



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

宏观经济周报

2010 年 4 月 6 日

第 105 期

研究部

哈继铭

联系人

hajiming@cicc.com.cn

邢自强

分析员, SAC 执业证书编号: S0080100010829

xingzq@cicc.com.cn

刘奥林

联系人

liuolin@cicc.com.cn

张智威

联系人

zhangzw@cicc.com.cn

人民币汇改时机日趋成熟

要点:

中国经济:

人民币汇改时机日趋成熟:正如我们三周之前的判断,美国政府4月3日宣布推迟原定于4月发布的汇率操纵国报告。中美将在4月份的G20财长和央行行长会议,5月份的中美战略经济对话以及6月份的G20峰会继续商谈。近两周美国官方对于人民币的强硬施压态度改变,中美关系也显示转暖迹象,这有助于人民币汇率调整;而中国将在4月中旬公布3月份经济数据,我们预计消费保持强劲增长,投资增速稳定,贸易条件恶化导致出现小幅贸易逆差;通胀暂时温和在2.5%左右。1季度GDP同比增长可能达11.5%(环比折年率9.6%)。两位数的经济增速,PMI的强劲反弹,单月贸易逆差的出现,民间拆借利率的飙升,以及民工荒的蔓延,这些信号显示出经济热度较高,我们重申人民币可能于4~5月份恢复渐进性升值的判断。

看好近期大宗商品和房地产:支持大宗商品价格上涨的四项因素齐备,包括:1. 由于地方政府的投资冲动,私人部门需求(如房地产投资)的回升,以及中央政府财政支出规模向下压缩的弹性较小,中国经济近期上行风险远大于下行,对大宗商品产生较强需求支撑。2. 美国消费回升支持大宗商品需求,近期美国房地产市场有所回暖,就业市场在恶劣天气下依然稳步好转,而且作为领先指标的消费类公司股价如Best Buy、Home Depot等也显著上涨,显示美国消费稳步复苏。3. 人民币升值可能重启,海外投资者认为这将改善中国的投资条件和贸易条件,增强中国海外收购资源以及进口原材料的购买力。4. 美元贬值:近期欧盟与IMF联手救助希腊,希腊问题明显改善,推动欧元走强、美元贬值。**此外,我们也看好房地产,基于:**近期地产交易量大幅回升,好于市场预期;加息在短期两个月内可能性不大,物业税等政策也有待于进一步的研究和筹备。而我国房地产“两种需求”依然强劲,婴儿潮的下一代的刚性自住需求,婴儿潮一代的刚性投资需求,在未来5年将继续强劲释放,直到2015年人口开始老化后减弱。

海外经济:

我们上调美国2010年全年GDP增速至3%(此前为2.7%):美国在Q1-2010的复苏态势良好,预计Q1GDP的年化环比增速为3.5%(高于我们此前预计的2.5%),全年GDP增速至3%(此前为2.7%);但受制于持续高企的失业率,以及房市所面临的二次探底的风险,GDP的环比增长仍然呈现前高后低态势(参见4月6报告《美国GDP展望》)。3月失业率维持在9.7%:非农就业人数增长16.2万人,其中人口普查相关的就业贡献近30%,但同时劳动人口亦呈现上升趋势,使失业率未见下降。前瞻性看,美国失业率的下降速度将十分缓慢,货币政策和财政政策的退出预计亦将会十分谨慎。

近期美国房市数据显示,随着政府各项刺激政策的相继到期,09年2-3季度以来的向好趋势已接近尾声,甚至可能出现二次探底的逆转迹象,对美国经济的持续复苏带来巨大挑战。未来房市复苏将继续依赖政府政策支持。然而,近期推出的系列新政从量上看是杯水车薪,从质上看仍然只降低利率而不减少本金,预计难以收到明显效果。未来政府恐怕还须出招,直接削减房贷本金。

欧盟/IMF联手救援希腊的协议公布以来,投资者对欧盟解决债务问题的信心有所恢复。目前希腊已满足了它4月份的融资需求,但投资者的态度已显得相对犹豫,且购买希腊国债的规模亦相对较小,表示市场的戒心难以在短期内消除。上周市场对希腊中长期国债的不断发行已渐露疲态,认购率正逐步下降,而国债收益率连续上扬。但市场对希腊风险已区别对待,对周边国家的传染效应已趋于下降。**前瞻性看,欧洲债务危机是否会恶性演变?**很多新兴市场曾面临严峻的债务危机,而最终无不依赖于三条途径得以解决:财政紧缩、汇率贬值、以及多边与双边的外部支持。目前欧盟内部的财政巩固,市场所驱使的欧元贬值,以及与IMF联手救助希腊均已显示欧洲已经迈上了以上三条解决债务危机的途径。特别是IMF的介入,为欧洲债务危机划了底线,是一个对内和对外均有利的方案。在此基

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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。

础上，我们认为欧洲债务危机演变成系统性的全球金融危机的可能性较小，但欧盟国家回归财政与债务的可持续性将是一个漫长和波折的过程，期间政治、社会、和市场风险均不可低估。

上周货币市场基金有显著高额资金流出（达 350 亿美元），而流向全球股市的长期资金较之前两周有所减弱，同时流向全球债市资金继续保持相对强劲态势。流入美国股市和新兴市场股市的资金上周大幅减少（分别为 12 亿美元和 6.1 亿美元），与此同时发达欧洲股市持续较大净流出。发达国家债市继续吸引资金的强劲流入；其中，流入美国债市的资金约占总债市资金流量的 52%（低于今年年初以来 60% 的均值）；与此同时，流入新兴市场的债市的资金呈现稳定态势，其中流入新兴亚洲债市的资金和前周持平。

上周中金宏观经济研究报告一览

- 3月29日： 中国经济：影响通胀的不确定因素——宏观经济周报（第104期）
 3月30日： 中国经济：产业转移的桥头堡，中西部追赶效应的典型：安徽调研专题报告及当地重点公司概况
 4月1日： 中国经济：3月PMI回升，经济热度较高

本周主要经济数据及事件公布预告

- 4月5日（星期一）：美国公布3月ISM非制造业指数
 4月7日（星期三）：美国公布2月消费者信贷数据
 4月8日（星期四）：美国公布申领失业救济人数
 4月10日（星期六）：中国公布3月份外贸数据

目录

本周中金观点.....	4
中国经济	4
海外经济	9
中国经济.....	22
通货膨胀跟踪.....	22
近期经济数据.....	24

本周中金观点

中国经济

人民币汇改时机日趋成熟

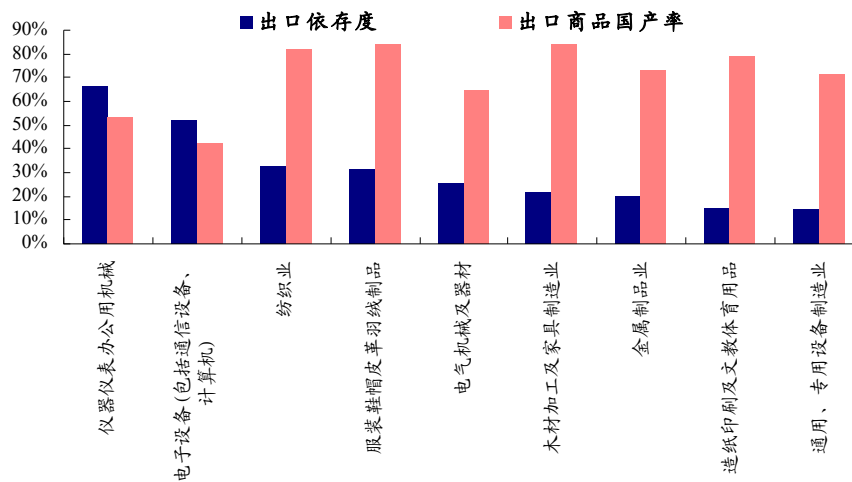
正如我们三周之前的预期，美国政府推迟发布汇率操纵国报告。美国财政部长盖特纳4月3日宣布，推迟公布原定于4月15日发布的主要贸易对象国经济和汇率政策情况报告。《纽约时报》引述美国政府一名高层官员的话称，美国政府延后决定是因为认为强压中国并不是游说中国允许人民币升值的最有效方法。盖特纳在声明中说，在未来3个月中，美国将和中方举行一系列高端会议，其中包括4月份的G20财长和央行行长会议，5月份的中美战略与经济对话以及6月份的G20峰会，这些会议将对落实相关政策，促进世界经济更加稳健和平衡发挥重要作用。美国这一举措（延迟汇率报告）可能令市场意外，但对我们早已不是新闻——我们于三周之前就在市场上最早做出了这一判断（参见我们3月15日的中金宏观经济周报）。近两周美国官方对于人民币的强硬施压态度改变，中美关系也显示出转暖迹象，如美国总统奥巴马与胡锦涛主席通电话，就中美关系作出积极表态；中国商务部副部长钟山率团访美，以及陈德铭部长发表中英双语文章《建设性地推动中美经贸关系健康发展》。我们认为外部压力降温以及多边会议框架下的讨论将有助于人民币汇率调整。我们重申人民币可能于4~5月份恢复渐进性升值的判断。

人民币升值对各个行业的影响：

我们在3月23日的报告《人民币前景及对行业表现的影响》中已分析过，人民币升值对某一行业的影响取决于两个因素：出口依存度（出口在总产出中的占比）和产品国产率（国内成本在总成本中的比重）。出口依存度和产品国产率高的行业（如纺织服装制造业）可能由于人民币升值而承受更多损失，而出口依存度较低、更多依赖进口原材料的行业（例如大宗商品加工行业）将更能受益于人民币升值（图表1、2）。市场和媒体报道把焦点放在了人民币升值对出口行业成本的影响上，而淡化了对进口行业的潜在益处。综合这两者的影响，我们模拟了人民币升值5%情况下各行业利润将会发生的变化（图表3），结论如下：

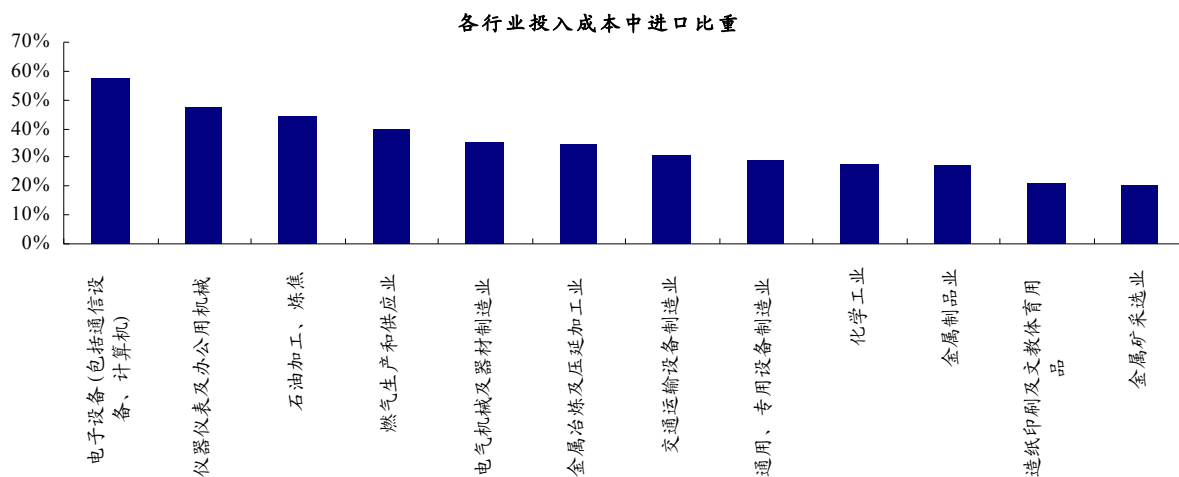
- ▶ 人民币升值的赢家是依赖大宗商品进口的重工业。人民币升值5%将降低石油加工和天然气生产行业、金属加工行业、交通运输设备和金属采矿行业的成本各2%、1.3%和1%。这些行业将受益于进口原材料购买力的提升及较低的出口依存度。
- ▶ 办公设备行业和纺织服装行业将受损。人民币升值5%将使办公设备行业和纺织服装行业的成本各上升1%和0.8%，主要由于这些行业更依赖于出口和/或其供应链主要在国内。
- ▶ 与传统观点相反，电子产品制造商、电气设备行业和通用、特种设备行业小幅受益于人民币升值，这是由于它们原材料的很大一部分来自进口，因此国内销售受益程度大于出口受损程度。
- ▶ 实际上，受益于人民币升值的行业多于受损的行业。这一结论并不符合人民币升值令中国企业普遍受损的传统观点，这是因为升值对中国出口的不良影响在争论中占据了主导地位，而来自贸易条件改善的益处被低估了。

图表 1: 各行业出口依存度



资料来源: CEIC, 中国统计年鉴, 中国 2007 年投入产出表, 中金公司研究部 注: 未列出出口依存度低于 10% 的行业

图表 2: 进口原材料占总成本比重



资料来源: CEIC, 中国统计年鉴, 中国 2007 年投入产出表, 中金公司研究部 注: 未列出出口依存度低于 10% 的行业

图表 3：人民币升值的收益和损失

行业	利润变动幅度，%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	2
燃气生产和供应业	2
金属冶炼及压延加工业	1.3
交通运输设备制造业	1
金属矿采选业	0.9
化学工业	0.8
电力、热力的生产和供应业	0.8
通用、专用设备制造业	0.7
非金属矿物制品业	0.5
非金属矿及其他矿采选业	0.5
电气机械及器材制造业	0.5
水的生产和供应业	0.4
煤炭开采和洗选业	0.4
食品制造及烟草加工业	0.4
金属制品业	0.3
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.3
造纸印刷及文教体育用品制造业	0.3
石油和天然气开采业	0.3
农林牧渔业	0.2
废品废料	0
工艺品及其他制造业	-0.1
木材加工及家具制造业	-0.3
纺织业	-0.7
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	-0.8
仪器仪表及文化办公用机械制造业	-1

资料来源：CEIC，中国统计年鉴，中国 2007 年投入产出表，中金公司研究部（表中数字表示人民币升值 5% 带来的行业利润百分比变化。正数表示利润上升）

看好近期大宗商品和房地产

支持大宗商品价格上涨的四项因素近期齐俱：

1. 中国强劲的需求支持大宗商品：由于地方政府的投资冲动，私人部门需求的回升，以及中央政府财政刺激规模向下压缩的弹性较小，中国经济近期上行风险远大于下行。

- ▶ 近期中国各省份纷纷报出大规模的政府投资计划，譬如湖北省公布了未来数年超过 12 万亿元的投资项目规划，重庆市公布 1 万亿元投资计划，显示了地方政府强劲的投资冲动；
- ▶ 与此同时私人部门的需求也在强劲复苏，譬如房地产开发投资 1~2 月份增长 31.1%，而且其领先指标——房地产交易量和新开工面积近期强劲增长（3 月份中金地产组监测的重点城市房地产成交量连续五周上扬，已超过了春节前水平。年初至今累计成交量同比上涨 6%，远好于市场预期），将进一步拉动开发投资。
- ▶ 中央政府的支出规模向上弹性大，而向下压缩的弹性较小，因为今年中央公共支出增速已经从去年增长 120% 压缩至增长 7.4%，进一步压缩可能会造成在建项目无法完工出现烂尾工程。

这些因素都推高了中国经济上行风险，对大宗商品产生强劲的需求支撑。

2. 美国消费回升支持大宗商品需求：近期美国房地产市场有所回暖，Case-shiller 房价指数筑底回升；而且就业市场稳步好转，尽管前期遭遇恶劣天气（如暴风雪），其失业率依然能够稳定下降。这些因素带动美国消费回升，作为领先指标的消费类公司股票也显著上涨，例如 Best Buy、Home Depot、Amazon 的股份在过去两个月分别上涨 15%，16% 和 11%。

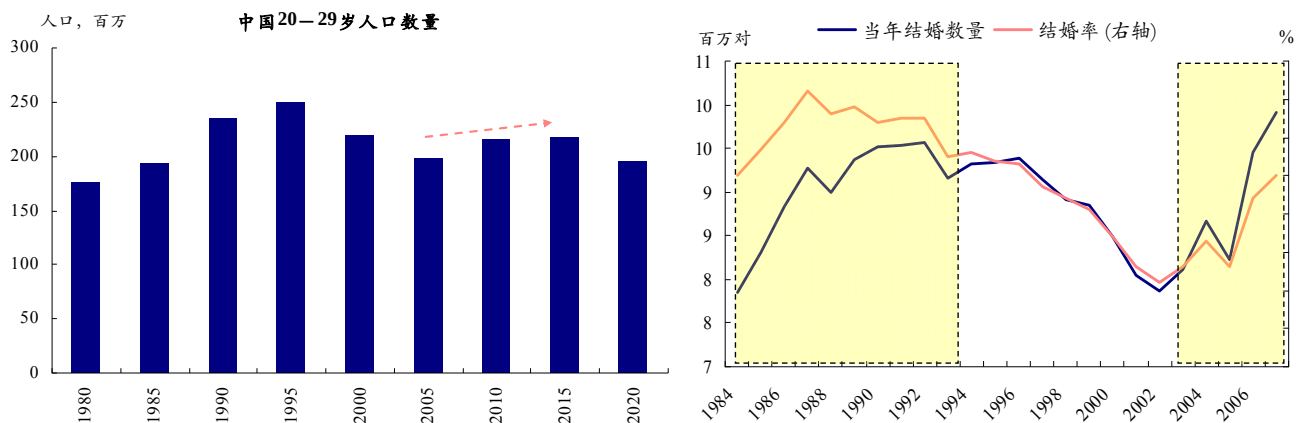
3. 人民币升值可能重启。海外投资者普遍认为，人民币升值能够改善中国的投资条件和贸易条件，增强了中国企业海外收购资源类企业的购买力，也提升中国企业进口原材料的购买力，因此海外投资者认为大宗商品的需求将受到人民币升值的拉动。

4. 美元贬值因素：美元前期强势的主要原因是希腊债务问题拖累欧元。而近期欧盟与 IMF 决定联手救助希腊，希腊政府破产风险几乎消失，救助方案公布后，希腊 10 年期国债收益率显著回落，国债 CDS 已有明显收窄，并于上周成功发行国债。这些都显示希腊问题已得到明显改善，因而推动欧元走强、美元贬值、推动大宗商品上涨的最后一要素也具备了。基于上述因素，我们看好最近的大宗商品板块表现。

此外，我们也看好房地产，基于以下因素：

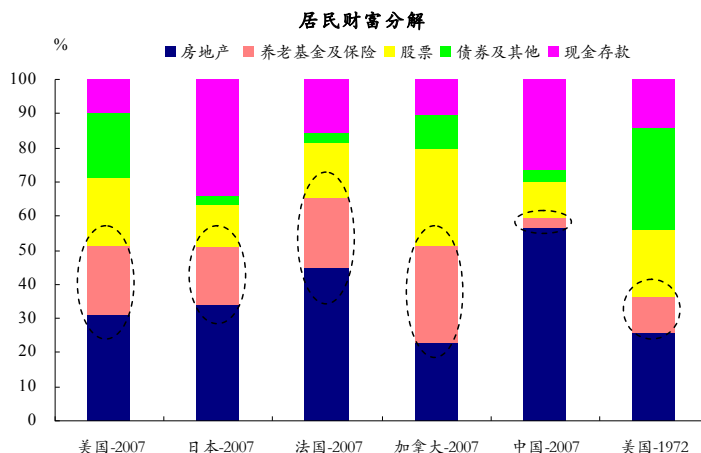
1. 近期地产交易量大幅回升，远好于市场的预期；
2. 央行货币政策委员会上周三发表的 1 季度例会声明，政策语调仍无明显变化，似乎显示货币当局目前仍将主要依靠数量型工具，加息在短期内(未来两个月)可能性不大，可能要到年中 6~7 月份才会使用。此外，物业税等政策也有待于进一步的研究和筹备，因此近期难有新的较强紧缩政策。
3. 而我国房地产的需求依然强劲，一方面是婴儿潮一代人的下一代正在进入结婚年龄，存在刚性自住需求，且其买房需求受上一代的补贴(图表 4)；另一方面，婴儿潮一代自身(目前多处于 35~55 岁)也因为中国社保和公共支出缺乏，不得不依赖投资房地产财富作为自身未来的保障，存在刚性的投资需求(图表 5)。这两种需求在未来 5 年将得到强劲释放，直到人口开始老化，2015 年开始婴儿潮一代退休，同时 20~30 岁人群占比也将下降，届时需求将明显减弱。

图表 4：婴儿潮的下一代推高自住需求



资料来源：联合国，中金公司研究部

图表 5：婴儿潮一代因为社保和公共支出缺乏，依赖投资房地产财富作为自身保障



资料来源：各国统计局、彭博、中金研究部

3月份中国经济数据前瞻

消费保持强劲，贸易条件恶化和春节因素导致短暂逆差；通胀暂时温和，货币增速继续回落（图表6）：投资方面，尽管基建新开工项目放缓，但私人部门投资复苏，预计3月城镇固定资产投资同比增速保持在26.5%的较快水平；消费方面，预计3月社会消费品零售增长18%继续保持强劲。外贸方面，去年同期出口基数升高，预计3月份出口同比增速回落至20%，因为今年春节假期在2月中下旬，期间工厂开工较少，影响了节后一个月的出口，2007年3月也曾出现类似现象；而进口价格的攀升以及近期中国加强进口一些商品进行储备，带动进口同比增长60%；因此出现小幅贸易逆差约65亿美元，为04年4月以来第一次。通胀方面，春节后食品价格季节性回落，带动CPI回落至2.3~2.7%；PPI则继续攀升，同比增长6.2%。在出口与消费保持强劲的支撑下，预计3月份工业增加值同比增长维持在19.5%的高位，1季度GDP同比增长11.5%（季节调整后的环比折年率9.6%），显示经济复苏强劲。货币信贷方面，受央行加强公开市场操作回收流动性和信贷窗口指导的影响，预计3月份新增贷款回落至6000~7000亿左右，带动M2增速回落至23.5%。

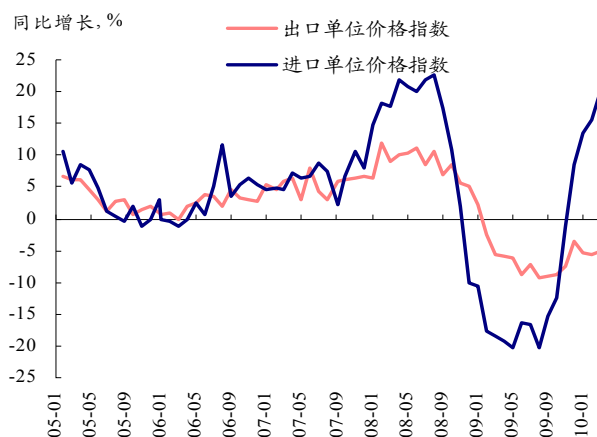
图表6：3月份经济数据前瞻

同比增长，%	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01	10-02	10-03 (中金预测)
国内生产总值	6.2	-	-	7.9	-	-	9.1	-	-	10.7	-	-	11.5
PMI指数	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3	55.2	55.2	56.6	55.8	52.0	55.1
工业增加值	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5	20.7	19.5	19.5
城镇固定资产投资（名义，自年初累计）	28.6	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.4	33.1	32.1	30.5	26.6	26.5	26.5
社会消费品零售总额（名义）	14.7	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5	17.9	18.0	18.0
消费者价格指数	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7	2.3~2.7
工业品出厂价	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.4	6.2
出口	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21.0	45.7	20.0
进口	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-17.0	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.7	60.0
贸易顺差（美元，亿）	186	131	134	83	106	157	129	240	191	184	142	76	-65
人民币新增贷款（人民币，亿元）	18,900	5,918	6,645	15,300	3,559	4,104	5,167	2,530	2,948	3,798	13,900	7,000	6,000~7,000
货币供应量M2	25.5	26.0	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	29.4	29.7	27.7	26.0	25.5	23.5

资料来源：国家统计局、中金公司研究部、彭博

3月可能出现的贸易逆差分析：我们认为，即使3月份出现贸易逆差，1.价格因素是重要原因；2.将是暂时性的。因为去年3月是许多进口原材料价格的低点，目前大宗商品比去年同期大幅上涨，譬如原油、铜、铝和铁矿石分别同比涨价69%、94%、69%和24%。但我国出口产品价格却比去年同期继续下降（图表7）。我们估算，贸易条件的恶化对3月份贸易逆差大约贡献了188亿美元，即扣除价格因素，中国依然处于顺差。这进一步说明了人民币汇率有必要升值，从而降低进口价格、改善贸易条件。此外，一些暂时性因素也共同造就了3月份的逆差，譬如今年春节假期在2月中下旬，期间工厂开工较少，影响了春节后一个月的出口（2007年3月也曾出现类似现象）；而近期中国加强进口一些大宗商品进行储备，带动了短期内进口增长。我们预计贸易逆差将只会维持1~2个月，伴随出口继续复苏，进口前期的储备效应、低基数效应逐渐消失，以及进口价格涨幅回落，2季度末我国将重新回到贸易顺差。

图表7：贸易条件恶化



资料来源：CEIC，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。

这些信号显示出经济过热的风险要远高于二次探底的风险：1 季度可能达 11.5% 的经济增速，3 月份 PMI 强劲反弹，单月贸易逆差的出现（上一次出现月度贸易逆差是经济过热的 2004 年 4 月），近期珠三角等地民间拆借利率的飙升，以及民工荒的蔓延（我们近期的调研发现部分内地区域甚至也出现招工难），这些信号似乎都显示经济热度较高，也显示人民币汇率等价格性工具使用的时机逐步成熟。而我们认为经济二次探底的风险较低：一方面，外部环境持续改善，譬如美国 3 月就业岗位以三年来最快的步伐增加，有利于其消费复苏，对我国出口也有支撑作用，即使下半年美国经济增速由于再库存等技术因素减弱而放缓，其私人部门的内生消费与投资复苏势头依然稳固。另一方面，我国货币与财政政策预留了较大空间——今年 7.5 万亿的贷款加上去年贷而未用的 1.2 万亿足够企业用于投资；去年 9500 亿财政赤字中有 2608 亿并未使用，结转到今年使用，也使得今年财政实际赤字规模可达到 13100 亿，占 GDP 的 3.5%，财政拉动经济增长的回旋空间也高于去年。

但同时，影响我国今年通胀的不确定性上升，包括我们在上一期宏观周报中分析的：旱灾对农产品影响严重程度仍需要紧密观测，猪肉价格在疫病影响后可能恢复性的攀升，以及进口价格上涨带来的输入性通胀压力。我们目前对下半年通胀回落的判断，是建立在政策在 2 季度将进一步使用价格性工具调控，譬如升值和加息的基础上。倘若这些政策未能实现，不排除下半年通胀高于预期的可能性。

海外经济

I. 上调美国 2010 年全年 GDP 增速至 3%（此前为 2.7%）

美国经济在 Q1-2010 的复苏态势良好，预计 Q1GDP 的年化环比增速为 3.5%（高于我们此前预计的 2.5%），全年 GDP 增速至 3%（此前为 2.7%）；但受制于持续高企的失业率，以及房市所面临的二次探底的风险，GDP 的环比增长仍然呈现前高后低态势（参见 4 月 6 报告《美国 GDP 展望》）。

1) 私人消费：1 季度表现良好，但它对 GDP 的贡献将逐步减弱（从 1 季度的 2 个百分点下降至 4 季度的 1 个百分点）：私人消费支出已连续 5 个月上升，然而消费意愿主要靠私人储蓄支持，个人收入仍然有限。储蓄率已从去年 5 月的 6.4% 降至 2 月 3.1%，这一趋势不可持续。我们预计即使就业市场继续逐步改善，工资升幅仍将有限，而退税的发放以及房市政策对消费产生的支持作用亦将逐渐减弱，同时私人储蓄率在 2-4 季度有望回升，私人消费逐渐回归可持续水平。

2) 企业投资和库存变化：预计 1 季度企业投资拉动 GDP 0.3 个百分点，库存变化为 1.2 个百分点。重要投资数据如耐用消费品订单和工业产出在 1, 2 月继续上升，此外，3 月份 ISM 制造业库存指数升至 50 以上的扩张区域，表示再库存活动正继续拉动经济增长。前瞻地看，企业盈利回升有助继续带动投资增长，然而产能利用率仍然低迷，补库存后企业投资持续性存在不确定因素，仍在萎缩的工商业信贷是企业投资增长的一大障碍。

3) 住房投资：拖累 GDP 0.3 个百分点。最近房市再现恶化迹象，延长的首次购房税收优惠对房市需求的刺激效果略逊于去年方案刚出台的时候，成屋和新屋销售连续下降 3 和 4 个月，房价从低位反弹 4% 后已渐露疲态，住房投资指标如新屋开工数和住房建筑支出仍在萎缩。受制于住房库存的过度积累和高企的按揭贷款违约率，住房投资至年底才有望微弱复苏。策略性止赎和影子库存继续为止赎率带来上行风险。非银行金融机构减持 MBS 的趋势将持续，而美联储已于 3 月底结束 MBS 购买计划，也进一步为房市带来不确定性。

4) 净出口：拉动 GDP 0.1 个百分点。出口在过去 9 个月的 8 个月里录得增长，尽管 1 月出口环比小幅下降 0.3%，但因进口降幅达 1.7%，贸易逆差从 12 月的 399 亿收窄至 373 亿。受欧元区主权债务危机影响，避险情绪回升使美元 2 月以来加速升值，1 季度美元指数平均达 80 水平，显著高于 09 年 4 季度的 76，为 2, 3 月出口带来一定负面影响，而预计进口亦在消费强劲增长下回升，制约净出口对 GDP 的拉动。但前瞻地看，美国出口将继续受惠新兴经济体尤其是金砖四国的强劲经济增长。

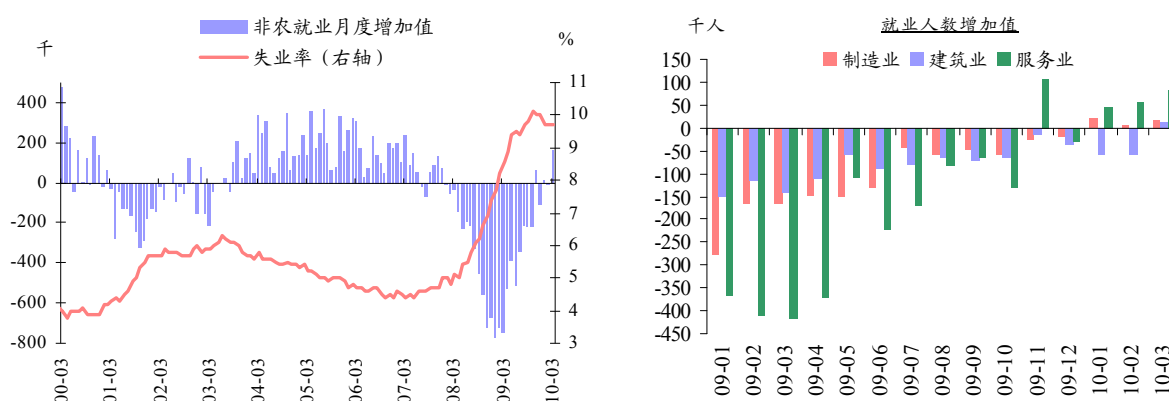
5) 政府支出：拉动 GDP 0.2 个百分点。财政刺激政策资金正加快发放，继续支持经济复苏，截至 3 月底刺激政策资金已实施 3100 亿美元（2% GDP），为总量 7870 亿美元的 40%。前瞻地看，所剩余的刺激政策资金余额（约 3.3% GDP）将对经济继续产生支持作用，但环比来看政府支出对 GDP 的拉动可能在下半年有所减慢。

图表 8：美国 GDP 预测

美国	2009				2010					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2009	2010
	年化环比增长, %								年度增长, %	
实际 GDP	-6.4	-0.7	2.2	5.6	3.5	2.5	2.0	1.9	-2.4	3.0
国内需求	年化环比贡献率, 百分点									
私人消费	0.4	-0.6	2.0	1.2	2.0	1.3	1.0	1.0	-0.4	1.4
固定投资	-6.6	-1.7	-0.2	0.6	0.0	0.2	0.4	0.5	-2.8	0.1
企业投资	-5.3	-1.0	-0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	-2.1	0.2
住房投资	-1.3	-0.7	0.4	0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.7	-0.1
存货变化	-2.4	-1.4	0.7	3.8	1.2	0.6	0.4	0.1	-0.7	1.2
政府支出	-0.5	1.3	0.6	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.4	0.2
净出口	2.6	1.7	-0.8	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	1.1	0.2
出口	-4.0	-0.5	1.8	2.4	1.5	1.6	1.7	1.7	-1.2	1.7
进口	6.6	2.1	-2.6	-2.1	-1.4	-1.4	-1.5	-1.5	2.2	-1.5

资料来源：彭博，中金公司研究部

II. 美国的失业率已连续 3 个月维持在 9.7% 高位；前瞻性看，失业率的下降速度将十分缓慢：

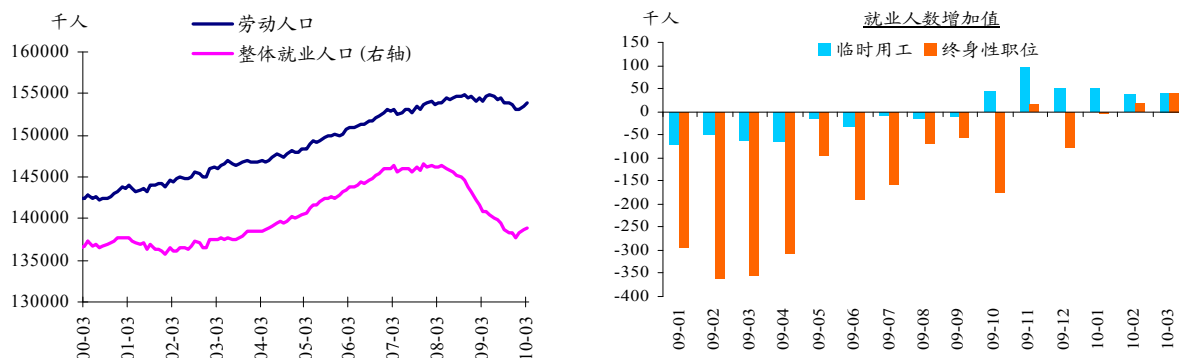
图表 9：3 月非农就业人数增长，失业率持平；就业市场改善范围正逐渐扩大


资料来源：彭博，中金公司研究部

美国一季度非农就业人数共增长 16.2 万人（修正后的人数），其中人口普查的相关就业贡献了 40 %（7.2 万人）。

- ▶ **就业市场改善范围已从 2010 年初期逐渐扩大至制造业和建筑业，而服务业的就业复苏仍然名列前茅。**服务业在 3 月份就业人数录得 8.2 万人增长，为 07 年 12 月以来的最大增数，一季度已累计增加 18.3 万人。制造业就业人数连续 3 个月上升，一季度累计增加 4.5 万人。建筑业就业人数 3 月增加 1.5 万人，自 07 年 6 月以来首次录得增长（过去 12 个月平均每月减 7.2 万人）。3 月份只有金融业和信息业就业人数减少，分别下降 2.1 万人和 1.2 万人（图表 9）。
- ▶ **整体就业人口已连续三个月回升，但同时劳动人口亦呈现连续三个月上升，使失业率未见下降。**3 月劳动人口增加 39.8 万人，一季度累计增加 85.1 万人；整体就业人口上升 26.4 万人，一季度累计增加 111.3 万人。但目前劳动人口仍较 09 年 5 月高位少 100 万人，而整体就业人口更显著低于 08 年初高位约 750 万人，表示就业市场复苏尚需时日（图表 10）。
- ▶ **临时性职位（就业市场的先行指标）继续增长（当月增加 4 万人，自 10 月以来已累计增加 31 万人）。**私人部门的终身性职位连续第二个月增加：2，3 月分别增加 1.8 万人和 4.2 万（图表 10），意味着企业对经济前景的信心正进一步改善。
- ▶ **3 月平均每周工作时间增加 0.1 小时，至 34 小时，抵消了平均小时工资有所下降（减少 0.1%，至 22.47 美元）对消费能力造成的影响。**

图表 10: 劳动人口和整体就业人口已连续三个月回升; 私人部门的终身性职位连续第二个月增加

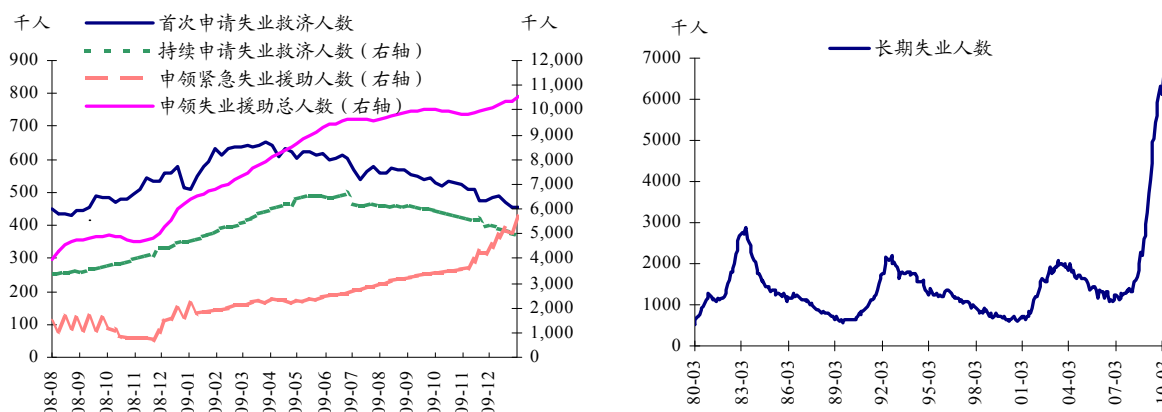


资料来源: 彭博, 中金公司研究部

前瞻性看, 结构性失业率压制消费, 是经济复苏的一大隐忧, 货币和财政政策的退出预计将会十分谨慎:

- ▶ **从正面角度来看, 财政部的人口普查将在二季度另增加约 50 万个就职位。**根据目前的趋势 (3 月新增 12.3 万人, 大幅高于 1-2 月的速度), 私人部门的招工趋势向好发展有望在下半年抵消人口普查结束后临时就业人数的下降, 以避免失业率大幅上升。
- ▶ **私人企业的招聘意愿仍较疲软。**首次和持续申请失业救济人数已降至 08 年水平, 但申领失业援助总人数仍处于 1000 万人以上水平。目前政府的申领紧急失业援助人数仍在上行 (上周增加了 27 万人, 至 589 万人) (图表 11)。
- ▶ **长期失业人口居于历史高位, 结构性失业率压制消费, 是经济复苏的一大隐忧。**目前美国长期失业 (即失业半年或以上) 人口占失业人口比重, 升至 44.1% 的纪录高位, 可能导致就业市场结构性失业率的上升。目前美国仍有 1500 万人失业, 相等于 07 年底衰退前的两倍, 情况较 1981 至 82 年更为严重 (当年失业率与现时相当, 但长期失业人口在最高峰时亦只有 26%)。长期失业人群一般较难再找到新工作, 为就业市场带来结构性失业率, 财政支助需求上升, 并可能进而产生一系列社会问题 (图表 11)。
- ▶ **企业雇人的复苏态势将可能被劳动人口增长所抵消, 制约失业率的回落速度。**劳动人口已连续三个月回升 (再次求职), 但仍较 09 年 5 月高位仍少了 100 万人。即使假定其中半数以平均分布速度在今后 10 个月内陆续回到就业市场 (即每月 5 万人), 整体就业人口必须维持在 1 季度的平均增加人数, 即约 37 万人, 失业率才可保持在 9.7% 水平。

图表 11: 首次和持续申请失业救济人数降至 08 年水平, 但申领失业援助总人数仍处于高位, 长期失业人口仍在增长



资料来源: 彭博, 中金公司研究部

III. 美国住房市场展望

近期美国房市数据显示，随着政府各项刺激政策的相继到期，09 年 2-3 季度以来的向好趋势已接近尾声，后劲已明显不足，甚至可能出现二次探底的逆转迹象，对美国经济的持续复苏带来巨大挑战。

1) 由于失业率居高不下、按揭贷款违约率上升，以及房价回升步伐迟缓，美国房市目前正面临着第二轮止赎浪潮。

- ▶ **就业市场将缓慢改善：**尽管奥巴马刺激就业政策可能进一步落实，但预计就业市场将以缓慢速度改善，且面临政府部门扩大裁员规模的不确定性。
- ▶ **房价和成交量难言触底：**Case-shiller 20 大城市房价指数于去年 5-9 月反弹后已持续 4 个月回落，截至今年 1 月，只比 09 年 4 月低位回升约 4%，比 06 年 7 月的高位仍低 30%（图表 12）。反映全国房价水平的 FHFA 指数也未能保持去年 3-11 月的徘徊之势，于去年 12 月和今年 1 月持续环比下滑 2% 和 0.6%。从成交量看，2 月份成屋和新屋销售已分别连续第 3 和第 4 个月萎缩（图表 12）。同时，住房库存供应已从 7 个月回升至 9 个月水平（图表 13），为房价走势带来下行风险。
- ▶ **住房按揭贷款违约率和止赎率尚未见顶：**美国 09 年 4 季度住房按揭贷款的整体止赎率已达 4.58% 的历史高点，同期违约率尽管略有下降，但仍处于 9.5% 的纪录高位（Mortgage Banker's Association, MBA 的最新数据）（图表 14）。
- ▶ **止赎率面临上行压力：**据 First American CoreLogic 最新报告，截至 09 年底，全美共有 1,130 万套按揭贷款住房（占按揭贷款住房总量的 24%）面临未还贷款余额超出市价的“负资产”问题，同时预计市价低于未还贷款余额 25% 以上的按揭贷款住房在 2010 年将超过 500 万套。如果房价继续下滑，买房者在尚能担负按揭月供的时候选择主动放弃继续供款，这将可能引发“策略性止赎”潮，为止赎率带来上行压力。
- ▶ **美国房市的上述表现已包含了数项政策的支持效应。**这包括奥巴马政府即将于 4 月底结束的 8000 元首次购房税收优惠和美联储于 3 月底已结束的 MBS 购买项目，对最近数月的房屋销售构成了支撑。

2) 前瞻性看，供需双方因素均表明短期内房市的向上空间有限。

- ▶ 市场需求依然疲弱，尚无力驱动复苏。最近数月的房屋销售数据已经证实了房市需求的疲软，而随着 8000 元的首次购房税收优惠 4 月底到期，预计疲弱态势将越发明显，更加难以构成强有力的复苏动力。
- ▶ 房市供给呈现负面走势--随着止赎房流入市场，及银行积存的影子库存逐步向实际库存转化，令未来数月的房价走势承压（图表 15、16）。

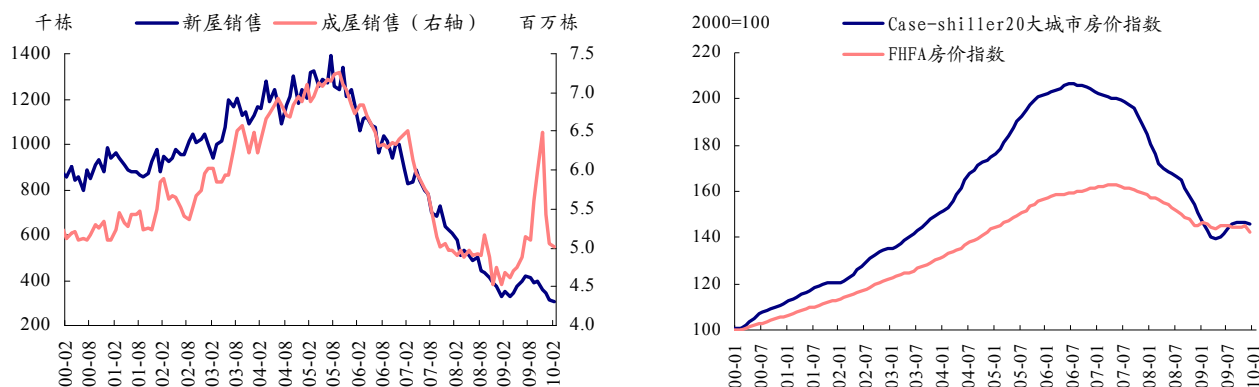
3) 房地产信贷违约率和撤帐率已达 2005 年 2 季度以来高位，美国商业银行将无力继续对美国房市提供信贷支持（图表 17）。

4) 非银行金融机构减持 MBS 的趋势可能持续（图表 18），而美联储已于 3 月底结束其 1.2 万亿美元的 MBS 购买计划，对房市带来进一步的不确定性。

5) 未来房市复苏将继续依赖政府政策支持。然而，近期推出的系列新政从量上看是杯水车薪，从质上看仍然只降低利率而不减少本金，预计难以收到明显效果。未来政府恐怕还须出招，直接削减房贷本金。

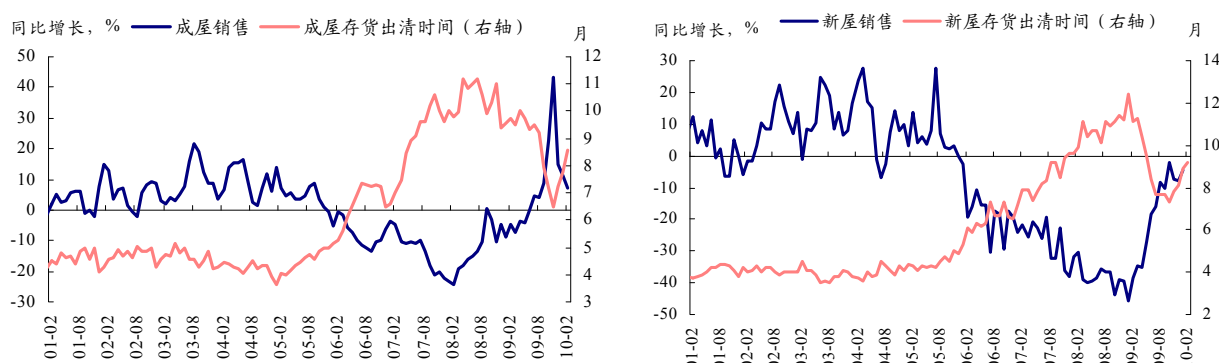
- ▶ **纵观奥巴马近期推出的新政策，无一不是围绕止赎个案的防范和削减，然而其所能救助的规模与美国房市目前所面临的问题相比乃是杯水车薪。**目前，美国商业银行的住宅类和商业类房地产信贷的规模超过 3 万亿美元（分别占到总信贷规模的 23% 和 24%）。若以 10% 的住房信贷违约率计算，所需的救助资金将超过 3000 亿美元。而奥巴马近期推出的新政策中，只有 155 亿美元为现金资助。更不要说新政策的实施尚需时日，并且能否贯彻还有待相关各方、特别是贷款银行的配合。
- ▶ **庞大的房市救助若得不到政府支持，而由银行自行承担，将令金融系统的风险加剧，是不可承受之重。**首先这将大幅侵蚀银行利润，并且导致银行信贷规模进一步萎缩、资产质量可能持续恶化。因此，在试图以时间换空间应对购房者负资产问题达不到结果之后，奥巴马政府最终仍将难以绕过直接削减房贷本金之举。

图表 12: 2 月份成屋和新屋销售已分别连续第 3 和第 4 个月萎缩, 房价尚存下行风险



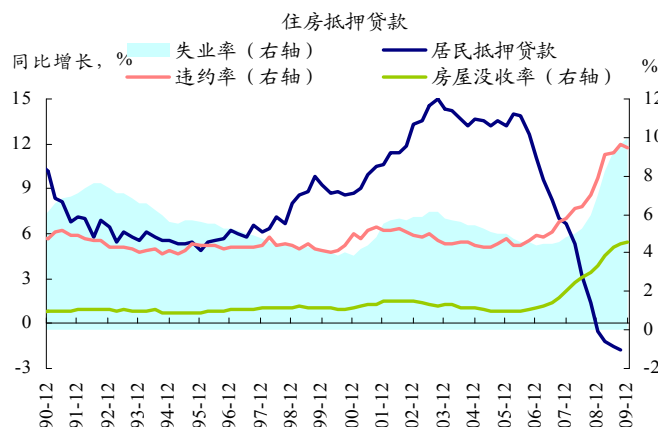
资料来源: 彭博, 中金公司研究部

图表 13: 最近 3-4 个月成屋和新屋库存出清时间均明显回升



资料来源: 彭博, 中金公司研究部

图表 14: 09 年 4 季度美国住房按揭贷款的整体止赎率达历史高点, 违约率仍处于纪录高位



资料来源: 彭博, 中金公司研究部

图表 15：2 月新屋开工创四个月来的最大环比降幅，3 月份 NAHB/Wells Fargo 住房开发商信心指数下跌



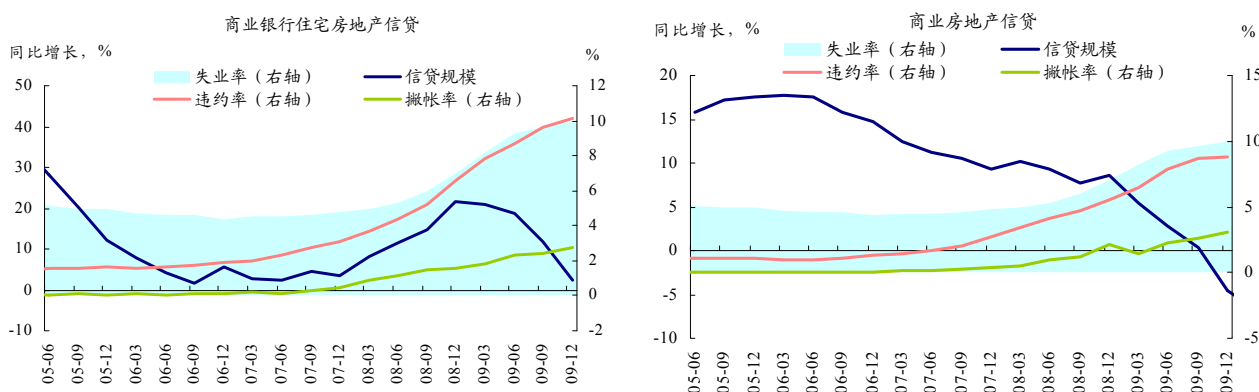
资料来源：彭博，中金公司研究部

图表 16：住房建筑支出仍在低位徘徊



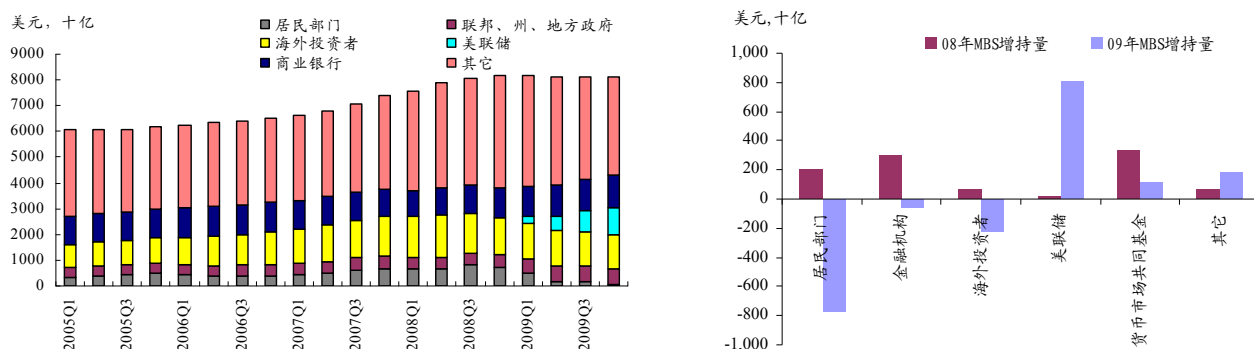
资料来源：彭博，中金公司研究部

图表 17：目前商业银行的住宅和商业房地产信贷的违约率和撇帐率均处于历史高位



资料来源：彭博，中金公司研究部

图表 18: 目前居民部门、私人非银行金融机构和海外投资者均在减持 MBS

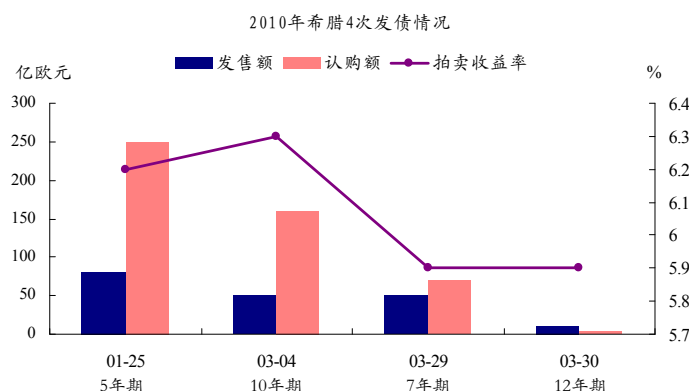


资料来源: 彭博、中金公司研究部

IV. 欧盟/IMF联手救援希腊的协议公布以来, 投资者对欧盟解决债务问题的信心有所恢复, 但希腊所面临的融资风险仍然有可能进一步上升。

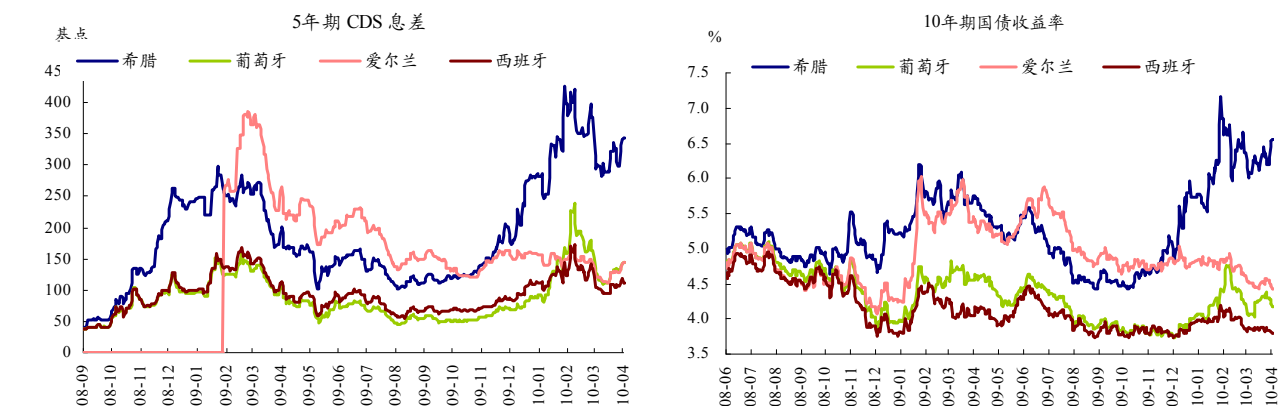
- ▶ 欧盟/IMF 的联手救援协议仅大幅降低了希腊国债的违约可能性, 但并无助于在短期内希腊必须在国际市场上继续融资的事实 (参见我们 3 月 29 日的周报)。3 月 29-30 日以来的二次希腊国债发行情况从三个层面上反映了市场风险仍在不断上升: 市场对希腊中长期国债的不断发行已渐露疲态, 认购率正逐步下降 (图表 19); 自 3 月 29 日以来, 希腊 10 年期国债收益率连续四日上扬, 比 1 月下旬与 3 月初融资期间的 6.1-6.2% 的水平高出了 30-45 个基点; 希腊 10 年期国债 CDS 已连续四日上涨, 并小幅传导至其它 PIGS 国家的 CDS。
- ▶ 但市场对希腊风险已区别对待, 对周边国家的传染效应已趋于下降。除希腊以外, 上周其它欧洲高债务国的股市及债市均有不同程度的走好迹象。尽管希腊的国债收益率持续上扬, 但并未波及其余 PIGS 三国 (图表 20)。
- ▶ 目前希腊已满足了它 4 月份的融资需求, 但投资者的态度已显得相对犹豫, 且购买希腊国债的规模亦相对较小, 表示市场的戒心难以在短期内消除。今年 5 月, 希腊将继续面临约 100-150 亿欧元的国际市场融资压力 (占 09 年希腊 GDP 的 5% 左右), 对市场信心将是又一次重大考验。希腊是负债最重的欧盟成员国, 政府目前的总债务存量已达 2980 亿美元 (GDP 占比 113%), 控制借贷成本已成为政府的当务之急。希腊计划在 2010 年全年发行共计 540 亿欧元债券, 其中近半的融资需求将在 4-5 月间完成。希腊若能顺利的在此期间已合理的借贷成本融资成功, 将有效的降低其下半年的债务风险。
- ▶ 希腊政府的国债融资策略可能逐渐趋于短期化。3 月 30 日, 希腊公共债务管理局主管 Christodolou 表示, 计划在 4 月 13 日发行 6 个月与 1 年期国债, 4 月 20 日发行 3 个月期国债, 但没有透露具体金额。我们认为由于很快融资压力再起, 无法从根本上降低市场风险。

图表 19: 希腊国债的市场风险正在上升



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 20：上周希腊 10 年期国债收益率上扬，并未波及其余三国



资料来源：世界银行、彭博资讯、中金公司研究部

前瞻性看，欧洲债务危机是否会恶性演变？

尽管欧元区主要国家财政与负债情况基本稳健，但其它成员国出现严重分化，其中希腊、爱尔兰、西班牙和葡萄牙等国的主权债务持续面临评级机构的下调风险，已成为最近欧洲主权债务危机升级的直接导火索。市场担心欧洲债务危机是否会演变成全球金融危机，以及欧元区的经济前景对全球经济复苏的影响。

很多新兴市场曾面临严峻的债务危机，而最终无不依赖于三条途径得以解决：财政紧缩、汇率贬值、以及多边与双边的外部支持。目前欧盟内部的财政巩固，市场所驱使的欧元贬值，以及与 IMF 联手救助希腊均已显示欧洲已经迈上了以上三条解决债务危机的途径。特别是 IMF 的介入，为欧洲债务危机划了底线，是一个对内和对外均有利的方案。在此基础上，我们认为欧洲债务危机演变成系统性的全球金融危机的可能性较小，但欧盟国家回归财政与债务的可持续性将是一个漫长和波折的过程，期间政治、社会、和市场风险均不可低估。

目前趋势显示欧盟领导人在重要问题上已达成一致，并正创造条件使财政改革的过程能有序进行：

- ▶ 希腊债务危机是欧元区建立以来所面临的第一次危机，欧盟各国在应付危机初期的不协调以及对国内政治压力的低估在所难免。欧盟最终认识到内部的争论只能徒增市场担忧的风险，更可失去欧盟保持统一的可信度。这些因素促使欧盟领导人最终统一态度。
- ▶ IMF 的介入也为其它有潜在债务危机的欧盟国家划了底线，希腊在未来 18-24 个月内违约的可能性已基本消除。希腊在危急情况下（如市场融资出现困难时）可以获得欧盟以及 IMF 的双边和多边贷款救助，同时 IMF 的参与使希腊的财政整顿政策可信性提高，有利于降低融资成本。欧盟/IMF 的联手救助计划亦将有效的遏制投机性操作。
- ▶ 欧央行于 3 月 25 日亦宣布延迟紧缩政策的实施以减少银行风险，配合欧盟/IMF 的救助计划。欧央行数据显示，欧洲银行业在未来 3 年更将面临债务到期再融资的高峰（平均每年近 8000 亿美元，超过美国的两倍）。欧央行延迟紧缩政策的决定能减低金融市场出现动荡和系统性风险的机会（图表 21）。

然而欧洲的债务风险并未解除，近期最大的风险反映在以下四个方面：

- 1) 德国对于如真的向希腊施以上月在布鲁塞尔通过的紧急贷款援助应收取多少利息与其它欧元区国家存在分歧。大部分国家准备收取 4-4.5% 的利息（与其它大负债国如爱尔兰和葡萄牙相等），但德国认为 10 年期国债利息应在 6-6.5 % 水平，这将威胁希腊财政整顿的能力。
 - 2) 欧洲经济增长的前景黯淡，这对背负沉重债务负担的欧盟成员国而言不是好消息。市场将开始对欧元区的经济表现产生担忧。目前成员国的经济状况已显著分化，西班牙、希腊、意大利等国经济仍在萎缩，能否应付庞大债务负担存在不确定性（图表 21）。
- ▶ PIGS 国家过快地缩减财政赤字对经济造成的负面影响可能导致债务 GDP 占比不降反升，而这又将引致评级机构再次下调希腊的主权评级。一旦陷入这样的恶性循环，将与债务危机的解决之道南辕北辙，发生债务陷阱的风险加大。

- ▶ 上周西班牙央行预测:2010 年的财政赤字将在是 GDP 占比的 10.2%,2011 年才能有所下降至 GDP 占比的 8.9%。
- ▶ 爱尔兰已尽力减少财政赤字并已取得很好的成果,但周期性因素可能拖累其财政整顿进程,如爱尔兰 2010 年 GDP 出现负增长,其财政赤字占 GDP 比例仍将高达 10%。

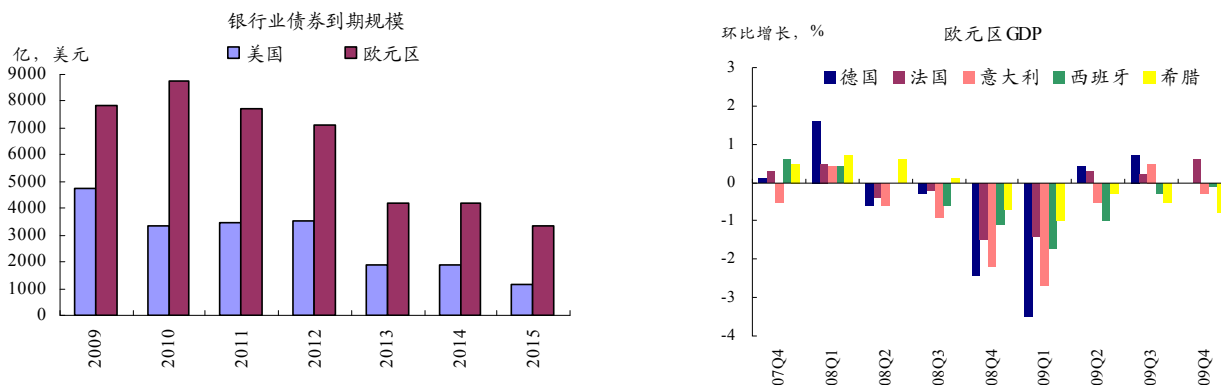
3) 多个国家同时进行持续且严峻的财政巩固将面临严峻的政治和社会风险。

- ▶ 从财政余额占 GDP 比重来看,欧元区债务高危国至少要削减 5-10 个百分点以上,而削减赤字方案已涉及降低或冻结工资、退休金,延长退休年龄等影响公民切身利益的措施,政治社会风险不可小觑,从希腊一连串的罢工和抗议示威活动便可见一斑。
- ▶ 作为单一货币区,欧元区内任何成员国出现问题(政治或经济因素)都难免在欧盟引起连锁反应。而欧盟与 IMF 的联手挽救计划只有在市场融资困难的条件下才会被启动,因而市场风险仍有可能恶化。

4) 欧元区的经济增速将低于美国,欧元趋势性贬值可能是重建欧元区竞争力所需。

- ▶ 我们预计欧元区 2010 年和 2011 年 GDP 增速分别为 1%和 1.3%,低于美国的 3%和 2.2%。欧元区的货币政策退出将远滞后于美国。经济衰退与通货紧缩的风险更可能使投资者更看好美国或新兴市场股市或其它资产。债务危机的压力及 GDP 之差将导致欧元兑美元在 2010 年呈贬值态势--这一再平衡的过程将帮助欧元区重建中长期的竞争力。

图表 21: 欧央行需保持宽松的流动性政策帮助银行度过难关; PIGS 等国经济仍在萎缩



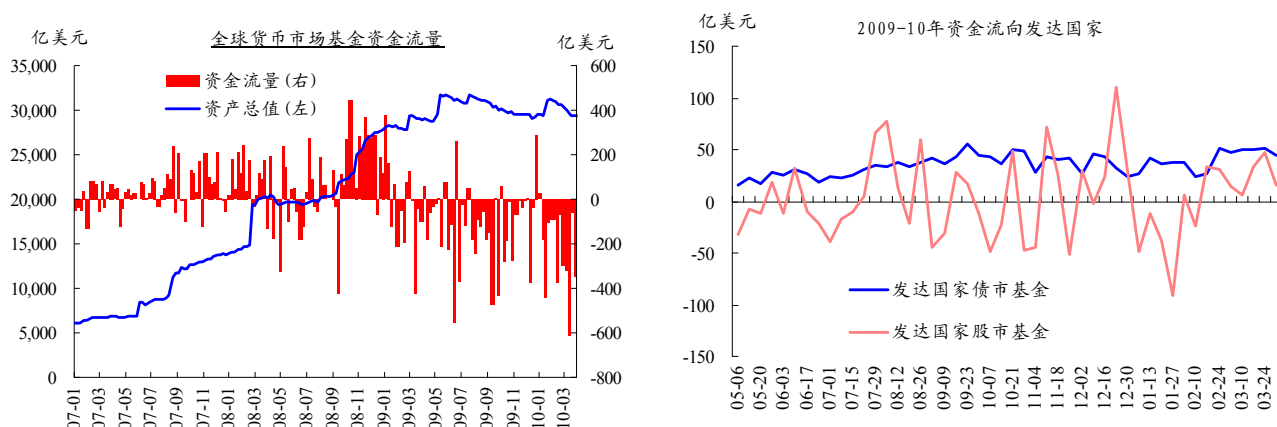
资料来源: Moody's、中金公司研究部

V. 资金流向每周更新 (3月25~31日)

上周货币市场基金有显著高额资金流出,流出量高达 350 亿美元。而流向全球股市的长期资本较之前两周有所减弱,仅为 22 亿美元;同时流向全球债市的长期资金继续保持相对强劲的态势,上周流入全球债市的资金总量高达 56 亿美元。

- ▶ 流入发达国家股市的资金量较之前两周大幅降低,仅 15.8 亿美元(约为前周的 1/3)。流入发达国家股市长期资金量的锐减主要体现在流入美国股市的长期资金量上周出现大幅减少,约为 12 亿美元(约为前周的 1/4)。以及与此同时发生的发达欧洲股市持续较大的净流出,显示出欧洲债务危机状况使得投资者仍然对发达欧洲经济不乐观。流入发达国家债市资金虽较前周有所降低但仍保持强劲的水平,其中,流入美国债市的资金量虽从前周的 39 亿美元降为上周的 29 亿美元,仍保持了自年初以来的均值水平,流入美国债市的资金约占总债市资金流量的 52% (低于今年年初以来 60%的均值)。(图表 22)
- ▶ 流入新兴市场股市的资金上周大幅减少,仅 6 亿美元(约为前周的 1/2)。新兴欧洲,拉丁美洲以及新兴亚洲的股市均出现资金量流入的大幅降低,其中,香港股市的资金流入量几乎为零。与此同时,流入新兴市场的债市的资金呈现稳定的态势,其中,流入新兴亚洲债市的资金和前周持平。长期基金在新兴市场股市的权重在今年 1 月增长后,自 2 月有所降低并持平(图表 26)

图表 22：上周全球货币市场基金呈现大规模净流出



资料来源：EPFR、中金公司研究部

上周全球股市基金净流入打破之前三周保持的向上的态势，流入金额减少至目前的 22 亿美元。流入全球股市基金资金量的减少主要体现在流入美国股市基金资金量的锐减上。较之前一周，美国的股市资金流入量减少达 36 亿美元。发达欧洲股市约有 7.3 亿美元的净流出，反映投资者对欧洲债务危机的担忧仍未完全消除。

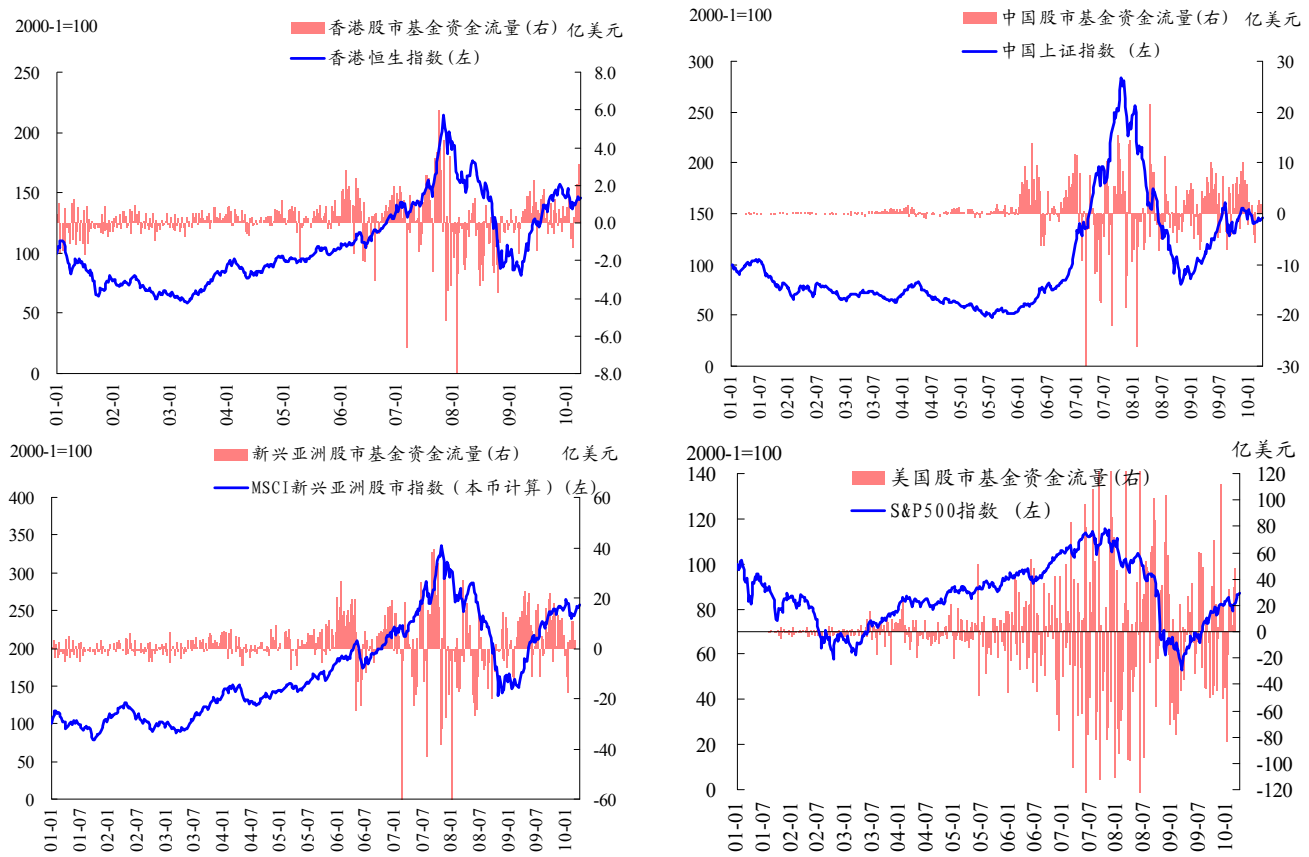
- ▶ 美国股市基金上周有近 12.3 亿美元的净流入，较前周的 48.3 亿美元的资金净流入有大幅降低，而发达欧洲股市基金净流出量略微减少，为 7.3 亿美元。同期 S&P500 指数保持稳定。（图表 23、24）
- ▶ 流入全球新兴市场股市基金的长期资金量上周大幅减少，录得 6.1 亿美元的净流入，小于前周 13.5 亿美元。流入新兴欧洲，新兴亚洲和拉丁美洲基金的资金量均有不同程度的减弱。香港和中国股市基金则分别录得净流入量为 0.1 亿美元，0.6 亿美元。同期 MSCI 新兴亚洲股指上升 1%，香港 H 股指数上升 2.8%，中国上证指数上升 1.7%。新兴欧洲和拉丁美洲股市基金则连续 6 周维持资金净流入，上周分别录得 1.7 亿和 0.6 亿美元。（图表 23、24）。长期基金对全球新兴市场股市的资产权重则继续持平于 16.7%。（图表 26）
- ▶ 发达国家债市继续吸引资金的强劲流入，上周流入发达国家债市的净资金量为 44.4 亿美元，较前周的 54.3 亿美元略有降低。新兴市场债市净流入量保持稳定，上周录得 11.9 亿美元，除新兴亚洲外，新兴欧洲，拉丁美洲债市净流入均出现小幅降低。流入美国债市资金量有大幅降低，从前周的 38.8 亿美元减至 29.1 亿美元，而发达欧洲债市资金净流入量则出现小幅增长，上周录得流入量为 8.8 亿美元。而长期基金对全球新兴债市的资产权重则继续持平于 6.2%。（图表 25、26）

图表 23：每周资金流入股市地区

(亿美元)	1月27日	2月3日	2月10日	2月17日	2月24日	3月3日	3月10日	3月17日	3月24日	3月31日	09年3月中旬至今
所有新兴市场	-9.0	-17.3	-31.3	1.6	10.1	5.2	17.2	18.1	13.5	6.1	697.0
新兴亚洲	-2.9	-11.3	-17.7	2.2	2.9	3.2	10.7	10.7	6.5	2.9	398.6
其中:											
香港	-0.8	-0.8	-1.3	0.3	0.2	0.9	2.1	3.1	0.6	0.1	30.5
中国	1.7	-4.0	-5.7	0.2	0.0	1.5	2.7	1.9	0.9	0.6	145.6
新兴欧洲	-1.5	-1.1	-4.1	-0.7	3.8	0.7	3.7	3.2	3.2	1.7	90.0
拉丁美洲	-3.8	-4.0	-7.5	-0.3	2.5	0.7	1.8	3.4	2.2	0.6	164.5
其他	-0.7	-0.9	-2.1	0.4	0.8	0.7	1.0	0.8	1.6	0.9	43.9
所有发达国家	-91.7	5.9	-23.8	33.8	31.5	15.1	5.9	33.4	47.1	15.8	0.0
美国	-83.7	-1.1	-18.0	32.6	22.0	8.7	4.9	33.8	48.3	12.3	-67.4
发达欧洲	-7.2	8.4	-2.9	-2.4	0.8	-0.9	-1.6	-8.1	-9.4	-7.3	48.5
其他发达国	-0.8	-1.4	-2.9	3.6	8.6	7.2	2.6	7.7	8.1	10.9	86.3
总共	-100.7	-11.5	-55.1	35.4	41.5	20.3	23.0	51.5	60.6	21.9	764.4

资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 24：香港、中国、新兴亚洲和美国股票基金资金流量与股市指数



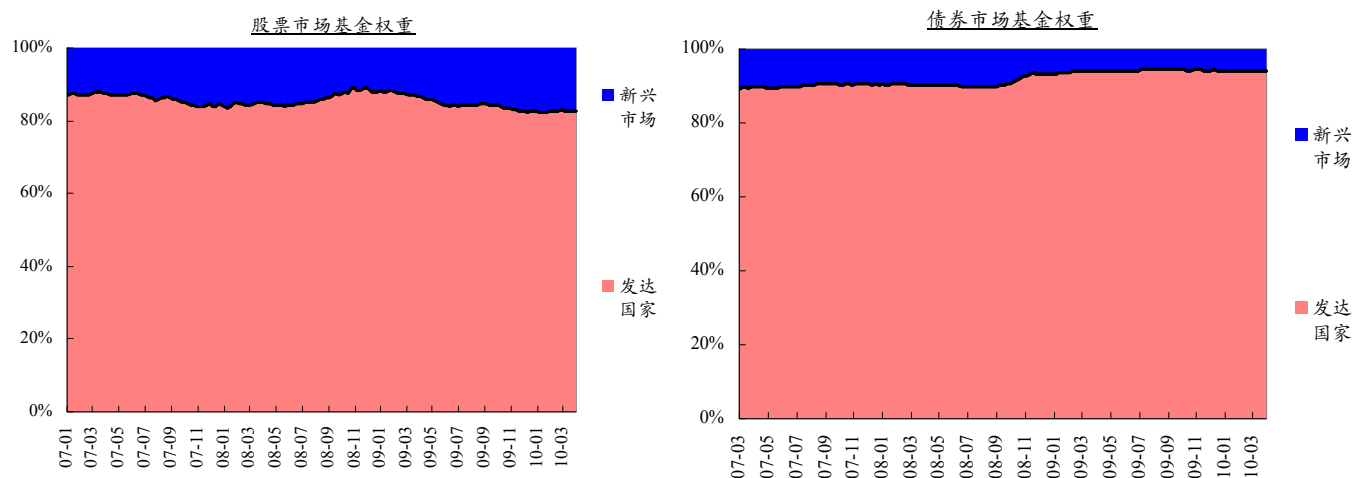
资料来源：EPFR、彭博资讯、中金公司研究部

图表 25：每周资金流入债市地区

(亿美元)	1月27日	2月3日	2月10日	2月17日	2月24日	3月3日	3月10日	3月17日	3月24日	3月31日	09年3月中 旬至今
所有新兴市场	8.2	6.9	8.5	5.9	7.6	10.2	13.6	9.2	13.6	11.9	287.8
新兴亚洲	2.0	1.2	1.9	1.4	2.0	3.8	3.3	2.4	3.4	3.3	70.0
新兴欧洲	2.1	2.2	2.4	1.5	2.0	2.4	3.6	2.5	3.5	2.9	68.7
拉丁美洲	2.7	2.3	3.0	1.8	2.3	2.5	4.6	2.7	4.8	3.8	99.3
其他	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3	1.6	2.1	1.6	1.9	1.9	49.8
所有发达国家	37.7	38.0	24.5	26.1	51.5	46.6	50.5	50.4	51.3	44.4	1867.2
美国	28.5	30.9	19.1	17.8	41.4	33.4	38.7	40.1	38.9	29.1	1515.4
发达欧洲	5.7	3.7	3.8	5.2	6.2	8.1	7.1	5.8	7.9	8.8	229.1
其他发达国家	3.5	3.4	1.6	3.1	4.0	5.1	4.7	4.5	4.5	6.5	122.7
总共	45.9	45.0	33.0	32.0	59.1	56.9	64.1	59.6	64.9	56.3	2155.0

资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 26：新兴市场股市和债市资产权重



资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 27：美国主要经济数据

	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01	10-02	10-03
工业生产											
工业产出指数	96.2	95.8	96.9	98.1	98.7	98.9	99.5	100	100.9	101	
同比增长, %	-13.10	-13.22	-12.23	-10.16	-5.82	-6.87	-5.06	-2.34	0.80	1.71	
产能利用率 (%)	68.5	68.3	69.2	70.1	70.6	70.8	71.4	71.8	72.5	72.7	
ISM制造业指数	43.2	45.3	49.1	52.8	52.4	55.2	53.7	54.9	58.4	56.5	59.6
ISM非制造业指数	44.5	46.3	46.7	48.2	50.1	50.1	48.4	49.8	50.5	53	
费城制造业指数	-21.7	-5	-8.9	0	10.5	11.8	18.8	22.5	15.2	17.6	
消费											
零售额(美元, 十亿)	339.87	342.91	342.49	350.80	343.69	347.64	354.47	353.82	354.34	355.55	
同比增长, %	-9.77	-8.81	-8.45	-5.52	-6.06	-2.00	2.69	5.46	4.08	3.85	
私人收入(美元, 十亿)	12146.9	12029.7	11975.2	12011.9	12028.7	12049.5	12095.6	12148.1	12178.5	12179.7	
同比增长, %	-1.74	-2.63	-2.28	-2.33	-2.26	-1.78	-1.14	-0.40	1.16	2.03	
私人消费(美元, 十亿)	9979.3	10050.6	10068.4	10197.4	10132.8	10188.6	10241.8	10278.8	10317.3	10352	
同比增长, %	-2.01	-1.85	-1.59	-0.34	-0.63	0.69	2.28	3.86	3.46	3.40	
密歇根大学消费者信心指数	68.7	70.8	66	65.7	73.5	70.6	67.4	72.5	74.4	73.6	73.6
投资											
耐用品订单(美元, 十亿)	163,359	159,986	169,207	164,020	168,185	168,098	167,412	170,500	177,205	178,118	
同比增长, %	-23.81	-25.43	-20.44	-19.05	-17.21	-9.81	-6.96	-1.60	11.09	10.91	
外贸											
出口额(美元, 十亿)	123.45	126.12	129.45	129.86	133.49	137.15	138.38	143.15	142.66		
同比增长, %	-21.19	-21.97	-21.27	-19.67	-12.17	-8.39	-2.22	7.70	15.10		
进口额(美元, 十亿)	149.21	152.99	160.62	159.80	168.77	170.08	174.49	183.05	179.95		
同比增长, %	-31.29	-31.02	-29.96	-28.20	-20.44	-18.66	-5.56	4.74	11.88		
贸易余额(美元, 十亿)	-25.76	-26.88	-31.17	-29.94	-35.28	-32.93	-36.11	-39.90	-37.29		
同比增长, %	-57.44	-55.34	-51.97	-50.85	-41.34	-44.55	-16.49	-4.67	1.05		
通货膨胀(同比增长, %)											
CPI	-1.3	-1.4	-2.1	-1.5	-1.3	-0.2	1.8	2.7	2.6	2.1	
核心CPI	1.8	1.7	1.5	1.4	1.5	1.7	1.7	1.8	1.6	1.3	
PCE	-0.3	-0.4	-0.9	-0.6	-0.6	0.1	1.5	2.1	2.1	1.8	
核心PCE	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2	1.4	1.5	1.6	1.5	1.3	
PPI	-4.8	-4.4	-6.9	-4.4	-4.9	-2.0	2.4	4.4	4.6	4.4	
核心PPI	3.0	3.3	2.5	2.3	1.7	0.7	1.2	0.9	1.0	1.0	
住房市场											
新屋开工数(千栋)	551	590	593	581	586	524	579	573	611	575	
同比增长, %	-43.25	-45.27	-36.44	-31.57	-28.71	-31.32	-11.60	3.06	25.20	0.17	
新屋销售(千栋)	371	399	419	408	391	400	362	345	315	308	
同比增长, %	-27.11	-18.24	-16.20	-8.11	-10.32	-2.20	-7.18	-7.75	-4.26	-12.99	
成屋销售(百万栋)	4.75	4.89	5.14	5.10	5.60	5.98	6.49	5.44	5.05	5.02	
同比增长, %	-4.23	-0.20	4.47	3.87	8.53	22.79	43.27	14.77	11.48	7.04	
Case-Shiller房价指数	139.98	141.98	144.37	146.18	146.73	146.58	146.23	145.89	145.32		
同比增长, %	-16.98	-15.38	-13.22	-11.21	-9.22	-7.28	-5.35	-3.09	-0.70		
劳工市场											
非农就业人数(千人)	131,155	130,640	130,294	130,082	129,857	129,633	129,697	129,588	129,602	129,588	129,750
非农就业人数增加值(千人)	-387	-515	-346	-212	-225	-224	64	-109	14	-14	162
失业率, %	9.4	9.5	9.4	9.7	9.8	10.1	10.0	10.0	9.7	9.7	9.7
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	0-0.25
M2同比增长, %	8.70	8.90	8.10	8.00	7.00	5.80	5.50	3.40	1.90	2.10	
3个月国债收益率(%)	0.1298	0.1775	0.1674	0.1258	0.0842	0.0446	0.0446	0.0842	0.069	0.1146	0.1501
2年期国债收益率(%)	0.9146	1.1091	1.1929	0.9281	0.6633	0.8891	0.6632	0.6633	0.8118	0.8118	1.0158
10年期国债收益率(%)	3.4594	3.5326	3.7346	3.4378	3.141	3.3828	3.1978	3.141	3.5844	3.6117	3.8257
30年期国债收益率(%)	4.3361	4.3294	4.5224	4.2666	4.0108	4.2253	4.1917	4.0108	4.4884	4.5566	4.7129
30年住房贷款利率(%)	5.23	5.39	5.33	5.27	5.16	5.16	4.93	5.33	5.07	5.08	5.12
美元名义有效汇率(2005=100)	95.35	93.5	92.95	91.51	89.97	88.39	87.89	88.65	89.18	90.93	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

中国经济

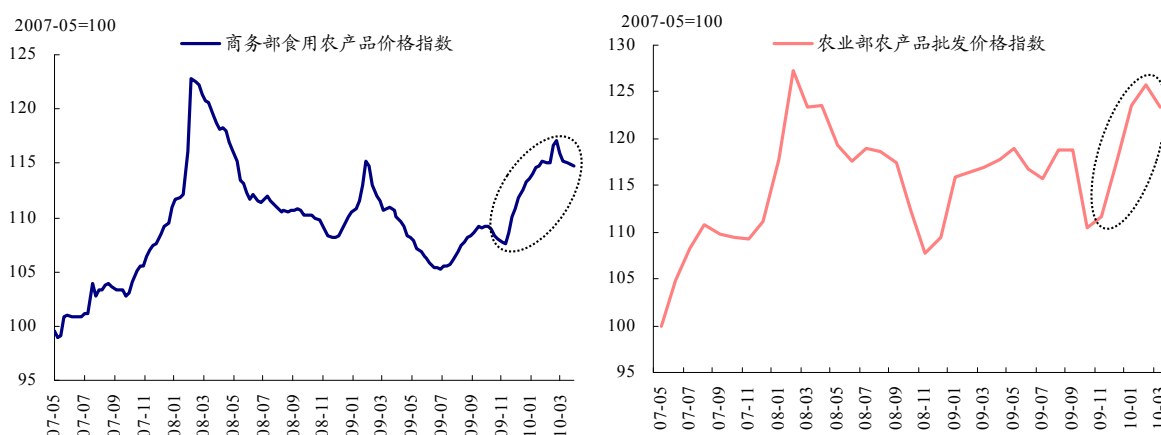
通货膨胀跟踪

食用农产品价格连续第五周回落

3 月第四周（3 月 22 日-28 日）农产品价格指数继续回落，商务部和农业部周环比分别下跌 0.1% 和 0.6%（图表 28）。上周大部分农产品价格继续下降：肉类（-1.3%）跌幅最大，主要由于猪肉供应充足，批发价格再次下探 1.4%（图表 29）；而气温的普遍升高使得牛羊肉的消费逐渐进入淡季，价格分别下跌 0.3% 和 0.2%。水产品（-0.4%）、禽类（-0.3%）、蛋类（-0.3%）及食用油（-0.1%）价格继续下跌。蔬菜和水果价格继续上涨 0.5%，但随着气温回升、蔬菜上市量趋增，预计价格有望止涨回落（图表 30）。粮食价格继续小幅上涨 0.3%，可能由于旱区粮食减产导致供应偏紧；以及国家上调 2010 年稻谷主产区的最低收购价。但并未如市场预期受旱灾影响大幅上涨，与我们此前判断一致：“西南旱灾不会对全国粮食价格造成大的冲击¹”。

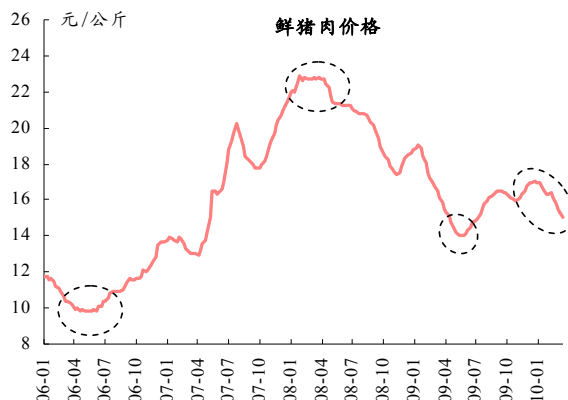
总体来看，3 月价格平均水平较 2 月呈环比下降态势：商务部和农业部分别下降 1.1% 和 2.0%。我们维持 3 月 CPI 环比略有回落，同比温和上涨 2.5% 左右的判断（具体可能落于 2.3~2.7% 的区间）。

图表 28：商务部和农业部农产品价格连续五周回落



资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

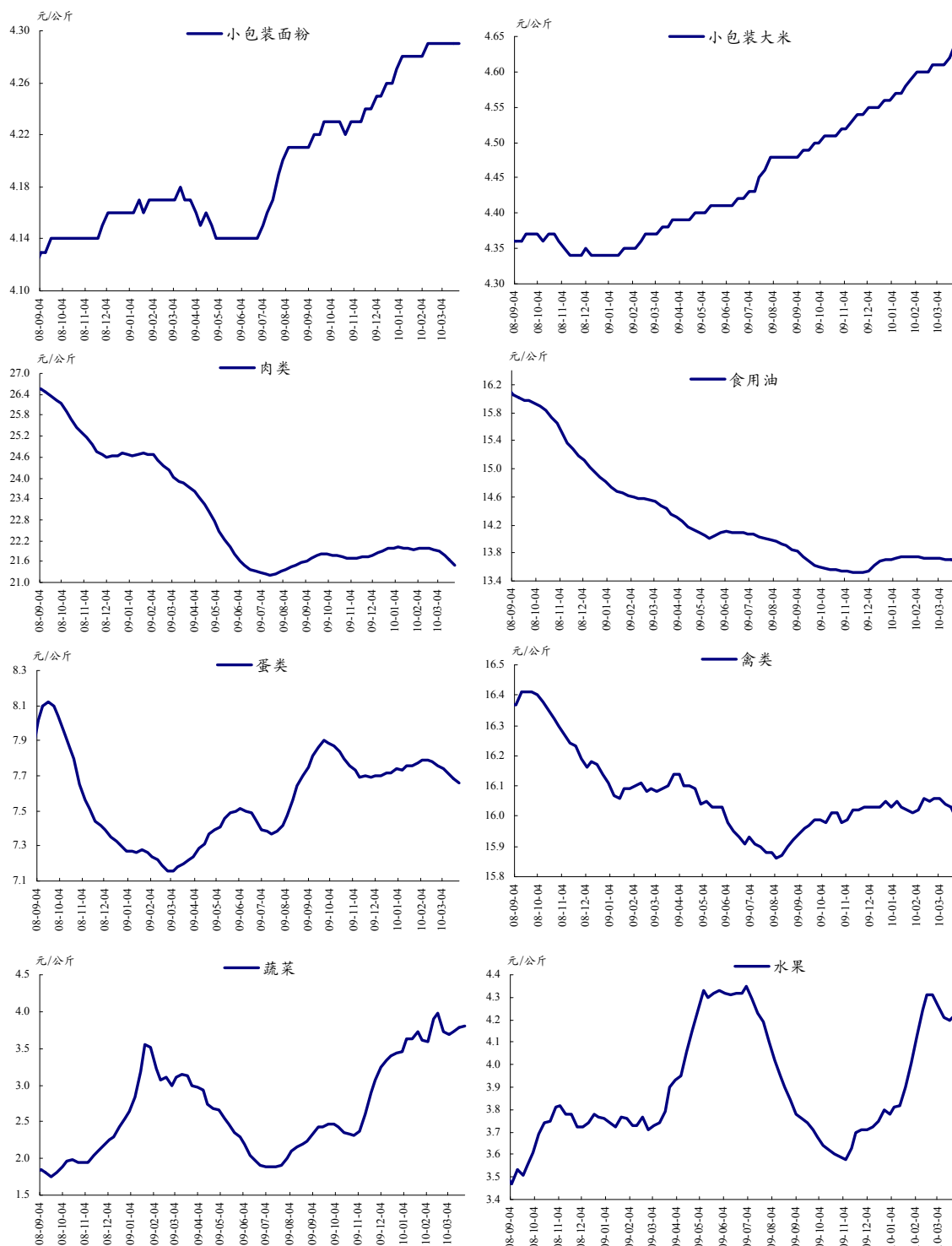
图表 29：猪肉价格周环比继续下降 1.6%



资料来源：商务部、中金公司研究部

¹ 2010 年 3 月 29 日宏观经济周报：影响通胀的不确定因素

图表 30: 上周肉、油、禽蛋价格下降, 粮食价格上涨, 总体农产品价格继续回落



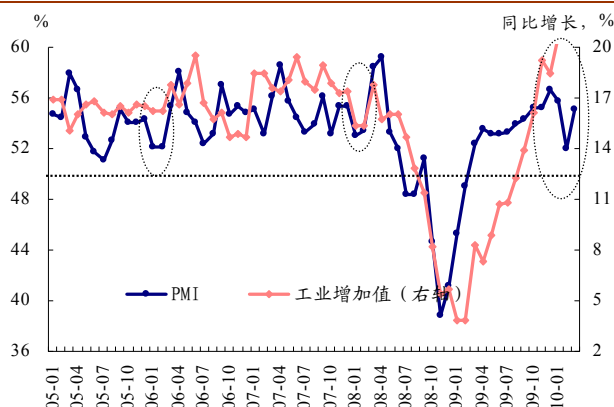
资料来源: 商务部、中金公司研究部

近期经济数据

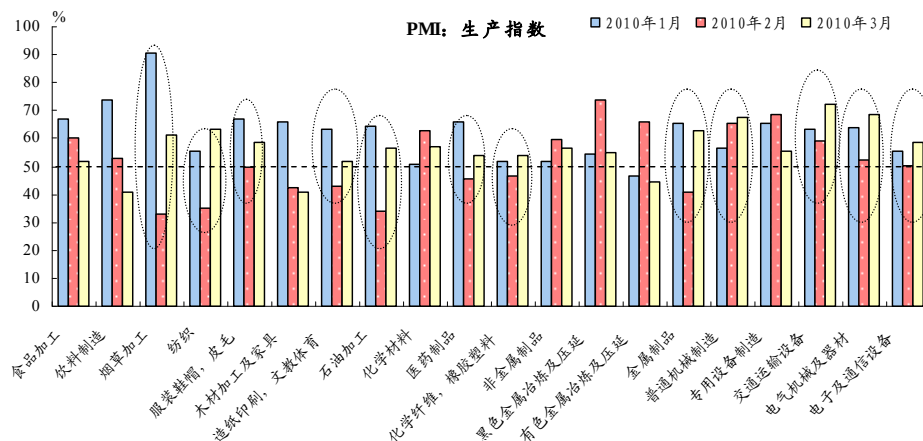
3 月 PMI 回升，经济热度较高

- **春节扰动消失，促使 3 月 PMI 回升：**2 月 PMI 大幅回落 3.8 个百分点至 52%，我们当时就指出春节因素是主要原因。而 3 月份 PMI 强劲反弹了 3.1 个百分点至 55.1%（市场预期 55%，图表 31），印证了我们的观点（过去历年春节后一个月 PMI 平均反弹 3 个百分点）。
- PMI 从去年 12 月的高点 56.6% 逐步回落到 1 月份的 55.8%、3 月份的 55.1%，显示政府调控政策取得了初步效果。但过去 5 个月 PMI 持续高于 55%（春节所在 2 月份除外），这种现象只在历史上 2007 年出现过，显示经济热度仍高。
- 另一更多覆盖中小企业的指标 HSBC PMI，在 3 月也回升了 1.2 个百分点至 57%，达到历史第三高点，表明民间经济复苏强劲。
- **分行业来看，机械设备与消费品订单最为强劲：**普通机械、交通运输设备、电气机械及通信设备、纺织、服装、化纤、石油加工、金属制品行业的 PMI 指数 3 月份大幅上升（图表 32、33）。从产成品库存来看（图表 34），钢铁、金属制品、专用设备、纺织、造纸印刷、医药制品的产成品库存处于极低水平，因此未来生产还将较为强劲。
- **出口订单指数创出两年来新高，显示出口复苏势头强劲：**3 月份出口订单指数从 2 月份的 50.3% 回升 4.2 个百分点至 54.5%，不仅抵消了春节期间的跌幅（2.9 个百分点），而且创出 23 个月以来的新高（图表 35）。分行业来看，交通运输设备、电气机械、电子通信设备、金属制品、纺织服装、造纸的出口订单大幅上扬（图表 36）。这符合我们对于今年上半年出口增长强劲的判断。
- **购进价格回升显示通胀压力。**在 2 月份购进价格指数由于春节短暂回落后，3 月回升至 65.1%，连续 5 个月保持在 60% 以上，其中主要是食品、纺织服装、造纸、医药、钢铁、金属制品、机械设备等行业购进价格显著回升（图表 37），这显示通胀压力逐步浮现，与我们对 2 季度通胀可能明显上升的判断一致。
- 总体来看，PMI 比前期高点回落，表明宏观调控取得初步成果；但仍连续多月处于 55% 以上，显示经济热度依然较高，特别是出口、消费等私人部门需求复苏强劲。政策启示：昨日公布的央行货币政策委员会 1 季度例会声明，与去年 4 季度相比，对经济增长的判断明显更为乐观。这与我们的观点一致：货币当局对二次探底的风险担心较小，可能更担心过热的风险。此外，我们预计通胀在 2 季度会明显上升，年中超过 4%，因此我们认为 2 季度有必要使用更多价格性工具紧缩，4~5 月份可能重启升值，6~7 月份加息。

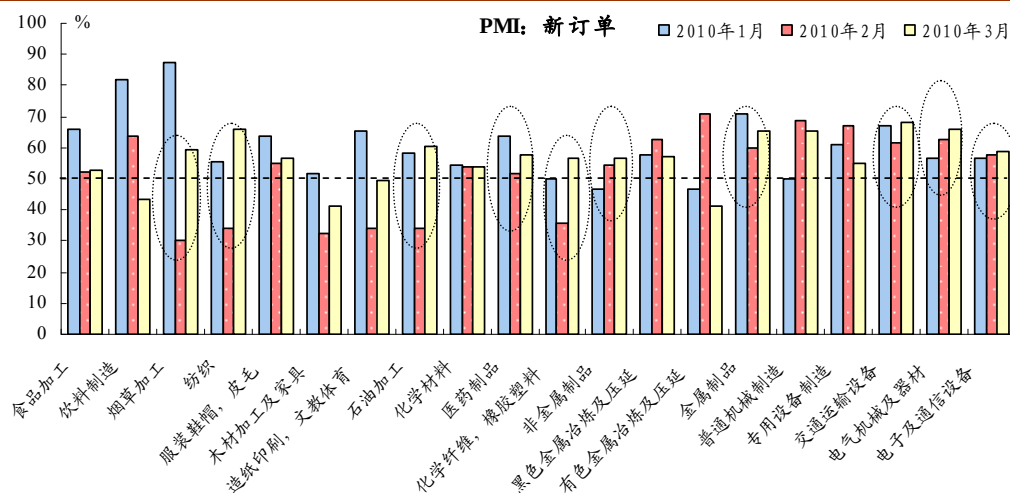
图表 31：3 月 PMI 显著回升

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

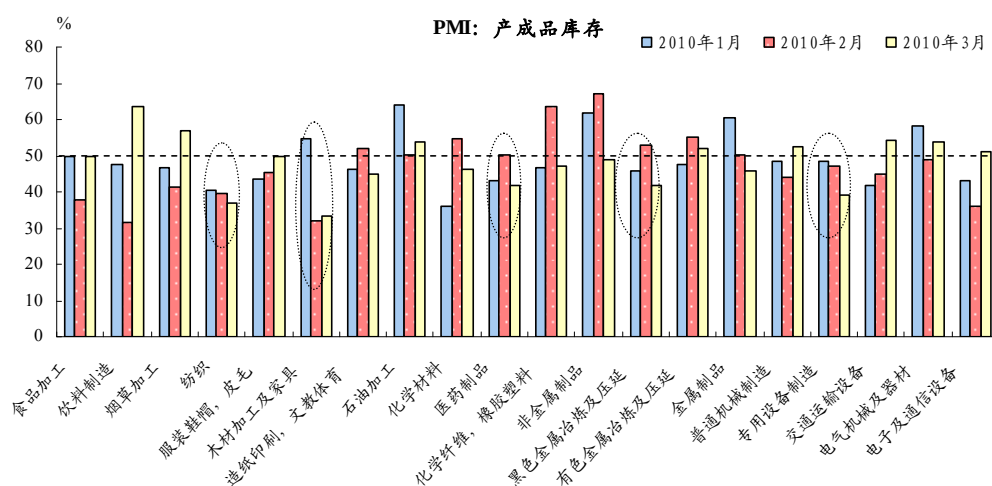
图表 32: 各行业生产指数

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

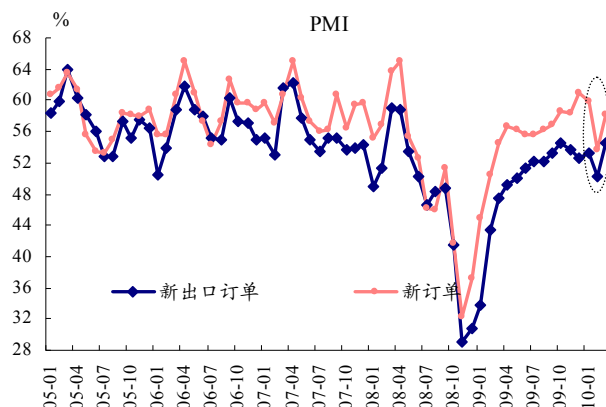
图表 33: 各行业新订单指数

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

图表 34: 各行业产成品库存指数

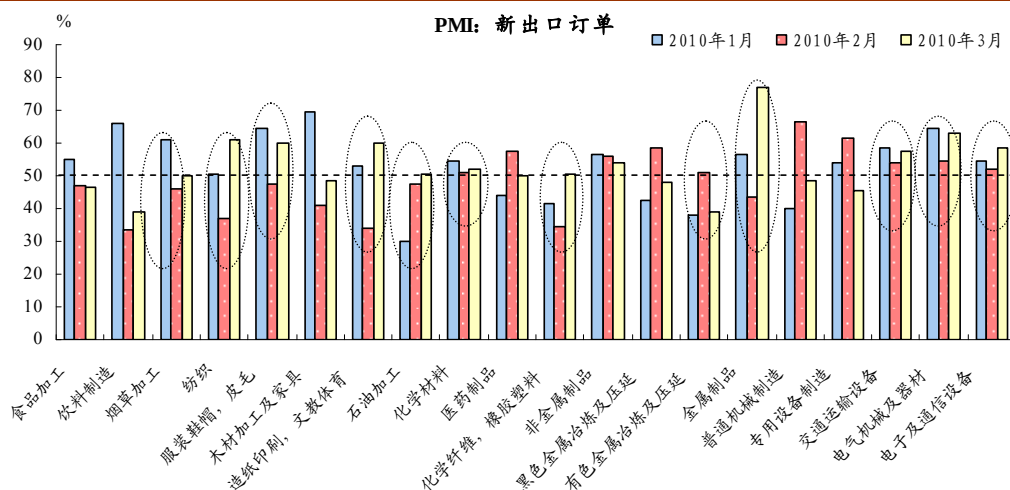
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cfip.org.cn/>, 中金公司研究部

图表 35：出口订单指数创两年来新高



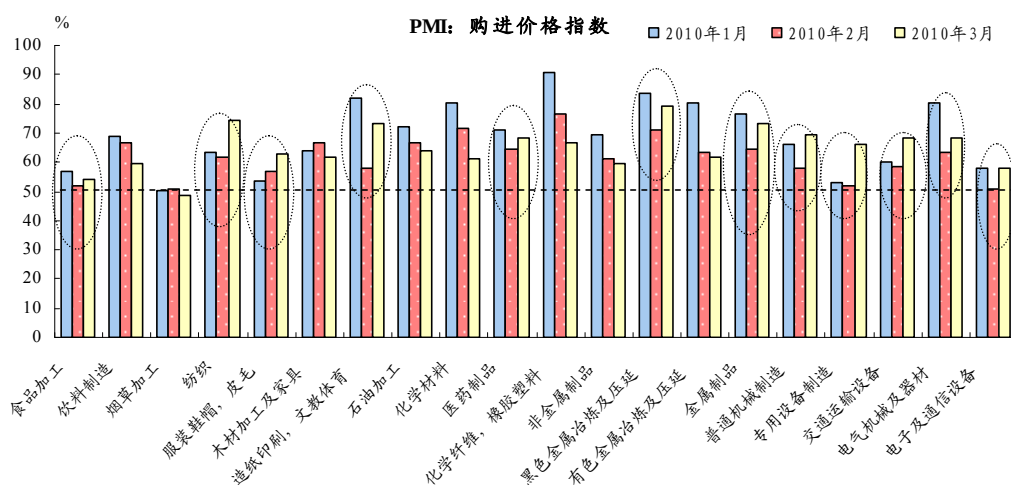
资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cfip.org.cn/>，中金公司研究部

图表 36：各行业新出口订单指数



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

图表 37：各行业购进价格指数



资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cfip.org.cn/>，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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。