

投资增长缓慢降温 货币政策传导受阻

——2003年9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：9月份，中国经济继续在高位运行，工业增长、货币供应和固定资产投资增长的小幅回落，以及货币市场利率持续走高，带动中长期债券的收益率上升，一方面说明，中国经济稳定进入了周期运行的上升轨道，另一方面说明，央行稳定经济的政策操作引起了金融市场的明显反应，但并没有有效地传导到实体经济中去，贷款继续猛增，银行似乎宁愿抛售债券承受损失，也不愿收缩贷款，这有可能使新增贷款中的不良资产浮出水面。中国经济增长中低效率的体制性投资过热以及增长中的结构失衡显现出深层次的制度缺陷，十六届三中全会有关推进市场化的决定，提供了化解深层矛盾的契机。

一、宏观经济态势

1. 工业持续快速增长 五大行业表现突出

9月份，全国规模以上工业完成增加值3704亿元，比上年同月增长16.3%。1至9月累计，全国共完成工业增加值28975亿元，同比增长16.5%。

五大行业成为带动工业生产快速增长的主要力量。9月份，通信设备、计算机及其他电子设备制造业、交通运输设备制造业、冶金工业、电气机械及器材制造业以及化学工业等5大支柱行业总产值均保持了20%以上的快速增长，对整个工业增长的贡献率达到52.4%，拉动增速8.5个百分点。其中，钢和钢材产量同比增长26.1%和24.3%，分别比上月加快3.7和5.3个百分点，冶金行业总产值增速比上月加快5.9个百分点。电子计算机、微机产量分别增长2.4倍和1.1倍。汽车产量42.76万辆，为今年以来最高月产量，同比增长36.8%；轿车月产量19.13万辆，比上月增产2.2万辆，同比增长69.7%。当月全国完成发电量1585亿千瓦时，同比增长15.5%，继续保持了较快增长势头。

工业产销衔接保持较好水平。9月份全国工业产品销售率为98.74%，与上月持平。1-9月累计产销率为97.67%，比上年同期提高0.11个百分点。

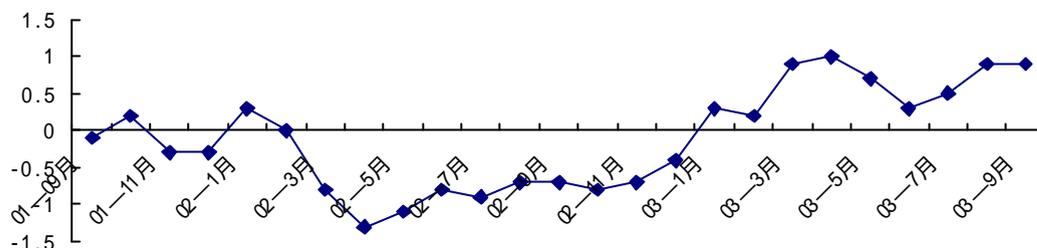
2. 消费平稳增长 物价稳中有升

国内市场销售稳定增长。前三季度，社会消费品零售总额32699亿元，同比增长8.6%，增速与去年同期基本持平。其中，第三季度增长9.7%，比第二季度加快了3个百分点，基本恢复到非典前的水平。城市销售增长明显快于农村。其中，城市消费品零售总额21330亿元，增长9.8%；县及县以下消费品零售总额11370亿元，增长6.4%。餐饮业零售额4186亿元，增长9.4%。新消费热点持续升温。全国限额以上批发零售贸易业中，汽车类零售额同比增长77.5%，通讯器材类增长74%，建筑及装潢材料类增长46.6%，石油及制品类增长38.7%。前三季度，商品房销售面积同比增长35.9%。

9月份，中国居民消费物价指数上升了0.7%，其中，食品价格上涨2.2%，带动整体价格水平上涨0.7个百分点；服务项目价格上涨2.2%，拉动整体价格上涨0.5个百分点。前三季度，居民消费价格同比上涨0.7%。工业品出厂价格同比上涨2.4%，其中一、二、三

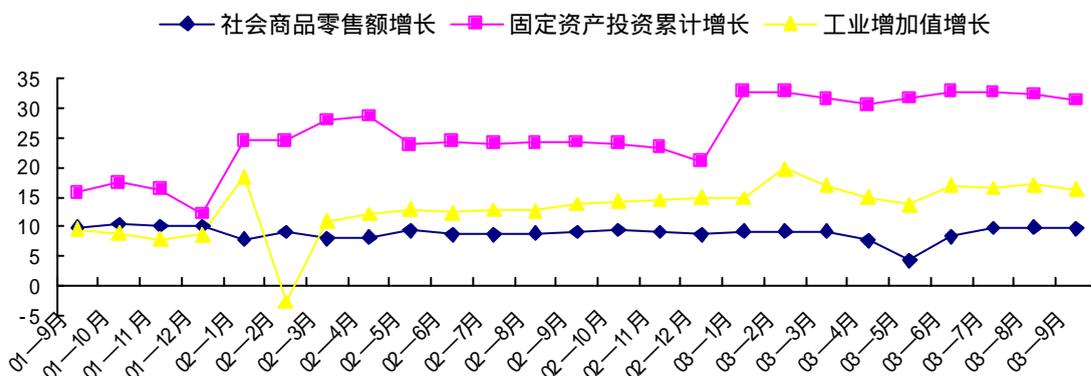
季度分别上涨 3.6%、2.3%和 1.4%。原油价格上涨 24.9%，汽油、煤油和柴油价格分别上涨 21.4%、20%和 20.8%；中厚钢板、薄钢板和线材价格分别上涨 20.3%、13.1%和 14.3%；有色金属冶炼及压延加工业价格上涨 4.1%。原材料、燃料、动力购进价格上涨 4.5%。

居民消费物价指数同比增长



3、投资增长小幅回落 增速依然过高

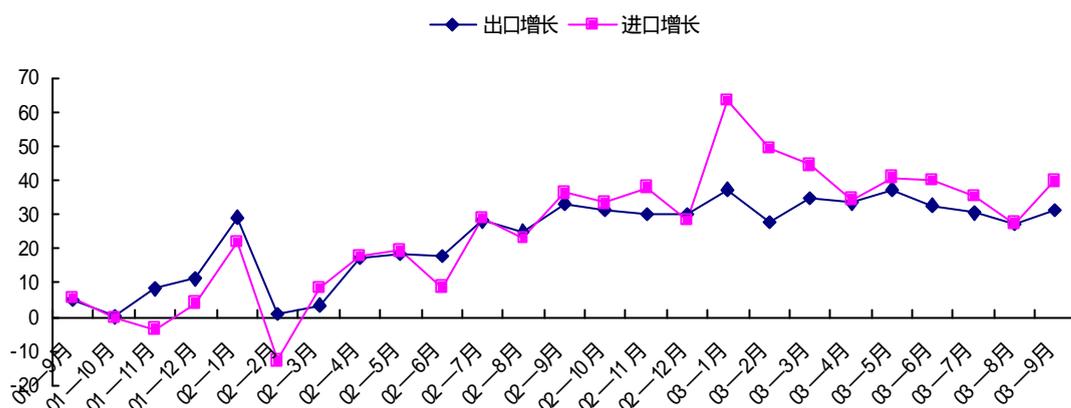
固定资产投资增势强劲。前三季度，全社会固定资产投资 34351 亿元，同比增长 30.5%，比去年同期加快 8.7 个百分点。其中，国有及其他经济类型投资 26513 亿元，增长 31.4%；集体和个体经济投资 7839 亿元，增长 27.6%。在国有及其他经济类型投资中，基本建设投资 13781 亿元，增长 29.1%；更新改造投资 5149 亿元，增长 37.2%；房地产投资 6495 亿元，增长 32.8%。从资金来源情况看，企业自筹、外资明显快于预算内资金，投资的自主增长机制进一步改善，但国内贷款的快速增值值得关注。



3. 进出口再创新高 利用外资增长放慢

9 月份外贸进出口继续保持旺盛的增长势头，进出口总值达 835.9 亿美元，比上年同期增长 35.5%。其中，出口 419.4 亿美元，增长 31.3%，进口 416.5 亿美元，增长 39.9%，双双突破 400 亿美元关口。1-9 月，进出口总额达 6062.6 亿美元，增长 36.2%，逼近去年全年 6208 亿美元的水平，其中，出口 3077 亿美元，增长 32.3%，进口 2985.6 亿美元，增长 40.5%。

据商务部统计，1-9 月，全国新批外商投资企业 29539 家，同比增长 18.59%；合同外资金额 792.07 亿美元，同比增长 35.97%；实际使用外资金额 402.38 亿美元，同比增长 11.85%。



二、金融市场运行

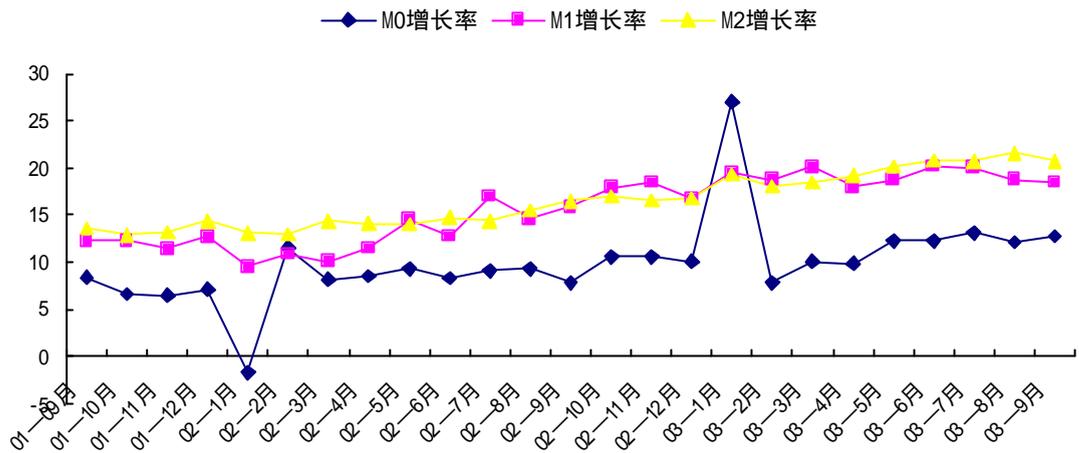
1. 货币供应居高不下 贷款继续猛增

9月末，M2余额为21.4万亿元，同比增长20.7%，增幅比上年同期加快了4.2个百分点；M1余额为7.9万亿元，同比增长18.5%，比上年同期加快了2.6个百分点；M0余额为1.8万亿元，同比增长12.8%。1-9月现金累计净投放1028亿元，同比多投放484亿元。其中，当月净投放700亿元，同比多投放179亿元。

9月末，全部金融机构本外币各项贷款余额为16.7万亿元，同比增长23.7%。1-9月各项贷款累计增加2.7万亿元，同比多增加1.3万亿元。人民币各项贷款余额为15.6万亿元，同比增长23.5%，增幅比上年同期提高8.9个百分点，1-9月各项贷款累计增加2.5万亿元，同比多增加1.1万亿元。从贷款投向上看，短期贷款累计增加8567亿元，同比多增2476亿元。中长期贷款增加1.1万亿元，同比多增加5177亿元。其中：基本建设贷款增加4798亿元；个人中长期消费贷款增加3585亿元。中长期贷款显著快于短期贷款增长。另外，票据融资余额为1万亿元，同比猛增99.6%，占新增贷款将近20%。

9月末，全部金融机构本外币各项存款余额为21.5万亿元，同比增长21.1%。1-9月各项存款累计增加3.2万亿元，同比多增加8807亿元。人民币各项存款余额为20.3万亿元，同比增长22.5%，增幅比上年同期加快了3.5个百分点。

9月末，国家外汇储备余额为3839亿美元，同比增长48.4%，增长幅度比上年同期提高8.5个百分点。1-9月国家外汇储备累计增加975亿美元，同比多增加510亿美元，其中：当月增加192亿美元，同比多增加137亿美元。9月末，人民币汇率为1美元兑8.2770元人民币，与上年末基本持平，人民币汇率继续保持稳定。



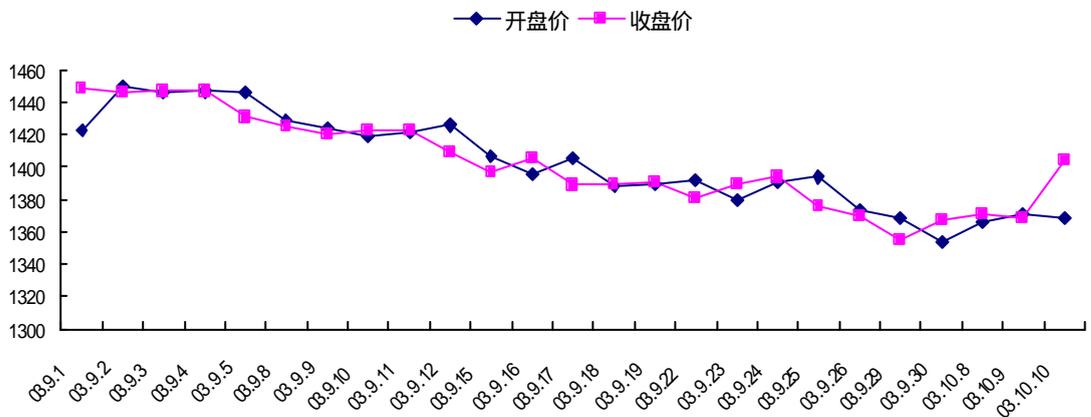
2. 同业市场成交增加 利率持续回升

三季度，银行间同业拆借市场共有 68 个交易日，累计成交 20351 笔，共 57135.02 亿元，日均成交 840.22 亿元，同比增长 57.79%，拆借利率在高位震荡，9 月 28 日创出 3.1515% 的新高，拆借交易量略有下降，但同比增长仍然高达 102.20%。受存款准备金率提高、市场资金面趋紧的影响，回购利率呈现阶梯状涨势，9 月 28 日达到 3.2797%。市场资金从信用拆借转向债券回购，成交量较二季度增长了 47.54%。拆借品种和回购品种短期化现象明显，1 个月以下的拆借品种、回购品种交易量分别占全部交易量的 99.56%、99.50%。

三季度，现券价格不断下降，市场交易走低。从 7 月份平均单日成交 193.39 亿元下降到 9 月份的 122.42 亿元，市场流动性略显不足，债券收益率随之提高，9 月末七年期即期利率达到 3.21%。受此影响，财政部八期国债流标，九期国债停止招标。

3. 股指持续下滑 成交连创地量

9 月份，上证综指以 1423 点开盘，全月呈单边下调的走势，月末报收于 1367 点，下跌幅度 3.94%。股市成交极度萎缩，连创地量。六成以上的股票已经跌破年内最低。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

9 月份，中国经济依然在高位运行。外贸出口继续强劲，消费增长稳步回升，投资依然保持在三成以上的高速状态。虽然自 7 月份以来，央行采取了一些措施，投资连续三个月出现小幅回落，但贷款继续猛增，货币政策的效果目前主要体现在金融层面，货币市场利率明显回升，国债的收益率水平提高，股市继续缩量下滑，市场资金偏紧直接影响了债券市场和股票市场的融资功能。

从 8 月下旬开始，银行间回购市场利率则逐日攀升，速度之快、幅度之大超出了许多市场人士的意料之外，从 8 月中旬至 9 月末的短短一个半月，市场利率上升了约 80 个基点，收益率一再被推高，市场悲观气氛浓厚，受此影响，财政部记账式八期国债大比例流标，随后不得不紧急叫停记账式九期国债招标。财政部还将在年内剩余的 3 个月内完成 1949 亿元的国债发行额度，这对一级市场的确是一个考验。

9 月份，中央银行通过公开市场操作实际净投放基础货币 350 多亿元，考虑到当月外汇储备的增加以及扣除法定准备金调整的因素，到 9 月末中央银行是货币净回笼。6 月末商业银行超额准备金率约为 4%，估计 9 月末在 2.5% 左右，银行头寸有些偏紧。但头寸告急的大多是中小商业银行。由于其流动性很大程度上依靠同业资金的支持，并且债券市场的资金运用量偏大，长期通过现券与回购的套做放大交易量。这种套做交易的方式在市场资金宽松时能够顺畅运行，一旦市场资金收紧，回购到期，新的回购受到限制，无法融入足额资金，要么抛售现券，造成价格下挫，承受损失，要么资金链阻隔，发生支付危机。从当前市场交易情况来看，大商业银行的资金虽然能够自保，但中小商业银行资金频频告急，不断倒逼对方展期交易。这种资金链是脆弱的，长期下去也会引发大商业银行的流动性危机。

随着货币市场短期利率的快速上升，债券市场特别是中长期债券价格也出现“跳水”行情，收益率明显上调。不过，这也为债券市场建立合理的利率期限结构提供了一个难得的契机。近年来，中长期债券的收益率与短期债券收益率的点差越来越窄，风险溢价过低。今年 8 月 21 日发行的 7 年期国债收益率为 2.66%，而当日发行的 6 个月中央银行票据的收益率则为 2.41%，同时 2 年期国债到期收益率为 2.30%。与成熟的金融市场相比，美国联邦基金利率为 1%，5 年期国债收益率约为 3.1%，二者差 2.1 个百分点；10 年期国债收益率为 4.2%，二者差 3.2 个百分点，远高于我国债券市场的价差。从市场发展规律来看，中长期债券收益率的提高是必然的。经过 1 个多月的时间，中长期债券的收益率接近比较合理的水平，目前的主要矛盾是短期利率水平居高不下，持续下去会进一步推高中长期利率。在这次债券市场调整中，众多投资者承受了损失，尤其是中长期债券最大持有者——商业银行。据测算，到 10 月中旬，债券市场价格平均下跌了约 3%。按此推算，这次市场调整中，商业银行承受的损失在 500 亿元左右，少数在二级市场交易比较活跃的银行承受的损失可能更大。这一轮的下行行情，使债券衍生产品的推出显得更加迫切。市场迫切需要带有远期做空机制的开放式回购、远期债券交易等套期保值类交易品种。

以往，债券市场的跳水经常表现为债券市场和股票市场之间的资金转移，一方跳水往往伴随另一方井喷，但目前是股市和债市同时陷入低谷，这虽然与货币政策趋紧有关，但根本的问题还在于我国的金融市场制度缺陷和金融资产质量不高，如何提高储蓄转化为投资的效率，改善经济增长的质量，需要经济体制的深层创新，地方政府主导的投资热和银行贷款猛增再度凸现了投融资体制的缺陷，我国的金融体系和政府主导的投资形成了风险连带体系，银行贷款越来越倾向政府投资的大项目、大工程，期限越放越长，由 10 年到 15、20 年，甚至 25 年。四大国有商业银行的中长期贷款比例在 45% 以上，如果考虑短期贷款中有 20-25

%的不良贷款，这样的长期贷款比例接近 60%。按任何银行业经营的理论看，这都是一个非常危险的比例。因此，国有资产管理体制和银行改革已经到了拖不起的关键时刻。

目前，对于中国经济运行的态势人们存在着不同的认识。有人以投资高增长没有带来通货膨胀为依据，否认经济出现过热现象。而世界银行的东亚经济半年报告暗示，中国经济已经过热，有硬着陆的可能。其所以没有出现通货膨胀，主要是许多企业没有预算上的硬约束，可以大幅降价打价格战，从而消费物价指数在投资和信贷增长过快的情况下只微升了 0.6%。去年固定资产投资在 GDP 中所占的比例已上升到 42.2%，比 1993 年经济过热时期的 37.7% 还高，和泰国、韩国在东亚金融危机爆发前的水平相若，今年又有大幅度的提高。投资增长过快的一个主要原因是地方政府的行为。今年上半年，中央政府主导的固定资产投资项目总额同比下降了 7.7%，与此同时，地方政府的投资额却记录了 41.5% 的增长。这也是我们认为出现了某种体制性过热的原因。不过，只要进一步推进市场化，限制政府的投资权力，稳定政策，也不采取急刹车的措施，中国经济不仅很快走出通货紧缩，而且还会在上升的轨道上继续前进。

中国是一个大国，经济发展又很不平衡，地区差异呈现扩大之势。区域发展政策对于经济全局自然有着很大的影响。在继续坚持东部率先与国际接轨和推进西部开发的前提下，新一届政府提出了振兴东北老工业基地的战略决策，再加上 CEPA 的提出和实施，得到了刚刚结束的十六届中全会的支持。形成了一个比较完整的区域发展格局。

改革开放以来，中国实行了先沿海、后内地，由南向北递次推进的非均衡区域发展战略，从而形成了区域经济的巨大落差。一方面珠江三角洲和长江三角洲在很大程度上正在与国际市场接轨，步入新型工业化和工业化过程的中高阶段。另一方面，广大内地和东北地区依旧受传统体制的束缚，停留在传统工业化和工业化的初级阶段。改革开放前，东北是我国的重工业基地，但由于国有经济比重过大，在改革中处于地域和体制的双重劣势，在一定程度上承担了转轨过程的社会经济成本，留下了大量的不良资产和失业人员。以辽宁为例，辽宁不良贷款达 1800 多亿，还不包括一些垮掉的证券公司留下的不良资产。辽宁的下岗工人最多，需要财政养活的人达 760 万，是全国第一。改革推进到现在，深层的金融改革、国资改革已经无法饶开，对于国有资产存量较大的东北老工业基地，必须化解存量矛盾，解决历史包袱。

从国家统计局上半年的统计中可以看出，长三角、珠三角的先行优势主要体现在出口和引进外资上。长三角和珠三角 GDP 占全国的比重为 30.5%，比上年提高了 2.5 个百分点。占全社会固定资产投资总量的 30.7%，占全国消费品零售总额的 24.1%。外向经济的优势更加显著，上半年长三角和珠三角地区实现出口 1225 亿美元，占全国的比重达到 64.4%，比上年提高 1.4 个百分点。到位注册外资占全国的比重达到 65%。目前“长三角”地区聚集的外资总量已超过 1500 亿美元，世界 500 强有 400 多家进驻“长三角”，180 多家国际金融机构在上海设立办事机构。

今年以来，随着 CEPA 协议的落实，香港与内地经济的联系更加紧密，经济一体化的步伐加快，形成了更加开放、势力更强的大珠江三角洲地区。8 月 6 日在香港召开的第 6 次粤港联席会议，推出大珠江三角洲的经济合作，计划用十年到二十年的时间，把大珠江三角洲建设成为世界上最繁荣和最具获利能力的经济中心。为了迎接大珠江三角洲战略的启动，有关方面决定建设以前争论很久但一直没有决定下来的从广东到澳门到香港的跨海大桥。与此同时，长三角的一体化和协作的层次也上了新的台阶，大规模的路桥建设，包括磁悬浮列车、杭州湾跨海大桥等工程开工，江浙沪“三小时都市圈”蓝图浮出水面。5 月 21 日，苏嘉杭高速公路江苏、浙江交界的收费站实现二合一，这是长三角公路运营上第一次打破行政区划的藩篱。另外，一些促进商品和要素市场流动的措施也在加快推进，长三角地区内的 19 个城市实施各地人员资格证书的互认和衔接，从而实现各地教育、培训、考试的资源互通、共享。上海的金融机构今年开始大规模向苏浙大企业直接发放贷款。据统计，目前在上海市的

内地投资中，来自江浙的占 50%，而上海对国内其他地区的投资中对江浙的投资高达 63%。长江三角洲最近召开了 16 个城市的市长联席会议和三省市的常务副省长会议，初步形成了一个区域内进行沟通和共同发展的机制。从现在的迹象看，两大三角洲的优势还有进一步扩大的趋势。不过，其发展中重复建设，恶性竞争的问题也是相当严重。这与政府主导经济发展和投资有很大关系。以长三角为例，有数据显示，长三角产业结构趋同率高达 70%。一项调查表明，在苏浙沪经济圈的 15 座城市中，有 11 座城市选择汽车零配件制造，有 8 座城市选择石化，12 座城市选择通信产业。上海今年在嘉定、青浦、松江三个区 173 平方公里实施“降低商务成本试点区”计划，被形象地称之为“173 计划”。这是上海在世界制造业基地大转移背景下图谋新一轮发展的重要步骤。与上海的“173 计划”相对，江浙两省分别提出了“沿江开发战略”和建立“环杭州湾产业带”的政府目标。

东北地区的振兴，既不能走政府投资和国有企业的老路，也不能完全步沿海地区的后尘；既不能离开原有的产业基础和发展条件，又要努力探寻新的发展空间和创造新的发展机制。东北落后一是由于东北计划经济的包袱太重，二是由于东北重型的产业结构不适应改革开放前期经济结构调整的要求，因此，东北的振兴必须坚持改革，走市场化的道路，如果能够在诸如投融资体制和人力资源政策等几个重要的方面取得突破，造成一种体制和政策上的势能，就有可能使要素和资源流向这里。与此同时，如果说改革开放的前期，依据市场需求和工业化的规律，产业发展和结构调整向着轻型化的方向前进，那么，在轻工业发展起来以后，我们仍然要发展重型制造业，进一步推进工业化。目前我国固定资产投资的绝大部分设备需要进口，东北重工业聚集的优势和条件需要很好发挥和利用。这也需要国家给予相应的政策支持。

目前中国的区域经济发展伴随着一些地方的投资过热，其中既有市场经济自发的扩张冲动，也有传统计划经济遗留的政府投资饥渴，如果政府投资的成分过大，无效投资、重复建设形成的不良资产将抵消掉市场体制自发增长的巨大潜力和效率改进。因此，在维持快速增长的同时，必须警惕并及时处理不断积累的金融风险，十六届三中全会之后，投融资的改革可能会有实质性举措。

课题组成员：张曙光，汪新波，金岩石，李皎予

2003/10/20，于北京