比2013年末贬值221个基点，贬值幅度为0.36%。2005年人民币汇率形成机制改革以来至2014年末，人民币对美元汇率累计升值35.26%。根据国际清算银行的计算，2014年，人民币名义有效汇率升值6.41%，实际有效汇率升值6.24%；2005年人民币汇率形成机制改革以来至2014年12月，人民币名义有效汇率升值40.51%，实际有效汇率升值51.04%。

七、跨境人民币业务保持平稳发展

2014年，跨境贸易和投资人民币结算业务保持平稳发展。初步统计，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务6.55万亿元²，同比增长42%。其中，货物贸易结算金额为5.9万亿元；服务贸易及其他经常项目结算金额为0.65万亿元。跨境贸易人民币结算实收2.73万亿元，实付3.82万亿元，收付比为1:1.4。直接投资方面，2014年银行累计办理人民币跨境直接投资结算金额1.05万亿元，其中，人民币对外直接投资结算金额为1865.6亿元，同比增长118%；外商直接投资结算金额为8620.2亿元，同比增长92%。

² 自2014年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。



数据来源：中国人民银行。

图 1 跨境贸易人民币结算按月情况

第二部分 货币政策操作

2014 年以来，面对复杂多变的国内外经济金融形势，根据党中央、国务院统一部署，中国人民银行坚持稳中求进、改革创新，继续实施稳健的货币政策，既保持定力又主动作为，瞄准经济运行中的突出问题，不断补充和完善货币政策工具组合，适时适度预调微调。

一、灵活开展公开市场操作

2014 年，随着国际收支和人民币汇率趋向均衡，并受美联储逐步退出 QE 等因素影响，外汇流入减少，对银行体系流动性的影响总体趋于中性，但阶段性波动仍然存在。同时，在金融市场快速发展、金融创新持续涌现的背景下，传统季节性因素与市场因素、监管因素等相互交织，加大了银行体系流动性供求变化的不确定性。

中国人民银行深入分析不同阶段流动性供求变化的特点，按照稳健货币政策要求灵活开展公开市场操作，合理安排操作工具组合，有

效调节银行体系流动性，既保证了流动性总量的适度充裕，又促进了流动性和货币市场的平稳运行。上半年，针对外汇占款增长前快后慢、春节等季节性因素对流动性影响较大的特点，以正回购操作为主、逆回购操作为辅，搭配使用短期流动性调节工具（SL0）灵活开展公开市场操作，保持流动性总量合理适度和分布均衡；进入下半年之后，综合考虑流动性总量仍较为充裕，但外汇占款增长进一步放缓、影响流动性供求的不确定因素有所增多的实际情况，逐步降低公开市场正回购操作的力度和频率，直至暂停正回购操作，并通过正回购和央行票据到期、开展 SL0 操作等适时适度投放流动性，与其它工具相配合促进流动性平稳增长，同时加强预调微调，熨平流动性短期波动。全年公开市场累计开展正回购操作 30210 亿元，开展逆回购操作 5250 亿元；开展 SL0 操作累计投放流动性 10210 亿元，回笼流动性 1000 亿元。年末公开市场正、逆回购操作余额均为 0；SL0 投放流动性操作余额为 1000 亿元，回笼流动性操作余额为 0；央行票据余额为 4222 亿元。

中国人民银行密切监测各阶段市场利率走势变化，合理把握并适时增强公开市场操作利率弹性，有效引导市场预期。上半年，公开市场操作利率总体保持稳定；下半年，顺应市场利率走势变化，同时配合存贷款基准利率调整，公开市场 14 天期正回购操作利率先后 4 次下行，累计降幅达 60 个基点，对引导货币市场利率平稳下行、降低社会融资成本发挥了积极作用。

适时开展中央国库现金管理操作。2014 年共开展 12 期中央国库

现金管理商业银行定期存款业务，操作规模共计 6200 亿元，其中 3 个月期 3800 亿元，6 个月期 1500 亿元，9 个月期 900 亿元；年末余额为 2700 亿元，比上年末增加 1600 亿元。

二、适时开展常备借贷便利操作，创设中期借贷便利

为加强和改善银行体系流动性管理，保持流动性合理适度，促进货币市场平稳运行，2014 年 1 月，中国人民银行在 10 个省（市）开展分支机构常备借贷便利操作试点，向符合宏观审慎要求的地方法人金融机构提供短期流动性支持。2014 年春节前，中国人民银行总行和试点地区分支机构向符合条件的金融机构提供了短期流动性支持，探索发挥常备借贷便利利率作为货币市场利率上限的作用，稳定市场预期，促进货币市场平稳运行。根据货币市场流动性总体情况，第二季度以来人民银行未开展常备借贷便利操作，年末常备借贷便利余额为 0。

中国人民银行于 2014 年 9 月创设中期借贷便利，向符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行提供中期基础货币。2014 年，人民银行累计开展中期借贷便利操作 1.14 万亿元，年末余额为 6445 亿元，期限均为 3 个月，利率为 3.5%。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主动补充基础货币的作用，有利于引导货币信贷和社会融资稳定增长，为稳增长和调结构营造中性适度的货币金融环境。中国人民银行在提供中期借贷便利的同时，引导金融机构加大对小微企业和“三农”等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，发挥中期政策利率的作用，促进

降低贷款利率和社会融资成本，更好地服务实体经济。

三、实施定向降准，调整存款准备金交存范围

两次实施定向降准，建立引导金融机构提高“三农”和小微企业贷款比例的正向激励机制。中国人民银行于2014年4月和6月，分别下调县域农村商业银行和农村合作银行人民币存款准备金率2个和0.5个百分点，对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点。此外，下调财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司人民币存款准备金率0.5个百分点。

结合基础货币投放渠道变化情况和季节性因素影响，为弥补流动性缺口，保持流动性合理适度，中国人民银行决定自2015年2月5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。

此外，中国人民银行于2015年起对存款统计口径进行调整，将存款类金融机构吸收并原在同业往来项下统计的证券及交易结算类存放、银行业非存款类存放、SPV存放、其他金融机构存放以及境外金融机构存放纳入各项存款统计范围，上述新纳入各项存款口径的存款计入存款准备金交存范围，适用的存款准备金率暂定为零。

四、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，2014年各季度，人民银行均根据形势变化适时调整差别准备金动态调整机制的有关参数，并进一步完善了差别准备金动态调整规则，根据有效信贷需求状况，在参数调整上向支农支小较多的中小金融机构，以及中西部和欠发达地区金融机构倾斜，更有针对性地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。

五、新设信贷政策支持再贷款等工具，加大再贷款、再贴现力度，支持优化信贷投放

中国人民银行于2014年初调整再贷款分类，设立信贷政策支持再贷款类别，包括支农再贷款和新设的支小再贷款，并创设抵押补充贷款（PSL），主要发挥促进信贷结构调整的作用，支持金融机构扩大对“三农”、小微企业和棚改等国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放。进一步完善信贷政策支持再贷款和再贴现管理政策，多次增加支农再贷款、支小再贷款和再贴现额度。年末全国支农再贷款余额为2154亿元，比年初增加470亿元；支小再贷款余额为524亿元，比年初增加524亿元，再贴现余额为1372亿元，比年初增加235亿元。

开展信贷资产质押和央行内部评级试点工作。为保障央行债权安全，防范金融机构道德风险，解决中小金融机构合格抵押品相对不足

的问题，2014年，人民银行总行在山东、广东开展信贷资产质押和央行内部评级试点，将经人民银行内部评级的金融机构优质信贷资产纳入央行合格抵押品范围，完善中央银行抵押品管理框架。目前，试点地区初步建立了信贷资产质押再贷款的基本制度、操作规程和央行内部评级数据库，并开展了信贷资产质押再贷款操作，形成了可复制可推广的经验。2015年，人民银行将逐步推广分支行信贷资产质押和央行内部评级试点。

六、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，进一步改进和完善信贷政策导向效果评估，引导金融机构优化信贷结构。鼓励银行业金融机构探索创新组织、机制、抵押品、产品和服务模式，将更高比例的贷款投向“三农”和小微企业等国民经济重点领域和薄弱环节。研究拓宽农村抵押担保物范围，鼓励银行创新开展家庭农场、种养大户等新型农业经营主体“一对一”金融服务。加大民生金融力度，在14个连片特困地区全面建立了服务联动协调机制；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；做好金融支持鲁甸地震灾后恢复重建的金融服务工作。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、农田水利、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建设。对于产能过剩行业，根据“区别对待、不搞一刀切”的原则，督促金融机构按照“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”的要求，改进和强化信贷管理。改进和落实好差别化住房信贷政策。此外，注重发挥资本市场作用，积极推进信贷资产证券化盘活信贷存量，支持符合条件的商业银行发行小微企业金融债券，启动“三农”专项金融债券发行工作。

在各项措施综合引导下，金融机构信贷结构继续优化，对小微企业、中西部地区等的支持力度增强。一是小微企业贷款较快增长，贷款增速高于各项贷款平均水平，全年贷款增量高于上年。2014年末，小微企业贷款余额为15.26万亿元，同比增长15.5%，增速比2013年末高1.3个百分点，比同期各项贷款增速高1.9个百分点。2014年小微企业贷款新增2.13万亿元，同比多增1285亿元，占企业新增贷款的41.9%，比同期大型企业新增贷款占比高18.1个百分点。二是中西部地区贷款增速持续高于东部地区，信贷资金持续向中西部倾斜。2014年末，西部地区贷款余额同比增长16.7%，增速比中部地区高0.9个百分点，比东部地区高5.2个百分点。三是产能过剩行业中长期贷款增速回落。2014年末，产能过剩行业中长期贷款余额同比增长3.9%，增速较2013年末回落3.6个百分点。

七、下调金融机构存贷款基准利率，继续推进利率市场化改革

针对实体经济反映的“融资难、融资贵”问题，结合物价等变动

趋势，中国人民银行于2014年11月22日采取非对称方式下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。此次利率调整适应物价水平整体走低的形势，稳健货币政策取向并未发生变化。下调存贷款基准利率，有利于发挥基准利率的引导作用，有针对性地引导市场利率和社会融资成本下行，促进实际利率逐步回归合理水平。

利率市场化改革继续推进并取得重要进展。一是金融机构利率管制有序放开。2014年3月1日，放开中国（上海）自由贸易试验区小额外币存款利率上限。11月22日，在下调存贷款基准利率的同时，将人民币存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍，并对基准利率期限档次作适当简并，金融机构自主定价空间进一步扩大。二是市场利率定价自律机制不断健全。自律机制成员范围逐步扩大，新增93家金融机构作为自律机制成员，进一步发挥自律机制的激励约束作用。三是同业存单发行交易稳步推进。同业存单的发行主体范围进一步扩大，发行交易日益活跃。这不仅有效提升了银行主动管理负债和自主定价的能力，也为推出面向企业和个人发行的大额存单积累了宝贵经验。2014年，89家金融机构在银行间市场发行同业存单998只，发行总量为8986亿元，二级市场交易总量为4231亿元。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。12月，3个月期同业存单发行加权平均利率为5.01%，较3个月Shibor高43个基点。

专栏 1 央行利率政策调整后金融机构的存贷款利率定价变化

中国人民银行于 2014 年 11 月 22 日采取非对称方式下调了金融机构人民币贷款和存款基准利率，并进一步推进利率市场化改革。利率政策调整后金融机构贷款利率有所下行，存款利率定价的市场化程度进一步提高，政策效果初步显现。

贷款定价方面，此次降息后商业银行迅速按照新的基准利率，相应下调了贷款挂牌利率和定价系统中的相关参数，银行客户的贷款利率水平有所降低，通过下调基准利率引导实际贷款利率下行的作用逐步显现。目前，贷款基础利率(LPR)报价为 5.51%，较降息前下降 0.25 个百分点。12 月，非金融性企业及其他部门一般贷款（不含贴现）加权平均利率为 6.92%，比降息前（2014 年 10 月，下同）下降 0.44 个百分点。受 12 月货币市场利率变动的影 响，票据融资利率有所上升，一定程度上收窄贷款利率总体降幅。当月，非金融性企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比降息前下降 0.11 个百分点。

利率政策调整后，金融机构基本能够综合考虑资金成本、管理成本、风险溢价等因素，按照收益覆盖风险成本的原则合理确定贷款利率，贷款利率定价的差异化特征进一步显现。根据调研的情况，从金融机构看，利率政策调整后国有、股份制商业银行的贷款加权平均利率仍低于农村合作金融机构等地方法人金融机构，体现出针对不同贷款客户差异化定价的特点。从企业看，降息后大中小微企业贷款利率水平均有所下降，由于客户风险溢价不同，各类型企业贷款利率较基准利率的浮动幅度呈现梯度上行。

存款定价方面，此次利率政策调整后，金融机构存款挂牌平均利率总体下降，各期限品种利率浮动区间有所扩大，但距 1.2 倍的上限仍有一定空间。据调查，12 月金融机构活期、3 个月、6 个月、1 年期、2 年期和 3 年期存款加权平均利率分别为 0.37%、2.74%、2.98%、3.23%、3.92%和 4.61%，除活期存款利率保持不变、3 年期存款利率较调整前小幅上升外，其余各期限品种利率均有所下降。总体看，各期限存款加权平均利率相当于基准利率的 1.17 倍左右。

利率政策调整后，金融机构存款利率定价策略有所分化，存款利率初步形成分层。国有商业银行存款挂牌利率最低，地方法人金融机构普遍较高，股份制商业银行介于二者之间。同时，国有商业银行和股份制银行普遍对分支机构扩大了存款利率定价权限，授权分支机构根据自身经营策略、不同区域市场竞争环境、

客户综合贡献度等因素差异化定价，合理控制资金成本。

总体看，此次利率调整并推进利率市场化改革后，金融机构自主定价空间进一步扩大，实际存贷款利率均有所下行，对促进降低企业融资成本、提高金融机构自主定价能力、健全市场化利率形成和传导机制都发挥了积极作用。考虑到此次利率调整政策的执行时间尚短，贷款利率的下降还会受到金融机构筹资成本、年初重定价、贷款风险溢价等多方面因素影响，政策执行效果仍需进一步观察。

八、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，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，中国人民银行宣布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%。7月2日，中国人民银行取消银行对客户美元挂牌买卖价差管理。让市场供求在汇率形成中发挥更大作用，人民币汇率弹性增强，汇率预期分化，央行基本退出常态外汇干预，建立有管理的浮动汇率制度。

2014年，人民币对美元汇率中间价最高为6.0930元，最低为6.1710元，245个交易日中107个交易日升值、138个交易日贬值，最大单日升值幅度为0.37%（225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有所升值。2014年末，人民币对欧元、日元汇率中间价分别为1欧元兑7.4556元人民币、100日元兑5.1371元人民币，分别较2013年末升值12.92%和升值12.46%。2005年人民币汇率形成机制改革以来至2014年末，人民币对欧元汇率累计升值34.32%，对日元汇率累计升值42.22%。

为促进双边贸易和投资，中国人民银行继续采取措施推动人民币直接交易市场发展。2014年，在银行间外汇市场先后推出人民币对新西兰元、英镑、欧元以及新加坡元直接交易，推出人民币对哈萨克斯坦坚戈银行间市场区域交易。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。

表 5 2014 年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	新加坡元	加拿大元	林吉特	卢布	泰铢	坚戈
交易量	239942	3155	4551	2031	1377	1486	281	838	14	12	255	2	3

数据来源：中国外汇交易中心。

专栏 2 人民币对外币直接交易稳步发展

2009年跨境人民币业务试点以来，人民币在国际上的使用范围更加广泛，加之国际金融危机后主要货币汇率波动加大，一些新兴市场的微观经济主体出于节约汇兑成本等考虑，对人民币与新兴市场货币兑换交易的需求上升。为满足经济主体的需求，中国人民银行开始探索在银行间外汇市场挂牌人民币对新兴市场货币直接交易。2010年，人民币对马来西亚林吉特和俄罗斯卢布直接交易在我国和对方国家银行间外汇市场同时挂牌。随着人民币国际影响力提升以及人民币对外币直接交易市场的发展，一些发达经济体希望其货币与人民币开展直接交易。截至2014年末，已实现人民币与八种货币在双方银行间外汇市场直接交易。

境外人民币直接交易市场获得长足发展。人民币对外币直接交易日益活跃，成交快速增长，2014年，人民币对外币直接交易共成交10482亿元人民币，在银行间外汇市场即期交易中占比为4.7%，而2010年前银行间外汇市场人民币对非美货币成交量占比不到0.5%。开展直接交易以来至2014年末，人民币直接交易日均成交102.22亿元人民币，与各币种推出直接交易前一年日均成交12.12亿元人民币相比，提升了8.4倍。

人民币对外币直接交易有以下特点：一是建立不经套算的直接汇率形成机制。在未实现直接交易前，银行的通常做法是先将柜台非美货币结售汇头寸在银行间外汇市场兑换为美元头寸，然后再通过人民币对美元交易平盘。实现直接交易后，银行将不对头寸进行拆分而直接在银行间外汇市场平盘，促进直接汇率的形成。在此基础上，人民币对直接交易货币的中间价也不再经美元套算，而是由直接交易做市商报价形成，市场汇率主要受双边本币结算的供求关系和国际汇市的影响。

二是做市商结构优化。每一个直接交易货币都有各自独立的做市商体系，涵盖不同类型的做市商，以体现差异化的市场需求。既有柜台基础较好的中资银行，也有做市经验丰富的外资银行，中资银行中不仅包含业务覆盖面广的全国性商业银行，也有边贸活跃地区的地方性银行；外资银行则包含全球性商业银行以及直接交易货币发行国银行在中国境内的分行。

三是直接交易货币更为丰富。五年来，人民币直接交易货币顺应市场需求从最初的林吉特、卢布等周边国家货币扩展到了欧元、英镑、日元等主要储备货币以及澳大利亚元、新西兰元、新加坡元等可兑换货币，初步形成人民币直接交易网络，这与人民币国际化进程也是相适应的。

四是境内外人民币对外币市场协同发展。在推动人民币对外币直接交易的过程中，注重双边对等挂牌的原则，形成境内外人民币直接交易市场的联动、相互促进，对于韩元等部分有一定兑换限制的货币，则在对方市场先进行人民币直接交易。目前，莫斯科、伦敦、法兰克福、新加坡和澳大利亚等地都已形成一定规模的人民币直接交易离岸市场，不仅为境外主体进行人民币对当地货币的兑换提供了便利，也产生了规模效应。

人民币直接交易稳步发展的好处逐步显现。一是降低汇兑成本。银行通过直接交易一次平盘可降低平盘成本，再通过内部定价机制向柜台结售汇牌价传导。从银行对个人的结售汇牌价看，直接交易货币银行柜台买卖差价从原来的 0.8% 缩小为 0.7%，汇兑成本降低 12.5%，由于企业有一定的议价空间，节省的汇兑成本更多。二是提高价格透明度。未实现直接交易前，经济主体缺乏人民币对该货币汇率信息。直接交易形成人民币对该货币的双边汇率，能降低汇率信息的搜寻成本和摩擦成本。三是推动人民币国际化。近年来，在俄罗斯、韩国已形成相当

规模的当地货币对人民币直接交易。以俄罗斯外汇市场人民币对卢布交易快速发展为例，2014年莫斯科交易所（MICEX）人民币对卢布交易量是2013年交易量的7倍。四是促进外汇市场发展，服务实体经济。实现双边货币直接交易，银行间市场直接交易为柜台结售汇提供了流动性，可促进银行增加柜台挂牌币种，这些都有助于为实体经济提供汇兑便利。五是有助于增强汇率弹性，推动人民币汇率市场化形成机制改革。

随着我国与世界各国经贸往来的发展，人民币与外币直接交易需求将逐步上升。中国人民银行将继续推动人民币对外币直接交易市场发展，促进双边经贸往来，为促进贸易投资便利化提供更加便捷高效且低成本的金融服务。

2014年，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11305.50亿元人民币，共实际动用380.07亿元人民币，动用余额为158.01亿元人民币，对促进双边贸易投资发挥了积极作用。

九、深入推进金融机构改革

《存款保险条例（征求意见稿）》向全社会公开征求意见。2014年，国务院常务会议审议通过了《中国人民银行关于建立存款保险制度实施方案的汇报》，拟建立存款保险制度，覆盖所有存款类金融机构，实行最高50万元的有限赔付，以低费率起步，将保费建立存款保险基金。12月30日，《存款保险条例（征求意见稿）》向全社会公开征求意见已经结束。存款保险制度是市场经济条件下保护存款人利益和完善金融安全网的重要制度安排，对于理顺政府与市场的关系、深化金融改革、维护金融稳定和提升金融业竞争力具有重要作用。50万元的保护限额，能够为目前全部金融机构99.6%的存款人提供全额保护，确保绝大多数存款人的信心和稳定。

金融机构改革继续深化。2014年7月，国家开发银行住宅金融事业部获批开业。同时，进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用，为棚改提供依法合规、操作便捷、成本适当、来源稳定的融资渠道。2014年，国家开发银行共新增发放棚改贷款4086亿元，较上年增加3026亿元，增长286%。农业发展银行改革方案经国务院63次常务会议原则同意，明确了改革的总体目标和主要政策措施。加快推进国家开发银行和进出口银行改革，进一步强化两家银行服务国家战略的功能和作用。资产管理公司转型改制工作取得新进展。8月，华融资产管理公司与八家战略投资者正式签署战略合作协议，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%。农村信用社改革稳步推进，经营财务状况和涉农金融服务持续改善。2014年末，全国农村信用社不良贷款比例为3.8%，同比下降0.3个百分点；资本充足率为13.2%，同比提高2.8个百分点；拨备覆盖率为135.2%，同比提高8.7个百分点；全年实现利润2339亿元。涉农贷款和农户贷款余额分别为7.1万亿元和3.4万亿元，分别同比增长13.4%和12.0%。截至2014年末，全国共组建以县（市）为单位的统一法人农村信用社1484家，农村商业银行665家，农村合作银行89家。全国农村信用社普遍基本建立了“三会一层”的法人治理组织架构和制度规则并初步运行，内部管理水平有所提升。

十、深化外汇管理体制改革的

推进简政放权和便利化取得新成效。一是行政审批项目进一步下降。2014年取消5项行政审批项目，共废止外汇管理法规88件。二

是支持外贸平稳发展措施不断深化。继续深化贸易外汇管理改革，推进边贸和个人贸易便利化，取消边贸账户行政许可，简化个人贸易单证要求，促进外贸多元化发展。三是跨境电子商务外汇支付业务试点稳步推进。全国 22 家试点企业累计办理跨境收付已超过 10 亿美元，支持电子商务等新型服务业发展。

资本项目可兑换程度不断提高。一是跨国公司外汇资金集中运营试点推广到全国。允许 200 余家国有、民营和外资跨国企业集中管理其境内外外汇资金，切实降低大型企业和跨国公司的财务成本。二是资本金意愿结汇改革试点逐步扩大。按照负面清单的思路，在上海自贸区、天津滨海新区等 17 个国家级经济金融改革试验区，开展资本金意愿结汇改革试点，赋予企业资本金结汇的自主权和选择权。三是“走出去”资金运用渠道进一步拓宽。大幅简化返程投资外汇管理，允许购付汇用于境外特殊目的公司设立及营运，取消对特殊目的公司境外放款限制。四是资本市场双向开放不断扩大。简化人民币合格境外机构投资者额度管理，支持部分地区开展合格境内有限合伙人（QDLP）试点。五是资本项目便利化措施有效落地。取消全部跨境担保事前审批，统一中外资企业外保内贷政策；取消外债转贷款在相关环节的核准；在部分地区开展外商投资企业外债比例自律试点，降低企业融资成本。

此外，完善跨境资金流动统计监测体系，提高对外汇资金流动的监测预警与管理水平，进一步完善国际收支统计制度。

第三部分 金融市场分析

2014年，金融市场健康平稳运行，货币市场交易活跃，市场利率总体平稳；债券发行规模显著扩大，债券收益率曲线大幅下移；股票市场指数明显上升，筹资额大幅增加。金融市场各项改革稳步推进，产品创新不断深化，市场制度逐步完善，金融市场对于降低社会融资成本、促进实体经济发展的作用得以进一步发挥。

一、金融市场运行分析

（一）货币市场交易活跃，市场利率总体平稳

银行间回购交易量增速大幅上升，拆借交易量快速增长。2014年，银行间市场债券回购累计成交224.4万亿元，日均成交8977亿元，同比增长41.9%，增速比上年高30.7个百分点；同业拆借累计成交37.7万亿元，日均成交1507亿元，同比增长6.0%，增速比上年高30.3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78.1%和78.3%。交易所债券回购累计成交90.72万亿元，同比增长37.2%。

从融资主体结构看，主要呈现以下特点：一是大型银行作为市场资金供给方的作用进一步突出，全年净融出量同比增长87.1%，增速比上年高111.8个百分点。二是中小型银行、证券及基金公司的资金需求持续增长，资金融入量同比分别增长114.8%和90.7%，其中中小型银行三、四季度资金净融入大幅增加，占全年净融入量的73.9%。

表 6 2014 年金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况

单位：亿元

	回购市场		同业拆借	
	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年
中资大型银行 ^①	-816890	-439669	-63213	-30650
中资中小型银行 ^②	314746	152761	-41619	-25633
证券及基金公司	299378	158905	76852	38354
保险公司	89564	55543	180	25
外资金融机构	50404	12679	6806	1598
其他金融机构及产品 ^③	62798	59780	20994	16307

注：①中资大型银行包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、国家开发银行、交通银行、邮政储蓄银行。②中资中小型银行包括招商银行等17家中资银行、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。

货币市场利率运行平稳。上半年总体下行，受季节性等因素影响，6、7月份市场利率有所波动，12月份有所上升，但仍低于上年同期水平。12月新股密集发行、股市持续升温，同时在外汇占款净下降、年末备付增加等因素作用下，货币市场利率有所上升，当月同业拆借和质押式回购月加权平均利率均为3.49%，比上年同期分别低67个和79个基点。2014年末，隔夜、1周Shibor分别为3.53%和4.64%，分别较上年末上升38个基点和下降61个基点；3个月和1年期Shibor分别为5.14%和4.73%，分别较上年末下降42个和23个基点。

利率衍生品交易较快增长。2014年，人民币利率互换市场名义本金总额为4.03万亿元，同比增长47.9%。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3.18万亿元，占总量的

78.9%。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（FR007）和Shibor，与之挂钩的利率互换交易名义本金占比分别为81.1%和18.2%。为满足市场成员日益增长的利率避险需求，促进现货市场和衍生品市场联动发展，2014年11月中国外汇交易中心推出银行间市场标准利率衍生品，包括以FR007和SHIBOR为基准的四种产品。截至2014年末，标准利率衍生产品共成交212笔，总计413.5亿元。

表 7 2014 年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	24409	27277.8	1	1.0	1	0.5
2014 年	43019	40347.2	—	—	—	—

数据来源：中国外汇交易中心。

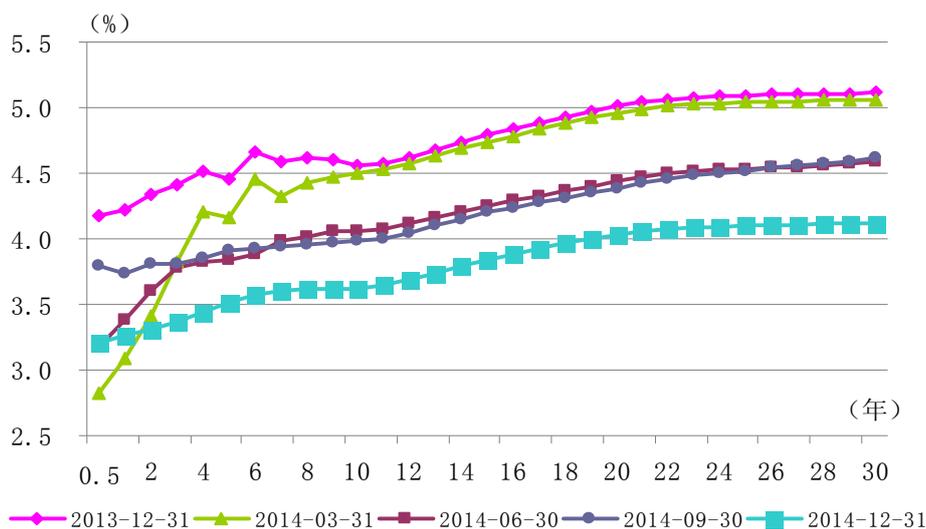
（二）债券发行规模显著扩大，收益率曲线大幅下移

银行间债券市场现券交易量接近上年同期水平。2014年累计成交40.36万亿元，日均成交1614亿元，同比下降3%。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，全年净卖出现券1.11万亿元；其他金融机构及产品、外资金融机构是主要净买入方，全年分别净买入现券5988亿元和4186亿元；四季度中资大型银行由前三季度的净卖出方转为净买入方，全年净买入397亿元。从交易品种看，全年国债现券交易累计成交5.88万亿元，占银行间市场现券交易的14.6%；金融债券和公司信用类债券现券交易分别累计成交18.46万亿元和15.89万亿元，分别占45.7%和39.4%。2014年交易所债券现

券成交2.81万亿元，同比增长61.6%。

银行间债券市场指数呈上行趋势。2014年，中债综合净价指数由年初的96.07点上升至年末的101.42点，升幅为5.57%；中债综合全价指数由年初的107.47点上升至年末的114.50点，升幅为6.54%。交易所国债指数由年初的139.52点升至年末的145.60点，升幅为4.36%。

银行间市场国债收益率曲线整体大幅下移。2014年末，国债收益率曲线1年、3年、5年、7年、10年期收益率较上年末分别下降96个、105个、95个、98个、93个基点，10年期与1年期国债期限利差为36个基点，较上年末扩大3个基点。收益率曲线整体下移的主要原因，一是宏观经济增速放缓和物价涨幅回落；二是规范商业银行同业业务后，到期资金逐步回流债券市场；三是央行综合运用货币政策工具加强调控，资金面波幅整体收窄，增强了债券市场的投资需求。



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

债券发行规模显著增加。2014年累计发行各类债券（含中央银行票据）10.98万亿元，比上年多发行2.12万亿元。主要是非金融企业债务融资工具和金融债券发行增加较多。年末国内各类债券余额为35.32万亿元，同比增长17.8%。

创新推出项目收益票据、碳排放收益债券等产品。项目收益票据由项目公司发行，并以项目经营性现金流作为主要还款来源。项目收益票据的创设，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。碳排放收益债券按固定利率加浮动利率的方式进行定价。其中，浮动利率参考发行人特定项目的碳收益率。碳排放收益债券的推出，开创了国内债务融资工具定价挂钩“非常规标的”并推广低碳概念的先河，对于改善低碳经济、发展金融生态、促进产业结构转型升级具有重要意义。

表 8 2014 年各类债券发行情况

债券品种	发行额（亿元）	比上年同期增减（亿元）
国债 ^①	21747	1517
中央银行票据	0	-5362
金融债券 ^②	36552	10242
其中：国家开发银行及政策性金融债	23201	3390
公司信用类债券 ^③	51516	14817
其中：非金融企业债务融资工具	41812	13124
企业债券	8260	2008
公司债	1028	-367
合计	109815	21214

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。

债券发行利率总体明显回落。12月发行的10年期国债利率为3.77%，比上年11月发行的同期限国债利率低31个基点。12月国开行发行的10年期金融债利率为4.37%，比上年同期发行的同期限债券利率低67个基点。公司信用类债券发行利率12月份有所回升，但仍明显低于上年同期水平。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5.3%，比9月份高26个基点，比上年同期低129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5.67%，比9月份高18个基点，比上年同期低81个基点。Shibor对债券产品定价基准作用不断提升。2014年，发行以Shibor为基准定价的浮动利率债券2只，总量为80亿元；发行固定利率企业债582只，总量为6892亿元，全部参照Shibor定价；发行参照Shibor定价的固定利率短期融资券10341亿元，占固定利率短期融资券发行总量的98%。

（三）票据融资快速增长，利率呈下降趋势

票据承兑业务小幅增长。2014年，企业累计签发商业汇票22.1万亿元，同比增长8.9%；期末商业汇票未到期金额9.9万亿元，同比增长9.3%。上半年票据承兑余额持续增长，6月末达到历史新高10.2万亿元，下半年票据承兑余额小幅波动，年末比年初增加0.8万亿元。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。票据承兑的持续稳定增长有效加大了对实体经济、特别是小微企业的融资支持。

票据融资余额快速增长，票据市场利率呈下降趋势。2014年，金

融机构累计贴现60.7万亿元，同比增长33.0%；期末贴现余额2.9万亿元，同比增长48.9%。票据融资余额总体增长较快，年末比年初增加0.96万亿元；占各项贷款的比重为3.6%，同比上升0.84个百分点。2014年，银行体系流动性总体合理适度，货币市场利率呈下降趋势，在人民银行再贴现利率引导贴现利率下行的政策作用下，同时受货币市场利率和票据市场供求变化等因素影响，票据市场利率总体波动下行。

（四）股票市场指数明显上升，筹资额大幅增加

股票市场指数前三季度走势总体稳步回升，四季度快速上升。年末，上证综合指数收于3235点，比上年末上升52.9%；深证成份指数收于11015点，比上年末上升35.6%；创业板指数收于1472点，比上年末上升12.8%。沪市A股加权平均市盈率从上年末的11.0倍升至16.0倍，深市A股加权平均市盈率从上年末的28.0倍升至34.6倍。

股票市场成交量大幅增长。2014年沪、深股市累计成交74.24万亿元，同比增长58.6%，日均成交3030亿元，同比增长54.1%。主要是第四季度成交量明显增长，当季日均成交5494亿元，同比增长172%。全年创业板累计成交7.8万亿元，同比增长52.5%。年末，沪、深股市流通市值为31.56万亿元，同比增长58.1%；创业板流通市值为1.31万亿元，同比增长59.1%。

股票市场筹资额大幅增加。2014年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7060亿元，同比多筹资3193亿元。全年A股筹资4842亿元，同比多筹资2039亿元。

（五）保险业资产快速增长

2014年保险业累计实现保费收入2.02万亿元，同比增长17.5%，增速比上年高6.3个百分点；累计赔款、给付7216亿元，同比增长16.1%，其中，财产险赔付同比增长10.2%，人身险赔付同比增长23.6%。

保险业资产增速加快。2014年末，保险业总资产为10.16万亿元，同比增长22.6%，增速比上年末高9.9个百分点。其中，银行存款同比增长11.8%，投资类资产同比增长25.4%。

表 9 2014 年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 年末	2013 年末	2014 年末	2013 年末
资产总额	101591	82887	100	100
其中：银行存款	25311	22641	24.9	27.3
投资	68004	54232	66.9	65.4

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增长较快

2014年人民币外汇即期成交4.12万亿美元，同比增长1.2%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合4.49万亿美元，同比增长32.1%，其中隔夜美元掉期成交2.36万亿美元，占掉期总成交额的52.6%；人民币外汇远期市场累计成交529亿美元，同比增长63.5%。2014年度“外币对”累计成交金额折合606亿美元，同比下降5.7%，其中成交最多的产品为美元对港元，占市场份额比重为35%。

外汇市场交易主体进一步扩展。截至2014年末，共有即期市场会员465家，远期、外汇掉期、货币掉期和期权市场会员分别为98

家、97家、84家和39家，即期市场做市商31家，远掉期市场做市商27家。

（七）黄金价格波动较大

2014年，黄金市场价格先扬后抑。国际黄金价格最高为1385.0美元/盎司，最低为1142.0美元/盎司，年末收于1199.25美元/盎司，较上年末下跌2.25美元/盎司，跌幅为0.2%。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223.0元/克，年末收于240.59元/克，较上年末上涨4.13元/克，涨幅达1.8%。全年加权平均价为249.51元/克，比上年下降10.4%。

上海黄金交易所整体运行平稳，交易规模大幅增长。2014年，黄金累计成交1.85万吨，同比增长59.2%；成交金额4.6万亿元，同比增长42.8%。白银累计成交50万吨，同比增长16.1%；成交金额1.9万亿元，同比下降3.9%。铂金累计成交64.9吨，同比下降28.1%；成交金额187.7亿元，同比下降31.4%。

二、金融市场制度性建设

（一）规范发展债券市场，推动创新，完善多层次债券市场体系

推动多层次债券市场建设，引导符合条件的信托产品、券商资管计划等私募类非法人产品及农村金融机构、非金融机构合格投资人规范投资银行间市场，进一步丰富了投资者类型。继续推动金融产品创新，推出项目收益票据、并购债、供应链票据和碳债券，进一步扩大信贷资产证券化试点，商业银行柜台债业务品种扩展到国家开发银行

金融债券、政策性金融债和中国铁路总公司等政府支持机构债券，推动国家开发银行等高信用等级债券在银行间和交易债券市场跨市场发行。2014年12月，推出债券预发行交易，促进提高债券发行定价的透明度和竞争性，完善债券收益率曲线，活跃二级市场交易。

（二）规范外汇市场发展，稳步推动黄金市场对外开放

将业务监管原则和银行展业原则相结合，规范外汇衍生产品发展。丰富外汇期权等汇率避险工具。取消了银行对客户美元挂牌买卖价差限制，银行可根据市场供求自主定价。修订发布《银行办理结售汇业务管理办法》和实施细则，简化市场准入门槛，支持非银行金融机构进入银行间外汇市场。发布《银行间外汇市场职业操守和市场惯例指引》，加强外汇市场自律管理。

黄金市场制度性建设逐步推进。上海黄金交易所修订完善了询价交易、代理业务等多项制度规则，发布了《黄金租借业务总协议（2013年版）》。在黄金询价交易市场建立尝试做市商制度，推出黄金询价期权业务，并进一步扩大市场参与主体。上海黄金交易所在上海自贸区设立国际业务板块，引入国际投资者直接参与上海黄金交易所市场，稳步扩大黄金市场对外开放。

（三）证券市场改革开放取得较大进展

2014年5月，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发〔2014〕17号），指明了资本市场下一步发展的方向。2014年证券市场基础设施建设取得较大进展。一是《优先股试点管理办法》发布，优先股试点稳步推进。全年共有五家上市公司

发行优先股，共募集资金 1030 亿元，支持了企业兼并重组，丰富了证券品种，也为投资者提供了多元化投资渠道。二是沪港通正式启动，加强了两地资本市场联系，将对内地和香港资本市场的发展、人民币国际化进程起到积极推动作用。4 月，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试点。6 月，证监会发布《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》，明确了沪港通的业务范围、外资持股比例和清算交收方式等相关事项，对投资者保护和监督管理等内容提出了相关要求。11 月，经国务院批准，沪港通正式启动，两地市场运行平稳。三是《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》发布，上市公司退市制度正式出台，实现了上市公司退市的市场化、法制化和常态化。四是《期货公司监督管理办法》发布，适当降低了准入门槛，并从业务范围、强化投资者保护等方面对期货公司进行了规范。

（四）完善保险市场基础性制度建设

2014 年，国务院先后发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》和《关于加快发展商业健康保险的若干意见》，保险业发展规划进一步明确。保险业市场化改革、风险防范、消费者权益保护等制度建设稳步推进。一是推进保险资金运用市场化改革，改进了保险资金运用比例监管，拓宽了保险资金投资渠道，允许保险资金设立私募基金，投资优先股、创业投资基金和创业板上市公司股票。此外，成立中国保险资产管理业协会，深化市场准入退出市场化改革，制定保险公司收购合并管理办法。二是加强保险公司风险防范，完善了保

险资金投后管理，并将声誉风险管理纳入保险公司全面风险管理体系。明确高现金价值产品销售规模、费用上限和资本监管等规定，推动高现金价值产品健康发展。三是发布《关于加强保险消费者权益保护工作的意见》，制定保险机构及保险销售（经纪）从业人员销售非保险金融产品的资格和业务规范，防范销售误导，保护消费者利益。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势

2014年，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，主要经济体经济表现和宏观政策分化明显，国际金融市场和大宗商品价格波动较大，地缘政治等非经济扰动因素增多。具体来看，美国经济复苏势头较为强劲，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力，日本经济受政策影响波动明显，新兴市场经济体增长普遍放缓，部分国家金融市场动荡增多。

（一）主要经济体经济状况

美国经济复苏动能增强。第一季度受年初不利天气影响，实际GDP环比折年率萎缩2.1%。从第二季度开始，在企业投资大幅增长、房地产市场持续回暖以及消费和出口增长等因素的共同驱动下，美国经济强劲反弹，全年实际GDP增长2.4%，创四年来最大增幅。受美元升值、油价下跌等因素影响，价格涨幅较低。同时，2014年是美国自1999年以来新增就业岗位最多的一年，平均每月新增就业岗位20.8万，失业率从上年末的6.7%下降至2014年末的5.6%。

欧元区经济弱于预期，且伴随较大的通缩压力。自 2014 年二季度以来，经济增长再度放缓，投资乏力，虽然欧央行出台了一系列宽松货币政策，但仍未从根本上提振欧元区经济。第二季度和第三季度经济环比仅增长 0.1%和 0.2%。通胀水平持续下行，2014 年 12 月欧元区综合物价指数（HICP）同比下降 0.2%，通缩压力较大。失业率仍居高不下，近几个月持续维持在 11.5%左右。

表 10 2014 年主要经济体宏观经济金融指标

国别	指标	2013 年第四季度			2014 年第一季度			2014 年第二季度			2014 年第三季度			2014 年第四季度		
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	3.5			-2.1			4.6			5.0			2.6		
	失业率 (%)	7.2	7.0	6.7	6.6	6.7	6.7	6.3	6.3	6.1	6.2	6.1	5.9	5.7	5.8	5.6
	CPI (同比, %)	0.9	1.2	1.5	1.6	1.1	1.5	2.0	2.1	2.1	2.0	1.7	1.7	1.7	1.3	0.8
	DJ 工业平均指数 (期末)	15237	16086	16577	15699	16322	16458	16581	16717	16852	16563	17098	17043	17391	17828	17823
欧元区	实际 GDP 增速 (环比, %)	0.2			0.3			0.1			0.2			...		
	失业率 (%)	11.9	11.9	11.8	11.8	11.8	11.7	11.6	11.6	11.6	11.6	11.5	11.5	11.5	11.5	11.4
	HICP 综合物价指数 (同比, %)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	-0.2
	EURO STOXX 50 (期末)	2774	2901	2919	2853	2968	2916	2978	3033	3228	3115	3044	3067	2998	3076	2990
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-1.5			5.8			-6.7			-1.9			...		
	失业率 (%)	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4
	CPI (同比, %)	1.1	1.5	1.6	1.4	1.5	1.6	3.4	3.7	3.6	3.4	3.3	3.2	2.9	2.4	2.4
	日经 225 指数 (期末)	14328	15662	16291	14915	14841	14828	14304	14632	15162	15621	15425	16174	16414	17460	17451

数据来源：各经济体相关统计部门及中央银行。

日本经济受政策影响明显。第一季度经济增速大幅反弹，但随后受 4 月 1 日消费税率上调等因素影响，增速明显回落。第四季度制造业 PMI 数据有所回升，对外贸易形势有所好转，但消费和投资信心依然低迷，消费者信心指数 9 月份以来一直处于 40 以下的低位。此外，

受国际油价持续下跌等影响，日本物价水平再次面临较大下行压力，实现通胀目标的难度加大。

新兴市场经济体增长普遍放缓，部分国家遭遇金融市场动荡。在美国货币政策回归正常化、地缘政治风险增大、国际油价大幅下跌、结构性问题凸显的背景下，部分新兴市场经济体面临资本外流风险。其中，俄罗斯、巴西、马来西亚等高度依赖大宗商品出口的国家首当其冲，印度尼西亚等结构性问题较大的亚洲国家也受到波及。

（二）国际金融市场概况

2014年以来，受主要经济体货币政策分化、地缘政治风险和国际油价大幅下跌等多种因素影响，全球金融市场波动较大。其中，发达经济体股市整体震荡上行，国债收益率大幅下行；一些新兴市场经济体金融市场多次出现动荡，汇率大幅贬值。

全球大多数经济体货币对美元贬值。2014年末，欧元、英镑、日元对美元汇率分别为1.2097美元/欧元、1.5573美元/英镑和119.68日元/美元，较上年末分别贬值11.99%、5.94%和12.02%。俄罗斯卢布、阿根廷比索、智利比索、墨西哥比索和巴西雷亚尔对美元汇率贬值幅度均超过10%，分别达到43.34%、23.69%、13.37%、11.61%和11.11%。

货币市场利率低位波动。受美联储量化宽松货币政策退出进程影响，伦敦同业拆借市场美元Libor总体小幅上升，2014年末，1年期Libor为0.6288%，比上年末上升了4.58个基点。欧元区同业拆借利率Euribor受欧央行加码宽松货币政策等因素影响大幅下行，2014年末，1年期Euribor为0.325%，比上年末下降了23.1个基点。

主要发达经济体国债收益率大幅下降，部分新兴市场经济体国债收益率显著走高。2014年末，美国、德国和日本10年期国债收益率分别收于2.174%、0.541%和0.326%，较上年末分别下降了83个、140个和41个基点。部分新兴市场经济体10年期国债收益率持续上升，2014年末俄罗斯10年期国债收益率较上年末上升511个基点。

主要发达经济体股市上涨，多数新兴市场经济体股市波动性增大。2014年末，道琼斯工业平均指数、欧元区STOXX50指数、日经225指数分别收于17823点、2990点和17451点，较上年末分别上涨7.5%、2.4%和7.1%。一些新兴市场经济体股市年内出现多次震荡，总体上仍然有所走强，其中印度、印尼和土耳其股市涨幅分别高达29.9%、22.3%、32.1%。受乌克兰危机和经济下行影响，俄罗斯股市显著下行，全年跌幅高达45.2%。

（三）主要经济体货币政策

2014年以来，主要发达经济体央行货币政策分化明显。美联储维持联邦基金利率在0-0.25%的水平不变，自1月起开始削减其每月的资产购买规模，并于10月结束了资产购买计划。同时，美联储调整了前瞻性指引，弃用维持低利率相当长一段时间的表述，但强调对货币政策正常化要保持耐心。欧央行分别在6月和9月的例会上下调政策利率，将主要再融资利率、边际贷款便利利率和存款便利利率调降至0.05%、0.30%和-0.20%。同时，欧央行于9月启动定向长期再融资操作（TLTROs），并从第四季度开始购买资产抵押证券和担保债券。2015年1月22日，为实现价格稳定目标，欧央行宣布进一步扩

张资产购买计划，将购买范围扩展至欧元区政府、机构和欧洲企业发行的债券，每月资产购买规模将达 600 亿欧元，购买操作将至少持续至 2016 年 9 月。日本银行于 10 月底大规模加码“量化和质化宽松货币政策”，宣布将每年基础货币扩张规模由 60-70 万亿日元增至 80 万亿日元，将每年国债购买规模增加 30 万亿日元至 80 万亿日元，所持国债未到期时间延长至 7-10 年，同时大幅扩大交易所交易基金(ETF)投资组合和房地产投资信托(REIT)的购买量。英格兰银行全年继续维持 0.5%的基准利率和 3750 亿英镑的资产购买规模不变。受欧央行扩大量化宽松货币政策影响，2015 年以来，加拿大、瑞士、丹麦、澳大利亚等国央行纷纷下调政策利率，此外瑞士央行还放弃了欧元/瑞郎的汇率下限。

新兴市场经济体货币政策走势分化，政策制定难度增大。一方面，部分经济体收紧货币政策以应对通胀、资本外流和货币贬值的压力。为应对通胀，2014 年巴西央行 5 次上调基准利率共 175 个基点至 11.75%，阿根廷央行 2 次上调央行短期票据利率共 930 个基点至 28.8%，南非央行 2 次上调基准利率共 75 个基点至 5.75%。为应对汇率大幅贬值，俄罗斯央行 6 次上调基准利率共 1150 个基点至 17%，乌克兰央行 2 次上调基准利率共 450 个基点至 14%。此外，巴西、俄罗斯等一些经济体为维持汇率稳定实施了外汇市场干预。另一方面，更多的新兴市场经济体为提振经济增长放宽了货币政策。土耳其央行 3 次下调七天回购利率共 175 个基点至 8.25%，智利央行 6 次下调基准利率共 150 个基点至 3%，韩国央行 2 次下调基准利率共 50 个基点

至 2%，墨西哥央行下调基准利率 50 个基点至 3.0%。2015 年 1 月，为促进经济增长，俄罗斯央行宣布将基准利率下调 200 个基点至 15%，印度、土耳其等国央行也先后下调了政策利率。

（四）国际经济展望及面临的主要风险

展望 2015 年，全球经济整体复苏步伐有望加快，但仍可能面临较大风险。IMF 在 2015 年 1 月更新的《世界经济展望》中，预测 2015 年全球经济增速为 3.5%，较 2014 年增速加快 0.2 个百分点，但比上次预测值下调了 0.3 个百分点。其中，美国经济增速为 3.6%，较 2014 年增速上升 1.1 个百分点，比上次预测值上调了 0.5 个百分点；欧元区和日本经济增速分别为 1.2% 和 0.6%，较 2014 年增速分别上升 0.4 个和 0.5 个百分点，但较上次预测值均下调了 0.2 个百分点；新兴市场和发展中经济体经济增速为 4.3%，较 2014 年增速下降 0.1 个百分点，较上次预测值下调了 0.6 个百分点。从全球经济增长的风险来看，主要体现在以下几个方面：

一是主要经济板块间可能继续呈现分化加大、震荡加剧的格局。在私人部门较为成功地实现去杠杆以及新能源、新科技和制造业加快发展的推动下，美国经济有望继续向好。受制于结构性改革进展困难等体制机制性因素，欧日经济体复苏仍存在较大不确定性，面临经济增长乏力和通胀下行问题，一些新兴经济体也面临调整压力。在全球经济格局再平衡调整进程出现显著分化的大环境下，地缘政治风险和摩擦也进一步加剧。俄乌紧张局势、俄罗斯与美、欧之间的双向制裁以及极端势力活动和由贫富差距扩大引致的社会反对力量等都可能

影响全球市场信心，对经济、贸易和金融活动产生不利影响，进而增加全球经济复苏的复杂性和不确定性。

二是受主要经济体经济运行和宏观政策分化影响，全球金融市场的波动性可能进一步加大。美联储货币政策正在逐步回归常态，联邦基金利率可能在2015年逐步回升，欧央行和日本央行迫于压力有可能进一步加码量化宽松货币政策，但实施的时点和节奏都存在不确定性。在实体经济和宏观政策分化的推动下，全球资本可能在更大范围和更大规模上进行重新配置，从而导致汇率走势和跨境资本流动方向多变、波动加大，这将对部分经济和金融体系较为脆弱的经济体形成压力，并增大有效实施宏观政策的难度。

三是未来油价走势仍存在较大不确定性，可能对全球增长前景带来新的风险。国际油价大幅下跌对全球经济产生了双向影响，一方面有助于促进全球需求，改善原油进口国的贸易条件，为调整能源补贴和税收改革带来机遇。另一方面则严重冲击了一些石油出口国的财政收入和经济增长。对未来油价的走势也存在不同看法，IMF的分析认为目前油价可能已经下跌过度，未来存在比预期更早或更强反弹的可能。国际大宗商品价格的不确定变化，进一步加大了国际经济环境的复杂性。

二、中国宏观经济运行分析

2014年，中国经济在合理区间平稳运行，结构调整呈现积极变化。消费平稳增长，进出口缓中趋稳，投资增速有所放缓，最终消费对GDP增长的贡献率达到51.2%，比上年提高3个百分点。就业基本

稳定，消费价格温和上涨。初步核算，全年实现国内生产总值（GDP）63.6 万亿元，比上年增长 7.4%。分季度看，四个季度同比分别增长 7.4%、7.5%、7.3%和 7.3%；环比分别增长 1.6%、1.9%、1.9%和 1.5%。全年居民消费价格（CPI）比上年上涨 2.0%，贸易顺差为 3825 亿美元。

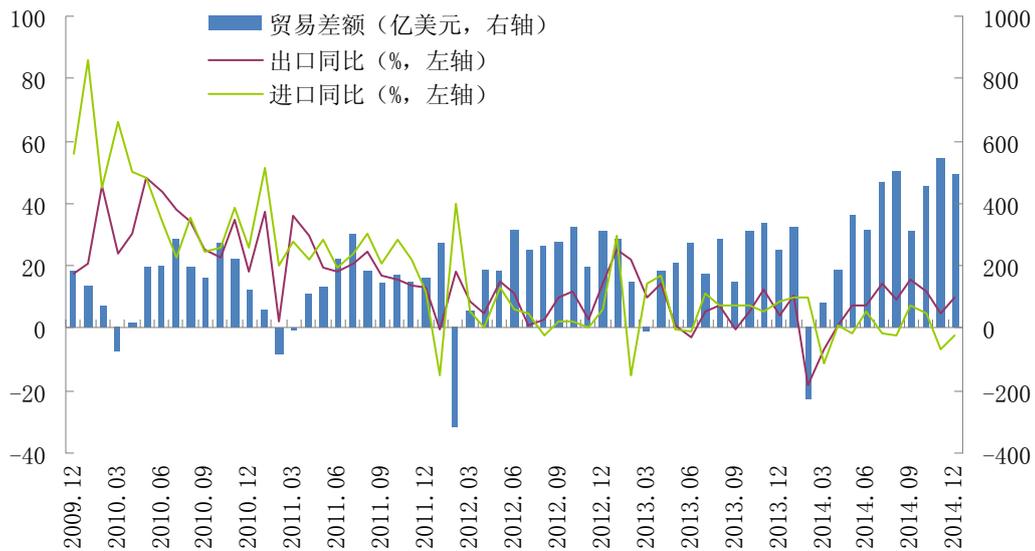
（一）消费平稳增长，投资增速放缓，进出口缓中趋稳

城乡居民收入继续增加，消费拉动作用增强，新兴业态消费增长较快。2014 年，城镇居民人均可支配收入 28844 元，比上年增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 6.8%；农村居民人均纯收入 9892 元，实际增长 9.2%。第四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%，与上季持平；居民消费意愿稳中有升，倾向于“更多消费”的居民占 18.7%，比上季上升 0.7 个百分点。2014 年，社会消费品零售总额为 26.2 万亿元，比上年增长 12.0%，扣除价格因素实际增长 10.9%。分城乡看，城镇消费品零售额为 22.6 万亿元，同比增长 11.8%；乡村消费品零售额为 3.6 万亿元，增长 12.9%。网络零售保持高速增长，全年网上零售额为 2.8 万亿元，增长 49.7%。通讯类、文体类商品增长加快，大众化及服务类消费升温，2014 年限额以下企业餐饮收入增长 13.2%，高出限上企业 11 个百分点，出境旅游首次突破 1 亿人次。

固定资产投资增速放缓。全年固定资产投资（不含农户）50.2 万亿元，比上年增长 15.7%，较上年低 3.9 个百分点；扣除价格因素实际增长 15.1%，较上年低 4.1 个百分点。分产业看，第一产业投资

保持较快增长，受房地产投资增速下滑等因素影响，第三产业投资增速有所回落，全年三次产业投资分别为 1.2 万亿元、20.8 万亿元和 28.2 万亿元，同比分别增长 33.9%、13.2%和 16.8%。2014 年，施工项目计划总投资 96.9 万亿元，比上年增长 11.1%。新开工项目计划总投资 40.6 万亿元，比上年增长 13.6%。

进出口缓中趋稳。2014 年全年进出口总值为 26.4 万亿元，比上年增长 2.3%。其中出口增速呈现回升态势，全年出口额为 14.4 万亿元，增长 4.9%；受大宗商品价格下降、加工贸易项下进口需求减少等因素影响，进口额有所下降，全年为 12.0 万亿元，下降 0.6%。贸易顺差为 2.35 万亿元，比上年扩大 45.9%。按美元计价，进出口总额为 4.3 万亿美元，增长 3.4%。从贸易方式看，一般贸易比重提升，占进出口总额的 53.8%，较上年提高 1 个百分点。商品结构继续优化，工业制成品占出口总额的比重连续三年提高，装备制造业成为出口的重要增长点；生物技术产品、航空航天技术产品、计算机集成制造技术产品等高新技术产品进口增速在 15%以上，消费品进口占比提高。贸易伙伴更趋多元，对发达经济体市场保持稳定增长，与发展中国家进出口比重较上年提高 0.4 个百分点。2014 年全年实际使用外商直接投资 1195.6 亿美元，比上年增长 1.7%。境内投资者非金融类对外直接投资 1028.9 亿美元，比上年增长 14.1%。



数据来源：海关总署。

图 3 进出口增速与贸易差额

(二) 农业生产形势较好，工业生产运行在合理区间

第三产业增加值增长快于第二产业，占比继续提高。2014 年，三次产业增加值分别为 5.8 万亿元、27.1 万亿元和 30.7 万亿元，比上年分别增长 4.1%、7.3%和 8.1%，占 GDP 比重分别为 9.2%、42.6%和 48.2%。第三产业占比较上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.6 个百分点。

全年全国粮食总产量达到 60710 万吨，比上年增长 0.9%。其中，谷物产量 55727 万吨，比上年增长 0.8%。全年猪牛羊禽肉产量 8540 万吨，比上年增长 2.0%，其中猪肉产量 5671 万吨，增长 3.2%。

工业生产基本平稳。2014 年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长 8.3%。分三大门类看，采矿业增加值比上年增长 4.5%，制造业增长 9.4%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长 3.2%。规模以上工业企业产销率达到 97.8%。2014 年，全国规模

以上工业企业实现利润总额 64715.3 亿元，比上年增长 3.3%，主营业务收入利润率为 5.91%。在 41 个工业大类行业中，28 个行业利润总额比上年增长。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电力热力生产和供应业、汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业利润总额增长较快，增速分别为 20.5%、19.1%、18.1%、17.1%。第四季度人民银行 5000 户工业企业调查显示，企业经营面临压力，但盈利能力尚可。出口订单指数和国内订单指数均有所下降；企业生产经营景气指数为 54.5%，继续缓慢回落；盈利指数为 55%，与上季持平。

（三）物价形势总体稳定，价格涨幅下行

2014 年以来，主要价格指标呈现前高后低走势。前三个季度，消费价格涨幅相对稳定，工业生产者价格降幅收窄；第四季度，受原油价格加快下跌等因素影响，消费价格涨幅显著回落，工业生产者价格降幅明显扩大。

居民消费价格涨幅有所回落，食品价格涨幅回落较大。2014 年，CPI 同比上涨 2.0%，涨幅较上年回落 0.6 个百分点，其中各季度涨幅分别为 2.3%、2.2%、2.0%和 1.5%。从食品和非食品分类看，食品价格涨幅大幅回落，非食品价格涨幅略有回落。食品价格上涨 3.1%，涨幅比上年回落 1.6 个百分点；非食品价格上涨 1.5%，涨幅比上年回落 0.1 个百分点。从消费品和服务分类看，消费品价格涨幅回落幅度大于服务价格涨幅回落幅度。消费品价格上涨 1.8%，涨幅比上年回落 0.7 个百分点；服务价格上涨 2.5%，涨幅比上年回落 0.4 个百

分点。

工业生产者出厂价格降幅与上年持平。2014 年，工业生产者出厂价格同比下降 1.9%，降幅与上年持平，其中各季度分别下降 2.0%、1.5%、1.3%和 2.7%。从生产资料和生活资料分类看，生产资料价格下降 2.5%，降幅比上年缩小 0.1 个百分点；生活资料价格涨幅为 0，涨幅比上年回落 0.2 个百分点。工业生产者购进价格同比下降 2.2%，降幅比上年扩大 0.2 个百分点，其中各季度分别下降 2.1%、1.9%、1.5%和 3.2%。农业生产资料价格降幅大于农产品生产价格降幅，农产品生产价格下降 0.2%，农业生产资料价格下降 0.9%。2014 年，人民银行监测的企业商品价格（CGPI）比上年下降 2.2%。各季度同比降幅分别为 2.0%、1.6%、1.6%和 3.7%。初级产品价格跌幅较大，投资品价格跌幅大于消费品。

受以原油为代表的国际大宗商品价格总体大幅下降等因素影响，进口价格继续下跌。2014 年各季度，洲际交易所布伦特原油期货当季平均价格分别环比上涨-1.4%、1.7%、-5.7%和-25.5%，累计下跌 29.5%；伦敦金属交易所铜当季平均价格分别环比上涨-1.6%、-3.6%、3.0%和-5.3%，累计下跌 7.4%。2014 年，进口价格同比下跌 3.4%，跌幅比上年扩大 1.6 个百分点，其中各季度分别下跌 5.1%、1.1%、1.7%和 5.5%；出口价格同比下跌 0.7%，跌幅比上年扩大 0.1 个百分点，其中各季度分别上涨-1.8%、-2.0%、0.6%和 0.5%。

GDP 平减指数有所回落。2014 年 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 0.8%，比上年低

0.9 个百分点。

价格改革继续稳步推进。一是发布《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，因地制宜确定具体实施方案。二是启动新疆棉花、东北和内蒙古大豆目标价格改革试点，目标价格根据生产成本加基本收益确定，取消临时收储政策，生产者按市场价格出售棉花、大豆，国家根据差价和种植面积、产量或销售量等因素，对生产者给予补贴。三是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。四是放开多项商品和服务价格，实行市场调节价。

专栏 3 国际大宗商品价格变化与货币政策

美元走强和油价下跌是近期国际经济领域中十分引人注目的现象。这些变化会对经济金融运行造成什么影响，宏观政策如何应对，值得深入研究和分析。

国际大宗商品包括能源商品、基础原材料和大宗农产品，由于多以美元标价，且共同受全球需求影响，多年来价格基本走势相近，同时也受各自供求因素影响时有差异。石油作为重要的国际大宗商品，其价格波动比较典型，对经济影响较大，一直为各方所关注。二十世纪的几次石油危机，均以原油价格暴涨为特征，导致原油进口国通胀上升、产出下降，出现所谓“滞胀”现象。考虑到为应对通胀而采取的紧缩性宏观政策会导致产出进一步下降，各方的共识是货币政策不宜对油价波动作出过度反应，一是因为油价波动较为频繁，二是货币政策以调节需求为主，对供给因素导致的冲击效果有限。但如果由于需求基本面变化导致油价发生趋势性变动，或者油价变动显著改变通胀预期并传导至核心通胀，则宏观政策应作出相应调整。

2014 年下半年以来，国际石油价格从 6 月份的近 120 美元/桶快速下跌，2015 年 1 月份跌破 50 美元/桶。引发本轮油价下跌的原因既有需求因素，也有供给因

素。一方面，部分经济体潜在增速下降引致需求增长放缓；另一方面，美国页岩气(油)增产、中东主要产油国不减产等促使总供给增加。国际货币基金组织(IMF)的研究认为，2014年第四季度以前，需求不足为油价下跌的主导因素，之后供给因素影响可能更大。此外，主要经济体复苏出现分化、美联储货币政策逐步回归常态等因素导致美元大幅升值，也在一定程度上加剧了以美元标价的石油价格的下跌。

油价下跌对各经济体影响存在差异。对石油出口国而言，油价下跌会使收入减少，财政和国际收支平衡面临压力，本币贬值。对石油进口国而言，油价下跌有助于改善贸易条件，减少石油进口支出，可能导致贸易盈余和经常账户顺差扩大；同时，油价下跌有助于降低中间投入成本，促进劳动和资本的进一步利用，增加国民收入和就业，总体看是一个积极因素。当然，在开放宏观经济格局下，这两类经济体之间存在千丝万缕的联系，油价下跌对石油进口国也会带来一定风险。比如石油进口国的金融机构可能对石油出口国存在风险敞口，石油进口国的企业对石油出口国有大量投资，部分石油出口国囿于经济结构性问题在油价下跌时国内经济金融剧烈波动，增大国际经济和金融市场的不确定性。此外，价格信号对新型能源发展也可能产生一些负面激励。

油价下跌会导致物价下行，并可能产生一定的通缩压力，对此影响需客观全面分析。首先，油价下跌主要影响供给面，并不意味着最终需求下降。在消费需求基本稳定的情况下，原材料成本的下降有助于企业降低生产成本，而企业经营状况的好转将增加居民收入，带动最终需求上升。其次，国际油价的大幅下跌，为理顺资源型产品价格体系(包括相应的税收和补贴机制)提供了机会。资源型产品价格改革的进一步推进，一定程度上也会减轻油价下跌对物价的直接影响。

当前国际大宗商品价格震荡与主要货币汇率波动相互交织，各种供求因素彼此影响，国际资本流动不确定性加大，各经济体经济走势和宏观应对政策分化所产生的溢出效应进一步加剧了形势的复杂性。鉴此，货币政策总体应保持审慎和稳健。作为短期需求管理工具，应主要针对需求变化做出反应，并关注油价下跌对预期和经济主体行为的影响。同时，要注重发挥宏观审慎工具的作用，防范金融体系顺周期波动和由非基本面因素带来的外部冲击。此外，需关注石油相关金融资产风险，在必要时采取相应措施，防范风险。

（四）财政收支低速增长

2014年，全国一般公共预算收入14.04万亿元，增长8.6%，增速比上年低1.6个百分点。全国一般公共预算支出15.17万亿元，增长8.2%，增速比上年低2.7个百分点。收支相抵，财政支大于收1.13万亿元，比上年多711亿元。

从收入结构看，税收收入11.92万亿元，比上年增长7.8%，非税收入2.12万亿元，比上年增长13.5%。其中，企业所得税和个人所得税同比分别增长9.8%和12.9%，国内增值税、国内消费税、营业税分别增长7.1%、8.2%和3.2%，进口货物增值税和消费税增长3%。从支出结构看，增长较快的有城乡社区支出、交通运输支出和住房保障支出，分别增长15.4%、10.9%和10.9%。

（五）就业形势基本稳定

2014年末，全国就业人员77253万人，比上年末增加276万人，其中城镇就业人员39310万人，比上年末增加1070万人。

2014年第四季度，中国人力资源市场信息监测中心对全国105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1.15，比上季度和上年同期均上升0.05。与上季度相比，分行业看，除卫生、社会保障和社会福利业，电力、煤气及水的生产和供应业等行业的用人需求略有增长外，其他各行业的用人需求均有所减少。从求职人员看，新成长失业青年、应届高校毕业生、就业转失业人员、本市农村人员和外埠人员的求职人数均有所减少。从市场需求看，59.9%的用人需求对技术等

级或职称有明确要求，对初级专业技术职务的用人需求增长 27.6%，而对中级、高级专业技术职务的用人需求分别下降 7.1%和 7.4%。

（六）国际收支基本平衡

初步统计，2014 年经常项目顺差为 2138 亿美元，与同期 GDP 之比为 2.1%，继续处于国际公认的可持续区间；资本和金融项目逆差为 960 亿美元。剔除汇率、资产价格变动等因素影响，2014 年外汇储备资产实际增加 1188 亿美元，其中四季度减少 293 亿美元。2014 年下半年以来我国国际收支出现经常项目保持顺差、资本项目转为逆差的新变化，跨境资本双向波动更加明显，与美联储逐步退出量化宽松货币政策、美元汇率走强、国内经济调整和资本全球配置步伐加快等因素有关，对国内流动性供求格局也产生了较为显著的影响。

外债总规模继续上升。截至 2014 年 9 月末，外债余额为 8948 亿美元，较上年末增长 3.7%。其中，登记外债余额为 5613 亿美元，较上年末增长 6.6%，占外债余额的 62.7%；短期外债余额为 7090 亿美元，较上年末增长 4.8%，占外债余额的 79.2%。

（七）行业分析

1. 房地产行业

2014 年，全国商品房成交总体回落，房价下降城市个数增多，房地产开发投资增速放缓，房地产贷款增速小幅回落。第四季度以来，房地产销售降幅及部分城市房价降幅有所收窄。

商品房销售同比回落。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，降幅较前三季度收窄 1.0 个百分点。商品

房销售额 7.6 万亿元，同比下降 6.3%，降幅较前三季度收窄 2.6 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 87.2%和 81.8%。

房价下降的城市数量较年初增加。2014 年 12 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 66 个，比 1 月份增加 60 个，有 60 个城市降幅比 9 月份收窄；新建商品住宅价格同比下降的城市有 68 个，比 1 月份增加 67 个。二手住宅价格环比下降的城市有 60 个，比 1 月份增加 47 个，比 9 月份减少 10 个；二手住宅价格同比下降的城市有 67 个，比 1 月份增加 66 个。

房地产开发投资增速持续回落。2014 年，全国完成房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速比上年低 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%，增速比上年低 10.2 个百分点，占房地产开发投资的比重为 67.7%。全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，而 2013 年为同比增长 13.5%。全国房屋施工面积为 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%，增速比上年低 6.9 个百分点。全国房屋竣工面积为 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%，增速比上年高 3.9 个百分点。

房地产贷款增速小幅回落。2014 年末，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 17.4 万亿元，同比增长 18.9%，增速比上年末低 0.2 个百分点，比 11 月末高 0.6 个百分点。房地产贷款余额占各项贷款余额的 21.3%，比上年末高 0.3 个百分点。其中，个人住房贷款余额为 10.6 万亿元，同比增长 17.6%，增速比上年末低 3.4

个百分点，比 11 月末高 0.4 个百分点；住房开发贷款余额为 3.3 万亿元，同比增长 24.4%，增速比上年末高 8.6 个百分点；地产开发贷款余额为 1.3 万亿元，同比增长 25.7%，增速比上年末高 15.9 个百分点。2014 年全年新增房地产贷款 2.7 万亿元，同比多增 4057 亿元。房地产贷款新增额占各项贷款新增额的 28.1%，与上年末持平。

保障房信贷支持力度继续加大。截至 2014 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 11410 亿元，同比增长 57.2%，增速比房产开发贷款高 35.5 个百分点，占全部住房开发贷款余额的 35%。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 2014 年末，已按进度发放住房公积金贷款 777.4 亿元，支持了 81 个城市 355 个保障房建设项目，收回贷款本金 323.3 亿元。

2. 高铁产业

铁路作为国民经济大动脉、国家重要基础设施和大众化交通工具，在经济社会发展中具有重要作用。设计开行时速 250 公里以上的高速铁路具有高速度、大容量、低污染、低能耗、安全性高等特点，能够给沿线城市带来高速交通优势，对于支持区域协调发展、优化资源配置和产业布局、构建高效综合运行体系、降低社会物流成本等都发挥着积极作用。

近年来，高铁产业发展迅速。从技术发展路径来看，2004 年广深快速客车的开通成为中国高铁成长的“试验田”。2008 年 8 月 1 日，中国第一条具有完全自主知识产权的京津城际高铁通车运营。2009 年 12 月 26 日，世界上一次建成里程最长、工程类型最复杂的武广高

速铁路开通运营。目前中国高铁产业已经完成了技术引进、消化吸收到自主创新的过程，具备了世界一流的高铁设计、生产、工程等系统性的技术。在这一过程中，中国的高铁技术也逐渐走出国门，参与国际市场的竞争。从发展规模来看，2007年第六次大提速以及“和谐号”的启动，真正开启了中国的高铁时代。高铁建设加速发展，运载能力不断提高。2009-2014年高铁运营里程从6552公里增长到1.6万公里。2007-2014年，高铁列车累计发送旅客31.6亿人，占铁路旅客发送量的比重由4.8%提高至38.5%左右。

下一阶段，要进一步提升高铁产业发展的质量和效益，优化空间布局，提高和完善高铁技术水平与安全系数，最大限度降低高铁建设和营运中可能带来的环境污染和生态破坏，同时通过多种途径优化和规范高铁建设的投融资机制，逐步化解高铁行业债务。

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，从增速变化、结构调整和动力转换等角度看，经济进入“新常态”的特征更趋明显。传统增长引擎趋缓，经济增长进入换挡期，同时新兴产业、服务业发展较为迅速，就业状况整体稳定，消费保持较快增长，服务业、消费在经济发展中的贡献增大，创业浪潮正在兴起，国内资本的全球配置也逐步加快，表现出新趋向和

典型的结构调整期特征。总体来看，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，抗风险能力也比较强。释放出巨大的增长潜力，推动经济向形态更高级、分工更复杂，结构更合理的阶段演化，需要坚定推进结构性改革。近年来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，在短期需求调节的同时更加注重促改革、调结构、惠民生的政策措施，一方面使市场在资源配置中起决定性作用，通过推动大众创业、万众创新打造新引擎，另一方面更好地发挥政府作用，重点是通过扩大公共产品和公共服务供给改造升级传统引擎。新的双引擎结构将对未来经济的持续健康发展和保持就业稳定形成支撑。中国人民银行 2014 年第四季度城镇储户问卷调查显示，未来收入信心指数和未来就业预期指数较上季分别上升了 0.9 个和 0.2 个百分点。居民未来 3 个月购车、购房以及购买大件商品的意愿也均有所上升。从外部环境看，全球经济分化态势更加明显，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，经济运行中面临着不少老矛盾和新挑战。从国际上看，全球经济再平衡调整过程中各板块经济运行和宏观政策分化，受美国经济走强影响美元将进入加息通道，但具体时点和步伐还不确定，欧日货币政策将持续宽松，但节奏和力度也都有不确定性，政策分化的溢出效应加大，国际主要货币汇率波动和跨境资本流动可能进一步扩大，地缘政治等非经济扰动因素也比较多，环境复杂多变。从国内情况看，主要是内生增长动力尚待增强，财税和投融资体制改革

持续推进，也会对全社会投资行为等产生影响，随着结构调整步伐加快经济下行压力加大，并难免伴随一定的风险暴露，同时全社会债务水平仍在上升，供给过剩与供给不足并存，经济结构性矛盾依然突出。稳增长、调结构、促改革、惠民生和防风险的任务还十分艰巨。

受多重因素影响，价格涨幅下行。近几个月以来，消费物价涨幅持续回落，工业品价格降幅连续扩大。本轮物价涨幅回落与经济结构调整步伐加快引起的需求面变化有关，在较大程度上也受到国际大宗商品价格大幅下降的影响。由大宗商品价格变化导致的成本下降，对大宗商品进口国而言有正面供给冲击的作用。中国人民银行 2014 年第四季度企业家问卷调查显示，产品销售价格指数较上季下降 1.5 个百分点，同时原材料购进价格指数较上季下降了 3.8 个百分点。此外，部分产能过剩行业仍在以较快的速度增加产能，也会加大物价尤其是工业品价格下行压力。展望未来一段时期，外需恐难有大的改观，国内经济尚处三期叠加阶段，经济结构调整过程中下行压力仍然较大，加之国际大宗商品价格可能维持低位，都对未来物价形成影响。而经过前期较快上涨，目前居民对物价的感受依然较强，物价预期还不很稳定。总体来看，影响物价形势的既有需求面因素，还有供给面因素，与经济结构调整也紧密相关，物价回落还可能对市场预期和经济主体行为产生一定影响，需要全面客观看待，并密切监测未来可能的变化，在应对上区别对待、抓住重点、多措并举、统筹兼顾。

总体来看，当前我国经济发展进入新常态，发展条件和发展环境都在变化，而其核心是经济发展方式和经济结构的改变。在这样的宏

观经济大背景下，必须处理好经济结构调整和宏观总量政策之间的关系。一是经济正从高速增长转向中高速增长。宏观总量政策要把握好取向和力度，提高调控的灵活性，要在基础条件出现较大变化时适时适度调整，防止经济出现惯性下滑，同时也要注意防止过度“放水”固化结构扭曲、推升债务和杠杆水平。二是经济可能在较长期间里经历转型和调整过程，传统增长引擎减弱与新兴产业发展并存，面临淘汰过剩产能与扶助新兴产业发展的双重任务。在保持总量稳定的同时，要进一步促进结构优化，用调结构的方式有针对性地解决经济运行中的突出问题，盘活存量、优化增量，支持经济结构调整和转型升级。三是结构调整过程中难免出现一定的风险暴露，既要看到其中有市场出清、结构调整的积极信号，也要建立健全化解各类风险的体制机制，防止出现金融体系的大幅波动和顺周期问题，确保不发生系统性、区域性金融风险。四是结构调整和改革的任务更加紧迫和艰巨，必须在提升生产效率和经济活力上下功夫，通过深化改革解决经济运行中存在的深层次问题。这对继续深化金融改革、发展金融市场提出了更高的要求。要切实加快经济结构调整和改革步伐，适应经济结构和需求结构的变化，在一些关键领域取得突破，重点是培育新的经济增长点，激发经济活力，提高增长的质量和效益，这也有助于拓展金融资源有效配置的领域和空间。

二、下一阶段主要政策思路

中国人民银行将认真贯彻落实党的十八大、十八届三中、四中全会和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院的战略部署，坚持

稳中求进工作总基调和宏观政策要稳、微观政策要活的总体思路，更加主动适应经济发展新常态，把转方式调结构放在更加重要位置，保持政策的连续性和稳定性，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，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。更加注重改革创新，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，着力解决突出问题，提高金融运行效率和服务实体经济的能力。

一是综合运用多种货币政策工具，加强和改善宏观审慎管理，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。根据内外部经济金融形势变化，灵活运用各种货币政策工具，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。继续发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节和结构引导作用。结合支小支农贷款投向、资本充足率高低、风险内控状况、机构新设、区域发展等五大“元素”，合理确定并适时调整政策参数，更好地体现差别化和针对性，引导金融机构根据刚需和季节性规律安排好贷款投放节奏，同时将更多的信贷资源配置到“三农”、小微企业等重点领域和薄弱环节，支持实体经济发展。继续探索和完善宏观审慎管理的机制和手段。

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。推动金融产品和服务创新，支持农业适度规模经营，加大对水利建设项目的倾斜力度，积极做好新型城镇化的各项金融服务；继续贯彻落实扶持小微企业的政策措施，拓宽小微企业多元化融资渠道，支持小微企业健康发展；进一步完善信贷政策导向效果评估，加强评估结果与货币政策、金融市场工具的关联，引导金融机构加大对“三农”、小微企业的信贷资金投入；做好创新驱动发展战略的金融服务工作，开发适合企业技术创新需求特点的融资产品，引导金融机构加大对重点行业和科技、文化、战略性新兴产业等重点领域的金融支持，努力做好化解产能严重过剩矛盾的金融服务工作；做好扶贫开发金融服务，积极稳妥推动发展扶贫小额信贷，加强连片特困地区金融服务协调联动；积极发展普惠金融，努力做好就业、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。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，进一步拓宽正常化、市场化的融资渠道。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，加强预期引导，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，为基于实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。丰富投资者群体，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，推动符合条件的境内外机构投资者投资银行间债券市场，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，进一步加强信息披露、信用评级等市场化约束机制建设，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。研究扩大中国农业银行“三农金融事业部”深化改革试点范围，继续探索商业性金融服务“三农”的可持续模式，全面提升“三农”和县域金融服务水平。落实政策性开发性金融机构改革方案，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开发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。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。配合有关部门加强对地方政府性债务清

理处置，着力防控债务风险。健全系统性金融风险的防范预警和评估体系，继续加强对产能过剩行业、地方融资平台贷款、房地产市场、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。扎实做好存款保险制度出台的各项准备和组织实施工作。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。