

动态报告

海外市场

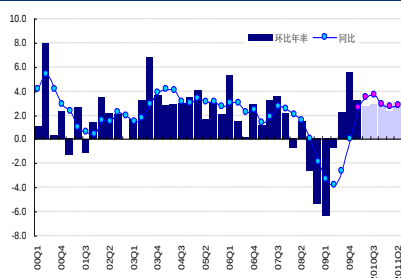
10/04—10/05 全球经济数据跟踪月报

2010 年 05 月 25 日

策略月报

制造业需求回升可持续至 2010Q3

美国实际 GDP 增速及预测



1. 结论与投资建议

新兴经济体由于国内的政策紧缩将率先步入经济放缓期，但是欧美发达经济体增长动力持续向上。2010 年下半年世界经济即使出现放缓，也不至于大幅回落。最新 OECD 先行指标继续回升，但环比增幅回落。各国先行指标出现分化，美国和日本改善幅度优于欧元区。多数“金砖四国”扩张动能减弱：中国指标连续三个月下滑。

2. 关键逻辑与核心假设

1) PMI 指数：JP 摩根全球 PMI 4 月份继续上升至 57.8。进入 Q2 全球制造业新增需求的回升较为显著，表现为：一是新订单/库存比率大幅上升，远高于其长期均值，决定了未来由于需求的增加厂商持续提升产出的动力增强；二是未完成订单大幅增加，决定了未来扩大产能和就业市场改善的可能。按照 PMI 领先工业产出 0-6 个月来判断，需求回升的趋势可持续至 2010Q3。

2) 就业市场：4 月份美国失业率上升至 9.9%，但扣除人口普查因素的影响就业人口仍增加 22.4 万人，高于前月，主因是有更多的人返回劳动力市场导致劳动力人口的增加快于就业人口的增加，这是就业市场复苏中的正常现象。我们仍维持美国失业率 09Q4 见顶的判断。

3) 消费信贷：3 月份商业银行发放的消费信贷首次实现同比正增长，自 2 月份的最低谷（-7.2%）上升 3.3%，显示信贷市场也出现回暖的迹象。随着信贷市场的改善，在就业市场不出现明显恶化的前提下，实际 PCE 在下半年不大可能出现二次探底。

4) 通胀：4 月份美国 CPI 环比下滑 0.1%，低于预期，但我们认为未来的通胀走势值得关注，原因：4 月份 CPI 的下滑主要是受交通成本和服饰价格下跌拖累，而权重最大的居住成本下滑幅度明显缩小。如果美国房地产市场在下半年持续复苏，Q3-Q4 通胀的上行压力值得警惕。

3. 与市场有别的看法

我们认为，2010 年下半年世界经济增速可能放缓，但二次探底概率较低！从库存销售比以及汽车和房地产销量来看，企业回补库存对 2010Q2-Q3 经济增长仍将贡献正面，之后力度会有所减弱。但需要指出的是，库存周期回落并不完全等同于经济周期的下行。2008 年开始，全球经济经历了库存周期和投资周期同时向下的阶段，而 2010 年下半年将可能出现的情景是：库存周期向下，但投资周期向上，在投资需求和就业市场回升的背景下，美国经济二次探底的概率较小。经济向上的动能取决于库存和投资周期的承接和强弱对比。

实际消费支出 PCE 是判断美国经济未来增长的根本所在，历史数据表明，其领先于就业和信贷市场，而就业和信贷市场的恢复又反向决定了实际 PCE 的回升力度。随着信贷市场的改善（3 月份已筑底回升），在就业市场不出现明显恶化的前提下，实际 PCE 在下半年不大可能出现二次探底。

分析师： 崔 嵘

电话： 021-60933159

Email: cuirong@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209080423

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，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

宏观经济动态纵览.....	4
OECD 指标——经济维持扩张态势 但扩张动能放缓	4
PMI 指标——4 月份指数继续上扬 制造业扩张近期可持续.....	5
美国——就业市场继续改善 CPI 首次环比下滑	5
欧盟——零售销售表现疲弱 通胀小幅回落	13
日本——消费者信心改善 摆脱通缩尚需时日	15

图表目录

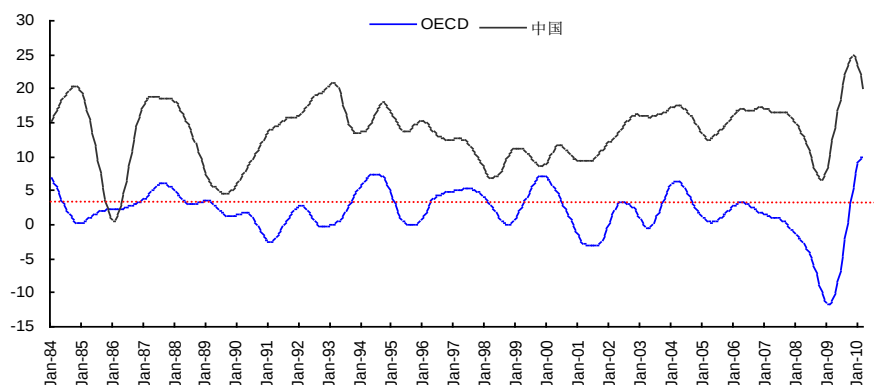
图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1984-2010/3)	4
图 2: 美国先行指标 (1998-2010/3)	4
图 3: 欧元区先行指标 (1998-2010/3)	4
图 4: 日本先行指标 (1998-2010/3)	4
图 5: 巴西先行指标 (1998-2010/3)	4
图 6: 印度先行指标 (1998-2010/3)	5
图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2010/3)	5
图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI	5
图 9: 名义个人可支配收入和支出 (十亿美元)	6
图 10: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速	6
图 11: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2010/3)	7
图 12: 美国经济先行指标月度变化	7
图 13: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2010/4)	8
图 14: 美国新屋开工量月度增速	9
图 15: 美国房屋营建许可月度增速	9
图 16: 美国成屋和新屋销售同比增速	9
图 17: 美国房地产市场预测 (单位: 千户)	9
图 18: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2010/03)	10
图 19: 美国工业生产及产能利用率	10
图 20: 美国各工业行业月度环比增速	10
图 21: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数	11
图 22: 美国月度名义零售销售环比增速	11
图 23: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速	11
图 24: 美国月度消费者信心指数	12
图 25: 美国月度失业率 (1948/01-2010/04)	12
图 26: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速	13
图 27: 美国 CPI 同比增速与产能利用率	13
图 28: 欧元区月度工业生产 (除去建筑类产出)	13
图 29: 欧元区制造业和服务业 PMI 指数	13
图 30: 欧元区月度零售销售额	14
图 31: 欧元区月度商业和消费者信心	14
图 32: 欧元区月度失业率	14
图 33: 欧洲和英国央行基准利率 (2004/6-2010/5)	14
图 34: 欧元区月度调和消费者物价指数 HICP	15
图 35: 欧元区调和消费者物价指数 HICP 同比增速	15
图 36: 日本月度工业生产	15
图 37: 日本银行对各类制造业企业短期景气判断指数	16
图 38: 日本月度消费者信心指数	16
图 39: 日本月度失业率	16
图 40: 日本央行基准利率 (2006/3-2010/5)	16
图 41: 日本月度物价指数	16
图 42: 日本物价指数同比增速	16
表 1: 美国个人收入和支出数据细目	6
表 2: 美国 4 月份领先指标之分项指标的贡献	7
表 3: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标	8

宏观经济动态纵览

OECD 指标——经济维持扩张态势 但扩张动能放缓

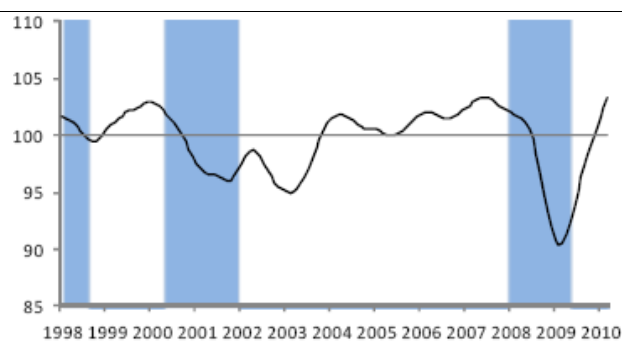
新兴经济体由于国内的政策紧缩将率先步入经济放缓期时，但是欧美发达经济体增长动力持续向上。2010 年下半年世界经济即使出现放缓，也不至于大幅回落。5 月 10 日 OECD 公布的 3 月份先行指标继续回升，但环比增幅回落：经修正后的 OECD 国家先行指标环比上升 0.6 个点，同比上升 11.8 个点。从各国数据来看，经济仍处扩张态势，但各国先行指标出现分化，美国和日本改善幅度优于欧元区。多数“金砖四国”扩张动能减弱：中国指标环比下滑 0.3%，为连续三个月下降。

图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1984-2010/3)



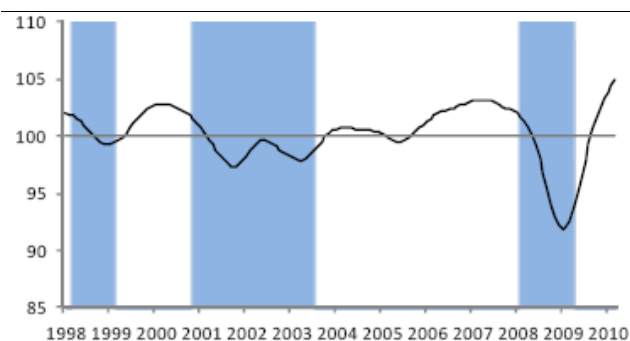
资料来源：国信证券经济研究所

图 2: 美国先行指标 (1998-2010/3)



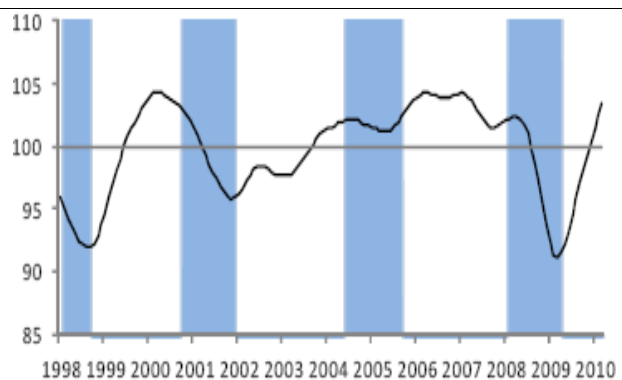
资料来源：国信证券经济研究所

图 3: 欧元区先行指标 (1998-2010/3)



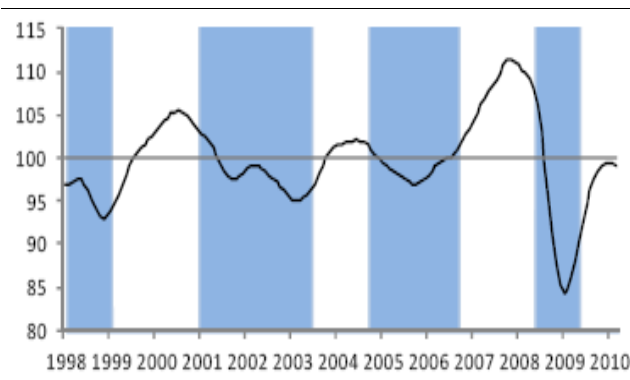
资料来源：国信证券经济研究所

图 4: 日本先行指标 (1998-2010/3)



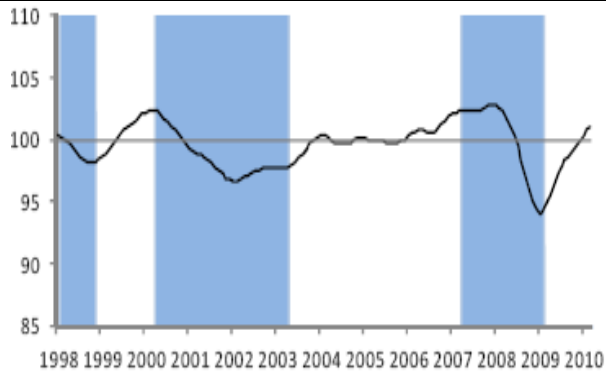
资料来源：国信证券经济研究所

图 5: 巴西先行指标 (1998-2010/3)



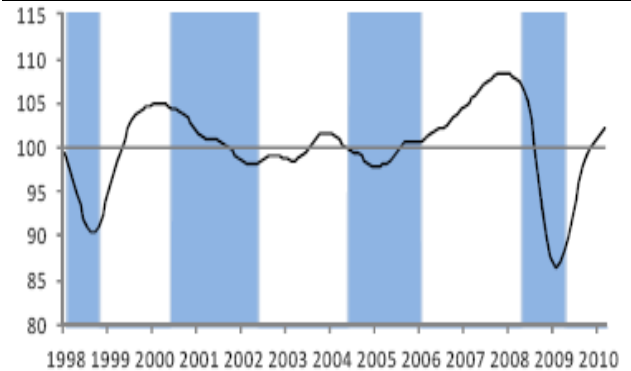
资料来源：国信证券经济研究所

图 6: 印度先行指标 (1998-2010/3)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2010/3)

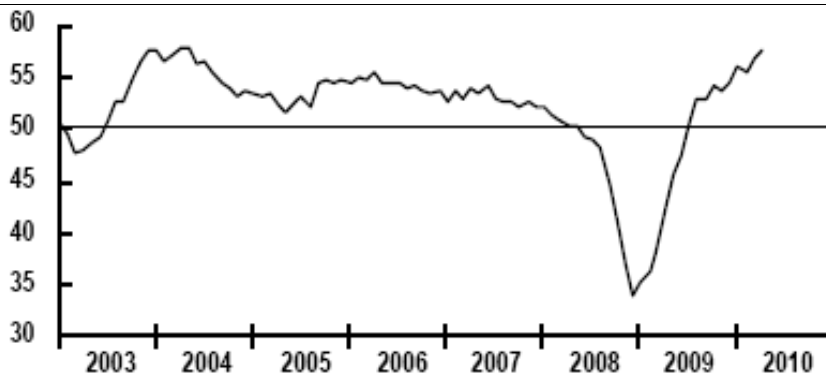


资料来源: 国信证券经济研究所

PMI 指标——4 月份指数继续上扬 制造业扩张近期可持续

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 4 月份继续回升, 上扬 1.0 个点, 至 57.8。进入 Q2 全球制造业新增需求的回升较为显著, 表现为: 一是新订单/库存比率大幅上升, 远高于其长期均值, 决定了未来由于需求的增加厂商持续提升产出的动力增强; 二是未完成订单大幅增加, 决定了未来扩大产能和就业市场改善的可能。如果按照 PMI 领先工业产出 0-6 个月来判断, 需求回升的趋势可持续至 2010Q3。具体来看, 新订单和产出指标继续扩张态势: 新订单指标回升 1.5 个点至 60.3; 产出指标回升 2.0 个点至 60.9; 就业市场指标继续上升 1.6 个点至 53.6, 1 月首次突破 50 临界值, 这一改善主要集中在美国和中国; 投入价格指数大幅上涨 4.1 个点至 70.4, 4 月扭转年初以来的下跌态势, 部分反应了供给压力, 回升显著的是美国 and 台湾。从各国指标来看, 新订单和产出的回升主要是受美国和新兴亚洲国家需求的带动; 欧洲制造业就业增长缓慢。

图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI



资料来源: JP Morgan, 国信证券经济研究所

	3 月	4 月	变化	动能
PMI	56.8	57.8	+1.0	加快
产出	58.9	60.9	+2.0	加快
新订单	58.8	60.3	+1.5	加快
物价	66.3	70.4	+4.1	加快
就业	52.0	53.6	+1.6	加快

2010 年 05 月更新

美国——就业市场继续改善 CPI 首次环比下滑

■ 三月份名义个人支出增长 0.56% 约为个人收入增速的两倍

实际消费支出 PCE 是判断美国经济未来增长的根本所在, 历史数据表明, 其

领先于就业和信贷市场，而就业和信贷市场的恢复又反向决定了实际 PCE 的回升力度。4 月份美国失业率虽然意外上升，但非农就业人口继续大幅增加，主因是有更多的人返回劳动力市场导致劳动力人口的增加快于就业人口的增加，这是就业市场复苏途中的正常现象。从个人工时和首次及连续申领失业救济金人数等最新数据来看，我们仍维持美国失业率 09Q4 见顶的判断。

美国的消费信贷滞后于需求和就业市场的复苏，最新的数据显示信贷市场也出现回暖的迹象：2010 年 3 月份商业银行发放的消费信贷首次实现同比正增长，自 2 月份的最低谷（-7.2%）上升 3.3%，扭转了此前同比下滑的趋势。随着信贷市场的改善，在就业市场不出现明显恶化的前提下，实际 PCE 在下半年不大可能出现二次探底。

表 1: 美国个人收入和支出数据明细

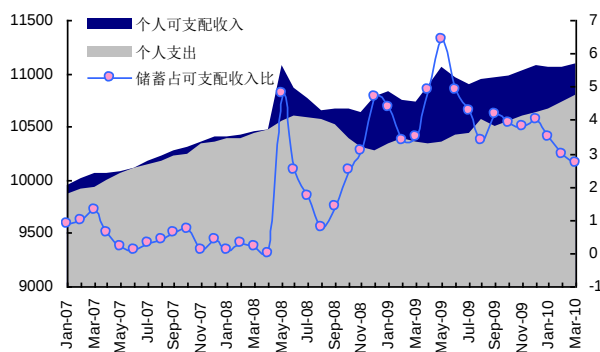
	2010 年 3 月		2010 年 2 月	
	环比	同比	环比	同比
名义				
个人收入	0.30	3.00	0.06	2.23
个人税收	0.32	-0.92	0.25	-3.98
个人可支配收入	0.29	3.42	0.04	2.92
个人支出	0.56	4.22	0.55	3.30
个人消费支出	0.57	4.47	0.55	3.55
耐用品	3.55	8.32	0.85	2.99
非耐用品	0.34	7.67	0.54	6.65
服务	0.19	2.87	0.50	2.63
储蓄率	2.7		3.0	
实际				
个人可支配收入	0.2	1.4	0.0	1.1
个人消费支出	0.5	2.4	0.5	1.7
耐用品	3.4	10.2	1.0	4.9
非耐用品	0.4	2.3	0.7	1.6
服务	0.0	1.3	0.4	1.2

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。

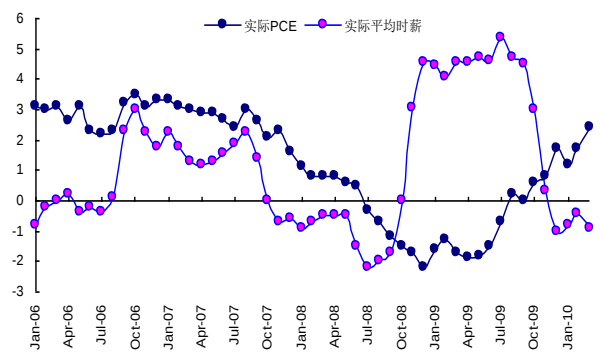
3 月份美国名义个人收入环比增长 0.3%，高于前月增速，主因是个人资产租金收入的增长；个人支出环比增长 0.6%，约相当于个人收入增长的两倍，符合市场预期。名义个人可支配收入也增长约 0.3%，同比增幅由 2.9% 升至 3.4%；实际个人可支配收入环比增长 0.2%，高于前月，同比增速由 1.1% 升至 1.4%。

图 9: 名义个人可支配收入和支出（十亿美元）



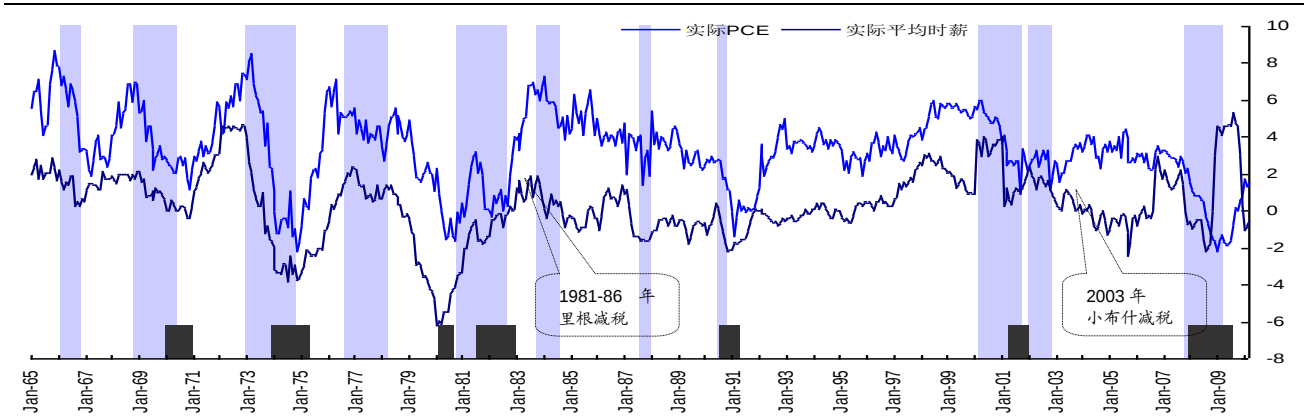
资料来源：国信证券经济研究所

图 10: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速



资料来源：国信证券经济研究所

图 11: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2010/3)



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。

3 月份实际消费支出环比增长 0.5%，持平于前月增速，各项消费支出尤其是耐用品继续增长；同比增幅由 1.7% 升至 2.4%，为连续八个月同比正增长。其中，实际耐用品消费的增速快于非耐用品和服务消费支出。个人储蓄率在金融危机后出现大幅提升，但目前逐步回落至 2.7%，接近于 03-04 年的水平。此外，美国国会已于 2009 年 11 月 14 日决议延长首次购房税收优惠至 2010 年 6 月份，以及批准延长失业救济金申请时间的政策，将有利于未来实际 PCE 的进一步回升。

■ 四月份领先指标环比小幅下滑 0.1% 低于市场预期

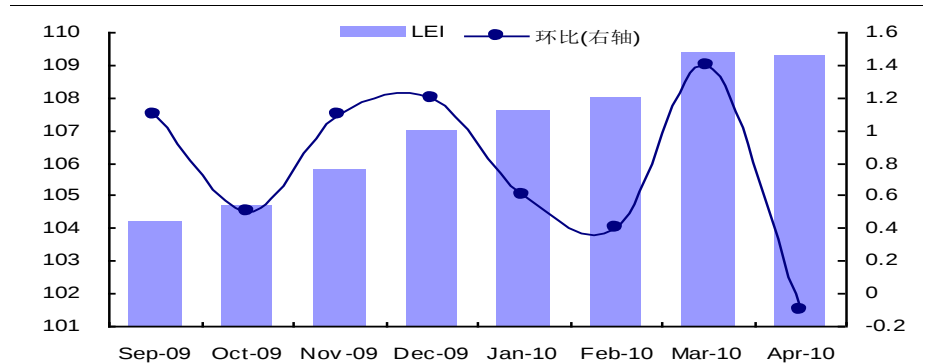
美国领先指标 4 月份环比下滑 0.1%，低于市场预期的增长 0.2%。同步指标环比上升 0.3%；滞后指标环比上升 0.1%。10 个分项指标中仅有 4 个指标出现上升，其中升幅最大的包括收益率曲线、平均工时和股市等；贡献负面的因素是营建许可和厂商盈利。预计在房地产市场、就业和实际平均时薪改善的背景下实际 PCE 的复苏将继续缓步回升，经济复苏的趋势至少可持续到明年上半年。

表 2: 美国 4 月份领先指标之分项指标的贡献

贡献正面		贡献负面	
收益率曲线	+0.39	营建许可	-0.32
股价	+0.14	厂商盈利	-0.26
平均周工作时间	+0.13	实际 M2	-0.12
工厂和设备订单	+0.07	初请失业金人数	-0.08
		消费者预期	-0.04
		消费品新订单	-0.02

资料来源: 国信证券经济研究所

图 12: 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

■ 四月份新订单带动美国制造业 PMI 再创新高

4 月份美国 PMI 先行指标回升 0.8 个点，至 60.4，高于市场预期的 60.1，创 2004 年 6 月以来新高。指数远高于 50 临界值，意味着经济仍处扩张期。2010 年初以来制造业产出、就业、库存和进出口指标均表现亮丽，经济向上趋势仍可持续：新订单和产出指标高于 60；就业年初以来逐步改善，并高于 50；进口指标连续八个月高于 50；不过，企业回补库存的进程有所下降，目前低于 50。另外，3-4 月份 PMI 物价指数再次转强，值得关注。

表 3: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

指标	3 月	4 月	变化	变动方向	动能变化	趋势
PMI	59.6	60.4	+0.8	扩张	加快	9
新接订单	61.5	65.7	+4.2	扩张	加快	10
产出指数	61.1	66.9	+5.8	扩张	加快	11
就业指数	55.1	58.5	+3.4	扩张	加快	5
供应商发货	64.9	61.3	-3.6	减慢	减慢	11
厂商库存	55.3	49.4	-5.9	萎缩	摆脱扩张	1
消费者库存	39.0	33.0	-6.0	过低	加快	13
物价指数	75.0	78.0	+3.0	上升	加快	10
未完成订单	58.0	57.5	-0.5	扩张	减慢	4
出口指数	61.5	61.0	-0.5	扩张	减慢	10
进口指数	57.0	58.0	+1.0	扩张	加快	8
整体经济				扩张	加快	12
制造业				扩张	加快	9

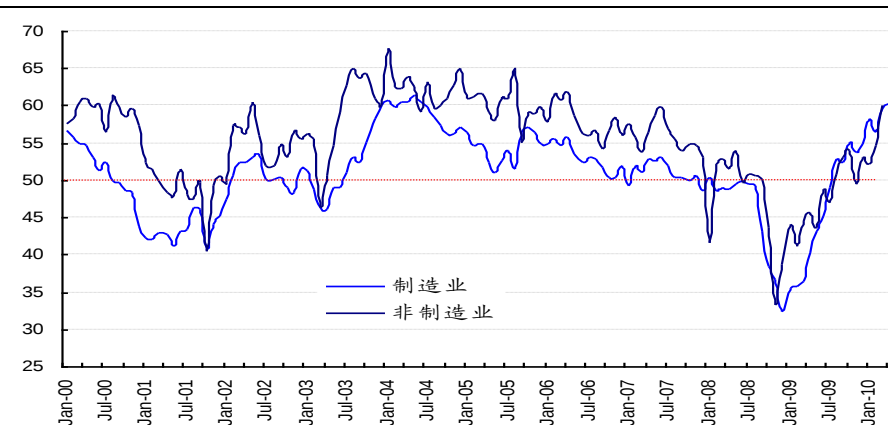
资料来源：国信证券经济研究所

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

3 月份美国 PM 的回升主要受产出和新订单增长的带动：产出指标回升 5.8 个点，至 66.9；新订单增长 4.2 个点，至 65.7，远高于 50 临界值。就业指标再次回升 3.4 个点，至 58.5，10 月为本轮衰退以来首次高于 50 临界值。18 个行业中有 17 个行业新订单出现扩张（前月 13 个行业），没有行业的新订单出现下降。厂商和消费者库存分别减少 5.9 和 6.0 个点，消费者库存为连续 13 个月低于 50 临界值，没有行业的消费库存“过高”。18 个受调查行业中有 17 个出现扩张（前月 17 个）：纺织服装/皮革产品、非金属矿产品、木产品、石油/煤、塑料橡胶、电力设备、家电、交运设备、电子产品/计算机、基本金属、家具相关类、化工、印刷、造纸、食品饮料和烟草等，没有行业出现萎缩的行业（前月 1 个）。

图 13: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2010/4)



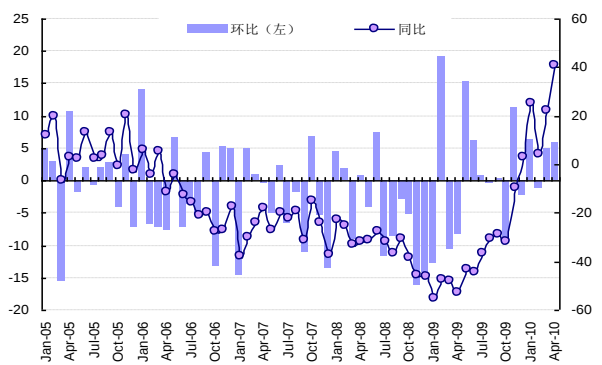
资料来源：国信证券经济研究所

新订单/库存比可以看作是 PMI 指标较好的一个领先指标，4 月份该比值重新由 1.1 回升至 1.3，高于长期均值。历史统计表明，新订单/库存比低于 1.2 时，PMI 指数通常出现下滑，厂商在面对新订单减少而库存增加的形势下对于未来制造业的状况也不会持续乐观。

■ 四月份营建许可表现不佳 环比下滑 11.5%

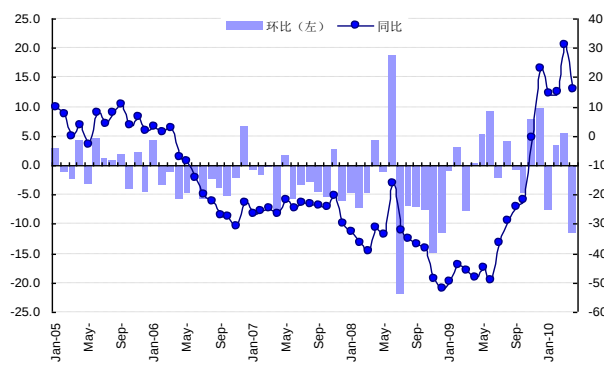
在低利率以及奥巴马政府对首次购房者的税收优惠等多项政策的刺激下，美国房地产市场过剩库存逐渐得到消化，各项营建指标已于 09 年 Q2 筑底，Q3 之后营建数据同比大幅增长，但近期房屋开工和销售数据的反复说明美国房地产内生动力尚未恢复，政府房地产救助政策仍有必要延续。3、4 月份房屋开工数据再次走强预示未来向好趋势可期。

图 14: 美国新屋开工量月度增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2010 年 4 月

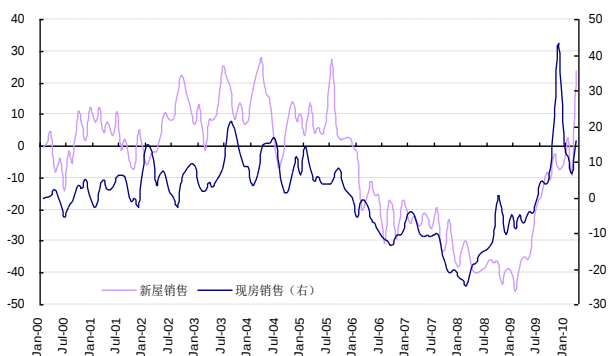
图 15: 美国房屋营建许可月度增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2010 年 4 月

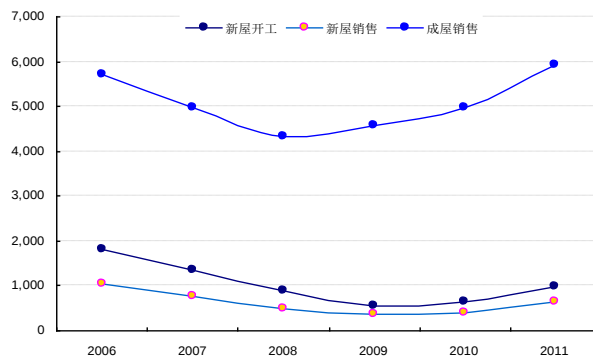
4 月份新屋开工数环比增长 5.8%，至 67.2 万户，前月数据上修，高于市场预期；同比增速由前月的 22.1% 大幅升至 40.9%。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 70.4%。我们仍维持，美国房地产市场 09Q2 筑底的判断，10 月份由于开发商担忧原首次购房税收优惠政策于 11 月底终止而减少开工数，但近期房屋开工的反复说明美国房地产内生动力尚未恢复，政府房地产救助政策仍有必要延续。分项数据来看，单户开工环比大增 10.2%，而多户新开工环比却下降 18.6%。营建许可因不受天气因素的影响而较新屋开工更可靠，4 月份环比下降 11.5%，至 60.6 万户，低于市场预期；同比增幅由 31.2% 降至 15.9%，营建许可在 3 月份大幅增长后出现回落也属正常。

图 16: 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，截至 2010 年 3 月

图 17: 美国房地产市场预测（单位：千户）

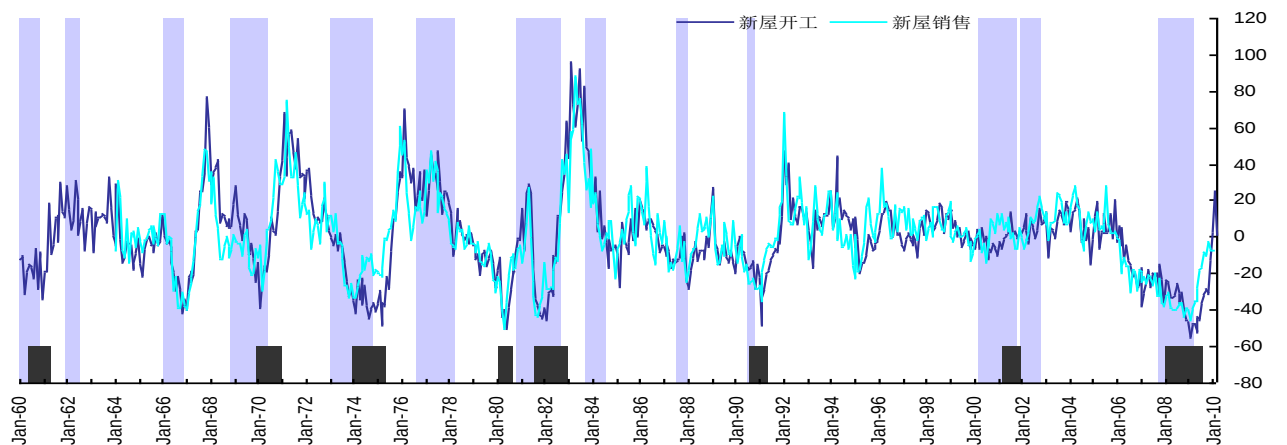


资料来源：国信证券经济研究所，更新 2010 年 4 月

延期的税收优惠已经推动了 3 月份的房屋销量：3 月份新屋销售环比大幅增长 26.9%，为连续四个月下滑后增长，同比为 05 年 11 月以来首次实现增长，增幅达

23.8%，远高于市场预期；库存环比下降 2.1%，至 22.8 万户，消化库存需要 6.7 个月，低于前月的 8.6。3 月份成屋销售环比大幅增长 6.8%，高于市场预期，为连续两个月下滑后回升；同比涨幅由-0.8%升至 16.1%，为连续八个月增长。成屋库存环比增长 1.5%，至 358.4 万套；同比降幅由 7%缩小至 1.8%，需要 8 个月销售完毕，低于前月的 8.5 个月。

图 18：美国新屋开工、新屋销售月度同比增速（1960/01-2010/03）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

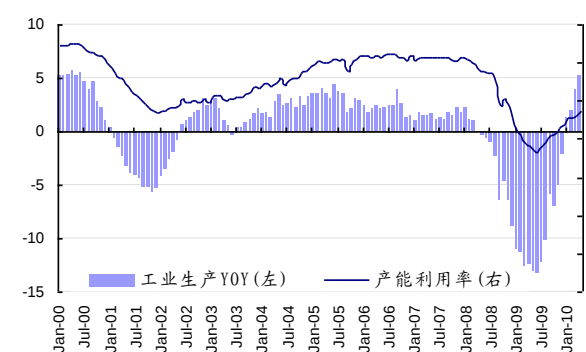
注：蓝色阴影表示熊市起止时间；黑色阴影表示经济衰退起止时间。

■ 四月份工业产出环比增长 0.8% 产能利用率继续回升

4 月份工业产出环比增长 0.8%，高于前月和市场预期的 0.6%，为连续九个月回升；同比增幅由 3.9%扩大至 5.2%，1 月为首次同比正增长。其中，公用事业环比下滑 1.3%，是拖累整体指数的原因；制造业和矿业产出环比分别增长 1%和 1.4%，增速持平于前月。

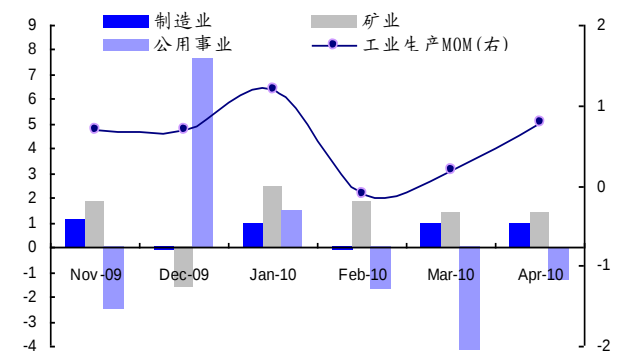
虽然整体工业的产能利用率已连续 10 个月上升至 73.7%，但较 1972-2007 年的均值 81.0%下降 7.3%，经济复苏尚未过热，其中制造业产能利用率已回升至 70.8%，而原材料行业产能利用率已高达 89%，下半年通胀形势值得关注。

图 19：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 20：美国各工业行业月度环比增速

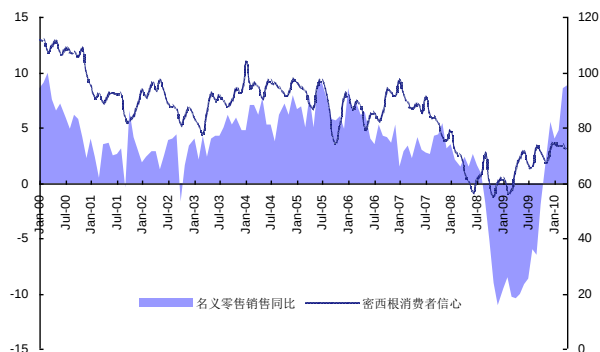


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

■ 四月份零售销售环比增长 0.4% 低于前月

4 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 0.4%，仍高于市场预期的 0.2%；同比增速由 8.5%上升至 8.8%。3 月份居民消费需求明显释放，显示美国国内消费需求在经过 09Q4 的大幅增长后向上趋势仍在持续，内生性动力有望继续支持美国 2010 全年的经济增长。

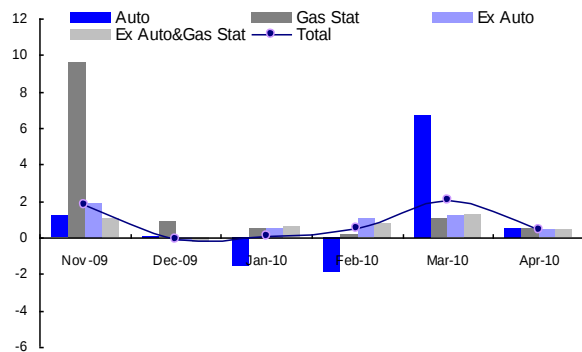
图 21: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



资料来源: 国信证券经济研究所

截止 2010 年 4 月

图 22: 美国月度名义零售销售环比增速

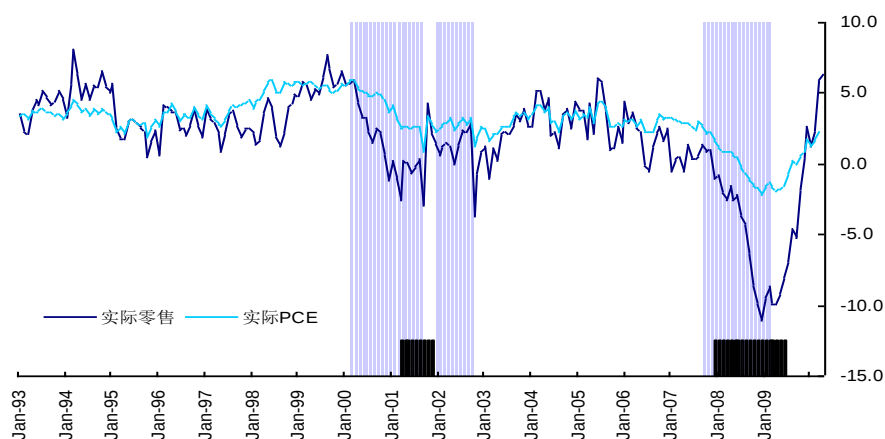


资料来源: 国信证券经济研究所

截止 2010 年 4 月

扣除汽车和加油站等波动率较大部分的零售销售环比增速较前月放缓: 扣除汽车销售（环比增长 0.5%）的其他零售销售增长 0.4%，，高于市场预期的 0.2%2 月增速为 09 年 11 月以来最高；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售也增长 0.4%，低于前月增速。

图 23: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速



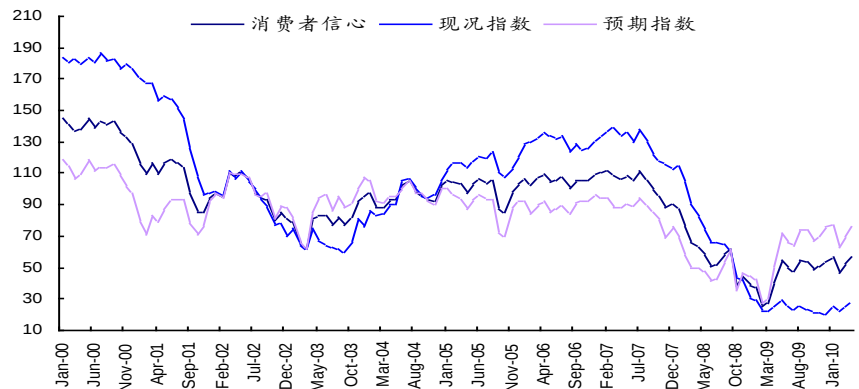
资料来源: 国信证券经济研究所

截至 2010 年 4 月

■ 四月份消费者信心指数继续上扬 5.6 个点

4 月份消费者信心继续上扬 5.6 个点至 57.9, 现状指数上升 3.4 个点, 至 28.6, 09 年 3 月份为数年低点, 未来预期指标也大幅上升 7.0 个点, 至 77.4。综合各项经济指标来看, 消费者信心的下降主要是对政府退出后经济基本面, 以及实际收入增长缓慢的担忧, 随着就业人数 3 月份大幅增长, 消费信心明显改善。

图 24: 美国月度消费者信心指数

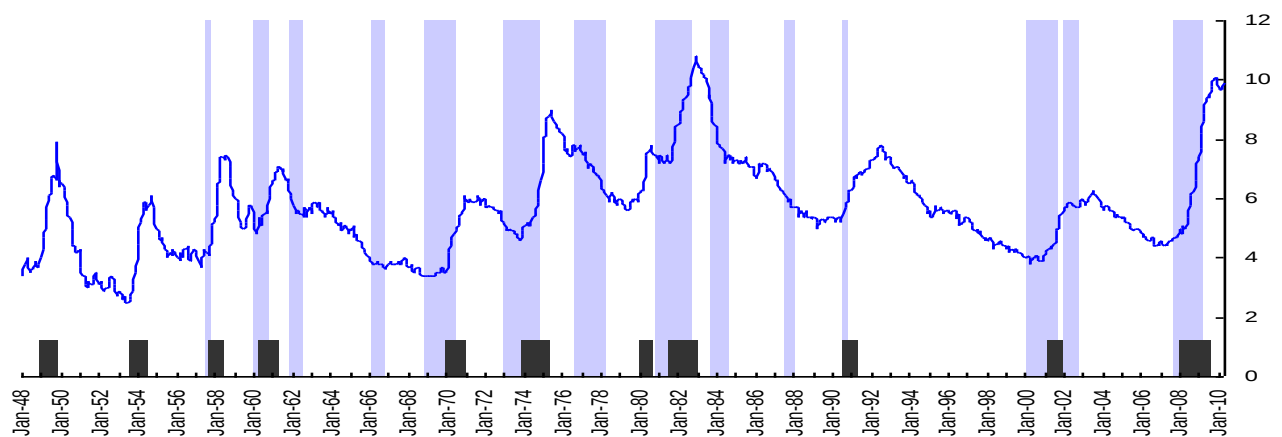


资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2010 年 4 月

■ 四月美国失业率意外上升 但非农就业继续大幅增加

4 月份美国失业率由前月的 9.7% 上升至 9.9%, 高于市场预期的 9.7%, 10 月份为本轮危机以来失业率最高点 10.1%; 非农就业人口增加 29.0 万人 (经季调), 为 06 年 3 月以来最高水平, 远高于市场预期的增加 18.5 万人。就业人口增长而失业率上升主因是劳动力人口的增加快于就业人口的增加, 是就业市场复苏途中的正常现象。非农就业人口中包括政府为进行 2010 年人口普查工作而聘用的 6.6 万临时雇员 (高于前月的 4.8 万人), 这一因素将对 4-6 月份的就业数据正面贡献将更大 (美国人口局将在 2010 年上半年聘用 115 万临时雇员来帮助进行人口普查工作); 而扣除人口普查因素的影响就业人口 4 月份也增加 22.4 万人, 高于前月, 我们仍维持对美国就业市场持续改善的判断。分行业来看, 就业增长普遍存在, 政府就业增长贡献较小: 服务业就业人口增长 16.6 万人, 为连续第三个月增长; 产品生产部门就业增加 6.5 万人, 前月为 07 年 3 月份以来的首次增长。社会整体劳动力人口增加了 80.5 万人, 劳动参与率由 64.9% 增加至 65.2%。

图 25: 美国月度失业率 (1948/01-2010/04)



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。

从统计角度来看, 美国劳工部将失业周期较长仍找不到工作的人-放弃寻找工作者 (discouraged workers), 以及希望获得全职工作但因经济环境而只能从事兼职的从业者 (part time for economic reasons) 排除在官方统计的失业率之外 (U3)。包括这两项在内的 “广义” 失业率 (U6) 上升 0.2 个点至 17.1%, 所以失业率趋势性下降的确立还需未来几个月数据的支持。

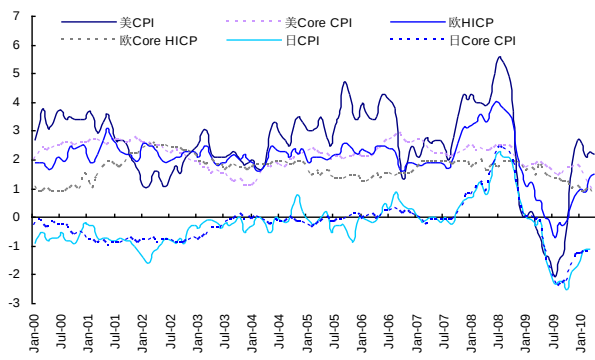
从个人工时和首次及连续申领失业救济金人数等最新数据来看,我们维持美国失业率于09Q4或10Q1趋势性见顶的判断(详见11月份美国失业率数据点评)。

■ 四月份核心CPI环比下滑0.1% 为09年3月以来首次下滑

4月份经季节性因素调整后CPI环比下滑0.1%,低于市场预期;同比涨幅由2.3%微降至2.2%,主要是受服饰和交通成本下滑的拖累。核心CPI持平于前月,低于市场预期的0.1%;同比涨幅由1.1%微降至0.9%,为04年初以来最低水平,支持美联储继续维持较低利率以巩固经济增长。目前处于通胀周期的初期,CPI低增长的主因是受居住价格成本低迷的拖累,核心通胀尚可控。

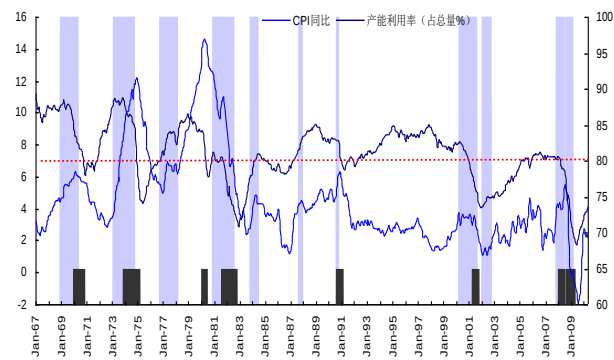
居住成本自08年7月以来持续下跌,4月份价格同比下降0.1%,但并非拖累4月份整体CPI下滑的主因。如果美国房地产市场在下半年持续复苏,则Q3-Q4通胀的上行压力值得警惕。食品价格上涨0.2%,其中肉蛋类价格大幅上涨1.4%。能源价格基本环比下降1.4%,其中居住燃气类价格环比下降0.4%。交通运输价格环比下降0.5%;服饰价格环比下降0.7%,为连续三个月下滑。

图 26: 各国月度CPI和核心CPI同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

图 27: 美国CPI同比增速与产能利用率



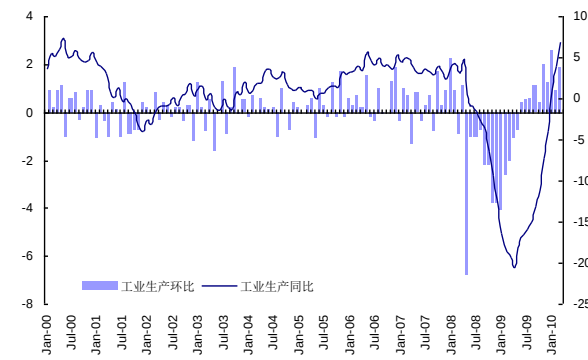
资料来源: 国信证券经济研究所

欧盟——零售销售表现疲弱 通胀小幅回落

■ 三月份欧元区工业产出环比增长1.9% 高于前月增速

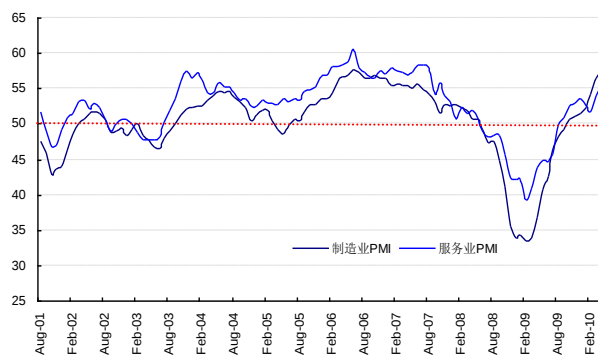
3月份欧盟国家工业产出(扣除建筑类)经季节调整后环比增长1.9%;同比增长6.9%,1月份为08年5月以来首次实现正增长。欧元区工业产出09Q1触底,之后环比降幅逐渐收窄,进入2010年经济复苏趋势仍在持续。

图 28: 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 29: 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

截止2010年4月

■ 四月份欧元区制造业指数继续攀升 1.0 个点至 57.6

欧元区 4 月份制造业 PMI 指数继续上升 1.0 个点，至 57.6，制造业自 09 年 10 月起开始步入扩张趋势；而非制造业 PMI 上升 0.5 个点，至 55.6。

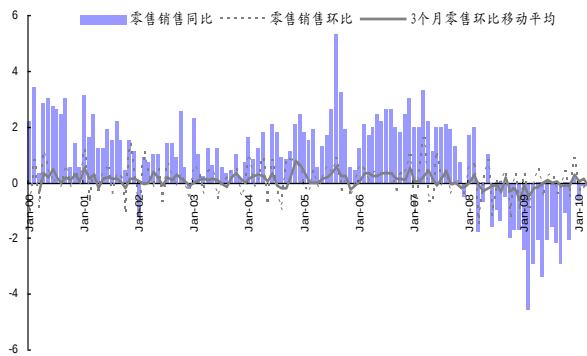
■ 三月份欧元区零售销售持平于前月

欧元区 3 月零售销售持平于前月，也持平于去年同期水平，低于预期。欧元区零售波动性较大，09Q1 欧元区零售销售加速下滑，Q2 后需求有所回暖，但欧元区就业市场缺乏弹性，内需依然维持弱势。

■ 四月份欧元区消费者信心环比上升 2.3 个点

欧元区 4 月份消费者信心指数环比上升 2.3 个点，至 -15；商业信心继续改善，上升 0.03 个点，至 -0.23，有利于未来欧元区投资增长。

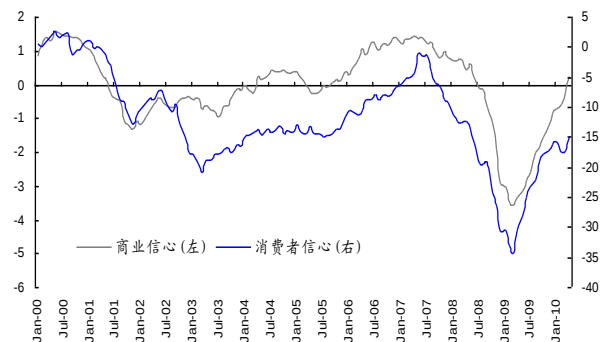
图 30：欧元区月度零售销售额



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2010 年 3 月

图 31：欧元区月度商业和消费者信心



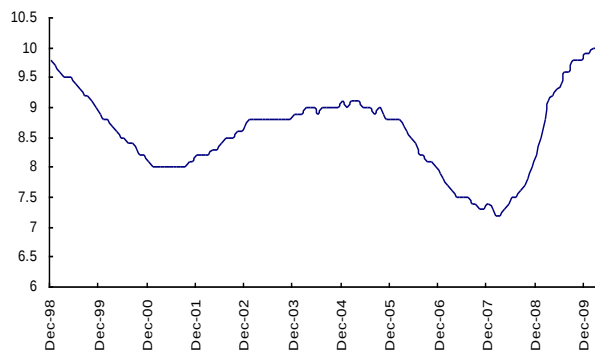
资料来源：国信证券经济研究所

截止 2010 年 4 月

■ 三月份欧元区失业率持平于 10%

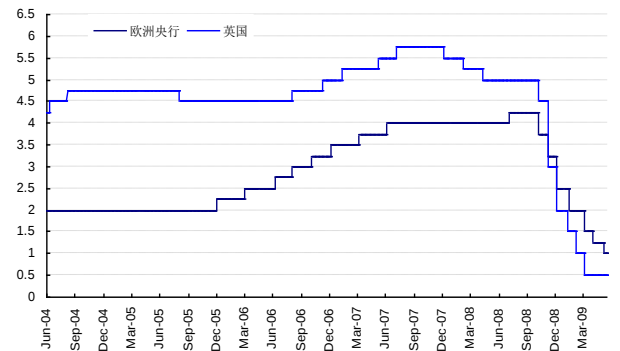
欧元区失业率在 08 年 3 月份降至历史低点后逐步回升，3 月份失业率持平于前月的 10%，略高于预期。欧洲就业市场缺乏弹性，失业率由低点的 7.2%（08 年 3 月）仅上升 2.8 个点。

图 32：欧元区月度失业率



资料来源：国信证券经济研究所

图 33：欧洲和英国央行基准利率（2004/6-2010/5）

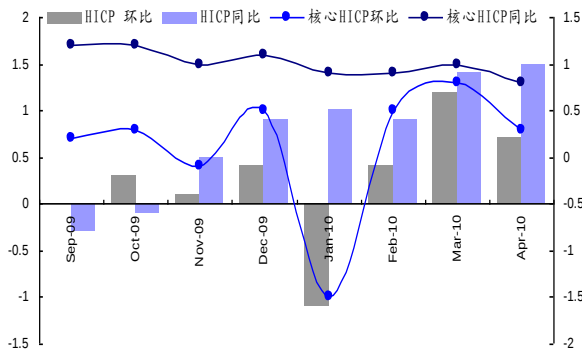


资料来源：国信证券经济研究所

■ 四月份 CPI 环比上涨 0.7% 低于前月

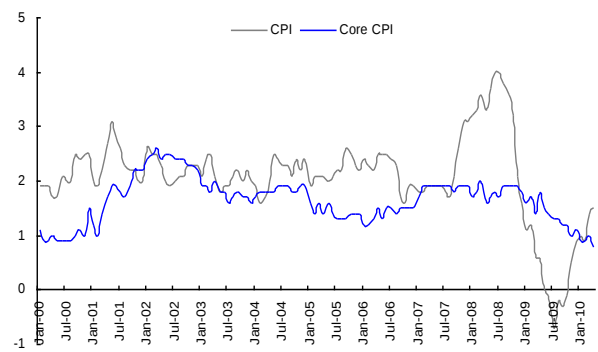
4 月份欧元区调和 CPI 环比上涨 0.7%，低于前月的 1.2%；同比涨幅也由 1.4% 微升至 1.5%，去年 11 月为同比首次转正；核心 CPI 环比上涨 0.3%，同比涨幅微降至 0.8%，略低于预期。

图 34: 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 35: 欧元区调和消费者物价指数 HICP 同比增速



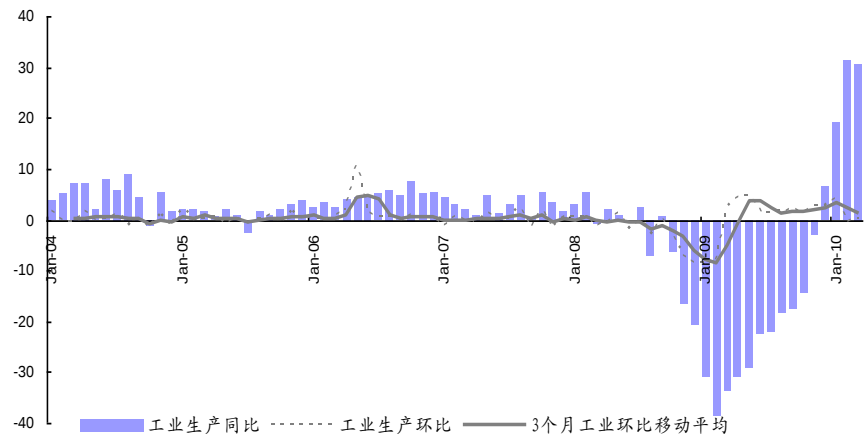
资料来源: 国信证券经济研究所

日本——消费者信心改善 摆脱通缩尚需时日

■ 三月份工业生产环比增长 0.3% 同比增速微降

日本 3 月份工业产出环比增长 0.3%，1 月为 09 年 5 月份以来最高增速 4.3%；同比增幅由 31.3% 微降至 30.7%（09 年 2 月份曾创历史最大同比降幅），同比上升趋势仍在持续。

图 36: 日本月度工业生产

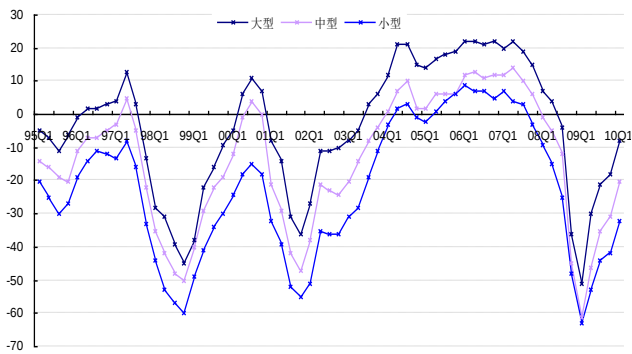


资料来源: 国信证券经济研究所

■ 日银短观调查显示 Q1 制造业企业景气继续改善

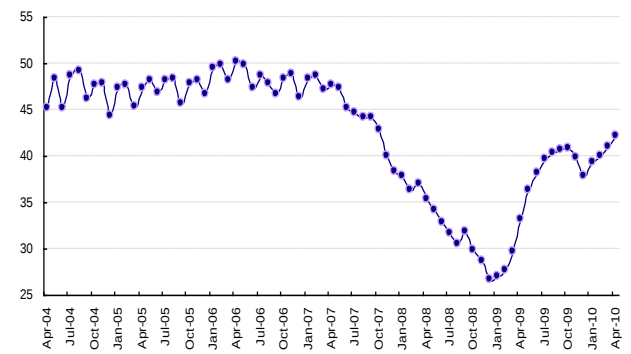
日本银行公布的今年 Q1 的日银企业短期经济观测调查显示，日本短观制造业景气指数继续改善：大型制造业景气由 -18 上升至 -8；中小企业景气指数分别由 -31 和 -42 上升至 -20 和 -32。制造业企业增长在 09 年 Q2 出现改善，目前景气回升趋势仍在持续。

图 37: 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 38: 日本月度消费者信心指数

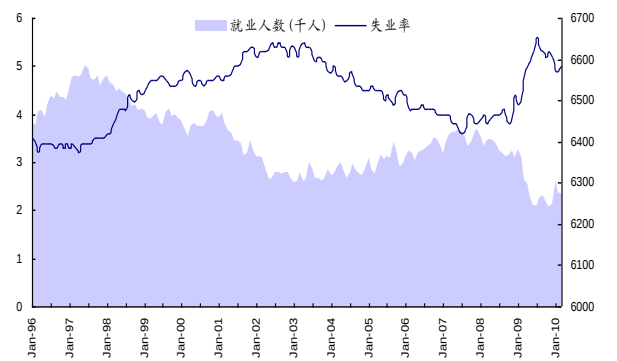


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

■ 四月份消费者信心升至 42.1 为连续四个月上升

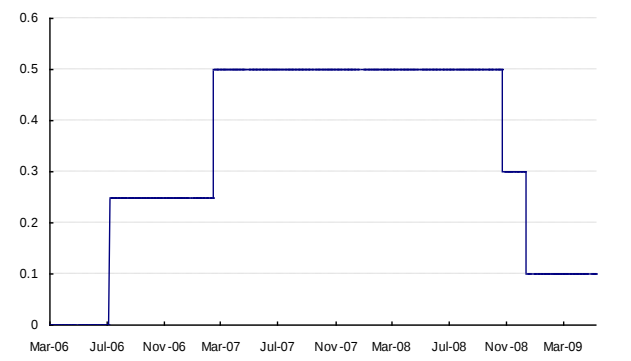
金融危机以来因受日元走强以及对通缩担忧等因素冲击，日本消费者信心指数于 09Q4 持续下滑，进入 2010 年后重拾升势，4 月份继续上升 1.1 个点至 42.1，未来内需的持续复苏才是日本经济走出通缩困境的根本。

图 39: 日本月度失业率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 40: 日本央行基准利率 (2006/3-2010/5)

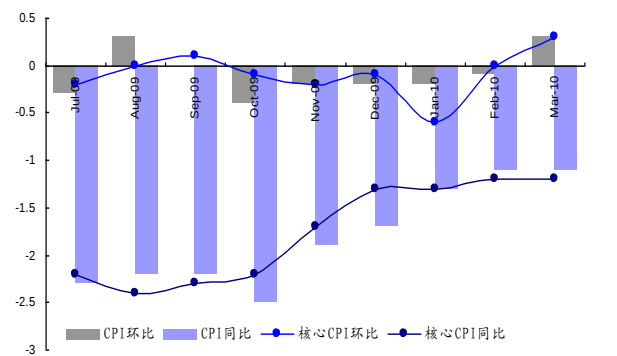


资料来源: 日本内阁府, 国信证券经济研究所

■ 三月份失业率微升至 5.0% 就业人口降幅收窄

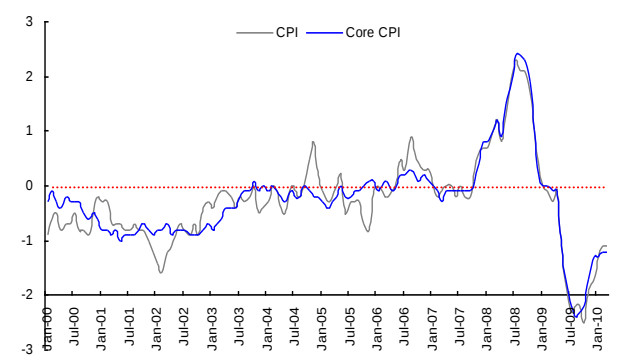
3 月日本失业率在连续两个月持平于 4.9% 后微升至 5.0%，09 年 7 月份失业率曾创下本轮金融危机以来的高点 5.6%；就业人数较前月减少 0.5 万人，三个月降幅较前期明显收窄；与去年同期相比减少 3.6 万人，优于市场预期，为连续 25 个月同比下降。

图 41: 日本月度物价指数



资料来源: 国信证券经济研究所

图 42: 日本物价指数同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

■ 三月份 CPI 环比小幅上涨 通缩局面略有改善

3 月日本 CPI 环比上涨 0.3%，扭转前 6 个月下跌的趋势；同比降幅持平于 1.1%，低于市场预期；核心 CPI 环比上涨 0.3%，同比降幅持平于 1.2%。另外，先行指标东京地区 4 月 CPI 指数环比增长 0.2%，同比降幅略收窄至 1.5%；核心 CPI 环比下滑 0.1%，低于前月，同比降幅微升至 1.9%，预示日本 4 月份 CPI 会小幅回升，但摆脱通缩仍需时日，而导致通缩持续的根本原因是人口“老龄化”下的内需不足。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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询价。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研究团队(含联系人)

宏观			策略			交通运输		
周炳林	0755-82133339		赵 谦	021-60933153		郑 武	0755- 82130422	
林松立	010-82254212		崔 嵘	021-60933159		陈建生	0755- 82130422	
			廖 喆	021-60933162		岳 鑫	0755- 82130422	
			黄学军	021-60933142		高 健	0755-82130678	
银行			房地产			机械		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		余爱斌	0755-82133400	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		黄海培	021-60933150	
谈 煜	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		陈 玲	0755-82133400	
						杨 森	0755-82133343	
						李筱筠	010-82254205	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010-82254160		孙菲菲	0755-82133400	
左 涛	021-60933164		秦 波	010-66026317		吴美玉	010-82252911	
						祝 彬	0755-82131528	
基础化工			医药			石油与石化		
张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-60875160	
陈爱华	0755-82133397		丁 丹	0755-82130678		严蓓娜	021-60933165	
邱 斌	0755-82130532		陈 栋	021-60933147				
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
皮家银	021-60933160		陈财茂	021-60933163		彭 波	0755-82133909	
						谢鸿鹤	0755-82130646	
电力与公用事业			非银行金融			通信		
徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755- 82130468		严 平	021-60875165	
谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513		程 峰	021-60933167	
			童成敦	0755-82130513				
造纸			家电			计算机		
李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407		段迎晟	0755- 82130761	
邵 达	0755-82132098							
电子元器件			纺织服装			农业		
			方军平	021-60933158		张 如	021-60933151	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-60875168		黄 茂	0755-82133476		杨 昕	021-60933168	
刘智景	021-60933148							
煤炭			建筑			固定收益		
李 然	010-66026322		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-60933152	
苏绍许	021-60933144		李遵庆	0755-82133343		高 宇	0755-82133528	
陈 健	010-66215566					侯慧娣	021-60875161	
						张 旭	010-82254210	
						蔺晓熠	021-60933146	
						刘子宁	021-60933145	
指数与产品设计			投资基金			量化投资		
焦 健	0755-82131822		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
王军清	0755-82133297		黄志文	0755-82133928		董艺婷	021-60933155	
彭甘霖	0755-82133259		彭怡萍	0755-82133528		戴 军	0755-82133129	
阳 瑾	0755-82131822		刘舒宇	0755-82131822		秦国文	0755-82133528	
周 琦	0755-82131822		康 亢	010-66026337		林晓明	021-60933154	
赵学昂	0755-82131822					赵斯尘	021-60875174	
						程景佳	021-60933166	
						徐左乾	0755-82133090	

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘墨	0755-82133456		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				