

全球宏观经济月报

中信证券研究部

联系人：胡一帆
电话：852-22379116
邮件：yifanhu@citics.com.hk

联系人：Alexis Garatti
电话：852-22379117
邮件：alexisgaratti@citics.com.hk

联系人：邵健成
邮件：kennethsiu@citics.com.hk
联系人：薛菲
邮件：xuefei@citics.com.hk

概述：

09 年一季度，美国年化 GDP 季度同比急剧下滑了 6.1%，比市场一致预期低了 1.4 个百分点。矛盾的是，股价随着经济数据的公布反而上涨，这部分地反映出了很多投资者认为美国经济正在接近底部。这与我们的观点一致，但是，我们必须谨记美国经济的复苏将是一个漫长的过程。从中期来看，经济出现 L 型走势的可能性较大。

焦点透视：奥巴马就职一百天：政策的经济评估

巴拉克·奥巴马在就职总统 100 天后，仍然得到了广泛的支持。三分之二的美国人对他迄今为止的表现评价正面。由此我们是否可以认为他的政策从经济角度来看是成功的？我们考察了他的经济政策中最重要的方面（财政刺激措施、住房可负担能力计划、关于问题资产的计划、能源和工业政策、政府在经济复苏中的重要作用等），并对每一个方面进行评估。

我们认为，奥巴马的经济刺激计划在稳定经济和稳定各经济参与方（居民户、工业企业、金融市场）的信心方面，已经产生了积极的效果。但是，经济活动仍然处在很低的水平上，且预期失业率至少在两年内将持续上升。经济不振带来的储蓄率上升，阻碍了奥巴马试图从根本上为需求提供支持的计划。债务成本的上升以及减少未来赤字的必要性，将成为越来越大的障碍，不利于美国政府获取资金，以实施其缩小社会不平等以及推广清洁能源方面雄心勃勃的项目。

奥巴马在其总统任期第一个 100 天中所施行的经济政策，是由经济形势的紧迫性所决定的。经济刺激方案的规模是与危机的严重程度相宜的。但该计划对住房市场的支持力度过大，其设计非尽人意。处理问题资产的公私合作政策行动，以及对银行运营弹性的压力测试，仍难以消除对美国金融系统实力存有的疑虑。汽车行业的重新洗牌、以及基础设施的投资支出，就是如何同时为需求和供给提供支持的很好的例子。但这些政策行动仍然不够充分。

目录

全球宏观经济预测	2
焦点透视：奥巴马就职一百天：政策的经济评估	3
美国	7
欧元区	15
英国	20
亚洲新兴经济体	20
拉丁美洲	28
中东欧国家	30

全球宏观经济预测

	GDP 增速 (% 同比)				CPI 通胀率 (% 同比)			
	2007	2008	2009F	2010F	2007	2008	2009F	2010F
工业化国家								
美国	2.0	1.1	-2.4	1.1	2.9	3.8	-0.1	1.1
欧元区	2.7	0.7	-3.1	0.7	2.1	3.3	0.4	1.6
英国	3.0	0.7	-3.6	0.8	2.3	3.6	1.3	1.3
日本	2.0	0.1	-5.1	-0.8	0.1	1.8	-0.3	0.1
新兴市场国家								
亚洲新兴经济体 (不含中国)	7.2	5.1	1.8	2.7	4.4	6.2	3.2	4.5
中国	13.0	9.0	8.2	8.5	4.8	5.9	-0.4	1.2
拉美	5.5	4.2	-0.6	2.2	5.3	8.2	0.5	6.8
中东欧	6.2	4.1	-3.2	0.5	4.2	6.4	3.1	3.5
世界	3.5	2.1	-2.2	1.3	2.8	3.8	1.0	2.1
世界购买力平价	5.1	3.1	-1.2	2.1				

资料来源: Datastream, CSI

	2008	2009E	2010E	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
GDP 增速 (同比 %)											
美国	1.1	-2.4	1.1	-2.6	-3.5	-2.8	-0.7	1.1	1.5	1.0	0.7
欧元区	0.7	-3.1	0.7	-3.8	-3.7	-3.3	-1.6	0.4	0.7	0.9	0.9
英国	0.7	-3.6	0.8	-4.2	-4.1	-3.8	-2.1	0.2	0.3	1.2	1.6
CPI 通胀率 (同比 %)											
美国	3.8	0.2	1.0	-0.2	-0.7	-1.4	2.1	2.4	1.3	0.7	0.0
欧元区	3.3	0.6	1.1	-0.7	0.8	0.1	0.3	0.4	0.7	0.2	0.2
英国	3.6	1.3	1.3	2.9	1.5	0.2	0.3	1.2	0.2	1.5	1.4

资料来源: Datastream, CSI

焦点透视：奥巴马就职一百天：政策的经济评估

巴拉克·奥巴马于 2009 年 1 月 20 日就职。民意调查(图 1a & 1b)和消费者信心指数(图 2)显示,奥巴马就职后的首个 100 天是成功的。大多数美国人支持奥巴马,三分之二的民众对他迄今为止的表现评价正面。盖洛普民调显示,奥巴马的支持率为 63%,仅次于里根(67%),高于克林顿 1993 年的 55% 和乔治·W·布什 2001 年的 56%。由此我们是否可以认为他的政策从经济角度来看是成功的?

图 1a: 美国关于国家方向的民调 (%)

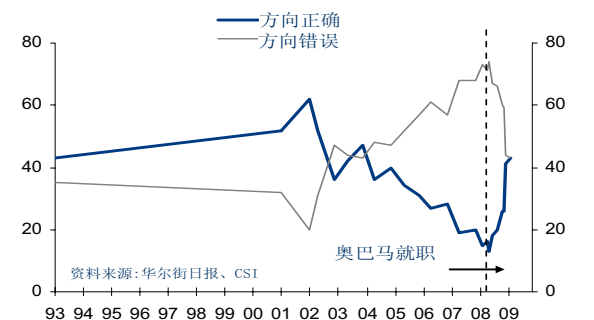


图 2: 密歇根大学消费者信心指数

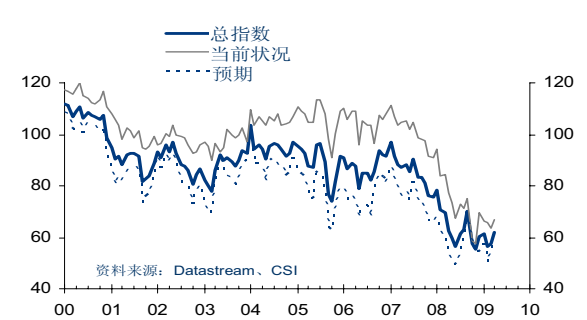
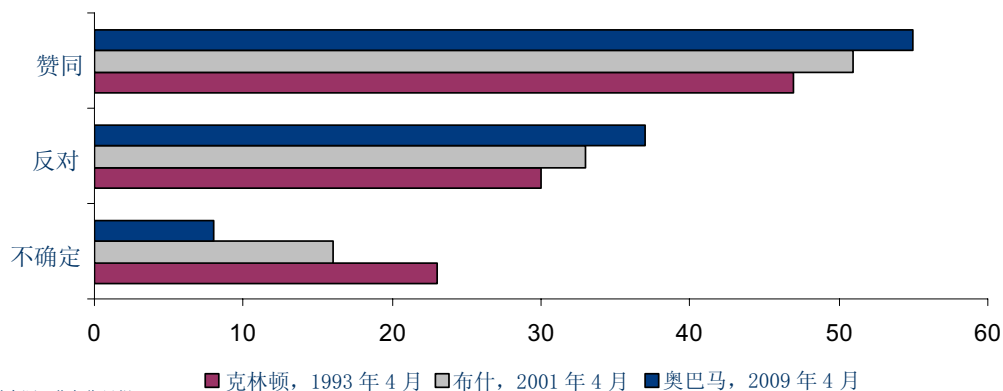


图 1b: 奥巴马就职之后的首个一百天
“您在总体上是赞同还是反对总统在经济方面进行的工作?”



在下文中,我们将以一个经济学家的视角,从九个方面来评估奥巴马的经济政策。

- 经济刺激方案
- 关于问题资产的计划
- 住房可负担能力计划
- 财政预算前景
- 银行业监管

- 公共医疗保险计划
- 新能源和气候变化问题
- 工会在经济中的角色
- 政府在经济中的份量

我们对以上每一点进行了评估。评估显示出，奥巴马政府的整体政策行动在稳定经济方面是有效的。但是，我们也认为公共账目的恶化、以及对工业的支持不足，将会危及本届政府的长期目标。

经济刺激方案

经济刺激方案（表 1）如此迅速地在国会中得到了通过（2009 年 2 月中旬），这个事实本身就代表了奥巴马政府的一项成功。在经济活动快速萎缩的背景下，当局应对负面冲击的反应速度、以及拉动经济的预算规模，是避免衰退所必需的。经济刺激方案的效果已经在公共部门的就业率中体现出来了，公共部门是就业率唯一没有下降的部门（图 3）。通过保持该部门的雇佣速率，政府增量吸收了所有其他部门岗位削减中的相当大一部分。

表 1：美国的经济刺激计划(单位：十亿美元)

公共支出	502
向失业人员提供的支出和转移支付	96
教育	95
向有预算困难的 各州提供的转移支付，用于提供公共产品	94
医疗	46
基础设施	42
推广新能源和清洁能源	35
科学和新技术	22
其他	72
减税	285
总计	787
各年支出	
2009	195
2010	400
2011	135
美国 TARP（问题资产援救计划（7000 亿美元的第二个一半））	
房主稳定政策行动	75
支持房利美和房地美	200
清理金融部门中的问题资产	75

资料来源：拨款委员会，CSI

图 3: 美国分部门的就业人数 (%同比)

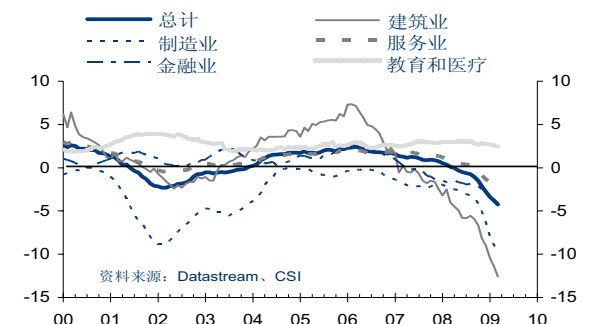
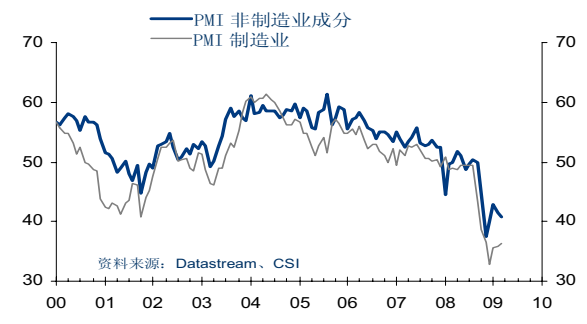


图 4: 美国 PMI 指数



美国经济刺激方案的其他积极影响已经在居民信心（图 2）和公司部门情绪（图 4）中显现出来了。密歇根大学在 4 月初进行的消费者信心调查显示，39% 的美国人预期经济状况将会在未来数月中出现好转，而早前仅有 19% 的民众持此看法。在供应管理协会（ISM）制造业 PMI 的应答者中，36% 的人员表示，他们预期经济刺激方案将会带来有利的影响。关于“经济刺激方案”，18 个行业中有 8 个行业预期将会因非制造部门的刺激计划而受益。因此，在稳定所有经济参与方的信心方面，奥巴马的行动产生了积极影响。

然而，我们需要记住，经济刺激方案将在未来三年中全部实施，这是一段较长的时间（表 1）。此外，我们对于该计划的效率仍然持保留态度，因为从中期来看，我们预期美国居民储蓄率的上升将会抵消掉计划的积极效果。在不到一年的时间中，居民储蓄率已经从 0% 上升到了 4%。正在进行中的去杠杆化过程、以及失业率的上升，将是推动储蓄率上升的主要因素，储蓄率预期在 2010 年末上升到 8.7%。

关于问题资产的计划

于 2009 年 3 月 24 日宣布了关于问题资产的计划。5000 亿美元的“公私投资计划”采用了公私合作的形式。它包含两个单独的计划，其中一个计划的目标是购买有问题的信贷证券（遗留证券计划），另一个计划则是购买那些因经济形势不佳而境况堪虞的相对更传统的贷款（遗留贷款计划）。该计划得到了市场的积极回应，自计划公布以来，股价指数出现了明显反弹（图 5），而风险规避指数则显著下降（图 6）。因此，该计划有利于市场的稳定。

图 5: 道琼斯股价指数
(100 = 1/1/2007)

图 6: 美国 CDX 指数（基点，一般指数，10 年期）



对于该计划能否起到政府预期的作用，我们仍然持保留态度（见《热点追踪第 3 号：“美国关于问题资产的计划：并非灵丹妙药”》）。私人部门投资者参与到计划中，并不能确保可以确定问题资产的公允价格（潜

在买方与卖方之间的信息不对称)。在去杠杆化的背景下,从中期来看,采用支持信贷的策略不是很好的可行方法。

住房可负担能力计划

于2009年2月18日宣布了住房可负担能力计划。该计划包括三个部分。“家庭可承担再融资计划,是针对那些因房价下跌而遭受损失的负责任的房主”,它帮助那些未拖欠还贷、但权益资产为负值的家庭对房贷进行再融资。750亿美元的“家庭可承担修订计划”是针对约3百万到4百万有违约风险或已经违约的家庭,帮助他们重新协商他们的房贷债务。最后,增加对房地美和房利美的注资、增加购买这些机构的优先股及其MBS(房贷支持证券),主要目标是促使房贷利率整体下降,减轻家庭的债务负担。为住房市场提供支持的总金额估计约有2750亿美元。

该政策成功地降低了房贷利率(图7),引发了房贷申请数量的上升(图8),并导致了住房价格某种程度的企稳(图9)。

图7: 美国房贷利率(%)

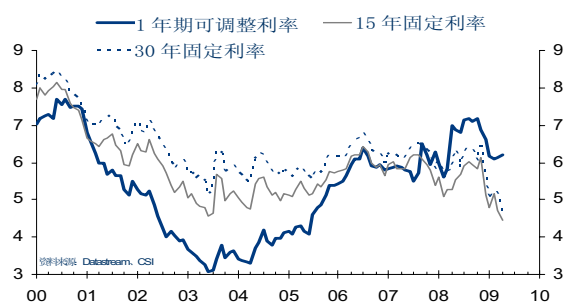


图8: 美国房贷申请总数(同比, 6个月)

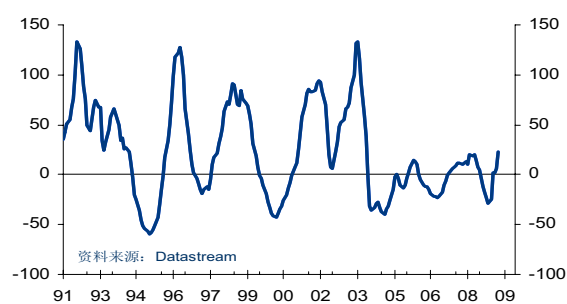


图9: 美国住房价格(%同比)

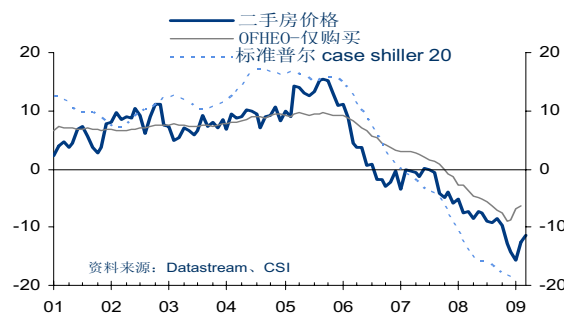


图10: 美国的待售房屋与已售房屋之比



但是,美国住房市场仍然存在着供给过剩的问题(图10)。鉴于预期失业率在未来两年中将会继续上升,我们认为经济的完全复苏将会需要较长的时间。在我们的房价模型中,基于对实际可支配收入、房贷利率、房贷止赎率、实际租金和供给过剩的预测,我们因而得出房价将在2009年下跌10.7%,在2010年下跌8.8%的预测。从中长期来看,我们并不认为对住房市场提供如此大力度的支持是适当的,因为美国经济需要找到新的增长源泉,而不应该重新启动已经显示出了其极限的引擎(信贷和住房市场)。

财政预算前景

显然，巨额财政刺激措施将导致未来的赤字和债务水平升高。CBO（国会预算办公室）根据自 2009 年以来政府采取的最新措施、以及奥巴马呈交国会的 2010 财政年度预算提案，对赤字和债务进行了估算。从图 11 中可以看出，政府支出在 GDP 中的占比将大幅上升（因为强制性支出和斟酌性支出均上升），而收入将下降（失业率的上升将导致来自居民税收的下降，而经济活动的萎缩将导致企业所得税的下降）。根据 CBO 的估算，公共赤字最终将在 2009 年达到 GDP 的 13.1%，在 2010 年达到 9.6%，而在 2000 年到 2008 年之间该比例平均为 1.5%（图 12）。公共债务将从 41% 跃升到 2009 年的 57% 和 2010 年的 60%，预计在 2019 年达到 82%（图 12）。

图 11：美国政府的收入和支出（%，GDP 占比）

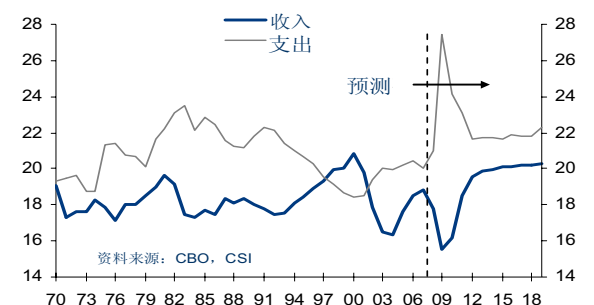
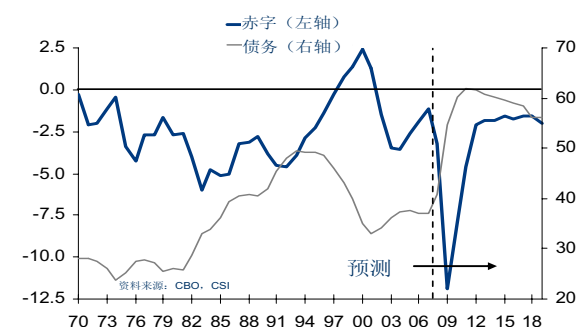


图 12：美国的公共债务和赤字（%，GDP 占比）



尽管其增长率和就业率假设与我们的不同，我们仍然认为这些预测是现实的。我们认为，这样的公共财政路径将会要求在 2011-2012 期间实行节俭的政策。在这样的情况下，美国政府将不得不在美国经济稳定后削减开支、提高税收水平，以恢复其预算的可信度。这将抑制国内需求，对美国经济的整体表现带来不利影响，根据 CBO 的预测，美国经济的表现在 2015 年之前都可能会低于其潜在能力。削减赤字的必要性，可能会阻碍奥巴马关于扩展医疗救助、发展替代能源项目的实施，并引发更一般性的关于政府在经济中的分量的激烈辩论。

银行业监管

美国政府在 3 月决定对美国各银行进行同质性的压力测试，以提高银行系统的透明度。美联储在 4 月 24 日星期五公布了压力测试的方法。监督性资产评估计划（SCAP）要求 19 家最大的美国银行预测其 2009-2010 期间的信贷损失和收入，包括为覆盖 2011 年之前的预期损失所需要的、截至 2010 年末所需的准备金水平。这 19 家银行是：J.P. 摩根大通公司、花旗集团、美国银行公司、富国公司、高盛集团、摩根士丹利、大都会人寿、PNC 金融服务集团、美国合众银行、纽约银行梅隆公司、太阳信托银行公司（SunTrust Banks Inc.）、道富公司（State Street Corp.）、第一资本金融公司（Capital One Financial Corp.）、BB&T 公司、地区金融公司（Regions Financial Corp.）、美国运通公司、五三银行公司（Fifth Third Bancorp）、科凯国际集团（Keycorp）、通用汽车金融服务公司（GMAC LLC）。每家银行都提交了一份完整的压力测试文件，其中考虑了普通的宏观经济情景、更为不利的宏观经济情景以及普通的前瞻性概念框架。最后，SCAP 在官方机构与银行之间就资本结构重组的必要性展开对话。

测试的明确结果将在 2009 年 5 月 4 日公布。我们认为，由于被要求提高缓冲资本的机构可能会招到市场的不信任，这可能会引发金融市场的短期动荡。从中期来看，更高的透明度是有益的。但是，鉴于问题资产的复杂性，我们不能确信官方的干预将能够提升对潜在亏损和已发生亏损的了解程度。为恢复银行系统的信心，美国政府把私人部门的金融市场参与方放到了如此重要的位置，我们对该策略的有效性保持审慎态度。

长期项目

奥巴马的能源计划提出了下列目标：

- 未来 10 年中在清洁能源领域投资 1500 亿美元
- 明智地减少石油进口
- 在 2015 年之前生产 1 百万辆插电式混合动力轿车
- 确保在 2012 年之前有 10% 的电力来自可再生能源，2025 年之前该比例达到 25%
- 在 2050 年之前，减少 80% 的温室气体排放

目前并未有任何实质性进展。在能源方面，53% 的美国人表示，他们支持要求公司减少造成全球变暖的温室气体排放的提案，即使这意味着消费者将不得不支付更高额的公用事业账单。我们认为，能源政策必须真正处于西方国家产业政策中的核心位置。但是，该政策在经济刺激方案中所占的比例是不够的（4.4%）。与银行业相比，奥巴马政府对待汽车产业的态度要激进得多。政府在通用公司和克莱斯勒公司中持有的资本即将分别达到 50% 和 10%，而这两家汽车生产商承诺将对其生产工艺做出重大改变。我们认为这是实施政府产业政策的一种好方法。

在医疗保障方面，目标是提高公共部门作为医保提供方（除了私人保险部门之外）所占的比重，并逐步降低药品和诊治费用。该政策的资金将来自于缩减对收入超过 25 万美元的美国人的减税额。这样的再分配政策是积极的，将缩小社会的不平等。更一般地来看，奥巴马政府下的美国经济，其趋势是更强调公共部门和工会的重要性。3 月 10 日通过的《雇员自由选择法案》极大促进了工会的通路和组建，将惩罚那些歧视参与工会活动雇员的雇主。所有这些政策都将有利于缩减社会的不平等。

然而，奥巴马为支持经济而提议的爆发性增长的预算，由于受去杠杆化过程和储蓄率上升的影响，其效率可能会低于预期。如果不能很快看到积极的效果，奥巴马在将来推行其政策时可能会遇到困难。两个基本的经济指标必定会在将来构成阻碍：失业率（图 13）和长期利率（图 14）。在失业率方面，我们预期 2009 年和 2010 年期间失业率将逐渐上升。如果失业率在短期内不能出现改善的迹象，反对的论调可能会加强，并对将来的预算产生一些限制。正如我们前面提到的，最快在 2011 年，对支出的约束和增加税收将是不可避免的。最后，长期利率的上升意味着美国政府的债务成本将会更高，并且投资者对美国长期国债的不信任程度将会提高。现在长期利率方面的证据说明了货币政策是缺乏效率的，在 3 月中旬，随着美联储决定施行量化宽松政策，利率水平回升了。美联储的缺乏效率、以及该机构在中期内难以摆脱量化宽松政策，表明了经济政策中基本工具作用的弱化。

图 13：美国失业率（%）

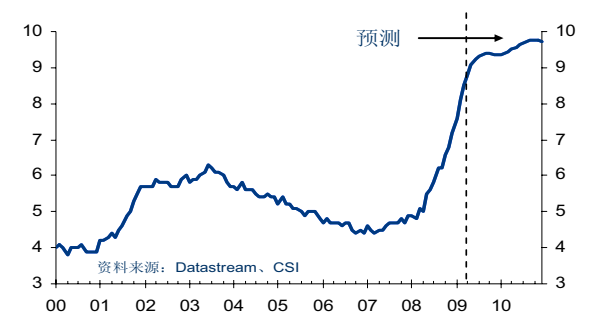


图 14：美国 10 年期国债利率（%）



总结

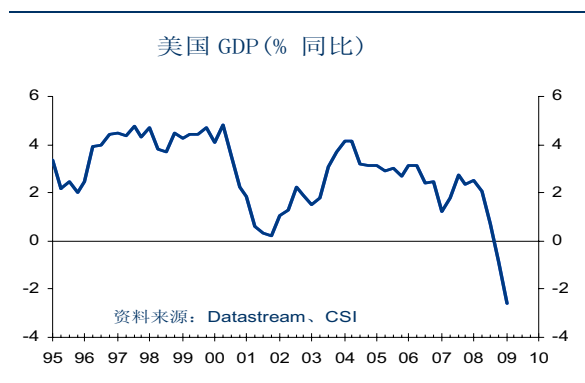
我们基本上认为，奥巴马在其总统任期第一个 100 天中所施行的经济政策，是由经济形势的紧迫性所决定的。经济刺激方案的规模是与危机的严重程度相宜的。但我们认为该计划的设计非尽人意。稳定住房市场，显然是处于当前政府政策中的核心位置。我们认为，对住房市场提供这样的支持对于经济复苏是必要的，但它并非美国经济中长期可行的解决方案。对信贷和住房进行过多的投资，浪费了本可以投入工业和能源等更具活力部门的宝贵资源。而政府在这些领域方面的政策，虽然是积极的，却是不够的。

更一般地来看，对需求的直接支持，已经在稳定经济以及稳定所有经济参与者（居民、工业和金融市场）的信心方面产生了短期效果，但经济仍然处于很低的活动水平，失业率至少在未来两年内将继续上升。随着债务成本的增加，向缩减不平等项目以及新技术项目提供资金将会越来越困难。我们认为，金融业中的公私合作政策行动并非一个好的解决方案。如果是在工业部门开展这样的公私合作政策行动，效果将会好得多。汽车行业的重新洗牌、以及基础设施的投资支出，就是如何同时为需求和供给提供支持的很好的例子。

美国

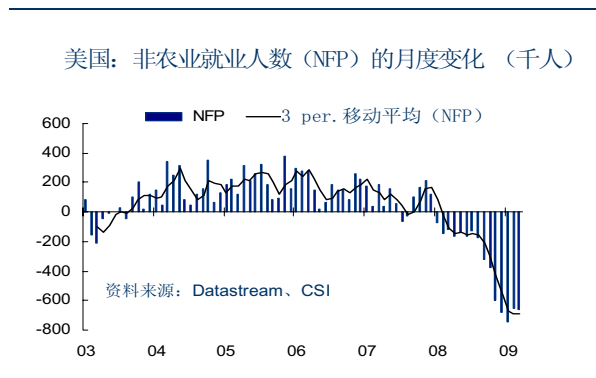
GDP 和工业产值

- 美国 GDP 的初步估算值出人意料地低于预期，09 年一季度年化季度环比下降 6.1%，而 08 年四季度为 6.3%（年化值）。09 年一季度，GDP 构成中仅有居民消费一项为正增长。
- 美国 3 月的工业生产月度环比下降了 1.5%，同比下降了 12.8%，而这两个数值在 2 月分别为 -1.5% 和 -11.8%。美国工业部门的产出降到了自 1998 年 12 月以来的最低水平。一般作为一项反映经济压力的指标，工业开工率在 3 月下滑到了 69.3%，为 1967 年以来的最低值。
- 我们向下修正了我们对 2009 年的 GDP 增速预测。我们预期美国的 GDP 在 2009 年将同比下降 2.4%（先前的预测值为-1.7%），在 2010 年将同比增长 1.1%。我们仍然认为 09 年一季度可能是当前周期的底部，预期美国经济自 09 年三季度才会开始出现正增长。



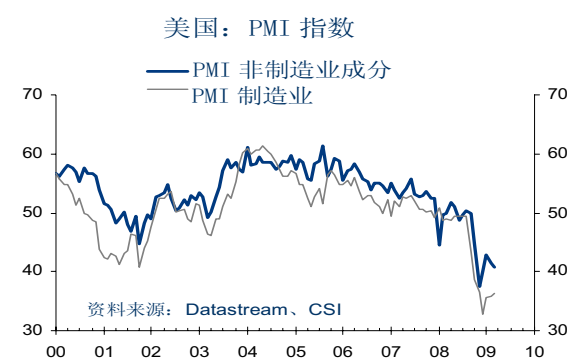
劳动力市场

- 3 月的非农业就业人数减少了 66.3 万人，而 2 月的该数据为 73.7 万人（修正后），1 月为 65.5 万人。失业率从 8.1% 上升到了 8.5%。在过去 12 个月中，失业人口的数量增加了 530 万。根据劳工统计局的数据，其中一半的增加发生在过去 4 个月中。
- 劳动力市场对经济活动波动的反应一般较迟，与其他部门一样，劳动力市场也显示出了一些企稳的迹象。在截至 4 月 18 日的一周中，首次申请失业救济人数增加了 2.7 万人，达到 64.0 万人（待调整），而前一周修正后的数据为 61.3 万人。4 周移动平均值为 646,750 人，比前一周的数据减少了 4,250 人。
- 但是，该数据的走稳仅仅表明岗位削减的节奏减慢了。我们预期失业率将逐渐攀升，最终在 2010 年末达到 9.8%。



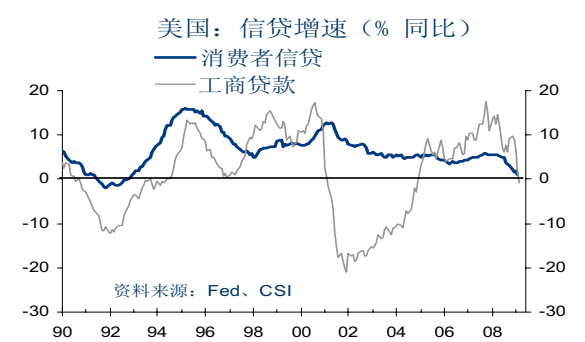
采购经理人指数(PMI)和产出缺口

- 美国的 PMI 制造业指数在 3 月达到了 36.3，而 2 月为 35.8，供应管理协会（ISM）非制造业指数则从 2 月的 41.6 下降到了 3 月的 40.8。ISM 指数中的就业成分从 26.1 上升到了 28.1，而 ISM 非制造业指数中的就业成分则从 37.3 下降到了 32.3。从 3 月到 4 月，反映费城制造业活动的费城联储指数从 -35 强劲反弹到了 -24。这些数据、以及纽约联储制造业调查，均指示出 ISM 制造业指数很可能将在 4 月份上升，印证了美国经济中的稳定迹象。
- 所有工业的开工率在 3 月下降至 69.3%，而 2 月的该数据为 70.3%，1 月为 71.3%。远低于美国经济的长期平均值 80%。



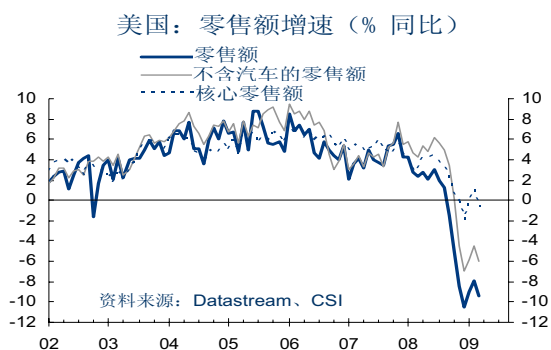
投资与融资

- 消费者信贷仍然处于低位，在 2 月同比上升了 1.1%，而 1 月同比上升了 1.8%。企业信贷 3 月同比下降了 0.9%，自 2004 年 12 月以来首次出现负增长。
- 企业投资状况继续恶化。耐用工业制成品的新订单在 3 月同比下降了 25.2%，为 1616 亿美元。这是自 2008 年以来第十二个月的连续下滑。
- 2 月的平均房贷利率下降到了 5.03%，而 1 月的该数据为 5.11%。房贷利率的下滑，显示出支持美国住房市场的“住房可负担性计划”产生了一些效果。但是在长期，主要由失业率上升引起的违约率升高，以及长期利率的上升，可能会触发房贷利率的上升。



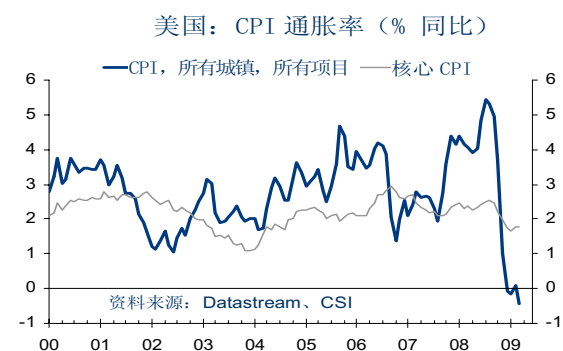
消费

- 09 年一季度，实际个人支出年化季度环比上升了 2.2%，而 08 年四季度则年化季度环比下降了 4.3%。但是，3 月的零售额月度环比下降了 1.1%，而 2 月的月度环比上升了 0.3%。一季度的零售额平均同比下降了 8.8%。这两方面数据的不一致，是由于耐用商品购买量的大幅增加以及商家激进的促销。
- 密歇根大学消费者信心指数在 4 月达到了 61.9，而 3 月为 57.3。居民的当前状况以及预期均显著上升（分别上升到了 66.6 和 58.9）。该调查指出，39% 的美国人预期经济状况将会改善，而此前的调查中该数值仅为 19%。因此，我们预期居民消费在 2009 年将继续季度环比增长 1%。



通胀

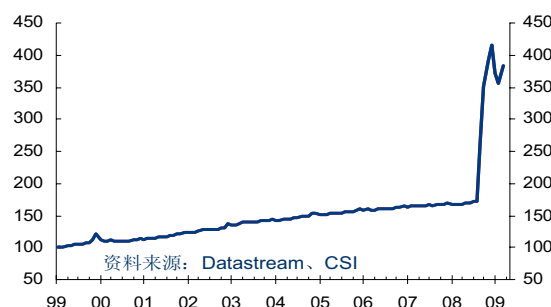
- 制成品的生产者价格指数在 3 月月度同比下降了 1.2%。PPI 核心指数稳定，月度环比增长 0%。3 月的下跌主要是由能源商品造成的。尽管能源商品价格下降，但在截至 3 月的三个月中，其价格下跌幅度比前一个三个月放慢了。
- 3 月的 CPI 通胀为同比 -0.4%，而 2 月为同比上涨 0.1%。下跌主要是由能源价格的急剧下跌（月度环比 -3%）造成的。3 月的核心 CPI（不包括食品和能源）月度环比上涨了 0.2%，与前两个月的涨幅相同。3 月的 CPI 通胀为同比 1.8%，与 2 月持平。我们预期，通胀率在未来数月中将会继续下降，在 09 年三季度达到 -0.9% 的底部，此后将会反弹。2009 年的平均通胀率应为 -0.1%，而 2008 年为 3.8%。



货币与财政政策

- FOMC（联邦公开市场委员会）决定在 4 月份维持联邦基金利率的目标区间为 0 -0.25%。维持所有当前的计划不变（最多购买 1.25 万亿美元的机构房贷支持证券、2000 亿美元的机构债券和 3000 亿美元的国债）。没有迹象显示美联储将停止施行量化宽松政策。联邦基金利率（FFR）预期在整个 2009 年将保持在很低水平（0%-0.25%），因为美联储宣称将保持 ZIRP（零利率政策）“一段时间”。
- 2009 年一季度的政府支出和总投资出人意料地季度环比下降了 4%（年化值），而 08 年四季度年化季度环比上升了 7%。下降的主要原因是国防支出的减少。09 年二季度政府支出和投资的反弹，应能对届时经济增长的改善做出贡献。

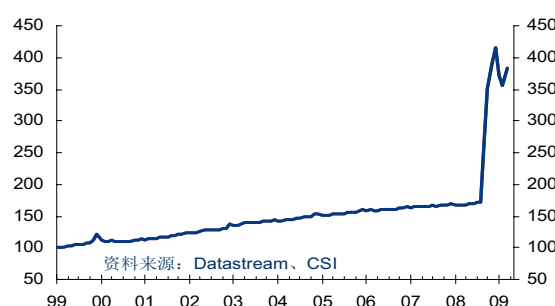
美国：货币基数（100 = 2/1/1999）



利率

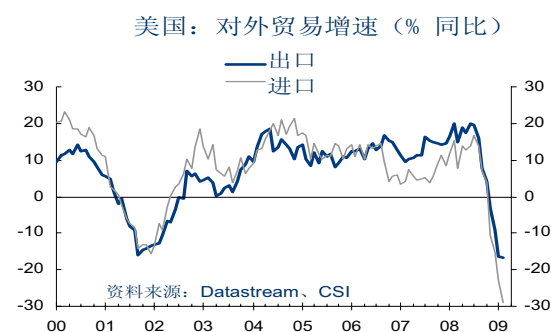
- 在对通胀风险、猪流感扩散和公共债务快速累积的恐惧中，10 年期国债收益率出现了上升走势。这导致了美国 2 年-10 年期利差曲线的斜率略有增陡。如我们所预期的，政府降低长期利率的努力仅起到了短暂的效果。
- 由于国债收益率上升、且金融市场中的风险规避意识减弱，公司债与国债之间的信用利差缩小了。公司债收益率在 4 月下降，表明由于近期的经济数据显现出了经济企稳的迹象，投资者的风险规避意识减弱了。
- 房贷利率仍在下降，但由于长期利率的升高、以及失业率带来的违约率上升，房贷利率在未来数月可能上升。

美国：货币基数（100 = 2/1/1999）



对外贸易与汇率

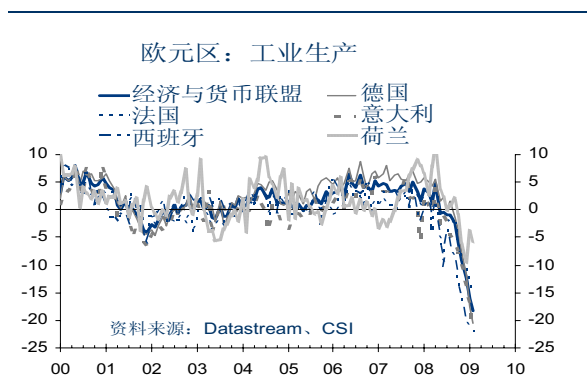
- 2月，美国的进口额同比大幅下降了28.8%，而1月同比下降了22.8%。2月的出口额继续同比下降了16.9%，而1月同比下降了16.5%。由于进口的降幅更大，贸易逆差收窄了。
- 在过去的一个月中，由于美国经济出现了企稳迹象，美元相对欧元升值了。美国消费者和企业的信心水平显著提高。由于欧元区的经济仍在继续恶化，投资者认为美元是比欧元更安全的资产。



欧元区

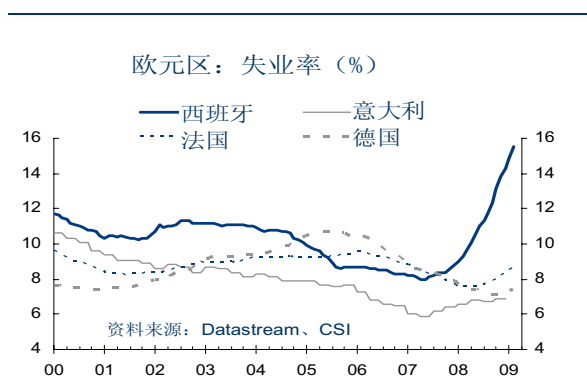
GDP 和工业产值

- 2 月，欧元区的工业生产继续大幅下滑。欧洲经济与货币联盟（EMU）的工业生产同比下降了 18.3%，而 1 月同比下降了 16.1%。所有国家都经受了进一步的打击，德国的工业生产同比下降了 20.6%，法国同比下降了 16.3%，意大利同比下降了 20.7%，西班牙同比下降了 22%，荷兰同比下降了 5.9%。
- 由于美国经济在 09 年一季度受到的影响远大于我们之前的预期，且由于德国经济作为欧元区中最重要的经济体（占欧元区 GDP 的近 30%），正在遭受全球贸易下滑的沉重打击，我们下调了对欧元区 GDP 增长的预测。自 08 年三季度以来全球需求的大幅萎缩，已经引发了德国工业生产自二战以来最严重的下滑。我们预测欧元区 GDP 在 2009 年将同比下降 3.1%，2010 年仅同比上升 0.7%；而 2008 年的同比增长率为 0.7%，2007 的同比增长率为 2.7%。



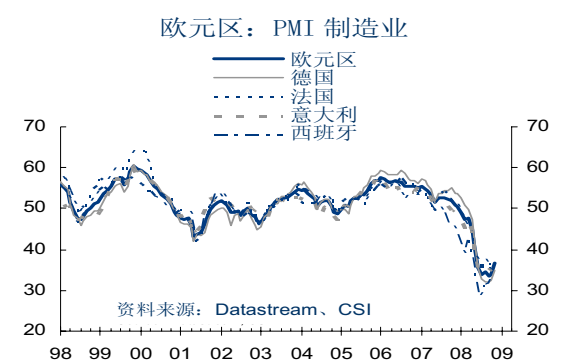
劳动力市场

- 欧元区的劳动力市场形势继续恶化，其中西班牙的状况最为严重。3 月，欧元区的失业率从 2 月的 8.7%（经向上修正）上升到了 8.9%。在德国，与 2008 年 4 月相比，有 16.2 万个工作岗位被削减，占总数的 4.9%。4 月的失业率（待调整）从 2009 年 3 月的 8.1% 上升到了 8.3%，在西班牙则从 16.5% 上升到了 17.4%，在法国从 8.6% 上升到了 8.8%。与 2008 年 3 月相比，欧洲 27 国的失业人数增加了 406.1 万人，欧元区的失业人数增加了 281.6 万人。
- 由于与美国相比，欧元区中工人受保护的程度更高，因此其劳动力市场的调整将需要更长的时间。在 3 月，综合 PMI 指数中的就业成分，包含制造部门和服务部门在内，小幅下降了 0.1 点至 40.2（历史新低）。



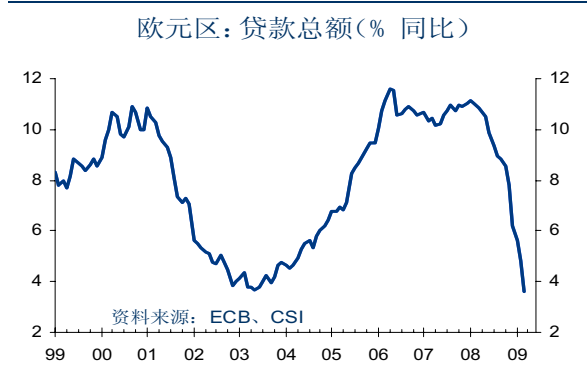
采购经理人指数 (PMI)和产出缺口

- 欧洲货币联盟 (EMU) 的 PMI 制造业指数从 3 月的 33.9 反弹到了 4 月的 36.7。EMU 的 PMI 服务业指数也上升了 2.2 点, 到达 43.1。德国的制造业 PMI 从 3 月的 32.4 上升到了 4 月的 35, 德国的服务业 PMI 从 3 月的 42.3 上升到了 4 月的 43.5, 而法国的服务业 PMI 从 3 月的 43.6 反弹到了 4 月的 46.2。PMI 的上升趋势显示出了欧元区经济企稳的迹象。这些数据表明, 企业信心的企稳是全球性的。
- 德国的商业景气度 ifo 指数从 82.2 上升到了 83.7, 而商业预期指数也连续第四次上升。公司对于其当前状况的评价有 0.9 点的提高, 上升到了 83.6。所有这些统计数据, 都显示出我们有理由预期 09 年第二季度的 GDP 下滑幅度将会收窄 (季度环比下降 0.2%, 而 09 年一季度的季度环比降幅为 1.5%)。



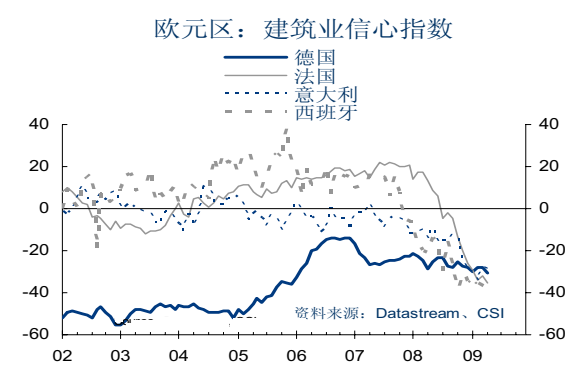
投资与融资

- 贷款的分项指标揭示出了欧元区的信贷状况: 3 月, 向所有居民 (非货币和金融机构) 提供的信贷继续减速 (同比增速从 4.8% 降至 3.6%)。在私人部门中, 贷款的分项指标也在意料之中, 对非金融机构的贷款增速在所有期限中都出现了下滑 (降至同比 +6.3%), 对居民户的贷款同比增速下降到了 +0.4%。
- 鉴于当前的信贷形势 (仍然很紧张), 其预期内部需求和外部需求水平都很低, 我们预期投资在 09 年一季度和二季度将继续以很快的速度下滑, 09 年一季度环比下降 4%, 二季度环比下降 2%, 而 08 年四季度环比下降了 4%。



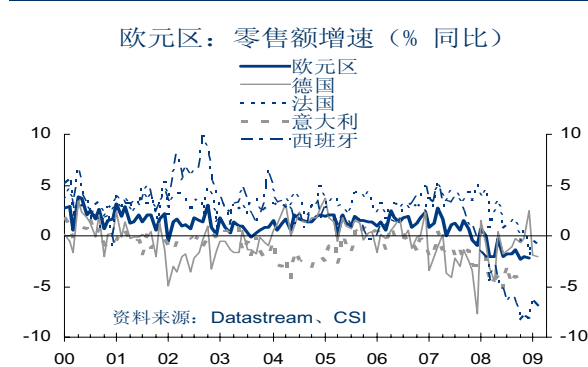
住房市场

- 在欧洲，建筑业的信心在 4 月减弱了。在德国，建筑信心指数从 3 月的 -28 下降到了 4 月的 -30.6。法国的该指数从 3 月的 -32.1 下降至 4 月的 -35.3。意大利则从 3 月的 -28 小幅降至 4 月的 -28.6。在西班牙，信心指数跌至自 1993 年上一次危机以来的最低值 -39.7。由于失业率的上升，住房市场的情况将会继续恶化。
- 2 月，欧元区的建筑业产值跌幅加剧，同比下降了 11.8%，而 1 月同比下降了 9%。自 2008 年 3 月以来，建筑业产值已经连续 12 月为负增长。
- 欧洲各地的住房价格继续走低，其中爱尔兰和西班牙受到的冲击最大。在法国等此前未受住房价格下跌影响的国家中，住房价格也开始下跌了。



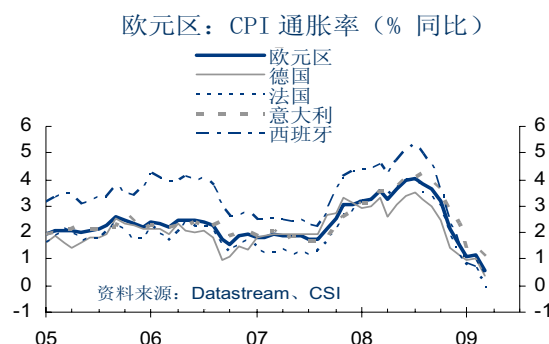
消费

- 欧元区一季度的零售额继续下滑。在西班牙，3 月的零售额同比下跌了 7.6%，而 2 月的同比跌幅为 11.7%。在意大利，2 月的零售额同比下降了 3.1%，而 1 月同比上升了 0.4%。德国在 2 月出现了 5.3% 的同比下跌，而 1 月同比下跌了 1.4%。法国 3 月的零售额出人意料地同比上升了 0.6%，而 2 月的同比跌幅为 1.9%。
- 欧元区的消费者信心指数升高了。意大利的信心指数从 3 月的 99.5 升高到了 4 月的 104.9，法国从 3 月的 -42 升高到了 4 月的 -41，西班牙从 2 月的 48.6 升高到了 3 月的 53.7。欧元区消费者信心指数的反弹显示出了经济企稳的迹象。我们预期在未来数月中，欧元区的零售额将会企稳。但是，居民消费在 2009 年预期会同比下降 0.4%，而 2008 年同比上升了 0.4%。



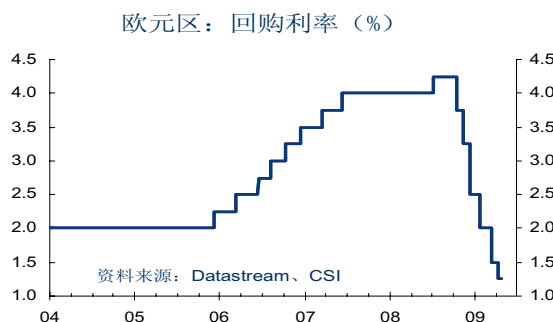
通胀

- 通胀率从 2 月的 1.2% 下降到了 3 月的 0.6%。在法国，3 月的 CPI 同比上升了 0.4%，而 2 月的同比涨幅为 1%。在德国，CPI 同比涨幅从 3 月的 0.4% 上升到了 4 月的 0.7%。在意大利，4 月和 3 月的 CPI 同比涨幅稳定在 1.1%。在西班牙，CPI 已经连续两个月同比下跌 0.1%。
- 欧元区通胀率的快速估算预期 CPI 涨幅在 4 月将达到 0.6%。我们认为，通胀率在 2009 年平均为 0.4%，在 2010 年平均为 1.6%，而 2008 年则为 3.3%。由于欧元区对石油的依赖度较低，因而受前期石油价格震荡的逆效应影响较小，我们认为欧元区的通缩风险小于美国。此外，去杠杆化进程在欧洲产生的影响也相对较小。而西班牙和爱尔兰等国面临的此种风险较大。



货币与财政政策

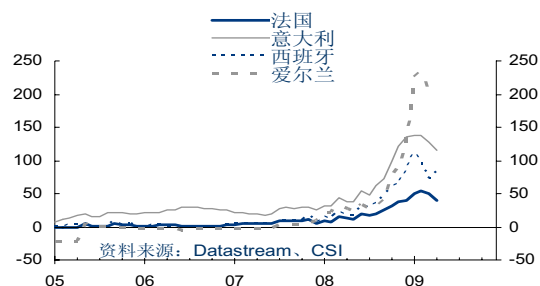
- ECB（欧洲央行）在 4 月调低了回购利率 25 个基点。所谓的再融资利率当前为 1.25%，而在 3 月则为 1.50%。鉴于通胀率的大幅走低、失业率的上升以及工业生产的自由落体运动，欧洲央行可能会考虑在 5 月将再融资利率降至 1%。
- 根据行长特里谢最新的表态，1% 看来是欧洲货币当局将设定的最低水平。欧洲央行认为，如果利率低于该水平，基本货币工具将是无效率的。因此，再融资利率将在此后长时期处于 1% 的水平。只有通缩风险的显像化，才有可能促使欧洲央行打破这一隐含规则。



利率

- 自 2009 年以来，主权债券之间的利差大幅收窄了。由于欧洲央行和欧洲各机构显示了它们决心支持爱尔兰等面临困境的国家，市场越来越确信，任一欧元区成员国的违约都是不可能的。市场风险规避意识的减弱，也是欧元区主权债券利差减少的原因。
- 收益率曲线在 3 月和 4 月保持稳定。在此期间，10 年期国债利率有小幅上升。其原因，可以认为是与美国和英国相比，欧元区的预算和货币政策要相对缓和得多。在降低长期利率方面，英美两国已经丧失了其量化宽松政策的功能。

欧元区：利率利差
(各国国债对德国国债，基点，10 年期)



对外贸易与汇率

- 在法国等存在结构性赤字的国家，出口额大致保持不变。更重要的是，德国的出口（大幅下滑）对欧元区的 GDP 增长产生了负面影响。
- 因为欧洲在过去数月中的需求较为稳定，因而全球需求的放缓是主要原因。需要注意，欧元区非合作性的预算政策（财政刺激措施与美国相比较为缓和）应能从 2009 年下半年开始为欧洲的出口商带来利益，并有利于经济增长。

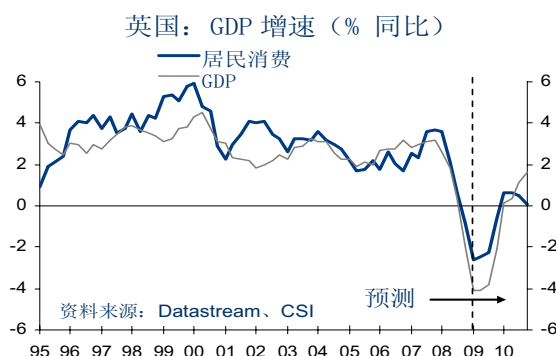
欧元区：经常账户平衡（10 亿欧元）



英国

GDP 和工业产值

- 2009 年一季度，英国的 GDP 季度环比增速为 -1.9%，而 08 年四季度的季度环比增速为 -1.6%。由于其对信贷和金融活动的依赖度较高，英国仍然是受危机影响最大的国家之一。09 年一季度经济活动的减弱既来自服务业，也来自工业部门。我们调低了 GDP 增速预测。我们预期英国的 GDP 将在 2009 年同比下降 3.5%，在 2010 年仅上升 0.8%，而 2008 年的增速为 0.7%，2007 年为 3%。
- 09 年一季度增长中最大的负面影响来自于制造业产值，制造业产值季度环比下降了 5.5%，而 08 年四季度则环比下降了 4.5%。09 年一季度的服务业产值环比下降了 1.2%，受商业和金融业的影响最大，而 08 年四季度的降幅为 0.8%。



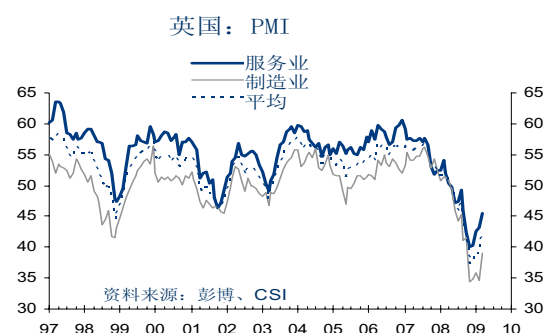
劳动力市场

- 英国 2009 年 2 月的失业率达到了 6.7%。而去年同期的失业率低于 5.5%。申请人账户（申请失业救济的人数）在 3 月仍在上升，失业率将继续攀升。申请人账户数量在 3 月增加了 7.3 万，而 2 月增加了 13.66 万。与美国一样，工作岗位削减的节奏看来有所缓和。在截至 2 月的三个月中，就业人口减少了 12.6 万人。
- 分部门的就业人口数据，显示出制造业和金融部门受当前危机的影响程度最大。这两个部门的就业人数在 2008 年 12 月的同比降幅超过了 4%（最新的分部门数据）。在政府的大力支持下，教育、卫生和建筑部门就业人数继续上升。



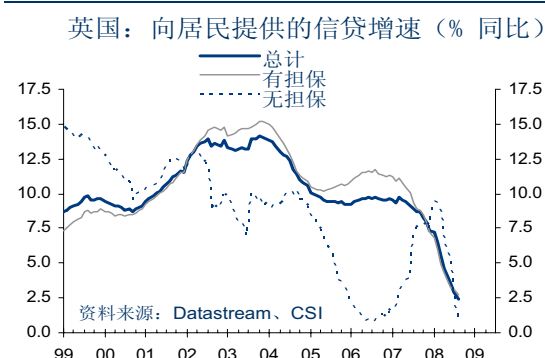
采购经理人指数(PMI)和产出缺口

- 制造业 PMI 在 3 月大幅上升，达到了 39.1，而 2 月为 34.7。这是 2008 年 10 月以来的最高值。但必须要注意，该数值仍然低于 50 这一指示部门处于萎缩状况的水平。
- 根据最新的服务业 PMI 数值，英国服务业部门的萎缩情况在 3 月有了超出预期的缓和。该数值从 2 月的 43.2 上升到了 45.5。除了就业指标外，3 月所有的次级指标均出现了上升。但是，就业成分从 2 月的 40.4 降到了 3 月的历史新低 38.8，对劳动力市场而言是很糟糕的消息。
- 鉴于企业先锋的信心在很低的水平上企稳，我们预期投资在 09 年一季度同比下降 1.2%，而 08 年四季度的降幅为 1.4%。



投资与融资

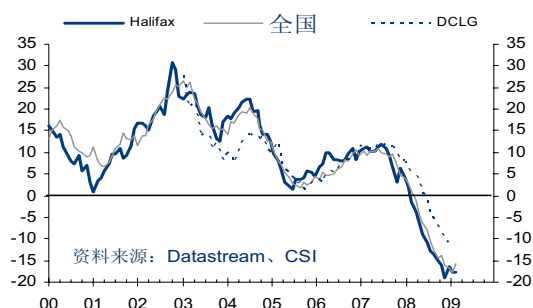
- 英国的信贷状况仍然紧张。向个人提供的总信贷继续急剧减速。在 2 月同比上升了 2.4%，而 1 月同比上升了 3%。2 月的有担保信贷同比上升了 2.7%，而 1 月同比上升了 3.1%。在 2000 年到 2007 年期间，向个人提供的信贷平均增速为同比 11%。2 月的消费者信贷同比增长了 1%，而 1 月的增速为 2%。
- 房贷批准数量是反映住房市场健康状况的一项重要领先指标。该指标从 1 月的 317 万上升到了 2 月的 380 万。与美国一样，英国的信贷和住房市场也显示出了一些企稳的迹象。
- 向企业提供的信贷增速在 2 月为同比 2%，为自九十年代以来的历史新低。我们认为在去杠杆化过程的影响下，该指标将在未来一年中变为负值。



住房市场

- 3 月的 Halifax 房价指数同比下降了 17.6%，而 2 月为同比下降 17.7%。全国房价指数也显示出了 3 月房价下跌的节奏放慢了。当前的价格水平和信贷状况相对有利，缓和了房价的自由下落。但是房贷批准量仍处于相当低的水平，因此市场不太可能出现快速的反弹。劳动力市场状况的恶化（我们预期失业率将在 2010 年底之前将持续上升）将使房价继续下跌（即使跌幅将会放缓）。
- 继前一月该指数跌至历史新低后，3 月的建筑业 PMI 升幅超过预期。英国的建筑业 PMI 公布值为 30.9，而一致预期值为 27.6。至于制造业部门和服务业部门，PMI 的水平也显示出了经济活动在很低的水平上企稳。

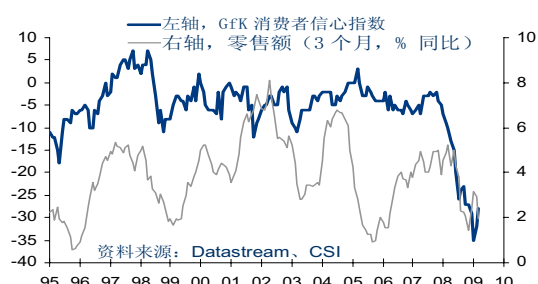
英国：住房价格涨幅（% 同比）



消费

- GfK 消费者信心指数在 3 月和 2 月出现了某种程度的反弹，从 1 月的 -35 分别升至 -28 和 -32。通胀率的下降（以及更直接的，石油价格的下跌）有利于支撑实际可支配收入，金融市场的稳定标志了英国经济的重要时刻，而英国经济刺激方案的效果已经开始在公共部门的就业率、建筑业、及居民信贷（房贷利率的收入支持（ISMI））方面明显显现出来了。所有这些要素都有利于在某种程度上重新恢复英国人的信心。
- 3 月的零售额小幅反弹，同比增长 1.5%，而 2 月同比增长了 0.4%。如果从三个月移动平均值来看，零售额仍处于很低的增长水平（3 月同比增长 1.9%，而 2 月同比增长了 2.9%）。我们预期 09 年一季度的居民消费将同比下降 1%，降幅与 08 年四季度持平。

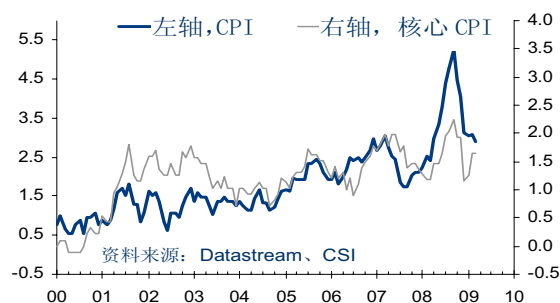
英国：零售额增速与消费者信心



通胀

- 消费者价格指数通胀率仍在下行。3月同比上涨2.9%，低于2月3.1%的同比涨幅。对CPI年化率最大的负面影响来自住房价格和高度依赖于能源价格的住房公用事业价格。
- AEI（平均收入指数）在2月明显放缓，包括奖金在内的AEI仅同比增长了0.1%（3个月移动平均值），而1月的同比增速为1.7%。这可能会成为触发通缩的一个因素，但不包括奖金在内的AEI同比增长了3.2%（3个月移动平均值），而1月的同比增速为3.5%（3个月移动平均值）。
- 此外，与居民的通胀预期有更直接关联的核心通胀率小幅上升，显示出当前的通缩风险并不大。

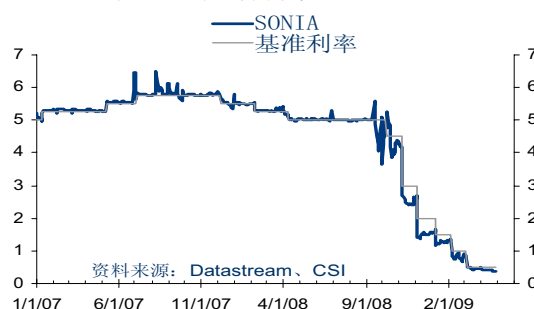
英国：CPI 通胀率（% 同比）



货币与财政政策

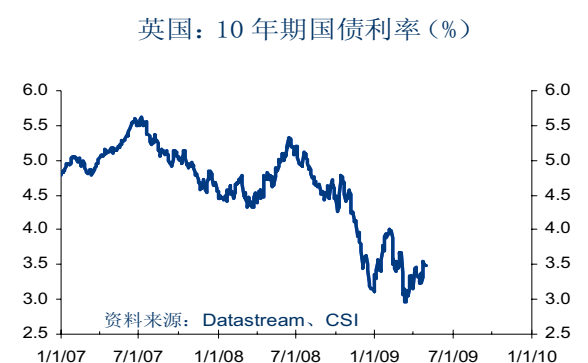
- 财政大臣达林宣布了英国政府的新预算。与2008年11月的预算前报告相比，财政大臣把公共借款额提高了2000多亿英镑。所宣布的支持经济的基本措施中，包括对贸易信贷的公共担保、为更换旧车提供2000英镑的补贴、并为就业项目和就业中心提供支持。该计划的资金将来自于对最高收入者提高税率。
- 英国央行（英格兰银行）决定在3月把基准利率从2月的1%调低为0.5%，正在越来越接近零利率政策（ZIRP）。英国央行应会在一段时期内将基准利率维持在此水平上。但由于英国经济有严重困难、以及价格下行压力较大，不排除在今年年中之前利率继续下调到0.25%的可能性。

英国：短期利率（%）



利率

- 货币市场上的恐慌心态继续减弱。3 个月 **libor** 利率在 3 月和 4 月继续其逐渐下行的趋势。各银行逐渐回到了货币市场上，进行流动性的交换。3 个月 **libor** 利率当前为 1.45%，而 2 月末为 2%。
- 货币状况的宽松、以及英国央行的流动性注入，有利于房贷利率的下降，房贷利率目前处于 4% 与 4.5% 之间。但是，由于对通胀的恐惧上升、以及政府债务的大幅累积，房贷利率和长期利率可能会在未来数月中小幅上升。
- 对长期通胀的恐惧、以及公共账目的恶化，造成了 3、4 月间英国收益率曲线的小幅向上平移。



对外贸易与汇率

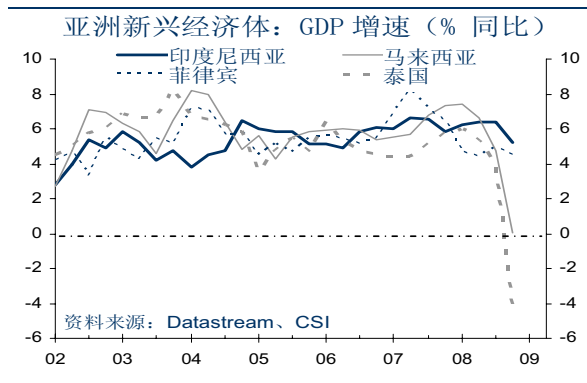
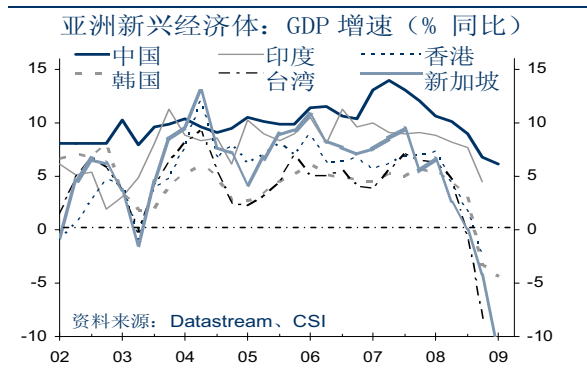
- 对趋势的最新估算，显示出近几个月英国的贸易逆差正在小幅收窄。英国出口商的结构性问题仍然存在。在更大的程度上，对外贸易的小幅改善是由于进口的下滑幅度比出口更为剧烈。
- 英镑的贬值也是造成该趋势的原因之一，但自从 2 月底以来，英镑已经相对于美元升值了 8% 以上。能源进口额的下降，是外贸逆差小幅收窄的另一个原因。在中期内，这些因素将不会持续，贸易逆差将回归更传统的轨迹，出现上升。



亚洲新兴经济体

GDP 增速

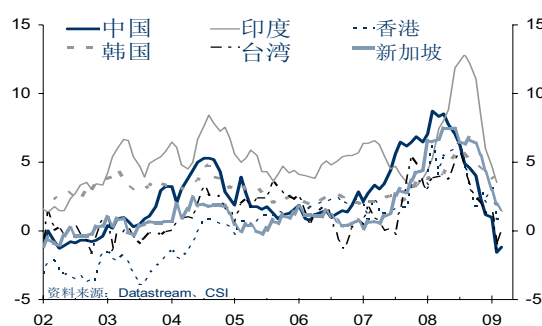
- 2009 年一季度，各亚洲新兴经济体的经济增长形势不一。由于净出口的拖累超出预期，中国的 GDP 同比增速从 08 年四季度的 6.8% 放缓到了 09 年一季度的 6.1%。我们预测 GDP 增速将在 09 年二季度反弹，并维持我们全年同比增长 8.2% 的预测。
- 韩国的经济继续恶化，09 年一季度的 GDP 同比下滑了 4.3%。09 年一季度的下滑动力主要来自于居民消费（同比下降 4.4%）和投资（同比下降 7.5%）。我们认为该国的 GDP 增速正在接近底部，将从 09 年二季度起小幅反弹。
- 新加坡的 GDP 初步估算显示，经济在 09 年一季度同比下滑了 11.5%，而 08 年四季度的同比降幅则为 4.2%。经济下滑的原因是由电子行业和精密工程行业主导的制造业同比下滑了 29%，以及主要受批发和零售贸易行业、储运业及金融服务业的拖累，服务业下滑了 5.9%。作为对 GDP 快速下滑的回应，新加坡金融管理局（MAS）通过把贸易加权汇率重新对准市价汇率，有效地对新加坡元进行了贬值，但新加坡元在未来将保持 0% 的升值。
- 我们预期该地区的经济，尤其是那些出口依赖型经济体，将会在 09 年上半年继续变坏，随后在 09 年下半年企稳。我们预测，大多数亚洲新兴经济体 2009 年的 GDP 增速将很可能降低到同比增长 2% 以下，除了中国（预测同比增长 8.2%）和印度（预测同比增长 5.1%）之外。



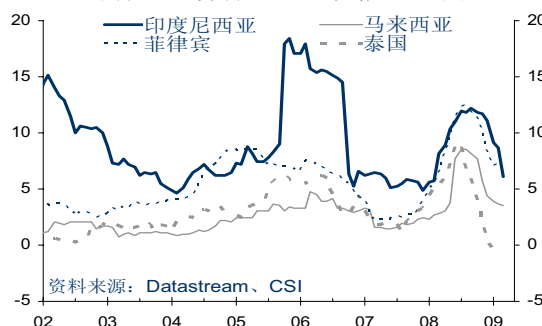
CPI 通胀

- 近期的通胀指标显示，各亚洲新兴经济体的通胀率在 2009 年一季度继续大幅下行。在印度尼西亚、马来西亚和新加坡，3 月的 CPI 涨幅同比继续下降，3 月的同比降幅为 6.1%、3.5% 和 1.6%，而 2 月的同比降幅分别为 8.6%、3.7% 和 1.9%。另一方面，中国、台湾和泰国的 CPI 通胀率仍停留在负值区，分别为同比 -1.2%、-0.1% 和 -0.2%。正面的消息则是上述三个经济体的通胀率已经企稳了。中国的通胀率很可能在 09 年三季度重新回到正增长。
- 我们需小心的是，在近期大宗商品价格上升、政府实施巨额经济刺激方案、以及美国和英国实施激进的量化宽松政策的影响下，通胀在 09 年下半年有重新加速的可能性。

亚洲新兴经济体：CPI 涨幅（% 同比）

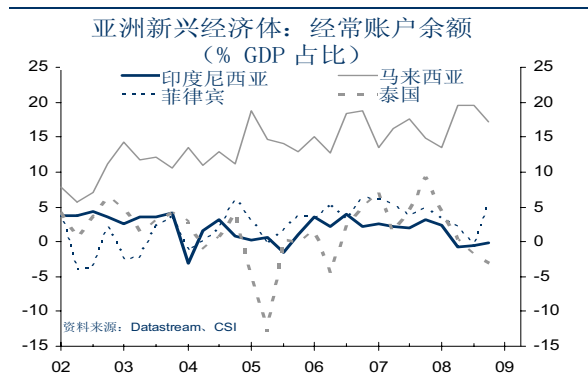
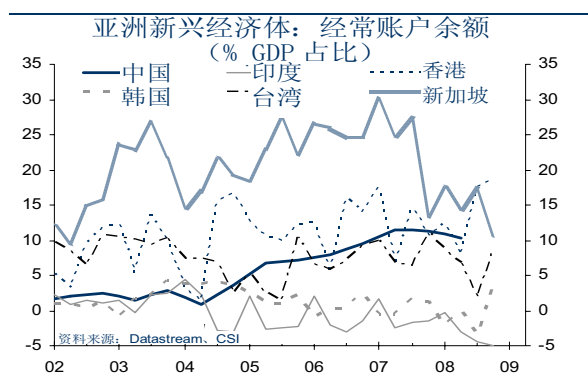


亚洲新兴经济体：CPI 涨幅（% 同比）



经常账户

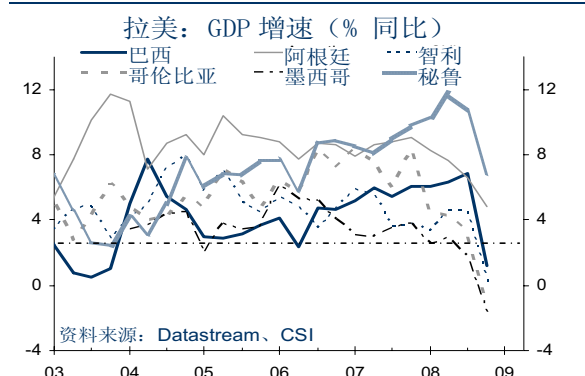
- 自 2008 年中以来，大多数亚洲新兴经济体的经常账户状况出现了恶化。新加坡和台湾因高度依赖电子产品出口，而受到了冲击。因而，它们的经常账户在 GDP 中的占比分别从 2007 年的 30% 和 10% 下降到了 2008 年的 10% 和 8%。
- 基于我们对所有工业化经济体 GDP 增速均为负值的预测，我们预期经常账户的状况在 2009 年将继续恶化。由于我们预测美国和欧洲在中期将保持相当低的经济增速，因而难以继续成为亚洲新兴经济体的出口引擎，因此，即使在 2010 年，这些经济体经常账户的状况也难以有大的改善。



拉丁美洲

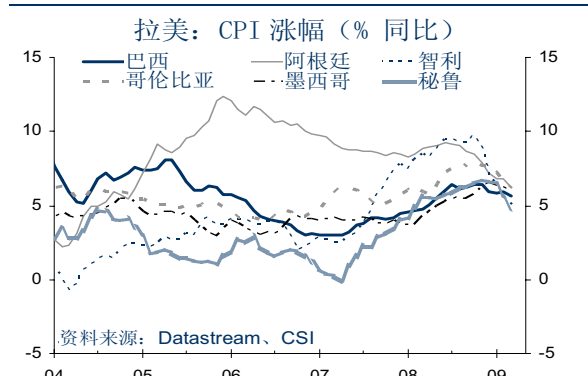
GDP 增速

- 拉丁美洲的经济增长已经大幅放缓；自 08 年下半年以来的出口下降、以及旅游业的萎缩，继续对拉美国家造成严重影响。
- 自 3 月下旬以来墨西哥猪流感的爆发，使经济增长前景雪上加霜，对该国的经济带来了额外的下行压力。截至 2009 年 4 月 30 日，墨西哥已经发生了 159 例与流感相关的死亡病例，而疑似猪流感病例已经增加到了 2498 例。自疫情开始爆发以来，占墨西哥 GDP 总量 22% 的墨西哥城的经济活动已经萎缩了 60%。4 月 17 日，墨西哥央行调低利率 75 个基点至 6%。随着对增长担忧程度的加深，我们现在预期利率将在年底之前降至 4%。
- 由于渔业（同比下降 17.6%）、制造业（同比下降 7.5%）和矿业（在铜业的主导下同比下降 2%）的恶化，秘鲁的经济增长继续放缓，从 1 月的同比增长 3.1% 降至 2 月的同比增长 0.2%。作为回应，在通胀压力减缓以及私人部门消费减速的基础上，秘鲁央行将其基准贷款利率调低了 100 个基点，降至 5%。如果当前的状况未见好转，秘鲁央行将会继续保持较灵活的政策立场。



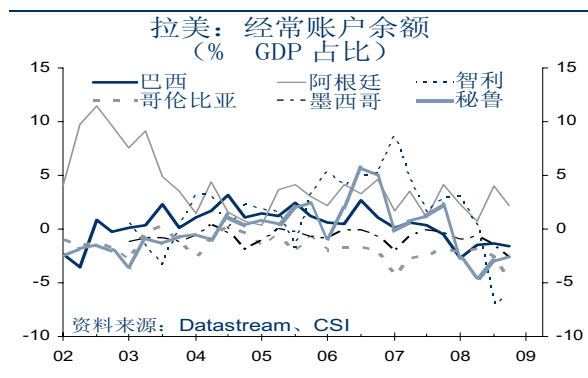
CPI 通胀

- 拉丁美洲的 CPI 通胀继续下行，很可能在 09 年上半年之前到达历史新低。但是，鉴于大宗商品价格近期的上升趋势，我们预期 09 年下半年很可能会重新出现通胀压力。
- 巴西的通胀率从 2 月的同比 5.9% 继续放缓到了 3 月的 5.6%。作为对巴西经济前景持续恶化的回应，4 月 29 日，巴西央行将利率调低了 100 个基点至 10.25%。随着通胀率的持续回落，我们认为利率在今年将持续下行到 8% 的历史新低。
- 缓和的通胀压力在短期内为货币政策提供了更大的空间。我们预期，大多数拉美国家的中央政府将进一步调低关键利率，以防止经济继续萎缩。



经常账户

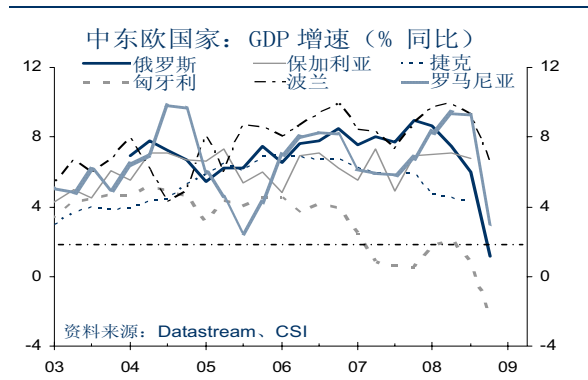
- 自 2008 年下半年以来，该地区中大多数国家的出口急剧下滑，导致贸易逆差扩大。在 08 年四季度，除阿根廷以外的所有国家经常账户余额均转为负值。需注意，这是巴西在过去五年中首次出现经常账户赤字。我们预期，经常账户中的赤字将在 2009 年、甚至在 2010 年持续。
- 该地区中的很多国家都宣布了规模较大的经济刺激计划，以促进内需，缓冲衰退的影响。刺激方案的规模在巴西约为其 GDP 的 10%，秘鲁约为 2.9%，智利约为 2.8%，墨西哥约为 1.1%。但由于该地区中的大多数政府都未能在大宗商品价格高涨期间积累盈余，如果到今年末这些国家的经济状况仍然暗淡，它们将难以在明年继续施行财政刺激政策。
- IMF 已经为墨西哥和哥伦比亚分别提供了 470 亿美元和 104 亿美元的信贷额度，但这两个国家并不打算使用这些信贷。



中东欧国家

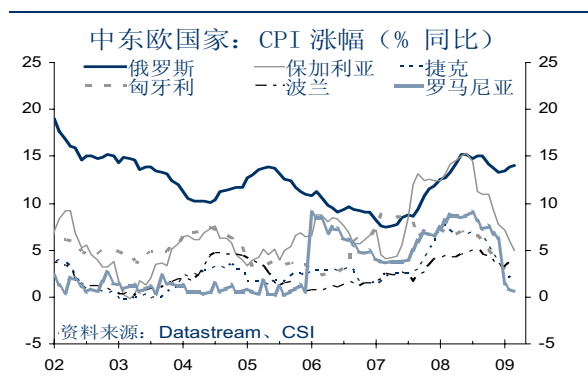
GDP 增速

- 该地区的经济增长继续大幅放缓，主要原因是出口放缓及内需下滑，而信贷紧缩带来了更多的经济减速压力。
- 该地区中的经济危机可能会引发政治危机。匈牙利正在经历一场政治危机，下一步的局面尚不明朗。拉脱维亚组建了一个新政府，并恢复了与 IMF 的定期会谈。尽管政府解散了，捷克的市场正在从历史低点复苏。乌克兰政府内部的紧张局势得到了缓和。
- 俄罗斯的 GDP 增速从 08 年第三季度的同比增长 6% 放缓到了 08 年四季度的 1.2%，主要原因是能源和制成品的需求下降。俄罗斯央行因此于 4 月 23 日将其官方再融资利率从 13% 调低到了 12.5%，将隔夜回购利率从 12% 调低到了 11.5%，以拉低高企的借贷成本，刺激经济。我们预期俄罗斯央行将在未来数月中继续调低利率。



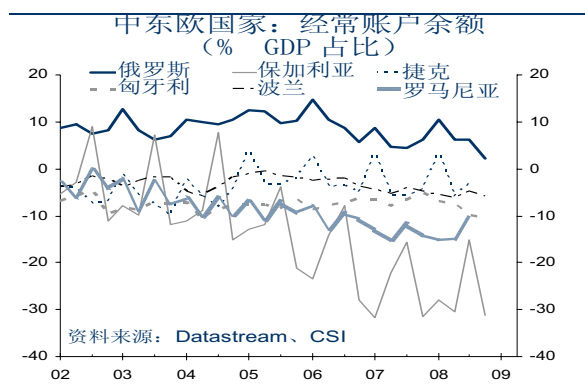
CPI 通胀

- 除了俄罗斯，大多数中东欧国家的 CPI 通胀大幅放缓。俄罗斯的 CPI 通胀仍旧保持在 10% 以上，这反映了与通胀相关的不平衡包括国内资产的风险溢价，竞争力丧失，以及增大的外贸不平衡。
- 波兰经济下滑的速度有所放缓。因此，既年初大力度降息后，波兰中央银行在 4 月 29 日决定保持其利率于 3.75%。我们预期今年会有进一步降息，但是宽松速度可能会放缓。



经常账户

- 中东欧国家的贸易平衡一直有结构性逆差。中东欧国家的经常账户余额在过去十年中一直为负值，且自金融危机以来更加恶化。该地区的贸易高度依赖于全球需求，对欧洲经济周期特别敏感。欧元区自 08 年三季度以来的衰退，使该地区的出口显著放缓。
- 为了缓和中东欧国家的金融压力，IMF 为罗马尼亚提供了 200 亿美元的金融援助，为匈牙利提供了 157 亿美元，为乌克兰提供了 165 亿美元，为拉脱维亚提供了 24 亿美元，为白俄罗斯提供了 25 亿美元。



免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			