



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

宏观经济周报

宏观经济研究报告

2011 年 7 月 18 日

宏观经济

研究部

彭文生

分析员，SAC 执业证书编号：S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

林暉

联系人，SAC 执业证书编号：S0080111040011
lintun@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员，SAC 执业证书编号：S00805110100052
sunml@cicc.com.cn

第 164 期

半年成绩单显示政策仍需从紧 欧洲银行测试结果喜忧参半

国内：半年成绩单显示政策仍需从紧

上半年经济增长总体呈放缓态势，但通胀上行，主要反映政策紧缩对经济增长和通胀作用的时间差。同时，包括日本地震和旱涝灾害等供给方面因素也在短期加剧了增长的放缓和通胀的上行。

货币政策超调和紧缩不够的两个风险都存在。综合看当前宏观形势，增长平稳放缓，投资增长仍然较快，消费稳定，失业率没有上升迹象，而通胀压力仍然处在高位，货币政策面临的紧缩不够的风险相对更大，预计短期内货币政策维持从紧态势。

6 月工业生产同比增长反弹，既反映去年同期较低的基数效应，也反映保障房施工加快对环比的拉动效应。生产和消费数据都反映出日本地震的供给冲击进一步消退。固定资产投资实际增长有所放缓，反映政策紧缩的累积效应，也反映房地产投资中保障房和商品房的结构变化。预计 7 月 CPI 仍将处于 6% 以上水平。

国际：欧洲银行测试喜忧参半，美国资本回流影响不大

欧洲银行业压力测试结果显示，90 家银行中有 8 家没有通过，另外 16 家被要求限期加强核心资本。压力测试增加了银行风险敞口的透明度，并让市场看到银行在困难时候的融资能力，这是对用时间换空间策略应对欧债危机的一种鼓舞。但是测试结果也反映了对最坏情形的假设过于宽松，欧洲银行很可能要面对比压力测试更大的风险。

伯南克国会证词认为下半年美国经济会加速复苏，并提及 QE3 的可能性，但其前提条件是通缩风险。我们认为除非宏观环境发生较大变化（如就业持续滑坡，通缩预期大幅上升，财政紧缩影响超预期），近期内 QE3 的可能性仍然较小。

美国议员提出议案，对美国海外企业留存收益回流实行大幅税收优惠，我们认为该法案影响有限。如果该法案通过，估计有约 4300 亿美元的资金回流，相对于美元交易量小，不足以造成美元持续升值的压力，对美国金融资产价格的直接影响也有限。法案对中国及其他新兴市场的影响不如欧洲大，大多数在华美国公司不符合减税条件。

上周中金宏观研究报告一览

7 月 11 日：国内政策维持偏紧，海外经济数据添忧（第 163 期）

7 月 12 日：6 月货币信贷数据点评

7 月 13 日：经济处于平稳运行轨道：6 月宏观数据点评

本周主要经济数据及事件公布预告

国际：

7 月 18 日（星期一）：美国公布 5 月财政部国际资本流动数据

7 月 19 日（星期二）：美国公布 6 月新屋开工数

7 月 20 日（星期三）：美国公布 6 月成屋销售量，马来西亚公布 6 月 CPI

7 月 21 日（星期四）：美国公布首次申请失业救济金人数、5 月 FHFA 房价指数和 7 月费城制造业指数，欧元区公布

7 月 PMI 制造业及服务业指数，香港公布 6 月 CPI

目录

国内：半年成绩单显示政策仍需从紧	3
国际：欧洲银行测试喜忧参半，美国资本回流影响不大	10

图表

图表 1：三大需求对 GDP 贡献（年初以来累计）	3
图表 2：固定资产投资外部资金占资金来源比例	3
图表 3：CPI 环比趋势	4
图表 4：GDP 产出缺口	4
图表 5：统计局 50 城市食品价格	6
图表 6：商务部和农业部食品价格周环比	6
图表 7：工业品产量环比增长	6
图表 8：工业增加值上年 6 月基数偏低	6
图表 9：商品房销售增长加快	8
图表 10：固定资产投资增长回落	8
图表 11：中国主要经济指标	9
图表 12：希腊 10 年国债收益率已经比最坏情形高	11
图表 13：18 家银行的一级核心资本充足率在 6-7% 之间，其中包括德国、英国和法国的银行	11
图表 14：英法德重要银行对希腊、爱尔兰和葡萄牙国债风险敞口较小	11
图表 15：...但是如果加上意大利和西班牙两国则风险敞口显著增大	11
图表 16：美国短期内无通缩风险	12
图表 17：保持宽松的货币政策，并非只有印钱的途径	12
图表 18：2004 年大约有 3123 亿美国公司海外留存收益回流	13
图表 19：美国非金融企业海外留存收益量	13
图表 20：海外主要经济指标	16

国内：半年成绩单显示政策仍需从紧

上半年经济数据显示经济增长总体放缓，通胀持续上行。虽然6月份工业生产和消费增长有所反弹，但前几个月持续加快的固定资产投资显著放缓。同时，对6月CPI通胀环比的分析显示通胀压力仍然居于高位。增长放缓，但通胀维持高位，下半年货币政策何去何从？金融创新对流动性管理的挑战和备受关注的中小企业融资难问题更增添了下半年宏观调控的复杂程度。全面而准确地解读当前宏观经济局面，对判断未来政策取向和相关风险至关重要。

如何看当前经济增长形势？

增长放缓

中国经济增长受到全球经济复苏缓慢和国内紧缩政策的制约。我国GDP今年上半年同比增长9.6%，较去年下半年9.7%的水平略微放缓；环比来看，虽然二季度较一季度微增，但上半年平均季环比增速仍然显著低于去年四季度。整体来看，我国经济增长处于放缓态势，其中虽然日本地震和“电荒”均在供给方面造成了一定程度的短期负面冲击，但根本原因还是全球经济走势和我国宏观政策取向对总需求的影响。

外需较弱

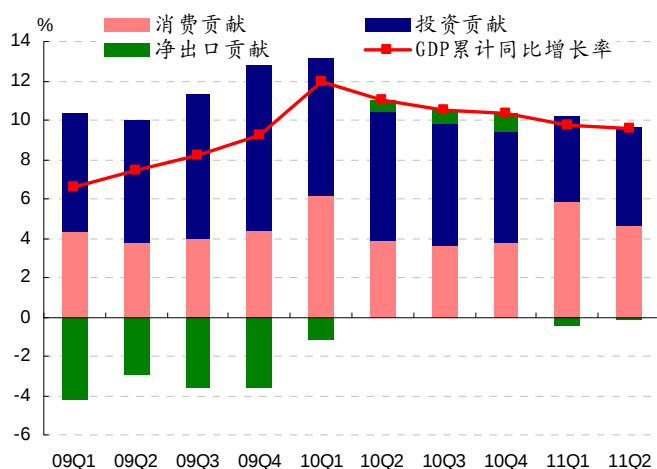
▶ 外需放缓。我国宏观经济自90年代后期受国际经济环境的影响越来越大，加入WTO以来，外需成为总需求增长的一个重要动力。由于美国经济复苏势头有所减弱，同时欧洲受制于债务危机，使得我国上半年出口增长较去年显著下降。虽然二季度出口顺差较一季度增加，但是上半年整体净出口对GDP增长贡献仍然为负（图表1）。

紧缩政策作用于增长

▶ 紧缩政策的累积效应在消费和投资需求方面起到了一定的抑制作用。上半年消费品零售总额增长较去年下半年有所放缓，扣除物价因素的实际消费增速放缓更加明显。投资方面，上半年固定资产投资较去年下半年有所加快，但6月份增速下降，显示政策紧缩的滞后效应可能开始发挥作用。

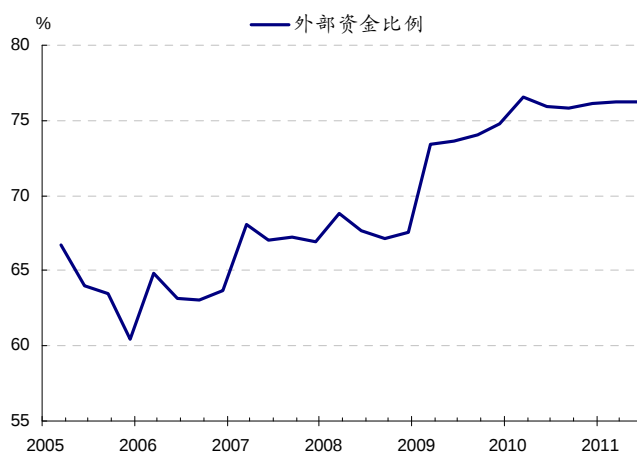
上半年投资对经济增长起到支撑作用。虽然二季度GDP同比增长较一季度继续放缓，但是环比增速并没有放缓，其中一个主要的原因在于二季度投资增速较一季度加快，对二季度乃至整个上半年的经济增长起到重要支撑作用。为何在政策紧缩下投资增速仍然较快？如何看待下半年投资增长的变动？

图表1：三大需求对GDP贡献（年初以来累计）



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表2：固定资产投资外部资金占资金来源比例



资料来源：CEIC、中金公司研究部

投资增长稳健

- ▶ 上半年投资增速仍然比较稳健，一个重要原因在于 2009-2010 年刺激政策期间大量的投资项目有不少在今年上半年完成竣工，因此统计的投资完成额增长较快。但是政策紧缩对新增投资的抑制作用已经很明显，预计下半年投资增速将放缓。

可贷资金总量仍较大

- ▶ 另一方面，经济中可贷资金总量仍然较大，对投资的支持仍然比较强。以银行理财产品为主要形式的金融创新导致银行表外业务和直接融资扩张较快，社会融资总量远大于常态水平。虽然上半年银行新增贷款 41700 亿元，比去年同期的 46300 亿元少增 4600 亿元，但是全社会融资总量上半年达到 7.76 万亿，比去年同期仅减少 3847 亿元，扣除银行贷款部分则不减反增，显示前两年极度宽松货币条件下释放的巨量流动性仍然在经济中产生庞大的可贷资金。中小企业融资难的问题则更多地反映我国金融体系中“二元化”市场的结构性问题，以及企业投资中资金杠杆率升高导致的对外部资金需求的加大（图表 2），这些结构性问题给货币的总量调控带来了难度。

为何通胀居高不下？

通胀居高

政策紧缩已经导致经济增长呈现放缓态势，但是通胀压力尚未明显下降。衡量通胀压力主要不是看同比，而是看季调后的环比。6 月通胀同比“破六”，除了基数效应导致的高翘尾因素以外，环比的压力仍然较大：食品价格环比呈现大幅超历史平均的反季节上涨，非食品价格环比维持过去几个月超历史平均态势；CPI 经季调后的趋势环比增速仍然维持在较高水平（图表 3）。货币政策对抑制通胀的效果尚未充分显现，主要有以下几方面原因。

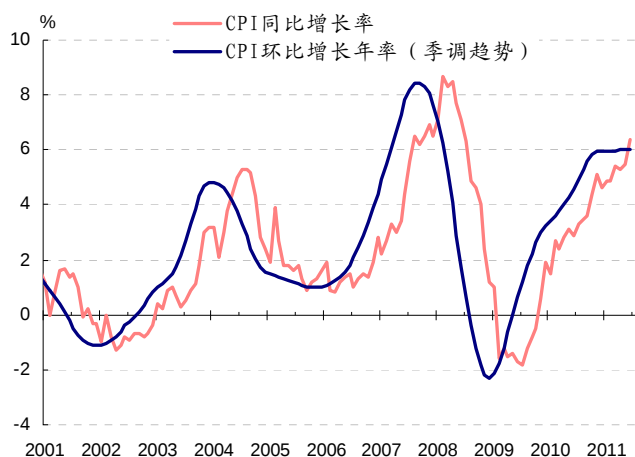
政策作用的时间差

- ▶ 首先，政策作用于经济增长和通胀存在一个时间差。从历史数据来看，政策紧缩一般首先作用于增长，体现为增长放缓，然后作用于通胀，二者之间存在 1-2 个季度的时间差。

供给因素加剧通胀

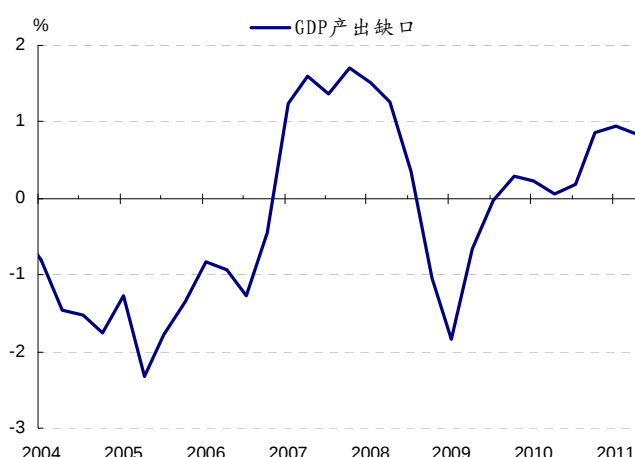
- ▶ 其次，短期供给因素抵消了货币紧缩对通胀的抑制效应。近期的食品价格上涨部分反映 5 月和 6 月的旱灾和洪涝对水产品、蔬菜等食品的供给带来的冲击，导致这部分食品价格出现反季节上涨。

图表 3: CPI 环比趋势



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 4: GDP 产出缺口



资料来源：CEIC、中金公司研究部

通胀下降以增长放缓为
代价

▶ 第三，虽然增长出现了放缓态势，但是在投资的推动下，总需求增长仍然比较强。短期内通胀和总需求增长正相关的菲利普斯曲线关系意味着：要把通胀压低，经济增速需要有一定程度放缓。据我们估算，通胀下降 1 个百分点，GDP 增长需要下降 0.9 个百分点。从近期的 GDP 走势来看，产出缺口仍然显著为正（图表 4），意味着总需求压力还是比较大。

潜在增长率下降

▶ 第四，还有一个可能是我国潜在增长率已经显著下降，根据历史数据估算的产出缺口低估了总需求压力，也就是说控制通胀需要牺牲比历史经验数据显示的更多的经济增长。潜在增长率放缓主要反映劳动力有效供给下降以及这几年地价大幅上升对实体经济的挤压，但判断潜在增长率下降的幅度有很大的不确定性。我们的估算是过去十年我国的潜在增长率 10% 左右，十二五期间大约会降低到 8-9%。

政策超调，还是紧缩不够？

政策何去何从？

二季度前两个月工业增加值显著放缓，中小企业融资难现象受到广泛关注，一时货币政策“超调”的声音不绝于耳，市场对滞胀和“硬着陆”风险的担忧也有所加大。7 月初的加息又被广泛解读为靴子落地，在 6 月份的数据公布之前，市场上存在着较强的下半年货币政策放松的期待。6 月数据显示通胀高企，同时工业增加值和消费品零售增长呈现反弹，市场在暂时解除“硬着陆”警报后又开始普遍预期货币政策下半年将维持偏紧。

政策风险因素

我们认为，分析不同的政策取向所暗含的宏观经济风险有助于判断未来货币政策走势。第一个风险是现在政策“超调”，经济增长降低的幅度超过控制通胀所需要的放缓。也就是说，经济增长降到远低于潜在增长率的水平，失业率显著上升。第二个风险是货币政策紧缩力度不够，导致总需求继续强势增长，通胀压力继续上升，最终为了控制通胀，政策被迫强力紧缩，经济硬着陆。第二情况所包含的宏观经济的波动大于第一种情况。我们认为，如果过分强调当前通胀的非货币因素，或者高估目前我国的潜在增长率，则可能导致货币政策紧缩力度就此放松。目前经济增长的势头仍然比较稳健，就业情况没有恶化的迹象，同时通胀环比处于高位，非食品价格环比涨势尚未得到有效控制，7 月和 8 月通胀同比存在继续上行的风险，社会融资总量水平尚未从极度宽松货币条件下的水平显著收缩，因此，综合来看，现阶段货币政策紧缩不够的风险大于“超调”的风险。

维持政策偏紧判断

我们维持对未来短期内货币政策偏紧走势的判断：控通胀仍是货币政策首要任务，未来几个月可能再加息一次。存款准备金率的上调仍有空间，但由于下半年到期央票和回购数量显著下降，准备金率上调的节奏可能放慢，对数量的调控可能将更多通过公开市场操作来实现。政策微调将以财政政策为先导，主要体现为视增长放缓的程度，对投资项目审批可能加快。

短期 CPI 通胀走势

7 月 CPI 仍将在高位

7 月 CPI 仍将维持高位。统计局 7 月上旬 50 城市数据显示食品价格继续快速上涨。7 月上旬猪肉价格较 6 月平均环比上涨约 8%，水产品和部分蔬菜环比继续上涨，但是涨幅较 6 月收窄，水果继续下跌，但是跌幅收窄（图表 5）。同时，农业部和商务部前两周数据也显示食品价格继续上涨，但周环比涨幅逐步下降（图表 6）。总体来看，与过去十年 7 月食品环比-0.3% 相比，7 月食品环比仍将持续 6 月以来的反季节上涨，涨幅甚至可能高于 6 月 0.9% 的水平。在食品的推涨下 7 月 CPI 同比创新高的可能性加大。

8 月 CPI 通胀率下行

8 月 CPI 翘尾因素较 7 月回落较大，过去十年 8 月食品环比涨幅均值 1.4%，按此涨幅，8 月 CPI 同比增长超过 7 月的可能性不大。如果 8 月食品价格继续猛涨或者环比远超历史平均（比如 2% 以上），则 8 月 CPI 可能创新高。但是目前来看，在经历了 5、6、7 三个月的食品价格猛涨之后，8 月继续快速上涨的可能性小。8 月以后各月翘尾因素均继续大幅回落，同时，在前期货币紧缩的累积效应作用下，以及随着猪肉供求条件朝着

肉价稳定的方向发展，各月的食品环比继续大幅上涨的风险大大降低，因此，我们判断 CPI 高点在 6 月或 7 月的可能性最大。

猪肉价格走势分析

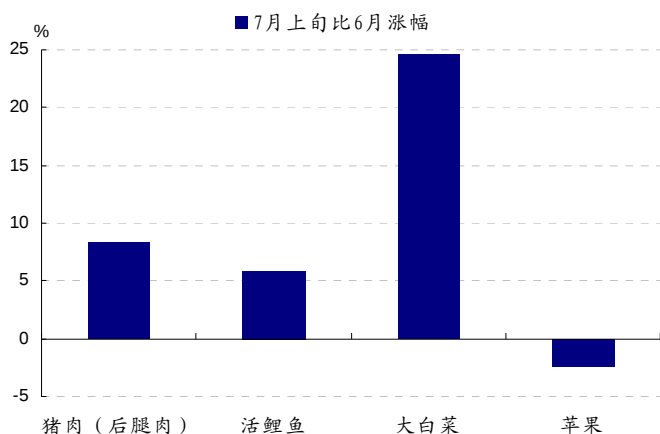
猪肉价格走势是判断未来 CPI 的一个不确定因素。本轮猪肉价格飙升和总需求较强以及通胀预期有关，去年的不利天气因素导致的生猪存栏量下降也起到了推动作用。虽然去年的天气因素导致生猪病害较严重，但截至去年底生猪的存栏量较上年仅下降 3% 左右，今年上半年生猪的平均存栏量较上年下降仅 1% 左右，但是生猪屠宰量却下降了 10% 左右，说明导致生猪供应紧张的主要供给因素是养殖户的“压栏”行为，而这和价格上升预期有关。逼近历史高点的猪粮比和货币紧缩的累积效应将有助于抑制价格进一步上涨的预期，同时随着三季度育肥猪存栏量上升，猪肉价格有望在 8 月停止迅猛上涨的态势。

6 月宏观数据解读

工业生产增长反弹

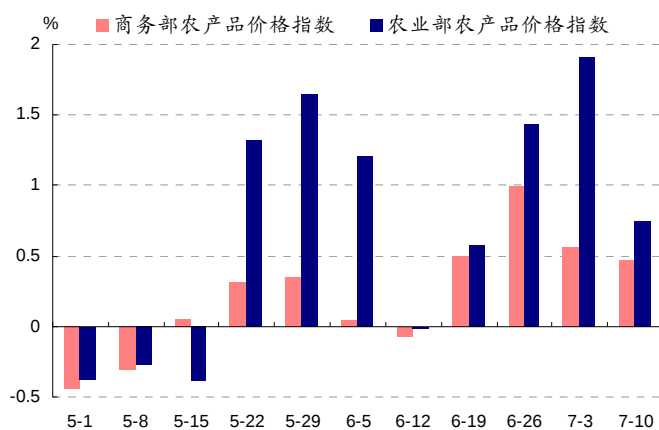
工业增加值增长反弹。6 月工业增加值同比增长 15.1%，较 5 月 13.3% 提高 1.8 个百分点，创下 2010 年 5 月以来工业增加值同比增速的新高。我们分析工业增长反弹的主要原因有以下三点：

图表 5：统计局 50 城市食品价格



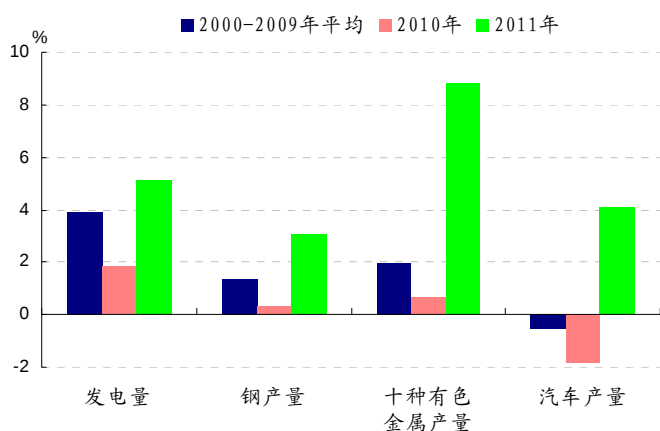
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 6：商务部和农业部食品价格周环比



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 7：工业品产量环比增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 8：工业增加值上年 6 月基数偏低



资料来源：CEIC、中金公司研究部

基数效应推高工业同比

- **基数效应推升 6 月工业增加值增速。**去年 6 月工业增加值同比增速下降较大。受去年 5 月和 6 月政府节能减排措施密集出台的影响¹，去年 6 月钢铁、有色金属、煤炭、电力以及机械设备等重工业产量同比增长出现大幅下挫，并进而导致当月各行业工业生产大面积放缓。我们对比这些行业产量去年 6 月的环比增速与此前历史平均的 6 月环比增速，发现去年 6 月环比增速显著低于历史同期水平，表明去年 6 月节能减排等措施确实对这些高耗能高污染的重工业的增长势头起到了很大的负面冲击（图表 7）。对工业增加值同比增长数据的技术分析结果也支持我们这一观点。利用季调后的指数环比趋势，我们发现去年 6 月工业增加值同比增速向下偏离趋势值，说明受到了较大的负面冲击（图表 8），而这个冲击主要来自节能减排对“两高”产业的政策性压制。基数效应导致今年相应行业同比增速显著加快，我们的估算显示基数效应大约可以解释今年 6 月工业增加值同比增长率 0.9 个百分点左右。相当于增速较 5 月增加值的一半左右。

保障房开工拉动重工业生产

- **保障房开工加快推动钢铁和有色金属冶炼等重工业快速增长。**除了基数效应推高 6 月工业增加值的同比，6 月工业增加值环比也显著增长，主要产品 6 月环比增长率高于历史平均水平（图表 7），工业生产势头有所上升。分行业看，6 月工业生产加快主要集中于钢铁、有色金属以及与之相关的电力和煤炭等重工业领域。重工业增加值占工业增加值比重约 70%，估算拉动 6 月工业增加值同比增长 11 个百分点。6 月钢铁和有色金属行业的快速增长可能受到保障房开工进度加快影响。前 5 个月全国保障房开工 340 万套²，但截至 6 月底，全国保障房新开工超过 500 万套，超过全年目标任务的 50%³，据此估算 6 月新开工的保障房超过 160 万套，对钢铁和有色金属的新增需求较大。

- **负面供给因素消退。**4 月和 5 月工业增加值同比放缓，显著受到日本地震带来的负面冲击，同时局部地区的电荒也是导致重工业增长放缓的重要原因。而这些负面供给因素的影响在 6 月显著消退。日本重建顺利开展，相应的生产链也得到恢复，6 月我国的轿车产量同比增长大幅上升，部分反映日本地震对我国日系汽车的生产链的影响已经显著消退。电荒并不是总量上的电力供应不足，而主要在于电网配送方面存在结构性的不平衡，导致部分地区重工业受到电力供应影响。随着电网调度的改善，电力供应对生产的负面作用也降低了。

消费实际增长加快

- **实际消费增长加快。**6 月社会消费品零售总额同比增长 17.7%，在连续放缓两个月之后显著回升。环比增长也较 5 月略微加快。扣除物价上涨因素，6 月的实际消费也有所增长。虽然 6 月消费者价格指数上涨 6.4%，以此消涨后 6 月消费品销售额增长保持稳定，但是 CPI 环比上涨几乎全部来自食品，尤其是猪肉，而这一部分价格上涨对消费品零售总额名义增长的影响并不像对 CPI 那么大。食品占 CPI 权重 30%，却只占消费品零售总额 17% 左右。因此，虽然物价上涨推高了零售额的上涨，但是 6 月消费品零售总额的反弹也有实际增长的因素。6 月实际消费的增长加快主要反映以下两方面原因：

房地产销售增速上升

- **商品房销售的增加带动相关消费上升。**6 月消费品零售总额增速较快的产品部类是建筑装饰材料、家具、通讯器材、汽车和家电。而这些产品消费上升很可能反映 6 月住房销售加快。随着中央对房地产调控的态度日渐明朗，房地产企业原先所期待的短期内政策放松或者转向很可能落空，上半年我们所看到的商品房市场上地产商的“拖字诀”逐渐开始向去库存转化。5 月和 6 月房地产销售累计同比明显加快，换算为当月同比则增长加快更加显著（图表 9）。尤为明显的是，6 月文化办公用品累计同比增长从 5 月的 20.3% 上升到 25.9%，而这显然受到 6 月商业营业用房和办公楼销售大幅上升的影响。

¹ 2010 年 5 月 4 日国务院发布《月关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知(国发[2010]12 号)》，6 月 17 日国务院办公厅发布《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见（国办发〔2010〕34 号）》，强调要实现“十一五”单位产值能耗降低 20% 左右的目标；强化节能减排目标责任；严控高耗能、高排放行业过快增长；切实加强用能管理；加强电力、钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点行业节能减排管理。

² 2011 年 06 月 13 日，《人民日报》“住建部：内地保障房开工率比去年同期明显提高”。

³ 见 2011 年 7 月 14 日国务院常务会议公告。

日系汽车销量大增

- 日本地震对我国经济影响的进一步消退。汽车也是 6 月销售同比增长较 5 月上升较大的产品之一，其中日系品牌环比增长达到 18%，是增长最快的部分，反映日本地震造成的负面影响基本消退。

实际投资增速回落

实际投资增速回落。6 月的固定资产投资增速出现了一定程度的放缓，累计同比增长 25.6%，较 5 月的 25.8% 略微放缓，环比则呈现负增长。用 PPI 消胀后，6 月当月实际固定资产投资增速下降较 5 月下降 1.9 个百分点（图表 10）。我们认为固定资产投资增速放缓主要反映房地产投资中的结构性变化。从行业来看，制造业和金属冶炼重工业以及电力煤炭等重工业的投资增速显著加快，房地产业投资增速放缓。基建投资方面，铁路和航空增速下滑很大，但环境和公共设施管理投资加快。考虑到下半年水利建设投资力度将加大，水利投资有望对基建投资起到相当的拉动作用。

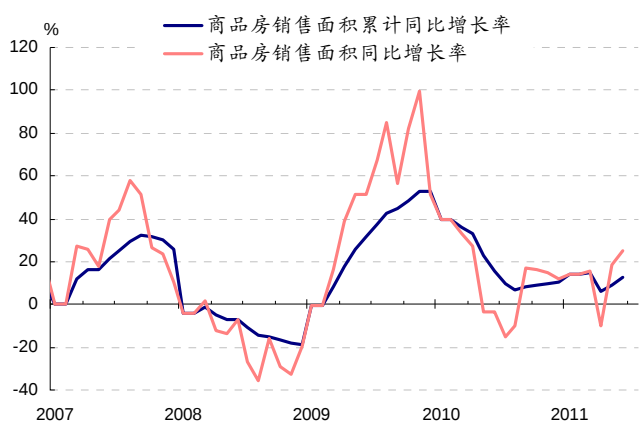
房地产投资的结构变化

- 保障房投资力度加大降低了土地购置费在房地产投资中的比重。房地产固定资产投资增速放缓显著，累计同比从 5 月的 33.8% 下降到 31.9%，但是新开工计划项目总投资增长大幅上升，反映保障房开工进度加快。商品房去库存，保障房赶进度，导致房地产固定资产投资中保障房占比增加，而商品房占比下降。由于保障房的土地购置费大大低于商品房，因此 6 月房地产的固定资产投资增速放缓可能更多体现的是土地出让金增长的下降，而不是真正的固定资本形成的增速放缓。6 月的住宅开工面积累计同比增长 20.7%，较 5 月 20.6% 略有上升，但是土地购置费累计同比增长 18.8%，较 5 月的 21.8% 有明显下降。

政策紧缩抑制投资增长

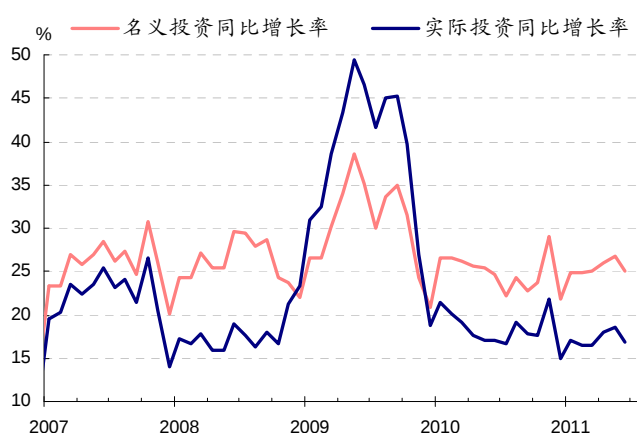
- 另一方面，前期货币政策紧缩的累积效应也在投资上有所显现。贷款增速的下降以及银行间流动性的降低，不断提高资金使用成本，很多中小企业的借贷利率已经大幅上升，对这些企业的投资需求势必产生抑制作用。

图表 9：商品房销售增长加快



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 10：固定资产投资增长回落



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 11: 中国主要经济指标

		2010-07	2010-08	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06
经济增长													
国内生产总值	同比增长, %	-	-	9.6	-	-	9.8	-	-	9.7	-	-	9.5
工业生产													
工业增加值	同比增长, %	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5	-	14.1*	14.8	13.4	13.3	15.1
PMI	%	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2	53.9	52.9	52.2	53.4	52.9	52.0	50.9
消费													
社会消费品零售总额 (名义)	同比增长, %	17.9	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	-	15.8*	17.4	17.1	16.9	17.7
投资, 自年初累计													
城镇固定资产投资	累计同比增长, %	24.9	24.8	24.5	24.4	24.9	24.5	-	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6
其中: 房地产开发投资	累计同比增长, %	37.2	36.7	36.4	36.5	36.5	33.2	-	35.2	34.1	34.3	34.6	32.9
外贸													
出口	同比增长, %	38.1	34.4	25.1	22.9	34.9	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9
进口	同比增长, %	22.7	35.2	24.1	25.3	37.7	25.6	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	19.3
贸易盈余	十亿美元	28.7	20.0	16.9	27.1	22.9	13.1	6.5	-7.3	0.1	11.4	13.0	22.3
通货膨胀													
居民消费价格指数	同比增长, %	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4
工业品出厂价格指数	同比增长, %	4.8	4.3	4.3	5.0	6.1	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1
财政													
财政收入	同比增长, %	16.2	7.3	12.1	14.8	16.1	23.7	32.8	41.5	26.7	27.2	34.0	27.6
财政支出	同比增长, %	16.6	35.4	28.8	38.5	66.9	-10.4	84.9	-17.5	27.8	31.0	42.9	33.1
货币信贷													
M0	同比增长, %	15.5	16.0	13.8	16.6	16.3	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4
M1	同比增长, %	22.9	21.9	20.9	22.1	22.1	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1
M2	同比增长, %	17.6	19.2	19.0	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9
人民币新增贷款	十亿元	533	545	596	588	564	481	1,040	536	679	740	552	634
人民币贷款余额	同比增长, %	18.4	18.6	18.5	19.3	19.8	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9
利率和汇率													
1年期存款利率	%	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25
1年期贷款利率	%	5.31	5.31	5.31	5.56	5.56	5.81	5.81	6.06	6.06	6.31	6.31	6.31
人民币汇率 (期末值)	人民币/美元	6.77	6.81	6.70	6.69	6.68	6.62	6.59	6.58	6.56	6.50	6.48	6.47
居民收入													
城镇居民可支配收入 (实际)	同比增长, %	-	-	7.6	-	-	8.8	-	-	7.1	-	-	8.1
农村居民现金收入 (实际)	同比增长, %	-	-	9.8	-	-	7.6	-	-	14.3	-	-	13.1

*工业增加值和社会消费品零售总额2月数据指1-2月累计同比增长率。

资料来源: CEIC、中金公司研究部

国际：欧洲银行测试喜忧参半，美国资本回流影响不大

欧洲银行压力测试结果喜忧参半

银行压力测试后可以放松了吗？

压力测试的最坏假设仍然过于宽松，但测试加了银行风险敞口的透明度并让市场看到银行在困难时候的融资能力

简单的答案是不能。大部分银行通过测试的结果可能反映了过于宽松的压力假设，而不是银行有足够的资本承受欧债危机变坏的冲击。在现阶段推断，欧洲银行很可能要面对比压力测试更大的风险，这会对很多银行造成一定的挑战。但压力测试也有其正面的影响：首先，压力测试的数据库增加了银行风险敞口的透明度，对提升投资者的信心有一定的帮助。其次，压力测试让市场看到银行在困难时候的融资能力。这无疑是对欧盟和欧央行用时间换空间策略的一种鼓舞。在银行资本充足的情况下，银行抵御主权债务违约的能力增强，控制债务违约对欧洲的冲击就会变得容易一点。

官方的压力测试和建议举措

欧洲银行管理局（The European Banking Authority, EBA）在 7 月 15 号发布了欧盟成员国银行压力测试的结果。这个测试的目的是对欧盟 21 个国家 90 家银行在未来两年内抵御宏观及主权债务冲击的能力作一个整体评估¹。如果一家银行在 EBA 假设的最坏情况下一级核心资本与加权平均资产的比率小于 5%，这家银行就被视为没有通过测试；如果这个比率是在 5%-6% 之间，则被视为“脆弱”²。

压力测试结果发现有 8 家银行没有通过

测试结果发现有 8 家银行（奥地利 1 家，希腊 2 家，西班牙 5 家）没有通过，一级核心资本缺口总共为 25 亿欧元。这些银行被要求在今年年底补足资本充足率。

此外有 16 家银行的一级资本充足率在 5% - 6% 之间。他们被要求在 2012 年 4 月 15 号前采取措施加强核心资本，包括限制红利发放、降低杠杆、筹集资本或将次级资本工具转变为一级核心资本等。

其他银行有多健全？

压力测试是有必要的，但却不足以充分体现出欧洲银行业资本不足的问题

早在欧洲银行管理局公布结果之前，市场就对此压力测试的意义深表怀疑，因为这次测试并未包括主权债务违约的情形，也未包括投资者情绪大变或欧洲银行系统面对大规模融资困难的情况。此外，最近几周市场情绪的恶化表明，压力测试中对希腊、爱尔兰和葡萄牙的债务所假设的最坏情况已成为现实（图表 12）。因此，我们可以说，此次压力测试是有必要的，但却不足以充分体现出欧洲银行业资本不足的问题。

倘若欧债危机变坏，一级核心资本金率为 6-7% 的银行也可能面临资本不足的问题，迫使这些银行要靠筹集额外资本来渡过难关。这次测试结果发现总共有 18 家银行属于这一类，其中有 4 家是德国银行，2 家法国银行，1 家英国银行（图表 13）。值得注意的是像德意志银行、德国商业银行和法国东方汇理银行这样的大型跨国金融机构也属于这一类。

¹ 宏观冲击假设具体包括与 2010 年年底相比出现的增长降低、失业率上升、房价下跌的情形。主权压力假设包括主权和银行风险在交易账面上的减少、银行面对风险拨备的增加、影响银行融资成本的利率和债务期限的变动。这些假设在不同国家采用不同的数值。

² 一级核心资本是安全性最高的资本，包括普通股本和政府注入资本。

图表 12：希腊 10 年国债收益率已经比最坏情形高

	10年期国债收益率 (%)			
	基准情形	最坏情形	最新情况	
	2010	2011	2012	2011-07-15
希腊	11.3	14.1	14.4	17.1
爱尔兰	7.9	11.2	11.4	13.9
葡萄牙	6.6	9.4	9.6	12.6
西班牙	4.4	6.4	6.6	5.9
意大利	4.1	5.7	5.9	5.0

资料来源：欧洲银行管理局、中金公司研究部

德国、法国和英国的银行对希腊、爱尔兰和葡萄牙的风险敞口相对较小，如果将意大利和西班牙包括在内则风险敞口增大

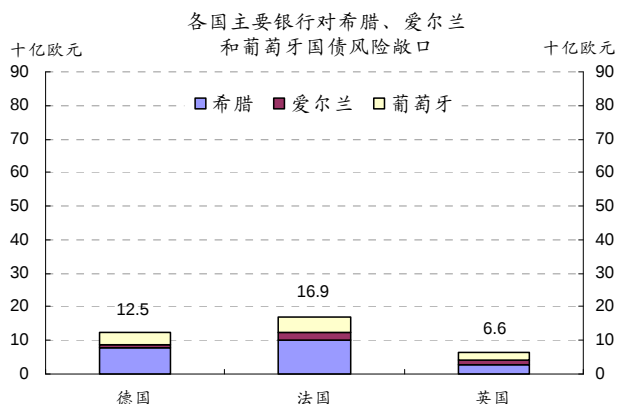
这或许可以帮助我们理解为什么欧盟和欧央行非常不愿意看到希腊违约，因为希腊违约可能会将西班牙和意大利这样的大国拖累。压力测试公布的数据显示，到 2010 年底，德国、法国和英国的银行对希腊、爱尔兰和葡萄牙的风险敞口相对较小（图表 14）。但是，如果将意大利和西班牙包括在内，德国、法国和英国银行的风险敞口将分别大幅上升至 700 亿、850 亿和 460 亿欧元。而目前德国和法国银行的一级核心资本金分别为 1140 亿和 1610 亿欧元，这与对 5 国风险总敞口相比也并不太充裕（图表 15）。

以时间换空间

以时间换空间会让银行有足够的拨备和资本来抵御可能出现的主权违约带来的冲击

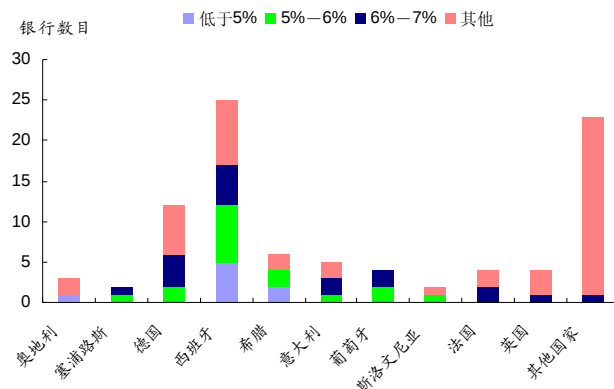
从这次压力测试中可以学到的一个要点是银行在困难时候筹集额外资本的能力。在准备压力测试的过程中，为鼓励银行提高资本充足率，欧洲银行管理局同意将银行在 2011 年前四个月银行融资后的水平当作 2010 年底的参照。结果银行在这四个月时间中融资 500 亿欧元，其中 460 亿来自私人渠道。就担心希腊的违约将传导到整个欧洲银行系统来说，银行在这么短的时间内可以融集到这个数额的资金是令人鼓舞的。因此，欧猪国家出现违约的时间越迟，欧洲银行就有越多的时间来筹集资本。以时间换空间，到欧猪国家违约真正出现的时候，银行已经有了足够的拨备和资本来抵御冲击，这样对欧洲银行系统的整体影响也相对可控。

图表 14：英法德重要银行对希腊、爱尔兰和葡萄牙国债风险敞口较小...



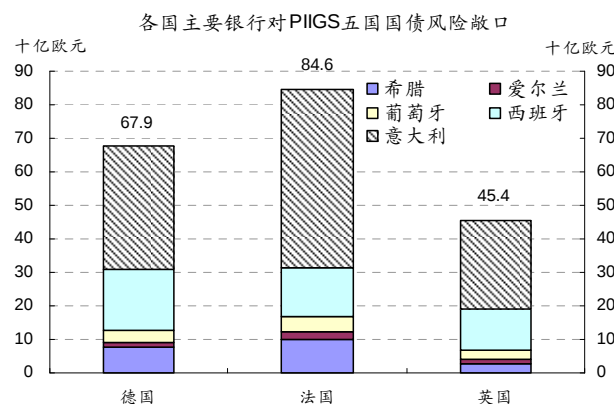
资料来源：欧洲银行管理局、中金公司研究部

图表 13：18 家银行的一级核心资本充足率在 6-7% 之间，其中包括德国、英国和法国的银行



资料来源：欧洲银行管理局、中金公司研究部

图表 15：...但是如果加上意大利和西班牙两国则风险敞口显著增大



资料来源：欧洲银行管理局、中金公司研究部

QE3 仍然是较小可能，短期政策将不紧不松

伯南克国会证词，提及 QE3 的可能性，但其前提条件是通缩风险。

伯南克认为下半年美国经济会加速复苏。

美国短期内不会通缩，所以 QE3 的可能性仍然较小

联储有多种方式保持宽松货币政策，而非只能量化宽松

联储宽松政策的退出机制未变

我们认为，目前 QE3 的可能性还小，除非宏观环境发生较大变化

伯南克认为提高债务上限是唯一的出路

周三联储主席伯南克在众议院作证时表示，QE3 仍然是一种可能的政策选择，但其前提条件是通缩。这是伯南克第一次如此高调谈及 QE3 的可能性，市场对此反应强烈。周四伯南克在参议院发言，再次提及 QE3，不过此次态度更为明确：短期内 QE3 不会出台。

关于经济形势，伯南克相信下半年美国经济会加速复苏，现阶段美国经济复苏步伐较预期缓慢，主要受短期因素影响。失业率将缓慢下降，但短期内仍将维持高位。消费不振，房地产市场极其低迷是当前美国经济的特点。他认为经济增长的两大亮点为出口和设备软件方面的商业投资。

关于货币政策：

► 首先，对于大家最关心的 QE3，伯南克只是简要提及，指出 QE3 仍然是一种可能的政策选择，但其前提条件是通缩。而根据我们的分析，美国短期内是看不到通缩风险的。（图表 16）

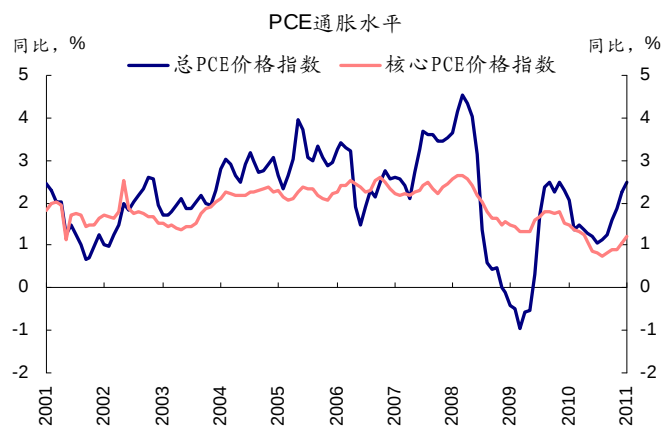
► 其次，伯南克也指出，保持宽松的货币政策，并非只有通过 QE3 “印钱” 这条途径：美联储还可以明确地表明维持现有超低利率水平的期限，在更长时间内保持资产负债表现有规模，以及降低存款准备金的利率。（图表 17）

► 第三，伯南克指出如果经济持续好转，美联储将择机实行退出计划。退出的步骤顺序不变：先是在其持有的长期证券到期时，美联储将不再把到期所获的资金购买国债，然后加息，最后是在三到五年内逐步抛售所持抵押贷款证券。根据现在的经济状况，我们认为，退出计划在今年内实施的可能性不大。

综上所述，我们认为，美国短期内最可能的货币政策依然是我们此前强调的不紧（不减小资产负债表规模，不加息）不松（QE3 可能较小）。由于 6 月非农就业数字令人失望，近期媒体与市场对其讲话中简短的 QE3 可能性的阐述，可能存在过度期待和解读。但如果宏观环境发生较大变化，如 1）就业情况恶化，非农就业大幅滑落至负区间，2）财政紧缩导致经济明显滑坡，3）通缩预期显著上升，那么 QE3 的可能性就会增加。

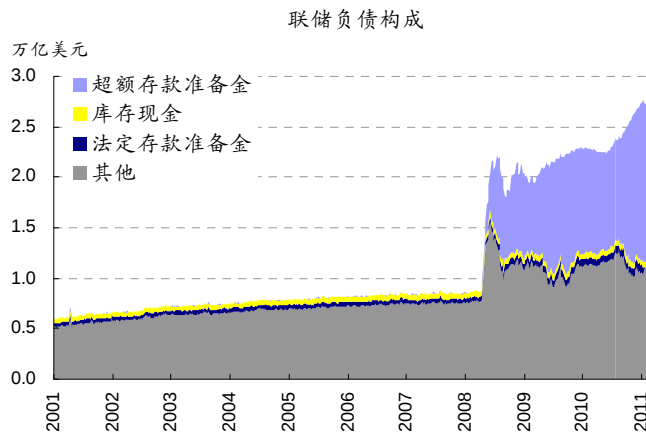
关于美国债务上限，伯南克认为提高债务上限是唯一的出路。我们认为，如同过去很多次类似的情形，美国两党最终就债务上限能够达成一致，市场无需对此过度担忧。

图表 16：美国短期内无通缩风险



资料来源：美国经济分析局、中金公司研究部

图表 17：保持宽松的货币政策，并非只有印钱的途径



资料来源：美联储、中金公司研究部

美国海外留存收益回流的影响有限

美国议员提出议案，要对美国海外企业留存收益回流进行大幅税收优惠

近期有媒体报道，6 位两党众议院议员已经提交了对美国海外企业留存收益回流进行大幅税收优惠的立法建议。这个建议参照了 2004 年美国提高就业机会法（American Jobs Creation Act of 2004）的税收优惠部分。根据 2004 年的法案，美国企业在海外的留存收益回流将得到 85% 的企业税优惠（即如果最高的企业税为 35%，优惠税率为 5.25%）。这引发了市场的担忧：一旦该法案获得通过，大量的资本将流回至美国本土，这将推高美元及美国金融资产价格。

我们认为该法案影响有限

但我们认为，该项法案还不足以对美元造成持续的升值压力，其对美国金融资产价格的直接影响有限。

首先，我们估计如果该法案获得通过，将有约 4300 亿美元的资金回流

首先，我们估计，如果这个法案得到国会的广泛支持并获得通过（目前尚不知这个法案的支持率），回流的利润约为 4300 亿美元，并将为美国政府带来约 230 亿美元的收入：

► 从历史上看，2004 年实施回流资金减税政策时，实际回流国内的留存收益约为 3620 亿美元，其中有 3120 亿美元符合税收优惠的条件，由此产生了 160 亿美元的税收（图表 18）¹。而如果 2004 年没有税收减免，美国非金融企业在海外的留存收益可能达到 1550 亿美元（图表 19），即当年实际汇回国内的留存收益是该值的两倍。

► 根据美国最新的资金流量数据，2010 年非金融企业的海外留存收益为 2170 亿美元。假设非金融企业海外留存收益占美国所有海外企业的一半，我们估计，汇回国内的留存收益量约为 4300 亿美元，给政府带来的税收收入为 230 亿美元。

流回规模相对于美元交易量较小，不足以对美元造成持续升值压力

理论上，这一政策将支持美元升值。但我们认为，它还不足以对美元造成持续的升值压力。首先，我们已经看到，通过实施两轮 QE，联储注入的大规模流动性并未令美元趋势性贬值；同样，仅 4300 亿美元的规模亦不大可能对美元造成持续升值压力。其次，相对于美元 3.4 万亿美元的日均交易量，4300 亿美元的规模还是比较小的²。

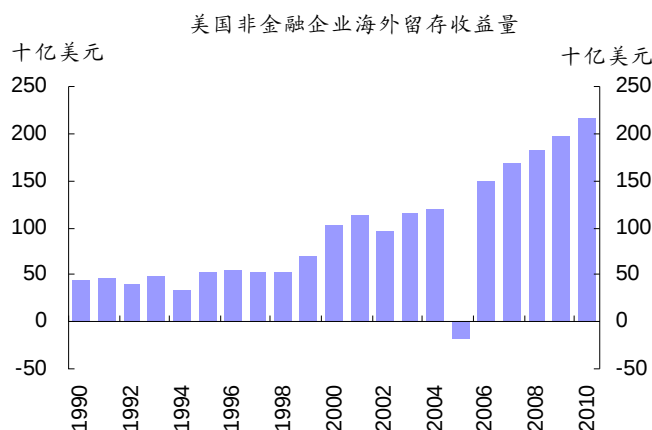
图表 18: 2004 年大约有 3123 亿美国公司海外留存收益回流

2004 年美国公司海外留存收益回流量

行业	公司数量	回流资金量 (十亿美元)
医药	29	98.8
制造业（不含电子产品）	351	95.9
电子产品制造	85	57.5
信息科技	49	13.2
零售和批发	133	12.9
金融及房地产	49	11.9
其他行业	147	22.1
总计	843	312.3

资料来源：Redmiles (2008)、中金公司研究部

图表 19: 美国非金融企业海外留存收益量



资料来源：美联储、中金公司研究部

¹ Redmiles, Melissa (2008), "The one-time received dividend deduction," *Statistics of Income Bulletin*, Spring 2008, US Inland Revenue Service.

² BIS (2010), "Triennial central bank survey: Report on global foreign exchange market activity in 2010", BIS, December 2010.

流回资金必须投资，对美国金融资产价格的直接影响有限

同时，我们认为，这些回流的资金对美国金融资产价格的直接影响有限，因为政府要求这些资金必须重新投资于美国以提升就业，企业不得将这些资金用于支付股息或者高管工资。当然，这一政策或将有些许间接影响：企业可以使用因税收扣减获得的资金用于再投资，而将此前原本打算用于投资的资金支付给股东或者回购股票。这样的话，资金的回流将有利于股票价格。此外，如果这些投资最终真的创造了更多工作岗位并促进了经济增长，这将通过财富效应推升美国资产价格。不过现在还很难衡量这一政策的间接影响，但比较肯定的一点是，这些间接影响不会立即发生。

法案对中国及其他新兴市场的影响程度不如欧洲地区

预计该法案一旦通过对高增长新兴市场的潜在影响也比较小。分地区来看，2004 年美国企业在欧洲的分支机构留存收益回流所占份额最大，亚洲次之，而亚洲主要是来自韩国。这可能反应了美国公司海外直接投资的动机。美国与欧洲的并购一直以来以水平并购的方式为主，而美国在新兴市场则主要受这些国家未来经济增长的驱动。结果美国企业更喜欢将利润用于本地再投资，扩张他们的市场份额，尤其是在目前美国经济预期相对较弱的时候。

大多数在华美国公司不符合减税条件

对于中国，我们认为影响尤其小，因为该法案只适用于美国控股的公司，即美国公司占股 51% 以上的公司，而很多在美国的中国公司不符合这一条件。

上周美国数据回顾

► **油价推高美国贸易赤字，中期或继续扩大。**美国 5 月份贸易逆差上升至 502 亿美元，远高于市场此前预期的 400-480 亿美元。其中出口在 4 月上升 1.4% 的基础上回落 0.5%，进口则大幅上升 2.6%（4 月进口环比下降 0.3%）。商品贸易中石油相关产品贸易逆差从 4 月的 261 亿美元骤增至 5 月的 304 亿美元。非石油制品的贸易赤字也从 4 月的 311 亿美元升至 333 亿美元。**短期来看**，5 月份贸易赤字增加主要受油价高企的影响。5 月份进口石油价格上升 5.52% 达到每桶 108.70 美元，是 2008 年 8 月以来的最高点。石油进口数量也增加 9.1% 至 2.753 亿桶。**中期来看**，美国要降低贸易逆差可谓困难重重。欧债危机阴云密布、新兴市场通胀高企使得美国出口前景堪忧，与此同时石油价格居高不下，有可能导致贸易逆差进一步加大。**长期来看**，美国贸易不平衡是由于内部经济不平衡所致。2000 年后美国的贸易逆差是国内储蓄，主要是政府储蓄，相对投资急剧下降的外部反映。危机中贸易赤字的改善也是因为去杠杆化导致储蓄率上升的结果。随着危机结束，去杠杆化接近尾声，美国储蓄率再次下降，内部失衡有继续扩大的趋势，贸易逆差也会随之进一步加剧。美国贸易赤字在 70 年代以来几轮衰退之后持续上升的历史经验同样支持这一判断。

► **受能源价格下降影响，美国 6 月 PPI 开始回落。**由于能源成本创两年来最大单月降幅，6 月份美国生产者物价指数环比下降 0.4%，跌幅超过市场预期的 -0.3%，上月 PPI 环比升 0.2%。与此同时，扣除食品与能源的核心 PPI 则上升 0.3%，高于市场预期的 0.2%。分项来看，能源和汽油价格均显著下滑，环比分别下降了 2.8% 和 4.7%。

► **汽车销售拉升 6 月零售额。**6 月汽车销售额上升了 0.8%，显示日本地震影响已经在消除。除去汽车的核心零售额则维持不变，低于市场预期的 0.1%。5 月份核心零售额同比增加量向下修正至 0.2%。总零售上升，主要受到了汽车销售额显著上升的拉动，显示短期负面因素消除；但核心零售额增幅为 2010 年 7 月来的最低点，显示消费仍然疲软。

► **首次申请失业救济金人数显示美国就业市场仍无实质性改善。**上周首次申请失业救济金人数为 40.5 万，与市场预期一致。此前一周的数据从 41.8 万向上修正至 42.7 万，4 周平均值也降低为 42.3 万人。持续申请失业救济金人数上升 1.5 万至 372.7 万人。申请失业救济金人数虽然连续几周在改善，但总体水平仍在 40 万的心理水平之上，暗示美国就业市场仍无实质性改善。

► **6 月 CPI 物价指数如期回落。**受能源价格大幅回落影响，6 月 CPI 价格指数环比下降 0.2%，为最近 12 个月以来首次回落，同比增速维持 3.6% 不变。这与市场普遍预期

一致，即过去数月高企的通胀水平主要是受短暂因素(主要是油价)影响的，不可持续。6 月能源价格指数环比大幅回落 4.4%，已连续两个月负增长；食品价格继续小幅上扬，但增速显著放缓，6 月环比上升 0.2%，而 3 月时高达 0.8%，食品价格增速已连续 4 个月放缓。剔除能源和食品价格的核心 CPI 环比增速维持 0.3%，同比则从 5 月 1.5% 小幅上升至 1.6%，但仍显著低于 2001-2007 年 2.2% 的平均水平。同时，上升的核心 CPI 也显示目前的通缩风险较小。

► **工业产量小幅上升，产能利用率已连续数月维持不变。**6 月工业产量小幅上升 0.2%，低于市场普遍预期的 0.3%，但为过去 3 个月以来首次正增长。分项看，制造业指数在 5 月零增长后，6 月小幅上升 0.1%；而采矿业指数环比增速则从 7 月的 0.7% 小幅回落至 0.6%。6 月产能利用率维持在 76.7%，美国产能利用率自 2009 年 6 月经济复苏以来持续上升，已从最低点的 67.3% 升至 77.0% 的高点，但最近数月产能利用率一直维持在 76-77% 的水平。

► **消费者信心指数意外下降，显示经济复苏仍旧乏力。**7 月密西根大学消费信心指数意外从 6 月的 71.5 下降到 63.8，远远低于市场普遍预期的 71.0。分项看，消费者预期指数和当前经济状况指数均有下跌，其中消费者预期指数跌幅最大，从 6 月的 64.8 降至 55.8，而当前经济状况指数从 82.0 小幅下降到 76.3。消费者信心指数的下跌，显示美国经济复苏仍旧乏力。

本周美国数据前瞻

下周将要公布的主要数据有 5 月财政部国际资本流动数据、6 月新屋开工数、上周首次申请失业救济金人数、5 月联邦住房金融局 (FHFA) 房价指数、6 月成屋销售量、6 月领先指标和 7 月费城制造业指数等。

► 美国将于 7 月 18 日 (周一) 公布 5 月财政部国际资本流动数据。4 月份净资本流动总额为 682 亿美元，其中长期净资本流动为 306 亿美元。债券及外汇市场对国际资本流动数据较为敏感。

► 19 日 (周二) 美国将公布 6 月新屋开工数。市场预计新屋开工数将从 5 月的 56 万微升至 57.5 万，房屋许可数量则预计将从 61.2 万下调至 59.7 万。

► 20 日 (周三) 美国将公布 6 月成屋销售量。市场预期成屋销售量将在 5 月 481 万的基础上上升至 495 万，环比增幅也从前期的 -3.8% 上调至 2.9%。与新屋开工数的预期值结合起来看，市场对美国房屋市场小幅改善持乐观态度。

► 21 日 (周四) 美国将公布前一周的首次申请失业救济金人数。在上周及其失望的非农就业数据出炉之后，市场对美国就业形势的担忧愈发加剧。

► 21 日 (周四) 美国将公布 5 月联邦住房金融局 (FHFA) 房价指数。市场普遍关注 4 月环比增长 0.8% 的势头能否持续。房价指数是判断美国房屋市场和居民消费走势的重要指标之一。

► 21 日 (周四) 美国将公布 6 月领先指标。市场预期领先指标将从 5 月的环比增加 0.8% 回调至 0.2%。表现了市场预期美国经济复苏仍将是温和缓慢的过程。

► 21 日 (周四) 美国将公布 7 月费城制造业指数。在 6 月意外的 -7.7 (数据公布前市场预期中值 9.0) 之后，市场预期本月制造业景气度较上月回升，费城制造业指数将达到 2.0。市场预期与之前公布的 ISM 制造业指数传达的信息一致。

图表 20: 海外主要经济指标

美国	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2009	2010	2011E
经济增长												
GDP(年化环比, %)	-	3.3	-	-	1.9	-	-			-2.6	2.9	2.4
通货膨胀												
CPI (同比, %)	1.1	1.5	1.6	2.1	2.7	3.2	3.6	3.6		-0.4	1.6	3.0
核心CPI (同比, %)	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6		1.7	1.0	
PPI (同比, %)	3.4	3.8	3.6	5.6	5.8	6.8	7.3	7.0		-2.5	4.2	
核心PPI	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	2.1	2.1	2.4		2.5	1.2	
就业市场												
非农就业人数月度变化 (千人)	93	152	68	235	194	217	25	18		-5063	940	
私人部门	128	167	94	261	219	241	73	57		-4987	1173	
政府部门	-35	-15	-26	-26	-25	-24	-48	-39		-76	-233	
失业率 (%)	9.8	9.4	9.0	8.9	8.8	9.0	9.1	9.2		9.3	9.6	8.7
消费												
私人收入 (环比, %)	0.2	0.4	1.1	0.4	0.4	0.3	0.3			-1.7	3.1	
私人支出 (环比, %)	0.3	0.4	0.4	0.8	0.6	0.3	0.0			-1.0	3.5	
零售额 (环比, %)	0.7	0.6	0.8	1.3	0.8	0.3	-0.2			-7.0	6.4	
投资												
耐用品订单 (环比, %)	0.4	-0.7	4.0	-1.1	4.6	-2.5	2.1			-27.3	15.4	
住房建设投资 (环比, %)	0.1	-2.5	-1.4	-1.0	-0.2	-0.6	-0.6			-14.9	-10.4	
对外贸易												
出口 (同比, %)	15.2	14.5	16.7	14.8	16.4	19.0	15.0			-14.6	16.8	
进口 (同比, %)	13.5	12.4	19.0	14.2	15.9	16.0	15.9			-23.3	19.7	
余额 (十亿美元)	-38.8	-40.5	-47.9	-46.0	-46.8	-43.6	-50.2			-374.9	-495.7	
金融市场												
联邦基金基准利率 (%)	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	0-0.25
M2 (同比, %)	3.1	3.5	4.3	4.2	4.8	5.2	5.2	6.1				
欧元区												
GDP(环比, %)	-	0.3	-	-	0.8	-	-			-4.1	1.8	1.9
CPI (同比, %)	1.9	2.2	2.3	2.4	2.7	2.8	2.7	2.7		0.3	1.6	2.5
核心CPI (同比, %)	1.1	1.0	1.1	1.0	1.3	1.6	1.5	1.6		1.4	1.0	
失业率 (%)	10.1	10.0	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9			9.5	10.1	9.8
出口 (同比, %)	24.1	20.0	24.7	24.4	14.1	16.7				-18.2	19.9	
进口 (同比, %)	28.4	23.5	28.2	27.3	15.6	20.5				-21.7	21.9	
贸易余额 (十亿欧元)	-2.8	-1.8	-3.7	-2.7	-2.2	-2.9				13.8	-8.5	
工业产出 (同比, %)	8.0	8.9	6.3	7.8	5.8	5.2				-14.7	7.4	
PMI制造业指数	55.3	57.1	57.3	59.0	57.5	58.0	54.6	52.0				
PMI服务业指数	55.4	54.2	55.9	56.8	57.2	56.7	56.0	53.7				
欧央行主要再融资利率 (%)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50	1.00	1.00	1.75
M3 (同比, %)	2.1	1.7	1.5	2.1	2.3	2.0	2.4			-0.7	2.0	
德国												
GDP(环比, %)	-	0.4	-	-	1.5	-	-			-4.7	3.6	3.2
CPI (同比, %)	1.6	1.9	2.0	2.2	2.3	2.7	2.4	2.4		0.2	1.2	2.4
核心CPI (同比, %)	0.9	0.7	0.9	0.8	0.9	1.6	1.1	1.3		1.3	0.6	
英国												
GDP(环比, %)	-	-0.5	-	-	0.5	-	-			-5.0	1.6	1.5
CPI (同比, %)	3.3	3.7	4.0	4.4	4.0	4.5	4.5	4.2		2.2	3.3	4.3
核心CPI (同比, %)	2.7	2.9	3.0	3.4	3.2	3.7	3.3	2.8		1.7	2.7	
日本												
GDP(年化环比, %)	-	-2.9	-	-	-3.5	-	-			-6.3	4.0	1.3
CPI (同比, %)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3			-1.4	-0.7	0.0
核心CPI (同比, %)	-0.9	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.1	0.1			-1.3	-1.0	
香港												
实际GDP (同比, %)	-	6.4	-	-	7.2	-	-			-2.7	7.0	5.4
CPI (同比, %)	2.8	2.9	3.4	3.6	4.4	4.6	5.2			0.5	2.4	4.5
政策利率 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
印度												
实际GDP (同比, %)	-	8.3	-	-	7.8	-	-			7.0	8.7	8.2
WPI (同比, %)	8.2	9.5	9.5	9.5	9.7	8.7	9.1	9.4		2.4	9.6	8.6
政策利率 (逆回购利率, %)	5.25	5.25	5.50	5.50	5.75	5.75	6.25	6.50	6.50	3.25	5.25	6.50
韩国												
实际GDP (同比, %)	-	4.7	-	-	4.2	-	-			0.3	6.2	4.5
CPI (同比, %)	3.3	3.5	4.1	4.5	4.7	4.2	4.1	4.4		2.8	3.5	4.4
政策利率 (%)	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	2.00	2.50	3.75
台湾												
实际GDP (同比, %)	-	7.1	-	-	6.5	-	-			-1.9	10.9	5.4
CPI (同比, %)	1.5	1.2	1.1	1.3	1.4	1.3	1.7	1.9		-0.9	1.0	2.0
政策利率 (%)	1.500	1.625	1.625	1.625	1.750	1.750	1.750	1.750	1.875	1.25	1.63	2.25

资料来源: Bloomberg, Haver Analytics, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

