

日期: 2009 年 7 月 9 日



李剑峰
021-53519888-1972
Lijianfeng@sigchina.com

报告编号: LJF09-HGYB006

相关报告:

- 《通胀预期或成美国经济复苏“拦路虎”》
—2009 年 5 月世界经济月报》
- 《疫情发展趋势或将影响世界经济进程》
—2009 年 4 月世界经济月报》
- 《美国经济三季度触底并非天方夜谭》
—2009 年 3 月世界经济月报》
- 《经济衰退加速刺激政策出台》
—2009 年 2 月世界经济月报》
- 《美国四季度经济衰退创 26 年之最》
—2009 年 1 月世界经济月报》
- 《“坏”通缩就在眼前》
—2008 年 12 月世界经济月报》
- 《经济刺激 实用至上》
—2008 年 11 月世界经济月报》

退出策略尚在观望阶段

——2009 年 6 月世界经济月报

■ 主要观点:

美国: 失业率成乐观中隐忧

美国现在最大的担忧是高企的失业率, 继续攀升的失业率可能导致“就业—消费—整体经济”下降相互强化的恶性循环。奥巴马宣布一项《复苏线路图》, 在三个月内创造或“拯救”60 万个就业岗位, 资金全部来自 7870 亿美元的刺激计划。后期如何改善就业市场、减缓直至降低失业率将成为美国经济刺激的重点。

日本: 最困难阶段已经过去

虽然日本官方连续上调经济评估, 而且数据也表明日本经济最困难阶段已经过去, 但日本经济迈向真正复苏的步伐仍然迟缓, 原因是仍在恶化的就业形势将制约消费的恢复, 同时, 外需虽有所改善, 但对经济增长的贡献仍为负, 这显然不利于外向型的日本经济的复苏。

欧元区: 复苏仍在预期层面

欧洲央行下调经济预期。欧元区第一季度 GDP 同比下降 4.9%, 超过初步数据的 4.8%, 该数据被向下修正表明欧元区经济状况并不如近期信心指数表现的那么好。欧元区经济的复苏会在美国和日本之后。

美元地位尚难撼动

权威评级公司惠誉表示, 美国的信用评级近期没有被下调的风险。海合会宣布, 统一后的海湾货币将肯定会与美元挂钩。中国外交部副部长何亚非两次明确表示, 中国并没有抛弃美元的打算, 超主权货币仅在学术层面探讨。虽然 4 月份中国减持美国国债的 44 亿美元, 但实际增持中长期国债 103.27 亿美元。年内全球经济仍然面临较大困难, 对美元的避险需求依然存在。短期内美元的地位难以撼动。

退出策略尚在观望阶段

在经济复苏基础尚不牢固之时, 退出策略尚在观望阶段, 维持现有政策是后期主要经济体的政策主基调。虽然近期大宗商品价格出现较大幅度上涨, 但终端消费领域仍然面临着通缩风险。在经济下行期间, 通缩可能会自我强化, 继续保持现有的宽松政策是必要的。在经济尚未真正走出衰退并走向复苏之前, 为了应对已有的通胀预期可能带来的负面影响, 可行的措施是, 维持目前宽松的财政和货币政策, 但同时开始规划在未来如何退出当前的非常规救市措施, 并将这样的信息明确传递给市场。

一、主要经济体运行数据分析

■ 美国价格继续稳定 日欧仍有下行风险

从美国 5 月份的数据看,价格继续保持平稳运行状态。虽然 CPI 和 PPI 同比降幅继续扩大,分别下滑 1.3%和 5%,但环比分别回升 0.1%。同时,核心 CPI 同比上升 1.8%,与前月基本持平,环比涨幅为 0.1%,已经连续 5 月份正增长,后期通缩压力不大。

5 月份日本的 CPI 和核心 CPI 同比分别各下滑 1.1%,同时环比也分别下降 0.2%,这说明目前的通胀预期并没有在消费需求方面有所反映。

欧元区 5 月份的 CPI 同比零增长,环比增长 0.1%;核心 CPI 同比增幅为 1.5%,环比增幅为零,说明消费价格比较稳定。但 5 月份的 PPI 同比下降 5.8%,已经连续 5 个月同比负增长;环比也下滑 0.2%,连续 9 个月环比下滑。数据显示中游通缩仍是欧元区近期面临的主要风险,而且 PPI 的持续下滑也表明欧元区的工业生产处于困境之中。

■ 外贸:日本有所好转 美欧压力仍存

4 月份美国的出口同比下滑 21.8%,环比下滑 2.3%,而进口同比降幅为 30.7%,环比降幅为 1.4%。从环比看,出口降幅大于进口降幅导致美国 4 月份的贸易逆差略微扩大至 291.6 亿美元,3 月份贸易逆差经修正后为 285.3 亿美元。4 月份贸易逆差扩大的部分原因是油价反弹造成原油进口额由 3 月份的 119.8 亿美元增至 136.3 亿美元。

日本 5 月份出口实现负增长 40.9,进口负增长 42.4%,出口的降幅虽较 4 月份 39.1%的降幅略微扩大,但较 2、3 月份 49.4%和 45.5%的降幅明显收窄,显露触底企稳迹象,由此也带动日本的工业生产有所恢复。

欧元区 4 月份实现贸易顺差 40 亿欧元,较前月 28 亿欧元的顺差有所扩大,但经常账户逆差仍然由前月的 35 亿欧元扩大至 92 亿欧元,欧元区的对外贸易形势仍然严峻,而且 4 月份的商品出口额由 3 月份的 1110 亿欧元降至 1040 亿欧元,由此对工业生产继续造成压力。

■ 工业生产:美欧下行 日本好转

美国 5 月份的工业产量同比下滑 13.4%,降幅较前两个月的 12.5%有所扩大,同时环比 1.1%的降幅也大于 4 月份的 0.5%,产能利用率也进一步降至 68.3%,显示美国的工业生产仍在衰退之中。但 5 月份的制造业新订单环比上升 1.2%,高于 4 月份 0.7%的升幅,同时美国供应管理协会(ISM)公布 6 月份的制造业 PMI 为 44.8,虽然还未达到 50 的扩张收缩临界点,但已经连续实现 6 个月回升,表明制造业虽然还在萎缩,但降幅有望逐渐收窄。

5 月份日本的工业产值同比下降 29.5%,降幅较 4 月份收窄,同比降幅已经连续 3 个月缩小;环比上升 5.9%,继 4 月份之后再次实

现超过 5% 的环比升幅；4 月份的产能利用率也由前月的 61% 升至 67.2%。但 4 月份反映民间设备投资先行指标的民间机械订单延续了 3 月份环比下降的势头，跌幅由 1.3% 扩大至 5.4%。这些数据表明，虽然近期日本的工业生产出现一定的好转，但民间投资依旧较疲弱预示着恢复过程并非一帆风顺。

欧元区 4 月份的工业产值环比下降 1.3%，降幅较前月的 1.6% 有所收窄，但第二季度的产能利用率由一季度的 75% 再次大幅降至 70.5%，而且 4 月份制造业订单也环比下滑 0.9%，降幅比 3 月份的 0.7% 扩大，表明欧元区的工业生产仍在下滑之中。

■ 失业率继续攀升

作为宏观经济的滞后指标，虽然降势趋缓，但经济仍在下行期间失业率继续攀升是意料之中的事情。6 月份美国的失业率由 5 月份的 9.4% 小幅升至 9.5%，升幅较前期明显缩窄。自年初至 5 月份，失业率保持了每月 0.4-0.5% 的增幅。但首次申请失业救济人数由 5 月最后一周的 63.2 万人已经降至 6 月最后一周的 61.5 万人，同时连续申请失业救济人数也由 5 月最后一周的 683.5 万人降至 6 月中旬的 670.2 万人，这预示着后期失业率的升幅或继续呈现减缓迹象。

日本 5 月份的失业率由 4 月份的 5% 升至 5.2%，同时当月的就业岗位与申请人数之比也降至 44%，说明后期日本的就业市场仍然面临很大压力。

5 月份欧元的失业率也继续攀升至 9.5%，自年初至今，欧元区的失业率也保持了每月 0.2-0.3% 的增幅。

■ 消费：美国略显好转 日欧依旧疲弱

继连续 3 个月环比下降之后，5 月份美国的零售销售环比上升 0.5%，主要原因是受减税等刺激计划影响，4、5 月份美国的个人可支配收入分别实现 1.1% 和 1.6% 的环比升幅，由此带动 5 月份的个人实际消费支出环比增长 0.2%。另外，虽然美国 6 月份的消费者信心继续攀升至 68.7，但 5 月份的家庭储蓄率再次快速上升至 6.9%，这是自 1993 年 12 月以来的最高水平，消费习惯的改变或成为后期影响美国消费增长的重要因素。

虽然日本 6 月份的消费者信心指数继续升至 36.3，实现了连续 5 个月的攀升，但这并没有完全反映在实际数据当中，5 月份日本的零售贸易环比与前月持平。而且失业率的继续上升也对后期的消费有抑制作用。

同样的情况也出现在欧元区。欧元区 6 月份的消费者信心指数回升至 -25，实现连续 3 个月的好转，但 5 月份的零售贸易依旧环比下滑 0.4%。

■ 住房市场：美欧显露积极信号 日本降幅再次扩大

5 月份美国的住房市场再次显露多项积极信号：新屋开工环比上升 17.2%；新屋销售环比上升 2.7%；二手房销售环比上升 2.4%；建筑许可环比上升 4%。但是，由于通胀预期带动近期住房抵押贷款利率出现上扬，从而压制了购房的信贷需求，MBA 申请指数由 5 月末的 658.7 降至 6 月末的 444.8，不利于住房市场的持续恢复。

继前月降幅有所收窄之后，日本 5 月份的建筑订单同比大幅下滑 41.9%，降幅较 4 月份扩大 16%；新宅开工同比下降 30.8%，比 4 月份略微收窄。欧元区 4 月份建筑产量环比上升 0.3%，较前月 0.5% 的升幅有所下降，是否能够持续回暖还有待继续确认。

二、重大经济政策与事件分析

■ 美联储维持低利率不变

在 6 月 23 日举行的议息会议上，美联储继续将基准利率维持在 0-0.25% 区间不变，同时表示将继续推进 3000 亿美元的国债收购计划，这符合市场的普遍预期。

美联储表示，经济活动将在“一段时间内”保持低落，然后才能恢复增长。之所以美联储没有选择进一步放松货币政策，是因为目前的通胀预期可能成为美国经济复苏的障碍。这主要体现为通胀预期推高长期国债利率，进而带动住房抵押贷款利率上行，从而导致 MBA 申请指数连续下降，这既不利于美国住房市场的恢复，也对实体经济和金融市场继续造成压力。因此，考虑到通胀预期的危害，美国后期进一步放松货币政策的可能性很小。

另一方面，美联储没有实施收紧流动性的措施来对抗通胀预期，是因为目前的通胀还仅仅停留在上游资源品领域，美联储强调虽然通缩正在放缓，但通胀仍然遥远。而且，虽然美国经济已经出现降幅趋缓的积极变化，但经济仍在衰退之中，经济的复苏需要宽松的货币环境。同时，从广义货币（M2）供应情况看，虽然实施了积极的货币政策，但 5 月末 M2 的同比增速却由去年末的 9.9% 回落至 9%，这表明实际的货币环境并非想像中那么宽松。因此，美联储有动力、有条件继续维持现有的宽松货币政策不变，预计这将成为后期美联储货币政策的主基调。

■ 欧元区维持 1% 基准利率不变

欧洲央行在 6 月 4 日的利率会议上，维持 1% 的基准利率不变，符合之前的普遍预期。

行长特里谢会后声明表示，最近的调查显示继两个季度负增长后，今年下半年经济活动降幅将小于上半年；预计经济将于明年复苏，并于 2010 年中期以前实现正增长。虽然声明中表达对欧元区经济未来的些许乐观看法，但从实际数据看，目前对欧元区经济状况的好转

还只是停留在先行指标方面，同步经济指标并没有明显的改善，因此，维持低利率以保持货币环境宽松是继续刺激经济的必然之选。

同时，欧元区的 PPI 已经连续 5 个月同比负增长，环比连续 9 个月下滑，相比目前的通胀预期来讲，中游通缩仍是欧元区近期面临的主要压力及急需解决的问题。低利率政策虽然不会解决全部问题，但至少可以为其他措施的实施提供有利条件。

另外，欧洲央行声明称，欧元区最近的信贷与信贷数据显示货币扩张已放缓。从货币供应的数据看，历经几次降息之后，M1 的同比增速虽已由去年末的 3.3% 提高至 5 月末的 7.9%，但 M2 和 M3 同比增速却由去年末的 8.2% 和 7.6% 一路降至 5 月末的 5% 和 3.7%，总体货币环境未见宽松，这也说明欧元区单纯依靠降息并没有使信贷投放和货币供应得到有效改善。因此，我们判断，在继续低利率之外，欧洲央行将会采取其他措施进一步改善目前的信贷市场和货币环境，可以预期的政策包括推进 5 月份出台的收债计划以及收购银行不良资产等。

■ 奥巴马公布金融监管体系改革计划

6 月 17 日，美国总统奥巴马公布了美国联邦政府制定的“金融白皮书”，这是美国自“大萧条”以来最彻底的金融监管体系改革计划。这份长达 88 页的方案从机构、市场、消费者保护和国际合作等多个角度，对美国金融监管做出了较为彻底的重制，其中包括将美联储打造成为“系统风险监管者”、设立全新的消费者金融保护机构（Consumer Financial Protection Agency）监管金融消费产品以及对对冲基金和私募基金实施监管。奥巴马表示，上述调整将有利于改变美国金融监管体系的落后现状，并修补引发本次大规模金融危机的体系漏洞，监管体系改革计划的目的是为了能够在防止不健康市场行为泛滥的同时，激励金融创新。

根据计划，美联储将被赋予权力来监管美国规模最大、最具系统关联性的“一类金融控股公司”，而这些可能对整个系统构成威胁的机构本身，也将因此在资本金和流动性方面面临更高的要求。此外，美联储还首次肩负起对美国市场上对冲基金和私募基金实施监管的责任。对于美联储来说，获得上述监管权力意味着其成为改革后美国金融监管体系中的系统风险监管者，这也是该机构职权在过去几十年中所经历的最大变动。

计划同时建议创立一个由美国财政部领导的金融服务监管委员会，帮助弥补在监管方面的空白，促进政策的协调以及识别新出现的风险；而美联储必须通过这一机构获得美国财政部的书面许可，方可行使其系统风险监管权力。与此同时，美联储在实施紧急借贷方面的权力也将在一定程度上受到美国财政部的限制。

在消费者保护方面，将创立一个新的消费者金融保护机构，负责

制定和推行诸如抵押贷款和信用卡等方面的消费者保护法规；计划还给予美国联邦政府应对未来危机的新工具，其中包括接管具有系统重要性的大型金融公司的权力。

而在银行业监管方面，将撤销储蓄管理局，并创立一个名为全国银行监事会（National Bank Supervisor）的新机构监督全国性特许金融机构来取代货币监理局。计划同时呼吁增加对场外衍生产品、私人金融合约和衍生品交易商的监管及增加市场透明度，与美国证交会及商品期货交易委员会在政策方面进行更多协调。

纵览本监管计划，在银行业监管、金融衍生品监管和金融产品消费者保护等方面所做出的改革提议极有针对性且着力颇多，这显示出美国联邦政府杜绝本国金融体系再度发生类似危机的坚定决心，目的是确保未来不会再次发生类似于当前的危机。此外，奥巴马政府还希望其制定的许多新的标准能够与海外国家的新政策相协调，以创立一个相容的监管架构，具体举措包括制定相似的信用衍生产品监管规定，在对大型跨国金融机构进行监管方面签署跨境协议，以及与海外监管机构进行更好的合作。

不过出于担心美联储权力过度膨胀，以及美国 10 家大银行获准偿还问题资产救助计划暗示金融业正在愈合，减轻了美国联邦政府尽快推动改革进入实施阶段的压力，预计该计划最终获得国会讨论通过还有待时日，同时，其他经济体也将出台的金融监管体系改革方案。

三、主要经济体运行状况总结

■ 美国：失业率成乐观中隐忧

随着近期美国经济显现的积极变化，对美国经济前景的乐观情绪也普遍升温。IMF 发表声明上调美国经济预期，2009 年美国 GDP 将下滑 2.5%，2010 年则将增长 0.75%。此前，IMF 曾在 4 月份公布的《世界经济展望》报告中预测，美国 2009 年 GDP 将下滑 2.8%，2010 年则将出现零增长。

美联储 10 日发表的全国经济形势调查报告也称，美国经济衰退状况有所放缓，未来经济预期则有所好转，这预示着美国经济衰退最糟糕时期可能已经过去。我们认为，报告中最大的亮点在于住房市场的状况出现明显改观。纽约、费城、克利夫兰、里士满、芝加哥、堪萨斯城、达拉斯和旧金山辖区公布，尽管仍处于相当低的水平，但住房销量上升，住房建筑活动企稳。从全美房屋价格指数看，自去年第三季度同比降幅达到 4% 之后，第四季度和今年第一季度价格降幅明显放缓，分别为 3.83% 和 3.35%。结合近期的开工和销售数据看，虽然还不能做出住房市场即将触底的判断，但至少可以说明住房市场在逐步恢复之中，这对于美国经济的复苏至关重要。

但美国现在最大的担忧是高企的失业率，继续攀升的失业率可能导致“就业—消费—整体经济”下降相互强化的恶性循环。为了促进就业，有必要实施新的刺激措施，但这并不意味着要出台第二轮刺激方案。由于2009年财年美国的赤字率将高达12-13%，类似第一轮7870亿美元刺激方案的第二轮刺激计划的出台几乎是不可能的。我们所讲的新刺激措施是涵盖在之前的7870亿美元方案之中的。

6月8日，美国总统奥巴马宣布一项《复苏线路图》(Roadmap to Recovery)，计划通过十大政府支出项目提振美国经济，在今年夏天加快落实已签署的7870亿美元经济刺激计划，在三个月内创造或“拯救”60万个就业岗位。十大项目资金全部来自2月17日通过的总规模为7870亿美元的“美国再投资与复兴法”(ARRA)。后期如何改善就业市场、减缓直至降低失业率将成为美国经济刺激的重点。

■ 日本：最困难阶段已经过去

日本央行连续第二个月提高经济评估，原因是工业和出口连续两个月得到改善，有迹象显示经济滑坡最严重的阶段可能已经结束。据《日本经济新闻》消息，日本政府可能在6月份的月度经济报告中对经济形势的基调判断可能由5月份的“恶化步伐正在放缓”大幅上调，7个月来首次在形势判断中删除“恶化”表述。从去年10月至今年2月，日本政府的月度经济报告连续5个月下调了景气形势判断基调；3月、4月的报告中判断维持不变；5月份则是3年零3个月来首次上调形势判断。

日本公布的修正数据显示，今年第一季度日本国内生产总值按年率计算实际减少14.2%，尽管较上月公布的初步统计数字上调了1个百分点，但仍为战后最大降幅。数据显示，第一季度日本实际GDP环比下降3.8%，较此前公布的初步统计数字上调了0.2个百分点。其中，民间设备投资环比降幅从10.4%上调为8.9%；住宅投资降幅从5.4%下调为5.5%；个人消费降幅仍为1.1%；出口和进口的降幅也保持不变，仍为26%和15%。内需对经济增长的贡献度从原来的-2.6个百分点修正为-2.3个百分点，外需对经济增长的贡献度仍然是-1.4个百分点。

虽然日本官方连续上调经济评估，而且数据也表明日本经济最困难阶段已经过去，但日本经济迈向真正复苏的步伐仍然迟缓，原因是仍在恶化的就业形势将制约消费的恢复，同时，外需虽有所改善，但对经济增长的贡献仍为负，这显然不利于外向型的日本经济的复苏。

■ 欧元区：复苏仍在预期层面

随着近期以信心指数为代表的一些经济先行指标的回升，关于欧元区的经济复苏预期也越来越强烈，不过这种复苏预期迟迟得不到实际经济数据方面的印证。

欧洲央行下调了 3 月份时作出的经济预期，尤其是对 2010 年的经济预期。根据 6 月 4 日发布的新预期，欧元区 GDP2010 年将出现约 0.3% 的负增长。同时，欧盟统计局 7 月 8 日公布的最新数据显示，欧元区 2009 年第一季度经济收缩程度达创纪录水平，第一季度 GDP 环比下降 2.5%，同比下降 4.9%，同比降幅超过初步数据的 4.8%。

与美国和日本第一季度 GDP 的最终数据都较初值有所上调相比，欧元区的该数据被向下修正出人意料，也表明欧元区的经济状况并不如近期信心指数表现的那么好。我们还是维持一直以来的判断，欧元区经济的复苏会在美国和日本之后。

四、世界经济走势及预测

■ 美元地位尚难撼动

美国财政部公布的 TIC 报告显示，4 月份包括中国在内的一些国家减持了美国国债，结合近期以新兴经济体为主提出的建立国际储备货币的提议，市场有言论认为美元的地位岌岌可危。但我们认为，综合考虑当前各国的综合实力及目前世界经济形势等，美元的地位仍然难以撼动。

美元指数 5 月份的大跌主要是由于标普公司调低了对于英国信用评级的展望，出于对同样存在高赤字率的美国信用评级的担忧，美元指数在 5 月中旬快速下跌。但 6 月 4 日，权威评级公司惠誉的主权评级部负责人 David Riley 表示，美国、英国的财政实力以及刺激经济的能力，可令两国主权信用评级继续保持 AAA 的最高评级，之所以给美、英两国最高的信用评级，是因为“美国和英国能够重新调整它们的经济，重新配置资源并实现复苏”，惠誉对两国的能力有信心。此表态至少说明美国的信用评级在近期没有被下调的风险，不应对其美元的信用风险过分担忧。

6 月 7 日，沙特阿拉伯、科威特、卡塔尔和巴林四个海湾国家签署海湾货币联盟协议，海湾合作委员会宣布，统一后的海湾货币将肯定会与美元挂钩。之前市场对于海湾货币是否会与美元挂钩还深感忧虑，但海合会的决定表明美元作为原油等大宗商品计价货币的地位依旧不可取代。

虽然国内关于超主权储备货币的讨论很多，但中国外交部副部长何亚非在 6 月中旬上合组织会议新闻发布会以及 7 月初“8+5”会议新闻发布会上，两次明确表示，拥有全球最大规模官方外汇储备的中国并没有抛弃美元的打算，有关超主权货币的想法目前正在学术层面探讨。另外，虽然 4 月份中国持有美国国债的规模由 7679 亿美元减至 7635 亿美元，减持 44 亿美元，但是从中长期国债数据看，当月中国购入 174.26 亿美元中长期国债，卖出 70.99 亿美元中长期国债，4

月份实际增持中长期国债 103.27 亿美元。数据表明，当月中国主要减持了美国短期国债，主要原因可能是为了兑现 4 月份 G20 峰会上作出的购买 IMF 债券的承诺而筹资的需要。如果因为担忧未来美元贬值而减持美国国债，理性的做法应是减持中长期国债而非短期国债，而且，从外汇储备管理的安全性、流动性和收益性考虑，目前的确找不到大规模替代美国国债的投资工具。

近期，世界银行大幅调低了对 2009 年世界经济的预测至-2.9%；IMF 也将 2009 年的经济增长预测微幅下调了 0.1 个百分点至-1.4%；OECD 预计 30 个成员国的总体国内生产总值今年将下降 4.1%，虽然较 3 月份报告中的-4.3%有所上调，但萎缩幅度仍很大。各国际组织对 2009 年经济预测的表明，虽然近期出现了一些积极变化，但年内全球经济仍然面临较大困难，在这种情况下，对美元的避险需求依然存在。

综合以上分析，我们认为，短期内美元的地位难以撼动，仍然将占据国际货币体系的主导地位。

■ 退出策略尚在观望阶段

近期，由宽松的货币环境以及高额的财政赤字催生的通胀预期愈发强烈，由此推动大宗商品价格以及长期利率等持续上扬，如我们上期报告所述，这种通胀预期或成为世界经济复苏的障碍。同时，随着近几个月主要经济体衰退趋缓，经济触底企稳可期，关于适时收回非常规的货币政策和财政政策的呼声也日渐高涨，美联储和欧洲央行的声明以及 G7 财长会上都初步对退出策略做出了讨论。但我们认为，在经济复苏基础尚不牢固之时，退出策略尚在观望阶段，维持现有政策是后期主要经济体的政策主基调。

经合组织 (OECD) 6 月 3 日表示，其成员国 4 月通胀年率为 0.6%，为 1971 年开始记录以来最低水平，核心通胀年率为 1.9%。4 月持续下降的通胀率将令市场保持担忧，虽然近期大宗商品价格出现较大幅度上涨，但终端消费领域仍然面临着通缩风险。鉴于全球经济 2009 年可能会出现二战以来首次收缩，在经济下行期间，通缩可能会自我强化，消费者预期物价持续下降，因此会延期消费，对产品的需求下降导致经济产出下降，引发进一步的失业和再一轮的物价下降和延迟消费。因此为了避免终端消费领域通缩风险的强化，继续保持现有的宽松政策是必要的，这主要体现在最近美国、欧元区和日本都维持现有的低利率政策不变，而且，美联储表示将继续实施收购国债的定量宽松货币政策，欧元区也从 7 月 6 日起推进 5 月份出台的收购债券计划，意在继续维持货币环境宽松来顺利推进各项经济刺激计划。

美联储 6 月 25 日宣布，其在去年 10 月份创设的货币市场投资者融资工具 (MMIFF) 计划将在今年 10 月 31 日终止。此外，美联储还

宣布将短期拍卖工具（TAF）的最高贷款额度从目前的 6000 亿美元降至 5000 亿美元，定期拍卖工具（TAF）会于 7 月 13 日开始，将两周一次的拍卖规模由 1500 亿美元削减至 1250 亿美元；同时，将定期证券借贷工具（TSLF）的贷款上限从 2000 亿美元下调至 750 亿美元，定期证券借贷工具（TSLF）的期权拍卖，也将会暂停举行。这是美联储自去年秋季创设多项应急贷款计划以来首次宣布收缩此类计划。不过，另有 5 项为市场注入流动性的措施，包括与 14 国央行的货币掉期合约的实施期限被延长 3 个月，由今年 10 月 31 日推迟至明年的 2 月 1 日届满。

我们认为，上述被缩减额度的举措主要是去年金融危机爆发初期为舒缓银行体系的资金压力所设，从目前情况看，美国银行体系的稳定程度已经得到很大地改善，这些措施也显得没有必要，美联储也表示作出收缩决定主要是由于“最近几个月金融市场形势有所改善”。而且在实施了部分收缩措施的同时，同时也有注入流动性的举措，因此，美联储出台这些流动性管理措施的真正用意在于流动性的结构管理，而不是收缩流动性。在经济尚未真正走出衰退并走向复苏之前，为了应对已有的通胀预期可能带来的负面影响，可行的措施是，维持目前宽松的财政和货币政策，但同时开始规划在未来如何退出当前的非常规救市措施，并将这样的信息明确传递给市场。

主要经济体月度经济指标一览表

国家 或 地区	经济指标	5 月	4 月	3 月
美国	消费者物价指数（CPI）	-1.3	-0.7	-0.4
	生产者物价指数（PPI）	-5.0	-3.7	-3.5
	出口	-	-21.8	-17.4
	进口	-	-30.7	-27.0
	工业产量	-13.4	-12.5	-12.5
	制造业新订单	-22.7	-22.8	-22.3
	设备利用率（%）	68.3	69.1	69.3

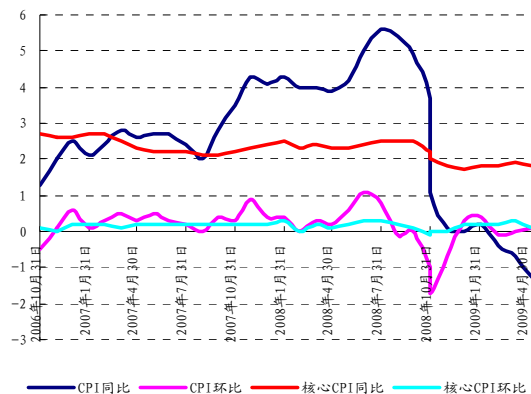
	制造业采购经理人指数 (PMI)	42.8	40.1	36.3
	非制造业采购经理人指数 (PMI)	44.0	43.7	40.8
	总失业率 (%)	9.4	8.9	8.5
	非农就业人数 (千人)	138296	138828	138842
	零售销售额	-9.6	-10.1	-9.6
	消费信贷	-	-1.4	-0.4
	个人收入	0.3	0.7	0.3
	个人支出	-1.9	-1.9	-1.7
	消费者信心指数	68.7	65.1	61.9
	新屋动工	-44.2	-53.9	-49
	新屋销售	-32.8	-34	-30.6
	二手房销售	-3.6	-3.9	-7.5
	营建开支	-11.6	-10.7	-11.8
日本	消费者物价指数 (CPI)	-1.1	-0.1	-0.3
	经济观察家调查指数 (当前状况)	36.7	34.2	28.4
	经济观察家调查指数 (预期)	43.3	39.7	35.8
	货币供应量	2.7	2.6	2.2
	进口	-42.4	-35.8	-36.6
	出口	-40.9	-39.1	-45.4
	工业产值	-29.5	-30.7	-34.2
	产能利用率 (%)	-	67.2	61.0
	失业率	5.2	5.0	4.8
	工作岗位/申请人数 (%)	44	46	52
	批发零售	-24.3	-22.4	-24.0
	消费者信心指数	36.3	33.2	29.6
	建筑定单	-41.9	-25.9	-37.8
	新屋开工	-30.8	-32.4	-20.7
欧元区	消费者物价指数 (CPI)	0.0	0.6	0.6
	生产者物价指数 (PPI)	-5.8	-4.6	-2.9
	经济信心指数	70.2	67.2	64.6
	货币供应量	5.0	5.9	6.1
	经常账户 (10 亿欧元)	-	-9.2	-3.5
	工业产值 (月环比)	-1.3	-1.5	--1.6
	制造业订单 (月环比)	-	-0.9	-0.7
	总失业率 (%)	9.5	9.3	8.9
	零售贸易	-3.3	-2.5	-3.4
	消费者信心指数	-28	-31	-34
	建筑业景气指数	-34	-34	-32

注：除指数及标明单位外，其余均为同比数据；因各经济体对已公布数据进行调整，故部分历史数据与前期月报有出入。

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

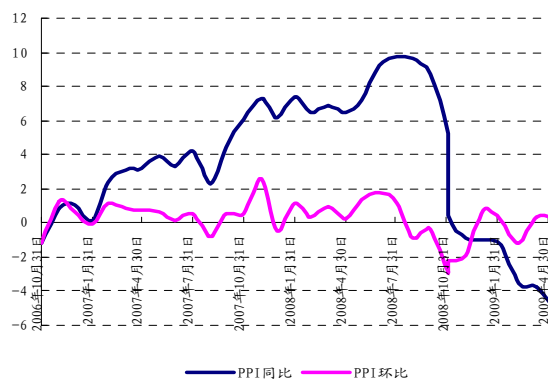
主要经济指标走势

图1 美国的CPI及核心CPI



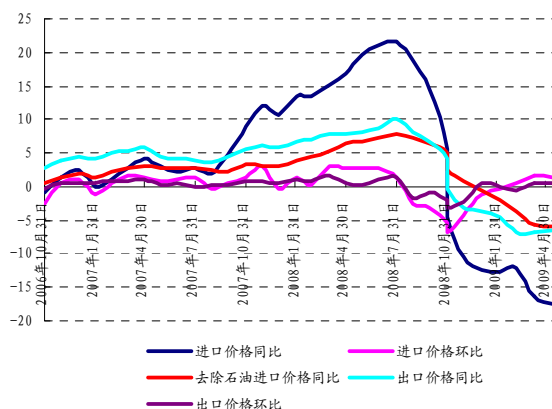
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图2 美国的PPI



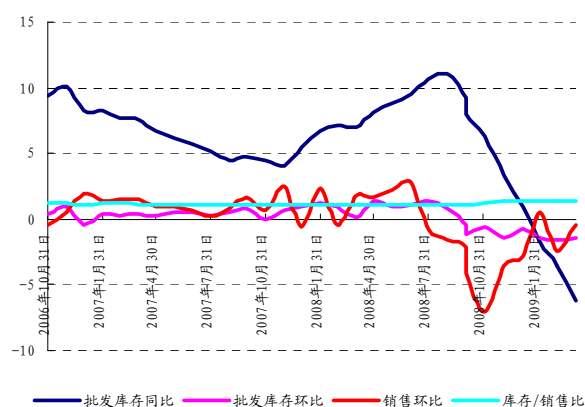
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图3 美国的进口价格及出口价格



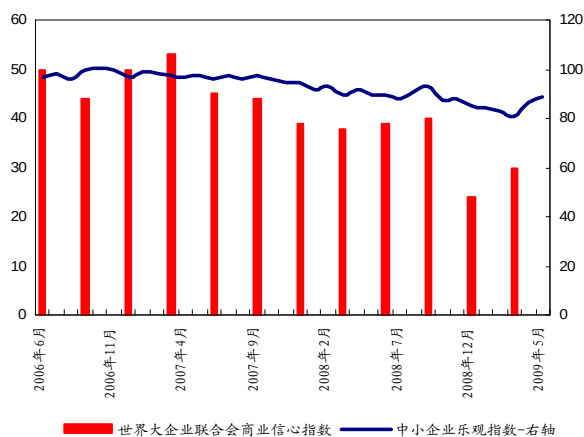
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图4 美国的批发库存及销售情况



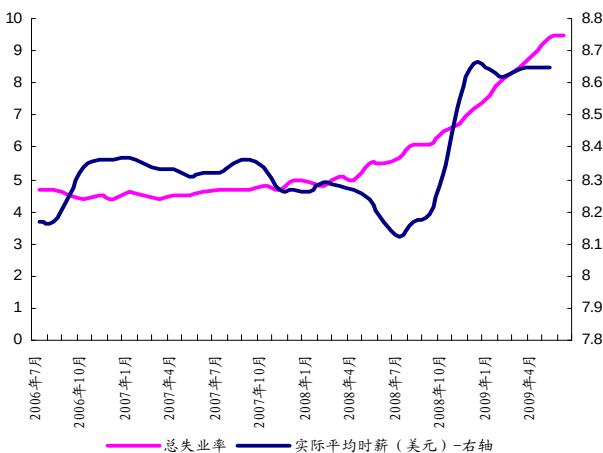
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图5 美国的企业信心指数



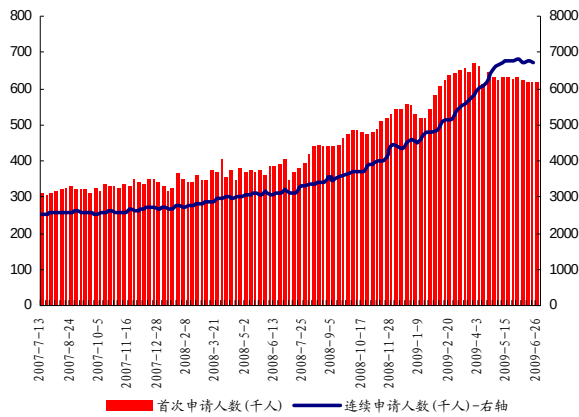
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图6 美国的失业率及实际平均时薪



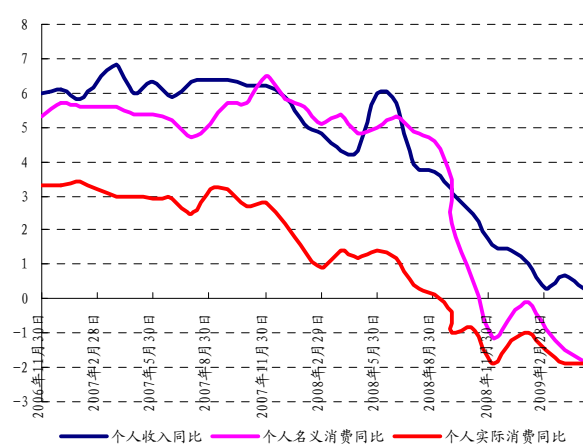
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图7 美国的失业救济申请人数



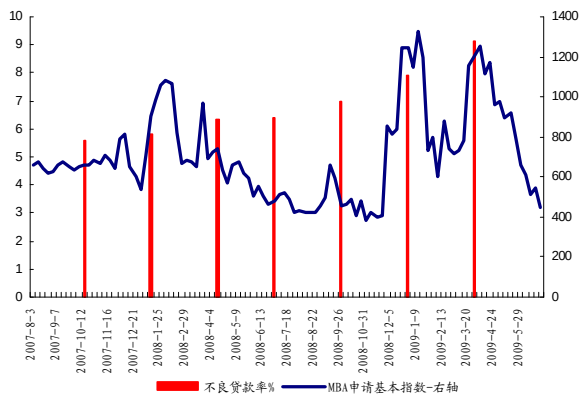
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图8 美国的个人收入及支出情况



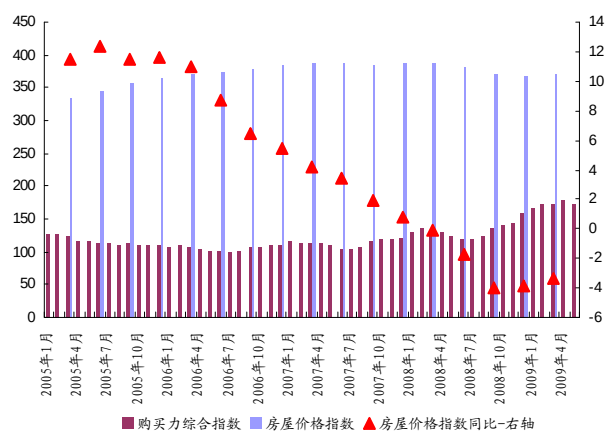
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图9 美国的住房抵押贷款申请及违约率



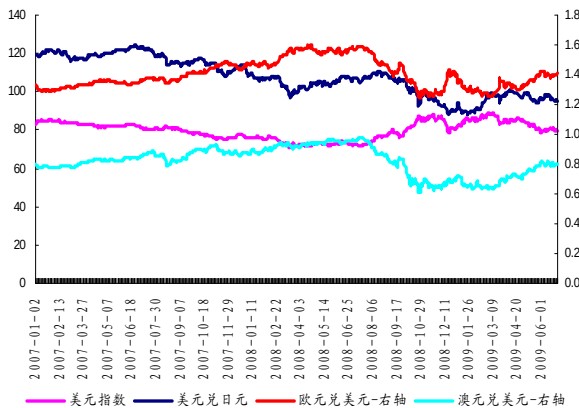
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图10 美国的住房购买力及价格指数



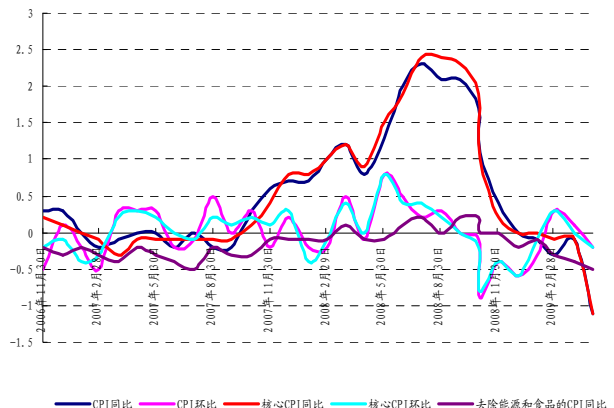
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图11 美元指数及对主要货币汇率



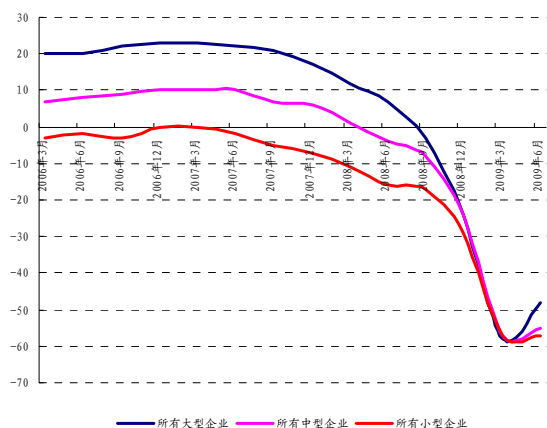
数据来源: Wind、上海证券研究所

图12 日本的CPI及核心CPI



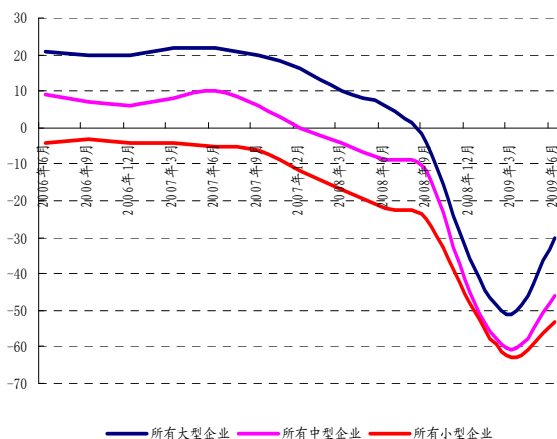
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 13 日银短观商业环境指数



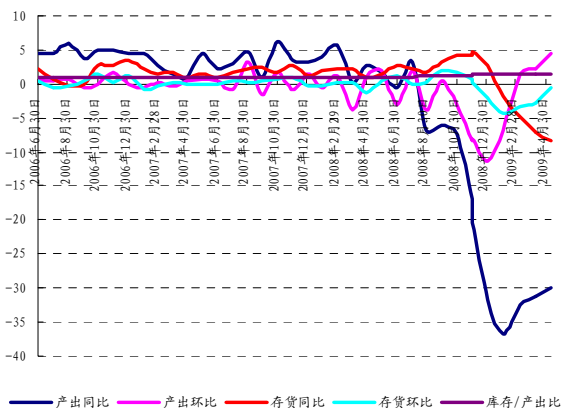
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 14 日银短观商业环境预测指数



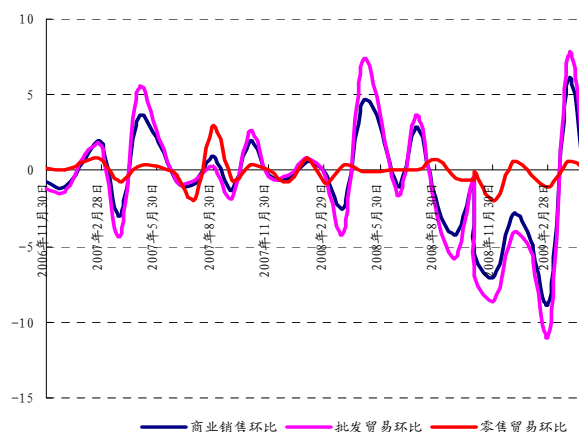
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 15 日本的产出与存货情况



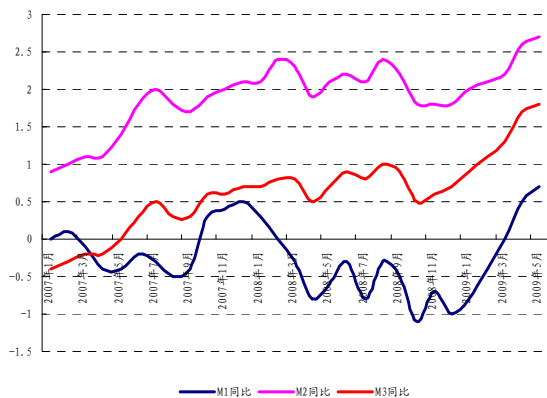
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 16 日本的商业销售情况



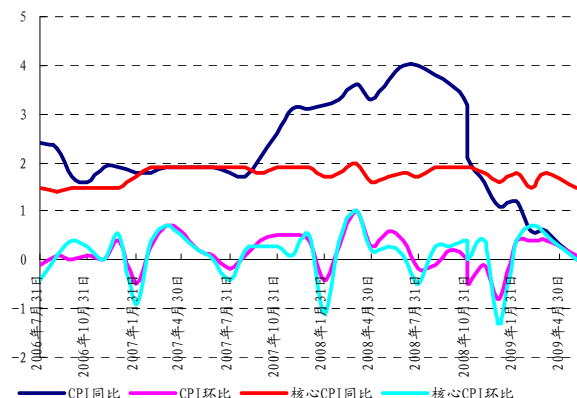
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 17 日本的货币供应情况



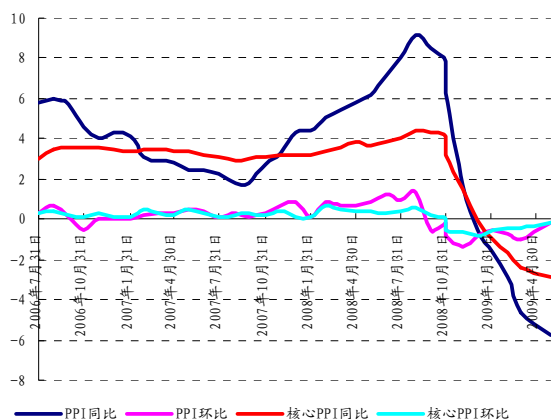
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 18 欧元区的 CPI 及核心 CPI



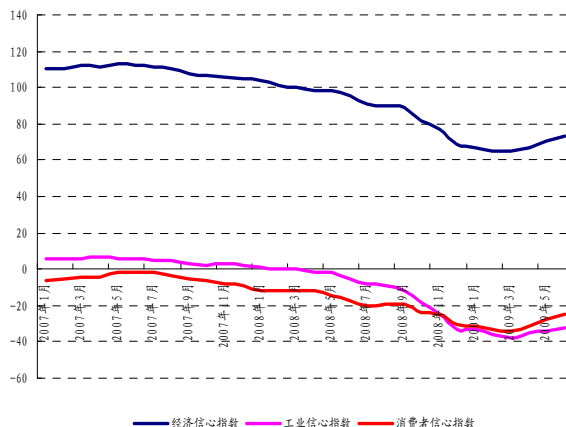
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 19 欧元区的 PPI 及核心 PPI



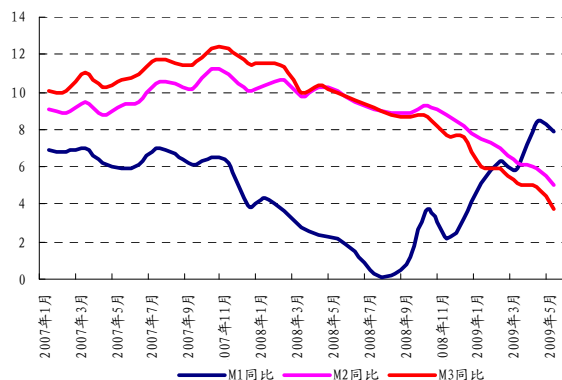
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 20 欧元区的经济信心指数



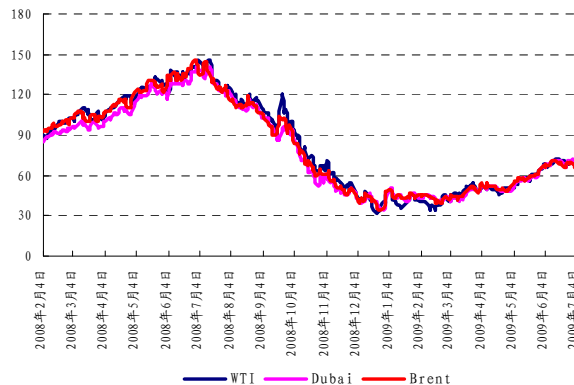
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 21 欧元区的货币供应情况



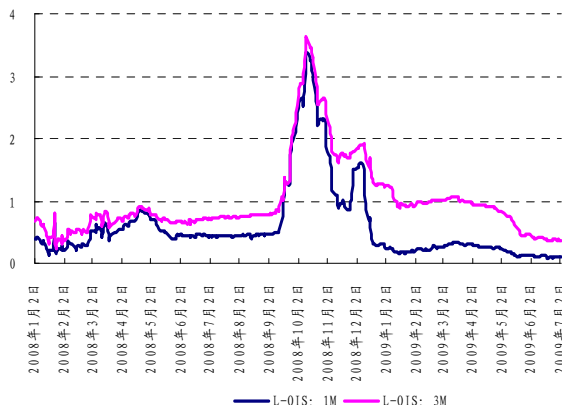
数据来源: CEIC、上海证券研究所

图 22 国际原油现货价格走势



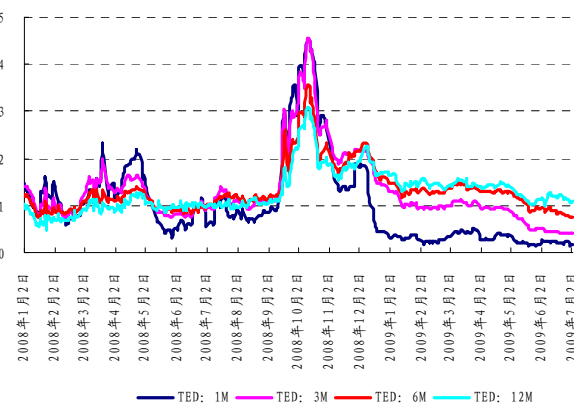
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

图 23 美元的 LIBOR-OIS 利差



数据来源: Bloomberg、Wind、上海证券研究所

图 24 美元的 TED 指数



数据来源: Bloomberg、Wind、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 李剑峰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。