

部分指标呈现反弹难言经济触底

事件：

昨日美国股市先扬后抑尾市小幅收高，开盘后道指受 2 月耐用品订单数据好于预期激励上涨 203 点，下午因国债标售需求疲弱引发对政府筹资能力担忧，拖累道指下滑 110 点，至尾盘多方占优推升道指收涨 90 点。

我们的分析观点如下：

- 美国商务部公布 2 月份耐用品新增订单增加 55 亿美元环比增幅为 3.4%，这是耐用品新增订单连续六月下滑后的反弹，这一数据出乎市场预期，此前市场普遍预期为下滑 2.5%。表面的数据好于预期带有较大误导性，一则是耐用品订单前期大幅下跌后有回调的要求，一则对 1 月份订单数据进一步下修，降低了环比基数，再则军工订单在新增订单中占据半数，军工订单波动较大，对判断经济趋势作用有限。
- 公债标售需求疲弱增加了市场对政府为实施救助经济政策融资能力的担忧，在美联储宣布推行收购长期国债政策之后出现国债需求疲弱属意料之中，政府降低自己融资成本的做法市场不愿为其买单。全球性的大规模国债供给将在各国国债收益率间形成竞争，届时各国货币币值的强弱也将决定各国政府为各自经济救助计划的融资能力。
- 德国商业信心指数下跌自 1982 年 11 月以来最低值，制造业和零售业对于未来 6 个月的经济走势悲观情绪进一步加深，尤其是出口主导型企业表现更为明显，由于以美国为首的全球消费需求萎缩导致日本出口大幅下滑，使大量中小企业面临生存困境，需求的匮乏并非简单增加流动性或贬值货币所能改观的，在本轮预期跨度较长的经济衰退中将面临出口产品结构调整的难题。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2009 年 3 月 26 日

王骏飞

宏观经济助理分析师

63325888×6105

wangjunfei@orientsec.com.cn

冯玉明

宏观经济首席分析师

63325888×6110

fym@orientsec.com.cn

相关研究报告

耐用品订单增长新屋销售回升

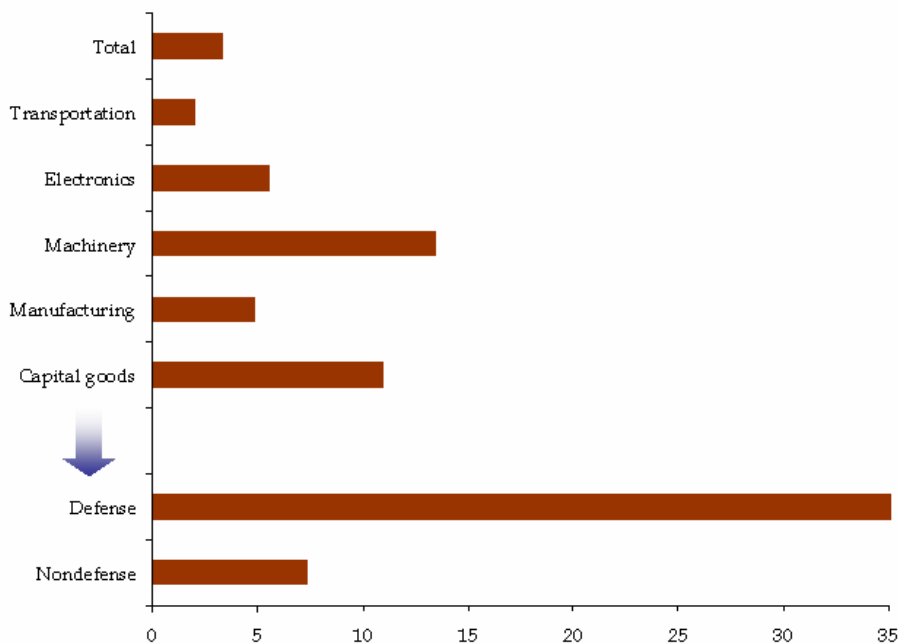
美国商务部公布 2 月份耐用品新增订单增加 55 亿美元环比增幅为 3.4%，这是耐用品新增订单连续六月下滑后的反弹，这一数据出乎市场预料，此前市场普遍预期为下滑 2.5%。同时商务部进一步向下修订了 1 月份耐用品新增订单降幅至 7.3%。新增订单中军用飞机订单和机械制造业订单的增长成为主力，国防新订单增长 35.3% 占 26 亿美元，其中军用飞机订单增长 32.4%，机械制造业订单在连续四个月下滑后首次出现反弹，增幅 13.5% 占 29 亿美元，计算机相关产品订单涨幅也达到 10%。但相对民用航空订单在 1 月份大增后显著下滑 28.9%，汽车及配件订单下滑有所收窄，扣除交通运输行业 2 月份订单增长 3.9%，扣除国防订单则增长 1.7%。耐用品货运继续下滑 0.5%，耐用品库存下滑 0.9%，初级金属产品库存降 2.6%。

表面的数据好于预期带有较大误导性，一则是耐用品订单前期大幅下跌后有回调的要求，受需求萎缩影响零售业和制造业前期对耐用品库存调整幅度较大，随消费需求的回升，订单属合理增长；一则对 1 月份订单数据进一步下修，降低了环比基数，从而增强了反弹的幅度，同比来看耐用品订单仍有 28.4% 的降幅；再则军工订单在新增订单中占据半数，军工订单波动较大，对判断经济趋势作用有限。

市场对于经济衰退在短期内不会结束的认知已比较普及，对于经济的悲观预期趋向一致，前期连续大幅下滑的经济数据使目前市场对于不太差（less-bad）的经济数据反应较为敏感，但不会轻言经济触底。市场对周四即将公布的上季度 GDP 终值的预期是将进一步从负增长 6.2 下调至 6.5% 左右，并且预测今年一季度经济下滑幅度将接近这一水平，并且今年下半年经济仍将保持负增长。

图 1：美国 2 月份耐用品新增订单环比增幅细分对比

单位：百分比



资料来源：Census

新屋销售显回升迹象但对房价支撑作用有限：商务部同时还公布了 2 月份新屋销售数据，环比上升 4.7%，季调年率为 337000 套，同比仍有 41.1% 的下滑。售房中间价为 200900 美元，南部地区增幅最大达 9.7%，新屋存销比较上月微幅下降至 12.2。结合此前二手房销售上升的数据显示，2 月份受政府购房退税政策以及抵押贷款利率下降的激励，住宅房产需求有所回升。

具体分析可以看出 30 万美元以下房产占成交量的 80%，在抵押贷款申请日趋严格，同时购房者需求趋于理性的背景下，无论是新屋还是成屋销售都显现出小房型的需求趋向，并且二手房中抄底面临止赎危险的打折房较多，因此在 2 月份住宅销售数量反弹的推动下房价的变化却有限，预期本轮自危机爆发累积至今的刚性需求集中消耗后，需求将再度疲弱，加之大规模止赎危机尚未缓解，房价仍有下跌空间。同时库存供应仍然较高，存销比显示仍有超过一年的库存积累，在此情况下 2 月份新屋开工数上升更显示其属于供应面的结构调整，逐步增加小型房的供应减少独栋大宅的建造量，对比二手房销售中间价 165400 美元显示新屋售价比二手房高 20% 左右。

到目前为止 2 月份经济数据在订单、零售和房产等方面出现的超市场预期反弹其特点表现为三点，一则因为前期连续的大幅下滑需要作出调整，消费需求在极度压抑后也需要一定的释放，价值政府刺激经济政策和流动性的紧张形势稍缓，使得需求的反弹对比前期极低的基数较为瞩目；再则是零售市场和房产市场都因应需求结构导向的变化对供给作出结构性的调整，从而迎合现有消费倾向的需求，推动反弹，至此经济悲观预期已较为普及，市场预期往往偏向悲观，类似在经济下滑之初市场预期倾向于乐观，导致适度反弹超出预期；三则反弹受经济环境和信贷状况限制较大，未能突破衰退框架，因此这波反弹的可持续性值得继续关注。并继续坚持美国经济将波动触底的观点。

国债标售需求疲弱欧日出口形势恶化

同时对于公债标售需求疲弱也增加了市场对政府为实施救助经济政策融资能力的担忧，在美联储宣布推行收购长期国债政策之后出现国债需求疲弱属意料之中，该计划推高国债价格，压低国债收益率，必将阻碍国债的标售，政府降低自己融资成本的做法市场不愿为其买单。在英国也发生了自 02 年以来首次国债标售流拍，此前英国政府也宣布了 750 亿英镑收购国债计划，同时还计划今年内发行 1464 亿英镑国债，IMF 预测至 2010 年英国政府财政赤字将占 GDP11%，英格兰银行就政府负债水平向政府作出警示，民众也担忧税收增加的潜在可能。同时德国也宣布计划年内发行 3460 亿欧元的国债，根据高盛的预测美国今年将总计发售 2.5 万亿美元国债。

全球性的大规模国债供给将在各国国债收益率间形成竞争，主要的需求方同时也是持有人将在此过程中受到较大影响，届时各国货币币值的强弱也将决定各国政府为各自经济救助计划的融资能力，因此在中国央行提出对 IMF 特别提款权份额的扩展和重新分配，并借此敲打美元储备之后，美国财长盖特纳积极回应美元作为世界主导储备货币的地位还将持续较长时间，同时也强调经济复苏、金融恢复以及财政可持续性将决定美元的世界地位，已经接近温总理一再强调“做好自己的事”的观点。

Mr. Geithner said that the “evolution of the dollar’s role in the system depends really primarily on how effective we are in the United States in getting not just recovery back on track, our financial

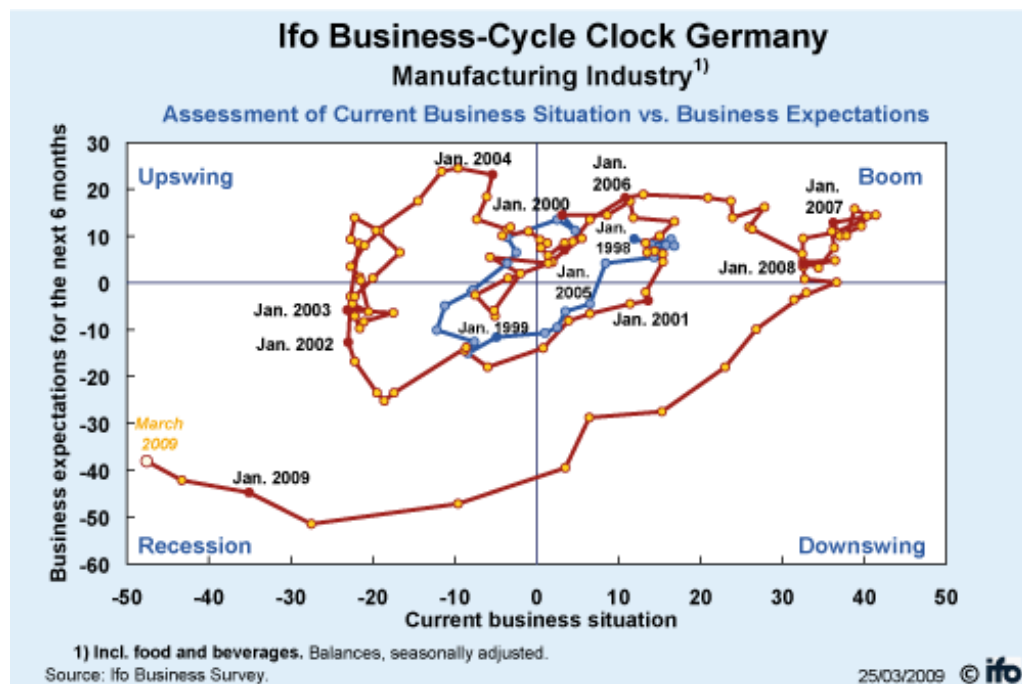
system repaired, but we get our fiscal position back to the point where people will judge it as sustainable over time.”

“As a country,” he added, “we will do what’s necessary to make sure we’re sustaining confidence in our financial markets and in — and in the productive capacity of this economy and our long-term fundamentals.”

-- from NYT

德国商业信心续降欧洲央行不作为：德国经济研究所（IFO Institute）公布 3 月份德国商业信心指数，从 2 月份的 82.6 下跌至 82.1，这是该指数自 1982 年 11 月以来最低值，根据调查数据显示制造业和零售业对于未来 6 个月的经济走势悲观情绪进一步加深，尤其是出口主导型企业表现更为明显，表示将继续扩大裁员以应对经济下滑，同时对政府救助经济的政策缺乏信心，相对建筑业的商业信心出现小幅改善。

图 1：德国商业现状与商业预期组合周期时钟



资料来源：Ifo institute

欧洲央行未能跟随美国、英国和日本进一步放松货币政策以刺激本国经济，对欧元币值稳定以及通货膨胀的持续关注束缚了欧洲央行的手脚，将更多的救助经济的责任留给各国财政，导致各国救助政策难以形成合力，仍以自保为主，各国内社会矛盾加剧以及欧盟各成员国尤其是东西欧间的对立情绪上升，欧盟最大经济体出口受损，实体经济滑坡严重，将削弱欧洲在 G20 上的话语权。

日本外贸大幅下降危及中小企业生存:日本公布2月份进出口数据显示,出口总额同比下滑49.4%,进口总额同比下滑43%,贸易顺差同比下滑91.2%,其中对中国出口下滑39.7%明显好于对其他国家50%左右的降幅,进口下滑41.4%,对中国外贸收支保持基本平衡。对美出口降幅达58.4%,进口降36.2%,贸易顺差下降79%,对欧盟的出口也下降了54.7%。主要影响其出口量的因素按出口商品种类分其中工程机械出口降幅66.6%、纺织机械出口下滑73.8%,乘用车出口降72.9%。出口下滑导致货运同比下降40%,对美国的货运大跌58%,

由于以美国为首的全球消费需求萎缩带来的出口大幅下滑,导致日本的大量中小企业面临生存困境,这些企业大多是大企业的零部件供应商,订单的大量减少以至消失将切实危及作为日本实体经济基础的中小企业,需求的匮乏并非简单增加流动性或贬值货币所能改观的,也不是依靠让员工购买自家产品等措施所能带动的。在本轮预期跨度较长的经济衰退中日本也将面临出口产品结构调整的难题,亦或是跟随欧洲坐等美国经济复苏。

分析师承诺

王骏飞：宏观经济助理分析师

冯玉明：宏观经济首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn