



# 经济研究



## 解读中国经济数据

### 第一版

亚洲经济研究团队

---

重要的信息披露请参见本手册背面

## 目录

I. 前言	1
中国十大经济数据	4
中国的统计数据一般公布的月份	5
对季节调整的说明	6
II. 生产	8
国内生产总值	8
工业增加值	11
工业企业利润总额	12
采购经理指数	13
III. 投资	15
固定资产投资	15
开工和在建固定资产投资项目	18
外商直接投资	19
IV. 消费	21
社会消费品零售总额	21
居民支出调查	23
居民收入调查	24
V. 对外贸易	26
商品贸易	26
国际收支平衡表	27
VI. 货币和信贷	30
货币供应量	30
信贷收支	31
外汇储备	32
央行政策工具	33
公开市场操作	33
存款准备金率	33
利率	33
VII. 价格	37
消费者价格指数	37

生产者价格指数	39
企业商品价格指数	40
固定资产投资价格指数	41
房地产价格指数	42
VIII. 劳动力市场	43
就业数据	43
城镇单位就业人数	43
总就业人数	44
失业数据	44
城镇登记失业率	44
工资	45
城镇单位在岗职工平均工资	45
职工货币工资	46
就业人员劳动报酬	46
IX. 政府财政	47
政府收入、支出及余额	47
X. 高盛专项指数	49
高盛中国活动指数	49
高盛中国消费指数	50
CEMAC-高盛领先和同步指数	51
高盛中国金融状况指数	52
索引	55

## 第 I 节

### 1. 前言

很久很久以前，有一位老人，名叫愚公，他家门前有两座大山挡住了出路。愚公下决心要除去这两座大山，以便可以更清楚地看到外面的世界。他一次次地用簸箕和土筐把石土移走，这样坚持了很多很多年——他最终成功了！

摘自中国古代寓言（愚公移山）

近年来，随着中国在全球经济中的地位日益提高，中国经济数据的重要性也显著增强，正确解读和预测中国经济周期性走势的意义也日益凸显出来。在一定意义上说，追踪中国经济数据已变得与观察美国经济数据同样重要。然而，中国经济数据的质量一直以来都备受质疑，特别是官方的 GDP 增长率，由于过于“平滑”，该数据的可靠性受到多方的质疑。

与愚公一样，高盛亚洲经济研究团队一直致力于清除中国经济数据中的“石土”来更好地了解中国宏观经济。在过去几年里，我们开发了一系列的指数，如高盛中国活动指数和高盛中国金融状况指数。另外，我们还花了两年时间来撰写这本手册——《解读中国经济数据》，希望借此为投资者提供一本关于中国统计数据综合参考书。我们在手册中试图对以下问题进行了深入的探讨：

- 哪些数据是重要的？
- 为什么这些数据很重要？
- 这些数据的可信度怎样？
- 我们如何应对那些不可靠的数据？

虽然在格式上与广受欢迎的高盛美国和欧洲统计数据手册类似，但由于中国数据质量的独特性，本手册也有很多独特之处：

- 更多地强调数据的局限性。我们对每个数据系列的可靠性和实用性都给予了评级（见专栏）。
- 每章都有单独的前言，指出我们为何选择这些数据以及如何解读/利用这些数据。
- 在介绍数据的概念和抽样方法之前，我们会首先给出我们的评价。

总的来说，我们发现：

1. 生产方面的数据比支出方面的数据更能准确反映经济增长趋势，这主要是因为生产法仍是中国统计数据编制的基本方法。由于中国计划改进支出项目的数据收集方法，这一状况今后可能会有所改观。
2. 我们发现，工业增加值等月度增长指标的质量好于季度及年度 GDP 数据，这主要是因为月度数据受到的非经济因素的干扰要少得多。
3. 受调查样本变化的影响，已公布的增长率数据（如固定资产投资和社会消费品零售总额等）无法通过绝对值数据计算出来。例如，在过去几年里，规模的扩张使得更多的企业突破了最小统计口径，而被纳入到样本当中。国家统计局的确在努力纠正这一偏差，以确保这些数据的同比增长率具有可比性。

至于哪些是非常重要但又最不充分的数据，我们认为支出方面的数据应该排在首位，特别是投资和消费数据，以及住宅投资及企业资本开支数据。其次是与劳动力市场和工资变化相关的数据。由于公布频率较高，这些领域中质量较好的数据几乎不存在。最后，进出口价格数据的质量仍然有待显著改进。

在本手册中，我们还将我们的专项指数加入进来，我们认为它们非常有助于破解中国数据之谜。这些指数包括了高盛中国活动指数、高盛中国金融状况指数和 CEMAC-GS 同步和领先指数。我们希望通过高盛中国活动指数和 CEMAC-GS 同步指数来弥补国内官方增长数据的缺陷，帮助人们及时了解基本增长趋势。另一方面，CEMAC-GS 领先指数和高盛中国金融状况指数的推出旨在帮助预测中国经济在近期内的增长趋势。

与我们的其它研究产品一样，我们试着尽可能地贴近读者，满足对中国宏观数据有着不同程度理解的读者的需求。我们非常欢迎您的评价和建议。

**专栏：如何使用各个数据系列的评级？**

为了便于读者更容易地了解各项数据的质量，我们根据每项数据的可靠性和实用性分别给出了 1-5 星的评价。星级越高，数据的质量越好。这些评级都是在中国所有数据范围内的相对评价。因此，一个 5 星评级意味着它是中国所有数据中质量最好的数据，但并不意味着它就没有缺陷，也不表明它是全球同类数据中最好的。

可靠性的评级不言而喻。实用性的评级主要基于两个标准：数据在 1) 帮助判断经济周期的真实状况以及 2) 评估政策风险方面的实用性。虽然这些因素通常是密切相关的，但是两者之间也可能会存在显著差异。例如，我们发现，由于存在严重的质量问题，城镇固定资产投资数据对于解读一年以内投资周期的真实情况的作用有限。然而，政策制定者对这项数据十分关注，特别是在宏观调控时期。因此，该数据有助于判断政策风险，所以我们给予的实用性评级高于其可靠性评级。

图表 1：评级分布 (在各类评级中的数据数量)

	5星	4星	3星	2星	1星
可靠性	3	5	11	8	3
实用性	6	5	7	8	4

数据来源：高盛经济研究

## 2. 中国十大经济数据

**国内生产总值**，见第 8 页。尽管存在很多不足，但这仍是最全面的经济增长指标，也是政府和市场最为关注的增长指标。

**工业增加值**，见 12 页。工业增加值可能是高频率公布的反映短期经济活动的最好指标。

**固定资产投资**，见 16 页。这是衡量短期投资增长的一个重要指标。然而，该数据的质量和可靠性均差强人意。

**社会消费品零售总额**，见 23 页。增长率似乎过于平缓，而且该数据没有覆盖到餐饮之外的其它服务行业，不过它仍是使用最频繁的消费增长指标。

**消费者价格指数**，见 37 页。这是最受关注的通货膨胀指标，我们认为它较真实地反映了国内消费品的通货膨胀压力。

**生产者价格指数**，见 39 页。人们常常认为该指数能够拉动下游行业的通货膨胀，并且反映出利润率的变化，不过我们认为这些联系并没有人们想象的那样简单。

**M2 货币供应量**，见 32 页。这是评估金融状况的一个主要指标，金融状况可能会对近期的经济增长及通货膨胀产生很大影响。

**信贷**，见 33 页。它显示了银行向企业及居民提供资金规模的变化。

**贸易**，见 28 页。贸易数据反映了国内（通过进口数据）和国外需求（通过出口）的需求信息。

**外汇储备**，见 34 页。中国的外汇储备已位居世界首位，外汇储备的增长速度能够很好地反映汇率失衡的程度。

### 3.中国统计数据一般公布的时间（不包括每个季度结束之后的月份） ★

一个月内的日期	相应的统计部门	中国人民银行	国家统计局	商务部	高盛
1	海关		采购经理指数		
2					
3					
4					
5					
6					
7					
8					
9					
10	贸易	M2货币及信贷 外汇储备*	工业品出厂价格指数**	外商直接投资	高盛中国金融状况指数
11			消费者物价指数		
12			社会消费品零售总额		
13			工业增加值		
14			固定资产投资完成额		
15					
16					
17					
18					
19			GDP (季度数据)		
20					
21					
22					
23					
24					
25					高盛中国活动指数
26					中国经济景气指数
27					
28					
29					
30					高盛中国消费指数
31					

\*由国家外汇管理局编制，通常由中国人民银行每季度连同货币及信贷数据一起公布。

\*\*在 1 月、4 月、7 月和 10 月，工业品出厂价格指数、居民消费价格指数、社会消费品零售总额、工业增加值和固定资产投资数据会随 GDP 数据一同在季度新闻发布会上公布，公布时间通常是当月的 20 日左右。



#### 4. 对季节调整の説明

除中国人民银行之外，中国的统计部门一般不会对数据进行季节性调整并计算环比增长率。我们认为，做此类调整是很有帮助的，因为，如果不进行季节性调整，人们只能依赖于同比数据，但同比数据受上一年比较基数的影响较大。为了计算环比增长率，我们需要从各种程度上消除多数指标中的季节性波动影响，以防止可能出现的数据偏差。例如，在春节等重大节日期间，社会消费品零售总额往往会上升。

虽然从技术上来说，季节性调整的过程相当复杂，但是这一概念的核心是削弱数据往往较高的月份的影响，同时加强数据往往低于正常水平的月份的影响。因此，经过季节性调整的数据的波动幅度要比未经调整的数据小。春节的存在也给季节性调整带来了很大的困难，因为它有时在 1 月，有时在 2 月，这使得数据计算失真。

由于工作天数的不同，春节的存在也使得 1 月和 2 月的同比增长率变得更加复杂。解决这一问题的一个简单方法是计算平均数或前两个月的增长率。根据工作天数的不同来调整增长率效果不理想，在生产数据方面尤其如此，因为许多企业在节假日期间仍然维持不同程度的运营。在春节过后，从 3 月份开始的同比增长率基本上消除了假日的影响，不过读者在看待上半年的季度环比增长率时仍应注意这一点。

梁红  
宋宇  
易恒

**缩略语列表**

<b>BOP</b>	<b>Balance of Payments</b>
<b>CA</b>	<b>Current Account</b>
<b>CEMAC</b>	<b>China Economic Monitoring and Analysis Center</b>
<b>CGPI</b>	<b>Corporate Goods Price Index</b>
<b>CIF</b>	<b>Cost, Insurance and Freight</b>
<b>COE</b>	<b>Collectively Owned Enterprise</b>
<b>CNY</b>	<b>Chinese Yuan</b>
<b>CPI</b>	<b>Consumer Price Index</b>
<b>GDP</b>	<b>Gross Domestic Product</b>
<b>FAI</b>	<b>Fixed Asset Investment</b>
<b>FAIPI</b>	<b>Fixed Asset Investment Price Index</b>
<b>FCI</b>	<b>Financial Conditions Index</b>
<b>FDI</b>	<b>Foreign Direct Investment</b>
<b>FOB</b>	<b>Free on Board</b>
<b>GFCF</b>	<b>Gross Fixed Capital Formation</b>
<b>GNI</b>	<b>Gross National Income</b>
<b>GSCA</b>	<b>Goldman Sachs China Activity Index</b>
<b>IIP</b>	<b>International Investment Position</b>
<b>IMF</b>	<b>International Monetary Fund</b>
<b>IP</b>	<b>Industrial Production</b>
<b>PBOC</b>	<b>People's Bank of China</b>
<b>PMI</b>	<b>Purchasing Managers' Index</b>
<b>PPI</b>	<b>Producer Price Index</b>
<b>MOC</b>	<b>Ministry of Commerce</b>
<b>MOF</b>	<b>Ministry of Finance</b>
<b>MOLSS</b>	<b>Ministry of Labor and Social Security</b>
<b>NBS</b>	<b>National Bureau of Statistics</b>
<b>NDRC</b>	<b>National Development and Reform Commission</b>
<b>NPL</b>	<b>Non-Performing Loans</b>
<b>NIBFC</b>	<b>National Interbank Funding Center</b>
<b>REER</b>	<b>Real Effective Exchange Rate</b>
<b>REPO</b>	<b>Repurchase</b>
<b>RPI</b>	<b>Retail Price Index</b>
<b>RRR</b>	<b>Required Reserve Ratio</b>
<b>SAFE</b>	<b>State Administration of Foreign Exchange</b>
<b>SAIC</b>	<b>State Administration for Industry and Commerce</b>
<b>SDR</b>	<b>Special Drawing Rights</b>
<b>SITC</b>	<b>Standard International Trade Classification</b>
<b>SOE</b>	<b>State Owned Enterprise</b>
<b>TVE</b>	<b>Town and Village Enterprises</b>
<b>VAI</b>	<b>Value Added of Industry</b>

## 第 II 节 生产

### 国内生产总值 (GDP)

可靠性:	***
实用性:	****
数据来源:	国家统计局
可用数据:	生产法 GDP: 年度数据始于 1952 年, 季度数据始于 1992 年 支出法 GDP: 年度数据从 1952 年开始
公布时间:	生产法 GDP: 每季度结束后约 20 天 支出法 GDP: 次年的 4—5 月
出版物:	《中国经济景气月报》、《中国统计年鉴》
网页链接:	<a href="http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm">http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm</a>

#### 概述

- GDP 衡量的是一国总体经济活动创造的增加值。

#### 可靠性

- 中国的 GDP 数据基本是根据联合国 SNA93 标准编制的。它存在两个主要问题: 由于未全面覆盖第三产业而使得中国经济规模被低估; 增长率过度平滑 (尤其是季度数据)。国家统计局在 2005 年首次全国经济普查后解决了第一个问题, 将中国经济规模上调了 16.8%, 同时还将 1993—2004 年的实际 GDP 增长率平均上调了 0.5% 左右。第三产业覆盖不足的问题能否在未来的数据编制过程中得到有效解决仍有待观望。同时, 数据过度平滑的问题似乎一直没有得到解决。季度 GDP 增长率最小波动幅度不到 0.5% 的情况在中国十分普遍, 而其它公布频繁的增长率数据却会有两位数的波动。为了克服这一缺陷, 我们利于高频数据编制了两套指数: 高盛中国活动指数和 CEMAC-高盛同步指数。这两个指标的波动幅度均明显高于 GDP 增长率 (见第 X 节)。

#### 实用性

- 虽然 GDP 数据存在各种质量问题, 但它仍是一项十分重要的经济指标, 因为: 1) 政府非常关注其增长率数据, 因此, 该数据有助于判断政策风险。2) 它基本是按国际标准编制的, 常被用于与其它国家的比较。该数据对整体经济样本的覆盖面最为广泛, 因此能够用于许多分析, 如国民储蓄率, 这些比率难以用月度指标进行推算。

## 编制及报告

国内有两套 GDP 数据：

- 生产法 GDP (第一、第二和第三产业)
- 支出法 GDP

## 产业增加值

整个经济体被划分为三大产业：

- 第一产业：农、林、牧、渔业
- 第二产业：“工业”（包括采矿业、制造业、电力、煤气及水的生产和供应业）和建筑业
- 第三产业：除第一、二产业以外的其他行业。服务业归为这一类。

第一和第二产业高于最低统计口径企业的增加值通过标准的总产出减中间投入的方法来计算。第二产业最低统计口径以下企业的增加值和第三产业的增加值通过收入法来计算，该方法加总了劳动者报酬、固定资产折旧、营业盈余和间接税净额。

生产法 GDP 数据包括季度和年度的名义绝对数及实际增长率。按可比价 GDP 的绝对数并没有公布。

## 支出法 GDP

- 消费者购买的所有商品（不包括住房以及与住房改建相关的项目）包括在居民消费中（住房相关项目大部分被计入了固定资本形成总额）。虽然社会消费品零售总额经常被用作衡量居民消费的指标，但是这两者之间存在着重大差异（见消费一节）。
- 政府消费指政府购买的商品及服务。
- 居民消费和政府消费的总和等于最终/总消费
- 固定资产形成总额是增加值基础上的“固定资产投资”。该数据不同于固定资产投资数据，因为后者并不是以增加值为基础编制的。
- 存货变化是指存货在当期内的净变动。中国的存货数据有助于判断存货变化的方向，但很难判断变化的程度。尽管存货变化数据很重要，但和许多其它国家一样，由于数据收集困难，它可能是中国支出法 GDP 中最不可靠的部分。一些国家通过平衡支出法 GDP 和生产法 GDP 的剩余部分来估算存货，但是中国国家统计局却是根据广泛的渠道对存货变化数据进行独立预测。

- 固定资本形成总额与存货变动净额之和为资本形成总额。
- 净出口是指货物和服务出口减货物和服务进口的差额，相当于国际收支平衡表中的贸易余额。该数据与海关贸易数据有两个主要差异：1) 它包括了服务贸易数据，而海关数据只包括货物贸易；2) 从概念上说，它主要基于居民和非居民之间的交易，而并非跨境交易。
- 支出法 GDP 只有年度名义数据。人们需要通过缩减官方数据来计算可比价 GDP 增长率和水平。一个简单的方法是用消费者价格指数推算居民和政府消费数据，通过固定资产投资平减指数推算固定资本形成总额（固定资产投资）和存货，从进出口价格指数中推算出口数据。
- 从理论上讲，按照生产法和支出法计算的 GDP 水平及增长率应该是相同的；然而，由于各种现实问题，这两个数据存在着一些差距。在计算 GDP 中各部分所占比重时，应该使用支出法 GDP；而在其它情况下，生产法 GDP 应被作为基准。

## 其它事项

### 地区 GDP 和人均 GDP

- 全国 GDP 数据和地区 GDP 数据之间存在显著差异。各省 GDP 水平及增长率的总和往往会高于全国整体 GDP，而各市 GDP 数据的加总也往往高于该省的 GDP 数据。造成这种现象的原因有很多，其中最为重要的是：1) 跨地区经营的企业增加值被重复计算；2) 数据来源及编制方法不同；3) 编制过程中的人为因素。在全国经济普查之后修正的全国 GDP 数据与修正前的各省 GDP 数据总和十分接近——后者仅被上调了 2.7%，而全国 GDP 数据被上调了 16.8%。虽然人们一直认为地区 GDP 数据高估了经济规模和增长率，但是全国数据可能又过于保守。
- 另一个问题是地区人均 GDP 的计算问题，特别是城市 GDP。由于国内有两套地区人口数据——常住人口和当地户籍人口，使用这两套数据编制的人均 GDP 会截然不同。深圳等流动人口较多城市的人均 GDP 往往会高估。因此，使用常住人口数据来避免人均 GDP 被严重高估是十分重要的。

### GDP 与 GNI/GNP

- 另一个与 GDP 密切相关的概念是国民总收入（GNI），也被称作国民生产总值（GNP）。从计算上说，GDP 和 GNI/GNP 之间的差别主要在于净要素收入，即本国公民在海外的投资及劳动力报酬与国外公民在本国收入的差额。尽管 GDP 和 GNI/GNP 表面上有许多相似之处，但是这两组数据反映了经济的完全不同的两个方面：GDP 衡量的是生产，GNI 衡量的是收入。GNI 数据的重要性不高，因为中国的 GNI 实际上与 GDP 相差不大。由于外国直接投资的数

量很大，中国近几年的收入余额一直为负数，直到 2005 年才变成正数，主要得益于外汇储备带来的高额收益。因此，随着中国开始扩大海外直接投资以及进一步增加外汇储备，净要素收入可能会在未来扮演更为重要的角色。

## 工业增加值

可靠性: \*\*\*\*  
实用性: \*\*\*\*\*  
数据来源: 国家统计局  
可用数据: 月度数据始于 1994 年，年度数据始于 1993 年  
公布时间: 通常是在下一个月的中旬公布。在 1 月、4 月、7 月和 9 月，该数据会随 GDP 数据一同在当月 20 号左右的新闻发布会上公布  
网页链接: <http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm>

### 概述

- 该数据衡量的是工业领域的增加值。

### 可靠性

- 我们认为工业增加值数据是中国公布的最可靠的月度经济指标之一，因为：  
1) 中国工业统计体系的基础好；2) 与 GDP 等对政治敏感性更高的其它一些数据相比，工业增加值走势的波动性更强。

### 实用性

- 我们认为工业增加值非常有用，因为：1) 公布的频率很高（按月公布）；2) 能够基本合理地反映整体经济的活跃程度。

### 编制

- 工业增加值的覆盖范围从以下两方面进行筛选：
  1. 仅包括“工业”，即 GDP 分类中的“采矿业，制造业，电力、煤气及水的生产和供应业”，而不含建筑业。制造业占其构成的绝大部分。
  2. （近几年约为 80%）。
  3. 最低统计口径：仅包括年销售收入在人民币 500 万元或以上水平的国有企业及非国有企业（2007 年以前还包括年销售收入在人民币 500 万元以下的国有企业）。因此，这一数据只涵盖工业增加值的一部分，不过所占比例很大（近几年的比重高于 80%）。

- 政府只公布可比价格增长率。2004 年以前，国家统计局使用各种方法来换算成按不变价格核算的实际增加值，此后后开始使用生产者价格指数进行平减。
- 在制造业中最为重要的子行业包括：电子设备（包括通信、计算机和其它设备，所占比例为 10.8%）、交通运输设备（9.0%）、有色金属冶炼（8.8%）、化工（7.6%）、电动机械及设备（6.3%）和纺织品（5.9%）。

### 其它事项

春节的影响：

- 当春节在两年里出现在不同的月份时，1 月和 2 月的同比增长率将会严重失真。这种偏差难以用简单的方法纠正，我们建议读者根据前两个月的增长率来把握增长趋势，以消除 1、2 月单一月份的增长率偏差。自 2006 年起，国家统计局只公布 1-2 月份的总数据，以避免造成误解。

## 工业企业利润总额

可靠性：\*\*\*  
实用性：\*\*\*\*  
数据来源：国家统计局  
可用数据：月度数据始于 1999 年  
公布时间：每月结束后的 25 天左右  
出版物：《中国经济景气月报》

### 概述

- 工业企业利润总额是最低统计口径以上的工业企业的营业盈余、政府补贴与投资回报之和，是以税前利润计算的。

### 可靠性

- 我们认为该数据一般比较可靠（至少在整体增长率方面）。人们通常认为国有企业会多报利润，而私营企业会少报利润，但是在高估/低估的程度没有发生重大变化的情况下（至少在短期内），该增长率有助于把握大型工业企业的盈利能力状况。利润的增长趋势也与财政部公布的企业所得税收入情况基本保持一致。

### 实用性

- 盈利能力有助于判断企业的经营状况。盈利的公司能够而且经常利用其留存收益进行再投资。事实上，留存收益是中国企业主要的资金来源。

## 编制及报告

- 其覆盖面与工业增加值一样，即年销售额达到或超过 500 万元人民币的非国有工业企业以及所有的国有工业企业。

## 其它事项

- 国家统计局通常在公布工业企业利润总额的同时也公布亏损企业的亏损总额。值得注意的是，工业企业的利润总额中已经扣除了亏损企业的亏损总额。

## 采购经理指数

可靠性: 国家统计局: \*\*\*, NTC: \*\*  
实用性: 国家统计局: \*\*\*, NTC: \*\*  
数据来源: 国家统计局——中国物流与采购联合会(NBS-CFLP)、NTC Economics (NTC)<sup>1</sup>  
可用数据: 国家统计局: 月度数据始于 2005 年 1 月  
NTC: 月度数据始于 2004 年 4 月  
公布时间: 每个月的第一个工作日

## 概述

- 中国有两个采购经理指数，一个是由国家统计局和中国物流与采购联合会共同编制，另一个由 NTC 编制。目前，这两个指数都只覆盖工业领域；不过，双方都准备推出服务业的采购经理指数。

## 可靠性

- 国家统计局的采购经理指数的可靠性似乎更高一些，不过由于这两个指数推出的时间都不长，还不足以使我们对这两个指数感到完全放心。
- 国家统计局的采购经理指数拥有一些优势，这主要得益于其编制方是官方的统计部门：
  1. 调查样本包括 730 家公司，远高于 NTC 的 450 家公司。
  2. 国家统计局调查的回应率可能会更高。目前国家统计局调查的回应率高达 99%，因为它拥有要求企业回应的法律权力。虽然 NTC 调查的回应率不详，但不大可能达到如此高的水平。

---

<sup>1</sup>调查采样工作由里昂证券承办



3. NTC 指数只覆盖了部分沿海省份，而国家统计局则覆盖全国范围。虽然这些沿海省份在制造业的地位十分重要，但是随着时间的推移，内陆省份的重要性可能会有所上升。

- 这两个指数都需要更长的时间才能树立自身的可信度。

### 实用性

- 采购经理指数可以成为有用的领先指标。然而，中国采购经理指数推出的时间还太短，如果它的可靠性得到证实，其重要性可能会逐渐增强。

### 编制及报告

- 统计人员会在每个月向企业发送调查问卷，以确认其在某些领域的状况是有所改善、还是不变或者有所恶化，不同的回应分别给予 1.0、0.5 或 0 的权重，然后从五个方面——新订单、生产、存货、就业及供给分别编制成数值在 0-100 之间的指数。总体采购经理指数就是这五大类指数的加权平均水平。权重根据各项分类对经济的先行影响程度而定。总体指数和不同分类指数数据然后以百分数的形式公布。

### 解读

- 如果该指数为 100%，意味着所有受访企业的状况改善；如果该指数为 0%，则表明所有受访企业的状况都出现恶化。50%是一个临界水平，因为只要采购经理指数高于这个水平，就表明经济仍在扩张。

## 第 III 节 投资

### 固定资产投资

可靠性: \*\*  
 实用性: \*\*\*\*  
 数据来源: 国家统计局  
 可用数据: 月度数据始于 1994 年, 年度数据始于 1981 年  
 类型: 月度数据: 一年截至当月  
 公布时间: 通常是在下个月的中旬。在 1 月、4 月、7 月和 9 月, 随 GDP 数据一同在 20 日左右的新闻发布会上公布。  
 出版物: 《中国经济景气月报》  
 网页链接: <http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm>

#### 概述

- 固定资产投资反映的是在生产环节反复使用的固定资产的开支情况。

#### 可靠性

- 中国与固定资产投资相关的数据共有三个系列, 其定义和覆盖范围都不尽相同 (更多信息请参阅表 2):
  1. 城镇固定资产投资 (月度数据)
  2. 全社会固定资产投资 (季度数据和年度数据)
  3. 固定资本形成总额 (支出法 GDP 中一项) (年度数据)

图表 2: 不同的固定资产投资数据比较

	城镇固定资产投资	全社会固定资产投资	固定资本形成总额
频率	月度	季度, 年度	年度
覆盖面	城镇固定资产投资	城镇和农村固定资产投资	城镇和农村固定资产投资
统计口径	五十万元以上固定资产投资 (房地产和私人投资五万元以上)	城镇: 1997 年以前, 五万元以上; 1997 年以后, 50 万元以上。房地产和私人投资维持在五万元以上 农村: 五万元以上	全口径, 无最低限额
	(1) 土地改良	(2) 土地使用权转让费	
固定资本形成总额 = 全社会固定资产投资 +	(2) 商品房销售附加值	—	(2) 二手设备及厂房转让费
	(3) 最低口径以下固定资产投资		

数据来源: 高盛经济研究

- 在这三组数据中，投资者密切关注的城镇固定资产投资月度增长率的影响因素最多，覆盖面最窄。
- 固定资产投资月度数据不是按增加值编制的，这就是说，它并没有反映出新增的资本存量，而只包括了企业报告的名义资本开支总额。另一方面，GDP 是一个增加值概念，作为 GDP 的一个组成部分，资本形成总额需要减去土地采购、二手设备及建筑转让支出。
- 近年来房地产行业的蓬勃发展以及土地价格的上涨导致 GDP 数据中的年度固定资产形成与月度固定资产投资数据之间的差距扩大。然而，我们认为，即使是 GDP 相关的投资支出数据也仍然会高估投资扩张的真实速度，因为土地成本被低估了。
- 月度及年度投资数据均是名义数据。国家统计局的确公布了一个官方的固定资产投资平减指数；然而，该指数的质量令人质疑（请参阅价格指数部分）。
- 由于数据报告中的偏差，投资者需要谨慎地看待月度固定资产投资的同比增长率。首先，自 2004 年起，月度固定资产投资的分类发生了实质性的变化，这使得 2004 年之后的同比增长率与之前的数据不再完全可比。另外，我们注意到，自 20 世纪 90 年代末以来，月度固定资产投资占年度固定资产投资总额的比例会在年初上升，之后在年末下降。这可能反映了统计部门在改进年内数据收集方面的努力。然而，这样的改进使人们难以从月度数据中了解真实的投资增长水平，因为该数据会高估年初月份的同比及环比增长率，而低估年末月份的增长水平。
- 遗憾的是，我们很难完全消除月度固定资产投资数据的影响因素。因此，我们建议投资者在解读该数据时以进口数据等其它指标作为参考，以便更好地了解真实的月度投资增长水平。

### 实用性

- 尽管存在以上缺陷，月度固定资产投资数据仍十分有助于衡量政策风险，因为政策制定者非常关注该数据的变化。固定资产投资增长率的大幅上扬通常会引起政府的宏观调控。

### 编制及报告

- 固定资产投资有很多分类数据，以下是 2004 年之后所提供的具体分类数据：
- 按企业性质划分的固定资产投资：
  1. 国有企业：完全由政府所有的企业。

- 另一个分类国有及国有控股企业，包括所有的国有企业以及由政府实际控制的企业。目前，这类企业占全社会固定资产投资的一半左右，但其比例正在逐渐下降。
  - 2. 集体企业。
  - 3. 外商投资企业。
  - 4. 港澳台商投资企业（外商投资企业和港澳台商投资企业是两个不同的分类，二者并不重合）。
  - 5. 股份制企业：实行股份制的企业
  - 6. 私营及个体企业：由一个人经营的企业以及雇员不超过 8 个人的企业称为个体企业，规模更大的企业称为私营企业。
  - 7. 联营企业：通常是由两家或多家独立企业组建的公司。这是改革初期一种常见的企业形式，但现在已不太普遍。
- 按建设性质划分的固定资产投资：
1. 新建：一般指从无到有“平地起家”开始建设的项目。
  2. 扩建：指扩大现有生产能力的项目。
  3. 改建和技术改造：指对原有设施进行技术改造或更新的项目（现有生产能力没有显著扩大）。
- 按资金构成划分的固定资产投资：
1. 建筑安装工程，包括各种房屋、建筑物的建造工程和各种设备、装置的安装工程。请注意，这里并没有包括土地收购成本。土地收购成本被计入了其它费用。
  2. 设备购置。
  3. 其它费用包括土地采购成本和劳动力成本。
- 按资金来源划分的固定资产投资：
1. 国家预算内资金
  2. 国内商业贷款
  3. 企业债：发行企业债券
  4. 利用外资：
    - 其中包括：外商直接投资（FDI）

5. 自筹资金:

- 其中包括自有资金, 主要来自留存收益
- 还包括股票发行: 通过上市所融资金

6. 其它

- 按产业划分的固定资产投资是按照第一、第二和第三产业来划分的, 2004 年开始增加了具体的行业分类数据。

## 开工和在建固定资产投资项目

可靠性: \*\*

实用性: \*\*\*\*

数据来源: 国家统计局

可用数据: 月度数据始于 2004 年

公布时间: 与固定资产投资数据相同

### 概述

- 开工和在建固定资产投资项目的价值反映了在建的投资项目的变化情况。

### 可靠性

- 该数据是与固定资产投资数据一同编制的, 因此许多与固定投资数据相关的问题在该数据中也有所体现, 例如年初月份数据被高估以及最后两个月被低估的趋势。

### 实用性

- 开工项目数据常被用作投资活动的领先指标, 政策制定者及投资者也通过该数据来评估未来 1-2 年内的固定资产投资趋势。

### 编制及报告

- 公布已开工及在建固定资产投资项目价值及数量。
- 已经动工的新项目同时包括在开工项目及在建项目之中。

## 外商直接投资（FDI）

可靠性：（商务部）\*\*，（国家外汇管理局）\*\*\*  
实用性：（商务部）\*\*，（国家外汇管理局）\*\*  
数据来源：商务部、国家外汇管理局  
可用数据：（商务部）月度数据始于 1997 年，（国家外汇管理局）公布半年度国际收支平衡数据  
公布频率：月度数据、年度数据  
公布时间：商务部在每个月结束后的 15 天左右公布，国家外汇管理局每隔半年在国际收支平衡表中公布  
出版物：<http://www.fdi.gov.cn/main/indexen.htm>

### 概述

- FDI 数据衡量的是寻求对其他国家企业的管理产生重大影响的做出的长期投资。

### 可靠性

- 与 GDP 数据一样，外商直接投资数据在地方数据的编制方面存在很多问题。近年来，中央政府提高了对数据校核的要求。例如，利用国家外汇管理局的资本流动数据对现金 FDI 数据进行复核；利用海关总署的记录对商品 FDI 数据进行复核，无法校核的数据原则上会被废弃。
- 商务部提供的数据主要衡量的是 FDI 的总流入，并没有计入资本撤回等借方项目。不过国家外汇管理局在国际收支平衡表中对此进行了调整。自 2006 年以来，国家外汇管理局通过加入与 FDI 流动相关的交易（如外国居民的长期贷款及购买国内房产的交易）对商务部的数据进行了进一步的调整。因此，两个部门所公布的数据存在显著差异，国家外汇管理局的数据更具有国际可比性，不过其公布的频率更低。

### 实用性

- 外商直接投资对中国经济的发展作出了重大贡献。FDI 数据反映了此类投资的流动情况，同时也反映了国际投资者对中国经济的信心。FDI 数据还可用于衡量其它数据，如“热钱”的流入。然而，尽管地方政府对该数据较为关注，但中央政府的短期政策往往不会对 FDI 数据做出反应。

### 报告

- 中国有两类 FDI 数据：

1. 合同外商直接投资衡量的是外资企业签订的 FDI 合同的数量和金额。合同外商直接投资额数据在可靠性方面存在严重问题，自 2006 年开始，商务部不再公布这些数据，而只公布签署的合同数量。
2. “实际利用外资”衡量的是利用 FDI 的实际数量。

#### **其它事项**

- “迂回投资”（round-tripping）问题（指原属于中国的资金被当作 FDI 再投回中国）也使得 FDI 真实状况的评估变得更加复杂。洗钱以及外国企业享受的税收优惠是“迂回投资”的主要原因。在 2005 年，中国的 FDI 流入主要来自以下三个地区：香港、英属维京群岛和日本。虽然“迂回投资”的规模缺乏可靠估计，但世界银行和其它独立研究机构估计这笔资金占中国 FDI 总额的四分之一以上。

#### **对外直接投资：**

- 虽然 FDI 的流入吸引了大部分人士的关注，但近年来 FDI 的流出势头增强。2005 年，中国对外直接投资额达到了 69 亿美元，而 4 年前只有不到 10 亿美元。香港和韩国是对外直接投资的主要目的地。对外直接投资数据由商务部编制，编制方法与 FDI 流入数据基本相同。

## 第 IV 节 消费

目前主要有三组消费数据：

1. 社会消费品零售总额：按报表及采样的方法编制。
2. 居民支出调查：通过采样调查编制。
3. 居民消费（计入支出法 GDP）：主要利用以上两组数据编制。

图表 3：不同消费指数的比较

	社会消费品零售总额	居民支出调查	GDP中的居民消费部分
覆盖范围	居民、企业及政府采购的消费品	居民在商品及服务方面的支出	居民的商品及服务消费（购买或其它方式）
数据编制	高于统计口径的企业全面上报 低于统计口径的企业抽样调查	对城镇及农村居民开展问卷调查	基于社会消费品零售总额和居民支出调查数据计算得出
可用数据	年度数据：自1952年起  月度数据：自1993年起	年度数据：农村：自1985年起；城镇：自1991年起 季度数据：农村：自1996年起；城镇：自1999年起 月度数据：主要城市：从1992年起	年度数据：自1952年起
评估			
优点	历史数据时间序列长 能够提供高于统计口径企业可售产品的详细数据 公布频率较高	与社会消费品零售总额相比，能够更好地反映居民消费情况	历史数据时间序列长 以增加值计算
弱点	增长率过于平滑，未包括餐饮行业之外的其它服务行业。 计入了无法从居民消费中分离出来的非居民消费。	数据编制方面存在困难，特别是存在高收入群体低报的现象。 数据公布频率低（不包括主要城市），且数据推出时间较短。 支出方面的详细数据有限。	没有详细的支出数据。 只报告年度数据，且推出时间严重滞后（通常是在次年的4/5月公布）。

数据来源：高盛经济研究

### 社会消费品零售总额

可靠性：\*\*\*  
 实用性：\*\*\*  
 数据来源：国家统计局  
 可用数据：月度数据始于 1993 年 1 月，年度数据始于 1952 年  
 公布时间：通常在下个月的中旬公布。在 1 月、4 月、7 月和 9 月，随 GDP 数据一同在 20 日左右的新闻发布会上公布。  
 出版物：《中国经济景气月报》  
 网页链接：<http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm>



## 概述

- 社会消费品零售总额衡量的是零售环节（与批发相对应）出售的商品及餐饮业销售状况，这些商品的消费对象是居民、企业或政府。

## 可靠性

- 社会消费品零售总额的主要问题在于其增长率似乎过于平滑，我们怀疑造成这一问题的主要原因是低于统计口径企业的销售额通过不同的抽样调查来编制。
- 随着收入的增加，消费者开支结构迅速变化，社会消费品零售总额可能不足以反映“新”消费品的增长趋势。

## 实用性

- 虽然社会消费品零售总额月度数据常被用作衡量居民消费的主要指标，但使用者仍需注意以下问题：
  1. 社会消费品零售总额只包含消费品销售，因此除餐饮消费外，并不包括服务消费。其它国家的经历显示，随着经济的发展，服务消费在消费总额中的比重通常会上升，而消费品零售数据无法反映出消费支出中这一日益重要的部分。
  2. 社会消费品零售总额包括了非居民（政府和企业）消费，因此无从获得居民与非居民消费的具体数量。虽然居民消费在社会消费品零售总额中比重可能是最大的，但部分零售额不应被归类于支出法 GDP 的居民消费。
- 这即是说，社会消费品零售总额月度数据具有时效性的优势，并且是可靠的。

## 编制方法

- 所有统计口径以上的大中型企业需要每月上报销售数据，低于统计口径企业的数据通过抽样的方式来取得。

## 报告

- 官方公布的消费品零售总额都是以名义价格计算的，要获得以不变价格计算的指标，应当使用商品零售价格指数进行平减。
- 社会消费品零售总额有以下三种分类数据：
  1. 按地域划分，即在城市、县及县以下农村的消费品零售总额。这种划分方法完全以销售方所在地理位置为标准，因此城市零售总额包含农村居民进城采购商品的金额，因而不一定完全代表城市居民的消费水平，反之亦然。

2. 按行业划分，即批发零售业、餐饮业及其它行业（如邮政业）销售收入。
3. 按商品划分。然而，这组数据只包括统计口径以上的大型企业的销售额，未必会反映出准确的消费增长趋势。

## 居民支出调查

可靠性：\*\*\*  
实用性：\*\*\*  
数据来源：国家统计局  
可用数据：城镇：季度数据始于 1999 年 1 月，年度数据始于 1978 年  
农村：季度数据始于 2001 年 1 月，年度数据始于 1978 年  
公布时间：每月/季度结束后 20 天左右  
出版物：《中国经济景气月报》

### 概述

- 城镇居民支出调查反映的是居民消费、社会保障及其它方面的支出，包括：
  1. 食品及餐饮
  2. 服装
  3. 家庭设备用品及服务
  4. 医药、医疗用品及服务
  5. 交通和通信产品及服务
  6. 娱乐、教育及文化产品及服务
  7. 居住
  8. 其他商品及服务
- 值得注意的是，住房部分只包括租金、装修成本、水电煤气费用及物业管理费，住房购买成本不包含在内。
- 农村居民支出调查与城镇居民支出调查类似，但是单列了一组“现金支出”数据，因为农村地区有很大一部分交易是非货币性的。农村人均现金生活开支指的是农村居民在以下方面的现金支出：
  1. 家庭经营生产
  2. 税费

3. 固定资产购置
4. 居民消费
5. 住房及转让费用

### 可靠性

- 以下三个因素影响了居民支出调查的可靠性：
  1. 参与调查的居民需要提供详细的开支信息，这要耗费大量的时间。同时，参与调查的居民也会获得金钱上的补偿。但是在过去相当长的一段时间里，补偿金额变化很小，因此居民提供真实完整信息的积极性可能不高。
  2. 对保密性的缺乏信任可能使人们低报其真实收入/开支水平。
  3. 高收入群体受以上两个问题的影响更大，因为这一群体参与的积极性更低，而且往往对缺乏保密性的担忧更深切。因此，所报告的开支水平及增长率可能被低估了。

### 实用性

- 居民支出调查提供了通过其它数据来源所无法获得的实用信息。但是这些数据往往对政府短期内的政策导向影响有限。

### 编制

- 城镇居民支出调查覆盖了 226 个城镇的 5 万户居民。
- GDP 数据中的居民消费数据综合了社会消费品零售总额和居民支出调查数据。
- 由于单一的官方数据难以及时、全面地反映居民消费信息，我们编制了高盛中国消费指数（请参阅最后一节）。

## 居民收入调查

可靠性：	***
实用性：	***
数据来源：	国家统计局
可用数据：	城镇：季度数据始于 2001 年 1 月，年度数据始于 1985 年 农村：季度数据始于 2001 年 1 月，年度数据始于 1985 年
公布频率：	月度数据、年度数据

公布时间： 每月结束后的 20 天左右  
出版物： 《中国经济景气月报》  
网页链接： <http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm>

### 概述

- 城镇和农村居民收入的分类方法不同。
- 城镇居民收入按总收入和可支配收入分类。
- 总收入包括工薪收入、经营净收入、财产性收入（如利息、股息和租金收入）及其它“转移性收入”（礼品、保险赔付、退休金等）。财物出售收益并不包含在内。调查的样本来自于 226 个城市的 5 万户居民，样本每三年更换一次。
- 可支配收入是扣除所得税及社会保障支出之后的总收入。
- 农村居民收入调查覆盖了 7,100 个乡村的 6.8 万户居民，样本每 5 年更换一次。农村居民收入按总收入、现金收入及纯收入分类。
- 现金收入指扣除商品形式收入后的总收入。虽然城镇居民也会收到商品形式的收入，但是农村居民非现金收入占总收入的比例远高于前者。
- 纯收入等于总收入减去税费支出、家庭经营生产支出及生产性固定资产折旧。
- 农村纯收入与城镇可支配收入之间有一定的区别。农村居民被视为生产和消费单位，因此，其纯收入剔除了化肥和杀虫剂成本等“家庭经营生产支出”。

### 可靠性

- 收入数据的编制方法与支出数据相同（如上所述），因此也面临着相同的问题。

### 实用性

- 该数据有助于判断城乡居民的购买力和生活标准增长水平。

## 第 V 节 对外贸易

### 进出口商品贸易

可靠性:               \*\*\*\*\*  
实用性:               \*\*\*\*\*  
数据来源:            海关总署  
可用数据:            年度数据始于 1950 年, 月度数据始于 1992 年  
公布时间:            次月 9-12 日  
出版物:               《中国海关统计》、《中国经济景气月报》

#### 概述

- 商品贸易衡量进出口商品贸易的价值。
- 出口总值以离岸价 (FOB) 计算, 包括货物运送到船上的成本, 但不含保险费或运费等进一步的成本。
- 进口总值以到岸价 (CIF) 计算, 包括保险费和运费。

#### 可靠性

- 海关贸易数据是中国最可靠的经济数据之一。但是, 中国与贸易伙伴编制的双边贸易数据存在很大差异, 这主要与经香港的转口有关, 即商品由内地经香港转口到第三国, 并在这一过程中商品的性质没有发生重大变化。因为在统计出口数据时无法确认所有商品的最终目的地, 中国的出口数据往往低估了对 (除香港以外的) 主要贸易伙伴的出口额, 不过出口总额不会受到影响。在进口方面, 中国按原产国计算进口额, 因此数据没有因转口问题而被低报。修正这些数据问题有多种途径, 例如香港政府统计处公布按国别划分的详细转口贸易数据以及转口贸易利润率的调查结果。

#### 实用性

- 贸易数据十分有助于判断一国的经济周期, 进口额可以有效地反映国内需求状况, 出口额则可以帮助人们了解外部需求的强弱。净出口可以体现出潜在的汇率高估或低估。

#### 编制及报告

- 具体的商品分类可以从标准国际贸易分类 (SITC) 或《商品名称及编码协调制度》(HS) 中获得。

## 其它事项

- 相当大比重的中国进口产品都是用于最终出口。因此，进口总值可以被分为加工贸易和国内使用两类。我们通过以下进口贸易方式的加总来推算出我们对加工贸易进口总值的预测：
  1. 加工装配进口
  2. 加工装配进口设备
  3. 保税仓库进出境货物
  4. 保税区仓储转口货物
  5. 出料加工进口
- 近年来，加工贸易进口在进口总值中的比重一直保持在 50% 左右。
- 海关贸易数据与国内生产总值中的净出口数据存在一些差异。国内生产总值中的净出口数据使用商品和服务的贸易净额，而海关贸易数据只涵盖商品贸易额。另外，在国内生产总值数据中，进出口额均以离岸价计算，而海关进口总值则按到岸价计算。

## 国际收支平衡表

可靠性: \*\*\*  
实用性: \*\*\*  
数据来源: 国家外汇管理局  
可用数据: 年度数据始于 1982 年，半年度数据始于 2000 年  
公布时间: 期间结束之后的 3-5 个月  
出版物: 半年度《中国国际收支报告》  
网页链接: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe\\_en/tjsj\\_en/tjsj\\_list\\_en.jsp?id=3](http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/tjsj_en/tjsj_list_en.jsp?id=3)

## 概述

- 国际收支平衡表 (BOP) 反映一定时期内一国与世界其它地区的经济往来，包括商品、服务、资金和金融债权的流动情况。

## 可靠性

- 国家外汇管理局 1985 年开始根据国际货币基金组织《国际收支手册》（第四版）编制这一数据，此后于 1996 年采用第五版来编制。但是，其中各个子项目下的数据，外汇管理局不得不依赖于其它政府机构，这些数据常常不按国际

货币基金组织的标准来编制，而且难以进行调整（例如，固定资产投资数据，见第 III 部分）。

### 实用性

- 最近几年来，随着人民币汇率成为市场焦点，国际收支平衡表吸引了国内外人士的关注。但是，发布频率低和发布时间滞后限制了该数据的实用性。

### 编制

- 国际收支平衡表包括四部分：

1. 经常项目
2. 资本和金融项目
3. 储备资产
4. 净误差与遗漏

### 经常项目反映商品、服务和收益的经常性往来

- 国际收支平衡表中的商品贸易总值应当与海关总署的贸易数据从本质上说是相同的。但是，两者的估值标准不同：国际收支平衡表中的进出口总值都是以离岸价计算的，而海关数据中的出口额以离岸价计算，进口额以到岸价计算。由于离岸价不包含保险费和运费，国际收支平衡表中的进口额小于海关统计中的进口额。而且，外汇管理局还根据国际货币基金组织的标准对海关贸易数据进行了微调，如减去已出口但被退回的商品金额。
- 服务贸易项目包括运输、旅游和保险服务等。数据由外汇管理局以及交通部、国家旅游局等其它政府机构编制。
- 收益项目包括外派员工的报酬及投资收益。在海外工作的中国居民以及在中国工作的外国居民的数量都相对较小，每年的总报酬约为几十亿美元。另一方面，2005 年投资收益的“流入”和“流出”超过 200 亿美元。值得注意的是，收益流入在十多年中首次超过收益流出，主要受到外汇储备激增的推动。

### 资本和金融项目

- 资本项目包括资本转移以及债务的削减或免除等，金融项目包括直接投资、证券投资和其它投资。
- 储备资产是货币当局持有的外部金融资产，包括黄金、外汇、IMF 的特别提款权、在 IMF 的储备头寸。按照最新的国际惯例，储备资产应包括在资本和金融项下，不过中国尚未做出这一调整。

- 净误差和遗漏（也被称为“统计误差”）平衡国际收支平衡表中的贷方和借方项目。它反映了国际收支平衡表所有项目在数据记录和处理过程中的误差和不一致的数据。由于该项目是一个净值，收支平衡表两个方面的误差可以相抵。因此，尽管该项数字过高意味着数据的准确性有问题，但数字较小也不一定意味着数据的准确性较高。

#### **国际投资头寸 (IIP)**

- 国际投资头寸与国际收支平衡表密切相关。国际收支平衡表衡量的是在一定时期内一国与外国之间的经济往来，而国际投资头寸则反映特定时点上一国对世界其它地区金融资产和负债的存量。尽管国际收支平衡表中的大部分数据都体现在国际投资头寸的变化中，但影响国际投资头寸的其它因素在国际收支平衡表中并没有得到反映，尤其是那些因汇率估值调整 and 价格变动引起的因素。中国从 2006 年开始公布国际投资头寸数据，今后将每年公布一次。



## 第 VI 节 货币和信贷

### 货币供应量

可靠性: \*\*\*\*\*  
实用性: \*\*\*\*\*  
数据来源: 中国人民银行  
可用数据: 季度数据始于 1990 年, 月度数据始于 1997 年  
公布时间: 通常在下一个月的 10- 15 日左右  
出版物: 《中国经济景气月报》  
网页链接: <http://www.pbc.gov.cn/english/xinwen/>

#### 概述

- 中国人民银行公布以下三个层次的中国货币供应量:
  1. M0: 流通中的货币 (现金)
  2. M1: M0 + 活期存款
  3. M2: M1 + 准货币 (定期存款、定期储蓄存款和其它存款)

#### 可靠性

- 我们认为中国的货币供应数据比较可靠。

#### 实用性

- 广义货币供应量的变化为短期内的经济活动提供了有益的前瞻性信息, 因为银行仍是中国主要的金融中介。它还有利于评估政策立场, 因为 M2 仍是央行的中期政策目标。

#### 编制及报告

- 包含了定期存款、定期储蓄存款和其它存款的具体分项数据。
- 货币和信贷数据是唯一经过季节因素调整的官方数据系列。中国人民银行使用标准的 X12 方法消除原数据的季节性影响, 并公布按年度计算的月度环比增长率。

#### 其它事项

- 政府在每年年初制定一个 M2 增长目标, 这一目标与其理想的经济增长和通货膨胀率目标相一致。但是, 这些目标通常只是作为一个参考。

## 信贷收支

可靠性: \*\*\*\*  
实用性: \*\*\*\*\*  
数据来源: 中国人民银行  
可用数据: 月度数据始于 1997 年  
公布时间: 下一个月的 10-15 日左右  
出版物: 《中国经济景气月报》  
网页链接: <http://www.pbc.gov.cn/english/xinwen/>

### 概述

- 中国人民银行公布的信贷收支数据涵盖所有金融机构——央行、存款机构和保险公司等其它机构发放的贷款。贷款对象包括非金融机构和个人，包括非居民。金融机构之间的贷款不包含在内。人民币和外币贷款均单独编制，然后汇总编制成本外币并表信贷收支数据。

### 可靠性

- 央行公布的信贷收支水平和增长率彼此并不一致，造成这一差异的主要原因是不良贷款冲销，这部分冲销额在信贷收支水平数据中被扣除，而增长率则是在经过该数据调整之后计算出的。很难使用公开的数据对这两项数据进行转换。

### 实用性

- 象 M2 数据一样，贷款增长率在与固定资产投资等其它指标相结合之后，有助于判断当前的政策立场以及可能的政策变化。由于资本市场仍有待完善，银行贷款仍是许多公司主要的外部融资来源。

### 编制及报告

- 包括短期贷款、中长期贷款、信托贷款和其它贷款等各项贷款的具体数据。
- 包括借款人——居民及其它非金融机构的具体数据。
- 外汇贷款包括国内机构和驻华外国金融机构发放给国内和外国居民/机构的外币贷款。
- 贷款增长数据也经过季节性调整，央行公布环比和同比增长率。

## 外汇储备

可靠性: \*\*\*\*  
实用性: \*\*  
数据来源: 国家外汇管理局  
可用数据: 年度数据始于 1950 年, 月度数据始于 1993 年  
公布时间: 通常与央行的货币和信贷数据一起每季度公布一次  
出版物: 《中国经济景气月报》  
网页链接: <http://www.pbc.gov.cn/english/xinwen/>

### 概述

- 外汇储备是央行控制的外币资产, 可以被用于支付经常项目逆差以及影响汇率。它包括证券、银行存款、衍生产品以及满足上述条件的其它资产。除了外汇储备之外, 定义更广泛的“国际储备”可以采用其它形式, 如黄金、特别提款权等; 但是, 与外汇储备相比, 这些资产通常规模很小。

### 可靠性

- 中国的外汇储备数据一般比较可靠。不过, 中国利用其外汇储备来补充国有银行的资本金, 以此推进银行业的改革进程 (2003 年向中国银行和建设银行注资 450 亿美元, 此后于 2005 年向工商银行注资 150 亿美元)。另外, 央行还与商业银行开展了一些外汇掉期交易。如果将这些外汇操作考虑在内, 中国的外汇储备规模可能会更高。

### 实用性

- 外汇储备常用于衡量一国对外部环境的抗冲击能力。由于中国的外汇储备已经位居世界榜首并且还在继续迅速增长, 这项数据目前更是成为衡量经济外部失衡的一个指标。但是, 短期宏观政策似乎并不针对外汇储备的变化作出反应。

### 编制及报告

- 外汇储备数据由国家外汇管理局编制, 以美元计算。它不包括黄金和特别提款权, 这两项数据单独公布。

## 央行政策工具

■ 中国人民银行使用下列工具来执行货币政策：

1. 公开市场操作
2. 调整法定准备金比率
3. 调整利率

### 公开市场操作

■ 央行目前执行的公开市场操作包括：

1. 直接买卖证券
2. 回购协议
3. 发行央行票据
  - 从 2003 年以来，中国人民银行发行的短期票据在货币政策操作中发挥了十分重要的作用，原因是在财政部发行的短期国债非常有限的情况下，央行越来越需要对冲外汇流入。中国人民银行通常每周发行两次票据：周二发行一年期票据，周四发行 3 个月期票据。

### 法定准备金比率

- 法定准备金比率是金融机构需要存放在央行的存款比率。它实际上是对银行系统征收的一项税负，央行可以借此影响商业银行的贷款能力。中国人民银行从 2004 年 4 月起实行差别存款准备金率制度，不同经营状况的银行（依据不良贷款率、内部控制体系是否健全等很多标准）适用不同的准备金率。

### 调整利率

- 最近几年，中国在利率自由化方面取得了很大进展。目前，中国的利率机制是市场利率和管制利率的结合。在管制利率中，最值得关注的是名义贷款/存款利率（见图表 4）。

图表 4： 什么推动中国的利率变化？

	市场利率或管制利率	2006年10月的利率示例	市场参与者	什么因素会推动利率上升？
短期利率				
银行同业拆借	市场	3个月银行同业拆借的年利率为3.0%		1. <b>中国人民银行紧缩货币政策：</b> - 提高法定准备金率和利率 - 发行央行票据或使用回购来降低银行流动性 - 提高央行贷款/再贴现利率 - 提高正式存款/贷款利率  2. <b>中国银行业的流动性：</b> - 贷款增长加速 - M2增长放缓 - 一些经营不善的银行面临的问题可能引起市场对流动性的担忧  3. <b>中国人民银行提高作为短期利率下限的超额准备金利率：</b>
证券回购	市场	3个月回购的年利率为2.7%	银行、央行公开市场操作、保险公司、证券公司、共同基金、其它非银行金融机构	
短期存贷款	由中国人民银行管制	3个月贷款的年利率为1.8%，6个月贷款的年利率为5.58%	银行、企业和个人	1. 中国人民银行的总体立场为政策紧缩 2. 美国利率的上升将使中国人民银行可以在不增加人民币升值压力的情况下提高存款利率
长期利率				
政府和公司债券	市场	5年期国债的年利率约为2.1%	财政部和大型国有企业是首要发行人；银行、保险公司、证券公司和共同基金是主要投资者	1. 实际GDP增长；中长期通货膨胀的预期  2. 如果中国人民银行提高可能是长期国债收益率最高限的正式贷款利率，国债收益率将会上扬
中长期贷款	由中国人民银行管制	5年期以上贷款的年利率为6.84%	银行、企业和个人	1. 中国人民银行的总体立场为政策紧缩

数据来源： CEIC、高盛经济研究

## 央行基准利率

- 基准利率指由央行直接控制的利率，它的变动将会影响到其它利率。中国的基准利率如下：
  1. 再贴现和再贷款利率
  2. 法定准备金和超额准备金利率
  3. 基准存贷款利率
- 再贴现利率是央行贴现商业银行未到期票据时采用的利率，由于该利率会影响商业银行的借款成本，因而可以作为一个政策工具来使用。但是，在中国，这一利率并不经常进行调整，而且非国有银行要获得票据再贴现比较困难。另外，在过去几年中，再贴现利率一直高于银行间市场回购利率，因此丧失了作为央行管理银行资金流动性的政策利率的大部分优势。
- 再贷款利率是中国人民银行向金融机构发放贷款时采用的利率，从概念上与美联储的贴现率类似。不过，和美国贴现窗口体系不同的是，中国人民银行的贷款是中国商业银行融资的一个正常渠道。从 2004 年 3 月以来，中国人民银行在调整这项利率之前无需再获得国务院的批准，这是利率自由化进程中的重要一步，但是，当前的利率仍高于银行同业拆借利率。
- 和其它许多央行不同的是，中国人民银行对于金融机构存放的法定准备金和超额准备金支付利息，这主要是为了扶持尚比较脆弱的国内金融机构。这实际上是对银行的一种补贴，同时也形成了中国短期利率的下限，因为如果银行间利率跌破超额准备金利率水平，金融机构宁可把资金存放在央行，也不愿贷给其它机构。中国人民银行可以通过超额准备金利率的调整来影响商业银行的行为。
- 基准名义贷款/存款利率是中国人民银行为各商业银行设置的。在 2004 年 10 月，央行取消了商业银行对客户的贷款利率上限和存款利率下限。但是，它仍维持贷款利率的下浮空间 (10%) 和存款利率上限不变，以避免银行间的过度竞争。

## 银行间利率

数据来源： 全国银行同业拆借中心  
可用数据： 每日数据始于 1996 年 1 月 3 日  
可靠性： \*\*\*\*\*  
实用性： \*\*\*\*\*

- 中国银行间交易市场成立于 1996 年，参与者是所有金融机构。银行间利率是市场流动性的良好反映，同业拆借利率和银行间回购利率是市场使用的两个主要利率。
- 银行间利率已经完全放开，不过超额准备金利率实际上成为银行间利率的下限。由于流动性更强而且有证券抵押，回购利率通常波动较小而且低于拆借利率。7 天回购利率是银行间整体市场利率水平的最佳指引。

## 第 VII 节 价格

### 消费者价格指数（CPI）

可靠性:	****
实用性:	*****
数据来源:	国家统计局
可用数据:	年度数据始于 1985 年，月度数据始于 1994 年
公布时间:	除了 GDP 公布的月份，通常在月中公布
出版物:	《中国经济景气月报》
网页链接:	<a href="http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm">http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/index.htm</a>

#### 概述

- 消费价格指数衡量的是居民通常购买的 600-700 种一揽子商品和服务的价格。

#### 可靠性

- 尽管存在一些数据质量的问题，但我们认为消费者价格指数总的来说是可信的。
- 中国消费价格指数受到的最普遍的批评是：
  1. 价格迅速上涨的商品没有充分涵盖在内，尤其是住房。
  2. 汽油等一些商品的价格受到管制。
  3. 其构成和权重不经常变动，这使得一揽子商品缺乏代表性。
- 将房地产价格排除在 CPI 一揽子商品之外是一个国际惯例，尽管理论界对资产价格是否应纳入通货膨胀还存在争议。CPI 一揽子商品包含住房价格，不过它是以租金、水电煤气费和物业管理费来体现的。
- 从医疗服务和教育等其它成分来看，CPI 数据可能未能涵盖所有的价格变化。例如，它反映的是学费等标准化的教育成本；但是，多数学校征收的“灰色”收费并不包括在内。这一问题难以解决，而影响又比较大，足以影响所公布的 CPI 通胀率。
- 国家统计局根据国际惯例每五年更新一次 CPI 的一揽子商品，并在每年进行一次微调。
- CPI 通胀率还受到政府价格控制的扭曲，不过目前 CPI 一揽子商品中由国家控制的价格的比重已较十年前大大降低（约 4%-5%）。



## 实用性

- 中国的决策部门十分关注 CPI 数据，通胀率的任何剧烈变动往往都会导致政府迅速采取行动。

## 编制及报告

- CPI 的一揽子商品包括 8 大类，其内容和权重根据定期的居民支出调查和其它不定期调查的结果确定。最近一次更新是在 2006 年年初进行的。
- 和许多其它发展中国家一样，食品在中国消费支出中的比重较大。但是，随着人们生活水平的提高，食品的比重已经有所下降。目前，食品占 CPI 一揽子商品的三分之一左右，而发达国家的这一比重不到 20%。
- 数据是统计人员通过不同的零售渠道收集的。对于蔬菜等权重较大而且价格变动频繁的商品，统计人员每个月进行多次调查。另一方面，对于学费等一些项目，一个月只调查一次。
- 国家统计局不正式公布 CPI 一揽子商品的权重。

**图表 5: CPI 一揽子商品的估算权重（2005 年）**

食品:	33.6%
烟酒:	14.4%
衣着:	9.0%
家庭设备用品及维修服务:	6.2%
医疗保健和个人用品:	9.4%
交通和通信:	9.3%
娱乐教育文化产品和服务:	4.5%
居住:	13.6%

数据来源：高盛经济研究

## 其它事项

- 由于剔除了波动剧烈的食品和能源价格，核心 CPI 常常十分有用。尽管中国的能源价格受到管制，但它们的价格波动幅度仍超过其它大部分商品。能源在 CPI 中并没有被单列出来，我们使用零售价格指数中的燃料作为参照，并给予其 3% 的权重。

## 生产者价格指数（工业品出厂价格指数）

可靠性: \*\*\*\*  
实用性: \*\*\*\*  
数据来源: 国家统计局  
可用数据: 年度数据始于 1980 年，月度数据始于 1996 年  
出版物: 《中国经济景气月报》

### 概述

- 生产者价格指数反映的是工业品在生产出来后第一次出售时的价格，商品的购买者可以是生产商或者最终消费者。

### 可靠性

- 我们认为，生产者价格指数一般比较可靠。它根据占工业品销售额 70% 以上的 4,000 种产品的广泛样本来计算，大型和小型企业都在调查之列。

### 实用性

- 生产者价格指数对于投资需求以及在一定程度上出口需求的变化更为敏感。因此，它可能比消费者价格指数更能反映经济周期的状况。

### 编制及报告

- 目前，45,000 家工业企业每个月上报两次约 4,000 种产品的价格，产品的权重按照销售额确定。一揽子产品的构成每 5 年调整一次，不过在此期间如果生产格局迅速变化也会进行相应调整。生产者价格指数成分的权重不对外公布。
- 消费价格指数和生产者价格指数还有一些分类指数。消费价格指数可以进一步细分为食品、服装、日用品以及耐用消费品指数，生产者价格指数可以进一步细分为采矿、原材料和制造业产品指数。

### 其它事项

- 关于生产者价格指数和消费价格指数之间的关系，社会上一直存在广泛的讨论，人们普遍认为这两者之间的差距代表着生产商的利润空间。我们则认为，这一问题比表面看起来要复杂的多（请参见 2006 年 7 月 20 日出版的《*Is a Widening Gap between PPI and CPI Inflation an Indicator of a Profits Squeeze?—Revisited, China Views*》）。

## 企业商品价格指数

可靠性: \*\*\*  
实用性: \*\*  
数据来源: 中国人民银行  
可用数据: 月度数据始于 1994 年  
公布时间: 下一个月的 15 日左右  
出版物: 《中国人民银行统计季报》  
网页链接: <http://www.pbc.gov.cn/english/xinwen/>

### 概述

- 企业商品价格指数衡量的是企业间交易商品的价格变动。与生产者价格指数相比，它的涵盖范围增加了以下两个方面：1) 它包括所有的企业间交易，而生产者价格指数只反映工业品出厂价，并不体现公司之间的进一步交易。2) 它包括各种商品，而生产者价格指数只包括工业品。但是这两个指标通常来说表现比较接近。

### 可靠性

- 企业商品价格指数的编制方法和生产者价格指数非常类似。但是，生产者价格指数的调查范围超过企业商品价格指数的样本数（791 个产品）。

### 实用性

- 企业商品价格指数由中国人民银行编制，而消费者价格指数和生产者价格指数是由国家统计局编制的。国家统计局是负责宏观数据编制和公布的官方机构。

### 编制及报告

- 全国 200 个城市（西藏除外）的约 2,500 家公司上报 791 种商品的价格。
- 报告两种分项数据，即按资本/投资品和消费品分类；按行业分类，即农产品、矿产品、加工业产品和煤油电。
- 商品的权重根据投入产出表和各种调查中的销售额来确定，商品构成和权重每 5 年修正一次。

## 固定资产投资价格指数

可靠性: \*

实用性: \*

数据来源: 国家统计局

可用数据: 年度数据始于 1991 年, 半年数据始于 1998 年, 季度数据始于 2004 年

公布频率: 季度、半年、年度

### 概述

- 固定资产投资价格指数反映的是投资价格的变动, 它考虑了资本投入以及劳动力投入的价格变化。

### 可靠性

- 固定资产投资价格指数的走势过去与生产者价格指数的走势十分相近, 这并不令人惊讶, 因为两个指数的成分存在很大的重合部分。然而, 最近的数据显示, 固定资产投资价格指数中的通胀率比其它价格指数的下滑幅度更大, 这与大宗商品和土地价格的上涨不符。潜在的投资品通胀率的严重低估意味着实际的投资需求可能被夸大<sup>1</sup>。

### 实用性

- 与生产者价格指数相比, 固定资产投资平减指数对于上游通货膨胀提供的额外信息有限, 没有受到投资者或决策部门的密切关注。

### 编制及报告

- 固定资产投资价格指数包括三个分项指数:
  1. 建设安装工程: 包括材料和劳动力成本以及机械使用成本。钢铁和水泥在原材料中所占比重最大。
  2. 设备和工具成本: 用工业品出厂价格中机械价格代替。
  3. 其它成本, 如获得土地使用权的费用。
- 数据样本涵盖投资额 50% 以上的投资项目。
- 分项指数的权重根据此前 3 年这三部分对固定资产投资总额的贡献。

---

<sup>1</sup> 参见 2006 年 1 月 27 日出版的《*China's Fixed Asset Investment: Facts, Myth, and Mystification*, Asia Economics Analyst》。

## 房地产价格指数

可靠性: \*\*

实用性: \*\*\*

数据来源: 国家统计局

可用数据: 季度数据始于 1998 年, 月度数据始于 2005 年

出版物: 《中国经济景气月报》

### 概述

- 房地产价格指数反映主要城市的房地产价格变动水平。房地产指供市场销售的商用建筑, 包括住宅和非住宅地产。

### 可靠性

- 房地产价格指数的编制方法比较合理。但是, 对于基层的统计人员来说, 要跟踪市场的价格变化是非常困难的, 而且在调查过程中需要具备相当强的判断力。有人认为该指数显示的价格涨幅低于地产实际价格的涨幅。

### 实用性

- 我们认为虽然这一指数所表现的价格水平未必可靠, 其表现的趋势仍是十分有用的信息。政府决策部门将此视为判断房地产市场通胀率的一个重要指标。

### 编制及报告

- 国家统计局在编制房地产价格指数时考虑了物业质量的差异, 他们根据物业的特征来比较可比物业的价格, 诸如位置、结构和物业类型等因素都列入考虑范围之内。
- 包括非住宅地产的进一步分类数据, 如工业用房、办公用房和其它商业用房。

### 其它事项

- 该指数起初涵盖 35 个大城市的数据, 2005 年扩大到 70 个城市, 农村地区不在调查范围之内。数据通过房地产公司上报和统计人员现场调查的形式来收集。
- 两个相关的系列指数为租赁价格指数和土地价格指数, 均采用类似方法编制。

## 第 VIII 节 劳动力市场

### 就业数据

#### 城镇单位就业人数

可靠性: \*\*  
实用性: \*  
数据来源: 劳动和社会保障部  
可用数据: 季度数据始于 1999 年  
公布时间: 季度结束之后的 25 天左右  
出版物: 《中国经济景气月报》

#### 概述

- 该数据指在政府机构和各种企业（不含私营和个体企业）雇用的员工的实际数量。

#### 可靠性

- 雇主可能会因为社会保险金而有意低报员工数量，导致数据失实。国有企业和其它公有企业的频繁重组也导致数据收集的难度增大。

#### 实用性

- 该数据的实用性非常有限，因为 1) 它不包括私营、个体企业以及乡镇企业，而近几年的就业人数增长主要来自这些企业；2) 上报的数据严重失实。由于涵盖范围较窄，该数据在 2004 年以前的很多年里一直下滑，此后温和增长。国家工商总局还单独编制了私营和个体就业人数数据，在每年的统计年鉴中公布。但是，其可靠性也令人质疑，因为 1) 非正式/临时就业人口未反映在企业员工数量中；2) 企业主有意低报。

#### 编制及报告

- 不同地区的劳动局搜集原始数据，然后上报给劳动和社会保障部进行编制，此后数据在《中国经济景气月报》中发布。

## 总就业人数

可靠性: \*\*\*  
实用性: \*\*  
数据来源: 国家统计局  
可用数据: 季度数据始于 1992 年  
出版物: 《中国统计年鉴》

### 概述

- 该数据反映的是一国中 16 周岁以上的就业劳动力总数。

### 可靠性

- 这些数据的统计方法比较合理。但是，按行业的分项数据使用陈旧的行政上报方式来搜集，而不是抽样的方法，这使得不同行业就业人数的加总数字与报告的总就业人数不符。

### 实用性

- 该数据比较实用，我们认为它是衡量整个国家总体就业人口水平的最可靠指标。

### 编制及报告

- 该数据基于国家统计局的抽样调查。在每一个尾数以 0 的年份，如 1990 年，统计局开展全面的人口普查。在尾数为 5 的年份，如 2005 年，进行 1% 的人口抽样调查。同时，每年开展一次人口变动情况调查，以人口普查和 1% 的抽样调查作为年度调查调整的基准，年度调查的范围在千分之一左右。

## 失业数据

### 城镇登记失业率

可靠性: \*  
实用性: \*  
数据来源: 劳动和社会保障部  
可用数据: 季度数据始于 1999 年  
公布时间: 季度结束之后的 25 天左右  
出版物: 《中国经济景气月报》

## 概述

- 该数据反映的是城镇登记失业人员在城镇劳动力人口中的比重。城镇登记失业率反映的是有劳动能力，无业而要求就业并在就业服务机构进行求职登记的人员。

## 可靠性和实用性

- 城镇登记失业率的实用性非常有限，原因是，首先，它只包括拥有城市户口的人员，而不包括大量外来打工人员，这些人群一般生活在城市但没有城市户口；其次，它不包括国有企业下岗人员以及实际失业的人员。另外，许多失业人员也许并不在政府的服务机构登记。因此，官方的城镇失业率数据一直稳定在 4% 左右，而来自非官方调查和研究的失业率常常高达此数据的两倍。

## 其它事项

- 虽然中国本身没有及时可靠的失业数据，但劳动和社会保障部每个季度公布的大城市劳动力市场供求报告是了解劳动力市场现状的一个有用来源。该报告提供了劳动力市场的需求人数、求职人数以及其它信息。这些数据来自各地的职业服务中心，尽管没有覆盖整个劳动力市场（因为很多就业活动并不在这些就业服务中心进行），但是它包含了市场的大部分数据，对于劳动力市场的变化可以提供一些有用的指引。

## 工资

### 城镇单位在岗职工平均工资

可靠性:           \*  
实用性:           \*  
数据来源:        国家统计局  
可用数据:        季度数据始于 1999 年  
公布时间:        季度结束之后的 25 天左右  
出版物:           《中国经济景气月报》

### 职工货币工资

可靠性:           \*\*  
实用性:           \*\*  
数据来源:        国家统计局



可用数据: 季度数据始于 1999 年  
公布时间: 季度结束之后的 25 天左右  
出版物: 《中国经济景气月报》

## 就业人员劳动报酬

可靠性: \*\*  
实用性: \*\*  
数据来源: 国家统计局  
可用数据: 年度数据始于 1992 年  
公布时间: 滞后时间可长达 3 年  
出版物: 《中国统计年鉴》

### 概述

- 工资方面有三个数据系列: 季度“城镇单位在岗职工平均工资”、年度“职工货币工资”、以及资金流量表中的“就业人员劳动报酬”。

### 可靠性和实用性

- 在涉及员工数量的数据中, 城镇单位在岗职工平均工资不包含私营和个体企业, 这使其实用性受到限制。
- 虽然职工货币工资数据与平均工资数据的覆盖范围不同, 但也不包括私营/个体企业和乡镇企业。
- 资金流量表中的就业人员劳动报酬并不受以上两个数据系列覆盖范围窄的影响, 因为它涵盖的是所有就业人口。另外, 它的优势是包括社会保险金等非货币收入。不过, 它有以下两方面的局限性: (1) 数据的公布严重滞后 (最新一次公布的是 2003 年数据); (2) 很多非货币报酬为估计值, 这影响了数据的可靠性。

## 第 IX 节 政府财政

### 政府收入、支出和余额

可靠性: \*\*\*  
实用性: \*\*\*  
数据来源: 财政部  
可用数据: 年度数据始于 1950 年, 月度数据始于 1995 年  
公布时间: 每个月末后 25 日左右  
出版物: 《中国经济景气月报》、《中国财政年鉴》

#### 概述

- 政府收入来源于各项税收以及政府收费。政府借款在 1994 年之前包括在收入数据中但此后被剔除。政府支出包括政府所提供的商品和服务的支出以及支付的利息。财政余额是收入与支出之间的差额。

#### 可靠性

- 中国一直在努力将其财政数据与国际标准接轨; 但是, 两者之间仍存在很大差异, 最重要的是政府收支的正式数据没有包括“预算外”收支以及社保基金。这些基金从本质上与预算基金无异, 但由于行政方面的原因而单独进行管理。虽然关于预算外收支的规模有一些估测数据, 但这类数据的准确性令人怀疑, 而且严重滞后超过两年之久。数据的不准确源于这些资金管理的不规范。随着预算外交易的相对规模有所扩大, 尤其是地方政府的这类交易, 数据覆盖不足的问题变得愈发严重。

#### 实用性

- 这一数据可以帮助人们评估财政政策取向。另外, 税收收入的增长率也提供了经济实力方面的有用信息。政府往往在年初制定非常保守的收入目标, 并在前 10 个月积累庞大的预算盈余, 导致最后两个月的财政支出高昂。

#### 编制及报告

- 报告的财政收入和支出数据包括中央和地方政府数据。
- 除了政府部门之外, 部分事业单位也包括在内。这些机构由政府设立、拥有并提供部分资金。但是, 随着改革的推进, 很多此类机构改变了性质, 实现了自负盈亏。

- 中国的财政年度与日历年度相同。月度数据在国家统计局公布的《中国月度统计数据》中发布，不过 12 月份数据的公布存在几个月的延迟。年度数据只有在次年 3 月财政部向全国人民代表大会汇报时才会公诸于众，然后在《中国统计年鉴》和《财政年鉴》中公布。
- 国有企业曾是公共部门不可分割的一部分，此前包括在政府财政数据中。但随着经济改革的推进，越来越多的国有企业开始自行筹资，目前在多数情况下被排除在政府财政账户之外。不过在不久的将来，国有企业可能会被重新纳入政府预算中。

#### 其它事项

- 政府支出与 GDP 计算中的政府消费密切相关。但是，并非所有的政府支出都属于政府消费。其中最值得注意的是，用于基本建设、矿产勘探和新产品研发的成本等计入固定资产形成总额。

## 第 X 节 高盛专项指数

### 高盛中国活动指数 (GSCA)

数据来源： 高盛亚洲经济研究团队  
 可用数据： 月度数据始于 1997 年  
 公布时间： 每个月末后 20 天左右  
 出版物： 高盛中国最新月度数据

#### 概述

- 高盛中国活动指数通过汇总广泛的月度需求和供应面指标，旨在更及时、更准确地反映中国经济的周期性表现。这些指标包括工业增加值、城镇居民人均收入、进出口贸易额、发电量、固定资产投资、零售额和运输量（客运和货运）。增长率以可比价格计算。
- 高盛中国活动指数按照同比和环比计算。为了评估环比趋势，我们首先对数据进行季节性调整然后加总，再计算季度环比和月度环比增长率。
- 权重根据它们与 GDP 增长的关联确定。

#### 及时性

- 高盛中国活动指数可以更及时地解读经济周期状况。GDP 数据通常在每个季度末后 20 天左右公布，而高盛中国活动指数通常在每个月末后 20 天左右公布。

#### 可靠性

- 由于高盛中国活动指数包括工业增加值和固定资产投资等月度指标，它难以避免这些指标内在问题的影响。但是，它通过覆盖更多的增长敏感性指标来降低任何一个数据序列的影响。

图表 6：高盛中国活动指数的构成

构成	公布日期
工业增加值	每月11-15日，或与GDP一起公布
城镇人均可支配收入	每月20日左右
贸易额（商品进出口）	每月9-12日
发电量	每月20日左右
固定资产投资	每月11-15日，或与GDP一起公布
消费品零售额	每月11-15日，或与GDP一起公布
旅客运输量	每月20日左右
货物运输量	每月20日左右

数据来源：高盛经济研究

更多信息请参见 2004 年 11 月 2 日出版的《A New and Better GSCA, Asia Economics Flash》

## 高盛中国消费指数

数据来源： 高盛亚洲经济研究团队  
可用数据： 月度数据始于 1991 年  
公布时间： 每个月末后 25 天左右

### 概述

- 为了克服零售额数据的缺陷（即波动性过低、服务消费覆盖范围较窄），我们开发出了高盛中国消费指数。

### 计算方法

- 该指数的成分选自月度零售额和居民调查数据（见图表 7）的子项目。选择标准尤其侧重于中国过去十年里消费格局发生迅速变化的项目，特别是运输、通讯、教育和医疗服务领域。

### 构成

- 我们来自消费品和服务的买方（即居民调查）和卖方（即零售）的现有可用数据中选择消费指数的成分。
- 为了体现出可支配支出增长的更大波动，我们选择口径以上企业的商品零售数据来反映这些领域的消费状况。我们还从居民支出调查和各个行业的数据中节选部分数据来补充零售额数据中被低估的服务消费部分。

### 权重分配

- 我们采用一个滚动权重来反映消费者一揽子商品的迅速变动，我们发现服务和可选消费品的比重呈现出明显的上升趋势。权重根据各类商品在整个市场中的比例来分配，并根据它们不同的增长幅度加以调整。

### 技术调整

- 我们使用它们在 CPI 或零售价格指数中相应的平减指数来缩小每个成分的影响，并采用 1-2 月份的平均水平来消除春节对数据的扭曲影响。

图表 7：高盛中国消费指数的构成

	项目	参考数据系列	
商品	食品	食品（不含餐饮服务）	家庭开支调查
	服装	服装	家庭开支调查
	周期性消费品	化妆品和珠宝	商品零售额
	日用必需品	日用品销售	商品零售额
	家用电器	家用电器销售	商品零售额
	医药	医药	商品零售额
	娱乐及教育产品	图书、文具、体育及娱乐产品销售	商品零售额
	汽车	汽车销售	经过汽车工业数据调整后的商品零售额
服务	餐饮	餐饮服务	消费品零售额
	交通运输	旅客运输	旅客运输量
	医疗服务	医疗服务	家庭开支调查
	娱乐及教育开支	教育及娱乐服务	家庭开支调查

数据来源：CEIC、居民开支调查、最小口径以上企业零售额、消费品零售总额、行业数据

## CEMAC-高盛领先和同步指数

数据来源： 高盛亚洲经济研究团队  
国家统计局中国经济景气监测中心

可用数据： 月度数据始于 1991 年

公布时间： 每个月末后 20-25 天

出版物： 高盛中国最新月度数据

### 概述

- CEMAC-高盛同步指数和 CEMAC-高盛领先指数由高盛亚洲经济研究团队和国家统计局下属的中国经济景气监测中心共同开发。
- CEMAC-高盛领先和同步指数采用与其它许多国家类似的方法编制，涵盖许多表现往往领先于或与经济周期同步的经济变量。成分的选择与全球标准一致，即所有成分都对经济发展重要意义，显示出周期性走势，而且来自相对可靠和及时的数据。这些成分指标一般在每月的 20-25 日左右公布。

图表 8：CEMAC-GS 指数的构成

CEMAC-GS 指数的构成	
领先指数	同步指数
利率差	社会需求指数
工业产品产销率	固定资产投资
新开工项目	零售额
物流指数	进出口贸易
运输量	社会收入指数
港口吞吐量	居民可支配收入
M2	企业利润
房地产投资指数	政府税收
已开发的土地面积	工业产值指数
已开工的建筑面积	工业企业员工人数
消费者预期指数	
恒生中国内地流通指数	

数据来源：CEMAC、高盛经济研究

- **CEMAC-高盛同步指数**帮助我们从一个更长的历史区间来审视中国的经济周期。CEMAC-GS 同步指数数据始于 1991 年，因此涵盖了至少一个完整的（也是最长的）中国发展周期。此外，与官方的 GDP 数据相比，它还反映出 90 年代经济活动中更显著的波动情况。值得注意的是，CEMAC-GS 同步指标的很多成分与我们的高盛中国活动指数一致。因此，这两项指标高度相关。
- **CEMAC-GS 领先指数**是为中国开发的首个先行经济指数。它包括新开工投资项目、工业销售率、物流指数（包括运价和港口吞吐量）等有价值的信息。领先指标的波动往往伴随着几个月后同步指数的同向波动。诸如非典疫情和 2004 年第二季度的宏观调控等对经济造成重大冲击的意外事件偶尔会打破两者之间的这种关联。

## 高盛中国金融状况指数 (GS China-FCI)

数据来源： 高盛亚洲经济研究团队  
 可用数据： 月度数据始于 1997 年  
 公布时间： 每个月末后的 15 天左右，在 CPI/M2 数据公布之后  
 出版物： 高盛中国金融状况指数月度数据

### 概述

- 和 5 年前相比，中国货币政策的变化对整个世界（不仅仅对亚洲）的影响显著增强。然而，解读中国的政策并且评估其对增长的影响仍是一个难题。利率、

货币供应和汇率的变动都会影响一国经济的金融状况。但是，单凭其中任何一个因素都不足以了解整体的金融状况，这就是我们为何设立高盛中国金融状况指数的原因。

## 编制

- 高盛中国金融状况指数的构成包括“净 M2”、人民币实际有效汇率 (REER) 和实际利率。

### 1. 净 M2

按照惯例，在评估货币政策立场时，应关注于利率（货币“价格”）或者货币供应量（货币的“数量”），而不是同时关注两个指标。这是因为，货币的“数量”和“价格”并不是独立的政策工具；货币当局必须选择其一。在发达国家，货币政策的执行程序（以及其传输机制）越来越侧重于利率，而货币供应通过自身进行调整。在中国，利率和货币供应都被作为政策工具——也就是说，两个变量可能都会包含独立的政策信号。由于利率尚未完全放开，通过定量配给来分配信贷仍是货币政策执行的一条重要途径。事实上，中国人民银行传递出的政策立场信号继续强调货币和信贷目标。净 M2 是不受利率影响的 M2 的变动水平。

### 2. 实际利率

单纯根据货币和信贷增长来判断中国人民银行的政策立场将是错误的。利率对金融状况的影响越来越大，这也是我们将其纳入金融状况指数的原因。首先，尽管中国人民银行并不灵活地调整名义利率，实际利率一直通过通货膨胀率的变化而大幅波动。而且毋庸置疑，影响经济增长的重要因素是实际利率，而不是名义利率。其次，名义利率本身正变得更加灵活，这是旨在提高贷款机构控制信贷风险意识的总体改革举措的一部分。第三，尽管尚处于发展初期，但金融创新使得非银行融资渠道的重要性增强，非银行机构对实际利率比较敏感，而且不一定受到直接信贷配给的影响。这里使用的实际利率是一年期央行票据收益率和一年期基准贷款利率的加权平均值。

### 3. 实际有效汇率 (REER)

中国经济从 2001 年加入世界贸易组织以来已经变得更加开放。外贸总额（商品出口加上进口）占 GDP 的比重已经由 20 世纪 70 年代末的 11% 提高到近 70%。因此，汇率对于中国的总体金融状况起着越来越重要的作用。尽管中国的对美元的双边名义汇率一直基本稳定（即使在 2005 年币值重估之后也是如此），但实际有效汇率与经济状况更加相关。实际有效汇率由以下因素决定：1) 中国所有主要贸易伙伴的贸



易加权指数，而不仅仅是美国；2) 中国与其贸易伙伴的通货膨胀率差异。

- 资产价格在金融状况指数中的影响并不很大。在发达国家，资产价格通过财富效应和资金成本的变化对金融状况指数起着重要的决定作用；而在中国，资产价格的重要作用尚未体现出来，因为中国的股市市值依然较小。对消费者来说，房地产价格可能是一个更相关的变量，但是我们尚未发现它对金融状况指数有何重要影响。因此，我们的高盛中国金融状况指数并不包括任何资产价格。当然，随着中国金融体制改革的进一步深化，这种情况今后可能会发生改变，高盛中国金融状况指数可能也将随之变化。
- 权重是根据一个误差修正模型来估计的，该模型反映的是以高盛中国活动指数来衡量的实际经济活动对每个金融变量的反应程度。

## 报告

- 中国金融状况指数的上升意味着金融状况趋紧，往往表明短期内增长放缓，反之亦然。该指数每上升（紧缩）100 个基点，以高盛中国活动指数衡量的经济活动将放缓约 100-150 个基点，这一反应会滞后 3 个月左右。
- 有关高盛中国金融状况指数的更多信息，请参见 2004 年 5 月 19 日出版的《*Introducing the Goldman Sachs China Financial Conditions Index (GS China-FCI)*, Global Economics Paper No. 111》。

## 索引

城镇单位在岗职工平均工资	45
国际收支平衡表	27
CEMAC-高盛领先和同步指数	51
央行基准利率	37
央行政策工具	33
就业人员劳动报酬	46
消费价格指数	37
消费	21
企业商品价格指数	40
信贷收支	31
城镇单位就业人数	43
就业数据	43
固定资产投资	15
固定资产投资价格指数	41
开工和在建固定资产投资项目	18
外商直接投资	19
外汇储备	33
政府收入、支出和余额	47
国内生产总值	8
高盛中国活动指数	49
高盛中国消费指数	49

高盛中国金融状况指数	52
居民支出	23
居民收入	24
工业增加值	11
银行间利率	38
劳动力市场	43
货币和信贷	30
货币供应量	30
职工货币工资	45
公开市场操作	33
生产者价格指数	39
房地产价格指数	42
采购经理指数	13
法定准备金比率	33
社会消费品零售总额	21
总就业人数	44
工业企业利润总额	12
对外贸易	26
失业率	44
城镇登记失业率	44
工资	45

<b>Goldman Sachs Economic Research Group</b>	
<b>Jim O'Neill, M.D. &amp; Head of Global Economic Research</b>	
<b>Global Macro &amp; Markets Research</b>	<sup>2</sup> Dominic Wilson, M.D. & Director of Global Macro & Markets Research <sup>1</sup> Francesco Garzarelli, M.D. & Director of Global Macro & Markets Research <sup>1</sup> Michael Buchanan, E.D. & Director of Global Macro & Markets Research <sup>2</sup> Sandra Lawson, V.P. & Senior Global Economist <sup>2</sup> Jens J Nordvig-Rasmussen, V.P. & Senior Global Markets Economist <sup>1</sup> Binit Patel, E.D. & Senior Global Economist <sup>1</sup> Thomas Stolper, E.D. & Senior Global Markets Economist <sup>1</sup> Dambisa Moyo, E.D. & Economist, Pension Fund Research <sup>1</sup> Kevin Edgeley, E.D. & Technical Analyst <sup>2</sup> Mónica Fuentes, V.P. & Global Markets Economist <sup>1</sup> Fiona Lake, E.D. & Global Markets Economist <sup>1</sup> Salman Ahmed, Associate Global Markets Economist <sup>2</sup> Themistoklis Fiotakis, Associate Global Markets Economist <sup>1</sup> Michael Vaknin, Associate Global Markets Economist <sup>2</sup> David Heacock, Research Assistant, Global Macro <sup>1</sup> Anna Stupniyska, Research Assistant, Global Macro <sup>1</sup> Sergiy Verstyuk, Research Assistant, Global Markets
<b>Americas</b>	<sup>9</sup> Paulo Leme, M.D. & Director of Emerging Markets Economic Research <sup>2</sup> Jan Hatzius, M.D. & Chief US Economist <sup>2</sup> Edward McKelvey, V.P. & Senior US Economist <sup>2</sup> Alberto Ramos, V.P. & Senior Latin America Economist <sup>8</sup> Alec Phillips, V.P. & Economist, Washington Research <sup>2</sup> Andrew Tilton, V.P. & Senior US Economist <sup>2</sup> Pablo Morra, V.P. & Latin America Economist <sup>8</sup> Chuck Berwick, Associate, Washington Research <sup>2</sup> Malachy Meechan, Associate, Latin America/Global Markets <sup>2</sup> Seamus Smyth, Associate US Economist <sup>2</sup> Raluca Dragusanu, Research Assistant, US <sup>2</sup> Kent Michels, Research Assistant, US
<b>Europe</b>	<sup>1</sup> Erik F. Nielsen, M.D. & Chief European Economist <sup>1</sup> Ben Broadbent, M.D. & Senior European Economist <sup>4</sup> Rory MacFarquhar, E.D. & Senior Economist <sup>10</sup> Dirk Schumacher, E.D. & Senior European Economist <sup>2</sup> Nicolas Sobczak, E.D. & Senior European Economist <sup>1</sup> Ahmet Akarli, E.D. & Economist <sup>1</sup> Ashok Bhundia, E.D. & Economist <sup>1</sup> Kevin Daly, E.D. & European Economist <sup>1</sup> Javier Pérez de Azpillaga, E.D. & European Economist <sup>1</sup> Istvan Zsodos, E.D. & European Economist <sup>1</sup> Inês Calado Lopes, Associate European Economist <sup>1</sup> Saleem Bahaj, Research Assistant, Europe <sup>1</sup> AnnMarie Terry, Research Assistant, Europe <sup>1</sup> Anna Zadornova, Research Assistant, Europe
<b>Asia</b>	<sup>6</sup> Sun Bae Kim, M.D. & Co-Director of Asia Economic Research <sup>7</sup> Tetsufumi Yamakawa, M.D. & Co-Director of Asia Economic Research <sup>6</sup> Adam Le Mesurier, V.P. & Senior Asia Pacific Economist <sup>6</sup> Hong Liang, V.P. & Senior China Economist <sup>7</sup> Naoki Murakami, V.P. & Senior Japan Economist <sup>11</sup> Tushar Poddar, V.P. & Economist <sup>7</sup> Yuriko Tanaka, V.P. & Associate Japan Economist <sup>6</sup> Enoch Fung, Associate Asia Pacific Economist <sup>6</sup> Helen Qiao, Associate Asia Pacific Economist <sup>7</sup> Chiwoong Lee, Research Assistant, Japan <sup>6</sup> Yu Song, Research Assistant, Asia Pacific <sup>6</sup> Mark Tan, Research Assistant, Asia Pacific <sup>6</sup> Eva Yi, Research Assistant, Asia Pacific
<b>Admin</b>	<sup>1</sup> Linda Britten, E.D. & Global Economics Mgr, Support & Systems <sup>1</sup> Philippa Knight, E.D. & European Economics, Mgr Admin & Support
<b>Location</b>	<sup>1</sup> in London +44 (0)20 7774 1160 <sup>2</sup> in NY +1 212 902 1000 <sup>3</sup> in Paris +33 (0)1 4212 1343 <sup>4</sup> in Moscow +7 495 645 4000 <sup>5</sup> in Hong Kong +852 2978 1941 <sup>6</sup> in Singapore +65 6889 2478 <sup>7</sup> in Tokyo +81 (0)3 6437 9960 <sup>8</sup> in Washington +1 202 637 3700 <sup>9</sup> in Miami +1 305 755 1000 <sup>10</sup> in Frankfurt +49 (0)69 7532 1210 <sup>11</sup> in Mumbai +91 (22) 6616 9000

## 高盛全球研究中心

<b>纽约</b>	Goldman, Sachs & Co. One New York Plaza New York, New York 10004 Tel: (1) 212-902-1000 Fax: (1) 212-346-3115	<b>法兰克福</b>	Goldman, Sachs & Co. oHG MesseTurm D-60308 Frankfurt am Main, Germany Tel: (49) 69-7532-1000 Fax: (49) 69-7532-2800
<b>伦敦</b>	Goldman Sachs International Peterborough Court 133 Fleet Street London, EC4A 2BB, England Tel: (44) 207-774-1000 Fax: (44) 207-774-1181	<b>东京</b>	Goldman Sachs (Japan) Ltd. ARK Mori Building, 10 <sup>th</sup> Floor 12-32, Akasaka 1-chome Minato-ku, Tokyo 107, Japan Tel: (81) 3-3589-7000 Fax: (81) 3-3587-9263
<b>巴黎</b>	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie 2, rue de Thann 75017 - Paris, France Tel: (33) 1-4212-1341 Fax: (33) 1-4212-1499	<b>新加坡</b>	Goldman Sachs (Singapore) Pte. 1 Raffles Link, #07-01 South Lobby Singapore 039393 Tel: (65) 228-8128 Fax: (65) 228-8474
<b>香港</b>	Goldman Sachs (Asia) L.L.C. Cheung Kong Center, 68 <sup>th</sup> Floor 2 Queen's Road Central Hong Kong Tel: (852) 2978-1000 Fax: (852) 2978-0479	<b>韩国</b>	Goldman, Sachs & Co. Dong Ah Life Insurance Building 33 Da-Dong, Chung-Ku Seoul, South Korea Tel: (822) 3788-1000 Fax: (822) 3788-1001





© 版权所有 2007 年 高盛集团公司

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约，我们并不推荐基于本报告采取任何行动。本报告是为高盛集团的客户提供一般信息，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动，投资者可能会因为任何投资而遭受损失。过去的表现并不代表未来的表现。未来的回报无法保证，投资人可能会损失本金。高盛集团并不向其客户提供税务意见，强烈建议所有投资者向他们的税务顾问咨询任何潜在投资事宜。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性或完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中所表达的意见仅是我们目前截至报告发表时的观点。我们会适时地更新我们的研究，但监管、合规或其它理由可能会阻止我们这样做。我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员，包括参与本报告编写或发行的人员，都有可能不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。在计算高盛集团是否实益持有或控制（包括拥有对董事的投票权）一份研究报告中所提及证券 1% 或以上的某类普通股权益时，高盛集团包括了所有有权在 60 天内通过认股权证、期权或其它权利的转换或行使来购买普通股的衍生工具，但不包括高盛资产管理所管理的综合账户。本材料的任何部分均不得（1）以任何形式，任何方式拷贝，复印或复制，或（2）在未经高盛集团公司书面同意的情况下重新分发。

本报告在美国由高盛集团分发，在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发，在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发，在日本由高盛证券株式会社分发，在澳大利亚由高盛 JBWere 私人有限公司（ABN 21 006 797 897）分发，在新西兰由高盛 JBWere（新西兰）有限公司分发，在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司代码：198602165W）分发。本报告由高盛集团和/或其附属公司之一发行，并且根据 2000 年金融服务与市场法案 21 章的规定，获得了高盛国际（由金融服务局监管，与在英国的分发有关）以及高盛加拿大公司的批准（与在加拿大的分发有关）。高盛国际及其美国以外的附属公司可能在所适用法律允许的范围内在报告发行之前或在发行之后立即根据本报告采取了投资行动或使用了本报告（针对非美国股票）。外币计价的证券易受汇率波动的影响，可能对投资的价值或价格，或者所得收入产生不利影响。另外，诸如 ADR 之类证券（价值受到外国货币的影响）的投资者实际上承担着汇率风险。此外，期权交易存在风险，并不适合所有投资者。在进行任何期权交易之前，请确信您已经阅读并理解了当前的期权信息披露文件。

本报告中提及的任何证券的进一步信息可以与我们联系索取。在意大利应联络米兰的 Goldman Sachs S.I.M. S.p.A. 或其位于舰队街 133 号的伦敦办事处；在香港应联络位于皇后大道中 2 号的高盛（亚洲）有限责任公司，在澳大利亚应联络高盛 JBWere 私人有限公司（ABN 21 006 797 897），在新西兰应联络高盛 JBWere（新西兰）有限公司。在英国根据金融服务局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。衍生工具的研究报告并不适用于私人客户。除非相关法律允许，否则如果您希望使用我们的服务对本报告中提及的证券进行交易，必须联络在您所处司法管辖区内的高盛旗下的实体。

#### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员，董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸、担任上述证券或衍生工具的交易对手、或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

© 版权所有 2007 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。