

研究报告



城市金融研究所



国际市场与问题研究处

国际市场与问题研究处主要从事工商银行国际经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：世界经济、国际金融、国际贸易、跨国投资、全球金融监管政策法规、工商银行国际化经营策略以及海外目标市场的国别风险问题等。研究成果包括：一是定期的国际经济金融走势分析报告（包括季度、半年度与年度分析报告）；二是追踪国际重大热点、焦点问题并及时发布分析报告；三是就国际经济金融领域的长期性、全局性、趋势性问题进行持续跟踪和深度研究，形成年度重点课题成果；四是全球区域风险研究系列成果，包括“全球重点区域风险研究”、“国家风险综合评估”、“重大突发风险信息提示”等。研究成果在对工商银行国际化经营管理发挥决策支持作用的同时，还报送给各省委、省政府及上千家大企业客户，为提高本行的金融服务附加值发挥了积极作用。此外，该处还代表工商银行就重大国际问题为监管部门提供策略建议，积极开展与国际同业及研究机构的学术交流与合作，在权威媒体上发表对国际经济金融相关问题的观点，有效发挥对外学术窗口职能。

国内市场与法规研究处

国内市场与法规研究处主要从事工商银行国内经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：国内经济发展趋势、国内金融市场走势、宏观经济政策分析展望、经济与金融法规问题、国内资本市场与货币市场问题、对工商银行有重大影响的问题以及国内经济金融领域的热点、焦点问题等，承担总行级、所级重点课题研究，为行领导提供国内领域问题的研究支持。除定期发布国内经济金融走势分析报告之外，还以不定期形式发布国内重大热点焦点问题研究报告。在行内承担所内研究成果的发布工作，在行外定期向省委、省政府报送所内研究报告，定期为工商银行近千家重点大客户提供研究产品，提高工商银行服务附加值。代表工商银行参加国际、国内学术交流与合作，接待来访的海外代理行客户，介绍中国宏观经济金融态势，在权威媒体上发表对国内经济金融相关问题的观点，发挥学术窗口职能。

同业竞争与问题研究处

同业竞争与问题研究处主要负责国内外银行业市场研究、国内银行同业动态与问题研究、工商银行竞争对手研究、工商银行竞争战略与策略研究、工商银行同业目标市场研究、工商银行金融业合作研究、经营发展过程中重点问题的调查研究以及同业之间的学术交流与合作等。围绕上述职能该处形成以下主要研究产品线：一是国内银行同业经营分析（包括季度、半年度与年度分析）；二是国际银行同业经营分析，包括发达经济体银行和新兴市场经济体银行半年度与年度分析；三是银行业发展与创新研究，反映银行业的市场动态、热点与焦点问题；四是针对竞争对手的重大战略举措等撰写深度分析报告；五是工商银行目标市场研究。此外，还参与各项行级、所级重点课题研究，为工商银行重大改革提供决策支持，并根据人民银行、银监会、银行业协会等部门的要求，参与事关银行业发展的重大课题研究。牵头举办本行“创新沙龙”活动，该活动已成为具有一定影响力的创新和营销平台。

规划与战略研究处

规划与战略研究处主要负责组织编制和推动实施集团的中长期发展战略规划，对集团中长期发展战略规划的落实与执行情况进行检查、评估和报告；负责研究、论证、规划和评估集团经营管理体系建设，推进集团经营管理体系、机制、流程的改革与创新研究；对与集团战略规划与经营管理相关的其他重大问题进行调查研究和组织协调；开展集团中长期经营背景研究，与行内外同业就规划与战略相关议题进行交流与合作。几年来，参与中国工商银行 2006~2008 年、2009~2011 年和 2012~2014 年发展战略规划的编制、任务分解、执行情况跟踪检查和汇报工作；开展工商银行重大战略课题研究，已经完成的工商银行省区分行营业部体制改革研究、县支行竞争力提升研究、盈利梯队构建研究、集团管理体系建设研究等课题成果对工商银行业务发展和经营体制机制改革起到了切实的推动作用；参与国家金融体制改革重大课题研究，参与完成的综合化经营问题研究、国际银行业比较研究等课题成果引起了国务院领导及相关部委的高度重视。

博士后工作管理处

博士后工作站管理处是工商银行博士后科研工作站管理办公室的办事机构，负责工作站的日常管理、学术管理和科研项目的组织落实。工商银行博士后科研工作站是经国家人事部批准于 2002 年 10 月成立的科研机构，致力于商业银行应用理论研究以及培养、吸引和使用高层次优秀人才。建站以来，博士后工作站为工商银行多个重点项目建设提供了有力的理论和人才支持。博士后工作管理处的主要职责：负责博士后科研项目从立项到评审等环节的组织工作；负责博士后人员从进站到出站整个流程的管理；负责协助建设“站所联合”的学术管理机制，定期组织“博士后论坛”并与其他博士后站开展学术交流互访；负责工作站的制度建设，促进工作站的制度化、规范化管理。



新增贷款有所回落 资金市场稳中偏紧 ——2013年11月国内经济、金融动态月报

要点:

金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱 妮
杨 苈 李 露

执笔：李 露 朱 妮

lilu_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2013/11/15 《十八届三中全会开启
中国改革新周期——对《十八届三中
全会公报》的解读》

2013/10/25 《“区间管理”相机调
控中国经济弱势复苏——2013 年三
季度宏观经济金融走势、政策分析
与展望》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 从经济运行来看，工业增加值保持稳定较快增长，但新订单增长比较乏力。固定资产投资同比增速小幅微降，民间投资呈现出稳定向好的增长势头。消费增长总体比较平稳，必需消费需求增长放缓，可选消费需求加快增长。进出口贸易增势较好，但外部需求的恢复仍不稳定。CPI 温和上涨，通胀压力有所上升。房价持续上升，销售和投资增长有所放缓。
- 从金融运行来看，新增贷款小幅回落，社会流动性有所收紧。公开市场实现资金净回笼，银行间市场流动性稳中偏紧。人民币兑美元较大波动，年底前升值速度将放缓。股市震荡中小幅收跌，未来可能小幅上行。
- 2013 年 11 月 9 日至 12 日，党的第十八届三中全会胜利召开。本次三中全会为改革做好了顶层设计，通过成立全面深化改革领导小组、设定改革时间表和提出改革总目标、重点及核心，彰显了政府改革的决心和勇气，指明了改革的方向和路径。

目 录

一、经济运行动态分析	1
（一）工业增加值：保持稳定较快增长，未来进一步加速的可能性小	1
（二）固定资产投资：同比增速小幅微降，制造业投资增速继续回升	2
（三）消费：总体平稳增长，必需消费需求增长放缓	3
（四）外贸：进、出口增势较好，未来仍存不确定性	4
（五）价格总水平：CPI 温和上涨，PPI 降幅扩大	5
（六）房地产市场：价格持续上涨，销售、投资增长放缓	6
二、金融运行动态分析	7
（一）社会流动性：流动性有所收紧，新增贷款有所回落	7
（二）银行间市场流动性：公开市场实现资金净回笼，资金面稳中仍然偏紧	8
（三）人民币汇率：人民币兑美元较大波动，年底前升值将放缓	11
（四）股票市场：10 月震荡中小幅收跌，未来可能小幅上行	12
三、关注热点：十八届三中全会开启中国改革新周期	13

图表目录

图 1 工业增加值同比增速	1
图 2 固定资产投资、房地产开发投资和制造业投资累计增速	3
图 3 社会消费品零售总额累计增速和单月增速	4
图 4 进、出口累计同比增速	5
图 5 CPI 主要分项指标同比增速	6
图 6 货币供应量增速	8
图 7 金融机构当月新增人民币存款	8
图 8 银行间市场主要利率走势	11
图 9 每日银行间市场主要利率走势	11
图 10 境内、外美元兑人民币即期汇率及一年期 NDF 报价走势	12
表 1 2013 年 10 月央行公开市场操作情况	9



一、经济运行动态分析

（一）工业增加值：保持稳定较快增长，未来进一步加速的可能性小

2013年10月，我国规模以上工业增加值同比实际增长10.3%，比9月份加快0.1个百分点。环比看，10月份规模以上工业增加值比上月增长0.86%，增速较上月加快0.13个百分点。8月份以来工业生产连续3个月保持在10%以上的增速，呈现出比较稳定的增长态势。分三大门类看，拉动工业生产增长的主要动力是制造业生产，10月份制造业增加值增长11.4%，比采矿业以及电力、燃气和水的生产和供应业分别高7.1和3.8个百分点。分行业看，41个大类行业中有40个行业增加值保持同比增长。分产品看，464种产品中有328种产品同比增长，其中，钢材、有色金属、乙烯、汽车均保持了较快增长，当月产量分别同比增长12.3%、12.9%、16.9%和25.5%。

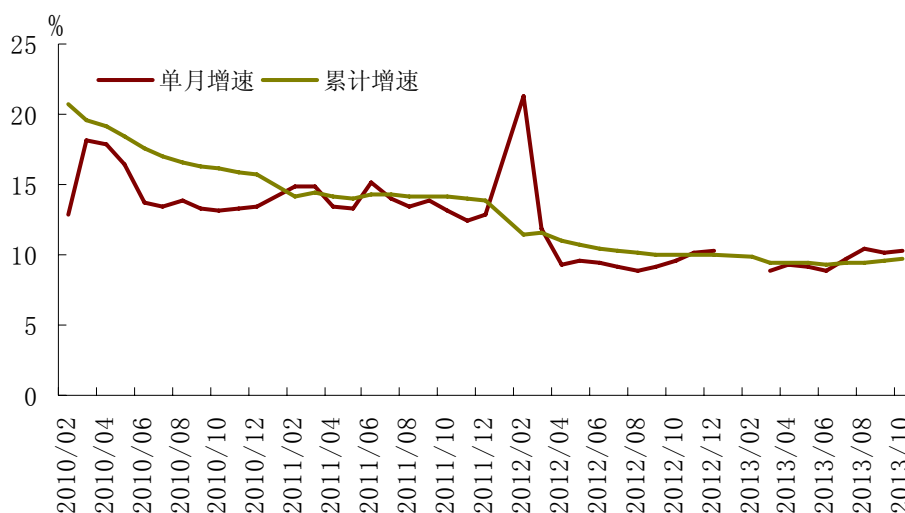


图1 工业增加值同比增速（2010.2-2013.10）

资料来源：Bloomberg，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别说明外，下同。

从先行指标来看，10月中国制造业采购经理指数（PMI）为51.4%，较上月上升0.3个百分点，创下今年以来新高，并连续第13个月处于扩张区。分项来看，生产量指数大幅上升是PMI上行的主要动力，当月生产量指数为54.4%，较上月提高了1.5个百分点。观察分项数据的变化，需要关注以下几点：一是新订单指数较上月下降0.3个百分点至

52.5%，尽管仍处于较高水平，但环比下降意味着未来需求增长乏力；二是生产经营活动预期指数较上月下降0.9个百分点至57.5%，表明企业对未来经营形势的乐观程度有所弱化；三是产成品库存指数较上月较大幅下降1.8个百分点至45.6%，表明企业补库存的意愿并不强烈；四是新出口订单和进口指数分别环比下降0.3和0.4个百分点至50.4%和50.0%，逼近荣枯分界线，表明当前进出口形势仍然比较严峻。

整体看，10月份工业生产延续了三季度以来的回暖态势，但新订单增长比较乏力，未来几个月生产增长趋势不容乐观，预计年内工业增速继续上行的可能性小。

（二）固定资产投资：同比增速小幅微降，制造业投资增速继续回升

2013年前10个月，固定资产投资同比增长20.1%，比前三季度微降0.1个百分点。从投资结构看，制造业投资增速连续第3个月回升，前10个月增速较前三季度上升0.6个百分点至19.1%。其中，有色金属冶炼和通用设备制造投资保持较快增长，前10个月投资增速较前三季度分别加快1.7和2.1个百分点至23.6%和24.5%。值得关注的是，基础建设投资呈现出一定的下滑态势。前10个月交通运输、仓储和邮政业，以及水利、环境和公共设施管理业投资分别较前三季度下滑2.1和0.8个百分点至21.2%和28.5%，尤其是铁路运输业出现明显下滑，前10个月较前三季度大幅下降6个百分点至4.2%。

从中央、地方项目投资增速来看，中央和地方项目投资增速“一降一升”，前10个月中央项目投资同比增长8.1%，比前三季度回落2.3个百分点，为连续第三个月增速下滑；地方项目投资同比增长20.8%，比前三季度微升0.1个百分点。从资金来源看，年初以来投资资金增速基本平稳。前10个月投资到位资金增长20.2%，增速比前三季度回落0.2个百分点。其中，国家预算内资金连续第三个月增长放缓，国内贷款增长从10月份起也有所放缓，自筹资金增速则连续第五个月改善。分地区看，除西部地区投资增长有所加快外，东部和中部地区投资增长均有所放缓。前10个月，全国民间固定资产投资同比名义增长23.4%，在固定资产投资整体增长略有放缓的情况下，民间投资仍较前三季度加快0.1个百分点，呈现出稳定向好的增长势头。

从新开工项目来看，前10个月新开工项目计划总投资增长14.4%，较前三季度加快1.1个百分点，与前8个月增速一致，预计下一阶段固定资产投资将保持总体平稳的增长态势。但是，总需求较为疲弱、产能过剩压力较大、地方债务风险、房地产市场分化、资金供给稳中偏紧等因素都会对下一阶段投资形成制约，加之随着年末临近，固定资产



投资进入淡季，短期内投资增速可能在目前基础上小幅回落。

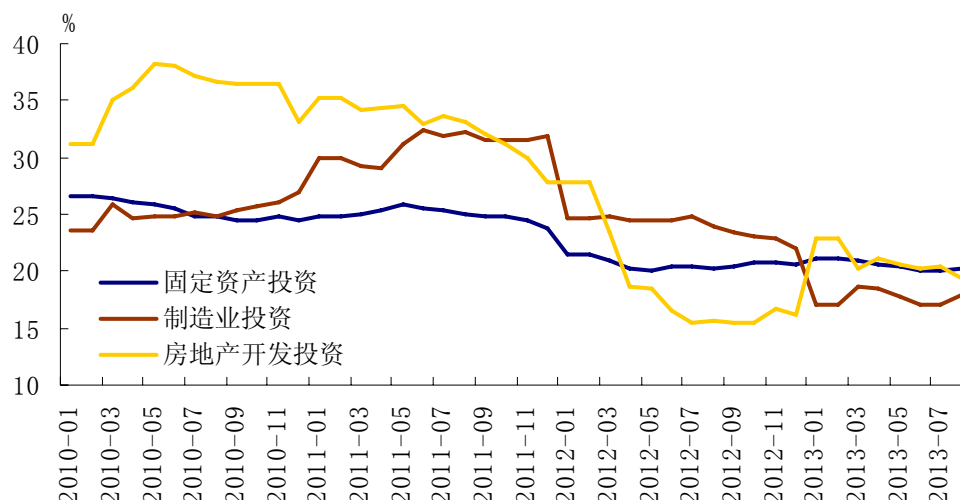


图2 固定资产投资、房地产开发投资和制造业投资累计增速(2010.1-2013.10)

(三) 消费：总体平稳增长，必需消费需求增长放缓

10月份，社会消费品零售总额同比名义增长13.3%，增速与上月持平；扣除价格因素实际增长11.2%，与上月持平，消费总体保持了较为平稳的增长。从消费细项指标看，汽车、通讯器材、石油制品消费明显增长，消费增速较上月分别上升1.0、10.8和1.4个百分点至14.2%、31.4%和11.0%。而当月消费增长放缓较为明显的则主要是建筑及装潢材料、家用电器、纺织品、日用品、金银珠宝，消费增速分别较上月下降3.5、1.7、3.4、6.5和4.2个百分点至23.5%、12.5%、9.9%、9.3%和14.0%。此外，餐饮消费受公务消费限制的影响，尽管较上月上升0.4个百分点至9.5%，但仍然处于较低水平。总体来看，10月份增长放缓的主要是必需消费需求，而可选消费需求则呈现出加快增长的趋势。

展望未来，四季度和明年初是传统消费旺季，对汽车、食品、家电等消费仍会产生明显的拉动。房地产行业回升的带动效应也将带动建筑装潢、家具消费保持较高的增速，接下来几个月消费可望在总体平稳的基础上小幅上升。

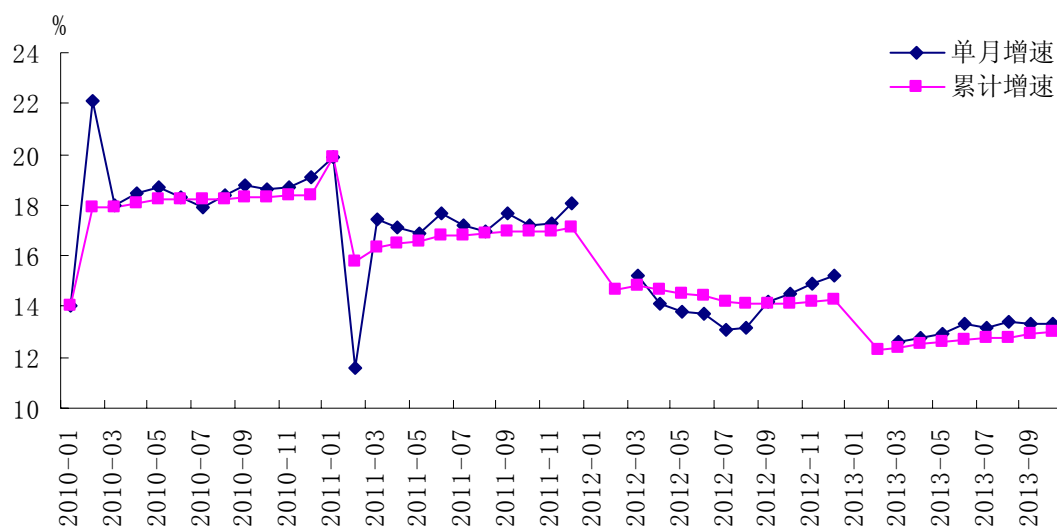


图 3 社会消费品零售总额累计增速和单月增速 (2010.1-2013.10)

(四) 外贸：进、出口增势较好，未来仍存不确定性

10月份，我国进出口总值3397.04亿美元，扣除汇率因素同比增长6.5%，较上月加快3.2个百分点，环比下降4.6%。其中出口同比增长5.6%，较上月提高5.9个百分点，环比下降0.1%；进口同比增长7.6%，较上月提高0.2个百分点，环比下降9.4%；贸易顺差311.07亿美元，较上月扩大159亿美元。从同比数据看，由于上年的低基数效应，10月份我国对外贸易呈现较好的增势，但从环比数据看，近几个月进、出口仍然存在一定的波动性，表明外部需求的恢复仍不稳定。在对主要贸易伙伴的出口贸易中，对发达经济体出口增长较快，对美国和欧盟出口增速分别较上月加快3.9和13.8个百分点至8.1%和12.7%，主要原因一方面是欧美经济复苏带动需求逐步回暖，另一方面是西方传统节日临近对我国产品的短期需求明显上升；对新兴市场出口较为低迷，对香港、印度、南非出口分别同比下降7.2%、0.8%和2.7%。

展望未来，发达经济体进一步复苏和我国推动进出口贸易发展的一揽子政策效果的逐步显现，对进出口贸易的带动作用可望进一步显现。但是，新兴市场经济形势存在不确定性将影响我国对新兴市场的出口，近期人民币对美元承受较大的升值压力也会给出口带来一定的负面影响。刚刚落下帷幕的第114届广交会的情况显示，境外采购商参会人数和出口成交金额均比上一届明显下降，且订单以6个月以内的中、短单为主，分区域来说，我国对美国等发达经济体出口成交形势好于对金砖国家等新兴市场经济体。尽



管近几年广交会作为我国出口风向标的作用有所下降，但也在一定程度说明下一阶段我国出口贸易仍面临较大压力，尤其对新兴经济体出口不容乐观。

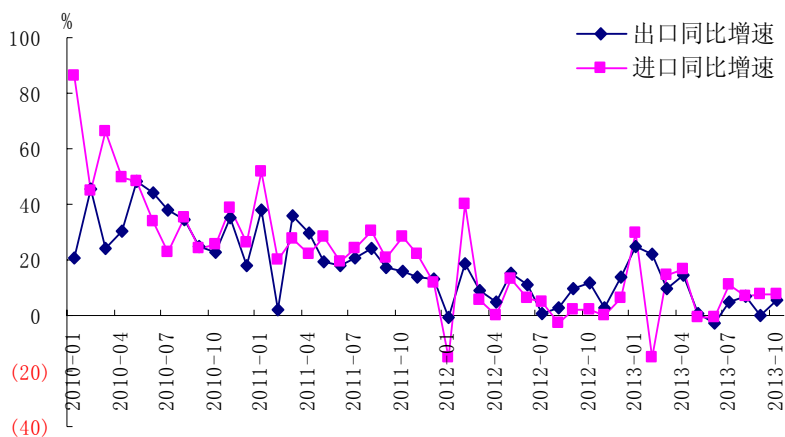


图4 进、出口累计同比增速（2010.1-2013.10）

（五）价格总水平：CPI 温和上涨，PPI 降幅扩大

10月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨3.2%，较上月上涨0.1个百分点，为连续第二个月涨幅扩大，新涨价因素和翘尾因素分别为2.3和0.9个百分点；当月CPI环比上涨0.1%，较上月下降0.7个百分点。从分项数据来看，食品价格是CPI上涨的主要因素，当月同比上涨6.5%，较上月上升0.4个百分点，拉动CPI上涨2.1个百分点，食品中起到主要拉动作用的是鲜菜价格，当月同比上涨31.5%，拉动CPI上涨0.81个百分点；非食品价格温和上涨1.6%，涨幅与上月持平，拉动CPI上涨1.1个百分点。

10月全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降1.5%，降幅较上月扩大0.2个百分点；环比与上月持平。反映出供给旺盛背景下产能过剩的压力仍然较大。从分项数据来看，生产资料价格同比下跌2.0%，是PPI下跌的主要原因，生活资料价格同比持平。分行业来看，煤炭开采、石油天然气开采、有色金属采选、石油加工、化学纤维制造、有色金属冶炼出厂价格降幅都在3%以上；价格上涨幅度较大的是黑色金属矿采选、燃气生产供应、水的生产供应，本月出厂价格分别同比上涨3.4%、3.2%和1.9%。

展望未来，季节性因素使得食品价格存在一定的上涨压力，而新年临近也会对非食品价格产生拉动作用。但是，进入冬季后气温变动对蔬菜供给的影响将会逐步减弱，生猪出栏量较大使得下一阶段猪肉价格的上涨压力也不大，且今年后两个月CPI的翘尾因

素逐渐减弱，我们判断本轮 CPI 上涨的峰值已过，后几个月 CPI 涨幅将小幅放缓。PPI 方面，近期国际原油及大宗商品价格走低使得输入型压力减轻，国内经济和工业生产的改善程度有限，以及工业品供过于求的局面也使得 PPI 缺乏上涨动力，预计后几个月 PPI 的降幅将在目前水平上略微扩大。

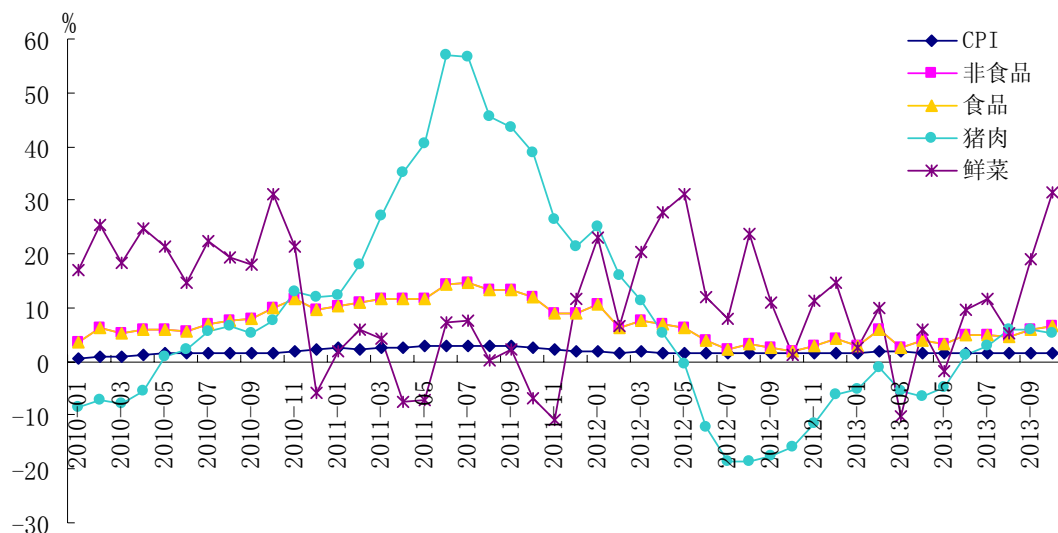


图 5 CPI 主要分项指标同比增速（2010.1-2013.10）

（六）房地产市场：价格持续上涨，销售、投资增长放缓

10 月，房地产市场价格有所回升，销售量增速有所放缓。价格方面，根据中国指数研究院发布的数据，10 月全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10685 元/平方米，环比 9 月上涨 1.24%，自 2012 年 6 月以来连续第 17 个月环比上涨，涨幅比上月扩大 0.17 个百分点，其中 75 个城市环比上涨，24 个城市环比下跌。与上月相比，本月价格环比下跌的城市增加 3 个，环比上涨的城市比上月减少 4 个。同比来看，全国 100 个城市住宅均价同比上涨 10.69%，涨幅比上月扩大 1.21 个百分点。10 月百城住宅均价涨幅有所扩大，但房价上涨和环比涨幅在 1% 以上的城市均有所减少，表明房价涨幅较快仍是少数热点城市。当月北京、上海等十大城市住宅均价环比上涨 1.95%，同比上涨 15.69%。其中，北京出台“京七条”着力增加中低价位商品住房供应带动市场预期有所变化，当月房价环比涨幅有所缩小。市场销售方面，前 10 个月全国商品房销售面积累计同比增长 21.8%，较前三季度下降 1.5 个百分点。房地产开发投资方面，前 10 个月房地产开发投资同比增长 19.2%，较前三季度回落 0.5 个百分点。总体来看，尽管房地产销售和投



仍然在明显上涨，但地区间存在着明显的发展不均衡，一、二线城市供需结构紧张，广大的三、四线城市库存急剧增加，房地产市场总体供给过剩的状况正在加剧，近几个月全国房地产销售和 investment 增长放缓也表明需求在高价下逐渐萎缩。

二、金融运行动态分析

（一）社会流动性：流动性有所收紧，新增贷款有所回落

10月末，广义货币(M2)余额107.02万亿元，同比增长14.3%，分别比上月末和上年同期高0.1个和0.2个百分点；狭义货币(M1)余额31.94万亿元，同比增长8.9%，与上月末持平，比上年同期高2.8个百分点。本月M2增速较快主要是去年低基数效应以及近几个月外汇占款较快增长的影响。值得注意的是，10月M2绝对量较9月大幅减少7213亿元，过去历年里这种情况比较罕见，说明M2其实是一个相对较弱的增长。同时，M2增速高出M1增速5.4个百分点，主要是由于存款结构中定期存款保持较快增长，显示企业对未来的投资较为谨慎。

从社会融资规模来看，单月社会融资规模为8564亿元，比上月和上年同期分别大幅减少5485亿元和4342亿元。与去年同期相比，外币贷款、信托贷款和银行承兑汇票分别同比少增1237、1040和1127亿元，企业债券同比减少1925亿元，成为社会融资大幅减少的主要因素，也使得人民币贷款占社会融资规模比重上升至59.1%，较去年同期上升20个百分点。央行对于非标资产的管理使得社会融资规模重新回到以信贷为主的模式。

10月人民币贷款新增5061亿元，同比多增7亿元，较上月少增2809亿元。从历史数据看，10月信贷新增量大多是全年最低值，因此本月人民币信贷属于正常的回落。分部门看，住户贷款增加2049亿元，其中短期贷款增加514亿元，中长期贷款增加1535亿元；非金融企业及其他部门贷款增加3010亿元，其中短期贷款增加2148亿元，中长期贷款增加1440亿元。值得注意的是，本月企业中长期贷款新增额较三季度各月2300-2500亿元的新增规模大幅减少，表明信贷对实体经济的支持力度有所减弱，本月固定资产投资资金来源中国内贷款资金增长放缓也印证了这一点。

展望未来，今年后两个月财政资金投放以及外汇占款较高将在一定程度上缓解流动性压力，但是，在稳中偏紧的货币政策背景下，商业银行资产扩张逐步放缓，并在债券购买上更为谨慎，预计未来几个月社会融资规模将进一步下滑，M2增速也将有所放缓。

考虑到目前14.3%的M2增速已远离13%的年初目标，预计今年难以实现年初目标。

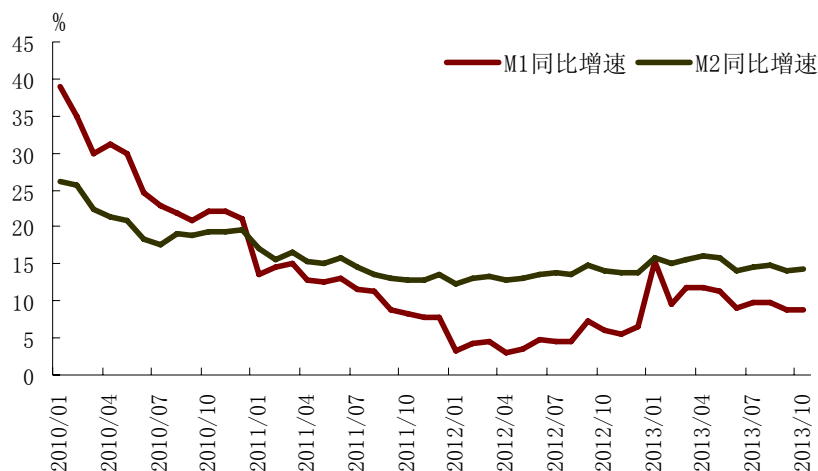


图6 货币供应量增速（2010.1-2013.10）

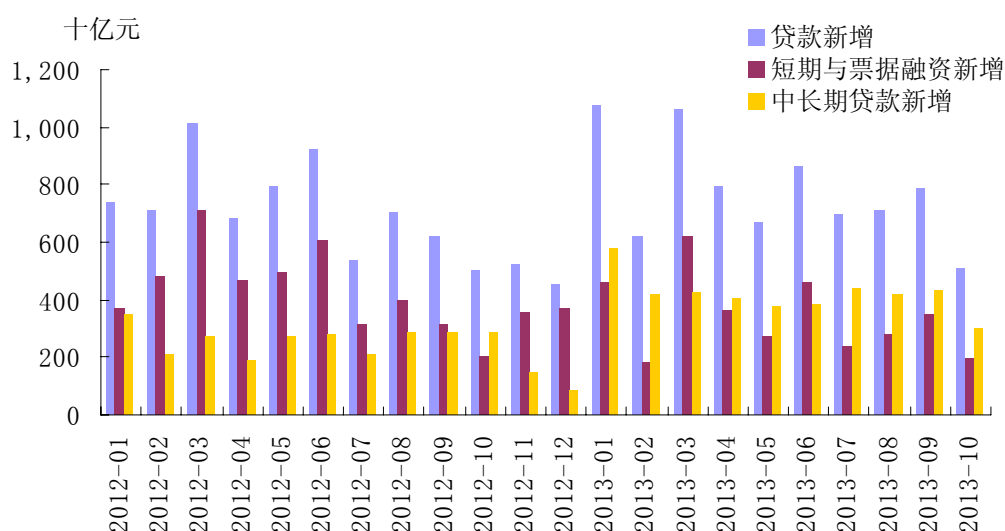


图7 金融机构当月新增人民币存款（2012.1-2013.10）

（二）银行间市场流动性：公开市场实现资金净回笼，资金面稳中仍然偏紧

进入10月份以来，银行间市场的资金面较三季度末有所放松，10月17日，央行意外没有在公开市场上进行任何操作，此为7月30日逆回购操作重启以来的首次暂停。央行本次暂停逆回购主要意在表明货币政策维持稳中偏紧的政策意图，10月16日央行网站刊出新闻稿《中国人民银行新闻发言人就当前货币信贷形势答记者问》，明确表态



当前我国银行体系流动性总体上比较宽裕，下阶段将根据形势变化，灵活运用各种货币政策工具组合，管理和调节好银行体系流动性。同时，三季度货币政策报告首次提出“保持定力，精准发力”，强调“重点是创造一个稳定的货币金融环境，促使市场主体形成合理和稳定的预期，推动结构调整和转型升级”，为当前及下一阶段的货币政策定下了基调。此后，10月22日和10月24日央行连续暂停逆回购操作，没有持续通过公开市场为金融机构注入流动性。仅在当月最后一周市场流动突然紧张的情况下，小规模重启了逆回购以缓解资金压力。整个10月，央行累计在公开市场净回笼资金404亿元，结束了此前连续半年的资金净投放。与此同时，作为今年货币政策的创新工具，常备借贷便利¹ (Standing Lending Facility, 下称SLF)的月度余额于近期披露。6-9月，常备借贷便利余额分别为4160亿元、3960亿元、4100亿元和3860亿元。总体来看，央行仍然延续了前几个月“锁长放短”的操作方式，即通过续做三年期央票冻结长期流动性，通过SLF和逆回购提供必要短期流动性支持来实现对市场流动性的精准调节。

	(10.1-10.11)	(10.12-10.18)	(10.19-10.25)	(10.26-10.31)
投放量	1130	260	0	190
央票到期(3Y/1Y/3M)		160/0/0		60/0/0
正回购到期(91D/28D/7D)				
逆回购发行 (28D/14D/7D/6D/5D)	0/480/650/0/0	0/0/100/0/0		0/0/130/0/0
回笼量	800	705	580	59
央票发行(3Y/1Y/3M)		55/0/0		59/0/0
正回购发行(91D/28D/7D)				
逆回购到期 (28D/14D/7D/6D/5D)	0/800/0/0/0	0/0/650/0/0	0/480/100/0/0	
净投放	330	-445	-580	131

表1 2013年10月央行公开市场操作情况 (单位:亿元人民币)

注:1. 考虑到资金实际到账时间因素,每周央票和回购到期量统计时间段为上周六至本周五。

¹ 常备借贷便利是全球大多数中央银行都设立的货币政策工具,人民银行于2013年初创设,是央行正常的流动性供给渠道。常备借贷便利的主要功能为满足金融机构期限较长的大额流动性需求,对象主要为政策性银行和全国性商业银行,期限为1-3个月,利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。常备借贷便利以抵押方式发放,合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。

2. 数据来源：中国人民银行历次公开市场业务交易公告

银行间市场利率总体上行，市场资金面趋于紧张。10 月份，银行间市场同业拆借月加权平均利率为 3.84%，比上月上升 0.37 个百分点，比上年同期上升 0.96 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 3.86%，比上月上升 0.37 个百分点，比上年同期上升 1.03 个百分点。从月内走势来看，国庆长假以来，受存款准备金补缴以及长假后资金集中到期的影响，银行流动性承受一定的压力，为此，央行展开了较大规模的逆回购操作，同时，随着十月中旬存款准备金退还以及月中对资金需求的降低，银行间市场利率逐渐走低。进入 10 月下旬后，受公开市场“零操作”以及财政存款上缴的影响，银行间市场资金面趋于紧张。此外，自 6 月底流动性异常紧张以来市场利率一直较为脆弱，稍有风吹草动就会发生较大的波动。十月下旬开始市场利率呈现较快上升的态势，银行间市场 7 天利率一度升至 5% 左右，10 年期国债收益率更是创下 5 年新高。在此情况下，央行小规模重启逆回购，在部分缓解流动性的同时，对市场的流动性恐慌情绪起到了一定安抚作用，月末市场利率有所回落，但仍然处于较高水平。进入 11 月份以后，受央行继续逆回购释放流动性以及月末时点因素消散的影响，资金面转向宽松，同业拆借加权平均利率一度回落至 3.5% 左右。此后央行再度暂停逆回购操作，进入 11 月中下旬以后，资金面再度趋紧，同业拆借加权平均利率回升至 5% 左右。

展望未来，出于对外汇占款延续升势、年底财政集中放款、通胀压力渐起等因素的考量，预计央行仍将通过“锁长放短”的政策组合维持目前紧平衡的流动性状态。逆回购操作主要用于缓解流动性波段性紧张，在利率比较稳定的情况下，可能将通过重启正回购操作来适度回笼流动性，年底前开展正回购操作的可能性较大，而市场利率将总体保持较高水平。

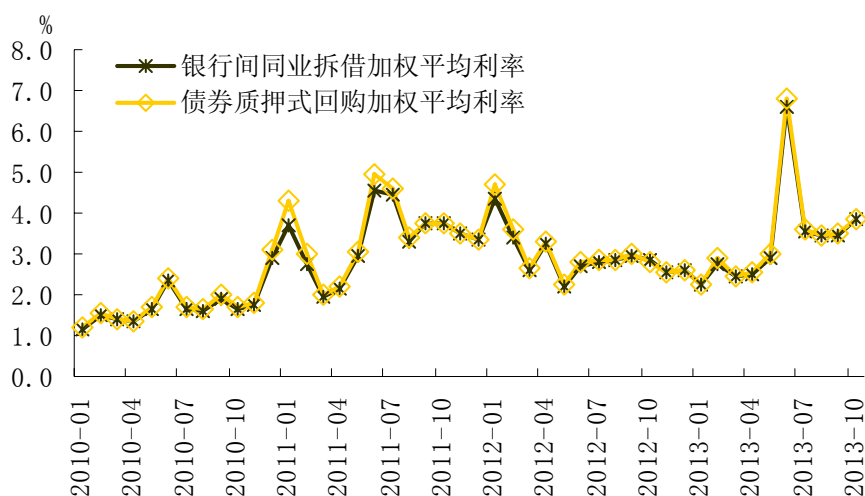


图8 银行间市场主要利率走势（2010.1-2013.10）

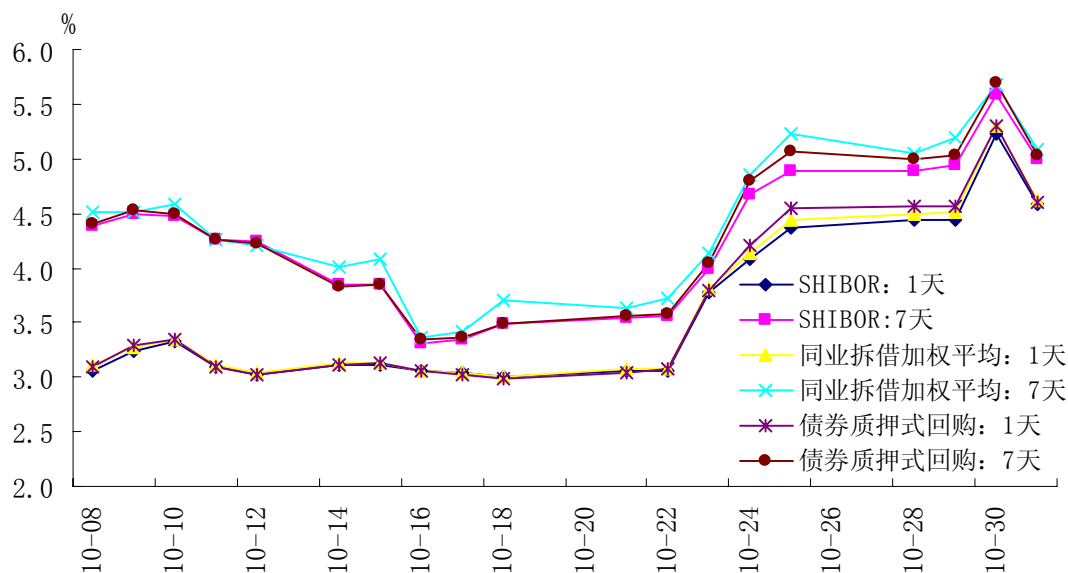


图9 每日银行间市场主要利率走势（2013年10月）

（三）人民币汇率：人民币兑美元较大波动，年底前升值将放缓

继9月人民币兑美元明显升值后,10月人民币汇率经历了较快升值后连续贬值的较大波动。在本月18个交易日里,人民币兑美元中间价有7个交易日上涨,11个交易日下跌,最大涨幅为65个基点,最大跌幅为43个基点。全月来看,三季度国内经济走强,人民币国际化持续推进,对人民币汇率形成支撑;国际方面,美国政府非核心部门关门及债务上限问题持续导致美元在该月大部分均处于弱势下跌态势。在此背景下,国庆节

假期结束后人民币兑美元中间价追随其它非美货币走高，人民币兑美元保持强势升值，人民币兑美元中间价和即期汇率双双不断刷新历史新高。但进入月末，受海外市场美元反弹及市场上购汇盘影响，人民币中间价连跌四日至接近月初水平。10 月人民币兑美元中间价累计上涨 55 个基点，升值幅度 0.09%，2013 年累计升值幅度达 2.33%。进入 11 月以后，人民币升值预期仍然较强，加之美元指数持续走软，在岸、离岸市场人民币走势都较为强劲，在岸人民币兑美元汇率不断刷新汇改以来新高，截至 11 月 20 日，人民币兑美元汇率中间价已逼近 6.13 关口。

展望未来，国内经济基本面较好，美国政府关门的影响仍在持续，9 月非农就业情况不及预期使得美联储退出 QE 的时点推迟，国内外因素都为人民币对美元继续保持强势提供支撑，近期离岸市场人民币兑美元无本金交割远期（NDF）升值幅度快于即期市场升值幅度也表明人民币仍存升值预期。但是，美国经济整体稳步向好以及非常规政策终将退出，意味着当前美元已处低位，持续走低的可能性不大，而中国经济自身也存在着出口形势严峻等隐忧。此外，近期国内金融机构购汇力度加大也对美元形成一定支撑。总之，未来一段时间，人民币兑美元汇率将在目前水平基本保持稳定，预计年底人民币兑美元不会突破 6.0，汇率走势以双向浮动为主。

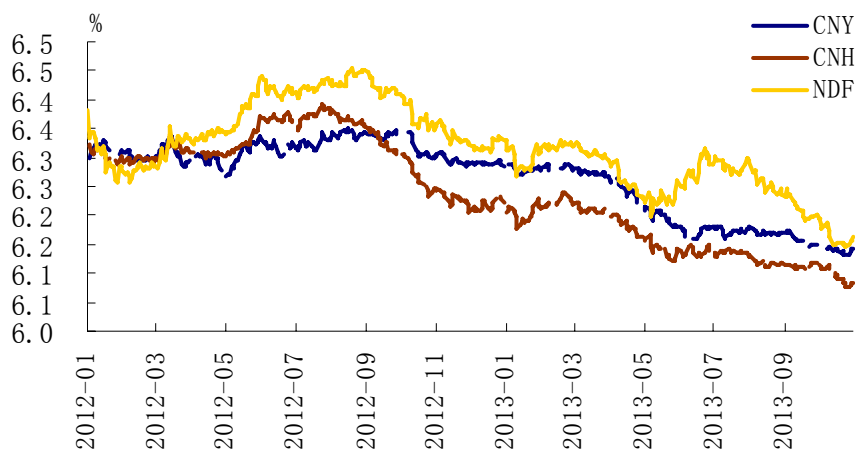


图 10 境内、外美元兑人民币即期汇率及一年期 NDF 报价走势（2012.1-2013.10）

（四）股票市场：10 月震荡中小幅收跌，未来可能小幅上行

10 月，沪深两市 A 股呈现出先扬后抑的震荡走势，股指小幅走高后回落。本月前半段股指走高的原因主要是三季度经济数据表现较好，以及上海自贸区建立和互联网金



融等热点题材带动；后半段股指回落则主要是由于：一方面进入10月份以后经济运行有所波动，通胀压力有所增强，市场对经济增长不确定性的担忧增强，基本面不支持股指持续上扬，投资者态度趋于审慎；另一方面陆续公布的上市公司三季报难以达到投资者预期，在一定程度上拖累股指上行。当月上证综指、深证成指收于2141.61和8444.41点，较上月分别下跌33.06和70.17点，跌幅分别为1.5%和0.8%。进入11月以后，上、中甸大盘维持弱势格局，股指震荡中不断走低。11月15日，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》公布，涉及行政体制、金融体系、财税体制等等方方面面的改革，不少领域的改革超出此前市场预期，给A股市场带来丰富的投资机会，此后市场活跃度明显提升，股指大幅走高，上证综指一度突破2200点。从成交情况来看，10月份沪、深两市成交额较上月增、减不一。沪市月度成交额为2.11万亿元，环比萎缩17.5%，日均成交1165亿元，环比减少12.7%；深市月度成交额为2.24万亿元，环比增加4.8%，日均成交1247亿元，环比增加10.6%。

展望未来，国内经济增长稳步放缓的大趋势基本确立，同时，十八届三中全会的纲领性文件已经公布，其改革的决心和力度之大让社会各界对未来中国改革格局和经济社会走向均寄予较高的期望，这些都构成股市长期走强的重要基础，中国股市可能已经进入了新一轮上升的长期通道。短期来看，国内经济仍然存在着出口形势严峻、内需较为疲弱、通胀压力增大、地方债务和房地产市场风险上升、流动性较为紧张等隐忧，预计未来几个月A股将呈现震荡中小幅上行的态势。

三、关注热点：十八届三中全会开启中国改革新周期

2013年11月9日至12日，党的第十八届三中全会胜利召开。与35年前相比，当下的中国在经济上要发达得多，社会状况也复杂得多，中国改革已经进入“深水区”和攻坚期。与往届三中全会所提出的改革相比，这一轮改革的新意在于，它触及政治、经济、社会、文化等领域的种种深层次问题，触及中国这一庞大经济体的骨髓，从而重构其造血功能。

本次三中全会为改革做好了顶层设计，通过成立全面深化改革领导小组、设定改革时间表和提出改革总目标、重点及核心，彰显了政府改革的决心和勇气，指明了改革的

方向和路径。公报中对经济体制改革、金融改革、行政体制改革、土地改革、财税体制改革等多方面做出总部署。

从《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》来看，与公报的内容相比，对全面深化改革的安排更为详尽周密。《决定》全文共 16 个部分，涵盖 15 个改革领域，涉及 60 项具体任务。其最大的亮点在于超越了以往以经济改革为主题的限制，是一场兼顾效率与公平进行的经济、政治、文化、社会和生态文明建设等领域的“五位一体”的全面体制改革，并在诸多领域实现了政策突破。比如，启动“单独”二胎政策、废止劳动教养制度、研究制定渐进式延迟退休制度、加快生态文明制度建设、探索实行官邸制、推动省以下法院检察院人财物统一管理、全面放开建制镇和小城市落户限制、有序放开中等城市落户限制、加快房地产税立法并适时推进改革、允许农村集体经营性建设用地出让租赁和入股、推进股票发行注册制改革、实行院士退休和退出制度、逐步取消学校、科研院所、医院等单位的行政级别均为首次列入三中全会改革“清单”。综合来看，《决定》由点带面、力求多层次多维度来化解我国经济中机制体制弊端、增长与发展等难点问题，不仅从理论的高度高屋建瓴地阐述了全面深化改革的总体目标和重点内容，还从关键问题出发，从人民最关心的问题出发，依据过去的改革经验、发挥改革创新的精神，寻求解决问题的方法，充分体现了“以人为本”、“公平公正”的改革导向。

总体而言，十八届三中全会开启了中国新一轮改革周期，改革的范围更广，力度更大。但需要指出的是，中国社会目前存在的问题是多年积累而成，冰冻三尺非一日之寒，“破冰”将是一个持续的长期的过程。很多问题还要给改革以空间，不可一刀切。从公报对主要领域改革的表述来看，也体现了中央政府一贯的稳中求进的改革思路。