

中国货币政策执行报告

二〇〇三年第三季度

中国人民银行货币政策分析小组

2003年10月

总 纂： 易 纲
统 稿： 王 煜、金 玖、张 蓓
执 笔：
 第一部分： 吴显亭、曹德云、张红地
 第二部分： 张翠微、杨丽慧、黄晓龙
 第三部分： 张文红、霍颖励、张敬国
 第四部分： 向晓岚、汪小亚
 第五部分： 谢 多、陈敏强
提供材料的还有： 黄慕东、郑 红、水汝庆、
 王振营、蒋万进

目录

第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量持续高增长	1
二、金融机构贷款增长仍然偏快	2
三、人民币存款稳定增长，外汇存款有所下降	4
四、基础货币增速回升，金融机构备付率有所下降	5
五、利率总水平基本稳定，货币市场利率有所上升	6
六、国家外汇储备继续增加，人民币汇率保持稳定	7
第二部分 货币政策操作	7
一、加大公开市场业务对冲操作力度	7
二、提高法定存款准备金率一个百分点	9
三、适时对金融机构进行“窗口指导”	10
四、加强房地产信贷管理，支持房地产业健康发展	11
五、积极支持农村信用社体制改革	13
六、适当下调境内外币小额存款利率，积极推进邮政储蓄转存款改革	14
七、保持人民币汇率基本稳定，促进国际收支平衡	15
第三部分 金融市场分析	15
一、银行间同业拆借市场交易量快速增长	15
二、债券发行状况总体较好，二级市场交易活跃	16
三、票据市场迅速发展	20
四、股票市场运行平稳	21
五、保险市场发展良好	22
六、外汇市场交易量显著增加	23
第四部分 宏观经济分析	23
一、世界经济总体向好	23
二、我国经济继续快速增长，可持续发展问题须密切关注	26
三、主要行业运行正常，部分行业低水平重复建设有所抬头	31
第五部分 预测与展望	33
一、2003年全年国际经济金融趋势预测	33
二、2003年全年我国经济金融趋势和预测	35

图表、专栏目录

专栏 1: 当前贷款结构分析.....	3
专栏 2: 存款准备金政策.....	9
专栏 3: 货币市场利率.....	18
专栏 4: 保持国民经济全面、协调、可持续发展.....	32
图 1: 1998-2003 年 9 月末各层次货币供应量分季度增速变化趋势	2
图 2: 1998-2003 年 9 月各季度人民币贷款增加额变化趋势	2
图 3: 1998 年以来金融机构人民币存款和外汇存款分季度增量变化趋势....	5
图 4: 2000 年以来基础货币增速和金融机构备付率分季变化趋势.....	6
图 5: 房地产贷款余额趋势图.....	12
图 6: 货币市场月加权平均利率走势图.....	18
图 7: 月末收盘指数图.....	21
图 8: 物价变动趋势.....	30
表 1: 人民银行近年来下发的房地产信贷政策文件.....	11
表 2: 金融机构同业拆借资金融出、融入情况表.....	16
表 3: 金融机构债券资金融出、融入情况表.....	17
表 4: 国内金融市场融资情况表.....	22
表 5: 固定资产投资资金来源比重及增长.....	27

内容摘要

2003 年一至三季度，我国国民经济克服了多种困难，保持了快速发展的良好势头。国内生产总值增长 8.5%，居民消费价格水平上涨 0.7%。

今年以来，货币信贷快速增长，从 5 月份开始，广义货币 M2 增长都在 20% 以上，上半年贷款接近去年全年水平，有力支持了国民经济发展。但对货币信贷增长偏快的趋势，如不采取必要措施加以调控，将会助长低水平重复建设，加剧结构性矛盾，增大潜在的系统性金融风险，影响经济的可持续发展。

中国人民银行倍加珍惜来之不易的良好经济局面，认真执行稳健的货币政策，主要依靠经济手段对货币信贷过快增长进行调控，加大公开市场操作力度，提高存款准备金率一个百分点，综合运用多种货币政策工具，努力保持货币信贷的稳定增长。总体来看，货币信贷增长偏快的趋势开始得到控制。

9 月末，广义货币 M2 余额 21.4 万亿元，同比增长 20.7%；狭义货币 M1 余额 7.9 万亿元，同比增长 18.5%。金融机构本外币贷款余额 16.7 万亿元，比年初增加 2.7 万亿元，同比多增加 1.3 万亿元。

其中三季度金融机构人民币贷款增加 6905 亿元，比二季度少增 2823 亿元。人民币利率、汇率保持基本稳定，金融运行总体平稳。

下一阶段，人民银行要继续维护经济金融发展的良好势头，认真贯彻落实“全面、协调、可持续”的发展观。中央银行必须增强货币政策和金融宏观调控的前瞻性和科学性。要继续执行稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，保持前一阶段货币政策的调控力度，引导货币信贷总量稳定增长。继续保持人民币存贷款利率的基本稳定和货币市场利率的平稳，稳步推进利率市场化改革，逐步建立健全由市场供求决定的利率形成机制。保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，同时在深化金融改革中进一步探索和完善人民币汇率形成机制，促进国际收支平衡。加快发展货币市场，扩大货币市场的融资功能，继续支持资本市场发展，扩大直接融资。继续进行必要的“窗口指导”，督促金融机构防范信贷风险。

第一部分 货币信贷概况

2003 年前三季度，我国国民经济总体运行良好。中国人民银行继续执行稳健的货币政策，认真做好货币政策的预调和微调，充分发挥经济手段在新一轮调控中的主导作用，努力防范系统性金融风险。年初以来货币信贷增长偏快的趋势开始得到控制，金融运行总体平稳，人民币汇率保持稳定。

一、货币供应量持续高增长

9 月末，广义货币 M2 余额 21.4 万亿元，同比增长 20.7%。其中，一季度末增长 18.5%，二季度末增长 20.8%，最高时的 8 月末达 21.6%。狭义货币 M1 余额 7.9 万亿元，同比增长 18.5%。流通中现金 M0 余额 1.8 万亿元，同比增长 12.8%；前三季度，现金累计净投放 1028 亿元，同比多投放 484 亿元。广义货币 M2 和狭义货币 M1 增速分别比年初高 3.9 和 1.7 个百分点，广义货币 M2 增速比同期经济（GDP）增长加消费物价（CPI）涨幅之和高 11.5 个百分点。

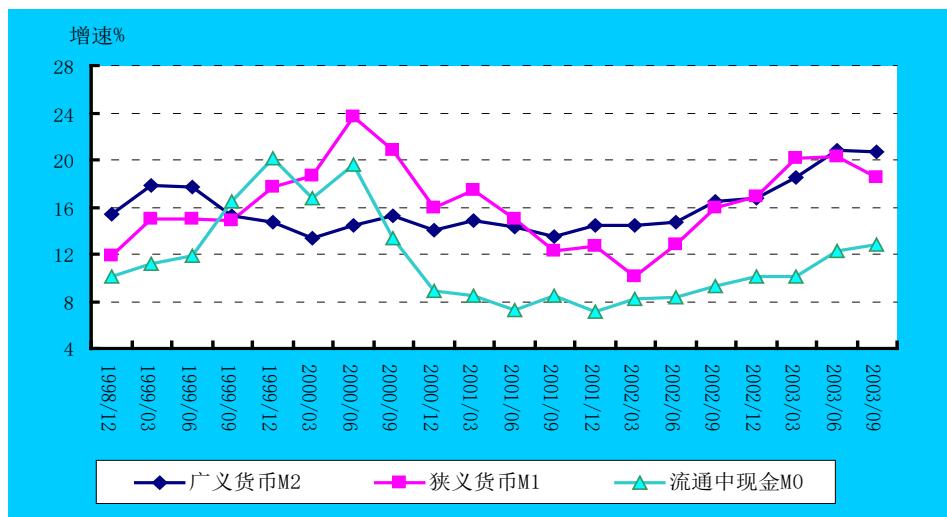


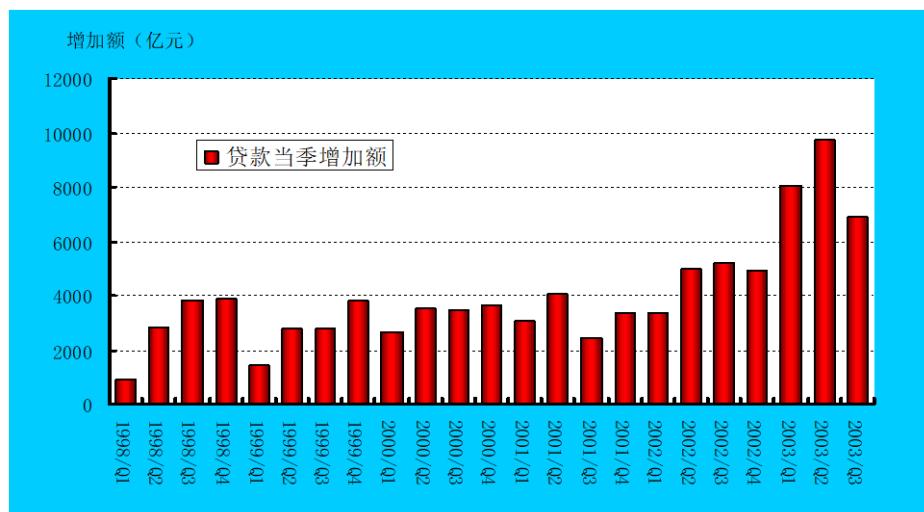
图 1：1998-2003 年 9 月末各层次货币供应量分季度增速变化趋势

资料来源：中国人民银行统计季报(2000 年起 M2 口径调整含股民保证金)

二、金融机构贷款增长仍然偏快

9 月末，金融机构（含外资，下同）本外币贷款余额 16.7 万亿元，比年初增加 2.7 万亿元，同比多增加 1.3 万亿元。其中，人民币贷款比年初增加 2.5 万亿元，比去年全年贷款增加量还多 6240 亿元，同比多增 1.1 万亿元；外汇贷款比年初增加 238 亿美元，同比多增加 179 亿美元。

图 2：1998-2003 年 9 月各季度人民币贷款增加额变化趋势



资料来源：中国人民银行统计季报（2003 年起含外资）

在人民币新增贷款中，一季度为 8082 亿元，同比多增 4758 亿元；二季度为 9728 亿元，同比多增 4752 亿元。“非典”之后，人民银行加强了对货币信贷总量的调控，从三季度开始，金融机构贷款多增态势开始减缓。当季金融机构人民币贷款增加 6905 亿元，比二季度少增 2823 亿元，但仍比去年同期多增 1664 亿元。当前金融机构贷款增速总体仍然偏快。

专栏 1：当前贷款结构分析

贷款结构对经济结构调整具有重要意义。1998 年取消贷款规模管理，中国人民银行对商业银行贷款实行指导性计划管理，商业银行贷款投向和贷款数量由商业银行根据国家法律、政策导向和信贷原则自主确定。

近年来，银行贷款结构逐步优化。从贷款的银行构成看，国有独资商业银行贷款虽然仍占主导地位，但股份制商业银行和农村信用社新增贷款份额逐步扩大。2002 年末，国有独资商业银行、政策性银行、股份制商业银行和农村信用社人民币贷款余额占比分别为 56.4%、12.6%、12.2% 和 10.5%。在今年前三季度新增人民币贷款中，国有独资商业银行占 51.1%，政策性银行占 5.6%，股份制商业银行占 22.7%，农村信用社占 12.7%。从贷款投向结构看，新增贷款主要集中在票据贴现贷款、基建和技改贷款、个人消费贷款、农业贷款、短期工业贷款，这五方面新增贷款投向总体上符合国家宏观政策导向，占同期金融机构全部贷款增加额的 70%。从贷款的地区结构看，新增贷款向经济发达地区集中比较明显。

在贷款大幅度多增的同时，贷款结构继续优化，信贷资金使用效率进一步提高，主要表现为：

一是向中小企业贷款投放增多。根据人民银行信贷登记咨询系统的统计，2003年上半年中小企业贷款占全部贷款的比重为 51.7%，同比提高 0.7 个百分点。票据融资迅猛增长，已成为中小企业重要的资金来源。前三季度，票据贴现增加 4579 亿元，同比多增加 2916 亿元；1-8 月，累计办理票据承兑 1.7 万亿元，其中一半以上用于支持中小企业。根据对北京和上海的调查，在票据承兑中，59% 是向中小企业承兑；在贴现总量中，63% 投向中小企业。私营和个体企业贷款也大幅度增加，前三季度贷款增加 352 亿元，同比多增 117 亿元。

二是对农业的贷款明显多增。前三季度农业贷款累计发放 6515 亿元，同比多发放 1493 亿元，增长 30%。3 季度，在贷款多增态势减缓的情况下，农村信用社贷款继续大幅多增，同比多增 476 亿元。

三是贷款周转速度加快。3 季度，银行及信用社贷款周转次数为 1.02 次，比去年同期加快 0.18 次，周转天数比去年同期缩短 77 天。特别是私营企业和个体贷款累计发放量增长高达 82%，周转速度同比提高 0.26 次，周转天数缩短 54 天。中小企业融资难问题得到进一步缓解。

但是，目前在贷款结构上也存在一些值得关注的问题。首先，金融机构资产负债期限结构失配加剧，潜在的流动性风险更加突出。近年来，商业银行基建贷款、个人住房贷款等中长期信贷业务发展迅速，今年 3 季度末，中长期贷款占全部金融机构贷款的比重为 39%，比 1997 年末提高了 18 个百分点；在存款来源中，定期存款占比为 43%，比 1997 年下降了 10 个百分点。从增量看，金融机构资金来源短期化而资产运用长期化的问题更为明显，前三季度，中长期贷款占各项贷款的比重为 46%，定期存款占存款来源的比重为 43%，如考虑到定期存款中相当部分的期限在一年以下，资产负债期限结构的不对称就更为突出。

其次，房地产贷款在新增中长期贷款中的比重过高，尤其是风险较高的开发贷款增加偏多。前三季度，各类房地产贷款（包括住房开发贷款和个人住房贷款）增加 4264 亿元，占全部中长期贷款增加额的 37%，其中房地产开发贷款增加 1350 亿元，同比多增 1006 亿元。对房地产贷款尤其是房地产开发贷款高速增长中可能存在的系统性信贷风险应当予以警惕。

第三，不良贷款余额下降缓慢，不良贷款损失额仍在增加。降低不良贷款，消化历史包袱，化解金融风险的任务仍然十分艰巨。

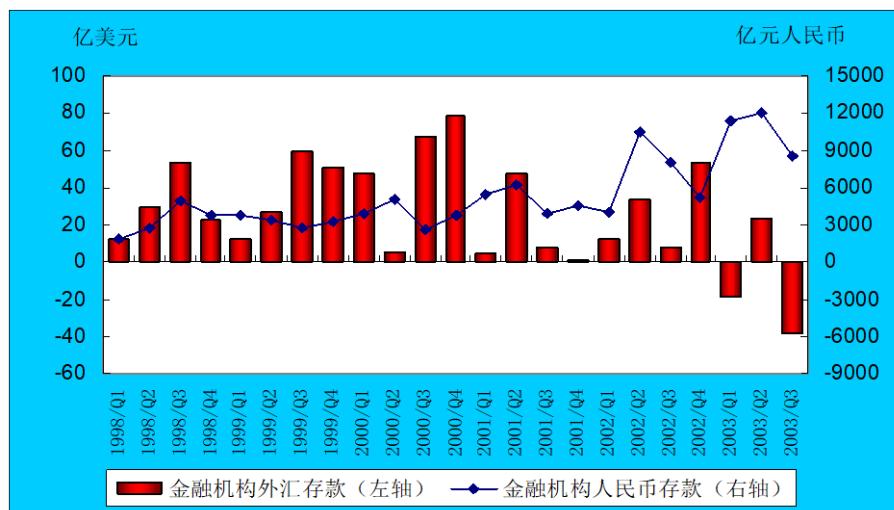
三、人民币存款稳定增长，外汇存款有所下降

9 月末，金融机构本外币存款余额 21.5 万亿元，比年初增加 3.2 万亿元，同比多增 8808 亿元。其中，人民币存款余额 20.3 万亿元，比年初增加 3.2 万亿元，同比多增 9464 亿元；外汇存款余额 1481 亿美元，比年初下降 25.6 亿美元，同比少增 79.2 亿美元（去年同期为增加 53.6 亿美元）。

企业存款和居民储蓄存款继续保持高增长。9 月末，金融机构本

外币企业存款余额 7.4 万亿元，比年初增加 1 万亿元；居民储蓄存款余额 10.8 万亿元，比年初增加 1.38 万亿元。其中，人民币储蓄存款比年初增加 1.4 万亿元，同比多增 3440 亿元；人民币企业存款比年初增加 1 万亿元，同比多增 3743 亿元。

图 3：1998 年以来金融机构人民币存款和外汇存款分季度增量变化趋势



资料来源：《中国金融机构信贷收支月报》（人民币存款 2002 年起含外资）

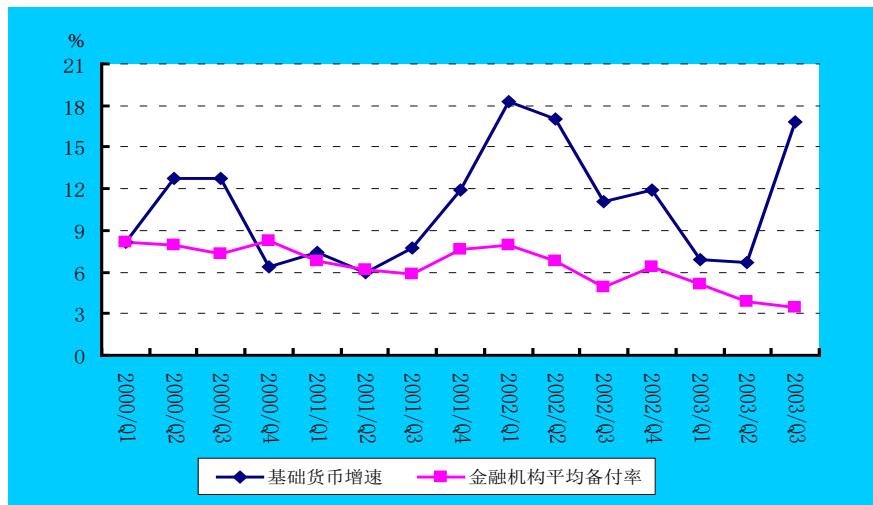
四、基础货币增速回升，金融机构备付率有所下降

9 月末，人民银行基础货币余额为 4.6 万亿元，同比增长 16.8%，增幅比年初高 4.9 个百分点，比 6 月末高 10.1 个百分点。基础货币增幅季末有所回升，主要是国庆节前后市场现金需求量增大、华夏银行等新股发行冻结资金，人民银行向市场适当投放了一些短期调剂资金。同时，存款准备金率上调一个百分点，也相应增加了一部分基础货币。

9 月末，全部金融机构备付金率平均为 3.52%，其中，国有独资商业银行为 3.34%，股份制商业银行为 4.63%，农村信用社为 3.99%。从前三个季度的情况看，金融机构备付率有所下降，其中，一季度为

5.1%，二季度为3.9%。但金融机构另持有人民币有价证券余额2.8万亿元，相当于同期人民币贷款余额的18%，这部分有价证券可以随时在银行间市场实现流动性转换。总体看，金融机构流动性正常。

图4：2000年以来基础货币增速和金融机构备付率分季变化趋势



资料来源：《中国金融机构信贷收支月报》

五、利率总水平基本稳定，货币市场利率有所上升

今年以来，人民币存贷款利率总水平保持基本稳定。自2002年2月21日降息后，金融机构存贷款利率水平未再调整。现行1年期存款利率为1.98%，1年期贷款利率为5.31%，均维持在历史低位水平。61个月期大额协议存款利率一季度集中在3.1%—3.3%之间，二季度集中在3.1%—3.2%之间，三季度集中在3.1%—3.5%的区间。

境内外币存贷款利率水平下降。7月2日，根据国际市场利率变化，人民银行下调了境内外币小额存款利率，带动境内大额外币存款利率和外币贷款利率下降。8月份，中资商业银行大额外币存款中数额占比最大的3至6个月期美元存款加权平均利率为0.8408%，比6月份的0.9516%下降0.1108个百分点；1年期美元贷款，固定利率加

权平均水平为 2.4865%，比 6 月份的 2.5905% 下降 0.104 个百分点；一年期浮动利率加权平均水平为 2.3563%，比 6 月份的 2.4165% 下降 0.0602 个百分点。

货币市场利率有所上升。一季度，银行间同业拆借月加权平均利率各月分别为 2.16%、2.13%、2.06%；回购加权平均利率为 2.28%、2.25%、2.04%；二季度，同业拆借月加权平均利率各月分别为 1.98%、2.02%、2.11%，回购加权平均利率为 1.97%、2.04%、2.17%。三季度，同业拆借加权平均利率各月分别为 2.15%、2.19%、2.69%；债券回购加权平均利率为 2.2%、2.24%、2.93%。

六、国家外汇储备继续增加，人民币汇率保持稳定

前三季度，国际收支形势总体良好，银行结售汇继续保持顺差。到 9 月末，国家外汇储备余额 3839 亿美元，比年初增加 975 亿美元。人民币汇率兑美元汇率为 1 美元兑 8.2770 元人民币，继续保持稳定。

第二部分 货币政策操作

今年以来，货币信贷快速增长有力地支持了国民经济发展。但是，对货币信贷增长偏快的趋势，如不采取必要措施加以调控，将会助长全社会低水平重复建设，增大潜在的系统性金融风险。为此，中国人民银行今年以来主要依靠经济手段对货币信贷过快增长进行了调控。

一、加大公开市场业务对冲操作力度

今年以来，对冲因外汇占款投放的基础货币成为货币政策操作的重点。人民银行主要通过发行中央银行票据及正回购交易对冲因外

汇占款投放的基础货币。特别是第三季度，人民银行公开市场操作面临复杂的市场环境。人民币公开市场操作经历两个阶段：第一阶段从 7 月初至 8 月中旬，人民银行继续发行央行票据，加大力度收回商业银行过多的流动性，保持基础货币平稳增长。本阶段通过债券公开市场操作净回笼基础货币 1050 亿元。第二阶段从 8 月底至 9 月底，针对商业银行的突发性支付流动性需求开展防御性操作，及时调减央行票据发行规模，并通过开展 7 天期逆回购交易向商业银行提供短期资金，缓解商业银行流动性紧张状况；作为准备金政策实施的重要组成部分和必要的市场安排，人民银行还在 9 月底进行赎回央行票据操作，弥补一些中小商业银行执行 7% 存款准备金率的流动性缺口。本阶段净投放基础货币 910 亿元。

公开市场操作具有高度灵活性的特点，使得其在体现货币政策调节总趋势和总方向的同时，还可通过在一个给定的时间里对方向和力度的微调，熨平由于周期性或偶然性因素可能对金融体系流动性以及金融市场带来的剧烈振动，减少金融市场的干扰噪音。今年 8 月下旬以来，公开市场业务不同品种、不同期限结构的交易组合，既体现了央行坚持基础货币稳定增长的政策意图，又及时缓解了政策性、偶然性和季节性因素引起的短期流动性问题。这种灵活主动的操作正是公开市场业务的生命力所在。

从 4 月 22 日至 9 月 30 日，人民银行共发行 42 期央行票据，发行总量为 5450 亿元，其中 3 个月期 3000 亿元，6 个月期 1550 亿元，1 年期 900 亿元；截止 9 月 30 日，央行票据的发行余额为 4254.3 亿

元。1-9月，人民银行通过债券公开市场业务回笼基础货币3346亿元，通过外汇公开市场业务投放基础货币6505亿元，投放、回笼相抵，人民银行通过公开市场业务净投放基础货币3159亿元。

二、提高法定存款准备金率一个百分点

今年以来，贷款增长明显偏快，与金融体系流动性总体偏松有关。尽管人民银行通过发行中央银行票据等进行“对冲”操作，但作为灵活性较强的操作工具，中央银行票据用于对冲持续刚性增长的外汇占款受到一定限制，需要采取更有力的措施，而提高存款准备金率正是冻结流动性的有效政策手段。为了减少发行央行票据回收流动性的压力，防止货币信贷总量过快增长，经国务院批准，人民银行从2003年9月21日起，提高法定存款准备金率一个百分点，即法定存款准备金率由原来的6%调高至7%。

这次法定存款准备金率调整有三个特点：第一，提前一个月宣布，给金融机构流动性管理提供了足够的时间；第二，此次上调一个百分点的法定存款准备金率大体冻结商业银行1500亿元的超额准备金，约占金融机构手持国债、金融债、央行票据的6%，是一项温和的政策措施；第三，作为准备金调整政策的一部分，在总量适当收紧的同时，对有短期流动性困难的金融机构，人民银行及时给予了必要的资金支持，保持了金融运行和货币市场利率走势总体平稳。

专栏 2：存款准备金政策

存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款，中央银行要求的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备金率。存款准备金制度是现代金融制度的基础之一，其初始意义在于保证商业银

行的支付和清算，保证了金融机构不致因受到好的贷款条件的诱惑而将资金过多地贷出，从而影响自身资金的流动性和对客户的支付能力。之后逐渐演变成货币政策工具，中央银行通过调整存款准备金率，影响金融机构的信贷扩张能力，从而间接调控货币供应量。

我国的存款准备金制度是在 1984 年建立起来的，近 20 年来，存款准备金率共经历了七次调整。第一次是 1984 年，中国人民银行根据当时我国实际情况实行差别准备金率，按存款种类核定存款准备金比率，即企业存款为 20%，储蓄存款为 40%，农村存款为 25%。第二次是 1985 年，针对当时存款准备金率偏高的情况，为促进国有商业银行资金自求平衡，中国人民银行改变了按存款种类核定存款准备金率的做法，一律调整为 10%。第三次是 1987 年，中国人民银行为适当集中资金，支持国家重点产业和项目的资金需要，又将存款准备金率从 10% 调至 12%。第四次是 1988 年，存款准备金率调至 13%。这两次调整存款准备金率，对于抑制当时经济过热、物价上涨过快和货币投放过多的状况起到了积极作用。第五次是 1998 年 3 月，经国务院批准，中国人民银行对金融机构的存款准备金制度进行了重大改革，法定存款准备金率由 13% 下调到 8%，准备金存款账户超额部分的总量及分布由各金融机构自行确定；对各金融机构的法定存款准备金按法人统一考核等。第六次是 1999 年 11 月，为了进一步发挥货币政策的作用，增加金融机构可用资金，抑制通货紧缩趋势，经国务院领导批准，中国人民银行下调金融机构法定存款准备金率，由 8% 下调到 6%。第七次是 2003 年 9 月，为保持国民经济全面、协调、可持续发展，经国务院批准，中国人民银行上调金融机构法定存款准备金率，由 6% 调至 7%，以调控信贷走势。为保证这次准备金率调整的顺利实施，人民银行同时灵活运用公开市场操作等货币政策工具，保证货币市场平稳运行。

三、适时对金融机构进行“窗口指导”

7 月份以后，人民银行三次召开窗口指导会议，分析今年以来货币信贷面临的新形势，对货币信贷过快增长可能引发的系统性风险进行了必要的风险提示。要求金融机构注意防止资本充足率下降，控制合理的存贷款比率，预防短期资金长期使用比率过高可能产生的风险，注意加强流动性管理，防止为降低不良资产比率而过度投放贷款，适度控制贷款总量。

总体上看，作为辅助性的货币政策调控手段，“窗口指导”取得了积极效果。7月份以来，国有独资商业银行都对贷款偏快的情况进行了适当调控，并合理调整了对分支行考核办法。大部分股份制商业银行对贷款增速也进行了必要的调整。7、8、9三个月贷款月度投放规模比上半年月度平均规模下降约1000亿元。

四、加强房地产信贷管理，支持房地产业健康发展

房地产业是国民经济的支柱产业之一。保持房地产业的持续、稳定、健康发展，对国民经济健康发展至关重要。1998年以来，根据党中央、国务院的方针政策，中国人民银行先后出台了一系列支持房地产业发展、防范金融风险的政策措施（见表1）。

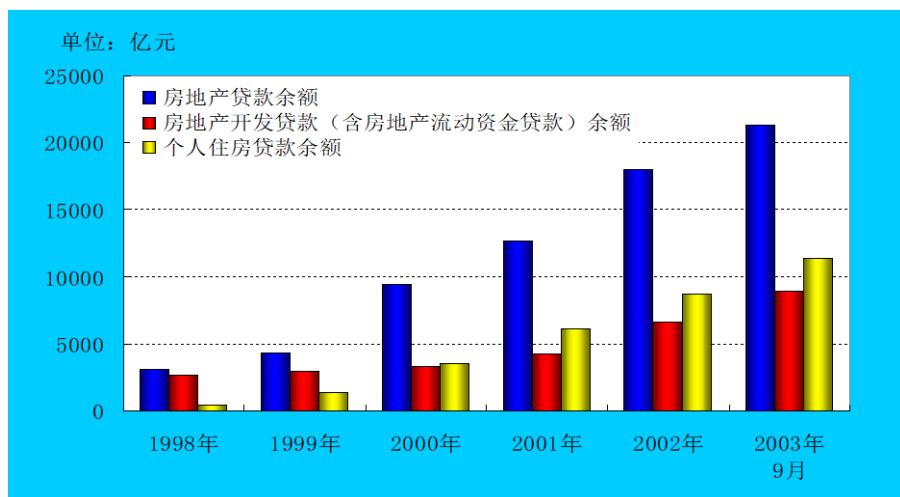
表 1：人民银行近年来下发的房地产信贷政策文件

文 件 名 称	文 号
1. 关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知	银发[1998]169号
2. 关于颁布《个人住房贷款管理办法》的通知	银发[1998]190号
3. 关于下发《关于改进金融服务支持国民经济发展的指导意见》的通知	银发[1998]215号
4. 关于印发《关于开展个人消费信贷的指导意见》的通知	银发[1999]73号
5. 关于下发《经济适用住房开发贷款管理暂行规定》的通知	银发[1999]129号
6. 中国人民银行关于规范住房金融业务的通知	银发[2001]195号
7. 中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知	银发[2003]121号

在国家宏观经济政策和人民银行一系列措施鼓励支持下，房地产信贷业务快速发展，1998-2002年个人住房贷款年均增长率达112.8%，对房地产开发企业和建筑施工企业贷款年均增长率为25.3%。房地产贷款余额从1998年末的3106亿元上升到2003年9月末的21327亿元（见图5）。房地产信贷业务对扩大内需、拉动经济增长作出了重要贡献。综观世界各国历史，房地产信贷业务在这么短的时间

内，以这么快的速度持续发展是少有的。

图 5：房地产贷款余额趋势图



资料来源：中国人民银行

去年以来，部分地区房地产信贷投放过快，隐含潜在风险，为防止因房地产业波动导致国民经济发展的大起大落，维护金融稳定，人民银行在 2003 年 6 月 5 日发布了《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(银发[2003]121 号)，对房地产信贷进行了风险提示，对开发商贷款、建筑业流动资金贷款、个人多套住房贷款等提出了比较原则性的审慎性调控措施，进一步规范房地产信贷市场发展，起到了要求商业银行防范风险的警示作用。

8 月 12 日，国务院下发了《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(国发[2003]18 号)，在充分肯定房地产业已经成为国民经济支柱产业、提出对符合条件的房地产开发企业和房地产项目要继续加大信贷支持力度的同时，明确指出当前我国房地产市场发展还不平衡，一些地区住房供求的结构性矛盾较为突出，房地产价格和投资增长过快，房地产市场的监管和调控有待完善。要求加强房地产

贷款监管，严禁违规发放房地产贷款，控制和化解房地产信贷风险，维护金融稳定。

国务院 18 号文件和人民银行 121 号文件的目的都是促进房地产市场长期健康发展，防范房地产信贷风险，切实维护金融稳定的局面。今后，人民银行将继续按照国务院部署，密切关注房地产等资产价格的变动，及时防止房地产领域增加不良贷款、产生新的金融风险和对实体经济造成损害。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，特别是通过股权融资、项目融资等方式，支持房地产市场健康发展。

五、积极支持农村信用社体制改革

今年 6 月，国务院下发了《深化农村信用社改革试点方案》（国发[2003]15 号文）。主要内容是改革农信社产权制度，由地方政府管理农村信用社，并引入多元投资主体，增资扩股。

根据文件精神，人民银行将按 2002 年底实际资不抵债数额的 50%，发放专项再贷款或专项中央银行票据帮助试点地区农村信用社化解历史包袱。为此，人民银行制定了《农村信用社改革试点专项票据操作办法》和《农村信用社改革试点专项借款管理办法》，已下发人民银行各分行、营业管理部实施。各试点省份可根据本省的具体情况选择一种方式，也可以“一省两制”，即以县为单位，部分县采取专项再贷款，部分县采取专项中央银行票据的方式，但总量不能突破按 2002 年底农村信用社实际资不抵债数额的 50%。实行上述措施，有利于化解农村信用社历史包袱，促进农村信用社的健康发展，改进

对农村经济的金融服务。

六、适当下调境内外币小额存款利率，积极推进邮政储蓄转存款改革

6月25日，继欧洲中央银行3月6日和6月5日两次下调主导利率0.25和0.5个百分点至2%后，美联储也将联邦基金目标利率和再贴现利率分别下调0.25个百分点至1%和0.5%，这带动了国际金融市场利率下降。经国务院批准，人民银行于7月2日下调了境内外币小额存款利率。其中，美元1年期存款利率由0.8125%下调为0.5625%，降低0.25个百分点。同时，人民银行还进一步简化了外币利率管理，放开英镑、瑞士法郎和加拿大元三个币种的外币小额存款利率由商业银行自主确定。

9月1日，经国务院批准，中国人民银行下发了《关于邮政储蓄转存款利率有关问题的通知》。《通知》明确自2003年8月1日起，邮政储蓄新增存款转存人民银行的部分，按照金融机构准备金存款利率（目前年利率为1.89%）计息；此前的邮政储蓄老转存款暂按现行转存款利率计息（目前年利率为4.131%）。同时，自2003年8月1日起允许邮政储蓄新增存款由邮政储蓄机构自主运用，包括进入银行间市场参与债券买卖，与中资商业银行和农村信用社办理大额协议存款，与政策性银行进行业务合作，开展部分中间业务，承销国债和政策性金融债等。本次邮政储蓄转存款改革有利于农村资金留在农村，支持农村经济发展。

七、保持人民币汇率基本稳定，促进国际收支平衡

今年以来，我国国际收支保持顺差，在经常项目顺差同比有所减少的情况下，资本项目顺差大幅增加。针对这个情况，人民银行采取了一些保持人民币汇率稳定，促进国际收支平衡的措施：一是坚持人民币汇率基本稳定的立场；二是理顺外汇供求关系，促进国际收支平衡；三是加大公开市场操作力度，对冲外汇占款增加；四是密切监测人民币汇率和国际汇率的走势。

为促进国际收支平衡，人民银行出台了一系列放宽居民和企业用汇限制的政策措施，主要包括：改革经常账户外汇管理，放宽企业保留外汇限制；不断简化进出口核销手续，便利企业对外贸易活动；改革跨国公司非贸易售付汇管理，以适应其经营活动；提高了个人出国换汇的指导性限额标准，放宽了出境携带外汇的规定；实施境外投资外汇管理改革试点，逐步拓展资本流出渠道等。

第三部分 金融市场分析

一、银行间同业拆借市场交易量快速增长

2003 年前三季度，银行间同业拆借市场交易十分活跃，交易量快速增长。1-9 月份，银行间同业拆借市场累计成交 18113 亿元，同比增加 9722 亿元，增长 1.2 倍，比 2002 年全年交易量增加 6006 亿元。

从同业拆借市场资金融出、融入情况看，国有商业银行仍然是最大的资金净融出部门，资金净融入方为证券及基金公司、农村信用社

联社、政策性银行、财务公司、信托投资公司和外资金融机构。从净融入资金的比重看，证券及基金公司的净融入比重同比上升较多。

表 2：金融机构同业拆借资金融出、融入情况表

	单位：亿元	
	净融入	同比增长 (%)
国有商业银行	-6456	114.2
其他商业银行	-805	-66.4
其他金融机构	6877	30.9
证券及基金公司	6292	58.3
外资金融机构	384	147.3

注：1. 负号表示净融出，正号表示净融入。
2. 其他商业银行包括股份制商业银行及城市商业银行。

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

前三季度，银行间市场同业拆借交易的月加权平均利率呈“下降--回升--上升”走势。拆借利率由年初的 2.16% 持续下降至 4 月份的 1.98%；从 5 月份起至 8 月份，拆借利率恢复性回升至 2.19%。9 月份同业拆借月加权平均利率上升至 2.69%，比上年末上升 0.46 个百分点。

二、债券发行状况总体较好，二级市场交易活跃

(一) 债券发行状况总体较好

2003 年前三季度，财政部累计发行国债 4320.5 亿元，同比减少 183.8 亿元，下降 4.1%。其中，凭证式国债发行 1700 亿元，同比增长 37.7%；记账式国债发行 2620.5 亿元，同比减少 648.8 亿元，下降 19.8%。政策性金融债累计发行 3100 亿元，同比增加 925 亿元，增长 42.5%。企业债累计发行 149 亿元，同比减少 6 亿元，下降 3.9%。

前三季度，国债发行利率基本稳定。三年期国债发行利率为

2.32%，五年期国债发行利率在2.53-2.63%之间，七年期国债发行利率为2.66%，十年期国债发行利率上半年为2.8%，9月份随市场利率走高升至3.02%。

政策性金融债发行利率随市场利率变化，总体上呈先下降、后回升的态势。1月份国家开发银行发行的10年期债券利率为3.39%。3-4月份随市场利率的走低，政策性金融债的发行利率也持续走低，4月份当月发行的10年期政策性金融债利率为2.45%。5月份起，随市场利率的恢复性回升，政策性金融债的发行利率也稳步回升。6月份10年期的政策性金融债的发行利率回升至2.47%，7-8月份继续回升至2.77%。9月份国家开发银行发行的10年期债券的利率上升为3.89%。

(二) 银行间债券市场交易活跃

2003年前三季度，银行间债券市场交易十分活跃，累计成交11万亿元，同比增加3.2万亿元，增长40.3%。其中，债券现券交易成交2.3万亿元，同比增加1.9万亿元，增长5.5倍；债券回购成交8.8万亿元，同比增加1.3万亿元，增长16.8%。银行间债券市场的流动性明显提升。

表 3：金融机构债券资金融出、融入情况表

	净融入	同比增长(%)
国有商业银行	-46760	39.0
其他商业银行	33850	107.0
其他金融机构	12976	-23.3
证券及基金	1550	97.6
保险公司	63	-97.9
外资金融机构	-66	-319.5

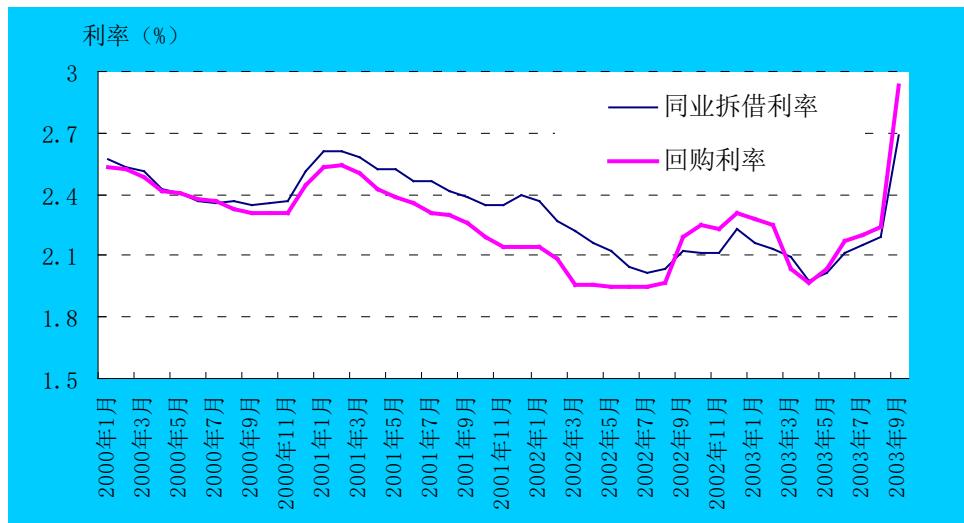
注：1. 负号表示净融出，正号表示净融入。

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，国有商业银行是最主要的资金净融出部门，资金净融入方主要为其他商业银行和其他金融机构。从净融入资金的比重看，其他商业银行净融入比重同比上升较多。

前三季度，银行间市场债券回购交易月加权平均利率也呈“下降--回升--上升”的走势。债券回购利率由年初的 2.28%下降至 4 月份的 1.97%；从 5 月份起至 8 月份，回购利率回升至 2.24%。9 月份债券回购月加权平均利率上升至 2.93%，比上年末上升 0.62 个百分点。

图 6：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》。

专栏 3：货币市场利率

货币市场利率是一项综合反映货币市场资金供求以及货币市场交易主体资信状况的指标。我国货币市场利率主要包括债券回购利率和同业拆借利率。1996 年 6 月 1 日，人民银行放开了同业拆借利率的上限控制；1997 年组建银行间债券市场后，债券回购利率和债券的交易价格完全由交易双方自行决定。目前，我国货币市场已经基本形成了市场化的利率体系。

从近年来货币市场利率的走势和变动情况看，基本上有以下几个方面的特点：第一，债券回购是以债券为质押的短期融资行为，其风险通常小于以信用为基础的拆借行为，因此，对信用等级相同的金融机构，债券回购利率一般低于拆借利率。第二，各类金融机构的类型、性质、信用程度差别较大，其拆借利率也相差很大。国有商业银行以及大金融机构之间的拆借利率运行较为平稳，而资产质量较差的金融机构的拆借利率波动较大。第三，各类机构之间的债券回购利率相对差别不大，这是因为债券回购的风险较低，交易主体之间进行交易时，侧重于对资金供求情况的判断。因此，债券回购利率更能客观地反映资金的供求和流动性状况。

近年来，货币市场利率总体较为平稳，略有下降。每年元旦、春节期间受现金投放等因素的影响，货币市场资金较为紧张，货币市场利率会略有上扬。2003年8月下旬以来，货币市场利率上升较快，从8月23日到9月30日，同业拆借利率由2.26%上升到2.71%，上升了45个基点，债券回购利率由2.27%上升到3.24%，上升了97个基点。

货币市场利率上升较快的原因主要有以下几个方面：一是宏观经济调控措施出台后，商业银行资产结构调整需要一个过程。经国务院批准，人民银行8月23日公布，商业银行存款准备金率将于9月21日起由6%提高到7%。该项措施出台后，部分商业银行由于贷款增加过快，资产负债结构不够合理，而调整资产结构又需要一定的时间，从而出现备付金水平有所降低和流动性相对不足的局面。二是上半年人民银行着眼于货币政策的预调和微调，基础货币增长率保持在6.7%的较低水平，部分商业银行主要通过降低备付金率的方式扩张贷款。当人民银行上调存款准备金率一个百分点时，备付金率已经处于较低水平的商业银行资金头寸趋紧。三是部分金融机构用短期回购资金发放贷款或购买债券，形成较高的“以短搏长”的杠杆比率，造成资金的结构性紧张。四是新股发行方式变化，对银行头寸需求大幅度增加。由于新股发行重新采用上网认购的方式，为保证新股发行时有充足的资金，商业银行必须时刻准备着较高的流动性。在这种情况下，即便是资金较为宽松的商业银行，也不得不实施谨慎的流动性管理策略，以防范新股认购资金向验资银行转移而引致的流动性短缺。五是近期债券发行缴款比较集中。今年8、9月份，债券发行缴款2000多亿元。

随着货币市场不断完善和发展，金融机构对货币市场利率的敏感性显著提高，货币市场利率越来越重要，逐渐成为反映市场资金头寸松紧的晴雨表。过去，主要是通过贷款规模管理甚至行政命令等方式进行调控，其特点是容易实现对于贷款控制的目标，但难以避免“一刀切”，代价是经济活动容易出现“急刹车”的现象。今年以来，针对货币信贷增长偏快的新形势，人民银行主要运用经济杠

杆进行间接调控，主要政策工具是存款准备金率、公开市场操作等，避免了货币调控中采取“急刹车”而带来的弊端。在上调存款准备金率一个百分点后，金融机构流动性有所减少，货币市场利率有所上升，债券价格也随市场利率变化而出现波动。这种调控的代价，与以往的调控方式带来的种种问题相比，是相对较小的。货币市场利率的变化是运用经济杠杆调控的必然结果，总体看，近期货币市场利率变动仍然在正常范围之内。

1996年以来，我国已连续8次降息，1年期存款利率由10.98%降至1.98%，利率调整幅度大都超过100个基点，明显大于此次货币市场利率的上升幅度。债券市场债券收益率也有了显著下降，如96年发行的10年期记账式国债，票面利率为11.83%，2002年发行的30年期国债票面利率只有2.9%。

从市场经济国家的实践看，货币市场利率的变化是经常性的，中央银行通常通过对货币市场利率的调控来实现货币政策目标。例如，1999年6月30日至2000年5月16日，在不到一年的时间里，美联储六次上调利率，联邦基金利率从4.75%提高到6.5%，上升了175个基点；从2001年开始到目前，又先后13次下调利率，联邦基金利率从6.5%下降到1%，下降了550个基点，其他货币市场利率也有相应幅度的变动。

目前，我国金融机构对货币市场利率的敏感性上升，市场配置资金的效率明显提高，货币市场利率适度变动既是市场资金供求的正常反映，也有利于金融机构加强流动性管理，防止盲目扩张贷款。当然，也要看到，货币市场利率上升过快也有一定的负面影响，如不利于控制短期外汇流入。为此，人民银行将继续做好货币市场利率的实时监测工作，根据货币信贷增长情况，兼顾政策的内外均衡，综合运用公开市场业务等政策工具，灵活调节金融系统流动性，维护货币市场利率基本稳定。

三、票据市场迅速发展

2003年1-7月份，企业累计签发商业汇票14764亿元，同比增加6502亿元，增长78.7%；累计票据贴现和再贴现23355亿元，同比增加12360亿元，增长1.1倍。7月末，已签发的未到期商业汇票余额为10930亿元，同比增加5092亿元，增长87.2%；票据贴现和再贴现余额8318亿元，同比增加4089亿元，增长96.7%。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

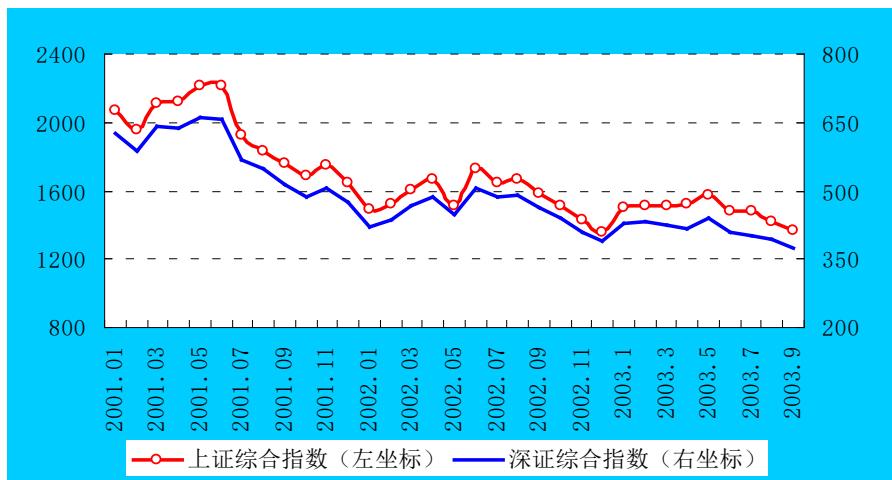
了积极作用。

四、股票市场运行平稳

前三季度，股票市场交易量与上年同期基本持平，沪、深股市累计成交 23475 亿元，同比增加 205 亿元；日均成交 130.4 亿元，同比减少 1.8 亿元，下降 1.4%。其中 A 股累计成交 22971 亿元，同比增加 440 亿元；日均成交 127.6 亿元，同比减少 0.4 亿元，下降 0.3%。

1-5 月份，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 月份起，沪、深股市出现下滑。9 月末，上证综指收于 1367 点，比 5 月末下降 209 点，下降 13.3%，深证综指收于 375 点，比 5 月末下降 66 点，下降 15%。

图 7：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》。

2003 年前三季度，股票市场累计融资 658 亿元，同比减少 32 亿元，下降 4.6%。其中，A 股筹资（包括发行、增发和配股）446 亿元，同比减少 35 亿元，下降 7.3%；H 股发行筹资 10.19 亿美元，同比增

加 7.51 亿美元, 增长 2.8 倍; 发行可转债 127 亿元, 同比增加 100 亿元, 增长 3.7 倍。

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 年前 三个季度	2002 年前 三个季度	2002 年	2001 年	2003 年前 三个季度	2002 年前 三个季度	2002 年	2001 年
国内金融市场融资总量	29734	16978	23976	16555	100.0	100.0	100.0	100.0
贷款	26687	14021	19228	12558	89.8	82.6	80.2	75.9
国债	2240	2112	3461	2598	7.5	12.4	14.4	15.7
企业债	149	155	325	147	0.5	0.9	1.4	0.9
股票	658	690	962	1252	2.2	4.1	4.0	7.6

资料来源: 中国人民银行统计司

前三季度, 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 2.97 万亿元(本外币合计), 同比多融资 1.27 万亿元, 增长 75.1%。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 89.8: 7.5: 0.5: 2.2。

五、保险市场发展良好

2003 年前三季度, 我国保险市场发展良好。财产险业务发展平稳, 总体运行情况较好; 人身险不断创新产品, 开拓市场, 业务持续快速发展。2003 年 1-9 月, 全国保费收入 2968 亿元, 同比增长 31.2%。财产险保费收入 672 亿元, 同比增长 11.7%; 人身险保费收入 2296 亿元, 同比增长 38.2%。截至 9 月底, 保险公司总资产达 8327 亿元, 比上年末增长 28.2%, 同比增长 39.3%; 其中, 银行存款 3832 亿元, 比上年末增长 26.6%, 同比增长 42.8%, 投资 3547 亿元, 比上年末增

长 41.6%，同比增长 53.6%。

除了市场规模的扩大，1-9 月保险市场的发展还表现在其它几个方面：一是保险资金运用渠道拓宽。保险公司投资企业债券的范围由原来限于 4 个行业（三峡、电力、铁路、移动通讯）扩大到 AA 级以上的企业债券；投资比例由原来不超过总资产的 10% 提高到 20%。二是市场经营主体增加。保险专业中介机构和保险公司的分支机构不断设立，市场竞争增强。三是保险业的服务领域进一步拓宽，企业年金、健康保险和农业保险业务不断发展。四是保险市场对外开放进一步扩大。

六、外汇市场交易量显著增加

2003 年前三个季度，由于外贸增长迅速、境内外美元利差扩大及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 961.9 亿美元，已接近 2002 年全年 971.9 亿美元的成交水平，同比多成交 309.4 亿美元，日均成交 5.06 亿美元，同比增长 45.8%。其中，美元品种成交 938.2 亿美元，日均成交 4.94 亿美元，同比增长 45.3%。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济总体向好

（一）世界经济复苏迹象明显

美伊战争和“非典”以后，世界经济发展的不确定因素逐步消除，美国等主要工业国家复苏迹象明显，亚洲国家仍继续保持强劲的高增

长。受经济不景气的影响，主要工业国家贸易保护主义抬头，国际贸易处于低水平恢复阶段。

美国经济增势强劲。实际 GDP 增长率经季节调整折年率后一、二季度分别为 1.4% 和 3.3%，三季度有望超过 4%。CPI 当季同比平均增长前三个季度分别为 2.9%、2.1% 和 2.2%。失业率前三个季度分别为 5.8%、6.2% 和 6.1%。经过季节调整的商品和劳务贸易逆差连续五个月下降，从 2002 年 3 月末的 430 亿美元降到 8 月末的 392 亿美元。

日本经济好于预期。实际 GDP 增长率一、二季度分别为 2.9% 和 3%，CPI 当季同比平均增长均为 -0.2%，失业率均为 5.4%，但 8 月份下降至 5.1%，为两年来最低水平。经常帐户余额占名义 GDP 比重从上年末的 2.4% 提升到 2003 年 8 月末的 3.5%。

欧元区经济复苏态势虽落后于美国和日本，但在三季度出现回升。实际 GDP 年度变化率一、二季度分别为 0.8% 和 0.2%，环比分别为 0 和 -0.1%。CPI 当季同比平均增长分别为 2.3% 和 1.9%，失业率一直处于 8.7-8.9% 的高位。出口增势减弱，季节调整的经常项目顺差减少至 7 月份的零值。

发展中国家经济形势总体较好。一季度，主要新兴市场经济体仍维持较强的增长势头。二季度，受美伊战争和“非典”疫情影响，东亚和东南亚一些新兴市场经济体的经济增长显著放缓，甚至出现负增长。拉美和欧洲一些新兴市场经济体增长也出现明显放缓趋势。中东欧主要的转轨经济体仍保持较好的增长势头。下半年，随着美伊战争的结束和“非典”疫情得到有效控制，上半年影响新兴市场经济体经

济增长的不利因素大多已消除，对发展中国家经济增长前景产生了积极影响。

（二）主要股市继续反弹，美元再度贬值

全球股市在经过一季度大幅度下挫后，二季度以后持续反弹。美伊战争爆发前，受战前形成的种种不确定性和不利预期影响，全球股市普遍持续下跌。战争结束后，全球股市出现反弹。9月30日，美国道指和纳指比上年末分别回升了11.2%和33.5%，日经225、法兰克福DAX、英国《金融时报》100和巴黎CAC40等股指分别回升了19.1%、12.6%、3.8%和3.9%。

美元再度大幅贬值。美伊战争爆发前，欧元兑美元一直在1.04-1.108美元之间徘徊，美元兑日元在116-121日元间徘徊。战争爆发后，美元虽有所反弹，但反弹相当乏力和脆弱。5月初开始，美元贬值呈加剧态势，最低5月27日贬至116日元和0.838欧元，之后，美元走势曾一度出现回升。但至9月末，美元再度出现较大幅度贬值。9月30日，美元兑日元和欧元分别贬至110.23日元和0.8564欧元(相当于欧元兑美元1.1677美元)。

（三）主要经济体继续实行宽松的货币政策

今年以来，全球货币态势以宽松为主基调。2002年11月，美国为了刺激经济增长，率先把利率从1.75%降至1.25%，引发了一轮发达经济体降息的热潮。欧洲中央银行在不到一年的时间里三次调低利率，从3.25%降至2%，降幅高达1.25个百分点。英格兰银行两次降息，把利率从4%降至3.5%，降幅为0.5个百分点。美国于2003年7

月再次把利率调低 0.25 个百分点至 1%。日本银行多次放松银根，大幅增加市场的流动性。8 月下旬，日本股市的大幅上升导致投资者纷纷从政府国债市场抽走资金，导致长期国债价格显著下跌，长期利率相应上升，并带动市场短期利率上升，为此，日本银行先后 5 次向货币市场投入规模达 1 万亿日元的基础货币，以期继续将短期利率维持在零水平。

（四）我国经济发展的外部环境有所改善

随着美伊战争的结束以及全球“非典”疫情得到有效控制，下半年世界经济复苏势头明显，我国经济发展的外部环境也随之改善，对外贸易明显改善，国际市场尤其是中东和拉美地区市场对我国物美价廉新产品的需求有所增加。出入境旅游业的恢复较为迅速。经过我国与国际社会的多边与双边沟通和宣传，有越来越多的有识人士开始从全球经济的角度重新审视我国人民币汇率政策，并对人民币汇率政策表示理解和支持。

二、我国经济继续快速增长，可持续发展问题须密切关注

前三季度，我国经济继续保持快速增长的良好态势，但发展中的一些问题也有所显现。1-9 月份，我国国内生产总值达到 79114 亿元，同比增长 8.5%。居民消费价格水平同比增长 0.7%。

（一）固定资产投资的高增长是今年经济快速增长的主要拉动力

一至三季度，消费需求保持平稳，净出口需求增长下降，投资需求成为拉动经济快速增长的最主要因素，其中固定资产投资 3.4 万亿

元，同比增长 30.5%，比上年同期加快 8.7 个百分点。由于目前我国的投资品价格较低，所以今年扣除价格因素的实际投资增长率仅次于 1992—1993 年，成为我国历史上投资增长最快的时期之一。

表 5：固定资产投资资金来源比重及增长

单位：%

	资金来源	国家预算内					
		资金	国内贷款	债券	利用外资	自筹资金	其他资金
		比重					
2001	100	7.2	22.2	0.5	5.5	46.3	18.3
2002	100	7.5	22.7	0.5	5.2	45.8	18.3
2003. 1-8	100	5.1	24.7	0.3	4.7	47.7	17.5
同比增长							
2001	17.4	20.3	9.1	-22	4.4	21.3	23.7
2002	21.8	26.8	24.6	26.4	15.1	20.5	21.7
2003. 1-8	44.4	1.2	52.3	1.3	36.5	51	38.3

资料来源：国家统计局

注：基本建设、更新改造、其他投资中不包括城乡集体和个人投资。

今年固定资产投资高增长呈现三个突出特点，一是工业投资增长大大高于其他产业投资增长。前三季度，占国有及其他类型固定资产投资 34%的工业投资同比增长 49%，加快 24 个百分点。二是房地产开发投资在投资总额中占比和增幅均大幅增加。前三季度，房地产开发投资增长 33%，同比加快 3.4 个百分点；在国有及其他类型投资中所占比重为 25%，比上年同期提高了 4 个百分点。1-8 月份，全国 31 个省份中，房地产开发投资同比增长超过 50%的省份达 8 个，个别省份甚至接近 90%。房地产投资结构也不尽合理。前三季度，房地产开发投资中，住宅投资增长 28%，其中经济适用房增长 11.3%，而办公楼和商业营业用房的投资分别增长 39.8% 和 44.6%。三是固定资产投资

资金来源中银行贷款高增长。支持固定资产投资高增长的外部融资中，银行贷款居于首位，今年1-8月增幅超过50%。

消费需求基本恢复到非典前水平。前三季度，社会消费品零售总额3.3万亿元，同比增长8.6%，比上年同期回落0.1个百分点。上半年，受“非典”疫情影响，一贯增长平稳的消费需求出现了大幅度的下滑，5月份实现社会消费品零售总额同比增长4.3%，这一增长速度仅为上年同期增速的一半。下半年消费增长开始回升，7、8、9月份全社会消费品零售总额分别增长9.8%、9.9%和9.5%，均高于上年同期增长水平。

（二）进出口均保持快速增长，贸易顺差缩小

2003年以来，我国进、出口均保持快速增长，前三季度进出口总额6063亿美元，同比增长36%。其中，出口3077亿美元，同比增长32%；进口2986亿美元，同比增长40.5%，累计实现贸易顺差91亿美元，比上年同期减少近110亿美元，为近年同期最低。

总体看，我国多边贸易基本平衡，但从贸易差额的国别结构看，我国与主要贸易伙伴双边贸易不平衡状况明显。对美国的顺差由去年同期的304亿美元增加为409亿美元，对欧盟的顺差由56亿美元扩大到111亿美元。但对日本、东盟、台湾等亚洲国家和地区的贸易逆差呈不断扩大趋势，前三季度我对日本的贸易逆差由去年同期的42亿美元扩大到117亿美元，对东盟贸易逆差由51亿美元扩大到118亿美元。

（三）工业高增长是目前经济快速增长的主要方面

今年以来，我国工业增加值在国内生产总值中所占比重不断攀升，一季度规模以上工业增加值累计完成额增长 17.2%，占同期 GDP 的 35%；二季度增长 15.2%，占 37%；三季度增长 16.6%，占 37%，比上年同期占比提高 6 个百分点。据国家统计局测算，今年前三季度全部工业对经济增长的贡献率达 65%，拉动 GDP 增长 5.5 个百分点。

从企业性质看，股份制和外商投资企业生产增速继续加快，国有企业保持稳定增长。1-9 月份股份制企业完成增加值比上年同期增长 17.9%，外商及港澳台投资企业增长 19.6%，国有及国有控股企业增长 14.3%。

工业产销衔接较好，经济效益总体水平继续提高。1-9 月，工业产品产销率为 97.67%，比上年同期提高 0.11 百分点。1-8 月，工业经济效益综合指数为 141.3，比上年同期提高 15.4 点；工业企业盈亏相抵后利润总额 5015 亿元，比上年同期增长 52.3%。但产成品库存和应收帐款上升。工业产成品库存同比增长 11.4%，比上年同期加快 9 个百分点；企业应收帐款同比增长 13%，比上年同期加快了 9 个百分点。

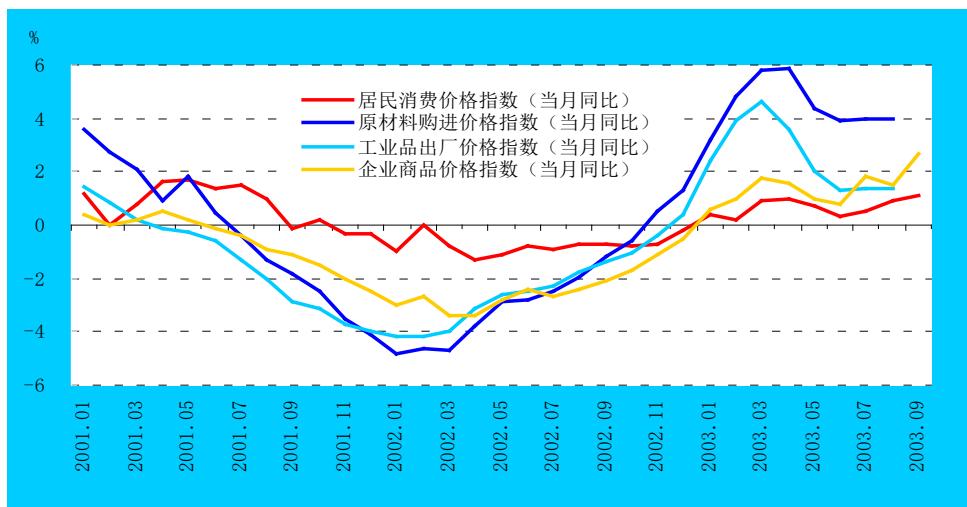
（四）居民消费价格小幅攀升，生产价格涨幅走高

1-9 月份，我国居民消费价格总水平比去年同期上涨 0.7%。居民消费价格的小幅攀升主要由于食品和部分服务项目的上涨，而食品价格的波动又主要源自季节因素和一些外部冲击，如非典、自然灾害等。据国家统计局测算，前三季度，我国食品价格上涨 2.2%，带动

整个价格水平上涨 0.7 个百分点。尤其是非典过后，全国居民消费价格总水平逐步回升，8 月和 9 月环比分别上涨 0.7% 和 1.2%，其中 9 月份食品价格同比上涨 3.2%，环比上涨 2.7%。

受国内固定资产投资及经济高增长的拉动，我国的生产价格、固定资产投资价格和房地产价格已经快速回升。前三个季度，工业品出厂价格比上年同期上涨 2.4%，其中一、二、三季度分别上涨 3.6%、2.3% 和 1.4%。主要产品中，原油价格上涨 24.9%；钢材价格继续上涨，中厚钢板上涨 20.3%，薄钢板上涨 13.1%，线材上涨 14.3%，普通中型钢材上涨 13.7%。原材料、燃料、动力购进价格上涨 4.5%，其中一、二、三季度分别上涨 4.6%、4.7% 和 4%。人民银行监测的企业商品价格指数也表现出同样的趋势，1-9 月企业商品价格累计平均同比上涨 1.37%，其中投资品上涨 2.14%，消费品下降 0.44%。9 月份当月同比上升 2.7%，其中投资品同比上涨 2.7%，消费品同比上涨 0.96%。

图 8：物价变动趋势



资料来源：国家统计局，中国人民银行统计司

固定资产投资价格受固定资产需求高速增长的拉动已经从 2002

年上半年的零增长上升到今年上半年的 1%。房地产价格在今年的涨幅明显高于去年。土地交易价格指数前三季度分别为 8.5%、7.1% 和 8.8%，分别比上年同期高 0.6、1.7 和 2.5 个百分点；房屋销售价格指数前三季度分别为 4.8%、4.9% 和 4.1%，分别比上年同期高 0.5、1.3 和 0.1 个百分点；房屋租赁价格指数前三季度分别为 1.7%、1.9% 和 1.8%，分别比上年同期高 0.5、0.8 和 0.7 个百分点。

适度控制货币信贷的增长，既可以防止通货膨胀，又可以防止通货紧缩。目前，生产价格、固定资产投资价格、房地产价格快速回升，要防止出现资产价格过快上升，形成资产“泡沫”的危险。在最终需求不旺、中间产品供大于求的情况下，如果不控制货币信贷的高增长，也可能会进一步加剧供大于求的状况。

三、主要行业运行正常，部分行业低水平重复建设有所抬头

2003 年前三季度，第一产业增长 2.8%，第二产业增长 11.8%，第三产业增长 5.4%。分行业看，2003 年 1-9 月份，重工业增长加速，轻工业增长趋缓。前三季度重工业增长 18.4%，加快 6.1 个百分点；轻工业增长 13.9%，加快 1.9 个百分点。目前轻重工业一慢一快的增长格局，表明对生产资料的需求扩张较快，这与 1999 年前后内需低迷，重工业生产增长落后于轻工业的格局形成了鲜明的对照。

在 39 个行业中，石化、机械、轻工、电力、电子、纺织和建材等 7 大行业占有重要地位。今年 1-7 月份，这 7 大行业的工业总产值、出口交货值和实现利润中在全部行业的占比分是 84%、92.9%、79.3%。在工业总产值中，增长最快的是机械和电子行业，其工业总产值增长

高出全国平均水平近 7.8 和 5 个百分点。7 大行业的工业产品出口交货值增长也普遍加快，特别是电子和电力两大行业增速高达 43% 和 36%。

从工业企业经济效益看，8 月份，39 个工业大类行业中有 38 个行业利润比去年同期增加，盈亏相抵后实现利润总额 5015 亿元，比上年同期增长 52.3%。新增利润最多的五个行业分别是：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、热力的生产及供应业。特别是石化、建材、机械 3 大行业利润增幅在 60% 以上。1-8 月亏损企业亏损额 791 亿元，同比下降 5.3%。但在全国工业企业普遍减亏的形势下，电子、电力和轻工 3 大行业亏损额略有增长。

专栏 4：保持国民经济全面、协调、可持续发展

近年来，我国经济保持快速发展的良好态势，我们要倍加珍惜，努力保持国民经济全面、协调、可持续发展。为此，要特别关注宏观经济中出现的各种不均衡并及时加以消除。目前，我国宏观经济中的不均衡突出表现在投资与消费的不均衡、城乡发展的不均衡、地区发展的不均衡和行业发展的不均衡。

在投资与消费方面，投资的增长远远高于消费的增长。虽然我国的投资率长期处于较高水平，但近两年又有进一步上升趋势，2002 年，我国消费率为 58.2%，远远低于发达国家 78% 和发展中国家 74% 的平均消费率。今年前三季度社会消费品零售总额增长 8.6%，而固定资产投资增长却高达 30.5%，投资和消费增长差距进一步加大。

在城乡发展方面，城市发展远快于农村，城市居民收入远高于农民收入。2002 年，全社会总劳动力中有 50% 从事农业生产，但仅创造 15.4% 的国内生产总值；全社会劳动生产率为 14211 元/人，而第一产业的劳动生产率仅为 4371 元/人；城乡居民的人均收入差距达 3.2 倍。此外，城乡居民之间在户籍制度、就业制度、医疗制度、养老保险制度、粮食供给制度、住宅制度等方面也存在巨大差别。

在地区发展方面，东部发展远远快于中部和西部。2002 年，东、中和西部

地区 GDP 总量分别为 70744 亿元、31385 亿元和 15891 亿元，东部地区与中部地区的差距较 1999 年有所扩大，中部地区与西部地区的差距也在扩大。2002 年，东部地区人均国内生产总值达 16490 元/人，高出全国水平一倍多，而中部和西部地区则分别较全国平均水平低 12% 和 30%。此外，市场经济体制发展及产业结构也存在着不平衡。东部地区体制渐与国际接轨，特别是入世后这一进程进一步加快，先行、先发优势更明显。中西部地区明显缺乏对外开放带动对内开放的机制，在所有制结构和产业结构方面调整较慢。

在行业发展方面，新一轮重复建设抬头，主要表现在：一是一些生产能力明显过剩的传统行业仍在大上项目。根据统计局 1-8 月城镇 500 万元以上项目统计，全国目前在建的钢铁项目增长 70%，完成投资增长 1.4 倍；在建水泥项目增长 46%，完成投资增长 1.3 倍；在建铝采选及冶炼项目增长 38%，完成投资增长 1.5 倍；在建汽车项目增长 75%，完成投资增长 84%；在建房地产项目增长 1 倍，完成投资增长 1.4 倍；二是一些新兴行业，特别是以电子信息、软件开发、新材料、生物医药等为代表的“高新”项目遍地开花；三是各种开发区过多、过滥，大量的土地被圈占荒废，部分城市房地产价格过高，房地产开发结构不合理。

十六届三中全会明确提出要统筹城乡发展、统筹区域发展、统筹经济社会发展、统筹人与自然和谐发展、统筹国内发展和对外开放，要树立全面、协调、可持续的发展观，促进经济、社会和人的全面发展。今后，要全面贯彻会议精神，建立有利于逐步改变城乡二元经济结构的体制，形成促进区域经济协调发展的机制，建设统一开放竞争有序的现代市场体系，完善宏观调控体系、行政管理体制和经济法律制度，健全就业、收入分配和社会保障制度，建立促进经济社会可持续发展的机制。

第五部分 预测与展望

一、2003 年全年国际经济金融趋势预测

总体看，2003 年世界经济形势总体好于 2002 年。国际货币基金组织 9 月份最新预测，今年世界经济增长 3.2%，比 2002 年高 0.2 个百分点。其中，美国和日本经济分别增长 2.6% 和 2.0%，比 2002 年分别高 0.2 个和 1.8 个百分点；欧元区经济增长 0.5%，比 2002 年低 0.4 个百分点；发展中国家总体经济预计增长 5.0%，比 2002 年高 0.4 个

百分点。2004 年世界经济将进一步好转，预计明年世界经济增长将达到 4.1%，其中，美国为 3.9%，日本为 1.4%，欧元区为 1.9%。

国际贸易将逐渐恢复增长。由于多哈多边贸易谈判中工业国家与发展中国家在农业和金融服务贸易等主要议题上存在重大的利益冲突，世贸组织坎昆会议无果而终，主要工业国家贸易保护主义明显抬头，对今年的国际贸易形势产生了不良影响。国际货币基金组织预计，2003 年世界贸易（货物和服务）增长 2.9%，比 2002 年低 0.3 个百分点。随着世界经济形势趋好，明年世界贸易会有较大幅度增长，预计增长 5.5%。

国际金融市场总体走势仍不明朗。主要工业国家的股市将在第三季度强劲反弹和稳定性有所增强的基础上进一步活跃，但脆弱性依然存在。全球股市的走势在很大程度上仍将受全球经济恢复形势的影响。外汇市场仍将动荡多变，美元总体上仍将处于疲软状态。

由于世界经济出现恢复势头，主要工业国家货币政策可能会维持不变。美国通货紧缩压力已有所减弱，美联储年内很可能将联邦基金目标利率维持在 1%。欧央行不会轻易再下调回购利率，但关键要看欧元区经济形势的发展，倘若经济仍然停滞不前或进一步恶化，欧央行年内降息的可能性将增大。日本银行将维持宽松的货币政策。由于英国经济形势明显好于欧元区，而英国的通货膨胀压力明显大于欧元区，所以英格兰银行很有可能成为首个上调利率的西方国家中央银行。

由于全球政治局势趋于缓和，不确定因素有所减少，世界经济出

现恢复势头，我国经济发展的外部环境继续改善，对外贸易仍将维持大进大出格局，利用外资保持较快增长。但美元继续贬值可能加大人民币升值压力，加上在美国多次下调美元基准利率后，人民币存贷款利率持续高于美元，客观上存在人民币和美元之间的套利机会，从而可能导致在贸易顺差下降的情况下，外汇结汇量大幅增加，这种情况值得关注。

二、2003 年全年我国经济金融趋势和预测

当前，我国宏观调控正处于重要时期。国民经济自主增长的内在活力明显增强，经济持续保持高增长，物价正在小幅回升，企业效益提高。连续六年多来实施积极的财政政策和稳健的货币政策效果继续显现。党的十六届三中全会进一步明确了社会主义市场经济的发展方向，为经济可持续发展增添了新的动力。综合来看，2003 年全年经济增长将高于 2002 年，预计 GDP 增长 8.5% 左右，居民消费价格上涨 1% 左右，广义货币 M2 增长 20% 左右，全部金融机构贷款增加 3 万亿元左右。2004 年国内经济将基本保持 2003 年的发展态势，初步预测，2004 年 GDP 增长 7% 以上；居民消费价格上涨 1% 左右。

下一阶段，要继续倍加珍惜当前来之不易的良好经济运行局面，把经济增长的内在活力和发展势头充分发挥好、保护好、引导好。同时，也要高度关注和认真研究解决当前经济运行中深层次结构性矛盾和潜在问题，保持清醒的头脑，认真贯彻落实“全面、协调、可持续”的发展观。

人民银行作为中央银行，无论是促进经济持续增长，还是保持币

值稳定和金融稳定，都必须增强货币政策和金融宏观调控的前瞻性和科学性。要继续执行稳健的货币政策，不断完善间接调控手段，继续发挥经济手段的主导作用，加强多项宏观政策协调配合，进一步提高综合调控效力。

(一) 灵活运用多种手段，继续保持货币信贷稳定增长

密切监测国内外经济金融运行情况，保持目前的货币政策调控力度，促进货币信贷平稳增长。既要保证经济增长对货币信贷的合理需求，又要防止贷款投放过多，助长低水平重复建设，引发系统性金融风险。同时，督促商业银行加强流动性管理，稳步推进各项改革，完善内控机制，建立现代金融企业制度。

(二) 进一步加大公开市场操作力度，适度收回市场过多资金

当前，增加金融系统流动性的主要因素仍然是外汇占款。要密切观察国际收支变化，保持必要的对冲操作力度，适度收回市场过多资金。要研究进一步开展对冲操作的政策措施，将基础货币增长控制在适度水平上，防止贷款过快增长。

(三) 继续保持人民币利率水平的基本稳定

根据当前国内外经济形势，应继续保持人民币存贷款基准利率水平基本稳定。稳步推进利率市场化，逐步建立健全由市场供求决定的利率形成机制。在保持必要调控力度的同时，要加强与有关部门协调，综合运用多种货币政策工具，维护货币市场利率平稳。

（四）继续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

我国实行的以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，是同当前我国经济发展阶段、金融监管水平和企业承受能力相适应的。在这一制度基础上，保持人民币汇率基本稳定，有利于我国经济的正常运行，也符合亚太地区和全球经济的发展要求。要保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，同时在深化金融改革中进一步探索和完善人民币汇率形成机制，促进国际收支平衡。

（五）加快发展货币市场，扩大货币市场的融资功能

货币市场是中央银行实施货币政策调控的重要场所，要积极推进货币市场发展。大力推动货币市场工具创新，可以考虑适时发展货币市场基金，允许企业和居民通过商业银行柜台自由买卖；稳步推进企业债券利率市场化改革，支持利率避险产品发展，进一步扩大居民理财空间，增加债券交易品种，提高债券市场流动性。

（六）继续支持资本市场发展，扩大直接融资

我国企业资本金普遍不足，过分依赖银行贷款。近两年来，直接融资（不含国债）的比重连续下降，这不利于形成合理的企业资本结构，也不利于防范系统性金融风险。为此，要继续支持资本市场改革开放和稳定发展，扩大直接融资；支持建立多层次的资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品；积极推进债券市场发展。

（七）继续进行必要的“窗口指导”，督促金融机构防范信贷风险

要进一步突出“窗口指导”的针对性。对资本充足率严重不足、存贷比较高、备付率偏低和资产负债结构不合理的商业银行，及时进行风险提示，并适时采取相应的政策措施，以促使商业银行注意贷款质量，控制贷款进度，防止各类信贷及流动性风险。