



2009年3月16日

中金宏观经济周报 第52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

经济增速尚未见底，外汇储备可能缩水

要点:

- ◆ **美国家庭财富大幅缩水为消费带来压力，而出口恶化可能使欧日经济上半年衰退程度超过美国。**美国消费市场近期出现回稳迹象，然而主要原因在于政府年初的转移支付增加及税收减少使居民可支配收入上升。雷曼倒闭后股市和房价加剧下挫使美国08年第四季度家庭净资产下降9%至51.5万亿美元，这将继续为消费市场带来压力。我们认为只有当经济刺激计划于下半年出现较明显的效果，及美联储刺激消费借贷方案陆续到位后，消费市场才有机会出现较具持续性的复苏。另一方面，欧日1月份出口下行速度加快，导致工业产出跌幅再创新高。前瞻的看，日本急剧恶化的机器订单、缓慢的存货调整进程，及欧元区跌至新低的制造业PMI指数预示这两大经济体工业产出降幅仍将维持高位，欧日经济09年上半年恶化速度可能超过美国。
- ◆ **中国经济：上周公布的1-2月经济数据中最全面和最可信的指标分别是工业增加值和外贸，反映出整体经济活动同比依然未见底，1季度经济增速将创新低。**固定资产投资的强势与工业生产低迷形成罕见背离，原因包括：1) 去年1-2月雪灾造成固定资产投资低基数；2) 过去两个月主要是用库存投资；3) 基建项目投资启动之初发生较多的土地交易。基于近期的国内外经济形势，**我们下调09年的出口预期，上调投资预期，GDP增速预测维持7.4-8%不变**，然而以基建投资刺激增长，虽可解经济燃眉之急，但既不可持续，效率也无从保障，长期来看，我们认为需要通过放开行业准入、放松价格管制，推动私人投资来拉动经济。**外汇储备可能缩水：**源于外贸顺差和FDI流入减少，以及欧元贬值和债券价值缩水带来投资和汇兑损失，我们估算1-2月外汇储备可能至少减少300亿美元。我们重申去年9月份提出的建议“短期买美国国债，长期买资源”，但由官方储备管理机构大举收购资源等流动性较差的资产并不现实，因此，中国应通过增加人民币弹性和波动，深化汇率改革，使私人部门对于美元的需求增大，支持企业走出去收购兼并资源。
- ◆ **这周我们选择性的讨论新兴亚洲经济体的库存情况与一些主要生产指标，用以推断它们在未来数月中的贸易与工业生产趋向。**新兴亚洲是中国的重要贸易伙伴（占中国出口38%），它们的需求变化无疑将对中国的出口产生重大影响。首先，台湾和韩国的工业生产量近月已大幅下滑至2001~02科技泡沫破灭时的程度，但仍远高于1997~98亚洲金融危机时最低点，意味着有继续下滑的空间。第二，与其成相应对比的是，这些经济体的工业库存量迅速攀升，其中台湾的机械和电力设备库存量已超越或接近十年最高点；同时，化学材料和基本金属库存量也已开始上升，但比1997~98亚洲金融危机时分别低约30%和50%，显示其在经济危机中较为滞后的调整过程。第三，新兴亚洲经济体的经济萎缩和产能过剩程度已有超越亚洲金融危机之势，可从其发电量和货运量的大幅下滑中略见一斑。以1997~98亚洲金融危机为例，新兴亚洲经济体调整产能过剩和消化库存用了超过1年时间，因此在这轮危机中，它们继续降低产量并进一步减少原材料及组件的进口将会对中国的出口继续造成负面影响。

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

3 月 10 日：中国经济：通缩信号加强——2 月份 CPI、PPI 数据评述

3 月 11 日：中国经济：出口急剧恶化，投资势头强劲——2 月份贸易和投资数据分析

3 月 12 日：中国经济：工业生产与零售显著走弱，货币条件极为宽松——2 月工业生产、零售与货币数据评论

本周主要经济数据及事件公布预告

3 月 16 日（星期一）：美国将公布 2 月份工业产出

3 月 16 日（星期一）：欧元区将公布 2 月份消费者物价指数

3 月 17 日（星期二）：美国将公布 2 月份新屋开工数以及生产者价格指数

3 月 17 日（星期二）：美联储公开市场委员会将公布利率决定

3 月 17 日（星期二）：日本央行将公布利率决定

3 月 17 日（星期二）：香港将公布 2 月份失业及就业数据

3 月 17 日（星期二）：新加坡将公布 2 月份商品贸易数据

3 月 18 日（星期三）：美国将公布 2 月份消费者价格指数

3 月 19 日（星期四）：美国将公布 2 月份领先指标和 3 月份费城联储局制造业指数

3 月 20 日（星期五）：泰国将公布 2 月份商品贸易数据

3 月 20 日（星期五）：香港将公布 2 月份 CPI 数据

3 月 20 日（星期五）：马来西亚将公布 2 月份 CPI 数据

3 月 20 日（星期五）：斯里兰卡央行将召开议息会议

3 月末中国将召开货币政策委员会 2009 年第一次例会

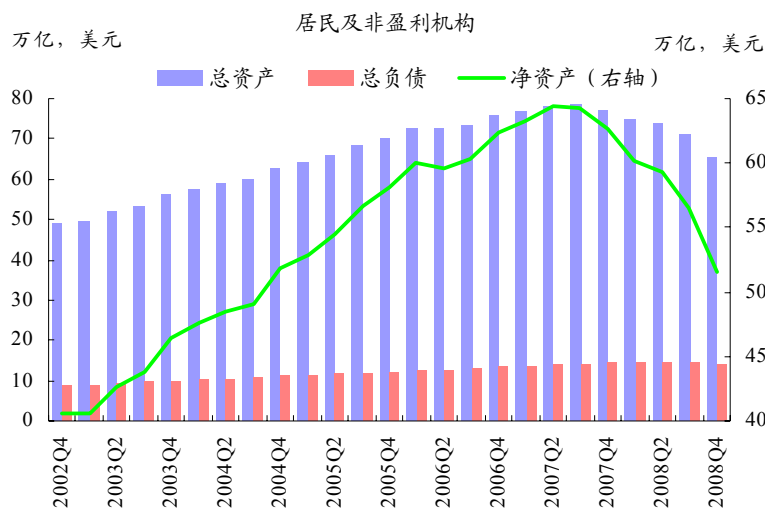
目录

本周中金观点.....	3
中国经济.....	10
主要经济事件.....	10
近期经济数据.....	12
发达国家经济.....	23
近期经济数据.....	23
发展中经济体.....	33
主要经济事件.....	33
近期经济数据.....	34

本周中金观点

美国家庭财富大幅萎缩，将继续为消费及进口带来压力。美国 08 年第四季度家庭净资产下降 9% 至 51.5 万亿美元，为 1951 年有纪录以来最大跌幅。金融市场在雷曼于去年 9 月倒闭后加剧恶化，股市和房价双双大幅度下挫是家庭财富在第四季度大幅减少的主要原因。美国家庭净资产已连续 6 个季度萎缩，累计下降约 13 万亿美元，较 07 年第二季度的高点降幅达 20%。有关资产价格于 09 年第一季度继续下滑，预期美国家庭财富于 09 年上半年仍面临萎缩压力。与此同时，因美国经济衰退深化，金融机构借贷意愿下降，信贷市场萎缩，第四季度家庭债务年率下降 2%，为二次大战以来首次下降。而非金融企业借贷增速亦从第三季度的 4.1% 急速放缓至 1.7%。然而为了相继出台的救市方案筹集资金，联邦政府债务继第三季度大幅上涨 39.2% 后于第四季度继续攀升 37%，整体非金融债务在其带动下年率增长达 6.3%。奥巴马此前在预算案中预计 09 财年赤字占 GDP 比重将飙升至 12.3% 的二战后高位（参看 3 月 5 日报告《靠通胀缓解债务问题——美国政府的必然选择？》），预期整体非金融债务在 09 年将在联邦政府债务带动下维持增长。

图 1：美国居民资产净值大幅萎缩



资料来源：美联储、中金公司研究部

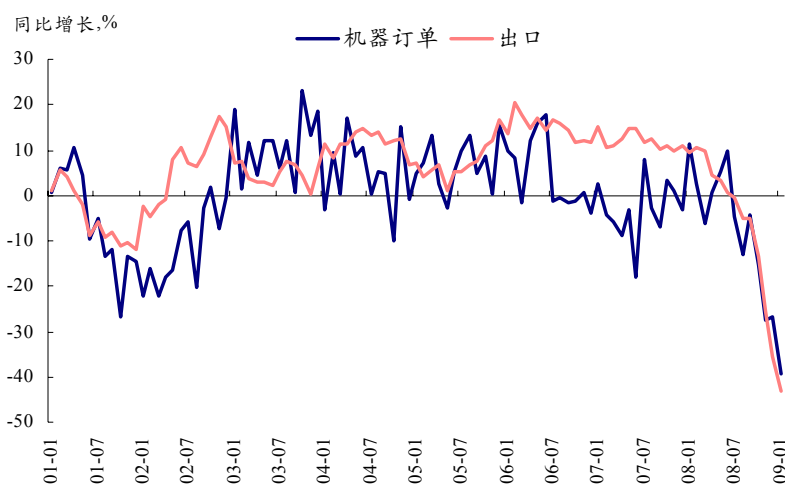
美国消费市场于最近出现回稳迹象，2 月份零售额环比小幅下降 0.1%，除去汽车销售的零售额更连续两个月录得好于市场预期增长，整体消费较 08 年下半年明显好转（实际私人消费于 08 年下半年的平均萎缩速度高达 4.1%）。然而最近有所好转的消费市场部分得益于今年年初转移支付引致的可支配收入增加，且可能是其于去年底急剧下滑后的反弹。此外，如上文所述不断萎缩的家庭财富，以及加速恶化的就业市场和不断缩水的资产价格，将继续为消费市场带来压力。因此，我们认为当奥巴马经济刺激计划于下半年出现较明显的效果，以及美联储斥资 1 万亿美元刺激消费借贷方案陆续到位后，消费市场才有机会出现较具持续性的复苏。

欧洲经济 09 年初加剧下滑，上半年恶化速度可能超过美国。本周公布的主要欧洲国家贸易数据显示，受全球投资及消费需求加速萎缩影响，1 月份出口下行速度加快。德国出口同比萎缩超过 1/5，为该数据发布以来的最大单月跌幅，以致经常账户余额同比降幅超过 70%。由于德国经济对出口非常依赖，世界贸易的深度萎缩使其经济遭受了致命的冲击。德国第四季度 2.1% 的环比跌幅几乎全部来自净出口的拖累。而由于出口中下降幅度较大的产品类别集中于中间产品、资本品及耐用消费品，这些制造业产品产量的下滑直接打击了德国的工业产出，因此从生产法 GDP 的角度看，工业已成为拖累经济增长最重要的部门。而受出口急挫的拖累，德国 1 月工业产出加速下滑，环比下降 7.5%。而欧元区 2 月份制造业 PMI 再创新低，成份指标出现普遍收缩，德国 2 月份制造业 PMI 指数较 1 月份仅上升 0.1 个点，几乎没有改善的势头，因此欧洲近期工业产出降幅可能仍将维持高位。考虑到出口及工业产出对欧洲经济举足轻重的地

位，其加速下滑的态势可能使欧洲经济在09年上半年加速萎缩，恶化速度或更甚于美国。

日本经济形势较欧洲更加严峻。其一，日本出口萎缩程度更甚于欧洲，工业产出备受拖累。日本1月份出口同比降幅近50%，对亚洲、欧洲、美国、中国等主要贸易伙伴出口的跌幅呈现普遍的扩大，对主要出口地的实际出口量同比降幅亦由30%左右下降至40%左右，录得13年来的首次经常账户赤字，并拖累1月份工业产出急剧下滑，环比萎缩幅度超过10%。前瞻的看，日本经济09年上半年面临较欧洲更加严峻的考验：日本1月份机器订单的环比跌幅较12月份几乎扩大了一倍，同比跌幅亦显著上升至接近40%的水平（图2）。与此同时，存货调整步伐却显得过于缓慢，工业产品存货装船比大幅上升的态势还未获得根本性扭转，工业产出大幅拖累经济的风险依然很高。其二，通缩风险可能重临日本经济，而日本政府高负债使财政政策灵活性大大受限。能源价格大幅下跌，产能过剩严重及工资增长乏力使日本陷入通缩的风险不断上升。而通缩一旦发生将加重企业的实际债务负担，并对企业投资构成进一步打击。另一方面，日本政府已债台高筑，日本财政部估计2008年财政年度的政府债券余额将高达553.3万亿日元，相当于10年的税收收入，日本动用财政资源提振经济的空间已非常有限。

图2：日本机器订单大幅萎缩，出口前景依然黯淡



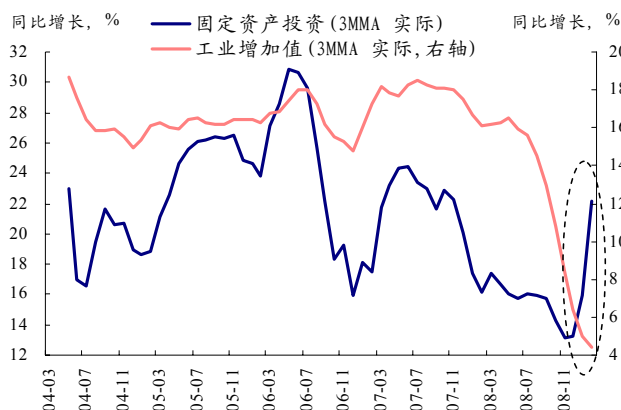
资料来源：彭博、中金公司研究部

中国方面：

1-2月经济数据反映出整体经济活动同比依然未见底，1季度经济增速将创新低：于上周公布的1-2月经济数据发生背离，工业增加值、外贸、零售、物价继续下滑，而投资、信贷和PMI有所上升。我们认为这些指标中最全面反映经济活动的是工业增加值（可视为月度GDP的代理），最可信的指标也是工业增加值和外贸（由于统计方式的缘故），因此反映出整体经济活动同比依然未见底，1季度经济增速将创新低。

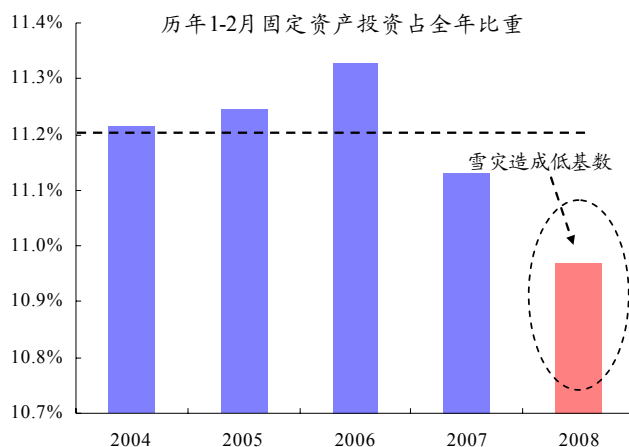
1-2月固定资产投资“虚高”：1-2月投资的强劲势头与工业生产的低迷形成罕见的背离局面（图3），原因包括：1）去年1-2月雪灾造成固定资产投资低基数（图4），我们估计这打压了去年1-2月的投资约2.4个百分点；2）过去两个月主要是用库存在投资，所以并未带动企业生产；3）过去两个月基建项目投资刚刚启动，发生较多的土地交易，这部分费用计入固定资产投资，但并不会带动实际经济活动。

图 3：工业生产与固定资产投资产生历史罕见背离



资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

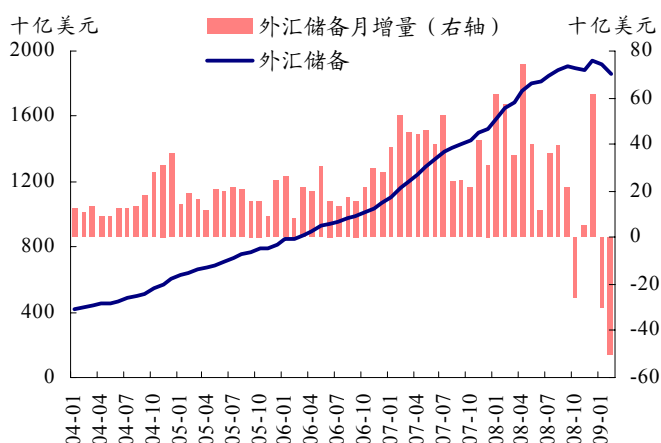
图 4：去年 1-2 月雪灾造成固定资产投资低基数



资料来源：中国人民银行、CEIC、彭博、中金公司研究部

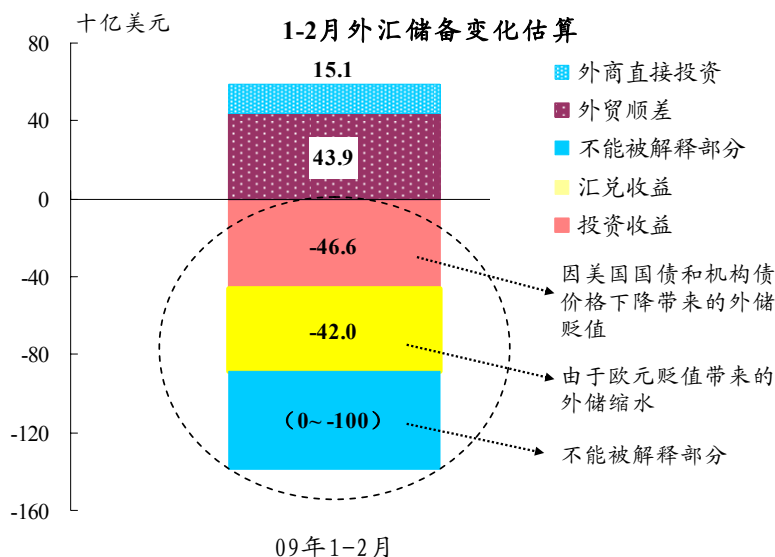
外汇储备可能缩水：我们去年 12 月就预期，出口恶化将对外汇储备增长带来压力。我们现在估算 1-2 月外汇储备可能下降至少 300 亿美元，源于外贸顺差和 FDI 流入减少，而欧元贬值和债券价值缩水带来投资和汇兑损失（图 5）。我们将外汇储备的变动细分成 5 部分：贸易顺差，FDI 净流入，投资收益、汇兑损益以及不能被解释部分（图 6）：1-2 月月均贸易顺差仅有 220 亿美元，显著下降，FDI 流入也大幅放慢；而同期中国外汇储备中的美国国债和机构债价格下跌，且美元以外币种资产的汇兑损失也大幅增加（今年 1 月以来欧元对美元贬值超过 9%）。如我们假设“不能被解释部分”为零（即没有短期资金流出），则外汇储备将下降 300 亿美元。如果“不能被解释部分”保持 08 年 4 季度的流出势头，则外汇储备 1-2 月可能缩水 1300 亿美元。这对于外汇管理方面的启示意义？就是我们于去年 9 月份提出的建议“短期买美国国债，长期买资源”。但由官方储备管理机构大举收购资源等流动性较差的资产并不现实，因此，中国进一步多元化外汇投资的方向应当是，增加人民币弹性和波动，深化汇率改革，使得私人部门对于美元的需求增大，支持企业走出去收购兼并资源。

图 5：外汇储备可能缩水



资料来源：中国人民银行、CEIC、彭博、中金公司研究部

图 6：1-2 月外汇储备变动的估算



资料来源：中国人民银行、CEIC、彭博、中金公司研究部

我们下调 09 年的出口预期，上调投资预期，GDP 增速预测维持 7.4~8% 不变：近期贸易数据显示出口恶化高于预期，我们将 09 年实际出口增速预期由此前的 -5.5% 下调至 -12%（通缩局面下名义出口可能下跌 20% 或更多），并相应下调了出口引致的进口、投资与消费；但与此同时鉴于政府基建投资的启动早于预期，我们将 09 年实际资本形成增速由此前的 9.4% 上调至 11.2%（对应的城镇固定资产投资实际增长 18% 或更高）。两者效应抵消之后我们对全年 GDP 增长预期依然维持在 7.4~8%（表 1）。然而以基建投资刺激增长，虽可解经济燃眉之急，但既不可持续，效率也无从保障，长期来看，我们认为需要放开行业准入、放松价格管制，推动私人投资来拉动经济。

表 1: 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*	6.6	8.1	7.0
最终消费支出	10.4	10.9	10.1	9.3	7.9	9.7	8.6
城镇居民	11.5	11.6	8.6	6.5	6.3	6.7	6.8
农村居民	7.2	8.2	9.0	6.4	6.3	6.5	7.2
政府	10.5	11.4	13.0	15.0	14.5	15.5	12.0
资本形成总额	14.1	13.7	10.1	11.2	9.5	12.9	7.3
私人	14.3	14.1	10.0	5.0	4.6	5.4	6.7
政府	12.0	10.8	11.1	60.0	45.0	75.0	11.1
出口	23.9	19.8	8.0	-12.0	-13.0	-11.0	4.0
进口	16.0	13.9	6.5	-12.0	-13.0	-11.0	4.0
净出口 (对GDP增速的贡献)	2.2	2.3	1.1	-1.0	-1.1	-0.9	0.3
参考项目							
社会消费品零售总额	12.5	12.5	14.8	11.6	11.2	12.0	10.2
城镇固定资产投资	22.7	21.5	15.8	18.0	19.0	17.0	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	5.2	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

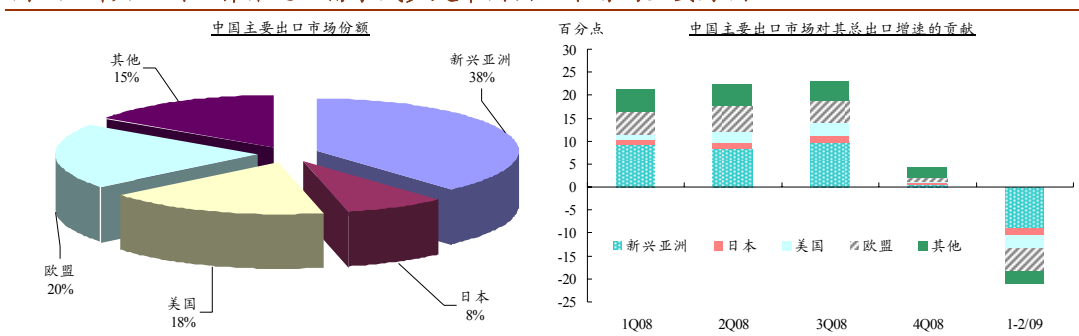
注: *各成分预测是基于7.4%的GDP增速

资料来源: 中金公司研究部

新兴市场方面:

新兴亚洲是中国的主要贸易伙伴 (占中国出口 38%), 它们的需求变化无疑将对中国的出口产生重大影响。新兴亚洲市场进口需求减少亦是导致中国近期出口下滑的主要原因之一。具体而言, 中国对新兴亚洲的出口在 1~2 月同比下降了 22%, 为其总出口的 21% 跌幅贡献了 9 个百分点, 相等于欧盟、美国和日本的总和 (图 7)。然而, 这并不表示中国出口受新兴亚洲市场的影响等同于欧美日等发达国家, 因为新兴亚洲区内贸易是以加工贸易为主, 但其出口的最终需求是由这些发达国家所拉动。这周我们选择性的讨论新兴亚洲经济体的库存情况与一些主要生产指标, 用以推断它们在未来数月中的贸易与工业生产趋向, 有助于揭示中国在短期内的出口前景。

图 7: 新兴亚洲经济体进口需求减少是中国出口下滑的主要原因之一



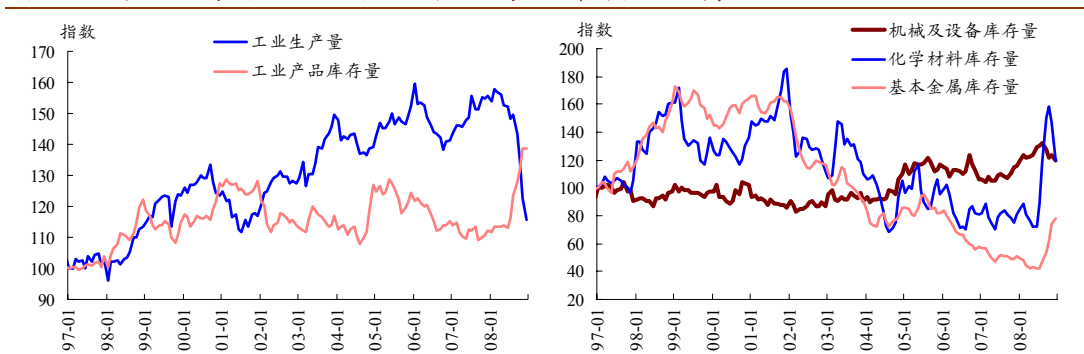
资料来源: CEIC、中金公司研究部

以台湾和韩国为例, 它们的工业生产量近月已大幅下滑至 2001~02 科技泡沫破灭时的程度, 但仍远高于 1997~98 亚洲金融危机时最低点, 意味着仍有继续下滑的空间 (图 8~9)。与其成相应对比的是, 这些经济体的工业生产库存量迅速攀升。其中台湾的机械和电力设备库存量已超越或接近十年最高点; 同时, 化学材料和基本金属库存量也已开始上升, 但比 1997~98 亚洲金融危机时分别低约 30% 和 50%, 显示其在经济危机中较为滞后的调整过程。此外, 依赖外贸相对较低的印度其工业生产值的下降幅度远较出口依存度高的经济体为轻, 但还是达

到了过去十年最低点（图 10）。

- ◆ 为消减过剩的工业产品库存量，台湾将需要继续减少生产。从库存分类来看，机械及设备、化学材料和基本金属的库存量高企，这将会导致台湾进一步减少这方面的原材料及组件的进口。而这几类产品正是中国大陆对台湾的主要出口产品，约占中国对台湾总出口的一半。台湾对这方面的需求减少将无法避免会对中国的出口造成负面影响。事实上，中国对台湾在这几类产品的出口已经在近月显著下滑，化工产品出口在 1 月份同比下降 42%，机电设备出口下降 45%，而基本金属出口更大幅下滑 78%。

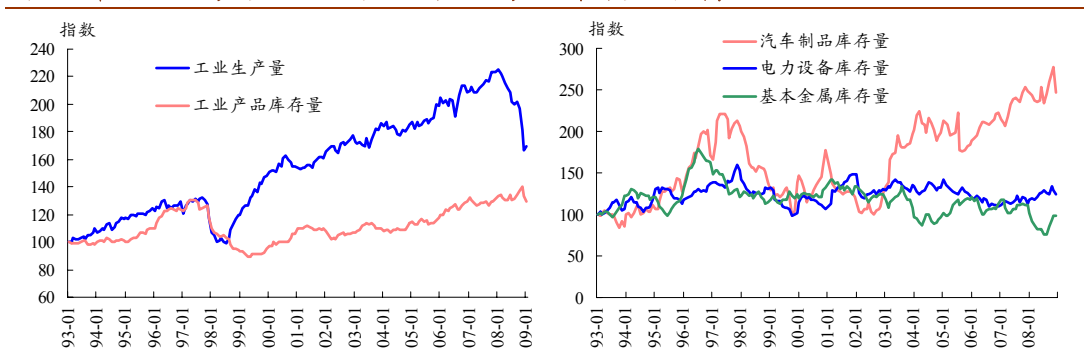
图 8：台湾工业生产量已大幅下跌，但工业产品库存量仍然高企



资料来源：CEIC、中金公司研究部

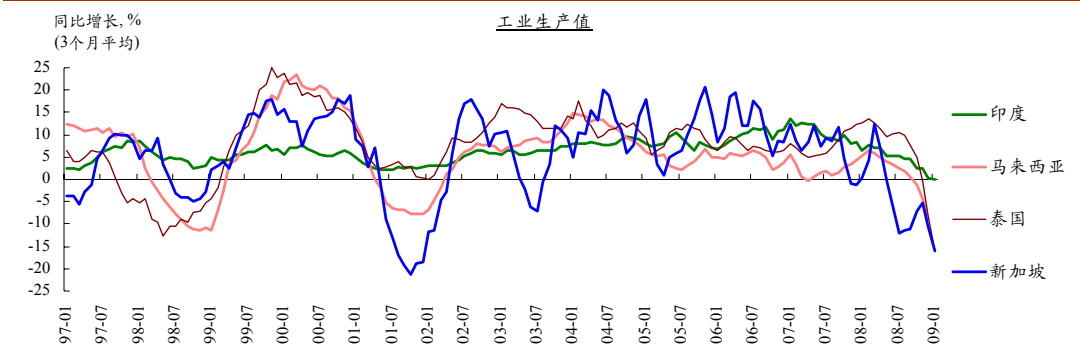
- ◆ 韩国工业生产量亦显著下跌，但工业产品库存量仍然高企。韩国去年 12 月和今年 1 月的工业生产量同比下降 20% 以上，而工业产品库存量仅稍低于去年 11 月的历史高点。韩国基本金属和机电设备的生产值已大幅下降，近月分别创 10 年最大降幅，但基本金属和机电设备的库存量仍然高企，特别是汽车制品库存量。这将导致韩国进一步减少这方面原材料及组件的进口需求。中国对韩国出口占其总出口约 5%，而基本金属和机电设备出口占比约一半。中国 1 月份对韩国的机电设备出口同比下降了 24%，而基本金属出口更大幅下滑 43%。

图 9：韩国工业生产量已大幅下跌，但工业产品库存量仍然高企



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 10：出口依存度较高的经济体其工业生产值下降幅度较大

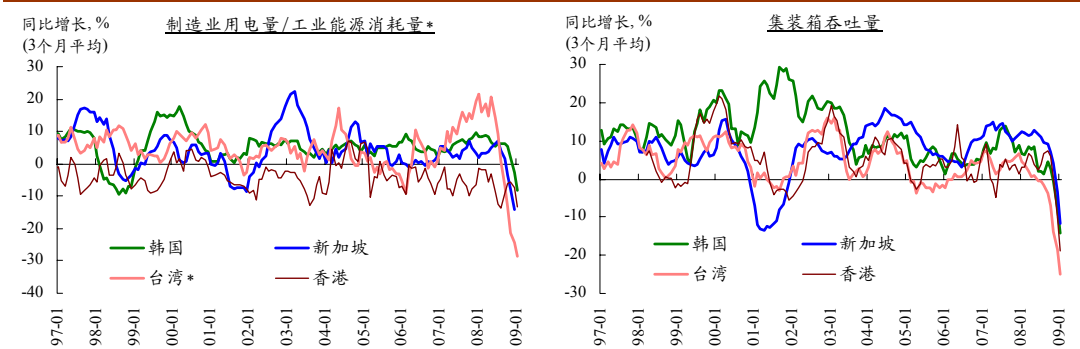


资料来源：CEIC、Global Insights、中金公司研究部

新兴亚洲的经济萎缩和产能过剩程度已有超越亚洲金融危机之势，可从其发电量和货运量的大幅下滑中略见一斑（图 11）。而调整产能过剩和消化库存并非一朝一夕所能完成。在亚洲金融危机时，这个过程多于 1 年。

- ◆ 新兴亚洲经济体的工业用电量/能源消耗量已大幅下滑，幅度已超越了之前两轮的危机。台湾的情况尤其严峻，其工业部门能源消耗量在今年 1 月和 2 月分别同比下降 35% 和 25%。另外，韩国今年 1 月份制造业用电量同比下降 12%；香港今年 1 月份工业用电量亦录得同比下降 22%；而新加坡去年 12 月份制造业用电量也同比下降 21%。
- ◆ 全球贸易萎缩已令到许多新兴亚洲经济体的货运量暴跌，情况较此前的两轮危机更为严峻。其中台湾 1 月份集装箱吞吐量同比降幅达 30%。同时，新加坡、韩国和香港也分别同比下降 20~23%。
- ◆ 这意味着中国周边的亚洲新兴体区域间贸易还可能继续下滑，而它们进一步减少原材料及组件的进口将会对中国的出口继续造成一段时间内的负面影响。

图 11：新兴亚洲经济体用电量和货运量已大幅下滑



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

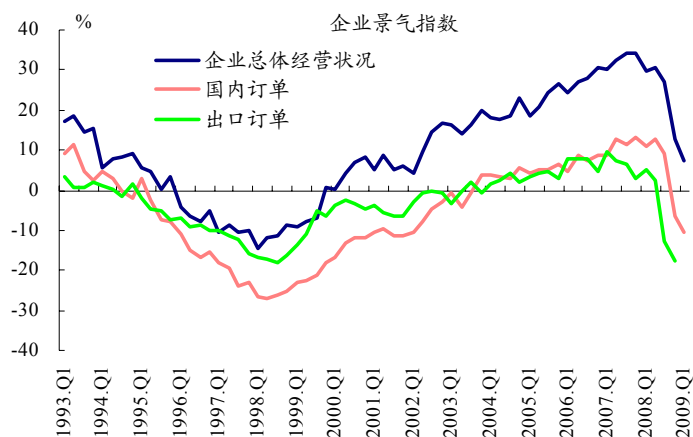
- ◆ 央行 1 季度企业和居民调查显示，居民收入感受和企业订单状况继续恶化。

中金点评：

内外需求不振，企业总体经营状况堪忧（图 12）：央行 1 季度对于 5000 家大型企业的调查显示企业订单和运营情况同比/环比均继续恶化，国内订单指数下降到了 2001 年水平，出口订单指数下降到了 1998 年水平。企业总体经营状况也恶化到 2001 年水平。

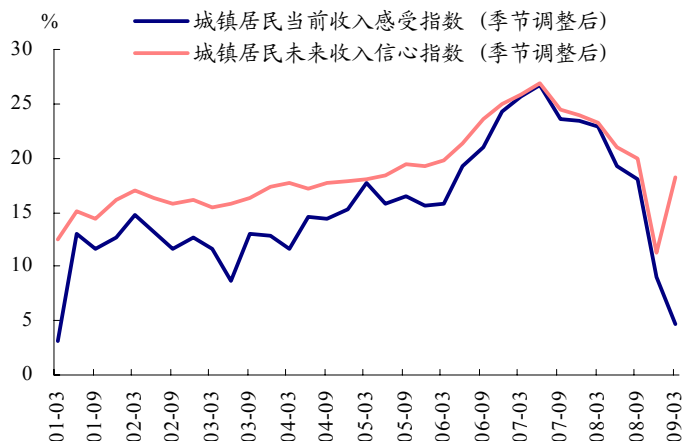
1 季度城镇居民“当前收入感受指数”继续下跌（已连续 7 个季度下降），“未来收入信心指数”环比出现反弹，但同比依然下降（图 13）。对于资金运用，城镇居民的储蓄意愿 7 个季度以来首次下降，消费意愿和购买股票意愿则首次出现反弹（图 14）。同时，居民对通胀的预期不断减弱，接近 2004-2006 年的水平（图 15）。

图 12：企业景气指数继续恶化



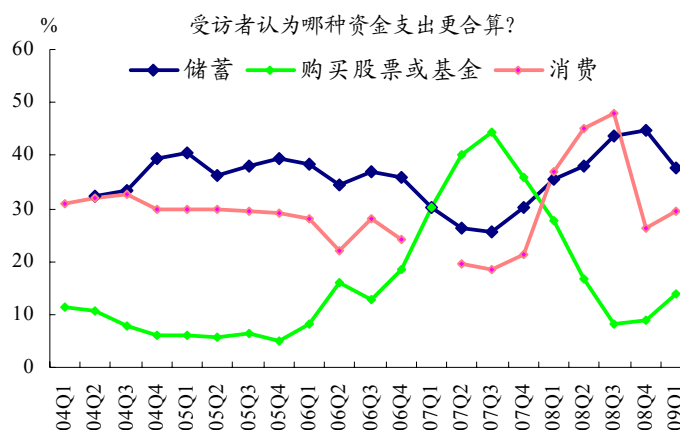
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图 13：城镇居民收入继续恶化



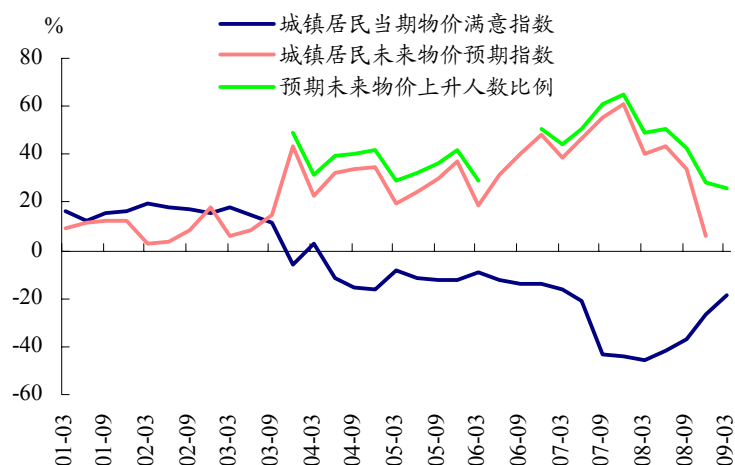
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图 14: 城镇居民的储蓄意愿出现下降，而消费和投资意愿则出现反弹



资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图 15: 城镇居民对通胀的预期减弱



资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

近期经济数据

◆ 2月通缩信号加强

2月份CPI同比下降1.6%，PPI同比下降4.5%，原材料、燃料、动力购进价格下降7.1%。

中金点评：

➤ **PPI通缩程度进一步加深：**在产能过剩严重，以及大宗商品价格疲弱的影响之下，2月份PPI同比降至-4.5%，符合我们和市场预期（图16）。环比下降0.7%，主要来自于上游的采掘和原料行业价格下跌推动。由于中国产业失衡现象严重，上游重工业部门占整体工业企业利润达74%（图17），PPI的大幅放缓将继续对企业利润产生较大冲击（图18）。

➤ **CPI首现通缩：**2月份CPI同比降至-1.6%（图19），首现通缩，基本符合我们的预期，低于市场预期（-1.0%）。环比基本持平，其中食品价格环比上涨0.8%，主要是蔬菜和粮食价格环比上涨。但非食品价格环比继续下降0.4%，主要受耐用消费品、家庭服务、车用燃料、旅游、建房及装修价格下跌的推动，体现了PPI大幅通缩的传导以及就业和收入压力的影响。**剔除春节因素，通缩也进一步加深：**鉴于春节移位对于CPI和PPI产生不同方向的影响：春节消费推高CPI，但工厂停工则压低PPI，因此我们更注重1-2月合计的物价走势：1-2月合计PPI同比增长-3.9%，比去年12月的-1.1%大幅下滑。CPI同比增长-0.3%，也比去年12月的1.2%显著下滑。

➤ **新一轮“去库存化”将继续压制PPI和非食品CPI：**2月份CPI与PPI走势进一步验证了我们“08年胀，09年缩”的判断（参见我们11月24日的报告《政策保八解近忧》）。市场有人认为前期去库存化加剧了价格的下跌，目前第一轮去库存化似乎已结束，有助于价格回暖。然而，近期越来越多的证据显示，首轮去库存化结束后，下游需求不振迫使企业被动“再库存化”，譬如钢铁行业的社会库存存在去年12月下降到谷底之后再次上升，目前已创历史新高（图20），秦皇岛港煤炭库存也重新积压，目前已达去年8月的水平（图21）。这些都显示行业可能进入新一轮去库存化过程。归根结底，现有产能规模相对于低迷的需求严重过剩，企业一旦产生错误的“回暖”预期而全面开工，库存又将高企，导致“去库存化-再库存化-去库存化”循环反复，直至产能利用率彻底下降到位。这一过程将继续压制物价。**但考虑到基数效应（去年CPI在2月份见顶），今年余下时间CPI翘尾因素将逐步上升（图22）；如假设物价环比持平，则CPI同比降幅也有望逐步缩小，以之衡量的通缩风险将逐渐缓解。**

➤ **货币政策应“适度宽松”：**巨额财政赤字降低了货币政策过度宽松的必要性，且俄罗斯的教训显示贸然降息对币值稳定和资金流动可能造成负面影响：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》）。政府在两会上提出的9500亿巨额财政赤字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。此外，利率政策方面俄罗斯近期的深刻教训值得我们吸取：其前期大幅降息造成卢布大幅贬值，资金外流，局面难以收拾；俄不得不于上个月宣布加息100个基点以稳定卢布，尽管其国内经济正处于最困难的时刻。这显示贸然降息造成的后果可能是未来在经济最困难的时刻不得不加息，对经济造成较大伤害。

◆ 2月出口急剧恶化，投资势头强劲

2月份出口同比下降25.7%，进口同比下降24.1%，贸易顺差48亿美元。1-2月城镇固定资产投资同比增长26.5%，其中房地产开发完成投资增长1.0%。

中金点评：

外需恶化加剧出口下滑：

➤ 2月份出口同比下降25.7%（市场预期-1%），显著恶化，符合我们在本周一的《宏观周报》

中根据港口吞吐量数据作出的分析；进口同比下降 24.1%，下滑幅度有所放缓（图 23）。贸易顺差骤降至 48 亿美元（图 24）。

➤ **机电设备出口下滑最快：**剔除春节因素，1-2 月合计出口同比下降 21.1%（去年 12 月下降 2.8%），反映了出口市场衰退加深，外需进一步恶化。分产品看，机电产品出口下降 21.8%，下滑幅度高于劳动密集型低端产品（服装、鞋类、玩具出口分别同比下降 11%，2.3% 和 17.1%）。这完全验证了我们在 2 月 16 日《宏观经济周报》中的判断：伴随着欧美机械设备进口需求的大幅萎缩，中国机电产品出口将面临较大压力。分国别来看，对欧盟出口恶化（-23%）快于美国（-16.1%）。1-2 月出口大幅下滑也预示着同期工业增加值增速可能继续低迷（图 25）。

➤ **贸易顺差如期进入拐点：**1-2 月进口同比下降 34.2%（剔除进口价格下跌因素，实际下降约 25%，去年 12 月下降 12.6%），其中一般贸易进口同比下降 30.9%，反映了内需低迷。1-2 月贸易顺差平均 220 亿美元，比前几个月水平显著下降，完全符合我们此前的预期，即伴随去库存化过程接近尾声，企业将恢复正常进口行为，进口降幅可能放缓。而出口仍将受外需恶化打压，使贸易顺差面临缩窄压力（参见我们 2 月 11 日的外贸数据分析）。

➤ **进口价格降低带来的贸易条件改善无助于中国企业利润：**我们对中国工业企业利润的实证分析显示，企业利润主要受内外需变化的影响，而受贸易条件的影响根本不显著（表 2）。因此，出口加剧恶化将对企业利润带来更大的打击。

政府刺激拉动投资：

➤ **基建项目来势快于预期，推动 1-2 月投资高企。**1-2 月固定资产投资同比增长 26.5%（08 年 1-12 月同比增长 26.1%，12 月单月增长 21.9%，图 26），高于我们的预期（22%）和市场预期（21.5%），考虑到 1-2 月 PPI 同比下降 3.9%，实际增长可能更为强劲。一方面源于去年同期低基数（由于冰雪灾害去年 1-2 月固定资产投资仅增长 24%），另一方面显示了政府基建投资的拉动：中央项目投资增长 40.3%（图 27），其中铁路投资增长 210%；与基建相关的水泥和煤炭投资增长 59%，有色金属投资增长 47%，电力投资增长 20.6%，均有所加快（图 28），这显示自去年 11 月底中央要求“出拳要快”之后，基建投资启动速度早于我们的预期。施工项目和新开工项目计划总投资分别增长 25.4% 和 87.5%，均显著反弹（图 29，图 30），显示未来数月基建项目投资将进一步发力。这一数据也验证了我们在周一《宏观经济周报》中的判断：鉴于 1-2 月投资和信贷数据显示宏观环境和流动性比 08 年底有所改善，政府更不大可能于此时推出新的刺激计划。

➤ **房地产与制造业投资面临进一步放缓压力：**1-2 月房地产开发投资同比增幅放缓至 1%（08 年全年增长 20.9%，12 月单月增长 10.1%，图 31）。2 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比下降 1.2%，降幅呈扩大之势（图 32）。房屋成交量近期虽有所回暖，但现有存量房消化尚待时日（表 4），继续压制房地产投资。而出口贸易的进一步恶化也将压制制造业投资。基础设施投资占中国整体固定资产投资 26%，低于房地产开发投资（占比 24%）与制造业投资（占比 31%）之和（图 33），因此目前投资势头未必能在全年持续。总的来看，尽管政府投资启动早于预期，但出口恶化也高于预期，两者叠加对我们对经济增速的预期影响较小。

◆ 1-2 月工业生产与零售显著走弱，货币条件极为宽松

1-2 月，工业增加值同比增长 3.8%，社会消费品零售总额同比增长 15.2%。货币供应量 M2 增长 20.48%。

中金点评：

要点：出口加剧恶化致使 1-2 月份工业增加值同比仅增长 3.8%，大幅低于预期。社会消费品零售总额同比增长 15.2%，显著低于预期，显示就业和收入压力使得消费逐渐放缓。与此同时货币条件极为宽松，2 月份新增贷款 1.07 万亿（其中票据贴现占比进一步上升到 46%），带动 M2 增速继续上升。1-2 月经济数据已公布完毕，主要数据发生背离，工业增加值、外贸、零售继续下滑，而投资、信贷和 PMI 有所上升。我们认为这些指标中最全面反映经济活动的是工业增加值，最可信的指标也是工业增加值和外贸（由于统计方式的缘故），因此反映出整体经济活动同比依然未见底，1 季度经济增速将创新低。尽管如此，我们认为中国在保增长

中应主要依靠着重消费的财政政策，而在货币政策上应保持“适度”宽松。

➤ **1-2 月份工业增加值继续放缓至 3.8%，创有史以来最低**，低于我们和市场预期的 6-7%，彰显出口恶化的影响（图 34）。而且这一降幅是建立在去年 1-2 月冰雪灾害造成低基数效应的基础上，验证了我们 1 季度 GDP 增速将继续走低的判断（从同比角度）。1-2 月发电量增速同比下降 3.7%（去年 12 月份下降 7.9%），跌幅有所缩窄（图 35），主要源于政府的基建投资带动用电大户：钢材、水泥、原煤等原材料行业生产有所反弹（表 3）。在工业生产细项数据中，统计局本次一反常态只公布了 9 种上游原料行业产量（多数回暖），剩下 50 多种产品（以中下游制造业为主）均未公布；鉴于 1-2 月机电产品出口下滑 21.8%，我们相信大多数机器设备制造生产大幅回落。这反映出目前政府以基建投资为主的刺激措施仅能使基建直接相关行业受益，对于解决整体制造业的产能过剩难有裨益。**1-2 月工业生产的低迷与固定资产投资的强劲形成强烈反差**（图 37，过去两者通常趋势一致），这种罕见局面原因包括：1）过去两个月主要是用库存投资，所以并未带动企业生产；2）过去两个月基建项目投资刚刚启动，发生较多的土地交易，这部分费用计入固定资产投资，但并不会带动实际经济活动。

➤ **1-2 月份社会零售总额名义与实际增长均放缓，但仍高估了消费势头**：名义同比增长 15.2%（去年 12 月 19%），低于市场预期的 17%和我们预期的 16%。实际增长约 15.4%（去年 12 月 17.4%），亦有所放缓（图 38）。但正如我们一直强调过的，社会零售总额增速高估了实际消费，我们跟踪的人均消费性支出增长早已显著放缓（图 39）。分产品来看（图 40，图 41），金银珠宝（16.3%）、化妆品（14.6%）、服装（17.4%）、汽车（9.3%）、通讯器材（-9.2%）消费显著放慢；家用电器（2.7%）、建筑装潢材料（22.4%）、家具（27.1%）则受房地产成交量回暖推动略有回弹，但持续性值得怀疑。我们预计经济恶化带来的失业压力、收入增速放缓，将使得消费继续放缓。

➤ **货币信贷继续高速增长，显示货币条件极为宽松**：2 月份 M2 增长 20.5%，M1 增长 10.9%，均比 1 月份上升（图 42，图 43）。新增贷款 1.07 万亿，其中票据贴现占比进一步上升到 46%，中长期贷款占比仅有 34%（图 44）。我们重申这反映了银行在缺乏投资工具之下资金配置的需要（图 45）。伴随着未来数月国债的大规模发行，银行资金可能得到重新配置，致使票据部分回落。

1-2 月经济数据已公布完毕，主要数据方向上产生背离，工业增加值、外贸、零售继续下滑，而投资、信贷和 PMI 有所上升。我们认为这些指标中最全面反映经济活动的是工业增加值，最可信的指标也是工业增加值和外贸（由于统计方式的缘故），因此反映出整体经济活动同比上看依然未见底，1 季度经济增速将创新低。

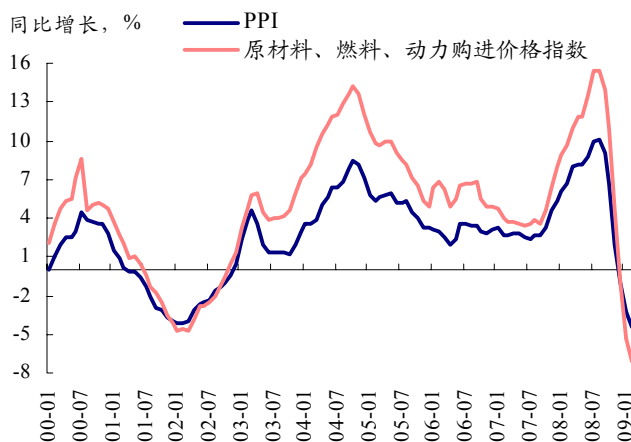
我们认为，当前的经济形势下，货币政策应“适度宽松”：

1) 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》）。9500 亿巨额财政赤字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。

2) 如果主要依赖宽松的货币信贷来保增长，受益的主要是企业尤其是国企（得以进行更多的项目投资），而如果主要依赖着重于刺激消费的财政政策来保增长，受益的主要是居民，这两者表面上结果都推动经济增长，但对经济结构的作用大相径庭：前者会进一步加剧中国投资与消费失衡局面。

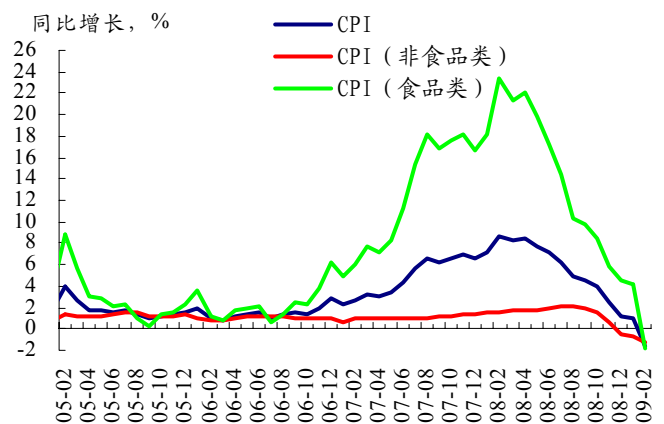
3) 利率政策方面俄罗斯近期的深刻教训值得我们吸取：其前期大幅降息造成卢布大幅贬值，资金外流，局面难以收拾；俄不得不于上个月宣布加息 100 个基点以稳定卢布，尽管其国内经济正处于最困难的时刻。这显示贸然降息造成的后果可能是未来在经济最困难的时刻不得不加息，对经济造成较大伤害。

图 16: PPI 继续大幅回落



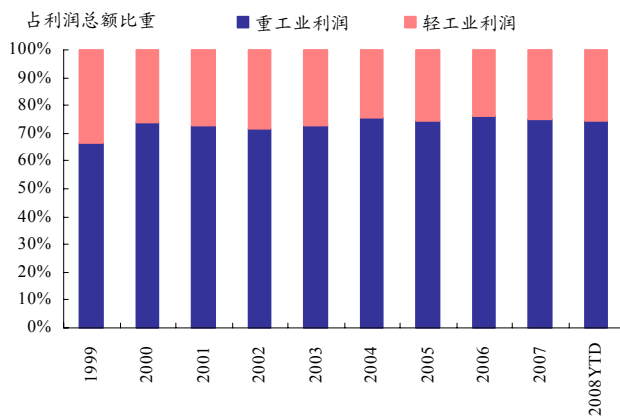
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 19: 食品与非食品 CPI 双双回落



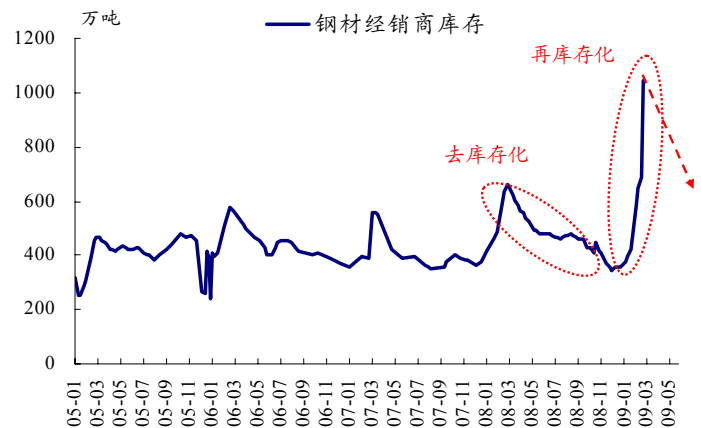
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 17: 上游重工业部门占整体工业企业利润超过 70%



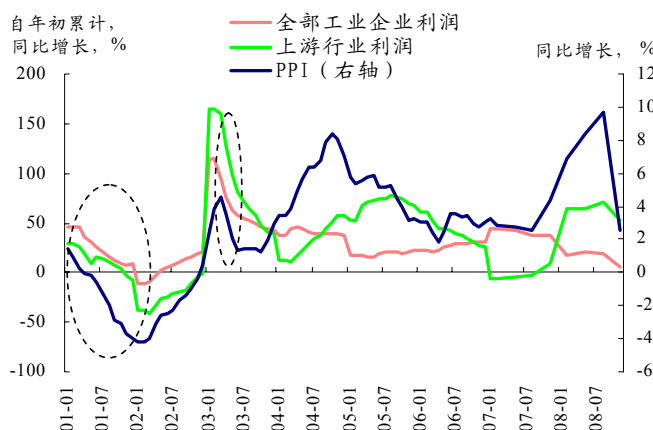
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 20: 钢铁行业的社会库存再次上升，创新高



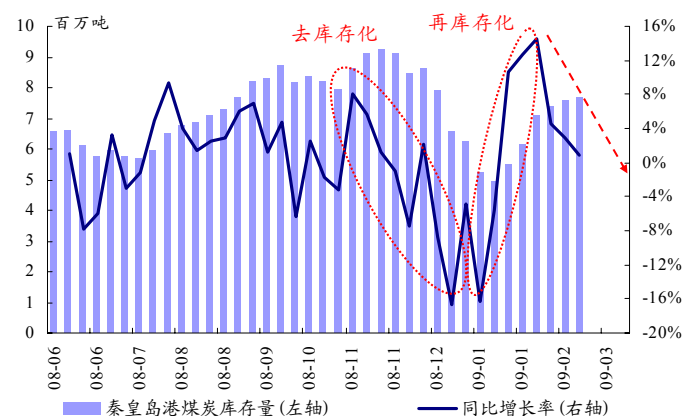
资料来源：钢之家、中金公司研究部

图 18: PPI 大幅放缓打击企业利润



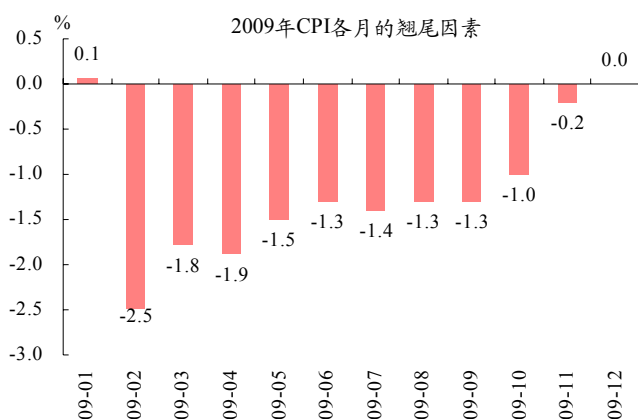
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 21: 煤炭库存也重新积压



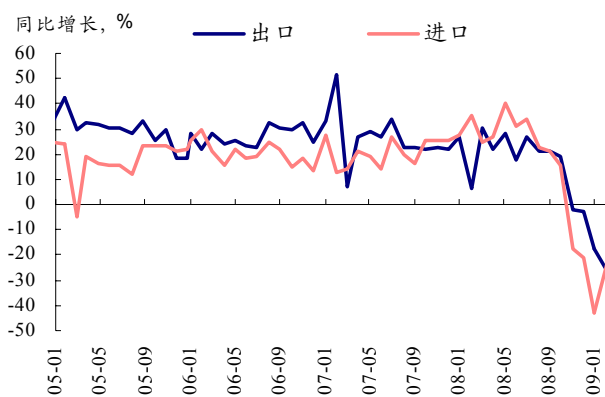
资料来源：煤炭资源网、中金公司研究部

图 22：3 月份 CPI 翘尾因素有所上升



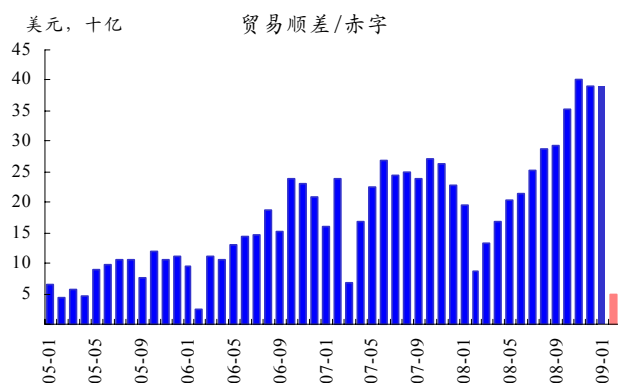
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 23：2 月进出口继续恶化



资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图 24：2 月份贸易顺差大幅下滑



资料来源：海关总署、Bloomberg、中金公司研究部

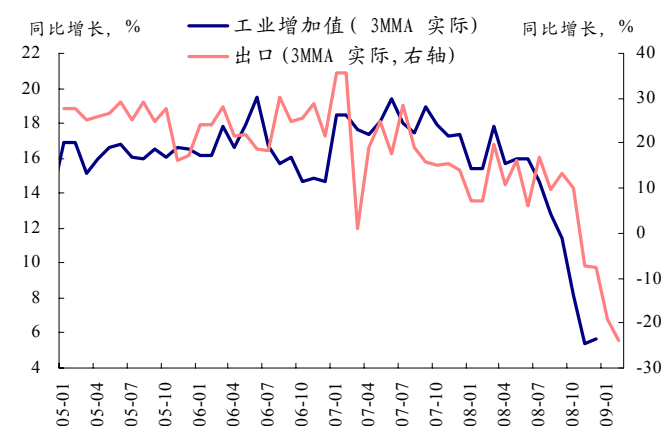
表 2：实证分析显示，中国企业利润主要受内外需求影响，贸易条件的影响则不显著

样本区间	2000年1季度-2008年4季度	
因变量	Log(工业企业利润)	
统计回归结果:		
自变量	回归参数估计	p值
Log(内需*)	0.364	0.00
	3.79	
Log(出口)	0.779	0.00
	4.16	
Log(贸易条件)	0.053	0.89
	0.14	
常数项	-3.015	0.03
	-2.30	
调整后的R平方	0.96	
D - W统计值	2.1	

注：*为固定资产投资与社会消费品零售总额之和

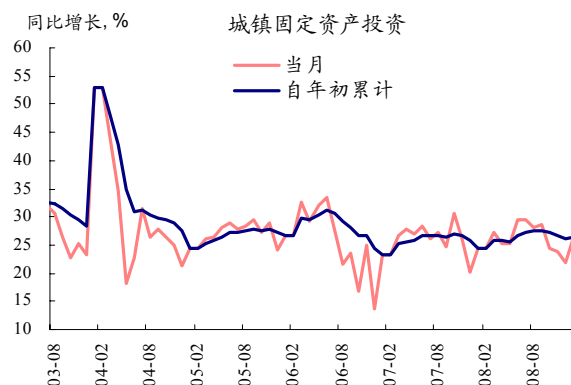
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 25：出口大幅下滑预示同期工业增加值增速可能低迷



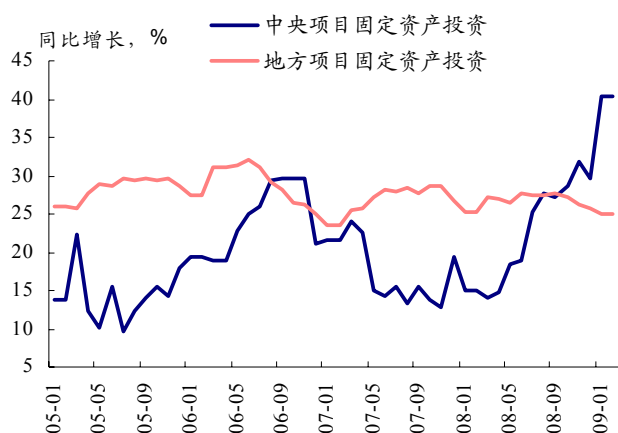
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 26：1-2 月固定资产投资强劲



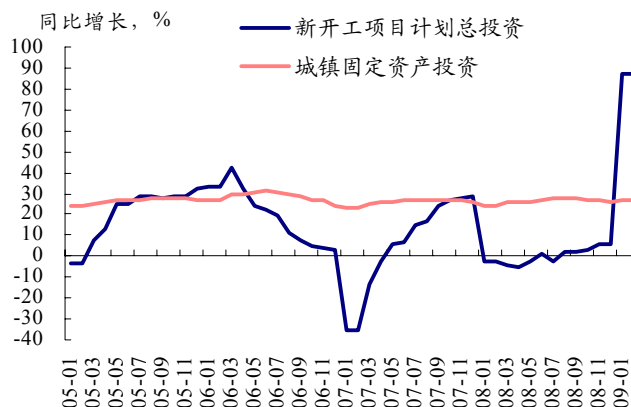
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 27：中央项目投资显著加快



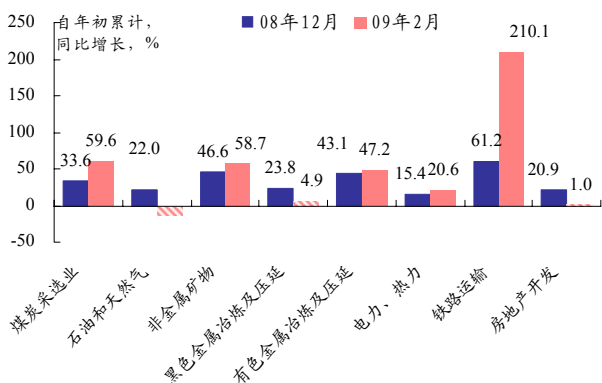
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 30：新开工项目计划总投资大幅上升



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 28：铁路、煤炭、非金属矿物、有色金属、电力等行业投资增速显著加快



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 31：房地产开发投资增速再创新低



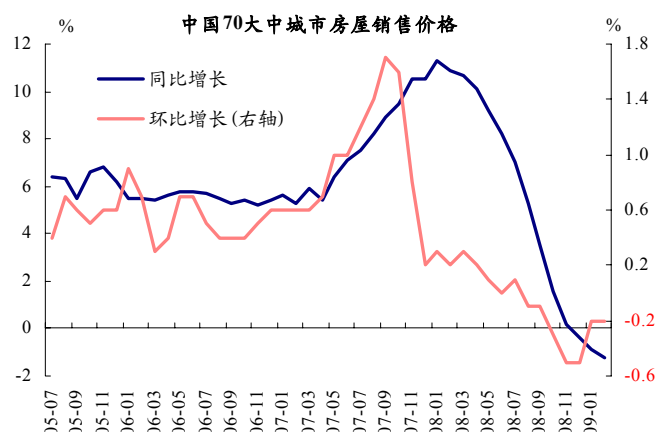
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 29：施工项目计划总投资增速上升



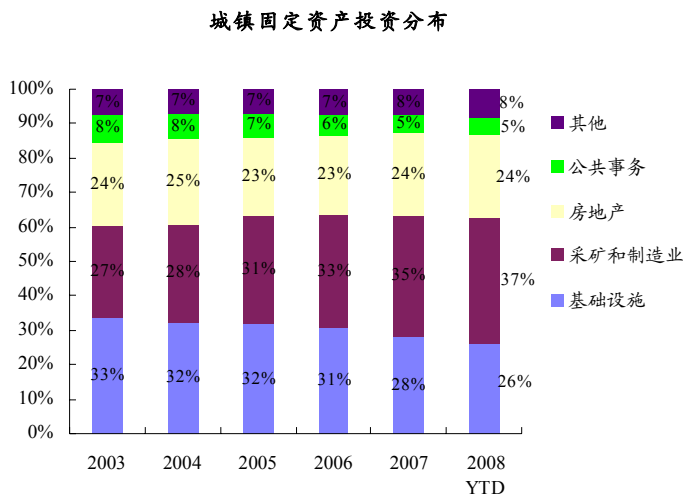
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 32：70 个大中城市房屋价格继续下跌



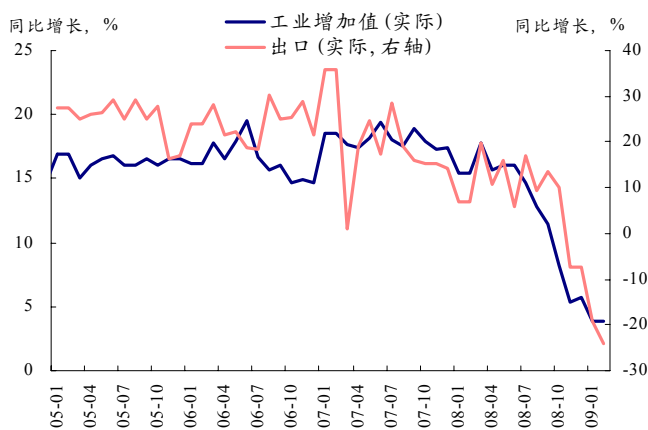
资料来源：发改委、CEIC、中金公司研究部

图 33：基础设施投资占比较小，难以完全抵消地产开发投资和采矿与制造业投资的放缓



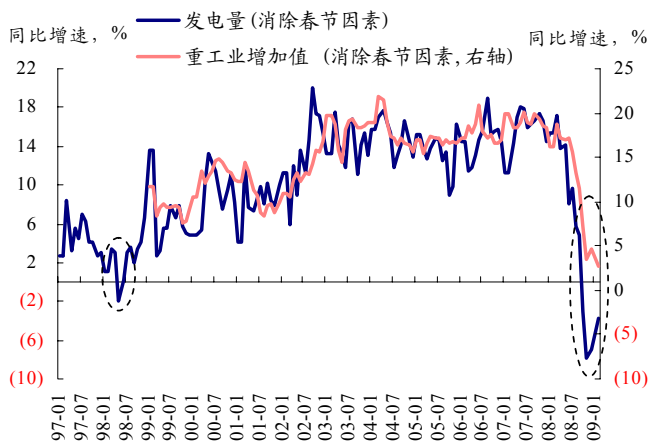
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 34：工业增加值继续大幅放缓，创历史新低



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 35：发电量跌幅缩窄，但工业增加值依然回落



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 36：PMI 与工业产出的关系并不显著

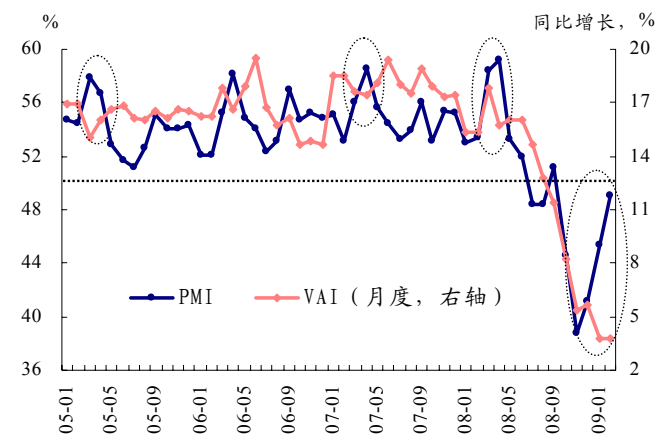
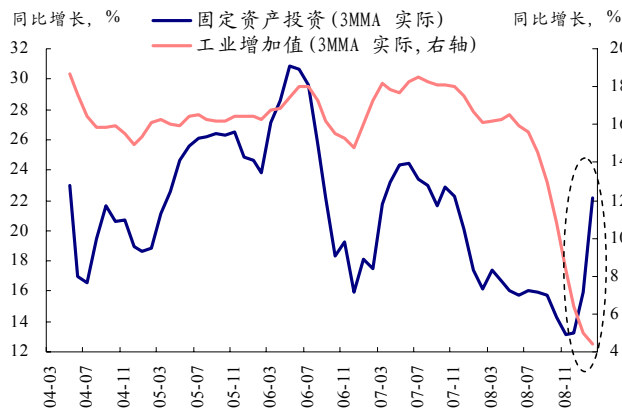
资料来源：国家统计局、中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、CEIC、中金公司研究部

表 3：受基建投资拉动，原材料行业生产略有回弹

工业生产主要指标		
主要经济指标	08年4季度	2009年1-2月
	同比增长 (%)	累计同比增长 (%)
工业增加值	6.4	3.8
在总计中: 轻工业	9.5	6.5
重工业	5.1	2.7
其中: 国有及国有控股企业	1.5	-1
其中: 集体企业	3.3	4.3
股份合作制企业	7.3	4.8
股份制企业	7.7	6.4
外商及港澳台企业	2.3	-3.6
出口交货值	-2.4	-17.1
产销率	97.3%	97.2%
原煤	4.4	3.6
水泥	2.5	17
粗钢	-13.3	2.4
钢材	-7.2	3.1
氧化铝	4.5	-7.5
汽车	-11.8	-1.7
其中: 轿车	-	-1
发电量	-7.2	-3.7
其中: 火电	-	-7.8
乙烯	-11.4	-11.1
十种有色金属	-1	-9.5

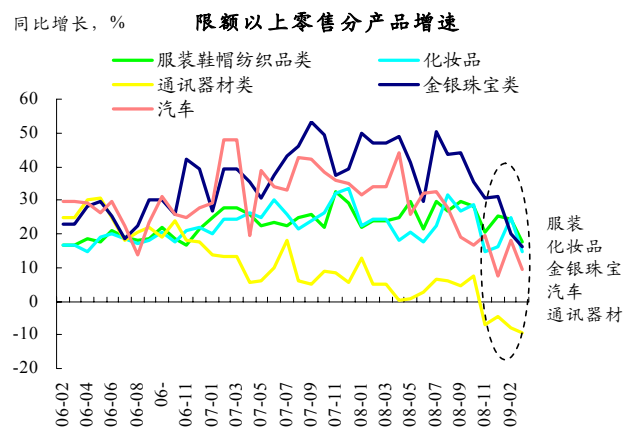
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部 注 1：统计局本次在工业生产细项数据中只公布了 9 种上游原料行业产量（多数回暖），剩下 50 多种产品（以中下游制造业为主）均未公布。注 2：去年 1-2 月份有冰雪灾害造成低基数

图 37：工业生产与固定资产投资产生历史首次背离



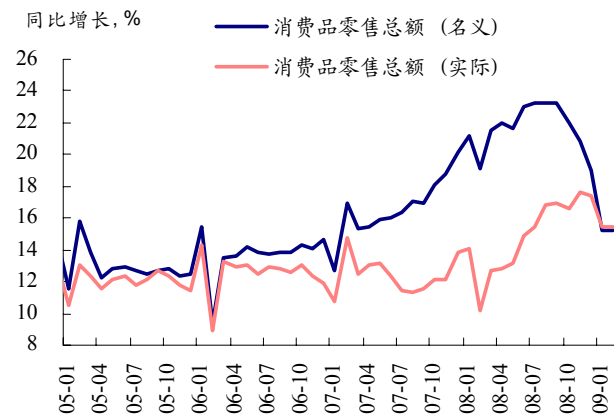
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图 40：1-2 月多数商品零售放慢



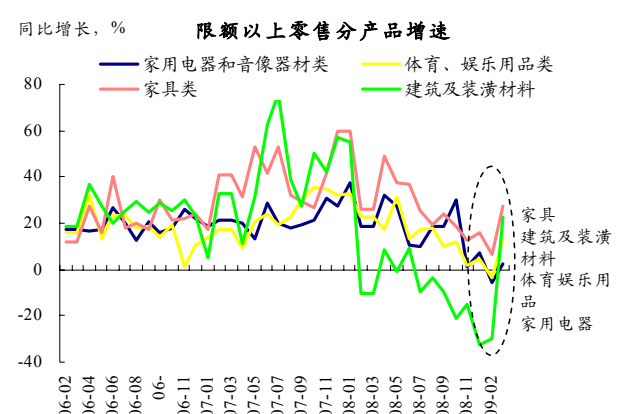
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图 38：名义与实际零售增速均放缓



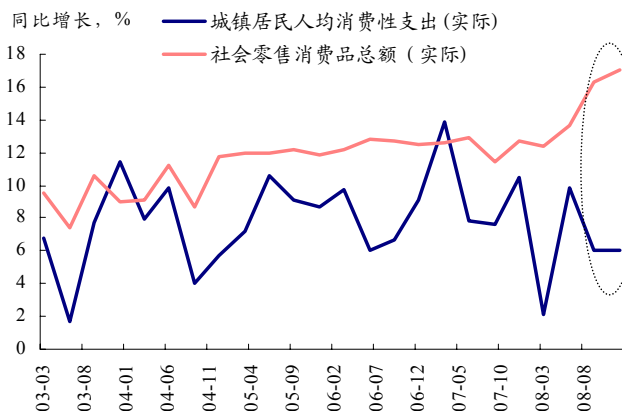
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图 41：1-2 月家电、家具等零售增速有所反弹



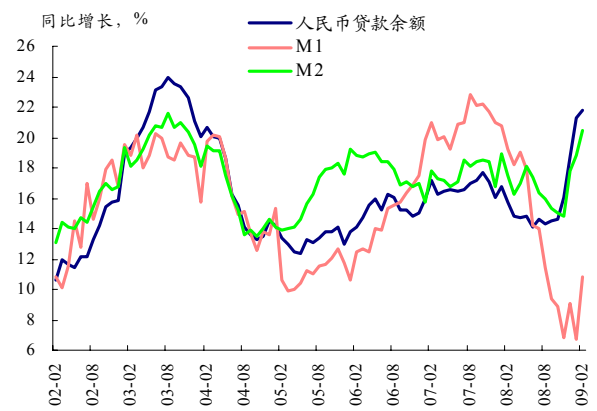
资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图 39：零售数据或许高估消费，居民实际消费已放缓



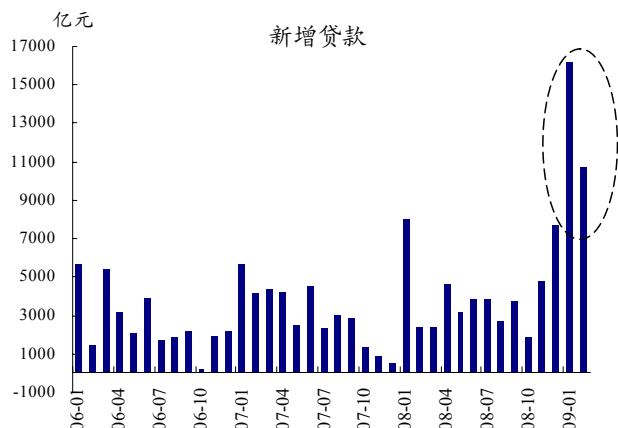
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 42：2 月货币信贷继续上升



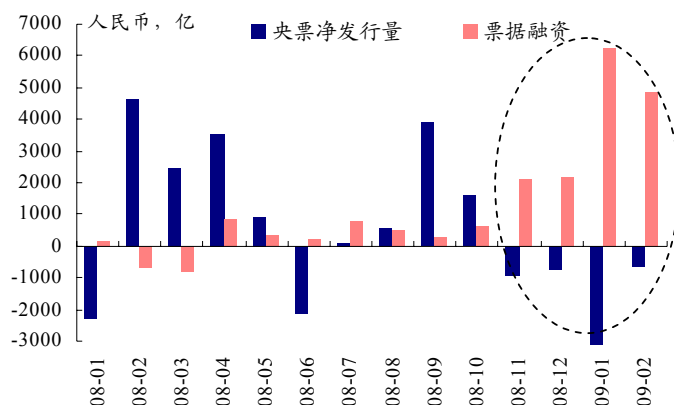
资料来源：CEIC，中国人民银行，中金公司研究部

图 43：新增贷款维持高位



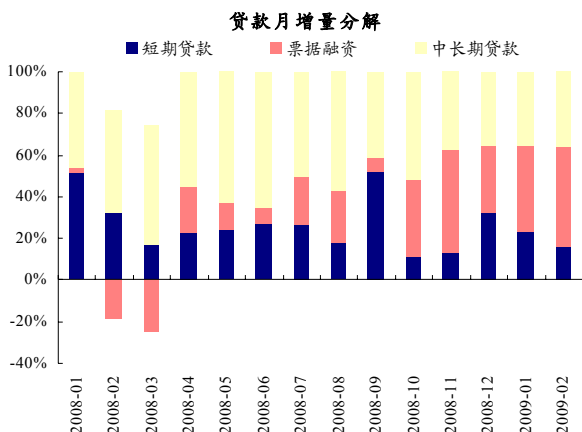
资料来源：CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 45：票据贴现大幅上升与银行缺乏投资工具有关



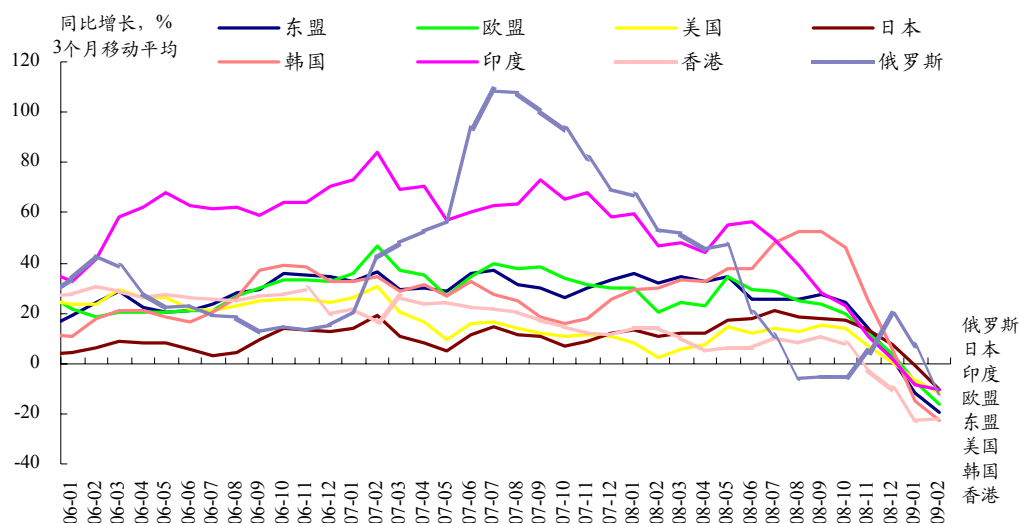
资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

图 44：票据融资占贷款比重进一步上升



资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

图 46：2 月份对主要贸易伙伴出口增速放缓



资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

表 4：现有存量房消化尚待时日

指标项	北京	上海	深圳	东莞	厦门	福州	苏州	南京
可售套数（套）	140,979	61,447	55,139	82,366	29,978	38,579	51,878	50,541
月成交套数（最近3个月平均）	8,414	10,965	5,927	3,204	2,480	2,833	3,557	4,854
可售套数/月成交套数	17	6	9	26	12	14	15	10
	杭州	宁波	南昌	重庆	成都	哈尔滨	海口	
可售套数（套）	30,248	94,479	40,857	137,557	218,983	86,138	45,282	
月成交套数（最近3个月平均）	1,727	3,247	2,904	14,027	9,014	2,027	1,140	
可售套数/月成交套数	18	29	14	10	24	43	40	
平均需要消化库存的时间（月）	19							

资料来源：www.soufun.com、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	2009-01	2009-02
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		3.8
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		2.7
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		6.5
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		2008
	同比增长，%	13.7	16.7	21.5	23.5	23.3	23.2	23.2	22.0	20.8	19.0		15.2
其中：城镇	人民币，十亿	5154	6041	554	594	591	602	642	683	653	721		1354
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		1028
	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		26.5
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		7.5
	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		-32.7
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
													4.8
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
													-4.5
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	44,367	45,017	45,494	45,833	46,237	46,620		48,157
	同比增长，%	16.8	16.1	17.4	18.9	19.6	19.3	18.8	21.1	19.9	19.7		23.0
金融机构贷款	人民币，十亿	22,529	26,169	27,500	28,620	29,002	29,273	29,648	29,830	29,575	30,339		31,992
	同比增长，%	15.1	16.1	14.8	14.1	14.6	14.3	14.5	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		6.85

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

◆ 核心零售额上升，消费者信心指数小幅回升

2 月份零售额环比下降 0.1%，同比下降 8.6%。除去汽车销售，零售额环比上升 0.7%，同比下降 5.0%（图 47-51）。

3 月份密歇根大学消费者信心指数较 2 月上升 0.3 个百分点至 56.6（图 52）。当前经济条件指数下降 3.2 个百分点至 62.3，预期指数上升 2.5 个百分点至 53。预期未来 1 年通胀水平从 2 月的 1.9% 上升至 2.2%。

中金点评：

美国消费市场于最近出现回稳迹象，除去汽车销售的零售额更连续两个月录得好于市场预期的增长，整体消费较 08 年下半年明显好转（实际私人消费于 08 年下半年的平均萎缩速度高达 4.1%）。分产品看，即便汽车等大宗消费仍然出现较显著的降幅，然而当中不少产品的销售情况已有所改善甚至出现增长，较去年曾出现的全线下滑截然不同。然而最近有所好转的消费市场部分得益于今年年初转移支付引致的可支配收入增加，且可能是其于去年底急剧下滑后的反弹。此外，加速恶化的就业市场，不断缩水的资产价格，以及连续 6 个季度出现萎缩的家庭财富将继续为消费市场带来压力，消费者信心指数仍然徘徊在多年低位。因此，我们认为当奥巴马的经济刺激计划于下半年出现较明显的效果，以及美联储斥资 1 万亿美元刺激消费借贷方案陆续到位后，消费市场才有机会出现较具持续性的复苏。

◆ 贸易赤字继续下降

美国 1 月贸易赤字较上月减少 9.7%，至 360 亿美元，为 02 年 10 月以来最低的贸易赤字。进口 1609 亿美元，环比下降 6.7%；出口 1249 亿美元，较上月减少 5.7%（图 53）。

中金点评：

信贷紧缩、就业市场恶化和经济前景不明朗，导致最近个人储蓄率上升至 5%，意味着美国居民对未来的收入增长预期悲观，严重影响消费市场。美联储最新报告亦指出，在股市和房价双双大幅度下挫的情况下，08 年第四季度家庭净资产下降 9%，为 1951 年有纪录以来最大跌幅，家庭财富下降减低消费意愿，负面影响进口表现。此外，面对全球经济下滑，其它地区对美国货品的需求亦明显下降，美国出口亦因此继续萎缩。然而进口需求下滑的速度更快于出口的萎缩速度，因此 1 月贸易赤字下降至 02 年 10 月以来的最低水平。

分地区看，美国对中国的贸易赤字从上月的 199 亿美元上升至 206 亿美元；对欧盟的贸易赤字大幅下降 50% 至 35 亿美元；对日本、加拿大和墨西哥的贸易赤字亦下降至多年低位。前瞻地看，在经济衰退加剧和居民财富大幅缩水的背景下，国内进口需求减小将导致进口以更快的速度下滑，我们预计经常账户逆差将会持续减小，支持美元的中长期走势。

◆ 持续申请失业救济人数上升

截至 3 月 7 日当周的首次申请失业救济人数上升 9 千人至 65.4 万人（图 54）。持续申请失业救济人数更大幅上升 19.3 万人，至 531.7 万人，创纪录高位。

中金点评：

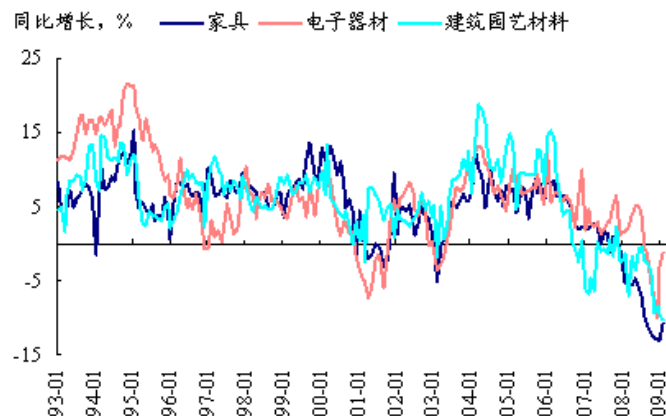
美国就业市场持续恶化，首次申请失业救济人数继续上升，四周平均首次申请失业救济人数上升至 65 万人，为 27 年高位，而更能显示整体失业情况的持续申请失业救济人数亦不断创下纪录新高。有关报告显示就业情况于贸易行业、制造业和建筑业显得尤其恶劣，主要原因是以上行业与房市及汽车业关系较密切，因此其萎缩情况亦较为严峻。急速下滑的需求和依然紧缩的信贷条件，严重影响企业投资和扩张的意愿，而暗淡的经济前景继续为消费带来压力，企业亦继而减低产量和成本，恶性循环地继续影响就业市场。奥巴马的经济刺激计划希望在未来几年创造 350 万个就业机会，然而自美国经济于 2007 年 12 月陷入衰退后的失业总人数已升至 440 万人，意味着刺激计划不能把美国就业市场回复至次贷危机前的水平，有关当局仍需通过其它渠道和方案为就业市场给予提振。

图 47：美国零售出现反弹



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 49：美国零售分产品表现



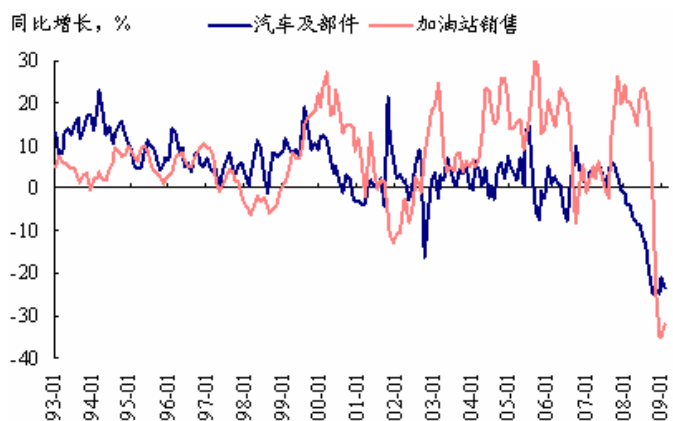
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 48：美国零售分产品表现



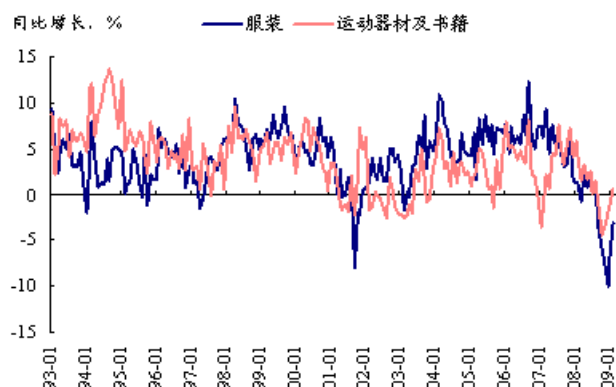
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 50：美国零售分产品表现



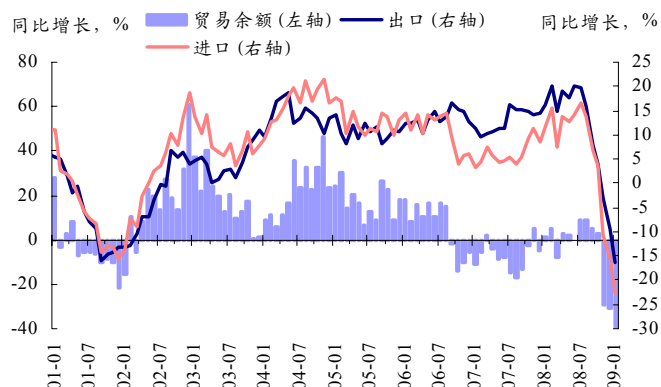
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 51: 美国零售分产品表现



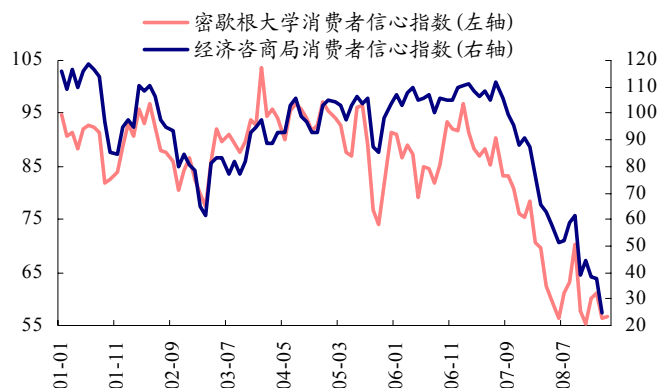
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 53: 贸易赤字继续下降



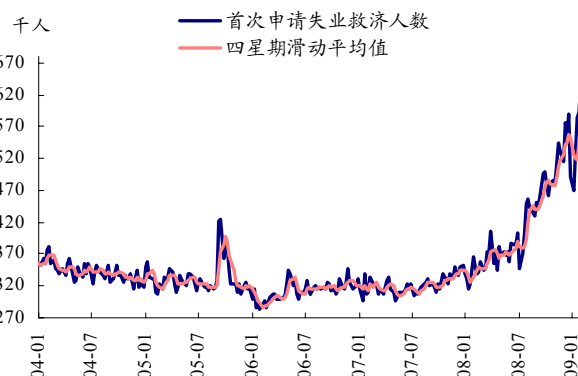
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 52: 消费者信心指数小幅反弹



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 54: 首次申领失业救济人数持续攀升



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

◆ 日本经常账户 13 年来首现赤字，工业产出跌势加剧

日本财政部 3 月 9 日公布了 09 年 1 月份经常账户余额，数据显示 1 月份经常账户逆差达 1728 亿日元，较 08 年 12 月下降 2982 亿日元，较去年同期下降 1.34 万亿日元，为 96 年以来首次陷入赤字（图 55）。其中贸易余额为 -8444 亿日元，环比下降 6465 亿日元，同比下降 9157 亿日元，为拖累经常账户表现最重要的因素。服务项目逆差较去年同期略有增加，达 2558 亿日元；收入项目同比下降 4560 亿至 9924 亿；经常转移项目则较去年 1 月份改善 394 亿日元，达 -650 亿日元。

日本 1 月份工业产出指数向下修正至 75.8，环比下降 10.2%（初值为 10%），存货装船比环比增幅则由 11.6% 向上修正至 11.9%。产能利用率指数环比下滑 12.9%，跌幅较上个月的 11.8% 有所扩大（图 56）。

日本 08 年第四季度 GDP 增速修正值与初值变动不大，由环比 -3.3%（年化环比 -12.7%）向上修正到 -3.2%（年化环比 -12.1%）（图 57）。

中金点评：

第四季度 GDP 向上略有修正主要是由于私人企业存货对 GDP 增速贡献上升了 0.1 个百分点，而拖累日本经济增速最重要的因素净出口对经济的负贡献仍维持 3 个百分点不变。这意味着净出口对第四季度经济增速的负贡献率由 91% 上升至 94%，日本出口对经济的拖累可见一斑。1 月份日本出口的下行速度显著加快，而且对亚洲、欧洲、美国、中国等主要贸易伙伴出口的跌幅呈现普遍的扩大（图 58-60），对主要出口地的实际出口量同比降幅亦由 30% 左右下降至 40% 左右，且对美国出口量跌幅已接近一半。而日本 1 月份机器订单的环比跌幅较 12 月份几乎扩大了一倍，同比跌幅亦显著上升至接近 40% 的水平（图 62），预示前景仍不乐观。与此同时，工业产出跌势加剧，而存货调整步伐过于缓慢，存货装船比大幅上升的态势还未扭转，工业产出对经济的拖累在 09 年初依然显著。

◆ 德国经常账户余额大幅萎缩，工业产出加速下滑

德国 1 月份经常账户余额仅为 42 亿欧元，较去年同期的 156 亿欧元降幅超过 70%。净出口额的下降是经常账户余额大幅萎缩的最重要因素，由于出口同比大幅下挫 20.7%（666 亿欧元），为该数据发布以来的最大单月跌幅（图 63）。进口额下跌 12.9%（581 亿欧元），贸易顺差同比下降了 88 亿欧元。环比来看，出口和进口分别较上个月下降 4.4% 及 0.8%。分地区来看，德国对非欧盟国家出口同比下降的速度最快，达 24.5%；而对欧元区及非欧元区的欧盟国家亦大幅下降 17.4% 及 21.4%。

德国 1 月份工业产出环比下降 7.5%，较 12 月份的 3.9% 加速下滑，为连续第 5 个月下降；同月降幅由 12% 扩大至 19.3%，为 1990 年两德统一以来的最大降幅（图 64）。

中金点评：

由于德国的主要贸易伙伴为发达国家，欧洲及美国深陷衰退使其对资本品及耐用品消费品的进口需求急剧萎缩，并因此而直接打击德国最主要的出口产品类别。1 月份德国出口的加速下降反映了主要发达国家的投资需求依然非常低迷。由于德国经济对出口非常依赖，世界贸易的深度萎缩使德国经济遭受了致命的冲击。德国第四季度 2.1% 的环比跌幅几乎全部来自净出口的拖累（图 65），年初出口的加速下跌无疑给第一季度经济增长带来巨大的压力。然而德国 1 月份制造业订单数继续下跌 8%，较上个月 7.6% 又有所扩大，显示近期出口并无回暖迹象。受出口急挫的拖累，德国工业产出降幅亦创历史新高。考虑到 2 月份制造业 PMI 指数表现较 1 月份仅上升 0.1 个点，改善非常有限，近期工业产出降幅可能仍将维持高位。分产品来看，1 月份工业产出的下跌仍集中在投资品及中间产品，环比分别下跌 12.3% 及 8.1%，而消费品仅下跌 0.4%，显示德国经济最主要的风险仍集中于出口和投资，私人消费的表现可能较美国、英国更加稳定。

◆ 德国通胀 7 个月来首次加速，法国、西班牙价格增速亦有所上升

德国 2 月份 CPI 环比上升 0.6%，同比增长 1%，是 7 个月来首次增速上升（1 月份 CPI 同比增长 0.9%）。欧洲统计局的德国 HICP 消费者价格指数同比亦上涨 1%，环比增长 0.7%。

法国 2 月份消费者价格指数环比上升 0.4%，较去年同期上升 0.9%。核心消费者价格指数上升 0.3%，同比增长 1.9%。消费者价格指数环比增速主要来自交通及通讯服务，实际租金等。

西班牙 2 月份环比与 1 月份持平，同比上升 0.7%。核心消费者指数环比下降 0.1%，同比上升 1.6%。其中服装和食品分别拖累 CPI 增速 0.11 及 0.08 个百分点；交通和住房均带动通胀 0.05 个百分点（图 66）。

中金点评：

欧元区三国 1 月份价格增速有所上升，德国 CPI 同比增速由 0.9% 上升至 1%，法国由 0.7% 上升至 0.9%。西班牙 CPI 同比增速与上月持平，但环比降幅由 1.4% 缩小至 0.1%。德国 2 月份价格指数的向下压力依然来自石油制品，液体燃料同比下降了 27.1%，机动车燃料下降 12.6%，去除石油制品的 CPI 显著上升 1.9%。拉动消费者价格指数的项目主要是煤气、集中供暖与远程供暖以及电力，分别同比上升 18.9%，15.5% 及 5.8%。而法国和西班牙 CPI 增长主要来自于交通和住房类开支。尽管欧元的大幅贬值可能使输入通胀的风险增加，但鉴于内需及外需同时显著萎缩，工资增速放缓及产能利用率大幅下滑，以及广义货币增速仍在放缓，短期内通胀加速的风险并不迫切。且在原油价格不振，房市疲软的背景下，交通与租金价格均有下调压力，通胀上行趋势能否持续有待进一步观察。

◆ 英国贸易逆差略有上升，英国工业产出跌幅扩大

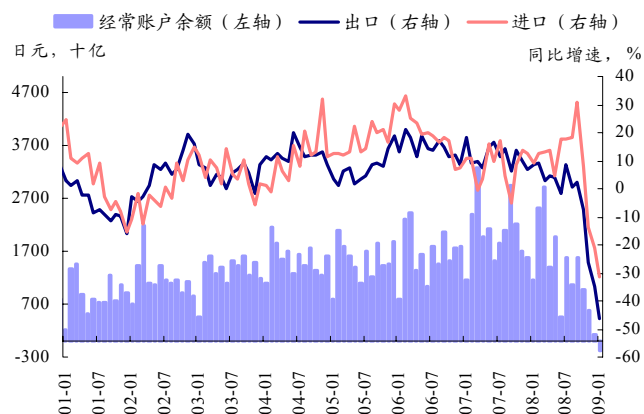
英国 1 月份贸易逆差由 12 月的 32 亿英镑扩大至 36 亿英镑（图 67），其中货物逆差为 77 亿英镑，服务顺差为 42 亿英镑。但是从波动较小的 3 个月环比数据来看，截至 1 月份的 3 个月贸易逆差较前 3 个月收窄了 8 亿英镑至 103 亿英镑。1 月份经季节调整的出口及进口环比分别下降了 1.9% 及 0.8%，同比下降 2.4% 及 4.3%。其中货物出口环比下降了 4% 至 188 亿英镑，进口下跌 1% 至 265 亿英镑。

英国 1 月份工业产出指数环比下降了 2.6%（图 68），为连续第 11 个月下降，是 2002 年以来的最大降幅；同比降幅高达 11.4%，为 81 年以来最高。该数据 3 个月环比降幅为 5.6%，降幅连续第 4 个月扩大，并主要受制造业拖累。一方面制造业占比最高，约为 80%，另一方面，其下降速度最快，3 个月环比降幅达 6.4%。采掘业及水电气行业 3 个月环比降幅分别为 3.1% 及 1%。

中金点评：

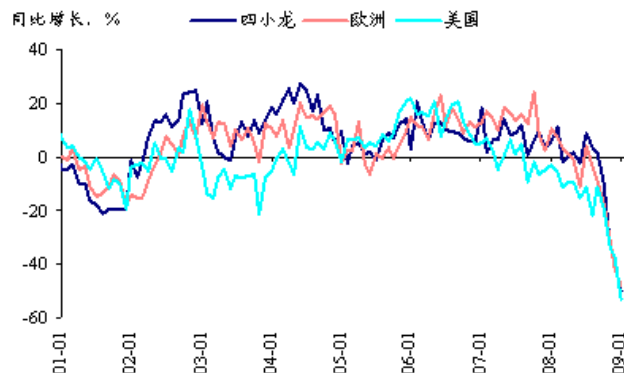
尽管 1 月份服务贸易顺差增大，英国贸易逆差还是有所上升，这主要是由于其对欧盟地区的出口显著恶化，尤其是对资本品及原材料的出口。受此影响，加上国内需求萎靡不振，尤其是英国房市深度调整直接打击投资需求，英国的工业产出跌幅继续扩大，金属制品，交通设备和机械设备等项目的环比跌幅高达 10% 左右。尽管如此，英国的出口及工业产出对经济的冲击还是小于日本及德国。这主要是由于：其一，英国工业在经济中比重显著小于日本和德国，其第二产业比重仅为 18%，而日本和德国的该指标接近 30%。其二，由于金融市场恶化速度较高及英格兰银行货币政策较日本和欧元区央行更加激进，英镑汇率跌幅大于欧元（图 69），而由于息差交易大量平仓，日元汇率曾大幅升值，因此英国出口所受冲击略小于德国和日本。

图 55：日本经常账户余额出现逆差



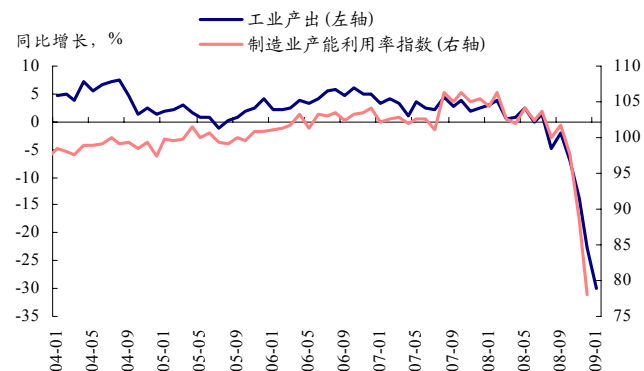
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 58：日本对主要地区出口均显著下滑



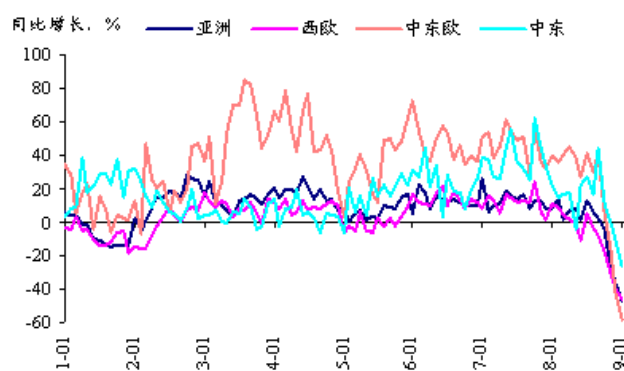
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 56：日本工业产出和产能利用率大幅下滑



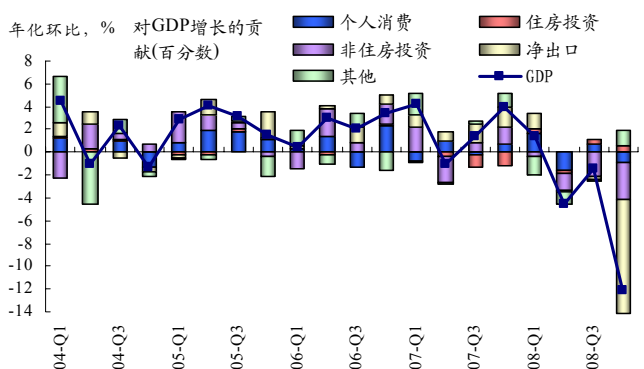
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 59：日本对主要地区出口均显著下滑



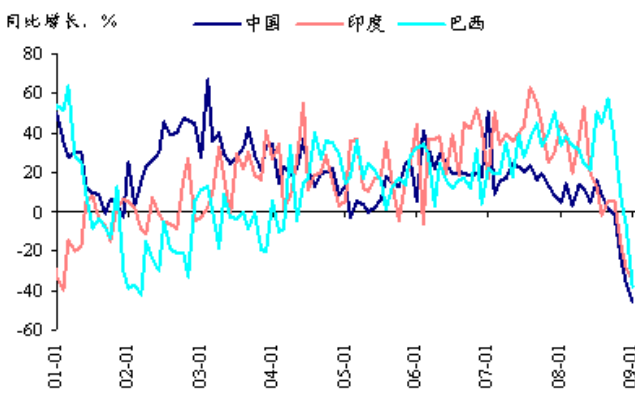
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 57：日本 08 年 4 季度 GDP 年化环比修正至-12.1%



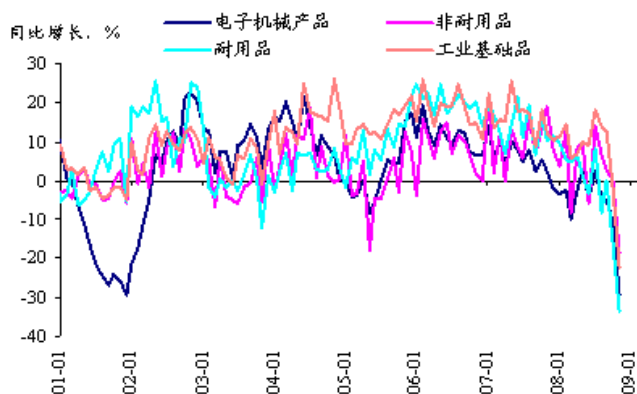
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 60：日本对主要地区出口均显著下滑



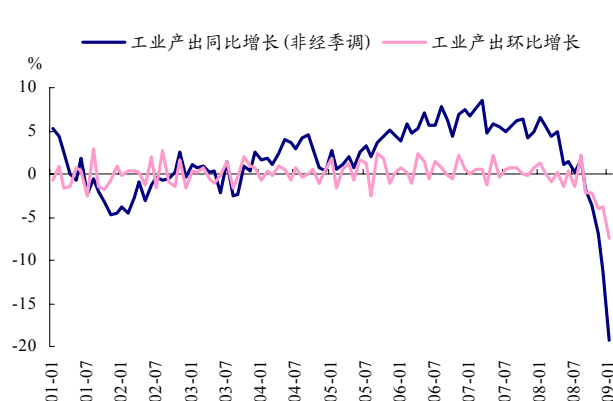
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 61: 日本主要产品出口大幅下滑



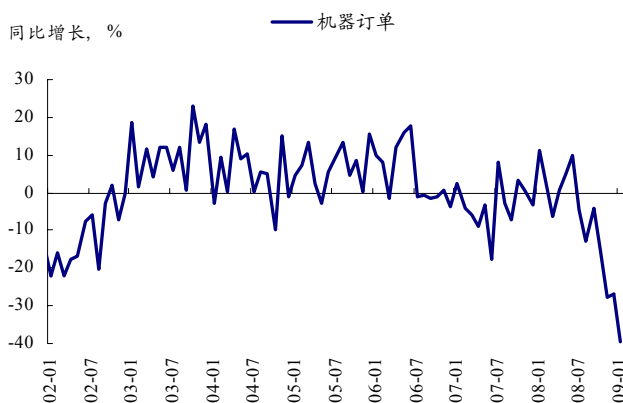
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 64: 德国工业产出跌幅扩大



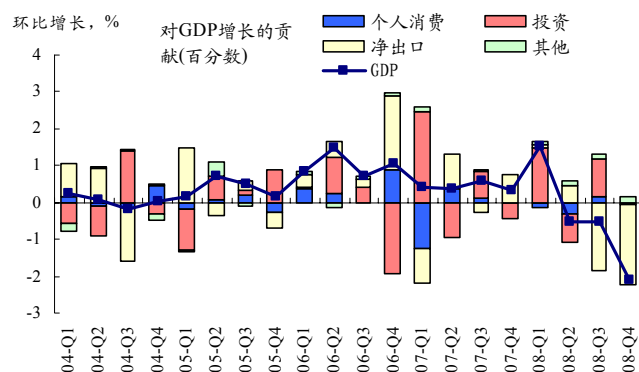
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 62: 日本机器订单急剧萎缩



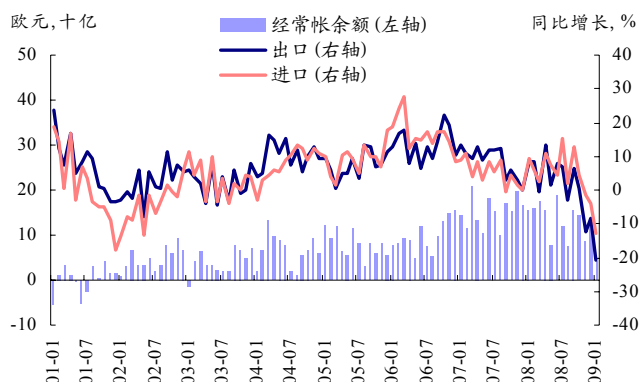
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 65: 净出口拖累德国 GDP 大幅下跌



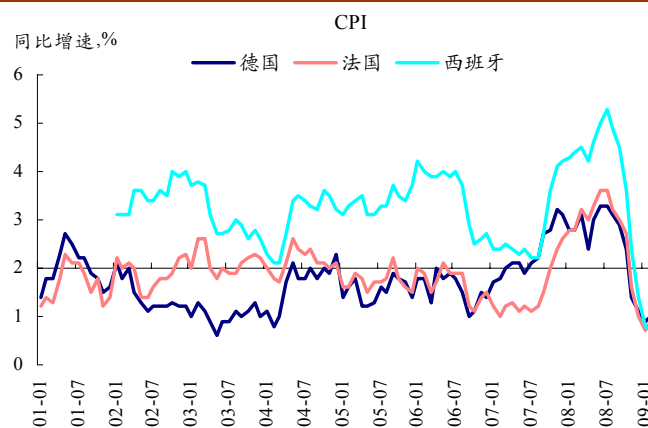
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 63: 德国经常帐盈余显著下降



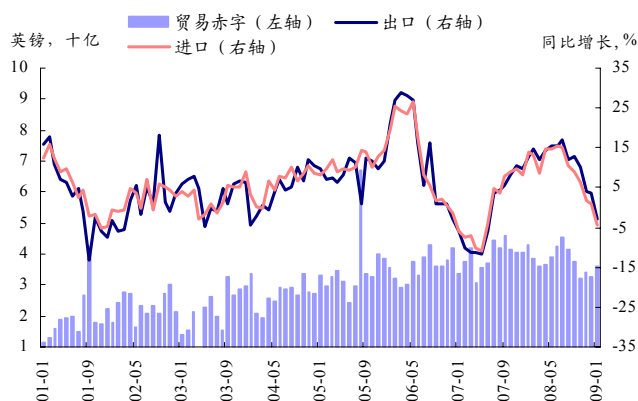
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 66: 德法西 CPI 增速有所回升



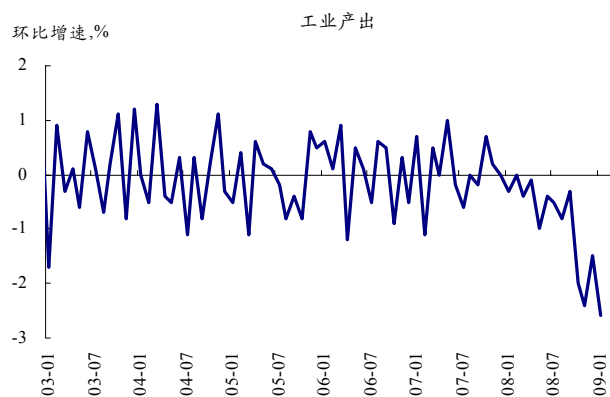
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 67：英国贸易赤字上升



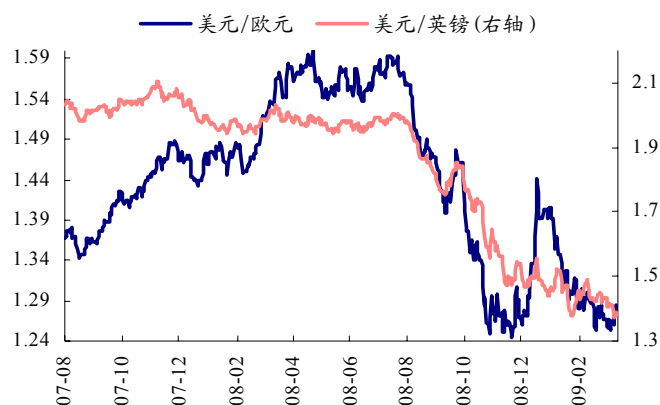
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 68：英国工业产出跌幅扩大



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 69：英镑出现大幅贬值



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 6：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	35.8
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	41.6
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	340.99	347.19	346.81
同比增长, %	2.34	2.76	2.01	3.08	1.95	1.26	-1.42	-5.09	-8.43	-10.49	-8.97	-8.58
私人收入(美元, 十亿)	11999	12003.1	12219.8	12233.6	12139.9	12179.8	12191.4	12185.7	12135.7	12111.7	12156.5	
同比增长, %	3.92	3.96	5.59	5.34	3.98	3.86	3.41	3.09	2.23	1.57	1.90	
私人消费(美元, 十亿)	10039.7	10073.5	10144.2	10196.4	10187.1	10170.9	10132.4	10010.3	9930.7	9829.5	9885.9	
同比增长, %	5.01	4.78	4.96	5.19	4.69	4.14	3.40	1.97	0.11	-1.13	-0.99	
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	56.3
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	172,741	164,894	
同比增长, %	-0.79	-3.80	-1.48	-0.54	-4.94	-5.85	-4.45	-12.66	-15.87	-22.93	-22.83	
外贸												
出口额 (美元, 十亿)	149.66	155.19	157.14	163.04	167.47	164.67	153.77	149.81	140.66	132.52	124.91	
同比增长, %	15.01	18.90	17.54	20.10	19.63	15.87	7.70	3.96	-3.13	-9.32	-16.36	
进口额(美元, 十亿)	207.07	217.01	217.60	222.17	229.97	224.92	211.91	207.85	183.11	172.42	160.94	
同比增长, %	7.59	13.75	12.68	14.01	16.56	13.91	6.89	3.70	-10.71	-15.37	-22.81	
贸易余额(美元, 十亿)	-57.41	-61.82	-60.47	-59.14	-62.50	-60.24	-58.13	-58.04	-42.45	-39.90	-36.03	
同比增长, %	-7.89	2.59	1.73	0.02	9.05	8.88	4.81	3.02	-29.09	-30.70	-39.09	
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	3.3	1.6	0.8	0.7	
核心PCE	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	
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	135,074	134,419	133,768
非农就业人数增加值(千人)	-122	-160	-137	-161	-128	-175	-321	-380	-597	-681	-655	-651
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	8.1
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 7：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	33.5
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	39.2
零售同比增长，%	-2.9	-1.6	0.3	-3.1	-1.4	-1.5	-0.7	-2.1	-2.6	-2.4	-2.2	
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，%	7.3	7.4	7.4	7.5	7.5	7.5	7.6	7.8	7.9	8.1	8.2	
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	1.10	
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	-11.3	-19.3	
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	32.1
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	41.3
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，%	3.7	5.3	-0.6	-11.6	-4.3	-3.7	-13.5	-22.4	-27.5	-33.2	-40.2	
零售同比增长，%	1.1	-0.8	2.8	0.2	104.0	106.8	106.1	104.1	103.8			
Icon消费者信心指数	98	100	96	96	93	91	91	88	85	78	73	71
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	67.2	66.6	
同比增长，%	-0.4	13.6	1.5	7.7	6.8	-2.8	6.5	0.7	-12.5	-8.4	0.0	
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	60.0	58.1	
同比增长，%	2.6	10.8	7.5	4.5	15.2	2.1	13.1	4.6	-1.6	-4.0	0.0	
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	8.3	
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	1.0
美国												
工业产出同比增长，%	0.20	0.10	-1.90	-2.10	-2.00	-2.80	-2.90	-5.50	-7.90	-9.30	-11.40	
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	43.2
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	34.5	34.8	35.3	36.0	34.9	35.3	35.1	33.9	33.2	32.6	
同比增长，%	11.89	14.50	15.45	15.45	17.00	12.15	12.99	10.08	4.09	3.53	0.00	
进口额（英镑，十亿）	37.4	38.2	38.7	39.6	40.6	39.1	39.1	38.3	37.4	36.5	36.2	
同比增长，%	8.75	14.88	14.73	15.33	15.16	10.53	9.00	6.27	1.90	0.91	0.00	
贸易余额（英镑，十亿）	-3.60	-3.65	-3.88	-4.26	-4.54	-4.14	-3.75	-3.19	-3.43	-3.25	-3.59	
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	-31.0	
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	-39.5	
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	-71.2	
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	3282.2	
同比增长，%	2.8	4.8	4.2	-1.5	8.7	0.8	2.1	-7.3	-26.5	-35.1	0.0	
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	4126.6	
同比增长，%	13.3	13.9	4.6	17.8	17.6	18.5	31.1	8.0	-13.7	-21.2	0.0	
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	-844.4	
失业率，%	3.8	4.0	4.0	4.1	4.0	4.1	4.0	3.8	4.0	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	0.1	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：韩国央行保持利率于 2.0% 不变

中金点评：

韩国央行 3 月 12 日议息会议后决定保持政策利率于纪录低点 2.0% 不变，而彭博的市场共识为降息 25 个基点。韩国央行自去年 10 月以来 6 次降息，幅度总共达 3.25 个百分点。韩元兑美元汇率上周下滑至 11 年来的最低水平，但于过去的 4 天升值了 6.6%。疲软的韩元增加了国内机构偿还海外贷款的费用，亦可能因进口价格上涨而推高通胀。韩国 2 月份通胀率从 1 月的 3.7% 上升至 4.1%。因此，韩国央行保持政策利率不变将有助支持韩元。央行行长表示，国内银行的放贷意愿有所改善，而央行将回顾此前降息的成效以决定未来的利率政策（图 70）。

◆ 事件二：全球经济衰退引发一些新兴经济体以积极财政政策刺激经济，并大幅增加政府债券销售以支持额外的支出，而印尼更向世界银行借入贷款以补助财政赤字。

中金点评：

马来西亚政府于上周推出该国有史以来最大的经济刺激计划，总额达 600 亿马币（约 163 亿美元），相等于 GDP 的 9%。该项计划为期两年，主要着重四大项目，包括增加就业机会以减少失业率、减轻国民生活负担、协助各行业面对经济危机，和建设国家的生产力。政府预计今年财政赤字将达到 GDP 的 7.6%，并预计今年失业率将达到 4.5%，高于 08 年的 3.7%。马来西亚政府于去年 11 月已推出第一项总额为 70 亿马币（约 19 亿美元）经济刺激计划，主要用于刺激国内消费。

澳大利亚提高主权债务总额限制，从 750 亿澳元大幅提高至 2000 亿澳元（约 1280 亿美元，相等于 GDP 的 17%），为 1997 年之后首次扩大主权债券市场规模。由于税收下降和政府开支增加，政府早前曾表示计划于 6 月 30 日之前发行多达 240 亿澳元的债券。穆迪和标准普尔现给予澳大利亚主权债务信贷评级为最高的 Aaa 和 AAA。

印度政府上周发行 1200 亿卢比（约 23 亿美元）债券。根据彭博资讯引述，印度政府于上周五出售 2017 年到期票面年利率为 7.46% 的 800 亿卢比债券，并出售两批各 200 亿卢比分别为 13 年和 25 年的债券。由于债券供应大幅增加，印度最活跃的 2018 年到期的债券收益率上涨至 3 个月高点，由 1 月份记录低点 4.85% 上升约两个百分点。此外，印度政府计划于今年财政年度内发行创纪录的 2.61 万亿卢比债券，较上一个财政年度上升 67%。而明年的销售目标为 3.62 万亿卢比，以支持额外的财政刺激计划对抗经济衰退。

印尼政府在三月初已从世界银行得到 20 亿美元贷款，以协助政府在全球金融危机中应对经济下滑的风险。该贷款将支持印尼政府在 2009/10 年度的公共开支，特别是 1) 保持金融市场和金融体系稳定；2) 控制政府预算的同时维持关键的公共支出；3) 促进私人投资和支持出口。据金融时报称，这笔贷款是世界银行向并未处在危机中单一个国家发放的最大一笔贷款。贷款期限为 24.5 年，宽限期 10 年，利率较伦敦银行同业拆息高 75 个基点。另一方面，印尼消费者信心指数 12 个月来首次回升，2 月份同比上升 4.3%，高于 1 月份的负 1.8%。

近期经济数据

- ◆ 台湾地区出口同比降幅有所减少，菲律宾则创最高纪录降幅

中金点评：

全球需求萎缩导致亚洲多个地区出口持续下滑，尽管2月份出口降幅较1月份因受到农历新年假期影响的纪录降幅有所减少。上周台湾地区和菲律宾分别公布了最新的出口数据：

台湾地区商品出口连续六个月下滑，2月份同比下降28.6%至126亿美元，低于1月份创纪录的44.1%降幅。同时，进口亦下降了31.6%至109亿美元。由于1月和2月份的贸易数据受到农历新年假期的影响，以1月和2月作为一个整体来看较为合宜。台湾1~2月商品出口同比下滑37.2%，而商品进口则下降了45.6%；贸易盈余平均每月为25亿美元。分地区来看，台湾对中国出口减少了48%，对美国和欧洲亦下降23%和31%。而台湾从日本进口减少了42%，从中国下滑38%，从美国和欧洲亦分别下降49%和39%（图71）。

菲律宾09年1月商品出口同比下跌创纪录的41.0%至25亿美元（08年12月为同比下降40.3%），进口数据将于稍后公布，预料亦会有所下降，而08年12月商品进口亦同比下降了34%（图72）。

- ◆ 内需持续疲软、工业产值下滑

中金点评：

消费者缺乏信心，内需持续疲软，尽管印度乘用车销售量因政府降低消费税有所回升。然而，区内工业生产总值持续下滑，马来西亚更创7年来最大跌幅：

泰国消费者信心指数从1月份的68.3下降至2月的67.2，轻微高于去年11月近7年低点的67.1，显示消费者对经济形势缺乏信心。泰国08年4季度实际GDP同比下降4.3%，为97~98年亚洲金融危机以来最大降幅，而泰国政府亦下调今年GDP增长预测至负1~0%，低于2008年的2.6%增速（图73）。

越南汽车销售连续第6个月下滑，2月份同比下降25.2%，低于1月的68.1%降幅。

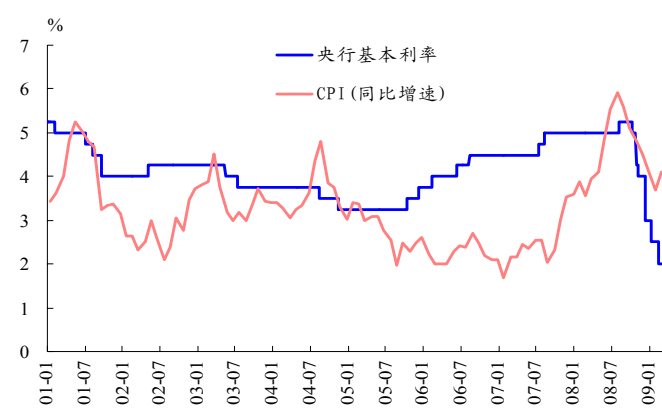
印度国内乘用车销售量5个月来首次回升，2月份同比上涨21.8%，而1月则下跌3.2%。主因是印度中央政府降低消费税，由原来的10%下调至8%。根据印度汽车制造商AshokLeyland，消费税下调使每辆车的平均价格下降约320美元。另外，国际原油价格近月大幅下滑亦使国内汽油价格有所下降，对乘用车销售带来一定的支持作用。

新加坡内需持续疲软，零售额创10年来最大同比降幅。09年1月零售额连续4个月下滑，同比下降12.2%，而08年12月则下滑1.6%。去除价格因素，1月份销售量亦同比下滑14.8%，去除汽车销售量后亦下降了4.3%，显示经济衰退导致消费者削减消费开支（图74）。随着经济情况日益恶化，就业市场持续疲软，消费者信心已遭受严重打击。新加坡内阁资政李光耀表示，如果出口持续下滑，新加坡今年GDP可能同比下降达10%。

印度09年1月工业生产指数同比下降0.5%，而08年12月为创纪录最大降幅的0.6%。另外，印度通胀率急剧下滑至02年6月以来最低水平，截止2月28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3.03%下降至2.43%（图75）。

马来西亚工业生产总值创7年来最大跌幅，09年1月份同比下降20.2%，显著高于08年12月份的15.9%跌幅。全球经济衰退导致消费者减少对马来西亚制成品的需求，1月份制造业产值同比下降26.7%，矿业产出下跌6.1%，而电力生产则下降12.4%（图75）。

图 70：韩国央行利率和通胀率



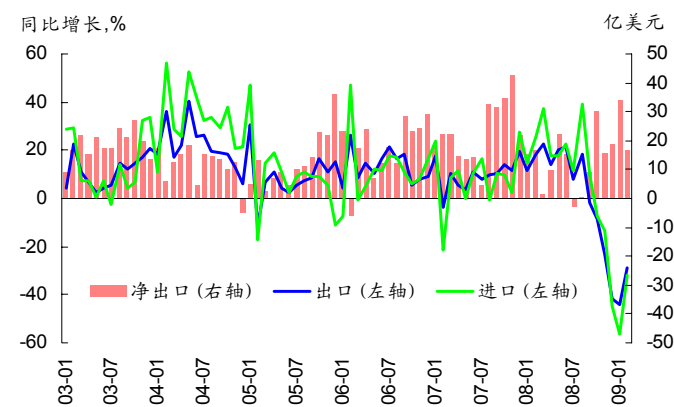
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 73：泰国消费者信心指数



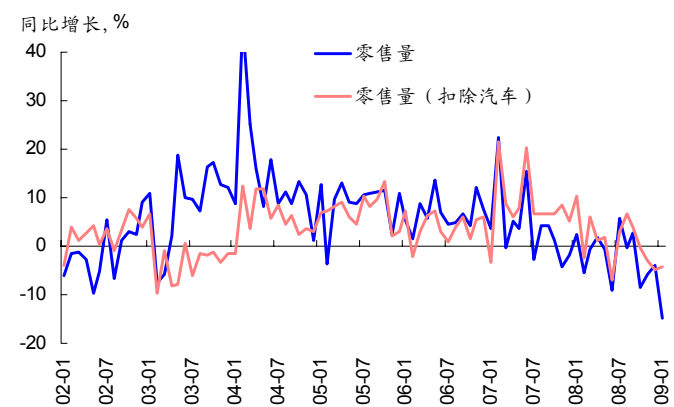
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 71：台湾地区商品贸易



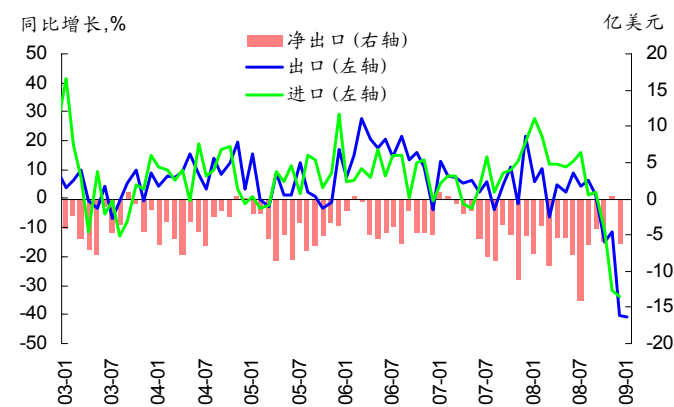
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 74：新加坡零售量



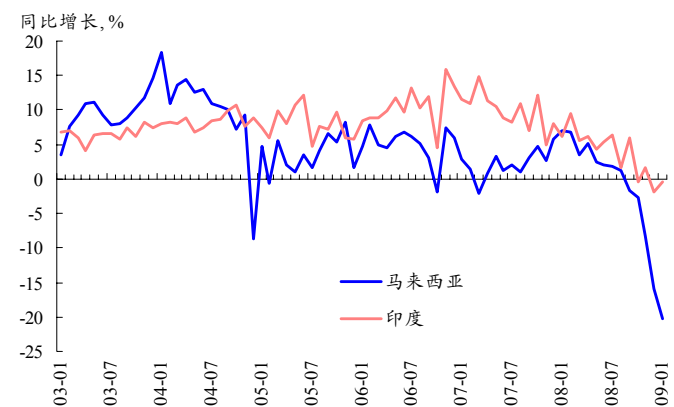
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 72：菲律宾商品贸易



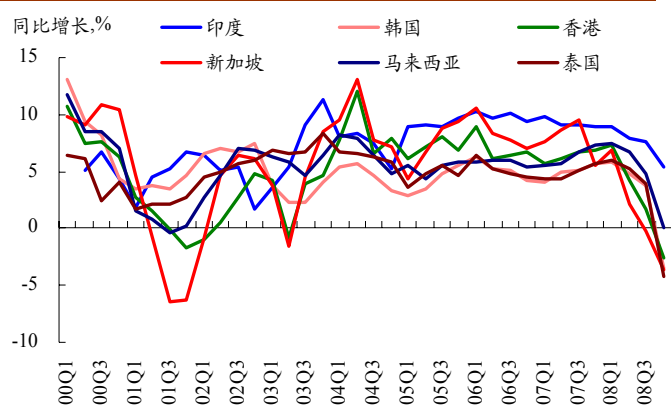
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 75：印度和马来西亚工业生产总值



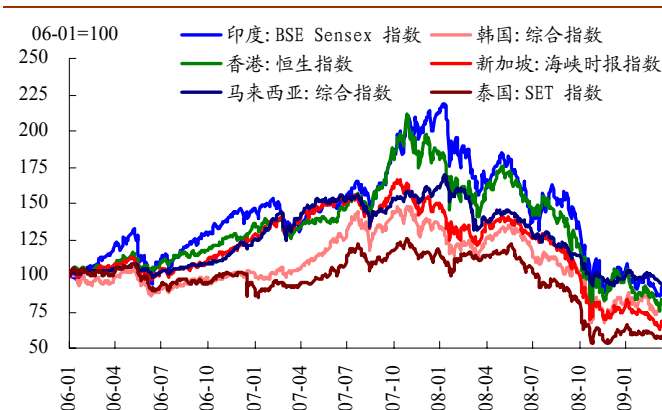
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 76：亚洲新兴经济体实际 GDP



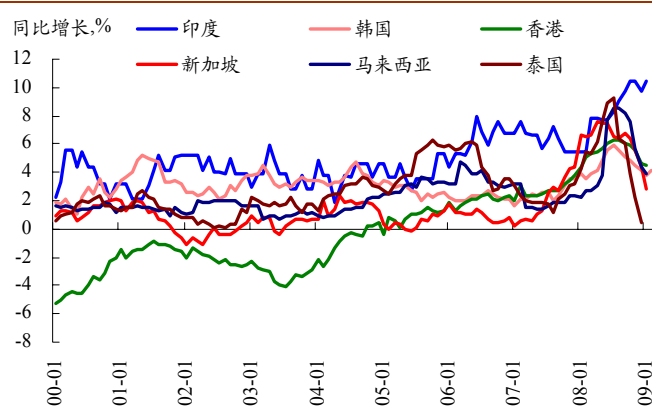
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 79：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 77：亚洲新兴经济体 CPI



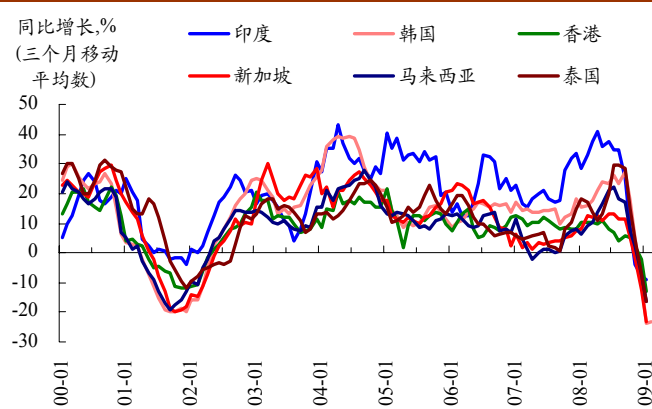
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 80：新兴亚洲经济体银行间利率（1 个月期）



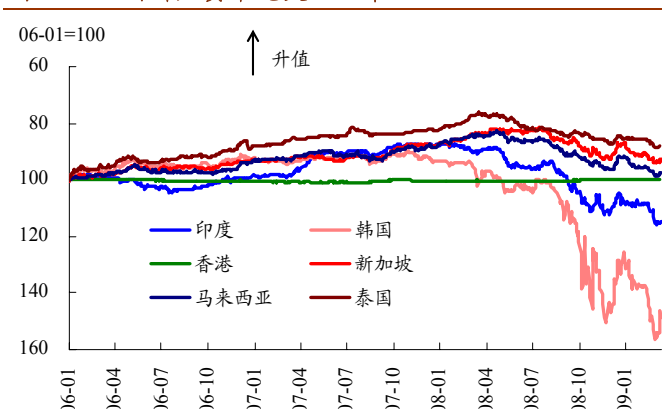
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 78：亚洲新兴经济体商品出口



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 81：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	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02
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	6.1	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	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	3.7	1.9	-4.3	-2.7	-0.5	5.4	...
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	9.0	9.8	10.4	10.4	9.7	10.4	...
商品出口	29.9	21.4	21.5	21.8	37.3	37.1	25.1	-7.9	27.8	10.4	-12.1	-9.9	-1.1	-15.9	...
工业生产	7.9	10.5	9.9	4.3	7.0	5.3	4.7	0.4	1.7	6.0	0.1	1.7	-0.6	-0.5	...
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	12.1	11.8	11.7	11.1	9.2	8.6
商品出口	19.7	17.7	13.2	19.9	31.9	29.6	27.9	-6.2	29.9	29.0	4.7	-1.8	-20.6	-36.1	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	3.0	5.8	3.3	1.6	1.4	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	-16.4	13.7	3.2	-15.5	-26.3	-5.0	2.9	...
经常项目顺差(占GDP,%)	0.1	3.0	2.4	0.1	2.3	-0.8	-0.7	-0.2	...	...	...	...	...	...	...
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	5.6	5.1	4.8	4.5	4.1	3.7	4.1
商品出口	12.0	14.4	14.1	13.6	17.4	23.1	27.0	-9.9	18.1	27.6	7.8	-19.5	-17.9	-33.8	-17.1
工业生产	6.3	8.4	6.9	3.1	11.0	8.9	5.6	-11.3	1.8	6.3	-1.9	-13.8	-18.7	-25.6	...
零售业销货额	4.1	4.0	5.2	0.9	4.4	2.8	1.4	-4.6	2.2	-1.9	-3.5	-5.4	-4.7	-3.1	...
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	8.2	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	-7.5	10.7	15.0	-2.6	-4.9	-14.9	-30.0	...
工业生产	3.6	5.0	2.0	0.1	5.9	3.5	0.6	-9.0	1.2	-1.7	-2.8	-8.2	-15.5	...	...
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	12.4	11.8	11.2	9.9	8.0	7.1	7.3
商品出口	4.0	14.9	6.4	-2.9	2.7	5.3	4.0	-22.5	6.6	1.1	-14.8	-11.4	-40.3	-41.0	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	0.2	-0.4	5.1	3.8	-7.0	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	6.4	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	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	-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	-0.2	2.6	-8.3	-5.7	-3.9	-14.8	...
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	4.7	3.1	2.4	1.9	1.3	1.5	-1.3
商品出口	8.8	12.9	10.1	3.6	17.5	18.5	8.0	-24.7	18.2	-1.6	-8.3	-23.3	-41.9	-44.1	-28.6
工业生产	3.8	4.7	7.8	-1.8	12.6	7.1	0.5	-24.2	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	-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	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	16.4	22.9	5.5	-14.8	-12.4	-21.4	...
工业生产	9.1	7.3	8.2	5.3	12.6	10.1	7.6	-8.0	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	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。