



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009年2月2日

中金宏观经济周报 第47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
范尚祎 fankelvin@cicc.com.cn
(8610) 6505 1166

全球经济 4 季度再创新低

要点:

- ◆ **美欧主要国家 08 年 4 季度经济萎缩幅度创近 30 年之最。**美国 4 季度实际 GDP 年化环比下降 3.8%。虽然比市场预期的 5.5% 要好,但扣除库存量影响,经济萎缩达 5.1%,与我们预期的萎缩 5% 非常接近。金融危机导致的信贷紧缩、就业市场恶化和经济前景不明朗导致个人储蓄率明显上升,私人消费连续第二个季度出现高负增长。而全球经济下滑导致美国出口急剧萎缩,不明朗的经济前景亦导致企业和住房投资显著下降,金融危机对企业造成的负面影响亦将陆续浮现。今年上半年美国经济将继续萎缩,4 季度高库存增加的贡献将在今年 1 季度产生负面影响,1 季度 GDP 萎缩大有可能超过 3%。上周一系列关于领先指数,耐用品订单,劳工市场和房市的数据亦不例外地表明,美国经济还将继续萎缩。奥巴马规模庞大的 8190 亿经济刺激计划已获众议院通过,估计参议院也将在近日通过。美国政府正筹备成立“坏账银行”,接管金融机构的不良资产,以稳定经济和金融市场。总之,奥巴马新政将成为美国经济是否会避免漫长衰退的关键,我们预计其一系列举措能在今年年底之前对经济产生一定的提振作用,预期 09 年美国全年经济萎缩 1.8% 左右。欧日经济萎缩速度大大高于美国,而且在 09 年上半年仍将维持相当低迷。欧洲央行与英格兰银行仍有减息空间,而通缩风险可能重临日本经济。
- ◆ **外需恶化促使中国 4 季度经济增速创近 7 年来最低,通缩如期出现:**4 季度 GDP 增速大幅下跌至 6.8%,且经济增长实际情况可能比 GDP 数据更差,反映实体经济的主要微观指标大多数比历史最差时期还差,下落幅度远大于 GDP;此外,12 月 PPI 降至 -1.1%,为最近 6 年以来第一次出现通缩;CPI 也大幅放缓至 1.2%,均显著低于市场预期,充分验证了我们对于通缩的预期。我们重申 09 年经济增长 7.3~8%,PPI 和非食品 CPI 陷入通缩的判断。但短期来看,中国经济不大可能出现失控局面,源于中国银行体系的巨量存款,为通过信贷扩张为公共支出融资提供了基础;而中国大量的外汇储备也为将来有必要的情况下对银行系统进行再注资提供了基础。**短期内要刺激消费,我们建议政府应发放免费机票。**目前各航线的低上座率使得这一措施成本较低,且可以带动旅游等消费行为。**1 月份经济数据前瞻:**预计 PPI 进一步通缩至 -2~3%,CPI 受春节期间食品价格上涨影响暂时反弹至 1.2~2% (但 2 月份可能首次出现通缩),出口/进口则受外需恶化和工作日减少的影响分别同比大幅下滑 25% 和 35%。
- ◆ **亚洲经济体贸易已受外需下降的沉重打击,首先来自于发达国家为调整产能过剩而大幅削减机械和机电设备、基本金属和化工材料的进口。**对大多数亚洲经济体来说,2008 年 4 季度出口的急剧下滑也伴随着其进口的更快速下降,导致其贸易平衡有所改善。然而,这趋势是否会持续?从观察主要亚洲经济体和发达国家 2008 年的贸易数据,我们得出的初步结论是贸易平衡可能会逐渐变弱:1) 鉴于发达国家因全球衰退加深而继续调整产能过剩,泛亚洲在 2009 年 1~2 季度的出口表现可能会进一步恶化。其中韩国、台湾地区和台湾等严重依赖于受周期性变化的大宗机械和机电设备出口的经济体所受到的影响也许会更为显著。2) 受益于增值税转型,中国的大型设备进口可能在 2009 年初会有所反弹;当然,中国自身对过去投资过热的产能调整将可能在短期内拖累进口。3) 除去价格的因素,石油和其他大宗商品的进口量在 2008 年 3~4 季度仍然继续增长;这意味着在价格下滑基数结束后,石油和其他大宗商品的进口货值可能会于 2009 年中后期呈同比增长;由于其所占的份额在多数亚洲经济体的总进口中相当大,一旦商品价格上涨将对它们的贸易平衡产生重大不利影响。

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 22 日：中国经济：经济增速低于预期，通缩初现——2008 年 4 季度经济数据评论
- 1 月 23 日：香港：12 月份 CPI 数据回顾
- 2 月 1 日：香港：10 年来最严重的一次经济衰退——08 年 4 季度 GDP 预览与 09 年预测调整

本周主要经济数据及事件公布预告

- 2 月 2 日（星期一）：香港将公布 2008 年 12 月零售业销货额数据
- 2 月 2 日（星期一）：韩国将公布 2009 年 1 月消费物价指数
- 2 月 2 日（星期一）：印度尼西亚将公布 2009 年 1 月消费物价指数
- 2 月 3 日（星期二）：泰国将公布 2009 年 1 月消费物价指数
- 2 月 4 日（星期三）：中国将公布 1 月 PMI 数据

目录

本周中金观点.....	3
中国经济.....	10
1 月通货膨胀预测.....	10
近期经济数据.....	12
发达国家经济.....	19
近期经济数据.....	19
发展中经济体.....	27
主要经济事件.....	27
近期经济数据.....	27

本周中金观点

美国经济 08 年 4 季度萎缩幅度创 26 年之最。美国 08 年 4 季度实际 GDP 年化环比下降 3.8%，虽然比市场预期的 5.5% 要好，但扣除库存量影响，经济萎缩达 5.1%，与我们预期的萎缩 5% 非常接近。私人消费年化环比下降 3.5%，连续第二个季度出现负增长，拖累 GDP 增长 2.47 个百分点。信贷紧缩、就业市场恶化、经济前景不明朗、以及美国居民对未来的收入增长预期悲观，导致个人储蓄率明显上升，严重影响消费市场。消费意愿不足亦严重影响进口需求，加之大宗商品价格显著下滑，4 季度进口增速大幅下降 15.7%。而全球经济下滑导致美国出口急剧放缓，出口年化环比增长大幅下降 19.7%，因此净出口只拉动 4 季度 GDP 增长 0.09 百分点。除了继续下滑的私人消费和已失去动力的净出口，固定投资的显著下降亦是 4 季度 GDP 大幅下滑的主要原因。自去年 9 月雷曼破产后，市场信心几近崩溃，金融机构不断收紧借贷条件以减低风险，加之需求下降，企业盈利收窄，不明朗的经济前景导致企业投资显著下降，住房投资更大幅减少。只有库存量显著上升，拉动 GDP 增长 1.32 个百分点，是 4 季度经济表现高于市场预期的主要因素（表 1）。

表 1: GDP 分项贡献率

	08年2季度	08年3季度	08年4季度
实际GDP	2.80	-0.50	-3.80
最终消费	4.30	-1.34	-5.12
贡献（百分点）			
私人消费	0.87	-2.75	-2.47
耐用品	-0.21	-1.16	-1.71
非耐用品	0.80	-1.57	-1.49
服务	0.28	-0.03	0.74
私人投资	-1.74	0.06	-1.80
固定资产投资	-0.25	-0.79	-3.12
企业投资	0.27	-0.19	-2.26
住宅投资	-0.52	-0.60	-0.85
存货变化	-1.50	0.84	1.32
净出口	2.90	1.05	0.09
出口	1.54	0.4	-2.84
进口	1.39	0.65	2.93
政府支出	0.78	1.14	0.38

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

今年上半年美国经济将继续萎缩。4 季度高库存增加的贡献将在今年 1 季度产生负面影响，1 季度 GDP 萎缩有可能超过 3%。本轮经济衰退中，企业降低库存的速度一直不够快，美国人口普查局(Census Bureau)截至去年 11 月的最新数据显示，美国的贸易和制造业库存与销售之比已飙升至 01 年末以来的最高水平（图 1）。因此美国企业仍将继续削减库存，而这一进程将不可避免地导致减产和裁员，为美国经济在今年第一季度的表现带来负面影响。上周一系列关于领先指数，耐用品订单，劳工市场和房市的数据亦不例外地表明，美国经济还将继续萎缩。其中，11 月份 S&P/Case-shiller20 大城市房价指数同比下跌 18.2%，为历年新高；12 月份新屋销售量环比下降 14.7%，按照当前的销售速度，存货出清时间从 11 月份的 12.5 个月上升至 12.9 个月。尽管抵押贷款利率已在相对较低水平和最近按揭申请数有所上升，然而金融机构不断收紧借贷条件以减低风险，因此正如我们此前一贯预期，2009 年上半年住房市场调整继续，而且房价仍有 10% 左右跌幅。1 月份咨商局消费者信心指数降至纪录低位，高度不确定的经济和金融环境将继续影响消费者信心。在投资及出口加剧萎缩的情况下，耐用品订单维持其疲软态势，就业市场处于极度疲软状态。

图 1: 库存与销售额之比已飙升至 01 年末以来的最高水平



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

奥巴马新政将成为美国经济是否会避免漫长衰退期的关键。奥巴马规模庞大的 8190 亿经济刺激计划、重点于稳定金融和住房市场的第二批 3500 亿问题资产救助计划 (TARP)、以及美联储斥资 8000 亿美元直接购买 MBS 和向消费性债券持有者提供贷款, 均有助稳定金融市场。而当奥巴马政府针对房市的措施陆续出台后, 住房贷款利率将有望回落至 5% 以下的水平, 有利房市回暖。我们预计其一系列举措能在今年年底前对经济产生一定的提振作用, 预期 09 年美国全经济全年萎缩 1.8% 左右。

美国政府正筹备成立“坏账银行”。最近再有大型银行因一系列信贷相关产品出现严重损失而面临营运困难, 与次级抵押贷款相关的证券价格因此再次出现下跌迹象, 意味着持有这些资产的银行可能面临更大规模的资产冲减。为了及时拯救这些病危的银行以避免另一波危机全面爆发, 奥巴马经济团队正在考虑设立一家“坏账银行”, 接管金融机构的不良资产。这些质量不佳、难以评估价值的不良资产大大增加了这些机构内在价值的不确定性, 削减了投资者向银行注资的意愿, 也导致银行不愿发放新贷款。因此, “坏账银行”致力于从金融机构手中购买不良资产, 减小金融机构进一步冲减资产的压力, 从而释放资本金, 解冻信贷市场, 更有助于重塑市场对银行体系的信心。此外, 政府还可能进一步扩大对不良资产的担保, 就像此前对花旗和美国银行提供的担保一样。正如我们一再指出, 此轮金融危机已严重损害市场信心, 政府为相关资产提供担保, 将有助建立交易对手的互相信任, 从而逐渐恢复借贷活动。问题资产是现今银行业病根, 当局有必要采取更多措施管理这些资产, 以稳定经济和金融市场。

欧洲经济萎缩速度大大超过美国,虽然可能在 2009 年初略有改善, 但仍将相当低迷。近期经济数据显示欧洲经济萎缩的速度出现了少许减小的迹象, 德国 1 月份 Ifo 与 ZEW 指数略有改善, 欧元区 1 月份 PMI 制造业与非制造业指数均有所回升, 尤其是制造业订单与非制造业商业订单下滑速度有所放缓。然而我们认为这仅仅体现了经济恶化的速度可能在 2009 年有所缓和, 这与我们对欧洲经济在 2008 年第四季度表现最为低迷的判断相一致: 德国第四季度 GDP 年化环比可能大幅萎缩约 7%, 英国经济亦下滑 6%, 为近 30 年来的最大降幅, 2009 年上半年的经济萎缩速度可能有所放缓。然而欧洲经济仍将相当低迷, 尤其是就业市场方面, 曾持续改善的德国就业已显著恶化, 对欧洲的私人消费构成压力。我们认为欧洲央行与英格兰银行仍将大幅减息, 预计至今年年中欧洲央行再融资利率可能降至 1%-1.5%, 而英格兰银行至少还有 50 个基点的减息空间。

通缩风险可能重临日本经济, 在美国经济好转前日本经济难有改善。日本 12 月份 CPI 增速显著放缓, 总体 CPI 同比增速为 0.4%, 除去食品的核心消费者价格指数同比仅上升 0.2%, 除去食品及能源的 CPI 与去年同期持平。能源价格大幅下跌是拖累通胀的主因, 此外, 就业市场不振直接导致的工资增长乏力, 以及外需放缓带来的产能过剩问题都将对通胀构成负面影响, 通缩阴霾可能重临日本经济。鉴于日本央行已经将利率降至接近零的水平, 日本目前缺乏有力的货币政策工具使其摆脱通缩困扰, 而通缩一旦发生将加重企业的实际债务负担, 对企业投资构成进一步打击。国际货币基金组织(IMF)近日大幅下调 09 年全球经济预测, 根据购买力平价 PPP 只有 0.5% (表 2), 而用市场汇率则是负增长, 为二战后最低。

表 2: 国际货币基金组织大幅下调 09 年全球经济预测

IMF 经济增长预测, % (以 PPP 计算)	09 年 1 月预测		08 年 11 月预测
	2009	2010	2009
全球	0.5	3	2.2
美国	-1.6	1.6	-0.7
欧元区	-2	0.2	-0.5
德国	-2.5	0.1	-0.8
法国	-1.9	0.7	-0.5
意大利	-2.1	-0.1	-0.6
英国	-2.8	0.2	-1.3
日本	-2.6	0.6	-0.2

资料来源: IMF, 中金公司研究部

中国方面:

外需恶化促使 4 季度经济增速创近 7 年来最低, 通缩如期出现: 4 季度 GDP 大幅降至 6.8%, 工业增加值增速大幅降至 6.4%; 经济的三驾马车中, 4 季度消费与投资仍然相对稳健, 经济恶化主要来自于出口大幅放缓。而且经济增长实际情况可能比 GDP 数据更差: 从微观数据与 GDP 数据的差距来看, 4 季度反映实体经济的主要指标大多数比历史最差时期还差, 下落幅度远大于 GDP (表 3); 此外, 12 月 PPI 降至 -1.1%, 为最近 6 年以来第一次出现通缩; CPI 也大幅放缓至 1.2%, 均显著低于市场预期, 充分验证了我们对于产能过剩和大宗商品价格下跌将引发通缩的判断。消费相对稳健, 但农村收入增长显著恶化, 可能抑制未来消费。短期内要刺激消费, 我们建议政府应发放免费机票。目前各航线的低上座率使得这一措施成本较低, 且可以带动旅游等消费行为。

前瞻的看, 我们重申 09 年经济增长 7.3~8%, PPI 和非食品 CPI 分别通缩达 -6% 和 -0.8% 的判断 (表 4)。但短期来看, 中国经济不大可能出现失控局面, 源于中国银行体系的巨量存款, 为通过信贷扩张为公共支出融资提供了基础; 而中国大量的外汇储备也为将来有必要情况下对银行系统进行再注资提供了基础。

表 3: 微观数据显示 4 季度经济增长实际情况比 GDP 数据可能更差

	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	工业增加值
1998Q2	57.7	N.A.	-3.9	0.4	1.8	N.A.	4.5	9.1	6.8	7.7
1999Q4	36.8	16.9	-0.8	5.2	7.1	-1.7	16.7	6.5	6.8	7.3
2001Q4	12.4	2.8	13.4	8.7	-2.3	9.1	13.7	17.8	6.6	8.5
2008Q4	-24.8	-7.6	0.2	-6.0	-5.0	-3.0	3.7	-1.7	6.8	6.4

注: 高亮数据为本次比历史上三个时期都要差

资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 4：09-10 年中国经济展望

实际同比增速 % (除非额外注明)	2006	2007	2008	2009F (考虑政策)*	2009上半年 (考虑政策)	2009下半年 (考虑政策)	2010F (不考虑额外政策)
GDP	11.6	13.0	9.0	7.3~8.0	6.5	8.1	7.0
最终消费支出	10.4	10.9	10.1	9.1	8.2	10.0	8.6
城镇居民	11.5	11.6	8.6	6.8	6.6	7.0	6.8
农村居民	7.2	8.2	9.0	7.2	7.1	7.3	7.2
政府	10.5	11.4	13.0	13.5	11.3	15.7	12.0
资本形成总额	14.1	13.7	10.1	8.7	6.0	11.6	7.3
私人	14.3	14.1	10.0	5.7	5.3	6.1	6.7
政府	12.0	10.8	11.1	32.0	11.4	52.0	11.1
出口	23.9	19.8	17.2	-3.5	-4.5	-2.5	4.0
进口	16.0	13.9	18.5	-4.5	-5.5	-3.5	4.0
净出口 (对GDP增速的贡献)	2.2	2.3	0.9	0	-0.1	0.1	0.3
参考项目							
社会消费品零售总额	12.5	12.5	14.8	11.6	10.2	13.0	10.2
城镇固定资产投资	22.7	21.5	15.8	11.4	8.0	14.8	10.0
CPI	1.5	4.8	5.9	-1.3~-0.7	-1.1	-0.9	0.8~1.2
非食品	1.0	1.1	1.7	-0.8	-0.9	-0.7	-1.4~-0.7
食品	2.3	12.3	14.3	-2.3~-0.4	-1.5	-1.3	5.1
PPI	3.0	3.1	6.9	-7.5~-6.3	-7.8	-6.0	-3.0~0.8
电力消费	13.7	15.3	7.0	2.4	2.0	2.8	2.2
人民币名义有效汇率 (升值幅度, %)	-1.5	1.7	12.9	2~3	2~3	2~3	1~2
1年期贷款利率 (%)	6.12	7.47	5.58	4.5**	4.5	4.5	NA

注：*各成分预测是基于7.3%的GDP增速

**至09年中的利率预期

资料来源：国家统计局、中金公司研究部

09 年 1 月份经济数据前瞻：PPI 进一步通缩至-2~-3%，CPI 受春节因素影响可能反弹，进出口则受外需恶化和工作日减少影响大幅下滑。由于春节因素，包括工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售等在内的 1-2 月部分经济数据将于 3 月中旬合并公布，2 月中旬将只公布 CPI、PPI、进出口等数据。春节因素使食品价格大幅上升，预计推动 CPI 略有反弹至 1.2~2%；但季节性反弹不改通缩趋势，我们预计 CPI 自 2 月份起可能首次陷入通缩。PPI 则继上个月首现通缩后，进一步下滑至-2~-3%；外需继续恶化和 1 月份工作日的大幅减少（春节移位因素使得今年 1 月份工作日仅有 15 天，比去年同期少 7 天），则使进出口贸易继续大幅下降，预计出口同比下降 25%；进口同比下降 35%，贸易顺差仅 236 亿美元，从高位大幅回落（表 5）。

表 5：1 月中国宏观经济数据前瞻

同比增长, %	08-03	08-06	08-09	08-12	09-01 (中金预测)
消费者价格指数	8.3	7.1	4.6	1.2	1.2~2
工业品出厂价	8.0	8.8	9.1	-1.1	-2~-3
出口	30.6	17.7	21.5	-2.8	-25.0
进口	24.6	31.2	21.3	-21.3	-35.0
贸易顺差	95.1	-5.3	22.7	71.8	21.3
贸易顺差 (美元, 十亿)	13.4	21.4	29.3	39.0	23.6

资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

美国新任财长盖特纳日前表示，奥巴马认为中国“操控”人民币汇率，并且总统将“积极”的采取所有的外交途径，寻求改变中国的汇率政策。我们在三个月前就已指出，新总统的上台

将使中美关系经历一个磨合期（参见我们 2008 年 11 月 10 日的宏观经济周报）：1）贸易政策方面：奥巴马对于就业（特别是美国制造业的就业岗位）较为关注，可能会在人民币汇率及中国巨额贸易顺差上继续施加压力；但我们也注意到，奥巴马也曾提到过中国应当拉动内需、加强社会保障体系，可见他也认识到并非仅靠汇率就能解决中国贸易顺差问题。而且中国近期出口已大幅放缓，贸易顺差占 GDP 比重已从去年的 7.9% 降至今年的 6%，因此我们相信中国的汇率政策将更多的参考一揽子货币而非仅仅美元。2）财经高官换届带来新的磨合：奥巴马上台将使得美国经济官员换届，新任的财经官员未必能如前任（譬如财长鲍尔森）那样了解中国，因此双方的对话不一定能如过去那样顺畅，不可避免地进入一个磨合期。我们维持此前的观点：人民币不大可能对美元大幅贬值；在美元短期内可能走强的局面下，人民币对一揽子货币依然升值。

新兴市场方面：

亚洲 2008 年 4 季度出口急剧下滑，但对许多经济体来说，其进口下降速度更快，导致其贸易平衡有所改善。泛亚洲地区的机械和机电设备出口和进口均急速下降，但非周期性商品出口，尤其是消费品，的表现各有不同。然而，问题所在是这趋势能否持续而有助于净出口继续改善？我们首先对主要亚洲经济体的贸易数据进行研究，再加上美国、欧元区和日本的外贸情况，以确定一些共同点，从而帮助了解中国出口将面临的主要挑战。我们有以下三个主要看法：

一、机械和机电设备需求的周期性调整：

反映信贷融资严重收紧和国内需求大幅放缓，美国、德国和日本去年 4 季度机械和机电设备进口同比急剧下降 12%，至每月平均的 1014 亿美元，而 1~3 季度每月平均为 1074 亿美元（表 6）。这 3 个国家在 2008 年 4 季度的机电设备进口货值估计较 2007 年同期合共减少超过 400 亿美元。而在同一时期内，中国机械和机电设备出口减少了 51 亿美元，占美德日 3 国总机械和机电设备进口下降幅度的 13%。

表 6：美国、德国和日本机械和机电设备进口需求从 2008 年 3 季度开始显著下降

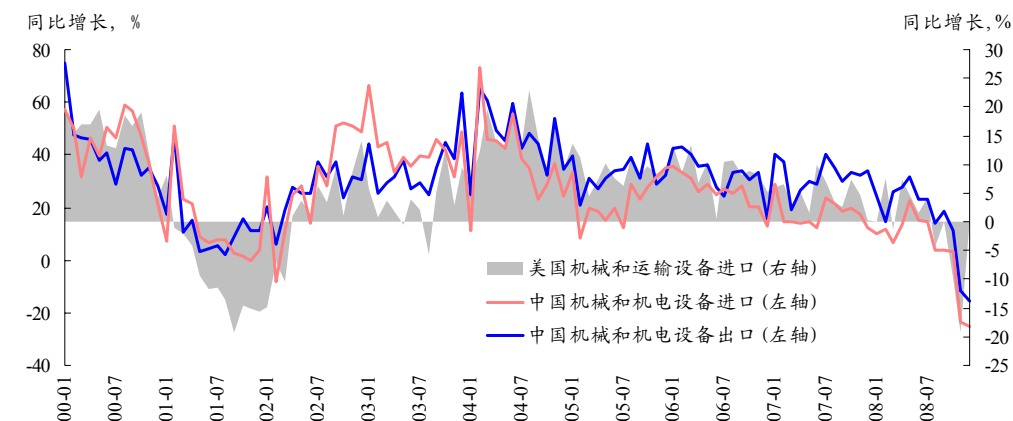
	每月平均进口（亿美元）		同比增速（%）			
	1~3 季度	4 季度*	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度*
美国*	615	584	1.9	4.6	-0.1	-14.5
德国**	339	312	17.8	18.7	11.9	-11.0
日本	120	118	13.7	10.9	4.9	-2.7
总额	1074	1014	8.2	9.7	4.2	-12.1

* 美国：10~11 月；德国：10 月

资料来源：CEIC、中金公司研究部

中国去年 4 季度的总出口同比增长大幅下滑至 4.3%（1~3 季度平均为 22.3%），其中机械和机电设备出口值从 3 季度的 956 亿美元下降至 4 季度的 858 亿美元，同比录得负增长 5.6%。但是，中国的机械和机电设备进口下降更为迅速，货值从 763 亿美元下降至 610 亿美元，同比负增长达 15.4%。这反映了高度的再出口成分和中国本身因全球性经济衰退而引致的周期性调整（图 2、表 7）。具体而言，中国去年 4 季度总进口同比下降了 8.9%，其中一半的跌幅来自于机械和机电设备进口的收缩。此外，去年 11 月宣布增值税转型（于 2009 年 1 月 1 日实行）可能使国内企业为享受税收优惠而暂时推迟进口机器设备。

图 2：受美国机械和运输设备进口下滑的影响，中国机械和机电设备进出口增速大幅下降



资料来源：CEIC、中金公司研究部

- 中国的机械和机电设备进口中超过 70%是来自其他亚洲市场，其进口需求减少已对其他亚洲经济体机械和机电设备出口造成了重大的负面影响。特别是，日本、台湾、韩国、马来西亚和菲律宾为中国的五大机械和机电设备进口来源，这些经济体合共为中国去年 4 季度机械和机电设备进口的 15.4%同比降幅贡献了 14 个百分点。举例来说，韩国去年 4 季度直接对中国的机械及运输设备出口大幅下降了 27%，为其总出口同比下降（9.9%）贡献了 30%左右（表 8、表 9）。
- 由于增值税转型已于 1 月 1 日生效，中国机电设备进口可能于 1 季度有所反弹。但鉴于外部需求收缩导致产能过剩的调整可能会拖累今年上半年机电设备进口。因此进一步观察贸易表现尤为重要。

二、亚洲国家在 2008 年 4 季度非周期性商品（尤其是消费品）的出口表现均有所不同：

- 迄今为止，当前的全球性经济低迷对非周期性商品需求（尤其是消费品）的影响相对较小，但各亚洲国家去年 4 季度在这类商品出口的表现均有所不同。举例来说，中国去年 4 季度纺织品出口维持强劲，同比增长 8.0%，只略微低于 1~3 季度的 8.1%增幅。同期，马来西亚纺织品出口增速从 8.4%加快至 12.0%。另一方面，韩国和台湾地区去年 4 季度纺织品出口分别同比下降 8.9%和 11.4%。它们之间的差异主要是因为欧盟和日本对纺织品进口需求仍然强劲，而这些市场占中国纺织品出口份额相对较高。

三、石油进口货值下降，而进口量继续增长：

- 石油价格急剧下滑已使许多亚洲经济体去年 4 季度以美元计算的石油进口值大幅收缩，这有助于改善其贸易平衡。然而，除去价格的因素，许多亚洲经济体的石油产品进口量继续增加。举例来说，中国去年 4 季度原油和精炼油进口量同比增速从 1~3 季度的 10%上升至 12%；而韩国去年 10~11 月的燃料进口量同比增加了 3%（1~3 季度同比上升 5%）。

四、主要结论：

- 鉴于美国、欧元区和日本因全球衰退加深而继续调整过剩产能，泛亚洲未来数季出口表现可能会进一步恶化。周期性投资品进口下降可能最为显著，而严重依赖机械和机电设备出口的经济体，包括韩国、台湾和中国，可能须要承担发达国家调整过剩产能的后果。
- 受益于增值税转型，中国机电设备进口可能在 2009 年初有所反弹。当然，中国自身对过去投资过热的调整将可能会在短期内拖累进口。这方面的发展须要密切监测。

▶ 除去价格的因素，石油和其他大宗商品的进口量在 2008 年 3~4 季度仍然继续增长；这意味着在价格下滑基数结束后，石油和其他大宗商品的进口货值可能会于 2009 年中后期呈同比增长。此外，由于石油和其他大宗商品所占的份额在多数亚洲经济体的总进口中相当大，一旦商品价格上涨将对它们的贸易平衡产生重大不利影响。

表 7: 中国主要进出口产品

中国	出口 (同比增长, %)			进口 (同比增长, %)			贸易平衡 (亿美元)	
	08年 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	14292	22.3	4.3	11318	28.8	-8.9	610	1143
其中:								
电气机械及设备*	23.9	5.3	-1.5	23.6	2.9	-4.2	169	248
纺织品*	12.5	1.1	1.0	2.2	0.0	-0.2	378	410
基本金属*	10.1	2.7	1.3	7.0	0.7	-1.2	163	151
化学品和塑料*	7.7	2.4	0.4	12.2	2.7	-1.7	-84	-25
矿产品(包括石油)*	2.5	1.2	0.5	23.0	14.1	0.2	-616	-390

* 份额 / 同比增长贡献 / 贸易平衡

资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 8: 南韩主要进出口产品

南韩	出口 (同比增长, %)			进口 (同比增长, %)			贸易平衡 (亿美元)	
	08年 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	4220	22.6	-9.9	4353	34.1	-9.0	-49	15
其中:								
机械及运输设备*	55.4	8.5	-5.6	26.3	4.6	-4.8	300	293
化学品及相关产品*	10.1	2.6	-1.8	8.4	2.2	-1.4	19	5
矿物燃料(包括石油)*	9.1	5.6	-1.1	32.7	18.0	0.0	-273	-111
有色金属*	1.9	0.2	-0.6	2.8	0.3	-1.2	-12	-7

* 份额 / 同比增长贡献 / 贸易平衡

资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 9: 台湾地区主要进出口产品

台湾地区	出口 (同比增长, %)			进口 (同比增长, %)			贸易平衡 (亿美元)	
	08年1~11月 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 10~11月	08年1~11月 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 10~11月	08年1~3季 (季度平均)	08年 10~11月
总值	2420	14.4	-15.7	2290	21.6	-10.1	28	45
其中:								
机器、机械器具*	44.6	2.5	-8.9	29.1	1.3	-4.3	114	72
基本金属*	11.0	0.9	-0.8	12.2	2.7	-1.8	-7	8
光学及摄影*	8.7	2.6	-3.1	4.5	-0.5	-1.9	32	12
塑料及相关产品*	7.7	1.1	-1.4	3.0	0.5	-0.6	34	17
化学品及相关产品*	6.8	2.2	-1.7	11.1	2.3	-1.8	-25	-16
矿物燃料(包括石油)*	7.4	3.3	0.2	26.1	13.1	0.7	-122	-53

* 份额 / 同比增长贡献 / 贸易平衡

资料来源: CEIC、中金公司研究部

中国经济

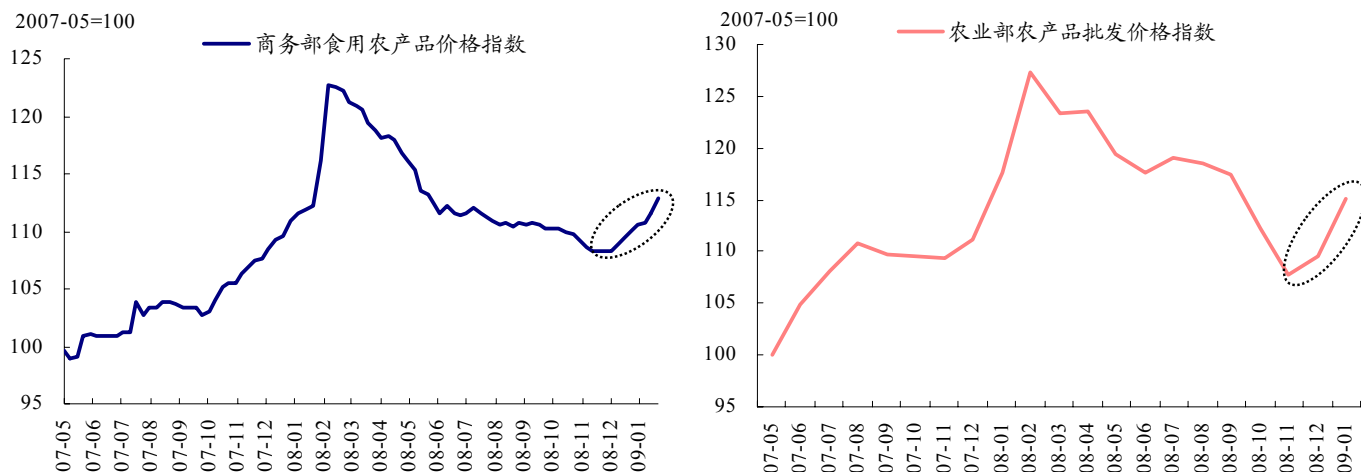
联系人：邢自强、徐剑、鞠娟

1月通货膨胀预测

受春节因素影响，食品价格大幅攀升，预计推动1月CPI同比上涨1.2%-2%。

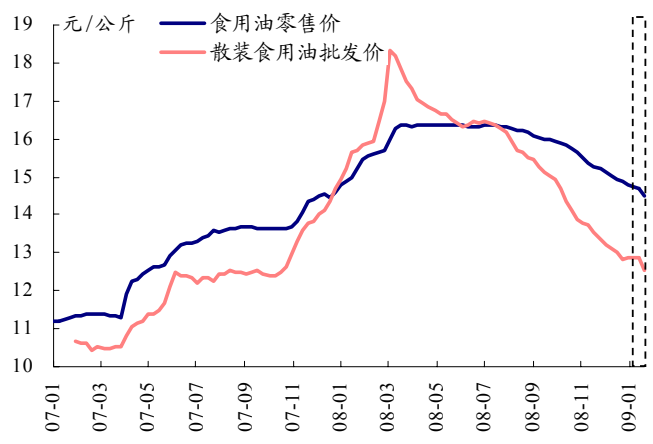
09年1月第三周，农产品价格继续反弹：商务部和农业部农产品价格周环比分别上涨1.3%和2.3%（图3）。这主要反映了正常的季节性和春节假期因素。本月农产品价格不断攀升的主要推动力来自蔬菜，大幅上涨12%；肉类（0.6%）、水产品（0.9%）、禽类（0.1%）仅有微幅上扬。而食用油（-0.4%）、蛋（-0.1%）和水果（-0.9%）则保持小幅回落。粮食价格出现稳中有升（0.1%）（图4~9）。预计春节假日结束后食品价格的强势难以维持。

图3：新年1月份商务部和农业部农产品价格继续上涨



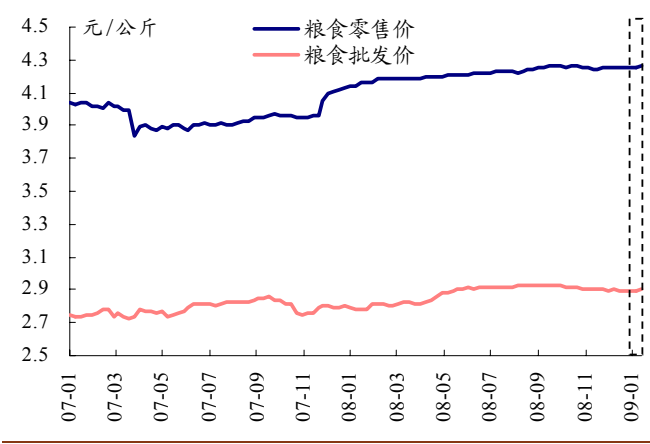
资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图4：食用油价格下跌



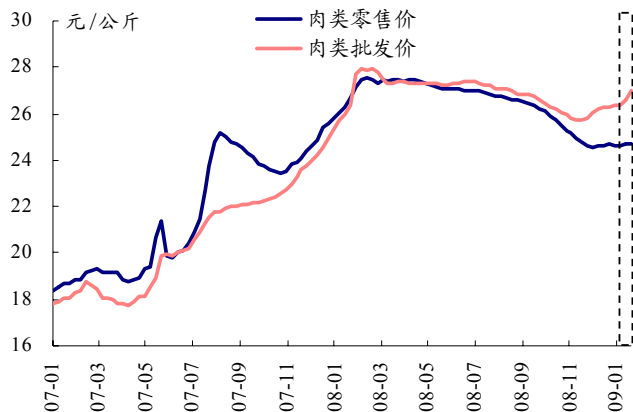
资料来源：商务部，中金公司研究部

图5：粮食价格近期趋于稳定



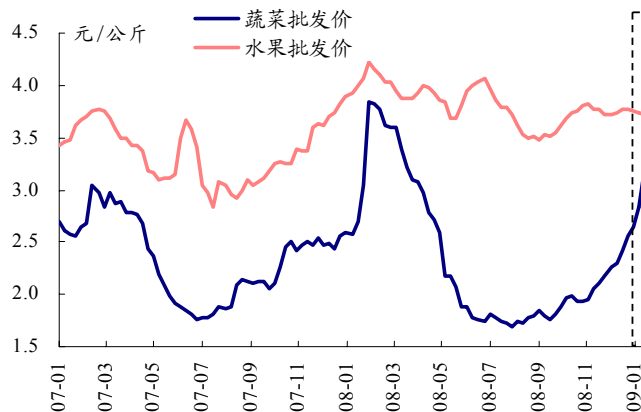
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 6: 肉类价格受需求增加影响出现回升



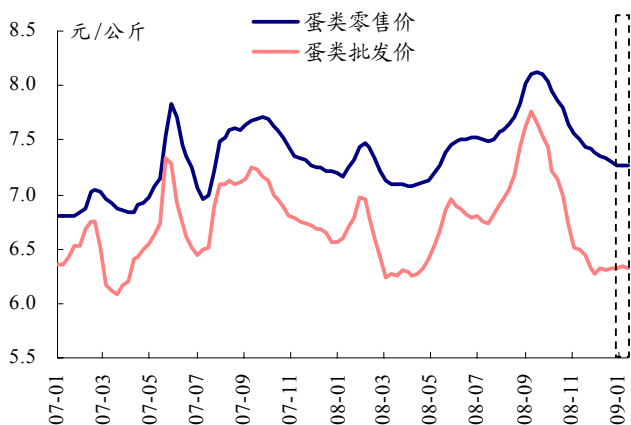
资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图 8: 蔬菜价格出现季节性大幅回升



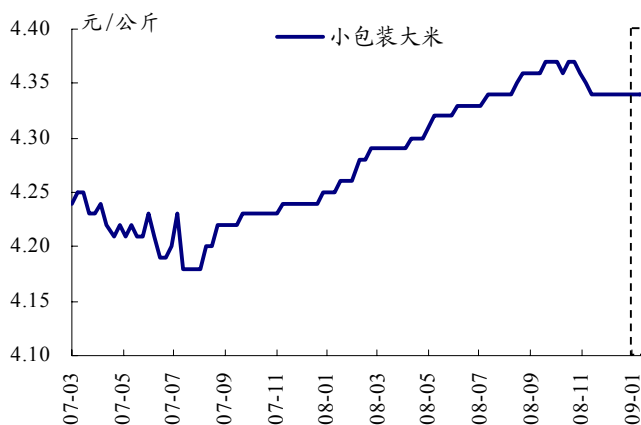
资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图 7: 蛋类价格小幅回落



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图 9: 大米价格持平



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

近期经济数据

1月23日统计局公布2008年年度数据

2009年1月22日，国家统计局公布关于08年4季度主要经济数据。

中金点评：

外需恶化促使4季度经济增速大幅下滑。4季度GDP增长6.8%，比3季度大幅放缓2.2个百分点，创下近7年以来新低（图10）；工业增加值同比增长6.4%（12月5.7%，较11月的5.4%略有攀升，图11），比3季度大幅下滑了6.6个百分点，彰显外需恶化、出口受阻导致经济大幅恶化。08年全年GDP增长9%，看似高于我们此前预期的8.6%，但正如我们在1月19日的宏观经济周报中指出的，统计局上调07年GDP增速至13%会使得08年GDP增速也比此前预计的要高；尽管如此，全年仍只达到9%，这说明目前经济增长实际情况可能低于我们的预期，两项简单比较就可发现：1）从微观数据与GDP数据的差距来看：4季度反映实体经济的主要指标大多数比历史最差时期还差，下落幅度远大于GDP（见“中金观点”表3）；2）从各省GDP增速与全国增速的差距来看：我们将目前已公布08年GDP的22个省平均增速与全国GDP增速进行比较，发现该差距缩小到2.3个百分点，而过去几年该差距约为2.6-2.9个百分点（图12）。

受房地产投资拖累，固定资产投资略有放缓：1-12月份城镇固定资产投资累计增长26.1%（12月单月增长21.9%，图13），比11月的26.8%显著放缓，基本符合市场预期。扣除价格实际增长约15.8%，较去年放缓5.7个百分点，其中房地产开发投资1-12月增长继续下滑至20.9%（12月份单月增速10.1%），体现了房市低迷的影响进一步持续。分行业看，农业投资明显快于工业和服务业，三次产业投资分别增长54.5%、28.0%和24.1%，第一产业投资增长同比加快23.4个百分点（图14）。分地区看，中西部投资增速明显快于东部（表10），东、中、西部地区城镇固定资产投资分别增长21.3%、33.5%和26.7%。我们预计尽管政府的财政刺激会带动基建投资继续攀升，但房地产、制造业投资还将继续下滑，因此09年整体固定资产投资实际增速降至11.4%（08年15.8%）。

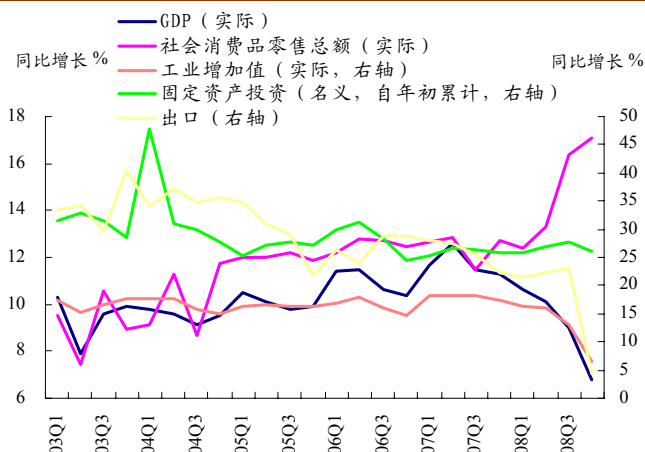
消费相对稳健，但农村收入增长显著恶化：12月份社会消费品零售增长19%，实际增长约17.4%（图15），仍较为稳健。但我们早已强调，零售数据可能高估了消费的韧性（参见我们9月1日的宏观经济周报第29期，图16）。受益于通胀回落，4季度城镇人均可支配收入实际增长10.5%有所回弹，但农产品价格的迅速回落和农民工失业问题使得农民收入比前期大幅放缓，我们估算4季度农村人均现金收入实际增长降至3.2%（图17），显示农村消费不容乐观。我们预计农村与城镇收入的放缓将逐渐传导至消费，09年消费品零售实际增速降至11.6%（08年为14.9%）。

通缩如我们预期出现：12月PPI进一步大幅降至-1.1%（图18），显著低于市场预期的-0.1%，但符合我们预期的-1~-2%，为最近6年以来第一次出现通缩；12月CPI继续大幅放缓至1.2%，显著低于市场预期的1.6%，但符合我们预期区间，显示尽管食品价格反弹，但非食品价格加速下跌。通胀数据的快速下滑充分验证了我们对于产能过剩和大宗商品价格下跌将引发通缩的判断。

前瞻的看，我们重申09年经济增长7.3~8%，PPI和非食品CPI分别通缩达-6%和-0.8%的判断（见“中金观点”表4）：12月份一些指标的回暖显示，狭义的去库存化（降低产品的库存水平）较易实现；但我们认为广义的去库存化——消化过剩产能则更为困难、历时更久。当前产能过剩的严重性从宏观面上投资与消费失衡的加剧可见一斑（图19，20）：中国投资率近几年不断上升，不仅远高于中国自身过去多年的平均水平，也远高于其他国家的峰值水平，消费率则不断降低。因此，一旦出口下滑，产能过剩引发的通缩压力严峻。此外，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21）；中国情况也是如此，4季度消费与投资仍然相对稳健，而经济恶化主要来自于出口大幅放缓，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。

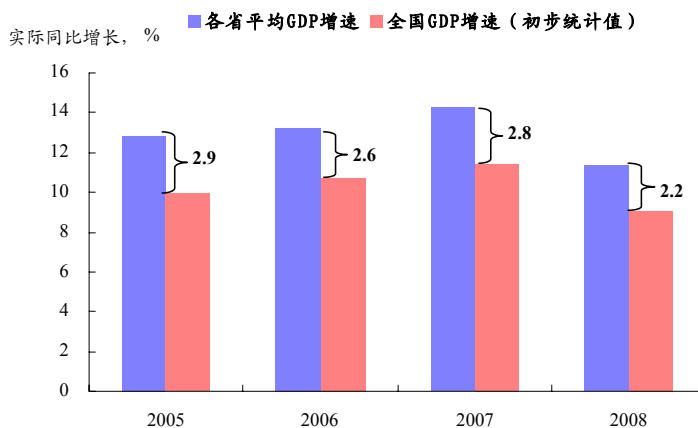
但短期来看，中国经济不大可能出现失控局面，源于中国银行体系的巨量存款，为通过信贷扩张为公共支出融资提供了基础；而中国大量的外汇储备也为将来有必要的情况下对银行系统进行再注资提供了基础（图 22）。

图 10：4 季度经济恶化主要来自于出口大幅放缓，内需相对较为稳定



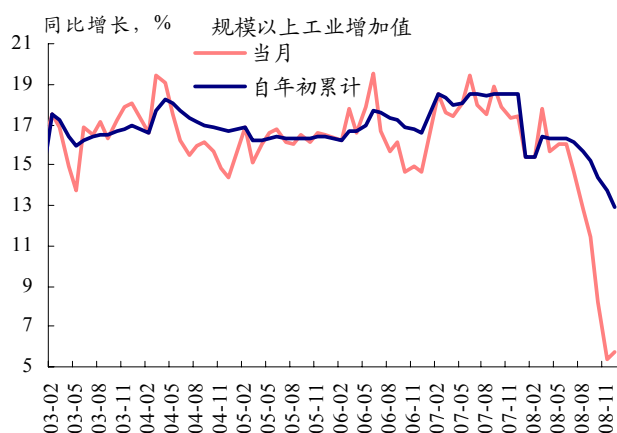
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 12：08 年各省平均增速与全国 GDP 增速的差距比往年缩小（涵盖 22 个省）



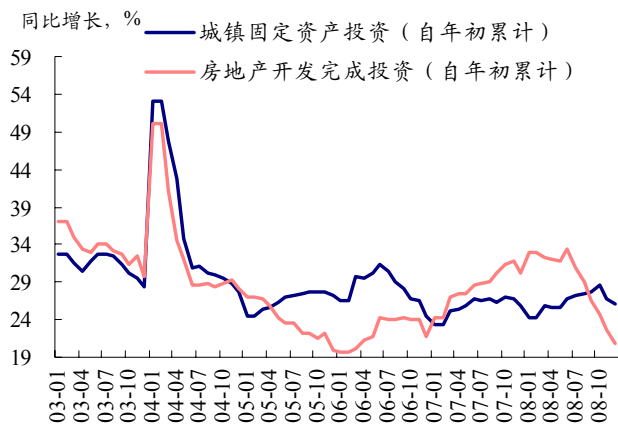
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 11：工业增加值增速大幅放缓



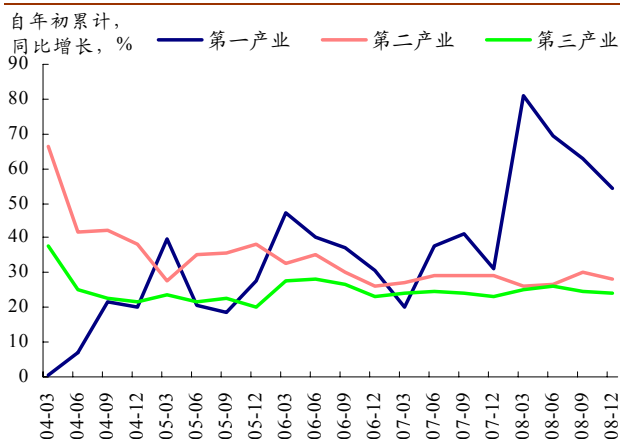
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 13：名义固定资产投资增长放缓



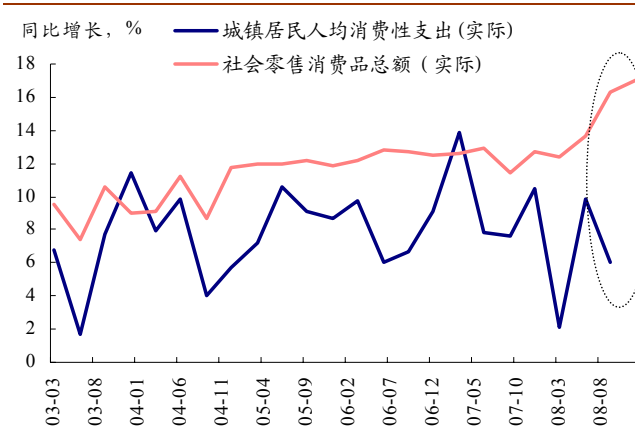
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 14：分行业固定资产投资增速



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 16：零售数据高估消费，居民实际消费已放缓



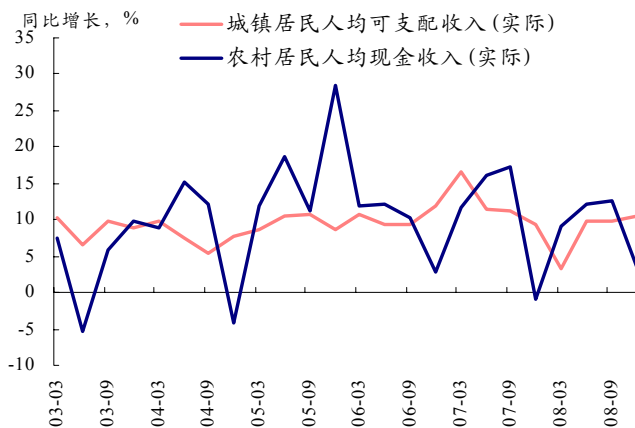
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 10：分地区固定资产投资

累计同比增长, %	固定资产投资			
	全国	东部	中部	西部
2004	27.6	26.1	32.9	29.3
2005	27.2	24	32.7	30.6
2006	24.5	20.6	33.1	25.9
2007	25.8	21	34	28.2
2008 Q1	25.9	22.3	35.2	27.7
2008 Q2	26.8	22.4	35.3	28.6
2008 Q3	27.6	22.7	35.4	29.5
2008 Q4	26.1	21.3	33.5	26.7

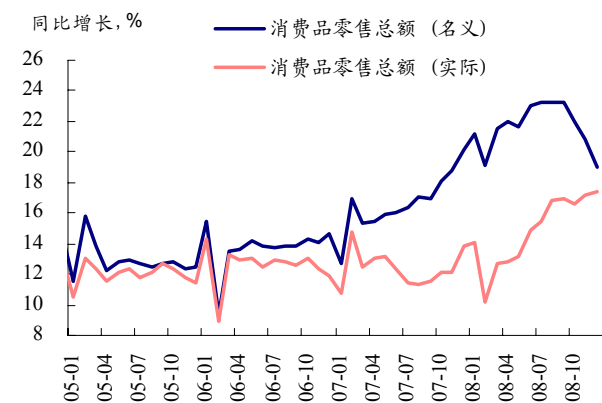
资料来源：CEIC，国家统计局，中金公司研究部

图 17：农民收入增长大幅放缓



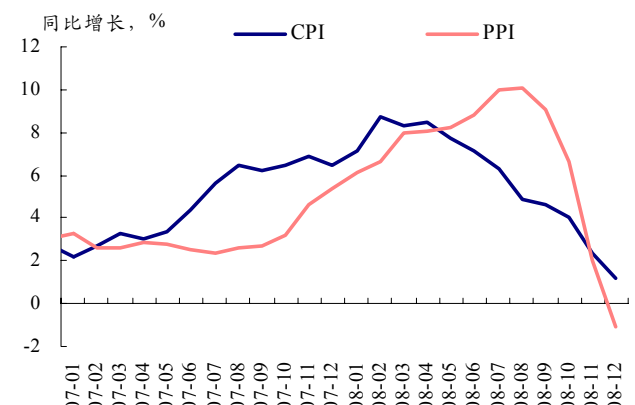
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 15：社会消费品零售依然较为稳健



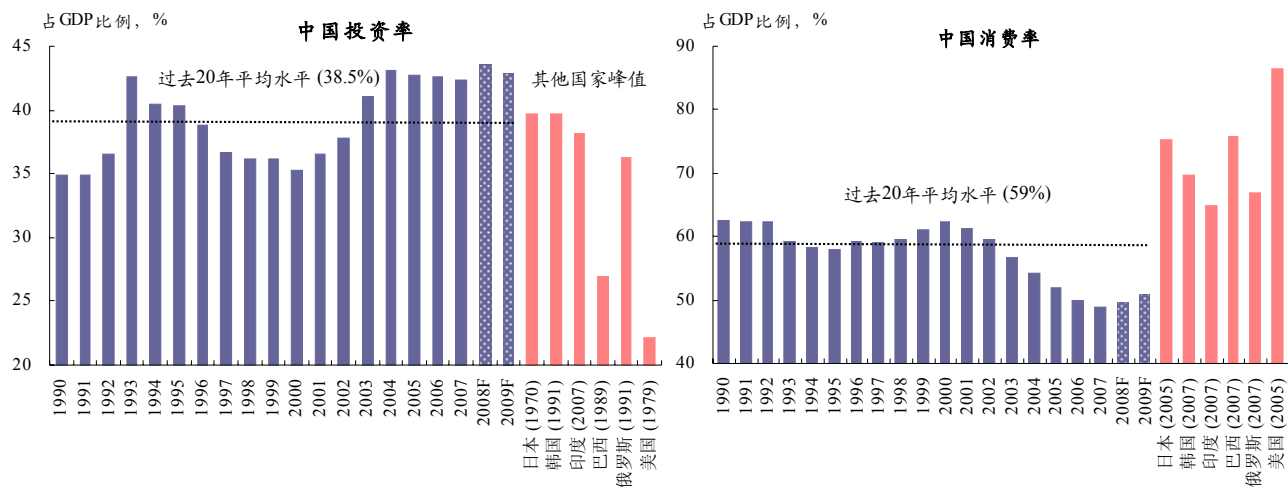
资料来源：国家统计局、CEIC，中金公司研究部

图 18：通缩初现



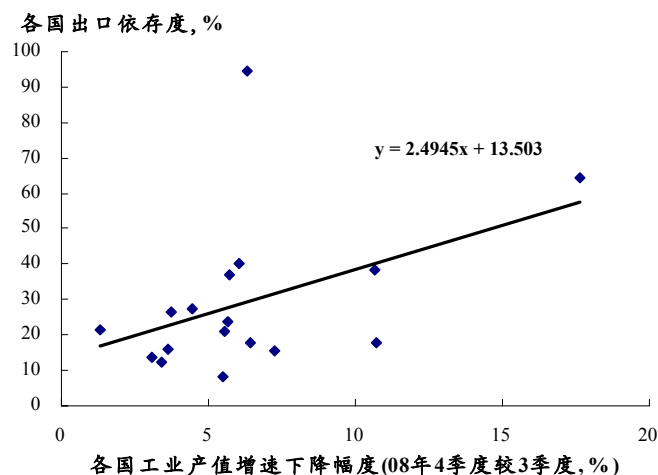
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 19、20：中国近几年投资消费比重失衡加剧，凸现产能过剩之忧



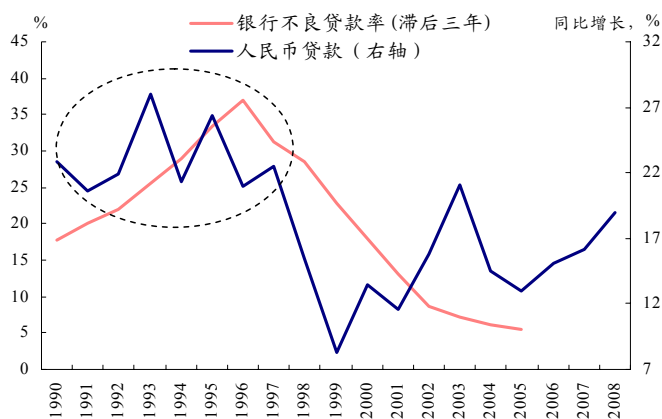
资料来源：CEIC、World Bank WDI、中金公司研究部

图 21：当前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

图 22：中国 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

表 11：中国出口数据细项

累计同比增长，%	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	占比，%
初级产品	4.1	7.5	22.3	16.5	21.0	8.0	16.1	20.1	28.7	34.1	26.3	5.4
食物及活动物	4.2	14.4	19.9	7.6	19.3	14.4	19.5	4.5	7.7	10.6	6.6	2.3
饮料及烟类	17.2	12.7	3.4	19.1	-2.9	1.3	17.0	20.0	16.0	16.2	9.6	0.1
非食用原料（燃料除外）	-6.0	5.0	14.3	16.1	28.2	5.0	15.7	27.3	25.5	30.1	24.9	0.8
矿物燃料、润滑油及有关原料	8.6	-1.7	32.9	30.3	21.7	1.0	11.9	44.8	64.6	72.4	57.7	2.2
动植物油、脂及蜡	-4.7	-11.7	17.9	28.5	80.9	39.4	-18.8	54.8	100.7	108.0	89.2	0.0
工业制成品	7.3	23.7	35.8	37.0	29.0	28.5	26.2	21.4	21.5	21.7	16.8	94.6
化学成品及有关产品	11.2	14.0	27.8	34.5	35.7	24.5	35.6	45.4	46.7	44.0	31.4	5.6
原料类的制成品	3.1	20.7	30.3	45.8	28.3	35.4	25.8	13.5	13.4	22.2	19.0	18.3
机械及运输设备	15.1	33.6	47.9	42.9	31.3	29.5	26.5	22.1	25.3	23.8	16.7	47.1
杂项消费品	1.0	16.0	24.7	24.0	24.1	22.6	24.7	21.4	15.6	13.3	12.8	23.4
未分类的商品	145.9	19.3	47.2	16.2	44.9	49.5	-9.4	-24.7	-30.6	-29.0	-21.5	0.1

占比为2008年

资料来源：CEIC、World Bank WDI、中金公司研究部

表 12：中国出口数据细项

累计同比增长,%	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	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	19.0	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	-41.1	0.1
橡胶制品	28.0	49.9	46.4	36.5	37.4	21.8	19.1	20.4	13.8	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	-5.2	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	8.1	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	16.6	4.6
非金属矿物制品	25.2	33.8	32.8	27.4	15.2	21.6	17.6	19.8	20.0	1.7
钢铁	44.5	188.6	39.0	68.7	58.3	3.6	8.7	40.8	37.7	5.0
有色金属	42.5	69.9	18.2	66.5	5.4	6.3	6.0	10.4	1.6	1.4
金属制品	27.0	39.2	30.9	29.9	29.3	11.0	11.8	17.8	18.1	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	16.7	47.1
动力机械及设备	17.3	36.4	31.4	36.5	41.0	48.5	56.2	52.1	45.0	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	40.5	1.7
金工机械	33.8	43.0	47.3	42.3	38.4	55.0	57.6	54.7	49.9	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	30.1	4.3
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	8.6	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	8.5	12.5
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	19.1	10.7
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	18.6	3.3
其他运输工具	43.1	11.2	48.1	67.8	43.4	59.0	54.9	54.5	55.4	1.6
杂项消费品	24.7	24.0	24.1	22.6	24.7	21.4	15.6	13.3	12.8	23.4
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	24.3	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	18.0	2.2
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	28.8	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	4.1	8.4
鞋靴	16.8	17.4	25.3	14.5	16.0	11.2	12.5	15.1	17.2	2.1
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	17.6	2.5
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	14.4	0.7
杂项制品	17.1	21.4	23.4	17.5	25.7	20.9	18.0	17.5	17.0	5.7

资料来源：CEIC、World Bank WDI、中金公司研究部

表 13: 中国季度经济数据一览

	2003	2004	2005	2006	2007	2008				2008
						Q1	Q2	Q3	Q4	FY
国内经济										
实际GDP增长 (YoY, %)	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	10.6	10.1	9.0	6.8	9.0
工业增加值 (实际, YoY, %)	17.0	16.7	16.4	16.6	18.5	16.4	15.9	13.0	6.4	12.9
城镇固定资产投资 (名义, YoY, %)	28.4	27.6	27.2	24.5	25.8	25.9	27.2	28.7	23.0	26.1
城镇固定资产投资 (实际, YoY, %)	25.6	20.8	25.2	22.7	21.5	16.0	14.3	16.0	17.5	15.8
社会消费品零售总额 (名义, YoY, %)	9.1	13.3	12.9	13.7	16.8	20.6	22.6	23.2	20.3	21.6
社会消费品零售总额 (实际, YoY, %)	9.2	10.2	12.0	12.5	12.5	12.3	13.6	16.3	17.1	14.8
消费价格指数 (YoY%)	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	8.0	7.8	5.3	2.5	5.9
工业品出厂价格指数(YoY, %)	2.3	6.1	4.9	3.0	3.1	6.9	8.4	9.7	2.5	6.9
城镇居民可支配收入 (名义, YoY, %)	10.0	11.2	11.4	12.1	17.2	11.5	18.0	15.4	13.8	14.7
城镇居民可支配收入 (实际, YoY, %)	9.0	7.6	9.6	10.4	12.2	3.4	9.9	9.2	10.5	8.4
农村居民现金收入 (名义, YoY, %)	8.0	10.4	21.1	9.9	15.3	18.5	21.6	18.4	6.4	16.4
农村居民现金收入 (实际, YoY, %)	6.4	5.5	18.8	8.4	9.9	9.0	12.1	11.9	3.2	9.3
财政收入 (名义, YoY, %)	14.7	21.5	20.0	22.4	32.4	35.5	31.4	10.5		
外部经济										
出口 (十亿美元)	438	593	762	1398	1218	306	361	408	354	1429
出口(YoY, %)	34.6	35.4	28.5	27.2	25.7	21.4	22.3	23.2	4.3	17.2
进口 (十亿美元)	394	534	628	1159	956	264	303	325	240	1133
进口(YoY, %)	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	28.6	32.6	25.9	-8.9	18.5
外贸盈余 (十亿美元)	25	32	102	177	262	41	57	83	114	295
外贸盈余(YoY, %)	-15.8	25.1	219.7	73.9	47.7	-10.6	-13.3	13.7	50.4	12.7
外贸盈余 (占GDP比重, %)	1.6	1.7	4.5	6.8	8.1	4.8	5.8	8.0	11.8	6.6
外汇储备 (十亿美元)	403	610	819	1066	1528	1682	1809	1906	1946	1945
公共财政										
财政收入 (占GDP比重, %)	16.0	16.5	17.2	18.5	20.6	26.0	27.2	19.9		
财政支出 (占GDP比重, %)	18.1	17.8	18.5	19.2	19.9	15.5	19.3	19.1		
财政盈余/赤字 (占GDP比重, %)	-2.2	-1.3	-1.2	-0.7	0.7	10.5	7.9	0.8		
货币及信贷										
广义货币供应 (M2) (十亿元)	22122	25411	29551	34558	40340	42310	44430	45290	47517	47517
广义货币供应增长率 (M2) (YoY, %)	19.6	14.9	17.6	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3	17.8	17.8
人民币贷款(YoY, %)	21.1	14.5	13.0	15.1	16.1	14.8	14.1	14.7	18.8	18.8
人民币贷款 (新增, 十亿元)	2770.2	1836.7	1732.7	3059.5	3641.5	1332.6	1167.1	1027.5	1430.6	4957.8
一年期存款利率 (%)	1.98	2.25	2.25	2.5	4.14	4.14	4.14	4.14	2.25	2.25
一年期贷款利率 (%)	5.31	5.58	5.58	6.1	7.47	7.47	7.47	7.20	5.31	5.31

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	2008-06	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	5.7
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	4.7
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	8.1
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	1073
	同比增长，%	13.7	16.7	21.5	23.5	23.3	23.2	23.2	22.0	20.8	19.0
其中：城镇	人民币，十亿	5154	6041	554	594	591	602	642	683	653	721
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	14817
	累计同比增长，%	24.5	25.8	25.8	26.8	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8	26.1
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	1.2
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	1.4
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	-1.1
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

近期经济数据

► 美国经济衰退加剧

1 月 30 日美国经济分析局公布 08 年 4 季度 GDP 数据，4 季度实际 GDP 年化环比下降 3.8%，好于市场预期的萎缩 5.5%。私人消费年化环比下降 3.5%，连续第二个季度出现负增长，拖累 GDP 增长 2.47 个百分点。由于出口急剧下滑，净出口只拉动 GDP 增长 0.09 个百分点。企业和住宅投资分别拖累 GDP 增长 2.26 个百分点和 0.85 个百分点。库存量显著上升，拉动 GDP 增长 1.32 个百分点，是 4 季度经济表现高于市场预期的主要因素（图 23）。2008 年全年 GDP 增长 1.3%。

中金点评：

08 年 4 季度美国经济表现糟糕，经济萎缩幅度创 26 年之最，扣除库存量影响，经济萎缩更达 5.1%，与我们预期的萎缩 5% 非常接近。信贷紧缩、就业市场恶化和经济前景不明朗，美国居民对未来的收入增长预期悲观，导致个人储蓄率明显上升，严重影响消费市场，私人消费连续两个季度拖累经济增长，耐用品消费更大幅环比下降 22.4%，显著拖累 GDP 增长 1.71 个百分点。此外，消费意愿不足亦严重影响进口需求，加之大宗商品价格显著下滑，4 季度进口增速大幅下降 15.7%。而全球经济下滑导致美国出口急剧放缓，出口年化环比增长大幅下降 19.7%，因此净出口只拉动 4 季度 GDP 增长 0.09 百分点，扣除净出口之后的国内实际需求更在过去 5 个季度中的 4 个季度出现萎缩（图 24），凸显了美国内需的疲软。除了继续萎缩的私人消费和已失去动力的净出口，固定投资的显著下滑亦是 4 季度 GDP 大幅下降的主要原因。自去年 9 月雷曼破产后，市场信心几近崩溃，金融机构不断收紧借贷条件以减低风险，加之失业率持续上升，本地需求下降，导致企业盈利收窄，不明朗的经济前景导致企业投资显著萎缩，住房投资更大幅下降。

在本轮经济衰退中，企业降低库存的速度一直不够快，美国人口普查局(Census Bureau)截至去年 11 月的最新数据显示，美国的贸易和制造业库存与销售额之比例已飙升至 01 年末以来的最高水平。因此美国企业仍将继续削减库存，而这一进程将不可避免地导致减产和裁员，为美国经济在今年第一季度的表现带来负面影响。此外，失业情况恶化削弱消费者的购买能力，私人消费在短期内将继续疲软，而全球经济下滑将导致美国出口加速放缓。住房赎回权丧失率的上升亦大量增加市场上的住房供给量，为房价带来下调压力，预计短期内住房市场调整继续。此外，金融危机对企业造成的负面影响亦将陆续浮现。因此奥巴马新政将成为美国经济会否陷入漫长衰退期的关键。奥巴马规模庞大的 8190 亿经济刺激计划、重点于稳定金融和住房市场的第二批 3500 亿问题资产救助计划（TARP）、以及美联储斥资 8000 亿美元直接购买 MBS 和向消费性债券持有者提供贷款，均有助稳定金融市场。而当奥巴马政府针对房市的措施陆续出台后，住房贷款利率将有望回落至 5% 以下的水平，有利房市回暖。我们预计其一系列举措能对经济产生一定的提振作用，然而金融危机是否会继续蔓延为经济复苏带来不确定性，预期 09 年美国全年经济萎缩 2% 左右。

► 住房市场调整继续

12 月份新屋销售量环比下降 14.7%，为 33.1 万套。待售新屋库存下跌至 35.7 万套，按照当前的销售速度，存货出清时间从 11 月份的 12.5 个月上升至 12.9 个月（图 26）。12 月份成屋销售量回升 6.5%，为 474 万套；独栋房屋和连排房屋销售量分别上升 7% 和 2.1%。成屋存货出清时间从上月的 11.2 个月降至 9.3 个月（图 27）。

12月份新屋开工数较上月大幅下降15.5%，年化55万套，为历史新低。独栋房屋开工数下降13.5%，年化39.8万套；连排房屋开工数亦大幅下降20.4%。新屋许可数较上月下降10.7%（图28）。

11月份S&P/Case-shiller20大城市房价指数同比下跌18.2%（图29），为历年新高。20大城市房价连续8个月全线下跌，其中8个城市跌幅更超过20%。

中金点评：

尽管抵押贷款利率已在相对较低水平和最近按揭申请数有所上升，然而金融机构不断收紧借贷条件以减低风险，因此正如我们此前一贯预期，2009年上半年住房市场调整继续，而且房价仍有10%左右跌幅。此外，失业情况恶化削弱消费者的购买能力，赎回权丧失率的上升亦大量增加市场上的住房供给量，为房价继续带来下调压力，而最近显著回升的30年住房贷款利率亦负面影响住房市场（图30）。

短期房市面对上述压力，然而我们认为住房市场仍将是在今年年底经济复苏的关键，主要原因为：

- 1）新屋开工数的大幅下降（现已30%低于70年代衰退时的最低位），已显著减少新屋存货；
- 2）美国总人口于70年代约为2亿，新屋开工数约80万；现在的总人口达3亿且正在上升（图32），因此如果经济及金融市场于今年下半年趋于稳定时，此前被压抑的需求将使得住房市场出现反弹。
- 3）奥巴马政府将有不少针对房市的举措陆续出台，其将动用TARP以及8190亿美元“美国复兴和再投资计划”中的资金拯救正陷困境的按揭借款人，因此预期住房贷款利率将在未来数月内回落至5%以下的水平。

► 耐用品订单减小，消费者信心下降

12月份耐用品订单环比下降2.6%，扣除交通运输用品耐用品订单数字下降3.6%（图33）。

1月份咨商局消费者信心指数从12月份的38.6降至37.7的纪录低位（图34）。当前经济条件指数下降0.3个百分点至29.9，预期指数下降1.2个百分点至43。

中金点评：

在投资及出口加剧萎缩的情况下，耐用品订单维持其疲软态势。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。另一方面，就业市场恶化，资产价格下滑，咨商局消费者信心指数降至纪录低位，高度不确定的经济和金融环境将继续影响消费者信心，奥巴马即将出台的退税计划将会是短期内振兴消费的唯一寄望。

► 持续申请失业救济人数升至纪录高位

截至1月24日当周的首次申请失业救济人数上升3千人，至58.8万人。持续申请失业救济人数大幅上升15.9万人，至477.6万人，为纪录高位。

中金点评：

首次申领失业救济人数四周平均值上升至54.3万人，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纪录高位，就业市场处于极度疲软状态。近日多间大

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者带来压力,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。

德国 1 月份 Ifo 与 ZEW 指数略有改善

1 月份德国 Ifo 指数录得小幅改善,商业景气指数由 2008 年 12 月的 82.7 点略微上升至 83 点,并主要由预期指数带动,预期指数上升了 2.5 点至 79.4,而现状指数则持续跌势,由 88.8 下滑至 86.8。分行业来看,除了制造业指数持续下行 0.2 点至 -40.1 以外,建筑业及批发和零售业均有所反弹。(图 35)

1 月份德国 ZEW 指数已连续第三个月反弹,由上个月的 -45.2 上升至 -31,但现状指数持续恶化,下降了 12.6 点至 -77.1。欧元区 ZEW 经济预期指数亦反弹了 15.3 点至 -30.8,现状指数下滑 13.5 点至 -84.7。(图 36)

中金点评:

尽管 Ifo 商业景气指数有所改善,但 Ifo 的企稳很可能是受到了德国第二轮经济刺激方案的影响,我们并不认为实体经济发生了实质性的扭转:一方面现状指数仍持续恶化,实体经济在今年上半年复苏无望;另一方面,Ifo 指数反弹的力度极其微弱,仅仅体现了经济恶化的速度可能在 2009 年有所缓和,这亦与我们对德国经济在 2008 年第四季度表现最为低迷的判断相一致。ZEW 预期指数反弹显示了金融市场情绪持续改善,持续宽松的货币政策(欧洲央行的资产负债表在 1 年内急剧扩大了 50%),以及积极的财政政策均推动了该指数的回升。然而我们曾指出,与 ZEW 指数相比,Ifo 指数对判断实体经济更加重要(详见 2008 年 12 月 19 日《金融市场情绪有所好转,但实体经济风险加剧》),因此 Ifo 指数短期内的走势值得密切关注。

欧元区 1 月份 PMI 指数显示制造业与非制造业持续萎缩

欧元区 1 月份 PMI 综合指数略有回升,由 12 月的 38.2 改善至 38.5,但仍然处于萎缩区域。其中制造业 PMI 指数由 33.9 略微升至 34.5,非制造业由 2008 年 12 月的 42.1 小幅上行至 42.5。(图 37)

中金点评:

欧元区 1 月份 PMI 显示 2009 年初欧元区经济仍然相当低迷,尽管经济恶化的速度可能较 2008 年第四季度略有改善。分项目来看,制造业订单与非制造业商业订单下滑速度有所放缓,但由于就业市场往往之后于经济增长的表现,1 月份制造业与非制造业就业指数仍加速恶化,这亦与疲软的失业率数据相一致,欧元区失业率连续 5 个月上升至 12 月份的 8%,而欧洲最大的经济体德国 1 月份失业率持续上行亦给欧元区 1 月份失业率数据表现负面压力。价格方面,由于国际大宗商品价格持续回落及全球范围内的需求不振,制造业投入价格加速下滑,由 32.8 显著下降至 30.4,而非制造业的销售价格亦加速萎缩,由 45.6 下降至 44.3。

欧元区 1 月份 CPI 同比增速下降至近 10 年来最低

欧元区 1 月份消费者物价指数同比仅增长 1.1%,为 1999 年以来最低,显著低于 1.4%的市场预期。德国 1 月份 CPI 预估值亦显示该数据环比下降 0.5%,同比仅增长 0.9%,均低于市场下降 0.4%及增长 1.1%的预期。(图 38)

中金点评:

消费者价格指数数据显示随着大宗商品价格的持续回落及全球范围内的需求趋软,欧元区的通缩风险正不断加剧,与 PMI 指数中的价格项目的加速萎缩趋势相吻合。欧元区通胀水平已远远低于货币当局的目标,意味着减息的掣肘因素已不存在,至今年年中再融资利率可能降至

1%-1.5%。价格水平下降对刺激消费起到了一定的积极作用,然而由于经济前景依然黯淡及失业率持续上行,欧元区居民消费倾向有下降的趋势,第三季度居民部门储蓄率由 14%上升至 14.4%,而该趋势有望持续。受此影响,欧元区零售业 PMI 指数在 1 月份连续第 8 个月处于萎缩区域,尽管恶化速度有所减缓,该指数由 41.4 回升至 44。

► 英国 2008 年第四季度 GDP 大幅下挫

英国 2008 年第四季度 GDP 环比大幅下滑 1.5% (图 39): 生产工业产出环比下滑 3.9%, 其中制造业产出萎缩 4.6%, 采掘业下降 1.6%, 水电煤气供应业下降 0.2%; 服务业产出环比下降了 1%, 其中建筑业下降 1.1%, 分销及酒店业下滑 2.4%, 交通、储藏及通信业下降 2%, 商业服务及金融业下降 0.5%, 政府及其他服务业下降了 0.5%。

中金点评:

英国 2008 年第四季度 GDP 表现逊于市场预期, 创近 30 年来最大环比降幅, 各行业产出出现全面萎缩。除了波动性较大的制造业产出大幅下降之外, 服务业亦显著萎缩。一方面英国房市疲软使建筑投资持续下滑, 拖累建筑业产出环比下降 1.1%, 另一方面, 次贷危机亦使得金融服务备备受考验, 银行惜贷使商业活动萎缩并进而影响到制造业及其他类别的服务业。英国统计局目前并未公布 GDP 支出法的各个项目, 我们预计投资仍是拖累经济表现的主要因素, 除了住房投资显著萎缩, 信贷紧缩与内需和外需同时疲软亦使制造业与非制造业投资表现低迷, CBI 调查显示企业投资意愿较 80 年衰退更加低迷并降至历史新低。英国经济刺激计划的实施, 尤其是增值税的暂时下调有望在今年对刺激消费起到正面作用, 但英国经济在今年上半年仍将相当低迷, 尽管其萎缩速度可能较去年第四季度略有放缓, 英格兰银行仍有至少 50 个基点的减息空间。

► 日本 12 月份工业产出降幅创纪录

日本经济产业省于 1 月 30 日发布了 12 月份工业产出报告, 该数据环比大幅下挫 9.6%, 降幅较上个月的 8.5% 进一步扩大, 同比则急剧下滑 20.6%。12 月份装船数据亦环比下降 8%, 同比下滑 20.5%。而存货仍较上月微升 0.1%, 同比增长 4.7%。

中金点评:

在全球制造业均面临严峻考验的背景下, 依赖外需的日本工业更受到严重冲击, 尤其是交通设备、电子装置及零部件、一般机器设备等主要出口产品首当其冲。制造业 PMI 指数 1 月份由 30.8 持续下滑至 29.6, 显示日本制造业仍有加速下滑的势头, 日本经济产业省亦将 1 月份的工业产出预测由下滑 2.1% 调低至 9.1%。而鉴于存货水平并未显著调整, 制造业产出仍将持续萎缩。另一方面, 制造业企业盈利能力显著恶化, 亦将殃及就业市场。日本大型电子产品公司日立预计在 2008 财年度亏损 7000 亿日元, 成为次贷危机中亏损额最大的亚洲企业, 并可能裁员 7000 人。这对开始显露疲态的就业市场更如雪上加霜, 日本 12 月份失业率已从 3.9% 大幅上升至 4.4%。鉴于电子通信设备等制造业属劳动密集型产业, 日本就业市场仍将持续恶化。

► 日本 12 月份 CPI 增速显著放缓

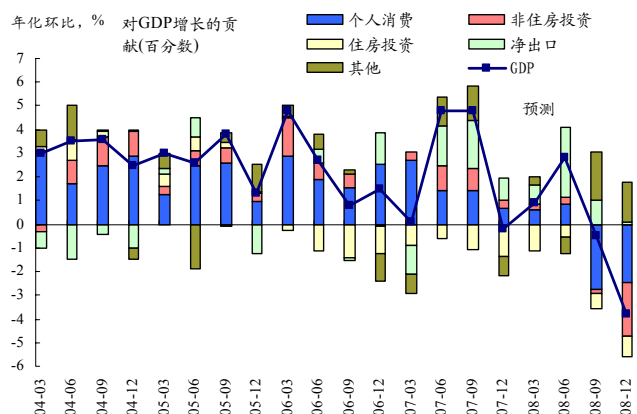
日本 12 月份 CPI 增速放缓势头明显, 总体 CPI 同比增速为 0.4%, 除去食品的核心消费者价格指数同比仅上升 0.2%, 而 11 月份的这两数据同比上升了 1%。除去食品及能源的 CPI 与去年同期持平, 同比录得零增长。环比来看, 总体与核心通胀均下滑 0.5%, 除去食品及能源的 CPI 与 11 月份持平。

中金点评:

日本 12 月份 CPI 仍主要受能源价格拖累, CPI 项下汽油及煤油价格仍持续了双位数的降幅, 而除去食品及能源的消费者价格指数则陷于停滞。此外, 就业市场不振直接导致的工资增长乏

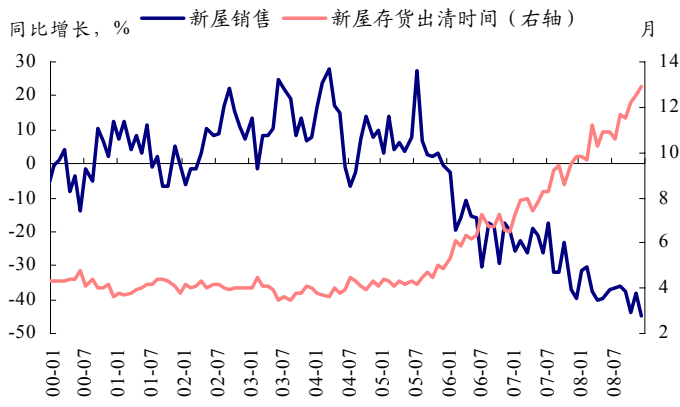
力,以及外需放缓带来的产能过剩问题都将对通胀构成负面影响,通缩阴霾可能重临日本经济。鉴于日本央行已经将利率降至接近零的水平,日本目前缺乏有力的货币政策工具使其摆脱通缩困扰,而通缩一旦发生将加重企业的实际债务负担,对企业投资构成进一步打击。尽管日本央行重拾数量型放松的货币政策并仿效美国加强直接购买金融资产的力度以支持企业融资,但在美国经济好转之前,严重依赖外需的日本经济难有改善的迹象。

图 23: GDP 分项贡献率



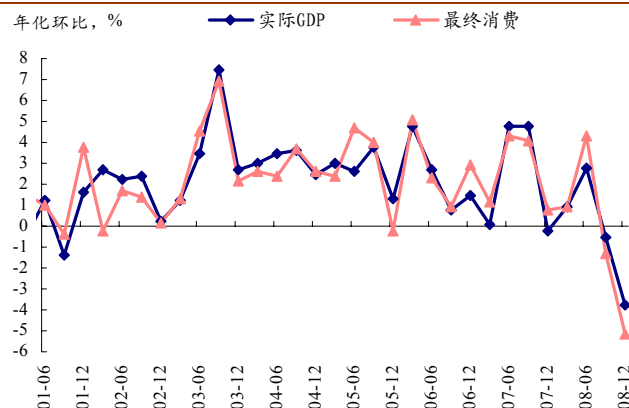
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 26: 新屋销售持续不振



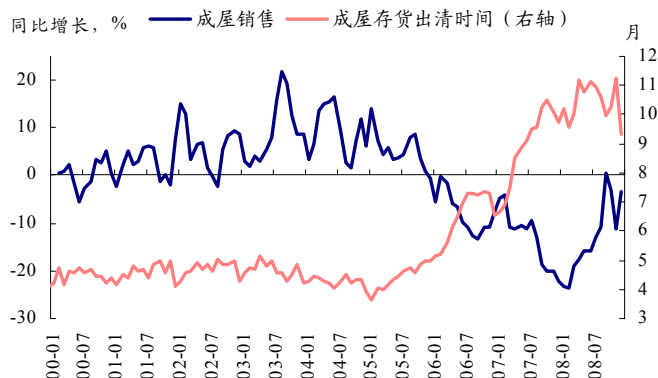
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 24: 最终消费连续两个季度出现负增长



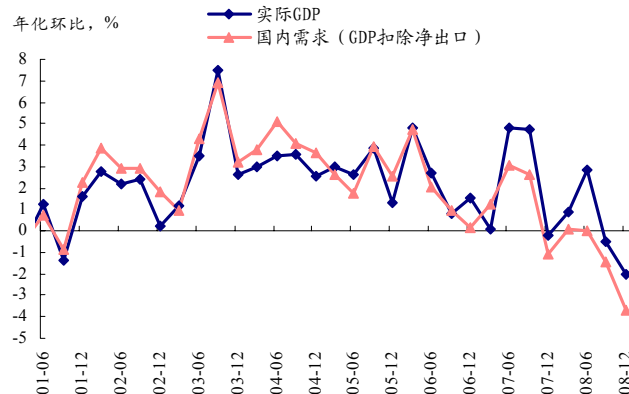
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 27: 成屋销售未见明显好转



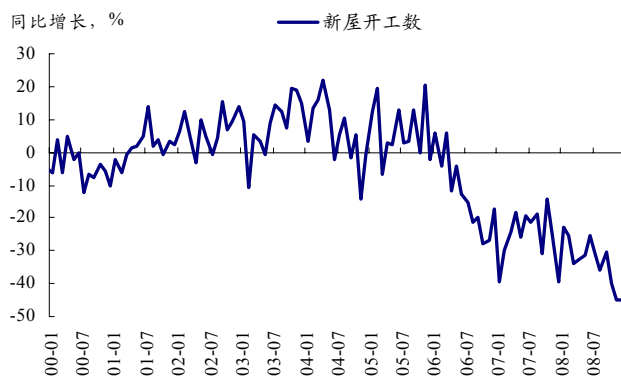
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 25: 07 年开始国内需求增长明显低于整体 GDP



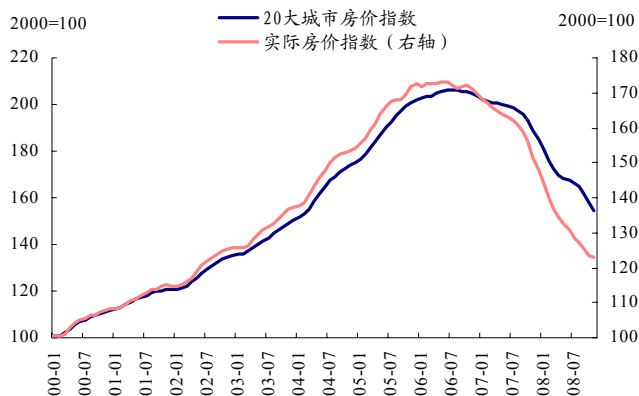
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 28: 新屋开工数下降



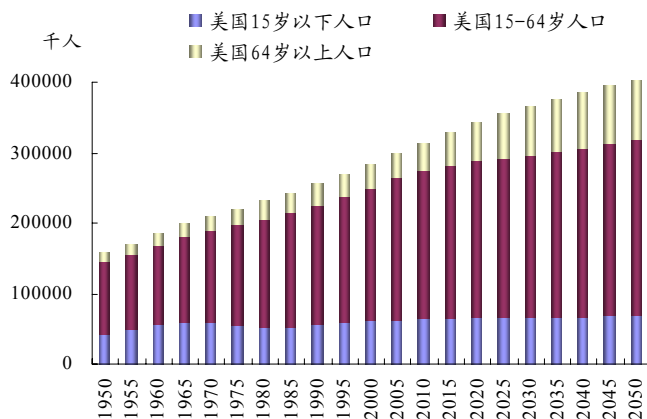
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 29：房价继续下跌



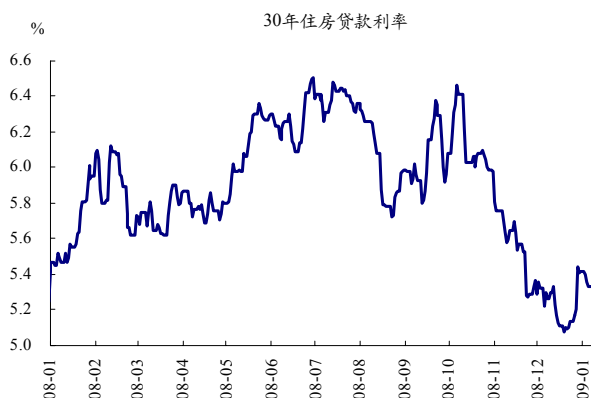
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 32：美国总人口达 3 亿且正在上升



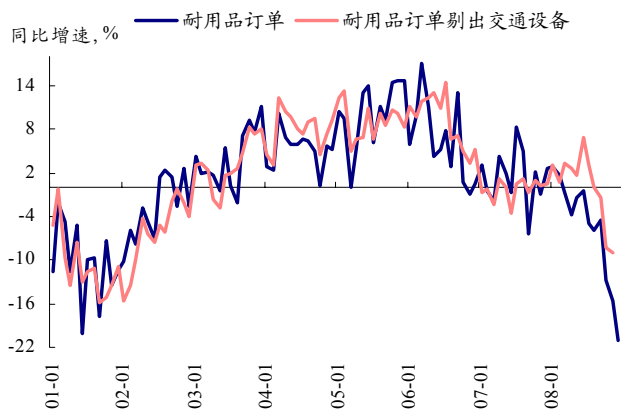
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 30：最近住房贷款利率回升



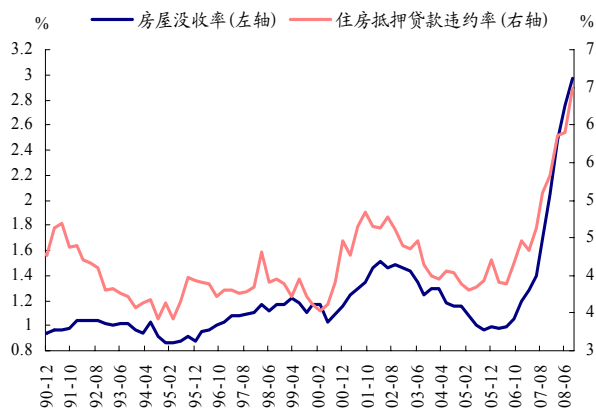
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 33：耐用品订单下降



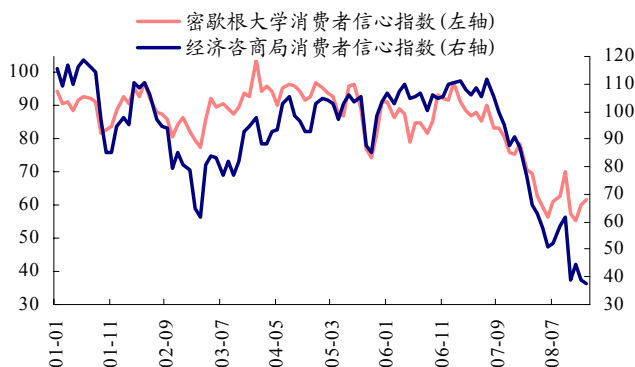
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 31：住房抵押贷款违约率攀升



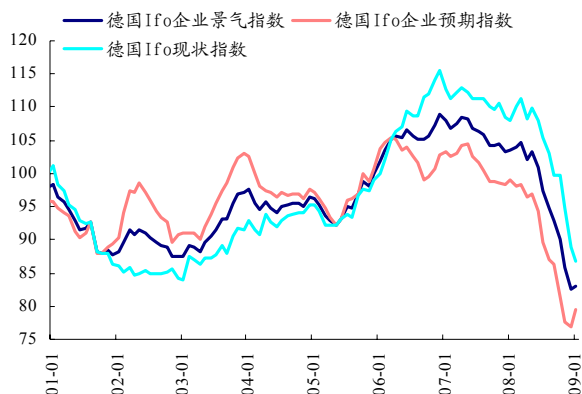
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 34：消费者信心指数持续疲软



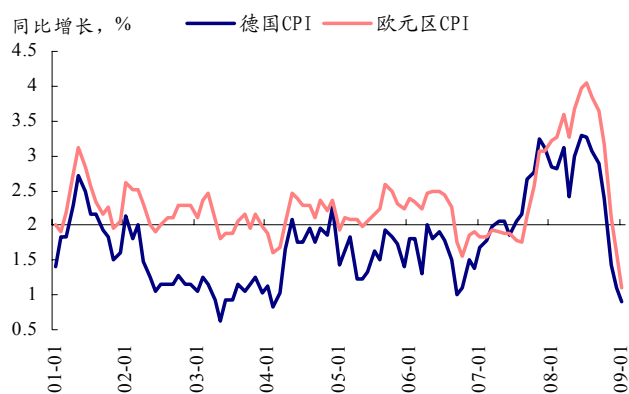
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 35: Ifo 企业景气指数略有改善



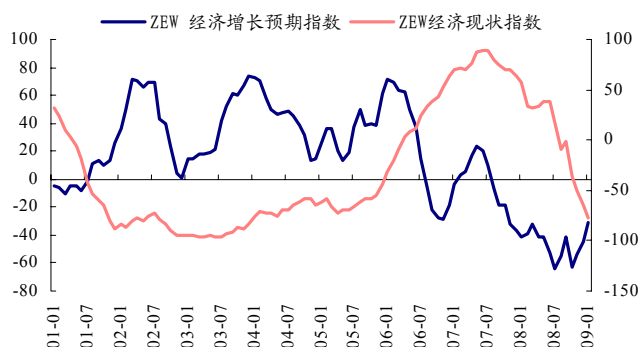
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 38: 欧元区通缩压力加剧



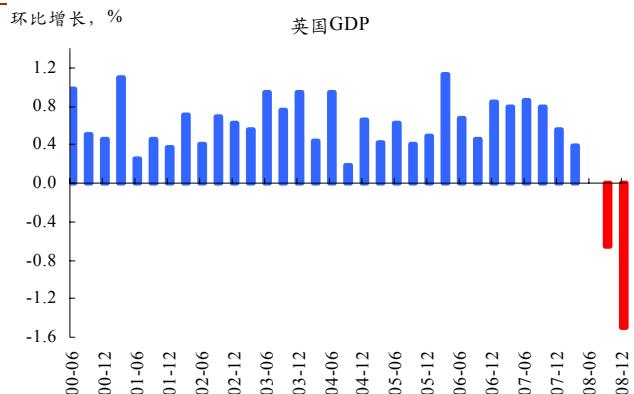
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 36: ZEW 预期指数持续回升



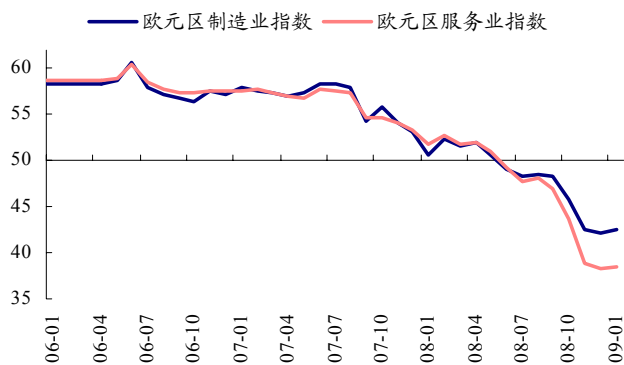
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 39: 英国第四季度 GDP 大幅萎缩



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 37: 欧元区 PMI 指数略微回稳



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 15：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	48.8	49	48.6	49.3	49.5	49.5	49.3	43.4	38.7	36.6	32.9	
ISM非制造业指数	49.7	49.9	51.9	51.2	48.8	49.6	50.4	50	44.6	37.4	40.1	
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	61.2
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	181,509	176,797	
同比增长, %	1.67	-0.79	-3.80	-1.48	-0.54	-4.94	-5.85	-4.45	-12.66	-15.66	-21.12	
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	767	651	550	
同比增长, %	-25.50	-33.78	-32.48	-31.62	-25.31	-30.78	-36.13	-30.46	-39.84	-44.78	-45.00	
新屋销售(千栋)	572	513	542	515	499	505	448	434	406	388	331	
同比增长, %	-30.24	-37.67	-40.24	-39.91	-37.07	-36.56	-36.18	-37.46	-43.85	-38.31	-44.83	
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	4.45	4.74	
同比增长, %	-23.79	-19.15	-17.54	-15.85	-15.65	-12.85	-10.73	0.59	-2.96	-11.35	-3.46	
Case-Shiller房价指数	175.96	172.20	169.98	168.60	167.78	166.36	164.65	161.64	158.12	154.59		
同比增长, %	-12.71	-14.33	-15.23	-15.75	-15.87	-16.28	-16.58	-17.40	-18.06	-18.18		
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	

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

发展中经济体

联系人：刘奥琳、范尚祎、谭仲贤

主要经济事件

▶ 中国人民银行与香港金融管理局签订货币互换协议。

中金点评：

中央政府此前宣布 14 项措施支持香港，其中包括两地签署货币互换协议。中国人民银行与香港金融管理局于 1 月 20 日正式签订一项规模达 2000 亿元人民币（合 2270 亿港元）的货币互换协议，金额超越中韩两地上月签署的 1800 亿元人民币互换安排。该货币互换协议实施有效期为 3 年，经双方同意可以延期。香港银行一般缺少人民币流动资金，这一安排可以帮助香港公司通过香港银行在大陆获得融资。中国政府上月表示，将允许部分香港公司使用人民币作为结算货币，货币互换将为贸易结算提供便利。

▶ 马来西亚央行降息 75 个基点至 2.5%，创 10 年来新低。

中金点评：

马来西亚中央银行 1 月 21 日宣布，将隔夜政策利率下调 75 个基点至 2.5%，幅度超出市场预期，并创下 10 年新低（图 40）。随着调降利率 75 个基点，隔夜政策利率波幅的上下限，也分别降至 2.75% 及 2.25%，银行的法定储备金也将从 3.5% 降低至 2%，并于 2 月 1 日生效。这是马来西亚央行连续第二次会议后降息，马央行于去年 11 月下调隔夜政策利率 25 个基点至 3.25%。

近期经济数据

▶ 韩国和新加坡 2008 年 4 季度 GDP 大幅萎缩

中金点评：

韩国央行于 1 月 22 日公布的初步数据显示，经季节调整 2008 年 4 季度 GDP 环比下降 5.6%，创下 1998 年 1 季度以来的最低水平；而同比下降 3.4%，亦创下自 1998 年 4 季度以来首次同比下滑（图 41）。1998 年 4 季度正逢亚洲金融危机最严重的时刻，当时韩国 GDP 同比下降了 6%。

新加坡 2008 年 4 季度 GDP 大幅萎缩，同比下降 3.7%，而年化季环比更大幅下滑 16.9%，政府此前预期为下降 12.5%，是新加坡政府自 1976 年开始公布季节性调整后数据以来的最大降幅（图 42）。新加坡政府同时下调了 2009 年的经济增长预测，预期新加坡 GDP 今年将收缩 2~5%。

► 香港和台湾地区就业市场状况继续恶化，将进一步打击家庭消费支出

中金点评：

香港 2008 年 12 月份失业率上升 0.3 个百分点至 4.1%（图 43）。失业率的上升主要见于装修及保养业、饮食业、进出口贸易业、运输及制造业。领先指标预示未来数月就业人数将进一步下降。12 月份 PMI 就业分类指数连续第 2 个月跌破 50 盛衰线，表明雇主对增聘人手趋于审慎。此外，领先就业人数增长 2 到 3 个季度的香港中文大学就业信心指数 12 月份读数仍低于 2003 年初非典爆发时的水平，尽管较 2008 年 10 月份的历史低点已有所反弹。我们预期失业人数增加将波及所有主要行业，尤其是金融业、地产业及进出口贸易业。此外失业人数大幅上升将进一步打击本已疲弱的零售和地产市场。

台湾 2008 年 12 月份失业率上升至 5.01%，为 2003 以来的最高。主要原因为经济低迷导致企业纷纷关闭业务或裁员（图 44）。台湾行政院主计处普查局表示，1 月份就业市场状况或有所好转，主要因为春节假日期间商店和百货公司会聘用临时员工。不过，春节后数月可能会掀起新一轮裁员潮，预期失业率将会进一步恶化。

► 香港、马来西亚、新加坡和越南通胀持续下滑，

中金点评：

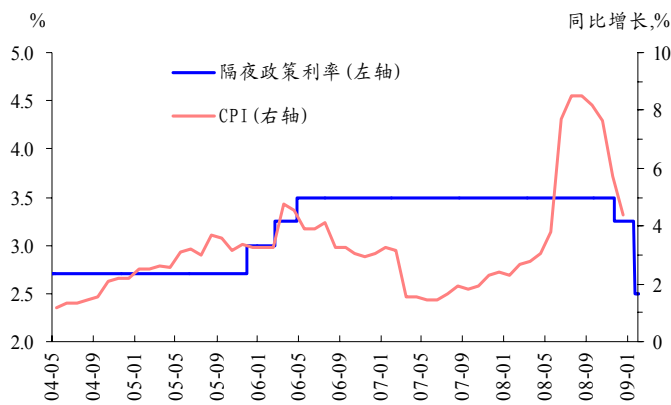
香港 2008 年 12 月份基本通胀率从 11 月份的 5.6% 降至 4.6%，同时整体消费物价同比升幅回落 1 个百分点至 2.1%（图 45）。基本通胀率和整体通胀率之间的显著差异主要受香港政府数项纾困措施的影响，包括差饷宽减、豁免雇员再培训征款和电价补贴，这些措施合共减低整体通胀率 2.5 个百分点。我们预期基本通胀率未来数月将持续回落，主要由于本地需求萎缩，市场租金回落，进口价格下跌以及就业市场恶化。特别地，11 月份住宅市场租金同比下跌 0.3%，乃四年半以来首次同比下降，当房屋出租合同续签时，这将对 CPI 中的租金分项构成下行压力。

马来西亚 2008 年 12 月份 CPI 同比上升 4.4%（11 月份上升 5.7%），主要原因是运输价格在汽、柴油零售价被多次下调后走低。马来西亚统计局公布的数据显示，该国 12 月份 CPI 较 11 月份收缩 1.0%。

新加坡 2008 年 12 月份 CPI 月环比下降 0.6%，下降的主要原因是运输及通信和住房成本下降抵消了食品和康乐活动成本上升；12 月份 CPI 同比增幅从 11 月份的 5.5% 下降至 4.3%。新加坡政府预计 2009 年 CPI 将下降 1% 至持平（2008 年 CPI 平均上升 6.5%）。

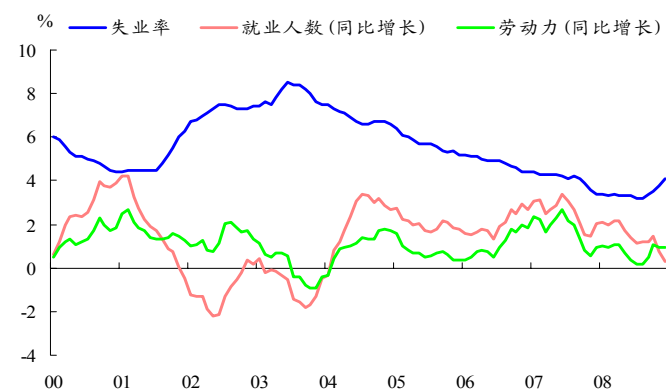
越南 1 月份 CPI 同比上升 17.5%，显著低于 2008 年 6 月创出的历史高位 26.8%，主要受益于食品、住房和运输成本下降。

图 40: 马来西亚的政策利率和通胀率



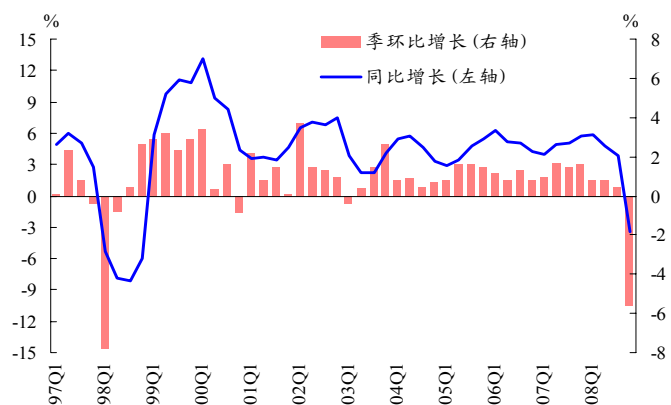
资料来源: CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 43: 香港就业市场状况



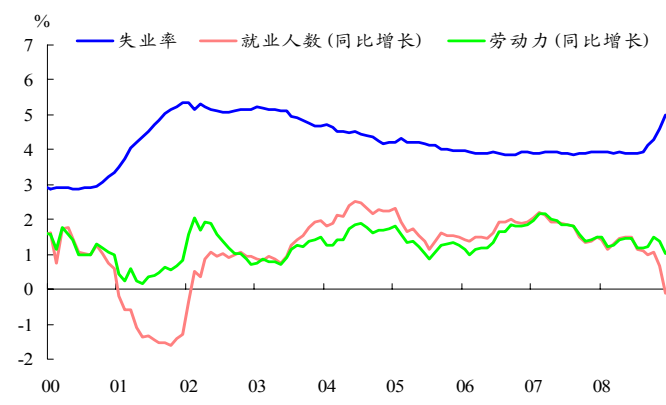
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 41: 韩国实际 GDP 增长



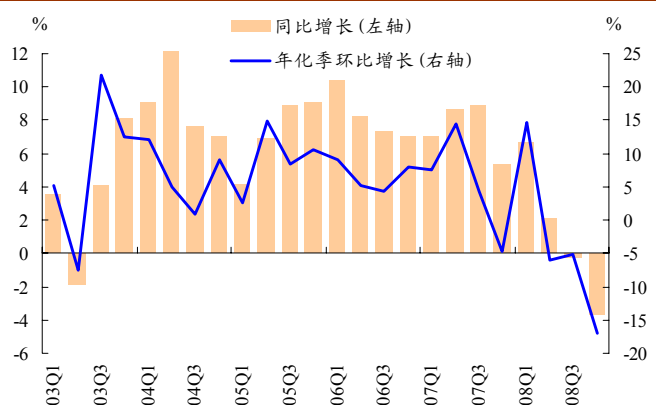
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 44: 台湾就业市场状况



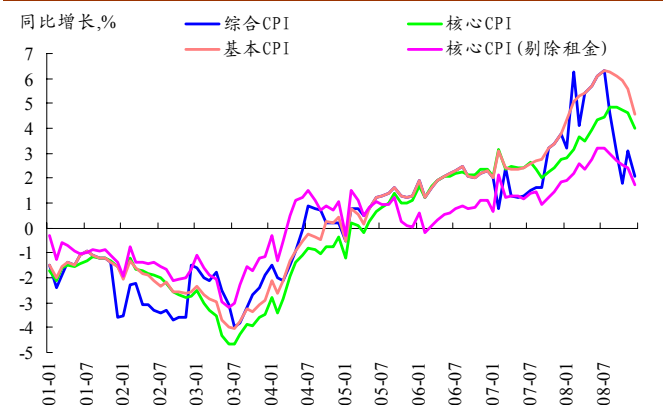
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 42: 新加坡实际 GDP 增长



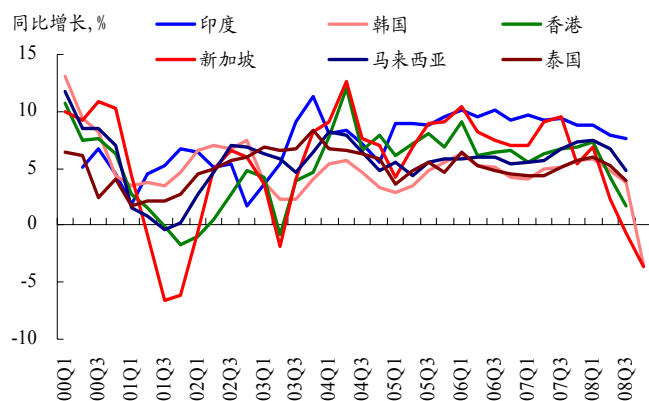
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 45: 香港各种 CPI 通胀指标



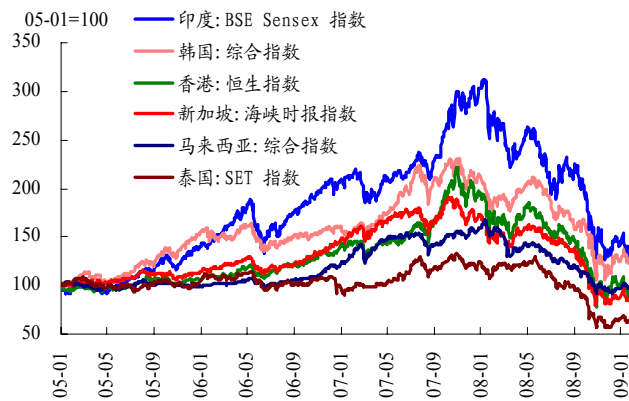
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 46：新兴亚洲经济体实际 GDP



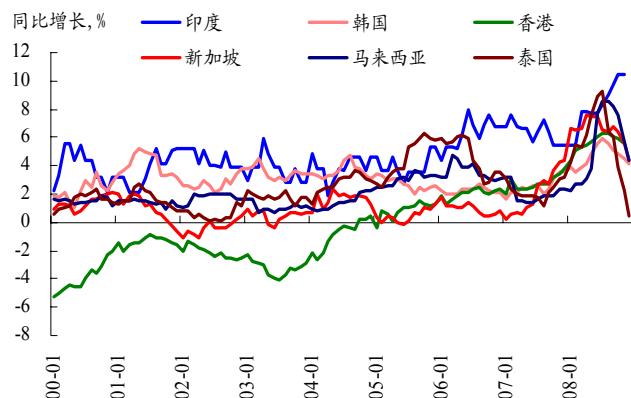
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 49：新兴亚洲经济体股市表现



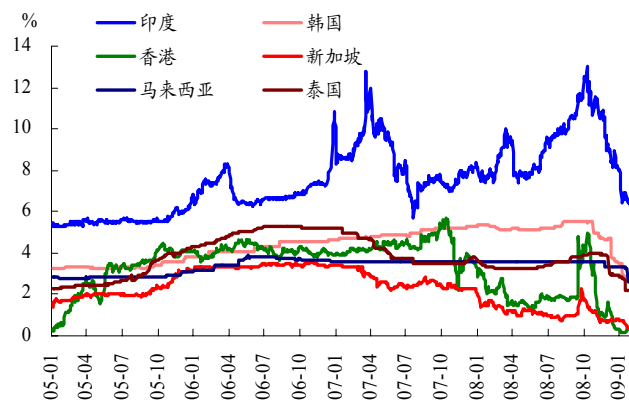
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 47：新兴亚洲经济体 CPI



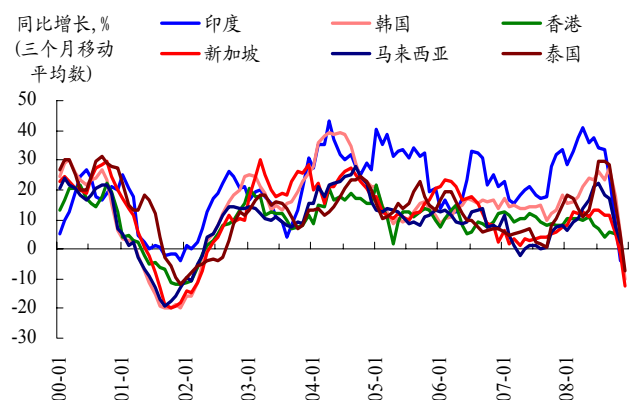
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 50：新兴亚洲经济体银行间利率（1 个月期）



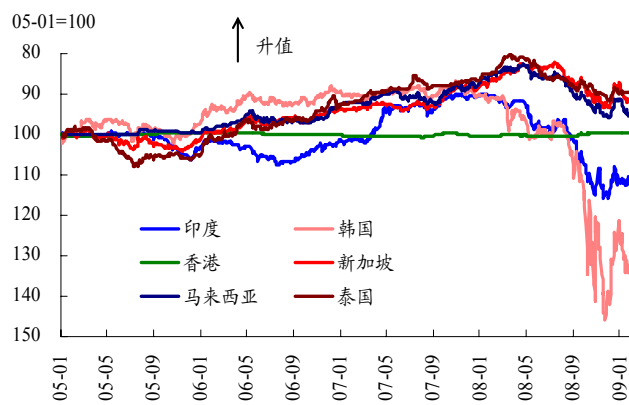
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 48：新兴亚洲经济体商品出口



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 51：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 16: 亚洲区经济体主要数据

同比增长,%	2005	2006	2007	2008	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	...	7.3	4.2	1.7	...	...	...	...	...	...	...	...
实际CPI	0.9	2.0	2.8	5.6	4.9	5.7	6.2	5.4	6.1	6.3	6.3	6.1	5.9	5.6	4.6
商品出口	11.4	9.4	9.2	5.1	10.5	7.9	5.5	-2.1	-0.6	11.1	1.9	3.6	9.4	-5.3	-11.4
工业生产	2.5	2.2	-1.5	...	-4.4	-4.2	-6.7	...	...	...	...	...	...	...	...
零售业销货额	6.1	5.8	10.1	...	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	13.5	...	12.6	8.6	17.8	...	...	...	...	...	...	...	...
印度															
实际GDP	9.1	9.8	9.3	...	8.8	7.9	7.6	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.0	6.3	6.4	...	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	...	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	...	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	...	-0.5	-3.5	-4.7	...	...	...	...	...	...	...	...
印度尼西亚															
实际GDP	5.7	5.5	6.3	...	6.3	6.4	6.1	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	10.5	13.1	6.4	...	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	...	31.9	29.6	28.2	...	34.1	24.8	29.9	30.2	4.7	-2.4	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	...	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	...	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	...	2.1	-0.9	-0.4	...	...	...	...	...	...	...	...
韩国															
实际GDP	4.2	5.1	5.0	2.5	5.8	4.8	3.8	-3.4	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.8	2.2	2.5	4.7	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	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	2.9	10.6	8.6	5.6	-11.5	6.6	8.7	1.9	6.1	-2.3	-14.0	-18.6
零售业销货额	4.1	4.1	5.3	0.4	4.0	2.5	1.1	-5.5	-1.0	3.9	1.4	-1.8	-3.7	-5.8	-7.0
经常项目顺差(占GDP,%)	1.9	0.6	0.6	...	-2.3	-0.1	-3.8	...	...	...	...	...	...	...	...
马来西亚															
实际GDP	5.3	5.8	6.3	...	7.4	6.7	4.7	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	3.0	3.6	2.0	5.4	2.6	4.9	8.4	5.9	7.7	8.5	8.5	8.2	7.6	5.7	4.4
商品出口	11.4	9.8	2.7	...	9.9	20.8	16.8	...	18.6	25.3	10.7	15.0	-2.6	-4.9	...
工业生产	3.6	5.0	2.0	...	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	...	13.6	19.6	19.5	...	...	...	...	...	...	...	...
菲律宾															
实际GDP	5.0	5.4	7.2	4.6	4.7	4.4	5.0	4.5	...	...	...	...	...	...	...
CPI	7.7	6.3	2.8	9.3	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	...	2.7	5.3	4.0	...	8.8	4.4	6.6	1.1	-14.8	-11.4	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	...	-0.4	5.0	3.3	...	2.8	4.2	0.1	5.5	2.3	-6.6	...
经常项目顺差(占GDP,%)	2.0	4.5	4.4	...	2.2	1.9	-1.3	...	...	...	...	...	...	...	...
新加坡															
实际GDP	7.3	8.2	7.7	...	6.9	2.2	-0.2	-3.7	...	...	...	...	...	...	...
CPI	0.5	1.0	2.1	6.5	6.6	7.5	6.6	5.4	7.5	6.5	6.4	6.7	6.4	5.5	4.3
商品出口	14.0	12.8	4.4	5.8	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	-4.1	12.5	-5.5	-11.0	-10.7	2.4	-21.9	-11.9	3.0	-12.2	-6.6	-13.5
零售业销货额	9.0	6.9	3.8	...	-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	...	15.9	14.6	16.8	...	...	...	...	...	...	...	...
台湾															
实际GDP	4.2	4.8	5.7	...	6.2	4.6	-1.0	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.3	0.6	1.8	3.5	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	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	-2.0	12.3	6.8	0.4	-24.3	5.1	1.8	0.7	-1.2	-12.6	-28.3	-32.3
零售业销货额	5.8	1.8	3.5	-1.5	4.3	1.6	-4.2	-7.0	-0.4	-4.7	-3.0	-4.9	-3.8	-7.3	-9.8
经常项目顺差(占GDP,%)	5.0	7.2	8.6	...	8.4	7.1	2.0	...	...	...	...	...	...	...	...
泰国															
实际GDP	4.6	5.2	4.9	...	6.0	5.3	4.0	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.5	4.6	2.2	5.5	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	12.8	12.8	20.1	27.7	-7.1	26.2	46.5	16.4	22.9	5.5	-14.8	-12.4
工业生产	9.1	7.3	8.2	5.3	12.6	10.1	7.6	-8.1	11.3	11.1	7.8	4.3	2.4	-7.7	-18.8
零售业销货额	4.2	0.5	2.2	...	10.7	8.2	3.3	...	6.9	5.9	4.8	-0.6	-3.4	-10.0	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-4.3	1.1	5.7	...	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。