

## 证券研究报告—动态报告

## 海外宏观

## 11/01—11/02 美国宏观经济数据跟踪

2011年2月23日

## 相关研究报告:

《就业增长有赖于服务业持续扩张》——  
2011-1-24

《美国经济二次探底预期消除》——  
2010-11-23

《8月份宏观经济月报:信贷明松暗紧,宏观经济或波动调整》——  
2009-8-4

## 海外宏观月报

## 发达国家经济再度进入扩张期

## 1. 结论与投资建议

我们将美国经济自危机以来的周期波动看作是一个底部逐步抬升的W型,目前处于此W型的右侧由底部向上的阶段,W型的左侧由底部向上对应的是09年-2010年Q1,是经济复苏期,由企业的补库存周期带动;自2010Q4起经济处于二次去库存之后的再度扩张期,由企业设备投资周期以及就业改善带动消费需求向上的拉动。

## 2. 关键逻辑与核心假设

**1) PMI 指数:** 1月份全球PMI继续回升1.6个点,至57.2。全球制造业新增需求2010Q2(4月份)达到阶段性高点,之后Q2-Q3(5-9月份)增速自高位回落,不过10月之后整体制造业再次进入扩张期,通胀压力逐步积累。

**2) 就业市场:** 1月份美国非农就业增长由于受暴风雪天气的影响而不及预期,但失业率继续大幅下降至9%,前两个月的就业增长上修,说明美国经济扩张态势持续,我们对于就业增长以及经济持续向好抱有信心!仍维持就业市场持续改善的判断,原因:1)私营就业持续增加;2)“广义”失业率(U6)开始缓慢下降;3)平均周工时同比继续增长。失业率近两个月来明显回落也意味着美联储扩大量化宽松规模的可能性再次降低。

**3) 消费信贷:** 12月份美国总消费信贷增长61亿美元,远高于预期。总消费信贷(不包括房地产信贷)自08年4月见顶后持续走低,2010Q2降幅开始收窄,目前触底迹象非常明显。

**4) 房地产市场:** 1月份新屋开工数环比大增14.6%,至59.6万户,高于市场预期,表明新屋开工在政府优惠政策结束后再次企稳,未来筑底回升概率更大。12月份房屋销量出现明显回升,环比增长17.5%,筑底回升的迹象非常明显!目前来看,税收优惠退出对于房屋销售的冲击已经过去,地产市场的再度复苏近在眼前!

**5) CPI:** 1月份CPI环比增长0.4%,为连续七个月增长,高于预期的0.3%,主要是受能源和服装价格上涨的带动。核心CPI环比增长0.2%,高于预期,10月份为自1960年以来最低水平,之后通胀出现回升,但目前通胀水平仍支持美联储继续维持较低利率以巩固经济增长。

## 3. 与市场有别的看法

目前美元指数回升的力度有所减弱引发市场对美元指数持续走强的质疑。鉴于对2011年美国逐步向上的判断,我们维持观点,2011年美元指数趋势性走强将是大概率事件!我们也多次强调:虽然2011年世界经济“美强欧弱”的格局不足以引发美元指数的趋势性反转,但美国经济基本面向好可能导致的美联储政策态度的转变却可能根本扭转市场弱势美元的预期。也就是说,趋势性美元反转的确立需等待美联储会议措辞的根本转变!在美联储态度转变之前,美元指数走势更多的是小幅震荡抬升。提示关注3月15日召开的美联储货币政策会议。

## 证券分析师:崔嵘

电话: 021-60933159

E-mail: cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:  
S0980510120057

## 证券分析师:周炳林

电话: 0755-82130638

E-mail: zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:  
S0980510120066

## 证券分析师:林松立

电话: 010-66026312

E-mail: linsl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:  
S0980510120050

## 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

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| OECD 指标——发达国家经济再度扩张 新兴市场指标略有回落..... | 3 |
| PMI 指标——制造业扩张超预期加速 通胀指标继续回升.....    | 4 |
| 美国——通胀指标略有回升 就业改善利好未来消费.....        | 4 |

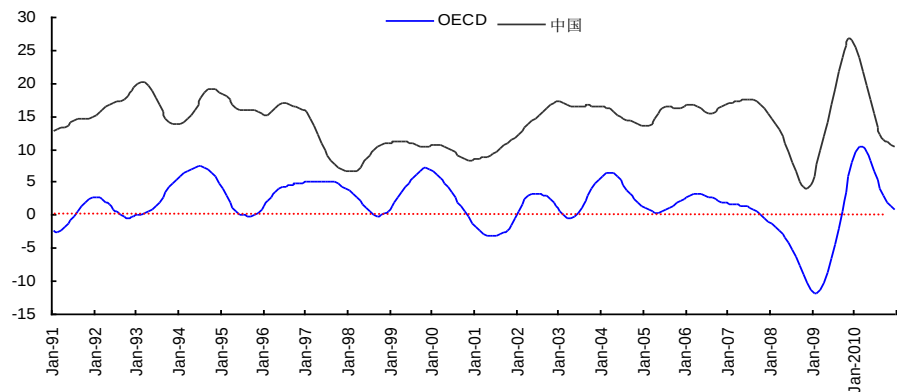
## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1991-2010/12) .....     | 3  |
| 图 2: 美国先行指标 (1998-2010/12) .....                   | 3  |
| 图 3: 欧元区先行指标 (1998-2010/12) .....                  | 3  |
| 图 4: 日本先行指标 (1998-2010/12) .....                   | 3  |
| 图 5: 巴西先行指标 (1998-2010/12) .....                   | 3  |
| 图 6: 印度先行指标 (1998-2010/12) .....                   | 4  |
| 图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2010/12) .....                  | 4  |
| 图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI .....                      | 4  |
| 图 9: 名义个人可支配收入和支出 (十亿美元) .....                     | 5  |
| 图 10: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速.....                       | 5  |
| 图 11: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2010/12) .....    | 6  |
| 图 12: 美国月度总消费信贷增长.....                             | 6  |
| 图 13: 美国月度循环与非循环信贷同比增速 .....                       | 6  |
| 图 14: 美国经济 LEI 指标月度变化.....                         | 7  |
| 图 15: LEI 指标历史月度变化趋势 .....                         | 7  |
| 图 16: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2011/1) ..... | 8  |
| 图 17: 美国新屋开工量月度增速 .....                            | 8  |
| 图 18: 美国房屋营建许可月度增速.....                            | 8  |
| 图 19: 美国成屋和新屋销售同比增速 .....                          | 9  |
| 图 20: 美国房地产市场预测 (单位: 千户) .....                     | 9  |
| 图 21: 美国每周 30 年抵押贷款利率 .....                        | 9  |
| 图 22: 美国季度居民债务清偿/个人可支配收入占比.....                    | 9  |
| 图 23: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2011/01) .....    | 10 |
| 图 24: 美国工业生产及产能利用率.....                            | 10 |
| 图 25: 美国各工业行业月度环比增速.....                           | 10 |
| 图 26: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数 .....                  | 11 |
| 图 27: 美国月度名义零售销售环比增速 .....                         | 11 |
| 图 28: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速.....                    | 11 |
| 图 29: 美国月度消费者信心指数.....                             | 11 |
| 图 30: 美国月度失业率 (1948/01-2011/1) .....               | 12 |
| 图 31: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速.....                   | 13 |
| 图 32: 美国 CPI 同比增速与产能利用率.....                       | 13 |
| 图 33: 美国月度 CPI 环比增速 .....                          | 13 |
| 图 34: 美国月度 PPI 同比增速 .....                          | 13 |
| 表 1: 美国个人收入和支出数据细目 .....                           | 5  |
| 表 2: 美国 1 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.....                  | 7  |

### OECD 指标——发达国家经济再度扩张 新兴市场指标略有回落

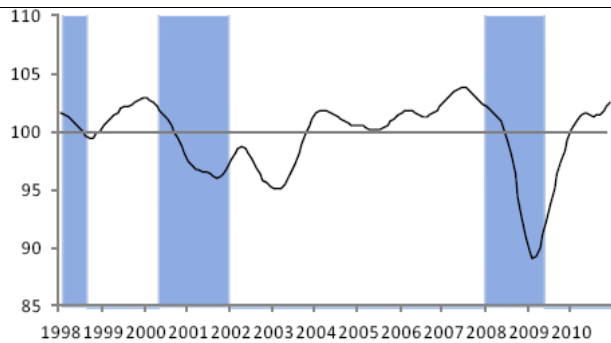
9-10 月份世界经济自 2010Q2 开始的放缓趋势出现企稳迹象，发达国家经济再次进入扩张期。2 月 14 日 OECD 公布的 12 月份先行指标：经修正后的 OECD 国家先行指标环比上升 0.3 个点，同比增速回升 2.2 个点。从各国数据来看，美国、日本和德国经济扩张出现再度加速迹象，OECD 同比增速 2010M10 见底。“金砖四国”基本与前月持平或略有下滑，经济扩张在政府调控下有所放缓。中国环比回落 0.2%，连续两个月回落。

图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1991-2010/12)



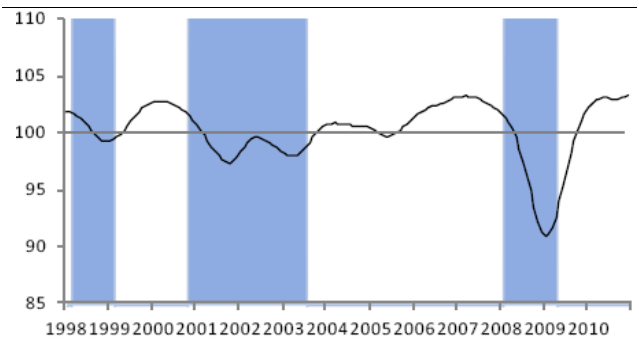
资料来源：国信证券经济研究所 注：OECD 和中国同比增速分别于 2010M3 和 2009M11 见顶。

图 2: 美国先行指标 (1998-2010/12)



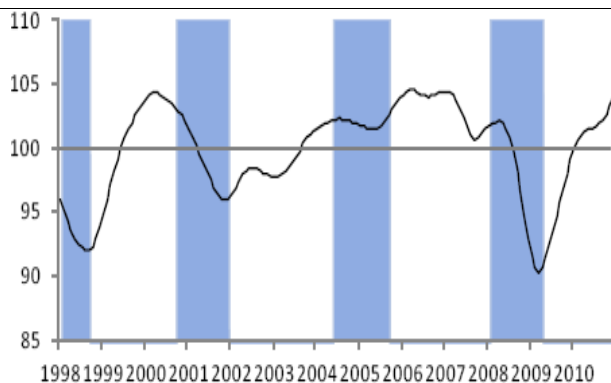
资料来源：国信证券经济研究所

图 3: 欧元区先行指标 (1998-2010/12)



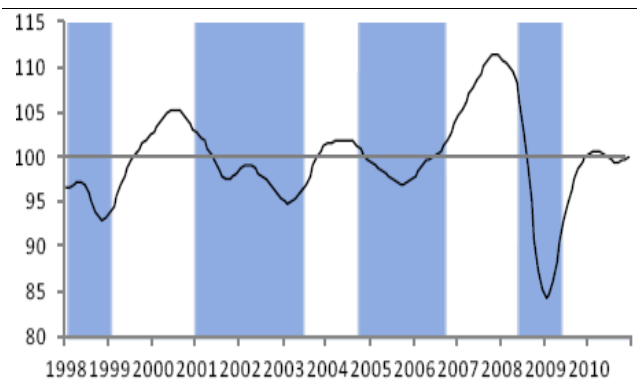
资料来源：国信证券经济研究所

图 4: 日本先行指标 (1998-2010/12)



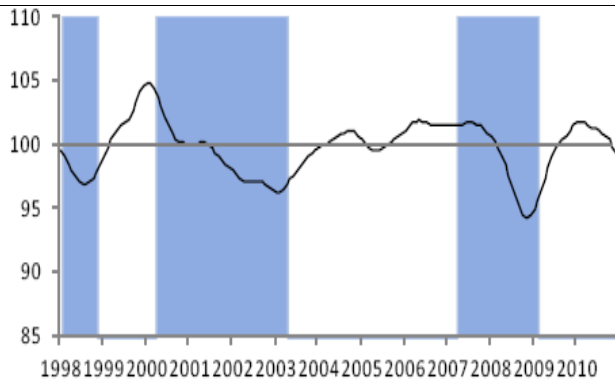
资料来源：国信证券经济研究所

图 5: 巴西先行指标 (1998-2010/12)



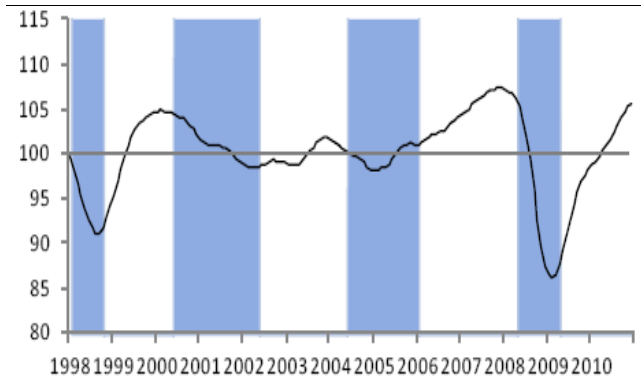
资料来源：国信证券经济研究所

图 6: 印度先行指标 (1998-2010/12)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2010/12)

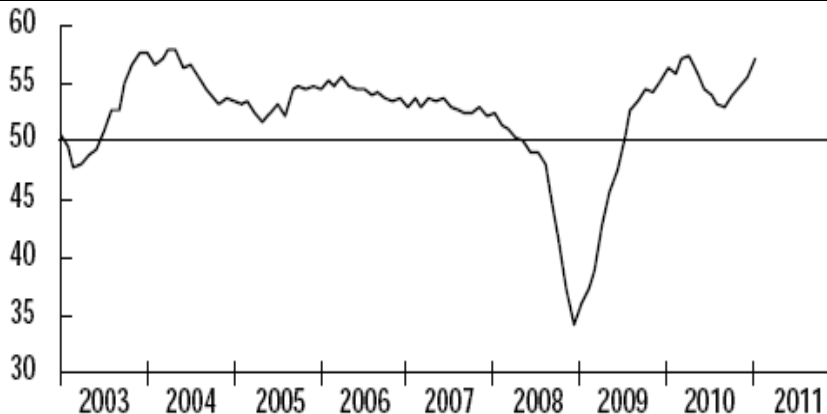


资料来源: 国信证券经济研究所

### PMI 指标——制造业扩张超预期加速 通胀指标继续回升

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 1 月份继续回升 1.6 个点, 至 57.2, 为连续四个月走强。全球制造业新增需求 Q2(4 月份)达到阶段性高点, 之后 Q2-Q3 (5-9 月份)增速自高位回落, 不过 10 月之后整体制造业再次进入扩张期。具体来看, 各分项指标外均出现回升: 新订单和产出分别回升 3.4 和 1.1 个点至 59.8 和 58.6; 就业市场也超预期恢复, 上升 1.2 个点至 55.3; 投入价格指数涨升 4.2 个点至 68.6, 明显高于前五个月涨幅。新订单和就业的改善支撑 PMI 回升。从各国指标来看, 新订单的显著回升主要集中在美国和中国, 欧洲和印度也有所加速。全球通胀压力也在逐步积累, 未来值得警惕。

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

|     | 1 月  | 12 月 | 变化   | 动能 |
|-----|------|------|------|----|
| PMI | 57.2 | 55.6 | +1.6 | 加快 |
| 产出  | 58.6 | 57.5 | +1.1 | 加快 |
| 新订单 | 59.8 | 56.4 | +3.4 | 加快 |
| 物价  | 73.6 | 69.4 | +4.2 | 加快 |
| 就业  | 55.3 | 54.1 | +1.2 | 加快 |

2011 年 02 月更新

### 美国——通胀指标略有回升 就业改善利好未来消费

#### ■ 十二月份实际消费支出同比继续回升 收入增长缓慢成制约因素

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。12 月份实际个人消费支出增长再度超出个人可支配收入增速, 储蓄率略降。若个人收入增长可持续 (我们认为重点在就业市场的改善可持续), 将从根本上利好美国消费需求增长。

表 1: 美国个人收入和支出数据明细

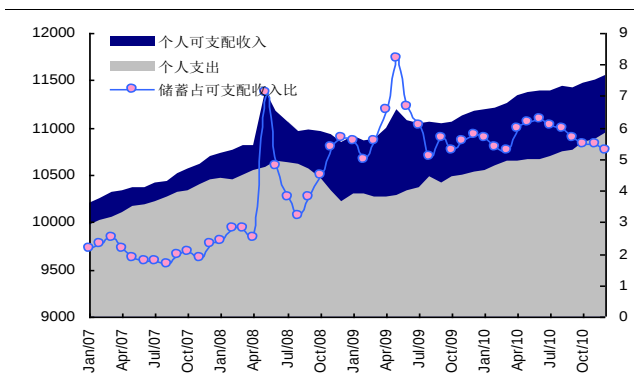
|         | 2010 年 12 月 |      | 2010 年 11 月 |      |
|---------|-------------|------|-------------|------|
|         | 环比          | 同比   | 环比          | 同比   |
| 名义      |             |      |             |      |
| 个人收入    | 0.43        | 3.83 | 0.35        | 3.93 |
| 个人税收    | 0.59        | 8.62 | 0.49        | 7.89 |
| 个人可支配收入 | 0.41        | 3.36 | 0.34        | 3.53 |
| 个人支出    | 0.62        | 3.88 | 0.31        | 3.57 |
| 个人消费支出  | 0.66        | 4.08 | 0.34        | 3.81 |
| 耐用品     | 0.68        | 8.31 | -0.41       | 7.95 |
| 非耐用品    | 1.47        | 6.63 | 0.62        | 5.12 |
| 服务      | 0.38        | 2.58 | 0.36        | 2.73 |
| 储蓄率     | 5.3         |      | 5.5         |      |
| 实际      |             |      |             |      |
| 个人可支配收入 | 0.1         | 2.1  | 0.2         | 2.4  |
| 个人消费支出  | 0.4         | 2.8  | 0.2         | 2.7  |
| 耐用品     | 1.0         | 10.7 | -0.2        | 10.2 |
| 非耐用品    | 0.3         | 3.8  | 0.4         | 3.2  |
| 服务      | 0.3         | 1.3  | 0.3         | 1.4  |

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。

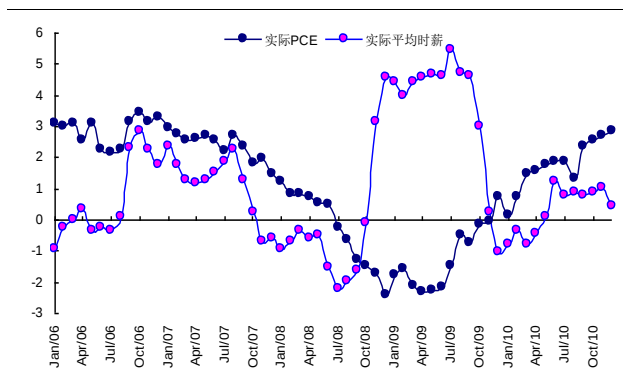
12 月份美国名义个人收入环比增长 0.43%，高于前月，符合市场预期，主要受个人股息和资产收入增加带动；名义个人消费支出环比增长 0.66%，高于前月增速及市场预期。

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

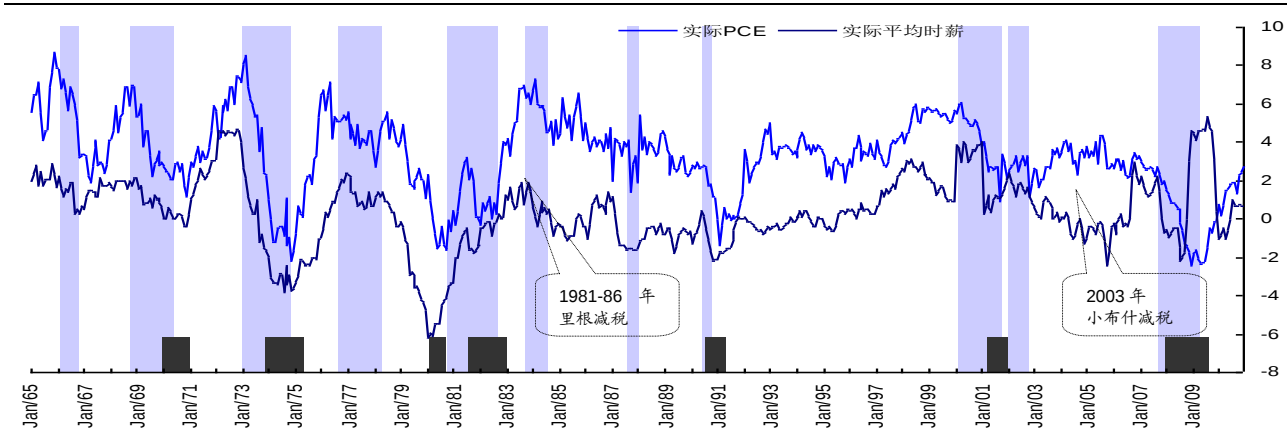
图 10: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

12 月份实际个人可支配收入环比增长 0.1%，5 月为 09 年 5 月以来的最高增速；同比增幅微降至 2.1%。实际消费支出环比也增长 0.4%，高于前月；同比增速由 2.7% 升至 2.8%。主要受耐用品消费增长提振：实际耐用品消费环比增长 1.0%；而非耐用品和服务消费支出环比均增长 0.3%。个人储蓄率 12 月份由前月的 5.5% 微降至 5.3%，6 月为九个月最高水平，相当于 07 年危机开始前的三倍，目前接近于 92-93 年的水平。

图 11: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2010/12)



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。

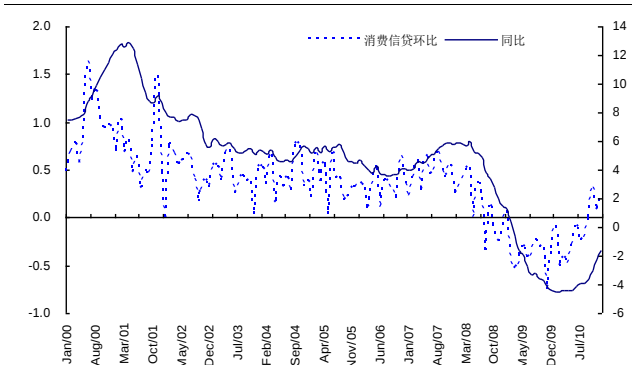
### ■ 十二月份美国总消费信贷环比继续增长 远高于市场预期

经季节性因素调整后, 12 月份美国 (包括商业银行、金融信贷机构、美联储以及非金融等机构发放的) 总消费信贷 (不包括房地产信贷) 增长 61 亿美元, 远高于市场预期增长 24 亿美元, 环比增长 0.25%, 为连续三个月增长, 同比降幅由 2.2% 缩小至 1.6%。总消费信贷自 08 年 4 月见顶后持续走低, 2010Q2 降幅开始收窄, 目前触底迹象非常明显。

其中, 循环信贷增长 23.2 亿美元, 环比首次正增长 0.3%, 同比降幅由 8.7% 降至 7.5%; 非循环信贷 (如汽车、教育、旅游等不包括在循环信贷中的部分) 增 37.8 亿美元, 环比增长 0.2%, 低于前月, 为连续五个月小幅增长, 同比增长 1.7%, 为连续三个月实现正增长。

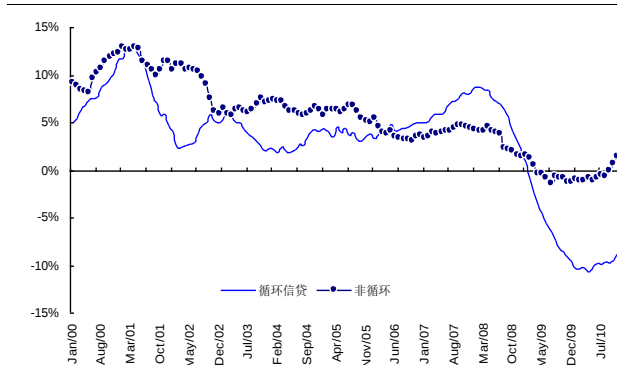
商业银行发放的个人消费信贷已出现回暖的迹象, 尤其是 2010 年 3 月份之后的数据, 12 月份环比微降 0.9%, 前月为首次环比正增长; 同比增幅也略缩小至 28.7%, 同比筑底回升的趋势已经形成。随着信贷和就业市场的改善, 经济也将重拾向上的动力。

图 12: 美国月度总消费信贷增长



资料来源: 国信证券经济研究所

图 13: 美国月度循环与非循环信贷同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

### ■ 一月份领先指标环比增长 0.1% 低于市场预期

美国领先指标 1 月份环比增长 0.1%, 低于市场预期的 0.2%; 同比增幅魏降至 5.6%。同步指标和滞后指标环比分别上升 0.1% 和 -0.1%。10 个分项指标中有 4 个指标出现回落, 其中降幅最大的包括营建许可、失业金人数和工时等; 贡献正面的因素是收益率曲线、厂商盈利和股价等。美国经济自 2010Q4 开始重新步入上升

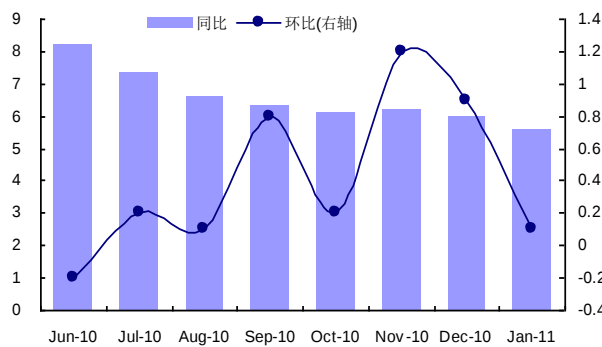
通道，未来就业市场好转对于消费的拉动作用也将逐步体现。

表 2: 美国 1 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   | +0.34 | 营建许可    | -0.29 |
| 厂商盈利    | +0.14 | 初请失业金人数 | -0.16 |
| 股价      | +0.12 | 平均周工作时间 | -0.13 |
| 消费者预期   | +0.05 | 实际 M2   | -0.01 |
| 工厂和设备订单 | +0.04 |         |       |
| 消费品新订单  | +0.01 |         |       |

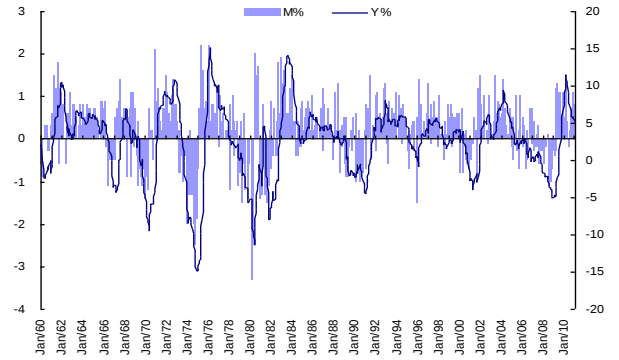
资料来源：国信证券经济研究所

图 14: 美国经济 LEI 指标月度变化



资料来源：国信证券经济研究所

图 15: LEI 指标历史月度变化趋势



资料来源：国信证券经济研究所

### ■ 一月份美国 PMI 回升动力转强

1 月份美国 PMI 再度上升，表明美国经济进入 2011Q1 后增长动能明显转强。各项指标均有所好转，库存回落而新增需求增加；未完成订单上升意味着就业改善空间巨大；通胀压力有所抬头。鉴于美联储货币会议声明、房地产和就业市场近期的改善，美联储扩大量化宽松规模的概率大大降低。此外，PMI 回升转强利好基本金属，如铜等。1 月份 PMI 继续回升 2.3 个点，至 60.8，高于市场预期的 58。指数高于 50 临界值，意味着经济处扩张期。经济进入 2011Q1 后环比增速继续恢复，经济增长动能明显转强；继续关注就业和房地产市场的后续增长。

表 3: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

| 指标    | 1 月  | 12 月 | 变化    | 变动方向 | 动能变化 | 趋势 |
|-------|------|------|-------|------|------|----|
| PMI   | 60.8 | 58.5 | +2.3  | 扩张   | 加快   | 18 |
| 新接订单  | 67.8 | 62.0 | +5.8  | 扩张   | 加快   | 19 |
| 产出指数  | 63.5 | 63.0 | +0.5  | 扩张   | 加快   | 20 |
| 就业指数  | 61.7 | 58.9 | +2.8  | 扩张   | 加快   | 16 |
| 供应商发货 | 58.6 | 56.7 | +1.9  | 减慢   | 加快   | 20 |
| 厂商库存  | 52.4 | 51.8 | +0.6  | 扩张   | 加快   | 7  |
| 消费者库存 | 45.5 | 40.0 | +5.5  | 过低   | 减慢   | 22 |
| 物价指数  | 81.5 | 72.5 | +9.0  | 上升   | 加快   | 19 |
| 未完成订单 | 58.0 | 47.0 | +11.0 | 扩张   | 摆脱萎缩 | 1  |
| 出口指数  | 62.0 | 54.5 | +7.5  | 扩张   | 加快   | 19 |
| 进口指数  | 55.0 | 50.5 | +4.5  | 扩张   | 加快   | 17 |
| 整体经济  |      |      |       | 扩张   | 加快   | 20 |
| 制造业   |      |      |       | 扩张   | 加快   | 18 |

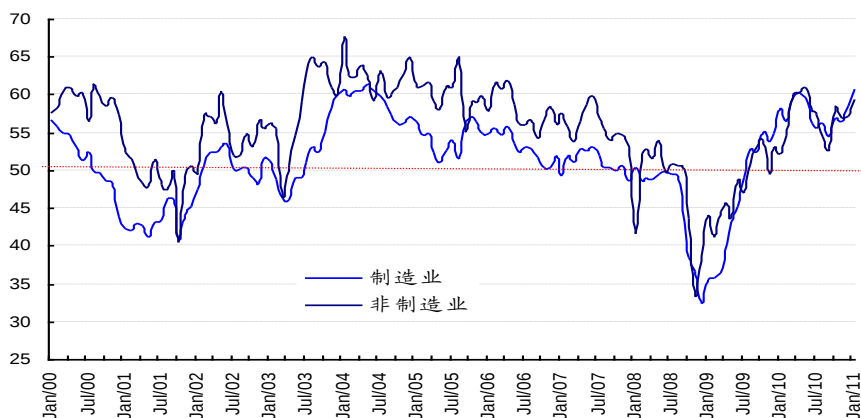
资料来源：国信证券经济研究所

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

1 月份 PMI 中各分项指标均继续好转,制造业增长动能明显转强:新订单和产出指标分别上涨 5.8 和 0.5 个点,至 67.8 和 63.5;就业指标继续改善 2.8 个点,至 61.7,09 年 10 月为本轮衰退以来首次高于 50 临界值;价格指标继续大幅上升 9.0 个点,涨幅高于前月,通胀压力上升。18 个行业中有 12 个行业新订单出现扩张(前月 11 个行业),仅 3 个行业(纺织、塑料橡胶产品和非金属矿产品相关类行业;前月 5 个)的新订单出现下降。厂商和消费者库存分别上升 0.6 和 5.5 个点,消费者库存为连续 22 个月低于 50 临界值,纺织、服装皮革和食品饮料行业的消费库存“过高”。18 行业分项中有 14 个扩张(前月 13 个),其中石油/煤产品、基本金属、服装皮革、木产品、机械、电子产品和交运设备行业居前。

图 16: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2011/1)



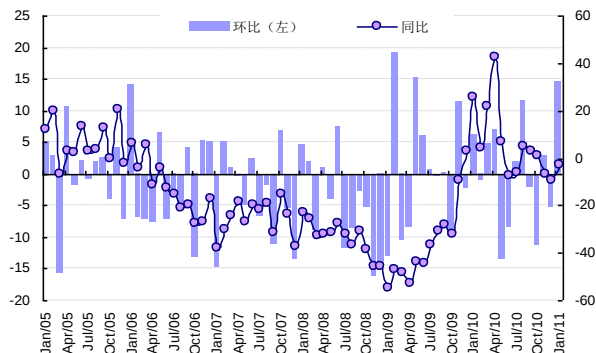
资料来源: 国信证券经济研究所

新订单/库存比可以看作是 PMI 指标较好的一个领先指标,1 月份该比值由 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。

### ■ 房屋销量明显回升 地产的再度复苏已然出现

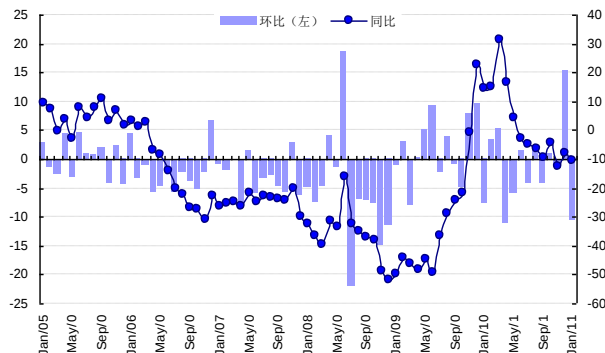
在低利率以及奥巴马政府对首次购房者的税收优惠等多项政策的刺激下,美国房地产市场过剩库存逐渐得到消化,各项营建指标已于 09 年 Q2 筑底, Q3 之后营建数据同比大幅增长,但房屋开工和销售数据的反复说明美国房地产内生动力尚未恢复,政府房地产税收优惠政策延续至 2010 年 9 月底。目前来看,房屋销量在税收优惠退出后出现筑底回升迹象,未来增长是国内需求以及 CPI 走势的关键变量。

图 17: 美国新屋开工量月度增速



资料来源: 国信证券经济研究所

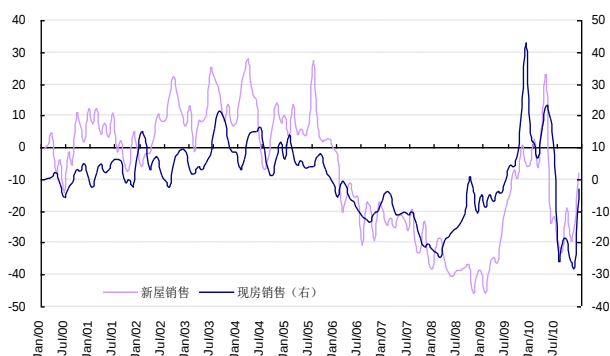
图 18: 美国房屋营建许可月度增速



资料来源: 国信证券经济研究所

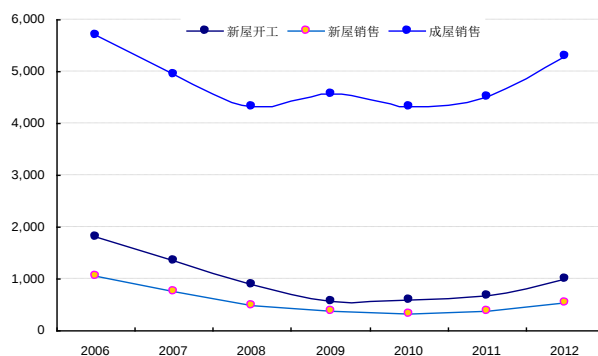
1 月份新屋开工数环比大增 14.6%，至 59.6 万户，高于市场预期的 52 万户；同比降幅由前月的 9.7% 大幅缩小至 2.6%，表明新屋开工在政府优惠政策结束后再次企稳，未来筑底回升概率更大。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 73.8%。新屋开工主要受多户数据大幅回升的提振。分项数据来看，单户开工（占地产市场的 75%）环比下滑 1.0%，出现筑底迹象；而多户新开工（占比小波动大）环比大幅增长 77.7%。我们维持美国房地产市场 09Q2 筑底的判断，房地产内生动力开始逐步恢复。营建许可因不受天气因素的影响而较新屋开工更可靠，1 月份环比意外下滑 10.4%，至 56.2 万户，略高于市场预期的 56 万，主要受 12 月底建筑商在宾州、加州和纽约州建筑法令调整前加紧取得许可的基数影响；同比降幅由 7.9% 扩大至 10.7%。其中单户营建许可（较好的预示未来建筑活动）环比下滑 4.8%。

图 19: 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 11 月

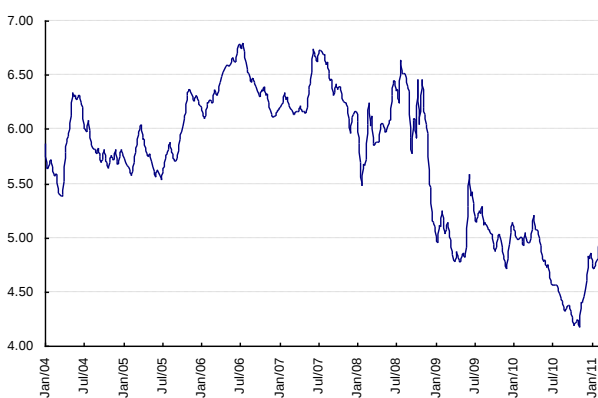
图 20: 美国房地产市场预测（单位：千户）



资料来源：国信证券经济研究所，更新 2011 年 2 月

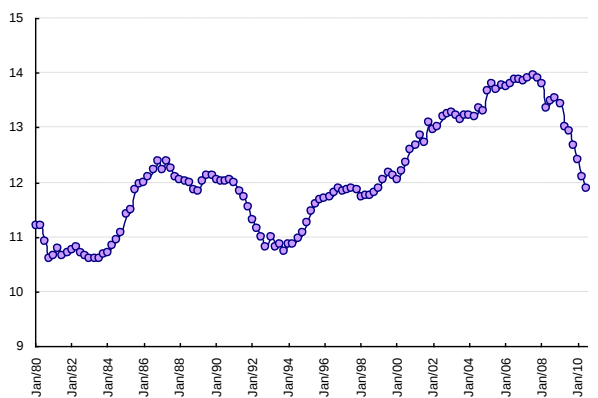
12 月份房屋销量出现明显回升：12 月份新屋销售环比增长 17.5%，至 32.9 万户，高于市场预期的 30 万户；同比降幅由 24% 明显收窄至 7.6%；库存环比下降 4.2%，消化库存需要 8.1 个月，低于前月的 8.2。同时，12 月份成屋销售环比大增 12.3%，优于市场预期；同比降幅由 27.6% 缩小至 2.9%，筑底回升的迹象非常明显！成屋库存环比下降 4.2%，至 356 万套；需要 8.1 个月销售完毕，低于前月的 9.5 个月。目前来看，税收优惠退出对于房屋销售的冲击已经过去，地产市场的再度复苏已然出现！

图 21: 美国每周 30 年抵押贷款利率



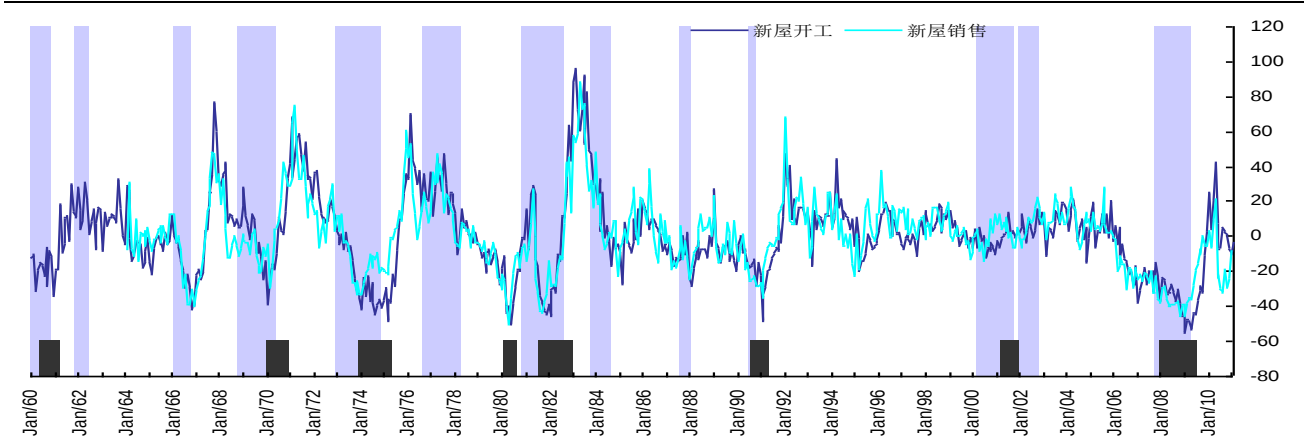
资料来源：国信证券经济研究所

图 22: 美国季度居民债务清偿/个人可支配收入占比



资料来源：国信证券经济研究所

图 23: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2011/01)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

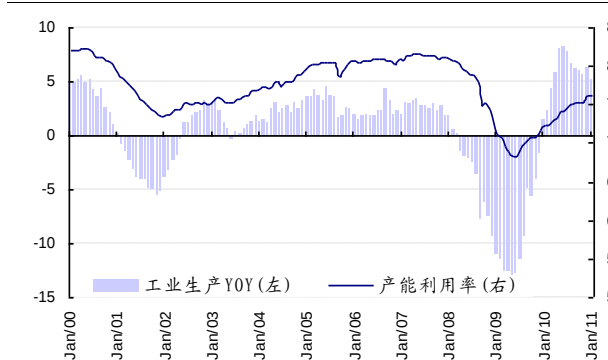
注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

### ■ 一月份工业产出环比下滑 0.1% 产能利用率小幅回落

1 月份工业产出环比增下滑 0.1%，低于前月和市场预期的增长 0.4%；同比增幅则由 6.3%下滑至 5.2%。其中，公用事业和矿业环比分别下滑 1.6%和 0.7%，是整体指数下滑的主因；制造业环比仅增长 0.3%。

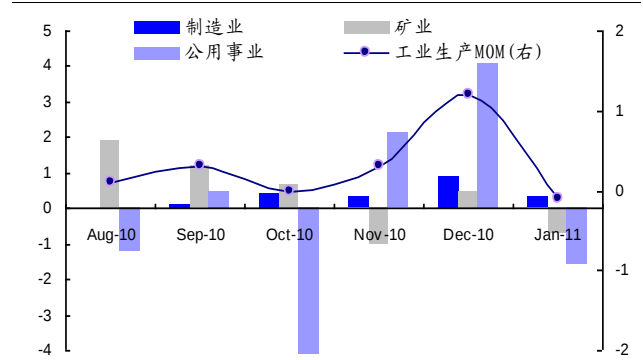
1 月份整体工业的产能利用率由 76.2%小幅回落至 76.1%，较 1972-2007 年的均值 81.0%下降 4.9%，经济复苏尚未过热，通胀压力尚不足惧。分项产能利用率中除制造业和成品行业均有所回落。

图 24: 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 25: 美国各工业行业月度环比增速



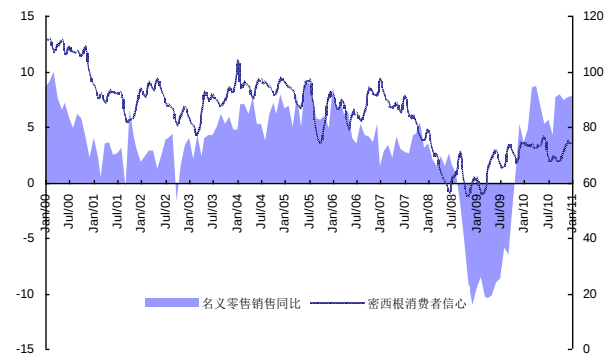
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

### ■ 一月份零售销售环比增长 0.3%，低于市场预期

1 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 0.3%，低于市场预期的 0.6%，是连续七个月增长；同比增速由 7.6%升至 7.8%，表明消费支出在 Q4 强劲复苏后继续增长。除建材和家具类外零售额普遍增长，主要集中在加油站、食品饮料以及网络销售。我们维持观点：美国国内需求在 Q3 短暂下滑后，Q4 动能有所恢复，经济出现了筑底并稳定增长的迹象。未来关注就业市场的复苏强度。

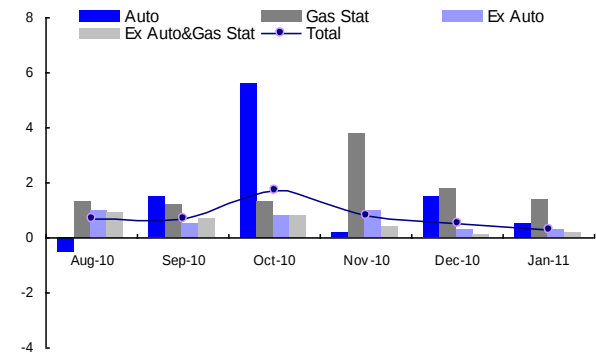
扣除汽车和加油站等波动率较大部分的零售销售继续增长：加油站零售环比增长 1.4%，低于前月增速；扣除汽车销售（环比增长 0.5%）的其他零售销售增长 0.3%，持平于前月，2-3 月增速为 09 年 11 月以来最高；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售环比增长 0.2%，略高于前月的 0.1%。

图 26: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



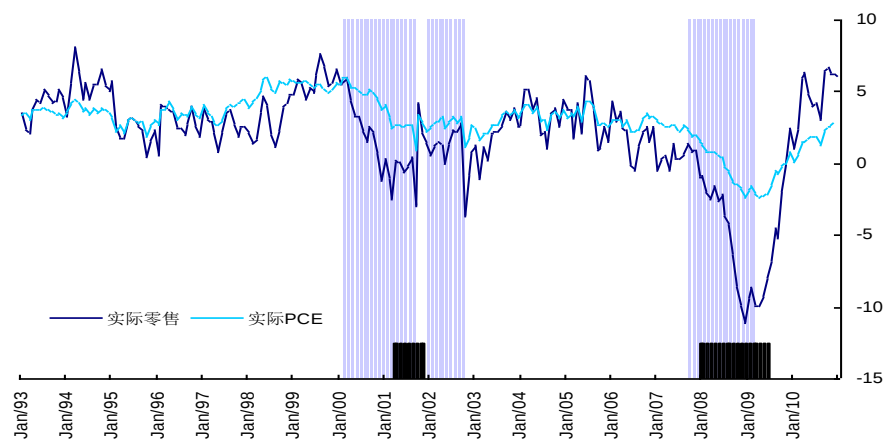
资料来源: 国信证券经济研究所

图 27: 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

图 28: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速

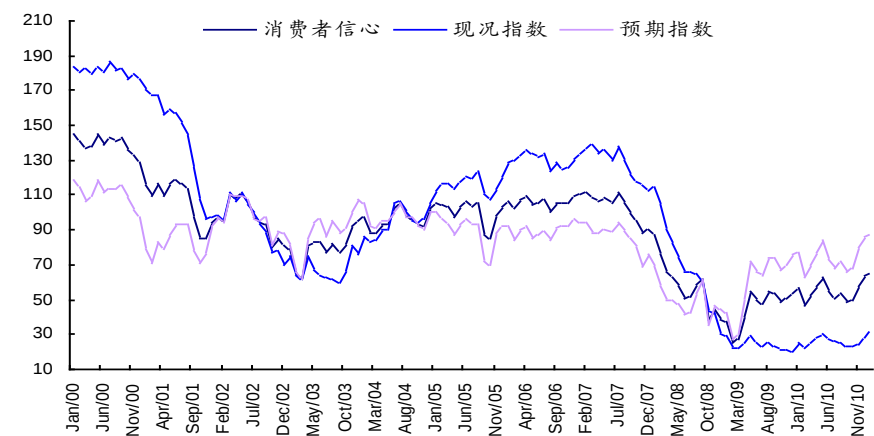


资料来源: 国信证券经济研究所

### ■ 一月份消费者信心指数回升 2.2 个点 远高于市场预期

1 月份消费者信心回升 2.2 个点至 65.6，为连续四个月回升，远高于预期的 57。现状指数上升 3.7 个点，至 32.5，09 年 3 月份为数年低点；未来预期指标也回升 1.1 点，至 87.6。综合各项经济指标来看，消费者未来信心的目前主要取决于就业市场状况的变化。

图 29: 美国月度消费者信心指数



资料来源: 国信证券经济研究所

### ■ 一月份美国失业率再次大幅回落

1 月份美国非农就业增长由于受暴风雪天气的影响而不及预期，但失业率继续大幅下降至 9%，前两个月的就业增长上修，说明美国经济扩张态势持续，我们对于就业增长以及经济持续向好抱有信心！我们仍维持就业市场持续改善的判断，原因：1）私营就业持续增加；2）“广义”失业率（U6）开始缓步下降；3）平均周工时同比继续增长。分行业来看，制造业决定就业周期，服务业决定就业规模，未来服务业扩张有望带动就业增长。失业率近两个月来明显回落也意味着美联储扩大量化宽松规模的可能性再次降低。

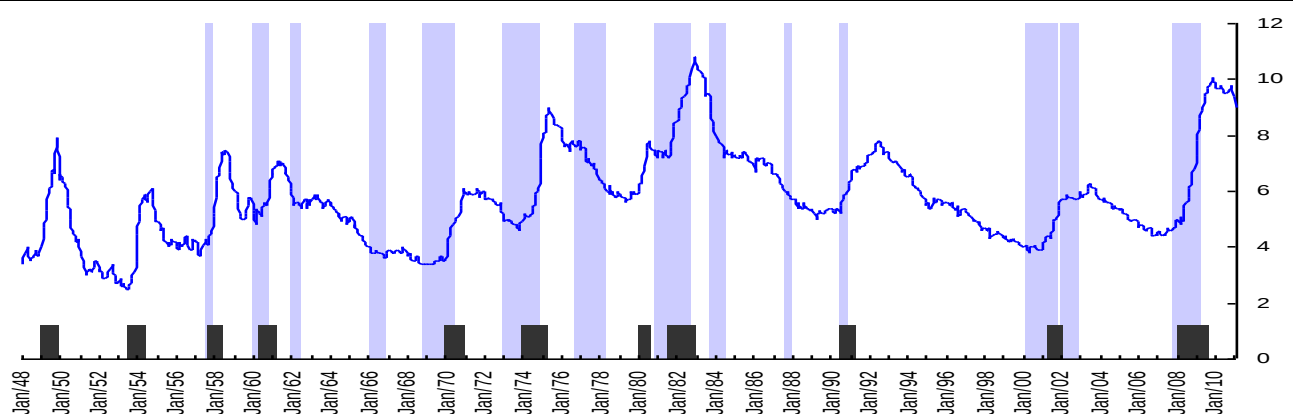
就业报告带动美元指数扭转前期颓势。前期美元指数的回落主要受欧洲央行官员对抗通胀强硬言论而引发欧元区提早加息的预期反应，我们认为欧元区提早加息这一判断缺乏依据（欧洲央行特里谢在 2 月 3 日货币会议上的言论突然转弱也印证了我们的判断）。我们维持，2011 年美元指数趋势性走强将是大概率事件！虽然 2011 年世界经济“美强欧弱”的格局不足以引发美元指数的趋势性反转，但美国经济基本面向好可能导致的美联储政策态度的转变却可能根本扭转市场弱势美元的预期。也就是说，趋势性美元反转的确立需等待美联储会议措辞的根本转变！再此之前美元的走势更多是震荡小幅抬升。

1 月份美国失业率意外大幅下降至 9.0%，远低于市场预期的 9.5%，为 09 年 4 月份以来的最低水平（09 年 10 月份为本轮危机以来失业率最高点 10.1%）；非农就业人口增长 3.6 万人（经季调），远低于市场预期的 15.5 万人，主要是受暴风雪天气的影响。分行业来看，私营就业增长 5.0 万人，低于预期的 15.5 万人（12 月私营就业由 11.3 万上修至 13.9 万人），主要受制造业和服务业等雇佣人口增加的带动，产品生产部门就业增加 1.8 万人，其中制造业就业人口继续增长 4.9 万人，前月上修为增长 1.4 万人；而建筑业就业继续减少 3.2 万人，差于前月。社会整体劳动力人口减少 50.4 万人，劳动参与率下降 0.1%至 64.2%，这也部分解释了失业率的回落。

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）由 16.7%大幅回落 0.6 个点，至 16.1%。

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 趋势性见顶、就业市场持续改善的判断（详见 09 年 11 月份美国失业率数据点评）。

图 30：美国月度失业率（1948/01-2011/1）



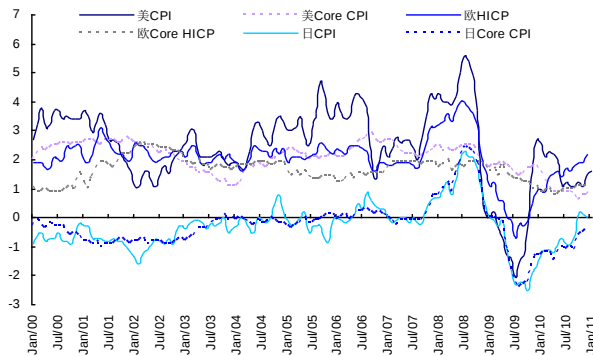
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

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。

### ■ 一月份 CPI 环比上涨 0.4% 高于市场预期

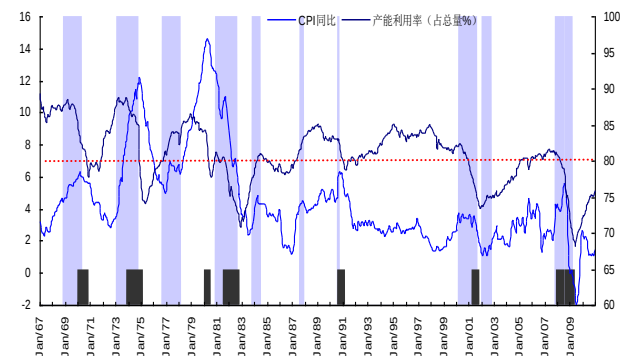
1 月份经季节性因素调整后 CPI 环比增长 0.4%，为连续七个月增长，高于市场预期的 0.3%；同比涨幅由 1.5% 微升至 1.6%，主要是受能源（4.6%）和服装价格（1%）上涨的带动。核心 CPI 环比增幅微升至 0.2%，高于市场预期的 0.1%；同比涨幅由 0.8% 升至 1%，10 月份为自 1960 年以来最低水平，之后通胀出现回升，但目前通胀水平仍支持美联储继续维持较低利率以巩固经济增长。

图 31：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 32：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

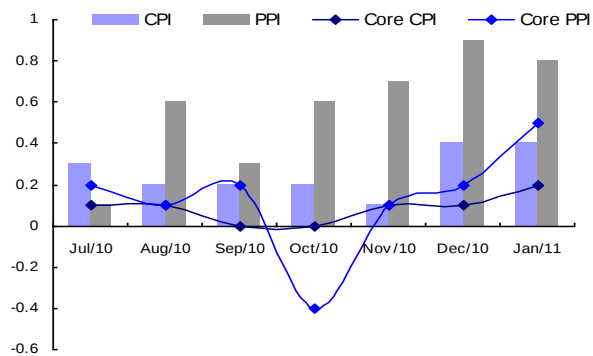
居住成本自 08 年 7 月以来持续下跌，2010 年 3 月份之前是拖累整体 CPI 上涨缓慢的主要原因，之后降幅已明显收窄。7-9 月份居住价格在低位震荡，而 12 月份开始扭转前期下滑态势，1 月环比继续增长 0.1%，未来居住价格很可能出现回升，但短期内通胀大幅走高的概率较低。

能源价格环比涨幅由 4.0% 缩小至 2.1%，但其中燃料油价格环比涨幅超前月，达 6.8%；而扣除能源类 CPI 环比涨幅由前月的 0.1% 升至 0.2%。

食品饮料价格环比上涨 0.5%，涨幅高于前月的 0.1%。其中以油脂和果蔬价格涨幅居首；扣除食品类 CPI 环比上涨 0.4%。涨幅低于前月的 0.5%。

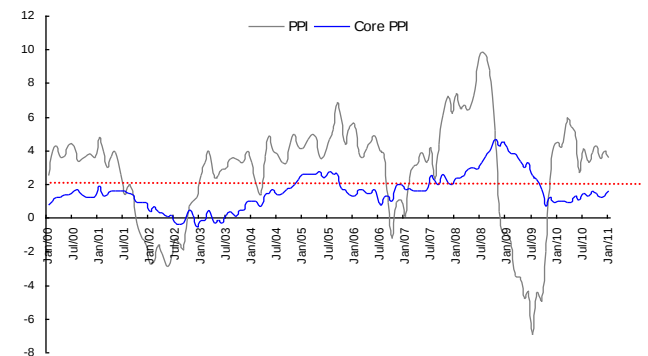
此外，服装类价格较前月涨幅扩大，环比涨幅由 0.1% 升至 1.0%。

图 33：美国月度 CPI 环比增速



资料来源：国信证券经济研究所

图 34：美国月度 PPI 同比增速



资料来源：国信证券经济研究所

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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         |

## 风险提示

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。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                |                    |                 |                    |                  |                    |
|----------------|--------------------|-----------------|--------------------|------------------|--------------------|
| <b>宏观</b>      |                    | <b>固定收益</b>     |                    | <b>策略</b>        |                    |
| 周炳林            | 0755-82130638      | 李怀定             | 021-60933152       | 黄学军              | 021-60933142       |
| 林松立            | 010-66026312       | 侯慧梯             | 021-60875161       | 闫 莉              | 010-88005316       |
| 崔 嵘            | 021-60933159       | 张 旭             | 010-66026340       | 吴土金              | 0755-82130833-1332 |
| <b>交通运输</b>    |                    | <b>银行</b>       |                    | <b>房地产</b>       |                    |
| 郑 武            | 0755- 82130422     | 邱志承             | 021- 60875167      | 方 焱              | 0755-82130648      |
| 陈建生            | 0755- 82133766     | 黄 飙             | 0755-82133476      | 区瑞明              | 0755-82130678      |
| 岳 鑫            | 0755- 82130432     | 谈 焯             | 010- 66025229      | 黄道立              | 0755- 82133397     |
| 高 健            | 0755-82130678      | <b>汽车及零配件</b>   |                    | <b>钢铁</b>        |                    |
| <b>机械</b>      |                    | 左 涛             | 021-60933164       | 郑 东              | 010- 66025270      |
| 郑 武            | 0755- 82130422     | <b>基础化工</b>     |                    | 秦 波              | 010-66026317       |
| 陈 玲            | 0755-82130646      | 张栋梁             | 0755-82130532      | <b>医药</b>        |                    |
| 杨 森            | 0755-82133343      | 陈爱华             | 0755-82133397      | 贺平鸽              | 0755-82133396      |
| <b>商业贸易</b>    |                    | 邱 斌             | 0755-82130532      | 丁 丹              | 0755- 82139908     |
| 孙菲菲            | 0755-82130722      | 罗 洋             | 0755-82150633      | 杜佐远              | 0755-82130473      |
| 祝 彬            | 0755-82131528      | 吴琳琳             | 0755-82130833-1867 | <b>传媒</b>        |                    |
| 田惠蓝            | 0755-82133263      | 梁 丹             | 0755- 82134323     | 陈财茂              | 021-60933163       |
| <b>石油与石化</b>   |                    | <b>电力设备与新能源</b> |                    | <b>非银行金融</b>     |                    |
| 严蓓娜            | 021-60933165       | 杨敬梅             | 021-60933160       | 邵子钦              | 0755- 82130468     |
| <b>有色金属</b>    |                    | <b>电力与公用事业</b>  |                    | 田 良              | 0755-82130513      |
| 彭 波            | 0755-82133909      | 徐颖真             | 021-60875162       | 童成敦              | 0755-82130513      |
| 谢鸿鹤            | 0755-82130646      | 谢达成             | 021-60933161       | <b>家电</b>        |                    |
| <b>通信</b>      |                    | <b>造纸</b>       |                    | 王念春              | 0755-82130407      |
| 严 平            | 021-60875165       | 李世新             | 0755-82130565      | 黄海培              | 021-60933150       |
| 程 锋            | 021-60933167       | 邵 达             | 0755-82130706      | <b>纺织服装</b>      |                    |
| <b>计算机</b>     |                    | <b>电子元器件</b>    |                    | 方军平              | 021-60933158       |
| 段迎晟            | 0755- 82130761     | 段迎晟             | 0755- 82130761     | <b>食品饮料</b>      |                    |
| 黄 磊            | 0755-82151833      | 高耀华             | 0755-82130771      | 黄 茂              | 0755-82138922      |
| <b>农业</b>      |                    | <b>旅游</b>       |                    | <b>建筑</b>        |                    |
| 张 如            | 021-60933151       | 陈财茂             | 021-60933163       | 邱 波              | 0755-82133390      |
| <b>建材</b>      |                    | <b>煤炭</b>       |                    | 刘 萍              | 0755-82130678      |
| <b>新兴产业</b>    |                    | <b>研究支持</b>     |                    | <b>数量化投资产品</b>   |                    |
| 陈 健            | 010-66022025       | 沈 瑞             | 0755-82132998      | 焦 健              | 0755-82133928      |
| 李筱筠            | 010-66026326       | 雷 达             | 0755-82132098      | 阳 瑾              | 0755-82133538      |
| <b>基金评价与研究</b> |                    | 袁 剑             | 0755-82139918      | 周 琦              | 0755-82133568      |
| 杨 涛            | 0755-82133339      | 余 辉             | 0755-82130741      | 赵学昂              | 0755-66025232      |
| 黄志文            | 0755-82133928      | 王越明             | 0755-82130478      | 邓 岳              | 0755- 82150533     |
| 康 亢            | 010-66026337       | <b>量化投资策略</b>   |                    | <b>量化交易策略与技术</b> |                    |
| 刘舒宇            | 0755-82133568      | 葛新元             | 0755-82133332      | 戴 军              | 0755-82133129      |
| 彭甘霖            | 0755-82133259      | 董艺婷             | 021-60933155       | 秦国文              | 0755-82133528      |
| 李 腾            | 0755-82130833-6223 | 程景佳             | 010-88005326       | 林晓明              | 0755-25472656      |
| 刘 洋            | 0755-82150566      | 郑 云             | 021-60875163       | 赵斯尘              | 021-60875174       |
|                |                    | 毛 甜             | 021-60933154       | 徐左乾              | 0755-82133090      |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       |  | 华东区（机构销售二部） |                                                      |  | 华南区（机构销售三部） |                                                        |  |
|-------------|-------------------------------------------------------|--|-------------|------------------------------------------------------|--|-------------|--------------------------------------------------------|--|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   |  | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn |  | 魏宁          | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   |  | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    |  | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |  |
| 焦戢          | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn |  | 郑毅          | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn |  | 林莉          | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |  |
| 徐文琪         | 010-66026341<br>13811271758<br>xuwq@guosen.com.cn     |  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn |  | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |  |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  |  | 刘塑          | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   |  | 甘墨          | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |  |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   |  | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    |  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |  |
| 原祎          | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   |  | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  |  | 徐冉          | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 严小燕         | 13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn                     |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 赵晓曦         | 15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn                   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 温馨          | 13612901872<br>wenxin@guosen.com.cn                    |  |