

周期扩张强势难挡 局部过热初见端倪

——2003 年 3 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

3 月份,我国经济继续在高位运行,一季度 GDP 增长 9.9%,延续了去年的走势。各种指标显示,中国经济已经步入了新一轮快速增长的景气周期,自 1997 年以来笼罩中国经济的通货紧缩阴影已经消退,消费结构升级的作用和高增长产业“群体”的形成,预示着当前经济增长态势的可持续性。但是,中国经济转轨的任务远没有完成,政府主导的特征还很明显,体制性过热因素仍然存在,值得警惕和重视。“非典”流行的负面影响不足以改变中国经济运行的总体态势,但要防止其影响以另一种方式长期化和扩大化。

一、宏观经济态势

1. 工业保持高速 行业拉动显著

3 月份,我国完成工业增加值 3134 亿元,同比增长 16.9%,比 2 月份回落 2.9 个百分点,但仍比去年同期高出 6 个百分点。

1-3 月份,规模以上工业企业完成工业增加值 8343 亿元,增长 17.2%,比去年同期加快 6.3 个百分点。从增长结构看,一是各种所有制类型工业增长全面加快,其中,国有及国有控股企业增长 16.4%,加快 7.7 个百分点;外商及港澳台投资企业增长 20%,加快 9.5 个百分点。二是投资类产品、出口型产品、高技术产品、适应结构升级的消费产品生产持续快速增长。通信设备和计算机及电子设备制造业、交通运输设备制造业、化学工业、冶金工业、通用设备制造业和纺织工业六大行业对整个工业增长的贡献率达到 55.1%,拉动工业增长 9.4 个百分点。其中前两大行业分别拉动 3.2 和 2.6 个百分点,成为带动工业生产快速增长的主要因素。一季度全国工业产品销售率为 96.73%,同比提高 0.09 个百分点。

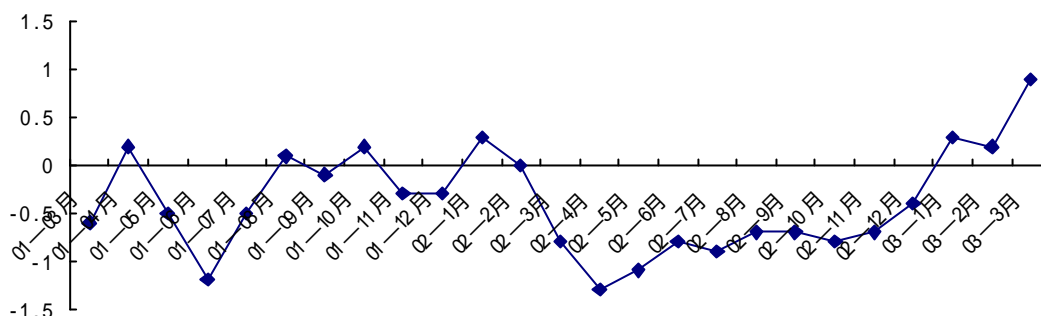
2. 消费稳中趋活 物价继续回升

3 月份,国内市场销售稳中趋活,社会消费品零售额增长 9.2%,与前两个月持平。消费价格继续攀升,同比上涨 0.9%。

1-3 月份,社会消费品零售总额 11109 亿元,增长 9.2%,比去年同期加快 0.8 个百分点。其中,城市消费品零售总额 7228 亿元,增长 10.4%;农村消费品零售总额 3880 亿元,增长 7.1%。城镇居民的服务性支出和非消费支出增长较快。其中,教育文化娱乐和交通通讯支出均增长 15.7%,医疗保健支出增长 14.4%,购房和建房支出增长 82.6%,社会保障支出增长 22.5%。

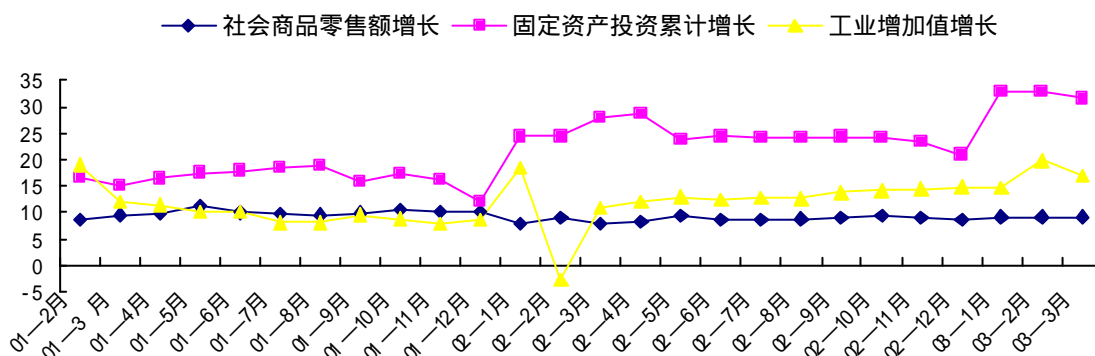
一季度,居民消费价格总水平同比上涨 0.5%,是自 2001 年 11 月份以来首次出现上涨。商品零售价格同比下降 0.2%,但降幅比去年同期明显缩小,其中 3 月份同比上涨 0.2%。1-3 月份,工业品出厂价格上涨 3.6%,原材料、燃料、动力购进价格上涨 4.6%,均扭转了近两年来持续下降的局面。

居民消费物价指数同比增长



3、投资维持高位运行 相比同期提速明显

固定资产投资高速增长。1-3 月份，全社会固定资产投资 6155 亿元，增长 27.8%，比去年同期加快 8.2 个百分点。其中，国有及其他经济类型固定资产投资 4479 亿元，增长 31.6%，加快 5.5 个百分点；集体、个体固定资产投资 1676 亿元，增长 18.7%，加快 11.8 个百分点。在国有及其他投资中，基本建设投资增长 28%，更新改造投资增长 36.7%，房地产开发投资增长 34.9%。各地区投资都保持较快增长。



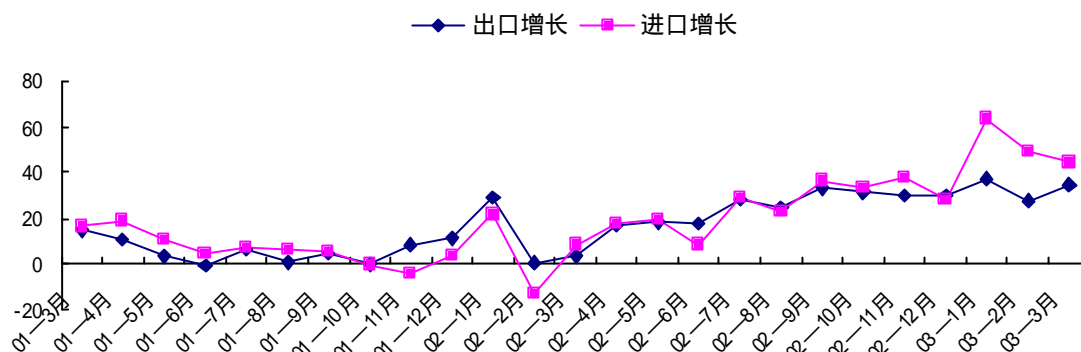
3. 贸易逆差再现 外资大幅增长

3 月份，外贸出口 320.9 亿美元，同比增长 34.7%，增幅高于去年同期 31 个百分点；进口 325.4 亿美元，同比增长 44.5%，增幅高于去年同期 36 个百分点。继元月之后，3 月份再度出现贸易逆差。

1-3 月份，进出口总额 1737 亿美元，增长 42.4%，比去年同期加快 34.8 个百分点。其中，出口 863 亿美元，增长 33.5%，加快 23.6 个百分点。机电产品和高新技术产品出口分别增长 40.7%和 48.5%；对主要贸易伙伴美国、香港、日本、韩国、欧盟的出口分别增长 34.0%、29.1%、23.9%、28.0%、41.9%。进口增长更猛，达 873 亿美元，增长 52.4%，比去年同期加快 47.3 个百分点。主要是由于能源类产品、建筑用品、汽车、食用油等进口快速增长和进口产品国际市场价格上涨幅度较大。从主要贸易伙伴的进口增幅均高于 30%，其

中从日本、韩国和东盟的进口增幅均在 50% 以上，从美国进口的增幅也高达 39.9%。进出口相抵，逆差 10 亿美元，去年同期为顺差 73 亿美元。

外商直接投资快速增长。1-3 月份，合同外资金额 229.8 亿美元，增长 59.6%；实际使用金额 130.9 亿美元，增长 56.7%，分别比去年同期提高 48.2 和 29.2 个百分点。



二、金融市场运行

1. 货币供应继续增加 贷款继续快速增长

3 月末，M2 余额为 19.4 万亿元，同比增长 18.5%，比上年末加快 1.7 个百分点；M1 余额为 7.1 万亿元，同比增长 20.1%，比上年末加快 3.3 个百分点；M0 余额为 1.7 万亿元，同比增长 10.1%。1-3 月累计净回笼现金 172 亿元，同比多回笼 27 亿元。

3 月末，全部金融机构人民币各项存款余额为 18.2 万亿元，同比增长 23.8%，比上年末加快了 4.9 个百分点。其中，企业存款余额为 6.2 万亿元，同比增长 25.0%，比上年末提高 8.7 个百分点，表明当前企业资金较为充裕；城乡居民储蓄存款余额为 9.5 万亿元，同比增长 20.1%，增幅比上年末提高 2.3 个百分点。

3 月末，全部金融机构人民币各项贷款余额为 13.9 万亿元，同比增长 19.9%，增幅比上年末提高 3.9 个百分点。金融机构外汇贷款余额为 1079 亿美元，同比增长 12.6%。从一季度贷款增加的投向上看，农业、基本建设和个人消费贷款增加较多，贷款结构有所优化。

3 月末，国家外汇储备余额为 3160 亿美元，同比增长 38.8%，增长幅度比上年末提高 3.9 个百分点。1-3 月国家外汇储备累计增加 296 亿美元，同比多增加 142 亿美元。3 月末，人民币汇率为 1 美元兑 8.2771 元人民币，继续保持稳定。

3 月份，各项主要经济指标依然在高位运行，汽车和房产等新兴消费品高速增长，产销两旺，全部消费稳中趋升，外贸进出口、固定资产投资和利用外资增幅较去年同期大幅提高，拉动一季度的工业生产和 GDP 增长分别创 1995 年和 1997 年以来新高，连续一年多的物价下降趋势发生逆转，困扰中国经济 4 年之久的通缩阴影正在被新的景气周期驱散。

新一轮景气周期从去年就已经开始，前低后高的增长态势和出口的大幅提高一度出乎许多专家的预料。实际上，中国进入新一轮增长周期决非偶然，一些长期的趋势性因素的积累促成了投资、消费和出口的持续增长。首先，入世带来的国际产业转移与廉价劳动力优势的结合，使中国成为全球生产加工出口基地，造成了国际投资和出口贸易的出乎意料的增长。其次，消费结构的升级换代，推动了新兴消费品以及新的高增长产业群发展。国务院发展中心的研究报告显示，房地产、汽车、机械和新的家庭消费品四组产业“族群”正在新的增长周期中发挥着持久的驱动作用，这种增长特点不是局部和短期因素的作用能够解释的，而是来自国民经济方方面面的内在增长力量的表现。由此可以得出一个基本判断，在经过过去几年增长速度的稳步回落以后，以消费结构升级为核心的新一轮经济增长内在动力，正在推动中国经济进入一个新的增长景气循环阶段。

从主要行业来看，高增长产业“族群”的表现突出，影响深远，尤其是房产和汽车两大支柱产业。今年头 2 个月，全国商品住宅销售面积 1396 万平方米，同比增长 67.9%。其中个人购买为 1282 万平方米，占商品住宅销售比重的 91%，同比增长 66.5%，表明居民作为我国房地产市场投资和消费主体的特点更加突出。汽车仍然是当前工业生产增长中最突出的“亮点”，一季度汽车产量 105 万辆，比上年同期增长 54%，其中轿车生产 39.9 万辆，同比增长 1.2 倍，仅 3 月份全国共生产轿车 15.67 万辆，再创历史新高。可以预见的是，这些因素将在一个较长时期内继续发挥作用。

但是，处在转轨时期的中国经济并非基本依赖市场力量的内生增长，政府主导的特征仍很明显，体制性过热因素仍然存在，特别是新一届地方政府都比较年轻，创造政绩的期望很高，劲头很大，地方投资的迅猛增加，各地争上汽车和 IT 项目的过大热劲，一些已经淘汰的生产能力（如小钢厂）又死灰复燃，银行贷款也出现跳跃性增长，局部过热的苗头开始显现。因此，如何保持已经形成的经济增长势头，又不使局部过热的苗头扩大，就成为当前政策调节的重要目标和任务。

既然新一轮经济高涨已经出现，积极财政政策的任务已经基本完成，就要下决心淡出和退出，今年计划发行的 1400 亿国债就可以少发或者不发，留待以后年份再用。因为，在经济不景气的情况下，扩大赤字，增加支出是正确的，而在经济恢复并加速增长的情况下，就应当也有可能缩小支出，减少赤字，在一个较长时期内，做到财政收支基本平衡。必须清醒地看到，企图通过赤字财政来支持经济增长和平衡经济发展，是一种错误和危险的做法。目前的中国财政基本上还是一种以政府直接投资行为为主导的财政，政府投资不仅效率差，而且没有市场竞争的监督和制衡，一大批官员因而走上贪污腐败的道路，其负面作用是明显的。现在，正可以借助于积极财政政策退出之机，加快向公共财政体制转型，政府不仅退出竞争性投资领域，而且基础设施也可以吸引民间资本投资和经营，公用事业也可以加快实施民营化。这是实践中正在发生的事情，只是有关方面还缺乏应有的认识和自觉。做到了这一点，政府就可以集中力量营造和优化发展环境，弥补市场失效，解决基础教育、基本医疗、弱势群体、社会保障之类的公共政策问题。

随着新一轮增长周期的来临，一度沉寂的资本市场也出现了活跃迹象。3 月 27 日以来，在蓝筹概念的带动下，走出了一波放量上升的行情，增量资金主要流向金融、汽车、钢铁板块，金融板块成为首选。汽车行业的经济效益显著，2002 年全行业完成工业增加值 1515 亿

元，增长 28%；产品销售收入 6465 亿元，增长 30%；利润总额 431 亿元，增长 60%。从钢铁行业先期公布的 25 家年报看，主营收入、主营利润、利润总额、净利润均有较大增长，平均每股收益 0.31 元，净资产收益率保持在 10% 左右，其中，宝钢股份每股收益为 0.34 元，比上年增长 68%；汽车、钢铁行业的周期性扩张特征明显。

金融改革是今年改革的重点。在一些根本性的改革尚难突破的情况下，一些技术性的创新不断。利率市场化试点在农村展开，由于资金的流动性，其对整个改革的意义和作用有限。银行酝酿外资并购和资产重组的重大题材，最近的一些金融创新显示出银行、保险、证券、信托等业务交叉、混业经营的趋势，为银行发展中间业务，拓宽利润渠道创造了机会，这也许是资本市场增量资金集中流向金融板块的重要原因。3 月底，招商证券和招商银行共同推出一种介于银行存款和开放式基金之间的招商受托理财计划，预示着银行和券商联手试水私募基金业务。这一创新引起业内极大关注，各方纷纷仿效，又有两家国有商业银行和一家股份制商业银行与券商接洽，有意在近期推出类似的金融理财计划。而银行和券商的合作也由过去较为简单的银证通业务进入了一个新层面。另外，信托业也开始向证券业务挺进，今年 1 月，上海国际信托投资有限公司推出“基金债券组合投资资金信托计划”，率先进入证券市场，接着，至少有 6 只投资于证券市场的信托产品问世，计划募集资金规模总额超过 2 亿元。这些信托产品的客户和市场上开放式基金的客户特点类似，一经推出，就和基金销售展开了竞争。

一季度，证券市场融资结构的变化引人注目，一是首发融资（IPO）比重有所下降；二是民营企业的融资比重明显上升。一季度，中国 A 股市场 IPO 总额 50.12 亿元，其中民营企业融资额 19.2 亿元，占首发融资的 38%；A 股发行及上市公司再融资筹资总额约 152.59 亿元，可转债筹资高于 IPO。债转股等新的融资品种成为市场新宠，例如，雅戈尔创可转债发行纪录。事实上，这些新的融资品种包含了一系列金融创新，拟发债的公司纷纷修改转债条款，使可转债的债性与股性均得到了不同程度的改善。钢钒转债与民生转债转股的设计，在基准定价上象征性地上浮 0.2% 和 1%，转换期权价值得到了很大提升，一举扭转了去年承销商包销大量余额的局面，高达 16 亿元与 40 亿元的规模双双获得了超额认购，使可转债实现了“乌鸡变凤凰”的巨变。雅戈尔更是创造性地引入利率补偿条款，保证投资者有高于同期银行定期存款的投资收益，同时，对初始转股价格 0.1% 的溢价幅度创历史最低，为将来的转股收益留下获利空间。

正是由于一系列的金融创新，才使得低迷的投资者信心有所恢复。近期，在市场压力增大的同时，一些增发、配股、转债等再融资概念由传统的利空变为利好，正是投资者信心增强的表现。与宏观经济景气回升，好不容易摆脱通货紧缩困扰一样，投资者信心的恢复同样值得保护。不过，除了技术上的创新以外，还需要一些根本性的变革，国有股减持和全流通的政策可能是最大的系统性风险。为了维持股市和债市、一级市场和二级市场目前出现的这种良性循环格局，在国有股减持过程中，看来有必要给予二级市场以相应的补偿。

最近以来，非典型肺炎的流行为中国良好的经济形势投下了一丝阴影。就其直接影响而言，“非典”伤及的主要有旅游、餐饮、娱乐、交通运输、学校教育等第三产业，也对国际交往和外商投资造成了不利影响，但其间接影响不可小视。虽然交通事故的死亡率大大高于“非典”的死亡率，但其影响却很有限，即使是重大的飞机失事，可见，不确定性的影响要大大高于事件本身的影响。“非典”不仅对人们的信心影响较大，而且对政府也是一大考验。据说，“非典”去年 11 月发生，今年初开始在广东地区流行，但我们的媒体今年 3 月才迟予以公开；而一旦公开，又连篇累牍，铺天盖地，无形中放大了恐慌情绪，使得政府的公信力严重受损。这与我们目前的政府体制密切相关。其实，政府取信于民的重要方法之一就是，向老百姓及时提供准确真实的信息，特别是在危机时期。政府的效能不仅表现在平时的办事

效率上，更重要的是在危机时期的处理上，即表现在能否及时采取恰当而坚决的措施，迅速摆脱危机，尽快恢复正常秩序。为此，就要建立反危机体系，实施危机管理。日前，针对“非典”肆虐，政府提出“建立突发公共卫生事件应急机制”，是向着这个方向前进了一步。不过，不应该就事论事，而应当从战略上综合加以考虑。

“非典”事件对中国经济运行的影响究竟有多大，其说不一。有人估计，第二季度的经济增长将因此而降至 6.5%，有人认为影响十分有限，只会令今年的直接投资延至明年。由于没有历史经验可资借鉴，而不确定性太大，很难做出一个恰当的估计。不过，做一点比较也许是有益的。“非典”与金融危机和恐怖主义都是危机事件，虽然突发性是它们的共同特征，但就其强度和冲击力而言，“非典”不能与金融危机相比，金融危机由于影响资产价格，足以摧毁一国经济，甚至引发政治动乱；就其影响的深度和持续性来看，“非典”也难以与恐怖主义相比，恐怖主义对美国现行制度的冲击是很深远的，长期的负面影响也是很大的，谁也无法保证不会再有第二次恐怖事件，而“非典”事件具有短期扰动的性质，作为一种自然疫患，随着时间的推移，人们也会认识它，治疗它和预防它。就此来看，“非典”通过直接影响服务业而对中国经济增长的负面影响从 0.3-1 个百分点都是可能的，但是，不大可能改变中国经济快速增长的总体趋势。不过，我们应当采取有效措施，尽量防止它以另一种方式长期化和扩大化。由于中国的地方比较大，“非典”在广东流行了三个月，现在北京成了高发区，其他地方始有发现，或者没有；如果北京再闹腾三个月，又转移到其他地区，其影响就可能扩大和迭加。

课题组成员：张曙光，汪新波，李皎玉，金岩石

2002/10/20，于北京