



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济周报

2009 年 8 月 24 日

第 75 期

研究部

哈继铭

联系人

hajiming@cicc.com.cn

刘奥琳

联系人

liuolin@cicc.com.cn

沈建光

联系人

shenjg@cicc.com.cn

邢自强

联系人

liuolin@cicc.com.cn

中国式通胀治理：

倚重行政而非货币政策

要点：

中金编制的两项专属领先指标（经济综合领先指标和中国货币条件指数）显示 8 月：1、经济活动继续改善；2、货币条件依然宽松。国家外管局发布 2009 上半年《中国国际收支平衡表》初步数据，亦显示尽管贸易顺差及外商直接投资下降，而热钱流入增加导致资本项下顺差扩大，外汇储备继续增加。短期内这一趋势还将持续，海外资金流入也会对宽松的流动性带来贡献。

近期欧美 CPI 纷纷低于预期，通缩进一步加剧，显示发达国家通胀来临慢于预期；相反，中国近期食品通胀抬头，但我们认为中国的货币紧缩（特别是存款准备金率和利率的调整）将较为滞后，最早也要到 2010 年下半年。因为一方面，国际通缩环境的加剧将使得发达国家宽松货币政策维持较长时间，束缚了中国货币紧缩的力度（由于我国汇率缺乏弹性使得货币政策欠缺独立性）；另一方面，国内通胀压力主要来自于食品，政府将倚重使用行政措施治理而非货币紧缩，譬如实施物价管制；补贴种粮、养猪以推动供给，以及暂停公用事业的价格改革。需要指出的是，政府采用行政措施控通胀将使明年的统计通胀率可能低于我们的预测。

国务院总理温家宝主持召开领导小组会议，原则通过六项措施保持西部地区经济平稳较快发展，进一步印证我们在半年报中提出的观点：政府的政策倾斜将使中西部地区“追赶效应”未来将大量释放，中国区域经济趋同将更为明显，未来区域增长将更为平衡。

美国政府 8000 美元首次买房补贴政策出台以来成效显著，住房市场企稳向好态势愈趋明显：成屋销售于 3-7 月连续四个月录得增长，美联储上周发布的最新银行信贷调查报告亦显示，优质住房按揭贷款的收紧程度已恢复至接近危机前的水平。同时制造业指数、进出口和零售额等数据进一步肯定了实体经济企稳向好，美国经济正进入环比好转周期。然而，经济复苏的进程将会缓慢且波折：最近数月商业房地产市场每况愈下，银行正面临商业房贷严峻违约上升；不断上升的失业率亦已取代次按成为住房止赎增加的主要原因，给住房价格继续带来下行风险；银行对工商业和消费贷款仍维持在相当紧缩的程度，而私人最终消费与投资需求在财政刺激外依然低迷。纵观 70 年代中以来美联储的 6 次升息周期都是在经济复苏的根基稳固后才启动，一般是在 5 大经济指标触底后 8-19 个月。由此判断美国最早于 2010 年中才可能加息。由于多数经济体很难早于美国实施升息调控，因此在美国加息之前，全球货币政策将保持宽松。

近来新兴市场股市大幅调整导致了上周长期基金显著流出新兴股市，但同时投资者风险偏好持续改善，资金继续从货币市场流出，并流入美国和欧洲债券市场。自 3 月以来，新兴市场股市的平均 PE 比率已上升至美国的 1.5 倍，其中新兴亚洲领先，南美亦已快速跟上，而新兴欧洲股市最近才开始受到投资者关注。在上周新兴股市大幅调整中，中国的 PE 和 PB 比率下滑幅度远大于其它新兴市场。由于近期货币政策的局限，多数新兴市场正等待美国的政策调控启动。它们不大可能在美国于 2010~11 年启动加息周期前单边提高利率，而美国维持其宽松货币政策时间越长，新兴市场产生资产泡沫的风险就越大，而美国加息可能成为刺破新兴市场泡沫的导火线。

上周中金宏观经济研究报告一览

8 月 17 日：中国经济：复苏刚刚开始，政策依然宽松——宏观经济周报

8 月 17 日：香港经济：香港经济触底向好

8 月 20 日：美国经济：美联储延长 TALF 计划，以继续提振信贷市场

本周主要经济数据及事件公布预告

8 月 24 日（星期一）：泰国将公布 2 季度 GDP
 8 月 24 日（星期一）：台湾将公布 7 月份失业率
 8 月 24 日（星期一）：台湾将公布 7 月份工业产出数据
 8 月 24 日（星期一）：新加坡将公布 7 月份 CPI
 8 月 25 日（星期二）：美国将公布 6 月份 S&P/Case-shiller 房屋价格指数
 8 月 25 日（星期二）：香港将公布 7 月份外贸数据
 8 月 26 日（星期三）：美国将公布 7 月份新屋销售数据
 8 月 26 日（星期三）：美国将公布 7 月份耐用品订单数
 8 月 26 日（星期三）：德国将公布 8 月份 IFO 指数
 8 月 26 日（星期三）：马来西亚将公布 2 季度 GDP
 8 月 26 日（星期三）：泰国将公布议息决议
 8 月 26 日（星期三）：新加坡将公布 7 月份工业产出数据
 8 月 27 日（星期四）：菲律宾将公布 2 季度 GDP
 8 月 28 日（星期五）：美国将公布 7 月份个人收入和消费数据
 8 月 28 日（星期五）：欧元区将公布 8 月份经济信心指数
 8 月 28 日（星期五）：日本将公布 7 月份 CPI

目录

本周中金观点.....	3
中国经济：	3
海外经济：	5
中国经济.....	18
通货膨胀跟踪.....	18
近期经济数据.....	20
海外经济体.....	26
主要经济事件.....	26
近期经济数据.....	26

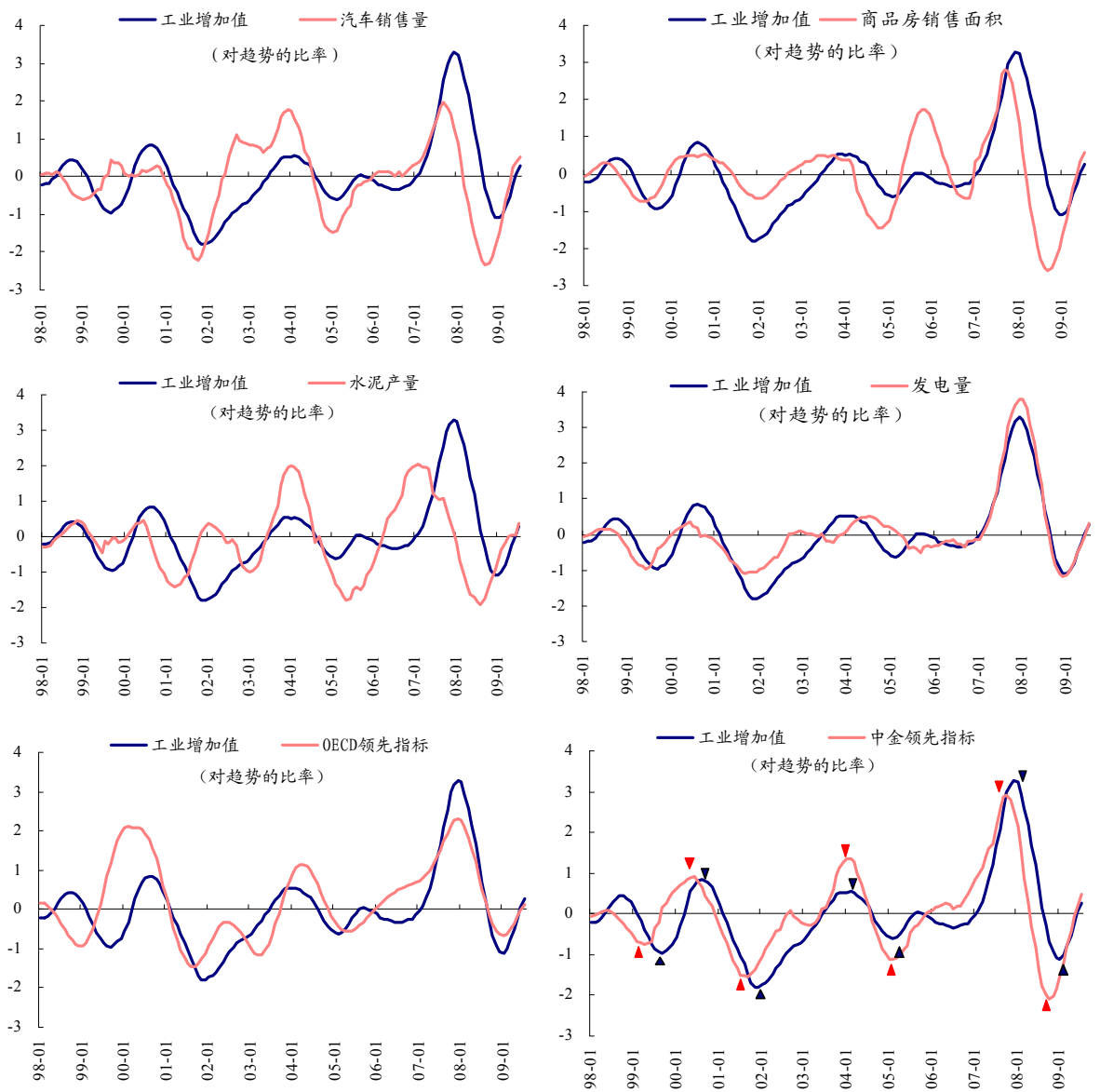
本周中金观点

中国经济：

► **“中金综合领先指标”继续反弹，并维持两个月为正：**这一指标由剔除了季节性和趋势因素的发电量、水泥产量、商品房销售量、汽车销量、OECD 领先指标等构成，在过去历次周期中领先工业生产 2~3 个月。8 月份，我们编制的中金综合领先指标的各分项指标均继续反弹（图表 1），带动综合领先指标进一步攀升（连续两个月进入正区间），显示中国宏观经济基本面继续改善。

“中金中国货币条件指数”（MCI）略有上升：源于 7 月 CPI 同比通缩进一步下滑，实际利率略有攀高，带动我们编制的另一项专属指标“中金中国货币条件指数”相应有所攀升，但该指数仍处于历史最宽松水平，显示中国货币条件依然宽松（图表 2）。

图表 1：“中金综合领先指标”继续反弹



资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图表 2：货币条件仍较宽松

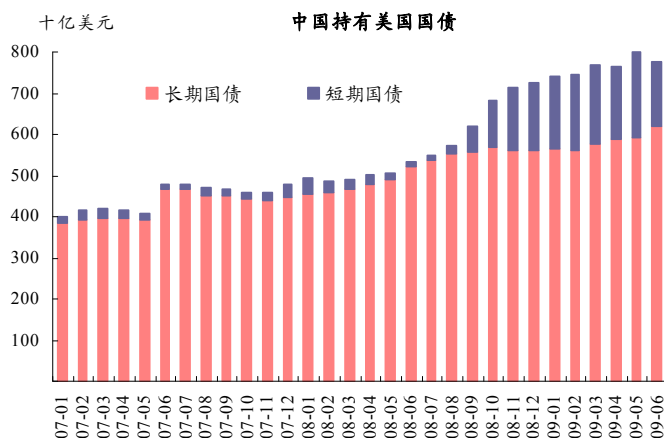


资料来源：中国人民银行，CEIC，中金公司研究部

➤ 国家外汇管理局 8 月 21 日发布 2009 上半年《中国国际收支平衡表》(初步数据)，显示我国国际收支经常项目、资本和金融项目呈现“双顺差”，国际储备继续增长。但上半年经常帐户顺差显著下降，占 GDP 比重降到 6.4%，比 08 全年下降 3 个百分点。显示受次贷危机影响，我国出口增长放缓，进口上升较快，对外贸易顺差由过去几年的快速增长转为有所下降。资本和金融项目盈余由负转正，尽管同比下降 54%，仍好于去年下半年的大幅逆差。2 季度以来，我国国际收支状况发生很大改变：**贸易顺差及外商直接投资下降，而热钱流入增加导致资本项下顺差扩大，外汇储备继续增加**。中国目前基本面鹤立鸡群，加之全球流动性对新兴市场的倾斜，将使今年面临资金流入压力。短期内这一趋势还将持续，海外资金流入也会对宽松的流动性带来贡献。

➤ 6 月份中国持有美国国债出现大幅下降 251 亿美元，可能主要源于短期国债到期，而非大规模减持：当月中国依然增持了美国长期国债 267 亿美元，而短期国债持有量下降 518 亿美元，原因可能是去年 10 月起大量增持的短期国债陆续自然到期，引起单月大幅下降。从结构来看，中国持有美国长期国债的占比由去年最高时的 97.5%降到现在的 70%多；而短期国债则在短短半年里，就由 2.5%的占比跃升至 20%以上，且今年以来一直维持在 20%的高位(图表 3)，远高于日本的 8.7%和英国的 8.8%。而且，由于美国 TIC 报告是以国别作为统计口径的，并不区分持有者身份（比如英国 6 月的大幅增持或许就有中国的影子），所以这种持有量下降不能简单等同于我国外汇储备中对美国国债进行减持。

图表 3：中国持有美国短期国债的占比显著提高

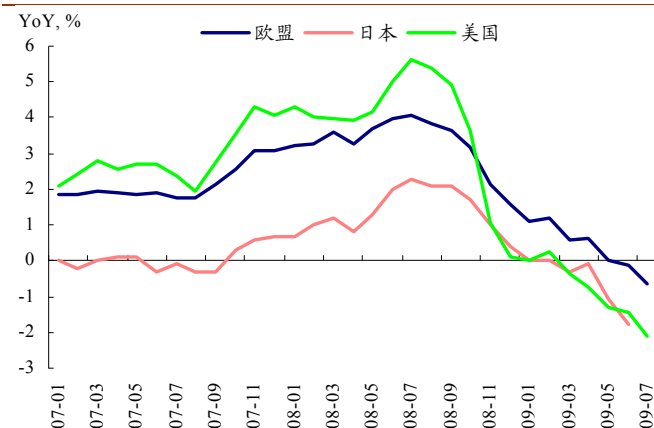


资料来源：美国财政部，CEIC，中金公司研究部

➤ 发达国家通胀来临慢于预期，有利于政策保持宽松；中国食品通胀来临快于国际，但将倚重使用行政措施治理而非货币紧缩。7 月份美国、欧盟 CPI 分别从 6 月的 -1.4%和 -0.1%继续下滑至 -2.1%和 -0.7%，通缩程度甚于市场预期。而近期国际农产品价格也出现调整。发达国家通缩进一步恶化(图表 4)，显示其通胀的来临可能有所推迟，从而使得其宽松政策近期“退出”的可能性进一步降低。反观我国，在猪肉、粮食、蔬菜价格连续攀升的带动下，国内食品价格环比上升(参见下文“通货膨胀跟踪”)，

印证了我们此前认为中国通胀将早于美国来临的观点（参见6月23日《何日通胀再来》）。但我们需要强调，中国的货币紧缩（特别是存款准备金率和利率的调整）将较为滞后，最早也要到2010年下半年。因为一方面，国际通缩环境的加剧将使得发达国家宽松货币政策维持较长时间，束缚了中国货币紧缩的力度（由于我国固定汇率机制降低了货币政策独立性）；另一方面，中外治理通胀的模式有很大差别；国内通胀压力主要来自于食品（制造业领域产能过剩依然严重，抑制非食品价格上涨），政府倾向于认为这是“成本推动型”通胀或“猪肉型”通胀，因此主要治理手段不在货币政策，而在行政和财政措施：譬如实施物价管制；补贴种粮、养猪以推动供给（毕竟中国财政状况相对良好），以及暂停公用事业的价格改革。最后，需要指出的是，政府采用行政措施控通胀将使得明年的统计通胀率可能低于我们的预测。

图表 4：近期发达国家通缩进一步恶化



资料来源：CEIC，中金公司研究部

国务院总理、国务院西部地区开发领导小组组长温家宝主持召开领导小组会议¹，原则通过六措施保持西部地区经济平稳较快发展，这又进一步印证了我们在半年报²中提出的关于政府的政策倾斜将使中西部地区“追赶效应”未来将大量释放，中国区域经济趋同将更为明显，未来区域增长将更为平衡的观点。

海外经济：

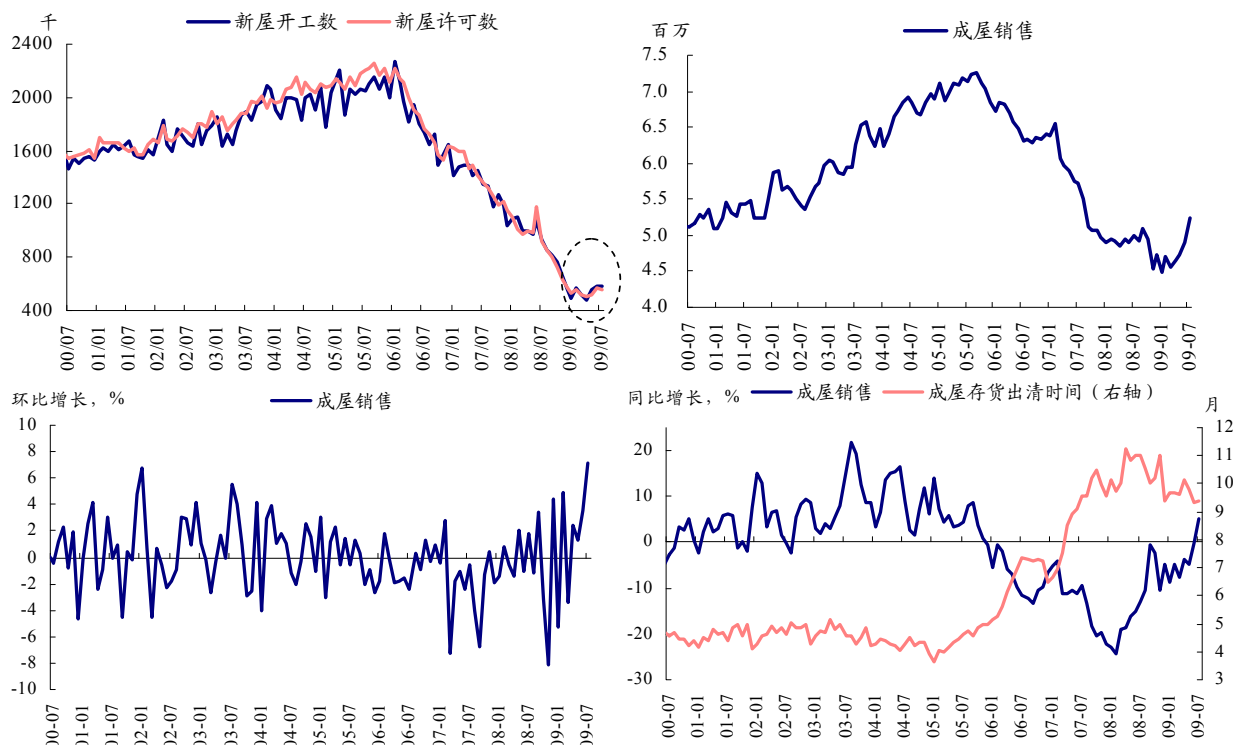
1. 美国住房和就业市场最新发展：

政府 8000 美元首次买房补贴政策自从 2 月份开始以来已取得显著效果：7 月份成屋销售环比上升 7.2%，连续第四个月录得增长（1999 年以来最大单月涨幅，2007 年 8 月以来最大销量），同时独栋房屋开工数亦好于预期，环比上升了 1.7% 至 49 万套，为 10 个月来的最高开工数，尽管同期新屋许可数和新屋开工数环比分别下滑 1.8% 和 1%。年底前成屋销售预计将持续看好 主要反映（1）首次购房者赶在 12 月 1 日 8000 美元首次买房补贴政策到期前的集中购买；（2）在止赎房回流态势下销售价格下降亦吸引了购买者增加（购买价格的中值同比下降 15%）。如果这一首次买房补贴政策到期后不再延续，在失业率高企以及止赎房持续增加的背景下，房价仍将面临下行风险。（图表 5）

¹ 国务院总理、国务院西部地区开发领导小组组长温家宝 20 日主持召开领导小组会议，讨论并原则通过《关于应对国际金融危机保持西部地区经济平稳较快发展的意见》

² 2009 年 7 月 17 日《未来增长更趋平衡——09 年上半年经济回顾与展望》

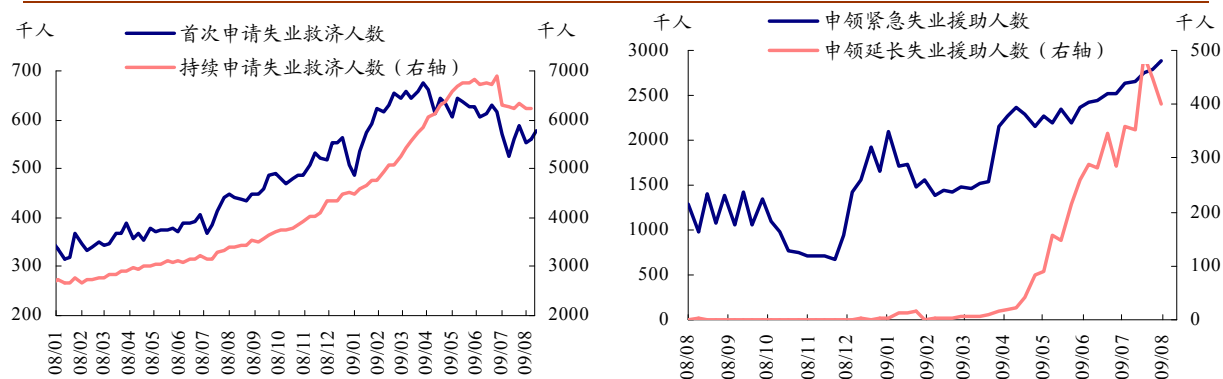
图表 5：美国房地产市场最新发展



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

► **就业市场尚未摆脱疲软态势，失业率仍面临上行压力。**首次申请失业救济人数上周出乎预料地增加 15,000 人至 57.6 万人；持续申请失业救济人数走势在过去五周内上下波动，在前一周回落 10.4 万人后，上周又略增 2,000 人至 624.1 万人。领取延长失业援助人数下降 4.8 万人至 40.1 万人，但申请紧急失业援助人数增加了 9.2 万人至 288 万人，其增加量是上周（3.1 万人）的近三倍（图表 6），表明越来越多人在常规失业救济金到期后开始申请州政府救济，预计 09 年下半年有近 200 万人会失去常规失业救济金，而并非所有人都能得到州政府的失业支助。整体来看，尽管就业市场的萎缩速度已有所放缓，但并未摆脱疲软态势，失业率仍面临上行压力。

图表 6：就业市场仍未摆脱疲软态势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

不断上升的失业率已取代次按成为止赎增加的主要原因，为房价带来下行风险（图表 7）。按揭银行家协会(Mortgage Bankers Association, MBA) 的统计数据显示，今年首三个月，占止赎个案最大一部分是一般按揭，而止赎的和逾期一次未付月供的按揭住房所占比例已上升至 13.6%，是自该机构自 1972 年编制该指标以来的最高水平。穆迪 Economy.com 则预期今年将有 180 万名按揭借款人被收楼，高于去年的 140 万(+29%)。而政府帮助因失业而面对断供的人，比协助因按揭利率上升而无法还款的人要困难得多——毕竟为失业者创造新职位远远比责令银行把按揭利率降至

原先水平更为困难和费时，因此当失业成为止赎的主要因素时，可能为房市带来难以避免的下行风险。

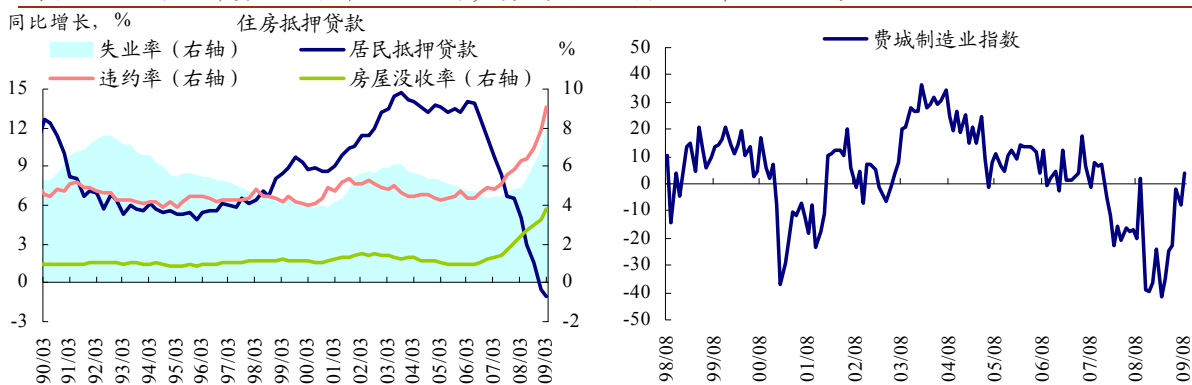
尽管住房和就业市场目前仍存在令人担忧的下行风险，但近两周公布的其它指标数据，为实体经济企稳向好提供了进一步的确据，表明正如我们在下半年展望中预测的，美国经济正在启动环比好转周期，但是复苏过程可能波折且缓慢。

➤ **8 月份费城联储局制造业指数自去年 10 月以来的首次转正（图表 7）**；工业产出和工业产能利用率也自去年 10 月以来首次出现环比正增长，表示制造业最恶劣的情况可能已经过去，厂商已逐渐恢复生产。此外，其它主要投资指标如耐用品订单指数最近亦有显著改善，同时美国存货正加速调整，库存下降的减慢将于 3-4 季度拉动经济增长。

➤ **6 月份美国出口进一步企稳，环比增长 2%，预计净出口将继续在 3-4 季度为 GDP 带来贡献。**；由于原油价格上涨和原油进口增加的带动，进口在连续下降 10 个月环比上升 2.3%，致使 6 月份贸易赤字有所回升。预计未来出口将随着其它国家经济的企稳而有所回升，居民储蓄率继续上升将使得进口复苏慢于出口，净出口将继续在 3-4 季度为 GDP 带来贡献。

➤ **7 月份零售额环比略有下降，已呈现连续 11 个月在底部徘徊的迹象，受压于失业人数持续增加、家庭财富减少和信贷紧张等不利因素。**但是，多项财政刺激政策，包括 8000 美元首次购房补贴、旧车换新车在内等措施在年底前将以更快速度和力度加以实施，会对疲软的消费市场起到一定的提振作用。但私人最终消费疲软将是明年经济持续复苏的一大挑战。

图表 7：住房抵押贷款止赎率仍然上升；费城制造业指数反弹至正区域



资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

11. 美联储上周发布 5-7 月银行信贷调查报告显示，目前信贷市场的供求双方仍处于收缩状态，但收缩幅度正明显放缓，特别是优质按揭贷款的收紧程度已恢复至接近危机前的水平，然而银行对工商业、消费以及企业房地产信贷仍维持在相当紧缩程度。

➤ **居民住房市场的复苏受益于银行对优质按揭放贷收缩的明显放缓**，目前只有 20% 左右的银行继续收缩趋势（3 月份为 50% 左右），与危机前水平已相差不远。而房市逐步企稳亦使有实力的购房者显著增加对优质住房按揭贷款的需求，表示相关贷款需求进一步上升的银行达 16%，为连续第二个季度呈增长趋势。这与最近房市的走势一致，成屋与新屋销售于 3 月份已开始企稳回升，Case-Shiller 20 城市房价指数亦于 5 月份回升，结束了其连续 3 年的跌势。

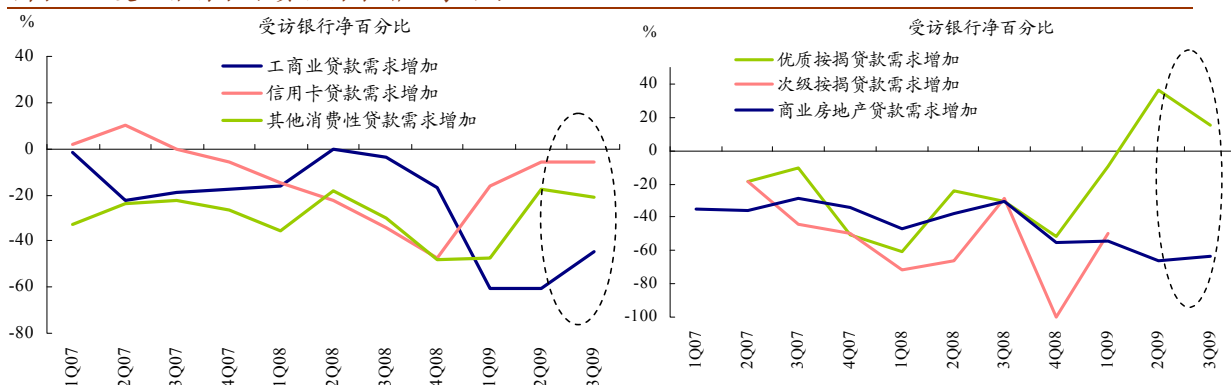
➤ **然而，商业房地产市场每况愈下，银行面临商业房贷违约困境（参见 8 月 24 日报告《商业地产每况愈下，会不会成为“次按第二”》）**：经济衰退中房市价格泡沫破灭、新增需求大幅萎缩，违约风险加剧，银行贷款条件不断收紧，已导致商业房地产市场‘价量双降’。有近 50% 的银行表示对于商业房地产贷款的放贷条件继续紧缩。而商业房地产贷款需求的净占比则基本持平于 63 水平。商业银行 2 季度商业房贷违约率已达 7.9%；商业房地产抵押贷款证券（CMBS）拖欠率 7 月份飙升至 3.5%。在约 7000 家美国中小型银行中，商业房贷占贷款总额的近一半，商业房贷减记风潮一旦爆发，中小型银行必然首当其冲。

➤ **需求下降，盈利收缩和违约风险上升是工商业贷款供求双向收紧的主要原因。**目前仍有近 30% 左右的银行对相关贷款条件进一步紧缩（图表 8、9），但已较去年底 85% 的高点（高于 1990 年代及 2000 年代衰退期的峰值）明显改善。工商业贷款是企业对厂房和设备等资产投资的主要融资渠道，其恢复对

经济增长至关重要（图表 10），因此，近期贷款紧缩幅度的放缓将为经济复苏带来正面影响。由于产能仍然严重过剩，表示工商业贷款需求继续疲软的银行净占比仍达 45%，比前 3 个月的 60% 有所好转。近期工业产出已达下降周期底部，耐用品订单指数有显著改善，企业存货正加速调整，库存下降的减慢将拉动下半年经济增长。因此，我们预期工商业信贷的供求状况将进一步改善。

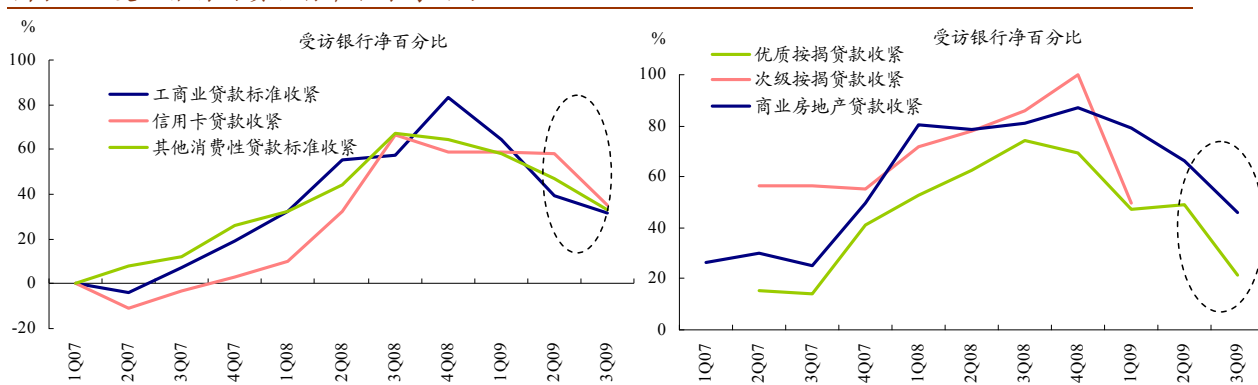
➤ **信用卡信贷条件收紧的银行占总数的 35% (比 3 个月前的 60% 大有改善)**，然而，消费信贷需求未见好转，表示信用卡贷款需求减少的银行净占比为 6%，与前 3 个月基本持平。消费信贷需求的疲软和 2 季度私人消费有所回落的情况一致，就业情况急剧恶化是相关信贷需求疲软的主要原因，企业于当前经济衰退中大幅裁员，非农就业人数在去年 10 月以来大幅下降 500 万人。尽管就业市场的萎缩速度于最近已有所放缓，但难以在短期内显著改善，预示着消费信贷需求的疲软状态将在年内持续，消费亦因此难成经济复苏的主要动力。

图表 8：受访银行表示贷款需求增加净百分比



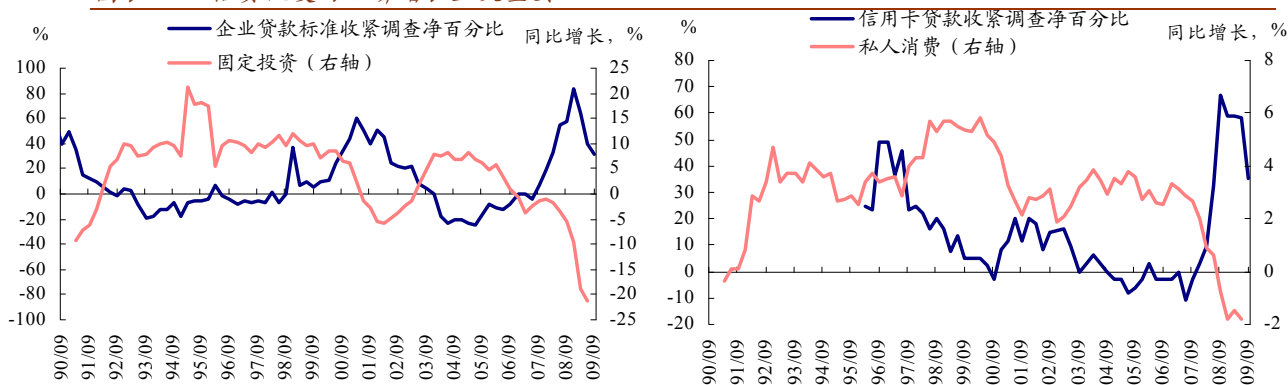
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 9：受访银行对贷款标准收紧净百分比



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 10：信贷恢复对经济增长至关重要



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

III. 纵观 70 年代中以来美联储的 6 次升息周期都是在经济复苏的根基稳固后才会启动

美联储的宗旨是维持经济健康稳定发展，务求达到充分就业，以及稳定物价水平。在过去 6 次升息周期中，分析 5 大经济指标，包括商业银行信贷增长、工业产出、GDP 产出缺口、CPI、和失业率，美联储从未背离它的宗旨：加息周期都是在经济复苏的根基稳固后（一般是以上主要经济指标触底后的 8-19 个月）才开始启动；由此判断美国最早于 2010 年中才可能加息（图表 11）：

➤ 美联储于商业银行信贷同比增长触及底部至少 8 个月后上调基金利率，而商业银行信贷同比增速至少达到 4%；在过去三次商业银行信贷同比增长下滑至零的经济收缩期（75-76 年，91-93 年，和 2002 年），美联储于商业银行信贷触底后平均 16 个月才开始加息周期。而目前商业银行信贷同比增幅还正在减慢，7 月份同比增幅接近零，主要受制于违约风险高企。

➤ 工业产出同比增长与加息周期的启动距离最长，平均为 19 个月；这与实际 GDP 产出缺口触底与开始加息的距离（平均 18 个月）基本一致。目前工业产出同比增长是 70 年代以来最低位，7 月份为 13%；随着本地及全球经济有所改善，最近美国制造业的萎缩速度已显著放缓，7 月份 ISM 制造业指数为 48.9，主要构成如新订单指数、产出指数、出口和进口订单指数更已回升至 50 以上的增长区域，表示工业产出触底反弹态势将于短期内出现。

➤ 美联储基本金率上调平均于 CPI 同比增长触底后的 10 个月后和其回升到 2.5%-3% 水平时才开始启动。尽管我们预计在翘尾因素带动下，CPI 同比增长将于 10-11 月间跨越零点转为正值，并在 12 月底达到 2.5%-3.5% 之间，但翘尾因素预计在 2010 年 1 季度逐渐消失（参看 7 月 28 日报告《通胀敏感性测试--翘尾因素何时消失？》）。因此美联储在短期内因通胀压力而上调利率的机会不大。

➤ 基本金率平均在失业率触顶后 11 个月并当其回落至 6% 左右的水平时才开始上升，较为特殊的情况是美联储在 1983 年当失业率高于 9% 水平时上调利率，主要目的是阻止 70 年代末及 80 年代初恶性通胀的重临（CPI 同比增长曾于 1980 年攀升至 15% 水平）。然而目前美国经济于短期内还未受到恶性通胀的威胁，上述情况发生的机会基本不存在。

另一方面，因为目前基本金率处于接近零的异常低位水平，部分市场参与者认为美联储可能在短期内进行一次小幅升息。而这种措施只会造成市场震荡不安，无益于控制通胀。根据历史上多个升息周期来看，美联储的升息政策是连续性的（最短是 1999 年 5 月至 2000 年 5 月的升息周期，1 年内 6 次加息，升幅为 175 基点）。因此，出现一次性升息调整的可能性不大。

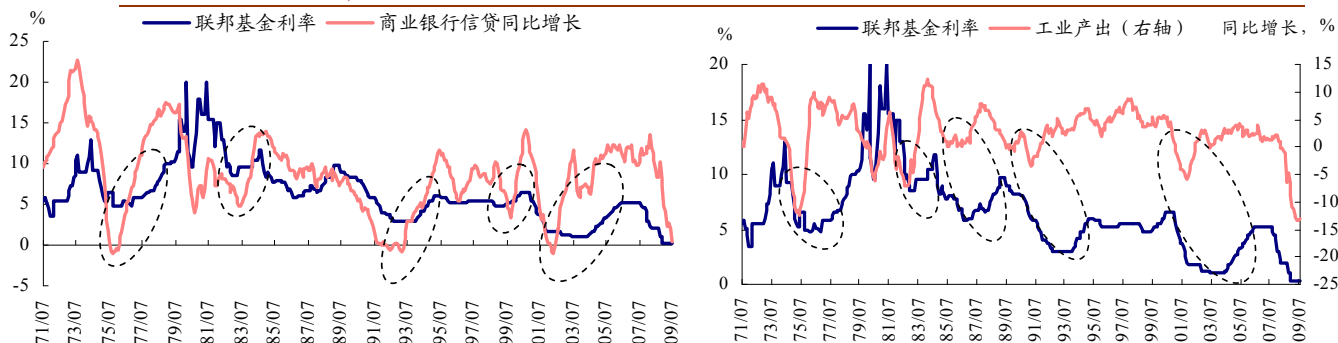
综合以上分析，美国经济复苏才刚开始，但基础上不稳固；美联储可能在 2010 年中以后才会开始加息周期。

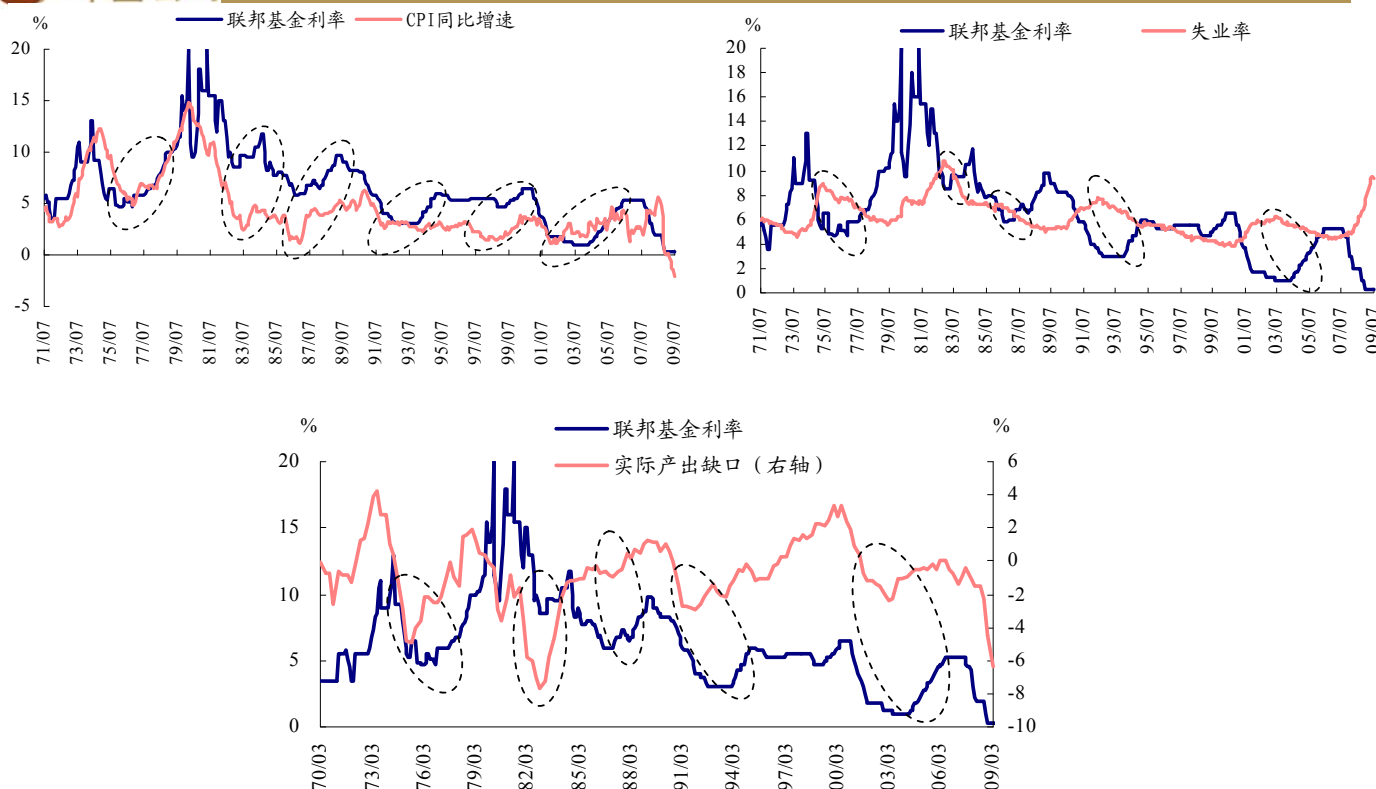
图表 11：主要经济指标触及峰值与加息启动的平均时间段

经济指标触及峰值与加息启动的平均时间段（月）				
商业银行信贷同比增长	CPI 同比增长	失业率	GDP 产出缺口	工业产出同比增长
8	10	11	18	19

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 12：主要经济指标与美联储的升息周期比较





资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

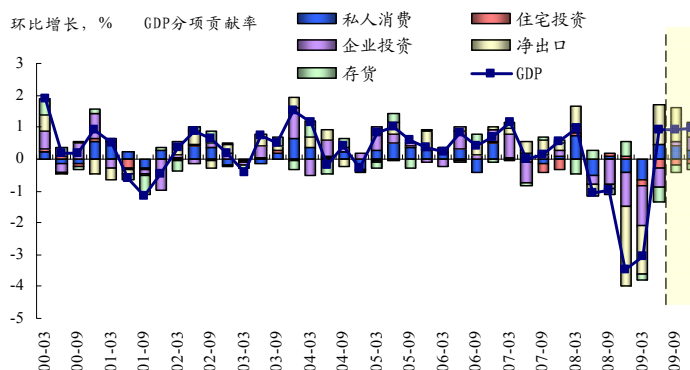
➤ **多数经济体很难早于美国实施升息调控：**发达国家仍在实行其数量型宽松货币政策以提振经济；而正因大量资本流入导致通胀开始升温的新兴市场更不能通过单边加息以压抑通胀势头，因为上调利率不但加剧本国货币升值压力，不利出口反而吸引更多热钱，还会导致流动性愈发过剩，通胀压力不减反增。因此，在美国加息之前，全球货币政策将保持宽松（参看8月11日报《经济复苏中的政策挑战--09年下半年展望》）。

IV. 日本经济2季度走出衰退

日本GDP在连续5个季度环比累计下滑8.4%后，2季度实现环比增长0.9%，符合我们的预期（+0.8%）。分项数据表现亦基本与我们的分析一致，复苏主要由外需和财政刺激带动，而投资仍然拖累增长（详见8月11日《09年下半年展望》）。（图表13）

- **经济反弹主要由外需带动，进口疲软亦加大了净出口贡献。**受惠于亚洲再库存导致的进口需求增长（占日本出口份额50%），2季度出口环比增长6.3%；而受制于疲软的内需，进口环比下跌5.1%；2季度净出口对经济环比增速贡献达1.6个百分点。
- **政府财政刺激拉动消费增长。**在政府对汽车及家电等消费的推动作用下，日本2季度家庭消费小幅增长0.8%，拉动经济增长0.5个百分点。同时，政府直接支出亦上升1.2%，贡献0.3个百分点，使得总消费拉动经济增长0.8个百分点。
- **投资的各个分项仍在显著拖累GDP增长，表现在企业投资不振，房市依然疲软，库存增速放缓。**在大量闲散产能存在的条件下，企业投资在经济复苏初期仍难以启动，但2季度企业投资跌幅已缩窄，环比下滑4.3%（上季增速-8.5%），对经济增长负贡献0.6个百分点。住房投资2季度环比跌幅由5.7%扩大至9.5%，拖累经济增长0.3个百分点。而库存增速下滑亦拉下了GDP的0.5个百分点，使投资对经济增长的负贡献达1.4个百分点。
- **前瞻地看，日本经济下半年仍有望持续温和增速，主要将赖于投资复苏和净出口。**进口在下半年略有复苏可能使净出口的贡献削弱，而在失业率持续攀升及政府财政刺激作用逐渐转弱的情况下，下半年消费对经济的拉动作用可能略有减退。但随着闲散产能的折旧，企业投资有望在3季度企稳并在4季度录得增长，库存变化对经济增长的拖累作用也将显著削弱，预计日本经济3-4季度环比增速仍可能维持在1%左右。

图表 13: 日本经济 2 季度止跌回升



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

V. 英国信贷数据仍然疲软，除购房按揭外的各种信贷普遍陷入停滞

最近公布的英国信贷数据显示贷款违约风险高企促使银行对放贷持审慎态度，贷款利差亦有所扩大，而私人部门去杠杆短期仍将持续，造成还款意愿高涨而借贷需求低迷。私人信贷需求低迷促使英国货币当局扩大国债购买额度以期降低长期利率，下半年宽松货币政策基调不改。

▶ 近期英国按揭贷款有明显好转，但受其他类别贷款拖累，信贷市场总体疲软势头持续。尽管银行间市场流动性紧缩状况缓解，但零售信贷市场总体上仍未实现显著改善。英国 7 月份贷款已连续两个月环比持平，未能实现增长，同比增速更从上个月的 8.3% 进一步放缓至 7.8%，贷款余额自 3 月见顶后已累计下滑 567 亿英镑。分信贷种类来看，购房按揭贷款年初以来已现出回暖迹象，但其他贷款类型普遍维持停滞状态：企业贷款 6 月份再次下滑，而银行对商业地产贷款尤为审慎；消费信贷和按揭贷款净额在底部徘徊，尤其是房屋再按揭贷款仍然低迷。（图表 14）

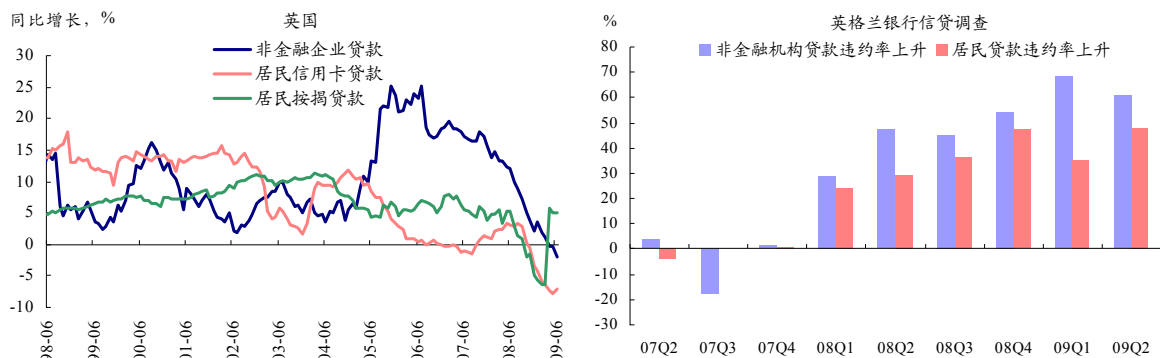
▶ 银行惜贷及私人部门需求低迷同时导致信贷市场持续不振。

- 贷款违约率高企是银行谨慎放贷的主要因素。2 季度银行信贷调查显示，随着金融市场系统性风险的下降，资金来源及资金成本等因素的改善对银行惜贷起到了一定的缓解作用，但基本面造成的坏帐上升已成为制约银行借款意愿的最主要原因。而预计坏帐进一步上升的银行净百分比仍维持高位（图表 14）。金融机构尤其对消费信贷违约风险十分警觉，消费信贷的批准/申请比率进一步下滑（图表 15），贷款利率与 3 个月 LIBOR 利差显著扩大，年初以来已上升了 2.5 个百分点，显示银行对消费贷款惜贷情绪的改善可能将较为缓慢。

- 私人部门对信贷需求低迷。为修整资产负债表，在 2 季度总贷款较 1 季度下降了 36% 的同时，私人部门总还款额却依然维持高位。（图表 15）。1 季度用于家庭消费的资产增值贷款降至 -81 亿英镑，为 1970 年有数据统计以来最低，显示居民正大幅还贷。英格兰银行的 8 月信贷趋势报告指出，受访企业认为杠杆比率仍然过高，并正从股市集资以偿付贷款。预计去杠杆化在近期还将持续，并可能继续拖累信贷需求。

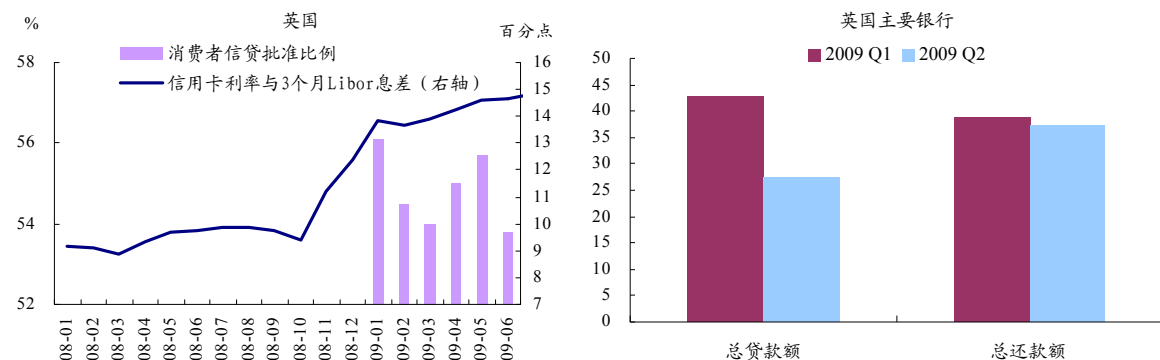
▶ 政策解读：年内宽松货币环境仍将持续。私人信贷需求低迷促使英国货币当局扩大国债购买额度以期降低长期利率，并通过增加公共借贷需求提振经济增长。此外，产能缺口仍在扩大抑制了通胀走势，CPI 同比增速连续 5 个月下滑至 1.7%，而消费者对未来一年的通胀预期亦低于英格兰对通胀 2% 的目标。英格兰银行 8 月份议息会议纪要更显示，英格兰银行行长曾建议扩大 QE 规模至 2000 亿英镑，高于最终宣布的 1750 亿英镑，大幅高于市场预期。这表明其对英国经济前景仍持十分审慎态度，宽松货币政策在年内不会转向。（参见 8 月 7 日《欧洲央行及英格兰银行 8 月议息简评》）

图表 14: 信贷市场低迷, 违约风险高企



资料来源: 彭博资讯、英格兰银行、中金公司研究部

图表 15: 银行紧缩贷款, 私人部门亦削减信贷需求



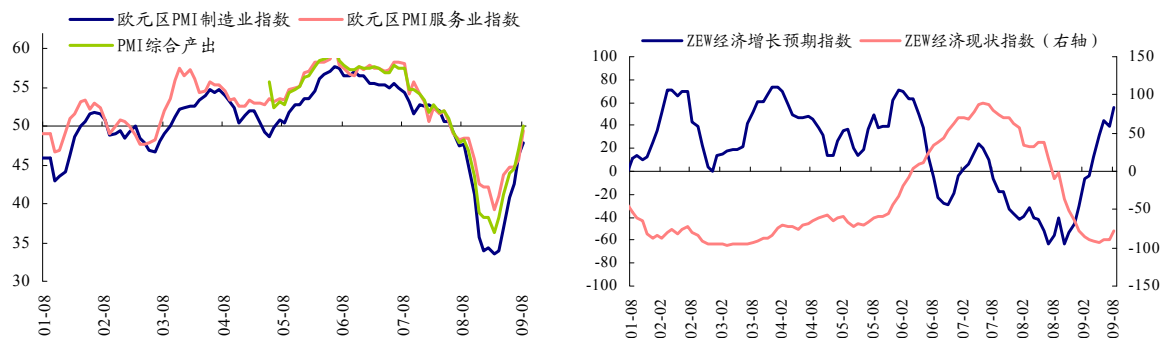
资料来源: 英格兰银行、中金公司研究部

VI. 欧元区前瞻性指标表现大幅超出预期, 但工资成本的下降将延期通胀的到来

本周德国 ZEW 经济景气指数与欧元区 PMI 指数表现均大幅高于市场预期, 显示欧洲经济企稳复苏态势愈加明确。8 月份 ZEW 经济信心指数上升 16.6 点至 3 年以来最高 (56.1), 市场预期仅为 43。而欧元区 PMI 综合产出指数上升 3 点至代表中性的 50, 表明经济已经止跌企稳, 与 2 季度 GDP 表现相一致, 亦大幅高于市场预期的 48。(图表 16)

- ▶ **服务业 PMI 大幅跃升, 改写了反弹落后的局面, 经济表现更加均衡。**4 月份以来, PMI 指数的改善一直主要由制造业带动, 服务业 PMI 指数改善幅度有所落后。而 8 月份服务业 PMI 指数大幅增长 3.8 点至 49.5, 已非常接近中性值, 增幅显著高于制造业指数 (增长 1.6 点至 47.9)。由于服务业在经济中占比远高于制造业, 服务业的企稳及改善将对经济增长起到显著支持作用。
- ▶ **制造业产出和订单由萎缩转向扩张, 出口和投资有望在下半年逐步改善。**8 月份制造业 PMI 指数产出及新订单指标均跃升至 50 以上, 为 1 年来首次。这预示着出口可能开始止跌回稳, 下半年美、日经济向好及非欧元区欧盟国家经济企稳可能使净出口成为拉动经济增长的一大动力。而随着产出的稳步增长, 以及积压订单收缩放缓, 企业投资跌幅可能显著收窄, 并于 3 季企稳, 4 季实现增长。
- ▶ **存货调整放缓, 有利经济增长。**制造业存货指数仍在 40 以下, 显示目前存货调整速度仍相当可观, 为未来产出增长缓解压力。而另一方面, 该指数已从最低点 35 左右的水平回升, 显示存货调整的速度已有所放缓, 有望在下半年对经济增长形成正贡献。
- ▶ **但是就业市场继续恶化, 尽管速度可能放缓, 家庭消费仍面临风险。**与失业率数据表现相一致, PMI 就业指数从 40 左右的底部反弹至 45, 显示就业人数的萎缩速度有所放缓, 但仍与 03 年最低位相若。此外, 制造业与非制造业的投入价格指数分别连续 10 个月及 6 个月处于萎缩区域, 部分原因在于工资成本的下降, 这将阻碍私人消费复苏的力度, 并同时压制通胀的快速到来。

图表 16: PMI 及 ZEW 指数表现大幅改善



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

VII. 资金流向每周更新（8月13日~8月19日）

近来新兴市场股市大幅调整导致了上周长期基金显著流出新兴股市,但同时投资者风险偏好继续改善,资金继续从货币市场流出,并持续流入美国和欧洲债券市场。

➤ 上周有约 35 亿美元流出全球股市,结束连续四周的净流入态势:发达国家有 21 亿美元净流出(美国股市有 27 亿美元净流出,抵消了发达欧洲的 6 亿美元净流入),中国长期基金有大约 7.2 亿美元资金净流出,高于前周的 3.5 亿美元净流出,流出量为 08 年 6 月以来最大。同期美国 S&P500 和道琼斯工业平均指数分别下滑 0.9%,而欧洲各主要股指亦分别下跌 1~2% (反映非长期基金亦开始流出发达欧洲股市),而上证综合指数更大幅下跌 10.5%。而香港仍然维持长期基金小幅净流入,尽管同期香港 H 股指数下滑 3.4%。(图表 17 及 18)

➤ 经权衡投资风险和回报,长期资金继续从货币市场大量流出,并持续流入美国和欧洲债券市场(当中以国债为主),而进入高风险企业债券以及新兴市场债券的资金则大幅放缓:上周有 125 亿美元资金流出欧美货币市场,高于过去 31 周平均流出量的 97 亿美元;同期,有 29 亿美元资金流入到美国债券市场,继续前周的 31 亿美元净流入,并显著高于过去 32 周平均流入量的 18 亿美元。其中,高收益企业债券市场基金流入量只有 0.7 亿美元,大幅低于前周的 9.3 亿美元和过去 22 周平均流入量的 6.5 亿美元。流入新兴债券市场的基金亦只有 1.5 亿美元,明显低于前周的 2.4 亿美元。这反映目前以美国国债为主的发达国家债券对投资者而言仍然具有相当高的吸引力。(图表 19)

➤ 长线投资者对新兴市场股市的偏好有小幅减弱,但权重仍然大幅高于危机前水平:新兴市场股市占有股市基金资产权重有所下滑至 15.5% (过去 11 周在 15.7~16.0% 区间),但仍远高于危机前的 11.6%,而资产权重减少主要来自于金砖四国和新兴亚洲 (从两周前的 13.6% 下滑至 13.2%)。(图表 20)

新兴市场面对的估值风险已显著上扬。自 3 月以来,新兴市场股市大幅持续上升,金砖四国中,中印巴三国的股指已经回到雷曼破产前的水平。新兴经济体股指普遍上升 30~80%、而金砖四国更上升 60~120%,而同期美国的道琼斯工业平均指数和 S&P500 指数则分别上升约 32% 和 37%。(图表 21) 新兴市场 PE 比率的上涨幅度亦已大幅高于发达国家股市。

➤ 中国和印度 PE 和 PB 比率相对较高:中国和印度 PE 比率从去年 10 月的 13 倍和 9 倍分别上升至 31 倍和 18 倍(分别翻了 2.4 和 2.0 倍);同时巴西 PE 比率亦从 7 倍上升至 23.6 倍,而俄罗斯亦从 2.6 倍上升至 9.1 倍(分别翻了近 3.5 倍)。在新兴市场中,中国和印度股市的 PB 比率仍高于 3 倍以上,而其他则在 2 倍以下;相对美国股市而言,MSCI 美股 PE 比率从去年 10 月的 12 倍上升至 16 倍,而 PB 比率为 1.8 倍,亦低于主要新兴市场股市 (图表 22)。在 8 月以来的股市调整中,中国的 PE 和 PB 比率显著大幅下滑,但其它新兴市场降幅相对较小,反映此前中国股价的升幅并未有盈利和资产净值同步升幅所支撑。

前瞻性看,只要目前的息差交易环境没有明显改变 (包括美国不在近期内启动加息周期,而新兴汇率相对美元亦没有大幅贬值的风险),长期基金对新兴市场股市的权重预计还将保持总体的相对稳定。另一方面,长期基金对美国股市权重持续减少,从去年 10 月的 57.0% 下跌至上周的 51.6%,而发达欧洲则回升至去年 10 月时的 9.5%,反映新兴市场股市权重近月明显上升亦来自长期股市基金减小

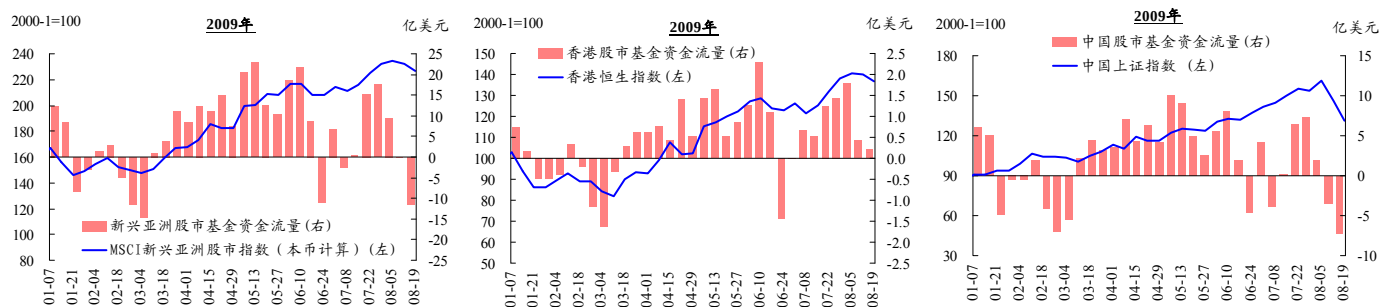
对美国股市的权重。然而，美国经济已有企稳向好的迹象，当企业盈利回复增长，资金可能重新回到美国股市，这将成为新兴市场股市的一大风险。（图表 20）

图表 17：每周资金流入股市地区

(亿美元)	7月8日	7月15日	7月22日	7月29日	8月5日	8月12日	8月19日	3月中旬至今
所有新兴市场	-4.7	-3.0	25.6	25.5	14.4	3.3	-13.9	326.8
新兴亚洲	-2.4	0.6	15.3	17.5	9.4	-0.1	-11.4	209.2
其中：								
香港	0.7	0.5	1.2	1.4	1.8	0.4	0.2	18.2
中国	-3.9	0.1	6.4	7.3	1.8	-3.5	-7.2	77.1
新兴欧洲	-0.0	-1.8	3.4	3.1	1.0	0.9	-0.7	25.0
拉丁美洲	-2.6	-1.7	5.7	3.8	2.8	2.4	-1.1	76.5
其他	0.3	-0.2	1.1	1.2	1.2	0.2	-0.8	16.2
所有发达国家	-16.8	-10.5	5.4	66.1	77.5	12.5	-20.9	-46.6
美国	-16.7	-7.0	-2.0	60.5	59.0	7.3	-27.2	-41.7
发达欧洲	-3.1	-3.9	4.1	1.7	12.8	4.1	5.7	-19.7
其他发达国家	3.0	0.5	3.3	3.9	5.7	1.1	0.5	14.8
总共	-21.5	-13.5	31.0	91.6	91.8	15.8	-34.8	280.2

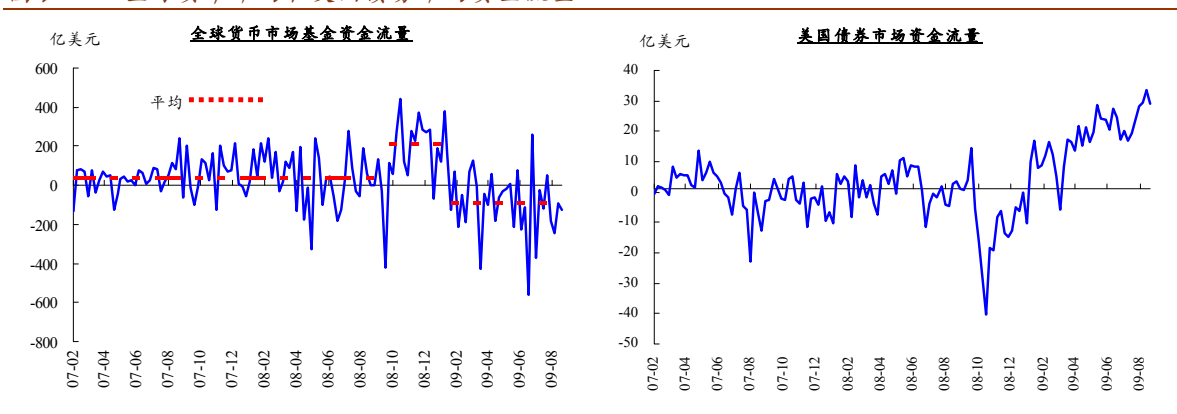
资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 18：新兴亚洲、香港和中国股票基金资金流量与股市指数



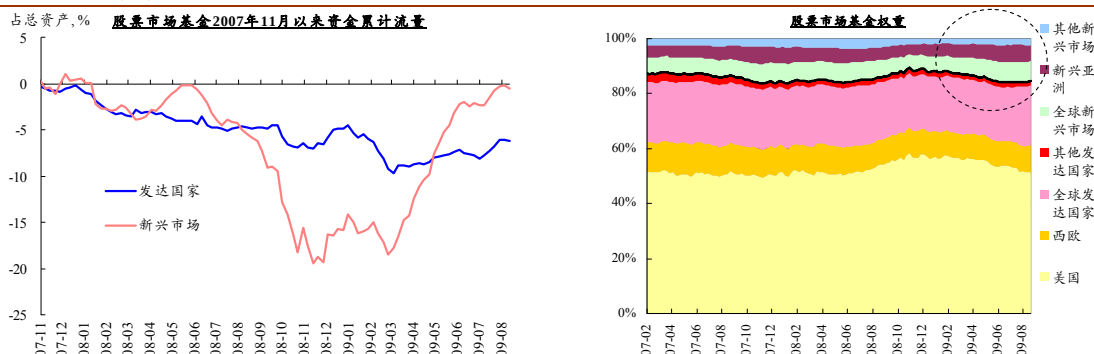
资料来源：EPFR、彭博资讯、中金公司研究部

图表 19：全球货币市场和美国债券市场资金流量



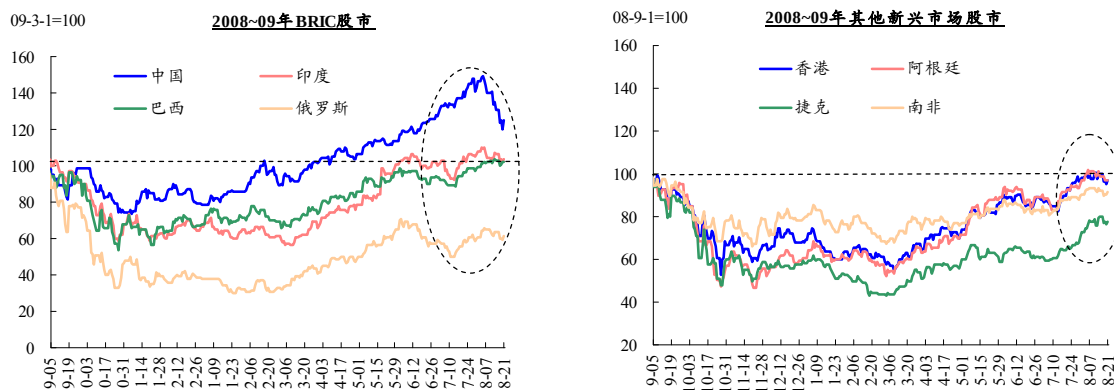
资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 20: 股票市场基金资金累计流量和基金权重



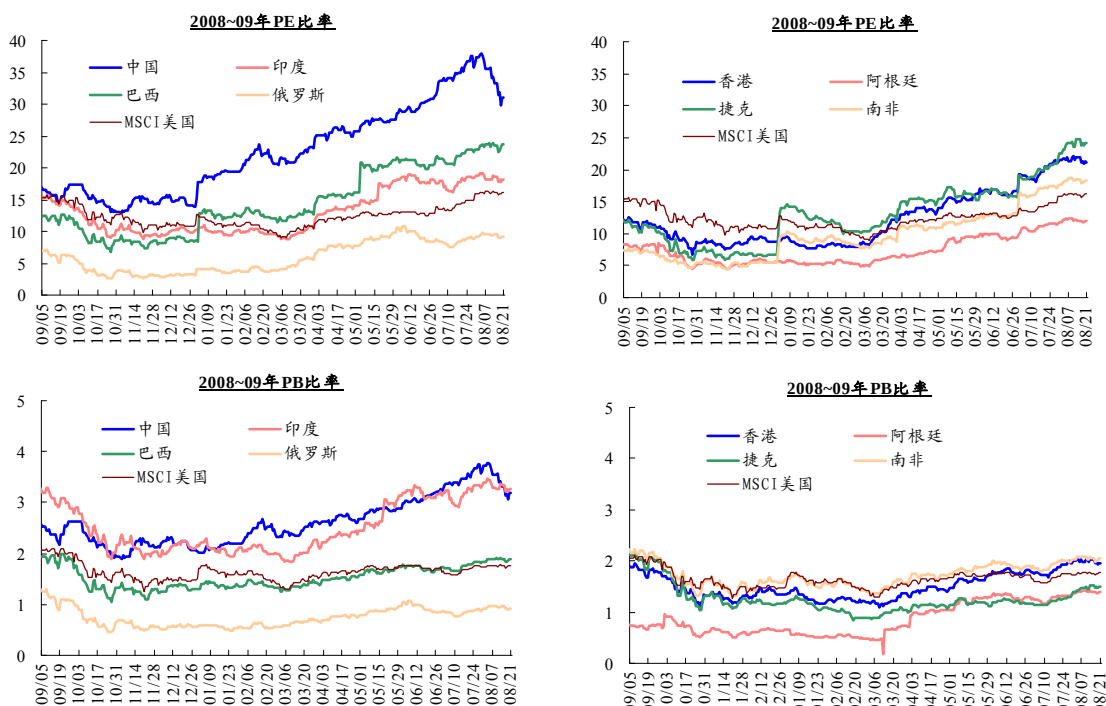
资料来源: EPFR、中金公司研究部

图表 21: 主要新兴市场股市



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 22: 新兴市场股市 PE 及 PB 比率



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

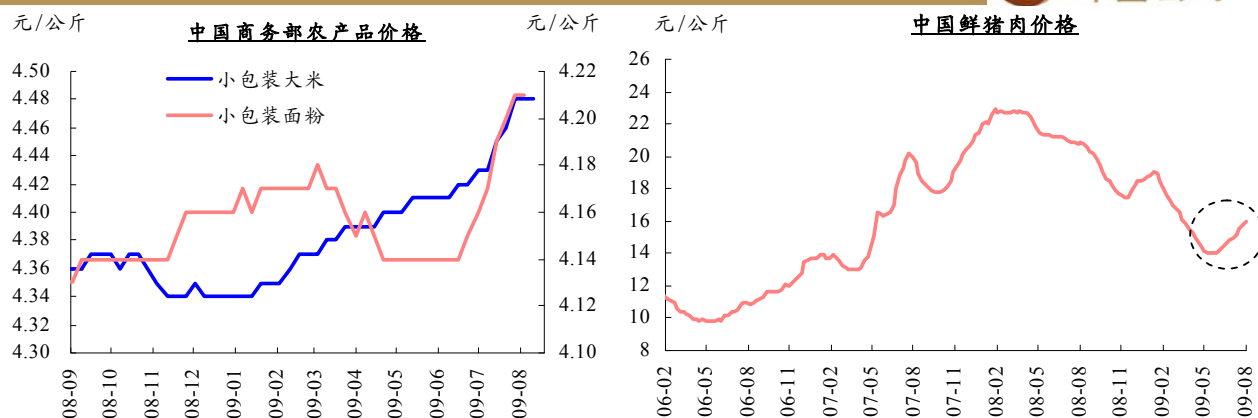
VIII. 新兴市场面对的潜在通胀压力将可能在4季度释放

- 食品和能源占CPI权重较高的新兴亚洲经济体通胀上行压力将会非常明显。粮食和原油价格自7月开始重拾上升态势：美国CRB粮食价格8月环比上升0.4%，而7月则环比下降4.5%；8月国际布兰特原油价格环比大幅上升9.4%，而7月则环比下降4.3%；8月份中国商务部农产品小包装大米和面粉分别上升0.7%和0.9%、鲜猪肉价格更显著上升5.4%。（图表23）
- 由于从原油价格到食品价格上升的传导机制十分迅速，预计近期的油价和食品价格上涨将会在9~10月份导致CPI环比通胀。而食品和能源占CPI权重较高的新兴亚洲经济体，如菲律宾分别占50%和7%、越南43%和9%、印度46%和6%，其通胀上行压力将会非常明显。事实上，菲律宾、越南和印度09年至今CPI平均环比上升0.3%、0.5%和0.7%，反映通胀上行渐渐形成，预料09年全年通胀率将符合我们预期的3~8%。
- 其它新兴亚洲经济体仍面对能源价格上行对通胀产生的第二轮影响。食品和能源占CPI权重相对较小的新兴亚洲经济体，如香港的27%和5%、韩国14%和10%、印度尼西亚36%和6%，其通胀上行压力亦相对缓和。韩国和印度尼西亚09年至今CPI平均环比上升0.3%和0.1%，而香港CPI平均环比则下降0.1%。预料它们09年全年通胀率亦大致符合我们预期的1~4%。然而，能源价格将会通过食品价格对通胀产生第二轮影响，预料2010年通胀上升势头将会十分显著。
- 新兴市场汇率停止上升势头将可能加快释放潜在通胀压力。新兴汇率自2~7月以来持续上扬，受益于外部资金流入，新兴市场出口环比有触底回升的状况。这一趋势近来有所反转：经过数月的大幅上涨，新兴市场汇率8月初至今普遍小幅下滑（除了巴西和墨西哥）。从经常账户看，近月贸易盈余有所减少，主因是进口因经济有企稳迹象而有所上升。从资本账户看，由于近月新兴市场股市有所调整，资金流入势头有所减缓或有流走迹象，而美国国债的需求亦持续上扬，导致新兴市场汇率停止上升势头，部分汇率兑美元更有所下滑（图表24）。因此，若国际原油和食品价格保持上升态势，新兴市场进口成本将不能够以汇率升值而中和进口通胀的压力，特别是依赖外国大宗商品和食品供应的地区，如香港、韩国和新加坡等经济体，潜在通胀压力将可能在4季度释放。

多数新兴市场仍面临近期货币政策的局限（参见8月11日宏观经济报告《经济复苏中的政策挑战：09年下半年展望》），不大可能在美国于2010~11年启动加息周期前单边提高利率，而美国维持其宽松货币政策时间越长，新兴市场产生资产泡沫的风险就越大，而美国加息可能成为刺破新兴市场泡沫的导火线。

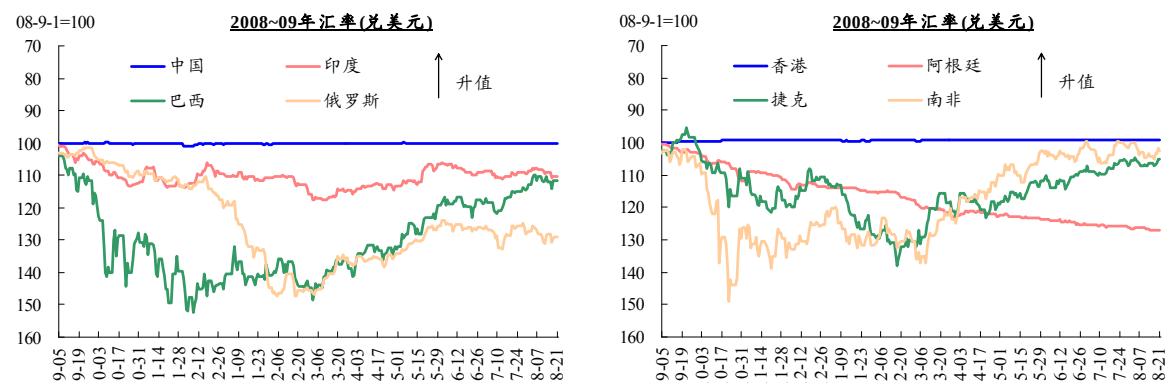
图表 23：粮食和原油价格





资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 24：新兴市场汇率



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

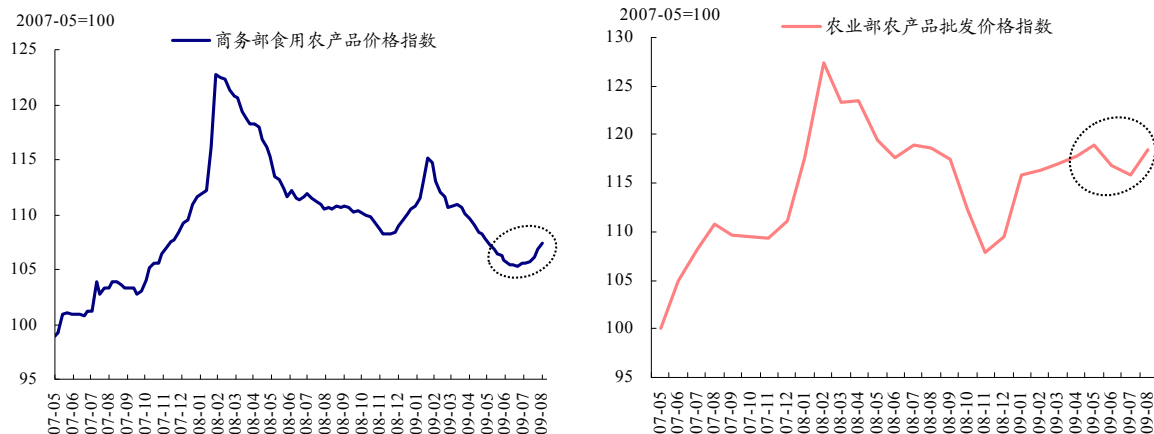
中国经济

通货膨胀跟踪

商务部和农业部农产品价格双双回升：商务部价格指数连续7周上升；农业部农产品价格连续6周上升（图表25）。与7月平均水平相比，商务部8月以来环比上升了1.6%，农业部上涨2.3%，食品价格环比步入上升通道。我们重申此前的预测：通缩虽然在7月加剧，但8月即将触底回升，此后数月随着翘尾因素负效应的减弱，而新增因素正效应加强，通缩会逐渐减轻，到11月左右CPI转正（参见6月23日的《通胀何日再来》以及8月10日的宏观周报）。

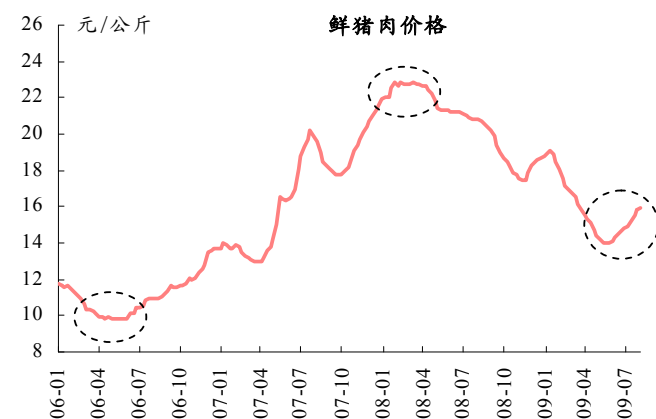
猪价粮价先行：分项来看，最近农产品价格普遍上涨，其中涨得比较快的是：肉类价格（主要是猪肉价格继续触底回升，图表26），粮食价格不断攀升，蔬菜反季节性上涨，以及禽蛋类价格也继续小幅上扬（图表27）。

图表25：商务部和农业部农产品价格继续回升



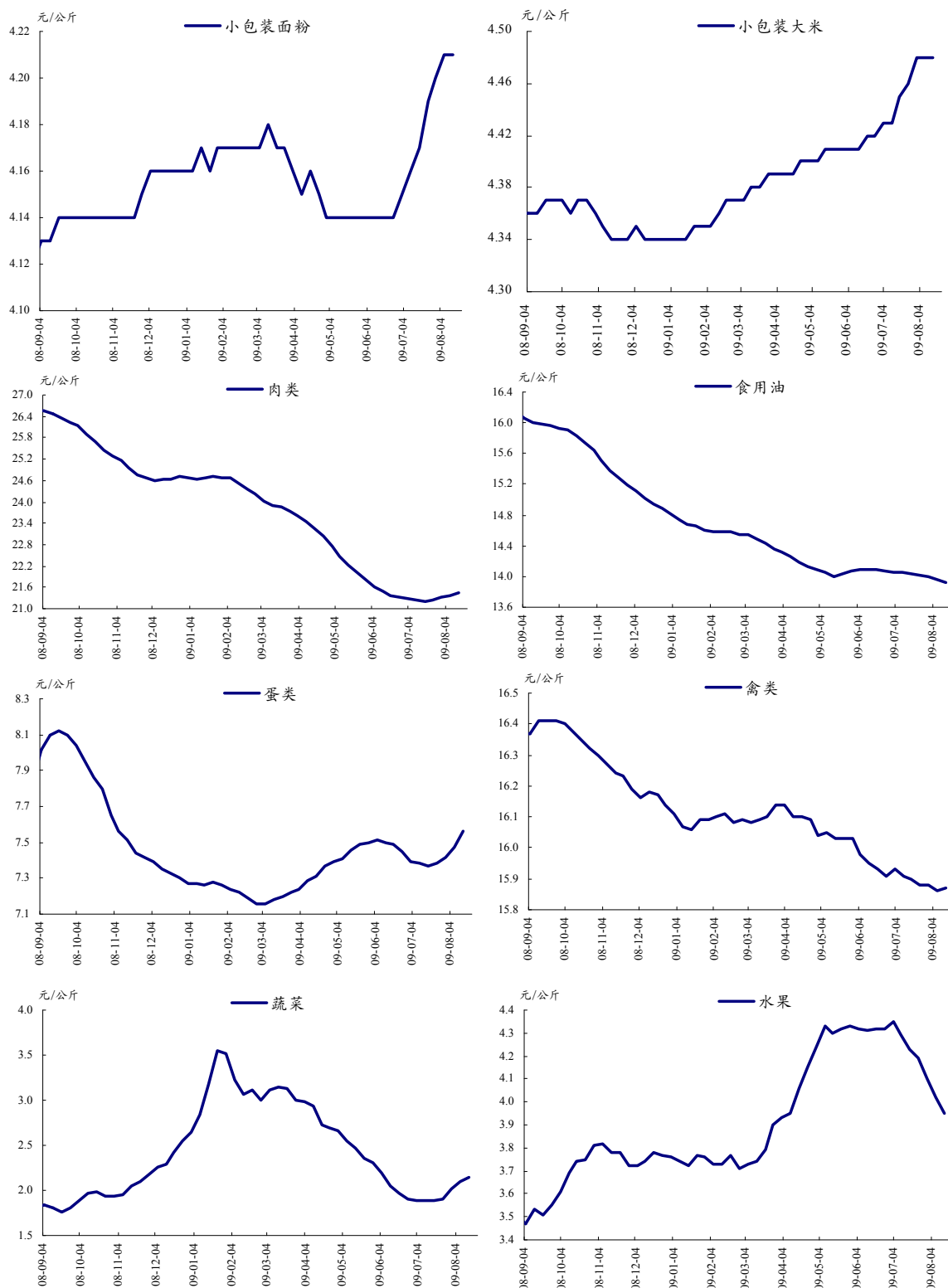
资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图表26：猪价从08年初的最高点下跌了39%，现在触底反弹了14%



资料来源：商务部、中金公司研究部

图表 27: 最近涨得比较快的是: 肉类 (主要是猪肉价格)、粮食、蔬菜和蛋类

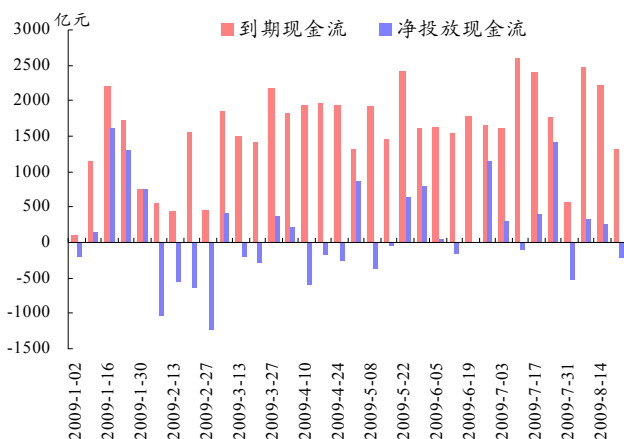


资料来源: 商务部、中金公司研究部

近期经济数据

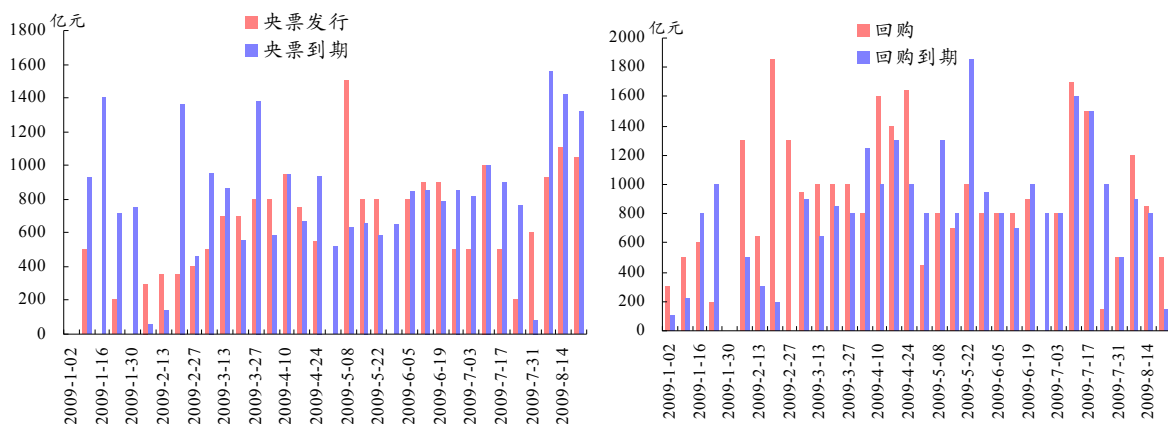
8月央行公开市场操作数据显示政策依然宽松：8月前三周央行通过公开市场操作净投放现金流达520亿元（图表28）：其中第一周净投放330亿元；第二周净投放270亿元；第三周虽然净回笼80亿元，但对比前两周，央行并未加大发行的力度，而是由于上周回购的到期量减少所致。尽管近几周央行通过公开市场操作（包括增加央票发行和国债回购），但发行总量仍小于央票/回购的到期额（图表29），7月达到净投放1505亿，充分显示央行维持适度宽松的货币政策不变。

图表28：8月前三周净投放520亿元



资料来源：中国货币网、中金公司研究部

图表29：前三周央票到期量大于发行量，国债回购到期量小于发行量



资料来源：中国货币网、中金公司研究部

6月中国持有美国国债下降251亿美元

美国财政部8月17日公布，截至6月末我国持有美国国债7764亿美元，相比较5月份8015亿美元的持有量，减少了251亿美元，变动幅度达到-3.1%（图表30）。与此同时，第二大持有国日本在6月份大幅增持346亿美元至7118亿美元，增持幅度达到5.1%。英国增持502亿美元，增持幅度超过30%（图表31）。

中金点评：

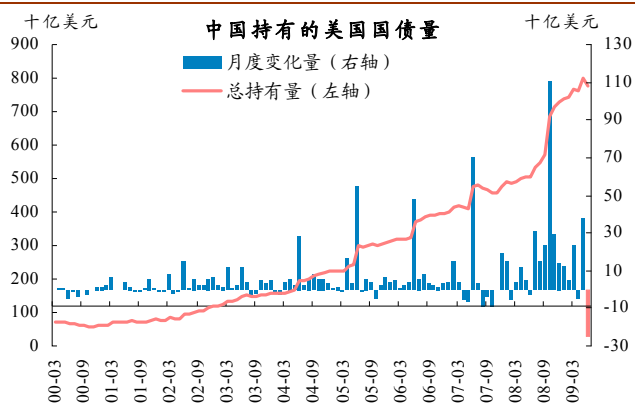
6月份中国持有美国国债大幅下降，可能主要源于短期国债到期，而非大规模减持：当月中国依然增持了美国长期国债267亿美元，而短期国债持有量下降518亿美元，原因可能是去年10月起大量增持的短期国债陆续自然到期，引起单月大幅下降。从结构来看，中国持有美国长期国债的占比由去年

最高时的 97.5% 降到现在的 70% 多；而短期国债则在短短半年里，就由 2.5% 的占比跃升至 20% 以上，且今年以来一直维持在 20% 的高位（图表 32），远高于日本的 8.7% 和英国的 8.8%。

而且，由于美国 TIC 报告是以国别作为统计口径的，并不区分持有者身份（比如英国 6 月的大幅增持或许就有中国的影子），所以这种持有量下降不能简单等同于我国外汇储备中对美国国债进行减持。

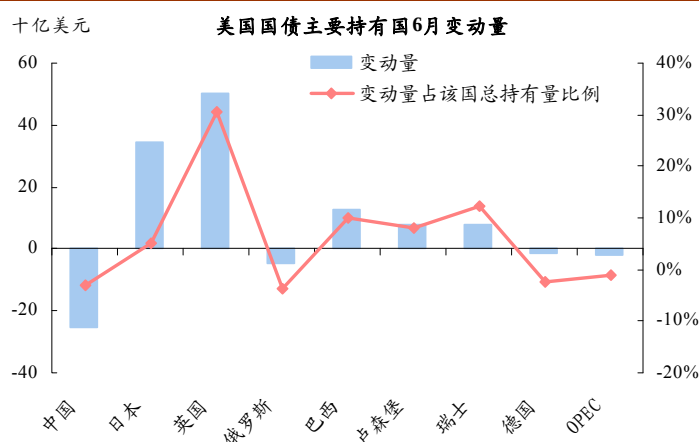
今年 4 月份我国也曾出现过 44 亿美元美国国债持有量的下浮，我们当时就认为是大量短期国债到期的原因，而在随后的 5 月份中国又重新增持了 380 亿美国国债，印证了我们关于“中国并未开始抛售美元资产”的判断。

图表 30：6 月份中国持有美国国债下降 251 亿美元



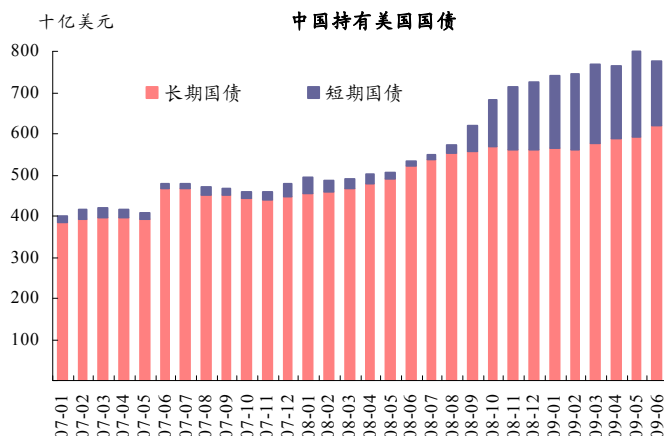
资料来源：美国财政部、CEIC、中金公司研究部

图表 31：日、英等国纷纷增持美国国债



资料来源：美国财政部、CEIC、中金公司研究部

图表 32：中国持有美国短期国债的占比显著提高



资料来源：美国财政部、CEIC、中金公司研究部

上半年我国国际收支经常项目、资本和金融项目“双顺差”

8月21日，国家外汇管理局公布2009年上半年我国《国际收支平衡表》(BoP)初步数据。

中金点评：

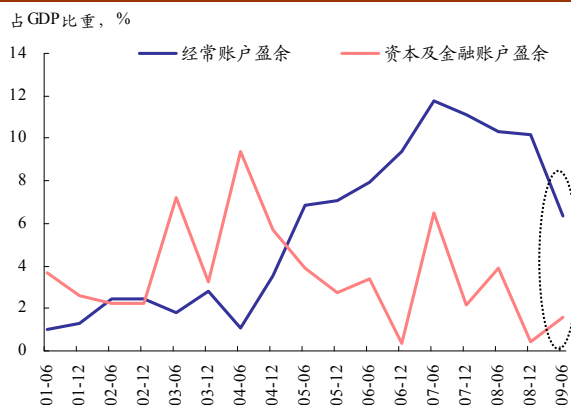
2009年上半年，我国国际收支经常项目、资本和金融项目呈现“双顺差”，国际储备继续增长。但经常帐户顺差显著下降，资本和金融项目盈余由负转正，同比依然大幅下降。

经常账户上半年顺差1299.9亿美元，比去年同期下降32%，占GDP比重降到6.4%，比08年下降3个百分点。显示受次贷危机影响，我国出口增长放缓，进口上升较快，对外贸易顺差由过去几年的快速增长转为有所下降。其中，货物贸易顺差达1183亿美元，同比下降11%；服务贸易依然是逆差(-186亿美元)，且逆差数额比去年同期扩大153亿美元。而全球经济疲软使得海外务工人员的劳务收入减少，利润、利息等投资收益增长也下降，收益项目顺差160亿美元，不足去年同期水平的一半。

资本和金融项目上半年顺差331亿美元，尽管同比下降54%，仍好于去年下半年的逆差529亿美元。同时净误差与遗漏项大幅增加228亿美元（去年是下降261亿美元）。

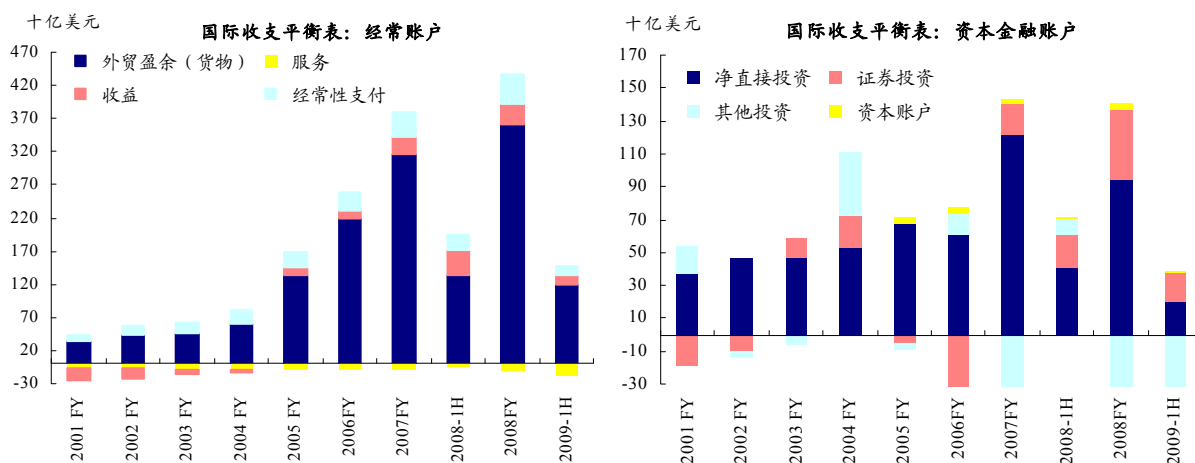
2季度以来，我国国际收支状况发生很大改变：贸易顺差及外商直接投资下降，而热钱流入增加导致资本项下顺差扩大，外汇储备继续增加。中国目前基本面鹤立鸡群，加之全球流动性对新兴市场的倾斜（股市近半年的暴涨），将使今年面临资金流入压力。短期内这一趋势还将持续，海外资金流入也会对宽松的流动性带来贡献。

图表 33：经常账户占 GDP 比重大幅下降



资料来源：国家外管局、CEIC、中金公司研究部

图表 34: BoP 经常帐户和资本帐户盈余下降



资料来源: 国家外管局、CEIC、中金公司研究部

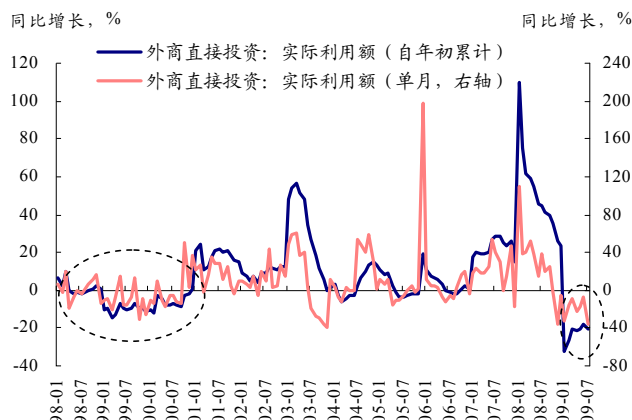
7 月外商直接投资降幅扩大

商务部 8 月 17 日公布, 今年前 7 个月全国实际吸收外商直接投资 (FDI) 同比下降 20.3%。7 月单月 FDI 同比下降 35.7%。

中金点评:

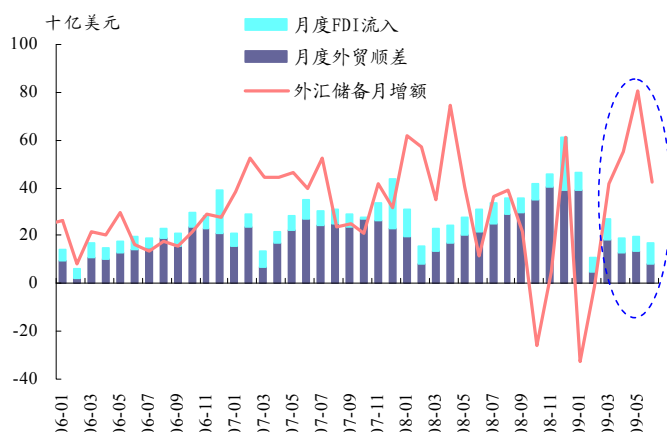
- 从 2007 年 10 月至今年 7 月, 我国 FDI 出现较长时间的持续负增长, 上一次出现在亚洲金融危机期间。1-7 月 FDI 仍然同比下降 20.3%, 降幅比上半年的 17.9% 进一步扩大 (图表 35)。其中 7 月单月同比下降 35.7%, 连续 10 个月同比负增长, 且下跌幅度加剧。由于对外贸易和外商投资与全球危机密切相关, 在全球经济复苏之初, 中国对外经济局面还将低迷一段时间。
- 7 月 FDI 同比大幅走弱部分源于去年高基数原因, 也与全球经济低迷及我国出口疲软相关。随着出口环比回升, 我国外贸环境正在缓慢复苏, 下半年将继续改善, 进而吸引外商投资也将缓慢改善。
- 虽然今年以来贸易顺差及外商直接投资流入下降, 而热钱流入增加导致资本项下顺差扩大, 外汇储备继续增加 (图表 36)。短期内这一趋势还将持续, 海外资金流入也会对宽松的流动性带来贡献。

图表 35: 7 月外商直接投资降幅扩大



资料来源: 商务部、CEIC、中金公司研究部

图表 36: FDI 和贸易顺差流入减缓, 而外汇储备继续增加



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 37: 国际收支平衡表

十亿美元	03年全年	04年全年	05年全年	06年全年	07年全年	08年上半年	08年全年	09年上半年
经常账户	45.9	68.7	160.8	249.9	371.8	191.7	426.1	130.0
外贸盈余 (货物)	44.7	59.0	134.2	217.7	315.4	132.5	360.7	118.3
货物: 出口	438.3	593.4	762.5	969.7	1220.0	670.0	1434.6	521.7
货物: 进口	393.6	534.4	628.3	751.9	904.6	537.5	1073.9	403.4
服务	-8.6	-9.7	-9.4	-8.8	-7.9	-3.3	-11.8	-18.6
收益	-7.8	-3.5	10.6	11.8	25.7	38.3	31.4	16.0
经常性支付	17.6	22.9	25.4	29.2	38.7	24.2	45.8	14.3
占GDP比重 (%)	2.8	3.6	7.2	9.5	11.0	10.3	9.8	6.4
资本和金融账户	52.7	110.7	63.0	10.0	73.5	71.9	19.0	33.1
资本账户	0.0	-0.1	4.1	4.0	3.1	1.7	3.1	1.3
金融账户	52.8	110.7	58.9	6.0	70.4	70.3	15.9	31.9
净直接投资	47.2	53.1	67.8	60.3	121.4	40.8	94.3	20.6
对内投资	47.1	54.9	79.1	78.1	138.4	74.1	147.8	
对外投资	0.2	-1.8	-11.3	-17.8	-17.0	-33.3	-53.5	
外商直接投资	47.1	54.9	79.1	78.1	138.4	74.1	147.8	43.0
证券投资	11.4	19.7	-4.9	-67.6	18.7	19.8	42.7	16.9
证券投资: 资产	3.0	6.5	-26.2	-110.4	-2.3	14.8	32.7	
证券投资: 负债	8.4	13.2	21.2	42.9	21.0	5.1	9.9	
其他投资	-5.9	37.9	-4.0	13.3	-69.7	9.7	-121.1	-56.1
其他投资: 资产	-17.9	2.0	-48.9	-31.8	-151.5	-83.1	-106.1	
其他投资: 负债	12.0	35.9	44.9	45.1	81.8	92.7	-15.0	
净误差与遗漏	18.4	27.0	-16.8	-12.9	16.4	17.1	-26.1	22.8
储备资产	-117.0	-206.4	-207.0	-247.0	-461.7	-280.8	-419.0	-185.9
总盈余	117.0	206.4	207.0	247.0	461.7	280.8	419.0	185.9

资料来源: 国家外汇管理局, 中金公司研究部

图表 38: 社会消费品零售分产品

累计同比增长, %	2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05	2009-06	2009-07	占比, %
限额以上零售商品	25.7	26.3	28.6	28.0	27.5	24.1	21.5	14.9	15.2	16.2	17.9	19.3	20.2	100.0
食品饮料烟酒	16.8	26.0	25.5	25.0	23.3	20.9	44.3	16.1	14.9	14.9	15.9	15.8	16.2	14.5
粮油	22.3	38.4	37.8	33.0	28.5	22.7	33.9	19.8	17.7	17.4	19.1	19.5	20.0	11.7
服装	21.8	28.7	24.9	25.6	26.5	25.9	35.3	16.7	16.1	17.1	19.0	19.9	20.5	17.0
金银珠宝	28.6	41.7	47.7	44.0	43.0	38.6	33.9	19.5	17.3	18.0	22.0	22.0	22.7	1.9
日用品	19.0	26.7	19.5	19.2	19.3	17.1	35.0	21.4	21.0	21.3	22.3	23.8	24.2	3.7
五金器件电力材料	21.7	26.0	-13.8	-7.4	-4.2	-7.0	33.9	40.2	46.0	50.0	45.2	42.3	40.3	0.4
体育、娱乐用品	18.3	25.2	21.0	20.8	18.0	14.1	41.0	17.6	16.7	15.0	15.9	15.7	16.3	0.6
书报杂志	11.9	9.1	-2.6	0.7	1.7	4.2	16.5	18.8	18.6	17.3	15.3	15.6	14.4	1.4
电子出版物及录像产品	13.0	22.8	-5.2	0.0	7.7	12.5	3.7	1.8	5.5	9.0	9.5	11.3	12.4	0.2
家用电器和音像器材	21.7	23.4	22.5	18.3	19.6	14.2	16.4	4.6	4.9	5.4	7.7	8.8	9.6	8.0
中、西药品	8.5	25.1	14.2	15.2	14.5	14.8	13.7	24.0	23.1	23.3	23.7	25.0	25.3	5.1
文化办公用品	24.8	22.6	29.1	26.2	22.1	18.3	15.3	20.8	18.9	16.3	16.3	17.1	17.4	2.0
家具	35.6	43.1	33.3	33.2	28.5	23.1	15.1	28.4	26.5	29.6	34.7	37.1	40.6	0.9
通讯器材	27.2	9.4	3.7	3.5	4.3	0.9	0.5	-7.4	-4.1	-4.1	-3.2	-2.8	-1.4	1.8
煤及相关产品	25.6	64.9	65.9	61.5	70.0	80.4	82.7	85.9	74.9	75.5	71.9	70.1	67.4	0.3
木及木制品	-25.3	71.9	-17.9	-4.8	9.6	10.7	-	-	-	-	-	-	-	0.0
■油及制品类	46.1	20.5	42.7	44.5	46.5	39.9	2.9	3.0	2.2	2.3	3.8	4.3	4.5	20.8
化学原料类	10.7	27.6	14.0	19.3	17.7	11.6	-	-	-	-	-	-	-	0.2
金属材料类	-4.5	10.8	34.3	30.2	30.8	26.9	-	-	-	-	-	-	-	0.4
建筑及装潢材料类	26.7	43.6	-3.3	-2.0	-5.8	-12.0	48.2	78.9	69.4	67.6	64.2	67.4	69.5	0.7
机械、电力机械产品类	11.9	25.7	10.8	8.1	13.6	9.2	-8.8	0.5	1.8	5.1	6.9	10.0	11.8	0.7
汽车类	32.7	37.1	37.1	33.4	29.1	25.3	17.7	25.8	29.5	33.6	37.4	41.6	44.9	21.2
其它	10.4	28.0	44.6	42.0	41.3	38.2	15.4	5.6	4.1	2.6	3.3	3.3	3.3	2.1

资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 39: 主要宏观数据

同比增长, % (除非额外注明)		2006	2007	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05	2009-06	2009-07
工业生产														
工业增加值	同比增长, %	16.4	18.0	17.8	16.0	11.4	5.7	3.8		8.3	7.3	8.9	10.7	10.8
重工业	同比增长, %	18.2	18.5	17.3	17.1	11.5	4.7	2.7		8.3	6.9	8.6	10.9	11.3
轻工业	同比增长, %	13.8	15.1	14.7	13.3	11.2	8.1	6.5		8.5	8.2	9.7	10.2	9.2
发电量	同比增长, %	14.7	15.7	17.2	8.1	4.8	-7.0	-3.7		-1.3	-3.5	-2.7	4.7	4.8
PMI	%	54.5	55.0	58.4	52.0	51.2	41.2	45.3	49.0	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3
消费														
社会消费品零售总额 (名义)	同比增长, %	13.7	16.7	21.5	23.5	23.2	19.0	15.2		14.7	14.8	15.2	15.0	15.2
社会消费品零售总额 (实际)	同比增长, %	12.5	12.5	12.7	14.8	17.0	17.4	15.7		16.4	17.0	17.4	17.7	18.1
投资, 自年初累计														
城镇固定资产投资	累计同比增长, %	24.5	25.8	25.8	26.8	27.6	26.1	26.5		28.6	30.5	32.9	33.6	32.9
房地产开发投资	累计同比增长, %	21.8	30.2	32.3	33.5	26.5	20.9	1.0		4.1	4.9	6.8	9.9	11.6
外贸														
出口	同比增长, %	27.2	25.7	30.6	17.7	21.5	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0
进口	同比增长, %	19.9	20.8	24.6	31.2	21.3	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9
贸易盈余	美元, 十亿	177.5	262.0	13.4	21.4	29.3	39.0	39.1	4.8	18.6	13.1	13.4	8.3	10.6
通货膨胀														
居民消费价格指数	同比增长, %	1.5	4.8	8.3	7.1	4.6	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8
零售价格指数	同比增长, %	1.0	3.8	7.8	7.1	5.3	1.4	0.7	-1.6	-1.5	-1.9	-1.9	-2.3	-2.5
工业品出厂价格指数	同比增长, %	3.0	3.1	8.0	8.8	9.1	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2
财政														
财政收入	同比增长, %	24.4	30.4	24.7	30.7	3.1	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8	19.6	10.2
财政支出	同比增长, %	19.1	22.6	32.6	17.5	11.6	30.8	32.5	42.0	31.4	24.5	14.5	21.5	9.3
货币														
M1	同比增长, %	17.5	21.0	18.3	14.2	9.4	9.1	6.7	10.9	17.0	17.5	18.7	24.8	26.4
M2	同比增长, %	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3	17.8	18.8	20.5	25.5	26.0	25.7	28.5	28.4
新增存款 (人民币, 十亿)	人民币, 十亿	4,827	5,390	1,076	772	477	383	1,510	1,650	2,450	1,028	1,332	2,006	399
存款余额	同比增长, %	16.8	16.1	17.4	18.9	18.8	19.7	23.0	23.0	25.7	26.2	26.7	29.0	28.5
新增贷款 (人民币, 十亿)	人民币, 十亿	3,181	3,630	238	385	374	772	1,620	1,070	1,890	592	665	1,530	356
贷款余额	同比增长, %	15.1	16.1	14.8	14.1	14.5	18.8	21.3	24.2	29.8	29.7	30.6	34.4	33.9
1年期存款利率	p.a. %	2.52	4.14	4.14	4.14	4.14	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1年期贷款利率	p.a. %	6.12	7.47	7.47	7.47	7.20	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
人民币汇率 (期末值)	人民币/美元	7.81	7.30	7.01	6.86	6.85	6.82	6.85	6.84	6.83	6.82	6.83	6.83	6.83
居民收入														
城镇居民可支配收入 (实际)	同比增长, %	10.4	12.2	3.4	9.9	9.8	11.3	-	-	11.2	-	-	11.2	-
农村居民现金收入 (实际)	同比增长, %	8.4	9.9	9.1	12.1	12.7	4.6	-	-	8.6	-	-	8.7	-

资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

海外经济体

主要经济事件

菲律宾央行维持政策利率于纪录低点 4.0%

菲律宾央行于 8 月 20 日利率会议后决定维持政策利率于纪录低点 4.0% 不变，符合市场预期。

中金点评：

菲律宾央行今天利率会议维持政策利率于纪录低点 4% 不变，符合市场预期。央行认为该国已经开始从全球经济衰退中复苏，因此不需要进一步降息，将采取财政刺激措施来支撑经济增长。央行自去年 12 月以来 6 次降息，总共达两个百分点。菲律宾 7 月份 CPI 同比上升 0.2%，环比上升 0.3%，分别低于 6 月份的 1.5% 和 0.6%，CPI 已经连续 7 个月上升，反映菲律宾通胀率渐渐进入拐点。其中 CPI 能源项目价格同比下降 4.8%，但环比上升 2%，而食品价格则同比上升 1.6%，环比大致持平。（图表 40）

近期经济数据

美国 7 月新屋开工数、新屋许可数环比均下降

7 月新屋开工下滑 1% 至年化 58.1 万套，新屋许可数环比下降 1.8% 至 56 万套。关键指标独栋房屋开工数环比上升 1.7% 至 49 万套（图表 41）。

中金点评：

7 月新屋开工数继 5 月、6 月连续上升之后意外下滑，主要受多家庭房屋开工数环比下降 13% 拖累（东北部地区环比降幅最大，达 16%）。新屋许可数下降亦出乎市场预期。关键指标独栋房屋开工数达到 10 个月以来的最高水平，表明房价的持续下跌以及政府予首次购房者以 8000 美元税收补贴等因素已开始吸引购买，预计未来数月房屋开工数仍将持续趋稳，但将空置率高企、就业市场低迷、信贷紧缩等的下行压力下振荡趋稳。

美国 7 月成屋销售录得两年来最大销量

7 月成屋销售 524 万套，环比上涨 7.2%，是连续第四个月增长（图表 42、43）。

中金点评：

7 月成屋销售好于市场预期的 500 万套，为 2007 年 8 月以来的最大销售量，环比涨幅为过去十年以来的最大单月涨幅。主要反映首次购房者赶在政府 8000 美元补贴政策到期前的集中购买行为，止赎房回流趋势之下销售价格下降亦吸引了购买（中值同比下降 15%）。但就业市场并未摆脱疲软态势，不断上升的失业率已取代次按成为止赎增加的主要原因，为房市尤其是房价带来下行风险。

美国 PPI 与核心 PPI 环比均告跌

7 月份 PPI 环比下降 0.9%，同比下跌 6.8%；核心 PPI 环比下跌 0.1%（图表 44、45）。

中金点评:

7 月份环比下降出乎预期 (6 月份环比上升 1.8%), 同比跌幅 6.8% 更是有纪录以来的最大跌幅; 核心 PPI 环比下跌亦在市场预期之外 (6 月份环比上升 0.5%)。这印证了我们之前通缩威胁并未完全消除的判断: 整体经济虽有企稳迹象, 但受制于油价 7 月份于低位振荡和产能过剩依然严重, 目前 PPI 通缩势头仍占上风, 通胀压力浮现尚需时日。

美国首次和持续申请失业救济人数双升, 申请紧急失业援助人数骤增

首次申请失业救济人数增加 15,000 人至 57.6 万人, 持续申请失业救济人数略增 2,000 人至 624.1 万人 (图表 46), 领取延长失业援助人数下降 4.8 万人至 40.1 万人, 申请紧急失业援助人数增加了 9.2 万人至 288 万人 (图表 47)。

中金点评:

首次申请失业救济人数增加 15,000 人出乎市场预料。持续申请失业救济人数走势在过去五周内上下波动, 在 8 月 1 日的一周曾回落 10.4 万人。尽管领取延长失业援助人数下降, 但申请紧急失业援助人数的增加量是上一周的近三倍, 表明越来越多人是在为期 26 周的常规失业救济金到期后开始申请州政府救济。整体来看, 尽管随着经济初步企稳, 就业市场的萎缩速度已有所放缓, 但并未摆脱其疲软态势, 失业率仍面临上行压力。

美国费城联储局制造业指数自去年 10 月以来首次转正

8 月份费城联储局制造业指数从 7 月份的 -7.5 上升至 4.2, 是 08 年 10 月以来的首次转正 (图表 48)。

中金点评:

本月费城联储局制造业指数在近一年来首次转正, 显示制造业最恶劣的情况已经过去, 去库存已日益趋近尾声, 未来由再库存带动的复苏态势将更加明朗。

欧元区 6 月份贸易余额持续扩大

欧元区 6 月份出口环比略微下跌 0.1%, 但 5 月份数据被向上修正, 进口则与上月持平, 经季节调整的贸易余额继续保持顺差, 为 10 亿欧元。 (图表 49)

中金点评:

总体来看, 欧元区出口趋于企稳, 2 季度出口环比增长仅下滑 1.4%, 较 1 季度 15.2% 的跌幅大幅改善。2 季度进口下滑 5%, 较 1 季度 14% 的跌幅收窄, 但表现仍不及出口。这使得 2 季度贸易顺差达 24 亿欧元, 而 1 季度为 -94 亿欧元, 净出口显著改善。而从公布了 2 季度 GDP 分项表现的德国、法国和荷兰的情况亦可以推断出, 进口弱于出口很可能是促使欧元区 2 季度经济企稳的因素之一 (见第 74 期宏观周报)。

分出口地看, 欧元区对亚洲出口仍持续上升, 尽管对中国出口在连续 2 个月基本持平后环比又下降 2.7%, 但对日本出口大幅上升了 5.9%。由于美国内需仍然低迷, 欧元区对美国出口跌幅与上个月持平 (1.4%), 2 季度跌幅高达 6%。而更重要的是欧元区对非欧元区欧洲国家出口环比增长了 1.5%, 而其占欧元区出口份额的 40% 以上。如果该地区内需企稳, 将对欧元区出口构成有力支撑, 净出口可能仍是欧元区下半年经济增长的主要动力。 (详见《09 年下半年展望》)

日本2季度经济实现复苏

日本GDP在连续环比下滑5个季度后（累计大幅下跌8.4%），2季度实现环比增长0.9%，符合我们的预期（+0.8%），显示日本经济V形反弹的拐点在2季度已经出现，止跌回升势头得到证实，而分项数据表现亦基本与我们的预期一致（详见8月11日《09年下半年展望》）。（图表50）

中金点评：

经济反弹主要由外需带动，进口疲软亦加大了净出口贡献。受惠于亚洲（占日本出口份额50%）再库存导致的进口需求增长，出口环比增长6.3%，而受制于疲软的内需，进口下跌5.1%，2季度净出口对经济环比增速贡献达1.6个百分点。

政府财政刺激拉动消费增长。一方面，在政府对汽车及家电等消费的推动作用下，日本2季度家庭消费小幅增长0.8%，拉动经济增长0.5个百分点。另一方面，政府支出亦上升1.2%，贡献0.3个百分点，使得消费拉动经济增长0.8个百分点。

但投资依然大幅拖累GDP增长：企业投资不振，房市依然疲软，库存增速放缓。产出大幅增长使2季度企业投资跌幅缩窄，但在大量闲散产能的制约下，企业投资对经济拖累作用仍将可观，环比下滑4.3%（上季增速-8.5%），对经济增长负贡献0.6个百分点。如新屋开工加速下滑所预示，住房投资2季度环比跌幅由5.7%扩大至9.5%，拖累经济增长0.3个百分点。而库存更对GDP贡献-0.5个百分点，使投资对经济增长的负贡献达1.4个百分点。

德国8月份ZEW强劲增长

德国8月份ZEW经济信心指数升至3年以来最高，受经济复苏提振，该指数在7月份略有下滑后8月份强劲上升了16.6点至56.1，高于26.5的历史均值，亦好于45的市场预期。现状指数连续3个月上升，但前两个月仅累计上升3.5，8月份则显著上扬12.1点。（图表51）

中金点评：

ZEW指数的大幅跳升反映了外需改善和政府财政刺激带动的实体经济复苏使金融市场情绪乐观。这是由于ZEW指数的受访者均为金融机构的分析师及投资者，而ZEW问卷的问题集中于利率、股指及行业业绩等，因此更易受到金融市场状况的影响。而我们认为德国经济下半年将主要受外需提振，但在失业率攀升风险仍高，信贷市场解冻缓慢的背景下，2010年的持续复苏可能仍将缓慢且波折。

英国7月份零售进一步增长，但信贷萎缩持续

英国7月份实际零售量在6月份环比增长1.3%后又上升了0.4%，使截至7月份的3个月环比增速达到1.2%，7月份同比增长3.3%。（图表52）

中金点评：

零售价格平减指数同比增速则由-0.1%进一步下滑至-0.7%，显示夏季的折扣促销对零售产生了一定的支撑作用。然而正如我们以前强调的，英国零售数据并不是预测家庭消费指数的可靠指标，1季度实际零售环比增长了0.3%，但家庭消费却下降了1.3%，原因在于服务支出可能有显著的下滑。

前瞻地看，私人部门修整资产负债表可能使储蓄率面临上升压力，而恶化的就业市场与持续紧缩的私人信贷亦是抑制私人消费的主要风险。今日公布的7月份信贷报告显示，消费信贷净额初露低位企稳迹象，但消费信贷的批准/申请比率进一步下滑，消费贷款利率与3个月LIBOR利差进一步扩大，显示金融机构对贷款的违约风险十分警觉，惜贷情绪短期内难以改善。

今天公布的M4数据亦显示，尽管在大规模QE的推动下，广义货币环比增速在6月下滑0.3%后强劲增长了1%，但M4贷款数据仍然疲软，已连续两个月环比持平，未能实现增长，同比增速更从上个月的8.3%进一步放缓至7.8%。信贷市场仍未出现复苏信号亦是英格兰银行年内不会紧缩货币政策的原

因之一。

亚洲新兴经济体经济领先指标持续上升，通胀率持续回落

亚洲新兴经济体经济领先指标持续上升，新加坡和泰国商品出口同比降幅持续放缓，环比已经连续 2~3 个月上升，而新加坡 7 月份采购经理指数亦连续 3 个月高于 50 点盛衰线。另一方面，香港 7 月份失业率持平于 5.4%，轻微低于市场预期的 5.5%，而通胀率从 6 月的 0.4% 降至负 0.3%，为近 5 年来首次负值。

中金点评

台湾地区 2 季度 GDP 同比下滑 7.5%，降幅低于 1 季度创纪录的 10.2% 和彭博预测中值的 7.8%。尽管美欧等发达国家仍未显著走出衰退，但亚洲新兴经济体已有企稳迹象，导致 2 季度出口下滑 18.4%，降幅低于 1 季度的 27.9%。厂商投资态度持续保守，营建工程投资亦持续低迷，导致固定资本形成总额同比下降 23.7%，降幅低于 1 季度的 33.4%，但对 GDP 的负贡献减少 1 个百分点至 4.2 个百分点。GDP 四驾马车中只有私人消费和政府开支对 GDP 带来正贡献，2 季度分别同比增长 0.4% 和 1.5%，对 GDP 增速皆贡献 0.2 个百分点，而 1 季度则为 -1.6 和 0.4 个百分点。（图表 53）

新加坡 7 月份非石油本土出口同比下降 8.5%，好于 6 月份的 11.1% 降幅，为 10 个月以来最小降幅。非石油本土出口环比上升 6.1%，高于市场预计的 3.4% 和 6 月的 5.0% 降幅。新加坡 7 月份出口总额同比下降 22.3% 至 351 亿新加坡元，进口总额同比下滑 27.3% 至 314 亿元，贸易盈余从 6 月份的 24 亿上升至 37 亿新加坡元。新加坡 7 月份采购经理指数，由 6 月份的 51.1 上升至 51.5，连续 3 个月高于 50 点盛衰线，反映新加坡制造业向好势头持续。（图表 54）

泰国 商品出口连续 9 个月下滑，7 月份同比下降 25.7% 至 129 亿美元，降幅轻微低于 6 月份的 25.9%。但商品进口则同比下滑 32.5% 至 121 亿美元，降幅高于 6 月份的 27.1%。贸易盈余由 6 月的 9.4 亿美元减少到 7 亿美元。环比来看，泰国商品出口已经连续 3 个月上升，反映出口表现有企稳迹象。商业部曾表示泰国商品出口 3 季度将继续出现同比下降，而在 4 季度将重新呈现同比增幅，预计全年出口将录得 15~19% 的降幅。（图表 55）

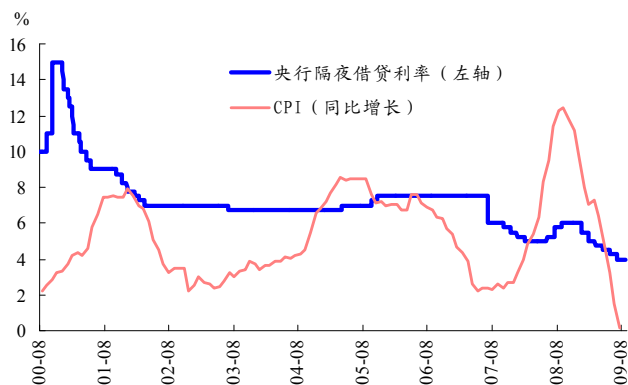
韩国 7 月份百货商店销售额同比增长 4.0%，高于 6 月的 3.6%，连续 5 个月同比上升，但折扣商店销售则同比下滑 6.0%，而 6 月份则录得 1.4% 的同比降幅。韩国经济触底反弹的迹象还表现在 7 月份消费者信心指数由 6 月份的 106 上升至 109 的 03 年以来峰点。韩国 2 季度 GDP 同比下降 2.5%，降幅低于 1 季度的 4.2%。而季环比则上升 2.3%，远胜 1 季度的 0.1%，亦是 5 年半以来最大的季度升幅。韩国央行上个星期议息会议维持基本利率不变，以继续支持经济活动和金融市场的稳定。

香港 7 月份失业率持平于 5.4%，轻微低于市场预期的 5.5%。同期就业不足率上升至 2.4%。尽管香港失业率近月上升势头有所放缓，但劳动市场仍然疲软，失业人数上升至超过 21 万人。领先指标预示未来数月就业人数将进一步下降。尽管 7 月份 PMI 就业分类指数连续两个月上升至 47 点，但仍然低于 50 点盛衰线，表明雇主对增聘人手仍然审慎。然而，领先就业人数增长 2 到 3 个季度的香港中文大学就业信心指数从 1 季度的 43 点上升至 2 季度的 61 点，显著高于 08 年 10 月份的历史低点 23 点和 03 年初非典爆发时的 41 点，反映就业人数下滑可能于 3~4 季度触底。（图表 56）

香港 7 月基本通胀率从 6 月的 0.4% 降至负 0.3%，为近 5 年来首次负值。同时整体消费物价则同比下滑 1.5%，降幅大于 6 月的 0.9%。基本通胀率和整体通胀率之间的显著差异仍然是受到香港政府数项纾困措施的影响，特别是电费补贴，这些措施合共减低整体通胀率约 1.2 个百分点。基本和整体消费物价指数持续回软，主因是食品价格跌幅扩大及私人房屋租金升幅收窄。预料基本通胀率将于未来数月仍于负值区间，但于 11 月触底回升，09 年全年基本通胀率为 0.9%，低于 08 年的 5.6%。（图表 57）

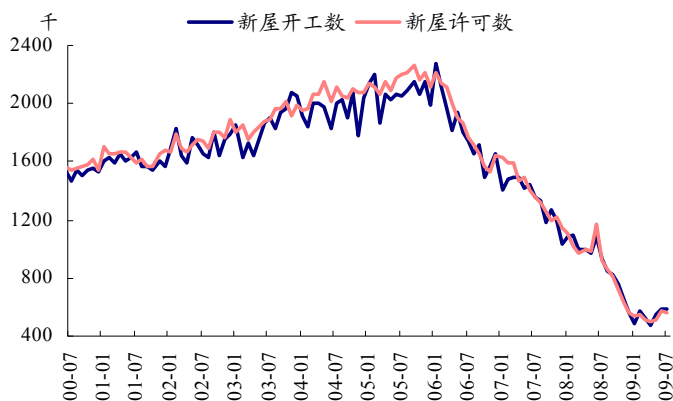
马来西亚 7 月份通胀率为 -2.4%，符合市场预期，而 6 月份通胀率为 -1.4%。其中食品价格同比上升 2%，小于 6 月份的 3.4%，而交通服务价格则由于油价下滑而录得同比大幅下降 20%，低于 6 月份的 18% 降幅。然而，马来西亚 CPI 已经连续 3 个月环比上升，反映物价可能重回上升态势。

图表 40：菲律宾央行隔夜借贷利率和通胀率



资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图表 41：美国新屋开工和新屋许可数



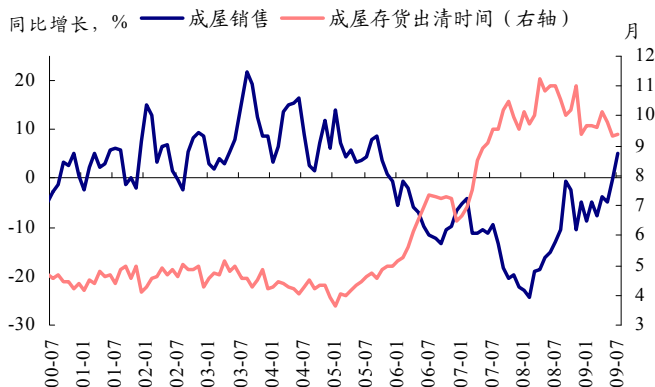
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 42：美国成屋销售数



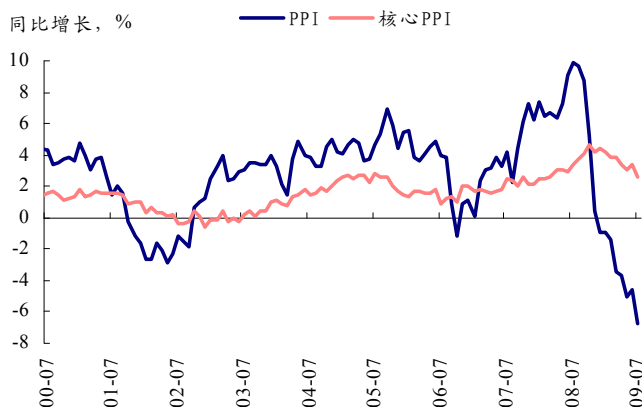
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 43：成屋存货出清时间



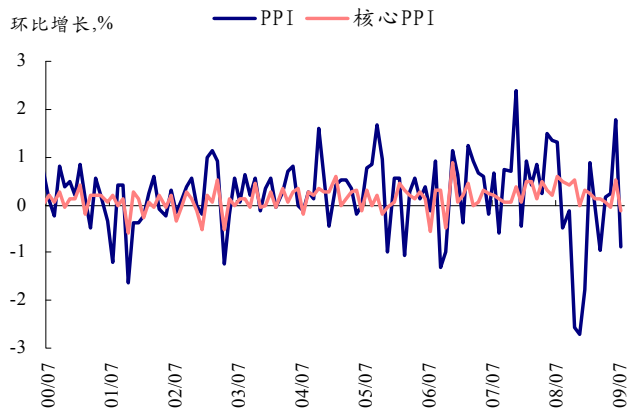
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 44：美国 PPI 同比增长



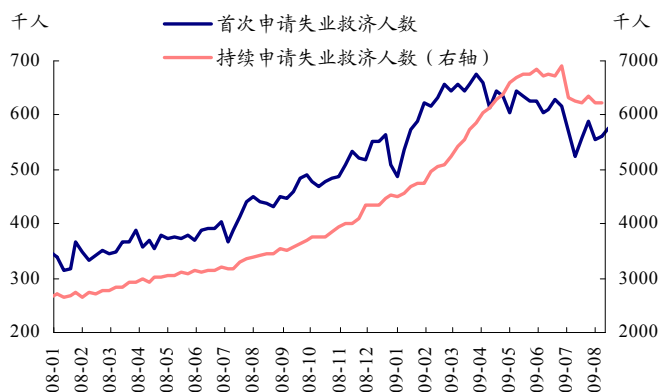
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 45：美国 PPI 环比增长



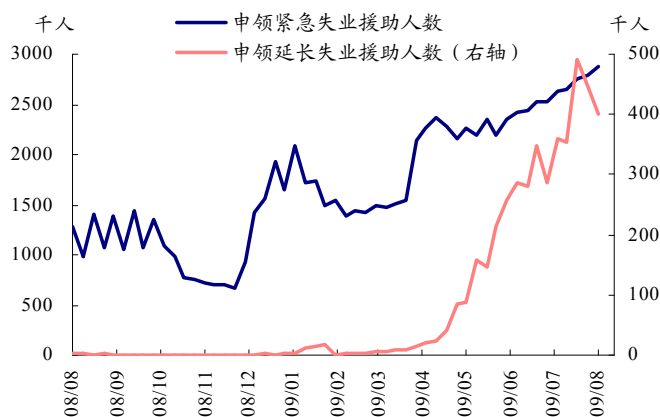
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 46: 首次申领失业救济人数



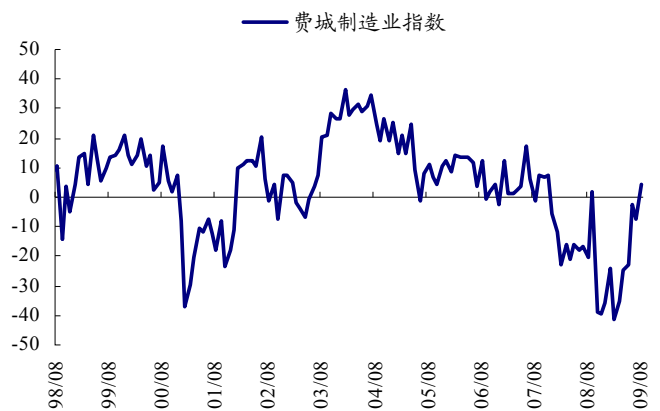
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 47: 申领紧急和延长失业援助人数



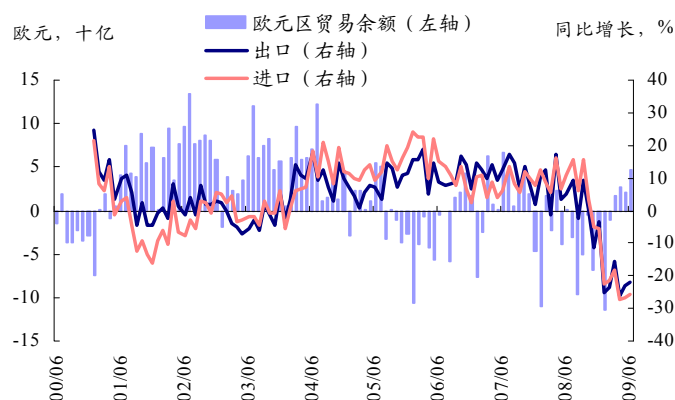
资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 48: 美国费城制造业指数



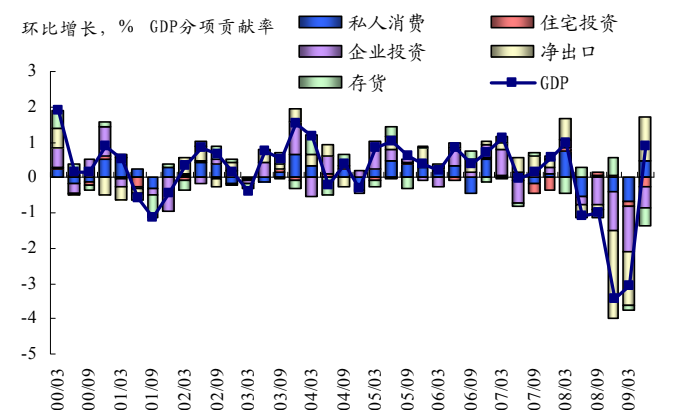
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 49: 欧元区外贸



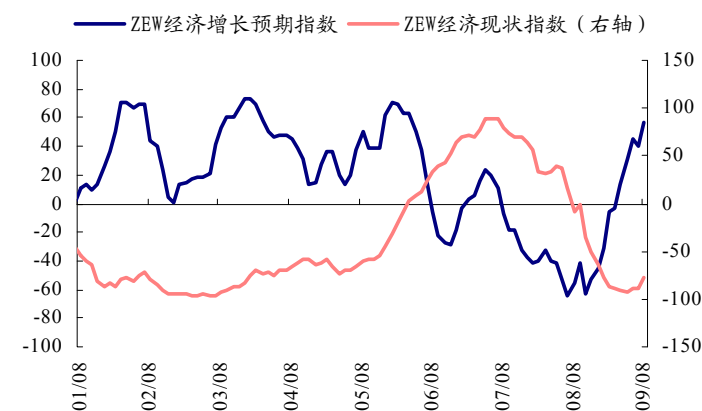
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 50: 日本 GDP



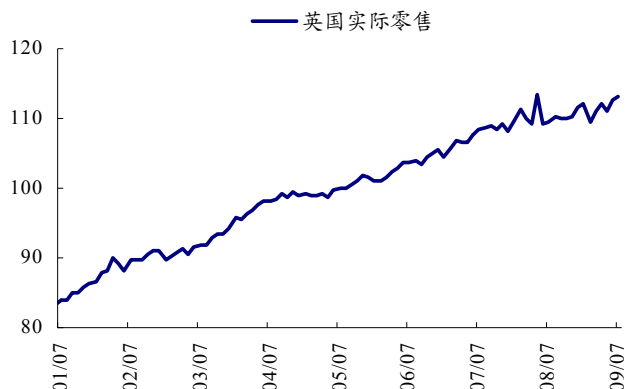
资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 51: 德国 ZEW 指数



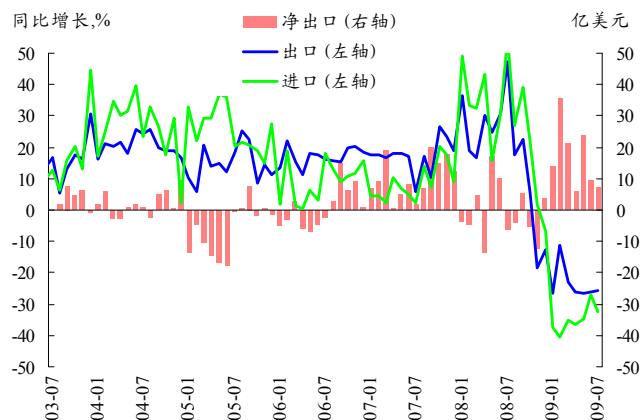
资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 52：英国实际零售



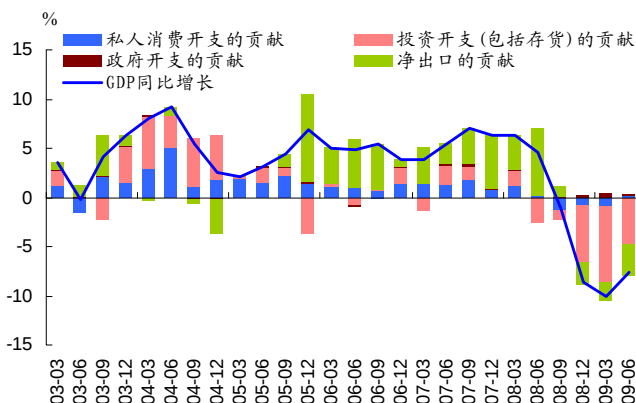
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 55：泰国商品贸易



资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 53：台湾地区 GDP



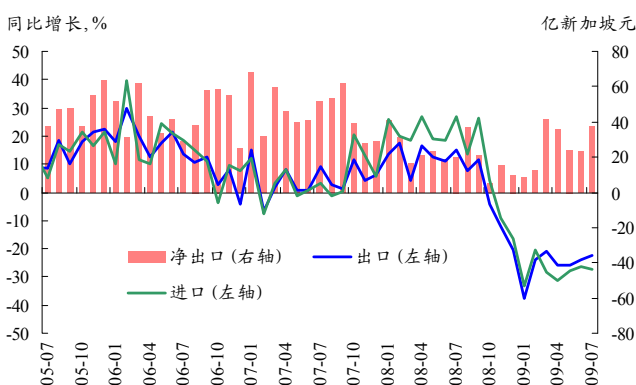
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 56：香港就业市场状况



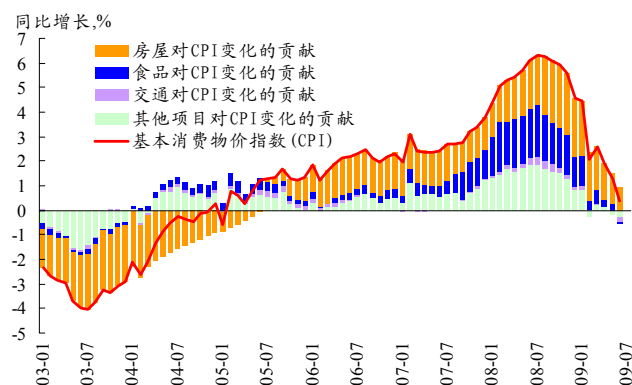
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 54：新加坡商品贸易



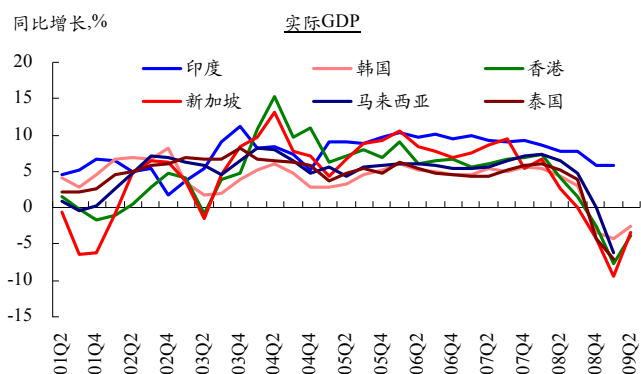
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 57：各分项对香港通胀率的贡献



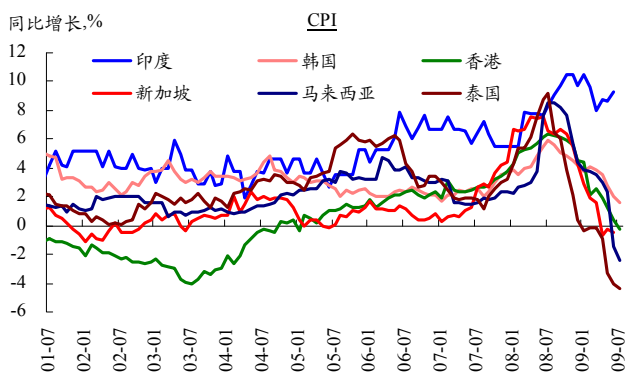
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 58: 亚洲新兴经济体实际 GDP



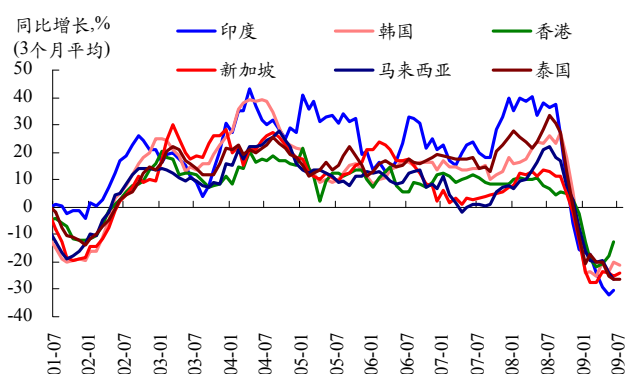
资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 59: 亚洲新兴经济体 CPI



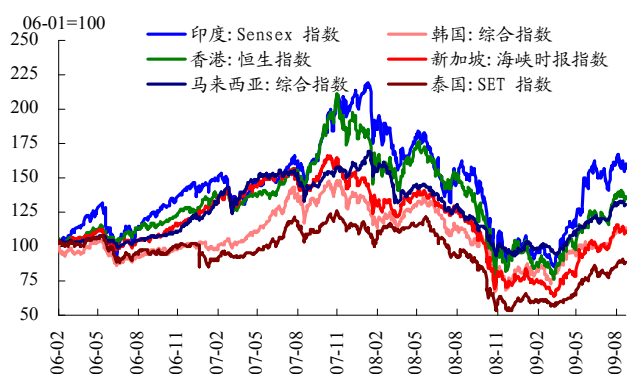
资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 60: 亚洲新兴经济体商品出口



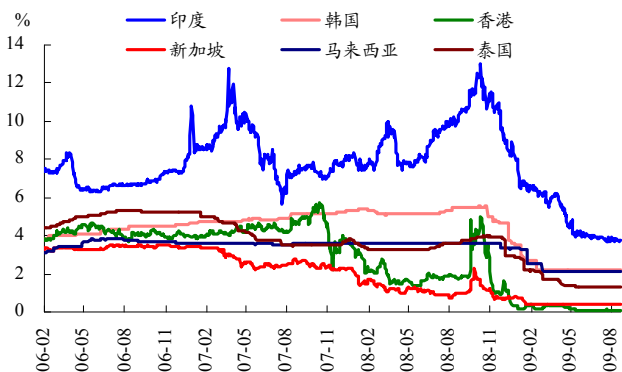
资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 61: 亚洲新兴经济体股市表现



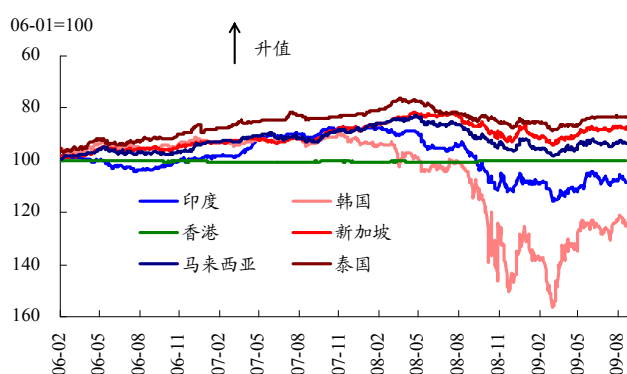
资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 62: 新兴亚洲经济体银行间利率 (1 个月期)



资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 63: 亚洲新兴货币兑美元汇率



资料来源: CEIC、彭博资讯, 中金公司研究部

图表 64：美国主要经济数据

	08/08	08/09	08/10	08/11	08/12	09/01	09/02	09/03	09/04	09/05	09/06	09/07
工业生产												
工业产出指数	109.2	104.8	106.2	104.8	102.4	100.1	99.3	97.7	97	95.9	95.5	96
同比增长, %	-2.15	-6.43	-4.67	-6.51	-8.90	-10.86	-11.34	-12.53	-12.61	-13.37	-13.50	-13.04
产能利用率(%)	77.6	74.5	75.4	74.4	72.7	71.1	70.6	69.5	69	68.3	68.1	68.5
ISM制造业指数	49.3	43.4	38.7	36.6	32.9	35.6	35.8	36.3	40.1	42.8	44.8	48.9
ISM非制造业指数	50.4	50	44.6	37.4	40.1	42.9	41.6	40.8	43.7	44	47	46.4
费城制造业指数	-20.1	1.9	-38.7	-39.8	-36.1	-24.3	-41.3	-35	-24.4	-22.6	-2.2	-7.5
消费												
零售额(美元, 十亿)	372.19	366.56	355.04	347.71	336.44	342.02	343.44	339.23	338.34	339.87	342.50	342.31
同比增长, %	1.06	-1.47	-5.04	-8.44	-10.62	-9.10	-7.96	-9.50	-10.02	-9.77	-8.92	-8.31
私人收入(美元, 十亿)	12298.4	12306.6	12268.2	12235.6	12196.6	12068	11966.2	11911.2	11939.6	12094.7	11934.9	
同比增长, %	3.02	2.48	1.78	1.08	0.45	-0.59	-1.39	-1.98	-1.83	-2.16	-3.39	
私人消费(美元, 十亿)	10232.1	10196.7	10118.7	10013.7	9897	9972.7	10011.3	9978.9	9969.2	9978.2	10019.6	
同比增长, %	3.70	2.86	1.65	-0.28	-1.63	-1.06	-0.66	-1.47	-1.88	-2.02	-2.15	
密歇根大学消费者信心指数	63	70.3	57.6	55.3	60.1	61.2	56.3	57.3	65.1	68.7	70.8	66
投资												
耐用品订单(美元, 十亿)	206,084	206,034	188,534	181,047	172,741	159,187	161,812	158,279	160,510	162,674	159,059	
同比增长, %	-5.85	-4.45	-12.66	-15.87	-22.93	-25.51	-25.12	-26.59	-24.81	-23.87	-26.58	
外贸												
出口额(美元, 十亿)	161.65	151.98	149.71	141.53	132.92	124.95	126.42	123.93	121.41	123.36	125.78	
同比增长, %	15.46	7.77	3.72	-3.44	-10.32	-16.29	-16.62	-17.60	-21.59	-21.24	-22.18	
进口额(美元, 十亿)	222.57	212.12	209.10	184.77	174.78	161.53	152.50	152.46	150.20	149.32	152.79	
同比增长, %	13.39	6.94	3.84	-10.34	-15.17	-23.36	-28.53	-27.34	-30.77	-31.24	-31.11	
贸易余额(美元, 十亿)	-60.91	-60.14	-59.39	-43.25	-41.86	-36.58	-26.08	-28.53	-28.79	-25.97	-27.01	
同比增长, %	8.25	4.91	4.14	-27.34	-27.60	-40.50	-57.77	-51.98	-53.67	-57.10	-55.12	
通货膨胀(同比增长, %)												
CPI	5.4	4.9	3.7	1.1	0.1	0.0	0.2	-0.4	-0.7	-1.3	-1.4	-2.1
核心CPI	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5
PCE	4.4	4.1	3.2	1.4	0.6	0.5	0.6	0.2	0.0	-0.3	-0.4	
核心PCE	2.7	2.5	2.3	2.1	1.8	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	
PPI	9.7	8.8	5.2	0.4	-0.9	-0.9	-1.4	-3.4	-3.7	-5.0	-4.6	-6.8
核心PPI	3.7	4.0	4.7	4.3	4.5	4.2	3.8	3.8	3.4	3.0	3.3	2.6
住房市场												
新屋开工数(千栋)	849	822	763	655	556	488	574	521	479	551	587	581
同比增长, %	-36.17	-30.52	-39.64	-45.28	-46.38	-54.94	-47.82	-47.53	-52.15	-43.25	-45.55	-37.73
新屋销售(千栋)	444	436	409	390	374	329	354	332	338	346	384	
同比增长, %	-36.48	-36.44	-43.74	-39.16	-39.58	-45.89	-38.54	-34.77	-36.59	-32.02	-21.31	
成屋销售(百万栋)	4.93	5.10	4.94	4.54	4.74	4.49	4.71	4.55	4.66	4.72	4.89	
同比增长, %	-10.36	-0.58	-2.37	-10.63	-4.82	-8.55	-4.85	-7.52	-3.92	-4.65	-0.20	
Case-Shiller房价指数	164.64	161.64	158.09	154.51	150.56	146.34	143.10	139.99	139.21	139.84		
同比增长, %	-16.58	-17.40	-18.08	-18.22	-18.60	-19.01	-18.67	-18.70	-18.10	-17.06		
劳工市场												
非农就业人数(千人)	137,053	136,732	136,352	135,755	135,074	134,333	133,652	133,000	132,481	132,178	131,735	131,488
非农就业人数增加值(千人)	-175	-321	-380	-597	-681	-741	-681	-652	-519	-303	-443	-247
失业率, %	6.2	6.2	6.6	6.8	7.2	7.6	8.1	8.5	8.9	9.4	9.5	9.4
金融市场(期末值)												
联邦基金利率(%)	2.00	2.00	1.00	1.00	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
M2同比增长, %	5.40	6.40	7.50	7.80	9.60	10.00	9.20	9.30	8.30	8.80	9.00	
3个月国债收益率(%)	1.7103	0.9044	0.436	0.0406	0.0761	0.2262	0.2465	0.2009	0.1247	0.1298	0.1775	0.1674
2年期国债收益率(%)	2.3669	1.9599	1.5480	0.9807	0.7643	0.9463	0.9701	0.7960	0.8987	0.9146	1.1091	1.1929
10年期国债收益率(%)	3.8116	3.8234	3.953	2.92	2.2123	2.8403	3.0131	2.6629	3.1187	3.4594	3.5326	3.7346
30年期国债收益率(%)	4.4227	4.311	4.3664	3.4369	2.6758	3.603	3.7083	3.5339	4.0324	4.3361	4.3294	4.5224
30年住房贷款利率(%)	6.26	5.94	6.41	5.76	5.26	5.34	5.25	4.89	4.92	5.23	5.39	5.47
美元名义有效汇率(2005=100)	89.47	91.43	97.16	100.14	97.76	98.05	100.65	101.47	99.49	95.35	93.5	
美元实际有效汇率(2005=100)	93.13	95.31	102.08	103.53	101.02	102.66	106.02	106.72	103.37	99.8	98.93	
美元/欧元汇率	1.4673	1.4092	1.2726	1.2869	1.3916	1.3316	1.2675	1.367	1.367	1.4041	1.3906	1.4364
日元/美元汇率	108.8	106.11	98.46	95.28	91.16	90.47	97.36	94.65	94.65	97.97	92.16	95.26

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 65：欧洲及日本主要经济数据

	08/08	08/09	08/10	08/11	08/12	09/01	09/02	09/03	09/04	09/05	09/06	09/07
欧元区												
工业产出（除建筑业）同比增长，%	-0.9	-2.4	-5.9	-8.9	-12.2	-16.5	-19.2	-19.2	-21.2	-17.6	-17	
PMI制造业指数	47.6	45	41.1	35.6	33.9	34.4	33.5	33.9	36.8	40.7	42.6	46.3
PMI服务业指数	48.5	48.4	45.8	42.5	42.1	42.2	39.2	40.9	43.8	44.8	44.7	45.7
实际零售同比增长，%	-1.3	-0.6	-2	-2.1	-1.7	-2.4	-4.5	-2.8	-1.9	-3	-2.5	
出口额(欧元，十亿)	116.8	137.7	141.1	120.3	112.2	93.5	99.8	109.7	102.6	98.6	106.1	
同比增长，%	-2.31	9.30	0.38	-11.57	-3.66	-25.00	-23.47	-15.41	-26.48	-23.09	-22.21	
进口额（欧元，十亿）	126.4	142.7	141.6	127.1	114.2	105.0	100.9	108.0	100.0	96.5	101.5	
同比增长，%	6.29	15.65	3.51	-5.25	-5.66	-22.68	-21.62	-18.19	-27.12	-26.95	-25.57	
贸易余额(欧元，十亿)	-9.65	-5.00	-0.45	-6.81	-1.98	-11.48	-1.11	1.67	2.60	2.15	4.59	
失业率，%	7.6	7.7	7.9	8.0	8.2	8.5	8.8	9.0	9.2	9.3	9.4	
消费者物价指数同比增长，%	3.80	3.60	3.20	2.10	1.60	1.10	1.20	0.60	0.60	0.00	-0.10	-0.70
基准利率	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00
M3同比增长，%	9.10	8.50	8.70	7.90	7.40	6.20	6.00	5.00	4.90	3.80	3.50	
德国												
工业产出同比增长，%	1.6	-1.8	-3.7	-6.9	-11.3	-17.9	-21.3	-20.2	-22.3	-17.6	-18.1	
PMI制造业指数	49.7	47.4	42.9	35.7	32.7	32.0	32.1	32.4	35.4	39.6	40.9	45.7
PMI服务业指数	51.4	50.2	48.3	45.1	46.6	45.2	41.3	42.3	43.8	45.2	45.2	48.1
IFO商业景气指数	94.6	92.7	90.0	85.9	82.7	83.1	82.6	82.2	83.8	84.3	85.9	87.3
ZEW经济景气指数	-9.2	-1.0	-35.9	-50.4	-64.5	-77.1	-86.2	-89.4	-91.6	-92.8	-89.7	-89.3
出口订单数同比增长，%	-3.8	-13.1	-22.3	-27.7	-33.0	-39.6	-40.5	-35.1	-36.6	-32.5	-24.2	
Icon消费者信心指数	90	91	88	84	77	73	70	67	-	68	71	74
出口额（欧元，十亿）	75.5	87.0	89.4	76.8	67.2	64.5	64.5	70.0	63.7	60.7	68.5	
同比增长，%	-2.8	6.5	0.7	-12.5	-8.4	-23.2	-23.5	-16.2	-28.8	-24.2	-22.2	
进口额（欧元，十亿）	64.7	71.8	72.8	66.9	60.0	57.6	55.8	58.7	54.3	51.2	56.3	
同比增长，%	2.1	13.1	4.6	-1.6	-4.0	-13.6	-17.0	-12.1	-23.0	-22.4	-17.2	
贸易余额（欧元，十亿）	13.9	13.9	16.0	10.9	11.0	6.7	8.9	8.9	9.0	10.2	11.0	
失业率，%	7.7	7.6	7.6	7.6	7.7	7.8	8.0	8.1	8.3	8.2	8.3	8.3
CPI同比增长，%	3.1	2.9	2.4	1.4	1.1	0.9	1.0	0.5	0.7	0.0	0.1	-0.5
英国												
工业产出同比增长，%	-3.30	-2.90	-6.30	-8.20	-9.70	-12.10	-12.70	-12.60	-12.40	-11.90	-11.10	
PMI制造业指数	45.3	41.2	40.7	34.5	34.9	35.8	34.7	39.5	43.1	45.4	47.4	50.8
PMI服务业指数	49.2	46.0	42.4	40.1	40.2	42.5	43.2	45.5	48.7	51.7	51.6	53.2
零售同比增长，%	3.4	3.0	2.9	2.5	-0.7	2.6	-1.2	1.3	4.2	-1.2	2.9	2.5
出口额（英镑，十亿）	35.0	35.9	36.3	35.2	34.4	33.0	32.8	32.3	32.2	31.9	32.2	
同比增长，%	11.79	14.54	13.39	7.69	6.82	-1.65	-3.73	-5.57	-8.41	-10.10	-10.38	
进口额（英镑，十亿）	38.9	38.9	38.2	37.3	36.5	35.9	35.5	35.0	35.2	33.8	34.4	
同比增长，%	10.22	8.97	5.93	1.74	1.10	-4.69	-6.10	-7.05	-8.05	-12.66	-13.30	
贸易余额（英镑，十亿）	-3.88	-3.01	-1.90	-2.09	-2.10	-2.85	-2.69	-2.73	-2.91	-1.91	-2.18	
失业率，%	2.8	2.9	3.1	3.4	3.6	3.9	4.3	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9
CPI同比增长，%	4.7	5.2	4.5	4.1	3.1	3.0	3.2	2.9	2.3	2.2	1.8	1.8
基准利率	5.00	5.00	4.50	3.00	2.00	1.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
日本												
工业产出同比增长，%	-7.2	0.4	-6.6	-16.5	-20.7	-30.9	-38.4	-34.2	-30.7	-29.5	-23.5	
机器订单同比增长，%	-13.0	-4.2	-15.5	-27.7	-26.8	-39.5	-30.1	-22.2	-32.8	-38.3	-29.7	
海外订单同比增长，%	-9.9	-3.5	-44.4	-43.9	-29.1	-71.0	-74.4	-48.4	-66.1	-73.8	-58.0	
零售同比增长，%	0.7	-0.3	-0.7	-0.9	-2.7	-2.4	-5.7	-3.8	-2.8	-2.7	-2.9	
出口额(日元，十亿)	6715.4	7028.4	6582.0	5058.0	4589.6	3282.8	3302.8	3923.3	3915.1	3760.1		
同比增长，%	0.8	2.1	-7.5	-26.5	-35.1	-46.3	-50.5	-46.6	-40.6	-42.2		
进口额（日元，十亿）	6856.6	6708.2	6445.4	5150.2	4785.5	4127.6	3105.9	3796.1	3730.8	3372.8		
同比增长，%	18.5	31.1	8.0	-13.8	-21.3	-31.7	-44.9	-37.8	-37.8	-43.9		
贸易余额（日元，十亿）	-141.2	320.2	136.6	-92.2	-195.9	-844.8	196.9	127.1	184.3	387.3		
失业率，%	4.1	4.0	3.8	4.0	4.3	4.1	4.4	4.8	5.0	5.2	5.4	
CPI同比增长，%	2.1	2.1	1.7	1.0	0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-1.1	-1.8	
基准利率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 66：亚洲新兴经济体主要数据

同比增长,%	2005	2006	2007	2008	08-Q3	08-Q4	09-Q1	09-Q2	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07
香港															
实际GDP	7.1	7.0	6.4	2.5	1.5	-2.6	-7.8	-3.8	...	...	...	...	...	...	...
实际CPI	0.9	2.0	2.8	5.6	6.2	5.4	3.0	1.2	4.5	2.1	2.6	1.9	1.3	0.4	-0.3
商品出口	11.4	9.4	9.2	5.1	5.5	-2.1	-21.9	-12.9	-21.8	-23.0	-21.1	-18.2	-14.5	-5.4	...
工业生产	2.5	2.2	-1.5	-6.6	-6.7	-10.4	-9.1	...	...	...	...	...	...	...	...
零售业销货额	6.1	5.8	10.1	5.0	4.1	-2.4	-5.5	-5.5	5.4	-13.9	-9.2	-5.6	-6.6	-4.4	...
经常项目顺差(占GDP,%)	11.4	12.1	12.3	14.2	17.4	18.4	11.3	...	...	...	...	...	...	...	...
印度															
实际GDP	9.2	9.9	9.3	7.5	7.7	5.8	5.8	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.0	6.3	6.4	8.3	9.0	10.2	9.4	8.9	10.4	9.6	8.0	8.7	8.6	9.3	...
商品出口	29.9	21.4	24.1	20.2	26.7	-15.0	-24.4	-30.0	-16.8	-21.7	-33.3	-33.2	-29.2	-27.7	...
工业生产	7.9	10.5	9.9	4.4	4.7	0.8	0.5	3.7	1.0	0.2	0.3	1.2	2.2	7.8	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-1.4	-1.2	-1.1	-3.3	-4.7	-4.8	1.8	...	...	...	...	...	...	...	...
印度尼西亚															
实际GDP	5.7	5.5	6.3	6.1	6.4	5.2	4.4	4.0	...	...	...	...	...	...	...
CPI	10.5	13.1	6.4	9.8	12.0	11.5	8.6	5.6	9.2	8.6	7.9	7.3	6.0	3.7	2.7
商品出口	19.7	17.7	13.2	20.1	27.9	-5.6	-31.8	-26.4	-35.0	-32.3	-28.3	-22.6	-28.7	-27.2	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	3.0	1.6	1.5	0.2	0.4	-1.7	0.9	1.4	1.1	-0.1	0.2	...
零售业销货额	15.9	-4.0	10.4	0.1	7.5	-16.4	0.1	3.9	2.9	-8.2	5.9	4.2	4.8	2.8	...
经常项目顺差(占GDP,%)	0.1	3.0	2.4	0.0	-0.6	-0.6	2.6	...	...	...	...	...	...	...	...
韩国															
实际GDP	4.0	5.2	5.1	2.2	3.1	-3.4	-4.2	-2.5	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.8	2.2	2.5	4.7	5.5	4.5	3.9	2.8	3.7	4.1	3.9	3.6	2.7	2.0	1.6
商品出口	12.0	14.4	14.1	13.6	27.0	-9.9	-25.2	-20.5	-34.5	-18.5	-22.5	-19.9	-28.6	-12.5	-21.8
工业生产	6.3	8.4	6.9	3.1	5.6	-11.3	-15.5	-6.2	-25.5	-10.0	-10.5	-8.2	-9.0	-1.2	...
零售业销货额	4.1	4.0	5.0	1.0	1.4	-4.2	-4.9	1.6	-3.3	-6.1	-5.2	-3.9	1.6	7.3	...
经常项目顺差(占GDP,%)	1.8	0.5	0.6	-0.4	-3.5	3.9	5.1	...	...	...	...	...	...	...	...
马来西亚															
实际GDP	5.3	5.8	6.2	4.6	4.8	0.1	-6.2	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	3.0	3.6	2.0	5.4	8.4	5.9	3.7	1.3	3.9	3.7	3.5	3.0	2.4	-1.4	-2.4
商品出口	11.4	9.8	2.7	9.6	16.8	-7.5	-20.0	-26.3	-27.8	-16.0	-15.7	-26.3	-29.7	-22.6	...
工业生产	3.6	4.8	2.3	0.5	1.4	-9.1	-14.4	-10.9	-17.9	-12.5	-12.6	-11.7	-11.4	-9.6	...
经常项目顺差(占GDP,%)	15.0	16.7	15.7	17.5	19.5	16.7	20.2	...	...	...	...	...	...	...	...
菲律宾															
实际GDP	5.0	5.3	7.1	3.8	4.6	2.9	0.4	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	7.7	6.3	2.8	9.3	12.2	9.7	6.9	3.2	7.1	7.3	6.4	4.8	3.3	1.5	0.2
商品出口	4.0	14.9	6.4	-2.8	4.1	-22.3	-36.8	-28.9	-40.6	-39.0	-30.8	-35.2	-26.9	-24.8	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	0.3	4.0	-6.9	-18.5	...	-24.4	-20.4	-10.7	-18.3	-13.0	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	2.0	4.5	4.9	2.6	-0.7	5.3	5.9	...	...	...	...	...	...	...	...
新加坡															
实际GDP	7.3	8.4	7.8	1.1	0.0	-4.2	-9.5	-3.5	...	...	...	...	...	...	...
CPI	0.5	1.0	2.1	6.5	6.6	5.4	2.1	-0.5	2.9	1.9	1.6	-0.7	-0.3	-0.5	...
商品出口	14.0	12.8	4.4	5.8	11.4	-12.0	-27.8	-25.4	-37.8	-23.7	-20.7	-26.1	-26.0	-24.1	-22.3
工业生产	9.5	11.9	5.9	-4.2	-10.9	-10.7	-24.2	-2.4	-26.3	-11.8	-32.6	0.8	2.1	-9.3	...
零售业销货额	9.0	6.9	3.8	-1.7	2.8	-5.4	-10.7	-12.0	-14.4	-8.3	-8.6	-13.5	-12.5	-9.9	...
经常项目顺差(占GDP,%)	22.7	25.4	23.5	14.8	17.1	10.4	10.7	...	...	...	...	...	...	...	...
台湾															
实际GDP	4.2	4.8	5.7	0.1	-1.0	-8.6	-10.1	-7.5	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.3	0.6	1.8	3.5	4.5	1.9	0.0	-0.8	1.5	-1.3	-0.1	-0.5	-0.1	-2.0	-2.3
商品出口	8.8	12.9	10.1	3.6	8.0	-24.7	-36.7	-32.0	-44.1	-28.6	-35.8	-34.3	-31.5	-30.4	-24.4
工业生产	3.8	4.7	7.8	-1.8	0.5	-24.2	-32.4	-16.6	-43.3	-27.2	-25.8	-20.0	-18.4	-11.3	...
零售业销货额	5.8	1.8	3.5	-1.5	-4.2	-7.1	...	...	-0.3	-9.5	...	...	...	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	5.0	7.2	8.6	6.4	1.9	8.3	14.2	...	...	...	...	...	...	...	...
泰国															
实际GDP	4.6	5.2	4.9	2.6	3.9	-4.2	-7.1	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.5	4.6	2.2	5.5	7.3	2.1	-0.2	-2.8	-0.4	-0.1	-0.2	-0.9	-3.3	-4.0	-4.4
商品出口	15.0	16.9	18.6	15.5	26.1	-10.7	-20.5	-26.2	-26.4	-11.3	-23.1	-26.1	-26.6	-25.9	-25.7
工业生产	9.1	7.3	8.2	5.3	7.6	-8.0	-18.5	-9.1	-21.2	-19.9	-14.5	-9.7	-9.8	-7.8	...
零售业销货额	4.2	0.5	2.0	3.9	3.4	-6.5	-10.3	...	-11.1	-7.7	-11.9	-8.7	-8.5	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-4.3	1.1	5.7	-0.1	-2.0	-3.1	14.8	...	...	...	...	...	...	...	...

资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。