

海外市场动态

海外市场

09/03—09/04 全球经济数据跟踪

2009 年 4 月 22 日

月度市场综述

3 月份美国宏观数据低于预期

- **全球 PMI 指数 09 年以来连续三个月回升 OECD 先行指标降幅趋缓**
OECD 2 月份先行指标继续下滑，但降幅趋缓，OECD 国家经济下滑速度略有缓和。经修正后的 OECD 国家先行指标环比下降 0.6 个点，同比下降 9.7 个点。从各国数据来看，先行指标同比降幅最大的是巴西、俄罗斯和日本。JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 3 月份再次回升 1.4 个点至 37.2，为 09 年以来连续三个月回升，虽仍低于 50 临界值，但制造业最差的时刻已经过去。新订单和产出指标回升是整体指数反弹的主要原因：新订单指标大幅上升 4.4 个点至 35.8，超出市场预期。从各国指标来看，前期持续萎缩的欧元区制造业也出现反弹；美国、日本制造业继续回升。
- **3 月份美国宏观数据低于市场预期 经济增速 08 年 Q4 见底确立**
3 月份美国宏观数据除 PMI 指数、消费者信心指数外均低于市场预期，这些指标包括：实际零售销售、工业生产、新屋开工和营建、咨商会领先指标等。**1)** 尽管如此，3 月份数据仍高于 08 年 Q4 均值，意味着美国经济在 08 年 Q4 见底（环比）已经确立，符合我们的判断；**2)** 数据低于预期也表明美国整体需求的回升比较缓慢，1-2 月份数据的大幅反弹，除了低基数影响外，还有经济自身运行中反周期因素（通胀下降，实际购买力上升）的作用，未来经济复苏的动能还有赖于信贷市场的恢复（目前消费信贷处于探底阶段，尚未出现明显回升态势：2 月消费信贷环比下降 0.29%，同比增速由 1.8% 缩小至 1.1%，为 92 年以来新低；非循环信贷增速略好于循环信贷增速）；**3)** 奥巴马经济刺激计划对 09 年前三季度经济推动效果逐次递增，有望带动美国经济自 09 年 Q3 起实现正增长。我们维持观点：美国经济有望自 09 年 Q3 起缓慢复苏，Q2 是经济同比增速最差时刻；09 年 Q1 的 GDP 环比增速由 -5.3% 上调至 -4.9%，Q2-Q4 各季环比增速依次为 -1.6%、0.7% 和 1.2%，09 年全年经济下滑 2.5%，2010 全年实现增长 1.5%。

策略分析师 崔 嵘

电话： 021-68866202
Email: cuirong@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

宏观经济动态纵览	4
OECD 指标——2 月份先行指标继续下滑 但降幅趋缓	4
PMI 指标——09 年以来连续三个月回升 新订单增长是主因	5
美国——PMI 指数持续回升 经济 Q1 降幅趋缓	5
欧盟——零售销售大幅下降 就业市场缺乏弹性	14
日本——工业生产降幅再创纪录 经济 09 年 Q1 仍恶化	16
免责条款:	19

图表目录

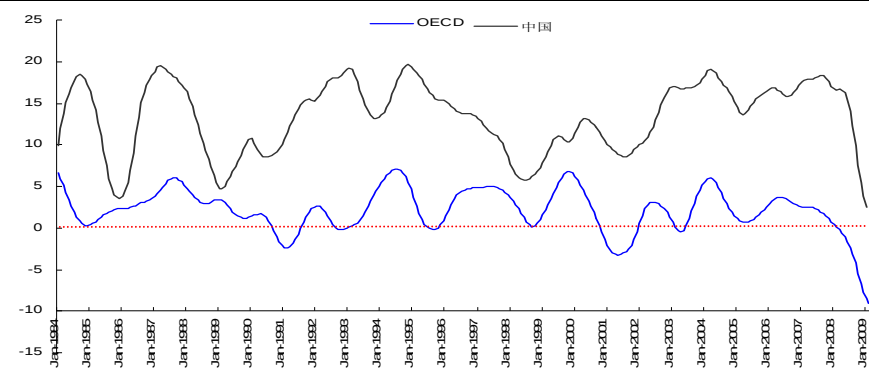
图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1984/1-2009/2)	4
图 2: 美国先行指标 (1998-2009/2)	4
图 3: 欧元区先行指标 (1998-2009/2)	4
图 4: 日本先行指标 (1998-2009/2)	4
图 5: 巴西先行指标 (1998-2009/2)	4
图 6: 印度先行指标 (1998-2009/2)	5
图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2009/2)	5
图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI	5
图 9: 美国经济季度增长率及预测值 (2000-2009 年)	6
图 10: 美国实际 GDP 季度同比增速 (1948/01-2008/12)	6
图 13: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/01-2009/2)	8
图 19: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2009/03)	10
图 20: 美国成屋和新屋销售同比增速	11
图 21: NAHB 对美国房地产市场预测 (单位: 千户)	11
图 22: 美国月度成屋售价 (单位: 万美元)	11
图 23: 美国月度成屋库存 (单位: 百万户)	11
图 29: 美国月度消费者信心指数	13
图 30: 美国月度失业率 (1948/01-2009/3)	13
图 31: 美联储联邦基金利率与基金利率期货走势	13
图 32: 美国月度 CPI 和 PPI 指数环比增速	14
图 33: 美国月度 CPI 指数同比增速	14
图 34: 欧元区月度工业生产 (除去建筑类产出)	14
图 35: 欧元区制造业和服务业 PMI 指数	14
图 36: 欧元区月度零售销售额	15
图 37: 欧元区月度商业和消费者信心	15
图 38: 欧元区月度失业率	15
图 39: 欧洲和英国央行基准利率 (2004/6-2009/4)	15
图 40: 欧元区月度调和消费者物价指数 HICP	16
图 41: 欧元区调和消费者物价指数 HICP 同比增速	16
图 42: 日本月度工业生产	16
图 43: 日本银行对各类制造业企业短期景气判断指数	17
图 44: 日本月度消费者信心指数	17
图 45: 日本月度失业率	17
图 46: 日本央行基准利率 (2006/3-2009/4)	17
图 47: 日本月度物价指数	18
图 48: 日本物价指数同比增速	18
表 1: NAR 四月份对美国经济预测	6
表 2: 美国个人收入和支出数据细目	7
表 3: 美国 3 月份领先指标之分项指标的贡献	8
表 4: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标	9

宏观经济动态纵览

OECD 指标——2 月份先行指标继续下滑 但降幅趋缓

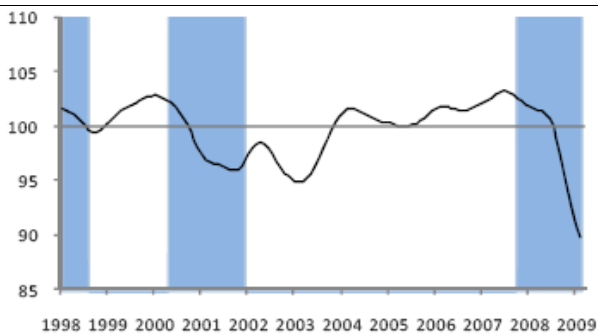
4 月 10 日 OECD 公布的 2 月份先行指标继续下滑，但降幅趋缓，OECD 国家经济下滑态势略有缓和。经修正后的 OECD 国家先行指标环比下降 0.6 个点，同比下降 9.7 个点。从各国数据来看，先行指标同比降幅最大的是巴西、俄罗斯和日本。中国指标继续回落，但降幅明显趋缓，环比下降 0.7 个点，同比下降 12.5 个点；巴西先行指标环比下降 2.4 个点，同比降 12.1 个点，新兴国家经济加速回落的态势有所缓和。

图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1984/1-2009/2)



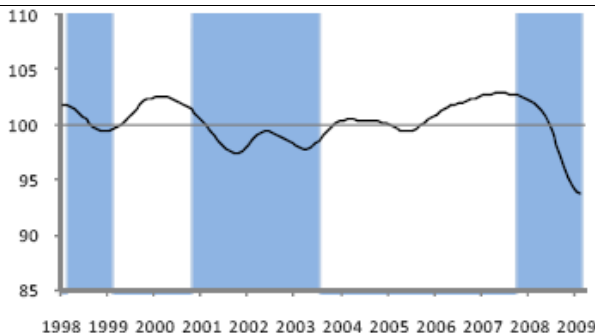
资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 美国先行指标 (1998-2009/2)



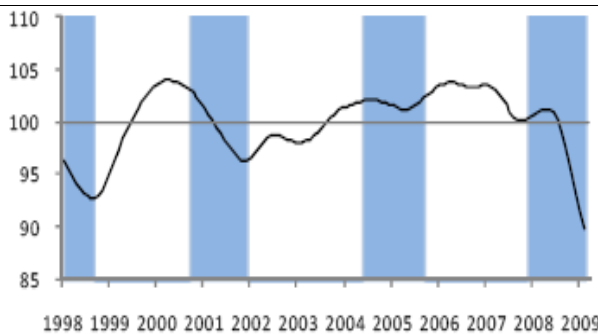
资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 欧元区先行指标 (1998-2009/2)



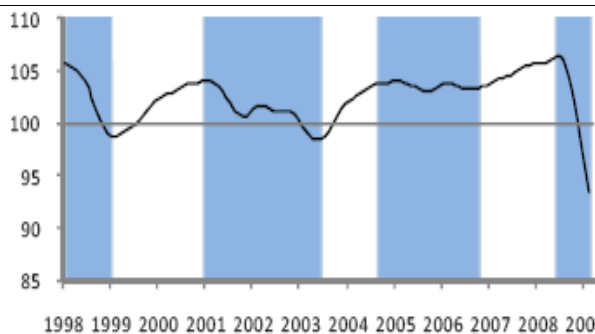
资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 日本先行指标 (1998-2009/2)



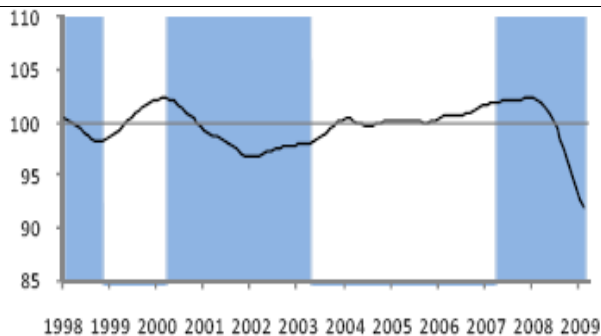
资料来源: 国信证券经济研究所

图 5: 巴西先行指标 (1998-2009/2)



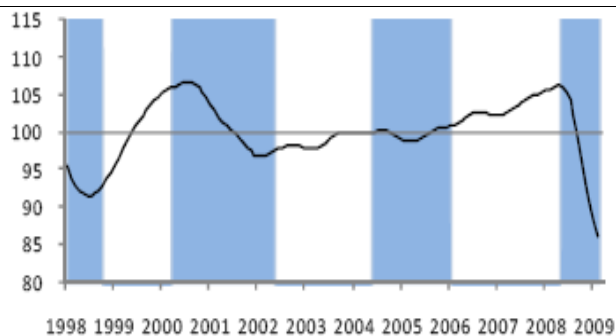
资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 印度先行指标 (1998-2009/2)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2009/2)

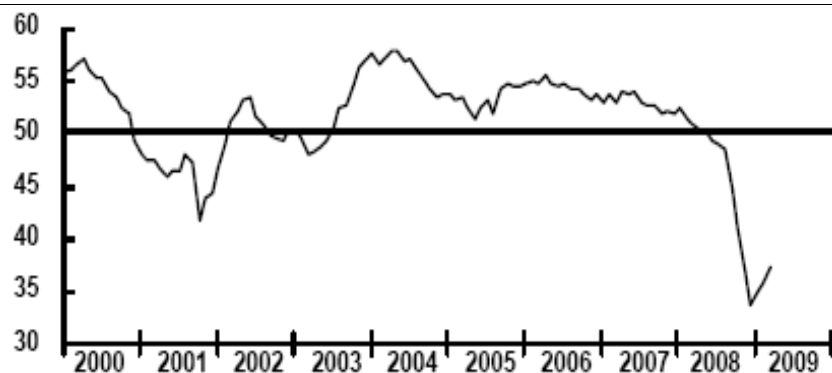


资料来源: 国信证券经济研究所

PMI 指标——09 年以来连续三个月回升 新订单增长是主因

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 3 月份再次回升 1.4 个点至 37.2, 为 09 年以来连续三个月回升, 虽仍低于 50 临界值, 但制造业最差的时刻已经过去。新订单和产出指标回升是整体指数反弹的主要原因。具体来看, 新订单指标大幅上升 4.4 个点至 35.8, 超出市场预期; 产出指标上升 1.8 个点至 35.2; 就业市场略有改善, 指标回升 0.8 个点至 35.8; 投入价格指数回落 0.9 个点至 34.2, 下降速度较前月加快 (尤其在欧元区)。从各国指标来看, 前期持续萎缩的欧元区制造业也出现反弹; 美国、日本制造业继续回升。整体制造业较 08 年底有所反弹, 新增需求持续增长是 09 年以来制造业回暖的主要原因。

图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI



	3 月	2 月	变化	动能
PMI	37.2	35.8	+1.4	萎缩减慢
产出	35.2	33.4	+1.8	减慢
新订单	35.8	31.4	+4.4	减慢
物价	34.2	35.1	-0.9	加快
就业	35.8	35.0	+0.8	减慢

资料来源: JP Morgan, 国信证券经济研究所

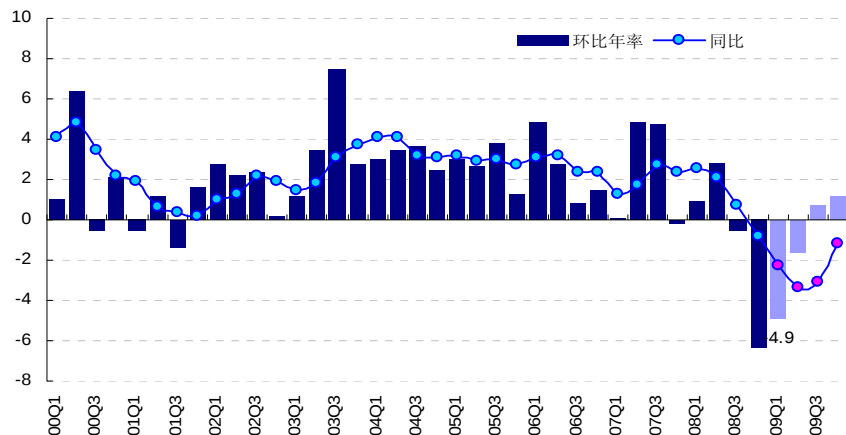
截止 2009 年 3 月

美国——PMI 指数持续回升 经济 Q1 降幅趋缓

■ 美国经济 08 年 Q4 见底已确立 09 年 Q1 预期增速上调

尽管 3 月份美国多数宏观经济数据低于市场预期, 但均值仍高于 08 年 Q4, 美国经济在 08 年 Q4 见底 (环比) 已确立。考虑到去年 Q2 小布什政府的退税措施对经济增长的异常拉动作用, 我们维持观点: 美国经济有望自 09 年 Q3 起缓慢复苏, Q2 是经济同比增速最差时刻; 上调 09 年 Q1 的 GDP 增速至 -4.9%, Q2-Q4 各季环比增速依次为 -1.6%、0.7% 和 1.2%, 09 年全年经济下滑 2.5%; 至少到 2010 年下半年才有可能恢复到接近 3% 的增速, 2010 全年实现增长 1.5%。

图 9：美国经济季度增长率及预测值（2000-2009 年）



资料来源：国信证券经济研究所

2009 年 4 月更新

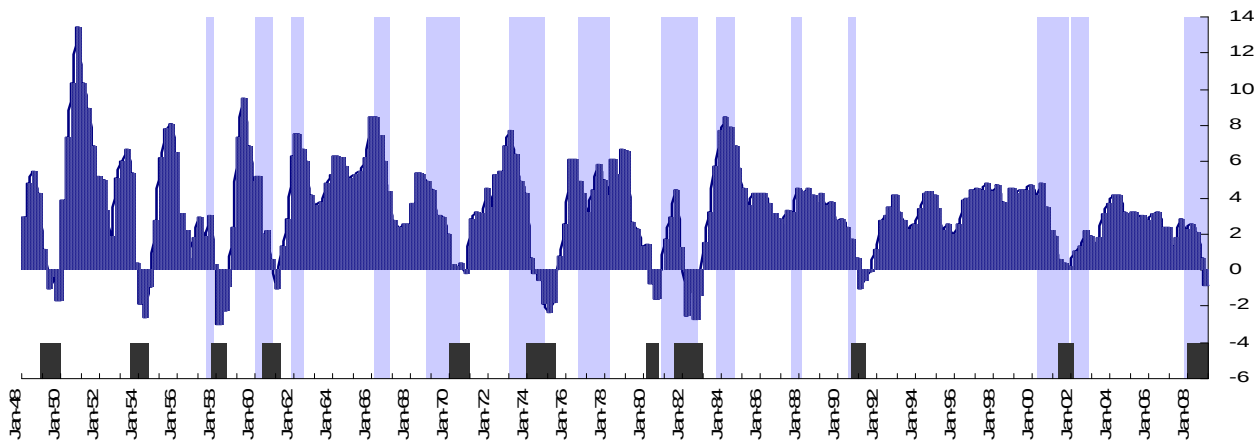
表 1：NAR 四月份对美国经济预测

	2008				2009				2010		2007	2008	2009	2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2				
实际 GDP ¹	0.9	2.8	-0.5	-6.3	-4.9	-1.6	0.7	1.2	1.2	2.6	2.0	1.1	-2.5	1.5
非农就业人口 ¹	-0.2	-1.3	-1.5	-3.7	-5.9	-1.8	-1.5	-0.2	0.3	1.2	1.1	-0.4	-3.0	0.2
CPI ¹	4.5	4.5	6.2	-8.3	3.3	-1.0	-0.2	0.7	1.3	2.6	2.9	3.8	0.0	1.2
实际可支配收入 ¹	-0.7	10.7	-8.5	2.7	1.6	5.9	0.3	1.3	1.2	1.3	2.8	1.3	1.6	1.6
失业率 ²	4.9	5.4	6.0	6.9	8.3	9.0	9.6	9.9	9.8	9.7	4.6	5.8	9.2	9.6

资料来源：国信证券经济研究所

注：1、环比年化；2、比率；3、同比。

图 10：美国实际 GDP 季度同比增速（1948/01-2008/12）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

注：蓝色阴影表示熊市起止时间；黑色阴影表示经济衰退起止时间。

■ 二月份个人收入环比下降 但支出继续增长

2 月份美国个人收入环比下降 0.2%，低于市场预期的下滑 0.1%以及前月 0.2%的增长，主要原因是公司津贴、个人薪资收入下降；但是个人支出环比仍增长 0.2%，符合市场预期。个人税收环比下滑 1.4%，部分缓和了个人收入的下降，导致名义个人可支配收入环比小幅下降 0.1%，低于名义收入的降幅，符合市场预期；实际个人可支配收入环比下降 0.4%，同比下降 2.2%，低于前月增速。

表 2: 美国个人收入和支出数据细目

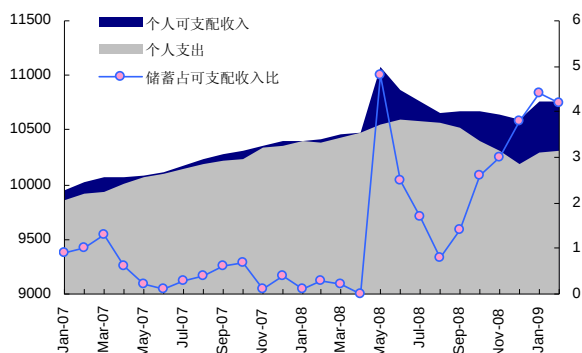
	2009 年 2 月		2009 年 1 月	
	环比	同比	环比	同比
名义				
个人收入	-0.24	0.67	0.17	1.40
个人税收	-1.39	-12.79	-9.74	-11.09
个人可支配收入	-0.10	2.61	1.55	3.20
个人支出	0.16	-1.34	0.93	-1.00
个人消费支出	0.17	-0.93	0.96	-1
耐用品	-1.28	-10.10	3.08	-8.77
非耐用品	0.84	-4.20	1.84	-5.10
服务	0.10	2.28	0.25	2.38
储蓄率	4.2		4.4	
实际				
个人可支配收入	-0.4	-2.2	1.3	2.7
个人消费支出	-0.2	-1.4	0.7	-1.3
耐用品	-1.5	-9.1	3.2	-7.6
非耐用品	0.0	-2.9	1.2	-3.1
服务	0.0	0.7	0.1	0.6

资料来源：国信证券经济研究所

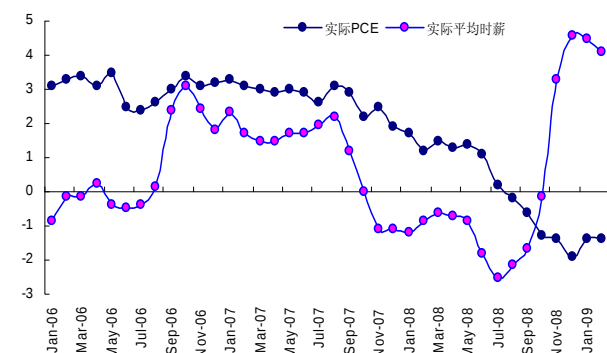
注：储蓄率为个人储蓄占个人可支配收入比率。

2 月份个人支出增速高于个人可支配收入增速，储蓄率由 14 年（1995 年 3 月）高点的 4.4% 下降至 4.2%，显示在市场回暖、对于未来经济预期逐步明确的背景下，个人的消费意愿有所恢复。同时，3 月份密西根大学消费者信心指数上升约 1 个点至 57.3。

实际消费支出环比下降 0.2% 但优于 08 年 Q4 均值 2 月份名义消费支出环比增长 0.17%，低于市场预期；剔除通胀因素，实际消费支出环比则下降 0.2%，1 月数据环比增速由 0.6% 上修至 0.7% 的三年来最高增速；同比降幅也由前月的 1.3% 扩大至 1.4%。分项来看，个人用于耐用品的消费支出环比下降 1.28%，而服务类和耐用品类的消费支出分别小幅增长 0.84% 和 0.1%。

图 11: 名义个人可支配收入和支出（十亿美元）


资料来源：国信证券经济研究所

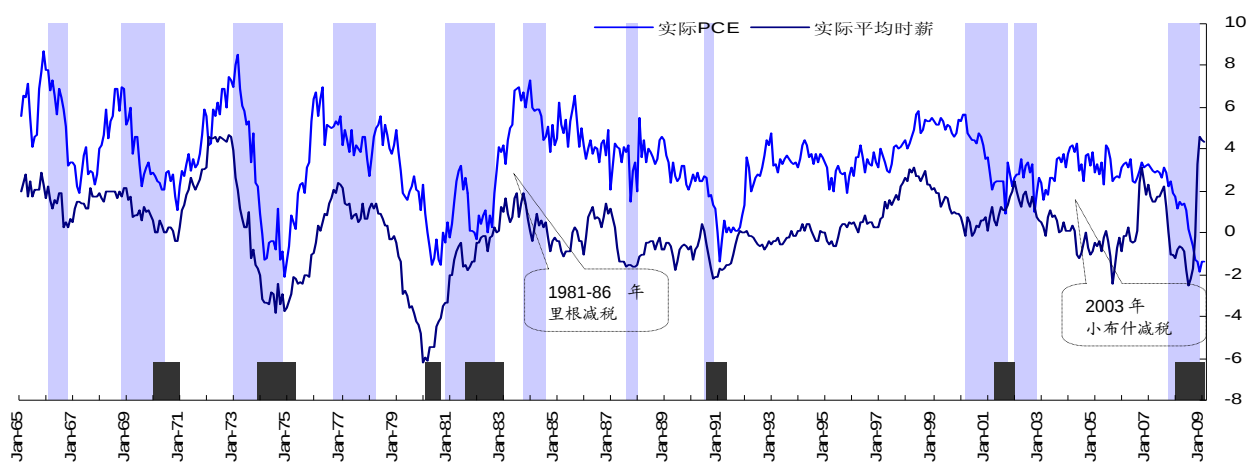
图 12: 实际个人消费支出及平均实薪同比增速


资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 2 月

2 月份实际个人消费支出环比出现下滑，主要是由于该月实际个人可支配收入的下降，但储蓄率在连续五个月上升后出现下降，并且 2 月份实际消费支出数据仍优于 08 年 Q4 的均值，这意味着个人消费支出对于 09 年 Q1 的经济增长贡献正面。单月的数据环比不足以判断实际消费支出增速的趋势，我们仍维持美国实际消费支出 PCE 同比增速 09 年 Q1 见底的判断。

图 13: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/01-2009/2)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

■ 三月份领先指标环比下降 0.3%

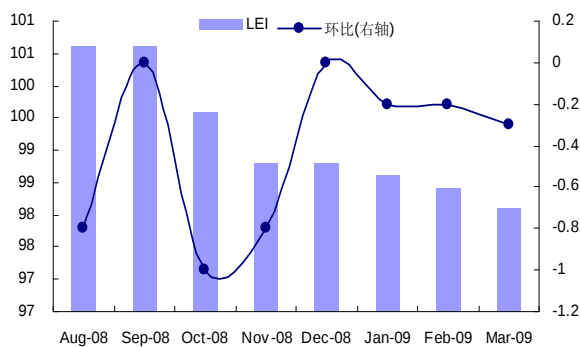
美国领先指标 3 月份环比下降 0.3%，降幅高于市场预期的 0.2%；前月增幅由-0.4%上修至-0.2%。同步指标和滞后指标环比均下降 0.4%。各分项指标依然表现疲弱，与前月相比，10 个分项指标中仅有 3 个指标出现上升，其中升幅最大的包括实际 M2、收益率曲线利差和消费者预期等，而前月有 6 个指标贡献正面；更多的指标成为拖累领先指标下滑的因素，降幅最大的包括营建许可、股价、厂商盈利等。与 08 年 Q4 相比，经济下滑趋势依旧，但速度减缓，我们维持对于美国经济 Q2 见底（同比），自 Q3 起经济缓慢回升的判断。

表 3: 美国 3 月份领先指标之分项指标的贡献

贡献正面		贡献负面	
实际 M2	+0.34	营建许可	-0.26
收益率曲线	+0.26	股价	-0.24
消费者预期	+0.08	厂商盈利	-0.21
消费品新订单	0.00	平均周工作时间	-0.13
		初请失业金人数	-0.10
		工厂和设备订单	-0.05

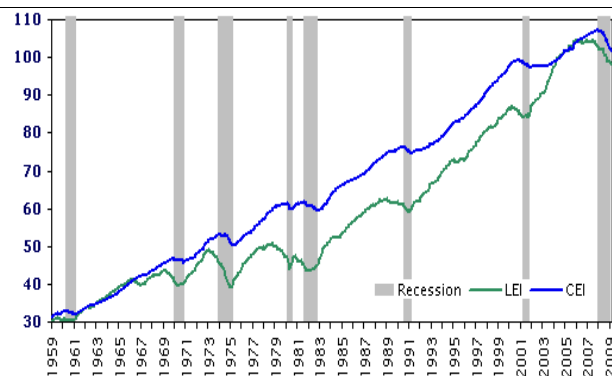
资料来源: 国信证券经济研究所

图 14: 美国经济先行指标月度变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 15: 美国经济先行指标 LEI 和同步指标 CEI



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

■ PMI 制造业指数连续三个月回升至 36.3

3 月份美国 PMI 先行指标再次回升 0.5 个点，至 36.3，高于市场预期的 36，为连续三个月回升，但指数仍低于 50 临界值，说明 3 月份美国制造业仍处于萎缩态势，但程度略有缓解。PMI 在整个 09 年一季度持续上升，表明美国经济增速已经开始自 08 年四季度的低谷缓慢回升，符合我们的判断。

表 4: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

指标	3 月	2 月	变化	变动方向	动能变化	趋势
PMI	36.3	35.8	+0.5	萎缩	减慢	14
新接订单	41.2	33.1	+8.1	萎缩	减慢	16
产出指数	36.4	36.3	+0.1	萎缩	减慢	7
就业指数	28.1	26.1	+2.0	萎缩	减慢	8
供应商发货	43.6	46.7	-3.1	加快	加快	6
库存指数	32.2	37.0	-4.8	萎缩	加快	35
消费者库存	54.0	51.0	+3.0	过高	加快	8
物价指数	31.0	29.0	+2.0	降低	减慢	6
未完成订单	35.5	31.0	+4.5	萎缩	减慢	11
出口指数	39.0	37.5	+1.5	萎缩	减慢	6
进口指数	33.0	32.0	+1.0	萎缩	减慢	14
整体经济				萎缩	减慢	6
制造业				萎缩	减慢	14

资料来源：国信证券经济研究所

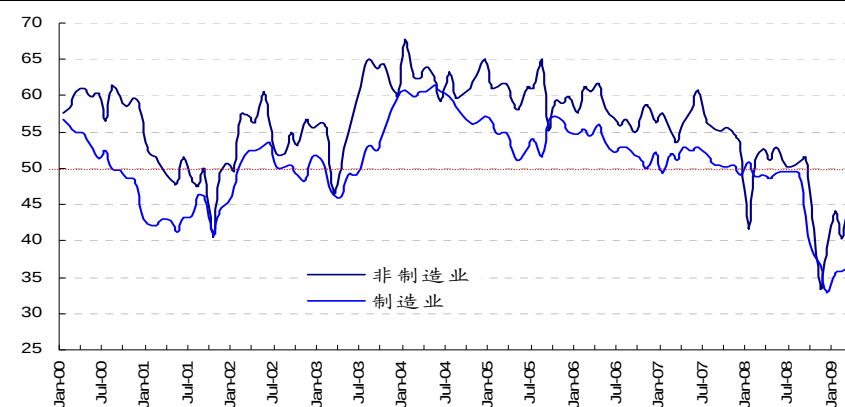
注：变动方向：>50 为扩张/上升，<50 为萎缩/下降，=50 为不变；

动能变化：偏离 50 越大越加速扩张/萎缩；趋势：连续 n 个月维持该变动方向

新订单指标回升是整体指数增长的主要原因 从各分项指标来看，新订单指标大幅上升 8.1 个点，至 41.2，为 7 个月来首次高于 40，是整体指数增长的主要原因。1、2 月份新订单分别增长 10.1 和 -0.1 个点。产出指标基本维持现状，上升 0.1 个点，至 36.4，为连续 3 个月上升；就业指标上升 2.0 个点，预计 09 年中期失业率将可能继续上升至 9%-9.5%；消费者库存略偏高，而厂商库存大幅下降 4.8 个点，低于 50 临界值水平，库存指标的下降缩短了未来 PMI 指数下跌的时间和空间！需求回升的行业主要分布是家具设备、食品饮料、计算机/电子产品、塑料和非金属矿产品等行业。

需求增长带动进出口指标均回升 3 月份 PMI 中进出口指标分别上升 1.0 和 1.5 个点，表明美国及其他国家需求在 3 月份均出现回暖，美国需求的回升将带动中国出口增长。进口指标已连续 18 个月萎缩，并且幅度快于出口萎缩，有利于未来美元汇率继续走高。

图 16: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (1997/7-2009/3)

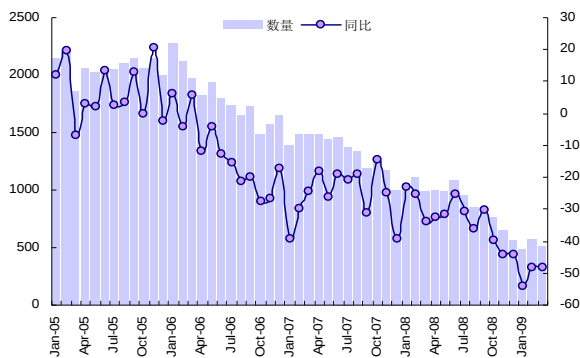


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

■ 三月份新屋开工和营建许可低于市场预期 房屋销量回升

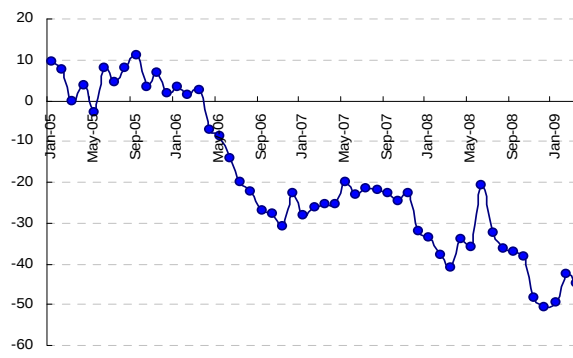
虽然三月份房屋营建数据低于市场预期，但美国房地产市场 09 年内见底可期，未来新屋销售量数据值得密切关注。

图 17: 美国新屋开工量 (单位: 千户)



资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 3 月

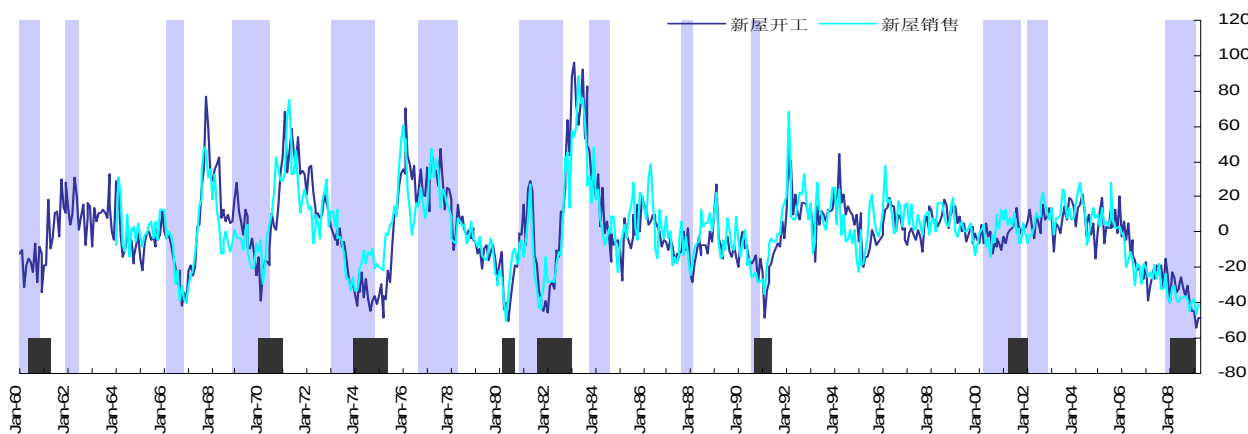
图 18: 美国房屋营建许可同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 3 月

3 月份新屋开工数环比下降 10.8%，至 51.0 万户，低于市场预期的 55.0 万户，2 月份为八个月以来的首次环比正增长，1 月份为战后最低点 48.8 万户；同比降幅由前月 48.3% 微升至 48.4%。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 77.6%，供给减少有利于市场消化现有库存，尤其是大量止赎潮房屋供给。新屋开工数据主要是受多户新开工大幅下降 29% 的拖累，多户型新开工前月大增 62%。营建许可 3 月份在连续两个月回升后，环比下降 9.0%，至 51.3 万户，为纪录新低；同比降幅也由 42.5% 扩大至 45.0%，均超出预期，为连续 2 个月回升后再次下降。其中，单户营建许可环比下降 7.4%，前月为 18 年来最大增幅。月度数据的波动不足以判断趋势的改变，若营建许可和新屋销量持续回升，有利于美国房地产市场企稳，我们维持 09 年美国房地产市场处于筑底阶段的判断。

图 19: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2009/03)



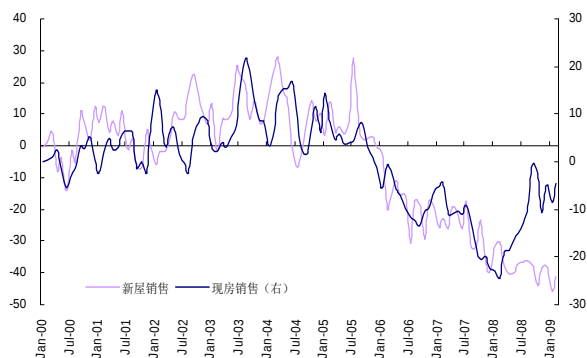
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

2 月份成屋销售环比增长 5.1%，至 472 万户，同比降幅由 8.6% 大幅缩小至 4.6%，超过市场预期。由于大量丧失抵押品赎回的房屋进入市场，压低房价的同时，也带来了成屋销量的增加，整体成屋销量自 08 年初以来出现的回升态势并未改变。成屋库存同比下降 5.5% 至 379 万套，需要 9.7 个月销售完毕。抵押贷款利率的下降是推升住房销售的主要原因。奥巴马在经济刺激计划中承诺将采取措施遏止抵押品赎回权丧失率的上升，从而减轻未来房屋供给压力。

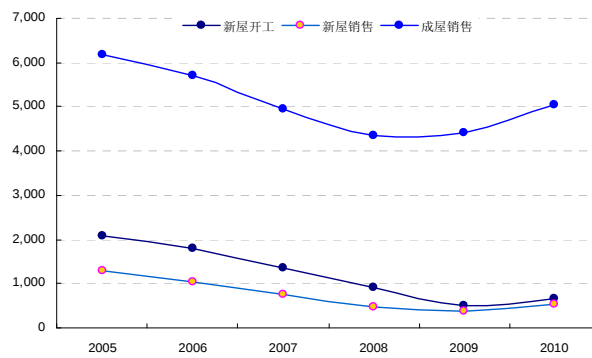
新屋销量明显回升：2月新屋销售环比增长4.7%，至33.7万户，优于市场预期，前月创历史最低水平；同比降幅由46.1%回升至41.1%；库存环比下降2.9%，至33.0万户，以目前的销售速度，消化库存需要12.2个月。新屋销售中间价同比下跌18.1%，至20.1万美元，为五年来最低水平。

图 20：美国成屋和新屋销售同比增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止2009年2月

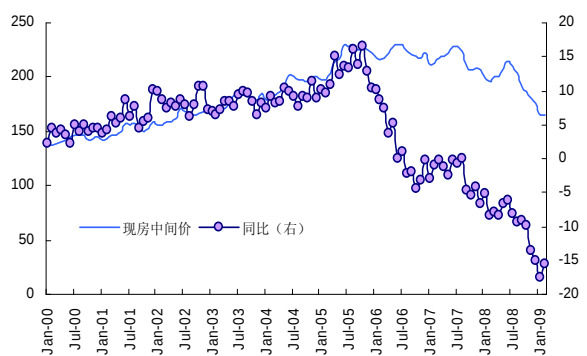
图 21：NAHB 对美国房地产市场预测（单位：千户）



资料来源：国信证券经济研究所，截止2009年4月

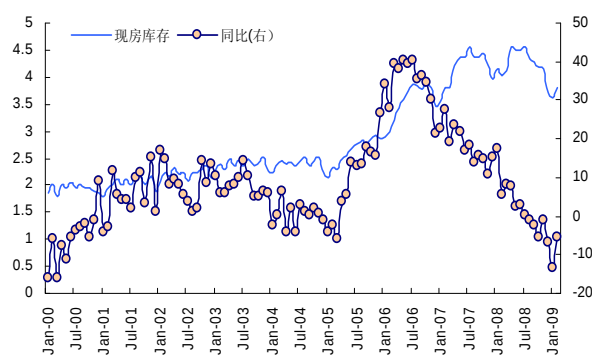
2月份住房价格小幅回升，成屋价格中值环比上扬0.36%，至16.5万美元，同比降幅由17.5%缩小至15.5%，前月均价为03年以来的最低水平。

图 22：美国月度成屋售价（单位：万美元）



资料来源：国信证券经济研究所，截止2009年2月

图 23：美国月度成屋库存（单位：百万户）

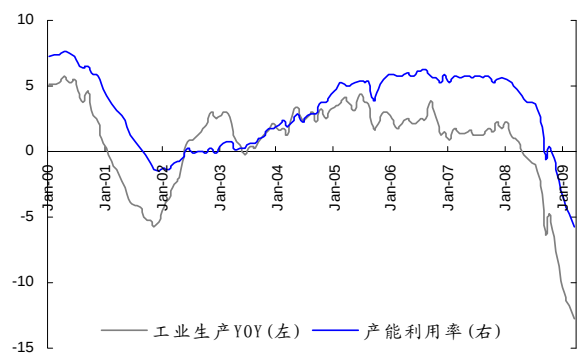


资料来源：国信证券经济研究所，截止2009年2月

■ 三月份工业产出环比下降1.5% 降幅高于市场预期

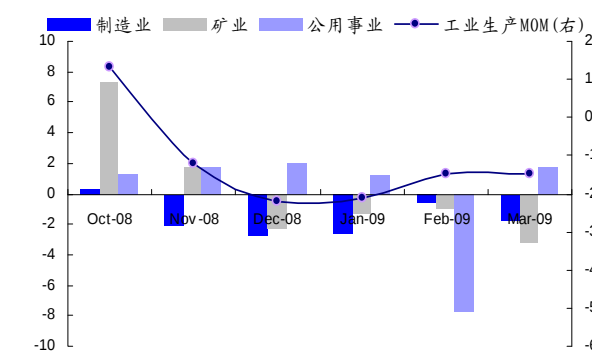
3月份工业产出环比降幅持平于前月的1.5%，降幅高于预期的0.8%；同比降幅则由11.8%扩大至12.8%。

图 24：美国工业生产及产能利用率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 25：美国各工业行业月度环比增速



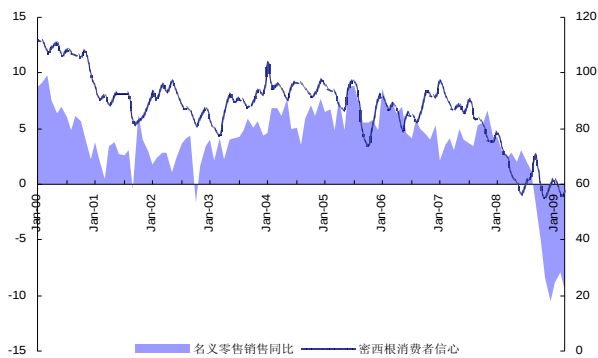
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

其中，汽车和公用事业反弹，环比分别增长 1.5%和 1.8%；制造业和矿业产出环比分别下降 1.7%和 3.2%，降幅高于前月的 0.6%和 1.0%。整体工业的产能利用率由前月的 70.3%降至 69.3%，低于预期，较 1972-2007 年的均值 81.0%下降 11.7%，其中制造业产能利用率仅 65.8%，有约三分之一的产能闲置。

■ 三月份零售销售环比下降 1.1% 远低于市场预期

3 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比下降 1.1%，远低于市场预期的增长 0.2%，在连续两个月同比回升后再次下滑；同比降幅由 7.9%扩大至 9.4%，这表明美国经济在 08 年 Q4 见底，但整体需求的回升比较缓慢，提示市场关注未来需求回升的持续性以便判断美国经济何时走出衰退。除生活必需品以外的各类销售均出现下降，尤其是耐用品销售依然疲弱，汽车销售环比下降 2.3%。实际零售销售降幅由 8.0%扩大至 9.0%，在连续两个月同比回升后再次下滑，预示 3 月份实际 PCE 下滑概率大。

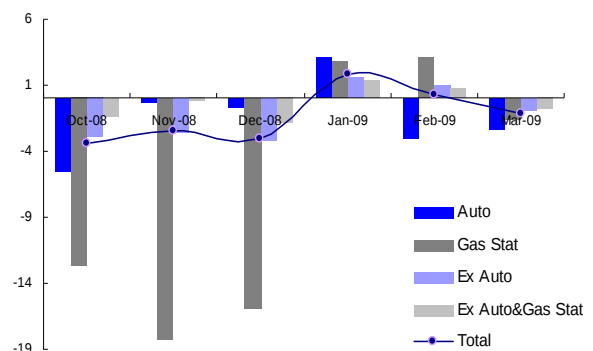
图 26: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 3 月

图 27: 美国月度名义零售销售环比增速

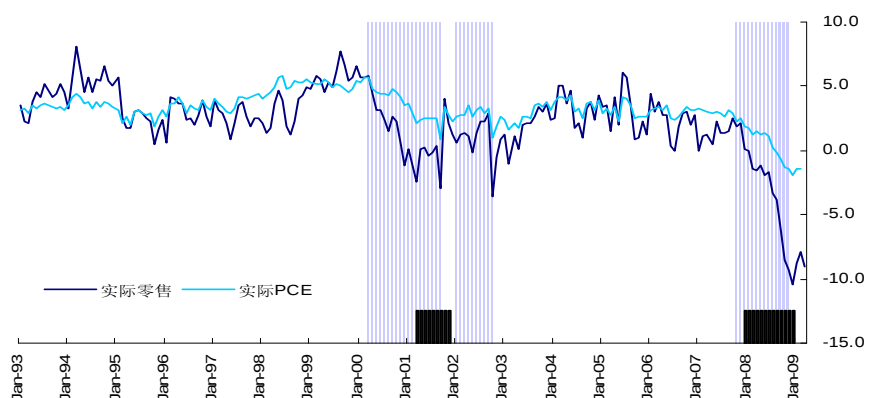


资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 3 月

其中，扣除加油站的其他零售销售下降 1.6%；扣除汽车销售的其他零售销售下降 0.9%，低于预期，前月环比增速上修为 1.0%；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售下降 0.8%，在连续两个月增长后再次下滑，前月环比增长 0.7%。零售销售占美国个人消费支出 PCE 的 1/2，占其国内需求的 1/3，虽然 3 月份零售销售出现下滑，但实际 PCE 在 Q1 回升已基本确立。

图 28: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速（1993/1-2009/3）



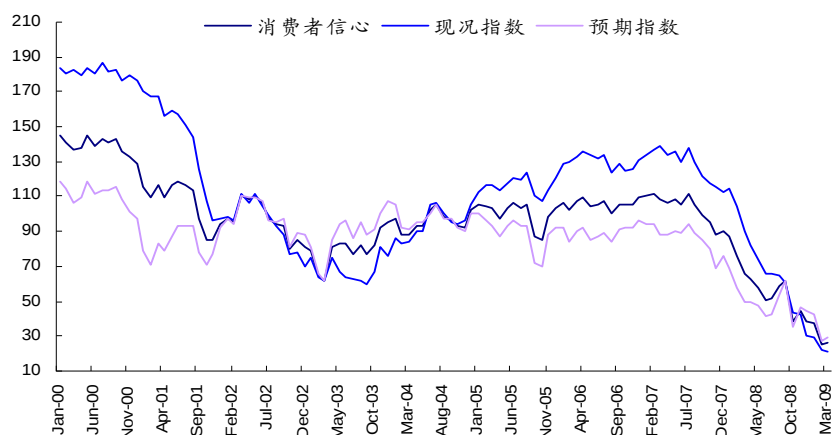
资料来源：国信证券经济研究所

■ 三月份消费者信心指数上升至 26

3 月份消费者信心上升 0.7 点至 26，现状指数则由 22.3 跌至 21.5，再创数年新低，而未来预期指标由 27.3 升至 28.9。消费者对于短期内的经济状况仍

存忧虑，但对未来经济前景相对乐观。

图 29：美国月度消费者信心指数

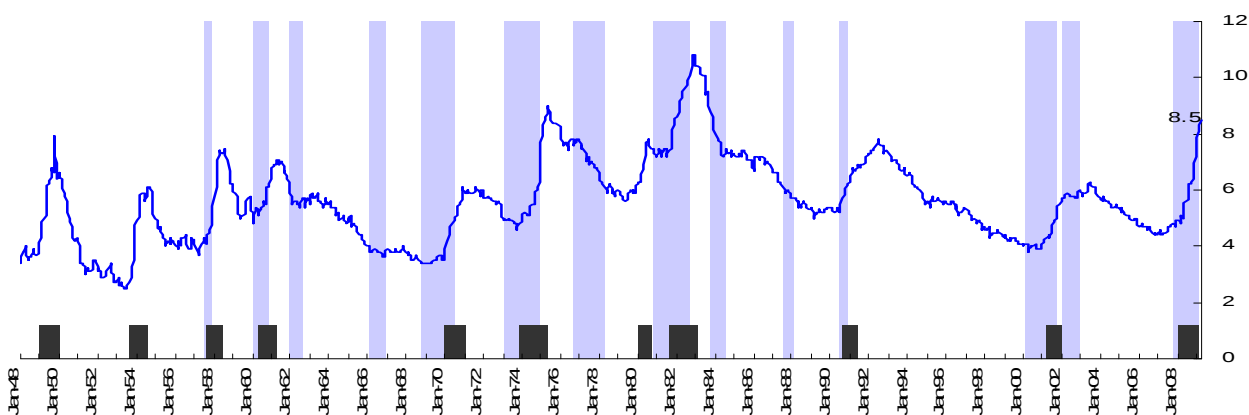


资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 3 月

■ 三月份失业率升至 8.5% 09 年中期将升至 9.5%以上

美国 2 月非农就业人数环比减少 66.3 万人，超过市场预期。3 月失业率由前月 8.1% 上升至 8.5%，高于预期，创出 1983 年以来最高水平。我们认为，失业率 09 年中期将升至 9.5% 以上。但是，失业率是经济滞后指标，失业率自峰值回落意味着经济进入扩张期，而非经济才开始复苏。

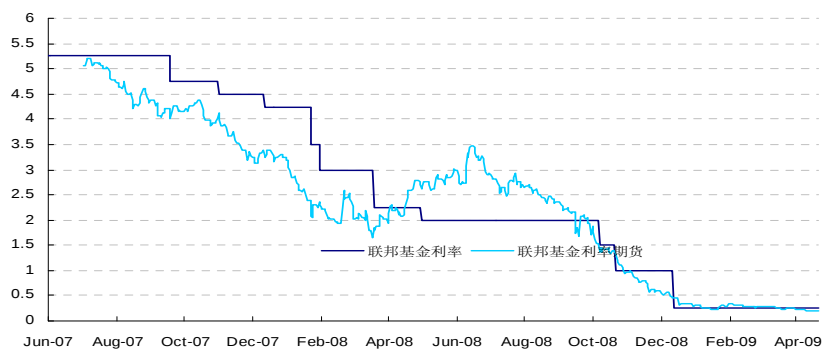
图 30：美国月度失业率（1948/01-2009/3）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

注：蓝色阴影表示熊市起止时间；黑色阴影表示经济衰退起止时间。

图 31：美联储联邦基金利率与基金利率期货走势



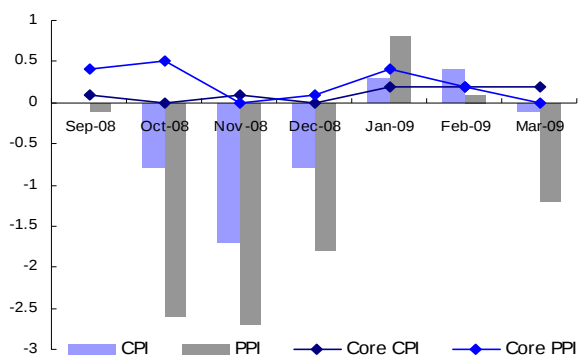
资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 4 月 20 日

■ 三月份 CPI 指数环比下降 0.1% 低于市场预期

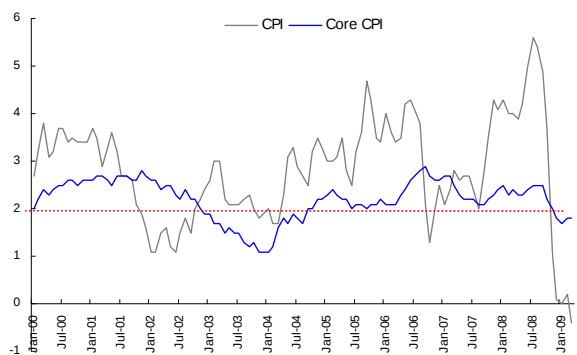
3 月美国 CPI 环比下降 0.1%；同比下降 0.4%，为 1955 年以来的首次同比下降，低于市场预期。其中，能源价格下跌 3.0%；交运价格下跌 1.1%；食品价格微降 0.1%。核心 CPI 数年来环比上涨 0.2%，高于市场预期；同比上涨 1.8%，略高于预期。3 月 PPI 指数环比下跌 1.2%，结束三个月回升态势，低于市场预期，因能源价格大幅下降 5.5%；同比下滑 3.5%。核心 PPI 持平于前月；同比上升 3.8%，低于市场预期。通缩的概率并不大，因为物价的下跌主要集中在能源类商品。

图 32：美国月度 CPI 和 PPI 指数环比增速



资料来源：国信证券经济研究所

图 33：美国月度 CPI 指数同比增速



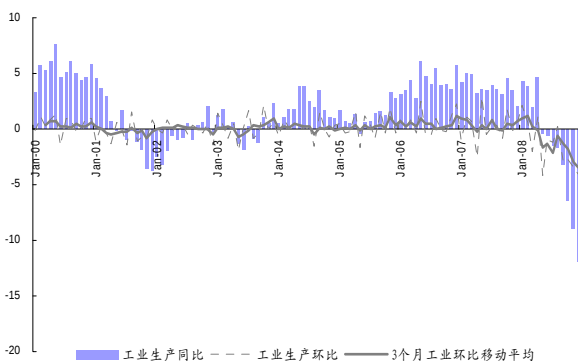
资料来源：国信证券经济研究所

欧盟——零售销售大幅下降 就业市场缺乏弹性

■ 二月份欧元区工业产出同比降幅扩大至 17.6%

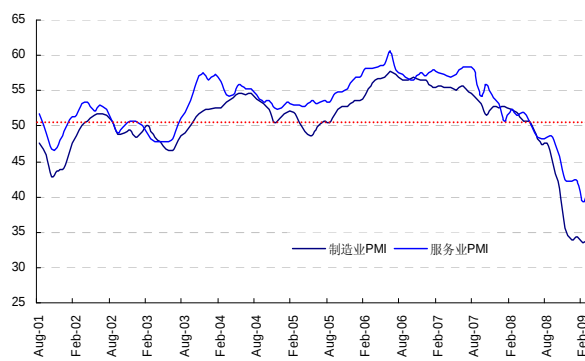
2 月份欧盟国家工业产出经季节调整后环比下降 3.1%，降幅略高于前月的 3.0%；同比大幅下降 17.6%，降幅远超过于前月的 15.3%。受全球需求下滑的影响，工业产出 09 年 Q1 加速萎缩。

图 34：欧元区月度工业生产（除去建筑类产出）



资料来源：国信证券经济研究所

图 35：欧元区制造业和服务业 PMI 指数



资料来源：国信证券经济研究所

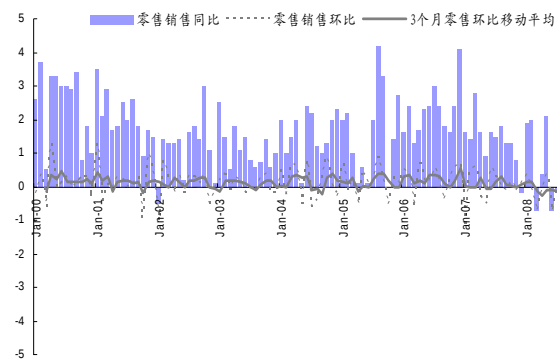
■ 三月份欧元区制造业指数微升 0.4 个点至 33.9

欧元区 3 月份制造业和非制造业 PMI 指数分别由 33.5 和 39.2 微升至 33.9 和 40.9，制造业加速下滑的态势在 09 年 Q1 有所缓和。

■ 二月份欧元区零售销售同比大幅下降 4.2%

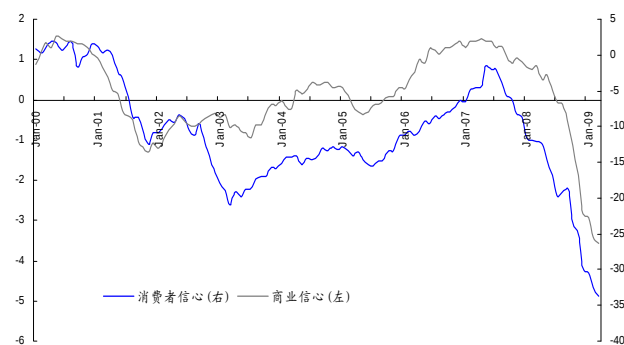
欧元区 2 月零售销售环比降幅由 0.2% 扩大至 0.5%，同比降幅由 2.2% 扩大至 4.2%，远低于市场预期。09 年 Q1 欧元区零售销售仍在加速下滑，需求未见明显回暖。

图 36: 欧元区月度零售销售额



资料来源: 国信证券经济研究所

图 37: 欧元区月度商业和消费者信心

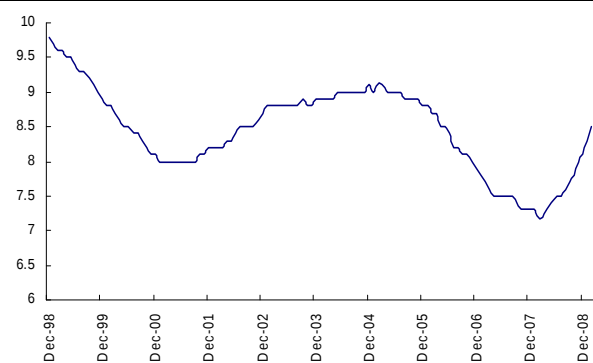


资料来源: 国信证券经济研究所

■ 三月份欧元区消费者信心继续降至 -33.7

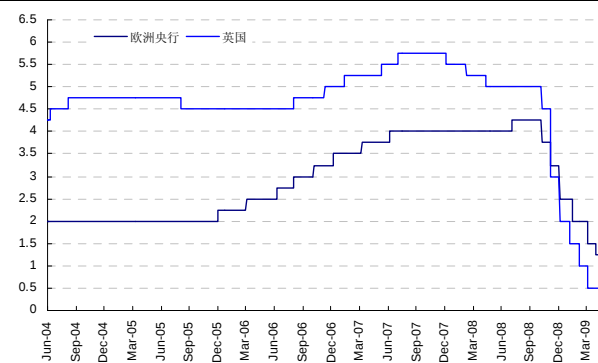
欧元区 3 月份消费者信心指数由前月的 -32.5 继续降至 -33.7；商业信心继续由 -3.4 下降至 -3.58。消费信心重回下降通道说明了市场对于未来中长期的欧元区经济增长仍缺乏信心。

图 38: 欧元区月度失业率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 39: 欧洲和英国央行基准利率 (2004/6-2009/4)



资料来源: 国信证券经济研究所

■ 二月份欧元区失业率升至 8.5%

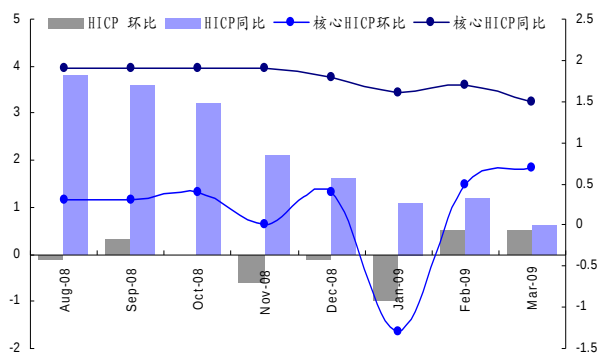
欧元区失业率在 08 年 3 月份降至历史低点后逐步回升，今年 2 月失业率升至 8.5%，高于预期，失业率的上升将进一步削弱消费支出。本轮经济危机对于欧洲的影响不亚于美国，但从失业率来看，美国失业率由近年来低点的 4.4%（07 年 3 月）升至 8.5%，而欧洲就业市场缺乏弹性，失业率由低点的 7.2%（08 年 3 月）仅上升 1.3 个点，未来就业市场仍不乐观。

■ 三月份消费者核心物价环比上涨 0.5% 实行量化宽松政策有难度

3 月份欧元区调和 CPI 环比上涨 0.5%，连续两个月环比回升；同比涨幅由 1.2% 回落至 0.6%；核心 CPI 环比涨幅由 0.5% 上升至 0.7%，同比涨幅则由 1.7% 降至 1.5%，基本符合市场预期。欧洲央行 4 月 14 日再次降息 50bp，至 1.25%，尽管市场预期欧洲央行将同美联储、日本央行和英国央行一样采取量化宽松政策，但是目前来看，实施量化宽松货币政策对于欧元区在具体操作中难度更大，如：

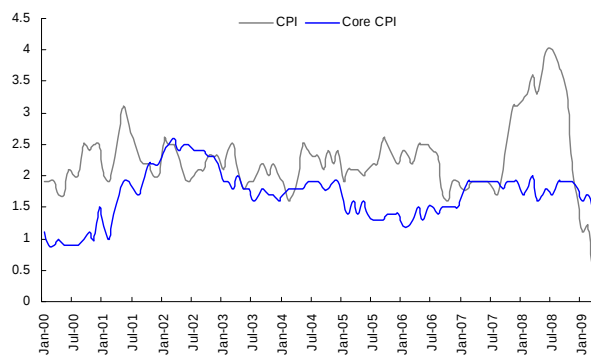
美联储可以从美国联邦政府这一中央政府机构购买国债，而欧元区没有这样的中央政府机构；理论上，央行也可以通过二级市场购买国债/主权债券，但具体到16个成员国的分配存在操作上的困难，16个成员国没有联合发行债券，需要各方在诸多风险程度和组成结构等方面协调选择；理论上，欧洲央行购买主权债券可以按成员国在欧元区GDP中的占比决定，如此一来，两个区内经济体德国和法国将受益最大。如果欧洲实施量化宽松政策，则需要严格的规定和透明的机制，否则会面临政治压力。当然欧洲央行目前也在就量化宽松政策的选择进行讨论，包括购买公司债的可能性，从而达到扩大整体经济货币供应量的目的。

图 40：欧元区月度调和消费者物价指数 HICP



资料来源：国信证券经济研究所

图 41：欧元区调和消费者物价指数 HICP 同比增速



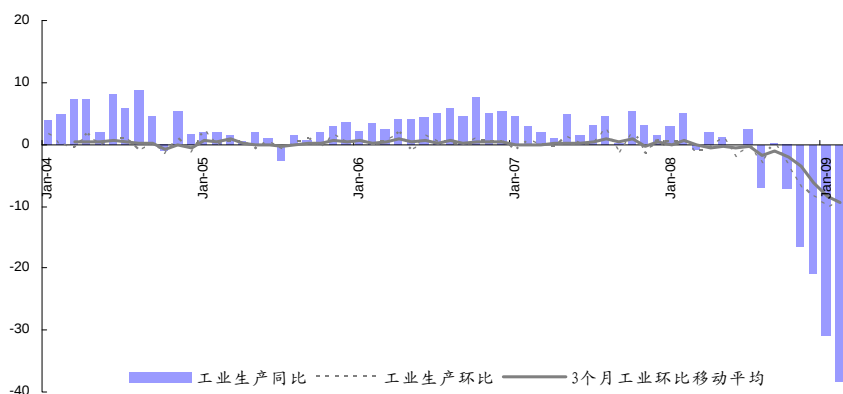
资料来源：国信证券经济研究所

日本——工业生产降幅再创纪录 经济 09 年 Q1 仍恶化

■ 二月份工业生产同比降幅扩大至 38.4%

日本2月份工业产出环比降幅由10.1%缩小至9.4%，同比降幅则由31.0%扩大至38.4%，再创历史最大降幅。09年1-2月份工业生产平均下降9.8%，高于08年Q4平均降幅6.3%，工业生产09年Q1仍在恶化。

图 42：日本月度工业生产



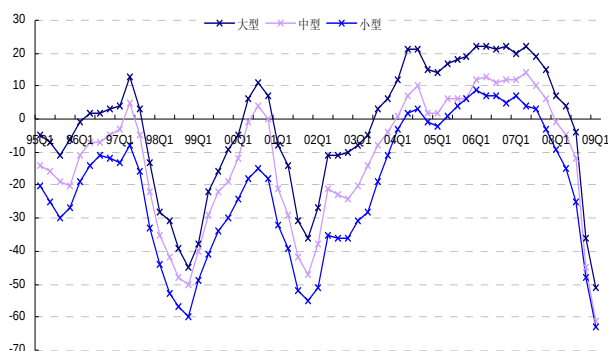
资料来源：国信证券经济研究所

■ 日银短观调查显示 09 年 Q1 制造业企业景气继续大幅回落

日本银行公布的09年Q1的日银企业短期经济观测调查显示，日本短观制造业景气指数继续大幅回落，大型制造业景气由-36下降至-51；中小企业面临的困境更为严峻，景气指数分别由-45和-48下降至-61和-63。预示着制造业企业

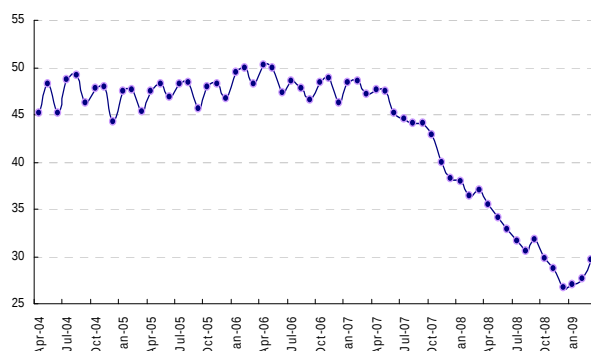
增长在 09 年 Q1 仍持续恶化。

图 43: 日本银行对各类制造业企业短期景气判断指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 44: 日本月度消费者信心指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

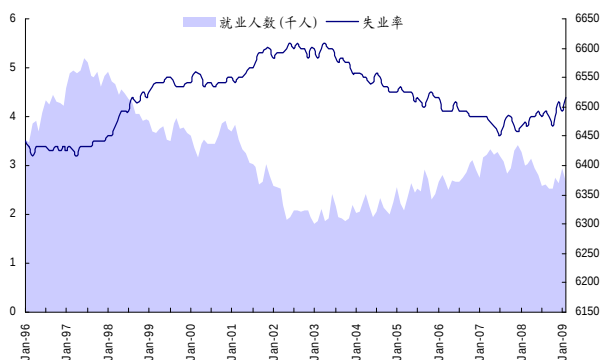
■ 三月份消费者信心升至 29.6 为连续三个月回升

日本消费者信心指数 09 年以来持续小幅回升, 3 月份继续上升 2.0 个点至 29.6, 外需的改善使消费者对日本经济复苏的信心有所恢复。受到金融危机、外需急剧下滑和日元大幅升值的冲击, 日本经济遭受重创, 消费者信心曾一度跌至历史低点。

■ 二月份失业率大幅上升至 4.4%

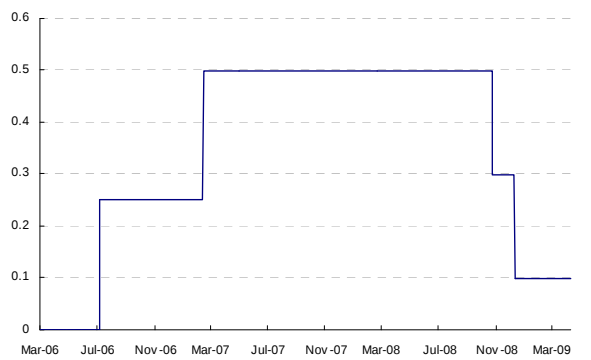
2 月日本失业率由 4.1% 大幅上升至 4.4%, 高于市场预期的 4.3%, 07 年 7 月份失业率曾创下 98 年 3 月以来历史低点的 3.6%; 就业人数较前月减少 22 万人; 与去年同期相比减少 28 万人, 高于市场预期, 为连续 13 个月同比下降。

图 45: 日本月度失业率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 46: 日本央行基准利率 (2006/3-2009/4)

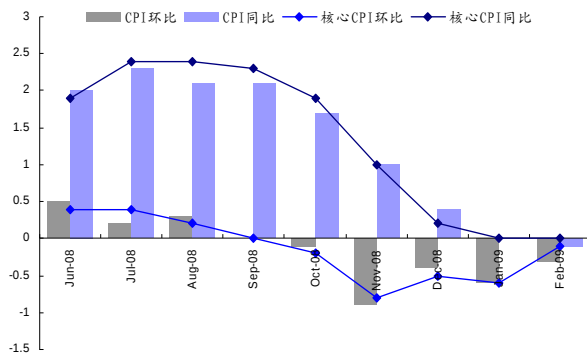


资料来源: 日本内阁府, 国信证券经济研究所

■ 二月份核心 CPI 指数环比降幅略收窄

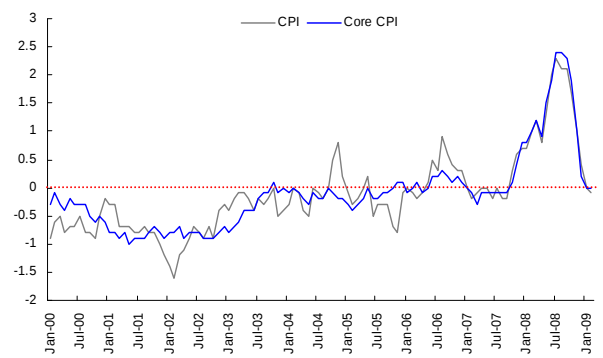
2 月日本 CPI 环比降幅由 0.6% 缩小至 0.3%, 同比下降 0.1%, 为 07 年 9 月以来的首次同比下降, 低于市场预期; 核心 CPI 环比由下降 0.6% 缩小至 0.1%, 但持平于去年同期水平。另外, 先行指标东京地区 3 月 CPI 指数环比由下降 0.3% 转变为上涨 0.3%, 同比涨幅则由 0.5% 缩小至 0.2%; 核心 CPI 环比由下降 0.1% 转变为上涨 0.3%, 同比涨幅则由 0.6% 缩小至 0.4%, 预示日本 3 月份 CPI 环比将继续小幅回升, 是否摆脱通缩仍需观察经济复苏的程度。

图 47: 日本月度物价指数



资料来源: 国信证券经济研究所

图 48: 日本物价指数同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煊	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanacs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456