

## 证券研究报告—动态报告

## 海外宏观

## 11/03—11/04 美国宏观经济数据跟踪

2011 年 4 月 22 日

## 相关研究报告:

《发达国家经济再度进入扩张期》——  
2011-2-23

《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

## 海外宏观月报

## 美国 Q1 经济增速将低于去年 Q4

## 1. 结论与投资建议

从 1-3 月份数据来看,美国经济延续了 2010Q4 开始的扩张趋势,不过 2011Q1 经济整体增速将略低于去年 Q4,主要是受制于个人收入增长低于预期,未能带动消费支出强劲回升。整体 CPI 同比回升至 2.7% 的水平;产能利用率已恢复至 77.6% 的水平,接近历史均值 81%,但核心通胀表现温和,同比仅上升 1.2%。

## 2. 关键逻辑与核心假设

**1) PMI 指数:** 3 月份全球 PMI 小幅回落 1.6 个点,至 55.8。新增需求有所下滑,但制造业扩张态势持续。发达国家通胀压力显著上升,而新兴市场通胀出现回落,不过全球整体通胀仍接近 2 月时的两年半高点。

**2) 就业市场:** 3 月份美国失业率继续下降至 8.8%,低于预期的 8.9%,为 09 年 3 月份以来的最低水平;非农就业增长 21.6 万人,高于预期的 19 万人,为 2010 年 5 月份以来最大增幅,主要受服务业和制造业等雇佣人口增加的带动,说明美国经济扩张态势持续,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。失业率近期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:** 2 月份美国总消费信贷增长 76 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,目前触底回升迹象非常明显。

**4) 房地产市场:** 3 月份新屋开工环比增长 7.2%,至 54.9 万户,高于预期的 52 万户;营建许可环比增长 11.2%,扭转连续两个月下滑态势,高于预期。虽然成屋销量环比增长 3.7%,但新屋销量未能延续 2010 年底的劲升态势,环比再次下降 16.9%,这也表明美国房地产市场的复苏低于我们此前的预期,地产内生动力恢复需进一步观察。

**5) CPI:** 3 月份 CPI 环比增长 0.5%,持平于前月,符合市场预期,主要是受能源价格上涨的带动。核心 CPI 环比增长 0.1%,低于预期,10 月份为自 1960 年以来最低水平,之后通胀出现回升,但目前通胀水平温和,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

美元指数近期延续跌势,超出我们原本预期,原因主要受欧洲央行 4 月份加息预期以及标普下调美国主权评级前景的冲击。我们认为,目前美元指数已较充分反映了诸多利空因素的影响,不应过分看空美元。针对欧洲央行后续的加息举措,央行官员并未给出明确回应;而标普对于美国财政问题的警示,一定程度也有助于美国两党对于消减赤字尽快达成共识,对于中长期美元可能并非利空:英国 2009 年也遭标普同样警告,但之后的联合政府大规模削减财政支出举措对于英镑起到提振作用。我们维持,美元指数处于底部区域,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!

## 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——发达国家经济扩张继续 新兴市场经济略有放缓..... | 3 |
| PMI 指标——新增需求有所回落 制造业扩张态势持续 .....    | 4 |
| 美国——经济向上态势持续 但地产销量低于预期.....         | 4 |

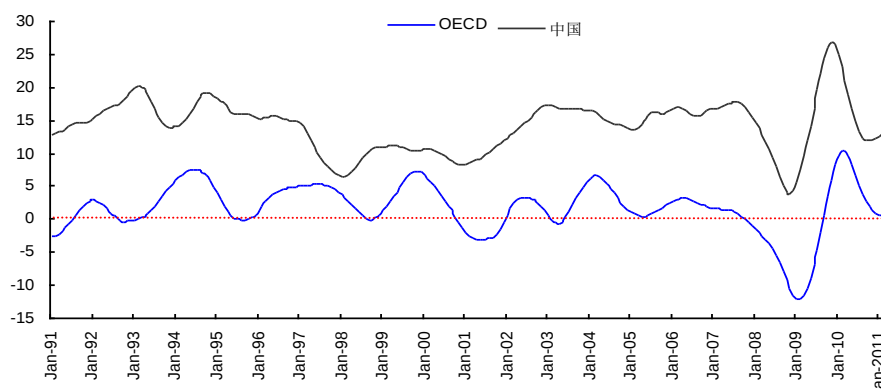
## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1991-2011/02) .....     | 3  |
| 图 2: 美国先行指标 (1998-2011/02) .....                   | 3  |
| 图 3: 欧元区先行指标 (1998-2011/02) .....                  | 3  |
| 图 4: 英国先行指标 (1998-2011/02) .....                   | 3  |
| 图 5: 巴西先行指标 (1998-2011/02) .....                   | 3  |
| 图 6: 印度先行指标 (1998-2011/02) .....                   | 4  |
| 图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2011/02) .....                  | 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 (1965/1-2011/02) .....    | 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 (2000/1-2011/3) ..... | 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 (1948/01-2011/3) .....               | 12 |
| 图 31: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速.....                   | 12 |
| 图 32: 美国 CPI 同比增速与产能利用率.....                       | 12 |
| 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 2 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——发达国家经济扩张继续 新兴市场经济略有放缓

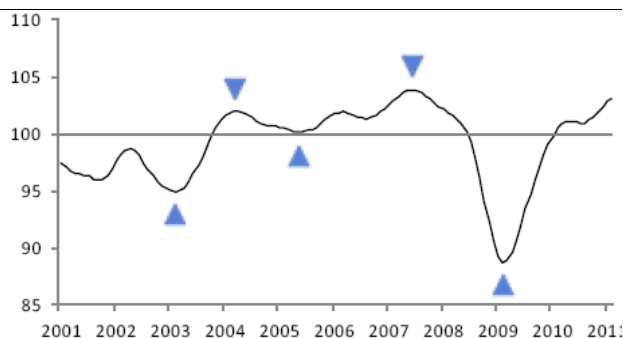
2010 年 9-10 月份世界经济自 2010Q2 开始的放缓趋势出现企稳迹象, 发达国家经济再次进入扩张期。4 月 11 日 OECD 公布的 2 月份先行指标: 经修正后的 OECD 国家先行指标环比上升 0.3 个点, 同比回升 1.8 个点, 增速低于前月。从各国数据来看, 美国、德国和法国经济扩张出现加速迹象, OECD 同比增速 2010M10 见底。“金砖四国”中除俄罗斯外基本与前月持平或略有下滑, 经济扩张在政府调控下有所放缓。中国环比略回升 0.1%, 同比回落 0.9%。

图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1991-2011/02)



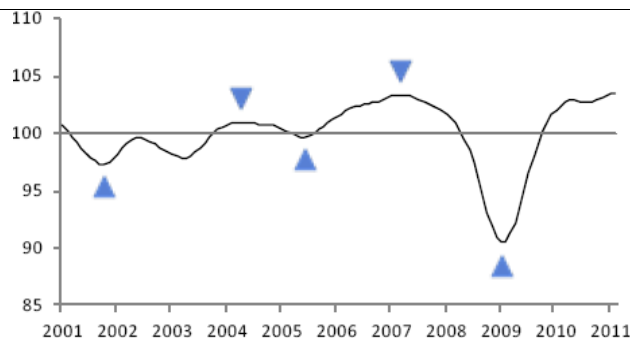
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所注: OECD\中国同比分别于 2010M3 和 2009M11 见顶。

图 2: 美国先行指标 (1998-2011/02)



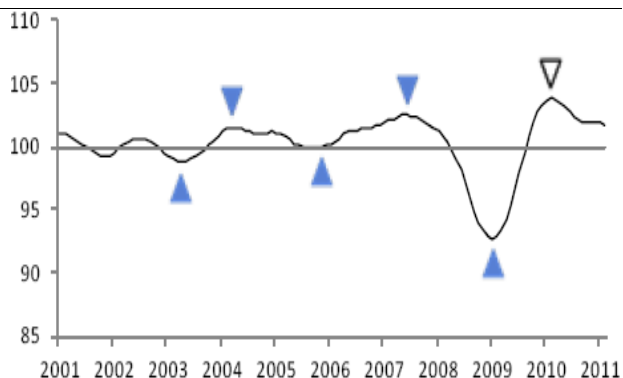
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 3: 欧元区先行指标 (1998-2011/02)



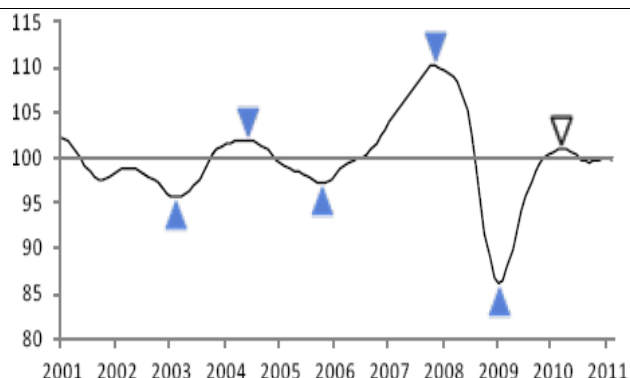
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 4: 英国先行指标 (1998-2011/02)



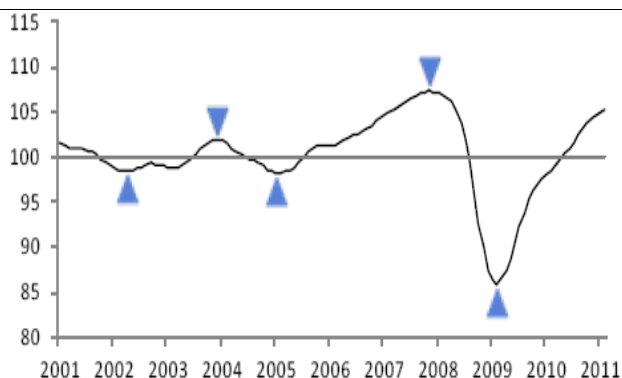
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 5: 巴西先行指标 (1998-2011/02)



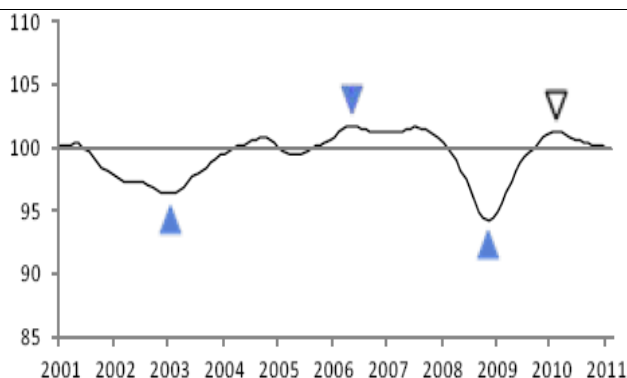
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 6: 印度先行指标 (1998-2011/02)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2011/02)

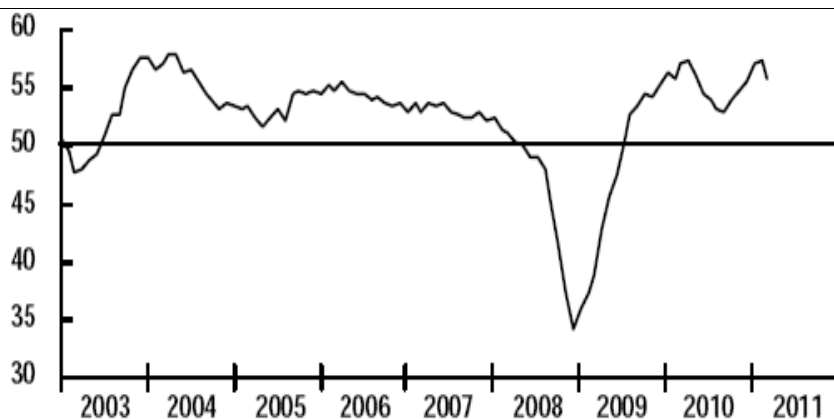


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

### PMI 指标——新增需求有所回落 制造业扩张态势持续

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 3 月份小幅回落 1.6 个点, 至 55.8, 为近三个月的低点。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下滑: 新订单和产出分别回落 4.4 和 2.2 个点至 55.1 和 56.9, 前月为近两年半来高点; 就业市场继续恢复, 但该月指标小幅下滑 0.4 个点至 55.8; 投入价格指数微降 0.6 个点至 75.4, 但仍处高位。从各国指标来看, 美国、欧洲和中国的新订单需求均有所回落, 其中以英国回落幅度最为显著; 美国和德国的就业市场改善显著; 发达国家通胀压力显著上升, 而新兴市场通胀明显回落, 不过全球整体通胀仍接近 2 月时的两年半高点, 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

|     | 3 月  | 2 月  | 变化   | 动能 |
|-----|------|------|------|----|
| PMI | 55.8 | 57.4 | -1.6 | 减慢 |
| 产出  | 56.9 | 59.1 | -2.2 | 减慢 |
| 新订单 | 55.1 | 59.5 | -4.4 | 减慢 |
| 物价  | 75.4 | 76.0 | -0.6 | 减慢 |
| 就业  | 55.8 | 56.2 | -0.4 | 减慢 |

2011 年 04 月更新

### 美国——经济向上态势持续 但地产销量低于预期

#### ■ 二月份实际消费支出环比略有改善

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。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。

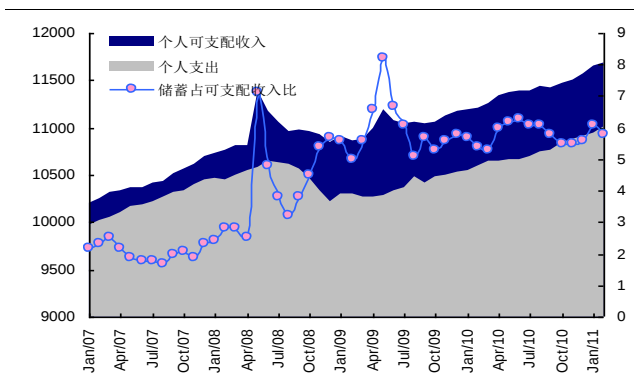
表 1: 美国个人收入和支出数据明细

|         | 2011 年 2 月 |       | 2011 年 1 月 |       |
|---------|------------|-------|------------|-------|
|         | 环比         | 同比    | 环比         | 同比    |
| 名义      |            |       |            |       |
| 个人收入    | 0.29       | 5.06  | 1.15       | 4.86  |
| 个人税收    | 0.17       | 11.94 | 4.57       | 11.80 |
| 个人可支配收入 | 0.31       | 4.36  | 0.80       | 4.16  |
| 个人支出    | 0.64       | 3.89  | 0.28       | 3.71  |
| 个人消费支出  | 0.65       | 4.11  | 0.28       | 3.92  |
| 耐用品     | 1.64       | 10.29 | 0.31       | 9.68  |
| 非耐用品    | 1.42       | 6.06  | 1.02       | 5.36  |
| 服务      | 0.23       | 2.50  | 0.02       | 2.55  |
| 储蓄率     | 5.8        |       | 6.1        |       |
| 实际      |            |       |            |       |
| 个人可支配收入 | -0.1       | 2.7   | 0.5        | 2.9   |
| 个人消费支出  | 0.3        | 2.5   | 0.0        | 2.7   |
| 耐用品     | 1.4        | 11.9  | 0.2        | 11.8  |
| 非耐用品    | 0.4        | 2.1   | -0.1       | 2.6   |
| 服务      | 0.0        | 1.2   | -0.1       | 1.3   |

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。

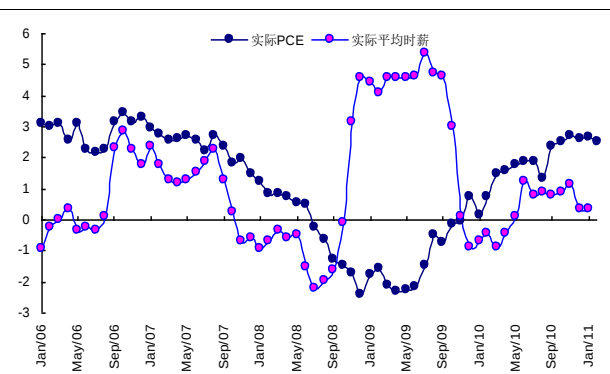
2 月份美国名义个人收入环比仅增长 0.3%，低于前月，符合市场预期，主要受个人股息和资产收入增加带动；但名义个人消费支出环比增长 0.65%，高于前月增速及市场预期，为 2010 年 10 月以来最大升幅。

图 9: 名义个人可支配收入和支出（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

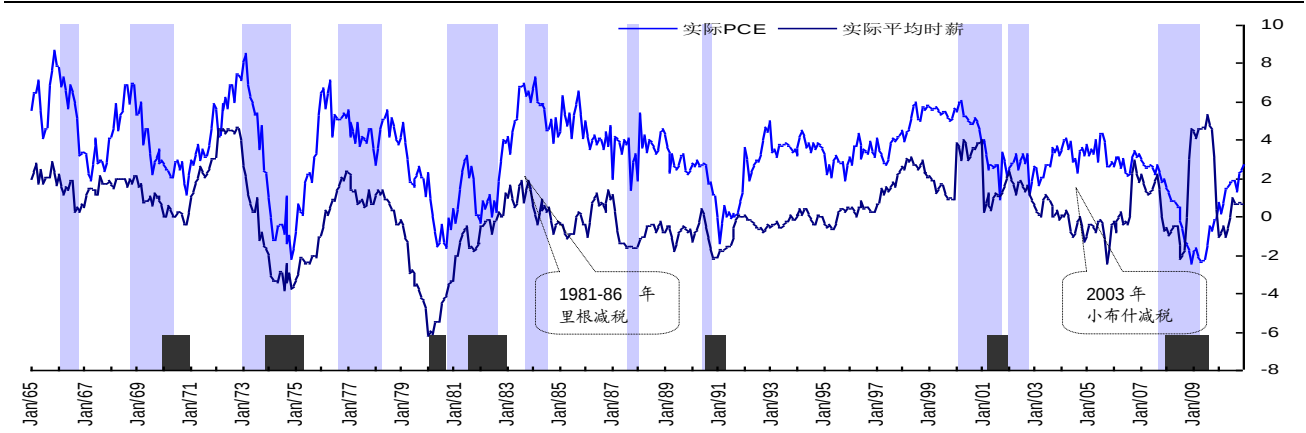
图 10: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

2 月份实际个人可支配收入环比下滑 0.1%，5 月为 09 年 5 月以来的最高增速；同比增幅升至 2.7%，低于前月。实际消费支出环比增长 0.3%，高于前月和市场预期；同比增速由 2.7% 降至 2.5%。主要受耐用品消费增长提振：实际耐用品消费环比增长 1.4%；而非耐用品和服务消费支出环比分别增长 0.4% 和 0.0%。个人储蓄率 1 月份由前月的 6.1% 降至 5.8%，去年 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 (1965/1-2011/02)



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。

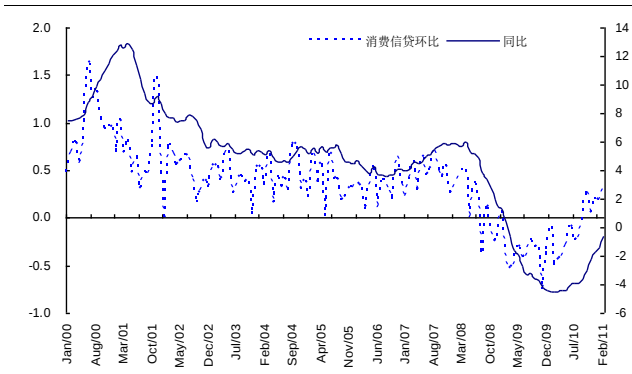
### ■ 二月份美国总消费信贷环比继续增长 远高于市场预期

经季节性因素调整后, 2 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 76 亿美元, 远高于市场预期增长 47 亿美元, 环比增长 0.32%, 为连续五个月增长, 同比降幅由 1.4% 缩小至 0.6%。总消费信贷自 08 年 4 月见顶后持续走低, 2010Q2 降幅开始收窄, 目前触底回升迹象非常明显。

其中, 循环信贷下降 27 亿美元, 环比下降 0.34%, 同比降幅由 7% 缩小至 6.2%; 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 103 亿美元, 环比增长 0.64%, 高于前月, 为连续七个月小幅增长, 同比增长 2.3%, 为连续五个月实现正增长。

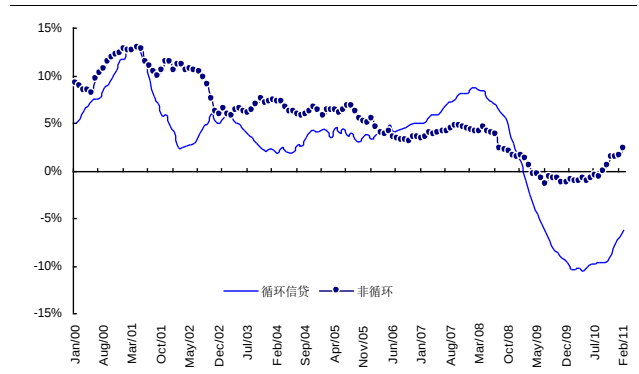
商业银行发放的个人消费信贷已出现回暖的迹象, 尤其是 2010 年 3 月份之后的数据, 2 月份环比微降 1.5%; 同比增幅扩大至 30.1%, 同比筑底回升的趋势已经形成。随着信贷和就业市场的改善, 经济也将重拾向上的动力。

图 12: 美国月度总消费信贷增长



资料来源: Bloomberg, 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: Bloomberg, 国信证券经济研究所

### ■ 三月份领先指标环比增长 0.4% 高于市场预期

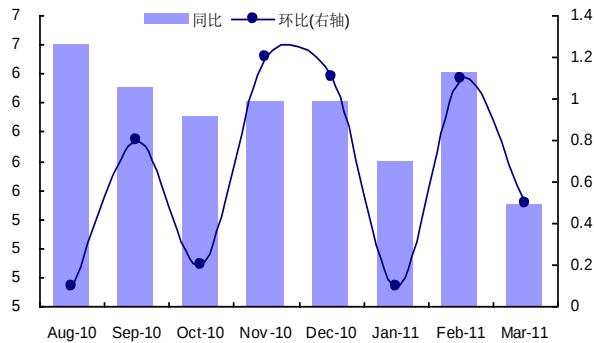
美国领先指标 3 月份环比增长 0.4%, 高于市场预期的 0.2%; 同比增幅略降至 5.5%。同步指标和滞后指标环比分别上升 0.2% 和 0.4%。10 个分项指标中仅有 4 个指标出现回落 (前月 2 个), 其中降幅最大是消费者预期和实际 M2; 贡献正面的因素包括收益率曲线、营建许可和厂商盈利等。美国经济自 2010Q4 开始重新步入上升通道, 未来就业市场好转对于消费的拉动作用也将逐步体现。

表 2: 美国 2 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 | 消费者预期   | -0.41 |
| 营建许可    | +0.28 | 实际 M2   | -0.06 |
| 厂商盈利    | +0.27 | 股价      | -0.05 |
| 平均周工作时间 | +0.07 | 工厂和设备订单 | -0.03 |
| 初请失业金人数 | +0.02 |         |       |
| 消费品新订单  | +0.02 |         |       |

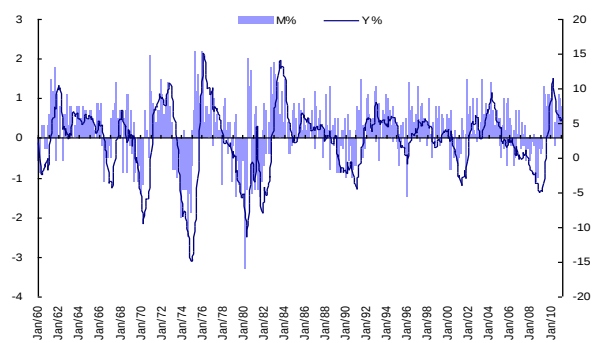
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 14: 美国经济 LEI 指标月度变化



资料来源: Bloomberg, 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: Bloomberg, 国信证券经济研究所

### ■ 三月份 PMI 指数小幅回落 0.2 个点 基本符合市场预期

3 月份美国 PMI 先行指标小幅回落 0.2 个点，至 61.2，基本符合市场预期。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    | 3 月  | 2 月  | 变化   | 变动方向 | 动能变化 | 趋势 |
|-------|------|------|------|------|------|----|
| PMI   | 61.2 | 61.4 | -0.2 | 扩张   | 减慢   | 20 |
| 新接订单  | 63.3 | 68.0 | -4.7 | 扩张   | 减慢   | 21 |
| 产出指数  | 69.0 | 66.3 | +2.7 | 扩张   | 加快   | 22 |
| 就业指数  | 63.0 | 64.5 | -1.5 | 扩张   | 减慢   | 18 |
| 供应商发货 | 63.1 | 59.4 | +3.7 | 扩张   | 加快   | 22 |
| 厂商库存  | 47.4 | 48.8 | -1.4 | 萎缩   | 加快   | 2  |
| 消费者库存 | 39.5 | 40.0 | -0.5 | 过低   | 加快   | 24 |
| 物价指数  | 85.0 | 82.0 | +3.0 | 上升   | 加快   | 21 |
| 未完成订单 | 52.5 | 59.0 | -6.5 | 扩张   | 减慢   | 3  |
| 出口指数  | 56.0 | 62.5 | -6.5 | 扩张   | 减慢   | 21 |
| 进口指数  | 56.5 | 55.0 | +1.5 | 扩张   | 加快   | 19 |
| 整体经济  |      |      |      | 扩张   | 减慢   | 22 |
| 制造业   |      |      |      | 扩张   | 减慢   | 20 |

资料来源: 国信证券经济研究所

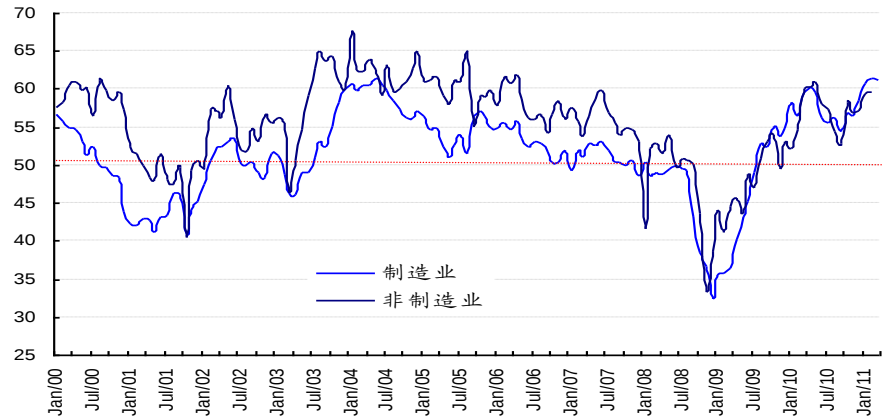
注: 变动方向: >50 为扩张/上升, <50 为萎缩/下降, =50 为不变;

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 PMI 中多数指标均有所下滑, 制造业增长动能仍在: 新订单指标大幅下滑 4.7 个点, 至 63.3; 就业指标下滑 1.5 个点, 至 63.0, 09 年 10 月为本轮衰退以来首次高于 50 临界值; 产出指标回升 2.7 个点, 价格指数继续上升 3.0 个点, 涨幅高于前月, 通胀压力上升。18 个行业中有 14 个行业新订单出现扩张 (前月 13 个行业), 仅 2 个行业 (基本金属和木产品相关类行业; 前月 4 个) 的新订单出现下降。厂商和消费者库存分别下降 1.4 和 0.5 个点, 消费者库存为连续 24 个

月低于 50 临界值，仅基本金属行业的消费库存“过高”。18 行业分项中有 15 个扩张（前月 14 个），其中服装皮革、交运设备、机械、电子产品、家具、电力设备、家电和食品饮料等行业居前；2 个行业——木产品和基本金属行业出现萎缩。

图 16: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2011/3)



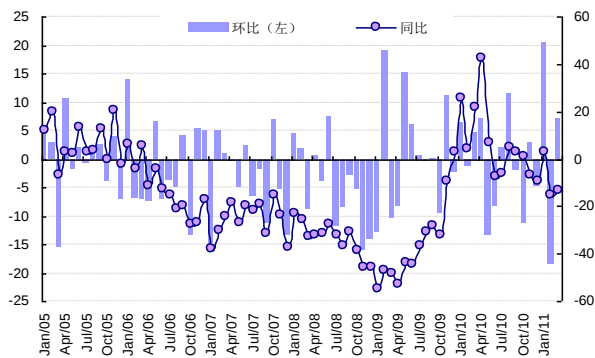
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

新订单/库存比可以看作是 PMI 指标较好的一个领先指标,3 月份该比值由 1.39 回落至 1.34, 仍高于长期均值。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。

#### ■ 房屋开工略有回升 地产的复苏低于我们此前预期

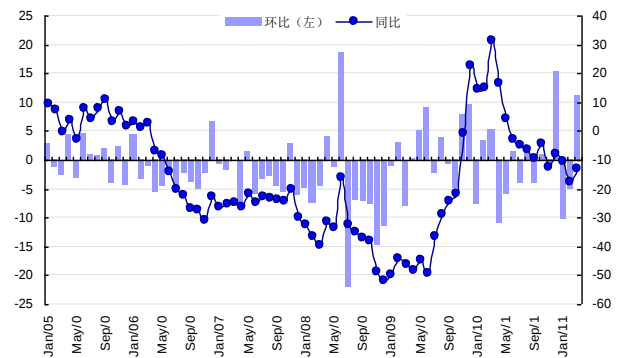
在低利率以及奥巴马政府对首次购房者的税收优惠等多项政策的刺激下, 美国房地产市场过剩库存逐渐得到消化, 各项营建指标已于 09 年 Q2 筑底, Q3 之后营建数据同比大幅增长, 但房屋开工和销售数据的反复说明美国房地产内生动力尚未恢复。在经历 2 月数据的大幅回落 (部分受税收和天气因素的冲击), 3 月数据有所回稳, 未来销量增长是国内需求以及 CPI 走势的关键变量。

图 17: 美国新屋开工量月度增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 18: 美国房屋营建许可月度增速

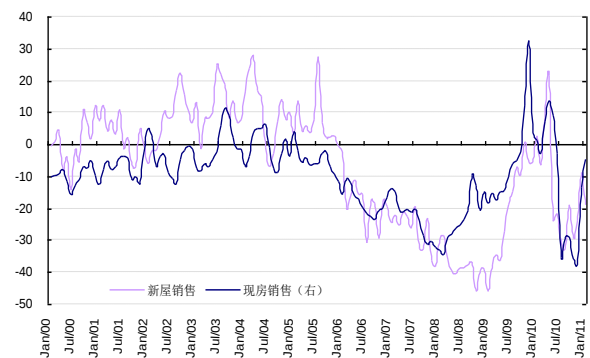


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

3 月份新屋开工环比增长 7.2%, 至 54.9 万户, 高于预期的 52 万户 (2 月数据由 47.9 万户上修至 51.2 万户); 同比降幅由前月的 15.4% 缩小至 13.4%, 1-3 月份数据表明美国房地产市场的复苏低于我们此前的预期。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 75.9%。分项数据来看, 单户开工 (占地产市场的 75%) 环比增长 7.7%; 而多户新开工 (占比小波动大) 环比增长 14.7%。我们维持美国房地产市场 09Q2 筑底的判断, 房地产内生动力恢复需进一步观察。营建许可因不受天气

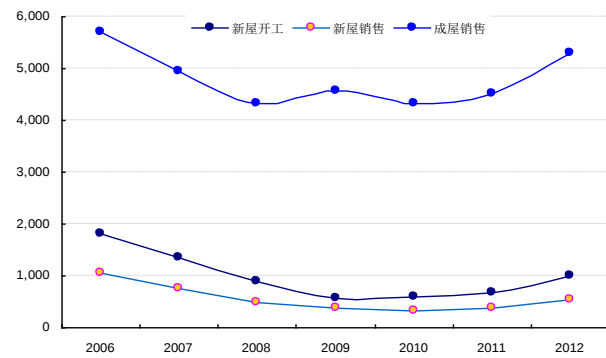
因素的影响而较新屋开工更可靠，3月环比增长11.2%，至59.4万户，扭转连续两个月下滑态势，高于预期的55万，前月的大幅回落主要受12月底建筑商在宾州、加州和纽约州建筑法令调整前加紧取得许可的基数影响；同比降幅由17.8%缩小至13.3%。其中单户营建许可（较好的预示未来建筑活动）环比增长5.7%。

图 19: 美国成屋和新屋销售同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 2011 年 2 月

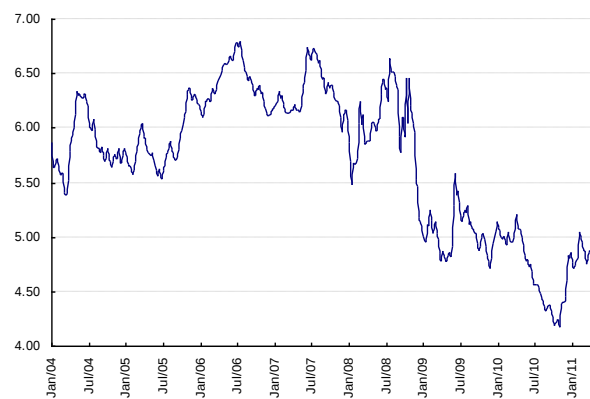
图 20: 美国房地产市场预测 (单位: 千户)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 更新 2011 年 4 月

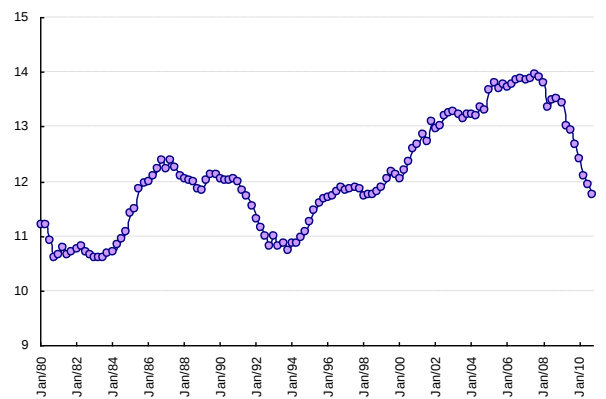
近期房屋销量未能延续 2010 年底的劲升态势，销量表现再度低迷：2 月份新屋销售环比再次下降 16.9%，至 25 万户，低于市场预期的 29 万户；同比降幅扩大至 28%，前月数据略有上修。库存环比增长 20.3%，消化库存需要 8.9 个月，高于前月的 7.4。1 月份新屋销售的大幅下滑，主要源于加州购房优惠税到期（2010 年 5 月-12 月）的影响。相反，成屋销售在受到恶劣天气冲击之后，3 月份环比增长 3.7%，至 510 万户，略高于市场预期的 500 万户；同比下降 6.3%，扭转了前期正增长的态势。成屋库存环比增加 1.5%，至 355 万套；需要 8.4 个月销售完毕，低于前月的 8.5 个月。

图 21: 美国每周 30 年抵押贷款利率



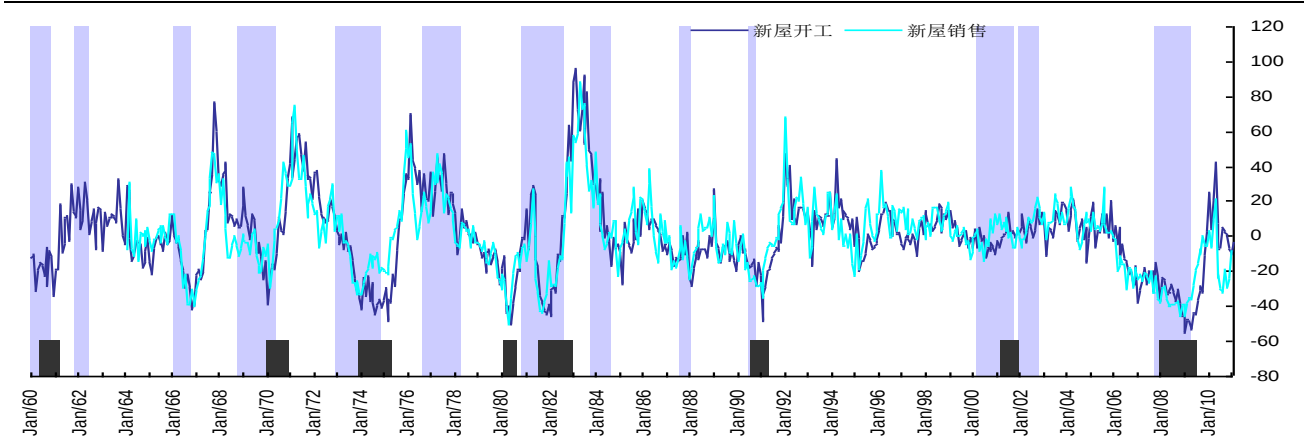
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

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: Bloomberg, 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 (1960/01-2011/02)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

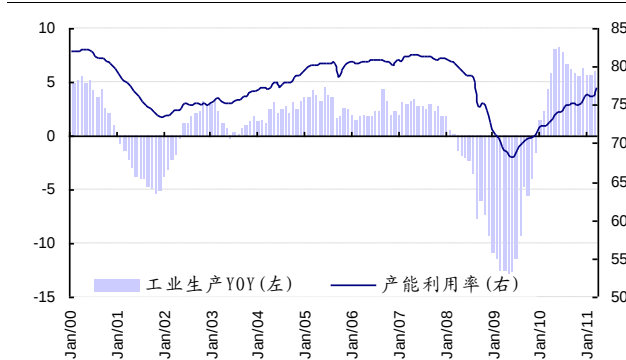
注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

### ■ 三月份工业产出环比增长 0.8% 产能利用率回升 1.1 个点

3 月份工业产出环比增长 0.8%，高于前月和市场预期的增长 0.5%；同比增幅由 5.6% 升至 5.9%。其中，公用事业环比大幅增长 1.7%，扭转连续两个月下滑态势，是整体指数增长的主因；制造业和矿业环比分别增长 0.7% 和 0.6%。

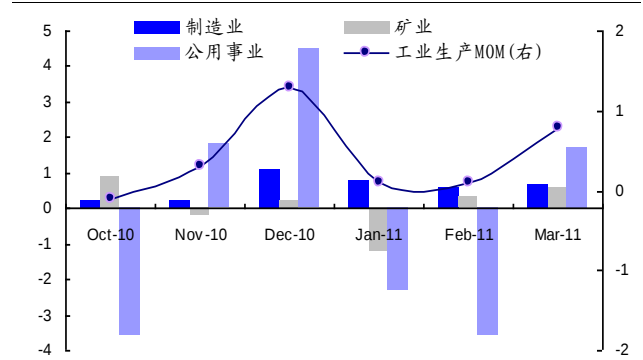
3 月份整体工业的产能利用率由 76.3% 上升至 77.4%，较 1972-2007 年的均值 81.0% 下降 3.6%，分项产能利用率均有所回升。经济尚未全面过热，通胀压力尚不足惧。

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



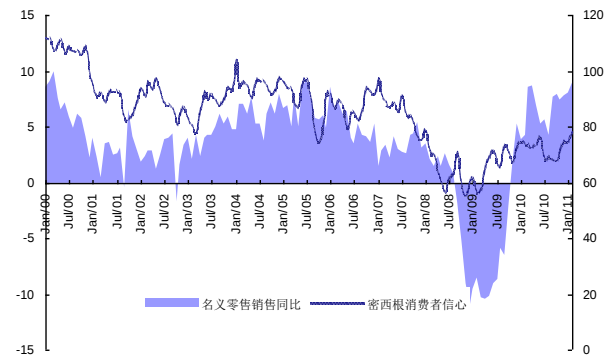
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

### ■ 三月份零售销售环比增长 0.4%，略低于市场预期

3 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 0.4%，自近 4 个月来最快增速的 1.1% 有所回落，略低于市场预期的 0.5%；同比增速由 9.1% 降至 7.1%，表明消费支出在 2010Q4 强劲复苏后继续增长，而 2011Q1 增速将略有回落。除汽车、杂货和网络销售外零售额普遍增长，主要集中在家具、家电以及加油站销售。

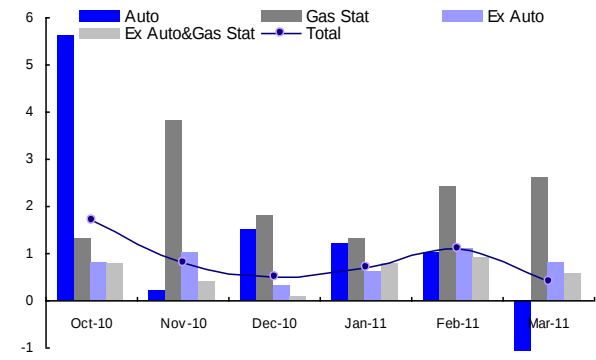
扣除汽车和加油站等波动率较大部分的零售销售继续增长，但增速低于前月：加油站零售环比增长 2.6%，高于前月增速；扣除汽车销售（环比下滑 1.7%）的其他零售销售增长 0.8%，低于前月增速；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售环比增长 0.6%，低于前月的 0.9%。

图 26: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



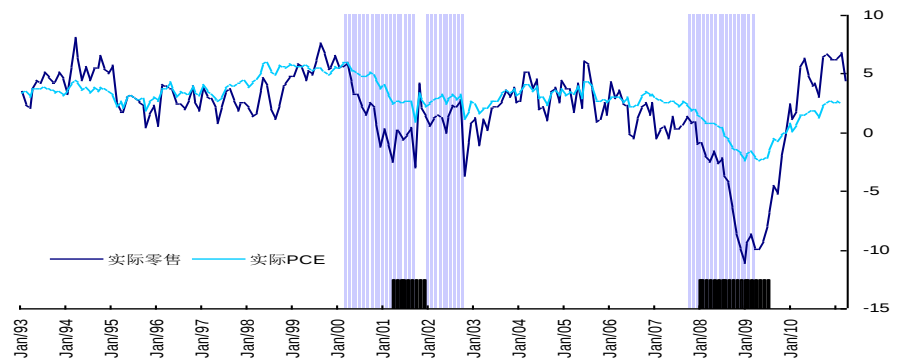
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 27: 美国月度名义零售销售环比增速



资料来源: Bloomberg, 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

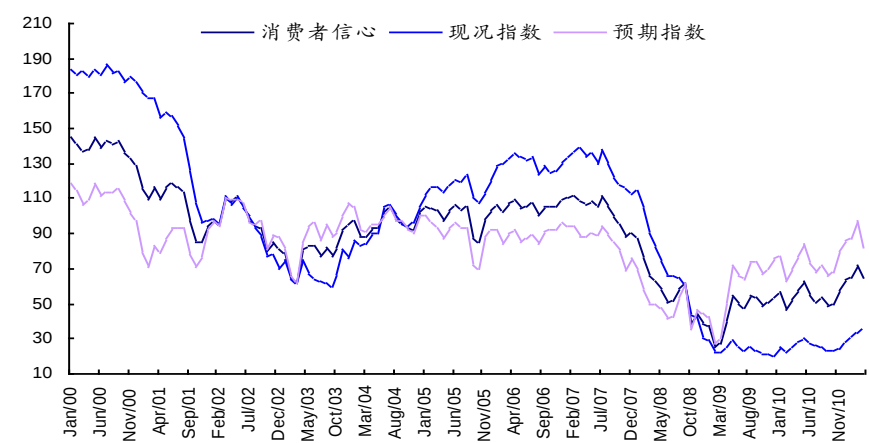


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

### ■ 三月份消费者信心指数大幅回落 8.6 个点 低于市场预期

3 月份消费者信心回落 8.6 个点至 63.4，前月达 2008 年 2 月份以来的高点，低于预期的 64。其中，现状指数上升 3.1 个点，至 36.9，09 年 3 月份为数年低点；未来预期指标则回落 6.4 点，至 81.1。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



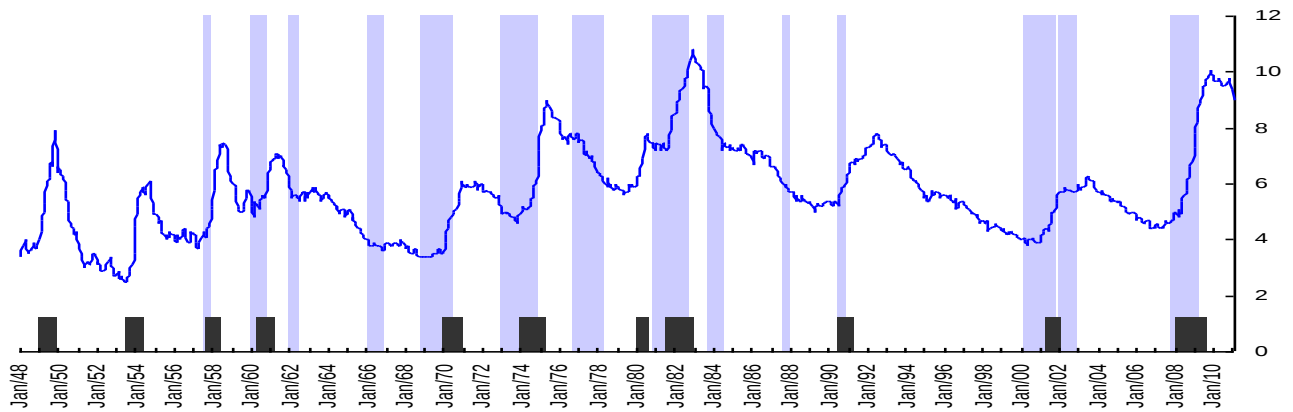
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

### ■ 三月份美国就业数据好于预期 维持对美国就业市场持续改善的判断

3 月份美国失业率继续下降至 8.8%，低于市场预期的 8.9%，为 09 年 3 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 21.6 万人（经季调），高于市场预期的 19 万人，为 2010 年 5 月份以来最大增幅。分行业来看，私营就业增长 23 万人，前月为 2010 年 4 月以来最大涨幅，高于预期的 20 万人（2 月私营就业由 22.2 万上修至 24 万人），主要受服务业和制造业等雇佣人口增加的带动，产品生产部门就业增加 3.1 万人，其中制造业就业人口继续增长 1.7 万人，前月下修为增长 3.2 万人；建筑业就业继前月增长后 3 月份持平。社会整体劳动力人口增加 16 万人，劳动参与率持平于 64.2%，扭转了前期劳动力总人口回落的局面。

图 30：美国月度失业率（1948/01-2011/3）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

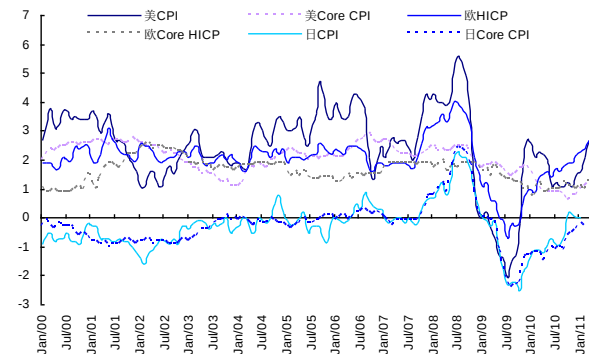
注：蓝色阴影表示熊市起止时间；黑色阴影表示经济衰退起止时间。

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）。

### ■ 三月份 CPI 环比上涨 0.5% 符合市场预期

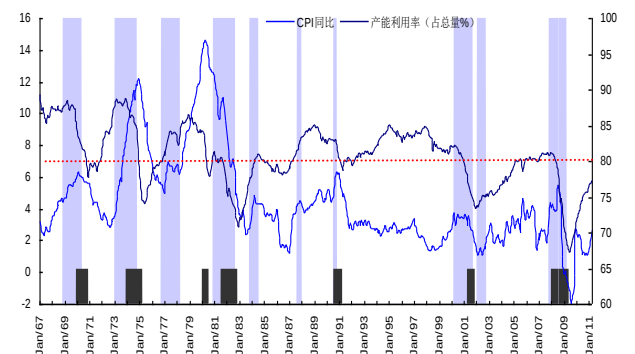
3 月份经季节性因素调整后 CPI 环比增长 0.5%，持平于前月，为连续九个月增长，符合市场预期；同比涨幅由 2.2% 上升至 2.7%，主要是受能源（3.5%）上涨的带动。核心 CPI 环比上涨 0.1%，低于市场预期的 0.2%；同比涨幅由 1.1% 微升至 1.2%，10 月份为自 1960 年以来最低水平，之后通胀出现回升，但目前通胀水平温和，仍支持美联储继续维持较低利率以巩固经济增长。

图 31：各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 32：美国 CPI 同比增速与产能利用率

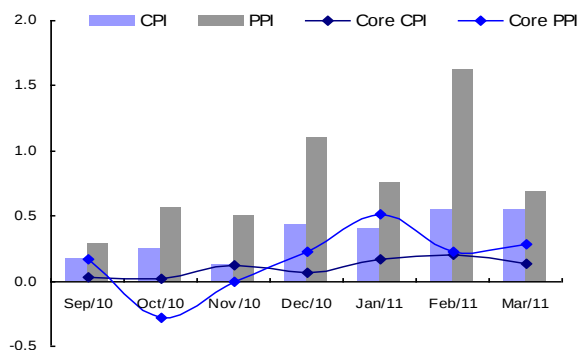


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

2010 年 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，2011 年 3 月环比上涨 0.1%，同比涨幅由 0.7% 上升至 0.8%，未来居住价格的回

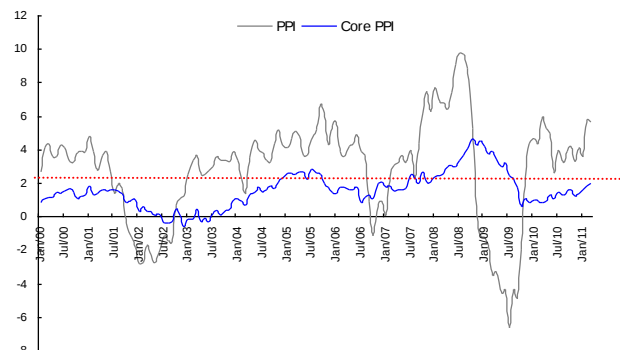
升有望支持整体 CPI 上行，不过目前来看居住价格的回升低于我们此前的预期。

图 33: 美国月度 CPI 环比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 34: 美国月度 PPI 同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

能源价格环比涨幅由 3.4% 上升至 3.5%，其中燃料油价格环比涨幅超前月，达 6.2%；而扣除能源类 CPI 环比涨幅由前月的 0.3% 降至 0.2%。

食品饮料价格环比涨幅由 0.6% 升至 0.8%。其中以果蔬和油脂类价格涨幅居首；扣除食品类 CPI 环比涨幅持平于前月的 0.5%。

## 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

|         |                    |          |                    |           |                     |
|---------|--------------------|----------|--------------------|-----------|---------------------|
| 宏观      |                    | 固定收益     |                    | 策略        |                     |
| 周炳林     | 0755-82130638      | 李怀定      | 021-60933152       | 黄学军       | 021-60933142        |
| 林松立     | 010-66026312       | 侯慧娣      | 021-60875161       | 林丽梅       | 021-60933157        |
| 崔 嵘     | 021-60933159       | 张 旭      | 010-66026340       | 技术分析      | 闫 莉<br>010-88005316 |
|         |                    | 刘子宁      | 021-60933145       |           |                     |
| 交通运输    |                    | 银行       |                    | 房地产       |                     |
| 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 煜      | 010- 66025229      | 黄道立       | 0755- 82133397      |
| 高 健     | 0755-82130678      |          |                    |           |                     |
| 周 俊     |                    |          |                    |           |                     |
| 机械      |                    | 汽车及零配件   |                    | 钢铁        |                     |
| 郑 武     | 0755- 82130422     | 左 涛      | 021-60933164       | 郑 东       | 010- 66025270       |
| 陈 玲     | 0755-82130646      |          |                    | 秦 波       | 010-66026317        |
| 杨 森     | 0755-82133343      |          |                    | 郭 莹       | 010-88005303        |
| 商业贸易    |                    | 基础化工     |                    | 医药        |                     |
| 孙菲菲     | 0755-82130722      | 张栋梁      | 0755-82130532      | 贺平鸽       | 0755-82133396       |
| 祝 彬     | 0755-82131528      | 陈爱华      | 0755-82133397      | 丁 丹       | 0755- 82139908      |
| 田惠蓝     | 0755-82133263      | 罗 洋      | 0755-82150633      | 谭权胜       | 0755-82136020       |
|         |                    | 吴琳琳      | 0755-82130833-1867 | 杜佐远       | 0755-82130473       |
|         |                    | 梁 丹      | 0755- 82134323     |           |                     |
| 石油与石化   |                    | 电力设备与新能源 |                    | 传媒        |                     |
| 严蓓娜     | 021-60933165       | 杨敬梅      | 021-60933160       | 陈财茂       | 021-60933163        |
|         |                    | 张 骏      | 010-88005311       |           |                     |
| 有色金属    |                    | 电力与公用事业  |                    | 非银行金融     |                     |
| 彭 波     | 0755-82133909      | 徐颖真      | 021-60875162       | 邵子钦       | 0755- 82130468      |
| 谢鸿鹤     | 0755-82130646      | 谢达成      | 021-60933161       | 田 良       | 0755-82130513       |
|         |                    |          |                    | 童成敦       | 0755-82130513       |
| 通信      |                    | 造纸       |                    | 家电        |                     |
| 严 平     | 021-60875165       | 李世新      | 0755-82130565      | 王念春       | 0755-82130407       |
| 程 锋     | 021-60933167       | 邵 达      | 0755-82130706      | 黄海培       | 021-60933150        |
| 计算机     |                    | 电子元器件    |                    | 纺织服装      |                     |
| 段迎晟     | 0755- 82130761     | 段迎晟      | 0755- 82130761     | 方军平       | 021-60933158        |
| 黄 磊     | 0755-82151833      | 高耀华      | 0755-82130771      |           |                     |
| 欧阳仕华    |                    |          |                    |           |                     |
| 农业      |                    | 旅游       |                    | 食品饮料      |                     |
| 张 如     | 021-60933151       | 曾 光      | 0755-82150809      | 黄 茂       | 0755-82138922       |
| 建材      |                    | 煤炭       |                    | 建筑        |                     |
| 马 彦     | 010-88005304       |          |                    | 邱 波       | 0755-82133390       |
|         |                    |          |                    | 刘 萍       | 0755-82130678       |
| 新兴产业    |                    | 研究支持     |                    | 数量化投资产品   |                     |
| 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       |
|         |                    | 袁 剑      | 0755-82139918      | 周 琦       | 0755-82133568       |
|         |                    | 余 辉      | 0755-82130741      | 赵学昂       | 0755-66025232       |
|         |                    | 王越明      | 0755-82130478      | 邓 岳       | 0755- 82150533      |
| 基金评价与研究 |                    | 量化投资策略   |                    | 量化交易策略与技术 |                     |
| 杨 涛     | 0755-82133339      | 葛新元      | 0755-82133332      | 戴 军       | 0755-82133129       |
| 康 亢     | 010-66026337       | 董艺婷      | 021-60933155       | 黄志文       | 0755-82133928       |
| 刘舒宇     | 0755-82133568      | 程景佳      | 010-88005326       | 秦国文       | 0755-82133528       |
| 彭甘霖     | 0755-82133259      | 郑 云      | 021-60875163       | 赵斯尘       | 021-60875174        |
| 李 腾     | 0755-82130833-6223 | 毛 甜      | 021-60933154       | 徐左乾       | 0755-82133090       |
| 刘 洋     | 0755-82150566      |          |                    |           |                     |

### 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 骥         | 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 玮         | 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                    |  |