



2009 年 4 月 27 日

中金宏观经济周报 第 58 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

建议政策创新推消费、促转型、降外储

要点:

◆ 美国 1 季度 GDP 可能好于市场预期，欧洲经济 4 月份以来亦现出一丝曙光，但美国金融机构压力测试结果与通用和克莱斯勒两汽车公司命运成为近期金融经济层面的不明朗因素。奥巴马推出的一系列救市方案已使得金融经济活动有所回稳，尤其私人消费和净出口优于预期，是我们上调 1 季度 GDP 预测的主要原因。近期更多数据显示美国房市有所企稳，有助于下半年经济复苏进程。欧洲 PMI、Ifo 等前瞻性数据亦显示，尽管第 1 季度欧洲经济可能加剧萎缩，但 4 月份已出现跌幅放缓的迹象。然而，美国金融经济层面仍存不明朗因素：一方面，美国政府的金融稳定方案能否使银行恢复放贷是影响经济复苏的重要因素；另一方面，岌岌可危的汽车业与就业、消费、服务业和工业联系广泛。因此将于 5 月 4 日公布的金融机构压力测试结果和克莱斯勒及通用汽车的命运走向将对美国市场产生重大影响。

◆ 最近全球流动性有所改善，一个迹象是自金融危机发生以来，全球金价与股价此消彼长，显示流动性不足的局面下资金在黄金与股票之间分配产生的跷跷板效应，而近期金价和股价首次出现同步上涨，显示可能有额外资金流入。

◆ 中国 4 月份经济数据前瞻：投资继续强劲，出口依然低迷，经济震荡上行。预计 4 月份固定资产投资增速继续攀高至 28.8%，制造业 PMI 维持在 52% 左右，工业增加值增长 7%，出口同比下降 20%，进口下降 22%，贸易顺差 154 亿美元。社会消费品零售增长 14.5%。CPI-1.3~-1.5%，PPI-6.9%。此前对 09 年经济增长极为悲观的主要机构（GDP 预测区间 5.5~6.5%）上周纷纷将 GDP 预期上调至 7.0~8.3% 之间，向我们去年底的预测靠拢。央行副行长易纲上周表示，目前贷款快速增长利大于弊，央行将坚定不移落实好适度宽松的货币政策，保持政策的连续性、稳定性，这一表态显示央行宽松货币政策不变，短期内并无针对贷款的调控措施，4 月份贷款增量下降与财政拨款节奏有关：作为项目资本金的中央拨款与其配套的银行信贷是“茶叶与水”的关系，4 月份处于第二、三批中央投资青黄不接的真空期，银行贷款也随之回落。随着第三批中央投资于 5 月上旬发放，贷款与经济活动也会恢复。

◆ 我们建议中国通过政策上的创新——财政加货币的组合拉动消费，实现运用外汇储备推动经济转型：刺激消费的最有效手段是降税，在目前财政收入大幅下降的局面下，可由财政部发行“经济转型债券”，所筹资金弥补降低增值税和个人所得税带来的赤字，再由央行来认购这一债券。至于这一行为可能引发的通货膨胀压力，央行未来可通过在市场上卖出美元来回收流动性。这样既减少了外汇储备，也能在短期内刺激消费，同时有利于改善经济结构，实现增长模式的转变。

◆ 发达国家进口下滑深度可能已近底部，但在底部徘徊的风险犹存，意味着新兴经济体出口产能过剩的问题将无法在短期内靠外部力量解决。美欧日的进口下滑已从 08 年初的轻微调整转为从 10 月份起的深度下跌。与以往两轮危机相比较，特别是此刻全球仍缺乏一个强有力的经济体来拉动需求，使发达国家进口在底部徘徊的可能性增加，同时进口量从底部回升至原来水平的周期也将比以往的平均 1.5 年更漫长。另外，新兴市场巨大的外债再融资需求仍是其脆弱性所在。国际货币基金组织最近预测新兴市场再融资需求将从 09 年的 1.8 万亿美元增加至 2012 年的 2 万亿美元，其中新兴欧洲的再融资风险最高。经济持续恶化也使新兴市场银行可能面临 8000 亿美元的贷款和证券减值，致使它们需要 3000 亿美元的额外资本。此外，尽管近月全球流动性明显改善，但流入新兴亚洲的直接投资在今年 1 季度仍显著下滑。然而，流入中国的外国直接投资仍远高于其他新兴亚洲经济体，表明中国对于外资来说仍具备相当的吸引力。

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

- 4 月 24 日：美国经济：数量型放松货币政策下的物价、汇价和金价
 第一篇：不要期待美国再通胀很快到来
- 4 月 24 日：美国经济：美国 1 季度 GDP 前瞻
- 4 月 24 日：中国经济：领先指标见底反弹，经济好转更加明显

本周主要经济数据及事件公布预告

- 4 月 28 日（星期二）：美国将公布 2 月份 S&P/Case-shiller 房屋价格指数
- 4 月 28 日（星期二）：美国将公布 4 月份咨商局消费者信心指数
- 4 月 29 日（星期三）：美国将公布 1 季度 GDP 前值
- 4 月 30 日（星期四）：美国将公布 3 月份个人收入和消费数据
- 4 月 30 日（星期四）：日本央行将公布利率决定
- 5 月 1 日（星期五）：美国将公布 4 月份 ISM 制造业指数
- 4 月 27 日（星期一）：香港将公布 3 月份商品贸易数据
- 4 月 29 日（星期三）：马来西亚央行将召开议息会议
- 4 月 30 日（星期四）：韩国将公布 3 月份工业生产总值
- 4 月 30 日（星期四）：泰国将公布 3 月份商品贸易数据
- 5 月 1 日（星期五）：韩国将公布 4 月份商品贸易和 CPI 数据
- 5 月 1 日（星期五）：印尼将公布 3 月份商品贸易和 4 月份 CPI 数据
- 5 月 1 日（星期五）：印度将公布 3 月份商品贸易数据
- 5 月 1 日（星期五）：泰国将公布 4 月份 CPI 数据

目录

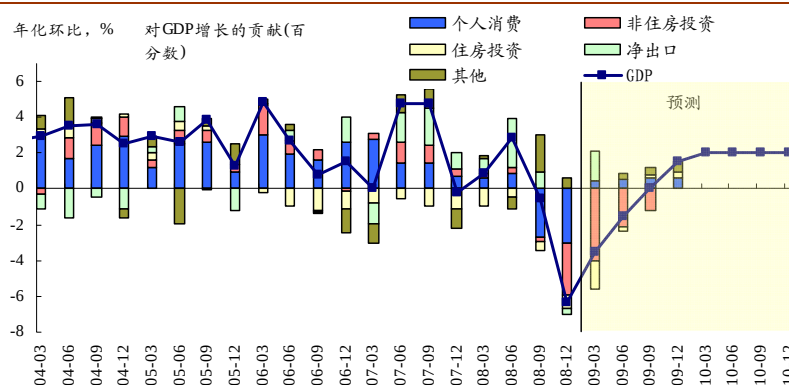
本周中金观点.....	3
中国经济.....	13
4 月通货膨胀预测.....	13
近期经济数据.....	15
发达国家经济.....	23
近期经济数据.....	23
发展中经济体.....	30
主要经济事件.....	30
近期经济数据.....	31

本周中金观点

发达国家市场：

美国 1 季度 GDP 萎缩程度可能好于市场预期。美国商务部将于本周三公布 1 季度 GDP 数据，我们预计美国经济可能萎缩约 3.5%，好于我们今年 1 月份及目前市场萎缩 5% 的预测。我们认为奥巴马于 1 月底上台后推出的一系列救市方案，其中包括大规模财政刺激以及美联储的数量型宽松货币政策已使得经济活动有所回稳，金融市场亦没有再出现像去年雷曼倒闭后的大幅波动。虽然私人投资包括企业和住房投资将继续大幅萎缩，私人消费和净出口优于预期的表现是我们上调 1 季度 GDP 预测的主要原因。1 季度的去库存过程将给这一预测带来不确定性及向下风险。（图 1）

图 1: GDP 分项贡献率预测



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

3 月份新屋和成屋环比销售量于 2 月大幅上涨后分别回落 0.6% 和 3%，但新屋销售量高于市场预期以及其 2 月份增速大幅上调至 8.2%，而成屋销售量移动平均值的萎缩幅度亦渐渐放缓。此外，上周购房抵押贷款申请数量上升 5.3%，FHFA 住房购买指数更连续两个月上涨，2 月份环比上升 0.7%。美国房市有所企稳有助加快经济复苏进程，我们认为美国经济有可能于 3 或 4 季度走出衰退，2009 年全年经济萎缩 2.2%，2010 年增长 1.4%（参看 24 日报告《美国 1 季度 GDP 前瞻》）。

但金融和经济层面仍存不明朗因素。美联储上周五开始通知 19 家最大银行“压力测试”的结果。“压力测试”是通过市场预期和较为恶劣的两种宏观经济环境评估银行到底需要多少资金缓冲才能保证正常放贷（图 2），但美联储并未指出哪些银行需要资金及有关数额，只表示经济衰退和金融市场动荡大幅削减了某些银行的储备资金，然而大多数银行的资金仍远远超过监管标准，并暂定于 5 月 4 日对外公布测试结果。我们认为，尽管目前金融市场已有所稳定，但仍然存在一定的风险。其中，有毒资产对金融系统造成的困扰尤其严重，庞大的坏账令银行的财务状况堪忧。因此，压力测试对银行放贷情况的评估以及美国政府的金融稳定方案能否解决银行逐渐恢复放贷是经济复苏的一个重要环节。另一方面，如汽车巨头克莱斯勒本周末未能与贷款银行和菲亚特达成协议，将需要申请破产保护且开始清算程序。同时，通用汽车亦正在处理有关重组问题，亦有可能被迫于 5 月份申请破产保护。汽车厂商的去向将影响汽车经销商、部件供应商等企业供应链的各个环节，为就业、消费、服务业和工业从而对整体经济带来深远的影响。

图 2：压力测试经济情景

	情景一		情景二	
	2009	2010	2009	2010
GDP(%)	-2	-2.1	-3.3	0.5
失业率 (%)	8.4	8.8	8.9	10.3
房价（年度变幅,%）	-14	-4	-22	-7

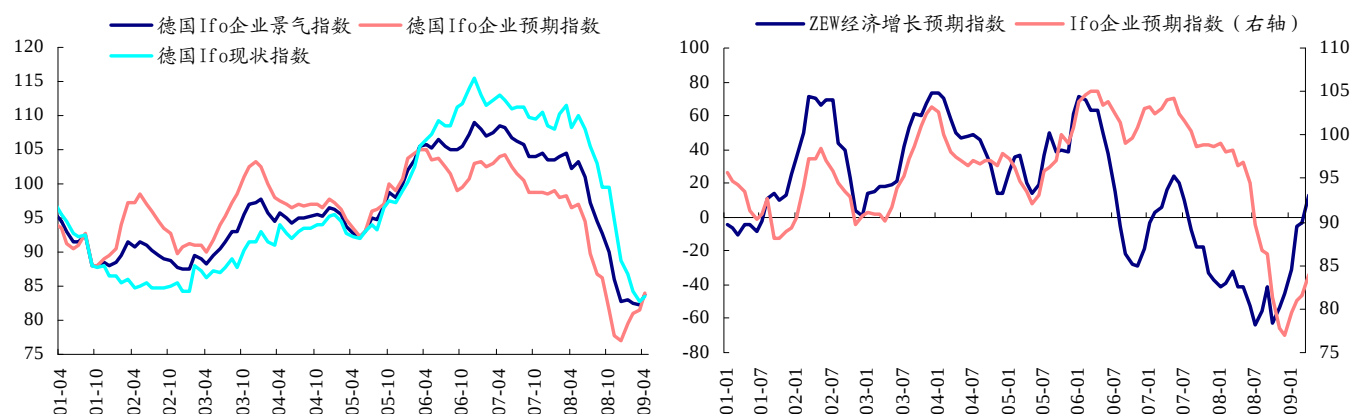
资料来源：美联储、中金公司研究部

美国通胀压力可能在明年下半年才会出现。美联储通过数量型放松货币政策提振经济的同时，亦触发了市场对经济将于短期内出现再通胀的预期及恶性通胀不可避免的担忧。然而我们在报告《不要期待美国再通胀很快到来》中已指出上述情况发生的机会不大，因为基础货币激增并不意味着通胀大幅上扬，一方面信贷紧缩使广义货币增长乏力，另一方面，支撑货币数量论的基本假设在目前状况下并不适用，产出缺口状态及信贷投放均影响货币供应量对通胀的作用。我们的实证分析亦显示，产出缺口和单位劳动成本在长期对通胀影响更显著，而 M2 对通胀的影响力相对较弱，作用的滞后期更长。我们一贯认为美国不会出现持续的深度通缩，再通胀一定会到来。但从通缩到再通胀往往需要较长的过程，信贷及经济返回至潜在增长水平则是再通胀出现的重要条件。由历史经验及领先指标如产能利用率、CRB 商品期货价格指数、M2 及制造业平均工时来看，再通胀可能在经济复苏后 1-2 年出现。根据我们对美国经济最早在今年下半年走出衰退的判断，通胀压力可能在明年下半年才会出现。

继美国之后，欧洲经济亦现出一丝曙光，第 2 季度经济衰退速度可能有所放缓。上周公布的前瞻性数据均显示欧洲经济在 4 月份出现降幅缩小的迹象：4 月份欧元区及德国制造业 PMI 指数均出现了成分指数的普遍改善，一方面，新订单、出口订单及未完成订单指数有所提高，而存货则继续下降，在一定程度上有助于缩窄产出降幅。另一方面，投入价格下滑的压力大于产出价格，对企业利润有所助益。此外，德国 Ifo 和 ZEW 表现亦超过预期（图 3），显示对经济持悲观态度的受访者在减少。宽松的货币政策开始对实体经济发挥作用，大规模财政刺激效果逐渐显现，欧元走软及通胀风险减退对购买力形成支撑等因素可能是受访者预期改善的主要原因。但值得注意的是，尽管预期指数大体上领先现状指数 6 个月，但预期指数往往波动性高且变化剧烈（ZEW 预期指数尤为显著），而现状指数的变化则较为平缓。例如在 01 年衰退中，Ifo 和 ZEW 预期指数均出现过多次剧烈反复，其后现状指数才平缓上行。因此经济周期拐点的确认需要进一步观察，存货调整速度及欧元汇率表现将对欧元区复苏进程产生显著影响。

英国 09 年第 1 季度 GDP 萎缩程度创下 30 年来新高。英国今年 1 季度加剧萎缩（环比降幅为 1.9%，年化环比降幅达 7.8%），这其中可能有三个原因：第一，房市的剧烈调整使得住房投资大幅萎缩；第二，金融业占据英国经济重要地位，而该行业在次贷危机中受当其冲（经济服务及金融业在本季降幅由 0.5%扩大至 1.8%）；第三，英国存在严重的过度消费问题，英国家庭储蓄率迅速上升打击私人消费。然而由于英国统计局目前并没有公布 GDP 支出法各项目的数据，存货变化成为不确定因素，即如果本次 GDP 大幅下滑的部分原因在于存货的剧烈调整，那么该数据就有夸大经济萎缩程度的可能性。前瞻的看，尽管英国制造业与非制造业 PMI 已显露企稳迹象，且英国财政刺激计划有望在一定程度上缓解私人消费萎缩，但私人部门修复资产负债表需时较长，经济复苏将是一个缓慢的过程。

图 3: Ifo 景气指数反弹; ZEW 预期指数持续改善



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

中国方面:

4 月份经济数据前瞻 (图 4): 投资继续强劲, 出口依然低迷, 经济震荡上行。预计基建投资项目带动 4 月份固定资产投资增速继续攀高至 28.8%。受此影响, 预计制造业 PMI 维持在 52% 左右, 连续第 2 个月处于 50% 收缩线以上。近期发电量跌幅有所扩大, 我们预计工业增加值增长 7%, 略低于 3 月, 但显著高于 1 季度的 5.1%。4 月 19 日结束的广交会一期订单额比去年同比下降 20.8%, 也显示外需依然低迷, 出口短期内显著改善的可能性较低, 我们预计 4 月出口同比下降 20%, 进口降幅缩窄至 -22%, 贸易顺差 154 亿美元。国内消费则受收入翘尾因素推动保持较快增长, 预计 4 月份社会消费品零售增速达 14.5%。预计 4 月份 CPI 同比下降 1.3~1.5%, PPI 同比下降 6.9%, 但主要受翘尾因素影响, 环比降幅继续缩窄。总体来看, 我们维持经济 2 季度环比反弹的观点, 个别数据的波动并不改变经济震荡上行的趋势。

央行宽松货币政策不变, 4 月份贷款增量下降与财政拨款节奏有关:据媒体报道, 央行副行长易纲上周表示, 目前贷款快速增长利大于弊, 央行不会对商业银行的贷款投放进行规模控制, 将坚定不移落实好适度宽松的货币政策, 保持政策的连续性、稳定性, 继续保持银行体系流动性合理充裕。我们认为这一表态显示央行短期内并无针对贷款的调控措施。而 4 月份新增贷款量如果有所下降, 一方面是正常的季节特征 (往年 1 季度新增贷款占全年接近 50%, 其后放贷节奏逐渐放慢), 另一方面与中央财政拨款的节奏有很大关系: 中央投资与银行贷款之间乃是茶叶与水的关系, 银行需要在项目资本金到位后才会放贷, 而资本金主要来自于中央财政拨款。去年 12 月第一批中央投资下发 1000 亿, 今年 1~3 月第二批中央投资下发 1300 亿, 在此期间银行配套贷款也随之大增; 然而 4 月份处于第二批已发放完毕、第三批尚未发放的真空期, 因此银行贷款也随之回落。但第三批中央投资将于 5 月上旬发放, 届时贷款与经济活动也会恢复。这一特征也显示目前的经济反弹主要是政府投资拉动, 私人部门的需求依然孱弱。

图 4: 4 月份经济数据前瞻

同比增长, %	08-03	08-06	08-09	08-12	09-1~2	09-03	09-04 (中金预测)
消费者价格指数	8.3	7.1	4.6	1.2	-0.3	-1.2	-1.3~-1.5
工业品出厂价	8.0	8.8	9.1	-1.1	-3.9	-6	-6.9
社会消费品零售总额 (名义)	21.5	23.5	23.2	19.0	15.2	14.7	14.5
城镇固定资产投资 (名义, 自年初累计)	25.9	26.8	27.6	26.1	26.5	28.6	28.8
工业增加值	17.8	16.0	11.4	5.7	3.8	8.3	7.0
出口	30.6	17.7	21.5	-2.8	-21.2	-17.1	-20.0
进口	24.6	31.2	21.3	-21.3	-34.1	-25.1	-22.0
贸易顺差	95.1	-5.3	22.7	71.8	56.8	38.4	-7.7
贸易顺差 (美元, 十亿)	13.4	21.4	29.3	39.0	44.0	18.6	15.4

资料来源: CEIC、中金公司研究部

此前对今年中国经济增长极度悲观的主要机构纷纷上调 GDP 预期，向我们去年底的预期靠拢（图 5）：去年 12 月，市场对于 09 年中国经济增长极其悲观，主要机构预计 GDP 仅能增长 5.5~6.5%，而我们当时就考虑到政府的刺激措施和信贷扩张将带动 09 年 GDP 至少增长 7.3%，远高于市场预期。而鉴于 1 季度信贷增长超预期，我们于今年 4 月 2 日再次将 GDP 增速预期上调至 7.6%。此后的 20 天内，主要机构纷纷将此前的悲观预期上调至 7.0~8.3%之间，向我们的预测靠拢，显示了我们对于经济预期的客观性。

图 5：此前极度悲观的主要机构纷纷上调 GDP 预期，向我们的预期靠拢

主要机构对中国 09 年 GDP 预测				
同比增长 %	中金	高盛	摩根	瑞银
调整前 (08 年 12 月)	7.3	6.0	5.5	6.5
调整后 (09 年 4 月)	7.6	8.3	7.0	7.0-7.5
调整时间	2009-4-2	2009-4-22	2009-4-22	2009-4-16

资料来源：中金公司研究部

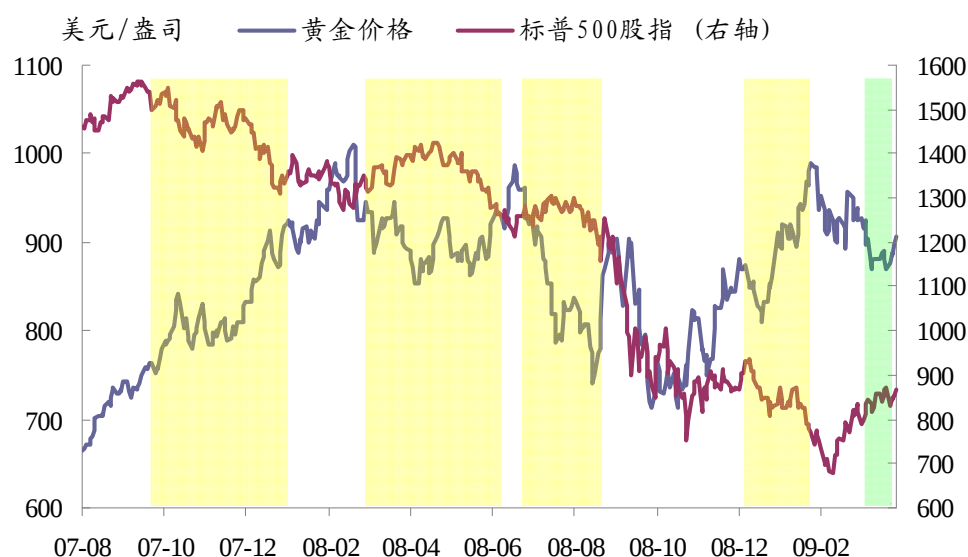
国家外汇管理局 4 月 23 日发布 08 年《中国国际收支报告》，显示 08 年中国经常项目顺差“前高后低”，资本和金融项目 08 年下半年出现逆差。但我们认为中国目前基本面鹤立鸡群，加之全球流动性近期有所改善（金价与股价出现久违的同比上涨便是一例），将使今年面临资金流入压力。08 年中国国际收支中经常项目顺差为 4261 亿美元（图 6），同比增长 15%。其中上半年同比增长 18%，下半年同比增长 12%。资本和金融项目全年顺差 190 亿美元，同比下降 74%。其中，上半年资本和金融项目顺差 719 亿美元，同比下降 20%，下半年转为逆差 529 亿美元。08 年外汇储备增加也呈现“前高后低”的趋势，上半年增加 2806 亿美元，下半年只增加 1372 亿美元。这一特征体现了金融危机爆发后发达国家金融机构“去杠杆化”过程中，大量国际资本向母国回流的现象。此外，08 年末，中国内地外债余额为 3746.61 亿美元，仅上升 0.28%。中国外债偿债率为 1.78%，债务率为 23.69%，负债率为 8.65%，短期外债与外汇储备的比为 10.83%，均在国际标准安全线之内，且远远好于其它新兴市场。我们认为，最近美国货币乘数反弹，M2 增长重回 10% 以上，而且自金融危机发生以来，全球存在着资金在黄金与股票之间分配，产生金价与股价此消彼长的跷跷板效应，显示流动性不足（图 7），而近期黄金价格和股市首次出现同步上涨，显示可能有额外资金流入，国际流动性好转。而中国经济基本面相对其它经济体而言鹤立鸡群，“水往低处走，钱往高处流”，今年中国仍将面临资金流入的压力。

图 6：国际收支平衡表

十亿美元	03年全年	04年全年	05年全年	06年全年	07年全年	08年上半年	08年全年
经常账户	45.9	68.7	160.8	249.9	371.8	191.7	426.1
外贸盈余（货物）	44.7	59.0	134.2	217.7	315.4	132.5	360.7
货物：出口	438.3	593.4	762.5	969.7	1220.0	670.0	1434.6
货物：进口	393.6	534.4	628.3	751.9	904.6	537.5	1073.9
服务	-8.6	-9.7	-9.4	-8.8	-7.9	-3.3	-11.8
收益	-7.8	-3.5	10.6	11.8	25.7	38.3	31.4
经常性支付	17.6	22.9	25.4	29.2	38.7	24.2	45.8
占GDP比重（%）	2.8	3.6	7.2	9.5	11.0	10.3	9.8
资本和金融账户	52.7	110.7	63.0	10.0	73.5	71.9	19.0
资本账户	0.0	-0.1	4.1	4.0	3.1	1.7	3.1
金融账户	52.8	110.7	58.9	6.0	70.4	70.3	15.9
净直接投资	47.2	53.1	67.8	60.3	121.4	40.8	94.3
对内投资	47.1	54.9	79.1	78.1	138.4	74.1	147.8
对外投资	0.2	-1.8	-11.3	-17.8	-17.0	-33.3	-53.5
外商直接投资	47.1	54.9	79.1	78.1	138.4	74.1	147.8
证券投资	11.4	19.7	-4.9	-67.6	18.7	19.8	42.7
证券投资：资产	3.0	6.5	-26.2	-110.4	-2.3	14.8	32.7
证券投资：负债	8.4	13.2	21.2	42.9	21.0	5.1	9.9
其他投资	-5.9	37.9	-4.0	13.3	-69.7	9.7	-121.1
其他投资：资产	-17.9	2.0	-48.9	-31.8	-151.5	-83.1	-106.1
其他投资：负债	12.0	35.9	44.9	45.1	81.8	92.7	-15.0
净误差与遗漏	18.4	27.0	-16.8	-12.9	16.4	17.1	-26.1
储备资产	-117.0	-206.4	-207.0	-247.0	-461.7	-280.8	-419.0
总盈余	117.0	206.4	207.0	247.0	461.7	280.8	419.0

资料来源：国家外汇管理局，中金公司研究部

图 7：金价与股价近期首次出现同步上涨，彰显全球流动性好转



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

另外,外管局局长胡晓炼在上周表示,中国黄金储备 2003 年以来增加了 454 吨达到 1054 吨(通过国内杂金提纯以及国内市场交易等方式)。这也体现了中国逐步多元化外汇储备的努力(近期中国可能认购 IMF 的 SDR 债券也是这一努力的表现之一)。但正如我们此前所指出的,鉴于黄金市场的流动性较低,中国不大可能从市场上大规模购进黄金作为储备。我们认为,中长期来看为降低外储风险,同时改善贸易条件,中国需要加快人民币区域化的进程,逐步提高人民币的国际地位。我们的研究显示,从基本面来看(经济规模、国际需求、币值稳定性),人民币已初步具备了国际化的条件,且中国有望从中享受包括国际铸币税、提高货币政策独立性、增强在国际金融体系中的话语权、为外贸和对外投资活动提供便利、为本国金融机构带来新业务收入、推动国际金融中心建设等好处;当前只是需要政策面的推动,设计出合理可行的路径(参加我们 2009 年 4 月 2 日《关注宏观新动向》)。

我们建议中国通过政策上的创新——财政加货币的组合拉动消费,实现运用外汇储备推动经济转型:近期消费数据依然较好,很大程度上是收入的翘尾因素推动(去年上半年高通胀时期众多企业加薪,此后维持在这一水平不变,导致目前同比来看收入增长较快),未来 1~2 个季度后这一因素不复存在,消费面临放缓压力。而社保和医疗体系加大投入尽管长远来看极有必要,却很难在短期内改变人们的消费行为。刺激消费的最有效手段就是降税,中国的增值税(实际由消费者承担)税率之高位居亚洲之冠(图 8),个人所得税税率也高于多数国家(图 9),这都是抑制消费的重要原因。然而目前财政收入连续负增长,继续降税,无疑使赤字恶化,如果扩大发行国债来为赤字融资,又会对社会资金形成挤出效应,中和了政策的效果。在这一局面下,政府可通过政策上的创新来实现运用外汇储备支持国内经济增长(将外汇储备直接发放给全国老百姓显然不现实)。目前全球发达国家纷纷采取央行直接买债的非常规货币政策,中国也可以效仿,由财政部发行“经济转型债券”,所筹资金弥补降低增值税和个人所得税带来的赤字,再由人民银行来认购这一债券(可通过其它金融机构作为中介,参考成立中投公司时的模式)。至于这一行为可能引发的通货膨胀压力,央行未来可通过在市场上卖出美元(以较优惠的价格)来回收流动性。这样既减少了外汇储备,也能在短期内刺激消费,同时有利于改善经济结构,实现增长模式的转变,可谓运用外汇储备支持国内经济增长的创新行为。

图 8: 中国增值税税率相对较高

	增值税起征日	起始增值税率 (%)	目前增值税率 (%)
中国 ^{1/}	1994-01	17.0	17.0
孟加拉国	1991-07	15.0	15.0
蒙古	1998-07	10.0	15.0
斯里兰卡	1998-04	12.5	15.0
斐济	1992-07	10.0	12.5
新西兰	1986-05	10.0	12.5
瓦努阿图	1998-08	12.5	12.5
澳大利亚	2000-07	10.0	10.0
柬埔寨	1999-01	10.0	10.0
印度尼西亚	1985-04	10.0	10.0
韩国	1977-07	13.0	10.0
尼泊尔	1997-11	10.0	10.0
巴布亚新几内亚	1999-07	10.0	10.0
菲律宾	1988-01	10.0	10.0
萨摩亚	1994-01	10.0	10.0
越南	1999-01	10.0	10.0
泰国	1992-01	7.0	7.0
日本 ^{2/}	1989-04	3.0	5.0
台湾省	1986-04	5.0	5.0

资料来源: 中金公司研究部 注: 1、自 2009 年 1 月 1 日起, 对小规模纳税人(年应征增值税销售额低于 180 万的商业企业和低于 100 万的工业企业), 不再区分工业(6%)和商业(4%)设置两档征收率, 增值税征收率统一降低至 3%。2、包括 1%的地方税

图 9: 中国个人所得税税率相对较高

国家	个人所得税
澳大利亚	17-45%
中国	5-45%
巴西	7.5-27.5%
加拿大	15-29% (联邦)
法国	5.5-40%
德国	15-45%
香港	2-17%
印度	10-30%
印度尼西亚	5-30%
意大利	23%-43%
日本	5-50%
菲律宾	5-32%
俄罗斯	13%
新加坡	3.5%-20%
韩国	0-40%
西班牙	24-43%
台湾	6-40%
泰国	5-37%
土耳其	15-35%
英国	0-40%
美国	15-35%
越南	5-35%

资料来源: <http://www.worldwide-tax.com/>、中金公司研究部; 注: 更新至 2009-3-28,

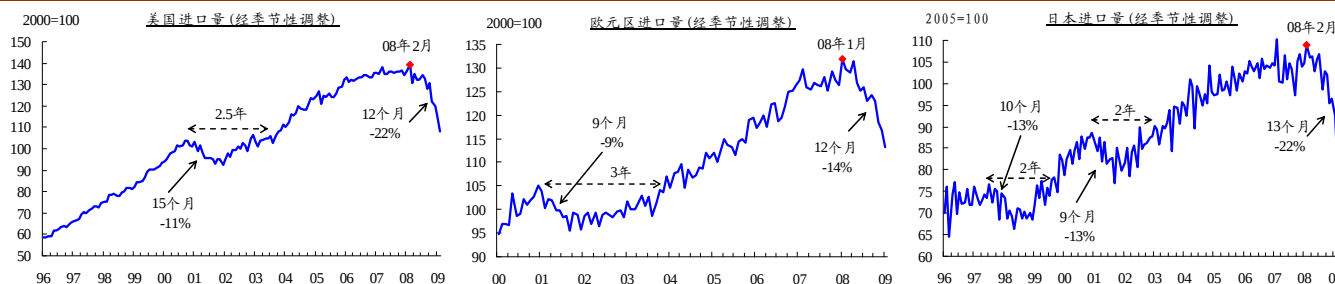
新兴市场方面：

新兴经济体出口产能过剩的问题将无法在短期内靠外部力量来解决

发达国家进口下滑深度可能已近底部，但在底部徘徊的风险犹存，而从底部回升至危机前水平的周期可能比以往（平均值 1.5 年）更漫长，意味着新兴经济体出口产能过剩的问题将无法在短期内靠外部力量来解决。

- ▶ 在 1997 年亚洲金融危机爆发后，日本的进口量在 10 个月内萎缩了 13%，其后超过 1 年才回升至原来的水平，整个过程历时约 2 年。而在 2000 年美国 IT 泡沫破灭后，美欧日的进口量持续下滑了平均 12 个月才触底，下降幅度达到了平均 11%。它们的进口量从开始下跌到回复原来水平总共耗时 2~3 年。
- ▶ 这轮发达国家进口下滑周期始于 2008 年初。在过去的 1 年内，美日的进口量已分别下降了 22%，而欧元区的进口下降幅度稍微滞后为 14%，但都已远超过前两轮危机。从图 10 中不难看出，美欧日的进口下滑已从初期的轻微周期性调整转为从 10 月份起的深度下跌，反映了金融/经济危机并行而导致的全球性贸易萎缩。
- ▶ 尽管发达国家的进口仍有继续下滑的倾向，但其深度可能已近底部。最近多个亚洲经济体 3 月份出口值也录得首次环比上升，而日本 3 月份进口量亦录得小幅环比增加，意味着发达国家进口下滑深度可能已近底部。然而，全球经济结构性的调整，特别是此刻仍缺乏一个强有力的经济体来拉动需求，使发达国家进口在底部徘徊的可能性增加，同时进口量从底部回升至原来水平的周期也将比以往平均周期（1.5 年）更漫长。这意味着新兴经济体出口产能过剩的问题并不能在短期内靠外部力量来解决。（图 10）

图 10：美欧日此前的贸易衰退周期历时 2~3 年

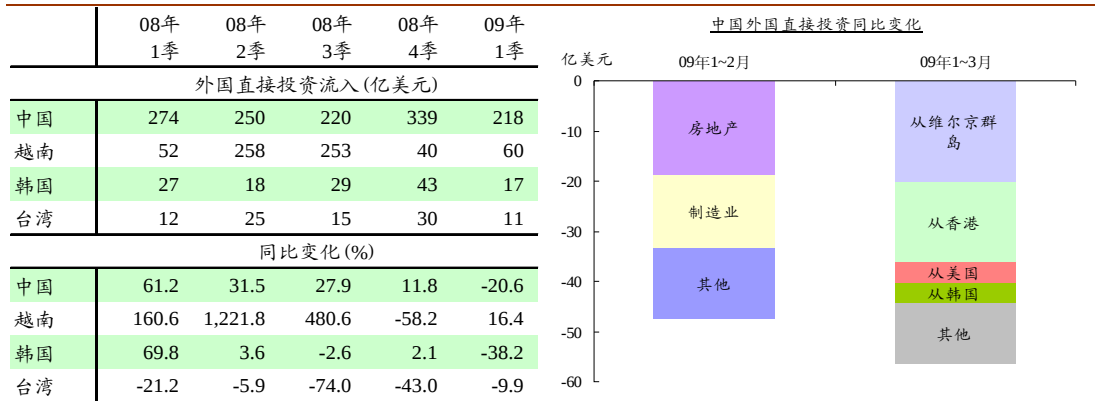


资料来源：CEIC、中金公司研究部

新兴亚洲的外国直接投资流入显著减少

尽管踏入 2009 年以来全球流动性明显改善，但流入新兴亚洲的直接投资在今年 1 季度仍显著下滑。虽然流入中国的外国直接投资也明显下降，但仍远高于其他新兴亚洲经济体，表明中国对于外资来说仍具备相当的吸引力。在已公布了今年 1 季度外国直接投资数据的经济体中，韩国的跌幅最大，同比下降达 38%；中国的跌幅也达到 21%，同比减少了 56 亿美元，但降幅在 3 月份显著放缓（图 11 左）。另一方面，流入越南的直接投资却持续上升，但升幅较 2008 年有所放缓。从流入中国的直接投资来源地看，维尔京群岛和香港总共为今年 1 季度总资本流入的同比降幅贡献了 64%（图 11 右）。从行业来看，流入中国房地产和制造业的直接投资自去年 4 季度已显著减少，它们为今年 1~2 月的总资本流入的同比降幅分别贡献了 40%和 31%（1 季度分行业数据尚未公布）。

图 11：流入新兴亚洲的直接投资显著减少



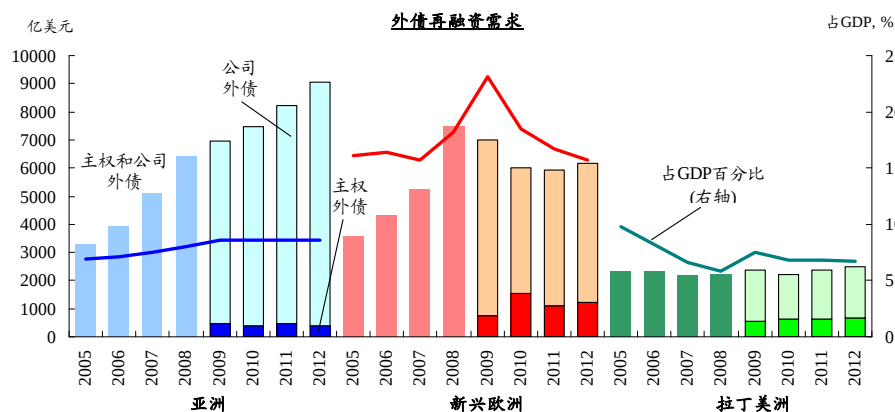
资料来源：CEIC、中金公司研究部

新兴市场再融资需求巨大

尽管本月初举行的 G20 峰会对挽救新兴市场近期债务危机起到了关键作用，但新兴市场在今后 5 年内巨大的外债再融资需求仍是其主要脆弱性所在。由于新兴市场在过去几年过度依赖外债来为其企业提供资金，持续性的金融信贷紧缩将损害企业的再融资能力。国际货币基金组织（IMF）最新的估算显示，新兴市场的再融资需求将从 2009 年的 1.8 万亿美元增加至 2012 年的 2 万亿美元（图 12）。其中新兴欧洲在 2009 年的外债再融资需求高达 7000 亿美元，约等于其 GDP 的 23%。相对而言，尽管同样面对庞大的再融资需求，新兴亚洲和拉丁美洲的再融资金额占其 GDP 在 10% 以下，而它们的公司债券收益率差（相对于美国国库券）亦小于新兴欧洲市场（图 13）。

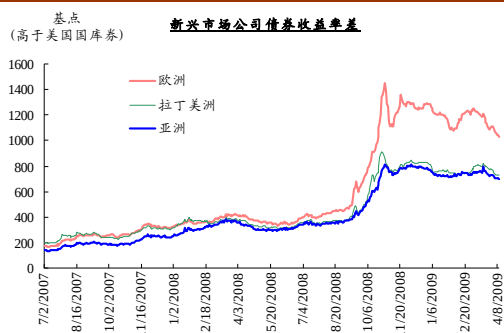
经济持续恶化使新兴市场银行面临资产减值和额外资金需求。根据 IMF 的估计，新兴市场银行的潜在贷款和证券减值金额可能高达 8000 亿美元（或总资产值的 7% 左右）。尽管一些经济体的金融系统可提供大量的资本缓冲，但新兴市场银行（尤其是新兴欧洲）将总共需要多达 3000 亿美元的新资金（图 14）。这些新资金将需要由官方部门提供，因私人投资者对这些机构的兴趣已今时不如往日。然而，各国政府在经济不景气中积极推出财政措施以刺激内需，致使一些经济体将很难提供资金予其银行业。而欧美银行在新兴市场的子公司亦因其母公司面临越来越多的信贷减值而难以弥补资金短缺。因此，资金短缺已成为许多新兴市场银行面临的挑战。

图 12：新兴市场外债再融资需求



资料来源：国际货币基金组织、中金公司研究部

图 13: 新兴市场公司债券收益率差



资料来源：国际货币基金组织、中金公司研究部

图 14: 新兴市场银行的潜在资本需求

区域	总资产	潜在减值	潜在 资本缓冲	资本需求
(亿美元)				
亚洲(中国除外)	46,680	2,700	1,480	1,220
欧洲/中东/非洲	39,590	3,450	2,030	1,420
其中：东欧	20,560	1,850	830	1,020
拉丁美洲	29,570	1,810	1,440	370
总计	115,840	7,960	4,950	3,010

资料来源：国际货币基金组织、中金公司研究部

中国经济

联系人：邢自强、徐剑、鞠娟

4月通货膨胀预测

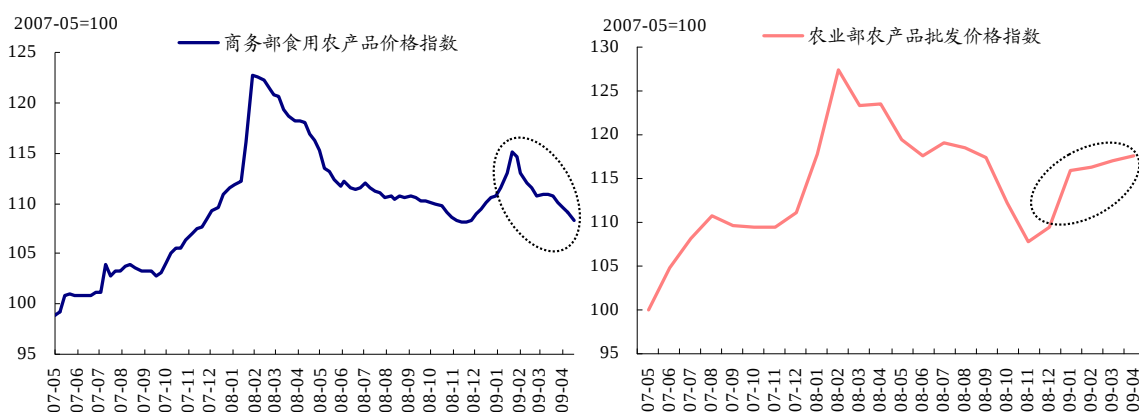
- ◆ 受翘尾因素影响，4月仍面临通缩风险：CPI继续处于负区间，同比下滑至-1.3~-1.5%，连续3个月同比通缩；PPI则进一步大幅下挫至-6.9%，跌幅扩大，连续5个月同比通缩。

1. 食品CPI预测：近期食品价格有所回落，主要源于受季节影响较大的蔬菜价格出现大幅下降。根据商务部（连续5周下降）和农业部公布的农产品价格走势（图15），我们预计4月份食品CPI环比为0~-1%，同比为-0.6~-1.6%，继续下降。

2. 非食品CPI预测：受PPI大幅通缩的传导以及就业和收入压力的影响，非食品价格环比仍将继续下降，我们预计4月非食品CPI环比下降0.1%左右，同比则下降1.3~1.5%。

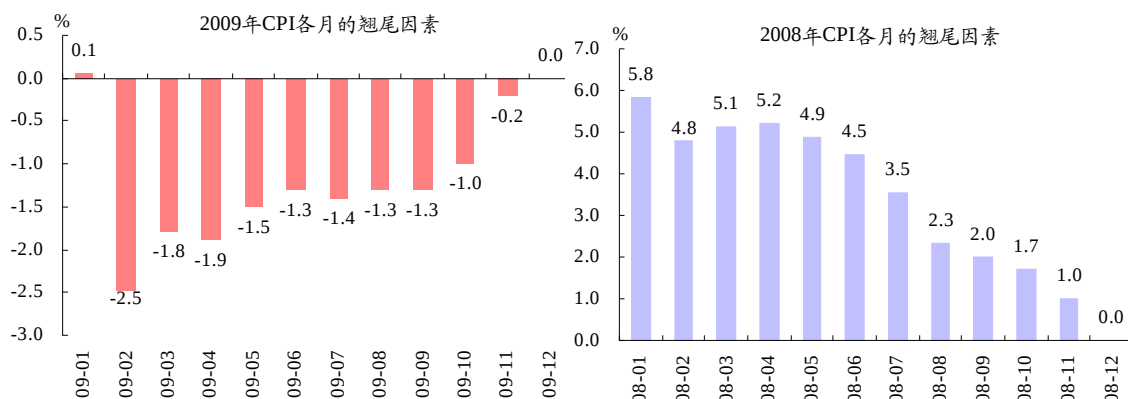
总体来看，4月份CPI仍将处于通缩区间，受翘尾因素下滑略有放大影响，预计CPI同比降幅相应扩大至-1.3~-1.5%（3月份同比-1.2%）。但随着后续翘尾因素的回升、经济逐步企稳，未来数月CPI通缩幅度将逐渐缩窄。我们维持中国2009年CPI与PPI同比上涨-0.3%和-5%、2010年达到1.6%和4%的前期预测。

图 15：商务部农产品价格继续下降，农业部略有回升



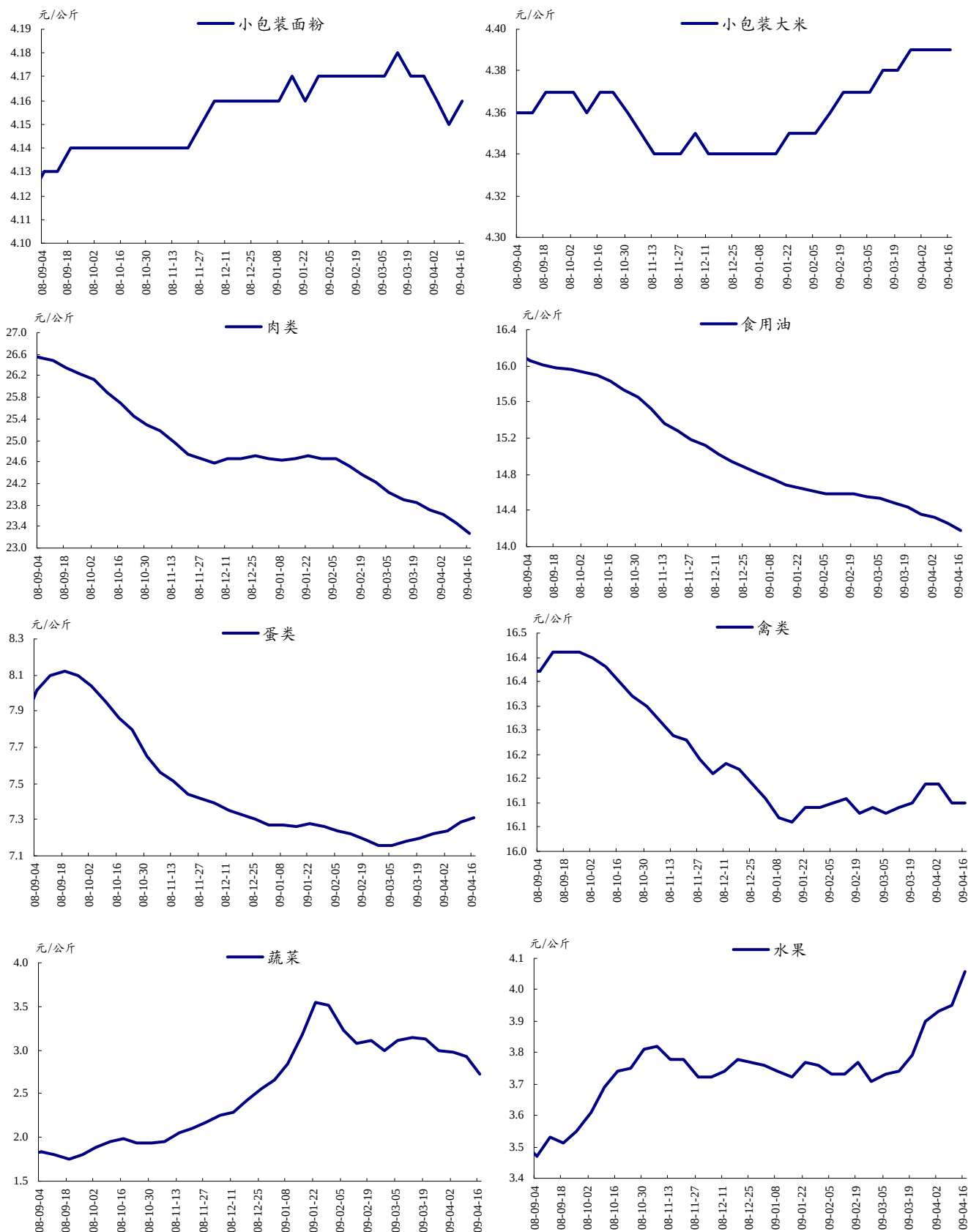
资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图 16：09 年 CPI 翘尾因素基本为负，与 08 年截然相反



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 17：近期蔬菜价格下跌，水果大幅上涨，肉、油脂价格继续下跌，粮食价格稳中有升



资料来源：商务部、中金公司研究部

近期经济数据

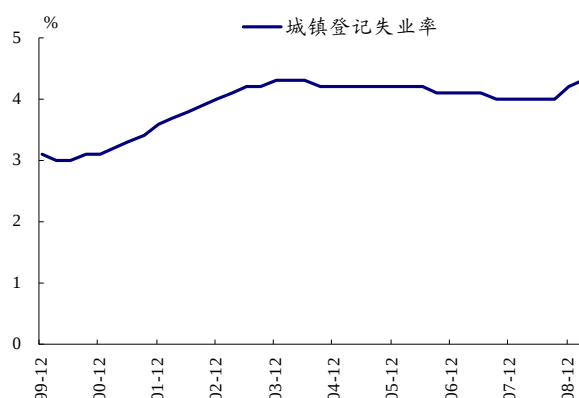
◆ 前3月累计城镇新增就业268万人，实现全年目标的29%

人力资源和社会保障部发布，今年前3月，全国累计实现城镇新增就业268万人，为全年目标900万人的29%；下岗失业人员再就业120万人，为全年目标500万人的24%；就业困难人员实现就业35万人，为全年目标100万人的35%。1季度城镇登记失业率4.3%。

中金点评：

1季度城镇新增就业、下岗失业人员再就业和就业困难人员就业分别完成全年目标的29%、24%和35%，基本实现季度目标。同时，1季度城镇登记失业率并未大幅上扬，仅相当于03-04年的水平（4.3%，图18），显示在1季度GDP同比增速创下15年以来最低时（6.1%），依然可以保证就业目标的基本实现。进一步说明了政府可以通过各种途径努力实现国泰民安，而非仅仅依靠经济增长，譬如加强社会保障制度方面的改革措施和对弱势群体的扶植政策，使得经济增速低于8%，社会依然稳定（参见2009年2月23日《经济失衡下的市场亢奋》）。由此可见，近期出台更多的经济刺激政策已无必要。

图18：失业率并未大幅上升，相当于03-04年水平



资料来源：人力资源和社会保障部、CEIC、中金公司研究部

图 19：出口分国家细项

累计同比增长，%	主要国家和地区出口增速												占比，%
	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	
欧盟	49.6	45.1	37.5	26.6	34.8	24.1	27.0	25.6	19.5	-17.5	-23.0	-22.1	20.5
美国	32.2	35.1	30.4	24.9	14.4	5.4	8.9	11.2	8.4	-9.8	-16.1	-14.8	17.6
日本	22.6	23.7	14.4	9.1	11.3	12.2	15.0	16.1	13.8	-9.0	-17.5	-16.1	8.0
东盟	31.2	38.7	29.3	28.6	32.1	34.5	29.7	28.8	21.1	-22.0	-24.6	-22.2	8.1
拉丁美洲	25.2	53.6	29.8	52.2	43.0	49.2	47.3	48.7	38.7	-18.2	-24.6	-24.7	5.1
非洲	46.5	35.5	35.3	42.9	39.7	44.9	40.1	40.0	36.3	6.4	-3.9	0.7	3.5
香港	30.5	32.5	23.1	24.8	18.6	10.0	8.0	9.1	3.5	-35.5	-26.6	-24.6	13.4
韩国	29.6	38.3	26.3	26.9	26.0	33.4	35.9	41.8	31.7	-29.1	-28.2	-29.4	5.3
印度	25.2	77.1	50.8	63.2	64.8	48.2	52.7	43.0	31.1	-17.7	-15.1	-12.6	2.3
俄罗斯	71.5	50.2	45.6	19.8	79.9	51.6	32.6	14.7	15.9	-27.7	-39.1	-43.5	2.2
其它	43.3	28.9	28.3	38.8	27.0	29.3	27.0	28.0	24.6	-12.3	-18.2	-14.9	14.0

注：占比为2008年数据

资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 20：出口分产品大项

累计同比增长，%	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	占比，%
初级产品	22.3	16.5	21.0	8.0	16.1	20.1	28.7	34.1	26.3	-19.2	-20.3	-19.4	5.4
食物及活动物	19.9	7.6	19.3	14.4	19.5	4.5	7.7	10.6	6.6	-12.9	-14.1	-8.1	2.3
饮料及烟类	3.4	19.1	-2.9	1.3	17.0	20.0	16.0	16.2	9.6	1.1	2.5	9.2	0.1
非食用原料（燃料除外）	14.3	16.1	28.2	5.0	15.7	27.3	25.5	30.1	24.9	-28.3	-31.6	-32.4	0.8
矿物燃料、润滑油及有关原料	32.9	30.3	21.7	1.0	11.9	44.8	64.6	72.4	57.7	-25.6	-24.7	-29.6	2.2
动植物油、脂及蜡	17.9	28.5	80.9	39.4	-18.8	54.8	100.7	108.0	89.2	-30.7	-38.3	-41.3	0.0
工业制成品	35.8	37.0	29.0	28.5	26.2	21.4	21.5	21.7	16.8	-17.4	-21.2	-19.7	94.6
化学成品及有关产品	27.8	34.5	35.7	24.5	35.6	45.4	46.7	44.0	31.4	-30.3	-27.5	-27.5	5.6
原料类的制成品	30.3	45.8	28.3	35.4	25.8	13.5	13.4	22.2	19.0	-21.5	-26.8	-25.7	18.3
机械及运输设备	47.9	42.9	31.3	29.5	26.5	22.1	25.3	23.8	16.7	-22.0	-21.9	-21.0	47.1
杂项消费品	24.7	24.0	24.1	22.6	24.7	21.4	15.6	13.3	12.8	-3.0	-14.3	-10.5	23.4
未分类的商品	47.2	16.2	44.9	49.5	-9.4	-24.7	-30.6	-29.0	-21.5	-95.9	1.7	72.3	0.1

占比为2008年

资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 21：出口分产品细项

累计同比增长, %	2003	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	占比, %
原料类的制成品	30.3	45.8	28.3	35.4	25.8	13.5	13.4	22.2	19.0	-21.5	-26.8	-25.7	18.1
皮革、皮革制品及已鞣皮毛	19.6	31.3	9.1	16.0	-20.9	-36.2	-43.9	-40.8	-41.1	-58.5	-60.3	-56.1	0.1
橡胶制品	28.0	49.9	46.4	36.5	37.4	21.8	19.1	20.4	13.8	-22.2	-24.1	-21.9	0.8
软木及木制品（家具除外）	21.8	51.7	24.7	35.6	15.5	-2.7	-4.2	-2.4	-5.2	-26.9	-33.4	-27.9	0.6
纸及纸板；纸浆及纸板制品	34.7	22.8	38.7	37.4	30.9	22.1	14.3	10.8	8.1	-18.5	-20.4	-17.7	0.5
纺纱、织物、制成品及有关产品	30.8	24.3	22.7	18.5	15.0	28.0	25.7	21.4	16.6	-12.4	-20.7	-15.6	4.6
非金属矿物制品	25.2	33.8	32.8	27.4	15.2	21.6	17.6	19.8	20.0	-7.6	-12.7	-9.8	1.7
钢铁	44.5	188.6	39.0	68.7	58.3	3.6	8.7	40.8	37.7	-38.1	-38.5	-44.6	5.0
有色金属	42.5	69.9	18.2	66.5	5.4	6.3	6.0	10.4	1.6	-57.3	-59.6	-59.8	1.4
金属制品	27.0	39.2	30.9	29.9	29.3	11.0	11.8	17.8	18.1	-8.7	-15.5	-12.6	3.8
机械及运输设备	47.9	42.9	31.3	29.5	26.5	22.1	25.3	23.8	16.7	-22.0	-21.9	-21.0	47.1
动力机械及设备	17.3	36.4	31.4	36.5	41.0	48.5	56.2	52.1	45.0	0.4	-6.6	-4.7	1.5
特种工业专业机械	40.1	39.6	41.2	48.5	45.0	57.6	54.0	49.3	40.5	-6.8	-21.5	-24.5	1.7
金工机械	33.8	43.0	47.3	42.3	38.4	55.0	57.6	54.7	49.9	-1.2	-2.1	-6.8	0.4
通用工业机械设备及零件	44.1	46.6	29.9	30.7	39.3	33.4	32.9	32.6	30.1	-8.8	-14.9	-13.6	4.3
办公用机械及自动数据处理设备	72.4	39.5	27.0	21.5	9.4	8.2	12.9	13.8	8.6	-23.7	-23.0	-21.3	11.2
电信及声音的录制及重放装置设备	40.5	52.1	38.5	30.3	33.4	16.9	20.0	17.5	8.5	-30.3	-25.1	-24.2	12.5
电力机械、器具及其电气零件	32.9	40.5	26.8	34.6	26.0	25.9	28.4	26.5	19.1	-26.9	-25.9	-24.2	10.7
陆路车辆（包括气垫式）	51.5	43.0	33.0	26.5	43.9	34.4	34.1	30.0	18.6	-35.7	-41.7	-41.2	3.3
其他运输工具	43.1	11.2	48.1	67.8	43.4	59.0	54.9	54.5	55.4	30.4	44.5	40.6	1.6
杂项消费品	24.7	24.0	24.1	22.6	24.7	21.4	15.6	13.3	12.8	-3.0	-14.3	-10.5	23.4
活动房屋；卫生、水道、供热及照明	28.2	23.2	24.8	25.6	28.2	18.2	18.0	20.7	24.3	-1.9	-10.3	-9.4	0.8
家具及其零件；褥垫及类似填充制品	35.2	39.6	31.4	26.0	29.0	28.4	25.7	20.2	18.0	-5.4	-15.1	-9.9	2.2
旅行用品、手提包及类似品	15.9	23.4	17.1	18.9	24.4	22.4	26.4	26.0	28.8	8.3	-7.4	-1.0	1.0
服装及衣着附件	26.1	18.8	19.9	28.6	20.9	14.7	3.4	1.7	4.1	5.7	-11.0	-5.0	8.4
鞋靴	16.8	17.4	25.3	14.5	16.0	11.2	12.5	15.1	17.2	10.7	-2.2	0.8	2.1
专业、科学及控制用仪器和装置	83.7	78.3	52.9	23.1	44.7	47.9	42.7	33.0	17.6	-35.1	-37.8	-37.2	2.5
摄影器材、光学物品及配置	21.8	18.2	8.4	5.8	20.0	25.2	22.5	19.9	14.4	-15.3	-19.6	-16.8	0.7
杂项制品	17.1	21.4	23.4	17.5	25.7	20.9	18.0	17.5	17.0	-7.3	-12.8	-9.6	5.7

资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 22：CPI 细项

		2007	08 1Q	08 2Q	08 3Q	08 4Q	09-01	09-02	09-03	09 1Q	2007	08 1Q	08 2Q	08 3Q	08 4Q	09 1Q
	权重	同比增长，%									贡献度					
总体CPI	100%	4.8	8.0	7.8	5.3	2.5	1.0	-1.6	-1.2	-0.6	4.8	8.0	7.8	5.3	2.5	-0.6
食品	32.7%	12.3	21.0	19.8	11.5	6.2	4.2	-1.9	-0.7	0.5	4.0	6.9	6.5	3.7	2.0	0.2
粮食	3.1%	6.3	6.2	8.2	8.1	5.7	3.9	4.4	5.5	4.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1
油脂	NA	26.6	42.9	40.7	23.2	0.9	-13.9	-17.2	-23.7	-18.3						
肉禽	7.5%	31.5	44.1	37.7	10.8	2.6	-2.8	-8.8	-10.3	-7.3	2.4	3.3	2.8	0.8	0.2	-0.5
鲜蛋	1.0%	23.9	4.7	2.6	4.7	3.0	1.4	-2.4	2.1	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
水产品	NA	5.1	11.2	17.6	16.5	11.4	11.6	3.3	6.4	7.1						
鲜菜	2.5%	8.9	27.5	10.7	3.3	1.2	19.6	-9.3	5.9	5.4	0.2	0.7	0.3	0.1	0.0	0.1
鲜果	2.5%	0.8	7.8	12.1	13.1	3.7	-0.4	-5.1	-1.2	-2.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1
调味品	NA	3.8	4.2	5.4	6.1	6.1	5.6	5.4	5.1	5.4						
烟酒及用品	3.9%	1.7	2.3	2.8	3.3	3.2	2.4	2.0	1.8	2.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
烟草	NA	0.8	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2						
衣着	9.1%	-0.6	-1.5	-1.5	-1.2	-1.7	-2.7	-2.3	-2.3	-2.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
服装	NA	-0.6	-1.6	-1.6	-1.4	-2.1	-3.1	-2.7	-2.5	-2.8						
家庭设备用品及维修服务	6.0%	2.0	2.2	2.8	3.2	3.1	2.6	2.1	1.5	2.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
耐用消费品	NA	1.6	0.9	1.3	1.6	1.2	0.6	0.2	-0.6	0.1						
家庭服务及加工维修服务	NA	7.2	9.6	9.7	9.3	7.6	8.1	5.7	6.1	6.6						
医疗保健及个人用品	10.0%	2.1	3.4	3.3	2.9	2.4	1.6	1.3	1.0	1.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
西药	NA	-0.9	0.7	1.2	1.2	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0						
中药材及中成药	NA	7.8	10.9	8.1	4.9	3.6	3.3	3.4	3.0	3.2						
医疗保健服务	NA	2.2	1.5	0.5	0.2	0.5	0.7	0.8	0.9	0.8						
交通和通信	10.4%	-0.9	-1.4	-1.5	-0.2	-0.7	-2.5	-3.0	-2.5	-2.7	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.3
交通工具	NA	-2.3	-2.8	-1.7	-0.9	-1.2	-1.3	-1.6	-1.8	-1.6						
车用燃料及零配件	NA	3.7	7.4	9.6	22.2	14.9	-8.2	-9.2	-9.0	-8.8						
车辆使用及维修	NA	2.4	0.9	0.4	1.0	0.8	0.9	1.7	1.6	1.4						
城市间交通费	NA	3.0	4.5	3.5	4.8	4.4	2.3	-0.5	1.3	1.0						
市区交通费	NA	1.4	0.3	0.4	0.6	0.9	0.9	0.2	0.6	0.6						
通信工具	NA	-18.3	-19.7	-19.6	-18.8	-19.0	-18.8	-18.6	-18.8	-18.7						
娱乐教育文化用品及服务	14.2%	-1.0	-0.6	-1.0	-0.7	-0.4	0.3	-1.1	-0.7	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
学杂托幼费	NA	-0.4	0.2	0.2	0.5	1.1	1.1	1.7	1.6	1.5						
教材及参考书	NA	-0.9	-0.9	-0.3	1.0	2.6	2.8	2.5	2.8	2.7						
文娱费	NA	2.7	2.3	2.4	1.8	1.8	3.5	3.1	2.9	3.2						
旅游	NA	2.4	3.1	-0.1	0.5	0.8	5.7	-7.2	-3.5	-1.7						
文娱用品	NA	-0.5	-0.7	-0.3	-5.1	-8.6	-9.5	-9.6	-9.9	-9.7						
居住	13.2%	4.5	6.6	7.2	7.1	1.4	-2.3	-2.9	-3.5	-2.9	0.6	0.9	1.0	0.9	0.2	-0.4
水、电及燃料	NA	3.0	6.3	8.0	8.6	2.9	-0.4	-1.2	-1.7	-1.1						
建房及装修材料	NA	5.1	6.2	7.5	8.7	5.7	3.9	3.1	1.6	2.9						
租房价格	NA	4.2	4.6	4.4	3.3	1.8	1.3	1.2	1.3	1.3						
城市CPI	NA	4.5	7.8	7.4	5.1	2.3	0.7	-1.9	-1.4	-0.9						
农村CPI	NA	5.4	8.6	8.5	5.8	3.1	1.5	-0.8	-0.7	0.0						
消费品	NA	5.7	9.9	9.8	6.5	3.3	1.5	-1.5	-1.1	-0.4						
服务类	NA	1.9	2.1	1.5	1.4	0.1	-0.8	-1.8	-1.4	-1.3						
非食品	NA	1.1	1.6	1.8	2.1	0.6	-0.6	-1.2	-1.3	-1.0						

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 23: PPI 细项

同比增长, %	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	08-Q1	08-Q2	08-Q3	08-4Q	09-01	09-02	09-03
工业品出厂价格指数	-1.3	-2.3	2.3	6.1	4.9	3.0	3.1	6.9	8.4	9.7	2.5	-3.3	-4.5	-6.0
轻工业	-1.6	-2.5	-0.7	2.2	0.7	0.5	2.2	4.0	4.4	4.3	2.1	-0.5	-1.1	-1.9
重工业	-1.1	-2.1	5.4	9.8	9.0	5.2	4.0	9.4	11.7	14.3	2.8	-5.8	-7.4	-9.4
生产资料	-1.2	-2.3	3.6	7.8	6.8	3.9	3.2	7.5	9.4	11.5	2.6	-4.4	-5.7	-7.4
采掘工业	0.1	1.8	13.3	18.8	25.8	14.8	3.8	24.9	27.5	33.1	7.4	-13.2	-17.4	-19.9
原料工业	-0.3	-2.0	6.7	10.2	9.8	6.7	5.6	9.2	10.8	13.9	1.8	-6.8	-8.4	-10.2
加工工业	-2.0	-3.2	0.2	4.8	2.2	1.1	2.0	4.5	6.5	7.6	2.3	-2.2	-3.0	-4.5
生活资料	-1.5	-2.1	-1.1	1.2	-0.2	0.1	2.8	5.0	5.1	4.1	2.1	0.1	-0.5	-1.4
食品	0.5	-0.3	0.9	5.2	1.0	0.3	7.0	11.2	10.8	7.8	3.5	0.2	-0.7	-2.1
衣着	-1.0	-1.4	-0.2	1.0	0.8	1.3	1.2	2.0	2.4	2.3	2.3	0.9	0.5	-0.1
一般日用品	-1.7	-2.2	-0.5	1.9	1.9	0.8	1.5	3.4	3.9	4.2	2.9	1.0	0.6	0.0
耐用消费品	-4.6	-5.3	-4.4	-3.8	-3.1	-2.0	-1.0	-0.2	-0.4	-0.3	-0.6	-1.5	-1.9	-2.5
分品种:														
煤炭开采	6.9	13.2	3.8	16.8	23.2	5.0	3.8	19.6	24.2	37.6	33.6	22.7	18.8	13.9
石油天然气开采	-4.6	-5.6	19.1	19.6	29.9	21.9	2.0	34.3	34.1	34.3	-14.2	-49.9	-54.8	-54.2
黑色金属矿采选	1.6	1.0	10.4	45.3	12.3	-3.1	10.3	31.9	40.9	47.2	5.7	-16.1	-18.3	-25.1
有色金属矿采选	-0.5	0.9	7.2	17.6	19.6	23.4	12.6	10.5	10.0	7.1	-8.5	-16.9	-17.4	-20.8
非金属矿采选	-0.9	0.2	0.2	5.8	9.4	2.5	3.1	6.9	11.1	16.1	9.9	2.3	1.5	1.4
农副食品加工			3.1	14.0	1.1	0.0	13.3	20.8	19.3	13.3	4.2	-1.6	-2.7	-5.8
食品制造	-1.2	-0.9	-0.3	2.9	1.5	1.1	2.6	7.1	8.6	9.0	7.3	3.9	2.8	2.0
饮料制造	-0.7	-0.8	-0.8	0.6	0.6	0.5	1.2	3.1	4.0	4.1	3.6	1.4	1.2	0.9
烟草加工	2.2	3.6	0.6	1.1	0.9	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4
纺织业	-1.3	-4.9	1.8	4.3	0.5	2.1	0.8	1.8	1.9	1.7	0.4	-1.3	-2.4	-2.7
衣服、鞋帽制造	-1.1	-1.1	-0.2	0.7	-0.2	0.9	0.7	1.8	2.4	2.2	2.1	0.5	-0.3	-0.4
羽毛、毛皮、绒及相关产品	0.9	-0.8	-0.3	0.9	2.5	1.2	2.4	2.7	2.8	2.1	1.6	0.5	0.5	-0.8
木材加工及竹、藤等加工	-1.3	-3.1	-0.9	2.2	1.7	2.3	3.6	3.9	4.4	4.7	3.5	0.4	0.6	-0.6
家具制造	-0.3	-1.2	-0.4	1.9	2.7	0.3	1.5	3.0	3.8	3.6	3.1	1.4	1.6	0.6
造纸及纸制品业	-0.2	-2.4	-1.3	1.3	1.4	0.7	1.0	3.9	6.8	7.8	4.5	-1.2	-2.4	-4.0
印刷和记录媒介复制业	-4.7	-3.4	-2.4	-1.9	-0.4	-0.2	0.5	1.9	2.7	3.0	2.7	1.4	1.5	1.3
文化、教育及运动产品	-1.6	-2.2	0.2	2.2	2.0	1.4	1.5	1.0	2.1	2.5	2.0	0.8	1.2	0.7
石油、炼焦及核燃料加工	2.5	-3.7	14.7	12.2	18.4	17.9	5.0	15.1	19.2	33.1	13.8	-5.2	-10.9	-12.6
化学原料及化学制品制造业	-2.4	-1.2	3.4	10.2	8.5	0.4	3.7	10.2	15.0	17.5	2.0	-8.9	-9.9	-11.4
医疗及药品	-2.1	-1.7	-1.2	-2.2	1.5	-1.4	2.1	4.4	5.1	3.7	1.8	1.7	1.0	0.7
化纤业	-8.6	-6.5	4.5	8.1	4.7	1.2	3.3	3.3	2.4	0.6	-8.7	-17.0	-16.0	-15.7
橡胶制品	-2.2	-2.2	-0.1	1.0	4.5	4.7	3.3	3.0	4.2	6.5	6.0	3.2	2.5	1.8
塑料制品	-1.1	-3.9	-0.2	6.5	5.5	1.0	2.0	2.4	2.9	4.5	0.9	-2.6	-3.2	-3.9
非金属矿物制品	-1.0	-2.3	-0.4	3.4	0.6	1.5	1.3	4.9	6.9	11.0	8.8	5.1	4.1	2.5
黑色金属冶炼及加工	0.3	-1.5	10.1	18.9	4.6	-4.0	7.9	18.8	26.7	28.5	4.9	-7.2	-8.9	-15.0
有色金属冶炼及加工	-6.5	-4.5	5.1	18.9	11.7	22.5	13.9	7.1	1.1	-3.0	-18.0	-24.6	-25.0	-28.7
金属制品	-0.9	-2.5	0.4	7.4	4.1	1.0	2.6	4.8	7.6	9.4	5.0	1.6	0.6	-1.7
通用设备制造	-1.0	-1.8	-0.2	3.1	1.8	0.2	1.3	3.0	4.9	6.3	5.1	2.1	1.6	0.7
专用设备	-1.5	-1.1	-0.4	1.9	1.8	1.2	1.5	2.6	3.2	4.1	3.4	2.4	2.0	1.5
交通设备	-2.5	-3.2	-2.1	-1.8	-1.1	-0.5	0.0	0.7	1.4	2.1	2.0	1.5	1.1	0.4
电气机械及器材制造业	-2.8	-3.5	-2.1	3.7	3.2	7.4	3.7	1.8	1.8	1.9	-1.2	-5.6	-6.4	-6.9
通讯、计算机及其他电子器件	-5.8	-7.0	-6.3	-4.9	-4.7	-3.4	-2.5	-1.7	-1.6	-1.7	-1.9	-3.8	-3.9	-4.2
仪器仪表及文化办公机械制造业	-1.4	-4.9	-2.7	-1.5	-1.3	-0.8	-1.2	0.0	0.6	0.4	0.0	-0.1	-0.7	-0.5
工艺品及其他制造业			2.1	5.8	3.9	2.5	4.3	6.3	6.4	5.9	3.6	2.4	1.9	1.3
废弃资源和废旧材料回收加工业			11.5	16.9	5.3	3.4	4.4	7.8	14.4	14.7	-2.5	-11.2	-11.6	-15.0
电力、热力生产供应业	2.3	0.7	0.9	2.5	4.2	2.8	2.2	0.7	0.7	1.9	3.7	3.7	3.4	3.5
气体生产加工	2.5	1.3	3.3	2.5	5.2	6.8	4.8	5.9	6.8	6.6	4.2	1.8	1.7	0.9
水的生产和供应	7.6	6.4	5.3	4.1	4.0	6.4	4.7	3.8	3.1	2.7	2.3	2.1	2.3	3.0

资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 24：分行业工业企业增加值

同比增长, %	2007	08 1Q	08 2Q	08 3Q	2008	09 01-02	09-03	09 1Q	各行业占比 %	电力消耗量占比 %
规模以上工业企业增加值	18.5	16.4	16.3	15.2	12.9	3.8	8.3	5.1	100.0	100.0
煤炭采选业	18.1	15.9	20.9	22.4	19.1	4.8	5.1	4.7	4.0	1.9
石油和天然气开采业	3.9	7.4	6.7	6.8	6.1	6.4	14.9	9.1	5.5	1.0
黑色金属矿采选业	29.2	38.3	34.5	27.1	21.9	13.2	22.7	16.2	0.8	0.9
有色金属矿采选业	23.1	14.3	15.4	15.5	14.3	13.6	16.3	11.9	0.8	0.6
非金属矿采选业	25.2	27.0	23.3	22.0	22.3	18.1	17.1	17.9	0.4	0.4
其他采矿业	47.8	49.5	26.5	27.6	31.5	30.4	17.9	26.1	0.0	0.1
农副食品加工业	16.9	16.6	16.5	15.9	15.0	15.9	15.8	15.5	4.0	1.0
食品制造业	20.0	20.2	18.3	17.6	16.4	9.2	12.7	10.7	1.6	0.5
饮料制造业	21.8	21.0	18.0	17.4	16.1	11.9	11.6	10.6	1.6	0.3
烟草加工业	15.7	15.0	13.5	11.4	12.6	5.6	9.9	6.1	2.5	0.1
纺织业	16.2	12.7	12.7	11.6	10.5	5.1	8.3	6.1	4.2	3.5
服装及其他纤维制品制造	16.8	13.8	13.1	12.6	12.5	11.1	11.2	9.7	1.9	0.4
皮革毛皮羽绒及其制品业	17.5	15.0	14.4	13.9	12.4	6.2	7.2	5.6	1.3	0.2
木材加工及其制品业	28.8	27.8	26.9	24.2	21.5	11.4	13.6	12.1	0.9	0.5
家具制造业	20.9	16.5	14.4	13.9	13.5	1.8	7.5	4.2	0.6	0.1
造纸及纸制品业	17.6	18.8	17.2	15.7	12.4	3.6	7.1	4.7	1.5	1.4
印刷业和记录媒介的复制	18.4	14.6	13.5	13.8	12.4	5.5	6.0	5.5	0.6	0.2
文教体育用品制造业	17.2	13.0	11.4	19.5	18.2	2.2	5.6	3.2	0.5	0.1
石油加工及炼焦业	13.4	13.7	13.2	10.4	4.3	-8.1	-0.6	-5.4	2.6	1.3
化学原料及制品制造业	21.0	14.1	14.2	13.0	10.0	0.1	10.0	3.7	6.3	8.7
医药制造业	18.3	18.4	18.5	18.0	17.1	13.7	16.2	15.1	2.0	0.5
化学纤维制造业	18.1	10.4	7.7	3.7	2.2	-5.7	0.5	-4.3	0.7	0.9
橡胶制品业	19.6	18.5	16.0	14.3	11.2	-4.2	5.1	-0.6	0.8	0.8
塑料制品业	18.6	16.6	15.6	14.8	13.8	6.5	10.9	7.5	1.8	1.2
非金属矿物制品业	24.7	22.7	21.0	18.6	16.9	10.6	11.5	10.8	4.1	5.8
黑色金属冶炼及压延加工业	21.4	14.8	14.6	12.4	8.2	0.3	1.1	0.3	7.7	11.4
有色金属冶炼及压延加工业	17.8	12.5	14.3	15.1	12.3	-1.5	9.1	2.8	3.8	7.5
金属制品业	23.7	19.6	19.3	17.7	15.0	3.3	9.8	5.3	2.6	2.1
普通机械制造业	24.2	22.5	21.8	20.0	16.9	4.5	11.4	6.8	4.4	1.4
专用设备制造业	21.6	22.5	22.4	21.7	20.5	11.1	14.4	11.3	2.6	0.7
交通运输设备制造业	26.2	20.4	21.4	18.7	15.2	1.6	5.9	2.8	6.0	1.3
电气机械及器材制造业	21.5	21.7	21.3	19.6	18.1	9.4	12.5	9.5	5.2	1.1
电子及通信设备制造业	18.0	15.7	17.1	15.1	12.0	-9.4	1.2	-5.3	6.8	1.5
仪器仪表文化办公用机械	19.5	20.1	19.6	15.8	12.7	-2.5	0.3	-2.5	1.0	0.2
工艺品及其他制造业	15.1	12.4	11.0	10.1	10.1	0.8	-1.5	-0.8	0.8	0.9
废弃资源和废旧材料回收加工业	41.4	40.4	35.0	30.6	26.2	11.1	18.1	7.5	0.1	-
电力、热力的生产和供应业	13.8	13.2	11.9	11.0	8.6	1.3	2.9	1.5	7.5	14.3
燃气生产和供应业	20.8	29.1	32.6	31.9	26.8	12.5	16.5	14.4	0.3	0.1
水的生产和供应业	6.4	7.8	5.6	4.9	4.9	5.7	1.3	3.8	0.3	0.7

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部；注：各行业占比为 2007 年

图 25：分行业固定资产投资

自年初累计投资同比增长，%	2004	2005	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-03	占固定资产投资比重
城镇固定资产投资	27.6	27.2	24.5	25.8	25.6	26.8	27.6	26.1	28.6	100.0%
第一产业	20.3	27.5	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	54.5	85.0	1.0%
农林牧渔业	20.3	27.5	30.7	31.1	80.8	69.5	62.8	54.5	85.0	1.0%
第二产业	38.3	38.4	25.9	29.0	25.9	26.6	30.2	28.0	26.8	43.0%
采矿业	38.1	50.7	28.9	26.9	31.6	32.6	41.6	31.5	32.9	3.0%
煤炭采选业	60.8	65.6	27.2	23.7	41.7	42.0	41.6	33.6	47.5	1.0%
石油和天然气开采业	17.9	29.7	23.8	22.4	14.8	19.8	39.4	22.0	16.6	1.0%
制造业	36.3	38.6	29.4	34.8	31.9	31.4	33.4	30.6	27.3	32.0%
农副食品加工业	38.7	62.9	31.6	37.6	16.0	17.4	24.8	25.7	37.7	1.0%
纺织业	24.1	38	21.1	20.9	9.2	6.3	3.5	1.3	-4.5	1.0%
纺织服装、鞋、帽制造业	31.1	47.3	42.7	36.0	26.9	24.7	19.9	19.0	7.8	1.0%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	55	58.2	45.7	57.1	33.0	30.7	30.0	26.3	22.2	0.0%
家具制造业	43	80.1	44.8	43.1	64.4	33.7	37.2	31.3	-8.8	0.0%
造纸及纸制品业	34.1	31.6	18.4	26.5	24.0	28.9	30.5	25.4	8.0	1.0%
印刷业和记录媒介的复制	33.1	35.2	32.5	22.1	24.0	25.2	20.4	23.9	26.4	0.0%
文教体育用品制造业	29.7	60.1	36	43.5	27.3	8.1	10.8	13.7	18.2	0.0%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	98.8	25.8	17.9	50.3	75.1	57.8	50.5	29.4	5.9	1.0%
化学原料及化学制品制造业	41.4	33.7	19.9	38.1	33.1	34.5	40.8	35.5	40.6	3.0%
医药制造业	17.9	16.6	8	10.2	16.5	25.1	27.1	25.9	37.2	1.0%
塑料制品业	29.1	42.1	48.2	28.3	17.6	19.5	20.1	27.1	24.2	1.0%
非金属矿物制品业	43.6	26.6	33	50.8	49.2	46.8	48.3	46.6	57.7	3.0%
黑色金属冶炼及压延加工业	26.9	27.5	-2.5	12.2	22.4	23.0	29.2	23.8	-6.4	2.0%
有色金属冶炼及压延加工业	23.4	32.4	27.9	34.9	37.2	42.8	50.5	43.1	19.0	1.0%
金属制品业	58.2	77.3	50.7	46.2	44.5	40.2	38.4	38.5	32.2	2.0%
通用设备制造业	52.9	81.6	52.9	49.4	40.3	35.7	36.6	38.3	44.0	3.0%
专用设备制造业	34.7	68.9	39.8	55.7	49.3	45.4	41.1	34.1	49.7	2.0%
交通运输设备制造业	43.2	51.1	25.2	38.5	48.0	45.6	43.6	39.1	32.0	3.0%
电气机械及器材制造业	64.2	44.9	45.6	44.9	45.0	44.5	45.2	45.1	58.3	2.0%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	32.7	18.2	38.7	24.3	8.5	11.7	16.7	17.6	-2.4	2.0%
电力、燃气及水的生产和供应业	43.5	31.1	12.5	9.8	6.6	9.1	15.7	15.4	18.3	7.0%
建筑业	40.4	57.7	50.1	48.5	-14.1	-2.8	3.1	30.4	66.8	1.0%
第三产业	21.6	20	23.3	23.2	25.3	26.2	24.8	24.1	29.1	55.0%
交通运输、仓储和邮政业	20.2	22.3	25.7	14.4	5.3	8.1	12.1	19.7	55.0	10.0%
铁路运输业	16.5	45.7	60.9	20.2	21.2	20.4	35.2	61.2	102.0	2.0%
道路运输业	22.3	16.4	12.5	6.5	3.1	2.1	3.3	5.9	43.6	5.0%
信息传输、计算机服务和软件业	-2.5	-5.8	14.4	1.3	2.4	5.3	6.7	17.1	7.5	1.0%
批发和零售业	39.7	31.6	23	28.9	30.3	21.3	25.6	29.2	44.0	2.0%
房地产业	29.1	20.5	25.4	32.2	34.7	35.1	29.2	23.0	8.0	24.0%
房地产开发	28	19.8	21.8	30.2	32.3	33.5	26.5	20.9	4.1	20.7%
科学研究、技术服务和地质勘查业	18.6	27.8	9.5	16.7	28.6	28.6	26.6	35.9	62.6	1.0%
水利、环境和公共设施管理业	14.4	22.3	22.2	22.3	27.0	35.4	33.1	32.2	60.8	9.0%
教育	21.8	8.4	7.5	3.9	15.4	11.2	6.3	6.0	34.4	0.0%
居民服务和其他服务业	65.8	28.8	34.5	28.8	33.5	21.3	33.5	34.2	107.8	2.0%
卫生、社会保障和社会福利业	22.6	29.8	17	13.4	26.2	28.2	29.4	30.6	52.7	1.0%
文化、体育和娱乐业	11.2	28.4	23.9	31.0	22.5	22.9	26.3	26.0	60.1	1.0%

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 26：3 月份多数经济指标好转

同比增长，% (除非额外注明)		2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	趋势
工业生产											
工业增加值	同比增长，%	16.4	18.0	17.8	16.0	11.4	5.7	3.8		8.3	↑
重工业	同比增长，%	18.2	18.5	17.3	17.1	11.5	4.7	2.7		8.3	↑
轻工业	同比增长，%	13.8	15.1	14.7	13.3	11.2	8.1	6.5		8.5	↑
发电量	同比增长，%	14.7	15.7	17.2	8.1	4.8	-7.0	-3.7		-1.3	↑
PMI	%	54.5	55.0	58.4	52.0	51.2	41.2	45.3	49.0	52.4	↑
消费											
社会消费品零售总额(名义)	同比增长，%	13.7	16.7	21.5	23.5	23.2	19.0	15.2		14.7	↓
社会消费品零售总额(实际)	同比增长，%	12.5	12.5	12.7	14.8	17.0	17.4	15.7		16.4	↑
投资，自年初累计											
城镇固定资产投资	累计同比增长，%	24.5	25.8	25.8	26.8	27.6	26.1	26.5		28.6	↑
房地产开发投资	累计同比增长，%	21.8	30.2	32.3	33.5	26.5	20.9	1.0		4.1	↑
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	74.4	92.4	7.5	13.4	21.8	
实际利用金额	累计同比增长，%	-4.1	13.8	61.3	45.6	39.9	23.6	-32.7	-26.2	-21.0	↑
外贸											
出口	同比增长，%	27.2	25.7	30.6	17.7	21.5	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	↑
进口	同比增长，%	19.9	20.8	24.6	31.2	21.3	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	↑
贸易盈余	美元，十亿	177.5	262.0	13.4	21.4	29.3	39.0	39.1	4.8	18.6	↑
通货膨胀											
居民消费价格指数	同比增长，%	1.5	4.8	8.3	7.1	4.6	1.2	1.0	-1.6	-1.2	↑
零售价格指数	同比增长，%	1.0	3.8	7.8	7.1	5.3	1.4	0.7	-1.6	-1.5	↑
工业品出厂价格指数	同比增长，%	3.0	3.1	8.0	8.8	9.1	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	↓
财政											
财政收入	同比增长，%	24.4	30.4	24.7	30.7	3.1	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	↑
财政支出	同比增长，%	19.1	22.6	32.6	17.5	11.6	30.8	32.5	42.0	31.4	↓
货币											
M0	同比增长，%	12.7	12.1	11.1	12.3	9.3	12.7	12.0	8.3	10.9	↑
M1	同比增长，%	17.5	21.0	18.3	14.2	9.4	9.1	6.7	10.9	17.0	↑
M2	同比增长，%	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3	17.8	18.8	20.5	25.5	↑
新增存款(人民币，十亿)	人民币，十亿	4,827	5,390	1,076	772	477	383	1,510	1,650	2,450	
存款余额	同比增长，%	16.8	16.1	17.4	18.9	18.8	19.7	23.0	23.0	25.7	↑
新增贷款(人民币，十亿)	人民币，十亿	3,181	3,630	238	385	374	772	1,620	1,070	1,890	
贷款余额	同比增长，%	15.1	16.1	14.8	14.1	14.5	18.8	21.3	24.2	29.8	↑
1年期存款利率	p.a. %	2.52	4.14	4.14	4.14	4.14	2.25	2.25	2.25	2.25	-
1年期贷款利率	p.a. %	6.12	7.47	7.47	7.47	7.20	5.31	5.31	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	6.85	6.82	6.85	6.84	6.83	↑
居民收入											
城镇居民可支配收入(实际)	同比增长，%	10.4	12.2	3.4	9.9	9.2	10.5	-	-	11.2	↑
农村居民现金收入(实际)	同比增长，%	8.4	9.9	9.0	12.1	11.9	3.2	-	-	8.6	↑

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

◆ 新屋和成屋销售有所回落

3 月份新屋销售量环比下降 0.6%，为 35.6 万套。待售新屋库存下跌至 31.1 万套，按照当前的销售速度，存货出清时间从 2 月份的 11.2 个月降至 10.7 个月，为 8 个月以来的低位（图 27）。

3 月份成屋销售量下降 3%，为 457 万套；独栋房屋和连排房屋销售量分别下降 2.8% 和 4.1%。成屋存货出清时间较 2 月上升 0.1 个月至 9.8 个月（图 28）。

中金点评：

虽然 3 月份新屋和成屋销售量于上月大幅上涨后有所回落，但 2 月份新屋销售量增速大幅上调至 8.2%，而成屋销售量的 4 个月移动平均值亦自去年 10 月以来首次录得增长。此外，上周购房抵押贷款申请数量亦上升 5.3%，FHFA 住房购买指数更连续两个月上升，2 月份环比上涨 0.7%，整体房市已出现起稳迹象。最近金融市场已明显比去年雷曼倒闭后较为稳定，缓和了购房者的恐慌情绪，是房市不再出现直线式下滑的主要原因。美联储此前宣布扩大购买抵押贷款融资机构证券计划的规模（截至 4 月 23 日，美联储持有 MBS 余额达 3626 亿美元），希望进一步降低按揭利率以增加住房需求。30 年期抵押贷款利率应声降至 4.8% 的纪录低位水平，加之实际房价已从高位累计下跌约 30%，购房者负担能力上升至纪录高位。房市的急速调整为此轮美国经济陷入深度衰退的根源，房市如能回稳将增加经济于下半年走出衰退的可能性。

◆ 耐用品订单下降

3 月份耐用品订单环比下降 0.8%，同比下降-25.2%（图 29），非国防及扣除飞机和零件耐用品订单上升 1.5%。

中金点评：

3 月份耐用品订单于上月显著上升后小幅回落，但降幅小于市场预期的 1.5%。多个构成均较上月有所下降，其中，金属类订单降幅较为显著。而电子设备和非国防交通设备则有所增长，更值得注意的是，非国防及扣除飞机和零件的耐用品订单连续两个月录得增长，意味着未来数月企业投资状况将可能有所改善。然而整体耐用品订单于今年首 3 个月的表现显示私人投资于 1 季度将大幅萎缩，为拖累 GDP 的主要因素。前瞻的看，奥巴马退税计划中的退税于 4 月开始发放到家庭手中，将为消费带来正面影响，有利企业的营运环境。然而劳动市场疲软和海外需求下降仍将继续为耐用品订单带来压力。

◆ 首次申领失业救济人数回升

截至 4 月 18 日当周的首次申请失业救济人数上升 2.7 万人至 64 万人（图 30）。持续申请失业救济人数上升 9.3 万人，至 614 万人，创纪录高位。

中金点评：

最近首次申请失业救济人数的上升幅度有所缓和，四周平均首次申请失业救济人数小幅下降至 64.7 万人。但首次申请失业救济人数已连续第 12 个星期超过 60 万人，而且更能显示整体就业情况的持续申请失业救济人数仍不断创下纪录新高，因此就业市场依然疲软，预期失业率将进

一步上升。最近消费情况有所好转，我们预期私人消费于 1 季度将恢复增长，但好转情况能否持续将很大程度上取决于就业市场会否进一步加剧恶化。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 510 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。

◆ 欧元区 4 月份 PMI 指数有所改善

4 月份欧元区综合 PMI 指数由 3 月份的 38.3 升至 40.5，制造业 PMI 上升 2.8 点至 36.7，服务业 PMI 则由 3 月份的 40.9 升至 43.1，3 个指数均为 08 年 11 月以来最高（图 31）。德国制造业与非制造业 PMI 分别上升 2.6 及 1.2 点至 35 和 43.5（图 32）；法国的这两个指数分别上升 3.5 及 2.6 点至 40 和 46.2。

中金点评：

PMI 指数显示欧元区经济在今年第 1 季度可能要经历较去年第 4 季度更剧烈的萎缩，但经济下滑速度有望在第 2 季度放缓，与我们之前的判断相一致（详见 4 月 3 日《西欧经济现状与前景展望》）。欧元区制造业与非制造业 PMI 在去年第 4 季度平均值为 36.9 及 43.5，在第 1 季度则下降至 33.9 及 40.8。德国制造业与非制造业 PMI 在去年第 4 季度的平均值为 37.1 及 46.7，今年 1 季度仅为 32.2 及 42.9。而 4 月份欧元区及德国制造业 PMI 指数均出现了成分指数的普遍改善，一方面，新订单、出口订单及未完成订单指数有所提高，显示订单下滑速度有所放缓，而存货则继续下降，在一定程度上有助于产出降幅缩窄。另一方面，投入价格下滑的压力大于产出价格，亦对企业利润有所帮助。然而，从欧元区 2 月份出口数据来看，由于 PMI 及主要成分指数仍远小于代表中性的 50，且通常滞后于经济增长的就业指数仍在恶化，欧元区上半年经济下滑仍将相当严重，存货调整速度、欧元汇率表现都将对欧元区经济的复苏进程产生显著影响。

◆ 4 月份 Ifo 景气指数回升，ZEW 预期指数持续改善

德国 4 月份 Ifo 景气指数 4 月份上升 1.5 点至 83.7，现状指数是去年 11 月以来首次上升，预期指数则连续第 4 个月上升（图 33）。分行业来看，除了建筑业景气指数略有下滑外，制造业及批发零售业均有所改善。

德国 4 月份 ZEW 预期指数持续改善，较上个月上升 13 点至 16.5，显著胜于市场预期，为 2007 年 7 月以来首次升至正值，但仍低于该指数 26.1 的长期平均值。ZEW 现状指数 4 月份则继续下滑，但跌幅显露稳定迹象，仅较 3 月下跌 2.2 点至 -91.6（图 34）。

中金点评：

德国 Ifo 指数与 PMI 指数反映的信息相一致，尤其是现状指数的反弹，显示对经济持悲观态度的受访者人数在下降。尽管这并不意味着德国经济可在近期复苏，但经济萎缩程度可能自 4 月份开始放缓，更多人认为经济会在今年下半年复苏。ZEW 现状指数仍处于下跌状态，但跌幅已经较之前放缓。宽松的货币政策逐渐开始对实体经济发挥作用，大规模财政刺激方案效果显现，欧元走软及通胀风险减退对购买力形成支撑等因素可能是受访者预期改善的主要原因。但值得注意的是，尽管预期指数大体上领先现状指数 6 个月左右，但预期指数往往波动性高且变化较为剧烈，ZEW 预期指数尤为明显，而现状指数的变化则较为平缓。例如在 90 年代初衰退后，预期指数在 92 年 12 月迅速反弹，但现状指数则在底部停留数月。在 01 年衰退中，Ifo 和 ZEW 预期指数均出现过多次剧烈反复，其后现状指数才平缓上行。因此，对经济复苏时间的判断不能简单依据预期指数，经济周期拐点的确认亦需要进一步观察。

◆ 英国第 1 季度 GDP 加剧萎缩

英国 09 年第 1 季度 GDP 环比下降 1.9%（年化环比跌幅约 7.6%），较去年第 4 季度 1.6% 的跌幅进一步扩大，为 1979 年以来最大跌幅，大幅逊于市场对 GDP 环比跌幅 1.5% 的预期（图 35）。

中金点评:

尽管英镑大幅贬值使得英国出口萎缩程度相对其它西欧国家更小,但英国 09 年第 1 季度 GDP 萎缩程度仍创下 30 年来新高,这其中可能三个原因:第一,房市的剧烈调整使得住房投资大幅萎缩;第二,金融业占据英国经济重要地位,而该行业在次贷危机中受当其冲,经济服务及金融业在本季度大幅下滑 1.8%,较去年第 4 季度 0.5%的跌幅迅速扩大;第三,英国存在严重的过度消费问题,英国家庭储蓄率迅速上升打击私人消费。然而由于英国统计局目前并没有公布 GDP 支出法各项目的数据,存货变化成为一个不确定的因素,即如果本次 GDP 大幅下滑的部分原因在于存货的剧烈调整,那么该数据就有夸大经济萎缩程度的可能性。前瞻的看,尽管英国制造业与非制造业 PMI 已显露企稳迹象,且英国财政刺激计划有望在一定程度上缓解私人消费萎缩,但私人部门修复资产负债表需时较长,经济复苏将是一个缓慢的过程。

此外,英国财政状况显著恶化,进一步进行财政刺激的空间已非常小。英国 09 年财政预算报告显示其在 09 年度净借款将达 1750 亿英镑,占 GDP12.4%,净负债占 GDP 比重将高达 59%,并在 2013 年财年接近 GDP 的 80%。然而这一借款计划是建立在对经济前景较为乐观的预测之上(高于市场预期),如果英国不采取有力的紧缩措施进行财政巩固,2017 年能否如期达至经常预算平衡成疑。而这将进一步缩窄当局进行财政刺激的空间,在该预算报告中,财政刺激金额仅有 52 亿英镑,难以对经济产生显著刺激效果。

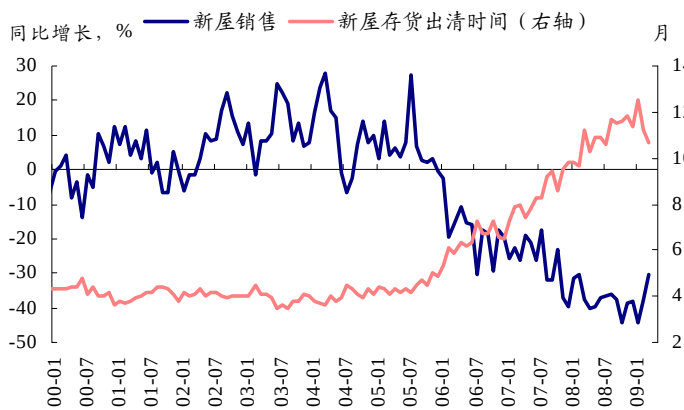
◆ 日本 2008 财年近 30 年来首现逆差

日本在截至 3 月的财政年度实现贸易余额为-7,253 亿日元,为 1980 财年以来首次出现逆差。3 月份商品贸易余额为 110 亿日元,仅为去年同期的 1%(图 36)。其中出口同比下降 46%,进口同比下降 37%。分地区来看,日本对亚洲出口的同比降幅最小,不到 40%,而对美国和西欧出口的降幅均超过 50%。

中金点评:

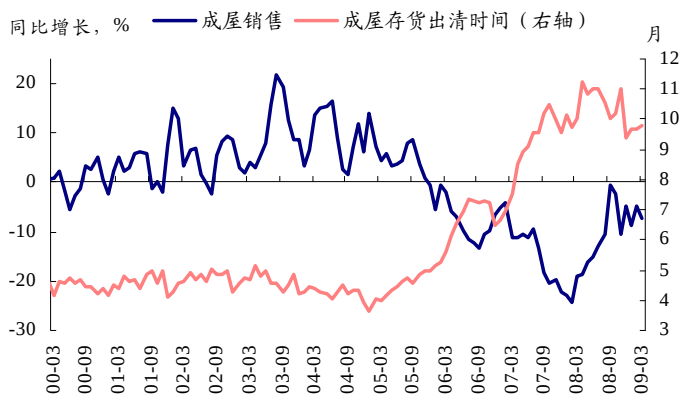
自去年第 4 季度以来,日本出口的大幅下滑对日本经济构成了致命性打击,不仅直接拖累净出口,更影响到企业投资及就业市场表现。今年年初外需形势仍相当严峻,经季节调整后的商品贸易出口额在第 1 季度环比下降了 24%。日本 3 月份出口略有企稳迹象,环比来看上升了 2.2%,为 08 年 5 月以来首次正增长,同比跌幅亦较 2 月份有所放缓。日元贬值及亚洲特别是中国对日本进口需求的改善可能是 3 月份出口略有企稳的原因,但欧美市场对日本进口需求依然低迷,显示外需改善仍有待时日。而产出方面的情况不仅取决于外需,也受到去库存化进度的影响,下周即将公布的工业产出数据值得关注。

图 27: 新屋销售同比跌幅放缓



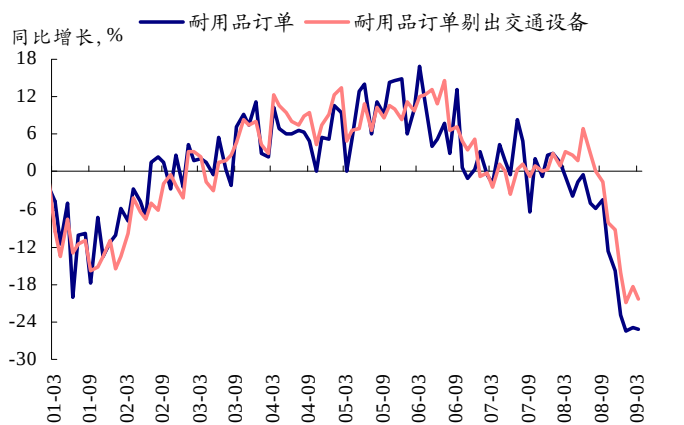
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 28: 成屋销售出现企稳迹象



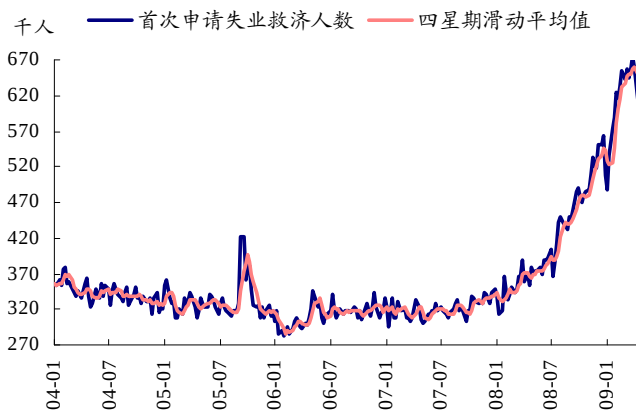
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 29: 耐用品订单跌幅趋缓



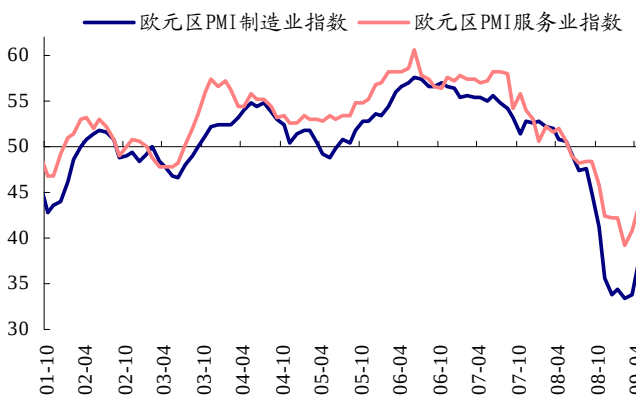
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 30: 首次申领失业救济人数下降



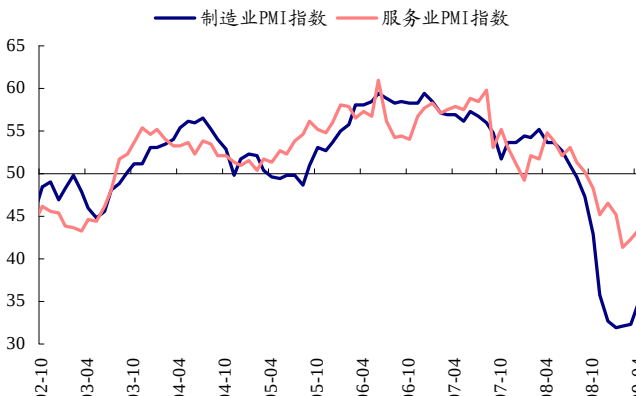
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 31: 欧元区 PMI 指数反弹



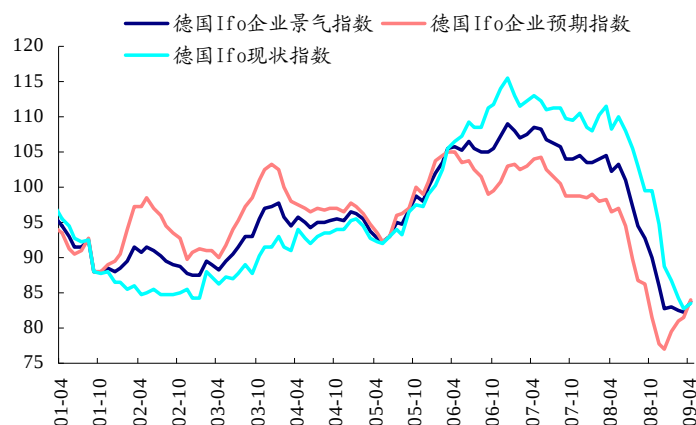
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 32: 德国 PMI 指数反弹



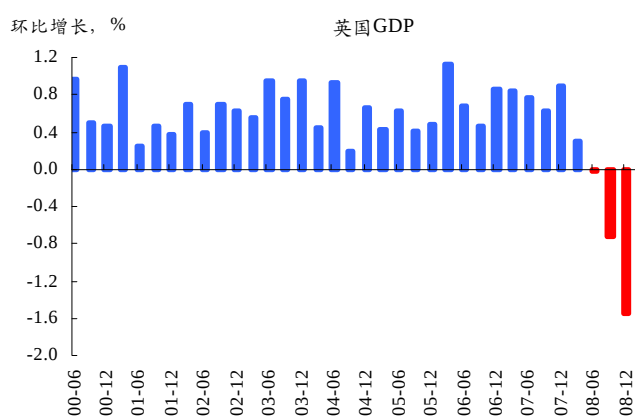
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 33: 德国 Ifo 指数小幅反弹



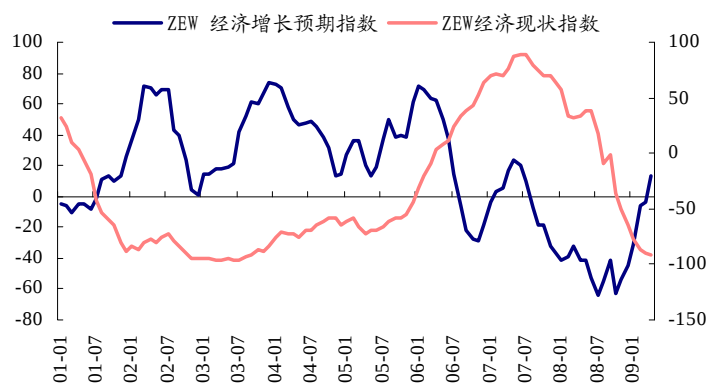
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 35: 英国 GDP 加剧萎缩



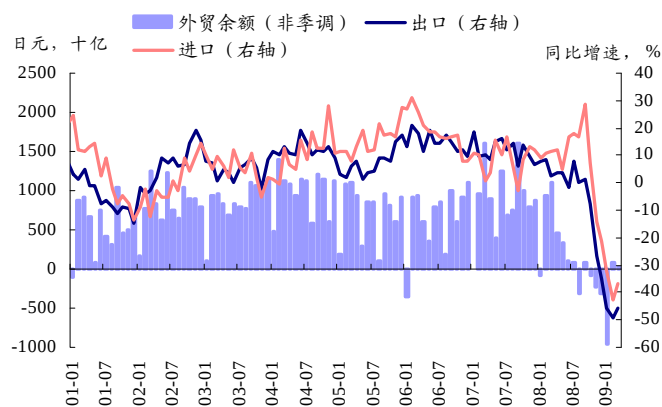
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 34: ZEW 预期指数持续上升



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 36: 日本进出口同比降幅有所收窄



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 37：美国主要经济数据

	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04
工业生产												
工业产出指数	110.7	110.4	110.4	109.2	104.8	106.2	104.8	102.5	100.3	98.8	97.4	
同比增长, %	-0.36	-0.72	-0.99	-2.15	-6.43	-4.67	-6.51	-8.81	-10.69	-11.79	-12.80	
产能利用率(%)	78.9	78.7	78.6	77.6	74.5	75.4	74.5	72.8	71.3	70.3	69.3	
ISM制造业指数	49.3	49.5	49.5	49.3	43.4	38.7	36.6	32.9	35.6	35.8	36.3	
ISM非制造业指数	51.2	48.8	49.6	50.4	50	44.6	37.4	40.1	42.9	41.6	40.8	
费城制造业指数	-16.3	-17.7	-16.7	-20.1	1.9	-38.7	-39.8	-36.1	-24.3	-41.3	-35	-24.4
消费												
零售额(美元, 十亿)	383.77	384.07	381.58	378.97	373.03	360.30	351.78	340.99	347.31	348.36	344.38	
同比增长, %	2.01	3.08	1.95	1.26	-1.42	-5.09	-8.43	-10.49	-8.94	-7.89	-9.41	
私人收入(美元, 十亿)	12219.8	12233.6	12139.9	12179.8	12191.4	12178.9	12122.1	12081.6	12102.1	12073		
同比增长, %	5.59	5.34	3.98	3.86	3.41	3.03	2.11	1.32	1.44	1.01		
私人消费(美元, 十亿)	10144.2	10196.4	10187.1	10170.9	10132.4	10013.3	9939.7	9830.7	9925.5	9942.7		
同比增长, %	4.96	5.19	4.69	4.14	3.40	2.00	0.20	-1.11	-0.59	-0.40		
密歇根大学消费者信心指数	59.8	56.4	61.2	63	70.3	57.6	55.3	60.1	61.2	56.3	57.3	61.9
投资												
耐用品订单(美元, 十亿)	213,671	216,650	218,163	206,084	206,034	188,534	181,047	172,741	159,187	162,482	161,192	
同比增长, %	-1.48	-0.54	-4.94	-5.85	-4.45	-12.66	-15.87	-22.93	-25.51	-24.81	-25.24	
外贸												
出口额(美元, 十亿)	157.14	163.04	167.47	164.67	153.77	149.81	140.66	132.52	124.73	126.76		
同比增长, %	17.54	20.10	19.63	15.87	7.70	3.96	-3.13	-9.32	-16.48	-16.88		
进口额(美元, 十亿)	217.60	222.17	229.97	224.92	211.91	207.85	183.11	172.42	160.93	152.72		
同比增长, %	12.68	14.01	16.56	13.91	6.89	3.70	-10.71	-15.37	-22.82	-28.76		
贸易余额(美元, 十亿)	-60.47	-59.14	-62.50	-60.24	-58.13	-58.04	-42.45	-39.90	-36.20	-25.97		
同比增长, %	1.73	0.02	9.05	8.88	4.81	3.02	-29.09	-30.70	-38.80	-58.04		
通货膨胀(同比增长, %)												
CPI	4.2	5.0	5.6	5.4	4.9	3.7	1.1	0.1	0.0	0.2	-0.4	
核心CPI	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	1.8	1.8	
PCE	3.5	4.1	4.5	4.4	4.1	3.3	1.6	0.8	0.8	1.0		
核心PCE	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7	1.8		
PPI	7.3	9.1	9.9	9.7	8.8	5.2	0.4	-0.9	-1.0	-1.3	-3.5	
核心PPI	3.0	2.9	3.3	3.7	4.0	4.7	4.3	4.3	4.2	4.0	3.8	
住房市场												
新屋开工数(千栋)	982	1089	949	854	824	767	655	558	488	572	510	
同比增长, %	-31.62	-25.31	-30.78	-36.13	-30.46	-39.84	-44.44	-44.20	-54.14	-48.33	-48.38	
新屋销售(千栋)	515	499	505	448	434	404	387	372	331	358	356	
同比增长, %	-39.91	-37.07	-36.56	-36.18	-37.46	-44.12	-38.47	-38.00	-44.56	-37.41	-30.60	
成屋销售(百万栋)	4.95	4.90	4.99	4.93	5.10	4.94	4.54	4.74	4.49	4.71	4.57	
同比增长, %	-16.10	-14.93	-12.91	-10.36	-0.58	-2.37	-10.63	-4.82	-8.55	-4.85	-7.11	
Case-Shiller房价指数	168.60	167.77	166.36	164.64	161.64	158.09	154.51	150.56	146.40			
同比增长, %	-15.75	-15.88	-16.28	-16.58	-17.40	-18.08	-18.22	-18.60	-18.97			
劳工市场												
非农就业人数(千人)	137,517	137,356	137,228	137,053	136,732	136,352	135,755	135,074	134,333	133,682	133,019	
非农就业人数增加值(千人)	-137	-161	-128	-175	-321	-380	-597	-681	-741	-651	-663	
失业率, %	5.5	5.6	5.8	6.2	6.2	6.6	6.8	7.2	7.6	8.1	8.5	
金融市场(期末值)												
联邦基金利率(%)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.00	1.00	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	
3个月国债收益率(%)	1.879	1.7306	1.6594	1.7103	0.9044	0.436	0.406	0.0203	0.1116	0.2638	0.1795	0.0994
2年期国债收益率(%)	2.6411	2.6164	2.5079	2.3669	1.9599	1.5480	1.0993	0.7321	0.7695	1.0735	0.8179	0.9488
10年期国债收益率(%)	4.0595	3.969	3.9462	3.8116	3.8234	3.953	2.9533	2.1652	2.364	2.9688	2.563	2.9604
30年期国债收益率(%)	4.7147	4.5239	4.5727	4.4227	4.311	4.3664	3.4882	2.6203	2.9704	3.6596	3.6054	3.8386
30年住房贷款利率(%)	5.98	6.17	6.26	6.26	5.94	6.41	5.76	5.26	5.1	5.25	5.06	4.9
美元名义有效汇率(2005=100)	85.81	86.56	85.91	89.47	91.43	97.16	100.14	97.76	98.05	100.65	101.47	
美元实际有效汇率(2005=100)	90.10	91.04	90.57	93.13	95.3	102.08	103.53	101.02	102.66	106	107.08	
美元/欧元汇率	1.5554	1.5755	1.5603	1.4673	1.4092	1.2726	1.2869	1.3916	1.3316	1.2675	1.367	1.3237
日元/美元汇率	105.52	106.21	107.91	108.8	106.11	98.46	95.28	91.16	90.47	97.36	94.65	96.97

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图 38：欧洲和日本主要经济数据

	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04
欧元区												
工业产出（除建筑业）同比增长，%	-0.5	-0.4	-1	-0.6	-2.3	-5.8	-8.8	-12.3	-15.9	-18.4		
PMI制造业指数	50.6	49.2	47.4	47.6	45	41.1	35.6	33.9	34.4	33.5	33.9	36.7
PMI服务业指数	50.6	49.1	48.3	48.5	48.4	45.8	42.5	42.1	42.2	39.2	40.9	43.1
实际零售同比增长，%	2.2	-0.8	-0.1	-0.6	0.1	-1.5	-2.3	-2	-2.3	-4.5		
出口额(欧元，十亿)	128.3	136.5	142.7	116.7	137.6	140.9	120.2	112.2	93.8	99.2		
同比增长，%	3.53	5.14	9.40	-2.34	9.22	0.21	-11.62	-3.71	-24.75	-23.93		
进口额（欧元，十亿）	132.1	136.4	145.8	126.3	142.6	141.3	126.9	113.9	104.7	101.2		
同比增长，%	6.68	10.86	15.52	6.22	15.56	3.32	-5.43	-5.90	-22.89	-21.42		
贸易余额(欧元，十亿)	-3.83	0.02	-3.11	-9.60	-4.99	-0.42	-6.64	-1.75	-10.87	-1.95		
失业率，%	7.4	7.5	7.5	7.6	7.7	7.8	8.0	8.1	8.3	8.5		
消费者物价指数同比增长，%	3.70	4.00	4.00	3.80	3.60	3.20	2.10	1.60	1.10	1.20	0.60	
基准利率	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25
德国												
工业产出同比增长，%	1.1	1.5	0.1	1.6	-1.8	-3.7	-6.9	-11.3	-17.9	-20.6		
PMI制造业指数	53.6	52.6	50.9	49.7	47.4	42.9	35.7	32.7	32.0	32.1	32.4	35.0
PMI服务业指数	53.8	52.1	53.1	51.4	50.2	48.3	45.1	46.6	45.2	41.3	42.3	43.5
IFO商业景气指数	103.2	101.0	97.2	94.6	92.7	90.0	85.9	82.7	83.1	82.6	82.2	83.7
ZEW经济景气指数	38.6	37.6	17.0	-9.2	-1.0	-35.9	-50.4	-64.5	-77.1	-86.2	-89.4	-91.6
出口订单数同比增长，%	-0.6	-11.6	-4.4	-3.8	-13.1	-22.3	-24.9	-33.0	-39.6	-40.7		
Icon消费者信心指数	96	96	93	91	91	88	85	78	73	71	69	
出口额（欧元，十亿）	80.1	88.1	86.8	75.5	87.0	89.4	76.8	67.2	64.5	64.8		
同比增长，%	1.5	7.7	6.8	-2.8	6.5	0.7	-12.5	-8.4	-23.2	-23.1		
进口额（欧元，十亿）	66.0	68.0	72.8	64.7	71.8	72.8	66.9	60.0	57.6	56.2		
同比增长，%	7.5	4.5	15.2	2.1	13.1	4.6	-1.6	-4.0	-13.6	-16.4		
贸易余额（欧元，十亿）	15.2	18.0	12.2	13.9	13.9	16.0	10.9	11.0	6.8	8.9		
失业率，%	7.9	7.8	7.7	7.7	7.6	7.6	7.6	7.7	7.8	8.0	8.1	
CPI同比增长，%	3.0	3.3	3.3	3.1	2.9	2.4	1.4	1.1	0.9	1.0	0.5	
美国												
工业产出同比增长，%	-1.90	-2.10	-2.00	-2.80	-2.90	-5.50	-7.90	-9.30	-11.50	-12.50		
PMI制造业指数	49.5	45.9	44.1	45.3	41.2	40.7	34.5	34.9	35.8	34.7	39.1	
PMI服务业指数	49.8	47.1	47.4	49.2	46.0	42.4	40.1	40.2	42.5	43.2	45.5	
零售同比增长，%	6.8	3.3	3.8	3.7	2.9	3.0	2.5	-0.7	3.1	-0.3	1.6	
出口额（英镑，十亿）	35.0	35.4	35.8	34.7	35.4	35.7	34.9	34.3	33.0	32.7		
同比增长，%	16.28	15.69	16.27	11.28	13.09	11.95	7.20	6.89	-1.53	-3.49		
进口额（英镑，十亿）	38.7	39.6	40.6	39.1	39.1	38.5	37.6	36.7	36.1	35.9		
同比增长，%	14.79	15.34	15.10	10.54	9.21	6.77	2.58	1.56	-4.57	-4.76		
贸易余额（英镑，十亿）	-3.67	-4.20	-4.73	-4.40	-3.80	-2.81	-2.72	-2.46	-3.14	-3.25		
失业率，%	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.1	3.4	3.6	3.9	4.3	4.5	
CPI同比增长，%	3.3	3.8	4.4	4.7	5.2	4.5	4.1	3.1	3.0	3.2	2.9	
基准利率	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	4.50	3.00	2.00	1.50	1.00	0.50	0.50
日本												
工业产出同比增长，%	1.1	0.0	2.4	-6.9	0.2	-7.1	-16.6	-20.8	-31.0	-38.4		
机器订单同比增长，%	5.1	9.7	-4.7	-13.0	-4.2	-15.5	-27.7	-26.8	-39.5	-30.1		
海外订单同比增长，%	7.2	0.5	-7.4	-9.4	-2.0	-44.2	-44.1	-29.1	-71.2	-74.5		
零售同比增长，%	0.3	0.3	2.0	0.7	-0.3	-0.7	-0.9	-2.7	-2.4	-5.7		
出口额(日元，十亿)	6504.6	6840.8	7289.4	6715.4	7028.4	6582.0	5058.0	4589.6	3282.2	3310.0		
同比增长，%	4.2	-1.5	8.7	0.8	2.1	-7.5	-26.5	-35.1	-46.3	-50.4		
进口额（日元，十亿）	6007.3	6591.8	6982.0	6856.6	6708.2	6445.4	5150.2	4785.5	4126.6	3107.9		
同比增长，%	4.6	17.8	17.6	18.5	31.1	8.0	-13.8	-21.3	-31.7	-44.9		
贸易余额（日元，十亿）	497.3	249.0	307.4	-141.2	320.2	136.6	-92.2	-195.9	-844.4	202.1		
失业率，%	4.0	4.1	4.0	4.1	4.0	3.8	4.0	4.3	4.1	4.4		
CPI同比增长，%	1.3	2.0	2.3	2.1	2.1	1.7	1.0	0.4	0.0	-0.1		
基准利率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

发展中经济体

联系人：刘奥琳、范尚祯、谭仲贤

主要经济事件

事件一

印度、巴基斯坦、斯里兰卡和俄罗斯央行下调基准利率 25~125 个基点。

中金点评：

印度央行于 4 月 21 日下调各政策利率 25 个基点，回购利率降至纪录低点的 4.75%，逆回购利率降至 3.25%，符合我们的预期，但彭博预测中值则为维持不变。印度央行亦维持存款准备金率于 5% 不变。这次是该央行自去年 10 月以来第 6 次降息，总共达 4.25 个百分点。根据彭博资讯，印度 10 年期的债券收益率下降 17 个基点至 6 个月低点的 6.21%。印度通胀率持续下滑至纪录低点 0.18%，降息有助减缓经济下滑的风险（图 39）。

巴基斯坦中央银行于 4 月 20 日下调贴现率 100 个基点至 14%，为 02 年 11 月以来首次减息。巴基斯坦 3 月份通胀率下滑至 11 个月低点，从 08 年 8 月份纪录高点的 25.3% 下降至 19.1%（图 40）。去年 11 月巴基斯坦获得国际货币基金组织（IMF）为期 23 个月 77 亿美元的备用信贷安排，为此巴基斯坦央行曾大幅加息两个百分点以符合 IMF 的贷款要求。上月巴基斯坦完成了 IMF 对其经济表现的第一次审查，并获得 8.5 亿美元的经济援助，而去年至今巴基斯坦已从 IMF 获得总共 39 亿美元的贷款。

斯里兰卡中央银行于 4 月 22 日大幅下调回购利率 125 个基点至 9%，降幅高于市场预期的 25 个基点，为今年内第二次减息，总共 150 个基点。再回购利率则维持不变于 11.75%。斯里兰卡通胀率连续 9 个月下滑，3 月份 CPI 同比增速为 5.3%，大幅低于 2 月份的 7.6%（图 41）。

俄罗斯中央银行于 4 月 23 日下调再融资利率 50 个基点至 12.5%，为 07 年 6 月以来首次减息。俄罗斯央行去年先后六次加息总共三个百分点以抑制资金流走。

事件二

中国中央政府推出多项措施支援香港经济。

中金点评：

香港政府公布，中国中央政府在海南博鳌论坛后宣布推出多项措施，支援香港经济，包括扩大内地金融机构发行人民币债券的主体，积极推进内地港资银行在香港发行人民币债券，另考虑国家财政部在港发行人民币债券。中央亦容许港资企业以在港资产作抵押在内地向港资银行的子行借款，以及容许内地旅行团乘坐以香港为母港的邮轮往台湾旅行。

另外，根据香港经济日报的报导，香港工业总会表示近月香港出口订单出现小阳春，主因是海外入口商的库存量已差不多见底，令港商接获的海外订单陆续回稳，而当港商愿意下调出口订单价格，亦能渐渐接获订单。尽管近月出口订单同比降幅仍达 10%，但工业总会预计今年下半年出口数据有望回稳，珠三角港资工厂倒闭潮有望完结。

近期经济数据

- ◆ 出口降幅减弱，进口降幅增加，经济下行压力仍然存在。

中金点评：

区内一些新兴经济体的领先指标显示经济下行压力有所缓和。韩国财政刺激措施使其 1 季度 GDP 环比轻微上升；台湾地区 3 月份出口订单和工业产值同比降幅也较 1~2 月有所减小。然而，泰国近期政治不稳导致其经济下行势头加大；新加坡工业产值降幅有所上升，显示新加坡经济状况仍非常严峻。上周韩国公布了 1 季度 GDP 初值数据、台湾地区公布了最新的出口订单和工业产值、菲律宾公布了商品进口数据、泰国公布了商品贸易和汽车销售数据、而印尼亦公布了汽车销售数据：

韩国 1 季度 GDP 初值同比下降 4.3%，降幅高于去年 4 季度的 3.4%。而季环比则轻微上升 0.1%，远胜 4 季度的收缩 5.1%。1 季度同比和季环比皆优于市场预期的 4.6% 和 0.8% 降幅。韩国 GDP 季环比轻微上升，主因是政府的 51 万亿韩元（约 360 亿美元）刺激经济方案和持续降息至记录低点开始舒缓经济下行的压力，反映在政府消费开支环比上升 3.6%，而建造投资支出更环比上升 5.3%。尽管 1 季度出口环比下降 4.2%，但进口降幅更高，环比下滑 8.7%。此前韩国央行预计今年 GDP 将会收缩 2.4%，而 IMF 上周亦预计韩国今年 GDP 将会收缩 4%（图 42）。

台湾地区 3 月份出口订单同比下降 24%，降幅低于 1~2 月的 33%。与此同时，工业产值亦同比下降 26%，降幅也低于 1~2 月的 36%（图 43）。台湾工业对 GDP 的贡献明显下降，从去年 3 季度的负 0.14 个百分点大幅下滑至 4 季度的负 6.54 个百分点，导致去年 4 季度实际 GDP 同比下降创纪录的 8.4%。台湾地区今年 1 季度出口和工业产值同比下降 37% 和 32%，分别高于去年 4 季度的 25% 和 24% 降幅，反映 1 季度 GDP 降幅将会有所增大。

菲律宾 最新商品进出口同比降幅轻微减少。2 月商品进口同比下滑 31.95% 至 31 亿美元（1 月为同比下降 34.5%），主因是菲律宾增加燃料和消费品的进口。而上两周公布的商品出口亦下跌 39.1% 至 25 亿美元（1 月为同比下降 40.6%），导致 2 月份贸易赤字从 1 月的 7.6 亿美元减少至 5.5 亿美元（图 44）。

泰国 3 月份商品出口同比下降 23.1%，降幅高于 2 月份的 11.3%。而进口亦下滑 35.1%，降幅低于 2 月份的 40.3%。3 月份贸易盈余从 2 月纪录高点的 36 亿美元下降至 21 亿美元，连续四个月录得贸易盈余，反映经济衰退导致内需下滑（图 45）。另外，泰国汽车销售连续 10 个月下滑，3 月份同比下降 37.5%，为 97~98 年亚洲金融风暴以来最大同比降幅。泰国近期政治不稳削弱消费者信心，3 月份消费者信心指数从 2 月份的 67.2 下降至 66.0，为 2002 年以来最低。

新加坡 工业生产总值 3 月份同比下降 33.9%，降幅高于 1~2 月的 21.5%。3 月份环比降幅更达纪录的负 13.9%，显示新加坡经济状况非常严峻。分类来看，1 季度电子产品同比下跌 38.8%、生物制品下滑 29.4%、化学制品下降 23.0%。然而，运输工程则上涨 6.9%。因此，早前新加坡公布的 1 季度 GDP 初值数据，GDP 同比下降 11.5%，而年化季环比更大幅下滑 19.7%，是新加坡政府自 1976 年开始公布季节性调整后数据以来的最大降幅。

印尼 汽车销售降幅轻微减少，3 月份同比下跌 26.9%，低于 2 月的 27.4% 跌幅。另一方面，印尼摩托车销售降速平稳，2 月和 3 月皆为负 10.8%。

◆ 区内失业率持续上升，通胀则持续下滑。

中金点评：

亚洲区内失业率则持续上升，但通胀则持续下滑。上周台湾地区香港和公布了最新的失业率，而香港、新加坡、马来西亚、印度和越南亦公布了通胀数据：

台湾地区失业率录纪录高点，3 月份上升 0.09 个百分点至 5.72%。失业人数达 63 万人。失业率持续上升导致内需显著疲软。台湾地区商业销售连续 6 个月下滑，3 月份同比下降 12.2%，而 2 月份则为 8.2%（图 46）。

香港失业率升幅放缓，3 月份失业率上升 0.2 个百分点至 3 年来高位的 5.2%，上涨幅度为 5 个月以来最低。根据香港政府统计处表示，失业率的上升主要来自建造、运输、住宿和金融行业。同期就业不足率保持不变于 2.1%。展望未来，由于经济放缓导致劳工需求持续疲弱，失业率在短期内将继续上升（图 46）。另外，香港 3 月份基本通胀率则从 1~2 月的 3.3%下降至 2.6%，主因是私人房屋租金及食品价格有所下滑。3 月整体通胀率仍然受到政府纾困措施所影响，特别是电费补贴。因此，整体通胀率只有 1.2%（图 47）。

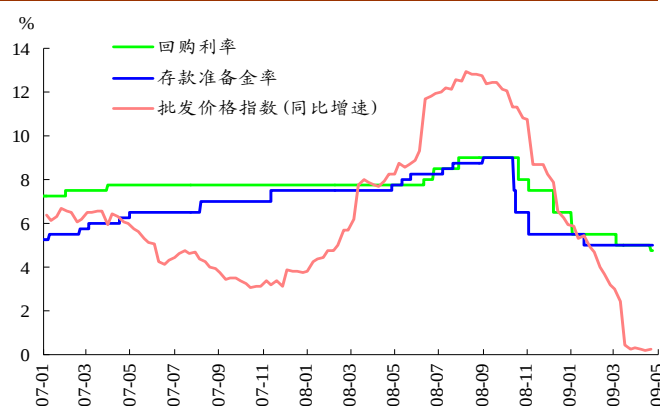
新加坡 3 月份通胀率从 2 月的 1.9%下滑至 21 个月低点的 1.6%，下降的主要原因是康乐活动及衣履用品成本下降抵消了食品和住房成本上升（图 48）。

马来西亚 3 月份 CPI 同比上升 3.5%，低于 2 月的 3.7%和市场预计的 3.6%。3 月份食品价格增幅从 2 月的 9.2%下降至 8.8%，运输成本亦连续 4 个月下降，3 月份同比下滑 2.1%。住房、水电和燃料的增幅亦有所放缓（图 49）。

印度通胀率维持于近周低点。截至 4 月 11 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 0.18%轻微上升至 0.26%。印度央行于周二下调各政策利率 25 个基点，回购利率降至纪录低点的 4.75%，逆回购利率降至 3.25%，而存款准备金率保持于 5% 不变（图 39）。

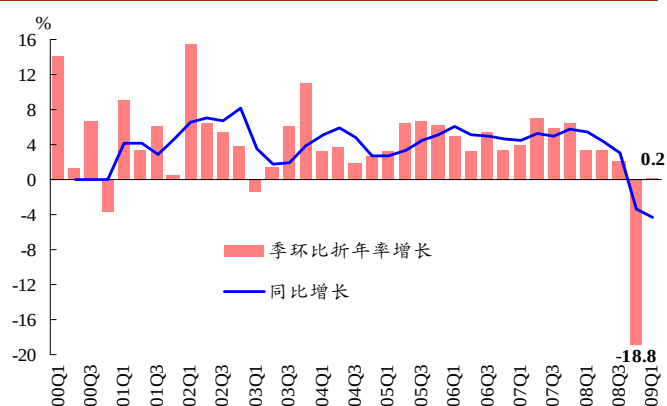
越南 4 月通胀率亦从 3 月的 11.3%回落至 19 个月低点的 9.2%（图 50）。

图 39: 印度央行回购利率和通胀率



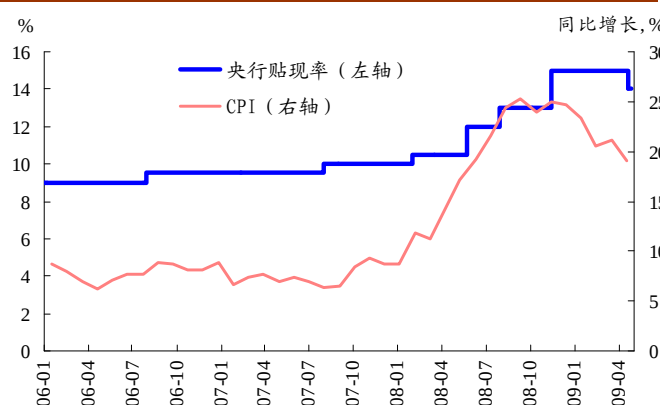
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 42: 韩国实际 GDP



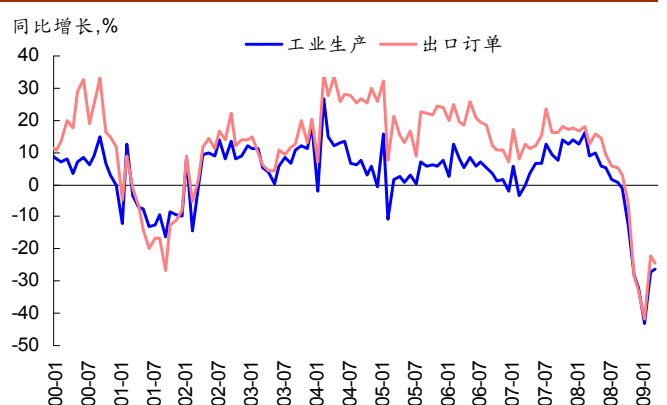
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 40: 巴基斯坦央行贴现率和通胀率



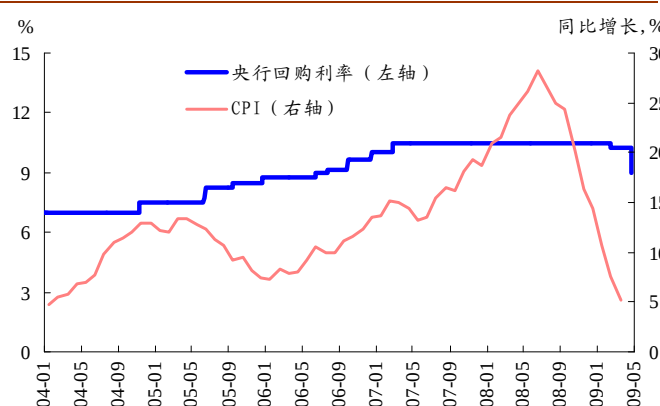
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 43: 台湾地区出口订单和工业产值



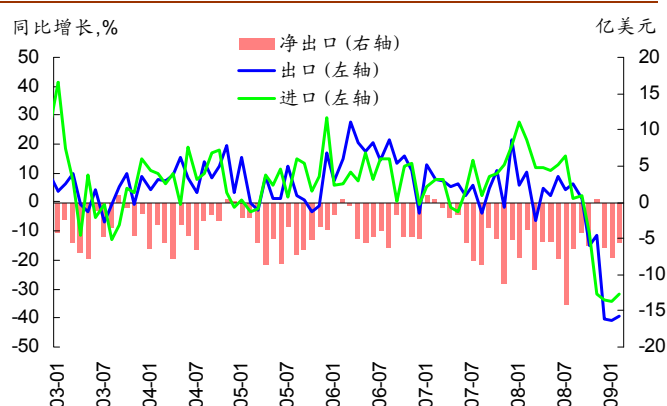
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 41: 斯里兰卡央行回购利率和通胀率



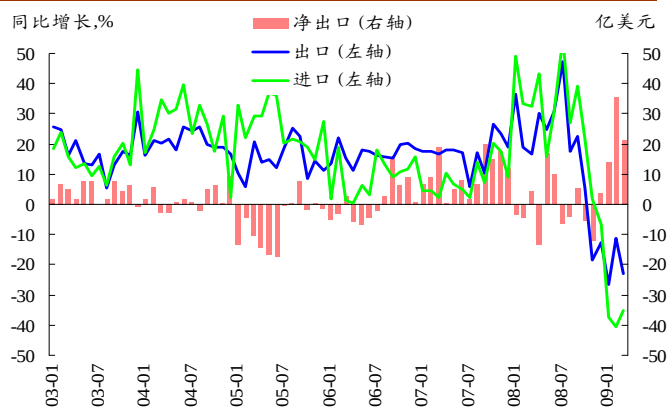
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 44: 菲律宾商品贸易



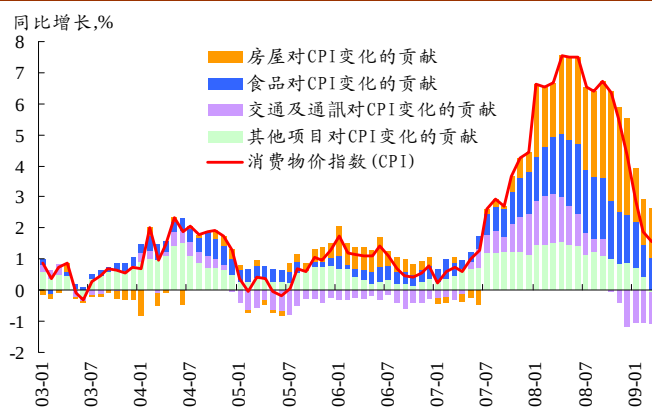
资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 45: 泰国商品贸易



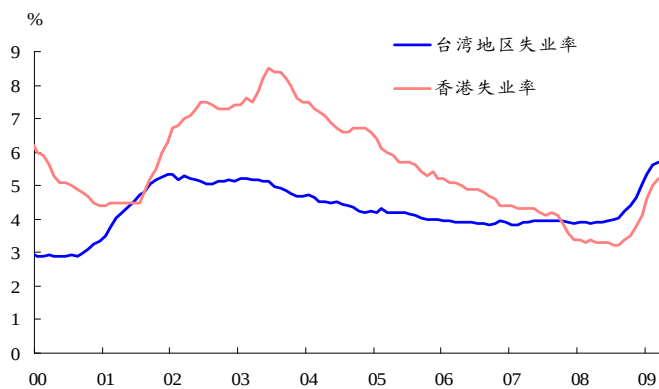
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 48: 各分项对新加坡通胀率的贡献



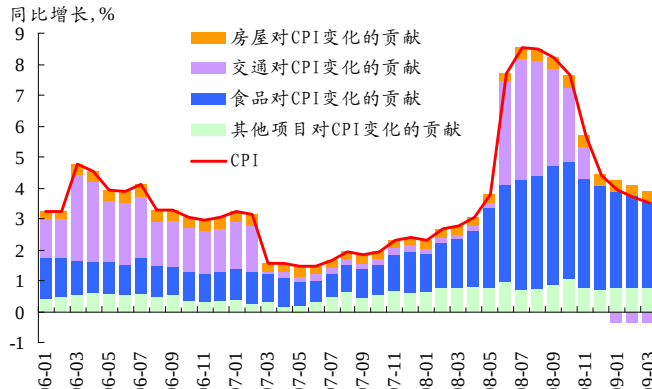
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 46: 香港和台湾地区失业率



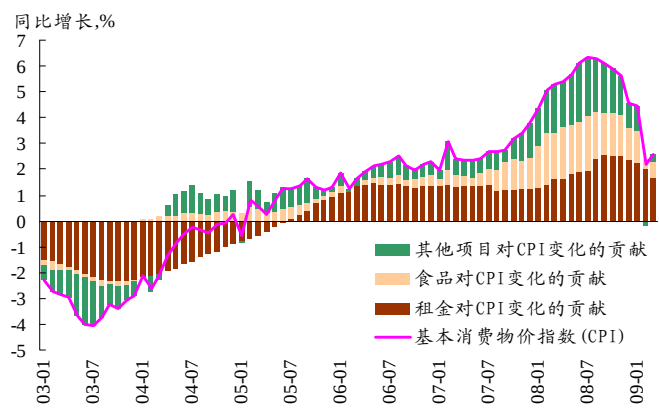
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 49: 各分项对马来西亚通胀率的贡献



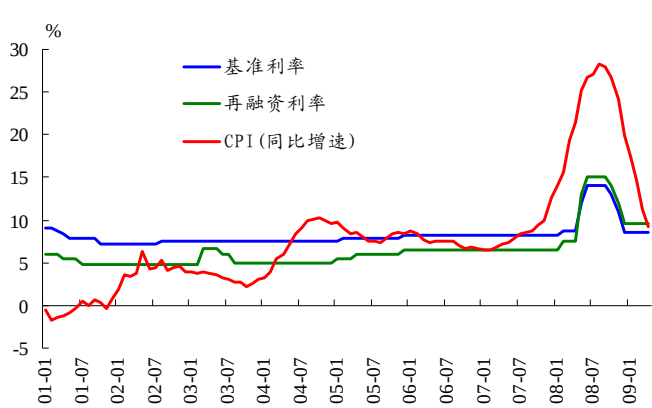
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 47: 各分项对香港通胀率的贡献



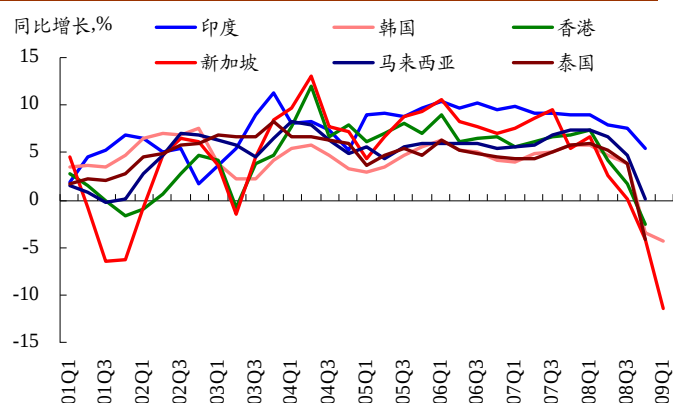
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 50: 越南央行利率和通胀率



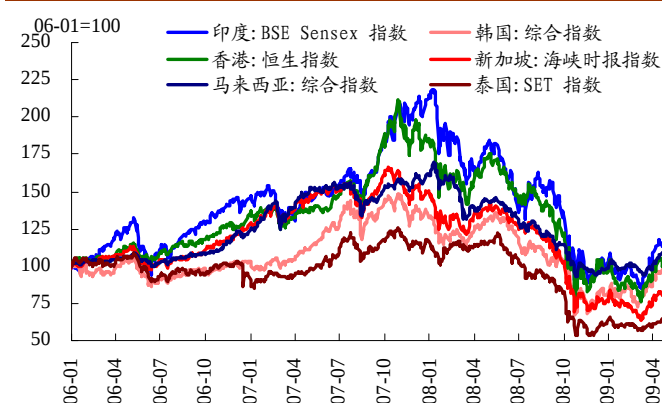
资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图 51: 亚洲新兴经济体实际 GDP



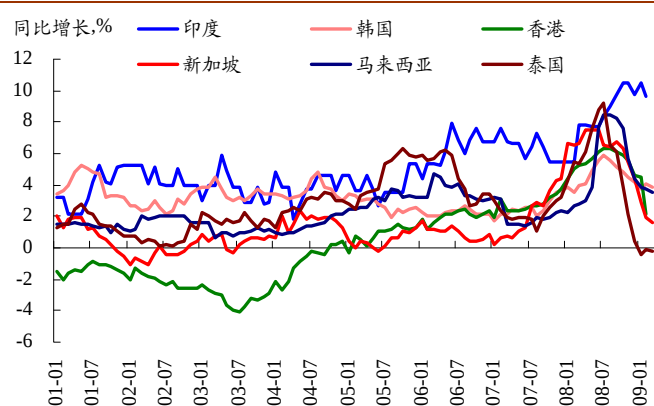
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 54: 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 52: 亚洲新兴经济体 CPI



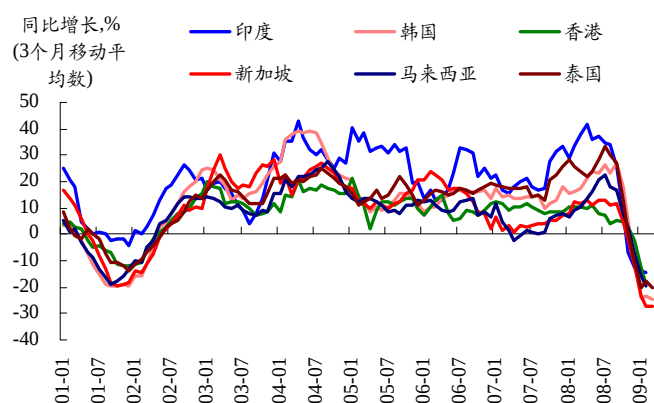
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 55: 新兴亚洲经济体银行间利率 (1 个月期)



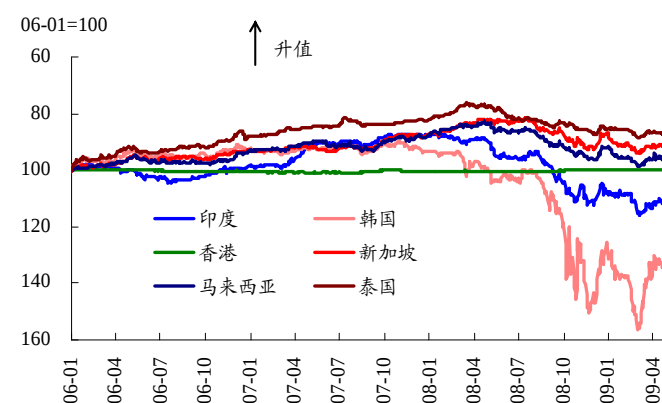
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 53: 亚洲新兴经济体商品出口



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 56: 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

图 57：亚洲新兴经济体主要数据

同比增长,%	2005	2006	2007	2008	08-Q2	08-Q3	08-Q4	09-Q1	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03
香港															
实际GDP	7.1	7.0	6.4	2.5	4.3	1.7	-2.5	...	...	...	...	...	...	...	...
实际CPI	0.9	2.0	2.8	5.6	5.7	6.2	5.4	...	6.1	5.9	5.6	4.6	4.5	2.2	...
商品出口	11.4	9.4	9.2	5.1	7.9	5.5	-2.1	...	3.6	9.4	-5.3	-11.4	-21.8	-23.0	...
工业生产	2.5	2.2	-1.5	-6.6	-4.2	-6.7	-10.4	...	...	...	...	...	...	...	...
零售业销货额	6.1	5.8	10.1	5.0	7.0	4.1	-2.4	...	1.9	-4.3	-2.7	-0.5	5.4	-13.8	...
经常项目顺差(占GDP,%)	11.4	12.1	12.3	14.2	7.8	17.5	18.5	...	...	...	...	...	...	...	...
印度															
实际GDP	9.2	9.9	9.2	7.4	7.9	7.6	5.3	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.0	6.3	6.4	8.3	7.8	9.0	10.2	...	9.8	10.4	10.4	9.7	10.4	9.6	...
商品出口	29.9	21.4	21.5	20.6	37.1	25.5	-12.8	...	13.5	-13.1	-20.1	-5.3	-15.9	-21.7	...
工业生产	7.9	10.5	9.9	4.4	5.3	4.7	0.6	...	6.0	0.1	2.5	-0.6	0.4	-1.2	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-1.4	-1.2	-1.1	-3.5	-3.2	-4.8	-5.5	...	...	...	...	...	...	...	...
印度尼西亚															
实际GDP	5.7	5.5	6.3	6.1	6.4	6.4	5.2	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	10.5	13.1	6.4	10.3	10.1	12.0	11.5	...	12.1	11.8	11.7	11.1	9.2	8.6	7.9
商品出口	19.7	17.7	13.2	20.1	29.6	27.9	-5.6	...	29.0	4.7	-1.8	-18.7	-35.0	-32.9	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	2.9	3.3	1.6	1.1	...	-0.8	6.1	0.6	-3.2	-4.7	-2.4	...
零售业销货额	15.9	-4.0	10.4	0.1	8.4	7.5	-16.4	...	3.2	-15.5	-26.3	-5.0	2.9	-12.4	...
经常项目顺差(占GDP,%)	0.1	3.0	2.4	0.1	-0.8	-0.7	-0.2	...	...	...	...	...	...	...	...
韩国															
实际GDP	4.2	5.1	5.0	2.5	4.8	3.8	-3.4	-4.3	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.8	2.2	2.5	4.7	4.8	5.5	4.5	...	5.1	4.8	4.5	4.1	3.7	4.1	3.9
商品出口	12.0	14.4	14.1	13.6	23.1	27.0	-9.9	-24.9	27.6	7.8	-19.5	-17.9	-34.2	-18.5	-22.0
工业生产	6.3	8.4	6.9	3.1	8.9	5.6	-11.3	...	6.3	-1.9	-13.8	-18.7	-25.5	-10.3	...
零售业销货额	4.1	4.0	5.0	1.0	2.8	1.4	-4.2	...	-1.9	-3.4	-4.7	-4.5	-3.3	-6.2	...
经常项目顺差(占GDP,%)	1.9	0.6	0.6	-0.4	-0.1	-3.8	4.2	...	...	...	...	...	...	...	...
马来西亚															
实际GDP	5.3	5.8	6.3	4.6	6.7	4.7	0.1	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	3.0	3.6	2.0	5.4	4.9	8.4	5.9	...	8.2	7.6	5.7	4.4	3.9	3.7	3.5
商品出口	11.4	9.8	2.7	9.6	20.8	16.8	-7.5	...	15.0	-2.6	-4.9	-14.9	-27.8	-15.9	...
工业生产	3.6	4.8	2.3	0.5	3.1	1.4	-9.1	...	-2.0	-3.1	-7.9	-15.9	-19.8	-14.6	...
经常项目顺差(占GDP,%)	15.0	16.3	15.6	17.5	19.6	19.5	17.1	...	...	...	...	...	...	...	...
菲律宾															
实际GDP	5.0	5.4	7.2	4.6	4.4	5.0	4.5	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	7.7	6.3	2.8	9.3	9.7	12.2	9.7	...	11.8	11.2	9.9	8.0	7.1	7.3	6.4
商品出口	4.0	14.9	6.4	-2.7	5.5	4.1	-22.3	...	1.3	-14.4	-11.4	-40.3	-40.6	-39.0	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	0.6	5.1	4.0	-5.7	...	7.4	3.5	-5.6	-14.2	-19.9	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	2.0	4.5	4.9	2.5	2.2	-0.7	5.2	...	...	...	...	...	...	...	...
新加坡															
实际GDP	7.3	8.4	7.8	1.1	2.5	0.0	-4.2	-11.5	...	...	...	...	...	...	...
CPI	0.5	1.0	2.1	6.5	7.5	6.6	5.4	...	6.7	6.4	5.5	4.3	2.9	1.9	1.6
商品出口	14.0	12.8	4.4	5.8	13.2	11.4	-12.0	-27.7	11.4	-4.3	-11.9	-20.4	-37.8	-23.7	-20.6
工业生产	9.5	11.9	5.9	-4.2	-5.6	-10.9	-10.7	-26.1	3.3	-12.2	-6.7	-13.4	-27.6	-15.1	-33.9
零售业销货额	9.0	6.9	3.8	-1.7	-2.8	2.8	-5.5	...	2.7	-8.3	-5.4	-3.2	-14.4	-8.4	...
经常项目顺差(占GDP,%)	22.7	25.4	23.5	14.8	14.5	17.1	10.4	...	...	...	...	...	...	...	...
台湾															
实际GDP	4.2	4.8	5.7	0.1	4.6	-1.0	-8.4	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.3	0.6	1.8	3.5	4.2	4.5	1.9	...	3.1	2.4	1.9	1.3	1.5	-1.3	-0.1
商品出口	8.8	12.9	10.1	3.6	18.5	8.0	-24.7	-36.6	-1.6	-8.3	-23.3	-41.9	-44.1	-28.6	-35.7
工业生产	3.8	4.7	7.8	-1.8	7.1	0.5	-24.2	-32.5	-1.2	-12.5	-28.3	-32.0	-43.3	-27.2	-26.0
零售业销货额	5.8	1.8	3.5	-1.5	1.6	-4.2	-7.1	...	-4.9	-3.8	-7.3	-10.1	-0.3	-9.5	...
经常项目顺差(占GDP,%)	5.0	7.2	8.6	6.4	6.8	1.9	8.7	...	...	...	...	...	...	...	...
泰国															
实际GDP	4.6	5.2	4.9	2.6	5.3	3.9	-4.3	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.5	4.6	2.2	5.5	7.5	7.3	2.1	...	6.1	3.9	2.2	0.4	-0.4	-0.1	-0.2
商品出口	15.0	16.9	18.6	15.6	28.1	26.1	-10.6	-20.6	20.0	3.0	-20.5	-14.6	-26.5	-11.3	-23.1
工业生产	9.1	7.3	8.2	5.3	10.1	7.6	-8.0	...	4.3	2.4	-7.7	-18.5	-21.2	-19.8	...
零售业销货额	4.2	0.5	2.2	3.6	8.3	3.3	-6.6	...	-0.5	-3.2	-13.5	-2.9	-7.0	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-4.3	1.1	5.7	-0.1	0.2	-2.0	-3.1	...	...	...	...	...	...	...	...

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。