

投资高涨经济升温 贷款增加债市扩容

——2003 年 2 月份宏观经济形势分析

湘财证券有限责任公司 北京天则经济研究所 联合课题组

内容提要：2 月份，固定资产投资高涨和出口增长强劲，带动工业增速再创新高；消费品和生产资料价格均呈同比上升之势；尽管货币供应大幅增长，现金投放和回笼大出大进，但消费形势并无明显起色，储蓄增长继续加快。随着政策的调整和体制限制的进一步突破，以及保险资金，特别是养老金规模的扩大，债券市场和保险市场出现扩容和发展态势。增加就业的关键在第三产业，而瓶颈在民营化和城市化，改变经济增长模式已是当务之急。

一、宏观经济态势

1. 工业生产快速增长 制造业全面开花

2 月份，工业生产高速增长，规模以上工业完成增加值 2547 亿元，比上年同月增长 19.8%。1-2 月累计完成工业增加值 5209 亿元，同比增长 17.5%，增速明显快于上年同期。

头两个月工业生产的主要特点如下：

一、外资企业增长最快。国有及国有控股企业完成增加值 2831 亿元，同比增长 17.3%；股份制企业完成增加值 2124 亿元，增长 18.9%；外商及港澳台商投资企业完成增加值 1388 亿元，增长 20.7%。集体企业也保持了较快增长势头，完成增加值 338 亿元，增长 12.1%。

二、重工业快于轻工业。重工业完成增加值 3287 亿元，比上年同期增长 19.7%；轻工业完成增加值 1922 亿元，增长 14.4%。二者增速相差 5.3 个百分点。

三、两大行业引领增长。通信及电子设备制造行业对整个工业生产增长的贡献率为 19.1%，拉动 3.4 个百分点，成为带动工业快速增长最大的行业。其中，载波通信和光通信设备分别比上年同期增长 81.6%和 52.6%；移动电话机、电子计算机和微机分别增长 86.2%、92.1%和 86.5%。交通运输设备制造业是拉动工业增长的第二大行业，其贡献率为 15.6%，拉动 2.7 个百分点。其中累计生产汽车 62.7 万辆，比上年同期增长 62.2%；轿车 24.2 万辆，增长近 1.4 倍。两大行业对工业增长的贡献超过 1/3，拉动工业增长约 6.1 个百分点。此外，化学工业、电气机械及器材以及纺织、冶金、通用设备制造等行业也呈现较快增长势头。

四、出口拉动效应明显。工业企业实现出口交货值 3187 亿元，比上年同期增长 31%，增速快于上年同期 18.2 个百分点。从主要出口行业看，通信设备、计算机及电子设备制造业出口交货值增长 41.3%，电气机械及器材制造业增长 29.3%，纺织业增长 27.2%。上述三大行业合计实现出口交货值 1429 亿元，占全部出口交货值的 44.8%，增长 36.9%。

五、产销衔接良好。全国工业产品销售率为 97.41%，比上年同期提高 0.69 个百分点。

2. 消费增长平稳 物价略有上涨

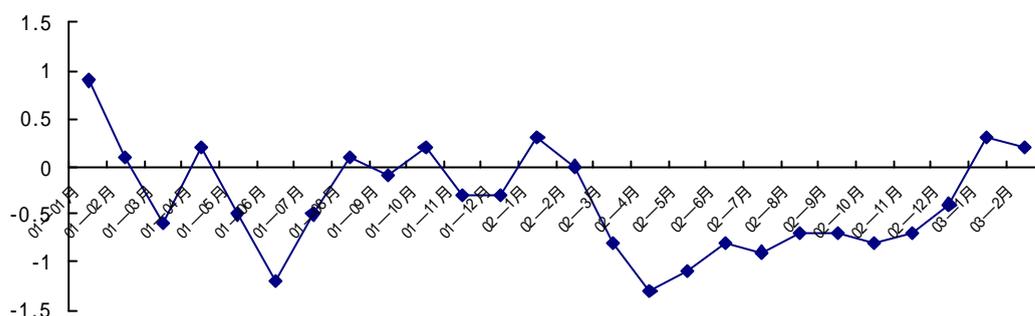
1-2 月全国社会消费品零售总额 7613.8 亿元，同比增长 9.2%，比去年同期加快了 0.7 个百分点。旅游休闲消费的较快增长，带动了商业和餐饮业销售收入的增加。今年春节“黄金周”期间，全国接待旅游者人次和实现旅游收入分别同比增长 15.3%和 13%；所监测的 119 家商业企业和 115 家餐饮业企业的销售收入分别同比增长 17.7%和 18%。

商家旺季促销刺激了某些行业的消费，突出表现在对家电、手机和汽车的销售增长有较强的拉动作用。1-2 月累计限额以上批发零售贸易业家用电器和音像器材类销售增长 13.7%，通讯器材类增长 1 倍，汽车类增长 93.8%。

2 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 0.2%，其中城市上涨 0.2%，农村上涨 0.3%；环比上涨 0.9%；1-2 月累计平均比去年同期上涨 0.3%。

受美伊战争的影响，国际油价持续上涨和国内油价上调，2 月份国内原油价格环比上升 3.3%，同比上升 46%；成品油价格环比上升 4.7%，同比上升 32.3%；投资品价格环比上升 0.7%，同比上涨 2.1%。

居民消费物价指数同比增长



3、投资高速增长 拉动效应显著

1-2 月，国有及其他经济类型固定资产投资 1936 亿元，同比增长 32.8%，增幅高于上年同期 8.3 个百分点。主要有以下几个特点：

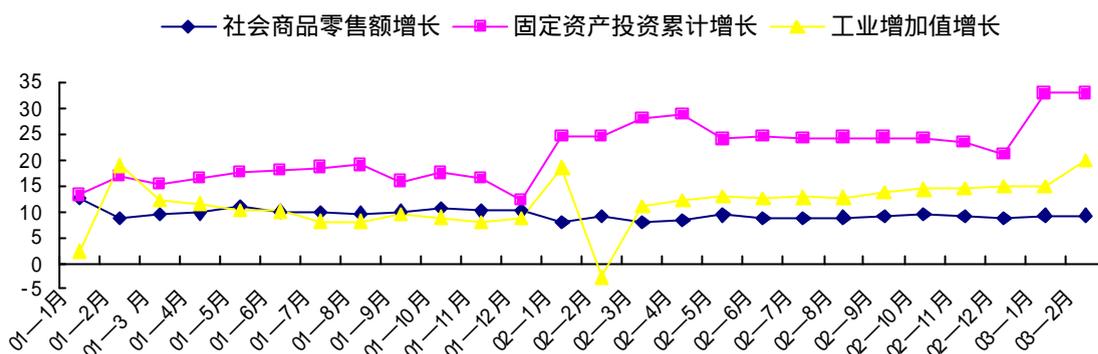
1、各类投资均快速增长。基本建设投资 939 亿元，同比增长 27.7%；更新改造投资 320 亿元，增长 41.8%；房地产开发投资 598 亿元，增长 37.0%；其他投资 80 亿元，增长 30.6%。

2、工业投资明显加快。共计 625 亿元，同比增长 55.5%，高于上年同期 38.6 个百分点。

3、土地购置费增长迅速。在房地产开发投资中，土地购置费 132 亿元，同比增长 64.3%；土地购置面积 2700 万平方米，增长 78.6%。这是一个值得警惕的信号。

4、施工项目增加较多。全国施工项目 26881 个，同比增加 3926 个；新开工项目 4383 个，增加 1276 个。施工项目计划总投资 36806 亿元，增长 19.8%。

5、各项资金来源均呈快速增长态势。累计到位资金 3210 亿元，同比增长 58.5%，比上年同期高 25.7 个百分点。其中，国家预算内资金增长 30.3%，国内贷款增长 65.1%，利用外资增长 49.2%，自筹资金增长 60.0%。

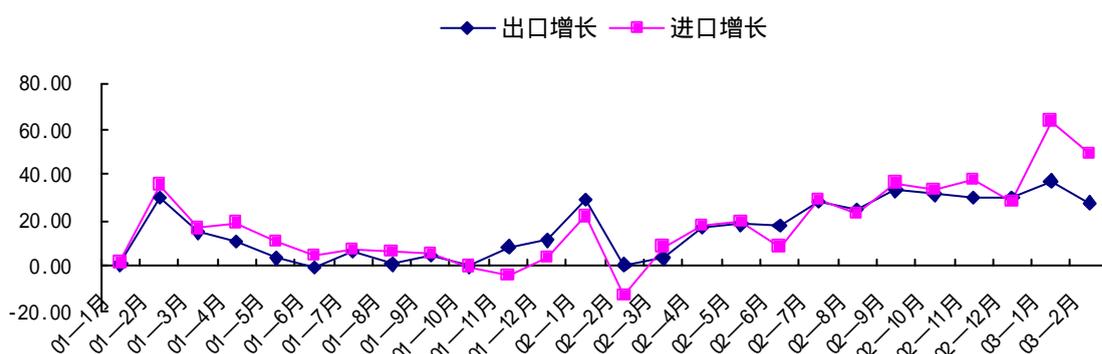


3. 出口快于进口 外资大幅增长

2月份,我国对外贸易增长强劲,进出口总值482.4亿美元,同比增长37.6%,其中出口244.6亿美元,进口237.8亿美元,分别增长27.8%和49.4%;当月实现贸易顺差6.8亿美元。前两个月累计,进出口总值1090.3亿美元,同比增长44%。其中,出口542.3亿美元,增长32.8%;进口548亿美元,增长57.1%;贸易逆差5.7亿美元。

我国与主要贸易伙伴的贸易都比较活跃。对美出口111.1亿美元,增长31.9%;对港出口93.5亿美元,增长31.7%;对欧盟出口89.4亿美元,增长36.7%;对日出口78.6亿美元,增长25.2%。进口均保持了两位数的增长,加拿大与香港分别增长13.6%、17.7%,其他主要贸易伙伴均超过20%。从日本进口96.6亿美元,增长58.4%,是我国第一大进口来源地。

1-2月份,我国吸收外资继续保持较快增长,新批设立外商投资企业5392家,同比增长32.19%;合同外资金额142.23亿美元,同比增长59.11%;实际使用外资75.43亿美元,同比增长53.61%。



二、金融市场运行

1. 货币供应加快 贷款大幅增加

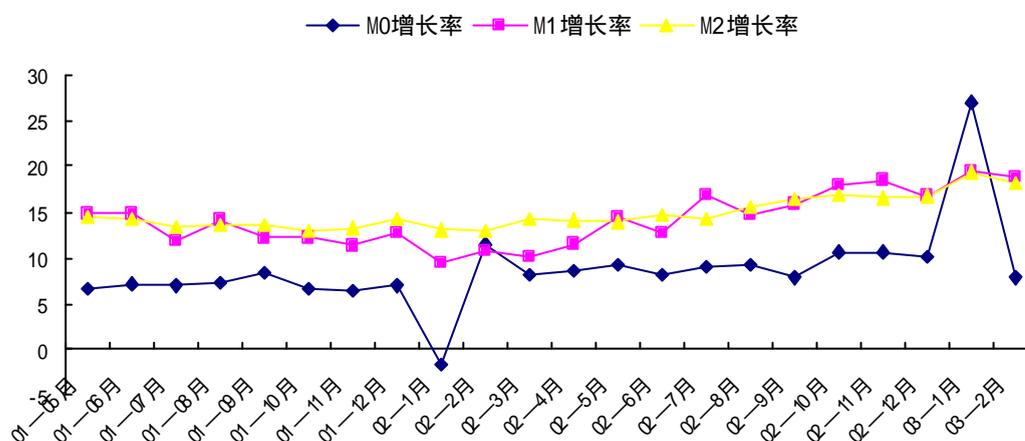
2月末,M2余额19万亿元,同比增长18.1%,增幅比上年同期高5.1个百分点。M1

余额 6.98 万亿元，同比增长 18.8%，增幅比上年同期高 7.9 个百分点。货币流动性(M1/M2) 为 36.7%，保持去年 4 月份以来的上升态势。流通中现金 M0 的余额 1.79 万亿元，同比增长 7.8%。前两个月现金累计净投放 659 亿元，比上年同期少投放 294 亿元。其中 2 月份净回笼 3308 亿元，同比多回笼 3224 亿元，继续呈现“春节前大投、春节后快回”的特点。总体来看，货币供应量增长较快，银行资金比较充裕。

2 月末，全部金融机构本外币各项存款余额 18.9 万亿元，同比增长 21.2%。其中，企业存款余额 6.3 万亿元，同比增长 22%；居民储蓄余额 10.03 万亿元，同比增长 18%。

2 月末，全部金融机构各项贷款余额为 14.44 万亿元，同比增长 18.8%，增幅是 1997 年 4 月份以来最高的，但增速继续慢于存款增长。与年初相比，短期贷款增加 1957 亿元，同比多增加 1683 亿元。中期流动资金贷款增加 183 亿元，同比多增加 178 亿元。中长期贷款增加 1679 亿元，同比多增加 977 亿元。票据融资增加 804 亿元，同比多增加 820 亿元。

2 月末，人民币汇率为 1 美元兑 8.2774 元人民币，人民币汇率保持稳定。



2. 同业市场成交放大 利率继续回落

2 月份银行间本币市场共有 17 个交易日，累计成交金额为 8372.11 亿元。其中，拆借市场成交 967.37 亿元，回购市场成交 6711.56 亿元，现券成交 693.17 亿元，同比分别增长 61.8%、48.3% 和 392.4%。现券市场快速复苏。随着银行间市场利率走低，现券交易日均成交量维持在 30 亿元左右，交投逐步活跃。月末现券市场连续 3 日成交量突破 60 亿元。

2 月份拆借市场利率继续下行，月加权平均利率较前月下降 1.2%。回购市场日加权平均利率从月初的 2.287% 下滑到月末的 2.154%。

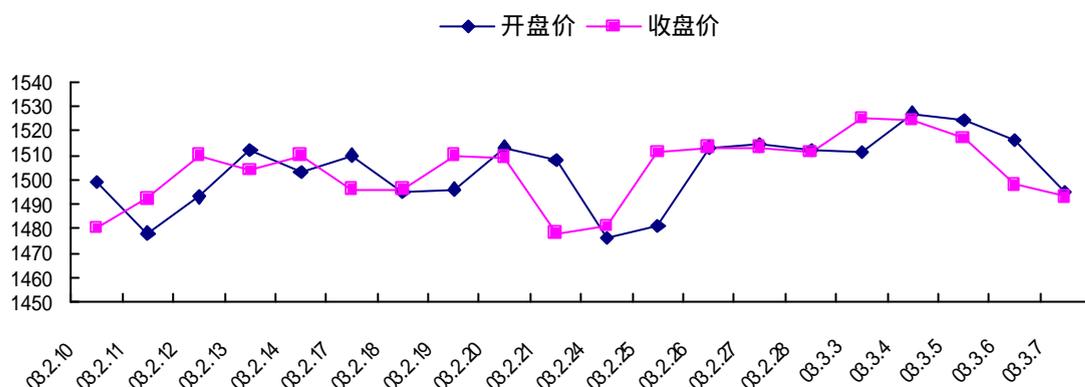
3. 股指横盘整理 筹资结构变局

经过了“1.14”小小井喷之后，股指呈现出上攻乏力的态势，上证综指围绕 1500 点窄幅整理，月初以 1499 点开盘，月末收于 1511 点。

2 月份，股市成交额 1620.86 亿元，流通市值 18218.03 亿元，投资者开户数 6904.01 万户，印花税收入为 6.49 亿元。当月证券市场筹资金额达到 101.78 亿元，较上月的 69.32 亿元增加 32.46 亿元，增幅达 46.83%。

今年头两个月，有 5 家公司分别发行了企业债券和可转债。其中，企业债的融资额 65

亿元，相当于去年全年的 20%，可转债的融资总额为 56 亿元，为去年的 1.35 倍。同期，通过股票市场新发、配股、增发所融得的资金总额为 66.87 亿元，比去年同期减少约一成，债券融资首次超过股权融资。



三、政策效应和趋势分析

2 月份，中国的经济运行继续保持了去年以及 1 月份的良好态势，工业生产增长近两成，按可比因素计算，是近几年来不曾有过的。其主要拉动因素有二，一是投资的增长，特别是工业投资前两个月累计增长高达 55%，同时带动了投资品价格的上扬，连续 6 个月呈现环比上升态势；二是出口的快速增长，工业企业出口交货值增长 31%。从产销率提高、库存减少和增长结构有所改善的情况来看，目前的工业增长基本上是健康的。

不过，需要特别指出的是，经济运行中潜藏着一些危险和不利的因素。首先，投资增长的火爆与消费增长的不温不火形成鲜明对比，在节前货币供应大幅增加的情况下，消费增长只比去年同期稍有加快；与此同时，居民储蓄继续大幅增长，已突破 10 万亿大关。如果消费市场不能繁荣和活跃，投资的增长迟早会受到阻碍，因此，与其关注投资，不如更多关注消费，至少对二者给予同等关注。其次，出口增长当然是件好事，除了外部因素以外，给予所有企业外贸自主权和出口退税是两个重要原因。不过，出口退税同时增加了财政的负担，前年出口退税欠税 1400 亿元，去年欠税增加了 700 亿元，按此趋势发展，今年欠税有可能超过 3000 亿元。这不仅说明税收有虚增的成份，而且更为严重的是，政府不守信用。积累到一定程度，就会直接影响到出口增长。更何况，在出口增长中还有不少量增价降的情况。再次，比出口增长更快的是进口增长，增速居然达到 50% 左右，虽然其中有投资和经济增长拉动的正常因素，有进口关税降低的促进作用，但是，有一点值得高度关注，如果说去年我们比较平稳地渡过了加入 WTO 的第一年，那么，进口的超高速增长是否意味着入世冲击的到来。至于贸易顺差变成逆差也许并不十分重要，对此过分敏感，也许是传统观念使然。

在当前的经济运行中，有一个现象开始显现。随着收入水平的提高和观念的变化，尽管居民储蓄存款的增长依然很快，但人们对金融资产的需求结构也在悄然变化，其中一个重要迹象是保险市场和债券市场的快速发展。

2002 年，全国保险业保费收入达 3053 亿，比上年增长 44.3%，但保险资金收益率却呈下降趋势。平均收益率从去年的 4.3% 下降为 3.14%。证券市场持续低迷和银行、债券市场的低利率，是导致保险资金收益率偏低的两个主要因素。去年国内证券市场一直处于低位调整状态，保险公司在证券基金上出现较大亏损，其收益率为 -21.3%。证券市场的景气，使资金“千军万马”奔向银行和债券市场。由于客户增多、资金充裕，使银行协议存款利率下

调，国债利率也处于历史低位。在股市、债市、银行利率都走低的情况下，最终导致保险资金收益率下降。

然而，随着收入的增长和社会保障改革的加快，中国保险业进入了高速发展时期，大量的资金需要找到有效的运用渠道。在国际市场，养老保险基金是股票市场最大的机构投资者。但我国目前 A 股市场的遗留问题较多，市场严重低迷，因此，人们将眼光投向债券市场，特别是企业债券上。上海久事公司带头，以公司债券的名义而发行的“准市政债券”，绕开了《预算法》地方政府不能发债的限制，有可能成为城市政府发展基础设施建设进行筹资的重要方式；招商证券先行，委托商业银行进行私募，虽与《银行法》相抵，但与《信托法》相合，各种债券式基金会纷纷亮相，并有所发展，债券市场的整合有可能加速，保险资金入市也进入具体技术处理阶段，货币市场和资本市场的联通以及证券公司的资金来源渠道开始多元化。从今年前两个月的情况来看，债权融资首次超过股权融资，企业筹资的结构和手段悄然变化，企业债券、可转换债券的融资总额合计达到 111 亿元，为同期股权融资额的 1.66 倍。这预示着债券市场今年可能会有比较大的扩容，企业债券有可能突破全年计划 500-600 亿的发行规模。尽管如此，相对于 5799 亿之巨的保险资金运用余额而言，债券市场和股票市场发展的空间还很大，也急待扩大。从国际金融发展及其结构变迁的经验来看，美国的退休金资产占 GDP 约 95%，其中，60%以上资产投资股票，而中国的现状是养老基金只有区区千亿资产，相当于 GDP 的 1%，投资股票的比例为零。发展资本市场，包括股票和债券市场，对于高速增长的中国来说是十分迫切的任务。

人大和政协“两会”历来是中国社会政治经济生活中的大事，今年又正值换届，新政府成立并开始运作。“两会”有两大焦点。焦点之一是政府机构改革，最引人注目的是国资委和银监会的成立。应当肯定，把银行金融改革和国有资产管理体制作为改革重点是一个正确的选择，不仅如此，与过去相比，机构改革的思路明晰了一些，主要是在一定程度上重视了职能，而不是机构。一是在一些方面打破了部门分割，实现了政府统一。如，改国家计委为发展和改革委员会，意在淡化计划色彩，把改革和发展统一规划、设计和实施；组建国资委，有利于结束多个部门管理国有资产的“五龙治水”局面；成立商务部，将国内贸易和对外贸易统一管理，这符合 WTO 的要求。二是弱化直接参与职能，强化监管职能，有利于政府的角色转换，设立电监会、银监会等即是。

然而，现在的情况是，正面宣传过多过泛，而对其中的问题和困难重视和讨论得不够。仅仅依靠设立这样那样的机构，提高行政级别，能否取得实效值得怀疑。因为，在目前的机构改革中，权力分配和再分配的迹象仍然十分明显，职能调整和整合的力度不足，如何定位没有搞清楚。主要表现在以下几个方面。一是成立国资委和银监会的最后决策，与撤消金融工委和大企业工委后人员的安置有一定关系，为什么工人可以下岗，公务员就不能下岗？二是新成立的机构如何运作，仍然没有拿出一套游戏的规则，虽然有些问题要在实际运行中解决。三是定位问题没有解决，其职能和行为就会扭曲。从职能分工来看，国资委管理非金融国有资产，充当国有企业的“老板”，但以公共选择代替公司治理，没有解决“所有者缺位”的问题，既然企业经理不能尽到代理责任又如何保证政府委派的国资官员尽到代理责任呢，说到底全民资产是一种不可分割没有量化的共同财产，而不论是政府官员或是企业经理，都是全民资产的代理人，而由于实行全民表决的委托代理成本过高，使得代理人的权力没有有效约束，最终往往导致政企不分、党政不分。从实际运作来看，国资委要管人、管事、管资产，怎么管，管到什么程度？管人当然主要是管企业领导，是组织部门决定，国资委任免，还是董事会选举；管事是只管出资人的事，还是也管别的事情；管资产也很难，且只管了经营性资产部分，而未管非经营性资产，至于如何管，是封闭运行，还是开放运行？国有资产账户与公共账户是什么关系？国资委与财政部如何分工和协调？这些问题都没有搞清楚。难怪有人担心，国资委不要变成“婆婆+老板”。其所以如此，关键在于现有的出发点，仍

然是如何使国有资产保值增值，把国有企业做大做强，而不是如何实现国有经济的战略性退出和调整。

同样的问题在银监会中也存在。最引起争论的问题之一是，“银监会”是否管理国有金融资产，为了避免作为国有银行的“老板”的政企不分状态，有人主张另设国有金融资产管理委员会，这样，机构越来越多。我们认为，重要的不是设立怎样的机构行使怎样的职能，关键在于监管方式和运行条件。像美国的 SEC 实际上是行业自律的机构，负责行业标准的制订和监督实施，它并非政府的一个行政部门，而是市场经济内生的行业组织机构。经济学的原理和经济实践告诉我们，首先应当尽可能通过明晰产权来降低外部性，其次在确实无法分割的公共财产上，建立公共约束，健全法律体系，提高透明度，实行“三公”。另一个问题是，银监会从人行分出来，分的成本不小，扯皮的成本更大，银监会分设后，原来的内部关系变成外部矛盾，银行监管与货币政策决策和实施如何配合和协调就成了大问题。须知，在现行体制下，部门之间的协调也许比国与国之间的协调还难。不过，银监会在促进信用形成方面可能会起到积极的作用，这取决于监管者和被监管者的互动和改革。

以上讨论不是否定现有改革，更不是主张维持原状，而是提示有关方面注意研究和解决其中的问题。

“两会”关注的另一个焦点是就业和社会保障问题。到上年底，城镇登记失业人员 770 万人，失业率 4%，为近 5 年来最高。此外，年末还有下岗职工 410 万人，如果加上没有登记的失业人员，估计实际失业率超过两位数。再加上农村的富余劳动力约 1.5 亿，就业压力相当巨大。因此，缓解就业压力的确已成为我国当前最紧迫的问题之一。今年，国家首次把“新增就业岗位 800 万个以上，城镇登记失业率 4.5%”列入宏观调控的重要目标。这是一个重大的政策调整。去年政府工作报告提出了“弱势群体”的概念，财政转移支付也实行了一些倾斜政策，1999 年、2000 年和 2001 年中央财政对中西部的一般性转移支付分别为 75 亿元、110 亿元和 171 亿元。2002 年国家实行了中央和地方所得税分享的改革，比例是中央地方各 50%。2003 年比例调整为中央 60%、地方 40%，中央财政由此增加的收入将全部用于对低收入地区的转移支付。与此同时，2000 年开始试点的农村税费改革今年将在全国实行，中央财政为此安排的专项转移支付将由去年的 245 亿元增加到 300 亿元。今年仍然主要通过财政手段解决就业和贫困问题，国家还将继续增加社保和扶贫方面的投入，力争使城市最低保障金翻一番，财政扶贫的投入将由上年的 106 亿元增加到 114 亿元。为了应付日益增加的转移支付需要，对某些阶层和行业增加税收就成为重要手段，堵住一些高收入者的偷税漏税也是一个重要办法。但是，仅靠财政力量是不够的，必须转变观念，“授人以鱼，不如授人以渔”，把重点放在解决参与，减少和消除实际存在的剥夺上，从体制上解决劳动市场分割、就业歧视和贫困问题。

目前，中国经济的高速增长和高失业率形成强烈反差，说明我国经济增长的模式仍然存在问题。近几年，我国就业压力不断上升的一个重要原因是第三产业发展不快，其占 GDP 的比重较低，吸纳的劳动力太少。尽管去年提出了大力发展服务产业，但很多具体做法与此相悖。根据最近的一项研究成果，2001 年第三产业对 GDP 的贡献率 33.6%，但就业只占 27.7%，这和通常认为的第三产业就业率高的特点很不相称，也明显低于国际标准。然而，“浙江模式”显示，2001 年第三产业对 GDP 的贡献率不仅达到了 57.5%，而且就业比率高达 70%。我们认为，解决就业的关键在于推动民营化，特别是第三产业的民营化，把民营化、城市化和发展服务业结合起来。目前，我国第三产业中的许多行业实行垄断经营和政府过分干预是就业率低的主要原因，推动教育、医疗、交通、通讯以及公用事业等的民营化，放弃和取消一系列歧视性政策规定，是转换经济增长模式的必要选择。

课题组成员：张曙光，汪新波，李皎予，金岩石；2002/10/20，于北京