

Rob Subbaraman
Tomo Kinoshita

+852 2252 6249
+852 2536 1858

rob.subbaraman@nomura.com
kinoshita.tomo@hk.nomura.com

TOP
DOWN

ANCHOR REPORT

拉锯战

2009 年度亚洲经济展望

虽然亚洲仍然很容易受到全球衰退及金融危机的影响，但我们认为其经济基本面还是要好于其它地区。假以时日，亚洲必定会因大宗商品价格下跌而受惠。最重要的是，亚洲决策者有采取颇具扩张性的货币及财政政策的意图和空间。不过，政策响应需要一些时间才能发挥效用，而经济的负反馈循环已在形成。在第二轮经济效应（如失业增加、不良贷款上升及存货堆积）的制肘下，我们认为预期将于 2009 年下半年出现的浅度复苏有可能会推迟至 2010 年。若亚洲出现衰退，我们认为韩国、印度尼西亚及印度是最脆弱的经济体。令人鼓舞的是，减息及刺激经济方案正频频出台（尤以中国最为显著），这让亚洲以及全球经济很有机会最终能在拉锯战中胜出。

- ① 中国：为何能做到“保八”
- ② 印度：将会面临考验
- ③ 韩国：刺激经济的财政方案－规模将会加倍的例子

经济学家

Tomo Kinoshita
kinoshita.tomo@hk.nomura.com

Robert Subbaraman
rob.subbaraman@nomura.com

孙明春
mingchun.sun@nomura.com

Takayuki Urade
urade.takayuki@sg.nomura.com

Young Sun Kwon
youngsun.kwon@nomura.com

Tetsuji Sano
t-sano@frc.nomura.co.jp

Sonal Varma
sonal.varma@nomura.com

Renee Chen
renee.chen@hk.nomura.com

Stephen Roberts
stephen.roberts@nomura.com

Yuichi Izumi
y-izumi@frc.nomura.co.jp

Kota Hirayama
k-hirayama@frc.nomura.co.jp

Takahide Kiuchi
t-kiuchi@nomura.co.jp

请参阅本报告最后一页的重要分析员保证和重要披露。

目录

地区综述	2
拉锯战	2
经济前景	16
澳大利亚：2009 年经济增长几近停滞	16
中国：未来三大变化	17
香港：十年来首现负增长	18
印度：周期已逆转	19
印尼：内需旺盛，但经济仍容易受到冲击	20
日本：面临长时间衰退	21
马来西亚：政策重点明显转向抵御下行风险	22
菲律宾：2009 年出口带动增长放缓	23
新加坡：准备迎接亚洲最大的跌幅	24
韩国：更深更广的经济下滑	25
台湾：面临经济明显萎缩	26
泰国：政治动荡的负面影响	27
越南：汇率更具灵活性	28
专题聚焦	29
中国：为何能做到“保八”	29
印度：将会面临考验	35
韩国：刺激经济的财政方案－规模将会加倍的例子	40
预测表	44

地区综述

Rob Subbaraman | rob.subbaraman@nomura.com
Tomo Kinoshita | kinoshita.tomo@hk.nomura.com

拉锯战

由于全球经济继续趋弱，我们再次下调了我们的 GDP 预期。不过，亚洲的政策制定者放松宏观政策的空间仍然充裕。而且，大宗商品价格的暴跌也将成为振兴亚洲经济的一个重要作用因素。尽管目前还不能与出口暴跌、资产价格下滑、信贷标准紧缩以及非线性经济效应迹象¹等因素相抗衡，但这两股顺风正在增强风力。风险是亚洲 2009 年的经济下滑比我们预期的更加严重而且持续时间更长，而且根据我们的评估，在各经济体中韩国、印度尼西亚和印度最有可能出现更差的结果。我们更有信心的是到 2010 年顺风将占上风，而且由于经济基本面好于其它地区，我们相信亚洲（日本除外）很可能成为第一个复苏的地区。事实上，如果全球经济要重新实现均衡并避免总需求大幅滑坡，关键就是高储蓄率的亚洲出现由内需驱动的经济复苏。

继续下调

我们曾在 11 月初大幅下调了对 2009 年 GDP 增长的预期，但此后高频数据迅速恶化，我们不得不再次下调我们的预期。我们将 2009 年亚洲总体 GDP 增长预期从 3.1% 下调至 2.3%，而 2008 年增长率的估计值是 4.1%（图表 1）。2009 年亚洲（日本除外）GDP 的增长预期则从 5.7% 降至 4.9%。

虽然亚洲的经济基本面相对不错，但该地区的出口依赖性很高。根据国际货币基金组织（IMF）的定义，世界 GDP 增长低于 3% 就属于全球经济衰退；尽管各国政府做出了积极的、非常规的政策反应，但现在看来 2009 年的增长率很可能会低于 3%。我们对亚洲的预期与我们对全球的预期相互关联，而纽约和伦敦的同事预测 2009 年美国 and 欧元区 GDP 分别萎缩 1.0% 和 0.8%。他们预期 2010 年美国（1.9%）和欧元区（1.2%）经济将轻度复苏，但 GDP 增长仍然低于潜在水平。亚洲与世界其它地区的金融联动性也增强了，因此这场自经济大萧条以来最严重的金融危机对经济造成的负面影响不容低估。大宗商品价格暴跌对亚洲而言是个利好消息。我们的石油和能源研究团队预测：2009 年布伦特原油价格平均为 60 美元/桶，2010 年为 65 美元/桶。

我们再次下调了 GDP 增长预期

亚洲的出口依赖性很高，而且与全球的金融联动性已显著增强

图表 1. GDP 预期

GDP 增长(%年同比)	2007	野村 估计值	野村		野村	
		2008	旧	新	旧	新
			2009	2009	2010	2010
中国	11.9	9.2	8.0	8.0	8.1	8.5
香港	6.4	2.8	0.5	(1.5)	4.2	3.7
印度*	9.0	6.8	6.9	5.3	8.3	7.6
印度尼西亚	6.3	6.0	4.5	3.6	6.0	5.5
日本	2.4	(0.2)	(1.1)	(2.1)	0.7	0.6
马来西亚	6.3	4.7	2.0	1.5	5.3	4.8
菲律宾	7.2	4.3	3.0	2.8	5.6	5.6
新加坡	7.7	1.7	0.3	(1.0)	5.0	3.5
韩国	5.0	4.0	2.7	1.3	5.0	5.0
台湾	5.7	1.8	0.6	(1.0)	5.0	4.2
泰国	4.9	4.4	3.2	2.1	5.3	5.1
越南	8.5	6.2	5.5	5.0	6.8	6.3
亚洲	6.6	4.1	3.1	2.3	4.6	4.5
亚洲（日本除外）	9.1	6.8	5.7	4.9	7.0	6.9
澳大利亚	4.0	2.5	2.0	1.2	3.0	3.2

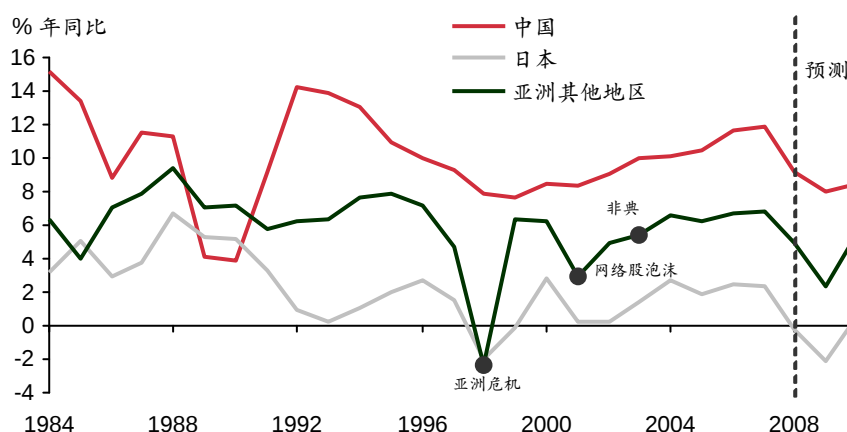
备注：*印度为财年增长数据，2008 财年截至 2009 年 3 月份。数据来源：CEIC 和野村估计值。

¹ 非线性经济效应可以有多个形式，包括从资产价格下降、信贷标准紧缩到实体经济的负反馈循环；从一个经济体到另一个经济体的溢出和金融蔓延效应；以及出口暴跌迫使企业减少投资并裁员而产生的乘数效应。

2008 年第三季度香港和新加坡步入了技术性衰退（即连续两个季度季环比负增长），而且我们预期到 2009 年第一季度韩国、台湾和泰国也将加入衰退俱乐部。从年同比增长率来看，我们预期各国经济增长分别将于 2009 年第一季度或第二季度陷入本轮周期的低点。我们预期新加坡、香港和台湾受到的打击最严重，其最低年同比增长率分别为-4.6%，-4.2%和-2.7%。相反，我们预期明年增长最快的经济体是中国、印度、越南和印度尼西亚，不仅因为这些国家的潜在增长率更高，也是因为其开放程度更低。拿中国来说，我们预期中国的财政政策反应比其它各大经济体都更加显著。对于内需已经低迷的日本，我们认为该国经济将陷入长时间的衰退 - 2009 年 GDP 下滑 2.1%，而日元进一步升值是主要的下行风险。我们的基本预期是：2009 年下半年亚洲最多只是浅度复苏，真正意义上的复苏要到 2010 年才开始。

我们预期 2009 年中国、日本和亚洲其他地区的总计经济下滑程度将超过 2001 年的网络股泡沫破灭时期（图表 2）。中国和日本的最低经济增长率将与 1997-98 年亚洲危机时差不多，但对于亚洲危机时曾受影响最大的其它亚洲经济体而言，我们不认为其 GDP 增长会经历 1998 年那样的大滑坡，因为现在的汇率更加灵活、经济基本面更加稳固而且政策反应远远更具扩张性。

图表 2. 亚洲的实际 GDP

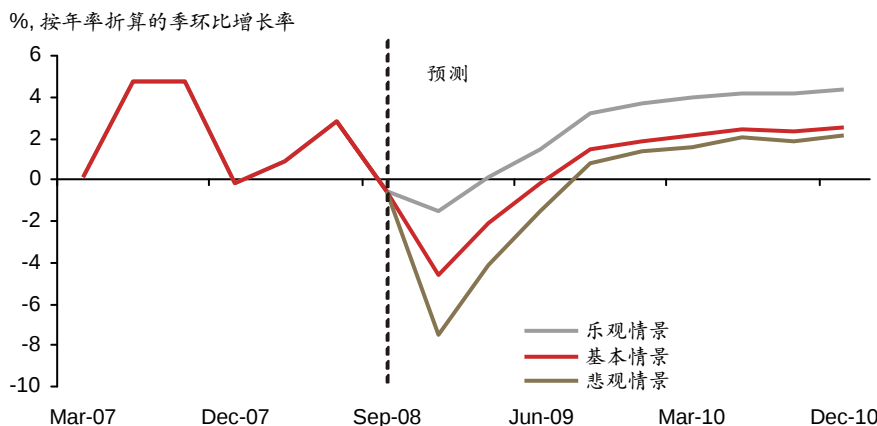


数据来源: CEIC 和野村估计值。

风险情景分析

我们仍认为我们的 2009 年 GDP 增长预期更多面临的是下行风险。这一风险情景分析是基于美国经济的发展。我们的美国首席经济学家认为基本情景的发生概率是 60%：2009 年美国 GDP 增长-1.0%，2009 年下半年经济增长略微加快，2010 年增长率提高至 1.9%（图表 3）。

图表 3. 不同情景下的美国实际 GDP 增长率假设



数据来源: 野村估计值。

尽管预期新政府将出台新的财政一揽子计划，但我们认为悲观情景的发生概率有 30%：2009 年美国 GDP 增长-2.5%，2010 年增长 1.4%。在这种情况下，我们认

我们预期韩国、台湾和泰国将加入新加坡和香港的经济衰退队伍

我们预期这次经济下滑比 2001 年网络股泡沫破灭时更加严重

我们仍认为我们的 2009 年 GDP 增长预期更多面临的是下行风险

为非线性效应和继发经济效应将尤其对亚洲的新兴工业化经济体 (NIE) 和马来西亚造成伤害。我们预期 2009 年香港、台湾和新加坡的增长率将低于 -3% (图表 4)。另一方面, 我们预期中国经济将保持不错的势头, 随着政策反应力度的不断加大而实现 7.5% 的增长率。

同时, 我们认为乐观情景的发生概率只有 10%: 2009 年美国 GDP 增长 0.8%, 2010 年增长 3.8%。在这种情况下, 我们预期 2010 年中国和印度经济至少增长 9%, 而且亚洲新兴工业化经济体的增长率达到 6.9%。

图表 4. 不同假设下对亚洲经济体的预期

	乐观情景	基本情景	悲观情景	与基本情景的偏差	与基本情景的偏差
(%, 年同比)	2009F (A)	2009F (B)	2009F (C)	(A-B) (百分点)	(C-B) (百分点)
实际 GDP 增长率					
亚洲新兴工业化经济体 (NIE)	2.5	0.2	(1.7)	2.2	(2.0)
韩国	3.0	1.3	(0.5)	1.7	(1.8)
台湾	1.8	(1.0)	(3.2)	2.8	(2.2)
香港	1.3	(1.5)	(3.8)	2.8	(2.3)
新加坡	2.5	(1.0)	(3.0)	3.5	(2.0)
东盟五国	4.9	2.9	1.7	2.0	(1.2)
印度尼西亚	5.6	3.6	3.0	2.0	(0.6)
马来西亚	3.5	1.5	(0.2)	2.0	(1.7)
菲律宾	4.3	2.8	1.0	1.5	(1.8)
泰国	4.2	2.1	0.5	2.1	(1.6)
越南	7.3	5.0	4.2	2.3	(0.8)
中国	9.0	8.0	7.5	1.0	(0.5)
以上各国总计	6.4	4.9	3.9	1.5	(1.0)
亚洲新兴经济体+东盟五国	3.4	1.3	(0.4)	2.1	(1.7)
印度	7.0	5.3	3.0	1.7	(2.3)
澳大利亚	2.5	1.2	(0.5)	1.3	(1.7)
(%, 年同比)	2010F (A)	2010F (B)	2010F (C)		
实际 GDP 增长率					
亚洲新兴工业化经济体	6.9	4.5	3.3	2.4	(1.2)
韩国	7.0	5.0	3.5	2.0	(1.5)
台湾	6.9	4.2	3.1	2.7	(1.0)
香港	6.6	3.7	3.0	2.9	(0.8)
新加坡	7.1	3.5	2.6	3.6	(0.9)
东盟五国	7.2	5.4	4.5	1.8	(0.9)
印度尼西亚	7.2	5.5	5.0	1.7	(0.5)
马来西亚	6.8	4.8	3.6	2.0	(1.2)
菲律宾	6.8	5.6	4.5	1.2	(1.1)
泰国	7.2	5.1	4.0	2.1	(1.1)
越南	8.5	6.3	5.5	2.2	(0.8)
中国	9.5	8.5	8.1	1.0	(0.4)
以上各国总计	8.4	6.8	6.1	1.5	(0.7)
亚洲新兴经济体+东盟五国	7.0	4.8	3.7	2.2	(1.1)
印度	9.0	7.6	5.5	1.4	(2.1)
澳大利亚	4.4	3.2	1.0	1.2	(2.2)

备注: 印度为财年 (4 月份-3 月份) 数据。数据来源: 野村估计值。

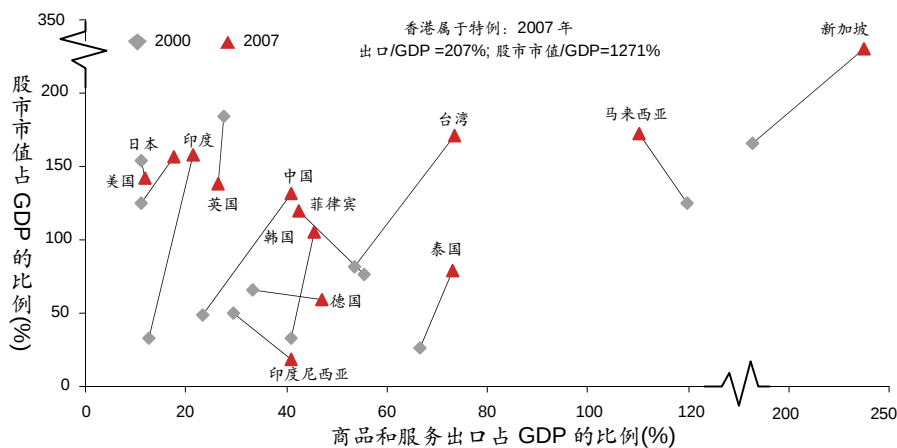
很容易受全球问题的影响

我们认为亚洲的经济基本面好于其它地区, 但两个渠道 (高度的出口依赖性、以及日益强大的财富和金融“减速器”效应) 会让亚洲很容易受到全球经济衰退和金融危机的影响。亚洲 (日本除外) 有很多世界上最开放的经济体, 这在一定程度上是因为一直保持货币被低估所造成的。衡量开放程度的常用指标是出口对 GDP 的比率, 2007 年新加坡的这个比率是 231%, 香港 207%, 马来西亚 110%, 而亚洲 (日本除外) 总体的平均比率是 52%。同时, 银行 (该地区企业的重要融资来源) 正在实行信贷配给, 而股价和房价下跌所带来的负的财富效应、资产负债表效应以及信心效应不容小觑。该地区股市总市值占 GDP 的比例在 2002-2007 年间翻了两倍, 从 2002 年的 63% 上升至 2007 年的 196%。

图表 5 是出口/GDP 与股市市值/GDP 的散点图, 比较了 2000 年和 2007 年的情况。越接近右上象限, 经济体受到的冲击越大。亚洲 (日本除外) 地区的比率上升速度令人震惊, 其中香港的数据已经超出了图表范围。

股价和房价下跌所带来的负财富效应不容小觑

图表 5. 出口敞口相比股市市值

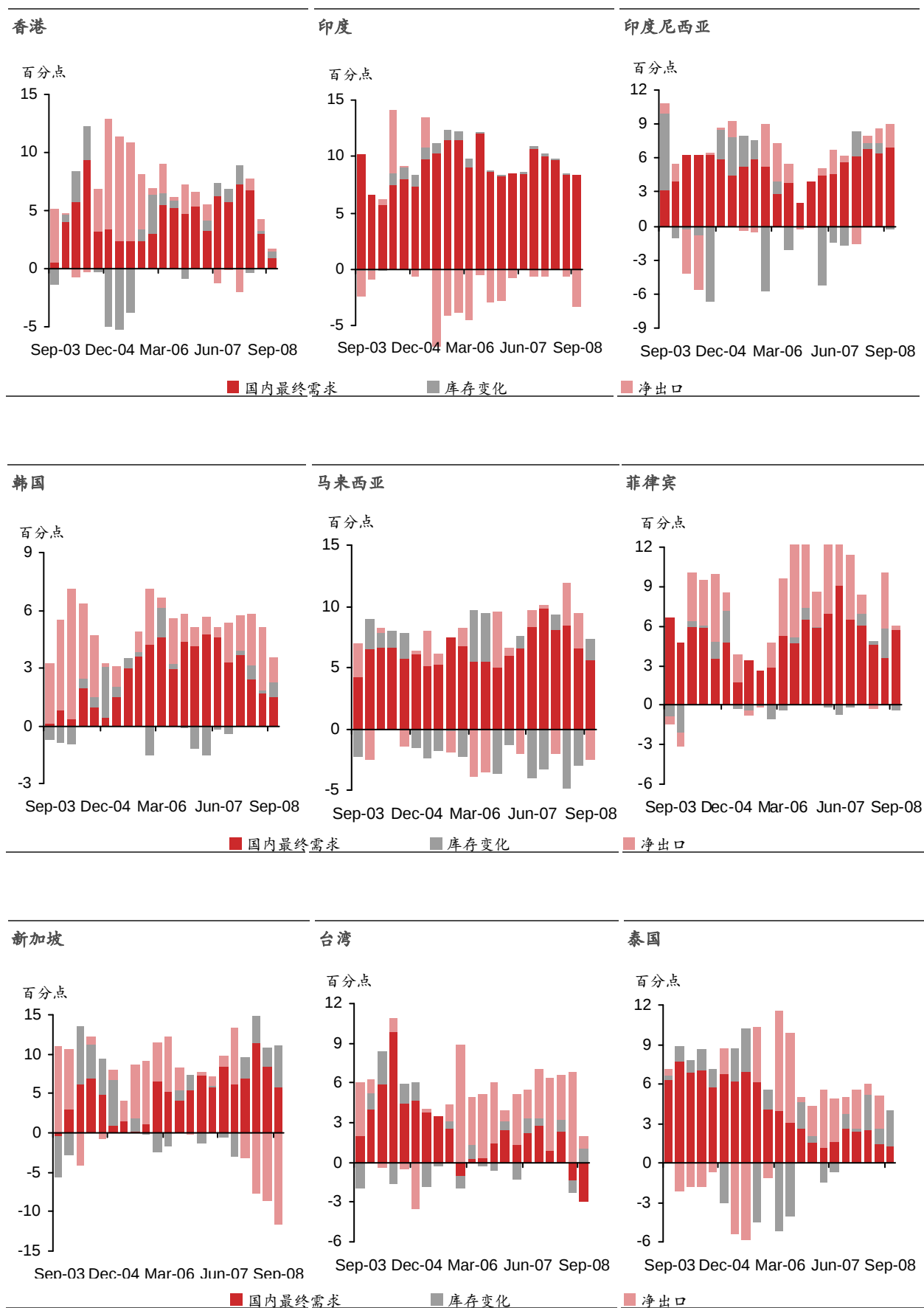


数据来源：世界交易所联盟，CEIC 和野村。

亚洲各经济体都已公布 2008 年第三季度 GDP 数据，在下页的彩图中，我们细分了各经济体的主要增长推动因素（中国除外，因为无法获得其季度增长的细分数据）。亚洲经济很容易受全球经济影响这一点开始在数据中体现出来。几乎所有经济体的净出口对增长的贡献率都在下降，印度、马来西亚和新加坡的净出口更是拖累了第三季度的经济增长。恰如所料，国内最终需求对增长的贡献正在减弱，特别是那些开放程度非常高或者有大型金融中心的经济体 - 如香港、韩国、马来西亚、新加坡和台湾。相反，两个最封闭的经济体（印度和印度尼西亚）的内需在第三季度仍然表现韧性。很多经济体的库存也在增加。

在 2008 年第三季度，几乎所有经济体的净出口对 GDP 增长的贡献率都已下滑

彩图: 对 GDP 年同比增长的贡献率



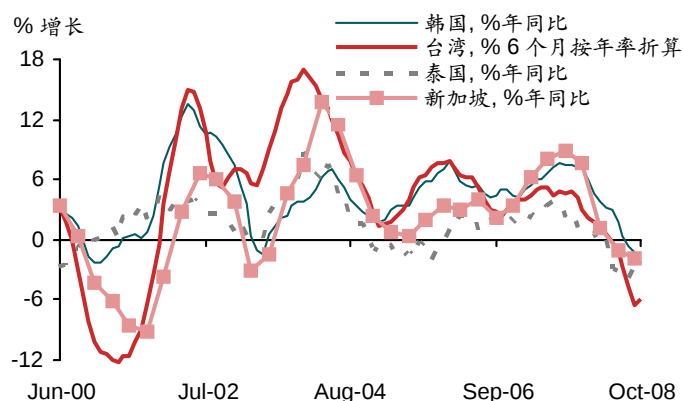
数据来源: 各国数据均来自 CEIC 和野村。

非线性效应

9 月份全球金融危机显著恶化，近几个月出现了非线性效应和继发经济效应的更多迹象。从过去的深度衰退或多国衰退中吸取的经验教训是：非线性经济效应不容小觑。这类效应会以多种形式出现，包括从资产价格下降、信贷标准紧缩到实体经济的负反馈循环；从一个经济体到另一个经济体的溢出和金融蔓延效应；以及与外贸部门紧密联系的企业被迫减少投资并裁员（亚洲的这种情况尤其明显）而产生的乘数效应。从很多刚公布的数据来看，时间序列似乎在近几个月出现了结构性突变：

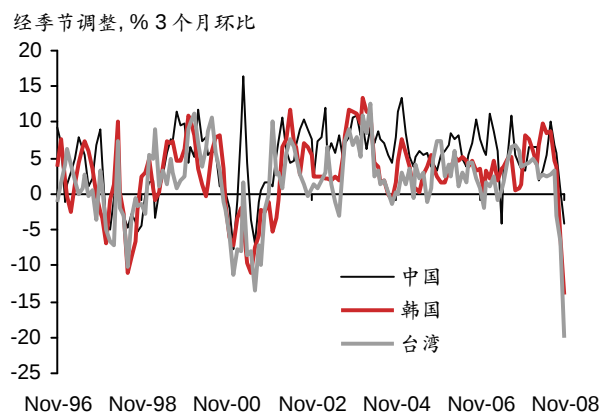
- **官方先行经济指数**一般比 GDP 增长先行 1 个季度。韩国、台湾、泰国和新加坡的先行指数都已大幅走低，现在处于负增长区间（图表 6）。
- **出口值**（按美元计算）在很多经济体都直线下降。中国的出口增速从 10 月份的年同比 19.2% 减至 11 月份的 -2.2%，而台湾(-23%) 和韩国(-18%) 的出口降幅甚至更大。这些数据未经官方季节性调整。为了更好地把握亚洲出口增长的即时“脉搏”，我们自己对数据进行了季节性调整，并计算了 3 个月环比增长率。韩国和台湾 11 月份的出口增速远低于 2001 年网络股泡沫破灭时期和 1998 年亚洲危机时期（图表 7）。
- **采购经理人指数**在 10 - 11 月份之间大幅下跌，现在远低于 50 这一强弱分界点：中国从 44.6 降到 38.8；香港从 43.1 到 38.8；新加坡从 45.8 到 44.3。
- **国内机动车销售**在多数经济体都直线下滑，10 月份台湾为年同比-32%，香港-23%，泰国-15%，印度-14%，马来西亚-13%。11 月份香港的本地机动车销售年同比减少了 28%。
- **到访旅客人数**的年同比增长率在各地均大幅下降，10 月份中国、香港、新加坡和泰国都出现负增长。

图表 6. 官方先行经济指数



数据来源：CEIC 和野村。

图表 7. 商品出口值（按美元计算）



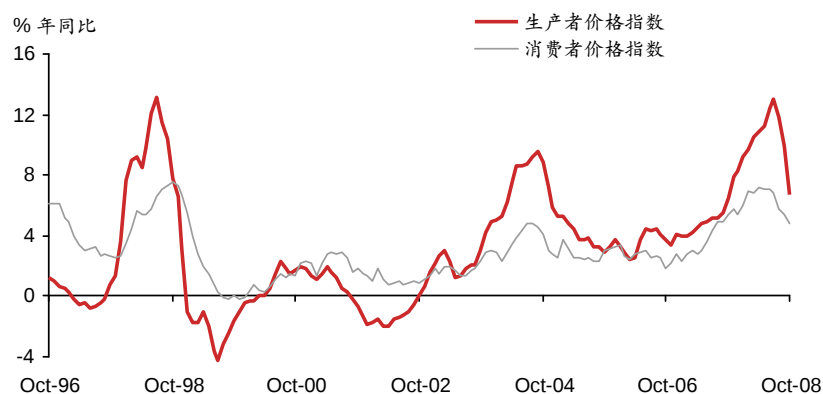
数据来源：CEIC 和野村。

在一片风声鹤唳中，重要的一点是要意识到推动亚洲经济的两大顺风正在增强风力。第一，作为原材料的主要净进口地区，亚洲将逐渐从大宗商品价格的暴跌中获益。2008 年上半年很多原材料价格都创了历史新高，那时亚洲生产商的利润率承受了巨大压力。一部分的成本压力被转嫁，导致 CPI 通胀飙升，这侵蚀了亚洲消费者的购买力并迫使很多央行不得不加息。鉴于大宗商品价格暴跌，这一过程正在迅速逆转。生产者价格通胀（PPI）和消费者价格通胀（CPI）之间的巨大缺口正在快速闭合，帮助缓解了企业利润率所面临的部分压力（图表 8）。

从过去的深度衰退或者多国衰退中吸取的经验教训是：非线性经济效应不容小觑

在一片风声鹤唳中，重要的一点是要意识到大宗商品价格已经大幅下跌——这对该地区而言是个重大利好因素

图表 8. 亚洲（日本除外）的消费者价格通胀和生产者价格通胀



备注：数据是中国、印度尼西亚、韩国、马来西亚、新加坡、台湾和泰国的 GDP 加权均值。数据来源：CEIC 和野村。

正在增强的另一股顺风是宏观政策转向扩张性。由于 CPI 通胀显著回落，该地区各央行都下调了利率：越南（400 基点）、澳大利亚（300 基点）、印度（250 基点）、韩国（225 基点）、中国（189 基点）、台湾（163 基点）、泰国（100 基点）、印度尼西亚（25 基点）和马来西亚（25 基点）。

政府也在采取积极的财政政策。中国中央政府已经宣布了将在未来两年时间里实施 4 万亿元人民币（GDP 的 14%）的经济刺激一揽子计划；再加上地方政府的经济刺激计划，财政刺激总规模将非常庞大（详见《中国聚焦专题：为何能做到“保八”》）。在其他经济体中，韩国已承诺 2009 年实施 33 万亿韩元（GDP 的 3.3%）的一揽子计划（详见《韩国聚焦专题：刺激经济的财政方案 - 规模将会加倍的例子》）；台湾宣布了 2009 年实施 4830 亿新台币（GDP 的 3.5%）的措施，其中包括发放 830 亿新台币的购物券；据新加坡财政部长称，计划在 1 月份实行极度扩张的预算，2009 年财政赤字将扩大至最初预测值的三倍以上。

宽松的宏观政策以及下跌的大宗商品价格这两股顺风此刻还无法与骤降的出口增速、下滑的资产价格、紧缩的信贷标准和下挫的信心相抗衡。

我们仍然认为我们修正后的 GDP 预期在 2009 年更多面临的是下行风险。由于政策反应发挥作用有时滞性，我们相信 2009 年第一季度的危险是非线性经济效应最终过于强大，从而导致经济下滑程度比我们预期的更严重。我们认为更具扩张性的宏观政策将在 2009 年下半年发挥作用，但危险是其中大部分影响将被继发经济效应（例如失业人数增加、不良贷款上升以及库存高企）抵消。鉴于逆风和顺风之间的拉锯战日益激烈，经济前景预测的难度以及不确定性与以往相比大大提高，不管是对下滑幅度还是对持续时间的预测（图表 9）。

未来几个季度面临的风险是经济下滑程度比我们预期的更严重，而更远的风险是我们预期将于 2009 年下半年出现的浅度复苏被推迟至 2010 年。我们更有信心的是 2010 年经济复苏将开始成为主旋律，因为那时顺风将开始日益压倒逆风。尽管如此，由于出口引擎还没有完全启动，因此经济复苏的幅度可能不大，增长驱动力将来自内需。

另一股正在增强的顺风是大幅减息...

...还有日益扩张的财政政策...

但还无法与骤降的出口、下跌的资产价格和紧缩的信贷相抗衡...

... 尽管顺风和逆风之间的拉锯战看来会更加激烈

风险在于经济下滑程度比我们预期的更严重，而且持续时间更长

图表 9. 逆风和顺风的拉锯战 – 亚洲时间表预测简图



数据来源: 野村估计值。

脆弱性和相对论

为了评估亚洲（日本除外）的部分经济体面对全球金融危机和经济衰退时是否比其他一些经济体更加脆弱，也为了衡量该地区相比其他地区的状况，我们考察了五个关键因素：外部脆弱性；国内私人部门债务；金融部门的健康状况；电子产品周期敞口；以及政策应对空间。根据我们的评估，如果 GDP 基本预期所面临的下行风险真的出现，韩国（外部脆弱性、国内高杠杆率）、印度尼西亚（外部脆弱性）和印度（财政应对的余地有限）是该地区最脆弱的经济体。然而，我们也发现：相比其他新兴市场，亚洲（日本除外）的经济基本面还不错，而且亚洲各经济体的宏观政策应对空间普遍更大。

在悲观情景中，韩国、印度尼西亚和印度似乎是该地区最脆弱的经济体

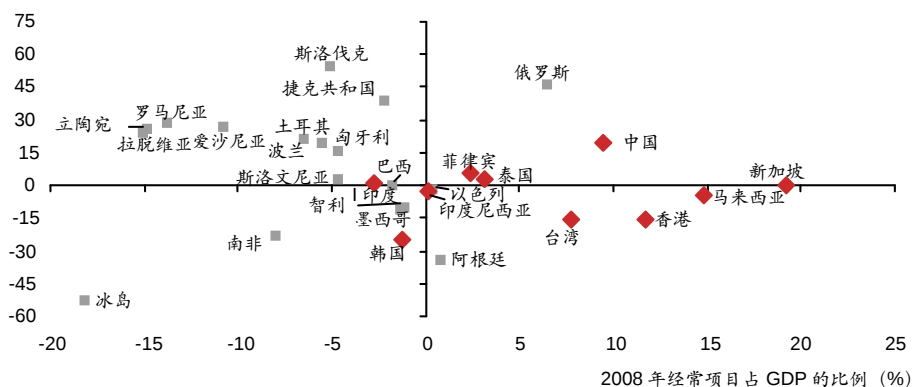
外部脆弱性

根据多数指标来看，亚洲（日本除外）地区总体的外部脆弱性看起来好于其他新兴市场。重要的一个原因是亚洲货币没有被显著高估。图表 10 是新兴市场经济体的实际有效汇率（REER）与经常项目收支的散点图。

亚洲（日本除外）的外部脆弱性指标看来好于其他地区...

图表 10. 经常项目收支相比实际有效汇率

2008 年 11 月份 REER 与长期均值(1994-2008 年)的偏差 (%)
(数值越低=货币越贬值)



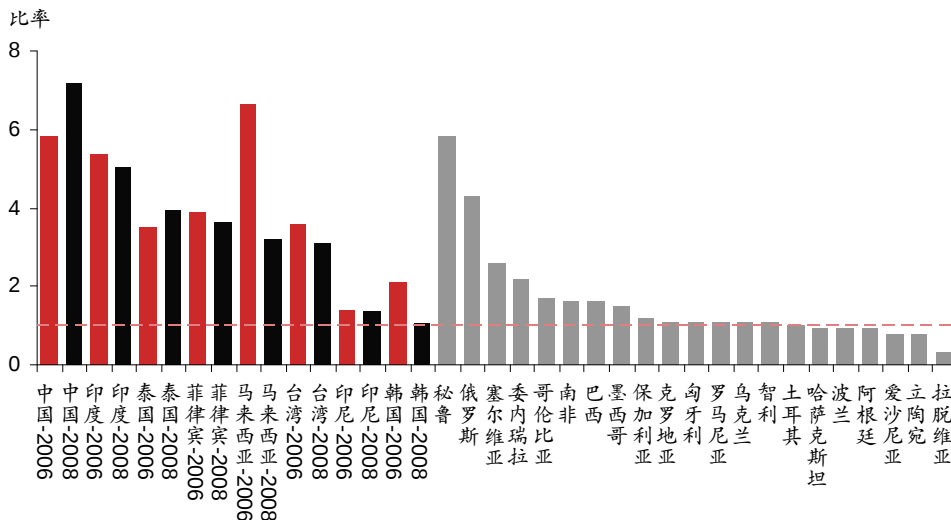
数据来源: 国际清算银行, 国际货币基金组织, CEIC 和野村。

左上象限的状况最糟糕 - 经常项目赤字而且货币被高估，很多东欧国家都处在这个象限。这与 1997 年亚洲危机之前的情况恰恰相反，当时多数亚洲经济体都处于左上象限。

亚洲各央行（包括日本）也都未雨绸缪，2008 年 10 月份的外汇储备高达 4.2 万亿美元。为避免本国货币过快贬值以及偿还外债，部分央行（特别是韩国、马来西亚和印度）今年都在降低外汇储备。这与 1997-98 年的亚洲危机形成了鲜明对比，当时外汇储备几近告罄而且很多亚洲央行别无选择只能加息以捍卫本国货币（冰岛、巴基斯坦和俄罗斯今年就不得不这么做）。而且，尽管外汇储备减少，但多数亚洲经济体的外汇储备对短期外债的比率（衡量国际收支危机风险的最好指标之一）仍然远高于阈值 1，而且高于其他多数新兴市场经济体的比率（图表 11）。韩国和印度尼西亚是该地区两个明显的例外。

...尽管韩国和印度尼西亚的外汇储备对短期外债的比率已经下跌至低点

图表 11. 外汇储备/短期外债



备注：非亚洲国家为 2007 年数据。数据来源：国际清算银行，国际货币基金组织，CEIC 和野村。

国内私人部门债务

到目前为止，亚洲（日本除外）的金融部门受全球信贷紧缩的影响小于美国和欧洲，但随着全球经济加剧下滑，亚洲的银行业可能会面临更多压力。要评估一个国家面对贷款违约率大幅上扬的脆弱性（在最糟糕的情况下，可能发生银行业危机），一个重要的指标就是国内私人部门债务规模；在衡量这个指标时，我们广泛涵盖了金融机构对家庭和企业的贷款以及未清偿的国内企业债（图表 12）。不管是从占 GDP 的比例还是从人均债务水平来看，中国、香港、韩国、马来西亚、新加坡、台湾和泰国的国内私人部门债务总额相当大。不过，亚洲各经济体现在处于不同的发展阶段，而且更发达的经济体一般拥有更多的金融和实物资产，这为更高的杠杆率提供了缓冲作用。考虑到这一点，我们也计算了各经济体的人均国内私人部门债务、人均 GDP 以及私人部门债务总额占 GDP 的比例（图表 12 最后一行）。结果显示：香港（145）、马来西亚（147）和台湾（149）的杠杆率较高，特别是其企业部门，但真正有问题的国家是韩国（203） - 这一比率甚至高于美国（172）。

从国内杠杆率来看，的确有问题的国家是韩国

图表 12. 2007 年国内私人部门债务总额

十亿美元	中国	香港	印度	印度尼西亚	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	台湾	泰国	美国
家庭贷款	431	108	123	48	850	42	3	72	205	44	13848
企业贷款	3326	183	451	62	889	155	48	83	312	177	7019
未清偿的企业债	104	9	10	5	231	79	2	6	54	41	2931
国内私人部门债务总额	3861	300	584	115	1970	275	53	161	572	263	23798
人均国内私人部门债务总额，美元 (a)	2922	43201	517	511	40655	10136	601	35075	24894	4169	78561
人均名义 GDP，美元 (b)	2483	29796	1014	1926	20021	6875	1624	35172	16690	4171	45790
国内私人部门债务总额占 GDP 的比例 (a/b)	118	145	51	27	203	147	37	100	149	100	172

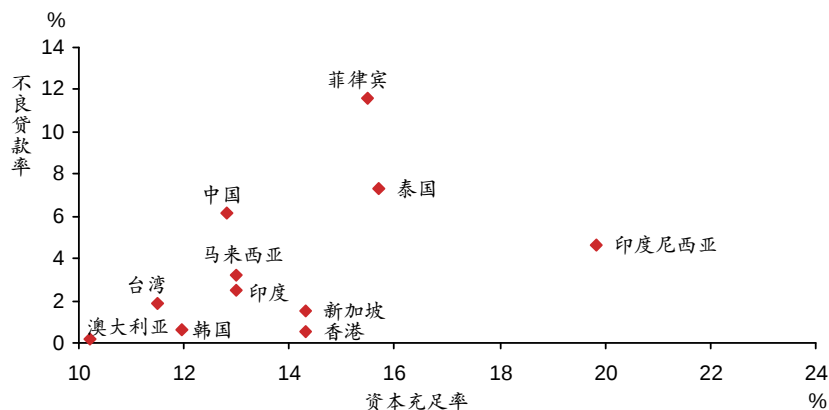
备注：除美国和韩国（有及时而且更加全面的资金流数据）以外，所有经济体的国内私人部门信贷数据都来自国际货币基金组织的国际金融统计数据。根据国际货币基金组织的数据，韩国国内私人部门信贷占 GDP 的比例为更低的 108%。数据来源：国际货币基金组织，国际清算银行，CEIC 和野村。

金融部门的健康状况

金融部门的健康状况是关键所在，因为如果金融中介过程被打断，那么经济会陷入恶性循环。我们看到存在两大隐忧。第一个是银行资本的恶化。亚洲危机时期很多经济体曾因为这个原因而受到伤害，但它们似乎已经从中吸取了教训 - 今天的银行系统反映出资产负债表修复和贷款标准紧缩在过去十年里取得了不小的进展。除了菲律宾、泰国和印度尼西亚以外，其他经济体银行业的不良贷款率都低于 5%（图表 13）。而且，各经济体的整个行业资本充足率（CAR）也都超过 10%。总而言之，这表明类似 1997-98 年的金融危机不太可能重演。

银行资本的恶化和房地产贷款的高敞口是两大隐忧

图表 13. 银行业的不良贷款率和资本充足率

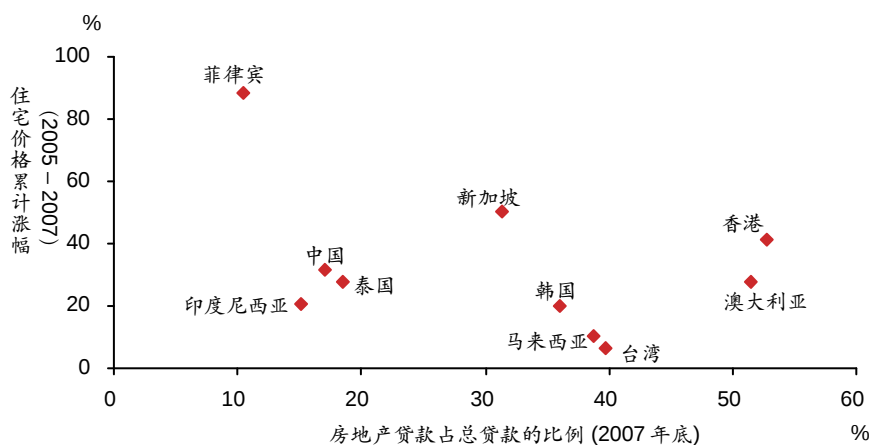


备注：不良贷款率为 2007 年底数据。菲律宾的数据是不良资产对贷款的比率。资本充足率为最新数据。中国的资本充足率为 6 家 H 股上市银行的平均值。数据来源：野村。

然而，经济加剧下滑或许会对个体金融机构产生显著的压力，从而带来了第二个隐忧。远远更加谨慎的贷款标准可能会转而影响企业的融资，并最终遏制经济增长。对于那些国内私人部门债务水平较高的经济体（如上文所讨论的）来说，这个风险应该更大。对于那些房价之前曾大涨而且银行的房地产相关贷款敞口较高的经济体而言，这个风险也应该更高。香港（52.8%）和澳大利亚（51.5%）的这类敞口特别高，尽管 2008 年 10 月份香港的抵押贷款额度与价值比仅为 61.5%。据图表 14 所示，亚洲各地的住宅价格在近几年都大幅攀高，如果房价暴跌，这可能会给银行系统带来又一压力。

近几年该地区的住宅价格都大幅攀高

图表 14. 银行业的房地产业敞口



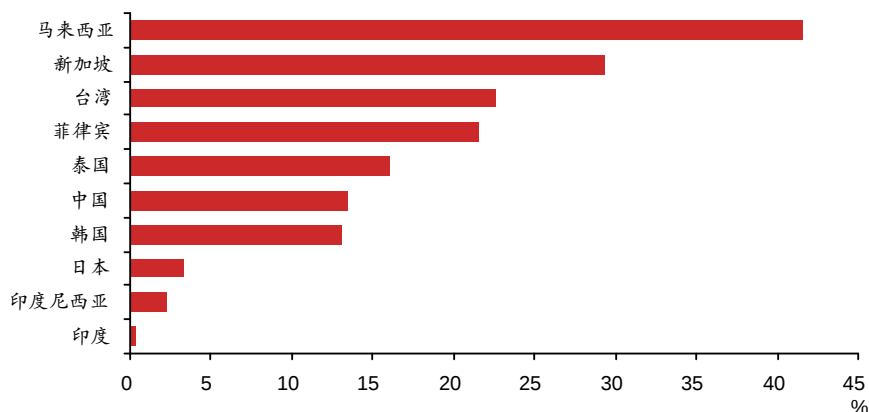
备注：住宅价格涨幅均基于官方数据，泰国（根据房地产咨询公司 Jones Lang LaSalle 的数据）除外。数据来源：Jones Lang LaSalle, CEIC 和野村。

电子产品周期敞口

可能导致脆弱性的另一个因素是电子产品行业敞口（特别是通过出口渠道），该行业以产出高波动性著称。2007 年电子产品占中国、印度、东盟五国和新兴工业化经济体总计出口的 33.6%。虽然非电子产品的出口变化与发达经济体的产出变化密切相关，但电子产品出口一般有自己的周期。受全球经济衰退的影响，预期 2009 年电子产品出口将大幅萎缩，那些电子产品周期敞口较大的经济体将受到更大的影响（图表 15），例如马来西亚（2007 年电子产品占出口的比率达到 41.6%）、新加坡（29.4%）、台湾（22.6%）和菲律宾（21.6%）。更贴切的一个指标是电子产品出口附加值。虽然无法获得各国的连续数据，但我们认为马来西亚的电子产品周期敞口与新加坡和台湾差不多。

马来西亚、新加坡、台湾和菲律宾最容易受到电子产品周期的影响

图表 15. 2007 年电子产品总出口占 GDP 的比率



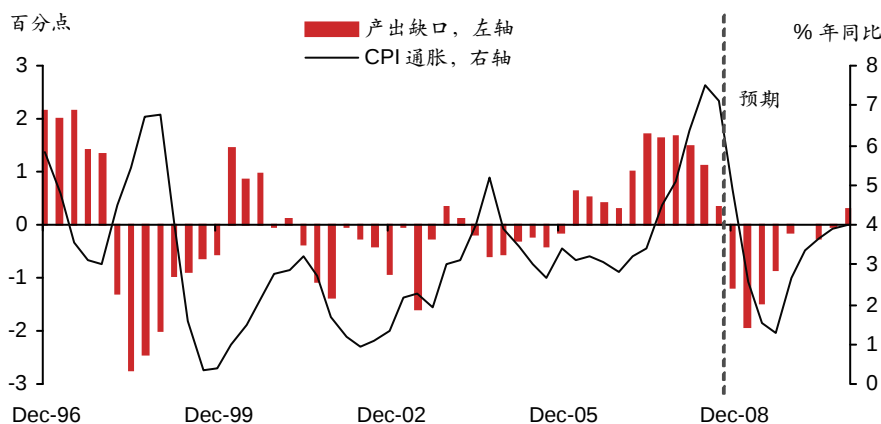
数据来源: CEIC 和野村。

政策应对空间

好消息是亚洲多数经济体的政策制定者都迅速转向了扩张性政策。更令人放心的是，他们还有充足的货币和财政弹药。该地区的 CPI 通胀现在普遍回落，而且我们预期在未来几个季度将更快回落。除了大宗商品价格暴跌以外（多数亚洲经济体的食品和能源类占 CPI 篮子的比重超过 40%），各经济体都在放缓增长 - 远低于潜在增长率；产出缺口（闲置产能的衡量指标）出现较大负值，我们估计这一缺口在 2010 年第四季度之前不太可能闭合（图表 16）。预期 2009 年香港、印度、日本、台湾和泰国将出现 CPI 通缩，还有一些经济体的通胀率会非常接近零。

我们预期 2009 年香港、印度、日本、台湾和泰国将出现通缩

图表 16. 我们的亚洲（日本除外）产出缺口和 CPI 通胀指标

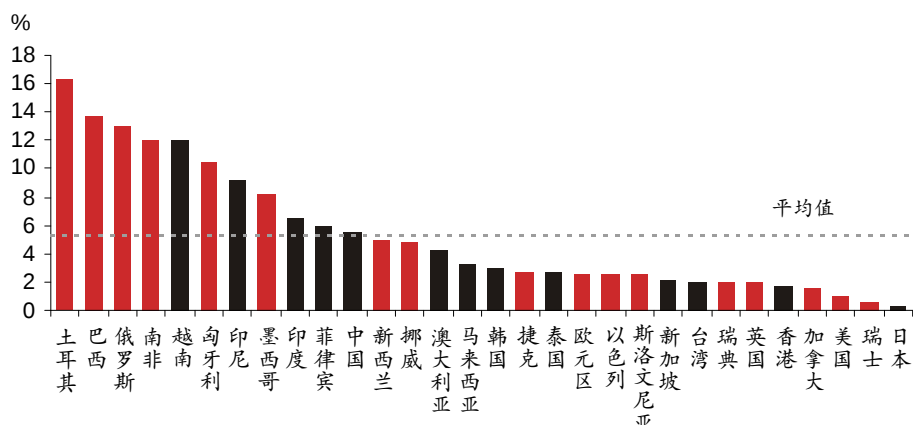


备注: 产出缺口是实际 GDP 与潜在增长率之间的差值。我们根据 Hodrick-Prescott 过滤法来估计潜在 GDP 增长率。
数据来源: CEIC 和野村。

CPI 通胀非常低（甚至出现通缩）的前景为各央行继续大幅减息亮起了绿灯；和美联储不同，亚洲多数央行还有几百基点的减息空间（图表 17）。明显例外的是台湾、香港和新加坡，除了利率已经很低外，后两者还因为设定汇率目标而丧失了对利率的控制权。

亚洲各央行正在大幅减息，而且还有很多减息空间...

图表 17. 现行政策利率

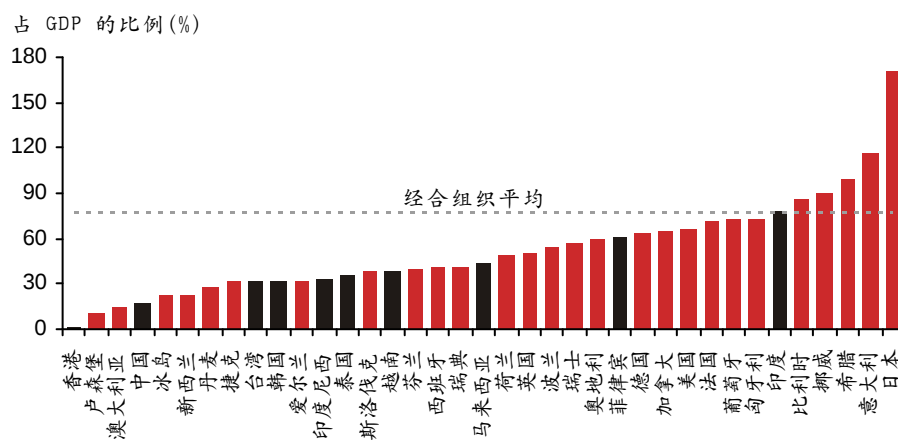


备注：香港和新加坡为 3 个月银行间利率，中国为 1 年期贷款利率。数据来源：彭博社，CEIC 和野村。

财政方面，亚洲政府也有很多弹药，可以增加支出并减税。除了印度以外（详见《印度聚焦专题：将会面临考验》），该地区各经济体的公共债务对 GDP 的比率都低于经合组织的平均值，而且未来几年可能会进一步低于经合组织的平均值（由于美国和欧洲政府对银行的援助之举）（图表 18）。那些财政资金不宽裕的经济体开始顶着巨大的财政赤字，它们可能需要补偿投资者，或者提高政府债收益率，或者让货币贬值，或者冒着主权信用评级被下调的风险。在亚洲（日本除外）地区，只有印度政府（可能还有菲律宾）面临着这些威胁；而另一方面，2009 年澳大利亚、中国和韩国在各大经济体中最有能力采取积极的财政政策。

... 财政政策方面，政府也有很多弹
药

图表 18. 2008 年公共总债务对 GDP 的比率



数据来源:国际货币基金组织,经合组织和野村。

全球重新均衡时刻

我们认为我们对亚洲（日本除外）地区的修正后 GDP 预期在 2009 年更多面临的是下行风险，不管是对经济下滑程度还是对持续时间的预期。而且，我们判断韩国、印度尼西亚和印度最容易遭遇更多的下行风险。然而，在一片风声鹤唳中，重要的一点是不能忽略亚洲（日本除外）的三个相对优势：大宗商品价格的暴跌；政策应对的充裕空间；好于其他地区的经济基本面。稳固的经济基本面不仅让货币和财政政策更加有效，而且一旦全球风险回避情绪消退，好于其他地区的基本面会让亚洲（日本除外）地区吸引大量资本的流入。庞大的资本流入有助于为国内投资提供资金、繁荣资产市场并推动亚洲货币显著升值，从而让 GDP 增长组合进一步从净出口转向内需。尽管具体时点尚不确定，但我们相信亚洲（日本除外）很可能成为第一个复苏的地区。

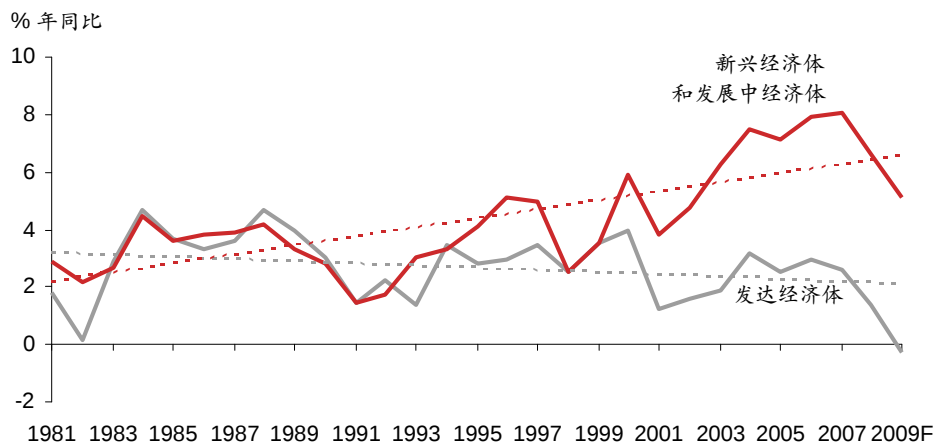
该地区有三大相对优势

自 2000 年以来，发达经济体和新兴经济体的 GDP 总增长率之间拉开了很大的差距（图表 19）。国际货币基金组织预期两者的差距还将持续一段时间，而且我们相信

尽管具体时点尚不确定，但我们相信亚洲（日本除外）很可能成为第一个复苏的地区

亚洲（日本除外）在未来几年里将继续成为这一差距的最大驱动因素，重要的是亚洲经济将由内需驱动。

图表 19. 发达经济体和新兴经济体的 GDP 趋势



数据来源: 国际货币基金组织和野村估计值。

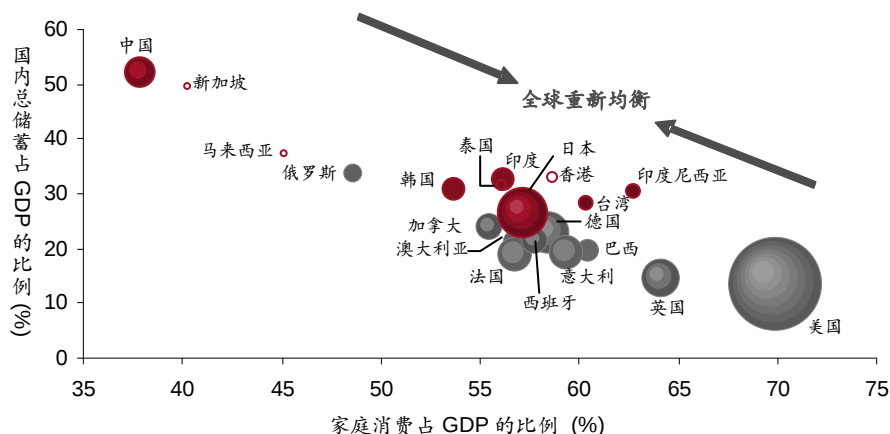
全球经济衰退和金融危机很可能已终结了美国、英国、澳大利亚和其他一些发达经济体的家庭借款热潮。这些国家的家庭部门在过去几年里一直超前消费，而现在将不得不开始重新储蓄。在短期内为了缓解经济阵痛，政府正在接管私人部门的债务。但不可能一直这样。从长期来看，美国经济尤其需要提高国内总储蓄相对投资的比重。根据会计恒等式，经常项目赤字等于国内总投资超过储蓄的部分，这意味着美国必须减少仍然庞大的经常项目赤字。然而，单单考虑到美国经济的规模，美国在处理投资/储蓄的失衡问题时就不太可能不引发全球总需求的暴跌。

美国在处理投资/储蓄的失衡问题时不太可能不引发全球总需求的暴跌

为了展示全球经济重归均衡的重要性，我们给出了国内总储蓄/GDP 与家庭消费/GDP 的散点图（图表 20）。我们选择了家庭消费支出（按现行汇率折算成美元）占世界前 12 位的经济体以及亚洲（日本除外）的所有经济体，总计占全球家庭消费的 82%。气泡的大小代表各经济体的消费占全球消费的比例。美国的气泡引人注目，不仅因为它位于散点图的最右下方，也是因为尺寸超大。美国的家庭消费占到全球总额的三分之一；换个说法，美国加利福尼亚州的家庭消费总额约等于中国的消费量，而德克萨斯州的总家庭消费约等于印度的消费量。

对于国内总储蓄量很高的经济体（特别是中国）而言，政策制定者必须竭尽全力刺激内需

图表 20. 2006 年国内储蓄相比家庭消费



备注: 气泡大小代表 2006 年各经济体的消费占全球消费的比例（按现行利率折算成美元）。数据来源: 世界银行，经合组织，CEIC 和野村。

为避免全球总需求大幅萎缩，国内总储蓄量很高的经济体（特别是中国）的政策制定者不能再依赖出口来推动经济增长，而必须竭尽全力刺激内需。令人鼓舞的是，亚洲（日本除外）的政策制定者看起来正日益朝这个方向努力。减息和财政刺激计划正纷纷出台，使得该地区以及全球经济很有机会在拉锯战中最终胜出。

令人鼓舞的是，减息和财政刺激计划正纷纷出台，使得该地区以及全球经济很有机会在拉锯战中最终胜出

经济前景

Stephen Roberts | stephen.roberts@nomura.com

澳大利亚：2009 年经济增长几近停滞

在 2009 年，扩张性政策应该会抵消家庭支出、出口和商业投资的大幅下滑。但在我们看来，两者的交锋将是势均力敌。

面对全球信贷危机，澳大利亚的政策制定者做出了积极、迅速的反应。我们认为这些措施应该会为 2010 年经济增长的反弹奠定基础。2008 年第四季度消费因财政政策刺激而转旺（12 月份政府一次性向低收入家庭和退休人群转移支付了 87 亿澳元），而我们预期 2009 年上半年疲软的家庭支出将拖累经济增长。预期澳洲出口在 2009 年多数时间里都会放缓增长，这主要是受亚洲需求更加低迷的影响。作为 2008 年增长引擎的商业投资支出可能会在 2009 年显现疲态，尤其是因为采矿企业会削减或推迟重要项目（由于预见到大宗商品价格将大跌）。我们已将 2009 年 GDP 增长预期从 2.0% 下调至 1.2%，但随着亚洲经济复苏、政府的一部分财政支出在后期发挥作用以及对扩张性货币政策的贯彻，我们认为 2010 年经济增长将反弹至 3.2%。

在我们看来，我们的 2009 年增长前景虽然低于市场共识，但仍面临下行风险。因为失业率上升和 2008 年家庭财富缩水（股价和房价双双下跌）导致储蓄偏好增强，2009 年家庭支出的萎缩程度可能会超过我们的预期。另外，亚洲经济增长前景的恶化可能会导致出口和商业投资增长比我们预期的更疲软。澳大利亚的大宗商品出口（占总出口的 60%）看起来非常容易受到冲击，特别是煤炭和铁矿石这两类最大的出口产品。大宗商品的黯淡前景也可能遏制大型采矿企业的投资扩展计划，导致投资萎缩程度超过我们的预期。

2009 年澳大利亚经济增长的利好因素是：政策制定者有充裕的动作空间，可以转向更具扩张性的政策。政府已经表示愿意增加财政支出，而且刚刚宣布了将提前投入基础设施支出，其中 2009-10 年的新支出达到 GDP 的 0.5%。由于没有净债务，政府完全可以采取更多政策。尽管澳洲央行在 2008 年 9-12 月份已经大肆减息 300 基点，利率降至 7 年低点（4.25%），但我们预期到 2009 年中利率将最终降至 3.00%。我们认为通胀回落幅度将远远超过澳洲央行在 11 月份时的预期，这可能会为减息过程助上一臂之力。由于汽油价格大幅回落、金融服务费用下降、零售商的折扣力度加大以及居住成本趋缓（包括之前快速上涨的房租），我们预期 2009 年下半年的通胀年率将低于澳洲央行的目标范围（2-3%）。

澳元贬值也可能对 2009 年的经济增长起到支持作用。浮动汇率相当于一个减震器：当全球经济增长放缓时，澳元贬值并促进澳大利亚的经济增长，而当全球经济繁荣时澳元升值并遏制经济增长。未来大宗商品将进一步降价、银根继续放松而且风险回避情绪仍然高涨，这一前景表明 2009 年上半年的澳元/美元汇率将低于 0.60。在此之后，由于预期的中国经济增长加速会改善大宗商品的前景，我们相信澳元可能会出现反弹。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	3.3	2.9	1.9	1.8	0.8	0.7	1.4	1.8	4.0	2.5	1.2	3.2
家庭消费	3.5	2.7	1.7	1.2	0.8	0.8	1.3	1.0	4.3	2.2	1.0	2.5
政府(总支出)	6.2	4.7	6.4	6.2	6.5	6.3	6.0	5.0	2.7	5.9	6.0	5.0
投资(私人部门)	8.4	9.5	7.5	7.6	2.5	(0.5)	(1.8)	(2.0)	10.1	8.2	(0.5)	2.5
出口	4.1	6.5	5.0	5.6	3.8	2.5	1.8	4.5	3.3	5.3	3.1	6.0
进口	11.9	14.3	13.2	10.6	7.7	5.9	2.9	1.9	11.1	12.5	4.3	5.0
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	5.1	4.5	4.1	3.8	2.5	1.7	1.7	1.2	5.4	4.5	1.8	3.2
库存	0.4	0.0	(0.3)	(0.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	(0.3)	0.0	0.0
净贸易(商品和服务)	(2.2)	(1.8)	(1.9)	(1.3)	(1.7)	(1.0)	(1.3)	0.6	(1.8)	(1.7)	0.3	0.5
失业率(占劳动力的%)	4.1	4.3	4.3	4.7	5.1	5.6	6.0	6.5	4.4	4.3	5.8	6.3
月均就业量(千人)	12.8	11.5	9.2	10.0	5.0	(5.0)	(5.0)	5.0	19.0	13.2	0.0	5.0
消费者价格	4.2	4.5	5.0	3.7	2.9	1.9	1.1	1.8	2.3	4.3	2.1	2.8
澳洲央行的修正平均通胀率	4.10	4.30	4.60	3.50	2.80	2.00	1.30	2.00	3.00	4.10	2.00	2.90
财政收支(占 GDP 的%)									1.60	1.70	0.20	(1.00)
经常项目收支(占 GDP 的%)									(6.10)	(4.80)	(4.30)	(4.60)
官方现金利率(%)	7.25	7.25	7.00	4.25	3.50	3.00	3.00	3.00	6.75	4.25	3.00	4.50
3 年期债券收益率(%)	6.19	6.71	5.09	3.60	3.30	3.10	3.10	3.30	6.88	3.60	3.30	4.80
10 年期债券收益率(%)	6.05	6.45	5.39	4.60	4.40	4.00	4.00	4.10	6.33	4.60	4.10	5.00
汇率(澳元/美元)	0.91	0.96	0.79	0.65	0.61	0.58	0.60	0.60	0.88	0.65	0.60	0.65

备注:国民账户季度数据为年同比值。年度数据为年同比变化率。失业率是期末失业人数占劳动力人数的比例。利率和汇率为期末值;其他指标为期间均值。财年为 7 月-6 月。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。数据来源:澳大利亚统计局,澳洲央行和野村。

经济前景

Tomo Kinoshita | kinoshita.tomo@hk.nomura.com
孙明春 | mingchun.sun@nomura.com

中国：未来三大变化

出口放缓、政府作用增强以及行业整合将改变增长景象

全球经济低迷正对中国经济造成巨大的下行压力。在我们看来，这可能会导致中国经济增长出现三大变化。第一，2009 年出口将萎缩。自 1983 年以来中国出口从未出现过萎缩现象，预期这将对越来越依赖出口的经济造成显著的负面影响（2007 年出口对 GDP 的比率达到 37.1%）。出口商不得不调整心态，降低预期。实际上，面对外国订单的减少，部分出口商看来已经相应采取减产措施或甚至退出了市场。受出口和内需疲软的影响，库存调整过程很可能会持续到 2009 年第二季度的某一时点。出口增速（11 月份年同比-2.2%）可能会进一步下滑。我们预期 2009 年中国出口负增长 6%。

第二，预期 2009 年政府在经济增长中发挥的作用将大大增强。我们相信 4 万亿财政一揽子计划和相关措施将继续对经济增长起到显著的推动作用。尽管我们预期资金和审批问题会导致宣布的 30 万亿支出中只有一部分得以实施，但地方政府的财政计划也应该会支持经济增长。因此，基础设施投资将日益成为投资增长的驱动因素。在过去几年里投资增长动力一直来自制造业和房地产行业，但明年这些私人部门投资可能会显著放缓，而我们认为公共项目投资将大幅增加。预期 2009 年实际固定资产投资将增长 16.3%，几乎等于我们对 2008 年投资增长的估计值（16.5%）。

第三，我们认为 2009 年对中国而言是个整合年。在有利的宏观经济环境下，很多缺乏活力的企业过去几年也过得顺风顺水，但全球经济低迷可能会掀起生存竞争，这通常会导致价格战。再加上食品价格的回落走势，我们预期 2009 年 CPI 通胀率为 1.0%。货币政策方面，由于通胀不再是问题，我们预期中国人民银行到 2009 年 6 月份之前再减息 54 基点，1 年期基准贷款利率降至 4.50%。

鉴于我们预期未来将继续出台大量的刺激性政策（特别是财政方面），因此尽管出口骤减，我们仍预期 2009 年 GDP 增长 8.0%。但从短期来看，由于库存调整并且出口下滑，我们预期 2009 年第一季度经济增长率降至年同比 6.5%，随后第二季度反弹至年同比 7.6%。在我们看来，由于中国对出口高度依赖，因此最大的风险是外需。其他的风险包括：公共投资项目推迟实施；地方政府的房地产相关收入大幅减少，从而限制财政支出；失业人数增长高于预期。货币方面，由于经常项目盈余庞大而且贸易伙伴（特别是美国政府）施加政治压力，我们依然认为人民币可能会相对美元升值。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	10.6	10.1	9.0	7.0	6.5	7.6	8.5	9.5	11.9	9.2	8.0	8.5
零售 (名义值)	20.6	22.2	23.2	17.9	12.0	10.9	12.6	13.8	16.7	20.8	12.4	14.4
固定资产投资 (名义值，年初至今)	24.6	25.5	27.0	25.2	12.4	13.5	15.9	17.7	24.8	25.2	17.7	24.8
工业生产 (实际值)	16.4	15.9	13.0	4.1	2.7	9.3	12.7	17.0	18.5	12.4	10.4	11.3
出口	21.4	22.4	17.2	7.1	(8.1)	(8.0)	(7.1)	(1.0)	25.7	18.1	(6.0)	8.8
进口	28.6	32.4	26.4	5.2	(4.4)	(2.5)	1.2	7.8	20.8	22.3	0.6	16.5
贸易收支 (十亿美元)	41.4	58.2	83.3	86.6	28.4	36.9	50.4	61.2	262.0	269.6	176.9	102.6
经常项目 (十亿美元)	87.5	104.3	125.3	128.5	71.4	79.9	92.4	103.2	371.8	445.5	346.9	291.6
经常项目 (占 GDP 的%)	10.2	10.5	12.1	9.6	7.4	7.2	7.9	6.7	11.3	10.6	7.2	5.2
财政收支 (占 GDP 的%)									0.7	0.1	(3.5)	(4.5)
消费者价格	8.0	7.8	5.3	2.9	0.0	0.2	1.2	2.6	4.8	6.0	1.0	3.5
1 年期银行贷款利率 (%)	7.47	7.47	7.20	5.04	4.77	4.50	4.50	4.50	7.47	5.04	4.50	5.31
1 年期银行存款利率 (%)	4.14	4.14	4.14	1.98	1.71	1.44	1.44	1.44	4.14	1.98	1.44	2.25
汇率 (人民币/美元)	7.09	6.86	6.82	6.80	6.74	6.68	6.61	6.55	7.30	6.80	6.55	6.25

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值；财政收支综合了中央政府和地方政府的收支；表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：国家统计局，中国人民银行，商务部，CEIC 和野村。

香港：十年来首现负增长

前景被上升的失业率和紧缩的信贷所笼罩；财政刺激措施和中国大陆的支持带来了一线生机

香港经济已步入衰退，而且在 2009 年中之前可能会继续萎缩，明年下半年之后可能会略微复苏。作为地区性金融中心、国际贸易转口港和物流中心（特别是对中国大陆的贸易而言，主要是广东省/珠江三角洲），香港很容易受到全球经济低迷、中国出口下滑以及金融市场动荡的影响。我们预期 2009 年香港经济将萎缩 1.5%，这是 1998 年亚洲金融危机以来首次出现经济负增长。经济可能会全面显现疲态，出口、私人消费和资本投资都将萎缩。预期经济衰退和金融部门问题将对劳动力市场造成显著影响 – 我们预测 2009 年第四季度失业率攀升至五年高点（7%），到 2010 年才稳步下降。

企业利润下滑和消费者支出疲软的前景将加重中小企业（包括在广东运营的香港企业）的资金困难。因此，预期企业将削减资本支出并降薪。失业和降薪将转而遏制收入增长并影响消费；由于股价和房价下跌造成财富缩水，消费本来就受到了压制。而让企业和消费者部门雪上加霜的是，银行正在收紧贷款标准。10 月份的数据显示：银行贷款已经减少。经济增长放缓和信贷条件紧缩这两者看来将相互强化，并有可能形成恶性循环。

在这种形势下需要采取果断的政策行动，但我们认为放松银根的余地有限。因为港币盯住美元，所以香港的货币政策实际上是跟着美联储走，只有财政政策可以作为反周期的政策工具。即使美联储将利率下调至 0%，本地银行下调贷款利率的空间也有限，因为存款利率已经接近 0%。同时，香港金融管理局已经向银行系统注入了大量流动性，但信贷增长仍可能会显著放缓。财政方面，政府出台了多项刺激性措施以创造就业，主要是加快建设基础设施项目，推动公务员招聘，增加对企业（主要是中小企业）的信贷支持以及寻求中国大陆的经济支持（例如人民币业务、旅游、为香港在大陆企业提供帮助等）。这些措施应该会提供一定的帮助，但在我们看来却不太可能阻止失业率上升或显著推动经济。我们预期将于 2 月份公布的 2009-10 年预算会有更多的财政刺激措施。因此 2009 年财政收支看来将恶化，除了财政支出增加以外，政府收入可能也会大幅下滑 – 政府从股市和房市交易税、投资收益税和利润/薪资税征得的收入都将减少。

因为内需萎缩、石油和其他大宗商品价格下降、私房租金降低以及有利的汇率传导（特别是在 2009 年上半年）都会帮助强化政府抗通胀措施的作用，我们预期 2009 年通胀将回落。2009 年总体 CPI 通胀将下滑 1.1%。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	7.3	4.2	1.7	(1.2)	(4.2)	(3.0)	(1.6)	2.4	6.4	2.8	(1.5)	3.7
[经季调, %季环比]	2.1	(1.4)	(0.5)	(1.3)	(1.0)	(0.2)	1.1	2.5				
私人消费	7.9	3.2	0.2	(3.2)	(5.2)	(4.5)	(2.4)	2.1	7.8	1.8	(2.5)	3.8
政府消费	0.3	3.0	2.3	3.2	3.3	2.5	3.1	2.4	2.3	2.1	2.8	1.0
商业投资	9.9	3.5	3.0	(7.5)	(16.2)	(14.6)	(10.7)	1.0	4.2	1.9	(10.2)	5.6
出口 (商品和服务)	8.7	5.1	2.2	(0.7)	(11.0)	(9.1)	(4.4)	1.1	8.0	3.5	(5.7)	5.5
进口 (商品和服务)	8.6	4.7	2.2	(1.5)	(12.5)	(10.7)	(5.7)	0.6	8.8	3.2	(6.9)	5.7
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	6.8	3.0	0.9	(3.2)	(6.3)	(5.9)	(3.4)	1.6	5.7	1.7	(3.4)	3.4
库存	(0.4)	0.2	0.5	0.4	0.5	0.2	(0.2)	(0.2)	1.2	0.2	0.1	0.0
净贸易 (商品和服务)	1.0	1.0	0.3	1.6	1.6	2.7	2.0	1.0	(0.5)	1.0	1.8	0.3
失业率 (经季调, %)	3.4	3.3	3.3	3.8	5.0	6.1	6.7	6.9	4.1	3.5	6.2	5.8
消费者价格	4.9	5.7	4.6	1.3	(1.3)	(3.2)	(2.4)	2.5	2.0	4.0	(1.1)	4.8
出口	10.7	8.1	5.6	1.0	(11.5)	(10.9)	(7.4)	0.4	8.8	6.1	(7.2)	7.6
进口	11.8	9.4	6.9	1.2	(12.0)	(11.9)	(8.5)	(0.1)	10.0	7.0	(8.0)	7.9
贸易收支 (十亿美元)	(6.6)	(8.7)	(6.2)	(7.0)	(5.4)	(6.7)	(4.6)	(6.5)	(23.5)	(28.5)	(23.3)	(26.2)
经常项目 (十亿美元)									28.0	25.9	24.1	23.4
经常项目 (占 GDP 的%)									13.5	11.8	10.7	9.6
财政收支 (占 GDP 的%)									7.5	(1.6)	(3.0)	0.2
3 个月 Hibor (%)	1.98	2.31	3.66	1.50	1.00	1.00	0.75	0.50	3.45	1.50	0.50	1.50
汇率 (港币/美元)	7.78	7.80	7.76	7.75	7.75	7.8	7.8	7.8	7.80	7.75	7.80	7.80

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值；总体 CPI 体现了政府抗通胀措施的作用；财年 4 月-3 月。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。
数据来源：CEIC 和野村。

经济前景

Sonal Varma | sonal.varma@nomura.com

印度：周期已逆转

要抵消投资和出口带动的经济下滑，必须采取激进的政策应对

持续的信贷危机、全球经济衰退、资产价格大跌以及消费者和企业信心下挫已经打压了印度的增长动能。在投资增长、出口膨胀以及资本大量流入等因素的推动下，GDP 在 08 财年（截止 2008 年 3 月份）实现了 9.0% 的高速增长。之后，我们预期 2009 财年的 GDP 增长将放缓至 6.8%，2010 财年更是下滑至 5.3%。预期 2009 年第二季度经济将以年同比 4.5% 的增长率触底。

资金制约让制造业和房地产行业的企业不敢进行新投资。因内需和外需双双疲软，库存正在上扬，从而引发减产。我们预期大宗商品降价和难以评估贸易信贷将加剧出口值的急剧萎缩。农民贷款减免、公务员加薪和仍然旺盛的农村需求应该会在一定程度上促进消费，但非必需性耐用品和服务的消费似乎会不可避免地有所放缓。另外，不良资产上升、贷款标准紧缩、房价下跌和继续裁员所带来的更多逆向反馈循环增强了经济更大幅下滑的风险。

我们预期：在未来几个季度里，经济增长下滑、大宗商品降价以及高基数效应将产生巨大的反通胀作用。预期 2009 年 7 到 8 月期间将出现短暂的通缩。总的来看，我们预期批发物价指数（WPI）通胀将从 2009 财年的 9.2% 降至 2010 财年的 2.6%。

对印度这样的大宗商品进口大国而言，大宗商品降价是很大的利好因素。然而，鉴于全球经济衰退也同时造成软件服务出口下滑，而且私人汇款估计将减少，我们预期 09 财年经常项目赤字占 GDP 的比例将从 08 财年的 1.5% 上升至 3.0%，之后在 2010 财年因进口趋缓而降至 1.4%。09 财年资本项目的状况更加危险，全球风险回避情绪将导致净资本大量流出。由于证券投资、贷款和银行资金呈净流出之势，我们预期 09 财年国际收支将创下 390 亿美元的赤字。

鉴于通胀回落，经济增长已经成为重中之重，而且我们预期政策制定者将运用常规和非常规手段来推动经济。货币方面，我们估计：截止 2009 年中，现金准备金率将再下调 250 基点至 3.0%，回购利率累计削减 150 基点至 5.0%，而且再回购利率下调 100 基点至 4.0%。尽管采取激进财政措施的空间有限，但政府已经宣布了 09 财年的财政刺激支出占到 GDP 的 0.5%；为了抵消私人部门投资的下滑，我们预期明年将宣布远远更大的财政刺激力度。为支持美元流动性，我们预期将进一步放松对资本账户的限制，而且不排除政府对非本国居民发行海外债券的可能性。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长

	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	FY08A	FY09F	FY10F	FY11F
实际 GDP	8.8	7.9	7.6	6.2	5.6	4.5	4.8	5.5	9.0	6.8	5.3	7.6
农业	2.9	3.0	2.7	2.0	2.5	3.0	3.0	3.0	4.5	2.5	3.0	3.0
工业	7.6	6.9	6.1	4.2	2.8	3.0	3.8	4.7	8.5	4.9	4.3	7.6
服务业	11.2	10.0	9.6	8.9	7.9	5.7	5.6	6.8	10.8	9.0	6.5	8.9
工业生产	7.0	5.3	4.5	2.4	2.8	2.6	3.4	4.2	8.5	3.7	3.9	7.5
M3 货币供应	22.5	21.5	19.8	19.1	17.1	16.0	15.7	15.2	21.8	19.3	15.4	17.0
非食品信贷	23.6	25.6	25.3	27.4	24.4	21.9	20.7	14.5	24.2	25.6	17.7	17.7
批发价格	5.8	9.6	12.5	9.2	5.7	2.4	0.1	3.3	4.7	9.2	2.6	5.3
消费者价格	6.3	7.8	9.0	10.4	9.5	6.9	4.4	3.3	6.2	9.2	4.5	5.3
出口	37.3	42.4	22.9	(5.3)	(5.1)	(11.7)	(6.5)	11.7	26.3	11.5	1.8	19.3
进口	48.6	36.8	47.7	8.3	0.5	(8.4)	(11.9)	(5.4)	33.3	22.0	(4.5)	16.7
商品贸易收支 (占 GDP 的%)	(6.9)	(7.3)	(8.7)	(9.4)	(9.7)	(9.9)	(9.5)	(8.5)	(6.9)	(9.7)	(7.9)	(7.3)
经常项目收支 (占 GDP 的%)	(1.5)	(1.8)	(2.4)	(2.8)	(3.0)	(2.8)	(2.3)	(1.8)	(1.5)	(3.0)	(1.4)	(1.1)
财政收支 (占 GDP 的比例)	(2.8)	(2.1)	(3.0)	(3.9)	(3.7)	(3.5)	(4.0)	(3.9)	(2.8)	(3.7)	(4.0)	(3.1)
包括预算外项目的财政收支 (占 GDP 的%)									(3.7)	(5.2)	(4.2)	(3.5)
回购利率 (%)	7.75	8.50	9.00	6.50	5.50	5.00	5.00	5.00	7.75	5.50	5.00	6.00
再回购利率 (%)	6.00	6.00	6.00	5.00	4.00	4.00	4.00	4.00	6.00	4.00	4.00	5.00
现金准备金率 (%)	7.50	8.25	9.00	5.00	3.50	3.00	3.00	3.00	7.50	3.50	3.00	5.00
10 年期债券收益率 (%)	7.64	8.65	8.72	6.40	6.00	5.50	5.00	5.25	7.64	6.00	5.50	6.75
汇率 (印度卢比/美元)	40.0	43.0	46.9	50.0	50.5	49.0	48.0	46.5	40.0	50.5	45.9	43.5

备注：所有年度数据均为财年数据（即 08 财年是截止 2008 年 3 月份的一年）；利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值；消费者价格指数为产业工人价格指标；财政赤字为中央政府赤字。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。数据来源：CEIC 和野村。

经济前景

Takayuki Urade | Urade.takayuki@sg.nomura.com

印尼：内需旺盛，但经济仍容易受到冲击

净资本如果再次大量流出则可能会动摇经济

由于内需稳固而且到目前为止为止外需一直好于预期，因此与该地区的其他经济体相比，印度尼西亚的宏观经济表现一直相对活跃。巨大的需求量、较稳定的工资增长（特别是自然资源行业）以及仍然强劲的消费者信贷增长都对私人消费起到了支撑作用。我们相信这些因素也将支持 2009 年总体经济的增长。在扩张性预算的推动下，投资和政府消费也将高位运行。虽然全球需求下滑可能会影响出口，但我们相信造成的负面影响有限。首先，印尼的商品和服务出口仅占 GDP 的 30%，位列该地区第二低（最低的是印度）。其次，美国和欧元区占印尼出口的比重较小。根据我们预期，出口对 GDP 增长的贡献率将从 2008 年的 0.6 个百分点下降至 2009 年的 -1.4 个百分点。因此，我们坚持认为印尼是受全球经济下滑影响最小的经济体之一，但需要提出警告的是：在最差情景下，其国际收支状况容易受到净资本大量流出的冲击。

财政方面，8 月 15 日政府宣布了扩张性的 2009 年预算草案，其中总支出较 2008 年修正后预算增加了 14.3%。税收 14.3% 的增长将为此提供额外资金，特别是旺盛内需带来的更多收入税和增值税。支出方面，预期补贴负担（特别是石油补贴）将随国际油价的下跌而迅速减轻。除了当局已经宣布的措施以外（例如人力资源发展计划），该预算中有一大部分可能会流向额外的刺激措施。总体来看，我们估计财政赤字占 GDP 的比例将从 2008 年的 2.1% 扩大至 2009 年的 3.0%。

印尼卢比/美元汇率自 9 月份以来一直大幅贬值，促使政府在 10 月 28 日宣布了一系列的新措施，其中包括：（1）要求国有企业将出口收入遣返回国；（2）要求国有企业每周报告外汇需求；（3）取消棕榈原油 2.5% 的出口关税；（4）禁止国有企业在各银行间转移资金以获取更高收益；（5）赎回政府债。11 月 13 日印尼央行出台了新的外汇监管制度：一个月内从银行购买 10 万美元以上外汇需要提交相关文件。尽管当局的本意是想表明他们在尽力监测投机资金流向，但我们认为这些新监管措施可能会引发不必要的、原本可以避免的资本外流。鉴于没有高额的外汇项目盈余作为后盾，印尼经济和印尼卢比很可能会受到新一轮净资本大量流出的冲击。

货币政策方面，继 10 月前连续 6 次加息之后，印尼央行在 12 月份加入了央行减息大军，将政策利率下调了 25 基点至 9.25%。虽然 CPI 通胀没有像该地区其他经济体那样大幅回落，而且大家仍担心印尼卢比贬值，但在我们看来，印尼央行似乎已经决定在经济开始显著放缓之前采取先发制人的行动。我们也相信：印尼央行认为仅靠高利率不足以捍卫印尼卢比，因此正将政策重心从通胀压力转向经济下行风险。我们预期印尼央行到 2009 年 6 月份之前将再下调利率 100 基点。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	6.3	6.4	6.1	5.1	3.4	3.6	3.7	3.8	6.3	6.0	3.6	5.5
私人消费	5.7	5.5	5.3	4.6	4.3	4.3	4.4	4.4	5.0	5.3	4.4	5.1
政府消费	3.6	5.5	16.9	12.0	6.7	6.3	6.3	6.7	3.9	9.9	6.5	6.2
固定资本形成总额	15.6	13.0	12.0	11.0	8.3	7.6	9.5	7.7	9.2	12.8	8.3	9.4
出口 (商品和服务)	15.5	15.9	14.3	4.8	3.2	2.4	2.0	2.6	8.0	12.5	2.5	4.8
进口 (商品和服务)	17.8	16.7	11.9	10.0	7.8	6.2	6.2	6.2	8.9	14.0	6.6	6.4
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	6.9	6.5	7.0	6.5	4.9	4.7	5.2	5.2	5.2	6.7	5.0	5.8
库存	0.4	0.9	(0.3)	0.3	0.1	0.2	0.0	0.0	(1.5)	0.3	0.1	0.1
净贸易 (商品和服务)	0.7	1.3	2.1	(1.7)	(1.5)	(1.3)	(1.5)	(1.3)	0.4	0.6	(1.4)	(0.3)
消费者价格	7.6	10.1	12.0	11.8	9.5	7.5	5.3	5.0	6.4	10.4	6.8	6.4
出口	(1.9)	(6.2)	(12.0)	(10.0)	2.6	6.2	9.6	10.3	13.2	21.2	(6.8)	9.0
进口	2.3	(2.5)	(12.0)	(7.5)	8.6	11.2	13.4	11.8	22.0	39.1	(4.4)	11.6
商品贸易收支 (十亿美元)	9.3	8.9	6.9	5.6	8.3	8.3	6.6	5.8	39.6	34.7	29.7	29.8
经常项目收支 (占 GDP 的比例)	2.1	(1.0)	(0.4)	2.1	1.0	(1.9)	(1.6)	1.0	2.4	0.6	(0.4)	(0.3)
财政收支 (占 GDP 的比例)									(1.1)	(2.1)	(3.0)	(2.3)
央行利率 (%)	8.00	8.50	9.25	9.25	8.75	8.25	8.25	8.25	8.00	9.25	8.25	8.75
汇率 (印尼卢比/美元)	9217	9225	9300	12500	12000	11500	11300	11000	9419	12500	11000	9800

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：CEIC 和野村。

经济前景

Takahide Kiuchi | t-kiuchi@nomura.co.jp

日本：面临长时间衰退

我们预期日本央行将恢复零利率政策

全球金融危机对日本经济造成了严重影响。这次危机的影响已传导至第一阶段 - 公司采取了减产和降库存的预防措施，也传导到了第二阶段 - 在出口下滑（尤其对美国和欧洲的出口）的情况下进一步大幅减产。现在正处于第三阶段，减产引发了劳动力市场大调整。由于劳动力市场回调进一步遏制了消费者支出，我们预期这次回调将加剧经济下滑。裁员（特别是非终身制员工）和非正式新毕业生雇佣合约的取消造成了严重的社会问题。我们预期 2010 年的失业率将从 4.0% 左右迅速上升至约 5.5% 的历史高点。一旦开始大规模裁员，经济衰退可能会持续更长时间。

2008 年第三季度日本的实际 GDP（年率）季环比下滑了 1.8%，这是继第二季度萎缩 3.7% 后连续第二个季度下滑，从而证实日本经济已经陷入衰退。我们预期 08 和 09 财年实际 GDP 分别萎缩 0.2% 和 2.1%。预测要到 2009 年第二季度日本经济才会于五个季度里首现正增长，到那时国内外的财政支出才会发挥作用。我们估计政府的财政措施将为 2009 年实际 GDP 增长贡献 0.5 个百分点，其中 2009 年第二季度的经济刺激作用最大。然而，鉴于出口和国内私人部门需求双双疲软，我们认为经济要到 2010 年下半年之后才会开始全面复苏（在海外各经济体好转的支持下）。在这一情景下，经济衰退将持续 3 年左右 - 是战后衰退平均 16 个月的持续期的两倍以上。

我们认为从 2009 年 4 月份或 5 月份开始消费者价格将年同比下跌，并且这一趋势将至少持续两年，从而让日本重回通缩环境。但我们不认为日本将陷入通缩螺旋，因为供需缺口表明这次的价格下跌幅度小于上两次衰退。

我们预期：一旦全球经济环境在经历金融危机后恢复正常，日本经济比其他发达经济体更稳定这一点将变得更加明显。可能导致经济长时间衰退的因素（会阻碍日本经济展现其相对稳定性）包括：日元显著升值、金融体系动荡、信贷紧缩进一步恶化。尽管我们不预期国内金融体系将遭到严重破坏，但认为政府和日本央行需要采取各项预防措施来实现稳定性。有鉴于此，我们判断日本央行很可能会进一步下调政策利率，重新恢复零利率政策。预期这也会降低日元显著升值的风险，后者是经济在短期内面临的又一大威胁。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	1.4	0.7	(0.5)	(2.3)	(3.7)	(2.4)	(2.2)	(0.4)	2.4	(0.2)	(2.1)	0.6
[经季调, %季环比]	0.6	(1.0)	(0.5)	(1.5)	(0.8)	0.4	(0.3)	0.4				
私人消费	1.6	0.3	0.5	0.4	(0.5)	1.2	0.0	0.3	0.7	0.7	0.3	0.1
政府消费	2.7	0.2	0.4	(1.5)	(0.8)	0.4	1.0	1.2	2.0	0.5	0.4	1.0
商业投资	(0.5)	0.8	(3.9)	(5.4)	(7.8)	(7.5)	(6.5)	(5.4)	5.8	(2.2)	(6.9)	(1.3)
住宅投资	(16.7)	(15.9)	(4.7)	4.5	(1.3)	2.9	0.0	3.0	(9.3)	(8.7)	1.2	2.1
出口(商品和服务)	11.0	6.0	4.3	(3.2)	(10.6)	(9.8)	(9.1)	(3.9)	8.4	4.3	(8.4)	2.7
进口(商品和服务)	2.8	(1.7)	1.1	3.7	0.9	1.9	(0.9)	(5.0)	1.5	1.5	(0.8)	(0.5)
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	0.2	(0.4)	(0.8)	(0.9)	(1.5)	(0.2)	(0.6)	(0.2)	1.0	(0.2)	(1.0)	0.3
库存	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	0.3	(0.3)	(0.2)	0.0
净贸易(商品和服务)	1.4	1.3	0.6	(0.9)	(1.9)	(1.8)	(1.4)	(0.1)	1.1	0.3	(0.9)	0.3
失业率(经季调, %)	3.9	4.0	4.1	4.1	4.4	4.7	5.1	5.4	3.9	4.0	4.9	5.5
就业人数(千人, 年同比)	10	(13)	40	(122)	(72)	(194)	(326)	(504)	516	(21)	(274)	(238)
消费者价格	1.0	1.4	2.2	1.1	0.4	(0.3)	(1.4)	(0.9)	0.1	1.4	(0.5)	(0.3)
核心 CPI	1.0	1.4	2.4	1.1	0.4	(0.3)	(1.4)	(0.8)	0.0	1.5	(0.5)	(0.4)
经常项目收支(占 GDP 的%)	5.2	3.0	3.3	1.1	2.3	1.1	2.1	1.3	4.8	3.1	1.7	2.0
财政收支(占 GDP 的%)									(4.9)	(7.0)	(7.4)	
货币供应量(M2)	2.3	2.1	2.2	1.6	0.8	0.5	(0.1)	0.0	1.6	2.0	0.3	0.2
日本央行官方基准利率(%)	0.50	0.50	0.50	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.10	0.00	0.00
10 年期国债收益率(%)	1.28	1.67	1.46	1.30	1.20	1.10	1.00	0.95	1.50	1.30	0.95	1.30
汇率(日元/美元)	99.9	106.2	105.9	92.5	95.0	95.0	97.5	100.0	111.7	92.5	100.0	

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值；财年为 4 月-3 月。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。所有预期均为模态预期（即单个最有可能的结果）。数据来源：内阁办公室，日本央行，CEIC 和野村。

经济前景

Takayuki Urade | Urade.takayuki@sg.nomura.com

马来西亚：政策重点明显转向抵御下行风险

大规模的财政刺激和减息措施将会发挥作用

马来西亚的内需和外需都可能会受到全球增长下滑的影响。特别值得主意的是，电子产品出口的猛跌可能会加剧，并且随着降价影响的显现，大宗商品出口增长放缓（马来西亚是亚洲少数几个石油和其他大宗商品净出口大国之一）正变得更加明显。我们预期 2009 年经常项目顺差将会显著缩小，并预期 2009 年净出口将使 GDP 增长率削减 3.6 个百分点。尽管在大宗商品和资产价格下跌导致负财富效应这些因素的作用下，消费增长放缓看来不可避免，但国内需求可能依然是增长的主要源动力。根据我们的预测，私人消费对总体 GDP 增长率的贡献率将会从 2007 年的 5.2 个百分点下降至 2008 年的 4.1 个百分点，2009 年更是降至 1.6 个百分点。至于投资，《第九个马来西亚计划》（2006-10 年）的公共支出，再加上一揽子刺激措施中的投资支出，这些应该会在 2009 年为经济增长提供支持，尽管投资实施过程可能会有所延后。

财政方面，政府已经开始将其财政资源转向支持国内需求，希望避免出现经济硬着陆。随着通胀回落减轻了补贴负担，最初预期 2009 年财政预算中的财政支出将不会很大。然而，由于对经济下行风险的担忧不断增加，自预算于 8 月份公布以来，需要额外增加刺激措施的观点得到了越来越多的认同。这导致 11 月 4 日公布了总额达 70 亿林吉特的一揽子刺激措施，其中包括 31 亿林吉特的开发支出（例如，低成本住房和社会基础设施改造）。另外，我们已认为 2009 年将会额外支出 30 亿林吉特，这可能会将 2009 年底的财政赤字与 GDP 比率推高至 5.3%。这一水平应该依然处于可控制范围内，但财政赤字的过度扩大再加上政治担忧，这可能会对外国投资者信心造成负面影响。

货币政策方面，继超过两年半时间里维持利率稳定不变之后，11 月 24 日马来西亚央行（BNM）将隔夜政策利率下调了 25 基点至 3.25%。这反映出政策焦点从依旧存在的通胀压力转向经济所面临的下行风险。CPI 通胀极有可能已在 2008 年第三季度见顶，并且我们预期 2009 年通胀将会显著回落。我们认为至 2009 年 3 月份马来西亚央行可能会选择再降两次息，从而使得隔夜政策利率接近于 2.7% 的历史低点（曾在 2004 年达到过这一水平）。

至于汇率，林吉特/美元汇率自 4 月份触顶之后一路下跌。然而从名义有效汇率（NEER）来看，林吉特的波动并没有那么大。就此而言，马来西亚央行似乎确实已经运用了一些市场调控手段。事实上，尽管外汇储备的水平依然较高（相当于 8 个月的进口额），但马来西亚央行已经将外汇储备从 2008 年 6 月份的 1200 亿美元下降至 11 月份的 922 亿美元。鉴于我们预期经常项目顺差将会显著缩小，因此我们认为在 2009 年中期之前林吉特/美元汇率可能会走软。此外，鉴于 CPI 通胀显著放缓这一前景预期，我们认为马来西亚央行目前不太倾向于林吉特升值。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	7.4	6.7	4.7	0.3	(0.2)	0.4	2.1	3.5	6.3	4.7	1.5	4.8
私人消费	11.7	9.0	8.1	3.9	3.4	3.4	2.9	2.8	10.8	8.0	3.1	4.6
政府消费	14.7	10.9	6.9	3.6	1.3	4.2	4.3	6.6	6.6	8.2	4.4	4.2
固定资本形成总额	6.0	5.6	3.1	3.2	12.7	11.3	11.6	11.4	9.6	4.4	11.8	9.8
出口 (商品 & 劳务)	6.0	9.7	5.1	(8.0)	(10.2)	(6.9)	(2.8)	0.9	4.2	2.9	(4.7)	2.2
进口 (商品 & 劳务)	3.4	8.4	8.2	(6.3)	(6.9)	(3.5)	(0.5)	2.9	5.4	3.2	(1.9)	3.4
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	8.9	7.1	5.6	3.3	4.8	4.9	4.8	5.2	8.2	6.1	4.9	5.5
库存	(5.0)	(3.2)	1.7	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3	(1.3)	(1.5)	0.2	0.2
净贸易 (商品 & 劳务)	3.5	2.8	(2.6)	(3.0)	(5.0)	(4.7)	(2.9)	(2.0)	(0.6)	0.1	(3.6)	(0.9)
消费者物价	2.6	4.9	8.4	7.3	6.9	5.6	2.7	2.5	2.0	6.6	2.1	2.7
出口	(10.7)	(10.3)	(8.7)	(6.3)	0.3	3.7	3.7	4.0	9.7	13.8	(6.5)	3.9
进口	(7.2)	(7.8)	(4.0)	(0.5)	2.9	4.2	4.2	4.3	12.1	9.5	(2.4)	4.4
商品贸易收支 (十亿美元)	6.2	6.5	9.6	9.2	5.2	6.5	9.8	9.4	29.2	39.6	30.5	30.8
经常项目收支 (占 GDP 的%)	13.6	19.6	24.7	11.0	11.2	16.1	18.3	8.4	15.6	15.2	12.5	12.0
财政收支 (占 GDP 的%)									(3.1)	(4.8)	(5.3)	(4.7)
隔夜政策利率 (%)	3.50	3.50	3.50	3.25	2.75	2.75	2.75	2.75	3.50	3.25	2.75	3.50
汇率 (林吉特/美元)	3.19	3.27	3.46	3.65	3.70	3.75	3.65	3.55	3.31	3.65	3.55	3.35

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：CEIC 和野村。

经济前景

Yuichi Izumi | y-izumi@frc.nomura.co.jp

菲律宾：2009 年出口带动增长放缓

平衡预算的财政目标可能会因经济增长放缓而被推迟

2008 年第三季度实际 GDP 增长强于预期 - 年同比 4.6%，这主要归功于强劲的私人消费和建筑投资。由于海外菲律宾工人的汇款额增加（因菲律宾比索贬值）以及实际家庭收入提高（因石油和大米降价），私人消费在第三季度出现复苏 - 年同比增长了 4.6%。由于政府扩大基础设施建设项目而且呼叫中心行业对房地产的需求不断增加，因此建筑业投资依然表现活跃。然而，由于全球经济下滑对出口（特别是电子产品）造成了影响，因此外需增长加快放缓。鉴于亚洲（特别是中国）、欧元区和美国的下行压力不断增加，我们预期出口将会进一步放缓直至 2009 年上半年。尽管 2009 年私人消费和建筑投资可能会为菲律宾的经济提供支持，但预期 GDP 增长将会继续放缓（主要是由于外部需求受到削弱所致）。我们已经将对 2009 年的实际 GDP 增长率预期从 3.0% 下调至 2.8%，这主要反映出菲律宾对亚洲出口的环境不断恶化。

国会关于 2009 年预算计划的讨论进展顺利，该计划包括提议扩大基础设施建设投资。倘若在 12 月底之前获得参议院的批准以及总统签字，那么该预算可能从 2009 年 1 月份（即新财年伊始）开始生效。政府关于 2010 年将会实现平衡预算的中期目标现在看来越来越不可能达到了。支出方面，为了减轻经济所承受的压力，我们预期 09 财年政府将会提交一份补充预算。此外，鉴于下一次总统竞选将于 2010 年举行，我们认为本届政府有动机要增加开支来刺激经济。政府收入方面，由于经济增长放缓，我们相信 09 财年税收的增收幅度可能没有政府估计的那么多。倘若不大量抛售政府持有的股份，政府将难以补足收入的差额，因为在经济下滑时期进行大规模的私有化更加困难。另一方面，鉴于我们认为 2009 年 CPI 通胀将会由于石油和大米价格下降而明显减速，预期至 2009 年 3 月份菲律宾央行（BSP）将会削减政策利率 100 基点以支持经济增长。

鉴于全球金融市场依然动荡，预期菲律宾比索在 2009 年上半年仍易受下行压力的影响。然而，我们预期比索相对于美元的汇率将会在 2009 年下半年企稳，因为我们认为与证券投资相关的资金外流压力应该会得到缓解，而原油价格下降以及来自海外工人汇款增加应该能远远抵消低迷的出口，从而使得 2009 年的经常项目盈余不断扩大。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	4.7	4.4	4.6	3.7	3.3	2.6	2.2	2.9	7.2	4.3	2.8	5.6
私人消费	5.2	4.1	4.6	4.3	4.3	4.8	5.0	5.0	5.8	4.5	4.8	5.3
政府消费	1.9	(1.5)	12.5	6.0	8.0	10.0	5.0	5.0	8.3	4.4	7.1	5.0
固定资本形成总额	2.9	3.0	7.5	12.9	5.8	4.3	3.6	4.5	11.8	6.4	4.5	6.4
出口 (商品 & 劳务)	(6.1)	7.6	4.7	(4.0)	(6.0)	(7.0)	(6.5)	(4.0)	5.6	1.0	(6.0)	4.7
进口 (商品 & 劳务)	(5.8)	(0.7)	5.1	3.0	1.0	0.0	0.0	1.3	(4.5)	0.5	0.6	3.3
对 GDP 的贡献率												
国内最终销售	4.6	3.6	5.8	5.7	4.9	5.3	4.9	5.0	7.1	4.9	5.0	5.7
库存	0.2	2.2	(0.4)	0.9	1.5	1.1	1.1	0.0	(0.0)	0.8	0.9	(0.7)
净贸易 (商品 & 劳务)	(0.3)	4.2	0.3	(2.9)	(3.1)	(3.7)	(3.8)	(2.0)	5.1	0.2	(3.1)	0.6
出口	2.7	5.3	4.0	(4.0)	(10.0)	(10.5)	(8.0)	(5.0)	6.4	1.9	(8.4)	6.8
进口	20.1	11.8	6.6	(4.0)	(4.0)	(6.0)	(3.0)	0.0	7.2	7.9	(3.3)	5.0
商品贸易收支 (十亿美元)	(2.1)	(1.9)	(2.5)	(2.0)	(2.7)	(2.3)	(3.1)	(2.7)	(5.0)	(8.5)	(10.8)	(10.5)
消费者物价	5.6	9.7	12.2	9.0	4.0	3.3	3.0	2.8	2.8	9.1	3.3	3.2
经常项目收支 (十亿美元)	0.9	0.8	1.0	2.2	0.9	2.2	0.7	2.0	6.3	4.9	5.9	7.9
(占 GDP 的%)	2.2	1.9	2.3	5.0	2.6	5.6	1.8	4.3	4.3	2.9	3.6	4.4
财政收支 (占 GDP 的%)									(0.2)	(1.0)	(2.4)	(1.3)
再回购利率 (%)	5.00	5.25	6.00	5.75	5.00	5.00	5.00	5.00	5.25	5.75	5.00	5.50
91 天期国债收益率 (%)	4.50	5.67	6.65	5.75	5.00	5.00	5.00	5.00	4.19	5.75	5.00	5.00
汇率 (比索/美元)	41.56	44.81	47.06	48.50	49.50	49.50	48.50	48.50	41.23	48.50	48.50	48.50

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：国家统计局协调委员会，国家统计局，菲律宾央行，CEIC 和野村。

经济前景

Takayuki Urade | Urade.takayuki@sg.nomura.com

新加坡：准备迎接亚洲最大的跌幅

要减轻痛苦，需要采取额外的财政刺激措施并重新调整新加坡元名义有效汇率的政策汇率范围

2007 年新加坡的国内商品和服务出口占到 GDP 的 97%（据此衡量，新加坡是亚洲最开放的经济体），这大大帮助解释了为什么我们预期在该地区中新加坡的年同比 GDP 增长率将会经历最显著的跌幅。在新加坡，制造业部门（占整个经济的四分之一）的放缓正日益变得明显，特别是电子产品部门。制造业部门的总体表现目前更容易受生物医药生产波动的影响，后者比其他部门受全球需求放缓的影响更小。建筑业和服务业部门至今为止依然保持着相当强劲的增长，但预期在经济低迷期并不能独善其身，而金融部门看来必然会运营重组，因为一些在新加坡开展业务的主要金融机构已经宣布计划要缩减规模。这可能会暂时抑制对办公楼/住宅的需求，尽管新加坡作为新兴的资产管理中心的地位和定位应该不会受到实质性影响。私人消费也一直受到主要金融机构开展业务的支持，尽管看起来尚未受到太大影响，但可能会由于未来资产（即股票和房产）价值下跌所产生的负财富效应而走低。

鉴于对经济加剧萎缩的担忧不断增加，政府已经宣布了额外的措施来支持国内需求。10 月 21 日通过了一项法案允许对宪法进行修改，有意准许将新加坡金融管理局（MAS）和政府投资公司（GIC）的更多投资收益用于营运支出，例如教育经费、研发、医疗保健和公共组屋。根据此项声明，未来五年都会有此类支出，每年总计相当于 GDP 的 3%，其中三分之二的资金都来自新获得资金的递增。

11 月 21 日，财政部长宣布了 23 亿新元的一揽子经济刺激措施，其中包括：1）给本地企业和中小企业的商业融资；2）支持政府对贷款违约的风险分担；以及 3）提高政府对创业企业的投资上限。另外，宣布了一项劳动者培训计划（未来两年内将花费 6 亿新元）。在过去，新加坡财政支出的有效性（特别是公共投资项目）一直有限，这主要是由于流出现象所致。然而，这次政府似乎更多地专注于企业部门活动。为了尽快执行这些政策，政府决定 2009 预算的公布日期将从 2 月份提前至 1 月 22 日，并且将于 2 月 3 日在国会宣读预算。

汇率政策方面，我们预期：至少在 2009 年底之前，新加坡金融管理局都将允许新加坡元名义有效汇率（NEER）进一步贬值。由于更加担心经济衰退可能会不断深化，我们预期：到 2009 年 4 月下一次政策调整时，新加坡元名义有效汇率会触及政策汇率范围的下限。新加坡金融管理局届时可能会下调政策汇率范围，以便允许新加坡元名义有效汇率进一步下跌。近月来油价显著下跌导致了 CPI 通胀的回落速度快于预期，这也为新加坡元名义有效汇率的进一步贬值敞开了大门。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	6.9	2.4	(0.6)	(1.7)	(4.6)	(0.8)	0.4	1.2	7.7	1.7	(1.0)	3.5
[经季调, % 季环比]	15.7	(6.0)	(6.0)	(8.8)	2.7	10.0	(1.4)	(5.9)				
私人消费	4.5	5.1	4.7	3.9	2.6	2.5	2.5	3.2	4.6	4.5	2.7	4.2
政府消费	14.4	4.6	10.2	5.6	6.7	22.4	19.9	18.8	2.3	9.4	15.5	4.7
固定资本形成总额	30.2	24.1	13.1	7.5	(2.9)	(1.5)	3.3	5.4	20.2	18.1	1.1	5.9
出口 (商品 & 劳务)	8.9	6.9	3.7	0.0	(0.3)	(0.2)	0.0	0.2	6.6	4.8	(0.1)	1.5
进口 (商品 & 劳务)	13.3	11.6	9.6	3.9	2.5	1.0	1.4	1.8	6.8	9.5	1.7	2.0
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	11.4	8.4	5.9	4.3	1.1	2.4	3.9	5.1	6.8	7.4	3.1	4.2
库存	3.4	2.4	5.1	3.0	1.0	0.0	0.0	0.2	(0.1)	3.5	0.3	0.4
净贸易 (商品 & 劳务)	(7.6)	(8.6)	(11.7)	(9.0)	(6.7)	(3.0)	(3.5)	(4.1)	1.6	(9.2)	(4.3)	(1.0)
失业率 (经季调, %)	2.0	2.2	2.3	2.8	3.5	4.0	4.2	4.3	2.1	2.3	4.0	3.5
消费者物价	6.6	7.5	6.5	5.2	3.3	2.1	1.1	1.0	2.1	6.4	1.9	2.4
出口	(5.0)	(8.0)	(8.0)	(4.5)	(2.0)	1.0	2.5	3.5	10.1	14.7	(5.7)	2.9
进口	(3.4)	(3.7)	(6.0)	(4.6)	1.8	2.8	2.9	3.1	10.3	22.0	(3.3)	3.0
商品贸易收支 (十亿美元)	5.0	2.3	2.6	6.3	2.2	1.0	2.4	6.9	36.1	22.4	13.4	13.5
经常项目收支 (占 GDP 的%)	15.9	14.1	16.1	13.6	8.0	10.7	16.7	6.9	24.2	15.0	10.6	9.7
财政收支 (占 GDP 的%)									2.7	(0.9)	(2.5)	(1.7)
3 个月 SIBOR 利率 (%)	1.31	1.19	1.88	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	2.38	0.75	1.00	1.25
汇率 (新加坡元/美元)	1.38	1.36	1.43	1.54	1.54	1.55	1.52	1.51	1.44	1.54	1.51	1.45

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值；财年为 4 月-3 月。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：CEIC 和野村。

经济前景

Young Sun Kwon | youngsun.kwon@nomura.com

韩国：更深更广的经济下滑

2009 年韩国经济应该会显著受到削弱，但不太可能会出现如亚洲金融危机时期那样的崩溃。

全球经济衰退和金融危机已经对韩国的出口造成重创，并且加剧了韩国国内金融市场的波动性。我们预期企业将会削减或推迟投资直至 2009 年，并且就业人数将会全面下降 - 为六年来首次出现。银行收紧其信贷标准导致流向中小企业（雇员占全部就业人数的 88%）的信贷正在快速枯竭。油价急剧下跌，韩国央行（BOK）大肆放松银根，并且政府宣布了 33 万亿韩元（GDP 的 3.3%）的财政刺激措施，这些应该会有助于支持国内需求。然而，我们认为，至少在 2009 年中期之前，这些努力都将无法抵消劳动力市场不断削弱、家庭偿债负担沉重（2007 年个人债务与家庭可支配收入比为 147%）、以及资产价格下跌导致负财富效应等因素带来的逆风。我们预期 2009 年房价将会下跌 4.5%，为自 1998 年以来的最大跌幅。鉴于预期企业违约率将不断攀升（特别是在建筑业部门），为了努力确保经济安全和金融稳定，我们认为还需要投入 30 万亿韩元公共资金（除了已经宣布的 33 万亿韩元一揽子财政刺激措施之外）重组银行资本或者购买银行系统坏账。

总而言之，我们预期 2009 年 GDP 增长率将从 2008 年原本已经低于潜在水平的 4.0% 显著放缓至 1.3%，为自 1997-98 年亚洲金融危机以来的最低水平。然而，我们仍认为我们的前景展望更多面临的是下行风险。在我们看来，韩国经济所面临的最大风险是金融体系出现大规模的不良资产。鉴于韩国经济体的杠杆率较高（2007 年私人部门债务总额与 GDP 的比率为 187%，为该地区最高），大量净资产意外流出也可能引发国内金融状况与实体经济活动之间的负反馈循环。上行风险包括油价跌幅更大，以及更迅速、更激进的政策反应。

要防止金融危机和严重的经济衰退，韩国的政策制定者们面临着艰难的挑战，但我们相信宏观政策正朝着正确的方向发展，特别是外汇政策。与 1997 年金融危机前夕相比，韩国经济如今能更好地消化外部冲击，这在很大程度上是由于汇率体制已经变得更加灵活。另外，韩国与美国（300 亿美元）、中国（相当于 280 亿美元）以及日本（相当于 200 亿美元）的货币掉期协议应该会有助于限制偿付能力风险。

鉴于我们认为 2009 年油价将维持较低水平、韩元走软并且国内需求脆弱，因此我们预期 2009 年经常项目将从 2008 年 86 亿美元的赤字（GDP 的 -1.0%）转变成 103 亿美元的盈余（1.3%）。通胀方面，两个强大的抑制通胀因素（国内需求疲乏、油价不断下跌）应该会远远抵消韩元走弱所带来的任何通胀效应。我们预期 2009 年 CPI 通胀将从 2008 年的 4.7% 放缓至 2.9%，回到韩国央行的目标区间内。鉴于经济衰退和企业违约的风险不断加剧，我们预期至 2009 年第一季度末韩国央行将会进一步减息至 2.00%。

前景一览

除非注明，否则为 % 年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	5.8	4.8	3.8	1.9	0.4	0.2	1.0	3.2	5.0	4.0	1.3	5.0
[经季调, % 季环比]	0.8	0.8	0.5	(0.3)	(0.6)	0.6	1.3	1.9				
私人消费	3.4	2.3	1.1	(0.4)	(1.8)	(1.1)	0.2	2.9	4.5	1.6	0.1	3.0
政府消费	3.9	4.0	4.4	3.9	5.2	5.2	6.1	6.1	5.8	4.1	5.7	5.0
商业投资	1.4	0.7	4.7	1.5	0.4	0.0	(1.0)	1.5	7.6	2.0	0.3	6.0
建筑投资	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(2.9)	(1.7)	(0.2)	0.8	1.8	1.2	(1.7)	0.4	2.0
出口 (商品和服务)	11.8	12.5	9.4	0.2	(2.1)	(6.5)	(4.5)	(0.6)	12.1	7.9	(3.4)	7.1
进口 (商品和服务)	9.0	8.6	9.0	(3.3)	(4.7)	(8.8)	(6.3)	(1.0)	11.9	6.5	(5.2)	5.3
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	2.4	1.2	1.7	0.0	(0.3)	0.0	0.9	2.6	4.1	1.7	0.8	2.9
库存	0.7	0.2	0.8	0.1	(0.3)	(0.2)	(0.4)	0.5	(0.4)	0.1	0.0	0.0
净贸易 (商品和服务)	2.7	3.3	1.3	1.8	1.1	0.4	0.4	0.1	1.3	2.2	0.5	2.1
失业率 (经季调, %)	3.0	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.2	3.2	3.5	3.4
就业人数 (千人, 年同比)	210	173	141	56	(23)	(123)	(87)	109	282	145	(31)	306
消费者价格	3.8	4.8	5.5	4.6	4.5	2.8	2.0	2.3	2.5	4.7	2.9	3.0
核心 CPI	3.0	3.9	4.8	5.3	5.0	3.9	3.0	2.5	2.3	4.3	3.6	2.6
经常项目收支 (占 GDP 的 %)									0.6	(1.0)	1.3	0.6
财政收支 (占 GDP 的 %)									3.8	1.3	(2.1)	0.5
财政收支 (扣除社保基金) (占 GDP 的 %)									0.4	(1.1)	(5.1)	(1.0)
货币供应量 (M2)	13.3	15.3	14.7	13.0	12.0	10.0	8.0	8.0	11.2	14.1	9.5	10.8
房价 (% 季环比)	1.4	2.1	0.8	(1.0)	(1.0)	(1.5)	(1.0)	(0.7)	3.1	4.0	(4.5)	2.0
韩国央行官方基准利率 (%)	5.00	5.00	5.25	3.00	2.00	2.00	2.00	2.00	5.00	3.00	2.00	3.50
3 年期国债收益率 (%)	5.10	5.80	6.00	4.00	3.50	3.20	3.00	3.20	5.47	4.00	3.20	4.20
10 年期国债收益率 (%)	5.28	6.05	6.10	4.50	4.00	3.80	3.50	3.80	5.70	4.50	3.80	4.50
汇率 (韩元/美元)	991	1043	1187	1400	1450	1400	1300	1200	936	1400	1200	1000

备注: 利率、房价和汇率为期末值; 其它指标为期间均值。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。
数据来源: 韩国央行, CEIC 和野村。

经济前景

Kota Hirayama | k-hirayama@frc.nomura.co.jp

台湾：面临经济明显萎缩

我们相信财政和货币政策行动都无法阻止经济增长的显著放缓

在台湾，对经济衰退的担忧正在迅速升温。2008 年第三季度实际 GDP 自 2003 年第二季度以来首次出现萎缩，这主要是由于出口下降所致。台湾是亚洲最易受电子产品周期下滑影响的经济体之一。出口的下滑速度似乎比生产商预期的还要快，从而导致库存迅速堆积，并且对库存调整将影响未来增长的担忧加剧。企业通过缩减资本投资迅速对需求下降做出反应，这增添了近期经济所面临的下行压力。由于劳动力市场正在不断恶化并且消费者也面临股市下跌所带来的负财富效应，因此我们认为私人消费暂时可能会较为疲软。

政府已经宣布了一系列措施来刺激经济增长，但我们认为这些极有可能只会起到有限的作用。鉴于信心低迷，我们认为即使是分配给家庭的 829 亿新台币消费券也不太可能会产生显著影响，因为家庭会选择将更多可支配收入进行储蓄，这可能将大大抵消消费券的刺激作用。我们认为公共设施工程支出（未来四年内总额达 4000 亿新台币）以及刺激私人部门投资的措施将不足以避免经济出现恶化。此外，经济下滑可能会在 2009 年上半年达到最糟糕的程度，而政策刺激的全部影响是否会及时显现这一点尚不明确。由于经济衰退导致政府收入下降而支出不断增加，因此我们预期 09 财年的财政赤字将会扩大。尽管政府预期两岸关系的改善将会推动经济，但我们认为作用有限，因为大陆经济本身也面临着下行压力。

考虑到这些情况，我们预期 2009 年实际 GDP 增长率为-1.0%，这将成为自 2001 年互联网泡沫破灭之后的首次负增长。我们估计 2009 年第二季度年同比增长率将会降至-2.7%。至于企业部门，我们预期：随着海外经济体开始复苏，出口和私人部门资本支出将会在 2009 年上半年开始好转。然而，挥之不去的就业压力可能会继续对家庭部门造成压力，因此我们预期 2010 年之前消费支出不会复苏。

我们预期通缩的明显回落（由资源价格下跌以及经济增长放缓所致）将会持续至 2009 年中期，并且央行将会做出反应大肆放松银根，尽管我们认为这在近期将只会产生有限的刺激作用。我们预期 2009 年将累计减息 125 基点。然而我们注意到，至今为止台湾的金融体系没有出现严重的运作障碍，并且经济增长放缓主要源于外部需求不断恶化这一实体经济因素。我们认为 2009 年上半年新台币汇率将会下跌，但下半年将会回升，这与更广泛的经济走势相一致。事实上，尽管出口增长将会放缓，但由于进口价格也可能会显著下降（部分是由于石油价格下降所致），我们预期 2009 年经常项目盈余将会扩大。我们认为新台币汇率的波动幅度可能会相对较小，这部分是由于我们预期央行将会在外汇市场采取一些平滑型干预措施。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	6.2	4.6	(1.0)	(2.0)	(2.6)	(2.7)	(0.1)	1.3	5.7	1.8	(1.0)	4.2
私人消费	2.1	0.5	(2.0)	(2.2)	(0.9)	(1.7)	(0.4)	(0.3)	2.3	(0.4)	(0.8)	1.7
政府消费	1.3	(0.2)	1.3	2.8	0.8	2.1	1.7	3.2	0.9	1.3	2.0	1.3
固定资产形成总额	3.7	(8.0)	(10.7)	(6.7)	(9.9)	(1.6)	2.8	6.5	1.9	(6.0)	(0.2)	6.8
出口 (商品& 劳务)	12.7	9.9	(0.7)	(6.4)	(11.5)	(12.7)	(6.4)	(1.5)	8.8	3.4	(8.1)	7.3
进口 (商品& 劳务)	9.6	0.2	(2.4)	(10.8)	(15.9)	(15.1)	(7.2)	(1.7)	3.8	(1.2)	(10.1)	7.0
对 GDP 的贡献率:												
国内最终销售	2.0	(1.4)	(3.0)	(2.1)	(2.0)	(0.9)	0.5	1.4	1.8	(1.2)	(0.2)	2.2
库存	0.9	(0.9)	1.1	(1.0)	(1.0)	(0.5)	0.0	0.0	0.1	0.0	(0.4)	0.5
净贸易 (商品& 劳务)	3.4	6.8	0.9	1.1	0.4	(1.3)	(0.6)	(0.2)	3.8	3.0	(0.4)	1.4
出口	17.5	18.6	8.1	(7.9)	(16.8)	(21.2)	(13.6)	(0.5)	10.1	8.3	(13.3)	15.3
进口	26.0	19.2	20.1	(8.8)	(22.1)	(27.3)	(16.8)	4.9	8.2	13.5	(16.3)	22.0
商品贸易收支 (十亿美元)	3.3	4.7	0.5	9.7	5.9	7.7	2.6	6.8	27.4	18.2	23.1	12.6
消费者物价	3.6	4.2	4.5	2.4	1.1	0.2	(0.9)	0.6	1.8	3.7	0.2	1.5
失业率 (%)	3.9	3.9	4.2	4.4	4.6	5.0	5.4	5.1	3.9	4.1	5.0	5.0
经常项目收支 (十亿美元)	8.7	7.0	2.0	11.7	9.3	8.6	4.2	8.8	33.0	29.3	30.9	21.0
(占 GDP 的%)	8.4	7.1	2.0	11.6	9.8	9.8	4.5	9.0	8.6	7.3	8.3	5.3
财政收支 (占 GDP 的%)									(0.4)	(1.9)	(4.1)	(3.6)
贴现率 (%)	3.500	3.625	3.500	2.000	1.250	0.750	0.750	0.750	3.375	2.000	0.750	1.375
隔夜拆借利率 (%)	2.074	2.155	2.052	0.900	0.500	0.300	0.300	0.300	2.083	0.900	0.300	0.900
10 年期国债收益率 (%)	2.420	2.684	2.230	1.200	1.000	1.000	0.900	1.000	2.582	1.200	1.000	1.600
汇率 (新台币/美元)	30.55	30.36	32.00	33.60	34.00	34.50	33.50	33.00	32.42	33.60	33.00	31.00

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：CEIC，彭博社，DGBAS 和 和野村。

泰国：政治动荡的负面影响

预期泰国央行将会继续大幅减息

泰国经济已经进一步恶化，并且我们已将我们对 2009 年的实际 GDP 增长率预期从 3.2% 下调至 2.1%，主要是出于三个理由。第一，泰国消费者信心已经受到重创，并且可以预期将会随着全球金融危机的恶化而继续下降。第二，人民民主联盟（PAD）组织的政治抗议活动曾在近期关闭了曼谷机场，这极有可能在旺季时节对旅游者信心造成了打击，特别是海外游客。据我们计算，假如今年的游客人数比政府所估计的 1350 万减少 100 万的话，这可能会拉低实际 GDP 增长率 0.4%。此外，即使民主党成立新的联合政府，但由于前人民力量党（PPP）依然有许多的基层支持者，因此反对活动可能会继续存在。

第三个理由与财政政策相关。鉴于泰国国民议院未能通过补充预算，财政政策将难以在短期内促进国内消费需求。即使 2009 年第一季度通过了额外的预算，其作用也不太可能在下半年之前得以显现。需求方面，我们预期私人消费将从 2008 年的 2.5% 放缓至 2009 年的 1.4%，其中 2008 年第四季度和 2009 年第一季度经季节调整后的季环比数据将连续出现负增长。由于预期私人投资将会进一步恶化，因此预期固定资本形成总额也将从 2008 年的 2.4% 放缓至 2009 年的 0.5%，尽管 2009 年下半年计划的公共投资将会迅速增加。我们预期商品和劳务出口也将转为负值，2009 年增长率为 -3.1%，而 2008 年为 5.4%。

我们已经将我们对 2009 年经常项目盈余的预期从 128 亿美元下调至 44 亿美元，主要是由于出口服务收入（包括旅游）的增长料将会在政治动荡之后下降至 -0.7%。从清关数据来看，我们预期 2009 年商品出口额增长率将猛跌至 -5.7%，这部分是由于外国需求疲乏，但同时也是由于出口价格因大宗商品和农作物价格猛跌而大幅下降。然而，即使出口骤降，但由于石油价格大跌（按 GDP 来计算，泰国是亚洲最大的石油净进口国），我们预期 2009 年清关贸易逆差将会转变成小额顺差。

但因为泰国的 CPI 分类项目对原油价格非常敏感，预期 2009 年通胀将会放缓。实际上，11 月份 CPI 通胀已从 7 月份 9.2% 的峰值下降至 16 个月来的低点一年同比 2.2%。我们已经将我们对 2009 年 CPI 通胀的预期从 2.1% 下调至 0.7%。鉴于财政政策无法在短期内提供帮助，因此我们认为泰国央行将会继续大肆削减回购利率以支持经济增长。我们预期回购利率将会再累计削减 125 基点，至 2009 年中期达到 1.50%。CPI 通胀走低应该会支持采取如此激进的货币宽松政策。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	6.0	5.3	4.0	2.4	0.7	0.6	2.6	4.3	4.9	4.4	2.1	5.1
私人消费	2.7	2.5	2.6	2.3	0.3	1.2	1.9	2.3	1.6	2.5	1.4	2.7
公共消费	(0.4)	(3.7)	(2.9)	3.0	6.0	6.0	8.0	8.0	9.2	(1.2)	7.0	8.0
固定资本形成总额	5.4	1.9	0.6	1.6	(2.7)	(1.7)	3.0	3.4	1.3	2.4	0.5	8.1
出口 (商品 & 劳务)	8.2	9.1	8.2	(3.0)	(4.8)	(4.5)	(4.0)	1.0	7.1	5.4	(3.1)	6.7
进口 (商品 & 劳务)	9.4	6.9	10.5	(3.5)	(5.0)	(5.0)	(3.0)	0.0	3.4	5.7	(3.3)	7.4
对 GDP 的贡献率												
国内最终销售	2.5	1.5	1.2	1.7	0.0	0.8	2.5	2.4	1.9	1.7	1.4	3.8
库存	2.7	1.1	2.7	0.9	1.4	0.2	1.3	1.2	(0.2)	1.9	1.0	0.7
净贸易 (商品 & 劳务)	0.8	2.4	0.0	(0.3)	(0.7)	(0.4)	(1.2)	0.7	3.0	0.7	(0.4)	0.6
出口	20.9	25.2	25.5	(5.2)	(8.9)	(7.9)	(6.0)	0.5	17.2	15.8	(5.7)	10.5
进口	38.1	29.7	39.1	3.9	(9.8)	(10.7)	(6.9)	0.0	8.7	27.0	(7.0)	9.7
商品贸易收支 (十亿美元)	(1.2)	0.1	(1.3)	0.8	(0.7)	1.4	(0.8)	1.0	12.1	(1.6)	0.9	2.3
消费者物价	5.0	7.5	7.2	3.4	1.3	(1.2)	0.7	2.3	2.2	5.8	0.7	2.4
经常项目收支 (十亿美元)	2.7	(1.0)	(2.5)	2.3	1.6	(1.1)	(0.1)	4.1	14.0	3.0	4.4	8.3
(占 GDP 的%)	3.8	(1.4)	(3.6)	3.3	2.5	(1.8)	(0.2)	5.6	5.7	0.5	1.6	2.8
财政收支 (占 GDP 的%)									(2.1)	(1.8)	(5.1)	(3.6)
隔夜回购利率 (%)	3.25	3.25	3.75	2.75	1.75	1.50	1.50	1.50	3.25	3.50	1.50	2.50
汇率 (泰铢/美元)	31.49	33.44	33.89	35.50	36.00	36.00	35.50	35.00	33.72	35.50	35.00	34.00

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值；财年为 4 月-3 月。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：CEIC 和野村。

经济前景

Yuichi Izumi | y-izumi@frc.nomura.co.jp

越南：汇率更具灵活性

政府正在综合运用财政、货币和外汇措施来支持经济增长

由于全球金融危机影响正在显现，预期 2009 年越南经济将会面临进一步的下行压力。预期全球经济增长的显著放缓会通过两大主要渠道对越南产生负面影响：出口受到削弱、外商直接投资（FDI）的增速放缓。

以美元计价的出口增长率从 10 月份的年同比 21.5% 显著放缓至 11 月份的 4.8%，并且在越南经营的外国公司（依然拥有相对的财务回旋余地）与国内公司（融资状况出现了恶化）的出口之间出现了差异。11 月份外国公司的出口（不包括原油）增速依然稳固地维持在年同比 28.1% 的水平，但同期国内公司的出口增速比 10 月份下降了一半多，从 28.2% 降至 12.4%。

外商直接投资方面，2008 年 1-11 月份期间 590 亿美元的外商直接投资（刚好超过 2007 年 179 亿美元的三倍）得到批准。然而，由于 2008 年获批的许多外商直接投资项目都集中在钢铁和房地产部门，并且鉴于全球经济增长放缓以及国内房地产市场暴跌，我们认为这些部门的实际投资被搁置的可能性越来越大。我们已经将我们对 2009 年的实际 GDP 增长率预期从 5.5% 下调至 5.0%，并将 2010 年的预期从 6.8% 下调至 6.3%。

针对经济下滑，政府当局已经放松了财政和货币政策。财政政策方面，11 月 21 日得到越南国会批准的政府 09 财年预算放慢了政策步伐，通过防止财政赤字扩大来压低通胀。然而，12 月 2 日政府宣布计划将 10 亿美元外汇储备用于公共基础设施支出，并宣布在红河三角洲建设灌溉工程的计划，通过发行 1.5 万亿越南盾（8900 万美元）政府债券为其进行融资。这两项措施的投资总额相当于 2007 年 GDP 的 1.5%。就货币政策而言，越南国家银行（SBV - 越南央行）将其基准利率（商业银行的贷款和存款参考利率）下调至 10%，自 12 月 5 日起生效。如今，自 10 月份以来总共已经累计下调利率 400 基点。我们预期，随着 2009 年上半年通胀的回落，越南央行将会进一步降息 300 基点。

越南总理阮晋勇（Nguyen Tan Dung）的一揽子经济刺激措施也要求越南央行引导汇率来促进出口。11 月 7 日，越南央行扩大了越南盾/美元汇率的交易区间，并且由于央行试图使越南盾/美元汇率走低，我们预期 2009 年越南央行将会更多利用已经增强的外汇灵活性。由于越南盾对美元的汇率一直相对稳定，因此它相对其他亚洲货币出现了升值，因此我们认为越南盾/美元汇率存在进一步走弱的空间。此外，由于越南通胀高企，实际贸易加权汇率甚至还要更强。在汇率政策更加灵活、外商直接投资流入可能放缓以及经常项目赤字依然庞大等因素的作用下，我们预期 2009 年越南盾/美元汇率将会走弱。

前景一览

除非注明，否则为%年同比增长	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08F	1Q09F	2Q09F	3Q09F	4Q09F	2007A	2008F	2009F	2010F
实际 GDP	7.5	5.8	6.5	5.5	4.0	4.5	5.0	6.0	8.5	6.2	5.0	6.3
私人消费									9.6	5.5	6.0	6.6
公共消费									9.0	3.0	3.0	4.0
固定资本形成总额									23.0	9.5	6.5	7.4
对 GDP 的贡献率												
国内最终销售									14.7	7.5	6.7	7.6
库存									1.2	6.1	(1.2)	1.0
净贸易 (商品 & 劳务)									(11.4)	(5.5)	(0.5)	(2.3)
出口	24.6	45.9	45.7	20.0	7.0	(3.5)	(4.3)	3.0	22.2	33.9	0.1	15.0
进口	75.2	56.4	25.9	11.3	3.7	(3.0)	(2.6)	6.2	37.0	39.0	1.0	13.5
商品贸易收支 (十亿美元)	(8.3)	(5.9)	(1.6)	(3.9)	(8.2)	(5.8)	(1.9)	(4.7)	(12.4)	(19.7)	(20.5)	(22.3)
经常项目收支 (十亿美元)									(7.0)	(11.6)	(11.6)	(12.3)
(占 GDP 的%)									(9.8)	(13.3)	(11.6)	(11.1)
财政收支 (占 GDP 的%)									(5.0)	(5.0)	(4.8)	(5.0)
消费者物价	16.4	24.5	27.8	24.5	16.9	11.9	11.7	11.1	8.3	23.4	12.7	7.8
基准利率 (%)	8.75	14.00	14.00	9.00	8.00	7.00	7.00	7.00	8.25	9.00	7.00	7.00
再融资利率 (%)	7.50	15.00	15.00	10.00	9.00	8.00	8.00	8.00	6.50	10.00	8.00	8.00
汇率 (越南盾/美元)	16,110	16,842	16,600	17,000	17,250	17,250	17,500	17,500	16,003	17,000	17,500	18,000

备注：利率和汇率为期末值；其它指标为期间均值。GDP 支出季度数据无法获得。表格更新日期为 2008 年 12 月 15 日。

数据来源：越南统计局，越南央行，世界银行，CEIC 和野村。

Tomo Kinoshita | kinoshita.tomo@hk.nomura.com
孙明春 | mingchun.sun@nomura.com

专题聚焦

中国：为何能做到“保八”

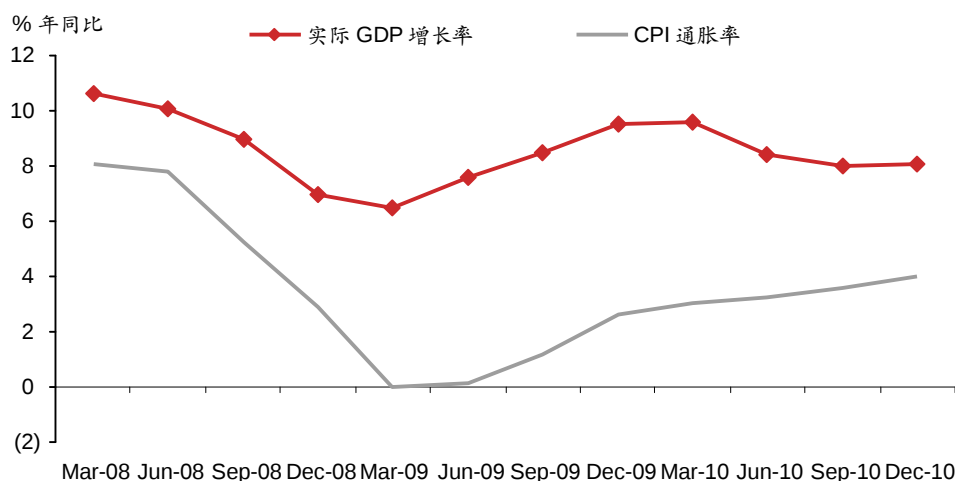
经常被问及的一个重要问题是 2009 年中国 GDP 能否实现 8% 的增长率。我们的回答是“能”。看到中国当局逐渐加强政策反应，我们对此更有信心了。

中国经济无疑正面临巨大的下行压力。其出口导向型经济正在经历重要的调整阶段；意识到高速出口增长已渐行渐远（2008 年 11 月份的出口增速从 10 月份的年同比 19.2% 骤跌至 -2.2%），中国出口商都在削减库存并限制产量。尽管我们现在预期 2009 年出口增速为 -6.0%，但库存调整周期通常较短而且我们认为调整将于 2009 年第二季度结束。

财政刺激措施

因为政府选择了可以很快推动资金支持经济的多类项目，我们预期财政刺激措施和其他政策要到 2009 年中才开始发挥显著作用。另外，出于形势需要，最初于 11 月 9 日公布的一揽子刺激措施的规模继续扩张（图表 2、3 和 4）。

图表 1. 实际 GDP 季度增长和 CPI 通胀率的预测值



数据来源：CEIC 和野村估计值。

在我们看来，8% 的增长率对中国而言是具有象征意义的目标，因为这一增长率让中国可以维持一定的新增就业量并维护社会稳定。我们认为经济刺激一揽子计划的根本目的就是创造就业。自 1996 年以来每年城镇新增就业岗位达到 700 多万个，而近几年城镇就业人数净增值加速上升，2007 年达到 1040 万人。由于经济低迷促使企业裁员（特别是沿海省份的出口部门），大量被裁劳动力现在可能会返回故土寻找工作。我们相信中央政府正在加大政策力度，而且由于预见到这些变化，政策将主要集中在四个方面：

出口部门：为了督促并鼓励产业从低端转向更高附加值阶段，2007 年政府实施了控制出口的措施。在 2008 年 10 月份之前，政府似乎并不愿意改变这些措施。然而，由于全球经济下滑和之前的紧缩性出口政策开始导致出口部门大量裁员，这些考虑被暂且搁置。政府转变态度支持出口，11 月 12 日宣布提高 3770 类出口产品（其中包括钢材）的出口退税率，一周后纺织品也加入了退税率上调的行列。政府也在试图鼓励银行向出口商提供信贷。尽管在当前的全球经济状况下，这些措施不太可能促进出口，但至少能够为出口行业提供一定的支持。

支持私人消费：2009 年起主要粮食作物的最低收购价格将上调，以增加农民收入。也有报道称政府或许很快会提高个人所得税起征点，以增加中产阶级的收入（由于个税起征点为 2000 元人民币/月，中国的收入税目前只对部分中产阶级以及更富裕人群征收）。政府也决定实施家电下乡补贴。

库存调整正在抑制经济增长，但调整可能到 2009 年第二季度就结束

财政和其他政策措施从第二季度开始可能会对经济增长起到巨大的支持作用

政策应对重点是创造就业

考虑到其在劳动力市场的重要性，对出口部门的支持是关键

在预期工资增长放缓的情况下，需要刺激私人消费

推动投资增长：政府计划在 2009 和 2011 年投入 9000 亿人民币建设保障性安居工程。其它投资包括增加公路、铁路和机场的基础设施支出。总体来看，这些措施应该会显著减轻出口相关的私人部门投资放缓所带来的冲击。

投资也是支持增长的关键

援助农业：由于预期 2009 和 2010 年将有大批农民工返乡，农业部门吸收劳动力的能力不容忽视。农村基础设施项目应该会提供一些就业岗位，但农业部门显然要发挥重要的作用。以往历史显示了农业部门创造就业的重要性，1998 和 1999 年中国受到亚洲危机的打击并经历结构性改革时，正是农业部门帮助缓解了城镇新增就业放缓增长所带来的问题。

农业部门将吸收大量的富余劳动力

图表 2. 11 月 9 日经济刺激一揽子计划宣布的 10 项措施

1. 加快建设保障性安居工程，增加低收入阶层能够负担的住房供应
2. 加快农村基础设施建设（水利、电力）
3. 加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设
4. 加快医疗卫生、文化教育事业的发展
5. 加强生态环境建设
6. 加快自主创新和结构调整，支持高科技和服务业
7. 加快地震灾区灾后重建各项工作
8. 提高城乡居民收入
9. 在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业税负 1200 亿元人民币
10. 加大对经济增长的金融支持力度。取消对商业银行的信贷规模限制，加大对重点工程、“三农”（农业、农民和农村）、中小企业和技术改造、兼并重组的信贷支持

数据来源：中国政府网站和野村。

图表 3. 中国 4 万亿经济刺激计划的部分详情

项目	金额(十亿元人民币)	比例 (%)
铁路、公路、机场和电网	1800	45.0
灾后重建	1000	25.0
农村发展和基础设施项目	370	9.3
保障性住房	280	7.0
生态和环境保护	350	8.8
创新	160	4.0
医疗卫生和教育	40	1.0
总计	4000	100.0

数据来源：新华社和野村。

图表 4. 中央政府宣布的各项措施

宣布日期	措施
08 年 11 月 9 日	宣布了 4 万亿元的经济刺激一揽子计划 在未来两年里投资十大主要领域的项目，例如保障性安居工程、农村基础设施、水利、电力、交通、环境、技术创新和灾后重建
08 年 11 月 10 日	计划在 2008 年已宣布的政府投资中再追加 1000 亿元资金
08 年 11 月 11 日	明后两年公路建设年均支出规模达到 1 万亿元（交通部）
08 年 11 月 12 日	未来三年对住房保障工程投入 9000 亿元 平均每年支出 3000 亿元，在未来三年建造 747 万套住房
08 年 11 月 12 日	国务院常务委员会宣布了扩大内需的四项措施： 1. 核准审批固定资产投资项目 2. 提高 3770 项产品的出口退税率，取消部分钢材和其它产品的出口关税 3. 确定中央财政地震灾后恢复重建基金的具体安排方案 4. 提出进一步加强支持林业生态恢复重建的政策措施
08 年 11 月 12 日	据官方媒体报道，计划在 2009 年 3 月份之前投入 4 万亿人民币投资中的 1000 亿元 1000 亿元将分配给 11 个部委，其中水利部和交通部分别获 200 亿元和 100 亿元
08 年 11 月 12 日	中国民航总局宣布计划投入 4500 亿元建设 60 个机场项目 2009 年将至少开始启动 40 个项目，金额达到 2000 亿元
08 年 11 月 14 日	据透露，中央政府计划支付 4 万亿元投资计划中的 1.18 万亿元。发改委副主任还提到 4 万亿元只是全国投资总额的一部分 我们相信发改委的发言表明：为了实现增长目标，如有必要政府愿意支出 4 万亿元以上
08 年 11 月 17 日	据透露，国家电网公司计划在 2009 年和 2010 年支出 1 万亿元。该计划还未获得国务院的审批
08 年 11 月 17 日	人力资源社会保障部计划暂缓调整企业最低工资标准，以减轻企业压力
08 年 11 月 19 日	国务院常务委员会宣布了促进轻纺工业健康发展的 6 项政策措施： 1. 扩大国内需求，在全国实施“家电下乡”补贴 2. 增加各级财政扶持中小企业，支持带动就业明显的轻纺项目 3. 进一步减轻企业税率负担，缓解成本压力，例如继续提高纺织品的出口退税率 4. 积极扩大出口，巩固和开拓国际市场。暂停轻纺加工贸易台帐保证金“实转”政策 5. 鼓励和引导金融机构加大金融支持力度 6. 加大轻纺工业技术改造力度，推动产业升级
08 年 11 月 19 日	中央政府宣布地方政府要设定政府征地的赔偿标准，以维护农民的合法权利
08 年 11 月 19 日	财政部宣布计划从 2009 年初起取消和停止征收 100 项行政事业性收费 政府估计企业和个人将因此节省 190 亿元
08 年 11 月 19 日	宣布计划企业退休人员基本养老金明年起上调 10% 左右（人力资源社会保障部）
08 年 11 月 21 日	据官方媒体报道，个人所得税起征点将上调

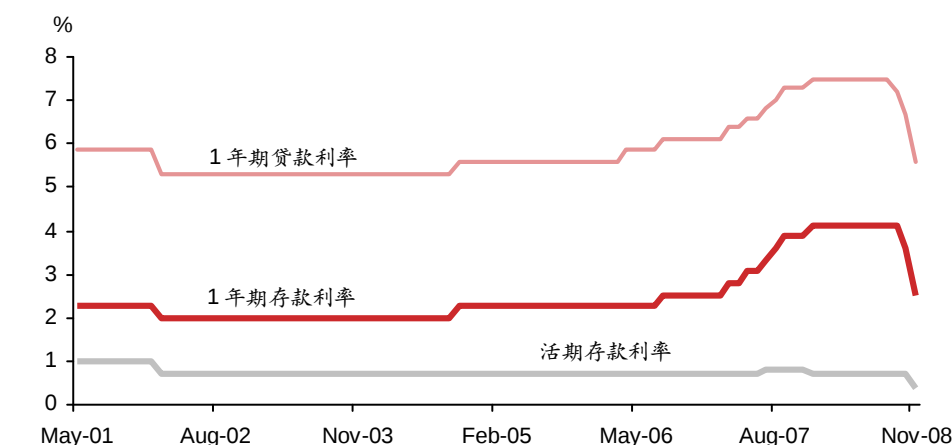
数据来源：政府信息，官方媒体新闻和野村。

货币政策

政府在货币政策方面也采取了重大举措。11 月 24 日中国人民银行出人意料地宣布大幅减息。1 年期基准贷款利率从 6.66% 下调了 108 基点至 5.58%，而 1 年期存款利率也削减了 108 基点从 3.60% 降至 2.52%，自 11 月 27 日起生效。我们相信日益增强的下行风险以及恶化的经济状况和消退的通胀压力促使了这一决定的出台。因为政府已经提出了大规模的经济刺激一揽子计划，我们认为减息是政府为防止经济下滑而考虑的多项措施之一。我们相信中国人民银行 11 月份取消贷款额度的决定也显著提高了低利率的作用。我们预期近期将继续放松银根。5.58% 的新基准贷款利率仅比 1990 年以来的历史低点（5.31%）高 27 基点。由于政府倾向于允许银行维持较高的贷存利率差（目前一年期产品的贷存利率差为 3.06 个百分点），要再下调贷款利率受到限制。然而，鉴于现在普遍认为通胀已不再是问题，关注焦点转向经济增长，我们相信中国人民银行将在 2009 年底再降息 108 基点，1 年期基准贷款利率降至 4.50%（图表 5）。

我们预期到 2009 年底之前将再减息 108 基点

图表 5. 中国的基准利率



数据来源：中国人民银行和野村。

我们预期其它会采取的重要货币政策是通过降低法定存款准备金率向银行系统注入资金。中国人民银行已将大型银行的准备金率下调了 1 个百分点至 16.0%，中小银行下调 2 个百分点至 14.0%，从 12 月 5 日起生效。这是 2008 年第三次下调准备金率。此次下调后，银行系统将增加约 6500 亿元人民币的资金，这应该会适度推动贷款增长。额外的资金也将用于支持财政刺激一揽子计划所启动的投资项目。我们相信 2009 年存款准备金率将进一步下调。

地方政府的经济刺激计划

在财政政策中，一个重要的而且我们认为被低估的方面是地方政府（特别是省政府）也在大力推动扩张性政策。到目前为止，省政府已提议的支出计划总额超过 17.8 万亿人民币（相当于 2007 年 GDP 的 71.3%），而且根据我们的估计，2009-10 年将投入其中的 14.5 万多亿元（图表 6）。因为 2006 年这些省份的财政支出总额仅为 2.9 万亿元，这些计划不太可能全部得到实施。地方政府的计划通常没有给出详细信息，新计划与原有计划的关系以及融资来源不得而知。我们相信地方政府提议的投资额中包括了非政府支出（银行贷款和私人部门投资）以及原有计划投入。另外，还不确定地方政府已计划的支出中有多少会通过中央政府的审批。发改委官员在本月初强调说中央政府对已提议的项目不会放松要求或降低标准。中央政府也表示将努力确保项目的质量和政府资金的安全。

但在综合考虑后，我们发现地方政府支出计划的规模令人鼓舞，而且相信这些计划将支持我们的预期（2009 年中国 GDP 实现 8.0% 的增长率）。尽管有些项目还没有通过中央政府的审批，但中央政府可以在后期额外批准项目以促进基础设施总支出。等待审批的项目数量庞大。

我们也预期会下调存款准备金率以鼓励银行借贷

地方政府积极提出各项扩张性政策，但不可能所有提议都得到实施

但地方政府的支出计划规模令人鼓舞

图表 6. 部分省市市政府推动内需的主要财政刺激计划

省市	主要项目	规模(人民币)	2007 年预算支出 (十亿元人民币)
北京	交通基础设施（铁路、公路）；能源和自然资源（水利等）；安居工程；生态环境；以及农村地区建设	今明两年投资 1200-1500 亿元（推动 1 万亿元的总投资）	165
上海	安居工程；农村基础设施；交通基础设施（公路、铁路）；节能及环境保护	今明两年投入 5000 亿元	218.2
江苏	安居工程；农村基础设施；交通（铁路、港口和机场）及电力基础设施；医疗、教育和文化事业；节能和生态环境；产业升级、创新和出口扩张	9500 亿元（今明两年投资 3000 亿元；2010 年投资 6500 亿元）（推动 1.2 万亿元的总投资）	255.4
浙江	交通和电力基础设施（铁路、核电站）	未来两年投资 3500 亿元	180.7
广东	222 个项目。交通和能源基础设施；产业升级、创新和现代化；城镇和农村建设；社会福利及生态环境等 10 大项目	未来五年投资 2.374 万亿元	316
广西	交通基础设施	今明两年投资 500 亿元（2008 年投资 225 亿元；2009 年投资 275 亿元）	98.6
福建	农村基础设施；产业升级和创新；能源和交通基础设施（铁路、公路和机场）；促进消费（提高低收入家庭和退休人群的收入）；支持出口；房地产；生态环境	2008 年第四季度至 2010 年投资超过 3400 亿元（其中超过 700 亿元为预算资金）	91.1
辽宁	基础设施项目，其中包括交通、农业和工业发展	2009 年投资 1.3 万亿元	176.4
云南	能源和交通基础设施（铁路、机场和公路）；工业发展；农业和灌溉；社会福利；通信；服务行业发展；城镇建设；房地产；生态环境和节能	2008-2012 年投资 3.0 万亿元	113.5
河北	559 个项目，其中包括食品安全；农业基础设施；农村发展；生态环境和节能；能源和交通重要基础设施；安居工程；产业升级和改造；服务业发展	5889 亿元	150.7
河南	400-500 个项目，其中包括能源；电力基础设施；交通基础设施（机场、铁路、公路）；农业；水利、灌溉和林业；城镇建设；教育和社会福利	今明两年投资 1.2 万亿元（2008 年底之前投入 2000 亿元）	187.1
湖北	创新和高科技行业的发展；支持中小企业；农业和农村发展；现代服务业的发展；电力和交通基础设施（铁路、铁路、机场和港口）以及城镇建设；房地产	2009-10 年投入 1500 亿元，推动 1.5 万亿元的总投资	127.7
四川	灾后重建；交通基础设施（铁路、公路、机场）；农村基础设施；产业升级和创新；节能和生态环境；服务业发展	2008 年投资 7900 亿元（2008 年新增投资额 800 亿元）；2009 年投资 1.2 万亿元；2010 年底前完成（累计）投资 3 万亿元以上（其中 8000 亿元为预算资金）	175.9
重庆	工业发展；交通基础设施（铁路、公路）；安居工程；林业；节能和农村建设	2008-2010 年投资 1.5 万亿元（2008 年 4000 亿元；2009 年 5000 亿元；2010 年 6000 亿元），以推动 8000-10000 亿元的总投资（其中包括 5000 亿元的房地产投资）	76.8
山西	安居工程；农村基础设施项目；交通基础设施（铁路、公路、机场）；医疗、文化和教育；节能和生态环境；产业升级	到 2010 年之前投资 6500 亿元	141
山东	240 个项目，其中包括交通基础设施；能源；农业、林业和灌溉；产业升级；高科技行业；服务业发展；社会福利；节能和环境保护；以及城镇基础设施	到 2010 年底之前投资 8000 亿元	226.2
吉林	1274 个项目，其中包括交通（铁路、公路、机场）和电力基础设施；水利和灌溉；生态环境；城镇建设	今明两年投资 3770 亿元	88.4
海南	279 个项目，其中包括农业；工业发展；旅游业；房地产；高科技；基础设施；以及社会福利	未来三年投资 2070 亿元（2009 年 480 亿元；2010 年 690 亿元；2011 年 900 亿元）	24.5
安徽	交通基础设施（铁路、公路、桥梁）、水利和灌溉	3890 亿元	124.4
总计		到 2010 年投资约 14.5 万亿元，到 2012 年投资约 17.8 万亿元	2.9 万亿元

数据来源：地方政府网站、新闻报导和野村。

我们的预期所面临的风险

以上讨论的是我们认为将支持 2009 年 GDP 增长实现 8% 这个目标的利好因素，我们的预期当然也面临各种风险。首先，外部环境可能会恶化。这或将对消费者和企业造成第二轮的负面效应。一旦大批企业发现自己因资金问题而陷入破产困境，失业问题可能严重到政府政策无法应付的地步。尽管政府或许可以要求国有企业不大量裁员，但私营企业职工和自由职业者的总计数量现在超过了国有企业的员工数量。

其次，地方政府的收入问题可能会制约基础设施项目支出，从而导致政府支出不足。我们认为沿海地区政府的这个风险普遍更高，因为这些政府往往更多依赖房地产相关收入。总体来看，2006 年的房地产相关收入高达 1.3 万亿元人民币，相当于 2006 年名义 GDP 的 6.3%。

但我们的预期面临下行风险

最后，虽然计划得很好，但风险是尽管政府竭尽全力，政府项目还是会被延迟。在这种情况下，经济增长率或许会非常低，即使到 2009 年第二季度之后也是如此。虽然看到了这些风险，但我们也相信政府意识到了这些风险，而且确信政府在 2009 年做政策决定时会努力遏制这些风险。

印度：将会面临考验

尽管印度经济相对封闭，但我们预期印度的 GDP 增长率将从 08 财年的年同比 9.0% 显著放缓至 09 财年的 6.8% 以及 10 财年的 5.3%。主要理由如下：出口疲软并且投资周期出现重大下滑，两者均显现出第二轮效应。财政状况疲弱造成财政刺激的空间有限，因而货币政策需要肩负起重任。

增长中断

9 月份全球金融紧缩出现明显恶化，并且越来越多的迹象表明存在非线性经济效应 - 资产价格不断下降、信心低迷、更多裁员、贷款标准收紧以及需求疲软之间的恶性循环，以及出口暴跌对国内需求所产生的更大的乘数效应。我们自己的印度综合先行指数 (CLI - 往往比非农 GDP 增长先行两个季度) 表明未来经济增长将会显著放缓 (图表 1)。事实上，从很多刚公布的数据来看，时间序列似乎在 9-10 月份出现了结构性中断。

- 继 9 月份增长 2.8% 之后，10 月份国内汽车销售年同比下降了 6.6%；
- 出口继 9 月份增长 10.4% 之后年同比萎缩了 12.1%，为五年来首次出现下降；
- 到访旅客人数增长率从年同比 9.6% 猛跌至 1.8%。

我们预期 GDP 增长率将从 08 财年 (截止 2008 年 3 月份的一年) 的年同比 9.0% 放缓至 09 财年的 6.8%，并且 10 财年将进一步下降至 5.3%。我们预期 2009 年第二季度的 GDP 增长率将达到 4.5% 的低点 (图表 2)。

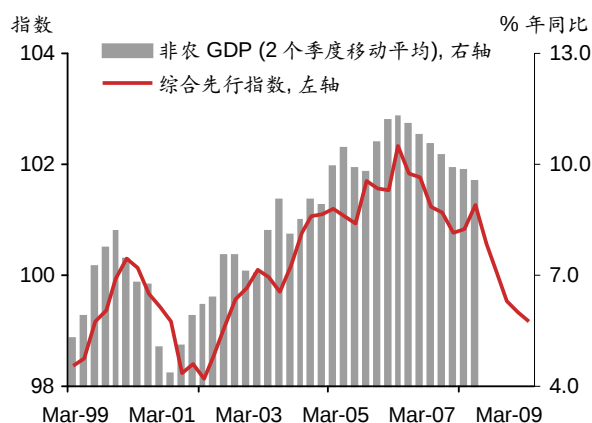
投资周期显著下滑

与亚洲的其它地区相比，印度是开放程度最低的经济体之一：出口仅占 GDP 的 22%，而亚洲 (日本除外) 地区的平均水平为 52%。尽管如此，由于固定资本形成总额的下降，经济增长显著放缓依然不可避免。新投资项目的融资难度加大，并且成本提高。第一，利润变薄正在侵蚀国内的企业存款。第二，全球信贷紧缩已经导致对外商业借款和股权融资出现明显下降。第三，国内债务融资的成本已经大幅提高。第四，由于政府收入不断减少，要填补私人部门投资萎缩所遗留的空缺，政府的能力有限。我们估计 08 财年各部门提供的资金额将上升至 GDP 的 15.1%，但预期 09 和 10 财年的这一比率将分别下降至 12.3% 和 12.0%，从而阻止企业进行任何新的投资 (图表 3)。鉴于一些项目的融资已经得到确保，因此预期资金枯竭将会对未来的投资产生更大的影响。

数据表明 9、10 月份之间的经济活动出现明显的中断

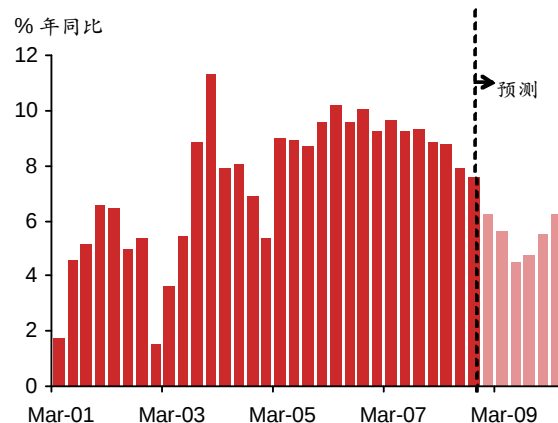
信贷紧缩使得新项目融资难度加大并且成本提高

图表 1. 野村的印度综合先行指数



数据来源: CEIC 和野村估计值。

图表 2. GDP 季度增长率



数据来源: CEIC 和野村估计值。

许多因素导致了投资放缓。在过去六年里，印度的投资占 GDP 比率已经从 02 财年的 23% 骤增至 07 财年的 36%，在这 13 个百分点的增幅中制造业部门的投资占到 10 个百分点。然而，鉴于制造业部门正苦苦挣扎于销售量的不断下降、库存的攀升以及资金制约，我们预期企业将会降低库存并放缓资本支出计划。房市繁荣最终也已结束，并且我们预期房地产建设 (占投资支出总额的 8.3%) 将会下滑。基础设施

制造业和房地产部门将引领投资放缓

建设（占投资支出总额的 16.0%）应该会从力度更大的财政刺激措施中获得部分提振作用，但这不太可能完全抵消资金制约所带来的逆风。事实上，鉴于财政状况糟糕，因此采取扩张性财政政策的空间并不大。过于激进的财政刺激措施可能会抬高长期实际利率，从而挤出部分私人投资，更糟的是还可能会导致主权信用评级的下调。

总体而言，我们预期固定资本支出总额的实际增长率将会显著放缓，从 08 财年的年同比 13.8% 放缓至 09 财年的 8.5% 以及 10 财年的 2.5%，从而使得 10 财年的投资与 GDP 比率从 08 财年的 37.5% 下降至 36.1%。

消费将会趋缓，但不会崩溃

与投资相比，我们对消费前景的看法相对更加乐观。第一，非耐用品消费（占私人消费总额的 43% 左右）在很大程度上取决于农村需求；因此，只要没有出现旱灾并且农业 GDP 增长保持良好态势，那么就存在消费缓冲空间（图表 4）。第二，农场债务减免计划以及第六届薪酬委员会提高薪酬，这些都有利于提高消费。事实上，我们预期 09 财年和 10 财年政府消费将分别强劲增长 10% 和 12%，尽管鉴于政府消费仅占总消费的 15%，这对经济的总体影响有限。

但是由于耐用品和服务（在私人消费中所占比例高达 57%）的消费疲软造成了拖累作用，因此私人总消费增长的趋缓不可避免。由于银行和非银行金融公司（NBFC）已经收紧了其对消费者融资的放贷标准，因此消费者对耐用品的需求料将会显著放缓。预期像家具、家电这样的耐用品以及各种服务（酒店、饭店、旅游和娱乐）消费将会被推迟。作为关键的需求驱动因素，服务消费特别容易受到资产价格下降、更多裁员以及信心低迷的影响。总体而言，我们预期私人消费增长将会从 08 财年的年同比 8.3% 放缓至 09 财年的 6.8% 以及 10 财年的 5.5%。

出口将全面下降

四个因素表明 10 月份出口年同比猛降 12.1% 并非一次性现象。

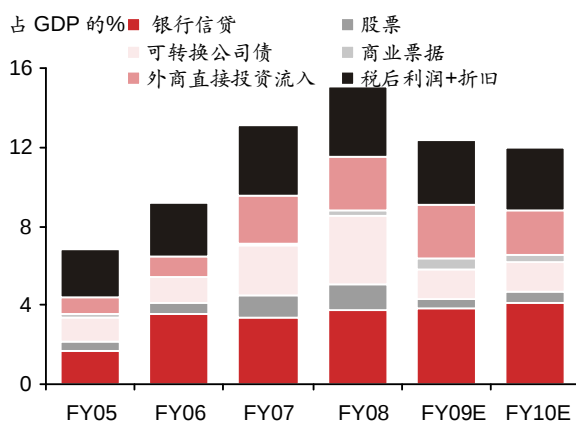
第一，来自经合组织（OECD）成员国的需求已经大幅减弱，并且可能到 2009 年都表现乏力。第二，报告公布的出口增长率按金额计算，因此一直受到了大宗商品价格高企的支撑，而大宗商品的价格近期明显下跌。第三，印度的出口中约 16% 都销往中东，可以预期油价下跌将会降低石油生产国的进口需求。第四，贸易信用减少也正在阻碍出口。综合而言，我们估计印度的商品出口（值）将会从过去五年的年均高速增长率（24.8%）放缓至 09 财年的年同比 11.5% 以及 10 财年的仅 1.8%。

非耐用品消费依然取决于农村需求

非必需耐用品和服务项目消费可能会被推迟

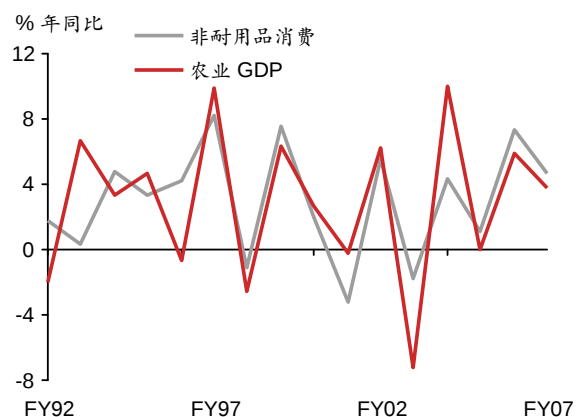
我们预期在 2009 年第三季度之前出口仍将负增长

图表 3. 新投资的资金来源



数据来源：印度央行，CEIC 以及野村对 09 财年和 10 财年的估计值。

图表 4. 非耐用品消费和农业 GDP 增长



数据来源：印度国家统计局，CEIC 和野村估计值。

我们预期在 2009 年第三季度之前出口年同比都将呈负增长。与此相对，印度卢比的大幅贬值（今年至今相对于美元贬值了 26%）或许不如最初想象的那么有效，因为卢比的贸易加权汇率仅贬值了 12%。此外，实证研究表明出口的需求弹性远大于价格弹性。

为了确定最容易受经合组织增长放缓影响的部门，我们查看了主要出口到经合组织国家的产品及其需求的收入弹性（IED）。收入弹性越大，意味着外国收入的任何既定变化对外国需求的影响越大。图表 5 表明印度的纺织品、珍珠宝石、海产品、核反应堆和锅炉，以及钢铁的出口最易受到经合组织需求减少的影响，因为这些产品高度集中在这一出口市场并且其需求的收入弹性相当大。服务业方面，商业服务和基于 IT 的服务以及商业过程外包（ITES-BPO）服务的出口（IED 值分别为 9.6 和 7.1）极易受全球增长放缓的影响（图表 6）。

许多商品和服务出口都易受全球增长放缓的影响

图表 5. 可能受经合组织增长放缓影响的主要出口商品

	OECD 在出口中所占份额 - 08 财年 (%)	商品在出口中所占份额 - 08 财年 (%)	OECD 需求的收入弹性*
纺织品	64.5	8.0	2.2
海产品	59.0	1.5	5.4
珍珠/宝石	45.2	15.2	5.8
电机	38.9	2.9	3.1
钢铁制品	38.3	2.7	3.6
核反应堆	37.6	4.0	4.0
钢铁	30.8	4.3	3.2
有机化工	28.5	4.5	3.4
塑料及塑料制品	22.3	2.2	3.0
矿石、熔渣及矿灰	10.5	3.8	14.0

*需求的收入弹性（IED）利用 97 财年至 08 财年的年度数据计算而得。
数据来源：CEIC 和野村估计值

图表 6. 服务出口的收入弹性

	在 GDP 中所占份额 - 08 财年 (%)	OECD 需求的收入弹性*
服务总出口	7.5	4.2
IT 服务	2.5	4.7
商业服务	1.4	9.6
旅行预算	1.0	2.6
ITES-BPO	0.9	7.1
交通运输	0.8	4.0
金融服务	0.3	4.6
通信服务	0.2	1.6
保险账户	0.1	4.5

*需求的收入弹性（IED）利用 00 财年至 08 财年的年度数据计算而得。
数据来源：印度央行，CEIC 和野村估计值。

第二轮效应

对经济的第二轮效应难以衡量；但当出现史无前例的巨大冲击时（例如当前的全球金融危机和全球经济衰退），第二轮效应通常都会更大。下面我们详细阐述了可能加剧印度经济下滑的四种潜在的第二轮效应。

- **不良资产（NPA）不断增加并且贷款标准愈加紧缩：**随着经济周期的下滑，未来两年内净不良资产可能会显著增加。我们预期无担保个人贷款、中小企业以及农业部门（因债务减免计划而增强了违约动机）的不良资产将会攀升。在工业部门，财务比率表明纺织、房地产、化工、肥料以及建筑业部门由于杠杆率较高、营运资本周期明显以及行业回报率较低而使其违约风险更大。由于预期到信用风险将会提高，银行可能会收紧其贷款标准，这尤其将会对中小企业的信贷融资造成冲击，因为小企业的杠杆率相对更高。
- **债务共同基金（MF）、非银行金融公司（NBFC）和房地产三位一体：**债务共同基金过去大量投资于非银行金融公司和房地产部门，而由于对其资产质量的担忧如今正在隐约扩大，共同基金已经遭到大规模赎回，并因此而停止了给房地产和非银行金融公司的贷款。此外，许多非银行金融公司由于资产质量的担忧而正竭力延缓支付商业票据并发行新的商业票据。鉴于非银行金融公司面临流动性紧缩，其对商务车、个人贷款、两轮车和中小企业部门的融资正在蒸发，从而进一步加剧了信贷紧缩状况。
- **房价下跌：**鉴于高房价将购房者拒之门外并且金融机构不愿意放贷给房地产部门，因此房地产企业已经几乎别无选择而不得不降低房价来增加销售量并产生现金流。房价不断下跌可能会降低建筑需求，并且可能会使负的财富和资产负债表效应显现出来，从而影响国内需求并增加不良资产。
- **失业问题：**尽管数据稀少，但零星证据表明金融服务、航空、纺织、珠宝以及建筑业部门的失业人数正在不断增加。纺织和珠宝是劳动密集型产业，可能会对经济增长产生乘数效应。就业和收入的不确定性提高，这或将鼓励家庭更多储蓄而不是消费，从而加剧经济下滑。

不良资产不断增加，贷款标准愈加紧缩...

...非银行公司的融资制约...

...房价不断下跌并且失业人数增加...

...这些都有可能加剧增长放缓

未来将现通缩

我们认为 2009 将会出现短暂的通缩期（即出现负的批发物价指数）。全球大宗商品价格显著下跌，国内燃料价格下调，经济冗余量增加（根据负产出缺口进行衡量；图表 7）以及较高的基数效应，这些都料将放缓通胀。我们的通胀模型根据对大宗商品价格、货币供应量、产出缺口以及汇率的回归分析来预测批发物价指数（WPI）通胀。基于大宗商品价格维持在当前水平不变，09 财年和 10 财年 GDP 增长率将分别放缓至 6.8% 和 5.3%，以及至 2010 年第一季度印度卢比/美元汇率升至 45.9。这些假设条件，我们的模型预测明年批发物价指数将会出现负的年同比通胀数据（图表 8）。我们预期 2009 年 7-8 月份之间将会出现通缩，而从 9 月份开始批发物价指数将会重新上涨，2010 年 3 月份将会达到年同比 5.0%。平均而言，我们预期 09 财年和 10 财年的批发物价通胀将分别达到年同比 9.2% 和 2.6%。

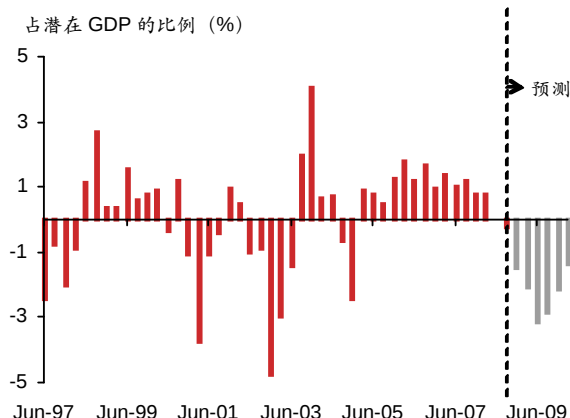
我们预期 2009 年 7-8 月份左右将会出现通缩

大量资本外流以及美元融资困难

外部方面，油价的显著下跌对于像印度这样的大宗商品进口国而言是个极大的利好，而卢比走软也在起到一些缓解作用。然而，鉴于全球经济衰退所导致的出口的同步下降（尤其是对美国的软件出口），以及预期的私人汇款的下降（特别是由于油价下降导致来自海湾国家的汇款减少），我们预期 09 财年经常项目赤字占 GDP 的比率将会从 08 财年的 1.5% 翻倍至 3.0%。10 财年上半年出口可能会继续萎缩，但鉴于进口需求料将下降，因此我们预期 10 财年经常项目赤字占 GDP 的比率将会缩小至 1.4%。

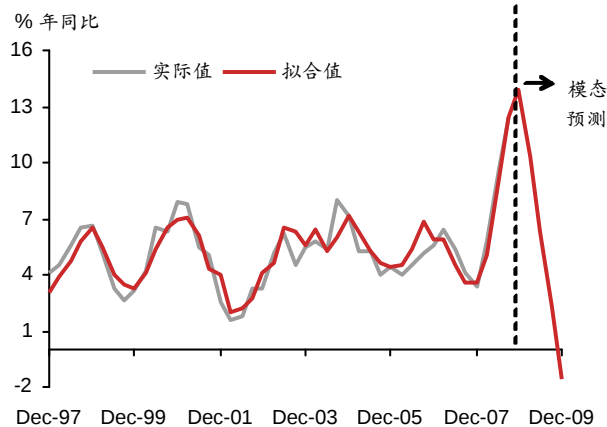
出口下降可能会扩大 09 财年的经常项目赤字...

图表 7. 产出缺口



数据来源: CEIC 和野村估计值。

图表 8. 批发物价指数: 实际值相比拟和的预测值



数据来源: CEIC 和野村估计值。

本财年的资本账户状况更加危险。全球风险回避情绪高涨，今年至今为止这已经导致价值 135 亿美元的证券投资资本外流，并且即将到期的外债存在展期风险。2009 年 6 月之前到期的短期外债总额约为 890 亿美元，其中部分存在展期风险。特别是，价值 453 亿美元的贸易信用以及 104 亿美元非居民外币存款中的一部分可能会面临展期风险。因此，考虑到贷款和银行净资本外流，我们预期 09 财年的国际收支赤字将达到 390 亿美元 - 13 年来首次出现赤字。我们认为今年由于欧元和英镑对美元贬值所造成的估值损失总额将达到 300 亿美元左右。随着明年回归至正常状态，我们预期 10 财年的国际收支顺差将达到 186 亿美元。鉴于风险回避阻碍了新兴市场的投资，并且印度经济增长显著放缓，我们预期至 2009 年 3 月份印度卢比/美元的汇率将会维持在 50.5 左右的疲软水平，但随着外部国际收支压力的缓减，至 2010 年 3 月份将会逐步升值至 45.9。

...从而加剧净资本流出所导致的美元流动性紧缩

为更加激进的政策反应做好准备

由于政府的财政收支状况不佳（我们估计 09 财年的总财政赤字将占 GDP 的 7.7%，并且公债将相当于 GDP 的 73.4% 左右），因此利用财政政策作为反周期工具的空间有限。这意味着货币政策必须填补这一空白，并且鉴于批发物价指数通胀正走向零值或更低水平，我们预期印度央行将会大幅放宽货币政策。我们预期至 2009 年中期，现金准备率（CRR）将会削减 250 基点至 3.0%，回购利率将会削减 150 基点至 5.0%，并且再回购利率将会削减 100 基点至 4.0%。政府已经宣布 09 财年将会采取相当于 GDP 的 0.5% 的财政刺激措施，并且我们预期将会出台更多针

我们预期将会做出激进的货币和财政政策反应...

对特定薄弱部门的政策措施。我们预期政府还将在 10 财年宣布相当于 GDP 的 1.0-1.5% 的财政刺激措施以抵消私人投资的下降。

然而，我们预期这些措施在近期的有效性将会相当有限。银行因筹资利率依然较高而不愿意大幅降低贷款利率，或者有银行收紧了贷款标准，因此削弱了货币政策传导机制。假如基础设施建设项目有部分由私人部门提供融资的话，那么甚至财政政策的影响也可能会较为有限，因为这未能解决资金制约的问题。此外，鉴于大选将在六个月内举行，为硬件和软件基础设施支出划拨资金可能会速度缓慢且能力较差。

...但对近期能否发挥作用仍然持谨慎态度

结论

我们预期 GDP 增长将会显著放缓，从 09 财年的 6.8% 放缓至 10 财年的 5.3%。由于财政状况已经疲弱，因此财政刺激政策的空间有限。这给货币政策造成了重大负担。令人鼓舞的是，鉴于通胀将显著回落，我们认为存在进一步大幅削减利率的空间。最迟于 2009 年 5 月份举行的大选或将提高近期前景的不确定性。假如选举进行较为顺利并且新政府继续沿循经济改革道路（特别是硬件和软件基础设施，官僚政治，以及劳动力市场的改革），我们预期 GDP 增长率将会在 2011 年第一季度恢复至 8.0% 的趋势增长率水平。在接下去的六个月里，印度尤其将面临考验，并且我们的 GDP 预期更多面临的是下行风险（我们的详细预测请参阅《印度经济前景》）。

韩国：刺激经济的财政方案 – 规模将会加倍的例子

我们认为政府计划采取的 33 万亿韩元（GDP 的 3.3%）一揽子财政刺激措施目标不够正确，并且不足以将经济从比通常情况下更加严重的下滑状态中拯救出来。我们相信至 2009 年中期将会额外安排 30 万亿韩元公共资金用于保障宏观经济以及维持金融稳定。

并非所有的财政刺激措施都会产生同等的效果

韩国计划在 2009 年采取高达 33 万亿韩元（300 亿美元，相当于 GDP 的 3.3%）的一揽子财政刺激措施，这是自 1997 年亚洲金融危机以来规模最大的刺激措施。该一揽子措施正在接受韩国国民议会的审议，我们预期将会在年底之前获得通过，并且只会做出细微的修改。然而我们发现，假设可以根据该一揽子措施的总规模来准确衡量其对经济所产生的影响的这种做法具有误导性；财政刺激的构成是更为重要的关注焦点。我们将一揽子措施分解成 10 个类别来衡量其对于促进经济增长的总体有效性（图表 1）。我们的主要观点是：与大范围的减税措施相比，针对低收入家庭的退税和增收对于促进经济增长的作用将会更大，而且效果更加立竿见影。因为最需要钱的家庭最有可能将得到的钱进行消费，而鉴于经济的高度不确定性，高收入者可能会将减税收益中的很大一部分用于储蓄。

公司部门也是如此。尽管对 2008 年利润削减 1 个百分点的企业税将会提高现金流，但鉴于商业环境萧条而且信心低迷，我们并不预期这将会刺激很多新的私人投资（图表 2）。股价下跌并且信贷紧缩意味着：企业会用任何额外的现金流来回购股票和偿清债务，或者投资低风险资产。此外，自 2001 年以来多次实施了投资减税政策，从而降低了提前执行已计划的资本支出的动机。事实上，由于慷慨的税负减免，韩国的有效税率已经低于经合组织的标准水平。一揽子政策还包括对地方政府提供支持以及为国有燃气和电力生产企业提供补贴，因为这些措施主要是弥补收入 and 税收的损失，我们认为不会产生很大的乘数效应。

总而言之，我们主张重新打包这些措施以最大化其对经济增长的短期影响，特别是考虑到我们认为韩国经济将会在 2008 年第四季度以及 2009 年第一季度出现技术性衰退。假如财政刺激更多针对低收入家庭进行退税和增收而不是大范围降低企业和个人所得税，我们认为这将会发挥更大并且更立竿见影的作用。

与减税相比，财政支出对经济增长的提振作用应该更大并且更加立竿见影

鉴于商业环境不景气，降低企业税负不可能刺激很多新的投资

我们倾向于主张重新打包这些措施，并建议更加注重支出方面

图表 1. 韩国至今为止所采取的一揽子财政刺激措施

	规模 (万亿韩元)	野村估计的有效性
退税	4.4	非常强
低收入家庭增收	1.6	非常强
基础设施建设投资	4.6	强
对中小企业的财务支持	3.4	强
降低企业和个人所得税	10.3	温和
投资减税	3.0	温和
对地方政府的支持	1.1	非常温和
燃气和电力补贴	1.3	非常温和
能源投资	1.3	非常温和
其他	2.0	-
总计	33.0	

数据来源：企划财政部和野村。

图表 2. 商业投资调查报告



备注：指数高于 100 表明受访者对商业投资更加乐观而不是更加悲观。

数据来源：CEIC 和野村。

用于资本重组或购买坏账的公共资金

在一揽子财政刺激措施中，我们确实赞同的一个重要构成部分是增加 3.4 万亿韩元用来对中小企业提供财务支持（其中包括提高对中小企业贷款的公共担保额度），尽管我们觉得这一支持规模最终将不足以确保经济安全以及金融稳定。比预期更加严重的经济下滑可能会使私人部门的偿债能力进一步恶化，目前韩国的债务与 GDP 比率（2007 年为 187%）位居该地区榜首。因此企业违约风险正在上升，并且预期将会继续增加。特别是，我们认为房地产项目融资可能会引发银行系统的不良资产问题。

公司违约风险正在上升，特别是在建筑业部门

截止 2008 年 6 月份，给房地产项目融资的贷款和资产支持商业票据总计达 94 万亿韩元（相当于 GDP 的 9.8%，总贷款额的 7% 以及相关国内金融机构股东权益总额的 59%；图表 3）。12 月 3 日，韩国的金融监管机构（金融服务委员会）发表声明称，国有韩国资产管理公司（KAMCO）将会从韩国各家互助储蓄银行购买多达 1.3 万亿韩元的房地产项目融资坏账。尽管该声明中明确表示这 1.3 万亿韩元的资金并非来自公众的钱包（资金出自韩国资产管理公司自己的账户，而非政府账户），但鉴于该公司是国有企业，因此我们认为它本质上可以被视为是准公共资金。该资产管理机构自 1997-98 年金融危机以来专门从事不良资产清算业务。

展望未来，假设房地产项目融资损失 20% 并且一般建筑业和其他部门的损失为 10 万亿韩元，那么我们认为 1.3 万亿韩元的公共资金依然不足，需要大幅增加至 30 万亿韩元的总额（GDP 的 3%）。2001-06 年韩国的房市繁荣经历了房屋建筑的骤增，但随着 2007-08 年需求的不断蒸发，未出售房屋的数量如雪球般越滚越大，9 月份创下了 15.7 万套的历史新高。并且韩国的房价如今正面临着下行压力：10 月份首尔的地价月环比下降了 0.24%，为八年来首次下跌。我们预期 2009 年房价将下降 4.5%（1998 年以来的最大跌幅），并且未出售房屋数量可能会依然高企。不排除项目融资系统将会出现一波比预期更大的不良资产浪潮这一可能性（图表 4）。

这进而可能意味着银行系统大规模的坏账核销。考虑到中小企业（特别是汽车，造船和零售服务）贷款有可能成为不良资产，我们认为当前对不良贷款（NPL）的拨备将不足以消化所有未来可能发生的核销。此外，鉴于股市估值下降，韩国的银行可能会难以利用市场资源来补充其资本金基础。

房地产项目融资可能会引发银行系统的不良资产问题

我们预期房价将会显著下跌，并且未出售房屋数量将依然高企

我们认为公共资金支出的金额将需要大幅增加

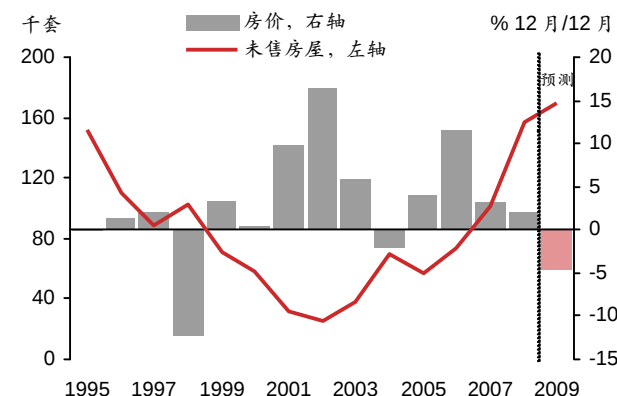
图表 3. 房地产项目融资 (PF)

(万亿韩元, 截止 2008 年 6 月)	PF 贷款	贷款总额	不良贷款拨备	股东权益总额
银行	49	1190	16	98
互助储蓄银行	12	51	3	4
非银行金融机构	18	100	n.a.	57
资产支持商业票据	15			
总计	94	1341	19	159

备注：银行是指商业和专业银行。互助储蓄银行是为低收入家庭和中小企业提供金融服务的小型储蓄机构。非银行金融机构包括证券、分期付款、租赁、商业银行，以及人寿保险公司。银行发行的次级债不包括在股东权益总额中（但被认为是银行资本充足率中的二级资本。截止 2008 年 6 月，本文中的资本总额达到 136 万亿韩元）。

数据来源：CEIC, 金融服务委员会和野村估计值。

图表 4. 房价以及未出售房屋数量



数据来源：CEIC 和野村估计值。

财政刺激和公共财政支持的空间充裕

政府预期财政赤字（不包括社会保障基金）占 GDP 的比例将会从今年的 1.1% 扩大到 2009 年的 2.1%。加上我们预期的支持金融部门的一揽子公共注资措施（GDP 的 3%），财政赤字占 GDP 的比例将上升至 5.1%，相当于 1997-98 年货币危机时的赤字规模（图表 5）。然而，我们并不认为这将会对韩国主权债务的可持续性造成威胁。相对而言，韩国的财政状况良好。将一揽子公共注资措施也包括在内的话，我们估计 2009 年韩国的公债与 GDP 的比率将上升至 40%，依然远低于经合组织 2007 年的平均水平（75%）。与美国（300 亿美元）、中国（相当于 280 亿美元）以及日本（相当于 200 亿美元）的货币掉期协议应该也会有助于遏制偿付能力风险。

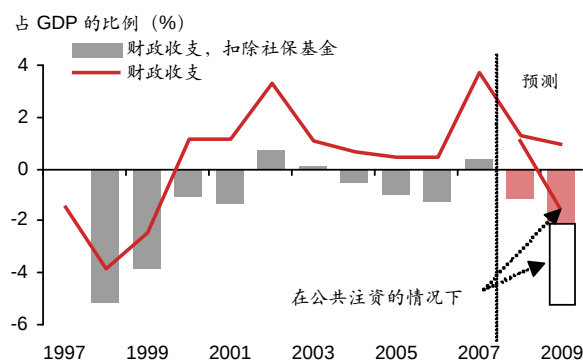
我们认为 2009 年政府债券净发行量可能增加至高达 60 万亿韩元（图表 6）。一般而言，这么大规模的发行量会对长期利率造成上升压力，但鉴于债券市场的供给-需求动态变化，我们预期此次的影响将不如以往。供给方面，由于企业推迟新的投资，这意味着公司债发行量将会减少，因此国债以外的净债券发行量可能会进一步下降。近年来一直主导债券发行量的银行债券的供给应该也会减少，因为资金在防御性地逃向高质资产过程中重新流向银行存款。另外，韩国央行（BOK）可能会在一段时间内继续减少货币稳定债券的发行量，因为在没有庞大的国际收支顺差的情况下不需要冲销式外汇干预。同时，机构投资者对政府债券的需求应该依然令人满

与经合组织的平均水平相比，财政状况良好

债券市场的供给-需求动态变化应该会有利于政府债券

意。国家养老基金计划削减其海外投资并向国内债券投资至少 8 万亿韩元。鉴于货币供应量增长料将显著放缓，因此韩国银行也存在一些空间进行公债货币化。

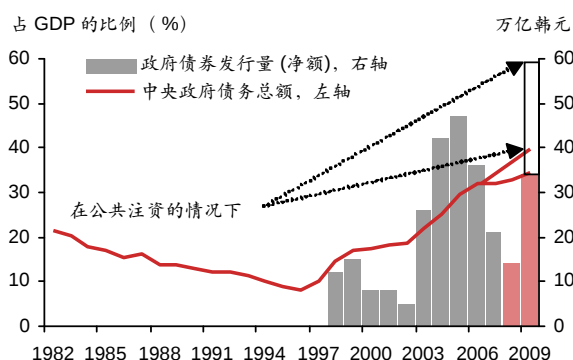
图表 5. 财政收支



备注：与美国的社会保障（边收边付）不同，韩国的社保基金是一种基金制计划。因此，在社保发放额开始超过缴纳额之前，基金净额持续增长。1997 年之前的财政收支（扣除社保基金）数据无法获取。

数据来源：CEIC，企划财政部和野村估计值。

图表 6. 政府债务和债券发行量



备注：1997 年之前的政府债券发行数据无法获得。中央政府债务总额包括自 1997 年货币危机以来政府为金融部门结构重组所担保的债务。

数据来源：CEIC，企划财政部和野村估计值。

2009 年经济展望

要防止出现金融危机以及严重的经济衰退，韩国的政策制定者面临着艰难的挑战（图表 7），但我们认为政策正朝着正确的方向发展。与 1997 年危机前相比，经济现在的状况更加稳固，能够消化实际的外部冲击，这主要是因为韩元的汇率更加灵活，从而更好地反映出外汇市场的供需状况。我们预期至 2009 年第一季度韩元/美元汇率将会进一步下跌至 1450，随后到 2009 年底将会上升至 1200。韩元贬值鼓励韩国人用国内生产的商品和劳务来替代进口，从而有助于防止一揽子财政措施的刺激作用流向国外。此外，鉴于经济下滑不断加剧并且大宗商品价格暴跌，CPI 通胀正在减退，从而使得韩国央行能够在 2008 年第四季度大幅减息 225 基点。我们预期至 2009 年 6 月 CPI 通胀将会继续大幅下降至年同比 1.5%，低于韩国央行 2.5-3.5% 的目标区间，从而为 2009 年第一季度进一步减息 100 基点开启了大门。这应该会有助于降低中小企业和家庭的信贷风险。然而，为了进一步支持经济增长，我们主张重新建构原来提议的财政刺激措施，要更加注重支出并降低对减税的重视程度。

在我们看来，韩国经济所面临的最大的风险是银行系统可能出现大规模的不良资产。鉴于经济正在走向衰退、私人部门杠杆率很高而且风险回避情绪高涨，我们认为：随着不良资产的问题日益显现，至 2009 年中期将有高达 30 万亿韩元的公共资金（GDP 的 3%）用于援救金融部门。

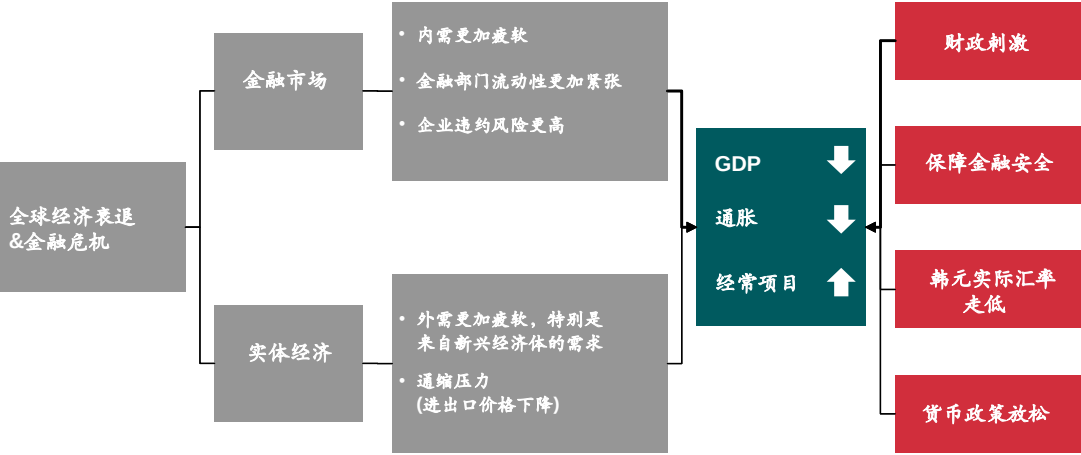
结论：2009 年经济增长料将显著受到削弱，但韩国的政策制定者拥有足够的财力来防止经济出现崩溃。我们预期货币和财政政策将会大幅放松，包括采取公共注资来确保金融体系的安全。

经济面临艰难挑战，而政府当局试图防止出现严重的衰退

我们认为经济所面临的最大的风险是一波企业违约潮

2009 年经济料将显著受到削弱，但不太可能会崩溃

图表 7. 严重的经济逆风相对于重大的政策反应



数据来源: 野村。

预测表

预测表

	实际 GDP (% 年同比)				消费者价格 (% 年同比)			
	2007A	2008F	2009F	2010F	2007A	2008F	2009F	2010F
澳大利亚	4.0	2.5	1.2	3.2	2.3	4.3	2.1	2.8
中国	11.9	9.2	8.0	8.5	4.8	6.0	1.0	3.5
香港	6.4	2.8	(1.5)	3.7	2.0	4.0	(1.1)	4.8
印度	9.0	6.8	5.3	7.6	4.7	9.2	2.6	5.3
印度尼西亚	6.3	6.0	3.6	5.5	6.4	10.4	6.8	6.4
日本	2.4	(0.2)	(2.1)	0.6	0.1	1.4	(0.5)	(0.3)
马来西亚	6.3	4.7	1.5	4.8	2.0	6.6	2.1	2.7
菲律宾	7.2	4.3	2.8	5.6	2.8	9.1	3.3	3.2
新加坡	7.7	1.7	(1.0)	3.5	2.1	6.4	1.9	2.4
韩国	5.0	4.0	1.3	5.0	2.5	4.7	2.9	3.0
台湾	5.7	1.8	(1.0)	4.2	1.8	3.7	0.2	1.5
泰国	4.9	4.4	2.1	5.1	2.2	5.8	0.7	2.4
越南	8.5	6.2	5.0	6.3	8.3	23.4	12.7	7.8
亚洲(日本除外), 澳洲	9.1	6.8	4.9	6.9	4.1	6.7	1.9	3.8

备注: 印度的 GDP 和 CPI 为财年数据, 例如 2008 财年截至 2009 年 3 月份; CPI 数据为批发价格。所有数据均为模式预期。

数据来源: CEIC, 彭博社和野村。

	经常项目占 GDP 的比例 (%)				财政收支占 GDP 的比例 (%)			
	2007A	2008F	2009F	2010F	2007A	2008F	2009F	2010F
澳大利亚	(6.1)	(4.8)	(4.3)	(4.6)	1.6	1.7	0.2	(1.0)
中国	11.3	10.6	7.2	5.2	0.7	0.1	(3.5)	(4.5)
香港	13.5	11.8	10.7	9.6	7.5	(1.6)	(3.0)	0.2
印度*	(1.5)	(3.0)	(1.4)	(1.1)	(2.8)	(3.7)	(4.0)	(3.1)
印度尼西亚	2.4	0.6	(0.4)	(0.3)	(1.1)	(2.1)	(3.0)	(2.3)
日本	4.8	3.1	1.7	2.0				
马来西亚	15.6	15.2	12.5	12.0	(3.1)	(4.8)	(5.3)	(4.7)
菲律宾	4.3	2.9	3.6	4.4	(0.2)	(1.0)	(2.4)	(1.3)
新加坡	24.2	15.0	10.6	9.7	2.7	(0.9)	(2.5)	(1.7)
韩国	0.6	(1.0)	1.3	0.6	3.8	1.3	(2.1)	0.5
台湾	8.6	7.3	8.3	5.3	(0.4)	(1.9)	(4.1)	(3.6)
泰国	5.7	0.5	1.6	2.8	(2.1)	(1.8)	(5.1)	(3.6)
越南	(9.8)	(13.3)	(11.6)	(11.1)	(5.0)	(5.0)	(4.8)	(5.0)
亚洲(日本除外), 澳洲	7.1	5.7	4.5	3.4	0.4	(0.9)	(3.4)	(3.1)

备注: 澳大利亚 (7 月-6 月), 香港 (4 月-3 月), 日本 (4 月-3 月), 新加坡(4 月-3 月) 和泰国 (10 月-9 月) 的财政收支为财年数据, 非历年数据。财政收支为中央政府数据, 不包括预算外类别。数据来源: CEIC, 彭博社和野村。

	官方利率				相对美元的汇率			
	2007A	2008F	2009F	2010F	2007A	2008F	2009F	2010F
澳大利亚	6.75	4.25	3.00	4.50	0.88	0.65	0.60	0.65
中国	7.47	5.04	4.50	5.31	7.30	6.80	6.55	6.25
香港	3.45	1.50	0.50	1.50	7.80	7.75	7.80	7.80
印度*	7.75	5.50	5.00	6.00	40.0	50.5	45.9	43.5
印度尼西亚	8.00	9.25	8.25	8.75	9419	12500	11000	9800
日本	0.50	0.10	0.00	0.00	111.7	92.5	100.0	
马来西亚	3.50	3.25	2.75	3.50	3.31	3.65	3.55	3.35
菲律宾	5.25	5.75	5.00	5.50	41.2	48.5	48.5	48.5
新加坡	2.38	0.75	1.00	1.25	1.44	1.54	1.51	1.45
韩国	5.00	3.00	2.00	3.50	936	1400	1200	1000
台湾	3.38	2.00	0.75	1.38	34.42	33.6	33.0	31.0
泰国	3.25	3.50	1.50	2.50	33.72	35.5	35.0	34.0
越南	8.25	9.00	7.00	7.00	16003	17000	17500	18000

数据来源: CEIC, 彭博社和野村。

联系信息

亚洲（日本除外）	研究领域	电邮	电话
Tomo Kinoshita (香港)	亚洲（日本除外）经济研究团队 联席主管	kinoshita.tomo@hk.nomura.com	+852 2252 2162
Robert Subbaraman (香港)	亚洲（日本除外）经济研究团队 联席主管	rob.subbaraman@nomura.com	+852 2252 6249
孙明春 (香港)	中国	mingchun.sun@nomura.com	+852 2252 6248
Takayuki Urade (新加坡)	新加坡, 马来西亚, 印度尼西亚	urade.takayuki@sg.nomura.com	+65 6420 1902
Young Sun Kwon (香港)	韩国	youngsun.kwon@nomura.com	+852 2252 1370
Tetsuji Sano (东京)	泰国	t-sano@frc.nomura.co.jp	+81 3 5203 0935
Sonal Varma (孟买)	印度	sonal.varma@nomura.com	+91 22 4037 4087
Renee Chen (香港)	中国, 香港	renee.chen@hk.nomura.com	+852 2252 2163
Stephen Roberts (悉尼)	澳大利亚	stephen.roberts@nomura.com	+61 2 8062 8631
Yuichi Izumi (东京)	菲律宾, 越南, 泰国	y-izumi@frc.nomura.co.jp	+81 3 5203 0426
Kota Hirayama (东京)	台湾	k-hirayama@frc.nomura.co.jp	+81 3 5255 1684
Madeleine Lee (香港)	研究助理	madeleine.lee@nomura.com	+852 2252 6227
Takahide Kiuchi (东京)	日本	t-kiuchi@nomura.co.jp	+81 3 5203 0445

分析员保证

第一页所注明的每位研究分析员都特此保证：本报告表达的所有观点，均准确反映本人对讨论的任何及全部标的证券或发行人的个人意见。另外，第一页所注明的每位研究分析员都保证：本人的酬金概无任何部份曾经、现时或将会直接或间接与我们在本研究报告表达的特定建议或观点有关，也与 Nomura Securities International, Inc., Nomura International plc 或野村集团机构的任何特定投资银行交易无关。

可于网上取得的研究报告及其它利益冲突披露：

美国的客户可于 NOMURA.COM、路透社、彭博及 THOMSON ONE ANALYTICS 取得野村的日本股票研究报告。至于欧洲、日本及亚洲其它地方的客户，则可于 NOMURA.COM、路透社及彭博取得日本股票研究报告。

重要披露数据可于野村披露事项网页 <http://www.nomura.com/research> 的左边页面取得或致电 1-877-865-5752 向 Nomura Securities International 索取。若阁下在使用网页时遇到任何困难，请电邮至 researchportal@nomura.co.uk 寻求技术协助。

负责编制本报告的分析员会基于多项因素收取酬劳，包括公司的总收入，当中部份收入由投资银行活动所产生。

免责声明

本刊物所包含的数据由此首页顶部或底部横额所注明的野村机构提供，以及(若适用)列于第一页或注明于本刊物其它位置的一个或以上野村机构员工及它们各自的联营公司所提供。Nomura Holdings, Inc. 的联营公司及附属公司(统称为「野村集团」)，包括日本东京 Nomura Securities Co., Ltd. (「NSC」)；英国 Nomura International plc (「NIPIC」)；纽约 Nomura Securities International, Inc. (「NSI」)；香港 Nomura International (Hong Kong) Limited；新加坡 Nomura Singapore Ltd.；澳洲 Nomura Australia Ltd.；印度尼西亚 P.T. Nomura Indonesia；马来西亚 Nomura Malaysia Sdn. Bhd.；台湾 Nomura International (Hong Kong) Ltd., Taipei Branch；韩国 Nomura International (Hong Kong) Ltd., Seoul Branch 或印度孟买 Nomura Financial Advisory and Securities (India) Private Limited (注册地址：2nd Floor, Ballard House, Adi Marzban Path, Ballard Pier, Fort, Mumbai, 400 001；SEBI Registration No:- BSE INB011299030, NSE INB231299034, INF231299034)。

本资料是：(i)作为阁下私人信息，而我们不会据此作出任何招揽行动；(ii)不可当作在任何司法管辖区内建议出售或招揽购买任何证券的要约邀请，而该建议或招揽属非法的；以及(iii)根据我们认为可靠的资料为基础，但我们不代表它们是正确及完整，亦不应以此为依据。

发表的意见只限于本数据所显示日期的当时意见，而该数据(包括本数据内所载的意见)可在没有通知的情况下作出变动。如适用的话，NSI 的投资银行关系、投资银行及非投资银行酬金及证券所有权(在本报告书中称为「美国要求的披露资料」)(如有的话)，已在本报告书的免责声明及相关披露事项中注明。此外，野村集团其它成员会不时为此处提及的公司提供投资银行或其它服务(包括担任顾问、经理及贷款人)，或为向它们招揽投资银行或其它业务。此外，野村集团及/或参与编制或刊发本资料的高级人员、董事及员工(包括但不限于个人)，在适用法律及/或规例许可的限度下，可能会在本数据提及公司的证券(包括由 NSI 拥有，请参阅上文)或其衍生工具(包括认购权)或相关的证券及衍生工具中，持有长仓或短仓及进行买入或沽售。另外，野村集团(不包括 NSI)可能会担任庄家及为其机构，买入及沽售本资料提及的公司的若干证券。再者，野村集团可以其客户代理人的身份，买入及沽售本资料提及的公司的若干证券。

投资者应以本报告书作为他们作投资决定的其中一个考虑因素，因此，本报告书不应视为指出或建议所有与任何投资决定直接或间接有关的风险。

NSC 及野村集团其它非美国成员(即不包括 NSI)、它们的高级人员、董事及员工，在与非美国发行相关及适用法律许可下，可能会在本数据发表前或发表后随即使用本资料。

以外币结算的证券会因应汇率而浮动，可能对投资的价值、价格、或从中获取的收入构成负面影响。此外，一些证券价值会受外汇影响，如美国预托证券，投资者需承担货币风险。

此资料提及的证券可能仍未根据 1933 年订定的美国证券法规注册，在这种情况下，除非它们已根据法规注册或合乎法规中豁免注册要求，否则可能未能供应或出售至美国或美籍人士。除非获监管法律另行许可，若阁下希望透过我们的服务为本数据提及的证券进行交易，就必需与阁下所居住的司法管辖区内的野村机构联络。

本刊物已获受香港证券及期货事务监察委员会规管的 Nomura International (Hong Kong) Limited (「NIHK」)许可，由 NIHK 在香港分发。NIHK 未领有澳洲金融服务牌照，因为已获准豁免遵守持有该牌照的规定而提供金融服务。本刊物亦已获 Nomura Singapore Limited 许可于新加坡分发。

本数据不可(i)抄写、复印或以任何途径、任何形式复制，或(ii)未经在本报告书第一页横额所注明的野村集团成员的事先书面同意下再次分发。任何有关此处提及的证券的进一步数据，可向我们查询索取。若本刊物以电子传送方式分发，如电邮，我们不保证传送为安全或无误，因数据可能被截断、讹误、遗失、损毁、延迟送达、不完整、或含有病毒。所以寄件者不会承担任何可能因电子传送而对本刊物内容造成错误或遗漏的责任。如需核实，请向我们索取印制本。

可按要求提供的其它数据

NIPIC 及野村集团机构透过下列方式处理所产生的冲突：分隔措施、保密及独立政策、终止名单及观察名单的维持、个人户口交易规则、有关处理因证券分配及价格、公正的投资研究，以及客户文件的披露事项而产生利益冲突的政策及程序。

有关披露事项的数据，请浏览野村的披露事项网页

<http://www.nomura.com/research>

野村国际(香港)有限公司

香港中环金融街8号国际金融中心30楼

电话: +852 2536 1111

传真: +852 2536 1820

野村亚洲股票和经济学研究

香港	Nomura International (Hong Kong) Limited 30/F Two International Finance Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong Tel: +852 2536 1111 Fax: +852 2536 1820
新加坡	Nomura Singapore Limited No. 6 Battery Road #34-01, Singapore 049909, Singapore Tel: +65 6420 1811 Fax: +65 6420 1932
台北	Nomura International (Hong Kong) Limited, Taipei Branch 14/F, 109 Min-Sheng East Rd, Sec 3, Taipei, Taiwan Tel: +886 2 2547 9300 Fax: +886 2 2547 9387
首尔	Nomura International (Hong Kong) Limited, Seoul Branch 17th floor, Seoul Finance Center, 84 Taepyeongno 1-ga, Jung-gu, Seoul 100-768, Korea Tel: +82 2 3783 2000 Fax: +82 2 3783 2500
吉隆坡	Nomura Malaysia Sdn. Bhd. Suite No 16.3, Level 16, Menara IMC, 8 Jalan Sultan Ismail, 50250 Kuala Lumpur, Malaysia Tel: +60 3 2076 6811 Fax: +60 3 2076 6888
印度	Nomura Financial Advisory and Securities (India) Private Limited 2 North Avenue, 8th floor, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra East, Mumbai 400 051, India Tel: +91 22 6785 5151 Fax: +91 22 6785 5050
悉尼	Nomura Australia Ltd. Level 33, 126 Phillip Street, Sydney, NSW 2000, Australia Tel: +61 2 9321 3500 Fax: +61 2 9321 3990
东京	Nomura Securities Co., Ltd. 17/F Urbannet Building, 2-2, Otemachi 2-chome Chiyoda-ku, Tokyo 100-8130, Japan Tel: +81 3 5255 1658 Fax: +81 3 5255 1747, 3272 0869