

改革投融资体制 消除体制性过热

——2003年7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：7月份，在进出口和固定资产投资继续保持30%以上高增长的同时，非典抑制的购买力继续释放，居民消费出现恢复性增长，推动中国经济在高位运行。但结构矛盾加剧，部分行业的过热现象比较明显，贷款增长偏快。由于政府掌控着大量投资权力，目前出现的局部过热是一种体制性投资过热，出路在于对钢铁和汽车的行业秩序进行整顿的同时，根本改革由政府主导和垄断的投融资体制，削弱、减少以至取消政府和官员的投资权力。

一、宏观经济态势

1. 工业继续快速增长 增长结构向重工业倾斜

7月份，全国工业生产继续呈现快速增长势头。当月规模以上工业完成增加值3410亿元，同比增长16.5%；比上月减慢0.4个百分点。1-7累计，共完成工业增加值21773亿元，比上年同期增长16.4%。7月份工业生产具体情况和主要特点是：

——轻重工业一慢一快，失衡加剧。当月重工业增加值2222亿元，增长19.1%，比上月加快0.9个百分点；轻工业增加值1188亿元，增长12.7%，比上月减慢2.2个百分点。

——三大行业贡献突出。电子通信设备制造业、交通运输设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业三大行业合计，对工业增长的贡献率由上月33.8%上升为38.6%，拉动工业增长近6.4个百分点，成为拉动当月工业增长作用最大的三个行业。三大行业主要产品中，电子计算机、微机、移动电话机同比分别增长76.6%、74.5%和64.8%。汽车产量34.1万辆，增长42.1%，其中轿车产量17.1万辆，同比增长70.6%，继续保持高速增长。钢材生产也进一步加快，当月产量1980万吨，同比增长25.1%，比上月加快5.3个百分点。

——工业品出口快速增长。工业企业实现出口交货值2188亿元，比上年同月增长28.3%，比上月减慢1.3个百分点。

——产销衔接水平继续提高。全国工业产品销售率98.5%，比上年同月提高0.4个百分点，比上月提高0.3个百分点。1-7月累计产销率为97.35%，比上年同期提高0.11个百分点。

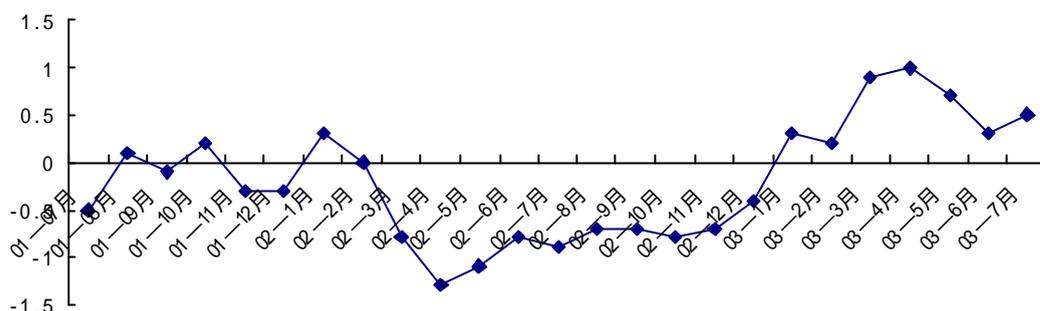
2. 消费市场稳中趋活 消费物价基本稳定

7月份，国内市场实现社会消费品零售总额3562亿元，比上年同期增长9.8%，增幅比上月提高1.5个百分点。其中，城市消费品零售额2338亿元，比上年同月增长11.6%；县及县以下零售额1224亿元，增长6.5%。

受“非典”影响所积压的购买力，在7月份得到进一步释放。据限额以上批发零售贸易业商品零售统计，7月份汽车类销售同比增长85.3%，通讯器材类增长57.1%，家具类增长31.3%，建筑及装潢材料类增长72.3%，体育及娱乐用品增长43.5%，文化及办公用品类增长23.3%，书报杂志类增长19.9%，餐饮业增长12.1%，增长幅度比上月提高8.7个百分点。

7月份，全国居民消费价格总水平同比上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，其中城市上涨0.2%，农村上涨1.1%。与上月比，全国居民消费价格总水平下降0.5%。1-7月累计平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨0.6%。

居民消费物价指数同比增长

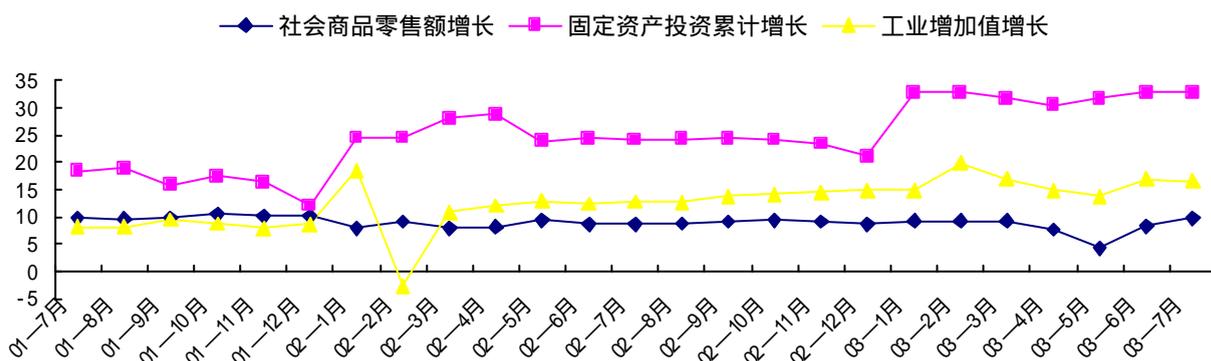


3、投资增长持续加快 资金来源比较充裕

7 月份，国有及其他经济类型完成投资 3681 亿元，同比增长 32.3%。1-7 月累计，国有及其他经济类型完成投资 18753 亿元，同比增长 32.7%。其中，基本建设投资 9654 亿元，增长 30.1%；更新改造投资 3658 亿元，增长 40.1%；房地产开发投资 4698 亿元，增长 34.1%。

分行业看，1-7 月份，国有及其他经济类型投资中，工业投资 6493 亿元，同比增长 50.9%，比上半年回落 0.7 个百分点。其中，冶金、有色、化工、机械、纺织分别增长 129.7%、70.7%、70.4%、70.3%、108.0%，与上半年相比，冶金和纺织工业投资增幅虽有所回落（4.1 和 5.9 个百分点），但如此高的增速的确值得关注。

从资金来源看，1-7 月份，国有及其他经济类型投资到位资金 22230 亿元，同比增长 44.8%，增幅比上半年回落 2.6 个百分点。其中，国家预算内资金、国内贷款、利用外资分别增长 3.6%、50.7%、37.6%，增幅分别回落 9.1、5.2 和 6.5 个百分点；自筹资金增长 51.5%，增幅上升 0.3 个百分点。各项应付款增长 34.0%，增幅上升 9.8 个百分点。



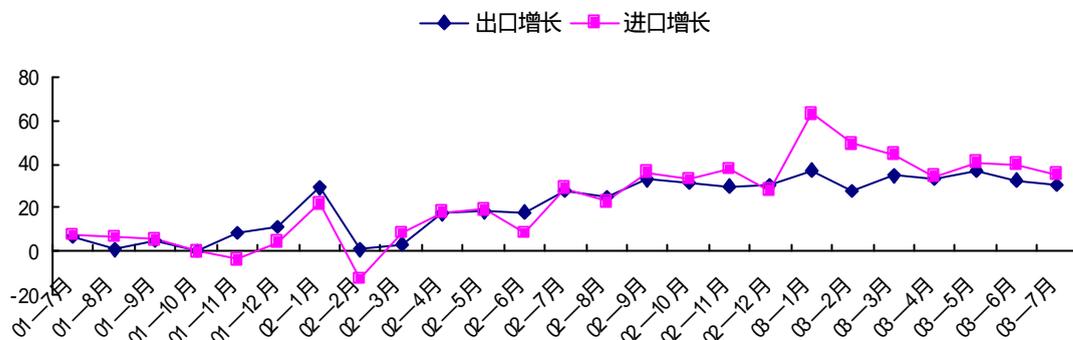
3. 外贸出口节节攀升 外资增长保持快速

7 月份，进口、出口、以及进出口总值分别均创历史新高，其中，出口 381.1 亿美元，增长 30.5%；进口 365.1 亿美元，增长 35.3%；进出口总值 746.2 亿美元，增长 32.8%。

1 至 7 月，我国出口 2284.1 亿美元，增长 33.4%，增速连续 7 个月保持在 30% 以上；进

口 2223.3 亿美元，增长 42.9%；进出口总值达 4507.4 亿美元，增长 37.9%。累计实现贸易顺差 60.8 亿美元。

今年前 7 个月，全国新批设立外商投资企业 22245 家，比去年同期增长 19.30%；合同外资金额 591.71 亿美元，增长 33.96%；实际使用外资金额 333.54 亿美元，增长 26.63%。



二、金融市场运行

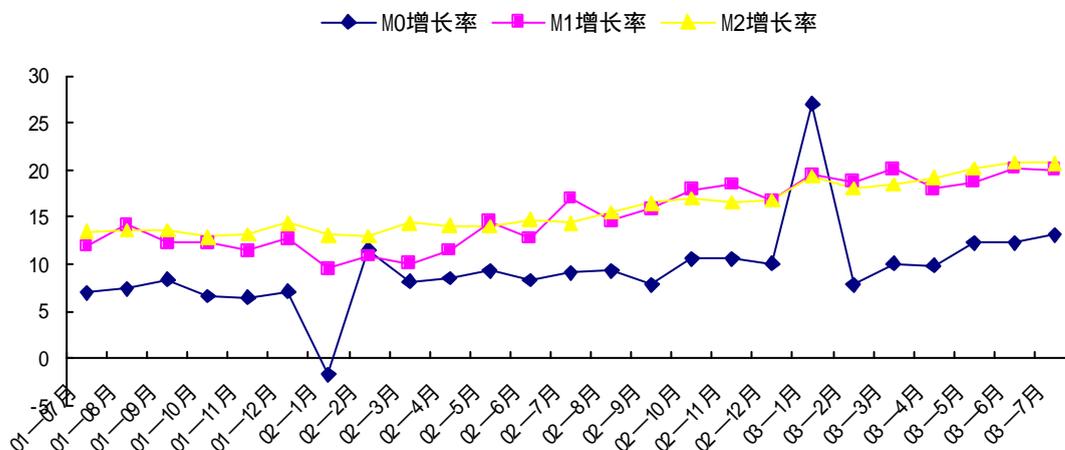
1. 货币供应仍然偏快 贷款继续猛增

7 月末，M2 余额 20.62 万亿元，同比增长 20.7%，增幅比上年同期高 6.3 个百分点，比上月末低 0.1 个百分点；M1 余额 7.62 万亿元，同比增长 20%，增幅比上年同期高 3 个百分点，比上月末低 0.2 个百分点；M0 的余额 1.74 万亿元，同比增长 13.1%，增幅比去年同期高 4 个百分点，比上月末高 0.8 个百分点。当月现金净投放 405 亿元，同比多投放 145 亿元。

7 月末，全部金融机构本外币并表的各项存款余额为 20.79 万亿元，同比增长 21.8%，增幅比年初上升 1.8 个百分点。其中企业存款 7.05 万亿元，同比增长 22.5%，增幅比年初高 4.2 个百分点，比上月末下降 0.6 个百分点。居民储蓄余额为 10.61 万亿元，同比增长 18.2%。

7 月末，全部金融机构各项贷款本外币并表的余额为 16 万亿元，同比增长 23.2%，增幅比年初高 4.8 个百分点，是 1996 年 8 月份以来最高的。前 7 个月人民币贷款累计增加 18872 亿元，已超过去年全年贷款 397 亿元，同比多增加 9953 亿元，增长速度偏快。

7 月末，人民币汇率为 1 美元兑 8.2773 元人民币，继续保持稳定。



2. 同业市场成交增加 利率开始回落

全国银行间同业拆借与债券市场 7 月份共有 23 个交易日,累计成交 6957 笔,成交金额 19409.56 亿元,日均成交 843.89 亿元,同比增长了 43.45%。其中,拆借市场成交 2615.50 亿元,回购市场成交 12122.18 亿元,现券市场成交 4671.88 亿元,同比增长 237.13%、-1.50%、943.20%。

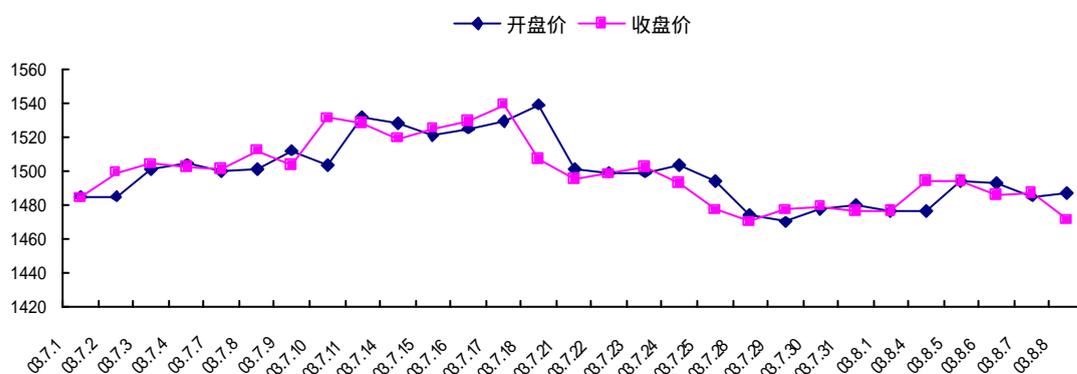
7 月份,银行间同业拆借和债券回购市场月加权平均利率继续恢复性回升至 2.15%和 2.2%,比上月分别上升 0.04 和 0.03 个百分点,但比上年末分别下降 0.08 和 0.11 个百分点。在充裕资金的推动下,拆借市场利率与回购市场利率全月的走势呈下降态势。拆借市场加权利率从月初的 2.22%震荡下行至月末的 2.07%,下降幅度为 6.76%。回购利率从月初的 2.28%震荡下行至月末的 2.13%,下降幅度达 6.58%。

7 月份,现券市场交易量成倍增加,交易量再创历史新高,央行票据倍受青睐,成为融资品种中的新宠,成交量达 2260.04 亿元,占当月总成交量的 48.38%,环比增长 87.24%。

3. 股指反弹回落 筹资有所增加

7 月上证综指以 1485 点开盘,反弹至 1540 点附近受阻回落,月末报收于 1476 点。

7 月份证券市场筹资 110.88 亿元,较上月增长 29.92%。其中,包括 15.94 亿元配股资金和可转债 20 亿元在内的 A 股市场筹资 74.32 亿元;H 股融资 0.07 亿美元。当月,股票成交额为 2303 亿元,证券印花税收入 9.22 亿元,二者均比上月减少 7%左右。截至 7 月底,包括 A、B 股在内,我国证券市场共有上市公司 1259 家,市价总值 41485 亿元,流通市值 13425 亿元。



三、政策效应和趋势分析

7 月份,中国宏观经济运行的显著特点是消费开始活跃,非典过后人们的生活秩序和消费心理恢复正常。据中华全国商业信息中心对全国 100 家大型百货商场的统计分析,当前消费品市场的特点主要有:一是消费热点商品继续保持高速增长势头,通讯器材类、汽车类和数码相机零售额分别同比增长 70.4%、24.3%和 53%。二是非典期间居民被迫停止的家庭住房装修消费大量释放,建筑及装潢材料类商品零售额同比增长 114.5%。三是居民对于食品

的卫生质量、档次需求提高，100家大型商场食品类商品零售额增长36.8%。

除了消费的恢复性增长以外，出口和投资都保持了30%以上的高速增长，成为拉动工业增长的主要力量。然而，轻工业增长趋缓和重工业继续加速使得结构失衡更加严重，某些行业过热现象明显。例如，冶金行业投资在去年增长63.4%的基础上，今年上半年又增长了1.3倍。虽然从发展阶段看，我国钢铁生产增长仍有一定的市场空间，但结构矛盾十分突出：一是企业规模结构不合理，我国现有280多家炼钢企业，平均规模不足70万吨，年产量500万吨以上的只有8家。前5个月，中小钢铁企业钢产量增幅比重点大中型企业高77个百分点。二是产品结构不合理。产量增长虽快，但产品品种满足不了需求，上半年，小型材、中厚板、彩涂板、硅钢片等仍需大量进口。再如汽车行业，目前23个省、区、市建有轿车整车生产线，全国123家整车厂中，产量在5万辆以上的仅有18家，绝大多数产量在1万辆以下，有的仅有百十辆。规模小、布局散、自主开发能力差。还如电解铝行业，现有产能530万吨，目前在建能力395万吨，拟建能力还有400万吨，产能明显过剩。由于我国电解铝生产所需原料氧化铝需要大量进口，而国际市场上氧化铝供应比较紧张，电解铝工业这种快速扩张的势头将难以持续。再就是开发区热复燃，有的地方乡乡都有开发区，全国有6000多个开发区正在建设。这种情况已经引起有关决策当局的高度重视，据悉，国家发改委联合七大部门正在制订《钢铁工业整顿和发展规划》和《汽车产业发展政策》，行业整顿已经列入日程。然而，是单纯的行政措施，还是重视和启动市场机制，是扬汤止沸，还是釜底抽薪，其效果和前景大不一样，关键在于对其性质和成因的认识和判断。

与某些行业过热增长相伴的是货币和信贷增长过快，然而，伴随贷款增长的戏剧性效果是不良贷款的迅速下降。银监会公布的最新数据显示，到6月末，国有独资商业银行、政策性银行和股份制商业银行的不良贷款率分别为22.19%、18.61%和9.34%，分别比年初降4.02个百分点、1.18个百分点和3.51个百分点。我国境内银行业主要金融机构上半年不良贷款减少934亿元，不良贷款比率下降了3.51个百分点。在国有银行行为没有明显变化的情况下，人们对此普遍持怀疑态度。最近，央行重庆营业管理部对当地国有商业银行的监测报告证明了这种怀疑不无道理。报告显示，国有商业银行“不良贷款率下降”的背后暗藏玄机，其压降不良贷款比率的“技术手段”有四种。其一，通过多收少贷转化不良贷款。其二，人为放宽对国有企业老贷款的转化条件。一些基层行通过借新还旧，在没有担保的条件下，仍以信用贷款的方式为部分国有企业的老贷款办理转贷手续。其三，通过少量资金的重复使用完成对不良贷款的转化。其四，通过债务重组转化不良贷款，将不良贷款转给关联企业。在采用了上述“技术处理”方式后，从表面上看，银行的不良贷款减少了，但资金风险隐患依然存在，还掩盖了不良贷款下降的真实性。

从2001年初政府下令四大国有商业银行每年必须要把不良贷款率减少2个百分点起，四家国有商业银行便“捷报频传”，不仅盈利率有所提高，而且不良贷款率也节节下降。在现行体制下，政府主导的投资和国有银行的贷款存在紧密的风险连带关系，高速增长的投资拉动了工业企业利税大幅增长，贷款猛增则稀释了原有的不良贷款比例。一旦新增贷款不能及时跟进，资金链发生断裂，问题马上就会向多米诺骨牌一样暴露。目前的问题虽然只是部分行业比较严重，但潜在的金融风险不容忽视。

由于国有银行的官样文章，透明度不高，我们很难准确判断中国银行体系的实际风险有多大。国际信用评级机构标准-普尔公司今年6月估计，中国国有银行的不良贷款率高达50%左右，认为中国需要10至20年的时间才能把不良贷款率降低到5%的可管理水平。标准普尔最近发布的《中国银行业2003-2004展望》报告指出，中国国有银行急需获得政府提供估计超过5000亿美元的援助资金，助其清理不良贷款。由此来看，中国很有可能对国有银行不良资产采取二次剥离的办法，世界银行的中国问题专家也持同样的观点。

然而，历史教训说明，仅仅采取剥离措施是不够的，从目前中国财政债务负担率看，

虽然离国际警戒线尚有一定空间，可以承受现有的不良资产。但问题在于银行制造新的不良资产的速度远超过财政消化能力。1998年，政府发行2700亿特别国债用于充实四大国有商业银行的资本金，1999年以来，又按账面价值把14000亿元不良贷款收购剥离。几年以来，不良贷款的规模急剧回升，资本充足率又从8%降到5%左右。即使按照目前各银行公布的不不良资产比率，1999年以来新的不良资产也有将近2万亿元。究其原因，国有银行产权结构和治理结构的严重缺陷是其根本原因。

遗憾的是历史教训没有得到足够的重视，目前国有银行包装上市的目标过于急功近利。去年初中央金融工作会确定了“具备条件的国有独资商业银行可改组为国家控股的股份制商业银行，条件成熟的可以上市”目标。今年5月银监会又进一步指出，国有独资商业银行的改革是综合改革，改组、改造、改制及上市的工作，将按照“一行一策”的办法进行，但不可能有统一的路子和统一的时间表。由此，国有商业银行改革的目标模式似乎已经明朗。为了争先达到上市的目标，各国有银行就展开了账面游戏的竞赛，压低不良贷款比例就是其中之一。如此上市的后果只能是把风险转嫁给新的投资者。

我们认为，中国目前的银行改革的目标模式值得反思，需要从产权制度入手，打破国有银行的垄断地位，一方面放宽民间、中小和社区银行的准入限制，对长城金融研究所的试点报告做出积极反应，另一方面，可以考虑国家退出控股地位的治理结构制度安排，虽然不能一步到位，但要保证少数股东的权利，限制国家股的表决权，确保新的投资者有充分的在董事会中具有一定的代表权。改善治理结构的当务之急是确保信息的充分披露，采取国际会计标准和信用评级标准，引进国际跨国银行作为战略投资者并引进国际著名的中介机构都是需要考虑的制度安排。

从国际经验看，美国银行体系以私有银行为主，效率较高，对经济周期的调节能力也最强，当经济陷入不景气的时候，能够迅速核销不良资产，重新恢复竞争力，而这些负担都归银行的投资者，不需要国家财政负担。因此，在审慎监管体制下，没有理由说明私营银行是高风险的。1990-1991年，美国贷款损失占总资产的比率为1%，2000-2001年为0.5%，就是一个例证。相反的例证是日本及东南亚国家，银行体系产权模糊，政府控制明显，结果，即使财政不断注入资金，银行坏帐依然居高不下。相对应的经济周期结构调整缓慢。

一般来说，银行体系只是投融资体制的一个环节，但在以间接融资为主的情况下，则是一个主要的环节，不仅如此，在国有银行垄断的体制下，投资融资体制改革背后是政府体制的改革。由于各级政府继续掌控着大量的投融资权力，国有商业银行虽然名为企业，实际上又有行政级别，行长不是银行家，而是政府官员；虽说银行业是行业直管，但又与地方政府有着千丝万缕的联系，各级官员都有办法直接或间接调动银行资金，于是，官员追求政绩的行为一旦遇到经济高涨的条件，重复建设和投资冲动就必然出现。这就是我们称目前出现的某些经济过热现象是体制性过热的原因。需要指出的是，如果没有政府和官员主导的投资行为，民间的投资无所谓重复建设，它是市场运行中的必然现象，市场机制自然会对其做出调整。政府和官员为了政绩而又不承担投资决策的后果，再加上价高利大的引诱，重复建设必不可免。各地其所以纷纷上马整车厂，就是因为汽车的高盈利，而这种高盈利不是来自厂商的竞争力，而是来自很低的盈利起始点，受保护的高定价以及优惠的税收政策。例如，华晨宝马1.3万辆即可盈利，而全球宝马最低盈利点是60万辆，广州本田3.3万辆可以盈利，全球本田30万才能盈利；宝马全球制造的税负平均为总销售收入的39%，宝马中国制造只有1.8%，而税后资产收益率分别为1.6%和11.8%，本田分别为5.1%和51.5%。因此，投融资体制改革的关键在于如何削弱、减少以至取消政府和官员的投资权力。来自官方和媒体的消息显示，下半年投融资改革方案有望出台，投融资体制将有重大变动。香港文汇报最新披露，一个系统而完整的投融资体制改革方案已经上递至国务院，实质性的改革措施将于年底前推出。不过，从部分内容看，投资主体仍然是各级政府，包括1个国资

委、31个省资委、265个(地)市资委，以及它们下属的国有企业。新方案要求在这些投资主体间展开竞争。一些地方政府将丧失融资资格，其投资功能只局限于做出项目规划，而一批地方政府资本将脱颖而出，成为跨地区甚至跨国投资主体。我们对这些由政府授权和垄断保护的投资主体能否真正承担投资责任深表怀疑。这是20多年的改革实践告诉我们的。

课题组成员：张曙光，汪新波，李皎予，金岩石

2003/08/20，于北京