



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

2009 年 2 月 9 日

中金宏观经济周报 第 48 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

年内降息幅度或小于预期

要点:

- ◆ **拯救美国经济刻不容缓。**受经济衰退加剧影响,美国失业现象愈演愈烈。1 月份非农就业人数减少 59.8 万人,为 1974 年以来的最大降幅,而失业率再度大幅上升至 7.6% 的 16 年高位。此外,私人消费和制造业产出亦持续萎缩。连串恶劣的经济数据加大了美国国会通过大规模经济刺激计划的紧迫性,国会主要参议员与白宫已就计划核心内容达成临时性协议,而计划总额为 7800 亿美元。与此同时,财政部本周将公布一揽子金融救援计划的详细内容,以根治这场经济危机核心的美国银行业问题。其中可能首要考虑为银行的问题资产提供担保,而颇具争议的成立“坏账银行”和较为极端的银行国有化方案则被排在相对次要的位置。欧洲央行很有可能在 3 月份继续减息 50 个基点,在今年年中将基准利率降至 1% 左右,而英国可能跟随美国实行零利率及数量型放松,因此美元对欧元及英镑在中期仍可能保持强势。
- ◆ **中国方面,**我们预计本周将公布的 1 月份 CPI 降至 1% 左右, PPI 降至 -2%~-3% 之间,通缩趋势进一步显著。尽管通缩仍是 09 年的主要风险, **我们判断央行后继降息幅度可能小于预期,从此前的半年内降息 81 个基点修改为全年降息 54 个基点,显著低于市场预期的 108 个基点。**原因在于: 1. 近期的信贷爆发性增长部分降低了继续大幅降息以鼓励贷款的必要性; 2. 中国的利率具有“向上刚性”,在过去历次周期中降息容易升息难,且与其他国家相比,过去多年中国的利率水平平均远低于名义 GDP 增速,不符合利率的黄金法则。因此如果本轮降息幅度过大,将来通胀再起之时加息步伐未必能快速跟上。
- ◆ **本周我们对俄罗斯和巴西的贸易和财政进行分析,并观察它们对亚洲和中国贸易的影响。**随着大宗商品泡沫破灭,这两个大型资源型新兴经济体出口收益已在 2008 年 4 季度大幅下滑,巴西并已于 2009 年 1 月出现贸易逆差。由于俄罗斯的石油产品出口货量并没有减少,一旦国际油价上涨将对其贸易平衡产生正面影响。相反,巴西出口货量已开始下滑,可见全球经济放缓对巴西出口产品需求的影响显著。除非能源和农产品在短期内显著上升,不然俄罗斯和巴西的贸易平衡将继续恶化。从表面来看,这对亚洲和中国的影响似乎不大,但由于它们与欧美的密切贸易关系,特别是从欧美进口的资本设备产品已大幅放缓,这将会对亚洲和中国产生间接的影响。

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

- 2 月 4 日：中国经济“数量放松还是质量放松？信贷增长等当前热点问题解答”
- 2 月 4 日：香港经济：2008 年 12 月份零售数据回顾
- 2 月 4 日：中国经济：中国经济“PMI 连续两月反弹，经济环比略有好转——09 年 1 月 PMI 数据评论”
- 2 月 6 日：欧洲经济：欧洲货币政策述评

本周主要经济数据及事件公布预告

- 2 月 10 日（星期二）：中国将公布 1 月工业品价格指数，消费者价格指数
- 2 月 11 日（星期三）：中国将公布 1 月进出口数据
- 2 月 11 日（星期三）：美国将公布 2008 年 12 月份国际贸易数据
- 2 月 12 日（星期四）：美国将公布 2009 年 1 月零售数据
- 2 月 13 日（星期五）：美国将公布 2009 年 2 月密歇根大学消费者信心指数
- 2 月 13 日（星期五）：欧元区和德国将公布 2008 年 4 季度 GDP 数据
- 2 月 10 日-15 日中国将公布 1 月份货币信贷数据

目录

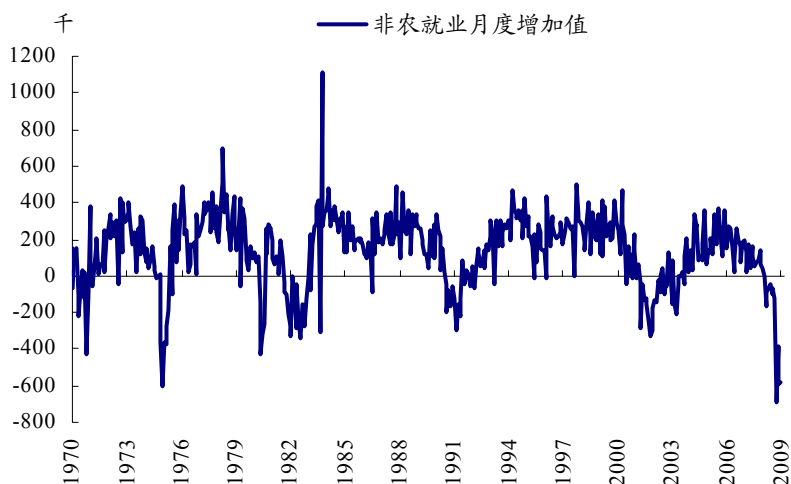
本周中金观点	3
中国经济	8
通货膨胀跟踪	8
热点问题解答	10
近期经济数据	13
发达国家经济	22
主要经济事件	22
近期经济数据	23
发展中经济体	30
主要经济事件	30
近期经济数据	31

本周中金观点

美国经济衰退继续恶化，加大了国会通过大规模经济刺激计划的紧迫性。受经济衰退加剧影响，美国失业现象愈演愈烈，1月份非农就业人数减少59.8万人，为1974年以来的最大降幅(图1)。自美国经济于2007年12月陷入衰退后的失业总人数已升至360万人，其中一半的失业人数出现在过去三个月，而失业率再度大幅上升至7.6%的16年高点。此外，私人消费持续下滑，08年12月份名义消费下降1%。ISM制造业和非制造业指数仍然处于萎缩水平，且徘徊在多年低位。已处于衰退中的美国经济依然形势严峻，预期经济于1季度将延续去年4季度的严重萎缩势头。连串恶劣的经济数据加大了美国国会通过大规模财政刺激计划的紧迫性，美国参议院正连日审议此前已获众议院通过的8190亿美元经济刺激计划。国会主要参议员与白宫已就经济刺激计划核心内容达成临时性协议，而计划总额为7800亿美元。修正后的刺激计划加入了房屋购买税收减免计划、限制施行“替代性最低税负制”(AMT)¹和对购车者的税收抵免等方案。经济刺激计划的最终版本可能在周末出台。

第二批 TARP 可能首重对银行问题资产的担保。与此同时，财政部本周将公布一揽子金融救援计划的详细内容。尽管政府已采取了一系列措施应对金融危机，而去年10月通过的TARP亦已经动用约3010亿美元，主要是通过资本购买计划(Capital Purchase Program)直接向陷入困境的银行注资(图2)，但今年初花旗和美国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，让奥巴马政府意识到在这场经济危机核心的美国银行业问题远没有得到解决。为了避免另一波危机的全面爆发，奥巴马经济团队正在考虑动用部分第二批TARP资金，推出一些更大型的行动根治银行业危机。考虑中的方案包括1)设立一家专门的“坏账银行”，接管金融机构账上的不良资产；2)进一步扩大对不良资产的担保；3)另一种极端的做法则可能是推行银行国有化。然而难以为问题资产定价和成本高昂是成立“坏账银行”的主要障碍，而如果推行银行国有化方案，收购银行后政府需要把问题资产大幅减值并将其抛售，很大机会对政府构成巨额损失。因此财政部的新计划可能首重对银行问题资产的担保，在实际操作上将仿照当局已对花旗和美国银行实施的援助。因为从经验看，国家的信用支持能为市场信心产生正面影响，而且为金融机构提供担保，不会立即增加现时的财政负担，亦省却了购入这些不良资产所需的庞大行政和交易费用。

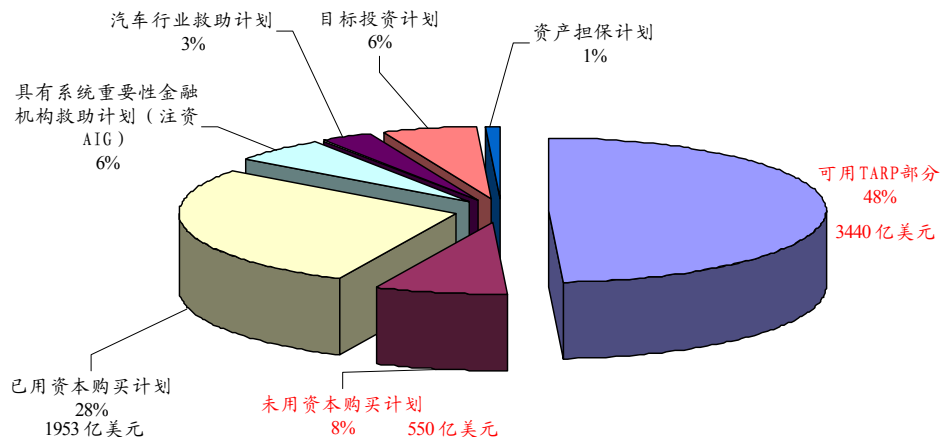
图1：美国非农就业人数增加值



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

¹替代性最低税负制(Alternative Minimum Tax; AMT)的主要内容是将特定免税优惠还原成课税税基后，再依据另订的税制计算应缴税负，一般制度计算之税负与最低税负两者较高者，将为企业或个人应缴纳之所得税。

图 2：TARP 构成



资料来源：美国财政部、中金公司研究部

英国在实体经济及金融市场方面的风险均大于欧元区，其跟随美国实行零利率政策的可能性远大于欧洲央行。欧洲央行本月保持再融资利率不变，而英格兰银行则继续减息 50 个基点至 1%。我们认为有两点原因促使欧洲央行暂停减息：一方面，货币市场流动性有所改善，金融市场情绪有所好转，欧洲央行有意对货币政策效果进行评估；另一方面，欧洲可能设立“坏账银行”，这将成为减息的重要补充。但欧元区实体经济仍将相当低迷，通缩压力将在数月内持续，金融市场风险仍较高。因此欧洲央行很有可能在 3 月份继续减息 50 个基点，我们预计欧洲央行可能在今年年中将基准利率降至 1% 左右，美元兑欧元仍将保持强势。然而英国在实体经济及金融市场方面的风险均大于欧元区：其一，英国经济失衡状况远甚于欧元区，其二，金融业及房地产占据英国经济的重要地位，而英国不像德国那样拥有较雄厚的工业基础，因此在次贷危机中首当其冲。其三，英国财政状况较欧元区更加脆弱。为了稳定金融市场，增加市场流动性，英格兰银行近日推出了总额 500 亿英镑的资产购置计划，这与我们的预期一致。我们认为英国跟随美国实行零利率及数量型放松的可能性远大于欧洲央行，因此中期来看，美元兑英镑仍将趋于强势。

中国方面：

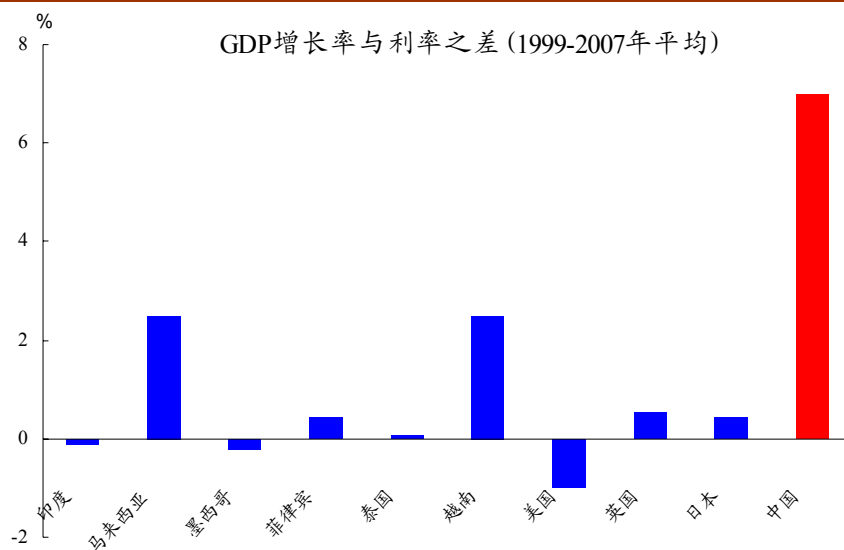
受基建行业拉动，1 月份 PMI 有所反弹，原材料库存指数有所上升，显示企业原材料去库存化已近尾声，预示企业将恢复正常进口行为，前期进口大幅下滑的局面可能难以持续；但 PMI 出口订单依然低迷，预示出口还将继续恶化，这将打压贸易顺差；就业指数也继续恶化。PMI 有所回升符合我们 09 年季度 GDP 环比增速呈倒 V 型走势的判断，即 GDP 环比增速在 08 年 4 季度可能已见底，近期的财政刺激和准财政刺激（贷款大幅增长）使得 GDP 环比增速在 1 季度有所回升，2 季度进一步强劲反弹。但 4 季度伴随信贷回落和基建刺激作用淡化，而私人部门需求进一步萎靡，GDP 环比增速将显著回落，全年环比增速呈“倒 V 型”，尽管同比增速由于基数原因依然呈前低后高。

利率预期调整：我们预计本周将公布的 1 月份 CPI 降至 1% 左右，PPI 降至 -2%~-3% 之间，通缩趋势进一步显著。尽管通缩风险仍将主宰 09 年，我们判断央行后继降息幅度可能小于预期，从此前的半年内降息 81 个基点调整为全年降息 54 个基点（市场预期 108 个基点）。原因在于：

1. 近期信贷大幅增长：与欧美央行近期的数量型放松受制于金融机构惜贷等因素而成效有限相反，中国的“数量型放松”似乎成果显著，近期银行贷款爆发性增长，预计 1 月份单月新增贷款可能达 1.5 万亿以上，这降低了继续使用大幅降息这一价格型工具的必要性；且美国已降至零利率，接下来已无降息空间，如果中国继续大幅降息，则将对人民币造成一定压力，可能加剧资金外流。

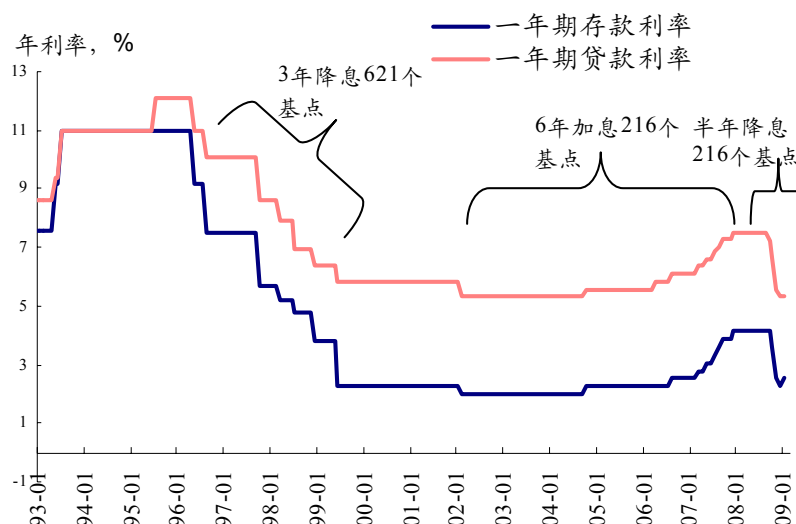
2. 长期来看中国利率水平偏低，且具有“向上刚性”，本轮不宜降幅过大。长期来看，中国利率水平过低是个不争的事实。根据新古典增长理论的黄金法则，利率水平长期来看应当等于一国的 GDP 增速，而近年来我国名义 GDP 增速远远高于名义利率水平，国际比较显示，与发达国家和其他新兴市场国家相比，我国利率水平相对经济增速过低，不符合利率的黄金法则（图 3）。从短期看，利率水平应当与通货膨胀预期保持一致，但中国在过去历次周期中降息容易升息难（图 4），1996 年到 1999 年的经济下行周期中，短短三年共降低贷款利息 621 个基点；此后，自 02 到 07 年连续 6 年的经济上行周期中一共才加息 216 个基点；而形成鲜明对比的是，自 08 年经济进入下行周期后半年内已降息 216 个基点，相当于过去 6 年加息的总和。这些都显示中国的利率具有“向上刚性”。考虑到美国目前基础货币增长高达 70% 以上，只是金融机构惜贷、货币乘数下降限制了广义货币的供应，而一旦未来其经济略有复苏使得货币乘数反弹，通胀压力便可能重现，因此如果中国本轮降息幅度过大，将来通胀再起之时加息步伐未必能快速跟上。

图 3：国际比较显示中国利率远低于经济增速，不符合黄金法则



资料来源：CEIC、WDI、中金公司研究部

图 4：中国利率具有“向上刚性”，降息容易加息难



资料来源：CEIC、中金公司研究部

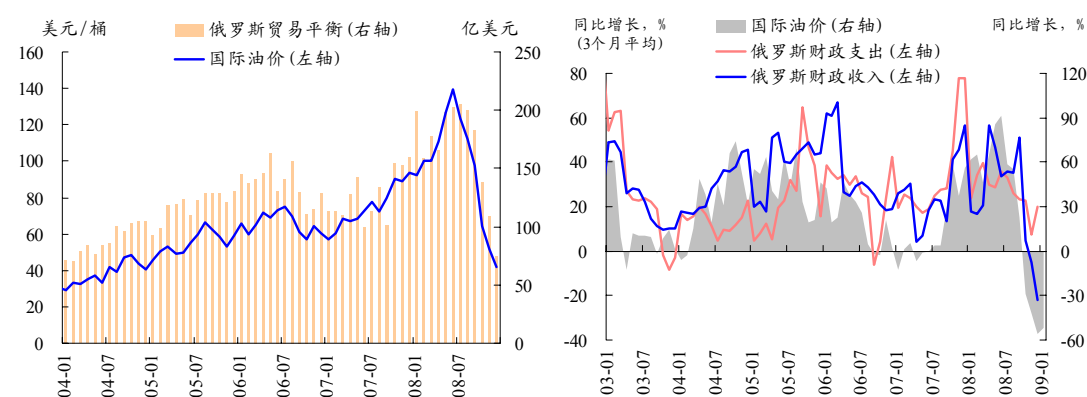
新兴市场方面:

本周我们对俄罗斯和巴西的贸易和财政进行分析,并观察它们对亚洲和中国的贸易的影响。随着大宗商品泡沫破灭,这两个大型资源型新兴经济体出口收益已在 2008 年 4 季度大幅下滑,巴西并已于 2009 年 1 月出现贸易逆差。我们观察所得的要点如下:

一、大宗商品泡沫破灭导致俄罗斯和巴西这两个大型资源型国家贸易盈余大幅减少:

- ◆ 在过去几年中,许多资源型国家经历了贸易条件鼎盛期的快速的经济膨胀,但这种膨胀随着全球大宗商品贸易由盛转衰而于 2008 年末戛然而止。其中俄罗斯的石油和天然气出口占其总出口近 80%。虽然俄罗斯去年 4 季度的原油出口量环比仍上升 1.4%,但由于国际油价从去年高峰期已大幅下滑达 70%,原油出口货值大幅减少 41%。这致使俄罗斯的贸易平衡和财政收入显著恶化。贸易盈余从 1~3 季度平均的 560 亿美元减少至 4 季度的 320 亿美元,而 4 季度财政收入环比下降了 24.5% (图 5)。

图 5: 国际油价下滑导致俄罗斯的贸易平衡和财政收入显著恶化



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

- ◆ 巴西的出口是以农产品等基本产品为主,占其出口总值达 37%。随着全球经济严重放缓和其引致的油价大幅下挫,使生物能源需求减少,国际农产品价格亦显著下滑,这导致巴西去年 4 度出口增速从 1~3 季度的同比增长 29% 大幅下降至 7% (表 1)。过去几年大宗商品价格飙升持续推动巴西的净出口上涨,为迅速增长的政府支出提供了后盾,同时大量外来资本流入也为其国内信贷扩张提供了资金来源,导致内需迅速膨胀,进口飙升,特别是资本设备和消费品进口。踏入去年 4 季度,进口增速已大幅减少,但仍显著高于出口增速。最新数据显示巴西贸易情况已严重恶化,1 月份出口和进口分别同比下降 26.3% 和 16.5%,贸易平衡并录得 2001 年来首次赤字。

表 1: 巴西主要出口及进口产品

巴西	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	1979	29.4	6.9	1732	53.2	20.0	66	51
其中:								
基本产品*	36.9	16.4	5.3	18.4	11.0	1.7	104	100
工业半制成品*	13.7	4.1	1.2	5.1	3.2	1.3	46	43
工业制成品*	46.8	7.5	0.0	76.4	38.7	17.0	-98	-103

* 份额 / 同比增长贡献 / 贸易平衡

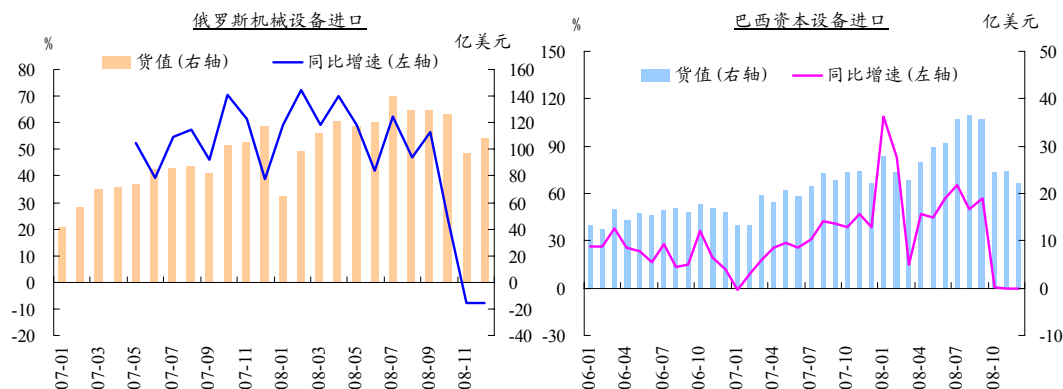
资料来源: CEIC、中金公司研究部

- ◆ 前瞻的看，由于俄罗斯的石油产品出口货量并没有减少，一旦国际油价上涨将对其贸易平衡产生正面影响。相反，巴西出口货量已有所下滑，4 季度同比下降 8.7%，可见全球经济放缓对巴西出口产品需求的影响显著。除非能源和农产品价格显著上升，不然俄罗斯和巴西的贸易平衡将继续恶化。

二、大宗商品出口收益的大幅下滑抑制了俄罗斯和巴西在机电设备的投资：

- ◆ 随着全球大宗商品贸易由盛转衰，大宗商品出口收益的大幅下滑抑制了资源型国家新的投资，导致机械及机电设备进口大幅减少。这对以依赖于机电产品出口的经济体所受到的影响最为显著。占俄罗斯进口达一半的机械设备进口的同比增速从去年 9 月以前的 50% 以上急速下滑至 11 月和 12 月的负增长 8% 左右；巴西资本设备进口亦于去年 4 季度大幅下滑，季环比下降达 33%，同比为零增长（图 6）。

图 6：资源型国家出口收益下降使其减少对机电设备的投资



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

三、巴西和俄罗斯进口需求转弱对中国的直接影响似乎不大，但它们将通过与欧美的贸易而对中国产生间接的影响：

- ◆ 中国出口到俄罗斯和巴西的货品只分别占中国出口总值的 2.3% 和 1.3%，但巴西和俄罗斯对中国出口占它们的总出口 7~8%，可见中国进口需求减少对它们的出口表现的影响显著，但反过来则相对较为轻微。中国去年 4 季度从俄罗斯进口的货值同比下降 17%，主要源于油价下跌；而从巴西进口的货值增速亦从 3 季度的 87% 大幅放缓至 4 季度的 17%。从表面来看，这对亚洲和中国的影响似乎不大，但由于它们与欧美的密切贸易关系，特别是从欧美进口的资本设备产品已大幅放缓，这将会对中国产生间接的影响。

中国经济

联系人：邢自强、徐剑、鞠娟

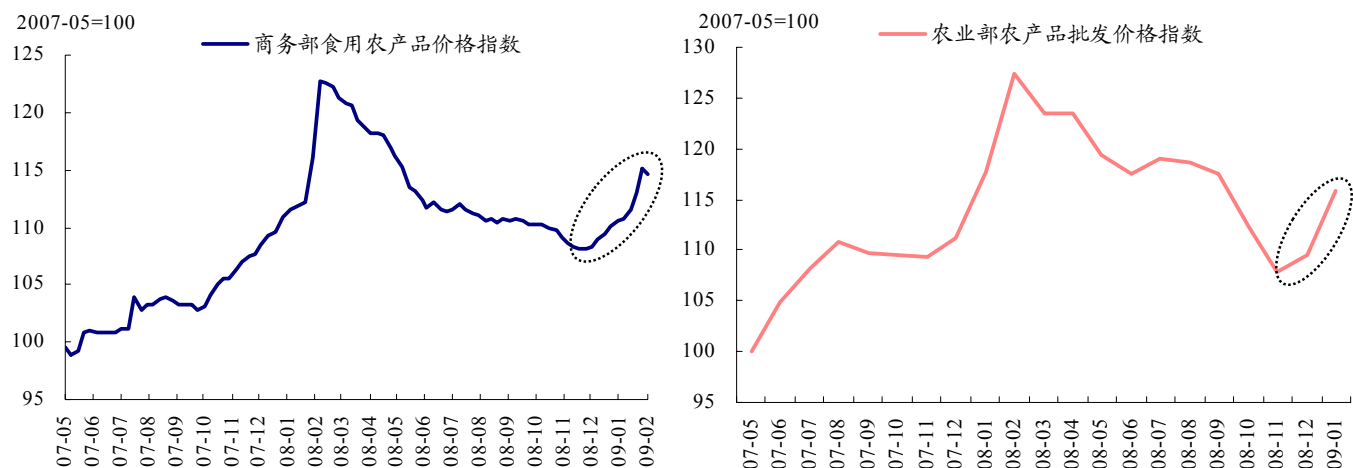
通货膨胀跟踪

- ◆ 春节因素消失后食品价格难以走强。预计 1 月 CPI 同比上涨 1% 左右，维持 2 月份将首次出现 CPI 通缩的判断不变。

09 年 1 月第四周（1 月 26 日至 2 月 1 日），农产品价格开始回落：商务部食用农产品价格较前一周下跌 0.4%（图 7），结束自 2008 年 11 月 24 日以来连续八周上涨态势，符合我们此前对节前效应消失后，食品价格的强势难以维持的判断。预计 1 月份 CPI 同比上涨 1% 左右，2 月份将首次出现通缩，且受翘尾因素将在 09 年大幅为负的影响，全年将维持在通缩 -1% 的水平。

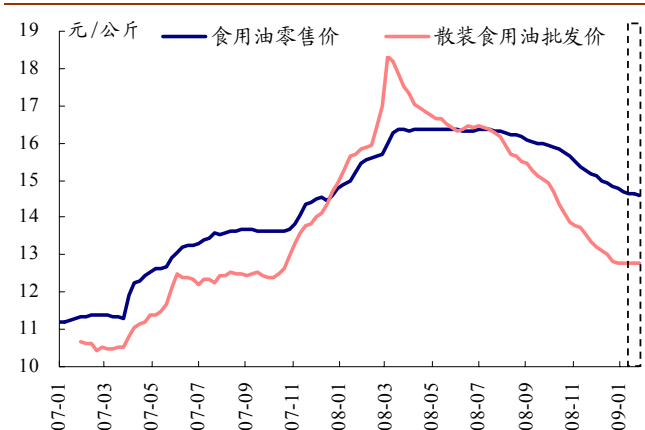
根据我们跟踪的每周价格数据，春节期间多数产品价格涨幅小于预期。蔬菜（-1.1%）、肉类（-0.8%）、水产品（-0.5%）、食用油（-0.3%）、鸡蛋（-0.3%）、水果（-0.03%）价格下跌，粮食价格微幅上涨（0.1%），大米、禽类价格保持稳定（图 8~13）。

图 7：新年 1 月份商务部和农业部农产品价格继续上涨



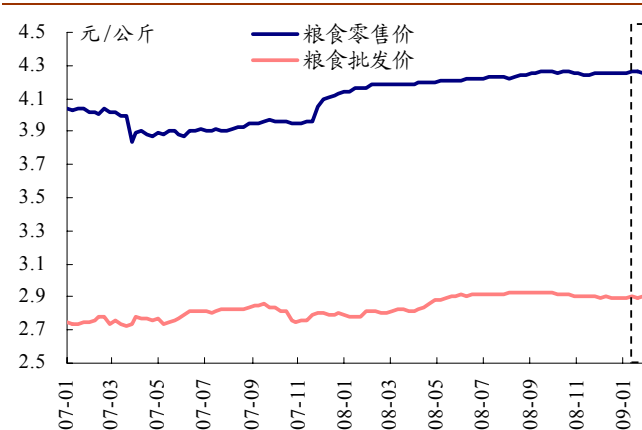
资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图 8：食用油价格下跌



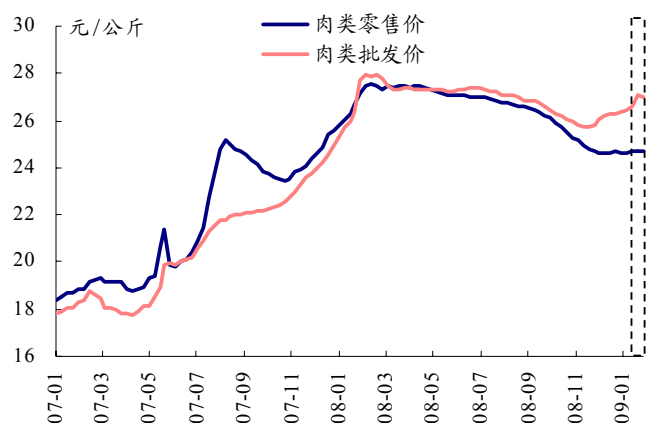
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 9：粮食价格近期趋于稳定



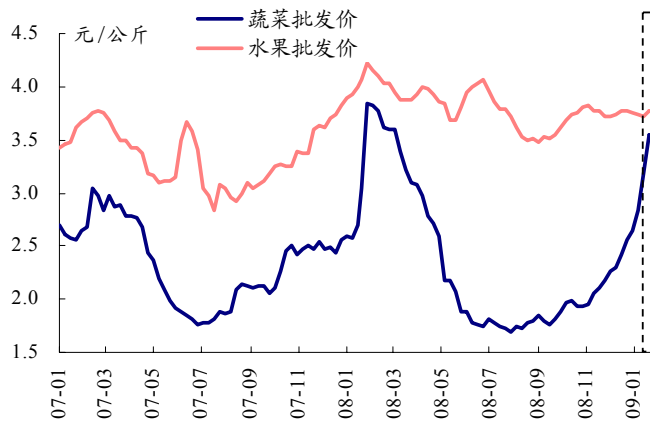
资料来源：商务部，中金公司研究部

图 10: 肉类价格受需求增加影响出现回升



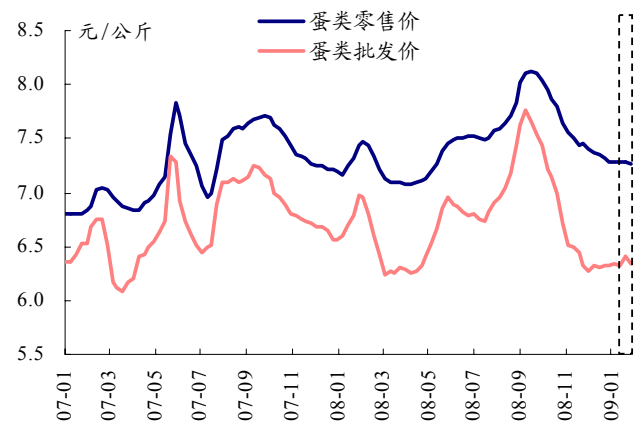
资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图 12: 蔬菜价格出现季节性大幅回升



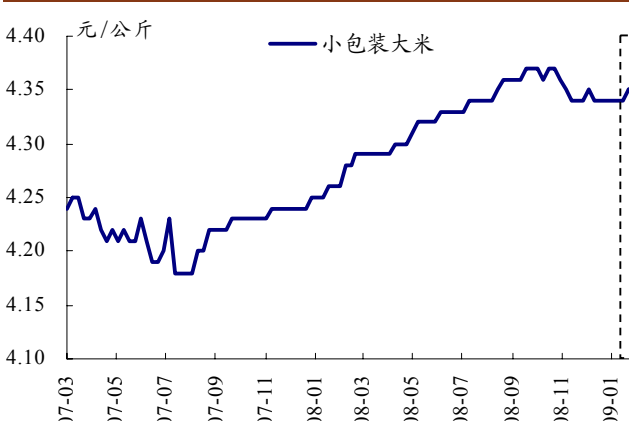
资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图 11: 蛋类价格小幅回落



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图 13: 大米价格稳中有升



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

热点问题解答

1、4季度经济增长恶化到什么程度？

多数投资者对于4季度6.8%，全年9%的GDP增速持怀疑态度。我们此前预计4季度GDP增速5~5.5%，全年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）4季度GDP数据与反映实体经济的月度指标不匹配**：包括发电量、工业增加值、铁路与港口货运量等反映实体经济的主要指标在4季度比历史最差时期还差，下滑幅度远大于GDP（表2）；**2）各省GDP增速高于全国增速的幅度明显缩小**：目前全国31个省已公布08年GDP，我们将其加权平均增速与全国GDP增速进行比较，发现该差距缩小到3.3个百分点，而过去几年该差距约为4个百分点（图14）。

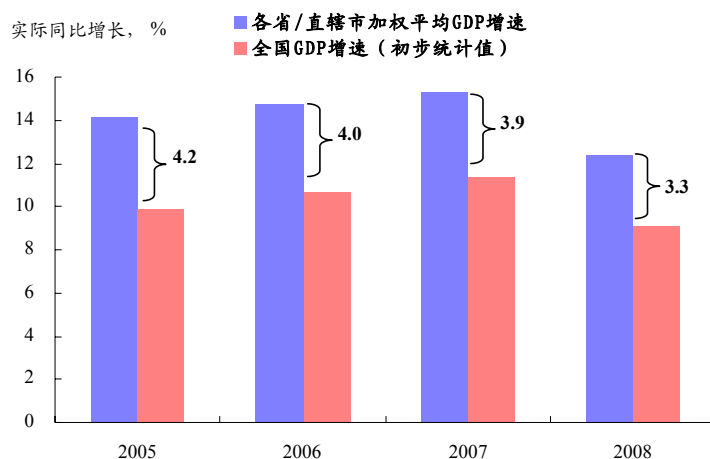
表2：微观数据显示4季度经济增长实际情况比GDP数据可能更差

	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

图14：08年各省平均增速与全国GDP增速的差距比往年显著缩小

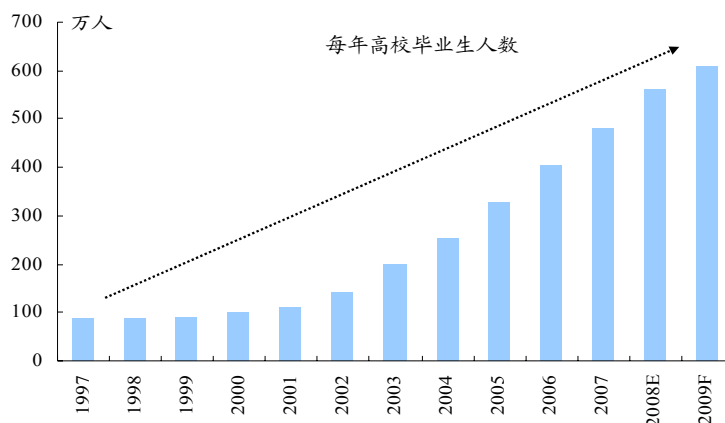


资料来源：CEIC，中金公司研究部

2. 失业及农民收入问题有多严重？

中央农村工作领导小组办公室主任陈锡文在2月2日的新闻发布会上透露，官方估算目前失业农民工达2000万。如果将这部分失业群体计入，我们估算中国目前实际城镇失业率达8.5%，是官方4.2%的登记失业率的两倍。作为对比，1997-98年，中国下岗职工约为1000万，实际城镇失业率约为8%，且当时每年毕业找工作的大学生仅有80多万，远低于目前每年500-600万的数目（图15），因此目前中国面临的失业压力要比98年更大。失业对于收入的负面影响已显现，由于农民工失业带来工资性收入减少，08年4季度农村人均现金收入实际增长大幅降至3.2%，这将显著拖累农村消费。

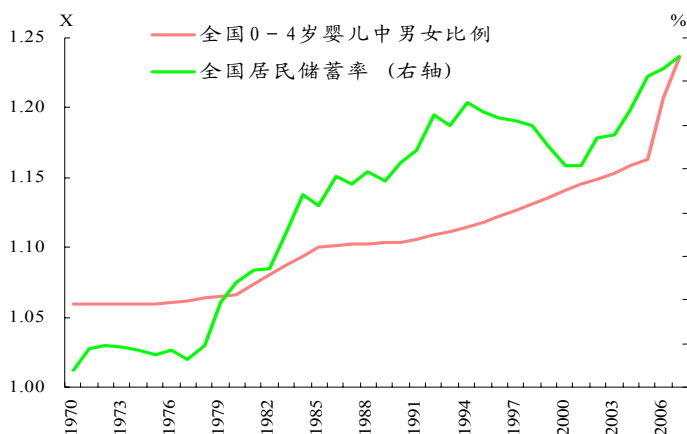
图 15：目前毕业大学生数目比 98 年急剧上升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

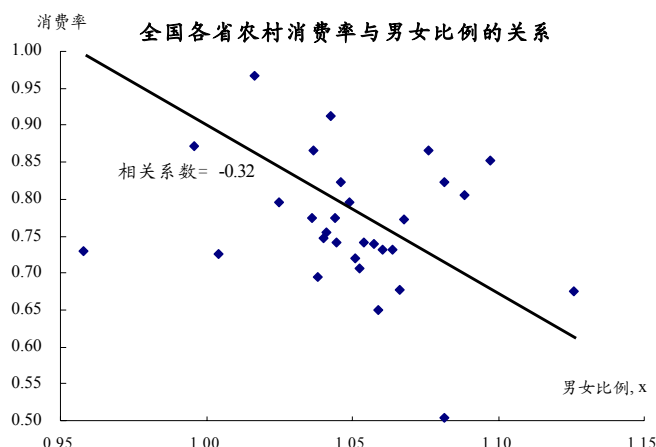
政府的农业补助、家电下乡等措施能否提振农村消费？我们认为农村消费受制于男女比例失衡，短期内难以提振：由于重男轻女思想作祟，中国新生儿中男女比例自 1980 年代开始不断上升（图 16），目前已达到 1.24: 1（正常应是 1.02~1.07: 1），这种男女比例严重失衡局面，使得男性寻求配偶过程竞争激烈，造成了父母不得不资助子女早日买房、农村彩礼越来越重等社会现象，推高了家庭储蓄率、抑制消费。我们的实证分析也验证了这一点，越是男女比例失调的省份，农村消费率越低（图 17）。既然生男孩的代价如此之高，为何农村重男轻女思想依然严重？归根结底在于中国没有较为完善的社保机制，老百姓依然将儿子作为将来养老的主要依靠。因此，在农村建立完善的社保和医疗保障体系之前，男女失衡恐仍将不断恶化，抑制农村消费。

图 16：男女比例失调推高储蓄率



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 17: 男女比例失调越严重的省份, 农村消费率越低



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

3. 新的刺激经济计划出台?

目前各种政策似乎层出不穷; 有媒体于 2 月 2 日报道, 继 08 年 4 季度新增 1000 亿元中央投资之后, 中央政府已启动部署新一轮 1300 亿投资计划。很多投资者关心这是否意味着新一轮经济刺激措施出台。我们认为这 1300 亿属于此前规划的两年 4 万亿投资之内, 并非新计划。且目前层出不穷的政策中有很多中央与地方的意见并不一致, 执行起来也有一定困难, 譬如前期重庆市政府提出的“购房退个人所得税”计划就被中央政府叫停。这显示政府对于前期的政策也有一些反思, 在执行上可能出现一些反复 (正如 1999 年政府对于 98 年的信贷与投资高速增长进行了一定的反思和整顿)。

4. 通胀预期及其与黄金价格走势的关系?

近期美国十年期国债收益率反弹, 可能显示市场对于通胀的预期有所上升 (图 18)。很多投资者关心通胀预期的变动对于黄金价格走势的影响。我们的实证分析显示 (图 19, 图 20), 黄金价格走势更受美元因素主导, 而受全球通胀的影响相对较小。原因在于黄金和美元同属于各国的储备资产, 具有一定互补性, 美元走弱之时黄金作为替代品价格受益。相反, 通胀高企之时, 黄金并不是抵御通胀的唯一资产, 未必受益。因此, 前瞻的看, 如果美元短期内难以大幅贬值, 黄金价格大幅上涨的可能性较低。

图 18: 美国十年期国债收益率反弹, 可能显示市场通胀预期有所上升



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 19: 黄金价格走势更受美元因素主导



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 20: 黄金价格受全球通胀的影响相对较小



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

近期经济数据

◆ 1 月份 PMI 连续两月反弹，经济环比略有好转

1 月份中国制造业 PMI 为 45.3%，自 11 月的最低点 38.8% 连续两月回升，但仍然处于 50% 的收缩线以下（图 21）。

中金点评:

- **PMI 的反弹主要来自于基建的拉动：**新订单指数有所回升（图 22），主要来自于钢铁、有色、通用设备制造、专用设备制造以及电力设备等基建相关行业（图 36），体现了政策刺激的拉动作用。但出口订单指数依然低迷（33.7%），体现了全球衰退带来外需继续走弱，将进一步拖累出口。
- **原材料库存指数有所上升（图 23），**显示企业原材料去库存化已近尾声，预示企业将恢复正常进口行为，前期进口大幅下滑的局面可能难以持续，这将进一步打压贸易顺差。产成品库存指数则继续下滑，总体来看高库存得到一定消化。

- 从业人员指数继续5个月下滑至43%，创有史以来最低，表明就业情况继续恶化（图24）。如果官方近日公布的目前2000万失业农民工计入，我们估算中国实际城镇失业率达8.5%，是官方4.2%的登记失业率的两倍。作为对比，1997-98年，中国下岗职工约为1000万，实际城镇失业率约为8%，且当时每年毕业找工作的大学生仅有80多万，远低于目前每年500-600万的数目，因此当前失业压力更甚于98年。

PMI有所回升符合我们09年季度GDP环比增速呈倒V型走势的判断，即GDP环比增速在08年4季度可能已见底，近期的财政刺激和准财政刺激（贷款大幅增长）使得GDP环比增速在1季度有所回升；伴随财政刺激作用全面显现以及企业去库存化接近尾声，环比增速将在2季度进一步强劲反弹。但4季度伴随信贷回落和基建刺激作用淡化，而私人部门需求进一步萎靡，GDP环比增速将显著回落，全年环比增速呈“倒V型”（图25），尽管同比增速由于基数原因依然呈前低后高。

◆ 信贷增长数量放松还是质量放松？

最近数月新增贷款爆发性增长（图26），11-12月分别达到4769和7718亿元；09年1月前20天已达9000亿（根据温家宝总理的讲话）。

中金点评：

1. 09年季度GDP走势：同比增速前低后高，环比增速呈倒V型：我们估算，经季节调整后的08年4季度GDP年化环比增速仅为1.2%左右，创1992年以来最低，环比上可能已见底；近期的财政刺激和准财政刺激（贷款大幅增长）使得GDP环比增速有望在1季度有所回升；伴随着财政刺激作用全面显现以及企业去库存化接近尾声，环比增速将在2季度进一步强劲反弹，3季度维持高位；但4季度伴随信贷回落和基建刺激作用淡化，而私人部门出口、投资和消费依然萎靡，GDP环比增速将显著回落（见上文图25）。全年环比增速呈“倒V型”；同比增速则前低后高，逐季攀升。

全年来看，我们维持GDP增长7.3%的预期，因为这一预测本身就已经蕴含了货币政策放松和信贷扩张的预期，这也是我们的预测（7.3%）高于市场预期（5.5~7%）的原因之一。且最近几个月的信贷扩张中短期贷款特别是票据融资比重较大（由此前的5%左右上升至33%），中长期贷款比重显著降低（由此前的50%下降到32%，图27），因此对于固定资产投资的推动相对有限。这一放贷特征可能反映了：1）企业资金链紧张，继续票据融资等短期贷款来补充流动资金、解燃眉之急，而这部分贷款并非用于固定资产投资和产能建设；2）最近几个月的降息使得贷款收益率曲线扁平化（图28），中长期贷款风险高，但相对收益却下降，这也使得银行可能更倾向于发放短期贷款或者票据。

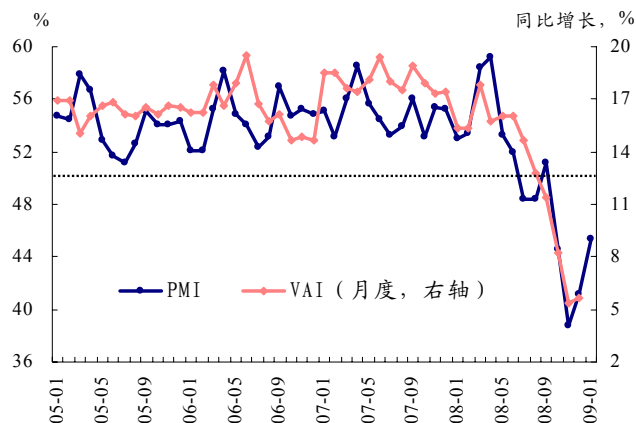
2. 信贷爆发性扩张不可持续，年内前高后低：目前的信贷需求主要来自短期资金周转和政府项目（我们的银行分析员估计，政府项目占到过去几个月新增贷款的25%-30%），而私人部门投资带来的信贷需求仍然比较孱弱。原因在于银行在政府刺激经济计划出台之后，竞相瓜分第一批质量较佳的基建项目贷款。但到2季度后期或下半年，伴随第一批较为优质的基建项目贷款被瓜分完毕，银行对于基础设施的贷款将放缓，而届时私人部门的投资需求仍难复苏，使得贷款增长将显著放缓。此外，信贷增长不可持续的另一原因是，目前的信贷飙升、各地基建项目蜂拥而上局面可能会引发决策者的反思，98/99年就曾出现过这一局面：98年财政刺激经济出台后，各地蜂拥而上，涌现出较多豆腐渣工程，99年中央政府又开展整顿工作，重点整顿项目建设质量、以及地方上与基建相关的玻璃厂、水泥厂、化工厂等，使得99年信贷与投资增速比98年显著回落（图29）。

3. 09年可能出现“宽信贷，紧货币”的信贷与货币增速背离局面，因而对于资产价格推动作用有限：历史经验显示，股市等资产价格与M1增速的关系要比与信贷的关系更为紧密（图30），信贷增长较快的98年以及02-03年，股市低迷，而05-06年经济处于上升期间，信贷增速较低，但M1增长较快，呈现“紧信贷，宽货币”局面（图31），股市其后高涨。09年可能与05-06年截然相反，出现“宽信贷、紧货币”局面，即尽管银行加大对于政府基建项目的贷款，但基建贷款进入银行存款后进一步引致的放贷有限，货币乘数依然下降（图32），使得货

币增速尤其是 M1 增速不容乐观，因此对于资产价格的推动也较为有限。

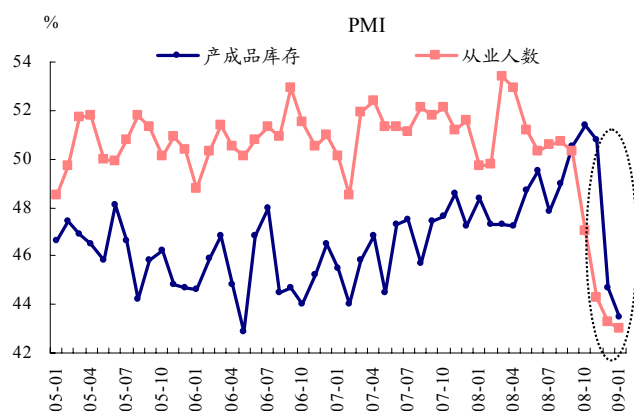
4. 数量放松还是质量放松？与欧美央行近期的数量型放松受制于金融机构惜贷等因素而成效有限相反，中国的“数量型放松似乎成果显著，银行贷款爆发性增长。然而，如果近期贷款飙升的背后伴随着贷款质量的下降、贷款标准的放松（即“质量放松”），则会潜伏未来更大风险。中国 90 年代金融业改革前的历史教训提供了前车之鉴，93-97 年的经济下行周期中，银行系统在各级政府影响之下大力扩张信贷，引发了随后坏账高企的后果，不良贷款率几年期间翻了一倍（图 33）。且根据官方事后统计，这其中 80% 的坏账与各级政府行为推动的贷款相关，仅有 20% 是银行自身经营问题（参见央行行长周小川在 2004 年 5 月<北京国际金融论坛>上的讲话）。因此，目前的贷款爆发性增长可能对于建材等基建相关行业短期利好，但对于银行业来说长期更为不利。尤其是考虑到目前的基础设施饱和（图 34，图 35），且投资与消费严重失衡，继续加大投资引发未来坏账的风险较高。

图 21: 1 月份 PMI 指数回升, 但仍处于收缩线 50% 之下



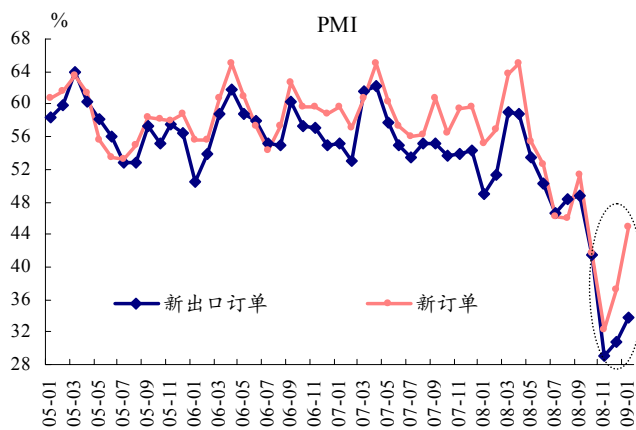
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>, 中金公司研究部

图 24: 从业人员指数继续下降显示就业形势恶化



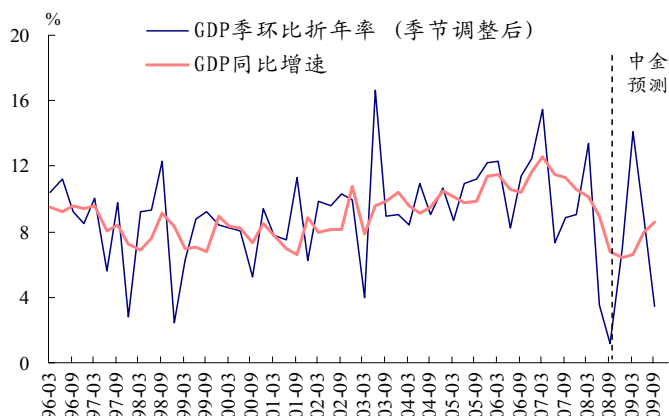
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>, 中金公司研究部

图 22: 新订单指数有所回升, 出口订单依然低迷



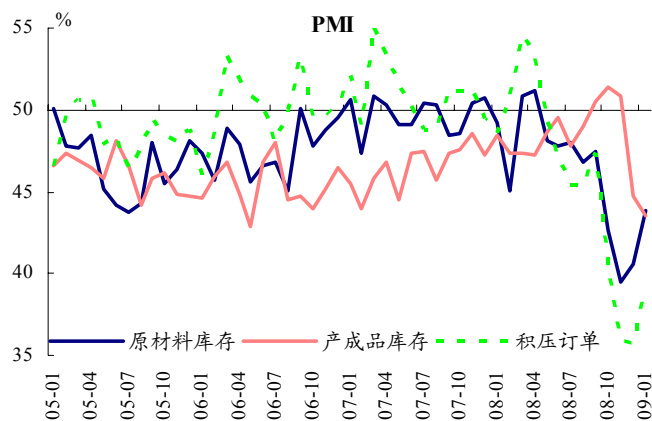
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>, 中金公司研究部

图 25: 09 年 GDP 同比增速前低后高, 环比增速呈倒 V 型



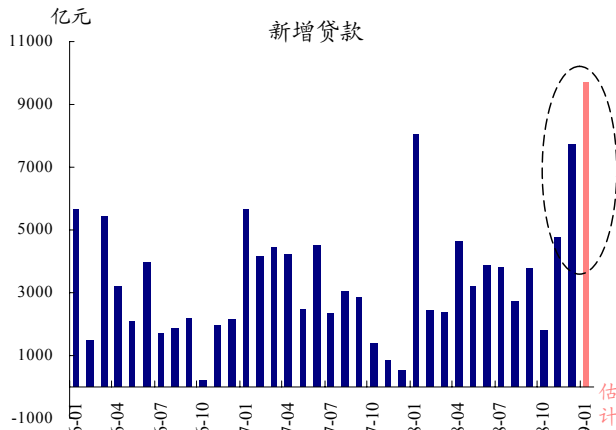
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 23: 原材料库存上升, 而产成品库存继续下滑



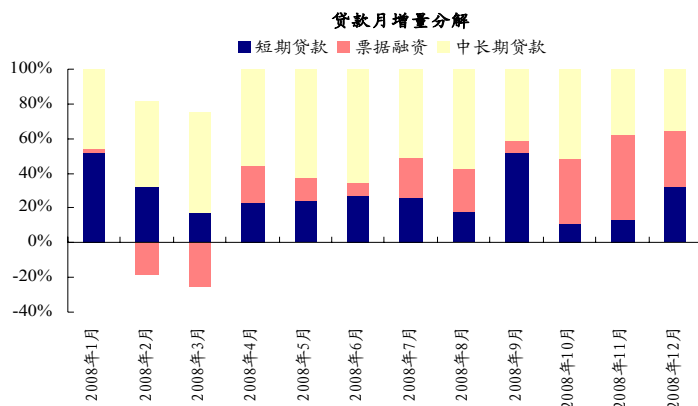
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>, 中金公司研究部

图 26: 近期贷款大幅增长



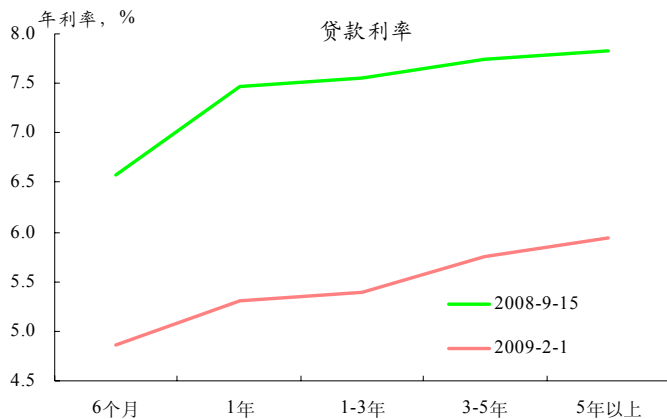
资料来源: 中国人民银行, 中金公司研究部

图 27: 近期贷款中票据融资比例上升, 中长期贷款比例下降



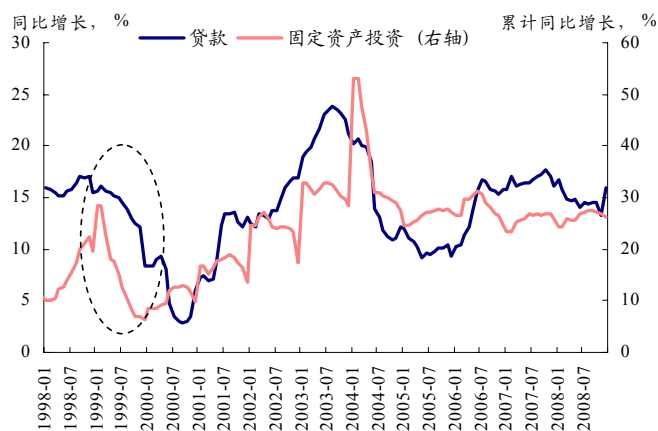
资料来源: 中国人民银行、中金公司研究部

图 28: 贷款收益率曲线扁平化



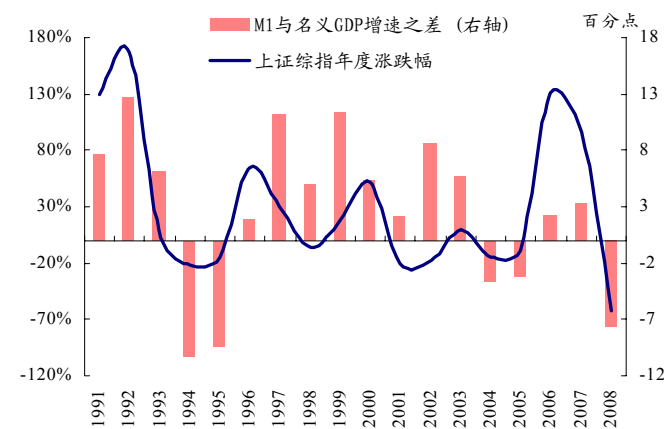
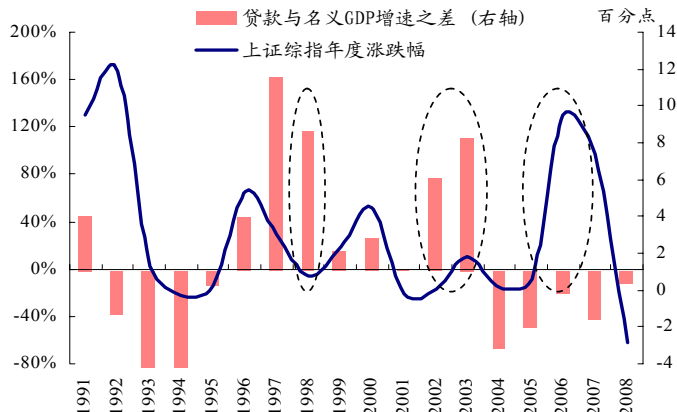
资料来源: 中国人民银行、中金公司研究部

图 29: 99 年“整顿”之后信贷与投资增速显著回落



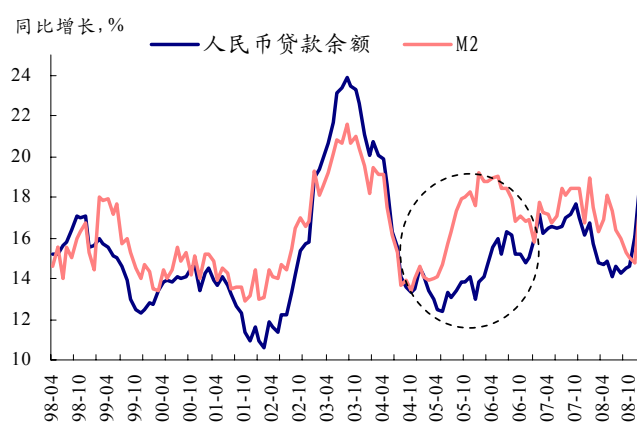
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 30: 股市表现与贷款增速的关系不大, 与 M1 增速更为密切



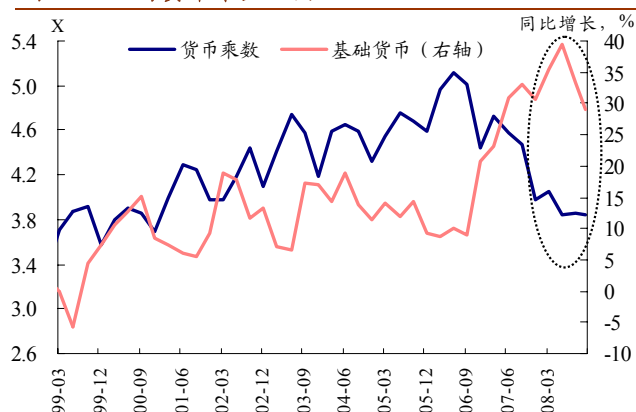
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 31: 05-06 年曾出现“紧信贷, 宽货币”局面, 09 年则可能正好相反



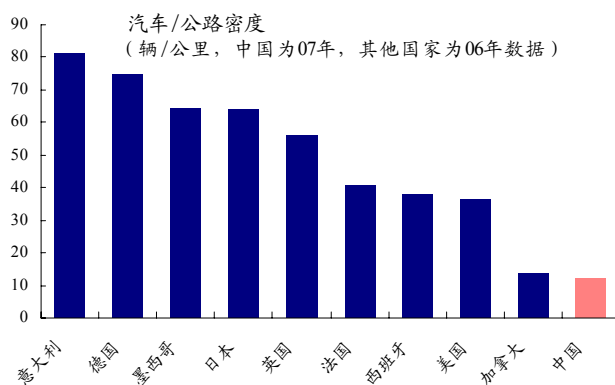
资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 32：目前货币乘数乏力



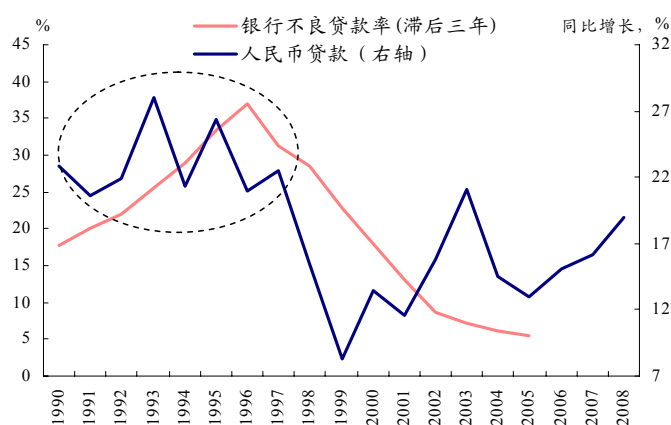
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 34：基础设施饱和：公路饱和



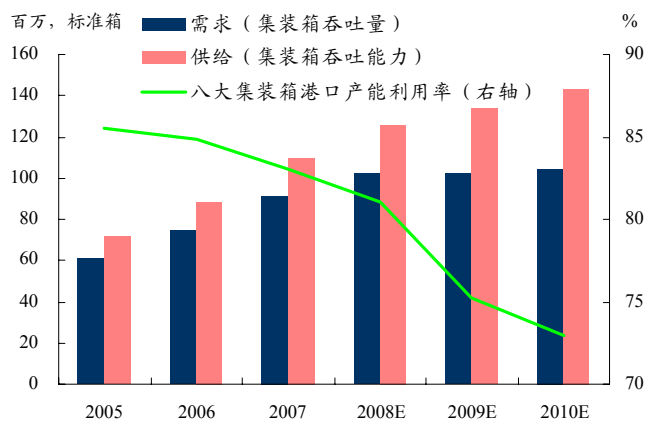
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 33：90 年代经济下行周期信贷扩张后引发坏账高企



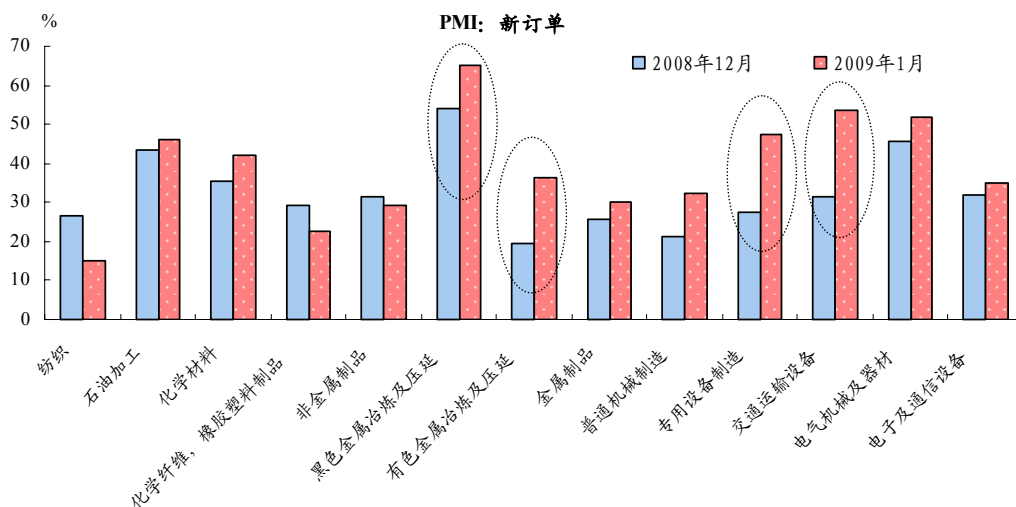
资料来源：CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 35：基础设施饱和：港口供过于求



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 36：基建相关行业新订单指数大幅回升



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

表 3: 分行业固定资产投资

自年初累计投资同比增长, %	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	占固定资产投资比重
城镇固定资产投资	27.6	27.2	24.5	25.8	25.6	26.8	27.6	26.1	100.0%
第一产业	20.3	27.5	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	54.5	2.0%
农林牧渔业	20.3	27.5	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	54.5	2.0%
第二产业	38.3	38.4	25.9	29.0	25.9	26.6	30.2	28.0	44.0%
采矿业	38.1	50.7	28.9	26.9	31.6	32.6	41.6	31.5	5.0%
煤炭采选业	60.8	65.6	27.2	23.7	41.7	42.0	41.6	33.6	2.0%
石油和天然气开采业	17.9	29.7	23.8	22.4	14.8	19.8	39.4	22.0	2.0%
制造业	36.3	38.6	29.4	34.8	31.9	31.4	33.4	30.6	31.0%
农副食品加工业	38.7	62.9	31.6	37.6	16.0	17.4	24.8	25.7	1.0%
纺织业	24.1	38	21.1	20.9	9.2	6.3	3.5	1.3	1.0%
纺织服装、鞋、帽制造业	31.1	47.3	42.7	36.0	26.9	24.7	19.9	19.0	1.0%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	55	58.2	45.7	57.1	33.0	30.7	30.0	26.3	1.0%
家具制造业	43	80.1	44.8	43.1	64.4	33.7	37.2	31.3	0.0%
造纸及纸制品业	34.1	31.6	18.4	26.5	24.0	28.9	30.5	25.4	1.0%
印刷业和记录媒介的复制	33.1	35.2	32.5	22.1	24.0	25.2	20.4	23.9	0.0%
文教体育用品制造业	29.7	60.1	36	43.5	27.3	8.1	10.8	13.7	0.0%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	98.8	25.8	17.9	50.3	75.1	57.8	50.5	29.4	1.0%
化学原料及化学制品制造业	41.4	33.7	19.9	38.1	33.1	34.5	40.8	35.5	3.0%
医药制造业	17.9	16.6	8	10.2	16.5	25.1	27.1	25.9	1.0%
塑料制品业	29.1	42.1	48.2	28.3	17.6	19.5	20.1	27.1	1.0%
非金属矿物制品业	43.6	26.6	33	50.8	49.2	46.8	48.3	46.6	3.0%
黑色金属冶炼及压延加工业	26.9	27.5	-2.5	12.2	22.4	23.0	29.2	23.8	2.0%
有色金属冶炼及压延加工业	23.4	32.4	27.9	34.9	37.2	42.8	50.5	43.1	1.0%
金属制品业	58.2	77.3	50.7	46.2	44.5	40.2	38.4	38.5	1.0%
通用设备制造业	52.9	81.6	52.9	49.4	40.3	35.7	36.6	38.3	2.0%
专用设备制造业	34.7	68.9	39.8	55.7	49.3	45.4	41.1	34.1	2.0%
交通运输设备制造业	43.2	51.1	25.2	38.5	48.0	45.6	43.6	39.1	3.0%
电气机械及器材制造业	64.2	44.9	45.6	44.9	45.0	44.5	45.2	45.1	2.0%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	32.7	18.2	38.7	24.3	8.5	11.7	16.7	17.6	2.0%
电力、燃气及水的生产和供应业	43.5	31.1	12.5	9.8	6.6	9.1	15.7	15.4	7.0%
建筑业	40.4	57.7	50.1	48.5	-14.1	-2.8	3.1	30.4	1.0%
第三产业	21.6	20	23.3	23.2	25.3	26.2	24.8	24.1	55.0%
交通运输、仓储和邮政业	20.2	22.3	25.7	14.4	5.3	8.1	12.1	19.7	10.0%
铁路运输业	16.5	45.7	60.9	20.2	21.2	20.4	35.2	61.2	3.0%
道路运输业	22.3	16.4	12.5	6.5	3.1	2.1	3.3	5.9	5.0%
信息传输、计算机服务和软件业	-2.5	-5.8	14.4	1.3	2.4	5.3	6.7	17.1	1.0%
批发和零售业	39.7	31.6	23	28.9	30.3	21.3	25.6	29.2	2.0%
房地产业	29.1	20.5	25.4	32.2	34.7	35.1	29.2	23.0	24.0%
房地产开发	28	19.8	21.8	30.2	32.3	33.5	26.5	20.9	20.8%
科学研究、技术服务和地质勘查业	18.6	27.8	9.5	16.7	28.6	28.6	26.6	35.9	0.0%
水利、环境和公共设施管理业	14.4	22.3	22.2	22.3	27.0	35.4	33.1	32.2	8.0%
教育	21.8	8.4	7.5	3.9	15.4	11.2	6.3	6.0	0.0%
居民服务和其他服务业	65.8	28.8	34.5	28.8	33.5	21.3	33.5	34.2	2.0%
卫生、社会保障和社会福利业	22.6	29.8	17	13.4	26.2	28.2	29.4	30.6	1.0%
文化、体育和娱乐业	11.2	28.4	23.9	31.0	22.5	22.9	26.3	26.0	1.0%

资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 4：分行业工业增加值

同比增长，%	2007	08-03	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	电力消耗量占比 %
规模以上工业企业增加值	18.5	17.8	16.0	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	100.0
煤炭采选业	18.1	16.1	25.9	23.5	23.5	22.3	14.9	6.1	4.5	1.9
石油和天然气开采业	3.9	4.8	7.4	7.1	6.8	5.1	9.7	7.0	10.7	1.0
黑色金属矿采选业	29.2	35.8	26.9	17.3	14.7	17.7	5.7	8.3	15.6	0.9
有色金属矿采选业	23.1	19.0	20.0	14.9	20.1	20.0	10.4	10.4	12.2	0.6
非金属矿采选业	25.2	24.9	18.2	15.7	20.8	20.5	19.0	12.6	22.9	0.4
其他采矿业	47.8	56.6	25.0	27.5	41.3	23.3	38.0	34.9	83.1	0.1
农副食品加工业	16.9	17.3	16.5	17.6	17.8	13.7	16.4	11.7	14.7	1.0
食品制造业	20.0	23.7	15.3	15.6	19.3	14.1	11.5	9.7	13.5	0.5
饮料制造业	21.8	23.1	16.3	18.4	19.6	11.4	14.3	14.3	10.0	0.3
烟草加工业	15.7	8.8	19.0	10.7	10.6	7.3	16.5	30.0	1.4	0.1
纺织业	16.2	14.9	12.4	10.0	8.9	10.2	7.8	6.2	5.5	3.5
服装及其他纤维制品制造	16.8	13.3	11.8	10.1	9.4	15.1	10.3	11.9	7.4	0.4
皮革毛皮羽绒及其制品业	17.5	18.9	16.7	13.0	10.9	14.1	10.9	9.1	4.2	0.2
木材加工及其制品业	28.8	28.8	26.9	21.8	20.1	18.3	19.6	15.3	11.1	0.5
家具制造业	20.9	17.4	15.1	8.5	11.6	14.3	12.3	12.4	9.3	0.1
造纸及纸制品业	17.6	23.1	13.8	12.2	10.8	11.9	8.1	2.1	4.5	1.4
印刷业和记录媒介的复制	18.4	14.2	10.9	15.0	15.1	12.5	8.3	10.3	12.9	0.2
文教体育用品制造业	17.2	10.2	12.5	6.4	6.3	20.0	14.1	13.7	17.1	0.1
石油加工及炼焦业	13.4	14.5	15.5	10.0	9.9	-2.2	-4.3	-8.3	-15.1	1.3
化学原料及制品制造业	21.0	15.6	14.1	15.5	8.9	6.3	2.7	-3.3	5.6	8.7
医药制造业	18.3	21.2	17.3	21.2	15.7	14.6	13.6	16.2	13.1	0.5
化学纤维制造业	18.1	12.4	3.1	1.1	-10.4	-0.4	-8.4	-5.3	0.7	0.9
橡胶制品业	19.6	20.1	10.0	12.6	13.5	11.7	10.4	0.7	-2.0	0.8
塑料制品业	18.6	17.6	14.5	13.9	13.0	11.5	11.1	9.7	9.0	1.2
非金属矿物制品业	24.7	27.2	18.1	15.5	13.9	15.6	13.8	11.6	9.0	5.8
黑色金属冶炼及压延加工业	21.4	15.8	15.1	13.9	8.1	4.2	-5.6	-6.3	0.1	11.4
有色金属冶炼及压延加工业	17.8	15.0	16.7	18.8	14.0	13.7	3.2	0.5	8.8	7.5
金属制品业	23.7	18.5	17.2	14.6	15.7	16.8	8.3	8.3	7.1	2.1
普通机械制造业	24.2	21.8	20.6	18.4	15.0	16.2	11.9	8.0	4.1	1.4
专用设备制造业	21.6	25.8	21.3	20.4	21.4	22.3	17.8	19.4	12.0	0.7
交通运输设备制造业	26.2	22.7	20.5	15.8	11.9	13.2	10.9	3.6	2.8	1.3
电气机械及器材制造业	21.5	22.9	19.8	17.2	17.9	16.0	13.9	12.5	12.8	1.1
电子及通信设备制造业	18.0	16.5	15.4	16.5	15.7	9.3	6.9	-0.2	-2.4	1.5
仪器仪表文化办公用机械	19.5	20.5	15.4	11.0	10.9	9.2	11.2	1.9	6.8	0.2
工艺品及其他制造业	15.1	14.4	8.8	7.9	8.8	10.5	7.8	4.5	9.5	0.9
废弃资源和废旧材料回收加工业	41.4	32.0	23.8	43.6	16.8	5.2	12.8	33.4	9.1	-
电力、热力的生产和供应业	13.8	16.0	9.1	10.6	8.2	8.1	3.4	-1.1	0.8	14.3
燃气生产和供应业	20.8	37.2	27.9	32.7	32.8	20.1	18.5	5.6	9.9	0.1
水的生产和供应业	6.4	10.1	5.3	3.7	4.2	2.6	0.7	5.1	9.1	0.7

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 5: 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	3522
	累计同比增长, %	25.4	32.2	34.7	35.1	32.7	30.5	29.2	27.2	25.4	23.0
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	3.3
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	30.8
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

欧洲央行维持利率不变，英格兰银行减息 50 个基点

欧洲央行（ECB）于 2 月 5 日的议息会议中宣布维持再融资利率 2% 水平（图 37），符合市场预期。欧洲央行自 07 年 10 月初至今今年 1 月已累计减息 225 个基点，目前基准利率为 1999 年欧元区成立以来的最低值。会后欧洲央行主席 Jean-Claude Trichet 表示通胀水平在中期符合政策目标，并支持了欧元区居民的购买力，因此维持利率不变。

英格兰银行（BoE）于同日宣布减息 50 个基点至 1%（图 37），符合市场预期，并再次创下历史新低。自 07 年 10 月初至今，英格兰银行已累计减息 400 个基点。英格兰银行在会后的声明中指出尽管连续的大幅减息和财政刺激有望显著刺激经济，但货币委员会认为中期来看，通胀仍有相当大的风险低于央行 2% 的目标，需再次降息 50 个基点。

中金点评：

欧洲央行本月暂停减息，意在对其货币政策效果进行评估并可能推出更多补充措施。早在 1 月份议息会议结束时，欧洲央行行长特里谢就曾向市场暗示 2 月份将暂停一次减息，我们认为其主要原因在于：

其一，银行间流动性目前已有所改善，欧洲央行有意对货币政策效果进行评估。欧洲央行前期释放了大量的基础货币，货币乘数近来亦有止跌回稳的迹象，欧元区银行间市场已有所改善。其二，欧洲可能仿效美国设立“坏账银行”。此举可以改善银行体系的资产质量，以增强金融机构的放贷意愿。有助于减轻金融机构继续减记不良资产及融资的压力，有利于稳定市场信心，是对减息的有效补充。

但欧元区实体经济仍将相当低迷，通缩压力将在数月内持续，金融市场风险仍较高。因此欧洲央行很有可能在 3 月份继续减息 50 个基点，尽管特里谢暗示实行零利率政策的可能性不大，但我们预计欧洲央行可能在今年年中将再融资利率降至 1% 左右。而由于欧洲央行仍有减息空间，美元兑欧元仍将保持强势。

英国实体经济表现逊于欧元区促使其持续减息。其一，英国经济失衡状况远甚于欧元区。而英国经常账户积聚的大量逆差亦为其增添资本流动的风险，全球经济再平衡的大趋势对英国经济的冲击势必远高于欧元区。其二，金融业及房地产占据英国经济的重要地位，因此在次贷危机中首当其冲。此外，英国财政状况较欧元区更加脆弱。

英国金融市场亦酝酿高风险。1 月份苏格兰皇家银行爆出英国历史上最大一笔亏损，此消息亦迫使英国政府增持其股票。该行的破产风险立即引起了市场的震动，LIBOR-OIS 利差显著反弹，高出欧元区该指标约 50 个基点，显示英国金融市场的系统风险仍较高。由于英国在实体经济及金融市场方面的风险均大于欧元区，其跟随美国实行零利率及数量型放松的可能性远大于欧洲央行。因此尽管英镑兑美元自 2008 年 7 月至今已贬值近 30%，中期来看，美元兑英镑仍将趋于强势。

近期经济数据

◆ ISM 制造业和非制造业指数小幅回升

1 月份 ISM 制造业指数为 35.6，较去年 12 月份的 32.9 有小幅回升。生产指数从 12 月份 26.3 升至 32.1，新订单指数由 12 月份的 23.1 升至 33.2。出口订单指数由 12 月份的 35.5 回升至 37.5。

1 月份 ISM 非制造业指数较上月上升 2.8 个百分点至 42.9（图 38），新订单和商业活动指数分别上升至 41.6 和 44.2。出口订单指数由 12 月份的 39.5 降至 39。

中金点评：

尽管出现小幅回升，ISM 制造业指数已连续 6 个月处于 50 以下的萎缩水平，徘徊在 1980 年以来的低位。新订单指数仍处于萎缩区域中，意味着未来数月制造业生产仍将维持其疲软态势。更值得注意的是，出口订单亦已连续 4 个月处于 50 以下的萎缩区间，与其它有关数据所带出的讯息一致，全球经济进入下行周期使美国出口快速放缓，预期出口继续不振。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，直接影响制造业的表现。因此，预期企业的营运环境将难以好转，制造业前景依旧严峻。

1 月份 ISM 非制造业指数亦从低位水平继续回升，其主要构成指数较上月有所好转。然而经济不景气和就业市场恶化不利消费市场，为非制造业继续带来一定负面影响。奥巴马的经济刺激计划中的“中产阶级减税”计划将会是美国消费市场的救命稻草。

◆ 非农劳动生产率仍保持增长

08 年 4 季度非农劳动生产率（年率）较上一季 3.2%，同比提高 2.7%，2008 年全年较 2007 年增长 2.8%。4 季度产出环比下降 5.5%，工作小时下降 8.4%，每小时工资上升 5.0%，单位劳动成本上升 1.8%（图 39）。制造业生产率环比下降 3.0%。

中金点评：

内需疲软、外需放缓，经济前景暗淡，雇主为节省成本，不但减少员工数目，亦减少雇员的工作小时，生产率因此提高并超出市场预期。每小时工资环比上涨 5%，而 4 季度 CPI 下降（年率）9.2%，因此每小时实际工资更大幅上升 15.6%。然而此现象是因为需求不振而导致大宗商品价格回落而产生的，所以其并没有改善消费者的信心，此前公布的 1 月份咨商局消费者信心指数更创纪录低位。比较正面的是，美国长期生产率依然随着技术进步和大量高质量的移民保持增长，而劳动生产率是衡量货币长期汇率的其中一个重要因素，其良好态势有助美元奠定稳固基础。

◆ 私人消费持续下滑

2008 年 12 月份名义收入和个人可支配收入均较 11 月下降 0.2%，名义个人消费录得环比下降 1%。实际个人可支配收入较 11 月上升 0.3%，实际个人消费则下降 0.5%（图 40）。价格方面，个人消费支出物价指数同比上涨 0.6%；扣除食品和能源之后的核心个人消费支出物价指数同比增长 1.7%。

中金点评：

传统的节日气氛亦掩盖不了个人消费的疲软态势。就业市场恶化，经济前景黯淡，加之消费者信心指数的下滑已意味着未来数月消费支出已缺乏显著回升的动力。奥巴马上台后的退税

计划将会是短期内振兴消费的唯一寄望。此外，面对全球需求下滑，能源价格在低位徘徊，物价加速回落。美联储认为能代表物价走势的扣除食品和能源之后的个人消费支出物价指数同比增长亦已回落至美联储的可接受范围（1-2%）。

◆ 非农就业人数大幅下跌

1月份非农就业人数继续下跌，较上月减少59.8万人（图41）。失业率上升至自1992年以来的新高，达到7.6%（图42），此外，每周工作时间为33.3小时，与上月持平，每小时工资较上月上升了0.3%。

中金点评：

受经济衰退加剧影响，美国失业现象愈演愈烈，1月份非农就业人数减少59.8万人，为1974年以来的最大降幅。自美国经济于2007年12月陷入衰退后的失业总人数已升至360万人，其中一半的失业人数出现在过去三个月，而失业率再度大幅上升至7.6%的16年高点。除了联邦政府部门在1月份增聘人手外，大部份私人部门皆在减少员工数目。与我们预期一致，近月多间企业和金融机构的合并和倒闭对就业市场带来极严重的负面影响，而预期恶劣情况将会延续。信贷紧缩和经济下滑正广泛地对向各个行业产生负面影响，无论是制造业、金融、贸易、服务和建筑行业也无一幸免。奥巴马的经济刺激计划，目标是于2011年前创造300万个职位。而美联储2000亿向消费性债券持有者提供贷款，有助于舒缓消费性贷款危机，亦有望能逐步为消费带来刺激及改善恶化中的就业情况。

◆ 待售成屋指数回升

2008年12月份待售成屋指数小幅回升，较前一月上升6.3%至87.7（图43）。

中金点评：

尽管08年12月份待售房屋销售指数从11月的历史低位回升，其反弹有利成屋销售在未来一至两个月的表现。但整体住房市场仍然十分疲软，新屋与成屋销售量、以及新屋开工数等主要房市指标不断创出历史新低，而房价亦维持其下跌态势，实际房价下跌幅度已累计达29%。沉重打压住房市场的是持续恶化的就业市场，这不但推动抵押贷款违约和止赎情况上升，就业状况恶化也削弱了消费者信心，大大减低了消费者的购房意愿。此外，去年9月中雷曼事件掀起的金融动荡导致银行不断收紧贷款条件，很多过去符合条件的购房者现在都很难获得购房贷款。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。然而奥巴马新政府积极且具针对性的措施、新屋存货持续的减少和较此前已大大提升的购房者的负担能力，有助缓和住房市场的调整压力，住房市场有机会领先于实体经济在今年年底触及此轮下跌周期的底部，为经济走出负增长带来正面影响。

◆ 德国12月份零售额持续下滑

德国央行于2月3日公布的数据显示，德国12月份实际零售额环比下降0.7%（图44），除去汽车的零售额则较上个月下降了0.2%。

中金点评：

尽管德国通胀水平持续回落，但私人消费依然较为疲软，即使在节日月份零售数据也未能给市场带来惊喜。一方面，自2005年持续改善的劳工市场已显露疲态，失业率连续2个月回升，给私人消费带来压力。另一方面，经济不景气的预期使消费者信心一路下跌，Icon消费者信心指数从2007年中的109大幅下降至12月份的78。尽管德国推出的经济刺激计划有望对拉动汽车消费起到正面作用，但储蓄率上升至11.4%的高位，显示经济下行周期中居民的消费倾向难有起色。

◆ 德国 12 月份工业产出连续 4 个月下滑

德国经济部 2 月 6 日公布了德国 12 月份工业产出，数据显示德国 12 月份工业产出加速下滑，环比下降 4.6%，而 11 月份下降了 3.7%，该数据同比降幅达到 12%，较 11 月份的 6.9% 大幅提高（图 45）。

中金点评：

由于外需的持续走软以及投资需求的大幅萎缩，德国工业产出连续 4 个月萎缩。根据该数据计算，第四工业产出较第三季度大幅下降了 6.8%，年化环比降幅达到 24.5%，将大幅拖累第四季度 GDP 增速。考虑到在过去 13 个月里有 12 个月的制造业订单处于萎缩状态，11 月及 12 月份制造业订单大幅下降了 26.6% 及 25.1%，加上制造业存货仍在增长，工业产出的低迷在 2009 年初仍将持续。而零售信贷市场仍然未能解冻，欧洲央行最新的银行信贷报告显示金融机构仍在收紧贷款，非金融企业贷款余额为 2006 年 9 月以来首次萎缩亦对工业产出构成负面压力。

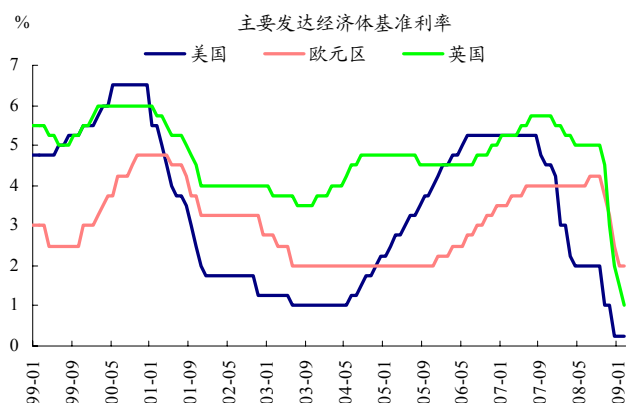
◆ 欧洲金融机构 08 年第四季度持续收紧信贷

欧洲央行 2009 年 1 月信贷调查显示，欧元区金融机构在 2008 年第四季度仍在收紧贷款标准，报告对企业收紧贷款的净百分比达到 64%，较上个季度略微下降 1 个百分点。报告对家庭部门购房贷款提高信贷标准的净百分比达到 41%，较上个季度增长 5 个百分点。对消费信贷提高信贷标准的净百分比大幅上升 12 个百分点至 30%。而报告对企业贷款需求下降的净百分比由上个季度的 26% 上升至 40%，对住房贷款需求下降的净百分比较上季下降一个百分点至 63%，对消费信贷需求下降的净百分比大幅上升至 47%（图 46）。

中金点评：

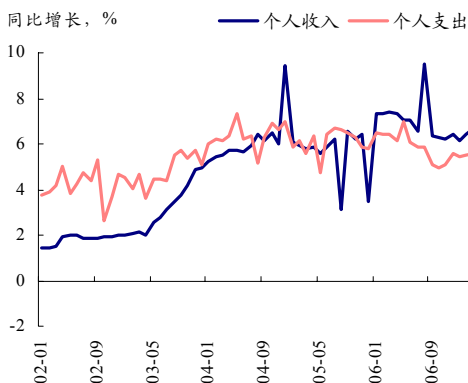
尽管欧洲央行释放的大量的基础货币，使银行间拆借市场的流动性在最近有所好转，欧元区隔夜拆借平均指数 EONIA 已降至接近 1% 的水平。但在零售信贷的层面上，信贷标准仍在收紧，信贷需求亦持续下降，欧元区广义货币增速持续下降，M3 增速从 07 年 11 月的 12.3% 显著下滑至 08 年 12 月的 7.3%，大大削弱了货币政策对经济的刺激作用。信贷约束将显著影响企业的投资意愿，打击购房需求，并削弱消费者的购买力。报告显示影响贷款标准的最重要因素依然是经济前景及特定行业前景，而欧洲经济在今年上半年难以复苏，如果欧洲不出台强有力的非传统货币政策，信贷收紧状况短期内难以缓解。

图 37：主要发达国家基准利率



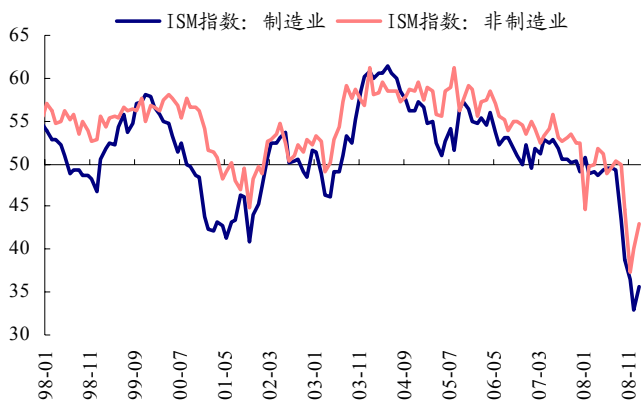
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 40：个人支出下降



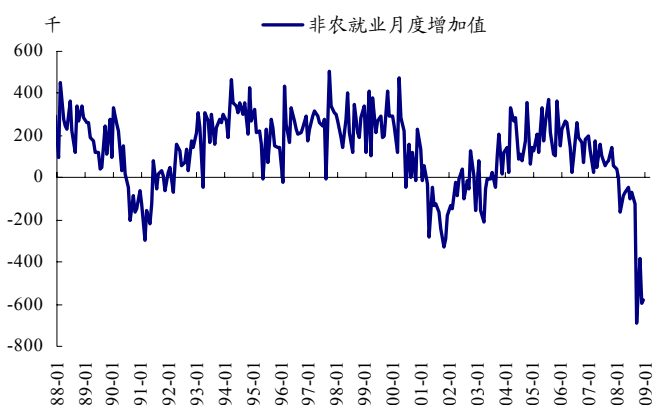
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 38：ISM 指数小幅回升



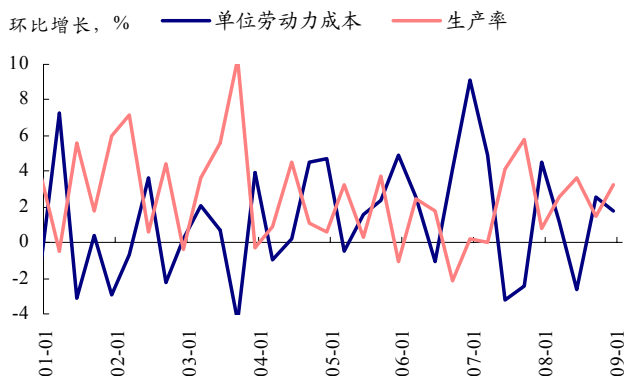
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 41：非农就业人数大幅下降



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 39：非农劳动生产率持续上升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 42：失业率攀升至多年高位



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 43: 待交成屋指数回升



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 45: 工业产出大幅下滑



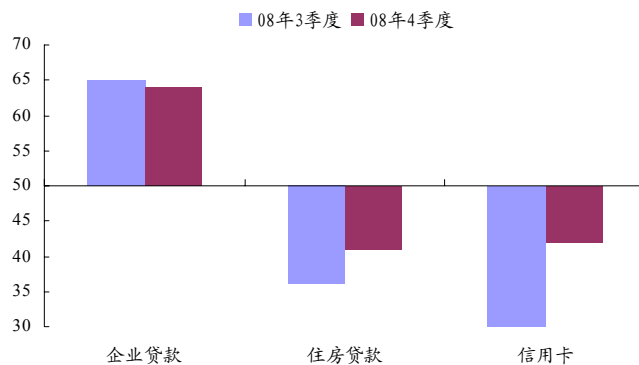
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 44: 实际零售持续下降



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 46: 欧元区贷款标准大幅收紧



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 6: 美国主要经济数据

	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	35.6
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	42.9
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	12161.9	12117.9	12092.6	
同比增长, %	4.14	3.92	3.96	5.59	5.34	3.95	3.77	3.26	2.88	2.08	1.41	
私人消费(美元, 十亿)	9982.7	10039.7	10073.5	10144.2	10196.4	10187.1	10170.9	10132.4	10016.2	9938.4	9836	
同比增长, %	4.69	5.01	4.78	4.96	5.19	4.69	4.14	3.40	2.03	0.19	-1.06	
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	181,047		
同比增长, %	1.67	-0.79	-3.80	-1.48	-0.54	-4.94	-5.85	-4.45	-12.66	-15.87		
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	0.6	
核心PCE	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.0	1.9	1.7	
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		
同比增长, %	-25.50	-33.78	-32.48	-31.62	-25.31	-30.78	-36.13	-30.46	-39.84	-44.78		
新屋销售(千栋)	572	513	542	515	499	505	448	434	406	388		
同比增长, %	-30.24	-37.67	-40.24	-39.91	-37.07	-36.56	-36.18	-37.46	-43.85	-38.31		
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		
同比增长, %	-23.79	-19.15	-17.54	-15.85	-15.65	-12.85	-10.73	0.59	-2.96	-11.35		
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	136,732	136,352	135,755	135,178	134,580
非农就业人数增加值(千人)	-161	-88	-67	-47	-100	-67	-127	-691	-380	-597	-577	-598
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	7.6
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

表 7: 欧洲和日本主要经济数据

	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01
欧元区												
工业产出（除建筑业）同比增长，%	3.1	1.4	4.3	-0.3	-0.4	-1.1	-0.6	-2.5	-5.6	-8.1		
PMI制造业指数	52.3	52	50.7	50.6	49.2	47.4	47.6	45	41.1	35.6	33.9	
PMI服务业指数	52.3	51.6	52	50.6	49.1	48.3	48.5	48.4	45.8	42.5	42.1	
零售同比增长，%	1.7	-2.9	-1.8	0.3	-3.2	-1.5	-1.7	-1	-2.1	-2.6	-1.6	
出口额(欧元，十亿)	130.1	129.3	139.1	127.8	135.8	142.5	115.7	136.8	140.9	121.5		
同比增长，%	12.74	-1.48	17.19	3.46	4.79	9.39	-3.11	8.81	0.34	-10.35		
进口额（欧元，十亿）	128.1	130.3	136.1	131.2	135.3	144.6	125.1	141.4	140.3	128.5		
同比增长，%	8.65	4.47	15.62	6.62	10.45	14.88	5.70	15.07	3.02	-3.56		
贸易余额(欧元，十亿)	2.07	-1.04	2.97	-3.40	0.41	-2.06	-9.39	-4.56	0.53	-6.96		
失业率，%	7.2	7.2	7.3	7.4	7.4	7.4	7.5	7.6	7.7	7.9	8.0	
消费者物价指数同比增长，%	3.30	3.60	3.30	3.70	4.00	4.00	3.80	3.60	3.20	2.10	1.60	
基准利率	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	
德国												
工业产出同比增长，%	5.7	4.4	5.0	1.1	1.5	0.1	1.6	-1.8	-3.7	-6.9	-12.0	
PMI制造业指数	54.3	55.1	53.6	53.6	52.6	50.9	49.7	47.4	42.9	35.7	32.7	
PMI服务业指数	52.2	51.8	54.9	53.8	52.1	53.1	51.4	50.2	48.3	45.1	46.6	
IFO商业景气指数	104.0	104.6	102.2	103.2	101.0	97.2	94.6	92.7	90.1	85.9	82.7	
ZEW经济景气指数	33.7	32.1	33.2	38.6	37.6	17.0	-9.2	-1.0	-35.9	-50.4	-64.5	-77.1
出口订单数同比增长，%	5.3	6.5	3.3	-0.2	-13.7	-3.9	-2.4	-18.3	-22.8	-26.3	-31.7	
零售同比增长，%	5.4	1.1	-0.8	2.8	-0.4	-0.4	1.0	0.9	0.3	-1.1	-2.7	
Icon消费者信心指数	97	98	100	96	96	93	91	91	88	85	78	
出口额（欧元，十亿）	84.5	83.8	89.7	80.7	88.3	87.0	75.7	87.2	89.7	77.1		
同比增长，%	8.9	0.0	13.8	2.3	7.9	7.0	-2.6	6.7	1.0	-12.2		
进口额（欧元，十亿）	67.6	67.2	70.9	66.4	68.4	73.2	65.1	72.2	73.2	67.4		
同比增长，%	6.8	3.2	11.5	8.1	5.1	15.8	2.7	13.7	5.2	-0.9		
贸易余额（欧元，十亿）	16.4	15.8	16.5	14.9	17.8	12.0	13.7	13.7	15.8	10.7		
失业率，%	8.0	7.9	7.9	7.9	7.8	7.7	7.7	7.6	7.6	7.6	7.7	
CPI同比增长，%	2.8	3.1	2.4	3.0	3.3	3.3	3.1	2.9	2.4	1.4	1.1	
美国												
工业产出同比增长，%	0.90	0.10	0.00	-2.00	-2.30	-2.30	-3.20	-3.50	-5.90	-7.80	-9.40	
PMI制造业指数	51.3	51.3	50.8	49.5	45.9	44.1	45.3	41.2	40.7	34.5	34.9	
PMI服务业指数	54.0	52.1	50.4	49.8	47.1	47.4	49.2	46.0	42.4	40.1	40.2	
零售同比增长，%	6.5	3.9	1.1	6.9	3.3	3.8	3.6	2.9	3.0	2.7	-0.8	
出口额（英镑，十亿）	33.7	33.6	34.6	34.9	35.5	36.2	35.1	35.5	34.6	33.3		
同比增长，%	14.23	11.51	14.69	15.71	15.83	17.38	12.32	13.27	7.85	2.33		
进口额（英镑，十亿）	37.6	37.3	38.1	38.6	39.5	40.6	39.2	39.0	38.4	37.8		
同比增长，%	13.26	8.68	14.96	14.47	15.29	15.32	10.84	8.93	6.42	3.33		
贸易余额（英镑，十亿）	-3.86	-3.63	-3.58	-3.68	-4.05	-4.41	-4.10	-3.58	-3.86	-4.48		
失业率，%	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.1	3.3	3.6	
CPI同比增长，%	2.5	2.5	3.0	3.3	3.8	4.4	4.7	5.2	4.5	4.1	3.1	
基准利率	5.25	5.25	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	4.50	3.00	4.00	5.00
日本												
工业产出同比增长，%	5.1	-0.7	1.9	1.1	0.0	2.4	-6.9	0.2	-7.1	-16.6	-20.6	
机器订单同比增长，%	2.4	-6.2	0.5	5.1	9.7	-4.7	-13.0	-4.2	-15.5	-27.7		
海外订单同比增长，%	4.4	-13.5	-5.2	7.2	0.5	-7.4	-9.4	-2.0	-44.2	-44.1		
零售同比增长，%	3.2	1.0	0.1	0.3	0.3	2.0	0.7	-0.3	-0.7	-0.9	-2.7	
出口额(日元，十亿)	6667.9	7351.3	6594.8	6504.6	6840.8	7289.4	6715.4	7028.4	6592.5	5062.3		
同比增长，%	9.0	2.8	4.8	4.2	-1.5	8.7	0.8	2.1	-7.3	-26.5		
进口额（日元，十亿）	5636.8	6105.7	5996.3	6007.3	6591.8	6982.0	6856.6	6708.2	6446.6	5155.7		
同比增长，%	12.6	13.3	13.9	4.6	17.8	17.6	18.5	31.1	8.0	-13.7		
贸易余额（日元，十亿）	1031.1	1245.6	598.5	497.3	249.0	307.4	-141.2	320.2	145.8	-93.4		
失业率，%	3.9	3.8	4.0	4.0	4.1	4.0	4.2	4.0	3.7	3.9	4.4	
CPI同比增长，%	1.0	1.2	0.8	1.3	2.0	2.3	2.1	2.1	1.7	1.0	0.4	
基准利率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

发展中经济体

联系人：刘奥林、范尚祯、谭仲贤

主要经济事件

事件一

澳大利亚大幅降息 100 个基点至 45 年最低，并加大财政刺激力度，以应对金融危机的影响

中金点评：

澳大利亚中央银行于 2 月 3 日下调基准利率 100 个基点至 45 年最低水平的 3.25%，符合市场预期（图 47）。与此同时，澳大利亚政府宣布了一项经济刺激方案，计划将在 4 年内动用 420 亿澳元（270 亿美元）于补贴收入家庭和基础设施，以应对全球金融危机对澳大利亚经济的打击。其中 127 亿澳元将用于补助低收入家庭，另外 288 亿澳元将用于兴建学校、道路、医院和改善能源效率。

近期数据显示澳大利亚经济将于今年陷入 1991 年以来的首次衰退。根据在堪培拉的一家研究公司的报告显示，去年 4 季度计划投资项目总值从 3 季度的 6444 亿澳元下降了 5.8% 至 6072 亿澳元（3920 亿美元）。此外，尽管中央银行已努力缓解流动性紧缩，但 12 月份银行贷款仍录得自 1992 年有记录以来首次下降（月环比下降了 0.3%）。

事件二

台湾地区的政府继上月发放消费券后，再计划发行教育券，以减少失业人数

中金点评：

台湾地区的政府继上月发放消费券后，再计划发行教育券，让失业的毕业生和年轻文职人士接受职业培训，同时等待就业机会，总金额预计为 200—300 亿新台币（约合 6—9 亿美元）。台湾地区的政府的目标是通过教育券计划和其他职业培训项目以减少失业人数 10 万人。由于经济低迷导致企业关闭业务或裁员，台湾去年 12 月份失业率上升至 5.01%，为 2003 年以来的最高。

事件三

亚太地区海外债券发行额创出至少 10 年以来销售额最高的 1 月份，显示海外投资者对高评级外币债券的需求殷切

中金点评：

亚太地区的政府和企业于 1 月份总共发行了 562 亿美元的海外债券（根据彭博编纂的数据），是至少 10 年以来销售额最高的 1 月份。澳洲市值最大的银行西太平洋银行上周开始销售其合共 2450 亿日圆（约合 27 亿美元）的债券，其中包括 1330 亿日圆的 5 年期固定利率武士债券（年利率为 1.7%）。

近期经济数据

◆ 受累于全球经济恶化，香港零售销售持续疲软

中金点评：

香港零售业自去年 10 月美国次贷危机演变成全球信贷紧缩后开始转弱，12 月份零售销售额继 11 月份同比增长 1.2% 后，增幅只有 0.8%，但好于市场预计的下降 3.5%。扣除期间价格变动因素，12 月份零售销售量下降 0.7%，11 月份为下降 2.7%（图 48）。然而，全球金融危机对实体经济的影响尚未完全显现，因此零售销售进一步下滑的空间仍大。历史上看，在亚洲金融危机之后，香港 1998 年零售销售量下降了 16.7%。展望未来，我们预期香港零售销售将会持续疲软，因为全球性经济衰退风险加深将持续削弱境内外消费者信心，而香港就业市场可能会进一步恶化。IMF 最近将 2009 年全球 GDP 增长预期大幅下调至 0.5%，为二战以来最低增速。总的来说，我们维持对香港 2009 年零售销售量将下滑 10% 左右的预测，因为香港政府近期宣布的经济刺激措施（促进就业和旅游业）对零售业的积极影响将基本上被全球经济进一步恶化导致消费者收入减少和信心不足所抵消。

◆ 韩国出口创出历史最大降幅，显示亚洲区出口型经济体衰退风险加深

中金点评：

韩国 1 月份出口创出历史最大降幅，同比下降 32.8% 至 217 亿美元，跌幅近两倍于 12 月份的 17.9%，显示亚洲区出口型经济体衰退风险加深。与此同时，进口同比下降了 32.1% 至 246 亿美元，而贸易平衡从 12 月份的 5 亿美元盈余减少至 1 月份的 29 亿美元赤字（图 49）。然而，韩国贸易及投资促进部称，出口和进口大幅下降的部分原因是农历新年假期使 1 月份工作天较少所致，因此数据可能不完全反映实际贸易表现。

◆ 韩国、印度尼西亚和泰国通胀持续下滑，泰国更录得近 10 年首次同比下降；显示亚洲新兴经济体通缩风险有所上升

中金点评：

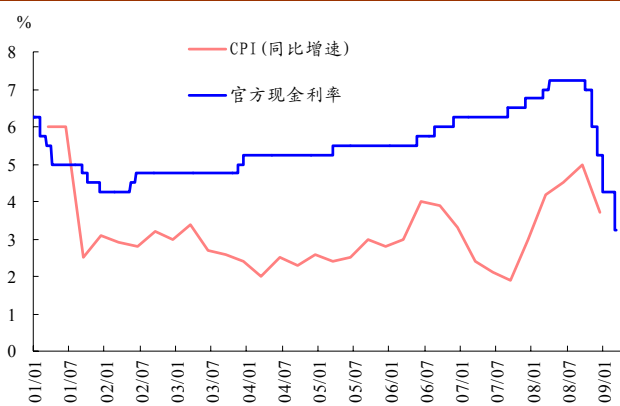
近两周公布的一系列 CPI 数据进一步表明亚洲区通胀压力正在迅速下降，但通缩风险有所上升。在各国对经济增长前景的担忧加剧之际，通胀压力降低给亚洲新兴市场的央行提供了更多降息空间。上周韩国、印度尼西亚和泰国分别公布了 1 月份的 CPI 通胀数据：

韩国 1 月份 CPI 同比上涨 3.7%，涨幅低于市场预期，为 2008 年 2 月份上升 3.6% 以来的最低增幅。通胀放缓主要是由于交通费下跌所致（图 50）。

印度尼西亚 1 月份 CPI 同比上涨 9.17%，远低于 12 月份时 11.06% 的同比升幅。CPI 增速减慢主要是源于食品价格走低（图 51）。

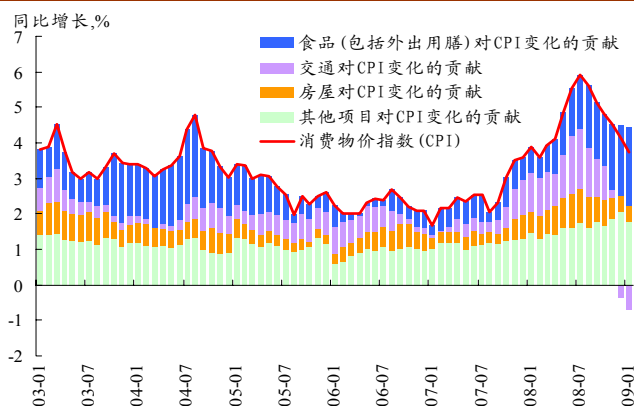
泰国 1 月份 CPI 同比下降 0.4%，是近 10 年来的首次同比下降，主要是受全球石油和食品价格走低的影响（图 52）。

图 47: 澳大利亚政策利率和通胀率



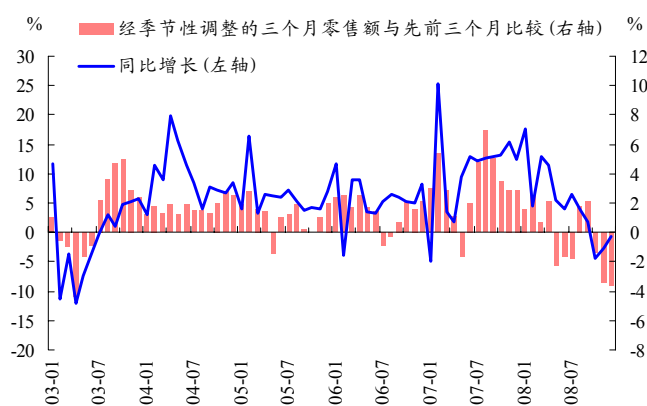
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 50: 韩国 CPI 通胀率



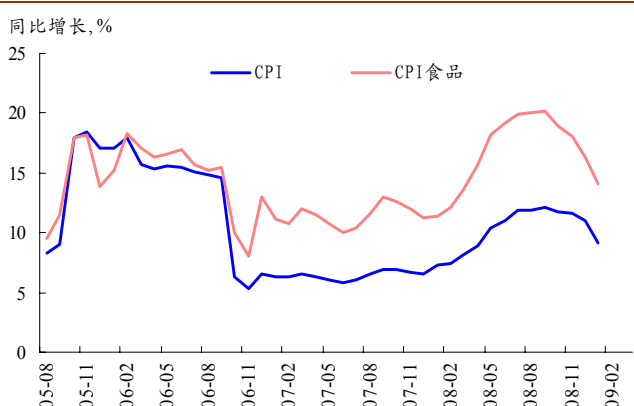
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 48: 香港零售销售量



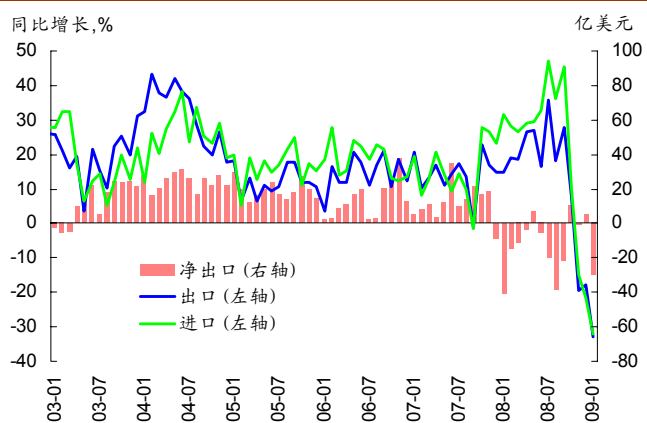
资料来源: 香港政府统计处、CEIC、中金公司研究部

图 51: 印度尼西亚 CPI 通胀率



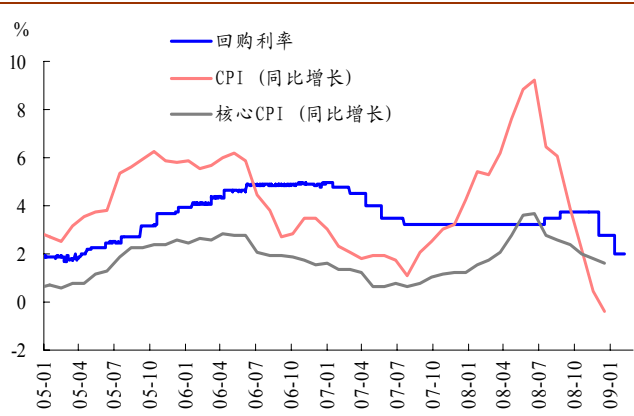
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 49: 韩国商品贸易



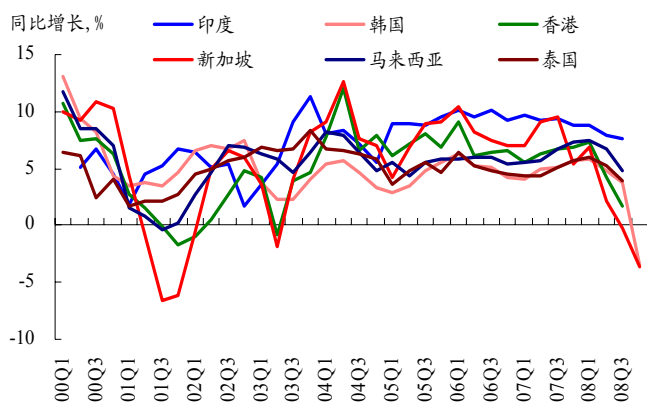
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 52: 泰国通胀率和央行回购利率



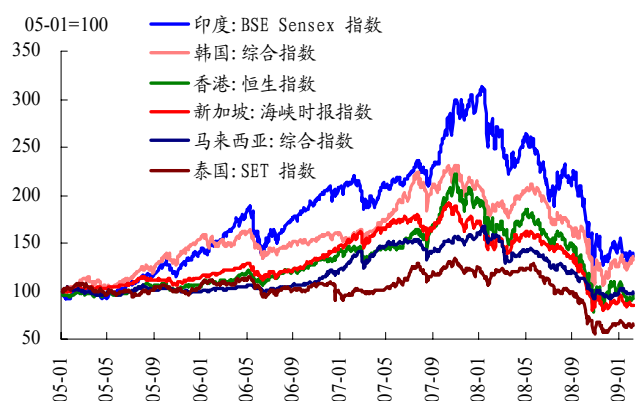
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 53: 亚洲新兴经济体实际 GDP



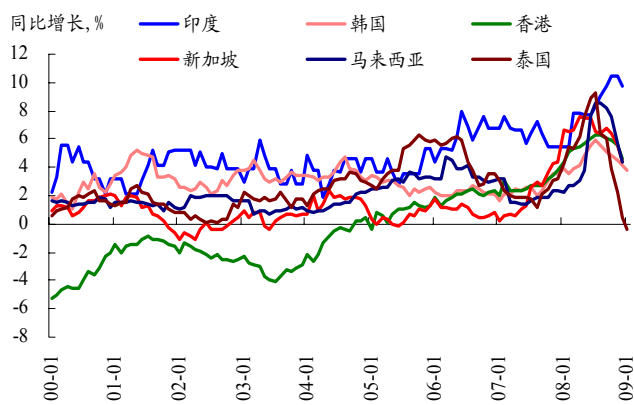
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 56: 亚洲新兴经济体股市表现



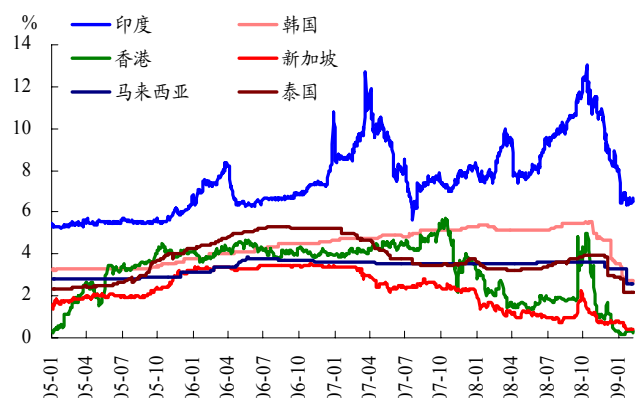
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 54: 亚洲新兴经济体 CPI



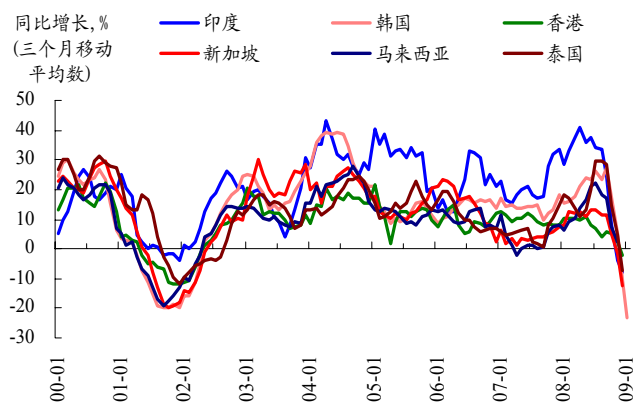
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 57: 新兴亚洲经济体银行间利率（1 个月期）



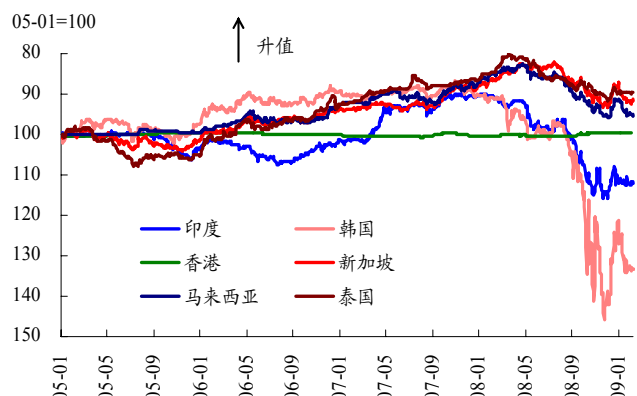
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 55: 亚洲新兴经济体商品出口



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 58: 亚洲新兴货币兑美元汇率



资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

表 8：亚洲新兴经济体主要数据

同比增长,%	2005	2006	2007	2008	08-Q1	08-Q2	08-Q3	08-Q4	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01
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	6.3	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	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	5.0	11.6	7.0	4.1	-2.4	6.6	3.7	1.9	-4.3	-2.7	-0.7	...
经常项目顺差(占GDP,%)	11.4	12.1	12.4	...	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	8.3	6.3	7.8	9.0	10.2	8.3	9.0	9.8	10.4	10.4	9.7	...
商品出口	29.9	21.4	21.5	21.6	37.3	36.9	24.3	-7.9	35.7	26.9	10.4	-12.1	-9.9	-1.1	...
工业生产	7.9	10.5	9.9	...	7.0	5.3	4.5	...	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	10.3	7.6	10.1	12.0	11.5	11.9	11.9	12.1	11.8	11.7	11.1	9.2
商品出口	19.7	17.7	13.2	20.0	31.9	29.6	28.2	-6.4	24.8	29.9	30.2	4.7	-2.4	-20.6	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	...	6.1	2.9	1.7	...	2.8	2.9	-0.6	6.0	1.9	...	...
零售业销货额	15.9	-4.0	10.4	...	3.8	8.4	7.5	...	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	5.9	5.6	5.1	4.8	4.5	4.1	3.7
商品出口	12.0	14.4	14.1	13.6	17.4	23.1	27.0	-9.9	35.6	18.1	27.6	7.8	-19.5	-17.9	-32.8
工业生产	6.3	8.4	6.8	2.9	10.6	8.6	5.6	-11.5	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	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	-0.4	-2.3	-0.1	-3.8	4.2	...	...	...	...	...	...	...
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	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	...	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	...	2.4	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	12.3	12.4	11.8	11.2	9.9	8.0	7.1
商品出口	4.0	14.9	6.4	...	2.7	5.3	4.0	...	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	...	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	2.0	-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	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	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	-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	...	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	1.9	5.8	4.7	3.1	2.4	1.9	1.3	1.6
商品出口	8.8	12.9	10.1	3.6	17.5	18.6	8.0	-24.7	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	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	-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	9.2	6.4	6.0	3.9	2.2	0.4	-0.4
商品出口	15.3	9.8	6.9	12.8	12.8	20.1	27.7	-7.1	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	11.1	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	...	5.9	4.8	-0.6	-3.4	-10.0	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-4.3	1.1	5.7	-0.1	4.3	0.2	-2.0	-2.9	...	...	...	...	...	...	...

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。