



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

2012 年 2 月 13 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

林暾

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

赵扬

联系人，SAC 执业证书编号：S0080111080022
zhaoy@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员，SAC 执业证书编号：S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

朱维佳

联系人，SAC 执业证书编号：S0080111120042
zhuwj@cicc.com.cn

赵雪

联系人，SAC 执业证书编号：S0080111100047
xue.zhao@cicc.com.cn

第 188 期

春节假期扰动中国数据 各国央行政策挑战各异

国内：春节“错位”扰动不改政策放松方向

1 月 CPI 同比涨幅反弹至 4.5%，超出市场预期，主要由于今年春节假期“错位”导致食品价格的季节性上涨因素被放大。非食品价格没有出现超预期上涨，同时 PPI 连续四个月环比负增长，同比继续下降。高频数据显示春节后食品价格开始回落。因此，总体上通胀压力仍在缓解。我们维持全年 CPI 通胀 3.5% 的预测。

春节假期“错位”也对 1 月的贸易数据产生较大影响，导致 1 月进出口同比负增长。由于进口同比跌幅较大，而出口相对平稳，贸易顺差有所扩大。PMI 出口订单显示出出口形势不容乐观，但海外经济数据向好可能支撑外需短期趋稳。

1 月 M2 增速显著放缓，主要有三点原因：财政存款回流数量超预期，新增贷款低于预期，理财产品发行量较大导致存款分流。而新增贷款低于预期，则存在春节假期“错位”对货币政策的扰动因素。我们认为货币政策方向仍是总量放松，中长期仍需要降低存准以支撑货币增长。而且，由于政策受春节因素的扰动导致 1 月对贷款控制偏紧，2 月政策有可能进行相应修正，新增贷款显著上升的可能性大。

国际：世界各国的央行在忙什么？

近期投资者情绪持续改善，主要反映了市场对央行采用更多救市措施的期望。欧洲央行扩大以较低信用评级的信贷作为公开市场操作的抵押品、英格兰银行将其量化宽松计划扩大 500 亿英镑，以及瑞士国家银行重申维持欧元对法郎的最低汇率在 1.2，均反映各央行扩充其非传统货币政策来刺激经济活动的决心。

与欧洲不同的是，日本央行面对更多的是长期性的结构问题：老龄化、低储蓄、低增长、通货紧缩、债务高企。对比美国次贷危机与上世纪 90 年代日本泡沫破裂，两国危机后的 GDP、房价、长期利率与银行信贷走势都惊人类似。日本央行也曾采取零利率、承诺长期低利率、购买资产等许多非传统的货币政策手段。然而，这些货币政策在于为结构性的调整“购买时间”，不能代替结构性改革本身。

与此同时，新兴市场央行的货币政策在转向宽松，以对抗经济下滑。新兴市场 4 季度增长显著放缓，近月出口大幅下降，逆周期的货币政策在加速宽松。货币政策的转向，与元旦以来市场对欧债担忧的减弱一起，促使资金回流新兴市场，股市回暖，汇率升值。我们将新兴 10 国 2012 和 2013 年的实际 GDP 增速小幅下调至 6.1% 和 6.9%。

* 报告贡献人：刘蓁、刘博、吴杰云、杜彬、黄文静

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

上周中金宏观研究报告一览

2月10日：春节“错位”因素加大进出口回落幅度：1月份贸易数据点评

2月9日：春节暂缓通胀下行趋势：1月CPI、PPI数据点评

2月6日：中国调存准势在必行；欧美增长基本面不变（第187期）

本周主要经济数据及事件公布预告

国际

2月13日（星期一）：日本公布4季度GDP数据

2月14日（星期二）：美国公布1月份零售数据，欧元区公布12月工业产出数据

2月15日（星期三）：美国公布1月工业产出数据，欧元区公布4季度GDP数据，德国公布4季度GDP数据，马来西亚公布4季度GDP数据

2月16日（星期四）：美国公布1月PPI数据，美国公布1月房屋新开工数据

2月17日（星期五）：美国公布1月CPI数据

目录

国内：春节假期“错位”扰动1月经济数据	3
国际：世界各国的央行在忙什么？	10

图表

图表 1: CPI、PPI 同比增长率走势	3
图表 2: 春节后农产品价格回落	3
图表 3: PPI 环比连续 4 个月下跌，但跌幅减小	4
图表 4: 1 月大宗商品价格回升	4
图表 5: 2012 年 CPI 走势预测	4
图表 6: 名义有效汇率去年下半年上升	4
图表 7: 1 月份进出口同比大幅回落	5
图表 8: 1 月份进出口季调后季环比折年率	5
图表 9: 1 月份重点商品进口数量环比增速大多下降	6
图表 10: 从各主要地区进口环比降幅超过历史可比均值	6
图表 11: M2 增速回落	7
图表 12: 1 月贷款增长大幅放缓	7
图表 13: 1 月存款绝对下降	8
图表 14: 1 月财政存款增加超预期	8
图表 15: 理财产品发行量增长	8
图表 16: 回购利率处于低位	8
图表 17: 中国主要宏观经济指标	9
图表 18: 房市泡沫破裂前后经济增长走势比较	12
图表 19: 房地产市场价格走势比较	12
图表 20: 房市泡沫破裂前后长期利率走势比较	12
图表 21: 日本劳动年龄人均产出增速高于主要发达经济体	12
图表 22: 新兴市场股市基金资金周流入	14
图表 23: 新兴货币重启回升	14
图表 24: 新兴市场 4 季度 GDP	15
图表 25: 新兴市场基准利率变动情况（基点）	15
图表 26: 海外主要经济指标	17

国内：春节“错位”扰动不改政策放松方向

春节因素导致 CPI 反弹，但通胀下行趋势不改

1月CPI增长超出预期，同比增长4.5%，较上月4.1%上升0.4个百分点，环比上涨1.5%，超出历史1月或2月平均涨幅。PPI稳步回落，同比增长0.7%，环比下降0.1%。（图表1）

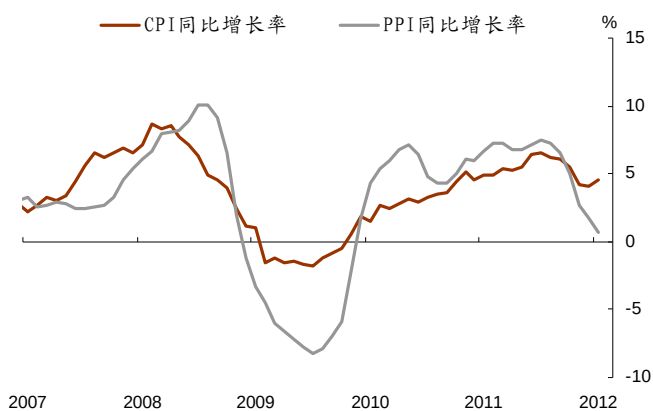
春节期间食品价格上涨推升1月CPI

1月CPI上涨主要由春节期间食品价格的季节性上涨引起，而且由于今年春节假期几乎都在1月这种“假期错位”，导致春节引发的1月价格上涨的季节性效应在今年有所放大。1月食品CPI环比上涨4.2%，高于历史1、2月平均涨幅。高频数据显示，春节后农产品价格开始回落（图表2）。1月非食品CPI同比增长1.8%，较上月1.9%下跌0.1个百分点；环比上涨0.2%，略高于1月历史均值，与2月历史均值相等。非食品价格环比涨幅基本符合历史均值，反映通胀压力并没有显著回升。

PPI 继续下行

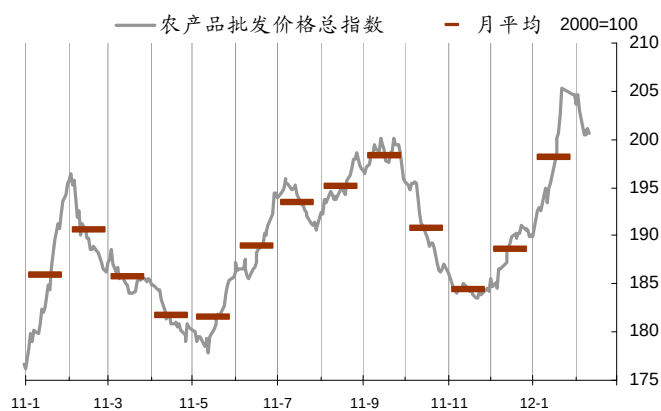
PPI环比下降，显示通胀压力仍在缓解。1月PPI环比微降0.1%，连续4个月负增长（图表3）；PPI同比增长率0.7%，较12月1.7%下跌1个百分点。受到大宗商品涨价因素影响，未来PPI的下降幅度存在不确定性。1月国际大宗商品价格出现回升（图表4），有色金属价格上涨幅度较大，石油和煤炭价格也有小幅上涨，但中金大宗商品组预计未来主要大宗商品价格上涨空间不大，因此我们认为上半年PPI环比涨幅有限，同比仍将下行。

图表1: CPI、PPI 同比增长率走势



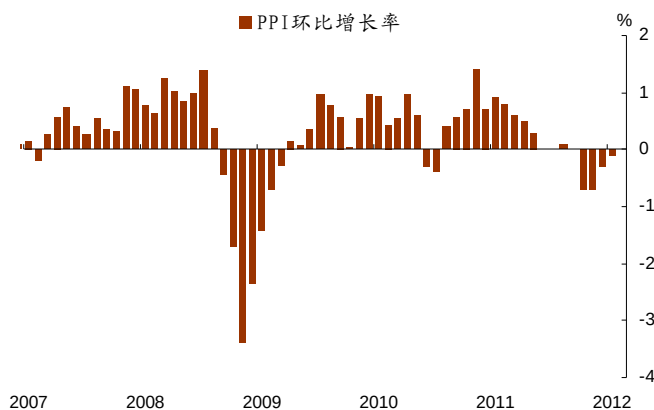
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表2: 春节后农产品价格回落



资料来源：农业部、CEIC、中金公司研究部

图表3: PPI 环比连续4个月下跌, 但跌幅减小



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表4: 1月大宗商品价格回升



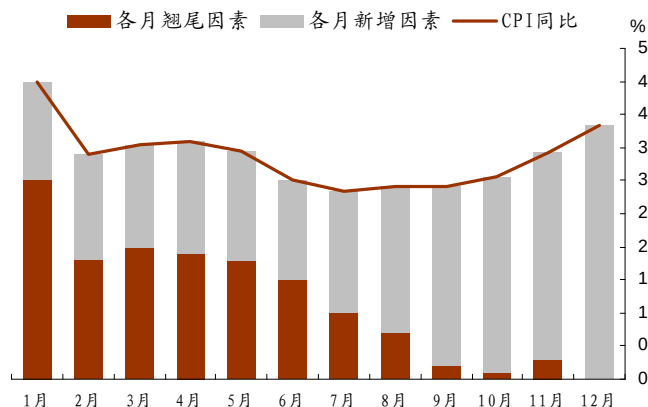
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

维持全年3.5%的CPI预测

我们维持全年CPI通胀3.5%的预测。1月CPI虽然略高于我们预期的4.2%，但是由于我们在此前预测全年通胀时已经考虑了1月通胀反弹的风险因素，因此我们不改变全年CPI通胀3.5%的预测。预计2月CPI同比涨幅将显著回落，全年CPI同比涨幅低点在7月的可能性大（图表5）。

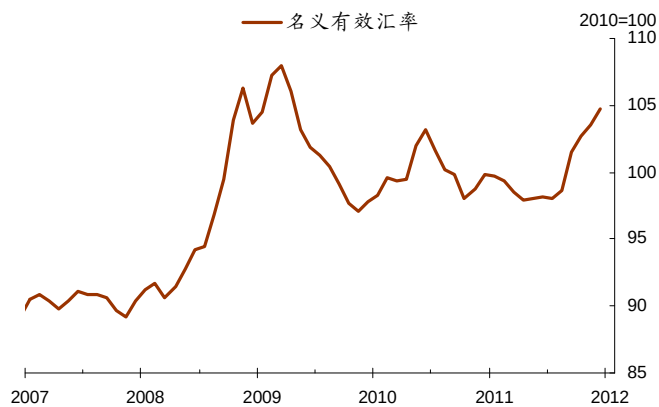
- 近期的行政性调价对全年通胀影响不大。近期发改委上调了稻谷和成品油价格，主要稻谷最低收购价格上调了9-18%，柴油价格每吨提高300元，涨幅约3-3.5%。我们估计稻谷占CPI比重不足1.5%，根据投入产出表，石油和天然气在社会总投入中占比约为4.6%。由于调价产品在CPI和PPI中权重较低，行政性的一次性调价对于未来通胀影响不大。
- 产出缺口显示通胀压力尚未消除。去年4季度GDP增长8.9%，超出我们此前预期，我们估计产出缺口目前仍然为正，因此，通胀压力虽然持续缓解，但并没有消除。
- 人民币有效汇率上升对输入型通胀有一定抵御作用。受美元升值影响，去年下半年名义有效汇率升值6.9%，（图表6）短期内可以减轻输入型通胀压力。

图表5: 2012年CPI走势预测



资料来源：中金公司研究部

图表6: 名义有效汇率去年下半年上升



资料来源：国际清算银行、CEIC、中金公司研究部

1月份进口增速显著回落导致顺差回升

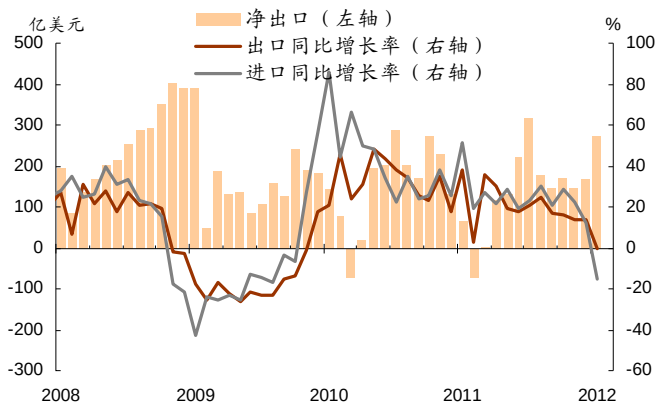
中国海关2月10日公布了1月份贸易数据(图表7),出口1499.4亿美元,同比增长-0.5%,环比增长-14.2%;进口1226.6亿美元,同比增长-15.3%,环比增长-22.5%;当月贸易顺差272.8亿美元。

春节“错位”拉低进出口增速

春节“错位”因素导致1月进出口同比明显走低。1月出口同比增长-0.5%，较去年12月13.4%大幅下跌13.9个百分点，1月进口同比增速(-15.3%)跌幅更为显著，比上月增速(11.8%)低27.1个百分点。春节长假期间生产和交易活动减少是影响1月进出口同比走势的主要因素。历史经验表明春节期间进出口金额普遍降低，今年春节法定假日在1月，而去年春节假期在2月，这种假期的“错位”导致去年1月的基数相对今年较高，因而拉低今年进出口的同比增速。

从季调后季环比增速看，进口大幅放缓、出口继续回升：1月份出口季调后季环比折年率从10月的-3.3%回升至13%，进口从10月32.1%下滑至-1.8%（图表8），反映进口形势较3个月前明显恶化，而出口有趋稳态势，可能受近期美国经济出现向好迹象影响。

图表7: 1月份进出口同比大幅回落



资料来源：海关统计、CEIC、中金公司研究部

图表8: 1月份进出口季调后季环比折年率



资料来源：海关统计、CEIC、中金公司研究部

进口意外显著下滑导致顺差扩大

1月外贸顺差从上月的165亿美元扩大至273亿美元，与市场普遍预期的顺差收窄相反，主要由于1月进口同比意外显著下滑(-15.3%，低于上月增速27.1个百分点)，而1月出口同比尽管同样也是负增长，但波动幅度较小所致(-0.5%，低于上月同比13.9个百分点)。我们试图对进口产品、进口地区和进口方式作进一步分析，以发掘导致进口增速显著回落的深层原因。

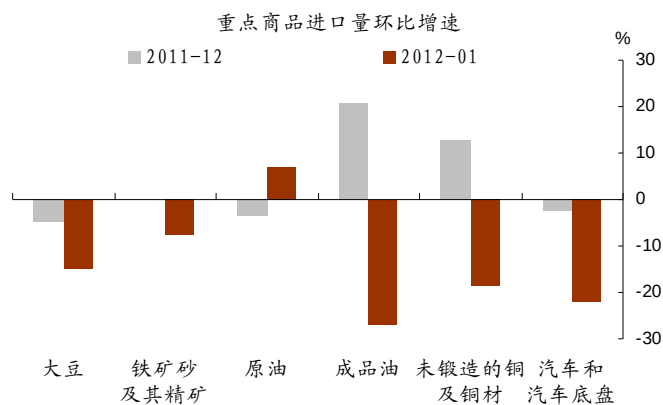
- ▶ 从主要进口产品金额的同比和环比变动看，1月份机电产品、高新技术产品、铁矿砂及其金矿这三大类产品进口同比增速的下滑，共同拖累当月进口同比少增21.7个百分点，即1月份进口同比下滑的80%来自这三者进口增长的乏力；而当月重点大宗商品的进口数量除原油外大都出现环比下跌（图表9），在春节因素影响之外，亦可能反映国内经济增长的内在动能仍然不足。
- ▶ 从主要贸易地区的环比变动看，除俄罗斯和香港外，从欧美日等发达国家和东盟、印度、韩国等发展中国家的进口1月份均出现环比负增长，且降幅显著大于历史上春节在1月年份的环比增速均值（图表10），从而导致1月份从上述国家或地区的进口同比均出现负增长，且降幅较上月明显扩大。这一方面印证了外需的疲弱已从发达国家蔓延至新兴市场国家，也部分体现了今年春节假期全部集中在1月对贸易活动形成的较大冲击（以往春节假期多数跨1、2两月份）。
- ▶ 从贸易方式看，1月份一般贸易进口、加工贸易进出口均出现了2009年10月以来的首次同比负增长，唯有一般贸易出口同比保持了个位数的正增长，但是增速也有明显回落。加工贸易进口和出口的占比均连续3个月下降，从侧面反映了外围经济

的持续不振。当月一般贸易录得小幅顺差，延续了此前两个月的逆差缩小趋势，加工贸易的顺差规模则有所下降。向前看，外部经济前景仍不明朗，中国经济将更多转向内需拉动，因此一般贸易方式下继续逆差的可能性大。

2月进出口同比反弹，海外数据向好支撑外需短期趋稳

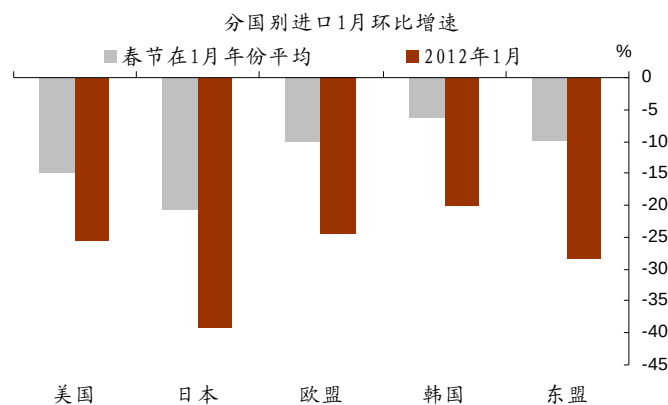
今年春节假期“错位”影响，将有利于2月进出口同比数据反弹。我们预计2月份进口、出口同比增速可能出现大幅回升，分别达27%和35%，当月可能出现小幅逆差18.8亿美元左右。然而，这种春节假期错位导致的增速反弹不可持续。领先指标显示今年1、2季度的出口形势总体仍然不容乐观：1月份PMI新出口订单指数（对出口一般有3-6个月领先期）较上月下降1.7个百分点至46.9%，连续第4个月处于收缩区间；1月份PMI进口指数亦显著下降2.2个百分点，连续4个月低于50。但同时，近期海外经济数据出现的一些向好迹象将有助于进出口增长寻底。美国去年4季度GDP增速创下2010年3季度以来的新高、就业数据表现好于预期、ISM PMI指数连续3个月上升等，这些因素有可能支撑外需短期趋稳。

图表9：1月份重点商品进口数量环比增速大多下降



资料来源：海关统计、CEIC、中金公司研究部

图表10：从各主要地区进口环比降幅超过历史可比均值



资料来源：海关统计、CEIC、中金公司研究部

春节因素对货币政策构成扰动，预计2月新增贷款显著增加

央行2月10日公布了1月份货币金融数据。M2在1月份同比增长12.4%，低于我们预测的13.9%，比12月份的13.6%明显下降；季调后环比年化增长-10.4%，较去年12月份的27.2%大幅回落（图表11）。1月份人民币新增贷款为7381亿元，高于12月份的6405亿元，但显著低于之前市场普遍预期的接近1万亿元；贷款余额季调后环比年化增长0.9%，较去年12月的22.8%大幅下降（图表12）。

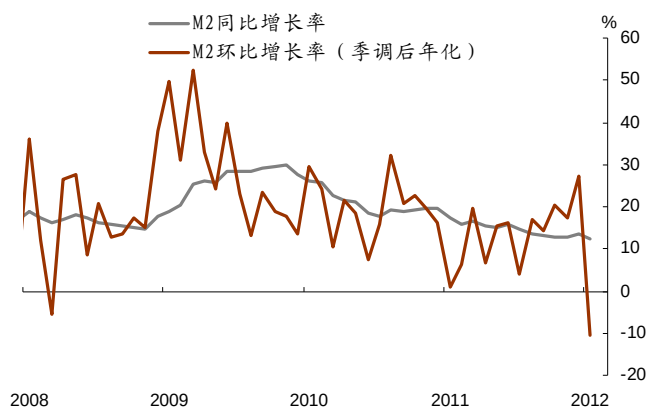
M2增速放缓主要受财政存款超预期增长、新增贷款低于预期、理财产品发行增加影响

1月M2增速放缓的主要表现是存款大幅减少8000亿元。由于临近春节现金需求增加，1月往往存在存款向现金转移的现象，对1月的存款增加起到抑制作用，但是这种季节性的现象不足以导致M2同比增速放缓。过去几年当中，只有2011年出现了1月存款数额绝对下降的现象，而且那主要是存款口径调整导致（委托存款采取扣除委托贷款后的余额计，导致存款下降约5000亿元），今年1月存款大幅下降的现象为历年所罕见（图表13）。我们认为，1月存款大幅减少的原因主要有三点：

- ▶ 财政存款超预期增加。财政存款增加意味着资金从商业银行回流央行，计入M2的存款相应减少。虽然1月财政存款的增加具有季节性（2008年以来除2009年以外1月财政存款增加都在3000亿元以上），但是今年1月在积极财政政策态势下财政存款仍然大幅增加3518亿元，高于我们此前预期。去年12月财政存款大幅减少1.2万亿元，导致M2增速从11月的12.7%反弹至13.6%；相比之下，今年1月财政存款超预期增加则明显拖累M2增速。（图表14）

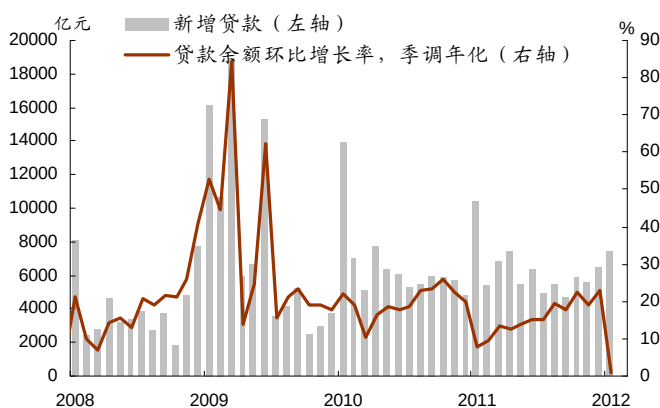
- ▶ 新增人民币贷款低于预期。新增贷款显著低于预期一方面是由于去年12月信贷规模控制放松，银行新增贷款同比大幅增长33%，银行将部分来年信贷提前发放。另一方面，今年春节假期都集中在1月，给货币调控带来了一定的扰动。事实上，1月前10天新增贷款数额较大（接近1万亿元），使得央行在接下来的一周对贷款进行了一定的控制，但是由于紧接着就是春节长假，因此导致央行对贷款的限制无意中延长和放大，最终的新增贷款量不仅低于市场预期，可能也低于央行的预期。
- ▶ 理财产品发行量较大。今年1月银行发行理财产品1422款，超过去年同期，仅披露的金额达到5299亿元（图表15）。考虑到今年1月的春节错位因素，理财产品的发行款数和金额就更是超过去年同期。理财产品的大量发行也导致了存款的分流，降低了M2的增速。

图表11: M2 增速回落



资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表12: 1月贷款增长大幅放缓



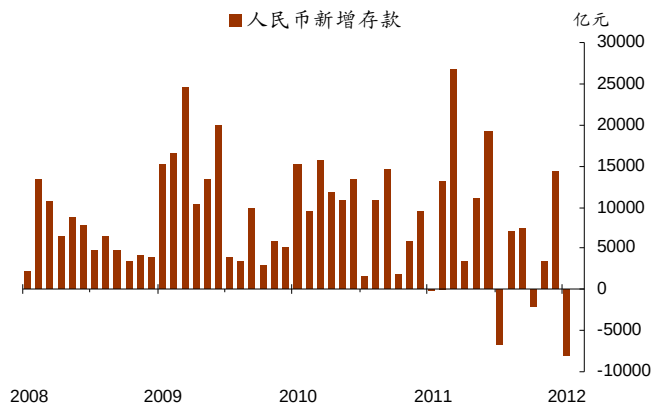
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

货币政策方向仍是数量放松

虽然M2增速和新增贷款数量都显著低于我们此前的预期，但是我们认为这并不意味着当前的货币政策再次出现收缩，也不代表货币环境将再度紧缩。1月货币数据偏弱的主要原因在于今年由于春节错位导致季节性因素被放大，同时给货币政策的调控带来了扰动。我们仍然认为货币政策总的方向是数量放松，而且由于1月份春节错位的扰动导致货币政策对新增贷款控制偏紧，预计2月新增贷款显著增加的可能性大。

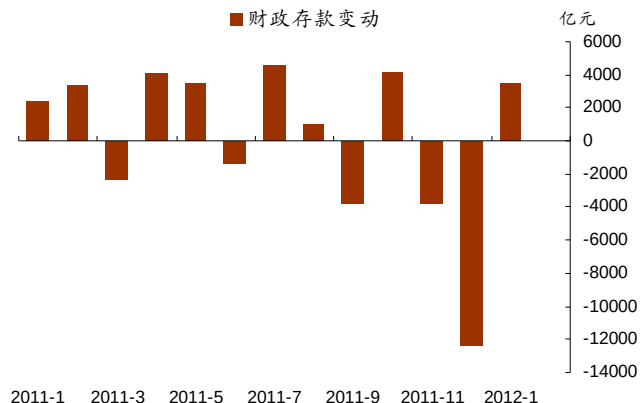
- ▶ 中长期看，央行仍需降低存准以支撑货币增长。在今年新增外汇占款大幅低于去年的预期下，央行下调存款准备金率进行反向对冲仍是必要的。随着2月CPI通胀显著回落，货币政策的放松空间将逐渐加大。中长期看，央行仍需要下调存准通过信贷扩张来支持M2的增速保持稳定。1月的货币数据显示，低于预期的新增贷款不足以支撑相对稳定的M2增速。
- ▶ 预计2月新增贷款显著增加。春节过后，随着现金回流银行体系，银行间流动性有显著改善，从2月第一旬情况看，央行在节前展开的逆回购尽管已到期，但市场利率并没有大幅上涨，相反部分回购利率还出现了下降（图表16）。而央行2月7日和9日分别进行260亿和200亿正回购的举措，也表明央行似乎不认为目前市场流动性显著趋紧。由于央行对1月的信贷调控受春节假期错位因素干扰而低于预期，2月央行的信贷政策可能相对放松以进行修正，预计2月的新增贷款显著上升的可能性大。

图表 13: 1 月存款绝对下降



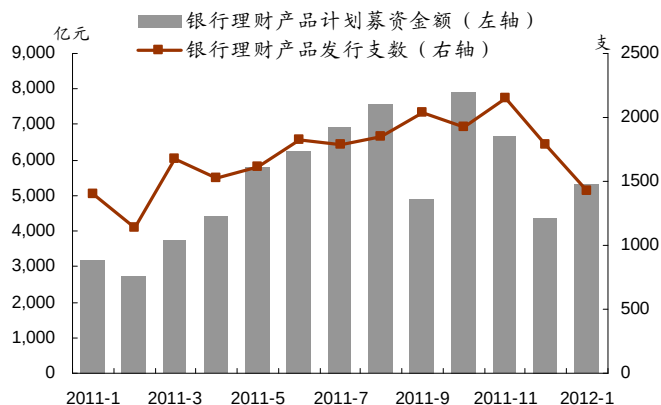
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 14: 1 月财政存款增加超预期



资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 15: 理财产品发行量增长



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 16: 回购利率处于低位



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 17: 中国主要宏观经济指标

		2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10	2011-11	2011-12	2012-01
经济增长														
国内生产总值	同比增长率, %	-	-	9.7	-	-	9.5	-	-	9.1	-	-	8.9	-
工业生产														
PMI	%	52.9	52.2	53.4	52.9	52.0	50.9	50.7	50.9	51.2	50.4	49.0	50.3	50.5
工业增加值	同比增长率, %	-	14.1*	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8	-
投资 (年初以来累计)														
固定资产投资 (不含农户)	同比增长率, %	-	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.9	24.9	24.5	23.8	-
房地产开发投资	同比增长率, %	-	35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.0	31.1	29.9	27.9	-
消费														
社会消费品零售总额	同比增长率, %	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2	17.3	18.1	-
对外贸易														
出口	同比增长率, %	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	15.9	13.8	12.6	-0.5
进口	同比增长率, %	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	19.3	22.9	30.2	20.9	28.7	22.1	13.4	-15.3
贸易盈余	亿美元	65	-73	1	114	130	223	315	178	145	170	145	165	273
财政														
财政收入	同比增长率, %	32.8	41.5	26.7	27.2	34.0	27.6	26.7	34.3	17.3	16.9	10.6	1.1	-
财政支出	同比增长率, %	84.9	-17.5	27.8	31.0	42.9	33.1	19.6	25.9	18.3	24.5	7.5	9.3	-
货币信贷														
M0	同比增长率, %	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9	12.0	13.8	3.0
M1	同比增长率, %	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	13.1	11.2	8.9	8.4	7.8	7.9	3.1
M2	同比增长率, %	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9	12.7	13.6	12.4
人民币新增贷款	亿元	10,400	5,356	6,790	7,396	5,516	6,339	4,926	5,485	4,700	5,868	5,622	6,405	7,381
人民币贷款余额	同比增长率, %	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8	15.6	15.8	15.0
通货膨胀														
居民消费价格指数	同比增长率, %	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2	4.1	4.5
食品价格	同比增长率, %	10.3	11.0	11.7	11.5	11.7	14.4	14.8	13.4	13.4	11.9	8.8	9.1	10.5
非食品价格	同比增长率, %	2.6	2.3	2.7	2.7	2.9	3.0	2.9	3.0	2.9	2.7	2.2	1.9	1.8
工业品出厂价格指数	同比增长率, %	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7	1.7	0.7
利率和汇率 (期末值)														
1年期存款利率	%	2.75	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
1年期贷款利率	%	5.81	6.06	6.06	6.31	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
人民币汇率	人民币/美元	6.589	6.575	6.556	6.499	6.485	6.472	6.444	6.387	6.355	6.323	6.348	6.301	6.312

*工业增加值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：世界各国的央行在忙什么？

近期投资者情绪持续改善，主要反映了市场对央行采用更多救市措施的期望。欧洲各大央行除了把利率维持在极低水平，并继续扩充其非传统货币政策来刺激经济活动和市场信心。欧洲央行上周宣布，7个欧元区国家的央行将接受银行以较低信用评级的信贷作为公开市场操作的抵押品，预计该临时措施可替银行提供价值约2000亿欧元的流动性。英格兰银行同时宣布将其量化宽松计划扩大500亿英镑来刺激经济，并暗示若欧债危机进一步恶化，会将计划进一步扩大。在去年下半年汇率高企的影响下，瑞士出口下降，经济开始放缓。瑞士国家银行主席重申维持欧元对法郎的最低汇率在1.2的决心，并承诺会引进其他措施来抵御更大的升值压力。

与欧洲不同的是，日本央行面对的更多是长期性的结构问题：老龄化、低储蓄、低增长、通货紧缩、债务高企。我们发现，日本目前的债务水平虽然是不可持续的，但在短期内发展为影响全球的财政危机的概率也比较小。在一些支持因素下，日本政府将会有2-3年的宝贵时间，通过改革来恢复财政健康。对比美国次贷危机与上世纪90年代日本泡沫破裂，两国危机后的GDP走势、房价走势、长期利率走势与银行信贷走势都惊人地类似。90年代后期的日本央行，也采取了零利率、承诺长期低利率、量化宽松、购买资产等许多非传统的货币政策手段。然而，这些货币政策的本质，在于为结构性的调整“购买时间”，来降低资产负债表的杠杆、提升经济增长的效率；它们并不能代替结构性改革本身，甚至对解决结构性问题有一些“副作用”。

与此同时，新兴市场央行的货币政策在转向宽松，以对抗经济下滑。新兴市场4季度增长显著放缓，近月出口大幅下降，逆周期的货币政策在加速宽松。货币政策的转向，与元旦以来市场对欧债担忧的减弱一起，促使资金回流新兴市场，股市回暖，汇率升值。

欧央行：非传统货币政策抗击欧债危机

预计未来几个月欧央行利率维持目前水平，通胀回落到2%以下

欧央行2月份决定保持利率不变，我们认为未来几个月利率将保持在目前的水平。现阶段欧元区经济活动稳定在低水平，通胀预计在未来几个月回落到2%以下。欧央行虽警告下行风险仍然存在，但已不是此前的“下行风险显著”。欧央行和德国央行对经济的前景预测也没有其他机构（包括IMF）那样悲观，显示未来几个月欧元区利率可能将保持在目前的水平。

欧央行将暂时接受额外的信用工具作为合格抵押品

欧央行非传统货币政策的决定继续成为市场关注的焦点。欧央行本月宣布已接纳7国央行（奥地利、塞浦路斯、法国、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙）的提议，将暂时接受较低信用评级的信贷（如房贷和其他贷款）作为欧元区公开市场操作的合格抵押品。这些信用工具会将由7国央行各自进行估值，并设定风险控制标准。

预计第二期LTRO的贷款额可能为5000亿欧元左右

接受额外信用工具为合格抵押品，以及1月中采取的降低储备率措施，将使得银行在本月早些时候能腾出更多的抵押品来向LTRO借款。市场预计第二期3年LTRO项目涉及金额在5000亿至1万亿欧元。我们认为更有可能是5000亿左右。因1季度大量债券到期而担忧流动性的大银行，可能已经在很大程度上得到了12月第一轮LTRO的帮助。1月份抵押债券市场和高级无抵押债券市场（程度不及前者）的重新开放也舒缓了部分银行的融资压力。欧央行预计该临时措施可为银行提供约2000亿欧元的流动性。

LTRO操作能在多大程度上避免信贷紧缩还是不得而知

3年期LTRO成功舒缓了银行流动性紧张的局势，但该政策措施能在多大程度上改善信贷紧缩还是不得而知。欧央行行长德拉吉承认如何使用LTRO借款纯粹是银行的商业决定。他不排除一些银行用所借款项购买政府债券来进行套利交易。最近的欧元区银行借

贷调查显示，2011年4季度信用条件仍旧收紧。但这一调查是在3年期LTRO的效果完全显现之前进行的。这也凸现出接受新的信用工具为合格抵押品的重要性，该举措的目的在于帮助小型银行。这类银行通常更依赖于银行间市场融资，而对欧央行货币市场操作的使用受到限制。希望对这类银行提供充足的流动性，能够缓解中小型企业流动性紧张的局势。

希腊各政党达成新的财政紧缩协议，为获得第二轮救助资金铺平了道路

希腊各政党就新的财政紧缩协议达成了一致，这为获得第二轮救助资金铺平了道路。但欧元区财长会议随后设置了三个条件，要求希腊当局进一步削减3.25亿欧元的支出，国会虽投票通过新的措施，各党的领导人承诺在4月大选后不会改变财政方案。关于希腊债务重组，德拉吉排除了欧央行会减记希腊债务，因为这样做相当于货币融资（央行为政府融资，monetary financing）。一个可能的解决方案是欧央行和EFSF进行债券交换，同时欧央行也将账面利润转给EFSF。将利润转移至另一家欧盟机构显然不会被视为货币融资。

英格兰银行：继续量化宽松

英格兰银行维持利率不变，QE规模扩大500亿英镑

英格兰银行决定维持基准利率在0.5%不变，但将量化宽松（QE）规模扩大500亿英镑。此举符合市场预期。这将使得英格兰银行的国债购买总量达到3250亿英镑，超过英国国债存量的三分之一。尽管近期数据好于预期（包括商业调查和制造业产出），央行货币委员会仍认为，疲弱的短期增长前景和经济增长的下行压力需要进一步的货币政策刺激。

欧债危机将继续拖累英国经济

往前看，英国和欧元区之间的密切关系将继续拖累英国经济。我们认为未来几个月欧债危机的发展是英格兰银行是否再次扩大QE的决定因素。由于美国经济正在温和复苏，英国进一步的量化宽松将给英镑兑美元的汇率走势带来压力。

瑞士央行：维持汇率稳定

货币走强已经影响到瑞士经济增长

另外一个受到欧债危机牵连而使货币承压的国家是瑞士。为了抑制瑞士法郎的升值，2011年9月瑞士国家银行（Swiss National Bank, SNB）将欧元对瑞士法郎的最低汇率设定为1.2。虽然过去几个月瑞士法郎汇率稳定，但是对欧元仍有强劲的升值压力。瑞士法郎的走强已经使经济活动急剧放缓，尤其是出口。

SNB将捍卫瑞士法郎和欧元之间的最低汇率

面对困境，SNB代理行长乔丹（Thomas Jordan）在瑞士—美国商会（Swiss-American Chamber of Commerce）发表的演讲中重申，SNB将捍卫1欧元兑1.20法郎的最低汇率。他说如在经济前景和通缩风险方面有需要，SNB采取将进一步措施来稳定经济。此外，一旦有迹象显示在目前低利率环境下房地产市场出现泡沫，SNB将随时推出所谓的宏观审慎政策，以减轻潜在的风险。

除非欧债危机显著升级，SNB将能维持瑞士法郎和欧元之间的最低汇率

我们认为除非欧债危机显著升级，SNB应该能维持欧元对瑞士法郎在目前的最低汇率水平。同时，SNB采取其他措施或者降低最低汇率的概率也较小，尤其是考虑到这些措施可能会引发通胀和其他资产价格的上涨。

日本央行：面对的更多是长期结构性问题

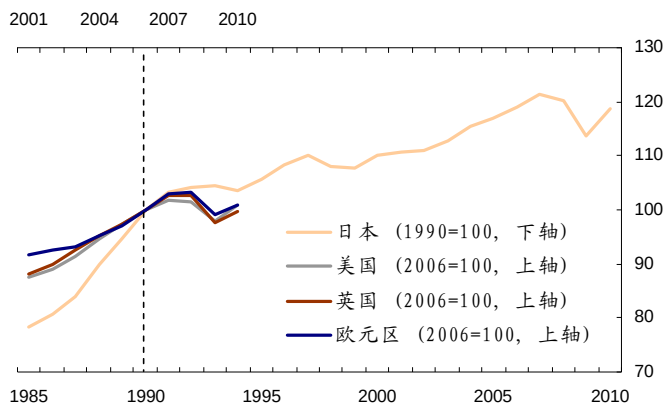
日本央行面对的更多是长期性的结构问题

与欧洲、新兴市场不同的是，日本央行面对的更多是长期性的结构问题：老龄化、低储蓄、低增长、通货紧缩、债务高企。对比美国次贷危机与上世纪90年代日本泡沫破裂，两国危机后的GDP走势、房价走势、长期利率走势与银行信贷走势都惊人地类似。90年代后期的日本央行，也采取了零利率、承诺长期低利率、量化宽松、购买资产等许多非传统的货币政策手段。然而，这些货币政策的本质，在于为结构性的调整“购买时间”，来降低资产负债表的杠杆、提升经济增长的效率；它们并不能代替结构性改革本身，甚至对解决结构性问题有一些“副作用”。

日本房地产市场破裂前后的诸多经济特征与美欧相似

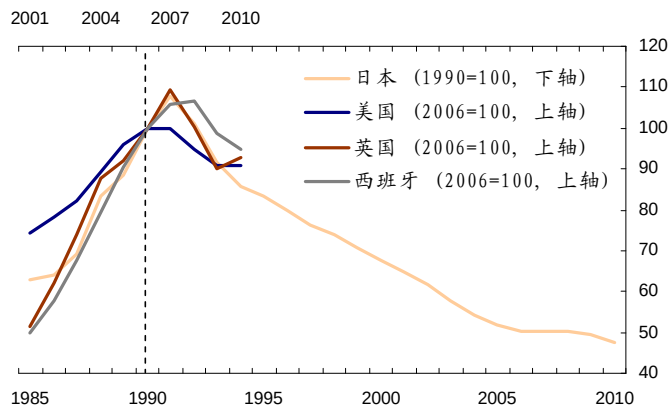
美欧今日在经济走势与货币政策方面与日本90年代泡沫破裂后有诸多相似之处。比较日本1990年泡沫破灭前后，与美国2006年房地产泡沫破灭前后，无论是GDP走势（图表18），还是房地产价格走势（图表19）、长期利率走势（图表20）、银行信贷走势都非常相似。不仅如此，在上世纪90年代后期，日本采取了一系列非传统的货币政策，包括接近零的极低利率、承诺长期低利率、量化宽松和直接购买风险资产（包括金融机构持有的股票）。这与次贷危机以来，美联储采取的措施也有很多相似之处。

图表18：房市泡沫破裂前后经济增长走势比较



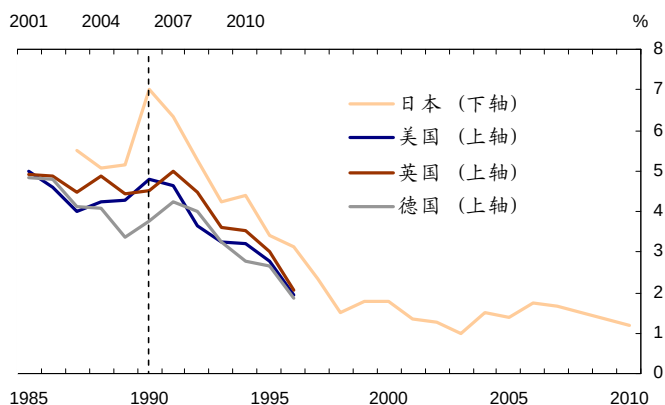
资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表19：房地产市场价格走势比较



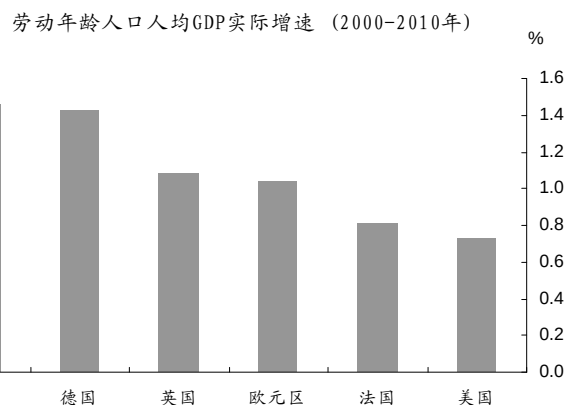
资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表20：房市泡沫破裂前后长期利率走势比较



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表21：日本劳动年龄人均产出增速高于主要发达经济体



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

非传统的货币政策在危机期间防止了系统性风险的扩散，但并非万能

然而这些货币政策主要是为结构改革“购买时间”，不能代替结构改革本身。日本央行行长白川方明（2012）¹在回顾这些货币政策时指出，这些非传统的货币政策在危机期间防止了系统性风险的扩散，为经济调整争取到时间，但这些政策并不是解决长期问题的万能药。在日本，传统上低利率导致对中小企业的信贷扩张，从而导致固定资产投资扩张推动经济复苏的传导机制，在危机后并没有生效。这部分由于资产负债表受损的企业信贷需求不振有关。与此类似，美国长期国债利率被压低后，也没有完全传导到房地产市场需求复苏，信用评级低甚至是负资产的房贷者无法用低利率再融资。另外，长期的接近零的利率与大量的流动性，还有一些“副作用”：它会导致一些效率低下本该倒闭的企业继续存活，降低社会生产效率，同时使得政府恢复财政平衡的紧迫性和意愿降低，推迟危机后经济调整的进度。

日本的长期结构性问题：老龄化、低储蓄、低增长、高债务。在这些长期结构性问题面前，央行的能力是有限的。

- ▶ **低增长与人口红利、制度红利完结有关。**回顾日本增长的高峰十五年（1956-1970），实际 GDP 年均增长 9.7%，与中国 1990-2005 年的增速相同。这期间的高速增长与日本的年龄结构比较年轻、大量农民工进城有关。随着生产者比例峰值出现，七十年代增长显著下降（二十年年均增长 4.8%），但还是远高于其他发达国家。但是九十年代房地产泡沫破裂后，日本这二十年来年均增长不足 1%，落后于其他发达国家，被称作“失去的二十年”。然而如果仔细比较，过去十年来，如果按工作年龄人口的人均实际 GDP 增速来看，日本的增速（年均约 1.5%）在主要发达国家中是最高的（图表 21）。这说明，人口老龄化（65 岁以上老人占人口比例从 1980 年的约 8.7% 上升至 2010 年的超过 22.7%），是日本整体经济增速一直处于较低的区间的主要原因之一。
- ▶ **通货紧缩与日本劳动力市场特征有关。**日本在危机后与美国的一个重要不同是，失业率上升幅度有限——九十年代危机期间日本的失业率最高达到 5.4%，远低于近期危机期间的欧美国家。这与危机期间日本企业倾向于减薪，而不是裁员有关。与工资相关度较大的服务业价格也随之下行，对整体价格水平产生下行压力。持续的通缩压力在长期对日本的经济增长有显著的负面影响，对货币政策传导机制也提出挑战。（白川方明，2012）
- ▶ **政府债务短期虽然有支撑，但长期已经不可持续。**日本政府债台高筑，债务占 GDP 比重远高于其他发达国家。据 IMF 预测，2011 年日本政府债务约占其 GDP 的 233%，并且在中期将继续维持攀升的态势，仍将继续高于美国等其他主要经济体。同时，日本政府为刺激经济采取减税等措施大幅减少财政收入，而同期财政支出居高不下，导致财政赤字逐年增加。过去十年，日本的财政赤字占 GDP 比重平均高达 6.3%，高于同期美国的 5.1%。

日本本国国民持有日本国债的比例很高，这是日本短期没有发生危机的重要原因

但日本政府债务短期没有发生危机的重要原因是较高的国内持有率。日本本国国民持有日本国债的比例约 95%。相比之下美国这个比例只有约 50%。养老金的负债管理将继续维持对日本国债的高需求。目前日本居民直接通过银行和养老金持有国债的比重约占一半。养老金需要进行负债管理（liability management），希望得到定期的固定收益，而长期国债正好可以满足这种需求。最后，巨额的储备资产提供一定的缓冲。日本的外汇资产在 2011 年底达 1.3 万亿美元，一旦主权债务出现问题，日本政府可以抛售所持有的外汇储备或者黄金以应对危机。所以短期内，日本政府债务问题可能还不至于演变成希腊式的债务危机。

但随着日本老龄化的继续，医疗福利等社会开支在未来还将继续增大财政负担。同时，人口结构变化所导致的储蓄率下降使得未来日本国内居民储蓄可能无法满足国债的融

¹ Masaaki Shirakawa, Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road? Lecture at the London School of Economics and Political Science, January 2012.

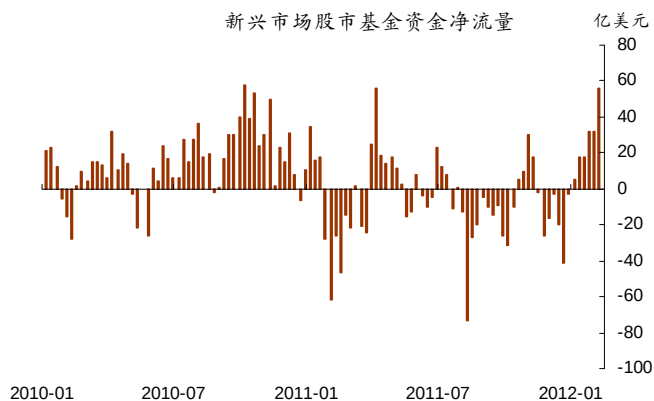
资需求——日本居民储蓄率已经从 1975 年的接近 25% 下降至 2008 年的 2.24%²。因此通过结构性改革，提高效率、刺激增长、消化债务对日本来说，已经刻不容缓。

新兴市场央行：逆周期货币放松，对抗经济下滑

新年以来，资金回流新兴股市债市，新兴货币重启升值

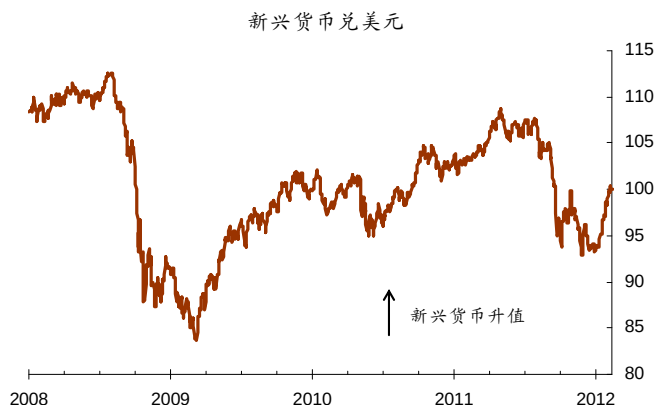
新年以来，市场对欧债危机的悲观情绪有所改善，资金重新回流新兴股市和债市，新兴股市回暖，汇率升值。EPFR 数据显示，年初至今，新兴股市与债市基金分别吸引 160 亿和 43 亿美元资金，逆转了部分在 2011 年下半年撤离新兴股市和债市的大量资金，（图表 22）。伴随资金回流，新兴股市普遍上涨，MSCI EM 本币计价股票指数今年以来上涨了 9.1%，其中俄罗斯（16%）、印度（15%）、香港（13%）、巴西（13%）表现最佳。资金回流带动新兴货币普遍上涨，JP Morgan 新兴货币兑美元指数今年以来上涨了 7.2%，其中巴西雷亚尔（8.4%）、印度卢比（7.4%）、俄罗斯卢布（7.0%）表现最好（图表 23）。

图表 22：新兴市场股市基金资金净流入



资料来源：EPFR

图表 23：新兴货币重启回升



资料来源：Bloomberg

新兴市场的经济增速如期放缓，货币逆周期宽松加速

新兴市场的实体经济增速如期放缓，货币逆周期宽松加速。在外部欧债风险的担忧减弱的同时，新兴市场内部的实体经济如期放缓，货币政策逆周期的宽松也在加速，正面影响其资本市场估值。

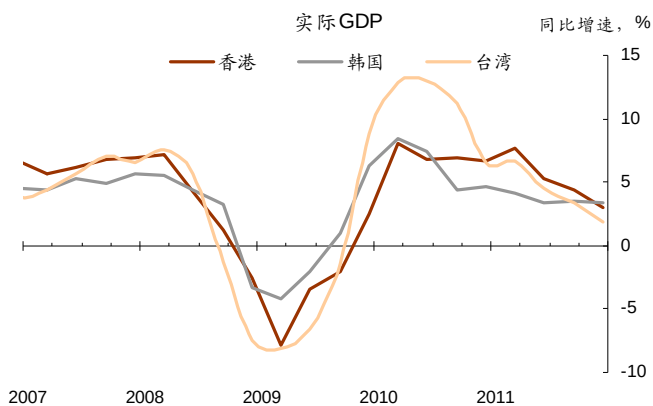
- ▶ **多国 4 季度 GDP 增速显著放缓。**香港、台湾、韩国近期发布的 4 季度 GDP 同比增速（分别为 3.0%、1.9%、和 3.4%）均达到近 8-9 个季度以来的最低水平。印度政府上周二（2 月 7 日）也将该国 2011-2012 财年（截至今年 3 月 31 日）经济增长预估下调至 6.9%，为近三年来的最低水平（过去两个财年均为 8.4%），该估计远低于去年 2 月预期的 9%，也低于我们之前 7.5% 的预测（图表 24）。
- ▶ **各国近月出口增速大幅下滑。**主要新兴经济体的出口同比增速都由 2010 年和 2011 年 20%-80% 的增速下滑至个位数，甚至是负增长，巴西 1 月出口同比增速已经由去年 11 月 23% 下降至 6%，而中国、韩国、台湾 1 月出口同比增速更是由去年的两位数转变为负增长，分别达 -0.5%、-6.6% 和 -16%。
- ▶ **出口贸易国前景相对较差。**从各国的 PMI 来看，BRIC 国家普遍在 50 分界线以上，其中印度最为强劲，从 12 月的 54.2 大幅上升到 57.5。而比较依赖出口贸易的四小

² 造成日本储蓄率下降的原因还有很多。例如与父辈相比，日本年轻人更加偏向于消费而不是储蓄；更多的老年人倾向于自己消费，而不是将财产留给下一代。

龙国家则相对悲观——除香港由12月的收缩区间回升到1月的扩张区间（51.9）外，其他三地的1月回升都很弱，仍停留在收缩区间。

- **货币政策加速转向宽松。**今年以来，数个新兴市场央行对基准利率或银行存款准备金率作出下调，或准备下调。菲律宾央行将基准利率下调25个基点至4.25%，为2009年7月以来首次下调，并且不排除在本季度再次下调利率的可能性；印度央行下调银行存款准备金率（由6%下调至5%），为2009年来首次，同时暗示未来可能降息；泰国央行继去年11月后再次降息，将基准利率下调25个基点至3.0%；巴西央行今年1月再次将基准利率下调50个基点至10.5%，为8月以来第四次下调利率；而印尼央行也继去年10月、11月两次降息后再次降息，将基准利率下调25个基点至5.75%（图表25）。
- **但宽松货币政策未必能够改变短期经济放缓，我们因此下调对新兴市场经济增速预测。**我们将新兴10国2012年实际GDP增速从6.4%下调至6.1%，2013年增速由7%小幅下调至6.9%。2012年GDP增速下调幅度较多的有韩国、台湾、新加坡、马来西亚和香港。其中韩国从3.9%下调至3.6%，台湾从4.1%下调至3.5%，新加坡从3.6%下调至2.6%，马来西亚从4.3%下调至3.8%，香港从4.4%下调至3.3%。

图表24：新兴市场4季度GDP



资料来源：Haver Analytics

图表25：新兴市场基准利率变动情况（基点）

	2011年							2012年	
	上半年	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
印度	125	50		25	25				
巴西	150	25	-50		-50	-50		-50	
俄罗斯	50						-25		
印尼	25				-25	-50		-25	
菲律宾	50							-25	
泰国	100	25	25			-25		-25	
韩国	75								

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

上周美国数据回顾

- **就业市场的改善仍在持续。**上周首次申请失业救济金人数为35.8万人，好于市场预期的37.0万，也低于前周修正后的37.3万。4周平均则从前周的37.725万增加为36.625万。1月28日结束该周的持续申请失业救济金人数为351.5万，高于前周的345.1万。4周平均为349.8万，低于前周的353.1万。近期美国就业市场总的趋势还是在持续小幅改善，支持美国经济温和复苏。但从整体来看，美国就业市场的改善仍将是较为漫长的过程。
- **消费者信心有所回落。**2月消费者情绪指数从前期的75.0回落至72.5，低于市场预期的74.3。其中预期指数从前期的69.1跌至68.0。当前指数也有小幅回落，从84.2下降至79.6。虽然有所回落，但消费者信心整体仍处与逐步改善的过程。近期较好的就业数据还将继续支持消费稳定增长。但私人部门消费增速可能将出现回落。去年最后几个月消费增长一直快于收入增长，储蓄率也随之继续下降。这种以消耗储蓄为支撑的消费增长将难以长期持续。

- ▶ **年底贸易赤字继续扩大。**美国12月份商品和服务贸易赤字为488亿美元，高于市场预期的478亿美元，也高于11月份修正后的471亿。进口增长快于出口是主要原因。出口总额上升至1778亿美元(11月为1775亿)，其中商品出口上升至1271亿美元(11月为1262亿)，主要集中在工业供给和材料(+10亿)、食品饲料饮料(+2亿)、汽车零部件引擎(+7亿)。服务出口从11月的514亿上升至517亿美元。进口总额则增加至2276亿美元(11月为2246亿)，其中商品进口上升至1914亿美元(11月为1887亿)。资本品(+10亿)、消费品(+9亿)、工业供给和材料(+3亿)和汽车零部件引擎(+5亿)的增长是主要的来源。服务进口从359亿美元上升至362亿。从对主要贸易伙伴的贸易数据来看，美国12月对加拿大的贸易逆差为39亿美元(11月为30亿)，对中国的贸易逆差从11月的269亿美元下降至231亿，对日本的贸易逆差从62亿美元上升至65亿。对欧盟的贸易赤字亦下降至96亿美元(11月为97亿)。

本周美国数据前瞻

本周美国将要公布的重要经济数据包括商品零售额、国际资本流动数据、工业产值、PPI、新屋开工数、费城联储商业前景调查和CPI。此外，美联储将公布上月FOMC会议纪要。

- ▶ 2月14日(周二)美国将公布1月份商品零售额。市场预期中值为环比上升0.7%，高于前期的0.1%。除去汽车外的核心零售额预计环比将增加0.5%，也高于1月的-0.2%。
- ▶ 2月15日(周三)1月工业产值将发布，市场预期中值为环比增长0.6%，高于去年12月的0.4%。设备利用率也预计将从78.1%继续回升至78.6%。
- ▶ 2月16日(周四)1月PPI数据将公布，市场预期环比增长为0.3%，高于前期的-0.1%；同比增长为4.1%，低于前期的4.8%。除去食品和能源的核心PPI预计环比增长0.1%，低于12月的0.3%；同比增长为2.6%，也低于12月的3.0%。
- ▶ 2月16日(周四)美国将公布1月新屋开工数。市场预期中值为67万，高于前期的65.7万。
- ▶ 2月16日(周四)2月费城联储商业前景调查指数将发布，市场预期该指数将从1月的7.3上升至8.4。
- ▶ 2月17日(周五)1月CPI数据将发布，市场预期环比增长为0.3%，高于前期的0.0%；同比增长为2.8%，低于前期的3.0%。除去食品和能源的核心CPI预计环比增长0.2%，高于12月的0.1%；同比增速则将维持在12月的2.2%。

图表 26: 海外主要经济指标

	2011/05	2011/06	2011/07	2011/08	2011/09	2011/10	2011/11	2011/12	2012/01	2010	2011	2012E
美国												
经济增长												
GDP(年化环比, %)	-	1.3	-	-	1.8	-	-	2.8	-	3.0	1.7	2.0
通货膨胀												
CPI(同比, %)	3.6	3.6	3.6	3.8	3.9	3.5	3.4	3		1.6	3.2	2.0
核心CPI(同比, %)	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2		1.0	1.7	
PPI(同比, %)	7.1	6.9	7.1	6.6	6.9	5.9	5.7	4.8		4.2	6.0	
核心PPI	2.1	2.3	2.7	2.7	2.5	2.8	2.9	3		1.2	2.4	
就业市场												
非农就业人数月度变化(千人)	54	84	96	85	202	112	157	203	243	1027	1820	
私人部门	108	102	175	52	216	139	178	220	257	1248	2091	
政府部门	-54	-18	-79	33	-14	-27	-21	-17	-14	-221	-271	
失业率(%)	9.0	9.1	9.1	9.1	9.0	8.9	8.7	8.5	8.3	9.6	9.0	8.0-8.5
消费												
私人收入(环比, %)	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.1	0.5		3.7	4.7	
私人支出(环比, %)	0.2	-0.2	0.8	0.1	0.7	0.1	0.1	0		3.8	4.7	
零售额(环比, %)	0	0.2	0.4	0.3	1.3	0.7	0.4	0.1		6.4	7.7	
投资												
耐用品订单(环比, %)	2.0	-1.1	4.2	0.1	-1.4	0.1	4.2	3		15.4	10.0	
住房建设投资(环比, %)	2.5	1.5	-3.3	2.2	1.1	0.3	0.4	1.5		-11.3	-1.9	
对外贸易												
出口(同比, %)	15.5	13.5	14.9	14.9	16.0	12.4	10.1	9.0		16.8	14.5	
进口(同比, %)	16.3	12.8	13.9	11.3	12.4	11.7	12.2	11.3		19.7	13.8	
余额(十亿美元)	-50.3	-51.8	-45.8	-45.1	-43.9	-43.0	-47.1	-48.8		-495.7	-558.0	
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, %)	5.2	5.9	7.9	9.8	9.6	9.4	9.6	9.6				
欧元区												
GDP(环比, %)	-	0.2	-	-	0.1	-	-			1.8	1.6	-0.2
CPI(同比, %)	2.7	2.7	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	2.7		1.6	2.7	1.8
核心CPI(同比, %)	1.5	1.6	1.2	1.2	1.6	1.6	1.6	1.6		1.0		
失业率(%)	10.0	10.0	10.1	10.2	10.3	10.3	10.4	10.4		10.1	10.1	9.6
出口(同比, %)	18.2	5.2	7.7	12.0	10.1	6.8	10.4			19.9		
进口(同比, %)	15.4	4.2	9.2	10.6	8.2	8.4	3.5			21.9		
贸易余额(十亿欧元)	-1.5	-2.7	-3.6	-1.2	2.5	0.5	6.1			-8.5		
工业产出(同比, %)	4.3	2.8	4.3	6	2.2	1	0.1			7.4		
PMI制造业指数	54.6	52.0	50.4	49.0	48.5	47.1	46.4	46.9	48.8			
PMI服务业指数	56.0	53.7	51.6	51.5	48.8	46.4	47.5	48.8	50.4			
欧央行主要再融资利率(%)	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	0.50
M3(同比, %)	2.3	2.0	2.1	2.8	2.9	2.6	2.0	1.6		2.0	2.1	
德国												
GDP(环比, %)	-	0.3	-	-	0.5	-	-			3.6	2.8	0.0
CPI(同比, %)	2.4	2.4	2.6	2.5	2.9	2.9	2.8	2.3	2.3	1.1	2.5	1.6
核心CPI(同比, %)	1.1	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1		0.6	1.2	
英国												
GDP(环比, %)	-	0	-	-	0.6	-	-	-0.2		1.4	0.9	0.7
CPI(同比, %)	4.5	4.2	4.4	4.5	5.2	5.0	4.8	4.2		3.3	4.5	2.9
核心CPI(同比, %)	3.1	2.5	2.9	2.9	3.0	3.1	3.0			2.7		
日本												
GDP(年化环比, %)	-	-2	-	-	5.6	-	-			4.0	-0.4	1.3
CPI(同比, %)	-0.4	-0.4	0.2	0.2	0	-0.2	-0.5	-0.2		-0.7	-0.3	-0.3
核心CPI(同比, %)	-0.8	-0.8	-0.5	-0.5	-0.4	-1	-1.1	-1.1		-1.0	-1.0	
香港												
实际GDP(同比, %)	-	5.3	-	-	4.3	-	-	3		7.0	5.0	3.3
CPI(同比, %)	5.2	5.6	7.9	5.7	5.8	5.8	5.7	5.7		2.4	5.3	4.3
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, %)	-	7.7	-	-	6.9	-	-			8.5	6.9	7.2
WPI(同比, %)	9.6	9.5	9.4	9.8	10.0	9.9	9.1	7.5		9.6	9.4	6.9
政策利率(逆回购利率, %)	6.25	6.50	7.00	7.00	7.25	7.50	7.50	7.50	7.50	5.25	7.50	
韩国												
实际GDP(同比, %)	-	3.4	-	-	3.5	-	-	3.4		6.2	3.6	3.6
CPI(同比, %)	3.9	4.2	4.5	4.7	3.8	3.6	4.2	4.2	3.4	3.0	4.2	3.1
政策利率(%)	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	2.50	3.25	
台湾												
实际GDP(同比, %)	-	4.5	-	-	3.4	-	-	1.9		10.7	4.0	3.5
CPI(同比, %)	1.7	2.0	1.3	1.3	1.4	1.3	1.0	2.0		1.0	1.4	1.6
政策利率(%)	1.75	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.625	1.875	

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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
上海市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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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

