

# 中国货币政策执行报告

二 四年第一季度

中国人民银行货币政策分析小组

2004 年 5 月 11 日

# 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| <b>第一部分 货币信贷概况</b>               | 1  |
| 一、货币供应量仍在高位运行                    | 1  |
| 二、金融机构新增贷款同比多增，期限匹配问题值得关注        | 1  |
| 三、各项存款增加较多，企业存款快速增长              | 3  |
| 四、基础货币净回笼，金融机构超额存款准备金率下降         | 3  |
| 五、市场利率基本平稳                       | 4  |
| 六、人民币汇率稳定                        | 5  |
| <b>第二部分 货币政策操作</b>               | 5  |
| 一、加大公开市场操作力度，基本全额对冲外汇占款放出的流动性    | 5  |
| 二、防止货币信贷过快增长，普遍提高存款准备金率 0.5 个百分点 | 6  |
| 三、建立正向激励机制，实行差别存款准备金率制度          | 7  |
| 四、建立再贷款浮息制度，理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系  | 8  |
| 五、加强对商业银行贷款的窗口指导，促进优化贷款结构        | 10 |
| 六、支持“三农”经济发展，加快推进农村信用社改革         | 11 |
| 七、积极推动货币市场发展，加强货币市场的管理和服务工作      | 12 |
| 八、保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支平衡 | 13 |
| <b>第三部分 金融市场分析</b>               | 13 |
| 一、货币市场成交额快速增长                    | 13 |
| 二、债券市场有所调整                       | 14 |
| 三、票据市场业务在规范中稳步发展                 | 17 |
| 四、股票市场交易活跃                       | 18 |
| 五、保险业资产增长较快，投资于证券投资基金的保险资金上升较多   | 19 |
| 六、外汇市场交易量继续显著增加                  | 21 |
| <b>第四部分 宏观经济分析</b>               | 21 |
| 一、全球经济复苏进一步增强，主要经济体继续实行宽松货币政策    | 21 |
| 二、我国经济继续快速增长，投资出现过热              | 23 |
| 三、主要产业运行正常，结构有待进一步调整             | 31 |
| <b>第五部分 预测和展望</b>                | 34 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 一、2004年国际经济金融趋势展望 .....  | 34 |
| 二、2004年我国宏观经济展望 .....    | 35 |
| 三、稳健货币政策的近期取向：适度从紧 ..... | 38 |

## 专栏：

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 专栏 1：基础货币的定义和统计 .....            | 3  |
| 专栏 2：差别存款准备金率制度 .....            | 7  |
| 专栏 3：再贷款浮息制度 .....               | 9  |
| 专栏 4：银行间债券市场债券发行创新 .....         | 15 |
| 专栏 5：坚决遏制过度投资 .....              | 25 |
| 专栏 6：增长、外部性与科学的发展观 .....         | 28 |
| 专栏 7：进一步加强和改善宏观调控，防止经济大起大落 ..... | 37 |

## 图：

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：超额存款准备金利率、再贷款利率与市场利率图 .....    | 10 |
| 图 2：2004 年 1-4 月上海证券交易所国债指数图 ..... | 17 |
| 图 3：全社会固定资产投资名义增长率和实际增长率的比较 .....  | 25 |
| 图 4：主要价格指数变动趋势图 .....              | 29 |

## 表：

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1：2004 年一季度金融机构同业拆借资金融出、融入情况表 ..... | 14 |
| 表 2：2004 年一季度国债和政策金融债券发行情况简表 .....    | 15 |
| 表 3：国内非金融机构部门融资情况表 .....              | 19 |
| 表 4：主要保险资金运用表 .....                   | 20 |
| 表 5：2004 年 2 月投资项目资金来源构成情况表 .....     | 33 |

## 内容摘要

2004 年一季度全球经济增长开局良好，越来越多的国家和地区加入经济恢复和增长行列。我国经济继续快速增长，一季度国内生产总值增长 9.7%，城乡居民收入、企业利润和财政收入均有较大幅度提高，农业生产向好的方向发展，对外贸易增势强劲。

3月末，广义货币 M2 余额 23.2 万亿元，同比增长 19.1%。一季度金融机构实际增加贷款 8351 亿元，占全年预期目标 2.6 万亿的 32%，同比多增 247 亿元；金融机构“短存长贷”现象隐含的系统性风险也应给予关注。3月末，金融机构本外币各项存款余额为 23.3 万亿元，增长 19.6%。人民银行基础货币余额为 5.05 万亿元，比年初减少 1788 亿元。金融机构超额准备金率平均为 4.28%，比上年同期低 0.84 个百分点。3月末，国家外汇储备达 4398 亿美元，比去年底增加 365 亿美元；人民币汇率为 1 美元兑换 8.2771 元人民币，继续保持稳定。

2004 年一季度，按照中央经济工作会议的部署，人民银行不断加强和改进金融调控，综合运用多种货币政策手段，对货币信贷总量及结构进行调控，高度重视防止通货膨胀，同时抓紧金融调控制度性建设：一是加大公开市场操作力度，基本全额对冲外汇占款放出的流动性。二是普遍提高存款准备金率 0.5 个百分点。三是建立正向激励机制，实行差别存款准备金率制度。四是建立再贷款浮息制度，理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系，将各档次再贷款利率上浮 0.63 个百分点，再贴现利率上浮 0.27 个百分点。五是加强对商业银

行贷款的窗口指导，促进优化贷款结构。六是支持“三农”经济发展，加快推进农村信用社改革。七是积极推动货币市场发展，加强货币市场的管理和服务工作。八是保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支平衡。

总体看，2003年以来采取的调控措施取得了成效，并正在发挥作用。在充分看到经济社会发展取得新成就的同时，还必须清醒地看到目前经济运行中出现的一些新的矛盾和问题，突出表现在固定资产投资规模过大，导致信贷投放增长偏快。

2004年我国宏观调控预期目标为经济增长率7%左右，居民消费价格总水平涨幅3%左右。值得注意的是，GDP增长和CPI涨幅在二季度会保持比较高的水平，下半年将有所回落。主要有两点原因：一是受基期因素的影响，2003年二季度受“非典”影响GDP增长仅6.7%，因此，2004年二季度GDP同比增长会比较高。考虑翘尾因素、季节因素，预计同比CPI在4月以后会有所爬升，第三季度开始回落。二是宏观调控政策发挥作用有一个传导过程，2003年以来采取的政策措施，其效应会在2004年下半年更明显地显现出来。

人民银行将按照中央经济工作会议精神和《政府工作报告》的要求，牢固树立并坚决落实科学的发展观，把中央各项部署落到实处。根据经济金融形势变化采取有针对性的调控措施，适度控制货币信贷增长，完善货币政策传导机制，预计年初确定的货币信贷调控目标是可以实现的，即广义货币M2和狭义货币M1增长17%左右，全部金融机构新增人民币贷款在2.6万亿元左右。下一阶段稳健货币政策的取

向是适度从紧，要防止急刹车，避免大起大落，促进经济平稳发展。一是适当收紧金融体系流动性，控制货币信贷过快增长；二是密切关注物价走势变化，稳步推进利率市场化改革；三是加强结构调整，防止“一刀切”；四是积极推动金融市场发展，扩大直接融资；五是保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定；六是做好农村信用社改革试点资金支持工作，推动农村信用社转换经营机制。

# 第一部分 货币信贷概况

今年一季度，我国国民经济继续保持较快增长的势头，但经济运行中固定资产投资过快增长等矛盾没有得到有效缓解，通货膨胀压力加大，外汇流入继续增加，货币信贷增长仍然偏快，金融调控任务艰巨。

## 一、货币供应量仍在高位运行

3月末，广义货币M2余额23.2万亿元，同比增长19.1%，增速比上年同期高0.6个百分点，比上年末低0.5个百分点。狭义货币M1余额8.6万亿元，同比增长20.1%，增速与上年同期持平，比上年末高1.4个百分点。流通中现金M0余额1.9万亿元，同比增长12.8%。一季度累计回笼现金449亿元，同比多回笼277亿元。

## 二、金融机构新增贷款同比多增，期限匹配问题值得关注

一季度，金融机构（含外资，下同）本外币贷款增加9131亿元，同比多增596亿元。其中，人民币贷款增加8351亿元，同比多增247亿元；外汇贷款增加94亿美元，同比多增42亿美元。

3月末，金融机构本外币贷款余额17.9万亿元，同比增长20.7%，增速比上年同期高1.2个百分点，比上年末低0.7个百分点；其中，人民币贷款余额16.7万亿元，同比增长20.1%，增速比上年同期高0.2个百分点，比上年末低1个百分点；外汇贷款余额1402亿美元，同比增长29.9%，增速比上年同期高17.3个百分点，比上年末高3.2个百分点。

从贷款投向看，人民币贷款同比多增的主要有短期贷款中的农业贷款以及基建等中长期贷款，同比减少的主要是票据贴现贷款。一季度，农业贷款增加 1203 亿元，同比多增 352 亿元。其中，农村信用社农业贷款增加 1158 亿元，同比多增 334 亿元。今年以来，随着农民收入的改善、农村信用社体制及邮储改革的深入，农村信用社出现存贷两旺的局面，农村信用社在满足春耕资金需要、增加农业投入方面的作用进一步增强。受固定资产投资持续快速增长拉动，金融机构基建贷款等中长期贷款继续多增。基建贷款增加 1700 亿元，同比多增 337 亿元。其他中长期贷款增加 1887 亿元，同比多增加 362 亿元。值得注意的是，1998 年以来，中长期贷款的比重不断提高，2004 年 3 月末金融机构中长期贷款占各项贷款比重已达 40%，比 1997 年末提高 20 个百分点。与此相反，金融机构资金来源中定期存款比重不断下降。期限匹配问题应该给予关注。

分机构看，人民币新增贷款同比减少的主要是国有独资商业银行，其他各类金融机构贷款普遍多增。一季度，农村信用社贷款增加 1739 亿元，同比多增加 514 亿元；股份制商业银行增加 1602 亿元，同比多增加 273 亿元；城市商业银行增加 450 亿元，同比多增 189 亿元；政策性银行贷款增加 297 亿元，同比多增加 108 亿元；国有独资商业银行贷款增加 3999 亿元，同比少增加 984 亿元。

分地区看，一季度，人民币新增贷款额前五位的省市分别是江苏、浙江、广东、上海和山东，共新增贷款约 4000 亿元，占全部人民币新增贷款的 47%；贷款增长速度前五位的分别是天津、浙江、江苏、

宁夏和贵州。

### 三、各项存款增加较多，企业存款快速增长

一季度，金融机构本外币各项存款增加 1.23 万亿元，同比多增 1087 亿元。其中，人民币各项存款增加 1.25 万亿元，同比多增 1128 亿元；人民币储蓄存款增加 8246 亿元，同比多增 664 亿元；人民币企业存款增加 2003 亿元，同比多增 284 亿元。

3月末，金融机构本外币各项存款余额为 23.3 万亿元，同比增长 19.6%。其中，居民储蓄余额为 11.87 万亿元，同比增长 16.4%，企业存款余额 7.93 万亿元，同比增长 20.7%。

### 四、基础货币净回笼，金融机构超额存款准备金率下降

3月末，人民银行基础货币余额为 5.05 万亿元，比年初减少 1788 亿元。金融机构超额准备金率平均为 4.28%，比上年同期低 0.84 个百分点。其中，国有独资商业银行为 3.75%，比上年同期低 1.47 个百分点；农村信用社为 4.75%，与上年同期基本持平；股份制商业银行超额准备金率为 6.33%，比上年同期高 0.88 个百分点。

#### 专栏 1：基础货币的定义和统计

基础货币，也称货币基数（Monetary Base），因其具有使货币供应总量成倍放大或收缩的能力，又被称为高能货币（High-powered Money）。根据国际货币基金组织《货币与金融统计手册》（2000 年版）的定义，基础货币包括中央银行为广义货币和信贷扩张提供支持的各种负债，主要指银行持有的货币（库存现金）和银行外的货币（流通中的现金），以及银行与非银行在货币当局的存款。

各国对基础货币的定义及统计不尽相同，即使是在一个国家之内，根据基础货币的分析用途不同，可能有几种基础货币的定义。我国基础货币的定义和统计也经历了一个逐步演化的过程。

1994 年，我国开始进行基础货币统计。当时对基础货币的统计定义为：基

基础货币 = 金融机构库存现金 + 流通中现金 + 金融机构准备金存款 + 金融机构特种存款 + 邮政储蓄转存款 + 机关团体在人民银行的存款。其中，金融机构库存现金包括商业银行、政策性银行、城乡信用社、财务公司所持有的现金；金融机构特种存款是人民银行为了吸收农村信用社多余的流动性设立的特别账户，通常账户余额很小，并且不活跃。

2002年1月起，人民银行对“货币当局资产负债表”的内容进行了调整，同时采用了“储备货币”口径，并对外公布。这里的“储备货币”理论上与基础货币是同一概念，包括中国人民银行所发行的货币、各金融机构在人民银行的准备金存款，邮政储蓄存款和机关团体存款。将全部的邮政储蓄存款纳入储备货币统计范围是与当时邮政储蓄无资产运用的能力和渠道、只相当于中央银行吸收居民和企业存款从而回笼货币的特定存款机构这一性质相符的。

2003年8月，邮政储蓄资金管理体制开始改革，邮政储蓄部门自主投资、委托理财的渠道开通，其负债方吸收的全部储蓄存款与资产方存放在中央银行的转存款之间的差距越来越大。因此，储备货币中统计邮政部门的存款应用“邮政储蓄在中央银行的转存款”更为合适，2004年1月以后，我国储备货币的统计据此进行了调整。自此，基础货币统计数字与《中国人民银行统计季报》公布的储备货币统计数字一致。

## 五、市场利率基本平稳

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%。从3月25日起，人民银行实行再贷款浮息制度，小幅上调对金融机构的流动性再贷款利率，其中20天以内再贷款利率为3.33%，上调0.63个百分点；再贴现利率为3.24%，上调0.27个百分点。一季度，商业银行人民币协议存款（单笔金额在3000万元以上）利率略有上升。其中61个月期利率集中在3.6%-3.8%的区间，比年初提高0.2个百分点，37个月期利率集中在3.6%-3.7%的区间，比年初提高0.5个百分点。

境内外币贷款利率受国际市场利率影响有所下降。3月份，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 1.39% , 比年初上升 0.4 个百分点 ;1 年期美元贷款固定利率加权平均水平为 2.44% , 浮动利率加权平均水平为 2.17% , 比年初分别下降 0.11 和 0.03 个百分点。年初 , 香港同业市场利率一路下行 ,1 月 19 日 , 各商业银行同步下调了境内小额港币存款利率 , 其中一年期存款利率由 0.5% 下调到 0.1% , 下降 0.4 个百分点。

## 六、人民币汇率稳定

3 月末 , 国家外汇储备达 4398 亿美元 , 比去年底增加 365 亿美元 ; 人民币汇率为 1 美元兑换 8.2771 元人民币 , 继续保持稳定。

# 第二部分 货币政策操作

2004 年以来 , 按照中央经济工作会议的部署 , 人民银行不断加强和改进金融调控 , 综合运用多种货币政策手段 , 对货币信贷总量及结构进行调控 , 高度重视防止通货膨胀 , 同时抓紧金融调控制度性建设。

## 一、加大公开市场操作力度 , 基本全额对冲外汇占款放出的流动性

今年一季度 , 人民银行通过外汇公开市场操作投放基础货币 2916 亿元 , 通过债券公开市场操作回笼基础货币 2810 亿元 , 投放、回笼相抵 , 全部公开市场业务净投放基础货币 106 亿元 , 基本全额对冲外汇占款投放的基础货币。在完成对冲目标的同时 , 保持了货币市场利率的平稳。一季度共发行 28 期央行票据 , 发行总量为 4352

亿元，其中 3 个月期 1312.7 亿元，6 个月期 1439.7 亿元，1 年期 1599.6 亿元。3 月末央行票据余额为 6154.5 亿元。

一季度债券公开市场操作分为两个阶段。第一阶段是元旦至春节，这一时期针对商业银行季节性的支付流动性需求开展防御性操作，以缓解商业银行短期流动性紧张状况。在保持央行票据适当发行规模的同时，主要通过开展 14 天期逆回购操作向商业银行融出短期资金。这一时期债券公开市场操作投放基础货币 1273 亿元。第二阶段是春节至 3 月末，这一时期针对外汇占款持续增长、现金回笼增加、商业银行流动性总体宽松的情况，通过加大发行央行票据力度开展主动性操作，并相应延长央行票据发行期限，吸收市场过多的流动性。这一时期债券公开市场操作回笼基础货币 4083 亿元。

为增加公开市场业务影响的广度和深度，进一步提高公开市场操作的有效性，人民银行还在一季度根据金融机构的市场交易情况、资产规模、管理水平以及财务状况，新增 2 家证券公司、4 家保险公司、2 家农村信用合作联社和 1 家城市商业银行为公开市场业务一级交易商，同时建立了对一级交易商的年度考评调整机制。

## 二、防止货币信贷过快增长，普遍提高存款准备金率 0.5 个百分点

鉴于公开市场业务作为日常性、短期性和灵活性的操作工具，对冲外汇占款持续刚性增长存在局限性，经国务院批准，中国人民银行决定从 2004 年 4 月 25 日起，提高存款准备金率 0.5 个百分点，即存

款准备金率由现行的 7%提高到 7.5%。此次存款准备金率提高 0.5 个百分点，主要是为了防止货币信贷总量过快增长，保持国民经济平稳快速健康发展。提高存款准备金率后，金融机构将一次性减少可用资金 1100 亿元左右。目前，金融机构在人民银行的存款准备金和超额存款准备金余额 2 万多亿元，并持有 3 万多亿元流动性较高的国债、金融债券和中央银行票据等资产。提高存款准备金率后，商业银行仍可以保持正常的支付清算水平并具有平稳增加贷款的能力。

### 三、建立正向激励机制，实行差别存款准备金率制度

经国务院批准，中国人民银行决定从 2004 年 4 月 25 日起实行差别存款准备金率制度。主要内容是，金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩。金融机构资本充足率越低、不良贷款比率越高，适用的存款准备金率就越高；反之，金融机构资本充足率越高、不良贷款比率越低，适用的存款准备金率就越低。差别存款准备金率制度与资本充足率制度是相辅相成的，有利于完善货币政策传导机制。这是依据中国金融体制现状的一项专门制度设计。

#### 专栏 2：差别存款准备金率制度

差别存款准备金率制度，是基于我国金融运行实际情况做出的制度安排，主要包括以下四方面内容。一是确定差别存款准备金率的主要依据。包括：金融机构资本充足率，金融机构不良贷款比率，金融机构内控机制状况、发生重大违规及风险情况，金融机构支付能力明显恶化及发生可能危害支付系统安全的风险情况。二是差别存款准备金率制度实施对象。差别存款准备金率制度采取统一框架设计和分类标准，实施对象为存款类金融机构。考虑到我国各类金融机构改革进程的差异，尚未进行股份制改革的国有独资商业银行和城市信用社、农村信用社暂缓执行差别存款准备金率制度。随着这些金融机构改革深入和取得阶段性成果，它们都要纳入差别存款准备金率制度的实施范围。三是确定差别存款准备金

率的方法。根据资本充足率等指标对金融机构质量状况进行分类；根据宏观调控的需要，在一定区间内设若干档次，确定各类金融机构所适用的差别存款准备金率。四是调整存款准备金率的操作。人民银行定期根据银监会统计的金融机构法人资本充足率和不良贷款比率等指标，对金融机构存款准备金率进行调整。在个别金融机构出现重大违规、风险问题以及支付清算问题时，人民银行将会商银监会，及时调整其存款准备金率。

实行差别存款准备金率制度，有利于促进我国金融平稳运行和健康发展。差别存款准备金率制度的整体框架和扶优限劣的激励机制将为金融企业改革提出明确的方向和可操作的标准，金融机构特别是实行较高存款准备金率的机构将在此制度约束下保持不断改进的动力。同时，也为完善货币政策传导机制，提高货币政策的有效性奠定了基础。

有评论认为逐步取消金融机构存款准备金制度已成为一种国际趋势，但事实是存款准备金制度和资本充足率要求是多数国家中央银行和金融监管当局对金融机构普遍实施的金融制度。存款准备金率是中央银行调节货币供应总量的工具，也是促进金融机构稳健运行、防范支付风险的有效手段。目前只有部分国家如英国、加拿大等不对金融机构的存款准备金率作强制性规定，但包括美国、日本、欧洲中央银行在内的大多数中央银行，仍实行非常有效的存款准备金制度。从当前我国宏观经济和金融的运行状况来看，在未来一段时期内还需要充分发挥存款准备金政策的作用。此外，目前绝大多数国家金融当局都规定存款类金融机构严格遵守最低资本充足率8%的要求。对资本充足率低于8%的金融机构，金融当局及时校正，要求其补充资本金，或实行兼并，甚至强制清算。在这种激励机制下，资产负债状况良好的金融机构资产扩张较快，而资产负债状况较差的金融机构扩张将受到限制。目前，我国相当部分金融机构的历史包袱问题尚未解决，难以达到8%的最低资本充足率要求。在资本充足率监管尚未有效实施的情况下，缺乏对金融机构区别对待的正向激励机制，因此实行差别存款准备金率制度十分必要。

#### 四、建立再贷款浮息制度，理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系

为完善中央银行利率形成机制，逐步提高中央银行引导市场利率的能力，理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系，提高再贷款管理的科学性、有效性和透明度，经国务院批准，人民银行决定从2004年3月25日起实行再贷款浮息制度。主要内容是：中国人民银行在

国务院授权的范围内，根据宏观经济金融形势，在再贷款（再贴现）基准利率基础上，适时确定并公布中央银行对金融机构贷款（贴现）利率加点幅度。同时决定，将期限在1年以内、用于金融机构头寸调节和短期流动性支持（流动性再贷款）的各档次再贷款利率，在现行再贷款基准利率基础上统一加0.63个百分点，再贴现利率在现行再贴现基准利率基础上统一加0.27个百分点。金融机构申请流动性再贷款、办理再贴现统一按加点后的利率执行。

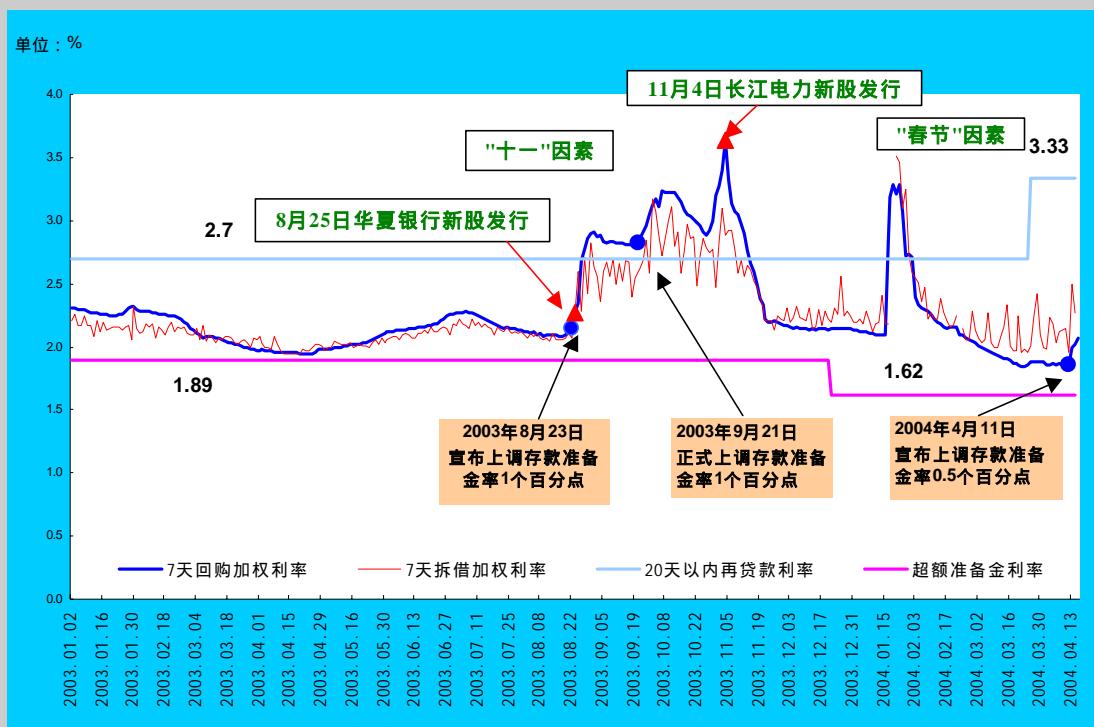
### 专栏 3：再贷款浮息制度

再贷款浮息制度是指中国人民银行在国务院授权的范围内，根据宏观经济金融形势，在再贷款（再贴现）基准利率基础上，适时确定并公布中央银行对金融机构贷款（贴现）利率加点幅度的制度。

再贷款浮息制度是稳步推进利率市场化的又一重要步骤。总体来看，利率市场化包括金融机构存贷款利率的市场化和中央银行利率调控由直接向间接方式转变两个过程。2004年1月1日，经国务院批准，人民银行扩大了金融机构贷款利率浮动区间，金融机构贷款利率的市场化程度显著提高，但中央银行对金融机构贷款利率的确定方式还不能适应货币政策预调和微调的需要，不能充分发挥货币政策工具协调配合的综合效应。以2003年为例，受上调法定存款准备金率和大盘股发行等因素影响，自8月28日至11月13日，货币市场7天期回购加权平均利率均高于20天以内再贷款利率，导致同期商业银行增加借用短期再贷款。再贷款利率低于货币市场利率导致基础货币投放，背离了货币政策调控的总方向，不利于货币政策意图的全面贯彻。

为完善中央银行利率形成机制，逐步提高中央银行引导市场利率的能力，理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系，提高再贷款管理的科学性、有效性和透明度，经国务院批准，人民银行决定建立再贷款浮息制度，以增强中央银行根据经济金融形势，适时调整再贷款（再贴现）利率的能力。综合考虑当前经济金融形势和支持中小企业融资的需要，人民银行决定用于金融机构头寸调节和短期流动性支持的再贷款利率统一加0.63个百分点，再贴现利率加0.27个百分点。金融机构申请流动性再贷款、办理再贴现统一按加点后的利率执行。

图 1：超额存款准备金利率、再贷款利率与市场利率图



资料来源：中国人民银行

由于本次再贷款（再贴现）利率的加点幅度较小，且再贷款（再贴现）在金融机构外部融资中占比较小，因此对市场利率和金融机构的流动性影响不大。本次政策出台的意图主要是完善货币政策间接调控制度体系，为货币政策调控打好制度基础，合理引导市场预期，促使金融机构通过贷款定价等方式主动调节资产总量和结构，并将市场作为解决其临时流动性需要的主渠道。此外，当市场发生剧烈波动时，再贷款、再贴现将发挥安全阀的作用，为市场提供短期流动性支持，使货币市场短期利率在合理的范围内波动。

目前发达市场经济国家主要采取在公开市场操作目标利率基础上加点的方式确定再贷款(再贴现)利率。例如,美联储再贴现窗口(即附抵押品的再贷款)的最高档利率为联邦基金目标利率(美联储确定并定期公布的公开市场操作目标利率水平)加150个基点,欧洲央行贷款便利利率为公开市场操作最低投标利率加100个基点,中央银行隔夜再贷款(再贴现)利率构成货币市场短期利率的上限。由于目前我国货币政策中介目标为货币供应量,因此,再贷款浮息制度设计采取在再贷款(再贴现)基准利率基础上加点的方式确定再贷款(再贴现)利率。

## 五、加强对商业银行贷款的窗口指导，促进优化贷款结构

2004年一季度，人民银行按月召开经济金融形势分析会，针对部分地区和行业投资增长速度过快的情况，加强对商业银行风险提

示，要求商业银行强化资本约束的经营理念，坚持稳健经营、持续发展的原则，合理安排贷款进度。根据国务院精神，人民银行于 1 月 18 日下发通知，要求商业银行积极采取有效措施，严格控制对钢铁、电解铝、水泥等“过热”行业的贷款，建立健全对重点地区、重点行业和重要产业的信贷风险预警控制制度。3 月 23 日，人民银行召集各商业银行专门就当前的经济金融形势进行分析，要求商业银行建立起依据自身风险控制能力和资本金充足状况约束贷款规模的机制。

在控制信贷资金流向盲目投资、低水平重复建设行业的同时，积极鼓励和引导商业银行加大对中小企业、扩大消费、增加就业方面的贷款支持。一是继续加强企业信贷登记咨询体系和个人征信体系建设，积极完善促进消费信贷规范发展的法律法规；二是进一步完善下岗失业人员小额担保贷款管理办法，简化贷款担保和审批手续，鼓励银行对符合条件、新增就业岗位吸纳下岗失业人员达到一定比例的劳动密集型小企业加大信贷支持；三是进一步完善国家助学贷款风险补偿机制，推动国家助学贷款的可持续发展；四是高度关注禽流感疫情动态，认真贯彻落实国务院政策指示，积极做好重点疫苗生产企业金融服务工作和禽流感疫区家禽养殖业恢复生产经营的资金帮扶工作。

## 六、支持“三农”经济发展，加快推进农村信用社改革

认真贯彻落实中央 1 号文件精神，促进农民增加收入。2004 年初，通过地区间调剂，人民银行对粮食主产区增加再贷款 40 亿元，支持春耕生产。3 月份对农村信用社单独安排增加 50 亿元再贷款，专门用于支持 13 个粮食主产区资金不足的农村信用社发放农户贷

款。截止 3 月末 , 人民银行对农村信用社安排再贷款共计 1288 亿元 , 其中 90% 用于粮食主产区和西部地区。这些措施改善了农村信用社的资金和资产状况 , 使之服务于 “ 三农 ” 的功能进一步得到增强。 3 月 11 日 , 印发《中国人民银行办公厅关于做好当前春耕、备耕农资资金供应相关金融服务工作的通知》 , 要求相关金融机构采取多种有效方式 , 积极支持农民春耕、备耕 , 不误农时。

农村信用社改革试点央行资金支持方案的实施进展顺利。 2004 年年初 , 人民银行制定并下发了《农村信用社改革试点资金支持方案实施与考核指引》 , 进一步明确了资金支持方案实施与考核的组织、操作程序、考核要求及日程安排。目前 , 人民银行已对改革试点的 8 个省(市)政府分别出具了专项票据发行承诺书 , 共有 302 个县(市)农村信用社向人民银行提出了首期专项票据发行申请 ; 已会同银监会完成了对首期农村信用社改革试点专项中央银行票据的发行审核工作 , 有 272 个县(市)农村信用社基本具备了专项中央银行票据发行条件 , 首期专项票据按预定的时间如期正式发行。

## 七、积极推动货币市场发展 , 加强货币市场的管理和服务工作

一是积极推动货币市场基金发展 , 支持基金管理公司进行品种创新 , 开办货币市场基金业务 ; 二是加强同业拆借市场的信息披露管理 , 完成了同业拆借市场中 57 家证券公司 2003 年度主要财务信息的披露工作 , 同时在 7 家财务公司披露 2003 年度主要财务信息的基础上 , 将试点范围扩大到 10 家财务公司 ; 三是做好同业拆借市场的管理和

服务工作，2004年一季度，人民银行调整了117家商业银行和3家财务公司的同业拆借限额，批准了4家外资银行分行和2家中资银行一级分行成为同业拆借市场成员。

## 八、保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支平衡

进一步理顺外汇供求关系，完善人民币汇率形成机制。主要有：继续推进贸易和投资便利化；调整经常项目外汇账户限额核定标准，进一步提高境内机构经常项目外汇账户保留外汇的比例；加强资金流入和结汇管理、控制短期资本流入；加强金融机构外汇监管，规范金融机构外汇业务经营行为；进一步规范外汇市场秩序、积极培育银行间外汇市场。

# 第三部分 金融市场分析

## 一、货币市场成交额快速增长

2004年一季度，银行间市场债券回购成交2.48万亿元，同比下降0.9%。银行间市场债券回购交易月加权平均利率走势呈明显先爬高后回落态势。1月份银行间市场债券回购利率为2.43%，比上年12月份上升0.26个百分点，2月份起持续回落，3月份债券回购利率为1.93%。

一季度，银行间同业拆借市场成交额继续增加，累计成交4337亿元，同比增长19.4%。本季拆借市场最活跃的品种是7天品种，累计成交3028亿元，占全部拆借成交额的69.8%，比重比上年同期上

升 6.7 个百分点，上升幅度较大。

从同业拆借市场资金融出、融入情况看，国有独资商业银行仍然是最大的资金净融出部门，净融出比重同比上升较大。资金净融入方主要是证券及基金公司。

表 1：2004 年一季度金融机构同业拆借资金融出、融入情况表

单位：亿元

|                     | 2004 年一季度 <sup>1</sup> | 2003 年一季度 <sup>1</sup> |
|---------------------|------------------------|------------------------|
| 国有独资商业银行            | -1820                  | -898                   |
| 其他商业银行 <sup>2</sup> | -750                   | -762                   |
| 其他金融机构              | 2484                   | 1531                   |
| 其中：证券及基金公司          | 2222                   | 1578                   |
| 外资金融机构              | 86                     | 130                    |

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》

受春节前金融机构资金需求增大的影响，银行间市场同业拆借交易月加权平均利率由 2003 年 12 月份的 2.17% 升至 2004 年 1 月份 2.38%，上升了 0.21 个百分点，7 天品种的拆借日平均利率最高时达 3.46%，为 2000 年以来最高水平。节后因资金大量回流和金融机构资金来源增加较多，拆借市场利率明显回落。2 月份为 2.24%，3 月份为 2.07%。

## 二、债券市场有所调整

### （一）债券一级市场发行利率同比有所上升

2004 年一季度，国债累计发行 832 亿元，同比下降 12.5%，其中，凭证式国债发行 450 亿元，同比下降 25%；记账式国债发行 382

亿元，同比增长 9.1%；政策金融债累计发行 600 亿元，同比增长 50%；企业债累计发行 55 亿元，同比下降 15.4%。

一季度，国债和政策金融债发行利率均比去年同期有所上升。本季发行的 3 年期和 5 年期凭证式 1 期国债利率比去年同期均上升 0.2 个百分点；国开行第 2 期 10 年期浮动利率债券利率为 3.51%，比去年同期同品种利率上升 0.12 个百分点。

表 2：2004 年一季度国债和政策金融债券发行情况简表

|            | 期限  | 利率   | 发行额   |           | 期限  | 利率   | 发行额  |
|------------|-----|------|-------|-----------|-----|------|------|
|            | (年) | (%)  | (亿元)  |           | (年) | (%)  | (亿元) |
| 国债发行累计     |     |      | 831.6 | 政策金融债发行累计 |     |      | 600  |
| 凭证式国债      |     |      | 450   | 国开行 1 期   | 3   | 2.99 | 100  |
| 凭证式国债 1 期： |     |      |       | 国开行 2 期   | 10  | 3.51 | 200  |
| 三年期        | 3   | 2.52 | 315   | 国开行 3 期   | 10  | 2.74 | 150  |
| 五年期        | 5   | 2.83 | 135   | 国开行 4 期   | 10  | 2.74 | 150  |
| 记帐式国债      |     |      |       |           |     |      |      |
| 1 期        | 1   | 2.35 | 381.6 |           |     |      |      |

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

#### 专栏 4：银行间债券市场债券发行创新

1997 年 6 月银行间债券市场正式启动以来，人民银行采取了一系列措施推动银行间债券市场的发展，其中一个重要方面就是推动国债、金融债的市场化发行。目前银行间债券市场上，债券的发行基本通过公开招标的方式进行。发债主体在招标方式和债券品种上进行了不断的创新。发行方式先后采用了数量招标、价格招标、利率招标、收益率招标及利差招标；在中标方式上采用了等比数量中标、统一价位中标和多重价位中标的方式；债券品种包括贴现债、付息债等；债券发行的透明度也不断提高，发行主体定期向承销团及市场交易主体公布发债计划。通过市场化发行改革创新，银行间债券市场的发行更加公开、公正和公平，大大降低了发债成本，有力地保证了国债和政策金融债的顺利发行，也为债券流通创造了良好条件。

近两年银行间债券市场上的发行创新主要有：

投资人选择权债券——在规定的时点上，投资人有选择提前兑付的权利，给

投资人持有长期债券提供了一个释放风险的机会，可以增强投资人持有长期债券的信心。

发行人选择权债券（可提前赎回债券）——在原设计期限内的一定时期，发行人有选择提前赎回的权利（赎回期权）。一般在发行次级债券时采用此种债券形式。由于次级债券存续期不足5年时，其作为附属资本的效力要逐年递减20%，发行人一般在此时选择提前赎回，重新发行新的次级债券，以保证在保持资本充足率的同时，不增加发行成本。

本息拆离债券——债券发行后，按照每笔付息和最终本金的偿还拆分为若干笔的零息债券。拆分后的利息和本金均有单独的代码，可以作为单独的债券进行交易和持有。该种债券本息分离后形成的零息债券形成了重要的市场工具。多期本息分离债券的出现可以方便地计算远期、即期收益率，为产品的定价提供了工具。同时，相同期限的本金可以合并交易，有力地提高了债券的流动性，活跃了二级交易市场。

远期债券——目前的形式为债券发行日与缴款日相距较远（一般在一个月以上），债券发行后承销商和认购人可以通过分销和转让的方式进行债券定价。这种债券对于发行人来讲，可以锁定利率，减少未来利率上升的影响，控制筹资成本。同时这种债券具有价格发现功能，随着远期券种的丰富和交易的活跃，将为投资者提供更完整的收益率曲线，从而使市场的交易进一步活跃。

含利率掉期期权债券——目前的形式为债券发行时是浮动利率（或固定利率），同时约定在未来某一时间点或多个时点可以按照约定的价格调换成固定利率（或浮动利率）。该种债券为投资人提供一种既满足即期收益又能够在一定程度上规避市场风险的债券品种，同时也为推出债券利率掉期工具奠定了基础。

2002年以来，银行间债券市场上出现了债券增发的新形式，即对已发行的债券进行再次招标发行，其发行条件与原债券完全相同，采用价格招标的形式。通过增发可以提高老券的流动性。

在市场化发行过程中，财政部还采用了跨市场发行的方式，通过中央债券发行系统在银行间和交易所两个市场同时招标发行国债。招标结束后，承销团成员可选择在银行间债券市场或者交易所市场注册，并可进行转托管，加强了两个市场的连通。

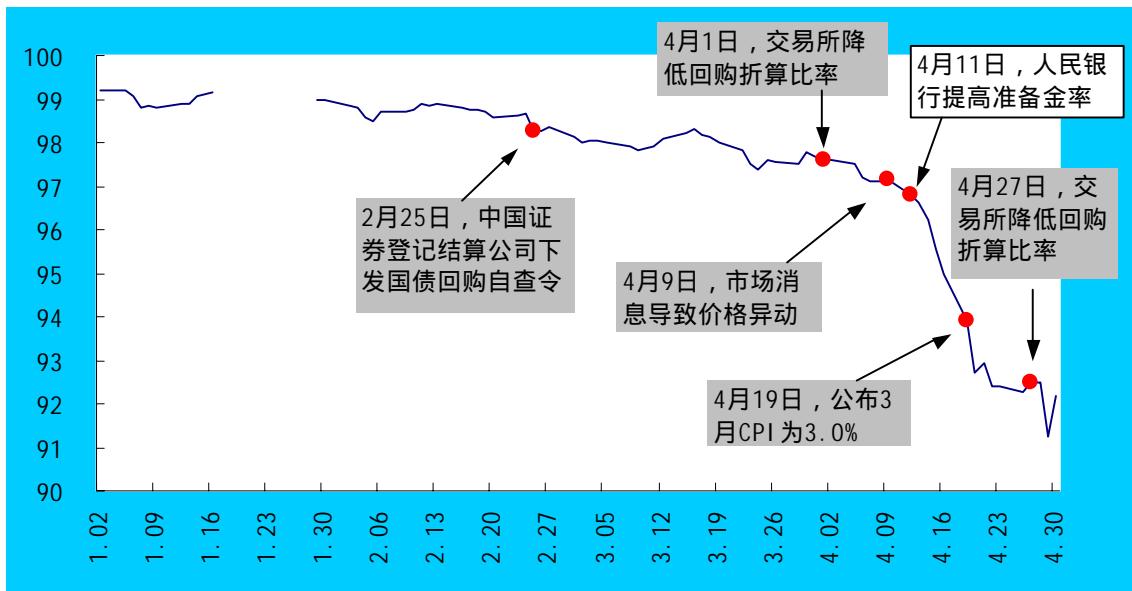
## （二）债券市场指数有所下降

2004年一季度，银行间债券市场债券现券成交0.70万亿元，同比增长1.4倍。交易所国债累计成交11738亿元，同比减少1.1%。3月末，上海证券交易所国债指数收盘为97.68点，比2003年末下降

1.71 点。

今年年初以来，特别是 4 月份以来，交易所债券市场价格出现了较大幅度的下跌，4 月 30 日上海证券交易所国债指数收盘为 92.17 点，比上年末下跌 7.22 个点，下跌幅度为 7.26%（同期银行间市场债券总指数跌幅为 2.62%）。

图 2：2004 年 1-4 月上海证券交易所国债指数图



资料来源：上海证券交易所

### 三、票据市场业务在规范中稳步发展

2004 年一季度，企业累计签发商业汇票 7366.1 亿元，同比增长 47.8%；累计票据贴现和再贴现 1.02 万亿元，同比增长 20.2%。3 月末，已签发的未到期商业汇票余额为 1.3 万亿元，同比增长 57.2%；票据贴现和再贴现余额 9727 亿元，同比增长 50.1%。

票据业务发展呈现出以下特点：一是票据业务持续发展，市场规模迅速扩大；二是票据本身的融资功能被逐步发现，票据融资已成为中小企业重要的短期直接融资渠道，有助于以市场方式缓解中小企

业融资难问题；三是票据业务在各金融机构之间发展不平衡，中小金融机构及股份制商业银行占有的市场份额较大；四是票据业务集约化经营进一步加强，跨地区交易明显增加，转贴现的异地交易趋势使各地的转贴现利率趋于一致，基本维持在略高于同业拆借市场利率的水平，并随同业拆借市场利率同向波动。

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。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、股票市场交易活跃

2004 年一季度股票市场交易活跃。当季，沪、深股市累计成交 16416 亿元，日均成交 293.1 亿元，同比增长均近 1.5 倍。其中 A 股累计成交 16104 亿元，同比增长近 1.5 倍；日均成交 264 亿元，同比增长 1.3 倍。

一季度沪、深股指在波动中上扬。上证综指在 3 月份最高升至 1760 点，为 2002 年以来最高；深证综指最高升至 459 点，为 2002 年 11 月份以来最高。3 月末，上证综指和深证综指分别收盘于 1742 点和 458 点，比上年 12 月末分别上升 245 点和 79 点，上涨 16.3% 和

21.1%。

一季度股票市场 A 股和 H 股融资同比增加较多。A 股筹资（包括发行、增发和配股）130 亿元，同比增长 29.1%；H 股发行筹资 8.33 亿美元，同比增长 85.9%。本季没有可转债，去年同期发行可转债 68 亿元。当季股票市场累计融资 199 亿元，同比下降 3.4%。

一季度，国内非金融机构部门（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 9733 亿元（本外币合计），同比增长 8%。国内非金融机构部门贷款、国债、企业债和股票融资的比重为 93.8：3.6：0.6：2。

表 3：国内非金融机构部门融资情况表

|               | 融资量(亿元人民币) |           | 比重 (%)    |           |
|---------------|------------|-----------|-----------|-----------|
|               | 2004 年一季度  | 2003 年一季度 | 2004 年一季度 | 2003 年一季度 |
| 国内非金融机构部门融资总量 | 9733       | 9009      | 100       | 100       |
| 贷款            | 9131       | 8513      | 93.8      | 94.5      |
| 国债            | 348        | 225       | 3.6       | 2.5       |
| 企业债           | 55         | 65        | 0.6       | 0.7       |
| 股票            | 199        | 206       | 2.0       | 2.3       |
| 其中：可转债        | 0          | 68        | 0.0       | 0.8       |

资料来源：中国人民银行调查统计司

五、保险业资产增长较快，投资于证券投资基金的保险资金上升较多

今年一季度，保险业保费收入 1200 亿元，同比增长 5.1%，增幅同比低 27.7 个百分点，主要因为寿险保费收入同比下降 3.9%。如果

按照标准保费<sup>1</sup>计算，一季度标准保费 508.2 亿元，同比增加 100.9 亿元，增幅为 24.8%。一季度趸缴业务大幅减少，续期业务和新单期缴业务保费收入同比分别增长 21.4% 和 58.9%。结构调整在短期内降低了保费规模，但为今后的规模增长奠定了基础。一季度，保险业累计赔款、给付 225 亿元，同比增长 27%，比上年同期高 6.2 个百分点，继续充分发挥保险的经济补偿作用。

3月末，保险公司的总资产达到 9980 亿元，比上年末增长 9.4%，同比增长 38.6%，继续保持较快的增长速度。其中，银行存款占总资产中比重最大，达到 48.5%；证券投资基金投资增长较快，比上年末增长 30.5%，占比达到 6.1%，比上年末上升 1 个百分点，这主要由于股票市场行情向好，带动基金业绩上升，保险公司从基金投资中受益，增持动力强。由于通货膨胀压力加大，市场升息预期增强，债券市场行情下跌，国债投资占比比上年末下降 0.2 个百分点。

表 4：主要保险资金运用表

|         | 余额(亿元人民币)      |         | 占资产总额比重(%)     |         |
|---------|----------------|---------|----------------|---------|
|         | 2004 年<br>3 月末 | 2003 年末 | 2004 年<br>3 月末 | 2003 年末 |
| 资产总额    | 9980           | 9123    |                |         |
| 其中：银行存款 | 4844           | 4550    | 48.5           | 49.9    |
| 投资      | 4361           | 3829    | 43.7           | 42.0    |
| 国债      | 1516           | 1407    | 15.2           | 15.4    |
| 证券投资基金  | 604            | 463     | 6.1            | 5.1     |

资料来源：中国人民银行《中国金融市场统计月报》

<sup>1</sup> 与现行统计口径不区分趸缴和期缴业务不同，标准保费统计将趸缴保费按其收入的 10% 折算作为统计口径，这种统计方法更有利于科学地反映寿险业务发展的实际情况。目前，标准保费的概念已被多家寿险公司所采用，成为考核公司业务发展的重要指标。

## 六、外汇市场交易量继续显著增加

一季度，银行间外汇市场交易量继续显著增加，各币种累计成交折合美元 413 亿美元，同比多成交 118 亿美元；日均成交 6.77 亿美元，同比增长 37.9%。其中，美元品种成交 404 亿美元，日均成交 6.62 亿美元，同比增长 37.9%。

## 第四部分 宏观经济分析

### 一、全球经济复苏进一步增强，主要经济体继续实行宽松货币政策

#### （一）2004 年一季度全球经济增长开局良好

进入 2004 年，世界各主要经济体需求旺盛，能源、原材料价格上涨，企业和消费者信心增强，投资活跃，进出口贸易快速反弹，越来越多的国家和地区加入经济恢复和增长行列。其中，美国和亚洲主要经济体增长尤其强劲。据国际货币基金组织 2004 年 4 月最新预测，2003 年全球经济实际增长 3.9%，较 2002 年高出 0.9 个百分点。2003 年全球商品和服务贸易量在 2002 年增长 3.1% 的基础上继续增长 4.5%。国际市场石油平均价格上涨 15.8%，按出口权重计算，粮食、原材料等非能源商品价格上涨 7.1%。

美国经济增长稳固，通货紧缩压力降低。2004 年一季度，美国 GDP 环比折年率增长 4.2%；未经季节调整的 CPI 同比增长 1.7%；失业率仍然处于 5.6% 的较高水平上。

欧元区经济继续缓慢复苏。2003 年欧元区 GDP 增长 0.4%，2004

年一季度同比增长 0.6%，消费信心指数延续了去年下半年以来的回升趋势；一季度综合消费价格指数（HCPI）同比增长 1.7%；但失业率仍保持 8.8%高位，部分国家财政状况继续恶化。

日本经济稳步回升。2003 年日本经济增长 2.7%，2004 年一季度继续稳步回升，企业开工率上升，设备订单一季度同比增长 7.5%。但通货紧缩的局势没有改变，扣除新鲜食品的同比 CPI 一直在零左右，失业率保持在 5%的水平。

新兴市场和主要发展中国家继续保持强劲经济增长势头。2004 年以来，亚洲发展中国家继续保持强劲增长态势，其中东盟主要四国 2003 年总体增长 5%，今年一季度增势不减，印尼等国增长超过 4%；不包括日本的亚洲新兴工业化经济体增速加快，台湾地区等部分经济体今年一季度增长达 5%；拉美地区 2003 年总体增长 1.6%，今年呈加速势头，一季度墨西哥等国同比增长超过 2%。

## （二）股票市场继续反弹

2004 年一季度全球主要股市继续上扬。日本银行加大力度直接购买商业银行所持股票，科技股业绩增强，日经指数一季度末较 2003 年底上涨 10%。受技术、通信等股的带动，欧元区 STOXX50 指数今年一季度涨幅最高点较上年末上涨 7.2%，美国 S&P500 指数上涨 4.1%，但近期涨势有所减缓。

2004 年 3 月底，美元兑欧元较 2003 年平均水平跌幅超过 7%。从 2003 年以来，日本银行为阻止日元升值不断加强干预力度，但一季度日元继续升值，美元相对贬值趋势不变。日元兑美元已从 2003 年

4月初的120日元/美元升值至2004年3月底的103.8日元/美元。

### (三) 主要经济体继续保持宽松货币政策

美联储维持2003年6月以来1%的联邦基金利率；欧洲央行也继续维持2003年6月份以来2%的再融资利率；日本银行在3月份的货币政策委员会例会上表示，由于物价尚未从通货紧缩中摆脱出来，仍实行宽松的货币政策，一季度继续维持零利率水平。英格兰银行考虑到产出增长较快和房地产市场趋热，在今年2月份将回购利率上调0.25个百分点至4%。

## 二、我国经济继续快速增长，投资出现过热

今年以来，我国经济继续快速增长，城乡居民收入、企业利润和财政收入均有较大幅度提高，农业生产向好的方向发展，对外贸易增势强劲，利用外资保持较高水平。但同时也出现了投资需求膨胀过快，煤、电、油、运全面紧张，通货膨胀压力加大等问题。2004年一季度，我国国内生产总值增长9.7%；固定资产投资处于1994年以来的最高水平，国内需求的增长致使进口大增，对外贸易出现逆差。

### (一) 固定资产投资过快增长，必须采取总量政策坚决遏制

固定资产投资需求增长一直是我国经济快速增长的主要拉动力，但今年一季度表现出明显的过热迹象。一是投资增长过快。扣除价格因素的实际投资已接近1992-1993年的经济过热时期。2004年一季度，全社会固定资产投资同比增长43%，比上年同期加快15.2个百分点，其中城镇投资增长48%，农村投资增长26%。在城镇投资项目中，房地产开发投资增长41%。二是新开工项目过多。全国新开工50

万元以上的项目近 2 万个 , 比去年同期增长 31% , 新开工计划总投资增长 67% 。三是在建规模过大。 2003 年在建规模已高达 16 万亿 , 相当于当年固定资产投资完成额 5.4 万亿元的 3 倍。今年一季度施工项目计划总投资已高达 7.2 万亿元。四是投资结构不合理。某些行业和地区盲目投资和低水平重复建设问题相当严重。

从城镇投资各种分类看 , 今年一季度固定资产投资过快增长主要源于五个方面。一是地方项目投资。地方项目投资增长 60.2% , 中央项目投资只增长 4.8% 。二是工业和建筑业的投资。对工业投资增长了 66.1% , 特别是工业投资中制造业的投资增长了 76% , 对建筑业投资增长 82.8% , 但对农业的投资却只增长 0.4% 。三是私营和外企的投资。私营企业、外商投资企业和港澳台企业投资分别增长 89% 、 78.1% 和 58.7% 。四是其他采矿业、黑色金属矿采选业、文教体育用品制造业、金属制品业、有色金属矿采选业、家具制造业、水上运输业、电气机械及器材制造业的投资 , 这些行业的投资增长均在 120% 以上。五是部分省市的投资 , 江苏、广东、浙江、山东、上海固定资产投资完成额居全国前五位 , 占全国的 48% ; 内蒙古、安徽、河南、河北、江苏投资增长居全国前五位 , 均在 65% 以上。

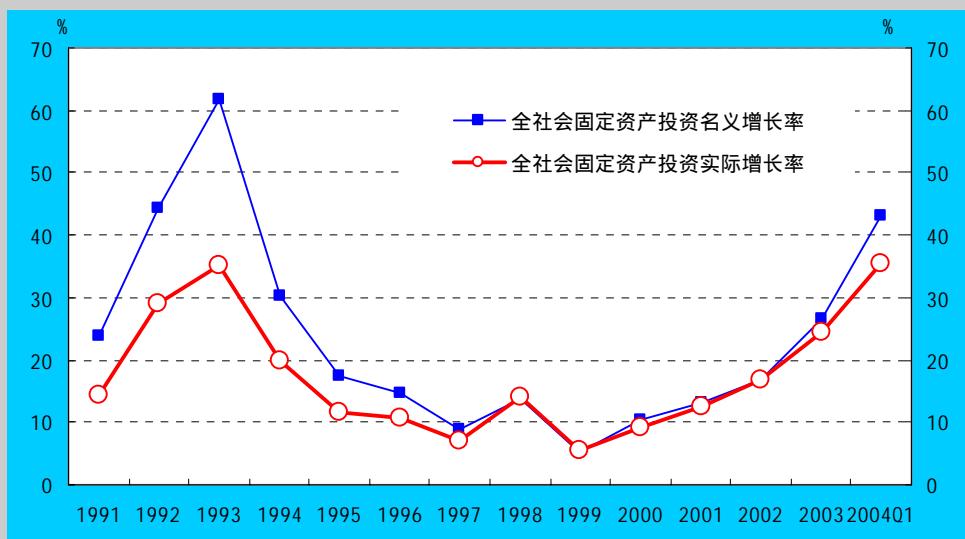
固定资产投资增长过快 , 会对经济和社会发展造成十分不利的影响。一是加剧了煤电油运供求矛盾。固定资产投资的迅猛增长导致对钢铁、电解铝、水泥等高耗能行业的巨大需求 , 而这些高耗能行业的过度扩张使已经绷得很紧的煤电油运供求形势更加严峻 , 造成瓶颈制约。二是影响了经济结构的调整优化。从投资和消费的比例关系看 ,

投资的增速比消费快近 33 个百分点，二者之间的比例关系严重失衡。三是加大了通货膨胀压力。在投资迅猛增长的带动下，投资品价格高位运行。四是增大了经济运行的潜在风险。固定资产投资规模偏大、增速过猛与货币信贷投放偏多相互推动、互为因果。如果任凭这种情况发展下去，势必导致产能过剩、企业生产经营困难，银行呆坏账增加，金融风险加大，下岗失业人员增多等问题，影响经济运行和社会稳定。

### 专栏 5：坚决遏制过度投资

2003 年，我国全社会固定资产投资名义增长 26.7%，扣除价格因素后实际增长 24.5%，仅次于 1992 和 1993 年经济过热时期全社会固定资产投资实际增长 29.1% 和 35.2% 的水平。2003 年，我国资本形成占 GDP 的比重（也称作投资率）为 42.7%，仅次于 1993 年 45.3% 的最高水平。占比之高，在世界上其他国家几乎找不到，而且爬升速度也很快，表明增加单位 GDP 所需的投资越来越多，经济增长越来越依赖资源投入而非技术进步基础上的劳动生产率的提高。今年一季度，我国全社会固定资产投资同比名义增长 43%，比上年同期加快 15.2 个百分点；实际增长 35.5%，比上年同期加快 8.5 个百分点，表现出明显的过热迹象。

图 3：全社会固定资产投资名义增长率和实际增长率的比较



资料来源：《中国统计年鉴》

判断投资总体是否过热可以看三个方面，一是看房地产价格和固定资产投资价格，2004 年一季度，全国土地交易同比上涨 7.5%，房屋销售价格上涨 7.7%；

与投资相关的固定资产投资价格同比上涨 7.5%，比上年同期涨幅扩大 6.7 个百分点；二是看资源的承受能力，如果国家现有的资源能够承担并维持目前经济发展速度，那就可以说是“不热”；但是，如果这个发展速度受到了资源的制约，也就是说这个速度超出了资源的承受能力，那就是“热”了。2004 年一季度，我国能源、运输和重要原材料的供求形势依然紧张，相当数量的企业对煤、钢材、成品油等主要原材料的消费上升、库存减少、购进价格明显提高。三是看投资消费的比例是否协调，如果这些投资（主要是固定资产投资）形成的生产能力，不能与未来的消费相匹配，就会导致产能过剩，造成资源的巨大浪费。如果投资主要来源于银行贷款，则可能产生大量新增不良资产甚至酿成金融危机。与世界其他国家相比，我国的经济增长过于依赖投资的拉动，消费需求亟待提高。根据国际货币基金组织《国际金融统计》，发达国家最终消费支出占 GDP 的比例平均在 80% 左右，发展中国家平均约为 74%，亚洲发展中国家该比例总体偏低，但也在 69% 左右，而我国目前还不到 60%。

造成当前投资过热的原因很多，一是一些地方在经济发展思路上还没有完全摆脱盲目和片面追求经济增长速度的思维模式，地区之间互相攀比，特别是地方政府换届后投资热情很高，不少地方政府仍然用一年一变样，三年大变样的精神发展地方经济；二是国有企业投资预算的软约束；三是地方政府给予私营和外资企业过于优惠的土地、税收等优惠政策，造成这些企业投资成本低估。投资过度的根源是相当深刻的，要遏制它不仅要治标，更重要的是治本。治标就是采取总量政策，先把过高的投资压下来，缓解各种瓶颈制约；治本就是加快推进政府职能转变和投融资体制改革。

**在固定投资过快增长的同时，消费需求略有启动。**一季度，社会消费品零售总额 1.3 万亿元，同比增长 10.7%。扣除价格因素，实际增长 9.2%，与去年同期大体持平。城市消费品零售总额增长 12.3%；县及县以下增长 7.6%。批发零售贸易业、餐饮业分别增长 10.2% 和 16.6%。

**进出口强劲增长，贸易条件恶化值得关注。**今年一季度我国进出口总值达 2398 亿美元，比去年同期增长 38.2%，其中出口 1157 亿美元，进口 1241 亿美元，分别增长 34.1% 和 42.3%；累计贸易逆差 84 亿美元。导致我国今年一季度进出口贸易逆差的主要原因，一是贸易

条件恶化，出口产品价格下降，进口产品价格上升；二是我国经济保持持续快速增长态势，原材料及能源紧缺，对国际商品尤其是初级产品的需求大增，进口增速明显高于出口增速。

## （二）经济效益有所改善，需进一步树立和落实科学的发展观

企业实现利润继续大幅增长。一季度，规模以上工业盈亏相抵后实现利润总额 2348 亿元，比上年同期增长 44.2%，新增利润 719 亿元。各种经济类型企业实现利润均有较大增长，在 39 个工业大类行业中，有 36 个行业利润比上年同期增长。新增利润最多的五个行业是：黑色金属冶炼及压延加工业，化学原料及化学制品制造业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，非金属矿物制品业，电力、热力的生产和供应业。以上五个行业共新增利润 387 亿元，占整个工业新增利润的 53.8%。

城乡居民收入增长加快。一季度，城镇居民人均可支配收入 2639 元，同比增长 12.1%，扣除价格因素，实际增长 9.8%。农村居民人均现金收入 834 元，同比增长 13.2%，扣除价格因素，实际增长 9.2%。城乡居民人均收入的实际增幅分别比去年同期加快 1.4 和 1.7 个百分点。

财政收入大幅增长。一季度全国财政收入累计完成 6944 亿元，同比增长 33.4%；财政支出 4502 亿元，同比增长 15.7%；收支相抵，收大于支 2442 亿元，同比增加 1129 亿元。

## 专栏 6：增长、外部性与科学的发展观

经济发展需要一定的增长速度，特别是作为发展中的大国更需要长期保持较快的速度，但也不能片面追求速度。符合科学发展观的经济增长，应是速度与结构、质量、效益相统一的增长。目前，我国的经济增长主要还是依靠增加投入、扩大投资规模，资源环境的代价很大。因此，即使经济增长了，利润增加了，也并不意味着全面、协调、可持续的发展。如果经济增长是建立在过度消耗资源、降低消费及损害生活环境的基础上，则这种经济增长就是有“增长”而无“发展”。

2004年2月，我国资金利润率最高的10个行业分别为烟草制品业（83%）石油和天然气开采业（42%）黑色金属矿采选业（24%）石油加工炼焦及核燃料加工业（23%）饮料制造业（18%）、黑色金属冶炼及压延加工业（17%）、其他采矿业（13%）有色金属矿采选业（13%）交通运输设备制造业（12%）和医药制造业（12%）。这些行业资金利润率高，有的是注重依靠科技进步和提高劳动力素质，但也有不少是粗放经营，靠的是对自然资源的大量消耗和对环境的破坏。受高额利润的驱动，2003年，我国钢铁、水泥和电解铝的投资分别增长96.6%、121.9%和92.9%，今年一季度又分别增长107.2%、101.4%和39.3%，这些高耗能产业的过快增长，使我国电力供应全面紧张，并造成大面积环境污染。目前我国二氧化硫和二氧化碳的排放量分别居世界第一和第二位，水污染使饮用水安全遭受威胁。

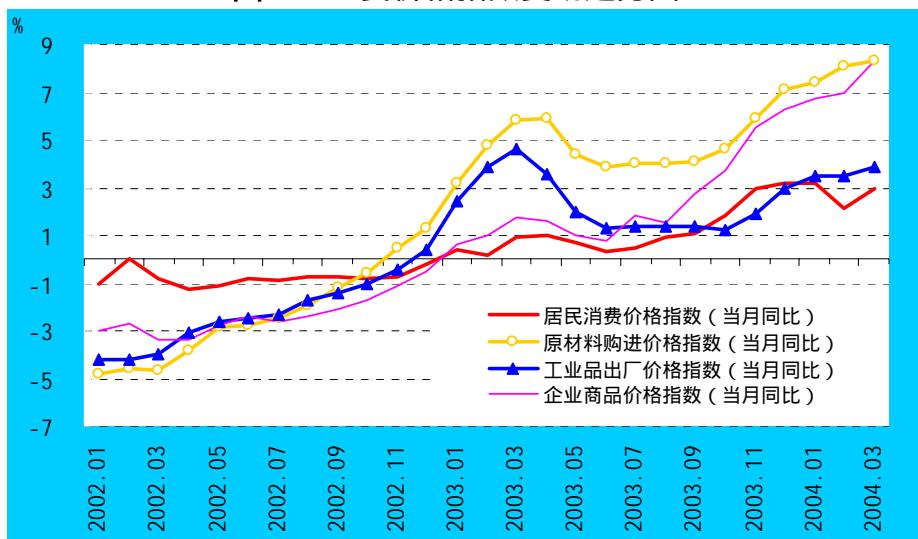
在经济学中，生产活动对他人产生有利或不利的影响但不需要他人对此支付报酬或进行补偿的活动，被称作外部性。对他人产生有利影响的外部性称外部经济；对他人产生不利影响的外部性称外部不经济。外部不经济的一个典型的例子就是环境污染。作为以利润最大化为目标的厂家，往往通过比较边际收益和边际成本决定控制污染的数量。在我国，很多企业在生产经营活动中不太考虑外部不经济，也不对自身制造的污染付成本，因此往往低估生产成本而进行过度投资。对付外部不经济的最有效方法是制定政府的反污染计划，通过直接控制或财政激励来引导厂商校正外部性。一是制定技术标准、环保标准，控制污染法令强制企业实行；二是要求企业支付更高的排放费，即要求企业支付其造成外部危害等额税款。这两种方法都可以增加企业实现环保目标的成本，从而抑制过度投资。

总之，要树立和落实科学的发展观和正确的政绩观，要全面看待经济增长，既要看增长速度，还要看增长的结构、投入产出效益以及资源和环境的代价。要按照科学发展观的要求，加快推进经济增长方式的根本性转变和经济结构的调整，要不断深化投融资体制改革，打破行业垄断和地区封锁，完善价格形成机制，形成各类市场主体平等竞争、自主决策的市场环境。

### (三) 各类价格指数上升趋势明显，注重防止通货膨胀

CPI 保持上升趋势。2004 年一季度 我国 CPI 累计同比上涨 2.8%，比上一季度高 2.3 个百分点，比上年四季度高 0.1 个百分点。3 月份 CPI 同比上涨 3%，其中食品类影响 CPI 上涨 2.6%，非食品类影响 CPI 上涨 0.4%；环比 CPI 出现 0.3%的正增长，高于过去三年 3 月平均-0.8%的水平。核心价格指数稳中有升。3 月份扣除食品的 CPI 同比上涨 0.5%，与上年末持平；扣除鲜菜鲜果的 CPI 同比上涨 3.8%（鲜菜价格同比绝对下降），比上年末提高 1.1 个百分点。3 月份原材料购进价格和农业生产资料的价格上涨继续加快，达到 8%左右。中国人民银行监测的企业商品价格变动情况也显示，3 月份企业商品价格总水平同比上涨 8.3%，已连续 16 个月上涨。

图 4：主要价格指数变动趋势图



资料来源：《中国经济景气月报》

受多种因素影响，我国通货膨胀压力继续加大。判断我国目前通货膨胀压力的一个重要途径是看价格的传导过程。价格传导过程是指价格从初级产品到中间产品再到最终产品的传导，也就是从生产价格

(PPI) 到消费价格 (CPI) 的传导。PPI 的上涨虽然有可能因为劳动生产率提高和市场竞争加剧而被企业吸收 ,但也有相当一部分会传导到 CPI 上去 ,如研究表明 ,美国 PPI 的上涨有 50%能传导到 CPI 上去。因此 ,要密切监测价格传导过程 ,高度防止通货膨胀。

从价格的传导过程看 ,目前我国的价格上涨具有明显的初级产品高于中间产品、中间产品又高于最终产品的特征 ,通货膨胀压力很大 ,具体表现在以下三个方面 :

**一是从农业生产资料 农产品 CPI 的传导看 ,农业生产资料和农产品的涨幅均高于 CPI 的上涨。** 2004 年一季度 ,农业生产资料价格上涨 6.2% ,比上年同期加快 4.9 个百分点 ;全国农产品生产价格总指数上涨 13.8% ,粮食生产价格上涨 20.7% 。目前 ,农业生产资料价格的上涨总体上还未超过农产品价格的上涨 ,但农业生产资料价格的过快上涨 ,不利于增加粮食供给和农民收入 ,需密切关注。

**二是从工业原材料 工业品 CPI 来看 ,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。** 今年一季度 ,原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 8.3% ,工业品出厂价格上涨 3.7% ,两者之差为 4.6% ,大大高于上年同期 1% 的差额 ,企业利润空间缩小 ,竞争压力增大。在工业品出厂价中 ,生产资料涨幅高于生活资料。今年 3 月份 ,生产资料出厂价格同比上涨 5.1% ,生活资料出厂价格同比仅上涨 0.9% 。

**三是从进口价格 CPI 看 ,进口价格涨幅远高于 CPI 。** 2003 年进口价格上涨 6.4% ,比上年加快 1.5 个百分点。大宗原材料、能源和

中间产品尤为明显，如原油上涨 18.3%、铁矿砂上涨 32%、金属加工机床上涨 28.2%，钢材上涨 6.1%，集成电路上涨 15.2%。

### 三、主要产业运行正常，结构有待进一步调整

2004 年一季度，第一产业增加值增长 4.5%，比上年同期加快 1 个百分点；第二产业增长 11.6%，比上年同期减慢 0.9 个百分点；第三产业增长 7.7%，比上年同期加快 0.1 个百分点。第一产业和第二产业增加值在 GDP 中比重分别比上年同期增加 0.6 和 0.7 个百分点，但第三产业增加值在 GDP 中比重降低 1.3 个百分点。目前，经济正处于新一轮增长周期的上升期，必须抓住这个有利时机进一步推进产业结构调整。

#### （一）农业生产出现好势头

农业生产在向好的方面发展，中央支持农业和粮食生产的政策措施正在落实，农民种粮积极性逐渐提高。粮食播种面积有所恢复，主要经济作物的播种面积继续增加，畜牧业和渔业生产稳定增长。一季度，肉类和水产品产量同比分别增长 3% 和 3.2%。

#### （二）工业生产持续快速增长

今年以来，我国工业增长仍然保持 2003 年以来高速增长的态势。一季度规模以上工业累计完成增加值 1.1 万亿元，同比增长 17.7%，其中 3 月当月增长 19.4%。工业占同期 GDP 的比重为 41.8%，而 2003 年该比重为 35.2%。

一季度工业生产主要有三大特点。一是重工业生产增长速度明显快于轻工业。一季度轻重工业增加值同比分别增长 14.9% 和 20.1%；

二是“三资”和股份制企业的生产高速增长。一季度外商及港澳台商投资企业完成增加值同比增长 21.1%，股份制企业增长 18.1%，国有及国有控股企业增长 14.5%，均高于上年同期水平；三是电子、冶金、交通运输设备制造、电力、化工和电气机械行业六大行业是带动工业生产较快增长的主要力量。一季度电子行业拉动工业增长 2.2 个百分点，冶金行业拉动工业增长 1.9 个百分点。

### （三）第三产业有很大的发展潜力和发展空间

2004 年一季度，我国第三产业所占比重为 35%，是近年来同期比重最低的年份。第三产业对资源的依赖性较第二产业要小，且能够提供大量的就业岗位，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。我国第三产业的发展是薄弱环节，但这恰恰意味着我国第三产业有着巨大的发展空间，巨大的潜力。大多数发达国家第三产业的占比是 60-80%，与我国发展水平近似的印度也达到 51%，而我国在 2003 年仅为 32%。第三产业占比不是短期就能提高的，要经历一个漫长的增长过程。如果我国的第三产业以明显高于 GDP 的平均速度增长，有 10-20 年的高速成长期，这将给我国经济发展提供一个非常大的发展空间，并在一定程度上解决经济增长方式转变所面临的问题。

### （四）行业预警：钢铁、水泥、电解铝

2003 年，我国钢铁、水泥、电解铝行业的投资分别增长 96.6%、121.9%、92.9%，2004 年一季度又分别增长 107.2%、101.4%、39.3%。可以预计，在建项目全部建成后，供给将大大超出市场需求，不仅造

成巨大的浪费，还会加大金融风险。2004年3月，中国人民银行对钢铁、水泥、电解铝等行业投融资情况进行了一次快速调查，结果显示截至今年2月末，钢铁、水泥、电解铝三个行业的投资项目中，42%资金来自银行贷款，其中30%直接来自银行贷款，另有12%通过企业自筹间接来自银行贷款。此外，这三个行业的资产负债率均在45%以上。

表 5：2004年2月投资项目资金来源构成情况表

单位：%

|                        | 钢铁   | 水泥   | 电解铝  |
|------------------------|------|------|------|
| <b>资金来源合计</b>          | 100  | 100  | 100  |
| <b>国家预算内资金</b>         | 1.7  | 4.1  | 0.0  |
| <b>国内贷款</b>            | 29.4 | 27.3 | 32.2 |
| <b>债券</b>              | 0.0  | 0.2  | 0.0  |
| <b>利用外资</b>            | 2.4  | 8.3  | 2.3  |
| <b>企业自筹</b>            | 53.7 | 57.6 | 61.2 |
| <b>其他资金</b>            | 12.9 | 2.5  | 4.2  |
| <b>初步估算银行贷款占资金来源比例</b> | 37.8 | 39.2 | 47.8 |
| <b>资产负债率</b>           | 45.8 | 50.8 | 53.6 |

资料来源：2004年3月中国人民银行对钢铁等行业投融资情况专项调查

**钢铁行业：**截至到2003年，我国已连续7年成为世界第一产钢大国。2003年，我国钢产量2.22亿吨，增长21.2%；钢材产量2.36亿吨，增长21.5%；进口钢材3717万吨，增长51.8%。2003年，我国钢材消费量2.71亿吨，增长28.6%，其中13.7%的钢铁需求依赖进口解决。预计到2005年底我国将形成3.3亿吨钢铁生产能力，大大超过2005年市场需求。目前，钢铁行业资产负债率为46%，投资项目中有38%来自银行贷款。

**水泥行业：**2003年我国水泥产量8.13亿吨，增长16.8%；水泥

消费 8.36 亿吨，增长 15.3%。到 2005 年，水泥产量将达到 10 亿吨以上，明显超出市场需求。目前，水泥行业资产负债率为 51%，投资项目中有 39% 来自银行贷款。

**电解铝行业**：目前我国是世界上最大的电解铝生产国。2003 年底，全国电解铝生产能力超过 700 万吨，比 2002 年底增长 28.2%。按目前发展趋势，2005 年底电解铝生产能力将超过 900 万吨，远远超过 2005 年全国电解铝预计消费需求量 600 万吨水平。目前，电解铝行业资产负债率为 54%，投资项目中有 48% 来自银行贷款。

## 第五部分 预测和展望

### 一、2004 年国际经济金融趋势展望

从一季度形势看，预计 2004 年全球经济恢复增长面将从美国和亚洲进一步扩大到欧洲、南美和非洲，全球增长速度将继续提高。4 月份国际货币基金组织预计，2004 年全球经济增长 4.6%，较 2003 年提高 0.7 个百分点。其中，美国增长 4.6%，较 2003 年加快 1.5 个百分点 欧元区增长 1.7% 较 2003 年加快 1.3 个百分点 日本增长 3.4%，大大高于此前预测；经济发展中国家和主要新兴市场将继续保持上年 6% 的强劲增长。IMF 还表示，随着国际贸易的急剧反弹，实际增长幅度还可能高于这一预期。此外，IMF 和联合国均预测 2004 年全球商品和服务贸易量增长将随全球经济增长面的扩大进一步加快，价格将继续上涨。国际货币基金组织预计全球贸易量增长 6.8%，联合国预测增长 7.5%。石油、粮食、原材料等商品价格也将随着全球经济增

长和需求的扩大而强劲上涨。

国际金融市场将继续保持稳定，但全球性贸易失衡加剧对长期金融稳定潜藏威胁。美国的巨额经常账户逆差和财政赤字持续扩大，对美元走势产生负面影响。随着经济复苏加快和通货膨胀预期的变化，部分经济体可能调高利率水平。

2004 年我国经济发展外部环境总体良好，世界经济复苏步伐加快有利于我国扩大出口；一些主要经济体可能提高利率水平，使国内外利差减小，有利于本外币政策的协调。但也存在一些不确定性因素。一是我国资源、能源对外依存度加大，2003 年原油、铁矿石、氧化铝、镍和天然橡胶的对外依存度分别达 35%、36.2%、47.6%、55.4% 和 68.2%。从我国资源和生产能力看，今后我国钢铁、铝、铜、石油等资源需求增加量还需要通过进口加以解决，国际市场波动对我国企业生产成本及进口总额的影响越来越大。二是 2003 年 9 月坎昆部长级会议未取得实质性进展，各国的贸易政策在利益集团的压力下可能更趋保守，针对中国的各种贸易保护主义行为呈上升态势，对我国出口贸易发展产生不利影响。

## 二、2004 年我国宏观经济展望

2004 年我国宏观调控预期目标为经济增长率 7% 左右，居民消费价格总水平涨幅 3% 左右。从消费需求看，随着中央支持农业和粮食生产政策措施的落实到位以及经济的快速增长，城乡居民收入在 2004 年可望稳步提高，这将有助于增加消费需求。根据中国人民银行一季度储蓄问卷调查，城镇居民当期收入感受指数比上年同期提高 0.2，

未来收入信心指数比上年同期提高 2.1。从投资需求看，目前新的投资规模依然居高不下，而投资项目一旦开工，必须完工后才能发挥全部经济效益，未完成的投资项目一般具有不可压缩的刚性，因此预计下一阶段固定资产投资仍可能保持较快的增长速度。从净出口需求看，由于我国经济保持持续快速增长态势，原材料及能源紧缺问题突出，对国际商品尤其是初级产品的需求巨大，再加上进口关税降低和非关税措施的进一步取消，这些都会导致进口大增；但国际贸易保护主义、出口退税政策的调整将影响我国的出口；2004 年我国净出口需求有可能进一步减弱。

通货膨胀形势依旧不容乐观。由于目前我国经济运行中的一些矛盾还没有得到有效缓解，粮食价格预计还会进一步上升。扣除食品以外的核心 CPI，上行压力主要来自居住和娱乐教育文化用品及服务，下行压力主要来自衣着、家庭设备用品及维修服务，以及交通和通讯。目前，公众对通货膨胀的预期比较稳定。据中国人民银行 2004 年一季度全国城镇储户问卷调查，31.4% 的储户认为下季物价上涨将上升，60.3% 的储户认为下季物价基本不变，8.3% 的储户认为下季物价将下降。

分阶段看，GDP 增长和 CPI 涨幅在二季度会保持比较高的水平，下半年将有所回落。主要原因有两点：一是受基期因素的影响，由于 2003 年二季度受“非典”影响 GDP 增长仅 6.7%，2004 年二季度 GDP 同比增长会比较高。考虑翘尾因素、季节因素，预计同比 CPI 在 4 月以后会有所爬升，第三季度开始回落。二是宏观调控政策发挥作用有

一个传导过程，2003年以来采取的政策措施，其效应会在2004年下半年更明显地显现出来。

### 专栏 7：进一步加强和改善宏观调控，防止经济大起大落

投资过热常常伴随着信贷过热，过热之后往往是大量不良资产形成和经济增长速度大幅下降。投资和信贷过热不一定通过CPI表现出来，如80年代的日本。过热行业受巨大需求的拉动，其产品生产价格猛涨、企业利润大增，企业资产负债表上的各项财务指标好转，企业的借款能力随之增强，银行也据此大量发放贷款。然而一旦某个链条断裂或经济进入调整阶段，上述机制反向作用，企业资产负债表状况恶化，借款能力降低，银行收紧信贷，企业状况进一步恶化，银行形成大量不良贷款。

目前，我国经济形势总体是好的，但也出现了钢铁、水泥、电解铝等行业过热、煤电油运供求全面紧张的状况。钢铁、水泥、电解铝行业的快速扩张，表面上看是结构性问题，实际上是投资的总体过热。任何总体的过热，都不是所有行业和地区都过热，总是要从某些行业、某些地区率先表现出来。1992-1993年的过热主要表现在房地产和部分地区，这次过热主要表现在钢铁、水泥、电解铝等行业。根据经济学中的“木桶定律”，木桶的实际容量取决于最短的那条板，那些高出最短木条的部分是无效部分。由于我国人口众多，资源相对不足，所以高消耗行业的迅速扩张必然导致重要原材料供求紧张，导致经济在不协调的状态下增长，制约总体效益的提高。

对投资过热的治理必须采取总量政策，同时注意调控方式。改革开放至今已经20多个年头，随着社会主义经济体制的初步建立，利益主体日益多元化、企业自我调节能力不断增强、商业银行经营机制发生了深刻变革，宏观调控方式也已逐步从直接调控走向间接调控，经济杠杆调节的作用越来越强。1993年，党的十四届三中全会明确提出“建立社会主义市场经济体制”。2003年，党的十六届三中全会进一步提出“更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用”，强调要“完善国家宏观调控体系”。因此，对我国当前经济中出现的一些问题，还是要通过加强和改善宏观调控、充分发挥市场机制的作用来解决。

中国人民银行从2003年起，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：如发行中央银行票据，加大公开市场“对冲”力度；及时对房地产信贷进行风险提示，将金融机构存款准备金率由6%上调为7%，下调超额存款准备金利率。2003年上半年新增人民币贷款1.8万亿元，下半年减少到不到1万亿元，全年新增人民币贷款2.77万亿元，货币政策效应初步显现。受惯性和基数的影响，2004年一季度，货币信贷继续高位运行，人民银行继续

加大公开市场操作力度，再次上调存款准备金率。预计到 2004 年 3 季度，这些以间接调控为主的适度从紧的货币政策效果会初步显现。值得注意的是在惯性和基数的影响下，2004 年第二季度 GDP、CPI 和货币信贷都将会有所增长，这是在预料之中的，并不能证明货币政策无效。初步预计，上述指标在三季度以后会有所回落，年初确定的货币信贷调控目标基本上可以实现，即广义货币 M2 和狭义货币 M1 增长 17% 左右，全部金融机构新增人民币贷款在 2.6 万亿元左右。2004 年 2.6 万亿的新增贷款水平虽然低于 2003 年，但也是历史第二高，比第三高年份高出 7500 亿元，不会造成硬着陆。

### 三、稳健货币政策的近期取向：适度从紧

当前国民经济形势总体上是好的。经济继续快速增长，经济效益进一步提高。同时，必须清醒地看到，经济运行中出现的一些突出矛盾进一步显现，有些问题还在发展。集中表现在固定资产投资过快增长，一些行业和地区的低水平重复建设没有得到有效遏止，资源的瓶颈约束加剧，通货膨胀压力加大。反映在货币信贷上，是货币信贷增长仍然偏快。今年一季度金融机构实际增加贷款 8351 亿元，已占全年预期目标 2.6 万亿的 32%，同比多增 247 亿元。

人民银行将按照中央经济工作会议精神和《政府工作报告》的要求，牢固树立并坚决落实科学的发展观，把中央各项部署落到实处。根据经济金融形势变化采取有针对性的调控措施，适度控制货币信贷增长，完善货币政策传导机制，预计年初确定的货币信贷调控目标是可以实现的，即广义货币 M2 和狭义货币 M1 增长 17% 左右，全部金融机构新增人民币贷款在 2.6 万亿元左右。下一阶段稳健货币政策的取向是适度从紧，但要防止急刹车，避免大起大落，促进经济平稳发展。

#### （一）适当收紧金融体系流动性，控制货币信贷过快增长

综合运用多种货币政策工具，加强预调和微调，引导货币信贷适

度增长。根据外汇占款等流动性增长趋势，采取更加灵活的方式，继续加大公开市场对冲操作。加强再贷款、再贴现管理，发挥货币政策工具协调配合作用，将商业银行超额准备金率控制在一定水平，适当控制货币信贷增长。

## **(二)密切关注物价走势变化，稳步推进利率市场化改革**

密切观察二季度物价形势变动情况，根据宏观经济调控的需要，研究运用价格杠杆等货币政策工具组合进行预调和微调的最优策略。稳步推进利率市场化、赋予金融机构更大的贷款利率定价自主权，引导金融机构能够根据货币政策导向和贷款风险等因素，合理确定贷款利率水平。

## **(三)加强结构调整，防止“一刀切”**

指导、督促金融机构切实加强和改进信贷管理，优化信贷投向。加大窗口指导力度，要求金融机构严格控制对过度投资行业的贷款，高度重视宏观部门的行业风险提示，严格控制对国家限制行业的授信；对不符合市场准入条件的项目一律不予贷款；用好用活贷款利率上浮政策，加大对国家限制行业中技术和环保标准不高的企业的风险溢价。督促金融机构通过自身资产负债结构调整，合理控制资产规模扩张的速度，保持适当的流动性水平。继续加大对农业、扩大消费、中小企业、增加就业和助学等经济发展重点领域的贷款支持。

## **(四)积极推动金融市场发展，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，加强与有关部门的协调和配合，积极推动并加快研究通

过制度创新、产品创新扩大直接融资渠道的措施。通过推动住房资产证券化和信贷资产证券化等增加债券市场交易品种，进一步推动公司债券市场的发展，积极培育合格的机构投资人，发展、完善债券市场做市商制度，完善债券托管和结算体系。研究引导合规资金进入股市的具体办法，提高金融资源配置效率，促进金融市场平稳协调发展。

### **(五)保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定**

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，促进国际收支平衡；进一步完善人民币汇率形成机制；稳步推进人民币可兑换进程，逐步放松外汇管制，改进现行结售汇制度，积极培育外汇市场，保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定。

### **(六)做好农村信用社改革试点资金支持工作，推动农村信用社转换经营机制。**

进一步做好专项票据的发行和兑付、专项借款发放的考核工作，对达到条件的农村信用社，确保资金支持及时到位。采取有效措施，在帮助农村信用社消化历史包袱的同时，推动农村信用社转换经营机制，促进农村信用社走上可持续发展的良性循环轨道，提高支持“三农”的金融服务水平。