



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

宏观经济周报

2010 年 1 月 11 日

第 94 期

研究部

哈继铭

联系人

hajiming@cicc.com.cn

刘奥琳

联系人

liuolin@cicc.com.cn

邢自强

联系人

xingzq@cicc.com.cn

天气推高通胀，出口强劲复苏

要点：

一周政策回顾：央行提高三个月央票利率，资金回笼力度加大。观察过去历年公开市场操作特征，我们认为其目的为春节期间大规模放出流动性作准备，同时也与年底财政大量放款，需要配合央票发行来中和市场流动性有关。此外，历史上看，中国央票利率明显高于美元 Libor 利率，可能会吸引外部资金大量流入，08 年上半年就是一个例子。在美国短期利率持续下降局面下，中国目前却逆向提高央票利率造成利差扩大，很可能导致热钱流入增加，近两个月的汇率占款大幅回升已反映出这一趋势。

房地产政策明朗化：国务院办公厅于周末发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，对二套房并未出台更严格的措施，强调的重点是增加供给。这标志政府对房地产政策做了清晰明了的阐述，新政策、传言频出的情况可能会告一段落。此外，上周一些政策表明中央经济工作会议“调结构，促消费”的宗旨将得到充分贯彻，包括领导人在政治局会议上表示要落实结构性减税政策，加大国民收入分配调整力度。而在海南发展规划出台之后，政治局提出跨越式发展西藏，显示对区域协调发展的重视，西藏、新疆等民族、边疆地区可能受益。

数据解读：严寒天气推高通胀：供给易受天气影响的蔬菜和猪肉价格近几周大幅上涨，我们预计 12 月份 CPI 达到 2%，高于市场此前预期的 1.4%。应对通胀上升政府将首先采用行政措施应对，包括加大补贴、物价管制。一些公用事业、资源品的价格调整可能会暂停。

出口强劲复苏：12 月份出口增长如期转正跃升至 17.7%。季调后月环比增长 5%，机电、高新技术产品出口率先复苏。我们预计 1 季度出口在低基数效应下增长有望逾 20%。此外，进口价格上涨推动 12 月进口增长 55.9%（当月原油价格和大宗商品价格同比上涨 80%和 50%）；季调后环比增长 8.7%，我们认为进口增幅远高于出口只是短期现象，是对此前进口下跌过猛的纠正。预计 2 季度开始进出口增速开始趋同，净出口对 GDP 的贡献将由负转正。然而美国 12 月份就业数据低于预期，显示其经济不如市场想象的强劲，美联储仍将在相当长的时间内保持极低利率。中国的政策制定者在决策时也要警惕外部环境的脆弱性。

美欧失业率双双达到 10%。美国 12 月非农就业人数下降 8.5 万人，显著高于市场增加 1 万人的预期，失业率持平于 10%。8.5 万人就业人数下降主要来自于建筑业，而制造业就业人数降幅有所放缓，临时用工连续第 5 个月上升，是就业市场企稳的积极讯号。然而，目前长期失业人数已上升至总失业人口的 40%；边际劳动人口达 250 万人，但由于这些人最近放弃求职，在失业率数据中得不到体现；劳动人口于 12 月再下降 66 万人，如将这些人计算在内，失业率便可能上升至 10.4%。尽管恶化趋势停止，然而招聘意愿并未恢复，自 9 月以来申领失业救济金总人数始终处于 1000 万人的纪录高位。在这一数字下降之前，预计失业率在今年上半年可能继续徘徊于 10%左右。欧元区就业市场恶化速度亦有所放缓，但欧元区成员国间分化严重，欧盟预计失业率仍可能在 2010 年继续上升，并在相当长时间内处于高位。

12 月 FOMC 会议纪要亦显示，美联储官员认为尽管经济复苏态势持续，但就业市场依然令人担忧。美联储正讨论是否延长和扩大 MBS 购买方案。与会官员在资产购买计划上存在分歧，一些委员认为房市虽有所改善，但只是暂时性的，在 3 月底结束 MBS 购买存在令房市复苏可能减缓的风险。然而，一位联储的决策者认为目前金融市场和经济状况改善的前景暗示需要开始缩减资产购买的规模。

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。

上周中金宏观经济研究报告一览

1 月 5 日：中国经济：迈向可持续发展的起点：2010 年宏观经济展望

本周主要经济数据及事件公布预告

1 月 12 日（星期二）：美国将公布 11 月贸易数据，
1 月 12 日（星期二）：英国将公布 11 月份贸易数据
1 月 13 日（星期三）：英国将公布 11 月份工业产出
1 月 14 日（星期四）：美国将公布 12 月零售数据，和上周领取失业救济数据
1 月 14 日（星期四）：欧元区将公布 11 月份工业产出
1 月 14 日（星期四）：欧元区将公布 1 月份议息结果
1 月 15 日（星期五）：美国公布 12 月 CPI，工业产出，和 1 月密歇根大学消费者信心指数
1 月 15 日（星期五）：欧元区将公布 12 月份 CPI
1 月 15 日（星期五）：欧元区将公布 11 月份贸易数据

目录

本周中金观点.....	3
中国经济	3
海外经济	9

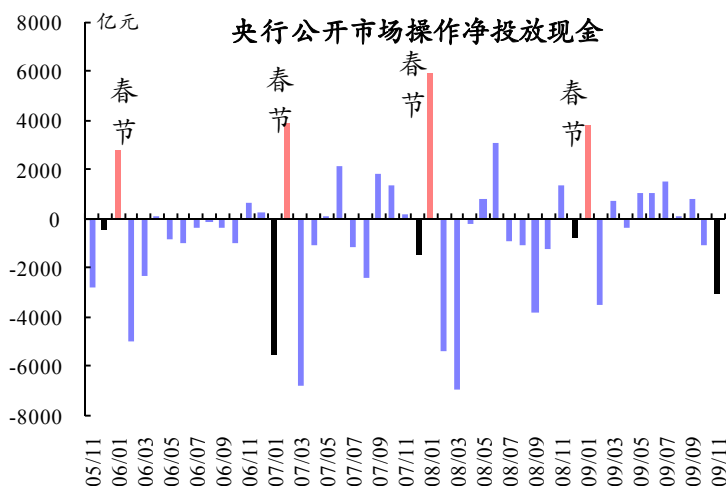
本周中金观点

中国经济

一：近期政策动向分析

短期央票利率上行的原因：央行上周提高三个月央票利率 4 个基点，主要目的在于方便央票发行，增加回收流动性力度。在本月到期资金量不大的情况下，上周发行 600 亿央票，实现最近两个月以来最大的资金净回笼。我们认为这一举措是预防性的，目的在于提前应对春节前几周流动性的大幅上升。再有不到一个月时间，央行将大量注入流动性以满足春节期间市场需求，因此有必要现在提前部分回收，过去每年都有类似情形发生，春节前 1 个月央行大规模回收流动性，是为了春节期间大规模放出流动性作准备（图表 1）。此外，此时增大回收力度也与财政放款节奏有关，年底政府大量下发财政拨款（我们在此前 12 月 21 日的周报中对这一现象做出过详细分析¹），支取财政存款，因此也需要加大央票发行力度来中和市场流动性。譬如 09 年 7 月份中央财政下发第三批中央投资款项，央行也配合这一节奏，7 月曾提高央票利率、加大回笼力度。

图表 1： 每年春节期间需要投放大量流动性，因此央行通常会提前回收部分

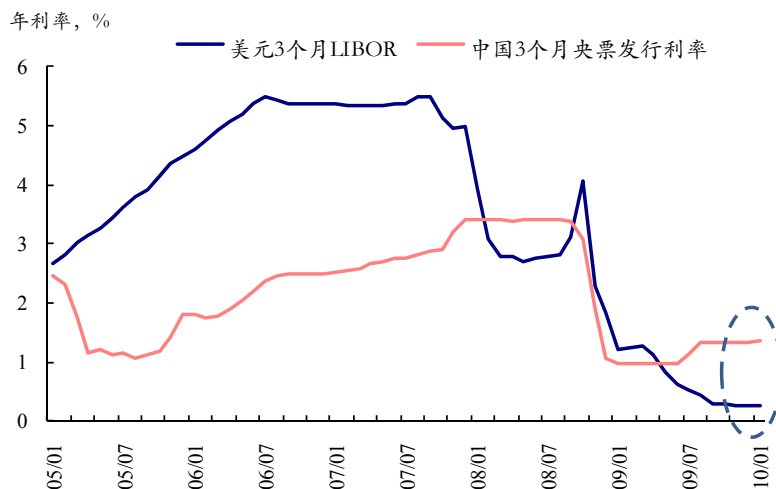


资料来源：PBoC、中金公司研究部

央票利率上升可能引发更多外部短期资金流入：中国为避免外部“热钱”流入，自 05 年开始都将市场利率保持在低于美国利率的水平。但 08 年美国率先降息，造成了当年 2 月到 9 月中国三个月央票利率一度明显高于美元 Libor 利率，导致当时外部资金大量流入中国，月均外汇占款达到创纪录的 3500 亿元。而目前这一幕可能重演：美国短期利率延续了 09 年以来不断下降势头，而目前中国却提高了央票利率，导致中外利差扩大（图表 2），很可能导致热钱流入增加。最近两个月的外汇占款大幅回升（同期贸易顺差并未大增），已经反映出这一趋势（图表 3）。

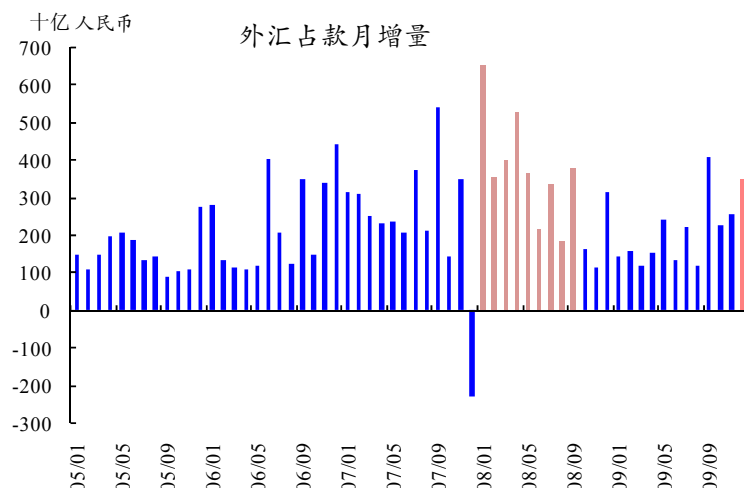
¹ 参见第 92 期周报《内外因素不利于短期内市场》，2009-12-21

图表 2：央票利率上升导致中外利差扩大



资料来源：PBoC、中金公司研究部

图表 3：中外利差扩大导致外汇占款明显上扬



资料来源：PBoC、中金公司研究部

房地产政策明朗化：国务院办公厅于上周末发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，我们的分析是：

1. 对于二套房并未出台更严格的措施，首付比例 40% 不变，明确以家庭为单位界定，利率由银行定。只是 09 年对“改善性需求”二套房的优惠（首套房面积低于当地平均水平），被正式删去了。物业税之类的政策仍然处于研究之中（“加快研究完善住房税收政策”），难以短期内出台。
2. 通知强调最多的还是增加供给，特别是土地供应。
3. 国务院的通知，标志了政府对房地产政策已做了清晰明了的系统性阐述，过去 1 个月不断有新的房地产措施或者传言出台的情况可能会告一段落。这一情形在 08 年底发生过——当时政府各部门在 10~12 月两个月内陆续出台较多刺激房地产的政策，直到 08 年 12 月末国务院办公厅发出《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，将所有新政作了系统性阐述，其后基本上就没有新政策出来了。这一次可能会类似。

我们重申在1月5日的年度经济展望中的观点：中央经济工作会议之后一些房地产政策短期内打击市场情绪。但中长期来看，房价上涨的趋势不改。且房地产对经济增长和地方政府的重要性使得政策将以扩大供给为主，而非大力打压，否则经济增长将大幅滑坡。

此外，上周其他一些政策表明中央经济工作会议“调结构，促消费”的宗旨将得到充分贯彻：

- 上周五，胡锦涛在政治局集体学习深化我国财税体制改革时强调：落实结构性减税政策，加大国民收入分配调整力度，增加城乡劳动者劳动报酬。此后，2010年全国财政工作会议于周末召开，财政部强调继续实施积极的财政政策，着力调整国民收入分配格局，加大对“三农”、教育、科技、医疗卫生、文化、社会保障、保障性住房、节能减排以及欠发达地区的支持力度。这显示今年的财政政策重点是促消费和民生。
- 继上周海南发展规划出台之后，中央政治局提出跨越式发展西藏，充分显示了政府对区域协调发展的重视，我们认为民族、边疆地区（包括新疆）可能受益；
- 融资融券、股指期货的获批，表明金融改革力度的加大。

二：严寒天气推高通胀

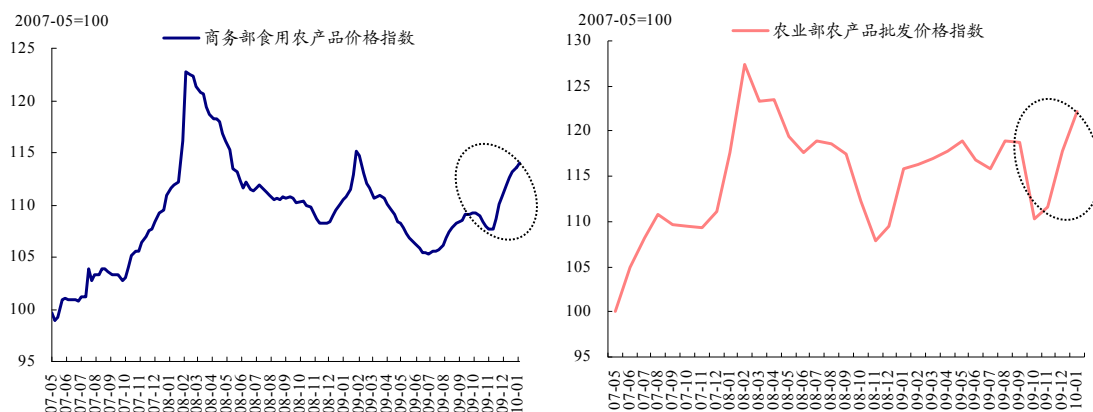
11月以来，受异常低温和暴雪天气影响，农产品价格指数连续8周保持上升趋势（图表4）。其中商务部农产品价格12月比11月环比上升了3.4%，农业部价格环比上涨5.5%。供给最易受天气影响的蔬菜和猪肉领涨——蔬菜月环比大幅上涨23%（图表5）；猪肉月环比上涨4.8%；粮食等其余农产品价格小幅上涨，并未出现异常。考虑到天气因素的推动，我们预计12月份CPI将达到2%，高于市场此前预期的1.4%。

面对价格上涨，发改委于昨日提出做好保障市场供应和稳定物价工作，具体措施包括：

- 细化和完善地方储备粮油应急动用方案。采取减免收费等多种方式，降低物资运输成本，提高运输效率；
- 严厉打击不执行政府定价和政府指导价、串通涨价等违法行为。
- 积极运用价格调节基金，加大对低收入群体补贴，缓解生活必需品涨价对群众生活的影响。

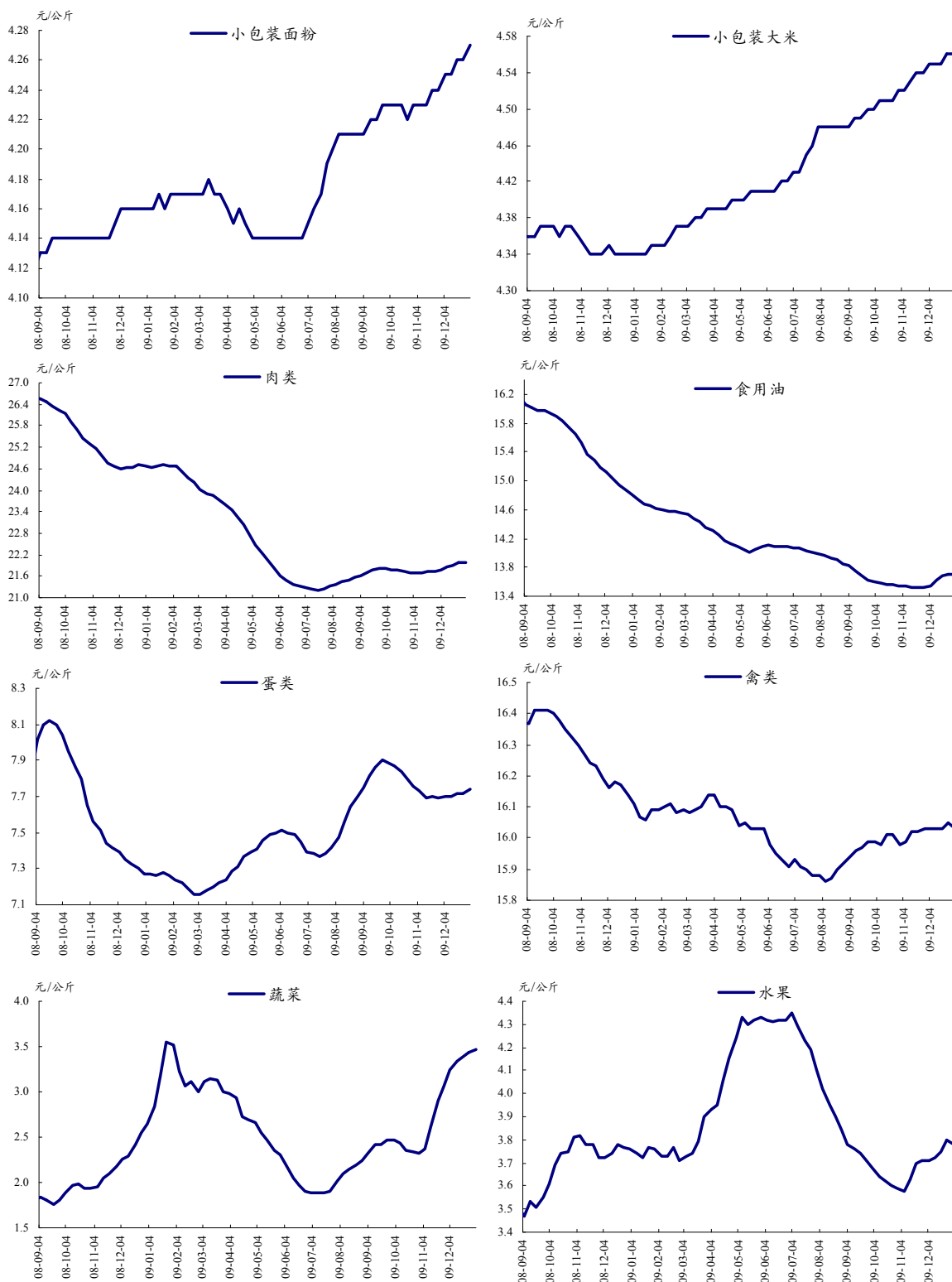
这符合我们此前的判断：应对通胀上升中国将首先采用行政措施应对，包括增加补贴、扩大供给、物价管制等。一些公用事业、资源品的价格调整也可能会暂停。

图表4：商务部和农业部农产品价格双双大幅回升



资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图表5：蔬菜是引领食品价格上涨的主要动力



资料来源：商务部、中金公司研究部

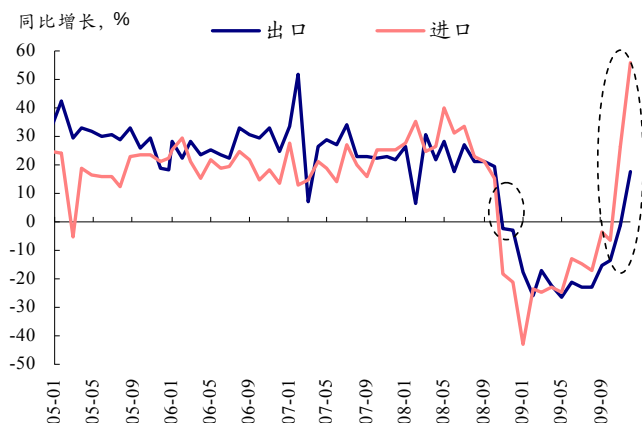
三：贸易数据分析

- 12月出口增长如期转正。外需复苏和低基数效应导致出口同比增速跃升至17.7%（11月-1.2%），远超市场预期的5%；经季调后环比增长5%，显示了强劲的复苏势头。分产品来看，机电、高新

技术产品出口分别大幅攀升至 26.9% 和 40.5%，明显好于其它中低端出口产品（图表 7），显示出口结构升级趋势不改；分国家和地区来看，对主要出口市场欧盟、美国的出口均大幅攀升（图表 8）。前瞻的看，由于 09 年 1 季度我国出口环比下降 30% 达到最低谷，10 年 1 季度出口在低基数效应下将进一步攀升，同比增长有望达 20% 以上。

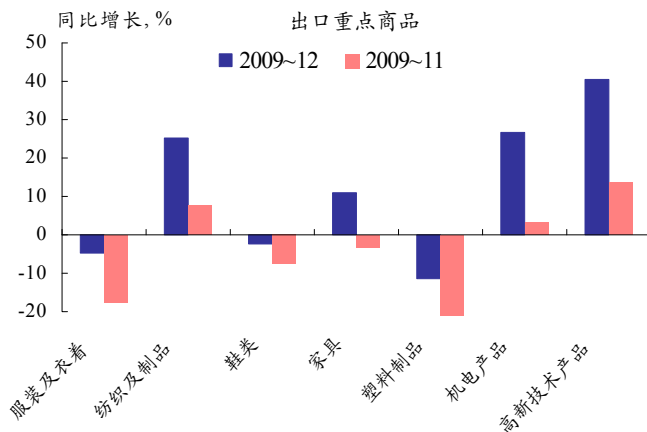
- 12 月进口增速大幅攀升至 55.9%（11 月 26.7%），远高于市场预期的 32.5%，**低基数和价格因素是重要原因**：12 月国际原油价格和大宗商品价格分别比去年同期大幅上升 80% 和 50%，起到了推高进口金额的作用。譬如 12 月原油、铜、铁矿石、初级塑料、大豆等原材料进口金额同比分别大幅增长 113.5%、105.5%、73.8%、77.7% 和 56.5%，但剔除价格因素之后其实物量进口增长则要低一些，分别为 47.9%、28.9%、80%、47% 和 44.8%。（图表 9）。当然，12 月进口经季调后环比增长 8.7%，也显示内需复苏强劲，这也有利于拉动世界经济的恢复。
- 由于进口增幅高于出口，12 月贸易顺差 184.3 亿美元，低于市场和我们预期。但我们认为进口恢复好于出口只是短期现象，是对此前进口下跌过猛的纠正——08 年底、09 年初金融危机之初，中国进口跌幅高于出口，因此目前反弹的幅度也快于出口（图表 10）。进口名义同比增速奇高的现象可能持续至今年 3 月份，从 2 季度开始进出口增长开始趋同，届时贸易顺差将重新扩张。
- 美国 12 月份就业数据低于预期，失业率保持在 10% 的高位，也显示美国经济不如一些人想象的强劲。因此美联储仍将在相当长的时间内保持极低利率。中国的政策制定者在进行决策时也要对外部环境可能继续脆弱保持充分的警觉。

图表 6：进出口同比大幅上升



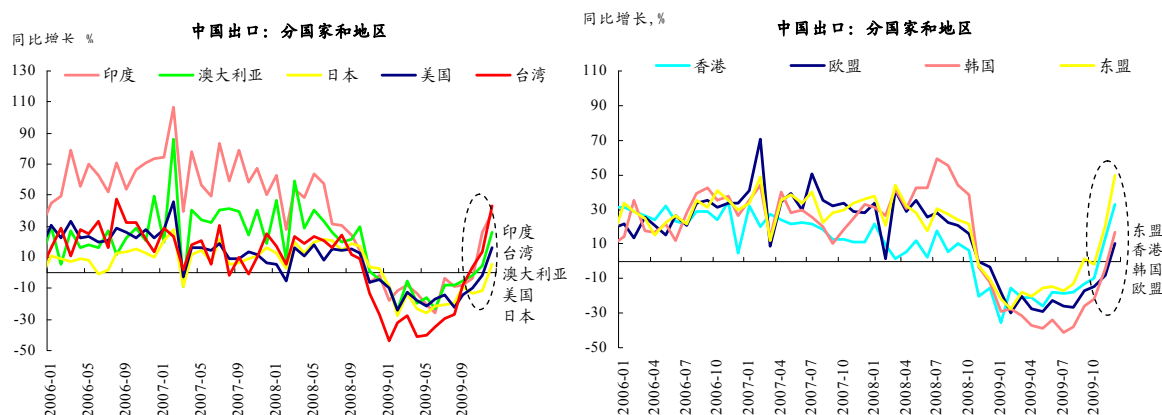
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表 7：机电、高新技术产品出口率先复苏，出口结构升级明显



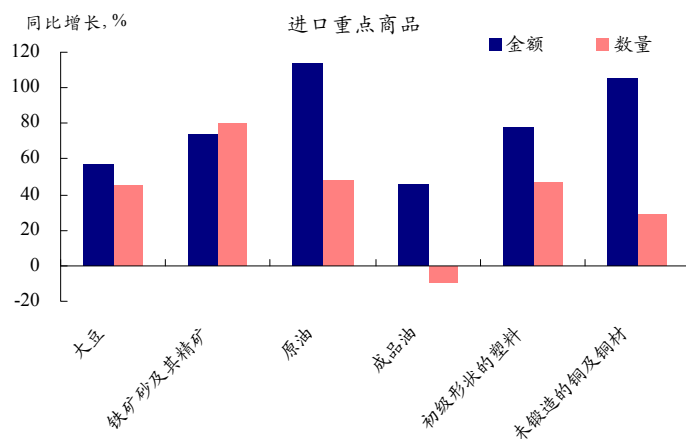
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表8：12月中国对主要贸易伙伴出口增速大幅攀升，彰显外需进一步改善



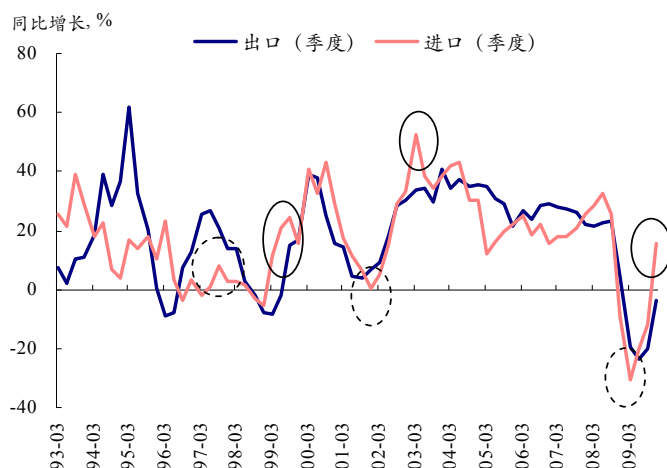
资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表9：原材料进口金额大幅增长部分源于价格上涨；实物量涨幅相对低一些



资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表10：历次复苏初期进口增长高于出口，但只是短期现象



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 11：中国主要宏观数据月度概览

同比增长，% (除非额外注明)		2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05	2009-06	2009-07	2009-08	2009-09	2009-10	2009-11	2009-12
工业生产														
工业增加值	同比增长，%	5.7	3.8		8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	
发电量	同比增长，%	-7.0	-3.7		-1.3	-3.5	-2.7	4.7	4.8	9.3	9.5	17.1	26.9	
PMI	%	41.2	45.3	49.0	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3	55.2	55.2	56.6
消费														
社会消费品零售总额(名义)	同比增长，%	19.0	15.2		14.7	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.6	16.2	15.8	
社会消费品零售总额(实际)	同比增长，%	17.4	15.7		16.4	17.0	17.4	17.7	18.2	17.8	17.3	17.7	15.8	
投资，自年初累计														
城镇固定资产投资	累计同比增长，%	26.1	26.5		28.6	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	
房地产开发投资	累计同比增长，%	20.9	1.0		4.1	4.9	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7	18.9	17.8	
外贸														
出口	同比增长，%	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7
进口	同比增长，%	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-17.0	-3.5	-6.4	26.7	55.9
贸易盈余	美元，十亿	39.0	39.1	4.8	18.6	13.1	13.4	8.3	10.6	15.7	12.9	24.0	19.1	18.4
通货膨胀														
居民消费价格指数	同比增长，%	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	
零售价格指数	同比增长，%	1.4	0.7	-1.6	-1.5	-1.9	-1.9	-2.3	-2.5	-2.0	-1.5	-1.3	0.0	
工业品出厂价格指数	同比增长，%	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	
财政														
财政收入	同比增长，%	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8	19.6	10.2	36.1	33.0	28.4	32.6	
财政支出	同比增长，%	30.8	32.5	42.0	31.4	24.5	14.5	21.5	9.3	17.4	32.9	13.0	20.9	
货币														
M1	同比增长，%	9.1	6.7	10.9	17.0	17.5	18.7	24.8	26.4	27.7	29.5	32.0	34.6	
M2	同比增长，%	17.8	18.8	20.5	25.5	26.0	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	29.4	29.7	
新增存款(人民币，十亿)	人民币，十亿	383	1,510	1,650	2,450	1,028	1,332	2,006	399	327	999	290	582	
存款余额	同比增长，%	19.7	23.0	23.0	25.7	26.2	26.7	29.0	28.5	27.4	28.4	27.5	27.6	
新增贷款(人民币，十亿)	人民币，十亿	772	1,620	1,070	1,890	592	665	1,530	356	410	517	253	295	
贷款余额	同比增长，%	18.8	21.3	24.2	29.8	29.7	30.6	34.4	33.9	34.1	34.2	34.2	33.8	
1年期存款利率	p.a. %	2.25	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. %	5.31	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	6.82	6.84	6.84	6.83	6.82	6.83	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(实际)	同比增长，%	11.3	-	-	11.2	-	-	11.2	-	-	9.9	-	-	
农村居民现金收入(实际)	同比增长，%	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

美欧失业率双双达到 10%。美欧最近公布的失业率数据均逊于市场预期。尽管美国就业市场已显现企稳的讯号，预计将停止恶化趋势，但失业率在今年上半年可能仍维持 10% 左右。欧元区就业市场恶化速度亦有所放缓，但欧元区成员国间分化严重，预计失业率 2010 年仍可能继续上升，并在相当长时间内高位徘徊。

I. 美国 12 月非农就业人数下降 8.5 万人，显著高于市场增加 1 万人的预期，失业率持平于 10% (图表 12)。但 11 月非农就业人数从下降 1.1 万人被上调至增加 4 千人，为 07 年 12 月以来首次增长。同时制造业就业人数降幅逐步放缓，而临时用工连续第 5 个月上升，是就业市场企稳的积极讯号。我们预期就业市场将停止恶化趋势，但失业率在 2010 年上半年可能继续维持在 10% 左右。

► **8.5 万人就业人数下降主要来自于建筑业，而制造业就业人数降幅有所放缓，临时用工更连续第 5 个月上升，是就业市场的积极讯号。**12 月产品生产类行业就业人数减少了 8.1 万人，其中，建筑业下降了 5.3 万人，而制造业就业人数降幅继续收窄，只减少了 2.7 万人(10 月和 11 月的降幅分别为 4.8 万和 3.5 万人，6 月时降幅仍高达 12 万人)。继服务业就业人数在 11 月增加 6.2 万人后，于 12 月回落 4 千人，但临时用工增加了 4.7 万人，已是连续第 5 个月上升(图表 13)。

► **然而，目前长期失业人数和边际劳动人口继续上升，申领失业救济金总人数至今仍然徘徊在 1000 万人的纪录高位水平，预计失业率在今年上半年可能继续在 10% 左右高位徘徊。**

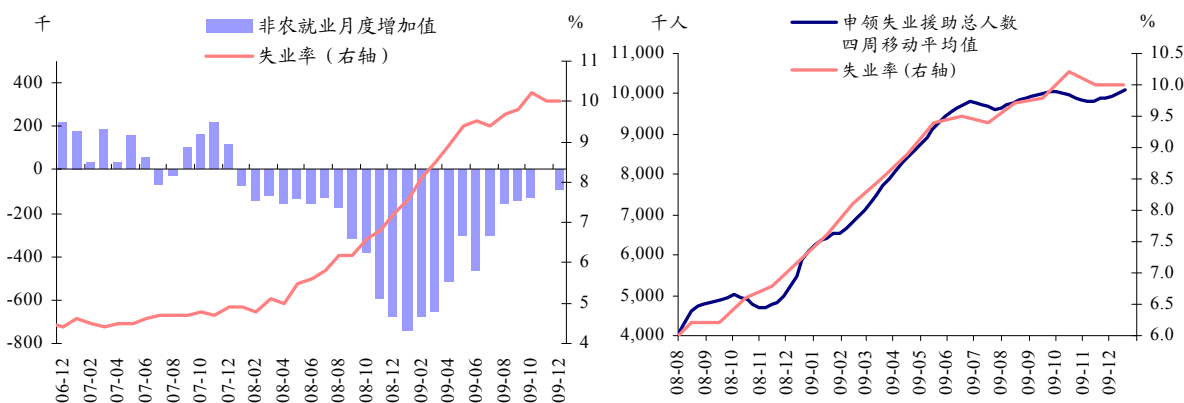
- 长期失业总人数(27 周以上)又增加 24 万至 610 万人，约为总失业人口(1530 万)的 40%，创纪录最高水平。此外，边际劳动人口上升 18 万至 250 万人，这些人最近放弃求职，在失业率数据中得不到体现。但当经济复苏后他们再次开始求职时，就会被重新计入劳动人口，制约失业率的回落速度。继 10 月和 11 月分别下降 15 万和 13 万人后，劳动人口于 12 月再下降 66 万人，如将这 66 万人计算在内，失业率便可能上升至 10.4% 左右(图表 14)。

- 领取失业救济总人数（即包括申领常规，延期和紧急救济人数）从 9 月至今仍然徘徊在 1000 万人的纪录高位水平（图表 11）。这表示尽管首次申请失业救济人数已大幅下降至目前的 43 万人，恶化趋势停止，然而招聘意愿并未恢复。预计在与失业率走势一向密切的失业救济领取总人数高居不下的前提下，失业率很可能在今年上半年继续徘徊于 10% 左右。

市场反应：

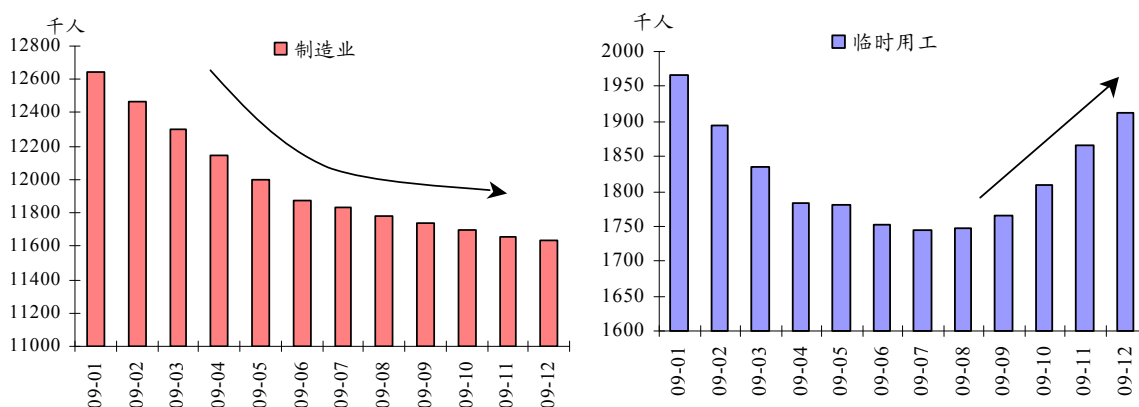
- 较市场预期差的就业报告使标普 500 指数开盘时略跌 0.23%，其后在企业业绩向好预期的带动下，收盘上升 0.29%。
- 美元指数下降 0.5% 至 77.47，主要反映经济复苏步伐较预期缓慢，市场对美联储将延长宽松货币政策的预期上升；受美元下滑影响，黄金期货升 0.5% 至 1139 美元；原油期货升 0.1% 至 82.8 美元。
- 受加息预期下降所影响，2 年期美国国债收益率跌 4 个基点至 0.98%，10 年期基本持平于 3.83% 水平；2 年 10 年利差重新扩大至 285 基点，与 12 月的纪录高位相若；

图表 12：12 月非农就业人数下降，但失业率持平；申领失业救济金总人数仍然高位徘徊



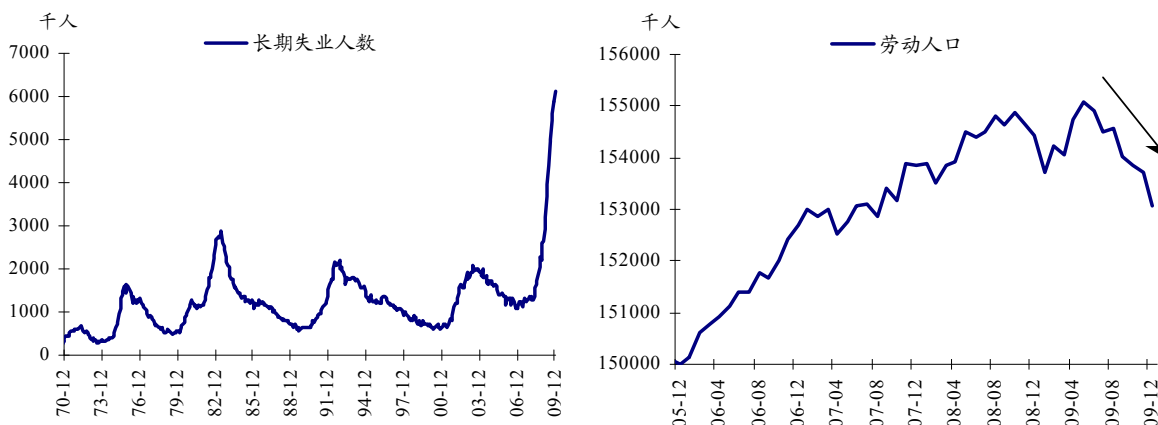
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 13：制造业就业人数降幅逐步放缓，临时用工连续第 5 个月上升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 14：长期失业人数持续上升，劳动人口继续萎缩

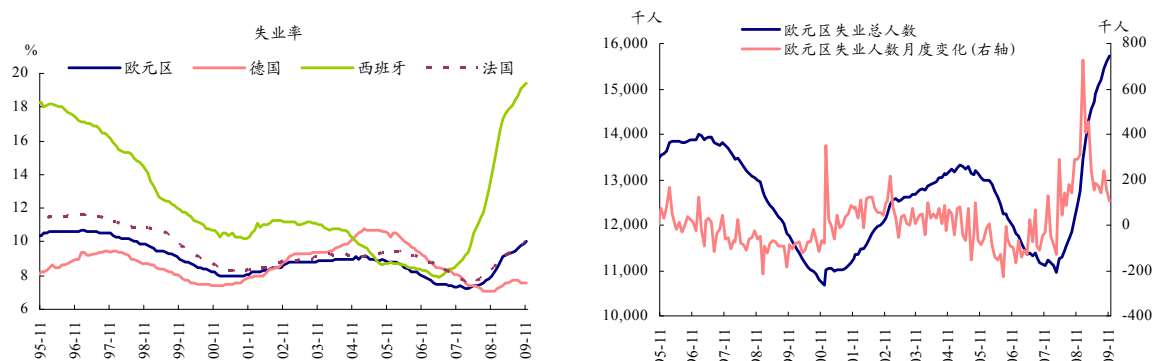


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

II. 欧元区 11 年来首次录得双位数失业率。欧元区 11 月失业率攀升至 10%，与美国失业率水平持平，为 1998 年 9 月以来首次出现双位数失业率，而 10 月份失业率也从 9.8% 向上修正至 9.9%。

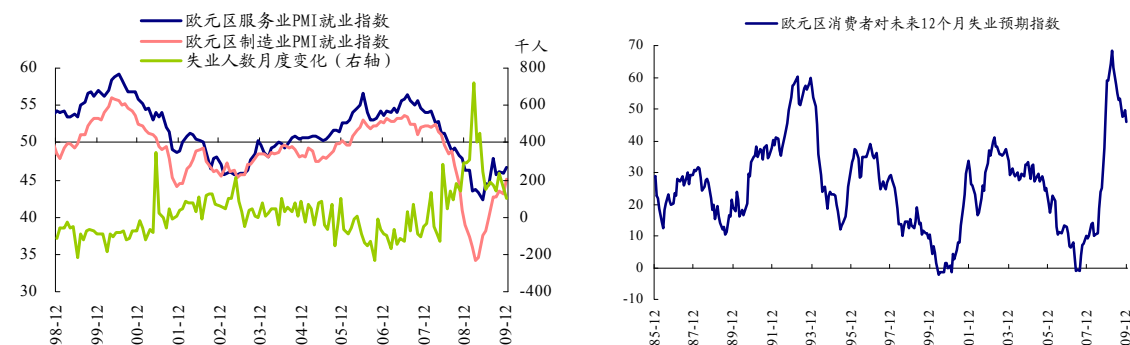
- ▶ 欧元区失业率上涨超出市场预期，但就业市场恶化速度有所放缓。欧元区 11 月份新增失业人数 10.2 万人，小于 08 年以来 19.4 万的均值。新增失业人数在 09 年 1 月份达到 72.4 万人的历史高位后趋于下滑，反映在经济复苏与政府各种临时性就业计划的双重推动下，就业市场恶化速度已有放缓迹象。但欧元区成员国间分化严重：德国和意大利分别采取了短期雇工计划和工资保护计划，有效缓解了就业市场恶化速度。德国 11 月失业率仍维持 7.6% 不变，意大利失业率上升 0.1 个百分点至 8.3%，并分别仅较去年同期上升了 0.5 及 1.2 个百分点。而西班牙和爱尔兰失业率则分别同比上升 5.4 及 5.2 个百分点至 19.4% 和 12.9% 的高位。
- ▶ 欧盟预计欧元区失业率仍可能在 2010 年继续上升，并在相当长时间内高位徘徊。欧元区失业人数已连续 20 个月上升，自 08 年 3 月以来累计新增失业人数达 475 万，使失业总人数达创纪录的 1571 万人（比危机前上升了 43%）。欧元区消费者对未来 1 年的失业预期指数自 09 年 4 月份回落，但仍处于历史较高水平，与 94 年初水平持平，而 1995-98 年中欧元区失业率一直处于 10% 以上水平。此外，欧元区 PMI 服务业与制造业就业指数仍处于萎缩区域（分别达 46.7 及 45.1），意味着虽然恶化速度放缓，但未来数月总失业人数仍可能攀升。
- ▶ 高失业率仍将抑制工资增速和家庭消费，核心通胀面临进一步下行的压力。欧元区工资指数环比增速已由 08 年 3 季度的 1.4% 下降至 09 年 3 季度的 0.6%，不利居民消费。上周公布的欧元区 11 月实际零售表现相当疲软，环比大幅下跌 1.2%，消费水平降至 05 年 5 月以来最低，同比跌幅由 10 月的 1.3% 扩大至 4%，并使得欧元区 10-11 月平均实际零售较 3 季度均值环比下降 0.8%。而工资与消费需求疲软可能进一步抑制核心通胀，我们预计 2010 年核心通胀增速仅在 0.8% 左右，大幅低于 2009 年 1.4% 左右水平。

图表 15：欧元区失业率攀升至10%，而月度新增失业人数趋于下降



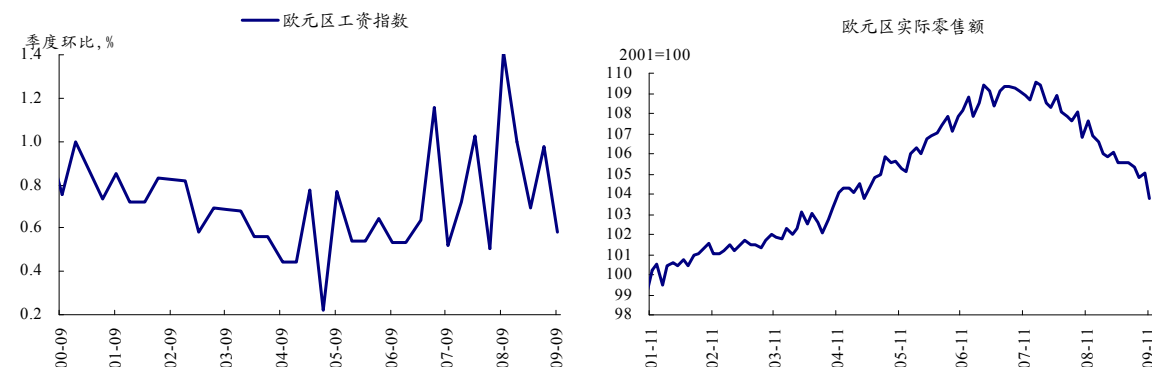
资料来源：彭博、中金公司研究部

图表 16：就业信心指数显示失业恶化幅度缩窄，但失业率仍可能高位徘徊



资料来源：彭博、中金公司研究部

图表 17：欧元区工资增速与实际零售水平大幅下滑



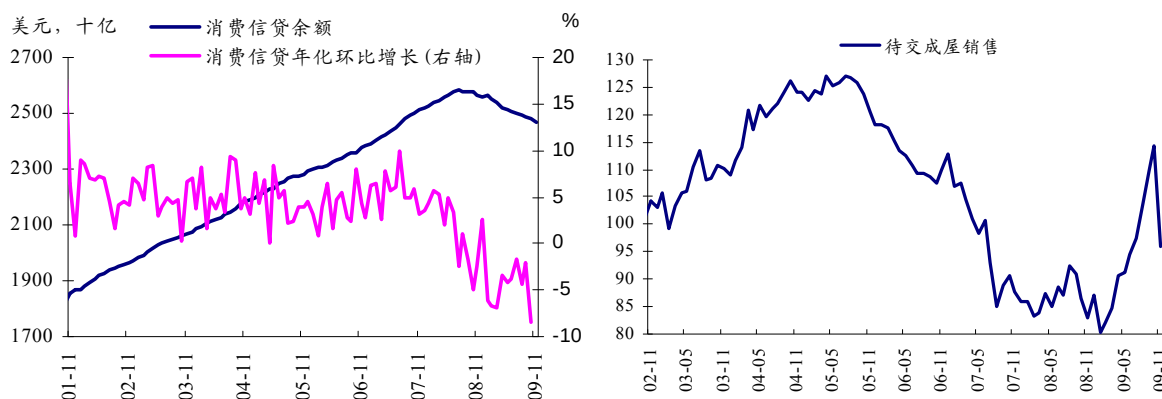
资料来源：彭博、中金公司研究部

III. 12月FOMC会议纪要亦显示，美联储官员认为尽管经济复苏态势持续，但就业市场依然令人担忧。

- ▶ **经济复苏态势持续，但就业市场依然令人担忧。**美联储官员认为自11月(上一次会议)以来经济增长的下滑风险进一步小幅减弱，上调了对2009年下半年、2010和2011年的经济增长预估(没有提供预估值)。但预计就业市场在“较长一段时间内”将较为疲软，指出目前就业占人口比例已降至25年来的低位，且生产工人的总时数降幅已超过1981-82经济衰退期。并表示目前企业对重新招聘仍持审慎态度，倾向先增加现有员工的工作时长以应付短期内上升的需求。此外，当经济复苏时劳动人口的重新调配，以及长期处于失业状态的人的工作能力已大为下降，均对就业市场复苏带来一定制约。

- ▶ **委员亦表示尽管零售数据最近继续向好，但就业市场前景不明朗将制约消费市场的复苏。**上周公布的 11 月消费者信贷余额便减少 175 亿美元（至 2.465 万亿美元），年化环比下降 8.5%（9、10 月分别下降 4.3% 和 2%），这是消费者信贷连续第 10 个月下降（图表 18）。主要为信用卡贷款的循环贷款降幅从 9、10 月的 10% 扩大至 18.5%；而非循环贷款亦于 10 月上升 2.4% 后，回落 2.9%。目前失业率居高不下，银行贷款仍然紧缩，私人部门需求持续复苏仍然任重道远。
- ▶ **美联储正讨论是否延长和扩大 MBS 购买方案。**随着金融市场逐步改善，一系列临时流动性工具将按照预定计划在 2-6 月到期。但与会官员在资产购买计划上存在分歧，一些委员认为房市虽有所改善，但只是暂时性的，在 3 月底结束 MBS 购买存在令房市复苏可能减缓的风险，另外，资源闲置情况仅缓慢改善，失业率依旧高企，未来可能需要扩大和延长资产购买。不过，一位决策者认为金融市场和经济状况改善，前景暗示需要缩减资产购买规模。
 - **延长和扩大 MBS 购买方案有助减低住房市场在政府政策到期后的下行风险。**受到本来在 11 月底到期的购房税收优惠所影响，上周公布的 11 月待售房屋销售下跌 16%（9、10 月分别上升 6% 和 4%），为 1 月以来首次下降（图表 18），降幅更显著超出市场预期的 5%，而此前公布的 11 月新屋销售亦大幅下降 11%。同时，房价升幅最近已逐步收窄（7-9 月 Case-shiller 房价指数涨幅分别为 1.6%，1.2% 和 0.3%），可见政府政策对房市的拉动在这复苏周期里显得尤其重要。税收优惠虽已延长至今年 6 月，但 3 月底结束 MBS 购买可能使按揭利率回升，不利房市复苏。
- ▶ **通胀温和，但仍需警惕风险。**多数委员预计资源大量闲置将令通胀和通胀预期保持受控，认为维持低利率引发通胀预期上升的风险不大，但官员表示需密切留意美元下滑令通胀面临上升压力的趋势，对风险保持警惕。一些委员称商品、原油和进口价格上涨可能带动通胀压力。一些委员担忧当经济进一步复苏时银行储备迅速减少可能刺激过度支出，导致通胀。
- ▶ **可采用“退出策略”更新。**美联储表示已在 12 月成功与一级交易商通过国债和机构债进行数次小量逆回购操作，并正在尝试通过以 MBS 做抵押进行操作，且正在研究透过一级交易商以外的途径实施逆回购。同时，美联储亦表示对定期存款的操作可行性取得积极进展，并将对公众进行咨询。

图表 18：消费者信贷连续 10 个月下滑，待售房屋销售自 1 月以来首次下降



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 19：美国主要经济数据

	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12
工业生产											
工业产出指数	99.3	97.7	97.2	96.2	95.8	96.8	98.1	98.6	98.6	99.4	
同比增长, %	-11.34	-12.53	-12.43	-13.10	-13.22	-12.32	-10.16	-5.92	-7.16	-5.15	
产能利用率 (%)	70.6	69.5	69.2	68.5	68.3	69.1	70.1	70.6	70.6	71.3	
ISM制造业指数	35.8	36.3	40.1	42.8	44.8	48.9	52.9	52.6	55.7	53.6	55.9
ISM非制造业指数	41.6	40.8	43.7	44	47	46.4	48.4	50.9	50.6	48.7	50.1
费城制造业指数	-41.3	-35	-24.4	-22.6	-2.2	-7.5	4.2	14.1	11.5	16.7	20.4
消费											
零售额(美元, 十亿)	343.44	339.23	338.34	339.87	342.91	342.49	350.80	343.69	347.61	352.07	
同比增长, %	-7.96	-9.50	-10.02	-9.77	-8.81	-8.45	-5.52	-6.06	-2.01	1.90	
私人收入(美元, 十亿)	11937.1	11882.7	11969.8	12146.9	12029.7	12050.6	12084.5	12116.5	12150.1	12199.8	
同比增长, %	-1.63	-2.22	-1.59	-1.74	-2.63	-1.67	-1.74	-1.54	-0.96	-0.29	
私人消费(美元, 十亿)	10011.3	9978.9	9968.1	9979.3	10050.6	10068.4	10197.4	10132.8	10196.3	10244.2	
同比增长, %	-0.66	-1.47	-1.89	-2.01	-1.85	-1.59	-0.34	-0.63	0.77	2.30	
密歇根大学消费者信心指数	56.3	57.3	65.1	68.7	70.8	66	65.7	73.5	70.6	67.4	72.5
投资											
耐用品订单(美元, 十亿)	161,812	158,279	160,510	162,674	160,821	168,512	163,966	167,587	166,489	166,868	
同比增长, %	-25.12	-26.59	-24.81	-23.87	-25.77	-22.76	-20.44	-18.66	-11.69	-7.83	
外贸											
出口额(美元, 十亿)	125.29	122.90	121.72	123.51	126.18	129.39	129.76	133.38	136.84		
同比增长, %	-17.36	-18.28	-21.39	-21.15	-21.93	-21.31	-19.73	-12.24	-8.59		
进口额(美元, 十亿)	151.86	151.78	150.21	149.33	153.11	160.81	160.07	169.03	169.78		
同比增长, %	-28.83	-27.66	-30.77	-31.23	-30.97	-29.88	-28.08	-20.31	-18.80		
贸易余额(美元, 十亿)	-26.57	-28.88	-28.49	-25.82	-26.93	-31.42	-30.31	-35.65	-32.94		
同比增长, %	-56.98	-51.40	-54.15	-57.34	-55.25	-51.59	-50.23	-40.72	-44.54		
通货膨胀(同比增长, %)											
CPI	0.2	-0.4	-0.7	-1.3	-1.4	-2.1	-1.5	-1.3	-0.2	1.8	
核心CPI	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.5	1.7	1.7	
PCE	0.6	0.2	0.1	-0.3	-0.4	-0.9	-0.6	-0.6	0.1	1.5	
核心PCE	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2	1.4	1.4	
PPI	-1.4	-3.4	-3.5	-4.8	-4.4	-6.9	-4.3	-4.8	-1.9	2.4	
核心PPI	3.8	3.8	3.4	3.0	3.3	2.5	2.3	1.8	0.7	1.2	
住房市场											
新屋开工数(千栋)	574	521	479	551	590	593	581	586	527	574	
同比增长, %	-47.82	-47.53	-52.15	-43.25	-45.27	-36.44	-31.57	-28.71	-30.93	-12.37	
新屋销售(千栋)	354	332	345	371	399	419	408	393	400	355	
同比增长, %	-38.54	-34.77	-35.27	-27.11	-18.24	-16.20	-8.11	-9.86	-2.20	-8.97	
成屋销售(百万栋)	4.71	4.55	4.66	4.72	4.89	5.24	5.09	5.54	6.09	6.54	
同比增长, %	-4.85	-7.52	-3.92	-4.65	-0.20	5.01	3.25	8.63	23.28	44.05	
Case-Shiller房价指数	143.11	140.04	139.25	139.98	141.97	144.29	146.11	146.65	146.58		
同比增长, %	-18.67	-18.68	-18.08	-16.98	-15.38	-13.27	-11.25	-9.27	-7.28		
劳工市场											
非农就业人数(千人)	133,652	133,000	132,481	132,178	131,715	131,411	131,257	131,118	130,991	130,995	130,910
非农就业人数增加值(千人)	-681	-652	-519	-303	-463	-304	-154	-139	-127	4	-85
失业率, %	8.1	8.5	8.9	9.4	9.5	9.4	9.7	9.8	10.2	10.0	10.0
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	0-0.28
M2同比增长, %	9.20	9.10	8.10	8.80	9.00	8.10	7.90	6.70	5.40	5.10	
3个月国债收益率(%)	0.2465	0.2009	0.1247	0.1298	0.1775	0.1674	0.1258	0.0842	0.0446	0.0446	0.0842
2年期国债收益率(%)	0.9701	0.7960	0.8987	0.9146	1.1091	1.1929	0.9281	0.6633	0.8891	0.6632	0.6633
10年期国债收益率(%)	3.0131	2.6629	3.1187	3.4594	3.5326	3.7346	3.4378	3.141	3.3828	3.1978	3.141
30年期国债收益率(%)	3.7083	3.5339	4.0324	4.3361	4.3294	4.5224	4.2666	4.0108	4.2253	4.1917	4.0108
30年住房贷款利率(%)	5.25	4.89	4.92	5.23	5.39	5.33	5.27	5.16	5.16	4.93	5.33
美元名义有效汇率(2005=100)	100.65	101.47	99.49	95.35	93.5	92.95	91.51	89.97	88.39	87.89	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 20：欧洲及日本主要经济数据

	09/01	09/02	09/03	09/04	09/05	09/06	09/07	09/08	09/09	09/10	09/11
欧元区											
工业产出（除建筑业）同比增长，%	-16.6	-19.3	-19.4	-21.4	-17.7	-16.7	-15.8	-15	-12.7	-11	
PMI制造业指数	34.4	33.5	33.9	36.8	40.7	42.6	46.3	48.2	49.3	50.7	51.2
PMI服务业指数	42.2	39.2	40.9	43.8	44.8	44.7	45.7	49.9	50.9	52.6	53
实际零售同比增长，%	-2.3	-4.8	-3	-2	-3.4	-2.1	-1.5	-2.1	-2.8	-1.3	-4
出口额(欧元，十亿)	93.5	100.1	110.1	102.8	98.9	107.6	116.8	91.7	111.0	117.3	
同比增长，%	-24.87	-23.22	-14.60	-26.11	-22.56	-20.72	-18.09	-21.15	-19.03	-16.75	
进口额（欧元，十亿）	105.7	101.5	108.7	100.5	96.9	101.9	104.5	94.0	110.1	108.6	
同比增长，%	-22.98	-22.07	-17.05	-27.62	-27.70	-26.39	-28.94	-26.04	-23.08	-23.62	
贸易余额(欧元，十亿)	-12.16	-1.44	1.36	2.24	1.96	5.71	12.27	-2.26	0.92	8.77	
失业率，%	8.5	8.8	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6	9.8	9.9	10.0
消费者物价指数同比增长，%	1.10	1.20	0.60	0.60	0.00	-0.10	-0.70	-0.20	-0.30	-0.10	0.50
基准利率	2.0	2.0	1.5	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
M3同比增长，%	6.20	6.00	5.00	4.90	3.80	3.60	2.90	2.40	1.70	0.30	-0.30
德国											
工业产出同比增长，%	-17.9	-21.3	-20.2	-22.3	-17.6	-17.6	-17.0	-16.5	-12.6	-12.3	-8.0
PMI制造业指数	32.0	32.1	32.4	35.4	39.6	40.9	45.7	49.2	49.6	51.0	52.4
PMI服务业指数	45.2	41.3	42.3	43.8	45.2	45.2	48.1	53.8	52.1	50.7	51.4
IFO商业景气指数	83.1	82.6	82.2	83.8	84.4	86.0	87.4	90.5	91.4	92.0	93.9
ZEW经济景气指数	-77.1	-86.2	-89.4	-91.6	-92.8	-89.7	-89.3	-77.2	-74.0	-72.2	-65.6
出口订单数同比增长，%	-39.5	-40.4	-36.2	-36.5	-32.5	-24.3	-25.5	-9.6	-11.5	-8.8	-4.3
Icon消费者信心指数	73	70	67	-	68	71	74	77	81	84	81
出口额（欧元，十亿）	63.9	63.9	69.4	63.1	60.1	67.3	69.9	59.3	69.9	74.1	73.7
同比增长，%	-23.3	-23.5	-16.2	-28.9	-24.6	-23.0	-18.8	-20.8	-19.0	-16.5	-3.2
进口额（欧元，十亿）	56.8	55.0	57.9	53.5	50.4	54.9	55.6	51.2	59.5	60.7	56.3
同比增长，%	-14.8	-18.2	-13.3	-24.1	-23.6	-19.3	-23.6	-20.9	-16.2	-15.7	-14.8
贸易余额（欧元，十亿）	7.2	8.4	9.0	9.4	10.3	11.6	12.7	10.6	9.7	12.7	17.2
失业率，%	7.9	8.0	8.1	8.2	8.2	8.3	8.3	8.2	8.2	8.1	8.1
CPI同比增长，%	0.9	1.0	0.5	0.7	0.0	0.1	-0.5	0.0	-0.3	0.0	0.4
英国											
工业产出同比增长，%	-12.20	-12.90	-12.60	-12.30	-12.40	-10.90	-9.70	-11.90	-10.80	-8.40	
PMI制造业指数	35.8	34.7	39.5	43.1	45.4	47.4	50.2	49.7	49.9	53.4	51.8
PMI服务业指数	42.5	43.2	45.5	48.7	51.7	51.6	53.2	54.1	55.3	56.9	56.6
零售同比增长，%	2.6	-1.4	1.1	3.9	-1.6	2.6	2.1	1.7	2.3	3.3	2.5
出口额（英镑，十亿）	33.3	32.9	32.0	31.8	31.0	31.4	31.6	31.7	32.1	33.3	
同比增长，%	-0.42	-3.00	-6.06	-9.89	-13.55	-13.64	-13.41	-10.25	-10.54	-7.80	
进口额（英镑，十亿）	35.6	35.2	34.7	35.0	33.6	34.1	34.4	33.6	35.2	36.5	
同比增长，%	-5.00	-6.38	-7.51	-8.35	-13.78	-14.80	-15.43	-14.00	-9.39	-3.60	
贸易余额（英镑，十亿）	-2.39	-2.36	-2.66	-3.21	-2.56	-2.66	-2.71	-1.96	-3.07	-3.21	
失业率，%	3.9	4.3	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0
CPI同比增长，%	3.0	3.2	2.9	2.3	2.2	1.8	1.8	1.6	1.1	1.5	1.9
基准利率	1.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
日本											
工业产出同比增长，%	-30.9	-38.4	-34.2	-30.7	-29.5	-23.5	-22.7	-19.0	-18.4	-15.1	-3.9
机器订单同比增长，%	-39.5	-30.1	-22.2	-32.8	-38.3	-29.7	-34.8	-26.5	-22.0	-21.0	
海外订单同比增长，%	-71.0	-74.4	-48.4	-66.1	-73.8	-58.0	-44.4	-54.6	-42.2	-4.7	
零售同比增长，%	-2.4	-5.7	-3.8	-2.8	-2.7	-2.9	-2.4	-1.8	-1.3	-1.0	-1.0
出口额(日元，十亿)	3282.8	3302.8	3923.3	3909.5	3757.4	4307.4	4545.6	4226.7	4775.5	4965.7	
同比增长，%	-46.3	-50.5	-46.6	-40.7	-42.2	-37.0	-37.6	-37.1	-32.1	-24.6	
进口额（日元，十亿）	4127.6	3105.9	3796.1	3742.4	3364.0	3700.2	4108.3	3923.0	4176.4	4016.6	
同比增长，%	-31.7	-44.9	-37.8	-37.6	-44.0	-43.9	-41.2	-42.8	-37.7	-37.7	
贸易余额（日元，十亿）	-844.8	196.9	127.1	167.1	393.5	607.2	437.3	303.7	599.2	949.0	
失业率，%	4.1	4.4	4.8	5.0	5.2	5.4	5.7	5.5	5.3	5.1	5.2
CPI同比增长，%	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-1.1	-1.8	-2.3	-2.2	-2.2	-2.5	-1.9
基准利率	0.1	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 21：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-Q4	09-Q5	09-Q6	09-Q7	09-Q8	09-Q9	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	-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	-13.1
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	-1.9	-5.6	-6.6	-4.4	-5.4	-1.0	1.1	8.1
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	7.9	...	...	...	...	...	...	...
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	11.5
商品出口	29.9	22.3	23.3	24.1	-12.0	-22.3	-30.0	-21.0	-33.2	-29.2	-27.7	-28.4	-19.4	-13.8	-6.6
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	-19.8	10.1
工业生产	1.3	-1.6	5.6	3.0	1.5	0.2	0.6	0.0	1.2	0.1	0.6	-0.2	0.6	-0.3	...
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	2.4	2.2	1.2	...	...	...	...	...	...	...
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	-20.8	-17.4	-19.9	-29.4	-12.6	-21.9	-21.0	-9.0	-8.5
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	1.0	11.0	0.2
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	6.6	9.8
经常项目顺差(占GDP,%)	1.8	0.5	0.6	-0.4	3.9	5.1	6.5	4.7	...	...	...	...	...	...	...
马来西亚															
实际GDP	5.3	5.8	6.2	4.6	0.1	-6.2	-3.9	-1.2	...	...	...	...	...	...	...
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	-1.5
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	0.8	0.8	...	...	...	...	...	...	...
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	-18.2	...
工业生产	1.0	-8.5	-2.7	0.3	-7.1	-23.4	-17.9	-13.9	-22.2	-15.8	-15.9	-15.7	-13.5	-12.4	...
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	-3.3	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	-0.8
商品出口	14.0	12.8	4.4	5.8	-12.0	-27.8	-25.4	-20.0	-26.1	-26.0	-24.2	-22.5	-18.7	-18.7	-8.9
工业生产	9.5	11.9	5.9	-4.2	-10.7	-23.7	-0.5	7.9	0.9	5.0	-6.5	18.5	12.9	-6.3	3.6
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	12.2	14.0	13.0	...	...	...	...	...	...	...
台湾															
实际GDP	4.2	4.8	5.7	0.1	-7.1	-9.1	-6.9	-1.3	...	...	...	...	...	...	...
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	-5.4	-20.0	-18.4	-11.3	-7.9	-9.5	1.7	6.6
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	11.8	...	...	...	...	...	...	...	...
泰国															
实际GDP	4.6	5.1	4.9	2.5	-4.2	-7.1	-4.9	-2.8	...	...	...	...	...	...	...
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	-3.0
工业生产	9.1	7.3	8.2	5.3	-8.0	-18.5	-9.2	-5.0	-9.6	-9.8	-8.2	-7.0	-9.9	1.9	0.4
零售业销货额	4.2	0.5	2.0	3.9	-6.4	-10.2	-8.5	-4.8	-8.6	-9.6	-7.2	-6.2	-7.2	-0.8	...
经常项目顺差(占GDP,%)	-4.3	1.1	6.3	0.5	-2.4	15.5	4.4	5.6	...	...	...	...	...	...	...

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。