

体制过热未减 股市跌创地量

——2003年8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：8月份，中国经济继续在高位运行。工业生产在投资的拉动下再度加速，贷款和货币供应继续快速增长，体制性过热依旧，增大了经济运行的风险。伴随贷款猛增，企业过度依赖直接融资的矛盾更加突出，投资者纷纷远离股市，资本市场有日趋边缘化的危险。股市低迷主要原因不在资金面，而是中国股市内在制度缺陷所致。股市缺乏吸引力正在成为迫使有关方面推进改革的压力和动力，可借以校正股市定位，确立股市的价值中枢，改善法律环境，建立市场规则，保证投资者获得股份及其衍生权益的权利，进而形成一种股权文化。

一、宏观经济态势

1. 工业增长再度加速 两大行业表现突出

8月份，全国规模以上工业完成增加值 3498 亿元，同比增长 17.1%，增速比上月加快 0.6 个百分点。1-8 月累计，共完成工业增加值 25271 亿元，比上年同期增长 16.5%。

8 月份工业生产主要情况及特点：

——股份制和外商投资企业生产增速继续加快。8 月份，股份制企业完成增加值 1422 亿元，增长 17.9%，比上月加快 0.7 个百分点；外商及港澳台投资企业完成增加值 973 亿元，增长 20.7%，比上月加快 1.3 个百分点。国有及国有控股企业增加值 1600 亿元，增长 14%，与上月持平。集体和股份合作制企业增加值增长分别比上月减慢 1.1 和 2.5 个百分点。

——电子通信设备制造和电气设备制造两大行业的贡献突出。8 月份，这两大制造行业总产值增长率分别比上月加快 5.2 和 8.2 个百分点，对工业增长的贡献率达到 29.4%，拉动整个工业增长 5 个百分点，分别比上月提高 4.3 和 0.9 个百分点，成为当月工业增长加速的主要力量。交通运输设备制造业、冶金和化学工业生产虽比上月有所减缓，但也都保持了良好增长势头。汽车生产增势继续强劲，当月产量达到 36.8 万辆，比上年增加 2.7 万辆，同比增长 48.8%；其中轿车产量 16.9 万辆，比上月略有减少，同比增长 63.2%。钢材以及多数化学原料和产品也继续保持了较快增长势头。

——产销衔接继续保持较高水平。8 月份全国工业产品销售率 98.74%，同比提高 0.39 个百分点，比上月提高 0.25 个百分点。1-8 月累计产销率 97.53%，同比提高 0.17 个百分点。

2. 消费市场渐趋活跃 消费物价开始回升

8 月份，国内市场实现社会消费品零售总额 3609.6 亿元，同比增长 9.9%，增幅与上月基本持平。其中，城市消费品零售额 2364.8 亿元，增长 11.8%；县及县以下零售额 1244.8 亿元，增长 6.5%。

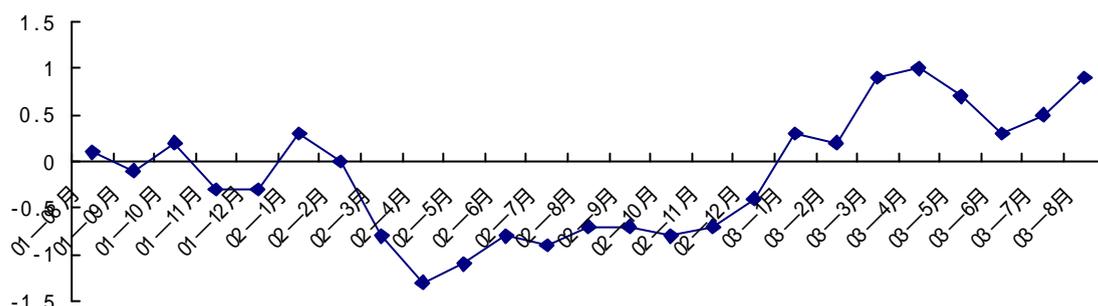
消费品市场运行的主要特点：

——餐饮市场销售增长加快。餐饮业零售额的增长幅度已基本恢复到“非典”前的水平，餐饮业零售额占社会消费品零售总额的比重达到 13.8%，比“非典”疫情扩散前的一季度高 0.7 个百分点。

——市场销售亮点突出。一是家居商品市场需求持续向上，建筑及装潢材料类销售增长 43.1%、家具类增长 36.2%、家用电器和音像器材类增长 30.7%。二是汽车类消费保持高速增长，比上年同月增长 60%。另外，电子通讯、生活用品等商品需求明显增加，其中，通讯器材类增长 82%、体育、娱乐用品类增长 44%、化妆品类增长 20.7%、金银珠宝类增长 18.3%。

8 月份，全国居民消费价格总水平比去年同月上涨 0.9%，其中，城市上涨（0.6%）大大低于农村（上涨 1.4%）。与上月比，全国居民消费价格总水平上涨 0.7%。1-8 月累计平均，比去年同期上涨 0.6%。

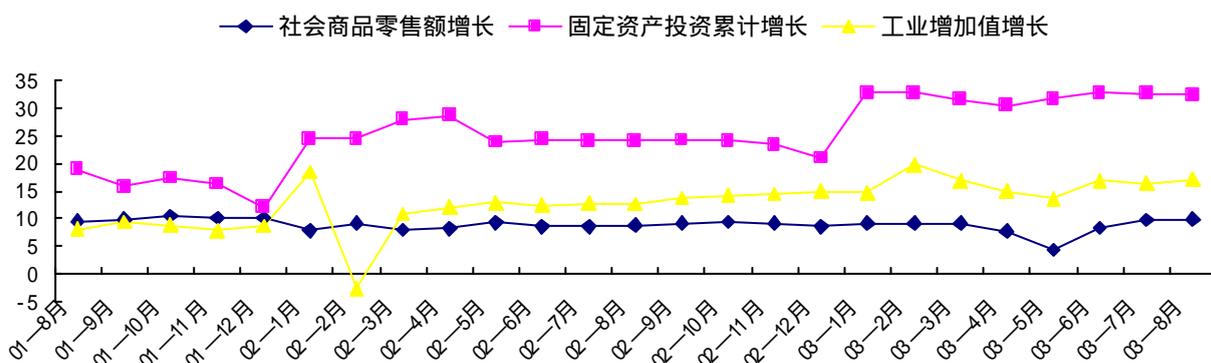
居民消费物价指数同比增长



3、投资增长小幅回落 工业投资高位攀升

8 月份，国有及其他经济类型完成投资 3611 亿元，同比增长 30.7%，增幅比 7 月份回落 1.6 个百分点。其中，基本建设投资增幅回落 1.2 个百分点，更新改造投资增幅回落 7.6 个百分点，房地产开发投资增幅回落 6.6 个百分点。1-8 月累计，国有及其他经济类型完成投资 22365 亿元，同比增长 32.4%，增幅比 1-7 月减缓 0.3 个百分点，但仍高于上年同期 8.2 个百分点。其中，基本建设投资 11547 亿元，增长 30.1%；更新改造投资 4358 亿元，增长 39.4%；房地产开发投资 5566 亿元，增长 33.1%。

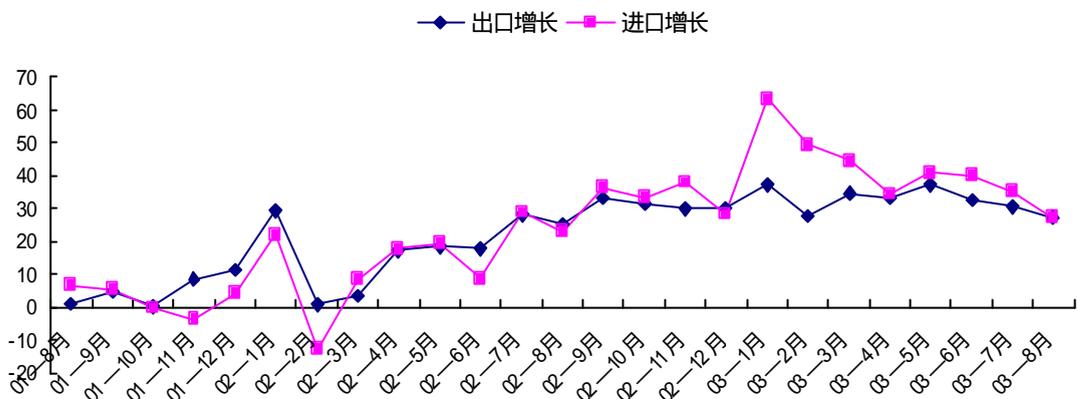
第二产业投资增幅上升。1-8 月，国有及其他经济类型投资中第二产业投资 7972 亿元，同比增长 51.5%，增幅比 1-7 月上升 0.5 个百分点。其中工业投资继续高速增长，完成 7701 亿元，增长 51.5%，增幅上升 0.6 个百分点。与此相比，第一产业和第三产业却有不同程度的减缓。第一产业投资 623 亿元，同比增长 10.8%，增幅比 1-7 月低 4.1 个百分点；第三产业投资 13770 亿元，同比增长 24.4%，比 1-7 月低 0.4 个百分点。



3. 外贸出口继续攀升 利用外资首次下滑

8 月份，进出口均比上月减少，增幅回落。当月出口 374.2 亿美元，同比增长 27.2%；进口 346.2 亿美元，同比增长 27.3%，进出口顺差 27.9 亿美元，同比增长 26.2%。1-8 月累计，全国进出口总值为 5227.2 亿美元，同比增长 36.3%，其中，出口 2657.9 亿美元，同比增长 32.5%；进口 2569.3 亿美元，增长 40.6%，进出口顺差 88.6 亿美元，同比减少 50.4%。

前 8 个月尽管全国实际使用外资金额同比增长了近 20%，但由于非典疫情的滞后影响，8 月份外商实际投资首次出现下降。当月全国新批设立外商投资企业 3485 家，同比增长 18.06%；合同外资金额 83.60 亿美元，同比增长 36.95%；实际使用外资金额 33.20 亿美元，同比下降 28.28%。



二、金融市场运行

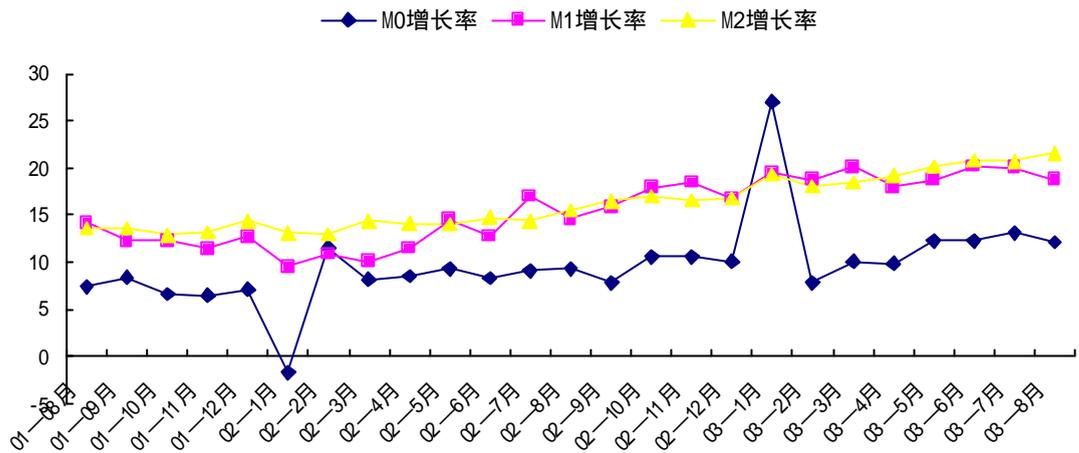
1. 货币供应再创新高 贷款增长势头不减

8 月末，广义货币 M2 余额为 21.06 万亿元，同比增长 21.6%，增幅比上年同期高 6.1 个百分点，创 1997 年 5 月份以来新高。狭义货币 M1 余额为 7.70 万亿元，同比增长 18.8%，比上年同期高 4.2 个百分点。流通中现金 M0 的余额为 1.76 万亿元，同比增长 12.1%，比去年同期高 2.8 个百分点。1-8 月累计，现金净投放 329 亿元，同比多投放 305 亿元。其中 8 月当月现金净投放 245 亿元，同比少投放 110 亿元。

8 月末，全部金融机构本外币并表的各项存款余额为 21.01 万亿元，同比增长 20.9%，增幅比年初上升 0.9 个百分点。其中，企业存款余额为 7.13 万亿元，同比增长 21.2%；居民储蓄余额为 10.67 万亿元，同比增长 17.9%。

8 月末，全部金融机构各项贷款本外币并表的余额为 16.31 万亿元，同比增长 23.9%，增幅比年初高 5.5 个百分点，是 1996 年 8 月以来最高的。前 8 个月各项贷款累计增加 23253 亿元，同比多增加 12197 亿元。8 月末，人民币贷款余额为 15.30 万亿元，同比增长 23.9%，增幅同比高 10.6 个百分点。前 8 个月人民币贷款累计增加 21681 亿元，同比多增加 11025 亿元。其中，8 月份贷款增加 2808 亿元，同比多增 1072 亿元。

8 月末，人民币汇率为 1 美元兑 8.2771 元人民币，人民币汇率继续保持稳定。



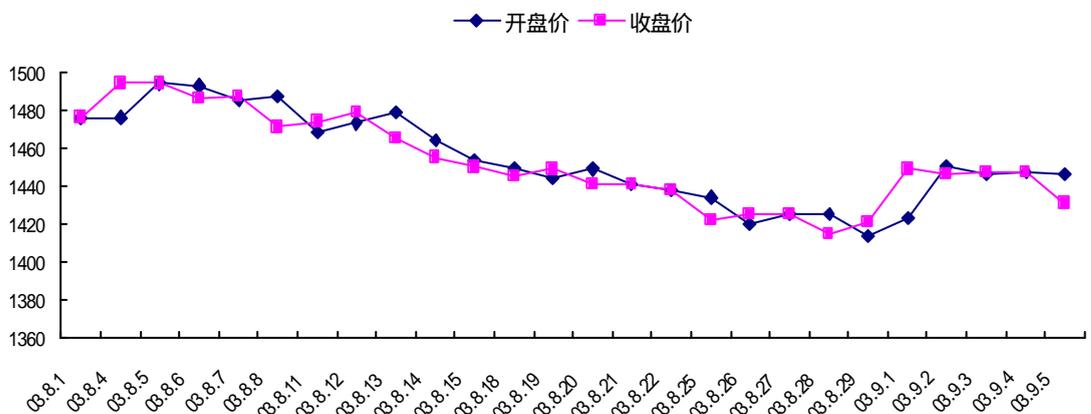
2. 同业市场成交继续增加 利率快速回升

8月份,全国银行间同业拆借与债券市场累计成交7082笔,成交金额20145.41亿元,日均成交959.31亿元,同比增长81.69%,环比增长13.73%。前8个月,我国银行间市场交易活跃,累计成交11.1万亿元,比上年同期增加3.49万亿元,增长45.9%。受人民银行提高存款准备金率的影响,8月份拆借利率与回购利率呈现快速上升的趋势,月加权平均利率分别升至2.19%和2.24%,均比上月上升0.04个百分点。

3. 股指持续下滑 成交连创地量

8月份,上证综指以1476点开盘,全月呈单边下调的走势,月末报收于1421点,下跌幅度3.73%。虽然股指下跌幅度不大,但成交连创地量,全月反弹至1540点附近受阻回落,A、B股市共成交1499.6亿元,比上月成交大幅下降34.9%。

根据中国证券报最新统计,9月15日上证综指击穿了1400点的整数关口,虽然股指没有跌破1月6日创下的1311点的年内新低,但六成以上的股票已经跌破年内最低,其中有17.6%的股票在1月6日的年内低点再度下跌20%以上。从个股股票价格下跌的面积和幅度看,远比股票指数下跌的幅度大。



三、政策效应和趋势分析

8 月份，中国经济继续在高位运行。虽然固定资产投资的增长继续小幅回落，基本建设和房地产投资的增长明显趋缓，但在投资品价格上升和利益的驱动下，工业投资继续升温，增长率超过了 50%，带动了银行贷款和货币供应量进一步增长，使得工业生产再度提速，增长率超过了 17%。

7 月份以来，消费增长有所回升，受非典压抑的消费能量已经得到释放，8 月餐饮消费的比重已经超过了非典前的水平。但与去年相比，今年的消费不够活跃，增长偏慢，经济增长的驱动力越来越向投资倾斜，经济运行的风险进一步加大。另一个值得注意的现象是，主要是非典的滞后影响，8 月份实际利用外资金额首次出现负增长。但是，由于协议利用外资金额依然高速增长，预计对全年利用外资的形势影响不大。在目前情况下，外资流入的减少缩小了资本项目的赢余，对减轻人民币升值压力未尝不是一件好事。

总体说来，伴随着经济周期进入上升轨道而出现的体制性过热，增大了经济运行的风险，为此央行已经采取了一些措施，其中包括加强对银行贷款的检查力度，特别是提高存款准备金政策已经对市场资金产生了明显的影响。8 月 24 日，央行决定，从 2003 年 9 月 21 日起，提高存款准备金率 1 个百分点，即存款准备金率由现行的 6% 调高至 7%。目前，金融机构存款准备金余额是 1.6 万亿元，上调 1 个百分点的存款准备金率大体将冻结商业银行 1500 亿元的超额准备金。为了不使市场产生过度反应，央行还特别强调，该政策不会影响商业银行的流动性和平稳增加贷款的能力。目前，金融机构持有 20000 多亿元流动性较高的国债、金融债等债券，还持有 4000 多亿元中央银行票据。此次上调存款准备金率过程中，有流动性困难的商业银行可根据相关规定向人民银行申请，提前赎回其持有的中央银行票据或卖出债券，用于弥补存款准备金。同时，人民银行将根据实际合理需求，适当安排增加再贷款和再贴现，保持货币信贷的稳定增长。

但是，政策调整的信息发布以后，市场仍然产生了明显的反应，资金面一度呈现趋紧的迹象。首先做出反应的是同业间货币市场。8 月中上旬拆借加权利率走势平稳，在 2.20% 上下小幅波动，下旬受到人民银行提高存款准备金率的影响，市场加权利率快速上涨，政策发布的第二天（8 月 25 日）达到 2.60%。回购市场加权利率从月初的 2.13% 上涨到月末的 2.78%，涨幅高达 30.52%。统计显示，自 8 月 29 日至 9 月上旬，银行间市场回购利率一直维持在 2.87% 之上，呈现明显的高位震荡整理之势。虽然华夏银行发行所带来的巨额资金在 9 月 1 日解冻，但货币市场利率水平没有出现大幅回落。

业内人士指出，货币市场利率目前维持在高位反映了市场对未来的预期。存款准备金率尽管只上调了 1 个百分点，直接减少的资金只有 1500 亿元左右。但如果以上半年的货币乘数测算，所减少的货币供应量将达到 6000 至 7000 亿元左右。不仅如此，这种影响不仅是总量上的，还有结构上的，因为不同机构的资金状况和市场地位是不一样的。四大国有商业银行资金充裕，市场份额很大，处于垄断地位。据悉，正是在这样的预期之下，甚至连资金量最为充裕的四大国有商业银行近期在银行间市场上“出手”也相当谨慎，股份制银行等其它机构能够获得的资金融通较为有限，这进一步加剧了市场资金紧张气氛。

最新动态显示，9 月 15 日，资本市场遭遇“黑色星期一”，股票、国债均出现大面积下跌。业内人士认为资金面紧张是下跌的主要原因。9 月以来银行间同业拆借市场交易不活跃，以城市商业银行为主的金融机构拆借资金明显下降。有消息说，在中国人民银行的授意下，工、农、中、建四家国有商业银行同时停止向其他金融机构拆出资金，转而向资金紧缺的股份制商业银行定向拆出资金，而城市商业银行、券商等金融机构，只能转向债券回购市场寻求资金支持。但四大国有银行否认了这种说法。此说虽然无法证实，但资金市场的现实却为

此说提供了支持。

我们认为，市场利率的回升是针对央行收缩银根的正常反应，但将股市的下跌主要原因归因于资金面有失偏颇。事实上，央行曾在 8 月 24 日后两周进行了总量达 1000 亿元的逆回购，通过公开市场操作实际放出的货币量也高达 850 亿元，市场实际减少的货币量有限。银行上调准备金的本意在于控制贷款，但实际情况是银行收缩贷款的动机有限，而宁愿减少同业市场的投放，结果只能是殃及池鱼，使得资本市场资金紧张。然而，造成资本市场持续低迷的根本原因却不在资金面，而是中国资本市场自身的制度缺陷，对投资者缺乏吸引力。

中国国内市场整体处在资金过剩的状态，问题在于人们宁愿选择银行储蓄而不是股票投资。人民银行 8 月进行的第三季度全国城镇储户问卷调查显示，三季度城镇居民储蓄意愿增强，创历史新高，而以股票作为主要金融资产的居民比例则创历史新低。调查还显示，利率与居民储蓄意愿之间相关性较弱。

从最近几个月股市的表现看，不管从成交量来讲，还是从股票价格来看，抑或是从月平均开户数来看，投资者离股市是越来越远了。8 月份，在流通市值居前 10 名的行业中，电力、银行等这样一些前期累积巨大涨幅的行业承接 7 月的跌势，继续表现出较大的跌幅。而钢铁行业虽然在 7 月份表现不错，但在 8 月份也加入到下跌的行列之中。值得注意的是，前 10 大流通市值行业的交易活跃度异乎寻常地低，这些行业的交易比例/流通比例的数值均低于 1，这是以往各月从未出现过的现象。从股市成交迭创地量再到流通市值不断下降等种种现象看，股市离心力有进一步加剧的趋势，中国股市存在着被边缘化的危险。于是引发了关于中国股市为什么缺乏吸引力的讨论。

是什么导致中国股市阴跌不止呢？自从 2001 年 6 月 13 日宣布国有股按市价减持以来，股市就出现了连续暴跌，中间虽然围绕国有股和全流通真真假假的消息出现了几次反弹，但反弹一次比一次弱，下跌一次比一次深。在加入 WTO 之后，中国股市与国际市场接轨的趋势不可逆转，继 QFII 实施之后，QDII 的推出也只是时间问题，投资者必然在不同的资本市场间套利，如果不对现有流通股股东予以补偿，A 股市场、B 股市场和 H 股市场之间价差必然缩小。今年以来，由于国内股市持续下跌，而香港 H 股大涨，国内外市场的价差确实在缩小。据大鹏证券一份研究报告统计，截至 9 月 5 日，29 只含 A 股的 H 股以 H 股股价计算的加权平均市盈率为 14.29 倍，同期深圳 57 只 B 股的加权平均市盈率为 14.99 倍，两者基本接轨。深市含 A 股的 43 只 B 股的加权平均市盈率仅为 13.72 倍。统计数据还显示，29 只含 A 股的 H 股以 A 股股价计算的加权平均市盈率为 24.48 倍。该报告还比较了今年 9 月 5 日前中国证券市场主要股指表现，涨幅最大的恒生 H 股指数，上升 68.66%，跌幅最大的是上海 B 股指数，下跌 11.79%。

现在的问题是，如果与国际市场完全接轨，中国的资本市场仍然需要一个下跌过程。目前深沪两市 A 股的综合市盈率仍分别高达 37.53 倍和 33.51 倍，这是中国市场惨跌之后，仍然没有资金大举进入的原因之一。以往的经验显示，每当股指接近前期低点，就会有政府官员和市场权威出来发表表态，起到一个政策保底的作用。最近尚福林的“使市场更具吸引力”的讲话再度成为市场热点，但实际影响却大不如以前。以往的教训表明，政府的政策反复多变，缺乏连续性，国有股减持政策的反反复复就是最明显的例子。政府干预股市还有一个重要途径，上市公司都是地方的宝贝，上市时帮其包装，甚至造假，促其上市，亏损后又帮其重组，进行资产置换，阻止其摘牌下市，也使市场监管发生了扭曲。中国资本市场的健康发展必须正确定位、建立规则、尽量减少政府对市场的随机干预，给投资者以稳定的预期。

从战略上讲，中国金融市场结构畸形的问题已经到了非解决不可的地步，目前超过 10 万亿元的居民存款和规模不断增大的商业保险资金、社会保障基金等，都有进入资本市场的客观需求。更重要的是，资本市场是明确产权，建立现代企业制度的必由之路。股市的定位以前过分强调融资功能，甚至将其作为国有企业解困的办法，而忽视了它的资源配置和价值

发现作用，这是市场圈钱风盛行的主要原因，而圈钱的结果是损害了投资者的信心，降低了股市的吸引力，也使股权投资习惯无法建立。正确的市场定位不仅应当有助于解决宏观经济问题，而且应当有助于拓宽投资人的基础，增加个人参股投资的深度和厚度，减少市场波动和过度投机，同时有助于吸引境外投资者进入，逐步提高我国证券市场的国际化程度。建立规则要着重于提供一个完善的法律环境，一方面使融资人能够比较容易地低成本地获得资金，另一方面，能够保证投资主体获得股票以及衍生权益的权利，特别是提高法律救济的可获得性，使投资者感到在受到损害时，法律会出面保护他们。同时要通过规则的建设改善投资人的结构，从技术层面和理性层面提高弱势群体的自我保护能力，进而形成一种股权文化。只要我们坚持这样去做，中国股市就会走上健康发展的轨道，其吸引力自然会重新大振。

股市缺乏吸引力是投资者用脚投票的结果，既包括在市场中用脚投票，也包括撤离股市的用脚投票。对此，有人紧张，有人恐慌，其实，倒也大可不必。这也不见得是件坏事。股市丧失吸引力正在变成一种压力，迫使有关方面重新考虑股市改革和相关法律制度建设。须知，任何一项改革既不是什么人的恩赐，也不是什么人的明智，而是形势所迫，不得已而为之。当着人们在原有制度规则下还能勉强生存和活动时，是不会改革的，只有当着在原有制度规则下无法生活时，才会改变原有的制度规则。最近的汇率体制改革和政策调整再次说明了这一点。

今年以来，面对来自国外的人民币汇率升值压力和出现的升值预期，有人主张升值，以消除压力和改变预期，使人民币汇率接近均衡汇率，有人基于升值的风险和升值的不利之处，主张汇率不动。两种主张虽然都有一定道理，但都把人民币升值压力看成一件坏事。其实，这也是一件好事。升值压力已经成为推进汇率体制改革和汇率政策调整的巨大动力。今年以来，国家外汇管理局不断推出有关措施就是证明。就以近两个月的情况来看，7月3日，外管局和保监会联合发出《关于境外再保险分出业务售付汇管理有关问题的通知》，不仅放宽了境内保险公司从事境外再保险业务，而且放宽了售付汇的限制。7月8日，外管局发布《关于退还境外投资汇回利润保证金的通知》，宣布自即日起，将已经收取的保证金退还给相应的投资主体。7月17日，正式宣布取消了境外投资汇回利润保证金制度。这对于鼓励对外投资有重要作用。8月18日，外管局发布了《关于调整国际承包工程等项下经常项目外汇账户管理有关问题的通知》，将国际承包工程及国际劳务项下、国际海运及船务运输代理和货物运输代理项下、国际招标项下的外汇收入纳入有特殊来源和指定用途的经常项目外汇账户进行管理，其账户限额由目前按照上年度经常项目外汇收入的20%核定提高到按照其外汇收入的100%核定，这是向意愿结售汇前进了一步。8月19日，外管局发布了新的《出口收汇核销管理办法》，这对于简化核销手续、提高管理效率、降低企业管理成本、由逐笔核销向总量核销过渡有重要意义。8月29日，国家外汇管理局和海关总署宣布，调整携带外币现钞出入境管理政策，把个人出入境携带外币现钞标准从目前的2000美元提高到5000美元。9月1日，国家外汇管理局发布了《关于调整境内居民个人经常项目下购汇政策的通知》，提高了个人出境的购汇标准。当然，为了缓解汇率升值压力，可采取的改革措施还有很多。如果能够借此进一步改革现行不适当的过多的外汇管制，建立和发展外汇市场和资本市场，不仅可以缓解升值压力，而且对于中国经济的改革和发展，也许会有更大的好处。

课题组成员：张曙光，汪新波，金岩石，李皎予

2003/09/20，于北京