

2003年四季度货币政策执行报告

总 纂： 易 纲、蔡浩仪
统 稿： 王 煜、金 玫、张 蓓

执 笔：
第一部分： 纪志宏、黄晓龙、曾冬青
第二部分： 张翠微、霍颖励、郑 红、
闫丽娟
第三部分： 张文红、杨丽慧
第四部分： 王 毅、张红地、汪小亚
第五部分： 张敬国、倪建明
提供材料的还有： 水汝庆、王振营、高玉泽、
牛少锋、王 赞

目 录

内容摘要	III
第一部分 货币信贷概况	1
一、货币供应量快速增长	1
二、金融机构贷款前三季度增加较多，第四季度得到有效控制	1
三、人民币存款增长较快，外汇存款有所下降	2
四、基础货币增速较高，金融机构流动性基本正常	2
五、利率总水平和货币市场利率基本稳定	3
六、国家外汇储备继续增加，人民币汇率稳定	4
第二部分 货币政策操作	4
一、灵活运用公开市场操作，保持基础货币平稳增长和货币市场利率相对稳定	4
二、上调存款准备金率，适度调低超额存款准备金利率	6
三、扩大贷款利率浮动区间，稳步推进利率市场化进程	6
四、密切监测房地产贷款状况，对商业银行贷款进行必要的窗口指导	6
五、积极支持农村信用社体制改革试点	7
六、加强货币市场制度建设，积极推动货币市场发展	7
七、保持人民币汇率基本稳定，促进国际收支平衡	7
八、加强货币政策同其它宏观经济政策的协调配合	7
第三部分 金融市场分析	8
一、银行间同业拆借市场交易量快速增长	8
二、债券发行状况总体较好，二级市场交易活跃	8
三、票据市场在规范中发展	10
四、股票市场运行平稳	10
五、保险市场发展迅速	11
六、外汇市场交易量显著增加	11
第四部分 宏观经济分析	11
一、世界经济复苏加快，主要经济体货币政策宽松	11
二、我国经济快速增长，通货膨胀压力加大	12
三、主要产业运行正常，产业结构调整须抓紧推进	16
第五部分 预测和展望	17
一、2004年国际经济金融趋势展望	17
二、2004年我国宏观经济展望	17
三、2004年我国货币政策趋势	18
专栏：	
专栏 1：基础货币与货币供应量的关系	2
专栏 2：公开市场操作的价格招标与数量招标	5
专栏 3：物价与货币政策	14
表：	
表 1：2003年境内大额美元存款与美元贷款平均利率表	3
表 2：2003年金融机构同业拆借资金融出、融入情况表	8

表 3: 2003年国债发行情况简表	8
表 4: 2003年银行间市场金融机构债券资金融出、融入情况表	9
表 5: 国内金融市场融资情况表	10
图 :	
图 1: 2003年货币供应量增长率	1
图 2: 2002年和 2003年本外币贷款月度增加额比较	1
图 3: 2003年上调存款准备金率、公开市场操作与货币市场利率变动 ...	5

内容摘要

2003 年是不寻常的一年。在党中央、国务院的正确领导下,我国国民经济克服“非典”疫情等多种困难,呈现出增长加快、效益提高、活力增强的良好发展态势。国内生产总值达到 11.7 万亿元,增长 9.1%,人均超过 1000 美元。但在经济快速增长中也存在一些影响经济、金融持续健康发展的矛盾和问题,部分行业盲目重复建设、能源交通出现了多年少有的瓶颈制约,通货膨胀压力加大。

2003 年,中国人民银行继续执行稳健的货币政策,密切监测经济、金融运行状况,并积极与有关宏观经济管理部门沟通和协调,从一季度起,就加强了对宏观经济的“预调”和“微调”,及时采取了必要的调控措施:一是针对外汇占款和基础货币增加较多的情况,从 4 月份开始发行中央银行票据,加大公开市场“对冲”力度;二是针对商业银行贷款特别是房地产贷款投放过快的情况,于 6 月份及时对房地产信贷进行风险提示,进一步规范房地产信贷市场发展,同时加强对商业银行贷款的窗口指导;三是经国务院批准,将金融机构存款准备金率由 6%上调为 7%,冻结商业银行约 1500 亿元的超额准备金;四是稳步推进利率市场化,进一步完善货币政策传导机制,在 12 月份进一步扩大了金融机构贷款利率浮动幅度,同时,下调了超额存款准备金利率。总体看,2003 年货币信贷调控取得了积极成效,信贷增长偏快的趋势得到有效控制,为国民经济持续快速协调发展提供了稳定的金融环境。

2003 年末,广义货币 M2 余额 22.1 万亿元,同比增长 19.6%。金融机构贷款前三季度增加较多,第四季度得到有效控制。2003 年末,全部金融机构本外币贷款余额 17 万亿元,比年初增加 3 万亿元;本外币存款余额 22 万亿元,比上年末增加 3.7 万亿元。基础货币余额 5.23 万亿元,同比增长 16.7%。金融机构超额准备金率为 5.38%。利率总水平和货币市场利率基本稳定。2003 年末,国家外汇储备 4032.5 亿美元,比年初增加 1168.4 亿美元,是我国外汇储备增加最多的一年。年末人民币汇率为 1 美元兑换 8.2767 元人民币。

2004 年是建国 55 周年,也是我国改革和发展十分关键的一年。目前,我国经济发展正处在一个重要关口,加强和改善宏观调控是今年我国经济工作中的一项重大任务。中国人民银行将根据十六大、十六届三中全会和中央经济工作会议精神,牢固树立和认真落实全面、协调、可持续的发展观,依据统筹城乡发展,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,实现经济增长与人口、资源、环境相协调的原则,继续执行稳健的货币政策,做好对经济金融运行特别是物价走势、社会资金流动和重点行业贷款的监测,综合运用多种货币政策工具,适度控制货币信贷规模,实现经济平稳较快增长,防止大起大落,高度重视防止通货膨胀。考虑到 2003 年货币信贷增长过快的滞后效应,2004 年货币供应量增幅和新增贷款规模应低于 2003 年的实际水平。预计 M2 和 M1 分别增长 17% 左右,人民币贷款增加 2.6 万亿元。

2004 年货币政策取向:一是进一步增强货币政策的前瞻性和科学性,保持货币信贷总量平稳增长;二是稳步推进利率市场化进程,进一步发挥利率调控作用;三是保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定;四是着力调整信贷结构,促进产业结构调整;五是加快发展金融市场,扩大直接融资;六是加快推进国有商业银行股份制改造,做好农村信用社改革资金支持工作。

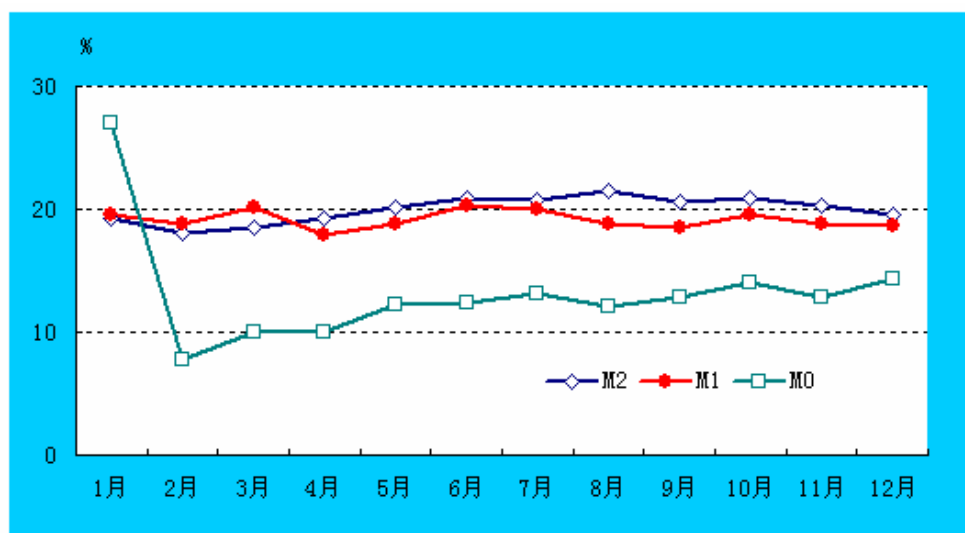
第一部分 货币信贷概况

2003年，我国国民经济克服了多种困难，保持了良好的发展势头。中国人民银行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了调控，努力促进国民经济持续快速协调健康发展。总体看，上半年货币信贷增长偏快的势头在四季度得到有效控制，人民币汇率保持稳定，金融运行总体平稳。

一、货币供应量快速增长

2003年末，广义货币 M2 余额 22.1 万亿元，同比增长 19.6%，增幅比上年末提高 2.8 个百分点。5—11 月份，广义货币增长都在 20% 以上，年末略有回落。流通中现金余额为 1.97 万亿元，同比增长 14.3%；全年累计投放现金 2468 亿元，同比多投放 879 亿元。

图 1：2003 年货币供应量增长率

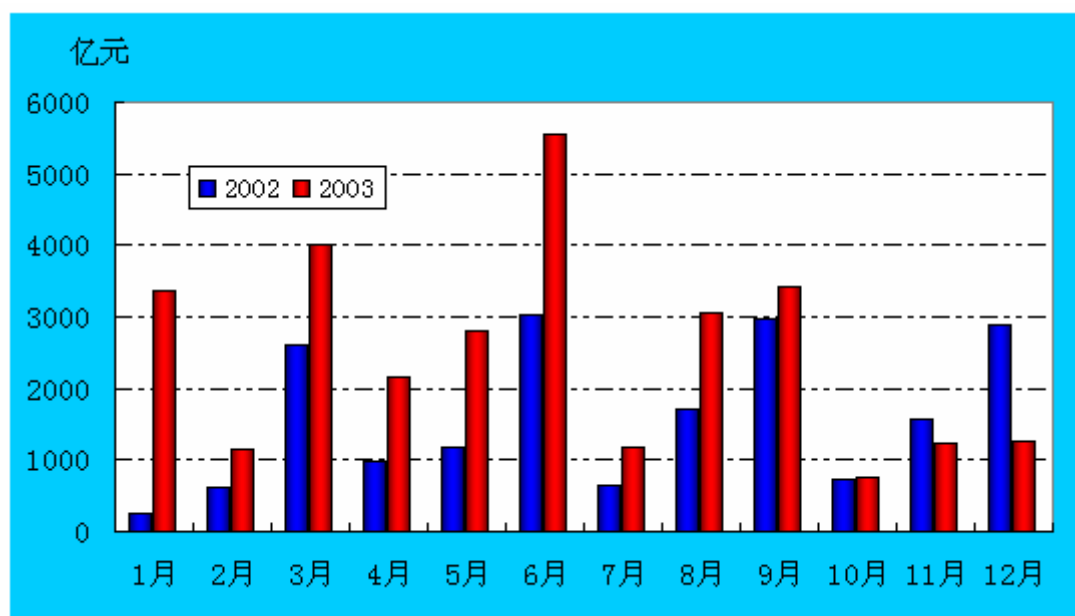


资料来源：中国人民银行调查统计司

二、金融机构贷款前三季度增加较多，第四季度得到有效控制

2003年末，全部金融机构（含外资，下同）本外币贷款余额 17 万亿元，比年初增加 3 万亿元，同比多增 1.1 万亿元。其中，人民币贷款比年初增加 2.8 万亿元，同比多增 0.9 万亿元；外汇贷款比年初增加 276 亿美元，同比多增 185 亿美元。上半年人民币贷款月均增加 2965 亿元，第三季度月均增加 2300 亿元，第四季度月均增加 979 亿元。

图 2：2002 年和 2003 年本外币贷款月度增加额比较



资料来源：中国人民银行调查统计司

2003年新增人民币贷款主要集中在四个方面：一是基建贷款增加 6373亿元，同比多增 3199亿元；二是个人消费贷款增加 5091亿元，同比多增 1397亿元。其中：个人住房贷款增加 3528亿元，同比多增 857亿元；三是票据融资增加 3403亿元，同比多增 1171亿元；四是农业贷款增加 1531亿元，同比多增 354亿元。以上四项贷款合计增加 1.64万亿元，占全年人民币贷款增加额的 60%

不良贷款实现双下降，国有独资商业银行效益提高。按照一逾两呆口径，2003年末，银行业金融机构不良贷款余额 2.4万亿元，比年初下降 1574亿元；不良贷款率为 15.19%，比年初减少 4.69个百分点。根据各国有独资商业银行发布的报告，中国工商银行、中国农业银行、中国银行分别实现经营利润 621亿元、197亿元、570亿元，中国建设银行实现拨备前利润 512亿元。

三、人民币存款增长较快，外汇存款有所下降

2003年末，金融机构本外币存款余额 22万亿元，比上年末增加 3.7万亿元，同比多增 8351亿元。其中，人民币存款增加 3.7万亿元，同比多增 9399亿元；人民币存款中，企业存款增加 1.3万亿元，同比多增 0.3万亿元，储蓄存款增加 1.7万亿元，同比多增 0.3万亿元。外汇存款减少 19.2亿美元，2002年为增加 107.2亿美元。

四、基础货币增速较高，金融机构流动性基本正常

2003年末，中国人民银行基础货币余额为 5.23万亿元，同比增长 16.7%，增幅比上年末提高 4.9个百分点。基础货币增速加快主要是因为外汇占款继续大量增加，全年外汇占款增加 1.15万亿元，同比多增加 6850亿元。

2003年末，金融机构超额准备金率为 5.38%。其中，国有独资商业银行超额准备金率为 4.12%，股份制商业银行和农村信用社超额准备金比率分别为 8.33% 和 8.11%。总体看，金融机构流动性正常。

专栏 1：基础货币与货币供应量的关系

基础货币与货币供应量的关系可以描述为：货币供应量 (M2) = 基础货币 (B) × 货币乘数 (K)。其中，基础货币是流通中现金和银行的准备金之和。由于基础货币具有使货币供应量成倍放大或缩小的能力，因此基础货币又被称为高能货币。

币。货币乘数是货币供应量与基础货币间的倍数关系，指单位基础货币所生成的货币供应量，因此货币乘数也被称为基础货币扩张倍数。货币乘数主要受流通中现金对存款的比率和准备金对存款的比率（存款准备金率）的影响。流通中现金对存款的比率受公众行为影响，存款准备金率是法定存款准备金率与超额存款准备金率之和，法定存款准备金率由央行确定，超额存款准备金率由金融机构行为决定。

2003年12月末，我国基础货币余额为5.23万亿元，广义货币供应量（M2）余额为22.1万亿元，货币乘数为4.23。我国基础货币的投放主要有公开市场业务证券买卖、对金融机构贷款、外汇占款、有价证券及投资等渠道。二十世纪90年代中期以前，中国人民银行投放基础货币的主渠道是对金融机构贷款，近年来主要是外汇占款。

一般而言，在货币乘数相对稳定的条件下，货币供应量与基础货币应保持同向运动。但在具体实践中，两者的运动有时并不完全一致。一是货币政策操作最终影响到货币供应量的变化有一段时间（时滞），如当中央银行观察到货币供应量增长偏快时，采取发行央行票据等公开市场操作收回基础货币，基础货币增长速度放慢，但由于政策发挥作用还需要一段时间，货币供应量可能还会保持一段时间的较高增长速度。二是货币乘数出现变化。当中央银行调整法定存款准备金率或金融机构超额准备金率变动时，货币乘数会随之变化，同样数量的基础货币会派生出不同的货币供应量。

2003年9月，中国人民银行针对外汇占款投放基础货币快速增长的情况，上调存款准备金率一个百分点，金融机构在补足法定存款准备金的同时，为保持充足的流动性，将超额准备金率维持不变甚至提高，银行总存款准备金随之上升，基础货币总量有所增加。但由于货币乘数随准备金率的上升而缩小，基础货币扩张能力减弱，货币供应量由此逐步得到控制。

五、利率总水平和货币市场利率基本稳定

2003年，人民币存贷款利率水平保持稳定。自2002年2月21日降息后，金融机构一年期存款利率为1.98%，处于改革开放二十年来的最低水平，一年期贷款利率为5.31%，法定存款准备金利率为1.89%，一年期再贷款利率为3.24%。2003年四季度，商业银行人民币协议存款（期限在五年以上、单笔金额在3000万元以上）利率集中在3.6%-3.7%的区间，比年初提高0.5个百分点，略有上升。

2003年，境内外币存、贷款利率受国际市场利率变化影响先降后升。上半年，伦敦同业市场美元等利率一路下行，7月2日，中国人民银行下调了境内美元等外币小额存款利率。此后，外币存、贷款利率水平随国际市场利率有所回升。12月，商业银行1年期大额美元（300万美元以上）存款加权平均利率为0.9919%，1年期美元贷款固定利率加权平均水平为2.5612%，浮动利率加权平均水平为2.193%，与年初基本持平。

表 1：2003年境内大额美元存款与美元贷款平均利率表 单位：%

期限	大额存款				贷 款	
	3个月以内	3-6个月	6-12个月	1年	1年 (固定利率)	1年 (浮动利率)
1月	0.9748	0.9552	1.0132	1.0532	3.0915	2.2361
2月	1.0052	0.9827	1.0167	1.0946	3.1509	2.1816
3月	0.9669	0.9413	1.0237	1.0251	2.931	1.8614

4月	0.934%	0.945%	0.954%	1.082%	2.433%	2.3610
5月	0.936%	0.927%	0.905%	0.961%	2.684%	2.2841
6月	0.804%	0.819%	0.752%	0.834%	2.595%	1.9538
7月	0.857%	0.839%	0.859%	1.007%	2.473%	2.2618
8月	0.875%	0.860%	0.971%	1.147%	2.502%	2.3563
9月	0.886%	0.922%	0.965%	1.290%	2.513%	2.1416
10月	0.851%	0.987%	0.884%	0.982%	3.136%	2.2167
11月	0.733%	0.998%	0.854%	1.282%	2.508%	2.2086
12月	0.893%	1.263%	1.382%	0.991%	2.561%	2.1930

资料来源：商业银行外币利率备案表

货币市场利率在出现短期波动后趋于平稳。12月，全国银行间市场7天品种的同业拆借和债券回购月加权平均利率分别为2.24和2.14，分别与上年同期持平 and 下降0.15个百分点。

六、国家外汇储备继续增加，人民币汇率稳定

2003年末，国家外汇储备4032.5亿美元，比年初增加1168.4亿美元，是我国外汇储备增加最多的一年。年末人民币汇率为1美元兑换8.2767元人民币，继续保持稳定。

第二部分 货币政策操作

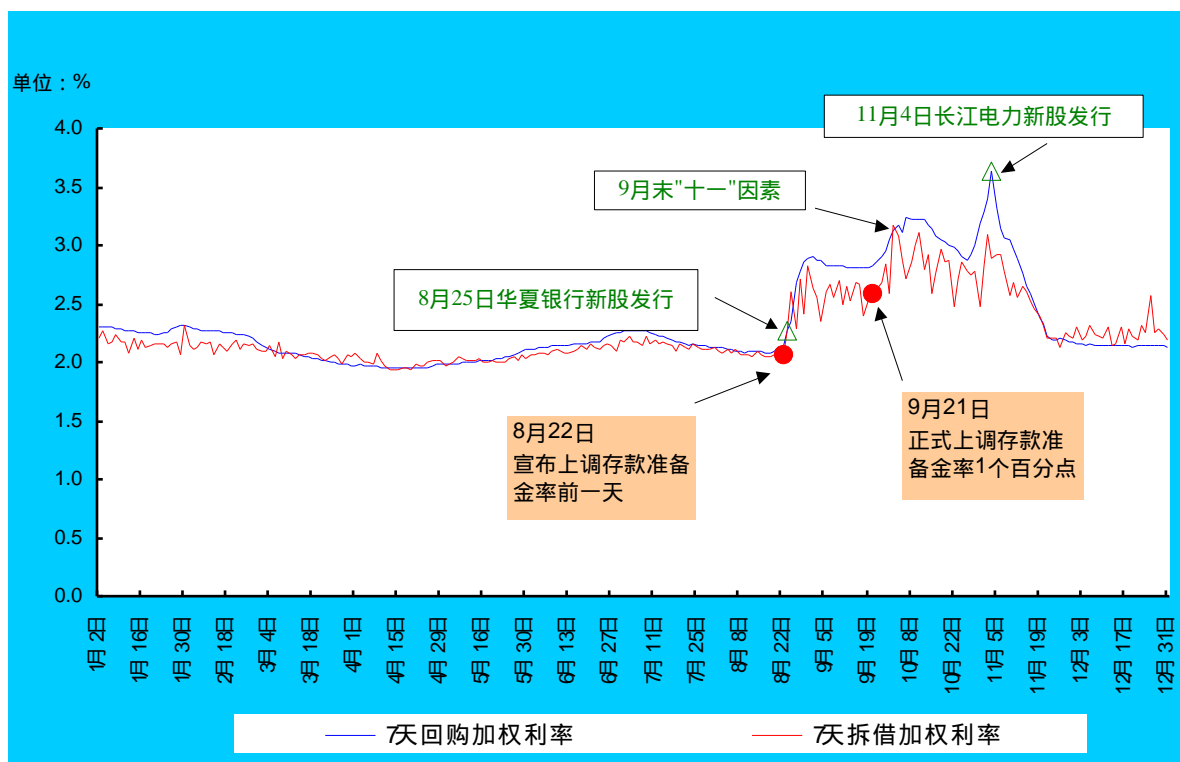
2003年，金融宏观调控面临复杂局面。中国人民银行对经济、金融运行状况密切监测，并积极与有关宏观经济管理部门沟通和协调，继续执行稳健的货币政策，对货币信贷过快增长的趋势及时进行“预调”和“微调”，取得了积极成效，货币信贷增长偏快的趋势得到有效控制，为国民经济持续快速协调健康发展提供了稳定的金融环境。

一、灵活运用公开市场操作，保持基础货币平稳增长和货币市场利率相对稳定

2003年，中国人民银行根据货币信贷总体规划，通过公开市场操作保持基础货币稳定增长。针对外汇占款投放基础货币大幅增长的情况，人民银行通过发行央行票据等方式，加大基础货币回笼力度。一方面坚持对冲操作的大方向；另一方面也根据市场的变化，适时进行灵活操作，满足金融机构短期流动性需求。

从4月22日至12月底，中国人民银行共发行63期央行票据，发行总量为7226.8亿元，发行余额为3376.8亿元。2003年中国人民银行共开展59次公开市场操作，通过公开市场债券交易累计回笼基础货币13186亿元，累计投放基础货币10492亿元，投放、回笼相抵，净回笼基础货币2694亿元。外汇占款投放基础货币11459亿元，外汇、人民币公开市场操作相抵，净投放基础货币8765亿元。银行间具有代表性的7天期回购利率，虽然由于新股发行引起一些波动，但在公开市场操作的引导下，11月下旬以来一直稳定在2.1%左右的水平（图3）。通过灵活开展公开市场操作，保持了基础货币的平稳增长和货币市场利率的相对稳定。

图 3：2003年上调存款准备金率、公开市场操作与货币市场利率变动
资料来源：中国货币网



专栏 2：公开市场操作的价格招标与数量招标

价格(利率)招标和数量招标是中央银行公开市场操作两种基本的招标方式。价格(利率)招标是指央行明确招标量,公开市场业务一级交易商以价格(利率)为标的进行投标,价格(利率)由竞标形成。数量招标是指央行明确最高招标量和价格,公开市场业务一级交易商以数量为标的进行投标,如投标量超过招标量,则按比例分配;如投标量低于招标量则按实际投标量确定中标量。价格招标过程是央行发现市场价格的过程,数量招标过程是央行用指定价格发现市场资金供求的过程。中央银行根据不同阶段的操作意图,相机选择不同的招标方式。

自1998年5月中国人民银行恢复公开市场操作以来,在历次正回购、逆回购及现券买卖交易中,中国人民银行适时选择不同的招标方式开展操作,调控基础货币,调节商业银行流动性,引导货币市场利率,从中也充分体现了公开市场操作的灵活性。

2003年4月22日以来,中国人民银行选择发行央行票据作为央行调控基础货币的新形式,在公开市场上连续滚动发行3个月、6个月及1年期央行票据。为发现市场利率水平,了解商业银行对利率走势的预期,从4月底至10月底,中国人民银行一直采用价格招标方式贴现发行央行票据。期间,中国人民银行还针对市场变化,采用短期逆回购与发行央行票据、发行央行票据与买入现券等不同交易品种与期限的组合,既体现了央行坚持基础货币稳定增长的政策意图,又及时缓解了偶然性、季节性因素引起的短期流动性问题。11月中旬以来,为稳定货币市场利率水平和配合超额存款准备金利率下调政策的实施,中国人民银行发行央行票据的招标方式由价格招标转变为数量招标。

与一般发债主体以筹集资金作为发债的目的不同,中国人民银行作为金融调控的主体,是根据货币政策的需要来发行央行票据的。通过发行央行票据,央行一方面可以稳定市场利率,向市场发出适当收回流动性的信号;另一方面还可以

根据市场的反应来了解市场信息。因此，发行央行票据是否获得成功，并不在于央行票据是否全部被认购，而是看上述两个目的是否达到。以这个标准来判断，11月中旬以来，中国人民银行在公开市场操作中采取数量招标的方式发行央行票据，保持了基础货币的平稳增长和货币市场利率的相对稳定，达到了预期的操作效果。

二、上调存款准备金率，适度调低超额存款准备金利率

为配合公开市场操作“对冲”基础货币过快增长，减轻发行中央银行票据回收流动性的压力，有效控制货币信贷过快扩张，经国务院批准，中国人民银行从2003年9月21日起，将存款准备金率由6%调高至7%。这次存款准备金率调整提前一个月宣布，给金融机构流动性管理提供了缓冲的时间，并在总量适当收紧的同时，对有短期流动性困难的金融机构及时给予必要的资金支持。政策实施过程中，金融运行和货币市场利率走势总体平稳。

中国人民银行还决定从2003年12月21日起将金融机构在中国人民银行的超额存款准备金利率由1.89%下调至1.62%。法定存款准备金利率仍为1.89%。适度降低金融机构在中国人民银行的超额存款准备金利率，有利于货币市场和资本市场的平稳运行，有利于改变目前直接融资和间接融资不平衡状况，进一步推动资本市场的发展，发挥宏观经济政策协调配合的综合效应。

三、扩大贷款利率浮动区间，稳步推进利率市场化进程

2003年12月10日，经国务院批准，中国人民银行决定自2004年1月1日起再次扩大金融机构贷款利率浮动区间。商业银行、城市信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到中国人民银行制定的贷款基准利率的1.7倍，农村信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的2倍，金融机构贷款利率的浮动区间下限保持为贷款基准利率的0.9倍不变。扩大金融机构贷款利率浮动区间，有利于营造公平竞争的市场环境，支持中小企业发展和扩大就业。

与此同时，中国人民银行还对一些利率管理制度进行了改革，进一步理顺利率结构，稳步推进利率市场化进程。一是放开人民币各项贷款的计、结息方式，由借贷双方协商确定；二是放开了境内英镑、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，同时对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理，商业银行可根据国际金融市场利率变化，在不超过上限的前提下自主确定；三是改革邮政储蓄转存款利率计息办法，明确自2003年8月1日起，邮政储蓄新增存款转存中国人民银行的部分，按照金融机构准备金存款利率（年利率为1.89%）计息，此前的邮政储蓄老转存款暂按原转存款利率计息（年利率为4.13%），同时允许邮政储蓄新增存款由邮政储蓄机构在规定的范围内自主运用。

四、密切监测房地产贷款状况，对商业银行贷款进行必要的窗口指导

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。针对部分地区房地产信贷投放过快、隐含风险加大的情况，2003年6月份，中国人民银行发布了《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、个人多套住房贷款和高档住房贷款制定了比较原则性的限制措施，进一步规范房地产信贷市场发展。

同时，针对贷款投放过快的情况，人民银行及时对商业银行进行了窗口指导。

早在 2003 年初，中国人民银行就组织商业银行认真分析贷款多增的趋势，认真把握贷款进度。7 月份以后，中国人民银行三次召开窗口指导会议，对商业银行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，防范各类信贷及流动性风险，改进和健全内部考核制度，适度控制贷款总量。“窗口指导”作为辅助性货币政策工具，对传导货币政策意图发挥了积极作用。

五、积极支持农村信用社体制改革试点

农村金融体制和农村信用社改革事关农民、农业和农村经济发展大局。为促进农村信用社健康发展，改进对农村经济的金融服务，在目前货币政策面临较大压力的情况下，国家仍然决定出资支持试点地区农村信用社的改革。根据国务院部署，2003 年下半年，农村信用社改革试点在山东、吉林、浙江、贵州、江西、陕西、江苏、重庆八个省市全面展开。根据国发（2003）15 号文件精神，中国人民银行按 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，目的是使改革后的农村信用社能做到产权明晰、财务状况良好、治理结构完善。为此，中国人民银行制定了《农村信用社改革试点专项中央银行票据操作办法》和《农村信用社改革试点专项借款管理办法》，在手续和条件的设计上坚持切实促进改革到位并真正达到“花钱买机制”的效果。

六、加强货币市场制度建设，积极推动货币市场发展

一是扩大记账式国债柜台交易的试点范围，目前，开办柜台交易的地区扩大到北京、上海、江苏、浙江、福建、广东；二是简化银行间债券市场债券上市审批程序，对于在全国银行间债券市场发行的国债、政策性银行债券，中国人民银行授权中央国债登记公司和全国银行间同业拆借中心公布每期债券的上市日期；三是规范证券公司信息披露工作，规定凡经批准成为全国银行间同业拆借市场成员的证券公司，应向同业拆借市场披露必要的信息，并保证披露信息的真实性；四是组织国家开发银行在国内发行了第一只美元债券，发行额为 5 亿美元，并相应地解决了美元债券的登记托管等技术问题。

七、保持人民币汇率基本稳定，促进国际收支平衡

2003 年，中国人民银行采取了一系列深化外汇管理体制、保持人民币汇率稳定、促进国际收支平衡的措施：一是完善经常项目管理，便利企业和个人外汇收支，切实满足企业、个人合理的经常项目用汇需求；二是稳步推进资本项目对外开放，放宽企业购汇限制，实施境外投资外汇管理改革试点，逐步拓展资本流出渠道，支持“走出去”战略的实施；三是扩大远期结售汇业务试点，允许开办外债项下的远期业务，加快外汇市场建设，逐步完善人民币汇率形成机制。

八、加强货币政策同其它宏观经济政策的协调配合

2003 年，面对经济运行中出现的一些新情况和新问题，中国人民银行在分析宏观经济形势和趋势的同时，积极与其他宏观经济部门沟通和协调。在对宏观经济进行调控的过程中，注意加强与计划、财政等其他宏观调控手段的协调配合，以充分发挥宏观经济政策协调配合的综合效应。

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，银行间同业拆借市场交易十分活跃，交易量快速增长。全年累计成交2.4万亿元，比2002年增加1.2万亿元，增长99.2%，比2001年增长近2倍。

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，且净融出比重同比上升较大，其他商业银行也是资金净融出部门，但净融出比重同比下降较多。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，其中，证券及基金公司净融入比重同比上升较多。

表 2：2003年金融机构同业拆借资金融出、融入情况表 单位：亿元

	净融入 ¹	比 2002年增长 (%)
国有商业银行	-9108	126.9
其他商业银行 ²	-891	-72.9
其他金融机构	9568	35.2
其中：证券及基金公司	8911	58.7
外资金融机构	431	89.9

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》

2003年，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-下降”走势。年初为2.16%，之后持续下降，4月份降至1.98%；从5月份起开始恢复性回升，8月份升至2.19%。受多种因素影响，拆借利率从9月份开始快速上升，10月份升至2.86%。11月份起开始回落，12月份为2.17%，比上年同期下降0.06个百分点。全年同业拆借加权平均利率为2.24%，比2002年上升0.09个百分点，比2001年下降0.24个百分点。市场利率运行总体较平稳。

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，财政部累计发行国债6280亿元，同比增加351亿元，增长5.9%。其中，凭证式国债发行2504.6亿元，同比增加1031.6亿元，增长70%；记账式国债发行3775.5亿元，同比减少680.5亿元。政策性金融债累计发行4520亿元（不含2003年9月份发行的5年期5亿美元政策性金融债），同比增加1445亿元，增长47%，增幅同比高28.3个百分点。企业债累计发行358亿元，同比增加33亿元，增长10.2%。全年国债发行利率基本稳定（表3），政策性金融债发行利率随市场利率变化，总体上呈下降-回升-下降的态势。

表 3：2003年国债发行情况简表

	期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)		期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)
2003年国债发行累计			6280.1				

凭证式国债：			2504.6	记帐式国债			3775.5
凭证式国债 1期：			600.0	一期	7	2.66	350.0
三年期	3	2.32	300.0	二期	10	2.80	260.0
五年期	5	2.63	300.0	三期	20	3.40	260.0
凭证式国债 2期：			900.0	四期	5	2.45	260.0
三年期	3	2.32	450.0	一期(续)	7	2.66	350.0
五年期	5	2.63	450.0	五期	3	2.32	260.0
凭证式国债 3期：			500.0	六期	5	2.53	260.0
三年期	3	2.32	250.0	七期	7	2.66	460.0
五年期	5	2.63	250.0	八期	10	3.02	160.5
凭证式国债 4期：			504.6	九期	15	4.12	220.0
三年期	1	1.98	203.4	十期	2	2.77	220.0
五年期	2	2.25	301.2	十一期	7	3.50	360.0
				十二期	1	2.55	255.0
				十三期	0.3	2.37	100.0

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

(二) 银行间债券市场成交金额再创新高

2003年，银行间债券市场交易十分活跃，成交金额再创历史新高，累计成交 14.8万亿元，同比增加 4.2万亿元，增长 39.3%。其中，债券现券成交 3.08万亿元，同比增加 2.64万亿元，增长近 6倍；债券回购成交 11.72万亿元，同比增加 1.53万亿元，增长 15%。银行间债券市场的流动性明显提升。

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方，资金净融入方主要为其他商业银行和其他金融机构，且其他商业银行净融入比重同比上升较多。

表 4：2003年银行间市场金融机构债券资金融出、融入情况表 单位：亿元

	净融入	同比增长(%)
国有商业银行	-66042	46.6
其他商业银行	46251	112.3
其他金融机构	19939	-14.2
证券及基金	2651	145.6
保险公司	605	-84.7
外资金融机构	-149	-441.0

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》

2003年，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 下降”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，回升至 2.24%。9月份开始快速上升，10月份升至 3.11%。11月份转而回落，12月份降至 2.17%，比上年末下降 0.14个百分点，比当年 10月份最高时回落 0.94个百分点。全年银行间债券回购市场加权平均利率为 2.35%，比 2002年上升 0.28个百分点，比 2001年上升 0.04个百分点。

三、票据市场在规范中发展

2003年企业累计签发商业汇票 2.77万亿元，同比增加 1.16万亿元，增长 72.2%；累计票据贴现和再贴现 4.44万亿元，同比增加 2.12万亿元，增长 91%。12月末，已签发的未到期的商业汇票余额为 1.28万亿元，同比增加 0.54万亿元，增长 73.5%；票据贴现和再贴现余额 8934亿元，同比增加 3669亿元，增长 69.7%。从各月情况看，商业汇票当月签发额个别月份出现小幅波动，累计发生额保持增长态势；前 8个月贴现余额增长势头较为强劲，月平均增长 508亿元，8月末贴现余额为 9266亿元，之后贴现余额明显回落，12月末降至 8168亿元。

发展票据市场应与拓宽企业融资渠道、改善金融服务、促进商业银行转变经营方式、健全社会信用制度和完善货币政策传导机制的需要相适应，在发展中规范，以规范促发展。现阶段应把发展具有贸易背景的票据市场作为加强货币市场建设的重要政策措施。加快票据市场基础设施建设，提高票据交易效率。同时，要进一步完善票据法规制度，整顿票据交易秩序，切实防范票据业务风险，查处票据违规行为。要实行通报制度、退出交易制度和责任追究制度，以扶优限劣，保障票据市场规范、健康、可持续发展。

四、股票市场运行平稳

2003年股票市场运行平稳，全年沪、深股市累计成交 3.21万亿元，同比增加 0.41万亿元；日均成交 133.3亿元，同比增加 15.2亿元，增长 12.9%。其中 A股累计成交 3.13万亿元，同比增加 0.41万亿元；日均成交 129.8亿元，同比增加 15.3亿元，增长 13.4%。

1- 5 月份，沪、深股指在波动中上扬。上证综指和深证综指分别由上年末的 1358点和 389点，上扬至 5月末的 1576点和 441点，分别比上年末上升 218点和 52点，分别上涨 16.1%和 13.4%。6月份起至 10月份，沪、深股市出现下滑。10月末，上证综指和深证综指分别收盘于 1348点和 365点，比 5月末分别下降 228点和 76点，分别下降 14.5%和 17.2%。11月份起，沪、深股市小幅回升，12月末，上证综指和深证综指分别收盘于 1497点和 379点，比 10月末分别上升 149点和 14点，上涨 11.1%和 3.8%。

2003年股票市场融资增加较多，全年累计融资 1357亿元，同比增加 395亿元，增长 41.1%，主要是 H股和可转债增长较快。其中，A股筹资（包括发行、增发和配股）639亿元，同比减少 99亿元，下降 13.5%；H股发行（主要是中国人寿保险集团公司和中国人民财产保险股份有限公司）筹资 64.6亿美元，同比增加 42.62亿美元，增长近 2倍；发行可转债 180.6亿元，同比增加 139亿元，增长 3.4倍。

2003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 3.52万亿元（本外币合计），同比多融资 1.12万亿元，增长 46.0%。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 85.1：10：1.0：3.9。

表 5：国内金融市场融资情况表 单位：亿元，%

	全年融资量 (亿元人民币)			比重		
	2003年	2002年	2001年	2003年	2002年	2001年
国内金融市场融资总量	35154	23976	16555	100.0	100.0	100.0

贷款	29936	19228	12558	85.1	80.2	75.9
国债	3525	3461	2598	10.0	14.4	15.7
企业债	336	325	147	1.0	1.4	0.9
股票	1357	962	1252	3.9	4.0	7.6

资料来源：中国人民银行调查统计司

五、保险市场发展迅速

2003年，我国保险业发展迅速。一是保险机构不断发展。截止 2003年底，我国保险公司 (不含筹建)已经发展到 56家，保险公司的总资产达到 9123亿元，同比增长 41.8%，继续保持较快的增长速度。二是保费收入持续增长，人身险保费收入明显快于财产险。1999年至 2003年间，我国保险业保费收入以年均 29.2%的速度持续增长，其中人身险保费收入年均增长 36.3%，增幅比财产险保费收入高 22.6个百分点。2003年，累计保费收入 3880亿元，同比增长 27.1%。其中人身险保费收入 3011亿元，同比增长 32.4%，增幅比财产险高 20.7个百分点。三是保险的经济补偿作用明显增强。2003年全年，保险业累计赔款、给付 841亿元，同比增加 134亿元，增长 19%，比 1999年全年增加 331亿元，增长 64.8%。

随着保险市场的快速发展，保险公司的可运用资金不断增加，资金运用渠道仍主要为银行存款和国债投资。到 2003年末，保险公司的银行存款和投资资金合计余额为 8379亿元，比 1999年增长 3.6倍，比上年同期增加 2849亿元，增长 51.5%，其中，银行存款占 54.3%，国债投资占 16.8%，证券投资基金投资占 5.5%，其他投资 (包括金融债券、企业债和其他投资)占 23.4%，银行存款、国债投资和证券投资基金投资占比分别比上年同期下降 0.4、3.2和 0.1个百分点，其他投资上升 3.7个百分点。

保险市场与货币政策调控的关联度日益提高。一方面，保险投资的产品主要集中在利率敏感性产品方面，货币政策调控对保险市场的影响越来越大；另一方面，保险资金相当部分属于居民的预防性储蓄，与储蓄存款具有较强的替代性。随着保险资金参与金融市场交易规模的不断扩大，对市场价格和资金流向的影响力也在不断增强。

六、外汇市场交易量显著增加

2003年，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 1511亿美元，同比多成交 539亿美元，日均成交 6.02亿美元，同比增长 54.4%。其中，美元品种成交 1478亿美元，日均成交 5.89亿美元，同比增长 54.2%。

第四部分 宏观经济分析

一、世界经济复苏加快，主要经济体货币政策宽松

(一) 世界经济复苏加快

2003年世界经济经历了两个阶段，一是上半年受伊拉克战争和“非典”疫情的影响，世界经济增速放慢，呈现出很强的不确定性；二是下半年复苏加快，经济增长高于预期，全球贸易总量出现了反弹性增长，国际直接投资在连续两年

大幅下降后首次微量回升,但就业状况没有得到相应改善,贸易摩擦进一步加剧。2004年1月,国际货币基金组织将2003年世界经济增长率调高至3.7%,比2002年实际数高0.7个百分点。

美国经济回升势头强劲。2003年,美国GDP增长率为3.1%,高于2002年的2.2%,是2000年以来增长最快的一年。但通货膨胀与通货紧缩的危险依然同时存在,财政和贸易的“双赤字”持续扩大,经济复苏具有一定的脆弱性。分季度看,2003年1-4季度GDP增长率分别为1.4%、3.3%、8.2%和4%,CPI同比上涨分别为2.9%、2.1%、2.2%和1.9%,失业率分别为5.8%、6.2%、6.1%和5.9%。

欧元区经济有所好转。2003年第三季度,欧元区经济结束了连续3个季度的停滞局面,季度环比增长0.4%,同比增长0.3%,预计全年增幅在0.5%以下。CPI持续保持在2%左右。失业率从3月份到12月份一直居8.8%的高位。

日本经济复苏。到2003年第四季度,季度环比GDP已经连续8个季度正增长,特别是第四季度的增长率是1990年第二季度以来最高的。2003年GDP增长率达到2.7%,其中1-4季度同比分别为2.8%、2.3%、1.2%和3.6%。12月份CPI同比下降0.4%,已连续4年零4个月下降。失业率由年初的5.4%下降到12月份的4.9%,创下两年来最低水平。财政赤字较高,占GDP比重高达7.7%。

主要发展中国家经济表现良好。东南亚国家在2003年上半年受“非典”冲击和全球经济衰退的影响,出口增势有所下降,但随着外部环境的改善,2003年下半年基本恢复了强劲增长的态势,增长速度仍高于世界平均水平。转轨国家近几年持续较快增长,据联合国预计,2003年转轨国家GDP增长5.1%,仅次于东南亚发展中国家5.4%的水平。

（二）主要股票市场强劲反弹，美元贬值幅度较大

2003年全球主要股票市场强劲反弹。在第一季度持续下跌之后,随着战争、疾病等不确定因素的消除,欧美股市自3月中旬急剧反弹,亚太地区主要股市则从4月底开始持续上扬。美国道琼斯指数和纳斯达克指数全年分别上扬25%和48%,英国金融时报指数和日经225指数分别上涨13%和24%。

美元贬值幅度较大。由于美伊战争和宏观经济状况因素作用,美元第一季度和第三季度曾经出现两次较大的反弹,但是总体保持跌势,第二季度和第四季度跌幅再度加剧。2003年从年初到年底,对日元和欧元跌幅分别超过10%和20%,并继续面临贬值压力,表明市场对美国经济稳定增长仍心存疑虑,国际金融市场的确定性很大。

（三）主要经济体货币政策宽松

2003年,为克服不利外部影响,刺激经济增长,各主要经济体纷纷采取了连续降息等宽松的货币政策。美联储在6月25日将联邦基金利率从1.25%下调到1%,达到45年来最低点,并表示将在“相当长时期内”维持利率在低水平不变。欧洲中央银行理事会两次下调利率,幅度为0.75个百分点,达到2%的水平。日本银行多次采取措施放松银根,增加基础货币投入以维持短期零利率水平。英格兰银行虽然在第四季度将利率调高到3.75%,但是前三季度也曾两次降息,降幅达0.5个百分点。

二、我国经济快速增长，通货膨胀压力加大

2003年,在党中央、国务院的正确领导下,我国国民经济克服“非典”疫情等多种困难,呈现出增长加快、效益提高、活力增强的良好发展态势。国内生产总值达到11.7万亿元,增长9.1%。但在经济快速增长中也存在一些影响经济、

金融持续健康发展的矛盾和问题，部分行业盲目重复建设、能源交通出现了多年少有的瓶颈制约，通货膨胀压力加大。

（一）我国经济处于经济周期的上升阶段，投资需求高速增长是主要拉动力

2003年，我国经济处于经济周期的上升阶段，增长速度是1997年以来最快的，其中，一季度增长9.9%，二季度6.7%，三季度9.6%，四季度9.9%。中国人民银行2003年四季度工业景气问卷调查显示，宏观经济运行景气指数回升；企业产销平稳增长，经济运行质量提高；产品订单增加，企业家对未来宏观经济运行及企业经营状况乐观。

经济快速增长主要由投资需求拉动。2003年，消费、投资和净出口三大需求中，投资需求增长最快，仅次于1992年和1993年经济过热时期。1992和1993年，全社会固定资产投资总额名义增长率分别为44.4%和61.8%，固定资产投资价格指数分别为15.3%和26.6%，实际投资增长分别为29.1%和35.2%。2003年，全社会固定资产投资总额名义增长率为26.7%，固定资产投资价格指数为2.2%，实际投资增长24.9%左右。新开工项目超过12万个，同比增加1.1万个；计划总投资3.8万亿元，增长54.7%。分月来看，6月份固定资产投资增长达到最高点32.8%，之后随着关于控制开发区规模、制止一系列生产能力过剩产品的重复建设政策的出台，投资增速逐月回落。房地产投资高速增长。2003年，我国房地产开发投资增长29.7%，是1995年以来增长速度最高的一年。

消费需求呈现快速恢复性增长。2003年4-5月份，受“非典”疫情的影响，始终平稳增长的消费需求出现了大幅度的下滑。5月份社会消费品零售总额同比增长4.3%，仅为上年同期增速的一半，是1991年以来的最低水平，其中餐饮业销售下降16%。“非典”过后，消费需求迅速回升，到三季度基本恢复到“非典”前水平。7-12月，全社会消费品零售总额增长均高于上年同期增长水平。全年社会消费品零售总额同比增长9.1%，增幅比上年同期高0.3个百分点。

进出口快速增长，贸易顺差缩小，净出口需求对经济增长贡献减弱。2003年，我国进出口总值8512亿美元，同比增长37.1%，是1980年以来增速最快的一年。其中，出口4384亿美元，同比增长34.6%；进口4128亿美元，同比增长39.9%；进出口顺差255亿美元，比上年减少49亿美元。外商直接投资增速有所下降。2003年，我国实际使用外资金额535亿美元，同比增长1.4%¹。

（二）经济效益明显提高，增长方式有待进一步转变

全国税收总收入及其增收额创历史最高记录。2003年，全国共入库税款突破2万亿元（不含关税和农业税），比上年增长20.3%；增收额首次突破3000亿元，完成年度预算的108.2%。税收收入占国内生产总值的比重达到17.6%左右，比上年提高约1个百分点。

企业经济效益明显提高。2003年，工业经济效益综合指数达到1992年该指数建立以来的最高点。成本费用利润率、总资产贡献率、流动资产周转率都创近年来最好水平。工业企业实现利润连续五年保持增长，2003年全国规模以上工业企业盈亏相抵后实现利润总额8152亿元，比上年增长42.7%，利润总水平创历史新高记录。39个工业大类行业中，有38个行业利润比上年同期增加；其中，石油和天然气开采、黑色金属冶炼及压延加工、交通运输设备制造、化学工业、电力热力的生产和供应五个行业共新增利润1310亿元，占全部规模以上工业新增

¹ 商务部调整了统计口径之后的数据。商务部加强了对实际到位资金的检验工作，要求实际到位资金应有会计师事务所的验资证明。

利润总额的 48.7%

应该看到，2003 年经济的快速增长和经济效益的大幅度提高主要依靠的是原材料和能源的高投入，基本上还属于粗放型经济，经济增长方式的转变仍然任重道远。目前，我国的 GDP 折算成美元约占世界各国 GDP 总和的 4%，但钢材消耗约 2.6 亿吨，占世界钢材消耗总量的 25% 还要强，是世界第一大钢材消费国；石油消耗约 2.5 亿吨，日均消费石油占世界日均消耗石油的 7%，是仅次于美国的世界第二大石油消费国；煤炭消耗约 15 亿吨，占世界煤炭消耗总量的 30% 左右；水泥消耗约 8.2 亿吨，占世界水泥消耗总量的 50% 左右；用电总量约 1.9 万亿千瓦时，占世界用电总量的 10% 左右。这种高投入、高消耗的粗放型经济增长方式对我国资源的合理利用和环境保护造成严重的负面影响，难以为继。

（三）通货膨胀压力加大，需要密切关注

2003 年前 8 个月我国居民消费价格总水平同比持续小幅正增长，但从 9 月份开始快速上升，月环比分别为 1.2%、0.9%、1% 和 0.6%，同比增幅在 12 月已经高达 3.2%。据初步估算，2004 年同比价格上涨的翘尾因素为 2.2%，其中一季度为 1.7%，二季度 2.9%，三季度 3.6%，四季度 0.7%。也就是说，2004 年即使没有任何新的涨价，全年物价上涨也会达到 2.2%。

受固定资产投资高速增长和经济高增长的拉动，从 2002 年 4 季度开始生产价格就以高于 CPI 的幅度快速上涨，其间受“非典”影响一度回落，2003 年 9 月份以后部分原材料和能源出现瓶颈制约，价格涨势迅猛。主要特点一是初级和中间产品价格涨幅高于最终产品。人民银行统计的企业商品价格连续 14 个月上升，2003 年 12 月份同比上涨 6.3%；其中初级产品同比上涨 10.9%，中间产品上涨 6.5%，最终产品上涨 4.1%。二是原材料购进价格的涨幅高于工业品出厂价格。据国家统计局统计，2003 年原材料购进价格和工业品出厂价格分别比上年同期上涨 4.8% 和 2.3%，而 2002 年分别同比下降 2.3% 和 2.2%。三是生产资料价格涨幅高于生活资料。据国家统计局统计，2003 年生产资料出厂价格同比上涨 3.6%，影响工业品出厂价格上涨约 2.6 个百分点；生活资料出厂价格同比下降 1.1%，影响工业品出厂价格下降约 0.3 个百分点。

进口商品价格攀升。2003 年 3 季度，我国进口商品价格上涨 6.4%，其中投资品上涨 27%，消费品上涨 16%；中间产品上涨 4.5%。

房地产价格和固定资产投资价格增势不减。房地产价格 2003 年的涨幅明显高于 2002 年，且呈加速趋势。分季度看，2003 年土地交易价格分别上涨 8.5%、7.1%、8.8% 和 8.9%，分别比上年同期高 0.6、1.7、2.5 和 1.1 个百分点；房屋销售价格分别上涨 4.8%、4.9%、4.1% 和 5.1%，分别比上年同期高 0.5、1.3、0.1 和 1.6 个百分点；房屋租赁价格分别上涨 1.7%、1.9%、1.8% 和 2.2%，分别比上年同期高 0.5、0.8、0.7 和 1.4 个百分点。固定资产投资价格受固定资产需求高速增长的拉动持续上涨，已从 2002 年上半年的零增长，升至 2003 年上半年的 1%，又升至 3 季度的 1.5%、4 季度的 2.2%。

全面反映通货膨胀压力的 GDP 缩减指数变动率，在 2003 年达到 2.1%，高于 2000 年 0.9%，2001 年 1.2%，2002 年 -0.3% 的水平，且在一年内从 2002 年的 -0.3% 升至 2003 年的 2.1%，表明通货膨胀的形势不容乐观。

专栏 3：物价与货币政策

我国货币政策的目標是保持币值稳定并以此促进经济增长。保持币值稳定，对内是指保持物价稳定，对外是指保持人民币汇率稳定。作为中央银行，中国人

民银行需要密切关注物价走势，除了关注居民消费价格指数（CPI），还关注生产价格指数（PPI）、出口价格指数、进口价格指数、GDP 缩减指数、房地产价格指数、股票价格指数等，并全面分析各种价格指数之间的关系和价格传导过程。

一、价格指数、通货膨胀与货币政策

通货膨胀是指价格总水平的持续上涨。衡量一个国家通货膨胀的指标有很多，但最常用的是 CPI。PPI 和 GDP 缩减指数也是衡量通胀的重要辅助指标。GDP 缩减指数变动率综合反映了 CPI 和 PPI 的变动。CPI 衡量的是生活成本的变动，不包括投资品价格的变动。但由于一般公众对 CPI 较为熟悉，而且 CPI 在统计上相对及时和准确，因此，各国央行常用 CPI 或核心 CPI 作为监测指标。核心 CPI 的计算方法有多种，最常用的是在 CPI 中扣除食品和能源，或只扣除新鲜食品（如鲜菜鲜果等）。计算核心 CPI 的目的是区分 CPI 中受货币政策影响的部分和不受货币政策影响的部分。CPI 的上涨主要有两种类型，一是成本推动，二是需求拉动。对于成本推动型的 CPI 上涨，理论上不宜立即采取紧缩型的货币政策，要看外部冲击能否自然消除。如果不能自然消除并且持续很长时间，说明供求关系正在发生新的变化，货币信贷过快增长积聚的通货膨胀压力开始显现，中央银行就需要采取相应的行动。PPI 因为反映了生产者的购进和产出价格的变化，也是央行很关注的指标。而 GDP 缩减指数因为综合反映了 CPI 和 PPI 的情况，比较全面，所以是判断通货膨胀最好的参考值，但 GDP 缩减指数是季度统计，不如 CPI、PPI 那么及时。

判断当前物价形势，要综合分析同比 CPI 和环比 CPI，避免用累计同比 CPI。累计同比 CPI 是相应各月的简单算术平均数，反映不出通货膨胀在上升或下降较大时的变化情况，具有明显的滞后性，不适合做宏观调控的参照指标。如果是全年 CPI，则至少有半年的滞后期，会对物价形势的判断产生误导，不利于适时适度进行宏观调控。环比 CPI 反应比较灵敏，可以真正显示物价近期发展趋势。但环比 CPI 受季节性影响较大（如春节因素），依据没有经过季节调整的环比 CPI 进行宏观调控也会造成失误。同比 CPI 基本剔除了季节波动影响，能够比较好地反映通货膨胀的变动情况，也是制定一年期利率的重要参考依据，但同比 CPI 受上年价格水平影响。

二、价格传导过程与通货膨胀压力

货币政策要有预见性或前瞻性。要监测现实的通货膨胀，更要对未来的通货膨胀做出预测，要分析目前面对的通货膨胀压力，以防范于未然。

预测未来的通货膨胀，首先要分析价格传导过程。目前，我国的价格上涨具有上游产品价格涨幅大大高于下游产品价格涨幅的特征，具体表现就是生产价格中初级和中间产品价格涨幅高于最终产品、购进价格涨幅高于出厂价格、生产资料价格涨幅高于消费资料价格。如果价格传导顺畅，一段时间后生产价格的高增长就会最终传导到消费价格上，形成全面的通货膨胀。历史数据显示，投资品价格变化超前于消费品价格变化大致一年左右，投资品价格的持续上涨一般会反映到最终消费品价格上来。但如果受最终消费需求的约束，初级和中间产品的价格上涨无法传导到最终产品，就会形成某些行业或某些生产环节的生产能力过剩，最终导致通货紧缩和萧条。我国目前所面对的不仅仅是食品价格上涨所推动的 CPI 上涨，还有生产价格、房地产价格、固定资产投资价格的猛增，因此十分有必要保持货币信贷适度增长，从源头上遏制因投资膨胀而导致的投资品价格领先上涨。而保持货币信贷适度增长，从抑制重复建设和产能过剩的意义上说，又可以防止将来可能发生的通货紧缩。

三、主要产业运行正常，产业结构调整须抓紧推进

2003年，第一产业增长 2.5%，增速比上年减慢 0.4个百分点；第二产业增长 12.5%，增速比上年加快 2.7个百分点；第三产业增长 6.7%，增速比上年减慢 0.8个百分点。

（一）农业基础有待进一步加强

2003年，受面积调减及自然灾害的影响，主要农产品减产，全年粮食总产量比上年下降 5.8%。粮食供给的相对减少和对粮价上涨的预期，已经改变了原有的供求关系。粮价有所上涨是经济结构调整的必然要求，粮价适当上涨有利于快速增加粮食供给和增加农民收入，如配合正确的宏观调控政策，在我国目前总体供求关系的格局下，不会导致严重的通货膨胀。农民收入增长缓慢问题变得更加突出。2003年，各地区各部门按照中央的要求，加大了解决“三农”问题的力度，农民人均纯收入恢复性增长至 4.3%，但仍比上年减慢 0.5个百分点。农民收入的提高，关系到农民生活水平的提高，关系到粮食生产和农产品供给，关系到整个国民经济增长，必须高度重视。

（二）工业持续高速增长

受投资、出口快速增长和汽车、通信等消费热点的共同拉动，我国工业生产持续高速增长。2003年，全国工业增加值增长 12.6%，拉动 GDP 增长 5.7个百分点。其中规模以上工业增长 17%，增速比上年加快 4.4个百分点。从轻重工业结构看，重工业增长快于轻工业，重工业增长 18.6%，轻工业增长 14.6%。从所有制结构看，外商及港澳台投资企业增长最快，达到 20%；其次是股份制企业增长 18.3%；之后是国有及国有控股企业增长 14.3%，集体企业增长 11.5%。分行业看，电子通信设备制造、交通运输设备制造、电气机械及器材制造、冶金和化工五大行业是带动工业生产快速增长的主要力量，共拉动工业增长 8.7个百分点。

（三）第三产业发展相对滞后

第三产业，也称服务业，是国民经济重要的组成部分。从世界经济的发展情况看，服务业在整个国民经济中所占比重呈上升趋势，也就是说，服务业的平均增长在较长的时间内会快于国民经济的平均增长速度，但 90年代以来我国却发生了相反的情况。2003年，我国第三产业比重进一步下降至 32%，远远低于大多数发达国家 60%-80%的水平，也低于发展中国家 40%左右的水平。2003年，我国第三产业增长仅 6.7%，比 GDP 增长率低 2.4个百分点，比规模以上工业增加值增长率低 10多个百分点，这其中或许有第三产业漏统的因素，但也在一定程度上说明了我国第三产业发展严重滞后于经济发展。加快发展第三产业有利于扩大就业、优化产业结构、提高国民经济整体效益，应引起高度重视。经济理论和各国发展的实践都告诉我们，工业的就业弹性远低于服务业，真正解决就业问题的出路在于大力发展服务业。

（四）部分行业盲目扩张

2003年以来，部分行业盲目扩张，低水平重复建设严重，特别是钢铁、电解铝和水泥。2003年，钢铁、电解铝和水泥同比分别增长 23.3% 26.1% 16.5%，目前，我国钢铁、电解铝和水泥的产量已位于世界首位。普通生产能力超出市场预期需求，产品结构不合理，高能耗、高污染、低质量问题十分严重。

（五）能源和交通供求矛盾突出

2003年以来，受工业超高速增长和投资规模过大的影响，煤电油运供给紧张，进入四季度紧张程度进一步加剧，成为制约新一轮经济增长的瓶颈。全年规模以上企业煤炭产量达到 11.8亿吨，增长 17.7%，但煤炭供应仍然很紧；全年

发电量增长 15.4%，达到 90 年代以来最高增速，但仍有不少地区拉闸限电；原油、成品油进口大量增加，分别进口 9112 万吨和 2824 万吨，同比增长 31.3% 和 38.8%；铁路主要干线客货运输能力已经饱和，满足率不足 50%。中国人民银行 2003 年四季度工业景气问卷调查显示，工业企业设备利用水平景气指数达 1992 年以来的最好水平，有更多的企业认为能源、电力和原材料供应不足。市场机制的作用从本质上说是通过价格调整实现的，相信通过适当调整，可以较快达到市场出清。

第五部分 预测和展望

一、2004 年国际经济金融趋势展望

2004 年全球经济增长总体稳中趋强。国际货币基金组织、世界银行和联合国均预计 2004 年全球经济增长明显快于 2003 年，其中，国际货币基金组织 2004 年 2 月的最新预测数为 4.6%，高于 2003 年 0.9 个百分点。

美国居民消费支出和商业投资增长较快，经济有望保持继续上行趋势，国际货币基金组织预测美国经济 2004 年增长 4.6%，比 2003 年高 1.5 个百分点。欧元区经济增长略显逊色，国际货币基金组织预计欧元区经济增长 1.8%，比 2003 年高 1.3 个百分点。日本经济出现好转，投资和出口增长较快，但由于消费增长未明显提高，国际货币基金组织预计日本经济 2004 年增长 2.1%，比 2003 年低 0.2 个百分点；世界银行的预测较为乐观，认为日本经济 2004 年增长将快于 2003 年 0.5 个百分点。

世界经济总体好转使各方对 2004 年全球贸易增长趋于乐观，国际货币基金组织、世界银行、联合国均预测 2004 年世界贸易比 2003 年有大幅提高。

2004 年，主要经济体的货币政策态势将根据各自经济增长状况有所调整。美联储公开市场委员会 2004 年 1 月 28 日宣布维持 1% 的联邦基金利率不变，但在会后发表的声明中，没有再使用利率在“相当长时间”内保持低水平的措辞，而是改为“仍有耐心”。鉴于英国经济增长势头强劲，居民消费尚无减缓迹象，消费者债务规模日益扩大，英格兰银行于 2 月 5 日宣布将官方利率从 3.75% 上调至 4%。同一天，日本银行政策委员会宣布维持货币政策不变。由于欧元区经济只是逐步复苏，且物价比较稳定，欧央行可能会在相当长时间内维持目前的货币政策态势。

2004 年，我国经济发展的外部环境总体良好。随着世界经济趋好，国际市场需求日趋旺盛。同时，国际产业结构加快调整，跨国公司加紧进行全球布局调整，发达国家向发展中国家转移生产能力和拓展市场的趋势仍在延续。但不确定因素仍然存在，世界贸易不平衡状况突出，国际竞争更加激烈，贸易保护主义加剧，能源和原材料价格波动较大可能对我国敏感行业的成本和经营造成不利影响。

二、2004 年我国宏观经济展望

2004 年是建国 55 周年，也是我国改革和发展十分关键的一年。综观当前国际国内形势，我国改革和发展面临许多有利条件和新的机遇，也存在不少困难和新的挑战，我国经济发展正处在一个重要关口。当前，我国国民经济增长较快，效益较好，活力较强，结构调整取得积极进展，各项改革有序推进。但越是形势

好，越要保持清醒的头脑。要见微知著，防患于未然，高度重视经济社会发展中的突出问题，主要是价格上涨加快、部分行业盲目扩张的趋势仍未得到有效遏制、投资总规模偏大、煤电油运紧张程度加剧、农民增收困难、城乡发展不平衡、就业和社会保障任务重等。

综合各方面的考虑，中央经济工作会议提出 2004 年我国经济增长目标为 7%，这一预期目标有利于保持宏观调控目标的连续性，并有利于在“求真务实”的思想指导下，引导各方面把主要精力放在经济增长的质量、效益上，有利于搞好宏观调控。预计 2004 年全年 CPI 将上涨 3% 左右。其中翘尾因素影响 CPI 上涨 2.2 个百分点，新涨价因素和政策性调价因素估计会影响 CPI 上涨约 1.0 个百分点。此外，还存在难以量化的价格上行压力，一是 2004 年经济和投资的快速增长将导致物价总水平的进一步上升；二是 2003 年粮食等食品价格上涨的滞后影响会逐步显现，推动其他下游产品价格上涨，从而推动价格总水平的上涨；三是 2003 年货币信贷高增长的滞后影响。2004 年我国物价也存在下行的压力，主要表现为汽车、家用电器、药品等价格仍继续保持下降的态势。总体上，2004 年影响价格上升的因素多于影响价格下降的因素。

三、2004 年我国货币政策趋势

中国人民银行将根据十六大、十六届三中全会和中央经济工作会议精神，牢固树立和认真落实全面、协调、可持续的发展观，依据统筹城乡发展，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，实现经济增长与人口、资源、环境相协调的原则，继续执行稳健的货币政策，不断健全金融调控机制，按照“稳定政策，适度调整”的基本思路，保持政策的连续性和稳定性，密切关注宏观经济运行中供求变化的新特点，特别是物价上升的趋势，进一步增强调控的科学性、预见性和有效性，及时采取预调和微调措施，不断改进中央银行调控水平，加强与其他宏观经济政策的协调配合，避免“一刀切”。在促进经济平稳较快增长的同时，高度重视防止通货膨胀和金融风险。考虑到 2003 年货币信贷增长过快的滞后效应，2004 年货币供应量增幅和新增贷款规模应低于 2003 年的实际水平。预计 M2 和 M1 分别增长 17% 左右，人民币贷款增加 2.6 万亿元。

（一）进一步增强货币政策的前瞻性和科学性，保持货币信贷总量平稳增长

针对当前经济运行中存在的问题，中国人民银行将综合运用多种货币政策工具，继续控制货币信贷总量，既要防止货币信贷增长过快，又要保证经济稳定增长的合理资金需要，促进经济平稳运行。中国人民银行将继续加强宏观经济形势和趋势分析，继续采取中央银行票据和债券公开市场操作等手段，适时调节流动性；加强再贷款和再贴现管理，综合发挥好各种货币政策工具协调配合的功效，保持基础货币的合理增长。

（二）稳步推进利率市场化进程，进一步发挥利率调控作用

根据国内外经济金融形势，当前应继续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。密切监测货币市场利率走势，加强与有关部门协调，保持货币市场利率基本稳定。进一步完善利率结构。通过运用货币政策工具调控和引导市场利率，使市场机制在金融资源配置中发挥基础性作用。

（三）保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定

完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。在有效防范风险前提下，有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制，逐步

实现资本项目可兑换。密切观察分析国际收支和金融市场变化的新形势，协调本外币政策，改进现行结售汇制度，积极培育外汇市场，促进国际收支平衡。

（四）着力调整信贷结构，促进产业结构调整

进一步加强信贷运行监测，逐步建立钢铁、汽车、电力、房地产等重点行业与基础产业的信贷风险预警体系，加强信息和政策引导。引导商业银行着力调整信贷结构，对盲目投资、低水平重复建设行业的建设项目强化信贷风险管理。鼓励和引导商业银行加大对农业、中小企业、扩大消费、助学、增加就业方面的贷款支持，促进产业结构的调整和优化。完善下岗失业人员小额担保贷款管理，支持扩大就业。

（五）加快发展金融市场，扩大直接融资

按照《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的要求，继续支持资本市场改革开放和稳定发展，扩大直接融资渠道，改变我国直接融资比重过低、融资结构不合理的状况，建立统一互联的证券市场，完善交易登记和结算体系。加快发展货币市场，推动货币市场基金发展，实现货币市场与资本市场的良性互动。建立健全各类市场有机结合、协调发展的机制，积极推进货币市场、资本市场和保险市场的协调发展。加强对货币市场、外汇市场和黄金市场的动态监管，监测各类金融市场的运行状况，防范跨市场风险，促进金融市场有序健康发展。

（六）加快推进国有商业银行股份制改造，做好农村信用社改革资金支持工作

国有商业银行综合改革，是整个金融改革的重点。2004年1月，国务院决定中国银行和中国建设银行实施股份制改造试点，并动用450亿美元国家外汇储备等为其补充资本金。这次改革最注重的是注资与深化银行内部改革和完善公司治理结构结合起来。中国人民银行将与中国银行业监督管理委员会等有关部门密切配合，按照改革与管理并重的原则，严格监督这两家银行各项内部改革措施的落实情况，切实转换经营机制，确保实现这次股份制改革的各项预期目标。同时，按照国务院的部署，严格把关，服务至上，认真做好农村信用社改革的资金支持工作。完善农村金融服务体系，全面推进其他金融企业的微观机制改造。