



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

宏观经济周报

2009 年 11 月 16 日

第 87 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

xingzq@cicc.com.cn

人民币汇率与黄金成为焦点

要点:

中国经济:

人民币升值压力增大,但难以大幅升值:近期外界对于人民币压力不仅来自于发达国家和国际组织——APEC 部长级会议对于汇率市场化的呼吁、IMF 总裁对于人民币被低估的表态,以及 11 月 15 日美国总统奥巴马访华势必向人民币汇率施压;更重要的是,伴随着 G20 替代 G7 成为国际间商讨金融经济局势的主要会议,更多新兴市场国家近期也加入对人民币施压的行列,包括巴西、俄罗斯、印尼、泰国等,认为人民币今年以来的弱势导致其出口竞争力受到打击。这大大增加了人民币升值压力,我们判断明年 1 季度中国出口明显复苏之际,人民币将恢复升值。但不大可能出现较大幅度的升值,因为人民币尽管今年呈现弱势,但过去几年累计相对其他货币明显升值,为实现全球经济再平衡的努力远高于其他国家。我们认为明年人民币将小幅升值 3~5%。

IMF 中国之行或意图出售黄金给中国,金价可能上涨:IMF 总裁斯特劳斯卡恩将于 11 月 16 日至 17 日访问中国,市场或许会猜测此行涉及说服中国购买黄金。此前 IMF 宣布,其打算出售的 403 吨黄金中有 200 吨已出售给印度央行,推高了国际金价。而中国目前黄金储备仅占外汇储备的 1.7%,比例低于其他国家平均水平,市场可能会对中国的购买有较高的预期,从而对近期金价产生向上推动。然而,如果中国决定不买,则将对金价造成向下冲击。

海外经济:

美国在亚太经合组织财长会议上重申支持强势美元。然而,无论从实体经济还是金融市场的最新发展态势来看,美国近期并不存在实施强势美元政策的条件。消费信心意外滑落、2009 全年财政赤字创新高、失业率仍面临上升压力、贸易赤字重又扩大,表明美国经济状况短期内将难以承受强势美元政策。而对于美元融资套利交易平仓潮一旦爆发所可能带来的危害的担忧,也阻碍强势美元政策的实施。市场现已普遍认识到融资套利交易的存在,然而对其规模以及一旦平仓时的危害性可能仍缺乏概念。由于融资套利交易的直接统计数据的缺乏,我们只能结合历史上的融资套利交易间接地进行比较分析。最近的市场动向已表明,目前越来越多的投资者正在朝同一个方向进行投机,这已使得各类资产(包括债券、新兴市场股权类资产、原油及大宗商品等)价格上涨与美元弱势的相关性愈发显著。目前美元利率处于纪录低位水平,美元套利交易将在紧缩流动性前持续。历史经验告诉我们,这样的单向投机方式本质上存在着大规模平仓时资产价格和汇率的剧烈调整,而主要风险在新兴市场和大宗商品国家。

在连续 5 个季度累计萎缩 5.1%后,欧元区 3 季度经济实现小幅复苏,环比增速为 0.4%,略低于我们 0.7%的预期,更显著弱于美国 0.9%的 3 季度 GDP 环比增速。欧元区 3 季度 GDP 同比仍然下滑 4.1%,但萎缩幅度较 2 季度的 4.8%有所缩窄。

上周长期资金从货币市场基金流出的态势并未改变,全球股市和债市又重回过去 35 周的流入趋势。发达国家有约 72 亿美元净流入,新兴市场有约 23 亿美元净流入,其中流入中国近 6 亿美元,约为上周净流出的两倍。长期基金对全球新兴股市的资产权重明显上升,从 10 月平均的 16.2%上升至上周的 16.4%,为 08 年以来最高,显示投资者对新兴市场的风险偏好明显复苏。

上周中金宏观经济研究报告一览

- 11 月 9 日：中国经济：基础设施投资有望带来社会效应——宏观经济周报（第 86 期）
11 月 11 日：海外经济：奥巴马医改计划跨出重要一步
11 月 11 日：中国经济：10 月份宏观数据评述：消费强劲带动经济继续复苏
11 月 12 日：中国经济：通胀预期成为事实前，货币难以大幅紧缩：评述 3 季度央行货币政策执行报告

本周主要经济数据及事件公布预告

- 11 月 16 日（星期一）：日本将公布 3 季度 GDP
11 月 16 日（星期一）：欧元区将公布 10 月份 CPI
11 月 16 日（星期一）：美国将公布 10 月零售额数据
11 月 17 日（星期二）：美国将公布 10 月 PPI 数据和工业产出数据
11 月 17 日（星期二）：欧元区将公布 9 月份贸易数据
11 月 17 日（星期二）：英国将公布 10 月份 CPI
11 月 17 日（星期二）：香港将公布 10 月失业数据
11 月 17 日（星期二）：新加坡将公布 10 月商品贸易数据
11 月 18 日（星期三）：美国将公布 10 月 CPI 数据和新屋开工数据
11 月 19 日（星期四）：美国将公布截至 11 月 14 日的首次申请失业救济人数
11 月 19 日（星期四）：美国将公布截至 11 月 费城联储指数商业展望调查
11 月 19 日（星期四）：新加坡将公布 3 季度 GDP 数据
11 月 19 日（星期四）：英国将公布 10 月份零售数据
11 月 20 日（星期五）：日本将公布议 11 月份议息决定
11 月 20 日（星期五）：马来西亚将公布 3 季度 GDP 数据
11 月 20 日（星期五）：马来西亚将公布 10 月份 CPI 数据
11 月 20 日（星期五）：香港将公布 10 月份 CPI 数据
11 月 20 日（星期五）：泰国将公布 10 月商品贸易数据

目录

本周中金观点.....	3
中国经济	3
海外经济	5
中国经济	16
主要经济事件	16
近期经济数据	18
海外经济体	30
主要经济事件	30
近期经济数据	30

本周中金观点

中国经济

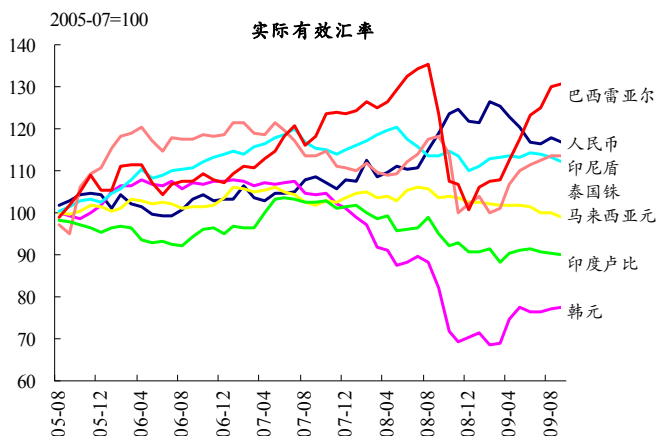
一：人民币升值压力增大，但难以大幅升值

近期外界对于人民币压力显著加大，不仅来自于发达国家，也来自于国际组织和发展中国家：

- ▶ 上周召开的 APEC 部长级会议强调，市场化的汇率有利于促进国际贸易、减少贸易摩擦。IMF 总裁斯特劳斯卡恩也在 APEC 峰会上表示，人民币被显著低估；
- ▶ 11 月 15 日美国总统奥巴马访华，势必向人民币汇率问题施压；
- ▶ 伴随着 G20 替代 G7 成为国际间商讨金融经济局势的主要会议，更多新兴市场国家近期也加入对人民币施压的行列，因为今年以来美元不断贬值，造成盯住美元的人民币对一揽子货币有效汇率自年初以来贬值超过 10%，一些新兴市场认为自身出口竞争力受到打击。譬如巴西在 11 月 7 日 G20 财长与央行行长会议之前表示，希望在会上讨论汇率问题，特别是中国通过人民币固定汇率获得了出口竞争优势；
- ▶ 俄罗斯、印尼、泰国等国官员也在前两周对人民币发出类似的抱怨。

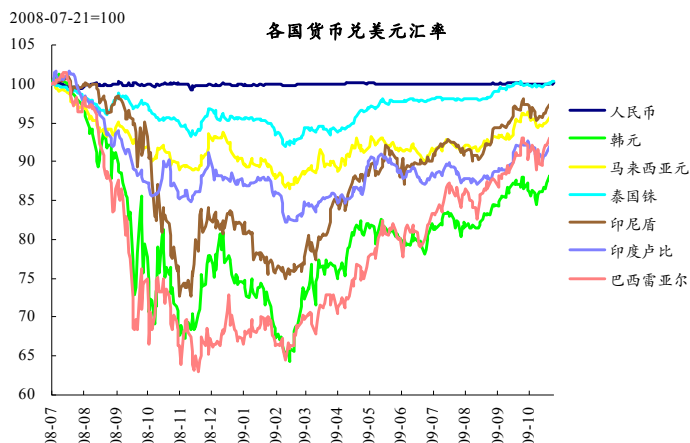
发展中国家的呼吁无疑加大了人民币升值压力，以海外人民币 NDF 市场为例，目前蕴含的人民币未来 12 个月升值预期已上升至 3.5%。我们判断明年 1 季度中国出口同比增长明显复苏之际，人民币将恢复升值。但不大可能出现较大幅度的升值，因为这些对人民币施加压力的新兴市场国家只看到人民币今年内的弱势，却可以忽视了过去数年人民币的明显升值——自 05 年汇改以来，人民币实际有效汇率升值 21%，远高于周边新兴市场货币升值幅度（图表 1），显示中国早就开始为缩小贸易顺差、实现全球经济再平衡付出努力，做出的贡献远大于其他国家。即使从 08 年 7 月人民币暂停升值之后到现在，人民币的走势也强于多数新兴市场货币，因为去年金融危机爆发期间主要新兴市场货币曾纷纷大幅贬值，而当时人民币保持了稳定。目前这些国家货币的升值不过是对当初贬值的纠正，还没有达到危机前的汇率水平（图表 2）。我们认为明年人民币将小幅升值 3~5%。

图表 1：自 05 年汇改以来，人民币实际有效汇率升值幅度高于周边新兴市场



资料来源：BIS、中金公司研究部

图表 2：自去年 7 月人民币停止升值以来，汇率走势依然强于其他新兴市场



资料来源：彭博、中金公司研究部

二：IMF 中国之行或意图出售黄金给中国，一旦实现金价可能上涨

IMF 总裁斯特劳斯卡恩将于 11 月 16 日至 17 日访问中国。除了人民币汇率问题，市场可能会猜测，卡恩访华可能会涉及说服中国购买 IMF 的黄金。

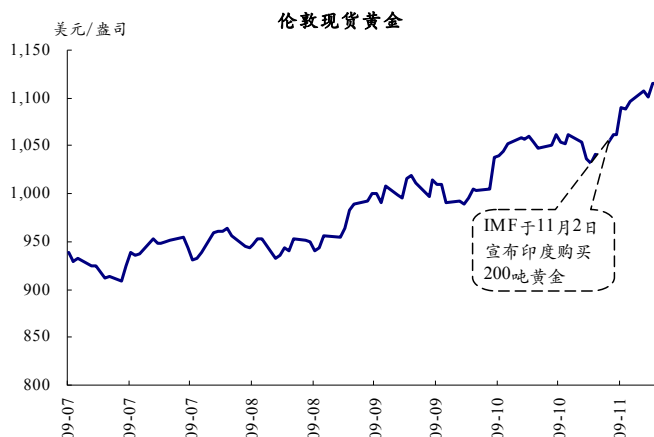
- **背景：**今年 9 月 18 日，IMF 执行董事会同意出售 403.3 吨黄金储备，占该组织黄金总储备的八分之一，以解决 IMF 面临的财力不足问题，并为贫困国家提供更多贷款。11 月 2 日，IMF 宣布首批 200 吨黄金以 1045 美元/盎司的价格出售给印度央行。目前国际市场非常关注谁会接手剩下的一半。
- **中国购买的可能性：**中国是全球外汇储备最大的国家，但目前黄金储备仅为 1054 吨，在全球仅排名第五；市场价值约 376 亿美元，仅占中国外汇储备的 1.7%，比例低于其他国家平均水平（图表 3）。在 2003~2009 年间中国黄金储备一共增加了 454 吨，但是主要来自于国内杂金提纯和国内市场交易等方式。鉴于中国黄金储备仍较低，存在外汇储备多元化的需求，市场可能会对中国此次购买 IMF 黄金形成较高的预期。
- **对金价的影响：**参考印度央行购买黄金行为对于国际金价的向上推动来看，一旦中国购买，金价势必还有较大上涨可能（图表 4）。然而，如果中国不买，其他国家很难有如此大的实力买下余下 200 吨黄金，IMF 可能被迫仿照欧洲央行售金协议而向市场出售，则将对金价造成向下冲击。

图表 3：中国黄金储备占外汇储备比例远低于其它国家

	外汇储备(美元, 十亿)	黄金储备(吨)	黄金储备占外汇储备比重 (%) *
中国	2273	1054.0	1.7
日本	1053	765.2	2.6
俄罗斯	434	523.7	4.3
沙特	395	143.0	1.3
台湾	341	423.6	4.4
印度	286	757.7	9.5
韩国	264	14.3	0.2
香港	240	2.1	0.0
巴西	233	33.6	0.5
德国	184	3412.6	66.1

资料来源：各国央行、中金公司研究部 注：*按照伦敦现货黄金市价计算

图表4：印度央行购买黄金行为推动国际金价上涨



资料来源：Wind、中金公司研究部

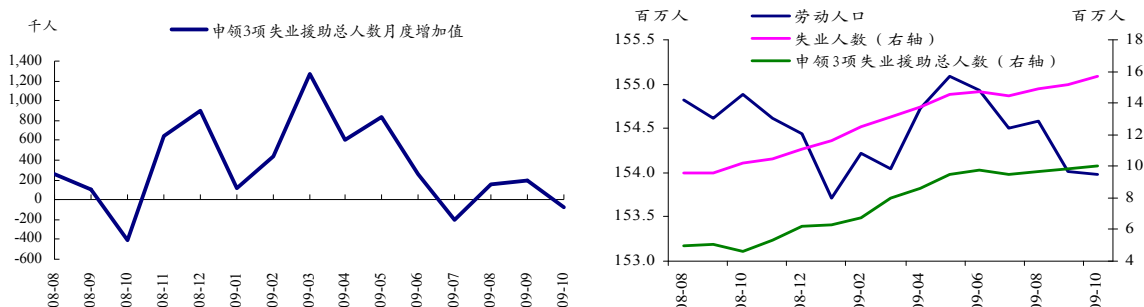
海外经济

I. 美国最新经济事件与经济数据

美国重申支持强势美元。在上周四的亚太经合组织财长会议上，美国重申支持强势美元。美国财长盖特纳表示，鉴于美国在全球经济中的重要作用以及美元在国际经济体系中的重要作用，美国在保持全球经济平稳强劲增长的过程中负有特殊责任。要求美国稳定不断下滑的美元成为这次 APEC 会议的焦点之一。然而，实体经济的最新发展显示消费信心意外滑落、2009 全年财政赤字创新高、失业率仍面临上升压力、贸易赤字重又扩大，表明美国近期并不存在实施强势美元政策的条件。

- ▶ **11 月密西根消费信心指数意外滑落。**路透社和密西根大学发布的 11 月消费者信心指数的初值从 10 月的 70.6 意外跌落至 66.0，而此前市场预期这项指数会增加 0.4 个点至 71.0。该指数意外跌落是因为失业率居高不下——10 月份失业率跳升至 26 年来的最高点 10.2%，令美国家庭缺乏安全感，对未来经济走势缺乏信心。
- ▶ **2009 财年预算赤字创新高，达 1.42 万亿美元。**美国财政部星期四说，美国 10 月份财政赤字达到创记录的 1,763.6 亿美元，超过经济学家预测的 1,500 亿美元。10 月是美国进入 2010 财年的第一个月。以美元表示的 2009 财年全年预算赤字为 1.42 万亿美元，比 2008 财年创记录的财政赤字高出 9850 亿美元。
- ▶ **申领持续、延长和紧急 3 项失业援助总人数自 5 月份以来一直保持在 900 万人以上，继续为失业率带来上升压力，尽管上升幅度有望放缓。**截至 11 月 6 日当周，首次申请失业救济人数和四周移动平均人数继续下降，表明企业裁员速度在放缓。持续申请失业救济人数在今年 6 月触顶之后，从当时的 690 万人下降至目前的 563 万人，但申请州政府的延长失业援助和紧急失业援助的人数自 6 月以来已持续攀升超过 140 万，表明持续申领人数的减少更多地是由于为期 26 周的联邦失业救济金已届满，而并不是重新就业。从持续、延长和紧急这 3 项失业救济的申领总人数看，尽管本周较上周略有减少，但自 5 月份以来就一直在 900 万人以上，继续为失业率带来上升压力（图表 5）。预计美国失业率将继续上升，于 2010 年 2-3 季度左右到达周期顶部，上升至 11% 左右，其后才会逐渐回落。

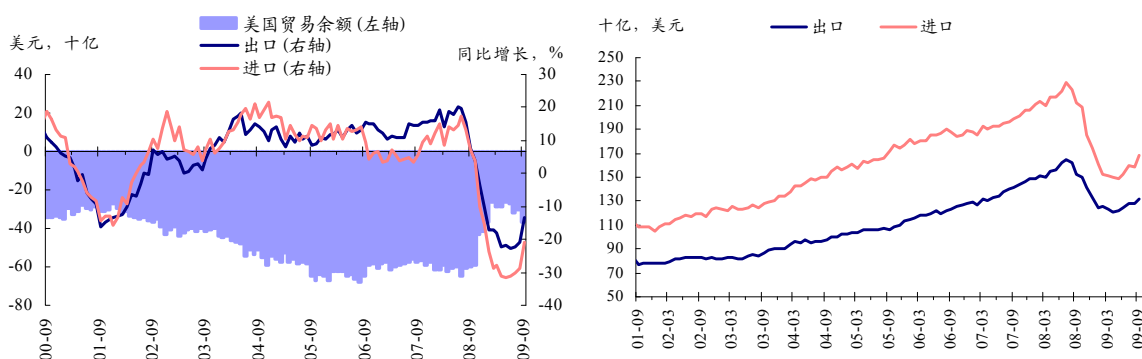
图表 5：尽管本周申领 3 项失业援助总人数略有下降，但仍超过 900 万人，继续为失业率带来上升压力



资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

- **9 月份贸易赤字扩大至 365 亿美元：**自 09 年 3 月以来，美国贸易赤字就呈交替涨跌之势，9 月份这一态势仍在延续。继 8 月份贸易赤字由 318 亿美元缩减至 307 亿美元之后，9 月份又扩大至 365 亿美元，超出市场预期（325 亿美元），主要由石油净进口额增加，使得美国进口增幅超过出口增幅。从近期油价走势以及再库存趋势看，美国贸易赤字的再平衡进程预计在 10 月份将难以继续深化（图表 6）。

图表 6：9 月份贸易赤字重又扩大，10 月份贸易再平衡进程难以继续深化



资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

II. 目前融资套利交易已达到何种规模？

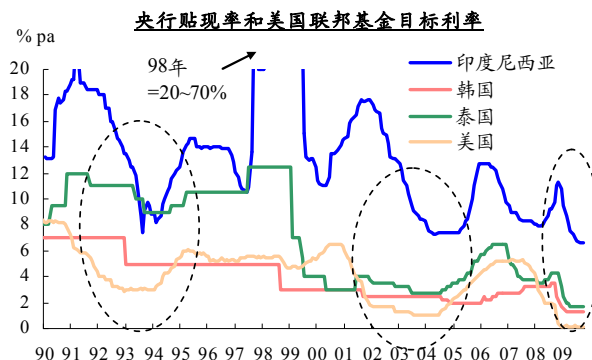
市场现已普遍认识到融资套利交易的存在，然而对其规模以及一旦平仓时的危害性可能仍缺乏概念。由于融资套利交易的直接统计数据的缺乏，我们只能结合历史上的融资套利交易间接地进行比较分析。最近的市场动向已表明，目前越来越多的投资者正在朝同一个方向进行投机，这已使得各类资产（包括各类债券、新兴市场借贷、原油及股权类资产等）价格上涨与美元弱势的相关性愈发显著。尽管难以度量融资套利交易相对于其他投资的规模大小，但历史经验告诉我们，这样的单向投机方式本质上存在大规模平仓的巨大风险。一旦美元短期融资价格上升，平仓风险可立刻成为现实。

1. 目前美元利率处于纪录低位水平，美元套利交易将在美联储加息前持续，而主要风险在新兴市场 and 大宗商品国家

一些资源型国家（如澳大利亚、挪威、新西兰和加拿大），以及另外一些原本产出缺口不大，而目前信贷快速增长，复苏势头迅猛，并有资产泡沫风险的国家（如印度和韩国），利率已明显高于美国，但因为美国当前的产出缺口仍然巨大，信贷继续收缩，失业率飙升，短期内尚不具备加息条件。因此国际资本纷纷流出美国，流入亚洲，推升这些国家的资产价格泡沫。

- ▶ 美联储自去年年底以来将基金利率下降至 0-0.25% 区间，更通过量化宽松货币政策包括在今年 3 月出台的中长期国债和 MBS 购买计划为市场提供大量流动性，其资产负债表从危机前的 9000 亿攀升至目前的 2.2 万亿水平。随着全球金融市场回复正常化后，投资者（包括美国本土投资者）对新兴市场的增长前景信心重燃，开始撤离低回报的美元资产而加重配置海外新兴股权类资产。
- ▶ 美元已成为套利交易的主要融资货币，而最近 FOMC 声明再次强调将“基准利率在较长时间内维持在异常低的水平”，使美元套利交易进一步盛行，大宗商品价格和资产价格显著上涨，美元指数从 3 月以来贬值了 15% 至目前的 75.3 水平，而原油价格和黄金价格在这期间便分别上升了 70% 至 76 美元/桶和 27% 至 1198 美元/盎司（图表 7）。部分新兴市场与美国的利差拉大，亦可能继续鼓励套利交易。
- ▶ 美国政府目前受困于实体经济的脆弱，不可能在 2010 年上半年加息。更进一步看，美国对收紧量化政策也需要十分小心：2010 年大量国债融资需要国内投资者的支持；如果政策上过早抽走流动性，国内金融机构可能无法继续成为近来国债市场上的积极参与者，这将可能导致国债市场的不稳定和美元风险加剧。

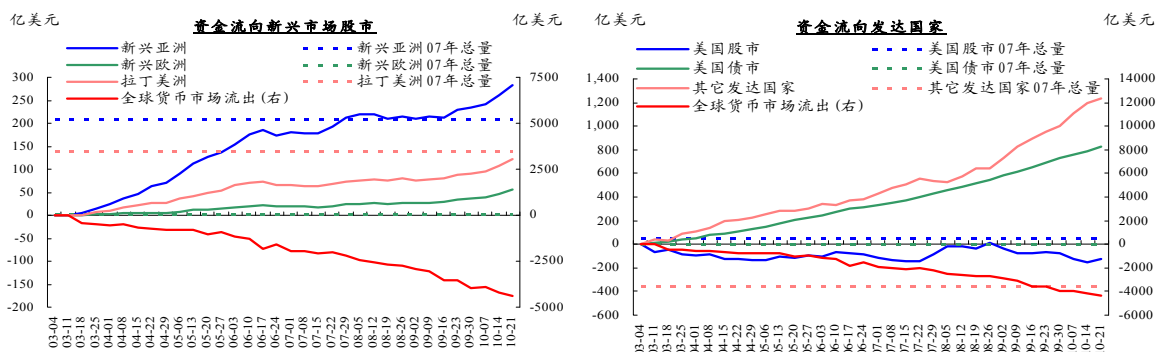
图表 7：美国维持近零利率，使美元套利交易有利可图；近期美元已取代日元成为套利交易融资货币



资料来源：CEIC、国际货币基金组织、中金公司研究部

- ▶ 美国维持近零利率，使美元套利交易在近期内继续有利可图，并导致新兴市场国家面临大量资金流入，使其货币快速升值，加速了资产泡沫的形成的风险。从资金流向分析，投资者的风险偏好明显上升。3 月以来，货币市场净流出显著增大，新兴市场股市与全球债市为主要受益者。流入新兴亚洲和新兴欧洲股市的资金已远高于 07 年全年流入量，而流入拉美股市的资金亦接近 07 年水平，尤其自 9 月起资金流入明显加速。自今年 3 月以来，上海 A 股和南韩指数升幅分别为 40% 和 50%，但其它亚洲市场（如香港和印度）指数于同期则大幅攀升约一倍，基本已回到 07 年 8-10 月的高点水平（图表 8）。

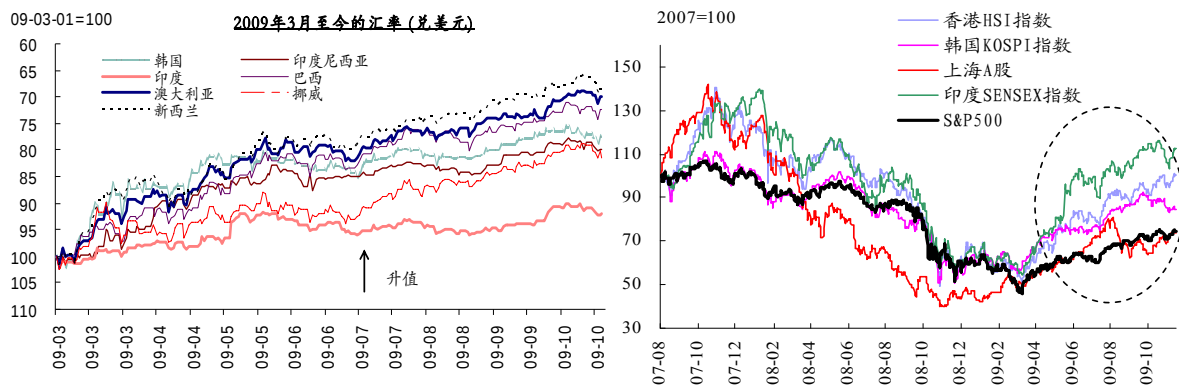
图表 8：3 月以来货币市场净流出显著增大，新兴市场股市与全球债市为主要受益者



资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

- 自今年3月以来，美元对大宗商品出口国（澳大利亚、新西兰、加拿大、巴西）的货币已贬值了20-50%。为阻止其出口竞争力受到过多影响，南韩、菲律宾、泰国等央行已纷纷开始干预汇率市场，但这反而向市场注入了流动资金（图表9）。同时，部分国家先于美国加息，意在收缩货币为通胀压力降温，然而息差扩大可能驱使外部热钱进一步流入，而像香港等与美元挂钩的国家更没有可自主的货币政策。

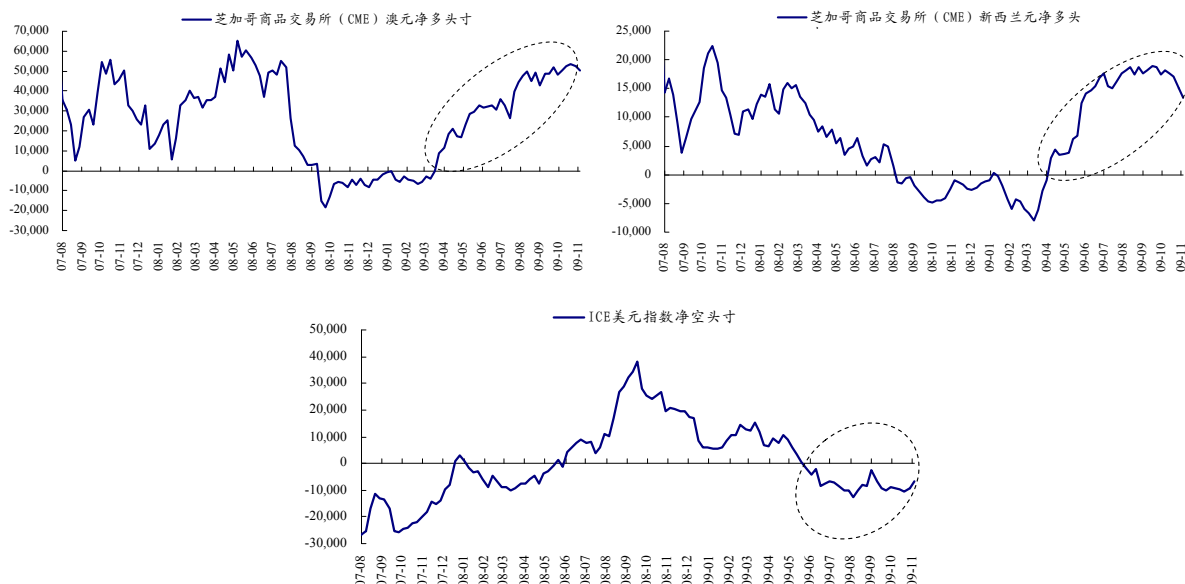
图表9：3月至今，澳元和新西兰元对美元升值30%，新兴市场股市指数大幅上扬



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

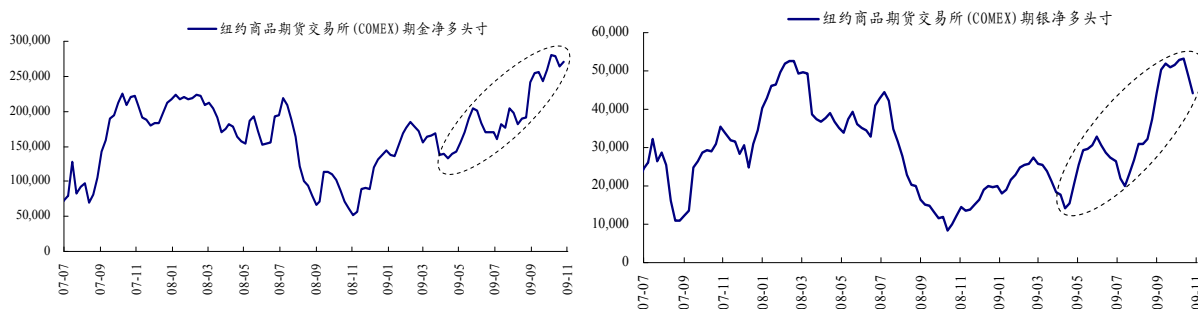
- 目前市场继续看空美元走势而看好资源型国家货币和大宗商品价格：ICE美元指数在08年5月至09年5月期间平均有14,000单净多头，但其从5月开始出现净空头，目前净空头达7,000单；而资源型国家货币，如澳大利亚和新西兰币于4-5月结束了自去年9月开始连续6个月的净空头，目前净多头分别达50,000单和16,000单，接近07年的高位。目前市场看多期金和期银，净多头亦已分别攀升至250,000单（显著高于07年以来150,000单的均值）和45,000单（为08年初以来的高位）。上述迹象显示美元套利交易将在美联储收紧流动性和加息前持续（图表10、11）。

图表10：从09年3月起，外汇市场的美元套利交易逐渐热化，卖出美元并买入澳元、新西兰元的趋势明显



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 11：自 09 年 3 月底以来，纽约商品期货交易所(COMEX)的期金和期银的净多头寸均有大幅增长



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

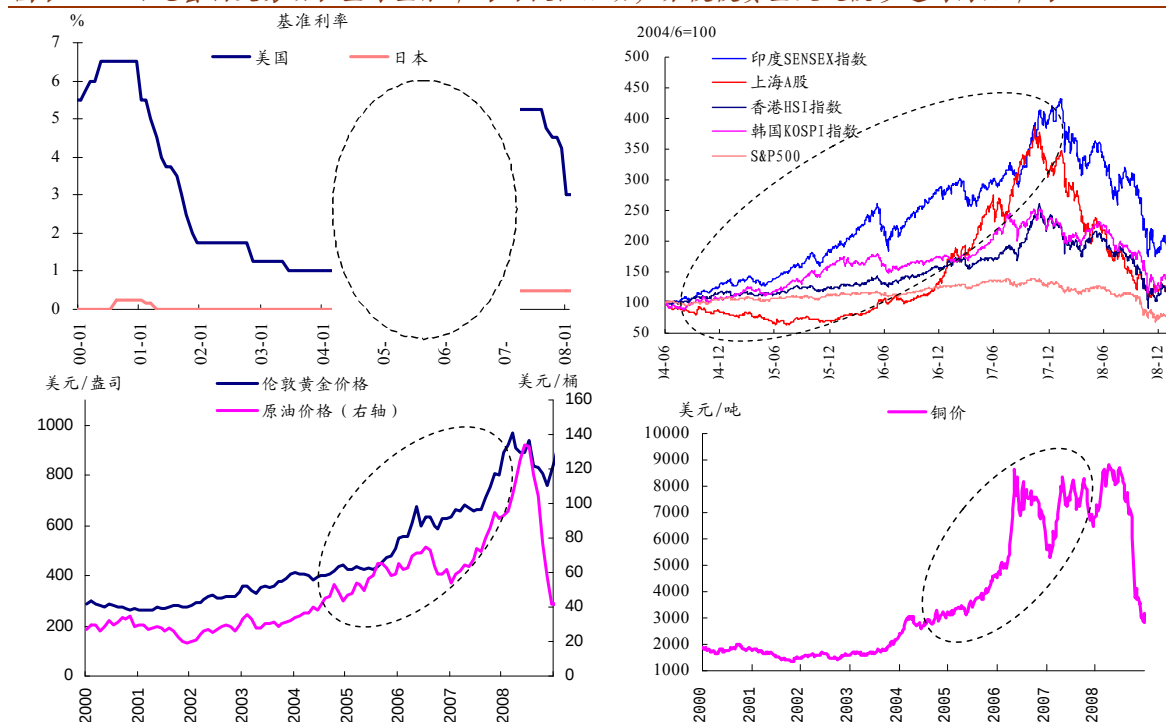
2. 历史上日元套利交易建仓与平仓时的经验教训

日元套利交易加剧使全球流动性过剩，导致全球资产价格飙升，但平仓时资产价格和汇率调整剧烈

美联储自 04 年 6 月连续 17 次加息，基金利率从 1% 上升至 06 年 7 月的 5.25%，但日本基准利率于同期却处于接近零水平，利差的扩大驱动了日元套利交易，助长全球金融市场的投机活动。在实业投资机会有限的情况下，资本流入加剧了金融资产泡沫，全球金融市场风险溢价下降，资金不仅流进发达国家，也流入新兴市场国家，亦大规模渗透到商品市场，为相关货币带来了升值压力。

- 自 04 年 6 月至 07 年末, MSCI 发达国家市场指数攀升 50%，而 MSCI 新兴市场指数更大幅攀升接近两倍。其中, S&P500 上涨 40%，而印度 SENSEX 指数和上海 A 股的升幅高达三倍 (图表 12)。而其它国家货币在同期兑日元大幅升值使有关套利交易回报更加可观，以印度为例，卢比在上述期间升值约 13%，意味着相关投资回报高达 330%。
- 黄金价格于同期从 400 美元/盎司攀升了一倍至 800 美元/盎司；原油价格从 40 美元/桶飙升至 90 美元/桶，涨幅达 140%；而工业用金属如铜的价格亦在同期攀升了 150% 至 6800 美元/吨。

图表 12：日元套利交易助长全球金融市场的投机活动，亦使使资金大规模渗透到商品市场



资料来源：CEIC，中金公司研究部

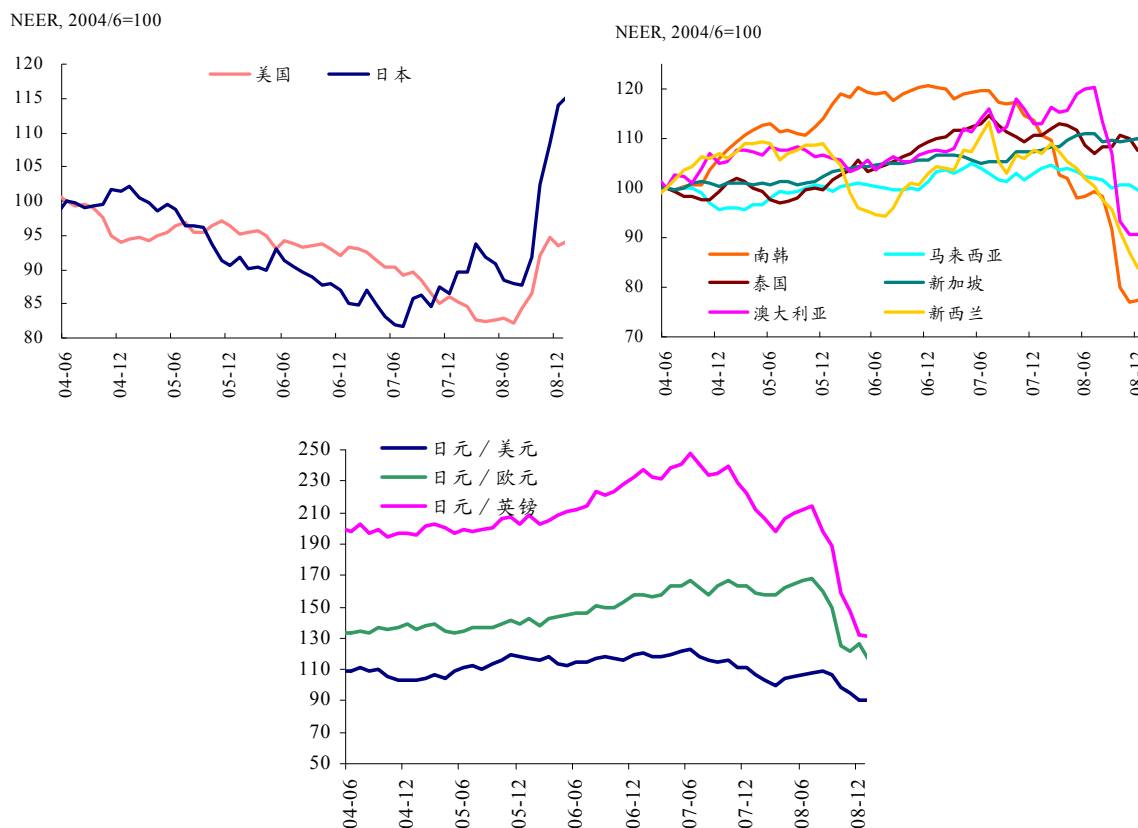
- 由于美元是最主要的国际货币，美元资产流动性最强，大部分日元套利交易都是对美元的，或者通过美元再转换成其它货币。但由于美国经济过度失衡，美元对主要货币自 02-07 年间一直处于震荡贬值的通道之中，日元兑美元在 04 年中至 07 年末只小幅贬值 3%，但兑欧元和英镑等其它主要货币则分别显著贬值 23% 和 12%，而套利交易使日元持续贬值亦同时向东亚国家和主要大宗商品出口国转移了升值压力。这种来自市场交易因素的汇率走势，增加了这些国家管理汇率的难度（图表 13）。

高回报导致投资者过度自信，增加投资的非理性行为，风险溢价继续下降，资产泡沫随之成形

当政策或融资成本发生变化，套利交易平仓资产价格和汇率逆转。美国经济于 07 年 4 季度正式进入衰退，同时市场忧虑日本银行可能加息，造成日元套利的预期成本上升。投资者在 07 年末 08 年初开始将短期日元套利头寸平仓，大量抛售非日元资产，市场上风险溢价急剧上升，各类型资产价格暴跌，引发了严重的全球资本市场动荡。

- MSCI 发达国家市场指数和新兴市场指数在 07 年末至危机爆发前（08 年 8 月）下降了 15% 和 23%，其中，在此前长达 3 年的建仓期里上升了三倍的印度 SENSEX 指数在这短短约 8 个月里便大幅下降了 40%，回到了 2005-06 年水平。同时，投资者大量抛售大宗商品和新兴市场资产，使相关国家货币快速贬值从而加大了亏损幅度。欧元和英镑兑日元于上述期间分别贬值了 5% 至 160 和 18% 至 200 左右，而美元兑日元亦贬值了接近 7% 至 109 水平。同时，东亚国家和主要大宗商品出口国的贬值幅度亦十分显著，澳大利亚、新西兰和南韩货币于同期分别贬值了 4%、8% 和 16%。
- 同期内，黄金价格从 08 年初接近 1000 美元/盎司回落至 700 美元/盎司水平；原油价格从 140 美元/桶显著下滑至 40 美元/桶，降幅达 70%；而铜价亦从接近 9000 美元/吨的高位大幅下调至 3000 美元/吨左右，降幅亦高达 70%。

图表 13：日元套利交易使东亚国家和主要大宗商品出口国货币带来升值压力



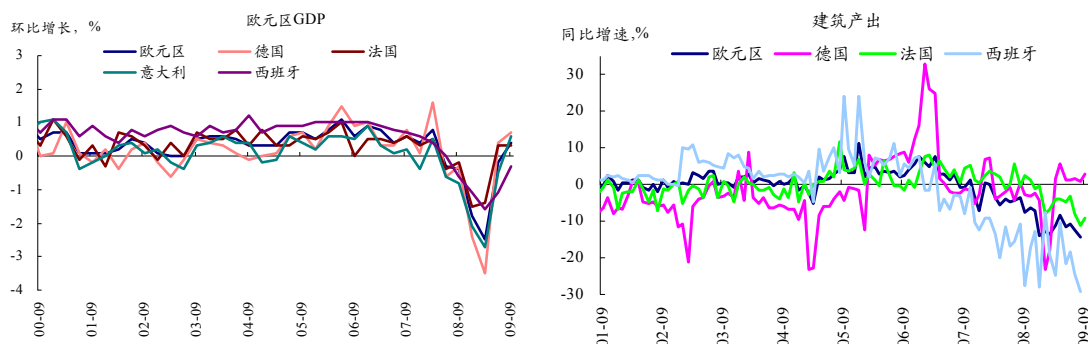
资料来源：CEIC、中金公司研究部

III. 欧元区经济3季度实现微弱复苏

在连续5个季度累计萎缩5.1%后，欧元区3季度经济实现小幅复苏，环比增速为0.4%（图表14），略低于我们0.7%的预期，更显著弱于美国0.9%的3季度GDP环比增速。欧元区3季度GDP同比仍然下滑4.1%，但萎缩幅度较2季度的4.8%有所缩窄。

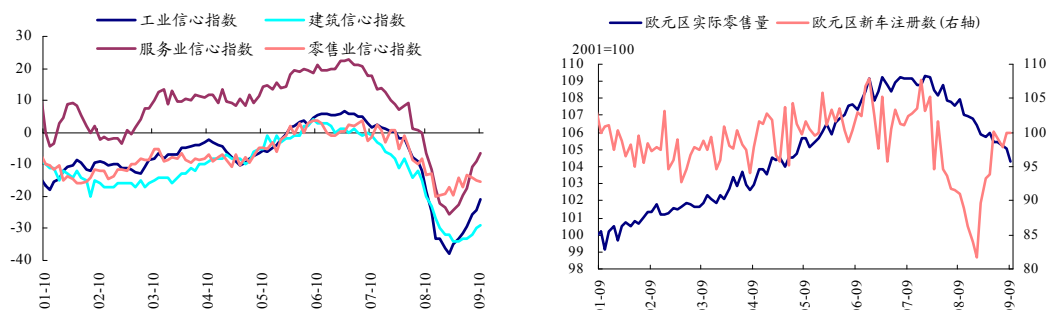
- ▶ **欧元区成员国经济表现仍存在分化。**欧元区3季度经济复苏主要由德国经济带动，德国3季度GDP环比增速达0.7%，已连续第2个季度录得增长，而其占欧元区经济总量比重近30%，对欧元区3季度经济增长贡献率超过50%。意大利和法国经济亦分别录得0.6%和0.3%的环比增长。然而在已经公布3季度GDP的11个成员国中，仍有3个国家未走出衰退。其中，欧元区第4大经济体西班牙3季度经济环比继续萎缩0.3%，深受房市泡沫破灭和近20%失业率的拖累。希腊GDP环比跌幅与西班牙相当，而塞浦路斯3季度经济更加速下滑，跌幅由0.8%扩大至1.4%。
- ▶ **从增加值角度看，非制造业表现可能依然疲软。**欧元区工业产出3季度强劲反弹2.2%，而3季度GDP仅实现微弱增长，显示欧元区非制造业可能仍拖累经济增长。尤其是法国3季度工业产出大幅增长3%，远好于2季度环比萎缩0.6%的表现，但其3季度GDP环比增速仅与上个季度持平，并未实现加速增长。意大利3季度经济环比增速0.6%亦与4%的工业产出增速有一定的差距。一方面，除德国外的主要欧元区国家的建筑业受到房市泡沫破灭的冲击，目前仍在调整之中，建筑产出同比增速还未走出下行通道（图表14）。另一方面，企业在利润增长不振的背景下持续削减成本将抑制需求，对服务业，尤其是零售业的复苏力度构成压力。最近的欧元区经济信心调查显示，建筑业和零售业信心指数改善仍较为缓慢：建筑业指数仍低至-29，仅从低位增长了5点；零售业10月份又下降0.2点至-15.3，较周期低位-19.6的改善也相当有限（图表15）。
- ▶ **从支出法角度看，目前欧洲统计局还未公布分项细节数据，预计净出口、存货调整和政府支出可能仍然是拉动经济增长的主要因素，固定资产投资和家庭消费表现可能相对疲软。**
 - **家庭消费难维持2季度增速。**在近双位数失业率及消费信贷持续紧缩的压力下，欧元区剔除汽车的实际零售持续下滑，尤其是9月份数据跌幅大幅超出预期，导致3季度实际零售环比下滑0.73%，较2季度0.36%的跌幅显著扩大（图表15）。而由于2季度汽车销售的高基数效应及德国的旧车换现金计划终止对欧元区汽车消费的拖累作用（德国3季度新车注册环比萎缩了10%，而2季度曾增长16%），欧元区3季度的新车注册数环比增幅约1.6%左右，较2季度11%增幅骤降（图表15）。因此，汽车支出的增长可能难以抵消零售消费的萎缩，3季度家庭消费支出增速可能出现下滑。
 - **3季度净出口对经济拉动作用可能有所减弱。**欧元区8月份出口创下经济衰退以来出口额的新低，反映欧元汇率持续维持高位已对出口复苏带来了风险，并可能使净出口对经济增长贡献低于我们此前的预期。而欧元区最大的净出口国德国，9月份进口改善幅度大于出口，使得贸易顺差已开始缩窄，这亦给3季度欧元区净出口带来压力，而预计这一趋势在短期内仍将持续。
 - **存货变化对经济增长贡献可能由负转正，企业投资对经济的拖累作用也将显著放缓。**欧元区PMI制造业存货指数仍处于萎缩区域，显示去库存仍在进行中，但该指数已从5月份的40.6反弹至9月份的42.8，显示去库存速度自3季度已开始放缓（图表16）。预计库存变化对经济增长贡献由负转正将暂时性地显著推动3季度经济增长。企业投资仍然受制于过剩的产能，欧元区目前产能利用率仅在70%左右，处于历史低点，与美日水平相当。但3季度企业投资有望随着工业产出和新订单的扩张趋于企稳（制造业PMI产出指数已从2月份的30.8反弹至9月份的51.7，10月份更进一步跃升至54.1；制造业新订单指数亦从去年12月26.4的低位回升至9月份的52.5，10月份继续增长至53.6），对经济的拖累作用较2季度可能显著缓解（图表17）。
 - **前瞻地看，我们依然维持欧元区经济明年前高后低的判断，而最近公布的欧元区ZEW预期指数连续2个月下滑，亦反映了市场对欧元区2010年经济季度环比增速下滑的担忧。**预计再库存和企业投资可能成为2010年经济增长的主要动力。目前欧元区制造业PMI库存指数仅处于42左右水平，较去年年末的51仍有相当的上升空间，再库存有望在明年推动经济增长并在过剩产能逐步折旧的背景下促进企业投资。然而欧元汇率高位振荡将给明年出口增速构成压力，而随着再库存启动和企业投资复苏，欧元区进口亦可能在明年加速增长，使净出口对经济增长的贡献有所削减。我们将在欧洲统计局公布具体分项数据后更新GDP预测。

图表 14：欧元区 3 季度经济微弱复苏；除德国外，欧元区其他主要国家建筑产出仍然低迷



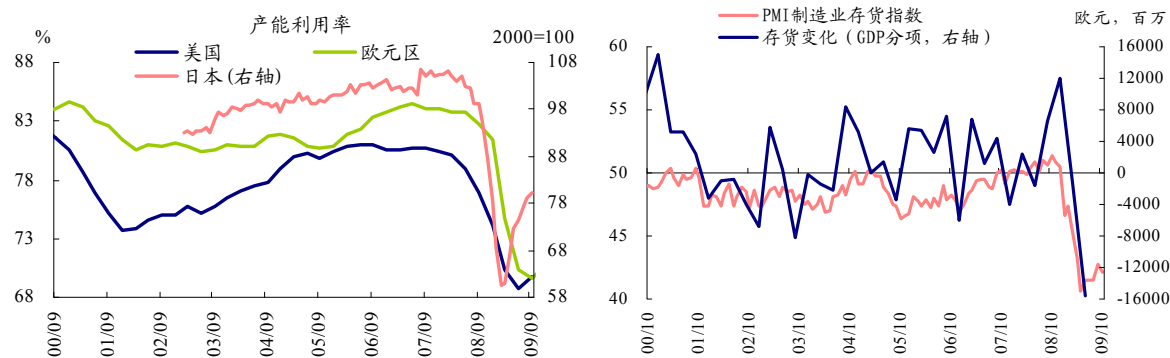
资料来源：彭博、中金公司研究

图表 15：建筑业和零售业信心指数改善幅度相对较弱；欧元区实际零售下滑而新车注册数增速放缓



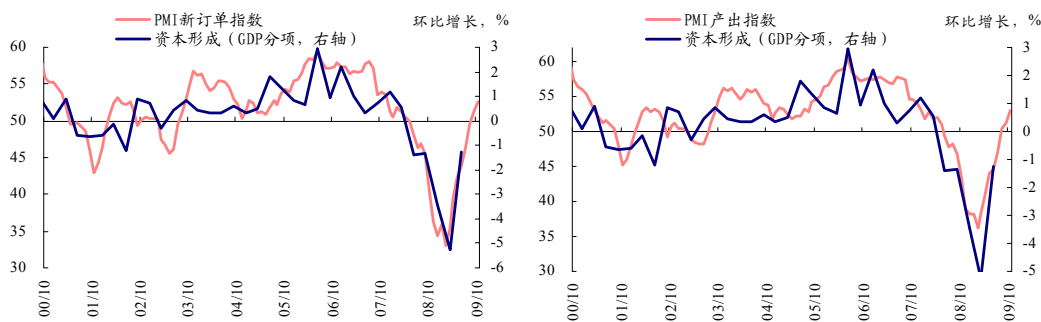
资料来源：彭博、中金公司研究

图表 16：欧元区产能利用率仍在 70% 左右水平，与美日相当；3 季度库存萎缩速度可能有所放缓



资料来源：彭博、中金公司研究

图表 17：欧元区 3 季企业投资的萎缩速度可能显著放缓，4 季度有望对 GDP 有更大贡献



资料来源：彭博、中金公司研究

IV. 资金流向每周更新（11 月 5 日~11 月 11 日）

上周长期基金重新回流全球股市，发达国家有约 72 亿美元净流入，新兴市场有约 23 亿美元净流入，其中流入中国近 6 亿美元，约为上周净流出的两倍。

- ▶ 上周长期资金从货币市场基金流出 72 亿美元，尽管低于过去 43 周平均流出量 118 亿美元，但流出态势并未改变。然而，有近 95 亿美元流进全球股市基金；而流向债市基金亦达 50 亿美元，反映上周流向全球股债两市的仅有约一半来自货币市场基金流出，另一半则来自新增资金，或来自前一周的回转。（图表 20）
- ▶ 美国股市基金资金流向大幅回转，从前一周的 41 亿美元流出转为上周的近 70 亿美元净流入，为今年以来最大流入的一周，同期 S&P500 和道琼斯工业平均指数分别上升 5% 至 13 个月高点，为 4 个月以来最大升幅。欧洲各主要股指亦分别上升 3~4%，而长期基金流入发达欧洲股市的幅度亦有所上升。（图表 18、21）
- ▶ 新兴市场亦呈现资金净回流，新兴亚洲有近 13 亿美元净流入，同期 MSCI 新兴亚洲股指上升 3.5%，为 9 周以来最大升幅。而进入中国和香港的长期基金亦呈现净流入，上周分别有 0.6 亿和 5.7 亿美元，同期香港恒生指数上升 4.7%，而香港 H 股和上证综合指数亦分别上升 4.9% 和 1.5%。新兴欧洲和拉丁美洲亦分别有 2.6 亿和 5.5 亿美元净流入（图表 18、21）。长期基金对全球新兴股市的资产权重明显上升，从 10 月平均的 16.2% 上升至上周的 16.4%，为 08 年以来最高，显示投资者对新兴市场的风险偏好明显复苏。（图表 22）
- ▶ 全球债市继续呈现资金净流入，上周债市基金有 50 亿美元净流入，高于 3 月以来平均的 33 亿美元。发达国家债市上周有 43 亿美元流入，其中流入美国有 34 亿美元，高于今年平均的 23 亿美元，而新兴债券市场则有近 7 亿美元净流入。（图表 19）

图表 18：每周资金流入股市地区

(亿美元)	9月	23日9月	30日	10月7日	10月14日	10月21日	10月28日	11月4日	11月11日	3月中旬至今
所有新兴市场	30.3	14.7	15.4	40.3	49.6	20.2	-12.7	22.5		519.4
新兴亚洲	15.8	6.1	6.1	19.7	21.7	11.2	-5.2	13.1		300.9
其中：										
香港	1.1	-0.2	-0.6	0.6	1.2	0.5	-0.2	0.6		21.4
中国	5.7	1.1	0.1	5.9	7.0	3.9	-3.0	5.7		109.5
新兴欧洲	4.1	4.1	3.0	6.1	10.1	2.5	-3.7	2.6		57.8
拉丁美洲	7.0	3.1	4.9	11.9	14.7	5.0	-2.9	5.5		129.6
其他	3.4	1.4	1.4	2.6	3.1	1.6	-0.9	1.3		31.1
所有发达国家	17.5	-11.7	-49.3	-22.8	49.3	-47.0	-44.9	71.8		-72.0
美国	8.7	-8.6	-49.6	-34.7	34.3	-48.3	-41.1	69.4		-142.1
发达欧洲	9.2	1.7	3.5	10.2	15.4	0.6	-2.4	2.4		52.6
其他发达国家	-0.5	-4.7	-3.2	1.7	-0.4	0.7	-1.5	0.0		17.5
总共	47.7	3.1	-33.9	17.5	98.9	-26.8	-57.6	94.3		447.4

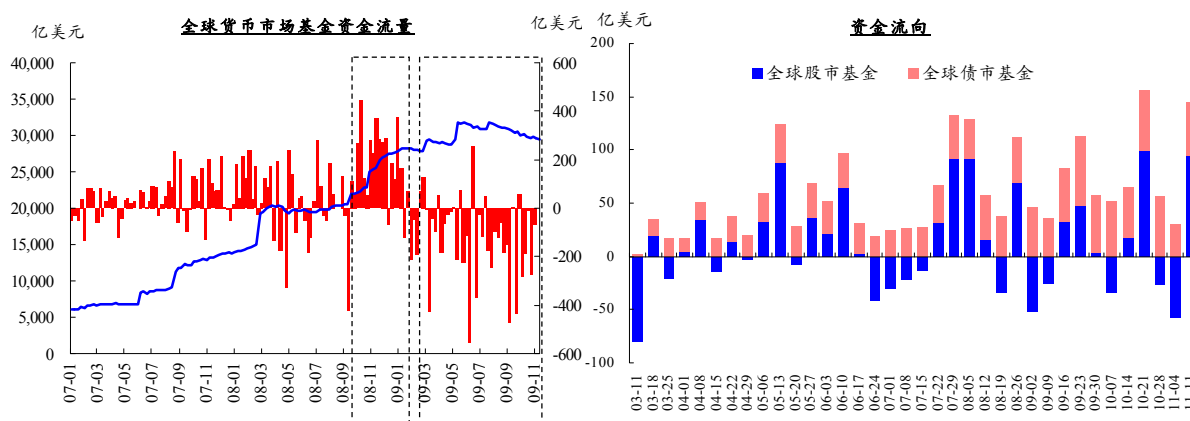
资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 19：每周资金流入债市地区

(亿美元)	9月23日	9月30日	10月7日	10月14日	10月21日	10月28日	11月4日	11月11日	3月中旬至今
所有新兴市场	9.7	9.3	7.8	11.4	8.1	8.6	1.3	6.9	124.2
新兴亚洲	1.8	2.1	1.7	2.4	1.6	1.7	0.6	1.8	28.3
新兴欧洲	2.1	2.1	1.8	2.9	1.6	2.0	0.3	1.7	27.3
拉丁美洲	3.9	3.7	2.9	4.4	3.2	3.2	0.2	2.4	46.8
其他	1.9	1.4	1.4	1.7	1.6	1.6	0.3	1.1	21.7
所有发达国家	55.8	45.2	43.0	36.0	49.3	48.3	28.3	43.1	1087.8
美国	43.5	36.9	32.5	29.7	37.2	36.6	23.6	34.1	923.3
发达欧洲	8.8	5.7	7.9	3.7	8.6	8.3	3.2	5.9	115.0
其他发达国家	3.4	2.5	2.6	2.5	3.5	3.4	1.5	3.2	49.4
总共	65.4	54.4	50.9	47.4	57.4	56.9	29.7	50.0	1211.9

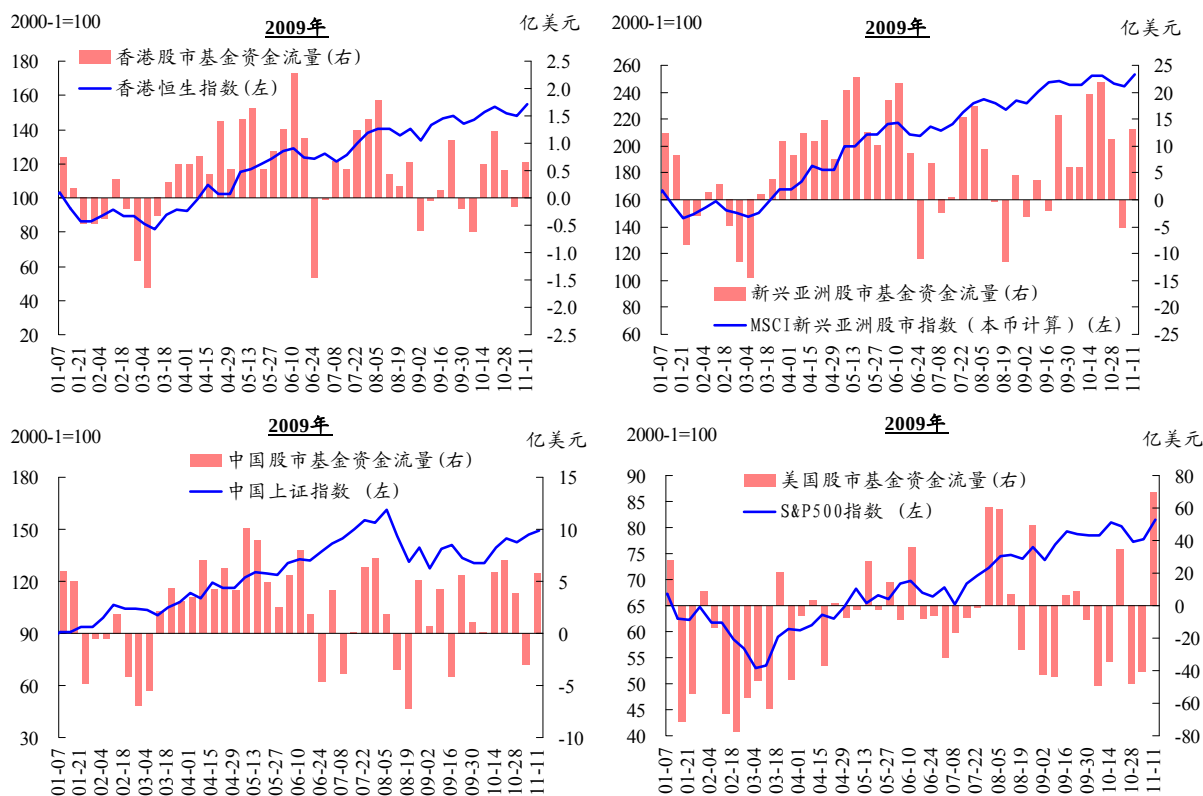
资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 20：货币市场基金流出势头持续，并流向全球债市基金。



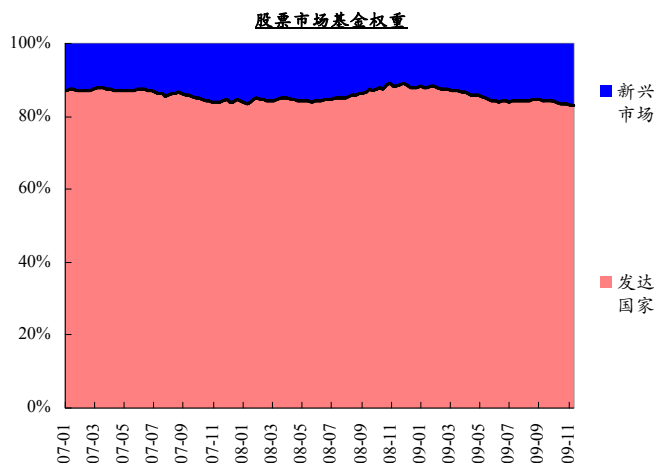
资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 21：香港、中国、新兴亚洲和美国股票基金资金流量与股市指数



资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 22：新兴市场股市的资产权重持续高企。



资料来源：EPFR、中金公司研究部

中国经济

主要经济事件

通胀预期成为事实前，货币难以大幅紧缩

11 月 11 日人民银行发布了 2009 年 3 季度货币政策执行报告。

中金点评

- **短期内货币政策将保持连续性：**与 2 季度货币政策执行报告相比，央行本次对于经济的判断更为乐观，认为“经济企稳的势头逐步增强，下一阶段有利于经济发展的因素继续增多”，包括：新开工项目投资和在建项目投资增长均较快，居民收入和消费倾向上升，净出口的贡献将由负转正；但仍表示“外需不足对我国的影响仍将持续；内需回升的基础还不巩固”。在下阶段政策思路部分，提出“当前我国经济发展仍处在企稳回升的关键时期。人民银行将继续实施适度宽松的货币政策，并根据国内外经济形势和价格变化，把握好政策的节奏和力度，增强政策的灵活性和可持续性”，具体来讲，一是保持市场流动性合理适度，引导货币信贷合理增长。二是合理把握信贷投放节奏，引导商业银行平滑贷款投放，调整优化信贷结构。这一政策操作思路与 2 季度报告基本一致。因此我们认为短期内央行将保持货币政策的稳定与连续，不会骤然紧缩。央行可能陆续加大公开市场回收资金力度，但我们已在两周前分析，这是因为伴随热钱和贸易顺差的增加，以及年底财政存款集中支取，可能导致基础货币投放剧增，因此动态微调。
- **央行对通胀的担心有所增加，但在通胀预期转为通胀事实前，难以大幅紧缩：**央行对物价的判断从上一季度的“未来价格走势尚有不确定性：需求不足仍可能构成价格下行的压力，但也存在价格上行压力”变为“09 年以来出现了国际初级商品价格大幅上涨以及资产价格明显反弹等现象，反映出市场上形成了一定的通胀预期。当前内外部经济总体好转，全球货币条件较为宽松，在经济持续回升过程中，要密切关注各类价格走势，并注意更长期及广泛意义上的整体价格水平稳定”。在下阶段工作中也首次提出了“妥善处理保增长、调结构和管理好通胀预期之间的关系”。事实上，尽管 10 月份 CPI、PPI 尚处于同比通缩，但环比季调后均已出现上涨。我们重申早在 6 月 23 日的《通胀何日再来》报告中的判断，即 11 月份 CPI 同比转正，明年通胀达到 3.5%。但中国政策一向重视通胀事实高于通胀预期，根据我们预期，CPI 将在明年 1-2 季度明显上升，高点出现在年中 6-7 月份，央行可能要到 1 季度末通胀明显上升后，才会有更实质的紧缩动作，而加息至少要到明年下半年。
- **我们维持明年新增贷款 7.5~8 万亿的判断，尽管比今年略有回落，但明年货币增长将是两条腿走路——外汇流入和银行信贷。**过去几年外汇大量流入导致流动性充裕，尽管央行不断打压贷款也未能抑制流动性。今年初外汇流入减少，因此很多人错误地将贷款等同于流动性。但伴随着最近外汇流入的加剧（包括人民币升值预期引发的热钱流入，以及出口好转带来贸易顺差增加），贷款尽管回落，流动性依然较为充裕。**而贷款回落不会限制实体经济投资资金来源**，因为今年尽管贷款爆发性增长，但存款增长不落下风，导致银行贷存比不升反降，实际反映了很多企业将未用贷款存于银行的现象，这部分资金为明年企业投资提供了缓冲。

- **人民币明年升值 3~5%。**本次货币政策执行报告最大的语调变动，是在谈及下阶段货币政策时，历史上首次未使用“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”这句话，而是加入了“结合国际资本流动和主要货币走势变化，完善人民币汇率形成机制”。我们预计人民币升值有望重启，时间点应当是明年 1 季度，届时出口已明显恢复，而外在要求人民币升值的压力也会更大。预计明年全年人民币对美元升值 3~5%。

图表 23：09 年 3 季度与 2 季度央行货币政策执行报告对比

对货币运行的看法	
09年2季度	上半年， 货币信贷总量快速增长 ，信贷结构继续优化，对扭转经济增长下滑趋势、提振市场信心发挥了重要作用，有力地支持了经济平稳较快发展。金融机构贷款快速增长， 中长期贷款占比大幅上升 ；银行体系流动性充裕。
09年3季度	货币信贷保持快速增长，有力支持了经济企稳回升。货币总量持续快速扩张，货币流动性增强。金融机构存款增长较快， 企业活期存款增加较多 。贷款总量保持快速增长， 中长期贷款增加较多 ；银行体系流动性充裕。
对宏观经济的看法	
09年2季度	在应对国际金融危机的一揽子经济刺激计划作用下， 中国国民经济运行中的积极因素不断增多，企稳向好势头日趋明显 。农业发展势头良好，工业生产增速回升加快；消费持续较快增长，投资增速逐步加快，中国经济发展正处在企稳回升的关键时期。 不过也要看到，影响国内经济平稳较快发展的风险和挑战依然存在。 一是世界经济的复苏仍面临不少困难，实现复苏需要较长的过程，外需严重萎缩对我国经济的影响仍将持续。二是 内需回升的基础还不牢固 ，特别是民间投资意愿偏低，部分行业和企业生产经营情况还比较困难，经济结构不合理、自主创新能力弱的问题依然存在。
09年3季度	2009年前三季度，在应对国际金融危机一揽子计划和政策措施的作用下， 我国经济依靠强劲的内需增长抵御了罕见的外部冲击，较快地扭转下滑局面，经济企稳回升的势头逐步增强 。随着国际金融危机最坏阶段的过去，外部经济环境可能逐步趋好，加之应对危机的一揽子计划进一步落实、补充和完善，总体看我国经济仍将保持平稳较快增长的基本态势。 下一阶段有利于经济发展的因素将继续增多。 一方面， 一揽子经济刺激措施将继续发挥效应 。另一方面， 国家较大幅度提高社会保障水平，推进医疗卫生体制改革，增加农业补贴 ，实施了一系列促进消费的政策措施，加之经济回升、企业效益改善、就业状况好转，都有利于提升居民收入和消费倾向，促进消费增长。各方面对未来经济平稳较快增长的信心进一步提升。 不过也要看到，保持我国经济平稳较快发展也还面临不少困难。 一方面，全球经济回稳复苏的前景尚不明朗， 贸易摩擦加剧及刺激政策退出等不确定因素也会对国际经济运行产生重要影响 ，外需不足对我国的影响仍将持续。另一方面， 目前内需回升的基础还不巩固 ，经济仍主要依赖刺激政策推动，民间投资有待进一步启动，内生增长动力尚待强化，政府主导投资持续快速增长中可能潜藏的结构性和产能过剩加剧问题值得关注，进一步挖掘消费市场的空间有多大也还有不确定性。
对通货膨胀的看法	
09年2季度	居民消费价格同比下降，但剔除季节和不规则因素后的环比出现止跌迹象。 生产价格同比降幅继续加大，但剔除季节和不规则因素后的环比明显回升。 国际大宗商品价格上涨较快。进口价格降幅继续加深。 未来价格走势尚有不确定性。 在内外不确定性较大的环境下， 需求不足仍可能构成价格下行的压力。但也存在价格上行压力。
09年3季度	居民消费价格同比降幅快速收窄，从基期因素和新涨价因素看，基期因素明显缩小。 受国际原油等大宗商品价格上涨，以及国内经济企稳回升加大了对原材料的需求等因素影响，生产价格同比降幅开始逐月收窄。 价格走势值得关注。全球货币条件较为宽松， 注意更长期及广泛意义上的整体价格水平稳定 。2009年以来还出现了 国际初级商品价格大幅上涨以及资产价格明显反弹等现象，也反映出市场上形成了一定的通胀预期。
对货币政策的展望	
09年2季度	保持政策的连续性和稳定性，坚定不移地继续实施适度宽松的货币政策，巩固经济企稳回升的势头。 把握好 适度宽松货币政策的重点、力度和节奏 ，注重货币信贷增长对实体经济增长的支持，处理好支持经济发展与防范化解金融风险的关系。 一是灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长。 二是继续引导金融机构优化信贷结构。
09年3季度	继续实施适度宽松的货币政策，增强政策的灵活性和可持续性。 一是保持市场流动性合理适度，引导货币信贷合理增长。 二是合理把握信贷投放节奏，增强信贷支持经济发展的均衡性和可持续性，维护金融体系稳定。
对汇率政策的展望	
09年2季度	密切关注国际主要货币汇率变化，继续按照主动性、可控性和渐进性原则，完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性， 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
09年3季度	按照主动性、可控性和渐进性原则， 结合国际资本流动和主要货币走势变化，完善人民币汇率形成机制。 积极推动外汇市场发展，丰富汇率风险管理工具。

资料来源：中国人民银行、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。

近期经济数据

消费强劲带动经济继续复苏——10月份宏观数据评述

中金点评

- **工业增加值强力反弹，好于市场预期：**10月份工业增加值增速强劲攀升至16.1%（9月13.9%），好于市场预期的15.5%（图表25）。尽管去年同期金融危机爆发下中国工业生产骤冷造成低基数，但考虑到今年10月工作日比去年同期少3天，部分抵消了低基数影响，因此这一数据反映出总体经济活动复苏非常强劲。其中钢铁、汽车、化工、电力、煤炭行业增长加速最为显著（图表26，图表27）。其他指标也验证了整体经济活动强劲复苏——10月发电量同比增长17.1%（图表28），PMI也一反季节性而再创年内新高至55.2%，尤其是其中的产成品库存指数大幅降低至历史最低点，也预示企业将继续扩大生产（图表29）。我们预计未来两月工业生产的强势将得到保持，4季度GDP增长达到10.4%。
- **基建投资项目增速有所放缓，房地产开发投资继续加速。**1~10月份固定资产投资累计增速略有回落至33.1%（单月增速回落至31.6%，低于9月的35%，图表30）。分行业来看，基建相关的行业投资增长略有回落，譬如铁路投资增长82.5%，比上月回落5个百分点；电力投资增速也小幅回落0.2个百分点（图表31）。这与目前处于中央投资的“真空期”有关——今年余下的2000亿中央投资迟迟没有下发。但私人部门，特别是房地产开发投资继续加速。1-10月开发投资累计同比增长18.9%，单月同比增长28.4%（图表32），快于1-9月的17.7%；尤其是房地产的领先指标——新开工面积和销售面积都取得强劲增长（图表33）。新开工面积单月同比增长56.2%，1-10月累计同比增长3.3%，今年以来首次转正；销售面积单月同比增长81.7%，1-10月累计同比增长48.4%，快于1-9月的44.8%，而且量价齐升（图表34，10月全国70城市房价环比上涨0.7%，同比上涨3.9%），有望继续带动开发商新项目开发意愿释放。这符合我们此前的判断：尽管一线城市缩量，中西部2、3线城市仍带动全国销售加速；房地产投资作为私人部门投资的代表，有望继续加速带动明年经济增长。私人部门投资好转局面下，我们认为政府剩余的投资计划（中央政府1.18万亿投资中，今年尚余2000亿，明年尚余5900亿）可能会后延，更多安排于明年特别是明年下半年。
- **消费强劲攀升，好于市场预期，成为经济增长亮点。**受黄金周假期较长推高节假日消费影响，10月社会消费品零售继续攀升（图表36），名义增长16.2%（9月15.6%），显著好于市场预期（15.7%），接近我们的预期；剔除价格因素，实际增长17.4%更为强劲。分产品来看，家电、服装、体育运动用品消费明显加速（分别增长35.4%，22.7%和10.8%）。前瞻的看，目前房地产的火爆还将带动未来6~12个月的家电、家具、装修、汽车等下游消费（我们此前的研究显示，这种带动作用在中西部地区、2、3线城市要更强）；长期来看，农村消费城市化、人口结构推高婚庆消费、中西部地区收入水平达到汽车消费起飞期等因素均有利于消费的可持续增长（参见我们10月22日的3季度报告，以及前几期周报），消费成为促进经济增长的主要亮点。
- **CPI、PPI同比通缩减轻，环比上涨：**10月份CPI同比下降0.5%，比上月0.8%的降幅继续缩窄（图表37）。季节调整后的环比上涨0.2%；服装（环比上涨0.8%）、医疗（环比上涨0.2%）、娱乐（环比上涨0.5%）以及居住类价格（环比上涨0.4%）是物价上涨的主要力量。PPI同比降幅进一步缩窄至-5.8%，环比上涨0.1%（图表38）。目前的CPI同比通缩完全来自于翘尾因素（图表39），环比来看通胀日益显著。接下来翘尾因素逐渐由负转正（图表40），我们维持CPI于11月转正走出通缩，明年达到3.5%的判断。

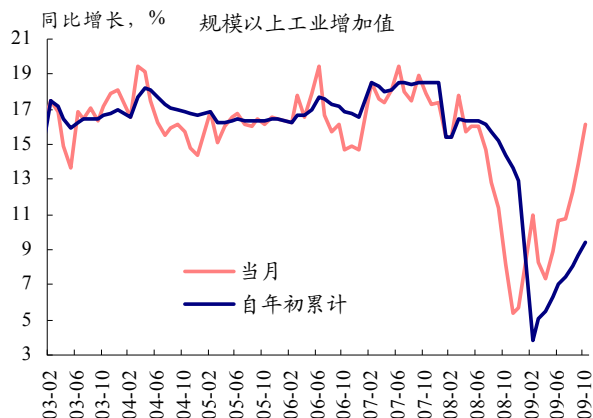
- 工作日因素导致 10 月份出口表现平淡，但未来出口复苏之势不变。**10 月出口同比增长-13.8%（9 月-15.2%），表现较为平淡（图表 41），但正如我们已指出的，今年 10 月工作日比去年同期少 3 天影响了出口报关。节假日因素调整后出口同比增长-9.1%（9 月份-20.1%），复苏之势依然稳固。分产品看，10 月机械设备类出口降幅继续缩窄，而纺织服装、家具、鞋类等出口有所恶化（图表 42），这与前不久刚刚结束的广交会订单情况吻合——广交会第一期（以机电产品为主）订单环比增长 20.7%，2 期（轻工产品）增长 16.6%；3 期（纺织服装类、鞋类、箱包）最差，仅增长 5.9%。反映了出口结构的升级，机电产品的出口复苏将更明显。10 月进口同比下降-6.4%（9 月份-3.5%），节假日因素调整后同比增长 7.3%（9 月份同比下降 11.4%），显示内需强劲带动进口需求恢复。贸易顺差再创今年新高至 240 亿美元（图表 41）。**伴随外需复苏、前期人民币的贬值，以及中国出口结构升级，4 季度和明年出口将继续改善**（图表 43）。我们维持今年年底前出口同比转正，明年实际出口增长 8% 的判断。在出口和国内劳动力市场持续改善的情况下，我们预计明年人民币升值 3-5%。
- 10 月贷款季节性放缓，但流动性不减，储蓄搬家恢复：**正如我们在 11 月 1 日的宏观周报中指出的，历年 10 月新增贷款都是全年最低，平均不到 9 月份的 1/4（图表 46），因为 10 月是 4 季度首月（季度首月贷款通常偏低），且有国庆长假因素。而今年十一假期较往年更长，因此新增贷款延续了这一季节性，回落至 2530 亿人民币。贷款结构依然向有利于实体经济的方向改善（图表 47，图表 48）——票据贴现下降 2039 亿，中长期贷款增加 4111 亿（其中对企业中长期贷款 2725 亿，对居民户 1386 亿）。需要指出的是贷款并不等同于流动性，我们一直强调，国内货币增长的来源有两条渠道——外汇流入和银行信贷。过去几年外汇大量流入导致流动性充裕，尽管央行不断打压国内信贷也未能抑制流动性。今年初外汇流入减少，因此很多人错误地将贷款等同于流动性。事实上伴随着最近外汇流入的加剧（包括人民币升值预期引发的热钱流入，以及出口好转带来贸易顺差增加），贷款对于国内流动性的重要性下降，尽管 10 月份贷款回落，M2 增速依然达到 29.4%，比上月高 0.1 个百分点；M1 增速进一步提升 2.5 个百分点至 32%，与 M2 的剪刀差扩大（图表 49），显示资金加速活期化；而 10 月份居民储蓄大幅减少 2507 亿，显示储蓄搬家重新恢复（图表 50，图表 51），有利于资产价格上涨。

图表 24：10 月主要宏观经济数据实际值和预测值比较

同比增长，%	09/1~2	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-10 (市场预期)
国内生产总值	-	6.1	-	-	7.9	-	-	9.1		
工业增加值	3.8	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1	15.5
城镇固定资产投资（名义，自年初累计）	26.5	28.6	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.4	33.1	33.5
社会消费品零售总额（名义）	15.2	14.7	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.6	16.2	15.7
消费者价格指数	-0.3	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	-0.4
工业品出厂价	-3.9	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-5.2
出口	-21.2	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-13
进口	-34.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-17.0	-3.5	-6.4	-1
贸易顺差（美元，亿）	440	186	131	134	83	106	157	129	240	189
人民币新增贷款（人民币，亿元）	26,900	18,900	5,918	6,645	15,300	3,559	4,104	5,167	2,530	3,700
货币供应量M2	20.5	25.5	26.0	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	29.4	29.5

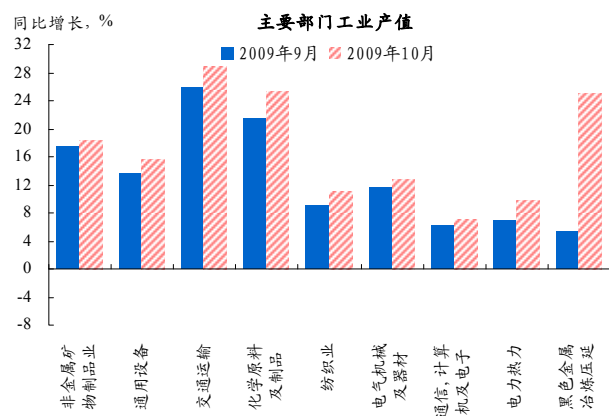
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表25：工业增加值增速强劲回升



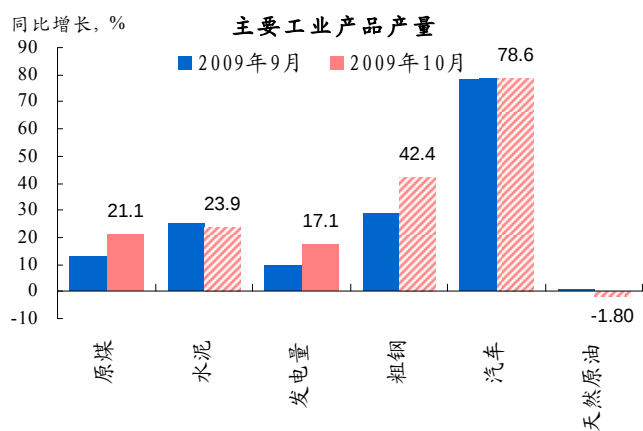
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表26：分行业生产情况：钢铁、汽车、化工、电力等生产较快



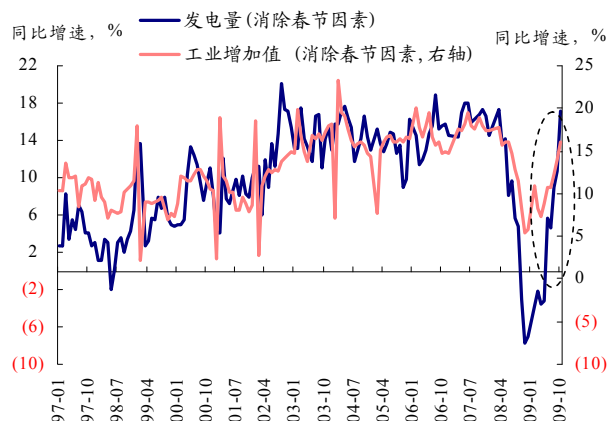
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表27：分产品生产情况：原煤、发电量、粗钢增长较快



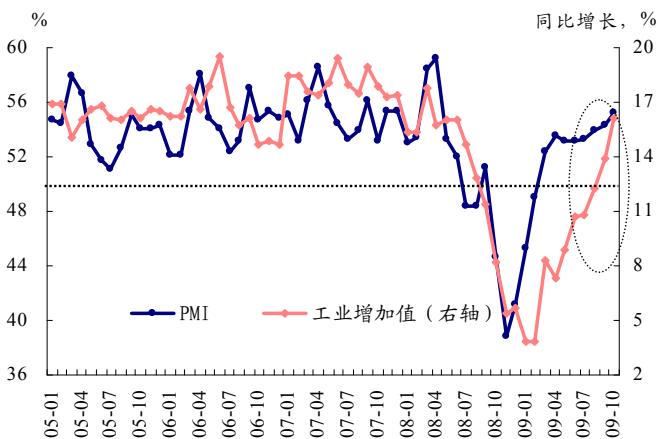
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表28：发电量大幅回升



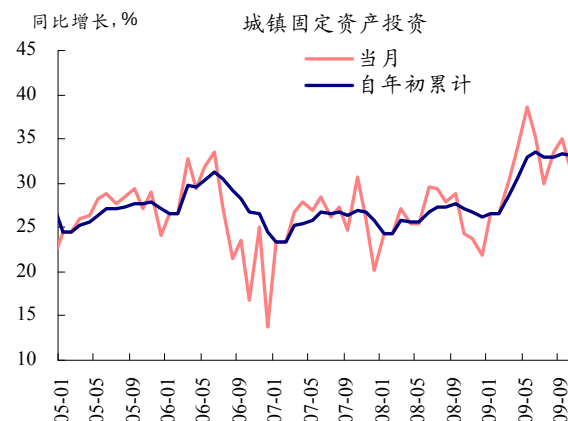
资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>，中金公司研究部

图表29：PMI大幅回升



资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>，中金公司研究部

图表30：10月固定资产投资增速回落



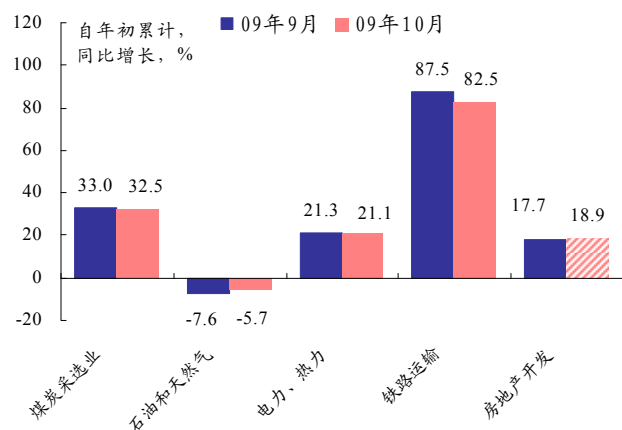
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 31: 房地产投资继续加速



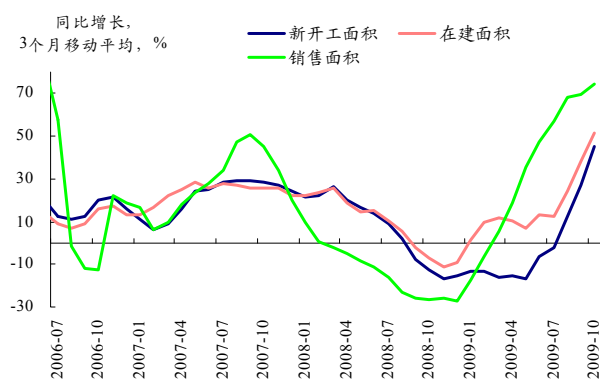
资料来源: 国家统计局、CEIC, 中金公司研究部

图表 32: 房地产开发投资加速, 基建投资减速



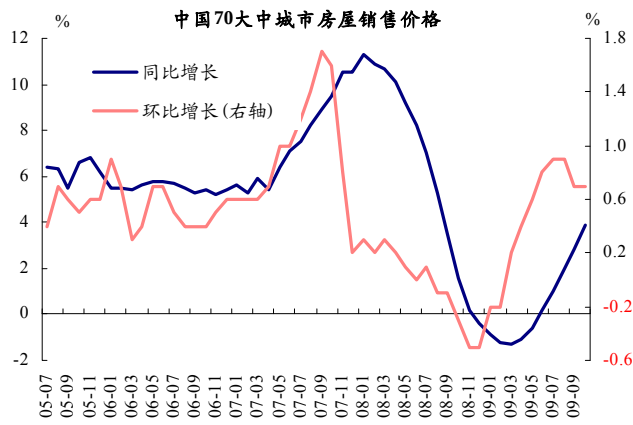
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 33: 销售面积与新开工面积强劲上升



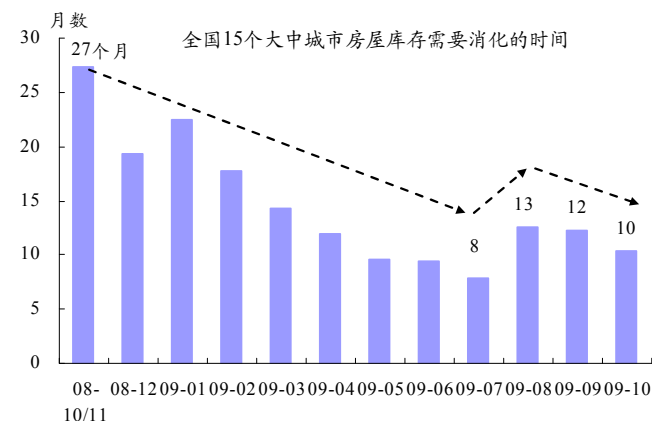
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表 34: 全国 70 个大中城市房屋销售价格继续上涨



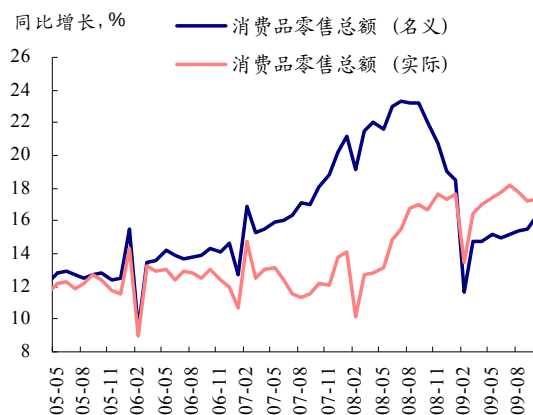
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 35: 全国房地产库存消化时间有所下降



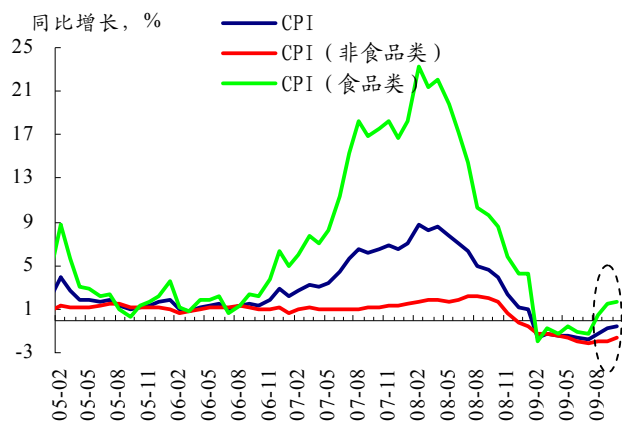
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 36: 社会消费品零售保持强劲



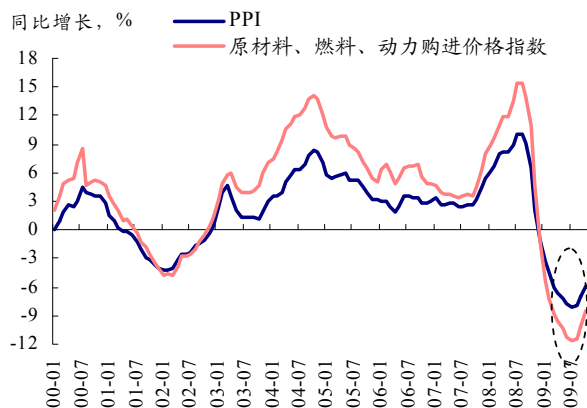
资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 37：10 月份 CPI 同比降幅继续收窄



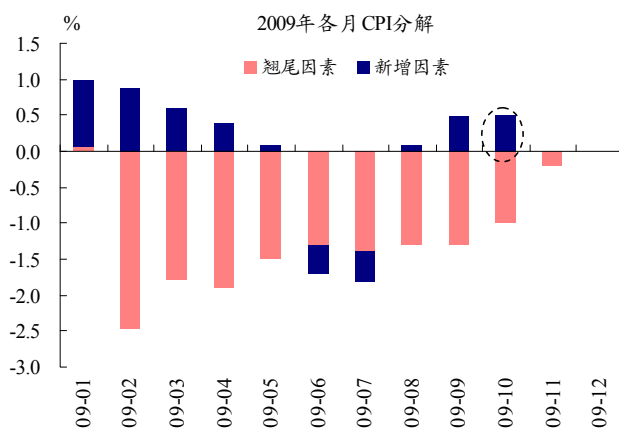
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 38：10 月 PPI 通缩幅度减轻



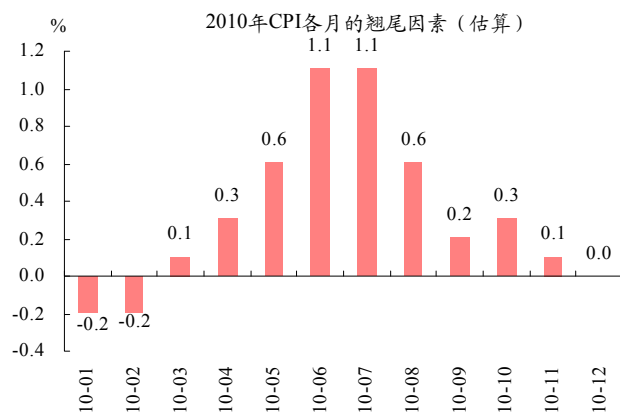
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 39：翘尾因素是 CPI 同比通缩的原因，下月 CPI 转正



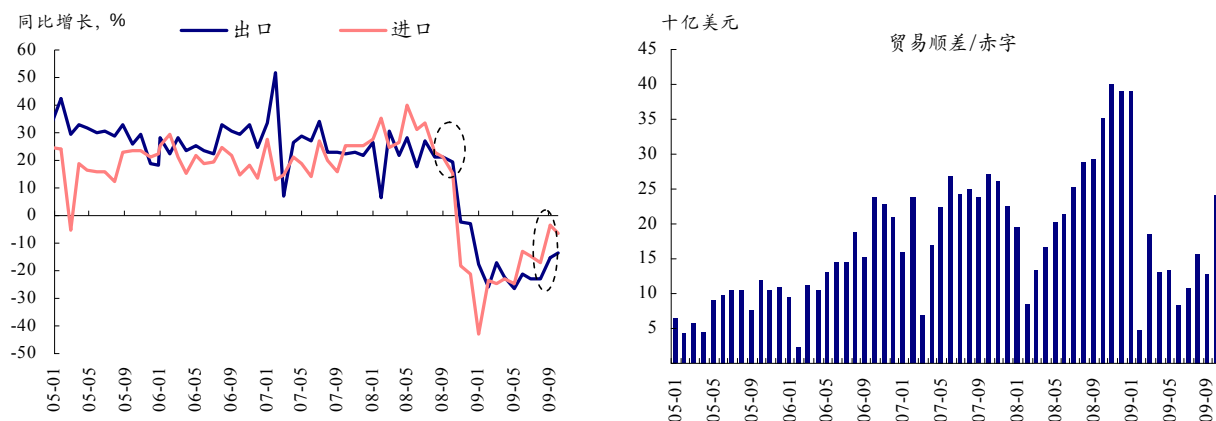
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 40：2010 年翘尾因素预测：高点出现在年中



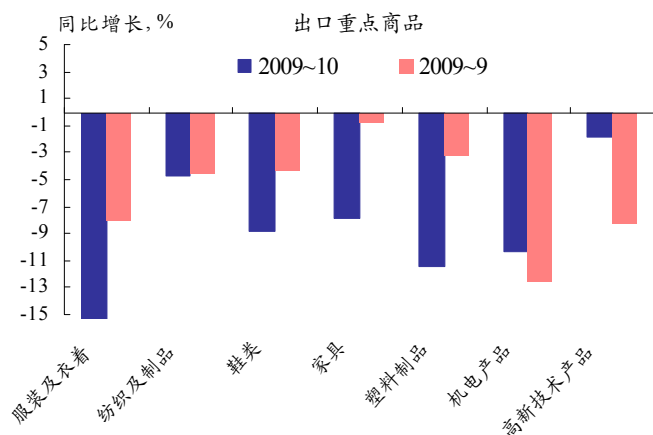
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 41：出口同比降幅缩窄，贸易顺差大幅反弹



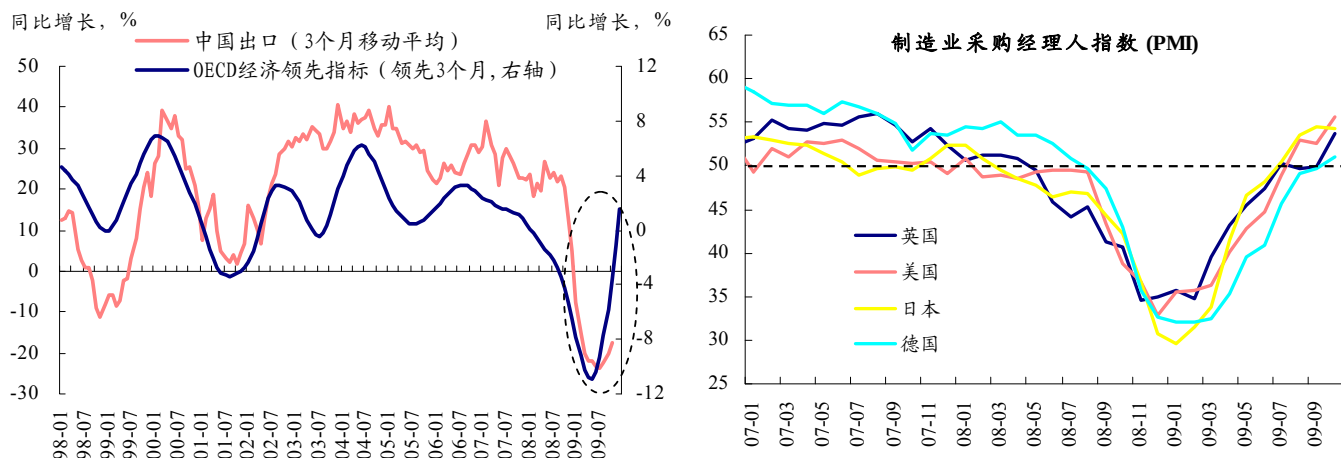
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表 42：10 月份纺织、服装等劳动密集型产品出口恶化，机电和高新技术产品出口改善



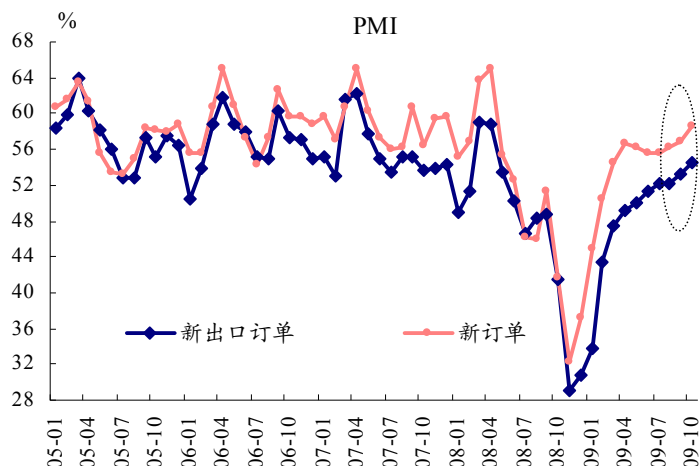
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表 43：出口领先指标好转——OECD 领先指标继续反弹，发达国家 PMI 指数走势稳定向好



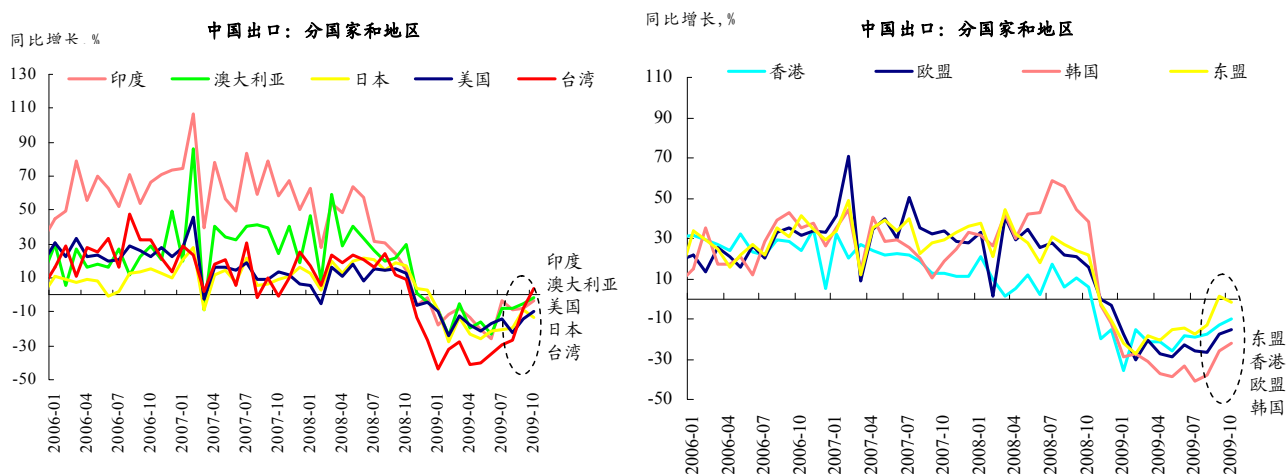
资料来源：CEIC、www.OECD.org、彭博资讯、中金公司研究部

图表 44：中国 PMI 出口订单指数继续反弹



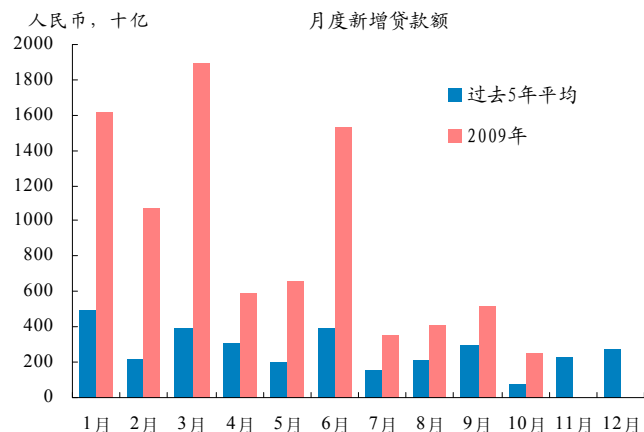
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究

图表 45：中国对主要贸易伙伴出口增速降幅均缩窄，对东盟国家出口增速回正



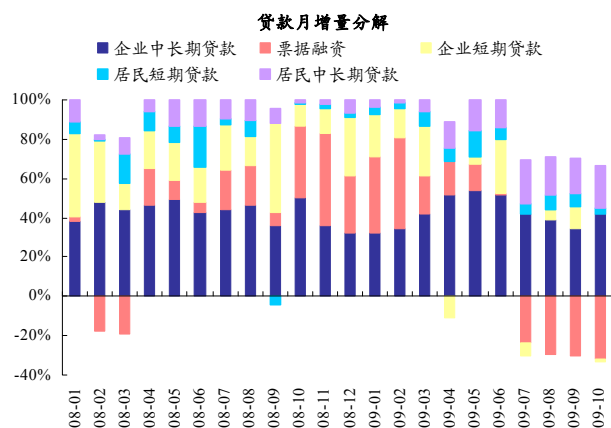
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表 46: 10 月新增贷款季节性回落, 但仍高于往年同期



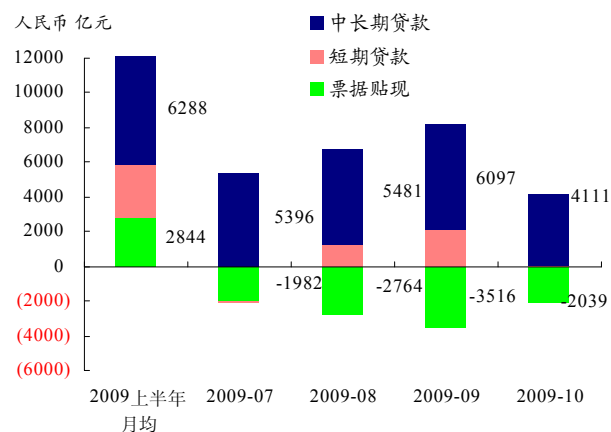
资料来源: 中国人民银行、中金公司研究部

图表 47: 贷款结构变迁: 对企业和居民中长期贷款占主导



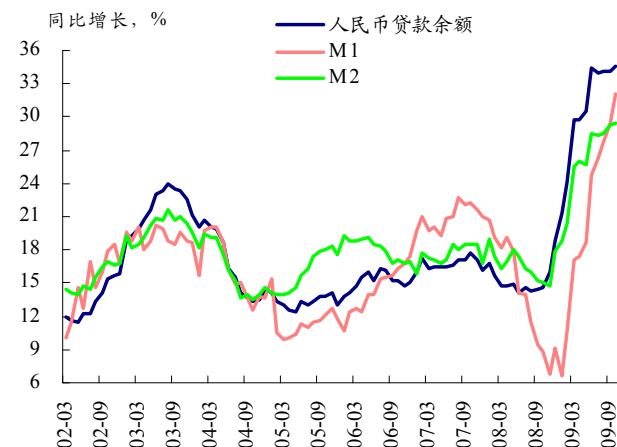
资料来源: 中国人民银行、中金公司研究部

图表 48: 到期票据置换为中长期贷款



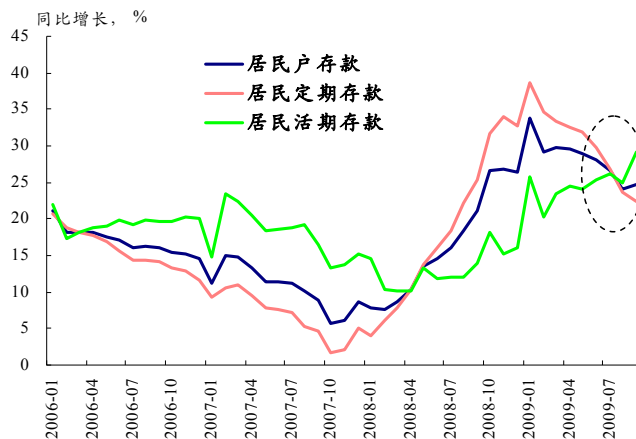
资料来源: 中国人民银行、中金公司研究部

图表 49: M1、M2 增速继续上升



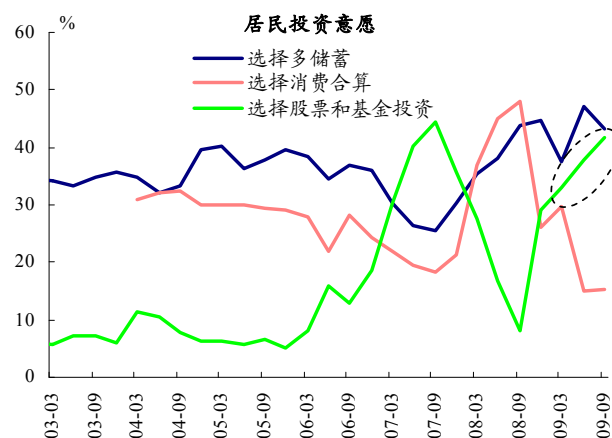
资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图表 50: 居民存款活期化加速



资料来源: 中国人民银行、中金公司研究部

图表 51: 居民投资意愿不断攀升



资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图表 52：CPI 各成分涨幅

同比增长，%	09-10	09 3Q	09-09	09-08	09-07	09 2Q	09-06	09-05	09-04	09 1Q	09-03	09-02	09-01	2008	2007
总体CPI	-0.5	-1.3	-0.8	-1.2	-1.8	-1.5	-1.7	-1.4	-1.5	-0.6	-1.2	-1.6	1.0	5.9	4.8
食品	1.6	0.3	1.5	0.5	-1.2	-1.0	-1.1	-0.6	-1.3	0.5	-0.7	-1.9	4.2	14.6	12.3
粮食	6.2	5.3	5.5	5.2	5.1	5.2	5.1	5.0	5.5	5.5	5.5	4.4	3.9	7.0	6.3
油脂	-15.5	-20.2	-18.4	-20.6	-21.6	-23.0	-21.5	-23.1	-24.3	-23.7	-23.7	-17.2	-13.9	26.9	26.6
肉禽	-3.9	-9.8	-6.7	-9.5	-13.2	-14.8	-15.4	-15.5	-13.5	-10.3	-10.3	-8.8	-2.8	23.8	31.5
鲜蛋	1.2	0.0	0.2	0.9	-1.2	3.1	0.4	3.4	5.5	2.1	2.1	-2.9	1.3	3.7	23.9
水产品	1.4	-1.5	-1.2	-1.4	-1.8	1.2	-0.8	0.9	3.4	6.4	6.4	3.3	11.6	14.2	5.1
鲜菜	14.8	19.2	25.8	21.8	10.1	16.9	17.6	22.2	10.9	6.9	6.9	-9.3	19.6	10.9	8.9
鲜果	12.3	21.1	17.2	22.1	24.1	11.3	19.9	13.6	0.4	-1.2	-1.2	-5.1	-0.4	9.2	0.8
调味品	2.1	2.3	2.1	2.2	2.6	3.8	3.1	3.8	4.6	5.1	5.1	5.4	5.6	5.5	3.8
烟酒及用品	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.4	1.2	1.4	1.6	2.0	1.6	2.0	2.4	2.9	1.7
烟草	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.8
衣着	-1.6	-2.1	-1.8	-2.2	-2.4	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.2	-2.3	-2.7	-1.5	-0.6
服装	-1.7	-2.2	-1.8	-2.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.7	-3.1	-1.7	-0.6
家庭设备用品及维修服务	-1.2	-0.7	-0.9	-0.7	-0.4	0.5	0.1	0.5	0.9	2.1	1.6	2.1	2.6	2.8	2.0
耐用消费品	-3.1	-2.8	-2.9	-3.0	-2.6	-1.7	-2.1	-1.8	-1.3	-0.6	-0.6	0.2	0.6	1.3	1.6
家庭服务及加工维修服务	4.1	4.4	4.2	4.4	4.7	5.4	5.1	5.5	5.6	6.1	6.1	5.7	8.1	9.0	7.2
医疗保健及个人用品	1.2	0.9	1.1	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	1.3	1.0	1.3	1.6	2.9	2.1
西药	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1	-0.9
中药材及中成药	2.2	1.6	1.7	1.5	1.5	2.0	1.9	1.9	2.3	3.0	3.0	3.4	3.3	6.9	7.8
医疗保健服务	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	2.2
交通和通信	-2.7	-2.7	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3	-2.4	-2.3	-2.2	-2.7	-2.5	-3.0	-2.5	-1.0	-0.9
交通工具	-2.2	-2.6	-2.6	-2.7	-2.6	-2.2	-2.4	-2.2	-1.9	-1.3	-1.3	-1.6	-1.3	-1.6	-2.3
车用燃料及零配件	-9.1	-8.6	-7.5	-10.0	-8.2	-6.6	-6.6	-6.7	-6.6	-9.0	-9.0	-9.2	-8.2	13.5	3.7
车辆使用及维修	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	1.4	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7	0.9	0.8	2.4
城市间交通费	-0.8	0.3	-0.1	0.2	0.7	1.1	1.1	1.0	1.3	1.3	1.3	-0.5	2.3	4.3	3.0
市区交通费	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6	0.2	0.9	0.6	1.4
通信工具	-17.6	-18.5	-18.2	-18.6	-18.7	-18.8	-18.8	-18.8	-18.7	1.3	1.3	-18.6	-18.8	-19.3	-18.3
娱乐教育文化用品及服务	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8	-1.0	-0.5	-0.7	-1.1	0.3	-0.7	-1.0
学杂托幼费	1.2	1.4	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.1	0.5	-0.4
教材及参考书	3.4	2.8	3.5	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7	2.8	2.5	2.8	0.6	-0.9
文娱费	2.2	2.3	2.3	2.4	2.3	1.9	2.5	1.5	1.7	2.9	2.9	3.1	3.5	2.1	2.7
旅游	-3.1	-3.0	-3.8	-3.4	-1.8	-3.1	-2.2	-2.6	-4.6	-3.5	-3.5	-7.2	5.7	1.1	2.4
文娱用品	-8.8	-9.6	-9.3	-9.6	-9.8	-10.1	-10.0	-10.1	-10.1	-9.9	-9.9	-9.6	-9.5	-3.7	-0.5
居住	-3.8	-5.4	-5.0	-5.4	-5.8	-4.8	-5.7	-4.8	-4.0	-2.9	-3.5	-2.9	-2.3	5.6	4.5
水、电及燃料	-2.3	-4.1	-3.4	-3.7	-5.1	-3.7	-5.2	-3.6	-2.2	-1.1	-1.1	-1.2	-0.4	6.5	3.0
建房及装修材料	-0.9	-1.8	-1.8	-2.0	-1.6	0.0	-0.8	0.1	0.7	1.6	1.6	3.1	3.9	7.0	5.1
租房价格	2.2	1.4	1.5	1.3	1.4	1.2	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	3.5	4.2
城市CPI	-0.7	-1.4	-0.9	-1.3	-1.9	-1.7	-1.8	-1.5	-1.7	-0.9	-1.5	-1.9	0.7	5.6	4.5
农村CPI	-0.1	-1.1	-0.6	-1.0	-1.6	-1.1	-1.4	-1.0	-1.0	0.0	-0.7	-0.8	1.5	6.5	5.4
消费品	-0.3	-1.2	-0.6	-1.1	-2.0	-1.6	-1.8	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	1.5	7.4	5.7
服务类	-1.2	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.3	-1.3	-1.3	-1.4	-1.8	-1.8	-1.8	-0.8	1.3	1.9
非食品	-1.6	-2.0	-1.9	-2.0	-2.1	-1.7	-1.9	-1.7	-1.5	-1.3	-1.3	-1.2	-0.6	1.5	1.1

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 53：中国固定资产投资分行业细项

自年初累计投资同比增长，%	比重	2009-10	2009-09	2009-08	2008-12	2009-06	2009-05	2009-04	2009-03	2009-02	2008-12	2008-12	2008-06	2008-03
城镇固定资产投资	100%	33.1	33.3	33.0	32.9	33.6	32.9	30.5	28.6	26.5	26.1	26.1	26.8	25.6
第一产业	2%	54.1	54.8	60.4	62.5	68.9	79.7	82.1	85.0	100.3	54.5	54.5	69.5	80.8
农林牧渔业	2%	54.1	54.8	60.4	62.5	68.9	79.7	82.1	85.0	100.3	54.5	54.5	69.5	80.8
第二产业	43%	26.8	26.9	27.0	27.8	29.0	29.1	27.8	26.8	24.8	28.0	28.0	26.6	25.9
采矿业	4%	17.3	17.5	18.9	20.4	24.4	27.7	26.5	32.9	25.8	31.5	31.5	32.6	31.6
煤炭采选业	2%	32.5	33.0	36.0	39.6	40.5	38.4	36.6	47.5	59.6	33.6	33.6	42.0	41.7
石油和天然气开采业	1%	-5.9	-7.6	-7.1	-5.7	0.3	10.1	10.1	16.6	-13.8	22.0	22.0	19.8	14.8
制造业	32%	27.5	27.7	27.3	28.1	29.3	29.9	29.0	27.3	25.4	30.6	30.6	31.4	31.9
农副食品加工业	1%	36.2	38.5	37.6	38.6	41.1	43.0	42.0	37.7	44.4	25.7	25.7	17.4	16.0
纺织业	1%	10.3	10.0	6.7	6.6	7.0	6.0	0.8	-4.5	-19.8	1.3	1.3	6.3	9.2
纺织服装、鞋、帽制造业	1%	13.2	15.4	15.2	14.0	11.6	14.4	12.5	7.8	6.0	19.0	19.0	24.7	26.9
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	1%	25.8	27.2	26.4	26.4	19.6	22.4	24.1	22.2	28.4	26.3	26.3	30.7	33.0
家具制造业	0%	31.8	29.7	27.2	22.7	28.6	18.5	4.9	-8.8	8.5	31.3	31.3	33.7	64.4
造纸及纸制品业	1%	22.1	20.4	24.1	18.5	18.3	18.3	11.5	8.0	-11.3	25.4	25.4	28.9	24.0
印刷业和记录媒介的复制	0%	25.3	28.8	28.5	30.6	29.7	30.4	29.8	26.4	9.6	23.9	23.9	25.2	24.0
文教体育用品制造业	0%	9.7	12.2	13.6	12.9	8.2	15.9	18.4	18.2	13.6	13.7	13.7	8.1	27.3
石油加工、炼焦及核燃料加工业	1%	-2.7	-2.2	0.7	3.8	7.5	-1.0	-2.9	5.9	19.2	29.4	29.4	57.8	75.1
化学原料及化学制品制造业	3%	27.1	28.6	27.6	28.2	29.1	30.1	34.1	40.6	41.3	35.5	35.5	34.5	33.1
医药制造业	1%	39.6	37.8	37.0	36.4	41.1	44.2	42.4	37.2	42.3	25.9	25.9	25.1	16.5
塑料制品业	1%	25.7	27.4	28.3	32.6	30.5	31.3	28.8	24.2	12.5	27.1	27.1	19.5	17.6
非金属矿物制品业	3%	47.4	47.8	48.4	49.6	52.6	55.5	57.6	57.7	47.8	46.6	46.6	46.8	49.2
黑色金属冶炼及压延加工业	2%	3.8	4.0	6.7	3.3	4.6	0.2	0.1	-6.4	-10.8	23.8	23.8	23.0	22.4
有色金属冶炼及压延加工业	1%	19.4	17.3	19.1	19.7	21.9	28.1	25.9	19.0	7.6	43.1	43.1	42.8	37.2
金属制品业	2%	32.3	31.2	29.7	31.0	32.0	38.9	38.2	32.2	28.4	38.5	38.5	40.2	44.5
通用设备制造业	2%	40.4	41.4	41.1	43.1	44.3	47.6	44.9	44.0	55.5	38.3	38.3	35.7	40.3
专用设备制造业	2%	35.0	32.6	35.7	37.2	42.2	42.4	47.6	49.7	51.3	34.1	34.1	45.4	49.3
交通运输设备制造业	3%	35.2	37.0	32.6	35.2	36.7	38.1	35.5	32.0	38.2	39.1	39.1	45.6	48.0
电气机械及器材制造业	2%	50.3	53.1	50.6	51.7	50.5	60.6	57.8	58.3	53.5	45.1	45.1	44.5	45.0
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	1%	4.4	3.0	0.2	4.7	2.9	-2.6	-0.6	-2.4	8.3	17.6	17.6	11.7	8.5
电力、燃气及水的生产和供应业	7%	27.2	27.3	28.4	27.4	28.7	25.2	22.4	18.3	20.7	15.4	15.4	9.1	6.6
建筑业	1%	46.1	41.9	44.0	53.8	43.6	37.0	37.2	66.8	46.7	30.4	30.4	-2.8	-14.1
第三产业	55%	37.8	38.1	37.3	36.5	36.6	34.9	31.6	29.1	26.9	24.1	24.1	26.2	25.3
交通运输、仓储和邮政业	11%	56.9	59.3	61.2	63.7	65.5	60.8	56.5	55.0	63.6	19.7	19.7	8.1	5.3
铁路运输业	2%	82.5	87.5	103.5	126.9	126.5	110.9	94.2	102.0	210.1	61.2	61.2	20.4	21.2
道路运输业	5%	51.8	50.7	49.3	49.2	54.7	52.0	50.2	43.6	35.3	5.9	5.9	2.1	3.1
信息传输、计算机服务和软件业	1%	20.1	23.9	23.9	21.8	29.4	33.9	9.0	7.5	29.5	17.1	17.1	5.3	2.4
批发和零售业	2%	46.3	47.8	47.9	51.2	50.0	45.8	47.3	44.0	44.8	29.2	29.2	21.3	30.3
房地产业	22%	23.4	22.4	19.8	16.8	15.3	12.7	10.0	8.0	4.9	23.0	23.0	35.1	34.7
房地产开发	1%	18.9	17.7	14.7	11.6	9.9	6.8	4.9	4.1	1.0	20.9	20.9	33.5	32.3
科学研究、技术服务和地质勘查业	9%	71.5	71.7	79.2	83.2	77.3	74.6	69.6	62.6	55.4	35.9	35.9	28.6	28.6
水利、环境和公共设施管理业	1%	48.8	51.0	50.9	51.8	54.5	60.0	61.2	60.8	51.7	32.2	32.2	35.4	27.0
教育	2%	42.2	42.4	43.1	42.2	41.7	43.3	39.9	34.4	36.6	6.0	6.0	11.2	15.4
居民服务和其他服务业	1%	68.8	68.3	69.5	77.6	82.6	89.7	84.2	107.8	109.5	34.2	34.2	21.3	33.5
卫生、社会保障和社会福利业	1%	75.3	72.9	71.6	70.2	71.3	69.8	59.9	52.7	70.9	30.6	30.6	28.2	26.2
文化、体育和娱乐业	2%	55.3	57.4	54.9	56.7	57.1	56.9	63.3	60.1	44.6	26.0	26.0	22.9	22.5

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 54：中国工业增加值分行业细项

同比增长，%	2007	2008	09 01-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	各行业占比 %
规模以上工业企业增加值	18.5	12.9	3.8	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1	100.0
煤炭采选业	18.1	19.1	4.8	5.1	2.5	4.2	3.2	8.3	10.6	9.1	13.8	4.0
石油和天然气开采业	3.9	6.1	6.4	14.9	15.7	9.1	11.0	8.5	7.2	5.4	6.7	5.5
黑色金属矿采选业	29.2	21.9	13.2	22.7	13.3	20.2	23.9	34.4	32.4	39.3	40.3	0.8
有色金属矿采选业	23.1	14.3	13.6	16.3	7.5	11.0	16.9	12.1	17.1	17.1	34.8	0.8
非金属矿采选业	25.2	22.3	18.1	17.1	19.7	17.1	20.7	20.2	19.5	21.6	27.4	0.4
其他采矿业	47.8	31.5	30.4	17.9	23.7	20.7	10.3	96.4	79.2	86.8	133.5	0.0
农副食品加工业	16.9	15.0	15.9	15.8	19.2	18.2	19.1	16.9	15.9	19.5	16.6	4.0
食品制造业	20.0	16.4	9.2	12.7	13.2	14.7	14.6	10.6	12.6	15.5	22.5	1.6
饮料制造业	21.8	16.1	11.9	11.6	13.8	16.5	19.2	12.9	10.9	16.7	15.2	1.6
烟草加工业	15.7	12.6	5.6	9.9	4.5	10.6	9.0	6.9	8.8	16.6	2.3	2.5
纺织业	16.2	10.5	5.1	8.3	7.8	8.3	9.3	8.6	9.8	9.1	11.1	4.2
服装及其他纤维制品制造	16.8	12.5	11.1	11.2	9.8	11.5	13.1	11.3	9.6	9.3	10.7	1.9
皮革毛皮羽绒及其制品业	17.5	12.4	6.2	7.2	5.1	8.3	7.8	8.7	8.2	7.3	12.5	1.3
木材加工及其制品业	28.8	21.5	11.4	13.6	15.4	18.7	15.6	17.4	17.6	20.9	20.6	0.9
家具制造业	20.9	13.5	1.8	7.5	7.1	6.8	8.3	9.2	9.2	10.0	13.1	0.6
造纸及纸制品业	17.6	12.4	3.6	7.1	5.6	7.1	10.9	9.4	9.2	11.3	16.3	1.5
印刷业和记录媒介的复制	18.4	12.4	5.5	6.0	2.7	8.6	8.8	8.7	8.5	13.2	11.5	0.6
文教体育用品制造业	17.2	18.2	2.2	5.6	3.5	3.9	0.6	7.4	4.8	5.0	6.5	0.5
石油加工及炼焦业	13.4	4.3	-8.1	-0.6	-5.0	0.6	3.2	4.7	4.8	11.4	15.0	2.6
化学原料及制品制造业	21.0	10.0	0.1	10.0	9.5	11.1	9.0	11.7	18.2	21.4	25.4	6.3
医药制造业	18.3	17.1	13.7	16.2	12.5	14.8	13.3	12.2	14.9	17.6	15.6	2.0
化学纤维制造业	18.1	2.2	-5.7	0.5	4.4	13.5	16.2	18.4	20.3	15.0	21.8	0.7
橡胶制品业	19.6	11.2	-4.2	5.1	5.1	10.7	13.3	11.4	14.1	15.9	16.3	0.8
塑料制品业	18.6	13.8	6.5	10.9	10.3	10.2	13.8	11.6	11.8	14.7	14.7	1.8
非金属矿物制品业	24.7	16.9	10.6	11.5	11.7	14.7	13.9	14.0	17.3	17.5	18.4	4.1
黑色金属冶炼及压延加工业	21.4	8.2	0.3	1.1	-1.7	2.3	5.8	10.1	13.3	16.5	25.1	7.7
有色金属冶炼及压延加工业	17.8	12.3	-1.5	9.1	3.6	6.5	14.9	10.0	13.4	14.8	24.3	3.8
金属制品业	23.7	15.0	3.3	9.8	7.5	7.0	10.4	9.1	8.5	13.0	14.0	2.6
普通机械制造业	24.2	16.9	4.5	11.4	7.1	9.3	8.3	11.3	12.0	13.7	15.5	4.4
专用设备制造业	21.6	20.5	11.1	14.4	13.6	14.8	14.0	12.1	10.4	11.6	11.8	2.6
交通运输设备制造业	26.2	15.2	1.6	5.9	9.6	12.8	17.1	20.4	26.7	25.9	28.9	6.0
电气机械及器材制造业	21.5	18.1	9.4	12.5	11.1	11.2	12.0	11.0	13.0	11.7	12.7	5.2
电子及通信设备制造业	18.0	12.0	-9.4	1.2	1.1	4.3	6.5	5.3	4.8	6.3	7.2	6.8
仪器仪表文化办公用机械	19.5	12.7	-2.5	0.3	1.7	1.2	4.7	3.8	2.5	3.5	2.7	1.0
工艺品及其他制造业	15.1	10.1	0.8	-1.5	4.3	6.3	4.8	6.6	7.1	8.9	7.0	0.8
废弃资源和废旧材料回收加工业	41.4	26.2	11.1	18.1	22.5	34.5	39.5	25.1	32.1	65.2	49.0	0.1
电力、热力的生产和供应业	13.8	8.6	1.3	2.9	1.7	1.0	7.0	5.3	6.8	6.9	9.7	7.5
燃气生产和供应业	20.8	26.8	12.5	16.5	12.4	14.2	15.1	15.1	13.4	12.8	6.5	0.3
水的生产和供应业	6.4	4.9	5.7	1.3	8.4	6.9	3.9	6.9	6.7	5.1	5.7	0.3

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

图表 55：中国主要宏观数据月度概览

同比增长，% (除非额外注明)		2008-06	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05	2009-06	2009-07	2009-08	2009-09	2009-10
工业生产													
工业增加值	同比增长，%	16.0	5.7	3.8		8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1
发电量	同比增长，%	8.1	-7.0	-3.7		-1.3	-3.5	-2.7	4.7	4.8	9.3	9.5	17.1
PMI	%	52.0	41.2	45.3	49.0	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3	55.2
消费													
社会消费品零售总额 (名义)	同比增长，%	23.5	19.0	15.2		14.7	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.6	16.2
社会消费品零售总额 (实际)	同比增长，%	14.8	17.4	15.7		16.4	17.0	17.4	17.7	18.2	17.8	17.3	17.7
投资，自年初累计													
城镇固定资产投资	累计同比增长，%	26.8	26.1	26.5		28.6	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1
房地产开发投资	累计同比增长，%	33.5	20.9	1.0		4.1	4.9	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7	18.9
外贸													
出口	同比增长，%	17.7	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8
进口	同比增长，%	31.2	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-17.0	-3.5	-6.4
贸易盈余	美元，十亿	21.4	39.0	39.1	4.8	18.6	13.1	13.4	8.3	10.6	15.7	12.9	24.0
通货膨胀													
居民消费价格指数	同比增长，%	7.1	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5
零售价格指数	同比增长，%	7.1	1.4	0.7	-1.6	-1.5	-1.9	-1.9	-2.3	-2.5	-2.0	-1.5	-1.3
工业品出厂价格指数	同比增长，%	8.8	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8
财政													
财政收入	同比增长，%	30.7	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8	19.6	10.2	36.1	33.0	28.4
财政支出	同比增长，%	17.5	30.8	32.5	42.0	31.4	24.5	14.5	21.5	9.3	17.4	32.9	13.0
货币													
M1	同比增长，%	14.2	9.1	6.7	10.9	17.0	17.5	18.7	24.8	26.4	27.7	29.5	32.0
M2	同比增长，%	17.4	17.8	18.8	20.5	25.5	26.0	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	29.4
新增存款 (人民币，十亿)	人民币，十亿	772	383	1,510	1,650	2,450	1,028	1,332	2,006	399	327	999	290
存款余额	同比增长，%	18.9	19.7	23.0	23.0	25.7	26.2	26.7	29.0	28.5	27.4	28.4	27.5
新增贷款 (人民币，十亿)	人民币，十亿	385	772	1,620	1,070	1,890	592	665	1,530	356	410	517	253
贷款余额	同比增长，%	14.1	18.8	21.3	24.2	29.8	29.7	30.6	34.4	33.9	34.1	34.2	34.2
1年期存款利率	p.a. %	4.14	2.25	2.25	2.25	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. %	7.47	5.31	5.31	5.31	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	6.86	6.82	6.84	6.84	6.83	6.82	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83
居民收入													
城镇居民可支配收入	名义同比增长，%	18.0	13.8			10.2			9.3			8.3	
城镇居民可支配收入 (实际)	同比增长，%	9.9	11.3	-	-	11.2	-	-	11.2	-	-	9.9	-
农村居民现金收入	名义同比增长，%	21.7	7.9			8.6			7.4			9.10	
农村居民现金收入 (实际)	同比增长，%	12.1	4.6	-	-	8.6	-	-	8.7	-	-	10.3	-

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

资金流入香港势头持续，银行体系总结余上升至历史峰点

金管局于 11 月 10~13 日向市场注入共 310 亿港元资金。

中金点评：

金管局今天 11 月 10~13 日向市场注入共 310 亿港元资金，港汇持平于 7.75 强方兑换保证水平，1 个月和 3 个月期香港银行间拆借利率分别约为 0.10% 和 0.15%。银行体系总结余将于 10 月 27 日上升至约 2910 亿港元历史峰点。自 10 月 7 日起金管局已经多次向市场注入共 1352 亿港元资金，反映资金流入香港势头持续。（图表 62）

香港获国际信贷评级机构穆迪提升主权评级展望

香港获国际信贷评级机构穆迪提升主权评级展望，从「稳定」至「正面」，反映现时的长期外债信用评级「Aa2」有望调升。穆迪表示，上调评级主因是香港受惠于中国经济的强劲增长。另外，穆迪亦将中国的主权评级展望上调从「稳定」至「正面」，反映现时的 A1 评级亦有望调升。

中金点评：

上周 IMF 亦调升了香港 GDP 增长率预测，从 09 年的负 3.5% 和 10 年的 3.5% 上调至负 2% 和 5%，主要反映中国的经济增长、香港财政刺激政策和支持中小企业及劳动市场的措施正带动香港经济复苏。此次香港主权评级上调，主要反映中国主权评级展望上调的影响。穆迪指出，中国的宏观经济增长强劲，经济复苏，与及国际收支状况良好，内地银行体系相对稳健，令其有能力抵御外围波动，即使中央政府推出刺激经济政策，但仍无损其财政实力。

韩国央行维持政策利率不变

韩国央行今天利率会议后决定维持政策利率于纪录低点 2.0%，连续 9 个月保持不变，并符合市场预期。（图表 63）

中金点评：

韩国央行表示，消费物价通胀持续稳定，主因是韩元兑美元有所上升，导致进口价格有所下滑，而房地产价格上升的势头亦有减缓迹象。前瞻来看，韩国央行将维持宽松的货币政策以支持实体经济持续复苏。9 月份通胀率从 8 月份的 2.2% 小幅下滑至 2.0%。9 月份的领先指数同比上升 10.1%，是自 02 年 8 月份以来最大的同比增幅。环比亦连续 9 个月上扬，9 月份上升 0.7%。

近期经济数据

美国持续、延长和紧急失业援助的申领人数均减少，但总数仍超过 900 万人

截至 11 月 6 日当周，美国首次申请失业救济人数下降 1 万人至 50.2 万人，少于市场预期的 51.2 万人；四周平均首次申领人数下降 3,000 人至 51.9 万人，连续第 9 个星期下降；持续申请失业救济人数大幅减少 13.9 万人至 563 万人；领取延长失业援助人数减少 2.8 万人至 52.3 人；申请紧急失业援助人数增加 2.2 万人至 352 万人。

中金点评:

首次申领人数和四周移动平均人数继续下降表明企业裁员速度在持续放缓,但申领持续、延长和紧急3项失业救济的总人数自5月份以来一直保持900万人以上,继续为失业率带来上升压力。持续申领人数在今年6月触顶之后,从当时的690万人下降至目前的563万人,但申请州政府的延长失业援助(Extended Benifits)和紧急失业援助(Emergency Unemployment Compensation)的人数自6月以来已持续攀升超过140万,表明持续申领人数的减少更多地是由于为期26周的联邦失业救济金已届满,而不是重新就业。

本月初公布的美国10月份失业率又上升了0.4个百分点至10.2%,为过去26年来的高点。参考1990年代及2000年代的两次衰退,首次申领人数见顶后,失业率在大约一年半后才到达其周期高点。而首次申领人数在当前衰退中于今年3月触顶,如此推算,失业率将于2010年2-3季度才有望见顶回落。因此我们预计美国失业率将继续上升,于2010年2-3季度左右到达周期顶部,上升至11%左右,其后才会逐渐回落。

美国9月份贸易赤字扩大

继8月份贸易赤字由318亿美元缩减至307亿美元之后,9月份又扩大至365亿美元,超出市场预期的325亿美元。9月份美国进口总额环比上涨5.8%,是出口总额环比涨幅的两倍。同比来看,9月份美国出口同比降幅从8月份的-20.6%缩窄至-13.2%,进口同比降幅从-28.5%缩窄至-20.6%。非石油类进口从8月份的243亿美元增长至259亿美元。

中金点评:

自09年3月以来,美国贸易赤字就呈交替涨跌之势,9月份这一态势仍在延续。石油净进口额的变动在近来贸易赤字的走势上起到决定性作用:8月份贸易赤字缩减主要由于石油净进口额减少,9月份进口总额环比上涨5.8%,涨幅是出口总额的两倍,主要就是因为石油净进口的增长——9月份石油净进口额从166亿美元增加至205亿美元,是石油进口量价齐升的结果(进口数量继8月份环比下降9.4之后,9月份增加了6.6%,进口价格从8月份的64.75美元/桶增加至68.17美元/桶)。

结合美国3季度GDP的增长结构看,3季度净出口对美国GDP的贡献为-0.5%,是自08年3季度以来首次拖累GDP增长:其中出口上升14.7%,但进口以更快速度增长(年化环比增速达16.4%),主要受惠于固定投资和再库存的启动,以及“旧车换现金”计划对零部件及原材料进口的拉动。从近期油价走势以及再库存趋势看,美国贸易赤字的再平衡进程预计在10月份将难以继续深化。

美国11月密西根消费信心指数意外滑落

路透社和密西根大学发布的11月消费者信心指数的初值从10月的70.6意外跌落至66.0,而此前市场预期这项指数会增加0.4个点至71.0。

中金点评:

该指数意外跌落是因为失业率居高不下——10月份失业率跳升至26年来的最高点10.2%,令美国家庭缺乏安全感,对未来经济走势缺乏信心。

美国10月份财政赤字达到创记录的1,763.6亿美元

美国10月份财政赤字达到创记录的1,763.6亿美元,超过经济学家预测的1,500亿美元。

中金点评:

10 月是美国进入 2010 财年的第一个月。以美元表示的 2009 财年全年预算赤字为 1.42 万亿美元，比 2008 财年创记录的财政赤字高出 9850 亿美元。

欧元区 9 月份工业产出持续增长

欧元区 9 月份工业产出在上个月环比强劲增长 1.2% 后仅增长 0.3%，主要是耐用消费品产出在 8 月环比增长 5.2% 后又下滑 6%（图表 56）。

中金点评：

欧元区 3 季度工业产出环比增长 2.2%，而 2 季度曾环比下跌 1.1%，因此从增加值的角度看，工业产出将成为带动 3 季度经济复苏的主要动力。分国家来看，德国、法国和意大利表现好于欧元区整体水平，3 季度分别环比增长 3.5%，3% 和 4%，而西班牙则可能拖累欧元区产出增长水平，3 季度工业产出环比下降 1%。

欧元区 3 季度经济实现复苏

在连续 5 个季度累计萎缩 5.1% 后，欧元区 3 季度经济实现小幅复苏，环比增速为 0.4%（图表 57）。

中金点评：

欧元区 3 季度 GDP 表现略低于我们 0.7% 的预期，显著弱于美国 0.9% 的 3 季度 GDP 环比增速。在昨天的数据确认欧元区工业产出 3 季度强劲反弹 2.2% 后，3 季度 GDP 的微弱增长显示欧元区建筑业及服务业表现仍相对疲软：尤其是法国 3 季度工业产出大幅增长 3%，但 3 季度 GDP 仅环比增长 0.3%，未能实现加速增长；意大利 3 季度经济环比增速 0.6% 亦与 4% 的工业产出增速有一定的差距。而德国经济的 3 季度环比增速 0.7% 则与工业产出增幅 3.5% 基本匹配，成为拉动欧元区经济的主要推动力；西班牙经济则仍处于萎缩区域，3 季度 GDP 环比下滑 0.3%。

英国 9 月就业市场恶化速度放缓

英国截至 9 月份的 3 个月就业率与上个月的 7.8% 持平，较 7 月份高位下降 0.1 个百分点。失业人数上升 3 万人至 246 万，为 08 年 3-5 月以来的最小升幅。申请失业津贴的人数 10 月份上升 1.29 万人至 164 万，总人数为 97 年 4 月以来最高，但增幅为 08 年 4 月以来最低（图表 58）。

中金点评：

英国就业市场整体恶化速度有所放缓。从就业情况来看，英国截至 9 月份的 3 个月就业率下降 0.1 个百分点至 72.5%，而就业人数小幅增加 6000 人至 2893 万，为 08 年 5-7 月以来首次增长。就业人数上升主要是由兼职岗位带动（增长 8.6 万人至 766 万人的历史高位），而全职工作人数继续下降 8 万人至 2126 万。

从职位空缺看，截至 10 月份的 3 个月职位空缺位 42.8 万个，为该指数 2001 年编制以来最低，但仅较 3 个月前下降 1000 人，为 08 年以来最小降幅。

从工资情况看：截至 9 月份的 3 个月工资同比仅增长 1.2%，主要受奖金增速拖累。剔除奖金的 3 个月工资同比增速为 1.8%，但仍为该数据 2001 年统计以来最低。

德国 11 月 ZEW 预期指数小幅下滑

德国 11 月 ZEW 预期指数连续第 2 个月略微下滑 4.9 点至 51.1，仍高于 26.9 的长期均值。而现状指数则上升 6.6 点至 -65.6，使预期与现状指数的差距继续收窄。（图表 59）

中金点评:

预期指数的反复反映了市场对6个月后的德国经济在财政和货币政策刺激力度逐渐转弱而失业率仍然高企背景下家庭消费走向的不确定性,以及净出口对经济拉动作用减退的担忧。11月欧元区ZEW指数表现与德国相似,预期指数较上月下滑5.1点至51.8,而现状指数持续改善5.1点至-70.3。

德国9月份工业产出持续反弹,但贸易顺差有所缩窄

德国9月份经季节调节的出口在8月份环比大跌2.8%后又强劲反弹3.8%,反映出出口订单大幅增长对出口的带动,而进口9月份更显著增长5.8%。(图表60)

德国9月份工业产出加速上扬,环比增速达2.7%,而8月份工业产出的环比增速也由1.7%上调至1.8%。(图表61)

中金点评:

德国3季度出口环比上升5.5%,而2季度曾下滑2.9%,进口3季度环比增速则达5.4%,2季度曾急剧萎缩7.2%。但目前出口和进口距离周期高位的缺口仍然巨大,分别为18.8%和17.9%。

尽管9月份出口大幅反弹,但经季节调整的净出口水平却在缩窄,贸易顺差从7月份的124.9亿欧元下滑至9月份的99亿欧元,主要由于8、9月份进口表现好于出口。3季度贸易顺差环比上升7.7%,显著低于2季度28.5%的增速,这意味着3季度净出口对经济增长的贡献率将有所下滑。

德国工业产出加速上升使得3季度工业产出的环比增速高达3.5%,而2季度则下滑0.4%。在净出口对经济增长贡献下滑,家庭消费在旧车换现金计划结束后表现疲软的背景下,存货变化可能成为拉动经济增长的又一动力,而投资萎缩的状况也可能随工业产出的复苏而显著缓解。

新兴经济体经济3季度GDP继续向好

新兴亚洲经济体3季度GDP持续改善。香港3季度GDP同比下滑2.4%,降幅低于2季度的3.8%(降幅高于彭博预测中值的1.4%,接近我们预计的2.7%)。印度尼西亚3季度GDP增速从2季度的4.0%上升至4.21%,好于市场预期的4.17%。出口亦持续看好,台湾地区商品贸易出口明显改善,10月份同比下降4.7%至198亿美元,降幅大幅小于9月份的12.7%。菲律宾9月份商品出口同比下降18.3%至36亿美元,降幅小于8月份的21%,是10个月以来最小的同比降幅。

中金点评:

香港3季度GDP同比下滑2.4%,降幅低于2季度的3.8%(降幅高于彭博预测中值的1.4%,接近我们预计的2.7%)。经季节性因素调整后,3季度GDP环比上升0.4%,低于2季度的3.3%,反映香港经济在2季度出现强劲反弹后,在3季度继续有所改善。三驾马车皆为同比正增长,私人消费和投资开支3季度同比由负变正,而政府消费开支仍是增速最大的项目。私人消费开支同比上升0.2%,好于2季度的1.1%降幅,结束连续4个季度的下降势头,对GDP增速贡献了0.1个百分点(而2季度则为负0.7个百分点)。整体投资开支同比上升1.4%,大幅好于2季度的13.6%降幅,对GDP增速贡献了0.3个百分点,而库存则显著增加,对GDP增速贡献了4.3个百分点,反映全球经济开始走出衰退,企业再库存活动启动。整体出口同比降幅显著收缩至10.7%,小幅低于2季度的11.1%,而进口降幅亦收窄至7.8,低于2季度的12%,致使净出口为GDP增速贡献了负7.3个百分点。政府消费开支仍是增速最大的项目,3季度同比上升3.3%(环比上升1.3%),高于2季度的1.7%,对GDP增长贡献了0.3个百分点,为08年以来最大。(图表64)

印度尼西亚 3 季度 GDP 增速从 2 季度的 4.0% 上升至 4.21%，好于市场预期的 4.17%。GDP 环比上升 3.87%，亦好于 2 季度的 2.3%。具体而言，家庭支出增长从 2 季度的 4.8% 小幅下滑至 3 季度的 4.7%，对 GDP 增速的贡献亦从 2.7 个百分点减少至 2.6 个百分点。但投资开支增长则从 2 季度的 2.6% 回升至 3 季度的 4%，其对 GDP 增速的贡献则继续持平于 0.6 个百分点。由于进口降幅大于出口，使 3 季度净出口对 GDP 的贡献率上升 1.4 个百分点至 3.4 个百分点。（图表 65）

台湾地区 商品贸易出口明显改善，10 月份同比下降 4.7% 至 198 亿美元，降幅大幅小于 9 月份的 12.7%。而进口亦同比下降 6.7% 至 166 亿美元，降幅亦小于 9 月份的 21.1%，使得贸易盈余从 9 月份的 26 亿美元增加至 32 亿美元。环比来看，10 月份商品进出口连续 6 个月持续上升，反映台湾地区外贸明显改善。（图表 66）

菲律宾 9 月份商品出口同比下降 18.3% 至 36 亿美元，降幅小于 8 月份的 21%，是 10 个月以来最小的同比降幅。进口数据将于稍后公布，预料亦会有所下降，而 8 月商品进口亦同比下降了 28.3%。菲律宾 2 季度 GDP 增速从 1 季度的 0.6% 上升至 1.5%，菲律宾政府早前表示，受台风影响，09 年经济增速可能处于目标区间 3.1~4.1% 低端。（图表 67）

韩国 10 月份失业率从 9 月的 3.6% 下降至 3.4%，为 1 月以来最低。交通、通讯和银行就业市场有所改善，反映经济复苏势头持续向好。

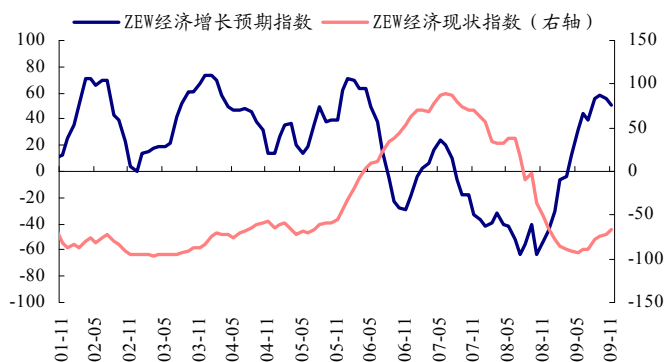
印度 10 月份国内汽车销售由 9 月 129683 辆增加至 132615 辆，同比上升 34.1%，为 07 年 3 月以来最高。而环比亦连续 4 个月上升，10 月份上升了 2.3%，低于 9 月的 7.5%。

图表 56：欧元区工业产出持续反弹



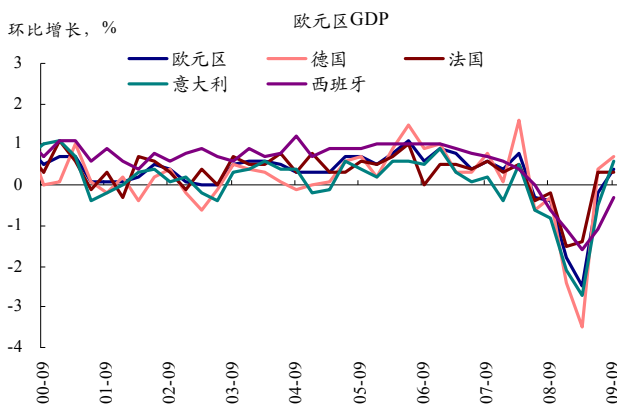
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 59：德国 11 月 ZEW 预期指数有所回落



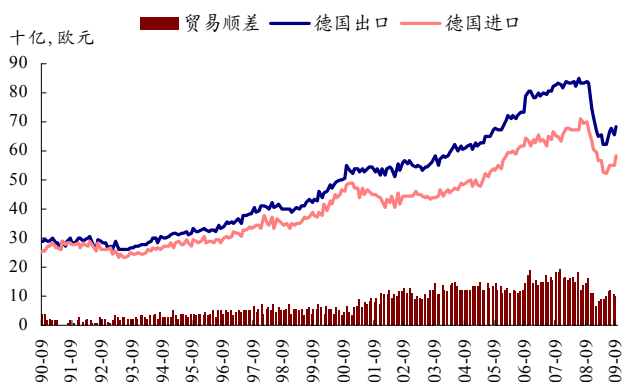
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 57：欧元区 3 季度经济实现复苏



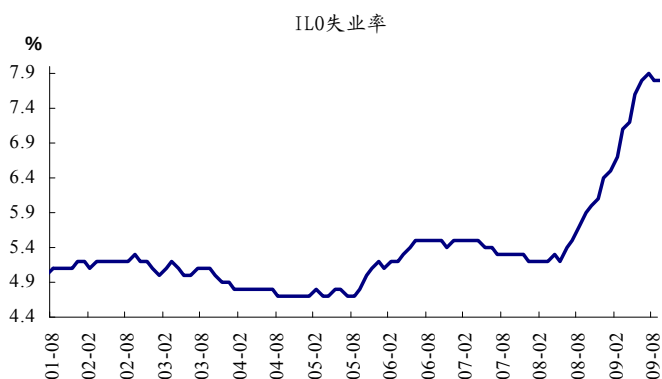
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图表 60：德国 9 月贸易顺差有所下滑



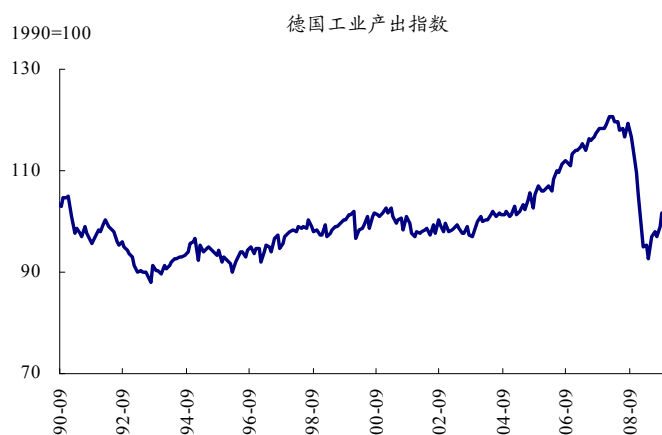
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 58：英国就业市场恶化速度放缓



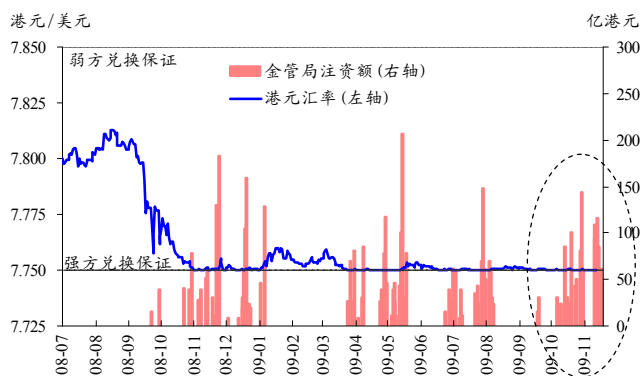
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图表 61：德国工业产出指数继续回升



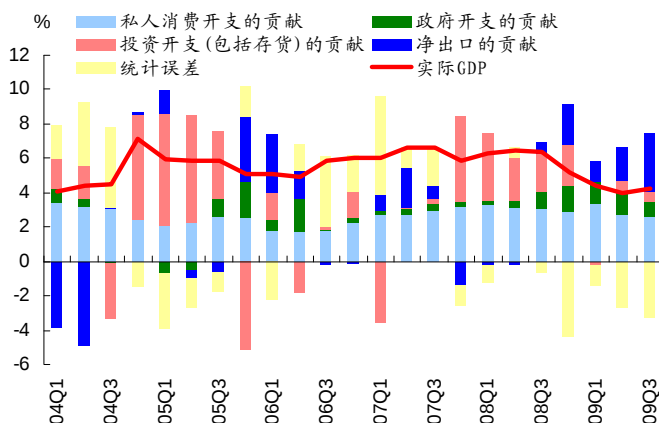
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 62：香港金管局注资额和港元汇率



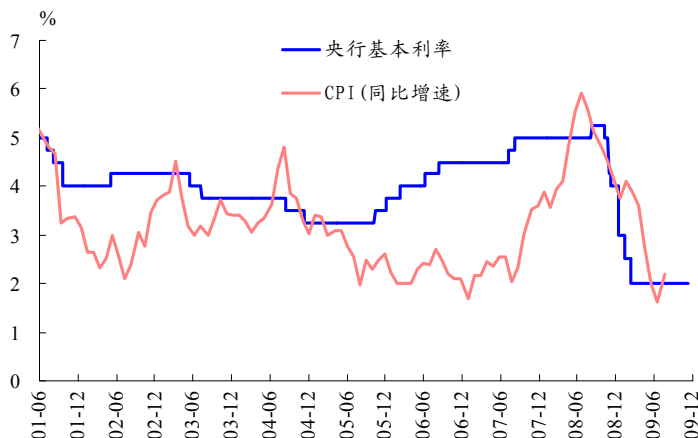
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 65：印度尼西亚 3 季度 GDP 增速



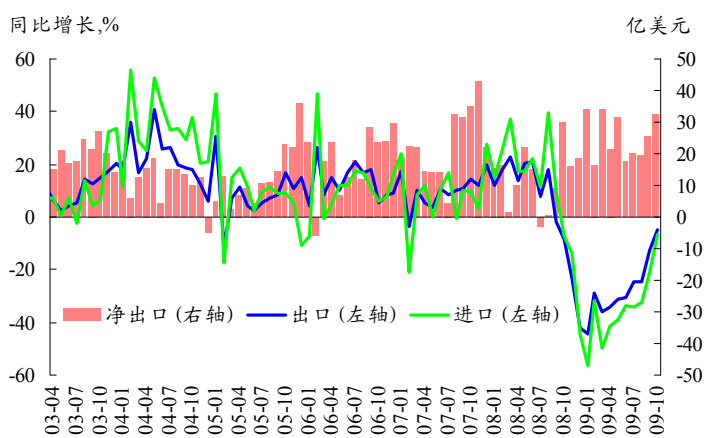
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 63：韩国政策利率和通胀率



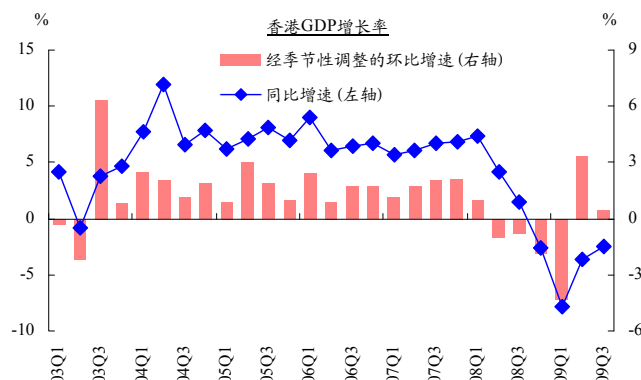
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 66：台湾地区商品进出口



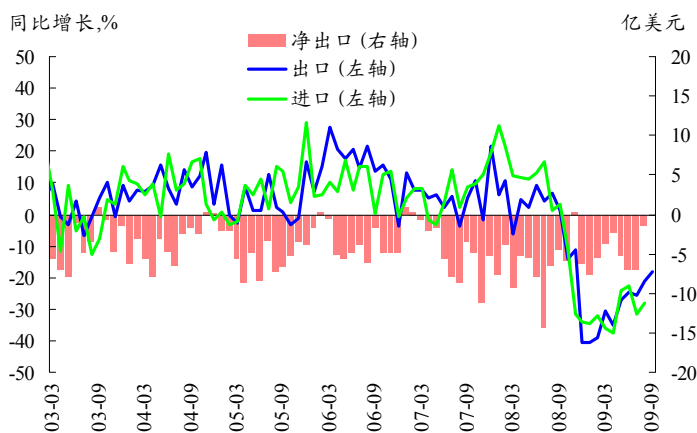
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 64：香港 3 季度 GDP 增速



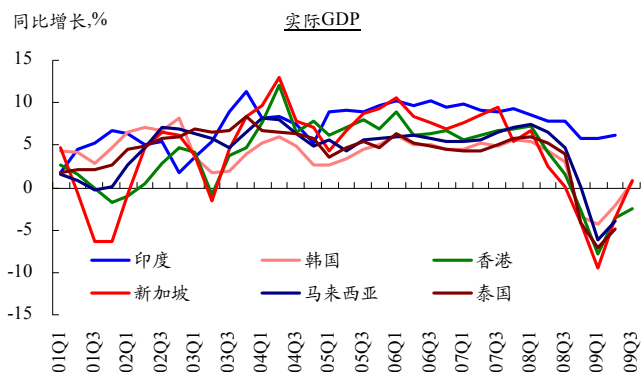
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 67：菲律宾商品进出口



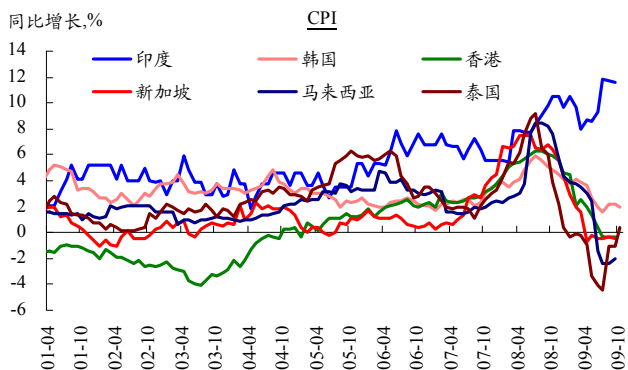
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 68：亚洲新兴经济体实际 GDP



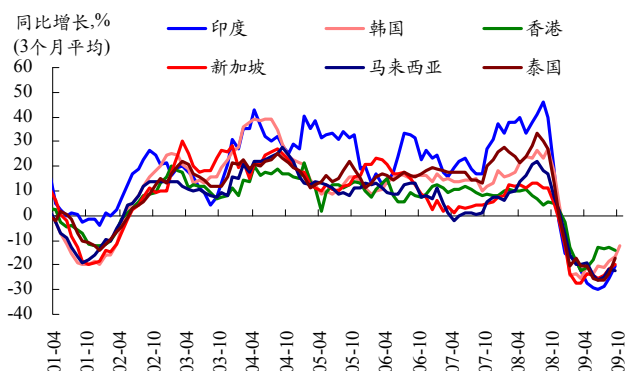
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 69：亚洲新兴经济体 CPI



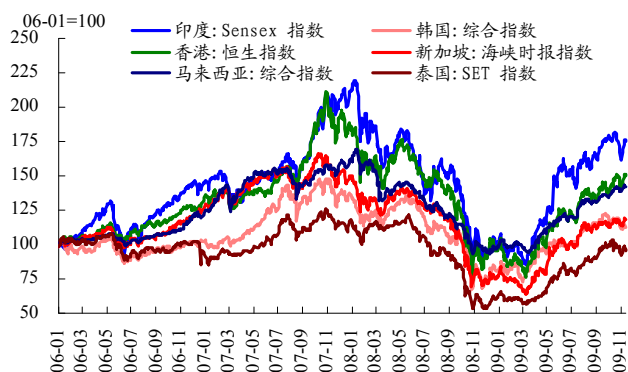
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 70：亚洲新兴经济体商品出口



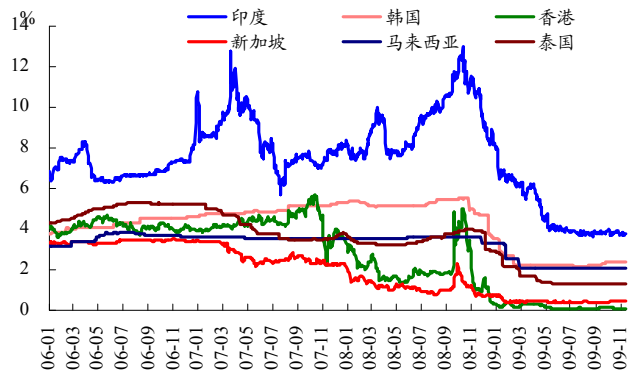
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 71：亚洲新兴经济体股市表现



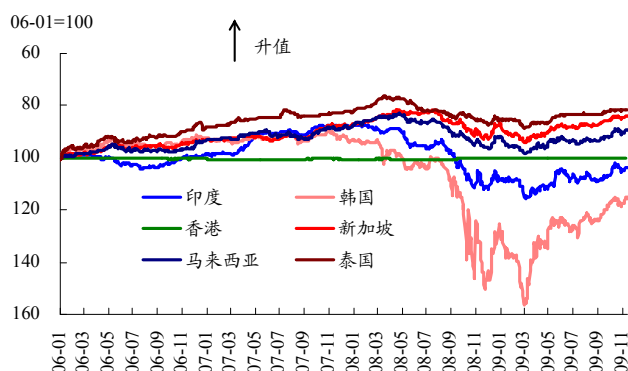
资料来源：CEIC、彭博资讯，中金公司研究部

图表 72：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 73：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 74：美国主要经济数据

	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10
工业生产											
工业产出指数	102.4	100.1	99.3	97.7	97.2	96.2	95.8	96.6	97.8	98.5	
同比增长, %	-8.90	-10.86	-11.34	-12.53	-12.43	-13.10	-13.22	-12.50	-10.44	-6.01	
产能利用率(%)	72.7	71.1	70.6	69.5	69.2	68.5	68.3	69	69.9	70.5	
ISM制造业指数	32.9	35.6	35.8	36.3	40.1	42.8	44.8	48.9	52.9	52.6	
ISM非制造业指数	40.1	42.9	41.6	40.8	43.7	44	47	46.4	48.4	50.9	
费城制造业指数	-36.1	-24.3	-41.3	-35	-24.4	-22.6	-2.2	-7.5	4.2	14.1	
消费											
零售额(美元, 十亿)	336.44	342.02	343.44	339.23	338.34	339.87	342.91	342.49	349.89	344.69	
同比增长, %	-10.62	-9.10	-7.96	-9.50	-10.02	-9.77	-8.81	-8.45	-5.77	-5.67	
私人收入(美元, 十亿)	12196.6	12038.3	11937.1	11882.7	11911.6	12069.6	11934.3	11944.7	11962.1	11962	
同比增长, %	0.45	-0.84	-1.63	-2.22	-2.06	-2.36	-3.40	-2.53	-2.73	-2.80	
私人消费(美元, 十亿)	9897	9972.7	10011.3	9978.9	9968.1	9979.3	10050.6	10074.1	10213.9	10166.7	
同比增长, %	-1.63	-1.06	-0.66	-1.47	-1.89	-2.01	-1.85	-1.54	-0.18	-0.29	
密歇根大学消费者信心指数	60.1	61.2	56.3	57.3	65.1	68.7	70.8	66	65.7	73.5	70.6
投资											
耐用品订单(美元, 十亿)	172,741	159,187	161,812	158,279	160,510	162,674	160,821	168,512	164,058	165,668	
同比增长, %	-22.93	-25.51	-25.12	-26.59	-24.81	-23.87	-25.77	-22.76	-20.39	-19.59	
外贸											
出口额(美元, 十亿)	132.92	124.00	125.29	122.90	120.61	122.33	124.88	128.00	128.22		
同比增长, %	-10.32	-16.93	-17.36	-18.28	-22.10	-21.90	-22.74	-22.16	-20.68		
进口额(美元, 十亿)	174.78	160.97	151.86	151.78	149.74	148.71	152.37	159.85	158.93		
同比增长, %	-15.17	-23.62	-28.83	-27.66	-30.99	-31.52	-31.30	-30.29	-28.59		
贸易余额(美元, 十亿)	-41.86	-36.96	-26.57	-28.88	-29.13	-26.38	-27.49	-31.85	-30.71		
同比增长, %	-27.60	-39.88	-56.98	-51.40	-53.12	-56.41	-54.32	-50.92	-49.58		
通货膨胀(同比增长, %)											
CPI	0.1	0.0	0.2	-0.4	-0.7	-1.3	-1.4	-2.1	-1.5	-1.3	
核心CPI	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.5	
PCE	0.6	0.5	0.6	0.2	0.1	-0.3	-0.4	-0.8	-0.5	-0.5	
核心PCE	1.8	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	
PPI	-0.9	-0.9	-1.4	-3.4	-3.5	-4.8	-4.6	-6.8	-4.3	-4.8	
核心PPI	4.5	4.2	3.8	3.8	3.4	3.0	3.3	2.6	2.3	1.8	
住房市场											
新屋开工数(千栋)	556	488	574	521	479	551	590	593	587	590	
同比增长, %	-46.38	-54.94	-47.82	-47.53	-52.15	-43.25	-45.27	-36.44	-30.86	-28.22	
新屋销售(千栋)	374	329	354	332	345	371	399	413	417	402	
同比增长, %	-39.58	-45.89	-38.54	-34.77	-35.27	-27.11	-18.24	-17.40	-6.08	-7.80	
成屋销售(百万栋)	4.74	4.49	4.71	4.55	4.66	4.72	4.89	5.24	5.09	5.57	
同比增长, %	-4.82	-8.55	-4.85	-7.52	-3.92	-4.65	-0.20	5.01	3.25	9.22	
Case-Shiller房价指数	150.55	146.35	143.11	140.04	139.25	139.97	141.97	144.30	146.00		
同比增长, %	-18.61	-19.00	-18.67	-18.68	-18.08	-16.98	-15.38	-13.26	-11.32		
劳工市场											
非农就业人数(千人)	135,074	134,333	133,652	133,000	132,481	132,178	131,715	131,411	131,257	131,038	130,848
非农就业人数增加值(千人)	-681	-741	-681	-652	-519	-303	-463	-304	-154	-219	-190
失业率, %	7.2	7.6	8.1	8.5	8.9	9.4	9.5	9.4	9.7	9.8	10.2
金融市场(期末值)											
联邦基金利率(%)	0-0.25	0-0.25	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, %	9.60	10.00	9.20	9.10	8.10	8.80	9.00	8.20	7.90	6.70	
3个月国债收益率(%)	0.0761	0.2262	0.2465	0.2009	0.1247	0.1298	0.1775	0.1674	0.1258	0.0842	
2年期国债收益率(%)	0.7643	0.9463	0.9701	0.7960	0.8987	0.9146	1.1091	1.1929	0.9281	0.6633	
10年期国债收益率(%)	2.2123	2.8403	3.0131	2.6629	3.1187	3.4594	3.5326	3.7346	3.4378	3.141	
30年期国债收益率(%)	2.6758	3.603	3.7083	3.5339	4.0324	4.3361	4.3294	4.5224	4.2666	4.0108	
30年住房贷款利率(%)	5.26	5.34	5.25	4.89	4.92	5.23	5.39	5.47	5.21	4.95	
美元名义有效汇率(2005=100)	97.76	98.05	100.65	101.47	99.49	95.35	93.5	92.95			

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 75：欧洲及日本主要经济数据

	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09
欧元区												
工业产出（除建筑业）同比增长，%	-5.9	-9	-12.3	-16.7	-19.3	-19.4	-21.4	-17.7	-16.7	-15.9	-15.1	-12.9
PMI制造业指数	41.1	35.6	33.9	34.4	33.5	33.9	36.8	40.7	42.6	46.3	48.2	49.3
PMI服务业指数	45.8	42.5	42.1	42.2	39.2	40.9	43.8	44.8	44.7	45.7	49.9	50.9
实际零售同比增长，%	-2	-2.1	-1.7	-2.3	-4.6	-2.9	-1.9	-3.2	-2	-1.8	-2.3	-3.6
出口额（欧元，十亿）	141.3	120.5	112.4	93.5	99.9	109.9	102.5	98.6	107.0	116.7	89.7	
同比增长，%	0.49	-11.44	-3.50	-24.88	-23.13	-14.89	-26.31	-22.77	-21.33	-18.13	-22.96	
进口额（欧元，十亿）	142.4	127.9	114.6	105.7	101.4	108.6	100.5	96.8	101.6	104.4	93.7	
同比增长，%	4.15	-4.68	-5.34	-23.04	-21.98	-18.11	-27.56	-27.70	-26.66	-29.05	-26.65	
贸易余额（欧元，十亿）	-1.16	-7.39	-2.19	-12.23	-1.54	1.37	2.01	1.81	5.40	12.32	-3.97	
失业率，%	7.9	8.0	8.2	8.5	8.8	9.0	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6	9.7
消费者物价指数同比增长，%	3.20	2.10	1.60	1.10	1.20	0.60	0.60	0.00	-0.10	-0.70	-0.20	-0.30
基准利率	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	2.00
M3同比增长，%	8.70	7.90	7.40	6.20	6.00	5.00	4.90	3.80	3.60	2.90	2.40	
德国												
工业产出同比增长，%	-3.7	-6.9	-11.3	-17.9	-21.3	-20.2	-22.3	-17.6	-17.6	-17.0	-16.5	-12.9
PMI制造业指数	42.9	35.7	32.7	32.0	32.1	32.4	35.4	39.6	40.9	45.7	49.2	49.6
PMI服务业指数	48.3	45.1	46.6	45.2	41.3	42.3	43.8	45.2	45.2	48.1	53.8	52.1
IFO商业景气指数	89.9	85.8	82.7	83.1	82.6	82.2	83.8	84.4	86.0	87.4	90.5	91.3
ZEW经济景气指数	-35.9	-50.4	-64.5	-77.1	-86.2	-89.4	-91.6	-92.8	-89.7	-89.3	-77.2	-74.0
出口订单数同比增长，%	-22.3	-27.7	-33.3	-39.5	-40.4	-36.2	-36.5	-32.5	-25.6	-25.5	-23.7	-12.1
Icon消费者信心指数	88	84	77	73	70	67	-	68	71	74	77	81
出口额（欧元，十亿）	88.7	76.1	66.7	63.9	63.9	69.4	63.1	60.1	67.3	69.9	59.3	70.0
同比增长，%	-0.1	-13.3	-9.1	-23.3	-23.5	-16.2	-28.9	-24.6	-23.0	-18.8	-20.8	-18.9
进口额（欧元，十亿）	72.0	66.1	59.4	56.8	55.0	57.9	53.5	50.4	54.9	55.6	51.2	59.4
同比增长，%	3.4	-2.8	-5.0	-14.8	-18.2	-13.3	-24.1	-23.6	-19.3	-23.6	-20.9	-16.3
贸易余额（欧元，十亿）	15.9	11.0	11.0	7.2	8.4	9.0	9.4	10.3	11.6	12.7	10.6	9.9
失业率，%	7.6	7.6	7.7	7.9	8.0	8.1	8.2	8.2	8.3	8.3	8.2	8.2
CPI同比增长，%	2.4	1.4	1.1	0.9	1.0	0.5	0.7	0.0	0.1	-0.5	0.0	-0.3
英国												
工业产出同比增长，%	-6.30	-8.20	-9.70	-12.10	-12.80	-12.50	-12.30	-12.10	-10.70	-9.50	-11.50	-10.30
PMI制造业指数	40.7	34.5	34.9	35.8	34.7	39.5	43.1	45.4	47.4	50.2	49.7	49.9
PMI服务业指数	42.4	40.1	40.2	42.5	43.2	45.5	48.7	51.7	51.6	53.2	54.1	55.3
零售同比增长，%	2.9	2.4	-0.8	2.5	-1.4	1.1	4.0	-1.6	2.6	2.0	1.9	1.8
出口额（英镑，十亿）	36.3	35.3	34.6	33.3	32.8	32.0	31.8	31.1	31.4	32.0	32.0	32.6
同比增长，%	13.40	7.88	7.33	-0.49	-3.06	-6.13	-9.83	-13.23	-13.36	-12.26	-8.54	-9.08
进口额（英镑，十亿）	38.1	37.1	36.4	35.6	35.2	34.6	35.0	33.7	34.2	34.7	34.2	36.1
同比增长，%	5.67	1.30	0.89	-5.15	-6.63	-7.65	-8.25	-13.45	-14.17	-14.19	-11.87	-7.17
贸易余额（英镑，十亿）	-1.80	-1.86	-1.86	-2.36	-2.35	-2.64	-3.25	-2.59	-2.74	-2.75	-2.15	-3.47
失业率，%	3.1	3.4	3.6	3.9	4.3	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9	5.0
CPI同比增长，%	4.5	4.1	3.1	3.0	3.2	2.9	2.3	2.2	1.8	1.8	1.6	1.1
基准利率	4.50	3.00	2.00	1.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
日本												
工业产出同比增长，%	-6.6	-16.5	-20.7	-30.9	-38.4	-34.2	-30.7	-29.5	-23.5	-22.7	-19.0	-18.4
机器订单同比增长，%	-15.5	-27.7	-26.8	-39.5	-30.1	-22.2	-32.8	-38.3	-29.7	-34.8	-26.5	-22.0
海外订单同比增长，%	-44.4	-43.9	-29.1	-71.0	-74.4	-48.4	-66.1	-73.8	-58.0	-44.4	-54.6	
零售同比增长，%	-0.7	-0.9	-2.7	-2.4	-5.7	-3.8	-2.8	-2.7	-2.9	-2.4	-1.8	-1.3
出口额（日元，十亿）	6582.0	5058.0	4589.6	3282.8	3302.8	3923.3	3909.5	3757.4	4307.4	4545.6	4226.7	4775.5
同比增长，%	-7.5	-26.5	-35.1	-46.3	-50.5	-46.6	-40.7	-42.2	-37.0	-37.6	-37.1	-32.1
进口额（日元，十亿）	6445.4	5150.2	4785.5	4127.6	3105.9	3796.1	3742.4	3364.0	3700.2	4108.3	3923.0	4176.4
同比增长，%	8.0	-13.8	-21.3	-31.7	-44.9	-37.8	-37.6	-44.0	-43.9	-41.2	-42.8	-37.7
贸易余额（日元，十亿）	136.6	-92.2	-195.9	-844.8	196.9	127.1	167.1	393.5	607.2	437.3	303.7	599.2
失业率，%	3.8	4.0	4.3	4.1	4.4	4.8	5.0	5.2	5.4	5.7	5.5	5.3
CPI同比增长，%	1.7	1.0	0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-1.1	-1.8	-2.3	-2.2	-2.2
基准利率	0.3	0.3	0.1	0.1	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 76：亚洲新兴经济体主要数据

同比增长,%	2005	2006	2007	2008	08-Q4	09-Q1	09-Q2	09-Q3	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10
香港															
实际GDP	7.1	7.0	6.4	2.5	-2.6	-7.8	-3.6	-2.4	...	...	...	...	...	...	...
实际CPI	0.9	2.0	2.8	5.6	5.4	3.0	1.2	-0.3	1.9	1.3	0.4	-0.3	-0.3	-0.3	...
商品出口	11.4	9.4	9.2	5.1	-2.1	-21.9	-12.9	-14.3	-18.2	-14.5	-5.4	-19.9	-13.9	-8.6	...
工业生产	2.5	2.2	-1.5	-6.6	-10.4	-9.1	-8.9	...	...	...	...	...	...	...	...
零售业销货额	6.1	5.8	10.1	5.0	-2.4	-5.5	-5.5	...	-5.6	-6.6	-4.4	-5.4	-1.0	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	11.4	12.1	12.3	14.2	18.4	11.3	11.4	...	...	...	...	...	...	...	...
印度															
实际GDP	9.2	9.9	9.3	7.5	5.8	5.8	6.1	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.0	6.3	6.4	8.3	10.2	9.4	8.9	11.8	8.7	8.6	9.3	11.9	11.7	11.6	...
商品出口	29.9	22.3	23.3	23.2	-15.0	-22.3	-30.0	-21.0	-33.2	-29.2	-27.7	-28.4	-19.4	-13.8	...
工业生产	7.9	10.5	9.9	4.4	0.8	0.5	3.8	9.1	1.1	2.1	8.3	7.2	11.0	9.1	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-1.4	-1.2	-1.1	-3.3	-4.8	1.8	-2.3	...	...	...	...	...	...	...	...
印度尼西亚															
实际GDP	5.7	5.5	6.3	6.1	5.2	4.4	4.0	4.2	...	...	...	...	...	...	...
CPI	10.5	13.1	6.4	9.8	11.5	8.6	5.6	2.8	7.3	6.0	3.7	2.7	2.8	2.8	2.6
商品出口	19.7	17.7	13.2	20.1	-5.6	-31.8	-26.2	-19.3	-22.6	-28.7	-26.8	-22.7	-15.4	-19.9	...
工业生产	1.3	-1.6	5.6	3.0	1.5	0.2	0.7	...	1.2	0.1	0.7	-0.3	0.1	...	...
零售业销货额	15.9	-4.0	10.4	0.1	-16.4	0.1	4.3	7.8	4.2	4.8	3.9	4.6	5.3	13.4	...
经常项目顺差(占GDP,%)	0.1	3.0	2.4	0.0	-0.6	2.6	2.4	...	...	...	...	...	...	...	...
韩国															
实际GDP	4.0	5.2	5.1	2.2	-3.4	-4.2	-2.2	0.6	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.8	2.2	2.5	4.7	4.5	3.9	2.8	2.0	3.6	2.7	2.0	1.6	2.2	2.2	2.0
商品出口	12.0	14.4	14.1	13.6	-9.9	-25.2	-20.7	-17.0	-19.9	-29.0	-12.6	-21.9	-20.9	-7.8	-8.3
工业生产	6.3	8.4	6.9	3.1	-11.3	-15.5	-6.2	4.3	-8.2	-9.0	-1.1	0.7	1.1	11.0	...
零售业销货额	4.1	4.0	5.0	1.0	-4.2	-4.9	1.6	3.5	-3.9	1.6	7.5	1.8	1.9	6.7	...
经常项目顺差(占GDP,%)	1.8	0.5	0.6	-0.4	3.9	5.1	6.5	...	...	...	...	...	...	...	...
马来西亚															
实际GDP	5.3	5.8	6.2	4.6	0.1	-6.2	-3.9	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	3.0	3.6	2.0	5.4	5.9	3.7	1.3	-2.3	3.0	2.4	-1.4	-2.4	-2.4	-2.0	...
商品出口	11.4	9.8	2.7	9.6	-7.5	-20.0	-26.3	-22.3	-26.3	-29.7	-22.7	-22.9	-19.9	-24.2	...
工业生产	3.6	4.8	2.3	0.7	-8.8	-14.6	-10.8	-7.0	-11.8	-11.0	-9.7	-7.8	-7.0	-6.0	...
经常项目顺差(占GDP,%)	15.0	16.7	15.7	17.5	16.7	20.2	17.8	...	...	...	...	...	...	...	...
菲律宾															
实际GDP	5.0	5.3	7.1	3.8	2.9	0.6	1.5	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	7.7	6.3	2.8	9.3	9.7	6.9	3.2	0.3	4.8	3.3	1.5	0.2	0.1	0.7	1.6
商品出口	4.0	14.9	6.4	-2.8	-22.3	-36.8	-28.9	-21.5	-35.2	-26.9	-24.8	-25.4	-21.0	-18.3	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	0.3	-7.1	-23.4	-17.9	...	-22.2	-15.9	-15.9	-15.9	-13.3	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	2.0	4.5	4.9	2.4	5.1	5.2	5.2	...	...	...	...	...	...	...	...
新加坡															
实际GDP	7.3	8.4	7.8	1.1	-4.2	-9.5	-3.5	0.8	...	...	...	...	...	...	...
CPI	0.5	1.0	2.1	6.5	5.4	2.1	-0.5	-0.4	-0.7	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-0.4	...
商品出口	14.0	12.8	4.4	5.8	-12.0	-27.8	-25.4	-19.9	-26.1	-26.0	-24.2	-22.5	-18.6	-18.6	...
工业生产	9.5	11.9	5.9	-4.2	-10.7	-24.3	-1.1	6.6	0.3	4.4	-7.2	17.1	11.8	-7.7	...
零售业销货额	9.0	6.9	3.8	-1.7	-5.4	-10.7	-12.0	-10.3	-13.3	-12.5	-10.3	-10.5	-6.2	-13.8	...
经常项目顺差(占GDP,%)	22.7	25.4	23.5	14.8	10.4	10.7	11.6	...	...	...	...	...	...	...	...
台湾															
实际GDP	4.2	4.8	5.7	0.1	-8.6	-10.1	-7.5	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	2.3	0.6	1.8	3.5	1.9	0.0	-0.8	-1.3	-0.5	-0.1	-2.0	-2.3	-0.8	-0.9	-1.8
商品出口	8.8	12.9	10.1	3.6	-24.7	-36.7	-32.0	-20.9	-34.3	-31.5	-30.4	-24.5	-24.6	-12.7	-4.7
工业生产	3.8	4.7	7.8	-1.8	-24.2	-32.4	-16.6	-5.6	-20.0	-18.4	-11.3	-7.9	-9.5	1.0	...
零售业销货额	5.8	1.8	3.5	-1.5	-7.1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	5.0	7.2	8.6	6.4	8.3	14.2	11.5	...	...	...	...	...	...	...	...
泰国															
实际GDP	4.6	5.2	4.9	2.6	-4.2	-7.1	-4.9	...	...	...	...	...	...	...	...
CPI	4.5	4.6	2.2	5.5	2.1	-0.2	-2.8	-2.2	-0.9	-3.3	-4.0	-4.4	-1.0	-1.0	0.4
商品出口	15.0	16.9	18.6	15.5	-10.7	-20.5	-26.2	-17.7	-26.1	-26.6	-25.9	-25.7	-18.4	-8.5	...
工业生产	9.1	7.3	8.2	5.3	-8.0	-18.5	-9.2	-5.6	-9.6	-9.8	-8.2	-7.0	-10.1	0.4	...
零售业销货额	4.2	0.5	2.0	4.0	-6.4	-10.3	-8.5	...	-8.6	-9.7	-7.3	-6.3	-6.7	...	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-4.3	1.1	6.4	0.5	-2.4	15.5	4.4	...	...	...	...	...	...	...	...

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
北京市建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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。