



2009年3月2日

中金宏观经济周报 第50期

中金公司研究部

联系人: 哈继铭 hajiming@cicc.com.cn
刘奥林 liuolin@cicc.com.cn
沈建光 shenjg@cicc.com.cn
邢自强 xingzq@cicc.com.cn
范尚祯 fankelvin@cicc.com.cn
(8610) 6505 1166

财政发力正当时, 货币无须过宽松 ——两会前瞻

要点:

- ◆ **奥巴马财政预算案出台, 突出了今后美国财政和国债面临的严峻形势。**其预计 2009 财年预算赤字将上升至 1.75 万亿美元 (占 GDP 达 12.3%), 为二战结束以来最高。同时, 计划于 2013 年把财政赤字减至 5330 亿美元, GDP 比重降到 3%。我们认为奥巴马对 2009 年财政状况的预期比较接近实际情况, 然而其四年后将财政赤字大幅缩减计划是建立在美国经济于 2010 年将恢复强劲增长, 伊拉克战争军费开支大幅减少、向富人征税和减少政府不必要开支能带来巨额改善的基础上, 过于乐观。**目前全球经济陷入战后最严重衰退: 美国 GDP 08 年 4 季度年化环比下降 6.2%, 远逊于 3.8% 的初值; 日本出口减半, GDP 08 年 4 季度年化环比下降达 12.7%。**
- ◆ 中国 2 月份经济数据前瞻: 预计工业生产有所回升, 贸易顺差显著回落, 投资消费继续放缓, 通缩加深。将于本周四开始的人大会议可能重点讨论包括社会保险法、医疗改革、教育改革等中长期纲领, 而非出台具体的短期刺激措施。这有助于从中长期降低储蓄率, 促进国内消费, 推动中国经济走向再平衡。
- ◆ 尽管短期内通缩压力较大, 但全球的宽松货币政策在长期势必引发通胀。因此**中国正确的短期政策组合应是: 较大力度的财政刺激 (着重于促进消费) 搭配适度宽松的货币政策**, 这样才能在提供充足流动性与避免流动性过度宽松造成熊市中的泡沫之间取得平衡。本次两会可能确定的财政赤字占 GDP 之比达 3%, 高于我们此前的预计 0.6 个百分点。这将对经济带来更大刺激作用, 使得货币政策更无须过度宽松, 特别是贷款无必要保持超速增长, 因为刺激方案中的相当一部分资金将通过发行国债得以融资。
- ◆ 财政力度加大的同时, 全球经济恶化甚于预期, 我们对发达国家经济预期进行了下调, 因此对中国出口预期也做出调整。两相抵消后 GDP 增速预测微调为 7.4~8%。但需要强调, 最近中国在社会保障制度方面的改革措施和对弱势群体的扶持政策显示, 政府可以通过各种途径努力实现国泰民安, 而非仅仅依靠经济增长。目前中国的社保与医疗保障体系尚未健全, 但与 1998 年相比已有了明显的提高, 而当时经济增速低于 8%, 社会依然稳定。
- ◆ 为实现财政赤字, 国债发行量剧增 9500 亿, 再加上央行重发央票都将对票据贴现产生替代, 挤压未来市场流动性。
- ◆ 欧洲新兴市场银行债务危机白热化, 其来自于外国银行的贷款总额达 1.7 万亿美元, 其中 90%来自于西欧银行。这使得这些西欧银行风险显著增加。鉴于西欧国家是全球的主要信贷资金来源, 一旦欧洲发生重大的信贷危机, 全球金融市场也无一幸免。因此, 在这轮新兴欧洲的金融危机中, 欧洲经济货币联盟 (EMU) 和欧洲央行不可能坐而无视, 而其他国际组织 (包括 IMF) 或联盟亦在尽快商议对策, 特别是为救助东欧新兴国家融资, 以避免发生第二轮全球性的重大信贷危机。新兴欧洲银行债务危机加剧也增加了投资者对亚洲新兴市场的担忧, 致使 CDS 利差上升, 政府债券销售也受到影响。韩国政府连续第二个月未能达到其国债拍卖目标, 而印尼上周发售的美元国债利率较美债高出 800 个基点以上。

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 20 日：新兴经济体：俄罗斯：前景展望与主要风险
- 2 月 23 日：宏观经济：经济失衡下的市场亢奋，中国经济必将走向平衡
- 2 月 23 日：中国经济：经济失衡下的市场亢奋——中国经济必将走向平衡
- 2 月 23 日：美国经济：美国经济展望
- 2 月 24 日：中国经济：降息空间不大，央票发行应继续——评央行货币政策执行报告

本周主要经济数据及事件公布预告

- 3 月 2 日（星期一）：美国将公布 1 月份个人收入和消费数据以及 2 月份 ISM 制造业指数
- 3 月 6 日（星期五）：美国将公布 2 月份就业报告
- 3 月 2 日（星期一）：香港将公布 1 月份零售业销货额统计
- 3 月 2 日（星期一）：韩国将公布 1 月份工业生产和 2 月份商品贸易数据
- 3 月 2 日（星期一）：印度将公布 1 月份商品贸易数据
- 3 月 2 日（星期一）：印尼将公布 1 月份商品贸易和 2 月份 CPI 数据
- 3 月 2 日（星期一）：泰国将公布 2 月份 CPI 数据
- 3 月 3 日（星期二）：中国将召开政协十一届二次会议
- 3 月 3 日（星期二）：韩国将公布 2 月份 CPI 数据
- 3 月 4 日（星期三）：中国将公布采购经理人 PMI 指数
- 3 月 4 日（星期三）：美国将公布 2 月份 ISM 非制造业指数
- 3 月 5 日（星期四）：中国将召开十一届全国人大二次会议
- 3 月 5 日（星期四）：欧元区和英格兰银行将公布议息决定
- 3 月 5 日（星期四）：菲律宾将公布 2 月份 CPI 数据
- 3 月 6 日（星期五）：马来西亚将公布 1 月份商品贸易

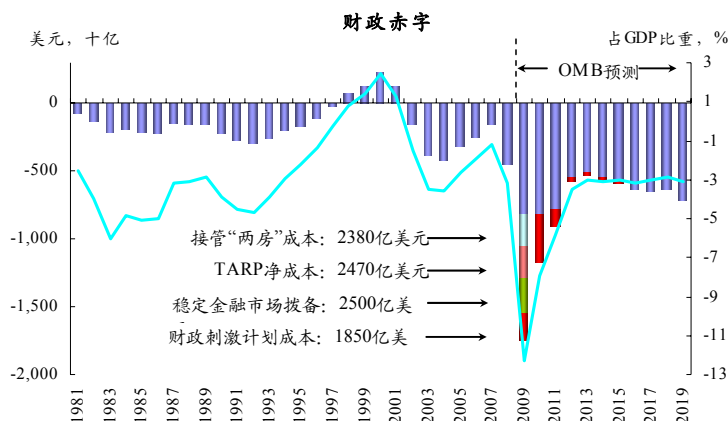
目录

本周中金观点.....	3
中国经济.....	11
主要经济事件.....	11
2 月通货膨胀预测.....	14
近期经济数据.....	16
发达国家经济.....	21
近期经济数据.....	21
发展中经济体.....	29
主要经济事件.....	29
近期经济数据.....	29

本周中金观点

奥巴马 2010 财年预算案出台，突出了今后美国财政和国债面临的严峻形式。美国管理及预算办公室(Office of Management and Budget)2 月 26 日发布 2010 财年预算计划报告，奥巴马预计 2009 年实际 GDP 将萎缩 1.2%，并预计 2009 财年预算赤字将上升至 1.75 万亿美元纪录高位（图 1，接近我们 1.6 万亿美元的预期，参看 1 月 19 日报告《经济刺激计划细节出炉——美国财政状况再评估》），占 GDP 比重高达 12.3%，切实地反映了美国经济陷入深度衰退以及其一直以来对拯救经济比控制财政赤字更重要的观点。然而奥巴马预期相继出台的救市计划对经济的正面影响将陆续浮现，乐观地预计美国经济于 2010 年将回复 3.2% 的强劲增长，有关税收将因为企业经营环境和资产价格显著改善而快速回升，并承诺将通过减少伊拉克战争军费开支、向富人征税、减少政府不必要开支等措施把财政赤字于 2013 年减至 5330 亿美元。

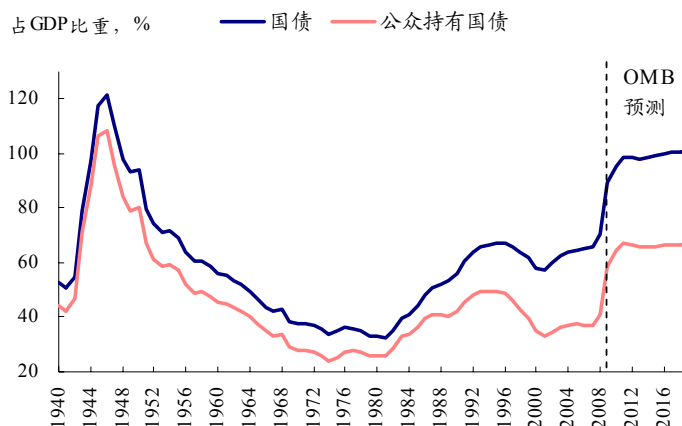
图 1：奥巴马的财政蓝图



资料来源：OMB、中金公司研究部

我们认为奥巴马对 2009 年财政状况的预期比较接近实际情况及我们的预期，然而其对美国经济将于 2010 年回复强劲增长及财政赤字将明显下降的预期则过于乐观（图 2）。我们在此前的报告中已经多次指出，尽管我们认为美国经济陷入大萧条式衰退或日本式流动性陷阱的可能性并不大，然而美国实体经济在此轮经济危机中已严重受损并已陷入“U”形衰退，最早在 2009 年年底才有望实现微弱复苏，2010-11 年增长率将显著低于长期潜在增长水平 2.5-3%。因此，我们认为奥巴马对经济复苏及财政状况的预期过于乐观。同时，当局预计公众持有债务将从现时的 10 万亿上升至 2013 年的 17 万亿，占 GDP 比重将从现时的 40% 上升至 2013 年 66% 的水平，即为 50 年代初二次世界大战后的高位。美国庞大债务负担的可持续性已成为最近备受争议的话题，我们将在本周发表报告结合最新财政预算和经济状况给予详细分析。

图 2：奥巴马的政府债务预测



资料来源：OMB、中金公司研究部

美国政府就股权转让事宜与花旗集团达成协议以改善其资产状况，然而其它股东股份将被严重稀释，而有关计划引发其它困境银行也将陆续进行股权转让安排的预期，加大了金融市场继续调整的不确定性。美国政府2月27日宣布将其持有花旗集团最多250亿美元的优先股以每股3.25美元的价格转换为普通股，而转股额必须与私人投资者转股额保持一比一的比例进行，以鼓励花旗集团能够吸引私人投资者也进行上述股权转让安排。到目前为止，花旗一些优先股的持有者包括新加坡、阿联酋等主权投资基金已表示愿意进行上述转股安排。如果股权转让协议以上限完成，美国政府的持股比例将从目前的7.8%跃升至36%，成为花旗集团的最大股东。转股安排的好处在于银行不再需向政府支付股息，减少银行开支及改善现金流；政府则不需额外注资即可充实银行普通股股本，提高股东权益比率以稳固银行整体财务结构。但如银行股价进一步下跌或大规模减记资产，纳税人将蒙受损失。此外，其它股东股份将因政府扩大在花旗银行持股的比例而被稀释，为股价增添下调压力（政府目前持有美国银行450亿美元优先股，如进行上述股权转让安排政府持股比例将上升至66%，美国银行其它股东的股份亦将被严重稀释）。此外，目前美国政府正通过资本救助计划(Capital Assistance Program)为国内大型金融机构进行压力测试，评估审查银行的财务状况，如银行被确定需要额外注资，其可以发行可转换优先股的方式获得政府资金，若在7年内未被转换或赎回，这些优先股将自动转换为普通股。因此，有关计划引发其它困境银行也将陆续达成上述股权转让安排的预期，加大了金融市场继续调整的可能性。

日本经济在外需回暖前难有起色，西欧经济可能面临新兴欧洲债务危机的冲击。本次经济下行周期中，日本经济的外部脆弱性暴露无疑。日本2008年第四季度GDP年化环比下降12.7%，降幅中有10个百分点贡献自净出口。由于全球范围内需求的普遍低迷及日元自去年7月以来的大幅升值，第四季度出口年化环比下降45%。这不仅直接拖累净出口，更使得日本产能过剩的问题凸显（日本2008年产能利用率下降1/4），并导致第四季度企业投资年化环比大幅下降19.5%。外需低迷亦引致日本企业大量倒闭和裁员，并导致家庭收入下降及私人消费不振。然而本周贸易数据显示日本外需状况仍在恶化：1月份出口同比下滑45.7%，其对主要贸易伙伴的出口同比下滑速度已由12月份的30%左右，扩大到40%-60%区间。受此影响，1月份工业产出的下滑幅度持续升高，而存货调整的速度远远落后于外需恶化的形势，短期内日本制造业萎缩速度仍可观。鉴于日本经济对外需的高度依赖，在欧美经济回暖之前，日本经济难有起色。而西欧经济目前存在着另一潜在风险：由于西欧对新兴欧洲留有巨大的信贷风险敞口，新兴欧洲所面临的外部债务危机可能触发西欧金融市场的新一轮动荡。

中国方面：

2 月份经济数据前瞻：工业生产有所回升，贸易顺差显著回落，投资消费继续放缓，通缩加深（表 1）。需要指出的是，2 月份同比数据依然受春节移位因素影响（工作日比去年多 3 天），因此需要将 1-2 月合计分析（尽管这仍然会受去年雪灾造成经济活动低基数的影响）。我们预计 2 月份 PMI 继续反弹至 47%；1-2 月份工业增加值同比增长 7%，略有回升；社会消费品零售与固定资产投资增速分别放缓至 16% 和 22%。春节因素消失和产能过剩双重打击下通缩进一步加剧：预计 2 月 CPI 首现负增长 -1.7~-2.1%，PPI 恶化至 -4.5~-5.0%。预计 2 月出口同比下降 3.4%（1-2 月累计同比下降 11.3%）；进口同比下降 29.6%（1-2 月累计同比下降 36.8%），贸易顺差显著回落至 289 亿美元（1 月份 391 亿美元）。预计企业存款定转活将使 2 月 M1 增速回升至 9.3%；而 M2 则受贷款继续大幅扩张推动，进一步攀升至 19.5%。

两会前瞻：将于本周四开始的人大会议将重点讨论包括社保、医疗、教育改革等中长期纲领，而非出台具体的短期刺激措施：

- **社保：《社会保险法》可能在本次两会上得到批准。**这一法律草案规定所有的中国公民（农村及城市）都应享受养老金、医疗保险、失业保险、工伤保险及生育保险；明确了基本养老保险关系的转移接续方法，提出将逐步实行全国统筹。该草案的通过将逐渐增加政府及雇主用于员工社保的开支。
- **医疗：医疗改革方案可能得到通过。**该方案规定，3 年内各级政府预计投入 8500 亿元，使城镇职工和居民基本医疗保险及新型农村合作医疗参保率提高到 90% 以上；健全基层医疗卫生服务体系；促进基本公共卫生服务逐步均等化；以及推进公立医院改革。
- **教育：《国家中长期教育改革和发展规划纲要》可能在本次两会上初步讨论。**该纲要可能就实行城乡教育统筹，改善农村教育条件，解决农民工随迁子女教育，保证政府教育投入等方面做出规定。
- **以上这些举措有助于从中长期降低储蓄率，促进国内消费，推动中国经济走向再平衡。**我们一直强调，国际经验显示，一国的居民消费率与其政府对于教育、医疗卫生等公共事业的开支正相关（参见我们 2006 年 3 月份的报告《成长中的中国消费》）。日本的经验尤为明显，其家庭储蓄率在 1970 年代曾长期高企，致使国内消费不足。日本通过两项举措来完善社会保障体系（图 3）：1. 大幅增加政府社会保障开支；2. 通过企业年金等制度，大幅增加雇主的社保缴费负担。从 1970 年到 1980 年，日本政府的社保开支上涨了 7 倍，占 GDP 的比重从 2.1% 提升至 4.6%。而同一时期，雇主的社保开支也上涨了 5 倍，占 GDP 的比重自 3.6% 提升至 6%。日本家庭储蓄率也随之降低。
- **超预期财政赤字降低了货币政策过度宽松的必要性：**批准当年的财政预算是人大的重要议程之一。我们一直强调，尽管短期内通缩压力较大，但全球的宽松货币政策和各国为刺激经济提高债务在长期必将引发通胀（参见我们 11 月 24 日的《政策保八解近忧》）。有鉴于此，短期内中国的正确政策组合应当是：较大力度的财政刺激（着重于促进消费）搭配适度宽松的货币政策，这样才能在既提供较为充足的流动性，又避免过度宽松造成熊市中的资产价格泡沫之间取得平衡（参见我们 2 月 23 日的报告《经济失衡下的市场亢奋》）。目前媒体报道的 9500 亿财政赤字（7500 亿中央赤字+2000 亿中央为地方代发债）如得到批准，占 09 年 GDP 高达 3%，比 08 年的赤字占 GDP 水平高出 2.6 个百分点（图 4）。我们估算这对 GDP 带来的财政刺激效应大约为 2.2%（图 5），比我们此前基于 7400 亿财政赤字估算的财政刺激效应高出 0.6 个百分点（见我们去年 12 月 15 日的宏观经济周报）。我们认为这意味着货币政策无须过度宽松，特别是贷款无必要保持超速增长，因为刺激方案中的相当一部分资金将通过发行国债得以融资。货币政策方面，我们维持人民币对美元汇率基本不变，全年利率尚有 54 个基点下调空间，以及央票发行应继续以管理流动性的预期。
- **对 GDP 预测的调整：**我们据此相应上调 09 年 GDP 预测中的政策刺激效果；与此同时，鉴于全球经济恶化甚于预期（我们于上周对美国经济增长已做出下调，德、日等发达国家也即将调整），09 年中国面临的外需可能弱于我们于去年 12 月 15 日的预测，我们据此下调 09 年出口和进口增速预期至 -5.5%，净出口对于 GDP 增长的贡献降至 -0.5%。两者相抵，

我们对于 09 年 GDP 增速预期调整为 7.4~8%（见表 2）。

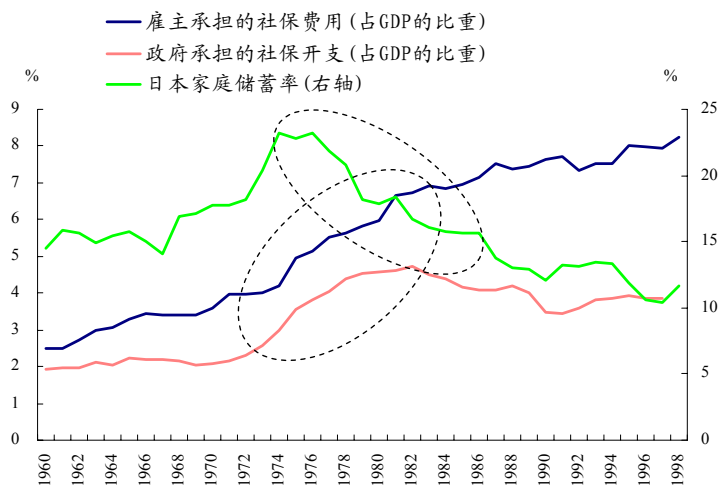
- **经济增长不是实现国泰民安的唯一途径。**我们认为两会上再次出台大规模短期刺激政策可能性较小，而更多是对前期刺激政策的细化，譬如 4 万亿投资在不同行业的分布以及中央和地方的资金比例。就业问题将是短期政策的重点，预计将通过增加低收入者补贴、职业培训和失业救济的方式来维护社会稳定。预计政府在两会上仍将重申 8% 的经济增速目标，但我们强调，经济增长是手段，不是目标。建立和加强财政政策的自动稳定器，即通过建设社会安全网和改善税收，将有力缓解经济波动对人民生活的影响。目前中国的社保与医疗保障体系尚未健全，但与 1998 年相比已有了明显的提高（见表 3），而当时经济增速低于 8%，社会依然稳定。最近中国在社会保障制度方面的改革措施和对弱势群体的扶植政策显示，政府可以通过各种途径努力实现国泰民安，而非仅仅依靠经济增长。
- **国债发行量将剧增 9500 亿，显著挤压流动性：**最近几个月票据贴现爆发性增长体现了银行资金在央票停发之后缺乏投资工具，但这一流动性充裕局面即将受到大量国债发行的挤压：若两会确定了 9500 亿的财政赤字，今年国债发行规模将净增 9500 亿。而 1-2 月份发行规模较小，这意味着未来每月发债平均需增加近千亿。再加上最近央行已开始重发央票，银行资金将重新配置到这些投资工具，对票据贴现产生替代，挤压市场流动性。

表 1：2 月主要经济指标预测表

同比增长，%	08-03	08-06	08-09	08-12	09-01	09-02 (中金预测)	1-2 月份合计 (中金预测)
消费者价格指数	8.3	7.1	4.6	1.2	1	-1.7~-2.1	-0.5
工业品出厂价	8.0	8.8	9.1	-1.1	-3.3	-4.5~-5.0	-1.1
社会消费品零售总额（名义）	21.5	23.5	23.2	19.0	-	-	16.0
城镇固定资产投资（名义，自年初累计）	25.9	26.8	27.6	26.1	-	-	22.0
工业增加值	17.8	16.0	11.4	5.7	-	-	7.0
出口	30.6	17.7	21.5	-2.8	-17.5	-3.4	-11.3
进口	24.6	31.2	21.3	-21.3	-43.1	-29.6	-36.8
贸易顺差	95.1	-5.3	22.7	71.8	102.0	237.8	142.6
贸易顺差（美元，十亿）	13.4	21.4	29.3	39.0	39.1	28.9	34.0

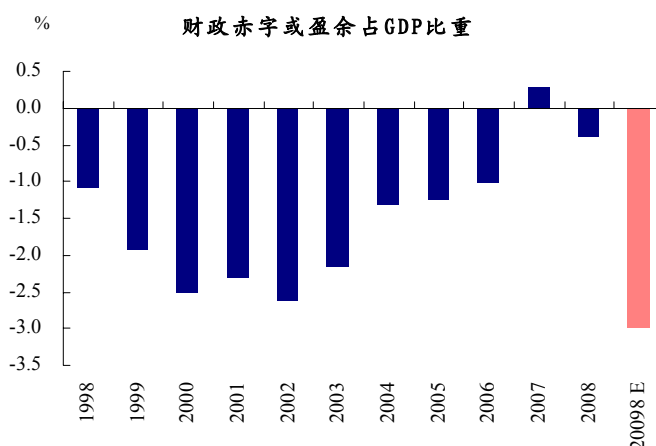
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 3：日本加大社会保障投入促使家庭储蓄率下降



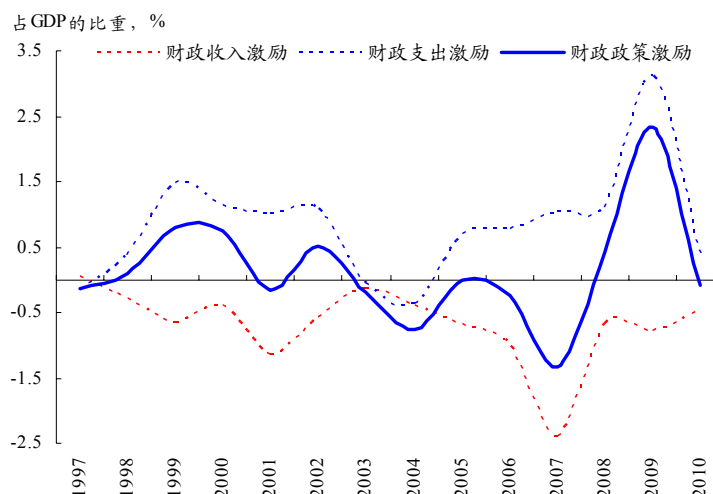
资料来源：CEIC、WDI、中金公司研究部

图 4：09 年财政赤字可能创历史纪录



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 5：我们估算的财政激励作用



资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 2：修改后的经济指标预测

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	7.4~8.0	6.7	8.1	7.0
最终消费支出	10.4	10.9	10.1	9.6	8.7	10.5	8.6
城镇居民	11.5	11.6	8.6	7.3	7.1	7.5	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	14.4	13.2	15.7	12.0
资本形成总额	14.1	13.7	10.1	9.4	6.6	12.2	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	38.0	23.0	53.0	11.1
出口	23.9	19.8	17.2	-5.5	-6.5	-4.5	4.0
进口	16.0	13.9	18.5	-5.5	-6.5	-4.5	4.0
净出口（对GDP增速的贡献）	2.2	2.3	0.9	-0.5	-0.6	-0.4	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	5.31	4.77	5.04	4.77	NA

注：*各成分预测是基于7.4%的GDP增速

资料来源：中金公司研究部

表 3：目前的社保、医疗体系相对于 1998 年有显著进步

卫生医疗过去10年的改革进程
医疗卫生支出占全国财政总支出的比重从1998年仅有0.62%上升至2007年的4% 城镇基本医疗保险制度和新型农村合作医疗制度从无到有：1998年开始，城镇建立社会统筹和个人帐户相结合的基本医疗保险制度，用人单位交纳工资总额的6%，个人缴纳工资的2%；农村建立中央政府、地方政府和个人共同出资的新型农村合作医疗制度 1998年，国务院印发《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》。截至2008年6月，城镇职工基本医疗保险参保人数达到1.9亿人，城镇居民基本医疗保险参保5813万人，新型农村合作医疗参保8.15亿人。目前，城镇职工基本医疗保险制度在全国普遍建立，基本完成了公费、劳保医疗制度向基本医疗保险制度的转轨 农村合作医疗的覆盖率从1998仅为6.6%到实现农村覆盖率100%
社会保障过去10年的改革进程
社保支出占财政支出的比重由1998年的5.5%提高到2007年的11% 基本养老金发放额由1998年的1500多亿元增加到2007年的5900多亿元，并实现当期无拖欠 基本养老金水平不断提高：月人均养老金从1998年的455元提高到2007年的963元 养老保险制度覆盖的范围不断扩大：参保人数由1998年的1.12亿人增加到2007年的2.01亿人。在农村，我国已经有5171万农民参保了农村社会养老保险 失业保险制度建立以来，累计保障了2700多万失业人员基本生活，并为国有企业下岗职工基本生活保障制度的实施提供了270亿元的资金支持。失业保险还安排资金促进就业，推动市场就业和再就业机制的不断完善 截至今年8月，工伤保险参保人数已达13327万人。同时工伤保险制度的实施范围由国有企业逐步向非国有企业扩展，覆盖的人群逐步从正式职工向非正规就业人员、从城镇职工向农民工扩展

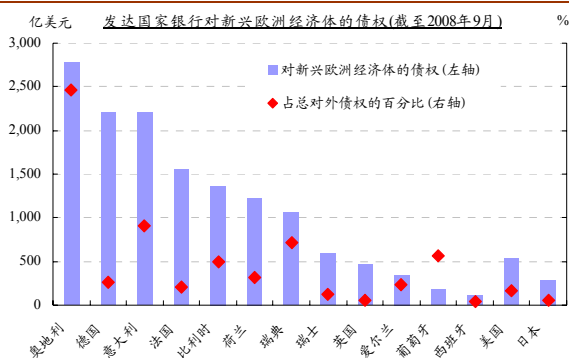
资料来源：人民网、中国统计年鉴、中金公司研究部

新兴市场方面：

新兴欧洲银行债务危机白热化，西欧能否施以挽救？

- ◆ 欧洲新兴经济体的经济和金融状况令人日益担忧。新兴欧洲经济体最近几年的经济高速增长很大程度是受益于西欧银行在当地分行提供的贷款扩张所支持。根据国际清算银行（BIS）截至 2008 年 9 月的统计数据，新兴欧洲国家来自于外国银行的贷款总额达 1.7 万亿美元，其中 90% 的是来自于西欧银行。全球流通性紧缩，西欧所提供的信贷崩溃，加上内部经济萧条已导致东欧与中欧的一些银行外债危机白热化。这也使得在该地区有大量业务的西欧银行风险显著增加。
- ◆ 奥地利、意大利、瑞典及比利时将首当其冲受累于新兴欧洲银行所面临的外部债务危机，使其暴露于巨大的信贷风险之中。而这些欧洲发达国家主要从德国和法国融资再转借于东欧，所以一旦东欧流动性真出问题，那德国和法国也很难避免受到间接冲击，这将成为金融市场的一大潜在风险（图 6）。再说，西欧多国财政状况脆弱，一旦金融体系爆发危机，政府救助能力将相当有限。
- ◆ 西欧国家是全球的主要信贷资金来源，所提供的跨国贷款占全球总额近 70%。中国的总外部贷款中亦有接近一半是来自西欧银行（截至 2008 年 9 月达 1420 亿美元）。一旦欧洲发生重大的信贷危机，全球的金融市场恐怕也无一幸免，其杀伤力绝对不可忽视。因此，在这轮新兴欧洲的金融危机中，欧洲经济货币联盟（EMU）和欧洲央行不可能坐而无视，而其他国际组织或联盟亦必将尽快商议对策，以避免发生第二轮全球性的重大信贷危机。

图 6：西欧银行在新兴欧洲国家拥有巨大敞口，尤其是奥地利、意大利、瑞典及比利时



资料来源：国际清算银行、中金公司研究部

亚洲新兴经济体国债风险有所上升，政府债券销售亦受到影响

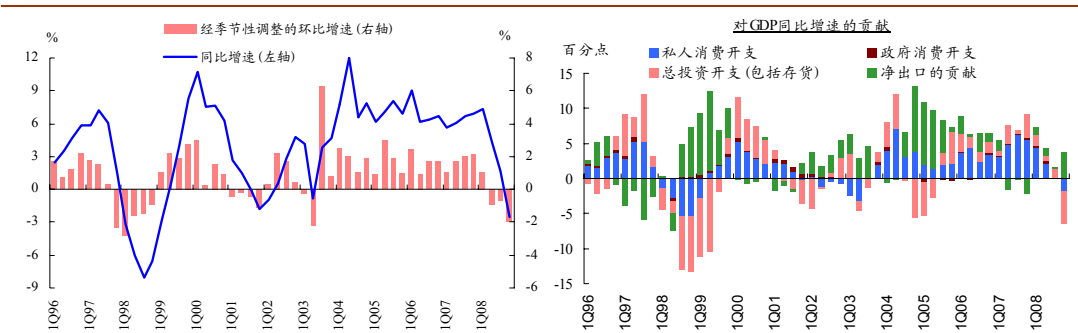
- ◆ 新兴欧洲银行债务危机加剧，增加了投资者对亚洲新兴市场的担忧。自今年 2 月初以来，韩国和印尼的 5 年期国债 CDS 利差已上升了 100 个基点左右，泰国、菲律宾、马来西亚和越南亦分别增加 50~80 个基点。此外，由于印度的财政状况恶化，标准普尔上周将其长期主权信用评级前景从“稳定”下调至“负面”。目前，印度的长期主权信用评级为投资评级中最低的“BBB-”。
- ◆ 亚洲多国政府为应付经济刺激计划开支而增发国债，但近期国债销售行情转弱。由于投资者担忧债券供应增加和经济前景恶化，韩国政府连续第二个月未能达到其国债拍卖目标，上周仅售出其计划的 8000 亿韩元 10 年期国债的 70%。而印尼政府上周出售的 30 亿美元 5 年和 10 年期美元债券的利率较美国国债高出 800 个基点以上。

鉴于全球经济下滑风险增加，我们将香港今年的经济增长预测下调至-3.5%

- ◆ 香港 2008 年 4 季度实际 GDP 同比下降了 2.5%，为近 10 年来最大降幅，而短期前景亦不容乐观。去年 4 季度 GDP 的收缩主要源于内部需求下降，其中个人消费开支贡献了负 1.9 个百分点，投资开支贡献了负 3.7 个百分点，而库存减少亦贡献了负 0.9 个百分点。另外，由于进口下滑幅度大于出口，净出口为 GDP 增速贡献了 3.7 个百分点（图 7）。进口下滑的主要原因是内需和转口贸易同时收缩导致资本货品、半制成品和原材料进口大幅减少。

- ◆ 鉴于全球经济下滑风险较预期严重,我们将 2009 年 GDP 增长预测下调至负 3.5%,主要反映个人消费、投资和出口下滑速度加快(表 14。特别是,多数亚洲经济体今年 1 月份的出口降幅已超过了 1997~98 年亚洲金融危机和 2001~02 年科技泡沫破灭的时候。外围基本面继续恶化,而内需疲软也正在加剧。经济收缩亦会导致就业市场进一步恶化但能减低通胀压力,因此我们将失业率上调至 6%和基本通胀率下调至 1.5%。

图 7: 香港去年 4 季度实际 GDP 录得近 10 年来最大同比降幅



资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 4: 香港 2009 年最新经济预测

	亚洲金融危机		科技泡沫破灭		非典爆发					此前预期	最新预测
	1998	1999	2001	2002	2003	2006	2007	2008	4Q08	2009F	2009F
实际GDP	-6.0	2.6	0.5	1.8	3.0	7.0	6.4	2.5	-2.5	-2.3	-3.5
私人消费开支	-5.5	1.2	1.8	-0.9	-1.3	5.9	8.5	1.8	-3.2	-3.0	-4.0
政府消费开支	0.5	3.1	6.0	2.4	1.8	0.3	3.0	2.0	2.6	4.0	4.0
投资开支	-7.6	-16.8	2.7	-4.7	0.9	7.1	3.4	-0.3	-17.3	-3.0	-6.0
净出口*	2.4	7.3	-0.3	2.4	2.5	1.7	-0.6	1.5	3.7	-0.2	-0.2
总出口	-4.4	4.5	-1.7	9.0	12.8	9.4	8.0	3.0	-3.9	-5.0	-6.2
总进口	-6.0	-0.5	-1.5	7.4	11.4	9.1	8.8	2.4	-6.0	-5.2	-6.4
基本通胀	3.2	-4.1	-1.4	-2.1	-3.2	2.0	2.8	5.6	5.4	1.8	1.5
核心通胀	3.4	-4.5	-1.5	-2.1	-3.8	2.0	2.4	4.1	2.2	1.6	1.4
失业率	4.7	6.2	5.1	7.3	7.9	4.8	4.0	3.6	4.1	5.5	6.0

* 对GDP增长贡献(百分点)

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

主要经济事件

◆ 降息空间不大，央票发行应继续——评央行货币政策执行报告

中国人民银行于 09 年 2 月 23 日晚发布 2008 年四季度货币政策执行报告（见表 5），报告要点如下：

1. 对目前利率水平的看法：“有观点将美国联邦基金目标利率与我国存贷款基准利率相比较，认为……我国利率仍有大幅下调的空间。实际上，各国利率体系因中央银行调控方式、金融制度及金融市场状况不同而存在差异。总体来看，我国与美国的利率水平比较接近，部分利率品种还低于美国”。

这显示央行认为继续大幅降息的空间不大。我们已于 2 月 9 日将今年后继降息预期调整为 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眼前继续大幅降息的必要性，降息更可能发生于未来信贷回落之后；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，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；3. 贸然大幅降息对币值稳定和资金流动可能造成负面影响，这方面近期俄罗斯的教训深刻。

2. 对经济下滑的政策建议：“长期以来，我国经济增长主要靠投资和出口拉动，最终消费率呈逐渐下降的态势，……当前全球经济增长显著放缓，将直接影响中国的出口以及贸易部门的投资。在外需不足的情况下，拉动经济增长必须通过增加投资或消费。而投资主导型的发展模式会增大资源环境压力，引起收入差距扩大，部分行业还会出现较严重的产能过剩，是不可能长期持续的。……应当看到，在外部需求减弱、全球经济失衡加快调整的大格局下，实现我国经济平稳较快发展根本上还是要加快以扩大消费内需为核心的结构调整和改革，……其中关键是通过减税让利、放松市场管制等措施，进一步激发经济体的活力和创造能力”。

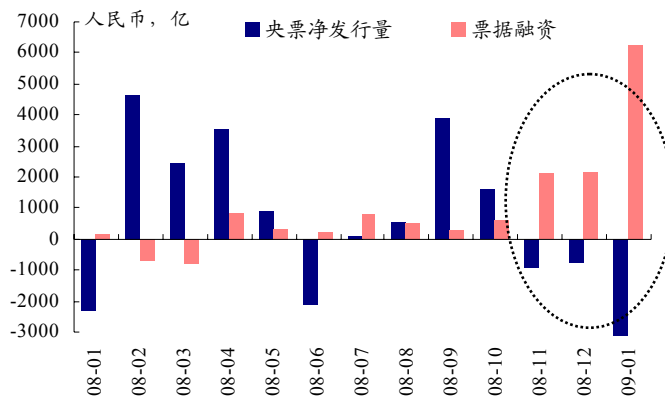
央行通过对中国投资/消费失衡的分析，指出面对外需放缓中国经济关键在于结构调整，如继续扩大投资将形成产能过剩，难以持续，这一建议与我们遥相呼应：我们于 23 日发布的报告《经济失衡下的市场亢奋》中指出，失衡多年之后的全球经济目前终于进入再平衡，各国资产价格应声而落。但唯独中国例外，内外失衡继续恶化：外贸顺差不减反增，投资/消费率继续上升，使得资产价格在全球“一枝独秀”。如果此时货币政策不是适度宽松，而是过度宽松，大量资金由于实体经济中可投项目的减少而流入资本市场，造成“熊市”中的“泡沫”，当一段时期后许多其他国家经济基本回复了平衡，中国可能由“一枝独秀”变为“一泡凸现”。我们相信中国将努力避免这种风险，经济必将走向再平衡。从货币政策角度来讲，我们在 2 月 16 日的宏观经济周报中的分析显示，停发央票乃是商业银行近期票据融资爆发性增长的重要原因（图 8）。因此，为防范票据贴现爆发性增长背后资金流向非实体经济的风险，有必要通过重新发行央票来适度管理流动性。

3. 对价格形势的看法：“近期价格仍有下行压力，通货紧缩风险大。不过也要看到，当前全球货币条件总体宽松，部分重要经济体已经采取量化宽松的货币政策，……一旦市场信心恢复，国际商品价格还可能重拾涨势。当前不少经济体及其央行的大规模注资和金融救援计划，都会导致货币增发和财政赤字增长，从中长期看有可能转化为通货膨胀压力，对此也要给予关注”。

这显示央行认为短期通缩压力大，但长期有通胀风险，这正是我们前期强调过的，尽管 09 年通缩风险较大，但目前各国大举刺激方案带来的高债务将引发未来通胀压力，因此中国对外资产配置应“短期买债券，长期买商品”（参见我们 11 月 24 日的报告《政策保八解近忧》）。

4. 未来货币政策思路：“根据经济形势特别是国际收支形势变化，合理安排公开市场工具组合，灵活适度管理银行体系流动性。引导货币信贷合理平稳增长；引导银行做好均衡合理放款工作”。这意味着如果贸易顺差继续高企且票据等信贷仍大幅增长，央行通过公开市场操作（譬如继续发央票）来管理流动性是可能的。

图 8：停发央票是银行票据融资爆发性增长的重要原因



资料来源：CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

表 5：08 年 3、4 季度央行货币政策执行报告对比

对货币运行的看法	
08年3季度	货币信贷平稳增长，银行体系流动性充裕，金融体系稳健运行。
08年4季度	货币信贷保持平稳较快增长，银行体系流动性充足，有力支持了经济平稳较快发展。总体来看，我国与美国的利率水平比较接近，部分利率品种还低于美国。
对宏观经济的看法	
08年3季度	当前全球经济调整步伐加快，国际金融危机影响加剧，国内经济运行的不确定性增加，经济下行风险增大，宏观调控面临复杂多变的局面。但我国经济持续增长仍有较大潜力，国民经济平稳增长的基本态势没有改变。
08年4季度	2008年我国经济增长虽然有所放缓，但总体保持平稳较快发展。进入9月份以后，国际金融危机急剧恶化，对我国经济的冲击明显加大。外部需求明显收缩，部分行业产能过剩，企业生产经营困难，城镇失业人员增多，经济增长下行的压力明显加大。在外需不足的情况下，拉动经济增长必须通过增加投资或消费。但投资主导型的发展模式会增大资源环境的压力，引起居民之间和城乡之间收入差距的扩大，部分行业还会出现较严重的产能过剩，容易导致经济增长大起大落，是不可能长期持续下去的。
对通货膨胀的看法	
08年3季度	价格形势及其变化须高度关注。当前经济中既存在可能引起价格上涨的成本推动因素，也有价格出现持续回落的可能。通货膨胀压力缓解为结构调整提供了空间和时间窗口，可择机推进资源价格形成机制改革，促进经济结构优化和发展方式转变，为长期内保持价格总水平的基本稳定奠定基础。但也要看到，国内劳动力供给可能已接近“刘易斯拐点”，能源资源约束的矛盾亦日益突出，劳动力成本、资源能源价格上升是长期趋势。国际上，为应对金融危机，越来越多经济体实施相对宽松的货币政策，大量注入的流动性在未来经济好转后可能转化为通货膨胀压力。因此，货币政策在近期要防止通货紧缩，在长期要防止通货膨胀。
08年4季度	价格近期仍有下行压力，通货紧缩风险大。不过也要看到，当前全球货币条件总体宽松，部分重要经济体已经采取量化宽松的货币政策，在这样的格局下，一旦市场信心恢复，国际商品价格还可能重拾涨势。当前不少经济体及其央行的大规模注资和金融救援计划，都会导致货币增发和财政赤字增长，从中长期看有可能转化为通货膨胀压力，对此也要给予关注。
对货币政策的展望	
08年3季度	中国人民银行将按照党中央、国务院关于经济工作的部署，实行适度宽松的货币政策，进一步提高金融调控的预见性、针对性和灵活性，根据形势变化及时、灵活、适度调整政策操作，确保银行体系流动性充分供应，保持货币信贷合理增长，维护货币和金融稳定，与积极财政政策相配合，积极支持扩大内需，加大金融对经济增长支持力度。 一是根据形势变化及时启动保障经济金融稳健运行的各项应对预案，加强国际协作，应对金融危机的不确定冲击。 二是确保金融体系流动性充足，及时向金融机构提供流动性支持。 三是促进货币信贷总量稳定增长，加大银行信贷对经济增长的支持力度。 四是加强窗口指导和政策引导，着力优化信贷结构。坚持区别对待、有保有压，鼓励金融机构加大对重点工程建设、中小企业、“三农”、灾后重建、助学、就业等的信贷支持，加大对技术改造、兼并重组、过剩产能转移、节能减排、发展循环经济的信贷支持。 五是进一步发挥债券市场融资功能。 六是加强对国际经济金融形势和资本流动的监测分析。
08年4季度	中国人民银行将把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务，认真执行适度宽松的货币政策，进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系有充足的流动性，促进货币信贷合理平稳增长，按照国务院有关金融促进经济发展的政策措施，加大金融对经济发展的支持力度。以高于GDP增长和物价上涨之和约3-4个百分点的增长幅度作为全年货币供应总量目标，争取广义货币供应量M2增长17%左右。 一是确保银行体系流动性充足。 二是促进货币信贷稳定增长。继续主动做好均衡合理放款工作。 三是引导金融机构优化信贷资金投向。 四是稳步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革。 五是继续深化外汇管理改革。 六是大力发展直接融资。
对人民币汇率的展望	
08年3季度	保持人民币汇率基本稳定，改进外汇管理，维护总量平衡。
08年4季度	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

2月通货膨胀预测

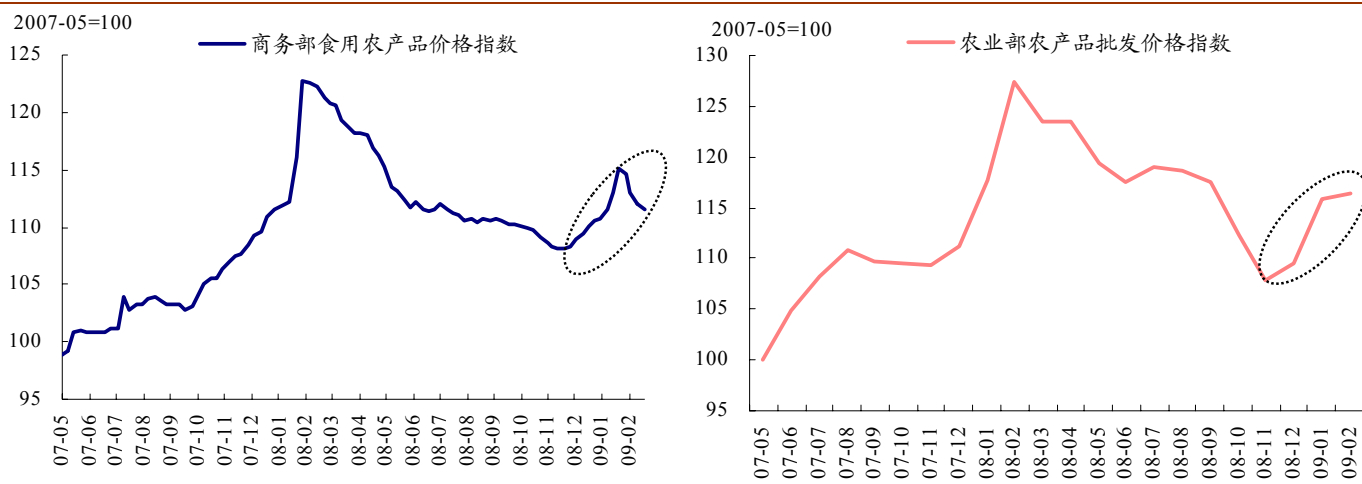
- ◆ 春节因素消失和产能过剩双重打击下通缩进一步加剧：2月份CPI通胀将出现6年以来的首次通缩，同比下滑至-1.7~-2.1%；PPI则进一步大幅下挫至-4.5~-5.0%，连续3个月维持同比通缩。

1. 食品CPI预测：节后农产品价格稳步回落：上周（2月16日至22日），商务部农产品价格继续较前一周下跌0.4%，农业部同期下降0.5%，符合我们此前对食品价格普遍回落的判断（图9）。我们预计2月份食品CPI环比为0~-0.6%，同比增幅则由于去年高基数，降至-3%上下。

2. 非食品CPI预测：受前期原材料价格下降和产能过剩影响，PPI进一步大幅下挫使得非食品CPI上涨乏力，我们预计2月非食品CPI环比在-0.4%到-0.8%之间，同比下降1.2~1.6%。新增因素下降，且2月份CPI翘尾因素为-2.5%（图10），这将使2月总体CPI通胀进一步降至负值-1.7~-2.1%（1月份1.0%），实现03年以来的首次通缩。

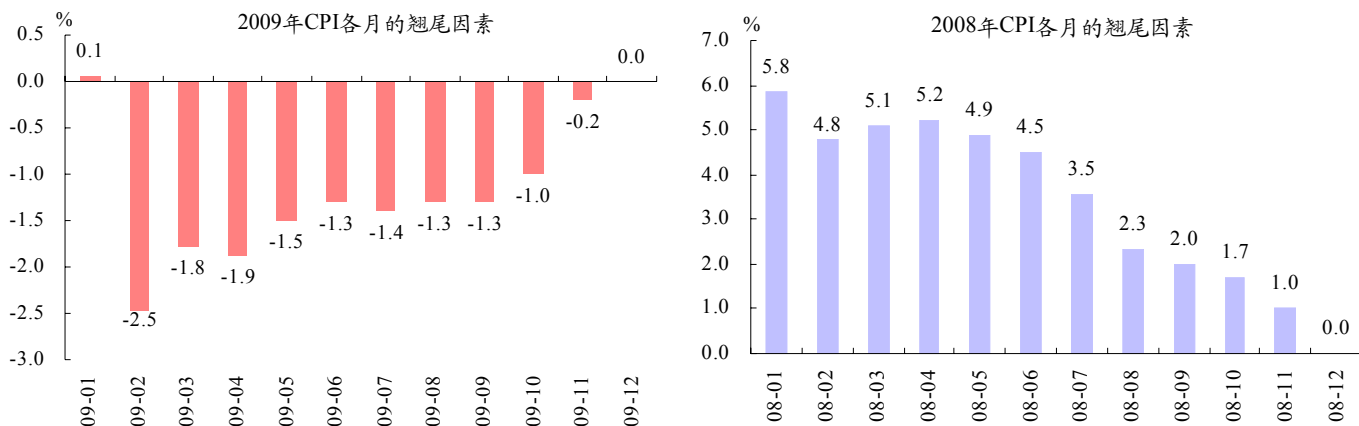
09年将陷入全面通缩：1、2月CPI与PPI的大幅放缓进一步验证我们的观点，即经济加速下滑引发的产能过剩和失业压力，以及全球大宗商品价格泡沫的破灭，增加了中国09年通缩风险。我们维持09年CPI通缩-1.3~-0.7%、PPI通缩-7.5~-6.3%的判断，09年可能出现CPI（包括食品和非食品）、PPI的全面通缩（参见2008年12月15日周报）。而通缩预期最大的风险是可能引起的需求不足将最终拖累消费和投资，导致企业利润更明显下滑，经济难以复苏。

图9：2月份春节因素消失，商务部农产品价格开始掉头向下



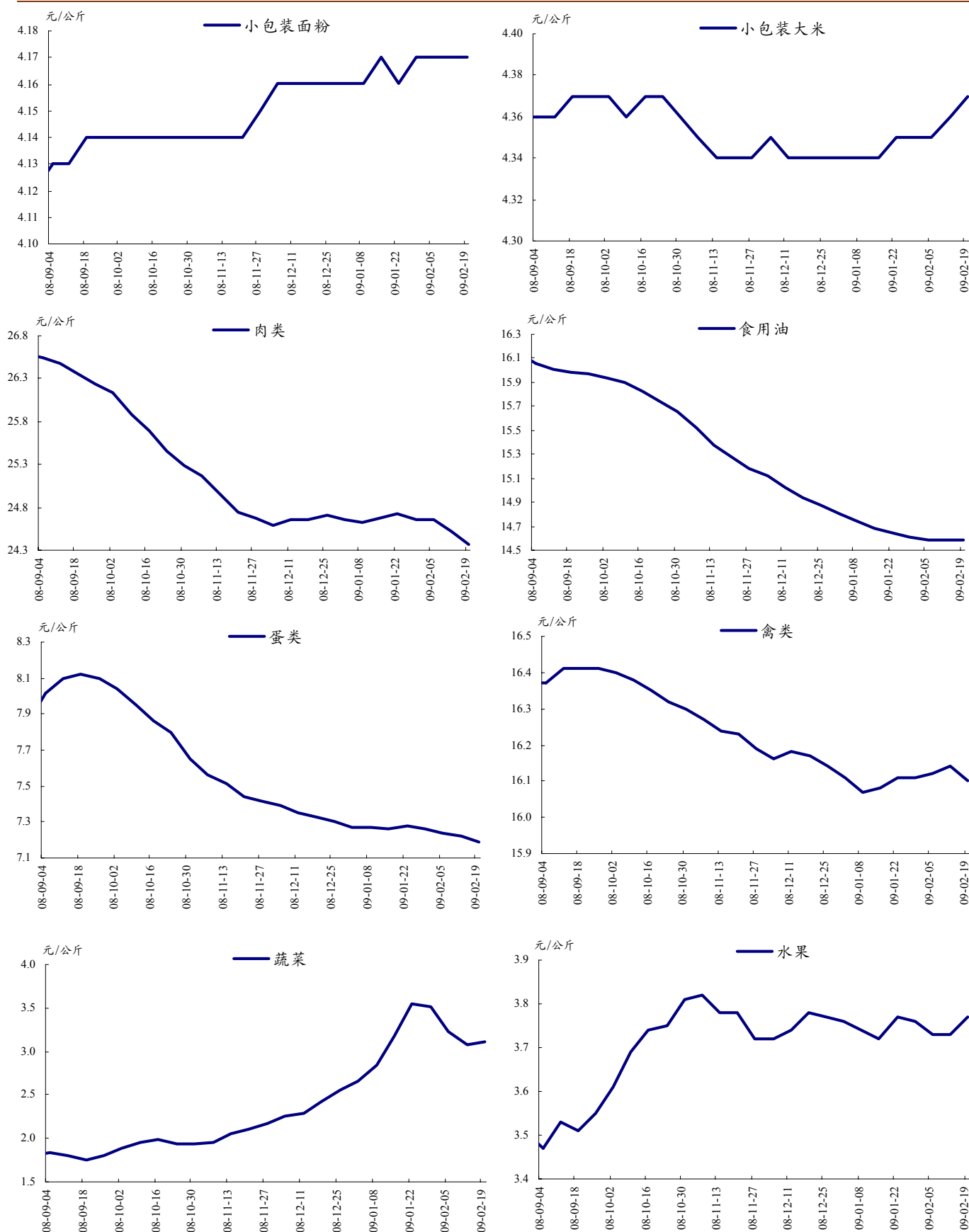
资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图10：09年CPI翘尾因素基本为负，与08年截然相反



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 11：尽管面粉价格有所上涨，但肉禽蛋、油脂价格继续下跌，前期大幅上涨的蔬菜也呈现节后回落态势



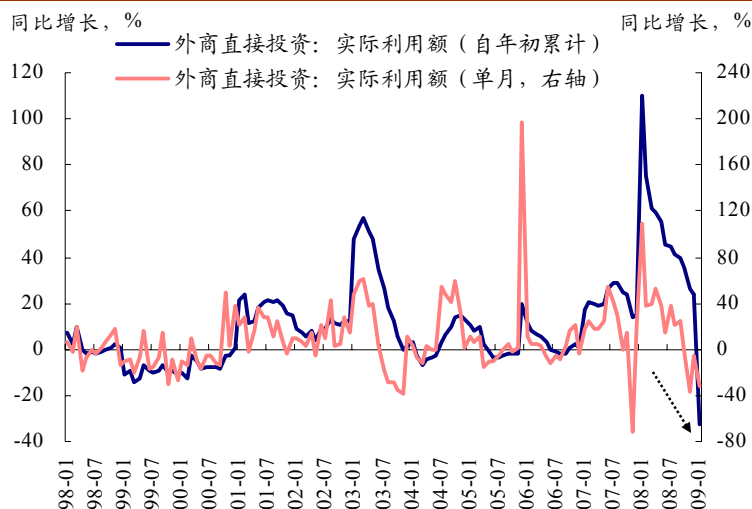
资料来源：商务部、中金公司研究部

近期经济数据

◆ 外商直接投资增速下降

1月全国实际使用外资金额75.41亿美元,同比下降32.67%。这是该数据自2008年10月以来连续第4个月出现同比负增长。受国际金融危机、去年同期基数超常增长和春节长假因素影响,1月外商直接投资(FDI)增速出现较快下降。

图 12: 1月份 FDI 增速出现较快下降



资料来源: 国家发改委、中金公司研究部

表 6: 国家财政收入细项

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008H1	2008-07	2008-08	2008-09	2008-10	2008-11	2008-12	2009-01	2008H1	2009-01
	十亿, 人民币															占财政收入比, %	
财政收入合计	1,890	2,172	2,640	3,165	3,876	5,130	6,132	3,481	607	385	422	533	379	325	613	100	100
税收收入	1,764	2,002	2,414	2,878	3,764	4,561	5,422	3,143	532	355	379	492	299	222	564	90.3	92.0
关税	70	92	104	107	114	143	177	94	18	17	16	14	11	7	13	2.7	2.1
企业所得税	308	292	395	534	704	962	1,201	791	150	23	27	152	19	39	159	22.7	26.0
增值税	618	724	880	1,079	1,278	1,547	1,800	948	149	151	152	146	127	126	169	27.2	27.6
营业税	245	284	357	423	513	658	763	405	78	50	50	73	48	59	103	11.6	16.8
消费税	105	118	150	163	189	221	257	135	20	21	22	22	18	19	26	3.9	4.2
个人所得税	121	142	174	209	245	319	372	214	28	26	26	27	24	27	44	6.1	7.2
出口退税						-564	-587	-288	-48	-45	-38	-60	-45	-62	-62	-8.3	-10.1
其他收入	127	170	225	287	112	569	710	338	75	30	42	41	80	103	49	9.7	8.0
	同比增长, %															占税收收入比, %	
财政收入合计	15.4	14.9	21.6	19.9	22.5	32.4	33.3	16.5	10.1	3.1	-0.3	-3.1	3.3	-17.1		100	100
税收收入	15.3	13.5	20.6	19.2	30.8	21.2	18.8	33.5	13.8	11.0	6.5	-0.5	-10.9	-11.9	-16.7	100	100
关税	-16.2	31.1	13.1	2.1	6.9	25.7	23.6	40.2	38.1	27.6	20.9	18.4	-18.5	-35.6	-19.3	3.0	2.2
企业所得税	17.2	-5.3	35.3	35.3	31.7	36.7	27.3	41.5	-4.2	-11*	5.4	4.8	-7.2	-42.1	-24.8	25.2	28.3
增值税	15.3	17.1	21.6	22.6	18.5	21.0	16.3	22.6	21.5	23.0	13.2	10.2	-2.3	-3.6	-2.8	30.2	30.0
营业税	18.7	16.1	25.4	18.7	21.2	28.3	15.9	25.6	17.1	4.3	-4.0	7.8	2.3	7.7	-2.7	12.9	18.3
消费税	12.5	13.0	27.0	8.8	15.4	17.0	16.4	18.4	15.1	15.0	15.9	11.2	10.9	17.0	13.2	4.3	4.5
个人所得税	-	17.0	22.5	20.6	17.1	29.8	16.8	27.2	8.2	11.5	7.3	1.7	4.7	-0.9	-1.9	6.8	7.8

资料来源: 财政部、CEIC、中金公司研究部

表 7: 中国出口数据大项

累计同比增长, %	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	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	-19.2	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	-12.9	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	1.1	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	-28.3	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	-25.6	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	-30.7	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	-17.4	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	-30.3	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	-21.5	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	-22.0	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	-3.0	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	-95.9	0.1

资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 8: 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	2009-01	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	-21.5	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	-58.5	0.1
橡胶制品	28.0	49.9	46.4	36.5	37.4	21.8	19.1	20.4	13.8	-22.2	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	-26.9	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	-18.5	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	-12.4	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	-7.6	1.7
钢铁	44.5	188.6	39.0	68.7	58.3	3.6	8.7	40.8	37.7	-38.1	5.0
有色金属	42.5	69.9	18.2	66.5	5.4	6.3	6.0	10.4	1.6	-57.3	1.4
金属制品	27.0	39.2	30.9	29.9	29.3	11.0	11.8	17.8	18.1	-8.7	3.8
机械及运输设备	47.9	42.9	31.3	29.5	26.5	22.1	25.3	23.8	16.7	-22.0	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	0.4	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	-6.8	1.7
金工机械	33.8	43.0	47.3	42.3	38.4	55.0	57.6	54.7	49.9	-1.2	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	-8.8	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	-23.7	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	-30.3	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	-26.9	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	-35.7	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	30.4	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	-3.0	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	-1.9	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	-5.4	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	8.3	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	5.7	8.4
鞋靴	16.8	17.4	25.3	14.5	16.0	11.2	12.5	15.1	17.2	10.7	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	-35.1	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	-15.3	0.7
杂项制品	17.1	21.4	23.4	17.5	25.7	20.9	18.0	17.5	17.0	-7.3	5.7

资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 9：居民消费价格（CPI）细项

同比增长，%	2007	08-01	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01
总体CPI	4.8	7.1	8.7	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0
食品	12.3	18.2	23.3	21.4	22.1	19.9	17.3	14.4	10.3	9.7	8.5	5.9	4.2	4.2
粮食	6.3	5.7	6.0	6.8	7.4	8.6	8.7	8.6	8.0	7.6	6.9	5.8	4.3	3.9
油脂	26.6	37.1	41.0	50.7	46.6	41.4	34.0	30.8	22.7	16.2	10.9	-0.1	-8.0	-13.9
肉禽	31.5	41.2	45.3	45.8	47.9	37.8	27.3	16.0	8.0	8.5	6.7	2.0	-1.0	-2.8
鲜蛋	23.9	4.6	6.0	3.4	3.6	2.0	2.1	5.9	2.7	5.5	4.2	2.9	2.0	1.3
水产品	5.1	8.7	13.8	11.0	16.1	18.3	18.3	18.3	16.4	14.7	12.7	11.2	10.4	11.6
鲜菜	8.9	13.7	46.0	22.7	13.6	10.3	8.3	8.4	1.7	1.9	0.2	-2.1	5.5	19.6
鲜果	0.8	10.3	8.7	4.3	12.1	10.0	14.2	17.4	13.0	8.9	5.5	4.2	1.5	-0.4
调味品	3.8	4.1	4.1	4.5	5.1	5.4	5.6	5.9	6.2	6.3	6.3	6.2	5.9	5.6
烟酒及用品	1.7	2.1	2.4	2.5	2.6	2.8	3.1	3.1	3.3	3.4	3.4	3.2	2.9	2.4
烟草	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3	0.2
衣着	-0.6	-1.9	-1.4	-1.2	-1.4	-1.5	-1.5	-1.4	-1.1	-1.2	-1.3	-1.7	-2.2	-2.7
服装	-0.6	-1.9	-1.6	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.5	-1.2	-1.4	-1.6	-2.0	-2.6	-3.1
家庭设备用品及维修服务	2.0	2.1	2.1	2.5	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.2	3.4	3.1	2.9	2.6
耐用消费品	1.6	0.7	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.5	1.7	1.5	1.6	1.2	0.9	0.6
家庭服务及加工维修服务	7.2	10.7	8.5	9.6	9.8	9.6	9.6	9.8	9.2	8.8	8.3	7.3	7.2	8.1
医疗保健及个人用品	2.1	3.2	3.2	3.7	3.6	3.3	3.1	3.1	2.9	2.6	2.4	2.0	1.7	1.6
西药	-0.9	0.5	0.7	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.2	0.9	1.0
中药材及中成药	7.8	11.4	10.7	10.7	9.9	7.9	6.4	5.4	4.9	4.5	3.9	3.6	3.3	3.3
医疗保健服务	2.2	0.9	3.2	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.1	0.2	0.6	0.6	0.7
交通和通信	-0.9	-1.1	-1.4	-1.7	-1.7	-1.6	-1.1	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	-0.7	-1.4	-2.5
交通工具	-2.3	-2.9	-3.0	-2.4	-2.1	-1.6	-1.3	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-1.3	-1.4	-1.3
车用燃料及零配件	3.7	6.8	7.5	7.8	7.9	8.1	12.9	22.2	22.2	22.2	22.4	14.3	8.1	-8.2
车辆使用及维修	2.4	1.9	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.7	0.9
城市间交通费	3.0	6	4.2	3.3	3.9	3.0	3.6	4.8	4.7	4.8	5.3	4.3	3.5	2.3
市区交通费	1.4	0.4	0.4	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9
通信工具	-18.3	-19.6	-19.9	-19.5	-19.7	-19.7	-19.3	-19.0	-18.6	-18.7	-18.8	-19.0	-19.3	-18.8
娱乐教育文化用品及服务	-1.0	-0.3	-0.9	-0.7	-0.7	-1.2	-1.0	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3	-0.3	-0.6	0.3
学杂托幼费	-0.4	0.5	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
教材及参考书	-0.9	-1.3	-1.0	-0.3	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.4	2.6				
文娱费	2.7	2.1	2.3	2.5	2.2	2.2	2.9	2.0	1.3	2.2	1.9	1.6	1.9	3.2
旅游	2.4	5.1	1.8	2.5	2.4	-2.2	-0.4	-0.1	0.9	0.6	0.7	2.0	-0.4	5.7
文娱用品	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.5	-0.2	-0.1	0.1	-7.5	-7.9	-8.2	-8.6	-9.0	-9.5
居住	4.5	6.1	6.6	7.0	6.8	7.1	7.7	7.7	7.1	6.5	4.6	1.1	-1.4	-2.3
水、电及燃料	3.0	5.5	6.5	7.0	7.1	7.9	9.1	9.1	8.2	8.6	6.8	1.7	0.3	-0.4
建房及装修材料	5.1	5.7	5.9	7.0	7.1	7.4	8.1	8.8	9.1	8.2	7.0	5.6	4.5	3.9
租房价格	4.2	4.7	4.5	4.5	4.5	4.4	4.2	3.8	3.5	2.7	2.0	1.9	1.6	1.3
城市CPI	4.5	6.8	8.5	8.0	8.1	7.3	6.8	6.1	4.7	4.4	3.7	2.2	0.9	0.7
农村CPI	5.4	7.7	9.2	9.0	9.3	8.5	7.8	6.8	5.4	5.3	4.6	2.9	1.9	1.5
消费品	5.7	8.5	10.9	10.4	10.6	9.8	8.9	7.8	6.0	5.7	4.9	3.1	1.9	1.5
服务类	1.9	2.6	2.0	1.8	1.7	1.3	1.5	1.5	1.4	1.2	0.9	0.3	-1.0	-0.8
非食品	1.1	1.5	1.6	1.8	1.8	1.7	1.9	2.1	2.1	2.0	1.6	0.6	-0.5	-0.6

资料来源：CEIC、中金公司研究部

表 10: 工业品出厂价格 (PPI) 细项

同比增长, %	2006	2007	08-01	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01
工业品出厂价格指数	3.0	3.1	6.1	6.6	8.0	8.1	8.2	8.8	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3
轻工业	0.5	2.2	3.6	3.7	4.5	4.5	4.3	4.6	4.4	4.2	4.3	3.4	2.2	0.8	-0.5
重工业	5.2	4.0	8.2	9.1	10.8	11.2	11.5	12.5	14.8	15.0	13.2	9.3	1.8	-2.8	-5.8
生产资料	3.9	3.2	6.5	7.2	8.7	9.0	9.2	10.1	11.7	12.0	10.8	7.7	2.0	-1.9	-4.4
采掘工业	14.8	3.8	20.5	25.3	29.0	27.2	25.9	29.3	34.1	35.1	30.1	22.7	6.6	-7.0	-13.2
原料工业	6.7	5.6	8.5	8.8	10.2	10.4	10.9	11.2	14.3	14.4	13.0	9.0	0.4	-3.9	-6.8
加工工业	1.1	2.0	3.8	4.1	5.5	6.0	6.3	7.2	7.7	7.9	7.3	5.1	2.1	-0.3	-2.2
生活资料	0.1	2.8	4.6	4.9	5.5	5.4	5.1	4.8	4.6	4.0	3.7	3.1	2.1	1.2	0.1
食品	0.3	7.0	10.4	11.0	12.3	11.9	11.0	9.7	9.1	7.4	6.8	5.4	3.3	1.7	0.2
衣着	1.3	1.2	2.2	1.8	2.0	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.1	2.6	2.3	1.9	0.9
一般日用品	0.8	1.5	3.0	3.4	3.8	3.7	3.9	4.1	4.3	4.3	4.0	3.6	2.9	2.1	1.0
耐用消费品	-2.0	-1.0	-0.6	0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-1.0	-1.5
分品种:															
煤炭开采	5.0	3.8	14.3	18.5	26.0	20.9	24.1	27.5	32.6	39.0	41.1	41.1	32.7	26.9	22.7
石油天然气开采	21.9	2.0	29.3	36.7	37.1	37.1	30.2	35.1	40.2	37.4	25.1	11.2	-14.1	-39.7	-49.9
黑色金属矿采选	-3.1	10.3	27.7	30.9	37.0	37.1	41.1	44.4	52.4	49.9	39.2	20.2	2.6	-5.8	-16.1
有色金属矿采选	23.4	12.6	10.4	9.8	11.3	11.5	9.7	8.8	9.7	6.6	5.0	1.3	-11.6	-15.4	-16.9
非金属矿采选	2.5	3.1	5.6	6.7	8.5	10.3	11.1	11.8	14.8	16.5	16.9	14.9	9.5	5.3	2.3
农副产品加工	0.0	13.3	19.3	20.2	22.9	21.5	19.5	16.9	16.1	12.7	11.2	8.4	3.6	0.5	-1.6
食品制造	1.1	2.6	6.3	7.4	7.6	8.0	8.6	9.1	9.2	8.9	9.0	8.3	7.4	6.2	3.9
饮料制造	0.5	1.2	3.0	2.9	3.2	4.1	4.1	4.0	3.9	4.2	4.3	4.1	3.6	3.0	1.4
烟草加工	0.5	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5	0.4	0.6	0.4	0.7	0.6	0.4	0.8	0.5	0.3
纺织业	2.1	0.8	1.9	1.4	2.1	2.1	1.8	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5	0.2	-0.6	-1.3
衣服、鞋帽制造	0.9	0.7	1.8	1.8	1.7	2.4	2.4	2.6	2.7	2.5	1.6	2.5	2.1	1.8	0.5
羽毛、毛皮、绒及相关产品	1.2	2.4	3.4	2.2	2.4	2.7	3.1	2.5	1.8	2.3	2.1	1.9	1.7	1.1	0.5
木材加工及竹、藤等加工	2.3	3.6	3.8	3.3	4.5	4.5	4.3	4.3	4.8	4.6	4.7	4.3	3.4	2.8	0.4
家具制造	0.3	1.5	2.9	2.9	3.1	3.4	3.6	4.3	3.6	3.7	3.4	3.3	3.4	2.6	1.4
造纸及纸制品业	0.7	1.0	3.4	3.8	4.4	6.1	6.6	7.7	7.8	8.1	7.7	6.9	4.7	2.1	-1.2
印刷和记录媒介复制业	-0.2	0.5	1.3	2.3	2.1	1.7	2.9	3.5	3.0	3.0	3.0	3.4	2.8	2.0	1.4
文化、教育及运动产品	1.4	1.5	1.3	0.6	1.1	1.7	2.1	2.3	2.9	1.8	2.8	2.1	2.3	1.7	0.8
石油、炼焦及核燃料加工	17.9	5.0	14.0	14.7	16.7	17.9	19.2	20.5	32.9	34.2	32.2	27.3	10.2	3.9	-5.2
化学原料及化学制品制造业	0.4	3.7	9.2	9.7	11.7	13.3	14.8	17.0	17.8	18.2	16.4	10.8	0.8	-5.5	-8.9
医疗及药品	-1.4	2.1	4.0	4.5	4.8	5.1	5.6	4.7	4.3	3.6	3.1	2.4	1.6	1.5	1.7
化纤业	1.2	3.3	3.5	3.1	3.3	3.3	2.0	1.9	1.8	0.4	-0.5	-2.5	-9.6	-14.1	-17.0
橡胶制品	4.7	3.3	2.7	3.0	3.4	3.8	3.4	5.2	5.7	6.3	7.4	7.5	6.6	3.8	3.2
塑料制品	1.0	2.0	2.3	2.4	2.4	2.6	2.6	3.4	4.4	4.4	4.6	2.9	0.7	-1.0	-2.6
非金属矿物制品	1.5	1.3	3.9	4.6	6.2	6.4	6.5	7.6	10.4	11.1	11.6	10.1	8.3	8.1	5.1
黑色金属冶炼及加工	-4.0	7.9	17.3	17.9	21.2	24.8	26.7	28.7	31.0	29.9	24.7	15.3	3.3	-3.9	-7.2
有色金属冶炼及加工	22.5	13.9	4.7	6.6	10.0	4.7	0.6	-1.9	-2.1	-2.3	-4.6	-9.8	-19.4	-24.9	-24.6
金属制品	1.0	2.6	4.0	4.3	6.0	6.4	7.7	8.8	9.4	9.8	8.9	7.5	4.9	2.5	1.6
通用设备制造	0.2	1.3	2.5	2.7	3.7	4.2	4.9	5.6	5.9	6.6	6.5	6.3	5.2	3.7	2.1
专用设备	1.2	1.5	2.4	2.6	2.9	3.1	2.9	3.5	3.8	4.4	4.0	3.9	3.7	2.7	2.4
交通设备	-0.5	0.0	0.8	0.7	0.7	1.0	1.7	1.6	2.0	1.9	2.2	2.5	1.8	1.7	1.5
电气机械及器材制造业	7.4	3.7	1.2	1.9	2.2	1.9	1.8	1.7	2.0	1.9	0.6	-1.3	-2.9	-5.6	
通讯、计算机及其他电子器件	-3.4	-2.5	-1.7	-2.2	-1.3	-1.8	-1.9	-1.0	-2.4	-1.8	-0.8	-1.9	-1.3	-2.5	-3.8
仪器仪表及文化办公机械制造业	-0.8	-1.2	0.0	-0.2	0.3	0.6	0.3	0.7	0.4	0.3	0.5	0.0	0.4	-0.4	-0.1
工艺品及其他制造业	2.5	4.3	5.8	6.3	6.6	7.0	6.7	5.4	5.6	6.1	6.1	4.5	3.6	2.6	2.4
废弃资源和废旧材料回收加工业	3.4	4.4	6.4	6.4	10.6	14.3	14.4	14.6	16.0	12.4	15.6	6.4	-7.3	-6.7	-11.2
电力、热力生产供应业	2.8	2.2	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	1.5	1.0	3.2	3.5	3.9	3.8	3.7
气体生产加工	6.8	4.8	5.8	5.8	6.0	6.3	6.8	7.3	7.0	6.4	6.6	6.1	3.9	2.6	1.8
水的生产和供应	6.4	4.7	3.9	3.8	3.8	3.4	3.2	2.6	2.6	3.2	2.4	2.2	2.3	2.5	2.1

资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 11：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	2009-01
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	90.5
	同比增长，%	27.2	25.7	30.6	17.7	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5
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	51.3
	同比增长，%	19.9	20.8	24.6	31.2	33.6	22.9	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1
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	39.1
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	1.0
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	0.7
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	-3.3
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	-17.1
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	30.8	32.5
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	4,110
	同比增长，%	12.7	12.1	11.1	12.3	12.3	10.9	9.3	10.6	9.0	12.7	12.0
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	16,520
	同比增长，%	17.5	21.0	18.3	14.2	14.0	11.5	9.4	8.9	6.8	9.1	6.7
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	49,610
	同比增长，%	16.9	16.7	16.3	17.4	16.4	16.0	15.3	15.0	14.8	17.8	18.8
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	49,470
	同比增长，%	16.8	16.1	17.4	18.9	19.6	19.2	18.2	21.1	19.3	19.3	22.9
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	31,990
	同比增长，%	15.1	16.1	14.8	14.1	14.6	14.3	14.7	14.6	16.0	18.8	21.3
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	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	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	6.84

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

2月27日美国经济分析局公布08年4季度GDP修正值，4季度实际GDP年化环比下降6.2%，从月前公布的初值大幅下降2.4个百分点，为自1982年1季度以来最大跌幅。（表12，图13）。

中金点评：

08年4季度GDP修正值较我们此前萎缩6%的预期更为恶劣，主要由私人消费和私人投资被大幅下调所带动。私人消费拖累GDP从此前公布的2.47个百分点下降至3.01个百分点。库存量的减少导致私人投资的萎缩速度更为显著，库存量拉动GDP增长从此前公布的1.32个百分点下调至0.16个百分点，而私人投资亦因此从此前公布的拖累GDP1.8个百分点下调至3.11个百分点。即便库存量的下降减轻了其对美国经济在今年第一季度表现所带来的负面影响，然而最近公布的数据显示美国经济并没有任何改善的迹象，因此我们依然预期美国经济于今年第一季度将萎缩5%，最早在今年年底才有望微弱复苏。

◆ 住房市场调整继续

1月份新屋开工数较上月大幅下降16.8%，年化46.6万套，为历史新低。独栋房屋开工数下降12.2%，连排房屋开工数亦大幅下降27.9%。新屋许可数较上月下降4.8%（图14）。

1月份新屋销售量环比下降10.2%，为30.9万套。待售新屋库存下跌至34.2万套，按照当前的销售速度，存货出清时间从12月份的12.2个月上升至13.3个月（图15）。1月份成屋销售量下降5.3%，为449万套；独栋房屋和连排房屋销售量分别下降4.7%和10.2%。成屋存货出清时间从上月的9.4个月上升至9.6个月（图16）。

12月份S&P/Case-shiller20大城市房价指数同比下跌18.5%（图17），为历年新高。20大城市房价连续9个月全线下跌，其中8个城市跌幅更超过20%。

中金点评：

新屋开工数大幅下降，且不断创出历史新低，年化开工数现已约50%低于70年代衰退时的最低位。正如我们一再指出，新屋开工数是美国房市的重要领先指标，通常领先整体经济活动约4至6个月，此数据不断下滑意味着整体经济最少在未来6个月继续萎缩。美联储虽已开始且正增加购买MBS的数量，截至2月25日，其持有MBS余额达685亿美元，因此抵押贷款利率亦处于相对较低水平，然而金融机构不断收紧借贷条件以减低风险，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，因此我们预期房价仍有10%左右跌幅。

◆ 耐用品订单减小，消费者信心下降

1月份耐用品订单环比下降5.2%，非国防和扣除飞机及零件耐用品订单数字下降5.4%（图18）。

2月份密歇根大学消费者信心指数从1月份的61.2降至56.3（图19）。当前经济条件指数下降1个百分点至65.5，预期指数下降7.3个百分点至50.5。

中金点评：

在投资及出口加剧萎缩的情况下，耐用品订单维持疲软态势，其已从去年7月起连续6个月下降，累计跌幅高达24.9%。前瞻的看，劳动市场疲软，失业率持续上升，本地需求下滑，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，就业市场恶化和资产价格下滑，密歇根大学消费者信心指数在历史低位徘徊，高度不确定的经济和金融环境将继续影响消费者信心，奥巴马的退税计划有望在短期内为消费市场带来正面影响。

◆ 持续申请失业救济人数上升

截至2月21日当周的首次申请失业救济人数上升3.6万人至66.7万人（图20）。持续申请失业救济人数更大幅上升11.4万人，至511万人，创纪录高位。

中金点评：

四周平均首次申请失业救济人数上升至63.9万人，接近27年的高位，而更能显示整体失业情况的持续申请失业救济人数亦不断创下纪录新高，可见美国就业市场萎缩情况非常严峻。急速下滑的需求和依然紧缩的信贷条件，严重影响企业投资和扩张的意愿，而暗淡的经济前景继续为消费带来压力，企业亦继而减低产量和成本，恶性循环地继续影响就业市场。奥巴马的经济刺激计划需希望在未来几年创造350万个就业机会，然而亦难在短期内使美国经济回复较明显的增长。

◆ 德国 Ifo 指数再度恶化

德国 Ifo 商业信心指数下降在1月份短暂反弹后又在2月下滑0.4点至至少18年以来的低位，但预期指数连续两个月上行至80.9（图21）。分行业来看，制造业与批发业信心指数继续下滑，而零售和建筑业指数略有改善。

中金点评：

受外需低迷及国内投资需求的拖累，德国制造业仍持续恶化，并拖累 Ifo 指数再度下跌。但在通胀持续下滑及德国政府推出新一轮经济刺激计划的支持下，零售业与建筑业有所回升，德国2月份 PMI 零售指数亦有所回升。尽管 Ifo 现状指数仍略有下滑，但预期指数已连续2个月小幅改善，这亦与连续4个月上行的 ZEW 预期指数相一致，显示市场预期德国经济可能于下半年微弱复苏。但鉴于德国工业及企业投资对出口的高度依赖，德国经济前景仍视乎外需复苏的速度。

◆ 欧元区经常账户录得逆差，工业订单下滑

欧元区2008年12月经常账户录得73亿欧元的逆差，其中经常转移逆差76亿欧元，收入项下逆差22亿欧元，商品贸易逆差12亿欧元，而服务录得顺差37亿欧元。08年全年来看，经常账户逆差达632亿欧元，而2007年全年曾录得顺差363亿欧元（图22）。主要由于2007年货物和收入项目由566亿及110亿欧元的顺差转变为6亿及182亿欧元的逆差。

欧元区2008年12月工业订单环比下降5.2%，下跌幅度较上个月的5.4%略微放缓（但仍显著高于去年10月份及之前的跌幅），同比则下降了22.3%。与2007年相比，新订单数在2008年下跌了5%。

中金点评：

由于全球范围内的需求疲软及投资收益不振，使欧元区出口及收入项目显著恶化，经常账户已连续8个月处于逆差。受此影响，欧元区制造业亦深陷衰退。制造业 PMI 指数连续9个月处于萎缩区域，2月份降至该指数01年编制以来的新低。而12月份工业新订单下滑幅度仍较高，而且订单下滑最严重的类别仍然是机械设备、金属、交通设备及化工产品等占出口权重较大的类别，加之其重要出口地东欧经济显著恶化，欧元区出口前景仍然黯淡。

◆ 工业订单下滑日本贸易逆差创历史新高，工业产出跌幅扩大，制造业 PMI 略有反弹

日本 1 月份出口同比下滑 45.7%，远大于进口同比下滑幅度 31.7%，导致日本贸易逆差达到历史最高水平的 9526 亿日元（图 23）。所有类别的商品均出现同比大幅下滑的状况，机械，电子机械及运输设备拖累出口 31.3 个百分点。分出口地来看，日本对亚洲、美国和欧洲均出现显著下滑，分别萎缩 45.7%，53% 及 47%。

日本 1 月份工业产出指数降至 76，环比下降 10%，跌幅较上个月的 9.8% 略有扩大。该指数同比跌幅更达到 30.8%，较上个月的 20.8% 的降幅显著恶化。装船指数环比下降 11.4%，存货下降 2%。（图 24）

日本 2 月份制造业 PMI 指数从 1PMI 月份的 29.6 回升至 31.6，但仍显著低于 11 月份 36.7 的水平。

中金点评：

日本 1 月份的出口数据显示日本外需状况仍在恶化，其对主要贸易伙伴的出口同比下滑速度已由 12 月份的 30% 左右，扩大到 40%-60% 区间。受此影响，1 月份工业产出的下滑幅度亦略有升高。尽管存货水平终于有所下降，但存货装船比仍环比上升 11.6%，同比上升 51.3%，显示存货调整的速度远远落后于外需恶化的形势。日本 2 月份 PMI 指数略有回升，然而仍显著低于 11 月份 36.7 的水平，且波动性较小的 3 个月滑动平均值仍低至 30.7，为连续第 12 个月下行，显示制造业萎缩速度仍可观。

◆ 日本 2008 年第四季度 GDP 创 1974 年以来最大跌幅

日本 2008 年第四季度 GDP 年化环比下降 12.7%（图 25），为连续第三个季度萎缩。日本一直以来的经济动力净出口及投资在本季成为打击日本经济的最大贡献者本季成为经济负增长的最主要因素，分别拖累经济增长 10 及 3.2 个百分点。私人消费年化环比下降 1.6%，私人住宅投资年化环比增长 24.6%。

中金点评：

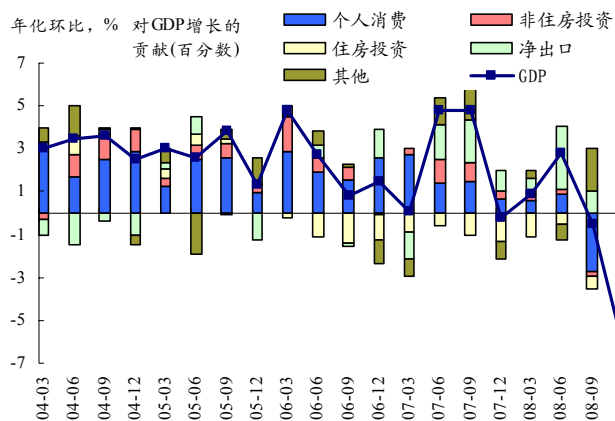
出口的大幅萎缩成为日本经济急剧恶化的主因。由于全球投资需求及耐用品消费需求大幅萎缩，加之日元汇率自 2008 年中大幅升值，去年日本第四季度实际出口年化环比大幅下降 45%，第四季度 GDP 年化环比跌幅中近 80% 由净出口直接贡献。由于外需低迷导致企业减产及利润下降，出口下滑亦使得企业投资备受冲击。此外，由于就业市场前景黯淡，家庭收入下降，私人消费亦有所下滑。然而日本消费占 GDP 比重远小于其他欧美国家，不存在过度消费的问题，因此私人消费萎缩程度可能不及美国。私人住宅投资本季成为拉动经济的最主要力量，然而新屋动工数在 12 月份录得同比萎缩，环比来看已连续 3 个月负增长，其走软的势头预示日本住房投资的大幅增长可能难以持续。

表 12: 美国 GDP 大幅萎缩

	08年3季度	08年4季度	
		初值	修正值
实际GDP	-0.5	-3.8	-6.2
最终消费	-1.34	-5.12	-6.36
贡献(百分点)			
私人消费	-2.75	-2.47	-3.01
耐用品	-1.16	-1.71	-1.67
非耐用品	-1.57	-1.49	-1.95
服务	-0.03	0.74	0.61
私人投资	0.06	-1.80	-3.11
固定资产投资	-0.79	-3.12	-3.26
企业投资	-0.19	-2.26	-2.48
住宅投资	-0.60	-0.85	-0.78
存货变化	0.84	1.32	0.16
净出口	1.05	0.09	-0.46
出口	0.4	-2.84	-3.44
进口	0.65	2.93	2.99
政府支出	1.14	0.38	0.32

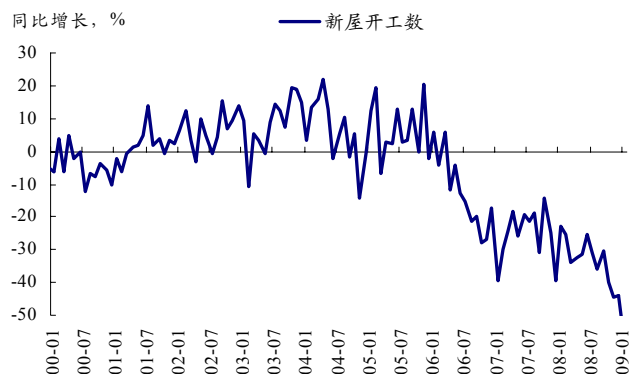
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 13: 美国 GDP 大幅萎缩



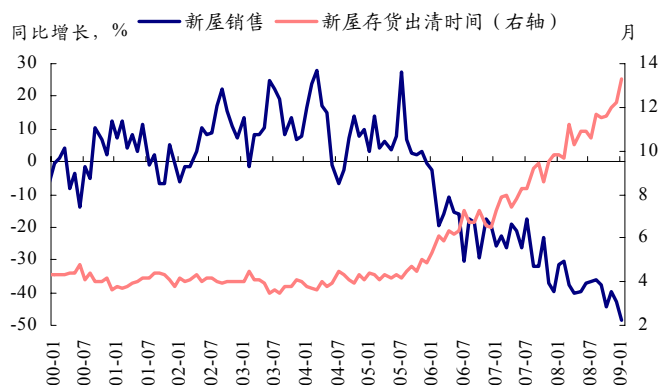
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 14: 新屋开工数继续下降



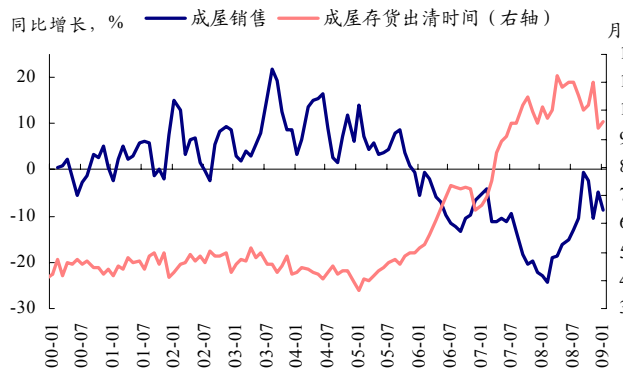
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 15: 新屋销售跌速加快



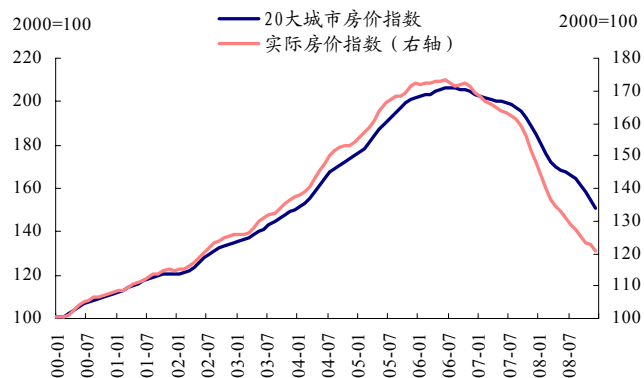
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 16: 成屋销售未见起色



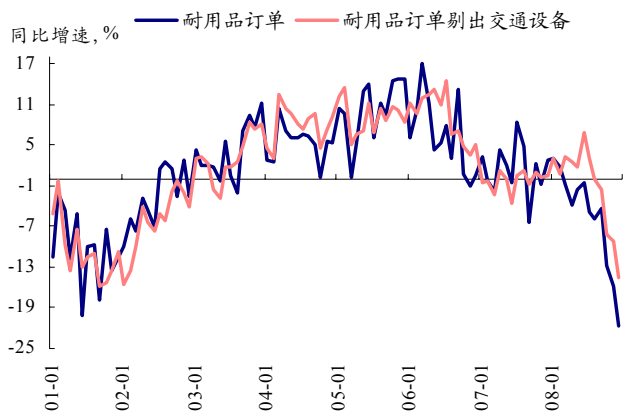
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 17: 房价持续下跌



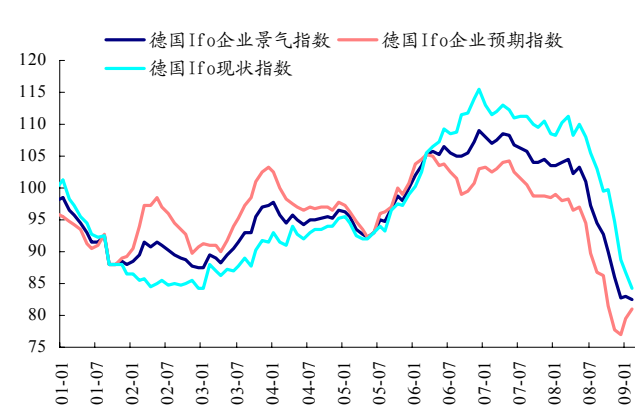
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 18: 耐用品订单大幅下跌



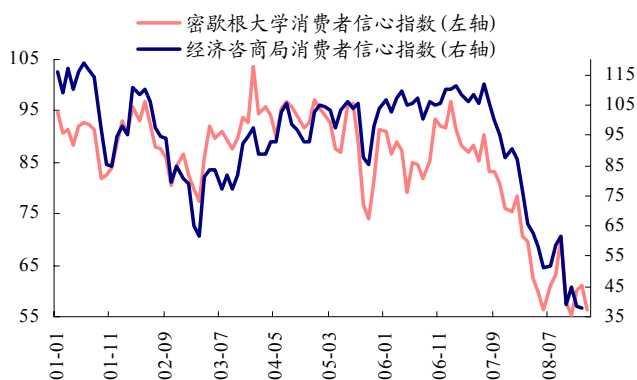
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 21: 德国 Ifo 指数再次下跌



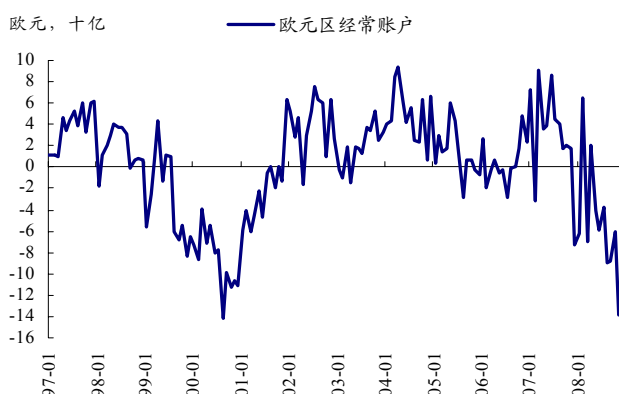
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 19: 消费者信心指数再次下降



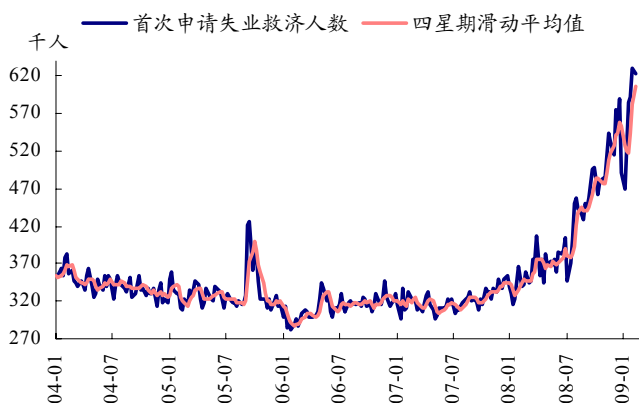
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 22: 欧元区经常账户持续录得逆差



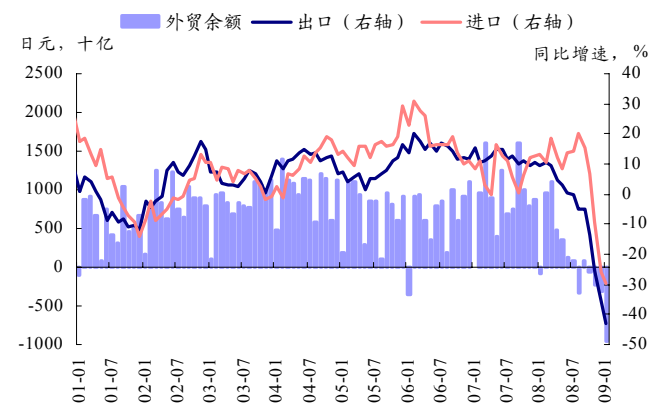
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 20: 首次申领失业救济人数持续上升



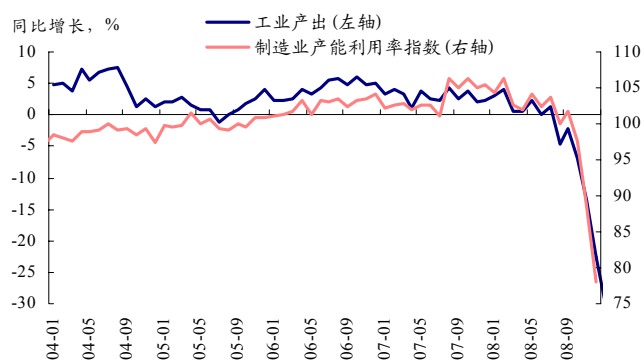
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 23: 日本外贸逆差创历史新高



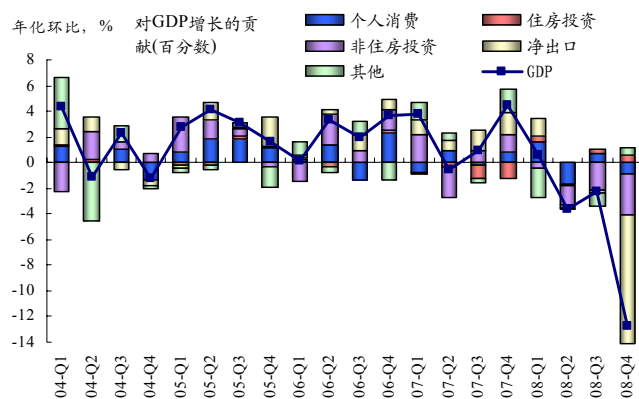
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 24: 日本工业产出大幅下滑



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 25: 日本第四季度 GDP 主要受净出口拖累



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 13: 美国主要经济数据

	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02
工业生产												
工业产出指数	112	111.4	111.2	111.3	111.2	109.8	105.3	107	105.7	103.2	101.3	
同比增长, %	1.45	0.36	0.18	-0.09	-0.71	-1.96	-6.23	-4.29	-5.88	-8.19	-10.04	
产能利用率 (%)	80.4	79.9	79.6	79.6	79.4	78.3	75	76.1	75.2	73.3	72	
ISM制造业指数	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	49.9	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	-15.9	-21.1	-16.3	-17.7	-16.7	-20.1	1.9	-38.7	-39.8	-36.1	-24.3	-41.3
消费												
零售额(美元, 十亿)	380.02	380.79	383.77	384.07	381.58	378.97	373.03	360.30	351.78	341.07	344.65	
同比增长, %	2.34	2.76	2.01	3.08	1.95	1.26	-1.42	-5.09	-8.43	-10.47	-9.70	
私人收入(美元, 十亿)	11999	12003.1	12219.8	12233.6	12136	12168.8	12173.2	12161.9	12117.9	12092.6		
同比增长, %	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)	10039.7	10073.5	10144.2	10196.4	10187.1	10170.9	10132.4	10016.2	9938.4	9836		
同比增长, %	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	69.5	62.6	59.8	56.4	61.2	63	70.3	57.6	55.3	60.1	61.2	56.2
投资												
耐用品订单(美元, 十亿)	215,616	213,475	213,671	216,650	218,163	206,084	206,034	188,534	181,047	172,760	163,798	
同比增长, %	-0.79	-3.80	-1.48	-0.54	-4.94	-5.85	-4.45	-12.66	-15.87	-22.92	-23.35	
外贸												
出口额 (美元, 十亿)	149.62	155.15	157.09	162.99	168.26	165.52	155.00	151.45	142.32	133.80		
同比增长, %	14.97	18.87	17.51	20.07	20.20	16.47	8.56	5.09	-1.99	-8.44		
进口额(美元, 十亿)	207.10	217.04	217.63	222.20	229.90	224.90	212.08	208.66	183.91	173.73		
同比增长, %	7.61	13.76	12.69	14.02	16.52	13.90	6.98	4.10	-10.33	-14.72		
贸易余额(美元, 十亿)	-57.48	-61.89	-60.54	-59.21	-61.64	-59.38	-57.08	-57.21	-41.58	-39.93		
同比增长, %	-7.77	2.70	1.85	0.14	7.53	7.30	2.90	1.55	-30.54	-30.65		
通货膨胀(同比增长, %)												
CPI	4.0	3.9	4.2	5.0	5.6	5.4	4.9	3.7	1.1	0.1	0.0	
核心CPI	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	
PCE	3.4	3.4	3.5	4.1	4.5	4.4	4.1	3.2	1.4	0.6		
核心PCE	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.0	1.9	1.7		
PPI	6.7	6.4	7.3	9.1	9.9	9.7	8.8	5.2	0.4	-0.9	-1.0	
核心PPI	2.5	2.9	3.0	2.9	3.3	3.7	4.0	4.4	4.2	4.3	4.2	
住房市场												
新屋开工数 (千栋)	988	1004	982	1089	949	854	824	767	655	560	466	
同比增长, %	-33.78	-32.48	-31.62	-25.31	-30.78	-36.13	-30.46	-39.84	-44.44	-44.00	-56.20	
新屋销售 (千栋)	513	542	515	499	505	448	434	404	380	344	309	
同比增长, %	-37.67	-40.24	-39.91	-37.07	-36.56	-36.18	-37.46	-44.12	-39.59	-42.67	-48.24	
成屋销售 (百万栋)	4.92	4.85	4.95	4.90	4.99	4.93	5.10	4.94	4.54	4.74	4.49	
同比增长, %	-18.95	-18.62	-16.10	-14.93	-12.91	-10.36	-0.58	-2.37	-10.63	-4.82	-8.55	
Case-Shiller房价指数	172.20	169.98	168.60	167.77	166.36	164.65	161.64	158.11	154.55	150.66		
同比增长, %	-14.33	-15.23	-15.75	-15.88	-16.28	-16.58	-17.40	-18.07	-18.20	-18.55		
劳工市场												
非农就业人数 (千人)	137,814	137,654	137,517	137,356	137,228	137,053	136,732	136,352	135,755	135,178	134,580	
非农就业人数增加值(千人)	-122	-160	-137	-161	-128	-175	-321	-380	-597	-577	-598	
失业率, %	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(%)	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.00	1.00	0-0.25	0-0.25	0-0.25
3个月国债收益率(%)	1.3156	1.3772	1.879	1.7306	1.6594	1.7103	0.9044	0.436	0.406	0.0203	0.1116	0.2638
2年期国债收益率(%)	1.5824	2.2537	2.6411	2.6164	2.5079	2.3669	1.9599	1.5480	1.0993	0.7321	0.7695	1.0735
10年期国债收益率(%)	3.4096	3.7279	4.0595	3.969	3.9462	3.8116	3.8234	3.953	2.9533	2.1652	2.364	2.9688
30年期国债收益率(%)	4.2917	4.4672	4.7147	4.5239	4.5727	4.4227	4.311	4.3664	3.4882	2.6203	2.9704	3.6596
30年住房贷款利率(%)	5.67	5.80	5.98	6.17	6.26	6.26	5.94	6.41	5.76	5.26	5.1	5.25
美元名义有效汇率	72.78	72.95	73.55	74.18	73.64	76.6	78.25	82.79	85.17	83.02	83.26	
美元实际有效汇率	81.95	82.01	82.71	83.56	83.15	85.49	87.45	93.17	94.34	91.9	93.21	
美元/欧元汇率	1.5788	1.5622	1.5554	1.5755	1.5603	1.4673	1.4092	1.2726	1.2869	1.3916	1.3316	1.2675
日元/美元汇率	99.69	103.91	105.52	106.21	107.91	108.8	106.11	98.46	95.28	91.16	90.47	97.36

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

表 14：欧洲和日本主要经济数据

	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02
欧元区												
工业产出（除建筑业）同比增长，%	1.4	4.3	-0.3	-0.4	-1.1	-0.5	-2.5	-5.6	-8.4	-12		
PMI制造业指数	52	50.7	50.6	49.2	47.4	47.6	45	41.1	35.6	33.9	34.4	33.6
PMI服务业指数	51.6	52	50.6	49.1	48.3	48.5	48.4	45.8	42.5	42.1	42.2	38.9
零售同比增长，%	-2.9	-1.6	0.3	-3.1	-1.4	-1.7	-1	-2.1	-2.5	-1.5		
出口额(欧元，十亿)	129.3	139.1	127.8	136.0	142.3	115.9	136.9	140.9	120.2	113.8		
同比增长，%	-1.48	17.20	3.49	5.01	9.23	-2.91	8.87	0.35	-11.34	0.00		
进口额（欧元，十亿）	130.3	136.2	131.3	135.5	144.8	125.4	141.4	140.5	126.0	114.5		
同比增长，%	4.45	15.66	6.66	10.59	15.06	5.94	15.09	3.16	-5.46	0.00		
贸易余额(欧元，十亿)	-1.01	2.94	-3.40	0.50	-2.50	-9.40	-4.50	0.30	-5.80	-0.70		
失业率，%	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，%	3.60	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	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00
德国												
工业产出同比增长，%	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	55.1	53.6	53.6	52.6	50.9	49.7	47.4	42.9	35.7	32.7	32.0	32.2
PMI服务业指数	51.8	54.9	53.8	52.1	53.1	51.4	50.2	48.3	45.1	46.6	45.2	41.6
IFO商业景气指数	104.6	102.2	103.2	101.0	97.2	94.6	92.7	90.1	85.9	82.7	83.0	82.6
ZEW经济景气指数	32.1	33.2	38.6	37.6	17.0	-9.2	-1.0	-35.9	-50.4	-64.5	-77.1	-86.2
出口订单数同比增长，%	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，%	1.1	-0.8	2.8	0.2	0.2	1.2	1.2	0.1	-1.0	-2.4		
Icon消费者信心指数	98	100	96	96	93	91	91	88	85	78	73	
出口额（欧元，十亿）	83.5	89.5	80.1	88.1	86.8	75.5	87.0	89.4	76.8	67.4		
同比增长，%	-0.4	13.6	1.5	7.7	6.8	-2.8	6.5	0.7	-12.5	-8.2		
进口额（欧元，十亿）	66.8	70.5	66.0	68.0	72.8	64.7	71.8	72.8	66.9	60.4		
同比增长，%	2.6	10.8	7.5	4.5	15.2	2.1	13.1	4.6	-1.6	-3.4		
贸易余额（欧元，十亿）	16.0	16.7	15.2	18.0	12.2	13.9	13.9	16.0	10.9	11.0		
失业率，%	7.9	7.9	7.9	7.8	7.7	7.7	7.6	7.6	7.6	7.7	7.8	7.9
CPI同比增长，%	3.1	2.4	3.0	3.3	3.3	3.1	2.9	2.4	1.4	1.1	0.9	
美国												
工业产出同比增长，%	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	50.8	49.5	45.9	44.1	45.3	41.2	40.7	34.5	34.9	35.8	
PMI服务业指数	52.1	50.4	49.8	47.1	47.4	49.2	46.0	42.4	40.1	40.2	42.5	
零售同比增长，%	3.9	1.1	6.8	3.3	3.8	3.8	2.9	3.1	2.7	-0.7	2.8	
出口额（英镑，十亿）	33.8	34.6	35.0	35.6	36.3	35.1	35.3	34.7	33.2	32.8		
同比增长，%	11.92	14.87	16.06	16.06	17.53	12.23	12.73	8.28	2.13	3.04		
进口额（英镑，十亿）	37.4	38.1	38.6	39.6	40.6	39.1	39.0	38.1	37.2	36.5		
同比增长，%	8.97	14.98	14.66	15.34	15.21	10.52	8.91	5.46	1.78	1.25		
贸易余额（英镑，十亿）	-3.60	-3.53	-3.64	-4.00	-4.32	-4.02	-3.74	-3.37	-3.98	-3.61		
失业率，%	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.1	3.3	3.6	3.8	
CPI同比增长，%	2.5	3.0	3.3	3.8	4.4	4.7	5.2	4.5	4.1	3.1	3.0	
基准利率	5.25	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	4.50	3.00	2.00	1.50	1.00
日本												
工业产出同比增长，%	-0.7	1.9	1.1	0.0	2.4	-6.9	0.2	-7.1	-16.6	-20.8	-30.8	
机器订单同比增长，%	-6.2	0.5	5.1	9.7	-4.7	-13.0	-4.2	-15.5	-27.7	-26.8		
海外订单同比增长，%	-13.5	-5.2	7.2	0.5	-7.4	-9.4	-2.0	-44.2	-44.1	-29.1		
零售同比增长，%	1.0	0.1	0.3	0.3	2.0	0.7	-0.3	-0.7	-0.9	-2.7	-2.4	
出口额(日元，十亿)	7351.3	6594.8	6504.6	6840.8	7289.4	6715.4	7028.4	6592.5	5062.3	4592.0		
同比增长，%	2.8	4.8	4.2	-1.5	8.7	0.8	2.1	-7.3	-26.5	-35.1		
进口额（日元，十亿）	6105.7	5996.3	6007.3	6591.8	6982.0	6856.6	6708.2	6446.6	5155.7	4789.8		
同比增长，%	13.3	13.9	4.6	17.8	17.6	18.5	31.1	8.0	-13.7	-21.2		
贸易余额（日元，十亿）	1245.6	598.5	497.3	249.0	307.4	-141.2	320.2	145.8	-93.4	-197.9		
失业率，%	3.8	4.0	4.0	4.1	4.0	4.2	4.0	3.7	3.9	4.3	4.1	
CPI同比增长，%	1.2	0.8	1.3	2.0	2.3	2.1	2.1	1.7	1.0	0.4	0.0	
基准利率	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、范尚祎、谭仲贤

主要经济事件

事件一

泰国、台湾地区和马来西亚降息 25~50 个基点

中金点评：

台湾地区中央银行 2 月 18 日下调政策利率 25 个基点至 1.25%，符合市场预期。是次为该央行自去年 9 月以来第 7 次降息，总共达 2.375 个百分点（图 26）。

马来西亚中央银行 2 月 24 日宣布下调政策利率 50 个基点至 2.0%，而市场最初预期利率维持不变（彭博对 15 位经济学家的调查显示，仅有 6 位预计降息 50 个基点）。是次为该央行在 3 个月内第 3 次降息，总共达 1.5 个百分点（图 27）。

泰国中央银行 2 月 25 日下调政策利率 50 个基点至 1.5%，符合市场预期。是次为该央行自去年 12 月以来第 3 次降息，总共达 2.25 个百分点（图 28）。

近期经济数据

- ◆ 外需下滑和内需疲软导致香港、台湾地区和泰国的 GDP 显著下跌，创 97~98 年亚洲金融危机以来最大降幅，而马来西亚、印尼和印度的经济增速亦有所下滑（图 29）

中金点评：

由于全球经济放缓加剧，外部需求疲软导致多个亚洲经济体的出口显著下滑。随着消费意欲及投资气氛转差，以及信贷市场紧缩，内部需求亦失去增长动力，整体经济活动显著下降。上周香港、台湾地区、泰国、马来西亚、印尼和印度分别公布了 08 年 4 季度 GDP 数据，经济衰退程度远高于市场的预期：

香港 08 年 4 季度实际 GDP 同比下降 2.5%，为近 10 年来最大降幅，并低于彭博预测中值的下降 2%。同期，经季节性调整的 GDP 环比下降 2.0%，而 3 季度为下降 0.5%。香港政府预计今年 GDP 将会收缩约 2~3%。因此，财政司司长宣布临时推出 84 亿港元的税务宽免措施和降低大多数政府物业租金。其他财政措施主要是重申 08 年特区行政长官已宣布的举措，其中包括设立 6.2 万个就业机会、加快已计划基础设施项目、增加保健和社会福利等开支。

台湾地区 08 年 4 季度实际 GDP 同比下降创纪录的 8.4%，显著低于 3 季度的 1.1%降幅，并差于彭博预测中值的下降 6.8%。随着全球经济衰退沉重打击出口，台湾工业对 GDP 的贡献明显下降，从 3 季度的负 0.14 个百分点大幅下滑至 4 季度的负 6.54 个百分点。

泰国 08 年 4 季度实际 GDP 同比下降 4.3%，而 3 季度则同比上升 3.9%，为 97~98 年亚洲金融危机以来最大降幅。净出口对 GDP 的贡献从 2 季度和 3 季度的 2.4 和 0.04 个百分点显著下滑至 4 季度的负 6.6 个百分点，主因是商品出口和旅游服务输出有所下滑。与此同时，经季节性调整的实际 GDP 环比下跌 6.1%，显著低于 3 季度的 0.4%增速。泰国政府向下修正今年实际 GDP 预测从零增长到收缩 1%，低于 2008 年的 2.6%增速。泰国财政部长称将于 33 亿美元的预算以外额外推出更多的财政措施以刺激经济。

马来西亚 实际 GDP 增速从 08 年 3 季度的 4.7%大幅下滑至 08 年 4 季度的 0.1%，为 7 年来最慢升幅，并低于彭博预测中值的 1.5%增速。

印尼 GDP 增速从 08 年 3 季度的 6.4% 放缓至 4 季度的 5.2%，低于彭博调查的 5.7%。具体而言，家庭支出增长从 3 季度的 5.3% 下降至 4 季度的 4.8%，而投资开支增长亦从 12.2% 下滑至 9.1%。虽然出口同比下降 1.8%，但由于进口亦下滑 3.5%，使 4 季度净出口对 GDP 的贡献率上升 0.4 个百分点至 2.5%。

印度 GDP 增速从 08 年 3 季度的 7.6% 放缓至 4 季度的 5.3%，低于彭博调查的 6.1%，为 05 年以来最低。

◆ 新加坡、泰国和越南出口显著下滑，泰国更录得历史最大降幅

中金点评：

全球需求萎缩对亚洲区内出口影响加剧，多个地区出口增速创纪录以来最大跌幅。但由于农历新年假期导致 1 月份工作日较少，因此数据可能不完全反映实际贸易表现。上周新加坡、香港、泰国和越南分别公布了 09 年 1 月份的出口数据：

新加坡 09 年 1 月出口创最少 22 年以来最大降幅，主因是全球经济衰退减少了新加坡十大出口市场对电子产品和其他商品的需求。非石油本土出口同比下降 34.8%，而 08 年 12 月则下滑 20.8%。由于 1 月份出口总额同比下降 37.8%，而进口总额下滑 33.3%，使贸易盈余减少了约 0.2 亿新加坡元至 9.7 亿新加坡元。对美国出口增速从 12 月的 23.9% 增加至 1 月的 50%，而对 中国出口下降幅度更从 12 月的 2.9% 大幅增加至 1 月的 51.6%。出口和进口大幅下降的部分原因是农历新年假期使 1 月份工作日较少所致（图 30）。

香港 09 年 1 月商品出口同比下跌创纪录的 21.8% 至 1878 亿港元，而进口亦下降了 27.1% 至 1805 亿港元，导致贸易平衡由 08 年 12 月的 118 亿港元赤字变成 09 年 1 月的 72 亿港元盈余。进出口大幅下降亦反映了农历新年假期工作日较少的影响（图 31）。

泰国 商品出口创纪录以来最大跌幅，1 月份出口额同比下降 26.5%，而进口额亦下滑 37.6%，为 10 年来最大降幅。1 月份贸易盈余从 08 年 12 月的 3.5 亿美元上升至近 14 亿美元（图 32）。

越南 商品出口同比增速从去年 4 季度的同比上升 5.2% 下跌至今年 1~2 月的 5.1% 降幅。同时，1~2 月份进口亦大幅度下降 43.1%，此前 4 季度为同比下滑 10.8%，导致贸易平衡自 06 年 4 月以来首次出现贸易顺差，1~2 月份为 6.8 亿美元。

台湾地区 出口订单和工业生产总值创纪录以来最大跌幅。1 月份出口订单同比下降 42%，而 08 年 12 月则下滑 33%。与此同时，工业产值亦同比下降 43%，而 08 年 12 月则下滑 32%。类似其他亚洲经济体，出口订单和工业生产总值大幅下降的部分原因是农历新年假期使 1 月份工作日较少所致，因此数据可能不完全反映实际情况（图 33）。

◆ 内需持续疲软、通胀压力舒缓，但失业率显著上升

中金点评：

内需持续疲软，通胀压力渐渐消退。由于经济活动显著下降，劳动力市场状况开始显著恶化：

印尼 摩托车销售录得逾两年来最大跌幅，09 年 1 月份同比下跌 22.3%，显著低于 08 年 12 月的 2.4% 涨幅。同时印尼汽车销售亦录得 27 个月以来最大跌幅，同比下跌 23.5%，而 08 年 12 月则增加 1.2%。

泰国 汽车销售连续第 8 个月下滑，09 年 1 月份同比下降 29.8%，低于 08 年 12 月的 8.3% 降幅。韩国百货店销售从 08 年 12 月两年以来最大降幅的 4.5% 有所回升，1 月同比增速为 10.4%，主因是消费者购买食品和礼物以庆祝农历新年假期。

新加坡 09 年 1 月通胀率从 08 年 12 月的 4.3% 回落至 16 个月低点的 2.9%，主因是国际油价下

跌和国内需求疲软（图 34）。

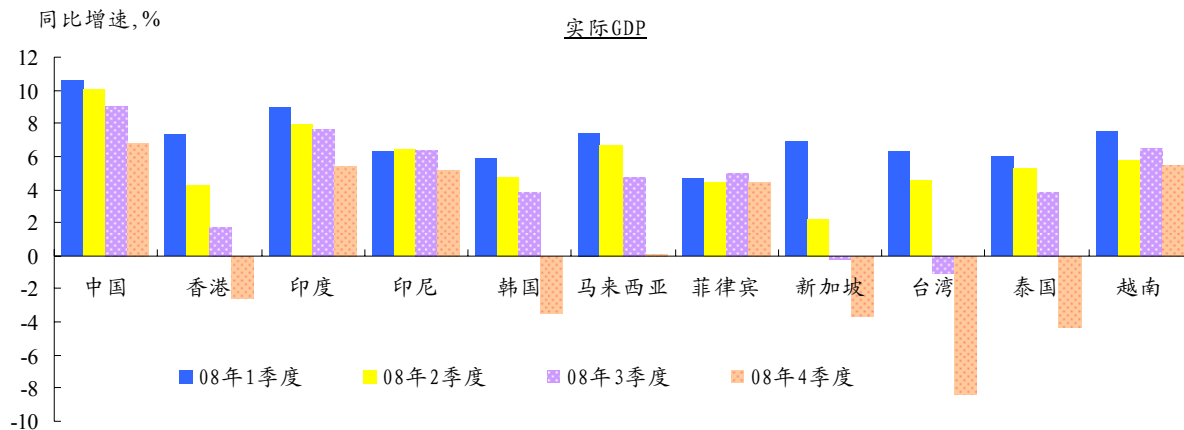
越南 09 年 1 月通胀率亦从 08 年 12 月的 17.5% 回落至 13 个月低点的 14.8%，主因是食品价格通胀显著放缓，从 08 年 6 月峰点的 45.6% 下滑至 09 年 1 月的 21.5%（图 35）。

印度 通胀率持续下降，截止 2 月 14 日的一周，印度批发价格指数（印度央行跟踪通胀的指标）同比增速从一周前的 3.92% 下降至 3.36%，为 07 年 12 月以来最低（图 36）。

香港 09 年 1 月通胀率从 08 年 12 月的 2.1% 上升至 3.1%，主因是 08 年 12 月通胀率受宽减差餉措施而被推低，但 09 年 1 月通胀率则不受此措施所影响。然而，09 年 1 月通胀率仍然受其他政府一次性纾困措施所影响，特别是电费补贴。剔除所有政府一次性纾困措施的影响，09 年 1 月基本通胀率为 4.5%，略低于 08 年 12 月的 4.6%，主要由于私人房屋租金升幅收窄及基本电力费用下调（图 37）。

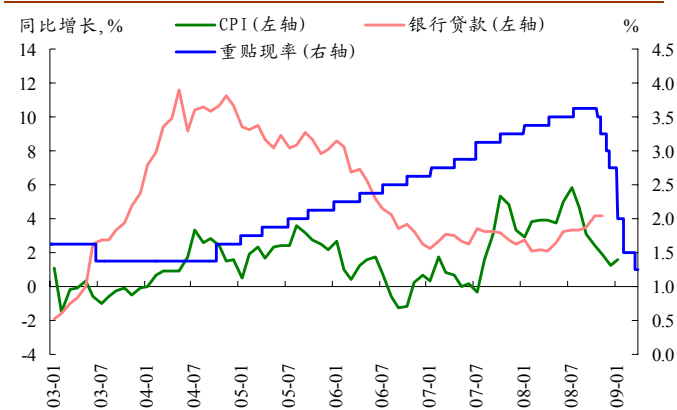
香港 劳动力市场进一步恶化，09 年 1 月失业率上升 0.5 个百分点至 27 个月新高的 4.6%，增幅是 01 年 12 月以来最大。根据香港政府统计处，失业率差不多在所有行业均录得上升。与此同时，就业不足率也由 1.9% 上升至 2.1%（图 38）。

图 26：亚洲新兴经济体 2008 年实际 GDP 增速



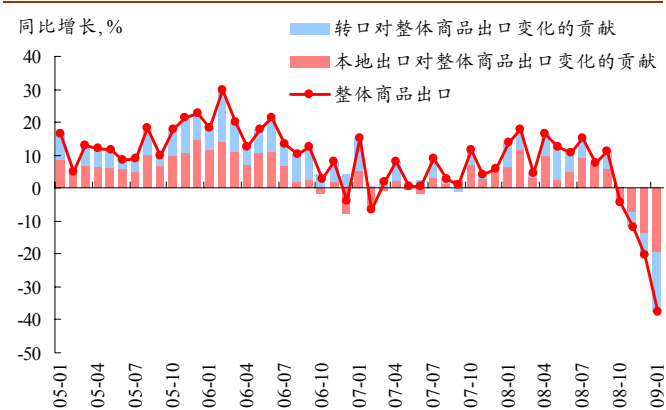
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 27: 台湾地区央行利率和通胀率



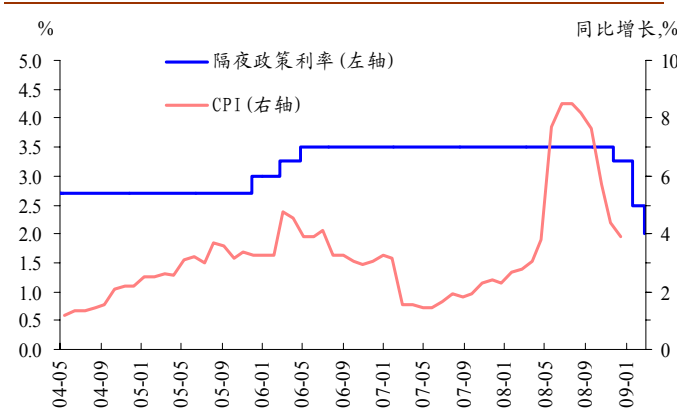
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 30: 新加坡整体商品出口



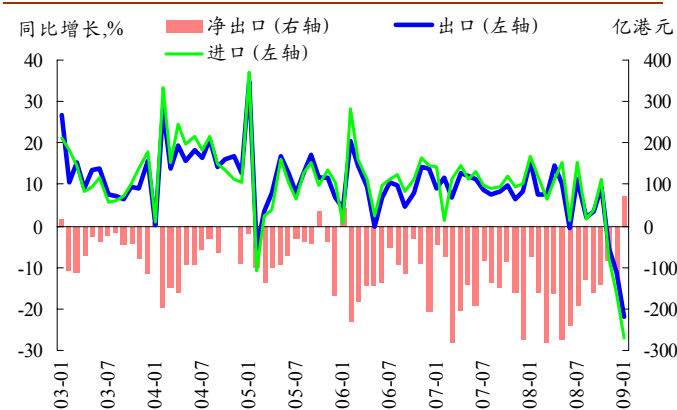
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 28: 马来西亚央行利率和通胀率



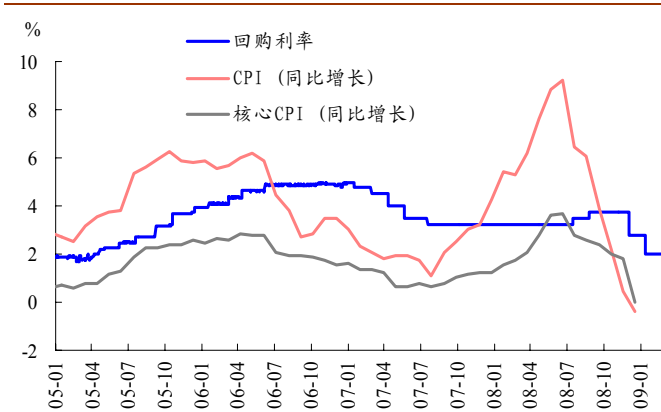
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 31: 香港商品贸易



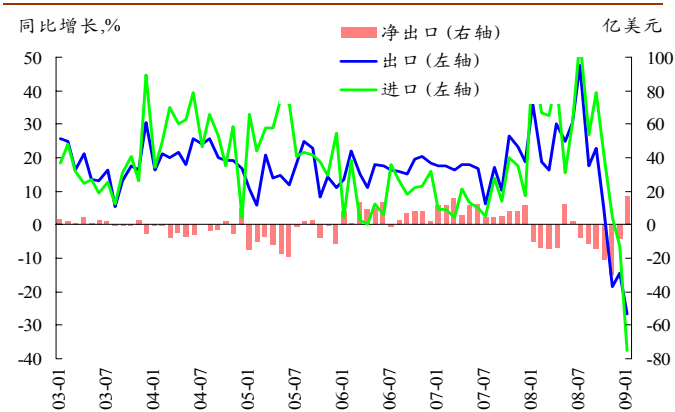
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 29: 泰国央行利率和通胀率



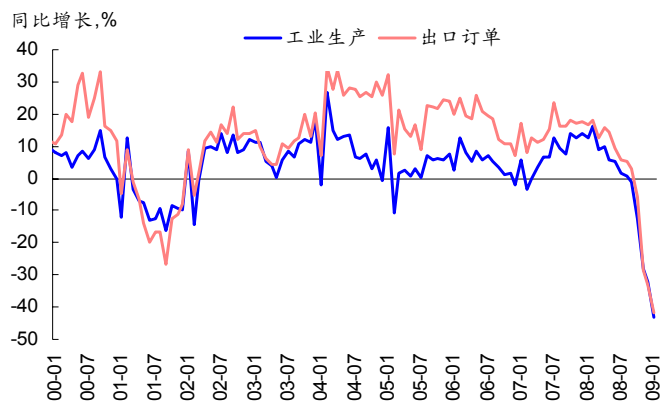
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 32: 泰国商品贸易



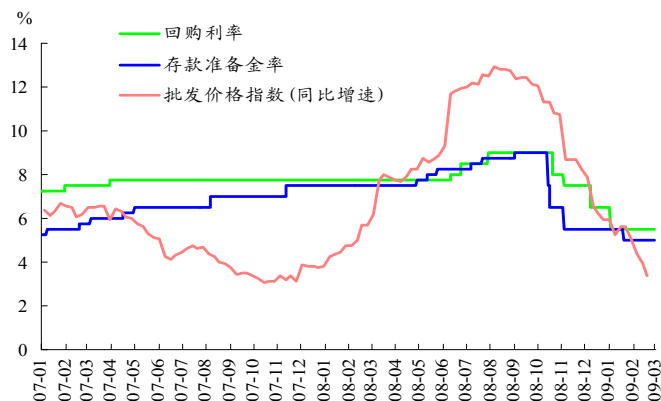
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 33: 台湾地区出口订单和工业生产总值



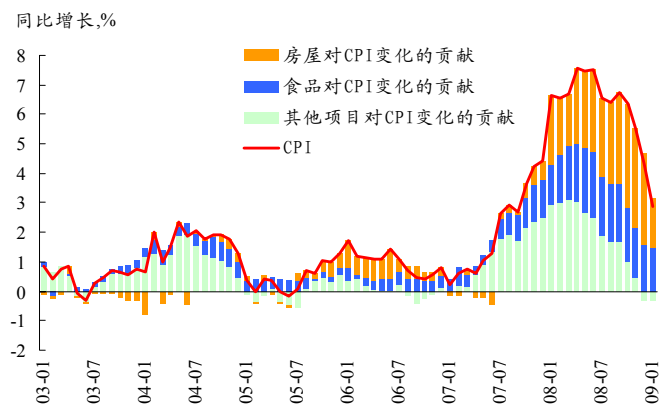
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 36: 印度通胀率



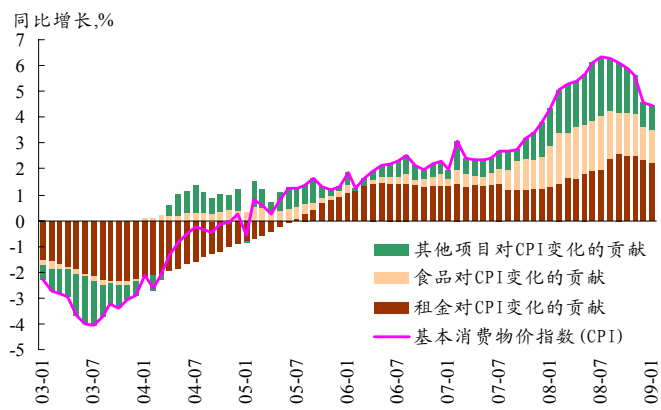
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 34: 新加坡通胀率



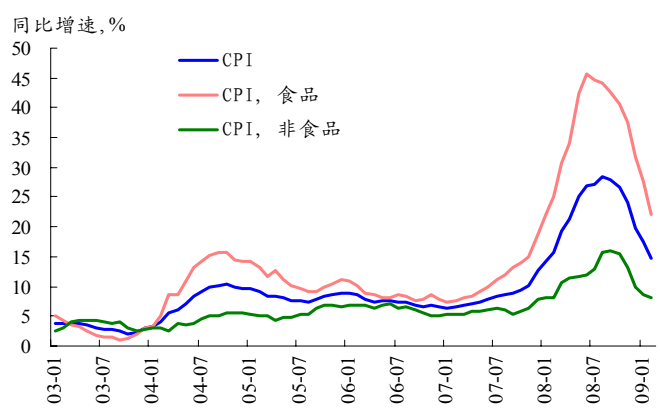
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 37: 香港通胀率



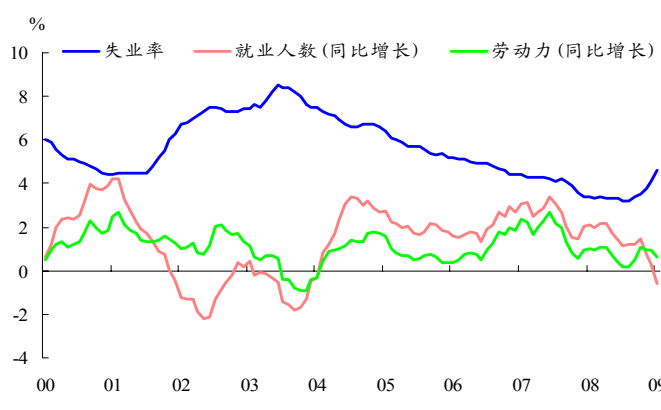
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 35: 越南通胀率



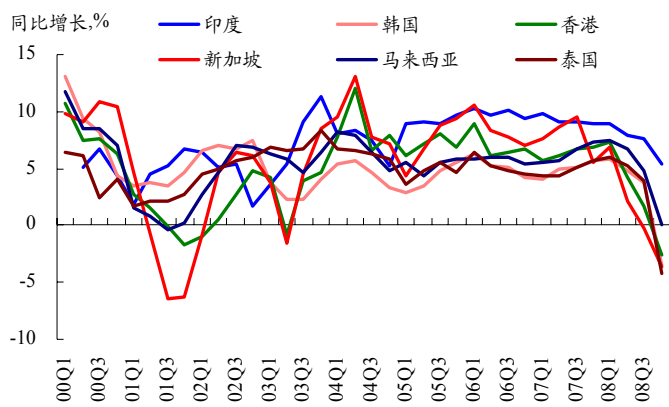
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 38: 香港劳动力市场



资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 39：亚洲新兴经济体实际 GDP



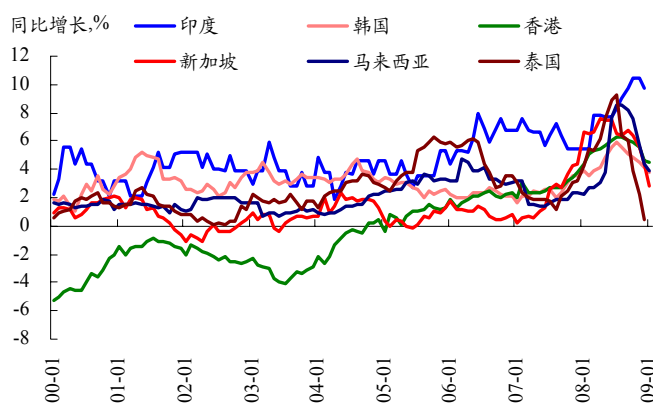
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 42：亚洲新兴经济体股市表现



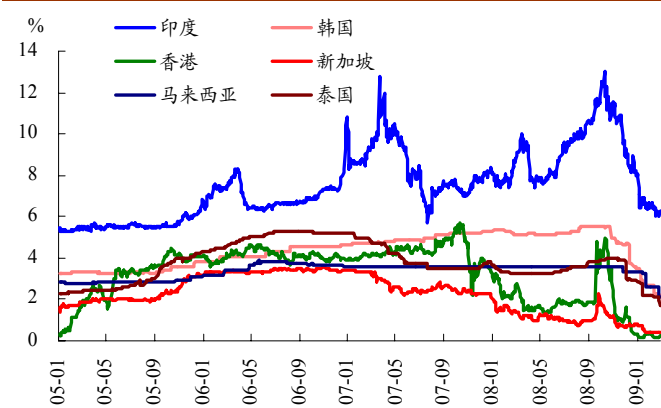
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图 40：亚洲新兴经济体 CPI



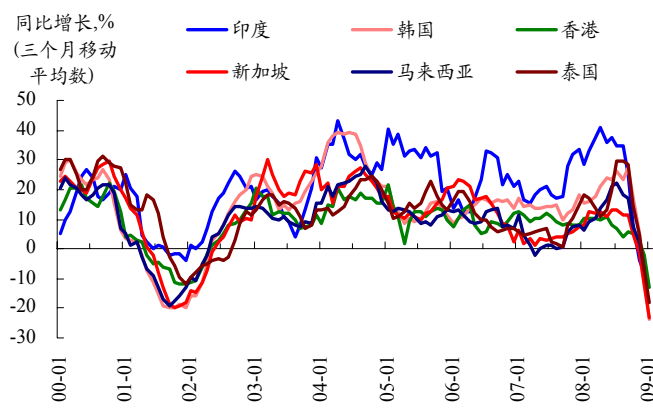
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 43：新兴亚洲经济体银行间利率（1 个月期）



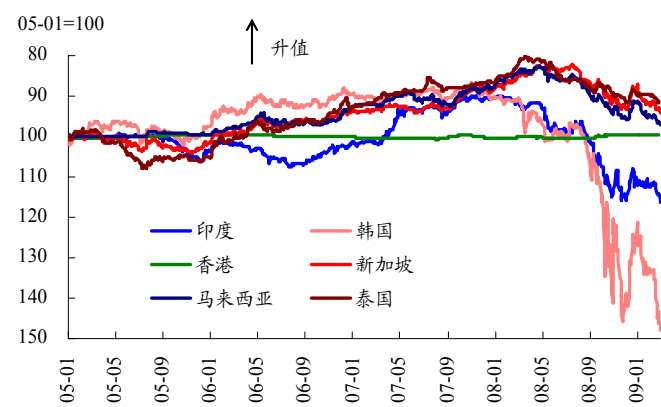
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 41：亚洲新兴经济体商品出口



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 44：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 15: 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	2.5	7.3	4.3	1.7	-2.5	...	...	...	...	...	...	...
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	4.5
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	-21.8
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	12.3	...	12.4	7.8	17.5	...	...	...	...	...	...	...	...
印度															
实际GDP	9.2	9.9	9.2	7.4	8.9	7.9	7.6	5.3	...	...	...	...	...	...	...
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	21.8	37.3	37.1	25.1	-7.9	37.1	27.8	10.4	-12.1	-9.9	-1.1	...
工业生产	7.9	10.5	9.9	4.2	7.0	5.3	4.7	-0.2	6.4	1.7	6.0	-0.3	1.7	-2.0	...
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	6.1	6.2	6.4	6.4	5.2	...	...	...	...	...	...	...
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	19.9	31.9	29.6	27.9	-6.2	24.8	29.9	29.0	4.7	-1.8	-20.6	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	3.0	5.8	3.3	1.6	1.4	2.8	2.9	-0.8	6.2	1.0	-2.8	...
零售业销货额	15.9	-4.0	10.4	0.1	3.8	8.4	7.5	-16.5	6.5	13.7	3.2	-15.5	-26.3	-5.4	...
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	-33.8
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	4.6	7.4	6.7	4.7	0.1	...	...	...	...	...	...	...
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	3.9
商品出口	11.4	9.8	2.7	9.6	9.9	20.8	16.8	-7.4	25.3	10.7	15.0	-2.6	-4.9	-14.9	...
工业生产	3.6	5.0	2.0	0.1	5.9	3.5	0.6	-9.0	2.4	1.2	-1.7	-2.8	-8.2	-15.6	...
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	-2.9	2.7	5.3	4.0	-22.5	4.4	6.6	1.1	-14.8	-11.4	-40.3	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	0.2	-0.4	5.1	3.8	-7.0	4.5	0.4	6.5	2.2	-7.1	-15.4	...
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	8.4	7.8	1.1	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	2.9
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	-37.8
工业生产	9.5	11.9	5.9	-4.2	12.3	-5.6	-11.0	-10.5	-22.0	-11.9	3.1	-12.2	-6.6	-12.8	-29.1
零售业销货额	9.0	6.9	3.8	-1.8	-1.0	-2.9	2.8	-5.9	5.8	-0.2	2.6	-8.3	-5.7	-3.9	...
经常项目顺差(占GDP,%)	22.7	25.4	23.5	14.8	17.3	14.5	17.1	10.4	...	...	...	...	...	...	...
台湾															
实际GDP	4.2	4.8	5.7	0.1	6.2	4.6	-1.0	-8.4	...	...	...	...	...	...	...
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	18.5	8.0	-24.7	7.9	18.2	-1.6	-8.3	-23.3	-41.9	-44.1
工业生产	3.8	4.7	7.8	-1.8	12.6	7.1	0.5	-24.2	1.9	0.7	-1.2	-12.5	-28.3	-32.0	-43.1
零售业销货额	5.8	1.8	3.5	-1.5	4.3	1.6	-4.2	-7.1	-4.7	-3.0	-4.9	-3.8	-7.3	-10.1	-0.4
经常项目顺差(占GDP,%)	5.0	7.2	8.6	6.4	8.3	6.8	1.9	8.7	...	...	...	...	...	...	...
泰国															
实际GDP	4.6	5.2	4.9	2.6	6.0	5.3	3.9	-4.3	...	...	...	...	...	...	...
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	...
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	-26.5
工业生产	9.1	7.3	8.2	5.3	12.6	10.1	7.6	-8.0	11.1	7.8	4.3	2.4	-7.7	-18.5	-21.3
零售业销货额	4.2	0.5	2.2	3.6	10.7	8.2	3.3	-6.5	5.9	4.8	-0.5	-3.2	-13.7	-2.5	...
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。