

宏观经济

分析师:

李云洁

010-66276927

liyunjie@cjis.cn

邢微微

010-66276923

xingweiwei@cjis.cn

相关报告

1. 邢微微、李云洁《短期内政策促消费 生产资料价格两周上涨》
2009.05.25
2. 邢微微、李云洁《国内生产低速增长 美国滞胀端倪初现》
2009.05.18
3. 邢微微、李云洁《中国经济回升不稳固 美压力测试结束银行危机》
2009.05.11
4. 邢微微、李云洁《美国消费绝地反击 春交会订单继续下滑》
2009.05.04
5. 邢微微、李云洁《国内工业生产或差于上月; 美新房销售企稳》
2009.04.27
6. 邢微微、李云洁《国内政府投资超预期 美国经济将震荡企稳》
2009.04.20
7. 李云洁、邢微微《中国经济短期回暖 美国逆差骤降》
2009.04.13
8. 李云洁、邢微微《G20 超预期, 国内经济难言企稳回暖》
2009.04.07

周报

美国就业好转加息预期上升 中国经济缓慢复苏

一周回顾:

国外:

n 失业率为 9.4%，高于市场预期的 9.2%，创 25 年新高，非农就业人数下降 34.5 万，好于市场预期的-52 万

Ø 5 月非农就业数据较过去六个月动则 60 万的降幅明显改善，显示美国劳动力市场有止跌回稳迹象，细项数据说明随着居民消费的复苏，消费相关行业就业状况好转，但企业投资的低迷使得信息业依旧低迷

Ø 我们预计美国失业率将在 8-9 月份触顶 10.5%后趋势性下降。由于就业市场的好转是确认美国经济复苏的最后也是最重要的指标之一，因此此数据在 3 季度见顶后，将给联储的货币政策由松转紧提供空间

n 联邦基金期货预测美联储 11 月份前加息

Ø 由于上周公布的美国 PMI、工厂订单以及就业数据超出市场预期，而同时商品价格上涨迅猛。芝加哥交易所的期货合约预测年内美联储加息 25 个基点的概率由上周的 24%上升至 66%

Ø 预计到 3 季度时，美联储将开始频繁发表将回收流动性的言论。年底，美联储或将正逐步回收定量宽松，最后将加息

国内:

n 下半年国内发生物价快速上涨可能性低

Ø 一方面，国际原油价格大幅上涨对国内 PPI 有重大影响，但 PPI 对 CPI 的传导并不顺畅，而且国内经济未全面好转，传导需要时间；另外，国内农产品供给大于需求，价格出现快速上涨的可能性低。我们预计三、四季度 CPI 分别增长 1%与 2%。

下周展望:

国内:

n 5 月经济运行: 上游价格继续收窄; 经济缓慢复苏

Ø 5 月国内生产资料价格环比上升 0.28%，是去年 8 月以来首次正增长；国内经济缓慢复苏，当月发电量降 3.5%，预计工业增加值 7.3-7.5%；FDI、外商固定资产投资依然低迷，未来 6 个月内出口难以明显回暖，预计出口同比降 20%。

指标跟踪

n 国内生产资料价格跟踪: 农产品批发价格跌 1.14%；原油涨 4.2%

n 海外信贷危机指标跟踪: 信贷市场利差明显改善，金融危机结束

n 附录:

Ø 全球主要经济指标预测

Ø 近期研究报告一览

一周回顾:

国外:

1、5月非农就业下降34.5万 失业率创25年新高

上周5, 美劳工部公布了5月份的美国失业率和非农就业人数, 失业率为9.4%, 高于市场预期的9.2%; 非农就业人数下降34.5万, 好于市场预期的-52万。

5月非农就业数据较过去六个月动则60万的降幅明显改善, 显示美国劳动力市场有止跌回稳迹象。从图3、4的非农就业分项数据看, 服务业、建筑业及耐用品制造业就业数下滑明显收窄, 非耐用品就业降幅略微扩大。服务业细项显示除信息业就业数加速下滑外, 专业及商业服务、批发零售、娱乐及酒店、交通、金融保险地产裁员出现较大程度减少, 另外, 教育及卫生事业雇员数大幅上升。这些数据说明, 随着居民消费的复苏, 消费相关行业就业状况好转, 但企业投资的低迷使得信息业依旧低迷。

我们预计美国失业率将在8-9月份触顶10.5%, 然后趋势性下降。1季度信贷危机结束, 而美国经济也随之结束了自由落体运动, 美国就业市场也开始进入“二阶导为正”的寻底阶段。从周数据看, 首次失业人数在3月创出历史高点后已经趋势性下降(图12), 而上周公布的持续领取失业救济金人数更是出现1月份以来首次下降。我们预计, 美国经济在2季度见底, 3季度复苏, 作为经济的滞后指标美国失业率在未来几个月继续攀升, 随着下半年奥巴马基建项目的实施, 失业率在8-9月达到高点10.5%后将掉头下行(图2)。

由于就业市场的好转是确认美国经济复苏的最后也是最重要的指标之一, 因此此数据在3季度见顶后, 将给联储的货币政策由松转紧提供空间。

4月份美国失业率与非农就业人数变化

	公布值	市场预期	2009年4月
失业率(%)	9.4	9.2	8.9
非农就业变化	-345,000	-520,000	-504,000[-539,000]

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

():市场预期值; []:初次公布值

图 1: 非农就业人数降幅收窄 失业率创 25 年新高

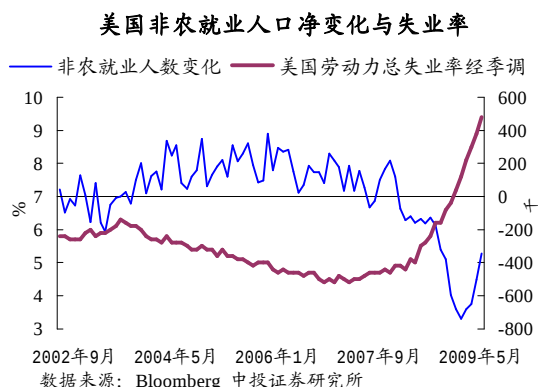


图 2: 失业率 8-9 月见顶 10.5%

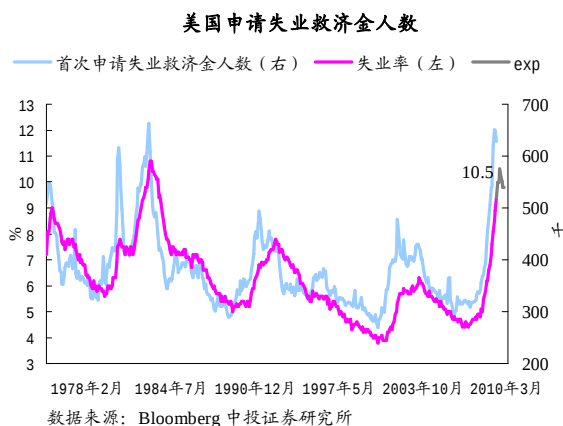


图 3: 服务、建筑及耐用品制造业裁员减少

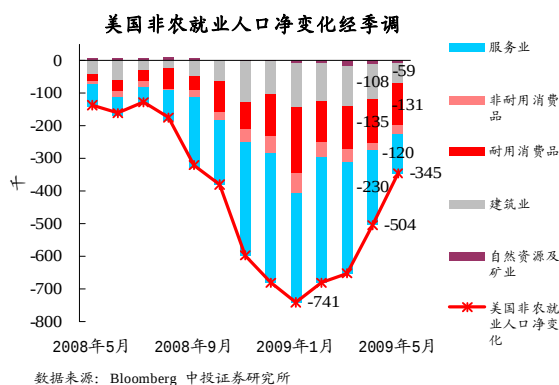
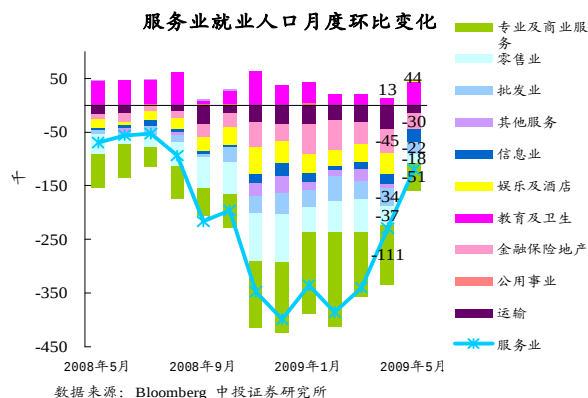


图 4: 除信息业外 其他行业裁员明显减少



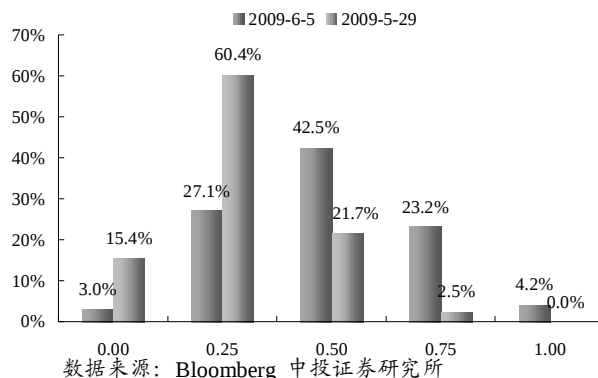
2、联邦基金期货预测美联储 11 月份前加息

由于上周公布的美国 PMI、工厂订单以及就业数据超出市场预期,而同时商品价格上涨迅猛。芝加哥交易所的期货合约预测年内美联储加息 25 个基点的概率由上周的 24% 上升至 66%。由于市场预测美国经济将先于其他发达经济体复苏,加上欧洲央行官员表明目前 1% 的基准利率并不一定是底。上周五美元大涨。

近期数据表明美国经济振荡见底的迹象明显,如我们一直以来的判断,美国经济将在消费和住宅投资的带动下于 3 季度复苏(环比正增长),最滞后的就业市场也将在 3 季度出现拐点。到 3 季度时,经济复苏的迹象将更明显,届时美联储将无需担忧经济衰退,而开始频繁发表将回收流动性的言论。我们预计到年底,美联储将正式取消前期创设的各种非常规货币工具,逐步回收定量宽松,最后一步就是加息。

图 5: 市场预测联储 11 月加息的概率上升

期货预期 2009 年 11 月 4 日联邦基金利率



国内:

3、下半年国内发生物价快速上涨可能性低

近两周来,国际原油价格的大幅上涨导致国内通胀,甚至滞胀预期出现。我们认为下半年国内经济发生滞胀的可能性较低。其主要原因是尽管目前国内生产总值低于经济潜在产出水平,但物价发生全面、快速上涨的可能性较低。一方面,国际原油价格大幅上涨对国内 PPI 有重大影响,但 PPI 对 CPI 的传导并不顺畅,而且国内经济没有全面好转,传导需要时间;另一方面,目前国内农产品供给大于需求,价格出现快速上涨的可能性低。因此,我们预计三、四季度 CPI 分别同比增长 1%与 2%。

5 月份,发电量同比下降 3.5%,与上月基本持平,这表明国内经济仍处于缓慢复苏中。我们预计当月工业增加值在 7.3-7.5%。

下周展望:

国内:

5 月经济运行: 上游价格继续收窄; 经济缓慢复苏

5 月份,国内生产资料价格环比上升 0.28%,是去年 8 月来首次正增长;同比下降 23%,跌幅略高于上月。因此,我们预计 5 月份 PPI 环比升 0.3%,同比下降 6.8%。

5 月份,国内食用农产品价格环比下降 1.81%,跌幅比上月略高;同比下降 5.86%,比上月收窄 1.6 个百分点。因此,我们预计,5 月 CPI 环比降 0.6%,同比下降 0.8%。

5 月份,发电量同比下降 3.5%,与上月基本持平,这表明国内经济仍处于

缓慢复苏中。我们预计当月工业增加值在 7.3-7.5%。城镇固定资产投资与社会消费品零售依然强劲，预计分别增长 28%与 14.5%。

此外，尽管 5 月 PMI_出口订单为 50.1%，但国内 FDI、外商固定资产投资依然低迷，所以未来 6 个月内，出口难以明显回暖。预计当月出口同比降 20%。

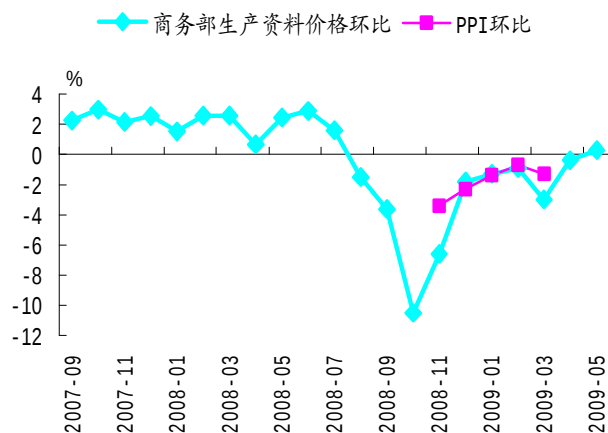
5 月主要经济指标预测:

同比 %	3 月	4 月	5 月	市场预期
工业增加值	8.3	7.3	7.3-7.5	7.6
城镇固定资产投资累计	30.3	30.5	28	30.9
社会消费品零售	14.7	14.8	14.5	14.8
出口	-17.1	-22.6	-20	-22.8
进口	-25.1	-23	-18	-21.6
贸易顺差 (亿美元)	185.6	131	141.6	140.2
人民币贷款增速	25.51	29.7	25	29.9

数据来源: Wind 中投证券研究所

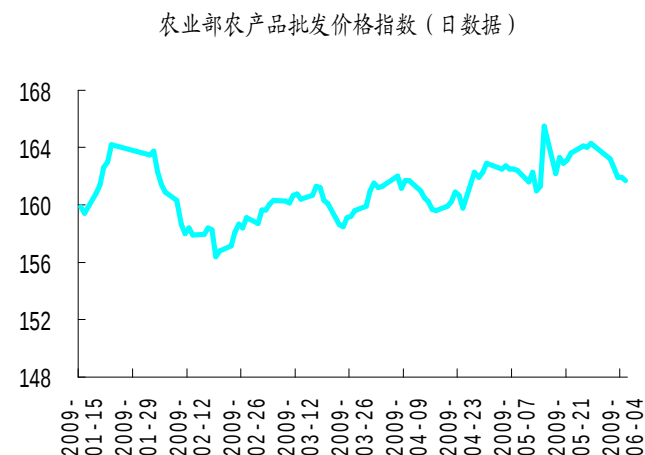
生产资料、农产品价格，库存跟踪：5月份国内生产资料价格环比升0.28%，是去年8月以来首次正增长。上周农产品批发价格环比下跌1.14%。国际原油价格连续两周大幅上涨，上周涨4.2%。

图 6：5 月份生产资料价格环比升 0.28%



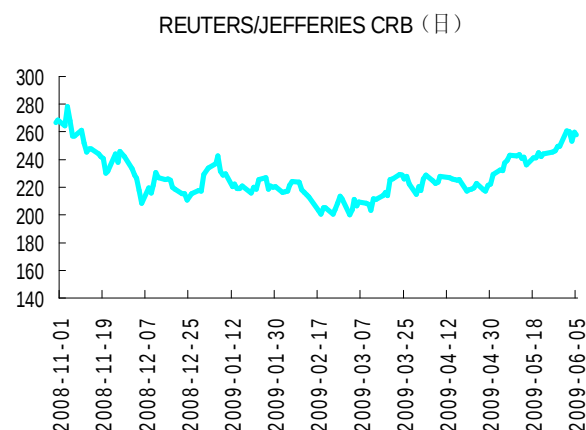
资料来源：Wind 中投证券研究所

图 7：上周农产品批发价格跌 1.14%，跌幅较大



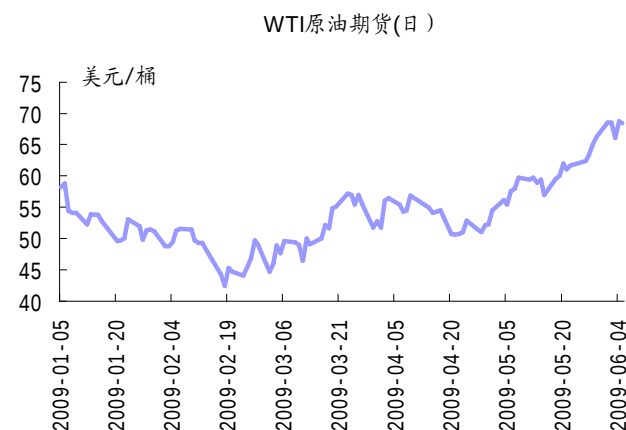
资料来源：农业部 中投证券研究所

图 8：上周大宗商品价格指数升 4.22%，涨幅扩大



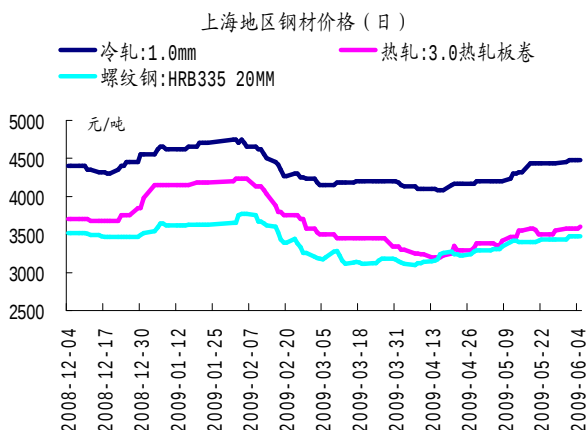
资料来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 9：上周原油价格涨 6%，升至 68.4 美元/桶



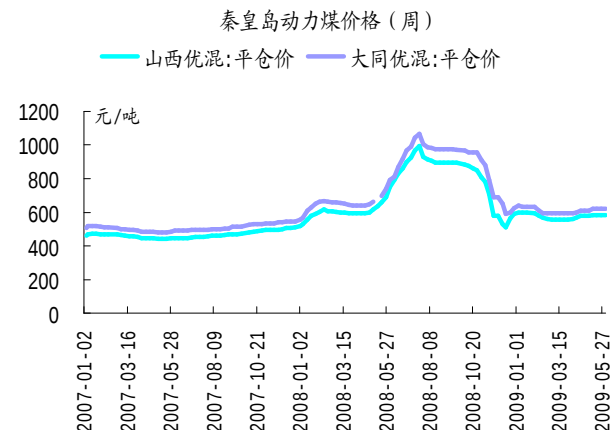
资料来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 10：上周冷轧、热轧与螺纹钢涨 1%，1.6%与 1.4%



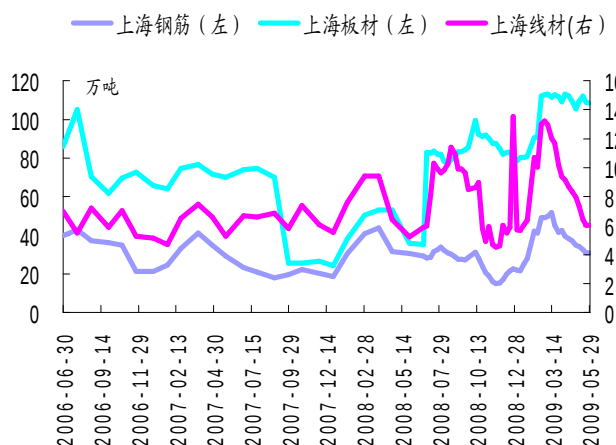
资料来源：Wind 中投证券研究所

图 11：上周秦皇岛动力煤价格平稳



资料来源：Wind 中投证券研究所

图 12: 上海长材去库存基本结束, 但板材处于高位



资料来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 13: 上周秦皇岛煤炭库存回升至 473.8 万吨

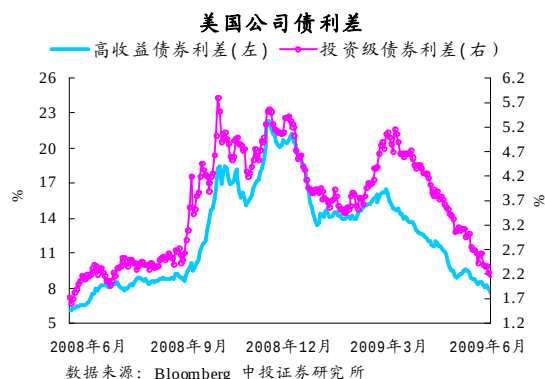


资料来源: Wind 中投证券研究所

信贷危机指标跟踪:

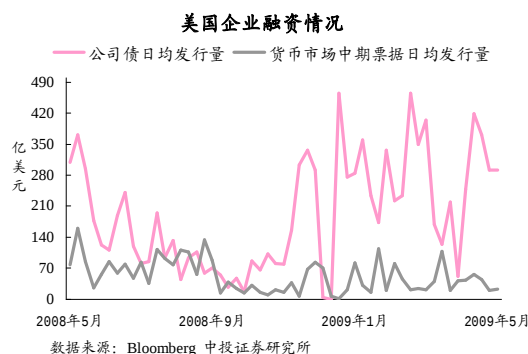
信贷市场利差明显改善, 金融危机结束

图 14: 公司债利差回到雷曼破产前



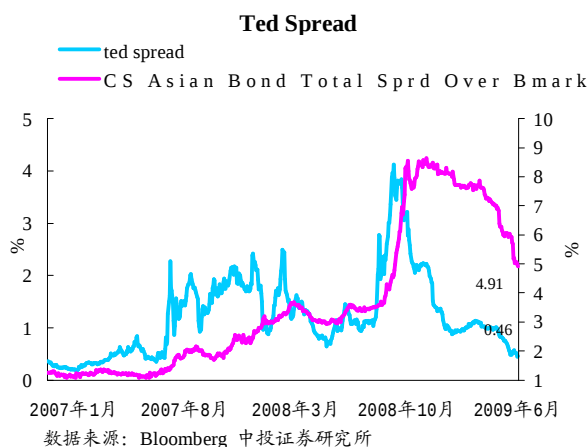
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 15: 美国债券与票据市场融资状况良好



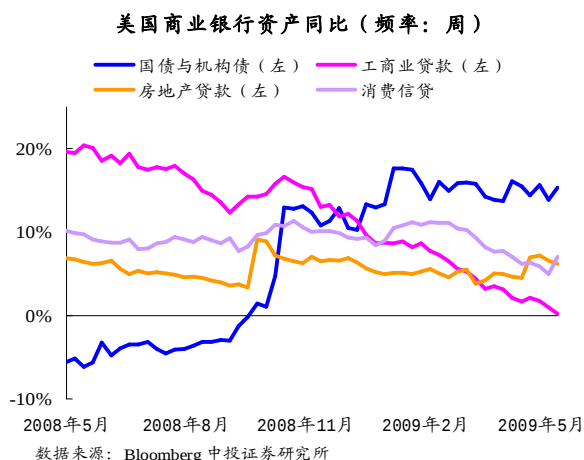
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 16: TED Spread 跌至 2007 年中期水平



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 17: 商业银行收紧工商业信贷 消费信贷好转



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

全球主要经济指标预测

(%)		2008		2009				2008	2009E	2010E
		Q3	Q4E	Q1	Q2E	Q3E	Q4E			
中国	实际 GDP (yoy)	9	6.8	6.1	6.1	8↑	8.5	9	7.5↑	8.5↑
	工业增加值	15.2	12.9	5.1	7.2	8-10	11-12	12.9	8.3	11-12
	社会消费品零售总额	22	21.6	15	14	13	13	21.6	14	16
	城镇固定资产投资	27.6	26.1	28.8	25	23↑	22↑	26.1	23↑	16
	出口	18	17.2	-19.7	-25	-15↓	-5	17.2	-16↓	8
	进口	25	18.5	-30.9	-20	-10↓	5	18.5	-12↓	10
	CPI	7	5.9	-0.6	-1	1	2	5.9	0.4↑	2↑
	PPI	8.3	6.9	-4.6	-3	-1	-0.5	6.9	-2	3↑
	M2*	15.29	17.82	25.51	23	20	18	17.82	18↑	17↑
	人民币贷款增速*	14.48	18.76	29.78	24	20	18	18.76	18	16↑
	1年期存款利率*	4.41	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.5↑
	1年期贷款利率*	7.56	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.58↑
	存款准备金率*	18	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
	人民币对美元汇率*	6.85	6.83	6.83	6.82	6.80	6.80	6.83	6.80↓	6.75↓
美国	实际 GDP (qoq*4)	-0.5	-6.3	-5.7	-1.5	1.8	2.5	1.1	-2.4↑	1.6
	个人消费	-3.8	-4.3	1.5	0.7	1.4	1.4	0.2	-0.5	0.6
	非住宅投资	-1.7	-21.7	-39.0	-18.8	-4.9	0.0	1.6	-17.4	2.0
	住宅投资	-16.0	-22.8	-48.3	-19.5	6.1	10.1	-20.8	-20.8	8.0
	净出口 (逆差)	-29.6	12.9	-68.9	-22.6	-8.7	-8.2	-28.6	-27.1	-12.0
	政府消费与投资	5.7	1.3	-3.9	2.2	4.3	4.3	2.9	1.4	2.2
	核心 PCE	2.3	1.9	1.8	1.7	1.8	1.9	2.2	1.8	2
	失业率	6.1	6.9	8.1	8.8	9.0	8.8	5.8	8.7	8
	联邦基金利率*	2.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.25	0.50	1
	EUR/USD*	1.43	1.41	1.33	1.40	1.30	1.30	1.41	1.30	1.20
	USD/JPY*	105	90	98	105	105	110	90	110	115

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

注: *期末值 ↑上调预测 ↓下调预测

近期研究报告一览

国家	日期	题目	作者
中国	2009/5/25	《短期政策促消费 未来重消费型服务业——消费专题研究》	邢微微
中国	2009/5/13	《出口低迷、钢铁“去库存”与政府投资效率低抑制工业生产-4月经济运行点评》	邢微微
中国	2009/5/11	《信贷期限结构继续优化 温和通胀预期上升-4月信贷、CPI点评》	邢微微
中国	2009/5/7	《贷款行业分化明显经济回升不稳固——一季度货币政策执行报告点评》	邢微微
中国	2009/4/29	《广交会2期调研 订单环比降幅或将收窄》	李云洁
中国	2009/4/12	《3月经济出现回暖迹象，二季度或难持续-一季度经济运行点评》	邢微微
中国	2009/3/30	《季报-二季度工业生产可能再次“探底”》	邢微微
中国	2009/3/13	《出口回落导致企业减产 政府投资带动信贷增长》	邢微微
中国	2009/3/11	《政府投资及时性超预期，制造业面临去产能-1-2月固定资产投资点评》	邢微微
中国	2009/3/5	《内容未超预期 但更重消费增长——“两会”政府工作报告点评》	邢微微
中国	2009/2/24	《未来6个月宽松货币政策不会改变——四季度货币政策执行报告点评》	邢微微
中国	2009/2/12	《银行信贷投向谨慎 企业生产低迷——1月信贷点评》	邢微微
中国	2009/2/11	《出口反弹，一般贸易进口未继续恶化——1月进出口点评》	邢微微
中国	2009/2/10	《未来6个月，通缩犹存——1月CPI、PPI点评》	邢微微
中国	2008/12/1	《2009年年度报告-09年中国经济有望筑成“U”型底》	邢微微
中国	2008/10/24	《三季度经济运行简评-房地产投资难改颓势 政府主导型投资加快》	邢微微
中国	2008/10/15	《欧元大幅贬值导致我国外汇储备缩水——三季度金融运行点评》	邢微微
中国	2008/10/08	《降息周期拉开序幕》	邢微微
中国	2008/10/06	《总需求下降将对工业企业利润造成重创——1-8月工业企业利润点评》	邢微微
中国	2008/9/19	《三季度经济增速将继续下行——8月经济月报》	邢微微
美国	2009/5/8	《压力测试宣告银行危机结束 欧洲央行定向宽松》	李云洁
美国	2009/4/15	《3月美国零售数据下降 道路曲折前途光明》	李云洁
美国	2009/4/3	《G20会议超预期 美国修改会计准则》	李云洁
美国	2009/3/26	《美国2月新房销售与耐用品订单超预期 经济开始寻底》	李云洁
美国	2009/3/24	《美国推出金融救援计划细则 2月成屋销售超预期》	李云洁
美国	2009/3/23	《美将公布金融救援和监管改革计划细节》	李云洁
美国	2009/3/17	《G20首脑峰会将出台实质政策》	李云洁
美国	2009/2/16	《美国会通过7860亿美元经济刺激计划》	李云洁
美国	2009/2/11	《美财政部推金融稳定计划 参议院通过经济刺激方案》	李云洁
美国	2009/2/4	《美国12月成屋预售超预期》	李云洁
美国	2009/2/3	《日本央行万亿日元救市》	李云洁
美国	2008/12/17	《美联储大幅降息 危机告一段落 美元破位》	李云洁
美国	2008/12/12	《参议院否绝对汽车巨头的拯救提案》	李云洁
世界	2008/12/1	《2009年海外经济展望-走出金融危机后的世界经济》	李云洁
美国	2008/10/31	《美国再度降息 信贷市场趋稳 美元日元承压》	李云洁
世界	2008/10/9	《全球央行紧急降息 “危”、“机”并存》	李云洁
美国	2008/9/25	《美国今日将通过拯救计划 考虑新经济刺激计划》	李云洁
美国	2008/9/6	《美财政部正式接管两房 信贷危机拐点隐现》	李云洁

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

邢微微, 中投证券研究所宏观经济分析师, 金融学硕士。主要研究覆盖国内经济走势, 央行货币政策及人民币汇率。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434