

中国宏观周报

“不确定性陷阱”：M1持续攀升背后的故事

7月M1同比增长25.4%，连续第5个月在20%以上，季调环比年化增长26.9%，没有减速迹象。7月M2同比增长10.2%，接近历史最低点。二者增速差走阔，“货币活化”现象突出。什么原因导致M1持续快速增长？为何还不见其增速回落？什么时候能看到它趋缓？

结合上市公司数据，我们对M1增量进行解构。从2015年1季度到2016年1季度：

- ▶ **企业和机关团体活期存款增加主导了M1增长。**M1增加了7.44万亿元，其中M0、企业和机关团体活期存款分别上升2,700亿、4.26万亿和2.91万亿元，贡献了3.6%、57.2%和39.1%的增量。
- ▶ **房地产和建筑装饰企业明显增持流动资金。**非金融上市公司现金增加了9,930亿元（~M1增量的13.3%），其中房地产和建筑装饰企业分别增加2,480亿元和1,700亿元，位居前列，且增幅明显扩大。

企业面临“不确定性陷阱”而非“流动性陷阱”。中国平均投资回报率和贷款加权平均利率虽有下降，但仍远高于活期存款利率，不具备形成“流动性陷阱”的条件。如果说这轮M1持续攀升有何不同，那就是过去两年间，经济前景和政策不确定性有所增加，主要源于：

- ▶ 结构性改革与稳定增长之间的艰难平衡；
- ▶ 逆周期调控和政策协调的复杂性；
- ▶ 人民币汇率不稳。

不到两年间房地产政策从全面放松到局部收紧或是最好的注解。面临不确定性，理性选择往往是持币观望或不作为。M1增速持续上行可能是政策不确定性高企和经济活动低迷形成自我强化循环的表征之一。

往前看，若政策环境无明显变化，M1增速年内可能难以回到20%之下。尽管M1同比增速可望在7月见顶，但在11月前仍会在20%以上，而在最后两个月徘徊在20%附近。

未来一段时间货币政策的核心问题是传导的有效性，即囤积的流动性如何有效传导到实体经济，而这不完全是央行可以解决的。在这两年稳增长努力中唯一还缺的可能就是真正有效地降低私人部门税负——尽管“营改增”可能有所帮助。降低企业和家庭税负是激活民间投资和个人消费、从而疏通货币政策传导的关键。同时，保持宏观政策的连贯和透明有利于稳定市场预期，提振经济活动，走出“不确定性陷阱”。

联系人

余向荣

SAC 执证编号：S0080115020007
SFC CE Ref: BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号：S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 7月FOMC会议纪要：整体中性，无更多加息暗示 (2016.08.18)
- 宏观经济 | 七月货币信贷数据后面的故事 (2016.08.17)
- 宏观经济 | 2016年8月8日-12日：周期品保持较高景气度 (2016.08.16)
- 宏观经济 | SDR债券来了 (2016.08.15)
- 宏观经济 | 月度固定资产投资的变化是否还有指标意义？ (2016.08.15)
- 宏观经济 | 货币政策趋于中性，央行资产负债表收缩 (2016.08.14)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



“不确定性陷阱”：M1持续攀升背后的故事

M1增速持续攀升，与M2增速差继续扩大（图表1）。7月M1同比增长25.4%（前值：24.6%），连续第5个月在20%以上，季调环比年化增长率为26.9%（前值：26.8%），扩张势头依然强劲。形成鲜明对比的是，7月M2同比增长10.2%（前值：11.8%），接近历史最低点。货币剪刀差一路走阔，“货币活化”现象突出¹。

无论原因何在，M1是在途资金。在去年3月触及2.9%的近期低点后，M1同比增速已保持16个月上扬（除今年2月），连续刷新2010年中以来新高。这么长的加速周期在历史上并不多见。什么原因导致M1持续快速增长？为何还不见其增速回落？什么时候能看到它趋缓？

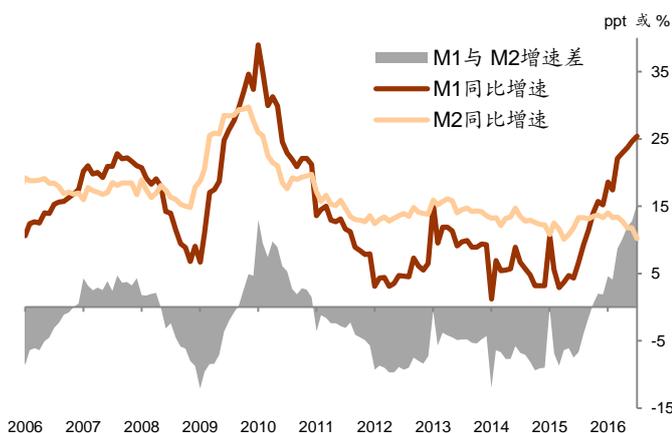
解构新增M1

我们首先对**M1增量进行分解**，以便深入理解其背后的成因与逻辑。M1包括流通中现金（M0）、企业活期存款和机关团体活期存款，但不包括居民活期存款。截至7月，M1存量为44.29万亿元，三部分分别占14.3%、42.5%和43.2%。虽然M0无明显上升，但企业与机关团体活期存款同比增速分别从去年3月的-1.2%和5.5%大幅攀升至目前的32.7%和25.7%（图表2）。

结合上市公司数据，我们进一步探究各行业对新增**M1**的贡献（图表3）。因数据所限，我们对比2016年1季度末与2015年1季度末的情况：

- ▶ **企业和机关团体活期存款增加主导了M1增长**。一年间，M1增加了7.44万亿元，其中M0、企业和机关团体活期存款分别上升了2,700亿、4.26万亿和2.91万亿元，贡献了3.6%、57.2%和39.1%的增量。
- ▶ **房地产和建筑装饰企业明显增持流动资金**。同期，非金融上市公司所持现金及其等价物增加了9,930亿元（~M1增量的13.3%），其中房地产和建筑装饰企业分别增持了2,480亿元和1,700亿元，位居前列，而且相对前期，增幅明显扩大。上市国企和非国企分别增持了现金5,020亿元和4,900亿元，大致相当。

图表1：货币剪刀差一路走阔



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表2：企业与机关团体活期存款增速大幅上升



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

¹ 请参见我们5月4日发布的中国宏观简评《M1快速增长的启示》和7月25日发布的中国宏观周报《“流动性陷阱”还是“不确定性陷阱”：为何M1增速还在攀升？》。



虽无法进一步准确细分，但“五险一金”、特别是养老金和公积金是机关团体存款的重要来源之一。截至2015年底，全国社会保险基金和住房公积金余额分别为5.51万亿和4.07万亿元。根据2012年审计结果，全国社保基金中有38.44%为活期存款。缴纳“五险一金”劳动人口的增加可能会推高机关团体活期存款。此外，非上市企业活期存款增加了3.64万亿元（~M1增量的49.0%），而大量城投公司就属此列。

M1快速增长的原因

以上数据分析有助于我们理解M1快速增长的驱动力。央行在8月15日也就M1与M2剪刀差进行官方解读，与我们早前观点基本一致²。我们注意到M1加速的背后：

- ▶ **央行连续降息显著减少了持有流动资金的机会成本。**自2014年11月以来，央行降息6次，将1年定期存款利率从3.0%下调至1.5%，但保持活期存款利率0.35%不变。二者利差缩小了1.5个百分点，推升了各市场参与主体的流动性需求（图表4）。这或是M1各构成部分均有所增加的原因。而且，由于个人和单位可能都会等定期存款到期后才将之转为活期，央行降息与M1增速之间可能存在一定时滞。
- ▶ **房地产销售强劲而投资偏弱，导致开发商资金沉积。**得益于前期房市政策及货币宽松，房地产销售自2015年初以来明显回升。今年1~7月，房地产销售额同比增长39.8%，而房地产投资仅增5.3%（图表5）。今年上半年，个人住房贷款同比增长30.9%，居民存款及杠杆资金大量流向房地产企业。销售飙升但投资却没跟上，导致大量资金沉淀于开发商账上，活期存款相应增加（图表6）。这可与M1构成中房地产和建筑装饰企业流动资金大幅增加相印证。
- ▶ **财政宽松提升了M1增速。**去年下半年以来财政支出明显提速，使2015年实际财政赤字率达到GDP的3.5%。今年1~7月，财政支出同比增长13.0%，远高于财政收入6.5%的增速。去年5月以来，政府共发行6.11万亿元地方政府债券用以置换存量债务，发行1.64万亿元新增债券用以支持地方财政（图表7）。随着财政和准财政支出增加，已拨付但未实际支出的财政资金可能以活期存款的形式留存于企业和机关团体账上。这应是M1构成中非上市企业（包括城投公司）、机关、科教文卫等单位活期存款增加的原因之一。

图表3：解构M1增量

	M1存量（十亿元）			M1增量（十亿元）		对M1增量的贡献（%）
	1Q14	1Q15	1Q16	1Q14-1Q15	1Q15-1Q16	1Q15-1Q16
M1	32,768	33,721	41,158	953	7,437	100.0
企业活期存款	13,425	13,270	17,527	-155	4,257	57.2
非金融上市公司	3,692	4,216	5,209	523	993	13.3
按所有制						
国企	2,528	2,855	3,358	328	502	6.8
非国企	1,165	1,360	1,851	196	490	6.6
按行业						
房地产	349	386	634	37	248	3.3
建筑装饰	523	551	721	28	170	2.3
基础化工	120	194	270	74	76	1.0
汽车及其零部件	253	270	329	16	59	0.8
其它	2,447	2,815	3,255	368	439	5.9
非上市企业	9,733	8,675	12,320	-1,057	3,645	49.0
机关团体活期存款	13,510	14,256	17,166	746	2,910	39.1
M0（流通中货币）	5,833	6,195	6,465	362	270	3.6

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

² 请参见我们7月25日发布的中国宏观周报《“流动性陷阱”还是“不确定性陷阱”：为何M1增速还在攀升？》。



这些因素都很重要，但其影响似乎正在衰减。现在距离最近一次降息（去年10月）已10个月，持币成本下降已有一段时间，流动性需求应已有所释放。房地产销售走出谷底已一年多，库存下降明显。如果趋势确立，市场有理由预期房地产投资逐步跟上；反之，则可预期开发商动用资金偿还债务。财政资金虽有漏出，但财政部已于5月发文，要求加强地方财政库款管理工作，加快完成地方债置换，并清理地方结余结转资金。尤其，财政部要求公开发行的置换债券资金原则上在一个月内完成置换³。那么，问题来了：为何还不见M1增速下降？

“流动性陷阱”还是“不确定性陷阱”？

M1持续攀升这么长时间，这次有何不同？ M1加速往往被看作是信心增强、通胀压力加剧的重要标志。中国历史数据也显示，M1扩张与GDP增速和通胀之间存在密切联系。随企业活动恢复、短期流动性回流实体经济，一般可以预期M1增速回落。本轮这么长时间的持续攀升并不常见，而且与经济活动和物价走势似有脱钩。7月固定资产投资单月同比增速明显下滑至3.9%（前值：7.4%），其中民间投资继续负增长，同比-1.2%（前值：-0.1%），房地产开发投资增速进一步放缓至1.2%（前值：3.6%）。同期CPI仅为1.8%，PPI降幅虽收窄至-1.7%，但通胀趋势仍相对温和。

图表4：连续降息提升了各市场参与主体的流动性需求



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表5：房地产销售额同比增速高于房地产投资增速



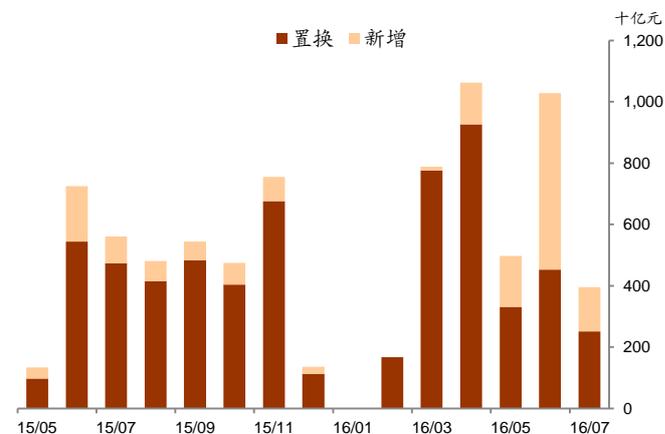
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表6：大量房地产销售资金沉淀于开发商账上



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表7：地方债大量发行导致部分资金暂时沉淀



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

³ 请参见我们5月24日发布的中国宏观简评《地方债置换提速，金融数据扰动加剧》。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

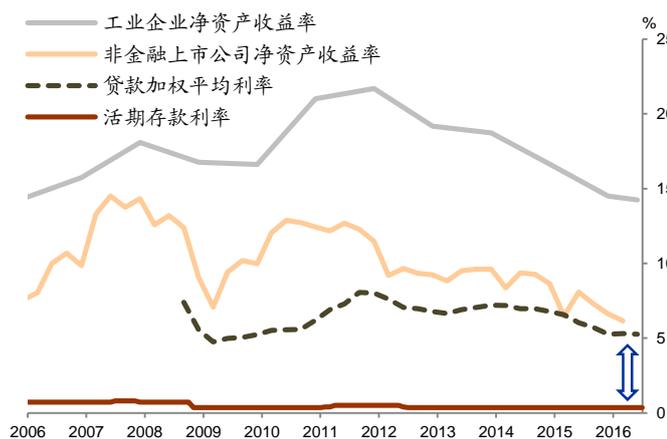


有一种说法认为，企业有陷入“流动性陷阱”的迹象，即投资回报率低导致企业不愿意投资。实际上，以工业企业或上市公司的净资产收益率衡量，中国平均投资回报率虽然近期有所下滑，但仍远高于活期存款利率，不具备形成“流动性陷阱”的条件（图表8）。贷款加权平均利率也远高于活期存款利率；即使缺乏投资意愿，企业也应积极偿还债务。投资和去杠杆的有限进展似乎并不支持“流动性陷阱”假说。央行也正式澄清，货币剪刀差与“流动性陷阱”相距甚远⁴。

我们认为，企业面临“不确定性陷阱”而非“流动性陷阱”。如果说这轮M1飙升有何不同或者说前文所论及成因中还缺什么的话，那就是过去两年来，经济前景和政策不确定性有所增加。一项基于新闻报道构建的中国经济政策不确定性指数明显上升，目前已达历史最高水平，高于全球金融危机后的高点（图表9）⁵。我们认为，这种不确定性主要源于以下几个方面：

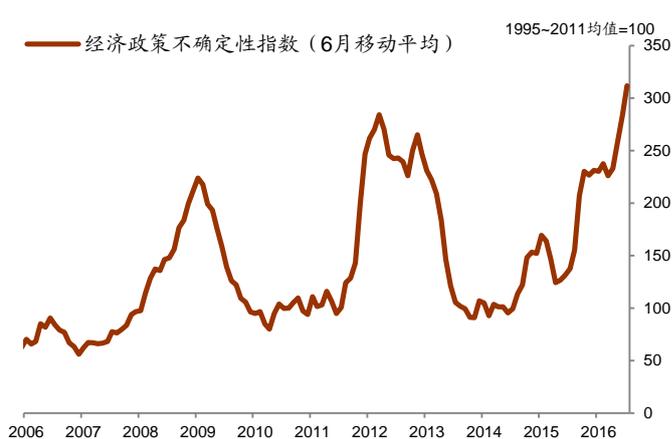
- ▶ **结构性改革与稳定增长之间的艰难平衡。**在向“新常态”过渡过程中，中国有必要推进以“三去一降一补”为核心的供给侧改革。虽然方向明确，但改革的时间表、路线图和落地执行都存在较大不确定性，而且缺乏、也难以进行明确的政策沟通。同时，政府对经济增长有底线要求，就业压力和风险防范都要求保持合理的经济增速。平衡多重政策目标并不容易，这也使得企业面临的投资前景显得不明朗。
- ▶ **逆周期调控和政策协调的复杂性。**在多重目标下，逆周期政策操作趋于复杂化。在过去两年中，市场对货币、财政和产业政策（如住房限购）转向一直存在担忧。例如，今年以来信贷数据波动明显放大，备受市场关注（图表10）。7月新增贷款人民币贷款仅为4,636亿元（前值：1.38万亿元），新增企业贷款自2005年8月以来首次出现负值。这背后是抑制资产泡沫和防范金融风险背景下总量管理的挑战性。在金融领域，监管框架的重构或是不确定性的另一重要来源。
- ▶ **人民币汇率不稳。**去年8月人民币中间价改革以来，关于人民币进一步贬值的市场预期一直挥之不去，汇率实际波动也明显放大（图表11）。央行承诺保持人民币汇率基本稳定，并推出了新的透明的中间价形成机制。尽管如此，去年8月11日/今年年初以来，人民币对美元已贬值4.92%/2.35%，对CFETS篮子已贬值9.90%/6.76%。近期美元走弱，加上G20峰会召开在即，人民币也将于10月正式加入SDR货币篮子，人民币汇率暂稳。但看到年底或更远，市场预期并不稳定，而汇率改革仍是一盘“未下完的棋”。如果所有企业都想方设法将人民币资金转换成外汇资产，它们就难以专注于国内投资。

图表8：投资回报率和贷款利率依然高于活期存款利率



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表9：中国经济政策不确定性指数呈上升趋势



资料来源：Baker, Bloom and Davis (2013)，中金公司研究部

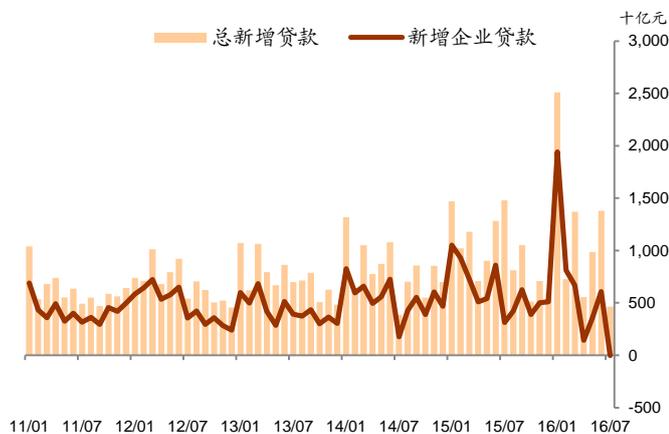
⁴ 请参见我们8月17日发布的中国央行观察《七月货币信贷数据后面的故事》。

⁵ Baker, Scott, Nicholas Bloom, and Steven Davis, 2013. "Measuring Economic Policy Uncertainty", working paper, University of Chicago; data available at www.PolicyUncertainty.com.



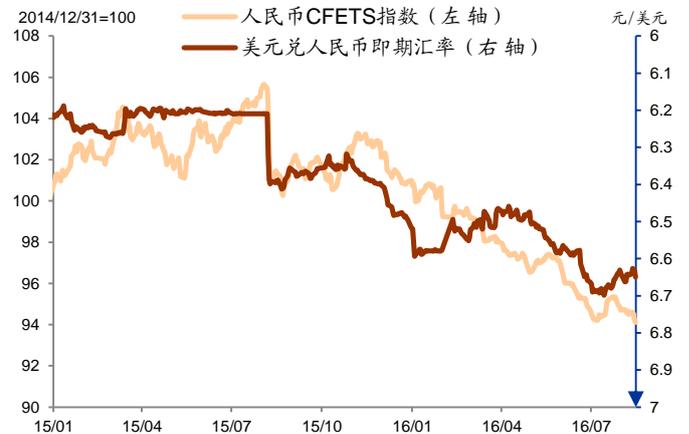
M1 增速持续上行可能是政策不确定性高企和经济活动低迷形成自我强化循环的表征之一。 面临不确定性，理性选择往往是持币观望或不作为。经济和政策前景不明朗使企业投资、偿债意愿下降，阻碍经济活动。这反过来又使政策平衡更加艰难，甚至出现摇摆，从而进一步加剧政策不确定性。而且，中长期投资不确定性可能还会鼓励短期投机，增加对流动性的投机性需求以及政策操作的难度。

图表 10：今年以来信贷数据波动明显放大



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 11：去年 8 月以来人民币对 CFETS 篮子 and 美元均贬值



资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部

图表 12：从全面放松到局部收紧还不到两年

时间	范围	措施	方向
2014/09/30	全国	拥有 1 套住房并已结清房贷的家庭，购买第 2 套住房时，可按照首套房贷政策执行；贷款购买首套的家庭，最低首付比例为 30%，贷款利率下限为基准利率的 0.7 倍。	宽松
2015/03/30	全国	拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭购第 2 套房，最低首付比例调整为不低于 40%；使用公积金贷款购买首套住房，最低首付 20%；拥有 1 套住房并已结清贷款的家庭，再次申请公积金贷款，最低首付 30%。	宽松
2015/09/30	全国	在不“限购”城市，首次购房贷款，最低首付比例调整为不低于 25%；住房公积金全面推行异地贷款业务。	宽松
2016/02/02	全国	在不“限购”城市，首次购房贷款，原则上最低首付比例为 25%，各地可下浮 5 个百分点；拥有 1 套住房且房贷未结清的，再次申请商贷购房，最低首付款比例调整为不低于 30%。	宽松
2016/02/19	全国	原规定非普通住宅购买需缴纳 3% 契税，现改为首套房 1.5%，二套房 2%；原规定是 2 年以上非普通住房营业税差额征收，现统一为减免；北上广深仅执行首套房契税优惠政策。	宽松
2016/03/25	上海	非户籍居民家庭购房社保缴纳满 2 年改为 5 年；二套房申请贷款，首付比例不低于 50%，购买非普通住房的首付比例提高到 70%。	收紧
2016/03/25	深圳	户籍居民家庭限购 2 套住房；个税或社保缴纳满 3 年的非本市户籍居民家庭，限购 1 套住房；对名下无房但近 2 年内有房贷记录或已有 1 套住房但已结清房贷的，首付比例执行最低 4 成。	收紧
2016/03/25	武汉	职工家庭购买首套房申请公积金贷款最高额度由 60 万元下调为 50 万元，购买第 2 套住房申请公积金贷款最高额度为 50 万元扣减首次已使用公积金贷款后的差额。	收紧
2016/04/01	廊坊	非户籍居民家庭限购 1 套住房且首付款比例不低于 30%。	收紧
2016/08/11	南京	拥有 1 套住房且房贷已结清的，再次申请房贷购房，最低首付比例调整为不低于 35%；拥有 1 套住房且房贷未结清的，再次申请房贷购房，最低首付款比例调整为不低于 50%。	收紧
2016/08/11	苏州	拥有 1 套住房且房贷未结清，再次申请房贷购房，最低首付比例由 40% 调整为 50%；非户籍家庭申请购买第 2 套住房，应提供满 1 年个税或社保证明；第 2 次使用公积金贷款的，首付比例从不低于 20% 调整为不低于 30%，从执行首套房贷款利率调整为按首套房贷款利率上浮 10% 执行。	收紧

资料来源：中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



最后，我们梳理一下过去两年间住房政策的演变，为“不确定性陷阱”做一个注解。2014下半年开始，政府开始逐步松绑限购限贷，以稳定房地产市场。到2015年，房地产去库存已是首要住房政策目标。从去年年初开始，房地产销售开始回暖，房价也从去年4季度止跌回升——先在深圳和上海，后蔓延至全国更多城市。今年以来，为抑制楼市非理性过热，上海、深圳及部分房价上涨较快城市陆续出台调控措施，收紧限购限贷⁶。何其似曾相识，从全面放松到局部收紧还不到两年（图表12）。去库存可以说是立竿见影（图表13），但政策反复无法为房地产开发投资提供相对稳定预期。而这背后更根本的问题是楼市调控是否对症下药。我们认为，房地产市场的问题在供给侧，增加土地供应、降低土地价格、推进户籍制度改革以及加强分层住房体系建设才是根本出路（图表14）。

把握 M1 后期走势

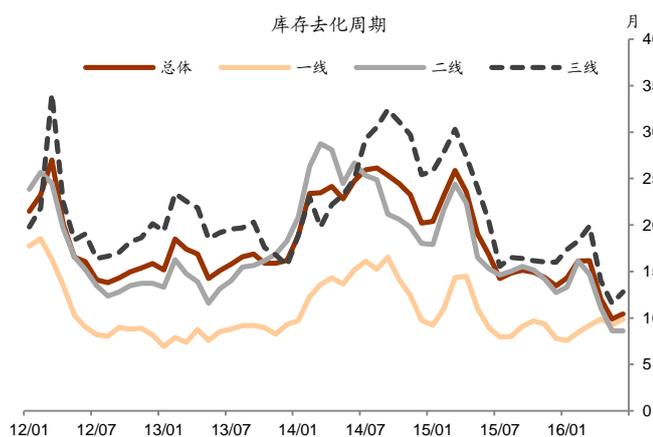
我们判断，M1 增速年内可能难以回到 20% 以下（图表15）。以历史上 M1 的环比变化规律为基础并考虑“不确定陷阱”下增速的持续性，我们进行预测，显示：

- ▶ M1 同比增速可望在 7 月见顶，尤其去年 8 月基数较高；
- ▶ M1 同比增速可能在 11 月前仍会在 20% 之上，而在最后两月徘徊在 20% 附近。

保持宏观政策连贯和透明有助于稳定市场预期，提振经济活动，走出“不确定性陷阱”。以上是一个简单的情景分析，具体还要看经济和政策形势。但即便考虑比较极端的情形，年底 M1 增速仍会在 13.6~26.5% 之间，增速不低。

当前货币政策的核心问题是传导的有效性。7 月货币信贷增速放缓大体印证了央行保持政策适度中性以配合供给侧改革的意图。央行强调，货币信贷增长的中枢水平可能比过去有所调整，也意在引导市场预期。尽管如此，央行相机抉择最终还是要看增长和通胀的走势。2 季度企业贷款加权利率 5.26% 已明显低于当期名义 GDP 增速 7.3%，货币政策架构已与去年初紧缩的状态截然不同。我们判断，中国经济仍处于温和再通胀的轨道上，会限制往后货币政策进一步宽松的空间。货币剪刀差走阔表明，当前货币政策核心问题是囤积的流动性如何有效传导到实体经济，而这不完全是央行可以解决的。我们认为，财政政策应扮演更重要角色，尤其，在这两年稳增长努力中唯一还缺的可能就是真正有效地降低私人部门税负——尽管“营改增”可能有所帮助。降低企业和家庭税负是激活民间投资和个人消费、从而疏通货币政策传导的关键。

图表 13：房地产库存下降明显



资料来源：CREIS，中金公司研究部

图表 14：土地供给是房地产市场的关键问题

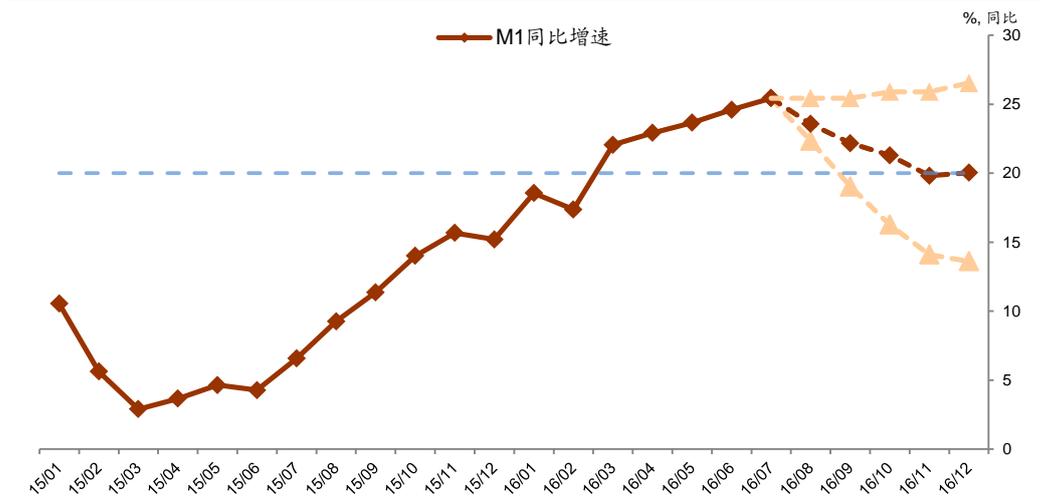


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

⁶ 请参见我们 3 月 28 日发布的中国宏观专题报告《又见限购调控》。



图表 15: M1 增速年内可能难以回到 20% 以下



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 16: 主要宏观经济指标及预测

			月度										年度				
			2015/9	2015/10	2015/11	2015/12	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2016/5	2016/6	2016/7	2015	2016E	2017E	
经济增长																	
GDP	当期	亿元	175,616	-	-	192,251	-	-	160,710	-	-	179,927	-	685,506			
GDP	同比	%	6.9	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.7	-		6.7	6.7	
GDP	季调环比	%	1.8	-	-	1.5	-	-	1.2	-	-	1.8	-				
名义GDP																	
名义GDP	同比	%	6.0	-	-	6.1	-	-	7.1	-	-	7.3	-	6.4	8.1	8.2	
GDP平减指数	同比	%	-0.9	-	-	-0.6	-	-	0.4	-	-	0.6	-	-0.5	1.3	1.4	
经济增长贡献																	
最终消费支出	累计	百分点	4.0	-	-	4.1	-	-	5.7	-	-	4.9	-	4.1			
资本形成总额	累计	百分点	3.0	-	-	2.9	-	-	2.4	-	-	2.5	-	2.9			
货物和服务净出口	累计	百分点	-0.1	-	-	-0.1	-	-	-1.4	-	-	-0.7	-	-0.1			
通货膨胀																	
CPI	同比	%	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.4	1.9	1.8		
食品CPI	同比	%	2.7	1.9	2.3	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4	5.9	4.6	3.3	2.3			
非食品CPI	同比	%	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.0				
PPI	同比	%	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6	-1.7	-5.2	-2.2	1.2	
PMI																	
PMI	指数	%	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	-			
汇丰PMI	指数	%	47.2	48.3	48.6	48.2	48.4	48.0	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6	-			
工业																	
工业增加值	同比	%	5.7	5.6	6.2	5.9	-	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.1	6.0	6.0	
工业增加值	季调环比	%	0.49	0.40	0.59	0.45	0.44	0.40	0.63	0.44	0.45	0.50	0.52	-			
工业企业利润																	
利润总额	累计同比	%	-1.7	-2.0	-1.9	-2.3	-	4.8	7.4	6.5	6.4	6.2	-2.3				
零售																	
社会消费品零售	同比	%	10.9	11.0	11.2	11.1	-	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.7	10.7	10.5	
社会消费品零售	季调环比	%	0.82	0.82	0.92	0.85	0.90	0.58	0.98	0.82	0.77	0.92	0.75	-			
投资																	
固定资产投资	累计同比	%	10.3	10.2	10.2	10.0	-	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	10.0	11.3	11.8	
制造业	累计同比	%	8.3	8.3	8.4	8.1	-	7.5	6.4	6.0	4.6	3.3	3.0	8.1			
基础设施	累计同比	%	18.1	17.4	18.0	17.3	-	15.7	19.2	19.7	19.8	20.3	18.7	17.3			
房地产开发投资	累计同比	%	2.6	2.0	1.3	1.0	-	3.0	6.2	7.2	7.0	6.1	5.3	1.0			
固定资产投资	季调环比	%	0.91	0.92	0.81	0.71	0.65	0.60	0.62	0.50	0.52	0.45	0.31	-			
房地产																	
商品房销售额	累计同比	%	15.3	14.9	15.6	14.4	-	43.6	54.1	55.9	50.7	42.1	39.8	14.4			
商品房销售面积	累计同比	%	7.5	7.2	7.4	6.5	-	28.2	33.1	36.5	33.2	27.9	26.4	6.5			
新开工面积	累计同比	%	-12.6	-13.9	-14.7	-14.0	-	13.7	19.2	21.4	18.3	14.9	13.7	-14.0			
施工面积	累计同比	%	3.0	2.3	1.8	1.3	-	5.9	5.8	5.8	5.6	5.0	4.8	1.3			
对外贸易和投资																	
出口	同比	%	-3.7	-7.0	-7.1	-1.6	-11.4	-25.3	11.5	-1.8	-4.1	-4.9	-4.4	-2.9	-3.8	1.8	
进口	同比	%	-20.4	-18.8	-9.0	-7.4	-19.0	-13.8	-7.6	-10.9	-0.4	-8.4	-12.5	-14.2	-5.4	3.2	
贸易盈余	当期	亿美元	596	613	540	596	609	305	274	431	473	479	523	5,930	5,988	5,873	
FDI	当期	亿美元	103	79	89	139	120	179	102	200	134	153	139	1,263			
国际收支																	
经常账户差额	当期	亿美元	655	-	-	919	-	-	393	-	-	594	-	2,932			
经常账户差额	比GDP	%												2.8			
资本和金融账户差额	当期	亿美元	-1,626	-	-	-1,659	-	-	-1,234	-	-	-939	-	-5,041			
外汇储备余额	期末	亿美元	35,141	35,255	34,383	33,304	32,309	32,023	32,126	32,197	31,917	32,052	32,011	33,304			
财政																	
财政收入	同比	%	9.4	8.7	11.4	14.2	-	6.5	7.7	15.0	7.7	1.9	3.7	8.4			
财政支出	同比	%	26.9	36.1	25.9	0.8	-	12.2	20.3	4.6	17.8	20.3	0.3	15.8			
财政收支差额	金额	亿元	-6,907	944	-4,982	-13,263	-	6,215	-5,277	2,414	0	-7,003	2,002	-23,551	-22,000		
货币信贷																	
M2	同比	%	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	13.3	13.0	13.0	
M1	同比	%	11.4	14.0	15.7	15.2	18.6	17.4	22.1	22.9	23.7	24.6	25.4	15.2			
M0	同比	%	3.7	3.8	3.2	4.9	15.1	-4.8	4.4	6.0	6.3	7.2	7.2	4.9			
新增存款	增量	亿元	-3,192	5,785	14,300	-370	20,400	8,467	25,200	8,323	18,300	24,600	5,071	149,700			
新增贷款	增量	亿元	10,500	5,136	7,089	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556	9,855	13,800	4,636	117,200	139,000	151,000	
社会融资总量	增量	亿元	13,571	5,593	10,255	18,114	34,253	8,245	24,040	7,872	6,836	16,293	5,460	154,086			
新增财政存款	增量	亿元	-3,092	5,111	2,845	-14,582	5,119	-1,690	-1,739	9,318	1,619	-3,295	4,882	-914			
央行外汇资产	增量	亿元	-2,641	533	-3,158	-7,082	-6,445	-2,279	-1,448	-544	-537	-977	-1,905	-22,144			
利率和准备金率																	
1年期存款利率	期末	%	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	
1年期贷款利率	期末	%	4.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	
法定存款准备金率	期末	%	18.0	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.5	16.5		
汇率																	
人民币汇率中间价	期末	元/美元	6.36	6.35	6.40	6.49	6.55	6.55	6.46	6.46	6.58	6.63	6.65	6.49			
人民币即期汇率	期末	元/美元	6.36	6.32	6.40	6.49	6.58	6.55	6.47	6.49	6.58	6.64	6.65	6.49	6.68		
名义有效汇率	当期	2010=100	126.2	125.6	127.3	125.9	124.9	123.9	123.0	121.3	121.1	119.5	117.9	-			
实际有效汇率	当期	2010=100	130.2	129.0	131.0	130.3	129.8	130.9	128.7	126.3	125.2	123.1	117.7	-			

资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中国人民银行, 外汇管理局, 财政部, 商务部, Markit, CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

