

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

2008年4月28日

外需虽仍艰难 内需扩张不减

2009年4月份宏观经济月报

主要数据(%)：

中国(3月)	
工业	8.3
投资	30.3
零售额	14.7
出口	-17.1
进口	-25.1
M2	25.5
CPI	-1.2
美国(3月)	
零售额	-0.9
工业	-1.5
CPI	-0.1
失业率	8.5
欧元区(2月)	
零售额	-4.0
工业	-18.4
CPI(3月)	0.6
失业率	8.5
日本(2月)	
零售额(3月)	-3.9
工业	-9.4
CPI	-0.3
失业率	4.4

数据来源：招商证券研发中心

□ 中国：走出通缩的脚步开始迈出

3月份宏观经济情况明显好于预期。更主要的是，包括信贷、投资、生产、物价以及利润等在内的主要宏观指标，已经依照逻辑链条的先后顺序逐渐好转。3月份信贷的再次剧增基本奠定了今年经济稳步复苏的格局。由于当前已经形成了巨额信贷存量，二季度及以后新增信贷即使不能持续，也足以保证全年很高的货币增长速度。

本期月报里我们分析了按主体区分的投资情况，以研究民间投资何时能够启动的问题。从数据看，除外资和港澳台企业投资非常低迷外，主要类别企业投资增速名义都在24%以上，实际增速在25%以上。也就是说，实际上并不存在所谓民间投资低迷的问题，这说明民间投资总体并没有受到太大影响。第一，当前内需扩张的动力除了政府投资外，汽车、地产等先导性耐用消费品行业的复苏本身有很强的内生性；第二，目前的信贷增量远非政府投资项目所能解释，这也说明有效信贷需求有很强的内生性。但存在明显的区域差别，而宽松政策也功不可没。

□ 美国：经济复苏的路还很长

2009年前三个月，美国的工业产值折合年率下降20%，据此可以推测美国一季度GDP环比可能下降5.1%。领先指标显示美国经济从底部回升的速度缓慢，投资者恐慌程度虽已下降，但仍保持在较高的水平。从联储对银行工商贷款利差调查看，一季度银行调低利差的速度缓慢，信贷冻结恢复的速度低于预期。而没有金融体系的配合，美国的经济复苏要走的路还很长。3月的预售房和二手房销售量低位企稳，但高企的断供率和空置率对房价继续产生压力，美国房价的企稳要到今年的第四季度。3月美国制造业收缩速度放慢，新订单指数显著回升。进口指数也从底部回升，考虑进口是国内收入的函数，我们判断美国进口将随国内产出和GDP的恢复而逐步增加。最近美国国内金融冻结的情况也在逐步趋于缓和，贸易融资开始松动。在此条件下，美国可能会优先考虑从中国进口价廉物美的必需品，中国对美国出口最差的时刻正在过去。3月美国总体价格水平显著下滑，从设备利用率看，美国的总供求之间明显存在缺口，抑制价格的持续上升。

□ 欧洲：09年第一季度经济状况继续恶化

英国经济09年第一季度加速下滑，跌幅远超预期，预计一季度欧元区经济也将比08年第四季度更差。3月份欧洲多数经济数据续创新低，除采购经理指数(PMI)显著回升外，其余领先指标持续下滑，显示欧洲经济短期内仍难以见底企稳，但从第二季度开始经济下滑速度有望减缓。英国房地产价格跌幅收窄，房地产按揭申请和审批状况轻微改善，显示房地产市场加速下滑的势头初步得到遏制，但见底企稳仍言之尚早。IMF警告未来欧洲银行业资产减计的压力可能会大于美国，金融系统本身的问题尚未得到妥善解决。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。

正文目录

一、中国：走出通缩的脚步开始迈出	3
1、总体形势判断：经济扩张的各个链条开始激活	3
2、当前货币信贷增速足以克服货币流通速度下降之忧	8
3、外需有所好转，趋势将延续，但力度不强	9
4、房地产投资增速出现反弹	14
5、汽车、地产等耐用消费品复苏是经济内生力量使然	19
6、生产回升带动物价，3月份CPI环比已经转正	21
7、民间投资启动的讨论：总体上本来就不低迷	21
二、美国：经济复苏的路还很长	23
1、2009年第一季度工业产值下降20%	23
2、领先指标显示美国经济好转的速度缓慢	24
3、芝加哥交易所股市波动率指数回落至40以下	24
4、美国金融体系开始缓慢运转	25
5、房屋销售低位企稳，房价下降趋势未变	26
6、3月美国制造业收缩速度放慢，新订单指数显著回升	27
7、总供求状况不支持价格持续上升	31
三、欧洲：09年第一季度经济状况继续恶化	33
1、09年第一季度欧洲经济继续恶化	33
2、3-4月份制造业和服务业萎缩速度减缓	34
3、3月份经济信心指数续创新低	34
4、2月份零售销售大幅下滑	35
5、2月份欧元区对外贸易和工业生产继续大幅下滑	36
6、欧元区和英国失业率大幅攀升	37
7、欧洲通胀大幅下降，短期通缩风险加大	38
8、英国3月份房价跌幅收窄	39
9、欧洲央行减息25个基点至纪录新低	40
10、欧元和英镑兑美元汇率技术性反弹未能持续	41
附录	43
附录1：PMI指数与主要宏观数据对比	43
附录2：CPI、PPI、原材料价格指数细分项	44
附录3：彭博对主要经济体指标预测	46
附录4：细分行业工业投资增速及各地区产出增长	47

一、中国：走出通缩的脚步开始迈出

1、总体形势判断：经济扩张的各个链条开始激活

3 月份宏观经济情况明显好于预期，更主要的是，主要宏观指标，包括信贷、投资、生产、物价以及利润，已经依照逻辑链条的先后顺序逐渐好转。信贷扩张拉动需求，需求拉动生产回升，利润和价格环比也已经出现好转。

内需继续强劲扩张的同时，3 月份外需如预期略有好转，但我们认为美国金融系统虽已稳定，但经济复苏要走的路还很长，而欧洲还未到最差的时候。贸易融资解冻背景下，中国的出口回升力度会比较弱。

正如我们一直强调的，虽然外需对中国经济影响很大，但并不是决定性因素，决定性因素仍是内需。良好的企业资产负债状况和及时的宏观政策反应决定了 2009 年的通缩将是短期的，1998-2002 年的历史不会重复。一季度内外需的对比情况及相互作用的结果在一定程度上可以高度概括 09 年全年。

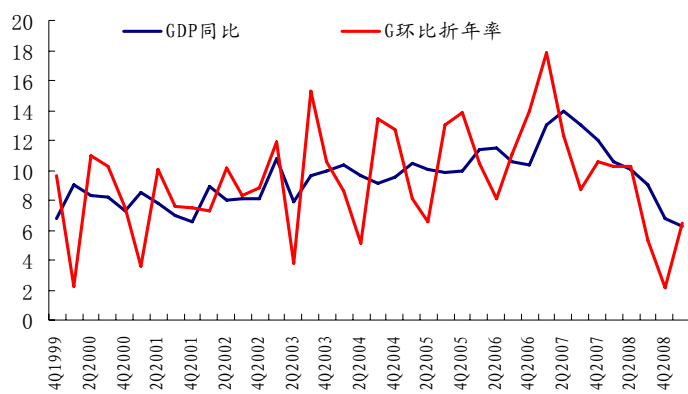
而信贷的再次剧增基本奠定了今年经济稳步复苏的格局。由于当前已经形成了巨额信贷存量，二季度及以后新增信贷已经不用持续，即使维持在较低的水平，也足以保证全年货币信贷余额很高的增速，另外当前的流通速度下降不会高于 96-98 年。因此，年内经济的稳定复苏是可以保证的。

在上篇宏观月报里，我们重点讨论投资扩张的的行业和区域情况，因投资增长基本反映了政策意图，可以认为当前政策扩张的效果是积极的。在本月报继续分析投资问题，研究按投资主体区分的情况，以解答民间投资何时能够启动的问题。从数据来看，除了外资和港澳台企业投资非常低迷外，主要类别企业投资增速名义都在 24% 以上，实际增速在 25% 以上。**也就是说，当前实际上并不存在所谓民间投资低迷的问题。**考虑到当前经济问题的区域特性，这说明民间投资总体并没有受到太大影响。第一，当前内需扩张的动力除了政府投资外，汽车、地产等先导性耐用消费品行业的复苏本身有很强的内生性。第二，目前的信贷增量远非政府投资项目所能解释，这也验证了有效信贷需求本身总体上没有太大问题。而当前有效的政策应对也是重要的保证。

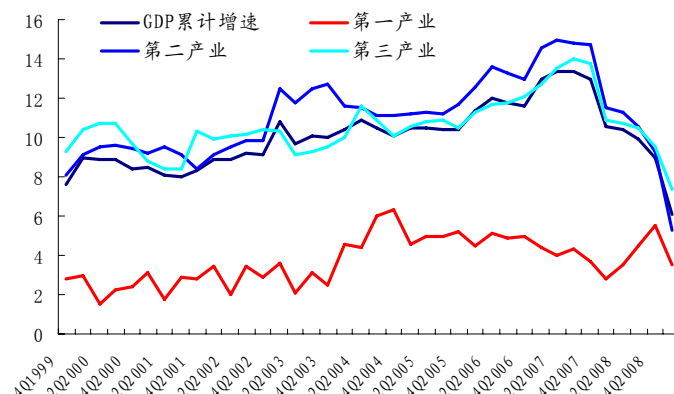
一季度是 GDP 同比增速低点

一季度 GDP 同比增速应该是全年最低点。一季度 GDP 同比增速低于去年第四季度，符合预期；从环比来看，一季度 GDP 环比增长 6.5%，较去年四季度的 2.3% 显著回升。季度数据显著低估并滞后反应当前经济回升的情况，因为 3 月份数据很高。

其中，第一产业增加值增长 3.5%；第二产业增加值增长 5.3%；第三产业增加值增长 7.4%。第三产业产出下降相对较少也反映了当前政府投资刺激经济的政策效果。

图 1: GDP 环比增速明显提升 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 2: 第三产业 GDP 相对较高 (单位: %)


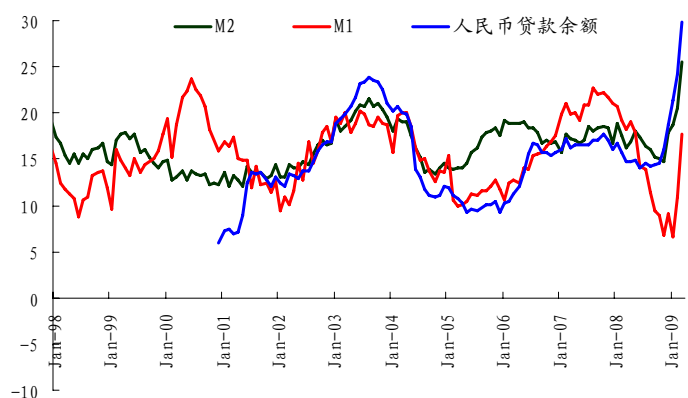
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

信贷扩张远超预期, 拉动总需求

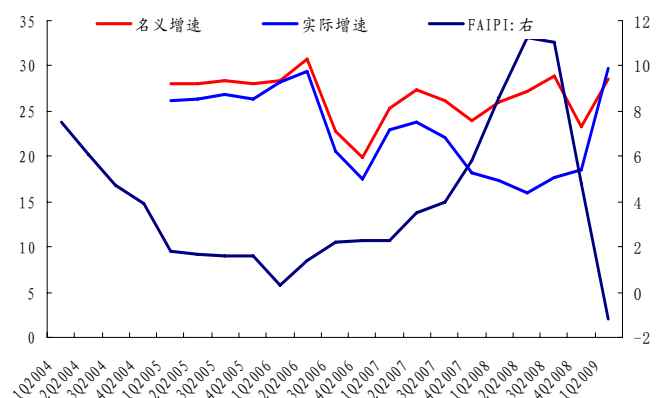
作为宏观经济的核心环节, 也是整体经济的先行性指标, 信贷仍是最重要的因素, 3 月份 1.89 亿的天量远超预期, 而这本身就很重。

货币信贷增速达十年高点。人民币贷款余额同比增长 29.78%, M2 增长 25.51%, 值得强调的是, 这是十多年以来的最高点。而 M1 增长也大幅回升至 17.04%, 说明贷款主要还是进入实体经济。

信贷拉动总需求大幅扩张。一季度城镇固定资产投资实际增速约 30%, 高出去年同期 12.5 个百分点。一季度全社会固定资产投资同比增长 28.8%, 比上年同期加快 4.2 个百分点。城镇固定资产投资 23562 亿元, 增长 28.6%, 加快 2.7 个百分点。农村固定资产投资增长 29.4%, 加快 11.1 个百分点。一季度固定资产投资价格指数同比下降 1.2 个百分点, 按此推算的城镇固定资产投资实际增长 29.8%, 高于去年同期 12.5 个百分点。而 3 月份城镇投资加速增长, 达到 30.3%, 远超市场预期。

图 3: M2 增速创十年新高, M1 显著回升 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 4: 一季度投资实际增长 30% (单位: %)


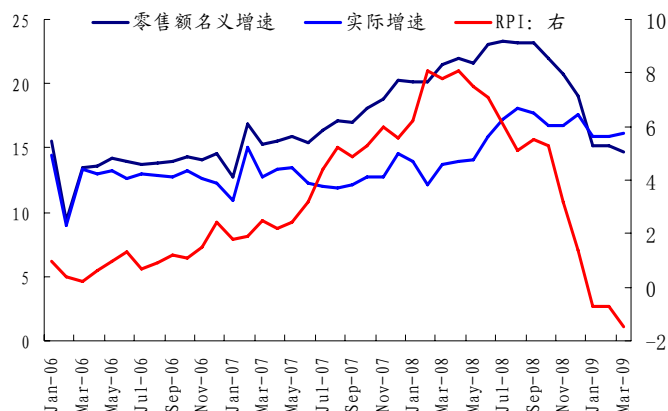
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

一季度消费实际增速高于去年同期。一季度, 社会消费品零售总额同比增长 15.0% (3 月份增长 14.7%), 扣除物价因素, 实际增长 15.9%, 同比加快 3.6 个百分点, 比上年全年加快 1.1 个百分点。实际增速较去年高点平稳回落。

贸易顺差增加 48.4%, 实际增速更高。一季度贸易顺差 624 亿美元, 增加 48.4%。而同

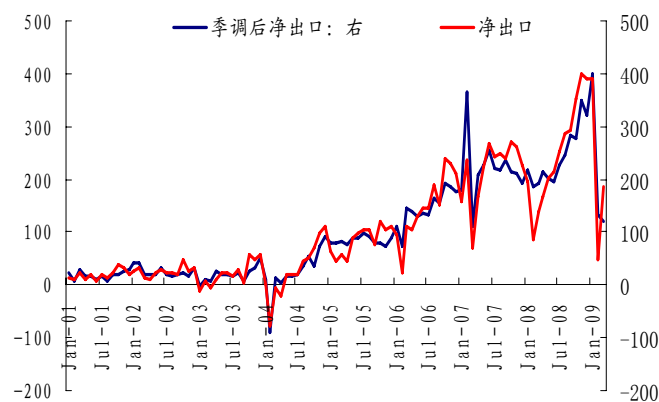
期相比，美元当前还是明显升值的，再考虑到价格方面 10 个百分点左右的变化，实际增速更高。

图 5：零售额实际增速平稳回落（单位：%）



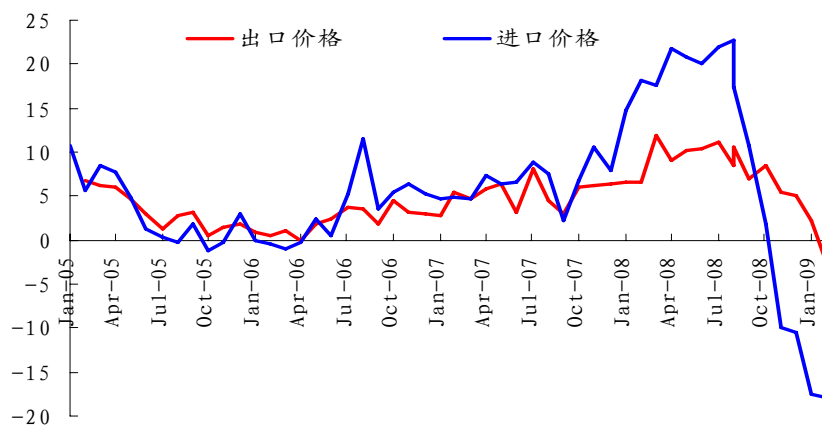
资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 6：一季度顺差增长约 48.4%（单位：%）



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

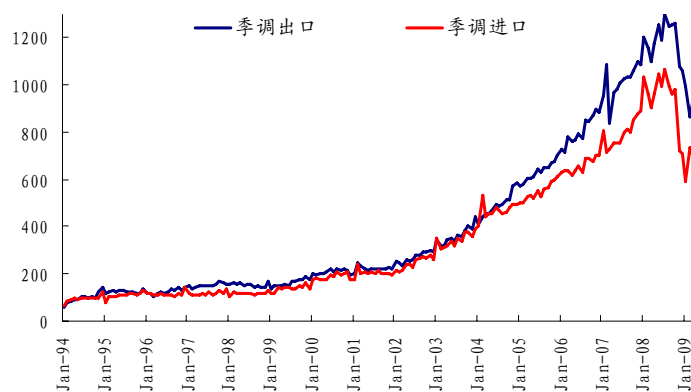
图 7：进出口价格明显下降（单位：%）



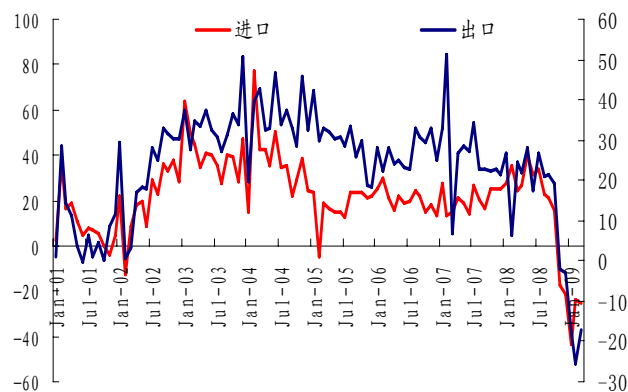
数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

因此，从支出法角度看，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。由于投资增速明显提高，3 月份总需求扩张的力度较 1-2 月份更大。由于外需整体仍然疲弱，当前内需扩张的强度很大。

3 月份外需也出现好转，基本符合我们在 2 月份宏观月报里的预测。因为美国经济情况有所好转，而金融市场趋稳使得贸易融资逐渐恢复，我们认为出口好转的趋势在近期仍会延续，尽管力度不是很大。3 月出口同比下降幅度明显减小，环比则明显反弹，进口环比略有下降，考虑到 2 月份进口异常高，3 月份进口还是不错。

图 8：出口环比反弹，进口略有下降（亿美元）


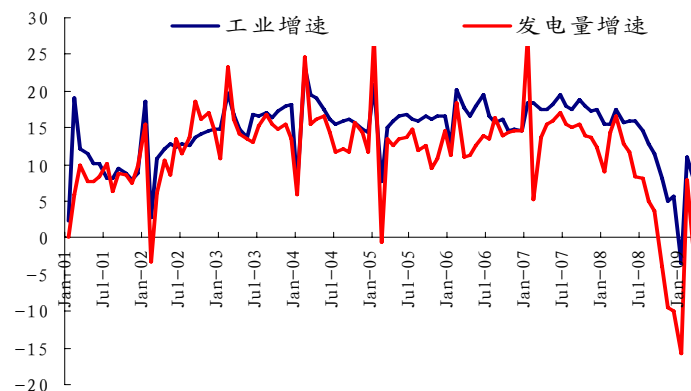
资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 9：出口增速明显反弹（单位：%）


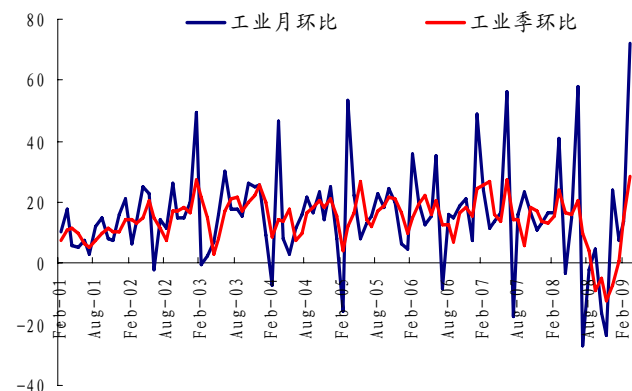
资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

总需求扩张拉动生产回升

总需求扩张拉动生产同比回升，这是与 1-2 月份不同的情况。1-2 月份工业生产仅增长 3.8%，但环比已经开始回升。3 月份工业同比明显回升至 8.3%，单月环比折年率增速超过 70%，三个月环比折年率增速超过 28%。虽然当前生产并不很高，总体上仍处于清理库存阶段，但趋势已经开始明显回升，这是非常重要的转折。

图 10：3 月份工业产出增长 8.3%（单位：%）


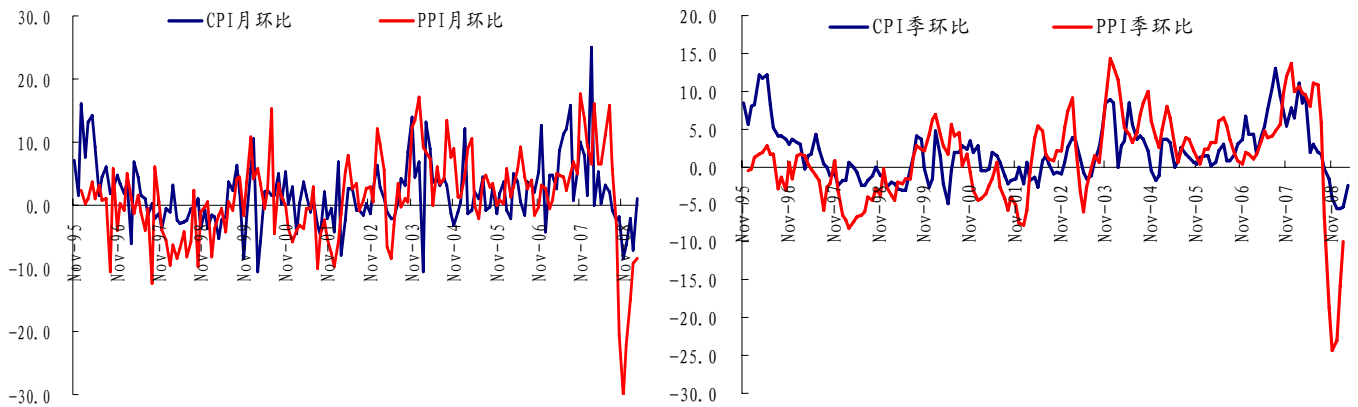
资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 11：工业产出环比大幅提升（单位：%）


资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

生产回升拉动物价，3 月份 CPI 环比已经转正

从价格指数环比变动情况看，生产回升拉动物价。从剔除春节和季节因素的环比看，3 月份 CPI 已经转正，月环比折年率约为 1%，而 PPI 环比降幅也有所减小。

图 12: CPI 月环比已经为正, PPI 月环比跌幅缩小 图 13: 季环比持续回升 (单位: %)


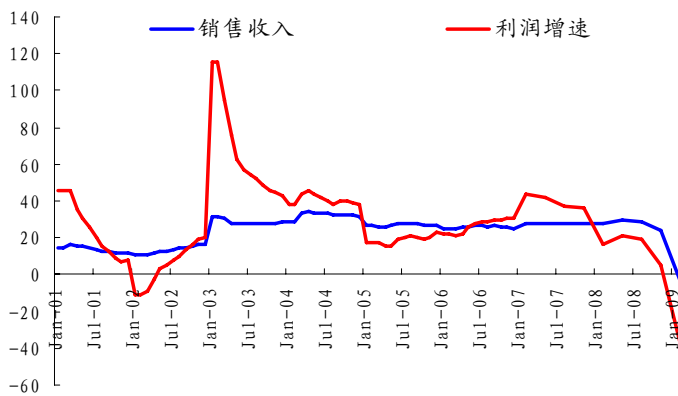
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

资料来源: 招商证券研发中心

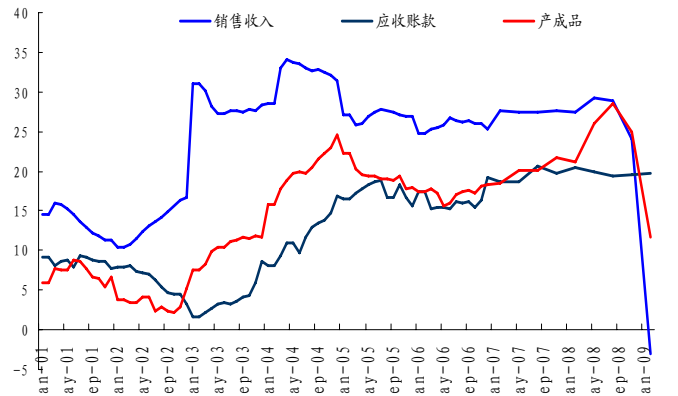
企业盈利是滞后变量, 同比增速 4 月或是最低点

月度盈利数据的缺乏使得我们分析的时间有效性打了折扣, 不过结合工业和 PPI 同、环比变化的情况可以推断, 企业盈利的环比应该开始好转。

1-2 月份工业企业财务数据继续恶化, 不过基本符合预期。1-2 月份, 规模以上工业企业利润同比下降 37.3%, 利润增速大幅下降是因为该变量对产出和物价变动具有高弹性。企业盈利是高弹性变量, 不能简单的趋势外推。因为产品成本中有相当多的固定资产折旧, 这部分通常按历史价格计算, 这就导致利润变动对价格非常敏感。我们估算, 工业企业利润增速变动对名义产出增速变动的弹性在 2-3 倍左右。

图 14: 收入与利润累计增速 (单位: %)


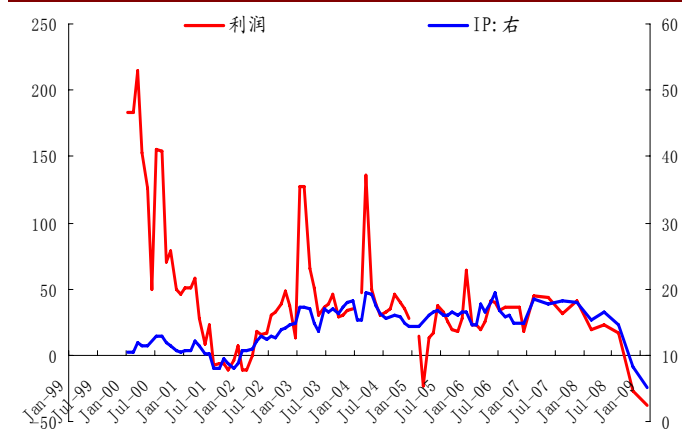
资料来源: 招商证券研发中心

图 15: 应收账款、产成品增速有所下降 (单位: %)


资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

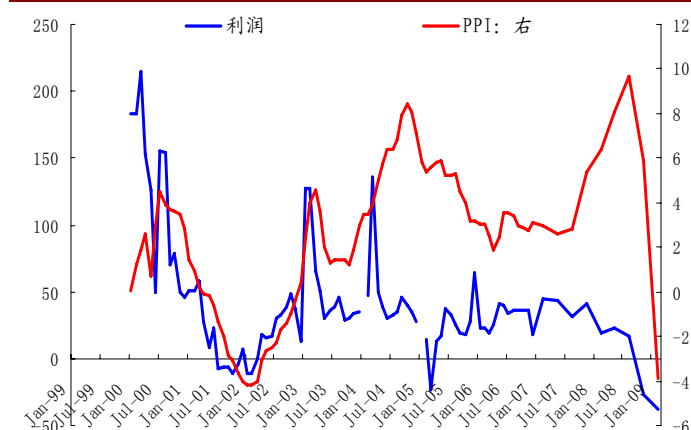
另外, 更重要的是, 在政策刺激的背景下, 盈利是滞后指标。必须指出的是, 在外生政策刺激的背景下, 企业盈利是相对滞后的指标。先有信贷扩张, 再有投资和产出的增长, 然后是物价的上升, 企业盈利增长趋势介于生产和物价变动之间。企业盈利环比应该逐渐好转, 4 月份左右或许是同比增速最低点。

图 16: 利润与产出增速基本同步 (单位: %)



资料来源: 招商证券研发中心

图 17: 利润领先于价格变动 (单位: %)



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

2、当前货币信贷增速足以克服货币流通速度下降之忧

一季度人民币贷款增加 4.58 万亿元，同比多增 3.25 万亿元。即使完全剔除掉票据融资增加的 1.48 万亿元，一季度贷款增加也达到 3 万亿，再加上 08 年 11、12 月份的 7000-8000 亿的非票据融资增加，累计接近 4 万亿。

表 1: 人民币存贷款增量结构 (单位: %, 亿元)

	金额							占比						
	07 年	08 年	0811	0901	0902	0903	一季	07 年	08 年	0811	0901	0902	0903	一季
新增贷款	36300	49100	4769	16200	10700	18900	45800	100	100	100	100	100	100	100
居民户	11800	7010	208	1214	439	2570	4223	32.5	14.3	4.4	7.5	4.1	13.6	9.2
短期	3257	2907	/	621	303	1423	2347	9.0	5.9	0.0	3.8	2.8	7.5	5.1
中长期	8541	4103	/	593	137	1145	1875	23.5	8.4	0.0	3.7	1.3	6.1	4.1
非金融公司及其他	24500	42100	4561	15000	10300	16300	41600	67.5	85.7	95.6	92.6	96.3	86.2	90.8
短期	12500	13300	558	3404	1582	4728	9714	34.4	27.1	11.7	21.0	14.8	25.0	21.2
票据	-4414	6461	1603	5229	4780	4791	14800	-12.2	13.2	33.6	32.3	44.7	25.3	32.3
中长期	16500	21100	2105	6239	3678	6883	16800	45.5	43.0	44.1	38.5	34.4	36.4	36.7
存款增加	53900	76900	4038	15100	16500	24600	56200	100	100	100	100	100	100	100
居民户	11300	46300	3827	15300	4562	5738	25600	21.0	60.2	94.8	101.3	27.7	23.3	45.6
非金融公司及其他	34500	28700	1616	-919	10900	19319	29300	64.0	37.3	40.0	-6.1	66.1	76.7	54.4

数据来源: CEIC, 人民银行, 招商证券研发中心

新增信贷在市场对可持续性的疑问声中不断创出新高，而这本身更加剧了对其可持续性的质疑，这是很有趣的问题。

我们对此一直以来的看法是，信贷能够扩张是摆在第一位的问题，信贷投向哪里是第二位的问题。信贷投放除了供给刺激外，本身也说明了信贷有效需求是非常强劲的。实际上，仅用政府项目开工已经远远不能解释目前信贷扩张的力度。而 M1 的大幅回升也说明这些资金主要进入实体经济。

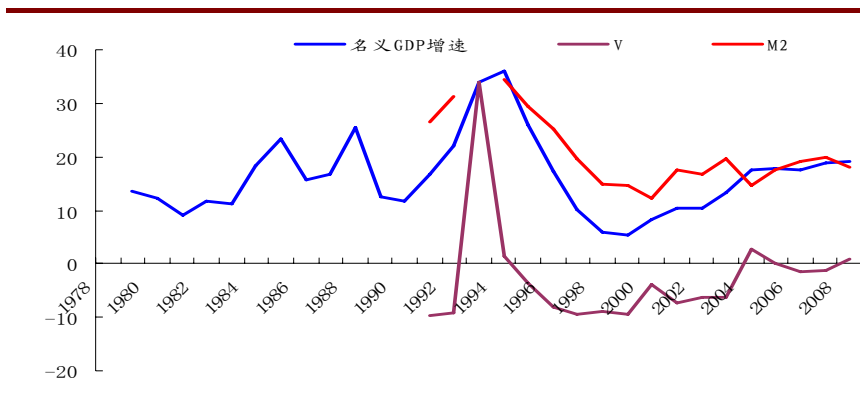
由于当前信贷量已经巨大，其增量在二季度以后根本不需要继续提高，就能使信贷总量维持在很高的水平。

做一个简单的预测。假定未来三个季度 M2 余额增量与去年同期持平，可推算 09 年末 M2 余额增速为 22.7%。这样的假定可能仍过于乐观，我们再假定未来三个季度 M2 余额增量在去年的基础上再减去去年 11、12 月份政策放松多投放的 1 万亿，推算出

09 年末 M2 余额增速为 20.5%，远高于年初制定的 17-18% 的目标值。

再者，由于当前货币信贷扩张相当猛烈，即使按照 96-98 年流通速度下降 9 个百分点左右的最差情况，也足以支持名义 GDP 9%-10% 的扩张。而当前的不同情况有所不同，包括货币化进程减缓，企业微观面较好，以及政策面反映明显灵敏，所以当前货币流速下降幅度要小于当时。

图 18：96-98 年货币流通速度最多下降 9% 左右（单位：%）



数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

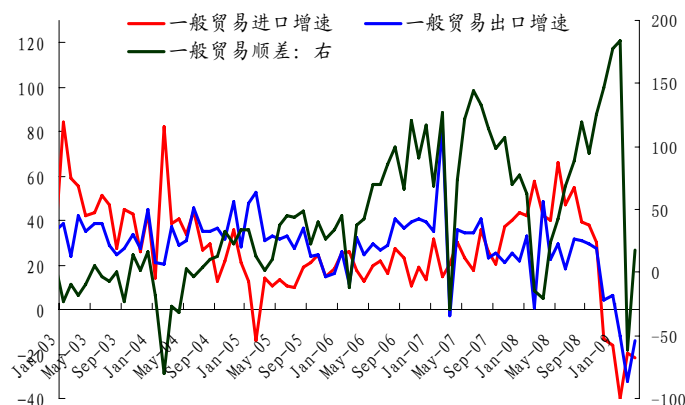
3、外需有所好转，趋势将延续，但力度不强

3 月份外需也出现好转，基本符合我们在 2 月份宏观月报里的预测。因为美国经济情况有所好转，而金融市场趋稳使得贸易融资逐渐恢复，我们认为美国经济金融虽已稳定，但复苏要走的路还很长，而欧洲还未到最差的时候。因此贸易融资解冻背景下，中国的出口回升力度总体不会太强，但不排除短期明显反弹。

进出口各方面，包括进出口价格、产品结构、国别结构，都反映了当前内需明显强于外需的现状。

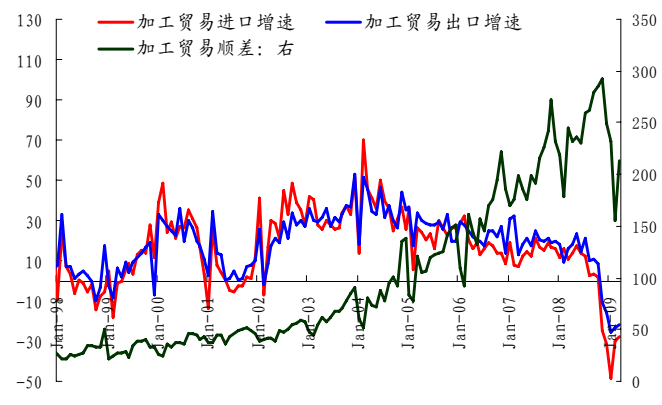
从贸易方式看，一般贸易进口远好于加工贸易进口。3 月份一般贸易出口增速明显反弹，由 2 月份的逆差变成顺差，这或许与 2 月份太差有关，3 月份加工贸易增速略有好转。

图 19：3 月份一般贸易出口明显反弹（单位：%）



资料来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

图 20：加工贸易出口增速连续两个月反弹（单位：%）



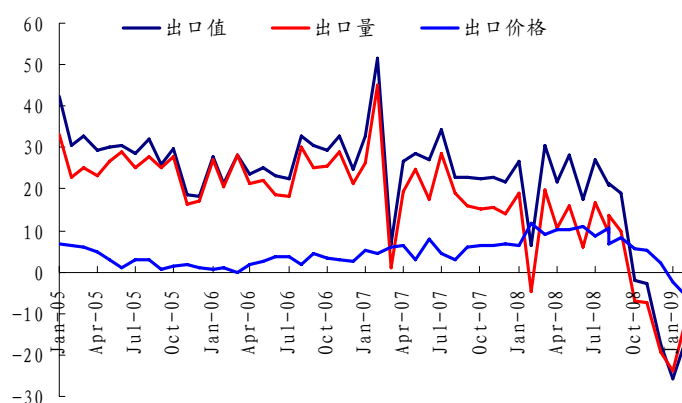
资料来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

3 月份进口价格同比下降 18.5%，幅度高于上月的 17.6%。进口量增速同比下降 8.1%，与 2 月份的 8.1% 基本持平，较去年 11 月到今年 1 月份已经有明显好转。

3 月份出口价格同比下降 5.6%，幅度高出上月 3.1 个百分点。出口量增速同比下降 12.2%，较去年 1-2 月份有明显好转，但下降幅度仍然较大。

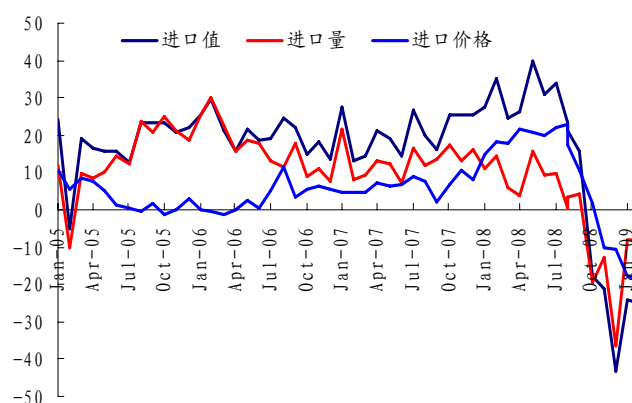
进出口价格变动对比说明当前内需明显强于外需。进口价格主要反映国内价格变动，而出口价格主要反映出口方，也就是外需的价格情况，因此进口价格跌幅明显弱于出口价格也说明当前内需明显强于外需的现状。另外，进出口产品构成的不同也是一个因素，因为进口中能源原材料比重远较出口大，但大宗商品价格回升里中国因素本来就是决定性。

图 21: 出口量增长 (单位: %,)



资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

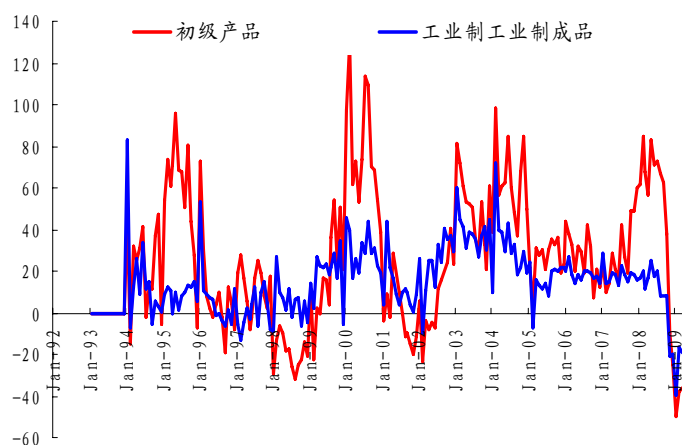
图 22: 进口量增长 (单位: %)



资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

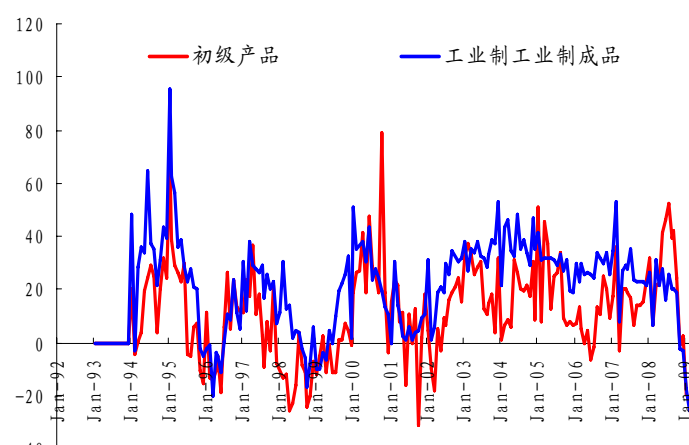
从大类商品看, 2、3 月份以来工业制成品进口增速反弹幅度较大, 而出口仍然疲弱, 这反映了当前投资性内需扩张的情况。而初级产品进出口总体增速反弹并不明显。

图 23: 大类进口值增长 (单位: %)



资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 24: 大类出口值增长 (单位: %, 本月未更新)



资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

表 2: 出口大类增长 (单位: %)

	总额	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	-21.8	-15.9	3.9	-35.5	-23.7	-46.5	-25.9	-24.2	-33.9	-21.7	-30.3	3.6
Mar, 2009	-17.1	-17.7	4.8	17.9	-34.0	-38.1	-46.2	-17.1	-27.6	-23.6	-19.5	-2.6	-8.4

数据来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

表 3: 进口大类增长 (单位: %)

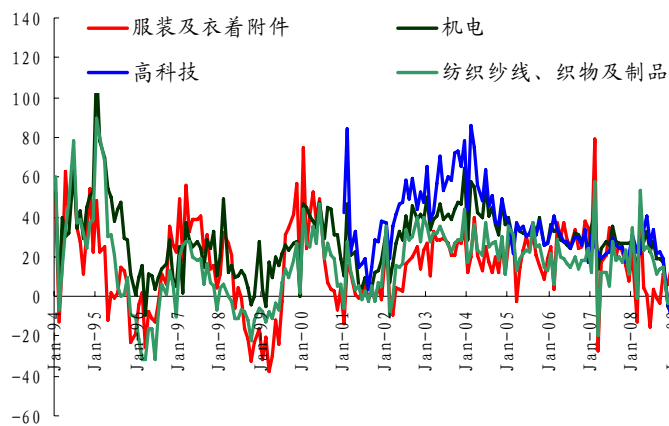
	总额	初级产品	食品及主要供食用的活动物	饮料及烟类	非食用原料	矿物燃料、润滑油及有关原料	动、植物油及蜡	工业制工业制成品	化学品及有关产品	轻纺产品、橡胶制品、矿冶产品及其制品	机械及运输设备	杂项制品	未分类的其他商品
08 年比重	100.00	31.91	1.24	0.17	14.67	14.90	0.93	68.09	10.53	9.47	39.08	8.63	0.39
2001	8.2	-2.1	4.6	13.2	10.6	-15.4	-21.9	10.9	6.3	0.3	16.4	18.2	1.4
2002	21.2	7.7	5.3	-6.1	2.8	10.4	113.0	24.3	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

	总额	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、植物油脂及蜡	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
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
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	-37.9	4.1	-0.9	-26.5	-51.9	-55.8	-17.0	-13.3	-15.3	-15.5	-28.9	-25.9
Mar, 2009	-25.1	-36.4	0.5	-26.1	-23.7	-51.1	-40.6	-19.6	-17.8	-16.6	-18.4	-29.6	-30.2

数据来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

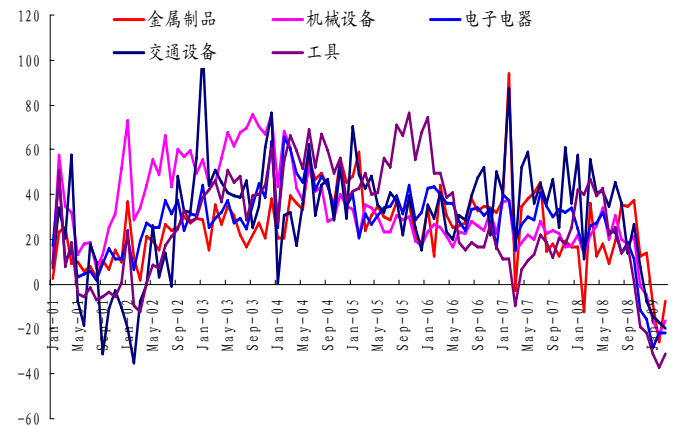
从细分产品看，纺织服装业和金属用品等基础生活用品增长反弹尤其明显，而机电、高科技等投资相关产品出口仍然疲弱，这则反映了外虚疲弱的情况。

图 25：主要商品出口增速（单位：%）



资料来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

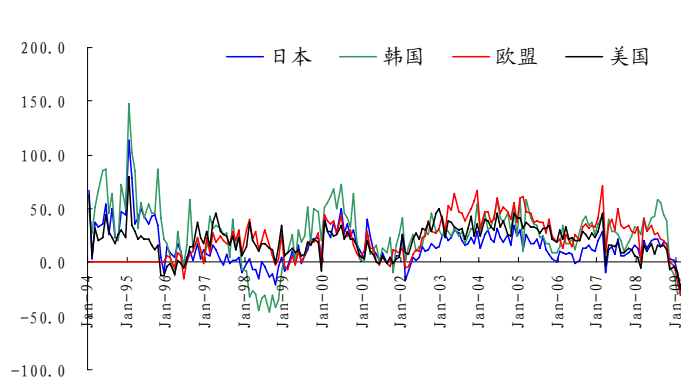
图 26：主要商品出口增速（单位：%）



资料来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

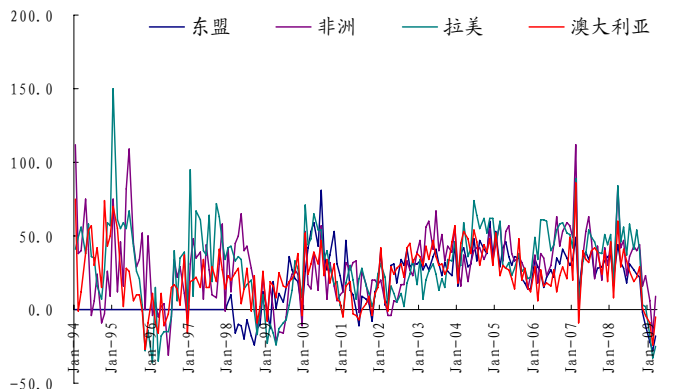
从国别看，对澳大利亚和非洲出口反弹非常明显，这反映了内需对矿物需求的扩张。三大经济体中对日本反弹幅度最小。

图 27：出口增速：地区（单位：%）



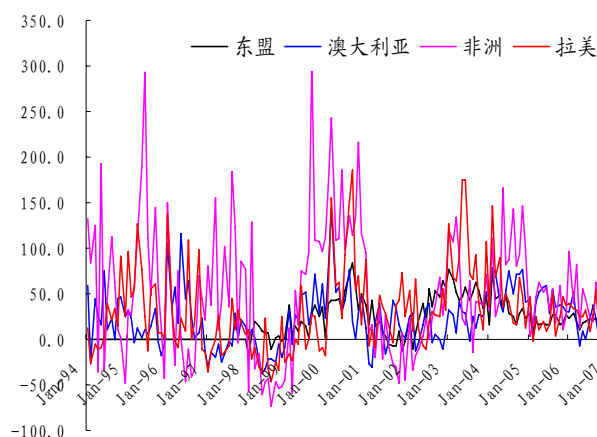
资料来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

图 28：出口增速：地区（单位：%）



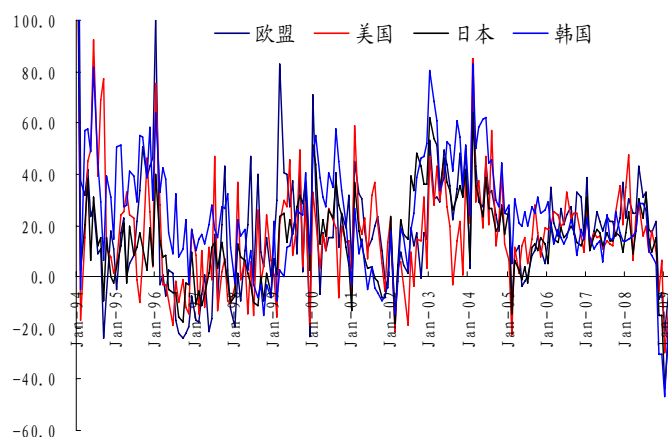
资料来源：CEIC，海关总署，招商证券研发中心

图 29: 进口增速: 地区 (单位: %)



资料来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

图 30: 进口增速: 地区 (单位: %)



资料来源: CEIC, 海关总署, 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	-24.9	-30.2	-22.2	-16.9	-33.8	-32.7	-24.2	-21.5	-27.4	-27.2	-23.9	-24.1
Mar, 2009	-18.1	-18.8	-20.2	-17.4	9.5	-24.1	-24.7	-12.3	1.5	-13.6	-31.3	-12.6	-5.0

数据来源: CEIC, 海关总署, 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

敬请阅读末页的免责声明

	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
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
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	-21.1	-4.9	-25.9	-59.4	-8.2	-43.4	-10.5	6.7	-20.4	-14.1	-10.6	6.0
Mar, 2009	-25.5	-21.2	-17.4	-27.4	-57.8	-17.9	-13.5	-13.1	4.6	-25.5	-19.4	-12.7	7.7

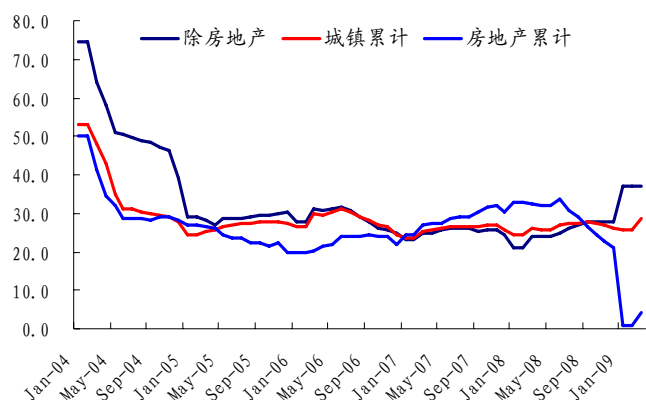
数据来源: CEIC, 海关总署, 招商证券研发中心

4、房地产投资增速出现反弹

3 月末新开工和施工项目分别增长 88%和 27%，比 2 月末略有提高，维持高增长，

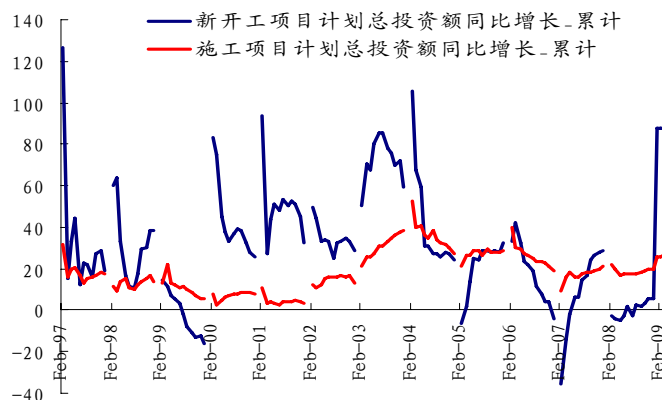
值得注意的是房地产投资有所回升。或许说明当前房地产交易的旺盛已经对供求关系产生影响，并改变开发商的预期。

图 31: 房地产投资有所回升



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 32: 新开工项目投资维持高增长 (单位: %)

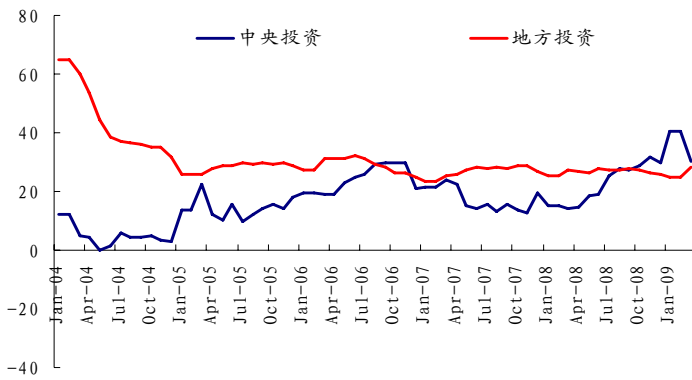


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

3 月份中央投资累计增速由前两月的 40.3%下降到 30.4%，而地方项目投资增速由 25.1%上升到 28.5%。

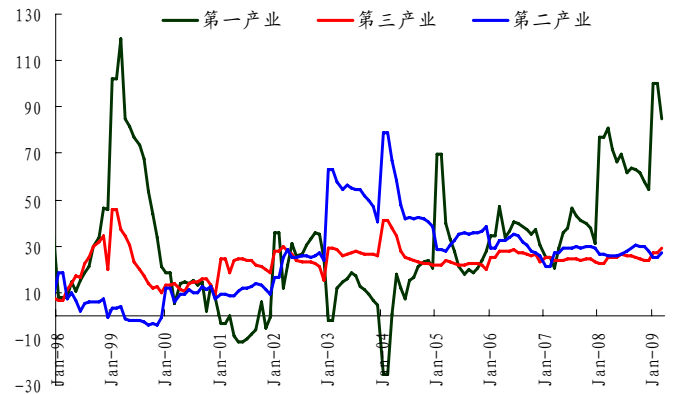
在 2 月份的宏观月报里，我们重点讨论了投资扩张的的行业和区域情况，因投资增长数据基本反映了政策导向，包括第一产业，以及交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业、公共管理和社会组织、建筑业、教育以及文化、体育和娱乐业等大部分政策支持的第三产业均大幅增长，而从区域看，中西部地区投资也是大幅增长。在行业和区域方面，3 月份基本延续了这种趋势。

图 33: 一季度中央投资项目增长 30.4% (单位: %)



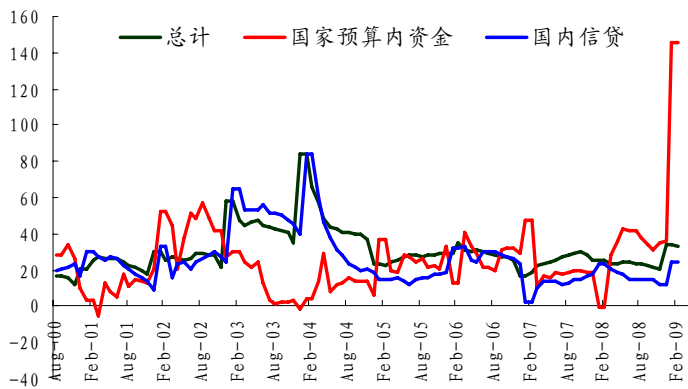
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 34: 第三产业增速明显上升 (单位: %)



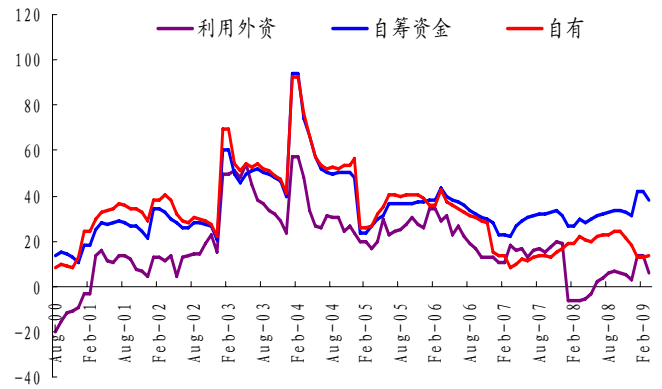
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 35: 国家预算资金大幅增长 (单位: %)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 36: 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

表 6: 大类行业投资增速与贡献度排名 (单位: %)

	一季 度增 速排 名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	一季 度贡 献率	05-0 8 贡 献率	一季 度 贡献率 排名	一季 度 贡献率 提高排 名
十.金融业	140.1	25.8	26.1	100.0	158.2	1.0	六.交通运输、仓储和邮政业	10.4
十五.居民服务和其他服务业	107.8	43.3	37.2	34.2	109.5	0.8	十四.水利、环境和公共设施管理业	9.3
一.农林牧渔业	85.0	41.1	57.4	54.5	100.3	4.5	十九.公共管理和社会组织	3.1
五.建筑业	66.8	24.2	10.2	30.4	46.7	2.1	一.农林牧渔业	2.7
十三.科学研究、技术服务和地质勘查业	62.6	9.0	36.2	35.9	55.4	1.1	二.采矿业	5.4
十四.水利、环境和公共设施管理业	60.8	25.3	33.3	32.2	51.7	17.6	十九.公共管理和社会组织	4.6
十八.文化、体育和娱乐业	60.1	17.6	29.6	26.0	44.6	2.1	四.电力、燃气及水的生产和供应业	4.5
十九.公共管理和社会组织	57.8	1.0	23.6	23.2	47.7	4.6	一.农林牧渔业	4.5
六.交通运输、仓储和邮政业	55.0	16.3	13.7	19.7	63.6	20.2	八.批发和零售业	3.2
十七.卫生、社会保障和社会福利业	52.7	21.2	31.6	30.6	70.9	1.3	五.建筑业	2.1
							十.金融业	0.8
							十三.科学研究、技术服务和地质勘查业	0.7

	一季 度增 速排 名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	一季 度贡 献率	05-0 8 贡 献率		一季 度 贡献率 排名	一季 度 贡献率 提高排 名	
							业			
八.批发和零售业	44.0	31.5	26.8	29.2	44.8	3.2	十八.文化、体育和 娱乐业	2.1	十七.卫生、社会保 障和社会福利业	0.6
九.住宿和餐饮业	41.4	42.9	31.3	30.5	39.8	1.7	十六.教育	1.9	十五.居民服务和其 他服务业	0.5
十六.教育	34.4	7.6	7.5	6.0	36.6	1.9	九.住宿和餐饮业	1.7	九.住宿和餐饮业	0.3
二.采矿业	32.9	23.2	37.9	31.5	25.8	5.4	十七.卫生、社会保 障和社会福利业	1.3	二.采矿业	0.1
十二.租赁和商务服 务业	30.3	23.2	54.2	50.6	54.0	1.0	十三.科学研究、技 术服务和地质勘察 业	1.1	十二.租赁和商务服 务业	-0.1
全国总计	28.6	26.4	26.8	26.1	26.5		十.金融业	1.0	七.信息传输、计算 机服务和软件业	-0.2
三.制造业	27.3	35.6	32.2	30.6	25.4	29.9	十二.租赁和商务服 务业	1.0	四.电力、燃气及水 的生产和供应业	-1.1
四.电力、燃气及水 的生产和供应业	18.3	12.3	16.7	15.4	20.7	4.5	十五.居民服务和其 他服务业	0.8	三.制造业	-5.5
十一.房地产业	8.0	32.0	25.4	23.0	4.9	6.7	七.信息传输、计算 机服务和软件业	0.4	十一.房地产业	-16.5
七.信息传输、计算 机服务和软件业	7.5	11.8	11.5	17.1	29.5	0.4				

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：%）

	一季 度增 速排 名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	一季 度贡 献率	05-0 8 贡 献率		一季 度 贡献率 排名		一季 度 贡献率 提高排 名
其他采矿业	166.7	50.3	11.0	16.3	266.3	0.0	公共设施管理业	13.3	公共设施管理业	6.3
烟草制造业	104.6		28.1	20.9	104.9	0.4	其中：铁路运输业	9.6	其中：铁路运输业	6.1
其中：铁路运输业	102.0	7.1	41.1	61.2	210.1	9.6	道路运输业	7.6	道路运输业	4.4
环境管理业	89.6	48.8	32.1	22.7	42.7	1.6	非金属矿物制品业	5.6	非金属矿物制品业	2.3
其中：林业	85.0	26.9	33.9	30.1		0.9	化学原料及化学制 品制造业	4.5	水利管理业	2.1
废弃资源和废旧材 料回收加工业	84.0	97.5	56.8	58.9	76.6	0.3	通用设备制造业	3.4	电气机械及器材制 造业	1.2
水利管理业	82.5	20.6	34.1	28.5	80.7	2.9	电气机械及器材制 造业	3.3	城市公共交通业	1.2
城市公共交通业	69.4	31.0	23.1	21.9	59.0	2.2	电力、热力的生产与 供应业	3.2	环境管理业	1.0
非金属矿采选业	63.0	41.9	47.6	45.4	94.1	0.7	交通运输设备制造 业	2.9	化学原料及化学制 品制造业	0.9
黑色金属矿采选业	60.6	10.0	59.8	59.0	101.8	1.1	水利管理业	2.9	煤炭开采及洗选业	0.7
电气机械及器材制 造业	58.3	43.5	47.8	45.1	53.5	3.3	煤炭开采及洗选业	2.7	专用设备制造业	0.6
非金属矿物制品业	57.7	50.9	46.8	46.6	47.8	5.6	专用设备制造业	2.6	黑色金属矿采选业	0.4
公共设施管理业	56.0	24.5	33.2	33.5	48.5	13.3	城市公共交通业	2.2	通用设备制造业	0.4
专用设备制造业	49.7	57.4	34.3	34.1	51.3	2.6	农副食品加工业	1.8	医药制造业	0.4
煤炭开采及洗选业	47.5	24.9	34.8	33.6	59.6	2.7	金属制品业	1.7	水的生产与供应业	0.3
通用设备制造业	44.0	54.0	36.0	38.3	55.5	3.4	环境管理业	1.6	烟草制造业	0.3
道路运输业	43.6	12.8	3.9	5.9	35.3	7.6	黑色金属矿采选业	1.1	非金属矿采选业	0.3
化学原料及化学制	40.6	34.2	37.8	35.5	41.3	4.5	石油和天然气开采	1.0	燃气生产与供应业	0.2

敬请阅读末页的免责声明

	一季 度增 速排 名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	一季 度贡 献率	05-0 8 贡 献率		一季 度 贡献率 排名	一季 度 贡献 率提 高排 名	
品制造业							业			
水的生产与供应业	40.0	32.4	26.2	22.7	17.3	1.0	水的生产与供应业	1.0	农副食品加工业	0.2
									废弃资源和废旧材	
燃气生产与供应业	39.1	13.6	16.8	19.3	32.0	0.4	医药制造业	0.9	料回收加工业	0.2
农副食品加工业	37.7	42.6	26.1	25.7	44.4	1.8	其中：林业	0.9	水上运输业	0.0
							有色金属冶炼及压			
医药制造业	37.2	12.3	26.0	25.9	42.3	0.9	延加工业	0.9	其他采矿业	0.0
									仪器仪表及文化、办	
金属制品业	32.2	44.0	38.9	38.5	28.4	1.7	水上运输业	0.8	公用机械制造业	0.0
交通运输设备制造										
业	32.0	35.2	44.0	39.1	38.2	2.9	食品制造业	0.8	橡胶制品业	0.0
仪器仪表及文化、									印刷业和记录媒介	
办公用机械制造业	30.9	26.7	55.7	57.7	28.8	0.3	非金属矿采选业	0.7	的复制	0.0
橡胶制品业	30.0	26.5	13.8	12.7		0.3	塑料制品业	0.6	食品制造业	-0.1
									文教体育用品制造	
水上运输业	27.8	20.8	8.9	6.7	37.4	0.8	燃气生产与供应业	0.4	业	-0.1
							木材加工及木、竹、		皮革、毛皮、羽毛(绒)	
食品制造业	27.6	26.8	21.3	17.8	39.5	0.8	藤、棕、草制品业	0.4	及其制品业	-0.1
印刷业和记录媒介									交通运输设备制造	
的复制	26.4	32.5	23.2	23.9	9.6	0.3	烟草制造业	0.4	业	-0.2
							工艺品及其他制造		工艺品及其他制造	
塑料制品业	24.2	37.2	21.0	27.1	12.5	0.6	业	0.3	业	-0.2
木材加工及木、竹、							仪器仪表及文化、办			
藤、棕、草制品业	22.2	68.2	29.2	26.3	28.4	0.4	公用机械制造业	0.3	化学纤维制造业	-0.2
皮革、毛皮、羽毛										
(绒)及其制品业	21.6	22.9	27.5	22.0	24.7	0.2	饮料制造业	0.3	塑料制品业	-0.3
有色金属矿采选业	21.3	71.8	35.1	35.1	84.3	0.3	橡胶制品业	0.3	金属制品业	-0.3
工艺品及其他制造									木材加工及木、竹、	
业	20.0	31.6	20.2	21.5	5.2	0.3	有色金属矿采选业	0.3	藤、棕、草制品业	-0.3
有色金属冶炼及压							废弃资源和废旧材			
延加工业	19.0	31.2	44.1	43.1	7.6	0.9	料回收加工业	0.3	有色金属矿采选业	-0.3
文教体育用品制造							印刷业和记录媒介			
业	18.2	55.0	12.1	13.7	13.6	0.1	的复制	0.3	饮料制造业	-0.4
石油和天然气开采							石油加工、炼焦及核			
业	16.6	13.7	34.8	22.0		1.0	燃料加工业	0.2	航空运输业	-0.4
							皮革、毛皮、羽毛			
饮料制造业	15.4	36.8	21.7	22.4	8.8	0.3	(绒)及其制品业	0.2	造纸及纸制品业	-0.5
电力、热力的生产										
与供应业	15.2	10.6	15.7	14.4	20.6	3.2	造纸及纸制品业	0.2	家具制造业	-0.5
							纺织服装、鞋、帽制		纺织服装、鞋、帽制	
造纸及纸制品业	8.0	28.3	26.6	25.4		0.2	造业	0.2	造业	-0.5
纺织服装、鞋、帽							文教体育用品制造		有色金属冶炼及压	
制造业	7.8	44.3	21.5	19.0	6.0	0.2	业	0.1	延加工业	-0.6
									石油和天然气开采	
石油加工、炼焦及	5.9	40.7	43.0	29.4	19.2	0.2	其他采矿业	0.0	业	-0.7
核燃料加工业										
通信设备、计算机										
及其他电子设备制										
造业	-2.4	24.4	18.5	17.6	8.3	-0.1	航空运输业	0.0	其中：林业	-0.9
航空运输业	-3.3	29.4	-17.8	-3.8	-16.0	0.0	家具制造业	-0.1	纺织业	-1.0
									石油加工、炼焦及核	
纺织业	-4.5	25.3	1.4	1.3	-19.8	-0.2	化学纤维制造业	-0.1	燃料加工业	-1.1
							通信设备、计算机及			
黑色金属冶炼及压							其他电子设备制造		电力、热力的生产与	
延加工业	-6.4	13.0	27.1	23.8	-10.8	-0.5	业	-0.1	供应业	-1.5
家具制造业	-8.8	36.6	34.3	31.3	8.5	-0.1	纺织业	-0.2	通信设备、计算机及	-1.8

	一季 度增 速排 名	07 年增 速	08 年 增速	08 年 比重	一季 度贡 献率	05-0 8 贡 献率		一季 度 贡献率 排名	一季 度 贡献 率提 高排 名
							其他电子设备制造 业		
							黑色金属冶炼及压 延加工业		
化学纤维制造业	-13.6	48.1	11.3	3.2	-7.8	-0.1	黑色金属冶炼及压 延加工业	-0.5	-2.1

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，1-2 月份的格局延续。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。

表 8：各地区投资增速及贡献度排名（单位：%）

	一季 度增 速	08 年] 增长	08 年 比重	一季 度贡 献率	05-08 年贡 献率	贡献 率变 化		一季 度贡 献率	贡献率 变化排 名
大区域									
三、西部地区	46.1	26.7	22	35.5	22.8	12.7	三、西部地区	35.5	三、西部地区
二、中部地区	34.3	33.5	27.1	32.5	30.4	2.1	一、东部地区	33.5	二、中部地区
一、东部地区	19.8	21.3	48.4	33.5	43.7	-10.3	二、中部地区	32.5	一、东部地区
省自治区直辖市									
黑龙江	72.8	30	2.3	5.9	2.3	3.6	辽 宁	13.3	辽 宁
辽 宁	63.5	35	6	13.3	7.0	6.3	四 川	7.6	黑 龙 江
西 藏	54.4	15	0.2	0.4	0.1	0.3	河 北	7.2	四 川
宁 夏	54.2	39.4	0.5	0.9	0.5	0.5	江 苏	6.4	陕 西
陕 西	52.8	34.9	2.9	5.4	3.2	2.1	河 南	6.1	内 蒙 古
青 海	52.5	15.7	0.3	0.6	0.3	0.3	内 蒙 古	6.0	河 北
云 南	51.0	27.1	2.1	3.7	2.3	1.5	黑 龙 江	5.9	云 南
四 川	50.5	25.7	4.3	7.6	4.5	3.1	山 东	5.5	江 西
贵 州	48.4	24.4	1.1	1.9	0.9	0.9	陕 西	5.4	天 津
内 蒙 古	47.5	25	3.6	6.0	4.0	1.9	安 徽	4.9	贵 州
天 津	44.8	44.8	2.1	3.3	2.3	1.0	江 西	4.5	广 西
海 南	44.7	41.3	0.5	0.8	0.4	0.4	湖 南	4.1	湖 南
江 西	44.0	46.1	2.9	4.5	3.2	1.3	湖 北	4.1	新 疆
甘 肃	42.3	27	1	1.5	0.9	0.5	吉 林	3.9	湖 北
河 北	41.4	31.2	5	7.2	5.6	1.6	云 南	3.7	甘 肃
广 西	41.4	27.9	2.2	3.2	2.5	0.7	天 津	3.3	宁 夏
新 疆	35.9	19	1.3	1.6	1.0	0.6	广 西	3.2	海 南
湖 南	35.7	33.6	3.3	4.1	3.5	0.6	重 庆	2.8	青 海
安 徽	35.3	33.6	4	4.9	4.8	0.1	广 东	2.0	西 藏
吉 林	34.8	40.3	3.2	3.9	4.0	-0.2	浙 江	1.9	重 庆
湖 北	33.3	30.7	3.5	4.1	3.5	0.6	贵 州	1.9	安 徽
重 庆	31.7	26.5	2.5	2.8	2.6	0.2	新 疆	1.6	吉 林
河 南	29.5	31.6	5.9	6.1	7.0	-0.9	山 西	1.6	山 西
全国总计	28.6	26.1	100				甘 肃	1.5	江 苏
江 苏	23.6	24.1	7.7	6.4	7.1	-0.8	福 建	1.3	河 南
山 西	20.9	22.9	2.2	1.6	2.1	-0.5	宁 夏	0.9	浙 江
山 东	18.5	23.4	8.5	5.5	7.9	-2.4	海 南	0.8	上 海
福 建	12.4	19.8	3.1	1.3	3.3	-2.0	青 海	0.6	福 建
浙 江	12.1	8.7	4.4	1.9	2.8	-1.0	西 藏	0.4	广 东
广 东	10.0	16.7	5.8	2.0	4.1	-2.1	上 海	0.1	北 京
上 海	0.8	8.1	3	0.1	1.7	-1.6	北 京	-1.0	山 东
北 京	-12.4	-2.1	2.4	-1.0	1.3	-2.4	甘 肃	1.5	江 苏
江 苏	23.6	24.1	7.7	6.4	7.1	-0.8			

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。另外受影响较大的还包括能源原材料产值较大的省份，主要仍是清理库存的结果。

表 9：一季度各地区产出增速排名（单位：%）

	09 年一 季度	07 年	08 年	7 月	8 月	9 月	810	811	812	09 年前 两月	06 年比 重
天津	20.3	18.2	21	21	20	21.3	19	20	23	18.4	2.6
内蒙古	19.2	30	24.5	30.5	29.2	28.7	20.3	9.8	3.6	19.6	2.2
湖南	18.8	24.3	18.4	19.5	19	22.1	21.5	19.5	18.5	20.6	2.3
安徽	17.7	24.5	22	25.6	19	19.1	18.2	14.7	13.9	19	2.2
四川	17.5	25.4	17.9	18.4	21.9	18.1	15.2	11.1	11.3	16.8	3.2
贵州	16	16.8	10.1	19.8	18.8	13.2	4	0.7	5.1	23.2	0.9
广西	15.5	26.5	22.6	24.8	19.8	18.5	6.7	10.2	22.9	14.9	1.4
江西	14.6	24.6	21.9	22	21	22.5	20.4	19.8	13.5	13.8	1.6
北	11.8	23.6	21.6	25.5	24.4	18.7	10.3	10.1	10	10.5	2.6
辽宁	11.2	21	17.5	16.5	17.1	16.9	15	9.1	9	10.6	4.5
江苏	10.6	18.9	14.2	15.1	12.1	14.3	11	9.2	9.2	8	11.8
吉林	10.1	23.6	18.6	15.3	15.2	17.4	13.2	16.4	9	8.9	1.5
重庆	8.8	25.1	21.6	23	24	22.6	17.9	9.8	12.1	6	1.0
西藏	8.4	17.6	8.9	2.8	4.7	13	-11.7	9.8	1.9	7.2	0.0
河北	7.9	18.9	13.5	13.3	7.3	7.9	11.5	12	9.2	7.1	4.6
陕西	7.2	19.6	21	27.3	24.7	21.6	18.1	9.9	13.2	1	1.8
山东	6.5	20.8	13.8	15.9	12.2	10.7	8	7.2	7	5.8	11.9
全国总计	5.1	18.5	12.9	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	3.8	100
新 疆	5	15.2	15.5	16.3	17.8	18.8	17.1	15.6	13.8	5.6	1.2
青海	4.7	18.4	21.5	26.1	31.6	18.9	17.7	15.8	5.6	2.1	0.3
福建	4.1	21.5	16.7	17.3	14.3	16.3	13.2	7.4	8.1	5.1	3.1
黑龙江	3.5	15.8	13.1	14.8	14.6	17	9.5	11.2	8.9	0.8	2.7
河南	3.1	24.2	19.8	23.3	22.2	21.7	14.8	8.1	5.3	2.1	5.2
云南	1.1	17.5	12.6	17.2	18.4	10.3	10.1	10.1	13.2	-7.1	1.5
广东	0.9	18.3	12.8	11.7	13.1	12	9.9	9.6	11.3	0.8	12.9
海南	0.5	33.8	6	3.3	8.8	-0.2	-0.1	-6.5	-0.4	0.2	0.3
甘肃	-1.7	17.1	9.5	14.6	12.5	13.6	10.1	5	4.6	-0.7	0.9
宁夏	-3.2	17	15.1	13.1	18.3	9	2.2	-4.4	11.3	-6.4	0.3
北京	-3.4	13.4	2	2.8	-9.1	-6.4	-7.6	-8.1	-6.9	-6.4	2.1
浙江	-5.6	17.9	10.1	9.8	6.1	6.4	2.2	0.9	1.1	-8.2	6.9
上海	-9.7	12.6	8.3	7.1	8.8	6	3.1	-0.7	-11.8	-12.4	5.0
山西	-22.4	21	6.5	13.9	12.2	4.2	-9.9	-24.5	-19.2	-20.5	2.5

数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

5、汽车、地产等耐用消费品复苏是经济内生力量使然

一季度社会消费品零售总额同比增长 15.0%（3 月份增长 14.7%），扣除物价因素，实际增长 15.9%，同比加快 3.6 个百分点，实际增速较去年高点平稳回落。

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，这仍反映了当前房地产交易活跃的情况。汽车类消费也有明显的增长。

一季度农村居民现金收入人均 1622 元，同比增长 8.6%，扣除价格因素，实际增长 8.6%。

一季度城镇居民人均可支配收入 4834 元，同比增长 10.2%，扣除价格因素，实际增长 11.2%。名义增速下降而真实收入增速上升，反映了收入的滞后性与真实收入在物价变动剧烈时期的逆周期性，收入的这种特征决定了消费的趋势。

汽车、地产等耐用消费品复苏是经济内生力量使然。由于收入增长的滞后性，我国的消

费总体上滞后的。普遍而言，同时由于价格剧烈变动导致的收入逆周期性特征，使得消费成为经济的内在稳定器，典型的表现耐用品消费（汽车、地产）领先于经济周期并带动经济复苏。

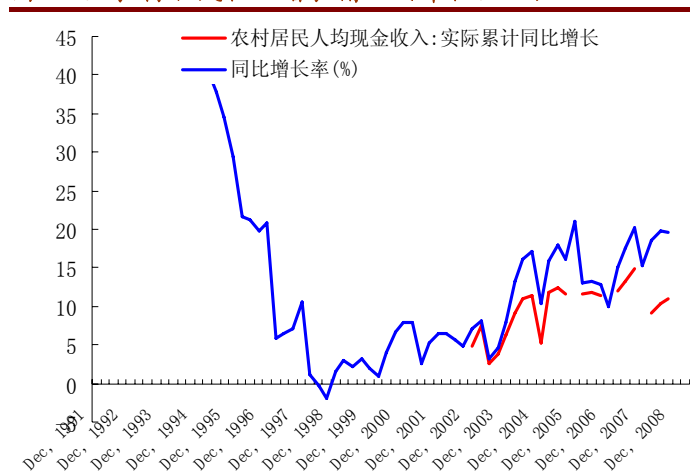
当下国内也正是这样的情况。前面我们提到，推动内需扩张的因素中除了政策刺激这一外在因素外，汽车、地产等耐用品消费行业的复苏则是内生的，当然也在某种程度上与政策刺激间接相关，反映了政策刺激的效果。

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	0811	0812	09年1-2	一季度
零售总额	16.8	20.6	21.4	23.3	23.2	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	20.3	19.0	14.4	14.1
县及县以下	15.8	19.3	20.0	21.8	21.8	20.6	21.8	19.0	17.0	17.0
批发和零售业零售额	16.7	20.4	21.3	23.3	23.2	22.0	20.6	18.9	14.8	
住宿和餐饮业	19.4	23.6	24.0	26.5	26.3	24.8	25.1	22.8	18.9	
其他行业零售额	/	4.2	4.4	4.7	2.6	4.0	3.0	3.4	2.6	
限额以上批发和零售										
吃	/	25.5	25.0	22.3	20.3	23.3	13.8	/	14.2	
穿	/	24.3	25.1	27.5	27.6	25.9	24.1	/	15.9	
用	/	30.1	29.1	31.1	27.4	28.6	12.5	/	7.6	
粮油类	/	38.1	33.1	18.3	23.1	28.6	5.9	/	16.3	
肉禽蛋	/	31.3	28.9	18.4	26.7	25.6	13.9	/	12.0	
服装类	/	24.3	25.6	26.8	29.5	26.5	25.4	/	17.4	
文化办公用品类	/	29.2	25.4	16.1	13.3	21.6	12.7	/	8.3	
体育、娱乐用品类	/	21.0	20.8	18.3	10.1	18.0	6.4	/	13.5	
日用品类	/	19.5	19.2	19.5	20.8	19.3	11.1	/	12.0	
家用电器和音像器材类	/	22.5	18.3	18.8	18.6	21.6	7.5	/	2.7	
家具类	/	33.3	32.3	19.6	24.2	19.6	15.7	/	27.1	24.1
化妆品类	/	22.3	21.2	31.8	26.6	28.0	16.3	/	14.6	
金银珠宝类	/	47.5	43.9	43.6	44.3	42.9	31.1	/	16.3	
通讯器材类	/	3.7	3.5	6.1	4.5	4.4	-4.8	/	-9.2	
汽车类	/	37.1	33.4	27.8	19.0	29.1	7.7	/	9.3	11.1
石油及制品类	/	42.5	44.4	55.2	49.4	46.4	21.2	/	0.7	
建筑及装潢材料类	/	-3.1	-1.8	-3.4	-9.7	-5.7	-32.6	/	22.4	20.2

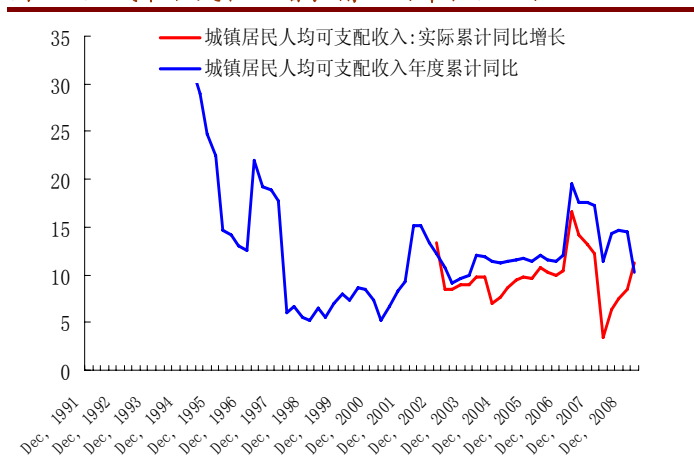
数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 37：农村居民收入增长情况（单位：%）

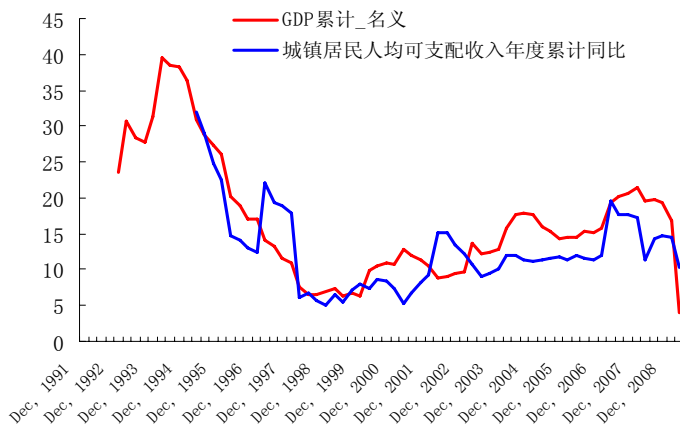


资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

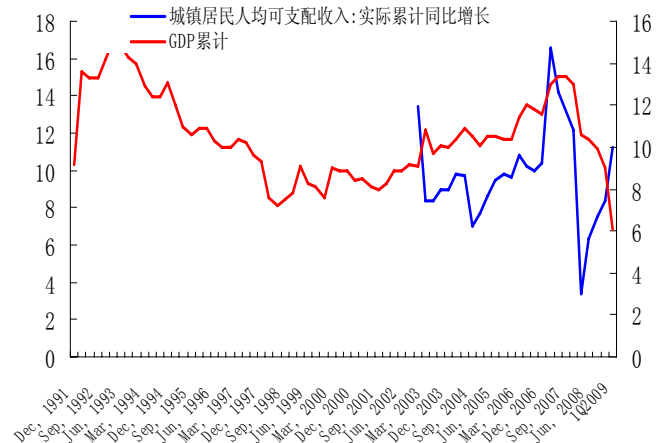
图 38：城镇居民收入增长情况（单位：%）



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 39: 名义收入增速滞后于经济扩张 (单位: %)


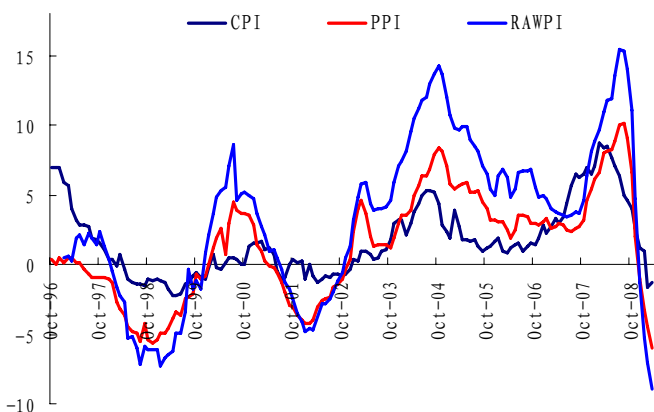
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 40: 真实收入变动则具有逆周期特征 (单位: %)


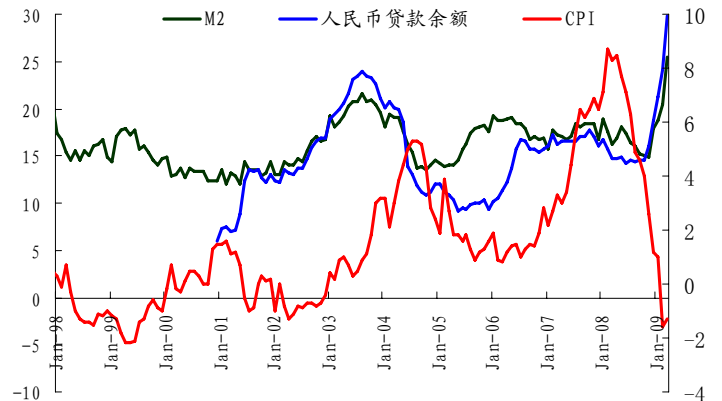
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

6、生产回升带动物价，3 月份 CPI 环比已经转正

3 月份 CPI 环比已经转正。3 月份 CPI 同比下降-1.2%，降幅缩小，但有春节因素。PPI 同比下降 6.0%，降幅继续扩大。从剔除春节和季节因素的环比看，3 月份 CPI 已经转正，月环比折年率约为 1%，而 PPI 环比降幅也有所减小。

图 41: PPI 幅继续下降 (单位: %)


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 42: 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

7、民间投资启动的讨论：总体上本来就不低迷

在本节里，我们研究按主体区分的投资情况，以研究民间投资何时能够启动的问题。从数据来看，除了外资和港澳台企业投资非常低迷外，主要类别企业投资增速名义都在 24% 以上，实际增速在 25% 以上。也就是说，实际上并不存在所谓民间投资低迷的问题。考虑到当前经济问题的区域特性，这根本就说明了民间投资总体被没有受到太大影响。

结论并非牵强附会，这可以从两个面来相互验证。第一，前面提到过，当前内需扩张的动力除了政府投资外，汽车、地产等先导性耐用消费品行业的复苏本身有很强的内生性；第二，目前的信贷增量远非政府投资项目所能解释，这也验证了有效信贷需求本身没有

太大问题，特别是中西部地区。但不可否认，对出口依赖程度较大的地区的地区的确受到很大影响。

表 11: 各投资主体划分的投资增速（单位：%）

增速	国 有 及 有 控 股 股	中 央 项 目	地 方 项 目	内 资	国 有	集 体	有 限 责 任 公 司	国 有 独 资	控 股 有 限 公 司	私 营	港 澳 台	外 商	个 体
2004	14.5	3.1	31.5	26.1	12.1	15.4	41.9	42.9	30.7	47.9	30.1	52.2	17.8
2005	17.5	17.9	28.6	28.5	16.6	29.9	37.2	31	22.6	61	18	20.7	7.9
2006	16.9	21.1	24.9	25	17.7	31.3	26.5	22.3	16.8	41.9	14.8	19.5	203.5
2007	16.7	19.5	26.6	26.1	16.5	34.3	28.3	19.9	19.3	47.4	25	21.6	21.5
0810	21.3	28.7	27.1	28.3	22.3	48	28.2	19.5	29.5	35.9	19.7	17.2	26.5
0811	21.6	31.8	26.3	28	23.4	46	26.9	19.4	28.8	34.9	18.2	15.8	28.2
0812	22.8	29.6	25.7	27.3	25.1	43.5	24.7	20.3	28	32.4	16.7	14.6	30.4
0902	35.6	40.3	25.1	30.7	43.4	32	25.3	49.2	22.3	23.4	1.1	2.1	27.7
0903	37.7	30.4	28.5	32.6	43.8	40.4	25.8	59.3	24.7	27.7	1.6	0.4	23.7
占比													
2004	57.5	11.0	89.0	86.9	39.1	2.1	23.5	2.8	9.3	9.9	5.3	6.6	1.2
2005	53.3	11.5	88.5	87.8	36.1	2.2	25.3	2.8	9.0	12.4	4.9	6.2	1.0
2006	48.4	11.5	88.5	88.9	34.3	2.3	25.8	2.9	8.3	14.8	4.6	6.0	0.4
2007	44.5	10.8	89.2	89.1	31.6	2.5	26.4	2.8	7.8	17.8	4.6	5.8	0.4
0810	41.6	10.0	90.0	89.6	29.8	2.9	26.9	2.5	7.8	19.0	4.5	5.4	0.4
0811	41.8	10.3	89.7	89.7	30.1	2.9	26.7	2.5	7.8	19.0	4.4	5.4	0.4
0812	43.3	11.2	88.8	89.9	31.3	2.9	26.1	2.6	7.9	18.6	4.3	5.2	0.4
0902	43.7	10.4	89.6	88.2	30.2	2.3	27.8	3.9	6.9	18.1	5.0	6.4	0.3
0903	42.6	8.9	91.1	89.8	30.1	3.0	27.5	3.4	7.4	18.7	4.2	5.5	0.3

数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

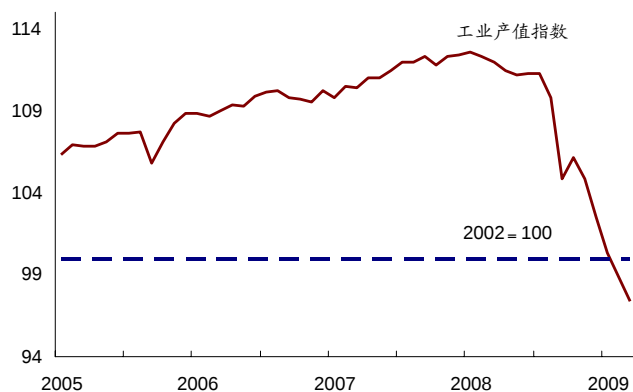
二、美国：经济复苏的路还很长

1、2009 年第一季度工业产值下降 20%

美国 2009 年第一季度工业产值经季节因素调整后折合成年率下降 20%。从历史数据看，美国的工业产值与 GDP 有密切关系，且工业产值是月度数据，所以是考察 GDP 变动趋势的良好替代指标。根据美联储 4 月 15 日公布的数据，美国 2009 年第一季度工业产值经季节因素调整后折合成年率下降 20%。以 2002 年为 100，2009 年 3 月工业产值为 97.4，是 1998 年 12 月以来的最低水平。前 3 个月，工业产值环比下降的幅度分别为：2.1%、1.5% 和 1.5%。第一季度，美国工业产值的绝对规模仍在下降，预示一季度 GDP 还将继续收缩。但是，工业产值环比下降的速度略有放缓，显示一季度 GDP 季度环比下降的幅度可能小于上年第四季度。目前，我们预计美国第一季度 GDP 环比下降 5.1%，下降速度较 2008 年第四季度低 1.2 个百分点。

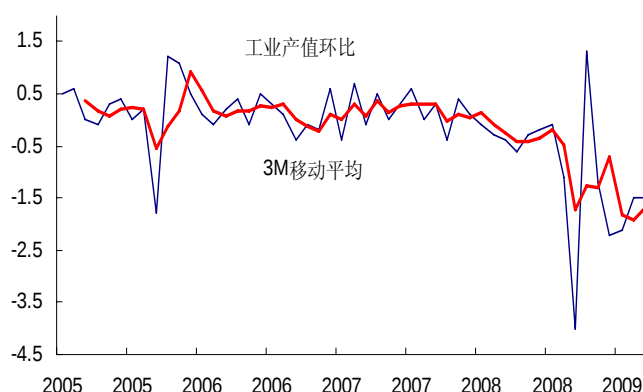
3 月当月和 2009 年第一季度，各主要行业的工业产值整体呈下降趋势。3 月消费品产值下降 0.3%，一季度折合年率下降 15%。3 月美国的汽车和零部件产值略有回升，一定程度上弥补了家庭电子产品、家用电器、家具和杂项用品产值的下降。投资设备 3 月下降 2.3%，一季度折合年率下降 11.7%。其中，交通设备产值第一季度折年率增长 70%，主要是上年第四季度民用飞机制造工人罢工拉低基数的影响。建筑材料产值 3 月下降 2.8%，2008 年第四季度折合年率下降 26%，今年第一季度折年率下降 36%。原材料产值 3 月下降 2.0%，2008 年第四季度折合年率下降 16%，今年第一季度折年率下降 22.4%。

图 43：2009 年第一季度美国工业产值显著下滑



资料来源：美联储，招商证券(香港)

图 44：第一季度工业产值环比移动降速略有放缓



资料来源：美联储，招商证券(香港)

表 12：2009 年第一季度美国工业产值

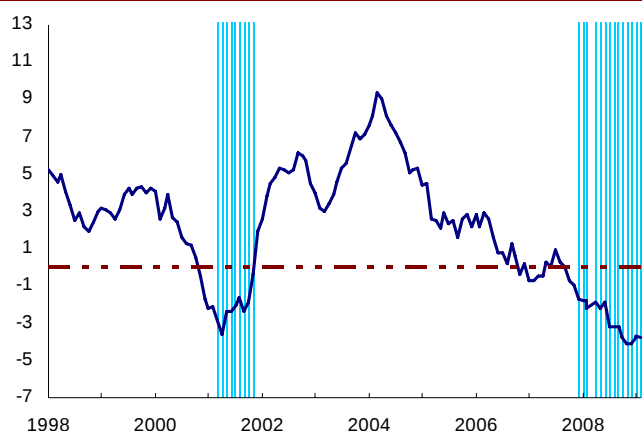
2002 = 100	0811	0812	0901	0902	0903
总体指数	104.8	102.5	100.3	98.8	97.4
最终产品	106.8	106.4	103.5	102.3	101.3
消费品	102.1	100.7	98.5	97.8	97.4
投资设备	117.8	121.4	116.5	114.7	112.0
非工业物料	99.9	96.6	94.8	92.3	90.9
建筑	93.7	89.2	85.6	83.9	81.6
原材料	104.8	101.1	99.4	98.0	96.1

资料来源：美联储，招商证券(香港)

2、领先指标显示美国经济好转的速度缓慢

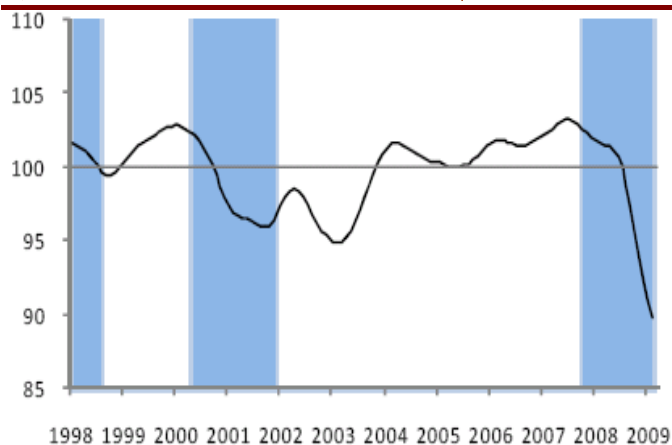
咨商局领先指标显示美国经济略有好转，但速度缓慢。OECD 编制的美国综合领先指标（CLI）2 月的数据为 89.9，较上月下降 1.1 个百分点，较上年同期下降 11.8 个百分点，显示美国经济增速仍将显著放慢，目前还没有显示任何反转的迹象。从该数据的历史表现看，它一般领先美国经济转折点 5 个月，标准差为 3.5 个月。美国世界大企业联合会（Conference Board）3 月份领先指标综合指数下降 0.3%，已连续 9 个月未能实现上升。美国大企业联合会的领先指标虽从 08 年 12 月已开始触底回升，但回升的速度缓慢，支撑领先指标回升的主要是 M2（贡献 0.34%）和利差（贡献 0.26%）等金融指标和消费者信心（贡献 0.08%）等情绪性指标。和实体经济有关的领先指标表现平平，消费品新订单与上月持平，而建筑物批租明显下降，对指标贡献为-0.26%。

图 45：美国领先指标显示经济状况略有好转



资料来源：美国咨商局，彭博，招商证券(香港)

图 46：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 13：两个领先指标的构成不同

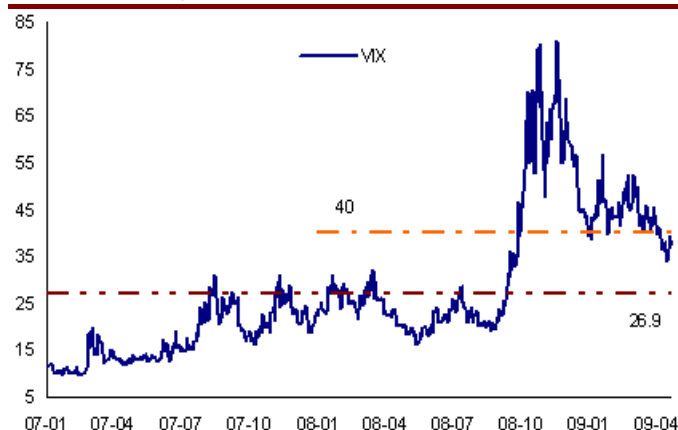
	OECD 领先指标(长期平均 = 100)	环比	咨商局领先指标(2004 = 100)	环比
2008 年 10 月	94.8	-1.0	99.6	-1.0
2008 年 11 月	94.0	-0.8	98.8	-0.8
2008 年 12 月	92.3	-1.8	98.8	0.0
2009 年 1 月	91.0	-1.4	98.6	-0.2
2009 年 2 月	89.9	-1.2	98.4	-0.2
2009 年 3 月	-		98.1	-0.3

资料来源：经合组织，美国咨商局，招商证券(香港)

3、芝加哥交易所股市波动率指数回落至 40 以下

4 月 VIX 指数回落至 40 以下。2009 年 4 月 3 日，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）回落至 40 以下，是 2008 年 10 月该指标突破 40 后首次回落到 40 以下。截至 4 月 22 日，4 月当月 VIX 指数均值为 38.5，显示投资者的恐慌程度明显回落。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，2009 年 2 月以来该利差指数的均值为 100，远低于上年第四季度 247 的平均水平，显示经济主体的风险厌恶程度逐步下降。

图 47: 芝加哥期交所波动率指数已回落至 40 以下



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 48: 美国国债和 LIBOR 之间的利差也从高位回落



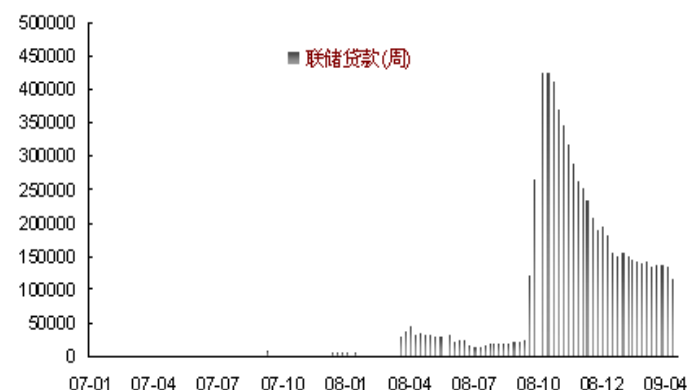
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

4、美国金融体系开始缓慢运转

美联储通过贴现窗口发放的贷款额逐步下降。美联储发布的每周公告显示,截至 4 月 15 日,通过美联储贴现窗口发放的贷款总额为 1,112 亿美元,低于之前一周的 1,152.3 亿美元。日均借款总额也由之前一周的 1,220.3 亿美元降至 1,144.2 亿美元。在金融冻结的情况下,美国的股票市场、债券市场、银行信贷市场均难以正常运转,美联储不得不直接参与资金的融通,由政府的信用替代缺失的商业信用。但随着美国金融体系缓慢恢复运转,美联储逐步淡出商业金融和信用体系。

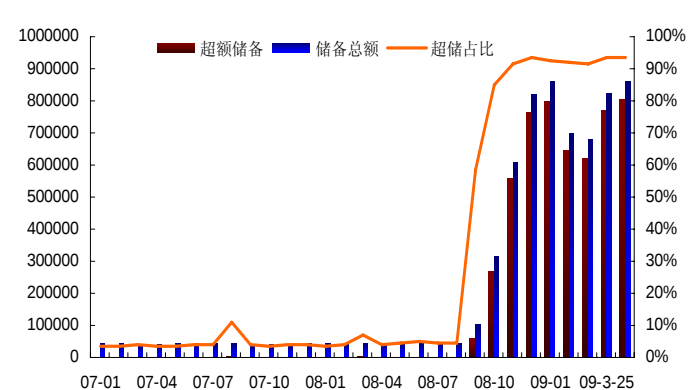
美国金融体系恢复速度缓慢。金融动荡期间,美国的商业银行因担心信贷风险,不愿发放贷款,导致银行在联储的超额储备大量增加。1956 年至 2007 年商业银行超额储备占储备总额的比重平均为 2%,但 2008 年第四季度显著上升到 90% 以上。2009 年初该指标从高位略有回落,但最新公布的 4 月 8 日当周超额储备占比又重新回升至 93.4% 的高位,显示银行的贷款态度仍非常不积极,这也许与即将公布的银行压力测试结果不无关系。

图 49: 美联储通过贴现窗口发放的贷款额逐步下降



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 50: 美国的银行仍大量持有超额储备



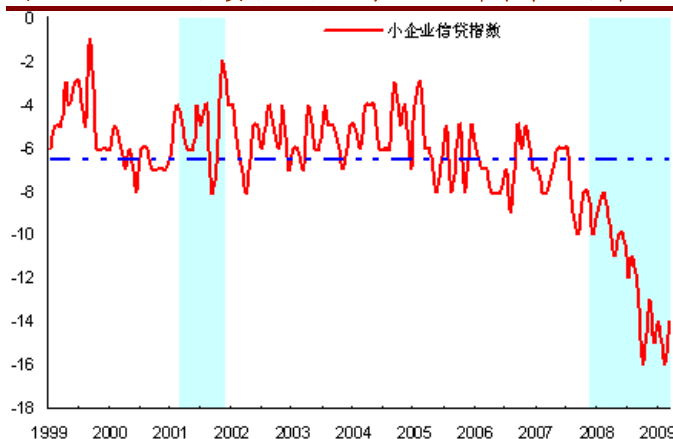
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

没有金融体系的配合美国经济难以快速复苏。从国际货币基金组织最近对严重金融危机引起的经济危机的经验和教训看,这类经济危机复苏的前提条件是金融体系的恢复运

转,所以我们关注美国金融体系的运行情况。2009年2月,美联储公布的第四季度美国高级贷款经理调查报告显示,美国的银行已开始放松信贷标准。另外,从2009年3月联储公布的银行工商业贷款利差调查看,2009年第一季度,银行对企业工商贷款收取的利率较联邦基金目标利率高3.02个百分点,虽远高于历史平均水平但已较2008年第四季度的高点有所下降。从美国小企业的信贷状况看,企业面对的信贷冻结状况也较最困难的时候略有改善。但从目前的银行贷款利差和小企业信贷状况看,受制于金融的收缩作用,美国经济短数据内难以快速好转。

图 51: 2009 年第一季度银行工商业贷款利差小幅回落


资料来源: 美联储,招商证券(香港)

图 52: 小企业信贷状况仍处于 1999 年来最差水平


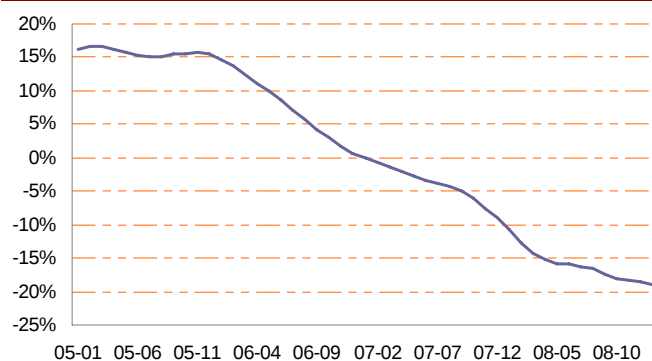
资料来源: 美联储,招商证券(香港)

5、房屋销售低位企稳，房价下降趋势未变

新房和二手房销售量低位企稳。美国商务部(Commerce Department)公布的数据,经季节性因素调整后,美国3月份单户型住宅销量折合成成年率为356,000套,较上月下滑0.6%,较上年同期下降30.6%。2月份预售屋销量增幅被向上修正至8.2%,折合成成年率为358,000套。3月份的预售屋价格中值为201,400美元,较上年同期的229,300美元下降12.2%。预售屋平均售价下降10.3%,至258,000美元。另外,3月份二手房销售457万套,较上月下滑3%。美国的新房(预售房)和二手房销售量在2005年下半年达到高点后,一路下降,期间也曾数次短暂企稳,但都再次出现显著下滑。考虑美国房价调整的幅度、美国政府对长期贷款利率的干预以及降低住房按揭贷款家庭月供收入比的努力,我们判断美国的房地产销售量已在低位企稳。

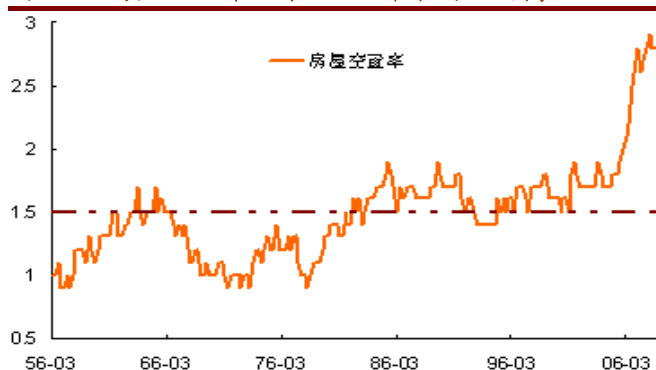
图 53: 新房和二手房销售量低位企稳


资料来源: 彭博,招商证券(香港)

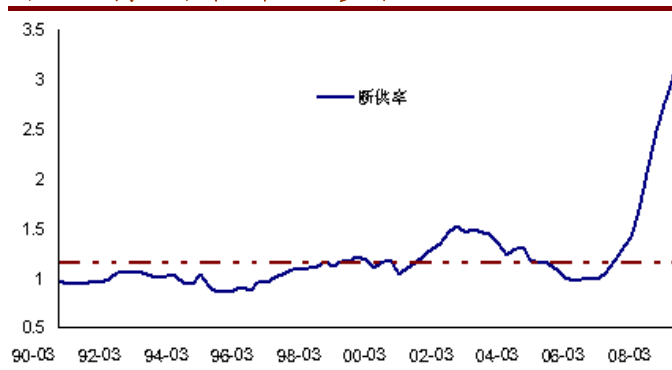
图 54: 房价下降的速度略有放缓


资料来源: 彭博,招商证券(香港)

高企的断供率和空置率对房价产生抑制作用。房屋止赎及预售屋存量过高导致房价走低。3月底时的预售屋存量估计为 311,000 套,相当于在当前销售速度下 10.7 个月的供应量。2 月底的预售屋存量为 328,000 套,相当于 11.2 个月的供应量。从 3 月美国的二手房销售看,有 47% 的交易是因房贷违约产生的拍卖交易,另外 53% 才是购房者的主动购房行为。2 月的二手房存货为 373.7 万套,根据目前的销售速度,消化这些存量房需要 9.8 个月,远高于 1999 年至 2006 年间 4.8 个月的平均水平。

图 55: 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 56: 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、3 月美国制造业收缩速度放慢，新订单指数显著回升

美国整体经济已连续 6 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 3 月制造业采购经理调查报告显示,美国供应管理学会(Institute for Supply Management)公布的 2009 年 3 月制造业采购经理调查报告显示,3 月份美国制造业采购经理指数为 36.3,虽已连续 14 个月处于 50 以下的收缩状态,但指标保持从底部反弹的趋势。该指标已连续 6 个月处于 42,显示整体经济仍处于负增长状态,但负增长的速度略有放慢。在分指标中,3 月新订单指数显著回升,7 个月来首次超过 40;就业指数开始略有回升。电力、非金属产品、金属制品、仪器设备、机械等六个行业表示将受益于美国政府的刺激政策。

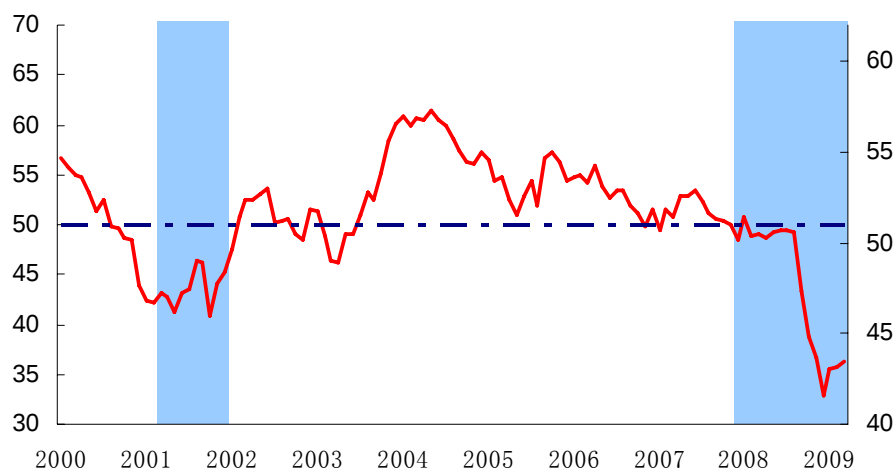
表 14: 3 月供应管理协会制造业调查数据一览表

指数	3月	2月	变动	方向	速度	趋势(月)
PMI	36.3	35.8	0.5	收缩	放慢	14
新订单	41.2	33.1	8.1	收缩	放慢	16
产出	36.4	36.3	0.1	收缩	放慢	7
就业	28.1	26.1	2.0	收缩	放慢	8
供应商交货	43.6	46.7	-3.1	变快	加快	6
存货	32.2	37.0	-4.8	收缩	加快	35
客户存货	54.0	51.0	3.0	偏高	加快	8
价格	31.0	29.0	2.0	下降	放慢	6
积压订单	35.5	31.0	4.5	收缩	放慢	11
出口	39.0	37.5	1.5	收缩	放慢	6
进口	33.0	32.0	1.0	收缩	放慢	14
整体经济				收缩	放慢	6
制造业				收缩	放慢	14

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 14 个月处于下滑状态。3 月份制造业活动指数（采购经理指数 PMI）为 36.3，已经连续 14 个月低于 50 的扩张收缩临界值，但较 2 月的 35.8 上升了 0.5 个百分点，较 1 月上升了 0.7 个百分点。PMI 一段时期持续高于 41.2，表明制造业和整体经济处于正增长状态。从历史情况看，2009 年 3 月当月 36.3 的 PMI 指数相当于实际 GDP 按照年率计算下降 1.5%。今年 1 至 3 月 PMI 指数的平均值相当于实际 GDP 按照年率计算下降 1.6%。据此，我们可以推测 2009 年第一季度美国实际 GDP 负增长的幅度要小于 2008 年第四季度的负 6.2%。

图 57：3 月 PMI 指数保持低位回升的趋势



资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券（香港）

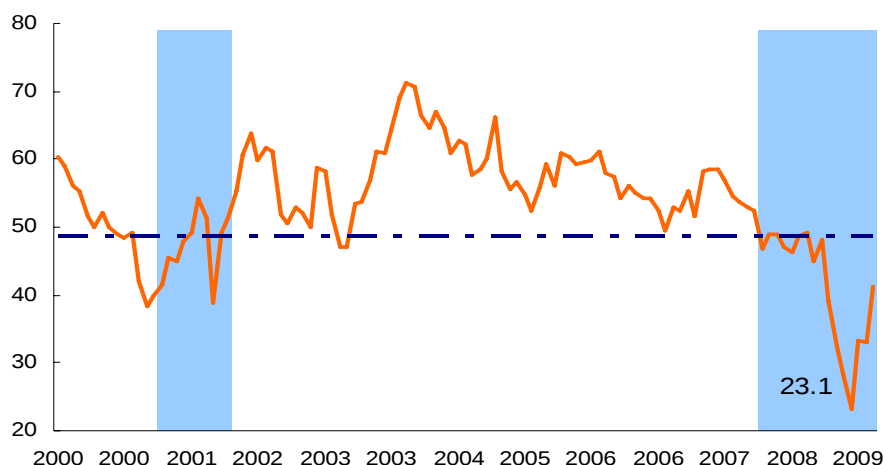
表 15：PMI12 个月均值跌至 42.1

月份	PMI	月份	PMI
2009 年 3 月	36.3	2008 年 9 月	43.4
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
12 个月平均值-42.1			
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）

3 月新订单指数显著回升。3 月新订单指数为 41.2，较 2 月显著回升 8.1 个百分点，较 2008 年 12 月 23.1 的低位回升 18.1 个百分点。3 月有 28% 的受调查采购经理认为新订单状况较 2 月好转，有 31% 的受调查采购经理认为订单状况在变差，其余 41% 的受访者认为订单状况与上月持平（图 2）。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，3 月接受调查 18 个行业¹中，认为新订单在上升的行业包括：橡胶和塑料、计算机和电子原件、家具、非金属材料、食品饮料及烟草业和杂项制成品。

¹非金属材料、金属制品、纺织、出版印刷、机械、电力设备、仪器设备、金属原材料、交通设备、家具、橡胶和塑料、计算机和电子原件、化工、汽油和煤炭、杂项制成品、食品饮料及烟草业、造纸行业、服装和皮革行业、木材制品等 18 个行业

图 58: 3 月新订单指数显著回升


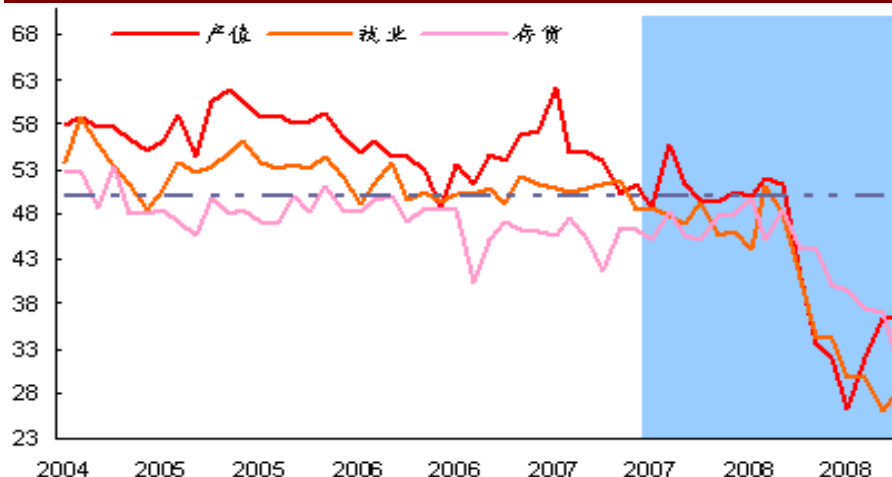
资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券(香港)

表 16: 3 月新订单指数回升

新订单	变好%	相同%	变差%	净值	指数
2009 年 3 月	28	31	41	-13	41.2
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

资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券(香港)

3 月产值和就业状况略有改善。3 月供应管理协会产值指数为 36.4，较 2 月微升 0.1 个百分点，较 1 月升 4.3 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 7 个月低于该分界线。3 月产值出现增长的两个行业分别是造纸和杂项制成品。3 月就业指数为 28.1，较上月上升 2 个百分点。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。目前，就业指数显示，制造业就业水平连续 8 个月下降。18 个行业的整体就业都呈下降趋势。3 月存货指数 32.2，较上月下降 4.8 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 59: 产值和就业状况略有改善，存货指数下降


资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券(香港)

表 17: 产值和就业指数改善, 存货指数下降

	就业	产值	存货
2009 年 3 月	28.1	36.4	32.2
2009 年 2 月	26.1	36.3	37.0
2009 年 1 月	29.9	32.1	37.5
2008 年 12 月	29.9	26.3	39.6

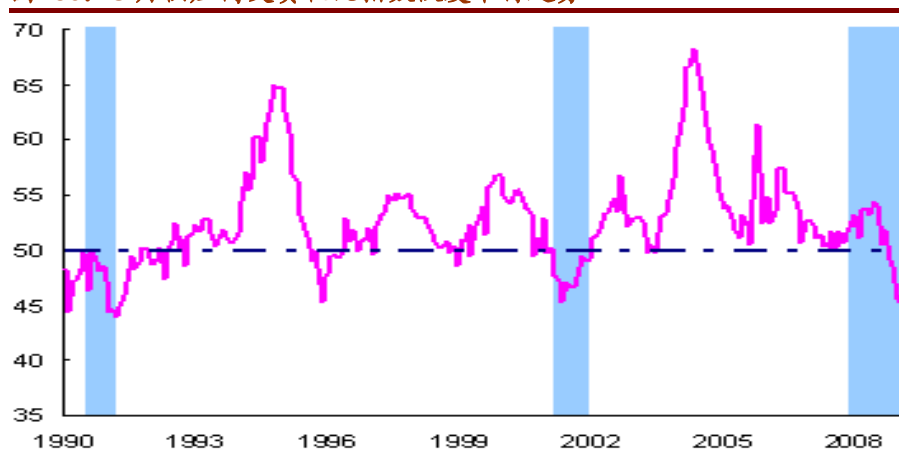
资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

客户存货水平仍偏高, 供应商交货速度进一步加快。3 月客户存货指数为 54, 较 2 月上升 3 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。目前, 数据显示, 客户存货已经连续 8 个月处于偏高的水平。3 月供应管理协会供应商交货速度指数为 43.6, 较上月下降 3.1 个百分点, 显示供应商交货的速度较上月上升。如果该指数高于 50, 则表明供应商交货的速度在放慢。有四个行业的供应商交货速度放慢, 分别是: 家具、交通设备、造纸和电力设备。

表 18: 3 月认为供应商交货速度加快的比例上升

供应商交货期	变慢%	相同%	变快%	净值	指数
2009 年 3 月	7	73	20	-13	43.6
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

资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

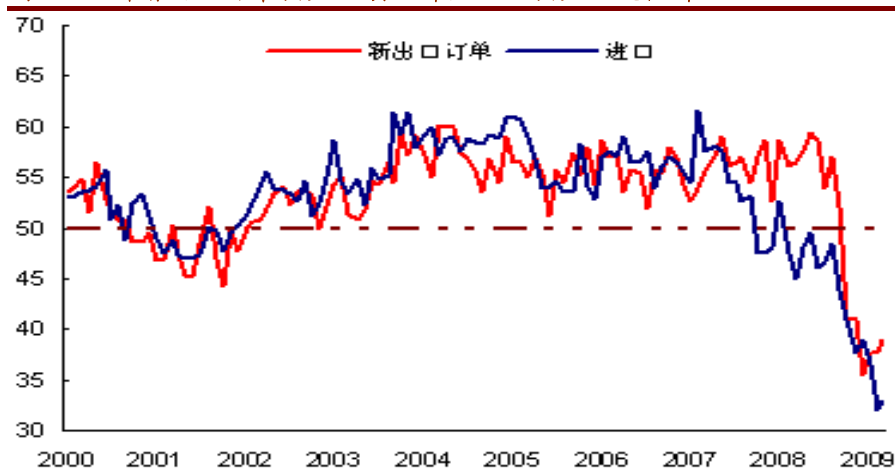
图 60: 3 月供应商交货状况指数恢复下行趋势


资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

新增出口订单指数继续回升, 进口指数企稳微升。3 月新增出口订单指数为 39, 较上月增加 1.5 个百分点, 已连续 6 个月低于 50。在接受调查的行业中, 仅有四个行业认为出口新订单在增加: 橡胶和塑料、初级金属制品、塑胶和机械。3 月进口指数为 33, 较上月上升 1 个百分点, 已连续 14 个月低于 50。考虑进口是国内收入的函数, 我们判断美国进口将随国内产出和 GDP 的恢复而逐步增加。另外, 最近美国国内金融冻结的情况也在逐步趋于缓和, 贸易融资开始松动。在此条件下, 美国可能会优先考虑从中国进口价廉物美的必需品, 中国对美国出口最差的时刻正在过去。

六个行业表示受益于美国政府的刺激政策。本月美国供应管理协会对采购经理提出的特别问题是, 其所在的行业是否受益于美国政府的财政刺激政策。有六个行业: 电力、非金属材料、金属制品、仪器设备、机械等, 表示将受益于美国政府的刺激政策。

图 61: 新增出口订单指数继续回升, 进口指数企稳微升

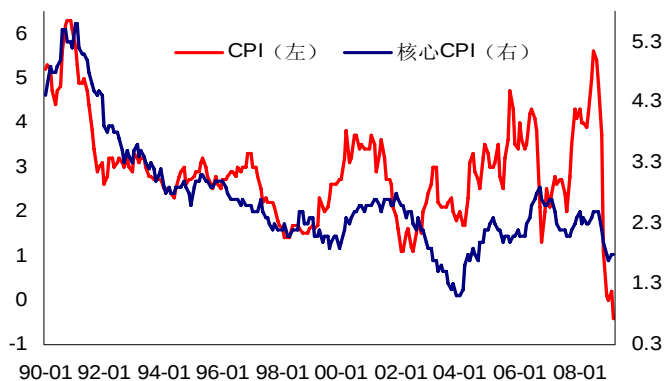


资料来源: 美国供应管理协会, 彭博, 招商证券(香港)

7、总供求状况不支持价格持续上升

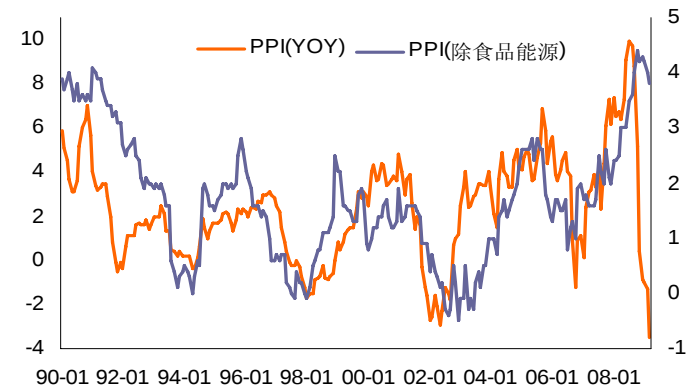
总体价格水平继续显著下降。价格受总需求下降的影响, 3月美国 CPI 继续显著回落。当月 CPI 同比下降 0.4%, 环比下降 0.1%; 当月核心 CPI 同比上升 1.8%, 同比增速与 2 月相同。生产领域的价格下降更明显, PPI 已联系 4 个月负增长, 3 月同比增速为负增长 3.5%。

图 62: 2009 年 3 月 CPI 继续大幅回落



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

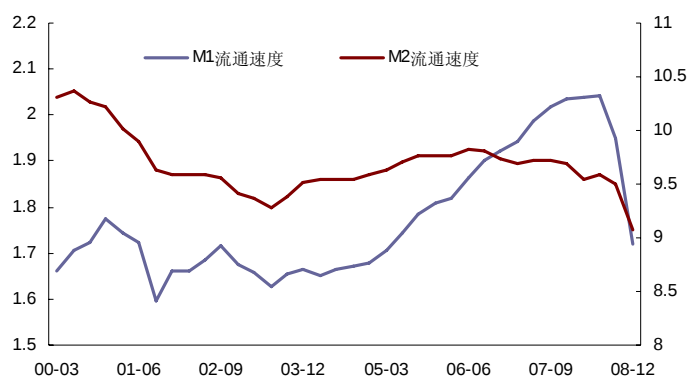
图 63: 2009 年 3 月 PPI 进一步显著回落



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

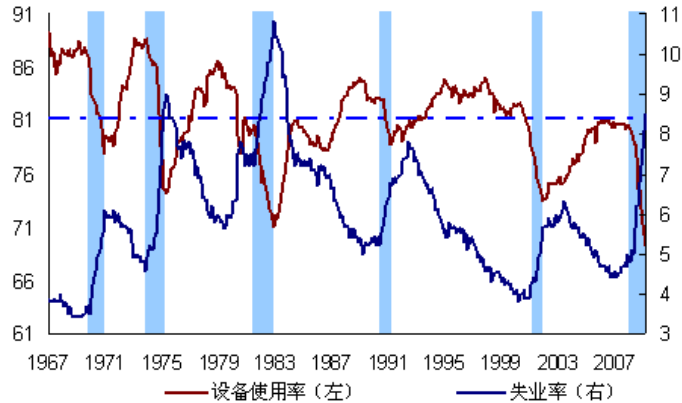
总需求远低于总供给条件下价格难以持续上升。金融市场目前仍担忧美国的通胀前景, 这从利率的期限结构可以看出。但我们认为在美国经济复苏之前, 短期内我们还看不到价格的持续上升。主要原因除了我们在 2 月报中提及的货币流通速度低和经济实体的通胀预期较低之外, 还有美国乃至全球范围内的充裕总供给。美国的总供给充裕程度或总供求之间的缺口可以用设备利用率来代表, 从 1972 年到 2008 年三十六年间, 美国的设备利用率均值为 80.9%, 该指标在两次经济衰退时期都出现明显下降。2009 年第一季度, 美国的平均产能利用率仅为 70.3%, 远低于历史平均水平, 对价格总水平的上升产生抑制作用。

图 64: 低货币流通速度不支持价格上升



资料来源: 彭博,招商证券(香港)

图 65: 失业率和产能利用率不支持价格上升



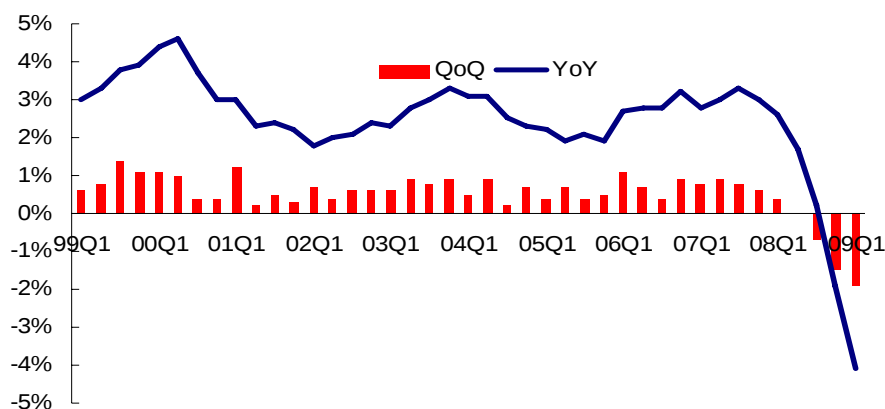
资料来源: 彭博,招商证券(香港)

三、欧洲：09 年第一季度经济状况继续恶化

1、09 年第一季度欧洲经济继续恶化

英国 09 年第一季度经济加速下滑，经济增长率创近 30 年最大跌幅。因经济衰退日趋恶化，第一季度英国经济较前一季度萎缩 1.9%，较上年同期下降 4.1%，降幅大于预期，为连续第三个季度出现下滑。自 1948 年开始记录以来，英国经济还未出现过连续两个季度收缩超过 1%。英国第一季度 GDP 较前一季度的降幅创 1979 年第三季度以来之最，而较上年同期的降幅则创下 1980 年以来的最高水平。英国 2008 年第四季度 GDP 较前一季度下降 1.6%。经济学家此前预计英国第一季度 GDP 将较前一季度下降 1.4%，较上年同期下降 3.7%。考虑到首三个月欧元区多项经济指标创出纪录跌幅，预计即将公布的欧元区一季度经济增长数据也将会比 08 年第四季度更差。

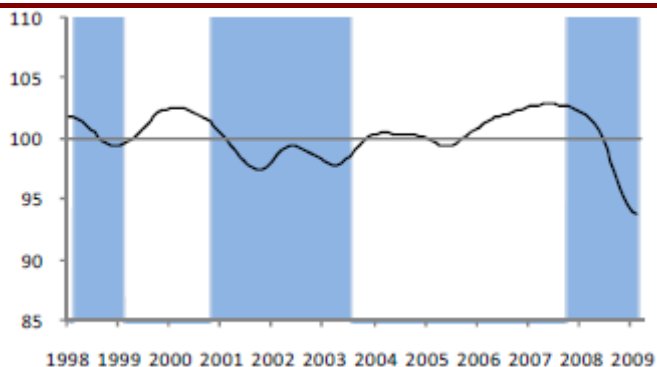
图 66：英国经济 09 年第一季度加速下滑



资料来源：彭博,招商证券(香港)

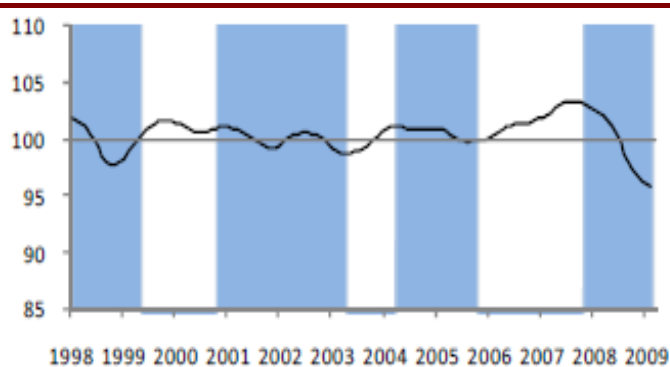
领先指标持续下滑预示经济继续下滑。从 OECD 综合领先指标（CLIs）来看，欧元区 09 年 2 月份为 93.8 点，较上月下降 0.2 点，比去年同期低 8.2 点。英国 2 月份 CLI 为 95.7，较上月下降 0.2 点，比去年同期低 6.6 点。

图 67：2 月份 OECD 欧元区领先指标下降 0.2 点



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 68：2 月份 OECD 英国领先指标下降 0.2 点



资料来源：彭博,招商证券(香港)

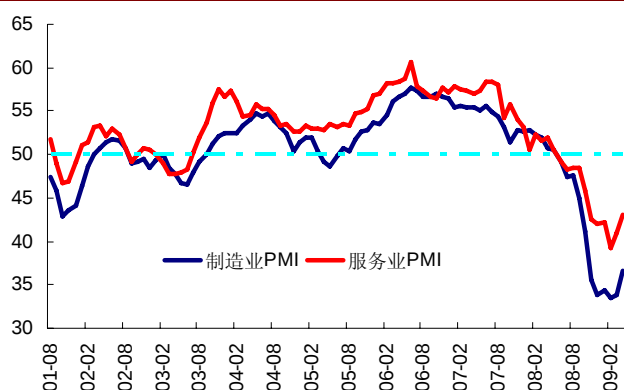
2、3-4 月份制造业和服务业萎缩速度减缓

欧洲制造业和服务业经济活动萎缩速度减缓。4 月份欧元区制造业采购经理人指数(PMI)由 3 月份的 33.9 升至 36.7, 服务业 PMI 由 3 月份的 40.9 升至 43.1。4 月份欧元区综合 PMI 从 3 月份的 38.3 升至 40.5。上述数据的表现好于预期。经济学家此前预计, 4 月份欧元区制造业 PMI 将升至 34.5, 服务业 PMI 将升至 41.2。欧元区最大的两个经济体——德国和法国的经济活动性下滑趋势也显著放缓, 德国 4 月 PMI 由 3 月份的 38.3 升至 39.7, 为 11 月来最高水平, 法国 PMI 读数则由上个月 36.5 升至 40.0, 为六个月最高。4 月份 PMI 显著回升显示欧元区经济下滑的速度在减缓, 特别是工业订单和出口订单指数显著上升, 释放出经济回暖的积极信号。但制造业 PMI 数据仍然显著低于 50 的分水岭, 经济活动仍在萎缩, 短期内经济状况难以得到明显改善。

英国 3 月份制造业采购经理人指数(PMI)较 2 月份的纪录低点显著上升至 39.1, 服务业 PMI 由 2 月份的 43.2 升至 45.5, 远远高于市场预期的 35.0 和 43.6, 显示英国政府的经济刺激及银行业支持措施可能已开始取得成效。

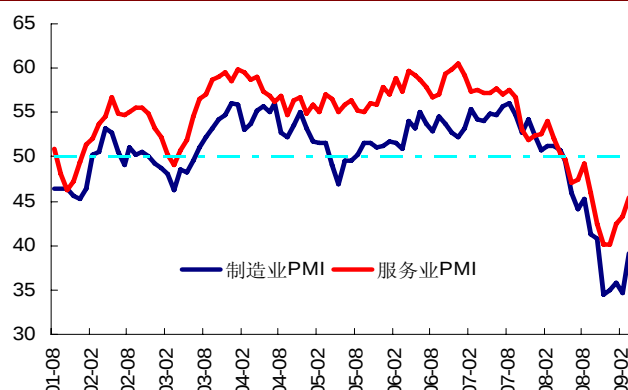
PMI 数据显著反弹, 暗示尽管经济活动仍在继续萎缩, 但下滑的速度已经明显减缓。因此, 09 年第二季度的经济状况可能好于第一季度。

图 69: 4 月份欧元区 PMI 指数连续第二个月反弹



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 70: 3 月份英国 PMI 指数大幅反弹



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

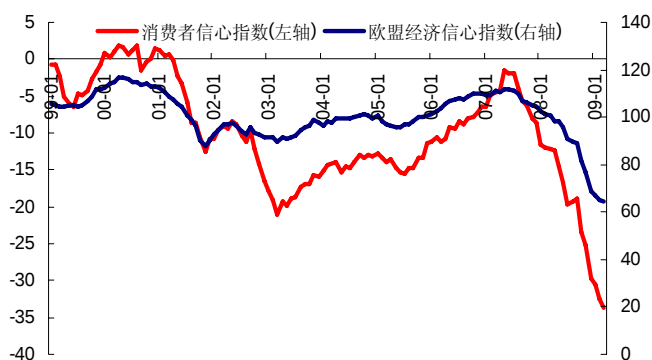
3、3 月份经济信心指数续创新低

欧元区 3 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。欧盟委员会(European Commission)公布的月度调查显示, 欧元区 3 月份整体经济景气指数(Economic Sentiment Indicator)为 64.6, 低于 1 月份经向下修正后的 65.3(初步数据为 65.4)。3 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。德国、希腊、意大利、塞浦路斯、卢森堡、马耳他、奥地利、斯洛文尼亚和斯洛伐克等国的经济景气指数也创出纪录新低。3 月份工业信心指数遭受最严重冲击, 受当月新订单缺失拖累。3 月份新订单指数由 2 月份的-57 降至纪录新低-61, 当月出口订单指数也创下历史新低。3 月份整体工业信心指数由 2 月份的-36 降至纪录低点-38。3 月份消费者信心指数从-33 降至纪录新低-34。3 月份经济景气与工业信心指数的表现均弱于预期, 消费者信心指数的表现则符合预期。企业和消费者信心的持续下降预示短期经济前景依然黯淡。

英国 3 月份 GfK 消费者信心继续回升，但 Nationwide 消费者信心指数则再次探底，显示受到就业和收入前景的影响，消费者信心仍然十分脆弱。英国 3 月份 GfK 总体消费者信心指数从 2 月的 -35 回升至 -30，自去年 5 月份英格兰银行开始降息以来的最高水平。GfK 的分析师蕾切尔·乔伊说，这一结果表明低利率和住房市场改善使消费信心略有恢复。但是该数据仍然处于历史低位。

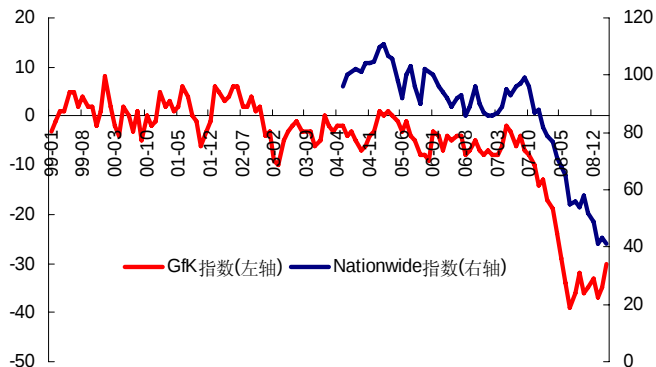
英国 Nationwide 消费者信心调查显示，英国 3 月消费者信心指数下滑两点至 41，创该调查建立以来的最低记录。Nationwide 称，衡量消费者对当前形势所持信心的次级指标在 3 月降至 19，创下纪录低点，并拖累整个指标下滑。Nationwide 首席经济学家 Fionnuala Earley 称，“从年初到现在，整个消费者信心指数基本上保持了较为稳定的态势，但是对当前就业市场的信心有所减弱。消费者很可能是受到了失业率预测报告的影响。” Nationwide 还称，显示消费者对未来 6 个月其自身情况预期的次级指标从 2 月的 58 下滑至 3 月的 56，说明消费者已认识到其家庭收入将很可能受到衰退的影响。3 月份的消费支出次级指标仍维持在 94，和 2 月持平。但 Nationwide 称这多半是由于商店持续的打折促销和抵押贷款成本的降低，并不是源于消费意愿的增长。Nationwide 调查还显示，人们对经济形势的悲观情绪有所缓和，尽管消费者对其未来收入持更悲观的态度，即相比认为收入会增长的人数而言，认为收入会在未来 6 个月减少的人数更多。

图 71: 欧元区 3 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 72: 英国 3 月 GfK 消费者信心连续第二个月回升



资料来源：彭博,招商证券(香港)

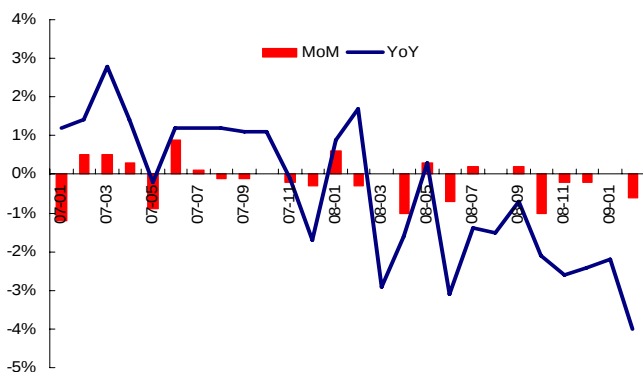
4、2 月份零售销售大幅下滑

欧元区 2 月份零售额降幅创纪录之最，并连续九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及失业加速上升。欧元区零售额 2 月比 1 月跌 0.6%，比 2008 年 2 月下滑 4%，创下 2000 年 1 月份该数据开始编撰以来的最大年比降幅。经济学家之前预计月比跌幅为 0.4%，年比跌幅为 2.5%。当月非食品类商品零售额受冲击程度超过食品类商品。2 月份非食品类商品零售额较 1 月下降 1.1%，而食品类商品零售额与前月持平。

英国 2 月份零售销售创下 13 年来最小幅度的年增长率，主要由于失业率攀升，以及经济衰退加深削弱购买力。经过季节性因素调整后，英国 2 月份零售额月率下降 1.9%，年率增长 0.4%，这是自 1995 年 9 月以来最低年增幅。1 月份数据经向上修正后为月率增长 0.8%，年率增长 3.8%。2 月份的零售额数据表现远远弱于市场预期。此前经济学家平均预期是，2 月份零售月率下降 0.4%，年率增长 2.5%。虽然零售行业全面走软，但主要是非食品商店销售大幅下滑，比如销售书籍和 DVD 等小型商店创下 1995 年开始统计以来最大跌幅，另外纺织、服装和鞋类产品销售月率下滑 3.7%，创 2008 年 6 月以

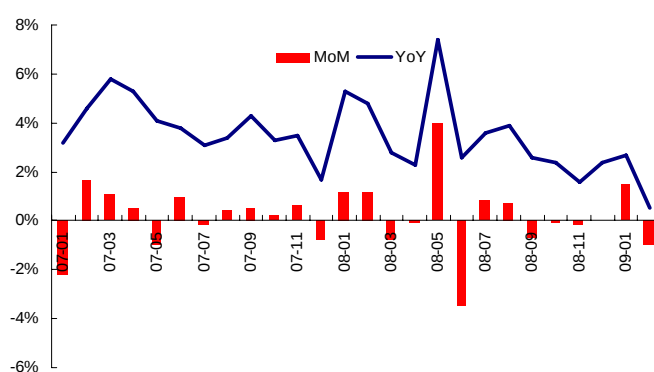
来最大跌幅。导致销售大幅下滑的另一原因是 2 月份糟糕的天气较为反常，当月降雪量为 1991 年以来最大。

图 73: 欧元区 2 月零售额降幅创纪录



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 74: 英国 2 月零售额创 13 年来最低年度增幅



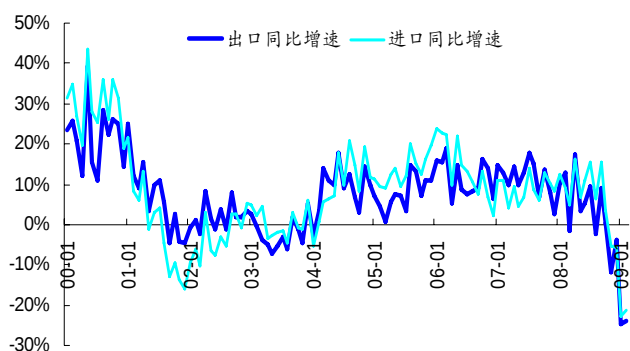
资料来源：彭博,招商证券(香港)

5、2 月份欧元区对外贸易和工业生产继续大幅下滑

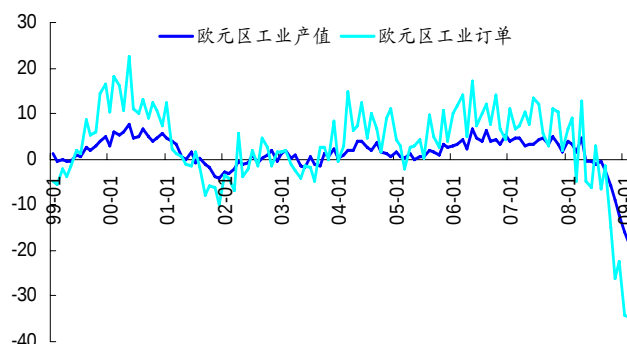
欧元区 2 月份商品贸易逆差为 20 亿欧元，1 月份贸易逆差修正后为 109 亿欧元，收窄幅度超过预期，但欧元区内外的经济衰退使出口降至 3 年来的最低水平，并使进口降至 2005 年年中以来的最低水平。进出口额均显著下降，说明欧元区及其主要贸易伙伴经济的严重下滑导致需求锐减。欧元区 2 月份出口额为 992 亿欧元，为 2006 年 1 月以来的最低水平，较上年同期下降 24%；2 月份进口额为 1,012 亿欧元，为 2005 年 8 月以来的最低水平，较上年同期下降 21%。

欧元区今年 2 月份工业生产环比下降 2.3%，同比骤降 18.4%，同比跌幅创下自 1990 年开始相关统计以来的最高纪录。修正后的数据显示，今年 1 月份，欧元区工业生产环比下降 2.4%，同比下降 16.0%。今年 2 月份，欧元区所有工业产品生产较 1 月份均有所下滑。其中，耐用消费品生产下降 4.3%，资本货物生产下降 3.0%，中间产品生产下降 2.4%，非耐用消费品生产下降 1.4%，能源生产下降 1.0%。欧元区第一大经济体德国的工业生产继 1 月份环比骤降 5.9%之后，2 月份环比再降 3.2%；欧元区第二大经济体法国工业生产 2 月份环比微降 0.5%。

欧元区今年 2 月份工业订单较前月下降 0.6%，比去年同期下降 34.5%，再创年比最大降幅。到 2 月份，欧元区工业订单已连续第七个月下降，表明该区经济状况仍无改善。修正后的数据还显示，欧元区 1 月份工业订单环比下降 2%，同比下降 34.3%。今年 1 月开始，欧盟统计局将工业订单分类为中间商品、耐用消费品、非耐用消费品和资本产品，而不再以金属及金属制成品、交通设备和机械设备、化工产品、电子设备和纺织品分类。与 1 月份相比，2 月份欧元区中间商品订单减少 3.2%，耐用消费品订单减少 0.6%，非耐用消费品订单增加 1.3%，资本产品订单增加 2.9%。欧盟 27 国 2 月份工业订单环比下降 1.4%，同比下降 33.3%。其中法国环比升 4.8%，德国和英国环比下滑 3.8% 和 3.7%。

图 75: 欧元区 2 月进出口均创纪录跌幅


资料来源：彭博,招商证券(香港)

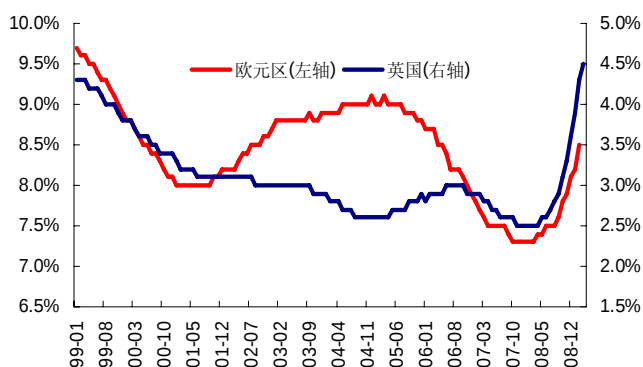
图 76: 欧元区 2 月份工业生产及订单同比跌幅创纪录


资料来源：彭博,招商证券(香港)

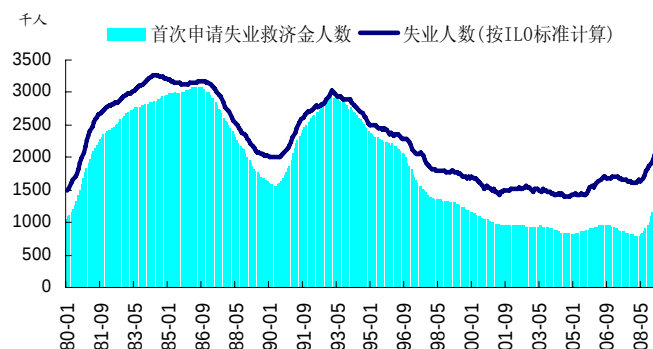
6、欧元区和英国失业率大幅攀升

欧元区 2 月份失业率升至近 3 年高位。2 月份欧元区失业率从前一个月的 8.3% 升至 8.5%，高于去年同期的 7.2%。经季节调整后的数据显示，2 月份，欧元区第一大经济体德国的失业率由前一个月的 7.3% 升至 7.4%，第二大经济体法国的失业率由前一个月的 8.5% 升至 8.6%。欧元区 16 国中，西班牙的失业率最高，为 15.5%；荷兰的失业率最低，只有 2.7%。欧盟 2 月份的总失业人口为 1915.6 万，其中欧元区有 1348.6 万。与 1 月份相比，欧盟和欧元区的失业人口分别增加了 47.8 万和 31.9 万。

英国 3 月份失业人数的升幅低于预期，但总人数仍触及了近 12 年以来最高水平。英国 3 月份失业人数增加 7.37 万人，失业率达到 4.5%。这令 3 月份申请失业救济的总人数升至 146 万人，创下 1997 年 9 月份以来的最高水平。3 月失业申请人数连续第十三个月上升，但升幅远低于市场普遍预期。此前经济学家普遍预计，3 月份失业人数增加 12 万人。3 月职位空缺数量降至 2001 年可比记录以来的最低水平，而同时，多余职位数量却攀升至 1995 年系列数据编撰以来的最高水平。按国际劳工组织 (International Labor Organization, ILO) 的标准统计，英国至 2 月 3 个月失业人数增加至 210 万人，为 1997 年至 9 月三个月来的最高水平。按此标准计算的同期失业率为 6.7%，较此前三个月上升 0.6 个百分点。

图 77: 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 78: 英国失业人数达 12 年来最高


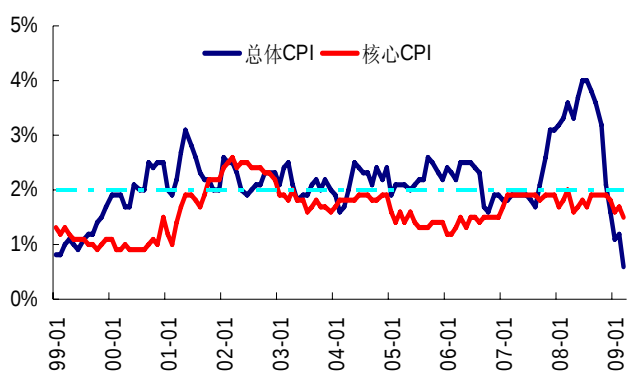
资料来源：彭博,招商证券(香港)

7、欧洲通胀大幅下降，短期通缩风险加大

欧元区 3 月通胀年率降至记录低点，短期通缩风险加大。3 月 CPI 年率由 2 月的 1.2% 降至 0.6%，为 1996 年可比记录以来的最低水平。3 月 CPI 月升 0.4%，均符合经济学家预期中值。爱尔兰、西班牙、卢森堡和葡萄牙的 CPI 年率出现负值。在欧元区三大经济体中，德国和法国 CPI 年率均由 1% 下降至 0.4%，意大利 CPI 年率则由 1.5% 降至 1.1%。除去能源、食品、烟草和酒精价格之后的核心 CPI 年率由 1.7% 降至 1.5%。

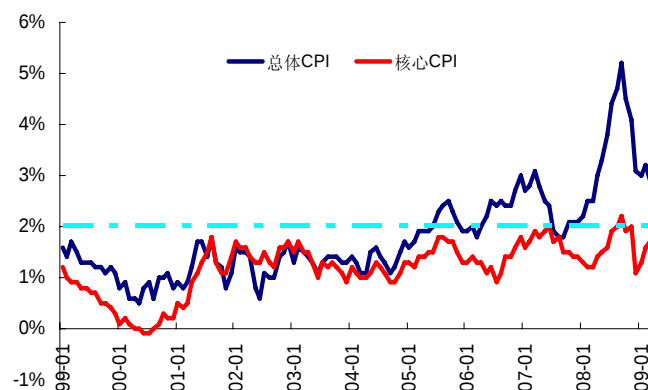
英国 3 月份零售物价指数(RPI)为近 50 年来首次出现年率下降；当月消费者价格指数(CPI)则继续表现得比预期更有弹性。数据显示，英国 3 月 RPI 月率持平，年率下降 0.4%，年率表现为 1960 年 3 月以来最差的一次；而经济学家此前的预期为，英国 3 月份 RPI 月率下降 0.4%，年率下降 0.5%。与此同时，英国 3 月份 CPI 再度表现得比预期更富弹性，英国 3 月 CPI 月率上升 0.2%，年率上升 2.9%；英国 2 月 CPI 月率上升 0.9%，年率上升 3.2%。经济学家此前预计，3 月 CPI 月率上升 0.1%，年率上升 2.7%。英国 3 月不包括食品、能源、酒类及烟草价格的核心 CPI 月率上升 0.4%，年率上升 1.7%；经济学家此前的预期为，年率上升 1.6%。

图 79：欧元区 3 月份 CPI 降至纪录低点



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 80：英国 3 月份 CPI 继续回落

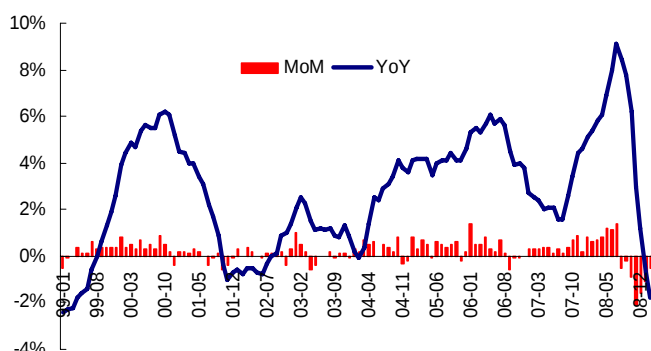


资料来源：彭博,招商证券(香港)

欧元区 2 月份 PPI 较上月下降 0.5%，较上年同期下降 1.8%，这是自 1999 年 4 月以来的最大年度降幅，同时也是 PPI 连续第七个月出现下滑。1 月份 PPI 经修正后较前月下降 1.1%，较上年同期下降 0.7%。欧盟统计局 3 月份时公布的初步数据显示，1 月份 PPI 较前月下降 0.8%，较上年同期下降 0.5%。2 月份 PPI 降幅也大于市场预期。经济学家此前预计，欧元区 2 月份 PPI 较上月下降 0.4%，较上年同期下降 1.6%。2 月份不包括能源和建筑成本的核心 PPI 较上月下降 0.4%，较上年同期下降 1.0%，创下自 1999 年年中以来的最大按年降幅；1 月份核心 PPI 较上月下滑 0.8%，较上年同期下降 0.1%。

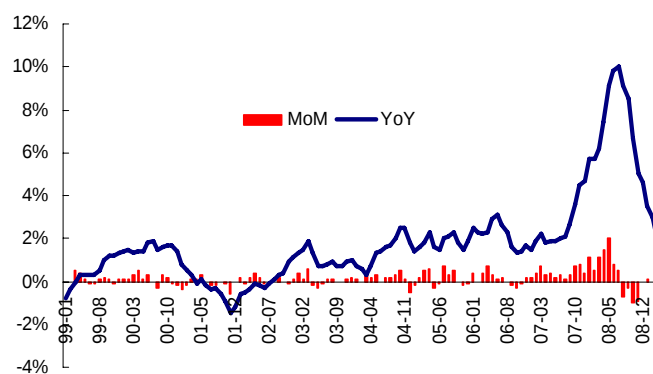
受 3 月份石油产品价格跌幅创纪录的影响，英国 3 月份生产者产出价格指数较上年同期升幅为 2007 年 7 月以来的最低升幅。英国 3 月份生产者输出价格指数(PPI)较前月上升 0.1%，较上年同期上升 2.0%，较上年同期升幅为 2007 年 7 月份以来最低升幅。国家统计局向下修正了 2 月份的输出 PPI，修正后为较前月持平，较上年同期上升 3.0%。3 月份石油产品价格较上年同期下跌 17.7%，为 1991 年有可比记录以来的最大降幅。经济学家此前预计，3 月份产出 PPI 较前月上升 0.1%，较上年同期上升 2.1%。3 月份不包括食品、饮料、烟草及石油价格在内的核心输出 PPI 较前月上升 0.2%，较上年同期上升 3.3%，为一年里最低的较上年同期升幅。2 月份核心产出 PPI 较前月下滑 0.1%，较上年同期上升 3.7%。

图 81: 欧元区 2 月份 PPI 降幅创十年之最



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 82: 英国 3 月份产出 PPI 连续第八个月回落



资料来源：彭博,招商证券(香港)

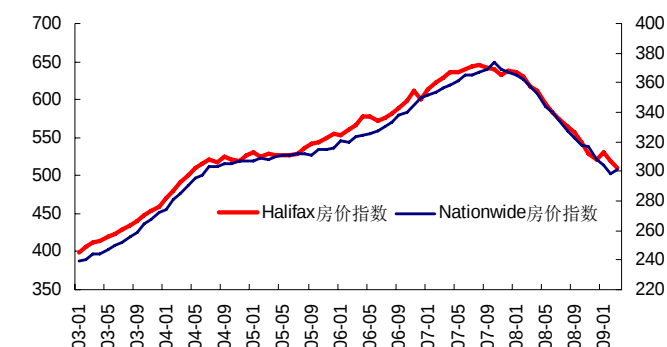
8、英国 3 月份房价跌幅收窄

英国房地产市场跌幅收窄，房地产按揭申请及审批状况轻微改善，房地产市场加速下滑的态势得到初步遏制，但见底企稳仍言之尚早。英国 3 月房价再次下降，但年率降幅为 08 年 4 月年率下降以来的首次缩小。数据显示，英国 3 月 Halifax 房价指数月率下降 1.9%，年率下降 17.5%。2 月月率下降 2.3%，年率下降 17.7%。哈利法克斯银行(HBOS)首席经济学家 Martin Ellis 表示，2007 年至 2008 年间，英格兰和威尔士已完成房屋销售减半，但有初步迹象表明，房市活动可能正开始企稳。

英国国家建筑协会(Nationwide Building Society)2 日公布数据称，英国 3 月 Nationwide 房价月比意外上升 0.9%，为 07 年 10 月以来首次月比上升。Nationwide 首席经济学家 Fionnuala Earley 称，“3 月房价意外反弹，虽然房价反弹令人欣慰，但将这视作是房地产市场已经触底的证据还为时尚早”。英国 3 月 Nationwide 房价年比下降 15.7%，2 月年比下降 17.6%。Nationwide 将 2 月房价月比降幅修正为 1.9%，初值为月比下降 1.8%。这一数据出乎经济学家所料。3 月 23 日当周接受调查的经济学家预测英国 3 月 Nationwide 房价月比下降 1.9%，年比下降 18.5%，年比降幅再创纪录水平。

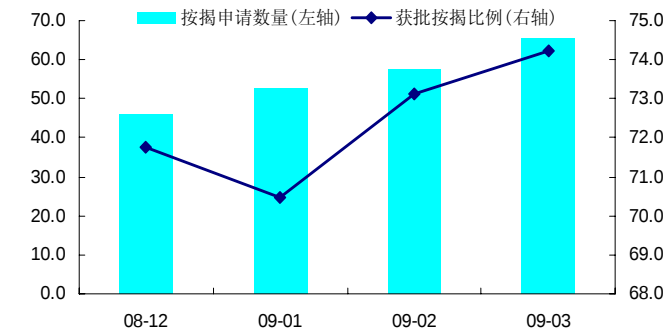
英国皇家测量师协会(RICS)15 日公布的调查结果也显示，英格兰和威尔士地区房价 3 月继续下跌，但下跌速度为去年 2 月以来最缓，因之前新买家购房兴趣致住房销售温和增加。RICS 称，其 3 月经季节调整的房价差值升至负 73.1，2 月时为负 78.1。调查显示，3 月份房屋销量上升，创下了 2006 年 10 月以来的最快增速，而对销量前景的信心指数连续第三个月出现上升，达到了去年 10 月以来的最高水平。对房价前景的信心指数也升至一年多以来的最高，但仍然远远低于零水平。调查称，新买家的问询量连续第五个月出现上升，而伦敦的购买兴趣出现了最为明显的上扬。

图 83: 英国 3 月房价同比下降 17.5%，跌幅收窄



资料来源：彭博,招商证券(香港)

图 84: 英国 3 月份住房抵押贷款申请及获批比例上升



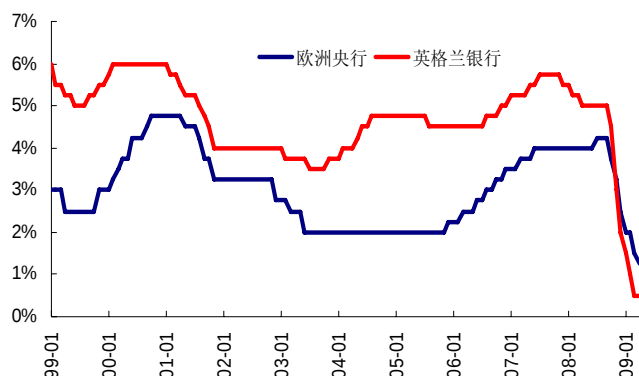
资料来源：英格兰银行,招商证券(香港)

9、欧洲央行减息 25 个基点至纪录新低

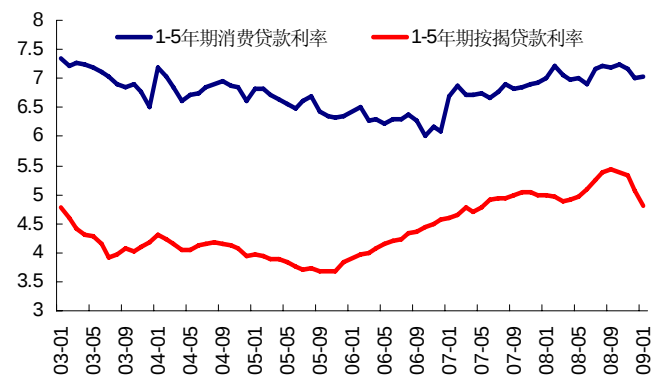
欧洲银行仍将继续面临“去杠杆化”和资产减记的压力，短期内放贷意愿和放贷能力难以恢复，金融市场的信贷紧缩状况仍然十分严峻。4 月 2 日，欧洲央行(European Central Bank)将关键政策利率下调了 25 个基点至 1.25%。这一减息幅度会令多数市场人士感到失望，他们原本预计欧洲央行将减息 50 个基点；尽管如此，本次减息使得欧洲央行的再融资利率达到了其十年历史上的最低水平。自 2008 年 10 月以来，欧洲央行已将关键利率累计下调了 300 个基点。

英格兰银行(Bank of England)4 月 9 日宣布，将基准利率维持在 0.5% 不变。从去年 10 月份到今年 3 月份，英国央行连续 6 次降息，将基准利率从 5% 降至 0.5%，创下历史最低水平。在今年 3 月份举行的货币政策决策例会上，英国央行曾表示，继续降息的余地不大。鉴于目前英国经济形势仍十分严峻，今年全年英国央行有可能将基准利率一直维持在 0.5% 的较低水平。

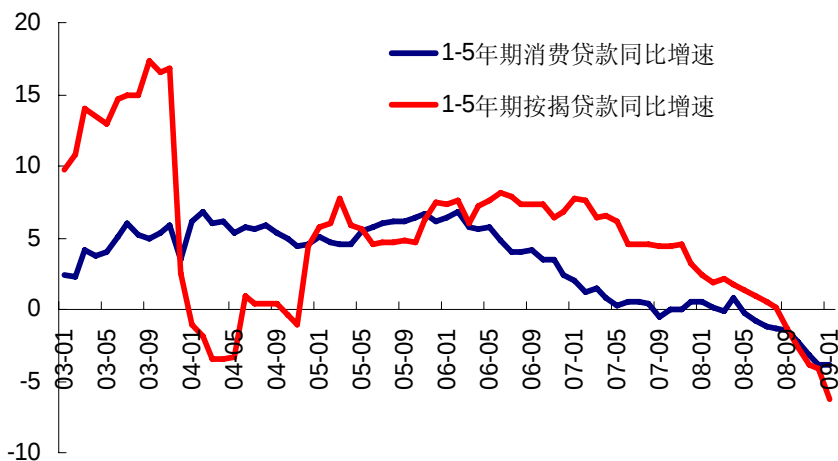
IMF 发表 2009 年 4 月《全球金融市场稳定报告》，警告金融危机给欧洲银行业带来的损失可能会高于美国。由于会计准则的差异，欧洲银行业在有毒资产减记的规模和速度上都落后于美国。据 IMF 估计，迄今为止，欧洲银行业仅冲销了 17% 的损失，而美国银行业的减记比例已达到 50%。因此，未来欧洲银行业在去杠杆化和清理有毒资产方面将面临更大的压力。金融机构放贷意愿和放贷能力均难以在短时间内得到恢复。因此尽管两大央行迄今已分别大幅减息 300 个基点及 450 个基点，但金融机构贷款利率的下降幅度却十分有限，同时贷款增速也持续下降，显示央行的减息政策并未达到预期的效果，金融市场的信贷紧缩状况仍然十分严峻。

图 85: 欧洲央行减息 25 个基点, 降幅低于预期


资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 86: 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)

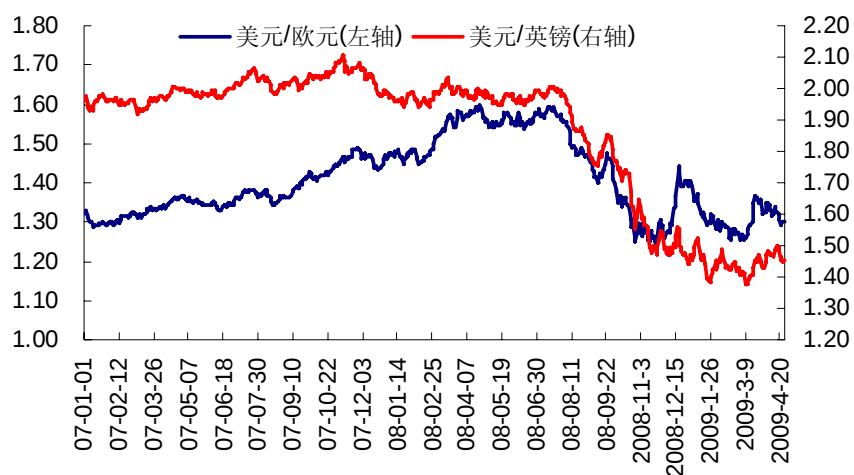
图 87: 欧元区金融机构贷款增速持续下降


资料来源: 欧洲央行, 招商证券(香港)

10、欧元和英镑兑美元汇率技术性反弹未能持续

经济基本面与汇率走势背离，欧元和英镑兑美元的技术性反弹未能持续。自 1 月初探底 1.35 美元以来，英镑对美元形成了 1.35-1.50 美元区间的震荡走势。尽管 3 月下旬曾因经济数据不理想而一度回落至 1.41 美元一线，但进入 4 月份后，英镑走势强劲，一度接近 1.50 美元关口。受一季度经济下滑速度超过预期拖累，英镑短期内再次面临下行压力。然而由于英镑已累计下跌接近 30%，进一步大幅下跌的空间不大。相比之下，由于即将出炉的欧元区一季度数据不被看好，以及市场预期欧洲央行的货币政策将进一步放松，欧元面临的下行压力将会高过英镑。

图 88: 欧元和英镑兑美元汇率技术性反弹未能持续

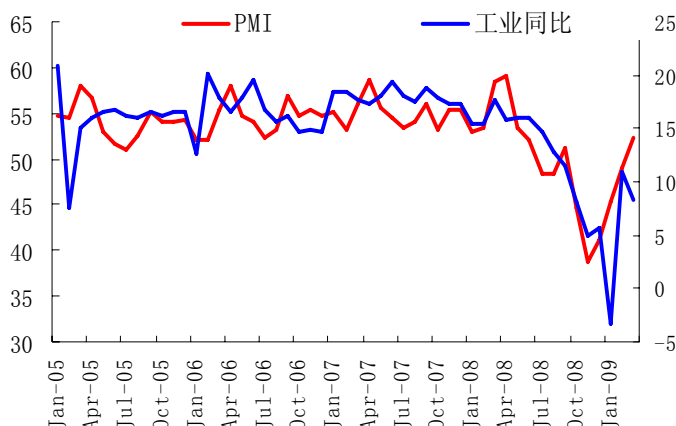


资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

附录

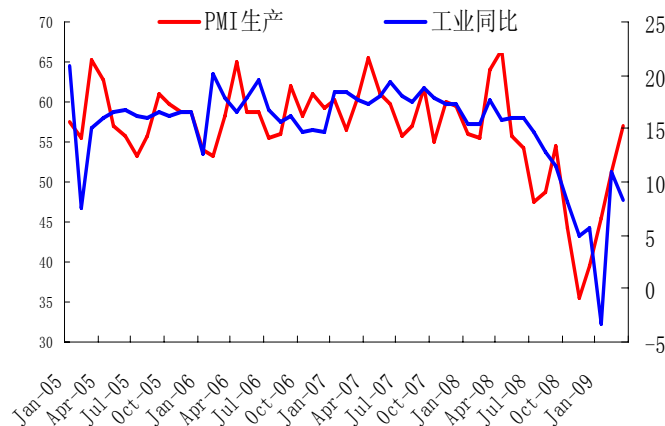
附录 1: PMI 指数与主要宏观数据对比

图 89: PMI 指数



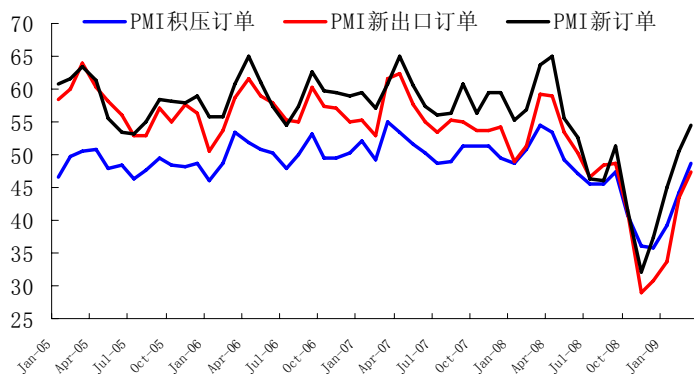
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 90: PMI 生产指数



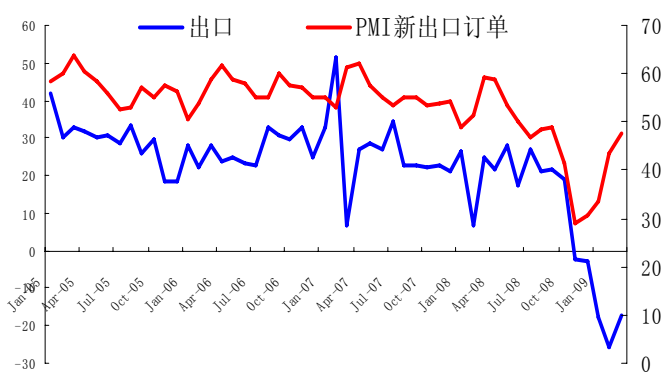
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 91: PMI 新订单指数



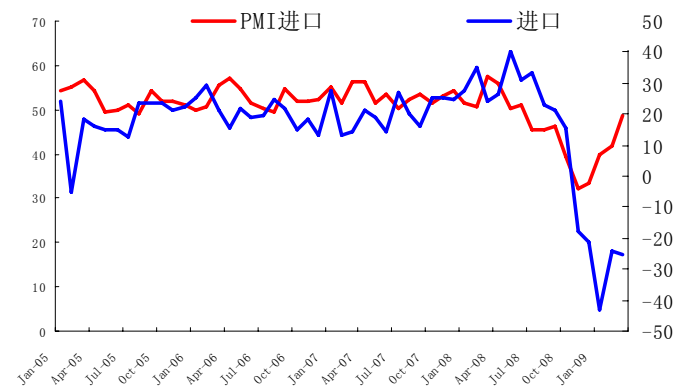
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 92: PMI 新出口订单



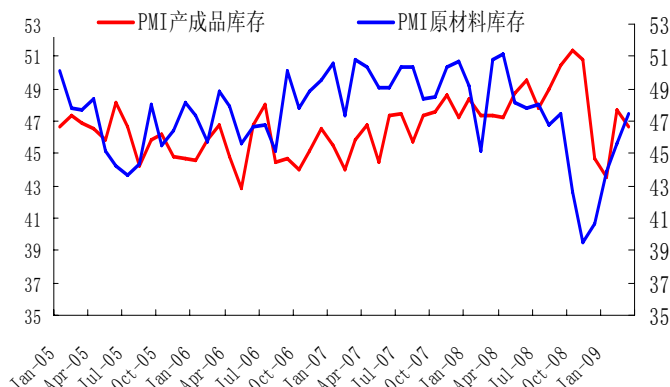
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 93: PMI 进口指数



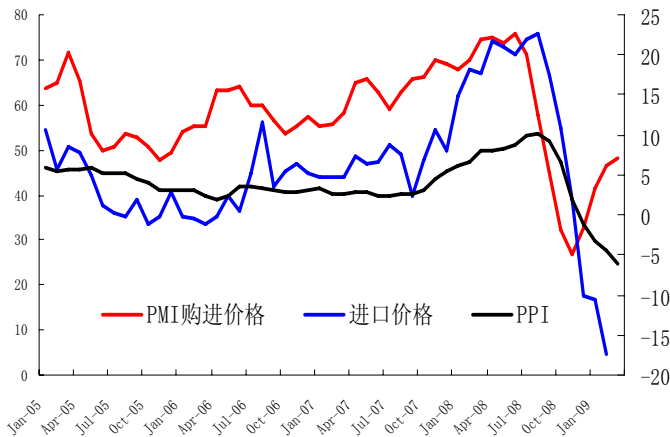
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 94: PMI 库存指数



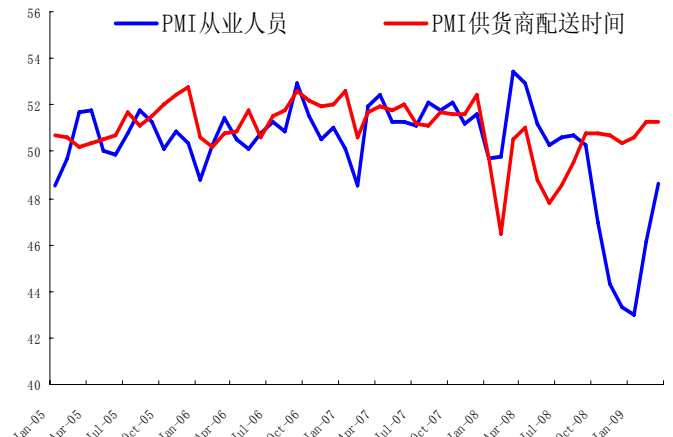
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图 95: PMI 购进价格指数



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

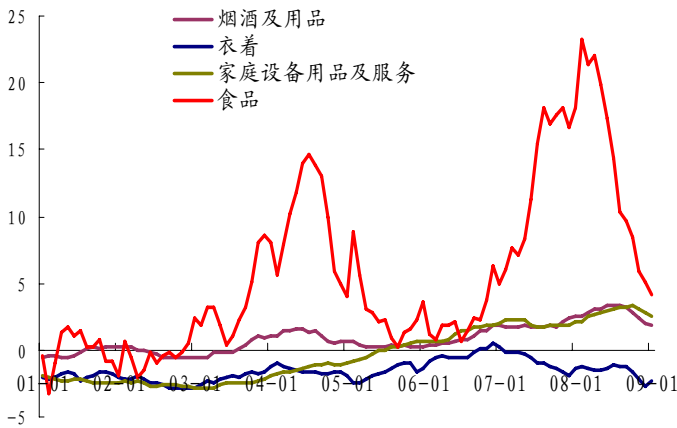
图 96: PMI 从业人员指数



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

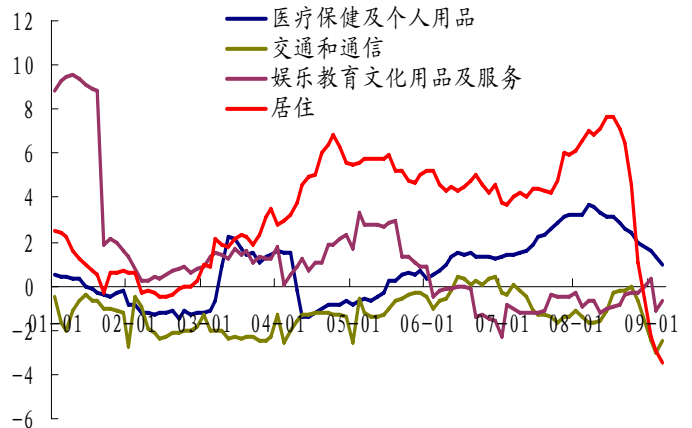
附录 2: CPI、PPI、原材料价格指数细分项

图 97: CPI 细分项变动 (单位: %)



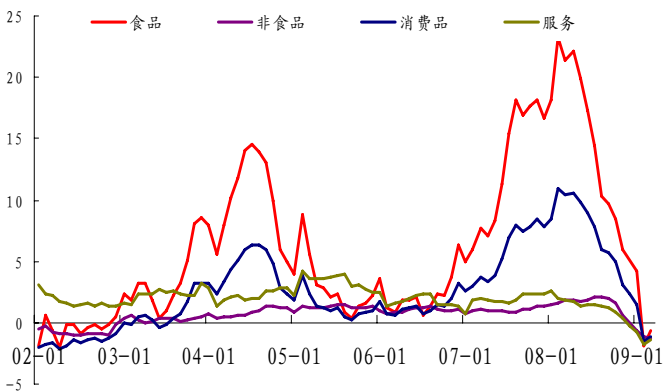
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 98: CPI 细分项变动 (单位: %)



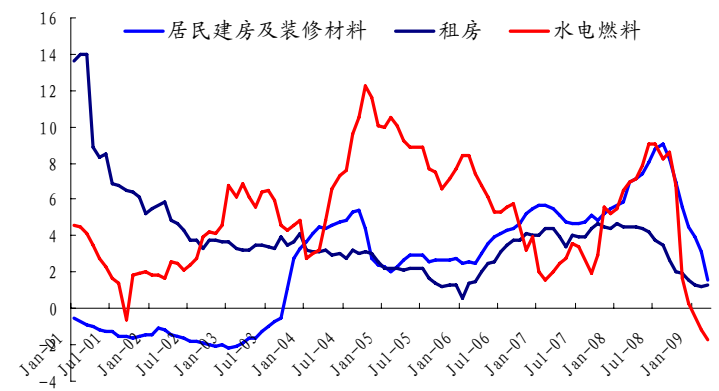
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 99: CPI 细分项变动 (单位: %)



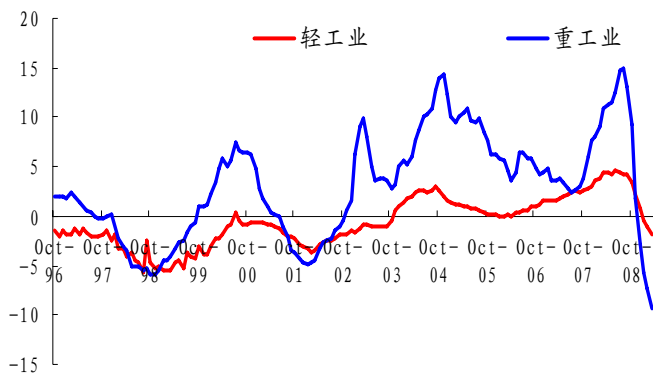
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 100: CPI 细分项变动 (单位: %)



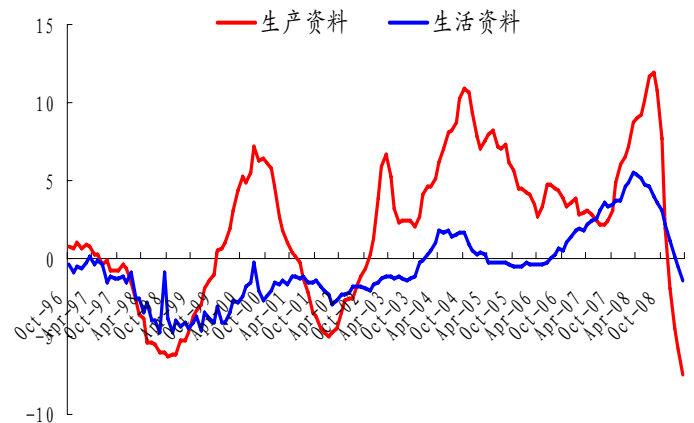
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 101: PPI 细分项变动 (单位: %)



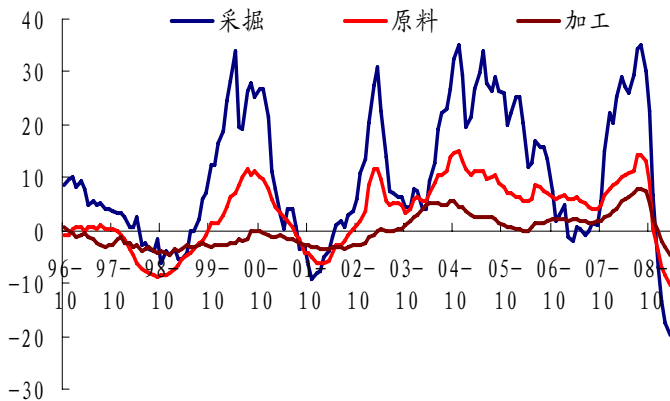
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 102: PPI 细分项变动 (单位: %)



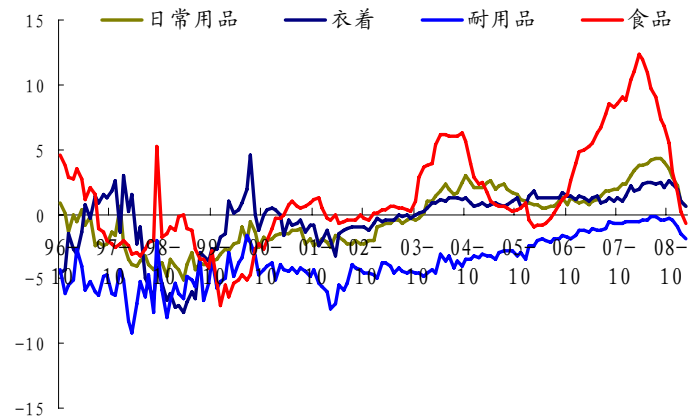
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 103: PPI 细分项变动 (单位: %)



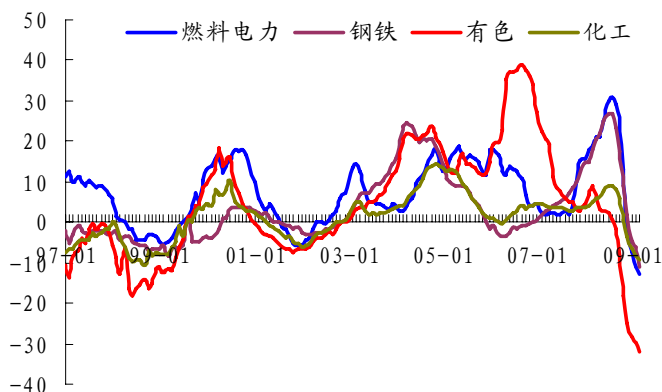
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 104: 原材料价格指数细分项变动 (单位: %)



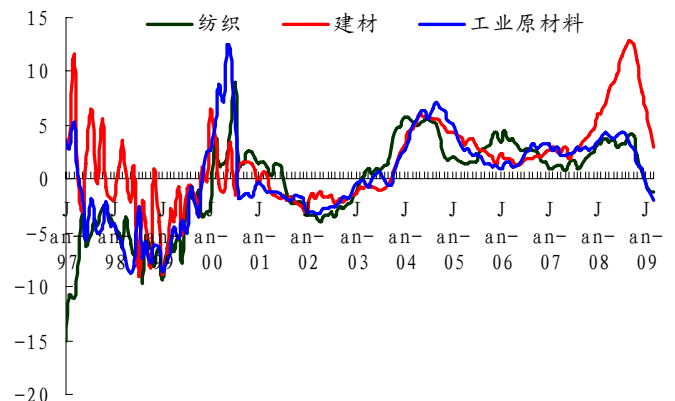
资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 14: 原材料价格指数细分项变动 (单位: %)



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: %)



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	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	0902	1-2 月	3 月	累计
总计	18.5	16.4	16.3	11.4	8.2	5.4	5.7	12.9	11	3.8	8.3	5.1
煤炭开采和洗选业	18.1	15.9	20.9	22.3	14.9	6.1	4.5	19.1	8.4	4.8	5.1	4.7
石油和天然气开采	3.9	7.4	6.7	5.1	9.7	7	10.7	6.1	8.1	6.4	14.9	9.1
黑色金属矿采选业	29.2	38.3	34.5	17.7	5.7	8.3	15.6	21.9	17.6	13.2	22.7	16.2
有色金属矿采选业	23.1	14.3	15.4	20	10.4	10.4	12.2	14.3	21.5	13.6	16.3	11.9
非金属矿采选业	25.2	27	23.3	20.5	19	12.6	22.9	22.3	22.1	18.1	17.1	17.9
其他采矿业	47.8	49.5	26.5	23.3	38	34.9	83.1	31.5	38.5	30.4	17.9	26.1
农副食品加工业	16.9	16.6	16.5	13.7	16.4	11.7	14.7	15	23	15.9	15.8	15.5
食品制造业	20	20.2	18.3	14.1	11.5	9.7	13.5	16.4	13.9	9.2	12.7	10.7
饮料制造业	21.8	21	18	11.4	14.3	14.3	10	16.1	18.5	11.9	11.6	10.6
烟草制品业	15.7	15	13.5	7.3	16.5	30	1.4	12.6	9.2	5.6	9.9	6.1
纺织业	16.2	12.7	12.7	10.2	7.8	6.2	5.5	10.5	16.5	5.1	8.3	6.1
纺织服装、鞋、帽制造业	16.8	13.8	13.1	15.1	10.3	11.9	7.4	12.5	22	11.1	11.2	9.7
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	17.5	15	14.4	14.1	10.9	9.1	4.2	12.4	12.6	6.2	7.2	5.6
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	28.8	27.8	26.9	18.3	19.6	15.3	11.1	21.5	19.6	11.4	13.6	12.1
家具制造业	20.9	16.5	14.4	14.3	12.3	12.4	9.3	13.5	9.8	1.8	7.5	4.2
造纸及纸制品业	17.6	18.8	17.2	11.9	8.1	2.1	4.5	12.4	10.7	3.6	7.1	4.7
印刷业和记录媒介的复制	18.4	14.6	13.5	12.5	8.3	10.3	12.9	12.4	17.9	5.5	6	5.5
文教体育用品制造业	17.2	13	11.4	20	14.1	13.7	17.1	18.2	7.4	2.2	5.6	3.2
石油加工、炼焦及核燃料加工业	13.4	13.7	13.2	-2.2	-4.3	-8.3	-15.1	4.3	-5	-8.1	-0.6	-5.4
化学原料及化学制品制造业	21	14.1	14.2	6.3	2.7	-3.3	5.6	10	7.3	0.1	10	3.7
医药制造业	18.3	18.4	18.5	14.6	13.6	16.2	13.1	17.1	24.7	13.7	16.2	15.1
化学纤维制造业	18.1	10.4	7.7	-0.4	-8.4	-5.3	0.7	2.2	2.3	-5.7	0.5	-4.3
橡胶制品业	19.6	18.5	16	11.7	10.4	0.7	-2	11.2	7.4	-4.2	5.1	-0.6
塑料制品业	18.6	16.6	15.6	11.5	11.1	9.7	9	13.8	15.9	6.5	10.9	7.5
非金属矿物制品业	24.7	22.7	21	15.6	13.8	11.6	9	16.9	17.8	10.6	11.5	10.8
黑色金属冶炼及压延加工业	21.4	14.8	14.6	4.2	-5.6	-6.3	0.1	8.2	3.3	0.3	1.1	0.3
有色金属冶炼及压延加工业	17.8	12.5	14.3	13.7	3.2	0.5	8.8	12.3	7.2	-1.5	9.1	2.8
金属制品业	23.7	19.6	19.3	16.8	8.3	8.3	7.1	15	12.1	3.3	9.8	5.3
通用设备制造业	24.2	22.5	21.8	16.2	11.9	8	4.1	16.9	14.7	4.5	11.4	6.8
专用设备制造业	21.6	22.5	22.4	22.3	17.8	19.4	12	20.5	21.5	11.1	14.4	11.3
交通运输设备制造业	26.2	20.4	21.4	13.2	10.9	3.6	2.8	15.2	13.2	1.6	5.9	2.8
电气机械及器材制造业	21.5	21.7	21.3	16	13.9	12.5	12.8	18.1	21.5	9.4	12.5	9.5

大类行业	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	0902	1-2 月	3 月	累计
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	18	15.7	17.1	9.3	6.9	-0.2	-2.4	12	0.3	-9.4	1.2	-5.3
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	19.5	20.1	19.6	9.2	11.2	1.9	6.8	12.7	7.5	-2.5	0.3	-2.5
工艺品及其他制造业	15.1	12.4	11	10.5	7.8	4.5	9.5	10.1	7.8	0.8	-1.5	-0.8
废弃资源和废旧材料回收加工业	41.4	40.4	35	5.2	12.8	33.4	9.1	26.2	21.3	11.1	18.1	7.5
电力、热力的生产和供应业	13.8	13.2	11.9	8.1	3.4	-1.1	0.8	8.6	6.3	1.3	2.9	1.5
燃气生产和供应业	20.8	29.1	32.6	20.1	18.5	5.6	9.9	26.8	16.8	12.5	16.5	14.4
水的生产和供应业	6.4	7.8	5.6	2.6	0.7	5.1	9.1	4.9	8.6	5.7	1.3	3.8

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）

	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	1-2 月	0903	累计
原煤	6.9	14.6	14.8	14.4	9.2	5.2	-1.3	12.8	3.6	10.3	6.3
天然原油	1.1	2.2	1.7	2	3.9	4.9	0.4	2.3	-1.7	-1.1	-1.6
铁矿石原矿量	18	25.1	25.8	19.4	12.5	13.3	-8	20.7	6.9	-1.1	2.6
磷矿石	18.3	26	21.3	17.4	-1.6	-23	-19.2	8.9	-16.9	1.5	4.5
原盐	10.6	13.9	9.9	10.9	31.6	-11.9	-30.9	7.8	-12.3	-4.1	-8.6
成品糖	34	19	25.4	26	-21.7	-29.5	-9.8	14	7.5	-13.7	-0.4
软饮料	19.8	22	20.8	17.5	10.3	26.8	28.2	19.1	8.3	21.7	15
纱	14.7	10.2	11.3	9	6.3	4.1	2.6	8.1	5.9	12.3	7.7
布	10.3	9.5	7.3	6.3	0.6	-3.9	-0.7	5.3	-5	1.7	-2.5
丝织品	1.2	22.7	-0.1	-1.9	-5.2	-16.9	-5.4	-4.1	7.5	19.6	14.4
机制纸及纸板	18.1	15	14.5	11	-2.1	-1.9	-4	8.7	-5.8	2.7	-0.2
新闻纸	18	1.9	5.7	7.2	0.5	7.5	-10.8	9.5	-10.6	-4	-8.2
汽油	7.2	7	3.2	4.6	6.7	12.8	7.5	5.8	2.1	18	7.5
煤油	19	17.5	4.5	-0.3	5.3	4.7	-1.9	0.5	-2.9	4.1	-0.3
柴油	6.2	11.2	8.6	9.9	13.9	3.3	-9.5	8	-9.4	-2.3	-7.1
焦炭	16.3	13.6	11.4	8.1	-21	-29.7	-25	-0.4	-6.3	-6.8	-5.9
硫酸	9.3	5.3	2.6	-0.5	-22.5	-26.2	-4.2	-4.3	-1.4	3.7	1.1
氢氧化钠（烧碱）	16.4	10.1	12.8	8.7	-12.7	-21.8	-22.2	1.4	-7.8	-10.8	-11.2
碳酸钠（纯碱）	13.6	14.8	15	13.3	8.4	-20.6	-20.1	6.4	-12.2	-8.3	-11.1
农用氮磷钾化肥（折纯）	8.3	6.7	5.9	4.8	-9.9	-16.3	-8.4	1.4	4.6	17.4	10.6
化学农药原药	24.3	24.1	20.8	16.6	3.3	7.7	-14.5	12	9.1	18	12.1
乙烯	11.4	5.5	2.1	1.1	-3	-12.2	-19	-2.1	-11.1	-9.6	-10.7
初级形态的塑料	18.5	8.7	7	5.5	-11	-8.5	-14.1	1.5	-4.8	0	-3.4
合成洗涤剂	11.7	7.3	4.8	0.8	-2	-16.6	-26.1	-3.2	-6	6.3	0
化学纤维	15.3	7.2	5.6	2.4	-0.3	0	1.9	2.3	3.9	6.7	6.1
塑料制品	14.5	6.1	13.2	10.7	11	13.3	-0.6	10.1	10.9	8.4	9.4
水泥	9.9	9.2	8.7	6.9	1.1	2.8	3.5	5.2	17	10.1	12.9
平板玻璃	13.4	12.9	12.2	9.2	12.2	3	-15.4	6.5	-2	-0.8	0.5
生铁	15.2	7.6	7.9	5.1	-16.8	-16.2	-9.4	-0.2	3.7	3.9	4.3
粗钢	16.8	8.6	9.6	6.2	-17	-12.4	-10.5	1.1	2.4	-0.3	1.4
钢材	21.3	12.2	12.5	8.1	-12.4	-11	-1.7	3.6	3.1	1.2	2.8
十种有色金属	22.7	8.2	13.4	12.8	3.6	-4.3	-2.3	8.2	-9.5	-3.5	-6
氧化铝	46.7	26.1	19.1	21.3	12.9	-2.8	3.5	17.7	-7.5	-7.6	-7.8
铜材	22.4	24.6	18.1	17.4	8.3	13.3	11.2	17.2	-0.8	21.4	-1
铝材	48.1	42.1	41.1	33.4	-6.7	-19.5	-4.4	21.3	0.8	15.6	-3.5
工业锅炉	19.8	-9.8	3.5	7.1	15.2	-3.7	15.9	7.6	15.7	34	21.5
内燃机	26.9	26.3	20.7	13.7	-37.7	-45.5	-50.4	-1.1	-23.9	-2.1	-16.8
金属切削机床	11.7	18.8	8.6	2.9	-9.3	-20.2	-28.8	-2.4	-21.4	-18.3	-16.4
电动手提式工	12.7	-1.7	4	4.2	3.8	-9.7	-43.4	-1.7	6.8	1.9	1.9

敬请阅读末页的免责声明

	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	0810	0811	0812	08 年	1-2 月	0903	累计
具											
金属冶炼设备	26.1	28.9	30	31.1	65.3	32.4	1.9	31.1	4	-7.8	-12.5
水泥专用设备	51.7	42.1	35.1	25.6	33.3	32.7	3.4	22.8	10.2	2.3	4.8
饲料加工机械	41.5	72.8	60.6	36.7	16.3	-2	67.5	34.3	11.7	13	12.6
包装专用设备	-8.1	8.8	12.8	20.8	56.4	-18.9	20.5	17.4	-7.3	242.9	56.6
大中型拖拉机	1.9	20.1	40.4	25.8	-12.4	-23.2	-22.6	12.8	13.5	71	40.6
中型拖拉机									28.4	33	28.6
小型拖拉机	11.5	34.8	20	-2.7	-8.2	-42.4	-52.2	-11.1	-2.9	0.5	-6.1
大气污染防治设备	28.8	39.4	46.6	62.3	82.8	26.7	-28.7	42.6	20.5	8.7	8.9
机车	-9.5	41	25.3	17.1	1.9	-13.3	-30.6	6.1	-5.3	10	-17.1
汽车	22.1	15.8	17.6	13.6	-0.7	-15.9	-18.9	6.5	-1.7	10.8	3.7
民用钢质船舶	29.4	69.5	42.5	38	19.8	54.5	71.7	44.2	13.9	54.8	30.1
发电设备	11.1	17.9	10.1	4.3	-17.3	-5.8	18.5	2.1	21.7	-28.6	-25.5
交流电动机	25.7	18.5	13.8	11	11.1	-13.5	-21.9	5.5	-16.2	-17.5	-16.7
家用洗衣机	13.2	8.4	18.1	16.1	-0.5	-10.7	5.1	11.1	6.8	5.1	4.7
家用电冰箱	24.5	16.4	10.3	3.5	3.1	-4.9	28.6	8	-0.1	15.3	7.9
冷柜	39.2	9.7	2.9	1.4	-10.9	-25.7	-1.5	-1.4	1.4	1.5	-0.4
房间空气调节器	17	15.8	6.7	1.1	-22.9	-23	-31.4	-4.9	-26.9	-22.8	-28
载波通信设备	-36	-22.1	4	4.3	-52.4	-61.1	312.3	47.3			
光通信设备	16.3	-16.9	3	4	-5.8	12.8	35.7	7			
程控交换机	-27.2	-38.2	-24.8	-19.1	0	0.7	8.7	-14.1	-3.4	26.2	6.1
传真机	-28.5	-28.9	-10.9	-13	15.2	-29.7	-33.6	-12.9	-66	-38.2	-50.1
移动通信基站设备	39.6	6.7	-7.5	-15.8	-34.4	-2	63.7	-7.2	66.1	355.4	348.7
移动通信手持机									-11.2	1.2	-3.7
电子计算机	1.7	0.4	23.1	25.9	89	54.3	38.1	35	-3.5	24	8.3
微型电子计算机	29.3	25.7	23.2	18	11.3	1.9	-17.3	14	-4.3	15.4	3.5
集成电路	22.6	14.9	6.2	5.9	5.4	-15.6	-19.5	2.4		-4.6	-18.5
大规模集成电路	14.1	18.7	27.1	25.4	36.9	-3.2	10.3	23.3	16.4		
彩色电视机	0.7	16.2	16.2	16.6	-3.2	-17.6	-2.9	6	-21.4	-0.6	-9.2
电工仪器仪表	19.2	24.4	11.9	10.5	-20.7	-26.2	0.3	2.7	-19.5	2.7	-11
复印机械	0.6	-4.6	17.9	36.6	56.3	63.3	19.1	38.7	-14.4	-37.3	-45.8
发电量	14.4	14	12.9	9.9	-4	-9.6	-7.9	5.5	-3.7	-1.3	-2
火电	14.9	13.4	11.7	8.2	-5.3	-16.6	-12.4	3	-7.8	-4.5	-6.1
水电	10.8	11.4	18.5	17	-1.4	36.3	27.9	17.5	25.5	22.2	24

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：%）

	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0902	08 年 比重	0902	0903
全国总计	25.8	25.9	26.8	27.6	27.2	26.8	26.1	26.5	100	26.5	28.6
一.农林牧渔业	31.1	80.8	69.5	62.8	61.8	57.4	54.5	100.3	1.5	100.3	85
其中：林业	16.6	98	38.5	40.6	36.3	33.9	30.1		0.3		85
二.采矿业	26.9	31.6	32.6	41.6	40.3	37.9	31.5	25.8	4.7	25.8	32.9
煤炭开采及洗选业	23.7	41.7	42	41.6	41	34.8	33.6	59.6	1.6	59.6	47.5
石油和天然气开采业	22.4	14.8	19.8	39.4	34.4	34.8	22	-13.8	1.8	-13.8	16.6
黑色金属矿采选业	19.7	70.7	59.1	57.9	60.9	59.8	59	101.8	0.5	101.8	60.6
有色金属矿采选业	64.1	70.6	29.1	33.2	36.6	35.1	35.1	84.3	0.4	84.3	21.3
非金属矿采选业	46.1	36.8	45.5	47.7	50.9	47.6	45.4	94.1	0.3	94.1	63
其他采矿业	81.3	-59.5	-18.5	-11.8	3.3	11	16.3	266.3	0	266.3	166.7

敬请阅读末页的免责声明

	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0902	08 年 比重	0902	0903
三.制造业	34.8	31.9	31.4	33.4	32.8	32.2	30.6	25.4	31.3	25.4	27.3
农副食品加工业	37.6	16	17.4	24.8	26.5	26.1	25.7	44.4	1.4	44.4	37.7
食品制造业	26.1	16	19	18.9	22.4	21.3	17.8	39.5	0.8	39.5	27.6
饮料制造业	30.2	35.6	15.4	20.1	22.6	21.7	22.4	8.8	0.6	8.8	15.4
烟草制造业	2.4	-20.4	10.3	30.8	23.7	28.1	20.9	104.9	0.1	104.9	104.6
纺织业	20.9	9.2	6.3	3.5	3.2	1.4	1.3	-19.8	1	-19.8	-4.5
纺织服装、鞋、帽制造业	36	26.9	24.7	19.9	20.6	21.5	19	6	0.6	6	7.8
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	18.6	26.5	29.3	31.5	27	27.5	22	24.7	0.3	24.7	21.6
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	57.1	33	30.7	30	27.3	29.2	26.3	28.4	0.5	28.4	22.2
家具制造业	43.1	64.4	33.7	37.2	31.9	34.3	31.3	8.5	0.3	8.5	-8.8
造纸及纸制品业	26.5	24	28.9	30.5	25.4	26.6	25.4	-11.3	0.7	-11.3	8
印刷业和记录媒介的复制	22.1	24	25.2	20.4	20.1	23.2	23.9	9.6	0.3	9.6	26.4
文教体育用品制造业	43.5	27.3	8.1	10.8	10.8	12.1	13.7	13.6	0.1	13.6	18.2
石油加工、炼焦及核燃料加工业	50.3	75.1	57.8	50.5	46.7	43	29.4	19.2	1.2	19.2	5.9
化学原料及化学制品制造业	38.1	33.1	34.5	40.8	39.4	37.8	35.5	41.3	3.2	41.3	40.6
医药制造业	10.2	16.5	25.1	27.1	27.4	26	25.9	42.3	0.7	42.3	37.2
化学纤维制造业	31.8	2.1	29.2	18.6	16.3	11.3	3.2	-7.8	0.2	-7.8	-13.6
橡胶制品业	19.8	4.7	9.9	16.9	12	13.8	12.7	-2.6	0.3	-2.6	30
塑料制品业	28.3	17.6	19.5	20.1	20.5	21	27.1	12.5	0.7	12.5	24.2
非金属矿物制品业	50.8	49.2	46.8	48.3	48.4	46.8	46.6	47.8	2.8	47.8	57.7
黑色金属冶炼及压延加工业	12.2	22.4	23	29.2	26.4	27.1	23.8	-10.8	2.2	-10.8	-6.4
有色金属冶炼及压延加工业	34.9	37.2	42.8	50.5	45.5	44.1	43.1	7.6	1.3	7.6	19
金属制品业	46.2	44.5	40.2	38.4	40.6	38.9	38.5	28.4	1.5	28.4	32.2
通用设备制造业	49.4	40.3	35.7	36.6	37	36	38.3	55.5	2.2	55.5	44
专用设备制造业	55.7	49.3	45.4	41.1	38.5	34.3	34.1	51.3	1.5	51.3	49.7
交通运输设备制造业	38.5	48	45.6	43.6	44.5	44	39.1	38.2	2.6	38.2	32
电气机械及器材制造业	44.9	45	44.5	45.2	47	47.8	45.1	53.5	1.6	53.5	58.3
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	24.3	8.5	11.7	16.7	17.9	18.5	17.6	8.3	1.7	8.3	-2.4
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	25	56.9	48.7	52.5	51.5	55.7	57.7	28.8	0.3	28.8	30.9
工艺品及其他制造业	26.5	21.9	9	20.2	15.5	20.2	21.5	5.2	0.5	5.2	20
废弃资源和废旧材料回收加工业	120.2	66	47	65.2	69.1	56.8	58.9	76.6	0.1	76.6	84
四.电力、燃气及水的生产和供应业	9.8	6.6	9.1	15.7	16.8	16.7	15.4	20.7	7.1	20.7	18.3
电力、热力的生产与供应业	8.7	3.1	7.4	14.7	16	15.7	14.4	20.6	6.1	20.6	15.2
燃气生产与供应业	4.4	16.3	14.2	21.4	18.1	16.8	19.3	32	0.3	32	39.1
水的生产与供应业	24.6	49.8	25.8	23.1	24.7	26.2	22.7	17.3	0.7	17.3	40
五.建筑业	48.5	-14.1	-2.8	3.1	6.1	10.2	30.4	46.7	0.9	46.7	66.8

	07 年	1Q08	1H08	3Q08	0810	0811	0812	0902	08 年 比重	0902	0903
六.交通运输、仓储和邮政业	14.4	5.3	8.1	12.1	13.7	13.7	19.7	63.6	10.5	63.6	55
其中：铁路运输业	20.2	21.2	20.4	35.2	39.8	41.1	61.2	210.1	2.7	210.1	102
道路运输业	6.5	3.1	2.1	3.3	3.6	3.9	5.9	35.3	5	35.3	43.6
城市公共交通运输业	35.1	23.6	23.3	27.9	26.9	23.1	21.9	59	0.9	59	69.4
水上运输业	11.8	-4.2	5.1	10.1	12	8.9	6.7	37.4	0.8	37.4	27.8
航空运输业	28.1	-46.1	-22.2	-27.5	-17.1	-17.8	-3.8	-16	0.4	-16	-3.3
七.信息传输、计算机服务和软件业	1.3	2.4	5.3	6.7	11.2	11.5	17.1	29.5	1.4	29.5	7.5
八.批发和零售业	28.9	30.3	21.3	25.6	25.1	26.8	29.2	44.8	2.1	44.8	44
九.住宿和餐饮业	41.2	32.9	30.6	32.5	30.7	31.3	30.5	39.8	1.2	39.8	41.4
十.金融业	25.4	16.8	44.7	104.6	91.9	70.9	62.6	158.2	0.2	158.2	140.1
十一.房地产业	32.2	34.7	35.1	29.2	27.2	25.4	23	4.9	23.8	4.9	8
十二.租赁和商务服务业	30.5	42.9	42.1	56.9	56.2	54.2	50.6	54	0.9	54	30.3
十三.科学研究、技术服务和地质勘查业	16.7	28.6	28.6	26.6	22.8	36.2	35.9	55.4	0.5	55.4	62.6
十四.水利、环境和公共设施管理业	22.3	27	35.4	33.1	33.6	33.3	32.2	51.7	8.3	51.7	60.8
水利管理业	19.1	8.8	29	31.2	37.2	34.1	28.5	80.7	1	80.7	82.5
环境管理业	42.7	44.5	37.6	39	34.6	32.1	22.7	42.7	0.5	42.7	89.6
公共设施管理业	21.3	29.1	36.2	32.9	33.1	33.2	33.5	48.5	6.8	48.5	56
十五.居民服务和其他服务业	28.8	33.5	21.3	33.5	32.6	37.2	34.2	109.5	0.2	109.5	107.8
十六.教育	3.9	15.4	11.2	6.3	6.6	7.5	6	36.6	1.6	36.6	34.4
十七.卫生、社会保障和社会福利业	13.4	26.2	28.2	29.4	28.7	31.6	30.6	70.9	0.7	70.9	52.7
十八.文化、体育和娱乐业	31	22.5	22.9	26.3	28	29.6	26	44.6	1	44.6	60.1
十九.公共管理和社会组织	7.9	3.8	4.1	16.1	15.4	23.6	23.2	47.7	2.3	47.7	57.8

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	2003	2004	2005	2006	07 年	08 年	8 月	9 月	810	811	812	1-2 月	3 月	累计
全国	100	17	16.7	16.4	17.2	18.5	12.9	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	3.8	8.3	5.1
北京	2.1	12.3	19.9	13.1	15.6	13.4	2	-9.1	-6.4	-7.6	-8.1	-6.9	-6.4	1.5	-3.4
天津	2.6	20.1	26.5	20.4	17.9	18.2	21	20	21.3	19	20	23	18.4	23.1	20.3
河北	4.6	20.1	22.2	22.9	19.4	18.9	13.5	7.3	7.9	11.5	12	9.2	7.1	9.5	7.9
山西	2.5	24.2	21.2	19.3	17.5	21	6.5	12.2	4.2	-9.9	-24.5	-19.2	-20.5	-27.7	-22.4
内蒙古	2.2	31.5	38.5	30.9	29.8	30	24.5	29.2	28.7	20.3	9.8	3.6	19.6	19	19.2
辽宁	4.5	18.5	23.4	20.1	19.3	21	17.5	17.1	16.9	15	9.1	9	10.6	14	11.2
吉林	1.5	17.9	18.6	11	19.1	23.6	18.6	15.2	17.4	13.2	16.4	9	8.9	10.9	10.1
黑龙江	2.7	13.6	15.3	15.3	15.3	15.8	13.1	14.6	17	9.5	11.2	8.9	0.8	9.1	3.5
上海	5.0	22	19	12.5	14.5	12.6	8.3	8.8	6	3.1	-0.7	-11.8	-12.4	-5.6	-9.7
江苏	11.8	22.7	23.4	22.5	21.8	18.9	14.2	12.1	14.3	11	9.2	9.2	8	17.5	10.6
浙江	6.9	23.7	21.1	18.1	17.8	17.9	10.1	6.1	6.4	2.2	0.9	1.1	-8.2	-1	-5.6
安徽	2.2	19.8	25.1	22.7	18.3	24.5	22	19	19.1	18.2	14.7	13.9	19	16	17.7
福建	3.1	23.9	23.5	17.4	19.5	21.5	16.7	14.3	16.3	13.2	7.4	8.1	5.1	6.7	4.1
江西	1.6	21	26.1	23.6	21.9	24.6	21.9	21	22.5	20.4	19.8	13.5	13.8	12.9	14.6
山东	11.9	22.7	26.5	28.4	25.2	20.8	13.8	12.2	10.7	8	7.2	7	5.8	7.9	6.5
河南	5.2	19.9	23.6	23.3	23	24.2	19.8	22.2	21.7	14.8	8.1	5.3	2.1	5.1	3.1
湖北	2.6	12.5	22.8	19.3	20.3	23.6	21.6	24.4	18.7	10.3	10.1	10	10.5	15.6	11.8
湖南	2.3	20.7	24.1	20.6	20.5	24.3	18.4	19	22.1	21.5	19.5	18.5	20.6	17.7	18.8

	06年 比重	2003	2004	2005	2006	07 年	08 年	8月	9月	810	811	812	1-2 月	3月	累计
广东	12.9	21.9	22.4	17	18.3	18.3	12.8	13.1	12	9.9	9.6	11.3	0.8	6.8	0.9
广西	1.4	17.6	22.8	22.8	23.1	26.5	22.6	19.8	18.5	6.7	10.2	22.9	14.9	19.8	15.5
海南	0.3	24.9	18.4	18.6	26.5	33.8	6	8.8	-0.2	-0.1	-6.5	-0.4	0.2	-1.8	0.5
重庆	1.0	21.1	23.5	17.1	19.8	25.1	21.6	24	22.6	17.9	9.8	12.1	6	13.5	8.8
四川	3.2	21	25.8	23	23.9	25.4	17.9	21.9	18.1	15.2	11.1	11.3	16.8	19.2	17.5
贵州	0.9	13.5	20.1	17	17.4	16.8	10.1	18.8	13.2	4	0.7	5.1	23.2	7.3	16
云南	1.5	9.1	16.6	8.4	17	17.5	12.6	18.4	10.3	10.1	10.1	13.2	-7.1	14.7	1.1
西藏	0.0	9.5	14.1	14.9	14.4	17.6	8.9	4.7	13	-11.7	9.8	1.9	7.2	10.6	8.4
陕西	1.8	16.8	22.9	18.7	17.5	19.6	21	24.7	21.6	18.1	9.9	13.2	1	13.8	7.2
甘肃	0.9	13	15.7	18.6	15.6	17.1	9.5	12.5	13.6	10.1	5	4.6	-0.7	-2.9	-1.7
青海	0.3	15.9	24.8	22.7	21.6	18.4	21.5	31.6	18.9	17.7	15.8	5.6	2.1	8.6	4.7
宁夏	0.3	17.5	25.8	18.5	17.2	17	15.1	18.3	9	2.2	-4.4	11.3	-6.4	5.2	-3.2
新疆	1.2	10.8	14.4	17.8	15.9	15.2	15.5	17.8	18.8	17.1	15.6	13.8	5.6	3.7	5

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: 香港大学金融学博士, 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。