

中国货币政策执行报告

二〇一二年第三季度

中国人民银行货币政策分析小组

2012年11月2日

内容摘要

2012 年第三季度，中国经济增长呈缓中趋稳态势并继续出现积极变化。消费需求稳定，固定资产投资平稳较快增长，出口增速有所回升。农业生产形势良好，工业生产增速趋稳。物价涨幅继续回落，就业形势基本稳定。前三个季度，实现国内生产总值（GDP）35.3 万亿元，同比增长 7.7%；居民消费价格同比上涨 2.8%。

中国人民银行按照国务院统一部署，继续实施稳健的货币政策，着力增强政策的前瞻性、针对性和灵活性，适时适度进行预调微调。再次下调存贷款基准利率并扩大贷款利率浮动区间。根据流动性供给格局的变化，连续开展逆回购操作，满足银行体系合理的流动性需求，引导市场利率平稳运行。引导金融机构继续优化信贷结构。继续稳步推进金融企业改革，进一步增强人民币汇率浮动弹性。

货币信贷和社会融资增长较快，贷款结构继续改善。2012 年 9 月末，广义货币供应量 M2 余额为 94.4 万亿元，同比增长 14.8%。人民币贷款余额同比增长 16.3%，比年初增加 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元。前三个季度社会融资规模为 11.73 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，9 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.97%，比 6 月份下降 0.09 个百分点。9 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.3410，比 6 月末贬值 0.25%，人民币实际有效汇率贬值 0.99%。

当前，支撑中国经济平稳较快发展的基本面并未发生根本性变化，经济有望继续保持平稳较快增长。中国仍处于城镇化、信息化、

工业化和农业现代化进程中，经济结构正在朝着预期的方向转变。也要看到，中国经济发展面临的国内外环境依然复杂，外需受到国际金融危机的持续影响尽显疲弱，国内内生增长动力还需增强。在结构性及周期性等多重因素的共同作用下，经济增长受到一定影响，经济结构调整和转变发展方式的任务更加紧迫。需根据经济运行规律和结构性变化把握好宏观调控工作，同时继续加快结构调整和改革步伐，整合和优化资源配置，更好地释放长期增长的潜力。

下一阶段，中国人民银行将继续落实党中央、国务院各项部署，坚持科学发展主题和加快转变经济发展方式主线，坚持“稳中求进”的工作总基调，正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系，把稳增长放在更加重要的位置。继续实施稳健的货币政策，增强调控的前瞻性、针对性和灵活性，加强预调微调，把握好经济增长、物价稳定 and 风险防范三者的平衡，重在保持货币环境的稳定，为市场经济自身的调整 and 稳定机制发挥作用创造条件。综合运用多种货币政策工具组合，健全宏观审慎政策框架，保持合理的市场流动性，引导货币信贷和社会融资规模平稳合理增长。进一步提高货币政策的有效性，着力优化信贷资源配置，缓解信贷资金供求结构性矛盾，切实强化金融服务实体经济的功能。稳步推进利率市场化改革，引导金融机构用好利率浮动定价权合理定价。进一步完善人民币汇率形成机制，增强人民币汇率双向浮动弹性。推动金融市场规范发展，继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化的融资需求。深化金融机构改革，有效防范系统性金融风险，保持金融体系稳定。

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量增长较快	1
二、金融机构存款波动较大	2
三、金融机构贷款增长加快	2
四、社会融资规模创历史同期最高水平，融资结构多元发展	4
五、金融机构存贷款利率总体下行	6
六、人民币汇率弹性明显增强	8
第二部分 货币政策操作	8
一、灵活开展公开市场操作	9
二、再次下调存贷款基准利率并调整贷款利率浮动区间	10
三、加强窗口指导和信贷政策引导	12
四、促进跨境人民币业务发展	12
五、完善人民币汇率形成机制	14
六、深入推进金融机构改革	14
七、深化外汇管理体制改革	17
第三部分 金融市场分析	19
一、金融市场运行分析	19
二、金融市场制度性建设	28
第四部分 宏观经济分析	30
一、世界经济金融形势	30
二、中国宏观经济运行分析	37
第五部分 货币政策趋势	47
一、中国宏观经济展望	47
二、下一阶段主要政策思路	49

专栏

专栏 1 上海银行间同业拆放利率 (Shibor)	10
专栏 2 金融业发展和改革“十二五”规划	15
专栏 3 以市场化方式推动公司信用类债券创新发展	24
专栏 4 欧美央行新一轮量化宽松货币政策比较	35

表

表 1 2012 年前三个季度分机构人民币贷款情况	4
表 2 2002 年以来社会融资规模	6
表 3 2012 年 1-9 月金融机构人民币贷款各利率区间占比	7
表 4 2012 年 1-9 月大额美元存款与美元贷款平均利率	8
表 5 2012 年第三季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量	14
表 6 2012 年前三个季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况 ..	20
表 7 利率衍生产品交易情况	21
表 8 2012 年前三个季度主要债券发行情况	23
表 9 2012 年 9 月末主要保险资金运用余额及占比情况	27
表 10 主要经济体宏观经济金融指标	32

图

图 1 跨境贸易人民币结算金额	13
图 2 银行间市场国债收益率曲线变化情况	22
图 3 进出口增速与贸易差额	39

第一部分 货币信贷概况

2012 年第三季度，国民经济运行总体平稳，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资增长较快，贷款结构继续改善。

一、货币供应量增长较快

2012 年 9 月末，广义货币供应量 M2 余额为 94.4 万亿元，同比增长 14.8%，增速比 6 月末高 1.2 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额为 28.7 万亿元，同比增长 7.3%，增速比 6 月末高 2.6 个百分点。流通中货币 M0 余额为 5.3 万亿元，同比增长 13.3%，增速比 6 月末高 2.5 个百分点。前三个季度现金净投放 2684 亿元，同比多投放 127 亿元。

在公开市场操作、存款准备金率、再贷款再贴现、利率和逆周期宏观审慎管理等多项政策工具的综合作用下，货币供应量增速明显回升。9 月末，M2 增速创 2011 年下半年以来新高，M1 增速则创 2012 年新高，其中，M2、M1 增速分别较上月末明显提升 1.3 个和 2.8 个百分点。货币条件总体相对宽松，有利于支持国民经济平稳较快发展。

9 月末，基础货币余额为 23.6 万亿元，同比增长 11.2%，比年初增加 1.14 万亿元。9 月末，货币乘数为 4.00，比上年同期高 0.29，货币扩张能力较强。银行体系流动性合理充裕。9 月末，金融机构超额准备金率为 2.1%，比上年同期高 0.7 个百分点；其中，农村信用社为 3.8%，比上年同期高 0.4 个百分点。

二、金融机构存款波动较大

9月末，全部金融机构（含外资金融机构，下同）本外币各项存款余额为 92.6 万亿元，同比增长 14.3%，增速比 6 月末高 1.1 个百分点，比年初增加 9.9 万亿元，同比多增 1.7 万亿元。人民币各项存款余额为 90.0 万亿元，同比增长 13.3%，增速比 6 月末高 1.0 个百分点，比年初增加 9.0 万亿元，同比多增 9243 亿元。受业绩考核、信息披露等因素影响，存款持续出现季末大幅冲高、季初明显回落现象，3 月份、6 月份和 9 月份新增存款分别达到 3.0 万亿元、2.9 万亿元和 1.7 万亿元，而 2012 年以来季初存款则均为下降态势，1 月份、4 月份和 7 月份分别减少 8000 亿元、4656 亿元和 5006 亿元。外币存款余额为 4138 亿美元，同比增长 61.9%，比年初增加 1388 亿美元，同比多增 1088 亿美元。

从人民币存款部门分布看，住户存款增速逐步提升，非金融企业存款稳步增长。9 月末，金融机构住户存款余额为 39.8 万亿元，同比增长 18.1%，增速比 6 月末和 3 月末分别高 0.9 个和 2.0 个百分点，比年初增加 4.9 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。非金融企业人民币存款余额为 31.4 万亿元，同比增长 7.9%，增速比 6 月末和 3 月末分别高 2.2 个和 1.7 个百分点，比年初增加 1.4 万亿元，同比多增 955 亿元。9 月末，财政存款余额为 3.3 万亿元，比年初增加 6296 亿元，同比少增 5341 亿元。

三、金融机构贷款增长加快

9 月末，全部金融机构本外币贷款余额为 65.5 万亿元，同比增

长 16.4%，增速比 6 月末高 0.5 个百分点，比年初增加 7.3 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。

人民币贷款投放加快。9 月末，人民币贷款余额为 61.5 万亿元，同比增长 16.3%，为 2011 年 9 月份以来最高，增速比 6 月末高 0.3 个百分点，比年初增加 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元。贷款已持续 5 个月同比多增，金融机构信贷投放意愿仍然较强，贷款支持经济发展力度较大。

信贷结构继续改善，中长期贷款增速回升，对小微企业、“三农”的信贷支持力度较强。人民币住户贷款增速企稳回升，9 月末同比增长 17.8%，比 6 月末高 1.2 个百分点，比上年末低 3.1 个百分点，比年初增加 1.9 万亿元，与上年同期基本持平。非金融企业及其他部门贷款增速较为平稳，9 月末同比增速为 15.7%，比 6 月末略低 0.2 个百分点，比上年末高 1.8 个百分点，比年初增加 4.8 万亿元，同比多增 1.1 万亿元。从期限看，中长期贷款投放加快迹象较为明显，9 月末中长期贷款增速为 9.7%，为近半年最高，比年初增加 2.4 万亿元；其中，第三季度增量在全部贷款增量中占比达 42.1%，比上半年大幅提升 9.8 个百分点，比上年同期高 2.7 个百分点。包含票据融资在内的短期贷款比年初增加 4.2 万亿元，同比多增 1.5 万亿元。小微企业和“三农”信贷支持保持较大力度。9 月末，主要金融机构及农村合作金融机构、城市信用社和外资银行小微企业人民币贷款余额同比增长 20.7%，比大型和中型企业贷款增速分别高 9.9 个和 4.0 个百分点。前三季度，主要金融机构及农村合作金融机构、城市信用社、村镇银

行、财务公司本外币农村贷款、农业贷款和农户贷款分别增加 2.0 万亿元、3233 亿元和 4941 亿元，同比分别多增 2041 亿元、887 亿元和 111 亿元。分机构看，中资全国性大型银行、中资区域性中小型银行及农村合作金融机构贷款同比多增较多。

表 1 2012 年前三个季度分机构人民币贷款情况

单位：亿元

	2012 年前三个季度		2011 年前三个季度	
	新增额	同比多增	新增额	同比多增
中资全国性大型银行 ^①	31044	3270	27773	-5566
中资全国性中小型银行 ^②	18507	750	17757	1039
中资区域性中小型银行 ^③	9922	5833	4090	-371
农村合作金融机构 ^④	10998	2162	8836	-1155
外资金融机构	559	-6	565	-545

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。9 月末，金融机构外币贷款余额为 6229 亿美元，同比增长 18.9%，比年初增加 845 亿美元，同比多增 111 亿美元。从投向看，进出口贸易融资增加 567 亿美元，同比多增 298 亿美元；境外贷款与境内中长期贷款增加 315 亿美元，同比多增 50 亿美元。

四、社会融资规模创历史同期最高水平，融资结构多元发展

初步统计，前三个季度社会融资规模为 11.73 万亿元，创历史同

期最高水平，比上年同期多 1.92 万亿元¹。其中，9 月份社会融资规模为 1.65 万亿元，比上月和上年同期分别多 4041 亿元和 1.22 万亿元，已连续 5 个月多于上年同期。前三个季度社会融资规模明显高于上年同期，主要是因为 5 月份后，人民币贷款和信托贷款投放明显增多，企业债券融资十分活跃。前三个季度这三项融资合计 8.99 万亿元，同比多融资 2.38 万亿元，其中 5-9 月同比多融资 2.15 万亿元。

从结构看，主要有以下几个特点：一是人民币贷款同比多增较多，外币贷款投放有所加快。前三个季度人民币贷款增加 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元；占同期社会融资规模的 57.3%。外币贷款折合人民币增加 5343 亿元，同比多增 573 亿元；占同期社会融资规模的 4.6%。二是企业债券融资活跃，拉动直接融资占比创历史最高水平。前三个季度非金融企业境内债券和股票合计融资 1.78 万亿元，同比多 5848 亿元；占同期社会融资规模的 15.2%，创历史最高水平。其中，企业债券净融资 1.56 万亿元，创历史同期最高水平，比上年同期多 7186 亿元。三是表外融资改变了前 8 个月持续累计同比少增的态势，转为同比多增。前三个季度实体经济以未贴现的银行承兑汇票、委托贷款和信托贷款方式合计融资 2.32 万亿元，比上年同期多 1898 亿元。其中，主要是信托贷款增加 7015 亿元，同比多增 6176 亿元。

¹ 文中同比增减数额均用可比口径数据计算得到。

表 2 2002 年以来社会融资规模

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
2002 年	20112	18475	731	175	—	-695	367	628
2003 年	34113	27652	2285	601	—	2010	499	559
2004 年	28629	22673	1381	3118	—	-290	467	673
2005 年	30008	23544	1415	1961	—	24	2010	339
2006 年	42696	31523	1459	2695	825	1500	2310	1536
2007 年	59663	36323	3864	3371	1702	6701	2284	4333
2008 年	69802	49041	1947	4262	3144	1064	5523	3324
2009 年	139104	95942	9265	6780	4364	4606	12367	3350
2010 年	140191	79451	4855	8748	3865	23346	11063	5786
2011 年	128286	74715	5712	12962	2034	10271	13658	4377
2012 年前三个季度	117273	67223	5343	8600	7015	7631	15613	2177

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。④“—”表示数据缺失或者有关业务量很小。

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银行间市场交易商协会等。

五、金融机构存贷款利率总体下行

受中国人民银行 6 月 8 日、7 月 6 日连续两次下调存贷款基准利率并调整利率浮动区间等因素影响，金融机构对非金融企业及其他部门贷款利率总体下行。9 月，贷款加权平均利率为 6.97%，比 6 月下降 0.09 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 7.18%，比 6 月下降 0.37 个百分点；票据融资加权平均利率为 6.23%，比 6 月上升 1.16 个百分点。个人住房贷款利率稳步下行，9 月加权平均利率为

6.20%，比 6 月下降 0.48 个百分点。

从利率浮动情况来看，执行下浮利率的贷款占比上升。9 月，执行下浮利率的贷款占比为 11.31%，比 6 月上升 3.39 个百分点。执行基准利率和上浮利率的贷款占比分别为 24.57%和 64.12%，比 6 月分别下降 0.51 个和 2.87 个百分点。

表 3 2012 年 1-9 月金融机构人民币贷款各利率区间占比

单位：%

月份	下浮	基准	上 浮					
	[0.9, 1.0]	1.0	小计	(1.0, 1.1]	(1.1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0 以上
1 月	4.79	26.22	69.00	22.33	25.51	8.76	9.22	3.17
2 月	5.53	27.59	66.88	23.12	23.76	7.98	8.61	3.40
3 月	4.62	24.95	70.43	21.12	26.99	9.48	9.41	3.43
4 月	5.03	23.06	71.91	20.76	28.92	10.10	8.98	3.16
5 月	5.35	24.08	70.57	20.51	28.90	9.73	8.31	3.12
6 月	7.92	25.08	66.99	19.94	27.87	8.90	7.66	2.63
7 月	9.51	24.38	66.11	19.74	26.78	9.13	7.61	2.85
8 月	11.61	22.66	65.73	19.64	26.45	8.30	8.33	3.01
9 月	11.31	24.57	64.12	20.16	25.18	8.13	7.67	2.98

注：2012 年 8 月、9 月统计数据的下浮区间为[0.7, 1.0)。

数据来源：中国人民银行。

受国际金融市场利率走势及境内资金供求关系变动等因素影响，9 月，活期、3 个月以内大额美元存款加权平均利率分别为 0.17%和 0.63%，比 6 月分别下降 0.09 个和 1.44 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 2.05%和 2.09%，比 6 月分别下降 1.33 个和 1.65 个百分点。

表 4 2012 年 1-9 月大额美元存款与美元贷款平均利率

单位：%

月份	大额存款						贷 款				
	活期	3 个月以内	3 (含 3 个月) — 6 个月	6 (含 6 个月) — 12 个月	1 年	1 年以上	3 个月以内	3 (含 3 个月) — 6 个月	6 (含 6 个月) — 12 个月	1 年	1 年以上
1 月	0.34	3.29	4.24	4.73	5.46	5.87	3.78	4.35	4.81	4.47	4.27
2 月	0.29	3.16	3.93	4.34	4.64	4.50	3.51	4.08	4.35	4.28	4.29
3 月	0.27	2.91	3.61	4.34	4.76	5.35	3.56	4.00	4.36	4.03	3.53
4 月	0.21	2.69	3.54	3.97	4.40	3.32	3.54	3.96	4.44	4.07	3.99
5 月	0.26	2.37	3.33	3.92	4.12	4.16	3.50	4.11	4.27	4.21	3.90
6 月	0.26	2.07	2.93	3.39	4.07	4.36	3.38	3.74	3.72	4.02	4.10
7 月	0.19	2.80	2.57	3.06	3.78	2.13	3.01	3.29	3.54	3.00	3.76
8 月	0.20	0.96	2.08	2.43	3.21	1.59	2.48	2.70	3.11	2.44	4.04
9 月	0.17	0.63	1.45	1.65	2.13	1.88	2.05	2.09	2.24	2.15	3.36

数据来源：中国人民银行。

六、人民币汇率弹性明显增强

第三季度，人民币汇率保持基本稳定，双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。9 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.3410 元，比 6 月末贬值 161 个基点，贬值幅度为 0.25%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2012 年 9 月末，人民币对美元汇率累计升值 30.52%。根据国际清算银行的计算，第三季度，人民币名义有效汇率贬值 1.41%，实际有效汇率贬值 0.99%；2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2012 年 9 月，人民币名义有效汇率升值 21.39%，实际有效汇率升值 28.76%。

第二部分 货币政策操作

2012 年第三季度，中国人民银行按照国务院统一部署，继续实

施稳健的货币政策，并着力增强政策的前瞻性、针对性和灵活性，适时适度进行预调微调。再次下调存贷款基准利率并扩大贷款利率浮动区间。根据流动性供给格局的变化，连续开展逆回购操作，满足银行体系合理的流动性需求，引导市场利率平稳运行。引导金融机构继续优化信贷结构。继续稳步推进金融企业改革。进一步增强人民币汇率浮动弹性。

一、灵活开展公开市场操作

第三季度，中国人民银行密切监测国内外经济金融形势和银行体系流动性变化，灵活开展公开市场逆回购操作，实现了银行体系流动性的总量适度 and 运行平稳。根据不同时点银行体系流动性变化科学安排逆回购操作规模和频率，适时适度增加流动性供给，合理调节银行体系流动性水平。第三季度累计开展逆回购操作约 2.3 万亿元；截至 9 月末，逆回购余额为 6500 亿元。优化逆回购操作期限结构。合理搭配 7 天期和 14 天期逆回购操作，适时增加 28 天期逆回购期限品种，积极应对季节性因素等引起的短期流动性供求波动。合理把握公开市场逆回购操作利率弹性，既有效引导了市场预期，也促进了货币市场利率的平稳运行。截至 9 月末，7 天期、14 天期和 28 天期逆回购操作利率分别为 3.35%、3.45% 和 3.6%。

适时开展中央国库现金管理操作。第三季度，共开展四期国库现金管理商业银行定期存款业务合计 1700 亿元，其中 3 个月期 1300 亿元，6 个月期 400 亿元。

二、再次下调存贷款基准利率并调整贷款利率浮动区间

随着通胀预期水平的逐步回落,中国人民银行于7月6日再次下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3.25%下降到3%,下调0.25个百分点;1年期贷款基准利率由6.31%下降到6%,下调0.31个百分点。同时,将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。再次下调存贷款基准利率和调整利率浮动区间后,为进一步降低企业融资成本创造了更加有利的政策环境,引导了金融机构对企业贷款利率水平逐月降低。

专栏 1 上海银行间同业拆放利率 (Shibor)

市场基准利率作为金融市场产品定价的参照,是利率市场化最为重要的金融基础设施之一。随着管制利率的逐步放开,构建和培育中国的货币市场基准利率成为推进利率市场化的重要任务之一。2007年,上海银行间同业拆放利率(英文缩写为Shibor,以下简称Shibor)建立。总体来看,在技术安排上Shibor借鉴了伦敦银行间同业拆借利率(Libor)、欧元区银行间同业拆借利率(Euribor)和新加坡银行间同业拆借利率(Sibor)等国际主要货币市场基准利率的一些通行做法,但在运行制度安排上,则更加注重与中国实际相结合,特别是重点加强了报价形成的市场约束和监督管理,相比其它国际市场基准利率具有较为明显的独特之处。

Shibor在生成方法和报价行选择等方面沿用了国际通行做法。Shibor是由信用等级较高的银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率,属于单利、无担保、批发性利率,包括从隔夜到1年的16个期限品种,目前对社会公布8个品种。在基准利率设计之初,Shibor的生成机制和报价行选择等方面借鉴了国际主要货币市场基准利率的通行做法。一是基准利率的计算均采用报价行每个交易日按时报价、剔除若干最高和最低报价、剩余报价算术平均生成最终利率的做法,并由作为第三方机构的全国银行间同业拆借中心对外发布。二是基准利率报价团均由信用等级较高、货币市场交易活跃以及具有

较强利率定价能力的优质银行组成。目前，Shibor 有 18 家报价行，涵盖国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和外资银行等类型，报价行资产规模、经营模式、竞争地位等方面的差异化保证了报价的代表性，有利于充分发现市场价格，全面反映市场的流动性状况。

Shibor 在制度安排上强调了报价形成的市场约束和监督管理。考虑到中国国情和金融市场发展阶段，中国推出 Shibor 时相应制定了《Shibor 实施准则》，以保障 Shibor 的平稳运行。

一是明确监督管理责任。《Shibor 实施准则》不仅就 Shibor 定义、报价行选择标准进行了详细规定，还对报价的监督管理作了明确规定，建立了报价违规行为的防范机制。要求 Shibor 工作小组按月、季、年评估报价行有关报价行为，按年考核全国银行间同业拆借中心作为指定发布人的职责履行情况；全国银行间同业拆借中心对报价行报价质量进行场务监督，及时发现违规行为、督促改正并报告工作小组。

二是建立报价激励机制，强调报价成交义务。根据《Shibor 实施准则》制定了《Shibor 报价行报价质量考评指标体系》，强调报价行每天的报价利率应以货币市场交易利率为基础，并设置了拆借市场影响力和报价可交易性等指标，鼓励报价行以真实交易为定价基础，强调报价的成交义务，促进了报价行准确客观报价。同时还对报价行的报价质量按年考核、实行末位淘汰。

三是引入第三方评估考核，强化市场监督。全国银行间同业拆借中心作为第三方机构参与评估考核工作，除对货币市场交易进行逐笔统计与监测外，还按季就报价行的报价质量进行电子问卷调查，作为评估报价质量的指标之一，所有货币市场交易成员均可以参与到报价行的评估考核中，保证了各项评估考核结果的客观公正。

上述 Shibor 特有的制度安排对于保证报价的准确客观、提高 Shibor 的基准性起到了积极作用，在避免类似 Libor 报价违规行为方面具有重要意义。Shibor 运行五年多来，已经成为中国金融市场上重要的指标性利率，较为充分地反映了货币市场走势、银行体系流动性状况和政策调控预期，在浮动利率债券、衍生产品定价上发挥了基准作用，并为拆借及回购交易、票据、短期融资券等产品提供了定价参考。同时，Shibor 建设也推进了商业银行定价机制建设，商业银行已

初步建立了总利润目标统领的利率定价架构，建立健全了市场化产品、贷款及内部转移等定价机制，风险定价水平显著提高。

今后，Shibor 工作组将继续优化 Shibor 生成机制，鼓励以 Shibor 为基准的金融产品创新，加强对于报价行的监督管理，以完善 Shibor 机制建设，促进 Shibor 基准性和公信力的不断提升。

三、加强窗口指导和信贷政策引导

坚持分类指导、有扶有控，加强信贷政策与产业政策、区域政策的协调配合，引导金融机构着力优化信贷结构，不断完善对实体经济、民生领域的金融服务，加快推进经济结构调整和经济发展方式转变。积极推进金融产品和服务方式创新，加强对现代农业生产方式、集体林权改革和农田水利建设等“三农”方面和小微企业发展的金融支持力度。满足铁路等国家重点在建续建项目的资金需求，进一步加大对就业、助学、扶贫、少数民族、农民工等“民生”领域的金融支持和服务。引导金融机构做好科技创新、文化产业发展等战略性新兴产业的金融服务工作，积极发展低碳金融。围绕国家区域政策要求，做好对区域发展的金融支持和服务工作，推动区域经济结构调整和产业布局优化。继续支持保障性住房、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，抑制投机投资性购房。严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款。

四、促进跨境人民币业务发展

跨境贸易和投资人民币结算业务量保持较快增长。初步统计，第三季度，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 7989.6 亿元，同比

增长 34%。其中，货物贸易结算金额 5555.0 亿元，服务贸易及其他经常项目结算金额 2434.6 亿元。前三个季度，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 2.1 万亿元，同比增长 32%。跨境贸易人民币结算实收 9290.8 亿元，实付 11189.6 亿元，收付比由上半年的 1：1.4 上升至 1：1.2。前三个季度，银行累计办理跨境直接投资人民币结算业务 1766.1 亿元。其中，对外直接投资结算金额 221 亿元，外商直接投资结算金额 1545.1 亿元。

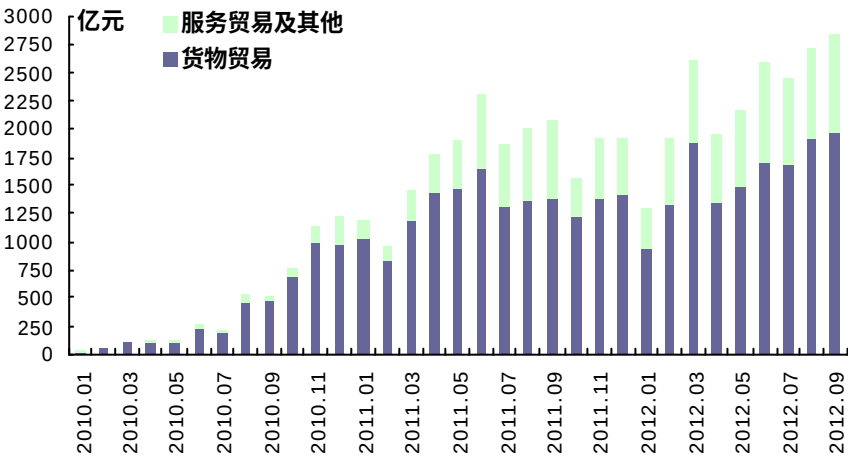


图 1 跨境贸易人民币结算金额

数据来源：中国人民银行。

海峡两岸货币清算机制建设取得新进展。8 月 31 日，两岸货币管理机构签署《海峡两岸货币清算合作备忘录》。双方同意以备忘录确定的原则和合作架构建立两岸货币清算机制，双方将各自选择一家货币清算机构为对方开展本方货币业务提供结算及清算服务。此举是两岸金融合作取得的重要进展，将为促进两岸投资贸易便利化、推动两岸经贸关系深入发展发挥积极作用。

五、完善人民币汇率形成机制

继续按主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。第三季度，人民币对美元汇率中间价最高为 6.3112 元，最低为 6.3495 元，65 个交易日中 33 个交易日升值、32 个交易日贬值。第三季度最大单日升值幅度为 0.16%（103 点），最大单日贬值幅度为 0.25%（158 点）。

人民币对欧元、日元等其他国际主要货币汇率双向波动。9 月末，人民币对欧元、日元汇率中间价分别为 1 欧元兑 8.1885 元人民币、100 日元兑 8.1684 元人民币，分别较 6 月末贬值 3.88%和 2.49%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2012 年 9 月末，人民币对欧元汇率累计升值 22.29%，对日元汇率累计贬值 10.56%。

表 5 2012 年第三季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量

单位：亿元人民币

币种	美元	欧元	日元	港币	英镑	澳元	加元	林吉特	卢布	泰铢
交易量	52932.0	229.3	3398.0	489.4	5.9	41.4	0.6	2.8	17.2	3.9

数据来源：中国外汇交易中心。

六、深入推进金融机构改革

资产管理公司转型改制工作平稳推进。9 月 25 日，中国华融资产管理股份有限公司创立大会在北京召开，公司注册资本 258 亿元人民币，财政部和中国人寿保险（集团）公司分别持股 98.06%和 1.94%；

按照国家有关法律法规，中国华融资产管理股份有限公司建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层构成的现代股份公司治理结构。股份有限公司成立后，将在继续做好不良资产处置业务的同时，重点发展银行业务以及信托、租赁等与银行业相关的业务。

农村信用社改革取得显著成效。一是资产质量明显改善。9月末，按贷款五级分类口径统计，全国农村信用社不良贷款余额和比例分别为3528亿元和4.5%，比上年末分别下降121亿元和1个百分点。资本充足率为11.1%，比上年末提高0.4个百分点。二是业务规模显著提升。9月末，全国农村信用社的各项存贷款余额分别为11.5万亿元和7.8万亿元，占全国金融机构各项存贷款余额的比例分别为12.8%和12.6%，比上年末分别提高0.3个和0.4个百分点。三是涉农信贷投放增长较快。9月末，全国农村信用社的涉农贷款余额为5.3万亿元，同比增长16.9%。四是产权制度改革稳步推进。截至9月末，全国共组建以县（市）为单位的统一法人农村信用社1859家，农村商业银行276家，农村合作银行163家。

专栏 2 金融业发展和改革“十二五”规划

由中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、国家外汇管理局共同编制的《金融业发展和改革“十二五”规划》（以下简称《规划》）于2012年9月17日公开发布。《规划》是经国务院批准的“十二五”国家专项规划，依据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》和2012年全国金融工作会议有关文件编制。

《规划》回顾了“十一五”时期金融业发展和改革取得的主要成就，分析了“十二五”时期金融业发展面临的机遇和挑战，提出了“十二五”时期金融业发

展和改革的指导思想、主要目标和政策着力点，分别从改善金融调控、完善组织体系、建设金融市场、深化金融改革、扩大对外开放、维护金融稳定、加强基础设施等七个方面，明确了“十二五”时期金融业发展和改革的重点任务。

“十二五”时期，金融业仍处于可以大有作为的重要战略机遇期，宏观经济正处结构调整的关键时刻，金融发展和改革也迎来关键的时间窗口，此时出台《规划》，为金融改革和发展定下了基调和方向，具有重要意义。《规划》统筹国内国际两个大局，全面系统谋划金融业改革与发展，发展战略有高度，发展目标可行，政策措施有亮点，是“十二五”时期指导金融业发展的纲领性文件之一。

首度设定金融业发展总量和结构量化指标。《规划》提出两项量化指标，即“十二五”时期，金融服务业增加值占国内生产总值比重保持在5%左右，到“十二五”期末，非金融企业直接融资占社会融资规模比重提高至15%以上。这表明金融业发展将与实体经济发展相匹配，实现又好又快、稳中求进，也显示了金融结构调整的重要性。

强调坚持金融服务实体经济的本质要求。在总结美国次贷危机教训的基础上，《规划》提出金融要服务实体经济，坚决抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱，防止出现产业空心化现象。通过健全金融机构体系和市场体系、增强金融服务能力，进一步加大金融支持科技创新和经济结构调整的力度，支持国家创新体系建设，促进新能源、新材料等战略性新兴产业创新发展。

强调充分发挥市场在金融资源配置中的基础性作用。“市场化改革”是《规划》的主基调和关键词。“十二五”时期，中国将继续沿市场化方向，推进金融重点领域与关键环节的改革，在利率市场化、汇率形成机制改革、人民币跨境使用、人民币资本项目可兑换、引导民间资本进入金融业等方面取得明显进展。同时，《规划》还提出了深化股票发行制度市场化改革等举措。

强调货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型。《规划》提出加强和改善金融宏观调控，构建和完善逆周期的金融宏观审慎政策框架，完善货币政策调控体系，进一步加强宏观经济政策之间的协调配合。《规划》刻画了未来货币政策框架的轮廓。在最终目标方面，更加突出价格稳定目标，关注更广泛意义的整体价格水平稳定；中介目标方面，从关注货币供应量和新增贷款转向同时参考社会融资规模；政策工具方面，从数量工具为主向利率等价格工具为主转

型，并明确提出增强公开市场操作引导货币市场利率的能力。

强调深化金融组织体系和金融机构改革。《规划》提出引导具备条件的金融机构在明确综合经营战略、有效防范风险的前提下，积极稳妥开展综合经营试点，引导试点金融机构根据自身风险管控能力和比较优势选择金融业综合经营模式。金融业综合经营试点要注重风险防范机制建设。继续深化大型金融机构改革，进一步完善公司治理，厘清股东大会、董事会、监事会和高管层的职责边界，形成有效的决策、执行、制衡机制。推进金融机构股权多元化，研究国家对国有控股金融机构的合理持股比例，完善国有金融资产管理体制。

强调建立和完善存款保险制度等金融安全网。继续加强金融监管，提升金融监管协调的有效性，加强对系统性金融风险的防范预警，守住不发生系统性、区域性金融风险底线。《规划》提出金融机构破产问题，强调建立适合中国国情的金融机构破产法律体系，规范金融机构市场退出程序，建立存款保险制度。在利率市场化改革不断推进、中小金融机构发展迅速的新形势下，建立和完善存款保险制度等金融风险防范体系至关重要。

规划为资本市场发展指明了方向。《规划》明确了“十二五”时期资本市场发展的重点。继续完善多层次资本市场体系，积极发展债券市场，着力完善股票市场，推动发展期货市场和金融衍生品市场。积极支持证券公司做优做强，增强证券期货经营机构竞争力。大力发展资产管理机构，壮大多元化机构投资者队伍。继续推进股票发行体制改革。完善上市公司退市制度，推动上市公司健康发展。推进创业投资和股权投资基金规范发展。

强调基本实现金融服务的全覆盖。《规划》强调加快建设社区金融服务组织体系，完善农村金融服务体系。支持中小企业运用资本市场发展壮大。不断丰富保险产品，拓宽保险服务领域。强化银行、证券、保险等行业金融服务功能，扩大金融服务覆盖面，加快解决农村金融服务不足、小型微型企业融资难等问题，提高金融服务的包容性。

七、深化外汇管理体制改革的

坚持把防风险放在首位，完善防范跨境资金流动冲击的体制机制。加大监测分析的频度和力度，全面梳理当前外汇管理领域的潜在

风险，完善防范跨境资金大幅波动特别是异常流出的政策储备。加强对银行体系涉及外汇潜在风险的监测和提示。开展非现场检查 and 专项检查，加大对大案要案和地下钱庄的打击力度。截至 9 月末，共查处案件 2263 起，罚没款共计 3.04 亿元人民币。

全面推进货物贸易外汇管理制度改革。8 月 1 日起，在总结试点经验的基础上，将货物贸易外汇管理制度改革推广至全国。取消货物贸易外汇收支逐笔核销，通过总量核查、动态监测和分类管理，健全风险防范机制；相应调整出口报关流程，简化出口退税凭证，加强部门联合监管。随着改革平稳有序推进，行政审批大幅减少，企业对外贸易收付汇时间缩短，银行贸易收付汇效率明显提高，部门监管合力较大提升，实现了贸易便利化和监管有效性的有机统一。

改革资本项目管理方式和手段。着手对直接投资、资本市场和外债管理法规进行全面梳理，缩短和简化业务环节。对现行资本项目管理信息系统进行整合，为进一步推进资本项目可兑换夯实基础。稳步推进合格境外机构投资者（QFII）和合格境内机构投资者（QDII）制度。前三个季度，批准 72 家 QFII 机构投资额度共计 91.8 亿美元，16 家 QDII 机构投资额度 106.5 亿美元；截至 9 月末，累计批准 21 家人民币合格境外机构投资者（RQFII）390 亿元人民币投资额度；分别新增 QFII 和 RQFII 投资额度 500 亿美元和 500 亿元人民币。

推动贸易投资便利化。简化境外直接投资资金汇回和境外放款外汇管理，放宽个人对外担保管理，支持民间资本“走出去”。取消银行收付实现制头寸下限管理，实行银行结售汇综合头寸正负区间管

理。简化外汇市场准入管理，丰富货币掉期交易形式，扩大个人本外币兑换特许业务试点范围。推进电子银行个人结售汇业务发展。

第三部分 金融市场分析

2012 年第三季度，金融市场继续健康、平稳运行。货币市场交易量大幅增长，市场利率总体回落；银行间债券市场指数有所下降，债券发行规模明显扩大；股票市场指数走跌，成交量和融资额减少。

一、金融市场运行分析

（一）货币市场交易量大幅增长，市场利率总体回落

银行间回购、拆借市场交易活跃，成交量大幅增长。前三个季度，银行间市场债券回购累计成交107.8万亿元，日均成交5733亿元，同比增长49.2%；同业拆借累计成交36.2万亿元，日均成交1926亿元，同比增长50.9%。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分别占各自总量的80.7%和87.6%，占比同比分别提高5.2个和3.4个百分点。交易所市场政府债券回购累计成交24.5万亿元，同比增长80.5%。

从融资主体结构看，主要呈现以下特点：一是大型银行整体保持了向市场供给资金的态势，融出资金量持续增加，前三个季度累计净融出49.5万亿元，净融出额同比增加29.5万亿元。其中，在同业拆借市场上，大型银行由上年同期的资金净融入转为净融出，且拆放量大幅增加，前三个季度累计拆放6.0万亿元，同比增加7.7万亿元；二是

不断增长的资金需求主要来自于中小型银行、证券及基金公司和其他金融机构，前三个季度分别净融入21.9万亿元、12.0万亿元和9.7万亿元，净融入额同比分别增加15.2万亿元、7.0万亿元和3.1万亿元。另外，中小型银行和外资金融机构在同业拆借市场上由上年同期的资金净融出转为净融入。

表 6 2012 年前三个季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况

单位：亿元

	回购市场		同业拆借	
	2012 年 前三个季度	2011 年 前三个季度	2012 年 前三个季度	2011 年 前三个季度
中资大型银行 ^①	-434461	-216016	-60470	16355
中资中小型银行 ^②	211189	95275	8287	-27808
证券及基金公司	92837	42429	26892	7214
保险公司	37320	19055	—	—
外资金融机构	14507	5441	6768	-7632
其他金融机构 ^③	78608	53816	18523	11871

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家银行、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。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。

第三季度，货币市场利率有所波动，总体低于上年同期水平。7、8 月份，货币市场利率运行较为平稳，受国庆节前现金集中投放增加、商业银行季末指标考核等因素影响，9 月中下旬货币市场利率有所走高，9 月质押式债券回购和同业拆借月加权平均利率分别为 3.01%和 2.93%，比 6 月分别高 20 个和 21 个基点，比上年同期分别低 74 个和 81 个基点。随着中国人民银行持续开展逆回购操作向银行体系注入

流动性，货币市场利率总体有所回落，9月末，隔夜和1周 Shibor 为 3.28%和 3.19%，分别较 6 月末下降 32 个和 92 个基点；3 个月和 1 年期 Shibor 为 3.69%和 4.40%，分别较 6 月末下降 39 个和 35 个基点。

人民币利率互换和远期品种交易有所减少。前三个季度，人民币利率互换市场发生交易 16138 笔，名义本金总额为 19745.1 亿元，同比减少 8.4%。从期限结构来看，1 年及 1 年期以下交易最为活跃，其名义本金总额为 14632.4 亿元，占总量的 74.1%。从参考利率来看，前三个季度，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 52.0%和 42.2%。债券远期成交金额为 166.1 亿元，远期利率协议成交名义本金为 1 亿元。

表 7 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 ^① (亿元)	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)
2007 年	1978	2186.9	1238	2518.1	14	10.5
2008 年	4040	4121.5	1327	5005.5	137	113.6
2009 年	4044	4616.4	1599	6556.4	27	60.0
2010 年	11643	15003.4	967	3183.4	20	33.5
2011 年	20202	26759.6	436	1030.1	3	3.0
2012 年第一季度	4317	4913.7	45	144.6	—	—
2012 年第二季度	5173	6821.2	7	15.9	2	1.0
2012 年第三季度	6648	8010.3	4	5.7	—	—

注：①自 2009 年起，债券远期交易量改按结算金额统计。

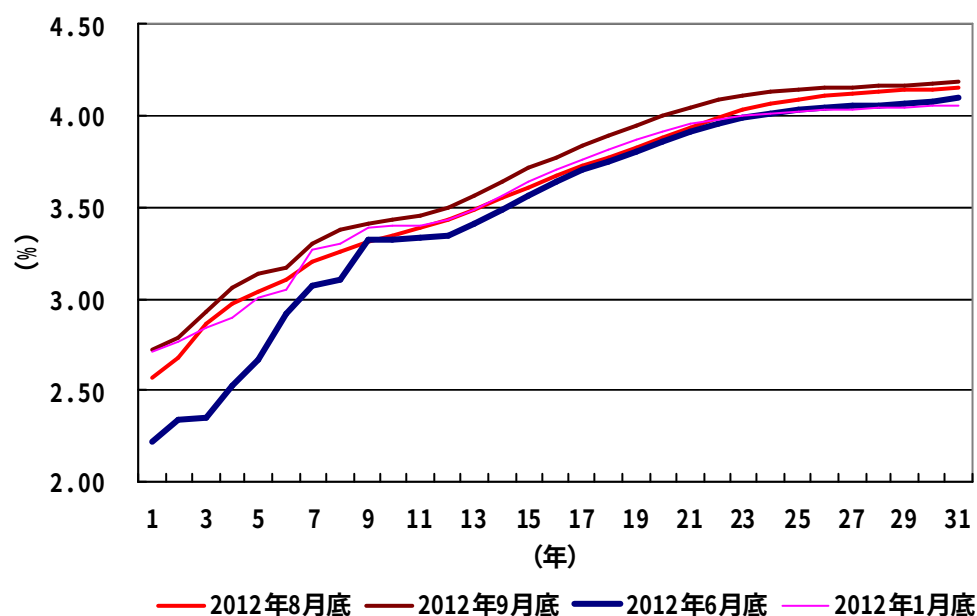
数据来源：中国外汇交易中心。

（二）银行间债券市场指数有所下降，债券发行规模明显扩大

银行间债券市场现券交易保持平稳。前三个季度累计成交 54.8

万亿元，日均成交2913亿元，同比增长14.1%。从交易主体看，中资大型银行、外资金融机构是银行间现券市场上的净买入方，分别净买入现券3648亿元和1066亿元；中资中小型银行、证券及基金公司为净卖出方，分别净卖出现券3300亿元和1786亿元。前三个季度，交易所国债现券成交692亿元，同比少成交297亿元。

银行间债券市场指数有所下降。第三季度，中债综合净价指数由6月末的102.3点下降至9月末的101.1点，降幅为1.2%；中债综合全价指数由6月末的112.9点下降至9月末的111.8点，降幅为1.0%。交易所国债指数由6月末的133.7点上升至9月末的134.8点，升幅为0.8%。



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

银行间市场国债收益率曲线总体呈现上移走势。9月末，国债0.5年期、5年期、10年期和20年期的收益率水平分别比6月末高50个、

25 个、13 个和 12 个基点，国债收益率曲线在上移的同时有所扁平化。

债券市场发行规模明显扩大。前三个季度，累计发行各类债券（不含中央银行票据）5.84 万亿元，比上年同期多发行 1.15 万亿元。其中，发行额同比增加较多的主要是企业债券、超短期融资券和非公开定向债务融资工具，同比分别多发行 3823 亿元、2361 亿元和 2260 亿元。9 月末，中央国债登记结算有限责任公司债券托管量余额为 23.0 万亿元，同比增长 11.3%。Shibor 对债券类产品定价的指导性不断增强。前三个季度，债券一级市场发行固定利率企业债 298 只，发行总量 4340 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 2657 亿元，占固定利率短期融资券发行总量的 46%。

表 8 2012 年前三个季度主要债券发行情况

债券品种	发行额（亿元）	比上年同期增减（亿元）
国债	13317	-700
其中：地方政府债券	2473	1057
国家开发银行及政策性金融债	16791	623
银行次级债、混合资本债	607	-1063
银行普通债	1565	1545
公司信用类债券 ^①	25892	10180
其中：企业债券 ^②	5399	3823
短期融资券	5739	-1442
超短期融资券	4151	2361
中期票据	6166	1365
公司债 ^③	1602	628

注：①包括企业债券、短期融资券、超短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、非公开定向债务融资工具、资产支持票据、公司债、可转债、可分离债及中小企业私募债等。②企业债券指由国家发展改革委根据《企业债券管理条例》管理的非上市企业债券。③公司债指由证监会根据《中华人民共和国证券法》管理的上市公司债。

数据来源：中国人民银行、中央国债登记结算有限责任公司。

专栏 3 以市场化方式推动公司信用类债券创新发展

2004 年,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(国发〔2004〕3 号)发布,明确提出支持符合条件的企业发行债券进行融资。此后,中国人民银行会同国家发展与改革委员会、中国证券监督管理委员会等部门认真落实国务院有关部署,并于 2012 年成立了公司信用类债券部际协调会议机制,按照市场化的发展方向,坚持面向合格投资者的市场定位,坚持场外市场发展为主的发展模式,推动市场产品与工具创新,强化市场自律管理,会同业界各方共同推动公司信用类债券市场发展。

公司信用类债券市场取得跨越式发展。2004 年至 2012 年 9 月末,公司信用类债券累计发行额为 10.45 万亿元,余额为 6.76 万亿元,约为 2004 年末余额的 43.2 倍。公司信用类债券市场发行人不断丰富,既涵盖大型企业,也涵盖中小企业,既涵盖国有企业,也涵盖非公有经济主体。公司信用类债券市场产品创新力度也不断加大。中国人民银行在推出短期融资券后,指导银行间市场交易商协会加大非金融企业债务融资工具创新力度,陆续推出中期票据、超短期融资券、非公开定向债务融资工具、中小企业集合票据、资产支持票据等多种创新产品。发展改革委、证监会等部门推出了中小企业集合债券、公司债、可转换公司债、中小企业私募债等产品。公司信用类债券发行管理的市场程度不断提高,由过去单一的审批制,走向核准制、备案制、注册制等更加市场化的管理方式。

发挥市场自律组织在公司信用类债券市场发展中的重要作用。为转变政府管理公司信用类债券市场的职能,满足市场发展的需要,由市场参与者自愿参加的银行间市场交易商协会于 2007 年 9 月成立,非金融企业债务融资工具由协会实行注册制管理。近几年来,非金融企业债务融资工具发展迅速。截至 2012 年 9 月末,非金融企业债务融资工具累计发行 7.44 万亿元,余额 3.80 万亿元,占整个公司信用类债券比重分别为 71.2%和 56.2%。

完善公司信用类债券市场信用风险分散机制。随着公司信用类债券业务的发展壮大,为满足日益多样化的发行主体的需要,发挥公司信用类债券在解决低信用等级企业融资困难方面的作用,中债信用增进投资股份有限公司于 2009 年成立,这是中国第一家专业债券信用增进机构。在银行间债券市场推出了信用风险缓释工具,满足了市场主体转移信用风险的需要。引入了政府偿债基金,发挥财

财政资金在解决中小企业融资难问题中的重要作用。在债券中引入分层设计，区别债券不同等级的风险。

加强公司信用类债券市场制度建设和基础设施建设。中国人民银行等有关部门先后指导出台了关于公司信用类债券的发行管理、信息披露、自律管理、后续督导管理等制度，为公司信用类债券市场的规范发展提供了制度保障。2009 年，银行间市场清算所股份有限公司成立，为银行间市场提供中央对手方清算服务，强化了市场基础设施建设。2011 年 12 月，公司信用类债券现券交易中引入净额清算机制，提高了银行间市场资金使用效率，提高了市场流动性，降低了结算风险。

公司信用类债券市场的规范快速发展取得显著效果。公司信用类债券市场的发展不仅促进了中国金融市场发展，深化了金融市场功能，而且拓宽了企业的直接融资渠道，优化了社会融资结构。2004 年末，中国公司信用类债券余额与同期人民币贷款余额的比仅为 0.9%，2012 年 9 月末，这一比例为 11%，较 2004 年末上升了 10.1 个百分点。2004 年，中国债券融资占直接融资的比重很低；2005 年以来，债券融资比重超过股票融资；2012 年 9 月末，公司信用类债券融资规模占直接融资的比重为 89.4%。总体上看，公司信用类债券市场的快速发展有力支持了实体经济的融资需要，对于推动中国经济可持续发展、促进经济结构调整也发挥了积极作用。

（三）票据融资有所增长

票据承兑业务平稳增长。前三个季度，企业累计签发商业汇票 13.1 万亿元，同比增长 17.8%；期末商业汇票未到期金额 8.4 万亿元，同比增长 28.7%。9 月末，票据承兑余额较年初增加 1.8 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，其占比为 83.8%；从企业结构看，由中小企业签发的银行承兑汇票余额占比为 70.1%。

票据融资有所增长。前三个季度，金融机构累计贴现 22.5 万亿

元，同比增长 23.7%；期末贴现余额 2.3 万亿元，同比增长 56.7%。9 月末，票据融资余额比年初增加 8313 亿元，同比多增 8380 亿元；占各项贷款的比重为 3.8%，同比提高 1 个百分点。第三季度，金融机构加强了对信贷总量和结构的调整，票据融资增长幅度趋缓。同时，受票据市场供求变化等多种因素影响，第三季度票据市场利率小幅回升。

（四）股票市场指数走跌，成交量和融资额减少

股票市场指数走跌。9月末，上证综合指数和深证成份指数分别收于2086点和8679点，比6月末分别下跌139点和821点；其中深圳证券交易所创业板指数收于690点，比6月末下跌37点。沪、深两市A股加权平均市盈率分别从6月末的11.9倍和22.9倍下降至11.3倍和21.5倍。

股票市场成交量下降。前三个季度，沪、深股市累计成交24.7万亿元，同比下降29.1%；日均成交1358亿元，同比下降28.3%。其中，创业板累计成交金额为1.8万亿元，同比增长42.6%。9月末，沪、深股市流通市值16.6万亿元，比上年末增长0.5%。其中，创业板流通市值为3096.0亿元，比上年末增长23.6%。

股票市场筹资额减少。前三个季度，各类企业和金融机构在境内外股票市场上通过发行、增发、配股等方式累计筹资 3083 亿元，同比减少 34.2%。其中，A 股累计筹资 2767 亿元，H 股累计筹资 316 亿元。

（五）保险业总资产稳步增长

前三个季度，保险业累计实现保费收入1.2万亿元，同比增长7.3%；累计赔款、给付3393亿元，同比增长18.1%，其中，财产险赔付同比增长30.9%，人身险赔付同比增长4.2%。

保险业总资产继续增长。9月末，保险业总资产6.9万亿元，同比增长18.3%。其中，银行存款同比增长31.4%，投资类资产同比增长10.7%。

表 9 2012 年 9 月末主要保险资金运用余额及占比情况

	余额（亿元）		占资产总额比重（%）	
	2012 年 9 月末	2011 年 9 月末	2012 年 9 月末	2011 年 9 月末
资产总额	69000	57257	100.0	100.0
其中：银行存款	21979	17183	31.9	30.0
投资	41805	35428	60.6	61.9

数据来源：中国保险监督管理委员会。

（六）外汇市场掉期交易增长较快

前三个季度，人民币外汇即期成交2.6万亿美元，同比下降5.1%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合1.8万亿美元，同比增长36.4%，其中隔夜美元掉期成交9747亿美元，占掉期总成交额的54.3%；人民币外汇远期市场累计成交698亿美元，同比下降60.5%。“外币对”累计成交金额折合631亿美元，同比下降14.1%，其中成交最多的产品为美元对港币，占市场份额比重为44.1%，同比下降0.5个百分点。

外汇市场交易主体进一步增加，截至9月末，共有即期市场会员

348 家，远掉期市场会员 76 家，期权会员 30 家。

（七）黄金价格有所反弹

黄金交易规模同比下降。前三个季度，上海黄金交易所各贵金属品种总成交金额为 2.6 万亿元，同比下降 22.9%。其中，黄金累计成交 4709.0 吨，同比下降 11.0%，成交金额 15862.9 亿元，同比下降 8.9%；白银累计成交 152268.8 吨，同比下降 21.6%，成交金额 9782.4 亿元，同比下降 38.2%；铂金累计成交 47.4 吨，同比下降 5.6%，成交金额 155.1 亿元，同比下降 19.0%。

黄金价格有所反弹。第三季度，黄金价格横盘后从 8 月下旬开始快速反弹。伦敦黄金市场下午定盘价最高为 1784.5 美元/盎司，最低为 1556.3 美元/盎司，国内黄金（AU9999）最高价为 363.0 元/克，最低价为 321.2 元/克。9 月末，国内黄金收盘价为 360.0 元/克，比 6 月末上涨了 11.7%。

二、金融市场制度性建设

（一）重新启动信贷资产证券化试点

5 月，经国务院批复同意，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、财政部共同下发了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，标志信贷资产证券化试点重新启动。9 月 7 日，国家开发银行在全国银行间债券市场成功发行 101.7 亿元信贷资产支持证券，是中国资产证券化项目重启第一单，也是迄今为止单笔规模最大的信贷资产证券化产品。

（二）强化证券期货市场主体诚信约束及行业信息安全

7月，中国证券监督管理委员会发布《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》，明确提出建立资本市场诚信档案制度，并通过推出诚信信息查询、构建诚信监督合作机制以及加大对违法失信行为惩戒力度等多项制度安排，强化对市场主体及其行为的诚信约束。9月，证监会发布《证券期货业信息安全保障管理办法》，进一步明确了信息安全是行业机构的法定义务，强调对软硬件产品及服务采购活动的管理，并对行业监管部门、自律组织的信息安全管理职责进行了规范。

（三）稳步推进多层次资本市场建设

8月，证监会发布《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见（试行）》，明确了区域性股权交易市场的定位和证券公司参与的方式，并对市场设立审批与日常监管、投资者适当性管理以及市场中介机构职责等进行了规范。这标志着在清理整顿各类交易场所的基础上，区域性股权交易市场被纳入多层次资本市场体系建设中，有利于更好地满足中小企业多元化的融资需求。

（四）保险市场制度建设取得积极进展

深化保险资金运用体制改革。中国保险监督管理委员会于7月连续发布《保险资金委托投资管理暂行办法》、《保险资金投资债券暂行办法》、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》和《保险资产配置管理暂行办法》，允许证券公司和基金公司为保险公司提供资产管理服务，进一步放宽保险资金投资债券、股权和不动产的品种、范围和比例的限制，给予保险公司更大的资金运用空间。

加强保险公司治理监管。保监会于7月发布《保险公司控股股东管理办法》，对保险公司控股股东进行了界定，在控制行为、交易行为、资本协助、信息披露和保密、监管配合等五个方面作出了规定。同月发布《保险公司薪酬管理规范指引（试行）》，要求保险公司根据财务状况、经营结果、风险控制以及保监会分类监管确定的风险类别等合理确定薪酬，同时规定对董事、监事、高管人员和关键岗位人员绩效薪酬实行延期支付制度。

拓宽保险服务领域。保监会于7月发布《关于印发〈全面推广小额人身保险方案〉的通知》，宣布在全国推广面向低收入群体的小额人身保险，将小额人身保险开办资格由审批制变为备案制，从产品类型、保额、产品设计等方面明确了对小额人身保险产品的要求，对合规开发小额人身保险产品的保险公司给予减免监管费等政策支持。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济金融形势

2012年第三季度，全球经济继续缓慢增长。美国财政问题裹足不前。欧元区主权债务危机形势依然严峻，经济下行风险依然较大。日本经济复苏不稳，前景不明。新兴经济体增长势头普遍趋缓，部分国家仍面临通胀压力。

（一）主要经济体经济形势

美国经济增速有所加快，但财政问题仍裹足不前。得益于消费者

和联邦政府支出增加及住房市场的持续改善，第三季度 GDP 增速有所回升，环比折年率增长 2.0%。但第三季度非住宅固定资产投资下降，中西部地区干旱导致农业库存减少，出口额也出现了三年半以来的首次下滑，财政问题依然严峻，经济依旧缺乏强劲复苏的动能。目前美国经济运行仍面临“财政悬崖”和债务上限突破等不确定性因素。疲软的就业市场将抑制信心恢复和私人消费增长的可持续性。美联储 9 月将 2012 年美国实际 GDP 增长率中间趋势值调低至 1.7%-2.0%。

欧元区经济普遍下滑。欧债危机恶化导致欧洲经济形势更趋低迷。虽然在欧央行表达捍卫欧元的最强决心和推出二级市场直接货币交易计划（OMT）之后，市场显示出些许乐观情绪，但重债国财政整顿计划进展缓慢，市场对欧债危机解决的信心不足。欧元区投资整体下滑；9 月综合采购经理人指数（PMI）降至 45.9，创 39 个月以来新低；失业率达 11.6%，创欧元区成立以来的历史新高；通胀压力有所回升，欧元区综合物价指数（HICP）升至 2.7%。9 月，欧央行将 2012 年欧元区实际 GDP 增长率预期值下调至 0.6%。

日本经济受出口减速和内需下滑影响，增速放缓。第二季度日本 GDP 环比折年率较第一季度大幅下滑，其中个人消费支出、公共投资等指标环比均逊于第一季度，房地产行业也出现回调。原因一是受欧债危机等因素影响，出口部门继续拖累日本整体经济，上半年日本经常项目盈余同比下降 45%，创 1985 年有可比数据以来最低。7、8 月日本进出口再次连续两月出现大额逆差。二是财政赤字和债务问题长期困扰经济增长。虽然日本已经通过了提高消费税率的法案，但其实

施效果及影响存在很大的不确定性。此外，日本经济仍未摆脱通缩局面，核心 CPI 同比增速连续五个月为负值。

大部分新兴经济体增速放缓，面临跨境资本流动波动加剧和通胀压力上行的挑战。2012 年以来，受外部需求下降、经济周期性下行等多重因素影响，金砖国家经济增速普遍放缓，贸易状况进一步恶化。为此，一些国家如巴西于 8 月推出了新的经济刺激政策。第三季度，一些新兴市场国家 CPI 指数处于高位，显示通胀压力依然较大。近期发达经济体新一轮宽松货币政策可能推升国际大宗商品价格，特别是粮食价格上涨将给新兴经济体带来输入型通胀压力。

表 10 主要经济体宏观经济金融指标

国别	指标	2011 年第三季度			2011 年第四季度			2012 年第一季度			2012 年第二季度			2012 年第三季度		
		7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	1.3			4.1			2.0			1.3			2.0 (初值)		
	失业率 (%)	9.1	9.1	9.0	8.9	8.7	8.5	8.3	8.3	8.2	8.1	8.2	8.2	8.3	8.1	7.8
	CPI (同比, %)	3.6	3.8	3.9	3.5	3.4	3.0	2.9	2.9	2.7	2.3	1.7	1.7	1.4	1.7	2.0
	DJ 工业平均指数 (期末)	12143	11613	10913	11955	12045	12218	12633	12952	13212	13214	12393	12880	13009	13091	13486
	纳斯达克指数 (期末)	2756	2579	2415	2684	2620	2605	2814	2967	3092	3046	2827	2935	2940	3067	3116
欧元区	实际 GDP 增速 (季度同比, %)	1.3			0.6			0.0			-0.4			—		
	失业率 (%)	10.2	10.2	10.3	10.5	10.6	10.7	10.8	10.9	11.0	11.2	11.3	11.4	11.5	11.5	11.6
	HICP 综合物价指数 (同比, %)	2.6	2.5	3.0	3.0	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6
	EURO STOXX 50 (期末)	2511	2238	2160	2318	2299	2370	2422	2477	2459	2423	2257	2381	2479	2509	2518
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	6.9			0.3			5.3			0.7			—		
	失业率 (%)	4.7	4.4	4.2	4.4	4.3	4.2	4.6	4.5	4.5	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2
	核心 CPI (同比, %)	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1
	日经 225 指数 (期末)	9833	8955	8700	8988	8435	8455	8803	9723	10084	9521	8543	9007	8695	8840	8870

数据来源：各经济体相关统计部门及中央银行。

（二）国际金融市场概况

第三季度，欧洲主权债务危机解决取得一定进展，主要发达国家推出新一轮量化宽松政策，推动资本从美国重新回流新兴市场，多数货币对美元汇率走升，美元广义名义贸易加权指数加速回落。截止 9 月末，欧元、日元对美元汇率分别为 1.2858 美元/欧元和 77.90 日元/美元，分别较 6 月末贬值 1.58%和升值 2.40%。智利比索、瑞典克朗、印度卢比等货币对美元汇率升值幅度超过 5%。

伦敦同业拆借市场美元 Libor 继续走低。截至 9 月 28 日，1 年期 Libor 为 0.973%，比 6 月末下降 0.095 个百分点；欧元区同业拆借利率 Euribor 受欧央行降息及进一步宽松的货币政策等因素影响降至历史低位。截至 9 月 28 日，1 年期 Euribor 为 0.684%，比 6 月末下降 0.529 个百分点。

重债国国债收益率下降。受预期影响，8 月份市场风险偏好增加，美国、德国、日本等主要避险国国债收益率略有回升，意大利和西班牙等重债国国债收益率下降。9 月欧央行和美联储相继宣布推出新一轮宽松货币政策后，重债国主要收益率迅速下降后保持稳定，主要避险国国债收益率也出现短暂下行。此外，第三季度欧美股市受政策刺激震荡上扬，日本股市受国内经济表现影响有所下跌。

国际原油和黄金价格出现反弹。9 月末，原油期货价格较 6 月末上涨 14.5%，黄金现货市场价格收报 1777 美元/盎司，较 6 月末上涨 11.2%。工业金属及农产品价格也有所上涨。

（三）主要经济体货币政策

受欧元区主权债务危机持续、欧美经济复苏迟缓等因素影响，主要发达经济体进一步推出宽松货币政策。9月13日，美联储宣布推出第三轮无明确数额限制的量化宽松政策（QE3），将0-0.25%的超低联邦基金利率水平延长至2015年年中，并从15日开始每月购买400亿美元的抵押贷款支持证券（MBS），维持现有“扭转操作”不变。7月5日，欧央行宣布将主要再融资操作利率、贷款便利利率和存款便利利率分别下调25个基点至0.75%、1.5%和0%。9月6日，欧央行决定推出在二级市场无限量购买三年期以内主权债券的直接货币交易计划（Outright Monetary Transactions, OMT），以压低成员国融资成本。英格兰银行继续维持0.5%的基准利率不变，于7月5日宣布将资产购买规模再次扩大500亿英镑至3750亿英镑，于7月13日推出“融资换贷款”（Funding for Lending Scheme, FLS）计划，根据商业银行和住房互助会向英国居民和中小企业发放贷款的情况，以低于市场利率的优惠利率向其提供长期融资。日本央行于9月19日决定将资产购买基金规模增加10万亿日元至80万亿日元，同时将截止日期延长至2013年底。

受外部经济不确定性增加、自身经济放缓影响，部分新兴经济体货币政策也趋于进一步宽松。印度7月31日宣布将法定流动比率从24%下调至23%，9月17日将现金存款准备金率下调25个基点至4.5%。巴西分别于7月11日和8月29日两度下调基准利率共100个基点至7.5%。韩国于7月12日下调基准利率25个基点至3.0%。此外，越

南、菲律宾、哈萨克斯坦、匈牙利也分别下调基准利率。但俄罗斯于 8 月 13 日将再融资利率从 8%提高至 8.25%，是 2012 年以来首个加息的新兴经济体。

专栏 4 欧美央行新一轮量化宽松货币政策比较

为应对欧债危机蔓延带来的风险，缓解金融市场压力并促进经济复苏，欧美央行近期分别推出了新一轮量化宽松货币政策，欧央行于 9 月 6 日出台二级市场直接货币交易计划（OMT），美联储也于 9 月 13 日宣布实施第三轮资产购买计划（QE3）。

虽然欧央行 OMT 与美联储 QE3 同属量化宽松政策，且二者的购债规模均不设上限，但仍存在以下几方面的区别：一是资产购买对象不同。欧央行 OMT 购买的是成员国剩余期限为 1-3 年的国债；美联储 QE3 购买的则是机构抵押贷款支持证券。二是操作主动性不同。欧央行 OMT 的附加条件较为严格，且需要成员国提出申请才可实施；美联储 QE3 虽然规定了每月操作量，但没有具体操作时限约束，央行可主动入市购买债券。三是控制流动性规模的方式不同。欧央行实施 OMT 时采取全额冲销，对银行体系流动性的影响相对较小；美联储 QE3 未安排冲销措施，将直接增加银行体系流动性。四是央行资产负债表面临的风险不同。欧央行在实施 OMT 时对中央政府发行或担保的债务工具抵押品资质暂不设定最低信用评级门槛，其资产负债表存在恶化的风险；美联储在 QE3 中购买的是相对安全的抵押贷款支持证券，但缺乏冲销措施将使其面临资产负债表扩大的风险。

欧美央行新量化宽松政策的出台时机与市场预期基本一致，金融市场对此反应积极，市场信心有所提振。受 OMT 出台影响，西班牙和意大利国债收益率已出现大幅下降，股市也涨幅明显，该计划对维护欧元区金融稳定将起到一定积极作用，但 OMT 最终成功与否将取决于申请 OMT 计划的成员国能否切实实现改革目标。受欧元区各国主权债市场分割且深度不足的影响，欧央行大规模购买债券有可能在一定程度上扭曲证券市场价格。从美联储 QE3 的政策效果看，该计划宣布当日机构抵押贷款支持证券收益率即出现显著下降，道琼斯与标准普尔 500 指数均创 2007 年以来的最高收盘点数。从对实体经济的影响看，若美联储本轮量化宽松

政策能刺激需求持续上升，则将有助于推动经济复苏和改善就业。不过，随着美联储量化宽松政策的实施，有可能释放出过剩流动性，加大跨境资本流动波动，推动大宗商品价格上涨，进而加大通胀上升的风险。

（四）全球经济面临的主要风险

未来几个季度，全球经济前景存在较高不确定性，主要风险包括：

一是欧洲债务危机尾部风险可能威胁全球经济复苏。虽然目前欧债危机出现一些积极进展，但市场仍担心存在两种尾部风险，一是西班牙形势逆转并被迫接受全面救助的可能性，二是希腊退出欧元区的可能性。如果欧盟国家不能及时落实已达成的共识以取信于市场，将加剧已存在的主权债务危机、银行危机和经济下滑的恶性循环。这种状况持续时间越长，对欧洲经济和全球经济的损害越严重，不排除引发全球经济二次探底可能。

二是美国财政政策的不确定性将继续给美国和全球经济带来风险。由于选举尚未结束，国会和政府一直未能达成中期财政整顿计划，导致美国当局目前不得不面临“财政悬崖”和“债务不可持续”的两难选择。

三是发达经济体新一轮宽松货币政策对全球经济影响存在不确定性。无论是欧央行的 OMT，还是美联储的 QE3，在总规模和持续时间上都存在较大的不确定性。宽松货币政策是一把双刃剑，一方面可能会增加市场流动性，刺激经济增长，另一方面可能会延缓发达国家财政整顿和结构改革的进程，还可能推升国际大宗商品价格，加剧全球跨境资本流动波动性，对新兴市场经济体产生溢出效应。

四是贸易保护主义抬头。当前主要经济体经济增长前景黯淡，失业率高企，贸易摩擦增加，部分国家可能采取各种措施保护本国产业、就业和投资，全球贸易保护主义倾向上升。

二、中国宏观经济运行分析

第三季度，中国经济增速呈缓中趋稳态势并继续出现积极变化，9月份主要指标增速有所加快。消费需求稳定，固定资产投资平稳较快增长，出口增速回升；农业生产形势良好，工业生产增速趋稳；物价涨幅继续回落，就业形势基本稳定。前三个季度，实现国内生产总值（GDP）35.3万亿元，按可比价格计算，同比增长7.7%，增速比上年同期低1.7个百分点；其中，第三季度GDP同比增长7.4%，环比增长2.2%。

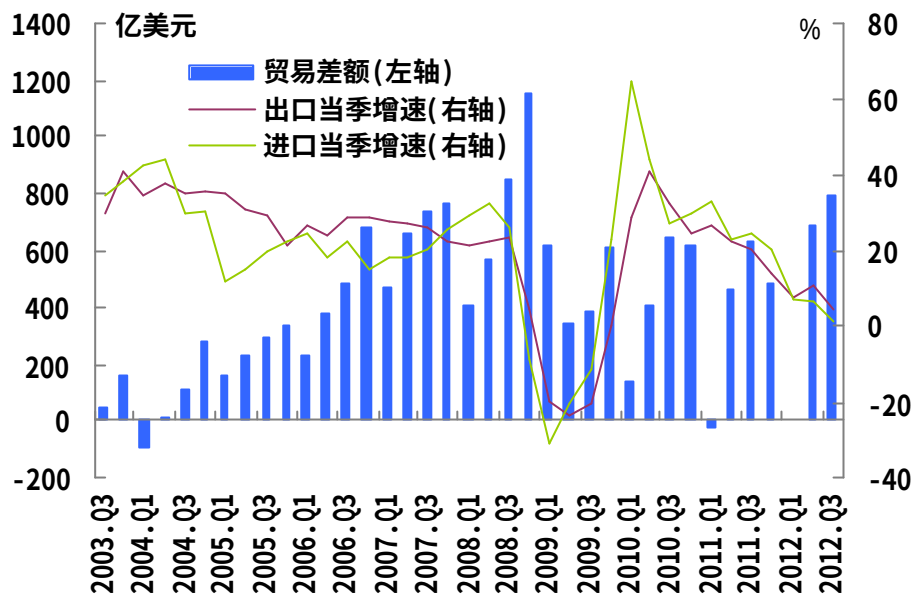
（一）消费需求平稳增长，投资增速有所加快，出口增速回升

城乡居民收入较快增长，消费需求稳定增长。前三个季度，城镇居民家庭人均可支配收入1.8万元，同比增长13.0%，扣除价格因素，实际增长9.8%；农村居民人均现金收入6778元，同比增长15.4%，扣除价格因素，实际增长12.3%。第三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50.2%，比上季高0.1个百分点。居民未来收入预期指数为53.8%，较上季提升0.6个百分点。前三个季度累计，社会消费品零售总额为14.9万亿元，同比增长14.1%，扣除价格因素后，实际增长11.6%，增幅比上年同期高0.3个百分点。分城乡看，城镇消费品零售额12.9万亿元，同比增长14.0%；乡村消费品零售额2.0万亿元，同比增长14.4%。

固定资产投资平稳较快增长。前三个季度，固定资产投资（不含农户）完成 25.7 万亿元，同比增长 20.5%；扣除价格因素，实际增长 18.8%。分地区看，中部和西部投资增速明显快于东部，东、中、西部地区固定资产投资同比分别增长 18.4%、25.8%和 24.1%；分产业看，第一、二、三次产业投资同比分别增长 32.2%、22.4%和 19.4%，其中，第一产业投资增速比上年同期高 6.7 个百分点。前三个季度，新开工项目计划总投资 22.7 万亿元，同比增长 25.7%；施工项目计划总投资 64.1 万亿元，同比增长 14.9%。

出口增速有所回升。前三个季度，出口 1.5 万亿美元，同比增长 7.4%，其中 9 月份出口同比增长 9.9%，增速较前两个月回升，单月出口规模创历史新高。进口 1.3 万亿美元，同比增长 4.8%。贸易顺差 1483 亿美元，比上年同期高 412 亿美元；其中第三季度为 794 亿美元。出口在部分新兴市场的占有率有所上升，前三个季度，在巴西、马来西亚、泰国等国家的市场份额比上年末分别增加 0.7 个、1.7 个和 1.4 个百分点。民营企业出口增长加快。前三个季度，民营企业出口同比增速为 19.2%。西部地区进出口增速快于中部和东部。前三个季度，西部进、出口同比增速分别为 13.1%和 43.4%。从商品结构看，机电产品出口平稳增长，传统劳动密集型产品出口增长乏力。前三季度，机电产品出口同比增长 4.6%，劳动密集型²产品出口同比增长 3.5%。部分资源类商品实际进口增速放缓。

² 劳动密集型产品包括纺织、服装、鞋类、箱包和家具 5 类产品。



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）农业生产形势良好，工业生产增速趋稳

第三产业增速略有加快。前三个季度，第一产业增加值 3.3 万亿元，同比增长 4.2%，比上半年低 0.1 个百分点；第二产业增加值 16.5 万亿元，同比增长 8.1%，比上半年低 0.2 个百分点；第三产业增加值 15.5 万亿元，同比增长 7.9%，比上半年提高 0.2 个百分点。第一、二、三产业占 GDP 比重分别为 9.4%、46.8%和 43.8%。

农业生产保持稳定发展势头，粮食连续九年增产。全国夏粮产量达到 1.3 亿吨，比上年增产 356 万吨，增长 2.8%。秋粮丰收已成定局。前三个季度，猪牛羊禽肉产量 5728 万吨，同比增长 5.0%，其中猪肉产量 3754 万吨，增长 5.2%。

工业生产增速 9 月份有所反弹。前三个季度，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 10.0%，增速比上半年回落 0.5 个百

分点。9 月份出现一些积极变化，工业增加值当月同比增长 9.2%，比上月提高 0.3 个百分点，季节调整后环比增长 0.79%，增幅比上月高 0.08 个百分点。工业企业效益有所下降。前三个季度，全国规模以上工业企业实现利润 3.5 万亿元，同比下降 1.8%；规模以上工业企业主营业务收入利润率为 5.36%，较上半年低 0.07 个百分点；工业产品产销率为 97.8%，比上半年提高 0.3 个百分点。

（三）居民消费价格同比涨幅回落，工业生产者价格环比降幅持续缩小

居民消费价格涨幅回落。第三季度，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.9%，涨幅比上个季度回落 1.0 个百分点，其中各月涨幅分别为 1.8%、2.0%和 1.9%。从食品和非食品分类看，食品价格涨幅继续回落，非食品价格涨幅与上季度持平。食品价格同比上涨 2.8%，涨幅比上个季度低 2.9 个百分点，拉动 CPI 上涨约 0.9 个百分点；非食品价格同比上涨 1.5%，拉动 CPI 上涨约 1.0 个百分点。从消费品和服务分类看，消费品价格涨幅继续回落，服务价格上涨有所加快。消费品价格同比上涨 1.9%，比上个季度低 1.4 个百分点；服务价格同比上涨 2.1%，比上个季度高 0.3 个百分点。从基期因素和新涨价因素看，基期因素为 0.6%；新涨价因素为 1.3%，与上个季度持平。

生产者价格环比降幅持续缩小。受国际大宗商品价格上涨影响，第三季度各月工业生产者价格环比降幅持续缩小。7-9 月工业生产者出厂价格环比分别下降 0.8%、0.5%和 0.1%，工业生产者购进价格 7-8 月环比分别下降 0.8%、0.5%，9 月环比上涨 0.1%。但由于上年基数

较大，工业生产者价格同比降幅较大。第三季度，工业生产者出厂价格同比下降 3.3%，其中，生产资料价格同比下降 4.4%，生活资料价格同比上涨 0.3%；工业生产者购进价格同比下降 3.9%。第三季度，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 0.1%，农业生产资料价格指数同比上涨 3.2%。前三个季度，企业商品价格（CGPI）同比下降 1.4%，比上半年回落 1.1 个百分点。从月度变化情况看，CGPI 同比涨幅在连续 13 个月下降后出现小幅反弹，9 月为-3.8%，比上月高 0.1 个百分点；环比上涨 0.1%，比上月高 0.3 个百分点。

国际大宗商品价格出现上涨。纽约商品交易所原油期货 9 月均价比 6 月上涨 14.7%；伦敦金属交易所铜现货 9 月均价比 6 月上涨 9.1%。根据国际市场油价变化，综合考虑当前国内外经济形势、国内成品油市场供求情况，按照现行成品油价格形成机制，国家发展改革委第三季度先后三次调整成品油价格，其中 7 月 11 起汽、柴油价格每吨分别降低 420 元和 400 元，8 月 10 日起汽、柴油价格每吨分别提高 390 元和 370 元，9 月 11 日起汽、柴油价格每吨分别提高 550 元和 540 元。

进口价格同比降幅有所收窄。第三季度，进口价格各月同比降幅分别为 3.8%、4.2%和 1.7%，平均降幅为 3.2%；出口价格同比涨幅分别为 1.1%、1.3%和-1.0%，平均涨幅为 0.5%。

GDP 缩减指数持续回落。前三个季度，GDP 为 35.3 万亿元，实际增长率为 7.7%，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 1.9%，比上年同期回落 6.0 个百分点，比上半年回落 0.5 个百分点。

(四) 财政收入增长有所放缓，财政支出保持较快增长

前三个季度累计，全国财政收入（不含债务收入）9.1 万亿元，同比增长 10.9%，增速比上半年低 1.3 个百分点；全国财政支出 8.4 万亿元，同比增长 21.1%，增速比上半年低 0.2 个百分点。收支相抵，收入大于支出 6469 亿元。

从财政收入结构看，前三个季度，税收收入 77410 亿元，同比增长 8.6%，比上半年低 1.2 个百分点。其中，国内增值税同比增长 5.8%，进口货物增值税和消费税同比增长 3.7%，企业所得税同比增长 14.7%，营业税同比增长 12.1%，国内消费税同比增长 10.8%，个人所得税同比下降 8.4%，上述六项税收收入占全国财政收入 78%。

从支出结构看，前三个季度，财政支出增长较快的有教育、住房保障、农林水事务、城乡社区事务和医疗卫生支出，其支出分别较上年同期增长 32.6%、28.8%、24.9%、24.7%和 24.4%。全国财政支出较多的有教育、社会保障和就业、农林水事务、城乡社区事务和交通运输支出，分别占财政支出的 15.0%、11.2%、8.7%、7.6%和 7.0%。

(五) 就业形势基本稳定

人力资源和社会保障部数据显示，前三个季度，全国城镇新增就业 1024 万人，提前完成全年目标。城镇失业人员再就业人数 432 万人，就业困难人员实现就业 135 万人。9 月末，城镇登记失业率为 4.1%，与 6 月末持平。

第三季度,中国人力资源市场信息监测中心对全国 100 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,劳动力市场供略小于求,求人倍率已经连续八个季度大于 1。市场供求人数与上年同期相比有所增加,比上季度有所减少。分地区看,东部地区市场需求人数同比有所减少,中西部地区市场供求均有较大幅度增长。分行业看,建筑业、居民服务和其他服务业的用人需求同比增长幅度较大。劳动力市场中,中高级技能人才供不应求,与上年同期相比,中高级技能劳动者的用人需求有较大幅度增长。

(六) 国际收支状况继续改善

据国家外汇管理局初步统计,前三个季度,经常项目收支累计顺差 1478 亿美元,占同期 GDP 的 2.6%,较上年同期下降 0.3 个百分点;资本和金融项目累计逆差 845 亿美元,上年同期为顺差 2341 亿美元;外汇储备累计增加 640 亿美元,同比少增 83%。其中,第三季度,经常项目顺差 706 亿美元,资本和金融项目逆差 710 亿美元。

外债规模增长较快,短期外债月占比继续上升。截至 6 月末,外债余额为 7852 亿美元,同比增长 22.2%。其中,登记外债余额为 4951 亿美元,同比增长 22.9%;短期外债余额为 5882 亿美元,同比增长 27.3%,占外债余额的 74.9%,占比较上年同期上升 3 个百分点。

(七) 行业分析

工业企业利润增速转正。9 月全国规模以上工业企业实现利润 4643 亿元,同比增长 7.8%。前三个季度,规模以上工业企业利润同比下降 1.8%。在 41 个工业大类行业中,26 个行业利润同比增长,14

个行业同比下降，1 个行业由同期盈利转为亏损。其中，农副食品加工业、汽车制造业、电力、热力生产和供应业利润分别同比增长 15.2%、10.8%和 44.6%，化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业利润分别同比下降 18.0%、68.0%，石油加工、炼焦和核燃料加工业由同期盈利转为亏损。前三个季度，原煤、原油产量分别为 29.7 亿吨和 15420 万吨，发电量为 35834 亿千瓦时，全社会货运量为 296.9 亿吨，同比分别增长 5.2%、0.6%、3.6%和 11.6%。

1. 房地产行业

前三个季度，房地产市场运行总体趋稳。房价环比上涨城市个数减少，房地产开发投资增速小幅回落，商品房销售降幅缩窄，房地产贷款增速回升。

房价环比上涨的城市个数连续两个月减少。9 月份，全国 70 个大中城市中，新建商品住宅价格环比上涨的城市有 31 个，比 7 月份和 8 月份分别减少 19 个和 5 个，环比价格上涨的城市涨幅均未超过 0.4%。二手住宅价格环比上涨的城市有 35 个，比 8 月份减少 3 个，环比价格上涨的城市涨幅均未超过 0.7%。

商品房销售降幅持续收窄。前三个季度，全国商品房销售面积 6.8 亿平方米，同比下降 4.0%，降幅比上半年缩小 6 个百分点，其中商品住宅销售面积下降 4.3%，2012 年以来降幅持续收窄；商品房销售额 4.0 万亿元，同比增长 2.7%，而上半年为同比下降 5.2%。

房地产开发投资增速小幅回落。前三个季度，全国完成房地产开发投资 5.1 万亿元，同比增长 15.4%，增速比上半年回落 1.2 个百分

点。其中，商品住宅完成投资 3.5 万亿元，同比增长 10.5%，增幅比上半年回落 1.5 个百分点，占房地产开发投资的比重为 68.8%。前三个季度，全国房屋新开工面积为 13.5 亿平方米，同比下降 8.6%，降幅比上半年扩大 1.5 个百分点；房屋施工面积为 52.5 亿平方米，同比增长 14.0%，增幅比上半年回落 3.2 个百分点；全国房屋竣工面积为 5.1 亿平方米，同比增长 16.4%，增速比上半年回落 4.3 个百分点。

房地产贷款增速回升。截至 9 月末，全国主要金融机构及主要农村金融机构、城市信用社和外资银行的房地产贷款余额 11.7 万亿元，同比增长 12.2%，比 6 月末高 1.9 个百分点，比上年末低 1.8 个百分点，占各项贷款余额的 19.7%。其中，个人住房贷款余额 7.2 万亿元，同比增长 12.0%，比 6 月末高 1.7 个百分点，增速连续 4 个月回升；房产开发贷款余额 3.0 万亿元，同比增长 12.1%，比 6 月末高 0.8 个百分点；地产开发贷款余额 8461 亿元，同比增长 7.3%，比 6 月末高 6.5 个百分点。前三个季度，新增房地产贷款 9821 亿元，同比少增 102 亿元。房地产贷款新增额占各项贷款新增额的 15.4%，比上半年高 3.1 个百分点，比上年全年低 2.1 个百分点。

根据住房与城乡建设部统计，前三个季度，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房新开工 720 万套，开工率为 97%，基本建成 480 万套，完成投资 9600 亿元。随着保障性住房建设的全面推进和加速，保障房信贷支持力度继续加大。截至 9 月末，全国保障性住房开发贷款余额为 5215 亿元，占全部住房开发贷款的 23.5%。前三个季度，新增保障性住房开发贷款 1300 亿元，占新增住房开发贷款的 86.4%。

此外，利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作稳步推进，截至 9 月末，第一批 29 个试点城市已审批贷款 419 亿元，占贷款总额度 502 亿元的 83.5%，按工程进度发放贷款 314 亿元，支持了 101 个保障房项目。

2. 纺织行业

纺织行业是中国的传统支柱产业和重要民生产业，曾经具有明显的国际竞争优势。“十一五”期间，纺织行业规模以上企业工业增加值年均增长 12.6%，利润总额年均增长 27.7%。但纺织行业也存在发展方式粗放、原料对外依存度较高等制约行业科学发展的问題。2012 年以来，受全球经济增速放缓的影响，纺织行业面临的挑战更加严峻。要在更高水平上实现可持续发展，纺织行业需尽快转变发展方式，推动行业转型升级。

受需求持续萎缩影响，纺织行业生产增速下降，但降幅有所收窄。欧美日需求锐减，外需低迷。前三个季度，纺织品服装出口 1871.6 亿美元，同比仅增长 0.5%，比上半年下降 1.1 个百分点。前三个季度，中国纺织品服装出口数量同比仅增长 2.5%左右。内需增速回落。1-8 月，规模以上纺织企业内销产值同比增长 12.4%，分别比第一季度和上半年回落 3.9 个和 0.9 个百分点。前三个季度，全国 3.7 万户规模以上纺织企业工业增加值同比增长 12.5%，分别比第一季度和上半年回落 2.6 个和 0.5 个百分点。

在棉花价格大幅波动、劳动力和能源成本上涨等诸多不利因素影响下，纺织行业整体效益较上年同期有所下滑。9 月末，国内 328 棉

花价格指数收于 18673 元/吨，Cotlook A 指数收于 81.3 美分/磅，国内棉价比国际市场每吨高出约 7000 元，削弱了中国纺织行业的竞争力。1-7 月，规模以上纺织企业利润总额同比下降 1.1%，但降幅有所收窄，分别比第一季度、上半年收窄 1.0 个和 0.9 个百分点。

“十二五”时期是纺织行业由大变强的重要时期，进一步深化产业结构调整、加快转变发展方式、从根源上化解各种外在风险，是全行业面临的根本任务。纺织工业 80%左右的产能集中在东部地区，随着中西部地区承接产业转移条件日益完善，应抓住机遇引导纺织行业有序转移，形成东中西部纺织产业优势互补、协调发展的区域布局，进一步保持和提升纺织行业国际竞争力。充分利用各种有利条件，加快建立以市场为导向、企业为主体、科研院所和高校为支撑、产学研用紧密结合的纺织行业科技创新机制，进一步提高产品质量，培养自主品牌，提高产品附加值，完善产业价值链；推广节能降耗减排新技术并加强资源再生循环及利用，着力推动纺织工业进入创新驱动的发展轨道。

第五部分 货币政策趋势

一、中国宏观经济展望

支撑中国经济平稳较快发展的基本面并未发生根本性变化，中国经济有望继续保持平稳较快增长。中国人均收入尚不到 6000 美元，仍处于城镇化、信息化、工业化和农业现代化进程中，增长的动力和潜力依然较大。各地发展热情仍然很高，财政状况相对较好，社会融

资总量持续回升，宏观政策预调微调和结构性改革措施的效果正在逐步显现，前期一些重要价格信号也已作出一定调整，这些都有助于稳定经济并扩大需求。中国经济结构正在朝着预期的方向转变，服务业等第三产业增长相对加快，内需特别是消费需求在带动经济增长中的作用增强。未来一段时期，中国经济总体上仍处于结构调整阶段，这一过程将进一步释放增长的潜力，从中长期看将有助于经济的长期和可持续发展。

也要看到，中国经济发展面临的国内外环境依然复杂。国际金融危机以来全球经济趋于再平衡，经济正在经历一个相对放缓、自我调整的过程。世界经济复苏步伐放缓，贸易投资保护主义抬头，外需受到国际金融危机的持续影响尽显疲弱。国内内生增长动力还需增强，经济趋稳的基础还不够稳固，储蓄率过高、消费率偏低的结构不平衡问题仍比较突出。在结构性及周期性等多重因素的共同作用下，中国经济增长受到一定影响。

还应注意到的，受外需疲弱、劳动年龄人口增长放缓以及转变发展方式等影响，中国的潜在增长水平可能会有一个阶段性放缓的过程，此时就业对增长速度的硬约束会小一些，而物价对需求扩张的敏感度则可能更高，经济结构调整和转变发展方式的任務更加紧迫。宏观政策需要更好地平衡速度、结构与物价之间的关系，根据经济运行规律和结构性变化把握好调控工作，同时继续加快结构调整和改革步伐，整合和优化资源配置，更好地释放长期增长的潜力。

物价形势总体较为稳定，未来走势取决于国内外环境和总需求状

况。2012 年以来，同比 CPI 总体回落，环比 CPI 基本保持历史均值水平。从 9 月份的情况看，CPI 环比涨幅也有所放缓。考虑到经济增长相对稳定，粮食连续九年增产，工业生产和供给能力充足，供求关系有利于物价继续保持基本稳定。当然也要看到，受劳动力成本、资源性产品和部分不可贸易品价格存在趋势性上涨压力等影响，物价对需求扩张和政策刺激仍比较敏感。此外，输入性因素也需要给予关注。

二、下一阶段主要政策思路

下一阶段，中国人民银行将继续落实党中央、国务院各项部署，坚持科学发展主题和加快转变经济发展方式主线，坚持“稳中求进”的工作总基调，正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系，把稳增长放在更加重要的位置。继续实施稳健的货币政策，增强调控的前瞻性、针对性和灵活性，加强预调微调，把握好经济增长、物价稳定 and 风险防范三者的平衡，重在保持货币环境的稳定，为市场经济自身的调整 and 稳定机制发挥作用创造条件。

一是综合运用多种货币政策工具组合，健全宏观审慎政策框架，保持合理的市场流动性，引导货币信贷及社会融资规模平稳合理增长。继续根据国际收支和流动性供需形势，综合运用逆回购、正回购、央行票据、存款准备金率等各种流动性管理工具组合，调节好银行体系流动性，引导市场利率平稳运行。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对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。

二是着力优化信贷资源配置，加大对经济结构调整的支持力度，更好地服务实体经济发展。加大存量信贷资产的结构调整力度。引导金融机构加强组织、管理和产品创新，加大对中小企业尤其是小微企业的金融支持力度；培育发展多层次、多元化、适度竞争的农村金融服务体系，为促进农业增产、农民增收、农村发展提供更多金融支持；加大对事关全局、带动性强的重大项目和科技、文化产业、旅游业、战略性新兴产业等国民经济重点领域的支持；努力开创金融支持就业、扶贫、助学等民生工程的新局面；鼓励银行业金融机构不断创新金融产品，探索适合的信贷管理模式，加大金融支持节能减排和低碳经济发展力度；配合国家区域经济发展政策，继续做好区域经济协调发展的金融支持和服务工作。严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款。继续严格执行差别化的各项住房信贷政策，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。

三是稳步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革，提高金融体系配置效率，完善金融调控机制。加快培育市场基准利率体系，提高中央银行市场利率调控水平，引导金融机构增强风险定价能力，用好利率浮动定价权合理定价，加强主动负债管理和成本约束，科学评估利率风险，完善定价机制，自觉维护定价秩序，促进经济金融协调发展。进一步完善人民币汇率形成机制，增强人民币汇率双向浮动弹性，使市场供求在汇率形成中发挥更大作用，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，推动汇率风险管理工

具创新。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。推进在银行间外汇市场挂牌人民币对新兴市场货币等交易，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。

四是推动金融市场规范发展，深化金融机构改革。继续大力发展债券市场，加大直接融资支持力度，拓宽小微企业融资渠道。推动金融市场创新，增强风险防范意识，着重发挥市场机制作用，不断巩固和加强市场基础设施建设，加强监督管理，推动金融市场健康规范发展。按照 2012 年初全国金融工作会议的部署和安排，继续深化大型商业银行改革，推动其不断完善公司治理，逐步健全现代金融企业制度，深化内部治理和风险管理，提高创新发展能力和国际竞争力。扎实推进中国农业银行“三农金融事业部”改革，促进其全面改进“三农”金融服务。统筹考虑政策性金融总体发展，坚持分类指导、“一行一策”的原则，坚持和深化国家开发银行商业化改革，研究推动中国进出口银行和中国农业发展银行改革。继续推动中国邮政储蓄银行深化改革、资产管理公司商业化转型等工作。积极稳妥推进金融业综合经营试点，落实好温州市“国家金融综合改革试验区”相关工作，在法制化、规范化基础上促进民间融资健康发展。鼓励和支持民间资金参与地方金融机构改革，加快发展新型金融组织。

五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，研究提出加强系统重要性金融机构监管的政策措施。督促金融机构加强内控和风险管理，继续加强

对地方政府融资平台公司贷款、金融机构表外业务和房地产金融的风险监测与管理。健全系统性金融风险的防范预警和评估体系，强化跨行业、跨市场、跨境金融风险的监测评估，防范实体经济部分地区、行业、企业风险及非正规金融风险向金融体系传导。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。