

# 投资贸易继续强劲 贷款迅增引起关注

## ——2003年6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：6月份经济运行迅速恢复常态，工业产销两旺，并带动利润和税收快速增长，中国经济步入新一轮周期上升轨道并未因 SARS 而中断。不过，经济发展中一腿长、一腿短的失衡现象比较明显，是下半年经济工作要重点解决的问题；政府主导型经济所特有的体制性过热苗头开始出现，根源在于投融资改革滞后。把大量的资源从政府手中释放出来，发展金融市场，建立多层次细分化的金融结构，特别是发展直接融资已经迫在眉睫。

### 一、宏观经济态势

#### 1. 工业增速显著回升 重工业快于轻工业

6月份，全国规模以上工业企业完成增加值 3633 亿元，比上年同月增长 16.9%，增速比上月提高 3.2 个百分点。其中，轻工业和重工业分别完成增加值 1307 亿元和 2326 亿元，分别增长 14.9%和 18.2%。全国工业产品销售率为 98.2%，比上年同月提高 0.2 个百分点。

大多数行业回升明显，尤其是前期受 SARS 影响较大的行业反弹势头强劲。饮料制造业、服装鞋帽制造业、石油加工业、化学纤维制造业总产值增速分别比上月回升 10.7、6.6、8.7 和 13 个百分点。医药制造业增长正常回落，比上月减慢 9.1 个百分点。电子通信设备制造业和交通运输设备制造业两大重点行业对工业增长的拉动作用分别比上月提高 0.7 和 0.6 个百分点。汽车生产反弹强劲，产量达到 35 万辆，比上月增加 2.6 万辆，同比增长 31.8%。其中轿车产量 17.9 万辆，比上月增加 2 万辆，同比增长 82.9%。

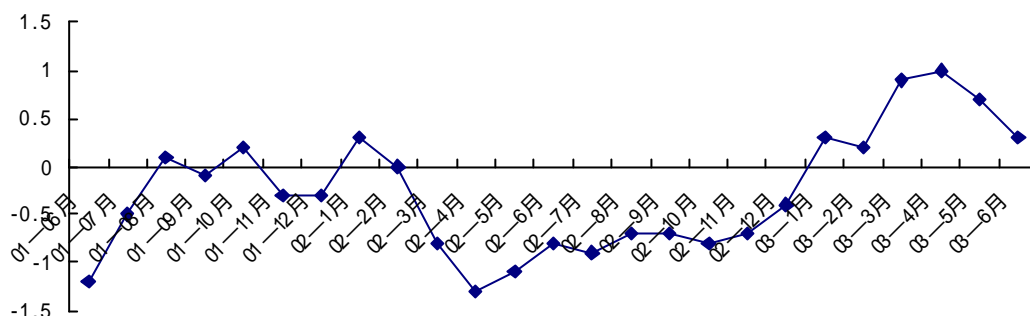
上半年工业增加值同比增长 16.2%，增速比去年同期高 4.5 个百分点，是 1994 年以来同期的最高增速。工业对经济增长的贡献率高达 70.2%，比去年同期提高了 10.1 个百分点，拉动 GDP 增长 5.8 个百分点。从结构看，重工业增长明显快于轻工业，电子通信产品、交通运输设备持续快速增长，其中轿车产量已接近去年全年的生产水平。能源、原材料的加快增长为工业生产提供了重要的支撑。上半年原煤产量增长 16.3%，发电量增长 15.4%，钢、钢材分别增长 21%和 17.4%。

#### 2. 消费品市场正在复苏 消费物价基本稳定

6月份，社会消费品零售总额 3577 亿元，同比增长 8.3%，较上月明显复苏；居民消费价格同比上涨 0.3%。上半年，社会消费品零售总额 21556 亿元，比去年同期增长 8%，同比回落 0.6 个百分点。居民消费价格同比上涨 0.6%。城镇居民人均可支配收入 4301 元，实际增长 8.4%；农村居民人均现金收入 1158 元，实际增长 2.5%。

上半年，工业品出厂价格比去年同期上涨 2.9%。其中，原油价格上涨 33.1%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 4.7%。钢材价格较快上涨，其中，中厚钢板上涨 20.7%，薄钢板上涨 14.9%，线材上涨 11.4%，普通中型钢材上涨 11%，普通大型钢材上涨 9.3%，普通小型钢材上涨 6.2%。

居民消费物价指数同比增长

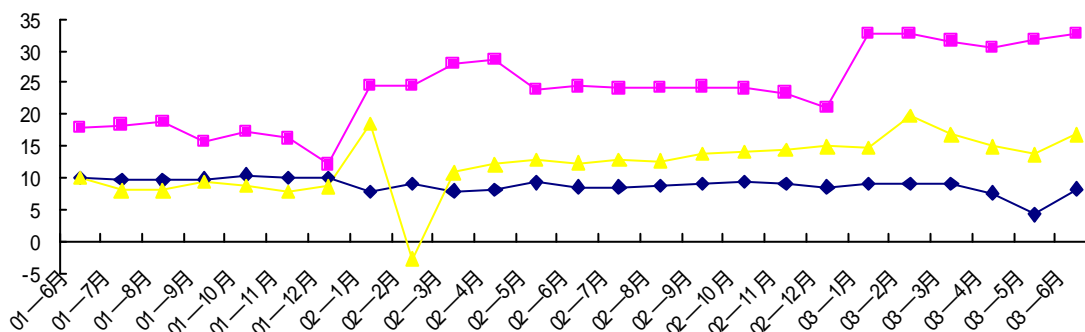


### 3、投资增长持续加快 资金来源比较充裕

上半年，全社会固定资产投资 19348 亿元，同比增长 31.1%，比去年同期加快 9.6 个百分点，是 1994 年以来增长最快的一个时期。各种经济类型投资增长均有所加快，其中，国有及其他经济类型投资 15073 亿元，增长 32.8%；集体经济投资 2259 亿元，增长 37.8%；个体经济投资 2016 亿元，增长 14.1%。

在国有及其他投资中，基本建设投资 7677 亿元，增长 29.7%；更新改造投资 2954 亿元，增长 39.2%；房地产投资 3817 亿元，增长 34%。建设资金来源充裕，上半年国家预算内资金增长 12.7%，国内贷款增长 55.9%，利用外资增长 44.1%，自筹资金增长 51.2%。

◆ 社会商品零售额增长    ■ 固定资产投资累计增长    ▲ 工业增加值增长



### 3. 外贸持续强劲 外资增长加速

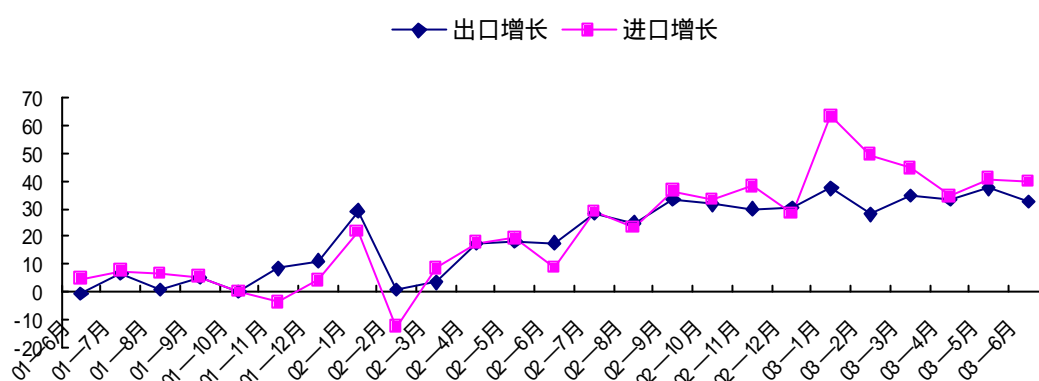
6 月份当月中国实现进出口总值 668.1 亿美元，增长 36.1%。其中，出口 344.8 亿美元，增长 32.6%；进口 323.3 亿美元，增长 40%，贸易顺差 21.5 亿美元。

上半年，进出口总额 3761 亿美元，同比增长 39.0%，比去年同期加快 26.7 个百分点。其中，出口 1903 亿美元，增长 34.0%，加快 19.9 个百分点；进口 1858 亿美元，增长 44.5%，加快 34.1 个百分点。进出口相抵，出口大于进口 45 亿美元，比去年同期减少 89 亿美元。一般贸易出口增长快于加工贸易，分别增长 36.5%和 31.4%。对各主要贸易伙伴出口全面加

快，其中对美国、加拿大、澳大利亚、东盟、欧盟、俄罗斯的出口增长均超过 30%，有的在 40% 以上。

出口增长强劲的原因有：一是政策因素，特别是出口退税进度加快。今年四、五两个月的出口退税额分别比去年同期增长了 1.1 倍和 7.2 倍。二是结构因素，我国出口产品中机电产品占据半壁江山。非典疫情直接影响食品、纺织品、服装、玩具之类商品的比重并不高。三是外资效应，外资企业的出口占一半以上，在加工贸易中占据七成以上，跨国公司直接面向全球市场进行生产和销售，强化了我国出口产品的竞争力。四是国内生产能力相对过剩，对企业产生了“出口挤压效应”。五是美元贬值进一步提升了我国出口产品的竞争力。而进口的快速增长则与国内经济增长加快有关。

上半年外商直接投资合同金额 510 亿美元，同比增长 40.3%；外商实际直接投资 303 亿美元，增长 34.3%，增速均比去年同期明显加快。



## 二、金融市场运行

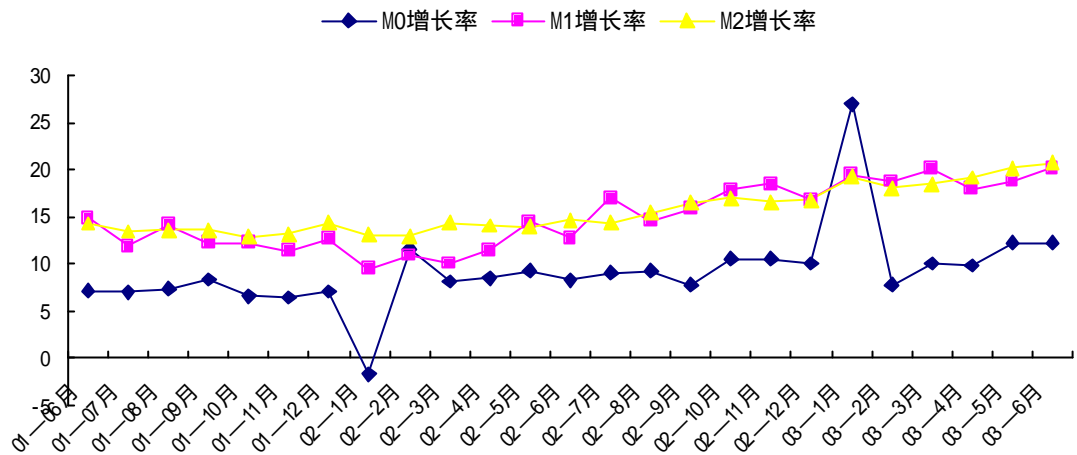
### 1. 货币供应大幅增加 贷款增幅连创新高

6 月末，M2 余额 20.5 万亿元，同比增长 20.8%，增幅比上年同期加快 6.1 个百分点；M1 余额 7.6 万亿元，同比增长 20.2%，增幅比上年同期加快 7.4 个百分点；M0 余额 1.7 万亿元，同比增长 12.3%。

全部金融机构本外币各项贷款余额 6 月末为 15.9 万亿元，同比增长 22.9%；前 6 个月各项贷款累计增加 1.9 万亿元，同比多增加 1 万亿元；人民币各项贷款余额 14.9 万亿元，同比增长 23.1%，增幅比上年同期提高 10.9 个百分点；前 6 个月各项贷款累计增加 1.8 万亿元，同比多增加 9511 亿元。

6 月末，全部金融机构本外币各项存款余额 20.7 万亿元，同比增长 21.9%；前 6 个月各项存款累计增加 2.3 万亿元，同比多增加 8593 亿元；其中，居民储蓄存款余额 10.5 万亿元，比上年同期增长 8.4%。人民币各项存款余额 19.4 万亿元，同比增长 23.3%，增幅比上年同期加快 6.8 个百分点。

国家外汇储备余额 6 月末达到 3465 亿美元，同比增长 42.7%，增长幅度比上年同期高出 8.5 个百分点；前 6 个月，国家外汇储备累计增加 601 亿美元，同比多增加 295 亿美元；6 月末，人民币汇率为 1 美元兑 8.2774 元人民币，人民币汇率继续保持稳定。



## 2. 同业市场成交量增加 利率持续回升

上半年银行间拆借和债券市场累计成交 40641 笔，总成交金额为 71499.07 亿元，较去年同期大幅上涨 40.26%。信用拆借、债券回购和现券交易分别成交 10912.91 亿元、50441.84 亿元和 10144.33 亿元，较去年同期分别上涨 125.92%、15.64%和 301.16%。

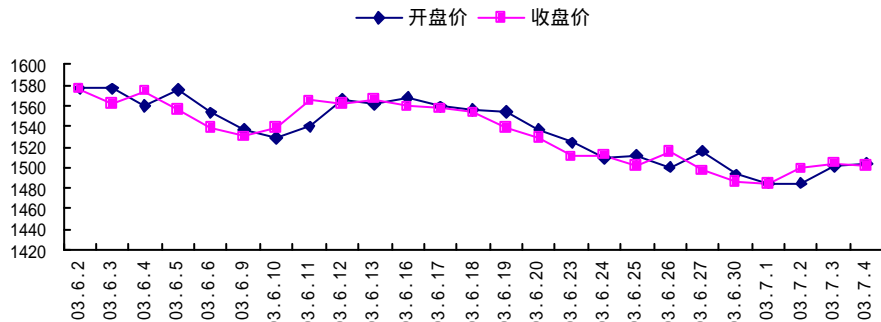
拆借市场加权利率触底反弹，从 1 月初的 2.264% 一路下滑到 4 月 15 日的 1.932%，然后逐步上升至 6 月末的 2.15%。回购市场利率反弹强劲，日加权平均利率从 4 月 22 日的 1.950 稳步上升至 6 月末的 2.498 左右。

现券交易量稳步放大，收益率震荡下行。在宽松的外部资金推动下，现券市场交易炙手可热，4、5、6 月份连续创造了 118.08 亿元、247.81 亿元和 336.88 亿元的单日成交最新纪录。

## 3. 股指缩量下挫 筹资有所增加

6 月份，沪综指以 1577 点开盘，月末收于 1486 点，下挫 5.8%。6 月份沪深两市 A 股总成交额为 2391.7 亿元，平均每天的成交额为 119.59 亿元，比 5 月份减少 104.11 亿元，降幅为 46.54%。6 月份筹资 85.34 亿元，同比增长 6.06%。

截止 6 月底，我国共有上市公司（A、B）1250 家，流通市值已逾 1.4 万亿，总股本达 6040 亿股。上半年，我国证券市场境内外筹资额为 369.07 亿元，较去年同期减少 13.57%。



### 三、政策效应和趋势分析

6 月份,工业增加值、投资和出口等指标显示,中国经济已经从 SARS 的影响中迅速恢复,不仅受 SARS 冲击较大的行业迅速反弹,而且主要行业重新步入快速增长的轨道,上半年 GDP 增长 8.2%,比去年同期明显加快。说明 SARS 对经济的冲击没有人们预期的严重,而经济恢复的能力也出乎许多专家预料,新一轮增长周期并未因 SARS 的为害而中断。

中国经济的强劲复苏和新一轮增长周期的形成并非偶然,来自于中国经济运行和发展的内在动力。从宏观层面来讲,是城市化、“世界工厂”和消费结构升级三大效应的叠加和共同作用。这些因素是长期性和趋势性的因素,中国有可能形成改革开放以来又一个持续一、二十年的发展阶段。从微观层面来讲,支撑新的景气周期形成的也有三个重要因素。一是企业利润和资产状况的改善。2001 年存贷款的利率比 1997 年降低了约 5 个百分点,相当于使企业多了 4000 亿利润。1-5 月份,工业企业盈亏相抵后实现利润总额 2918 亿元,同比增长 62.8%,增速比去年同期加快 60 个百分点,其中国有及国有控股企业实现利润 1533 亿元,增长 89.9%。39 个工业大类行业中有 36 个行业利润保持增长。在企业利润和净资产得到改善的情况下,银行放贷增加,货币供给增长加速。二是消费信贷的杠杆作用,使居民的消费倾向相对上升。住房、汽车等耐用消费品对利率非常敏感,低利率刺激了购买。三是近几年来企业产量和销售量大幅增长,而库存不仅没有增加,反而大幅下降。

从总体上来看,目前的经济增长是健康的和有市场支撑的,但是,由于体制上的原因,不仅发生了比较严重的失衡现象,而且出现了某些体制性过热的苗头。这是值得我们特别关注的。

经济失衡现象的表现是多方面的。一是 GDP 增长与工业生产增长历来具有同向变化的特征,但二季度的情况却出现了明显的背离,工业增长为近 9 年来同期的最高点,而 GDP 则为近 12 年来同期的最低点。二是投资增长明显加速而消费增长大大趋缓,第二季度投资增长速度为 7 年来同期的最高点,而社会消费品零售总额的增长为近 3 年来同期的最低点。三是轻重工业增长差距拉大,二者的比例已经由 1998 年的 0.81 降低到目前的 0.56(2000、2001、2002 分别为 0.67、0.65、0.64),反映了目前的经济增长主要依赖投资拉动的特征。表现在价格结构上,初级产品价格明显上升,中间产品价格基本持平,而最终产品的价格有所下降。特别是钢铁生产投资增长过快,上半年钢产量已突破 1 亿万吨,相当于三年前全年产量,全国钢材价格总水平同比上涨了 14.9%,在价格大幅上涨的驱动下,一些小钢厂死灰复燃,今年新增的生产能力中 60%以上是低水平产能的小钢铁,显示出某种过热的苗头。四是经济增长与就业和人均收入增长不大协调,制约了国内市场的消费需求。据国家统计局对全国 29 个省区市 13 个主要社会服务行业调查,上半年社会服务业营业收入同比下降 14.8%。部分地区畜产品、水果、蔬菜等销售不畅,700-800 万农民工返乡,二季度农民人均现金收入减少 35 元,同比减少 4.5%。就业压力增大,5 月份就业岗位减少了 1000 多万个,截止到 6 月 20 日,大学毕业生签约率只有 50%,而去年同时期是 65%。6 月底国有企业下岗人员 370 万人,城镇登记失业人数近 800 万,登记失业率 4.1%。由此可见,在现行体制下,只要有灾难和冲击发生,就会迅速传递到最底层,因为弱势群体是没有抗御风险能力的。

经济运行和发展中的这种一条腿长、一条腿短的失衡和不协调现象,不利于经济的健康发展和社会的稳定。已经引起政府最高当局的注意。改变这种一条腿长一条腿短,使中国这个经济巨人站得住、站得稳,是下半年经济工作的重点之一。以增加就业而论,二季度受 SARS 冲击最大的是服务业,服务业中受冲击最大的又是小企业。根据有关材料,SARS 给全国 99% 以上的中小企业带来了不同程度的打击,与去年同期相比,餐饮业收入下降了 60%;

洗染业收入下降了 50%；经济型旅店收入下降了 70%；洗浴行业和家政服务公司停业率达到 80% 和 90%。这些行业的主体都是中小企业，而这些中小企业又是吸纳劳动力就业的最主要部门。从某种意义上讲，就业问题解决的好坏在很大程度上就取决于这些中小型服务企业元气的复苏。为了帮助中小企业摆脱困境，在出台了一些减免税费政策的普惠性措施的基础上，可否借鉴香港、新加坡等地的相关做法，为服务行业中的中小企业专门出台一些措施，以帮助其尽快步入正常经营状态。

去年下半年以来，货币供应和贷款增长呈加速之势，今年上半年进一步加快。上半年全国金融机构各项人民币贷款累计增加 17810 亿元，已接近去年全年贷款 18475 亿元的水平，相当于全年新增贷款计划调控目标 18000 亿元的 98.94%。与此相伴的是货币供应量快速扩张，6 月末 M2、M1 的增长均超过 20%，不仅大大高于去年同期（14.7%和 12.8%）的实际增长水平，而且高于年初制订的 16%的货币供应目标和去年末（16.8%）的实际水平。央行认为货币和贷款增长过快，6 月 13 日发布的被称为“房地产信贷新政”的 121 号文件，加强对汽车信贷的检查等，就是收缩信贷的信号。此举引起了业界的强烈反应，一方面体现了政策实践中的上下互动，另一方面也反映了强势集团的作用。由于 121 号文件的措辞是严厉的，而具体办法是模糊的，在业界的反对声中，央行又把具体措施的制定下放给了商业银行，因而，在一定程度上，央行的文件是一种政治表态，为的是以后发生问题可以免责。

其实，央行的考虑和做法既有合理的地方，也有很多可质疑之处。央行担心货币多了引发通货膨胀，其实现在还没有完全走出通货紧缩，消费物价上涨率徘徊在 1%以下，零售物价上涨率还是负值。其实，通缩与通胀一样，都不是经济运行的正常状态，既然央行认为货币政策要反对通货膨胀，那么，同样也要反对通货紧缩。货币供应增长超过经济增长率和通货膨胀率之和，资产的货币化是一个重要因素。与产品货币化不同的是，资产货币化需要的货币量更多。贷款增长与存款增长是平衡的，再加上企业和商业银行的效益提高了，收入增加了，不良资产和呆坏账下降了，轻言贷款增长过多过快是难以得到支持的。央行的做法只是围和堵，而没有疏导，这样的政策操作效果是可想而知的，“一放就乱，一收就死”就是这样造成的。就房地产信贷新政的政策效应而言，其信号作用远大于其实际效果，除了封顶后才能发放贷款一条外，由于大部分条款无法操作，其实际作用与各个商业银行的心态有关，免责心态是其发挥重要作用的重要原因之一。由于缺乏建设性的金融创新，仅靠堵住现有的贷款渠道是不行的，这不仅不能减少和分散现有的金融风险，还有可能性加大和集中风险。须知，中国的金融结构仍然以间接融资为主，而间接融资中又以国有银行为主；直接融资又存在着重股票而轻债券的偏向。房地产开发投资来自银行贷款的比例偏高，是一件无法避免的事情，除非你不让它发展。从国际经验来看，香港的房地产融资主要依赖股票市场，美国则依赖房地产抵押债券和资产证券化，央行收紧房地产信贷的做法客观上起到了促进房地产金融发展的作用。因为，贷款增长过快和贷款比例偏高的问题既有银行自身的问题，也有金融结构的问题，资本市场太弱太小，直接融资不发达才是问题的关键。如果允许开发商发行企业债券，建立和发展不动产基金和不动产信托基金，这个问题就会解决。所以，发展直接金融，分流银行储蓄比单纯堵住贷款更为有效。

综合分析新一轮增长周期的特征和存在的问题，可以看出，在目前的经济运行和经济增长中，既有市场内在的驱动因素，也有政府行为导致的人为的扩张冲动。政府控制着最大的资源，在投资领域中的主导作用非常强，有些资源表面看不是政府资金，但政府仍有办法调动和使用，如银行贷款等。就以房地产业而论，总的情况是正常的，是经济发展的新的增长点，局部的问题也不是出在后期的生产和销售环节，而是出在前期的土地批租环节。因为，在地方政府、开发商和银行的三角关系中，地方政府是主导的一方，扮演着一个掮客的角色，从事的是无风险套利的行当，低价从农民手中征用土地，转手高价卖给开发商，而且是一次付清，理性的地方官不干才是傻瓜。据有资料显示，近几年地方财政收入来自土地出让金的

部分达 6000 多亿元，而流入官员腰包的不知有多少。因此，应当引起警惕和加以防范的不是市场自身自然的周期波动，而是政府行为驱动的体制性过热。解决的办法在于加快投融资体制改革和国有资产管理体制的改革。据说下半年《国家投融资体制改革方案》、《政府投资管理条例》等重大改革措施有望出台，大力发展债券市场的方针已定，公司债、市政债、抵押贷款债等政策将放宽，逐渐由审批制过渡到报备制，并逐步放开债券利率核定，实现债券由市场定价的目标。鉴于目前的经济形势，不论是力度还是进程，这些改革都需要加大和加快。

课题组成员：张曙光，汪新波，李皎玉，金岩石

2003/05/20，于北京