



分析师

陈梦根、杜征征

电话: 010-88085984

Email: duzhengzheng@hysec.com

宏观经济周报

第 39 期 (11.30-12.06)

中央经济工作会议为明年宏观定调
美就业市场出现积极迹象但持续性堪忧

本期要点

► 中国

2009 年中央经济工作会议 12 月 5 日在北京正式开幕。作为中共中央、国务院每年召开的规格最高的经济会议，会议除了总结一年来我国在经济工作中取得的成果，还将制定明年的宏观经济政策，全面部署明年经济工作，以及提出需要重点把握的问题。对于今年来说，如何判断国内外经济形势也将是重要的议题。由于经济总体形势积极向好，“保增长”的任务并不十分迫切，“保增长”的基调或将被“稳增长”所替代。宏观政策的连续性和稳定性会继续得到保证，调结构将成为经济工作的重点，同时，政府投资在“保民生”上应更突出。

此外，11 月 CFLP 制造业采购经理人指数 (PMI) 升至 55.2，尽管与 10 月持平，但是也是自 2008 年 5 月份以来的最高值，这可能预示经济景气度达到较高水平以后开始稳定，这也预示了未来经济回升态势可能趋稳。从分项指数来看，有升有降，但总体基本平稳，其中新订单指数、生产指数、供应商配送时间指数基本同上月持平；积压订单指数、产成品库存指数、原材料库存指数、购进价格指数有所上升；新出口订单指数、采购量指数、进口指数、从业人员指数有所下降。

► 发达经济体

美国

上周公布了 11 月采购经理人 (PMI) 数据。从制造业来看，虽然增长速度低于 10 月的水平，但仍然保持了增长，新订单和新出口订单数字都处于很有利的位置，与此同时价格指数下跌了 10 个百分点，这意味着制造商成本压力减轻了。整体而言，制造业的复苏仍在持续，但依据制造企业的评论来看，许多企业仍在艰难前行。服务业 PMI 则跌至荣枯分界点之下，不仅数据如此，根据 ISM 公布的报告，受访者对商业状况的评估仍

然非常谨慎，他们普遍对经济复苏能否持续较长时间感到担心。

就业市场方面，利好大于利空。11月非农就业人数减少1.1万人，11月失业率下降至9.8%，11月28日当周初请失业救济金人数45.7万，11月美国大型企业裁员50349人，四项数据均好于预期；但11月私营部门就业人数减少16.9万人，差于预期。美国就业市场的确出现了一些积极性的因素，但是这些都是在政府力量驱动下的结果。未来，这些积极因素的效应递减后，就业市场是否还可以维持积极向上的态势，还需要时间的检验和其他数据的校准。这个月的经济先行指标——无论是制造业PMI还是非制造业PMI——均出现了回落，固然和季节性因素有关，但是可能也反映出刺激效应初显递减的某些后果。

欧洲

欧洲央行12月3日决定将其基准利率维持在历史低点不变，符合此前市场预期，并表示将逐步撤回在金融危机最坏时期所推出的特殊流动性措施，实际上11月末欧洲央行已表示撤回特殊流动性的意愿。但欧洲央行理事不希望给市场带来即将升息的印象，原因是任何有关欧洲央行将比美联储更早升息的迹象都可能进一步推动欧元汇率走强。如果欧洲央行暗示将提早升息，哪怕只是最微小的暗示，都将推动欧元汇率急剧上涨。

同时，1日公布的数据显示，欧元区10月失业率为9.8%。在失业率没有得到有效控制的前提下，加息对欧元区的杀伤力都是巨大的。即便是在已经加息的澳大利亚，也是在其就业人数出现增加的情势下，得以三个月内连续三次加息。

此外，央行加息的另一个基础是物价的较快上涨。而11月16日公布的数据显示，欧元区10月CPI环比上升0.2%、同比下降0.1%；12月2日公布的数据显示，欧元区10月PPI环比上升0.2%、同比下降6.7%。欧洲央行一直将通胀低于2%最为通胀的目标水平，无论是CPI、PPI都远未达到这一水平。因此，欧洲央行有充裕的空间维持低利率。

日本

10月工业产出环比上升0.5%，连续第8个月提升。不过，10月升幅低于预期水平，此前接受调查的经济学家预期的升幅为2.5%。自从今年4月达到高位的5.9%之后，日本工业生产环比改善的速度开始放缓，连续三个月维持在2%之下，未来可能还会维持一段时间的低位徘徊。而且，与美国工业制造业近期的补库存不同，10月日本制造商的库存出现了下降，环比下滑3.0%。

一周财经回顾

时间	国别地区	数据名称	今次	上次
30 日	美国	11 月芝加哥采购经理人指数	56.1	54.2
	加拿大	第三季度 GDP（年率）	0.4%	- 3.4%
		9 月 GDP（月率）	0.4%	- 0.1%
	日本	10 月工业生产初值（月率）	0.5%	2.1%
		10 月工业生产初值（年率）	-15.1%	- 18.4%
1 日	中国	11 月 CFLP 制造业采购经理人指数	55.2	55.2
	美国	10 月营建支出（月率）	0.0%	0.8%
		11 月 ISM 制造业指数	53.6	55.7
		10 月 NAR 成屋销售（年率）	31.8%	19.8%
		10 月 NAR 成屋销售（月率）	3.7%	6.1%
	欧元区	10 月失业率	9.8%	9.8%
	澳大利亚	澳储行利率决议	3.75%	3.50%
2 日	美国	11 月挑战者裁员人数（万人）	5.0349	5.5679
		11 月 ADP 就业人数变化（万人）	-16.9	-20.3
	欧元区	10 月生产者物价指数（月率）	-0.4%	0.2%
		10 月生产者物价指数（年率）	-7.7%	-6.7%
3 日	美国	11 月 28 日当周初请失业金人数（万人）	45.7	46.6
		11 月 ISM 非制造业指数	48.7	50.6
		第三季度非农业生产终值	8.1%	9.5%（初值）

时间	国别地区	数据名称	今次	上次
3 日	欧元区	10 月零售销售（年率）	-3.1%	-1.9%
		10 月零售销售（月率）	-0.6%	0.0%
		欧洲央行利率决议	1.00%	1.00%
4 日	美国	11 月失业率	10.0%	10.2%
		11 月非农就业人数变动（万人）	-19.0	-1.1
		10 月工厂订单	0.6%	0.9%
	加拿大	11 月 Ivey 采购经理人指数	55.9	61.2
		11 月失业率	8.5%	8.6%

本周重点提示

时间	国别地区	数据名称	上次
7 日	欧元区	12 月 Sentix 投资者信心指数	-7.0
	德国	10 月工厂订单（月率）	0.9%
		10 月工厂订单（年率）	-13.1%
8 日	美国	10 月消费者信贷（亿美元）	-148.0
	加拿大	央行公布利率决议	0.25%
	德国	10 月工业生产（年率）	-12.9%
		10 月工业生产（月率）	2.7%
	日本	日本 10 月领先指标	86.4
		日本 10 月同步指标	92.7
9 日	德国	10 月贸易帐（亿欧元）	106
	欧元区	日本第三季度实际 GDP 终值（季率）	1.2%
		日本第三季度实际 GDP 终值（年率）	4.8%
10 日	美国	美国 10 月贸易帐（亿美元）	-365
		11 月 28 日当周初请失业金人数（万人）	45.7
	英国	英央行利率决议	0.5%
	日本	日本 10 月机械订单（月率）	10.5%
11 日	美国	12 月密歇根大学消费者信心指数初值	67.4
		11 月零售销售（月率）	1.4%
	日本	11 月消费者信心指数	40.8

中国

◆ 中央经济工作会议召开，为 2010 年宏观经济定调。

简评：2009 年中央经济工作会议 12 月 5 日在北京正式开幕。作为中共中央、国务院每年召开的规格最高的经济会议，会议除了总结一年来我国在经济工作中取得的成果，还将制定明年的宏观经济政策，全面部署明年经济工作，以及提出需要重点把握的问题。对于今年来说，如何判断国内外经济形势也将是重要的议题。

由于经济总体形势积极向好，“保增长”的任务并不十分迫切，“保增长”的基调或将被“稳增长”所替代。宏观政策的连续性和稳定性会继续得到保证，调结构将成为经济工作的重点，同时，政府投资在“保民生”上应更突出。2010 年是十一五规划的“收官之年”，做好这一年的经济社会发展工作，对进一步有效应对国际金融危机冲击、为十二五时期发展奠定良好基础具有十分重要的意义。

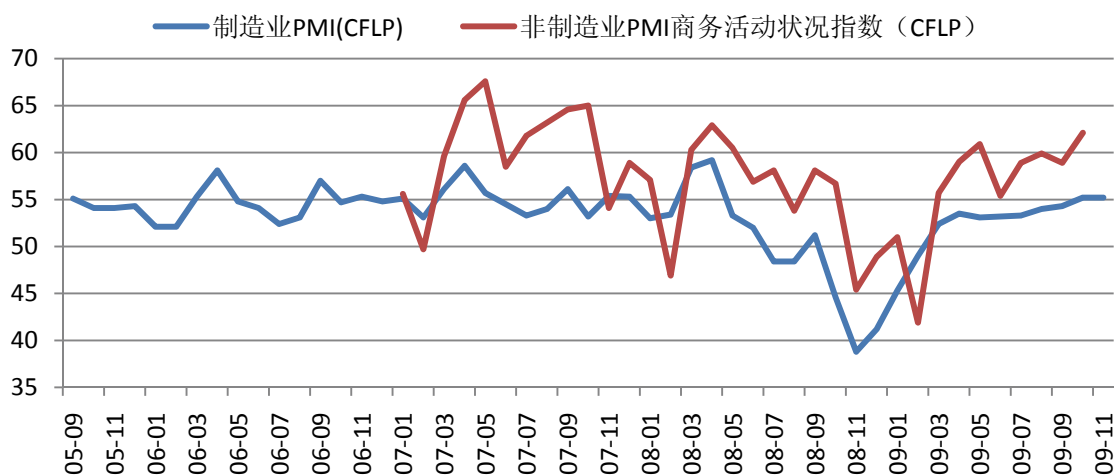
◆ 11 月 CFLP 制造业采购经理人指数（PMI）55.2，与 10 月持平。

简评：年初至今，衡量宏观经济先行指标的 PMI 指数稳步上升，中国经济也在回升通道中继续上行。目前来看，PMI 已经恢复至接近正常时期的水平，稳定在 55 左右。

11 月 CFLP 制造业 PMI 升至 55.2，尽管与 10 月持平，但是也是自 2008 年 5 月份以来的最高值，这可能预示经济景气度达到较高水平以后开始稳定，这也预示了未来经济回升态势可能趋稳。本月中国制造业 PMI 指数有升有降，但总体基本平稳。从分项指数来看，新订单指数、生产指数、供应商配送时间指数基本同上月持平；积压订单指数、产成品库存指数、原材料库存指数、购进价格指数有所上升；新出口订单指数、采购量指数、进口指数、从业人员指数有所下降。

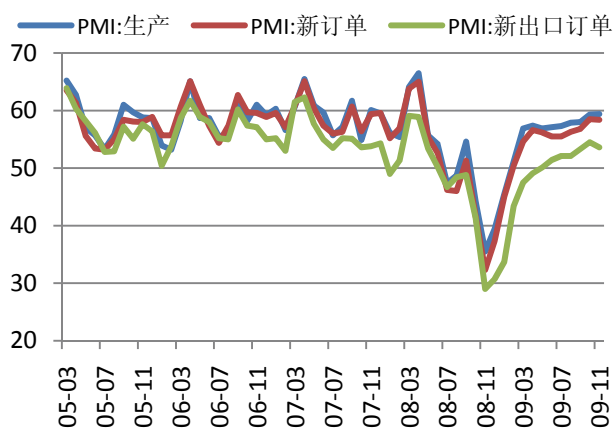
全年来看，生产指数与新订单指数自 2008 年 11 月触底以来持续反弹，显示出良好的态势；虽然新出口订单受到外需放缓的影响恢复稍逊，但相比 2008 年年底的低点，已经有了较大的好转；不过值得注意的是，购进价格指数上升较快，目前已升至正常时期的平均水平之上，企业成本的过快上升，将拖累中国经济复苏。

图 1：宏观经济先行指标 PMI 接近正常时期水平



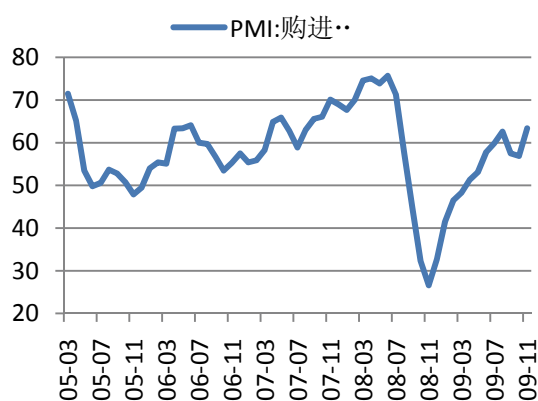
资料来源：Wind、宏源证券

图 2：生产与订单指数恢复较好，新出口订单稍逊



资料来源：Wind、宏源证券

图 3：购进价格指数上升较快



资料来源：Wind、宏源证券

发达经济体

美国

◆ 11 月制造业与非制造业采购经理人指数有所回落：ISM 制造业采购经理人指数降至 53.6，低于预期；ISM 非制造业采购经理人指数降至 48.7，亦低于预期。

简评：美国供应管理协会(ISM)12 月 1 日宣布，11 月的 ISM 制造业指数跌至 53.6，低于 10 月的 55.7，而此前接受调查的经济学家平均预期为 11 月的 ISM 制造业指数将小幅回调至 55%。11 月制造业 18 个子行业中有 12 个实现了环比增长。

11 月美国制造业的状况连续第四个月改善，但改善的速度低于 10 月。ISM 制造业指数的分类指数中，新订单指数增至 60.3，超过 10 月的 58.5；产出指数由 10 月的 63.3 降至 59.9；从业人员指数由 53.1 降至 50.8；库存指数由 46.9 降至 41.3；价格指数由 65 大幅降至 55。

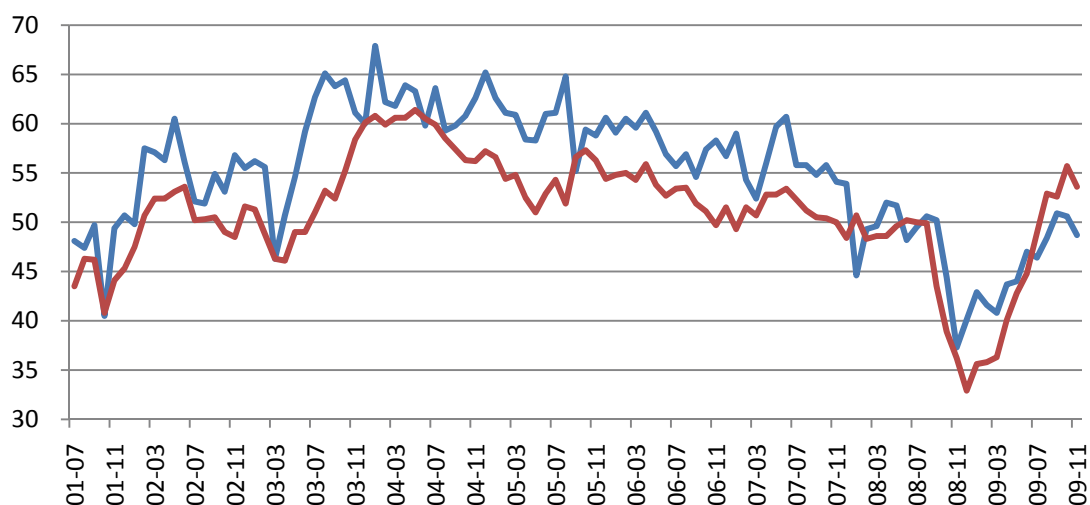
虽然增长速度低于 10 月的水平，但制造业仍然保持了增长，新订单和新出口订单数字都处于很有利的位置，与此同时价格指数下跌了 10 个百分点，这意味着制造商成本压力减轻了。整体而言，制造业的复苏仍在持续，但依据制造企业的评论来看，许多企业仍在艰难前行。

数据还显示，11 月的 ISM 非制造业指数跌至 48.7，低于 10 月的 50.6，而接受调查的经济学家平均预期为 11 月的 ISM 非制造业指数将上升至 51.5。此前公布的数据显示，9 月与 10 月的非制造业采购经理人指数分别为 50.9 与 50.6，连续两个月处于扩张区间。11 月，在非制造业的 18 个行业中，有 6 个行业报告称商业活动状况出现扩张，分别为医疗保健、建筑、金融以及零售业等等。

分项指数当中，利好的方面为 11 月份的就业指数从 10 月份的 41.1 上升至 41.6，新出口订单从 53.5 升至 54.5；不利的方面体现在新订单指数从 55.6 下降至 55.1，商业活动指数从 55.2 下降至 49.6。支付价格指数从 53 升至 57.8。

不仅数据如此，根据 ISM 公布的报告，受访者对商业状况的评估仍然非常谨慎，他们普遍对经济复苏能否持续较长时间感到担心。甚至有受访者对 ISM 表示，“没有人真正相信经济复苏是真实的。看起来所有的事情都不过是维持现状，所有人都对经济复苏持保留态度。”

图 4：美制造业与非制造业 PMI 同时再度出现波动，显示美国经济复苏的艰难



资料来源：Bloomberg、宏源证券

表 1：ISM 制造业 PMI 及分类指数				单位：%
指数	11 月	10 月	变化	趋势（月）*
制造业 PMI	53.6	55.7	-2.1	4
生产指数	59.9	63.3	-3.4	6
新订单指数	60.3	58.5	1.8	5
从业人员指数	50.8	53.1	-2.3	2
供应商配送指数	55.7	56.9	-1.2	6
存货指数	41.3	46.9	-5.6	43
价格指数	55.0	65.0	-10.0	5
积压订单指数	52.0	53.5	-1.5	4
新出口订单	56.0	55.5	+0.5	5
进口指数	51.5	51.0	+0.5	3
消费者存货指数	37.0	38.5	-1.5	8

注：*趋势表示目前上升/下跌延续的时间

资料来源：美 ISM 协会、宏源证券研究所

表 2：ISM 非制造业 PMI 及分类指数				单位：%
指数	11 月	10 月	变化	趋势（月）*
非制造业 PMI	48.7	50.6	-1.9	1
商业活动	49.6	55.2	-5.6	1
新订单指数	55.1	55.6	-0.5	3

从业人员指数	41.6	41.1	0.5	19
供应商配送指数	48.5	50.5	-2	1
存货指数	45.5	43	2.5	15
价格指数	57.8	53	4.8	2
积压订单指数	48.5	53.5	-5	1
新出口订单	54.5	53.5	1	2
进口指数	46	46	0	2
存货评估指数	61.5	63.5	-2	150

注：*趋势表示目前上升/下跌延续的时间

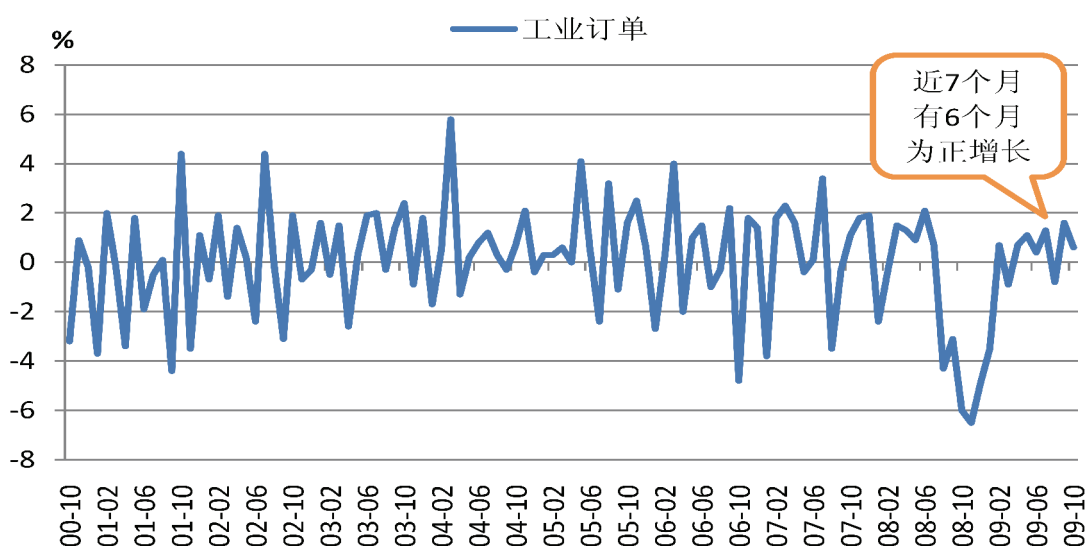
资料来源：美 ISM 协会、宏源证券研究所

◆ 10 月工厂订单环比上升 0.6%，高于预期。

简评：美国商务部 4 日公布的数据显示，美国 10 月份工厂订单环比上升 0.6%，为近七个月中的第六次，亦高于此前市场预计的环比持平，季调后折合成年率为 3605 亿美元。

数据显示，10 月份耐用品订单修正值月率下降 0.6%，与初值一致；非耐用品订单修正值月率上升 1.6%，上月修正后 为月率上升 1.1%。此外，10 月份扣除国防的耐用品订单修正值月率上升 1.1%，上月为上升 1.5%；扣除运输的耐用品订单修正值月率上升 0.5%；扣除飞机的非国防耐用品订单修正值月率下降 3.4%。

图 5：美工厂订单持续回升，库存开始增加



资料来源：Bloomberg、宏源证券

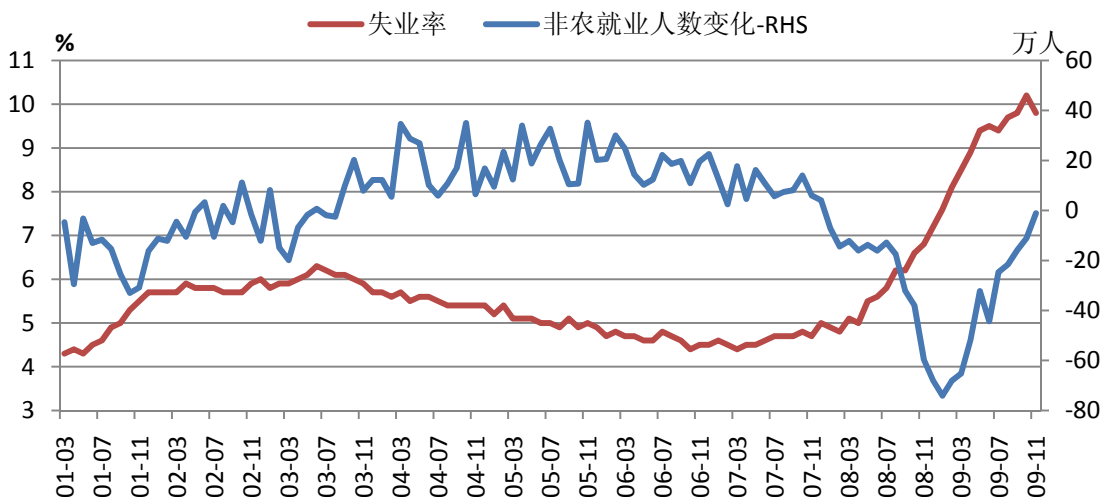
总的来看，随着美国经济复苏以及美元汇率持续下滑，美国企业出口竞争力将不断增强，美国工厂订单状况仍会保持持续改善的态势。

数据还显示，10 月份美国工厂库存数字环比增长了 0.4%。这是该数字在连续 13 个月下降之后的首次回升。美国工厂库存数字早已处在极低水平，10 月份工厂库存数字的回升，表明美国制造商希望重新增加库存数量，工厂库存数量的增加将推动美国第四季度 GDP 增长。

◆ 11 月非农就业人数减少 1.1 万人，11 月失业率下降至 10.0%，11 月 28 日当周初请失业救济金人数 45.7 万，11 月美国大型企业裁员 50349 人，四项数据均好于预期；但 11 月私营部门就业人数减少 16.9 万人，差于预期。

简评：美国劳工部 4 日公布的数据显示，经季节性因素调整后算，美国 11 月非农就业人数减少了 1.1 万人，远好于市场预期，为 2007 年 12 月以来最小月度裁员数字。9 月和 10 月份的非农就业减少数下修至 15.9 万人和 11.1 万人。失业率方面，11 月份的就业人数增加了 22.7 万人；失业人数减少了 32.5 万人，总数降至 1540 万人。失业率下降了 0.2 个百分点，从 10 月份的 26 年最高水平 10.2% 下降至 10.0%。此前接受调查的经济学家平均预期美国 11 月份非农就业人数将减少 10 万人，预计失业率将继续维持在 10.2% 的多年最高水平。

图 6：美国失业率偶现回落，表明就业市场有所改善，但持续性值得怀疑



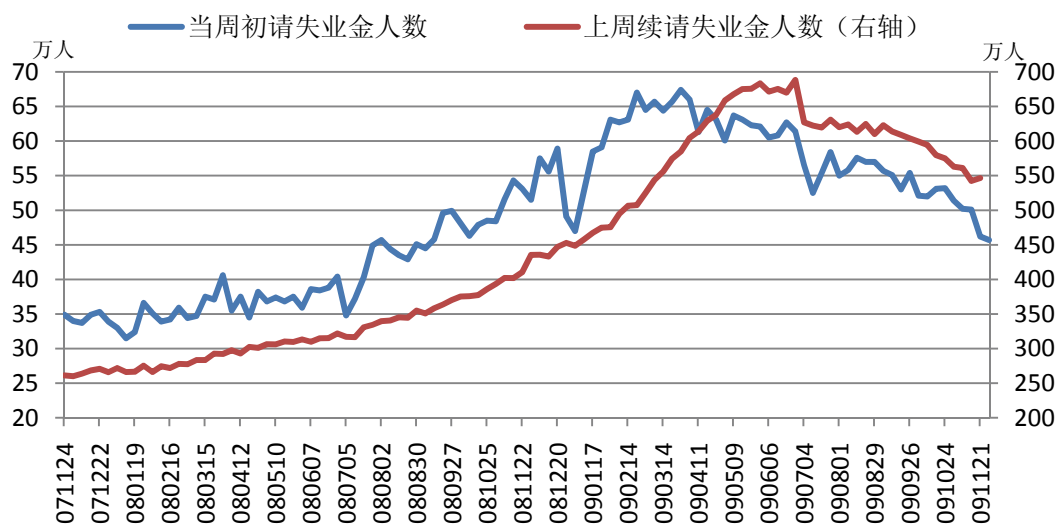
资料来源：Bloomberg、宏源证券

数据还显示，美工人劳动时间延长，临时性雇佣人数增加，增加雇用人数的行业比例也有所提高。但失业时间超过 6 个月的失业者人数也攀升至 590 万人，占到总失业人口的 38.3%。11 月份服务行业就业人数增加了 5.8 万人，为连续第二个月增长；商品生产行业的就业人数减少了 6.9 万人。此外，11 月美工人的总劳动时间环比增长了 0.6%，平均每周工作时数从 10 月份的历史最低水平 33 小时提高到 33.2 小时。

之前,美劳工部3日公布的数据显示,经季节性因素调整后,截止11月28日当周美国初次申请失业救济金的人数减少了0.5万至45.7万人,好于此前接受调查的经济学家平均预期的攀升至48万人左右。数据还显示,初次申请失业救济金人数的连续四周移动平均数字减少了1.425万至48.125万人,为13个月新低;截止11月21日当周持续领取失业救济金的总人数增加了2.8万至547万人。

美国当周首次申请州政府失业救济金的人数连续第5周下降,恢复至2008年9月的水平,表明美劳动力市场状况正在改善。但是领取各种失业救济金的总人数大幅攀升,说明美企业仍然不愿意增加雇佣人手。当日公布的美国三季度劳动生产率终值8.1%虽然较初值的9.5%下修了不少,但是仍然是六年来的最快速度,这一数据就表明了美就业市场目前的窘况。与去年同期相比,美国上周首次申请失业救济人数同比增长了7.5%,持续领取失业救济金人数同比增长了38%。

图7: 初请失业救济人数已恢复至2008年9月的水平



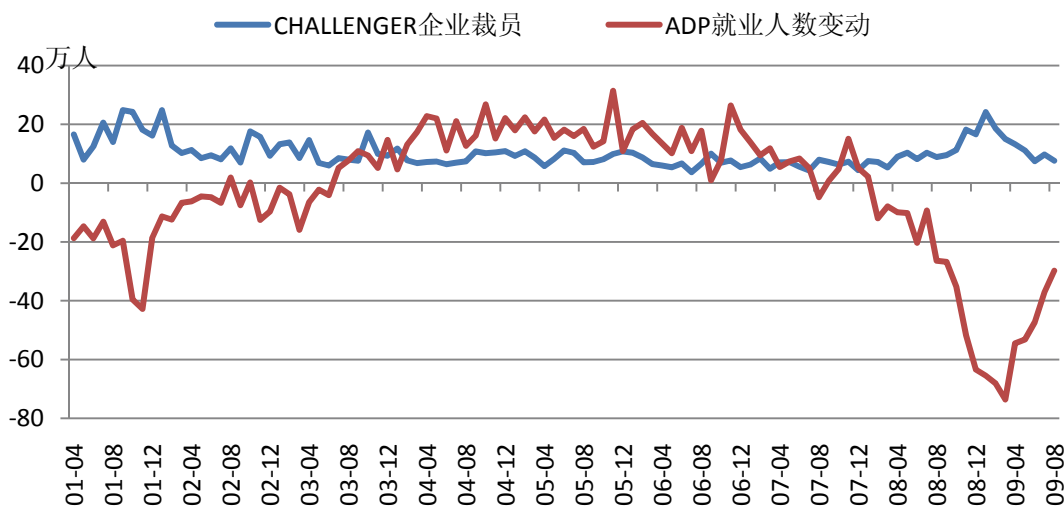
资料来源: Bloomberg、宏源证券

此外,挑战者机构2日公布的月度调查报告表明,今年11月份美国大型企业雇主总共宣布裁员50349人,连续第四个月下滑,比10月份的55679人减少了9.6%,创2007年12月以来新低。对比2008年11月份,今年11月份美国大型企业的公告裁员数字同比下降了72%。受到全球经济危机影响,2008年11月份美国大型企业的公告裁员数字为181671人。

不过,值得注意的是,11月ADP私营部门就业人数减少16.9万人,降幅高于此前经济学家预期的减少15.5万人;10月数据由初值减少20.3万人向上修正为19.5万人。

由此看来，11 月临时雇佣人数与兼职人员的增加，给失业数据以及非农就业变化人数增加了利好的较大影响。

图 8：美私营部门就业人数与企业裁员都出现了积极的变化



资料来源：Bloomberg、宏源证券

综上，我们认为，美国就业市场的确出现了一些积极性的因素，但是这些都是在政府力量驱动下的结果。未来，这些因素的积极效应递减后，就业市场是否还可以维持积极向上的态势，还需要时间的检验和其他数据的校准。而这个月的经济先行指标——无论是制造业 PMI 还是非制造业 PMI——均出现了回落，固然和季节性因素有关，但是可能也反映出刺激效应初显递减的某些后果。

◆ 10 月 NAR 成屋签约销售量增长 3.7%；但上周抵押贷款申请数量仅小幅增加。

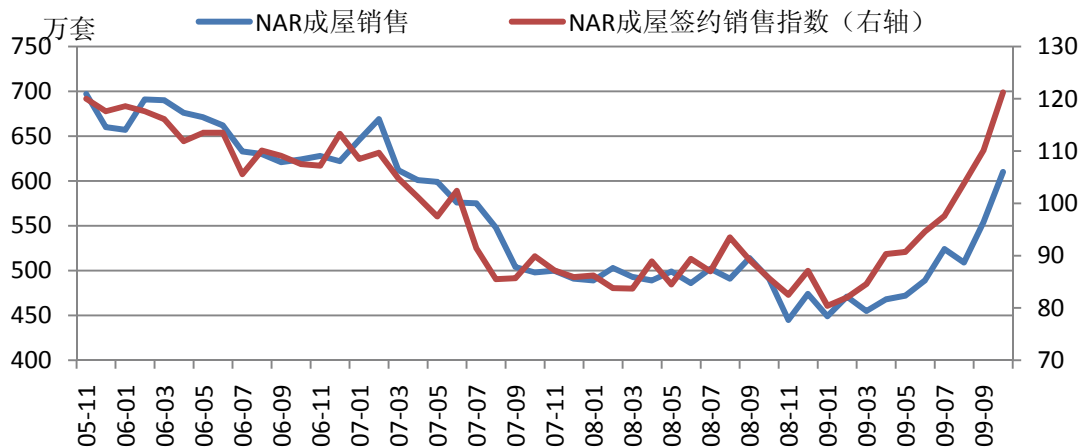
简评：美国房地产交易商协会(NAR)12 月 1 日公布的消息显示，经季节性因素调整后的，10 月份的二手房签约销售数字年数字环比增长了 3.7%，为连续第九个月上升；同比方面，则增长了 31.8%。此外，NAR 将美国 9 月二手房签约销售数字环比增幅从上次公布的 6.1%下修至 6%。此前公布的数据显示，今年 10 月份美国的二手房实际销售数字同比增长了 23%，年化数字攀升至 610 万幢。

美国 10 月二手房签约销售数字大幅攀升，主要原因可能是美国联邦政府实行的为首首次购房者提供 8000 美元税项优惠政策的推动。这项计划原定于 11 月 30 日到期，但目前美国政府已经延长了该计划时间至 2010 年 4 月底，同时扩大了受惠对象。极具吸引力的利率以及消费者日益增加的负担能力对正在企稳的美国房市都起到了积极的作用，由于买家争相利用政府制定的首次购买者税收抵免的优势，由此近几个月美国房市销售量激增。房地产销售的回暖，也带动了私人房地产项目投资，数据显示 10 月私

人房地产建筑项目开支环比增长了 4.4%，为 1998 年 3 月份以来最大涨幅。

根据 NAR 机构预测，2009 年美国的二手房销售数字将为 515 万幢；2010 年美国房地产市场的二手房销售数字将同比增长 10.8%，总量将为 570 万幢。该机构预计 2009 年的新屋销售数字将为 39.4 万幢，2010 年将同比增长 42%，达到 56.1 万幢。

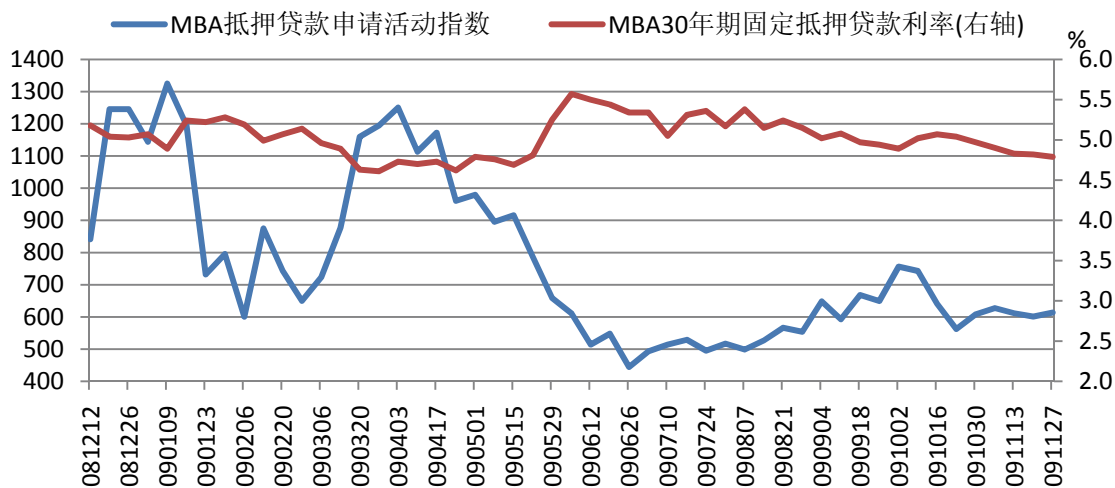
图 9：美二手房销售持续改善



资料来源：Bloomberg、宏源证券

不过，虽然近来新屋、二手房销售量都获得了改善，但是抵押贷款申请数量近来数据却表现平平。尽管 30 年期固定抵押贷款利率连续第 6 周下滑，下降 3 个基点，至 4.79%，仍低于 5.0%(5%被视为重要心理临界点)，为 5 月 15 日当周以来最低水平；但是 11 月 27 日当周抵押贷款申请活动指数上扬 2.1%至 613.7，仅仅达到 4 周前的水平，抵押贷款购买指数上升 4.1%至 232.3；抵押贷款再融资活动指数上升 1.7%，至 2866.4。

图 10：尽管抵押贷款利率持续下降，但抵押贷款申请却表现平平



资料来源：Bloomberg、宏源证券

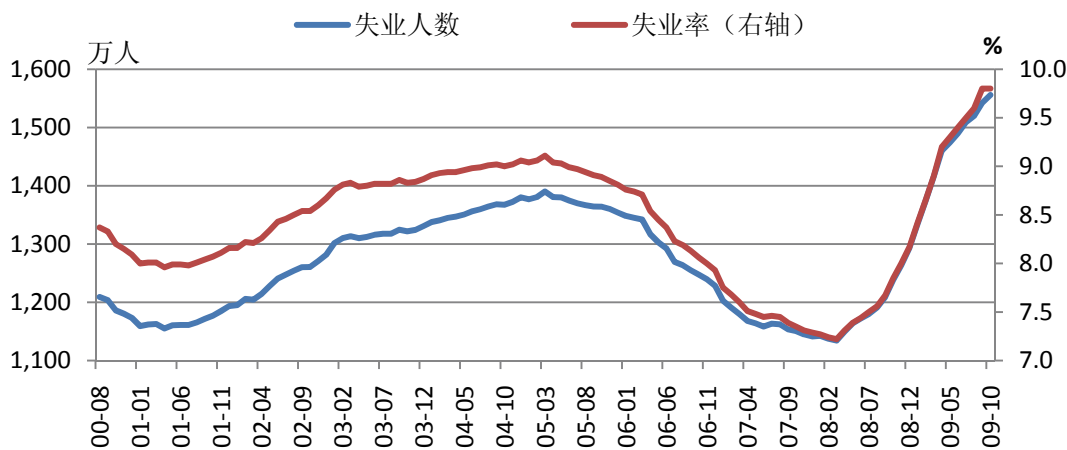
欧洲

◆ 欧元区 10 月失业率 9.8%，仍位居 11 年高点。

简评： 欧盟统计局 12 月 1 日公布的数据显示，欧元区 10 月失业率为 9.8%，符合此前经济学家的预期。欧元区 10 月失业总人数为 1555.7 万人，较 9 月增加 13.4 万人。同时，欧盟统计局还将 9 月失业率从初值的 9.7% 上修至 9.8%。此外，欧盟 10 月失业率由 9 月的 9.2% 上升至 9.3%，10 月失业总人数达 2,251 万人，较 9 月增加 25.8 万人。从国别来看，法国 10 月失业率从 9 月的 10.0% 上涨至 10.1%；意大利 10 月失业率从 9 月的 7.8% 上涨至 8.0%；西班牙 10 月失业率从 9 月的 19.1% 上涨至 19.3%；德国 10 月失业率从 9 月的 7.6% 下降至 7.5%。

除了欧元区 3 季度经济的复苏以及商业信心的改善外，政府对就业市场的支持在一定程度上抑制了失业率的上升，特别是在德国。此举在德国受到了一定的成效，德国失业率已从年中高点的 5.5% 下降至近期的 5.1%。不过从整个欧元区来看，虽然失业率大幅飙升的时期逐渐远去，但是欧元区失业率似乎仍有可能继续显著上涨，这将令欧元区中长期经济增长前景受到担忧。明年欧元区失业率或将达到 11.0% 左右的峰值，且失业局势将会影响工资的增长，并抑制消费者需求，继续拖累经济复苏。

图 11：欧元区失业率高居不下，成为其经济复苏中的大患



资料来源：Bloomberg、宏源证券

◆ 欧央行维持基准利率在 1.00% 不变。

简评： 欧洲央行 3 日决定将其基准利率维持在历史低点不变，符合此前市场预期。在宣布这一决定之后，行长特里谢会召开新闻发布会，该行正准备逐步撤回在金融危机最坏时期所推出的特殊流动性措施。

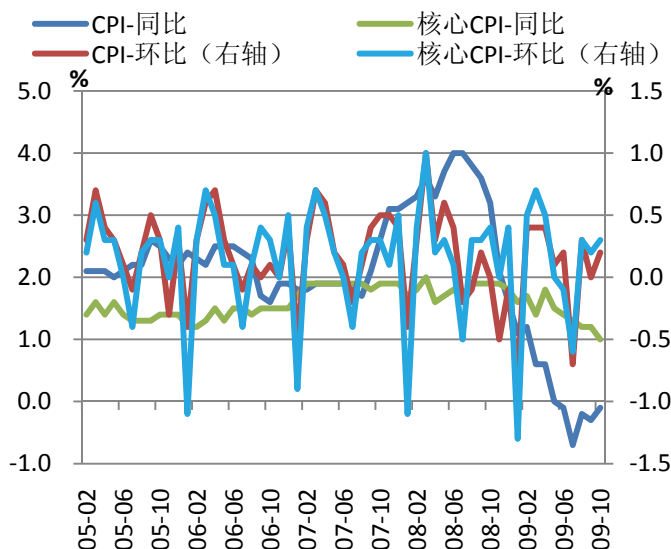
我们预测，特里谢将表示，欧洲央行将在12月15日提供的第三轮12个月贷款将是最后一次，同时还可能暗示减少其他贷款活动。在此以前，欧洲央行已经以较低利率向市场注入了大量贷款，以抵御欧元区自二战以来所面临的最严重的经济衰退。上个月末，欧洲央行曾表示其将逐步撤回向市场注入的特殊流动性，以阻止通胀水平在经济开始复苏的形势下上升。不过，在撤回特殊流动性的同时，欧洲央行理事不希望给市场带来他们正接近于加息的印象，原因是任何有关欧洲央行将比美联储更早加息的迹象都可能进一步推动欧元汇率走强。

如果欧洲央行暗示将提早加息，哪怕只是最微小的暗示，都将推动欧元汇率急剧上涨。自2月中旬以来，欧元兑美元汇率已经上涨了20%，近日已突破1.50美元关口，这对欧元区的出口造成了损害。

欧盟统计局1日公布的数据显示，欧元区10月失业率为9.8%。在失业率没有得到有效控制的前提下，加息对欧元区的杀伤力都是巨大的。即便是在已经加息的澳大利亚，也是在其就业人数出现增加的情势下，得以三个月内连续三次加息。

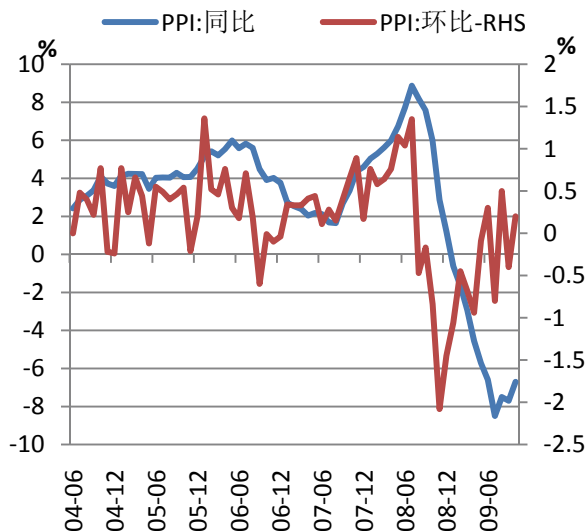
此外，央行加息的另一个基础是物价的较快上涨。而11月16日公布的数据显示，欧元区10月CPI环比上升0.2%、同比下降0.1%；12月2日公布的数据显示，欧元区10月PPI环比上升0.2%、同比下降6.7%。欧洲央行一直将通胀低于2%最为通胀的目标水平，无论是CPI、PPI都远未达到这一水平，欧洲央行有充裕的空间维持低利率。

图 12: CPI 上涨乏力



资料来源：Bloomberg、宏源证券

图 13: PPI 处于反复波动之中



资料来源：Bloomberg、宏源证券

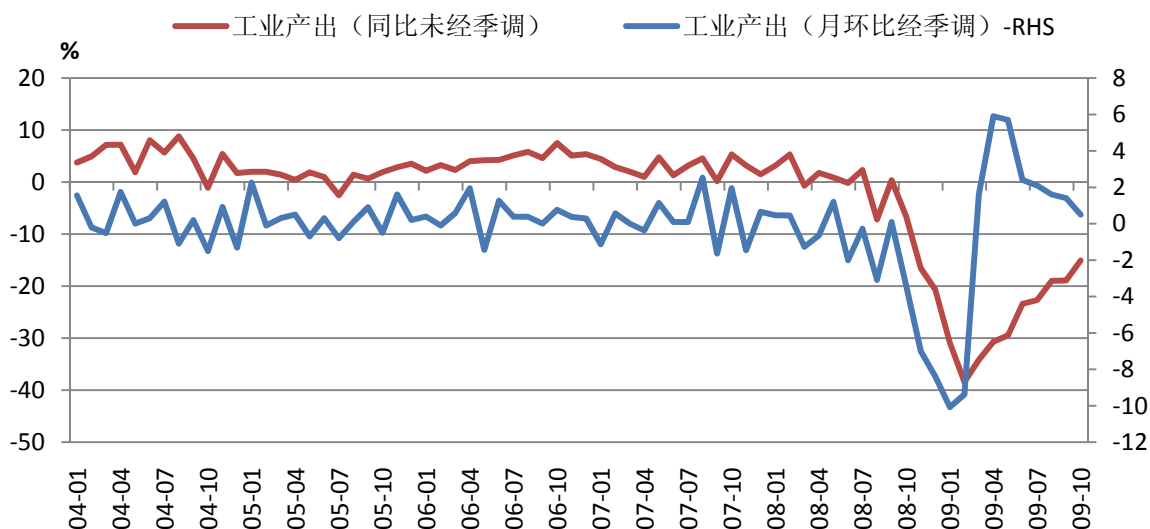
日本

◆ 10月工业产出环比上升0.5%，为连续第8个月提升。

简评: 日本经济产业省(METI) 30日公布的数据显示,日本10月工业产出环比上升0.5%,连续第8个月提升。不过,10月升幅低于预期水平,此前接受调查的经济学家预期的升幅为2.5%。自从今年4月达到高位的5.9%之后,环比改善的速度开始放缓,连续三个月维持在2%之下,未来可能还会维持一段时间的低位徘徊。而且,与美国工业制造业近期的补库存不同,10月日本制造商的库存出现了下降,环比下滑3.0%。

经济产业省同时公布的数据显示,日本9月调整后的工业产出升幅为2.1%。接受经济产业省调查的制造商们预计11月和12月份的产出将分别增长3.3%和1.0%。

图 14: 日本工业产出持续改善, 但幅度开始放缓



资料来源: Bloomberg、宏源证券

表 3: 日本工业产出及分类指数 (2009 年 10 月)

	经季节性调整的指数		未经季节调整指数	
	指数	环比变化 (%)	指数	同比变化 (%)
生产	86.1	0.5	89.9	-30.2
出货量	88.8	1.3	90.2	-26.0
库存	93.3	-3.0	94.3	-14.4
库存比率	116.9	0.0	114.9	3.0

资料来源: 日本经济产业省、宏源证券

表 4: 产出预测调查			单位: %
调查时间	2009 年 10 月	2009 年 11 月	2009 年 12 月
2009 年 10 月	3.1	1.9	--
2009 年 11 月	--	3.3	1.0

资料来源: 日本经济产业省、宏源证券

澳大利亚

◆ 加息 25 个基点至 3.75%，为三个月内的第三次上调利息。

简评: 澳大利亚中央银行 12 月 1 日举行例会时把基准利率上调 25 个基点至 3.75%。这是澳大利亚央行自 10 月以来连续第三次上调利率。

相比世界其他发达经济体，澳大利亚外债少，赤字和失业率水平相对较低，而且在发达经济体里是较早复苏的国家，这意味着澳央行在一段时间内会逐渐上调基准利率。澳大利亚政府早前在 11 月 1 日曾经大幅调高截至明年 6 月的本财政年度经济增长预测，从原先估计的收缩 0.5%，修正为增长 1.5%，同时将失业率预测从 8.5% 大幅下调至 6.75%，显示其经济复苏速度远超预期。

过去 3 个月，澳大利亚政府采取阶梯式的加息，并表示将逐渐撤出刺激措施。上一次加息是在 11 月 3 日，加息 25 个基点至 3.5%。再上一次加息是 10 月 6 日，加息幅度也是 25 个基点。澳大利亚金融市场普遍认为 4.0% 的基准利率水平比较符合其当前经济状况。

加拿大

◆ 第三季度 GDP 增长 0.4%，扭转持续衰退局面。

简评: 加拿大统计局 11 月 30 日公布的数据显示，加拿大第三季度 GDP 年化季率增长 0.4%，扭转了之前连续三个季度的下降态势，其中第二季度 GDP 经修正后为下降 3.1%，初步数据为下降 3.4%。加拿大第三季度 GDP 环比小幅增长 0.1%，第二季度为下降 0.8%。数据还显示，加拿大 9 月份 GDP 增长 0.4%，为 6 月份以来首次实现月度增长，且创下 2008 年 7 月以来的最大月度增幅。加拿大月度 GDP 在今年 7 月份陷入停滞，并在 8 月份萎缩 0.1%。

虽然加拿大经济在第三季度摆脱了近 20 年来的首次衰退，但经济的复苏进度不及预期。此前市场预计，加拿大第三季度 GDP 年化季率将增长 0.7%，而加拿大央行更是预计第三季度 GDP 会增长 2%。

表 5: 加拿大 GDP (季度)			单位: %
	环比变化	年化季率	同比变化
2008Q1	-0.2	-0.7	1.7
2008Q2	0.1	0.3	0.7
2008Q3	0.1	0.4	0.3
2008Q4	-0.9	-3.7	-1
2009Q1	-1.6	-6.2	-2.3
2009Q2	-0.8	-3.1	-3.2
2009Q3	0.1	0.4	-3.2

资料来源：加拿大统计局、宏源证券

表 6: 加拿大国民收入 (季度)			单位: %
	环比变化	年化季率	同比变化
2008Q1	0.5	2.2	4
2008Q2	1.3	5.5	3.9
2008Q3	-0.3	-1.1	3.1
2008Q4	-4.3	-16	-2.7
2009Q1	-3.4	-12.9	-6.5
2009Q2	-0.4	-1.6	-8.2
2009Q3	0.8	3.3	-7.1

资料来源：加拿大统计局、宏源证券

销售经理：万玮
联系电话：010- 88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上