

# 中国货币政策执行报告

二〇一六年第四季度

中国人民银行货币政策分析小组

2017年2月17日

## 内容摘要

2016 年以来，国际经济政治领域的不确定性因素进一步增多，中国经济运行出现积极变化，但结构性矛盾仍较突出，部分地区资产泡沫问题凸显。面对复杂多变的经济金融形势，中国人民银行按照党中央、国务院的统一部署，主动适应经济发展新常态，保持货币政策的审慎和稳健，尤其是注重根据形势变化把握好调控的节奏、力度和工具组合，加强预调微调，为供给侧结构性改革营造了适宜的货币金融环境。

一是优化货币政策工具组合和期限结构，保持适度流动性。在年初普降存款准备金率 0.5 个百分点补充长期流动性缺口的基础上，更多运用公开市场操作、中期借贷便利、常备借贷便利、抵押补充贷款等工具灵活提供不同期限流动性。同时，建立公开市场每日操作常态化机制，开展中期流动性常态化操作。

二是推动调控框架逐步转型。一方面继续强化价格型调控传导机制，探索构建利率走廊机制，另一方面也注意在一定区间内保持利率弹性，与经济运行和金融市场变化相匹配，发挥价格调节和引导功能。连续在 7 天期逆回购利率进行操作，释放政策信号，并适时增加 14 天期和 28 天期逆回品种，引导和优化货币市场交易期限结构。

三是进一步完善适合我国国情的宏观审慎政策框架。将差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估（MPA），对金融机构行为进行多维度引导；将全口径跨境融资宏观审慎管理扩大至全国范围的金融机

构和企业；按照“因城施策”原则对房地产信贷市场实施调控，强化住房金融宏观审慎管理。

四是促进信贷结构优化，支持经济结构调整和转型升级。发挥好信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款、窗口指导等的作用，创设扶贫再贷款，将民营银行纳入支小再贷款的支持范围，引导金融机构加大对小微企业、“三农”和棚改等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。

与此同时，坚定推动金融市场化改革，进一步完善货币政策调控框架，疏通传导渠道。继续深入推进利率市场化改革，着力培育以上海银行间同业拆借利率（Shibor）、国债收益率曲线和贷款基础利率（LPR）等为代表的金融市场基准利率体系，不断健全市场利率定价自律机制。继续完善人民币汇率市场化形成机制，初步形成“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币对美元汇率中间价形成机制，汇率政策的规则性、透明度和市场化水平进一步提高。圆满完成人民币加入 SDR 篮子的各项技术性准备，2016 年 10 月 1 日人民币加入 SDR 货币篮子正式生效。

稳健货币政策取得了较好效果。银行体系流动性合理充裕，货币信贷和社会融资规模平稳较快增长，利率水平低位运行，人民币对一篮子货币汇率保持基本稳定，对美元双边汇率弹性进一步增强。2016 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 11.3%；人民币贷款余额同比增长 13.5%，比年初增加 12.65 万亿元，同比多增 9257 亿元；社会融资规模存量同比增长 12.8%。12 月份非金融企业及其他部门贷款

加权平均利率为 5.27%。2016 年末，CFETS 人民币汇率指数为 94.83，人民币对美元汇率中间价为 6.9370 元。

在一系列政策措施的共同推动下，中国经济运行总体平稳，供给侧结构性改革取得积极进展。消费贡献率继续提高，投资缓中趋稳，贸易顺差收窄。工业生产平稳增长，企业效益好转，就业形势总体稳定。2016 年，国内生产总值（GDP）比上年增长 6.7%，居民消费价格（CPI）比上年上涨 2.0%。

展望 2017 年，全球经济总体呈现复苏态势，中国经济增长的潜力依然巨大，随着供给侧结构性改革、简政放权和创新驱动战略不断深化实施，中国经济新的动能正在增强，稳定经济的有利因素逐步增多。当然也须看到，全球经济强劲增长的动力依然不足，政治经济社会领域的“黑天鹅”事件还可能较多；中国经济内生增长动力仍待强化，稳定经济增长、防范资产泡沫与促进环境保护之间的平衡面临较多挑战，结构性矛盾仍较为突出。

下一阶段，中国人民银行将按照党中央和国务院的战略部署，坚持稳中求进工作总基调，实施好稳健中性的货币政策，更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。保持流动性基本稳定，综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预调微调，调节好货币闸门，并促进结构优化。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，强化价格型调节和传导，

完善宏观审慎政策框架，畅通政策传导渠道和机制，抑制资产泡沫，防止“脱实向虚”，提高金融运行效率和服务实体经济的能力，同时牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

# 目 录

<b>第一部分 货币信贷概况</b> .....	<b>1</b>
一、广义货币平稳较快增长 .....	1
二、金融机构人民币活期存款占比有所上升 .....	2
三、金融机构对企业资金支持力度较大 .....	3
四、社会融资规模适度增长 .....	5
五、金融机构存贷款利率稳中小幅下行 .....	6
六、人民币汇率双向浮动弹性明显增强 .....	8
七、跨境人民币收付金额同比下降 .....	9
<b>第二部分 货币政策操作</b> .....	<b>10</b>
一、灵活开展公开市场操作 .....	10
二、开展常备借贷便利和中期借贷便利操作 .....	11
三、运用存款准备金率工具，完善存款准备金制度 .....	13
四、进一步完善宏观审慎政策框架 .....	13
五、支持金融机构扩大对国民经济重点领域和薄弱环节信贷投放 .....	16
六、充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用 .....	17
七、深入推进利率市场化改革 .....	18
八、进一步完善人民币汇率市场化形成机制 .....	19
九、深入推进金融机构改革 .....	21
十、进一步深化外汇管理体制改革的 .....	22
<b>第三部分 金融市场运行</b> .....	<b>23</b>
一、金融市场运行概况 .....	23
二、金融市场制度建设 .....	33
<b>第四部分 宏观经济形势</b> .....	<b>36</b>
一、世界经济金融形势 .....	36
二、中国宏观经济形势 .....	43
<b>第五部分 货币政策趋势</b> .....	<b>56</b>
一、中国宏观经济展望 .....	56
二、下一阶段货币政策思路 .....	59

## 专栏

专栏 1 将表外理财纳入宏观审慎评估 .....	14
专栏 2 债券市场对外开放稳步推进 .....	29
专栏 3 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 及其变化 .....	49
专栏 4 资产价格、货币政策与住房金融宏观审慎政策 .....	54

## 表

表 1 2016 年人民币存款结构 .....	3
表 2 2016 年人民币贷款结构 .....	4
表 3 2016 年分机构新增人民币贷款情况 .....	5
表 4 2016 年末社会融资规模存量 .....	6
表 5 2016 年社会融资规模增量 .....	6
表 6 2016 年金融机构人民币贷款各利率区间占比 .....	7
表 7 2016 年大额美元存款与美元贷款平均利率 .....	8
表 8 2016 年银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量 .....	20
表 9 2016 年金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况 .....	24
表 10 2016 年利率衍生产品交易情况 .....	25
表 11 2016 年各类债券发行情况 .....	27
表 12 2016 年末主要保险资金运用余额及占比情况 .....	32
表 13 主要发达经济体宏观经济金融指标 .....	38

## 图

图 1 货币供应量增速走势 .....	2
图 2 经常项目人民币收付金额按月情况 .....	9
图 3 银行间市场国债收益率曲线变化情况 .....	27
图 4 进出口增速与贸易差额 .....	45

## 第一部分 货币信贷概况

2016 年，银行体系流动性合理充裕，货币信贷和社会融资规模平稳较快增长，贷款结构继续改善，利率水平低位运行，人民币汇率弹性增强，货币金融环境基本稳定。

### 一、广义货币平稳较快增长

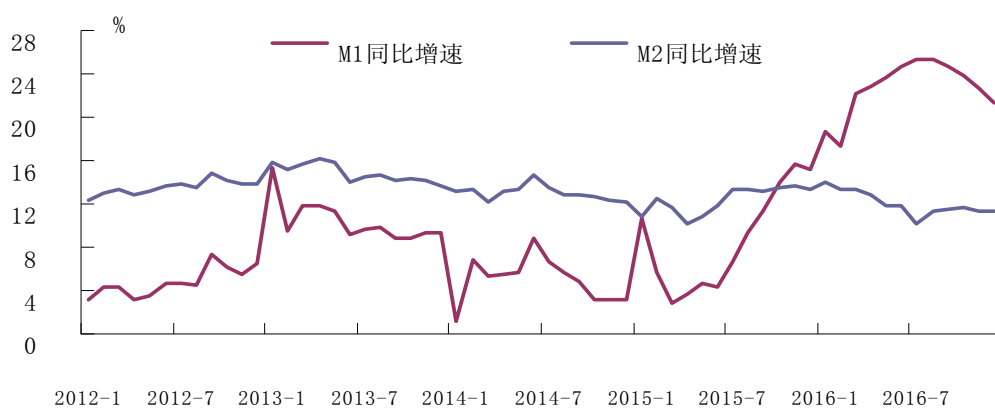
2016 年末，广义货币供应量 M2 余额为 155.0 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上年末低 2 个百分点。狭义货币供应量 M1 余额为 48.7 万亿元，同比增长 21.4%，增速比上年末高 6.2 个百分点。流通中货币 M0 余额为 6.8 万亿元，同比增长 8.1%，增速比上年末高 3.2 个百分点。全年现金净投放 5087 亿元，同比多投放 2130 亿元。

年末 M2 增速仍明显高于名义 GDP 增速，相对于经济增长实际需要，货币增长仍处于较高水平。从供应渠道看，除人民币贷款投放较多外，通过债券投资、股权及其他投资派生的货币也较多，分别比年初增加 5.67 万亿元和 7.15 万亿元，同比分别多增 3580 亿元和 5837 亿元。截至 2016 年末，M1 增速自高位连续 5 个月有所回落，较 7 月末的年内高点低 4.0 个百分点，M1-M2 剪刀差进一步缩窄至 10.1 个百分点。

2016 年末，基础货币余额为 30.9 万亿元，同比增长 10.2%，增速比上年末高 16.2 个百分点，比年初增加 2.9 万亿元，同比多增 4.8 万亿元。2016 年基础货币增长加快，主要是与央行供给流动性方式变化有关。2015 年主要通过降低法定准备金率来供给流动性，降准后法定准备金会转化为超额准备金，由此基础货币的结构将发生变



化，但基础货币总量不会增加。2016 年则更多通过公开市场逆回购、中期借贷便利以及抵押补充贷款等工具供给流动性，这会直接增加基础货币总量，导致基础货币增长加快。由于基础货币数量与央行操作方式有关，因此近两年虽然基础货币增速变化较大，但银行体系流动性（超额准备金）总体保持在合理适度的水平上。2016 年末货币乘数为 5.02，比上年末略低 0.02。金融机构超额准备金率为 2.4%。其中，农村信用社为 11.1%。



数据来源：中国人民银行。

图 1 货币供应量增速走势

## 二、金融机构人民币活期存款占比有所上升

2016 年末，金融机构本外币各项存款余额为 155.5 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上年末低 1.1 个百分点，比年初增加 15.7 万亿元，同比多增 4348 亿元。人民币各项存款余额为 150.6 万亿元，同比增长 11.0%，增速比上年末低 1.4 个百分点，比年初增加 14.9 万亿元，同比少增 924 亿元。外币各项存款余额为 7119 亿美元，比年初增加 845 亿美元，同比多增 678 亿美元。

从人民币存款期限看，存款仍呈活期化态势，2016 年住户存款和非金融企业存款增量中活期占比为 56.4%，比上年提升 2.8 个百分点。从人民币存款部门分布看，非金融企业存款同比多增 2.0 万亿元；非银行业金融机构存款同比少增 4.2 万亿元，其中证券及交易结算类存款同比少增 2.4 万亿元，SPV 存放同比少增 2.1 万亿元。

表 1 2016 年人民币存款结构

单位：亿元

	12 月末余额	同比增速	当年新增额	同比多增额
人民币各项存款	1505864	11.0%	148750	-924
住户存款	597751	9.5%	51634	7623
非金融企业存款	502178	16.7%	72491	19688
政府存款	270379	11.8%	27952	8554
非银行业金融机构存款	126860	-0.6%	-783	-41628
境外存款	8695	-22.6%	-2544	4840

数据来源：中国人民银行。

### 三、金融机构对企业资金支持力度较大

2016 年末，金融机构本外币各项贷款余额为 112.1 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上年末低 0.6 个百分点，比年初增加 12.7 万亿元，同比多增 9810 亿元。人民币各项贷款余额为 106.6 万亿元，同比增长 13.5%，增速比上年末低 0.8 个百分点，比年初增加 12.65 万亿元，同比多增 9257 亿元。受经济景气有所改善、物价回升使实际贷款利率下降等因素影响，11 月份后金融机构信贷投放出现加快势头。外币各项贷款余额为 7858 亿美元，比年初减少 445 亿美元，同比少减 57 亿美元。

从人民币贷款期限看，中长期贷款增量占比进一步提高。中长期

贷款比年初增加 9.8 万亿元，同比多增 3.1 万亿元，增量占比为 77.8%，比上年同期提高 20.7 个百分点。部分产能过剩行业贷款增速显著放缓。从人民币贷款部门分布看，住户贷款增长较快，主要是个人住房贷款增加较多。个人住房贷款比年初增加 4.8 万亿元，同比多增 2.3 万亿元，增速从高位开始放缓，年末为 36.7%，比 11 月末低 0.1 个百分点，为近 20 个月以来首次放缓。非金融企业及机关团体贷款数据受特殊因素影响较大。非金融企业及机关团体贷款比年初增加 6.1 万亿元，同比少增 1.3 万亿元。实际上金融机构对企业的资金支持比企业贷款数据显示得要更多。一方面是 2016 年以来地方政府债务置换较多、不良资产核销处置力度较大，使存量贷款减少，导致企业新增贷款明显低估。另一方面企业债券融资、股票融资等直接融资对企业贷款的替代性进一步增强。年末企业贷款有所回升，12 月份新增 4982 亿元，同比基本持平，较 10、11 月份分别多增 3298 亿元和 3326 亿元。分机构看，中资中小型银行贷款同比多增较多。

表 2 2016 年人民币贷款结构

单位：亿元

	12 月末余额	同比增速	当年新增额	同比多增额
人民币各项贷款	1066040	13.5%	126496	9258
住户贷款	333615	23.5%	63306	24585
非金融企业及机关团体贷款	718521	9.3%	60983	-12795
非银行业金融机构贷款	9532	11.6%	992	-2775
境外贷款	4373	38.7%	1215	243

数据来源：中国人民银行。

表 3 2016 年分机构新增人民币贷款情况

单位：亿元

	新增额	同比多增
中资大型银行 <sup>①</sup>	51108	-1952
中资中小型银行 <sup>②</sup>	73414	11342
小型农村金融机构 <sup>③</sup>	13895	462
外资金融机构	424	-48

注：①中资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中资中小型银行是指本外币资产总量小于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）。③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。

#### 四、社会融资规模适度增长

初步统计，2016年末，社会融资规模存量为155.99万亿元，同比增长12.8%，增速比上年高0.3个百分点。2016年社会融资规模增量为17.8万亿元，比上年多2.4万亿元。社会融资规模增量主要有以下特点：一是对实体经济发放的人民币贷款大幅多增，个人住房贷款增加较多。全年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模增量比重为69.9%。二是企业债券融资略有增长，股票融资同比多增。2016年企业债券占同期社会融资规模增量比重为16.8%，比上年低2.2个百分点。非金融企业境内股票融资占同期社会融资规模增量比重为7%，比上年高2个百分点。三是委托贷款和信托贷款明显增加。2016年委托贷款占同期社会融资规模增量比重为12.3%，比上年高1.9个百分点。信托贷款占同期社会融资规模增量比重为4.8%，比上年高4.5个百分点。四是未贴现的银行承兑汇票同比大幅减少。还应注意的是，若考虑地方政府债券发行及债务置换等因素，全社会融资总量还要更大、增速也会更快。

表 4 2016 年末社会融资规模存量

单位:万亿元人民币, %

	社会融资规模存量 <sup>①</sup>	其中:						
		人民币贷款	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
2016 年末 <sup>②</sup>	155.99	105.19	2.63	13.20	6.31	3.90	17.92	5.77
同比增速	12.8	13.4	-12.9	19.8	15.8	-33.4	22.5	27.6

注: ①社会融资规模存量是指一定时期末实体经济(非金融企业和住户)从金融体系获得的资金余额。②当期数据为初步统计数。存量数据基于账面值或面值计算。同比增速为可比口径数据, 为年增速。

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

表 5 2016 年社会融资规模增量

单位:亿元

	社会融资规模增量 <sup>①</sup>	其中:						
		人民币贷款	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
2016 年 <sup>②</sup>	178022	124372	-5640	21854	8593	-19531	29993	12416
同比增减	23959	11679	788	5943	8159	-8964	605	4826

注: ①社会融资规模增量是指一定时期内实体经济(国内非金融企业和住户)从金融体系获得的资金额。②当期数据为初步统计数。

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

## 五、金融机构存贷款利率稳中小幅下行

金融机构一般贷款加权平均利率小幅下行。12 月, 非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.27%, 与上年 12 月持平。其中, 一般贷款加权平均利率为 5.44%, 比上年 12 月下降 0.20 个百分点; 票据融资加权平均利率为 3.90%, 比上年 12 月上升 0.58 个百分点。

个人住房贷款利率稳步下行后于四季度趋于平稳，12月加权平均利率为4.52%，比上年12月下降0.18个百分点。

从利率浮动情况看，执行下浮、基准利率的贷款占比上升，执行上浮利率的贷款占比下降。12月，一般贷款中执行下浮利率的贷款占比为28.22%，比上年12月上升6.77个百分点；执行基准利率的贷款占比为19.05%，比上年12月上升0.46个百分点；执行上浮利率的贷款占比为52.73%，比上年12月下降7.23个百分点。

表 6 2016 年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	19.56	17.16	63.28	15.71	18.44	10.39	11.39	7.35
2月	21.92	16.92	61.16	15.06	17.08	9.55	11.71	7.76
3月	20.82	17.60	61.58	14.54	17.06	10.19	11.92	7.87
4月	21.99	16.27	61.74	13.88	16.73	10.45	12.53	8.15
5月	22.94	15.91	61.15	13.16	17.10	10.67	12.40	7.82
6月	24.06	17.80	58.14	13.57	16.24	10.13	11.40	6.80
7月	21.37	16.11	62.52	12.83	17.52	11.16	13.00	8.01
8月	21.46	15.77	62.77	12.95	17.61	11.07	13.27	7.87
9月	21.43	18.19	60.38	13.77	17.00	10.73	11.72	7.16
10月	22.94	16.89	60.17	13.01	16.17	10.82	12.20	7.98
11月	24.24	17.65	58.11	12.72	15.96	10.02	11.79	7.61
12月	28.22	19.05	52.73	13.04	14.93	8.44	10.02	6.29

数据来源：中国人民银行。

受国际金融市场利率波动、境内外币资金供求变化等因素影响，外币存贷款利率总体小幅上升。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0.88%，分别比上年12月下降0.02个和上升0.32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1.89%和2.26%，分别比上年12月上升0.24个和0.46

个百分点。

表 7 2016 年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	0.24	0.65	1.20	1.37	1.64	1.55	1.50	2.15	1.94	2.07	3.30
2 月	0.22	0.62	1.11	1.25	1.44	1.40	1.47	1.99	1.84	1.99	4.14
3 月	0.20	0.68	1.13	1.27	1.50	1.60	1.48	1.85	3.08	2.28	3.32
4 月	0.23	0.81	0.96	1.39	1.52	1.53	1.48	2.02	1.81	1.97	3.50
5 月	0.24	0.76	1.12	1.31	1.59	1.38	1.52	1.94	1.85	1.86	3.11
6 月	0.18	0.67	1.23	1.51	1.62	1.41	1.62	1.84	1.76	2.29	3.45
7 月	0.21	0.76	1.13	1.46	1.67	1.61	1.62	2.07	1.89	2.04	2.87
8 月	0.21	0.79	1.24	1.63	1.76	1.79	1.74	2.23	2.02	2.14	3.26
9 月	0.18	0.69	1.36	1.60	1.76	1.81	1.78	2.11	1.83	2.03	3.41
10 月	0.18	0.74	1.11	1.51	1.66	1.73	1.72	2.26	1.93	2.16	3.31
11 月	0.17	0.76	1.25	1.51	1.76	1.91	1.75	2.24	2.31	2.40	3.63
12 月	0.14	0.88	1.50	1.80	1.79	1.95	1.89	2.26	2.61	2.46	3.69

数据来源：中国人民银行。

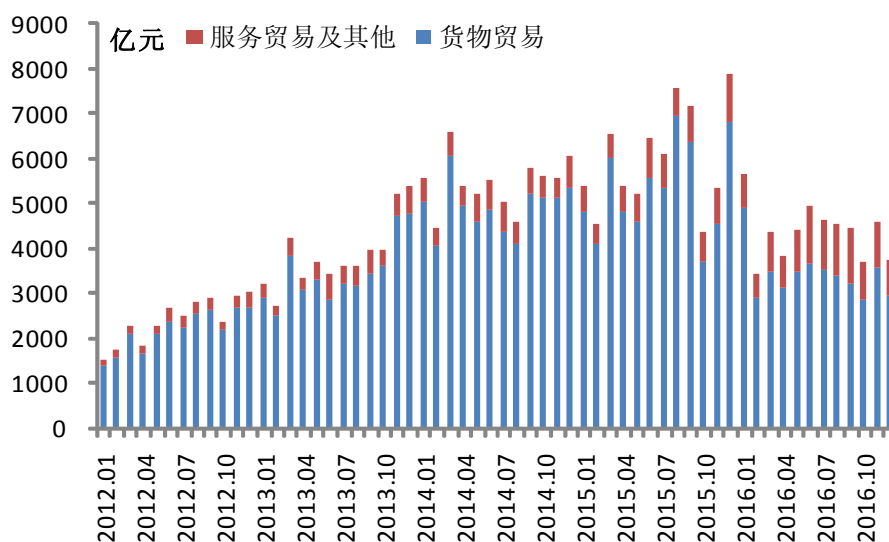
## 六、人民币汇率双向浮动弹性明显增强

2016 年，美元整体走强，主要货币对美元多数贬值，人民币对美元汇率也有所贬值。2016 年 2 月，人民银行明确了“收盘价+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价报价机制，增强了汇率形成机制的规则性、透明度和市场化水平，人民币对美元双边汇率弹性进一步增强，双向浮动的特征更加显著，汇率预期总体平稳。2016 年末，CFETS 人民币汇率指数为 94.83，全年下行 6.05%。参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数分别为 96.24 和 95.50，全年分别下行 5.38%和 3.38%。根据国际清算银行的计算，2016 年，人民币名义有效汇率贬值 5.85%，实际有效汇率贬值 5.69%；2005 年

7月人民币汇率形成机制改革以来至2016年12月，人民币名义有效汇率升值37.34%，实际有效汇率升值47.14%。2016年末，人民币对美元汇率中间价为6.9370元，比2015年末贬值4434个基点，贬值幅度为6.39%。2005年人民币汇率形成机制改革以来至2016年末，人民币对美元汇率累计升值19.31%。

## 七、跨境人民币收付金额同比下降

2016年，跨境人民币收付金额合计9.85万亿元，同比下降18.6%，其中实收3.79万亿元，实付6.06万亿元，净流出2.27万亿元，收付比为1:1.6。经常项目下跨境人民币收付金额合计5.23万亿元，同比下降27.7%；其中，货物贸易收付金额4.12万亿元，服务贸易及其他经常项下收付金额1.11万亿元；资本项目下人民币收付金额合计4.62万亿元，同比下降5.1%。



数据来源：中国人民银行。

图 2 经常项目人民币收付金额按月情况



## 第二部分 货币政策操作

2016 年以来，内外部经济金融形势错综复杂，中国经济运行出现积极变化但基础并不牢固，部分城市房地产价格大幅上涨，通胀预期有所上升。根据党中央、国务院的统一部署，中国人民银行主动适应经济发展新常态，坚持稳中求进的总基调，继续实施稳健的货币政策，根据形势发展变化，保持政策灵活适度，注重稳定市场预期，为供给侧结构性改革营造了适宜的货币金融环境。

### 一、灵活开展公开市场操作

2016 年，受美联储加息、外汇占款下降等多种因素影响，我国银行体系流动性供求波动有所加大，同时部分市场机构加杠杆、地方政府债集中发行、金融业“营改增”、交易所可转（交）换债券发行冻结资金等也加剧了流动性供求变化的不确定性。结合流动性供求的长期性变化和季节性特点，中国人民银行以 7 天期逆回购为主搭配其他品种和工具灵活开展操作，同时进一步完善公开市场操作机制，丰富逆回购期限品种，“削峰填谷”熨平内外多种因素对流动性的扰动，推动完善金融业“营改增”相关政策，促进了银行体系流动性基本稳定和货币市场利率总体平稳运行。

年初，为进一步提高央行流动性管理的精细化程度和操作主动性，中国人民银行建立了公开市场每日操作机制，将操作频率由每周两次提高到每日一次。8 月下旬和 9 月中旬，综合考虑经济运行、流动性形势以及市场“以短搏长”现象较为普遍等情况，中国人民银行在公开市场操作中先后增加了 14 天期和 28 天期逆回购品种，适当延

长央行资金投放期限，引导金融机构提高负债稳定性，并通过公开市场业务一级交易商传导优化货币市场交易期限结构，对于防范资产负债期限错配和流动性风险发挥了积极作用。

2016年，公开市场逆回购中标利率基本保持稳定。2017年2月3日，由央行招标、公开市场业务一级交易商参与投标的7天期、14天期和28天期逆回购中标利率均上行10个基点分别至2.35%、2.50%和2.65%。此次中标利率上行是市场化招投标的结果，反映了2016年9月份以来货币市场利率中枢上行的走势，是在资金供求影响下随行就市的表现。为实现货币政策目标，公开市场操作也有相应的量、价目标，目标的调整和侧重点的变化服务于宏观调控的需要，这也意味着公开市场操作的招标规模和中标利率都是可变的。市场已经适应了公开市场操作招标规模的变化，也在逐步适应中标利率的变化，这无疑有利于未来更好地发挥市场供求的决定性作用。

2016年，公开市场累计开展逆回购操作24.8万亿元，其中7天期操作17.9万亿元，14天期操作3.9万亿元，28天期操作3万亿元；开展SLO操作累计投放流动性2050亿元。年末公开市场逆回购操作余额为13150亿元，SLO余额为0。

## **二、开展常备借贷便利和中期借贷便利操作**

增加常备借贷便利期限品种，保持常备借贷便利利率稳定。2016年初，中国人民银行增加常备借贷便利1个月期限品种，满足金融机构春节期间流动性需求，要求分支机构对地方法人金融机构按需提供流动性，促进货币市场平稳运行。探索常备借贷便利利率发挥利率走廊上限的作用，保持常备借贷便利利率稳定，对符合宏观审慎要求的

地方法人金融机构，隔夜、7天、1个月的利率分别为2.75%、3.25%、3.60%。在春节期间和月末、季末等货币市场利率易发生波动的时点，及时运用常备借贷便利满足中小金融机构临时性流动性需求。2016年中国人民银行累计开展常备借贷便利操作7122亿元，其中第四季度开展常备借贷便利操作1649亿元，期末常备借贷便利余额为1290亿元。2017年2月3日，为加强银行体系流动性管理，引导货币市场平稳运行，中国人民银行将隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率调整为3.10%、3.35%、3.70%。

开展中期借贷便利常态化操作并丰富期限品种。建立中期流动性常态化操作机制，每月适时开展中期借贷便利操作，稳定市场预期。2016年，累计开展中期借贷便利操作55235亿元，期末余额为34573亿元，比年初增加27915亿元。中期借贷便利及时填补中期流动性缺口，成为央行基础货币供给的重要渠道。为满足金融机构不同期限的流动性需求，丰富中期借贷便利的期限品种，操作期限由6个月扩展为3个月、6个月、1年期。同时，根据货币政策调控需要，2016年初两次下调中期借贷便利利率，发挥中期政策利率作用，引导金融机构降低贷款利率和社会融资成本。2017年1月末，适度上调中期借贷便利利率，6个月、1年期利率分别为2.95%、3.10%。

2017年1月，为保障春节前由现金投放形成的集中性需求，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行，中国人民银行通过临时流动性便利（TLF）操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供了临时流动性支持，通过市场化机制更有效地满足了临时性流动性需求。

### 三、运用存款准备金率工具，完善存款准备金制度

2016年3月，中国人民银行普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕。自2016年7月起，中国人民银行进一步改革存款准备金考核制度，对金融机构存款准备金的交存基数实施平均考核。这是继2015年9月将金融机构存款准备金考核由每日达标改为维持期内日均达标后，对存款准备金平均法考核的进一步完善，由此实现了存款准备金交存基数计算和维持期考核的“双平均”。实施“双平均”考核存款准备金，有助于提高金融机构流动性管理的灵活性，增强货币市场运行的稳健性，也有利于改善货币政策传导机制，为货币政策调控框架转型创造条件。

### 四、进一步完善宏观审慎政策框架

将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估(MPA)。MPA从资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性情况、定价行为、资产质量情况、跨境业务风险情况、信贷政策执行情况七大方面对金融机构的行为进行多维度引导。从2016年宏观审慎评估情况看，货币信贷基本保持平稳增长态势，银行业金融机构总体上经营稳健，以资本约束为核心的稳健经营理念更加深入人心，自我约束和自律管理的能力及意识有所提高，市场利率定价秩序等得到有效维护，符合加强宏观审慎管理的预期。中国人民银行正在不断完善宏观审慎评估工作，研究将更多资产类型纳入评估框架，进一步加强与金融机构的沟通，引导其加强自律管理，保持审慎经营。2017年第一季度评估时开始正式将表外理财纳入广义信贷范围，以合理引导金融机构加强对表外业

务风险的管理。

## 专栏 1 将表外理财纳入宏观审慎评估

2016 年起中国人民银行将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估（MPA）。MPA 已成为“货币政策+宏观审慎政策”双支柱的金融调控政策框架的重要组成部分。与差别准备金动态调整机制相比，MPA 将对狭义贷款的关注拓展为对广义信贷的关注。在 2016 年的 MPA 评估中，银行广义信贷的范围包括贷款、债券投资、股权及其他投资、买入返售资产以及存放非存款类金融机构款项等资金运用类别（不含存款类金融机构之间的买入返售）。银行表内资金运用绝大部分已经纳入广义信贷范围。

从宏观审慎政策的理论发展和国际实践看，随着金融创新和金融市场发展，影子银行体系扩张往往快于传统信贷增长，在中国主要表现为表外业务的快速增长，其顺周期加杠杆、跨市场传播风险、羊群效应等现象也较为突出。将更广泛的金融资产、金融机构、金融市场纳入宏观审慎管理，防范系统性风险是大势所趋。近年来，我国银行表外理财业务增长较快。根据中国人民银行统计，2016 年末银行业表外理财资产超过 26 万亿元，同比增长超过 30%，比同期贷款增速高约 20 个百分点，但对表外理财业务的风险还缺乏有效识别与控制。一是表外理财底层资产的投向与表内广义信贷无太大差异，主要包括类信贷、债券等资产，同样发挥着信用扩张作用，若增长过快也会积累宏观风险，不符合“去杠杆”的要求。二是目前表外理财业务虽名为“表外”，但交易的法律关系还不够明确，业务界定尚不够清晰，一定程度上存在刚性兑付，出现风险时银行往往表内解决，未真正实现风险隔离，存在监管套利等问题。因此，将表外理财纳入广义信贷范围有利于更全面地反映银行体系信用扩张状况，更全面地对银行体系实施宏观审慎管理。

基于上述考虑，自 2016 年三季度起，中国人民银行开始就表外理财纳入 MPA 广义信贷指标开展模拟测算，并加强与市场和金融机构的沟通及预期引导，相关工作进展总体顺利，市场对此已有充分预期，实施条件已经具备。中国人民银行将于 2017 年一季度 MPA 评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围，以合理引导金融机构加强对表外业务风险的管理。在具体操作上，将表外理财资产在扣除现

金和存款之后纳入广义信贷范围，纳入后仍主要对新的广义信贷余额同比增速进行考核和评估。将表外理财纳入广义信贷之后，部分机构的广义信贷同比增速将会提高，与之对应的宏观审慎要求也会相应提高，由此引导金融机构稳健经营。需要指出的是，表外理财本质上属资产管理业务，应具有“受人之托、代客理财、投资者风险自担”的属性。要从根本上解决真实资本计量、风险隔离、刚性兑付、监管套利等问题，还需进一步理顺资产管理业务的法律关系和监管安排。

完善跨境资本流动宏观审慎框架。一是将全口径跨境融资宏观审慎管理政策推广至全国，并逐步完善。自 2016 年 5 月 3 日起，对金融机构和企业，中国人民银行和国家外汇管理局不再实行外债事前审批，而是由金融机构和企业在其资本或净资产挂钩的跨境融资上限内，自主开展本外币跨境融资，充分体现了“简政放权”的改革理念和国务院“放管服”的总体要求。之后，中国人民银行对实施情况进行了全面评估，于 2017 年初进一步完善了政策框架，适当扩大了企业和金融机构的跨境融资空间，有利于境内机构充分利用境外低成本资金，支持实体经济发展。二是根据宏观调控需要和宏观审慎评估的结果设置并调节相关参数，对金融机构和企业的跨境融资进行逆周期调节，使跨境融资水平与宏观经济热度、整体偿债能力和国际收支状况相适应，控制杠杆率和货币错配风险，有效防范系统性金融风险。三是自 2016 年 1 月起，对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金率，以防范宏观金融风险，促进金融机构稳健经营。

坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，按照“因城施策”的原则对房地产市场实施调控，强化住房金融宏观审慎管理，指导分支行配合地方政府开展房地产调控，在引导个人住房贷款合理增

长的同时，支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。

## 五、支持金融机构扩大对国民经济重点领域和薄弱环节信贷投放

一是根据宏观调控形势合理增加支农、支小再贷款额度，增大运用信贷政策支持再贷款资金发放贷款利率的加点幅度弹性；适当扩大支小再贷款对象，将民营银行纳入支小再贷款发放对象范围。2016年末，全国支农、支小再贷款余额分别为 2089 亿元、537 亿元，再贴现余额 1165 亿元。

二是完善抵押补充贷款制度建设，扩大抵押补充贷款适用范围。明确抵押补充贷款管理办法和监测评估操作规程，要求国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行按照“特定用途，专款专用，保本微利，确保安全”的原则发放抵押补充贷款。经国务院批准，从 2016 年 2 月起，将抵押补充贷款的适用范围扩大至国家开发银行用于发放地下管廊贷款。根据三家银行上述贷款的发放进度。2016 年，中国人民银行向三家银行提供抵押补充贷款共 9714 亿元，期末抵押补充贷款余额为 20526 亿元。

三是创设扶贫再贷款，为脱贫攻坚提供有力金融支持。为贯彻落实党中央、国务院关于脱贫攻坚的重要战略部署，2016 年 3 月中国人民银行正式开办扶贫再贷款业务，优先和主要支持带动贫困人口就业发展的企业和建档立卡贫困户，积极推动贫困地区发展特色产业和贫困人口创业就业，促进贫困人口脱贫致富。2016 年末，全国扶贫再贷款余额为 1127 亿元。

四是稳步推进信贷资产质押和央行内部评级试点。建立信贷资产央行内部评级操作规程，进一步完善试点各项制度。试点地区中国人民银行分支机构对辖内地方法人金融机构符合条件的贷款企业开展央行内部评级，将评级符合标准的信贷资产纳入中国人民银行发放再贷款可接受的合格抵押品范围，2016 年以信贷资产质押方式向地方法人金融机构累计发放信贷政策支持再贷款共 207 亿元。

## 六、充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用

中国人民银行加强窗口指导和信贷政策的信号和结构引导作用，探索货币政策在支持经济结构调整和转型升级方面发挥积极作用，引导金融机构围绕去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，更好地用好增量、盘活存量，合理使用央行提供的资金支持，探索创新组织架构、抵押品、产品和服务模式，将更多信贷资金配置到重点领域和薄弱环节，支持稳增长、调结构、惠民生。

一是鼓励和引导银行业金融机构全面支持制造强国建设，继续做好产业结构战略性调整、基础设施建设和棚改、地下管廊、船舶、铁路、流通、能源等重点领域改革发展的金融服务，以扩大服务消费为重点带动产业转型，引导金融机构创新组织、产品和服务方式，加大养老、健康等新消费重点领域支持力度。二是扎实做好涉农和小微企业金融服务，慎重稳妥推进“两权”抵押贷款试点，鼓励中小企业通过发行非金融企业债务融资工具募集资金，支持符合条件的金融机构发行金融债券专项用于小微企业贷款。三是督促银行业金融机构落实好金融支持钢铁、煤炭等行业化解过剩产能的各项政策，建立完善绿



色金融政策体系，大力发展绿色金融。四是做好京津冀协同发展、长江经济带发展、一带一路、西部大开发等国家战略的金融支持工作，不断提升促进区域协调发展金融服务水平。五是继续完善扶贫、就业、助学、少数民族、农民工、大学生村官、防汛抗洪抢险救灾等民生金融服务。促进金融支持“双创”，积极推动科技金融结合试点。深入推进金融精准扶贫，加强易地扶贫搬迁信贷资金筹集、投放和管理工 作，完善金融精准扶贫信息系统，改进金融精准扶贫政策效果评估制度，着力支持贫困地区经济社会持续健康发展和贫困人口脱贫致富。此外，进一步完善信贷政策导向效果评估工作机制，进一步推进信贷资产证券化，以改革创新盘活存量资金，引导金融机构将盘活的信贷资源重点支持棚改、水利、中西部铁路等领域建设。

## 七、深入推进利率市场化改革

加快建设市场化利率形成和调控机制。一是继续培育金融市场基准利率体系。着力培育以上海银行间同业拆借利率（Shibor）、国债收益率曲线和贷款基础利率（LPR）等为代表的金融市场基准利率体系，为金融产品定价提供重要参考。扎实推进 Shibor、LPR 应用，促进其使用范围逐步扩大。自 2016 年 6 月 15 日起，通过中国人民银行网站发布中国国债收益率曲线，推动市场主体提高对国债收益率曲线的关注和使用程度，进一步夯实国债收益率曲线的基准性。二是不断健全市场利率定价自律机制。进一步拓宽自律机制成员范围，目前自律机制成员已扩大至 1556 家，包括 12 家核心成员、873 家基础成员和 671 家观察成员。同时，进一步完善省级自律机制。三是有序推进

金融产品创新。逐步扩大存单发行主体范围，推进同业存单、大额存单发行交易。2016年6月6日进一步将个人投资人认购大额存单的起点金额由30万元调整至20万元。四是完善中央银行利率调控体系，积极疏通利率传导渠道，增强央行引导和调节市场利率的有效性。

总体看，利率市场化改革加快推进并取得重要进展。金融机构的自主定价和风险管理能力有所提升，金融市场基准利率体系逐步完善，中央银行利率调控能力显著增强，市场化利率形成和调控机制不断健全。同时，随着利率市场化的深入推进，市场在资源配置中的决定性作用得到进一步发挥，对缓解实体经济“融资难、融资贵”问题，促进经济结构调整和转型升级也发挥了积极作用。

## 八、进一步完善人民币汇率市场化形成机制

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。2016年2月份，中国人民银行明确了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。这一机制比较好地兼顾了市场供求指向、保持对一篮子货币基本稳定和稳定市场预期三者之间的关系，增强了汇率形成机制的规则性、透明度和市场化水平，人民币对美元双边汇率弹性进一步增强，双向浮动的特征更加显著，汇率预期总体平稳。

2016年，人民币对美元汇率中间价最高为6.4565元，最低为6.9508元，244个交易日中114个交易日升值、130个交易日贬值，最大单日升值幅度为0.57%(365点)，最大单日贬值幅度为0.90%(599

点)。

人民币对欧元、日元等其他国际主要货币汇率有升有贬。2016年末，人民币对欧元、日元汇率中间价分别为1欧元兑7.3068元人民币、100日元兑5.9591元人民币，分别较2015年末贬值2.90%和贬值9.59%。2005年人民币汇率形成机制改革以来至2016年末，人民币对欧元汇率累计升值37.05%，对日元汇率累计升值22.60%。

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，2016年，在银行间外汇市场推出人民币对韩元、南非兰特、阿联酋迪拉姆、沙特利亚尔、加拿大元、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉和墨西哥比索直接交易。银行间外汇市场人民币直接交易成交活跃，流动性明显提升，降低了微观经济主体的汇兑成本。

表 8 2016 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	澳大利亚元	新西兰元	新加坡元	瑞士法郎	加拿大元	林吉特	卢布
交易量	382615	4598	3275	1493	490	793	137	1088	180	252	34	118
币种	南非兰特	韩元	阿联酋迪拉姆	沙特利亚尔	匈牙利福林	波兰兹罗提	丹麦克朗	瑞典克朗	挪威克朗	土耳其里拉	墨西哥比索	泰铢
交易量	9	313	0.57	0.47	0.02	0.02	0.47	0.85	0.23	0.04	0.02	1.58

数据来源：中国外汇交易中心。

2016 年末，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，境外货币当局动用人民币余额为 221.49 亿元，中国人民银行动用外币余额折合 11.18 亿美元，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

开发性、政策性金融机构改革加快推进。2016年11月24日、11月30日，国务院批准同意《国家开发银行章程》和《中国农业发展银行章程》、《中国进出口银行章程》。三家银行章程对其各自的功能定位、经营范围和业务、资金来源、治理结构、风险管控等方面作出了明确规定。12月26日，中国人民银行分别印发通知，要求三家银行遵照实行三家银行章程，建立促进三家银行可持续发展的体制机制安排，确保有效履行职责，充分发挥开发性、政策性金融作用。

推动邮储银行H股发行上市和东方、长城资产管理公司转型发展。2016年9月28日，邮储银行H股成功挂牌上市，股份制改革取得重要进展。8月30日、11月25日，东方、长城资产管理股份有限公司创立大会暨第一次股东大会顺利召开；10月16日、12月11日，东方、长城资产管理股份有限公司成立大会顺利召开，东方、长城资产管理公司转型发展取得阶段性成果。

着力完善存款保险制度功能。《存款保险条例》实施各项工作稳步推进。金融机构存款平稳增长，大、中、小银行存款格局保持稳定。金融机构50万元限额内的客户覆盖率为99.6%，保持稳定。在保持费率水平总体稳定的基础上，初步实施基于风险的差别费率，对投保机构的风险约束和正向激励作用正在逐步显现。积极开展存款保险宣传和业务培训，扎实、规范做好保费归集和基金管理工作。

农村信用社改革取得重要成果，农村信用社可持续发展能力显著增强，农村金融服务水平明显提升，产权制度改革稳步推进。按贷款

五级分类口径统计，2016 年末，全国农村信用社不良贷款比例为 3.8%，比上年末下降 0.5 个百分点；资本充足率为 12.1%，比上年末提高 0.5 个百分点；2016 年实现利润 2341 亿元。各项存贷款余额分别为 21.4 万亿元和 13.4 万亿元，占同期全部金融机构各项存贷款余额的比例分别为 14.2%和 12.6%，各项贷款比例比上年末提高 0.5 个百分点。全国农村信用社涉农贷款余额和农户贷款余额分别为 8.2 万亿元和 4.0 万亿元，比上年末分别增长 5.5%和 7.4%。截至 2016 年末，全国共组建以县（市）为单位的统一法人农村信用社 1054 家，农村商业银行 1114 家，农村合作银行 40 家。

## 十、进一步深化外汇管理体制改革的

持续推进外汇管理“放管服”改革。一是推进行政审批改革和法规清理。取消 1 项行政审批，宣布废止失效 70 余件外汇管理规范性文件，提高外汇管理公共服务质量和效率。二是跨境电子商务综合试验区范围扩大到天津等 12 个城市后，做好跨境电子商务综合试验区的配套措施。三是促进货物贸易便利化。允许 A 类企业贸易外汇收入直接进入经常项目外汇账户。允许银行为符合条件的企业进行电子单证审核，促进货物贸易外汇收支便利化。此外，继续实施合格境外机构投资者外汇管理改革。进一步提高对 RQFII 和 QFII 外汇管理的一致性，推动境内资本市场开放。

在现有政策框架下强化外汇管理和执行。一是加强对外直接投资真实性审核。发展改革委、商务部、人民银行、外汇局四部委进一步规范市场秩序，按有关规定对一些企业对外投资项目进行核实，促进

我国对外投资持续健康发展。二是严厉打击外汇违规违法行为，2016年共查处违规案件近2000起，破获“地下钱庄”等非法买卖外汇案件80余起。三是创新事中事后管理方式。搭建外汇业务银行自律平台，组织14家核心成员银行签署《银行外汇业务展业公约》，完成全国外汇市场自律机制省级层面建设，完善外汇管理政策传导机制。四是加强跨部门联合监管。国家税务总局与国家外汇管理局签署《关于推进信息共享实施联合监管合作备忘录》，加强出口退税、跨境税源、外汇收付管理等方面的监管合作。

## 第三部分 金融市场运行

2016年，金融市场总体健康平稳运行。货币市场交易活跃，市场利率有所上行；债券发行规模较快增长，债券收益率曲线有所上移；股票市场成交量同比下降，筹资额上升；保险业资产、外汇和黄金交易保持较快增长。

### 一、金融市场运行概况

#### （一）货币市场交易活跃，市场利率有所上升

银行间回购、拆借交易量较快增长。2016年，银行间市场债券回购累计成交601.3万亿元，日均成交2.4万亿元，日均成交同比增长30.3%，增速比上年低74.5个百分点；同业拆借累计成交95.9万亿元，日均成交3821亿元，日均成交同比增长48.2%，增速比上年低23个百分点。从期限结构看，市场交易更趋集中于隔夜品种，全年回购和拆借隔夜品种的成交量分别占各自总量的85.2%和87.6%，占比较上年分

别上升0.1个和3.5个百分点。交易所债券回购累计成交233.6万亿元，同比增长82.2%。

中资大型银行是货币市场主要资金融出方，证券业机构和其他金融机构及产品净融入资金较快增长，中资中小型银行、外资银行和保险业机构资金需求大幅下降。2016年，中资大型银行回购和拆借净融出资金219.1万亿元，同比增长5.8%；证券业机构全年净融入66.6万亿元，同比增长41.2%；其他金融机构及产品净融入111万亿元，同比增长40.7%；保险业机构自第三季度以来由资金融入方转为资金供给方；中资小型银行融入量同比明显减少，全年净融入37.6万亿元，同比下降36.9%。

表 9 2016 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	
	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年
中资大型银行 <sup>①</sup>	-1953274	-1885635	-237311	-183955
中资中小型银行 <sup>②</sup>	356213	619911	19786	-23790
证券业机构 <sup>③</sup>	490116	364808	175790	106682
保险业机构 <sup>④</sup>	-31443	79014	97	58
外资银行	70702	104578	-270	29785
其他金融机构及产品 <sup>⑤</sup>	1067686	717324	41909	71221

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家中大型银行、小型城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行。③证券业机构包括证券公司和基金公司。④保险业机构包括保险公司和企业年金。⑤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、基金、理财产品、信托计划、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。⑥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。

2016年1-8月份货币市场利率水平总体平稳，9月份以来有所上

升。12月份同业拆借月加权平均利率为2.44%，比9月份高19个基点；质押式回购月加权平均利率为2.56%，比9月份高28个基点。Shibor总体有所上行。截至2016年末，隔夜和1周Shibor分别为2.23%和2.54%，分别较上年末上升24个和19个基点；3个月和1年期Shibor分别为3.27%和3.37%，分别较上年末上升19个和2个基点。

利率互换交易增长较快。2016年，人民币利率互换市场达成交易87849笔，同比增长35.5%；名义本金总额9.92万亿元，同比增长19.9%。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7.87万亿元，占总量的79.3%。从参考利率来看，人民币利率互换交易的浮动端参考利率主要包括7天回购定盘利率和Shibor，与之挂钩的利率互换交易名义本金占比为85.9%和13.9%。

表 10 2016 年利率衍生产品交易情况

	利率互换		标准利率衍生品		标准债券远期	
	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)	交易笔数 (笔)	交易量 (亿元)
2016 年	87849	99184.2	8	8	8	1
2015 年	64832	82689.9	994	5014	59	17.2

数据来源：中国外汇交易中心。

同业存单发行交易量明显增加，大额存单业务进一步发展。2016年银行间市场陆续发行同业存单17643只，发行总量为13.04万亿元，二级市场交易总量为70.12万亿元，同业存单发行交易全部参照Shibor定价。同业存单发行利率与中长端Shibor的相关性进一步提高。2016年全年，3个月期同业存单发行加权平均利率为3.06%，比3个月Shibor高15个基点。金融机构陆续发行大额存单16896期，



发行总量为 5.3 万亿元，同比增加 3 万亿元。同时，中国人民银行正在积极推进大额存单二级市场转让交易。大额存单发行交易的有序推进，进一步扩大了金融机构负债产品市场化定价范围，有利于培养金融机构的自主定价能力，健全市场化利率形成和传导机制。

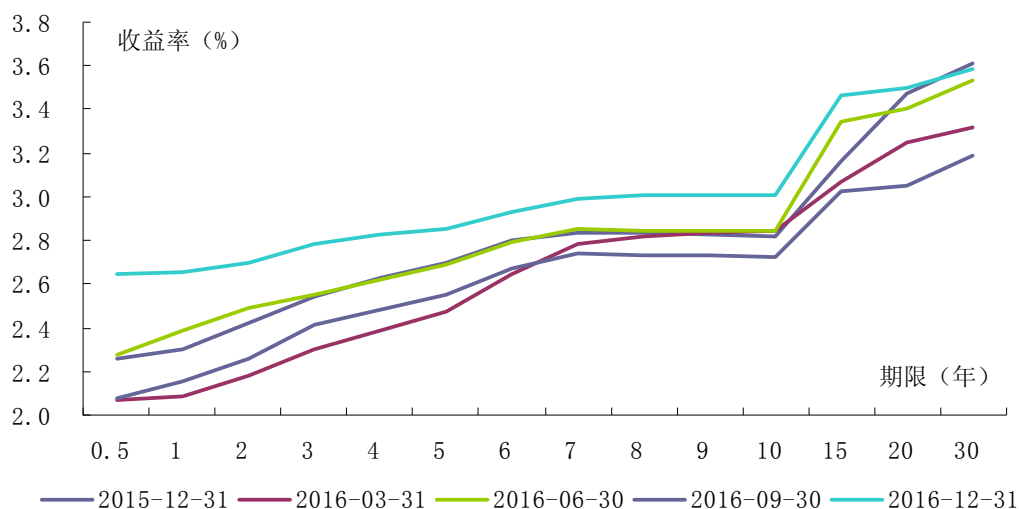
## （二）债券现券交易活跃，债券收益率曲线有所上移

债券现券成交大幅增长。2016年，银行间债券市场现券交易127.1万亿元，日均成交5063亿元，日均成交同比增长45.4%。从交易主体看，中资中小型银行和证券业机构是主要的卖出方，全年净卖出现券4.5万亿元；其他金融机构及产品是主要的买入方，净买入现券4.1万亿元。从交易品种看，全年银行间债券市场政府债券现券交易累计成交14.6万亿元，占银行间市场现券交易的11.5%；金融债券和公司信用类债券现券交易分别累计成交77.6万亿元和34.5万亿元，占比分别为61.1%和27.2%。交易所债券现券成交5.3万亿元，同比增长54.7%。

银行间债券市场指数下降。2016年，中债综合净价指数由年初的104.68点下降至年末的102.22点，降幅为2.35%；中债综合全价指数由年初的119.17点下降至年末的117.35点，降幅为1.53%。交易所上证国债指数由年初的154.66点上升至年末的159.79点，升幅为3.31%。

债券市场收益率波动较大，国债收益率曲线上移。2016年末，国债1年、3年、5年、7年和10年期收益率较年初分别上升30个、22个、11个、12个和14个基点，10年期与1年期国债期限利差为36个基点，较年初收窄16个基点。全年债券市场走势先强后弱。年初到4月初，收益率总体维持震荡调整格局；4月初至6月初，收益率有所上行；6

月中至10月中旬，收益率稳步下行，中长期债券收益率下行尤为显著；10月下旬之后，债券市场出现一定调整，国债收益率曲线上移。



数据来源：中央国债登记结算有限责任公司。

图 3 银行间市场国债收益率曲线变化情况

债券发行规模增长较快，第四季度有所放缓。全年累计发行各类债券35.6万亿元，同比增长55.5%，主要是地方政府债券、公司债和同业存单发行快速增长。2016年末国内各类债券余额为63.8万亿元，同比增长30.8%。

表 11 2016 年各类债券发行情况

债券品种	发行额 (亿元)	较上年同期增减 (亿元)
中央政府债券	30658	9600
地方政府债券	60428	22077
中央银行票据	0	0
金融债券 <sup>①</sup>	182152	80057
其中：国家开发银行及政策性金融债	33571	7520
同业存单	129731	76707
公司信用类债券 <sup>②</sup>	82242	15037
其中：非金融企业债务融资工具	51358	-2968
企业债券	7326	2295
公司债	23372	15664
国际机构债券	412	297

合计	355892	127069
----	--------	--------

注：①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、同业存单等。②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。

各类债券发行利率总体有所上升。12月份发行的10年期国债发行利率为2.7%，比上年同期发行的同期限国债利率低29个基点；国开行发行的10年期金融债利率为3.74%，比上年11月发行的同期限金融债利率高27个基点；主体评级AAA的企业发行的一年期短期融资券（债券评级A-1）平均利率为4.27%，比上年同期高49个基点；5年期中期票据平均发行利率为4.53%，比上年同期高5个基点。Shibor对债券产品定价继续发挥重要的基准作用。2016年全年，发行以Shibor为基准定价的浮动利率债券（不包括同业存单）13只，总量为550亿元；发行固定利率企业债498只，总量为5925.7亿元，全部参照Shibor定价；发行参照Shibor定价的固定利率短期融资券4927.75亿元，占固定利率短期融资券发行总量的81.26%。

债券市场产品创新和机制创新不断推进。一是推出特别提款权（SDR）债券。2016年，世界银行和渣打银行先后在银行间债券市场成功发行总计6亿SDR债券，对于扩大SDR使用、促进人民币国际化和我国金融市场对外开放具有重要意义，也有利于增强国际货币体系的稳定性和韧性。二是推出扶贫社会效应债券。在银行间债券市场推出扶贫社会效应债券，规模5亿元，发债募集资金专项用于山东沂南县扶贫工程。扶贫社会效应债券的推出，是金融供给侧助推脱贫攻坚

所做的创新和探索，为缓解脱贫攻坚资金供需时间不匹配矛盾、统筹和加快推进精准扶贫工作、提高扶贫服务效率和效益提供了可行的金融解决方案。

## 专栏 2 债券市场对外开放稳步推进

近年来，我国债券市场对外开放稳步推进，在“走出去”和“引进来”方面取得了显著进展。人民币正式加入 SDR，我国债券市场纳入国际主要债券指数取得进展，境外机构、特别是央行类机构对人民币资产的配置需求进一步增加。为积极应对新形势，人民银行采取一系列有效措施，进一步扩大债券市场的对外开放，以更好满足境外机构投资者对人民币资产的需求，稳步扩大人民币的国际使用，促进跨境资本流动双向平衡。

“走出去”方面：积极推动境内金融机构赴境外发行人民币债券。为统筹利用两个市场、两种资源，落实“一带一路”战略，2007 年人民银行与发改委共同发布了《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券暂行管理办法》，允许符合条件的境内金融机构赴港发行人民币债券。迄今，已有十余家境内金融机构法人赴港发行人民币债券。2013 年以来，中国工商银行、国家开发银行、中国建设银行又先后赴伦敦试点发行人民币债券 65 亿元，中国银行、中国农业银行等也先后在境外发行了外币二级资本债券、绿色债券。此外，2009 年至 2016 年财政部在香港和伦敦发行人民币国债共计 1670 亿元。

“引进来”方面：一是稳步推进境外机构在银行间债券市场发行债券。2005 年，人民银行与财政部等部门共同发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，允许国际开发机构在境内发行人民币债券，国际金融公司和亚洲开发银行率先在银行间债券市场发行 40 亿元人民币债券。2013 年，境外非金融企业在境内债券市场筹集人民币资金的渠道建立，境外非金融企业在银行间市场交易商协会注册后即可在银行间市场发行熊猫债。2015 年 9 月，香港上海汇丰银行有限公司和中国银行（香港）有限公司，作为国际性商业银行首次获准在银行间债券市场发行人民币债券，成为继国际开发机构和境外非金融企业之后银行间债券市场的又一类发行主体。此后，加拿大不列颠哥伦比亚省、韩国、波兰政府等

也获准在银行间债券市场发行人民币债券。截至 2016 年末，我国债券市场境外发债主体已包括境外非金融企业、金融机构、国际开发机构以及外国政府等，累计发行 631 亿元人民币熊猫债。此外，2016 年 8 月，世界银行（国际复兴开发银行）在银行间债券市场成功发行第一期特别提款权（SDR）计价债券。SDR 计价债券的推出，有利于丰富我国债券市场交易品种，促进我国债券市场的开放与发展，也是扩大 SDR 使用的标志性事件，对于增强国际货币体系的稳定性和韧性具有积极意义。

二是不断开放境外机构投资者银行间债券市场，并持续提升管理的市场化程度与投资的便利性。自 2010 年以来，人民银行先后允许符合条件的境外央行或货币当局、主权财富基金、国际金融组织、人民币境外清算行和参加行、境外保险机构、RQFII 和 QFII 进入银行间债券市场。2015 年 6 月，人民银行允许已进入银行间债券市场的境外人民币业务清算行和参加行开展债券回购业务。2015 年 7 月，人民银行对于境外央行类机构（境外中央银行或货币当局、主权财富基金、国际金融组织）投资银行间债券市场推出了更为便利的政策，并明确其业务范围可扩展至债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期以及利率互换、远期利率协议等交易。2016 年 2 月以来，人民银行发布了中国人民银行公告〔2016〕3 号及相关配套政策，将境外投资主体范围进一步扩大至境外依法注册成立的各类金融机构及其发行的投资产品，以及养老基金等中长期机构投资者。为进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场，人民银行还指导支持相关市场基础设施开展跨境合作，同时，积极与有关部门沟通协调，推动丰富外汇风险对冲工具，并协调明确和完善相关的法律、税收、会计、审计政策、评级等制度，优化我国债券市场软环境。截至 2016 年末，已有 407 家境外机构进入银行间债券市场，较上年末增加 105 家。2017 年 1 月，国际三大债券指数供应商之一的彭博公司宣布，将新推出两只包含中国债券市场的综合债券指数，这将有利于吸引更多境外资金投资中国债券市场。

下一步，人民银行将按照人民币国际化和资本项目可兑换的总体部署，加强统筹规划，把握好渐进可控、平衡效率与安全的原则，进一步协调明确税收、会计、审计等配套政策，推动丰富外汇风险对冲工具，稳步推动市场基础设施跨境合作，进一步增强境外机构投资者的投资便利性，全面、稳妥地推进银行间债券

市场对外开放。

### （三）票据融资增长放缓，利率小幅震荡

票据承兑业务有所下降。2016年，企业累计签发商业汇票18.1万亿元，同比下降19.3%；期末商业汇票未到期金额为9.0万亿元，同比下降13.3%。年初票据承兑余额小幅增长，2月末达到10.9万亿元，之后承兑余额逐月下降，年末比年初下降1.4万亿元。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。

票据融资增长放缓，票据市场利率总体较为稳定。2016年，金融机构累计贴现84.5万亿元，同比下降17.2%；期末贴现余额5.5万亿元，同比增长19.6%。票据融资增长放缓，年末比年初增加8946亿元，同比少增7684亿元。期末票据融资余额占各项贷款的比重为5.1%，同比上升0.2个百分点。2016年，银行体系流动性合理充裕，票据市场利率小幅震荡，年初和年末受季节性因素影响有所走高。

### （四）股票市场成交额同比下降，筹资额稳步增长

年初股指有所波动，之后总体平稳，年末有所下跌。2016年末，上证综合指数收于3104点，比上年末下跌12.3%；深证成份指数收于10177点，比上年末下跌19.6%；创业板指数收于1962点，比上年末下跌27.7%。2016年末沪市A股加权平均市盈率从上年末的17.6倍降至15.9倍，深市A股加权平均市盈率从上年末的53.3倍降至41.6倍。

股票市场成交量同比下降。全年沪、深股市累计成交127.4万亿

元，日均成交5221亿元，同比下降50.1%；创业板累计成交21.7万亿元，同比下降24%。2016年末，沪、深股市流通市值为39.3万亿元，同比下降5.9%；创业板流通市值为3.1万亿元，同比下降4.8%。

股票市场筹资额稳步增长。全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1.5万亿元，同比增长28.2%，其中A股筹资1.3万亿元，同比增长56.2%。

### （五）保险业资产保持较快增长

2016年，保险业累计实现保费收入3.1万亿元，同比增长27.5%，增速比上年高7.5个百分点；累计赔款、给付1.1万亿元，同比增长21.2%，其中，财产险赔付同比增长12.7%，人身险赔付同比增长29.2%。

保险业资产保持较快增长。2016年末，保险业总资产为15.1万亿元，同比增长22.3%，增速比上年末高0.6个百分点。其中，银行存款同比增长2%，投资类资产同比增长24.7%。

表 12 2016 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（%）	
	2016 年末	2015 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额	151169	123598	100	100
其中：银行存款	24844	24350	16.4	19.7
投资	109066	87446	72.1	70.8

数据来源：中国保险监督管理委员会。

### （六）外汇交易较快增长

2016年人民币外汇即期成交5.9万亿美元，同比增长21.9%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合10万亿美元，同比增长19.8%，其中隔夜美元掉期成交6万亿美元，占掉期总成交额的60.4%；人民

币外汇远期市场累计成交 1529 亿美元，同比增长 311%。“外币对”累计成交金额折合 1159 亿美元，同比下降 3.6%，其中成交最多的产品为欧元对美元，占市场份额比重为 34.3%。

外汇市场交易主体进一步扩展。截至 2016 年末，共有即期市场会员 582 家，远期、外汇掉期、货币掉期和期权市场会员各 154 家、154 家、127 家和 87 家，即期市场做市商 30 家，远掉期市场做市商 26 家。

### （七）黄金市场量价齐升

黄金价格强势反弹后震荡回落。国际黄金价格最高为 1366.25 美元/盎司，最低为 1077.00 美元/盎司，年末收于 1159.10 美元/盎司，同比上涨 9.12%。上海黄金交易所黄金 Au9999 最高为 300 元/克，最低为 181.2 元/克，年末收盘价为 263.9 元/克，同比上升 18.42%。

上海黄金交易所总体交易规模保持较快增长。2016 年，上海黄金交易所黄金累计成交 4.87 万吨，同比增长 42.88%；成交金额 13.02 万亿元，同比增长 62.63%。

## 二、金融市场制度建设

### （一）积极发展银行间债券市场，继续推动市场开放

一是出台《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》，进一步丰富柜台业务品种，扩大柜台承办银行业务范围。二是明确机构投资者的合格性标准，拓宽投资者范围，优化备案、开户、联网流程。三是修订银行间债券市场做市业务指引及做市业务评价指标体系，进一步完善做市商管理制度。四是建立国债做市支持机制，以提高国债二级



市场流动性，进一步完善国债收益率曲线。五是允许境外机构投资者投资银行间债券市场，不设单家机构限额或总限额。截至 2016 年末，已有 180 家境外机构/基金在上海总部注册备案。熊猫债发行主体范围和规模进一步扩大。截至 2016 年末，在银行间债券市场发行人民币债券的境外发行主体已经覆盖境外国际开发机构、外国政府、境外金融机构和非金融企业，累计发行规模 631 亿元。

## （二）规范票据业务发展，全国统一的票据交易平台上线运行

2015 年以来，票据市场风险频出，根据国务院规范票据市场有关要求和工作部署，中国人民银行加强票据市场制度建设和基础设施建设，防范相关风险。2016 年 12 月 6 日，中国人民银行印发《票据交易管理办法》，为商业银行规范票据业务发展提供了契机，将打破目前的市场格局，逐步形成以法人为参与主体的集约化市场组织形式，进一步有效规范市场经营行为，提升市场参与者风险防控水平。12 月 8 日，全国统一的票据交易平台上线运行，上海票据交易所正式开业运营。全国统一票据交易平台的上线运行，改变了票据市场二十多年来纸质流转、线下交易、信息不透明的状态，将实现所有纸质票据和电子票据的信息集中以及集中交易、登记托管、清算结算，标志着票据交易迈入电子化集中交易新阶段，有效提升了市场透明度和交易效率，降低了操作风险。

## （三）加强证券期货业监管制度建设

一是修订《基金管理公司子公司管理规定》，初步构建以净资本为核心的专户子公司风险控制指标体系，细化对子公司关联交易、利

益冲突防范、固有资金运用等方面的监管要求。二是发布《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》，将专户子公司开展的全类型业务统一纳入风控指标体系。三是发布《证券期货投资者适当性管理办法》，依据多维度指标将投资者分为普通和专业两类，明确了专业、普通投资者相互转化的条件和程序，突出对普通投资者的特别保护。

#### （四）推动保险业服务社会民生和实体经济，加强和改进保险监管

推动保险业改革创新，服务社会民生和实体经济。地震巨灾保险制度正式实施。设立保险业产业扶贫投资基金。推动短期出口信用保险市场建设，2016年为出口企业提供了4167亿美元的风险保障。完善“政府+银行+保险”模式的小额贷款保证保险试点。开展财险备案产品自主注册改革，商业车险改革在全国范围铺开。批准筹建首家专业科技保险公司，推进首台（套）重大技术装备保险补偿机制试点。批准设立首批3家相互制保险机构，成立上海保险交易所，推动设立宁波国家保险创新综合实验区。积极稳妥推进保险资金运用改革，放宽保险资金可投资基础设施的行业范围，增加PPP投资模式，保险资金可参与沪港通试点。

加强和改进保险监管。全面实施第二代偿付能力技术标准和监管要求，开展首次全行业风险管理能力评估和保险公司治理综合评价。严格人身险产品监管，压缩中短存续期业务占比，规范结算利率，调高产品保障水平，引导行业回归保障本源。建立保险公司资产配置审

慎性监管制度，强化保险资产负债匹配管理，加强重大投资的信息披露。推进保险资金运用内部控制指引建设，针对未上市股权、不动产、金融产品、基础设施等制定具体准则。加强股东股权、关联交易信息披露，扩大披露范围和频度。开展万能险专项检查，规范险资举牌，暂停相关机构的万能险业务和股权投资。开展互联网保险风险整治工作，进一步规范互联网平台保证保险业务。

#### （五）积极发展黄金市场

规范银行业金融机构账户黄金业务，推出上海金人民币集中定价交易机制，进一步完善了人民币黄金市场的价格形成机制。

## 第四部分 宏观经济形势

### 一、世界经济金融形势

2016年，世界经济保持复苏态势，同时经济政治社会领域“黑天鹅”事件频现，民粹主义、逆全球化、贸易及投资保护主义抬头，地缘政治不确定性上升。美国经济形势相对较好，但新政府的政策走向存在较大不确定性；欧元区经济略有改善，但仍面临难民问题与银行业风险；日本经济复苏缓慢且缺少政策空间；英国经济在公投脱欧后总体稳定，但脱欧安排仍有较大不确定性。新兴市场经济体经济有所企稳，但尚面临调整与转型压力。

#### （一）主要经济体经济形势

主要发达经济体经济复苏步伐持续分化。美国经济复苏态势较好，2016年呈恢复增长态势，全年GDP增速为1.6%，消费支出稳步

提高。通胀水平有所上行，2016年9月以来CPI保持在1.5%以上且持续走高。劳动力市场状况继续改善，2016年11月失业率降至4.6%，为2007年8月以来最低，但12月略回升至4.7%，同时新增非农就业等部分短期数据仍有一定波动。受内需和出口回升拉动，欧元区经济复苏略有改善，通缩压力持续缓解，2016年12月综合消费者物价指数（HICP）同比增长1.1%，创2013年9月以来新高。劳动力市场缓慢改善，12月失业率降至9.6%，为2009年5月以来最低。日本在2016年推出了一系列宽松刺激措施，但经济增长仍较缓慢，四季度GDP年化环比增速为1.0%，CPI在连续6个月处于负区间后略有回升。尽管日本劳动力市场相对稳定，但家庭消费持续负增长，出口与投资仍较低迷。英国自2016年6月23日公投脱欧后，经济增长、物价与失业等数据均较为稳定，但英国脱欧安排的后续影响尚待进一步观察。

部分新兴市场经济体经济有所企稳，结构调整与转型压力依然存在。印度经济保持较快增长，2016年前三季度GDP同比增长均保持在7%以上，但面临银行坏账率较高、私人投资疲软、产能利用率低等挑战。由于石油等大宗商品价格回升，俄罗斯和巴西经济逐步企稳，通胀也得到一定控制。在全球总需求增长缓慢和美元走强的背景下，不少新兴市场经济体仍面临外需疲弱与跨境资本流动等潜在风险，自身也存在经济调整与转型压力。

表 13 主要发达经济体宏观经济金融指标

国别	指标	2015 年第四季度			2016 年第一季度			2016 年第二季度			2016 年第三季度			2016 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, %)	0.9			0.8			1.4			3.5			1.9		
	失业率 (%)	5	5	5	4.9	4.9	5	5	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7
	CPI (同比, %)	0.2	0.5	0.7	1.4	1	0.9	1.1	1	1	0.9	1.1	1.5	1.6	1.7	2.1
	DJ 工业平均指数 (期末)	17664	17720	17425	16466	16516	17685	17774	17787	17930	18432	18401	18308	18142	19124	19763
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	2.0			1.7			1.6			1.8			1.7		
	失业率 (%)	10.6	10.5	10.4	10.4	10.3	10.2	10.2	10.1	10.1	10	10	9.8	9.7	9.7	9.6
	HICP 综合物价指数 (同比, %)	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1
	EURO STOXX 50 (期末)	3418	3506	3268	3045	2946	3005	3028	3063	2865	2990	3023	3002	3055	3052	3291
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-1.2			2.3			1.8			1.4			1.0		
	失业率 (%)	3.1	3.2	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3	3.1	3	3	3.1	3.1
	CPI (同比, %)	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.2	0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	0.5	0.3
	日经 225 指数 (期末)	19083	19747	19033	17518	16086	16759	16666	17235	15576	16569	16887	16450	17425	18308	19114

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

美元指数上升, 日元对美元升值, 欧元和英镑对美元贬值, 新兴市场经济体货币汇率升贬不一。截至 2016 年末, 美元指数为 102.38, 较上年末上涨 3.74%; 受基本面、避险及套利因素影响, 日元对美元汇率为 116.87 日元/美元, 较上年末升值 2.93%; 欧元对美元汇率为 1.0513 美元/欧元, 较上年末贬值 3.2%; 受英国公投脱欧冲击, 英镑对美元汇率为 1.2336 美元/英镑, 较上年末贬值 16.30%。同期, 少数新兴市场货币对美元升值, 其中巴西里亚尔、俄罗斯卢布、南非兰特对美元汇率升幅较大, 分别为 21.7%、19.08%和 12.60%。大部分新兴市场货币对美元贬值。其中, 印度卢比对美元贬值 2.57%; 受特朗

普当选美国总统影响，墨西哥比索对美元贬值 17.11%；由于国内局势动荡，土耳其里拉对美元贬值 17.30%。

受美国经济数据向好、美联储加息等因素影响，伦敦同业拆借市场美元 Libor 小幅上升，欧元区同业拆借利率 Euribor 继续走低。截至 2016 年 12 月 30 日，1 年期 Libor 为 1.6857%，较上年末上升 51 个基点；1 年期 Euribor 为 -0.082%，较上年末下降 14 个基点。

主要经济体国债收益率继续分化。2016 年末，美国 10 年期国债收益率收于 2.432%，较上年末上涨 16 个基点。日、德、法、英 10 年期国债收益率分别收于 0.049%、0.207%、0.682% 和 1.24%，较上年末分别下跌 22 个、43 个、31 个和 72 个基点。新兴市场经济体方面，2016 年末，印度、俄罗斯和巴西 10 年期国债收益率较上年末分别下降 124 个、136 个和 503 个基点；墨西哥、土耳其 10 年期国债收益率较上年末分别上升 118 个和 62 个基点。

主要经济体股市普遍回升。截至 2016 年末，美国道琼斯工业平均指数、日本日经 225 指数、欧元区 STOXX50 指数、德国法兰克福 DAX 指数、英国富时 100 指数较上年末分别上涨了 13.42%、0.42%、0.70%、6.87% 和 14.43%。新兴市场经济体中，印度、印尼、巴西和俄罗斯股市分别较上年末上涨 1.95%、15.32%、38.93% 和 52.22%。

大宗商品市场有所回暖，主要商品价格波动上行。受石油输出国组织（OPEC）2016 年 11 月达成限产协议影响，原油价格涨幅较大。截至 2016 年末，伦敦布伦特原油期货和纽约轻质原油期货价格分别为 56.82 美元/桶和 53.72 美元/桶，较上年末分别上涨 52.41% 与

45.03%。国际金价震荡上涨，2016 年末黄金现货价格为 1150 美元/盎司，较上年末上涨 8.46%。

### （三）主要经济体货币政策

由于经济复苏情况不一，主要发达经济体货币政策进一步分化。2016 年 12 月 14 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 0.5%-0.75%，同时仍预计宏观经济复苏状态将使加息以渐进方式进行。美联储还上调了美国短期经济增长和通胀预期，并上调 2017 年加息预期次数至三次。

为刺激经济和提振通胀，欧央行于 2016 年 3 月 10 日加大量化宽松货币政策力度，将主要再融资操作利率、边际贷款便利利率和存款便利利率分别下调 5 个、5 个和 10 个基点至 0%、0.25%和-0.40%，自 2016 年 4 月起扩大月度资产购买规模至 800 亿欧元，同时将资产购买范围扩大至欧元区非银行公司发行的欧元计价的投资级债券，自 6 月 22 日起实施新一轮四年期定向长期再融资操作（TLTRO II）。12 月 8 日，欧央行宣布延长资产购买计划（APP）至 2017 年 12 月，从 2017 年 4 月至 12 月每月购买资产规模为 600 亿欧元。

日本货币政策进一步宽松。日本央行于 2016 年 1 月 29 日超预期实施负利率政策，引入三级利率体系，将金融机构存放在日本央行的部分超额准备金利率从之前的 0.1%降至-0.1%，以鼓励金融机构借出更多资金。7 月 29 日，日本银行决定将交易型开放指数基金(ETFs)的年度购买规模从 3.3 万亿日元扩大至 6 万亿日元，将美元借贷项目规模扩大一倍至 240 亿美元，并设立一个新的借贷便利机制，将日本

国债借给金融机构作为美元资金供给操作的抵押品。9月21日，日本银行决定引入“配合收益率曲线管理的量化质化宽松政策”，通过对金融机构存放的准备金实施负利率以及购买日本政府债券等方式管理短期和长期利率，承诺继续扩大基础货币投放，直至通胀率稳定在2%的目标水平之上。

英格兰银行在2016年上半年例会上均决定维持0.5%的基准利率和3750亿英镑的资产购买规模不变。英国公投脱欧造成英镑贬值和经济前景趋弱，为促进经济增长、逐步实现通胀目标，英格兰银行在8月3日的例会上决定实施一揽子刺激措施：下调基准利率25个基点至0.25%；启动一项新的长期融资计划（TFS），推动利率下调政策有效传导至实体经济；购买100亿英镑的英国公司债券；新增600亿英镑的英国政府债券购买规模，从而将资产购买计划的存量规模增加至4350亿英镑。

新兴经济体货币政策持续分化，国际经济环境复杂性增加导致政策制定难度进一步加大。多个经济体为提振经济、缓解外部冲击继续放宽货币政策。俄罗斯、印度、巴西、乌克兰、土耳其、匈牙利和印尼央行均连续多次调低指标利率；韩国央行于2016年6月9日将基准利率下调25个基点至1.25%，创历史新低。另一方面，部分经济体收紧货币政策以应对国内通胀压力，减少美联储加息带来的冲击，减轻本币贬值和资本外流压力。哥伦比亚央行连续上调指标利率共200个基点至7.75%，南非储备银行2次上调政策利率共75个基点至7%，埃及央行3次上调550个基点至14.75%，墨西哥央行5次上调



基准利率共 250 个基点至 5.75%。此外，埃及、尼日利亚等一些新兴市场经济体采取灵活汇率制度等措施应对金融市场动荡。

#### （四）国际经济展望及面临的主要风险

国际货币基金组织（IMF）在2017年1月更新的《世界经济展望》中维持了2016年10月对全球经济增速的预测，预计2016年和2017年全球经济将分别增长3.1%和3.4%。IMF上调了发达经济体增速，并下调了部分新兴市场经济体和发展中国家的增速。展望未来，全球经济可能面临以下风险：

民粹主义、逆全球化和国际贸易及投资保护主义抬头，逐渐成为全球经济复苏的重大风险之一。近期的国际政治变化和部分经济体实施的内顾型政策导致全球保护主义抬头，一旦保护主义情绪进一步加剧，必将放缓甚至逆转国际政策协调和经济全球化进程，阻碍贸易自由化、资本和劳动力流动，并可能拖累全球生产率和经济增长，加剧金融市场动荡。

美国新政府的经贸政策存在不确定性。市场普遍预计新政府将采取“减税加基础设施建设”的扩张性财政政策，这可能有助于促进美国经济增长并提振全球总需求，但若融资问题无法妥善解决，美国政府的财政与债务负担可能加剧。同时，扩张性财政政策或推升通胀水平，加大美联储加息预期，一些外债规模较大、经济脆弱性较高、政策空间有限的新兴经济体的货币贬值与资本外流压力可能增加。

欧洲银行业风险犹存。意大利、葡萄牙和希腊等国银行业问题仍然突出。意大利银行不良贷款率已攀升至18%，欧洲最主要的商业银

行之一德意志银行因不当销售住房抵押证券产品行为面临美司法部72亿美元的巨额罚款与民事赔偿，对其资本金与未来经营造成压力。

地缘政治冲突多点爆发，风险因素加速累积。大国政治博弈使中东地区地缘政治更趋复杂。欧洲难民危机、恐怖主义威胁、韩国亲信干政丑闻曝光后的权力真空等可能造成地缘政治冲突多点爆发，风险因素和不确定性进一步累积。

## 二、中国宏观经济形势

2016年，中国经济下行压力减轻，运行总体平稳，供给侧结构性改革取得积极进展，经济结构继续优化。消费平稳较快增长，投资缓中趋稳，贸易顺差收窄。全年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为64.6%，第三产业增加值占GDP的比重为51.6%，比上年提高1.4个百分点。工业生产平稳增长，企业效益好转。消费价格温和上涨，就业形势总体稳定。初步核算，全年实现国内生产总值（GDP）74.4万亿元，按可比价格计算，比上年增长6.7%。分季度看，四个季度同比分别增长6.7%、6.7%、6.7%和6.8%。全年居民消费价格（CPI）比上年上涨2.0%，进出口顺差为3.3万亿元人民币。

### （一）消费平稳增长，投资增速缓中趋稳，贸易顺差收窄

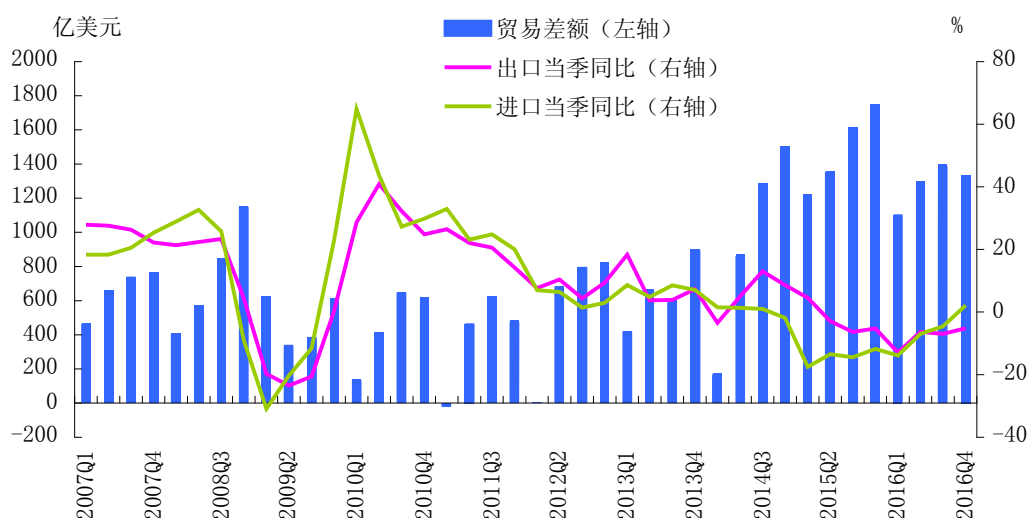
城乡居民收入稳定增长，消费拉动作用增强，新兴业态消费增长较快。2016年，全国居民人均可支配收入为23821元，比上年增长8.4%，扣除价格因素实际增长6.3%。其中，城镇居民人均可支配收入为33616元，增长7.8%，扣除价格因素实际增长5.6%；农村居民人均可支配收入为12363元，增长8.2%，扣除价格因素实际增长6.2%。

农民工月均收入水平为 3275 元，比上年增长 6.6%。第四季度人民银行城镇储户问卷调查显示，居民收入感受和消费信心提升。当期收入感受指数为 51.9%，为 2013 年第二季度以来的最高值；倾向于“更多消费”的居民占 23.1%，为 2009 年二季度以来最高水平。2016 年，社会消费品零售总额为 33.2 万亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。分城乡看，城镇消费品零售额为 28.6 万亿元，增长 10.4%；乡村消费品零售额为 4.7 万亿元，增长 10.9%。网络零售保持较快增长，全年网上零售额为 5.2 万亿元，比上年增长 26.2%。消费结构呈现升级特征，通讯和居住类商品增长较快，新能源汽车产销两旺。

固定资产投资缓中趋稳，制造业投资和民间投资增速有所回升。全年固定资产投资（不含农户）59.7 万亿元，比上年增长 8.1%，扣除价格因素实际增长 8.8%，较上年低 3.2 个百分点。制造业投资和民间投资增速自 2016 年 9 月份以后有所回升，2016 年分别增长 4.2% 和 3.2%。分地区看，中西部地区投资增长较快，东北地区投资下半年以来降幅收窄。2016 年，东、中、西部地区投资分别增长 9.1%、12% 和 12.2%；东北地区下降 23.5%，降幅比上半年收窄 8.5 个百分点。新开工项目保持快速增长，2016 年，新开工项目计划总投资 49.3 万亿元，比上年增长 20.9%；施工项目计划总投资 112.1 万亿元，比上年增长 10%。

进出口逐季回稳，降幅收窄。2016 年全年进出口总值为 24.3 万亿元人民币，比上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。其

中出口 13.8 万亿元，下降 2%；进口 10.5 万亿元，增长 0.6%；进出口相抵，累计贸易顺差 3.3 万亿元。第四季度进、出口分别增长 8.7% 和 0.3%，均实现正增长。按美元计价，进出口总值为 3.68 万亿美元，比上年下降 6.8%。对部分一带一路沿线国家出口增长较快。从企业主体看，民营企业出口继续保持第一大出口主体，占比 46.1%，较上年提高 1.4 个百分点。从贸易方式看，一般贸易进出口比重提升，2016 年一般贸易进出口增长 0.9%，占进出口总值的 55%，较上年提高 1 个百分点。从商品结构看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，分别占出口总值的 57.7% 和 20.8%。铁矿石、原油、铜等大宗商品进口数量保持增长。



资料来源：海关总署。

图 4 进出口增速与贸易差额

外商直接投资延续向高端产业聚集的态势，对外直接投资增长较快。2016 年全年实际使用外商直接投资 8132.2 亿元人民币，比上年增长 4.1%。服务业实际使用外资 5715.8 亿元人民币，比上年增长

8.3%，占外资总量的 70.3%；高技术服务业实际使用外资 955.6 亿元人民币，增长 86.1%。高技术制造业实际使用外资 598.1 亿元人民币，增长 2.5%。2016 年，境内投资者非金融类对外直接投资 11299.2 亿元人民币（折合 1701.1 亿美元，比上年增长 44.1%），其中对“一带一路”沿线国家直接投资 145.3 亿美元。对外投资行业结构进一步优化，2016 年全年，我国企业对制造业投资占对外投资总额的比重从 2015 年的 12.1% 上升为 18.3%；对信息传输、软件和信息技术服务业投资占对外投资总额的比重从 2015 年的 4.9% 上升为 12.0%。

## （二）粮食生产再获丰收，工业生产平稳增长

第三产业增加值增长快于第二产业，占比继续提高。2016 年，三次产业增加值分别为 6.4 万亿元、29.6 万亿元和 38.4 万亿元，比上年增长 3.3%、6.1% 和 7.8%，占 GDP 比重分别为 8.6%、39.8% 和 51.6%。第三产业占比较上年提高 1.4 个百分点，高于第二产业 11.8 个百分点。

全年全国粮食总产量 61624 万吨，比上年减少 520 万吨，下降 0.8%，仍是历史第二高产年。全年猪牛羊禽肉产量 8364 万吨，比上年下降 1.1%。

工业生产平稳增长，企业效益有所提升。2016 年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长 6%。分三大门类看，采矿业增加值下降 1%，制造业增长 6.8%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长 5.5%。全年规模以上工业企业产销率达到 97.8%。工业企业主营业务收入和利润总额增速总体保持上升态势，财务费用持续下降。2016 年全国规模以上工业企业实现利润 68803.2 亿元，比上年

增长 8.5%；财务费用同比下降 5.8%，利息支出同比下降 6.2%。规模以上工业企业主营业务收入利润率为 5.97%。第四季度人民银行 5000 户工业企业调查显示，企业生产经营景气回升，盈利好转。企业生产经营景气指数为 52.6%，连续两个季度高于 50%；企业盈利指数为 57.1%，连续三个季度回升。国内和出口订单指数有所回升，分别较上年同期上升 7.4 个和 1.9 个百分点。

### （三）消费价格温和上涨，生产者价格指数由降转升

居民消费价格温和上涨。2016 年，CPI 同比上涨 2.0%，涨幅比上年扩大 0.6 个百分点，其中各季度涨幅分别为 2.1%、2.1%、1.7% 和 2.2%。从食品和非食品分类看，食品价格上涨 4.6%，涨幅比上年提高 2.3 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年提高 0.4 个百分点。从消费品和服务分类看，消费品价格上涨 1.9%，涨幅比上年提高 0.7 个百分点；服务性消费活跃，带动服务价格上涨，全年服务价格上涨 2.2%，涨幅比上年提高 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨 0.81 个百分点。

工业生产者出厂价格涨幅由负转正，生产资料价格涨幅快速上升。2016 年，PPI 同比下降 1.4%，降幅比上年缩小 3.8 个百分点，其中各季度涨幅分别为-4.8%、-2.9%、-0.8%和 3.3%。PPI 自 2016 年 9 月份结束 54 个月连续同比下降，转为上升，涨幅逐月扩大，12 月份为 5.5%。其中，生活资料价格涨幅相对稳定，生产资料价格涨幅快速上升。12 月份生活资料价格和生产资料价格同比涨幅分别为 0.8%和 7.2%，比 9 月份分别上升 0.8 个和 7.1 个百分点。工业生产

者购进价格自 2016 年 10 月开始同比涨幅由负转正，黑色金属、有色金属和燃料动力类价格指数上涨较快。全年生产者购进价格指数同比下降 2.0%，降幅比上年缩小 4.1 个百分点，其中各季度涨幅分别为 -5.8%、-3.9%、-1.6%和 3.6%。农业生产资料价格同比上涨 0.1%，涨幅比上年缩小 0.3 个百分点；农产品生产价格同比上涨 3.4%，涨幅比上年提高 1.7 个百分点。2016 年，中国人民银行监测的企业商品价格（CGPI）比上年下降 1.6%。各季度同比涨幅分别为-5.9%、-3.7%、-1.1%和 4.4%。初级产品价格回升较快，投资品价格回升幅度大于消费品。

受国际大宗商品价格总体上涨影响，进口价格涨幅由负转正。2016 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-21.2%、33.6%、-0.1%和 8.7%，累计上涨 14.3%；伦敦金属交易所铜累计上涨 7.9%，铝累计上涨 14.5%。2016 年，进口价格同比下降 3.0%，降幅比上年缩小 8.5 个百分点，其中各季度分别上涨-11.4%、-4.0%、-0.9%和 4.4%；出口价格同比下降 2.2%，降幅比上年扩大 1.4 个百分点，其中各季度分别下降 3.6%、2.7%、2.0%和 0.4%。

GDP 平减指数涨幅扩大。2016 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）同比上涨 1.2%，比上年高 1.1 个百分点。

价格改革继续稳步推进。一是推进电力价格改革。输配电价改革基本实现全覆盖，实施煤电价格联动机制，完善基本电价执行方式，推动电力双边直接交易。二是推进天然气价格改革。建立天然气管道

运输定价新机制，明确储气设施相关价格由市场竞争形成，全面放开化肥用气价格，在福建开展天然气门站价格市场化改革试点。三是推进医疗服务价格改革。印发《推进医疗服务价格改革的意见》，明确医疗服务价格分类管理，公立医疗机构提供的基本医疗服务实行政府指导价，非公立医疗机构提供的医疗服务实行市场调节价。四是推进交通运输价格改革。将高铁动车组票价、普通旅客列车软座软卧票价交由铁路运输企业依法自主制定，放开 800 公里以下航线及 800 公里以上高铁动车组列车平行航线民航旅客票价。

### 专栏 3 工业生产者出厂价格指数（PPI）及其变化

工业生产者出厂价格指数（Producer Price Index，简称 PPI）是反映某个时期内生产领域价格变动情况的重要指标，主要用来衡量工业生产者出厂价格变动趋势和变动幅度，包含了原油、铁矿石、钢铁等生产资料价格和衣着、耐用品、日用品等生活资料价格。近几年 PPI 走势呈现出由持续下行到快速回升的转折性变化，成为宏观经济领域引人关注的现象。从走势变化看，PPI 同比涨幅自 2012 年 3 月到 2016 年 8 月连续 54 个月运行在负值区间，尤其是在 2014 年 7 月到 2015 年 10 月降幅连续扩大。2015 年 11 月以来，同比 PPI 呈现快速回升态势，并在 2016 年 9 月结束了连续 54 个月的负增长，从最低时的-5.9%回升至 2016 年 12 月的 5.5%。

在 PPI 持续下行和在负值区间运行阶段，市场上曾出现关于通缩风险的担忧。不过值得注意的是，较之 1997 年至 2002 年期间那一轮较为“典型”的通缩（CPI 和 PPI 走势一致，共向变化，1998 年、1999 年和 2001 年 CPI 和 PPI 涨幅均为负值，物价水平全面下降），2012 年以后的物价变化则呈现出更为复杂的结构性特征：一是 PPI 长期在负值区间运行，但 CPI 涨幅一直保持正增长。若再观察房价变化，情况就更复杂分化。二是 PPI 与 CPI 之间的缺口明显扩大。1997 年至 2002 年期间，CPI 与 PPI 之差平均为 1.5 个百分点，但在 2012 年至 2015 年 10 月期间，CPI 与 PPI 之差的均值增大至 4.7 个百分点。有研究发现，劳动



年龄人口增长趋缓后劳动力价格刚性的上升、全球大宗商品价格大幅下行以及国内较为突出的产能过剩矛盾等，可以较好解释当时 PPI 长期负增长以及 PPI 与 CPI 缺口明显扩大等现象，相比而言这期间需求变化的影响和冲击并不很强。由于造成物价涨幅回落的原因是多方面的，在应对上坚持了区别对待、抓住重点、多措并举、统筹兼顾的原则。对需求面的过快收缩，货币政策给予必要的逆周期调节；对由供给改善、成本下降以及产能过剩导致的物价下行压力，总需求政策则保持一定克制；由于经济下行压力主要来自内生增长动力不足，根本上需要通过推动供给侧结构调整和改革，培育和形成新的内生经济增长动力。

2015 年末，中央经济工作会议提出要在适度扩大总需求的同时，推进供给侧结构性改革，实施好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。在供求的共同作用下，PPI 涨幅出现回升。去产能、去库存步伐加快，有助于从供给端解决产能过剩问题，加快结构调整和优化。同时，房地产销售逐步回暖，地方政府债务置换力度加大，M1 增速持续回升，总需求企稳并有所回升，PPI 与货物周转量、发电量增速变化等相关性较高，也表明由房地产、基建拉动的重化工业回暖可能是推升 PPI 回升的重要原因，PPI 回升后企业加速补库存又进一步放大了需求。PPI 回升一定程度上反映了去产能取得积极进展、经济景气回升，也有助于防止通缩预期，改善企业利润。当然也要看到，PPI 回升仍在较大程度上受到房地产、基建和重化工业回升的拉动，企业效益改善尚主要集中在煤炭、钢铁、化工等上中游行业，显示经济的结构性矛盾仍然比较突出。下一阶段，应继续实施稳健中性的货币政策，同时继续加快推进经济结构调整和改革，激发内生增长活力，促进经济更加平衡和可持续增长。

#### （四）财政收支低速增长

2016 年，全国一般公共预算收入 16 万亿元，比上年增长 4.5%，增速比上年低 1.3 个百分点。全国一般公共预算支出 18.8 万亿元，比上年增长 6.4%，增速比上年低 6.8 个百分点。收支相抵，财政支大于收 2.8 万亿元，比上年多 0.5 万亿元。财政收入增幅偏低的主要

原因：一是全面推开营改增试点，政策性减收较多；二是经济下行产生的滞后影响；三是金融业税收和部分非税收入 2015 年的基数较高。

从收入结构看，非税收入 2.9 万亿元，比上年增长 5%，税收收入 13 万亿元，比上年增长 4.3%。其中，企业所得税和个人所得税分别增长 6.3%和 17.1%，国内增值税增长 30.9%，营业税和国内消费税分别下降 40.4%和 3.1%，证券交易印花税下降 51%，进口货物增值税和消费税增长 2%。从支出结构看，财政支出增长较快的有城乡社区支出、社会保障和就业支出、科学技术支出、医疗卫生与计划生育支出，比上年分别增长 17.1%、13.3%、12%和 10%。

#### **（五）就业形势基本稳定**

2016 年城镇新增就业 1314 万人，与上年基本持平，超额完成全年目标。2016 年末，城镇登记失业率为 4.02%，比三季度末低 0.02 个百分点。中国人力资源市场信息监测中心对 98 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，第四季度劳动力市场需求略大于供给，求人倍率为 1.13，比 2015 年同期和上季度均上升 0.03。与 2015 年同期和上季度相比，市场供求人数均呈下降态势。与上年同期相比，金融业、农林牧渔业、文化体育和娱乐业、电力煤气及水的生产和供应业、建筑业等行业的用人需求有所增长；与上季度相比，金融业、公共管理和社会组织、科学研究、技术服务和地质勘查业等行业用人需求略有增长。市场对具有技术等级和专业技术职称劳动者的需求均大于供给。与 2015 年同期相比，对高级技师、高级技能的用人需求有所增长，对其他各类技术等级和专业技术职务的

用人需求有所减少。

## （六）国际收支总体平衡

国际收支继续呈现“一顺一逆”的格局。初步统计，2016年经常项目顺差2104亿美元，与同期GDP之比为1.9%，继续处于国际公认的合理范围之内。其中，货物贸易顺差4852亿美元，虽较2015年历史高位有所下降，但仍显著高于2014年度及以前各年度水平，显示我国对外贸易具有较强的竞争力；服务贸易逆差2423亿美元，增长33%，主要是旅行项下逆差增长。资本和金融项目逆差470亿美元。截至2016年末，外汇储备余额3.01万亿美元。

外债总规模小幅扩大，偿债风险可控。截至2016年9月末，全口径外债余额为14320亿美元，较6月末上涨3.1%。其中，短期外债余额为8944亿美元，较6月末上涨3.1%，占外债余额的62%。

## （七）房地产行业分析

2016年，全国商品房销售快速增长，部分地区房价涨幅较大，带动全年房地产贷款较快增长；房地产投资总体平稳增长，较2015年明显回暖。第四季度，受多城房地产调控的影响，主要城市房价环比涨幅收窄，全国商品房销售量维持高位但增速出现显著下降，房地产投资总体保持平稳，房地产贷款增长势头趋缓。

房价环比上涨城市减少，涨幅收窄。2016年12月，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46个，比9月份减少17个，其中53个城市涨幅较9月份收窄或跌幅扩大；价格同比上涨的城市有65个，比9月份增加1个。二手住宅价格环比上涨的

城市有 45 个，比 9 月份减少 15 个，其中 48 个城市涨幅较 9 月份收窄或跌幅扩大；价格同比上涨的城市有 61 个，比 9 月份增加 4 个。

商品房销售绝对量维持高位，增速出现回落。2016 年，全国商品房销售面积 15.73 亿平方米，同比增长 22.5%，增速较 1-9 月降低 4.4 个百分点，其中 10、11、12 月销售面积分别为 1.51 亿、1.55 亿和 2.15 亿平方米，同比分别增长 26.4%、7.9%和 11.8%。商品房销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.8%，增速较 1-9 月降低 6.5 个百分点。其中，商品住宅销售面积和销售额分别占商品房销售面积和销售额的 87.4%和 84.2%。

房地产开发投资增速保持平稳。2016 年，全国房地产开发投资完成额 10.3 万亿元，同比增长 6.9%，增速较 1-9 月上升 1.1 个百分点，较上年回升 5.9 个百分点。其中，住宅开发投资额 6.9 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 1-9 月上升 1.3 个百分点，占房地产开发投资的比重为 67%。全国房屋新开工面积 16.7 亿平方米，同比上升 8.1%，增速较 1-9 月扩大 1.3 个百分点。全国房屋施工面积 75.9 亿平方米，同比增长 3.2%，增速与 1-9 月持平。全国房屋竣工面积 10.6 亿平方米，同比增长 6.1%，增速较 1-9 月低 6 个百分点。

房地产贷款增长较快，四季度以来增量有所下降。截至 2016 年末，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.7 万亿元，同比增长 27%，房地产贷款余额占各项贷款余额的 25%。其中，个人住房贷款余额为 18 万亿元，同比增长 38.1%，第四季度各月新增个人住房贷款额均低于 2016 年 9 月；住房开发贷款余额为 4.4 万亿元，

同比增长 13.3%，增速较 9 月末扩大 3.7 个百分点，主要由保障房开发贷款增长所致；地产开发贷款余额为 1.4 万亿元，同比减少 4.9%，增速较 9 月末低 5.8 个百分点。2016 年，新增房地产贷款 5.7 万亿元，同比多增 2 万亿元，占各项贷款新增额的 44.8%。

保障房信贷支持力度仍较大。截至 2016 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 2.5 万亿元，同比增长 38.3%，增速较 9 月末高 2.3 个百分点；全年新增 6972.2 亿元，占同期房地产开发贷款增量的 113.5%<sup>1</sup>，较 1-9 月提高 3 个百分点。此外，利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作稳步推进，截至 2016 年末，已有 85 个城市的 373 个保障房建设项目通过贷款审批，并按进度发放 862.1 亿元，收回贷款本金 736 亿元。

#### 专栏 4 资产价格、货币政策与住房金融宏观审慎政策

关于货币政策与资产价格的关系一直存在争论。本轮国际金融危机前相对主流的观点认为货币政策不应关注资产价格，除非资产价格变动会影响到通胀预期，央行只是在泡沫破灭后履行最后贷款人职责，维护市场稳定，即所谓的事后清理（mop up after）。当然也有观点认为，当存在资产价格泡沫迹象等金融稳定风险时，央行宜采用比维持价格稳定所需更紧一些的货币政策，以避免风险积聚，也就是所谓的逆风干预（lean against the wind）。

本轮国际金融危机揭示出全球经济的新特征对宏观政策的挑战，经济学界对货币政策与资产价格的关系有了更进一步的认识。从全球来看，近年来房地产市场的重要性不断上升，发达国家财富增量中房地产占绝大多数，在财富总量中房地产的占比也超过一半，大多数信贷也投向房地产。在此背景下，一方面房地产

---

<sup>1</sup> 2016 年全年新增房地产开发贷款 6141.22 亿元，其中保障房开发贷款新增 6972.18 亿元，商业性房地产开发贷款（含商品住宅、商业用房等）净减少 830.96 亿元，使得保障房开发贷款占比达 113.5%。

价格变动会对经济和金融稳定产生较大影响，即使CPI保持基本稳定，房地产市场、金融市场波动仍可能较大；另一方面，传统上作为总量政策的货币政策也可能产生比较明显的结构效应。国际上有研究显示，虽然货币政策目标是保持宏观经济稳定，但宏观经济状况会对分配结果产生间接影响，由于微观经济主体存在非同质性，货币政策还可能会通过影响收益率曲线和资产价格产生更直接的收入和财富分配效应。

为应对资产价格对金融稳定的影响，一个重要手段就是强化宏观审慎政策框架，有针对性地防范房地产金融市场可能形成的系统性风险。从各国实践看，房地产市场的宏观审慎政策工具主要有“针对房地产的资本充足率”（sectoral capital requirements, SCR）、“贷款价值比”（loan-to-value ratio, LTV）和“债务收入比”（debt service-to-income ratio, DTI）等。其中，SCR作用于银行部门，DTI作用于借款人部门，而LTV则对两者都起作用。国际上多项实证研究表明，尽管在不同经济周期阶段，不同工具效果存在差异，但总体看宏观审慎政策工具有助于抑制房地产周期波动。

当然仅依靠宏观审慎政策，可能还不足以抑制资产泡沫。宏观审慎政策作为新生事物，尚有一个逐步完善的过程。国际货币基金组织（IMF）研究也指出，由于存在金融市场摩擦和各种约束条件，单靠某一项政策很难达到完美效果，货币政策和宏观审慎政策的协调配合有助于提高调控有效性。货币政策可以通过影响经济主体关于杠杆率、资产负债总量和结构的决策对资产价格乃至金融稳定产生一定影响。稳健的货币政策有助于保持流动性合理适度，为维护价格和产出稳定、金融稳定营造适宜的货币金融环境。防止资产价格泡沫离不开宏观审慎政策和货币政策的配合，需更好地发挥“货币政策+宏观审慎政策”双支柱政策框架的作用。

我国一直重视加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，综合运用贷款价值比（LTV）、债务收入比（DTI）等工具对房地产信贷市场进行逆周期调节。近年来在总结经验基础上，进一步改进房地产调控，强调因城施策原则，在国家统一政策基础上，由各省级市场利率定价自律机制结合所在城市实际自主确定辖内商业性个人住房贷款的最低首付比例。货币政策在保持流动性合理适度的同时，也更加注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。

需要看到，我国房地产市场具有一定特殊性。一是结构性特征较为明显，一线城市与三四线城市房地产价格走势差异较大；二是供需具有一定刚性，住房是基本生活需求，其供给受土地供给限制，相关政策都会对房地产市场产生影响。2016年12月召开的中央经济工作会议指出，要综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。下一阶段，要贯彻中央经济工作会议精神，落实好各项制度和机制建设，宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自主购房，严格限制信贷流向投资投机性购房，更为重要的，是从完善财税制度、改进土地占补平衡等方面入手，从供给端解决房地产供需错配问题，构建房地产市场健康发展的长效机制。

## 第五部分 货币政策趋势

### 一、中国宏观经济展望

展望未来一段时期，有利于经济稳定增长的因素不少。从国际上看，全球经济总体呈现复苏态势，部分发达经济体增长可能加快，国际货币基金组织（IMF）等预测2017年全球经济增速将超过上年。从国内看，作为发展中大国，中国经济增长的潜力依然巨大，新型城镇化、服务业、高端制造业以及消费升级有很大的发展空间，经济韧性好、潜力足、回旋空间大的特质没有改变。尤其是随着供给侧结构性改革、简政放权和创新驱动战略不断深化实施，中国经济新的动能正在增强，传统动能的改造升级也在加快，去产能、去库存取得进展，全社会杠杆率高位有所趋稳，新经济、新产业、新的商业模式快速发展，新登记企业快速增长，高端制造业和服务业发展加快，消费和服

务业已经成为稳定经济增长的重要力量，2016 年消费对经济增长的贡献率和第三产业增加值占国内生产总值的比重分别较上年提高了 4.7 个和 1.4 个百分点。一系列宏观调控措施在适度扩大总需求方面发挥重要作用，货币信贷和社会融资总量保持适度增长，都有助于经济实现中高速增长。在多种因素的共同推动下，2016 年以来中国经济下行压力减轻，经济总体保持平稳增长态势，企业效益改善，就业形势稳定，尤其是三季度以来经济回升势头有所加快，民间投资增速也出现了小幅回升。中国人民银行 2016 年第四季度企业家及银行家问卷调查显示，宏观经济热度指数、信心指数、国内订单指数、资金周转指数、经营景气指数、盈利指数等均较上季度继续上升，不少指数自 2016 年以来逐季回升；城镇储户问卷调查显示居民未来收入信心指数和就业预期指数也已连续三个季度回升，尤其是 2016 年第四季度分别较上季大幅回升了 5.1 和 3.2 个百分点。

当然也必须看到，未来一段时期内外部形势仍很复杂，经济发展和结构调整面临的挑战也不少。从国际环境看，全球经济仍处在百年一遇的大危机、大调整过程中，强劲增长的动力依然不足，政治经济社会领域的“黑天鹅”事件还可能较多，民粹主义和逆全球化的影响还有可能加大，加之美联储加息和缩表节奏存在不确定性，过去几年极度宽松货币政策环境下逐渐积累的全球资产泡沫也有内在调整的压力，我们仍将面临一个高度复杂多变的国际环境。从国内经济看，经济运行对房地产、基建的依赖有所上升，近期企业效益改善尚主要集中在煤炭、钢铁、化工等上中游行业，民间投资活力尚显不足，内



生增长动力仍待增强，结构性矛盾还比较突出，稳定经济增长、防范资产泡沫和促进环境保护之间的平衡也面临较多挑战。同时，信贷扩张表现出较强冲动，现实中各方面多希望货币条件能松一些，一旦出现金融风险，又寄望央行通过增发货币来帮助处置。受经济下行压力较大、金融市场出现较大波动等多种原因影响，部分时段的货币政策在实施上可能是稳健略偏宽松的。多目标之间的权衡增加了货币政策操作上的难度。当前我国面临的主要是结构性矛盾和发展方式上的问题，在经济结构调整过程中，货币政策总体须保持审慎和稳健。要适应经济潜在增速和发展阶段的变化，在适度扩大总需求的同时，以推进供给侧结构性改革为主线，加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势，持续深化“放、管、服”和财税等重点领域改革，全面落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务，深化国有企业改革，推进新型城镇化发展，增加劳动力市场灵活性，抑制资产泡沫，降低宏观税负，更充分地发挥市场在资源配置中的决定性作用，进一步提振市场信心，稳定市场预期。把顶层设计和基层创新结合起来，在新形势下运用新机制发挥好地方的积极性和主动性，促进非公有制经济健康发展，在扩大消费和发展服务业的短板领域取得突破，提高增长的质量和效益，完善金融机构的激励约束机制，保持融资的可持续性，拓展金融资源有效配置的领域和空间。

从物价形势看，通胀预期有所上升，未来变化值得关注。当前全球经济总体呈现复苏态势，部分经济体经济趋向好转，全球通胀预期有所变化。随着国内经济运行稳中有所回升，国内的通胀预期也有所

上升。工业品价格保持了较快回升态势，这既与国内供给侧去产能、去库存有关，同时需求端回暖也是推升工业品价格的重要因素。2016年第四季度GDP平减指数达到2.9%，较前两季度分别回升了1.9个和2.3个百分点。中国人民银行2016年第四季度城镇储户问卷调查显示，未来物价指数较上季提高了5个百分点，连续第三个季度上升。当然，未来物价涨幅根本上取决于经济基本面状况和供求的相对变化，当前经济运行总体较为平稳，既有上行动力但也有下行风险，同时基数因素也可能使未来一段时期同比物价涨幅放缓，这些都有助于物价形势保持相对稳定，当然也存在不确定性，须继续密切关注。

## 二、下一阶段货币政策思路

中国人民银行将认真贯彻落实中央经济工作会议精神，按照党中央和国务院的战略部署，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，实施好稳健中性的货币政策，增强调控的针对性和有效性，做好供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境。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，强化价格型调节和传导，完善宏观审慎政策框架，畅通政策传导渠道和机制，抑制资产泡沫，防止“脱实向虚”，提高金融运行效率和服务实体经济的能力，同时牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

一是保持总量稳定，综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预

调微调，调节好货币闸门。适应货币供应方式变化和金融创新发展，密切关注国内外形势变化对流动性的可能冲击，更准确地监测和把握全社会的实际融资状况，灵活运用多种货币政策工具组合，维护流动性基本稳定；加强和改善宏观审慎管理，组织实施好宏观审慎评估，将表外理财业务纳入宏观审慎评估，并逐步探索将更多金融活动和金融市场纳入宏观审慎管理，保持货币金融环境的稳健和中性适度，实现货币信贷和社会融资规模适度增长。继续引导商业银行加强流动性和资产负债管理，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。

二是促进结构优化，支持经济结构调整和转型升级。继续优化流动性的投向和结构，发挥好信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款的作用，强化信贷政策在推进供给侧结构性改革中的重要作用，引导金融机构优化信贷结构。积极支持工业稳增长调结构增效益，持续改进对制造强国建设的金融支持与服务，重点做好钢铁、煤炭去产能的金融支持工作。继续做好基础设施建设及铁路、船舶等重点行业和领域转型调整的金融服务，加大对京津冀协同发展等国家重大战略以及养老等新消费领域的金融支持力度，进一步发挥信贷资产证券化盘活存量的积极作用。改进完善金融精准扶贫信息系统，加强信息对接共享和统计监测，统筹做好易地扶贫搬迁专项金融债券发行和信贷资金衔接投放管理工作，深入推进金融支持特色产业发展，支持贫困户脱贫。扎实做好新型农业经营主体金融服务，依法稳妥规范推进农村“两权”抵押贷款试点，引导银行业金融机构进一步加大对水利、

农业基础设施、一二三产业融合、农业对外合作、现代种业、新型城镇化等重点领域的支持力度，严格限制信贷流向投资投机性购房。完善“三农”和小微企业信贷政策导向效果评估，开展金融精准扶贫政策效果评估。加大创业担保贷款实施力度，深化科技金融结合试点，积极探索金融支持创业创新市场化运作的长效机制，加大对科技、文化、战略性新兴产业等国民经济重点领域的金融支持力度。

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。进一步督促金融机构健全内控制度，增强自主合理定价能力和风险管理水平，从提高金融市场深度入手继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线，不断健全市场化的利率形成机制。探索利率走廊机制，增强利率调控能力，疏通央行政策利率向金融市场及实体经济的传导。加强对金融机构非理性定价行为的监督管理，发挥好市场利率定价自律机制的重要作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，强化行业自律和风险防范，维护公平定价秩序。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。推进人民币对其他货币直接交易市场发展，更好地为人民币的跨境使用服务。密切关注国际形势变化对资本流动的影响，完善对跨境资本流动的宏观审慎管理。

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、

促改革和防风险方面的作用。坚持市场化改革与发展方向，坚持创新和监管相协调，丰富债券市场产品和层次，完善市场基础设施，稳步推进债券市场对外开放，推动多层次资本市场建设，着力提高金融服务实体经济发展的能力和效率。积极推动债券市场产品创新，完善制度建设，进一步完善金融债券发行管理机制，优化债券及衍生品交易机制。稳妥推进债券市场对外开放，支持境外各类主体在境内人民币市场发行债券融资，提高境外机构在境内债券市场发行和交易的便利性，推动境内机构赴境外发行债券。加强金融市场基础设施建设和统筹管理，保证市场安全高效运行和整体稳定。加快建立健全信用风险处置机制，建立债券市场宏观审慎管理框架。加强债券市场管理协调和跨部门监管协作，切实发挥债券市场在提高直接融资比重、防范化解金融风险、优化资源配置方面的作用。

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。继续推动农业银行“三农金融事业部”深化管理体制和运行机制改革，密切监测评估改革成效，不断提高县事业部服务县域经济的能力和水平。继续推动落实交通银行深化改革方案，不断提高其市场竞争力。推动全面落实开发性、政策性金融机构改革方案，会同有关单位根据改革方案要求和职责分工，抓紧做好健全治理结构、业务划分、完善风险补偿机制等后续工作，通过深化改革加快建立符合中国特色、能更好地为当前经济发展服务、可持续运

营的开发性和政策性金融机构及其政策环境。继续推动资产管理公司转型发展。

六是把防控金融风险放到更加重要的位置，完善宏观审慎政策框架，切实维护金融体系稳定。坚持金融服务实体经济这个根本，努力畅通货币政策传导渠道和机制，保持总量稳定、促进结构优化。进一步完善金融风险监测、评估和预警体系建设，加强重点领域风险排查，加强对企业债务风险、银行资产质量和流动性变化情况、股票市场异常波动、保险资金运用、房地产泡沫风险、互联网金融、跨境资金流动、跨行业跨市场风险等领域的风险监测分析。继续做好金融机构和金融市场风险压力测试，及时提示风险，完善应对预案。防止资金“脱实向虚”、“以钱炒钱”以及不合理的加杠杆行为，引导资金支持实体经济。提高预期管理能力，维护金融市场的基本稳定。加快完善存款保险的风险识别和处置功能，充分发挥存款保险市场化风险化解机制的作用。深入研究并积极稳妥推进金融监管体制改革，统一同类金融产品的标准规制，制定金融控股公司监管规则，减少监管真空和监管套利，落实监管责任。深化资本市场体制改革，促进资本市场稳定健康发展。坚持综合施策，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，及时采取有效措施防范化解金融风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。