



2009年1月19日

中金宏观经济周报 第46期

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
范尚祯 fankelvin@cicc.com.cn
(8610) 6505 1166

外需乃当前经济恶化主因

要点:

- **奥巴马 8250 亿美元刺激计划细节出炉。**“美国复兴和再投资计划”包括大规模减税 2750 亿美元和大幅增加政府支出 5500 亿美元。我们预计此次大萧条以来最大的经济刺激计划能在下半年对经济产生提振作用,因此美国经济在财政与货币政策的共同作用下可望在今年年底前微弱复苏。如刺激计划得以推行,我们初步估算 2009 年和 2010 年的财政赤字占 GDP 比重将可能高达 10.4% 和 7.6%, 公众持有债务占 GDP 比重将从现时的 40% 上升至 2012 年 60% 的水平。另一方面, 美国参议院投票通过向财政部发放 TARP 的第二批 3500 亿美元的资金。而美国政府 16 日宣布向美国银行再提供 200 亿美元注资, 同时为其高达 1180 亿美元的资产提供担保, 以帮助其完成收购美林, 防止因为这桩交易的流产而诱发新的金融危机。欧洲央行上周减息至 2% 的历史最低水平。我们认为欧洲央行仍有减息空间, 然而其实行零利率可能性不大。而由于美联储已无减息空间且美国经济很可能先于欧洲经济复苏, 欧元兑美元仍将受压。
- **中国方面, 统计局上调 07 年 GDP 增速至 13%, 这一修正不会使得 08 年 GDP 增速由于基数提高而下降, 反而会使比此前预计的要高, 因为此前对于 08 年 GDP 增长 8.6% 的估算是基于众多高频率的微观数据与 GDP 的历史关系来进行的, 而本次上调 07 年 GDP 增速使得这一关系发生变化, 在新的体系下, 同样的微观数据对应的 GDP 增速却更高。因此, 本次历史数据调整之后, 如果即将公布的 08 年 GDP 增速仅略高于 9%, 则说明目前的经济增长实际情况可能低于我们的预期。此外, 我们自 08 年 12 月提出消费券是短期内刺激经济的较佳选择后, 杭州成为继成都之后又一采取消费券刺激经济的城市, 且其消费券设计有显著进步, 较符合我们此前的建议: 1) 可购买范围包括了文化、娱乐、健身、旅游等服务类消费, 且这些项目能享受的折扣比普通商品更大, 体现了鼓励非必需品消费的倾向; 2) 消费券规定的使用时限较短。最后, 一些研究机构认为目前中国经济放缓主要源于内需放缓的影响, 因此建议政府应大力刺激内需, 然而我们的实证分析显示, 全球各国经济近期的放缓主要源于外需的影响, 出口依赖程度越高的国家, 其工业生产放缓程度就越严重; 这也与中国近期数据走势相符, 反映内需的消费与投资仍较为稳健, 工业生产仍因出口受阻而显著下滑, 也显示外需是当前经济下滑主要原因, 而非内需的下滑。因此指望大幅刺激仍较为稳健的私人部门内需, 如房地产和汽车消费、私人部门投资等来应对外需恶化引发的经济波动, 恐难度较大, 效果有限。**
- **亚洲区内政府外债融资市场有回暖迹象, 但全球实体经济却正步入寒冬, 给短期外债高企的国家继续带来威胁。**亚洲新兴外债市场于 1 月初转趋活跃, 截至 1 月 15 日, 以美元为底的 5~10 年期债券销售额至已超过 35 亿美元。这显示区内对美元融资的急需, 及国外投资者对区内高评级政府和政府担保的美元债券的信心有所恢复。这将有助于区内一些国家用长期外债逐渐取代短期外债, 从而降低目前高企的短期外债付款压力。但这市场信心的回升是否能长期持续仍很不确定。一些新兴欧洲市场可能会在可预见未来面临新的债务支付压力, 而且可能对短期外债高企的亚洲国家产生不利影响。实体经济方面, 发达经济体的需求下降是亚洲区出口大幅下滑的主要催化剂。但由于亚洲新兴经济体的“加工贸易”模式主要是通过区内的渠道, 所以美欧等发达国家需求的下降亦会造成区内“加工贸易”的大幅收缩而间接的第二轮影响到亚洲新兴市场。中国在区内有较大的“加工贸易”比例, 因此能否维持中国经济的平稳增长和提高内需将是其对于其他新兴市场经济复苏的重要因素。另一方面, 其他新兴市场经济严重衰退和金融市场持续恶化亦可能使中国短期经济前景面临考验。

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

- 1 月 14 日：中国经济：谋求保增长与长期金融稳定间的平衡点——12 月份货币信贷数据评论
- 1 月 14 日：中国经济：进出口继续恶化，贸易顺差面临下降压力——12 月份贸易数据分析
- 1 月 14 日：美国经济：11 月贸易赤字大幅减少
- 1 月 16 日：美国经济：美国重启“损失分担”机制应对银行倒闭潮
- 1 月 16 日：欧洲经济：欧洲央行减息至历史最低位

本周主要经济数据及事件公布预告

- 1 月 19 日（星期一）：香港将公布 12 月份失业及就业数据
- 1 月 21 日（星期三）：马来西亚将公布 12 月份消费物价指数
- 1 月 21 日（星期三）：马来西亚央行将召开议息会议
- 1 月 21 日（星期三）：新加坡将公布 12 月份消费物价指数
- 1 月 21 日（星期三）：新加坡将公布 4 季度 GDP 数据
- 1 月 22 日（星期四）：美国将公布 12 月份新屋开工数
- 1 月 22 日（星期四）：日本央行将公布议息决定
- 1 月 22 日（星期四）：香港将公布 12 月份消费物价指数
- 1 月 22 日（星期四）：台湾地区将公布 12 月份失业及就业数据
- 1 月 22 日（星期四）：韩国将公布 4 季度 GDP 初值
- 1 月 23 日（星期五）：英国将公布 08 年 4 季度 GDP
- 1 月 23 日（星期五）：台湾地区将公布 12 月份工业生产指数
- 1 月 19~23 日：越南将公布 09 年 1 月份消费物价数据
- 本周 20~21 日中国将公布 2008 年 4 季度经济数据。

目录

本周中金观点.....	3
中国经济.....	8
通货膨胀跟踪.....	8
近期经济数据.....	10
发达国家经济.....	17
主要经济事件.....	17
近期经济数据.....	18
发展中经济体.....	25
主要经济事件.....	25
近期经济数据.....	26

本周中金观点

奥巴马 8250 亿美元刺激计划细节出炉。美国众议院 1 月 15 日公布了 8250 亿美元经济刺激计划的细节，相当于 GDP 6% 的经济刺激计划包括大规模减税 2750 亿美元和大幅增加政府支出 5500 亿美元。这项被称为“美国复兴和再投资计划”有 5 个主要目标：1) 增加美国再生能源产量并提高公共建筑的能源使用效率；2) 修复破损的道路、桥梁和学校；3) 使医疗保健系统全面实现电脑化；4) 构建“21 世纪”教育环境，实现全国课堂、实验室和图书馆的全面现代化；和 5) 为劳工阶层减免税收，为受经济衰退冲击最大的人群提供救助（参见内文）。我们预计此次大萧条以来最大的经济刺激计划，能在下半年对经济产生提振作用，加上美联储宽松货币政策的效果开始显现，因此美国经济在财政与货币政策的共同作用下可望在今年年底前微弱复苏。如果奥巴马的经济刺激方案得以推行，我们初步估算 2009 年和 2010 年的财政赤字为 1.5 万亿美元和 1.1 万亿美元，占 GDP 比重将可能高达 10.4% 和 7.6%（表 1，图 1）。此外，公众持有债务占 GDP 比重将从现时的 40% 上升至 2012 年 60% 的水平，即为 50 年代初二次世界大战后的高位（图 2）。

美国参议院投票通过发放第二批 TARP。美国参议院 1 月 15 日投票通过由财政部发放问题资产救助计划（TARP）的第二批 3500 亿美元的资金。即将出任新一届政府白宫经济顾问的萨默斯指出，TARP 的重点将是稳定金融和住房市场，当中的 500 亿到 1000 亿美元将被用于降低丧失住房抵押赎回权的数量。值得注意的是，近期随着美国银行业负面消息陆续浮现，各界对于 TARP 恢复其原本用途的呼声高涨。去年 9 月金融危机爆发伊始，美国银行宣布收购陷入困境的美林集团，然而金融动荡导致美林的一系列信贷相关产品出现严重损失，拖累美国银行上一季度出现 17 年来的首次亏损。美国银行如果不能完成对美林的收购，不但有损于美国银行，并有可能产生扩散效应，为市场带来灾难性的后果。为避免重蹈雷曼事件的覆辙，美国政府果断地于 1 月 16 日宣布再次向美国银行提供 200 亿美元的注资（美国政府去年已向美国银行注资 250 亿美元），同时为其高达 1180 亿美元的资产提供担保以助其顺利完成对美林的收购。而在这 1180 亿美元资产当中，美国银行需要承担最初 100 亿美元的损失，财政部和联邦存款保险公司将分担另外 100 亿美元损失。

美国实体经济衰退继续恶化。内需不振不但导致零售额连续 6 个月录得负增长（12 月份零售额环比下降 2.7%），消费意愿不足对进口需求下滑的速度更快于出口的萎缩速度，11 月贸易赤字大幅减少至 404 亿美元，为 5 年来的低位；消费疲软亦为相关产出带来沉重压力，12 月份工业产出环比下降 2%；此外，美国经济正被通缩阴霾笼罩，12 月份 CPI 和 PPI 分别环比下降 0.7% 和 1.9%。

欧洲央行仍有减息空间，但实行零利率可能性不大。欧洲央行上周减息 50 个基点至 2%，为历史最低位。尽管欧洲央行在 2003 年将利率降至 2% 后在两年多的时间内保持该利率不变，考虑到本次经济周期伴随着全球经济的结构性调整及金融市场动荡，我们认为欧洲央行仍有减息空间，再融资利率将于今年创历史新低。一方面，欧元区 12 月份通胀的预估值由 11 月份的 2.1% 大幅降至 1.6%，显著低于央行 2% 的目标水平，且消费者价格指数预期及销售价格预期已显著下滑，欧元区通缩风险正在加大。另一方面，德国 2008 年 GDP 增速仅为 1.3%，暗示了德国经济第四季度年化环比大幅下滑 7%。由于德国超过欧元区经济总量的 1/4，且为欧元区内最稳健的经济体，这意味着欧元区第四季度经济亦将急剧萎缩。但我们认为欧洲央行实行零利率的可能性不大：其一，数据显示德国 2008 年财政余额占 GDP 比率为 -0.1%，已接近财政平衡。德国稳健的财政状况为最近公布的第二轮经济刺激方案提供了强有力的保证，其扩大的财政刺激计划将使欧元区整体经济受益；其二，欧元区经济失衡状况亦不如美国严重，德国的家庭部门储蓄率仍高达 11%；其三，欧洲央行行长特里谢在减息后表示下一个重要的议息会议将在今年 3 月，并表示欧洲央行将尽力避免流动性陷阱，显示出特里谢倾向于暂停一次减息对货币政策效果进行评估，并对零利率采取非常审慎的态度。我们认为欧洲央行可能再减息 50-100 个基点，至今年年中再融资利率可能降至 1%-1.5%

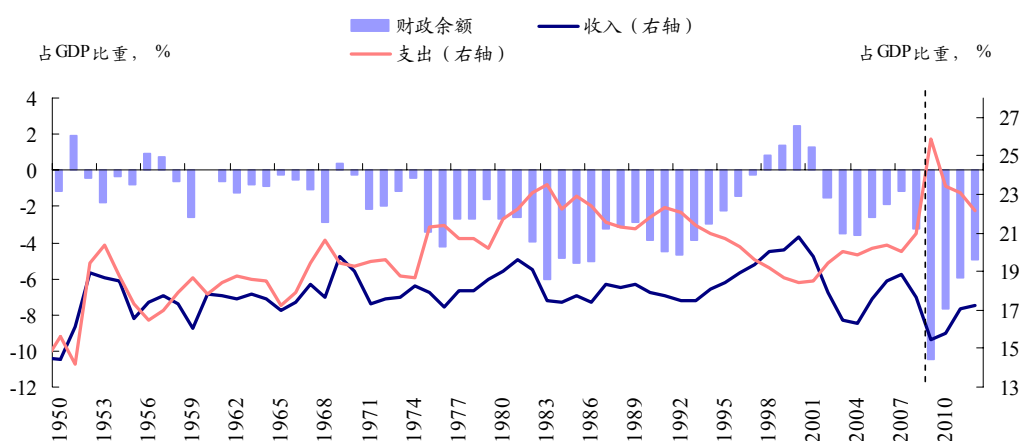
表 1: 美国财政赤字显著上升

(美元, 十亿)	2009	2010	2011	2012	2009-2012
预算收入	2,357	2,533	2,825	3,124	10,839
预算支出	3,543	3,236	3,323	3,388	13,490
财政预算(国会预算办公室)	-1,186	-703	-498	-264	-2,651
占GDP比重, %	-8.3%	-4.9%	-3.3%	-1.6%	-
额外影响					
延长课税豁免 ¹	-10	-105	-241	-363	
经济刺激方案成本	-275	-275	-137.5	-137.5	
额外债务利息成本 ²	-6	-14	-22	-33	
预计财政余额	-1,477	-1,097	-899	-798	-4,271
占GDP比重, %	-10.4%	-7.6%	-5.9%	-5.0%	

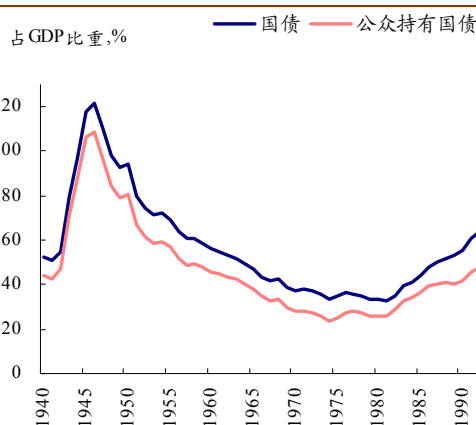
1. CBO提供的对比情景数据

2. 分批发行并以10年期国债利率2.15%计算

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 1: 美国财政状况


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 2: 美国国债将升至二战之后的高位


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

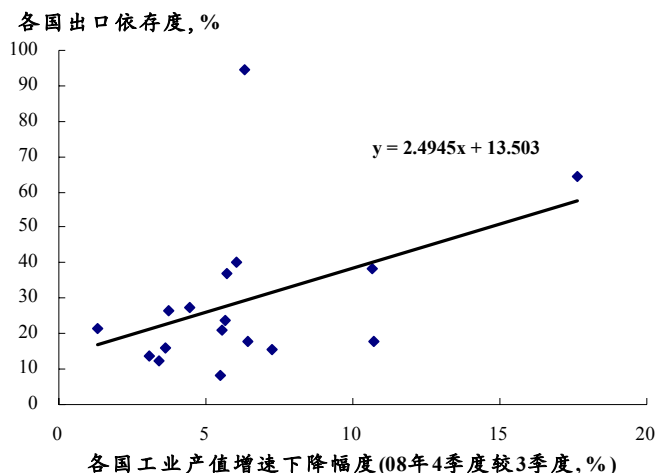
中国方面:

对历史 GDP 的调整使得即将公布的 08 年 GDP 增速可能超过我们此前的预测，但实际情况则可能低于预期: 国家统计局于 1 月 14 日公布 07 年 GDP 数据最终核实结果: GDP 总量 257,306 亿元, 实际同比增长 13.0%, 比初步核实增速 (11.9%) 大幅提高了 1.1 个百分点。我们认为此次对于 GDP 历史数据的修正不会使得 08 年 GDP 增速由于 07 年的基数提高而下降, 反而会比此前预计的要高, 因为我们此前对于 08 年 GDP 增长 8.6% 的估算是基于众多高频率的微观数据与 GDP 的历史关系来进行的, 而本次上调 07 年 GDP 增速直接使得这一关系发生变化 (譬如, 07 年 15% 的发电量增速原本是对应 11.9% 的 GDP 增速, 基于此再根据近期发电量下滑情况可测算出目前对应的 GDP 水平; 但本次调整后, 则是 15% 的发电量增速对应 13% 的 GDP 增速, 在这一新的体系下, 同样是目前的发电量等数据, 对应的 GDP 增速却更高)。因此, 本次历史数据调整之后, 如果即将公布的 08 年 GDP 增速仅略高于 9%, 则说明目前的经济增长实际情况可能低于我们的预期 (即新的体系下 9% 的增长以修正前的关系来计算可能更低于 8.6%)。

消费券是短期内刺激经济的较佳选择, 近期杭州发放消费券的特点符合我们此前的建议: 据 1 月 15 日新闻报道, 杭州财政将安排 1 亿元资金, 向困难家庭、学生以及退休老人发放消费券。这是自我们建议政府通过发放消费券带动消费以来 (参见 08 年 12 月 8 日的宏观周报《经济领先指标跳水, 内需仍需政策支持》), 继成都之后又一国内城市采纳这种方式, 且杭州消费券设计比成都有显著进步: 可购买范围有较大提高, 包括了文化、娱乐、健身、旅游等服务类消费, 且这些项目能享受的折扣比普通商品更大, 体现了鼓励非必需品消费的倾向; 且杭州消费券规定的使用时限较短。我们此前对于消费券设计提出三条建议: 1) 采取发放“打折券”的方式, 消费券在使用时, 消费者必须要搭配一定比例的现金; 2) 适用的商品范围可限定于一些供给较为过剩, 且并非基本必需品的商品, 包括服务型消费; 3) 要在较短的时间之内分发和使用 (以免黄牛党的诞生)。杭州消费券除了没有规定必须搭配一定比例的现金使用外, 其余特点均符合我们此前的建议。作为短期内刺激经济的最佳选择, 更多城市可参考我们的设计推行消费券。

目前的经济放缓主要源于外需的影响, 而非内需的下滑, 因此要靠刺激内需来抵御极为困难: 一些市场人士和研究机构认为目前中国经济放缓主要源于内需放缓的影响, 因此认为政府应大力刺激内需。然而, 我们的实证分析显示, 全球各国经济近期的放缓主要源于外需的影响, 出口依赖程度越高的国家, 其工业生产放缓程度就越严重 (图 3); 这也与中国近期各项数据走势相符: 反映内需的国内投资和消费增速依然相对较为稳健, 但工业增加值却大幅放缓, 也显示外需是当前经济下滑主要原因, 私人部门的内需仍较正常。因此指望大幅刺激仍较稳健的私人部门内需, 如房地产和汽车消费、私人部门投资来应对外需恶化引发的短期经济波动, 恐难度较大, 效果有限。

图 3: 全球经济下滑主要原因在于外需放缓



资料来源: CEIC、Global Insight, 中金公司研究部

新兴市场方面：

亚洲区内政府外债融资市场有回暖迹象，但全球实体经济却正步入寒冬，给短期外债高企的国家继续带来威胁。

亚洲新兴经济体外债市场于 1 月初显著活跃，截至 1 月 15 日，以美元为底的 5~10 年期债券销售额至已超过 35 亿美元（近期区内债券发售概况，见于主要经济事件二）。整个 1 月份的债券销售额可能达到 184 亿美元，为 20 年以来 1 月份最大的单月销售。这显示区内对美元融资的急需，及国外投资者对区内高评级政府和政府担保的美元债券的信心有所恢复。这将有助于区内一些国家用长期外债逐渐取代短期外债，从而降低目前高企的短期外债付款压力。

近期区内债券市场转趋活跃，主要源于各国政府因资金需求以推行财政刺激措施而积极发售政府和国有机构债券。此外，由于全球金融市场仍然不明朗，投资者对较安全的美元政府债券需求殷切，亦是推动区内外债市场活跃的原因之一。全球金融危机导致去年 4 季度的流动性显著紧张，反映政府债券违约风险的 5 年期信贷违约掉期（CDS）合约亦大幅上升，令区内政府和机构难以得到市场融资（图 4）。为应对全球金融危机和经济急速下滑的风险，各国央行积极下调指标利率（部份更至历史低点），并提供信贷和存款担保等措施，以稳定市场亦向其提供流动性。各国政府亦推出积极财政政策刺激经济，避免陷入严重衰退。因此，近日金融市场已有回稳迹象，CDS 合约价格亦于月初下滑至 8 个星期低点，反映市场对区内新兴经济体政府的信心有所回升。尽管如此，但这市场信心的回升是否能长期持续仍很不确定。

尽管上周债券市场有所回暖，但全球经济衰退的阴影仍笼罩著环球股市，亚洲区股市亦随美国等主要股市显著下跌。其中香港恒生指数下跌 7.8%；泰国 SET 指数下跌 5.2%；新加坡海峡时报指数下跌 4.2%；韩国综合指数下跌 3.9%。而上周亚洲新兴市场外汇价格亦跟随股市轻微下滑。

中国进出口持续恶化，对新兴经济体尤其亚洲新兴市场出口造成严重打击。中国近年更已取代了美国成为一些亚洲新兴经济体的主要出口市场。其中南韩总出口的 22%是输往中国，而台湾地区对中国大陆的出口占其总出口达 26%（此外，台湾地区对香港的出口占其总出口 13%，当中大部分是用于再出口到中国大陆）。中国进口连续 2 个月录得同比负增长，跌幅更从 11 月的 17.9%扩大至 12 月的 21.3%。从南韩的进口更大幅下降 30%，而从台湾地区的进口跌幅更达 44%。这亦是导致南韩和台湾地区 12 月份出口分别下跌 17%和 40%的主要原因之一。这表明中国进口放缓对区内其他新兴经济体出口增长的影响不比欧美等发达国家为少。

然而，发达经济体的需求下降是亚洲区出口大幅下滑的主要催化剂。这是由于亚洲新兴经济体的‘加工贸易’模式主要是通过区内的渠道，所以美欧等发达国家需求的下降亦会造成区内‘加工贸易’的大幅收缩而间接的第二轮影响到亚洲新兴市场。中国在区内有较大的‘加工贸易’比例，因此能否维持中国经济的平稳增长和提高内需将是其对其他新兴市场经济复苏的重要因素。近期一些对亚洲区内贸易研究的结论亦引证以上观点，其研究结论显示：1）在东南亚经济体总出口中，尽管区内贸易占比达 40%，但其总出口的 60%却最终成为美欧日三大经济体的最终需求，而只有约 20%出口会成为亚洲区的最终需求；2）东亚经济体对中国的出口中，约一半是被用于生产出口制成品的中间投入品，并成为中国出口的一部份¹。这些研究表明，尽管近年亚洲区内贸易迅速发展（特别是与中国的贸易），成为拉动区内整体出口的火车头，但发达经济体的需求才是亚洲区出口的直接和间接的最终推动力。

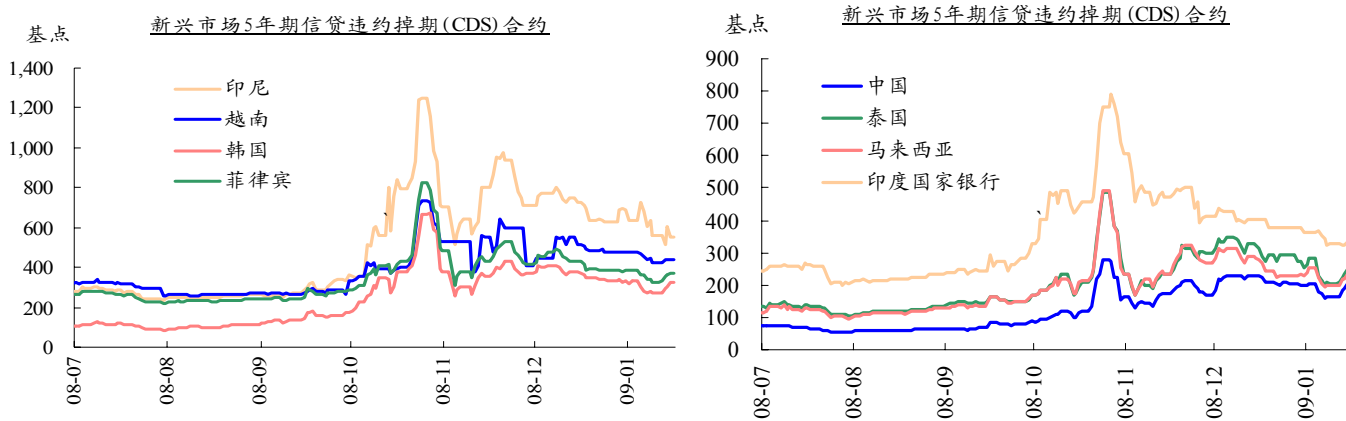
一些新兴欧洲市场可能会在可预见未来面临新的债务支付压力，而且可能对短期外债高企的亚洲国家产生不利影响。俄罗斯央行上周五度扩大卢布汇率波动区间，导致卢布兑美元贬值 5.4%，使汇率跌至 10 年新低。巴克莱银行表示，俄罗斯央行大规模干预汇市以支持卢布可能使俄罗斯本周外汇储备从 10 日前的 4265 亿美元降至低于 4000 亿美元。由于欧洲 11 月份出口下降幅度为 8 年多以来最大，使西欧国家为欧洲新兴经济体提供足够新财政支持以偿还其债务

¹ 参见亚洲开发银行的《Asian Development Outlook 2007》和香港金管局 2008 年 12 月的研究报告“Can Demand from China Shield East Asian Economies from Global Slowdown?”。

的前景蒙上阴影。此外，包括德国、奥地利、西班牙、爱尔兰和希腊等的一些主要西欧国家，他们亦再次面临偿还其债务能力的压力。

国际能源机构上周五宣布，将全球石油每日需求量的预测削减 100 万桶，反映其预测全球原油需求在 2009 年将收缩 0.6%（而 2008 年收缩 0.3%）。这将会使石油出口国蒙受巨大经济损失，他们投资于海外的 2.5 万亿美元已在这次全球金融危机中损失了 40%。

图 4：亚洲新兴市场 5 年期信贷违约掉期合约价格有所下滑



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

中国经济

联系人：邢自强、徐剑、鞠娟

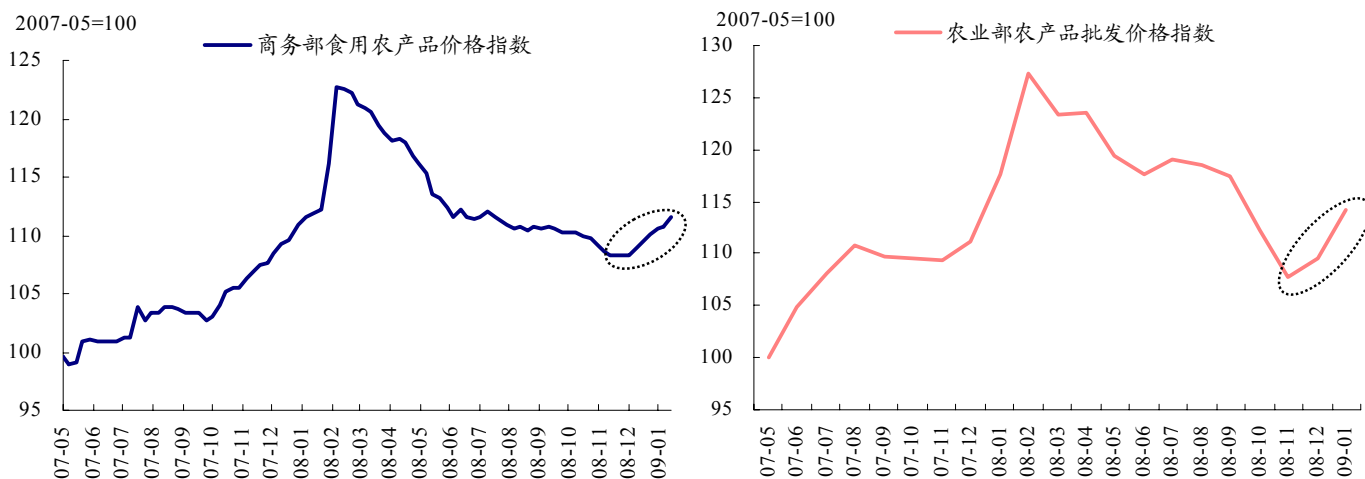
通货膨胀跟踪

◆ 季节性及节日因素导致农产品价格继续走强，但通缩势头难改

09年第二周，农产品价格继续反弹：商务部和农业部农产品价格周环比分别上涨0.7%和1.2%（图5）。但这基本反映了正常的季节因素：食品CPI历年冬季（12月、1月和2月）环比上涨较快，其中1月份平均环比上升2.4%（图6）。

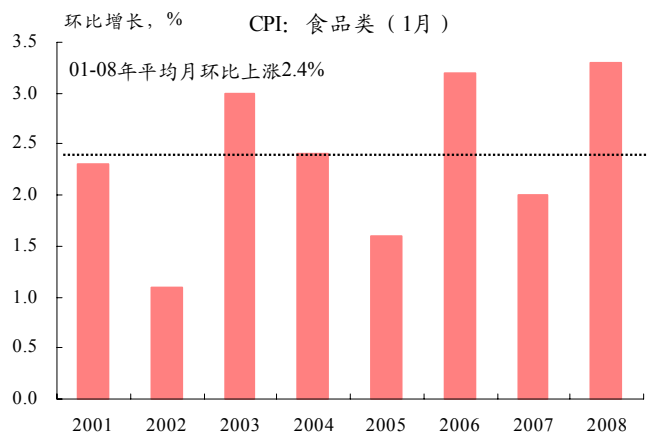
具体来看，受新年节日消费拉动和气候因素影响，蔬菜、肉类及水果价格上涨明显：上周蔬菜进一步大幅上涨7.2%（前一周上涨3.9%），肉类价格上涨0.5%（与前一周持平），水果上周开始小幅上涨0.2%。而其余农产品价格基本持平或略有下降：水产品（-0.3%）、蛋（0%）、禽（-0.2%）、食用油（-0.5%）；粮食价格仍然保持平稳（0%）（图7~12）。

图5：新年第二周商务部和农业部农产品价格继续上涨



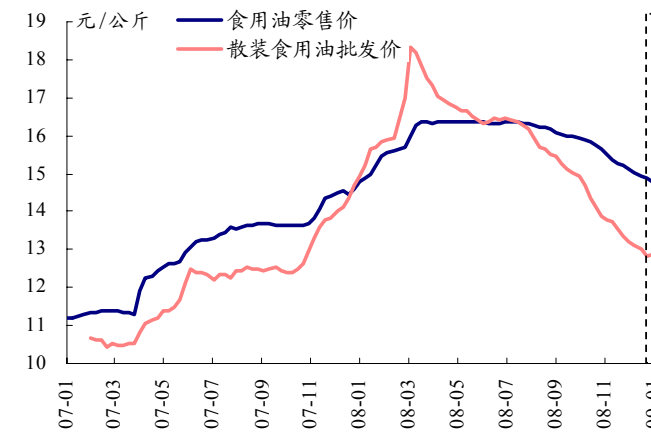
资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图6：历年食品类CPI价格1月份环比均上涨



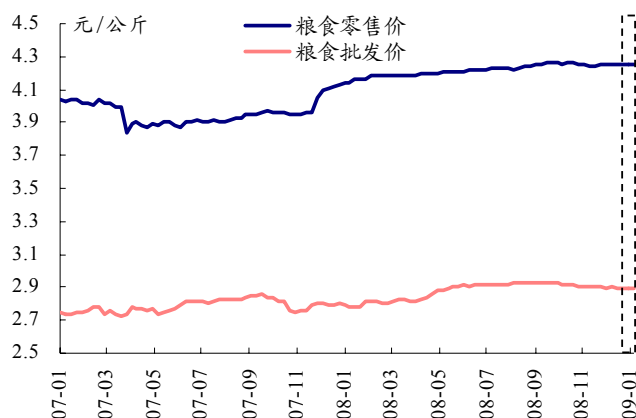
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图7：食用油价格下跌



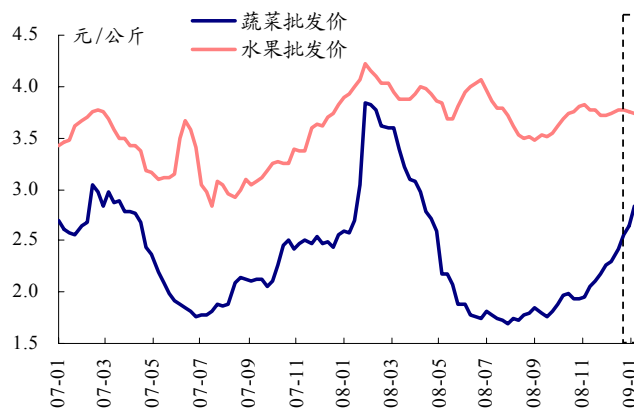
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 8: 粮食价格近期趋于稳定



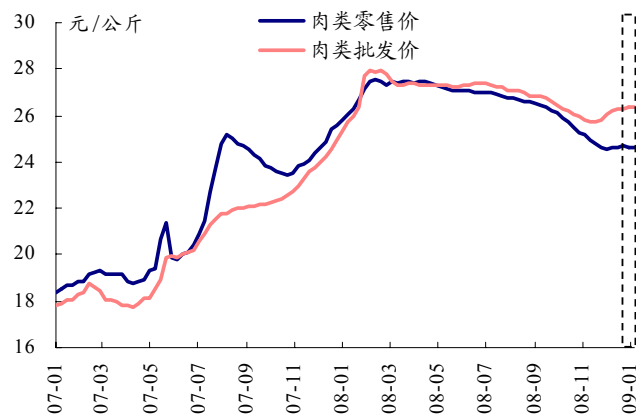
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 11: 蔬菜价格出现季节性大幅回升



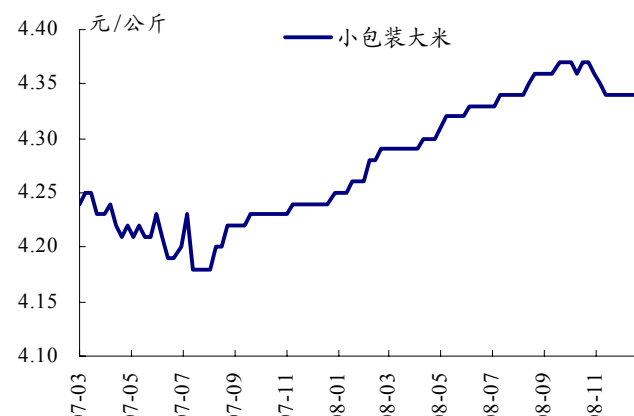
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 9: 肉类价格受需求增加影响出现小幅回升



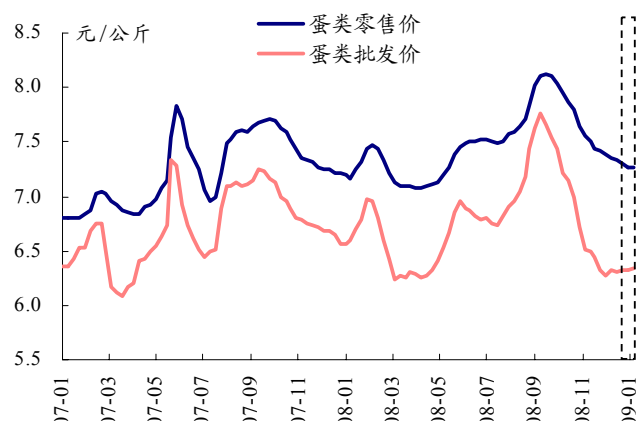
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 12: 大米价格持平



资料来源：商务部，中金公司研究部

图 10: 蛋类价格不断下跌



资料来源：商务部，中金公司研究部

近期经济数据

◆ 2007 年 GDP 增速由 11.9%上调至 13%

2009 年 1 月 14 日，国家统计局公布关于 2007 年 GDP 数据最终核实结果的公告：GDP 现价总量为 257,306 亿元，比初步核实数增加了 7,776 亿元，按不变价格计算，比上年增长 13.0%，比初步核实数提高了 1.1 个百分点（表 2）。

中金点评：

根据国家统计局 2003 年发布的《关于我国 GDP 核算和数据发布制度的改革》，年度 GDP 核算按初步核算、初步核实和最终核实三个步骤进行。2007 年 GDP 最终核实数比初步核实数提高 1.1 个百分点至 13.0%，这也是 1994 年之后中国 GDP 最高增速，其中第二和第三产业的总量和比重都有所提高。2005~2007 年 GDP 增长分别达 10.4%、11.6%、13%，显著高于过去 30 年的平均速度（9.9%），这一轮经济快速增长积累的产能过剩程度之严峻可见一斑。

根据最终核实后的数据，中国 GDP 总量规模在 07 年就超越了德国，成为继美国、日本后的世界第三大经济体。

表 2：07 年 GDP 核算的三次调整项

2007第一次统计	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
现价总量(十亿元)	24,661.9	2,891.0	12,138.1	9,632.8
增速(%)	11.4	3.7	13.4	11.4
占GDP比重(%)	100	11.7	49.2	39.1
2007初步核实				
现价总量(十亿元)	24,953.0	2,809.5	12,138.1	10,005.4
增速(%)	11.9	3.7	13.4	12.6
占GDP比重(%)	100	11.3	48.6	40.1
2007最终核实				
现价总量(十亿元)	25,730.6	2,862.7	12,479.9	10,388.0
增速(%)	13.0	3.7	14.7	13.8
占GDP比重(%)	100	11.1	48.5	40.4

资料来源：国家统计局、中金公司研究部

◆ 12 月进出口继续恶化，贸易顺差面临下降压力

海关总署公布，12 月份中国出口继续下滑，同比下降 2.8%（11 月 -2.2%）；进口同比继续下降 21.3%（11 月 -17.9%）；当月贸易顺差 389.8 亿美元，维持历史高位。

中金点评：

- 12 月进出口负增长加剧，贸易顺差维持历史高位。12 月份中国出口继续下滑，同比下降 2.8%（11 月份同比下降 2.2%，图 13），继续恶化，主要源于：1、中国主要出口市场美欧日衰退加深，外需进一步萎缩；2、出口价格回落；3、受信贷危机影响，国外进口商难以获得融资也对中国出口产生负面影响。12 月份进口进一步大幅下降 21.3%（11 月份同比下降 17.9%），主要源于：1、企业近期去库存化的行为导致原材料进口需求大幅下降（图 14）；2、国际大宗商品价格下滑使中国进口价格下跌；3、增值税转型即将生效（09 年 1 月），届时资本支出可以进行抵扣，国内企业为享受税收优惠而推迟进口机器设备。以上因素使得进口下滑幅度大于出口，贸易顺差仍维持高位达 390 亿美元（同比增长 72%，图 15），这与我们此前判断一致，即经济下滑之初顺差将因进口大幅下滑而扩大（图 16）。
- 分产品来看，服装、家具等附加值较低的消费品出口增速有所反弹，但无法弥补机电产品出口进一步下滑的影响（图 17）；分国别来看，对所有主要贸易伙伴国的出口均继续放缓，以美日欧下滑速度为甚。

- 08 年全年出口增长 17.2%，比 07 年的 25.7% 显著放缓；进口增长 18.5%，比 07 年的 20.8% 略有放缓；贸易顺差 2955 亿美元，同比增长 12.5%，比 07 年 47.7% 的增速显著放缓；顺差占 GDP 的比重也从 07 年的 7.9% 下降到 08 年的 7% 左右。
- 前瞻的看，狭义去库存化因素逐渐淡化，使贸易顺差面临下降压力；而出口还将继续恶化，使广义去库存化（消化过剩产能）之路漫长。过去几个月贸易顺差大幅上升的原因在于进口下降幅度远超出口，部分反映了企业降低原材料库存的努力；但未来伴随这一狭义去库存化过程逐渐接近尾声，进口增速将有所回升，使得贸易顺差面临下降压力。而出口增速仍将受外需恶化继续下滑：本次外需放缓的幅度过去多年更严重（图 18），中国对于出口的依赖程度不论以何种指标也比过去更严重（图 19、图 20），因此广义去库存化（产能过剩的消化）将更为严峻，在此期间通缩难逃（图 21），企业利润也将受到打击（图 22）。

◆ 12 月贷款爆发性增长，带动货币增速显著反弹

中金点评：

12 月贷款爆发性增长，带动货币增速显著反弹：12 月份人民币贷款新增 7718 亿元，增速陡升至 18.8%。在贷款大幅增加拉动下，M2 增速从 11 月份的 14.8% 陡增至 17.8%（图 23），超出市场预期的 15.0%。08 年全年新增贷款 4.91 万亿元。这与近期监管当局的一系列信贷政策转向相关：

- 央行在 1 月 6 日的 09 年工作会议上提出，“要适当增加货币、信贷投放总量，要充分发挥好银行信贷资金在扩大内需、支持经济发展的关键性作用，引导商业银行在防范资金风险的前提下，加大信贷投入的力度”；
- 银监会在 1 月 10 日推出信贷新政，对信贷监管规定和要求做出适当调整，鼓励银行业加大信贷支持力度，包括：鼓励实施贷款重组，对部分符合条件的暂时出现经营或财务困难的企业予以信贷支持；拓宽项目贷款范围，在一定额度内向非生产性项目发起人或股东发放搭桥贷款；允许有条件的中小银行业适当突破存贷比；科学实施贷款责任追究。

这些措施的转变以及近几个月贷款的突发增长局面，都显示政府力图通过银行信贷扩张来实现保增长。这一行为可以理解，但我们认为中国应在短期保增长与长期金融风险之间谋取一个平衡点；货币当局与监管机构对于经济的支持不应以人为放松银行监管条件、牺牲未来金融稳定为代价，而应从宏观层面注入流动性，让微观主体自主决定放贷，美国本次救市的行动和中国自身的历史经验都值得借鉴：

- 美联储在本次金融危机发生后为救市不断注入流动性，致使其基础货币最近数月大幅上升，但因金融机构惜贷使得货币乘数迅速下降，抵消了基础货币上升的影响（图 24）。尽管如此，美联储并未直接干预金融机构的贷款行为。
- 中国 90 年代金融业改革前的历史教训提供了前车之鉴，即在经济下行周期，政府主导的信贷快速增长将增加未来长期金融风险：93-97 年的经济下行周期中，银行系统在各级政府影响之下大力扩张信贷，引发了随后坏账高企的后果，不良贷款率几年期间翻了一倍（图 25）。且根据官方事后统计，这其中 80% 的坏账与各级政府行为推动的贷款相关，仅有 20% 是银行自身经营问题（参见央行行长周小川在 2004 年 5 月《北京国际金融论坛》上的讲话²）。

存款定期化持续，M1/M2 增速剪刀差创新高：12 月份居民存款增加 6818 亿元，增速继续攀升，且存款定期化趋势愈演愈烈，定期存款占银行总存款的比重已从 08 年初的 52% 上升至目前的 57%（图 26），显示投资意愿萎缩以及降息预期加速资金活转定。尽管 12 月份 M1（主要为活期存款构成）增速由 6.8% 反弹至 9.1%，但依然比去年同期低了 12 个百分点。且 12 月 M1 与 M2 增速“剪刀差”也达到近 9 年以来最高，继续对资本市场流动性不利。我们的

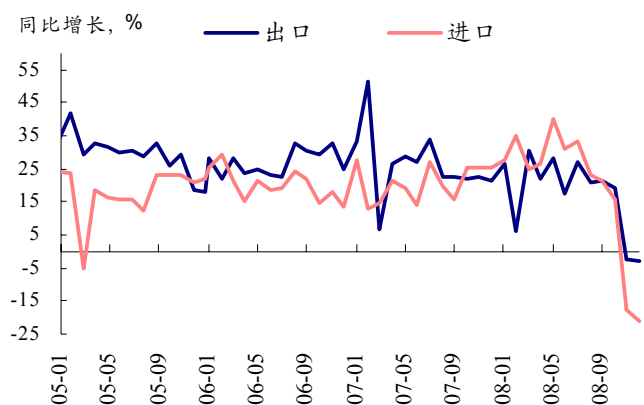
² 参见新华网的报道：http://news.xinhuanet.com/fortune/2004-05/19/content_1479153.htm

研究表明, 股价变化与 M2 的关系并不够密切 (图 27), 与 M1 的关系相对紧密 (图 28)。即使是在过去 M2 增速大幅高于名义 GDP 的 98 年、01-03 年, 股市表现依旧疲弱。

4 季度外汇储备增速急剧放缓: 08 年末外汇储备达 1.95 万亿美元; 4 季度外汇储备仅增加 404 亿美元, 与过去平均每个季度 1260 亿美元的增加额相比明显放缓 (图 29)。我们将外汇储备的变动细分成 5 部分来分析, 即贸易顺差, FDI, 投资收益、汇兑损益以及不能被解释部分 (图 30): 4 季度贸易顺差高达 1140 亿美元, 且同期中国外汇储备中的美国国债和机构债升值明显, 而其他币种资产的汇兑损失也较少 (因 4 季度欧元等对美元贬值幅度较轻), 外汇储备增长却急剧放缓, 使得我们计算的“不能被解释部分”下降达 2033 亿美元之巨, 这可能显示了资金外流迹象。且未来贸易顺差将萎缩: 过去数月贸易顺差大幅上升的原因在于进口下降幅度远超出口, 部分反映了企业降低原材料库存的努力; 但未来伴随这一去库存化过程逐渐接近尾声, 进口增速将有所回升, 但出口仍将继续下滑, 使得贸易顺差面临下降压力, 给外汇储备雪上加霜。

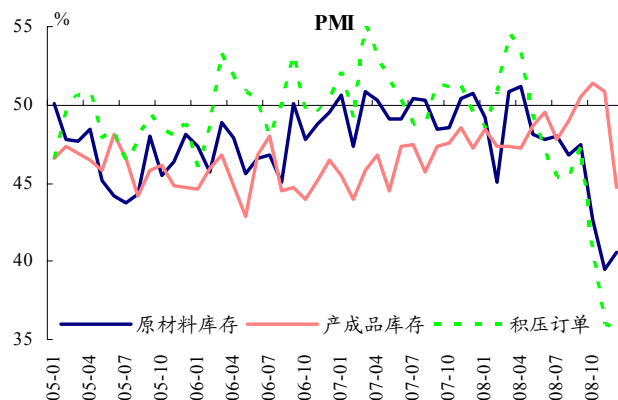
09 年 17% 的 M2 目标既有困难, 也无必要: 08 年 M2 增长 17.8%, 比 GDP 增速+物价涨幅高出约 3 个百分点, 与过去多年的平均水平基本一致。09 年我们预计 GDP 增长 7.3~8%、且通缩风险加大的局面下, M2 增速如果达 17%, 则比 GDP 增速+物价涨幅高出 10 个百分点以上, 既有困难 (目前面临外汇储备增长急剧放缓, 且货币乘数下降等不利于货币扩张的因素), 也无必要 (如果通过放松监管条件、大力鼓励放贷来人为实现货币乘数的上升, 则对于未来长期金融稳定构成风险)。根据过去经济下行时期的货币增长, 我们认为 09 年 14~15% 的 M2 增长较为合理。

图 13: 12 月进出口继续恶化



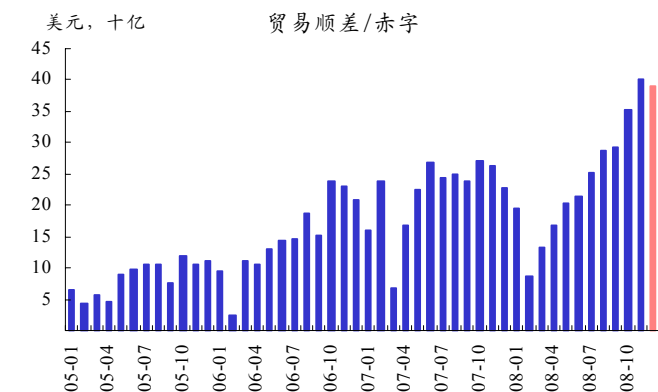
资料来源: 海关总署、CEIC, 中金公司研究部

图 14: 企业近几个月去库存化, 导致原材料进口需求大幅下降



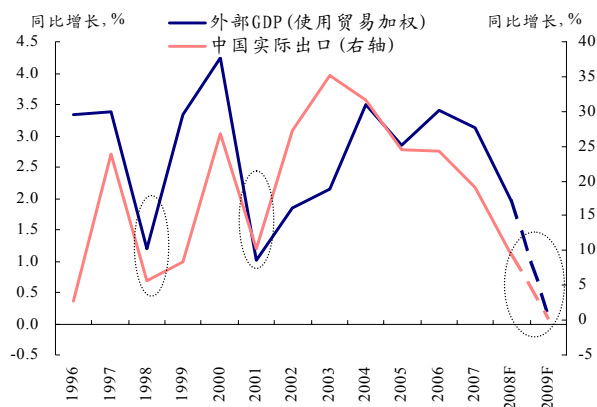
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>, 中金公司研究部

图 15: 12 月份贸易顺差再创新高



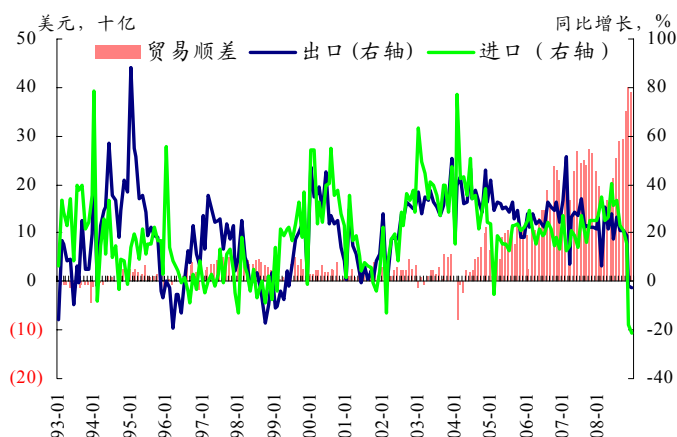
资料来源: 海关总署、Bloomberg、中金公司研究部

图 18: 本次外需放缓幅度比过去更严峻



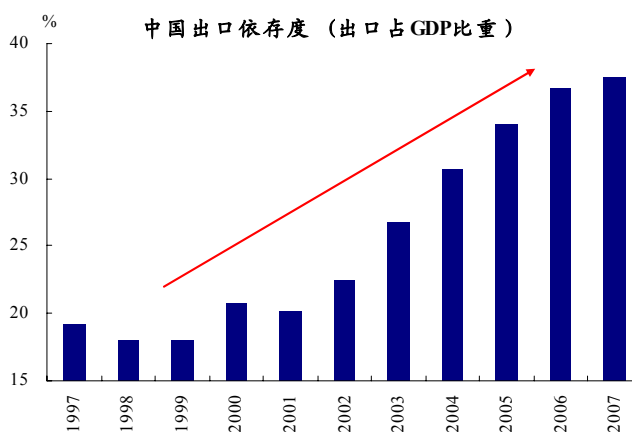
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 16: 经济下滑之初贸易顺差可能扩大



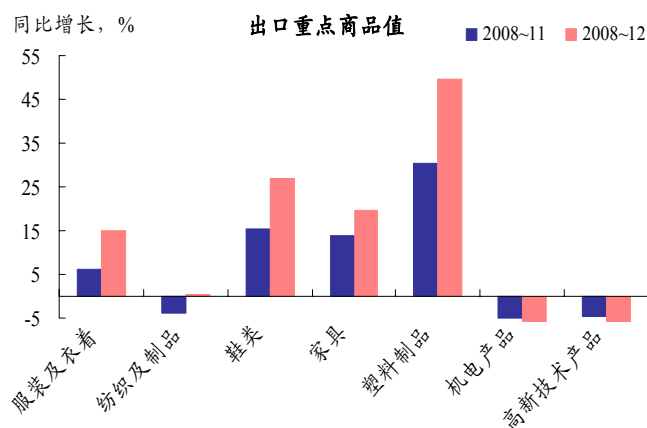
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 19: 目前出口依存度比过去大幅提高



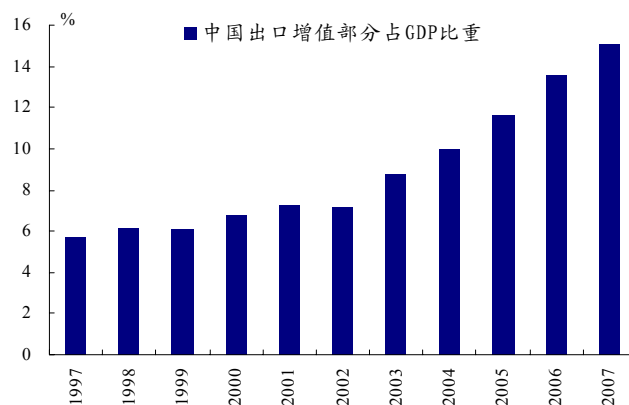
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 17: 机电产品出口下滑是拖累出口的主要力量



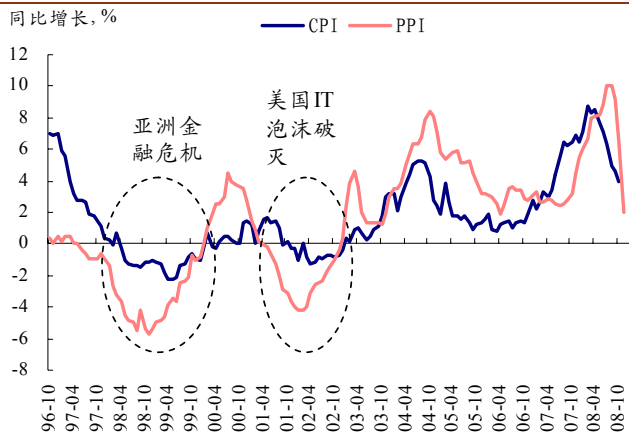
资料来源: 海关总署、CEIC、中金公司研究部

图 20: 目前出口增值部分占 GDP 比重比过去大幅提高



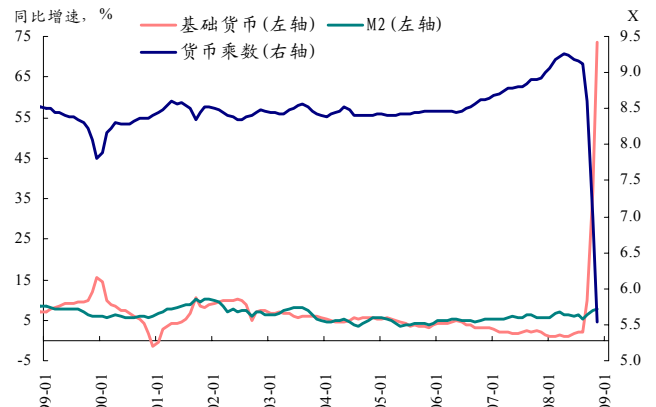
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 21: 过去两次出口放缓都使得中国进入通缩



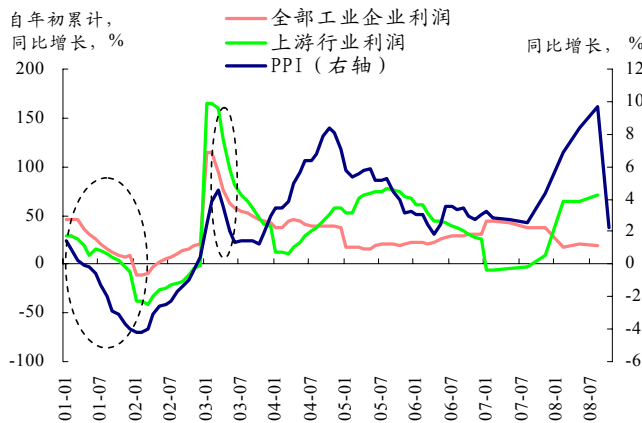
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 24: 美国近期基础货币大幅上涨, 但货币乘数大幅下降



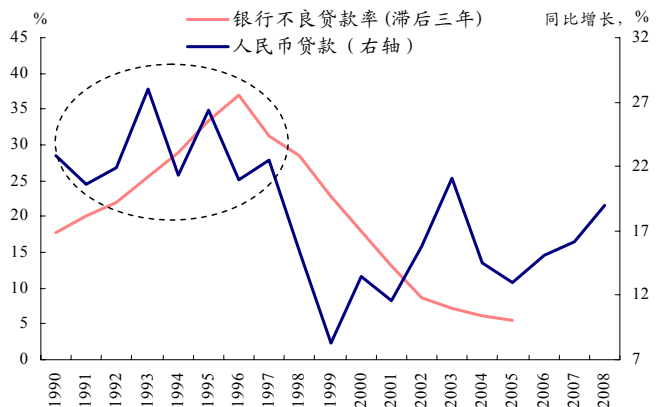
资料来源: CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图 22: 企业利润与 PPI 密切相关, 通缩期受到严重打击



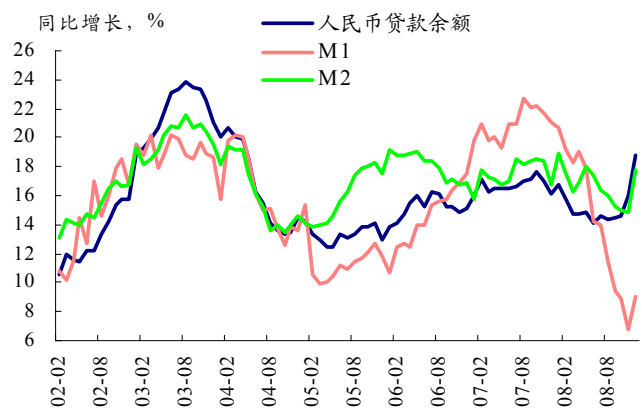
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 25: 90 年代经济下行周期信贷扩张后引发坏账高企



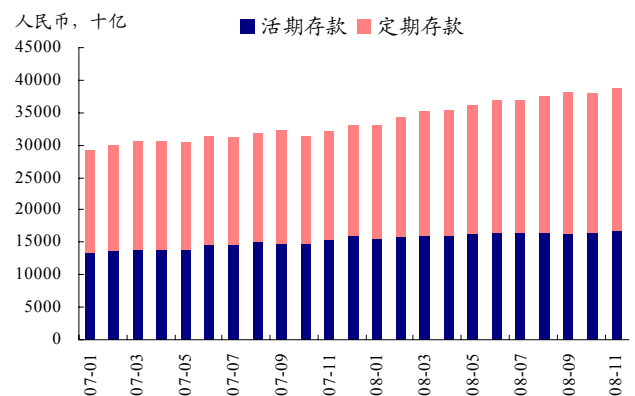
资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 23: 12 月货币信贷陡升, M1/M2 剪刀差创新高



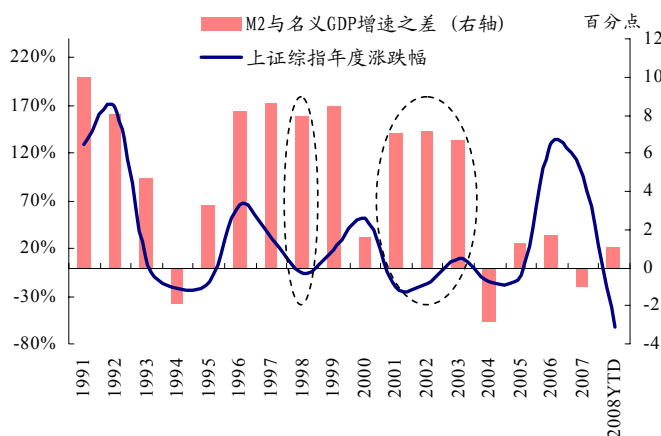
资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 26: 定期存款占银行存款的比重不断上升



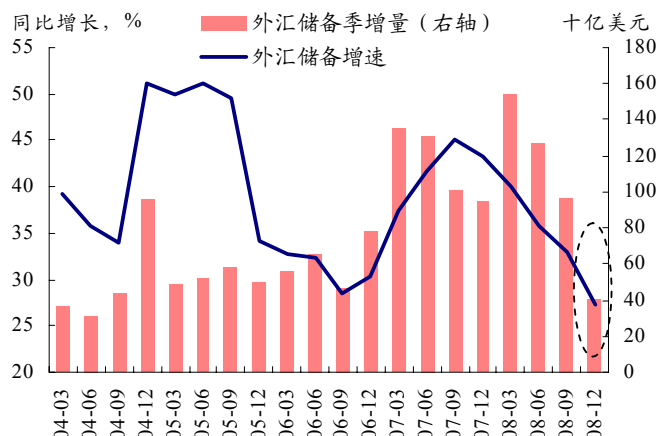
资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 27: 股市变动与 M2 关系并不密切



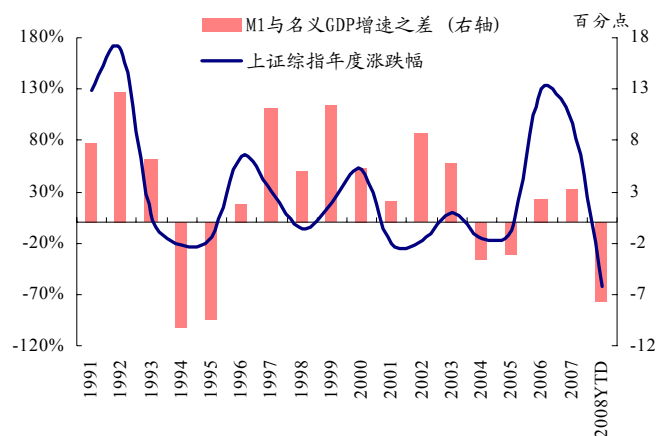
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 29: 4 季度外汇储备增速及急剧放缓



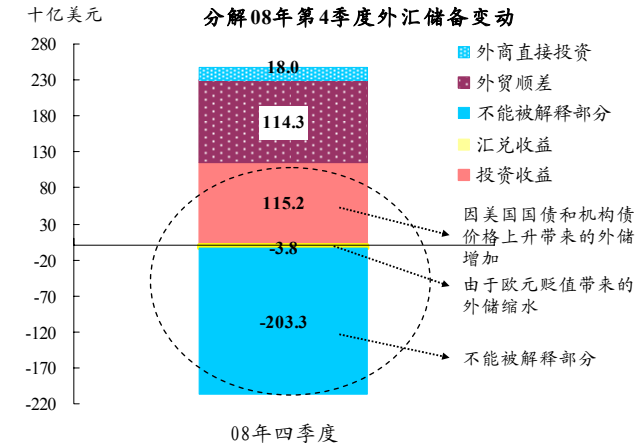
资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 28: 股市变动与 M1 关系相对密切



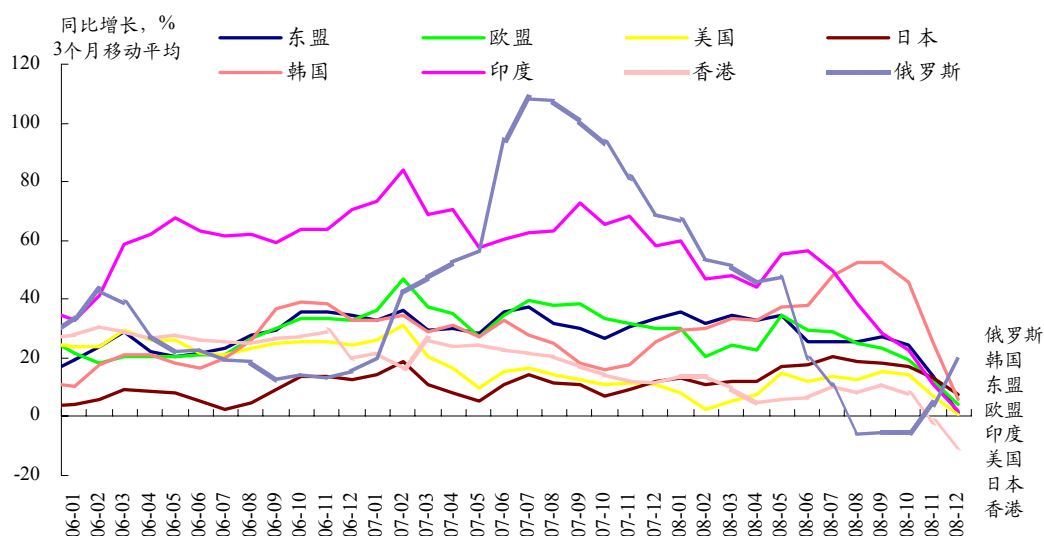
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 30: 4 季度外汇储备变动分解



资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 31: 12 月份对主要贸易伙伴出口增速放缓



资料来源: 海关总署、CEIC、中金公司研究部

表 3：中国月度经济数据一览

		2006	2007	2008-03	2008-06	2008-07	2008-08	2008-09	2008-10	2008-11	2008-12
工业生产											
工业增加值	人民币，十亿										
	同比增长，%	16.4	18.0	17.8	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	17.1	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	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	864	863	877	945	1008	979	
	同比增长，%	13.7	16.7	21.5	23.5	23.3	23.2	23.2	22.0	20.8	
其中：城镇	人民币，十亿	5154	6041	554	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	5844	7216	8492	9987	11319	12761	
	累计同比增长，%	24.5	25.8	25.8	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	1505	1815	2107	2441	2747	3064	
	累计同比增长，%	25.4	32.2	34.7	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	52.4	60.7	67.7	74.4	81.1	86.4	92.4
	累计同比增长，%	-4.1	13.8	61.3	45.6	44.5	41.6	39.9	35.1	26.3	23.6
外贸											
出口	美元，十亿	969.3	1218.3	108.9	121.5	136.7	134.9	136.4	128.3	115.0	111.2
	同比增长，%	27.2	25.7	30.6	17.7	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-2.8
进口	美元，十亿	791.8	956.3	95.6	100.2	111.4	106.2	107.1	93.1	74.9	72.2
	同比增长，%	19.9	20.8	24.6	31.2	33.6	22.9	21.3	15.6	-17.9	-21.3
贸易盈余	美元，十亿	177.5	262.0	13.4	21.4	25.3	28.7	29.3	35.2	40.1	39.0
通货膨胀											
居民消费价格指数	同比增长，%	1.5	4.8	8.3	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	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	8.8	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	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	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	3,020	3,070	3,100	3,170	3,130	3,160	3,420
	同比增长，%	12.7	12.1	11.1	12.3	12.3	10.9	9.3	10.6	9.0	12.7
M1	人民币，十亿	12,603	15,252	15,087	15,482	15,500	15,700	15,570	15,720	15,780	16,620
	同比增长，%	17.5	21.0	18.3	14.2	14.0	11.5	9.4	8.9	6.8	9.1
M2	人民币，十亿	34,558	40,340	42,305	44,314	44,640	44,900	45,290	45,310	45,860	47,520
	同比增长，%	16.9	16.7	16.3	17.4	16.4	16.0	15.3	15.0	14.8	17.8
金融机构存款	人民币，十亿	33,543	38,937	41,569	43,899	44,370	45,000	46,680	45,830	47,430	47,840
	同比增长，%	16.8	16.1	17.4	18.9	19.6	19.2	18.2	21.1	19.3	19.3
金融机构贷款	人民币，十亿	22,529	26,169	27,500	28,620	29,000	29,300	29,650	29,830	29,570	30,350
	同比增长，%	15.1	16.1	14.8	14.1	14.6	14.3	14.7	14.6	16.0	18.8
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	3.60	2.52	2.25
1年期贷款利率	p.a. %	6.12	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.20	6.66	5.58	5.31
人民币汇率（期末值）	人民币/美元	7.81	7.30	7.01	6.86	6.83	6.84	6.85	6.84	6.83	6.82

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

美国众议院拨款委员会 1 月 15 日公布了 8250 亿美元经济刺激计划的细节，这项被称为“美国复兴和再投资计划”有 5 个主要目标：1) 增加美国再生能源产量并提高公共建筑的能源使用效率；2) 修复破损的道路、桥梁和学校；3) 使医疗保健系统全面实现电脑化；4) 构建“21 世纪”教育环境，实现全国课堂、实验室和图书馆的全面现代化；5) 为劳工阶层减免税收，为受经济衰退冲击最大的人群提供救助。

中金点评：

奥巴马上任后将尽快落实计划以避免经济恶化加剧。相当于 GDP 6% 的经济刺激计划包括大规模减税和大幅增加政府支出，目标除了尽快为严重乏力的消费市场给予提振，以及于 2011 年前创造 300 万个职位以外，奥巴马政府亦希望藉此计划为经济增长奠定基础，提升美国经济在未来的竞争力：

- **大规模减税。**经济刺激方案中的减税计划占 2750 亿美元，约为整个方案 1/3 的成本，主要内容包括：

个人方面：降低纳税人特别是申报低收入津贴居民的需缴纳课税，以冲抵每个人 500 美元或每个家庭 1000 美元的社会保险和医疗保险相关税项。奥巴马曾在竞选时提出“劳有所得”（Making Work Pay）计划，减税举措相当于这项计划的首期行动；

企业方面：1) 企业可以用去年的巨额损失和 2009 年可能出现的任何损失来冲抵过去 5 年所缴纳的税款，这实际上将帮助企业从政府处获得现金支持；2) 招聘新员工或取消裁员计划的企业可以获得 1 年的税项减免；3) 可能还将允许小企业在 2009 年和 2010 年冲抵总计高达 2.5 亿美元的多项支出。

- **大幅增加政府支出。**预计刺激方案的支出总额占 5500 亿美元，约为整个方案 2/3 的成本，主要内容包括：

扩大基础建设项目：300 亿美元的资金将用于高速公路建设；310 亿美元用于联邦和公共建筑的更新和修缮项目；此外公共用水和交通运输方面将分别获得 190 亿美元和 100 亿美元的资金；

增加医疗和失业保险福利：提供 430 亿美元用于延长失业保险福利并支付失业人员再培训的费用；通过 Cobra Program 提供 390 亿美元，为因失业而没有保险的人群支付短期医疗费用；提供 200 亿美元用于增加向低收入者发放食品券的资金支持；241 亿美元用于提升医疗科技水平；

学校硬件升级、强化科技研发、给予州政府资助：拨出 540 亿美元于再生能源项目；1416 亿美元于学校硬件升级；160 亿美元用于科技设备和研发以及宽频网络接入；910 亿美元于提升州政府公共服务。

如果奥巴马的经济刺激方案得以推行，加上假定美国政府延长豁免在 01-03 年间实施的有关

课税，以及包括美国政府需额外支付的债务利息成本，我们初步估算 2009 年至 2012 年累计财政赤字将额外大幅增加 1.6 万亿美元。尤其是 2009 年和 2010 年，财政赤字预计为 1.5 万亿美元和 1.1 万亿美元，占 GDP 比重将可能高达 10.4% 和 7.6%。在税收减少及支出上升的情况下，预算平衡不会在奥巴马首届任期内实现。此外，公众持有债务占 GDP 比重将从现时的 40% 上升至 2012 年 60% 的水平，即为 50 年代初二次世界大战后的高位。

◆ 事件二

欧洲央行（ECB）于 1 月 15 日的议息会议中宣布下调基准利率 50 个基点至 2%（图 32），符合市场预期。欧洲央行自去年十月初已累计减息 225 个基点，目前基准利率已达到 1999 年欧元区成立以来的最低值。会后欧洲央行主席 Jean-Claude Trichet 表示本次减息是基于疲软的经济前景使通胀得以缓解，而货币增速进一步下滑加剧通缩压力，从中期来看通胀趋势与货币政策价格稳定的目标一致，而欧元区经济明年将陷入萎缩，所以需要大幅减息。

中金点评：

欧元区通胀已降至央行目标水平以下，而德国 2008 年 GDP 表现确认了欧元区第四季度将非常低迷，减息势在必行。因全球大宗商品价格继续回落，欧元区 12 月份通胀的预估值由 11 月份的 2.1% 大幅降至 1.6%，已经显著低于央行 2% 的目标水平，显示其通缩压力更甚于英国，尤其是德国 12 月份消费者物价指数增速仅为 1.1%，创两年来新低。随着欧元区消费者价格指数预期及销售价格预期的显著下滑，欧元区通胀仍有继续回落的压力。而另一方面，德国 2008 年 GDP 增速仅为 1.3%，经工作日调整的 GDP 增速更低至 1%（图 33），暗示了德国经济第四季度年化环比大幅下滑 7%。而德国超过欧元区经济总量的 1/4，且为欧元区内最稳健的经济体，这意味着欧元区第四季度经济亦将急剧萎缩，通缩风险及糟糕的经济表现使本次减息势在必行。尽管欧洲央行在 2003 年将利率降至 2% 后在两年多的时间内保持该利率不变，但本次经济周期伴随着全球经济的结构性调整及金融市场动荡，我们认为欧洲央行可能再减息 50-100 个基点，再融资利率将于今年创历史新低。而由于美联储已无减息空间且美国经济很可能先于欧洲经济复苏，欧元兑美元仍将受压。

德国财政状况稳健，财政政策配合或减小欧洲央行零利率政策的可能性。数据显示德国 2008 年财政余额占 GDP 比率为 -0.1%，已接近财政平衡。稳健的财政状况为最近公布的第二轮经济刺激方案提供了强有力的保证，可能使德国在不超 GDP 3% 赤字的情况下实施该计划。由于德国是欧元区经济的龙头，其扩大的财政刺激计划将使欧元区整体经济受益，并减小欧洲央行实行零利率的可能性。此外，欧洲的金融市场动荡较美国缓和，经济失衡状况亦不如美国严重（德国的家庭部门储蓄率高达 11%）等因素亦可使欧洲央行避免零利率。

近期经济数据

◆ 工业产出下降，费城制造业指数小幅反弹

12 月份工业产出环比下降 2%，同比下降 7.8%。制造业产出环比下降 2.3%，同比下降 9.9%。工业产能利用率由上月的 75.2% 下降至 73.6%（图 34），制造业产能利用率由上月的 71.9% 下降至 70.2%，均徘徊在多年以来的低位。

09 年 1 月份费城联储局制造业指数从上月的 -36.1 反弹至 -24.3（图 35）。新订单指数从上月的 -28.2 升至 -22.3，装船指数从上月的 -29.7 升至 -16.7；物价支付指数从 -25.5 降至 -27。

中金点评：

资产价格下跌、就业市场疲弱和信贷紧缩等因素影响消费意愿，导致销售量下降和零售商存货上升，耐用品和非耐用品制造商面临疲软需求均不得不削减产量。工业产出在 08 年有 8 个月出现负增长，而工业产能利用率更显示只有不到四分之三的可持续生产能力投入了使用，意味

着美国经济正在加速恶化。大宗消费如汽车及零部件制造商更首当其冲。12 月份汽车及零部件产出环比下降 7.2%，同比下降 26.7%。最近汽车巨头因营运困难而面临破产倒闭风险，由于担心没有质量保证或无法获得部件，消费者不愿意购买破产汽车制造商的产品，预期汽车销售量将显著下降，继续为相关产出带来沉重压力。此外，显著放缓的出口亦将继续拖累制造业和工业产出。

◆ 零售额持续下降，消费者信心指数小幅回升

12 月份零售额环比下降 2.7%，连续 6 个月录得负增长，同比下降 9.8%（图 36）。除去汽车销售，零售额环比下降 3.1%，连续 5 个月下跌，同比下降 6.7%。

1 月份密歇根大学消费者信心指数较 12 月上升 1.8 个百分点至 61.9（图 37）。当前经济条件指数下降 0.3 个百分点至 69.2，预期指数上升 3.2 个百分点至 57.2。预期未来 1 年通胀水平从 12 月的 1.7% 上升至 2%。

中金点评：

最近经济衰退加速恶化，就业情况疲软、实际工资下降、房价继续下滑、个人收入和支出加速下降以及消费者信贷持续紧缩，无疑对消费市场产生严重的负面影响，耐用品消费更显得特别疲软。除去汽车销售的零售额也连续 5 个月下跌，显示整体零售的疲态。在油价显著下滑和金融市场有所稳定下，消费者信心指数小幅回升，然而仍然徘徊在多年低位。

◆ 物价继续下降

12 月份 CPI 环比下降 0.7%，同比上升 0.1%。除去能源和食品价格的核心 CPI 环比维持不变，同比上升 1.8%（图 38）。

12 月份 PPI 环比下降 1.9%，同比下降 0.9%。除去食品和能源的核心 PPI 环比上升 0.2%，同比上升 4.3%（图 39）。

中金点评：

油价已从其高位水平下跌超过 70%，各物价指数亦已显著回落。面对全球需求下滑，能源价格缺乏回升动力，物价将持续受压。面对通缩的困扰，美联储放宽货币政策的力度大于以往，倾力防止经济陷入通缩的恶性循环。在美联储把基准利率下调至 0-0.25% 的目标区间后，当局将采用定量宽松的货币政策来刺激经济，除大规模直接购买国债外，美联储还将向金融市场的特定领域注入流动性。此外，美联储通过不同工具为市场提供流动性，其资产负债表自去年 9 月至今已明显扩大了 1.9 倍，占 GDP 比重由 8% 上升至 16%，显示货币当局稳定信贷市场的决心，以及正在尽最大的努力防止通缩发生。

◆ 11 月贸易赤字大幅减少

美国 11 月贸易赤字较上月大幅减少 29%，至 404 亿美元，显著低于市场预期的 510 亿美元，为 5 年来最低的贸易赤字。11 月进口 1832 亿美元，环比下降 12%，跌幅创历史新高；出口 1428 亿美元，较上月减少 5.8%（图 40）。

评论：

信贷紧缩、就业市场恶化和经济前景不明朗，导致最近个人储蓄率明显上升，意味着美国居民对未来的收入增长预期悲观，不但为总供给的扩张带来负面影响，更严重影响消费市场。此前公布的 11 月份个人收入支出报告显示，消费者已经连续第 5 个月减少支出，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。而且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，阻碍其经济复苏的进程。另一方面，因为消费意愿不足对进口需求下滑的速度更快于出口的萎缩速度，对经常帐户赤字收窄产生正面作用，预期净出口在4季度将继续拉动GDP增长。

正如我们在此前多份报告中指出（参看08年8月12日报告《美元反转序幕提前拉开？》和9月26日报告《美国出口之星能闪耀多久？》），美元走势与美国经常项目赤字有密切相关，美国经常项目赤字在GDP中的比例已经从2005年底接近7%的历史最高水平降至08年3季度的4.8%（图40）。在经济衰退加剧，居民财富大幅缩水的背景下，国内进口需求减小将导致进口以更快的速度下滑，我们预计经常账户逆差将会持续减小，支持美元的中长期走势。

◆ 欧元区11月份工业产出大幅下滑

欧洲统计局1月14日发布数据显示欧元区及欧盟11月份工业产出均较10月份下降了1.6%，降幅与10月份持平，同比均下降了7.7%（图41）。其中非耐用品的表现好于耐用品、资本品及中间产品。非耐用品产出在欧元区环比下降了0.1%，其它三个类别的产出则分别下滑了2.4%，1.8%及2.8%。

中金点评：

大幅下滑的工业产出与疲软的制造业PMI表现相一致，而制造业PMI产出在12月份跌至33.9的历史新低显示欧洲制造业在相当长的时间内难以有复苏迹象，工业产出在12月份可能加速下滑。即便假设12月份工业产出降幅与11月持平，欧元区第四季度工业产出仍较第三季度大幅下滑4%，显示欧元区第四季度GDP将显著萎缩。此外，欧元区并未真正展开存货调整，制造业PMI数据显示一方面制成品存货仍持续温和扩张，另一方面新订单却在加速萎缩，存货与订单之差大幅上升，因此工业产出下调压力仍大，并将拖累企业投资。

◆ 欧元区11月份贸易余额恶化

欧洲统计局11月16日公布了欧元区11月份贸易数据，欧元区未经季节调整的贸易余额由10月份的5亿欧元顺差恶化至70亿欧元逆差，而2007年11月贸易顺差曾达23亿欧元。欧元区11月份进口较去年同期下滑了4%，但出口同比大幅下滑了10%（图42）。而经季节调整的贸易余额则由10月份21亿欧元的逆差扩大至49亿美元。

中金点评：

欧元区11月份贸易余额的恶化主要是由于出口下降的速度远大于进口。分国家来看，出口跌幅最大的主要目的地为美国、日本和英国，跌幅分别为4%，2%和1%。欧元区贸易余额的恶化与美国贸易余额的改善相呼应，正如我们在1月14日《11月贸易赤字大幅减少》中指出的“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，阻碍其经济复苏的进程”。此外，英国亦面临储蓄率过低，经济失衡的问题，未来亦将大幅削减消费并影响到欧元区的出口。而PMI制造业新订单指数11月份跌7.4点至28.8，创2001年该指数编制以来的最大跌幅，显示出口压力仍大。

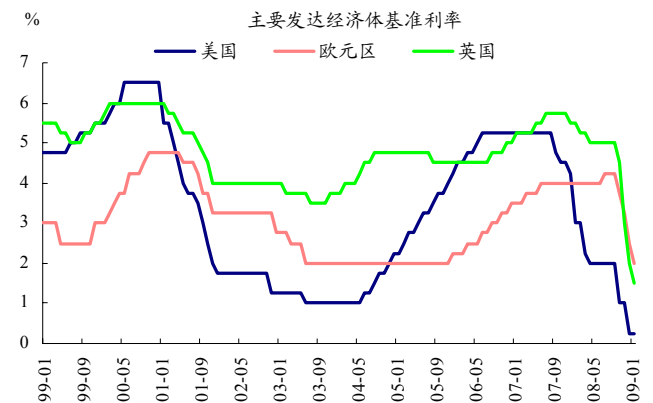
◆ 日本11月份经常账户显著恶化

日本财政部1月13日发布的数据显示日本11月份经常帐户余额较去年同期下降了65.9%，而经季节调整的经常帐户余额环比则大幅下滑了41.2%至6540亿日元，其中贸易余额较10月份下降了4590亿日元至3340亿日元赤字，服务项目赤字增加了370亿日元，收入项目小幅上升70亿日元，经常转移增加了230亿日元（图43）。

中金点评:

日本 11 月份经常账户余额下降了 4590 亿日元而贸易余额下降了 4520 亿日元，意味着经常帐户恶化主要受贸易赤字拖累。贸易余额在 8 月和 9 月分别为 1100 亿及 20 亿日元的逆差，在 10 月份达致盈余后又深陷逆差，显示由于日本主要出口对象的投资消费需求异常低迷，日本出口深受打击。而 10 月及 11 月机器订单数据显示海外订单环比分别大幅下降了 37.2% 及 14.4%，而海外订单数据往往可视为是出口的先行指标，日本贸易余额亦很可能持续恶化，并直接及通过投资和消费间接拖累第四季度 GDP。

图 32：欧洲央行减息至历史最低位



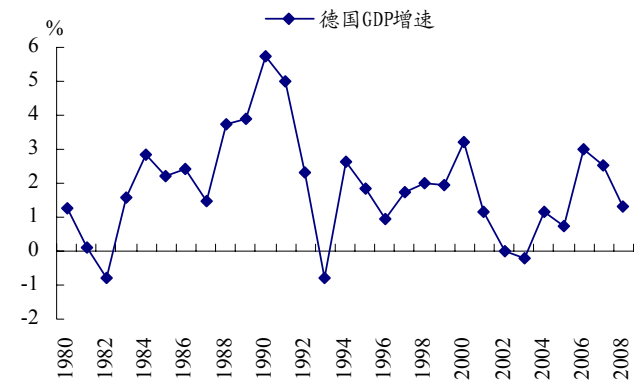
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 35：费城制造业指数小幅回升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 33：德国 GDP 增速下滑



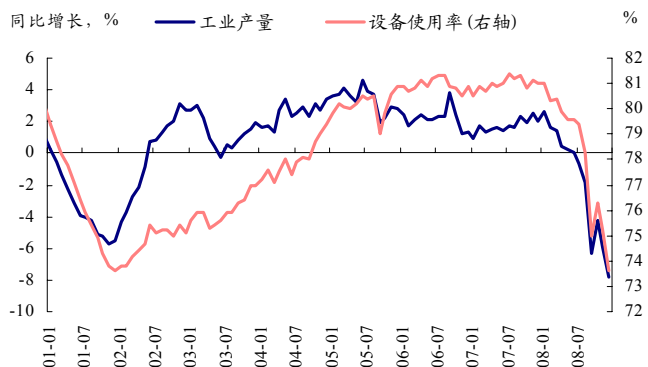
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 36：零售直线下降



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 34：工业产量显著下降



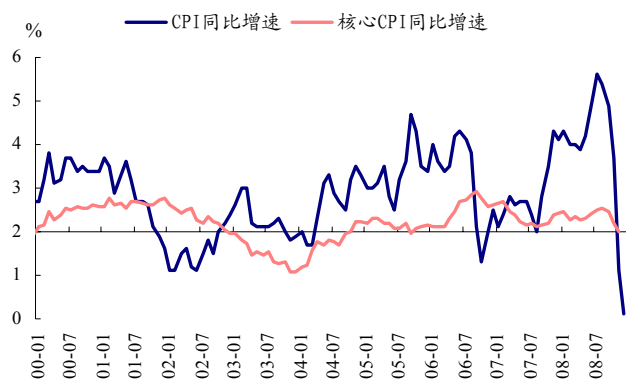
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 37：消费者信心指数反弹



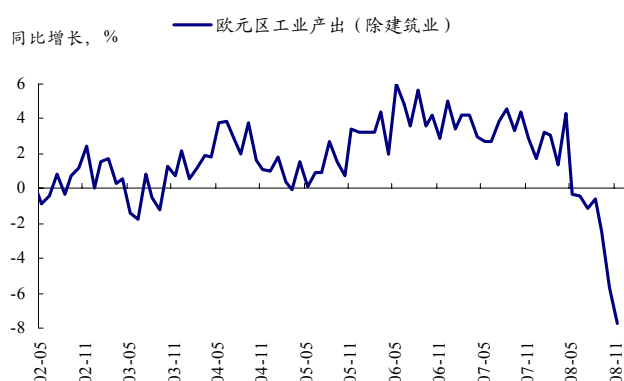
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 38: CPI 增速显著放缓



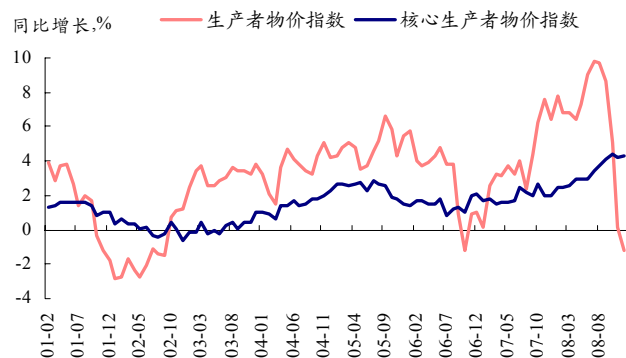
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 41: 欧元区工业产出直线下降



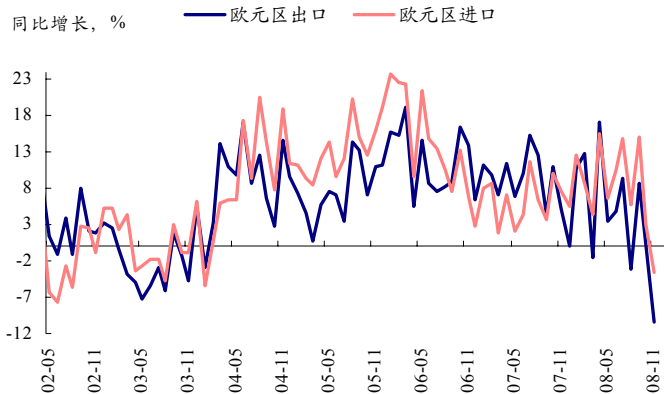
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 39: PPI 萎缩



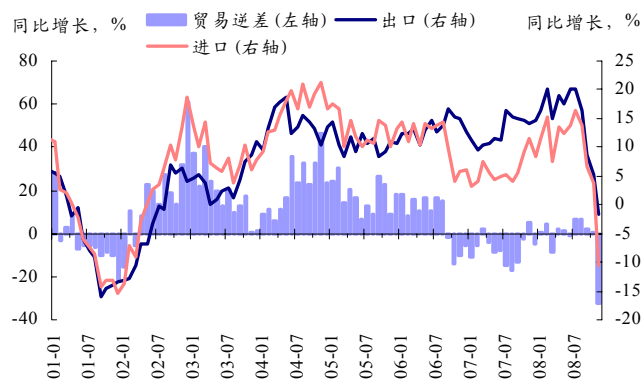
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 42: 欧元区贸易余额恶化



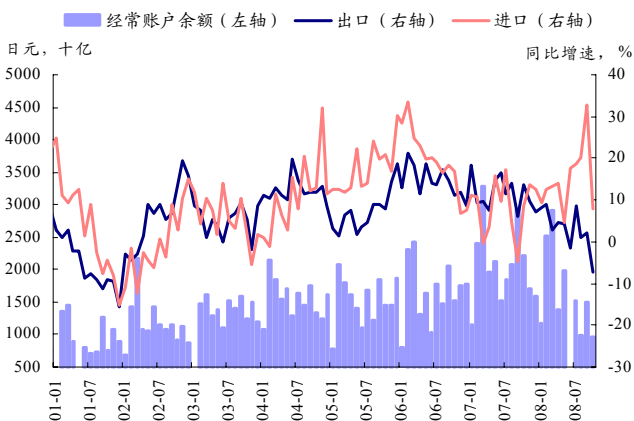
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 40: 美国贸易逆差显著下降



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 43: 日本经常账恶化



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 4：美国经济主要数据

	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01
工业生产												
工业产出指数	112.3	112	111.4	111.2	111.3	111.2	109.8	105.2	107.1	105.7	103.6	
同比增长, %	1.63	1.45	0.36	0.18	-0.09	-0.71	-1.96	-6.32	-4.20	-5.88	-7.83	
产能利用率 (%)	80.3	80.4	79.9	79.6	79.6	79.4	78.3	75	76.3	75.2	73.6	
ISM制造业指数	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	49.3	49.6	52	51.7	48.2	49.5	50.6	50.2	44.4	37.3	40.6	
费城制造业指数	-22.6	-15.9	-21.1	-16.3	-17.7	-16.7	-20.1	1.9	-38.7	-39.8	-36.1	-24.3
消费												
零售额(美元,十亿)	378.11	380.02	380.79	383.77	384.07	381.58	378.97	373.03	360.30	352.63	343.24	
同比增长, %	2.67	2.34	2.76	2.01	3.08	1.95	1.26	-1.42	-5.09	-8.21	-9.81	
私人收入(美元, 十亿)	11952.4	11999	12003.1	12219.8	12233.6	12136	12168.8	12173.2	12184.5	12163.8		
同比增长, %	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)	9982.7	10039.7	10073.5	10144.2	10196.4	10187.1	10170.9	10132.4	10029.8	9973.7		
同比增长, %	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	70.8	69.5	62.6	59.8	56.4	61.2	63	70.3	57.6	55.3	60.1	61.9
投资												
耐用品订单(美元,十亿)	216,101	215,616	213,475	213,671	216,650	218,163	206,084	206,034	188,534	185,720		
同比增长, %	1.67	-0.79	-3.80	-1.48	-0.54	-4.94	-5.85	-4.45	-12.66	-13.70		
外贸												
出口额(美元,十亿)	152.55	149.71	155.24	157.18	163.08	168.35	165.61	155.09	151.54	142.80		
同比增长, %	20.13	15.04	18.94	17.57	20.14	20.27	16.54	8.62	5.16	-1.66		
进口额(美元,十亿)	213.99	206.67	216.61	217.20	221.77	229.47	224.47	211.65	208.23	183.25		
同比增长, %	15.17	7.39	13.54	12.47	13.80	16.31	13.69	6.76	3.88	-10.65		
贸易逆差(美元, 十亿)	-61.43	-56.96	-61.37	-60.02	-58.69	-61.12	-58.86	-56.56	-56.69	-40.44		
同比增长, %	4.46	-8.60	1.85	0.98	-0.74	6.63	6.37	1.97	0.63	-32.45		
通货膨胀(同比增长, %)												
CPI	4.0	4.0	3.9	4.2	5.0	5.6	5.4	4.9	3.7	1.1	0.1	
核心CPI	2.3	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8	
PCE	3.5	3.4	3.4	3.5	4.1	4.5	4.4	4.1	3.2	1.4		
核心PCE	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.0	1.9		
PPI	6.5	6.7	6.4	7.3	9.1	9.9	9.7	8.7	5.2	0.4	-0.9	
核心PPI	2.4	2.5	2.9	3.0	2.9	3.3	3.7	4.0	4.4	4.2	4.3	
住房市场												
新屋开工数 (千栋)	1107	988	1004	982	1089	949	854	824	791	625		
同比增长, %	-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)	572	513	542	515	499	505	448	442	419	407		
同比增长, %	-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)	5.03	4.94	4.89	4.99	4.85	5.02	4.91	5.14	4.91	4.49		
同比增长, %	-23.79	-19.15	-17.54	-15.85	-15.65	-12.85	-10.73	0.59	-2.96	-10.56		
Case-Shiller房价指数	175.96	172.20	169.98	168.60	167.77	166.36	164.63	161.65	158.16			
同比增长, %	-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)	137,919	137,831	137,764	137,717	137,617	137,550	137,423	137,020	136,597	136,013	135,489	
非农就业人数增加值(千人)	-83	-88	-67	-47	-100	-67	-127	-403	-423	-584	-524	
失业率, %	4.8	5.1	5.0	5.5	5.6	5.8	6.2	6.2	6.6	6.8	7.2	
金融市场(期末值)												
联邦基金利率(%)	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(%)	1.838	1.3156	1.3772	1.879	1.7306	1.6594	1.7103	0.9044	0.436	0.406	0.0203	0.1116
2年期国债收益率(%)	1.6158	1.5824	2.2537	2.6411	2.6164	2.5079	2.3669	1.9599	1.5480	1.0993	0.7321	0.7695
10年期国债收益率(%)	3.5092	3.4096	3.7279	4.0595	3.969	3.9462	3.8116	3.8234	3.953	2.9533	2.1652	2.364
30年期国债收益率(%)	4.4023	4.2917	4.4672	4.7147	4.5239	4.5727	4.4227	4.311	4.3664	3.4882	2.6203	2.9704
30年住房贷款利率(%)	5.80	5.67	5.80	5.98	6.17	6.26	6.26	5.94	6.41	5.76	5.26	5.1
美元名义有效汇率	75.06	72.78	72.95	73.55	74.18	73.64	76.6	78.25	82.79	85.17	83.02	
美元实际有效汇率	83.92	81.95	82.01	82.71	83.56	83.15	85.49	87.45	93.16	94.33	92.44	
美元/欧元汇率	1.5179	1.5788	1.5622	1.5554	1.5755	1.5603	1.4673	1.4092	1.2726	1.2869	1.3916	1.3316
日元/美元汇率	103.74	99.69	103.91	105.52	106.21	107.91	108.8	106.11	98.46	95.28	91.16	90.47

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

主要经济事件

事件一

泰国央行降息 75 个基点至 2.0%，幅度超过市场预期

中金点评：

区内通缩风险增加，促使一些亚洲央行持续降息，以刺激经济和改善流动资金状况。继此前印尼、韩国和台湾地区先后调低其政策利率 50 个基点之后，上周泰国央行亦将其基准 1 天回购利率下调 75 个基点至 2.0%。这是继 2008 年 12 月该央行减息 100 个基点之后近月来第二次降息，降息水平亦超过彭博预期调查的 50 个基点。泰国 12 月份通胀从 11 月的 2.2% 大幅下降至 0.4%，为 2002 年以来的最低水平，我们已于上期宏观经济周报预视泰国通缩风险增加将促使央行进一步降息（图 44）。

事件二

亚洲新兴债券市场于 1 月初显著活跃，整个 1 月份的债券销售额可能达到 184 亿美元，为 20 年以来 1 月份最大的单月销售。

中金点评：

近月区内外债市场显著活跃，主要源于各国政府因资金需求以推行财政刺激措施而积极发售政府和国有机构债券。在全球金融市场仍然不稳定的情况下，投资者对高评级政府美元债券和政府担保的高评级企业/银行债券需求殷切。近期亚洲区债券市场的销售情况如下：

- ◆ **菲律宾**政府上周发行总额达 15 亿美元的 10 年期债券，为 2009 年第一个亚洲主权债券，收益率为 8.5%（约高于美国国债 600 个基点）。是次发售超额认购约 50 亿美元，反映全球和本地投资者对区内基金需求强劲。出售金额是去年的 3 倍，而菲律宾亦完成所有今年外币债券销售计划。此外，菲律宾政府亦将推出全新的债券交换计划，于本周开始接受现有债务交换至新的 5 年和 7 年菲律宾比索债券的申请，额度至少为 200 亿比索（约 4.25 亿美元），这将有助于用长期债券逐渐取代短期债券，从而降低目前高企的短期债务付款压力。
- ◆ **韩国**进出口银行上周于初级市场发行 20 亿美元 5 年期债券，收益率为 8.125%（约高于基准掉期利率 650 个基点）。而进出口银行计划今年出售总达 72 亿美元债券，吸引海外资金以支持国内出口商。另外，韩国产业银行亦计划于本月底发行 10 亿美元债券。韩国今年的资金总需求预计非常庞大，特别是银行系统。
- ◆ **韩国**政府曾表示计划通过国内外不同的来源以解决资金问题。财政部表示正计划今年发行最多 60 亿美元的外币债券，和 74.3 万亿韩元地方债券（约 550 亿美元）。政府亦将允许银行于今年 1 季度利用国家启动资本基金的 20 万亿韩元（约 147 亿美元），有关基金的主要来源是中央银行和国有韩国发展银行。
- ◆ **台湾地区**政府上周出售新台币 350 亿（约 10.5 亿美元）的 273 天国库券，并以纪录低点的折扣率 0.405% 发售。台湾地区政府亦计划出售新台币 400 亿的 5 年期债券。
- ◆ **马来西亚**政府计划出售 1 亿林吉特（约 0.28 亿美元）的 364 天的伊斯兰国库券拍卖。而**泰国**亦计划于 1 月份出售 20 亿美元的债券。**印尼**亦可能于今年推出债券销售计划。

近期经济数据

◆ 新加坡和菲律宾出口持续疲软，印度工业生产总值意外增加

中金点评：

新兴亚洲经济体出口表现持续疲软，继台湾地区、马来西亚和印尼出口显著下降之后，上周公布的数据显示新加坡和菲律宾的出口亦有所下滑，新加坡的降幅更创多年低点，显示经济衰退风险持续上升。

新加坡 12 月份非石油本地出口同比下降 20.8%（11 月份同比下滑 17.5%），为 2002 年以来最大降幅，主因是全球经济下滑加剧降低电子产品和药品的需求。去年全年非石油本地出口同比下降 7.9%，为 7 年以来表现最差。同时，由于进口下降了 16.7%，贸易盈余为 10 亿新加坡元（图 45、46）。

菲律宾 11 月份出口同比下跌 11.9%，而 10 月份出口亦下滑 14.8%，主要源于电子产品需求疲软的影响（图 47）。

印度 最新公布的工业生产总值出乎市场意料有所增加，从 10 月份 15 年来首次同比下降的 0.3% 增加至 11 月份同比上升 2.4%，远优于市场预期的 0.8% 降幅。主因是占印度的总产出 80% 的制造业产出于 11 月份同比增加 2.4%（图 48）。

◆ 新加坡、越南和印度汽车销售持续下跌、但泰国消费者信心因政局稳定而回升

中金点评：

近月区内零售数据持续下滑，尽管速度有所放缓。出口订单低迷对就业市场的负面影响渐渐浮现，而股市和房地产市场的不景气带来的负财富效应将进一步打击消费者信心，未来区内零售数据仍面临压力。

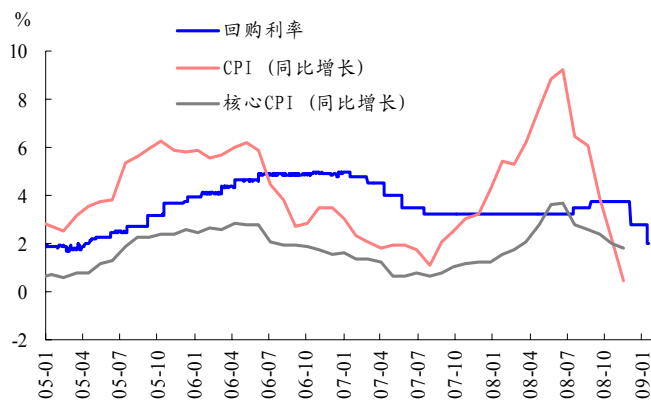
新加坡 11 月份零售额同比下降 3.4%，而 10 月份下滑 3.6%，剔除汽车销售后亦下降 2.2%。去除价格因素，11 月份销售量下降 6.0%，去除汽车销售量后亦下降了 3.5%，显示经济衰退导致消费者削减消费开支（图 49）。随着全球金融海啸的影响，日益恶化的经济和就业前景亦已严重打击消费者信心。

越南 国内汽车销售量连续 4 个月下滑，12 月份同比下滑 22.6%，而 11 月份为创纪录的 48.8% 同比下降。

印度 12 月份汽车销售量同比下降 6.9%，而 11 月份同比下降 19.4%。尽管 12 月份跌幅有所收窄，但有关数据显示印度内需仍然疲软。

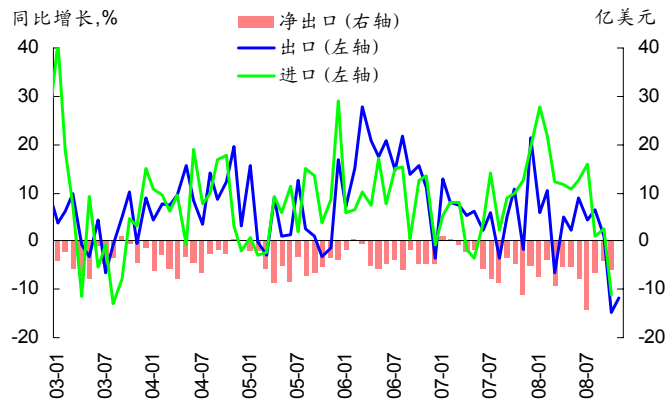
泰国 12 月份消费者信心指数从 11 月份近 7 年的最低水平 67.1 回升至 67.5，主要原因是 12 月份泰国政局因新总理当选而渐渐明朗，这意味着新政府可以把重点放在经济政策，以振兴泰国经济。

图 44: 泰国央行回购利率和通胀率



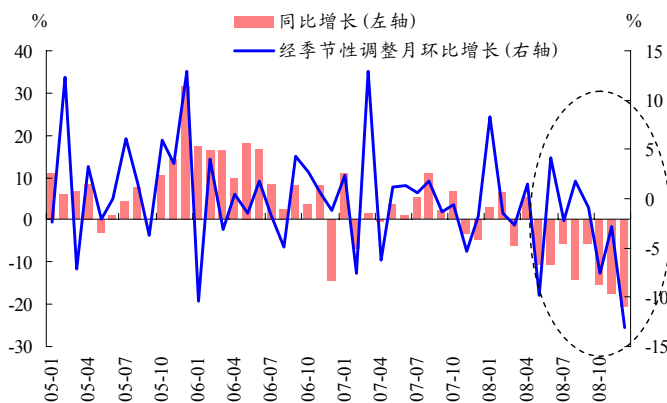
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 47: 菲律宾进出口



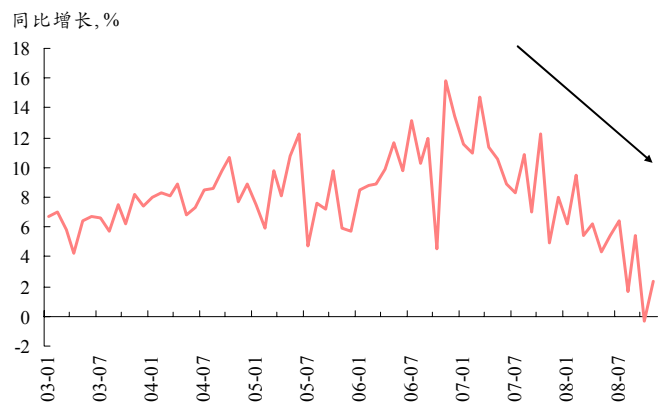
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 45: 新加坡非石油本地出口增速



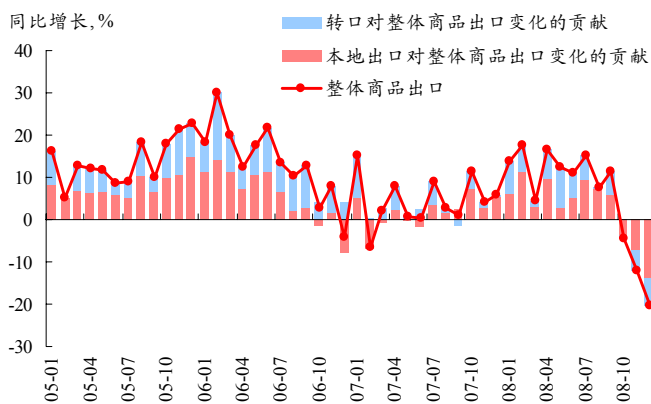
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 48: 印度工业生产总值



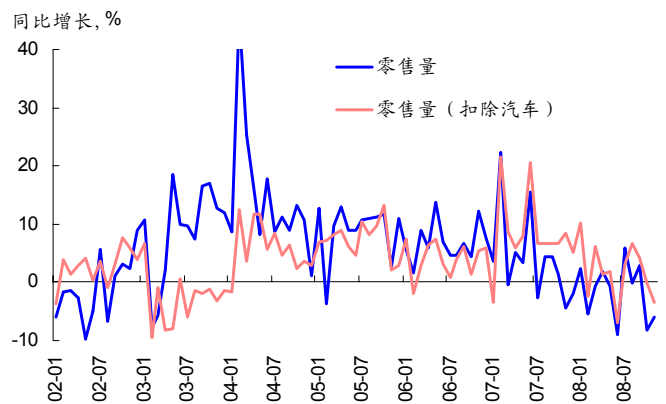
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 46: 新加坡整体商品出口



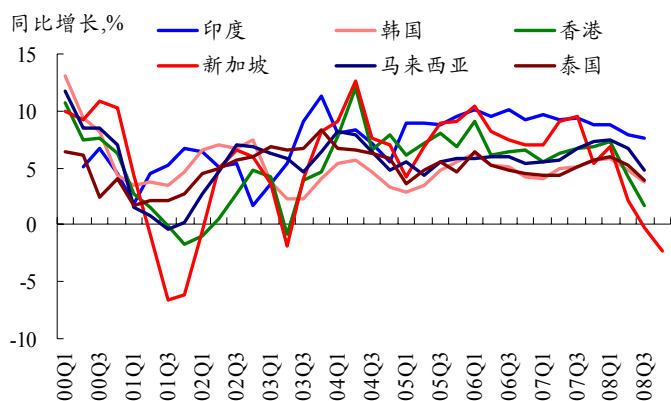
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 49: 新加坡零售额



资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 50：新兴亚洲经济体实际 GDP



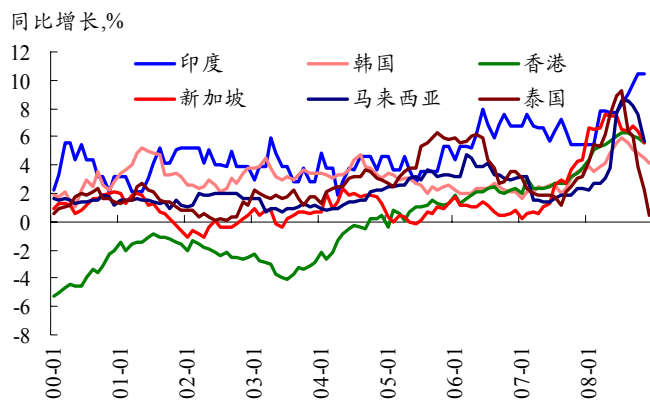
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 53：新兴亚洲经济体股市表现



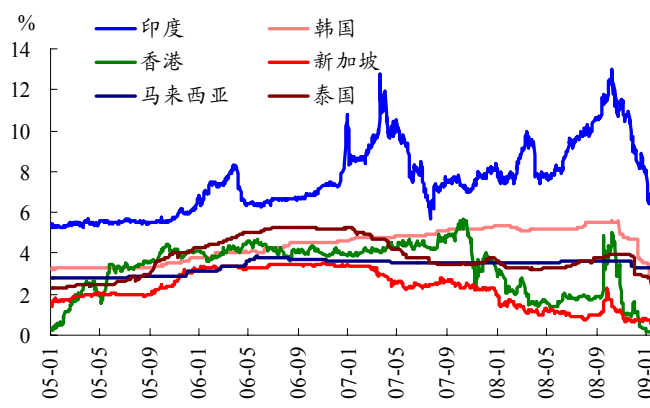
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 51：新兴亚洲经济体 CPI



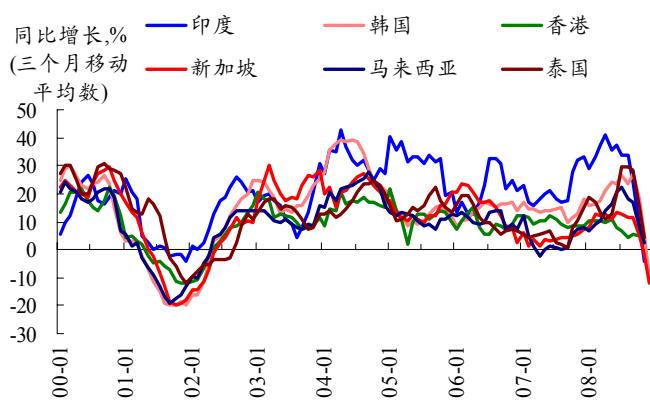
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 54：新兴亚洲经济体银行间利率 (1 个月期)



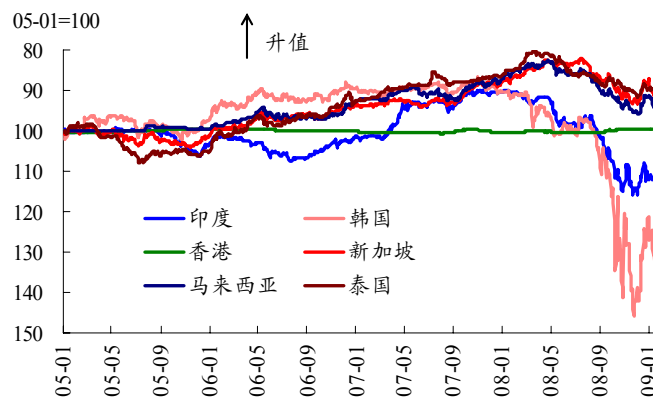
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 52：新兴亚洲经济体商品出口



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 55：新兴亚洲货币兑美元汇率



资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

表 5: 亚洲区经济体主要数据

同比增长,%	2005	2006	2007	2008	07-Q4	08-Q1	08-Q2	08-Q3	08-Q4	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12
香港																
实际GDP	7.1	7.0	6.4	...	6.9	7.3	4.2	1.7	...	...	...	...	...	...	...	...
实际CPI	0.9	2.0	2.8	...	3.5	4.9	5.7	6.2	...	6.1	6.3	6.3	6.1	5.9	5.6	...
商品出口	11.4	9.4	9.2	...	8.2	10.5	7.9	5.5	...	-0.6	11.1	1.9	3.6	9.4	-5.3	...
工业生产	2.5	2.2	-1.5	...	-0.3	-4.4	-4.2	-6.7	...	...	...	...	...	...	...	...
零售业销货额	6.1	5.8	10.1	...	13.5	11.6	7.0	4.1	...	4.1	6.6	3.7	1.9	-4.3	-2.8	...
经常项目顺差(占GDP,%)	11.4	12.1	12.4	...	10.6	12.6	8.6	17.8	...	...	...	...	...	...	...	...
印度																
实际GDP	9.1	9.8	9.3	...	8.8	8.8	7.9	7.6	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.0	6.3	6.4	...	5.5	6.3	7.8	9.0	...	7.7	8.3	9.0	9.8	10.4	10.4	...
商品出口	29.9	21.4	21.5	...	33.0	37.3	36.9	24.3	...	38.4	35.7	26.9	10.4	-12.1	-9.9	...
工业生产	7.9	10.5	9.9	...	8.3	7.0	5.3	4.5	...	5.4	6.4	1.7	5.5	-0.3	2.4	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-1.4	-1.2	-1.1	...	-1.6	-0.5	-3.5	-4.7	...	...	...	...	...	...	...	...
印度尼西亚																
实际GDP	5.7	5.5	6.3	...	6.3	6.3	6.4	6.1	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	10.5	13.1	6.4	...	6.7	7.6	10.1	12.0	...	11.0	11.9	11.9	12.1	11.8	11.7	...
商品出口	19.7	17.7	13.2	...	14.1	31.9	29.6	28.2	...	34.1	24.8	29.9	30.2	4.9	-2.4	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	...	4.5	6.1	2.9	1.9	...	1.3	2.6	2.9	0.2	7.0	...	...
零售业销货额	15.9	-4.0	10.4	...	8.8	3.8	8.4	7.5	...	7.4	6.5	13.7	3.2	-15.5	-23.9	...
经常项目顺差(占GDP,%)	0.1	3.0	2.4	...	3.0	2.1	-0.9	-0.4	...	...	...	...	...	...	...	...
韩国																
实际GDP	4.2	5.1	5.0	...	5.7	5.8	4.8	3.8	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.8	2.2	2.5	4.7	3.4	3.8	4.8	5.5	4.5	5.5	5.9	5.6	5.1	4.8	4.5	4.1
商品出口	12.0	14.4	14.1	13.6	18.2	17.4	23.1	27.0	-9.9	16.4	35.6	18.1	27.6	7.8	-19.5	-17.9
工业生产	6.3	8.4	6.8	...	10.9	10.6	8.6	5.6	...	6.6	8.7	1.9	6.1	-2.3	-14.1	...
零售业销货额	4.1	4.1	5.3	...	4.5	4.0	2.5	1.1	...	-1.0	3.9	1.4	-1.8	-3.7	-5.9	...
经常项目顺差(占GDP,%)	1.9	0.6	0.6	...	1.4	-2.3	-0.1	-3.8	...	...	...	...	...	...	...	...
马来西亚																
实际GDP	5.3	5.8	6.3	...	7.3	7.4	6.7	4.7	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	3.0	3.6	2.0	...	2.2	2.6	4.9	8.4	...	7.7	8.5	8.5	8.2	7.6	5.7	...
商品出口	10.9	10.3	2.7	...	7.6	9.9	20.8	16.8	...	18.6	25.3	10.7	15.0	-2.6	-4.9	...
工业生产	4.1	4.5	2.0	...	4.3	5.9	3.5	0.6	...	2.3	2.4	1.2	-1.7	-2.8	-7.7	...
经常项目顺差(占GDP,%)	15.0	16.3	15.6	...	14.9	13.6	19.6	19.5	...	...	...	...	...	...	...	...
菲律宾																
实际GDP	5.0	5.4	7.2	...	6.4	4.7	4.4	4.6	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	7.7	6.3	2.8	9.3	3.3	5.5	9.7	12.2	9.7	11.4	12.3	12.4	11.8	11.2	9.9	8.0
商品出口	4.0	14.9	6.4	...	9.9	2.7	5.3	4.0	...	8.8	4.4	6.6	1.1	-14.8	-11.9	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	...	0.1	-0.4	5.0	3.6	...	2.8	4.3	0.3	6.3	2.2	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	2.0	4.5	4.4	...	3.9	2.2	2.0	-1.3	...	...	...	...	...	...	...	...
新加坡																
实际GDP	7.3	8.2	7.7	...	5.4	6.9	2.2	-0.3	-2.3	...	...	...	...	...	...	...
CPI	0.5	1.0	2.1	...	4.1	6.6	7.5	6.6	...	7.5	6.5	6.4	6.7	6.4	5.5	...
商品出口	14.0	12.8	4.4	5.8	7.2	11.5	13.2	11.4	-12.0	10.9	15.2	7.7	11.4	-4.3	-11.9	-20.4
工业生产	9.5	11.9	5.9	...	-1.2	12.5	-5.5	-10.9	...	2.5	-21.9	-11.9	3.2	-12.1	-7.5	...
零售业销货额	9.0	6.9	3.8	...	-1.6	-1.0	-2.9	2.9	...	-9.1	6.0	-0.1	2.8	-8.2	-6.0	...
经常项目顺差(占GDP,%)	18.6	21.8	24.3	...	17.0	15.9	14.6	16.8	...	...	...	...	...	...	...	...
台湾																
实际GDP	4.2	4.8	5.7	...	6.4	6.2	4.6	-1.0	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.3	0.6	1.8	3.5	4.5	3.6	4.2	4.5	1.8	5.0	5.8	4.7	3.1	2.4	1.9	1.2
商品出口	8.8	12.9	10.1	3.6	15.3	17.5	18.6	8.0	-24.7	21.2	7.9	18.2	-1.6	-8.3	-23.3	-41.9
工业生产	3.8	4.7	7.8	...	14.6	12.3	6.8	0.4	...	5.1	1.8	0.7	-1.2	-12.6	-28.4	...
零售业销货额	5.8	1.8	3.5	...	5.0	4.3	1.6	-4.2	...	-0.4	-4.7	-3.0	-4.9	-3.8	-6.9	...
经常项目顺差(占GDP,%)	5.0	7.2	8.6	...	11.0	8.4	7.1	2.0	...	...	...	...	...	...	...	...
泰国																
实际GDP	4.6	5.2	4.9	...	5.7	6.0	5.3	4.0	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.5	4.6	2.2	5.5	2.9	5.0	7.5	7.2	2.2	8.9	9.2	6.4	6.0	3.9	2.2	0.4
商品出口	15.3	9.8	6.9	...	15.0	12.8	20.1	27.7	...	26.2	46.5	16.4	22.9	5.5	-14.8	...
工业生产	9.1	7.3	8.2	...	12.3	12.6	10.1	7.6	...	11.3	11.1	7.8	4.3	2.3	-6.6	...
零售业销货额	4.2	0.5	2.2	...	8.9	10.6	8.2	3.3	...	6.9	5.9	4.7	-0.6	-2.5	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-4.3	1.1	5.7	...	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。