



中金公司研究部

联系人: 哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

刘奥林 liuolin@cicc.com.cn

沈建光 shenjg@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

范尚祎 fankelvin@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

经济继续恶化，去库存化之路漫漫

要点:

- ◆ **居民储蓄率大幅上升加剧美国经济衰退，有关当局积极采取措施防止经济进一步恶化。**最新数据如消费及收入、消费者信心、住房销售和耐用品订单均显示美国经济衰退正在加剧，而与疲软私人消费相对的个人储蓄率则显著上升，对企业以及整体经济而言可谓雪上加霜。美国身为世界第一大国，储蓄率上升更将直接影响其它出口主导型经济体，导致这些国家的产能得不到释放，阻碍其经济复苏的进程。另一方面，为防止经济进一步恶化，美联储和财政部批准通用汽车旗下金融服务公司（GMAC）转型为银行控股公司和向通用汽车及 GMAC 提供共计 60 亿美元的资金援助，其后又发布了针对汽车业融资计划的指导原则。此外，美联储亦表示预计将于 1 月初开始实施购买 MBS 的方案。以上举措旨在扩大美国政府对汽车业的救助规模和刺激住房市场，尽显有关当局积极防止经济进一步恶化的决心。欧元区及日本制造业 PMI 及工业产出等数据极为低迷，第四季度 GDP 或备受拖累。
- ◆ **中国方面，预计 12 月经济数据继续恶化，PPI 同比首现通缩，工业生产再创新低。**我们预计 12 月份 CPI 通胀进一步降至 1.2~1.6%；PPI 则继续大幅下挫至 -1~ -2%。出口同比增速继续低迷至 -1.7%；进口增速进一步回落至 -19.1%，贸易顺差达 383 亿美元保持高位。工业增加值同比增速进一步降至 2~4%，再创 13 年以来新低。预计社会消费品零售增速放缓至 19.6%，固定资产投资累计增速放缓至 26.5%。**中国去库存化之路漫漫：**一些市场人士认为中国经济目前的快速下滑来自于企业去库存化行为，几个月后伴随着原材料库存的消化完毕，工业生产有望强劲恢复。我们认为，狭义的去库存化（仅指降低产品的库存水平）较易实现，但广义的去库存化——消化企业的过剩产能则更为困难、历时更久。中国历史上两次由于出口不景气造成产能过剩和通缩，均长达近两年；本次在外需恶化程度史无前例、国内房地产等内需增长点也不景气、基础设施建设的拉动作用也较以前弱的局面下，产能过剩将比前两次通缩时期更为突出，其消化之路也将更为漫长。
- ◆ **亚洲新兴市场经济严重放缓的风险加剧，促使货币政策和财政措施连续出台。**近期多项经济指标已跌至 2001 年以来最差。其中新加坡四季度 GDP 初值同比下降 2.6%，为近 7 年以来最大跌幅。这显示亚洲新兴市场经济体下滑程度势将超越 2001~02 年的衰退周期，堪比 1997~98 年亚洲金融危机之时。经济增长放缓，通胀压力舒缓，加上国内信贷市场仍然紧张，促使亚洲当局采取了一系列宽松货币政策和财政措施以支持经济增长和缓解流通压力。上周印度央行宣布减息 1 个百分点，为 3 个月内第四次降息。此外，印度、印尼和斯里兰卡分别推出财政刺激方案，而泰国亦宣布大幅增加政府开支。虽然这些财政刺激措施将有助减低经济急速下滑的风险，但亦会加大政府财政压力，导致公共债务上升。

注：中金宏观组其它成员亦有贡献。

上周中金宏观经济研究报告一览

- 12月23日：中国经济：央行小幅降息，未来大幅降息可能性降低
- 12月23日：香港经济：11月份CPI数据分析
- 12月24日：美国经济：矫枉何必过正：对金本位和泡沫繁荣的再思考
- 12月26日：中国经济：企业利润“硬着陆”——1-11月份工业企业利润数据
- 1月4日：香港经济：香港08年11月份零售数据回顾

本周主要经济数据及事件公布预告

- 1月6日（星期二）：菲律宾将公布12月份消费物价数据
- 1月6日（星期二）：美国将公布12月份ISM非制造业指数
- 1月7日（星期三）：印尼央行将召开议息会议
- 1月7日（星期三）：马来西亚将公布11月份对外商品贸易统计
- 1月9日（星期五）：美国将公布12月份就业报告
- 1月9日（星期五）：韩国央行将召开议息会议
- 1月9日（星期五）：马来西亚将公布11月份工业生产指数

目录

本周中金观点.....	3
中国经济.....	10
12月通货膨胀预测.....	10
主要经济事件.....	12
近期经济数据.....	15
发达国家经济.....	23
主要经济事件.....	23
近期经济数据.....	24
发展中经济体.....	29
近期主要经济事件及数据.....	29

本周中金观点

居民储蓄率大幅上升加剧美国经济衰退。12月份咨商局消费者信心指数大幅下降至38的纪录低位(图1);12月份ISM制造业指数为32.4,为80年以来的最低水平;10月份S&P/Case-shiller20大城市房价指数同比下跌18%,为历年新高;11月份新屋和成屋销售量分别录得环比下降2.9%和8.6%;11月份耐用品订单减少了1%;11月份个人收入季调后月降0.2%,个人消费月降0.6%,消费者连续第5个月减少支出。与此同时,信贷紧缩和就业市场恶化导致个人储蓄率上升到2.8%,意味着美国居民对未来的收入增长预期悲观,因此更加重视储蓄,以备不时之需。一方面看,高储蓄率提供高的资本积累,从而不断给总供给的扩张创造条件;但同时高储蓄率意味着消费者消费意愿不足,为总供给的扩张带来负面影响。更值得注意的是,在美国已陷入深度衰退的这一刻,消费者减少消费增加储蓄无疑对企业以及整体经济是雪上加霜。此外,美国身为世界第一大国,其个人储蓄率上升将直接影响其它出口主导型经济体,导致这些国家的供给能力得不到释放,阻碍了其经济复苏的进程。另一方面,尽管个人储蓄率因居民资产缩水而显著上升,但值得注意的是,截至08年3季度美国居民的资产总额为71万亿美元,虽较07年3季度最高位下降了6.7万亿美元,但仍5倍于其负债总额。

有关当局积极采取措施防止经济进一步恶化。12月24日美联储批准通用汽车旗下金融服务公司(GMAC)转型为银行控股公司的申请;财政部随后于29日宣布向通用汽车及GMAC提供共计60亿美元的资金援助;更在31日发布了针对汽车业融资计划的指导原则,以扩大政府对美国汽车业的救助规模。此外,美联储12月30日表示预计将于1月初开始实施购买MBS的方案。我们早在12月11日的报告《美国国会对汽车巨头提供资金救助》中指出,一旦美国汽车生产商倒闭,连锁反应很大,消费市场和出口将进一步恶化,其它行业如银行业、服务业和工业亦难免受到另一波冲击。因此,汽车业融资计划的指导原则将考虑申请机构对美国金融及经济体系的重要程度,评估其业务的中断是否可能严重破坏信贷市场,从而对整体经济带来实质性冲击。而财政部向通用汽车及GMAC提供资金援助将有助于GMAC扩大对汽车购买人的贷款,用以改善汽车销量急速下滑的状况。另一方面,美联储将会开始收购由“两房”等担保的定息机构住房抵押贷款证券。这项旨在降低购房成本并增加房贷提供量的方案将由拟定的4间私人投资管理公司执行,预期在6月底前完成。此措施在11月末公布后,30年期固定抵押贷款利率大幅下滑,因此,相关措施的落实定能为稳定金融市场和房市调整带来一定的正面影响。

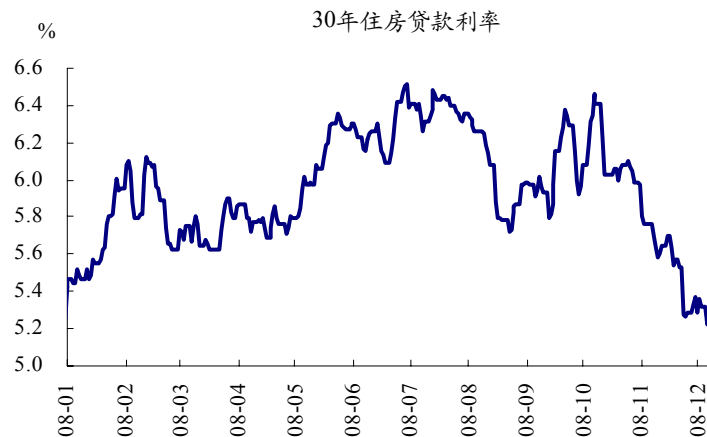
内需外需同时疲软,欧日工业备受考验。最近公布的一系列数据均显示欧元区与日本的制造业备受冲击。欧元区PMI指数创下新低并显示欧元区制造业已连续7个月萎缩,而在新订单的大幅下降,存货仍持续上行的情况下,工业产出将继续面临下行压力。目前日本工业所受冲击较欧元区更加严重,PMI产出指数仅为21.9,新订单指数更下滑近10点至17.5,而出口订单指数表现好于新订单指数,显示日本内需下滑使国内订单亦处于萎缩状态。需求低迷不仅使制造业订单萎缩,也使企业的议价能力下降,PMI产出价格指数显示制造业产出价格已开始下降,且下滑速度超过购入价格,企业利润将受挤压。此外,根据日本经济产业省对12月工业产出的预测值,日本第四季度工业产出将较第三季度大幅下挫11%,由于日本第二产业占GDP比重较美国、欧洲更大,日本第四季度GDP将面临巨大压力。

图 1：美国居民储蓄率大幅回升



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 2：抵押贷款利率显著下降



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

中国方面：

12月经济数据前瞻(表1)：PPI 同比首现通缩，工业生产再创新低。尽管食品价格在12月季节性反弹，但非食品价格的加速下滑仍将使12月份CPI通胀进一步降至1.2~1.6%；PPI则受原材料价格下降和产能过剩影响继续大幅下挫至-1~-2%，出现近6年以来首次同比通缩。12月份出口同比增速受外需不振拖累继续低迷至-1.7%；进口增速受企业消化库存以及进口价格下降的影响进一步回落至-19.1%，致使贸易顺差达383亿美元保持高位。内外需恶化致使工业生产继续低迷，预计12月份工业增加值同比增速进一步降至2-4%，再创13年以来新低。消费与投资增速略有回落，预计12月份社会消费品零售增速放缓至19.6%，固定资产投资累计增速放缓至26.5%。

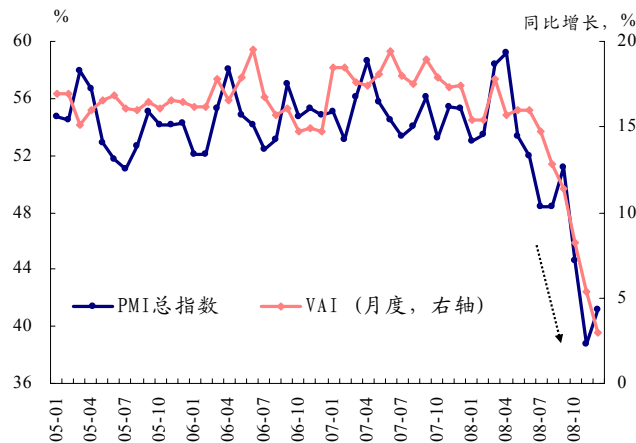
12月中国制造业PMI在上月急剧下跌之后本月有所反弹，总指数回升2.4个百分点至41.2%，但仍连续三月低于50%的收缩线(图3)。这显示制造企业生产活动仍在恶化，只是下降的速度相比前期略有放缓，这与我们预期的12月工业生产再创新低，工业增加值增速降至2-4%吻合。新出口订单指数仍只有30.7%(图4)，显示外需继续放缓。

表 1: 12 月中国宏观经济数据前瞻

同比增长, %	08-01	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12 (中金预测)
消费者价格指数	7.1	8.7	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2~1.6
工业品出厂价	6.1	6.6	8.0	8.1	8.2	8.8	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0	-1~-2
社会消费品零售总额 (名义)	20.2	20.2	21.5	22.0	21.6	23.5	23.3	23.2	23.2	22.0	20.8	19.6
城镇固定资产投资 (名义, 自年初累计)	24.3	24.3	25.9	25.7	25.6	26.8	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8	26.5
工业增加值	15.4	15.4	17.8	15.7	16.0	16.0	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	2~4
出口	26.6	6.4	30.6	21.8	28.1	17.7	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-1.7
进口	27.5	35.1	24.6	26.3	40.0	31.2	33.6	23.1	21.3	15.6	-17.9	-19.1
贸易顺差	22.7	-64.0	95.1	-1.0	-9.9	-5.3	3.8	14.9	22.7	30.3	52.4	68.7
贸易顺差 (美元, 十亿)	19.5	8.6	13.4	16.7	20.2	21.4	25.3	28.7	29.3	35.2	40.0	38.3
工业企业利润 (名义, 自年初累计)	-	16.5	-	-	20.9	-	-	19.4	-	-	4.9	-

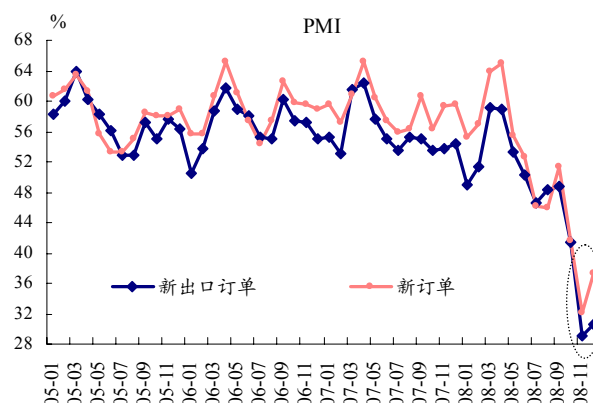
资料来源: CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图 3: PMI 指数略有回升, 但仍低于 50



资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>, 中金公司研究部

图 4: 出口订单指数微幅反弹, 但仍处于历史低位

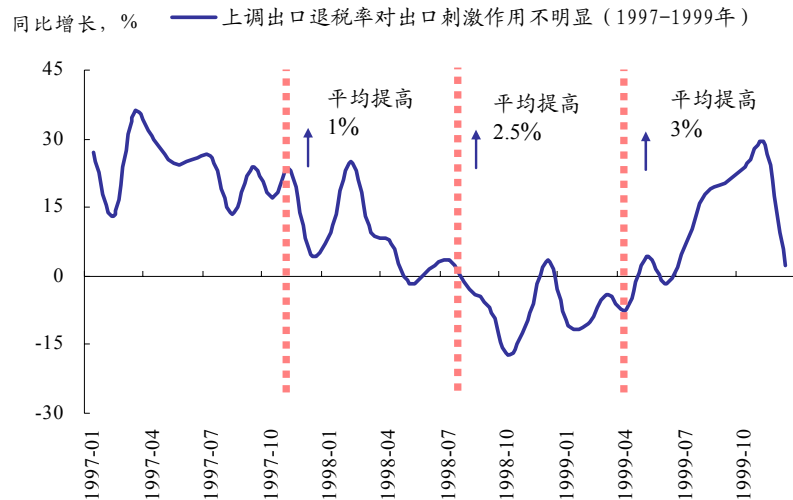


资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>, 中金公司研究部

上调出口退税率难解出口之忧: 财政部 12 月 29 日宣布, 自 2009 年 1 月 1 日起上调部分技术含量和附加值高的机电产品的出口退税率至 14%-17% (表 2), 与我们此前的预期一致 (参见我们 12 月 1 日的宏观经济周报)。涉及产品包括: 航空惯性导航仪、工业机器人、摩托车、

缝纫机等 553 种机电产品。此次出口产品退税率的调整有利于短期增加出口企业现金流，缓解企业生存压力。但是，汇率、出口退税率等并不能决定出口走势，影响出口的决定因素乃是外部需求。在 98 年亚洲金融危机和 01 年美国 IT 泡沫破裂时期，中国也经历了多次出口退税率上调，但均未能显著刺激出口（图 5），因此上调出口退税率难解出口之忧。

图 5：出口退税政策对刺激出口影响有限



资料来源：CEIC、IMF、中金公司研究部

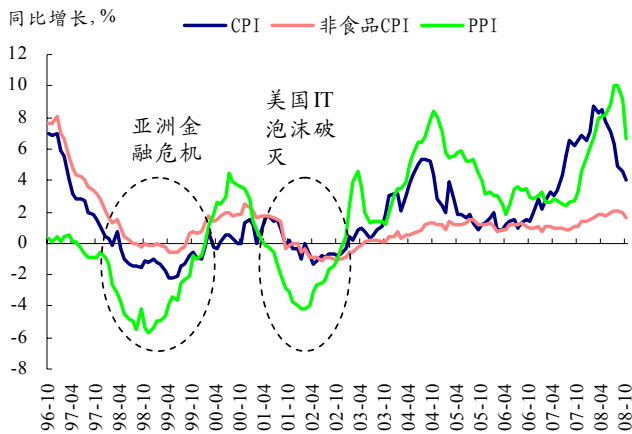
表 2：我国主要出口产品退税率

中国主要出口产品	平均出口退税率 (%)
机械器具、电气设备及其零件	17
车辆、船舶及有关运输设备	16
纺织原料及纺织制品*	14
杂项制品 (包括玩具、运动用品、家具、寝具、灯具)	13
化学工业及其相关工业的产品	13
精密仪器及设备；钟表；乐器；上述物品的零附件	13
鞋、帽	13
塑料及其制品；橡胶及其制品	13
石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷产品；玻璃及其制品	13
食品；饮料、酒及醋；烟草、烟草制品	13
皮革、毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包及类似容器；动物肠线制品	13
动、植物油、脂及其分解产品；精制的食用油脂；动、植物蜡	12
木及木制品；稻草、秸秆、针茅或其他编结材料制品	11
贱金属及其制品	10
天然或养殖珍珠、宝石或半宝石、贵金属、贵金属及其制品；仿首饰；硬币	7
活动物；动物产品	6
矿产品	6
植物产品	5
木浆及其他纤维状纤维素浆；回收（废碎）纸或纸板；纸、纸板及其制品	3
矿砂及其他金属及化合物；生铁、镜铁及钢铁颗粒及其他铁板材	0-3
*纺织服装产品将上调至17%	

资料来源：CEIC、中金公司研究部

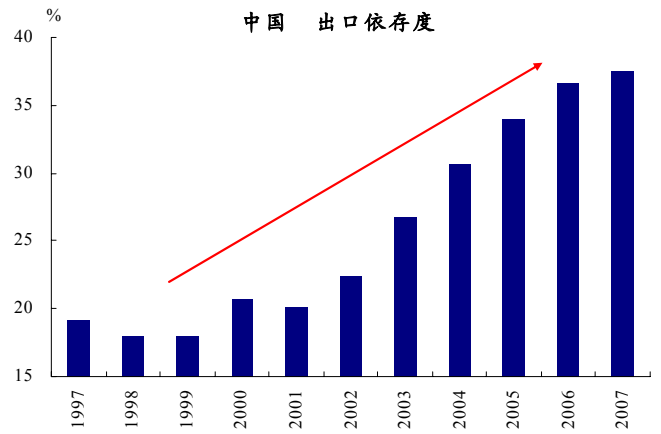
中国去库存之路漫漫：近期很多市场人士认为中国经济目前的快速下滑来自于企业去库存化行为（前期原材料价格看涨时企业囤积了较多库存，如今价格看跌，停止进料，消化库存）。几个月后伴随着原材料库存的消化完毕，经济有望重回较快增长。我们的观点是：**消化过剩产能远比消化库存更困难，耗时更长。**狭义的去库存化仅指降低产品的库存水平，但广义的去库存化还包括消化企业的过剩产能，这无疑更为严峻。中国在 1998 年亚洲金融危机和 2001 年美国 IT 泡沫破灭后两度进入通缩（图 6），均源于出口不景气，产品回流带来的产能过剩，且每次通缩均长达近两年，显示消化过剩产能历时较长。而本次全球性的金融危机使得外需放缓的幅度比前两次更严重（图 7），中国对于出口的依赖程度也比以往更严重（图 8），出口制造业的产能过剩势必更为严峻。况且本次恰逢内需房地产业也不景气（目前的新屋库存尚待数年才能消化，见表 3），势必影响房地产投资，进而促使房地产上游行业产能过剩；此外基础设施建设的拉动作用也较以往要弱，因此，产能过剩将比前两次通缩时期更为突出，其消化之路也将更为漫长。

图 6：中国两度因出口不景气陷入产能过剩和通缩



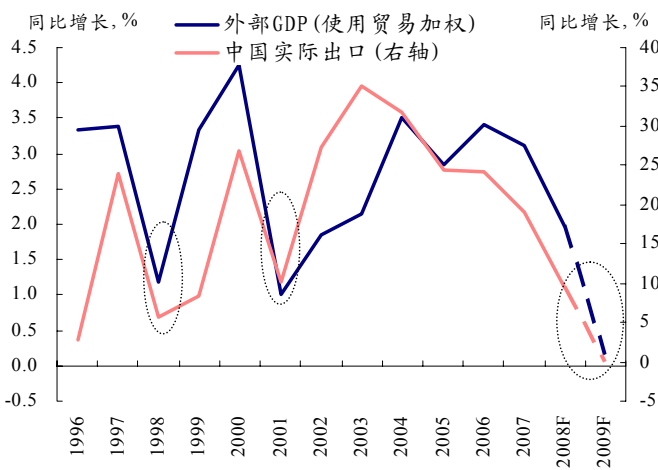
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 8：本轮出口依存度远高于 98 年



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 7：本轮外需放缓比 98 年更严重



资料来源：CEIC、中金公司研究部

表3：现有新屋库存需要消化的时间（12月数据）

指标项	北京	上海	深圳	东莞	厦门	福州	苏州	南京
可售套数（套）	151,545	65,795	63,480	82,366	33,007	36,971	41,551	52,487
月成交套数（套，最近一月）	11,002	12,570	7,131	3,653	1,034	2,120	3,103	5,959
可售套数/月成交套数	14	5	9	23	32	17	13	9
	杭州	宁波	南昌	重庆	成都	哈尔滨	海口	
可售套数（套）	31,988	92,184	42,427	144,080	223,044	90,921	36,310	
月成交套数（套，最近一月）	1,882	3,359	3,155	12,150	7,240	2,178	1,384	
可售套数/月成交套数	17	27	13	12	31	42	26	
平均需要消化库存的时间（月）	19							

资料来源：搜房网、中金公司研究部

新兴市场方面：

亚洲新兴市场近期经济严重放缓的风险已经加剧，下滑程度势将超越2001~02年的衰退周期，堪比1997~98年亚洲金融危机之时。亚洲新兴经济体连续三个季度GDP增速明显放缓，主要源于出口增速下滑，超过了进口增速减慢。主要靠外需拉动增长的经济体更有畏于出口增速暴跌，而那些较依赖内需的经济体的表现相对较好（图9）。然而，近期数据显示在外需加快放缓之际，内需亦已开始受到冲击。

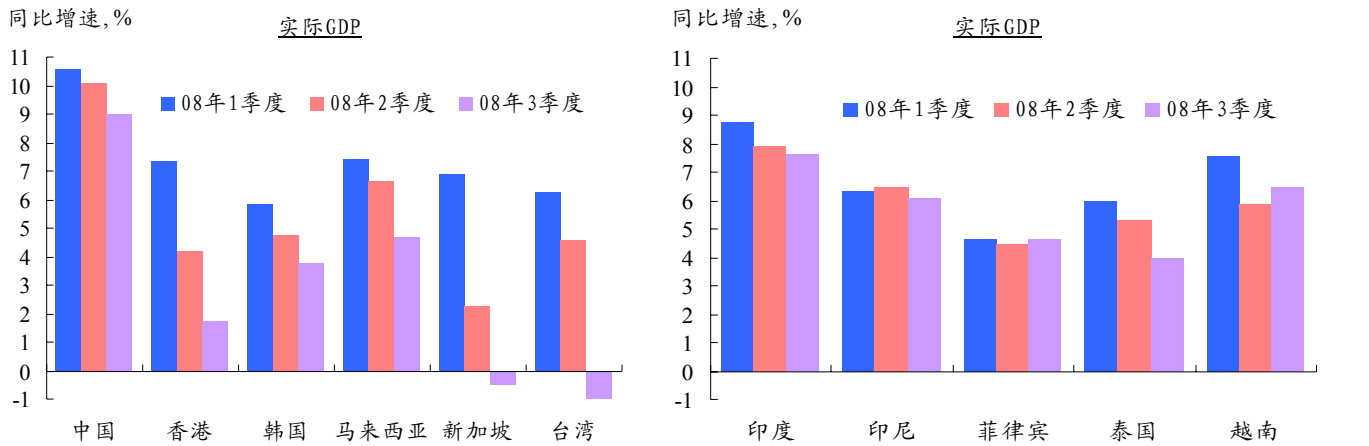
- ◆ 新加坡2008年第四季度GDP初值显示，实际GDP同比增速从三季度经修订后的负0.3%下降至四季度的负2.6%，是近7年最大跌幅。由于外需严重放缓（11月份商品出口同比下降11.8%，同样是近7年最大跌幅），致使四季度制造业生产同比下降9.0%。而服务业产出仅增长1.1%，显示内需放缓的程度已开始使人担心。鉴于经济下行风险加剧，新加坡政府将2009年经济增长预测从11月时公布的负1%到正2%调低至负2%到正1%。
- ◆ 香港11月份商品出口同比负增长5.3%，是近7年最大跌幅（剔除因受春节假期影响的1月及2月份数字后）。此外，11月份零售销售额同比增长仅1.1%，而销售量则下降2.8%，是2003年爆发非典型肺炎以来首次录得连续两个月同比负增长。此前公布的11月份失业率亦已创出13个月高点3.8%。
- ◆ 韩国商品出口连续2个月录得负增长，12月份同比下降17.4%，而11月份则下跌19.0%。出口放缓主要因为对汽车，电子，钢铁，船舶等产品的需求显著减少所致。出口下滑亦导致韩国工业生产大幅放缓，11月份工业生产同比下降14.1%，环比更录得21年以来最大的10.7%跌幅。
- ◆ 泰国11月份出口同比下跌18.6%，是1992年以来最大跌幅。除了因为外部需求放缓，此前泰国曼谷机场受到反政府示威者占据而暂时关闭，亦是引致出口下降的原因之一。

货币政策和财政措施连续出台，以应对经济严重放缓的风险。经济增长放缓，通胀压力舒缓，加上国内信贷市场仍然紧张，促使亚洲当局采取了一系列宽松货币政策和财政措施以支持经济增长和缓解流通压力。

- ◆ 印度央行上周五宣布将储备金率下调50个基点至5.0%，并将回购利率下调1个百分点至5.5%，这是该央行在3个月内第4次降息，减幅达3.5个百分点。同时，印度政府亦宣布出台其第二套经济刺激计划。计划包括放宽对基建和房地产企业海外借款的限制，同时提高外资投资公司债务的上限至150亿美元；将在未来两年逐步对国有银行进行总规模约达40亿美元的资本重组；成立一个特殊的金融机构，非银行金融企业可以将其投资级票据做质押，从该机构获取流动性支持。此前，印度政府已于12月上旬宣布计划动用高达40亿美元，以提高基础设施方面的支出，支持中小企及劳动密集型的出口部门，并推动出口和调低增值税。
- ◆ 泰国新内阁于12月22日宣誓就职，其中柯恩被委任为财政部长。柯恩于上月表示，在截至明年9月底止的财政年度，新政府可能追加财政支出高达1800亿泰铢，较前任政府于11月间所通过的1000亿泰铢增加了80%，以刺激经济增长。

- ◆ 印尼政府计划在 2009 投资 92 亿美元于国家基础设施，项目预计将针对通讯和运输基础设施。此外，该国亦计划于今年年初推出总规模约 11 亿美元的一揽子财政刺激措施，以减低经济增长下滑的风险。但细节有待公布。
- ◆ 斯里兰卡宣布总额约 1.41 亿美元的一揽子财政刺激措施（约等于 GDP 的 4%），主要包括削减燃料价格和降低出口税率等。虽然这些措施将对经济增长有积极的影响，但斯里兰卡的财政赤字已非常高（预算约为 GDP 的 8.0%），这将会对其公共债务造成上升的压力。

图 9：一些亚洲新兴经济体连续三个季度 GDP 增速明显放缓



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

中国经济

联系人：邢自强、徐剑、鞠娟

12月通货膨胀预测

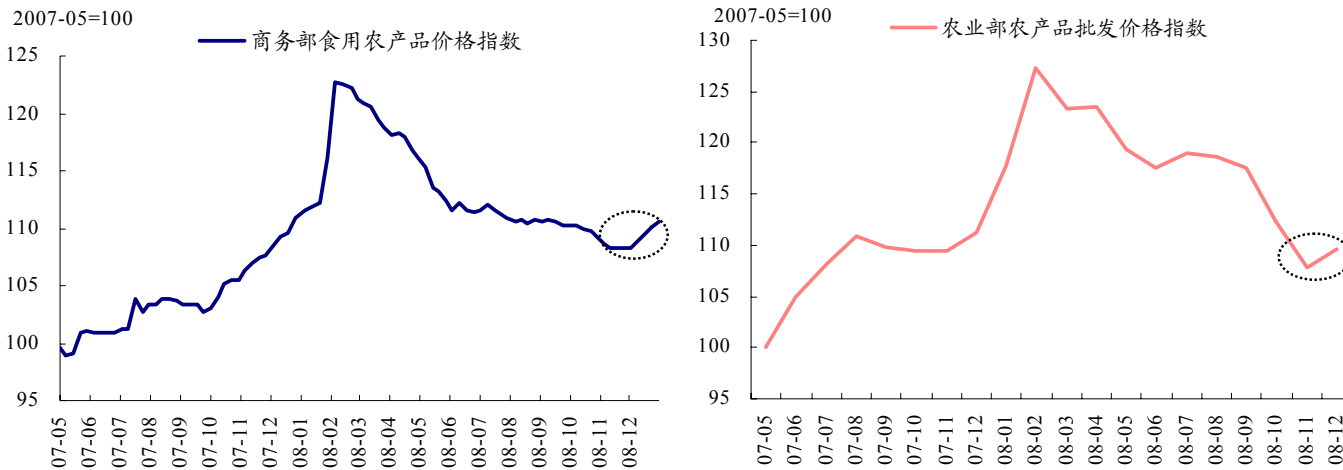
- ◆ 尽管食品价格在12月季节性反弹，但非食品价格的加速下滑仍将使得12月份CPI通胀进一步降至1.2-1.6%；PPI则受原材料价格下降和产能过剩影响进一步大幅下挫至-1~-2%，出现近6年以来首次同比通缩。

1. 食品CPI预测：受季节因素影响，商务部和农业部公布的农产品价格12月份环比分别上涨1.4%和1.6%（图10~16）。我们预计12月份食品CPI环比上涨1.0-1.6%，同比增幅降至4.5-5%。

2. 非食品CPI预测：受原材料价格下降和产能过剩影响，PPI进一步大幅下挫使得非食品CPI上涨乏力，我们预计12月非食品CPI环比在-0.4%到-0.8%之间，同比下降0~0.4%。这将使12月总体CPI将进一步降至1.2~1.6%（11月份2.4%）。

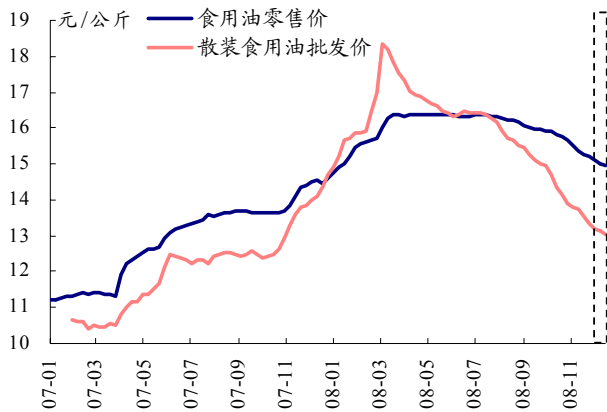
08年胀，09年缩：11、12月CPI与PPI的大幅放缓进一步验证了我们的观点，即经济加速下滑引发的产能过剩和失业压力，以及全球大宗商品价格泡沫的破灭，增加了中国09年通缩风险。我们维持09年CPI通缩-1.3~-0.7%的判断，09年可能出现CPI（包括食品和非食品）、PPI的全面通缩，导致企业利润更明显下滑（参见2008年12月15日的周报）。

图10：12月商务部和农业部农产品价格均有反弹



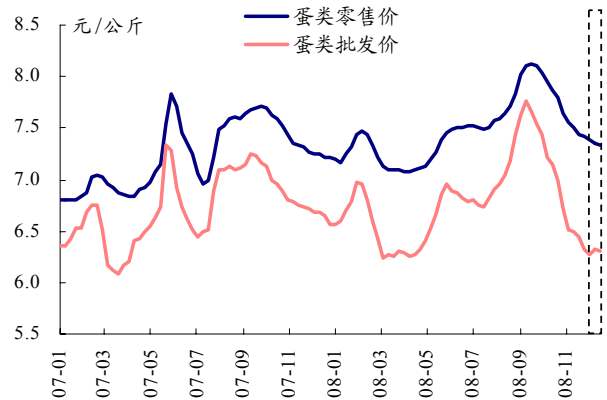
资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图 11: 食用油价格下跌



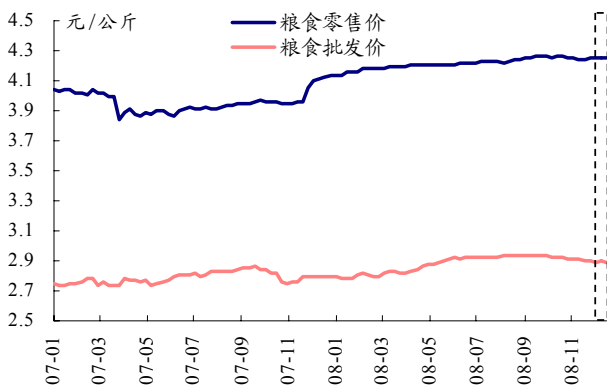
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 14: 蛋类价格不断下跌



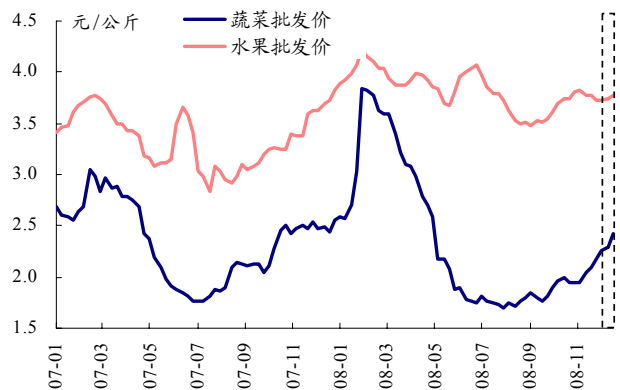
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 12: 粮食价格近期趋于稳定



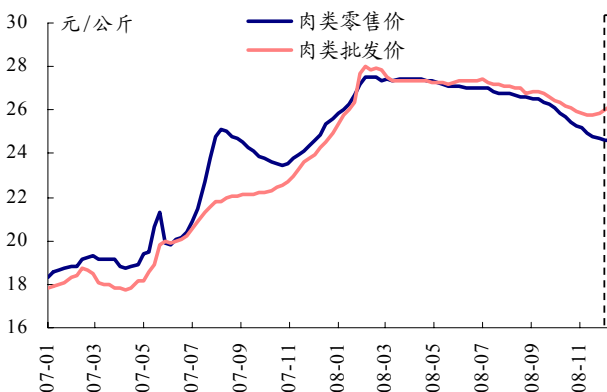
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 15: 蔬菜价格出现季节性回升



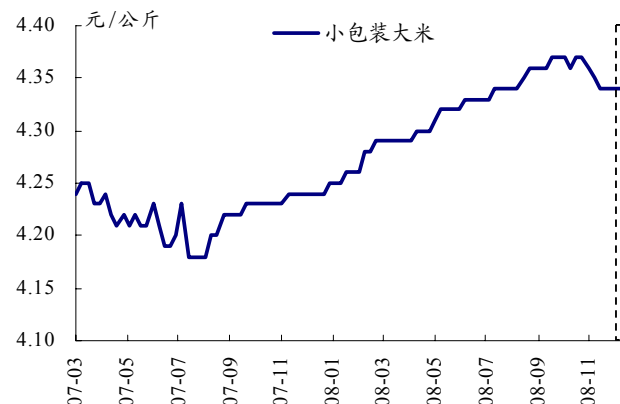
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 13: 肉类价格受需求增加影响出现小幅回升



资料来源：商务部，中金公司研究部

图 16: 大米价格持平



资料来源：商务部，中金公司研究部

主要经济事件

事件一

中国人民银行于12月22日宣布，从2008年12月23日起，下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整，其中6个月和3年以上贷款利率下调0.18个百分点。同时，下调中央银行再贷款、再贴现利率。

从2008年12月25日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

事件二

中国人民银行于12月31日公布了4季度货币政策委员会会议纪要（见表1，货币政策委员会历次会议纪要对比），本次会议明确提出：“落实适度宽松的货币政策，进一步加大金融对经济发展的支持力度。保持银行体系流动性充足，促进货币信贷稳定增长”。

中金点评：

本次降息正如我们预料：我们在昨日的《宏观经济周报》中指出，进一步降息指日可待，话音未落便已实现。降息原因在于国内通胀大幅回落快于预期，经济加速下滑，且全球各央行都在上周纷纷降息。存款利率降幅高于贷款，显示了刺激消费的倾向。本次降息作用不宜高估，尽管对负债率比较高的企业来说可以减轻成本压力，但是难以改变经济下行的趋势。我们维持此前的判断，即把本次降息包括在内，预计到09年年中总共会降108个基点，未来将分三次再降共81个基点。

考虑到实现宽松的货币供应，中国不大可能再大幅降息，因为在美联储已无降息空间的局面下，大幅降息——>人民币贬值预期增强——>资金大规模外逃风险增加——>外汇储备降低——>基础货币放缓——>难以实现09年M2较高增长的目标。目前利率走向面临两难局面：尽管进一步大幅降息较为符合目前的经济加速下滑局面，但会对09年宽松货币供应目标的实现带来较大挑战，原因如下：

➤ **10月份外汇储备首现负增长，可能显示资金流出迹象：**目前外汇储备增长已放缓，甚至出现下降：据路透社报道，10月份中国外汇储备可能降至1.89万亿美元以下，即单月下降逾150亿美元，为5年以来首次下降（图17）；尽管10月份中国持有的欧元资产的汇兑损失（因欧元贬值）和美元资产的投资损失（因美国机构债价格下跌）是造成当月外汇储备下降的不可忽视的原因（图18，我国外汇储备采取现值法计算），但也不能排除资金流出的可能性。

➤ **企业去库存化的结束将压缩贸易顺差，使未来外汇储备增长不容乐观：**近几个月贸易顺差的增长主要源于进口的大幅放缓（11月进口负增长17.9%），而这一方面源于近期进口原材料价格的大幅下跌（图19），另一方面更来自于中国企业去库存化，暂停进口原材料（见中金观点图4，PMI指数显示近期企业原材料库存显著下滑），使得实物量计算的进口也大幅下跌（图19）。几个月之后随着企业消化库存行为接近尾声，以及原材料价格下跌空间也将趋小（以原油为例，已从147美元/桶跌至近40美元，未来下跌空间相对减少），进口将不会持续目前的大幅负增长态势，因此顺差也势必减小。

➤ **如果再大幅降息，外汇储备可能雪上加霜：**目前美联储已降至零利率，已无进一步降息空间；而中国如再次大幅降息，可能增强人民币贬值预期，有促使资金大规模外逃的风险，进一步使得外汇储备面临下降压力。

➤ **而中国基础货币的增长很大程度上依靠外汇储备增长（图20，近期基础货币增长中75%以上来自于外汇储备增长）。如果外储放缓甚至减少，将对09年宽松的货币供应的实现造成较大挑战。因此，从维持汇率稳定、防范资金外逃、实现宽松的货币供应角度来看，中国也不大可能大幅降息。如果外汇储备继续负增长或者不增长，央行可能采取回笼央票来保证货**

币供应（目前央票余额约 4.7 万亿，相当于 11.5 万亿基础货币的 40.6%）。

表 4：历次货币政策委员会会议语调比较

历次央行货币政策委员会例会会议纪要	
2008年第四季度例会	
经济走势：	尽管我国经济发展面临着来自国际国内的困难和挑战，但我国经济发展的基本面和长期趋势没有改变。
调控目标：	确保我国金融体系安全稳定运行，保持经济平稳较快发展。 立足扩大内需，加快发展方式转变和结构调整。
货币政策展望：	落实适度宽松的货币政策，进一步加大金融对经济发展的支持力度。保持银行体系流动性充足，促进货币信贷稳定增长。 坚持区别对待、有保有压，加大对民生工程、中小企业、“三农”、重大工程建设、灾后重建、节能减排、科技创新、技术改造和兼并重组、区域协调发展的信贷支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。改进外汇管理体制，大力推动贸易投资便利化。
2008年第三季度例会	
经济走势：	美国次贷危机造成金融市场剧烈波动，并影响到金融机构以至实体经济，全球经济前景不容乐观，必须妥善应对。党中央、国务院出台的一系列有针对性的宏观调控措施正在收到积极成效。我国国民经济继续朝着宏观调控预期方向发展，金融体系稳健安全，总体形势是好的。
调控目标：	要从这场金融危机中吸取经验和教训，研究改进我国银行制度和监管制度，保持金融体系和金融市场稳定。
货币政策展望：	要继续深入贯彻落实科学发展观，根据国内外形势变化采取灵活审慎的宏观政策，适时适度把握调控的方向、力度和节奏，为经济平稳较快发展创造良好的货币环境。要进一步加强货币政策与财政、产业、外贸、金融监管等政策的协调配合， 加快经济结构调整和增长方式转变，更大程度地发挥市场主体灵活性，提高经济自我调节能力，着力扩大内需，促进国际收支趋于基本平衡。
2008年第二季度例会	
经济走势：	国际经济不利因素和国内严重自然灾害使经济运行增加了一些新的不确定因素，但没有改变我国经济发展的基本面。我国国民经济保持平稳较快发展，总体形势是好的，但价格上涨的压力明显，国际收支不平衡的矛盾和问题依然存在。国际上，全球通胀压力加大，经济增长有所放缓，世界经济环境变化不确定不稳定因素增多。
调控目标：	要把保持经济平稳较快发展，控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务， 把抑制通货膨胀放在突出位置。
货币政策展望：	保持货币政策的连续性和稳定性，增强金融宏观调控的预见性、针对性、灵活性，综合运用多种货币政策工具，为经济平稳较快发展创造良好的货币环境。调整和优化信贷结构，坚持有保有压， 加大对“三农”、灾后重建、带动就业多且特别困难行业的金融支持力度， 增加对小企业的资金支持。
2008年第一季度例会	
经济走势：	固定资产投资反弹的压力较大，货币信贷投放仍然偏多，流动性过剩矛盾尚未缓解，价格上涨的压力明显。国际上，美国次级抵押贷款危机进一步加剧，全球经济环境变化不确定因素和风险增加。
调控目标：	防止价格总水平过快上涨是今年金融宏观调控的中心工作， 应从增加供给和稳定预期等方面综合采取措施。
货币政策展望：	贯彻执行中央经济工作会议提出的从紧货币政策取向。同时，根据国内外经济金融形势的变化，正确把握金融宏观调控的节奏、重点和力度。 综合运用多种货币政策工具，控制货币信贷过快增长。……有保有压，加大对“三农”、就业、助学、中小企业、消费等经济社会发展薄弱环节的信贷支持。

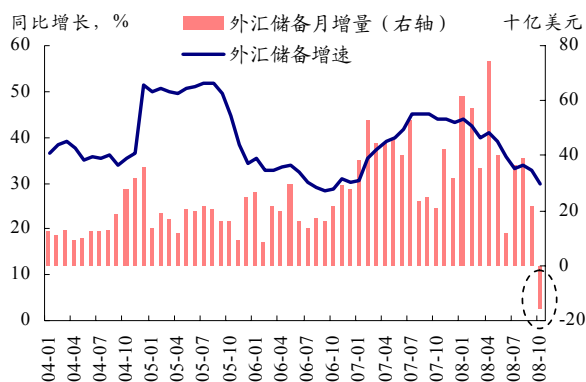
资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

表 5: 利率和存款准备金率调整表

项目 (%)	调整前利率	调整后利率	调整幅度
一、城乡居民和单位存款			
(一) 活期存款	0.36	0.36	0.00
(二) 整存整取定期存款			
三个月	1.98	1.71	-0.27
半年	2.25	1.98	-0.27
一年	2.52	2.25	-0.27
二年	3.06	2.79	-0.27
三年	3.60	3.33	-0.27
五年	3.87	3.60	-0.27
二、各项贷款			
六个月	5.04	4.86	-0.18
一年	5.58	5.31	-0.27
一至三年	5.67	5.40	-0.27
三至五年	5.94	5.76	-0.18
五年以上	6.12	5.94	-0.18
三、个人住房公积金贷款			
五年以下(含五年)	3.51	3.33	-0.18
五年以上	4.05	3.87	-0.18
四、法定存款准备金率 (%)			
大型银行	16	15.5	-0.5
中小型银行	14	13.5	-0.5

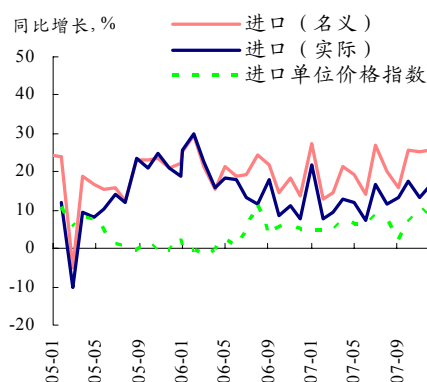
资料来源: 中国人民银行、中金公司研究部

图 17: 10 月份外汇储备出现 5 年来首次下降



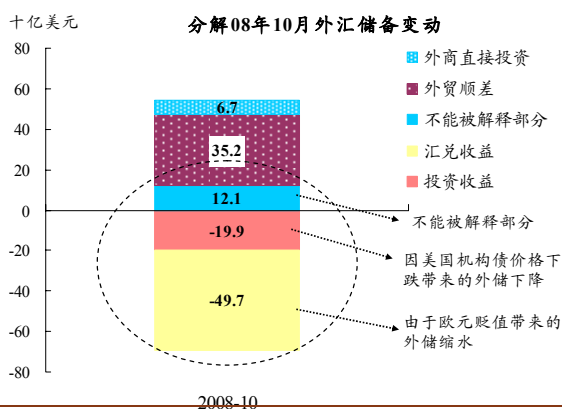
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 19: 进口价格大幅下降, 实际与名义进口增速双双放缓



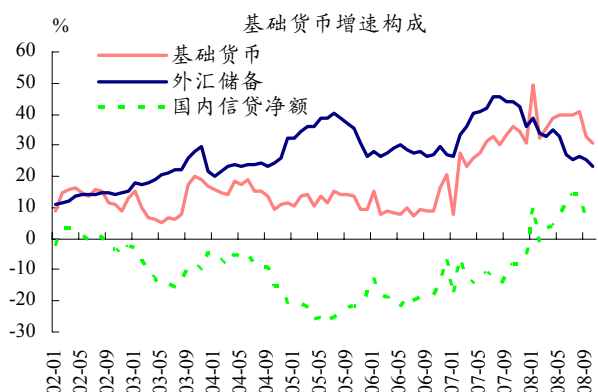
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 18: 汇兑损失和投资收益是 10 月外汇储备下降的主要原因



资料来源: CEIC, 中国人民银行, 中金公司研究部

图 20: 中国基础货币的增长主要依靠外汇储备增长



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

近期经济数据

◆ 11月工业企业利润---企业利润“硬着陆”

中金点评：

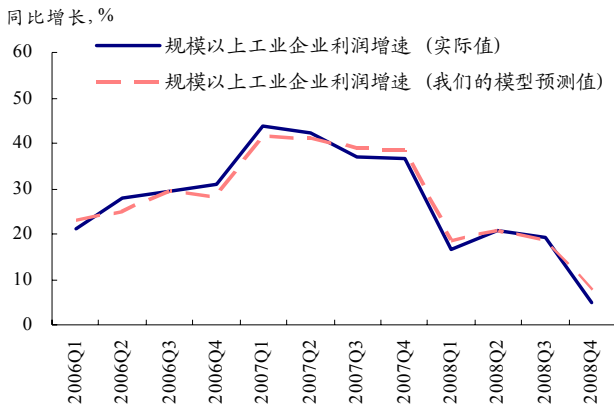
9-11月份工业企业利润同比大幅下降26.4%，低于预期，企业利润硬着陆。国家统计局于12月26日公布，1-11月份全国规模以上工业企业实现利润24066亿元，同比增长4.9%，较前8个月的19.4%大幅放缓14.5个百分点，低于我们预期的7.6%（图21）。其中9-11月单季企业利润同比负增长达26.4%（我们预期负增长15%），出现硬着陆，主要源于经济快速恶化，产能过剩使得工业生产大幅放缓，同时工业品价格PPI急转直下。这完全印证了我们此前对于工业生产大幅跳水使得企业利润硬着陆的判断（参见我们11月13日的报告《工业生产跳水》）。主营业务收入大幅放缓，利润率萎缩：9-11月企业主营业务收入同比增速也大幅放缓至12.3%（1-8月29.2%，图22），企业税前净利润率也从去年同期的6.5%收缩至5.5%（图23）。

分行业来看，所有行业利润增速全线下跌。其中，受国际大宗商品价格泡沫破裂影响，1-11月煤炭采选业、石油和天然气开采业等上游行业利润增速分别大幅放缓至133.7%和37.2%（1-8月分别为150.8%和55.1%）；受产能过剩、消化高价库存的影响，1-11月有色金属、钢铁行业利润增速下跌至-34.1%和-13.7%（1-8月分别为40.3%和31.5%）；受需求恶化的影响，化学纤维、专用设备制造、交通运输设备、电子及通信设备等中下游制造业1-11月份利润增速大幅下降至-74.9%，9.4%，15.7%和1.1%（1-8月分别为-46.2%，21.2%，37.7%和17.8%）。受低迷的房地产市场影响，1-11月建材行业利润增速下跌至27.7%（1-8月为40.3%）。此外，1-11月电力行业利润增速进一步探底至-84.1%（1-8月为-81.6%），石油加工及炼焦业亏损进一步扩大至1260亿元（1-8月亏损961亿）。

分企业类型来看，国有及国有控股企业和外商投资企业表现较差。1-11月国有及国有控股企业利润增速下跌至-14.5%（1-8月份0.7%），外商投资企业利润增速下滑至-3.1%（1-8月份14.3%），而私营企业利润增长由1-8月的48.6%放缓至36.6%，表现相对稳健，反映了上游行业产能过剩和出口制造业放缓的影响对于国企和外企更为直接。此外，国企利润占总利润的比重不断下降，而私企占比则有所上升（图24）。

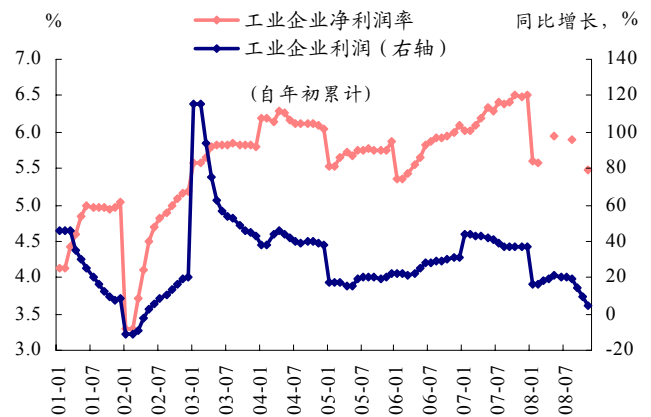
前瞻的看，伴随经济持续恶化和通缩的出现，企业利润将继续受到沉重打击。近期各主要宏观经济领先指标（发电量、商品房销售面积、汽车销售量、港口货运量、OECD领先指标以及财政收入等）严重恶化，均创下历史新低（表6）；以及大宗商品价格下跌、国内产能过剩和失业压力使09年可能出现通缩，沉重打击企业利润前景。

图 21: 工业企业利润增速低于预期, 出现硬着陆



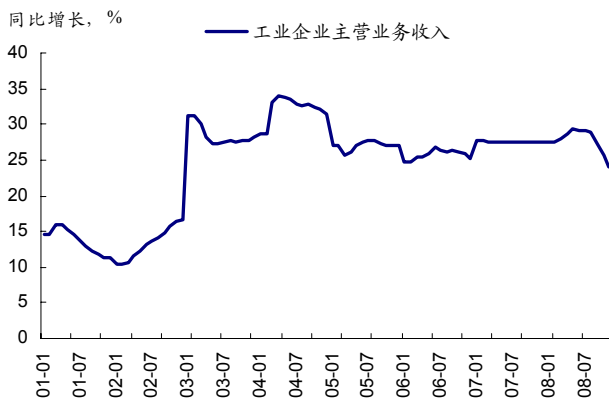
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 23: 企业利润率进一步缩窄



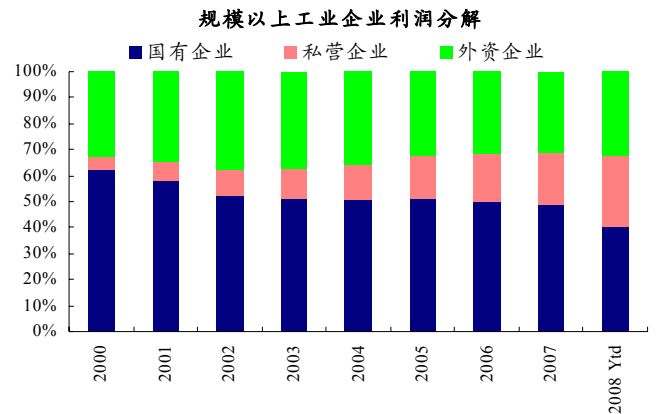
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 22: 工业企业主营业务收入大幅放缓



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 24: 国企占工业企业利润下降, 私企占比上升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 6: 各主要领先指标都显示, 4 季度经济增长可能创近 14 年来最低

同比增速 %	商品房销售面积	汽车销售量	水泥产量	发电量	OECD 领先指标	铁路货运量	港口货运量	财政收入	GDP
1998Q2	57.7	N.A.	-3.9	0.4	1.8	N.A.	4.5	9.1	6.8
1999Q4	36.8	16.9	-0.8	5.2	7.1	-1.7	16.7	6.5	6.8
2001Q4	12.4	2.8	13.4	8.7	-2.3	9.1	13.7	17.8	6.6
2008Q4	-32.0	-5.8	1.1	-6.3	-4.2	2.9	3.1	-1.7	?

注1: 高亮数据为本次比历史上三个时期都要差

注2: 08年4季度采取08年10月/11月平均, 尚未公布11月数据的指标则只用10月份

资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 7: 中国央行 2008 年至今货币政策一览

2008年1月16日	中国人民银行决定从2008年1月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。调整后的存款类金融机构法定存款准备金率达到15%的水平
2008年3月18日	中国人民银行决定从2008年3月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。调整后的存款类金融机构法定存款准备金率达到15.5%的水平
2008年4月16日	中国人民银行决定从2008年4月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。调整后的存款类金融机构法定存款准备金率达到16%的水平
2008年5月12日	中国人民银行决定从2008年5月20日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。调整后的存款类金融机构法定存款准备金率达到16.5%的水平
2008年6月7日	中国人民银行决定上调存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，于2008年6月15日和25日分别按0.5个百分点缴款。地震重灾区法人金融机构暂不上调。调整后的存款类金融机构法定存款准备金率达到17.5%的水平
2008年9月16日	中国人民银行决定下调贷款基准利率和存款准备金率：从2008年9月16日起，下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点，其他期限档次贷款基准利率按照短期多调、长期少调的原则作相应调整；存款基准利率保持不变。从2008年9月25日起，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调1个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调2个百分点。
2008年10月8日	中国人民银行决定从2008年10月15日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点；从2008年10月9日起下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。
2008年10月29日	中国人民银行决定，从2008年10月30日起下调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存款基准利率由现行的3.87%下调至3.60%，下调0.27个百分点；一年期贷款基准利率由现行的6.93%下调至6.66%，下调0.27个百分点；其他各档次存、贷款基准利率相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008年11月26日	中国人民银行决定从2008年11月27日起，下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，下调中央银行再贷款、再贴现等利率。从2008年12月5日起，下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率2个百分点。
2008年12月22日	中国人民银行决定，从2008年12月23日起，下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，下调中央银行再贷款、再贴现利率。从2008年12月25日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

表 8: 限额以上零售商品细项

累计同比增长, %	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-10	2008-11	占比, %
限额以上零售商品	24.8	21.6	38.1	25.7	26.3	28.6	28.0	27.5	26.5	13.9	100.0
食品饮料烟酒	20.3	18.4	24.1	16.8	26.0	25.5	25.0	23.3	22.2	10.8	14.7
粮油	N.A	N.A	N.A	22.3	38.4	37.8	33.0	28.5	26.4	24.3	2.2
肉禽蛋	15.2	21.3	18.1	12.2	40.9	31.3	28.9	25.6	24.2	23.2	2.0
服装鞋帽针织品	13.6	19.2	26.6	21.0	25.6	24.3	25.1	25.9	25.0	25.1	10.6
化妆品	18.0	26.2	26.0	17.5	26.3	22.3	21.1	23.6	22.5	21.9	1.7
金银珠宝	11.4	28.9	20.9	28.6	41.7	47.7	44.0	43.0	41.6	40.6	1.9
日用品	13.9	11.5	19.1	19.0	26.7	19.5	19.2	19.3	18.5	17.8	3.7
五金器件电力材料	8.9	17.0	24.3	21.7	26.0	-13.8	-7.4	-4.2	-5.0	-14.2	0.4
体育、娱乐用品	26.2	15.5	30.7	18.3	25.2	21.0	20.8	18.0	16.2	16.0	0.6
书报杂志	13.9	10.0	14.7	11.9	9.1	-2.6	0.7	1.7	1.5	-9.9	1.3
电子出版物及录像产品	18.1	3.9	54.2	13.0	22.8	-5.2	0.0	7.7	10.4	0.8	0.2
家用电器和音像器材	18.3	15.0	21.9	21.7	23.4	22.5	18.3	19.6	17.2	16.3	8.2
中、西药品	10.2	5.4	18.0	8.5	25.1	14.2	15.2	14.5	14.6	3.4	5.1
文化办公用品	17.3	24.0	63.8	24.8	22.6	29.1	26.2	22.1	21.5	20.6	2.0
家具	28.4	23.4	23.3	35.6	43.1	33.3	33.2	28.5	26.6	25.3	0.8
通讯器材	68.8	43.5	47.2	27.2	9.4	3.7	3.5	4.3	3.0	2.3	1.9
煤及相关产品	18.5	-12.1	134.3	25.6	64.9	65.9	61.5	70.0	72.1	54.2	0.3
木及木制品	50.0	44.4	49.8	-25.3	71.9	-17.9	-4.8	9.6	14.8	6.1	0.1
石油及制品类	38.4	47.3	62.1	46.1	20.5	42.7	44.5	46.5	45.7	43.1	21.0
化学原料类	26.1	6.1	108.0	10.7	27.6	14.0	19.3	17.7	16.2	4.9	0.2
金属材料类	21.0	31.7	176.7	-4.5	10.8	34.3	30.2	30.8	32.0	18.1	0.4
建筑及装潢材料类	31.6	28.0	22.8	26.7	43.6	-3.3	-2.0	-5.8	-7.0	-9.9	0.7
机械、电力机械产品类	61.9	24.0	-91.8	11.9	25.7	10.8	8.1	13.6	12.5	1.8	0.8
汽车类	67.7	25.8	69.6	32.7	37.1	37.1	33.4	29.1	28.1	26.1	21.4
其它	9.9	18.5	45.5	10.4	28.0	44.6	42.0	41.3	39.4	25.4	2.1

资料来源：CEIC、中金公司研究部

表9：进出口细项

累计同比增长, %	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-10	2008-11	占比, %
初级产品	22.3	16.5	21.0	8.0	16.1	20.1	28.7	34.1	33.0	29.2	5.5
食物及活动物	19.9	7.6	19.3	14.4	19.5	4.5	7.7	10.6	10.6	8.5	2.3
饮料及烟类	3.4	19.1	-2.9	1.3	17.0	20.0	16.0	16.2	14.0	10.4	0.1
非食用原料(燃料除外)	14.3	16.1	28.2	5.0	15.7	27.3	25.5	30.1	30.3	27.5	0.8
矿物燃料、润滑油及有关原料	32.9	30.3	21.7	1.0	11.9	44.8	64.6	72.4	68.5	62.2	2.2
动植物油、脂及蜡	17.9	28.5	80.9	39.4	-18.8	54.8	100.7	108.0	105.8	101.6	0.0
工业制成品	35.8	37.0	29.0	28.5	26.2	21.4	21.5	21.7	21.4	18.9	94.5
化学成品及有关产品	27.8	34.5	35.7	24.5	35.6	45.4	46.7	44.0	42.2	36.7	6.1
原料类的制成品	30.3	45.8	28.3	35.4	25.8	13.5	13.4	22.2	23.2	21.0	18.1
机械及运输设备	47.9	42.9	31.3	29.5	26.5	22.1	25.3	23.8	22.9	19.6	48.0
杂项消费品	24.7	24.0	24.1	22.6	24.7	21.4	15.6	13.3	13.4	12.6	22.2
未分类的商品	47.2	16.2	44.9	49.5	-9.4	-24.7	-30.6	-29.0	-27.4	-25.0	0.1

资料来源：CEIC、中金公司研究部

表10：进出口细项

累计同比增长, %	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-10	2008-11	占比, %
原料类的制成品	30.3	45.8	28.3	35.4	25.8	13.5	13.4	22.2	23.2	21.0	18.1
皮革、皮革制品及已鞣皮毛	19.6	31.3	9.1	16.0	-20.9	-36.2	-43.9	-40.8	-39.6	-40.1	0.1
橡胶制品	28.0	49.9	46.4	36.5	37.4	21.8	19.1	20.4	20.2	17.0	0.8
软木及木制品(家具除外)	21.8	51.7	24.7	35.6	15.5	-2.7	-4.2	-2.4	-2.4	-4.0	0.6
纸及纸板; 纸浆及纸板制品	34.7	22.8	38.7	37.4	30.9	22.1	14.3	10.8	10.7	9.3	0.5
纺纱、织物、制成品及有关产品	30.8	24.3	22.7	18.5	15.0	28.0	25.7	21.4	20.6	18.2	4.8
非金属矿物制品	25.2	33.8	32.8	27.4	15.2	21.6	17.6	19.8	20.4	20.1	1.7
钢铁	44.5	188.6	39.0	68.7	58.3	3.6	8.7	40.8	43.9	41.4	4.3
有色金属	42.5	69.9	18.2	66.5	5.4	6.3	6.0	10.4	10.4	5.3	1.6
金属制品	27.0	39.2	30.9	29.9	29.3	11.0	11.8	17.8	19.5	18.7	3.8
机械及运输设备	47.9	42.9	31.3	29.5	26.5	22.1	25.3	23.8	22.9	19.6	48.0
动力机械及设备	17.3	36.4	31.4	36.5	41.0	48.5	56.2	52.1	52.9	47.8	1.5
特种工业专业机械	40.1	39.6	41.2	48.5	45.0	57.6	54.0	49.3	48.0	43.6	1.7
金工机械	33.8	43.0	47.3	42.3	38.4	55.0	57.6	54.7	54.6	51.8	0.4
通用工业机械设备及零件	44.1	46.6	29.9	30.7	39.3	33.4	32.9	32.6	33.4	31.6	4.7
办公用机械及自动数据处理设备	72.4	39.5	27.0	21.5	9.4	8.2	12.9	13.8	13.5	11.1	11.2
电信及声音的录制及重放装置设备	40.5	52.1	38.5	30.3	33.4	16.9	20.0	17.5	16.0	11.7	12.6
电力机械、器具及其电气零件	32.9	40.5	26.8	34.6	26.0	25.9	28.4	26.5	25.5	22.2	10.8
陆路车辆(包括气垫式)	51.5	43.0	33.0	26.5	43.9	34.4	34.1	30.0	28.7	23.8	3.6
其他运输工具	43.1	11.2	48.1	67.8	43.4	59.0	54.9	54.5	54.0	56.1	1.5
杂项消费品	24.7	24.0	24.1	22.6	24.7	21.4	15.6	13.3	13.4	12.6	22.2
活动房屋; 卫生、水道、供热及照明	28.2	23.2	24.8	25.6	28.2	18.2	18.0	20.7	22.0	23.1	0.8
家具及其零件; 褥垫及类似填充制品	35.2	39.6	31.4	26.0	29.0	28.4	25.7	20.2	19.4	18.3	2.3
旅行用品、手提包及类似品	15.9	23.4	17.1	18.9	24.4	22.4	26.4	26.0	26.5	27.0	1.0
服装及衣着附件	26.1	18.8	19.9	28.6	20.9	14.7	3.4	1.7	2.8	3.1	7.5
鞋靴	16.8	17.4	25.3	14.5	16.0	11.2	12.5	15.1	16.3	16.2	2.0
专业、科学及控制用仪器和装置	83.7	78.3	52.9	23.1	44.7	47.9	42.7	33.0	28.9	22.8	2.7
摄影器材、光学物品及配置	21.8	18.2	8.4	5.8	20.0	25.2	22.5	19.9	19.0	16.5	0.7
杂项制品	17.1	21.4	23.4	17.5	25.7	20.9	18.0	17.5	17.4	16.6	5.2

资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 11: 中国规模以上工业企业利润增速

	2004	2005	2006	2007-02	2007-05	2007-08	2007-11	2008-02	2008-05	2008-08	2008-11	2008年1-11月份各 行业利润占总利润 比重
	自年初累计同比增长, %											
全部工业	38.1	22.6	31.0	43.8	42.1	37.0	36.7	16.5	20.9	19.4	4.9	100%
煤炭采选业	122.8	79.7	22.8	51.0	43.1	41.2	47.8	92.0	110.1	150.8	133.7	8.3%
石油和天然气开采业	43.6	65.2	23.8	-19.1	-18.3	-16.4	-4.5	60.7	54.3	55.1	37.2	19.0%
黑色金属矿采选业	255.1	61.2	17.7	108.9	80.3	77.0	92.6	202.6	213.8	192.8	107.6	2.3%
有色金属矿采选业	116.1	79.2	80.0	85.9	65.6	44.9	36.6	-0.4	-5.8	-7.3	-16.0	1.5%
非金属矿采选业	43.5	73.6	26.3	23.4	34.0	35.9	39.7	44.6	47.2	59.3	46.9	0.5%
农副食品加工业	41.2	62.5	37.5	28.8	34.9	44.8	52.7	67.2	60.7	43.0	19.5	3.3%
食品制造业	21.1	54.8	30.9	26.0	33.3	36.1	32.9	40.5	44.1	42.9	25.2	1.6%
饮料制造业	16.1	27.6	34.4	38.5	43.7	45.7	43.7	24.2	35.0	25.4	21.5	1.9%
烟草加工业	36.4	12.5	11.7	34.1	31.3	36.9	35.0	30.2	28.1	20.7	16.0	2.9%
纺织业	14.9	50.9	26.8	34.5	33.1	30.2	33.1	23.6	16.7	13.7	9.1	2.8%
服装及其他纤维制品制造业	18.3	30.0	30.7	25.4	27.9	29.5	26.6	17.8	14.3	11.0	14.3	1.3%
皮革毛皮羽绒及其制品业	26.1	34.9	25.7	25.8	33.4	36.6	33.1	26.9	13.2	18.4	21.5	1.0%
木材加工及其制品业	52.9	51.3	35.9	96.1	74.6	73.7	63.1	40.2	29.3	28.5	31.7	0.8%
家具制造业	44.4	51.2	32.0	17.7	28.3	15.3	19.2	3.6	9.1	17.5	15.6	0.4%
造纸及纸制品业	23.4	36.2	31.6	43.3	38.5	36.2	38.2	35.1	45.4	33.3	13.1	1.5%
印刷业和记录媒介的复制	12.9	6.5	29.4	31.4	33.6	32.6	29.3	30.5	15.9	17.4	17.0	0.6%
文教体育用品制造业	33.2	10.2	21.9	3.8	8.4	12.5	6.8	17.9	-9.1	-3.5	1.1	0.2%
石油加工及炼焦业	123.6	-156	-115	423	256	183	154	-239	-226	-406	-649	-5.2%
化学原料及制品制造业	86.4	15.1	14.2	78.4	69.4	48.6	52.7	13.1	25.6	31.8	0.7	6.3%
医药制造业	9.1	20.2	10.5	29.6	36.6	49.0	51.0	51.2	41.4	38.9	29.3	2.7%
化学纤维制造业	20.1	-23.0	36.5	169.5	220.0	107.0	118.0	-5.5	-27.3	-46.2	-74.9	0.1%
橡胶制品业	23.9	44.0	7.2	63.5	57.4	57.9	63.4	16.3	7.8	0.6	-8.0	0.6%
塑料制品业	12.2	45.6	28.2	17.3	31.0	32.8	31.5	36.4	18.4	14.5	10.9	1.4%
非金属矿物制品业	37.6	4.0	44.9	122.8	70.1	65.8	66.4	56.7	52.5	40.4	27.8	4.4%
黑色金属冶炼及压延加工业	74.9	-0.1	29.9	365.6	120.0	57.9	48.3	12.1	25.9	31.2	-14.8	6.1%
有色金属冶炼及压延加工业	91.0	51.2	104.3	34.9	29.8	27.0	27.5	-2.1	8.0	-3.1	-32.3	2.7%
金属制品业	50.4	23.8	26.1	47.4	38.3	25.4	25.8	32.8	29.3	33.2	23.9	2.1%
普通机械制造业	45.6	40.1	37.7	35.0	32.6	36.6	38.1	46.2	34.4	28.5	21.3	5.0%
专用设备制造业	29.5	42.4	48.0	89.4	65.3	68.1	67.6	40.3	28.4	21.2	10.6	3.0%
交通运输设备制造业	-0.1	-14.9	49.7	71.7	60.0	69.0	72.2	42.7	48.9	37.7	19.0	7.1%
电气机械及器材制造业	29.9	27.4	30.8	47.7	39.7	41.5	43.1	49.5	42.9	32.0	23.8	5.2%
电子及通信设备制造业	38.8	6.2	23.2	-15.0	4.6	26.0	21.1	44.4	38.5	17.8	5.6	5.1%
仪器仪表文化办公用机械	23.9	54.4	31.4	40.7	49.0	38.0	37.7	18.9	16.8	10.8	10.1	1.1%
电力、热力的生产和供应业	6.9	45.4	39.8	61.7	60.6	45.4	38.5	-60.9	-75.8	-82.4	-84.1	1.0%
工艺品及其他制造业	22.2	52.5	31.2	26.9	37.2	32.5	34.7	53.9	39.0	29.7	19.5	0.7%
废弃资源和废旧材料回收加工业	67.6	404.2	98.8	5.6	59.3	59.5	57.9	231.6	109.0	87.4	25.4	0.1%
燃气生产和供应业	46.8	85.0	78.4	819.4	525.8	561.3	229.9	188.6	90.0	79.8	61.9	0.4%
水的生产和供应业	122.3	-106	7042	68	118	109	23	-103.3	-376.4	-70.8	-65.3	0.0%

注：空缺行业为统计局尚未公布数据

资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

表 12：分行业工业企业增加值

同比增长, %	2007	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	电力消耗量占比 %
规模以上工业企业增加值	18.5	15.4	17.8	15.7	16.0	16.0	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	100.0
煤炭采选业	18.1	18.0	16.1	20.8	22.6	25.9	23.5	23.5	22.3	14.9	6.1	1.9
石油和天然气开采业	3.9	13.7	4.8	3.5	5.3	7.4	7.1	6.8	5.1	9.7	7.0	1.0
黑色金属矿采选业	29.2	38.7	35.8	35.7	29.0	26.9	17.3	14.7	17.7	5.7	8.3	0.9
有色金属矿采选业	23.1	12.9	19.0	13.9	16.1	20.0	14.9	20.1	20.0	10.4	10.4	0.6
非金属矿采选业	25.2	29.7	24.9	22.5	21.3	18.2	15.7	20.8	20.5	19.0	12.6	0.4
其他采矿业	47.8	47.9	56.6	31.7	-1.3	25.0	27.5	41.3	23.3	38.0	34.9	0.1
农副食品加工业	16.9	15.0	17.3	16.6	16.0	16.5	17.6	17.8	13.7	16.4	11.7	1.0
食品制造业	20.0	16.3	23.7	17.2	19.2	15.3	15.6	19.3	14.1	11.5	9.7	0.5
饮料制造业	21.8	15.7	23.1	14.8	14.1	16.3	18.4	19.6	11.4	14.3	14.3	0.3
烟草加工业	15.7	0.6	8.8	-2.5	21.1	19.0	10.7	10.6	7.3	16.5	30.0	0.1
纺织业	16.2	11.8	14.9	12.2	12.1	12.4	10.0	8.9	10.2	7.8	6.2	3.5
服装及其他纤维制品制造	16.8	12.8	13.3	14.2	11.4	11.8	10.1	9.4	15.1	10.3	11.9	0.4
皮革毛皮羽绒及其制品业	17.5	14.8	18.9	13.1	11.5	16.7	13.0	10.9	14.1	10.9	9.1	0.2
木材加工及其制品业	28.8	30.4	28.8	25.4	23.5	26.9	21.8	20.1	18.3	19.6	15.3	0.5
家具制造业	20.9	14.3	17.4	9.3	10.0	15.1	8.5	11.6	14.3	12.3	12.4	0.1
造纸及纸制品业	17.6	16.8	23.1	17.9	17.6	13.8	12.2	10.8	11.9	8.1	2.1	1.4
印刷业和记录媒介的复制	18.4	14.6	14.2	14.1	12.6	10.9	15.0	15.1	12.5	8.3	10.3	0.2
文教体育用品制造业	17.2	13.1	10.2	9.1	8.0	12.5	6.4	6.3	20.0	14.1	13.7	0.1
石油加工及炼焦业	13.4	15.3	14.5	9.3	9.6	15.5	10.0	9.9	-2.2	-4.3	-8.3	1.3
化学原料及制品制造业	21.0	13.9	15.6	15.0	11.9	14.1	15.5	8.9	6.3	2.7	-3.3	8.7
医药制造业	18.3	14.5	21.2	20.2	19.6	17.3	21.2	15.7	14.6	13.6	16.2	0.5
化学纤维制造业	18.1	9.9	12.4	9.8	2.6	3.1	1.1	-10.4	-0.4	-8.4	-5.3	0.9
橡胶制品业	19.6	17.3	20.1	15.3	15.8	10.0	12.6	13.5	11.7	10.4	0.7	0.8
塑料制品业	18.6	14.5	17.6	13.0	14.4	14.5	13.9	13.0	11.5	11.1	9.7	1.2
非金属矿物制品业	24.7	19.8	27.2	21.5	18.7	18.1	15.5	13.9	15.6	13.8	11.6	5.8
黑色金属冶炼及压延加工业	21.4	14.3	15.8	14.5	12.8	15.1	13.9	8.1	4.2	-5.6	-6.3	11.4
有色金属冶炼及压延加工业	17.8	9.1	15.0	14.2	15.6	16.7	18.8	14.0	13.7	3.2	0.5	7.5
金属制品业	23.7	20.6	18.5	15.7	17.7	17.2	14.6	15.7	16.8	8.3	8.3	2.1
普通机械制造业	24.2	22.9	21.8	21.4	21.7	20.6	18.4	15.0	16.2	11.9	8.0	1.4
专用设备制造业	21.6	20.2	25.8	20.6	21.8	21.3	20.4	21.4	22.3	17.8	19.4	0.7
交通运输设备制造业	26.2	20.5	22.7	22.5	22.9	20.5	15.8	11.9	13.2	10.9	3.6	1.3
电气机械及器材制造业	21.5	20.5	22.9	21.3	20.8	19.8	17.2	17.9	16.0	13.9	12.5	1.1
电子及通信设备制造业	18.0	13.2	16.5	19.0	19.5	15.4	16.5	15.7	9.3	6.9	-0.2	1.5
仪器仪表文化办公用机械	19.5	18.2	20.5	13.4	18.9	15.4	11.0	10.9	9.2	11.2	1.9	0.2
工艺品及其他制造业	15.1	9.2	14.4	10.7	8.7	8.8	7.9	8.8	10.5	7.8	4.5	0.9
废弃资源和废旧材料回收加工业	41.4	54.8	32.0	21.0	30.8	23.8	43.6	16.8	5.2	12.8	33.4	-
电力、热力的生产和供应业	13.8	11.8	16.0	12.3	11.8	9.1	10.6	8.2	8.1	3.4	-1.1	14.3
燃气生产和供应业	20.8	29.1	37.2	33.0	38.4	27.9	32.7	32.8	20.1	18.5	5.6	0.1
水的生产和供应业	6.4	7.2	10.1	6.0	1.3	5.3	3.7	4.2	2.6	0.7	5.1	0.7

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 13: 分行业固定资产投资

自年初累计投资同比增长, %	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-10	2008-11	占固定资产投资比重
城镇固定资产投资	27.6	27.2	24.5	25.8	25.6	26.8	27.6	27.2	26.8	100.0%
第一产业	20.3	27.5	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	61.8	57.4	2.0%
农林牧渔业	20.3	27.5	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	61.8	57.4	2.0%
第二产业	38.3	38.4	25.9	29.0	25.9	26.6	30.2	30.0	29.5	45.0%
采矿业	38.1	50.7	28.9	26.9	31.6	32.6	41.6	40.3	37.9	5.0%
煤炭采选业	60.8	65.6	27.2	23.7	41.7	42.0	41.6	41.0	34.8	2.0%
石油和天然气开采业	17.9	29.7	23.8	22.4	14.8	19.8	39.4	34.4	34.8	2.0%
制造业	36.3	38.6	29.4	34.8	31.9	31.4	33.4	32.8	32.2	32.0%
农副食品加工业	38.7	62.9	31.6	37.6	16.0	17.4	24.8	26.5	26.1	1.0%
纺织业	24.1	38	21.1	20.9	9.2	6.3	3.5	3.2	1.4	1.0%
纺织服装、鞋、帽制造业	31.1	47.3	42.7	36.0	26.9	24.7	19.9	20.6	21.5	1.0%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	55	58.2	45.7	57.1	33.0	30.7	30.0	27.3	29.2	1.0%
家具制造业	43	80.1	44.8	43.1	64.4	33.7	37.2	31.9	34.3	0.0%
造纸及纸制品业	34.1	31.6	18.4	26.5	24.0	28.9	30.5	25.4	26.6	1.0%
印刷业和记录媒介的复制	33.1	35.2	32.5	22.1	24.0	25.2	20.4	20.1	23.2	0.0%
文教体育用品制造业	29.7	60.1	36	43.5	27.3	8.1	10.8	10.8	12.1	0.0%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	98.8	25.8	17.9	50.3	75.1	57.8	50.5	46.7	43.0	1.0%
化学原料及化学制品制造业	41.4	33.7	19.9	38.1	33.1	34.5	40.8	39.4	37.8	3.0%
医药制造业	17.9	16.6	8	10.2	16.5	25.1	27.1	27.4	26.0	1.0%
塑料制品业	29.1	42.1	48.2	28.3	17.6	19.5	20.1	20.5	21.0	1.0%
非金属矿物制品业	43.6	26.6	33	50.8	49.2	46.8	48.3	48.4	46.8	3.0%
黑色金属冶炼及压延加工业	26.9	27.5	-2.5	12.2	22.4	23.0	29.2	26.4	27.1	2.0%
有色金属冶炼及压延加工业	23.4	32.4	27.9	34.9	37.2	42.8	50.5	45.5	44.1	1.0%
金属制品业	58.2	77.3	50.7	46.2	44.5	40.2	38.4	40.6	38.9	2.0%
通用设备制造业	52.9	81.6	52.9	49.4	40.3	35.7	36.6	37.0	36.0	2.0%
专用设备制造业	34.7	68.9	39.8	55.7	49.3	45.4	41.1	38.5	34.3	2.0%
交通运输设备制造业	43.2	51.1	25.2	38.5	48.0	45.6	43.6	44.5	44.0	3.0%
电气机械及器材制造业	64.2	44.9	45.6	44.9	45.0	44.5	45.2	47.0	47.8	2.0%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	32.7	18.2	38.7	24.3	8.5	11.7	16.7	17.9	18.5	2.0%
电力、燃气及水的生产和供应业	43.5	31.1	12.5	9.8	6.6	9.1	15.7	16.8	16.7	7.0%
建筑业	40.4	57.7	50.1	48.5	-14.1	-2.8	3.1	6.1	10.2	1.0%
第三产业	21.6	20	23.3	23.2	25.3	26.2	24.8	24.3	24.1	54.0%
交通运输、仓储和邮政业	20.2	22.3	25.7	14.4	5.3	8.1	12.1	13.7	13.7	10.0%
铁路运输业	16.5	45.7	60.9	20.2	21.2	20.4	35.2	39.8	41.1	2.0%
道路运输业	22.3	16.4	12.5	6.5	3.1	2.1	3.3	3.6	3.9	5.0%
信息传输、计算机服务和软件业	-2.5	-5.8	14.4	1.3	2.4	5.3	6.7	11.2	11.5	1.0%
批发和零售业	39.7	31.6	23	28.9	30.3	21.3	25.6	25.1	26.8	2.0%
房地产业	29.1	20.5	25.4	32.2	34.7	35.1	29.2	27.2	25.4	24.0%
房地产开发	28	19.8	21.8	30.2	32.3	33.5	26.5	24.6	22.7	20.8%
科学研究、技术服务和地质勘查业	18.6	27.8	9.5	16.7	28.6	28.6	26.6	22.8	36.2	0.0%
水利、环境和公共设施管理业	14.4	22.3	22.2	22.3	27.0	35.4	33.1	33.6	33.3	8.0%
教育	21.8	8.4	7.5	3.9	15.4	11.2	6.3	6.6	7.5	0.0%
居民服务和其他服务业	65.8	28.8	34.5	28.8	33.5	21.3	33.5	32.6	37.2	2.0%
卫生、社会保障和社会福利业	22.6	29.8	17	13.4	26.2	28.2	29.4	28.7	31.6	1.0%
文化、体育和娱乐业	11.2	28.4	23.9	31.0	22.5	22.9	26.3	28.0	29.6	1.0%

资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 14：中国月度经济数据一览

		2006	2007	2008-03	2008-04	2008-05	2008-06	2008-07	2008-08	2008-09	2008-10	2008-11
工业生产												
工业增加值	人民币, 十亿											
	同比增长, %	16.4	18.0	17.8	15.7	16.0	16.0	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4
重工业	人民币, 十亿											
	同比增长, %	18.2	18.5	17.3	17.2	17.0	17.1	15.7	13.2	11.5	7.3	3.4
轻工业	人民币, 十亿											
	同比增长, %	13.8	15.1	14.7	12.1	13.5	13.3	12.2	11.7	11.2	10.3	10.1
消费												
社会消费品零售总额	人民币, 十亿	7641	8921	812	814	870	864	863	877	945	1008	979
	同比增长, %	13.7	16.7	21.5	22.0	21.6	23.5	23.3	23.2	23.2	22.0	20.8
其中: 城镇	人民币, 十亿	5154	6041	554	556	595	594	591	602	642	683	653
固定资产投资, 自年初累计												
城镇固定资产投资	人民币, 十亿	9347	11741	1832	2841	4026	5844	7216	8492	9987	11319	12761
	累计同比增长, %	24.5	25.8	25.8	25.7	25.6	26.8	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8
房地产投资	人民币, 十亿	2145	2854	528	781	1075	1505	1815	2107	2441	2747	3064
	累计同比增长, %	25.4	32.2	34.7	33.9	34.0	35.1	32.7	30.5	29.2	27.2	25.4
外商直接投资, 自年初累计												
实际利用金额	美元, 十亿	69.5	82.7	27.4	35.0	42.8	52.4	60.7	67.7	74.4	81.1	86.4
	累计同比增长, %	-4.1	13.8	61.3	59.3	55.0	45.6	44.5	41.6	39.9	35.1	26.3
外贸												
出口	美元, 十亿	969.3	1218.3	108.9	118.7	120.5	121.5	136.7	134.9	136.4	128.3	115.0
	同比增长, %	27.2	25.7	30.6	21.8	28.1	17.7	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2
进口	美元, 十亿	791.8	956.3	95.6	102.0	100.3	100.2	111.4	106.2	107.1	93.1	74.9
	同比增长, %	19.9	20.8	24.6	26.3	40.0	31.2	33.6	22.9	21.3	15.6	-17.9
贸易盈余	美元, 十亿	177.5	262.0	13.4	16.7	20.2	21.4	25.3	28.7	29.3	35.2	40.1
通货膨胀												
居民消费价格指数	同比增长, %	1.5	4.8	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4
零售价格指数	同比增长, %	1.0	3.8	7.8	8.1	7.5	7.1	6.8	5.5	5.3	4.6	3.1
工业品出厂价格指数	同比增长, %	3.0	3.1	8.0	8.1	8.2	8.8	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0
财政												
财政收入	同比增长, %	24.4	30.4	24.7	17.0	52.6	30.7	16.5	10.1	3.1	-0.3	-3.1
财政支出	同比增长, %	19.1	22.6	32.6	26.6	37.7	17.5	40.9	17.8	11.6	16.4	16.5
货币												
M0	人民币, 十亿	2,707	3,033	3,043	3,079	3,020	3,020	3,070	3,100	3,170	3,130	3,160
	同比增长, %	12.7	12.1	11.1	10.7	12.9	12.3	12.3	10.9	9.3	10.6	9.0
M1	人民币, 十亿	12,603	15,252	15,087	15,169	15,334	15,482	15,500	15,700	15,570	15,720	15,780
	同比增长, %	17.5	21.0	18.3	19.1	17.9	14.2	14.0	11.5	9.4	8.9	6.8
M2	人民币, 十亿	34,558	40,340	42,305	42,931	43,622	44,314	44,640	44,900	45,290	45,310	45,860
	同比增长, %	16.9	16.7	16.3	16.9	18.1	17.4	16.4	16.0	15.3	15.0	14.8
金融机构存款	人民币, 十亿	33,543	38,937	41,569	42,228	43,127	43,899	44,370	45,000	46,680	45,830	47,430
	同比增长, %	16.8	16.1	17.4	17.7	19.7	18.9	19.6	19.2	18.2	21.1	19.3
金融机构贷款	人民币, 十亿	22,529	26,169	27,500	27,969	28,288	28,620	29,000	29,300	29,650	29,830	29,570
	同比增长, %	15.1	16.1	14.8	14.7	14.9	14.1	14.6	14.3	14.7	14.6	16.0
1年期定期存款利率	p.a. %	2.52	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	3.60	2.52
1年期贷款利率	p.a. %	6.12	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.20	6.66	5.58
人民币汇率 (期末值)	人民币/美元	7.81	7.30	7.01	6.99	6.94	6.86	6.83	6.84	6.85	6.84	6.83

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

发达国家经济

联系人：沈建光、周洪礼、肖红

主要经济事件

事件一

12月24日美联储批准通用汽车旗下金融服务公司（General Motors Acceptance Corporation; GMAC）转型为银行控股公司的申请；财政部随后于29日宣布向通用汽车及GMAC提供共计60亿美元的资金援助，以扩大政府对美国汽车业的救助规模；更在31日发布了针对汽车行业融资计划的指导原则。

美联储12月30日表示预计将于1月初开始实施购买住房抵押贷款担保证券(MBS)的方案。

中金点评：

我们早在12月11日的报告《美国国会对汽车巨头提供资金救助》中指出，一旦美国汽车生产商倒闭，连锁反应很大，几千家零配件商、销售商都会遭殃，失业人口势必在短期内急升。此外，消费市场和出口将进一步恶化，其它行业如银行业、服务业和工业亦难免受到另一波冲击。因此，财政部在此前宣布通过不良资产救助计划(TARP)向汽车巨头提供总计174亿美元紧急贷款后，再相继宣布向通用汽车及GMAC提供资金援助和发布了针对汽车行业融资计划的指导原则。

融资计划的指导原则将考虑申请机构对美国金融及经济体系的重要程度，评估其业务的中断是否可能严重破坏信贷市场、促使市场不确定性上升和信心下降，从而对整体经济带来实质性冲击。而财政部向通用汽车及GMAC提供资金援助将有助于GMAC扩大对汽车购买人的贷款，用以改善汽车销量急速下滑的状况。主要细节如下：

- 财政部将从GMAC购买50亿美元的高级优先股，该优先股股息率为8%；
- 根据宣布的高级优先股购买协议，GMAC必须服从美国国会批准的经济稳定方案的部分条款；
- GMAC还将向财政部发行认股权证，财政部将因此有权购买更多优先股，规模相当于财政部此次购买优先股的5%，股息率为9%；
- 财政部还将向通用汽车提供至多10亿美元的贷款，从而使通用汽车能够参与对GMAC权证的认购，以支持GAMC改组为银行控股公司。财政部可根据其意愿随时通过通用汽车行使认股权，将贷款转变为通用汽车持有的GMAC股权。

另一方面，美联储将会收购由“两房”等担保的定息机构住房抵押贷款证券，其中包括但不限于这些公司发行的30年期、20年期及15年期证券。这项旨在降低购房成本并增加房贷提供量的方案将由拟定的私人投资管理公司执行，包括贝莱德(BlackRock Inc.)、高盛国际资产管理公司(Goldman Sachs Asset Management International)、PIMCO、和Wellington Management Co. LLP。

近期经济数据

住房市场调整继续

11月份成屋销售量较10月下降8.6%，为449万套，为11年以来的低位。独栋房屋销售量下降8%；连排房屋销售量下降13%。成屋存货出清时间从上月的10.3个月上升至11.2个月（图25）。

11月份新屋销售量环比下降2.9%，为40.7万套。待售新屋库存下跌至37.4万套，按照当前的销售速度，存货出清时间从10月份的11.8个月下降至11.5个月（图26）。

10月份S&P/Case-shiller20大城市房价指数同比下跌18%（图27），为历年新高。20大城市房价连续7个月全线下跌，其中7个城市跌幅更超过20%；拉斯维加斯和凤凰城房价同比跌幅更分别高达32%和33%。整体房价已下跌至其在04年3月的水平。

中金点评：

自投行雷曼兄弟9月申请破产后，金融市场动荡加剧，30年期固定住房按揭利率从美国政府接管“两房”后的低位水平显著回升，抑制了购房需求。其后，美联储在11月末宣布斥资6000亿美元直接购买抵押贷款证券(MBS)，旨在降低购房成本并增加房贷供应量。方案公布后，住房贷款利率应声下挫。此外，美联储12月30日表示预计将于1月初开始购买MBS，尽显了有关当局积极拯救房市和防止经济进一步恶化的决心。房贷利率回落有助刺激住房需求，最近金融市场回复稳定亦是房市回暖的必要条件，如这情况能够延续，将为房市调整带来正面影响。此外，在奥巴马的竞选纲领中，不乏针对止赎问题的政策，务求解决“止赎-房价下跌”的恶性循环。

私人消费持续下滑，咨商局消费者信心指数大幅下降

11月份名义收入和个人可支配收入分别较10月下降0.2%和0.1%，名义个人消费录得环比下降0.6%（图28）。实际个人可支配收入和个人消费分别较10月上升1%和0.6%。价格方面，个人消费支出物价指数同比上涨1.4%；扣除食品和能源之后的核心个人消费支出物价指数同比增长1.9%。

12月份咨商局消费者信心指数从11月份的44.7大幅下降至38的纪录低位（图29）。当前经济条件指数大幅下降12.9个百分点至29.4，预期指数下降2.4个百分点至43.8。

中金点评：

尽管整体物价下降和节日气氛为11月份实际个人消费带来小幅反弹，但亦掩盖不了其已下滑多月的疲软态势。就业市场恶化，经济前景黯淡，加之消费者信心指数的显著下滑已意味着未来数月消费支出已缺乏显著回升的动力。奥巴马上台后的退税计划将会是短期内振兴消费的唯一寄望。此外，面对全球需求下滑，能源价格在低位徘徊，物价加速回落。美联储认为能代表物价走势的扣除食品和能源之后的个人消费支出物价指数同比增长亦已回落至美联储的可接受范围（1-2%）。前瞻地看，就业市场恶化，资产价格下滑，高度不确定的经济和金融环境将继续影响消费者的消费意愿，物价亦将继续面临下行压力。

首次申领失业救济人数有所回落

截至12月27日当周的首次申请失业救济人数下降9.4万人，至49.2万人。持续申请失业救济人数大幅上升14万人，至450.6万人，为1982年以来的高位（图30）。

中金点评：

首次申领失业救济人数四周平均值小幅下降 5700 人至 55.2 万人，处于衰退区间内。此外，更能显示整体失业情况的持续申请失业救济人数上升至 26 年高位，就业市场无疑处于极度疲软状态。近日多间大小企业的合并和倒闭将会对就业市场带来负面影响，预期情况将会继续恶化。急速下滑的需求和依然紧缩的信贷条件，严重影响投资和扩张的意愿，而暗淡的经济前景继续为消费带来压力，企业亦继而减低产量和成本，恶性循环地继续影响就业市场。

ISM 制造业指数大幅下跌，耐用品订单持续萎缩

12 月份 ISM 制造业指数为 32.4，低于 11 月份的 36.2，为 80 年 6 月以来的最低水平（图 31）。生产指数从 11 月份 31.5 降至 25.5，新订单指数由 11 月份的 27.9 降至 22.7。出口指数由 11 月份的 41 降至 35.5。

11 月份耐用品订单环比下降 1%，扣除交通运输用品耐用品订单数字上升 1.2%（图 32）。

中金点评：

ISM 制造业指数连续 5 个月处于 50 以下的萎缩水平，大幅下降至 80 年以来的低位。新订单指数更急速下滑，意味着未来数月制造业指数仍将维持其疲软态势。更值得注意的是，出口订单亦已连续 3 个月处于 50 以下的萎缩区间，与其它有关数据所带出的讯息一致，全球经济进入下行周期使美国出口快速放缓，预期出口订单在未来数月将继续在萎缩区域徘徊。另一方面，在计算机和机械设备订单的显著反弹支持下，11 月耐用品订单只录得小幅下滑，但在投资及出口加剧萎缩的情况下，预期上述订单的反弹将不能持续。前瞻的看，劳动市场疲软，失业率持续上升，本地需求下降，导致企业盈利收窄，同时信贷环境紧缩亦不断加剧，加之全球经济下滑，海外需求急剧下降，直接影响耐用品订单的表现。因此，预期企业的营运环境将难以好转，耐用品订单将继续下跌。

欧元区 PMI 指数持续跌势

1 月 2 日公布的 12 月份欧元区制造业指数下滑至 33.9，创下新低（图 33）。各分项指数持续全线疲软，其中就业指数滑落至 40 以下，新订单指数从 11 月的 28.8 下降至 26.4，PMI 投入与产出价格指数分别为 33.5 及 45.2，制成品存货为 50.8。

中金点评：

欧元区 PMI 指数自今年 6 月一直低于 50，显示欧元区制造业已连续 7 个月萎缩。分项指数中新订单的表现最为低迷，成为拖累制造业的一大因素，亦显示内需与外需放缓对欧元区制造业构成严重的冲击。而另一方面，制成品存货仍连续 8 个月超过 50，保持温和的扩张。在订单大幅下降，存货调整仍未真正展开的背景下，制造业厂商未来仍不得不削减产量使工业产出受压。该数据中唯一正面的信号在于在大宗商品价格迅速回落的带动下，投入价格的下降速度显著高于产出价格，这对企业利润率可能产生些许正面影响。但产出价格的下滑亦显示在需求疲软的环境下，厂商的定价能力受限，欧洲制造业继续受压。

日本工业产出大幅下滑

日本经济产业省 12 月 26 日公布的工业产出数据显示，日本 11 月工业产出环比大幅下挫 8.1%（图 34），为 1955 年该指数编制以来的最大跌幅，该数据较去年同期则下滑 16.2%，主要受交通设施、一般机械设备及电子元件拖累。此外装船指数下跌 8.4%，同比下降 17%，而存货则较 10 月份增加 0.7%，同比上升 4.2%。

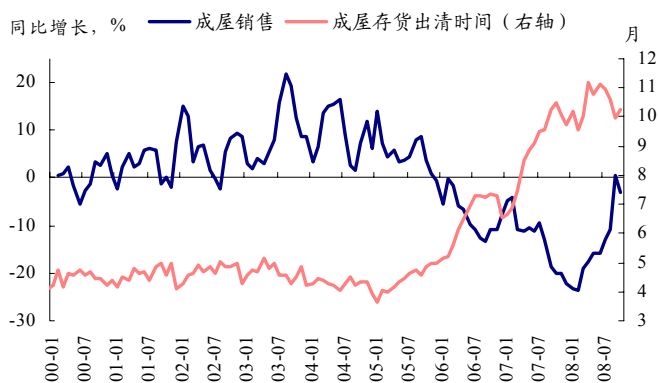
中金点评：

疲软的工业产出数据与 12 月 PMI 指数相一致，均显示日本工业受到需求低迷的严重冲击。日本 12 月 PMI 下降至 30.8，较欧元区的表现更加糟糕。其中产出指数仅为 21.9，新订单指数更

下滑近 10 点至 17.5，而出口订单指数（22.7）表现好于新订单指数，显示日本内需下滑使国内订单亦处于萎缩状态。

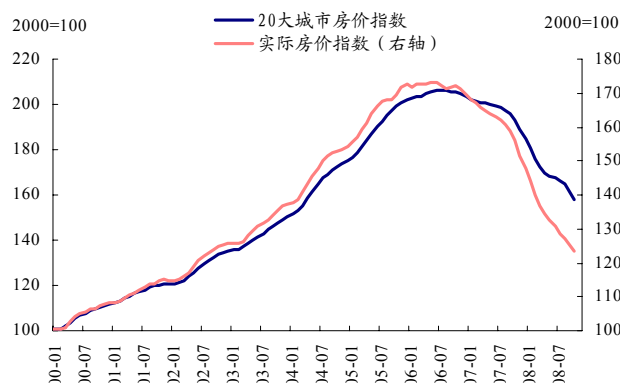
日本工业产出大幅下滑显示出对外需较为敏感的日本经济将面临严峻考验，而存货上升则将加剧未来的产出压力。经济产业省同期发布的调查亦显示，日本 12 月工业产出继续下滑 8%，今年 1 月可能再下降 2.1%，按此预测计算，在截至 2009 年 1 月份的 3 个月里，工业产出跌幅将超过 17%；而日本工业产出在 2008 年第四季度将较第三季度下滑 11%，由于日本第二产业占 GDP 比重较美国、欧洲更大，日本第四季度 GDP 将面临巨大压力。

图 25：成屋销售下降



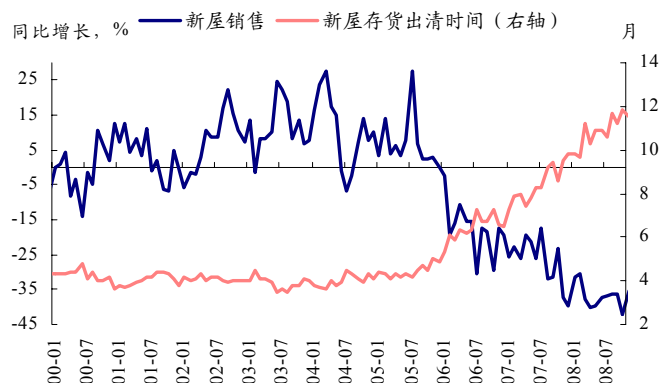
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 27：房价继续下跌



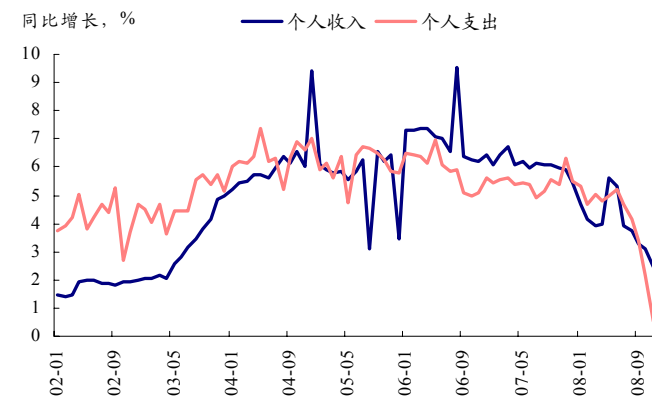
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 26：新屋销售持续不振



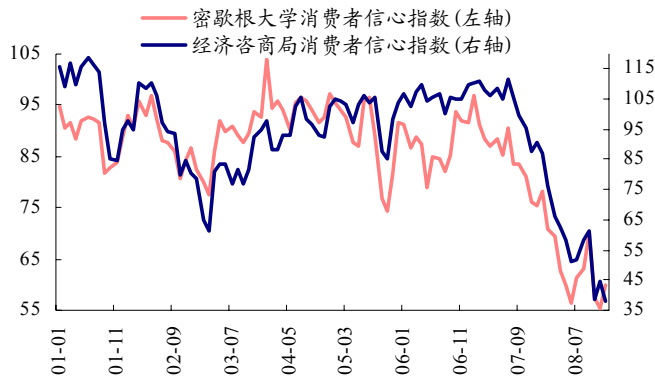
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 28：个人收入和支出增长持续放缓



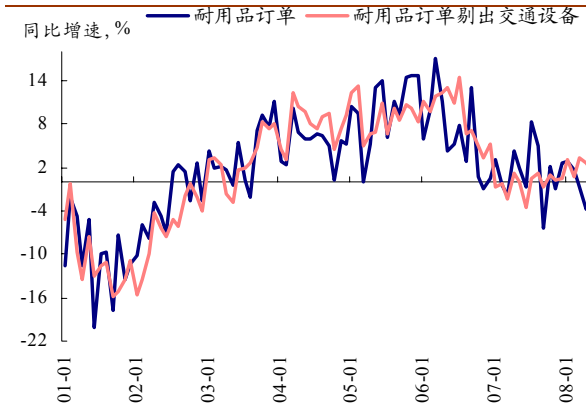
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 29: 消费者信心指数再创新低



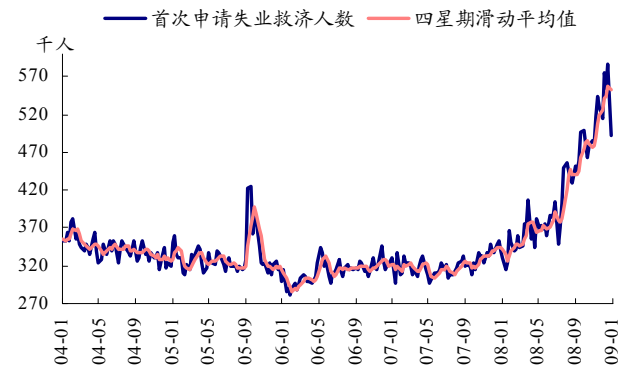
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 32: 耐用品订单下降



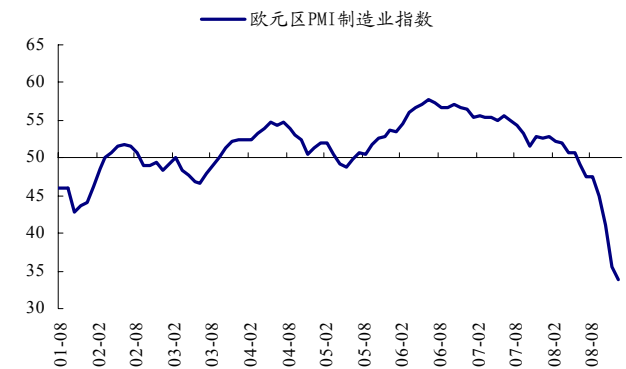
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 30: 首次申领失业救济人数有所回落



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 33: 欧元区 PMI 制造业指数大幅下滑



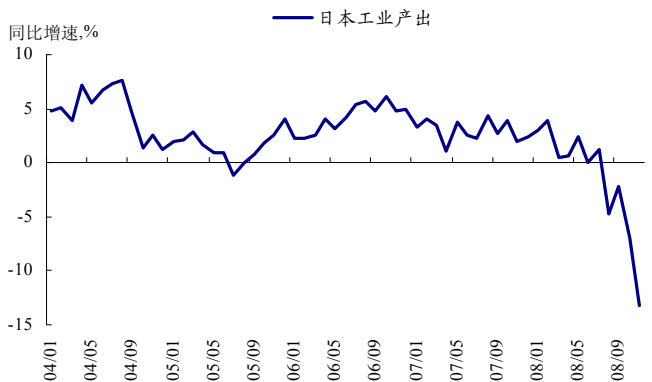
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 31: ISM 制造业指数大幅下挫



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 34: 日本工业产出跌幅创纪录



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 15: 美国经济主要数据

	08-01	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12
工业生产												
工业产出指数	112.6	112.3	112	111.4	111.2	111.3	111.3	109.8	105.2	106.8	106.1	
同比增长, %	2.55	1.63	1.45	0.36	0.18	-0.09	-0.63	-1.96	-6.32	-4.47	-5.52	
产能利用率(%)	81	80.3	80.4	79.9	79.6	79.6	79.5	78.3	75	76	75.4	
ISM制造业指数	50.7	48.3	48.6	48.6	49.6	50.2	50	49.9	43.5	38.9	36.2	32.4
ISM非制造业指数	44.6	49.3	49.6	52	51.7	48.2	49.5	50.6	50.2	44.4	37.3	
费城制造业指数	-20.9	-24	-17.4	-24.9	-15.6	-17.1	-16.3	-12.7	3.8	-37.5	-39.3	-32.9
消费												
零售额(美元,十亿)	380.02	378.11	380.02	380.79	383.77	384.07	381.58	378.97	373.03	362.04	355.66	
同比增长, %	3.94	2.67	2.34	2.76	2.01	3.08	1.95	1.26	-1.42	-4.63	-7.41	
私人收入(美元,十亿)	11930	11952.4	11999	12003.1	12219.8	12233.6	12136	12168.8	12173.2	12184.5	12163.8	
同比增长, %	4.69	4.14	3.92	3.96	5.59	5.34	3.95	3.77	3.26	3.08	2.46	
私人消费(美元,十亿)	9984.6	9982.7	10039.7	10073.5	10144.2	10196.4	10187.1	10170.9	10132.4	10029.8	9973.7	
同比增长, %	5.34	4.69	5.01	4.78	4.96	5.19	4.69	4.14	3.40	2.17	0.55	
密歇根大学消费者信心指数	78.4	70.8	69.5	62.6	59.8	56.4	61.2	63	70.3	57.6	55.3	60.1
投资												
耐用品订单(美元,十亿)	213,689	216,101	215,616	213,475	213,671	216,650	218,163	206,084	206,034	188,720	186,883	
同比增长, %	2.88	1.67	-0.79	-3.80	-1.48	-0.54	-4.94	-5.85	-4.45	-12.58	-13.16	
外贸												
出口额(美元,十亿)	149.39	152.55	149.71	155.24	157.18	163.08	168.35	165.61	155.09	151.73		
同比增长, %	16.42	20.13	15.04	18.94	17.57	20.14	20.27	16.54	8.62	5.29		
进口额(美元,十亿)	208.10	213.99	206.67	216.61	217.20	221.77	229.47	224.47	211.65	208.92		
同比增长, %	11.45	15.17	7.39	13.54	12.47	13.80	16.31	13.69	6.76	4.23		
贸易逆差(美元,十亿)	-58.71	-61.43	-56.96	-61.37	-60.02	-58.69	-61.12	-58.86	-56.56	-57.19		
同比增长, %	0.51	4.46	-8.60	1.85	0.98	-0.74	6.63	6.37	1.97	1.52		
通货膨胀(同比增长, %)												
CPI	4.3	4.0	4.0	3.9	4.2	5.0	5.6	5.4	4.9	3.7	1.1	
核心CPI	2.5	2.3	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0	
PCE	3.6	3.5	3.4	3.4	3.5	4.1	4.5	4.4	4.1	3.2		
核心PCE	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.0		
PPI	7.4	6.5	6.7	6.4	7.3	9.1	9.9	9.6	8.7	5.2	0.4	
核心PPI	2.4	2.4	2.5	2.9	3.0	2.9	3.3	3.6	4.0	4.4	4.2	
住房市场												
新屋开工数(千栋)	1064	1107	988	1004	982	1089	949	854	824	791	625	
同比增长, %	-23.01	-25.50	-33.78	-32.48	-31.62	-25.31	-30.78	-36.13	-30.46	-37.96	-46.99	
新屋销售(千栋)	597	572	513	542	515	499	505	448	442	419	407	
同比增长, %	-31.54	-30.24	-37.67	-40.24	-39.91	-37.07	-36.56	-36.18	-36.31	-42.05	-35.29	
成屋销售(百万栋)	4.89	5.03	4.94	4.89	4.99	4.85	5.02	4.91	5.14	4.91	4.49	
同比增长, %	-23.35	-23.79	-19.15	-17.54	-15.85	-15.65	-12.85	-10.73	0.59	-2.96	-10.56	
Case-Shiller房价指数	180.69	175.96	172.20	169.98	168.60	167.77	166.36	164.63	161.65	158.16		
同比增长, %	-10.69	-12.71	-14.33	-15.23	-15.75	-15.88	-16.28	-16.59	-17.39	-18.04		
劳工市场												
非农就业人数(千人)	138,002	137,919	137,831	137,764	137,717	137,617	137,550	137,423	137,020	136,700	136,167	
非农就业人数增加值(千人)	-76	-83	-88	-67	-47	-100	-67	-127	-403	-320	-533	
失业率, %	4.9	4.8	5.1	5.0	5.5	5.5	5.7	6.1	6.1	6.5	6.7	
金融市场(期末值)												
联邦基金利率(%)	3.00	3.00	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.00	1.00	0-0.25
3个月国债收益率(%)	1.9409	1.838	1.3156	1.3772	1.879	1.7306	1.6594	1.7103	0.9044	0.436	0.406	0.0203
2年期国债收益率(%)	2.0929	1.6158	1.5824	2.2537	2.6411	2.6164	2.5079	2.3669	1.9599	1.5480	1.0993	0.7321
10年期国债收益率(%)	3.5931	3.5092	3.4096	3.7279	4.0595	3.969	3.9462	3.8116	3.8234	3.953	2.9533	2.1652
30年期国债收益率(%)	4.3225	4.4023	4.2917	4.4672	4.7147	4.5239	4.5727	4.4227	4.311	4.3664	3.4882	2.6203
30年住房贷款利率(%)	5.49	5.80	5.67	5.80	5.98	6.17	6.26	6.26	5.94	6.41	5.76	5.26
美元名义有效汇率	75.52	75.06	72.78	72.95	73.55	74.18	73.64	76.6	78.25	82.79	85.17	
美元实际有效汇率	84.56	83.92	81.95	82.01	82.71	83.56	83.15	85.49	87.45	93.09	96.15	
美元/欧元汇率	1.4861	1.5179	1.5788	1.5622	1.5554	1.5755	1.5603	1.4673	1.4092	1.2726	1.2869	1.3916
日元/美元汇率	106.44	103.74	99.69	103.91	105.52	106.21	107.91	108.8	106.11	98.46	95.28	91.16

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

发展中经济体

联系人：刘奥林、范尚祎、谭仲贤

近期主要经济事件及数据

亚洲区经济增长显著放缓的风险正在蔓延：

中金点评：

- ◆ **泰国 11 月份出口同比下跌 18.6%**，是 1992 年以来最大跌幅，因而造成 12 亿美元的贸易赤字（图 35）。此前泰国曼谷机场受到反政府示威者占据而暂时关闭，亦可能是引致出口下降的原因。此外，泰国新内阁于 12 月 22 日宣誓就职，其中柯恩为新任财政部长。柯恩曾表示，至明年 9 月底止的财政年度，新政府可能追加支出高达 1800 亿泰铢，较前任政府于 11 月间所通过的 1000 亿泰铢增加了 80%，以刺激经济增长。
- ◆ **香港 11 月份外贸和零售数据持续疲软**。11 月份商品整体出口货值同比下滑 5.3%，为近 7 年以来最大跌幅（剔除因受春节假期影响的 1 月及 2 月份数字后）。同时，商品进口货值亦下跌 7.9%，高于出口的下滑速度，导致 11 月份商品贸易逆差减少至 82 亿港元，相当于进口货值的 3.4%（图 36）。而 11 月份零售额同比上升 1.1%，稍高于 10 月的 0.3%。经过价格调整后，零售量连续两个月下滑，11 月为 2.8%，这主要归因于本地需求放缓，以及赴港游客人数增幅持续下滑。考虑到全球金融危机对香港和海外消费者的负面影响，加上香港劳务市场预计在 09 年将显著恶化，因此我们预期今年全年零售额将录得负增长（图 37、38）。
- ◆ **新加坡和马来西亚等多个亚洲经济体的通胀正在迅速缓和，这很大的程度上得益于油价急速下滑**。其中，新加坡和马来西亚 11 月份通胀率分别降至 5.5% 和 5.7%，但印度 10 月份通胀率仍高企于 10.4%，尽管批发价格指数同比增速已下降至 3 月初的水平。（图 39、40）。
- ◆ **经济领先指标显示出口和工业所面对的压力有所上升**。印度 10 月份的工业产出录得 15 年来首次下滑（图 41）。台湾 11 月份出口订单额同比下降 28.5%，而同月的工业产出初值同比下降 28.4%，两者均创下最高降幅纪录（图 42）。韩国现代汽车正在紧缩并计划大幅削减其生产，而日本丰田汽车亦宣布今年将会录得 71 年来首次营运亏损，反映各国汽车业在全球经济衰退中正面对同样的困难。
- ◆ **失业率有所上升，并预计将变得更糟**。其中，香港和台湾地区 11 月份失业率分别上升 0.3 个百分点至 3.8% 和 4.6%（图 43、44）。
- ◆ **韩国于 12 月 16 日推出新的财政措施以支持国有银行**。韩国战略及财政部将会注资 12.4 亿美元（1.65 万亿韩元）予韩国产业银行，韩国产业银行和韩国进出口银行等国有银行，以支持企业贷款及出口商。韩国政府将以持有银行股份的形式进行注资（如韩国高速公路和韩国人寿保险公司那样）。

中国内地推出措施以支持香港和台湾地区应对金融危机：

中金点评：

- ◆ **中央政府于 12 月 21 日出台两岸携手应对金融危机 10 措施（如下），我们相信这些措施将有利于促进两岸深化合作、达致互利双赢**。此前中央政府亦推出十四条措施以支持香港金融稳定 and 经济发展后（详细内容见第 43 期周报）。

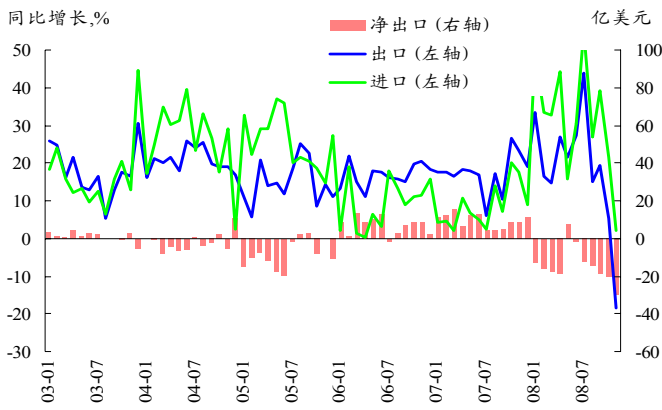
- 支持大陆台资企业发展。大陆扶持中小企业的财税、信贷政策，同样适用于台资中小企业。支持台资企业参与大陆扩大内需的建设工程和项目。
- 加强台资企业融资服务。中国工商银行、中国银行近日分别决定，在今后 2~3 年内各自为大陆台资企业包括中小企业安排 500 亿元人民币的融资。国家开发银行在原有专项融资支持台资企业 300 亿元人民币的基础上，3 年内再追加融资支持台资企业包括中小企业 300 亿元人民币。
- 支持和帮助大陆台资企业转型升级。由两岸专业人士共同组成的台资企业转型升级服务团队于 22 日正式启动。
- 鼓励和扶持台资企业自主创新。鼓励台资企业参与国家和地方相关科技计划。支持台资企业参与国家和区域创新体系建设，并享受有关加强、鼓励和扶持企业自主创新能力的政策。
- 推动两岸双向投资。发展和改革委员会和国务院台办近日出台《关于大陆企业赴台湾地区投资项目管理规定有关规定的通知》，支持有实力、信誉好的大陆企业，遵循市场经济规律，根据台湾方面的需要，参与台湾经济建设项目。
- 加强两岸产业合作。重点推动两岸在开发利用新能源、促进传统中药现代化、电子信息产业以及其他优势互补的产业合作，共同提高两岸产业在国际市场上的竞争力。
- 携手促进平板显示产业发展。大陆电子视像行业协会组织两岸相关企业，为此成立了工作组，大陆企业决定扩大采购台湾企业的面板，先期达成 20 亿美元的采购意向。
- 拓展两岸农业合作平台。经有关部门批准，新增设立江苏南京江宁、广东汕头潮南、云南昆明石林台湾农民创业园。中国进出口银行将台湾农民创业园基础设施建设，纳入国家出口基地建设贷款支持范围。
- 扩大台湾鲜活农产品在大陆销售。推动两岸尽早就台湾鲜活农产品在大陆销售的通关和检验检疫合作进行协商，尽快作出安排。加快建立两岸检验检疫联系和通报机制，促进两岸农产品贸易健康发展。
- 允许符合条件的台湾居民在大陆从事律师职业。

反映漫长的全球去杠杆化进程，包括韩国、印度、印度尼西亚和越南的亚洲国家外部融资的压力仍然很高，但当局正在采取积极措施，以减轻短期的风险：

中金点评：

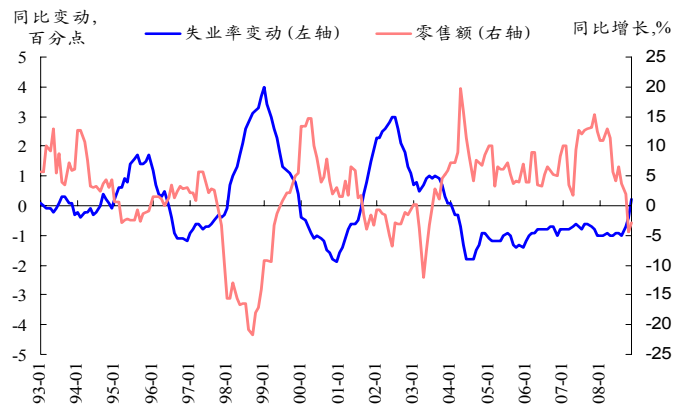
- ◆ **韩国金融监督委员会于 12 月 18 日宣布成立一个 150 亿美元（20 万亿韩元）的银行资本稳定基金**，用以购买银行的优先股和债券，以舒缓银行资本因资产质量恶化而造成的影响。韩国中央银行将会为基金提供 10 万亿韩元资金，而韩国产业银行将会提供 2 万亿韩元资金，其余则由公营部门（例如退休基金）提供。
- ◆ **厄瓜多尔的违约并没有对亚洲区内的主权信用造成重大影响，这反映投资者可能暂时恢复对亚洲区的信心。**印度尼西亚、菲律宾和泰国的 CDS 利差略为缩窄，尽管越南的 CDS 利差增加了不到 100 点至 510 点左右，但其流通性却非常低。
- ◆ **一些国家或企业的再融资风险仍然严重。**标准普尔于 12 月 15 日将斯里兰卡的主权信用评级降低一级至“B”。最近，标普亦将中国房地产行业（世茂地产集团和中国地产集团）和韩国工程建筑业（GS E&C 和 Posco E&C）的评级前景从稳定下调至负面或列入负面观察名单。

图 35: 泰国出口增速大幅下滑



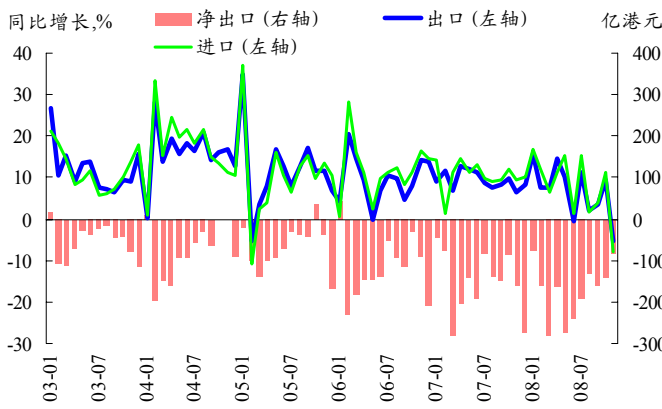
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 38: 香港零售量和失业率



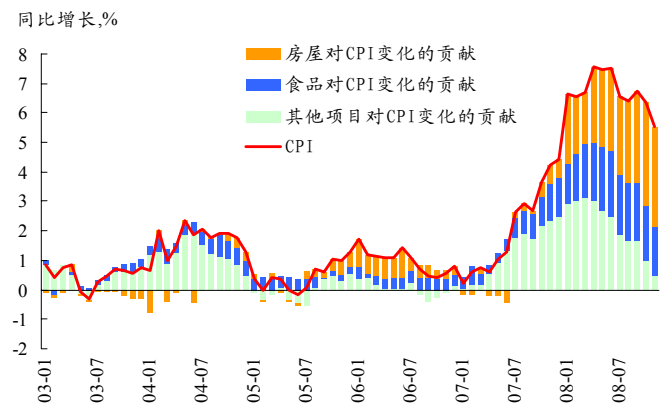
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 36: 香港出口增速显著下滑



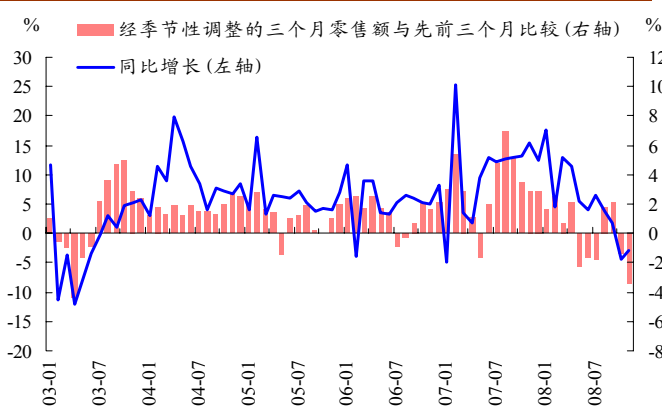
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 39: 新加坡通胀率有所缓和



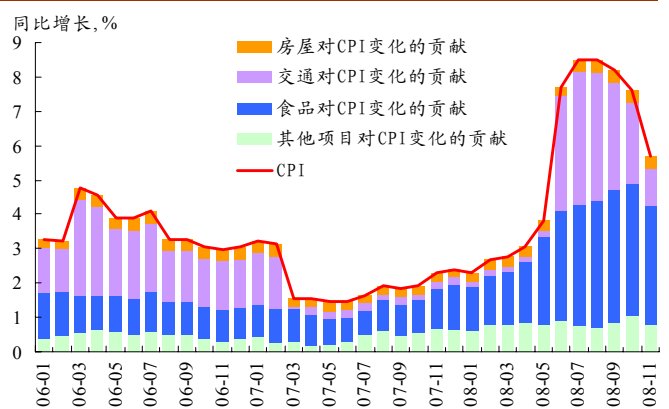
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 37: 香港零售额增速持续下滑



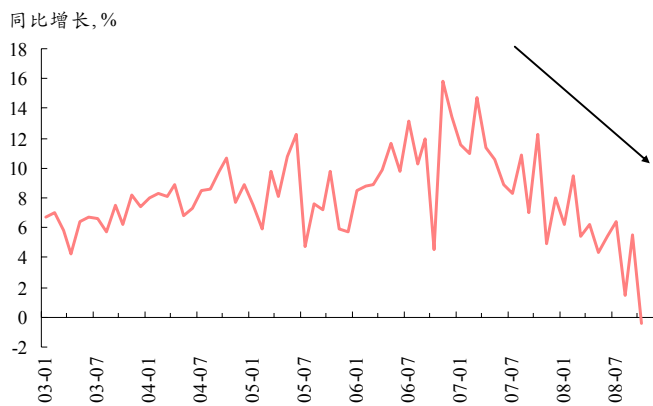
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 40: 马来西亚通胀率明显放缓



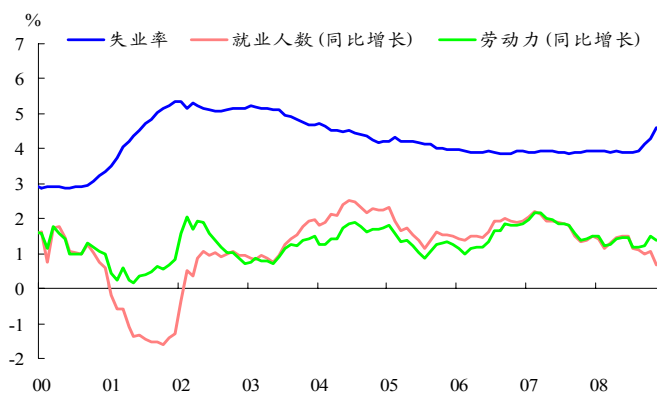
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 41: 印度工业产出 15 年来首次下滑



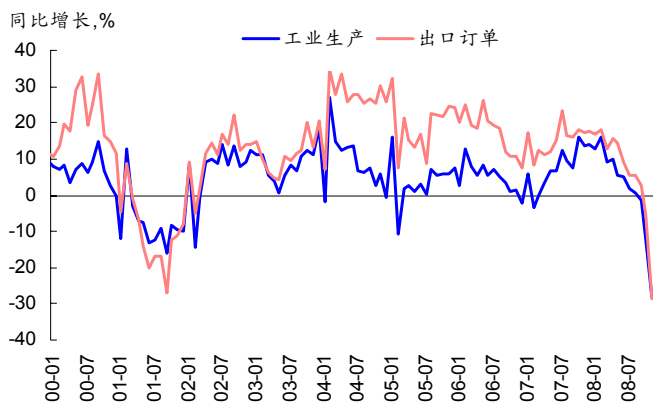
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 44: 台湾地区 11 月份失业率有所上升



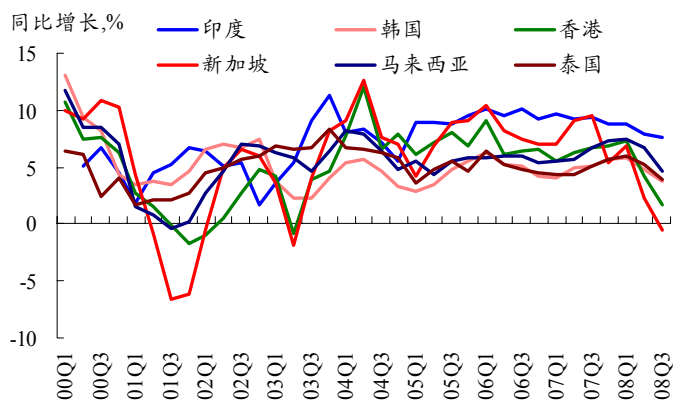
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 42: 台湾出口订单和工业产出



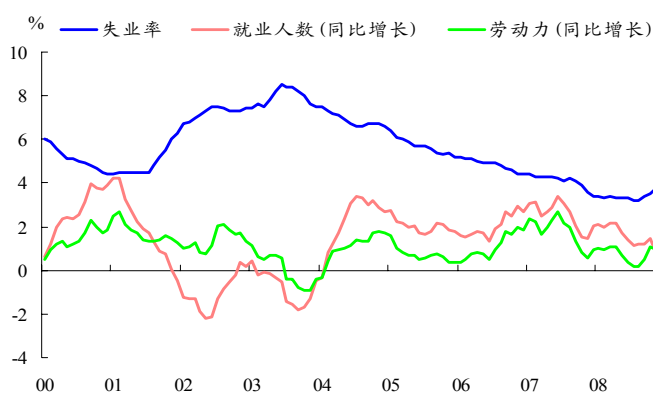
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 45: 新兴亚洲国家 GDP



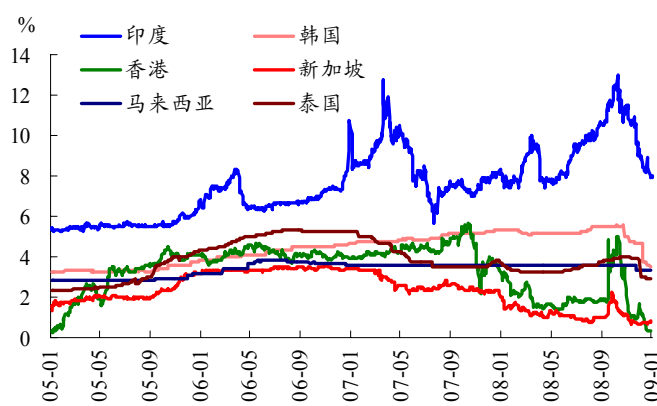
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 43: 香港 11 月份失业率有所上升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 46: 新兴亚洲国家银行间利率 (1 个月期)



资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

表 16: 亚洲区经济体主要数据

同比增长率	2004	2005	2006	2007	07-Q3	07-Q4	08-Q1	08-Q2	08-Q3	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11
香港																
实际GDP	8.5	7.1	7.0	6.4	6.8	6.9	7.3	4.2	1.7	...	...	...	...	...	...	...
实际CPI	-0.8	0.9	2.0	2.8	2.7	3.5	4.9	5.7	6.2	5.7	6.1	6.3	6.3	6.1	5.9	5.6
商品出口	15.9	11.4	9.4	9.2	8.2	8.2	10.5	7.9	5.5	10.3	-0.6	11.1	1.9	3.6	9.4	-5.3
工业生产	2.9	2.5	2.2	-1.5	-2.0	-0.3	-4.4	-4.2	-6.7	...	...	...	...	...	...	...
零售业销货额	9.1	6.1	5.8	10.1	12.6	13.5	11.6	7.0	5.5	5.6	4.1	6.6	3.7	1.9	-4.3	-2.8
经常项目顺差(占GDP,%)	9.5	11.4	12.1	12.4	14.5	10.6	12.6	8.6	17.8	...	...	...	...	...	...	...
印度																
实际GDP	7.2	9.1	9.8	9.3	9.3	8.8	8.8	7.9	7.6	...	...	...	...	...	...	...
CPI	3.9	4.0	6.3	6.4	6.7	5.5	6.3	7.8	9.0	7.8	7.7	8.3	9.0	9.8	10.4	10.4
商品出口	30.0	29.9	21.4	20.4	17.5	33.0	37.3	42.4	39.0	27.6	56.2	35.7	26.9	10.4	-12.1	-9.9
工业生产	8.5	7.9	10.5	9.9	8.7	8.3	7.0	5.3	5.4	4.4	5.4	6.4	1.4	5.5	-0.4	...
经常项目顺差(占GDP,%)	0.1	-1.4	-1.2	-1.1	-1.8	-1.8	-0.3	-3.5	-4.7	...	...	...	...	...	...	...
印度尼西亚																
实际GDP	5.0	5.7	5.5	6.3	6.5	6.3	6.3	6.4	6.1	...	...	...	...	...	...	...
CPI	6.1	10.5	13.1	6.4	6.5	6.7	7.6	10.1	12.0	10.4	11.0	11.9	11.9	12.1	11.8	...
商品出口	17.2	19.7	17.7	13.2	9.4	14.1	31.9	29.6	30.1	31.6	34.1	24.8	29.9	30.2	4.9	...
工业生产	3.3	1.3	-1.6	5.6	4.0	4.5	5.8	3.3	3.0	4.0	2.4	2.6	2.9	-0.8	7.0	...
零售业销货额	7.3	15.9	-4.0	10.4	11.6	8.8	3.8	8.4	7.1	7.5	7.4	6.5	13.7	3.2	-10.1	...
经常项目顺差(占GDP,%)	0.7	0.1	3.0	2.4	1.9	3.0	2.1	-0.9	-0.4	...	...	...	...	...	...	...
韩国																
实际GDP	4.7	4.2	5.1	5.0	5.1	5.7	5.8	4.8	3.8	...	...	...	...	...	...	...
CPI	3.6	2.8	2.2	2.5	2.3	3.4	3.8	4.8	5.5	4.9	5.5	5.9	5.6	5.1	4.8	4.5
商品出口	31.0	12.0	14.4	14.1	9.4	18.2	17.4	23.1	26.1	26.9	16.4	35.6	18.1	27.7	8.0	-19.0
工业生产	10.4	6.3	8.4	6.8	6.0	10.9	10.6	8.6	8.0	8.6	6.6	8.7	1.9	6.1	-2.3	-14.1
零售业销货额	1.1	4.1	4.1	5.3	7.0	4.5	4.0	2.5	1.9	3.0	-1.0	3.9	1.4	-1.8	-3.7	-5.9
经常项目顺差(占GDP,%)	4.1	1.9	0.6	0.6	1.8	1.4	-2.3	-0.1	-3.8	...	...	...	...	...	...	...
马来西亚																
实际GDP	6.8	5.3	5.8	6.3	6.7	7.3	7.4	6.7	4.7	...	...	...	...	...	...	...
CPI	1.4	3.0	3.6	2.0	1.8	2.2	2.6	4.9	8.4	3.8	7.7	8.5	8.5	8.2	7.6	5.7
商品出口	21.0	10.9	10.3	2.7	0.9	7.6	9.9	20.8	22.3	22.9	18.6	25.3	10.7	15.0	-2.6	...
工业生产	...	4.1	4.5	2.0	1.7	4.3	5.9	3.5	2.5	2.9	2.3	2.4	1.2	-1.7	-3.1	...
经常项目顺差(占GDP,%)	12.1	15.0	16.3	15.6	17.7	14.9	13.6	19.6	19.5	...	...	...	...	...	...	...
菲律宾																
实际GDP	6.4	5.0	5.4	7.2	7.1	6.4	4.7	4.4	4.6	...	...	...	...	...	...	...
CPI	6.0	7.7	6.3	2.8	2.5	3.3	5.5	9.7	12.2	9.5	11.4	12.3	12.4	11.8	11.2	9.9
商品出口	9.5	4.0	14.9	6.4	2.3	9.9	2.7	5.3	5.2	2.3	8.8	4.4	6.6	1.1	-14.8	...
工业生产	-2.5	1.0	-8.5	-2.7	0.0	0.1	-0.4	5.0	4.3	5.9	2.8	4.3	0.3	6.3	2.2	...
经常项目顺差(占GDP,%)	1.9	2.0	4.5	4.4	2.9	3.9	2.2	2.0	-1.3	...	...	...	...	...	...	...
新加坡																
实际GDP	9.0	7.3	8.2	7.7	9.5	5.4	6.9	2.3	-0.5	...	...	...	...	...	...	...
CPI	1.7	0.5	1.0	2.1	2.7	4.1	6.6	7.5	6.6	7.5	7.5	6.5	6.4	6.7	6.4	5.5
商品出口	20.5	14.0	12.8	4.4	4.2	7.2	11.5	13.2	12.9	12.4	10.9	15.2	7.7	11.4	-4.3	-11.8
工业生产	13.9	9.5	11.9	5.9	11.8	-1.2	12.5	-5.5	-11.8	-13.4	2.5	-21.9	-11.9	3.2	-12.1	-7.5
零售业销货额	13.5	9.0	6.9	3.8	1.9	-1.6	-1.0	-2.9	-1.7	-0.6	-9.1	5.9	-0.3	2.5	-8.5	...
经常项目顺差(占GDP,%)	16.7	18.6	21.8	24.3	29.2	17.0	15.9	14.6	16.8	...	...	...	...	...	...	...
台湾																
实际GDP	6.2	4.2	4.8	5.7	7.0	6.4	6.2	4.6	-1.0	...	...	...	...	...	...	...
CPI	1.6	2.3	0.6	1.8	1.5	4.5	3.6	4.2	4.5	3.7	5.0	5.8	4.7	3.1	2.4	1.9
商品出口	21.1	8.8	12.9	10.1	9.6	15.3	17.5	18.6	16.4	20.5	21.2	7.9	18.2	-1.6	-8.3	-23.3
工业生产	8.4	3.8	4.7	7.8	9.8	14.6	12.3	6.8	4.1	5.6	5.1	1.8	0.7	-1.2	-12.6	-28.4
零售业销货额	8.3	5.8	1.8	3.5	4.9	5.0	4.3	1.6	-1.0	2.3	-0.4	-4.7	-3.0	-4.9	-3.8	-6.9
经常项目顺差(占GDP,%)	6.0	5.0	7.2	8.6	6.5	11.0	8.4	7.1	2.0	...	...	...	...	...	...	...
泰国																
实际GDP	6.3	4.6	5.2	4.9	5.1	5.7	6.0	5.3	4.0	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.8	4.5	4.6	2.2	1.6	2.9	5.0	7.5	7.2	7.6	8.9	9.2	6.4	6.0	3.9	2.2
商品出口	18.2	15.3	9.8	6.9	0.9	15.0	12.8	20.1	29.1	16.3	26.2	46.5	16.4	22.9	5.5	-14.8
工业生产	11.7	9.1	7.3	8.2	8.9	12.3	12.6	10.1	10.5	9.0	11.3	11.1	7.8	4.3	2.3	-6.6
零售业销货额	22.0	4.2	0.5	2.2	2.9	8.9	10.6	8.2	7.6	10.1	6.9	5.9	4.7	-0.6	-2.5	...
经常项目顺差(占GDP,%)	1.7	-4.3	1.1	5.7	4.5	9.3	4.3	0.2	-2.0	...	...	...	...	...	...	...

资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。