

# 2001年一季度货币政策执行报告

## 目 录

### 第一部分 货币政策分析

- 一、一季度货币信贷运行的基本情况
- 二、一季度主要货币政策措施
- 三、当前货币供应量总体适度，企业合理资金需求基本得到满足

### 第二部分 宏观经济分析

- 一、一季度宏观经济形势
- 二、国际经济金融形势及对我国的影响

### 第三部分 金融市场分析

- 一、一季度金融市场运行状况
- 二、实体经济与虚拟经济冷热不均，存在信贷资金违规进入股市的现象

### 第四部分 产业运行分析

- 一、主要行业运行状况
- 二、信贷政策要适应产业发展方向，促进经济结构调整

### 第五部分 结论与政策

- 一、主要结论
- 二、主要经济金融指标预测
- 三、下一阶段货币政策的具体措施

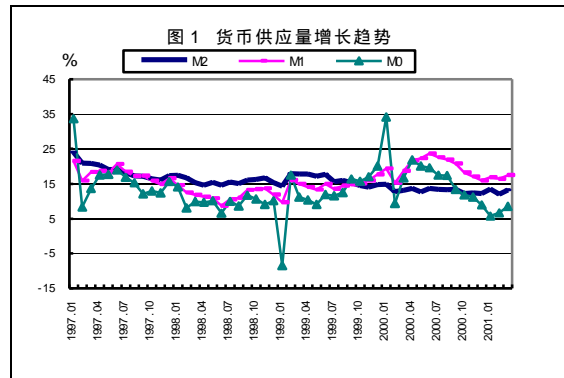
## 第一部分 货币政策分析

### 一、一季度货币信贷运行的基本情况

今年一季度我国货币信贷继续保持健康平稳的发展态势，货币供应量适度增长，金融机构存贷款稳步增加，贷款结构进一步改善，人民币汇率保持稳定。

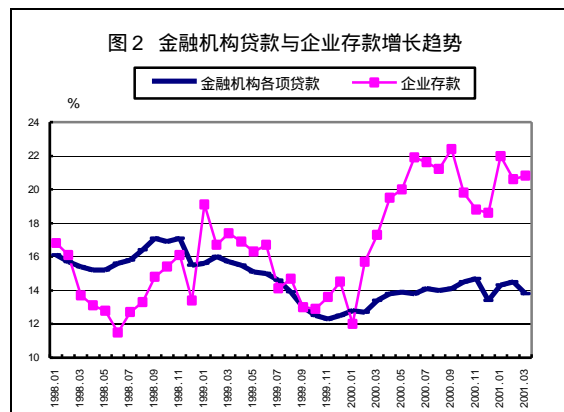
#### （一）货币供应量平稳增长，现金回笼较好

3月末，广义货币 M2 余额 13.9 万亿元，同比增长 13.2%，比上年末高 0.9 个百分点，与去年同期基本持平；狭义货币 M1 余额 5.3 万亿元，同比增长 17.4%，比上年末高 1.5 个百分点，比去年同期低 1.2 个百分点。流通中现金余额 1.4 万亿元，一季度净回笼 291 亿元，比去年同期多回笼 70 亿元；货币流动性 M1/M2 为 38.2%，比上年末下降 1.3 个百分点（图 1）。



#### （二）各项存款同比多增，金融机构贷款稳步增长

3月末，金融机构各项存款余额为 12.9 万亿元，比年初增加 5400 亿元，同比多增 1446 亿元，增长 14.7%。其中，企业存款增加 800 亿元，同比多增 508 亿元。今年春节前后消费市场较为活跃，企业销售收入增加较多，加之融资渠道多元化，企业存款大幅度增长（图 2）。

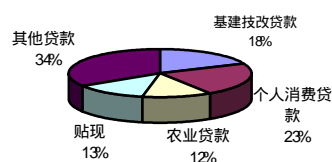


城乡居民储蓄存款余额 6.8 万亿元，比年初增加 4060 亿元，比去年同期多增 924 亿元。主要是元旦、春节前后居民收入增加较多，股市又相对疲软，居民储蓄倾

向相对增强。

金融机构各项贷款余额 10.2 万亿元，增长 13.9%，比年初增加 3069 亿元，同比多增 419 亿元。新增贷款主要集中在以下四方面：一是中长期基本建设和技术改造贷款增加 561 亿元，同比多增 66 亿

图 3 一季度新增贷款结构



元；二是个人消费信贷增加 695 亿元，同比多增 383 亿元，主要是个人住房信贷同比多增加 286 亿元；三是农业贷款增加 374 亿元，同比多增 122 亿元，主要是农村信用社贷款同比多增 138 亿元；四是票据贴现增加 394 亿元，同比多增 318 亿元。以上四方面合计新增贷款 2024 亿元，占一季度金融机构新增贷款的 68%，贷款结构得到进一步调整（图 3）。

### （三）外汇存款增势趋缓，外汇贷款继续下降

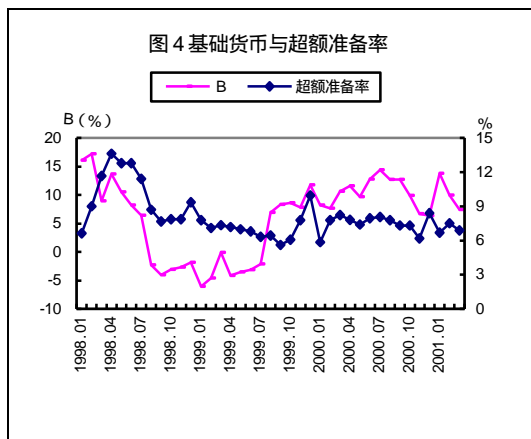
受允许境内居民个人投资 B 股政策影响，中资金融机构外汇存款增势减缓，证券公司同业存款增加。3 月末，各项外汇存款余额为 1293 亿美元，比年初增加 5 亿美元，同比少增加 42 亿美元。其中，企业外汇存款余额 456 亿美元，比年初减少 6 亿美元。居民外汇储蓄存款余额 740 亿美元，比年初增加 7 亿美元，同比少增加 35 亿美元。商业银行境内同业存款比年初增加 27 亿美元，去年同期为减少 6 亿美元。中资金融机构外汇各项贷款余额 836 亿美元，比年初减少 13 亿美元。受汇率预期、外汇贷款利率高于人民币贷款利率、购汇障碍等多方面因素影响，外汇贷款供需双方意愿不强，致使外汇贷款持续萎缩，但贷款下降幅度趋缓。

### （四）基础货币适度增长，商业银行头寸总体正常

3 月末，中央银行基础货币余额达 3.5 万亿元，比年初减少 1071 亿元，同比增长 7.4%，比去年同期低 3.2 个百分点。基础货币减少主要是因为收回元旦、

春节期间投放的流动性的影响。

金融机构超额储备率为 6.8%, 比上年末低 1.5个百分点。其中 :工、农、中、建平均为 5.3%, 其它商业银行平均为 14.2%, 城市商业银行平均为 4.8%,农村信用社平均为 6%,金融机构支付能力总体正常 (图 4)。



(五) 国家外汇储备增加 , 人民币汇率保持稳定

3月末 , 国家外汇储备余额达 1758 亿美元 ,比年初增加 103 亿美元。人民币兑美元汇率为 1: 8.2777 , 继续保持稳定。

## 二、一季度主要货币政策措施

总结三年多来货币政策的工作实践 ,稳健的货币政策主要体现在以下几个方面 :一是根据扩大需求的方针 ,适当增加货币供应量 ;二是及时制定信贷政策 ,引导贷款投向 ,促进经济结构调整 ;三是加强金融监管 ,执行金融稳定计划。围绕上述三个方面 ,近几年中国人民银行出台了一系列货币政策措施 ,主要包括 :取消商业银行贷款限额、连续七次降息、两次下调法定存款准备金率、扩大公开市场操作、灵活运用再贷款、再贴现手段 ,积极调整信贷政策、执行金融稳定工作计划等。同时 ,积极推进货币运行机制及货币政策工具改革 ,改善货币政策传导机制。

在继续发挥上述货币政策措施作用的基础上 ,今年一季度中国人民银行继续实行稳健的货币政策 ,进一步运用多种货币政策工具 ,巩固和发展国民经济回升的良好势头。

一是实行公开市场操作 ,及时调节商业银行流动性和货币市场利率水平。去

年 12 月和今年 1 月，人民银行通过公开市场等手段，向金融体系投放了 4283 亿元基础货币，满足了元旦、春节期间货币增长的需求，并保持了货币市场利率的相对稳定。春节后，针对商业银行流动性较多，货币供应相对宽松的情况，人民银行加大公开市场业务收回基础货币的力度，不仅收回了节前支持商业银行支付需要投放的基础货币，而且还有效对冲了因外汇占款、兑付国债增加的基础货币。2 月和 3 月，公开市场业务累计净回笼基础货币 2044 亿元。

二是充分发挥利率杠杆的作用。近几年除多次灵活调整利率总水平外，利率政策工具的作用，还体现在通过公开市场操作调节货币市场利率水平和对境内外币存贷款利率的及时调节。在外币利率调节方面，顺应国际市场利率的变化，多次调整外币利率，加强了境内本外币利率政策的协调工作。继去年 12 月 23 日下调境内外币存款利率，今年又三次调整了外币利率。一年期美元利率由 5% 下调至 3.4375%，一年期港币利率由 4.9375% 下调至 3.5%，本外币利差大幅度缩小。

三是加强和改进对中小企业的金融服务，促进中小企业健康发展。召开改进中小企业金融服务的座谈会，提出了八项措施，促进商业银行提高对中小企业的金融服务水平。在继续发挥国有独资商业银行分支机构支持中小企业重要作用的同时，规范和发展中小商业银行，引导和促进其重点搞好对中小企业的金融服务；积极发挥再贷款、再贴现的作用，增强中小金融机构支持中小企业发展的资金能力；灵活运用利率手段，加强和改进对中小企业金融服务的风险管理。

四是加大对农村信用社的再贷款支持力度。在允许已下达再贷款限额周转使用的基础上，人民银行对农村信用社增加再贷款 200 亿元，支持农村信用社做好信贷支农工作。人民银行分行原则上不再保留再贷款限额，下达给县市支行的再贷款限额不得低于辖内总限额的 80%，由县市支行周转使用，保证用于农村信用社增加农户贷款。

五是运用再贷款手段，保证金融和社会稳定。为处置金融风险 and 保证金融稳定，经国务院批准，近两年人民银行运用再贷款手段，专项解决信托投资公司、

城市信用社、农村合作基金会等地方各类金融机构的支付风险。截止今年 2 月末，地方政府专项借款限额达 1144 亿元，实际借款为 877 亿元，有效支持了这些机构从市场平稳退出，保证了金融和社会稳定

### 三、当前货币供应量总体适度，企业合理资金需求基本得到满足

#### （一）货币供应量总体适度

从目前情况看，金融运行态势良好，货币供应总量总体适度。主要表现在：

一是货币供应量与经济增长相适应，货币流动性有所回落。3 月末，广义货币供应量 M2 增长 13.2%，落到年初预期调控目标 13-14%之内，高于预计经济增长与消费物价涨幅之和 3.8 个百分点，差率比去年末下降 0.1 个百分点。狭义货币供应量 M1 增长 17.4%，比预期调控目标 15-16%上限高 1.4 个百分点，但比去年同期降低 2.3 个百分点，主要是因为 3 月末没有新股认购，证券公司同业存款回流到企业和个人帐户 1644 亿元。一季度末，货币流动性指标 M1/M2 为 38.2%，比去年末下降 1.4 个百分点，表明即期有效购买力有所下降，货币对物价上涨的推动力减弱。

二是银行贷款合理增长，贷款结构明显调整。一季度末，金融机构各项贷款增长 13.9%，与上年同期和年末基本持平。前三个月贷款增量中居民住房、助学等个人消费贷款占 23%，基建和技改贷款占 18%，农业贷款占 12%，银行信贷充分满足了经济生活中有效需求的增加。银行贷款的适度增长和贷款结构的进一步调整，既支持了经济发展，又为银行提高盈利水平和防范金融风险提供了保证。

三是金融机构流动性正常，货币市场利率保持平稳。3 月末，金融机构超额储备率为 6.8%，比去年同期低 1.8 个百分点。同业拆借市场加权平均利率为 2.58%，债券回购市场加权平均利率为 2.5%，与年初大体持平。

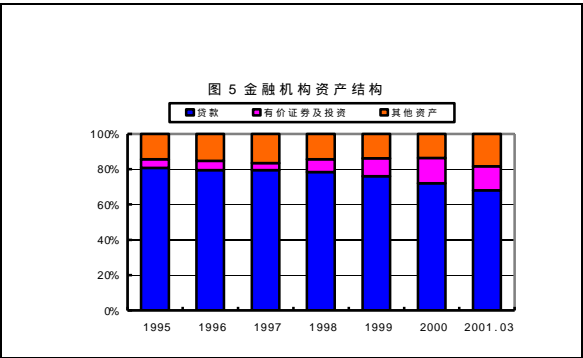
#### （二）企业融资渠道发生变化，企业合理资金需求基本得到满足

长期以来，金融机构在支持企业改革和发展中发挥了积极作用，金融机构各项贷款逐年增加，加上银行结汇资金（外汇占款）和银行承兑汇票，金融机构对

企业提供了大量支持。1995年企业外部资金来源的 80%以上，是由金融机构贷款提供的。

近年来，随着新的融资方式不断出现，特别是直接融资的发展，金融机构资金运用形式和贷款结构发生了较大变化。金融机构资金运用总量中，贷款所占比

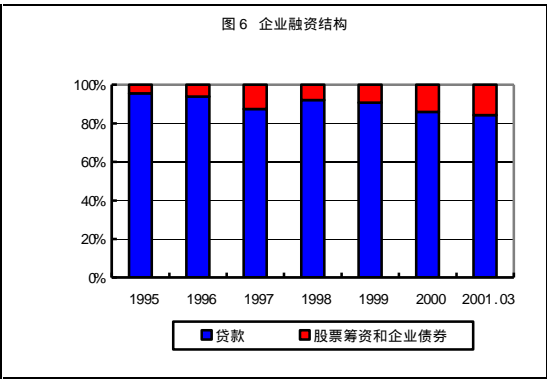
重由 1995年的 81%，下降到今年 3月末的 68%，下降 13个百分点；同期有价证券及投资比重上升 9个百分点，3月末为 14%；3月末其他资产占 18%，其中一半以上是外汇占款（图 5）。金



融机构贷款总量中居民住房个人消费信贷增加较多，2000年占贷款增量的 21%，今年前三个月占比达 23%，适应了贷款有效需求和金融机构风险管理的变化和要求。

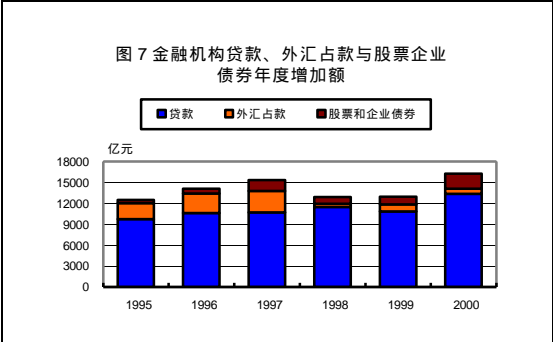
与此同时，企业的融资渠道也呈多元化发展。从企业外部资金来源看，1995

年金融机构贷款占 96%，股票及企业债券仅占 4%；今年 3月末，金融机构贷款占比为 84%，下降 12个百分点，股票及企业债券占比提高 12个百分点，达到 16%（图 6）。企业融资渠道的变化，以及国家债转股政策的实施，使企业资产负债率大



幅下降。从人民银行监测的 5000 户大中型企业看，1995 年资产负债率为 63%，今年 2 月末下降到 58%。

企业融资渠道多元化的发展，使企业获得的资金数量增加较快，2000 年金融机构贷款增加 13347 亿元、外汇占款增加 753 亿元、股票与企业债券增加 2187 亿元，三项合计 16287 亿元，比 1995 年多增加 3805 亿元（图 7）。多渠道资金供应使企业支付能力进一步增强，企业存款增长速度明显提高。今年前 3 个月，企业存款增长 20.8%，同比提高 3.5 个百分点，总体看，企业合理资金需求基本得到满足。但由于财务制度不健全、抵押担保难落实和风险较大等障碍，中小企业债权融资和股权融资的渠道都比较狭窄，资金相对短缺。中小企业融资难是国际上带有共性的问题，需要企业和社会各方面协调配合，共同营造有利于中小企业发展的社会环境。目前银行部门正在积极采取措施，完善企业服务体系 and 手段。



第二部分 宏观经济分析

货币政策的最终目标是保持币值稳定并以此促进经济增长。当前经济运行状况既是检验前一期货币政策有效性的指标，又是确定下一期货币政策操作方向和力度的重要依据。本部分重点分析近期宏观经济形势和美国经济走软对全球经济和中国经济的影响。



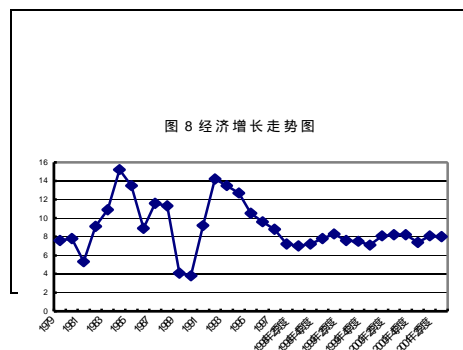
## 一、一季度宏观经济形势

一季度宏观经济稳步发展，继续保持上年增长势头。

### （一）国内生产总值稳定增长

今年一季度实现国内生产总值 19895 亿元，按可比价格计算，增长 8.1%，与去年同期持平，比去年第四季度加快 0.7 个百分点，呈

稳定增长态势。其中，第一产业增长 3.0%，第二产业增长 9.5%，第三产业增长 7.4%。国内生产总值的增长趋势如图 8 所示。

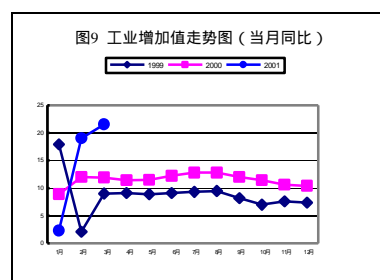


### （二）工业生产增长较快，产销衔接良好

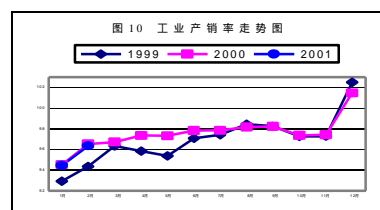
一季度工业增加值增长平稳（图 9），一季度累计增长 11.2%，比去年同期 10.7%，提高 0.5 个百分点。其中，轻工业增长 8.6%，重工业增长 13.4%；

国有及国有控股企业增长 9.7%，增速比去年一季度

加快 1.1 个百分点，股份制企业增长 11.6%，三资企业增长 14.3%。一季度全国企业景气指数为 118.6，比上年同期提高 3.4 点。

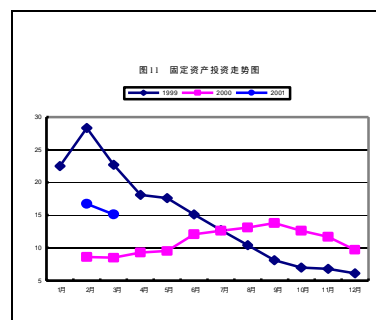


产销衔接来看，全国工业产销率月度走势较好（图 10）。一季度累计工业产销率为 96.14%，与上年同期基本持平。3 月份当月产销率为 96.7%，与上年同期基本持平。



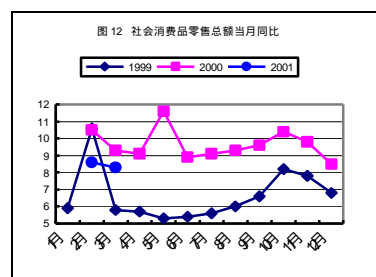
### （三）固定资产投资增长加快

从投资需求来看，固定资产投资保持较快增长，一季度全社会固定资产投资 3878 亿元，同比增长 12.4%，其中，国有及其他经济类型固定资产投资 2560 亿元，同比增长 15.1%，增幅比上年同期提高 6.5 个百分点（图 11）；集体投资 575 亿元，增长 14.1%；个体投资 743 亿元，增长 3%。其中，基本建设投资完成 1319 亿元，增长 9.2%，保持回升趋势；更新改造投资完成 473 亿元，增长 25.2%，保持快速增长；房地产开发投资完成 677 亿元，增长 22.9%，继续保持快速增长。



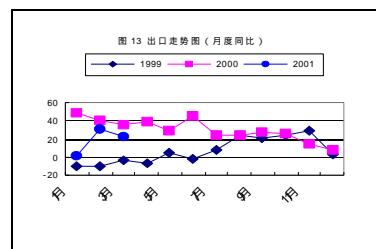
#### （四）消费需求稳定增长

一季度消费品零售总额实现 9256 亿元，同比增长 10.3%（图 12），其中，城市消费品 5777 亿元，增长 11.5%；农村消费品零售额 3479 亿元，增长 8.3%。批发零售贸易业、餐饮业分别增长 11% 和 16.1%。



#### （五）外贸进出口保持较快增长，但进口增长快于出口，净出口减少

一季度进出口贸易总额 1138 亿美元，同比增长 15.9%。其中，出口 593 亿美元，增长 14.7%；进口 545 亿美元，增长 17.3%，进口增长明显快于出口。一季度累计贸易顺差 42 亿美元，同比下降 10 亿美元。从 1-3 月份月度出口增长走势来看，出口保持较快增长（图 13）。



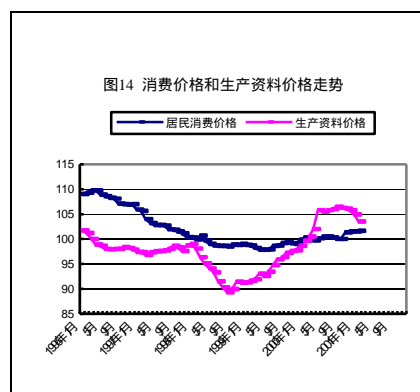
#### （六）实际利用外资快速增长，合同利用外资大幅增加

我国实际利用外资自 1997 年以来持续下滑。1997 年增长 8.5%，1998 年增长 0.4%，1999 年为负增长 11.3%。2000 年出现回升，实际利用外资 407.7 亿美元，较上年增长 0.9%；合同利用外资额为 626.6 亿美元，增长 50.8%。经验表明，当期合同利用外资的增长会带动下一期实际利用外资的增长。2001 年 1-2 月，

实际利用直接投资 92亿美元，同比增长 47.1%；外商直接投资合同金额 46亿美元，同比增长 24.2%

### （七）市场价格稳中略有回升

一季度，全国居民消费价格总水平同比上升 0.7%，比去年同期高 0.6个百分点，呈现出平稳并略有上升的势头。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.8%。生产资料价格总指数继续小幅上涨，一季度累计上涨 3.5%（图 15）。从国内批发物价指数的变化来看，物价水平总体比较稳定，但月环比略有回升。2000年油价上涨的因素基本消化，粮食价格总体比较稳定，服务类项目调价已基本到位，近期国际上不存在输入性通货膨胀的可能性。相反，影响价格下行的因素还比较多，市场供过于求的状况没有根本改变，食品、衣着类商品价格继续低位运行。



致美国经济由强转弱的重要背景。过去 10 年，美国经济高速增长，欧洲经济在调整中波动发展，日本经济持续不景气，资金、技术和人才进一步向美国集中，美、欧、日之间的经济矛盾加深。美国经济高速增长的产出缺口主要依赖扩大贸易赤字来解决，巨额贸易赤字（目前已达 GDP 的 5%）给美国带来较大压力，但减少贸易赤字又会影响日本和欧洲的利益。降低经济增长速度、缩小产出缺口是美国的必然选择。第二，10 年积聚起来的巨大资产泡沫的破灭是导致经济下滑的主要原因。以信息技术为龙头的新技术扩散效应是美国新经济形成的核心，也是美国劳动生产率提高的基础和经济持续增长的主要动力，但新经济的实际效益和市场预期效益存在较大差距，这种差距反映在股票市场上就是巨大的资产泡沫（主要集中在纳斯达克市场）。泡沫破灭，资产必然大幅缩水，通过财富效应导致消费和投资收缩，最终体现为经济下滑。据美国一些经济学家估计，仅资产缩水一项因素就影响美国经济增长 1 个百分点。第三，货币政策紧缩力度偏大也是美国经济下滑的重要因素。1999 年 6 月到 2000 年 5 月，美联储 6 次上调联邦基金利率，累计调高 1.75 个百分点，联邦基金利率由 4.75% 上调至 6.5%。第四，国际油价 1999 年开始剧涨，目前仍维持较高水平，给美国制造业打击较大，是导致制造业不景气的主要原因。第五，美元对日元、欧元等货币持续坚挺，对促进资本流入发挥了重要作用，但不利于出口，制约了经济增长。

美国经济增长大幅下滑、股市大幅回落，这是多年来高速增长所掩盖的经济泡沫的暴露。美国经济虽然接近衰退的边缘，并可能滑向轻度衰退（1-2 个季度的负增长），而且可能转入较长时期低速增长阶段，但总体上不会出现深度衰退（4 个季度以上的连续负增长）。主要理由，一是美国实体经济有比较坚实的基础，信息技术的普及带动劳动生产率提高还有较大空间。虽然今后一段时期内劳动生产率水平会有所波动，但已形成的劳动生产率不会因为经济的短暂调整而完全丧失。二是美联储降息效应将逐步显现，货币政策操作还有空间。美联储先后在 2001 年 1 月 3 日、1 月 31 日、3 月 20 日和 4 月 18 日四次下调联邦基金利率

和贴现率，目前联邦基金利率降为 4.5%，贴现率降为 4%。降息的作用时滞一般为 9-15个月，美联储降息的效果将可能在年底或明年初充分显现。另外，美国目前通货膨胀率为 2%左右，市场实际利率水平高于欧元区和日本，降息还有空间，年内可能进一步降息 25-50个基点。三是美国财政存在较大盈余，政府拥有干预经济的财政手段。1993年美国财政赤字占 GDP的 5%，而去年转为财政盈余占 GDP的 2%。如果经济长期低迷，美国政府有较充足的财力刺激经济发展。目前，布什政府正在开始推行大规模减税计划，这也有利于增强信心和促进经济回升。但美国经济走向也面临一些不确定因素，主要是：劳动生产率下滑的程度，市场信心能否止跌回稳，贸易赤字能否得到控制，世界经济环境是否恶化，日本经济继续衰退的程度等。

初步预计，2001年一季度美国经济增长接近零，二、三季度为负增长，四季度会向正常增长回归，全年增长 1-2%。当前，从全球看，有吸引力的投资场所寥寥无几，国际投资只得留在美国。美元仍将保持坚挺。

日本经济继续衰退，股市下跌，不良贷款 4万亿美元，相当于全年的 GDP。日本内阁短期化，财政政策和货币政策调控余地狭小。预测今年经济增长难超过 1%。日元将进一步疲软。

欧元区经济增长缓慢减速，但增幅会高于美国，欧元应稳中有升。美日经济不景气，促使东亚国家和地区经济增长明显下滑，货币贬值。但经过东亚危机，汇率更具弹性，外汇储备增加，外债比例下降，从目前看，还不会出现 1997年那样的金融危机。

## （二）美国经济大幅下滑和日本经济继续衰退对我国经济的影响

2000年世界经济增长 4.8%，为 16年来的最高水平。世界主要国家中央银行货币政策操作的基本取向是适当收紧，防止经济过热。美联储六次升息的同时；欧洲央行也 6次升息共上调 1.75个百分点，年末主要融资利率达到 4.75%；日本银行升息一次上调 0.25个百分点，隔夜利率走出了零利率陷阱；英格兰银行

两次升息共上调 0.5 个百分点，年末回购利率达到 6.0%；加拿大银行三次升息共上调 0.75 个百分点。

从 2000 年第三季度开始美国经济大幅下滑，2001 年初美国货币政策取向发生转折，由实施收紧的货币政策转为扩张性的货币政策。今年来美联储已四次降息，但美国股市大幅缩水（近日有所回升），制造业疲软状况未见好转，市场信心仍然不足。

美国经济大幅下滑使日本经济雪上加霜。目前日本经济继续恶化，金融市场剧烈动荡。财政债台高筑，运用发债刺激经济的可能性很小。今年 3 月 19 日实行“金融缓和政策”，实际上恢复了零利率政策。日本货币政策已基本上没有调整的空间，短期内日本经济要有起色的难度较大。日本经济恶化会使美国经济雪上加霜。日美两国经济总量占世界总产出的 50% 以上，两国经济的反向互动将给全球经济带来十分不利的影响。日本持有 3500 亿美元的美国证券，在美国的直接投资超过 1500 亿美元，如果日本公司被迫出卖部分美国资产，将引起汇率大幅波动，也会加剧股市动荡。

目前欧元区最大的经济体德国的商业信心指数已跌至 1999 年 6 月以来的最低点，市场对降息提出了客观要求，但欧洲央行目前还没有改变货币政策取向。英国英格兰银行 2001 年 4 月 5 日将基准利率下调 25 个基点，由 5.75% 调至 5.5%，以缓冲美国经济大幅下滑对英国经济的影响。

总的来看，美国经济大幅下滑和日本经济继续衰退会对世界经济会产生显著影响。受此影响，2001 年世界经济增长将明显趋缓。预计全年世界经济增长 3-3.5%，比上年回落 1.3-1.8 个百分点，但仍属于 90 年代以来较快的增长速度，世界通货膨胀将处在温和的可控制范围内；国际贸易增长 7% 左右，比上年回落 5 个百分点。分地区来看，美国经济增长 1-2%，欧元区经济增长 2.3-2.8%，日本经济增长 0.5-1%，发展中国家增长 5-5.5%。

美国经济下滑和日本经济衰退对中国经济的影响，主要通过国际贸易、资本

流动、汇率渠道和市场预期四条途径进行。

从贸易渠道看，近年来我国推行市场多元化战略取得积极成效，但美国仍然是中国主要的出口市场之一。在中国出口市场中，美国占 21%，如果加上香港等地的转口贸易，对美出口要占到 40%左右。对美国的出口 50%是“三来一补”，我国主要赚的是加工费和工资，受此影响最大的主要是出口密集的沿海地区。我国出口总额中日本占 16.7%。美日两个市场相加占到出口市场的一半以上，美国经济大幅下滑和日本经济的恶化，将在一定程度上影响我国的出口需求。一季度对美国出口增幅同比回落 46个百分点，对日本出口回落 7.6个百分点。

从资本流动来看，由于股市大幅缩水，美国企业再融资空间缩小，对外投资能力将相应下降，但由于我国外资来源中亚洲占 60%（其中日本约占 15%），美国只占 7%左右，因此，美国对外投资下降对我国的直接影响相对较小。目前，人民币币值稳定，我国是全球最有吸引力的投资市场之一，美日投资市场不景气客观上会有利于我国利用外资。

从汇率渠道看，日本对美元贬值，将有利于日本商品提高出口竞争力，其中一部分与中国碰头的产品，将会间接影响我国的出口竞争能力。同时，日元对美元汇率持续贬值，将对人民币汇率稳定产生压力。此外，去年以来，亚洲一些国家汇率贬值幅度较大，对我国出口竞争力会产生显著影响。欧元对美元呈现动荡中应呈略有升值的趋势，对我国影响不大。

从市场预期来看，目前对美国经济衰退的市场预期比较稳定，总体上全球预期下降，但积极预期仍占主导地位，没有明显迹象表明近期会出现严重恶化，但受其影响，投资和消费行为将趋于谨慎。短期内市场预期对我国不会影响显著影响。

综合来看，受美日经济不景气的影响，我国出口需求将明显回落，汇率稳定将面临日元贬值压力。但是，客观上利用外资形势趋好。为此，我国要继续执行扩大内需的方针，认真执行积极的财政政策和稳健的货币政策，整顿和规范市场

经济秩序，扩大国内市场。预测后三季度经济将保持平稳增长，增幅稳中略有回落，全年我国经济增长为 7.5%左右。考虑到去年油价上涨的因素基本消化，粮食价格总体比较稳定，服务类项目调价已基本到位，近期国际上不存在输入性通货膨胀的可能性，全年物价水平将保持稳中略有回升的趋势，年初确定的物价上涨 1-2%的目标可以实现。全年经济将保持高增长、低通胀的趋势。

### 第三部分 金融市场分析

金融市场是经济金融状况的晴雨表，也是货币政策传导的中间环节。本部分从货币市场、债券市场、股票市场、外汇市场几方面分析一季度金融市场的运行及其与货币政策的关系。

#### 一、一季度金融市场运行状况

##### （一）货币市场

2000 年我国货币市场取得重大发展。同业拆借市场和银行间债券市场全年交易量为 23190亿元，增长 1.7倍，年底全国银行间市场交易成员达 659家。2001 年一季度货币市场继续快速发展。

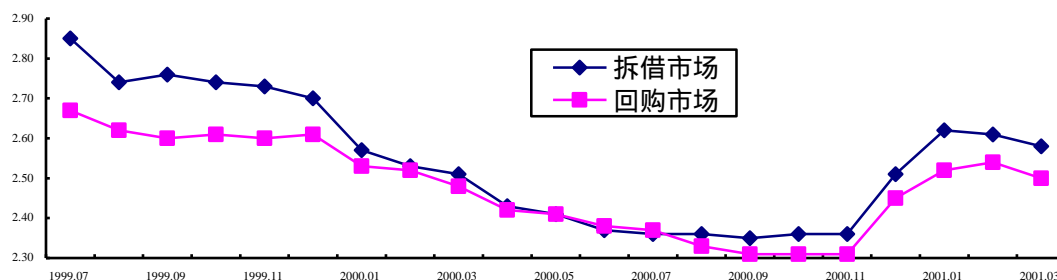
1、货币市场交易规模扩大。一季度，同业拆借市场和银行间债券市场累计成交 9568亿元，同比增长 2.31倍。受“两节”期间资金头寸变化的影响，2月份拆借和债券回购交易量增长迅速，3月份有所回落。3月末，证券及基金管理公司从货币市场融入资金余额为 57.2亿元，比去年末减少 19.5亿元。预计新股发行从审批制改革为核准制后，证券公司及基金管理公司从货币市场融入资金量也会受到影响。

2 短期品种交易活跃，市场利率先升后降。一季度，拆借市场交易和债券回购市场中最为活跃品种为 7天和 20天品种，占市场份额分别为 74.8%和 89%。一季度，货币市场利率先升后降。3月份，银行间市场月加权平均拆借利率和回



购利率分别为 2.58%和 2.50%，与 2 月份相比，分别下降了 0.03 和 0.04 个百分点，与上年末基本持平。

图 16 货币市场月加权平均利率走势图



1999年下半年以来，货币市场利率持续走低。2000年 8 月，中央银行为稳定货币市场利率，在公开市场上启动正回购交易，市场利率逐步趋向平稳。今年初受“两节”期间资金需求增大因素的影响，利率水平上升。

3 票据市场继续快速发展。2000年全国商业汇票累计发生额 7445亿元，商业银行累计办理贴现 6447 亿元，中央银行再贴现 2667 亿元，同比分别增长 47%、158%和 132%。票据业务迅速发展，对于解决企业之间相互拖欠等，发挥了一定的积极作用。

2001年 1-2月份，商业汇票签发 1396亿元，商业银行办理贴现 1606亿元，中央银行再贴现 428亿元，同比分别增长 1.05、2.46和 1.13倍。

## (二) 债券市场

2000 年中国继续实行积极的财政政策，国债发行和交易量增加。全年国债累积发行 4657亿元，同比多发 642亿元。交易所国债成交金额为 18891亿元，同比增加 700亿元。当年政策性金融债发行 1645亿元，同比少发 155亿元。企业债券发行 83亿元，同比少发 75亿元。

今年一季度，财政部累计发行国债 500亿元，比去年同期减少 167亿元。季末，国债余额为 13520亿元，比去年底增长 3.6%。一季度交易所国债成交 3970 亿元，增长 30%。国家开发银行和进出口银行共发行金融债 350亿元，同比多发

170亿元，增长 94%

### （三）股票市场

2000 年是我国股票市场发展最快的一年。一级市场筹资成倍增加。全年市场筹资总额达到 2103.7亿元，比 1999年增加 123%以上。2000年市价总值到年底已经超过 4.6万亿元，占 GDP比重达到 50%。二级市场价格指数屡创新高，市场规模不断扩大。全年成交 60827亿元，比上年同期增长 94%。2000年底上证综合指数和深圳综合指数分别比年初上涨 52%和 58%，投资者开户数比年初增加 29.5%

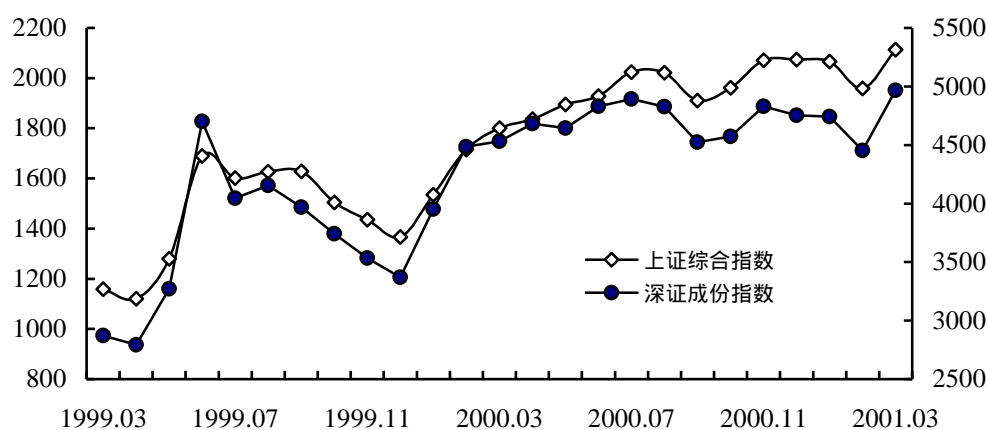
2001年一季度，股票市场运行呈现以下特点：

1. 股票融资速度加快，筹资额大幅度增长。企业在股票市场上累计筹资额为 559亿元，比上年同期增长 234%。截止到 3月底，沪、深两市共有上市公司 1122家，增长 3.13%。由于国际股票市场走低，预计今年上市公司境外筹资金额将小于去年。

2. 股票指数先降后升，股票成交总额大幅下降。年初以来监管当局整顿措施的出台和规范股票市场的大讨论，对二级市场交易起到一定的降温作用。3月份市场信心有所回升，A股市场出现上扬的行情。一季度，沪、深两市股票成交金额为 10059亿元，同比下降 47%。

3. B股市盈率急升，投资者开户数大幅增加。受证监会出台允许境内自然

图 17 股票指数走势图（月末收盘时指数）



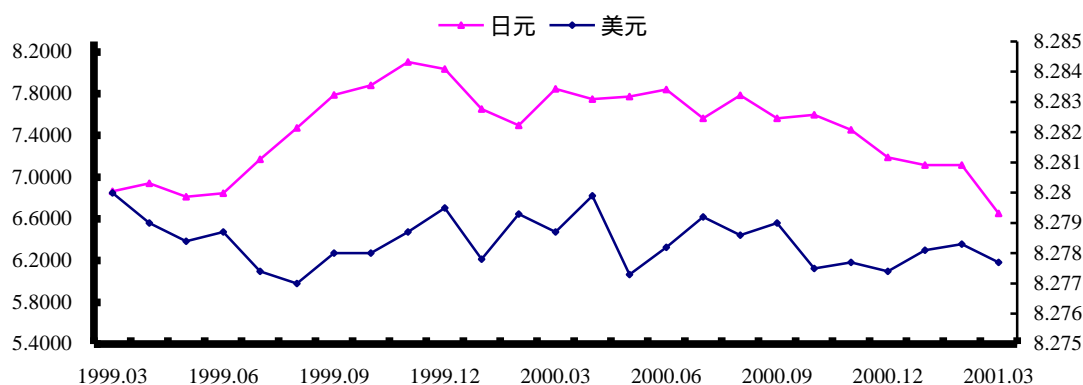
人投资 B 股股票政策的影响，B 股成为投资者追捧的对象，股价上涨迅猛。3 月末，沪市 B 股加权平均市盈率为 44.95，深市为 32.52，分别比上月上升了 19.72 和 19.47。3 月末，B 股投资者开户达到 98.95 万户，是上年底的 3.6 倍。

#### （四）外汇市场

2000 年外汇市场运行良好。各币种交易折合 421.74 亿美元，同比增长 34.09%。人民币对美元汇率稳定在 1 美元兑 8.2772-8.2799 元人民币。今年一季度，外汇市场累计成交各币种折合美元 167.7 亿美元，比上年同期增长 75%。美元成交量占总成交量的比重达 98.8%，比上年同期提高 1.1 个百分点。

B 股市场开放对外汇市场影响不大。2 月 19 日出台了允许境内自然人进入 B 股市场政策以后，非法外汇市场汇率曾一度上升至 1 美元兑 8.8 元人民币和 1 港币兑 1.13 元人民币，但市场很快恢复平稳，并没有引起更大范围的汇率波动。外汇交易中心结售汇市场没有受到此项政策的影响，人民币汇率基本稳定。

图 18 美元、百日元兑人民币期末汇率变化趋势图



## 二、实体经济与虚拟经济冷热不均，存在信贷资金违规进入股市的现象

1999 年以来我国股票市场发展很快，股市投资火爆，与实体经济活动趋缓的迹象形成明显反差，实体经济与虚拟经济冷热不均。股票市场异常活跃的主要原因是市场供求不平衡，股市收益率过高；另外也有制度方面的因素，主要是：

机构投资者的迅速发展，新基金不断成立；保险资金投资资本市场的比例扩大，国企投资股票的限制放开；一系列交易新方式如网上交易的不断推出等；股票质押贷款方案的出台；拟将设立开放式基金和中外合作基金带来的市场预期等。

从同业存放中证券交易资金不断增加，股票市盈率大幅度抬升的情况看，存在着大量资金进入股市，虚拟经济投机加重的倾向。

首先，部分企业资金从实业投资转向股市。据人民银行统计司对 5000 户大中型企业监测显示，1999 年 1 月 -2000 年 9 月，企业短期投资余额月增长率高达 31%，其中 90% 投资于证券，而同期企业总资产平均增长率为 6.7%。1999 至 2000 年企业通过股票市场筹资年增长率由 12% 高涨为 123%，而股市筹资中用于固定资产投资的比例却由 11% 降至 5.9%。受股票市场高收益的诱惑，企业通过多种渠道获得的资金，有较大比重流向股市。

其次，证券公司和基金从货币市场上获得资金投入股市。1999 年 8 月，人民银行根据有关规定批准证券公司和基金进入银行间市场，建立了货币市场和资本市场之间的资金正常流动渠道。由于存在证券公司和基金融资在货币市场上的违规行为，使部分银行资金流入股市。

第三，部分信贷资金流入股市。一些居民通过不指定用途的综合性消费信贷，从银行借款投资股市。2001 年 3 月底，商业银行消费贷款余额为 4930 亿元，扣除住房、汽车、助学、大件耐用消费品贷款和旅游贷款外，其他贷款余额为 775 亿元，据商业银行反映，有部分资金进入了股票市场。此外，部分信贷资金还通过企业挪用贷款、证券公司或上市公司担保贷款、个人股票质押贷款等方式，直接或间接流入股市。信贷资金违规进入股市，既可能造成股市泡沫的过度膨胀，产生过高的市盈率吸引社会资金流入股市，给国民经济运行带来危害，也会使银行产生不良资产的风险大大增加，并给整个金融系统的运行带来风险。

协调实体经济与虚拟经济的关系，一方面要对股票市场上的资金和机构加强监管，严格查处违规行为，另一方面也要在规范的基础上继续发展资本市场，扩

大直接融资渠道，促进企业融资结构和治理结构的改善。

我国企业每年筹入的资金，股票筹资不到银行新增贷款的 10%。2000年新股上市创历史之最，股票筹资也只占新增贷款的 15.7%。直接融资渠道不发达，企业负债率高，一方面使金融风险集中于银行，造成银行不良资产比例高，另一方面也使企业财务结构、资本结构不合理，企业资金效率和经营效率不高。中央银行要在规范的基础上支持融资渠道的扩大。在保证有效监管的前提下，批准更多的金融机构进入银行间货币市场；推进商业银行的股份制改造，改进商业银行的资本结构和治理结构；促使金融机构改进金融服务，加强银行、证券公司和保险公司的表外业务合作，在制度建设上为发展直接金融和提高金融业的效率创造条件。

#### 第四部分 产业运行分析

本部分从供给方面分析实体经济运行状况，进一步为货币信贷政策决策提供依据。

##### 一、主要行业运行状况

我国产业结构调整和优化升级正在加快，电子、通讯、信息、房地产等新兴行业已成为国民经济增长的强劲动力。

##### （一）信息产业保持快速增长

2000年底，信息产业增加值占国内生产总值（GDP）的比重已提高到 4%，成为我国规模最大的支柱产业。一是发展最快，1990-2000年全国工业平均增长速度是 14%，信息产业是 32%；二是产业规模居各行业之首，2000年信息产业销售额为 5800亿元，增长 38%；三是盈利名列前茅，1999年利润占全国 13%，居第一位，2000年利润为 380亿元，仅次于石油产业位居第二；四是出口强劲，2000

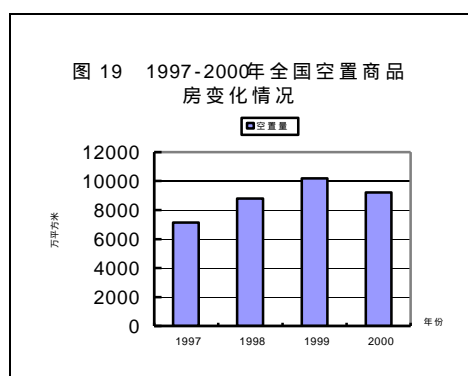
年电子产品出口 550亿美元，增长 41%，占全国出口的 22%。预计在“十五”期间，信息产业仍将保持 20%以上的增长速度，成为推动国民经济增长的重要动力。

近几年，我国电信企业在国际资本市场融资总额累计已超过 200亿美元，电信企业的资本运作能力显著提高。我国最大的电信运营商 中国电信，预计今年下半年将在纽约和香港上市，融资规模可能达到 100亿美元。但近来国际资本市场的波动给这个计划带来了不确定性。受电信资费调整的影响，3月 1日和 2日，中国移动（香港）和中国联通股票在香港股市上连续下跌，两天跌幅 10%以上，市值缩水 1500亿港元。这也必然会影响投资者对中国电信的投资热情。

## （二）房地产业继续平稳发展

住房制度改革的深化有效地调动了个人买房的积极性，住房消费呈现景气状态。全国空置商品房在连续几年上升后，2000年首次出现下降（图 19）。

房地产已成为拉动投资和消费的重要动力。在 2000年投资和销售分别增长 20%和 30%的基础上，今年一季度，房地产开发完成投资 667 亿元，比去年同期增长 22.9%，占固定资产投资的 17.2%。1-2月商品房销售 223亿元，比去年同期增长 54%。2000 年底，我国城镇居民的



人均住房建筑面积为 20平方米，世界各国的经验表明，在人均住房面积达到 30平方米之前，会保持较旺盛的住房需求。可以预计，今后 10年我国房地产行业将保持较快的增长速度。

商业银行迅速增长的信用支持提高了居民即期消费能力。2000 年人民银行延长了个人住房贷款期限，调低贷款利率，增加住房公积金贷款的最高额度，对鼓励个人购房贷款、增强居民购房支付能力起到了积极作用。住房消费信贷不断扩大，个人住房贷款逐年翻番。2001年一季度，商业银行住房等个人消费信贷增

加 695亿元，占同期金融机构新增贷款的 20%(图 3)。

### (三) 石油化工行业盈利继续增加

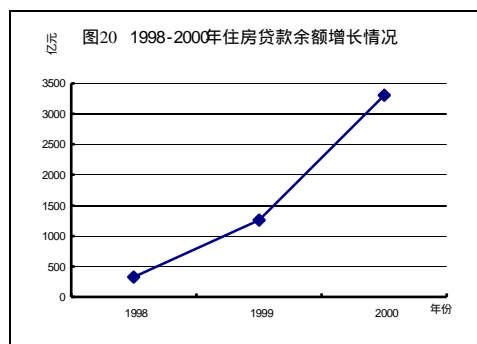
在去年盈利大幅度增加的基础上,今年一季度石化行业利润继续保持较快的增长。1-2月预计实现利润 133亿元,比去年同期增长 77%。由于成品油价格到去年下半年才与国际接轨,今年上半年石化行业实现利润仍有较大增长空间。

石油在中国经济运行中的地位日益重要,石油价格与宏观经济指标,尤其是经济增长、通货膨胀、国际收支的相关性进一步增强。受供求影响,今后一段时间国际石油价格仍将维持在比较高的水平,石油企业可以从较高的油价中获得利润。但随着我国石油净进口不断增加,如果大量国内石油需求通过国际市场满足,高额的石化行业利润将转移到国外的石油企业。

## 二、信贷政策要适应产业发展的方向,促进经济结构调整

近几年,信贷政策在把握经济结构变化,调整贷款投向,促进经济发展方面成效显著。银行资产结构已经发生明显变化,住房贷款等个人消费信用迅速增加。

1998 年底,商业银行自营性个人住房贷款余额为 514亿元,到 2000年,这一数字迅速增长到 3306亿元,三年中增长了 6倍多(图 20)。



我国国民经济正处于市场取向改革和结构调整的关键时期,信贷政策要适应国民经济发展的方向,主动调整结构、优化资产组合。对于发展前景好、效益高、对国民经济发展有巨大推动作用的行业,要增加信贷投入的力度。要继续发展住房贷款等个人消费信用,努力开发新的金融品种,不断优化商业银行资产结构。另一方面,要运用信贷杠杆推动国民经济调整,严格执行国家总量调控、淘汰落后等产业政策,对于信用观念淡薄、运行效率低下、重复建设严重的行业,商业银行要严格执行贷款发放的条件。

## 第五部分 结论与政策

### 一、主要结论

1 美国经济大幅下滑，日本经济继续衰退，对世界经济及中国经济发展将产生显著的负面影响。预计今年世界经济经济增长趋缓，国际贸易增速大幅回落。美联储年初以来四次降息的效应将在今年底或明年初充分显现。美元继续保持坚挺，欧元应稳中有升，日元继续贬值。2001 年中国外需对经济增长的贡献率必然下降，对此要给予充分认识，制订措施，积极应对。

2 基于外需将大幅度下降的因素，今年中国经济增长有放缓的趋势，决定因素是内需在多大程度上得以保持和扩大。年内物价大幅上扬的可能性不大。近期内宏观调控应继续坚持扩大内需的方针，继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，巩固国民经济发展的良好势头。

3 当前货币信贷总量总体适度，企业的合理资金需求基本得到满足。根据对国际国内经济金融形势总体判断，下一阶段的货币政策要始终坚持稳健原则，保持货币政策的稳定性、连续性和前瞻性。

4 货币政策一方面要关注资产价格的变化，促进货币市场和资本市场协调发展，合理引导资金流向，进一步扩大直接融资；另一方面要进一步加强信贷资金管理，防止信贷资金违规进入股市，防范金融风险。

5 产业结构调整成为当前中国经济发展的关键。我国传统产业结构调整和优化升级的步伐正在加快，同时，以科技为先导的新兴产业如电子、通讯、信息等产业的发展成为中国经济发展的强劲动力。信贷政策要把握和适应产业调整的方向，着眼于技术进步，积极调整信贷结构。

### 二、主要经济金融指标预测

2001年世界经济增长预计为 3-3.5%，比 2000年降低 1.8-1.6个百分点，其



中,美国经济增长 2%以下,日本经济为 1%; 欧盟经济比美日略好, 全年预计增长 3%; 发展中国家由于出口形势恶化, 总体增长趋缓, 年增长率为 5%左右。预计 2001年世界贸易增长 7%左右,低于上年 5个百分点。

初步预计, 2001年我国经济增长 7.5%左右(投资 8-10%, 消费 11%, 进出口 12%, 其中出口 8%), 其中, 上半年为 7.8%左右。全年居民消费物价上涨控制在 2%左右。

全年广义货币 M2增长 13-14%, 狭义货币 M1增长 15-16%, 现金控制在 1500 亿元以内;全部金融机构贷款增加 1.3万亿元,与上年基本持平。根据往年规律, 预计上半年金融机构贷款增加 6000亿元左右,比上年同期略少; 现金预计回笼 400亿元左右,同比少回 50亿元左右;货币供应量 M1、M2控制在目标区间之内。

### 三、下一阶段货币政策的具体措施

(一) 密切关注国内外经济金融形势和货币政策的变化,提高货币政策应变能力,保持货币信贷总量的平稳增长

要深入研究、密切关注美国、日本等国经济金融形势的变化,充分估计这种变化对中国的影响,积极制定对策。要加强货币政策工具之间的协调配合,灵活调节基础货币供应,保持货币信贷总量的平稳增长。

(二) 运用公开市场操作,适时调节商业银行流动性

要充分发挥公开市场操作及时灵活的特点,及时吞吐基础货币、调节商业银行流动性、引导货币市场利率。根据一季度实行公开市场正回购操作,已大量收回商业银行流动性的情况,今后一段时期,公开市场操作要适时适度进行“预调”和“微调”,及时传导货币政策意图和方向。

(三) 保持利率总水平的基本稳定

根据国内外经济金融形势,分析国民经济增长和物价走势,当前要保持人民币利率总水平的基本稳定。

(四) 优化信贷结构,加强信贷监督与指导

一是督促商业银行积极落实人民银行关于中小企业信贷工作的 8 条意见 ,完善金融服务体系 ,扩大对中小企业和高新技术企业的信贷投入 ;二是要完善支农再贷款的管理 ,新增 200 亿元支农再贷款资金要集中用于农户贷款 ,支持农户扩大生产和经营 ;三是加快续建国债项目配套贷款的发放 ,做好 200 亿西部特别国债项目配套贷款的评审及发放等工作 ,四是在继续扩大消费信贷的同时 ,引导商业银行加强管理 ,严禁盲目降低贷款条件 ,防止盲目竞争 ;五是加强和推动助学贷款的管理与发放 ,扩大助学贷款发放金融机构和范围。

#### (五) 规范再贷款管理 ,发挥货币政策稳定金融的作用

加强和完善分行再贷款的管理。严格政府借款审批程序 ,建章建制 ,明确责任 ,在人民银行分行建立借款、用款、还款的监测报告制度 ;适当增加对中小金融机构的再贷款 ,鼓励其扩大对中小企业的贷款支持 ,发挥再贷款调整信贷结构的作用。

#### (六) 促进货币市场和资本市场协调发展 ,防止信贷资金违规进股市

当前 ,在大力发展货币市场的同时 ,要保障货币市场与资本市场资金的有序流动。要抓紧拟订严禁信贷资金违规进入股市的操作办法 ,加强对信贷资金用途的监督 ,加大对违规行为的查处力度 ,降低和防范信贷风险。