

中国货币政策执行报告

二〇一一年第一季度

中国人民银行货币政策分析小组

2011年5月3日

内容摘要

2011 年第一季度，中国经济开局良好，继续朝宏观调控的预期方向发展。消费需求保持稳定，固定资产投资和进出口增长较快，农业生产形势向好，工业企业效益改善，居民收入稳定增加，但物价上涨较快。第一季度，实现国内生产总值（GDP）9.6 万亿元，同比增长 9.7%，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 5.0%。

2011 年以来，中国人民银行按照中央经济工作会议精神和国务院统一部署，坚持处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，围绕保持物价总水平基本稳定这一宏观调控的首要任务，认真落实稳健的货币政策，交替使用数量型和价格型货币政策工具，加强流动性管理和货币信贷总量调控，保持合理的社会融资规模，促进经济平稳健康发展。4 次提高存款准备金率共 2.0 个百分点，2 次上调存贷款基准利率共 0.5 个百分点。实施差别准备金动态调整机制，建立宏观审慎政策框架，促进金融机构自我调整信贷投放总量和节奏。引导金融机构着力优化信贷结构，执行好差别化房贷政策。

总体看，稳健货币政策促进货币信贷增长向常态回归。2011 年 3 月末，广义货币供应量 M2 余额为 75.8 万亿元，同比增长 16.6%，增速比上年末低 3.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 17.9%，增速比上年末低 2.0 个百分点，比年初增加 2.24 万亿元，同比少增 3524 亿元。第一季度社会融资规模增加 4.19 万亿元，直接融资占比显著上升。金融机构贷款利率稳步上升，3 月份非金融性企业及其他部门

贷款加权平均利率为 6.91%，比年初上升 0.72 个百分点。3 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.5564 元，比上年末升值 1%。

下一阶段，中国人民银行将按照国务院统一部署，以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，切实实施好稳健的货币政策，注意把握调控的节奏和力度，保持政策的连续性和稳定性，提高针对性、灵活性和有效性，处理好控制货币总量和改善结构的关系，处理好促进经济增长和抑制通货膨胀的关系。当前，经济增长和就业形势较好，稳定物价和管好通胀预期是关键。

要切实加强流动性管理，把好流动性总闸门。根据形势发展要求，综合运用好公开市场操作、存款准备金率、利率等多种价格和数量工具，健全宏观审慎政策框架，配合常规性货币政策工具发挥合力，保持合理的社会融资规模和节奏，管理通胀预期。引导金融机构加大对重点领域和薄弱环节的资金支持，特别是对“三农”、中小企业的信贷支持，合理调节中长期贷款和短期贷款的比例。稳步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革。继续推动金融市场产品创新，保持金融市场健康发展。进一步发挥直接融资的作用，支持企业采取股权、债券等融资方式筹措资金。继续深化金融企业改革，加快建立现代金融企业制度，完善金融服务组织体系。

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量增速回落	1
二、金融机构存款增长有所放缓	2
三、金融机构贷款增长向常态回归	2
四、社会融资规模同比少增，直接融资占比明显上升	4
五、金融机构贷款利率稳步上升	6
六、人民币汇率弹性明显增强	8
第二部分 货币政策操作	9
一、灵活开展公开市场操作，进一步加强流动性管理	9
二、四次上调存款准备金率，实施差别准备金动态调整机制	10
三、二次上调存贷款基准利率	11
四、引导金融机构着力优化信贷结构，支持经济发展方式转变和经济结构战略性调整	11
五、发挥支农再贷款、再贴现引导信贷资金投向的作用，促进改善县域和农村金融服务	12
六、跨境贸易人民币结算业务保持较高增长水平	13
七、完善人民币汇率形成机制	15
八、继续推进金融机构改革	16
九、不断深化外汇管理体制改革的	17
第三部分 金融市场分析	17
一、金融市场运行分析	18
二、金融市场制度建设	25
第四部分 宏观经济分析	26
一、世界经济金融形势	26
二、我国宏观经济运行分析	37
第五部分 货币政策趋势	52
一、我国宏观经济展望	52
二、下一阶段主要政策思路	54

专栏:

专栏 1: 社会融资规模	5
专栏 2: 香港人民币业务稳步开展	14
专栏 3: 发达经济体的主权债务问题.....	29
专栏 4: 大宗商品价格	43

表:

表 1: 2011 年第一季度分机构人民币贷款情况	4
表 2: 2011 年 1-3 月份金融机构人民币贷款各利率区间占比	7
表 3: 2011 年 1-3 月份大额美元存款与美元贷款平均利率表	8
表 4: 2011 年第一季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况表 ..	18
表 5: 利率衍生产品交易情况	19
表 6: 2011 年第一季度主要债券发行情况	22
表 7: 2011 年 3 月末主要保险资金运用余额及占比情况表	23
表 8: 主要经济体宏观经济金融指标.....	28

图:

图 1: 跨境贸易人民币结算按月情况.....	14
图 2: 银行间市场国债收益率曲线变化情况.....	20
图 3: 国际原油价格走势	31
图 4: 主要货币汇率走势	32
图 5: 主要国债收益率走势	33
图 6: 主要股票市场走势	34
图 7: GDP保持较快增长	37
图 8: 固定资产投资增速仍在较高水平.....	38
图 9: 进出口快速增长, 出现贸易逆差.....	39
图 10: CPI第一季度平均环比涨幅高于历史平均值.....	42
图 11: CRB期货价格指数与我国PPI、非食品CPI走势.....	45
图 12: 财政收支当月同比增速和收支差额.....	46

第一部分 货币信贷概况

2011 年第一季度，国民经济保持平稳运行，金融运行总体稳健，货币信贷增长向常态回归，银行体系流动性充裕。

一、货币供应量增速回落

2011 年 3 月末，广义货币供应量 M2 余额为 75.8 万亿元，同比增长 16.6%，增速比上年末低 3.1 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额为 26.6 万亿元，同比增长 15.0%，增速比上年末低 6.2 个百分点。流通中货币 M0 余额为 4.5 万亿元，同比增长 14.8%，增速比上年末低 1.9 个百分点。第一季度现金净投放 257 亿元，同比少投放 575 亿元。

总体看，货币供应量增长呈回落态势。在公开市场操作、准备金率、利率等多项货币政策工具的综合作用下，稳健货币政策成效逐步显现。其中，前 2 个月 M2 同比增速分别逐月下降 2.5 个和 1.5 个百分点，3 月份则略微回升 0.9 个百分点。3 月末 M2 增速出现一定上升，主要是金融机构受考核要求强化的影响，季末时点存款增加突出。

3 月末，基础货币余额为 19.3 万亿元，同比增长 29.0%，比年初增加 1.0 万亿元。3 月末，货币乘数为 3.94，比上年末高 0.02，货币扩张能力仍然较强。3 月末，金融机构超额准备金率为 1.5%。其中，农村信用社为 3.7%。

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76.8万亿元，同比增长18.7%，增速比上年末低1.1个百分点，比年初增加4.0万亿元，同比多增776亿元。人民币各项存款余额为75.3万亿元，同比增长19.0%，增速比上年末低1.2个百分点，比年初增加4.0万亿元，同比多增545亿元。其中，存款季末明显冲高，主要受商业银行将理财产品到期日集中安排在季末、第三方存管资金回流、季末财政集中拨款等因素的影响。外币存款余额为2369亿美元，同比增长9.4%，比年初增加112亿美元，同比多增65亿美元。

从人民币存款部门分布看，住户存款增长加快，非金融企业存款增速放缓。3月末，金融机构住户存款余额为32.8万亿元，同比增长17.9%，增速比上年末高1.4个百分点，比年初增加2.7万亿元，同比多增6621亿元。非金融企业人民币存款余额为28.2万亿元，同比增长16.6%，增速比上年末低4.9个百分点，比年初增加3844亿元，同比少增9511亿元。其中，非金融企业人民币存款增速1月末回落至12.1%，主要受春节因素影响，此后增速逐步提升，企业资金仍保持稳步适度增长。3月末，财政存款余额为3.0万亿元，同比增长20.1%，比年初增加3460亿元，同比多增987亿元。

三、金融机构贷款增长向常态回归

3月末，全部金融机构本外币贷款余额为52.6万亿元，同比增长17.6%，增速比上年末低2.1个百分点，比年初增加2.4万亿元，

同比少增 4008 亿元。

人民币贷款增长放缓。3 月末，人民币贷款余额为 49.5 万亿元，同比增长 17.9%，增速比上年末低 2.0 个百分点，比年初增加 2.24 万亿元，同比少增 3524 亿元。从部门分布看，住户贷款逐步走低，非金融企业贷款增速相对平稳。3 月末，住户贷款同比增长 28.3%，比上年末低 9.3 个百分点，比年初增加 7557 亿元，同比少增 1661 亿元。其中，个人住房贷款增长放缓，比年初增加 2810 亿元，同比少增 2015 亿元。非金融企业及其他部门贷款同比增长 14.6%，比上年末低 0.7 个百分点，比年初增加 1.5 万亿元，同比少增 1898 亿元。其中，中长期贷款比年初增加 9830 亿元，同比少增 7965 亿元。票据融资比年初减少 2622 亿元，同比少减 3621 亿元。分机构看，中资全国性大型银行贷款同比少增较多，全国性中小型银行及区域性中小型银行贷款同比多增。

中小企业信贷支持力度继续加大，“三农”信贷支持保持较强力度。第一季度我国银行业机构中小企业人民币贷款新增 9114 亿元，3 月末余额同比增长 24.8%，增速比大型企业贷款同比增速高 21.6 个百分点。其中，小企业贷款第一季度新增 4979 亿元，3 月末余额同比增长 48.7%，保持较强的信贷投入力度。3 月末，主要金融机构及农村合作金融机构、城市信用社、村镇银行和财务公司本外币涉农贷款余额 12.7 万亿元，第一季度新增 7709 亿元，占当期各项贷款增量的比重为 32%。

表 1：2011 年第一季度分机构人民币贷款情况

单位：亿元

	2011 年第一季度		2010 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	11024	-2753	13777	-14649
中资全国性中小型银行 ^②	6589	336	6253	-5856
中资区域性中小型银行 ^③	1867	176	1691	-590
农村合作金融机构 ^④	4592	-171	4763	538
外资金融机构	186	-325	511	775

注：①中资全国性大型银行是指本外币资产总量超过 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农村合作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 4775 亿美元，同比增长 17.2%，比年初增加 270 亿美元，同比少增 18 亿美元。从投向看，支持进出口的贸易融资增加 96 亿美元，在全部外币贷款中增量占比为 36%；支持“走出去”的境外贷款与中长期贷款增加 82 亿美元，在全部外币贷款中增量占比为 30%。

四、社会融资规模同比少增，直接融资占比明显上升

初步统计，第一季度社会融资规模增加 4.19 万亿元，同比少增 3225 亿元，其中人民币贷款增加 2.24 万亿元，同比少增 3524 亿元；外币贷款折合人民币增加 1474 亿元，同比少增 457 亿元；委托贷款 3204 亿元，同比多增 1684 亿元；信托贷款增加 91 亿元，同比少增 2047 亿元；银行承兑汇票增加 7611 亿元，同比少增 1471 亿元；企业债券净融资 4551 亿元，同比多增 1874 亿元；非金融企业境内股票融资 1558 亿元，同比多增 309 亿元。

从结构特点看,一是贷款融资占比继续下降,当季人民币贷款融资占同期社会融资规模的 53.5%,同比低 4.1 个百分点。二是金融机构表外融资占比明显下降。当季实体经济通过金融机构的委托贷款、信托贷款和银行承兑汇票融资占比分别为 7.6%、0.2%和 18.2%,合计占比为 26%,同比低 2.1 个百分点。三是直接融资占比明显上升,为 2002 年以来同期最高水平。企业债券和非金融企业境内股票融资占比分别为 10.9%和 3.7%,同比分别高 4.9 个和 1.0 个百分点。

专栏 1: 社会融资规模

2010 年 12 月中央经济工作会议和 2011 年政府工作报告提出“保持合理的社会融资规模”,社会融资规模成为宏观监测的重要指标之一。

社会融资规模是指一定时期内(每月、每季或每年)实体经济(即企业和个人)从金融体系获得的全部资金总额。这里的金融体系是整体金融的概念。从机构看,包括银行、证券、保险等金融机构;从市场看,包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。它主要由三个部分构成:一是金融机构通过资金运用对实体经济提供的全部资金支持,主要包括人民币各项贷款、外币各项贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券及非金融企业股票、保险公司的赔偿和投资性房地产等。二是实体经济利用规范的金融工具、在正规金融市场、通过金融机构信用或服务所获得的直接融资,主要包括银行承兑汇票、非金融企业境内股票筹资及企业债的净发行等。三是其他融资,主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业基金投资等。

具体到统计指标上,目前社会融资规模包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资和其他金融工具融资八项指标。随着我国金融市场发展和金融创新深化,实体经济还会增加新的融资渠道,如私募股权基金、对冲基金等。未来条件成熟,可将其计入社会融资规模。

初步统计数据显示，近年来我国社会融资规模快速扩张，金融对经济的支持力度明显加大。从2002年到2010年，我国社会融资规模由2万亿元扩大到14.27万亿元，年均增长27.8%，比同期人民币各项贷款年均增速高9.4个百分点。2010年社会融资规模与GDP之比为35.9%，比2002年提高19.2个百分点。与此同时，金融结构呈现多元发展，金融对资源配置的积极作用不断提高，具体表现为，一是2010年企业债融资和非金融企业境内股票融资分别占同期社会融资规模的8.4%和4.1%，其中企业债融资比2002年上升6.8个百分点。二是金融机构表外业务融资功能显著增强。2010年银行承兑汇票、委托贷款和信托贷款分别占同期社会融资规模的16.3%、7.9%和2.7%，分别比2002年高19.8个、7.0个和2.7个百分点。

传统的金融与经济关系，一般是指银行体系与实体经济的关系。较长时期以来，我国宏观调控重点监测和分析的指标是M2和新增人民币贷款。在某些年份，新增人民币贷款甚至比M2受到更多关注。近年来，随着我国金融市场快速发展，金融与经济关系发生较大变化。金融市场和产品不断创新，金融结构多元发展，证券、保险类机构对实体经济资金支持加大，对实体经济运行产生重大影响的金融变量不仅包括传统意义上的货币与信贷，也包括信托、债券、股票等其他金融资产。2010年全年新增人民币贷款7.95万亿元，同比少增1.65万亿元，但是实体经济通过银行承兑汇票和委托贷款从金融体系新增融资达3.47万亿元，占社会融资规模的24.2%，同比多增2.33万亿元。宏观监测迫切需要一个更为合适的、能够全面反映金融与经济关系的中间指标，即社会融资规模。只有将除贷款外的其他融资，即金融机构表外融资业务如银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款等，以及直接融资都纳入统计范畴，才能完整、全面地监测和分析整体社会融资状况，也才能从根本上避免因过度关注贷款规模而形成的“按下葫芦浮起瓢”的现象。

五、金融机构贷款利率稳步上升

第一季度，非金融性企业及其他部门贷款利率逐月稳步上升。3月份，贷款加权平均利率为6.91%，较年初上升0.72个百分点。其

中，一般贷款加权平均利率为 7.10%，比年初上升 0.76 个百分点；票据融资加权平均利率为 6.26%，比年初上升 0.77 个百分点。个人住房贷款利率持续上升，3 月份加权平均利率为 6.17%，比年初上升 0.82 个百分点。

从利率浮动情况看，执行基准利率和上浮利率的贷款占比上升。3 月份，执行上浮利率的贷款占比为 55.82%，比年初上升 12.78 个百分点；执行基准利率的贷款占比为 30.22%，比年初上升 1.06 个百分点；执行下浮利率的贷款占比为 13.96%，比年初下降 13.84 个百分点。

表 2：2011 年 1-3 月份金融机构人民币贷款各利率区间占比

单位：%

	下浮	基准	上 浮					
	[0.9, 1)	1	小计	(1, 1.1]	(1.1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2]	2 以上
1 月	21.35	29.45	49.20	15.97	15.01	6.08	8.67	3.48
2 月	19.94	31.80	48.26	17.91	14.55	5.61	7.29	2.90
3 月	13.96	30.22	55.82	18.25	17.76	6.96	9.24	3.60

数据来源：中国人民银行。

受境内资金供求关系变动等因素影响，外币存款利率总体走高，贷款利率持续上升。3 月份，3 个月以内大额美元存款加权平均利率为 2.31%，比年初上升 0.47 个百分点；3 个月以内、3（含 3 个月）-6 个月美元贷款加权平均利率分别为 3.04%和 3.26%，比年初分别上升 0.47 个和 0.41 个百分点。

表 3：2011 年 1-3 月份大额美元存款与美元贷款平均利率表

单位：%

	大额存款						贷款				
	活期	3 个月以内	3（含）—6 个月	6（含）—12 个月	1 年	1 年以上	3 个月以内	3（含）—6 个月	6（含）—12 个月	1 年	1 年以上
1 月	0.24	1.99	2.01	1.87	3.47	4.45	2.76	2.92	3.04	2.91	3.35
2 月	0.27	2.14	2.68	2.55	3.34	3.91	2.94	3.16	3.12	3.16	3.16
3 月	0.32	2.31	2.67	3.01	2.91	4.47	3.04	3.26	3.76	3.25	3.15

数据来源：中国人民银行。

六、人民币汇率弹性明显增强

2011 年以来，人民币小幅升值，双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。3 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.5564 元，比上年末升值 663 个基点，升值幅度为 1%；人民币对欧元、日元汇率中间价分别为 1 欧元兑 9.2681 元人民币、100 日元兑 7.8883 元人民币，分别较 2010 年末贬值 4.98%和升值 3.01%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2011 年 3 月末，人民币对美元汇率累计升值 26.24%，对欧元汇率累计升值 8.05%，对日元汇率累计贬值 7.38%。根据国际清算银行的计算，2011 年第一季度，人民币名义有效汇率贬值 1.2%，实际有效汇率贬值 1.9%；2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2011 年 3 月，人民币名义有效汇率升值 13.4%，实际有效汇率升值 20.3%。

第一季度，人民币对美元汇率中间价最高为 6.5564 元，最低为 6.6349 元，58 个交易日中 38 个交易日升值、20 个交易日贬值。一季度最大单日升值幅度为 0.20%(133 点)，最大单日贬值幅度为 0.16%(103 点)。

第二部分 货币政策操作

2011 年以来，中国人民银行按照中央经济工作会议精神和国务院统一部署，围绕保持物价总水平基本稳定这一宏观调控的首要任务，认真落实稳健的货币政策，交替使用数量型和价格型货币政策工具以及宏观审慎政策工具，加强流动性管理和货币信贷总量调控，保持合理的社会融资规模，引导金融机构着力优化信贷结构，继续稳步推进金融企业改革，完善人民币汇率形成机制，改进外汇管理，促进经济平稳健康发展。

一、灵活开展公开市场操作，进一步加强流动性管理

灵活安排公开市场操作工具组合，加大流动性回收力度。根据银行体系流动性供求变化情况，中国人民银行灵活安排公开市场工具组合与期限结构，搭配央行票据发行和短期正回购操作，进一步提高流动性回收力度。第一季度累计发行央行票据 3370 亿元，开展短期正回购操作 8150 亿元。截至 3 月末，央行票据余额约为 2.8 万亿元。

发挥公开市场操作的预调和微调作用，有效熨平季节性因素对银行体系流动性的冲击。针对春节前后银行体系流动性波动较大的季节性特征，中国人民银行灵活安排正回购期限品种，通过不同期限正回购操作到期日与春节前现金投放峰值时点的匹配，有效熨平了季节性因素引起的短期流动性波动。

适度增强公开市场操作利率弹性，进一步加强对通胀预期的管理。与存贷款基准利率调整相配合，结合市场环境变化，中国人民银

行适时增强了公开市场操作利率弹性，不仅有助于加强通胀预期管理，而且有利于发挥市场利率调节资金供求关系的作用。截至 3 月末，3 个月期和 1 年期央行票据的操作利率分别为 2.7944%和 3.1992%，分别较上年末上升 77.88 个和 68.77 个基点。

适时开展国库现金管理商业银行定期存款业务。2011 年第一季度共开展了二期国库现金管理商业银行定期存款业务，期限均为 3 个月，操作量均为 300 亿元。

二、四次上调存款准备金率，实施差别准备金动态调整机制

在国际收支总体上继续保持较大顺差的背景下，为加强流动性管理，适当调控货币信贷总量，保持合理的社会融资规模，管理好通货膨胀预期，2011 年以来，中国人民银行继续发挥存款准备金工具深度冻结银行体系多余流动性的功能，分别于 1 月 20 日、2 月 24 日、3 月 25 日和 4 月 21 日 4 次上调存款类金融机构人民币存款准备金率各 0.5 个百分点，累计上调 2 个百分点。

中国人民银行结合宏观审慎理念和流动性管理的需要，从 2011 年起对金融机构引入差别准备金动态调整机制，配合公开市场操作、存款准备金率、利率等常规性货币政策工具发挥合力。差别准备金动态调整主要基于社会融资规模、银行信贷投放与社会经济主要发展目标的偏离程度及具体金融机构对整体偏离的影响，并考虑具体金融机构的系统重要性、稳健状况及执行国家信贷政策的情况等因素，以便更有针对性地回收过多流动性，引导金融机构信贷合理、适度、平稳投放，优化信贷结构。差别准备金动态调整机制的实施，为金融机构

提供了一种主动按照宏观审慎政策要求，从提高资本水平和改善资产质量两个方面增强风险防范能力的弹性机制，既可体现宏观调控的要求，达到防范顺周期系统性风险积累的目的，又给市场竞争机制的运作保留了空间。

三、二次上调存贷款基准利率

为稳定通胀预期，抑制货币信贷快速增长，中国人民银行于 2011 年 2 月 9 日和 4 月 6 日两次上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，1 年期存款基准利率由 2.75% 提高到 3.25%，累计上调 0.5 个百分点；1 年期贷款基准利率由 5.81% 提高到 6.31%，累计上调 0.5 个百分点。加上 2010 年第四季度两次利率上调的累计效果，金融机构对非金融性企业及其他部门贷款利率逐步上升，对于调节贷款需求，起到了一定作用。同时，社会资金成本的逐步提升，也有利于引导通胀预期，发挥利率杠杆的调控作用。

四、引导金融机构着力优化信贷结构，支持经济发展方式转变和经济结构战略性调整

加强货币信贷政策与其他政策的协调配合，加强窗口指导，引导金融机构按照区别对待、有扶有控的原则，着力优化信贷结构。引导金融机构支持重点产业调整振兴、防止盲目投资和低水平重复建设，大力支持节能减排和淘汰落后产能、促进发展低碳经济。指导和督促金融机构以完善创新担保方式为突破口，积极探索适合服务产业发展特点的信贷产品和服务方式。做好“三农”金融服务，高度重视春耕抗旱和粮食生产的金融支持工作，加大对中小企业的金融支持力度，

切实把特殊群体就业、助学、救急应灾等“民生金融”工程落到实处。继续做好对国家重点支持区域、国家综合配套改革实验区的金融服务工作，为地震灾区和舟曲特大山洪泥石流灾区提供金融支持与服务。加强对地方政府融资平台的放贷管理，积极探索研究拓宽地方政府融资新渠道。

五、发挥支农再贷款、再贴现引导信贷资金投向的作用，促进改善县域和农村金融服务

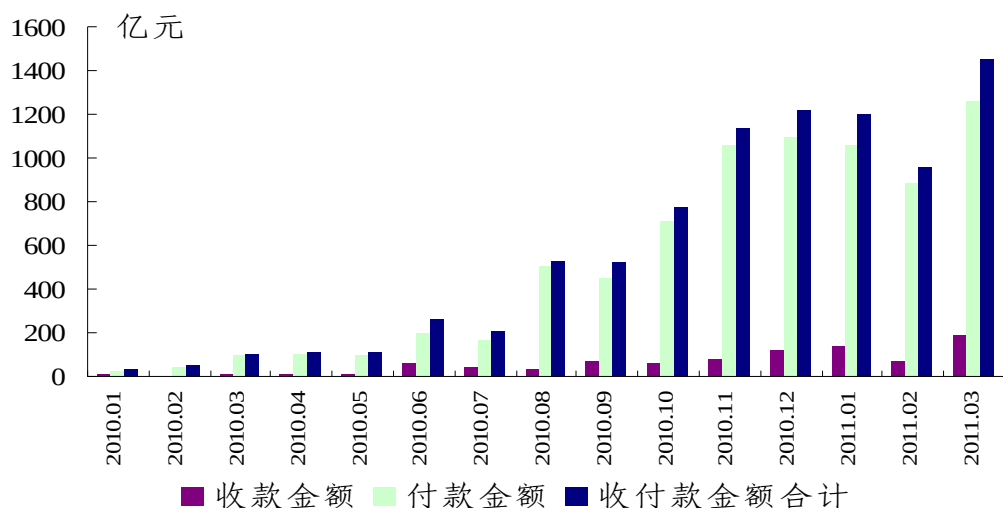
加大再贷款再贴现支持力度，引导扩大涉农信贷投放。2011 年以来，为进一步加大对西部地区、粮食主产区和受灾地区支农再贷款支持力度，中国人民银行对上述地区共计安排调增支农再贷款额度 150 亿元。其中，对新疆、广西等西部地区和粮食主产区调增支农再贷款额度 50 亿元；对河南、山东、河北等受旱灾影响严重的 8 个省（区）安排增加支农再贷款额度 100 亿元。3 月末，全国支农再贷款余额 791 亿元，同比增加 330 亿元。支农再贷款的运用对支持春耕抗旱，引导扩大涉农信贷投放发挥了积极作用。为有效发挥再贴现引导资金投向和促进结构调整的作用，年初，中国人民银行对辽宁等 5 省（区）安排增加再贴现额度 50 亿元。第一季度，累计办理再贴现 552 亿元，同比增加 351 亿元，3 月末，全国再贴现余额 766 亿元，同比增加 503 亿元。从投向看，再贴现总量中涉农票据占 32%，中小企业签发的票据占 89%，较好地发挥了支持扩大“三农”和中小企业融资的作用。

认真落实县域法人金融机构新增存款一定比例用于当地贷款的

激励政策以及农村信用社专项票据兑付后续监测考核激励约束政策，支持和引导农村金融机构坚持审慎稳健经营，扩大涉农信贷投放。中国人民银行下发通知，决定自 2011 年 4 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日，对同时达到比例考核政策和专项票据兑付后续监测考核政策标准的 425 个县（市）农村信用社和 16 个村镇银行，安排增加支农再贷款额度 200 亿元；对达到专项票据兑付后续监测考核标准的农村信用社，在支农再贷款、再贴现等方面适当加大政策支持力度；对考核不达标的农村信用社，采取一定的约束措施。

六、跨境贸易人民币结算业务保持较高增长水平

2011 年第一季度，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 3603.2 亿元，比 2010 年第四季度增加 190.0 亿元。其中，货物贸易出口结算金额 202.3 亿元，进口结算金额 2853.7 亿元；服务贸易及其他经常项目出口结算金额 195.9 亿元，进口结算金额 351.3 亿元。第一季度，跨境贸易人民币结算实际收付总金额 2584.7 亿元，其中实收 392.5 亿元，实付 2192.2 亿元，收付比为 1: 5，较上年末有所下降。其中，与香港地区的跨境人民币结算占比最高。截至 2011 年 3 月末，境内代理银行为境外参加银行共开立 800 个人民币同业往来账户，账户余额 858.6 亿元，户均余额 10733 万元。



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

专栏 2：香港人民币业务稳步开展

顺应市场需求，依托政策推动和内生动力，香港人民币业务自 2004 年起步，历经个人业务、人民币债券业务、跨境贸易人民币结算到香港金融机构依本地法规自主开办人民币业务的发展进程，业务有序推进，发展势头良好。

随着内地改革开放的推进和经济的快速发展，内地与香港经贸往来日益密切，人民币现钞在香港流通扩大并形成一定沉淀。2003 年，国务院批准香港银行在港办理人民币存款、兑换、银行卡和汇款四项个人人民币业务，以满足两地居民个人往来和小额旅游消费需求，但不涉及大额经常项下的交易和人民币的贷款、投融资等资本项目交易。2003 年 12 月 24 日，中国人民银行授权中国银行（香港）有限责任公司（以下称中银香港）作为香港银行个人人民币清算行，并与中银香港签署《关于人民币业务的清算协议》。内地为香港提供人民币清算和兑换平盘安排，奠定了香港人民币业务发展的基础。2004 年 2 月 25 日，香港银行正式开办个人人民币业务。

香港人民币业务开办后稳步有序发展，资金清算渠道畅通，人民币存款逐步增加，进而催生人民币投资和资产管理需求。经国务院批准，2007 年 1 月 14 日中国人民银行发布《公告》[2007 年第 3 号]，内地金融机构经批准可以赴香港发行人民币债券，所筹资金可汇入内地，中国人民银行相应扩大为香港人民币业务

提供清算安排的范围。2007年7月28日国家开发银行在港发行首只人民币债券，发行规模50亿元。经国务院批准，2009年9月28日财政部在港发行60亿元人民币国债，进一步丰富了香港人民币投资品种。

为促进贸易和投资便利化，国务院于2009年4月8日决定在上海市和广东省4个指定城市先行开展跨境贸易人民币结算试点工作，境外地域范围为港澳地区和东盟国家。2009年7月2日跨境贸易人民币结算开始试点，香港人民币业务从个人业务扩大到以人民币结算和融资为主的公司业务。试点开展以来，与香港地区的跨境人民币结算一直占主导地位，人民币实际收付累计结算量占总收付金额比例超过三分之二，跨境贸易人民币结算成为香港人民币资金的主要来源。2011年3月末，香港人民币存款已达4514亿元，约占同期香港外币存款的15%。

为进一步促进香港人民币业务发展，密切两地经贸合作和人员往来，2010年7月19日，中国人民银行与香港金管局签订了《补充合作备忘录》，与中银香港签订修订后的《关于人民币业务的清算协议》，明确香港人民币业务参加行可以按照本地法规为企业和机构客户提供人民币银行业务，人民币资金进出内地需符合内地的有关规定。自此，香港人民币业务进入快速发展阶段，人民币在港开户和划转不受限制，香港金融机构可自主开发各类人民币交易产品和资产负债产品，可交割人民币远期、人民币存款证、人民币结构性理财产品、人民币信托投资基金等迅速推出，国际开发机构、境外和跨国金融机构和企业也纷纷赴港发行人民币债券，2011年3月末，各类主体在港累计发行人民币债券约820亿元。2011年4月11日，香港首只以人民币计价的基金——汇贤房地产信托投资基金公开招股。

香港是内地与世界经济体进行经贸往来的重要窗口，在香港建立离岸人民币业务中心和国际资产管理中心、发展香港人民币业务具有重要意义。一是有利于在“一国两制”制度下建设和发展香港国际金融中心，促进香港长期繁荣稳定。二是为境外主体获取和运用人民币提供重要平台，有利于促进贸易和投资。三是为内地金融改革提供有益经验。四是在资本项目未完全开放的条件下，通过有效管理跨境人民币流动，有利于防范人民币跨境使用的有关风险。

七、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。

八、继续推进金融机构改革

继续深化大型商业银行改革，不断推进政策性金融机构改革。促进大型商业银行完善公司治理，不断提高决策水平和效能；强化资本、成本和风险约束意识，全方位调整优化资产、负债、收益结构，严防不良资产反弹，确保稳健经营。截至2010年年末，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的资本充足率分别为12.27%、11.59%、12.58%、12.68%和12.36%；不良贷款率分别为1.08%、2.03%、1.10%、1.14%和1.12%；税前利润分别为2154亿元、1207亿元、1421亿元、1752亿元和500亿元。继续推进中国农业银行“三农金融事业部”改革，对深化“三农金融事业部”改革试点的四川、重庆、湖北等八个省（区、市）分行下辖的561个县域支行逐县开展检查评估，全面客观评价改革试点成效和“三农”金融服务效果；同时，对改革试点给予营业税、监管费、存款准备金等方面的支持政策。国家开发银行商业化转型稳步推进，在支持企业“走出去”，改善民生方面发挥积极作用。深入研究论证中国进出口银行和中国出口信用保险公司改革方案，推动中国农业发展银行继续深化内部改革。

农村信用社改革取得明显成效。一是农村信用社资产质量明显改善，抗风险能力显著提升。3月末，按照贷款五级分类口径，全国农村信用社不良贷款余额和比例分别为4020亿元和6.6%，比上年末分别下降184亿元和0.8个百分点。资本充足率为8.6%。二是农村信

用社资金实力显著增强，支农服务功能明显改善。3月末，全国农村信用社存贷款余额分别为9.3万亿元、6.1万亿元，占全国金融机构各项存贷款余额的比例分别为12.3%和12.4%，比上年末分别提高0.4个和0.6个百分点。涉农贷款和农户贷款余额分别为4.1万亿元和2.2万亿元，比上年末分别增加2454亿元和1562亿元。

九、不断深化外汇管理体制改革的

推广出口收入存放境外政策，便利企业跨境资金运用。在总结前期试点地区经验基础上，2011年1月1日起在全国范围内推广实施，允许境外企业将货物贸易出口收入存放境外，便利国内企业充分利用国际国内两个市场、两种资源，减缓出口收入调回境内压力。

加强跨境资金流入和结汇监管。为合理引导跨境资金流动，防范违法违规资金流入，进一步加强了银行结售汇综合头寸、转口贸易收结汇管理，适当压缩货物贸易预收货款和延期付款的比例，进一步调低2011年度境内金融机构短期外债指标总规模，并适度调减存放同业、拆放同业规模较大银行的短期外债余额指标。进一步提高外汇管理透明度，积极引导社会各界正确解读我国跨境资金流动以及异常资金流动状况，合理引导市场预期。

第三部分 金融市场分析

2011年第一季度，金融市场继续健康、平稳运行，市场流动性总体充裕。货币市场利率有所波动，市场交易活跃；债券市场指数稳中有升，债券发行规模明显增加；股市指数小幅上涨，股票成交活跃。

一、金融市场运行分析

（一）货币市场交易活跃，利率有所波动

银行间回购、拆借市场交易活跃，成交量大幅增加。第一季度，银行间市场债券回购累计成交 21.5 万亿元，日均成交 3578 亿元，日均同比增长 25.6%；同业拆借累计成交 6.0 万亿元，日均成交 1000 亿元，日均同比增长 14.3%。从期限结构看，市场交易仍主要集中于隔夜品种，债券回购和拆借隔夜品种的成交分别占各自总量的 76.2% 和 85.0%，占比同比分别下降 4.2 个和 2.8 个百分点。交易所市场政府债券回购累计成交 3.12 万亿元，同比增长 160%。

分机构看，国有商业银行净融出资金数量同比明显减少；非银行金融机构中的保险公司融资需求明显增加，证券、基金公司资金需求有所下降。

表 4：2011 年第一季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况表

单位：亿元

	回购市场		同业拆借	
	2011 年 第一季度	2010 年 第一季度	2011 年 第一季度	2010 年 第一季度
国有商业银行	-48621	-62499	1360	-9800
其他商业银行	13487	17958	-5328	6282
其他金融机构	31909	38133	4327	1962
其中：证券及基金公司	13091	19943	2502	224
保险公司	6494	3335	——	——
外资金融机构	3226	6408	-359	1556

注：本表其他金融机构包括国家开发银行、政策性银行、农信社联社、财务公司、信托投资公司、保险公司、证券公司及基金公司；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大幅增加。2011 年第一季度，人民币利率

互换市场发生交易 4775 笔，名义本金总额 5667.9 亿元，同比大幅增长 170.2%。从期限结构来看，1 年及 1 年期以下交易最为活跃，名义本金总额达到 3415.4 亿元，占总量的 60.3%。人民币利率互换交易的浮动端参考利率包括 Shibor、一年期定存利率以及 7 天回购定盘利率，与之挂钩的利率互换交易名义本金占比分别为 31.7%、3.0%和 65.3%。

表 5：利率衍生产品交易情况

	债券远期		利率互换		远期利率协议	
	交易笔数 (笔)	交易量 ¹ (亿元)	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)
2006 年	398	664.5	103	355.7	——	——
2007 年	1238	2518.1	1978	2186.9	14	10.5
2008 年	1327	5005.5	4040	4121.5	137	113.6
2009 年	1599	6556.4	4044	4616.4	27	60.0
2010 年	967	3183.4	11643	15003.4	20	33.5
2011 年第一季度	159	212.6	4775	5667.9	2	2.0

数据来源：中国外汇交易中心。

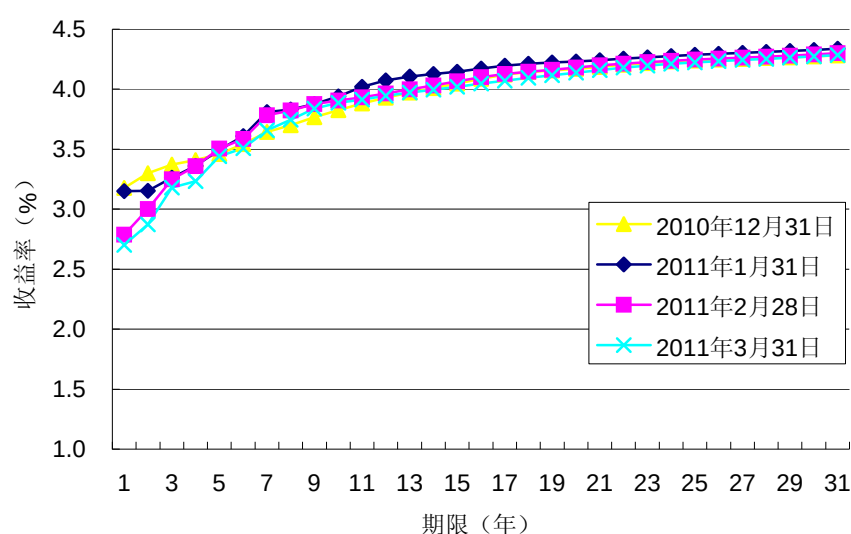
货币市场利率有所波动。受春节因素影响，1 月份货币市场各期限利率均达到年内高点；节后货币市场利率逐月有所回落。3 月份，质押式债券回购和同业拆借加权平均利率分别为 1.98%和 1.93%，比 2 月份分别下降 1.04 个百分点和 0.8 个百分点，比上年 12 月份分别下降 1.14 个和 0.99 个百分点。2011 年第一季度，Shibor 短端利率也呈大幅上升后总体回落的走势，截至 3 月末，隔夜、1 周 Shibor 分别为 1.80%和 2.82%，分别较年初下降 2.72 个和 3.57 个百分点。3 个月以上 Shibor 则呈稳中上升的走势，截至 3 月末，3 个月和 1 年

¹自 2009 年起，债券远期交易量改按结算金额统计。

期 Shibor 分别为 4.17%和 4.66%，比年初分别上升了 0.87 个和 1.03 个百分点。

（二）债券市场指数稳中有升，债券发行规模明显增加

银行间市场和交易所市场债券指数均有所上升。2011 年第一季度，银行间市场债券指数由年初的 132.9 点升至 3 月末的 133.6 点，上涨 0.48%；交易所市场国债指数由年初的 126.3 点升至 3 月末的 127.6 点，上涨 1.01%。2011 年以来，随着货币市场利率波动中有所下降，国债收益率曲线短端也有所下行，中长端收益率则受通胀预期及加息等因素影响有所上升，国债收益率曲线整体呈现陡峭化趋势。



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

银行间债券市场现券交易量平稳增长。第一季度累计成交 12.62 万亿元，日均成交 2103 亿元，日均成交同比增长 22.1%。从交易主体看，国有商业银行是银行间现券市场上的主要净买入方，净买入现

券 1300 亿元；其他商业银行是主要的净卖出方，净卖出现券 1638 万亿元，保险公司由上年同期的净卖出转为净买入现券 65 亿元。交易所国债现券成交 272 亿元，同比少成交 256 亿元。

受上调存贷款基准利率和市场通胀预期较强等因素影响，债券发行利率总体呈走高趋势；但由于第一季度金融机构债券配置需求较为旺盛，债券发行利率上升幅度相对有限。2011 年第一季度，财政部发行的两期 10 年期国债平均利率为 3.89%，比上年四季度相同期限平均发行利率高 15 个基点；国家开发银行 2011 年 3 月发行的 3 年期政策性金融债利率为 4.02%，比上年末上升 32 个基点。Shibor 对债券类产品定价的指导性不断增强。2011 年第一季度，一级市场共发行固定利率企业债 72 只，发行总量为 806 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 708 亿元，约占固定利率短期融资券发行总量的 25.3%。此外，发行以 Shibor 为基准的浮动利率债券 7 只，发行总量为 665 亿元。

债券市场发行规模明显增加。第一季度累计发行各类债券（不含中央银行票据）1.58 万亿元，同比增长 71.2%。其中政策性金融债、公司债、短期融资券和中期票据增长较快，同比分别增长 118.6%、98.4%、74.7%和 60.2%。同时，集合票据和超短期融资券分别发行 17 亿元和 910 亿元。从期限品种看，5 年期以下债券发行量占比为 70.3%，同比上升 4.9 个百分点。截至 3 月末，中央国债登记结算有限责任公司债券托管量余额为 20.1 万亿元。

表 6：2011 年第一季度主要债券发行情况

债券品种	发行额（亿元）	同比增长(%)
国债①	3260	41.7
政策性金融债	6098	118.6
银行次级债、混合资本债	175	-47.3
银行普通债	20	-
企业债券②	6205	59.6
其中：短期融资券	2832	74.7
中期票据	1841	60.2
公司债券	403	98.4

注：①国债含财政部代理发行的地方政府债券；

②包括企业债券、超短期融资券、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、公司债券和可转债。

数据来源：人民银行国库局、中央国债登记结算公司。

（三）票据市场利率高位运行，票据融资持续下降

受货币市场利率和票据市场供求变化等多种因素影响，2011 年第一季度票据市场利率先扬后抑，但总体仍处于高位运行。票据融资余额持续下降，但票据市场交易总体活跃。第一季度，企业累计签发商业汇票 3.6 万亿元，同比增长 31.7%；累计贴现 6.9 万亿元，同比增长 12.8%。期末商业汇票未到期金额 5.9 万亿元，同比增长 33.6%；贴现余额 1.2 万亿元，同比下降 29.7%。2011 年以来，金融机构继续加大信贷资产结构调整力度，压缩票据规模以满足一般贷款需求，票据融资余额比年初下降 2622 亿元。3 月末，票据融资余额占贷款余额的比例为 2.5%，同比下降近 2 个百分点。

（四）股指小幅上涨，股市成交保持活跃

股票市场总体有所上涨。3 月末，上证综合指数和深证成指分别收于 2928 点和 12563 点，比上年末分别上涨 4.2%和 0.8%。沪市 A 股平均市盈率从上年末的 21.6 倍上升到 3 月末的 22.8 倍；深市从 45.3

倍回落到 35.9 倍。

股票市场成交保持活跃。2011 年第一季度，沪、深股市累计成交 13.51 万亿元，同比增长 16.5%；日均成交 2329 亿元，同比多成交 323 亿元。3 月末市场流通市值 20.78 万亿元，比上年末增长 7.7%。

股票市场筹资额有所减少。初步统计，2011 年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、行权以及可转债方式累计筹资 1715 亿元，同比少 131 亿元。

（五）保险业总资产保持较快增长

2011 年第一季度保险业累计实现保费收入 4617 亿元²，累计赔款、给付 980 亿元，同比增长 33.9%，其中，财产险赔付同比增长 17.9%，寿险赔付同比增长 49.8%。

保险业总资产继续保持较快增长速度。2011 年 3 月末，保险业总资产 5.4 万亿元，同比增长 25.9%，比上年末加快 0.7 个百分点。其中，银行存款同比分别增长 40.2%，比上年末加快 7.5 个百分点；投资类资产同比增长 21.4%，比上年末回落 4.2 个百分点。

表 7：2011 年 3 月末主要保险资金运用余额及占比情况表

	余额（亿元人民币）		占资产总额比重（%）	
	2011 年 3 月末	2010 年 3 月末	2011 年 3 月末	2010 年 3 月末
资产总额	54064	42929	100.0	100.0
其中：银行存款	16257	11595	30.1	27.0
投资	33899	27943	62.7	65.1

数据来源：中国保险监督管理委员会。

（六）外汇市场交易活跃

人民币外汇远期和“外币对”交易规模快速扩张。第一季度人民

²由于 2011 年保监会对保费收入口径进行调整，故该指标与上年不可比。

币外汇即期成交 8133 亿美元，同比增长 5.5%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合 3377 亿美元，同比增长 18.5%，其中隔夜美元掉期成交 1861 亿美元，占掉期总成交额的 55.1%；人民币外汇远期市场累计成交 595 亿美元，同比增长 1855%。第一季度“外币对”累计成交金额折合 209 亿美元，同比增长 68.0%，其中成交最多的产品为美元对港币，市场份额为 49.9%，同比下降 14.2 个百分点。外汇市场交易主体进一步增加，2011 年第一季度新批准 1 家即期市场会员、2 家货币掉期会员，以及 1 家企业集团进入银行间外汇市场。

（七）黄金市场运行平稳

黄金价格先跌后涨，与国际市场黄金价格走势保持一致。上海黄金交易所黄金价格 1 月份呈下跌趋势，2 月到 3 月持续上涨。国内金价持续高于国际金价，但价差逐渐减小。国内黄金最高价为每克 305.3 元，最低价为每克 281.2 元。3 月末，黄金价格为每克 302.1 元，比年初上涨 0.07%。

上海黄金交易所黄金市场运行平稳。第一季度，黄金累计成交 1424.6 吨，同比下降 0.9%；成交金额为 4214.4 亿元，同比增长 19.7%。白银累计成交 40276.0 吨，同比增长 488.1%；成交金额为 2855.0 亿元，同比增长 948.1%。铂金累计成交 15.7 吨，同比增加 19.8%；成交金额为 61.3 亿元，同比增长 31.5%。

二、金融市场制度建设

（一）加快推进外汇市场发展，适时推出外汇期权交易

2011 年 4 月 1 日，我国银行间外汇市场正式开展人民币对外汇期权交易。期权交易以实需原则为基础，可进一步满足市场主体规避汇率风险的需要，提供更多的汇率避险保值工具。2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革以来，银行间外汇市场已相继推出远期、外汇掉期和货币掉期等人民币外汇衍生产品，人民币对外汇期权交易的推出，标志着我国外汇市场已初步形成完整的基础类汇率衍生产品体系，为今后外汇市场进一步创新发展奠定了基础。

（二）期货市场法制建设进一步完善，产品创新取得新进展

1 月 17 日，最高人民法院就期货市场会员分级结算、结算担保金等制度下有关司法执行的问题发布了专门规定。经中国证监会批准，3 月 24 日铅期货合约在上海期货交易所正式挂牌交易，进一步丰富了我国大宗商品交易品种，完善了相关产品的价格形成机制。

（三）修订股票市场交易结算规则，明确上市公司并购重组标准

1 月 13 日，中国证券登记结算公司对《融资融券试点登记结算业务实施细则》进行全面修订，实现了融资融券交易后剩余资金划转与第三方存管制度要求的衔接。1 月 17 日，深交所对《深圳证券交易所交易规则》进行了修订，强化了对市场交易风险的监管措施。2 月 23 日，证监会发布《上市公司严重财务困难的适用意见》等 5 个并购重

组法律适用意见，进一步提高了上市公司并购重组过程中相关标准的规范性和透明度。

（四）完善银保业务监管和偿付能力监管，提高保险业服务质量

为进一步规范银保市场秩序，保监会、银监会于3月联合发布了《商业银行代理保险业务监管指引》，从提高合作关系的稳定性、防范和打击销售误导、防止商业贿赂风险、明确保险公司和银行的责任划分、保护消费者合法权益以及促进银保发展方式转变等多方面对银保业务进行了全面系统规范。为进一步完善偿付能力监管制度，保监会发布相关规则明确要求对保险公司动态偿付能力测试进行第三方审核。此外，保监会还发布通知明确规定保险公司服务承诺报告制度，要求保险公司确保所有服务承诺落到实处，以提高保险业服务质量，切实保护被保险人利益。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势

2011年第一季度，全球经济继续“双速复苏”。受西亚和北非政局动荡、极端天气和日本地震等重大突发性事件影响，国际原油和粮食等大宗商品价格持续攀升，金融市场动荡加剧，国际经济环境中的不稳定和不确定因素增多。美国经济温和增长，失业率缓慢回落，但房地产市场仍然低迷，财政和贸易赤字问题严重；欧元区部分国家主权债务风险犹存，由于通胀压力增加，欧央行开始收紧货币政策；日

本地震导致海啸和核泄漏事故，为日本乃至全球经济复苏蒙上阴影；新兴经济体需求旺盛，但为应对跨境资本大规模流动和经济过热等风险，部分经济体主动收紧了宏观政策。国际货币基金组织（IMF）在 2011 年 4 月份发布的《世界经济展望》中预测，2011 年美国、欧元区、日本和新兴与发展中经济体的经济增长率分别为 2.8%、1.6%、1.4%和 6.5%。

（一）主要经济体经济形势

美国经济继续复苏，但增速有所放缓，房地产市场和双赤字问题仍无明显改善。第一季度美国 GDP 增长 1.8%（环比折年率），低于市场预期。在财政刺激和量化宽松货币政策的带动下，美国失业率连续四个月回落，2011 年 3 月已降至 8.8%，主要受求职人数减少影响，新增就业岗位有限。消费形势持续向好，在股市上涨产生的财富效应带动下，3 月份美国零售额连续 9 个月增长。受“出口倍增”政策影响，1 月份美国出口额达 1675 亿美元，创历史最高水平。但下行风险仍然存在。受能源和食品价格上涨影响，美国 3 月份 CPI 同比上涨 2.7%，创 2009 年 12 月以来最大涨幅，大宗商品价格上涨可能制约未来经济增长。房地产市场持续低迷，由于库存较大，房价仍有下滑空间。贸易及财政赤字问题不容乐观。联邦财政赤字 2 月份创 2225 亿美元的历史新高，3 月份赤字仍高达 1880 亿美元。标普公司 4 月 18 日宣布，将美国信用评级的展望从“稳定”降至“负面”，但仍维持其 AAA 级的信用评级不变。

表 8：主要经济体宏观经济金融指标

国别	指标	2010 年第一季度			2010 年第二季度			2010 年第三季度			2010 年第四季度			2011 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 (季度环比折年率, %)	3.7			1.7			2.5			3.1			1.8 (初值)		
	失业率 (%)	9.7	9.7	9.7	9.9	9.7	9.5	9.5	9.6	9.6	9.6	9.8	9.4	9.0	8.9	8.8
	CPI (同比, %)	2.6	2.1	2.3	2.2	2.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.5	1.6	2.1	2.7
	DJ 工业平均指数 (期末)	10067	10325	10857	11009	10137	9774	10466	10015	10788	11118	11006	11578	11892	12226	12320
	纳斯达克指数 (期末)	2147	2238	2398	2467	2257	2109	2255	2114	2369	2507	2498	2653	2700	2782	2781
欧元区	实际 GDP 增速 (季度同比, %)	0.6			1.7			1.9			2.0					
	失业率 (%)	9.9	10.0	10.0	10.1	10.0	10.0	10.0	10.1	10.0	10.1	10.1	10.0	10.0	9.9	9.9
	HICP 综合物价指数 (同比, %)	1.0	0.9	1.4	1.5	1.6	1.4	1.7	1.6	1.8	1.9	1.9	2.2	2.3	2.4	2.7
	EURO STOXX 50 (期末)	2479	2470	2629	2541	2397	2360	2476	2450	2482	2543	2478	2601	2654	2713	2583
日本	实际 GDP 增速 (季节环比折年率, %)	5.0			1.5			4.5			-1.3					
	失业率 (%)	4.9	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.2	5.1	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	4.6	4.6
	CPI (同比, %)	-1.3	-1.1	-1.1	-1.2	-0.9	-0.7	-0.9	-0.9	-0.6	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	日经 225 指数 (期末)	10198	10126	11090	11057	9768	9383	9537	8824	9369	9202	9937	10229	10238	10624	9755

数据来源：各经济体相关统计部门及央行。

欧元区经济增长优于预期,但仍面临主权债务风险和通胀压力上升等突出问题,各成员经济表现分化明显。德国经济持续强劲增长,法国和意大利温和复苏,而西班牙、希腊、葡萄牙、爱尔兰等国仍受债务危机困扰,3月以来这些国家的主权评级连遭降级,导致融资形势再度紧张,葡萄牙成为继希腊、爱尔兰之后第三个向欧盟申请救助的欧元区国家。同时,受能源、食品价格大幅走高影响,欧元区通胀压力持续上升。3月HICP同比上升2.7%,创2008年10月以来的最高水平,已连续四个月高于欧央行2%的通胀目标。

地震、海啸及核泄漏对日本经济复苏造成严峻挑战,公共债务问

题堪忧。3月11日，日本东北部发生强烈地震并引发海啸和核泄漏事故。此次灾害对基础设施和全球汽车、电子产业链造成严重破坏，可能延缓日本乃至全球的经济复苏进程。日本公共债务已接近GDP的两倍，居发达国家之首，灾后重建的巨额财政支出需求将进一步恶化其公共债务状况。尽管失业率已连续小幅走低，但地震后能否延续回落态势有待观察。通货紧缩依然严峻，3月份核心CPI连续第25个月同比下降。

专栏 3：发达经济体的主权债务问题

2008年金融危机以来，因房地产泡沫破灭、银行坏账增加、财务状况持续恶化等原因，冰岛、迪拜、希腊、爱尔兰等经济体相继爆发主权债务危机，引发金融市场动荡，给全球经济复苏蒙上了阴影。

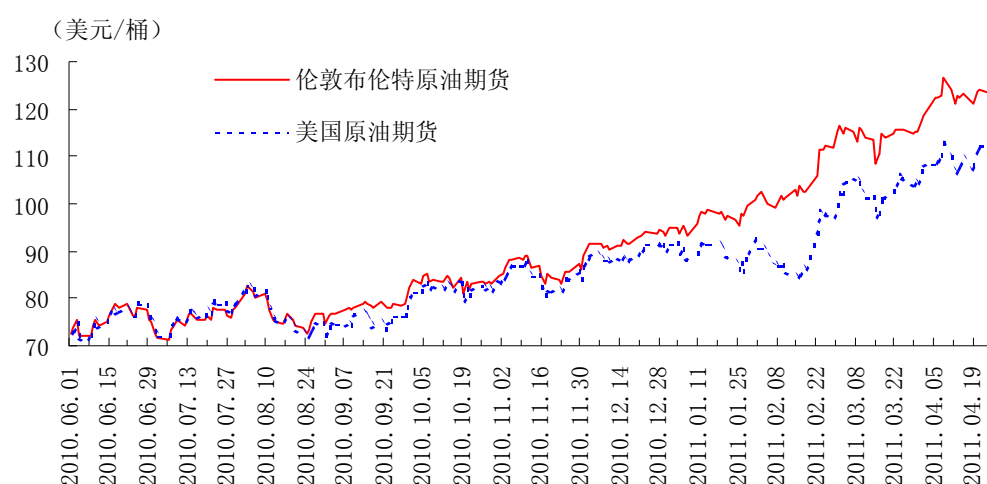
总体看，一些发达经济体危机前即存在过度消费和负债行为，为应对金融危机又密集出台了大规模的金融救助和经济刺激措施，这些措施在拉动经济复苏的同时也使私人部门债务问题向政府公共债务转化。据IMF统计，2010年美国、日本、欧元区、英国公共债务余额和财政赤字占GDP的比重均比危机前大幅提高，明显高于中国、印度、巴西、俄罗斯等新兴经济体。

与20世纪80年代的拉美债务危机和90年代的墨西哥、俄罗斯债务危机相比，发达经济体的主权债务问题更多地体现在国内财政赤字和政府债务的不可持续，具有其深层次的原因。一是发达经济体人口老龄化加剧，高福利支出使财政不堪重负，结构性改革又因利益集团反对和政治考虑而难以深入推进，储备货币优势也使其遏制过度负债行为的动力不足。二是发达经济体传统产业竞争力相对弱化，受金融危机严重冲击后，经济复苏缓慢，财政收入增长难以弥补应对危机有关的巨额财政支出缺口。此外，部分欧元区成员国长期缺乏有效的财政约束，美国海外支出膨胀和日本治理国内通货紧缩的财政支出也是导致主权债务问题积重难返的重要原因。

一些发达经济体主权信用下降，公共债务风险较高。IMF 预计 G7 国家 2011 年的平均财政赤字约为 GDP 的 7%，平均负债水平将占 GDP 的 113%，其中日本的公共债务将升至 GDP 的 234%。近期国际三大评级公司连续下调了西班牙、葡萄牙、希腊、爱尔兰等欧元区国家的主权评级。4 月 6 日，葡萄牙政府决定向欧盟寻求援助，成为继希腊、爱尔兰之后第三个寻求外部救助的欧元区国家。尽管欧盟加强了财政整顿，并推动建立欧洲稳定机制（ESM）、扩大欧洲金融稳定工具（EFSF）的融资能力，但穆迪等评级公司仍表示不排除进一步下调欧元区国家主权评级的可能性。其他发达经济体的债务形势也令人堪忧。2011 年以来，标普和穆迪分别下调了日本的信用评级与评级展望，穆迪对美英等国的主权信用风险提出警示，标普则于 4 月 18 日宣布美国信用评级展望降级。由于发达经济体的经济规模、金融市场影响力都远超其他经济体，如果发生主权债务危机，其对全球经济和金融稳定产生的冲击和影响将更加广泛和深刻。

发达经济体主权债务问题给全球经济复苏带来了较大的不确定性。一方面欧洲主权债务危机造成全球股市、汇市和债市的大幅波动，尤其是在金融市场信心相对脆弱的时期，还可能引发系统性风险；另一方面各国同步加强财政整顿的叠加效应可能加剧欧洲国家的经济困境并制约全球需求的回升。美日的高债务问题也可能降低其潜在经济产出并加剧中长期通胀和货币贬值压力。尽管日本的公共债务融资 95% 以上依靠国内融资，而美国具有美元储备货币和金融市场的优势，短期内两国发生主权债务危机的可能性不大，但美日债务率持续攀升可能打击市场信心，推高政府融资成本和实际利率、降低潜在产出水平。IMF 研究结果表明，公共负债率每增长 10 个百分点，年均实际经济增幅就会放缓 0.15 个百分点。此外，财政状况持续恶化可能削弱国内外投资者持有政府债券的意愿，使中央银行不得不最终为政府债务买单，财政货币化将制约央行实现通胀目标的努力。总体上看，发达经济体的主权债务问题在短期内难以根本好转。美国扩大减税计划增加了削减赤字的难度；欧元区部分国家的银行业仍较脆弱，可能需要进一步财政救助，欧央行加息也将加重有关国家的债务负担；日本大地震后的巨额重建资金需求将加剧其债务问题。当前主要发达经济体在刺激经济增长和加强财政整顿方面处于两难抉择。如果主要发达经济体不能有效实施财政整顿、下决心推动结构性改革，主权债务风险将成为未来全球经济复苏面临的重大挑战。

新兴经济体面临跨境资本大规模流动和经济过热风险，西亚和北非政局动荡影响区域及全球经济稳定。在内需旺盛和外需复苏等因素带动下，主要新兴经济体经济稳步复苏，但为抑制持续加大的通胀压力和跨境资本大规模流动风险，部分新兴经济体主动收紧了宏观政策，经济增速有放缓趋势。西亚和北非地区政局动荡可能威胁全球复苏。突尼斯、埃及、利比亚等国政治动荡，恐慌情绪和避险行为带动国际原油和黄金价格大幅走高。



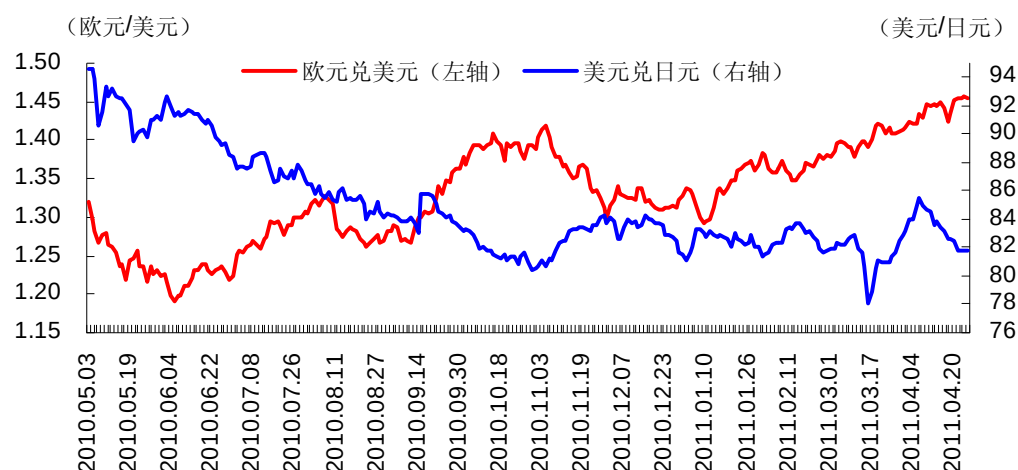
数据来源：路透。

图 3：国际原油价格走势

（二）国际金融市场概况

主要货币间汇率宽幅震荡，欧元兑美元先弱后强，日元兑美元汇率大幅波动。受欧元区债务问题困扰，欧元在年初兑美元快速贬值，但随着中国、日本、俄罗斯等国相继对欧元表示支持，加之欧元区通胀压力上升、加息预期强化，欧元兑美元汇率走高。截至 3 月 31 日，欧元兑美元汇率收于 1.4159，较年初升值 5.85%。日本发生地震海啸后，日本保险商和其他公司企业纷纷将资金调回国内以支付保险理赔和灾后重建，投机资金借机做多日元，日元汇率 3 月 17 日盘中升至

1 美元兑 76.25 日元，为二战后最高水平。为阻止日元过度升值，3 月 18 日七国集团（G7）召开电视电话会议决定联合干预外汇市场，日元汇率当日跌幅超过 3%。截至 3 月 31 日，日元兑美元汇率收于 1 美元兑 83.20 日元，比年初下跌 2.46%。



数据来源：路透。

图 4：主要货币汇率走势

伦敦同业拆借市场美元 Libor 低位波动。2011 年，美联储继续实施量化宽松的货币政策，受此影响，美元 Libor 保持低位小幅波动。截至 3 月 31 日，1 年期 Libor 为 0.78%，与年初基本持平；欧元区同业拆借利率 Euribor 受欧洲主权债务危机、欧央行加息预期等因素影响震荡上升。截至 3 月 31 日，1 年期 Euribor 为 2.0%，比年初上升 0.50 个百分点。

国际主要债券收益率窄幅波动。美国股市表现良好导致资金从债市流出，同时受美国国会对削减政府支出计划产生分歧、穆迪公司警告将下调美国 3A 主权信用评级等因素影响，美国国债收益率在 1 月至 2 月上旬走高。随后西亚和北非局势动荡、日本地震导致避险需求

增加，收益率逐步回落。欧元区通胀率走高使市场对欧央行的加息预期增强，欧元区国债收益率有所提高。尽管标准普尔和穆迪先后调低了日本的主权信用评级，但震后大量资金从海外及日本股市回流国债市场，日本国债收益率仍保持基本稳定。截至 3 月 31 日，美国、欧元区、日本的 10 年期国债收益率分别收于 3.47%、3.36% 和 1.25%，较上年末分别上升 11 个、39 个和 13 个基点。

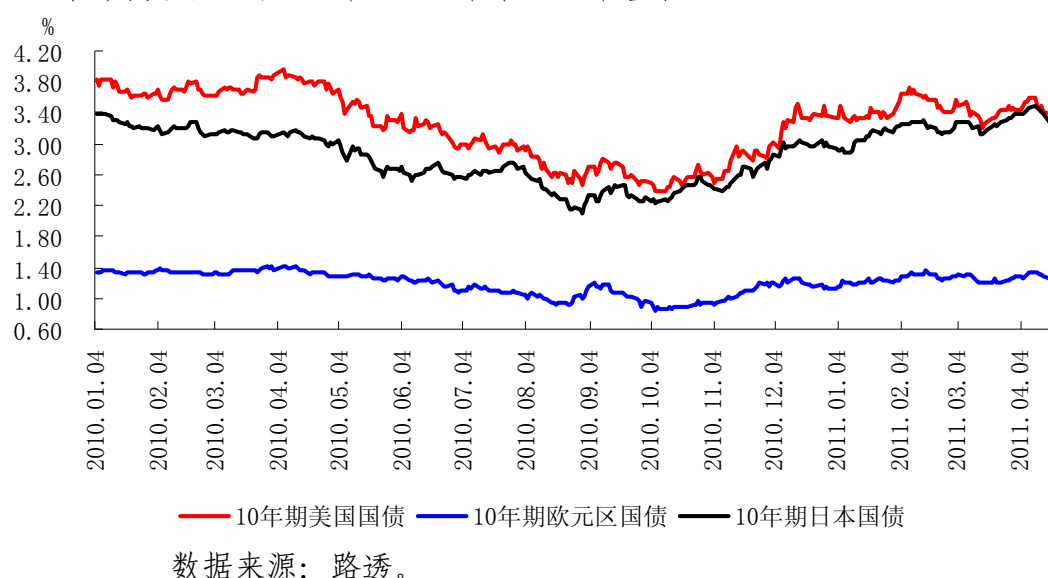
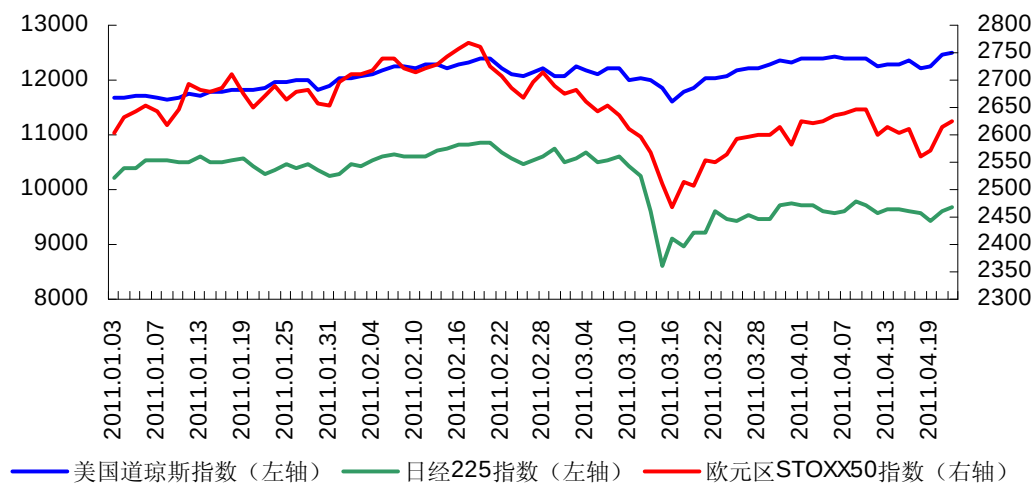


图 5：主要国债收益率走势

西亚和北非局势动荡拖累欧美股市，地震海啸导致日本股市暴跌。主要发达经济体股市在年初延续了 2010 年第四季度以来的升势，但受西亚和北非政局动荡、日本地震等重大突发性事件影响，主要股市一度出现明显下跌。截至 3 月 31 日，道琼斯指数、纳斯达克指数分别收于 12320 点、2781 点，较年初分别上涨 6.4%、4.8%；欧元区 STOXX50 指数收于 2583 点，较年初下跌 0.7%。日本 3 月 11 日发生强烈地震灾害后，日经 225 指数连续两天累计下跌近 20%，3 月 15 日盘中最大跌幅超过 14.2%。随后日本银行向金融市场注入大规模流动性，

股指呈逐步回稳态势。截至 3 月 31 日，日经 225 指数收于 9755 点，但仍较年初下跌 4.6%。



数据来源：路透。

图 6：主要股票市场走势

（三）主要经济体房地产市场走势

美国房地产市场持续低迷。美国商务部数据显示，2 月份新房销售较上年同期减少 28%，新房价格跌至 2003 年 12 月以来最低点。标准普尔公司发布的凯斯-席勒房价指数也显示，2011 年 1 月份美国 20 个大中城市的平均房价环比下跌 1.0%，跌至接近 2003 年的水平。

欧洲房地产市场总体呈现温和复苏态势。1 月份，英国 Halifax 房价指数环比上涨 0.8%。伴随经济强劲增长，德国柏林、法兰克福等主要大城市的商业和住宅市场需求增加，租金普遍上扬。在贷款低利率和市场需求带动下，法国新屋开工量大幅增长。受经济衰退和债务危机影响，欧元区外围国家房地产价格仍较低迷。

日本房地产市场出现企稳迹象。日本 50 大建筑公司 1 月份建筑订单同比增加 19.5%。受益于政府对节能型房屋进行补贴和税收减免，

2 月份日本房屋开工数量同比增长 10.1%，连续九个月呈正增长。特大地震海啸及核泄漏事故发生以来，避灾需求带动东京及周边地区的住宅价格上涨，预计在灾后重建完成前供需缺口可能还将继续推升房价。

（四）主要经济体货币政策

各经济体货币政策出现明显分化。美联储继续按计划实施第二轮量化宽松政策（QE2）。日本央行借助各种渠道向市场大规模注入流动性，以应对地震海啸灾害对金融市场的冲击。欧央行三年来首次提高基准利率。新兴经济体的中央银行则普遍采取加息和提高存款准备金率等措施应对上升的通货膨胀压力和资本大量流入。加拿大、澳大利亚央行继续维持基准利率不变，新西兰则在地震影响下宣布降息。

美联储继续维持 0-0.25% 的基准利率和第二轮量化宽松政策。由于经济复苏趋于稳固且通胀率走高，联储内部对是否维持宽松货币政策产生分歧，但联邦公开市场委员会（FOMC）4 月 27 日宣布，联储将继续执行再投资政策，并在 6 月末完成第二轮资产收购计划。

欧央行三年来首次提高基准利率以应对通胀压力上升。3 月 3 日，欧央行将 2011 年欧元区的通胀预测值上调 50 个基点至 2.3%。4 月 7 日，欧央行决定将主要再融资利率、贷款便利利率和存款便利利率分别调高 0.25 个百分点至 1.25%、2% 和 0.5%，为三年来首次提高基准利率。

尽管通胀率持续走高，但由于国内经济疲软，英格兰银行继续维持 0.5% 的基准利率和 2000 亿英镑的资产购买规模不变。

日本银行继续维持“零利率”政策，并通过增加金融市场流动性注入等方式应对地震海啸灾害。日本银行继续将银行间无担保隔夜拆借利率保持 0-0.1% 的区间。为防止地震海啸灾害给金融市场带来恐慌，震后日本银行多次向市场注入流动性，截至 3 月 22 日，累计注资达 40 万亿日元，约占日本银行资产负债表的 20%。此外，日本银行还将资产购买计划规模扩大 5 万亿日元，并将为地震灾区金融机构提供总规模为 1 万亿日元的低息贷款。

部分经济强劲复苏、通胀压力较大的经济体已逐步进入加息周期。2011 年第一季度，印度、巴西、俄罗斯、韩国、泰国、印尼、越南、菲律宾、瑞典、波兰、匈牙利、秘鲁、以色列等经济体相继加息，抑制国内通胀压力。此外，为防止国际短期资本被高利差吸引，土耳其央行在下调基准利率的同时，上调了法定存款准备金率。

（五）国际经济形势展望

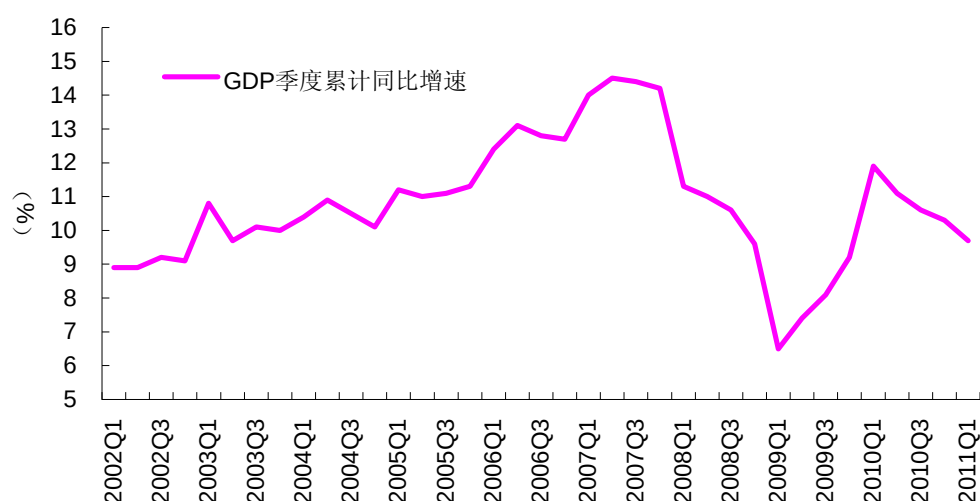
目前全球经济复苏逐渐稳固，私人需求增长继续带动经济复苏，经济增长的内生性增强。但地缘政治风险、重大自然灾害持续发生和大宗商品价格上涨等制约经济增长的因素仍然存在，全球经济和金融市场仍有可能受到冲击。

展望未来，全球经济“双速复苏”的趋势仍将持续。发达经济体的增长和就业问题难以在短期内改善，新兴经济体则面临经济过热和跨境资本大幅波动的风险。国际货币基金组织 4 月预测，2011 年发达经济体和新兴与发展中经济体的经济增长率分别为 2.4% 和 6.5%，通货膨胀率也将分别从 2010 年的 1.6% 和 6.2% 提高至 2.2% 和

6.9%。遏制通胀成为当前各国面临的共同挑战。

二、我国宏观经济运行分析

2011 年第一季度，中国经济开局良好，继续朝宏观调控的预期方向发展。消费需求保持稳定，固定资产投资和进出口增长较快，农业生产形势向好，工业企业效益改善，居民收入稳定增加，但物价上涨较快。2011 年第一季度，实现国内生产总值（GDP）9.6 万亿元，同比增长 9.7%，增速比上年同期低 2.2 个百分点；居民消费价格指数（CPI）同比上涨 5.0%，比上年同期高 2.8 个百分点；贸易逆差 10.2 亿美元，为 2005 年以来首次出现季度逆差。



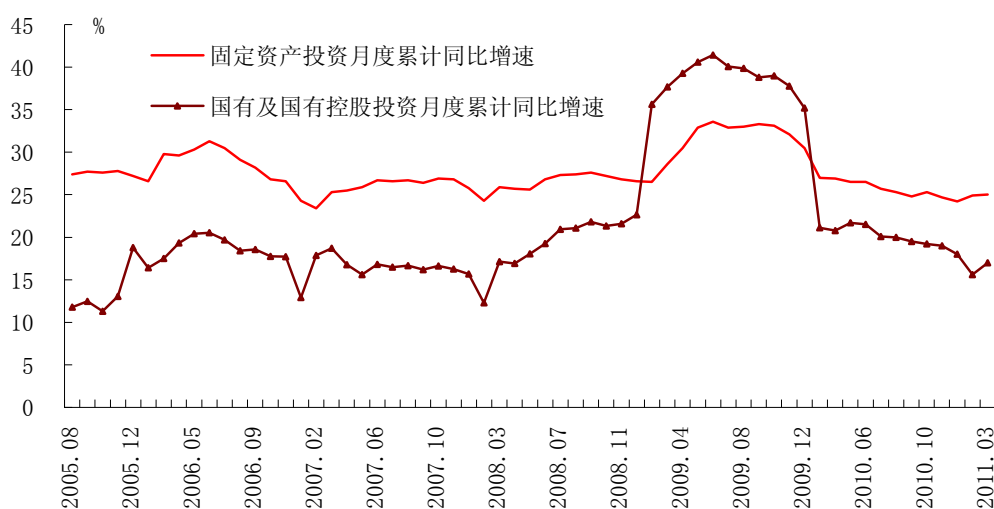
数据来源：国家统计局。

图 7：GDP 保持较快增长

（一）消费需求保持稳定，投资增速仍在较高水平，对外贸易出现季度逆差

城乡居民收入继续增长，国内消费需求保持稳定。2011 年第一季度，城镇居民家庭人均可支配收入 5963 元，同比增长 12.3%，扣除价格因素，实际增长 7.1%；农村居民人均现金收入 2187 元，同比

增长 20.6%，扣除价格因素，实际增长 14.3%。第一季度全国城镇储户问卷调查显示：居民当期收入感受指数为 54.5%，比上季度高 3.4 个百分点。第一季度累计，社会消费品零售总额 4.3 万亿元，同比增长 16.3%；实际同比增长 11.6%。分城乡看，城镇消费增速快于乡村，增速差距基本保持稳定。第一季度，城镇消费品零售额 3.7 万亿元，同比增长 16.4%；乡村消费品零售额 5674 亿元，同比增长 15.8%。



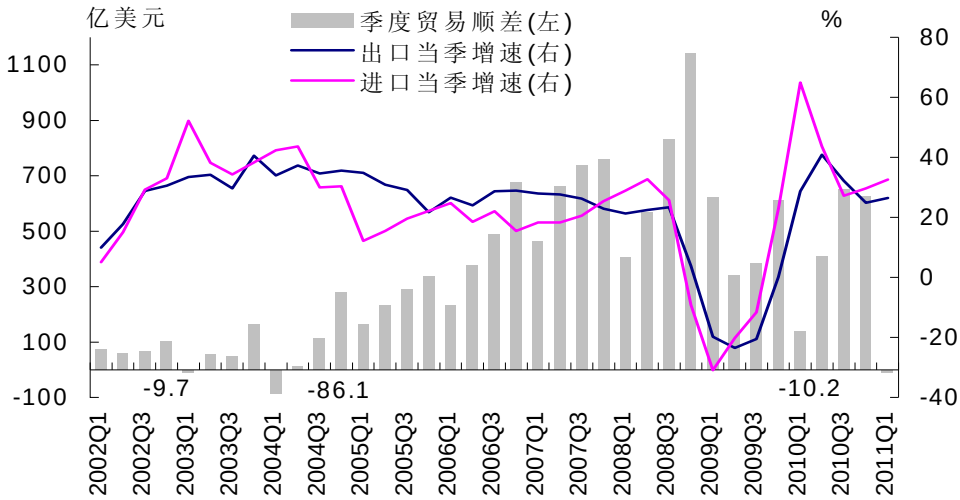
数据来源：国家统计局。

图 8：固定资产投资增速仍在较高水平

固定资产投资增速仍在较高水平，中西部投资增速明显快于东部。第一季度，固定资产投资（不含农户）完成 3.9 万亿元³，同比增长 25.0%。其中，国有及国有控股投资 1.4 万亿元，同比增长 17.0%。分地区看，东、中、西部地区城镇投资分别增长 21.6%、31.3%和 26.5%，中部和西部投资增速明显快于东部；分产业看，三次产业投资分别增长 10.8%、24.8%和 25.6%，第二、三产业投资保持了较高增速。第一

³ 2011 年起统计局公布固定资产投资数据在原口径上增加农村企事业组织项目投资，且项目统计起点调整为计划总投资额 500 万元，根据统计局目前公布数据情况，图 8 中 2010 年前数据为原城镇固定资产投资口径，由于 500 万元以下项目的投资完成额比重很小，500 万元及以上项目投资完成额可以比较准确反映投资的发展速度及结构，不会对投资整体运行趋势的判断产生影响，新旧口径数据差别较小。

季度，城镇施工项目计划总投资 33.6 万亿元，同比增长 19.1%，比上年同期低 11.3 个百分点；城镇新开工项目计划总投资 2.95 万亿元，同比下降 12.7%。



数据来源：中国人民银行，海关总署。

图 9：进出口快速增长，出现贸易逆差

进出口较快增长，贸易出现季度逆差。第一季度，进出口总额 8003 亿美元，同比增长 29.5%。其中出口 3996 亿美元，同比增长 26.5%；进口 4007 亿美元，同比增长 32.6%。进口强劲增长导致出现贸易逆差 10.2 亿美元，是 2000 年以后第三次出现季度逆差，此前两次分别出现在 2003 年和 2004 年的第一季度，分别逆差 9.7 亿美元和 86.1 亿美元。第一季度贸易逆差是在进、出口双双快速增长的基础上实现的，且进口增速比出口增速快 6.1 个百分点。进口增速较快，主要是由于国内需求旺盛及进口价格快速上涨所致。第一季度，我国对美国、欧盟顺差分别为 345.5 亿美元和 294.8 亿美元，对韩国、日本和东盟分别逆差 177.7 亿美元、150 亿美元和 65.9 亿美元。第一季度，实际使用外资金额 303.4 亿美元，同比增长 29.4%，比上年同期高 21.8

个百分点。

（二）农业生产形势较好，工业生产平稳增长

第一季度，第一产业增加值 5980 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 4.7 万亿元，增长 11.1%；第三产业增加值 4.4 万亿元，增长 9.1%。第一、二、三产业占 GDP 比重分别为 6.2%、48.6%、45.2%。

粮食播种面积略有增加，畜牧业生产稳定增长。据全国 7 万多农户种植意向调查显示，2011 年全国粮食播种面积将达到 11028 万公顷，比上年增加 40 万公顷。第一季度，猪牛羊禽肉产量 2142 万吨，同比增长 1.8%。

工业生产平稳增长，企业效益继续增加。第一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 14.4%⁴。工业产销衔接状况良好，工业产品产销率为 97.7%，比上年同期水平高 0.1 个百分点。工业企业效益继续增加。第一季度，全国规模以上工业企业实现利润 10659 亿元，同比增长 32%。第一季度中国人民银行 5000 户工业企业调查显示，企业经营景气指数在连续七个季度攀升后，当季高位下调 0.2 个百分点至 71.1%。市场需求总体平稳，企业产品市场需求指数为 63.5%，比上季下降 1.8 个百分点。其中，国内订单指数 56.9%，比上季下降 0.9 个百分点，仍徘徊于历史高位，出口订单指数延续上季以来的回落趋势，下降 0.8 个百分点至 51.1%。产成品库存较上季减少，存货指数为 49.6%，比上季度低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点；企业盈利能力稳定，企业盈利指数为 58.2%，比上季度下降 2.9 个百

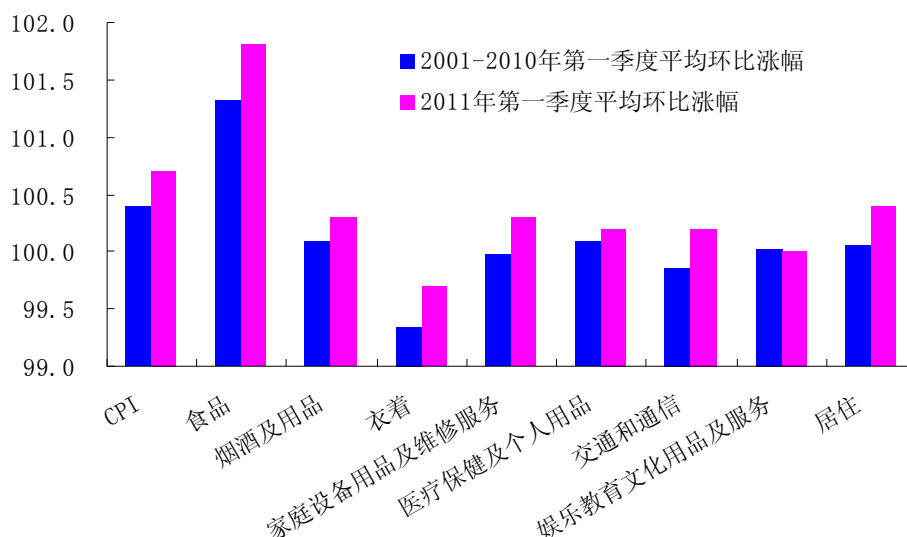
⁴ 2010 年及以前规模以上工业统计范围为主营业务收入 500 万元以上工业企业，2011 年开始为主营业务收入 2000 万元以上工业企业。

分点，比上年同期高 1.8 个百分点。

（三）物价上涨压力仍然较大

受主要经济体货币政策持续宽松和世界经济逐渐复苏的影响，国际大宗商品价格持续上涨，全球通胀预期明显上升，国内输入性通胀压力进一步加大。同时在国内投资需求拉动和能源、资源、劳动力、土地等成本上升多种因素推动下，我国价格总水平自 2009 年第二季度开始逐步回升，2010 年下半年尤其是第四季度以来价格上涨压力明显增大。

居民消费价格涨幅继续扩大。第一季度 CPI 同比上涨 5.0%，涨幅比上个季度继续扩大 0.3 个百分点。其中各月涨幅分别为 4.9%、4.9%和 5.4%，从食品和非食品分类看，食品价格同比上涨 11.0%，涨幅比上个季度高 0.5 个百分点；非食品价格同比上涨 2.5%，涨幅比上个季度高 0.6 个百分点，上涨有所加快；非食品价格的七个大类中，除交通和通信类同比下降 0.1%外，其余六类均呈上涨态势。从消费品和服务分类看，消费品价格同比上涨 5.4%，比上个季度高 0.1 个百分点；服务价格同比上涨 4.2%，比上个季度高 1.6 个百分点，上涨明显加快。从基期因素和新涨价因素看，第一季度各月，基期因素分别为 4.0%、2.7%和 3.4%，平均为 3.4%；新涨价因素分别为 0.9%、2.2%和 2.0%，平均为 1.7%。从环比看，除娱乐教育文化用品及服务类指数 2011 年第一季度的平均环比涨幅与历史平均水平基本持平外，CPI 和其他各分类指数 2011 年第一季度的平均环比涨幅均高于历史平均水平。



数据来源：国家统计局，中国人民银行工作人员计算。

图 10：CPI 第一季度平均环比涨幅高于历史平均值

生产价格上涨较快。第一季度，工业生产者出厂价格⁵同比上涨 7.1%，比上个季度高 1.4 个百分点，各月同比涨幅分别为 6.6%、7.2% 和 7.3%。工业生产者购进价格同比上涨 10.2%，比上个季度高 1.1 个百分点，各月涨幅分别为 9.7%、10.4%和 10.5%。第一季度，企业商品价格指数（CGPI）上涨 8.7%，比上季度高 0.6 个百分点，连续两个季度涨幅扩大。按商品用途分类看，CGPI中投资品和消费品价格分别上涨 8.1%和 9.8%；按商品基本分类看，CGPI中农产品、矿产品、煤油电和加工业产品价格同比分别上涨 19.3%、14.1%、7%和 6.4%。第一季度，全国主要农产品生产价格（指农产品生产者直接出售其产品时的价格）同比上涨 15.6%，涨幅比同期农业生产资料价格指数高 8.7 个百分点，有利于农民增收。

进口价格上涨较快。第一季度各月，进口价格同比涨幅分别为

⁵ 国家统计局从 2011 年 1 月开始实施新的工业生产者价格统计调查制度方法，“工业品出厂价格指数”和“原材料、燃料、动力购进价格指数”分别被改称为“工业生产者出厂价格指数”和“工业生产者购进价格指数”。

11.7%、16.6%和 15.5%，平均为 14.6%；出口价格同比涨幅分别为 11.0%、11.4%和 7.5%，平均为 10.0%。进口价格同比涨幅快速扩大主要是受国际大宗商品价格持续上涨的影响。第一季度，纽约商品交易所原油期货当季平均价格环比上涨 11.8%，同比上涨 12.0%。布伦特原油现货当季平均价格环比上涨 21.2%，同比上涨 37.7%。伦敦金属交易所铜和铝现货当季平均价格分别比上季度上涨 6.6%和 11.4%，比上年同期上涨 33.2%和 15.6%。国家发展和改革委员会根据现行成品油价格形成机制，结合近一段时间国际市场油价变化情况，先后两次上调成品油价格，自 2 月 20 日起，汽、柴油价格每吨均提高 350 元，自 4 月 7 日起，汽、柴油价格每吨分别提高 500 元和 400 元。

专栏 4：大宗商品价格

大宗商品通常指用于生产与消费的大批量买卖的标准化物质商品，主要包括三类：一是黄金、原油等金融属性和避险保值功能较强的商品；二是以有色金属、黑色金属为代表的原材料；三是大豆、糖、小麦、棉花、橡胶等农产品。目前国际上大多数大宗商品由具有代表性的国际期货市场定价，比如纽约商品交易所的西德克萨斯轻质原油（WTI）期货价格就是国际原油价格的重要参照。衡量大宗商品价格变动的代表性指数有路透 CRB 指数、标普高盛商品指数（S&P GSCI）、IMF 商品指数。这类指数通常选取经济敏感商品的期货或现货价格编制，按商品的贸易或产量确定权重并进行动态调整，能比较及时灵敏地反映国际大宗商品价格的整体变化。

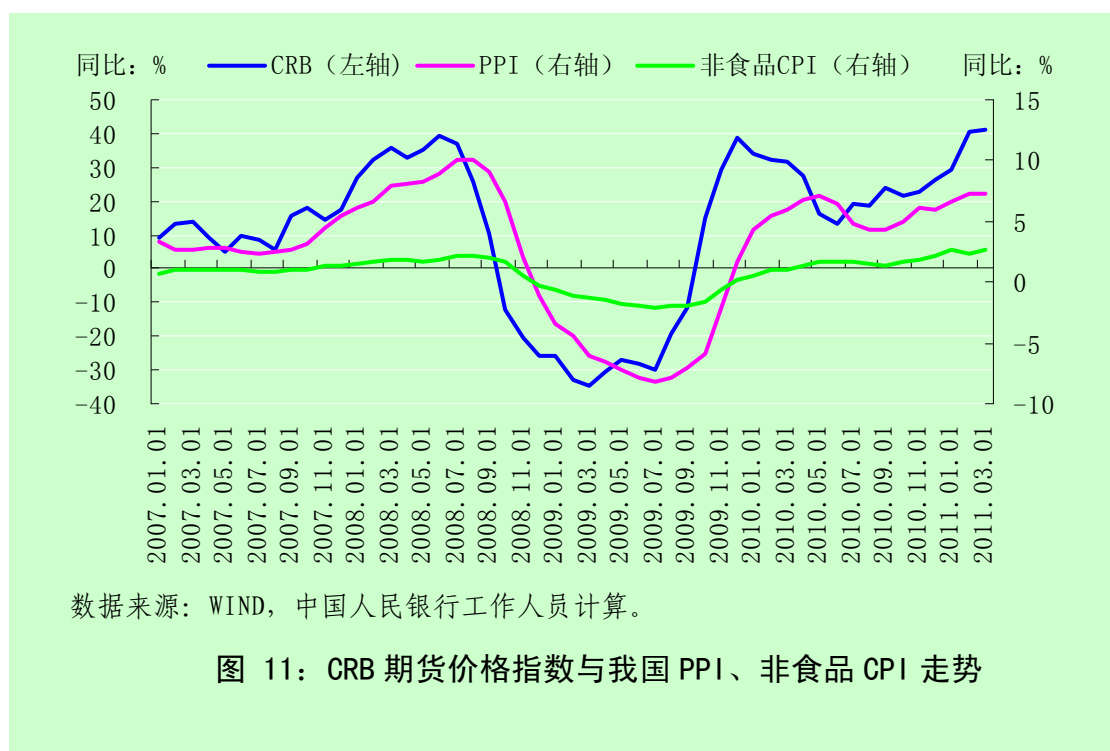
影响国际大宗商品价格走势的因素相当复杂，大致分为三类：一是实体经济供求因素。由于大宗商品主要是资源性质的非再生能源、原材料，供给缺乏弹性，实体经济增长越强劲，对能源和原材料的需求越大，其价格上涨动力就越强。二是金融因素，即流动性状况、美元汇率变化、投机活跃程度等。一般而言，国际

市场流动性越充裕、投机活动越活跃，大宗商品价格上涨越快。此外，由于大宗商品交易以美元计价，美元升值则价格下降，贬值则上升。三是短期冲击因素，如突发事件、气候、地缘政治等也会通过影响预期导致大宗商品价格的短期波动加剧。

国际大宗商品价格波动主要通过影响进口价格和预期等渠道对国内价格产生影响，影响程度主要取决于三方面因素，一是大宗商品的进口依存度，二是国内消费品市场的供求状况，三是资源利用效率。从进口依存度看，我国对原油、铁矿石、铜等能源和金属的进口依存度均超过 50%，这类国际大宗商品价格上涨对国内生产者价格以及主要依赖能源、原材料投入的工业制成品（非食品）价格的影响程度较大；相反，国内粮食等主要农产品进口依存度较低，国际大宗商品中粮食的价格波动对国内食品价格的影响相对较小。从国内消费品市场供求状况看，我国多数工业制成品供大于求或供求基本平衡，国际大宗商品价格对国内最终消费物价的影响一般小于对生产者价格的影响。从资源利用效率看，2009 年我国单位 GDP 能耗是世界平均水平的 2.78 倍，电力消耗是 OECD 国家的 3.5 倍，因而，国际大宗商品价格上涨对我国物价水平的影响就会大于资源利用水平更好的发达国家。相反，日本资源利用效率高，尽管其大宗能源原材料几乎完全依赖进口，但进口价格大幅上涨对其国内物价的影响较小。

近年来，随着我国经济较快发展和大宗原材料进口依存度的上升，国际大宗商品价格变动对国内物价走势的影响逐渐增强。国际金融危机以来，国际大宗商品价格先后经历了急剧下跌和较快上涨的大幅波动，从国内 PPI、非食品 CPI 与 CRB 指数走势看，其变动趋势基本一致。2011 年以来，在全球经济保持复苏态势、主要经济体持续保持宽松政策以及地缘政治冲突的影响下，原油等国际大宗商品价格上涨明显加快，加剧了国内价格上涨的压力。

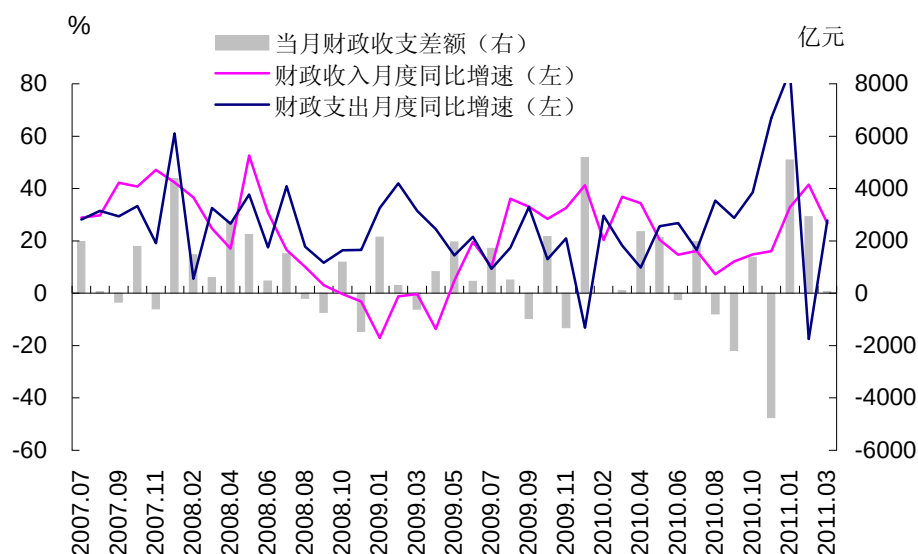
应对国际大宗商品价格波动对我国物价的影响，既需要通过完善重要能源、原材料储备体系、多方面开拓国际国内资源市场等途径保障供给安全，更需要加快经济结构战略性调整和发展方式转变，提高资源利用效率，加快资源价格改革，降低经济发展对资源的需求，从根本上增强抵御国际大宗商品价格波动的能力。



GDP缩减指数继续上升。第一季度，我国GDP为9.6万亿元，实际增长9.7%，GDP缩减指数（按当年价格计算的GDP与按不变价格计算的GDP的比率）变动率为7.2%，比上年同期提高2.4个百分点，比上年提高1.4个百分点。

（四）财政收入保持较快增长，医疗卫生、社会保障和就业等财政支出增速较高

第一季度累计，财政收入（不含债务收入）较快增长，全国财政收入2.6万亿元，同比增长33.1%，比上年同期低0.9个百分点；全国财政支出1.8万亿元，同比增长26%，比上年同期高14.1个百分点。收支相抵，收入大于支出8072亿元，收支差额比上年同期增加2775亿元。



数据来源：财政部，中国人民银行。

图 12：财政收支当月同比增速和收支差额

从财政收入结构看，第一季度累计税收收入 2.34 万亿元，同比增长 32.4%，比上年同期低 3.5 个百分点。其中，国内增值税同比增长 23.2%，营业税同比增长 26.3%，国内消费税同比增长 21.5%。从支出结构看，各项支出中位居前三位的分别是，社会保障和就业支出 2832.4 亿元，占 15.7%；教育支出 2593.3 亿元，占 14.4%；一般公共服务支出 2061.5 亿元，占 11.4%。从增速看，第一季度增长较快的有：医疗卫生支出同比增长 55.6%，社会保障和就业支出同比增长 44.5%。

（五）国际收支继续呈现“双顺差”

2010 年，我国国际收支继续呈现“双顺差”，外汇储备继续增长。其中，经常项目顺差 3054 亿美元，较上年增长 17%；资本和金融项目顺差 2260 亿美元，增长 25%；全年外汇储备资产增加 4696 亿美元。2011 年第一季度，在复杂多变的国内外宏观环境下，我国外汇总体

保持净流入态势，外汇储备增长较快。截止 3 月末，国家外汇储备余额 30447 亿美元，较 2010 年末增加 1974 亿美元。在国内外经济基本面以及利差、预期汇兑收益等因素的共同作用下，预计 2011 年未来三个季度，我国仍将保持外汇资金净流入格局。

外债总规模增长较快，短期外债余额占比上升。2010 年年末，我国外债余额为 5489 亿美元，比上年末增长 28.1%，增速比上年提高 13.7 个百分点。其中，登记外债余额为 3377 亿美元，比上年末上升 26.5%；短期外债余额 3757 亿美元，比上年末增长 44.9%，占外债余额的 68.4%，占比较上年末上升 8.0 个百分点。

（六）行业分析

工业利润增长较快。第一季度，39 个工业大类行业中，37 个行业利润同比增长，1 个行业同比下降，1 个行业亏损下降。其中，石油和天然气开采业利润同比增长 33.1%，黑色金属矿采选业增长 80.1%，化学纤维制造业增长 1 倍，石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 17%。第一季度，原煤产量 8.4 亿吨，同比增长 18.8%；发电量 10650.7 亿千瓦时，同比增长 13.4%；原油产量 5135.6 万吨，同比增长 6.7%。1-2 月份，全社会货运量 52.1 亿吨，同比增长 13.2%。

1. 房地产行业

2011 年第一季度，随着一系列房地产宏观调控政策的贯彻落实，房地产市场继续呈现回稳态势，房价环比下降的城市个数增多，主要金融机构房地产贷款增速逐步回落。

商品房销售增幅比上年同期大幅回落，但较上年全年水平略有上

升。全国房地产销售面积和销售额增幅自 2009 年年末快速回落,2010 年 9 月份后增幅略有回升。2011 年第一季度,全国商品房销售面积 17643 万平方米,同比增长 14.9%,增幅比上年同期回落 20.9 个百分点,但比上年全年提高 4.8 个百分点;商品房销售额 10152 亿元,同比增长 27.3%,增幅比上年同期回落 30.4 个百分点,但比上年全年提高 9 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 89.8%和 84.8%。

房价环比下降的城市个数增多。2011 年国家统计局采用了新的统计制度。3 月份,全国 70 个大中城市中新建商品住宅价格环比下降的有 12 个城市,比 2 月份增加了 4 个;环比价格上涨的城市有 50 个,比 2 月份减少了 6 个。二手住宅价格环比下降的城市个数有 16 个,比 2 月份增加了 12 个;环比价格上涨的城市有 44 个,比 2 月份减少了 6 个。

开发投资保持较快增长。2010 年各月房地产开发投资累计完成额增幅均在 30%以上,5 月后开发投资增幅较之前略有放缓。2011 年第一季度,全国完成房地产开发投资 8846 亿元,同比增长 34.1%,增幅比上年同期回落 1 个百分点,比上年全年提高 0.9 个百分点。其中,商品住宅完成投资 6253 亿元,占房地产开发投资总量的 70.7%。2011 年第一季度,全国房屋新开工面积为 3.98 亿平方米,同比增长 23.4%,增幅比上年同期回落 37.4 个百分点,比上年全年回落 17.3 个百分点。

房地产贷款余额增速回落。随着房地产市场的变化,房地产贷款

余额增速自 2010 年 5 月份以来持续回落。截至 2011 年 3 月末，全国主要金融机构房地产贷款余额 9.89 万亿元，同比增长 21%，增速比上年末低 6.4 个百分点。其中，房产开发贷款余额 2.49 万亿元，同比增长 18.6%，增速比上年末低 4.5 个百分点，连续 4 个月下滑。个人购房贷款余额 6.48 万亿元，同比增长 22.8%，增速比上年末低 6.5 个百分点，连续 11 个月下滑。地产开发贷款余额 8368 亿元，同比增长 12.5%，增速比上年末低 12.2 个百分点。从贷款新增量看，2011 年第一季度累计新增房地产贷款 5095 亿元，同比少增 3338 亿元。其中 3 月份当月新增房地产贷款 1665 亿元，同比少增 321 亿元。

为巩固和扩大调控成果，进一步做好房地产市场调控工作，逐步解决城镇居民住房问题，促进房地产市场平稳健康发展，2011 年 1 月 26 日，国务院办公厅印发了《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》（国办发〔2011〕1 号，以下简称国办发 1 号文件），各地方政府也相继出台了相关措施。为贯彻落实国办发 1 号文件精神，切实做好差别化住房信贷政策实施工作，3 月 18 日中国人民银行印发《关于做好差别化住房信贷政策实施工作的通知》（银发〔2011〕66 号），明确各地实施差别化住房信贷政策的基本条件、程序和管理要求，督促金融机构严格执行差别化住房信贷政策。

根据各地保障性住房的实际情况，中国人民银行会同有关部门积极探索建立和完善支持保障性安居工程建设的金融配套制度框架，金融机构保障性住房的信贷支持力度不断加强。2011 年 3 月末，主要金融机构保障性住房开发贷款余额 2274.30 亿元，个人购买保障性住

房贷款余额 251.02 亿元。

2. 农业

农业是国民经济的基础产业。近年来，根据工业反哺农业、城市支持农村和“多予少取放活”的基本方针，中央连续出台了八个关于“三农”的“一号文件”，不断加大强农惠农政策扶持力度，农业和农村经济呈现出平稳较快发展的良好态势。农业综合生产能力明显提高，粮食等主要农产品供应基本充足。至 2010 年，全国粮食总产量连续四年稳定在 1 万亿斤以上，实现了连续七年增产。农民收入持续增长，增收渠道日益多样化。2010 年农民人均纯收入达到 5919 元，实际增长 10.9%，超过了国内生产总值的增长速度，其中，工资性收入占比达到 41.1%。农业科技推广力度加大，机械化水平不断提高。科技对农业增长的贡献率从 2005 年的 48% 提高到 2010 年的 52%，农作物良种覆盖率超过 96%，耕种收综合机械化水平首次突破 50%。近年来，农村金融机构改革与创新不断推进，对落实国家支农惠农政策和保持农业农村经济社会发展发挥了重要作用。截至 2010 年 11 月末，全国有 30 个省份实现乡镇金融服务全覆盖，有 10 个省份实现乡镇金融机构全覆盖。截至 2010 年末，全部金融机构涉农贷款余额达到 11.8 万亿元，其中，农林牧渔业贷款余额为 2.3 万亿元，有力地支持了农业产业化发展，推动了传统农业向现代农业转变。

虽然农业和农村经济发展出现了良好的局面，但从总体上看，农业依然是我国国民经济发展中的薄弱环节，面临诸多问题和挑战。第一，农业发展方式仍然较为粗放，抗御自然灾害的能力不强。我国农

业基础设施较为落后，土地产出率、资源利用率和劳动生产率较低。根据农业部的统计，我国中低产田占耕地面积的 70%，农田有效灌溉面积仅占耕地面积的 50%，全国近 2/3 的乡镇农技推广机构社会化服务能力较弱，农业靠天吃饭的局面仍未根本改变。第二，保障国家粮食安全和主要农产品有效供给的难度加大。在较为落后的生产方式影响下，我国农业增长主要依赖资源投入。而从资源角度看，全国耕地面积从 1996 年的 19.51 亿亩减少到 2010 年的 18.26 亿亩，接近 18 亿亩的耕地红线；淡水资源总体短缺，时空分布不均，不少地方超量开采地下水，缺水成为制约许多地区农业发展的瓶颈。与此同时，农产品需求呈刚性增长态势，粮食和主要农产品供需之间的矛盾突出。第三，农业生产成本显著提高，保持粮食和主要农产品价格稳定的难度加大。近年来，随着农业劳动力持续流向制造业、建筑业等非农部门，农业劳动力供给相对不足，农业劳动力成本向制造业工资水平靠拢。受国内外资源类产品价格因素的影响，化肥、饲料、农药、种子、农机等农资价格总体呈上涨态势。第四，随着我国农产品市场的逐步开放，国内外农产品价格的相关度不断增强，全球食品价格波动将影响我国粮食和农产品价格，尤其是大豆等对外依存度较高的农产品受到的价格冲击将更大。

稳增长、控通胀、调结构，农业是关键。《政府工作报告》再次强调，要巩固和加强农业基础地位，坚持把“三农”工作放在重中之重，在工业化、城镇化深入发展中同步推进农业现代化，巩固和发展农村好形势。中国人民银行与各相关部门将深化农村信用社改革，加

快建立多层次、多样化、适度竞争的农村金融服务体系，积极推进农村信贷产品和服务方式创新，不断完善包括信贷、证券、保险在内的农村金融市场体系，进一步发挥金融在支持“三农”发展中的重要作用。

第五部分 货币政策趋势

一、我国宏观经济展望

当前，在一系列政策措施的综合作用下，国内经济继续保持平稳较快增长的态势。全球经济总体在曲折和波动中保持复苏态势，外部环境总体改善。各地发展热情较高，投资动力较强，消费增长空间广阔，城镇化发展有助于降低交易成本，推动劳动力等要素向效率更高的部门转移和集聚，形成新的经济增长点，总体看经济持续增长的动能依然充足。2011 年第一季度中国人民银行对企业家、银行家和城镇储户问卷调查显示，主要指标较为平稳，仍处在较高的水平上。其中居民未来收入预期指数与上季基本持平，就业预期改善，为 2009 年以来的最好状况。企业家市场需求预期指数和国内订单预期指数较上季分别提高 1.7 个和 2.0 个百分点，出口订单预期指数自 2010 年第二季度以来首次回升，较上季提高 3.8 个百分点。金融机构也普遍反映项目储备多、企业信贷需求旺，贷款仍有扩张压力。需继续把握好宏观总量调控的任务。与此同时，国民经济持续发展面临的问题，主要是国内经济结构调整压力加大，创新能力不强，资源环境约束较强，改善民生任务艰巨，需要进一步增强经济发展的协调性、可持续

性和内生动力。随着劳动年龄人口增速下降、经济发展方式逐步转变，我国经济的潜在增长水平可能会有一定程度放缓。要更加注意通过结构调整和改革提高生产效率，提升自主创新能力，提高经济增长质量，拓展未来经济增长的潜在空间。

随着经济增长态势进一步巩固，价格较快上涨成为经济运行中面临的最突出问题。应当看到，货币信贷增速自 2010 年下半年以来保持回落态势，一系列价格调控措施正在逐步发挥作用，我国粮食连续增产、库存充裕，主要工业品供给能力充足，都有助于抑制未来价格上涨。但当前全球货币条件依然宽松，流动性总体充裕，大量资金向增长较快的新兴经济体流入，在经济总体趋好的大背景下，国际初级产品价格出现持续较快上涨，全球范围内的通胀压力上升，加之前两年为应对国际金融危机我国投资规模大幅度扩张，在建项目较多，总需求回升较快，这些都推动全社会通胀预期增强，价格上行压力加大。此外，受巴拉萨-萨缪尔森效应及劳动年龄人口增长趋缓等因素影响，农产品、服务业领域中劳动力成本涨幅可能会明显超出其生产率增长，导致价格出现上涨趋势，同时资源性产品价格也有待逐步理顺，这些因素有可能系统性地推高价格水平。宏观政策需要防范结构性和趋势性的价格上涨与通胀预期交织影响，相互推动，从而进一步加剧通胀压力。中国人民银行 2011 年第一季度城镇储户问卷调查显示，居民对未来物价上涨预期有所减弱，显示政策调控正在发挥作用，但总体看通胀预期仍处于较高水平。认为目前房价过高的居民占比较高，是 2009 年第一季度有统计以来仅次于上年末的第二高值。

二、下一阶段主要政策思路

下一阶段，中国人民银行将按照国务院统一部署，以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，切实实施好稳健的货币政策，注意把握调控的节奏和力度，保持政策的连续性和稳定性，提高针对性、灵活性和有效性。一方面要处理好控制货币总量和改善结构的关系。在满足经济发展合理资金需求的同时，消除通货膨胀的货币条件，同时着力优化结构，更好地满足多样化的投融资需求。另一方面，要处理好促进经济增长和抑制通货膨胀的关系。当前增长速度和就业都处在合理水平，稳定物价和管好通胀预期是关键，也是宏观调控的首要任务。要保持必要的调控力度，巩固和加强前期调控成果，进一步巩固经济发展的良好势头。

一是继续加强流动性管理，把好流动性总闸门。准备金工具针对由外汇流入等导致的偏多流动性，其运用力度和调整空间取决于多个可变的条件，因此并不存在绝对上限。要根据经济金融形势和外汇流动的变化情况，综合运用公开市场操作、存款准备金率等货币政策工具，合理安排政策工具组合、期限结构和操作力度，加强流动性管理，保持银行体系流动性合理适度，促进货币信贷适度增长。根据形势发展要求，继续运用利率等价格调控手段，调节资金需求和投资储蓄行为，管理通胀预期。加强对社会融资总量的监测与调节，保持合理的社会融资规模和节奏。

二是健全宏观审慎政策框架，配合常规性货币政策工具发挥合力。把货币信贷和流动性管理的总量调节与强化宏观审慎管理结合起

来，根据宏观形势变化及银行体系稳健性状况等进行适度调整，继续实施好差别准备金动态调整措施，引导并激励金融机构自我保持稳健和调整信贷投放，提升金融机构风险防范能力。进一步加强系统性风险防范。继续加强地方融资平台公司贷款、表外资产和房地产金融的风险管理。

三是着力优化结构，加强对实体经济的支持。引导金融机构把握好贷款投放进度和节奏，加强金融产品和服务创新，加大对重点领域和薄弱环节的资金支持。按照国家经济结构调整和经济发展方式转变的要求，改进和完善对战略性新兴产业、节能环保产业、现代服务业、科技自主创新等的金融支持，严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款，支持低碳经济发展。引导更多的资金投向“三农”和中小企业，做好就业、助学、扶贫等金融服务。发展消费信贷，支持扩大内需。继续做好促进区域经济协调发展的金融支持。落实差别化住房信贷政策，推动房地产金融健康发展。合理调节中长期贷款和短期贷款的比例。

四是稳步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革。继续培育货币市场基准利率（Shibor），引导金融机构进一步增强风险定价能力，根据“十二五”规划总体要求和基础条件，通过选择具有硬约束的金融机构、逐步放开替代性金融产品价格等途径有计划、有步骤的推进利率市场化改革。按照主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制，发挥市场供求在汇率形成中的基础性作用，参考一篮子货币进行调节，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合

理均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡。加快发展外汇市场，推动汇率风险管理工具创新。扩大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。继续深化外汇管理体制改革，严厉打击‘热钱’等违法违规资金流入。

五是继续推动金融市场健康发展，深化金融企业改革。充分发挥金融市场在资源配置中的基础性作用，进一步扩大直接融资渠道，发挥好股票、债券、产业基金等融资工具的作用，不断完善金融市场制度和基础设施建设，推动金融市场支持实体经济发展。积极、稳妥地推动银行间债券市场对外开放。继续深化大型商业银行改革，持续改进金融服务方式，不断提高金融服务品质，切实履行大型商业银行的社会责任。继续推进中国农业银行改革，稳步推进“三农金融事业部”改革，全面改进“三农”金融服务。继续稳步推进国家开发银行商业化转型，推进中国进出口银行和中国出口信用保险公司改革，进一步做好中国农业发展银行改革前期研究工作。