

2003 年二季度货币政策执行报告

总 纂： 戴根有、易 纲
统 稿： 王 煒、金 玮、张 蓓
执 笔：
第一部分： 吴显亭、张红地
第二部分： 张翠微、王 宇、黄晓龙
第三部分： 张文红、孔 燕、张敬国
第四部分： 汪小亚、王 毅
第五部分： 谢 多、蔡剑波
提供材料的还有： 水汝庆、王振营、郑 红、
霍颖励、杨丽慧、盛 梅、
高玉泽

目 录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量增长较快	1
二、金融机构贷款大幅度增加	1
三、各项存款增加较多	3
四、金融机构备付金率下降	3
五、利率总水平保持稳定	3
六、人民币汇率继续保持稳定	4
第二部分 货币政策操作	4
一、灵活进行公开市场操作，保持基础货币的稳定增长	4
二、做好“非典”时期的货币信贷和金融服务工作	5
三、协调本外币利率政策，稳步推进利率市场化改革	5
四、进一步完善房地产信贷政策，促进房地产市场健康发展	6
五、支持农村金融体制改革，进一步改进农村金融服务	6
六、密切监测国际主要货币汇率变化，努力保持人民币汇率稳定	6
第三部分 金融市场分析	7
一、银行间市场交易活跃	7
二、债券市场发行状况较好	8
三、票据市场规模继续扩大	9
四、股票市场运行平稳	10
五、保险市场保持快速发展势头	11
六、外汇市场交易量显著增加	11
第四部分 宏观经济分析	12
一、国际经济金融形势	12
二、我国宏观经济运行的基本情况	13
三、产业分析	16
第五部分 预测与展望	19
一、下半年国际国内经济金融形势	19
二、下半年货币政策取向	20

专栏、图表目录

专栏 1 货币信贷增长加快分析	2
专栏 2 中央银行票据	4
专栏 3 美元贬值及其影响	6
专栏 4 中国债券市场	8
专栏 5 日本的泡沫经济	12
专栏 6 存货与经济增长	14
专栏 7 “非典”对我国经济金融的影响	18
表 1: 1998年以来金融机构人民币贷款增加额及增长率变化趋势	1
表 2: 2003年 1-6月大额美元存款与美元贷款平均利率表	4
表 3: 金融机构资金融出、融入情况表	7
表 4: 国内金融市场融资情况表	10
表 5: 固定资产投资资金来源比重	17
图 1: 1998-2003年 6月 M2增长率与 GDP增速加 CPI差率变化趋势	1
图 2: 1998年以来金融机构人民币企业存款和居民储蓄存款增幅变化趋势图	3
图 3: 银行间市场交易量	7
图 4: 货币市场月加权平均利率走势图	8
图 5: 月末收盘指数图	10
图 6: 存货变化与经济增长示意图	14
图 7: 价格变动趋势	15
图 8: 三次产业的比重与增长率变化图	16
图 9: 1998年以来电力工业发展趋势	18

内容摘要

2003年上半年，受伊拉克战争和“非典”疫情影响，世界经济增速放慢，低于预期。主要经济体增长缓慢，国际金融市场动荡加剧。我国坚持一手抓防治“非典”，一手抓经济建设，国民经济保持了良好发展势头。上半年GDP超过5万亿元，增长8.2%，居民消费价格继续低位增长。

中国人民银行继续执行稳健的货币政策，积极采取防治“非典”的各项金融服务措施，运用多种货币政策工具，努力保持货币信贷的稳定增长。上半年，金融运行总体平稳。

货币供应量增长较快，广义货币M2余额20.5万亿元，同比增长20.8%，M2增长率比GDP加CPI涨幅之和高12个百分点，是1998年以来的最高水平；金融机构贷款大幅度增加，金融机构本外币贷款余额15.9万亿元，比年初增加1.9万亿元；金融机构备付金率平均为3.88%，比上年末下降2.59个百分点；国家外汇储备余额3465亿美元，比上年末增加601亿美元，人民币汇率兑美元汇率为1美元兑8.2774元人民币，继续保持稳定。

综合分析，“非典”对全年经济增长的负面影响是有限的，预计下半年国民经济仍将保持良好的发展势头，但越是形势比预料的好，越是要保持清醒的头脑，必须高度重视研究和解决经济社会发展中存在的突出问题：一是深入分析和高度重视目前贷款快速增长的原因以及可能引发的风险；二是警惕因部分地区、部分行业盲目投资、低水平重复建设可能加剧经济结构的失衡；三是高度重视促进就业和提高农民收入问题；四是继续研究中小企业融资问题、支持中小企业健康发展；五是密切监测国际经济变化及其它重大突发事件对我国经济的影响，及时提出应对措施。

下半年货币政策取向：一是坚持执行稳健的货币政策，保持货币信贷稳定增长；二是继续改善金融服务，支持增加就业和增加农民收入；三是防止重复建设，防范金融风险；四是保持人民币存贷款利率的基本稳定，稳步推进利率市场化改革；五是保持人民币汇率基本稳定，进一步完善人民币汇率形成机制，促进国际收支平衡；六是大力加强社会信用制度建设，加快建立全国企业和个人征信体系。

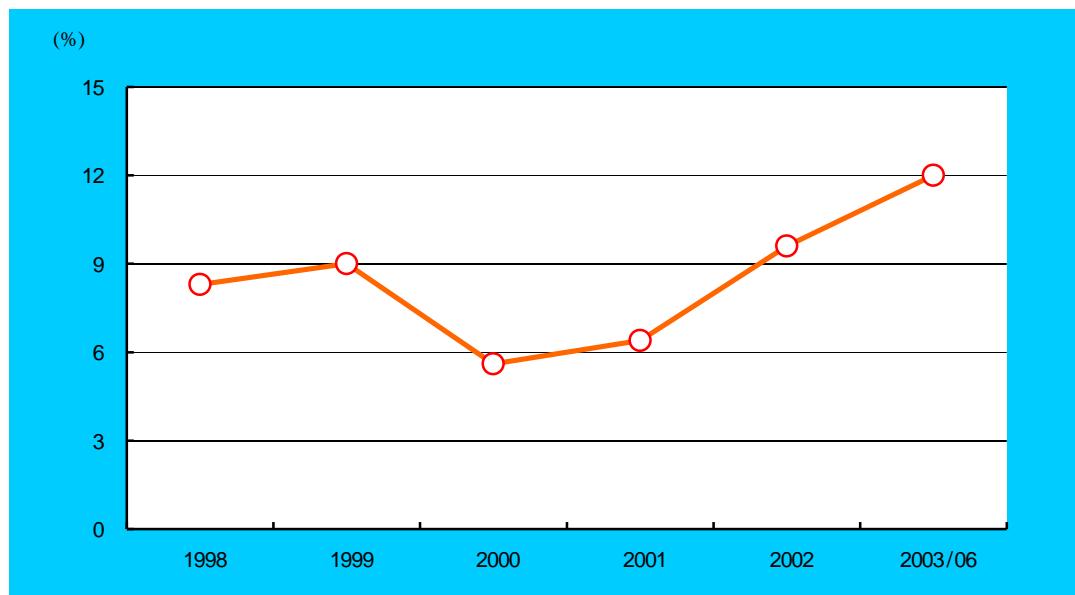
第一部分 货币信贷概况

2003年上半年，我国坚持一手抓防治“非典”，一手抓经济建设，国民经济保持了良好发展势头。中国人民银行继续执行稳健的货币政策，积极采取防治“非典”的各项金融服务措施，金融运行总体平稳。

一、货币供应量增长较快

6月末，广义货币M2余额20.5万亿元，同比增长20.8%；狭义货币M1余额7.6万亿元，同比增长20.2%；流通中现金M0余额1.7万亿元，同比增长12.3%，上半年现金累计净回笼321亿元，同比少回笼270亿元。广义货币M2和狭义货币M1增速比去年同期高6.1和7.4个百分点，比经济(GDP)增长加消费物价(CPI)涨幅之和高12个百分点。货币供应量M2增长已处于1998年以来的最高水平。

图 1：1998-2003年 6月 M2增长率与 GDP增速加 CPI差率变化趋势



资料来源：中国人民银行统计季报

二、金融机构贷款大幅度增加

6月末，金融机构（含外资，下同）本外币贷款余额15.9万亿元，比年初增加1.9万亿元，同比多增加1万亿元，增长22.9%。其中，人民币贷款比年初增加1.8万亿元，同比多增加9510亿元，增长23.1%，增幅比上年同期提高10.9个百分点；外汇贷款比年初增加148亿美元，同比多增加101亿美元，增长19.5%。

表 1：1998年以来金融机构人民币贷款增加额及增长率变化趋势

年份	贷款增加额			贷款余额 同比增长 (%)	GDP 增长率 (%)	CPI (%)	贷款增长率超 GDP增长率加 CPI的差率
	上半年	全年	上半年占全年比 (%)				
1998	3773	11491	32.83	15.5	7.8	-0.8	8.5
1999	4232	10846	39.02	12.5	7.1	-1.4	6.8
2000	6204	13347	46.48	13.4	8.0	0.4	5.0
2001	7152	12913	55.39	11.6	7.5	0.7	3.4

2002	8322	18488	45.01	15.1	8.0	-0.8	7.9
1998-2002平均	5937	13417	43.75	13.6	7.7	-0.4	6.3
2003年上半年	17810	-	-	23.1	8.2	0.6	14.3

注：表中 2003年上半年贷款数包含外资金融机构。

资料来源：《中国统计摘要 2003》，《中国金融机构信贷收支月报》各期
从贷款的银行结构看，1-6月份，国有独资商业银行本外币贷款合计增加 1.1 万亿元，同比多增 6500亿元，占同期全部金融机构贷款多增额的 62.8%；股份制商业银行本外币贷款增加 4107亿元，同比多增 1655亿元；政策性银行贷款增加 741亿元，同比多增 313亿元；农村信用社贷款增加 2219亿元，同比多增 630 亿元。国有独资商业银行仍然是贷款多增的主体。

从贷款的投向结构看，上半年新增人民币贷款集中在五个方面：一是票据贴现贷款增加 3393亿元，同比多增 2579亿元；二是基建和技改贷款增加 2986亿元，同比多增 1680亿元；三是消费贷款增加 2459亿元，同比多增 1070亿元。其中：个人住房贷款增加 1521亿元，同比多增 478亿元；汽车贷款增加 483亿元，同比多增 203亿元；四是农业贷款增加 1431亿元，同比多增 285亿元；五是三资企业、私营和个体企业贷款、乡镇企业增加 1017亿元，同比多增 819亿元。以上五方面合计增加贷款 11286亿元，同比多增加 6433亿元，分别占同期全部金融机构人民币贷款增加额和多增额的 63% 和 68%。

专栏 1 货币信贷增长加快分析

去年下半年以来，我国货币信贷增速加快。1998年到 2002 年，金融机构每年新增人民币贷款分别为 1.15 万亿元、1.08 万亿元、1.33 万亿元、1.29 万亿元、1.85 万亿元，2003年上半年新增贷款 1.8 万亿元，已接近上年全年贷款水平。货币供应总量 M2 增长速度分别为 15.3%、14.7%、12.3%、14.4%、16.8%，2003年上半年达 20.8%；M2 增长与同期 GDP 和消费物价增长之和的差率 [(M2 增长率 - (GDP 增长率 + CPI))] 分别为 8.3、9.0、3.9、6.2、9.6 个百分点，2003 年上半年达到 12 个百分点；M2/GDP 分别为：1.33、1.46、1.51、1.65、1.81，预计 2003 年将达到 2.0。

我国货币信贷增长加快的主要原因：一是我国经济增长势头良好，工业生产提速，企业利润大幅增加，对贷款的有效需求增强。2002 年规模以上工业增加值增长 12.6%，增速比上年加快 2.7 个百分点；2003 年 1-6 月增长 16.2%。2002 年工业企业盈亏相抵后实现利润总额 5620.4 亿元，增长 20.6%，增幅比上年提高 12.5 个百分点；2003 年 1-6 月利润总额 3638 亿元，同比增长高达 56.7%，而同时企业直接融资比重不断下降，依靠银行贷款融资比重增大，相应拉动贷款快速增长。二是固定资产投资，特别是房地产开发投资持续高增长。2003 年上半年，固定资产投资 1.9 万亿元，同比增长 31%；房地产开发投资 3817 亿元，同比增长 34%。与此同时，在房地产、汽车等消费热点带动下，消费信贷快速增长。2002 年全年消费贷款增加 3694 亿元，同比多增 938 亿元，增长 34%；2003 年上半年，消费贷款增加 2459 亿元，同比多增 1070 亿元，增长 77%。三是商业银行经营机制发生变化。国有独资商业银行加强内部机制改革，推动贷款营销，扩大基层行授权授信额度，下调系统内资金上存利率，有力推动了贷款投放；同时，各商业银行纷纷加强利润指标考核，由于规定按年底贷款余额的 1% 提呆账准备金（拨备），目前存贷款毛利差约 2 个百分点，上半年放贷款，有 1 个百分点的利润，如果下半年放款，不仅不赚钱，反而还赔钱，商业银行贷款力争“早投放、

早见效”。此外，部分商业银行面临降低不良贷款率的压力，存在用新增贷款稀释不良贷款的动机。四是尽管人民银行采取了“对冲”措施，但通过外汇占款投放的基础货币仍在增加，货币供应相应扩大。

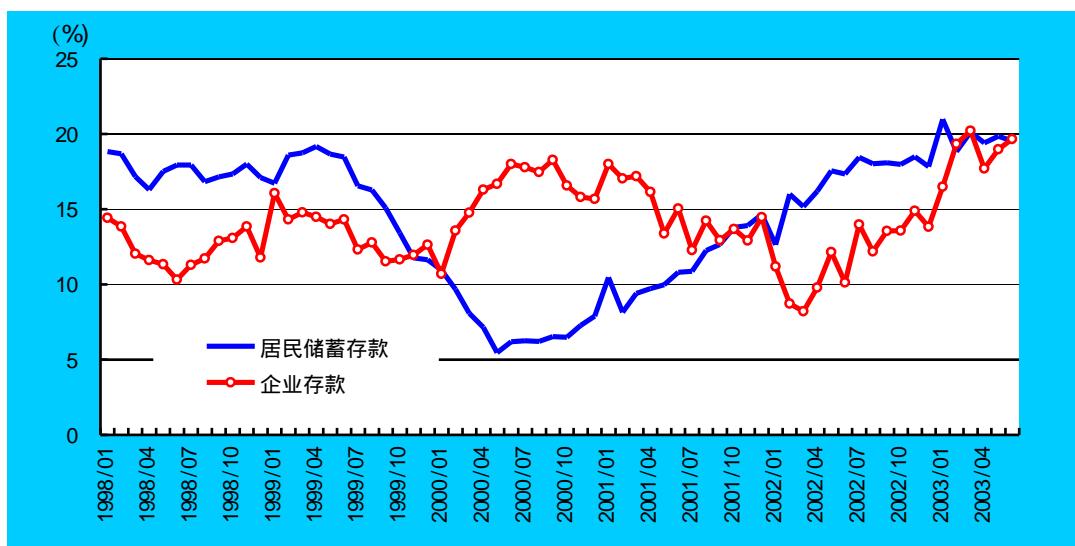
我国货币信贷的大幅度增长，是国民经济增势良好和几年来扩大内需政策共同作用的结果，有利于支持和促进经济持续稳定增长，总体上看是正常的。但由于我国目前社会信用制度还不完善、银行内控机制还不够健全，货币信贷供应的持续高增长容易助长重复建设和产品积压，并由此导致不良贷款，引发新的金融风险。因此，对货币信贷的高速增长可能带来的潜在风险要高度重视，应及时采取有效措施，保持货币信贷的稳定增长，防范和化解经济金融运行中的风险。

三、各项存款增加较多

6月末，金融机构本外币存款余额 20.7万亿元，比年初增加 2.3万亿元，同比多增加 8584亿元，增长 21.9% 其中，人民币各项存款比年初增加 2.34亿元，同比多增加 8939亿元，增长 23.3% 外汇存款比年初增加 3.3亿美元，同比少增加 42.8亿美元，增长 4.4%

6月末，金融机构人民币企业存款余额 6.7万亿元，比上年末增加 6744亿元，同比多增加 3728亿元；居民储蓄存款余额 9.8万亿元，比上年末增加 1万亿元，同比多增加 2655亿元。

图 2：1998年以来金融机构人民币企业存款和居民储蓄存款增幅变化趋势图



资料来源：《中国金融机构信贷收支月报》

四、金融机构备付金率下降

6月末，人民银行基础货币余额为 4.3万亿元，同比增长 6.7%，增幅比上年末下降 5.2个百分点。6月末，金融机构备付金率平均为 3.88%，比上年末下降 2.59个百分点。其中，国有独资商业银行为 3.65%，股份制商业银行为 4.08%，农村信用社为 4.08% 金融机构流动性总体正常。

五、利率总水平保持稳定

上半年，人民银行存贷款法定利率继续保持稳定，商业银行贷款利率在人民银行规定的浮动范围内合理分布，人民银行对 14家全国性商业银行的调查显示，

银行贷款余额中利率下浮和不上浮的占 57%, 利率上浮的占 43%。上半年, 大额协议存款利率继续保持下降趋势, 61 个月期协议存款利率一季度集中在 3.13.3% 的区间内, 二季度集中在 2.9~3.2% 的区间内, 分别比去年同期下降 0.25 和 0.7 个百分点。

表 2: 2003 年 1-6 月大额美元存款与美元贷款平均利率表 单位: %

期限	1月	2月	3月	4月	5月	6月
一、 美元大额存款						
3 个月以内	0.9748	1.0052	0.9669	0.9341	0.9362	0.8047
3-6 个月	0.9552	0.9827	0.9413	0.9456	0.9274	0.8198
6-12 个月	1.0132	1.0167	1.0237	0.9543	0.9055	0.7528
1 年	1.0532	1.0946	1.0251	1.0826	0.9619	0.8341
二、 美元贷款						
1 年(固定利率)	3.0915	3.1509	2.9310	2.4339	2.6846	2.5959
1 年(浮动利率)	2.2361	2.1816	1.8614	2.3610	2.2841	1.9538

资料来源: 中国人民银行

境内大额外币存款利率和外币贷款利率均呈下降趋势。6月份, 商业银行大额外币存款中 1 年期美元存款加权平均利率为 0.8341%, 比 1 月份下降 0.2191 个百分点; 1 年期美元贷款, 固定利率加权平均水平为 2.5959%, 比 1 月份下降 0.4956 个百分点; 浮动利率加权平均水平为 1.9538%, 比 1 月份下降 0.2823 个百分点(见表 2)。

六、人民币汇率继续保持稳定

上半年, 我国国际收支状况良好。6月末, 国家外汇储备余额 3465 亿美元, 比上年末增加 601 亿美元。人民币汇率兑美元汇率为 1 美元兑 8.2774 元人民币, 继续保持稳定。

第二部分 货币政策操作

一、灵活进行公开市场操作, 保持基础货币的稳定增长

上半年, 人民银行通过人民币公开市场业务回笼基础货币 2778 亿元, 通过外汇公开市场业务投放基础货币 3876 亿元, 投放、回笼相抵, 净投放基础货币 1098 亿元。人民银行通过公开市场操作保持了基础货币的平稳增长和货币市场利率的相对稳定。基础货币增长速度由 1 月末的 15.04% 下降到 6 月末的 6.7%; 货币市场具有代表性的 7 天期回购利率 6 月末维持在 2.25% 左右的水平。

人民银行于 2003 年第二季度开始发行中央银行票据, 调控基础货币, 调节商业银行的流动性, 引导货币市场利率。人民银行在 4 月 22 日至 6 月 30 日的 10 个发行日中, 以价格招标方式贴现发行 17 期央行票据, 发行总量为 1950 亿元, 其中 3 个月期 900 亿元, 6 个月期 750 亿元, 1 年期 300 亿元。中央银行票据的发行是人民银行公开市场业务交易方式的创新和货币政策操作的现实选择,

专栏 2 中央银行票据

中央银行票据是指人民银行面向全国银行间债券市场成员发行的、期限一般在一年以内的短期债券。人民银行分别于 1993 年、1995 年、1997 年发行过中央银行债券(当时称为融资券)。2002 年 9 月, 人民银行将当时公开市场操作未到期正回购转换为中央银行票据, 共 19 只, 总量为 1937.5 亿元。今年 4 月 22 日, 人民银行开始直接发行央行票据, 截止 6 月末, 共在 10 个发行日发行 17

期、总计 1950亿元央行票据。2003年 6月末央行票据发行余额为 2400亿元。

发行央行票据作为中央银行调节基础货币的一种新形式，是当前人民银行货币政策操作的现实选择。近年来，公开市场业务已成为人民银行货币政策日常操作的重要工具，正回购和现券卖断都是公开市场业务回笼基础货币的交易方式，但它们均受央行持有债券资产的限制。发行央行票据是在保持央行资产总额不变的情况下，通过对央行负债结构的调整以减少商业银行的可贷资金量，从而间接控制商业银行贷款规模。由于中央银行票据在发行规模、发行频率与操作等方面较为灵活，因此发行央行票据是当前中央银行实施稳健货币政策、灵活调控货币供应量的一种有效方式。

发行央行票据对于货币市场发展以及利率市场化改革也具有重要意义。央行票据具有无风险、期限短、流动性高等特点，其发行改变了目前我国货币市场、债券市场缺乏短期工具的现状，有利于促进货币市场发展。连续发行央行票据将形成稳定的短期市场利率水平，为货币市场提供基准利率，从而为中央银行推进利率市场化改革创造条件。

人民银行发行央行票据的主要目的是收回由于购买外汇储备而增加的流动性，对冲操作的结果是人民银行外汇储备资产和央行票据负债同时增加。由于外汇储备是有收益的，央行票据采用市场化方式拍卖发行，有很强的流动性优势，一般来说，央行票据利率低于正回购利率。尤其在大量对冲的情况下，央行票据的低利率优势更加明显。因此从对冲操作的成本 收益角度分析，发行央行票据也是较好的选择。

二、做好“非典”时期的货币信贷和金融服务工作

面对突如其来的“非典”疫情，人民银行全面贯彻落实党中央、国务院关于防治“非典”工作的方针政策，先后在 4月 28日和 5月 19日，发布了《中国人民银行关于加强非典型肺炎防治工作中金融服务的紧急通知》和《中国人民银行关于应对非典型肺炎影响全力做好当前货币信贷工作的意见》，主要内容：一是人民银行各分支机构和各金融机构及时了解各方面对金融服务的要求，保证金融机构业务正常开展和金融平稳运行；二是做好发行基金调拨工作，保障支付清算系统稳定运行和正常的市场交易秩序；三是保持货币信贷总量适度增长，充分发挥金融对经济发展的支持和促进作用，切实保障防治非典型肺炎所需的信贷资金供应；四是对受非典型肺炎疫情影响较大的行业和地区实施适当信贷倾斜，配合财政对民航、旅游、商贸等行业实施的阶段性贷款贴息政策，对部分经营暂时萎缩、资金临时周转困难的企业提供短期流动资金贷款；五是积极培育新的消费热点和经济增长点，有针对性地积极支持企业开发、生产和销售有市场发展前景的保健卫生产品；六是管好用好支农再贷款，做好夏收秋种支农资金供应准备工作。以上措施对于“非典”时期保持各项金融业务的平稳运行发挥了积极作用。

三、协调本外币利率政策，稳步推进利率市场化改革

2003年上半年，在保持人民币存贷款利率稳定的同时，根据我国利率市场化改革的总体目标和步骤，人民银行认真细致地研究了进一步扩大人民币贷款利率浮动幅度的方案，稳步推进利率市场化改革。

7月 2日，在下调境内小额外币存款利率的同时，人民银行放开了境内英镑、瑞士法郎、加拿大元的小额存款利率管理，由各商业银行自行确定并公布。至此，由人民银行制定并公布小额存款利率的外币币种由 7种减少为 4种，即：美元、

欧元、港币和日元。

四、进一步完善房地产信贷政策，促进房地产市场健康发展

目前，我国房地产市场 60%以上的资金来源于信贷资金，房地产贷款余额占商业银行各项贷款余额的比重高达 17.8%。为防范房地产贷款快速增长中隐含的风险，在广泛征求各方面意见的基础上，人民银行于 6月 5日下发了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，要求商业银行从土地、开发、施工、销售等各个环节加强贷款管理。在规范房地产信贷的同时，人民银行将配合有关部门为开发商开辟多种融资方式，特别是股权融资方式。

五、支持农村金融体制改革，进一步改进农村金融服务

根据国务院原则批准的《关于深化农村信用社改革试点方案》，人民银行研究拟定了对试点地区信用社给予适当资金支持的方案，在防范道德风险的前提下，帮助消化信用社历史包袱，促进农村信用社改革试点的顺利开展。同时，继续推广农户小额信贷，支持农村经济发展，努力增加农民收入。

六、密切监测国际主要货币汇率变化，努力保持人民币汇率稳定

面对今年以来国际主要货币汇率变化较大的情况，人民银行加强了对国际金融市场的监测，及时分析国际外汇市场变动情况及其对人民币汇率的影响；针对外汇占款和基础货币增加较多的情况，通过发行中央银行票据和加大公开市场对冲操作的方法，回笼基础货币，保持了人民币汇率稳定；同时制定并实施了一系列方便企业和居民个人用汇、提高外汇使用效率、鼓励企业向境外投资的政策，加强市场在汇率形成中的基础性作用。

专栏 3 美元贬值及其影响

今年以来，美元持续下跌。5月 23日，欧元兑美元汇率达到 1.18，突破了欧元问世时 1.179的开盘价。日元兑美元的汇率水平也直线上升到 115，创 2年来新高。由于美元持续贬值，今年以来欧元和日元汇率已经分别上升 15%和 4.2%。

美元持续贬值的原因。一是美国经济复苏缓慢；二是美国经常项目赤字大幅增加。2002年，美国经常项目逆差达到 5000亿美元，占 GDP的 5%；三是美国国内财政赤字与国外负债呈“双高”态势。2002年联邦政府的财政赤字为 1578亿美元，据美国国会预算办公室预计，2003年美国财政赤字将高达 2870亿美元。同时，美国对外净债务也迅速增加；四是美国经济出现了通货紧缩现象。受到经济增长回落以及石油价格下降等因素的影响，2003年 3月，美国“核心”通货膨胀率由上月的 2%以上下降到 1.5%；五是美国经常项目的巨额赤字影响了欧洲投资者的信心，出现了欧洲投资者抛售美国股票和债券的风潮。

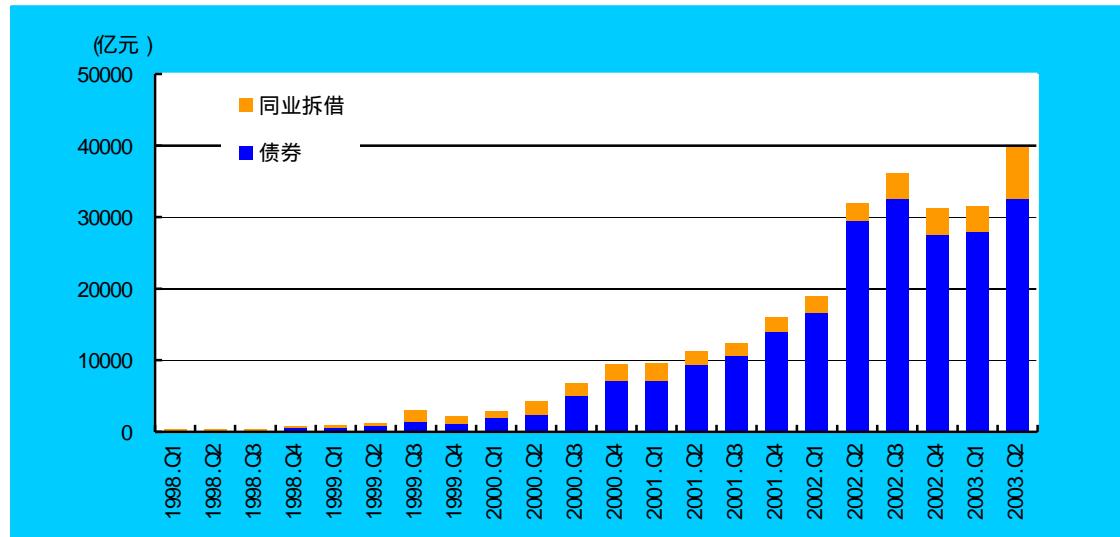
美元贬值提高了美国出口产品的价格竞争力，有利于其扩大出口。欧元兑美元的持续升值，一方面使欧洲公司出口成本增加，减少了其出口收益乃至投资能力；另一方面增强了欧元在国际金融界的地位，欧元升值还可以帮助欧元区国家抑制物价上涨，降低通货膨胀率，使欧洲中央银行得以放松银根来刺激经济复苏。总体来讲，美元贬值增加了全球经济的不确定性，在日本和欧元区等发达经济体同时陷入衰退之际，不利于世界经济整体复苏。

第三部分 金融市场分析

一、银行间市场交易活跃

2003年上半年，银行间市场人民币交易活跃，累计成交 7.15万亿元，同比增加 2.05万亿元，增长 40.3%（第二季度累计成交 39876亿元，比上季增加 8253亿元）。其中，同业拆借成交 1.09万亿元，同比增加 6083亿元，增长 1.3倍；债券现券成交 1.01万亿元，同比增加 7615亿元，增长 3倍；债券回购成交 5.04万亿元，同比增加 6824亿元，增长 15.6%

图 3: 银行间市场交易量



资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

从资金融出、融入情况看，国有商业银行是唯一的资金净融出部门，资金净融入方为其他商业银行（包括股份制商业银行及城市商业银行）和其他金融机构（包括证券及基金、保险公司、农村信用社联社、政策性银行、财务公司、信托投资公司）。从净融入资金的比重看，其他商业银行和证券公司的净融入比重同比上升较多，保险公司等其他金融机构的净融入比重同比下降较多（见表 3）。

表 3: 金融机构资金融出、融入情况表

	净融入	同比多增	同比增长 (%)
国有商业银行	-25478 ¹	-3579 ²	16.3
其他商业银行	12965	4070	45.8
其他金融机构	12210	-682	-42.8
证券及基金	4922	1663	51.0
保险公司	306	-1526	-83.3
其他	6982	-819	-10.5

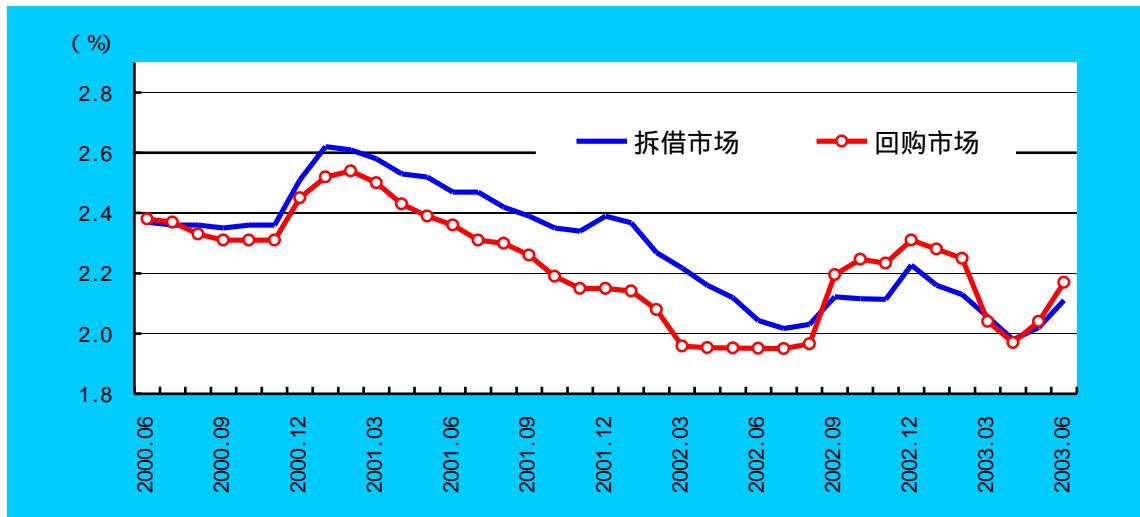
注：1. 负号表示净融出。2. 负号表示净融出同比多增。

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

上半年，银行间市场同业拆借和债券回购交易的月加权平均利率基本平稳，略呈先降后升走势。两个市场利率分别由年初的 2.18% 和 2.28% 持续下降至 4月份的 1.98% 和 1.97%；5月份市场利率有所回升，两种利率当月分别比上月上升 0.04 和 0.07 个百分点；6月份同业拆借和债券回购月加权平均利率继续上升，

分别升至 2.11% 和 2.17%

图 4: 货币市场月加权平均利率走势图



资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》。

二、债券市场发行状况较好

2003年上半年，财政部累计发行国债 3140亿元，同比增加 540亿元，增长 20.8%(二季度发行国债 2190亿元，比上季增长 1.3倍)。其中，发行凭证式国债 1400亿元，同比增长 1.3倍；发行记账式国债 1740亿元，同比减少 260亿元，下降 13%。政策性金融债累计发行 1380亿元，同比增加 325亿元，增长 30.8%(二季度发行政策性金融债 980亿元，比上季增长 1.5倍)。企业债累计发行 65亿元，同比减少 10亿元，下降 13.3%(二季度无发行)。

专栏 4 中国债券市场

一、中国债券市场发展概况

1997年前，我国债券市场主要分为交易所市场和银行柜台凭证式国债市场。1997年 6月，商业银行退出交易所市场，开始使用在中央国债登记结算公司所托管的债券进行现券和回购买卖，债券市场逐步形成了银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场共存、场外市场和场内市场并立的格局。

银行间债券市场

银行间债券市场是机构投资者进行大宗批发交易的场外市场，大部分记账式国债和全部政策性银行债券均在银行间债券市场发行、交易。市场交易以询价的方式进行，自主谈判，逐笔成交。截止 2003年 6月底，在银行间债券市场交易的债券余额为 2.74万亿元，其中国债 1.48万亿元，政策性金融债 1.03万亿元，中央银行票据 2400亿元。

交易所债券市场

交易所债券市场是各类投资人包括机构和个人进行债券买卖的场所。交易所市场是场内市场，集中竞价，撮合成交。截止 2003年 6月底，在交易所交易的债券余额约为 3635亿元，其中国债 3308亿元，企业债 327亿元。

商业银行柜台市场

商业银行柜台市场包括两部分，一是财政部通过商业银行柜台向个人和企业发行凭证式国债，二是财政部通过商业银行柜台发行、个人和企业通过商业银行柜台交易记账式国债。

二、中国债券市场发展中的问题

改革开放以来，我国金融结构不断改善，金融产品不断丰富。但在融资体制上，以银行融资为主的间接融资体制仍占据主导地位，直接融资比例过低。企业高度依赖以银行贷款为主的间接融资，已经成为我国金融业发展迫切需要解决的问题之一。发展债券市场是深化金融结构改革的重要内容，也是完善中央银行宏观调控、推动利率市场化改革的基础。目前我国债券市场发展面临的主要问题是：

一是债券供给不足，市场发展不平衡。中国债券市场总体上落后于发达的市场经济国家。2002年末中国债券市场的各类债券包括国债（包括凭证式国债）政策性金融债和企业债占GDP的比重为34.22%，而主要市场经济国家是100%左右。债券市场总量上严重供给不足，结构上也极不合理。债券市场主要是国债和政策性金融债，公司债券只占很少部分；债券市场的期限结构也不合理，现有债券绝大部分是长期债券，短期债券比重很小。二是债券市场流动性有待提高。市场缺乏流动性既有债券供给和需求方面的原因，也有交易方式单一、做市商和经纪人等竞争性市场交易中介空缺、市场透明度不高等方面的原因。三是债券市场评级体系滞后。目前债券市场上尚未建立独立、公正、权威的评级体系，缺少对债券发行人的持续信息披露规范。四是债券市场基础设施建设亟待加强。随着债券市场的发展，债券交易系统和登记托管结算系统需要进一步升级改造。

三、中国债券市场展望

中国债券市场的发展目标是建立全国统一、面向所有金融机构及企业法人和个人投资者的市场，债券市场由功能不同的子市场组成，其中场外批发市场是主体，场内零售市场是补充。中国债券市场主要由银行间市场和交易所市场构成，尽管这两个市场的功能有所不同，但是通过交易主体的相互交叉，这两个市场已经实现了一定程度的相互联结。今后，要进一步沟通两个市场之间的联系，交易主体可以在遵守规则的前提下，根据需要自由地选择交易场所和交易方式，资金可以自由地在不同的市场间流动。

第一，增加债券市场的供应。结合我国现代商业银行体制的改造，运用金融工程和现代信息技术，实现信贷资产证券化；围绕商业银行负债结构调整，允许商业银行发行金融债券、大额可转让存单等；大力发展公司债、项目债市场；丰富债券的期限品种，促进各种债券市场均衡、协调地发展。

第二，改善市场条件，提高二级市场流动性。进一步完善做市商制度，提高债券市场流动性，推动债券经纪业务的开展，适时推出债券衍生产品。

第三，建立债券评级体系。为了满足非政府机构特别是商业机构发行债券的需要，建立规范、透明、公正的信用评级体系十分必要。

第四，完善债券托管和结算体系。尽快实现债券交易结算的券款对付（DVP）方式，避免结算风险；借鉴国际先进经验，通过匿名报价、匿名点击成交等技术安排，开发、改造电子交易系统，增加电子交易的经纪功能；尽快连通债券交易和结算系统，提高债券市场的交易效率。

三、票据市场规模继续扩大

2003年上半年，企业累计签发商业汇票12474亿元，同比增加5516亿元，增长79.3%；累计票据贴现和再贴现1.95万亿元，同比增加1.05万亿元，增长1.2倍。6月末，已签发的未到期商业汇票余额为10741亿元，同比增加5072亿元，增长89.5%；票据贴现和再贴现余额8216亿元，同比增加4170亿元，增长1倍。商业票据市场的快速发展促进了资金的有效配置，对缓解中小企业融资

难发挥了积极作用。

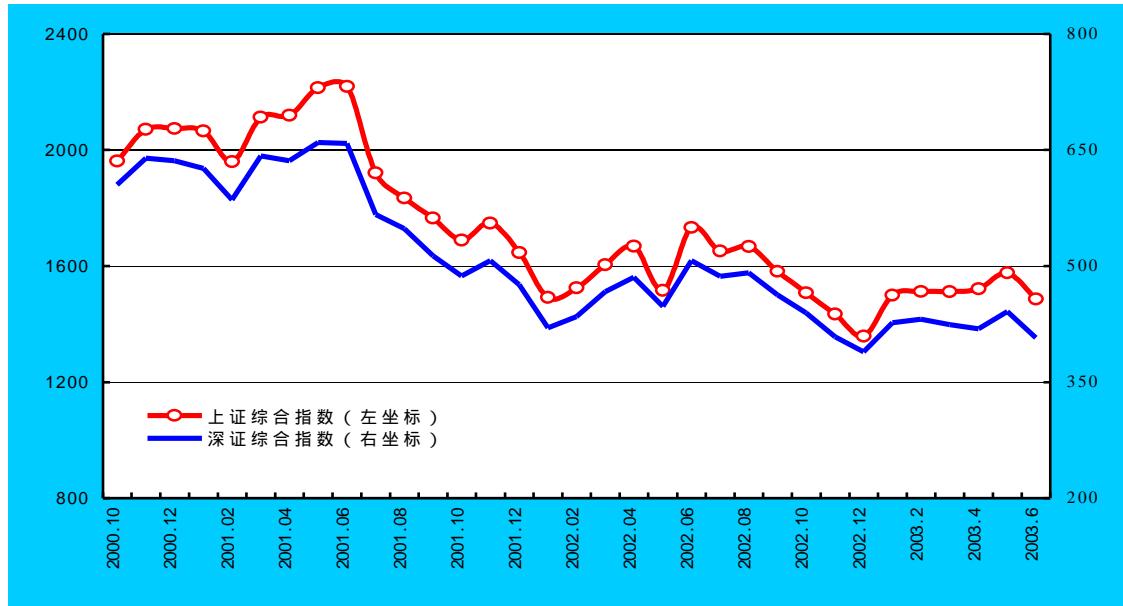
票据市场规模扩大的原因有以下几方面：一是经济增长速度加快，企业生产经营活跃，融资需求尤其是短期融资需求增加。二是票据融资成本低于银行贷款，企业签发、贴现票据的积极性较高。目前6个月期的贷款利率为5.04%，而上半年贴现率最高时仅为3.6%左右。三是票据业务具有效益好、周转快、安全性较高的特点，成为商业银行纷纷看好的新兴业务，各商业银行采取多项措施，大力促进票据业务发展。在票据市场快速发展的同时，仍然要注意票据融资的合规性，重视防范风险。2003年6月30日，中国票据网正式启用，向金融机构提供票据转贴现和票据回购的报价、查询、在线业务洽谈服务，将有助于推动票据市场全方位健康发展。

四、股票市场运行平稳

上半年股票市场交易与去年同期相比较为活跃，沪、深股市累计成交1.8万亿元，同比增加1183亿元（二季度累计成交1.1万亿元，比上季增加4680亿元）；日均成交158.1亿元，同比增加6.3亿元，增长4.2%。其中A股累计成交1.8万亿元，同比增加1367亿元；日均成交155亿元，同比增加8.2亿元，增长5.6%。

前5个月，沪、深股指在波动中上扬。5月末，上证综指收于1576点，比上年末上涨218点，上涨16.1%；深证综指收于441点，比上年末上涨52点，上涨13.4%。6月份，沪、深股市出现下滑。6月末，上证综指收盘于1486点，比上月下降5.7%，深证综指收盘于407点，比上月下降7.7%。

图5：月末收盘指数图



资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》。

上半年，企业在股票市场上累计筹资350亿元，同比减少67亿元，下降16.1%（二季度累计筹资145亿元，比上季减少60亿元）。其中，A股筹资（包括发行、增发和配股）212亿元，同比减少187亿元，下降46.8%；H股发行筹资4.66亿美元，同比增加4.12亿美元；发行可转债99亿元，同比增加76亿元。

上半年，国内非金融企业部门（包括住户、企业和政府部门）以贷款、股票（可流通上市股票的筹资部分）、国债和企业债这四种方式新增融入的资金总计为

2.13万亿元(本外币合计),同比多融资1.05万亿元,增长98.2%。上半年,国内非金融企业部门贷款、国债、企业债和股票融资的比重为89.5:8.6:0.3:1.6,与2002年同期相比,贷款融资比重上升了8.8个百分点,国债、企业债和股票融资分别下降6.1、0.4和2.3个百分点(见表4)。直接融资比重大幅下降应引起重视。

表4:国内金融市场融资情况表

	全年新增融资量(亿元人民币)				比重			
	2003年上半年	2002年上半年	2002年	2001年	2003年上半年	2002年上半年	2002年	2001年
国内金融市场融资总量	21272	10734	23976	16555	100.0	100.0	100.0	100.0
贷款	19033	8667	19228	12558	89.5	80.7	80.2	75.9
国债	1824	1575	3461	2598	8.6	14.7	14.4	15.7
企业债	65	75	325	147	0.3	0.7	1.4	0.9
股票	350	417	962	1252	1.6	3.9	4.0	7.6

资料来源:中国人民银行统计司

五、保险市场保持快速发展势头

近年来我国保险业发展迅速。一是保险机构不断发展。截止2002年底,我国保险公司已经从4家发展到58家,保险公司的总资产达到6494亿元,比2001年增长41.5%。今年以来,保险业继续快速发展,6月底总资产达到7800亿元。二是保费收入持续增长。从1980年到2001年,我国保险业保费收入以年均32%的速度增长,到2002年,全国保费收入达到3054.2亿元。2003年上半年,保费收入2126.1亿元,同比增长32%。在保费收入不断增加的同时,保险的经济补偿作用明显增强。2002年,保险业累计赔款、给付706.73亿元。2003年上半年,保险业累计赔款、给付267亿元,同比增加50亿元。三是保险深度(保费收入占国内生产总值的比重)和保险密度(人均保费收入)稳步提高。我国保险深度和保险密度自80年代以来持续提高,分别从1980年的0.1%和0.47元,上升到2002年的2.98%和237.6元。四是人身险发展快于财产险。2002年,人身险保费收入2274.6亿元,所占比重达到74.5%,财产险保费收入778.5亿元,占比为25.5%。2003年上半年,人身险保费收入1652.6亿元,同比增长39.3%,占比为77.7%;财产险保费收入473.5亿元,同比增长11.8%,占比为22.3%。从人身险内部结构来看,寿险比例占到了90%左右,而寿险业务中投资型的寿险产品的发展又大大快于传统保障产品,2002年投资型寿险产品保费收入占整个人寿保险总保费收入的54%。

随着保险业的快速发展,保险公司的可运用资金不断增加。截止2003年3月末,保险公司资金运用余额为6292亿元,其中,银行存款占50.39%,国债投资占18.1%,证券投资基金投资占5.12%,金融债券投资占9.12%,企业债投资占3.44%,其他投资占13.83%。拓宽保险资金运用渠道,从政策环境、保险业资金运用能力等方面努力提高保险业资金的运用效益,是我国保险业进一步发展中面临的重要问题。

六、外汇市场交易量显著增加

2003年上半年,由于外贸顺差、境内外美元利差扩大、本外币利差变化等

原因，银行间外汇市场交易量显著增加，各币种累计成交折合美元 591亿，同比多成交 206亿美元，日均成交 4.84亿美元，同比增长 50.8% 其中美元品种成交 577亿，日均成交 4.73亿美元，同比增长 50.6%

第四部分 宏观经济分析

一、国际经济金融形势

今年上半年，受伊拉克战争和“非典”疫情影响，世界经济增速放慢，低于预期，国际组织纷纷下调世界经济增长率。国际货币基金组织在 4月份把去年 9 月份的预测调低了 0.5个百分点至 3.2%，略快于 2002年。

主要经济体增长缓慢。美国 GDP一季度增长 1.4%，二季度增长 2.4%，经济出现回升势头，但失业率在 6月份已升至 6.4%，为九年来新高。欧元区一季度 GDP环比增长仅为 0.1% 二季度投资不振、消费低迷，欧元升值增加了出口的难度，经济出现停滞趋势，4月份失业率升至 8.8%，为 3年来最高。日本一季度 GDP增长也为 0.1%，失业率高达 5.4% 由于内需低迷，生产者价格指数和消费者价格指数持续下降，通货紧缩的局面没有改变。东南亚地区多数经济体的经济增长出现了一定程度的下滑，但总体保持较高增长势头。

一季度国际金融市场动荡加剧。伊拉克战争结束后，由于美国巨大的贸易逆差和财政赤字，美元持续贬值。二季度，随着战争带来的不确定性逐渐减弱，美国、欧元区和日本的债券收益率下降，股价开始上涨。6月份，欧洲中央银行和美联储相继降息，进一步刺激了股市的上涨。从 4月 1日到 6月末，道琼斯工业平均股价上升了 12.5%，英国金融时报指数和日经指数分别上涨了 13.6% 和 14.2%

发达国家继续实行宽松的货币政策，宏观经济政策的调节空间缩小。日本银行 5月初决定购买企业的资产担保证券，增加对企业进行直接融资的渠道。欧洲中央银行在 3月降息的基础上，6月 3日再次下调再融资利率 0.5个百分点至历史最低水平 2% 美联储 6月 25日将联邦基金利率下调 0.25个百分点至 1%，创 1958年以来的新低。英格兰银行 7月 6日把基本利率调低 0.25个百分点至 3.75%，达到 1955年以来的最低水平。

专栏 5 日本的泡沫经济

1985年 9月，为改变日本对美国大额贸易顺差和美元升值的局面，在美国的策划下，美、日、英、法、原西德五国在纽约的广场饭店召开了财长和中央银行行长会议，决定共同大规模干预外汇市场，降低美元对日元和欧洲货币的比价，史称“广场协议”。由此，日元汇率由 1985年 9月的 1美元兑 240日元急剧上升到 1988年初的 1美元兑 120日元，上升了 1倍。

日元大幅升值使出口导向型经济受到压力。为防止经济增长下滑，扩大国内需求，日本开始实行比较宽松的金融政策和财政政策。日本银行从 1986年 1月至 1987年 2月 5次下调利率，贴现率从 5.0%降到 2.5%这一前所未有的低水平上。日本 80年代开始的以利率自由化和取消银行经营业务范围限制为主要内容的金融自由化进程，也使银行放松了贷款条件，企业贷款和债券融资规模不断扩大，1987-1990年日本企业的内部融资和外部融资总量比前四年平均增加一倍。同时，为防止日元兑美元汇价继续上升，日本银行在外汇市场上大规模地买进美元、卖出日元，货币供应量因此迅速膨胀，1987年的增长率达到 10%以上，市场资金更加宽松。

在金融政策宽松、资金充裕的大背景下，日本掀起了一轮投资热潮，长期的低利率政策更是刺激土地和股票价格持续地急剧上升。1984年到1989年，日本的土地价格暴涨了约两倍；1987年底，日本股票市场超过美国成为世界第一。土地、证券等资产价格膨胀异乎寻常地超过国民生产总值增长，形成了以“地产泡沫”、“证券泡沫”和“银行泡沫”为特点的“泡沫经济”。然而，尽管货币供应量在1986-1990年的增长远远超过名义GDP的增长幅度，实际经济增长率也呈上升态势，但是货币政策的主要监测指标——消费物价等普通商品的价格几乎停留在原有水平上，没有发生变化。

面对货币供应和贷款快速增加，地价、股价等资产价格暴涨而消费物价没有上升的形势，日本银行虽然也曾就银行贷款过快提出过警告，指出为了确保稳健经营，应谨慎提供不动产、股票等资产方面的贷款，提醒金融机构警惕贷款规模过高的现象，但在制定政策时缺乏紧迫感，没有采取具体的政策措施。日本的政界、传媒、企业、家庭也普遍认为资产价格的涨跌对经济造成的影响极少，应将政策的重心放在促进经济增长方面。

连续多年的货币信贷超经济增长，造成市场银根极度宽松，潜在的通胀压力不断加大，在多国纷纷加息的背景下，1989年日本银行开始上调贴现率，金融形势一改扩张之势，转而呈现迅速收缩的局面。股价和地价开始暴跌，企业的资金周转状况恶化、流动性不足。由于企业纷纷破产，银行等金融机构形成了巨额的不良资产。金融危机进而对实体经济产生了巨大影响，“泡沫经济”随之破灭，日本实际经济增长停滞，陷入了为期十年的经济萧条。

二、我国宏观经济运行的基本情况

今年以来，我国克服了伊拉克战争和“非典”疫情带来的负面影响，保持了经济增长的趋势。一季度GDP增长9.9%，是1996年以来增长最快的一个季度。二季度，受“非典”疫情影响，消费需求大幅度下滑，但固定资产投资和净出口继续保持高速增长，上半年GDP超过5万亿元，累计同比增长8.2%。居民消费价格继续低位增长。

（一）需求分析

消费需求略有下降。今年上半年，我国累计实现社会消费品零售总额2.2万亿元，同比增长8%，增速比上年同期低0.6个百分点。受“非典”影响最大的5月份，社会消费品零售总额为3463亿元，当月同比增长仅4.3%，是上年同期增速的一半，为1991年以来的最低水平。随着“非典”疫情的减弱，消费需求开始回升。6月份，社会消费品零售总额同比增长8.3%。

固定资产投资需求持续高增长，更新改造投资增速明显加快。今年上半年，全社会累计完成固定资产投资1.9万亿元，同比增长31%，增速高于去年同期近10个百分点，是1995年以来同期的最高水平。除基建投资和房地产开发投资保持高速增长外，更新改造投资同比增长39.2%，同比增幅提高23.1个百分点。

净出口需求继续正增长。今年上半年，我国进出口总额达到3761亿美元，同比增长39%，增速比上年同期提高26.7个百分点。其中，出口1903亿美元，同比增长34%；进口1858亿美元，同比增长44.5%，贸易顺差45亿美元，比上年同期下降89亿。分月度看，1-3月受石油大量进口和关税下调后汽车零配件集中进口的影响，我国对外贸易出现逆差。4月份实现贸易顺差10.2亿美元，5、6两月贸易顺差均为22亿美元。外商直接投资受“非典”影响在5月份略有

回落外，其他月份均保持高速增长，1-5月同比增长高达48.2%，大大高于去年同期12.4%的水平。

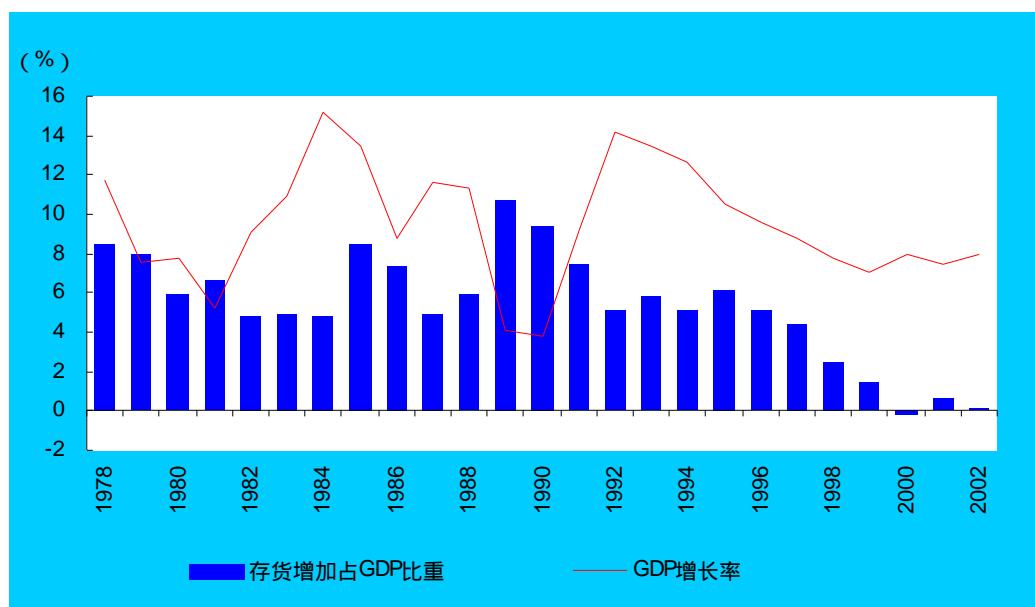
专栏 6 存货与经济增长

从支出法GDP核算的角度看，GDP的主要构成为最终消费、资本形成总额及货物和服务净出口。其中资本形成总额包括固定资本形成总额和存货增加。存货的持有者主要是生产部门和销售部门。对生产部门而言，存货包括原材料、在产品和产成品；对销售部门而言，存货主要是尚未销售出去的库存商品。

在成熟的市场经济国家，存货有顺周期的特征。经济高涨时，存货增加；经济衰退时，存货急剧减少。存货可以用于平滑生产的波动，避免销售的下降，此外，在低价位增加存货还可以进行投机。存货循环是整个经济循环的一个重要子循环。存货占GDP的比重可以反映一个经济体市场化的程度，成熟的市场经济国家，存货增加占GDP的比重很低，一般不到1%。

90年代中期以前，我国的存货水平较高。1978-1995年，我国存货增加占GDP比重平均为6.7%，1989年最高时达到GDP的10%，主要原因是我国一些企业过去只注重生产，较少注意市场。90年代中期以后，随着国有企业改革的深化，企业更加关注市场。1998年以后，市场对企业生产的约束力日益增强，我国企业不得不适应市场，减少存货。1998年，存货占GDP比重为2.4%，2000年进一步下降至-0.1%，并连续三年保持在1%以下（见图6）。2002年下半年以来，随着我国工业生产增速的加快，企业存货又逐渐增加。

图 6：存货变化与经济增长示意图



资料来源：《中国统计年鉴 2002年》，《中国统计摘要 2003年》

2003年6月末，全国规模以上工业企业的产成品库存共计7956亿元，同比增长27.3%，增幅比上年同期上升6.3个百分点。2003年上半年工业产品累计销售率达97.15%，比上年同期提高0.1个百分点。国家统计局全国600种主要商品供求排队调查结果显示，我国商品供过于求的情况有所缓解，2003年上半年，供求基本平衡的商品占排队商品总数的14.5%，与2002年下半年相比增加了1.5个百分点；供过于求的商品占85.5%，与2002年下半年相比减少了1.5个百分点。值得注意的是，“非典”疫情造成部分企业和行业订单减少，存货在今后一段时间有可能进一步上升。因此，对目前存货增加的情况要进行密切监测，商业

银行要密切关注贷款企业生产经营活动，加强贷款质量管理。

（二）供给分析

工业生产快速增长。上半年累计完成工业增加值 1.8 万亿元，同比增长 16.2%，增速比上年同期高 4.5 个百分点。工业产销衔接水平进一步提高，上半年累计产销率为 97.15%，比上年同期提高 0.1 个百分点。工业企业经济效益进一步提高，上半年，工业企业盈亏相抵后实现利润总额 3638 亿元，比上年同期新增 1317 亿元，增长 56.7%。

企业设备利用率提高。中国人民银行 2003 年二季度 5000 户工业企业景气调查显示，设备利用水平超负荷的企业占 4.58%，正常的占 74.16%，不足的占 21.26%，设备利用水平扩散指数^{*}为 -16.7，是 1992 年以来的最好水平，分别比上季及上年同期提高 1.2 和 6 个点。

企业资金相对宽松。5000 户工业企业景气调查显示，5 月末，被监测企业货币资金余额为 4867 亿元，同比增长 20.6%，是 2001 年 10 月以来的较高水平；企业流动资金周转天数为 245 天，比上年同期减少 48 天。问卷调查显示，支付能力较强的企业占 23.15%，正常的企业占 60.82%，下降的企业占 16.03%，支付能力扩散指数为 7.1，比上季和上年同期分别提高 1.2 和 8.3 个点。

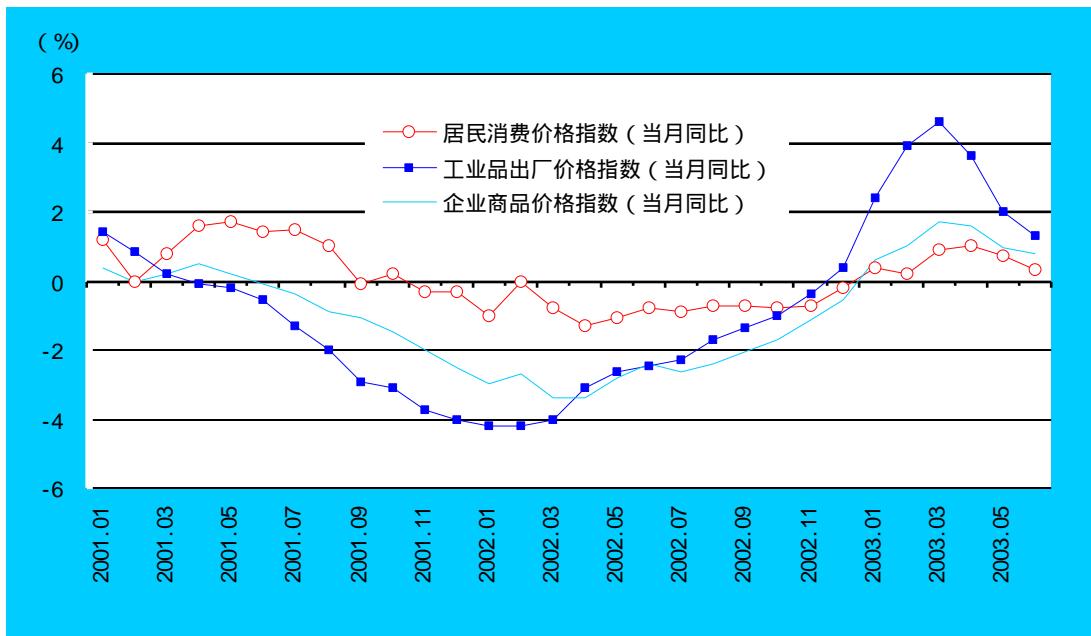
*注：扩散指数是依据景气调查的结果计算出来的。景气调查要求被调查者对某个问题回答是“上升”、“持平”还是“下降”，或是“增加”，“不变”还是“减少”。扩散指数指回答“上升”企业的比重减回答“下降”企业的比重再乘以 100，其数值在 +100 和 -100 之间。扩散指数上升表示景气上升，扩散指数下降表示景气下降。

（三）价格走势

居民消费价格保持正增长态势。1-6 月全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 0.6%，其中一季度上涨 0.5%，二季度上涨 0.7% 分月来看，4 月、5 月和 6 月分别上涨 1%、0.7% 和 0.3%，涨幅趋缓（见图 7）。

生产价格涨势趋缓。1-6 月全国工业品出厂价格同比上涨 2.9%，其中一季度上涨 3.6%，二季度上涨 2.3% 分月来看，4 月、5 月和 6 月分别上涨 3.6%、2% 和 1.3% 中国人民银行监测的企业商品价格 1-6 月同比上涨 1.1%，其中 4 月、5 月和 6 月分别上涨 1.6%、1% 和 0.8%

图 7：价格变动趋势



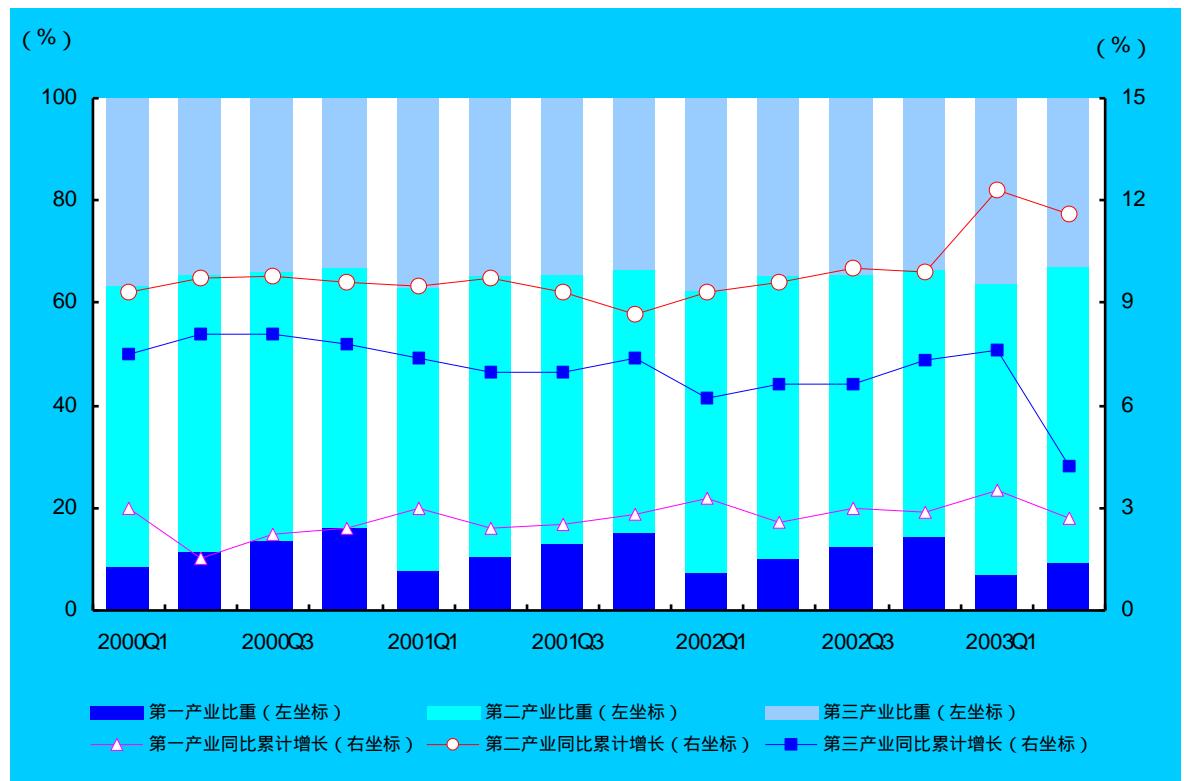
资料来源：国家统计局，中国人民银行

今年以来，我国价格总水平上涨的直接原因是食品价格和国际原油价格的上涨。食品价格的上涨在1月和2月份主要源于春节因素，在4月和5月份主要源于“非典”因素。国际原油价格的上涨主要受伊拉克战争的影响。从经济的基本面来看，投资需求的快速增长和货币信贷的大幅度增加是导致今年价格回升的主要因素，但这种回升受多种因素制约，升幅不会很大。制约因素一是消费领域供大于求的主流格局并没有改变；二是生产能力过剩将持续存在。

三、产业分析

2003年上半年，我国第一产业平稳增长，同比增长2.7%，第二产业增长加快，同比增长11.6%；第三产业受“非典”疫情的影响增幅放慢，同比增长4.2%

图 8: 三次产业的比重与增长率变化图



资料来源：《中国经济景气月报》

(一) 工业行业分析

分行业看，今年上半年，经济景气回升带动基础性原材料产业增长，1-6月份累计，原煤、钢、水泥、发电量同比增长分别为16.3%、21%、15.1%和15.4%；消费结构升级推动汽车、家电、高端电子产品及电子元器件行业发展，1-6月份累计，汽车同比增长32.2%；由于供过于求，移动通信设备和程控交换机生产下降。

大多数行业利润明显增加。上半年，在39个工业大类行业中，有37个行业利润比上年同期增加。新增利润最多的行业是石油和天然气开采业、交通运输设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、电力、热力的生产和供应业。以上五个行业共新增利润821亿元，占全部工业新增利润的62.3%。

目前，我国工业行业发展中存在的主要问题是行业结构不合理，某些生产能力过大的行业仍在盲目扩张，新一轮的重复建设势必进一步加剧结构失衡。行业的重复建设主要表现在四个方面，一是部分低水平、高能耗、高污染的小煤矿、小钢铁、小水泥等死灰复燃。二是一些地方违反规划、无序兴办各类开发区，个别地方以发展高新技术产业为名低价或无偿出让土地，自行减免税费，产业趋同化加剧。三是房地产存在局部过热的现象。四是汽车行业竞争加剧。

在目前持续高增长的固定资产投资的资金来源中，银行贷款的比重在持续上升，其他渠道的资金来源都相对下降（见表5）。金融部门对于重复建设潜藏的风险必须高度重视，防患于未然。

表 5: 固定资产投资资金来源比重

单位：%

到位资金

		国家预算内资金	国内贷款	债券	利用外资	自筹资金及其他资金
1997	100	3.6	21.4	0.5	13.1	61.4
2001	100	7.2	22.3	0.5	5.5	64.6
2002	100	7.5	22.7	0.5	5.2	64.1
2003.1-6	100	5.0	24.8	0.2	5.0	65.0

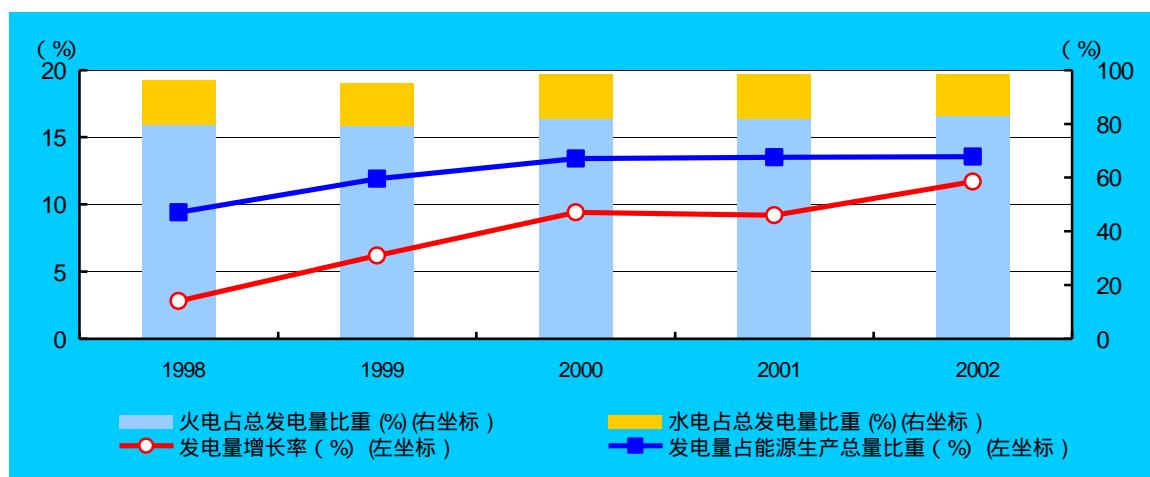
资料来源：国家统计局

(二) 热点行业：电力

1998年以来，电力工业持续快速发展，电力供应在能源生产总量中的比重越来越大。2002年发电量1.6万亿千瓦时，其中，火电1.3万亿千瓦时，占82.9%；水电2465亿千瓦时，占15.4%（见图9）。今年上半年，全国发电量同比增长15.4%，增幅比去年同期高6.6个百分点。

2002年下半年以来，由于经济高增长带动电量需求增大，部分地区出现结构性的供需紧张，部分电网出现了用电紧张和高峰时段拉闸限电问题。2003年上半年，缺电范围较上年有所扩大，曾拉闸限电省份从上年的11个扩大到今年的16个。今年1-5月，以发电设备平均利用小时计算的能力利用率已上升到57%，达到“九五”以来的最大值。今年国家批准了一批电源和电网建设项目，进一步扩大电力供给能力，但由于电力需求的不断走强，我国电力供应相对紧张的矛盾在今后几年内仍会存在。

图 9：1998年以来电力工业发展趋势



资料来源：《中国统计年鉴》

专栏 7 “非典”对我国经济金融的影响

据世界卫生组织统计，截至6月25日，共有32个国家和地区出现过“非典”和疑似“非典”患者，全球“非典”患者累计为8460人，累计808名“非典”患者死亡，死亡率为9.6%。据我国卫生部统计，截至6月26日，我国内地共有26个省市曾报告有“非典”病例，累计报告“非典”型肺炎患者5327名，死亡348名，死亡率为6.5%。

遭受“非典”重创的行业主要是旅游、客运、商业、住宿和餐饮业等。在“非典”最盛行的4月和5月，旅游业全行业基本陷入停顿状态；旅客运输量急剧下降，民航铁路出现亏损；商业、餐饮业明显萎缩，5月份社会商品零售额仅增长4.3%。但6月份以后，旅游、餐饮、娱乐、教育等行业逐步恢复正常，人们的心理恐慌大为降低。除上述行业外，其他行业，特别是能源、原材料等基础

行业受“非典”影响不大，支持了工业生产和固定资产投资的快速增长。此外，与防治“非典”相关的行业在“非典”期间增长迅猛，5月份医药行业生产当月同比增长35.4%，居工业各行业增长速度之首；洗涤用品增长36.7%；轿车、通讯器材产销两旺，体育用品、电风扇、消毒柜、自行车、电动车等的销售增长也明显加快。

“非典”疫情的滞后影响主要集中在出口、就业和农民收入三个方面。“非典”期间，部分企业出口订单减少，有些流失的订单已经无法弥补。“非典”疫情的冲击使服务业新增就业岗位明显减少，使原本就比较严峻的就业矛盾更加突出。此外，“非典”疫情造成700-800万农民工返乡，致使二季度农民现金收入减少，全年农民增收形势严峻。

6月24日，世界卫生组织宣布取消了对北京的旅行限制建议，并把北京从“非典”疫区的名单上除名。6月份的各项宏观经济数字显示，我国经济正在摆脱“非典”的负面影响，保持了稳定快速发展的良好势头。“非典”作为一个突发事件，对我国经济造成了一定冲击，但其影响是暂时的、局部的，有限的，没有损害我国经济增长的基本面，没有改变经济较快增长的格局。“非典”没有改变货币信贷高增长趋势，但对“非典”对信贷质量可能产生的影响仍需密切跟踪监测。

第五部分 预测与展望

一、下半年国际国内经济金融形势

下半年，主要经济体降息和减税措施的效果将逐步显现，世界经济增长势头将略有加快。联合国6月25日发表《联合国2003年度世界经济和社会调查》预测，尽管包括伊拉克战争在内的影响世界经济复苏的地缘政治因素正在消失，但在贸易和投资持续不振的情况下，世界经济今年的复苏步伐仍将非常缓慢。世界经济今年将增长2.25%，略高于去年的2%；全球贸易额将增长4%，高于去年的2%；对外投资将继续低迷。

发达国家金融市场的波动性仍然会较大。汇率方面，5月份美元贬值幅度扩大，但近期对欧元和日元汇率已出现回升。日本和美国将继续实行宽松的货币政策，格林斯潘还表示今后可能采用买进金融资产等曾被视为非传统的策略。如果通货紧缩压力进一步增加，欧洲中央银行表示不排除继续下调利率的可能。

世界经济的缓慢增长，可能进一步强化国际上贸易保护主义的趋向，将制约中国对外出口的扩大，并加大人民币升值的压力。全球资本流动的基本方向没有改变，有利于中国有效利用外资。

综合各方面情况分析，“非典”对全年经济增长的负面影响是有限的，国民经济仍将保持良好的发展势头。但越是形势比预料的好，越是要保持清醒的头脑，高度重视研究和解决经济社会发展中存在的突出问题：一是要深入分析和高度重视目前贷款快速增长的原因以及可能引发的风险。二是警惕因部分地区、部分行业盲目投资、不合理重复建设可能加剧经济结构的失衡。三是高度重视促进就业和提高农民收入问题。四是继续研究中小企业融资问题、支持中小企业健康发展。五是密切监测国际经济变化及其它重大突发事件对我国经济的影响，及时提出应对措施。

下半年，我国将坚持扩大内需的方针，保持政策的连续性和稳定性。要按照扩大内需、调整结构，深化改革、推进开放，统筹兼顾、协调发展，促进就业、改善生活的思路，安排好各项工作，切实把着力点放在调整经济结构、提高经济增长的质量和效益上来。

二、下半年货币政策取向

（一）坚持执行稳健的货币政策，保持货币信贷稳定增长

下半年，中国人民银行将继续执行稳健的货币政策，保持货币政策的连续性和稳定性。要密切关注国内外经济金融运行的新变化，加强对货币信贷的跟踪监测，把握货币政策调控的方向和力度，运用多种货币政策工具，保持货币信贷的稳定增长，维护经济金融发展的良好势头。

（二）继续改善金融服务，支持增加就业和提高农民收入

继续贯彻落实改进对中小企业信贷服务的各项政策措施，继续推广下岗失业人员小额担保贷款，支持企业增加就业。进一步完善消费信贷政策，促进个人住房、汽车和助学贷款等消费信贷业务健康发展。积极支持配合做好农村信用社改革试点工作，继续推广农户小额贷款，努力增加农民收入。继续落实西部大开发的各项金融支持措施。

（三）防止重复建设，防范金融风险

对商业银行进行适当的窗口指导，督促商业银行注意防范货币信贷较快增长时潜在的金融风险，加强贷款风险预警和监测，进一步优化贷款结构，防止重复建设，防范出现新的贷款风险，加快国有商业银行改革。

（四）保持人民币存贷款利率的基本稳定，稳步推进利率市场化改革

下半年，人民币存贷款基准利率将保持基本稳定。同时在总结国内外经验的基础上，稳步推进利率市场化改革。

（五）保持人民币汇率基本稳定，进一步完善人民币汇率形成机制

要继续保持人民币汇率的基本稳定。在坚持以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度的基础上，进一步完善汇率形成机制，促进国际收支平衡。

（六）大力加强社会信用制度建设，加快建立全国企业和个人征信体系

要在认真总结试点经验和借鉴国外经验的基础上，加快建立企业和个人征信体系以促进多种融资形式的发展。一是逐步修改完善现有相关法规，使社会信用制度建设有法可依；二是加强对全国征信体系建设的统一规划和协调，加快制定行业统一技术标准，扩大开展征信试点；三是加快建设全国统一的信用信息数据交换平台；四是切实引导和规范中介机构发展，普及市场经济条件下的信用知识。