

何钟薛华 谢亚轩
 赵文利 刘启元
 852-31896818
 hezhong@cmschina.com.cn

2008年3月25日

外需持续恶化 内需已然启动

2009年3月份宏观经济月报

主要数据(%)：

中国(2月)	
工业	3.8
投资	26.5
零售额	15.2
出口	-25.7
进口	-24.0
M2	20.5
CPI	-1.6
美国(2月)	
零售额	-0.1
工业	-1.4
CPI	0.4
失业率	8.1
欧元区(1月)	
零售额	-2.2
工业	-17.3
CPI(2月)	1.2
失业率	4.1
日本(1月)	
零售额	-2.4
工业	-10.2
CPI	-0.6
失业率	4.1

数据来源：招商证券研发中心

□ 中国：外需持续恶化，内需已然启动

2月份国内宏观经济可以概括为两句话：一是信贷扩张拉动总需求，外需继续恶化，内需已然启动。二是存货调整仍未完结，需求扩张与生产同比增速继续背离，但工业的环比增速持续提升。我们认为库存调整接近尾声，当前或许就是工业生产同比增速的低点。2月份贸易顺差大幅度缩减至48.4亿美元，怎么理解这一现象成为解读当前宏观经济的关键点。顺差本身只是结果，反映了内外需相对变化的情况。实际上2月份顺差大幅缩减是外需继续恶化和内需启动共同作用的结果。

□ 美国：金融动荡最严重的时候已经过去

消费、库存和净出口开支的减少拖累美国第四季度GDP增速显著下滑。领先指标显示金融冻结的情况略有好转，金融体系能够恢复正常运转是本轮美国经济走出衰退的先决条件。投资者信心开始缓慢恢复，银行已开始下调贷款标准，金融动荡最严重的时候已经过去。实体经济复苏还有很长的路要走，制造业仍处于萎缩状态，房地产市场未现企稳迹象。受总需求下降，货币流通速度放慢和失业率高企的影响，美国近期不会陷入滞胀。金融动荡对公司利润的负面影响滞后2个季度，因此，分析师还将进一步下调2009年美国上市公司盈利。

□ 欧洲：09年第一季度经济状况可能更差

欧元区08年第四季度经济加速恶化，随着英国经济连续两个季度出现萎缩，欧洲经济已陷入全面衰退。09年首两个月，欧洲经济数据不断刷新纪录低位，领先指标持续下滑，显示09年第一季度经济状况或会比上一季度更差。欧洲经济陷入萧条的风险增加，失业大幅攀升的状况将持续至2010年。英国房地产价格跌幅加深，房地产信贷持续收紧，年内仍难见底企稳。金融机构贷款利率居高不下，贷款增速持续下降，显示央行减息措施未能达到预期效果，信贷紧缩的状况依然严峻。美联储转向量化宽松，欧元、英镑兑美元汇率反弹，但经济基本面难以提供支持，未来反弹空间有限。

□ 趋势展望与风险：刺激方案的可持续性有待观察

如果已经制定的宏观政策可以得到有效的实施并且外围的经济环境不再进一步恶化，今年全年的经济增长仍然可以保持8%左右，预期今年经济增长是前低后高。考虑到全球金融市场的逐步稳定及由此而带来的贸易融资的改善，部分出口需求会反弹，这将导致第一或二季度经济增长环比出现反弹。从目前的情况开看，全球经济恢复增长所需时间在一年以上，国内赤字率接近国际境界线的3%，但如果未来2-3年全球经济仍不见起色，目前这种大规模的刺激方案的持续性有待观察。这次经济调整的主要原因是外围需求的突然缺失进而导致了国内生产的产能过剩，短期内政府可以通过增加投资的方式消耗部分多余产能来，但如果外围需求恢复所需的时间较长，同时政府刺激又间接的增加了产能，客观效果上只能加大、加重经济调整的幅度。

正文目录

一、中国：外需持续恶化，内需已然启动	3
1、总体形势判断	3
2、信贷扩张是当前宏观经济最关键的因素	5
3、外需继续恶化，内需扩张，导致顺差明显减小	6
4、政府投资大幅增加，房地产投资接近零增长	11
5、消费数据可能显示了房地产交易活跃的情况	17
6、09 年通缩是短期的，同比转正或许早于预期	17
7、宏观经济走势与存在的风险	19
二、美国：金融动荡最严重的时候已经过去	20
1、2008 年第四季度 GDP 加速下滑	20
2、不同领先指标给出不同信号	21
3、投资者信心从金融动荡的震撼中缓慢恢复	21
4、美国各银行已开始下调贷款标准	22
5、房屋销售继续减少，房价下降趋势未变	26
6、2 月采购经理指数显示实体经济还处于收缩状态	26
7、总需求下降压低总体价格水平	30
8、分析师还将调低 2009 年上市公司盈利	31
三、欧洲：09 年第一季度经济状况或会更差	33
1、08 年第四季度欧洲经济加速恶化	33
2、2 月份制造业和服务业持续萎缩	34
3、2 月份经济信心指数续创新低	34
4、欧元区 1 月份零售额继续下降，英国 1 月份零售额意外回升	35
5、欧元区和英国失业率大幅攀升	35
6、欧洲通胀大幅舒缓	36
7、英国 2 月份房价进一步下跌	37
8、欧洲央行和英格兰银行联合减息 50 个基点至纪录新低	38
9、欧元和英镑兑美元汇率出现技术性反弹	39
附录	41
附录 1: PMI 指数持续上升	41
附录 2: CPI、PPI、原材料价格指数细分项	42
附录 3: 彭博对主要经济体指标预测	44
附录 4: 细分行业工业投资增速及各地区产出增长	45

一、中国：外需持续恶化，内需已然启动

1、总体形势判断

2 月份国内宏观经济可以概括为两句话：一是信贷扩张拉动总需求，外需继续恶化，内需已然启动。二是存货调整仍未完结，需求扩张与生产同比增速继续背离，但工业的环比增速持续提升。我们认为当前或许就是工业生产同比增速的低点。

引子：怎么正确理解顺差？

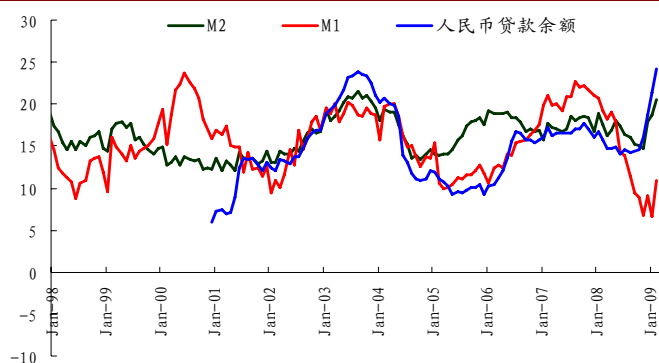
2 月份贸易顺差大幅度缩减至 48.4 亿美元，怎么理解这一现象成为解读当前宏观经济的关键点。实际上，顺差本身只是结果，反映了内外需相对变化的情况。因此顺差减少既可能是出口偏弱的结果，也可能是进口偏强造成的。

实际上 2 月份顺差大幅缩减是外需继续恶化和内需启动共同作用的结果。前者对经济增长的影响是负面的，而后者则是正面的。2 月份外需恶化非常显著，但由于投资实际增速大幅提高，总需求是明显扩张的。

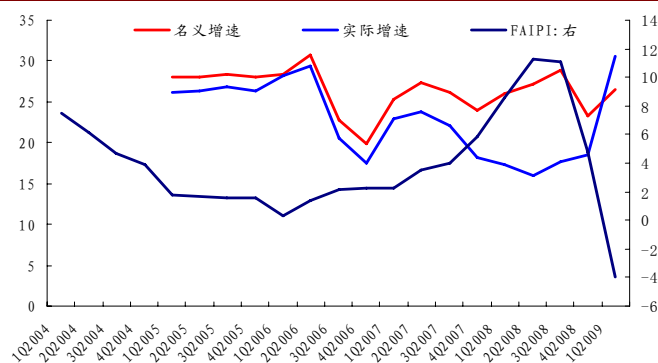
外需虽然持续恶化，但信贷拉动总需求扩张

1-2 月份实际投资增速约为 30%，比去年同期提高 14 个百分点。1-2 月份 26.5% 投资名义增速初看起来似乎并不高，但考虑到价格的剧烈变动，实际增速约为 30%，提高相当明显。我们根据 PPI 推算 1-2 月份固定资产投资价格指数同比下降 3%-4%，而该指数去年同期上升约 8%，08 年 1-2 月份投资 24.3% 名义增速对应的实际增速是 16.3%。投资的高速增长与信贷扩张相对应。2 月末 M2 增速达到 20.5%，人民币信贷余额增长 24.2%。而 M1 增长 10.8%，增速提高 4.2 个百分点。

图 1：货币信贷大幅增长，M1 增速显著回升（单位：%）图 2：1-2 月份投资实际增长 30%（单位：%）



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

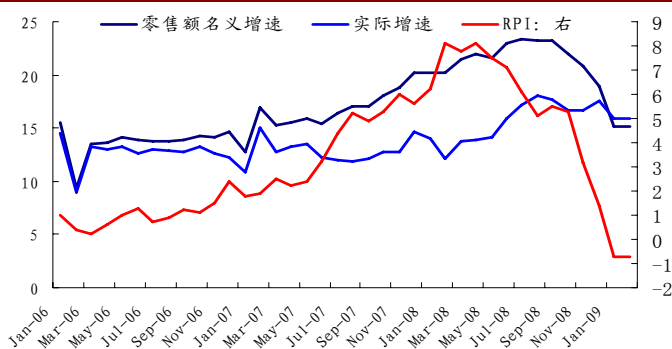


资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

1-2 月份消费实际增速高于去年同期。今年 1-2 月份消费名义增长 15.2%，初看起来回落幅度很大，很重要的因素是价格变化，我们计算的实际增速约为 16%，较去年中期的高点温和回落。去年同期零售名义增速虽然有 20%，但有 7 个百分点的涨价因素，因此实际增速只有 13%。

1-2 月份贸易顺差 438.9 亿美元，增加 59.6%。而同期相比，美元当前还是明显升值，再考虑到价格方面 10 个百分点左右的变化，实际顺差增长可能超过 70%。

图 3: 零售额实际增速平稳回落 (单位: %)



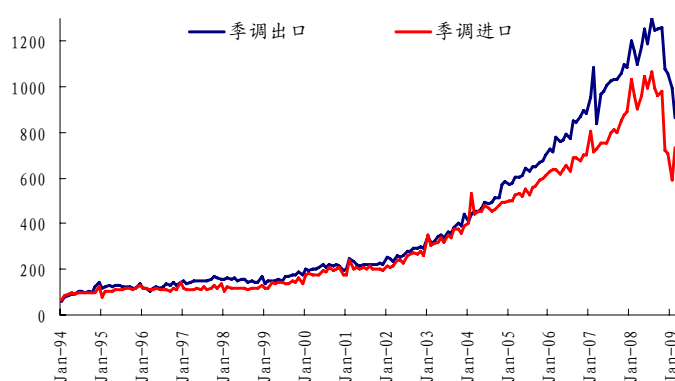
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 4: 1-2 月份顺差增长约 60% (单位: %)



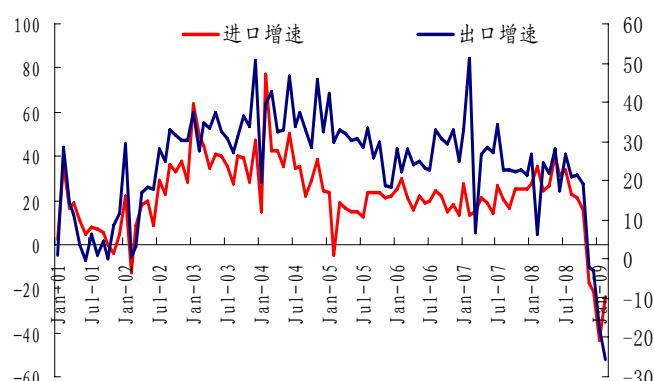
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 5: 出口环比继续恶化, 进口环比反弹 (亿美元)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 6: 出口增速下滑, 进口跌幅缩小 (单位: %)



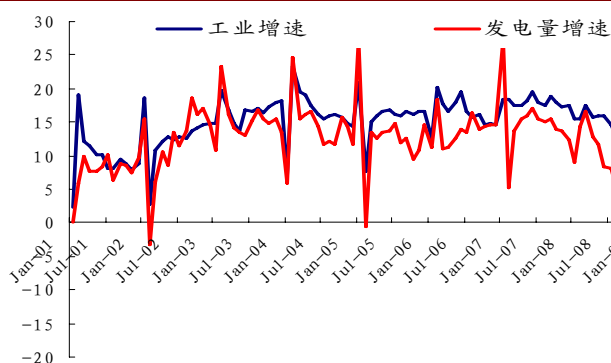
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

综合考虑, 虽然出口萎缩非常明显, 但当前总需求实际增速超过 20%。即使考虑到投资数据的相对不可靠和其他因素, 总需求的实际情况应该也是相当不错。

总需求与生产继续背离

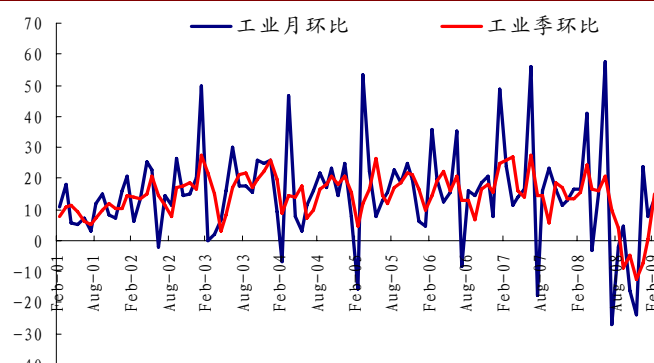
但问题在于, 1-2 月份工业生产增速只有 3.8%, 考虑到工作日的变化, 可比增速是 5.2%。这仍然是非常低的水平, 这也说明当前仍处去年四季度以来库存清理的格局。不过从环比增速来看则是另外一种情况, 我们计算的剔除春节因素单月环比增速为 13.6%, 明显高于 1 月份的 7.7%; 季环比增速为 14.9%, 连续两个月回升。

图 7: 1-2 月份工业生产可比增速为 5.2% (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 8: 剔除春节因素的工业增加值环比增速连续回升



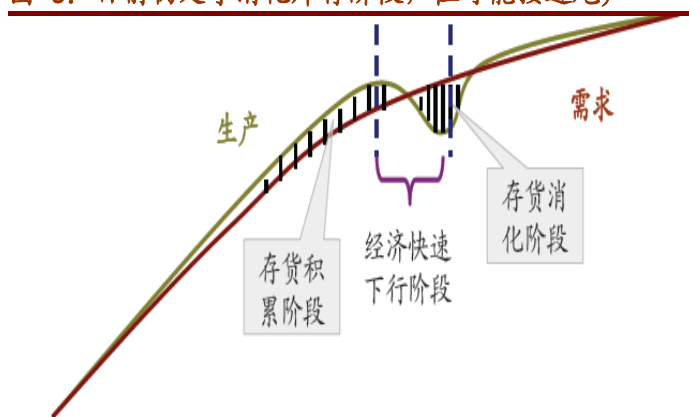
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

生产环比持续回升，同比低点或已出现

PMI 两个库存指数有所反弹，但仍然低于 50，说明库存清理开始明显减缓。因为存货投资是顺周期变量，库存指数反弹更多反映了价格上涨的预期而非需求不足导致库存增加。因此我们认为当前可能已经处于清理库存的尾声。

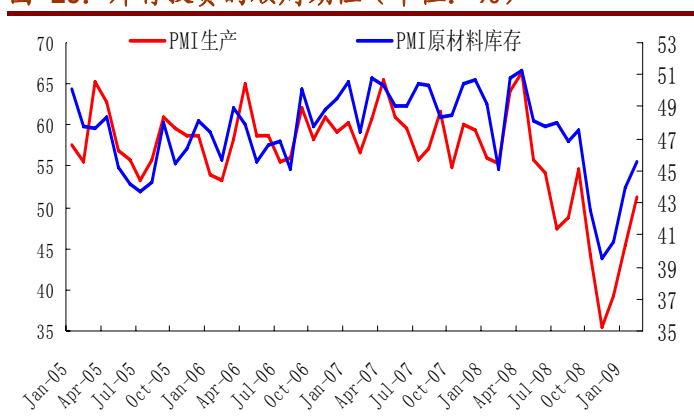
由于春节因素的确难以剔除，根据我们计算的环比增速，并结合 PMI 和行业层面，包括机械汽车销量明显上升等情况，我们倾向于认为 1 月份工业生产情况比较低迷，2 月份要好很多，1-2 月份 3.8% 的累计增速掩盖了 2 月份生产显著回升的情况。在信贷扩张的拉动下，当前需求已经明显扩张，考虑到本轮扩张周期存货投资相对较少，工业生产环比增速总体将持续回升，当前或许就是同比增速的低点。

图 9：目前仍处于消化库存阶段，但可能接近尾声



资料来源：招商证券研发中心

图 10：库存投资的顺周期性（单位：%）



资料来源：CEIC，物流协会，招商证券研发中心

2、信贷扩张是当前宏观经济最关键的因素

我们在去年四季度宏观报告《金融加速器的机理与应对——信用过度紧缩将逐渐缓解》中指出：目前所有担心的问题，包括全球金融市场动荡对实体经济的影响，中国经济是否会再次陷入 98 年那样的通货紧缩，可以统一概括为金融加速器机制对实体经济破坏。所谓加速器，企业、银行的顺周期行为会放大宏观经济的波动，形成正反馈，这就是著名的金融加速器机制(伯南克)；金融危机通过强化金融加速器机制导致信贷紧缩，对实体经济产生显著而深远的影响。因此，能否化解信贷紧缩是最核心的环节。

对于中国而言，我们认为导致 1998-2002 年出现通货紧缩原因，也就是宏观政策没有及时放松导致内需持续恶化的教训已经得到充分的认识，当前应对经济下滑的政策反应相当有效，而且企业资产负债表总体状况良好，真实利率偏高的幅度不大。

2 月份 1.07 万亿的信贷增量可谓巨量，因为 2 月份是信贷投放淡季，以往每年都在 2000 亿左右。信贷投放带动下，M2 增速超过 20%，人民币信贷余额增长 24.2%。而 M1 增长 10.8%，增速提高 4.2 个百分点，说明 1 月份 M1 增速下降只是春节因素导致，而非意味着企业拿到贷款却没有从事生产活动。2 月份票据融资达到 4780 亿增量占比接近 45%，但即使完全剔除掉该项，2 月份信贷增加也达到 5920 亿。

表 1: 人民币存贷款增量结构 (单位: %, 亿元)

	金额						占比					
	06 年	07 年	08 年	0811	0901	0902	06 年	07 年	08 年	0811	0901	0902
新增贷款	31800	36300	49100	4769	16200	10700	100	100	100	100	100	100
居民户	6119	11800	7010	208	1214	439	19.2	32.5	14.3	4.4	7.5	4.1
短期	2377	3257	2907	/	621	303	7.5	9.0	5.9	0.0	3.8	2.8
中长期	3742	8541	4103	/	593	137	11.8	23.5	8.4	0.0	3.7	1.3
非金融公司及其他	25700	24500	42100	4561	15000	10300	80.8	67.5	85.7	95.6	92.6	96.3
短期	9974	12500	13300	558	3404	1582	31.4	34.4	27.1	11.7	21.0	14.8
票据		-4414	6461	1603	5229	4780		-12.2	13.2	33.6	32.3	44.7
中长期	15200	16500	21100	2105	6239	3678	47.8	45.5	43.0	44.1	38.5	34.4
存款增加	49300	53900	76900	4038	15100	16500	100	100	100	100	100	100
居民户	20900	11300	46300	3827	15300	4562	42.4	21.0	60.2	94.8	101.3	27.7
非金融公司及其他	24800	34500	28700	1616	-919	10900	50.3	64.0	37.3	40.0	-6.1	66.1

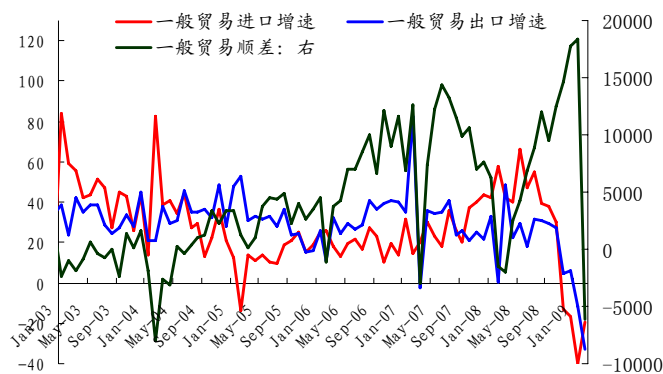
数据来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

3、外需继续恶化, 内需扩张, 导致顺差明显减小

实际上 2 月份顺差大幅缩减是外需继续恶化和内需启动共同作用的结果, 前者对经济增长的影响是负面的, 而后者这是正面的。两者相抵, 我们认为内需将起更大的作用。2 月份进口额不降反升意味着一般贸易进口量很大, 而这与投资增速大幅反弹有关, 实际上也正是如此。

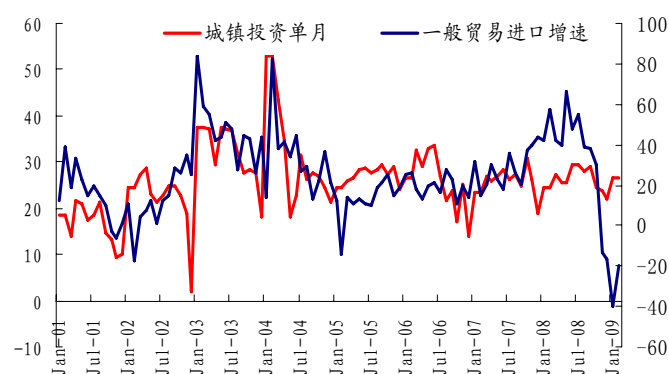
2 月份一般贸易出口增速继续下降, 进口增速明显反弹, 一般贸易变为逆差。

图 11: 2 月份一般贸易进口反弹导致该项目逆差



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

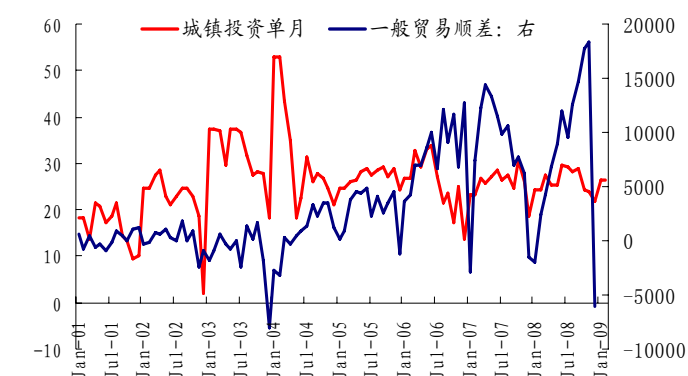
图 12: 一般贸易进口与投资更相关 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

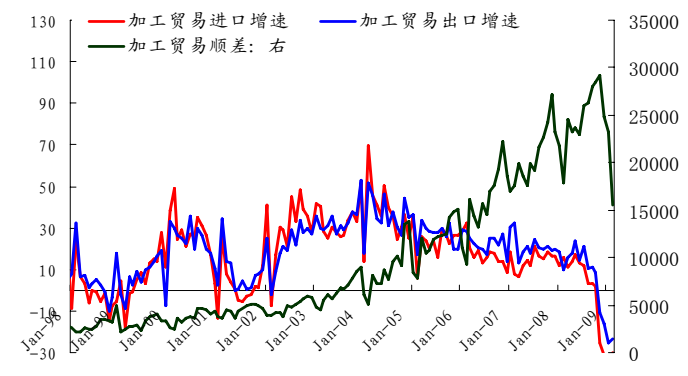
因此, 进口增加主导的顺差减少是经济扩张的结果, 而非说明经济变差。但当前出口也的确持续恶化。2 月份加工贸易进出口持续萎缩, 顺差明显下降, 加工贸易较一般贸易更能反映外需恶化的情况。

图 13: 一般贸易差额逆国内周期变动 (单位: %)



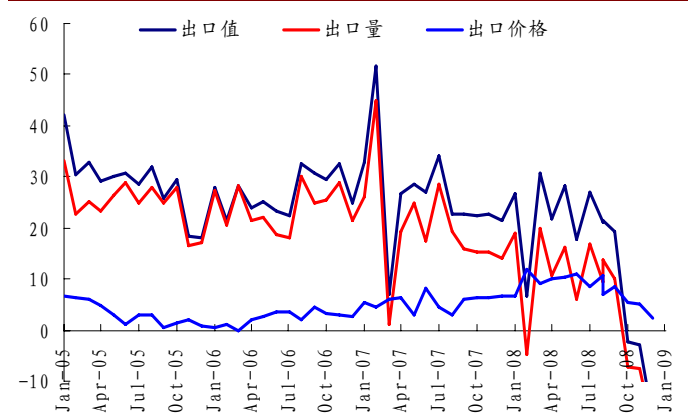
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 14: 加工贸易持续萎缩 (单位: %)



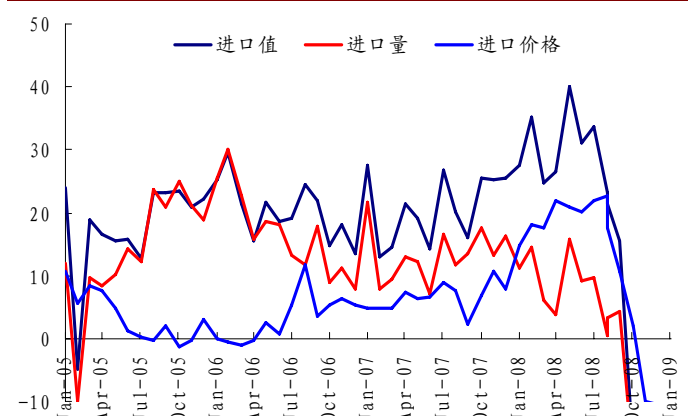
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 15: 出口量增长 (单位: %, 本月未更新)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

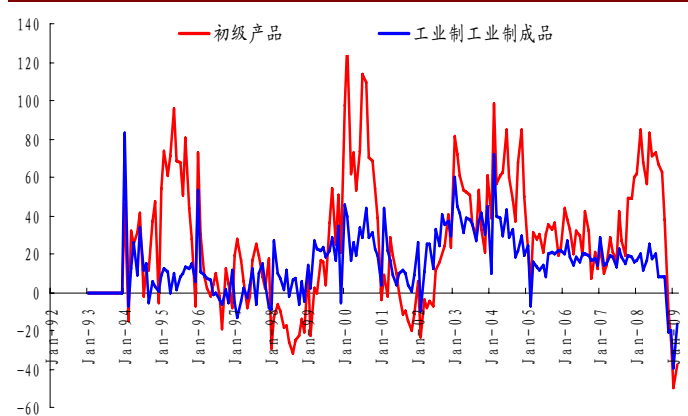
图 16: 进口量增长 (单位: %, 本月未更新)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

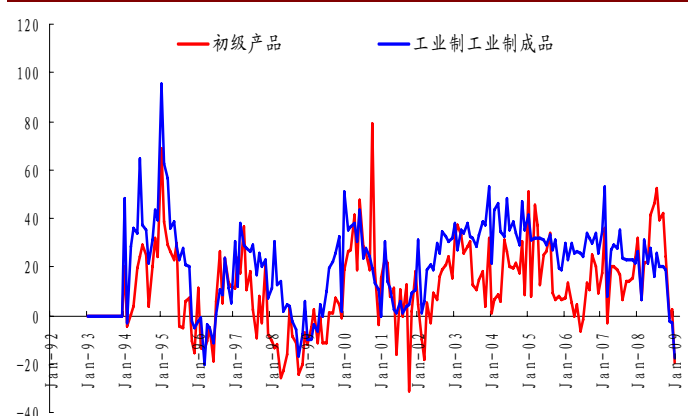
不管从细分商品还是国别看, 当前出口萎缩都非常严重, 问题在于这种严峻的局面是趋势性的么?

图 17: 大类进口值增长 (单位: %)



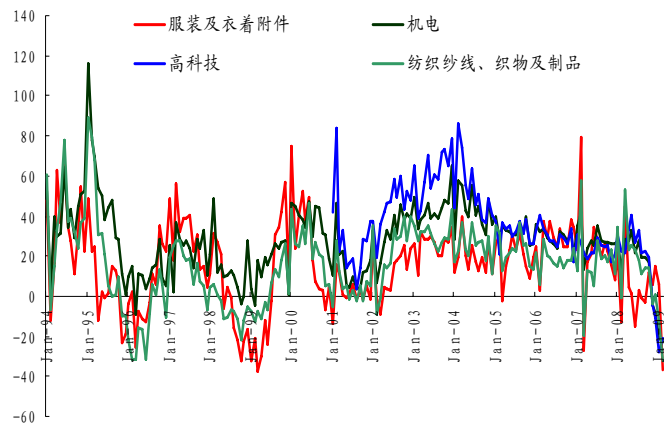
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 18: 大类出口值增长 (单位: %, 本月未更新)



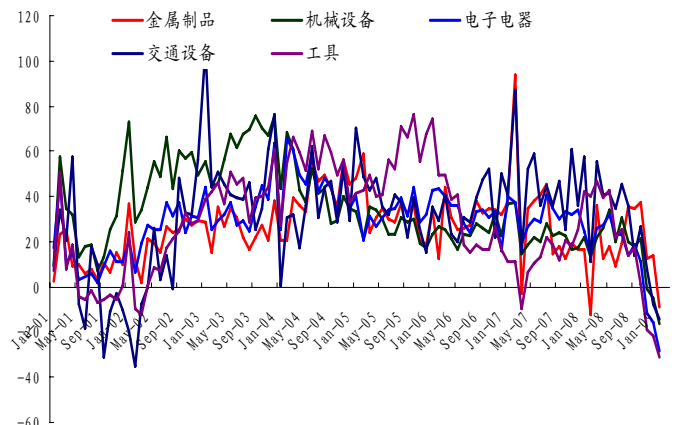
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 19: 主要商品出口增速 (单位: %)



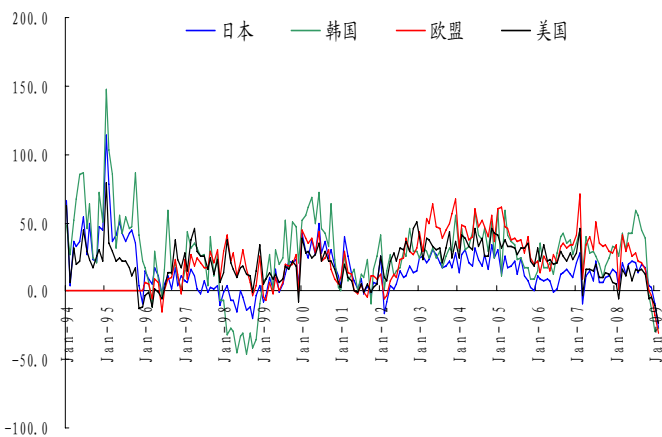
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 20: 主要商品出口增速 (单位: %)



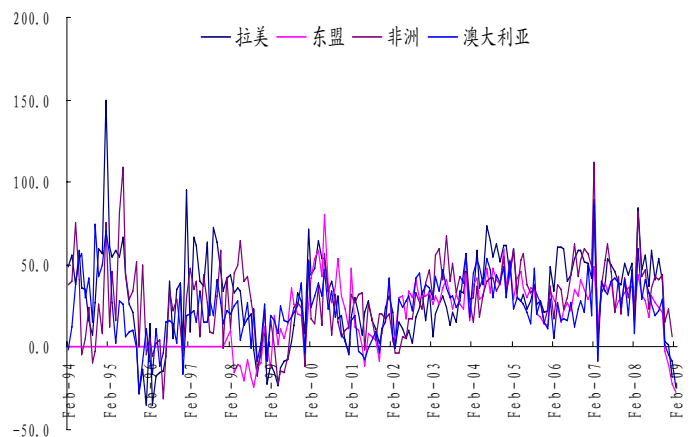
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 21: 出口增速: 地区 (单位: %)



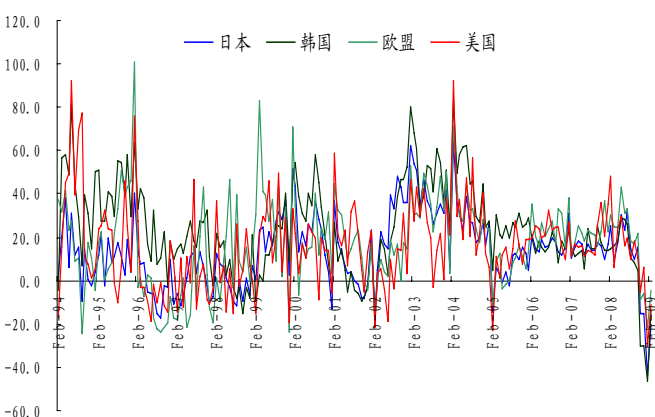
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 22: 出口增速: 地区 (单位: %)



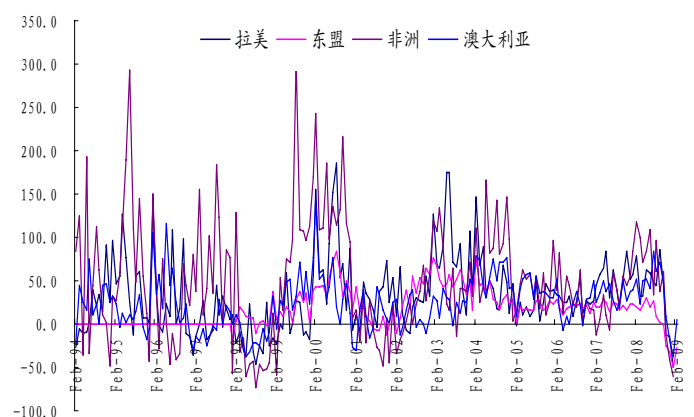
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 23: 进口增速: 地区 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 24: 进口增速: 地区 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

表 2: 出口大类增长 (单位: %)

	初级产品	食品及主要供食用的活动物	饮料及烟类	非食用原料	矿物燃料、润滑油及有关原料	动、植物油及蜡	工业制工业制成品	化学产品及有关产品	轻纺产品、橡胶制品、矿冶产品及其制品	机械及运输设备	杂项制品	未分类的其他商品	
08 年比重	100	5.43	2.29	0.11	0.80	2.20	0.04	94.57	5.55	18.33	47.14	23.42	0.12
2001	6.8	3.4	4.0	17.2	-6.5	7.0	-4.3	7.2	10.4	3.0	14.9	1.0	164.3
2002	22.4	8.4	14.4	12.7	5.5	0.4	-11.7	23.9	14.8	20.9	33.8	16.1	11.0
2003	34.6	22.0	19.9	3.6	14.3	31.8	17.3	35.8	27.8	30.3	47.9	24.7	47.5
2004	35.4	16.5	7.6	19.1	16.1	30.3	28.7	37.0	34.6	45.8	42.9	24.0	16.3
2005	28.4	20.9	19.2	-2.6	28.1	21.7	81.1	29.0	35.7	28.3	31.3	24.2	44.4
2006	27.2	7.9	14.4	0.8	5.0	0.8	39.2	28.5	24.5	35.4	29.6	22.6	44.1
2007	25.7	16.2	19.6	17.1	15.8	12.1	-18.7	26.3	35.6	25.8	26.5	24.7	-5.9
2008	17.3	26.3	6.6	9.6	24.9	57.7	89.2	16.8	31.4	19.0	16.7	12.8	-21.5
Dec, 2007	21.6	23.5	24.6	42.0	25.8	19.5	20.9	21.5	43.7	7.8	24.8	22.3	-32.1
Jan, 2008	26.6	31.8	13.9	31.8	36.6	72.1	39.3	26.3	46.6	20.6	26.0	27.7	-44.4
Feb, 2008	6.4	6.6	-8.9	8.1	14.0	30.3	17.0	6.4	30.1	-7.1	13.2	-0.9	-19.0
Mar, 2008	30.6	21.3	7.0	22.0	31.0	36.7	134.5	31.1	58.3	27.4	26.5	40.1	-7.7
Apr, 2008	21.8	22.1	10.8	12.2	23.7	38.0	65.9	21.9	41.0	9.4	28.2	16.6	-45.9
May, 2008	28.1	41.4	16.4	16.8	24.1	87.3	150.7	27.4	63.2	18.8	33.7	16.3	-46.9
Jun, 2008	17.7	46.4	5.5	12.5	24.1	116.8	211.5	15.9	40.9	11.7	22.9	2.1	1.0
Jul, 2008	26.9	52.0	17.2	31.1	48.1	111.5	146.9	25.7	49.0	31.0	28.6	12.7	-25.1
Aug, 2008	21.1	39.0	11.3	6.2	32.1	80.4	158.0	20.3	35.9	41.9	18.2	7.4	-35.6
Sep, 2008	21.3	41.8	21.0	12.2	37.3	70.7	60.1	20.4	31.6	42.8	17.9	9.6	-14.5
Oct, 2008	19.1	24.0	10.6	-2.4	32.8	39.2	84.1	18.9	26.2	32.0	16.3	14.3	-7.4
Nov, 2008	-2.2	-1.3	-8.0	-17.2	4.0	8.0	63.0	-2.3	-7.6	-0.2	-6.1	5.9	5.5
Dec, 2008	-2.8	2.4	-8.9	4.2	2.3	20.3	-0.6	-3.2	-15.2	-1.2	-10.8	14.0	8.8
Jan, 2009	-17.5	-19.2	-12.9	1.1	-28.3	-25.6	-30.7	-17.4	-30.3	-21.5	-22.0	-3.0	-0.1
Feb, 2009	-25.7												

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

表 3: 进口大类增长 (单位: %)

	初级产品	食品及主要供食用的活动物	饮料及烟类	非食用原料	矿物燃料、润滑油及有关原料	动、植物油及蜡	工业制工业制成品	化学产品及有关产品	轻纺产品、橡胶制品、矿冶产品及其制品	机械及运输设备	杂项制品	未分类的其他商品	
08 年比重	100.00	31.91	1.24	0.17	14.67	14.90	0.93	68.09	10.53	9.47	39.08	8.63	0.39
2001	8.2	-2.1	4.6	13.2	10.6	-15.4	-21.9	10.9	6.3	0.3	16.4	18.2	1.4
2002	21.2	7.7	5.3	-6.1	2.8	10.4	113.0	24.3	21.6	15.6	28.0	31.3	-6.7
2003	39.8	47.7	13.8	26.6	50.1	51.4	84.6	38.3	25.5	31.8	40.7	66.7	-18.0
2004	36.0	61.2	53.6	11.8	62.2	64.4	40.5	30.6	33.7	15.8	31.1	51.9	19.3
2005	17.6	26.0	2.6	42.9	26.9	33.2	-20.0	15.4	18.7	9.7	14.9	21.4	31.3
2006	19.9	26.7	6.5	32.9	18.4	39.2	16.8	18.0	12.0	7.1	22.9	17.2	1.1
2007	20.8	29.6	15.0	34.8	41.6	17.5	86.6	18.1	23.5	18.3	15.8	22.5	21.4
2008	18.4	48.9	22.3	37.0	41.1	61.2	42.9	8.0	10.9	4.2	7.0	11.8	79.4
Dec, 2007	25.5	59.9	10.0	66.9	54.9	74.4	49.0	16.1	12.8	3.9	16.2	34.2	76.1
Jan, 2008	27.5	61.8	35.3	88.7	69.0	57.4	51.7	16.5	19.9	13.4	12.3	37.3	10.7
Feb, 2008	35.1	84.3	30.8	31.0	84.9	87.6	122.5	19.6	18.8	17.4	15.5	40.8	218.8
Mar, 2008	24.8	67.4	10.6	-7.1	50.1	96.6	90.0	11.5	10.6	2.2	10.0	33.2	44.8
Apr, 2008	26.6	56.3	16.1	9.1	59.7	54.0	125.9	16.6	18.1	4.4	14.6	37.2	230.2
May, 2008	40.1	83.0	38.8	93.1	67.6	105.1	80.9	25.0	24.7	14.1	24.4	39.0	144.1
Jun, 2008	31.2	71.3	25.9	93.9	57.2	90.5	76.4	17.4	27.2	2.2	17.6	23.2	33.9
Jul, 2008	33.6	72.9	24.9	50.6	61.4	88.5	105.5	19.8	38.1	15.5	16.1	19.6	59.6
Aug, 2008	22.9	66.4	26.9	29.8	40.2	107.0	7.4	7.7	9.1	3.7	8.7	5.2	38.8
Sep, 2008	20.9	62.3	27.1	8.0	61.9	74.2	-3.0	7.7	13.3	11.1	6.2	3.3	63.2
Oct, 2008	15.4	38.3	24.3	21.6	24.0	59.8	-9.7	7.8	11.5	10.3	8.3	-3.0	105.5

敬请阅读末页的免责声明

	初级产品	食品及主要供食用的活动物	饮料及烟类	非食用原料	矿物燃料、润滑油及有关原料	动、植物油及蜡	工业制工业制成品	化学产品及有关产品	轻纺产品、橡胶制品、矿冶产品及其制品	机械及运输设备	杂项制品	未分类的其他商品	
08 年比重	100.00	31.91	1.24	0.17	14.67	14.90	0.93	68.09	10.53	9.47	39.08	8.63	0.39
2001	8.2	-2.1	4.6	13.2	10.6	-15.4	-21.9	10.9	6.3	0.3	16.4	18.2	1.4
Nov, 2008	-18.0	-9.8	-2.6	43.3	-9.4	-14.1	18.7	-20.9	-26.4	-19.9	-19.7	-24.3	56.0
Dec, 2008	-21.3	-24.7	14.9	45.8	-24.0	-30.6	-22.8	-20.0	-25.2	-17.9	-17.8	-29.3	70.2
Jan, 2009	-43.1	-50.0	-23.2	-25.7	-47.4	-55.2	-64.3	-40.0	-41.5	-42.9	-36.7	-50.4	12.9
Feb, 2009	-23.8	-37.8						-16.9					

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

表 4: 出口国别增长 (单位: %)

	东盟	亚太	欧盟	亚洲	非洲	欧洲	拉美	北美	大洋洲	日本	韩国	美国	澳大利亚
08年比重	8.0	61.1	20.5	46.4	3.6	24.0	5.0	19.2	1.8	8.1	5.2	17.7	1.6
2001	7.4	6.2	7.3	6.8	19.1	8.4	15.0	4.3	4.3	8.3	11.1	4.2	4.2
2002	26.9	23.0	17.6	20.6	15.6	20.0	14.8	28.8	29.8	7.6	23.6	28.8	28.4
2003	31.2	30.2	49.6	30.7	46.5	49.0	25.2	32.2	37.8	22.6	29.6	32.2	36.5
2004	38.7	34.1	45.1	32.8	35.5	38.7	53.6	35.7	39.5	23.7	38.3	35.1	41.1
2005	29.3	25.5	37.5	24.0	35.3	35.4	29.8	31.1	26.7	14.4	26.3	30.4	25.2
2006	28.6	23.4	26.6	24.4	42.9	30.0	52.2	25.4	24.2	9.1	26.9	24.9	23.1
2007	32.1	20.4	34.8	24.6	39.7	33.7	43.0	15.1	31.8	11.3	26.0	14.4	32.1
2008	21.1	12.4	19.5	16.8	36.3	19.1	38.7	8.7	22.5	13.8	31.7	8.4	23.6
Dec, 2007	36.4	17.3	27.8	23.0	30.3	27.6	43.9	7.3	19.7	15.8	33.0	6.8	18.7
Jan, 2008	37.4	19.3	33.3	27.8	45.0	36.3	51.0	5.9	48.6	13.1	31.4	5.3	46.4
Feb, 2008	21.1	6.4	1.2	12.3	16.4	2.9	18.0	-5.0	5.8	2.9	26.0	-5.3	8.3
Mar, 2008	44.0	20.7	40.7	24.7	82.7	43.5	84.0	16.7	45.1	20.2	41.8	16.2	59.5
Apr, 2008	32.2	15.7	28.9	19.2	42.5	31.1	46.5	10.2	32.1	12.8	30.0	10.8	29.1
May, 2008	28.0	21.6	34.9	25.2	47.0	35.8	55.8	17.3	35.4	19.8	42.2	17.9	40.7
Jun, 2008	17.9	12.4	25.3	17.2	22.8	21.2	36.8	7.4	29.5	21.4	42.6	7.8	33.0
Jul, 2008	30.8	22.4	27.6	28.5	36.2	26.2	58.3	15.8	26.9	21.0	59.0	15.6	26.1
Aug, 2008	27.3	15.6	22.0	23.4	43.3	16.5	40.8	14.3	17.8	14.1	55.3	14.8	19.4
Sep, 2008	24.2	17.1	20.8	22.0	40.5	17.1	53.7	15.4	23.0	19.2	44.2	15.4	21.8
Oct, 2008	21.5	15.6	15.7	19.7	44.0	15.8	39.5	13.3	27.7	17.3	38.3	12.4	29.3
Nov, 2008	-2.4	-6.6	0.0	-4.5	15.7	0.5	3.1	-4.6	2.8	4.0	-3.3	-6.1	1.2
Dec, 2008	-10.6	-6.2	-3.5	-5.9	23.1	-0.9	1.8	-2.6	-4.2	2.4	-12.6	-4.1	-4.1
Jan, 2009	-22.0	-20.1	-17.5	-22.4	6.4	-18.9	-18.2	-8.8	-9.0	-9.0	-29.1	-9.8	-8.7
Feb, 2009	-27.7		-30.2							-27.4	-27.2	-23.9	-24.1

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

表 5: 进口国别增长 (单位: %)

	东盟	亚太	欧盟	亚洲	非洲	欧洲	拉美	北美	大洋洲	日本	韩国	美国	澳大利亚
08年比重	10.3	67.5	11.7	62.1	4.9	14.9	6.3	8.3	3.4	13.3	9.9	7.2	3.2
2001	4.8	7.6	15.5	4.2	-13.5	18.5	23.8	15.8	7.1	3.1	0.8	17.2	6.2
2002	34.3	24.5	8.2	29.3	13.2	10.6	24.4	2.1	8.6	24.9	22.2	3.9	7.8
2003	51.8	37.5	37.8	43.4	54.1	30.6	81.3	24.0	25.9	38.7	51.0	24.4	24.8
2004	33.0	34.6	30.2	35.2	87.0	27.1	43.9	35.9	54.7	26.9	44.0	31.8	57.9
2005	19.2	17.8	6.3	19.6	35.0	8.6	22.8	8.2	35.0	6.7	23.7	9.1	40.0
2006	19.4	18.1	22.8	19.0	36.2	19.2	27.7	18.9	18.0	15.3	16.8	21.5	18.9
2007	21.0	18.7	22.9	17.9	25.9	21.6	49.5	20.8	33.7	15.6	15.8	18.0	34.2
2008	8.0	10.6	19.7	13.4	54.2	20.4	40.0	16.6	37.7	12.6	7.8	16.7	40.9
Dec, 2007	22.8	18.6	36.5	19.8	55.8	38.5	50.9	21.3	35.1	9.6	13.8	20.3	36.9
Jan, 2008	24.1	21.1	22.7	22.6	84.4	22.7	56.3	34.5	34.2	16.9	13.8	35.0	38.5
Feb, 2008	19.5	24.7	30.4	27.1	117.3	32.3	78.7	42.8	48.1	25.2	14.7	47.8	51.4
Mar, 2008	16.2	14.2	24.5	21.9	100.3	27.0	32.4	8.5	24.1	9.0	16.2	6.3	23.6

	东盟	亚太	欧盟	亚洲	非洲	欧洲	拉美	北美	大洋洲	日本	韩国	美国	澳大利亚
08 年比重	10.3	67.5	11.7	62.1	4.9	14.9	6.3	8.3	3.4	13.3	9.9	7.2	3.2
2001	4.8	7.6	15.5	4.2	-13.5	18.5	23.8	15.8	7.1	3.1	0.8	17.2	6.2
Apr, 2008	20.9	20.8	24.8	23.0	71.1	28.4	31.6	22.7	46.7	17.8	18.0	23.6	49.9
May, 2008	31.1	28.4	43.3	35.5	83.5	42.4	62.0	30.6	46.3	30.2	28.6	29.4	52.4
Jun, 2008	19.3	20.9	30.8	26.6	109.0	29.4	58.5	17.1	40.0	23.1	28.3	15.9	41.6
Jul, 2008	26.5	26.2	32.9	32.2	34.2	32.3	48.7	22.6	71.2	32.0	25.8	19.6	84.0
Aug, 2008	8.9	12.2	18.3	17.0	97.2	23.3	44.2	9.0	55.7	14.4	10.2	9.7	60.4
Sep, 2008	2.6	10.8	16.9	13.7	37.2	21.1	85.0	17.7	67.5	9.7	8.4	17.9	71.1
Oct, 2008	-0.1	7.0	21.6	9.2	61.3	20.1	45.4	10.0	44.4	15.3	4.9	10.2	48.8
Nov, 2008	-25.4	-21.5	-8.6	-23.8	-12.7	-9.0	-12.4	-5.4	9.8	-14.8	-30.2	-5.5	9.0
Dec, 2008	-31.4	-23.3	-6.0	-26.5	-41.7	-10.0	-14.7	3.7	-17.4	-15.4	-30.0	6.5	-18.5
Jan, 2009	-49.7	-44.8	-21.7	-47.6	-60.8	-25.3	-50.0	-30.6	-34.7	-43.6	-46.4	-29.9	-36.8
Feb, 2009	-26.3		-4.9							-20.4	-14.1	-10.6	6.0

数据来源: CEIC, 中国经济统计数据库, 招商证券研发中心

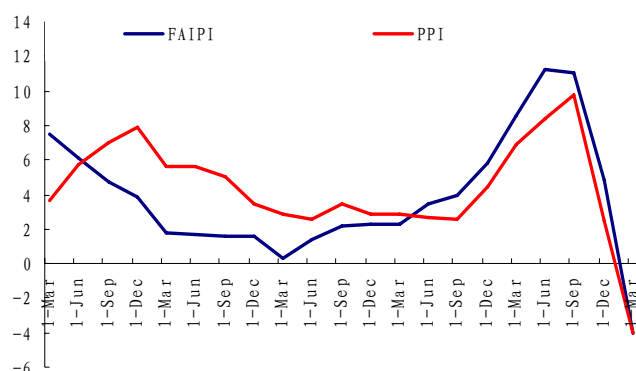
当前外贸为什么出现这么严重的情况? 不仅增速明显下降, 就连绝对额环比下降也是相当猛烈, 我们认为除了与外需放缓明显放缓之外, 更与发达经济体的库存清理有关(请参见下文对美国第四季度 GDP 核算的分解), 这一点与国内情况是类似的。除此之外, 另一个重要因素则是发达经济体金融市场动荡导致贸易融资冻结, 这个是阶段性的。目前而言, 美国金融市场动荡已经有所缓解, 预计贸易融资将有所恢复, 中国近期的出口将会出现阶段性好转。

对于 2010 年, 世界经济整体虽然疲弱, 但增速会比 09 年明显提高, 这将带动中国出口增速有一定幅度的反弹。

4、政府投资大幅增加, 房地产投资接近零增长

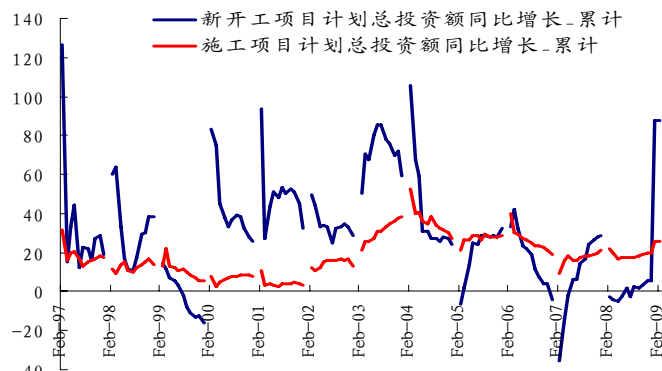
1-2 月份 PPI 同比下降 3.9%, 我们推算固定资产投资价格指数同比下降 3%-4%。按此推算 1-2 月份投资实际增速 30%, 比同期高 14 个百分点。此对应的是, 新开工项目 18533 个, 同比增加 4056 个; 新开工项目计划总投资 7437 亿元, 同比增长 87.5%。

图 25: 固定资产价格指数同比估计下降 3%-4%



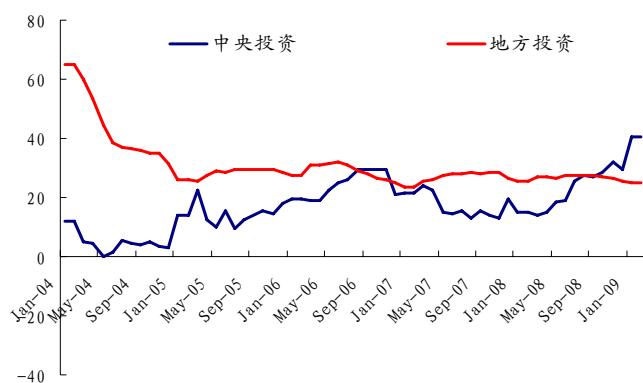
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 26: 新开工项目投资大幅增长 (单位: %)

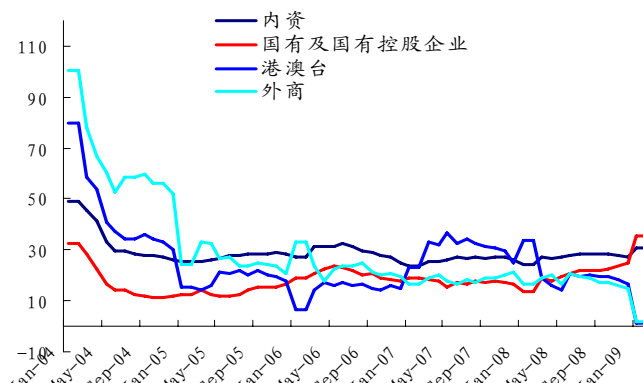


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

当前拉动内需的重要力量肯定是政府投资, 1-2 月份中央项目大幅增长 40.3%, 国有及国有控股完成投资增长 35.6%, 而港澳台和外商投资分别仅增长 1.1% 和 2.1%。

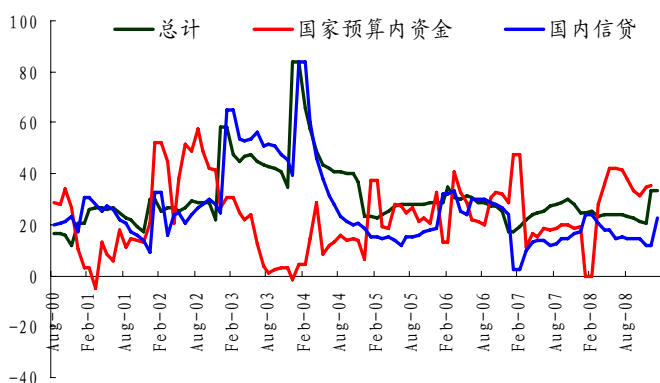
图 27: 中央投资项目大幅增长 40.3% (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

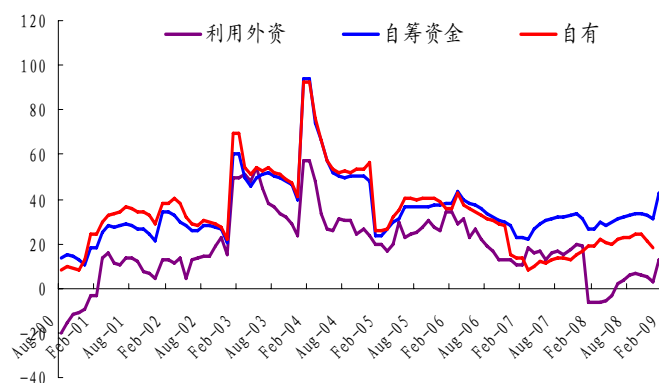
图 28: 港澳台、外商投资增速接近零增长 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

信贷资金扩张带动投资增速反弹, 自筹资金增长很快。

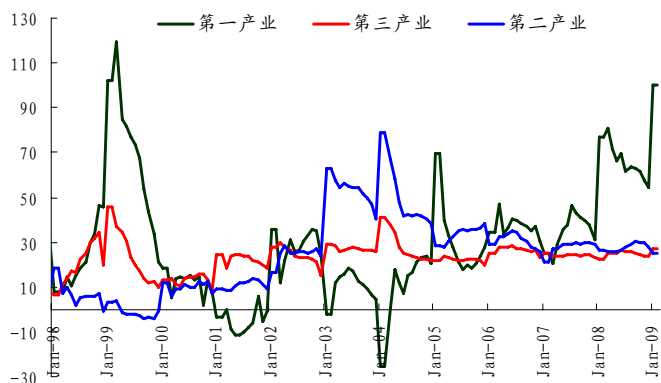
图 29: 信贷资金扩张 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

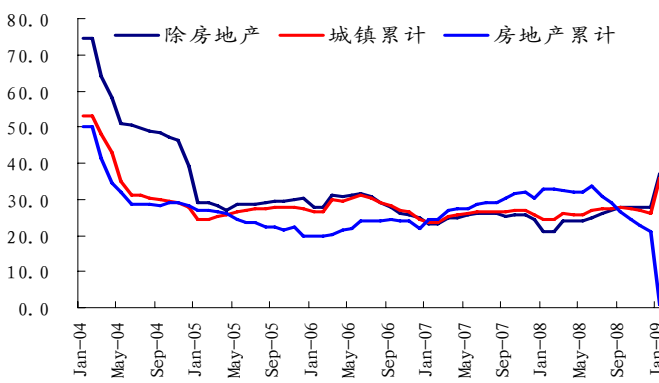
图 30: 自筹资金增长较快 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

从产业看, 第二产业增速下降, 第一、三产业增速提高。房地产投资非常低迷, 1-2 月份同比仅增长 1.0%, 但这个是在预期内的。考虑到该产业在整个投资比重超过 20%, 第三产业其他部分投资增速更高。

图 31: 第二产业投资增速下降, 第三产业上升


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 32: 房地产投资接近零增长 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

大类行业中，投资增速超过 30% 的除了建筑业外，其他均为第三产业。特别是交通运输、仓储和邮政业和水利、环境和公共设施管理业，投资增长贡献率提高幅度最大最明显（贡献率定义为各部分增量与整体增量的百分比，下同）。行业投资的增长也反映了当前政策的导向和资金的流向，正如这些数据所反映的，当前投资项目更多的关于国计民生而非竞争性项目，对经济整体的拉动和结构优化都较为有利。

表 6：大类行业投资增速与贡献度排名（单位：%）

	1-2 月 增速 排名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	1-2 月贡 献率	05-0 8 贡 献率		1-2 月 贡献率 排名	贡献率 提高排 名	
十.金融业	158.2	25.4	62.6	0.2	0.6	0.2	三.制造业	29.2	六.交通运输、仓储和邮政业	12.2
十五.居民服务和其他服务业	109.5	28.8	34.2	0.2	0.6	0.2	六.交通运输、仓储和邮政业	22.0	十四.水利、环境和公共设施管理业	5.2
一.农林牧渔业	100.3	31.1	54.5	1.5	2.5	1.8	十四.水利、环境和公共设施管理业	13.5	十六.教育	1.4
十七.卫生、社会保障和社会福利业	70.9	13.4	30.6	0.7	1.6	0.7	十一.房地产业	5.9	十七.卫生、社会保障和社会福利业	1.0
六.交通运输、仓储和邮政业	63.6	14.4	19.7	10.5	22.0	9.8	四.电力、燃气及水的生产和供应业	5.8	十九.公共管理和社会组织	0.9
十三.科学研究、技术服务和地质勘查业	55.4	16.7	35.9	0.5	0.9	0.4	二.采矿业	2.6	八.批发和零售业	0.8
十二.租赁和商务服务业	54.0	30.5	50.6	0.9	1.7	1.0	一.农林牧渔业	2.5	一.农林牧渔业	0.7
十四.水利、环境和公共设施管理业	51.7	22.3	32.2	8.3	13.5	8.3	八.批发和零售业	3.1	十二.租赁和商务服务业	0.7
十九.公共管理和社会组织	47.7	7.9	23.2	2.3	2.4	1.5	十九.公共管理和社会组织	2.4	十八.文化、体育和娱乐业	0.7
五.建筑业	46.7	48.5	30.4	0.9	1.0	0.6	十六.教育	2.0	七.信息传输、计算机服务和软件业	0.6
八.批发和零售业	44.8	28.9	29.2	2.1	3.1	2.3	十二.租赁和商务服务业	1.7	十三.科学研究、技术服务和地质勘查业	0.5
十八.文化、体育和娱乐业	44.6	31.0	26.0	1.0	1.6	1.0	九.住宿和餐饮业	1.7	十五.居民服务和其他服务业	0.4
九.住宿和餐饮业	39.8	41.2	30.5	1.2	1.7	1.4	十八.文化、体育和娱乐业	1.6	十.金融业	0.4
十六.教育	36.6	3.9	6.0	1.6	2.0	0.6	十七.卫生、社会保障和社会福利业	1.6	五.建筑业	0.4
七.信息传输、计算机服务和软件业	29.5	1.3	17.1	1.4	1.1	0.6	七.信息传输、计算机服务和软件业	1.1	四.电力、燃气及水的生产和供应业	0.2
二.采矿业	25.8	26.9	31.5	4.7	2.6	5.3	五.建筑业	1.0	九.住宿和餐饮业	0.2
三.制造业	25.4	34.8	30.6	31.3	29.2	35.4	十三.科学研究、技术服务和地质勘查业	0.9	二.采矿业	-2.7
四.电力、燃气及水的生产和供应业	20.7	9.8	15.4	7.1	5.8	5.6	十五.居民服务和其他服务业	0.6	三.制造业	-6.3
十一.房地产业	4.9	32.2	23.0	23.8	5.9	23.2	十.金融业	0.6	十一.房地产业	-17.3

数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

表 7：细分行业投资增速与贡献度排名（单位：%）

	1-2 月 增速 排名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	1-2 月贡 献率	05-0 8 贡 献率		1-2 月 贡献率 排名		贡献 率提 高排 名
其他采矿业	266.3	81.3	16.3	0.0	0.0	0.0	铁路运输业	10.8	铁路运输业	7.2
铁路运输业	210.1	20.2	61.2	2.7	10.8	3.6	公共设施管理业	10.6	公共设施管理业	3.6
烟草制造业	104.9	2.4	20.9	0.1	0.3	0.1	道路运输业	6.0	道路运输业	2.7
黑色金属矿采选业	101.8	19.7	59.0	0.5	0.8	0.6	电力、热力的生产与供应业	5.0	城市公共交通业	2.1
非金属矿采选业	94.1	46.1	45.4	0.3	0.4	0.4	化学原料及化学制品制造业	4.6	水利管理业	1.6
有色金属矿采选业	84.3	64.1	35.1	0.4	0.8	0.6	通用设备制造业	4.2	电气机械及器材制造业	1.2
水利管理业	80.7	19.1	28.5	1.0	2.3	0.7	非金属矿物制品业	4.0	通用设备制造业	1.2
废弃资源和废旧材料回收加工业	76.6	120.2	58.9	0.1	0.2	0.1	交通运输设备制造业	3.9	化学原料及化学制品制造业	1.0
煤炭开采及洗选业	59.6	23.7	33.6	1.6	1.5	1.9	电气机械及器材制造业	3.2	交通运输设备制造业	0.9
城市公共交通业	59.0	35.1	21.9	0.9	3.1	1.0	城市公共交通业	3.1	其中：林业	0.7
通用设备制造业	55.5	49.4	38.3	2.2	4.2	3.0	林业	2.5	水上运输业	0.6
电气机械及器材制造业	53.5	44.9	45.1	1.6	3.2	2.0	专用设备制造业	2.5	非金属矿物制品业	0.6
专用设备制造业	51.3	55.7	34.1	1.5	2.5	2.0	水利管理业	2.3	医药制造业	0.5
公共设施管理业	48.5	21.3	33.5	6.8	10.6	7.0	金属制品业	1.5	专用设备制造业	0.5
非金属矿物制品业	47.8	50.8	46.6	2.8	4.0	3.3	农副食品加工业	1.5	电力、热力的生产与供应业	0.3
农副食品加工业	44.4	37.6	25.7	1.4	1.5	1.7	煤炭开采及洗选业	1.5	烟草制造业	0.2
环境管理业	42.7	42.7	22.7	0.5	0.6	0.5	水上运输业	1.4	黑色金属矿采选业	0.1
医药制造业	42.3	10.2	25.9	0.7	1.0	0.5	医药制造业	1.0	有色金属矿采选业	0.1
化学原料及化学制品制造业	41.3	38.1	35.5	3.2	4.6	3.6	食品制造业	0.8	环境管理业	0.1
食品制造业	39.5	26.1	17.8	0.8	0.8	0.9	石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.8	燃气生产与供应业	0.1
交通运输设备制造业	38.2	38.5	39.1	2.6	3.9	3.1	黑色金属矿采选业	0.8	废弃资源和废旧材料回收加工业	0.1
水上运输业	37.4	11.8	6.7	0.8	1.4	0.7	有色金属矿采选业	0.8	非金属矿采选业	0.0
道路运输业	35.3	6.5	5.9	5.0	6.0	3.3	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.7	其他采矿业	0.0
燃气生产与供应业	32.0	4.4	19.3	0.3	0.3	0.2	环境管理业	0.6	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.0
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	28.8	25.0	57.7	0.3	0.3	0.3	水的生产与供应业	0.5	食品制造业	0.0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	28.4	57.1	26.3	0.5	0.4	0.7	非金属矿采选业	0.4	文教体育用品制造业	-0.1
金属制品业	28.4	46.2	38.5	1.5	1.5	1.9	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.4	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	-0.1
全国总计	26.5	25.8	26.1	100.0			仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.3	水的生产与供应业	-0.1
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	24.7	18.6	22.0	0.3	0.3	0.3	塑料制品业	0.3	农副食品加工业	-0.2
电力、热力的生产与供应业	20.6	8.7	14.4	6.1	5.0	4.7	有色金属冶炼及压延加工业	0.3	化学纤维制造业	-0.2
石油加工、炼焦及核燃料加工业	19.2	50.3	29.4	1.2	0.8	1.3	燃气生产与供应业	0.3	印刷业和记录媒介的复制	-0.2
水的生产与供应业	17.3	24.6	22.7	0.7	0.5	0.7	烟草制造业	0.3	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.3
文教体育用品制造业	13.6	43.5	13.7	0.1	0.1	0.2	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.3	家具制造业	-0.3

	1-2 月 增速 排名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	1-2 月贡 献率	05-0 8 贡 献率		1-2 月 贡献率 排名		贡献 率提 高排 名
塑料制品业	12.5	28.3	27.1	0.7	0.3	0.9	废弃资源和废旧材料回收加工业	0.2	橡胶制品业	-0.4
印刷业和记录媒介的复制	9.6	22.1	23.9	0.3	0.1	0.3	纺织服装、鞋、帽制造业	0.2	金属制品业	-0.4
饮料制造业	8.8	30.2	22.4	0.6	0.2	0.7	饮料制造业	0.2	工艺品及其他制造业	-0.4
家具制造业	8.5	43.1	31.3	0.3	0.1	0.4	工艺品及其他制造业	0.1	煤炭开采及洗选业	-0.5
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	8.3	24.3	17.6	1.7	0.7	1.6	家具制造业	0.1	塑料制品业	-0.5
有色金属冶炼及压延加工业	7.6	34.9	43.1	1.3	0.3	1.4	印刷业和记录媒介的复制	0.1	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-0.5
纺织服装、鞋、帽制造业	6.0	36.0	19.0	0.6	0.2	0.7	文教体育用品制造业	0.1	饮料制造业	-0.5
工艺品及其他制造业	5.2	26.5	21.5	0.5	0.1	0.5	其他采矿业	0.0	纺织服装、鞋、帽制造业	-0.5
橡胶制品业	-2.6	19.8	12.7	0.3	0.0	0.3	橡胶制品业	0.0	航空运输业	-0.5
化学纤维制造业	-7.8	31.8	3.2	0.2	-0.1	0.1	化学纤维制造业	-0.1	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	-0.9
黑色金属冶炼及压延加工业	-10.8	12.2	23.8	2.2	-1.0	1.6	航空运输业	-0.2	造纸及纸制品业	-1.0
造纸及纸制品业	-11.3	26.5	25.4	0.7	-0.3	0.7	造纸及纸制品业	-0.3	有色金属冶炼及压延加工业	-1.1
石油和天然气开采业	-13.8	22.4	22.0	1.8	-0.8	1.8	石油和天然气开采业	-0.8	纺织业	-1.9
航空运输业	-16	28.1		0.4	-0.2	0.3	黑色金属冶炼及压延加工业	-1.0	石油和天然气开采业	-2.6
纺织业	-19.8	20.9	1.3	1.0	-1.1	0.9	纺织业	-1.1	黑色金属冶炼及压延加工业	-2.7

数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

另外从区域来看，中西部投资增速明显高于整体增速，东部地区增速下降幅度明显，主要是受出口影响。

表 8：各地区投资增速及贡献度排名（单位：%）

	1-2月 增速	08年] 增长	08年 比重	1-2 月贡 献率	05-08 年贡 献率	贡献 率变 化		1-2 月贡 献率 排名		贡献率 变化排 名
大区域										
三、西部地区	46.7	26.7	22	31.2	22.8	8.3	一、东部地区	35.7	三、西部地区	8.3
二、中部地区	34.3	33.5	27.1	25.9	30.4	-4.6	三、西部地区	31.2	二、中部地区	-4.6
一、东部地区	15.4	21.3	48.4	35.7	43.7	-8.0	二、中部地区	25.9	一、东部地区	-8.0
省自治区直辖市										
黑龙江	216.4	30	2.3	0.8	2.3	-1.5	江 苏	11.9	四 川	10.1
云 南	80.2	27.1	2.1	6.5	2.3	4.2	四 川	10.1	江 苏	11.9
贵 州	70.7	24.4	1.1	2.8	0.9	1.9	安 徽	8.1	云 南	6.5
陕 西	63.2	34.9	2.9	3.8	3.2	0.5	云 南	6.5	安 徽	8.1
河 北	59.1	31.2	5	4.4	5.6	-1.2	山 东	5.6	贵 州	2.8
宁 夏	57.1	39.4	0.5	0.2	0.5	-0.3	河 南	4.8	天 津	3.8
内蒙古	55.9	25	3.6	0.6	4.0	-3.4	河 北	4.4	重 庆	3.7
辽 宁	48.0	35	6	3.2	7.0	-3.8	江 西	3.9	江 西	3.9
海 南	46.1	41.3	0.5	1.1	0.4	0.7	湖 北	3.9	海 南	1.1

敬请阅读末页的免责声明

	1-2 月 增速	08 年] 增长	08 年 比重	1-2 月贡 献率	05-08 年贡 献率	贡 献 率 变 化			1-2 月贡 献率 排名			贡 献 率 变 化 排 名
青 海	45.8	15.7	0.3	0.1	0.3	-0.1	天 津		3.8	陕 西		3.8
四 川	45.0	25.7	4.3	10.1	4.5	5.7	陕 西		3.8	湖 北		3.9
江 西	44.8	46.1	2.9	3.9	3.2	0.8	广 东		3.7	浙 江		2.8
甘 肃	40.2	27	1	0.4	0.9	-0.5	重 庆		3.7	西 藏		0.0
天 津	39.4	44.8	2.1	3.8	2.3	1.5	湖 南		3.3	广 西		2.4
安 徽	36.4	33.6	4	8.1	4.8	3.2	辽 宁		3.2	青 海		0.1
湖 北	34.7	30.7	3.5	3.9	3.5	0.4	贵 州		2.8	湖 南		3.3
重 庆	33.7	26.5	2.5	3.7	2.6	1.1	浙 江		2.8	宁 夏		0.2
山 西	32.1	22.9	2.2	0.7	2.1	-1.4	广 西		2.4	广 东		3.7
新 疆	29.1	19	1.3	0.5	1.0	-0.6	福 建		1.7	甘 肃		0.4
吉 林	28.0	40.3	3.2	0.4	4.0	-3.6	海 南		1.1	新 疆		0.5
湖 南	27.5	33.6	3.3	3.3	3.5	-0.2	黑 龙 江		0.8	河 北		4.4
河 南	27.5	31.6	5.9	4.8	7.0	-2.2	山 西		0.7	山 西		0.7
全国总计	26.5	26.1	100				内 蒙 古		0.6	黑 龙 江		0.8
广 西	22.3	27.9	2.2	2.4	2.5	-0.1	新 疆		0.5	上 海		0.2
江 苏	20.9	24.1	7.7	11.9	7.1	4.8	甘 肃		0.4	福 建		1.7
山 东	17.5	23.4	8.5	5.6	7.9	-2.3	吉 林		0.4	河 南		4.8
							宁 夏		0.2	山 东		5.6
广 东	10.6	16.7	5.8	3.7	4.1	-0.4	上 海		0.2	内 蒙 古		0.6
浙 江	10.6	8.7	4.4	2.8	2.8	-0.1	青 海		0.1	吉 林		0.4
福 建	8.9	19.8	3.1	1.7	3.3	-1.6	西 藏		0.0	辽 宁		3.2
上 海	0.9	8.1	3	0.2	1.7	-1.5	北 京		-2.8	北 京		-2.8
北 京	-20.6	-2.1	2.4	-2.8	1.3	-4.1						
西 藏	/	15	0.2	0.0	0.1	-0.1						

数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

从工业生产看，很多地区，特别是中西部地区省份产出已经明显回升，而广东、浙江、上海等受出口影响较大的地区产出仍在严重萎缩，而一些产值所占比重的省份比如宁夏、云南等，这可能相关产业受影响较大，从而对生产产生明显影响。

表 9：1-2 月份各地区产出增速排名（单位：%）

	1-2 月 增速	07 年	08 年	6 月	7 月	8 月	9 月	810	811	812	06 年 比重
全国	3.8	18.5	12.9	16	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	100
贵州	23.2	16.8	10.1	19.4	19.8	18.8	13.2	4	0.7	5.1	0.9
湖南	20.6	24.3	18.4	20.2	19.5	19	22.1	21.5	19.5	18.5	2.3
内蒙古	19.6	30	24.5	28.4	30.5	29.2	28.7	20.3	9.8	3.6	2.2
安徽	19	24.5	22	26.3	25.6	19	19.1	18.2	14.7	13.9	2.2
天津	18.4	18.2	21	21.7	21	20	21.3	19	20	23	2.6
四川	16.8	25.4	17.9	16	18.4	21.9	18.1	15.2	11.1	11.3	3.2
广西	14.9	26.5	22.6	28.7	24.8	19.8	18.5	6.7	10.2	22.9	1.4
江西	13.8	24.6	21.9	23.5	22	21	22.5	20.4	19.8	13.5	1.6
辽宁	10.6	21	17.5	20.2	16.5	17.1	16.9	15	9.1	9	4.5
湖北	10.5	23.6	21.6	25.4	25.5	24.4	18.7	10.3	10.1	10	2.6
吉林	8.9	23.6	18.6	20.2	15.3	15.2	17.4	13.2	16.4	9	1.5
江苏	8	18.9	14.2	16	15.1	12.1	14.3	11	9.2	9.2	11.8
西藏	7.2	17.6	8.9	2.2	2.8	4.7	13	-11.7	9.8	1.9	0.0
河北	7.1	18.9	13.5	23.2	13.3	7.3	7.9	11.5	12	9.2	4.6
重庆	6	25.1	21.6	27.3	23	24	22.6	17.9	9.8	12.1	1.0
山东	5.8	20.8	13.8	16.9	15.9	12.2	10.7	8	7.2	7	11.9
新疆	5.6	15.2	15.5	15.2	16.3	17.8	18.8	17.1	15.6	13.8	1.2
福建	5.1	21.5	16.7	19.7	17.3	14.3	16.3	13.2	7.4	8.1	3.1
河南	2.1	24.2	19.8	24.1	23.3	22.2	21.7	14.8	8.1	5.3	5.2
青海	2.1	18.4	21.5	29.6	26.1	31.6	18.9	17.7	15.8	5.6	0.3

	1-2 月 增速	07 年	08 年	6 月	7 月	8 月	9 月	810	811	812	06 年 比重
陕西	1	19.6	21	27.5	27.3	24.7	21.6	18.1	9.9	13.2	1.8
黑龙江	0.8	15.8	13.1	16.3	14.8	14.6	17	9.5	11.2	8.9	2.7
广东	0.8	18.3	12.8	13.1	11.7	13.1	12	9.9	9.6	11.3	12.9
海南	0.2	33.8	6	9.6	3.3	8.8	-0.2	-0.1	-6.5	-0.4	0.3
甘肃	-0.7	17.1	9.5	11	14.6	12.5	13.6	10.1	5	4.6	0.9
北京	-6.4	13.4	2	8.3	2.8	-9.1	-6.4	-7.6	-8.1	-6.9	2.1
宁夏	-6.4	17	15.1	14.1	13.1	18.3	9	2.2	-4.4	11.3	0.3
云南	-7.1	17.5	12.6	18.8	17.2	18.4	10.3	10.1	10.1	13.2	1.5
浙江	-8.2	17.9	10.1	10.2	9.8	6.1	6.4	2.2	0.9	1.1	6.9
上海	-12.4	12.6	8.3	9.6	7.1	8.8	6	3.1	-0.7	-11.8	5.0
山西	-20.5	21	6.5	14.2	13.9	12.2	4.2	-9.9	-24.5	-19.2	2.5

数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

5、消费数据可能显示了房地产交易活跃的情况

1-2 月份消费名义增长 15.2%，实际增速约为 16%，较年中高点温和回落，但仍高于去年同期。由于消费的滞后性，消费实际增速回落的趋势仍将延续至年底。

从细分行业看，建筑及装潢材料和家具类销售增速反弹非常明显，这或许反映了房地产交易活跃的情况。

表 10: 社会零售额分类增长 (单位: %, 除注明外, 月度数据为单月, 其他为累计数)

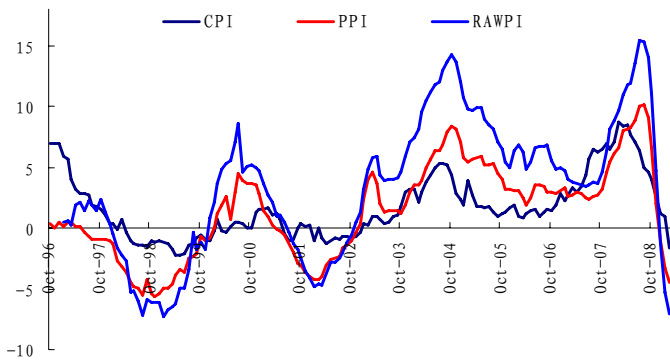
	07	1Q08	1H08	0807	0808	3Q09	0810	0811	0812	09 年 1-2
零售总额	16.8	20.6	21.4	23.3	23.2	22.0	22.0	20.8	19.0	15.2
城市消费品零售额	17.2	21.2	22.1	24.0	23.9	22.7	22.1	20.3	19.0	14.4
县及县以下	15.8	19.3	20.0	21.8	21.8	20.6	21.9	21.8	19.0	17.0
批发和零售业零售额	16.7	20.4	21.3	23.3	23.2	22.0	21.9	20.6	18.9	14.8
住宿和餐饮业	19.4	23.6	24.0	26.5	26.3	24.8	25.8	25.1	22.8	18.9
其他行业零售额	/	4.2	4.4	4.7	2.6	4.0	3.0	3.0	3.4	2.6
限额以上批发和零售										
吃	/	25.5	25.0	22.3	20.3	23.3	13.1	13.8	/	14.2
穿	/	24.3	25.1	27.5	27.6	25.9	18.7	24.1	/	15.9
用	/	30.1	29.1	31.1	27.4	28.6	19.4	12.5	/	7.6
粮油类	/	38.1	33.1	18.3	23.1	28.6	10.2	5.9	/	16.3
肉禽蛋	/	31.3	28.9	18.4	26.7	25.6	13.1	13.9	/	12.0
服装类	/	24.3	25.6	26.8	29.5	26.5	20.3	25.4	/	17.4
文化办公用品类	/	29.2	25.4	16.1	13.3	21.6	16.6	12.7	/	8.3
体育、娱乐用品类	/	21.0	20.8	18.3	10.1	18.0	2.1	6.4	/	13.5
日用品类	/	19.5	19.2	19.5	20.8	19.3	12.4	11.1	/	12.0
家用电器和音像器材类	/	22.5	18.3	18.8	18.6	21.6	0.8	7.5	/	2.7
家具类	/	33.3	32.3	19.6	24.2	19.6	12.8	15.7	/	27.1
化妆品类	/	22.3	21.2	31.8	26.6	28.0	14.5	16.3	/	14.6
金银珠宝类	/	47.5	43.9	43.6	44.3	42.9	30.6	31.1	/	16.3
通讯器材类	/	3.7	3.5	6.1	4.5	4.4	-7.0	-4.8	/	-9.2
汽车类	/	37.1	33.4	27.8	19.0	29.1	19.6	7.7	/	9.3
石油及制品类	/	42.5	44.4	55.2	49.4	46.4	39.7	21.2	/	0.7
建筑及装潢材料类	/	-3.1	-1.8	-3.4	-9.7	-5.7	-14.8	-32.6	/	22.4

数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

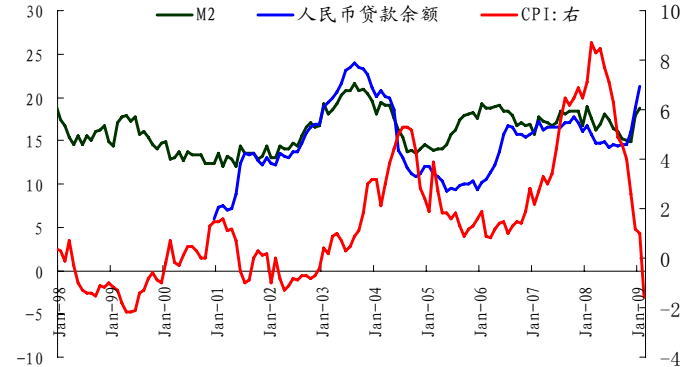
6、09 年通缩是短期的，同比转正或许早于预期

我们之前预期 2 月份起 CPI 同比可能为负，持续到 6 月份，然后开始转正。市场前期对 2 月份 CPI 预期大概在 -2 到 -3% 之间，应该说公布的数据高于该预测区间。

图 33: 物价指数同比涨幅继续下降, 符合预期 (单位: %) 图 34: M2 领先 CPI 约 11 个月 (单位: %)



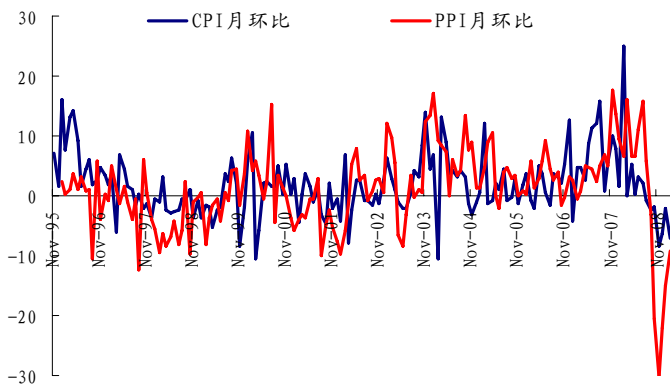
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

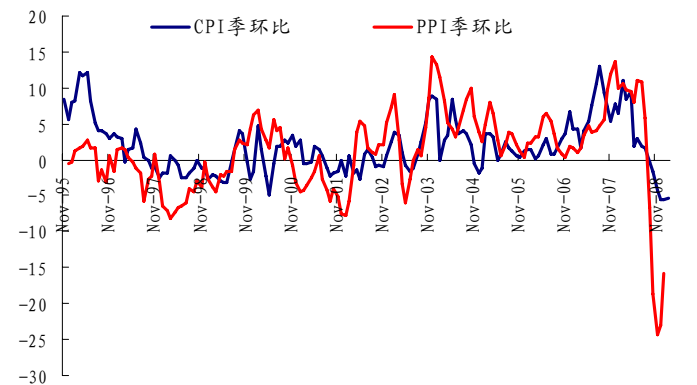
CPI 受春节因素因素影响, 环比变动信息较差, 从 PPI 的情况看, 环比跌幅连续在收窄。

图 35: PPI 跌幅连续三个月趋缓 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

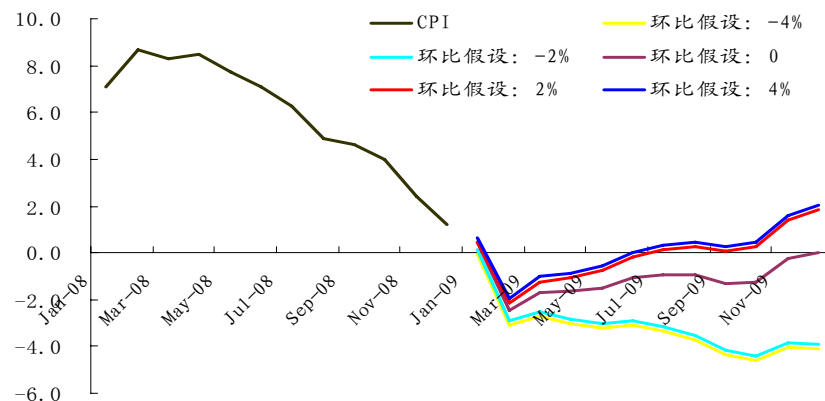
图 36: PPI 跌幅连续两个月趋缓 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

在巨额信贷投放拉动下, 经济回暖和 CPI 转正可能略早于预期。

图 37: 基于不同环比年率推算的 CPI 同比预测 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

7、宏观经济走势与存在的风险

当前的投资结构引发市场的忧虑，一方面认为刺激投资是在走以前经济发展的老路，也会加大未来的产能过剩。我们认为，由于消费需求更多基于永久收入，短期很难刺激，刺激经济只能依赖投资。考虑到当前政府投资更多在国计民生而非竞争性领域，这也并非坏事，而且从应对经济周期的角度讲，稳住经济无疑是最为关键的任务。

关于投资的第二个问题是，当下投资增长可持续么？这个问题其实和信贷的可持续性相关，由于早放贷的惯性，未来都会逐月缩减（不是绝对量），但问题在于每年都是这样。按 09 年信贷增加 5 万亿最保守估计，09 年比 08 年可比信贷增速也会超过 50%。因此，一段时间内，信贷扩张的效果仍会延续。

如果已经制定的宏观政策可以得到有效的实施并且外围的经济环境不再进一步恶化，今年全年的经济增长仍然可以保持 8% 左右。考虑到去年一到三季度经济增速较高而四季度经济放缓，及年初放贷年底见效等因素，我们预期今年经济增长是前低后高，如外围经济不再继续恶化，第四季度应是全年增长最快的时期。

考虑到全球金融市场的逐步稳定及由此而带来的贸易融资的改善，部分出口需求会反弹，这将导致第一或二季度经济增长环比出现反弹经济刺激方案的持续性。从目前的情况开看，全球经济恢复增长所需时间在一年以上，今年我国为刺激经济所安排的财政赤字达 9500 亿元，为建国 60 年最高，同时赤字率接近国际警戒线的 3%，虽然负债率为 20% 还未达到国际警戒线的 60% 水平，但如果未来 2-3 年全球经济仍不见起色，目前这种大规模刺激方案的持续性有待观察。

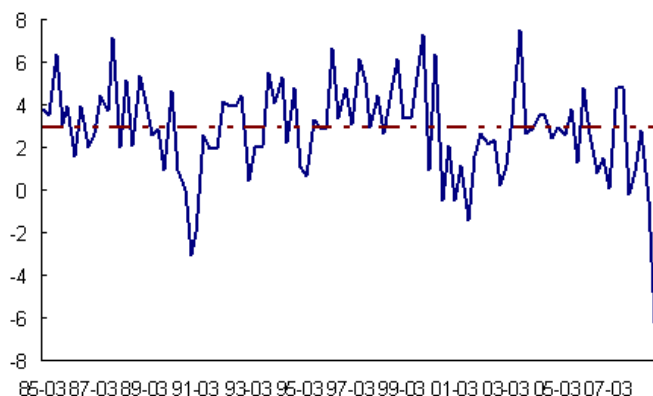
这次经济调整的主要原因是外围需求的突然缺失进而导致了国内生产的产能过剩，短期内政府可以通过增加投资的方式消耗部分多余产能，但如果外围需求恢复所需的时间较长，同时政府刺激又间接的增加了产能，客观效果上可能加大、拉长经济调整的幅度和时间。

二、美国：金融动荡最严重的时候已经过去

1、2008 年第四季度 GDP 加速下滑

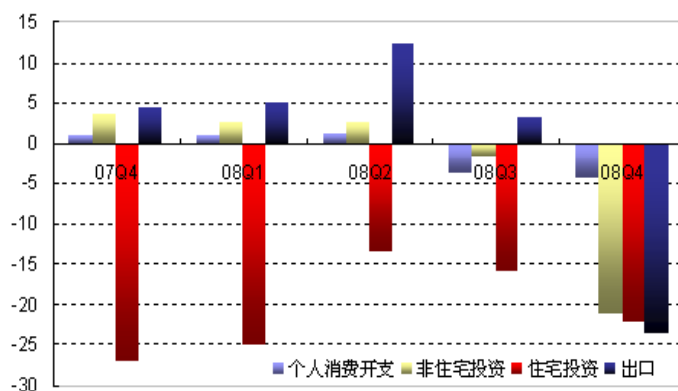
根据美国商务部公布的数据，经修正后，美国 2008 年第四季度 GDP 经季节因素调整后折合成年率为下降 6.2%。这是 1982 年第一季度 GDP 下降 6.4% 以来的最差季度表现。2008 年第四季度 GDP 数据由初次公布的下降 3.8% 大幅向下修正至下降 6.2%，主要是库存投资、出口和消费支出显著下调。报告显示，第四季度商业库存减少 199 亿美元，而商务部初步数据为增加 62 亿美元。造成库存减少的两个原因：一是物价下滑，公司增持库存的积极性下降；二是公司预计需求下滑，大力清理存货。尽管如此，库存销售比率依旧上升，这意味着企业还需减产，进而会减员，并进一步给经济带来负面影响。预计，2009 年上半年商业库存仍将大幅下降，而第一季度的 GDP 则会大幅下滑。国际贸易拖累第四季度的经济表现。当季美国进口额下滑 16.0%，初步数据为下滑 15.7%；出口额下滑 23.6%，初步数据为下滑 19.7%。贸易表现导致第四季度的 GDP 丧失了 0.46 个百分点。第四季度建筑支出下降 5.9%，设备与软件支出剧减 28.8%。第四季度消费支出下滑 4.3%，初步数据为下滑 3.5%。消费支出导致第四季度 GDP 减少了 3.01 个百分点，初步数据为减少了 2.47 个百分点。第四季度耐用品支出下降了 22.1%，初步数据为下降 22.4%。第四季度非耐用品支出减少了 9.2%。服务业支出增加了 1.4%。住房市场的低迷也给 GDP 带来了严重冲击。第四季度住宅固定投资减少 22.2%。第四季度国内产品实际最终销售额下降 6.4%，初步数据为下降 5.1%。第四季度联邦政府支出增长了 6.7%，初步数据为增长 5.8%。州与地方政府开支则下降 1.4%。

图 38：第四季度美国经济增长率显著下滑



资料来源：美国商务部，招商证券(香港)

图 39：第四季度 GDP 各项开支均出现显著下滑



资料来源：美国商务部，招商证券(香港)

表 11：美国第四季度 GDP 构成

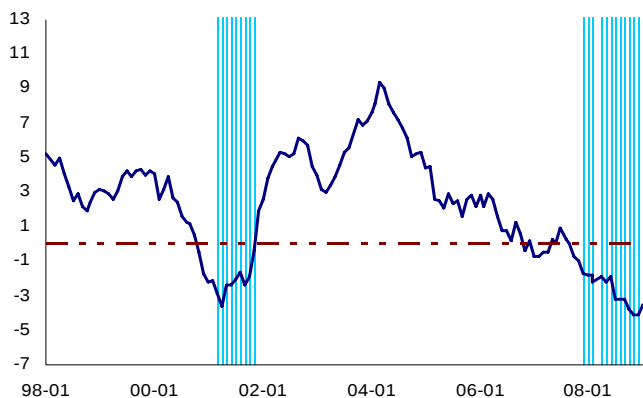
变动率（%）	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4（初值）
实际 GDP	-0.2	0.9	2.8	-0.5	-6.2
个人消费开支	1.0	0.9	1.2	-3.8	-4.3
非住宅投资	3.4	2.4	2.5	-1.7	-21.1
住宅投资	-27.0	-25.1	-13.3	-16.0	-22.2
存货变动（亿）	-\$81	-\$102	-\$506	-\$296	-\$199
出口	4.4	5.1	12.3	3.0	-23.6
进口	-2.3	-0.8	-7.3	-3.5	-16.0
政府购买	2.8	2.6	1.1	3.9	0.5

资料来源：美国商务部，招商证券(香港)

2、不同领先指标给出不同信号

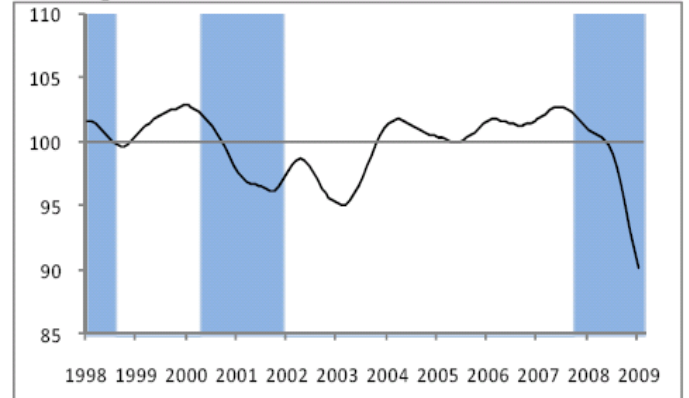
咨商局领先指标显示美国经济略有好转。OECD 编制的综合领先指标 (CLI) 1 月的数据显示美国经济仍将继续下行，目前还没有显示任何反转的迹象。而美国咨商局的领先指标 (LEI) 同比数据则从 2009 年 1 月开始触底回升，显示经济情况将略有好转。两个领先指标之所以给出不同的信号，关键是指标的构成不同。咨商局的领先指标由 10 个分指标组成，较 OECD 领先指标多 3 个。并且咨商局领先指标中包含的 M2 分指标，OECD 的领先指标中未包括，恰恰是 M2 的快速增长带动咨商局领先指标从 2009 年 1 月触底回升。其他开始回升的分指标包括：利差和消费者信心。

图 40：美国领先指标显示经济状况略有好转



资料来源：经合组织，彭博,招商证券(香港)

图 41：OECD 领先指标显示美国经济继续下行



资料来源：经合组织，彭博,招商证券(香港)

表 12：两个领先指标的构成不同

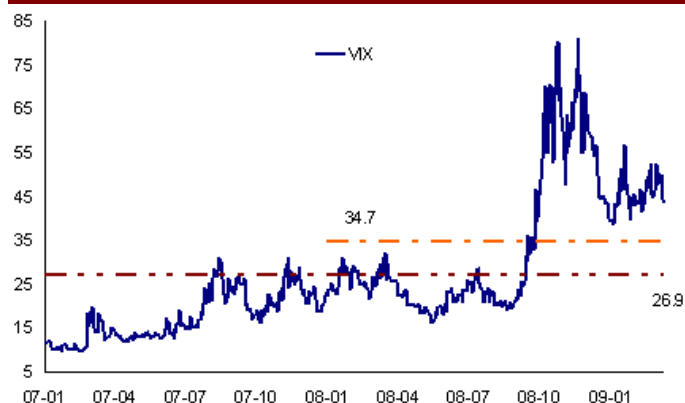
OECD 领先指标	咨商局领先指标
新屋开工 (number)	私人住房建筑许可
新增资本品订单	制造商非国防资本品新增订单
NYSE 综合指数	标普 500 股票价格指数
密歇根大学消费者情绪指数	密歇根大学消费者情绪指数
制造业平均周工作时间	制造业平均周工作时间
利差	10 年国库券与联邦基金利率之间的利差
PMI	-
-	制造商的消费品和原材料新订单
-	平均每周首次申请失业救济人数
-	交货期指数
-	M2 货币供应量

资料来源：经合组织，美国咨商局,招商证券(香港)

3、投资者信心从金融动荡的震撼中缓慢恢复

反映美国投资者恐慌程度的芝加哥期货交易所波动率指数 (VIX) 在 11 月 20 日达到近 20 年来的高点，80.86。此后，随着美国财政部和联储采取收购资产和注资等一系列措施稳定金融体系，投资者的恐慌程度逐步降低。2009 年以来，VIX 的均值为 45，虽远高于历史平均水平，但已较 2008 年第四季度平均 58.6 的水平明显回落。此外，美国国债和伦敦银行间同业拆借利率之间的差 (TED) 也呈现相近的走势，显示经济主体的风险厌恶程度逐步下降。

图 42: 芝加哥期交所波动率指数已由高位回落



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

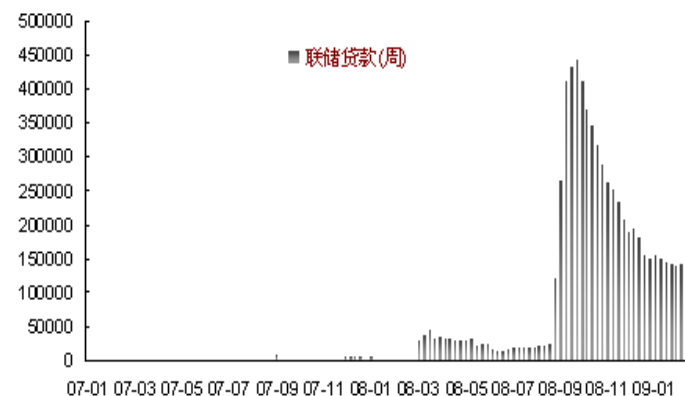
图 43: 美国国债和 LIBOR 之间的利差也从高位回落



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

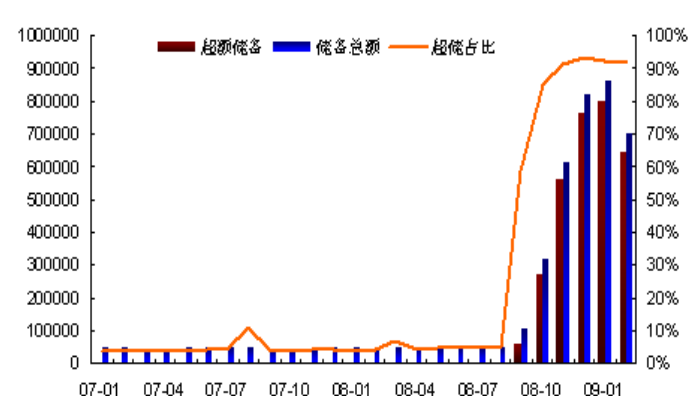
美联储和财政部为稳定金融体系采取了注资和收购资产等一系列措施。雷曼倒闭对美国金融体系和实体经济带来的严重冲击, 使得美国政府和议会在救助大型金融机构的必要性问题取得一致。此后, 美国财政部和美联储采取一系列措施稳定金融体系。联储的资产负债表规模随救助行动急速扩大, 而目前联储购入资产的规模已开始下降。在金融动荡期间, 美国的商业银行因担心信贷风险, 不愿发放贷款, 导致银行在联储的超额储备大量增加。近期, 随信贷风险的下降, 银行开始恢复信贷行为, 超额储备余额开始下降。

图 44: 联储资产负债表的规模随救助行动急速扩大



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 45: 2 月以来银行大量持有超额储备的情况开始缓解



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

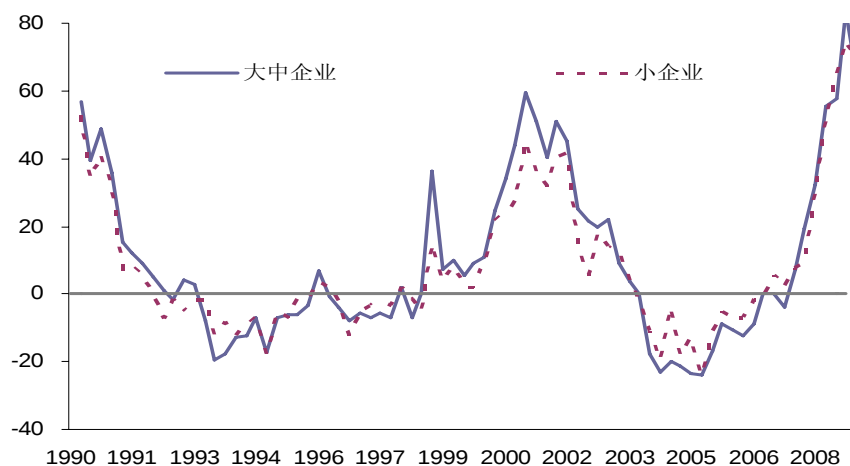
4、美国各银行已开始下调贷款标准

2009 年 2 月 2 日, 美联储发布的《2009 年 1 月银行高级经理贷款行为调查报告》显示, 与 2008 年第三季度相比, 第四季度美国银行对各项贷款的标准仍维持在高位, 但已略有下降; 但受失业率上升等多重负面因素影响, 银行反应其贷款对象的贷款需求仍非常弱。

2008 年第四季度美国银行开始适度下调对企业的工商贷款标准(图 46)。在接受调查的银行中, 约 65% 的国内银行在四季度提高了对大中型企业工商业贷款的标准, 该比例较三季度下降了 20 个百分点, 但仍远高于 1990 年和 2001 年衰退时的水平。同期, 有约

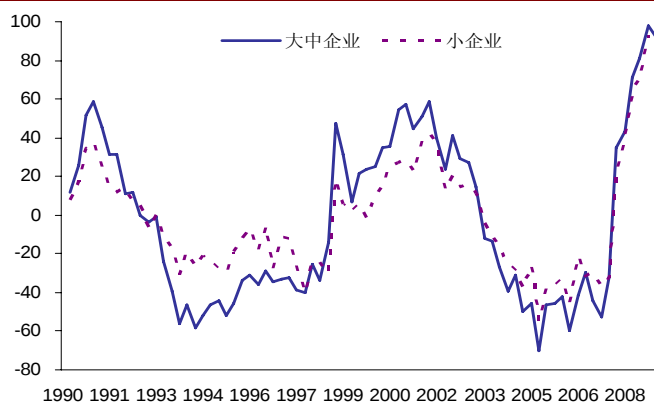
70%的国内银行提高了对小企业工商贷款的标准，较二季度回落5个百分点。多数银行在提高发放贷款标准的同时，提高了对公司贷款的利差，以弥补更高的风险（图47）。有近90%的受调查银行提高了对大中小型企业贷款的利差，较上季度的近100%有所回落。

图 46：银行已适度下调企业工商贷款的标准

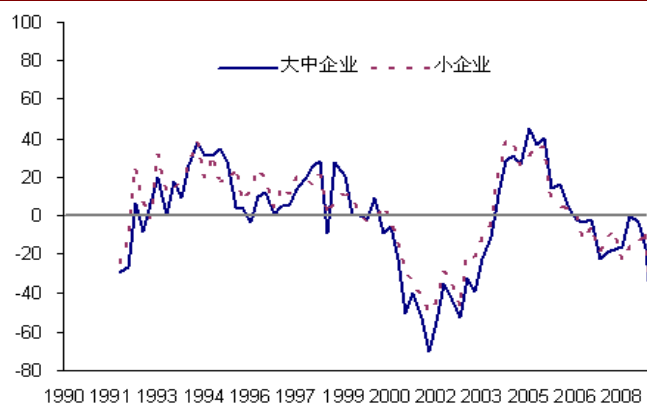


资料来源：美联储,招商证券(香港)

图 47：银行对企业工商贷款收取的利差从高位略有回落 图 48：企业工商贷款需求继续下行



资料来源：美联储,招商证券(香港)



资料来源：美联储,招商证券(香港)

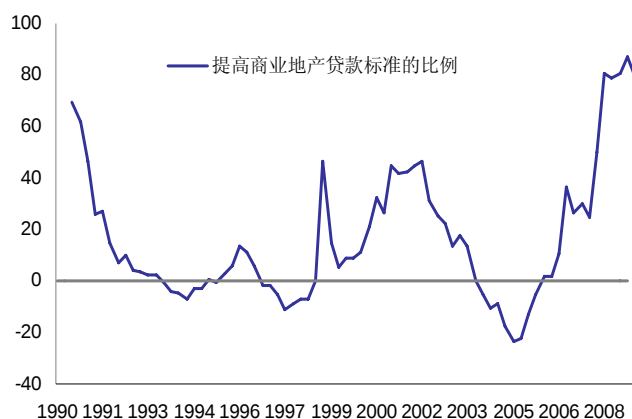
银行提高贷款标准的原因主要有三个，绝大多数银行认同的两个原因是不确定的经济前景和银行对风险承受能力的降低。而25%的银行承认，银行自身资本问题是主要原因，这一比例较上季度下降15个百分点。贷款标准和利差的提高抑制了工商企业的贷款需求（图48），60%的受调查银行认为客户的工商贷款需求下降，这一比例较上季度上升了45个百分点。银行认为，由于经济活动收缩，企业对设备投资、存货投资、应收账款融资的实际需求下降是贷款需求下降的根本原因。

银行对商业不动产贷款的标准略有下调。2008年第四季度，美国的国内银行和外资银行对商业不动产贷款的贷款标准略有下调。在接受调查的银行中（图49），有80%的国内银行表示，在过去3个月中提高了对商业不动产贷款的标准，比例较上季度下降5个百分点；有50%的受调查外资银行提高了商业不动产贷款标准，比例较上季度下降15个百分点。贷款标准下降后，不动产贷款需求持续下滑的趋势得以暂时企稳（图50）。有55%的受调查国内银行和外资行认为其客户的贷款需求下降，其中，国内银行认为所面对贷款需求下降的比例与上季度持平，而外资银行认为客户贷款需求下降的比例较上

季度上升 15 个百分点。

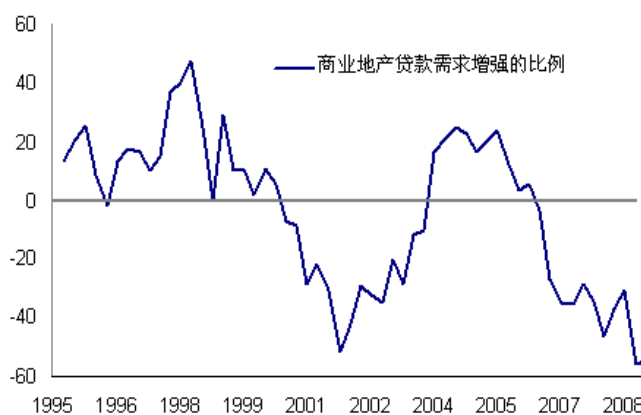
与此同时，银行明显降低对个人住房按揭贷款的标准。有 45% 的国内银行提高了对优质按揭贷款的标准，较上季度下降了 25 个百分点（图 51）；50% 的银行提高了对非传统按揭贷款的标准。银行认为家庭的按揭贷款需求回升，仅有 10% 的银行认为家庭对优质按揭贷款的需求在下降，比例较上季度下降 40 个百分点；65% 的银行认为家庭对非传统按揭贷款的需求显著下降，这一比例也较上季度有所下降（图 52）。

图 49：银行对商业不动产贷款的审核标准略有放松



资料来源：美联储,招商证券(香港)

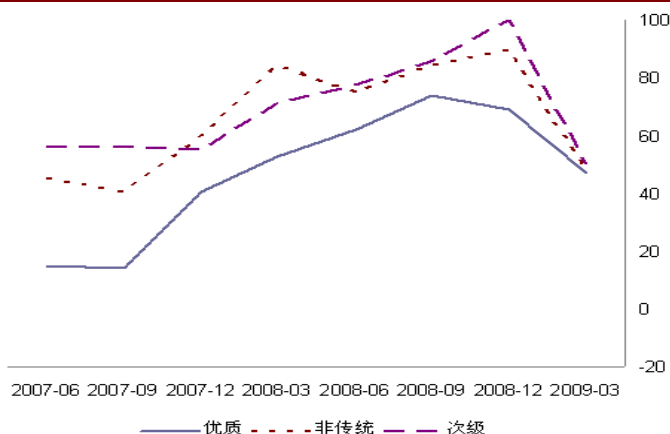
图 50：商业地产贷款需求持续下滑的趋势暂时企稳



资料来源：美联储,招商证券(香港)

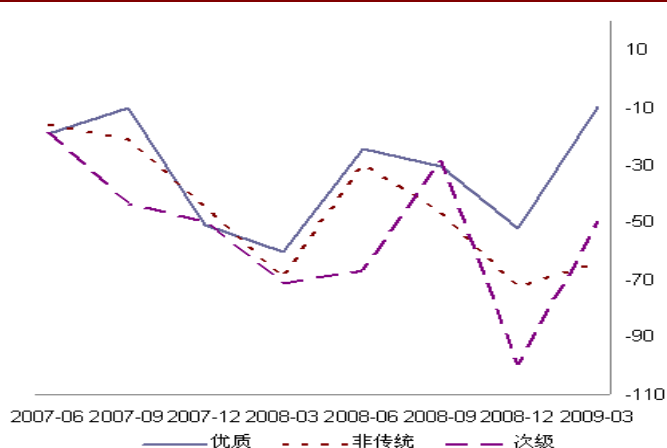
银行提高消费贷款标准的状况在慢慢缓解。与上季度持平，有 60% 的受调查国内银行，提高了对信用卡贷款的标准（图 53）。有 55% 的银行降低了对未达到信用评分标准的客户的信贷额度。银行发放消费贷款的积极性回升，仅 15% 的银行表示更不愿意发放分期消费贷款，这一比例较上季度下降了 30 个百分点（图 54）。但受失业率上升等负面因素影响，消费者的贷款需求并未上升，45% 的银行认为贷款需求在下降，比例与上季度持平（图 55）。

图 51：银行明显降低家庭住房按揭贷款标准



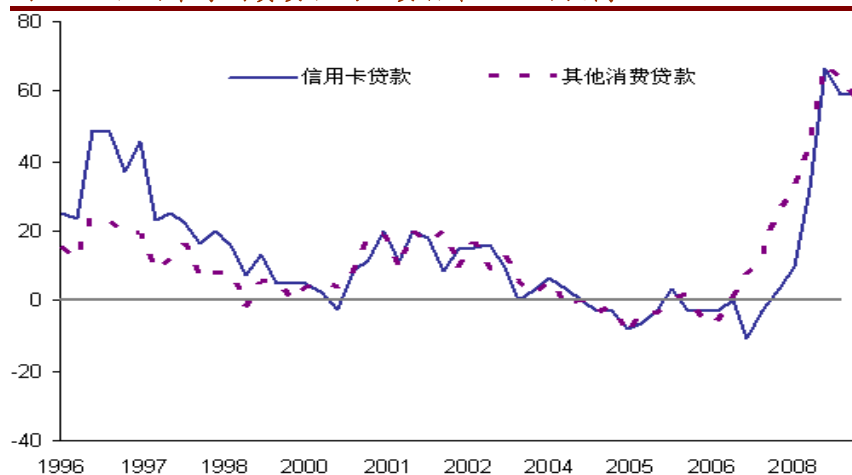
资料来源：美联储,招商证券(香港)

图 52：家庭住房按揭贷款需求触底回升



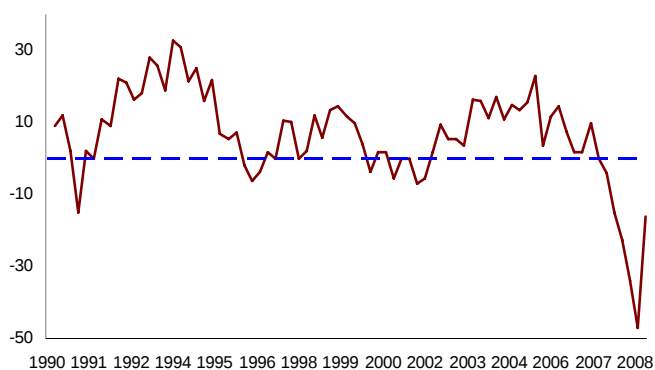
资料来源：美联储,招商证券(香港)

图 53: 信用卡等消费贷款的放贷标准已不再提高



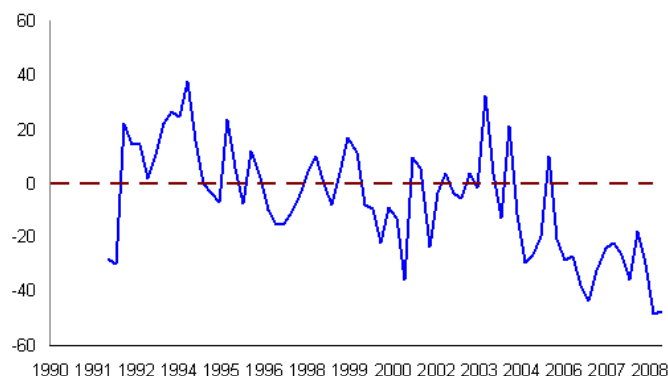
资料来源: 美联储, 招商证券(香港)

图 54: 银行发放消费贷款的意愿继续回升



资料来源: 美联储, 招商证券(香港)

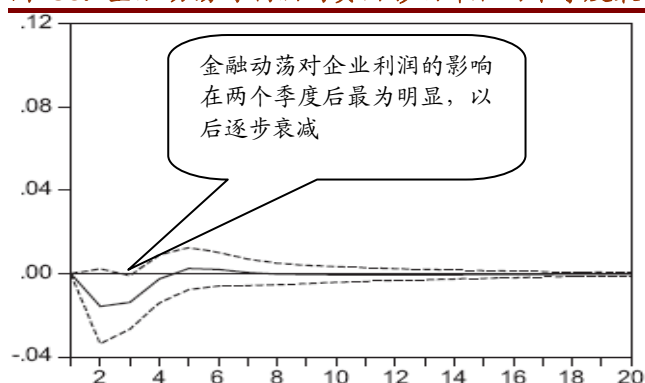
图 55: 家庭对消费贷款的需求仍受抑制



资料来源: 美联储, 招商证券(香港)

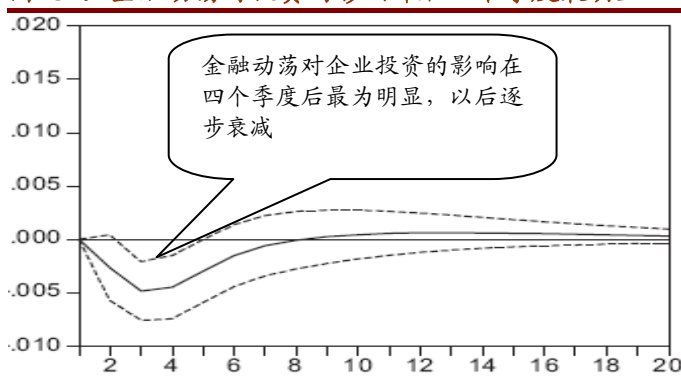
受金融动荡影响美国经济短时间内难以快速恢复到潜在增长率以上。美国银行的信贷紧张程度在 2008 年第三季度达到高点, 至今仍未明显放松。这个因素决定, 美国经济短时间内难以快速恢复到潜在增长率以上。根据美联储最新的研究报告, 金融动荡对企业盈利的负面影响要滞后两个季度 (图 56), 对企业固定资产投资的负面影响要滞后四个季度 (图 57)。金融动荡对公司固定资产投资的负面影响要持续更长时间, 因此 2009 年我们都很难看到美国的经济增速能够回到潜在经济增长率。

图 56: 金融动荡对利润的负面影响滞后两个季度最明显



资料来源: 美联储, 招商证券(香港)

图 57: 金融动荡对投资的影响滞后四个季度最明显

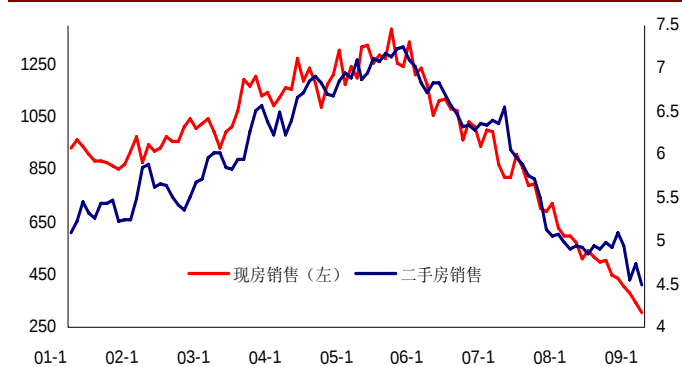


资料来源: 美联储, 招商证券(香港)

5、房屋销售继续减少，房价下降趋势未变

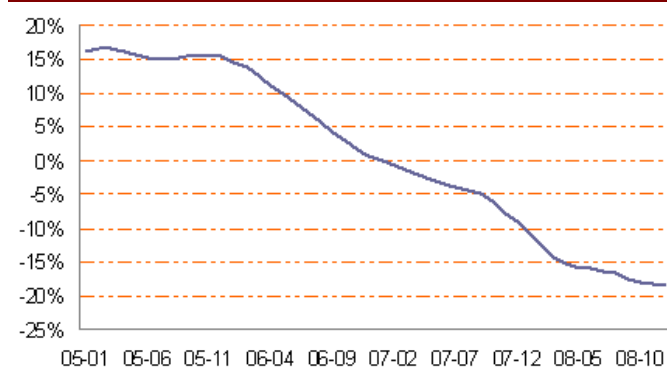
新房和二手房销售量仍在持续下滑。根据最新公布的数据，2009 年 1 月美国二手房销售量进一步下滑，销售量按年率折算为 449 万户，环比减少 5.3%，同比减少 8.6%。新房的销售情况更糟糕。房价虽继续下降，但速度有所放缓，2008 年 12 月 S&P case shiller20 个城市房价同比下降 18.6%。

图 58：新房和二手房销售量仍在持续下滑



资料来源：彭博,招商证券(香港)

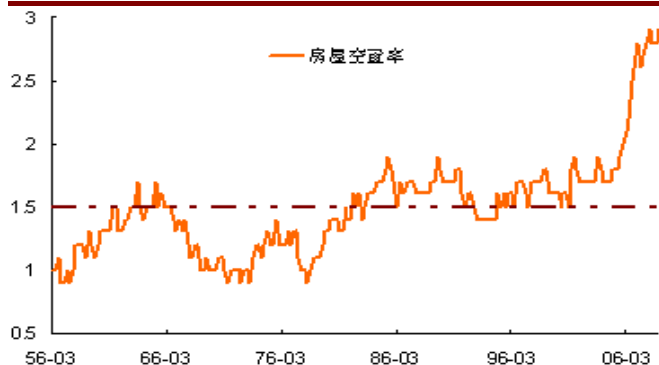
图 59：房价下降的速度略有放缓



资料来源：彭博,招商证券(香港)

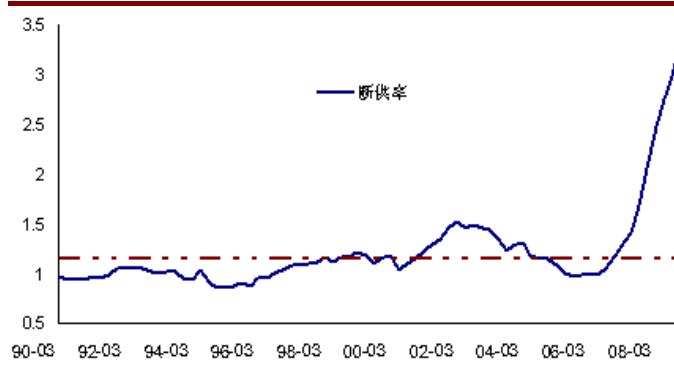
断供率高企推高房屋空置率。由于实体经济在金融动荡的冲击下出现严重收缩，失业率高企，目前美国的失业率已达到 8.1%。收入水平的下降无疑增加了房屋的断供率，2008 年 12 月整体的断供率为 3.3%，较上月上升 0.33 个百分点。高企的断供率意味着更多房子被银行拿到市场拍卖，进一步增加市场供给和空置率，压低房地产价格。

图 60：房屋空置率处于近 60 年来的历史高位



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 61：高企的断供率进一步增大供给压力



资料来源：彭博,招商证券(香港)

6、2 月采购经理指数显示实体经济还处于收缩状态

美国整体经济已连续 5 个月处于收缩状态。美国供应管理学会(Institute for Supply Management)公布的 2009 年 2 月制造业采购经理调查报告显示，2 月份美国制造业采购经理指数为 35.8，虽高于 1 月的 35.6，但已经连续 13 个月处于下滑状态。该指标还显示，整体经济已连续 5 个月处于收缩状态。在分指标中，2 月份产出指标下降的速度略有放慢，但就业指数恶化的速度加快。价格虽在持续下降，但不能弥补需求下降的负面影响。进口指数持续下行，表明中国的出口部门要继续忍耐力寒冬。接受调查的采购经理对 2009 年复苏仍较乐观，对政府的刺激政策抱有希望。

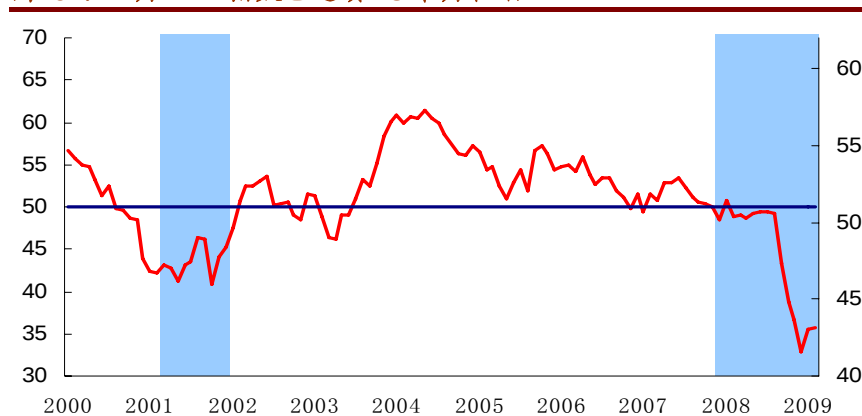
表 13: 2 月供应管理协会制造业调查数据一览表

指数	2月	1月	变动	方向	速度	趋势(月)
PMI	35.8	35.6	0.2	收缩	放慢	13
新订单	33.1	33.2	-0.1	收缩	加快	15
产出	36.3	32.1	4.2	收缩	放慢	6
就业	26.1	29.9	-3.8	收缩	加快	7
供应商交货	46.7	45.3	1.4	变快	放慢	5
存货	37	37.5	-0.5	收缩	加快	34
客户存货	51	55.5	-4.5	偏高	放慢	7
价格	29	29	0	下降	相同	5
积压订单	31	29.5	1.5	收缩	放慢	10
出口	37.5	37.5	0	收缩	相同	5
进口	32	36.5	-4.5	收缩	加快	13
整体经济				收缩	放慢	5
制造业				收缩	放慢	13

资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

美国制造业采购经理指数已连续 13 个月处于下滑状态。2 月份制造业活动指数(采购经理指数 PMI)为 35.8, 虽较 1 月的 35.6 上升了 0.2 个百分点, 但已经连续 13 个月处于收缩状态。PMI 高于 50 表明制造业处于扩张状态, 低于 50 表明制造业处于收缩状态。PMI 一段时期持续高于 41.2, 表明制造业和整体经济处于扩张状态。从历史情况看, 2009 年 2 月 35.8 的 PMI 指数相当于实际 GDP 按照年率下降 1.7%。

值得关注的是, 2 月份制造业活动指数已经从 2008 年 12 月的低点开始回升。从分指标的情况看, 新订单和产值指标都较 12 月有所好转, 据此我们至少可以判断, 2009 年第一季度美国的制造业在缓慢恢复, GDP 下降的幅度有望小于 2008 年第四季度。2008 年第四季度, 美国 GDP 经过季节调整后折合年率负增长 6.2%, 目前市场预期 2009 年第一季度折合年率负增长 5.0%。

图 62: 2 月 PMI 指数已连续 13 个月收缩


资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

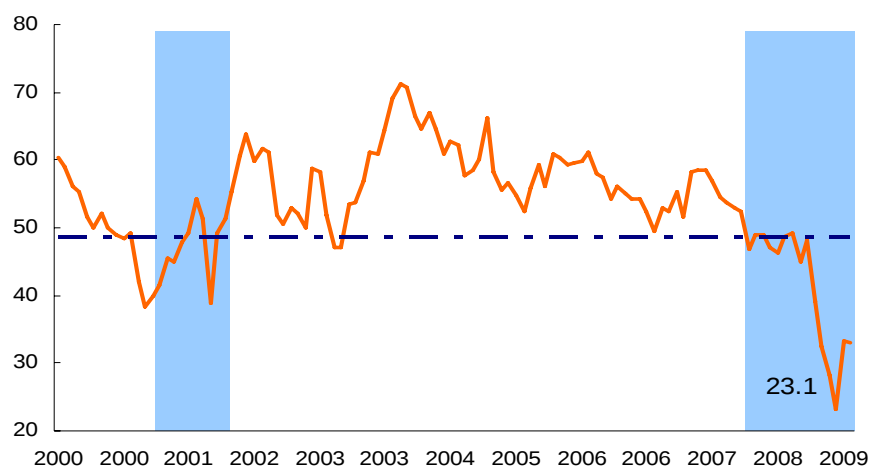
表 14: PMI12 个月均值跌至 43

月份	PMI	月份	PMI
2009年2月	35.8	2008年8月	49.3
2009年1月	35.6	2008年7月	49.5
2008年12月	32.9	2008年6月	49.5
2008年11月	36.6	2008年5月	49.3
2008年10月	38.7	2008年4月	48.6
2008年9月	43.4	2008年3月	49
12个月平均值-43.2			
最大值- 49.5			
最小值- 32.9			

资料来源: 美国供应管理协会, 彭博,招商证券(香港)

2月新订单指数与1月基本持平。2月新订单指数为33.1, 较1月微降0.1个百分点, 但已从2008年12月的23.1的低位明显回升。2月仅有13%的受调查采购经理认为新订单状况较1月好转, 有高达44%的受调查采购经理认为订单状况在变差, 其余43%的受访者认为订单状况与上月持平。根据历史情况, 新订单指数持续一段时期超过48.8, 普查局(the Census Bureau)的制造业订单将出现上升。从行业看, 2月接受调查18个行业整体上都不认为新订单在上升。

图 63: 2月新订单指数与1月基本持平



资料来源: 美国供应管理协会, 彭博,招商证券(香港)

表 15: 1月和2月新订单指数低位回升

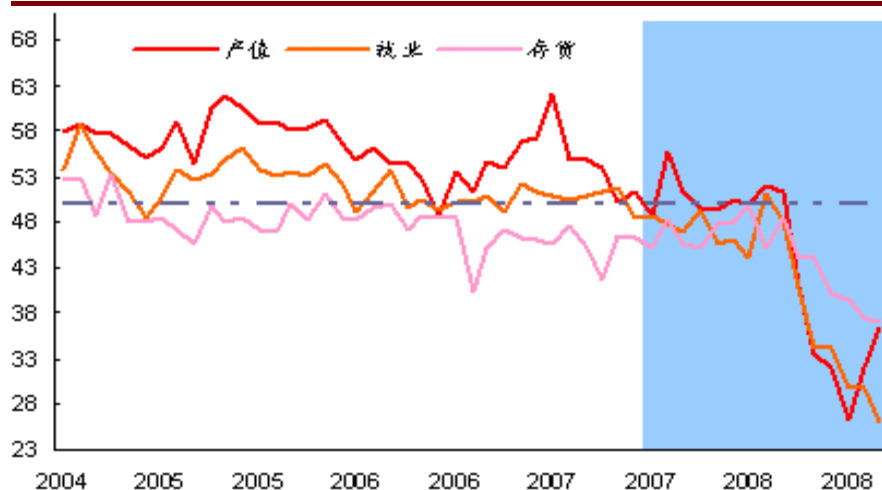
新订单	变好%	相同%	变差%	净值	指数
2009年2月	13	43	44	-31	33.1
2009年1月	15	33	52	-37	33.2
2008年12月	5	31	64	-59	23.1
2008年11月	12	29	59	-47	28.1

资料来源: 美国供应管理协会, 彭博,招商证券(香港)

2月供应管理协会产值指数为36.3, 较1月上升4.2个百分点。如果该产值指数持续高于50.4, 则相应预示美联储公布的工业产值(Industry Production)数据能够出现正增

长。目前, 供应管理协会的产值指数已经连续 6 个月低于该分界线。2 月产值出现增长的两个行业分别是汽油和煤炭业以及出版印刷业。2 月就业指数为 26.1, 较上月下降 3.8 个百分点, 已连续 7 个月下降。该指数如持续超过 49.7, 则预示美国劳工部 (BLS) 公布的制造业就业人数上升。18 个行业的整体的就业都呈下降趋势。一般而言, 就业数据是滞后指标, 只有在订单明显增加, 产品供不应求, 现有雇员不能满足生产需要时, 企业才会增加雇员。2 月存货指数 37.0, 较上月下降 0.5 个百分点。如果存货指数持续大于 42.4, 则预示美国经济分析局 (BEA) 公布的制造业存货数据处于扩张状态。

图 64: 产值、就业和存货指数均大幅下降



资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

表 16: 产值、就业和存货指数大幅下降

	就业	产值	存货
2009 年 2 月	34.2	31.5	39.1
2009 年 1 月	34.6	34.1	44.3
2008 年 12 月	41.8	40.8	43.4
2008 年 11 月	49.7	52.1	49.3

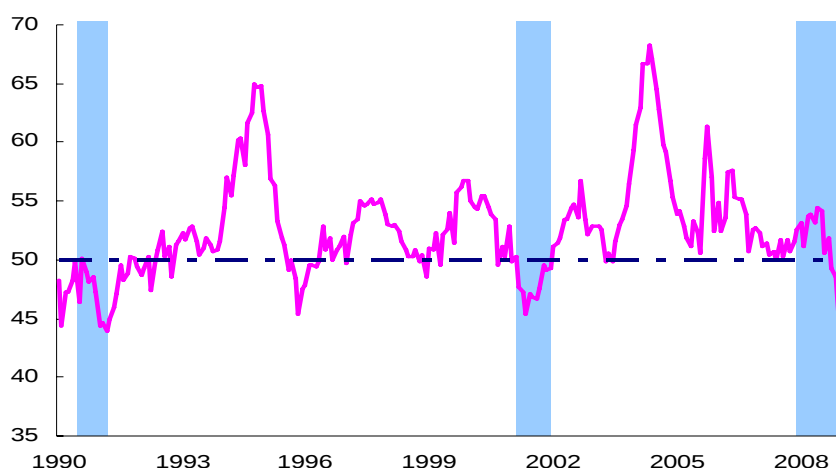
资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

客户存货水平偏高, 供应商交货速度在加快。2 月客户存货指数为 51, 较 1 月下降 4.5 个百分点, 该指数高于 50 表明接受调查的采购经理认为其客户的存货水平仍偏高。2 月供应管理协会供应商交货速度指数为 46.7, 较上月上升 1.4 个百分点, 显示供应商交货的速度较上月略有上升。如果该指数高于 50, 则表明供应商交货的速度在放慢。仅有三个行业的供应商交货速度放慢, 分别是: 家具、交通设备和电力设备。

表 17: 多数供应商交货状况与上月持平

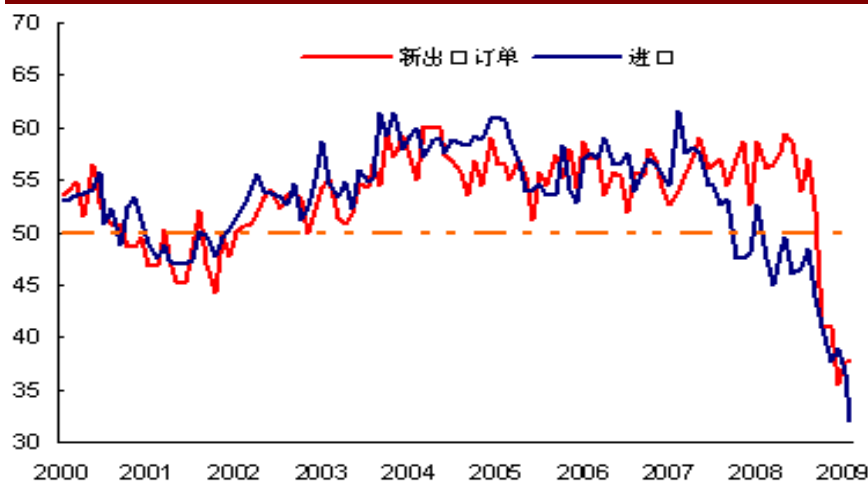
供应商交货期	变慢%	相同%	变快%	净值	指数
2009 年 2 月	6	78	16	-10	46.7
2009 年 1 月	7	74	19	-12	45.3
2008 年 12 月	5	79	16	-11	45.7
2008 年 11 月	6	84	10	-4	48.6

资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

图 65: 2 月供应商交货状况指数微升


资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券(香港)

2 月新订单指数与 1 月基本持平。2 月新增出口订单指数为 37.5，与上月持平，已连续 5 个月低于 50。在接受调查的采购经理中，仅有 7% 认为出口新订单在增加，32% 认为新订单在下降，其余 61% 认为订单持平。据此估计，出口难以对第一季度 GDP 产生明显的支撑作用。2 月进口指数为 32，较上月下降 4.5 个百分点，已连续 13 个月出现下滑，并继续创下该指数 1990 年设立以来的新低。中国是美国最重要的贸易伙伴国之一，进口指数的持续下滑意味着中国的出口部门还要继续忍耐寒冬。

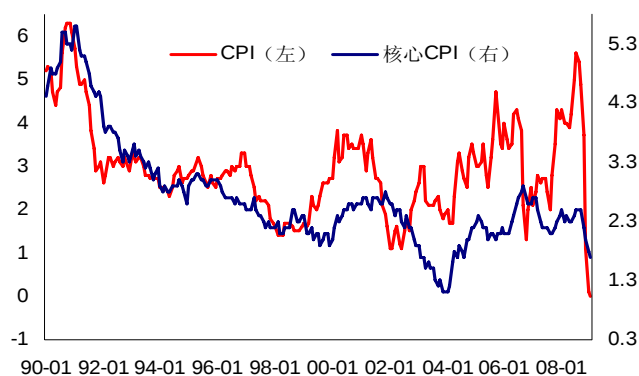
图 66: 出口新订单低位企稳，进口指数仍在继续下行


资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券(香港)

7、总需求下降压低总体价格水平

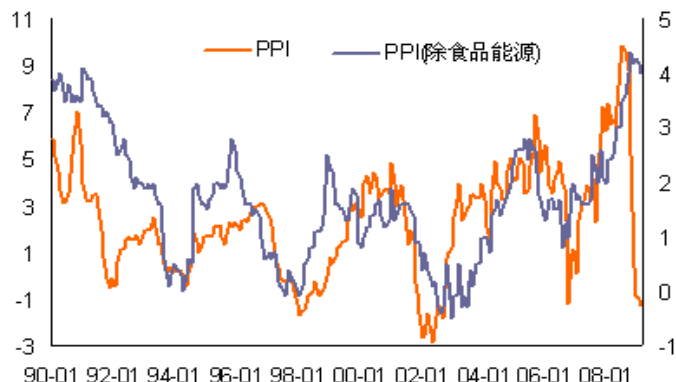
受总需求下降的影响，2 月美国 CPI 显著回落。当月 CPI 同比仅上升 0.2%，当月核心 CPI 同比上升 1.8%。从 2008 年 12 月开始，PPI 就已经开始进入负增长，2 月为负增长 1.3%。

图 67: 2009 年 2 月 CPI 大幅回落



资料来源：彭博,招商证券(香港)

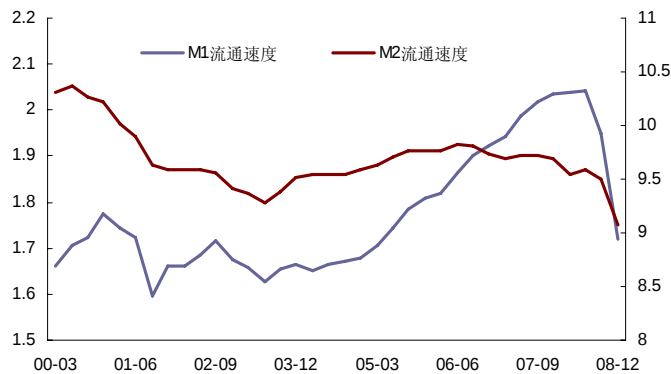
图 68: 2009 年 2 月 PPI 继续从高位显著回落



资料来源：彭博,招商证券(香港)

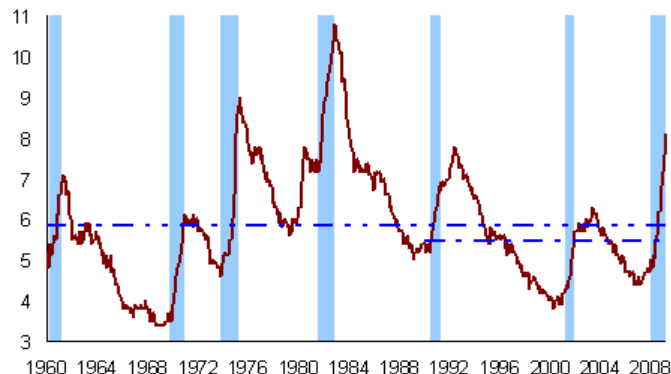
美国再次出现滞胀的可能性较小。为维护美国金融体系稳定，美联储采取了多种措施向经济中注入大量流动性，市场担心美国出现较严重的通货膨胀。特别是美联储为降低长期利率而动用 3000 亿美元购入长期国债的措施开始实行后，美元汇率应声而跌，黄金、石油和铜等商品的价格上升。但是，我们认为美国在近期出现通胀的可能性不大，主要原因包括：一是金融动荡通过财富效应等渠道降低总需求，对整体物价水平产生压力。二是银行放贷积极性低，货币流通速度下降。简单考虑货币数量方程： $MV = PQ$ ，在 V 明显回升之前，价格很难持续上升。三是通货膨胀预期得到控制，未出现工资和价格螺旋上升的不利局面。

图 69: 2009 年 2 月 CPI 大幅回落



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 70: 2009 年 2 月 PPI 继续从高位显著回落



资料来源：彭博,招商证券(香港)

8、分析师还将调低 2009 年上市公司盈利

上市公司盈利预测还将再次调低。随着美国经济逐步下滑，企业特别是金融企业盈利水平的下降，研究员不断调低上市公司盈利预测。2008 年 7 月，研究员预测 2008 年第四季度美国上市公司 EPS 达 24.73 美元，同比上升 62.5%。但目前，预测值已调低至 -0.1 美元，同比下降 100.66%。目前研究员预测 2009 年上市公司每股盈利能够达到 63.74 美元，实现 28.77% 的盈利增长。但是根据美联储的研究，金融动荡对公司盈利的负面影响要滞后 2 个季度。如果我们从公司债券和国库券之间的利差来看，金融动荡在 10 月和 11 月达到高点。据此可以推测，上市公司盈利最坏的表现可能出现在 2009 年第一和第二季度，而且此后也不会短时间明显好转。分析师还将进一步下调 2009 年的盈利

预期。

表 18: 标普 500 指数公司盈利预测

09年3月10日	1Q/08*	2Q/08*	3Q/08*	4Q/08	FY08	FY09
盈利 (%)	-25.77	-29.26 (-19.4)	-23.53 (9.2)	-100.66 (62.5)	-40.03 (1.2)	28.77 (30.2)
EPS (\$)	16.62	17.02 (19.40)	15.96 (22.80)	-0.10 (24.73)	49.50 (83.55)	63.74 (108.80)

注: 括号内数字为 2008 年 7 月 31 日预测值

资料来源: 标准普尔, 招商证券(香港)

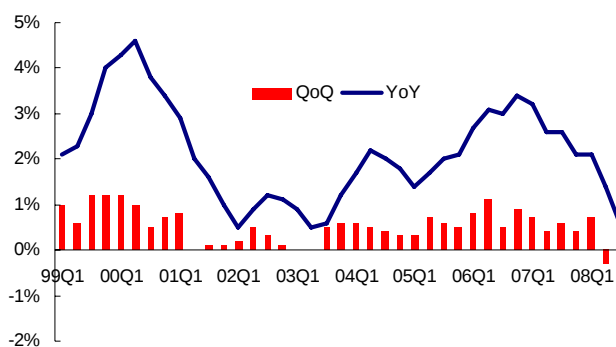
三、欧洲：09 年第一季度经济状况或会更差

1、08 年第四季度欧洲经济加速恶化

欧元区 08 年第四季度经济加速恶化，随着英国经济连续两个季度出现萎缩，欧洲经济陷入全面衰退。由于出口下降，居民需求疲软以及投资下滑，欧元区 08 年第四季度国内生产总值创下纪录最大环比降幅。欧元区第四季度 GDP 环比收缩 1.5%，同比收缩 1.3%。其中，净贸易额下降拖累 GDP 下降 0.9%，出口拖累 GDP 下降 3.1%，居民需求拖累 GDP 下降 0.5%，投资拖累 GDP 下降 0.6%，政府支出拖累 GDP 下降 0.1%。按照国家看，欧盟中经济规模最大的德国 GDP 减少了 2.1%，为 1990 年两德统一以来的最大降幅。意大利、法国和西班牙经济分别萎缩 1.8%、1.2%和 1.0%。

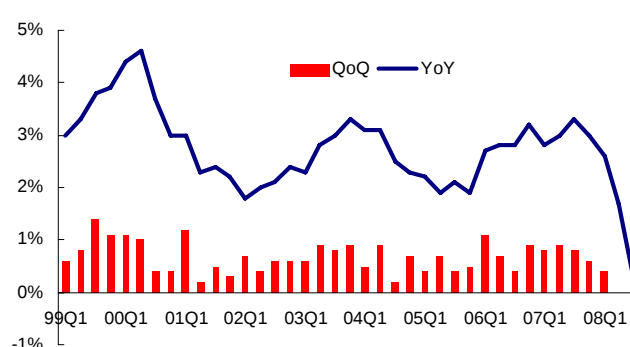
英国 08 年第四季度 GDP 季降 1.5%，年降 1.9%。GDP 的下降部分是由于家庭开支下降的影响，其季降 0.7%。第四季度库存明显下降，制造业和零售业库存明显减少。库存减少 26 亿英镑，为 1990 年以来的最高水平。政府开支季升 1.5%；固定资产投资季降 2.3%；出口季降 5.5%。至此，英国经济连续两个季度萎缩，从技术上正式确认衰退，也宣告欧洲经济整体陷入全面衰退。

图 71：欧元区经济 08 年第四季度加速恶化



资料来源：彭博,招商证券(香港)

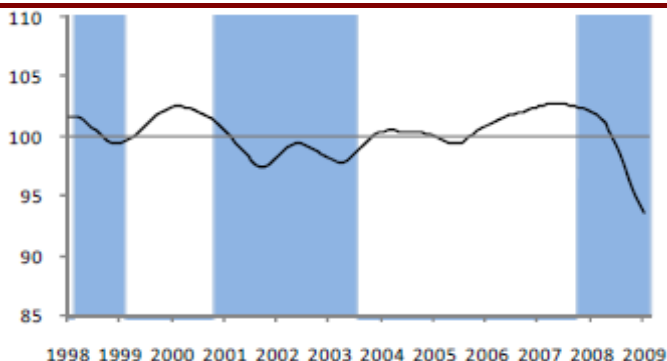
图 72：英国经济 08 年第四季度陷入衰退



资料来源：彭博,招商证券(香港)

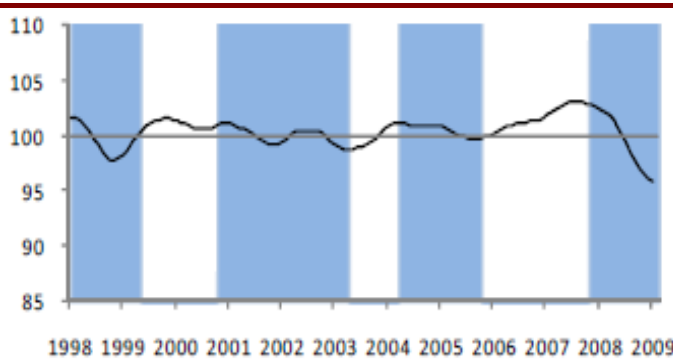
领先指标持续下滑预示经济继续下滑。从 OECD 综合领先指标（CLIs）来看，欧元区 09 年 1 月份为 93.7 点，较上月下降 0.6 点，比去年同期低 8.4 点。英国 1 月份 CLI 为 95.7，较上月下降 0.3 点，比去年同期低 6.7 点。

图 73：OECD 欧元区领先指标 09 年 1 月份下降 0.6 点



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 74：OECD 英国领先指标 09 年 1 月份下降 0.3 点



资料来源：彭博,招商证券(香港)

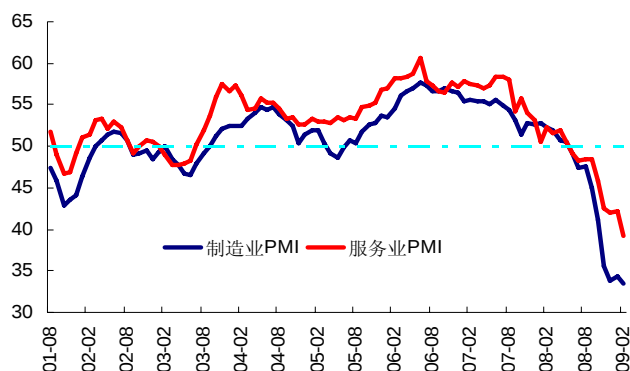
2、2 月份制造业和服务业持续萎缩

欧洲制造业和服务业活动持续萎缩，主要是由于信贷紧缩、融资环境恶化对商业活动构成压力。领先指标持续下滑预示经济继续下滑。欧元区 2 月份制造业活动连续第 9 个月出现萎缩，欧元区 2 月份制造业采购经理人指数(PMI)由 1 月份的 34.4 降至 33.5，创历史最低水平。2 月份服务业 PMI 由 42.2 降至 39.2，刷新纪录低位。衡量私营部门活动的综合 PMI 由 38.3 降至 36.2，同样也是再创新低。德国的制造业采购经理人指数小幅上涨，从 1 月份的 32.0 升至 32.1；法国的制造业采购经理人指数从 1 月份的 37.9 下滑至 34.8；意大利的制造业采购经理人指数从 1 月份的 36.1 下滑至 35.0，接近历史低点。PMI 高于 50 表明制造业处于扩张态势，低于 50 则反映制造业出现萎缩。

2 月份英国制造业和服务业 PMI 指数连续 10 个月出现萎缩，但服务业 PMI 连续三个月出现反弹，由 08 年 11 月的 40.1，升至 09 年 2 月的 43.2。而制造业 PMI 则在经历了 2 个月的短暂回升后，再次下滑至 34.7，略高于 08 年 11 月的历史低位 34.5。

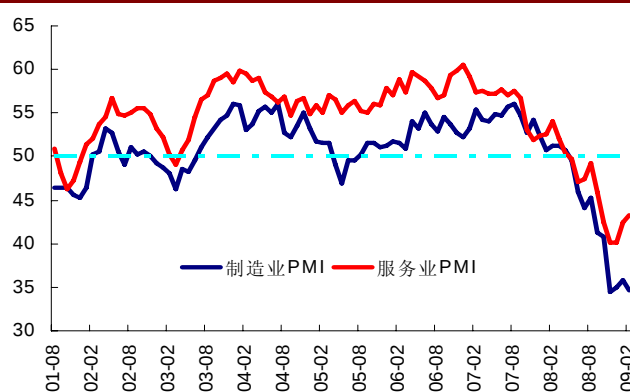
疲弱的 PMI 数据显示，经济仍在继续萎缩，09 年第一季度的经济状况很可能会比 08 年第四季度更差。

图 75: 欧元区 PMI 指数连续 9 个月低于 50



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 76: 英国 PMI 指数连续 10 个月低于 50



资料来源：彭博,招商证券(香港)

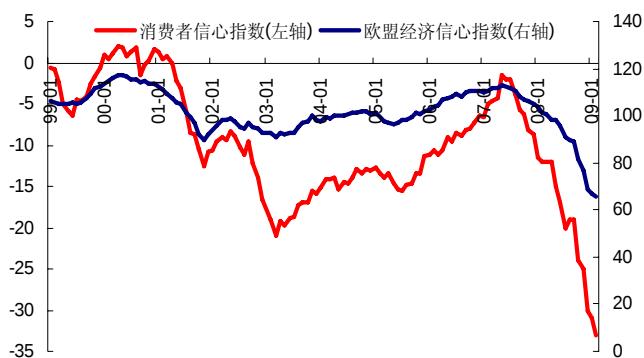
3、2 月份经济信心指数续创新低

欧元区 2 月经济景气指数信心、工业信心指数及消费者信心指数均降至新低，主要受新订单缺失及失业担忧加重拖累。欧元区 2 月份整体经济景气指数为 65.4，低于 1 月份经向下修正后的 67.2（初步数据为 68.9）。2 月份经济景气指数为欧盟委员会自 1985 年 1 月开始进行该调查以来的最低水平。2 月份工业信心指数遭受最严重冲击，主要受当月新订单的缺失拖累。2 月份新订单指数由 1 月份的 -49 降至纪录新低 -57，当月出口订单指数也创下历史新低。2 月份工业信心指数由 1 月份经修正后的 -33（初步数据为 -34）降至纪录低点 -36。2 月份消费者信心指数从 -31 降至 -33，也创下纪录新低。2 月份经济景气、工业信心及消费者信心指数的表现均弱于预期。

英国 2 月份消费者信心意外回升，但指数仍在低位徘徊，其改善的情况能否持续，也有待进一步观察。英国 2 月份 Gfk 总体消费者信心指数从 1 月的 -37 降至 -35，数据结果出乎市场预料，此前市场预期中值为 -40。英国 2 月 Nationwide 消费者信心指数也从 1 月 41 的历史低位回升至 43，虽然乐观者仍是少数，但认为经济环境将在未来 6 个月内好转的消费者比例从上月的 17% 增至 19%。另外，英国消费者对就业市场的信心也有所

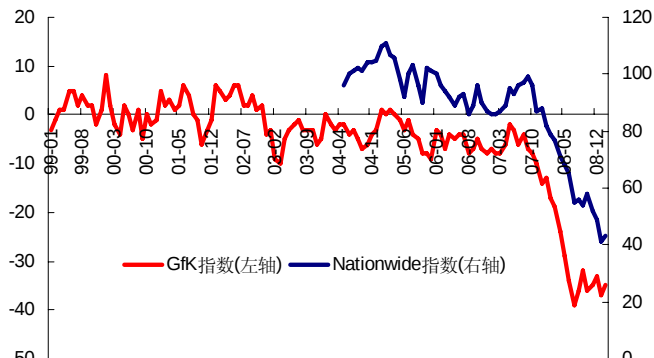
回升，预计未来 6 个月内将有职位空缺的消费者比例从上月的 15% 增至 18%。尽管消费者信心意外回升，但指数仍在低位徘徊，其改善的情况能否持续，也有待进一步观察。

图 77: 欧元区 2 月消费者信心指数续创新低



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 78: 英国 2 月消费者信心由历史低位轻微回升



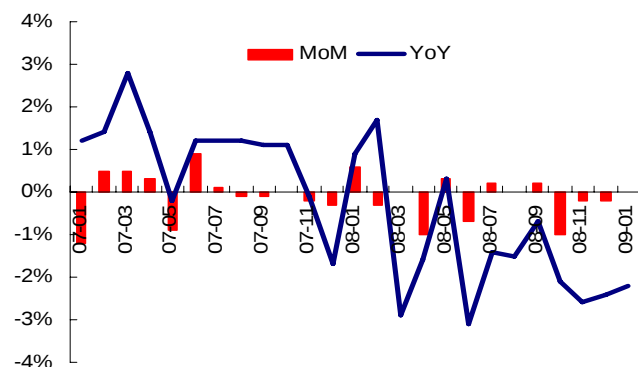
资料来源：彭博,招商证券(香港)

4、欧元区 1 月份零售额继续下降，英国 1 月份零售额意外回升

欧元区 1 月份零售额涨幅低于预期，并连续八个月较上年同期下滑，这是有史以来持续时间最长的连续下滑趋势，因欧元区衰退程度加深。欧元区 1 月份零售额与上月持平，但较去年 1 月份下降 2.2%。这表明圣诞节后例行的折扣销售季节并未能吸引欧元区 16 国的消费者。1 月份食品、饮料和烟草产品零售额较前月下滑 0.3%，较上年同期下滑 2.4%。但 1 月份非食品类产品零售额却较前月增长 0.4%，较上年同期下滑 2.2%。

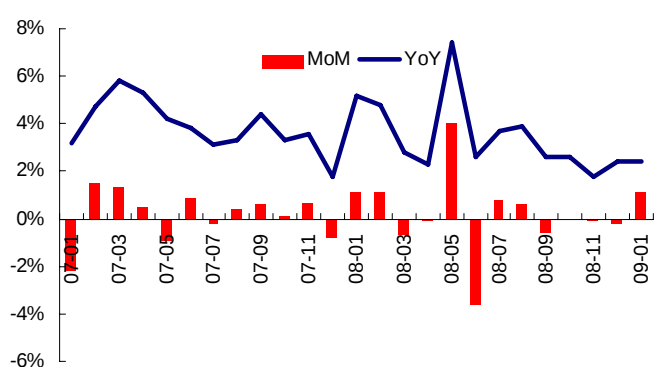
英国 1 月份零售额升幅超出预期，受互联网销售增长及大幅折扣促销提振销售量等因素影响。但随着经济下滑及失业增加影响加深，未来零售前景依然黯淡。经季节因素调整后，1 月份零售额较前月增加 1.1%，较上年同期上升 2.4%。数据显著高于预期的较前月上升 0.2%，较上年同期上升 2.5%。

图 79: 欧元区 1 月零售额连续八个月同比下滑



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 80: 英国 1 月零售额再次超出预期



资料来源：彭博,招商证券(香港)

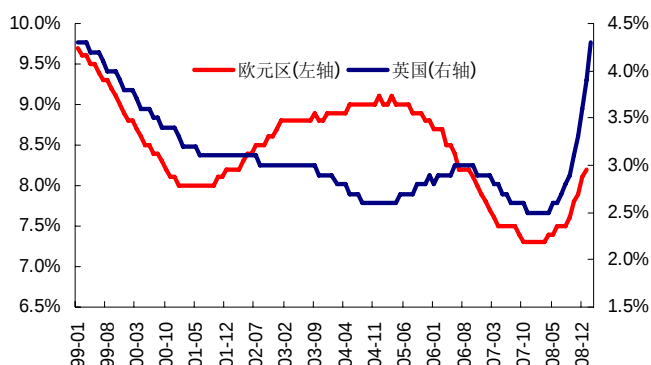
5、欧元区和英国失业率大幅攀升

失业率大幅攀升反映欧洲经济形势因信贷冻结和需求疲弱影响了经济活动，而失业人口增加则会对推动经济增长的个人消费产生消极影响。欧元区 2009 年 1 月份失业率上升至 8.2%，为 06 年 9 月以来的最高水平，市场预期中值为 8.1%。欧盟成员中，西班牙

1 月的失业率最高为 14.8%，拉脱维亚为 12.3%，荷兰最低为 2.8%，奥地利为 4.0%。欧元区最大经济体德国 1 月的失业率由 12 月的 7.2% 增至 7.3%。1 月份欧元区新增失业者 25 万人，欧元区的失业人数总计为 1303.6 万人。

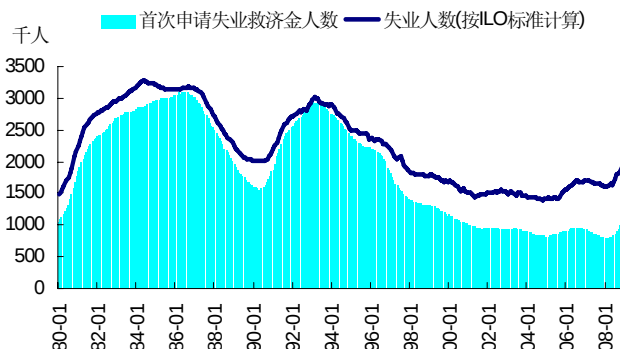
英国 2 月失业申请人数增加 13.84 万人，创有史以来最大升幅，失业率为 4.3%，均高于预期。按照国际劳工组织(ILO)的计算方法，截至 1 月份的三个月，英国失业人数近 12 年来首次超过 200 万人升至 203 万人，失业率已达到 6.5%，较前一季高出 0.5 个百分点。数据显示，2 月份英国新增失业人数 138,400 人，为 1971 年开始有纪录以来的最大单月升幅，也是失业人数连续第 13 个月上升。数据还显示，英国的职位空缺数滑落至 2001 年以来最低，而裁员数量创下 1995 年开始统计以来最高。

图 81：欧元区和英国失业率连续大幅攀升



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 82：英国失业人数近 12 年来首次超过 200 万人



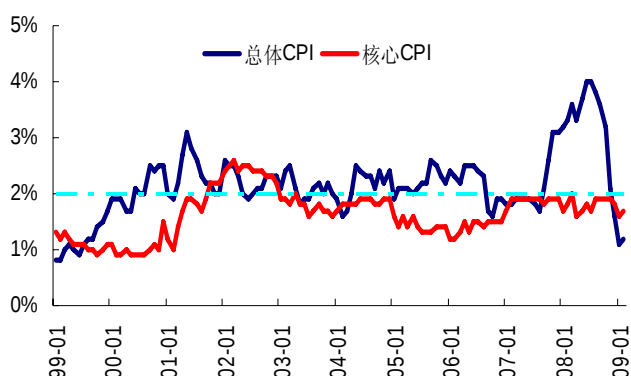
资料来源：彭博,招商证券(香港)

6、欧洲通胀大幅舒缓

欧元区通胀压力大幅舒缓，为央行持续减息提供空间。欧元区 2 月份 CPI 较上月上升 0.4%，较上年同期上升 1.2%。该数据自 2008 年 9 月份以来首次较前月出现上升，当时较前月升幅为 0.2%。欧元区 1 月份 CPI 较前月下降 0.8%，创下纪录降幅，较上年同期上升 1.1%。欧元区 2 月份不包括能源、食品、饮料和烟草的核心 CPI 较上月上升 0.5%，较上年同期上升 1.7%。剔除烟草价格，欧元区 2 月份 CPI 较 1 月份上升 0.4%，较上年同期上升 1.1%。欧元区通胀率已连续 3 个月低于欧洲中央银行为维持物价稳定而设定的 2% 的安全线。

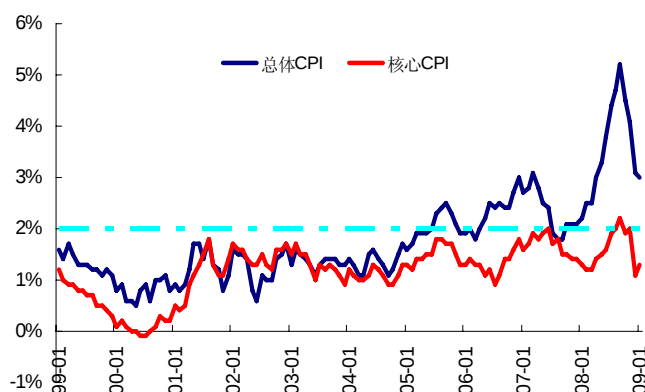
英国 1 月份 CPI 较前月下降 0.7%，较上年同期上升 3.0%，这是英国的通货膨胀率自 2008 年 3 月以来的最低水平，但仍高于预期的月降 1.0%，年升 2.7%。1 月份运输价格较上年同期下降 1.9%，主要受燃油和润滑剂价格下滑 15.2% 的影响，这是燃油和润滑剂价格自 1997 年有纪录以来的最大跌幅。住房、家庭服务价格、食品以及非酒精饮料价格也拖低了通货膨胀率。不过，1 月份的核心 CPI 尽管较前月下降 0.8%，但较上年同期加速上升，升幅达 1.3%，从而使整体通货膨胀缓解的步伐放慢。

图 83: 欧元区 2 月份 CPI 连续第三个月低于 2%



资料来源: 彭博,招商证券(香港)

图 84: 英国 2 月份 CPI 连续第四个月回落

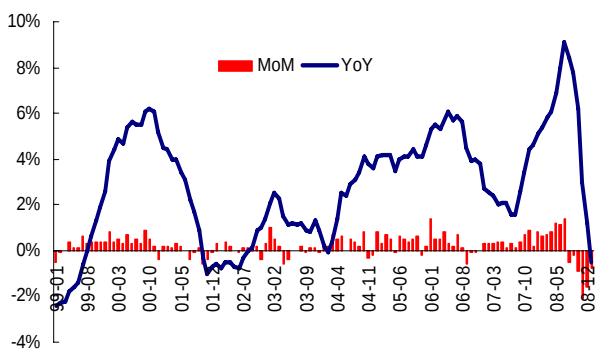


资料来源: 彭博,招商证券(香港)

欧元区 1 月份 PPI 较上月下降 0.8%，较上年同期下降 0.5%，这是自 2002 年 6 月以来的最大年度降幅。1 月份能源价格较上月下滑 1.5%，较上年同期下滑 2.7%，是 2004 年 3 月以来的最大年度降幅。1 月份不包括能源和建筑成本的核心 PPI 仅较上年同期增长 0.1%，是 2002 年 6 月以来的最小增幅；1 月份核心 PPI 较上月下滑 0.6%。

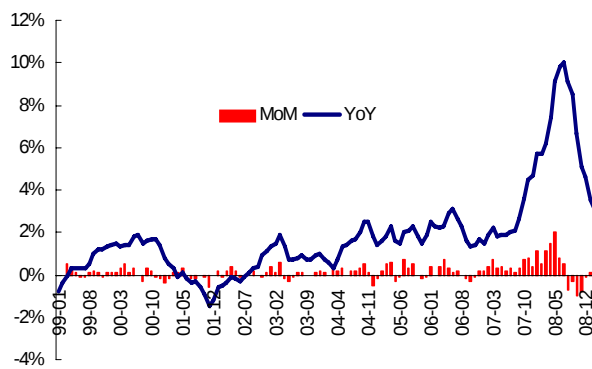
英国 2 月份生产者产出价格小幅上升，同预期一致，但生产者投入价格升幅超过预期，受原油价格大幅上涨以及英镑疲软影响。英国 2 月份生产者产出价格指数(PPI)连续第二个月较前月上升 0.1%。2 月份生产者产出价格指数较上年同期上升 3.1%，升幅创 2007 年 9 月以来最低水平，而 1 月份生产者产出价格指数较上年同期升幅为 3.5%。2 月份不包括食品、饮料、烟草及石油价格在内的核心产出 PPI 同前月持平，较上年同期上升 3.7%。2 月份投入 PPI 较 1 月份上升 0.6%，较上年同期上升 0.5%。

图 85: 欧元区 1 月份 PPI 降幅创五年半之最



资料来源: 彭博,招商证券(香港)

图 86: 英国 2 月份产出 PPI 连续第七个月回落



资料来源: 彭博,招商证券(香港)

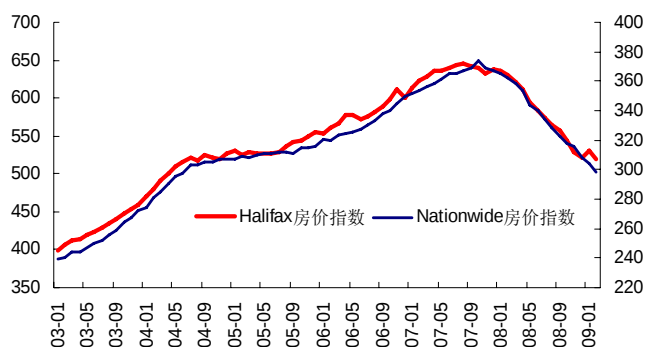
7、英国 2 月份房价进一步下跌

英国房地产市场跌幅加深，房地产信贷持续收紧，年内仍难见底企稳。英国 2 月房价下降，超过了 1 月上涨的幅度，而年率下降加深至记录新低。根据苏格兰哈利法克斯银行 (HBOS)，2 月 Halifax 房价指数月降 2.3% 年降 17.7%。1 月房价指数修正后月升 2% 年降 17.2%。哈利法克斯首席经济学家埃利斯 (Martin Ellis) 表示，对收入持续的压力，不断增加的失业以及金融市场的负面影响，都可能意味着 09 年对房产市场来说是困难的一年。

目前英国的平均房价已基本回到 2004 年 8 月的水平, 约为 16.03 万英镑。2009 年英国房市仍然面临众多下行压力, 包括信贷市场继续紧缩、失业人数不断攀升、家庭实际收入减少、市场对房价继续下滑的强烈预期等等。预计今年全年英国的房价还将下降 15% 左右, 明年上半年还可能再下滑 5%, 届时英国平均房价可能降至 12.99 万英镑, 比 2007 年 8 月的峰值大幅下挫 35% 左右。到 2010 年下半年, 英国房价才有望开始止跌反弹。

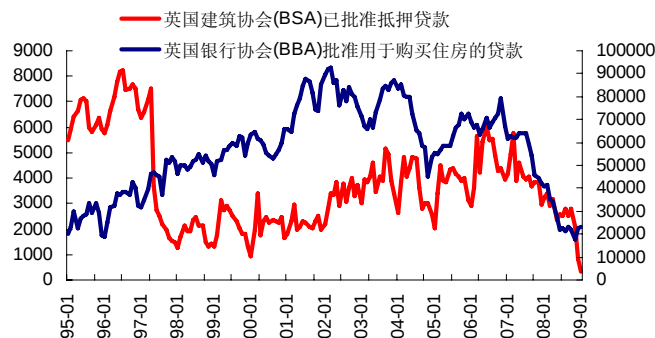
英国国家建筑协会 Nationwide 房价指数显示, 英国 2 月房价创下历史最大年率跌幅, 跌幅超过预期; 目前很难说房市是否已经见底。数据显示, 英国 2 月房价年率下降 17.6%, 为该数据自 1991 年开始以来的最大年率降幅。2 月房价月率下降 1.8%, 至 147,746 英镑/套。

图 87: 英国 2 月房价已较去年同期下降约 17.7%



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 88: 英国 2 月份住房抵押贷款仍在低位徘徊

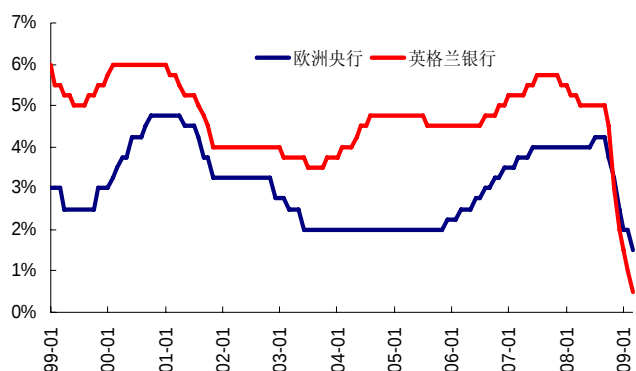


资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

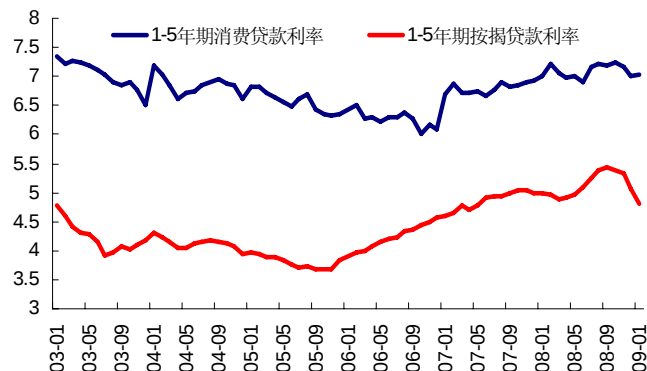
8、欧洲央行和英格兰银行联合减息 50 个基点至纪录新低

金融机构贷款利率居高不下, 同时贷款增速也持续下降, 显示央行的减息政策并未达到预期的效果, 金融市场的信贷紧缩状况仍然十分严峻。3 月 5 日欧洲央行宣布将指标利率调降 50 个基点至纪录新低 1.5%, 因经济直线下滑, 且通胀远低于目标。该降息幅度符合市场预估, 且为 10 月以来第五度调降, 因金融危机重创欧元区经济陷入衰退, 而通胀料将进一步下滑。同日, 英国央行也决议再度降息 50 个基点, 至 0.5% 的历史新低, 并称将买进规模 750 亿英镑的资产, 以扩大货币供给, 抵御经济衰退。此次降息意味着该行六个月来总计降息达 4.5 个百分点。当利率水平接近于零, 货币需求弹性变得无限大, 由于银行不愿放贷, 市场流动性冻结, 经济陷入所谓的“流动性陷阱”。此时, 传统的货币政策工具已不能发挥刺激经济的作用。央行只能绕过银行体系, 直接向市场注入流动性。数量宽松的货币政策由此成为央行刺激经济, 启动信贷的唯一选择。在经济数据不理想, 以及几大央行纷纷采取低利率和量化宽松政策的压力下, 欧洲央行很可能被迫在 4 月 2 日的央行会议上继续减息 50 个基点。

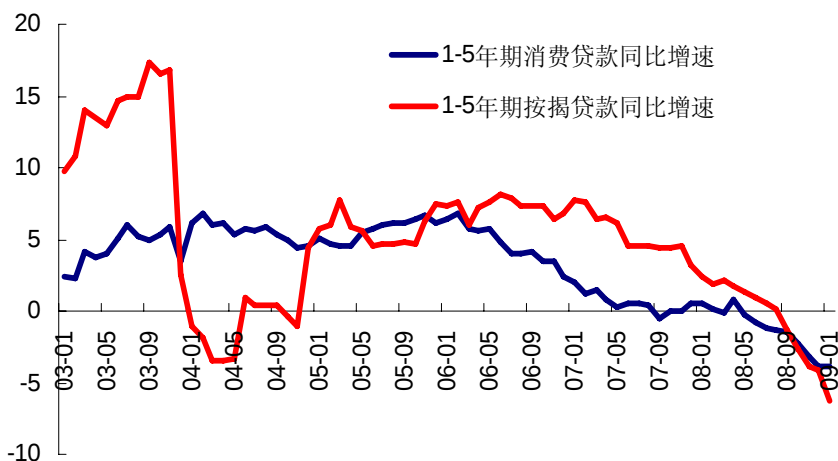
尽管两大央行迄今已分别大幅减息 275 个基点及 450 个基点, 但金融机构贷款利率的下降幅度却十分有限, 同时贷款增速也持续下降, 显示央行的减息政策并未达到预期的效果, 金融市场的信贷紧缩状况仍然十分严峻。

图 89: 欧洲央行和英格兰银行联合减息 50 个基点


资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 90: 欧元区贷款利率居高不下，未实现央行减息效果


资料来源：彭博,招商证券(香港)

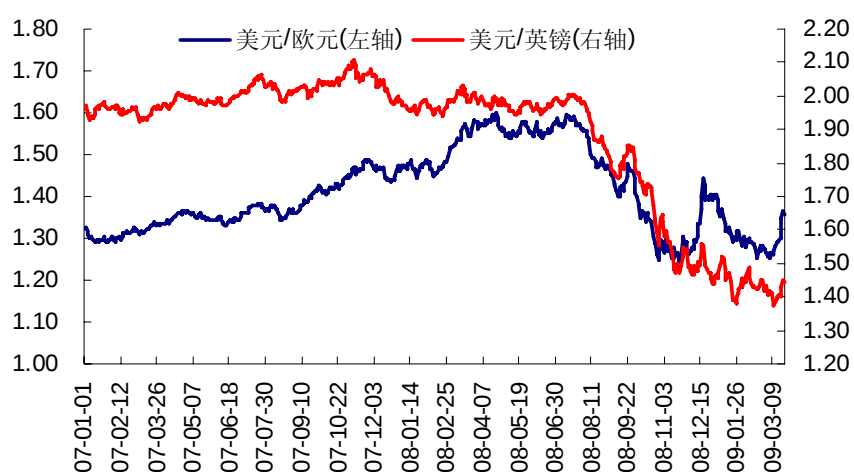
图 91: 欧元区金融机构贷款增速持续下降


资料来源：欧洲央行,招商证券(香港)

9、欧元和英镑兑美元汇率出现技术性反弹

欧元区经济面与欧元汇率间的背离，欧元和英镑兑美元的技术性反弹难以持续。3 月初以来，受市场风险偏好增加影响，欧元兑美元汇率出现了一轮技术性反弹。特别是 3 月 19 日美联储宣布将在未来 6 个月内购买 3,000 亿美元长期美国国债和美元基准利率将长时间维持在 0.0-0.25% 的低水平决定之后，对美元价值缩水的担忧，致使美元买盘持续不振，资金不断流向高风险货币，欧元和英镑兑美元汇率大幅上升。但欧洲经济严重恶化的基本面难以为欧元和英镑持续走强提供支持。如若后市欧元兑美元继续走高，将对欧盟国家的出口造成沉重打击，欧盟各成员国的国内经济也将雪上加霜。欧元区经济面与欧元汇率间的背离，或为欧元后市埋下隐患。

图 92: 欧元和英镑兑美元汇率反弹难以持续

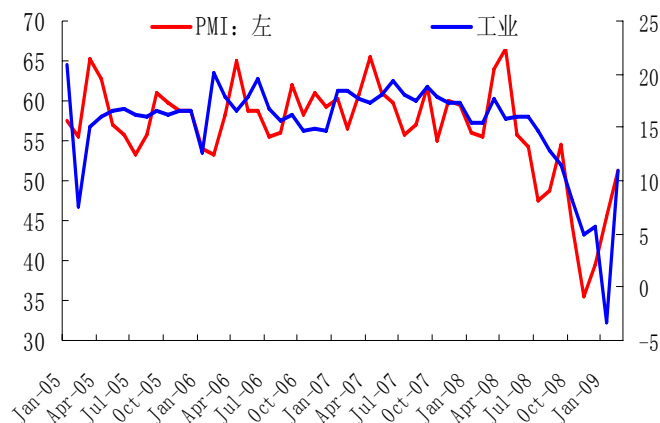


资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

附录

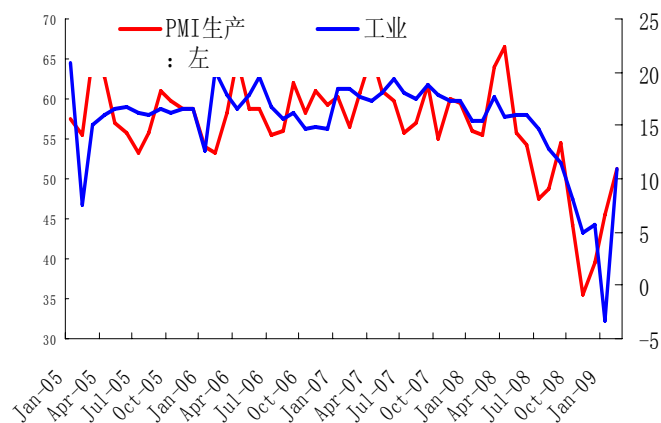
附录 1: PMI 指数持续上升

图 93: PMI 连续回升 (单位: %)



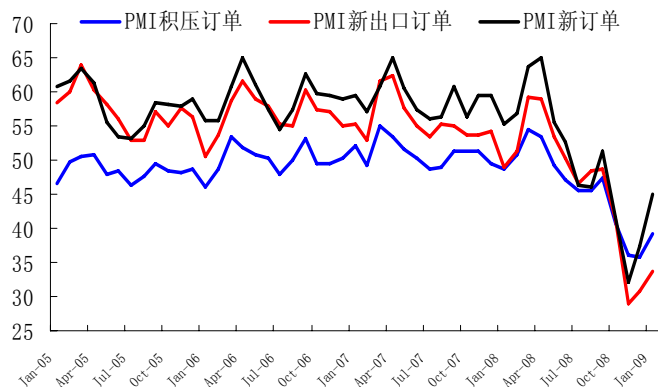
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 94: PMI 生产指数连续回升, 2 月份超过 50



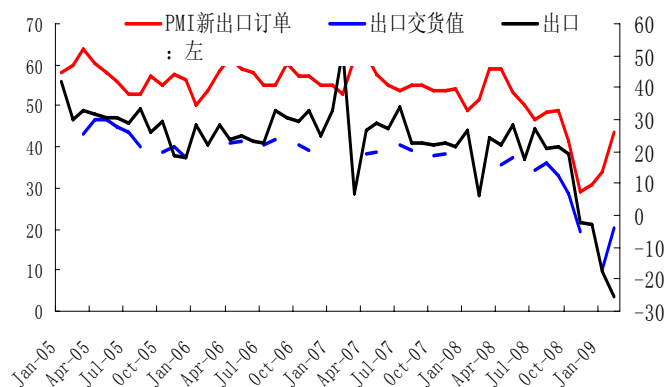
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 95: PMI 新订单指数持续回升, 2 月份超过 50



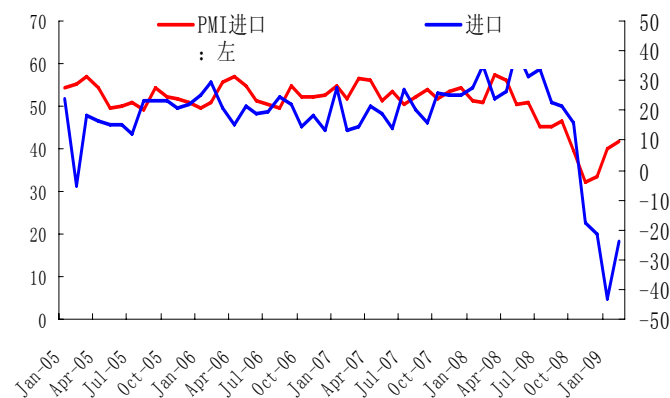
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 96: PMI 新出口订单连续回升 (单位: %)



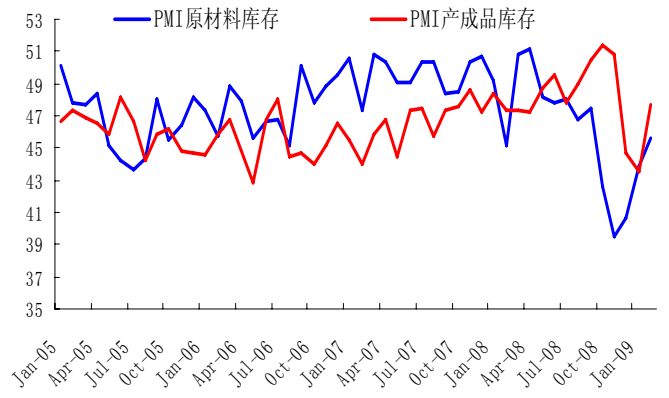
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 97: PMI 进口指数反弹 (单位: %)

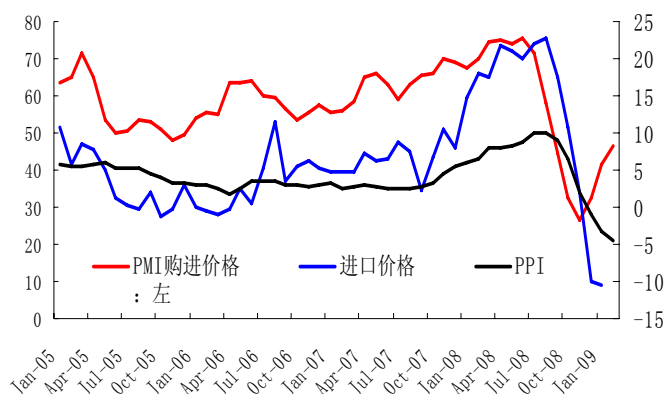


资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

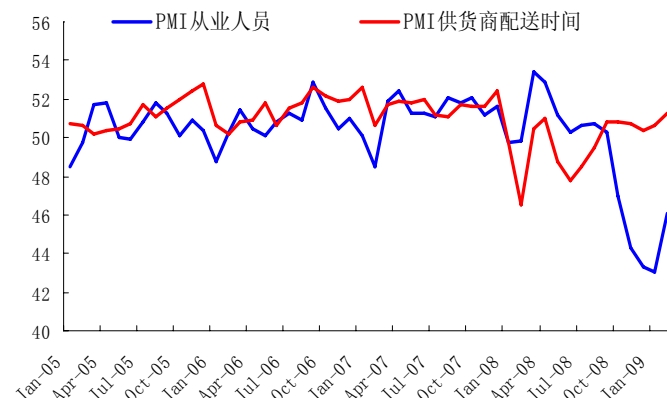
图 98: PMI 原材料库存反弹, 反映了价格上涨预期



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

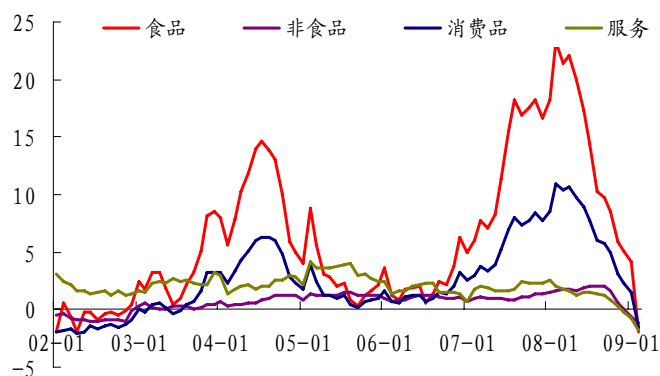
图 99: PMI 购进价格反弹 (单位: %)


资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

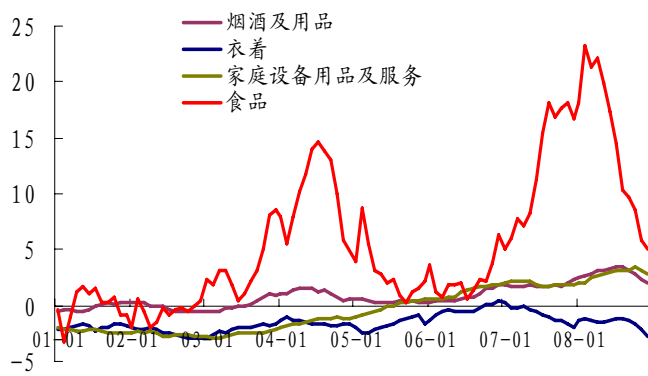
图 100: PMI 从业人员指数上升 (单位: %)


资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

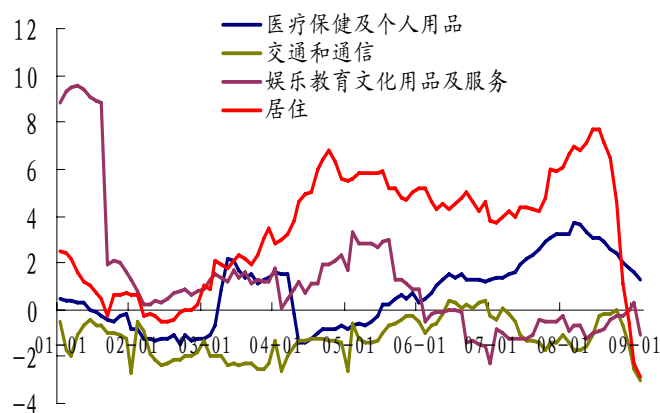
附录 2: CPI、PPI、原材料价格指数细分项

图 101: CPI 细分项变动 (单位: %)


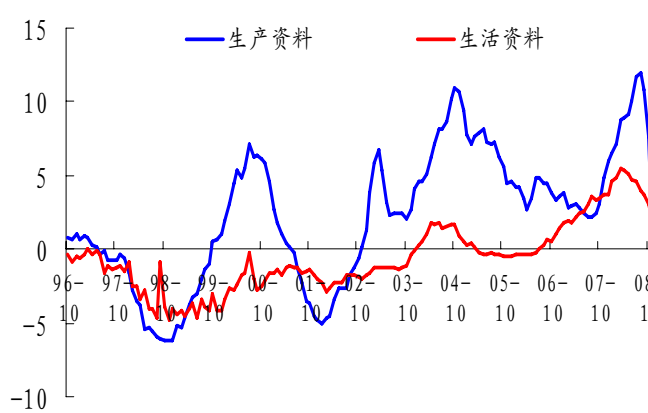
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 102: CPI 细分项变动 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

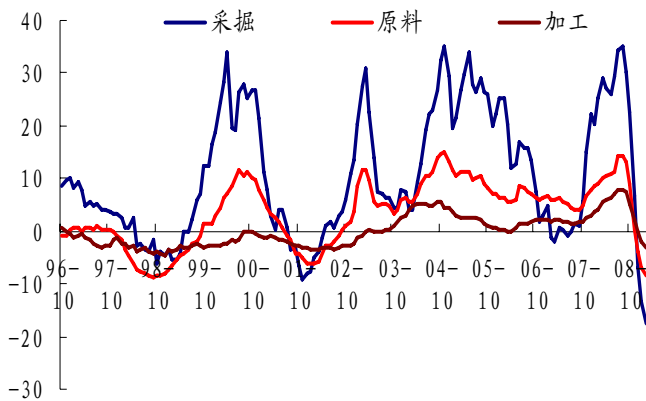
图 103: CPI 细分项变动 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 104: CPI 细分项变动 (单位: %)


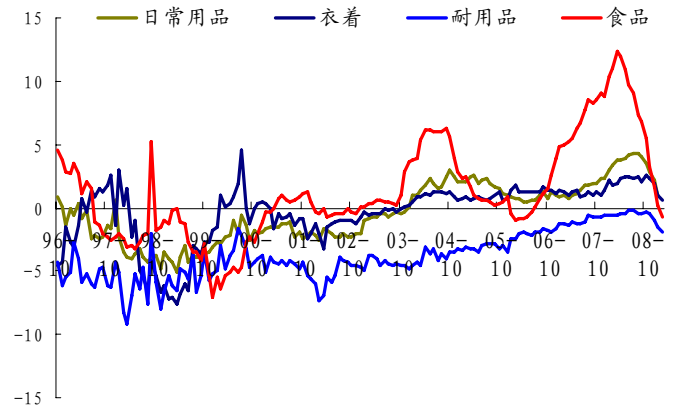
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 105: PPI 细分项变动 (单位: %)



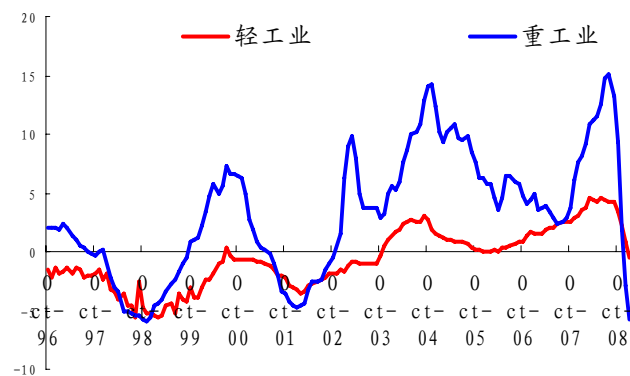
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 106: PPI 细分项变动 (单位: %)



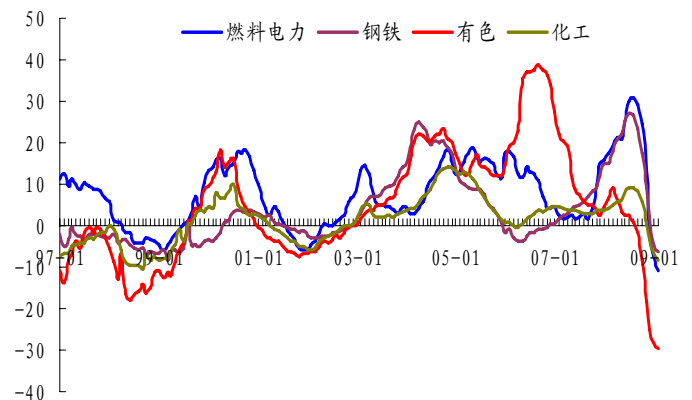
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 107: PPI 细分项变动 (单位: %)



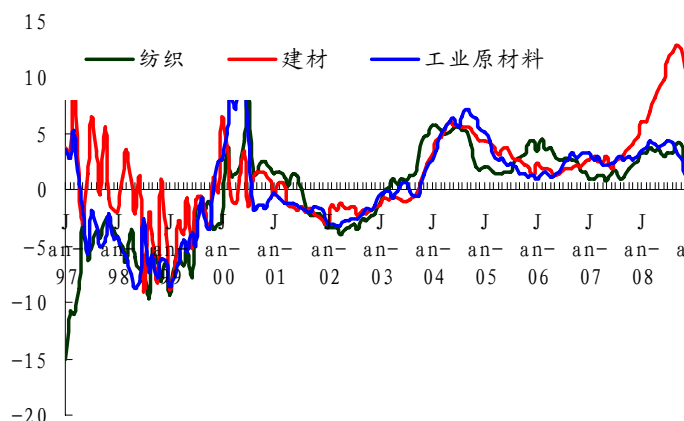
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 108: 原材料价格指数细分项变动 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 14: 原材料价格指数细分项变动 (单位: %, 本月未更新)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

附录 3：彭博对主要经济体指标预测

表 19：美国主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008E	2009E
GDP	2.90	2.80	2.00	1.10	-2.1
CPI	3.38	3.23	2.87	3.85	-0.6
失业率	5.10	4.60	4.60	5.80	8.8
经常帐/GDP	-5.87	-5.98	-5.30	-	-3.3
EUR/USD	1.18	1.32	1.46	1.4	1.35
联邦基金利率	4.25	5.25	4.25	0.25	0.25

资料来源：彭博, 招商证券(香港)

表 20：欧元区主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008E	2009E
GDP	1.78	2.98	2.63	0.80	-3.8
CPI	2.19	2.18	2.13	3.28	0.0
失业率	8.84	8.24	7.43	7.55	10.0
经常帐/GDP	0.19	0.07	0.41	-	-0.90
EUR/USD	1.18	1.32	1.46	1.40	1.30
欧洲央行利率	2.25	3.50	4.00	2.50	1.00

资料来源：彭博, 招商证券(香港)

表 21：日本主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008E	2009E
GDP	1.93	2.03	2.40	-0.58	-5.90
CPI	-0.28	0.25	0.06	1.38	-
失业率	4.43	4.12	3.86	3.98	-
经常帐/GDP	3.64	3.90	4.81	3.21	1.80
USD/JPY	117.8	119.1	111.8	90.6	98.0
央行利率	-	0.25	0.50	0.10	0.50

资料来源：彭博, 招商证券(香港)

表 22：中国主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008	2009E
GDP	10.40	11.60	13.00	9.00	7.70
CPI	1.82	1.47	4.77	5.90	0.15
失业率	4.20	4.10	4.00	-	-
经常帐/GDP	7.06	9.31	-	-	6.45
USD /RMB	8.07	7.80	7.30	6.83	6.80
基本利率	5.58	6.12	7.47	5.31	-

资料来源：彭博, 招商证券(香港)

表 23：香港主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008E	2009E
GDP	7.1	7.0	6.4	2.50	-4.00
CPI	0.98	2.06	2.01	4.30	0.50
失业率	5.73	4.86	4.09	3.60	7.00
经常帐/GDP	11.38	12.08	12.26	-	-
USD /HKD	7.75	7.78	7.80	7.75	7.80
基本利率	5.75	6.75	5.75	0.50	0.50

资料来源：彭博, 招商证券(香港)

表 24: 台湾主要宏观经济指标

(%)	2005	2006	2007	2008E	2009E
GDP	4.13	4.81	5.69	0.24	-
CPI	2.30	0.61	1.80	3.54	-
失业率	4.13	3.90	3.91	4.17	-
经常帐/GDP	4.97	7.21	8.54	6.33	-
NTD/USD	32.82	32.59	32.43	33.79	34.50
再贴现利率	2.25	2.75	3.38	2.00	0.75

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

附录 4: 细分行业工业投资增速及各地区产出增长

表 25: 分行业工业产出累计增速(单位: %, 月度数据为单月)

大类行业	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	0902	1-2 月
总计	18.3	18.5	18.5	18.5	16.4	16.3	11.4	8.2	5.4	5.7	12.9	11	3.8
煤炭开采和洗选业	17.2	17.1	17.4	18.1	15.9	20.9	22.3	14.9	6.1	4.5	19.1	8.4	4.8
石油和天然气开采	2.2	1.2	2.8	3.9	7.4	6.7	5.1	9.7	7	10.7	6.1	8.1	6.4
黑色金属矿采选业	27.8	31.7	28.2	29.2	38.3	34.5	17.7	5.7	8.3	15.6	21.9	17.6	13.2
有色金属矿采选业	19.5	19.1	19.7	23.1	14.3	15.4	20	10.4	10.4	12.2	14.3	21.5	13.6
非金属矿采选业	22.1	22.4	23.4	25.2	27	23.3	20.5	19	12.6	22.9	22.3	22.1	18.1
其他采矿业	40.9	51	61.3	47.8	49.5	26.5	23.3	38	34.9	83.1	31.5	38.5	30.4
农副食品加工业	15.9	16.7	16.1	16.9	16.6	16.5	13.7	16.4	11.7	14.7	15	23	15.9
食品制造业	19.2	19.6	19.5	20	20.2	18.3	14.1	11.5	9.7	13.5	16.4	13.9	9.2
饮料制造业	21.3	21.2	20.5	21.8	21	18	11.4	14.3	14.3	10	16.1	18.5	11.9
烟草制品业	17.5	17.7	17.8	15.7	15	13.5	7.3	16.5	30	1.4	12.6	9.2	5.6
纺织业	17.2	17.2	16.3	16.2	12.7	12.7	10.2	7.8	6.2	5.5	10.5	16.5	5.1
纺织服装、鞋、帽制造业	18.8	17.3	16.9	16.8	13.8	13.1	15.1	10.3	11.9	7.4	12.5	22	11.1
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	13.8	16.4	16.6	17.5	15	14.4	14.1	10.9	9.1	4.2	12.4	12.6	6.2
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	26.8	27.1	27.8	28.8	27.8	26.9	18.3	19.6	15.3	11.1	21.5	19.6	11.4
家具制造业	18.9	20.6	20.9	20.9	16.5	14.4	14.3	12.3	12.4	9.3	13.5	9.8	1.8
造纸及纸制品业	15	16.5	16.8	17.6	18.8	17.2	11.9	8.1	2.1	4.5	12.4	10.7	3.6
印刷业和记录媒介的复制	16.8	18.3	17.6	18.4	14.6	13.5	12.5	8.3	10.3	12.9	12.4	17.9	5.5
文教体育用品制造业	15.5	15	16.1	17.2	13	11.4	20	14.1	13.7	17.1	18.2	7.4	2.2
石油加工、炼焦及核燃料加工业	10.6	11.3	12.1	13.4	13.7	13.2	-2.2	-4.3	-8.3	-15.1	4.3	-5	-8.1
化学原料及化学制品制造业	22.1	21.3	21.3	21	14.1	14.2	6.3	2.7	-3.3	5.6	10	7.3	0.1
医药制造业	14.4	17.9	18.6	18.3	18.4	18.5	14.6	13.6	16.2	13.1	17.1	24.7	13.7
化学纤维制造业	18	17.9	17.9	18.1	10.4	7.7	-0.4	-8.4	-5.3	0.7	2.2	2.3	-5.7
橡胶制品业	19.1	18.6	19.5	19.6	18.5	16	11.7	10.4	0.7	-2	11.2	7.4	-4.2
塑料制品业	17.1	18.2	18.2	18.6	16.6	15.6	11.5	11.1	9.7	9	13.8	15.9	6.5
非金属矿物制品业	23.5	24.4	24	24.7	22.7	21	15.6	13.8	11.6	9	16.9	17.8	10.6
黑色金属冶炼及压延加工业	27.5	25	22.9	21.4	14.8	14.6	4.2	-5.6	-6.3	0.1	8.2	3.3	0.3
有色金属冶炼及压延加工业	23.4	19.1	18.8	17.8	12.5	14.3	13.7	3.2	0.5	8.8	12.3	7.2	-1.5
金属制品业	23.8	24.7	24	23.7	19.6	19.3	16.8	8.3	8.3	7.1	15	12.1	3.3
通用设备制造业	23.8	22.8	22.8	24.2	22.5	21.8	16.2	11.9	8	4.1	16.9	14.7	4.5
专用设备制造业	20.5	23.7	22.8	21.6	22.5	22.4	22.3	17.8	19.4	12	20.5	21.5	11.1
交通运输设备制造业	24.9	25.8	26	26.2	20.4	21.4	13.2	10.9	3.6	2.8	15.2	13.2	1.6
电气机械及器材制造业	19.1	21.1	21.7	21.5	21.7	21.3	16	13.9	12.5	12.8	18.1	21.5	9.4

大类行业	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	0902	1-2 月
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	16.9	16.5	17.7	18	15.7	17.1	9.3	6.9	-0.2	-2.4	12	0.3	-9.4
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	19.7	20.1	19.5	19.5	20.1	19.6	9.2	11.2	1.9	6.8	12.7	7.5	-2.5
工艺品及其他制造业	15.3	16	15.1	15.1	12.4	11	10.5	7.8	4.5	9.5	10.1	7.8	0.8
废弃资源和废旧材料回收加工业	24.5	38.4	36.5	41.4	40.4	35	5.2	12.8	33.4	9.1	26.2	21.3	11.1
电力、热力的生产和供应业	14.5	15.2	15.4	13.8	13.2	11.9	8.1	3.4	-1.1	0.8	8.6	6.3	1.3
燃气生产和供应业	20.4	17	18.7	20.8	29.1	32.6	20.1	18.5	5.6	9.9	26.8	16.8	12.5
水的生产和供应业	6.6	7.8	6.5	6.4	7.8	5.6	2.6	0.7	5.1	9.1	4.9	8.6	5.7

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

表 26：主要工业品产量累计增速（单位：% ，月度数据为单月）

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	0902	1-2 月
原煤	14.8	11.4	11	6.9	14.6	14.8	14.4	9.2	5.2	-1.3	12.8	16	3.6
天然原油	1.5	1.7	1.4	1.1	2.2	1.7	2	3.9	4.9	0.4	2.3	-4.6	-1.7
铁矿石原矿量	33.9	29.3	22.9	18	25.1	25.8	19.4	12.5	13.3	-8	20.7	14.6	6.9
磷矿石	4.4	13.3	14.8	18.3	26	21.3	17.4	-1.6	-23	-19.2	8.9	14.1	-16.9
原盐	29.4	13.5	11.5	10.6	13.9	9.9	10.9	31.6	-11.9	-30.9	7.8	-10.6	-12.3
成品糖	34	43.6	43.4	34	19	25.4	26	-21.7	-29.5	-9.8	14	21	7.5
软饮料	13	17.2	19.2	19.8	22	20.8	17.5	10.3	26.8	28.2	19.1	17.3	8.3
纱	21.6	21.1	17.4	14.7	10.2	11.3	9	6.3	4.1	2.6	8.1	21.2	5.9
布	8.2	13.5	12.5	10.3	9.5	7.3	6.3	0.6	-3.9	-0.7	5.3	14.9	-5
丝织品	7.8	2.1	2.3	1.2	22.7	-0.1	-1.9	-5.2	-16.9	-5.4	-4.1	24.1	7.5
机制纸及纸板	14.5	16	16.9	18.1	15	14.5	11	-2.1	-1.9	-4	8.7	3.8	-5.8
新闻纸	25.2	22.4	17.7	18	1.9	5.7	7.2	0.5	7.5	-10.8	9.5	-8.6	-10.6
汽油	5.5	8	8.5	7.2	7	3.2	4.6	6.7	12.8	7.5	5.8	5.1	2.1
煤油	0.7	14	17.4	19	17.5	4.5	-0.3	5.3	4.7	-1.9	0.5	0.4	-2.9
柴油	4	6.2	6.1	6.2	11.2	8.6	9.9	13.9	3.3	-9.5	8	-6.7	-9.4
焦炭	23.7	21	19.4	16.3	13.6	11.4	8.1	-21	-29.7	-25	-0.4	-3	-6.3
硫酸	10.4	11.8	11.7	9.3	5.3	2.6	-0.5	-22.5	-26.2	-4.2	-4.3	6.7	-1.4
氢氧化钠（烧碱）	17.3	17.3	16.2	16.4	10.1	12.8	8.7	-12.7	-21.8	-22.2	1.4	1.5	-7.8
碳酸钠（纯碱）	9.1	10.7	10.6	13.6	14.8	15	13.3	8.4	-20.6	-20.1	6.4	-9.9	-12.2
农用氮磷钾化肥（折纯）	15.1	12.3	13.8	8.3	6.7	5.9	4.8	-9.9	-16.3	-8.4	1.4	12.7	4.6
化学农药原药	20.3	25.6	20.6	24.3	24.1	20.8	16.6	3.3	7.7	-14.5	12	14.4	9.1
乙烯	27.1	18.7	14.7	11.4	5.5	2.1	1.1	-3	-12.2	-19	-2.1	-10.6	-11.1
初级形态的塑料	19.7	19.5	18.5	18.5	8.7	7	5.5	-11	-8.5	-14.1	1.5	0	-4.8
合成洗涤剂	2.2	9.6	13	11.7	7.3	4.8	0.8	-2	-16.6	-26.1	-3.2	8.6	-6
化学纤维	16.9	17.9	19.1	15.3	7.2	5.6	2.4	-0.3	0	1.9	2.3	18.3	3.9
塑料制品	12.6	15	14.2	14.5	6.1	13.2	10.7	11	13.3	-0.6	10.1	22.5	10.9
水泥	14.5	16	15	9.9	9.2	8.7	6.9	1.1	2.8	3.5	5.2	42.5	17
平板玻璃	16.1	17.8	14.5	13.4	12.9	12.2	9.2	12.2	3	-15.4	6.5	1.7	-2
生铁	19.7	16.8	15.7	15.2	7.6	7.9	5.1	-16.8	-16.2	-9.4	-0.2	8.1	3.7
粗钢	22.3	18.9	17.6	16.8	8.6	9.6	6.2	-17	-12.4	-10.5	1.1	4.9	2.4
钢材	26.2	23.9	24	21.3	12.2	12.5	8.1	-12.4	-11	-1.7	3.6	8.3	3.1
十种有色金属	30.8	24.1	24.4	22.7	8.2	13.4	12.8	3.6	-4.3	-2.3	8.2	-6.9	-9.5
氧化铝	53.7	58.1	50.7	46.7	26.1	19.1	21.3	12.9	-2.8	3.5	17.7	0.3	-7.5
铜材	19.4	12.2	15.3	22.4	24.6	18.1	17.4	8.3	13.3	11.2	17.2	45.5	-0.8
铝材	43	40.9	42.8	48.1	42.1	41.1	33.4	-6.7	-19.5	-4.4	21.3	8.6	0.8
工业锅炉	30.4	33.6	22.2	19.8	-9.8	3.5	7.1	15.2	-3.7	15.9	7.6	32.8	15.7
内燃机	27.7	34.4	30.3	26.9	26.3	20.7	13.7	-37.7	-45.5	-50.4	-1.1	-7.8	-23.9
金属切削机床	8.6	10	11.7	11.7	18.8	8.6	2.9	-9.3	-20.2	-28.8	-2.4	-6.6	-21.4
电动手提式工	16.6	17.3	14.6	12.7	-1.7	4	4.2	3.8	-9.7	-43.4	-1.7	5	6.8

敬请阅读末页的免责声明

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	0902	1-2 月
具													
金属冶炼设备	20.1	16.2	21.1	26.1	28.9	30	31.1	65.3	32.4	1.9	31.1	36.1	4
水泥专用设备	54	49.8	45.8	51.7	42.1	35.1	25.6	33.3	32.7	3.4	22.8	24.9	10.2
饲料加工机械	21	30	33.3	41.5	72.8	60.6	36.7	16.3	-2	67.5	34.3	18.9	11.7
包装专用设备	-8.6	-6.9	-9.3	-8.1	8.8	12.8	20.8	56.4	-18.9	20.5	17.4	10.7	-7.3
大中型拖拉机	-4.3	-3.8	-0.6	1.9	20.1	40.4	25.8	-12.4	-23.2	-22.6	12.8	51.4	13.5
中型拖拉机												60.1	28.4
小型拖拉机	-2.7	4.4	8.1	11.5	34.8	20	-2.7	-8.2	-42.4	-52.2	-11.1	43.3	-2.9
大气污染防治设备	-3.1	-0.4	8.3	28.8	39.4	46.6	62.3	82.8	26.7	-28.7	42.6	8.8	20.5
机车	-51	-38	-26.4	-9.5	41	25.3	17.1	1.9	-13.3	-30.6	6.1	10	-5.3
汽车	22.3	22.9	23.6	22.1	15.8	17.6	13.6	-0.7	-15.9	-18.9	6.5	22.9	-1.7
民用钢质船舶	8.6	20.8	28.6	29.4	69.5	42.5	38	19.8	54.5	71.7	44.2	50.7	13.9
发电设备	7.6	4.9	12.9	11.1	17.9	10.1	4.3	-17.3	-5.8	18.5	2.1	52.8	21.7
交流电动机	21.6	21.8	24.2	25.7	18.5	13.8	11	11.1	-13.5	-21.9	5.5	-5.5	-16.2
家用洗衣机	16.3	19.9	17.7	13.2	8.4	18.1	16.1	-0.5	-10.7	5.1	11.1	26	6.8
家用电冰箱	15	22	23.1	24.5	16.4	10.3	3.5	3.1	-4.9	28.6	8	22.3	-0.1
冷柜	35.6	41	38.7	39.2	9.7	2.9	1.4	-10.9	-25.7	-1.5	-1.4	25	1.4
房间空气调节器	16.1	23.3	26.4	17	15.8	6.7	1.1	-22.9	-23	-31.4	-4.9	-3.8	-26.9
载波通信设备	141.1	11.5	-15.7	-36	-22.1	4	4.3	-52.4	-61.1	312.3	47.3		
光通信设备	42.8	24.2	15.1	16.3	-16.9	3	4	-5.8	12.8	35.7	7		
程控交换机	-10.4	-9.3	-17	-27.2	-38.2	-24.8	-19.1	0	0.7	8.7	-14.1	19.1	-3.4
传真机	-41	-27.5	-28.4	-28.5	-28.9	-10.9	-13	15.2	-29.7	-33.6	-12.9	-39.8	-66
移动通信基站设备	22.5	60.7	64.8	39.6	6.7	-7.5	-15.8	-34.4	-2	63.7	-7.2	139.6	66.1
移动通信手持机												13.6	-11.2
电子计算机	3.9	4.8	0.8	1.7	0.4	23.1	25.9	89	54.3	38.1	35	29.3	-3.5
微型电子计算机	26.1	27	34.7	29.3	25.7	23.2	18	11.3	1.9	-17.3	14	28.7	-4.3
集成电路	12.3	15.2	15.8	22.6	14.9	6.2	5.9	5.4	-15.6	-19.5	2.4		
大规模集成电路	2.7	8.4	11.8	14.1	18.7	27.1	25.4	36.9	-3.2	10.3	23.3	70.7	16.4
彩色电视机	0.9	-1.3	-2	0.7	16.2	16.2	16.6	-3.2	-17.6	-2.9	6	13.2	-21.4
电工仪器仪表	-9	-2.9	8.2	19.2	24.4	11.9	10.5	-20.7	-26.2	0.3	2.7	-4.9	-19.5
复印机械	61.2	18.9	4.3	0.6	-4.6	17.9	36.6	56.3	63.3	19.1	38.7	-11.5	-14.4
发电量	15.5	16	16.4	14.4	14	12.9	9.9	-4	-9.6	-7.9	5.5	5.9	-3.7
火电	17.1	18.3	16.7	14.9	13.4	11.7	8.2	-5.3	-16.6	-12.4	3	2.3	-7.8
水电	6.3	1.7	14.6	10.8	11.4	18.5	17	-1.4	36.3	27.9	17.5	30.9	25.5

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

表 27：主要行业投资累计增速（单位：%）

	1Q07	1H07	3Q07	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0902	08 年比重
全国总计	25.3	26.7	26.4	25.8	25.9	26.8	27.6	27.2	26.8	26.1	26.5	100
一.农林牧渔业	20.3	37.5	41.1	31.1	80.8	69.5	62.8	61.8	57.4	54.5	100.3	1.5
其中：林业	4.8	37.2	26.9	16.6	98	38.5	40.6	36.3	33.9	30.1		0.3
二.采矿业	16.7	17.6	23.2	26.9	31.6	32.6	41.6	40.3	37.9	31.5	25.8	4.7
煤炭开采及洗选业	4.1	14.6	24.9	23.7	41.7	42	41.6	41	34.8	33.6	59.6	1.6
石油和天然气开采业	22.6	13.1	13.7	22.4	14.8	19.8	39.4	34.4	34.8	22	-13.8	1.8
黑色金属矿采选业	3.3	0.5	10	19.7	70.7	59.1	57.9	60.9	59.8	59	101.8	0.5
有色金属矿采选业	48.1	78.4	71.8	64.1	70.6	29.1	33.2	36.6	35.1	35.1	84.3	0.4
非金属矿采选业	14.3	27.6	41.9	46.1	36.8	45.5	47.7	50.9	47.6	45.4	94.1	0.3
其他采矿业	57.8	40.6	50.3	81.3	-59.5	-18.5	-11.8	3.3	11	16.3	266.3	0
三.制造业	31.7	34.7	35.6	34.8	31.9	31.4	33.4	32.8	32.2	30.6	25.4	31.3

敬请阅读末页的免责声明

	1Q07	1H07	3Q07	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0902	08 年比重
农副食品加工业	52.2	51.3	42.6	37.6	16	17.4	24.8	26.5	26.1	25.7	44.4	1.4
食品制造业	24.4	26.3	26.8	26.1	16	19	18.9	22.4	21.3	17.8	39.5	0.8
饮料制造业	36.7	45.2	36.8	30.2	35.6	15.4	20.1	22.6	21.7	22.4	8.8	0.6
烟草制造业	0.1	-3.2	-13.3	2.4	-20.4	10.3	30.8	23.7	28.1	20.9	104.9	0.1
纺织业	24.6	20.5	25.3	20.9	9.2	6.3	3.5	3.2	1.4	1.3	-19.8	1
纺织服装、鞋帽制造业	36.6	35.4	44.3	36	26.9	24.7	19.9	20.6	21.5	19	6	0.6
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	20.6	21.5	22.9	18.6	26.5	29.3	31.5	27	27.5	22	24.7	0.3
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	39.1	60.7	68.2	57.1	33	30.7	30	27.3	29.2	26.3	28.4	0.5
家具制造业	29.6	43.7	36.6	43.1	64.4	33.7	37.2	31.9	34.3	31.3	8.5	0.3
造纸及纸制品业	21	27.5	28.3	26.5	24	28.9	30.5	25.4	26.6	25.4	-11.3	0.7
印刷业和记录媒介的复制	25.2	22.5	32.5	22.1	24	25.2	20.4	20.1	23.2	23.9	9.6	0.3
文教体育用品制造业	34.7	56.8	55	43.5	27.3	8.1	10.8	10.8	12.1	13.7	13.6	0.1
石油加工、炼焦及核燃料加工业	7.3	25.1	40.7	50.3	75.1	57.8	50.5	46.7	43	29.4	19.2	1.2
化学原料及化学制品制造业	18.7	32.3	34.2	38.1	33.1	34.5	40.8	39.4	37.8	35.5	41.3	3.2
医药制造业	2.2	7	12.3	10.2	16.5	25.1	27.1	27.4	26	25.9	42.3	0.7
化学纤维制造业	68.7	29	48.1	31.8	2.1	29.2	18.6	16.3	11.3	3.2	-7.8	0.2
橡胶制品业	40.4	30.7	26.5	19.8	4.7	9.9	16.9	12	13.8	12.7	-2.6	0.3
塑料制品业	49	44.4	37.2	28.3	17.6	19.5	20.1	20.5	21	27.1	12.5	0.7
非金属矿物制品业	43.8	50.3	50.9	50.8	49.2	46.8	48.3	48.4	46.8	46.6	47.8	2.8
黑色金属冶炼及压延加工业	13.5	9.6	13	12.2	22.4	23	29.2	26.4	27.1	23.8	-10.8	2.2
有色金属冶炼及压延加工业	56.5	35.8	31.2	34.9	37.2	42.8	50.5	45.5	44.1	43.1	7.6	1.3
金属制品业	50.6	51.3	44	46.2	44.5	40.2	38.4	40.6	38.9	38.5	28.4	1.5
通用设备制造业	48.6	52.4	54	49.4	40.3	35.7	36.6	37	36	38.3	55.5	2.2
专用设备制造业	51.1	52.7	57.4	55.7	49.3	45.4	41.1	38.5	34.3	34.1	51.3	1.5
交通运输设备制造业	31.4	30.6	35.2	38.5	48	45.6	43.6	44.5	44	39.1	38.2	2.6
电气机械及器材制造业	38.9	44.2	43.5	44.9	45	44.5	45.2	47	47.8	45.1	53.5	1.6
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	30.4	32.3	24.4	24.3	8.5	11.7	16.7	17.9	18.5	17.6	8.3	1.7
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	26.8	22.5	26.7	25	56.9	48.7	52.5	51.5	55.7	57.7	28.8	0.3
工艺品及其他制造业	37.7	46.9	31.6	26.5	21.9	9	20.2	15.5	20.2	21.5	5.2	0.5
废弃资源和废旧材料回收加工业	172.9	100.7	97.5	120.2	66	47	65.2	69.1	56.8	58.9	76.6	0.1
四.电力、燃气及水的生产和供应业	14.8	15.6	12.3	9.8	6.6	9.1	15.7	16.8	16.7	15.4	20.7	7.1
电力、热力的生产与供应业	15	14.3	10.6	8.7	3.1	7.4	14.7	16	15.7	14.4	20.6	6.1
燃气生产与供应业	-15	13.6	13.6	4.4	16.3	14.2	21.4	18.1	16.8	19.3	32	0.3
水的生产与供应业	33	33.1	32.4	24.6	49.8	25.8	23.1	24.7	26.2	22.7	17.3	0.7
五.建筑业	41.8	28.6	24.2	48.5	-14.1	-2.8	3.1	6.1	10.2	30.4	46.7	0.9
六.交通运输、仓储和邮政业	25.6	19.4	16.3	14.4	5.3	8.1	12.1	13.7	13.7	19.7	63.6	10.5

	1Q07	1H07	3Q07	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0902	08 年比重
其中：铁路运输业	27	7.5	7.1	20.2	21.2	20.4	35.2	39.8	41.1	61.2	210.1	2.7
道路运输业	11.8	14.8	12.8	6.5	3.1	2.1	3.3	3.6	3.9	5.9	35.3	5
城市公共交 通业	71.8	36.6	31	35.1	23.6	23.3	27.9	26.9	23.1	21.9	59	0.9
水上运输业	19.6	20.2	20.8	11.8	-4.2	5.1	10.1	12	8.9	6.7	37.4	0.8
航空运输业	118.5	51.9	29.4	28.1	-46.1	-22.2	-27.5	-17.1	-17.8	-3.8	-16	0.4
七.信息传输、计算机 服务和软件业	32.8	22.2	11.8	1.3	2.4	5.3	6.7	11.2	11.5	17.1	29.5	1.4
八.批发和零售业	20.5	32.8	31.5	28.9	30.3	21.3	25.6	25.1	26.8	29.2	44.8	2.1
九.住宿和餐饮业	31.2	43.5	42.9	41.2	32.9	30.6	32.5	30.7	31.3	30.5	39.8	1.2
十.金融业	26.6	14.2	4.5	25.4	16.8	44.7	104.6	91.9	70.9	62.6	158.2	0.2
十一.房地产业	29.1	31.3	32	32.2	34.7	35.1	29.2	27.2	25.4	23	4.9	23.8
十二.租赁和商务服 务业	25.2	26.2	23.2	30.5	42.9	42.1	56.9	56.2	54.2	50.6	54	0.9
十三.科学研究、技术 服务和地质勘查业	29.2	11.8	9	16.7	28.6	28.6	26.6	22.8	36.2	35.9	55.4	0.5
十四.水利、环境和公 共设施管理业	20.1	19.5	25.3	22.3	27	35.4	33.1	33.6	33.3	32.2	51.7	8.3
水利管理业	39.3	18.6	20.6	19.1	8.8	29	31.2	37.2	34.1	28.5	80.7	1
环境管理业	38.8	41.3	48.8	42.7	44.5	37.6	39	34.6	32.1	22.7	42.7	0.5
公共设施管理业	16.6	18.4	24.5	21.3	29.1	36.2	32.9	33.1	33.2	33.5	48.5	6.8
十五.居民服务和其 他服务业	42.1	62	43.3	28.8	33.5	21.3	33.5	32.6	37.2	34.2	109.5	0.2
十六.教育	0.4	7.1	7.6	3.9	15.4	11.2	6.3	6.6	7.5	6	36.6	1.6
十七.卫生、社会保障 和社会福利业	13	24.6	21.2	13.4	26.2	28.2	29.4	28.7	31.6	30.6	70.9	0.7
十八.文化、体育和娱 乐业	4.3	14.8	17.6	31	22.5	22.9	26.3	28	29.6	26	44.6	1
十九.公共管理和社 会组织	0.2	9.5	1	7.9	3.8	4.1	16.1	15.4	23.6	23.2	47.7	2.3

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

表 28：各地区产出增长（单位：%）

	06 年 比重	2002	2003	2004	2005	2006	07 年	08 年	6 月	7 月	8 月	9 月	810	811	812	前两 月
全国	100	12.6	17	16.7	16.4	17.2	18.5	12.9	16	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	3.8
北京	2.1	8	12.3	19.9	13.1	15.6	13.4	2	8.3	2.8	-9.1	-6.4	-7.6	-8.1	-6.9	-6.4
天津	2.6	17.8	20.1	26.5	20.4	17.9	18.2	21	21.7	21	20	21.3	19	20	23	18.4
河北	4.6	14	20.1	22.2	22.9	19.4	18.9	13.5	23.2	13.3	7.3	7.9	11.5	12	9.2	7.1
山西	2.5	16.8	24.2	21.2	19.3	17.5	21	6.5	14.2	13.9	12.2	4.2	-9.9	-24.5	-19.2	-20.5
内蒙古	2.2	19.1	31.5	38.5	30.9	29.8	30	24.5	28.4	30.5	29.2	28.7	20.3	9.8	3.6	19.6
辽宁	4.5	13.1	18.5	23.4	20.1	19.3	21	17.5	20.2	16.5	17.1	16.9	15	9.1	9	10.6
吉林	1.5	18.6	17.9	18.6	11	19.1	23.6	18.6	20.2	15.3	15.2	17.4	13.2	16.4	9	8.9
黑龙江	2.7	12	13.6	15.3	15.3	15.3	15.8	13.1	16.3	14.8	14.6	17	9.5	11.2	8.9	0.8
上海	5.0	13.9	22	19	12.5	14.5	12.6	8.3	9.6	7.1	8.8	6	3.1	-0.7	-11.8	-12.4
江苏	11.8	15.7	22.7	23.4	22.5	21.8	18.9	14.2	16	15.1	12.1	14.3	11	9.2	9.2	8
浙江	6.9	19	23.7	21.1	18.1	17.8	17.9	10.1	10.2	9.8	6.1	6.4	2.2	0.9	1.1	-8.2
安徽	2.2	15.3	19.8	25.1	22.7	18.3	24.5	22	26.3	25.6	19	19.1	18.2	14.7	13.9	19
福建	3.1	20.1	23.9	23.5	17.4	19.5	21.5	16.7	19.7	17.3	14.3	16.3	13.2	7.4	8.1	5.1
江西	1.6	16.1	21	26.1	23.6	21.9	24.6	21.9	23.5	22	21	22.5	20.4	19.8	13.5	13.8
山东	11.9	17.3	22.7	26.5	28.4	25.2	20.8	13.8	16.9	15.9	12.2	10.7	8	7.2	7	5.8
河南	5.2	14.2	19.9	23.6	23.3	23	24.2	19.8	24.1	23.3	22.2	21.7	14.8	8.1	5.3	2.1
湖北	2.6	12.3	12.5	22.8	19.3	20.3	23.6	21.6	25.4	25.5	24.4	18.7	10.3	10.1	10	10.5
湖南	2.3	16.1	20.7	24.1	20.6	20.5	24.3	18.4	20.2	19.5	19	22.1	21.5	19.5	18.5	20.6
广东	12.9	15	21.9	22.4	17	18.3	18.3	12.8	13.1	11.7	13.1	12	9.9	9.6	11.3	0.8
广西	1.4	12.3	17.6	22.8	22.8	23.1	26.5	22.6	28.7	24.8	19.8	18.5	6.7	10.2	22.9	14.9
海南	0.3	19.1	24.9	18.4	18.6	26.5	33.8	6	9.6	3.3	8.8	-0.2	-0.1	-6.5	-0.4	0.2

	06年 比重	2002	2003	2004	2005	2006	07 年	08 年	6月	7月	8月	9月	810	811	812	前两 月
重庆	1.0	15.2	21.1	23.5	17.1	19.8	25.1	21.6	27.3	23	24	22.6	17.9	9.8	12.1	6
四川	3.2	17.2	21	25.8	23	23.9	25.4	17.9	16	18.4	21.9	18.1	15.2	11.1	11.3	16.8
贵州	0.9	12.1	13.5	20.1	17	17.4	16.8	10.1	19.4	19.8	18.8	13.2	4	0.7	5.1	23.2
云南	1.5	8.1	9.1	16.6	8.4	17	17.5	12.6	18.8	17.2	18.4	10.3	10.1	10.1	13.2	-7.1
西藏	0.0	5	9.5	14.1	14.9	14.4	17.6	8.9	2.2	2.8	4.7	13	-11.7	9.8	1.9	7.2
陕西	1.8	14.5	16.8	22.9	18.7	17.5	19.6	21	27.5	27.3	24.7	21.6	18.1	9.9	13.2	1
甘肃	0.9	10.6	13	15.7	18.6	15.6	17.1	9.5	11	14.6	12.5	13.6	10.1	5	4.6	-0.7
青海	0.3	14.6	15.9	24.8	22.7	21.6	18.4	21.5	29.6	26.1	31.6	18.9	17.7	15.8	5.6	2.1
宁夏	0.3	13.6	17.5	25.8	18.5	17.2	17	15.1	14.1	13.1	18.3	9	2.2	-4.4	11.3	-6.4
新疆	1.2	8.4	10.8	14.4	17.8	15.9	15.2	15.5	15.2	16.3	17.8	18.8	17.1	15.6	13.8	5.6

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

分析师简介

何钟: 现为招商证券研发中心董事, 招商证券(香港)公司副总经理及研究部主管。在加入招商证券之前, 何钟先生曾任 ING 投资管理公司亚太地区大中华经济学家。在此之前, 他曾任招商基金投资委员会委员, 固定收益委员会主席, 基金经理。在此之前, 他曾就职于中国人民银行和中国保险监督管理委员会。何钟先生拥有美国南加州大学(USC) MBA 学位。

薛华: 东北财经大学经济学硕士, 拥有证券从业资格, 五年从业经验。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名(集体)。

谢亚轩: 南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券(香港)研究部高级分析师, 负责宏观经济研究。

赵文利: 现任招商证券(香港)研究部分析师, 主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

刘启元: 复旦大学世界经济学硕士, 2007 年 7 月加入招商证券研发中心从事机械行业研究, 2009 年 2 月起从事宏观研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。