

日期：2009 年 11 月 17 日



李剑峰
021-53519888-1972
Lijianfeng86@hotmail.com

全球经济基本走出衰退

——2009 年 10 月世界经济月报

报告编号：LJF09-HGYB009

相关报告：

- 《政策退出大幕开启》
——2009 年 9 月世界经济月报》
- 《美国住房市场或已见底》
——2009 年 8 月世界经济月报》
- 《美国经济走出衰退在即》
——2009 年 7 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》
- 《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》

■ 主要观点：

美国：走出衰退只待官方确认

美国第三季度 GDP 环比折年率上升 3.5%，显示经济正在缓慢复苏之中。第三季度美国经济走出衰退只是在等待 NBER 官方确认而已。IMF 预测美国经济 2010 年将增长 1.5%，未来美国经济复苏的强度和可持续性主要取决于应对三大政策挑战：继续稳定经济和金融体系；制定适时、有序的经济刺激措施“退出策略”并收缩美联储的资产负债表；应对公共、家庭和金融资产资产负债表的长期失衡。

日本：促就业新政出台

日本内阁府和日本银行的两份经济报告对未来日本经济形势持谨慎乐观态度，但都共同表达了对就业市场的担忧。虽然失业率已经连续两个月下降，但就业情况尚不稳定，国内私人需求很可能会因此而继续疲软的态势。日本政府公布了一套应急就业方案，目标是在截至 2010 年 3 月份的财年结束前创造 10 万个就业机会，以防低迷的就业环境破坏脆弱的经济复苏。

欧元区：衰退中缓慢复苏

PMI 数据显示，欧元区经济正在好转之中。不过第二季度欧元区经济仍在继续萎缩，第二季度欧元区 GDP 环比下滑 0.2%。虽然实现了部分好转，但欧元区经济也只能从这场二战以来最严重的经济衰退中缓慢复苏。失业率不断攀升，消费仍面临诸多困难，出口仍不稳定。高企的财政赤字对其经济的可持续复苏提出挑战。

三大经济体将缓慢退出

虽然政策退出时代到来，但在经济复苏奠定坚实基础之前，各国应维持财政刺激计划，而货币政策的退出将先于财政政策退出。对于美国而言，除关注价格变化外，还应高度关注失业率的变化情况，来判断美国何时启动加息政策。

美国财政赤字仍可控

2009 年美国财政赤字的规模远远小于之前的两次预估，美国的财政状况较之前的市场悲观预期得到明显改善。虽然高企的财政赤字导致美元在中长期保持弱势，但这并不意味着美元及美元货币体系的崩溃。美国财政状况的改善情况如果好于市场预期，美元的地位反而可能因此而得到巩固。

一、主要经济体运行数据分析

■ 通缩风险缓解 通胀压力不大

9 月份美国的 CPI 和核心 CPI 环比都分别实现 0.2% 的正增长，也已分别连续 6 个月和 11 个月未现负增长；CPI 同比收窄至 -1.3%，核心 CPI 也实现了 1.5% 的同比升幅。从 CPI 数据看，美国已经远离通缩风险。但是从 PPI 数据看，短期内美国的通胀压力也不大。9 月份美国的 PPI 同比降幅略微扩大至 4.8%，环比在上月增长 1.7% 基础上下滑 0.6%。

日本 9 月份的 CPI 和核心 CPI 环比都与上月持平，同比分别为 -2.2% 和 -2.3%，降幅与上月基本相当，不过去除能源和食品的 CPI 同比降幅扩大至 1%。数据表明，虽然日本目前的通缩压力并不大，但是价格仍有内在的下降动力。

9 月份欧元区的 CPI 与核心 CPI 分别实现零增长和 0.2% 的正增长，同比数据也与上月基本持平；同时，PPI 与核心 PPI 分别实现了 0.4% 和 0.1% 的环比涨幅。数据显示，欧元区的通缩压力有所减缓，同时 PPI 数据的回升也预示着区内工业有望逐渐回暖。

■ 出口：美日继续好转 欧洲出现逆差

8 月份美国的出口和进口同比降幅分别收窄至 20.7% 和 28.6%，同时环比分别增长 0.2% 和下降 0.6%，由此导致 8 月份美国贸易逆差从 7 月份的 319 亿美元降至 307 亿美元，好于此前经济学家预测的 330 亿美元。美国的出口已经连续 4 个月环比正增长，出口的增长有助于国内生产的恢复。

日本 8 月份出口同比下滑 37.1%，降幅较 7 月份略有收窄；进口同比下降 42.8%，降幅较 7 月份有所扩大。8 月份日本实现贸易顺差 3037 亿日元；同时实现经常账户顺差 1.1712 万亿日元，同比增长 10.4%。

8 月份欧元区的进出口均出现下滑，由于出口降幅超过进口降幅，欧元区 8 月份出现贸易逆差 60 亿欧元，这是自今年 1 月份出现逆差以来首次出现逆差。该数据可能反映出欧元走强令欧洲产品在全球市场的竞争力下降，但却使欧元区消费者能够用更低廉的价格购买进口商品。

■ 工业生产：普遍出现回升

虽然 8 月份的制造业新订单环比下滑 0.8%，差于之前经济学家预期的增长 0.7%，这主要是由于运输产品订货大幅下滑的缘故。如果去除波动性较大的运输产品订货一项，8 月份美国制造业新订单增长 0.4%。9 月份美国的工业产量同比降幅大幅收窄至 6.1%，同时环比上升 0.7%，已是连续 3 个月环比正增长。9 月份的设备利用率也继续攀升至 70.5%，已经恢复到今年 2 月份的水平。9 月份美国的制造

业 PMI 为 52.6，虽较 8 月份略有下滑，但仍处在扩张区域。综合数据表明，美国的工业生产正在逐渐恢复。

日本 9 月份的工业产值环比增长 1.4%，已连续实现 7 个月环比正增长。8 月份制造业的产能利用率升至 79%，已高于去年末的水平。8 月份的机械设备订单环比上涨 0.5%，预示着日本工业恢复的状况还可持续。

欧元区 9 月份的工业产值环比上升 1.1%，自 2008 年 1 月份以来首次实现连续两个月的环比正增长。同时，第四季度欧元区的产能利用率自 2007 年 6 月份以来首次回升至 70.7%，工业生产出现回暖迹象。而 8 月份欧元区的制造业订单环比增长 2%，连续 3 个月正增长，预示着工业生产的回暖趋势有望延续。

■ 失业率：虽然继续上升 但现积极因素

10 月份美国的失业率意料地攀升至 10.2%，虽然上升的趋势符合市场预期，但上升的幅度却超出预期。不过从首次申请失业金人数和持续申请失业金人数这两项领先于失业率变化的指标看，其延续着自 6 月份以来的高位回落态势，而且美国经济第三季度已经实现正增长，这都预示着在不久的将来美国失业率出现拐点将是大概率事件。

在 8 月份失业率下降之后，日本 9 月份的失业率继续降至 5.3%。在日本经济连续两个季度实现环比正增长之后，失业率的连续下滑基本表明日本的就业市场已经触底。但 9 月份的就业岗位与申请人数之比小幅升至 43%，也说明虽然就业市场出现改善迹象，但仍存较大困难。

欧元区 9 月份的失业率如市场预期般继续升至 9.7%，延续着自今年 4 月份以来 0.1% 的月度升幅，升幅较 4 月份之前出现收窄。

■ 消费：就业市场成主要影响因素

受“旧车换现金”计划结束影响，9 月份美国的零售销售环比下滑 1.5%，同时消费信贷同比降幅继续扩大至 4.4%，延续了自去年 5 月份以来的降势。9 月份零售销售的下滑与当月个人实际消费支出环比下降 0.6% 有直接关系，同时 9 月份美国的家庭储蓄率由 8 月份的 2.8% 升至 3.3%，10 月份的消费者信心指数在 9 月份回升后再次下降至 70.6，表明就业市场的困难仍对个人消费起到制约作用。不过除汽车销售额大幅走低之外，9 月份其他商品的零售额实现 0.5% 的增长，增幅大于经济学家们此前预计的 0.3%，另外，9 月份美国的个人可支配收入并没有出现下滑，仍旧维持在 8 月份水平，收入的稳定有助于后期消费的恢复。

日本 9 月份的零售贸易环比增长 0.9%，连续 3 个月实现环比正增长；同时 9 月份的消费者信心指数也继续升至 40.7，这与近两个月日本的就业市场出现改善有很大关系。

8 月份欧元区的零售贸易环比下滑 0.2%，延续了前期的弱势，但是 10 月份的零售业 PMI 已经达到 50 的扩张区域，同时当月的消费者信心指数也继续升至 -17.7，这表明虽然在失业率继续攀升的情况下，当前的消费尚面临诸多困难，但后期的逐步改善仍可期待。

■ 住房市场：美国触底迹象明显 日欧弱势中有所恢复

最近一期的数据显示，美国住房市场在继续恢复当中。除新屋销售数据在连续 5 个月环比上升后出现 3.6% 的降幅外，其余如新屋开工、二手房销售、营建开支、建筑许可等指标均持续升势，分别环比增长 0.5%、9.4%、0.85 和 0.5%。我们在 8 月份的月报中指出，美国住房市场或已见底，现在看来，这一判断正在演变为现实。

9 月份日本的建筑订单同比降幅由 8 月份的 25.2% 大幅收窄至 14%，同时新宅开工的同比降幅也由 38.3% 缩减至 37%，住房市场在弱势中实现了些许恢复。

欧元区 8 月份的建筑产量环比下滑 0.1%，虽然下滑趋势并未改变，但降幅已交前期有所收窄。

二、重大经济政策与事件分析

■ 澳大利亚两度加息

继 10 月初澳大利亚央行在 G20 成员国中首次加息后，在 11 月初的利率会议上，澳大利亚央行再度加息，基准利率已经升至 3.5% 的水平。

自去年全球金融危机爆发以来，澳央行已连续 6 次降息，累计降幅达 4.25 个百分点。今年 4 月份最后一次降息后，澳大利亚基准利率水平降至 3%，为 1960 年以来的最低水平。此后，澳央行静观经济形势变化，连续 5 个月维持 3% 的利率水平不变。

澳大利亚央行行长格伦·史蒂文斯发表声明称，随着经济形势好转，澳大利亚经济萎缩的风险逐渐消除。央行董事会认为，可以谨慎地逐步减少货币政策对经济的刺激力度，这将有助于提高经济活动的可持续性，保证通货膨胀水平符合预期。

作为此次金融危机中唯一没有陷入经济衰退的发达经济体，澳大利亚加息具有其特殊性。一方面，澳大利亚 9 月份失业率从 8 月份的 5.8% 降至 5.7%，9 月份就业人数增加 40600 人。经济学家此前平均预计，澳大利亚 9 月份失业率为 5.9%，就业人数减少 10000 人，作为经济滞后指标的失业率出现好转，意味着澳大利亚的经济在逐渐恢复之中。另一方面，在全球经济出现企稳复苏迹象之时，作为资源类国家，澳大利亚将首先从中受益，其经济复苏进程会快于其他经济体。

澳大利亚加息的背景有其特殊性，而这些特殊性在美、日、欧等其他发达经济体中是不存在的，因此，我们认为，澳大利亚加息虽然

确认了政策退出大幕已经开启，但并不意味着其他经济体的迅速跟进，全球刺激政策退出的进程将是缓慢的。

■ 美、欧、日维持利率不变

虽然澳大利亚在一个月内连续两次加息，但美国、欧元区和日本则没有步其后尘，而是继续将基准利率维持在低水平。

虽然美国第三季度经济在连续四个季度负增长之后实现了环比正增长，但失业率却继续攀升至 10.2%，这直接制约了作为美国经济最大动力来源的消费者的增长，也说明后期美国经济的复苏进程并不是一帆风顺的。因此，在当前通胀压力不大的情况下，为了保持经济复苏的苗头，美联储继续将基准利率维持在 0-0.25% 的零利率区间。

在英格兰银行维持基准利率 0.5% 不变之后不久，欧洲央行也继续维持基准利率在 1% 不变，希望能为欧元区经济复苏继续提供宽松的货币环境。

日本银行继续将银行间的隔夜拆借利率维持在 0.1% 的水平不变。国际金融危机全面爆发以来，日本银行去年 10 月份将银行间的无担保隔夜拆借利率水平从 0.5% 下调到 0.3%，去年 12 月份进一步将基准利率降至 0.1%。虽然在会后声明中日本央行连续第二个季度上调了对日本各地区的核心评估，原因主要是随着企业在减少库存方面取得进展，发货量和产量不断增加。但同时也指出，国际经济金融形势以及企业对中长期发展预期的动向，仍是有可能促使日本经济出现下挫的风险因素。因此，继续维持低利率的目的是为了促进日本经济景气继续好转。

虽然三大经济体继续维持低利率不变，但这也表达了未来政策退出的些许线索。美联储主席伯南克表示，在美国经济取得足够改进时，美联储将收紧货币政策，以避免通货膨胀加剧。他表示，美联储将视经济状况来把握未来紧缩政策的时机和幅度，确保就业扩大和物价稳定。欧盟委员会在近期的会议上也对未来的政策退出做了讨论。而日本央行认为，随着海外经济和国际金融资本市场回稳，以及在国内金融、财政政策的拉动下，日本经济将继续好转。在物价方面，目前除生鲜食品之外的核心消费物价同比下降幅度仍在扩大，但今后核心消费物价下降的幅度将缩小，从中长期来看预计上涨的可能性比较大。种种迹象表明，虽然三大经济体的利率依旧维持低位，但随着经济的企稳回升以及价格的上涨，进入加息周期将不再遥远。

■ OECD 领先指标上升 IMF 上调亚洲经济预期

经济合作与发展组织 (OECD) 公布的领先指标显示，衡量 OECD 30 个成员经济体经济活动的领先指标 8 月份升至 99.2，7 月份为 97.7，为连续第六个月上升。这表明全球主要发达国家经济继今年早些时候在此轮衰退中触底之后，目前正在逐步复苏甚至实现增长。

OECD 称，数据显示出大多数发达经济体均出现复苏，而法国和意大利经济则有所增长。

欧元区 8 月份领先指标升至 102.0，为连续第二个月位于 100 上方；7 月份为升至 100.2。法国 8 月份领先指标从 7 月份的 102.4 升至 103.7；意大利则从 7 月份的 104.0 升至 106.0。七大工业国的领先指标从 7 月份的 97.5 升至 99.1。英国 8 月份领先指标从 7 月份的 99.1 升至 100.7；德国和加拿大 8 月份领先指标均升至 100 上方，分别为 100.8 和 100.2。日本领先指标从 7 月份的 95.7 升至 97.0。

主要发展中经济体中，印度表现依然最为强劲，8 月份领先指标从 7 月份的 97.9 升至 98.8。当月巴西领先指标从 7 月份的 97.6 升至 98.0。

在最新的亚洲地区经济展望报告（Regional Economic Outlook）中，国际货币基金组织（IMF）上调了今明两年的亚洲经济增长率预期，但警告称，发达国家经济复苏缓慢以及全球金融系统仍存在的问题依然对经济前景构成威胁。

IMF 预计今年亚洲经济增长率将为 2.8%，明年达到 5.8%，高于 5 月份时预期的 1.2% 和 4.3%。IMF 预测，七大工业国产值明年将增长 1.3%，仅仅收复 2009 年预期降幅的一半。中期来看，在七大工业国需求疲软的全球环境下，各国必须找到出路恢复可持续的快速增长。因此，无论是亚洲还是海外，到目前为止私人需求仍疲软，前景远远谈不上令人鼓舞，因此亚洲国家可能将需要将政策支持维持一段时间。

不包括日本和澳大利亚，亚洲新兴市场经济体今年经济增幅将为 5.1%，明年为 7.0%，分别高于 IMF 先前预计的 3.3% 和 5.4%。得益于投资快速增加，IMF 预计中国将继续引领亚洲经济增长，2009 年增长 8.5%，2010 年增长 9.0%。受国内强劲的需求推动，2010 年印度经济增长率将从 2009 年的 5.4% 增至 6.4%。香港、新加坡、台湾和韩国的 2009 年 GDP 可能会萎缩 2.3%，明年则会有 3.7% 的增幅。

IMF 称，亚洲面临三大政策挑战，即实现经济增长与通货膨胀的平衡、确保可持续增长、提高汇率灵活性。虽然 IMF 对过早中止经济刺激措施提出警告，但也指出短期内各国必须确保经济支持措施不能持续太长时间，以免引发通货膨胀压力。

■ 欧盟退出能源技术战略规划

在美国政府为下一代能源研究项目拨款 1.51 亿美元之后，欧洲在新能源发展方面也不甘落后，推出“能源技术战略规划”。该规划规定，在今后 10 年内再增加 500 亿欧元作为研发气候保护技术的经费，从而使欧盟每年用于资助气候保护开发的资金达到 80 亿欧元，这相当于目前资助金额的 3 倍。

在新增的资助资金中，有 160 亿欧元用来继续开发太阳能技术，有 130 亿欧元将用于避免二氧化碳排放技术的研发，旨在研究出一种截留火力发电厂二氧化碳排放的方法，并将其储存到地下。由此可以看出，欧盟的产业政策已经明显地向环保技术和环保产业倾斜。还有 110 亿欧元将用在“智能城市”的开发上，主要为了提高城市的能源效率，比如建设节能型住宅或实行近距离交通方案等。其余的资金将用在风能、生物能和核能的开发上。欧盟的目标是到 2050 年将温室气体排放在 1990 年的基础上减少 80%。

“能源技术战略规划”的出台能够在一定程度上给企业以政策上的支持，并以此鼓励企业扩大在技术创新上的投资。欧盟各国政府 1 欧元的投资或资助，有可能带动企业 3 倍的研发投入。因此，欧盟今后 10 年在气候保护技术上的投入相当可观。

欧盟出台这一战略规划的主要目的是继续保持环保技术上的领先地位，并借此推动产业结构的调整和技术的升级换代。此外，这项战略规划还将对欧盟劳动市场产生巨大影响。比如今后 10 年，通过扩大风能生产就可创造 25 万个新的工作岗位。在太阳能和生物能领域，可各增加 20 个工作岗位。

三、主要经济体运行状况总结

■ 美国：走出衰退只待官方确认

在经过连续四个季度的环比负增长之后，初步数据显示，美国第三季度 GDP 环比折年率上升 3.5%，这符合我们自去年 11 月份以来一直的判断。

在数据公布之前，美联储的褐皮书再次透露出经济企稳回升的信息。报告显示，美联储 12 个储备银行辖区内多数行业显示出企稳或温和复苏迹象。多数辖区公布，制造业状况自上次黄皮书报告公布以来普遍出现改善。另外多数辖区称，因中低价房屋销售出现增长，最近几周住房市场状况有所改善。

尽管住房市场持续改善以及经济呈现复苏迹象，但美联储黄皮书报告也显示，多数地区消费支出疲软。同时各辖区的就业市场普遍低迷，或者喜忧参半。不过仍有一些令人鼓舞的迹象，如达拉斯联邦储备银行辖区内的就业安置公司指出，合同工和临时工情况旧有所改善。

总体而言，美联储褐皮书给出的信息显示美国经济正在缓慢复苏之中。虽然目前美国经济是否最终走出衰退还需要美国全国经济调查局（NBER）的权威确认，但我们认为，种种迹象表明，第三季度美国经济已经走出衰退，只是在等待官方确认而已。

虽然经济数据的好转，国际货币基金组织（IMF）在其发表《世

界经济展望报告》中也预测，美国经济在 2009 年收缩 2.7%之后，2010 年将增长 1.5%。

报告指出，2009 年上半年，美国经济产出显著下滑，失业率达到 1980 年初以来最高峰。美国政府采取了前所未有的货币和财政干预措施，帮助稳定消费开支以及住房和金融市场，这将推动美国经济在今年下半年恢复温和增长。

另一方面，报告也认为，尽管近几个月来金融市场状况已得到显著改善，但市场依旧存在压力，对投资和消费将产生抑制作用。美国经济复苏的强度和可持续性主要取决于应对三大政策挑战：继续稳定经济和金融体系；制定适时、有序的经济刺激措施“退出策略”并收缩美国联邦储备委员会的资产负债表；应对公共、家庭和金融资产资产负债表的长期失衡。

■ 日本：促就业新政出台

日本内阁府公布 10 月份月度经济报告称，虽然经济情况在好转，但复苏基础并不牢固，且失业率仍居高不下，因此经济依然处于严峻状态。关于今后的经济走势，报告表示，尽管就业形势还在恶化，但是在海外经济改善等背景下，日本经济有望继续保持好转的态势。不过，必须密切关注国内就业形势进一步恶化和海外经济及金融资本市场动荡等可能导致日本经济下滑的风险因素。

日本银行在 10 月 19 日公布的地方经济报告中，对日本全国 9 个地区的经济景气判断均作了上调。这是该行自 7 月份上次调查之后连续第二次全部上调地方经济景气判断。报告称，虽然目前各地的经济景气还存在差异，但是整体上出现好转迹象。在出口和公共投资增加等因素的拉动下，日本各地区的生产均出现了不同程度的改善，不过企业设备投资还在大幅减少，住宅投资仍在减少，个人消费在雇佣和收入环境严峻的情况依然处于不振状态。

这两份报告对未来日本经济形势持谨慎乐观态度，但都共同表达了对就业市场的担忧。虽然日本的失业率已经连续两个月下降，但就业情况尚不稳定，国内私人需求很可能会因此而继续疲软的态势。因此日本政府有必要采取重视内需的政策措施，在通过对家庭的支援扩大消费的同时，开拓新的领域，创造新的产业和工作岗位，以促进经济增长。

针对就业问题，日本政府公布了一套应急就业方案，目标是在截至 2010 年 3 月份的财年结束前创造 10 万个就业机会，以防低迷的就业环境破坏脆弱的经济复苏。这套应急方案主要针对具有很大增长潜力的行业，例如看护、农业及环境行业，将通过以下措施来创造就业：放宽取得看护执照的监管限制；帮助求职者在农业、环境行业找到就业机会；协助年轻人在农村地区就业。此外，政府将改善失业人员的

保障，向失业人员提供应急住宿及特惠贷款，并进一步补充公共就业保障办公室的服务，例如简化福利补贴申请的审批程序。

随着第三季度数据的公布，日本经济已经连续两个季度实现增长，表明日本经济已经结束衰退。这主要得益于：亚洲市场向好，出口保持增加；企业生产在好转；企业收益继续减少但减幅趋缓以及个人消费的恢复势头仍在持续。因此，我们认为，日本经济整体上在继续好转。不过我们担忧的是，近期持续走强的日元汇率会制约日本出口的后期复苏，在扩内需的结构转型并未得到实质推进的情况下，出口这一传统的经济推动力如果遭受困难，将影响日本经济复苏进程。

■ 欧元区：衰退中缓慢复苏

从 PMI 数据看，10 月份欧元区的经济增速创出 2007 年年底以来的最高水平。10 月份综合采购经理人指数由 9 月份的 51.1 升至 53，继续处于扩张区域。同时，10 月份 PMI 数据也好于预期，此前接受道琼斯通讯社调查的经济学家们预计，10 月份综合 PMI 将升至 51.6。另外，服务业 PMI 从 9 月份的 50.9 升至 52.3，制造业 PMI 也从 9 月份的 49.3 升至 50.7。先行指标显示，欧元区经济正在好转之中。

不过第二季度欧元区经济仍在继续萎缩。欧盟统计局公布的数据显示，第二季度欧元区 GDP 环比下滑 0.2%，同比下滑 4.8%。数据表明，虽然实现了部分好转，但欧元区经济也只能从这场二战以来最严重的经济衰退中缓慢复苏。

欧元区的失业率仍在不断攀升，受此影响，消费仍面临诸多困难。经济结构当中，出口仍不稳定，8 月份出现贸易逆差，而欧元近期的汇率持续走强，为出口的好转蒙上一层阴影。此外，欧盟成员国高企的财政赤字对其经济的可持续复苏提出挑战。

欧盟委员会认为，德国、意大利、荷兰、比利时、奥地利、捷克、葡萄牙、斯洛伐克和斯洛文尼亚这 9 个成员国今年财政赤字水平将远超过国内生产总值的 3%，其中欧盟最大经济体德国今年的财政赤字将达国内生产总值的 3.7%。

欧盟《稳定与增长公约》要求成员国必须将财政赤字占国内生产总值的比例控制在 3% 以内，仅在特殊情况下允许暂时小幅超标。欧盟委员会说，虽然当前的经济危机属于特殊情况，但这些国家的赤字超标情况均不符合“暂时”或“小幅”要求，因此按照欧盟相关规定，需对它们启动赤字超标程序。欧盟委员会随后还将结合当前经济形势，要求受警告成员国限期纠正。

四、世界经济走势及预测

■ 三大经济体将缓慢退出

欧盟财长在轮值主席国瑞典的哥德堡举行非正式会议，退出策略

成为焦点议题之一。主持会议的瑞典财政大臣安德斯·博里在会后的新闻发布会上表示，已经实施退出策略的一些基本原则达成了一致，包括必须选择合适的时机结束经济刺激计划；要采取措施削减赤字，巩固财政；要推行全面的结构性改革，改革成员国的预算框架。

如前所述，目前欧盟成员国在刺激经济和控制财政赤字之间面临两难抉择。尽管就目前情况，欧盟成员国仍有必要继续刺激经济，但也应着手拟订退出策略。一旦经济稳步复苏应以相互协调的方式逐步结束经济刺激计划，巩固财政。不过就退出策略达成共识并不意味着立刻就结束经济刺激，我们认为，只有经济复苏得以稳固之后，财政刺激政策才有可能开始实施退出策略，同时由于欧元区的货币供应情况依旧紧张，货币政策的退出也不是一蹴而就的。

在降息至零区间后，美联储还通过一系列临时融资安排和国债收购等措施，向金融体系释放过剩流动性，以刺激经济复苏。但随着经济好转，对于适时启动退出策略的呼声日渐浮现。作为美联储体系内最具影响力的一个分支，美联储纽约分区银行称，正在测试用于从银行系统中回笼资金的一项政策工具——逆回购操作。美联储官员此前曾表示，当政策逆转的时机到来时，可能会通过这种所谓的逆回购操作吸收超额储备。而在日本，央行最新披露的会议纪要显示，一些决策者暗示可能很快结束购买公司债的政策。

如果经济增长的下行风险转为现实，那么现行计划可能需要进一步扩大或延长。而一旦复苏奠定牢固基础，各国需大规模削减财政赤字，并开始着手解决长期财政挑战，推进改革以实现公共财政的可持续性。

虽然澳大利亚、印度和挪威等国家在近期实施了紧缩的货币政策，进一步确认了政策退出时代的到来，但是引发这轮经济反弹的原因主要是发达和新兴经济体采取了强有力的公共干预政策。由于目前在失业和消费等领域仍面临很多困难，全球经济复苏的进程尚不稳固，因此，我们认为，在经济复苏奠定坚实基础之前，各国应维持财政刺激计划，而货币政策的退出将先于财政政策退出。对于美国而言，除关注价格变化外，还应高度关注失业率的变化情况，来判断美国何时启动加息政策。

■ 美国财政赤字仍可控

美国国会预算办公室表示，在9月30日结束的2009财年，美国政府财政赤字预计达到1.42万亿美元，这一创纪录的赤字规模占美国经济总量的比例达半个多世纪以来最高水平——9.9%。美国2008财年的赤字规模为4590亿美元；2009财年的支出相当于GDP的25%，为50多年来最高比例水平。

虽然2009财年美国的财政赤字创出新高，但并不意味着美国财政状

况的失控。今年 2 月份，奥巴马的经济刺激计划获国会通过后，市场预期本财年美国的财政赤字会达到 1.85 万亿美元，其占 GDP 的比重将超过 13%。年中的时候，美国白宫和美国国会预算办公室预计 2009 财年的赤字规模为 1.6 万亿美元。而实际 2009 年美国财政赤字的规模远远小于之前的两次预估，美国经济也已走出了连续负增长的衰退区间。这都表明，一方面美国的经济刺激计划较好地达到了预期效果，另一方面美国的财政状况较之前的市场悲观预期得到明显改善。由此看，奥巴马当初做下的任期结束后财政赤字缩减一半的承诺并非无法实现。而且美国国内也表达出对于巨额财政赤字的担忧。美联储主席伯南克就敦促美国政府削减财政赤字，表示为了实现全球经济的平衡发展，美国必须提高储蓄率并大幅削减联邦财政赤字，已改善不可持续的债务水平。因此，未来削减财政赤字也会成为美国国内政策自发调整方向。

虽然面对高企的财政赤字，美国可以通过本币贬值的方式，利用其本位货币的优势在全球范围内征收通货膨胀税，以此来减轻债务负担，从而导致美元在中长期保持弱势，但这并不意味着美元及美元货币体系的崩溃。在没有其他货币替代的情况下，美国财政状况的改善情况如果好于市场预期，美元的地位反而可能因此而得到巩固。在金融危机前后“黑天鹅”事件频频出现的情况下，这并非不可想象的事情。

主要经济体月度经济指标一览表

国家 或 地区	经济指标	9 月	8 月	7 月
美国	消费者物价指数 (CPI)	-1.3	-1.5	-2.1
	生产者物价指数 (PPI)	-4.8	-4.3	-6.8
	出口	-	-20.7	-22.2
	进口	-	-28.6	-30.3
	工业产量	-6.1	-10.4	-12.4
	制造业新订单	-	-20.4	-23.2
	设备利用率 (%)	70.5	69.9	69.0
	制造业采购经理人指数 (PMI)	52.6	52.9	48.9
	非制造业采购经理人指数 (PMI)	50.9	48.4	46.4

	总失业率 (%)	9.8	9.7	9.4
	非农就业人数 (千人)	136795	137358	137675
	零售销售额	-5.7	-5.8	-8.3
	消费信贷	-	-4.4	-4.2
	个人收入	-2.8	-2.7	-2.5
	个人支出	0.3	0.4	-0.7
	消费者信心指数	73.5	65.7	66.0
	新屋动工	-28.7	-30.0	-34.8
	新屋销售	-7.8	-6.1	-14.8
	二手房销售	9.2	3.2	5.0
	营建开支	-	-11.6	-12.7
日本	消费者物价指数 (CPI)	-2.2	-2.2	-2.3
	经济观察家调查指数 (当前状况)	43.1	41.7	42.4
	经济观察家调查指数 (预期)	44.5	44.0	44.9
	货币供应量	3.0	2.8	2.7
	进口	-	-42.8	-41.2
	出口	-	-37.1	-37.6
	工业产值	-18.9	-19.0	-22.9
	产能利用率 (%)	-	79.0	77.2
	失业率	5.3	5.5	5.7
	工作岗位/申请人数 (%)	43	42	42
	批发零售	-22.0	-22.3	-24.2
	消费者信心指数	40.7	40.4	39.7
欧元区	建筑定单	-14.0	-25.2	-42.8
	新屋开工	-37.0	-38.3	-32.1
	消费者物价指数 (CPI)	-0.3	-0.2	-0.7
	生产者物价指数 (PPI)	-	-7.5	-8.4
	经济信心指数	86.2	82.8	80.6
	货币供应量	3.6	4.6	4.7
	经常账户 (10 亿欧元)	-	-5.0	9.3
	工业产值 (月环比)	-	1.1	0.2
	制造业订单 (月环比)	-	2.0	3.0
	总失业率 (%)	9.7	9.6	9.5
	零售贸易	-	-2.8	-1.7
	消费者信心指数	-17.7	-19	-22
	建筑业景气指数	-29	-31	-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

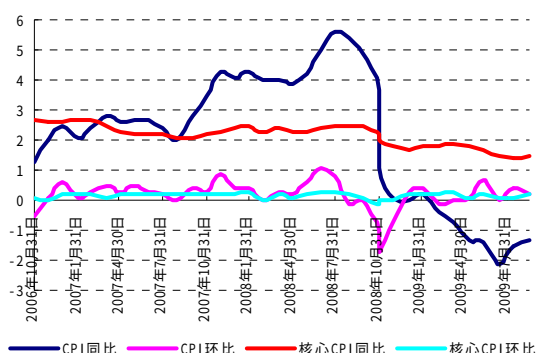
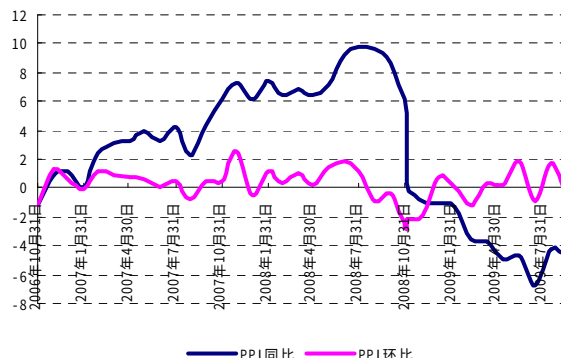


图2 美国的PPI



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

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

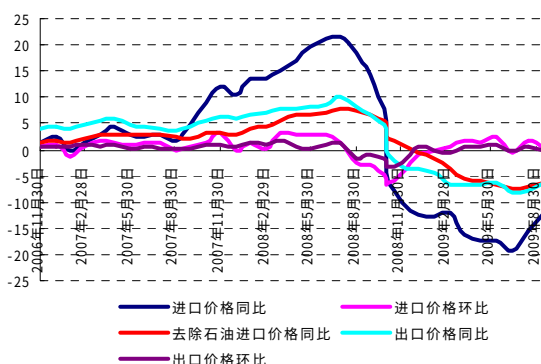
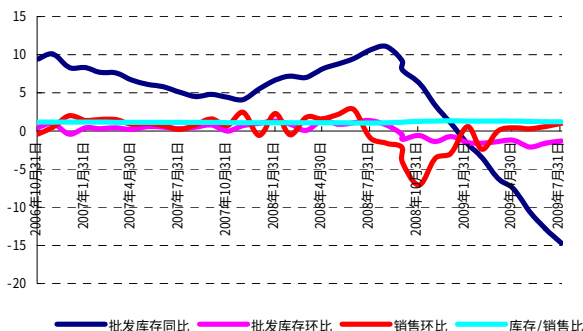


图4 美国的批发库存及销售情况



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

图5 美国的企业信心指数

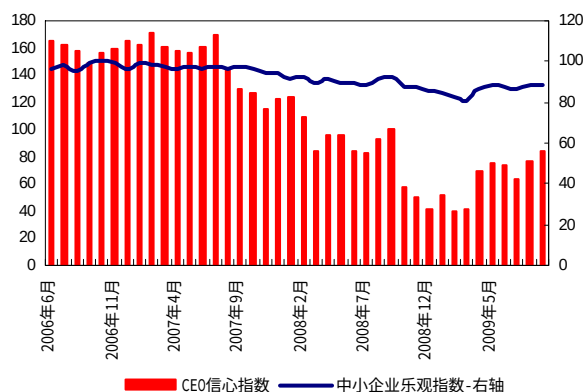
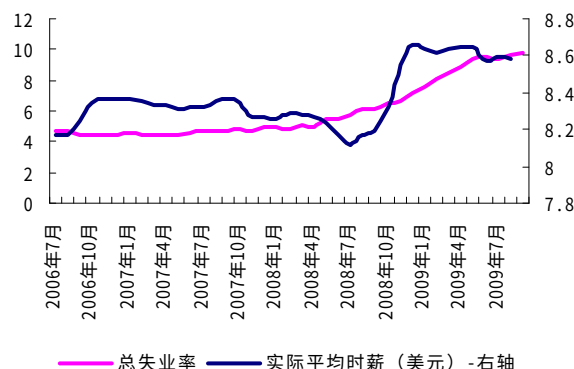


图6 美国的失业率及实际平均时薪



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

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

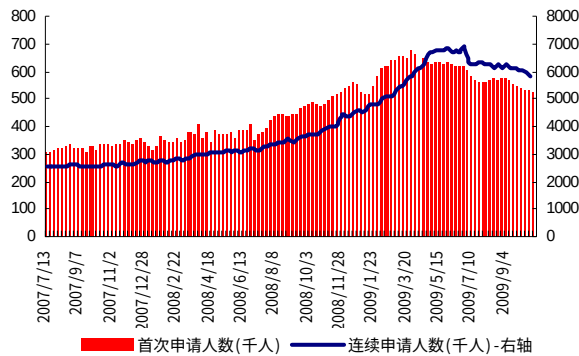
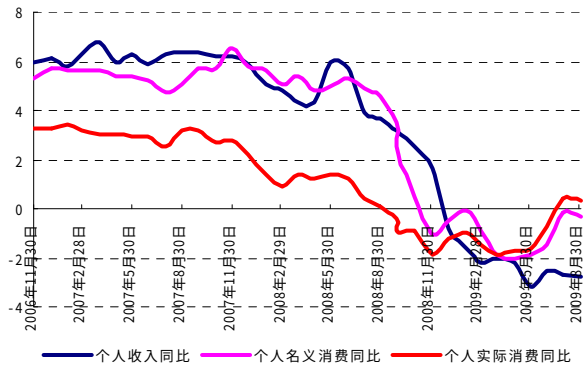


图8 美国的个人收入及支出情况



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

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

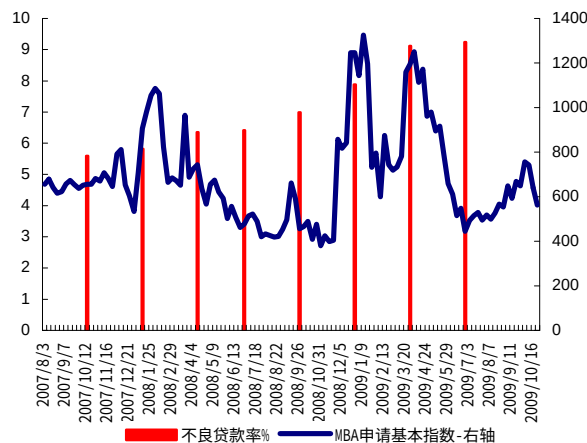
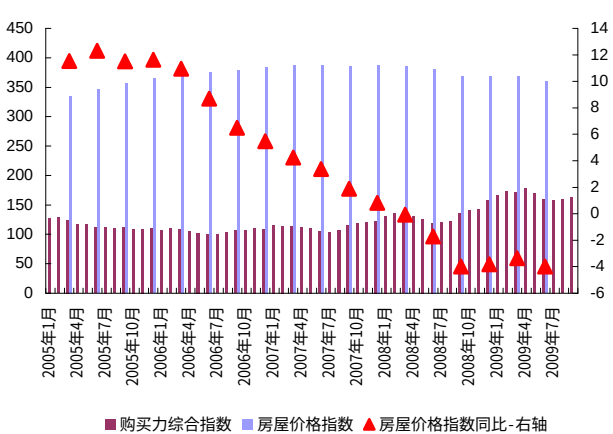


图10 美国的住房购买力及价格指数



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

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

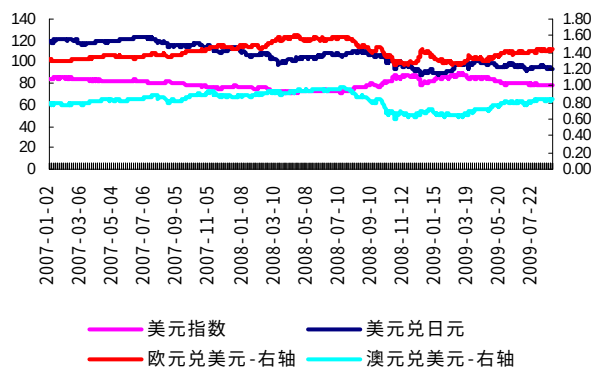
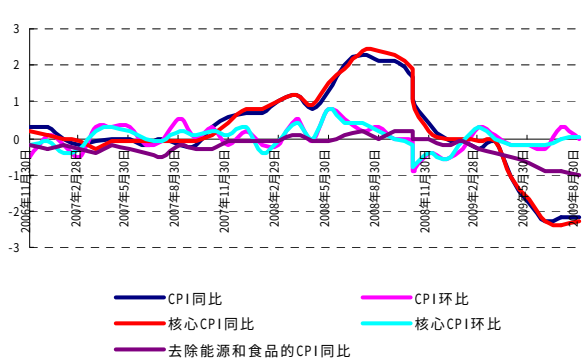


图12 日本的CPI及核心CPI



数据来源：Wind、上海证券研究所

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

图 13 日银短观商业环境指数

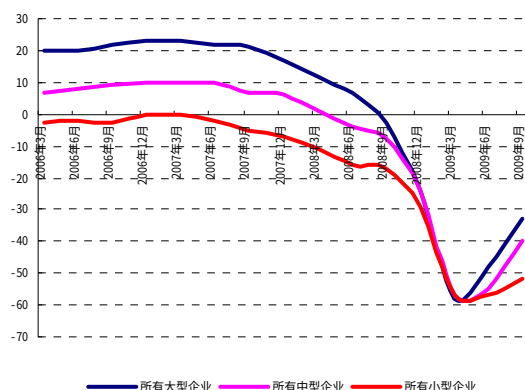
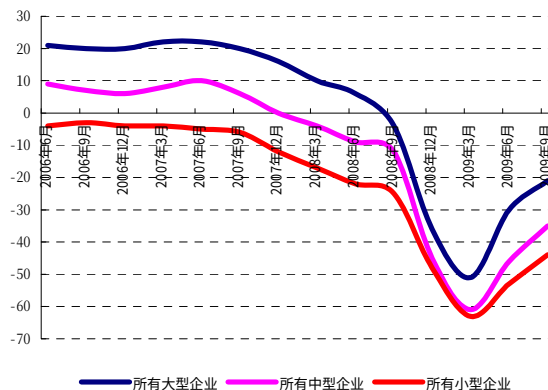


图 14 日银短观商业环境预测指数



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

图 15 日本的产出与存货情况

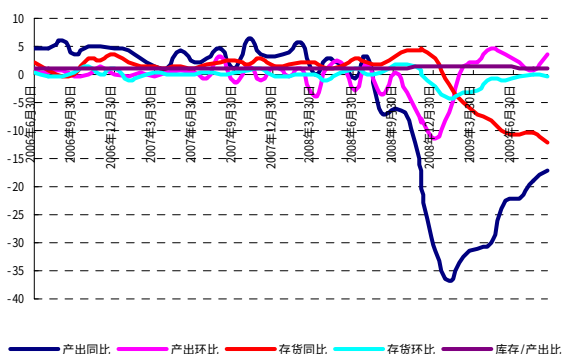
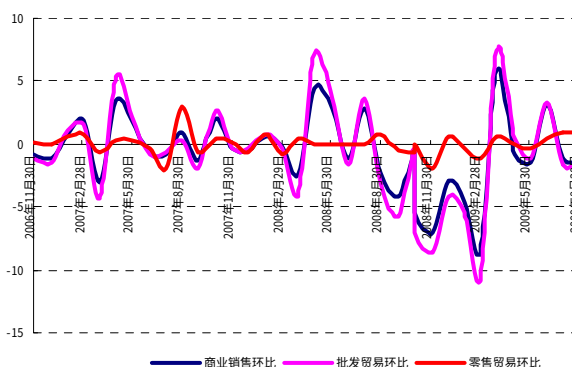


图 16 日本商业销售情况



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

图 17 日本的货币供应情况

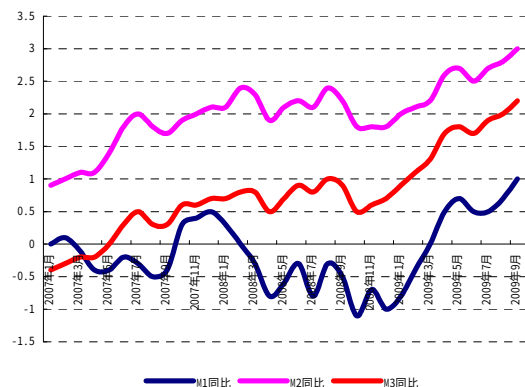
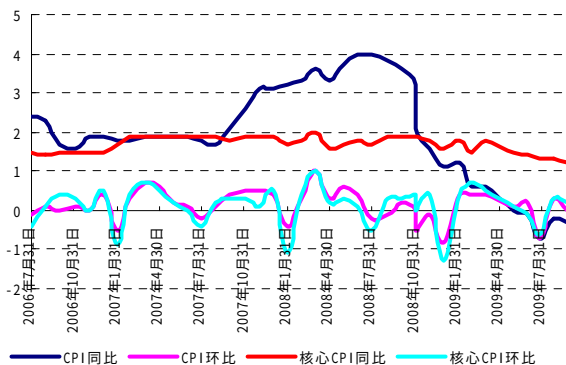


图 18 欧元区的 CPI 及核心 CPI



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

图 19 欧元区的 PPI 及核心 PPI

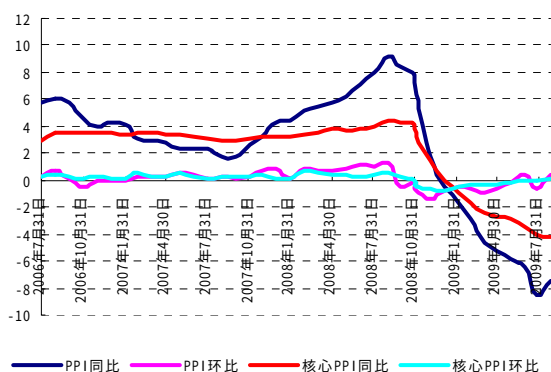
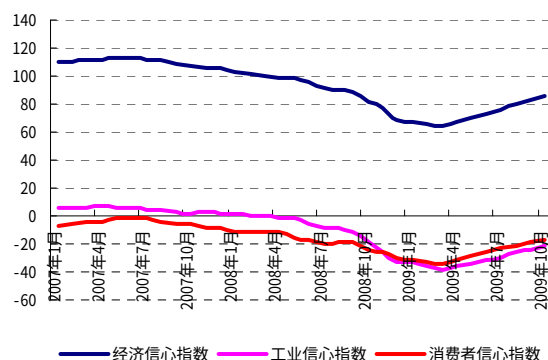


图 20 欧元区的经济信心指数



数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

图 21 欧元区的货币供应情况

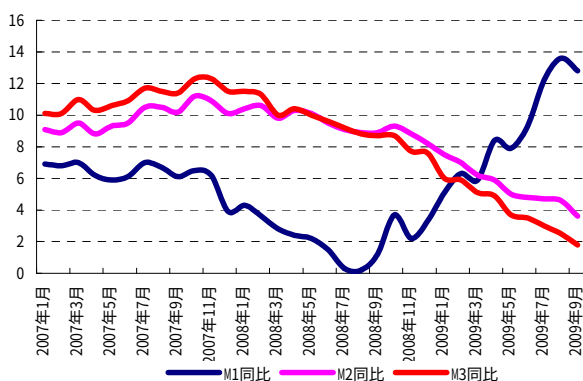
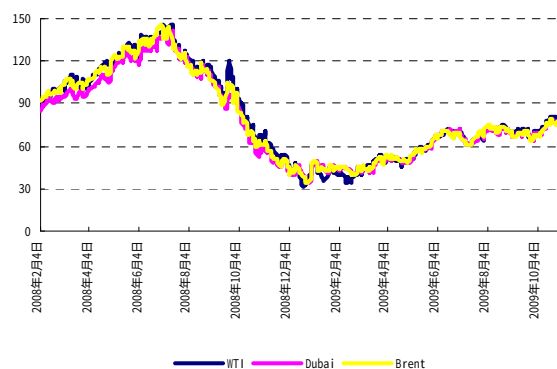


图 22 国际原油现货价格走势



数据来源：CEIC、上海证券研究所

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

图 23 美元的 LIBOR-OIS 利差

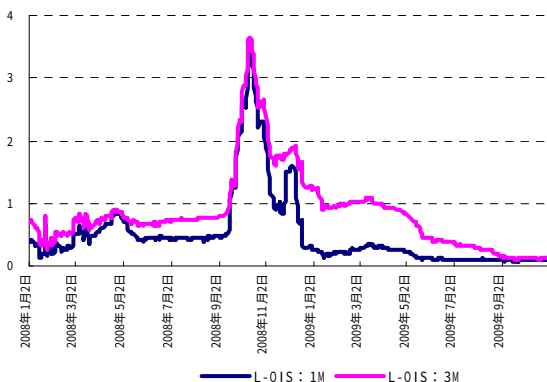
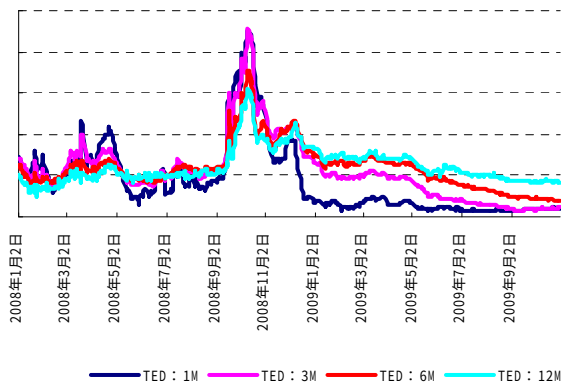


图 24 美元的 TED 指数



数据来源：Bloomberg、Wind、上海证券研究所

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。