

# 美联储政策退出仍需等待房地产复苏

——5 月国际经济月报



华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

## 分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044

## 联系人

汪毅

(021)6849 8613

wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

曹阳

(021)50106413

caoyang@mail.htlhsc.com.cn

- 2008 年“次贷危机”的源头房地产市场，在价格经历 30%左右的调整后，目前处于艰难的复苏阶段。我们认为长期因素是其根本：人口老龄化、产业结构的稳定化将使未来美国房地产价格增速趋缓。这亦意味着 20 世纪 90 年代后期至今，财富驱动的高消费增速或减弱。居民储蓄率的稳定回升，抵押品增值减缓或带来家庭信贷规模回落，这或使美国消费增速从高点 4%降至 3%左右。
- 从周期性因素来看，尽管受益于 Fed 量化宽松政策带来的低利率货币环境，且美国经济企稳回升后居民收入的增加使得房地产购买力有了较大提升，但目前新屋、成屋销售改观仍需观察。我们认为，高空置、止赎率和未来可能的贷款利率上行均可能是制约房地产市场走好的关键因素，收入提高的持续性亦有待观察，因而 2011 年美国房地产市场的启动仍然需要时间。
- 房地产市场疲弱将制约联储在 6 月结束 QE2 的退出力度。届时，联储的资产负债表将不会继续增长，但我们认为联储会如其在 4 月 FOMC 会议声明中所说的，继续维持体系内固有的流动性，原因在于：失业率的高企，房地产市场的复苏进程较缓慢。而核心通胀的压力较小。在此期间，我们提示需要关注联储资产负债表的变化。
- 美元未来数月依然保持低位震荡。欧洲升息预期依然高于美国，相对利差优势支撑欧元；北非局势依然动荡，避险资金流入瑞郎、黄金等资产寻求避险；日本海外资金回流仍在延续，推动日元兑美元走高；下半年美国经济增长存在下行风险。因此，整体看大宗商品等风险资产价格近期仍将得到一定提振。

## 目 录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>月度专题：美联储货币政策退出需等待房地产市场的启动.....</b> | <b>5</b>  |
| 美国房地产价格涨幅趋缓，财富驱动的消费增速或回落.....         | 5         |
| 从周期因素看，房地产市场处于底部，但启动仍需时日.....         | 7         |
| 房地产市场复苏缓慢或制约 Fed 在 QE2 后的政策退出力度.....  | 10        |
| <b>月度回顾.....</b>                      | <b>13</b> |
| 美国.....                               | 13        |
| 欧元区.....                              | 15        |
| 日本.....                               | 17        |
| 资源国，金砖四国及其它新兴经济体.....                 | 18        |

## 图表目录

|       |                                |    |
|-------|--------------------------------|----|
| 图 1:  | 美国年轻人口比例变化是影响房价长期走势的重要因素 ..... | 6  |
| 图 2:  | 家庭数量增加推升房地产价格走高 .....          | 6  |
| 图 3:  | 美国消费占 GDP 比例会有所下降 .....        | 7  |
| 图 4:  | 美国储蓄率在 2008 年后出现系统回升 .....     | 7  |
| 图 5:  | 房地产净值变化影响消费增长 .....            | 7  |
| 图 6:  | 美国房价收入比回归历史均值水平 .....          | 8  |
| 图 7:  | 美国房地产购买力指数显著上行 .....           | 8  |
| 图 8:  | 美国成屋销售仍未稳定上行 .....             | 8  |
| 图 9:  | 美国新屋销售再次出现下滑 .....             | 8  |
| 图 10: | 美国房屋止赎总量仍未降至 05, 06 年水平 .....  | 9  |
| 图 11: | 美国丧失抵押贷款赎回权比例未从高位回落 .....      | 9  |
| 图 12: | 抵押贷款申请依然疲弱 (2004=100) .....    | 9  |
| 图 13: | 标普住宅建设指数反映未来销售依然低迷 .....       | 10 |
| 图 14: | 美国储蓄率在 2008 年后出现系统回升 .....     | 10 |
| 图 15: | 美国核心 cpi 上行有限 .....            | 11 |
| 图 16: | 美国失业率依然很高 .....                | 11 |
| 图 17: | 10 年期国债利率引领抵押贷款利率变化 .....      | 11 |
| 图 18: | 升息预期推升欧元保持高位 .....             | 12 |
| 图 19: | 避险资金流入黄金和瑞郎, 而非美元 .....        | 12 |
| 图 20: | 美元走弱推高大宗商品价格 .....             | 12 |
| 图 21: | 美国实际 GDP .....                 | 13 |
| 图 22: | 各部分对 GDP 贡献率 .....             | 13 |
| 图 23: | 库存销售比有望继续上升 .....              | 13 |
| 图 24: | 库存同比增速较高 .....                 | 13 |
| 图 25: | 新订单同比增速稳定 .....                | 14 |
| 图 26: | 消费者信心指数仍保持乐观 .....             | 14 |
| 图 27: | 美国 CPI 及核心 CPI .....           | 14 |
| 图 28: | 美国个人收入同比 .....                 | 14 |
| 图 29: | 美国零售销售 .....                   | 14 |
| 图 30: | 美国出口净额 .....                   | 14 |
| 图 31: | 美国国债收益率 .....                  | 15 |
| 图 32: | 美国联邦储备局货币供应 .....              | 15 |
| 图 33: | 欧元区 PMI 指数依然上行 .....           | 15 |
| 图 34: | 欧元区零售销售出现下滑 .....              | 15 |
| 图 35: | 欧元区工业生产增长强劲 .....              | 16 |
| 图 36: | 欧元区新订单依然强劲 .....               | 16 |
| 图 37: | 欧元区物价指数依然走高 .....              | 16 |
| 图 38: | 欧元区 PPI 上行迅速 .....             | 16 |
| 图 39: | PIIGS 相对德债利率有所走高 .....         | 16 |
| 图 40: | 欧元区货币信贷增长缓慢 .....              | 16 |
| 图 41: | 德国失业率下滑, 但整体欧元区失业依然不低 .....    | 17 |

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| 图 42: 日本 PMI 指数 .....        | 17     |
| 图 43: 日本工业产值大幅下滑 .....       | 18     |
| 图 44: 日本机床订单 .....           | 18     |
| 图 45: 零售销售大幅回落 .....         | 18     |
| 图 46: 日本物价水平始终保持低位 .....     | 18     |
| 图 47: 日本货币增速依然平稳 .....       | 18     |
| 图 48: 日本央行资产规模再度扩张 .....     | 18     |
| 图 49: 澳大利亚 CPI vs 基准利率 ..... | 19     |
| 图 50: 加拿大 CPI vs 基准利率 .....  | 19     |
| 图 51: 台湾 CPI vs 基准利率 .....   | 19     |
| 图 52: 韩国 CPI vs 基准利率 .....   | 19     |
| 图 53: 巴西 CPI vs 基准利率 .....   | 19     |
| 图 54: 印度 CPI vs 基准利率 .....   | 19     |
| 图 55: 印度 GDP 同比 .....        | 20     |
| 图 56: 巴西 GDP 同比环比 .....      | 20     |
| 图 57: 澳大利亚 GDP 同比 .....      | 20     |
| 图 58: 加拿大 GDP 同比环比 .....     | 20     |
| <br>表格 1: 计量模型主要结果 .....     | <br>10 |

## 月度专题：美联储货币政策退出需等待房地产市场的启动

2008 年“次贷危机”的源头房地产市场复苏依然缓慢，尽管目前量化宽松货币政策使 MBA 利率处 5% 以下的历史低位，在 09 年联邦政府亦曾出台 8000 美元退税计划的财政支持，但我们观察到新屋、成屋销售增长率依然在底部震荡，这将影响住房投资和耐用品消费的增长；而疲弱的房价亦会通过财富效应和信贷可得性影响私人消费。基于房地产市场启动前景仍需时日，我们预计美联储在 6 月 QE2 到期的政策退出将是非常谨慎的，这在目前将反映在美元的弱势，并增强市场对全球通胀的预期，促使风险资产价格仍保持在高位。

### 美国房地产价格涨幅趋缓，财富驱动的消费增速或回落

#### 美国人口结构变化意味着未来房地产价格涨幅趋缓

从长期趋势看，人口老龄化趋势将使美国房地产价格增速趋缓，这亦意味着 20 世纪 90 年代后期至今财富驱动的消费增长或回落。美国居民储蓄率的稳定回升，抵押品增值减缓或带来家庭信贷规模回落，将系统性降低美国消费增速。

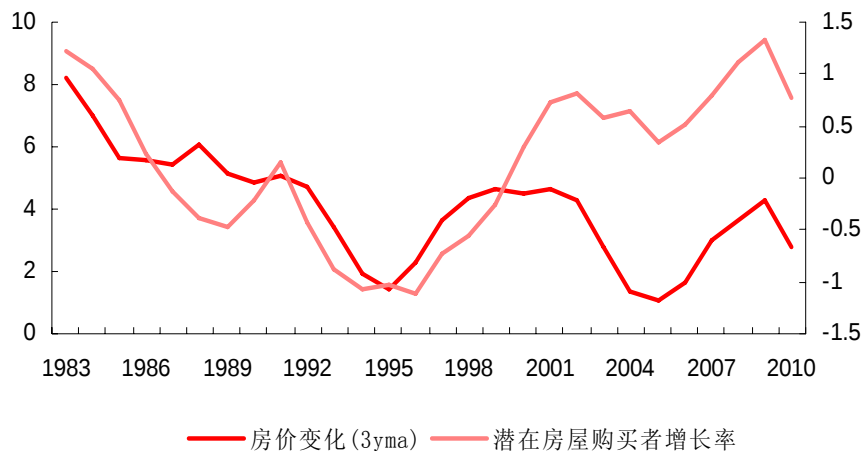
我们认为从长期看，决定房地产价格的因素在于人口的结构和空间分布的变化。一方面，城市化进程、产业结构变迁大多均伴随劳动力市场的活跃，人口的空间迁移促进地产市场繁荣，另一方面，国家中年轻人口比例高，购房置业的需求亦会持续推高房价。

美国的情况亦是如此。在 1946—1964 年期间，二战后国内人口出生率大幅度提高所带来的婴儿潮，同期移民政策放开所带来的墨西哥和拉美国家移民数量的增加，导致其国内年轻人口数量大幅增加，年轻人追求独立的思潮，推升当时家庭小型化的趋势，使得在 70 年代、80 年代初和 90 年代中后期房价出现比较明显的上升。以 70 年代和 90 年代中后期的房价比较来看，两个时期房价上涨都比较持续，幅度也比较高。但我们认为，前者更多是由于婴儿潮一代达到适婚年龄，同时外来移居的低端劳动力增加的原因；而后者则是由于 IT 业发展，服务业繁荣带来的劳动力迁移增加所致，当然金融市场住房信贷的发展亦是重要推动力。

从数据上来看，我们以 20—34 岁年轻人口比例来衡量潜在房屋的购买水平，不难发现，其与长期房价走势吻合得很好，同样，家庭数量的变化亦较好地反映了房价变化。

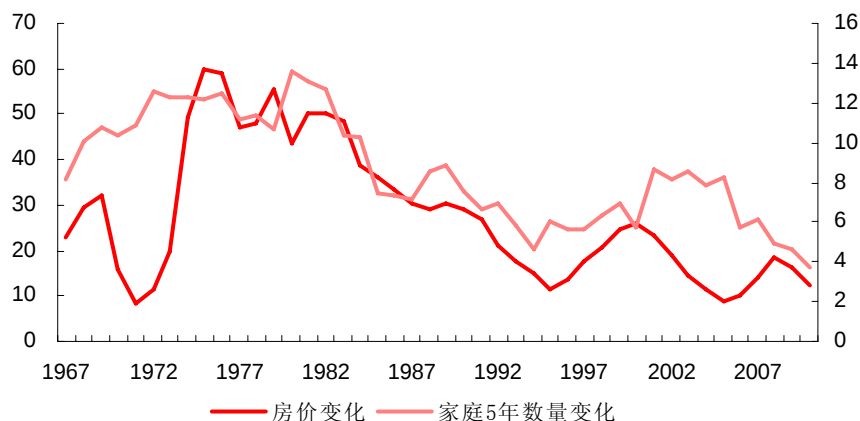
从人口结构变化上来看，我们就不难理解在 2008 年“次贷危机”爆发后，尽管政策扶持积极，但美国房地产调整的时间和幅度都很深的原因。一方面，从 20—34 岁年轻人口增长率来看，从 80 年代的 3% 回落到目前的 0.77%。另一方面，在“次贷危机”后，年轻一代的收入下降，与父母合居数量增加，家庭数量亦大幅减少。这均将使未来美国房地产价格难以出现大幅度上涨。

图 1: 美国年轻人口比例变化是影响动房价长期走势的重要因素



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 2: 家庭数量增加推升房地产价格走高



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

### 财富驱动的经济增长趋缓，消费增速将有所回落

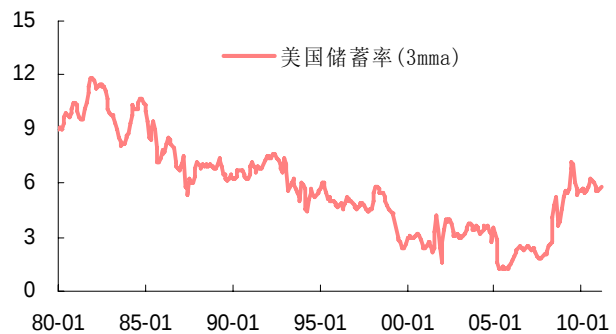
由于 90 年代后私人消费与地产净值波动联系紧密，因而从长期看房地产市场的走弱对美国消费的影响将是深远的，这或意味着 90 年代到 08 年“次贷危机”前财富驱动的高消费增长率将不现，消费增长回归收入驱动，消费增长率或从 4% 以上降至 3% 左右，同时伴随储蓄率的稳步回升，消费占 GDP 比重亦会有所下降。

图 3： 美国消费占 GDP 比例会有所下降



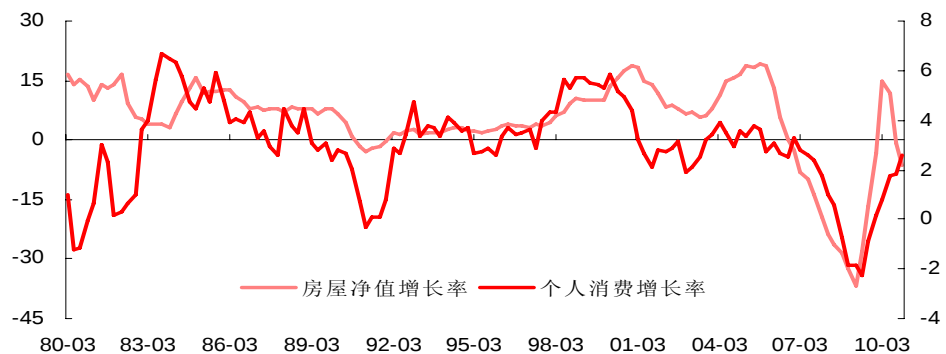
资料来源：华泰联合证券研究所

图 4： 美国储蓄率在 2008 年后出现系统回升



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： 房地产净值变化影响消费增长



资料来源：华泰联合证券研究所

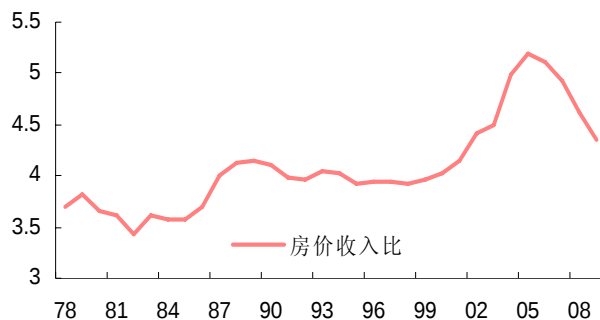
## 从周期因素看，房地产市场处于底部，但启动仍需时日

### 美国房地产市场复苏仍然需要时间

在 08 年“次贷危机”后，受益于 Fed 量化宽松政策带来的低利率货币环境，同时美国经济企稳回升后，居民收入增加，我们观察到房价收入比，购买力指数均出现上行，但我们认为，这大多是需求能力提升的表现，更全面反映房地产市场现状的新屋、成屋销售数据复苏的力度依然需要观察。

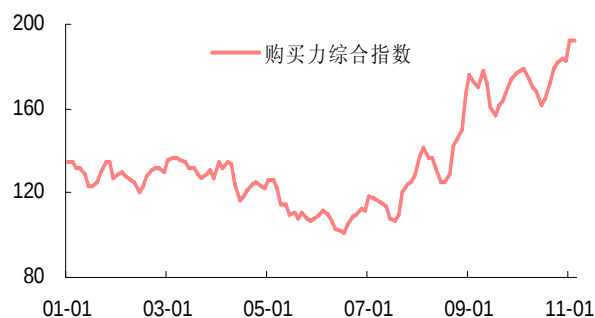
目前，美国的房价收入比接近历史均值水平，房价大约在收入的 4.35 倍，而综合购买力水平则不断提升。其主要原因如下：一方面价格的显著调整是导致购买力提升，存屋的销售均价从 06 年的 23 万美元下降到目前的 15.6 万美元，降幅达到 30%，另一方面，危机后收入的缓慢上行和 Fed 宽松货币政策导致抵押贷款利率处于历史低位，均在一定程度上促进购买力的增强。目前，随着就业市场的企稳，美国居民的可支配收入同比增长达到 2.7%，

图 6： 美国房价收入比回归历史均值水平



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 美国房地产购买力指数显著上行



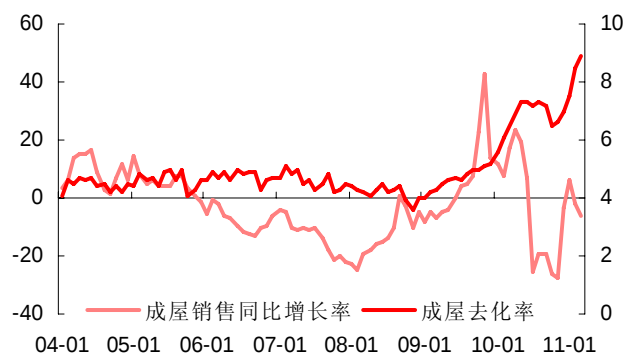
资料来源：华泰联合证券研究所

但是，购买力的提升仅是促使房地产市场稳定的必要条件之一，事实上我们发现目前新屋、成屋销售并未出现根本改观。房地产市场的低迷亦对金融机构信贷扩张形成制约，紧的信贷约束或增加房地产市场价格调整的时间。

从房地产销售情况来看，尽管房屋销售在 4 月环比折年均出现比较大幅增长，但同比依然下滑，而去化率依然保持高位。从止赎情况来看，尽管在 10 年下半年出现了比较明显的下行，但依然很高，这会增加市场的供给，增加房价下行的风险。

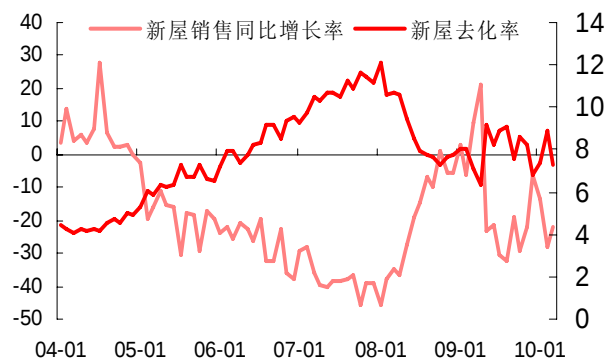
从金融机构的资产质量来看，丧失抵押贷款赎回权占全部贷款比重大约在 4.6%，依然处于历史高位。此外尽管抵押贷款利率处于历史低位，但抵押贷款申请指数依然不高，信贷可得性减弱亦会对房地产复苏形成压制。

图 8： 美国成屋销售仍未稳定上行



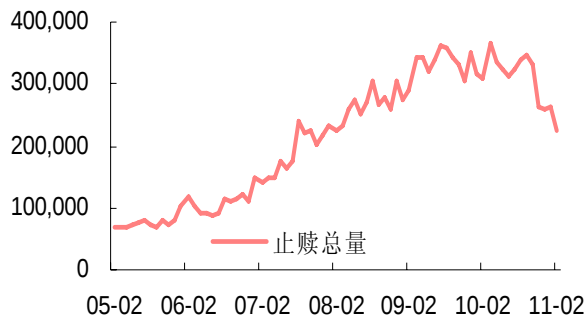
资料来源：华泰联合证券研究所

图 9： 美国新屋销售再次出现下滑



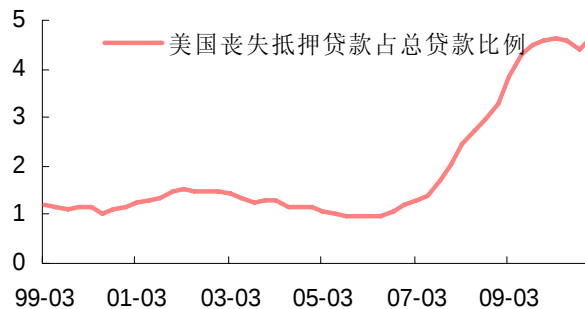
资料来源：华泰联合证券研究所

图 10： 美国房屋止赎总量仍未降至 05，06 年水平



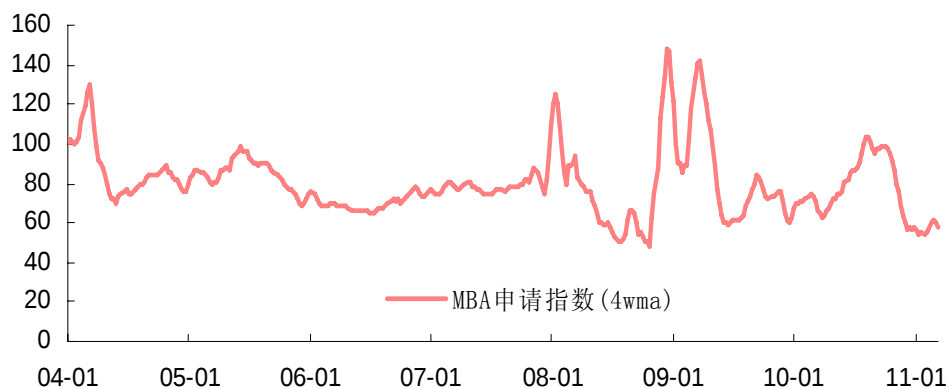
资料来源：华泰联合证券研究所

图 11： 美国丧失抵押贷款赎回权比例从未从高位回落



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12： 抵押贷款申请依然疲弱（2004=100）



资料来源：华泰联合证券研究所

## 2011 年美国房地产市场价格上行有限

我们认为，从未来房地产市场的复苏路径来看，需要经历以下阶段：第一，“止赎率”下降，存屋去库存化加速；第二，房价出现企稳回升；第三，新屋开工和营业许可数据改善，住房投资上升。

从逻辑上看，在高止赎率的环境中，市场的过剩供给会累积，如表现为去化率提高，空置率上升，从而带动市场租金下降。简单地看，房价是租金的资本化，因此尽管目前利率处于历史低位，但始终难以推动房价的反弹。我们认为房价的企稳反弹，对美国经济可持续复苏十分重要：第一，抵押品价值的稳定回升，改善银行资产负债表质量，促使信贷反弹；第二，房价的上升，增加居民资产净值，带动消费回升（尽管根据前文分析，我们认为这一效应长期趋势将弱化）；第三，开发商的投资信心增强，带动住房投资上行，这部分占美国 GDP 的 5% 左右，而引致的汽车、家电等耐用消费品销售增加对 GDP 增长的贡献将更高。

我们构建了一个简单的计量模型来考察抵押贷款利率，止赎情况，居民收入增长等因素是否会出现有利于美国房价上行的情形：收入每增长 1% 或将带动房价同样幅度上行，贷款利率下行对房价影响比较微弱，大致为 0.01%，值得关注的是，当过剩

供给每增加 1% 是房价的跌幅会达到 1.6%。因此考虑目前的高止赎和高空置率，过剩供给的增加会引发去化周期拉长。

我们认为在 2011 年，房地产价格出现上行的可能依然很小。高空置、止赎率和未来可能的贷款利率上行均可能是制约房地产市场走好的关键因素。当然随着就业市场的改善，收入上行会为房价企稳提供一定支撑。

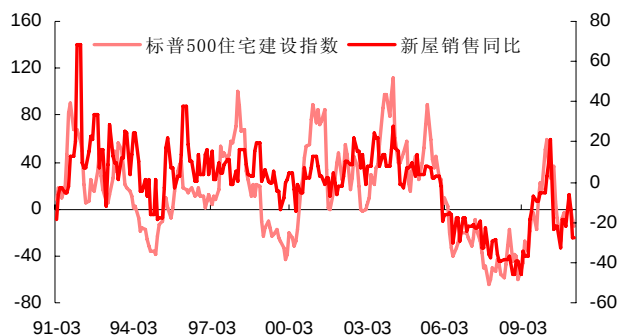
表格 1：计量模型主要结果

| 变量          | 系数     | 标准差   | P 值   |
|-------------|--------|-------|-------|
| MBA30 年贷款利率 | -0.014 | 0.005 | 0.003 |
| 止赎率         | -0.041 | 0.007 | 0.000 |
| 收入增长率       | 1.052  | 0.084 | 0.000 |
| 过剩供给        | -1.625 | 0.458 | 0.001 |
| 常数          | 14.735 | 4.608 | 0.002 |

资料来源：华泰联合证券研究所

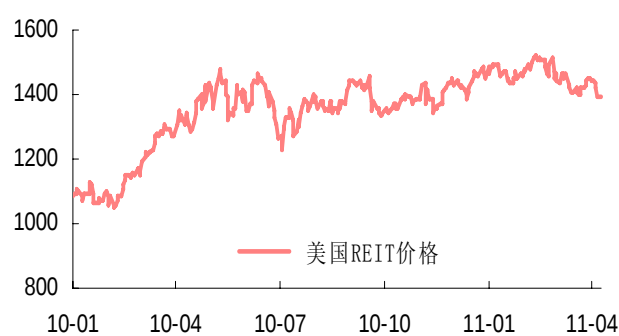
从金融市场来看，我们同样没有发现投资者对房地产市场复苏表现出过度乐观：一方面，房地产 REIT 价格从 2 月以来出现了下行。另一方面，在一定程度上领先于新屋销售变化的标普 500 的住宅建设指数，亦出现了下行趋势。

图 13：标普住宅建设指数反映未来销售依然低迷



资料来源：华泰联合证券研究所

图 14：美国储蓄率在 2008 年后出现系统回升



资料来源：华泰联合证券研究所

## 房地产市场复苏缓慢或制约 Fed 在 QE2 后的政策退出力度

### 房地产市场复苏缓慢或使美联储 QE2 后退出政策谨慎

从以上的分析，结合近期美国实体经济、金融市场的表现，在目前时点尚无法断言房地产市场复苏的持续性。房地产市场的复苏缓慢或制约美联储在结束 6 月 QE2 宽松货币政策的退出力度。我们倾向于在 2011 年下半年，Fed 依然有维持宽松货币政策的空间和必要（最近的 4 月的 FOMC 会议也证实了我们此前的判断）。

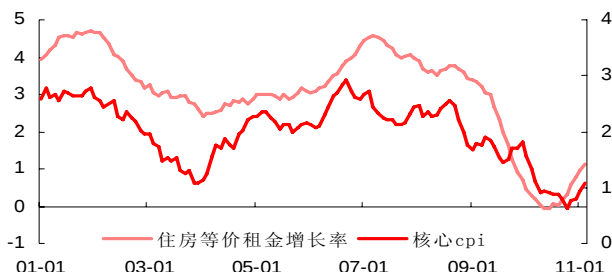
一方面，从美国通胀情况看，由于等价房租依然处于比较低的位置，其占比达到 32% 左右，这将使其核心 cpi 依然可控，根据我们的预测，核心 cpi 在年中仅为 1.5% 左右，核心通胀率上行空间有限，将使美联储仍有相当的政策运用空间。

另一方面，尽管目前失业率下降至 8.8%，但我们认为并不稳固，低的劳动参与率是导致失业率快速改善的原因。根据我们的测算，未来月均非农就业增长 20 万人，

才能保证就业市场的稳定改善，但这仍需足够的时间来观察。

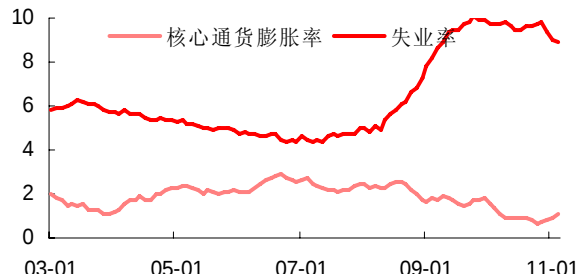
此外，仅从扶持房地产市场稳定复苏的角度看，Fed 依然需要促使基准的 10 年期国债保持低位，这有利于降低抵押贷款利率，减少居民融资成本。

图 15： 美国核心 cpi 上行有限



资料来源：华泰联合证券研究所

图 16： 美国失业率依然很高



资料来源：华泰联合证券研究所

图 17： 10 年期国债利率引领抵押贷款利率变化



资料来源：华泰联合证券研究所

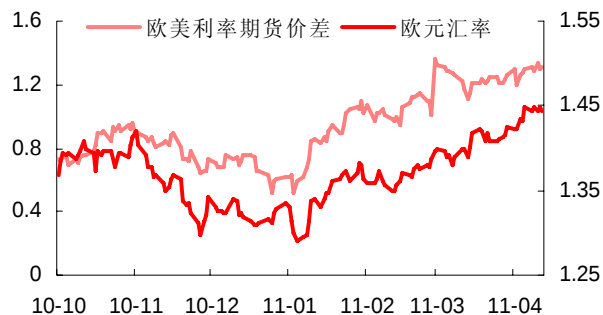
### Fed 的政策相对宽松或使美元指数继续维持低位

我们认为，房地产市场的企稳反弹是美国经济可持续复苏的必要条件，如前文讨论，美联储仍有维持相对宽松货币政策的必要，退出进程将是谨慎的，甚至在 2011 年全年均将维持 0.25% 的联邦基金利率不变。

基于以下理由我们认为未来数月美元汇率仍将保持低位震荡，运行区间或在 74—76。第一，欧洲升息预期依然高于美国，市场预期欧洲央行在 7 月和之后将各加息一次，基准利率上升至 1.75%，相对利差优势支撑欧元汇率；第二，北非局势依然动荡，避险资金在寻求储备多样化过程中流入瑞郎等资产；第三，日本地震引发的海外资金回流趋势仍在延续，推动日元兑美元走高；第四，相比一季度，在新增订单、个人消费支撑等领域出现了一定下行，这或使第二季度的经济增长存在下行风险，从而抑制美元上行空间。

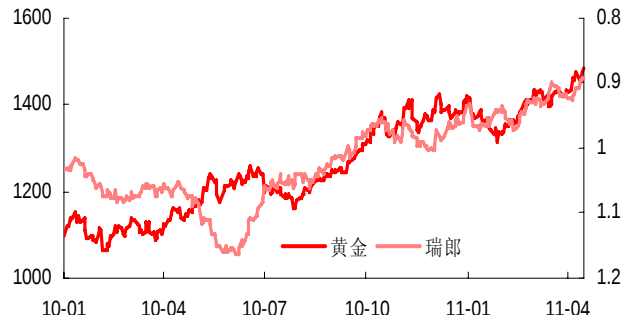
如果以上判断成立，我们认为弱势美元将使包括黄金、农产品、工业金属等大宗商品价格保持高位，风险类资产价格会得到一定支撑。

图 18: 升息预期推升欧元保持高位



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 19: 避险资金流入黄金和瑞郎, 而非美元



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 20: 美元走弱推高大宗商品价格



资料来源: 华泰联合证券研究所

我们判断的风险有以下几点: 第一, 欧债危机的发展超出目前市场预期, 带动欧元大幅走低; 第二, 国际油价大幅攀升, 美国通胀失控风险加剧; 第三, 美国就业数据持续数月出现超市场预期的好转, 投资者对美联储政策提前退出的预期升温。

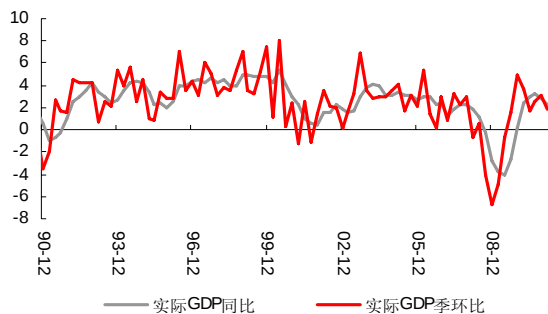
## 月度回顾

### 美国

一季度美国 GDP 环比折年率 1.8%，政府支出和出口净额下降构成主要下拉因素。美国债务率去年 4 季度达到 97.2%，近期标普下调美国主权债务前景的评级，可预期的是政府支出未来捉襟见肘。出口净额的下降可以归因于油价高企和新兴市场需求回落，随着 QE2.0 的到期，石油价格大幅走高的概率将下降，贸易差额继续扩大的概率会变小。

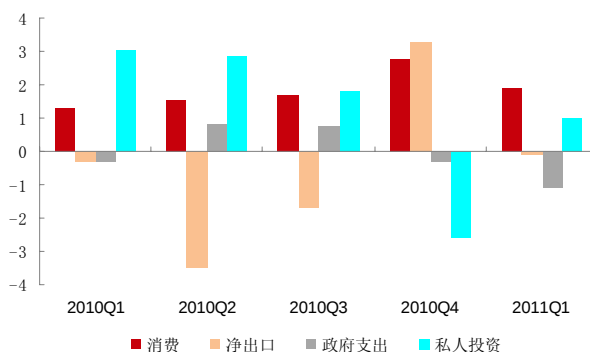
我们相对乐观的是美国的消费支出和私人投资数据，尽管原油价格的上涨可能对消费有一定负面影响，但消费者信心指数高位徘徊显示消费在二季度的增速仍可维持。同时，在流动性持续宽裕的环境下，投资增长稳定，虽然库存同比增速接近历史高点，但是在企业现金流充裕，新订单同比增速保持稳定，库存总量不高的背景下，补库存和设备投资的增速将继续维持。此外，房产市场仍处低位，房产投资对经济拉动的变化不大。鉴于消费以及设备和库存投资的良好态势，我们认为短期内无需过分担心美国经济增速的下滑，二季度有望达到 2.5% 左右的增速。

图 21： 美国实际 GDP



资料来源：华泰联合证券研究所

图 22： 各部分对 GDP 贡献率



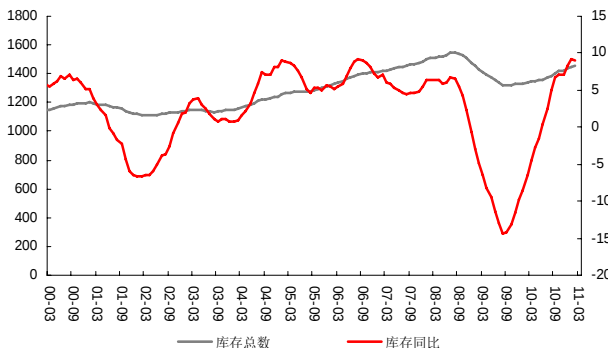
资料来源：华泰联合证券研究所

图 23： 库存销售比有望继续上升



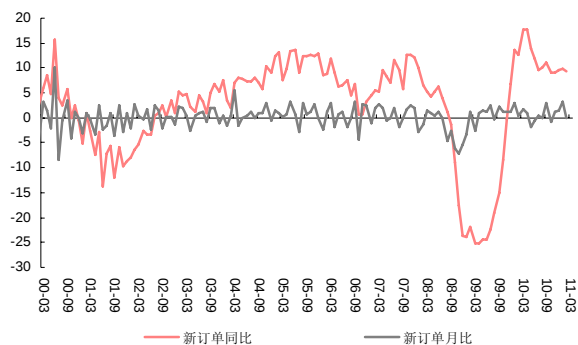
资料来源：华泰联合证券研究所

图 24： 库存同比增速较高



资料来源：华泰联合证券研究所

图 25： 新订单同比增速稳定



资料来源：华泰联合证券研究所

图 26： 消费者信心指数仍保持乐观

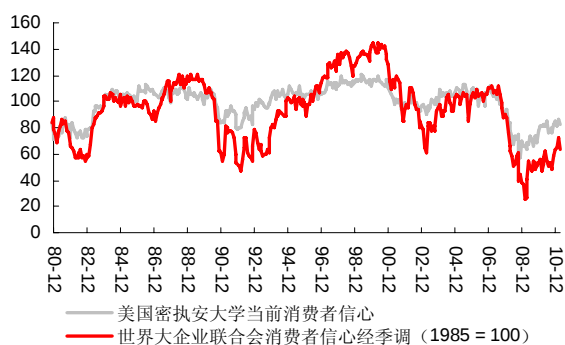
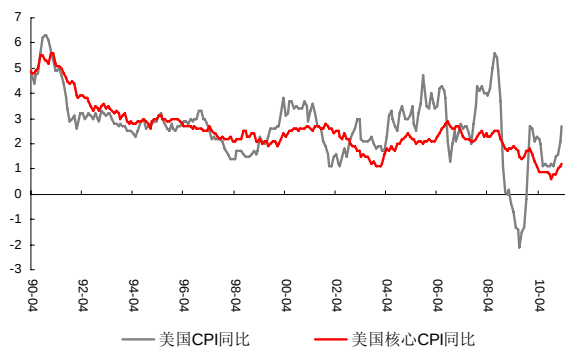
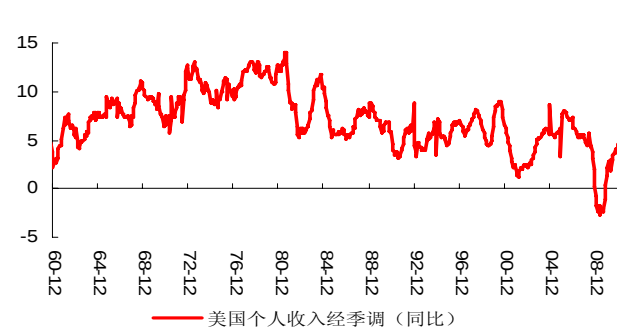


图 27： 美国 CPI 及核心 CPI



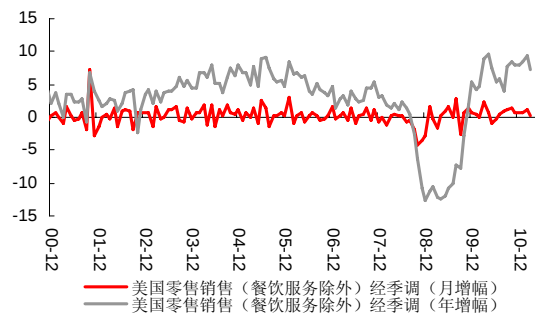
资料来源：华泰联合证券研究所

图 28： 美国个人收入同比



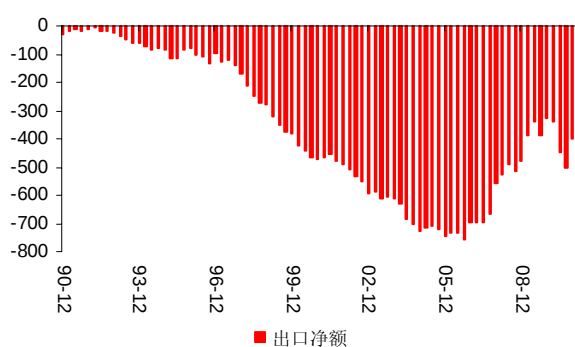
资料来源：华泰联合证券研究所

图 29： 美国零售销售



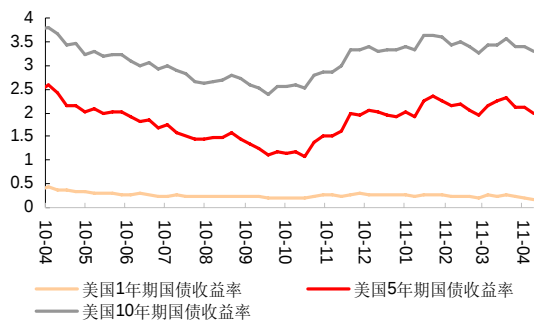
资料来源：华泰联合证券研究所

图 30： 美国出口净额



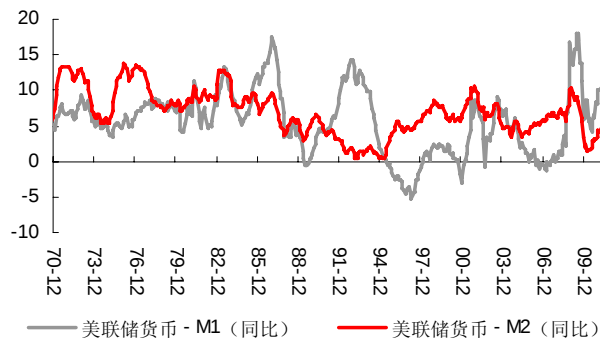
资料来源：华泰联合证券研究所

图 31： 美国国债收益率



资料来源：华泰联合证券研究所

图 32： 美国联邦储备局货币供应



资料来源：华泰联合证券研究所

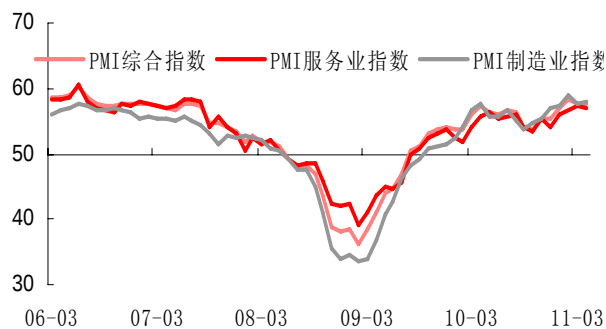
## 欧元区

欧元区制造业依然强劲，制造业 PMI 指数上行至 58，德国和法国生产加速。新兴市场、尤其是中国需求增长是推动工业生产走高的主要因素；2 月工业新订单亦强劲增加，其中资本品需求上升了 3.3%。

欧元区通胀延续上行，4 月欧元区的通胀达到 2.8%，高通胀、尤其是油价上涨对居民消费形成一定抑制，消费者信心滑落至 106.2，零售销售在 2 月亦出现一定下滑。欧债危机依然反复，4 月希腊债务重组，提高其 10 年国债收益率大幅跳升，葡萄牙救助方案亦对市场有所影响，但对金融市场的影响不大。

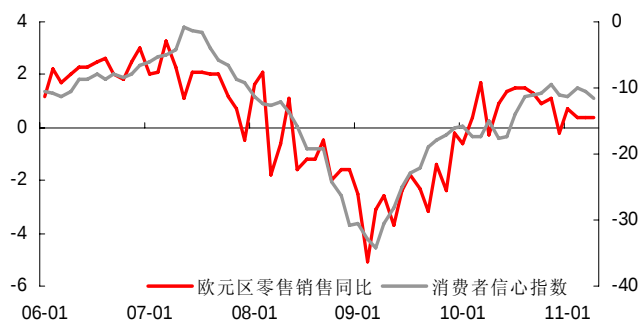
前瞻地看，考虑通胀走升，德国失业率下降、整体工业生产继续保持强劲，我们认为未来欧洲央行仍会使货币政策趋向正常，市场预期升息 50 个基点，在年底达到 1.75%。

图 33： 欧元区 PMI 指数依然上行



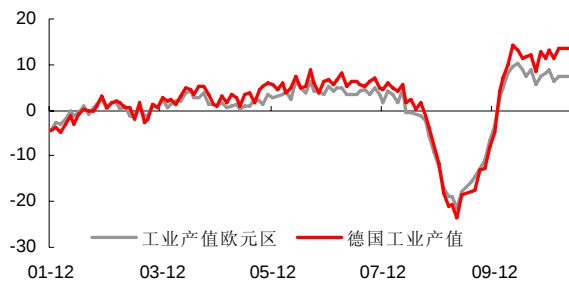
资料来源：华泰联合证券研究所

图 34： 欧元区零售销售出现下滑



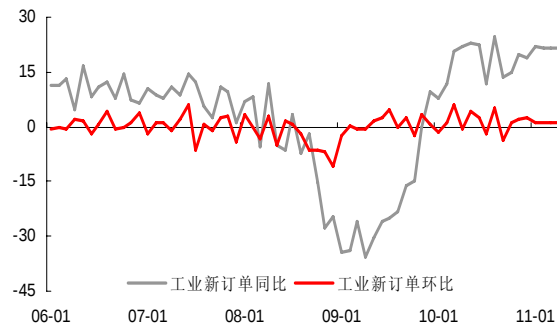
资料来源：华泰联合证券研究所

图 35： 欧元区工业生产增长强劲



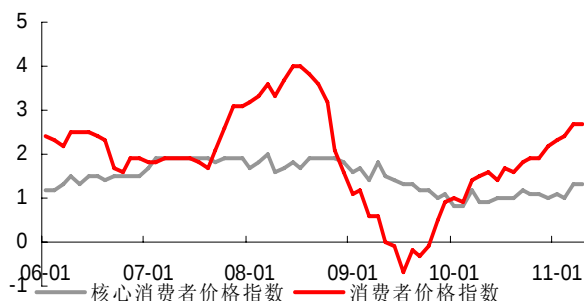
资料来源：华泰联合证券研究所

图 36： 欧元区新订单依然强劲



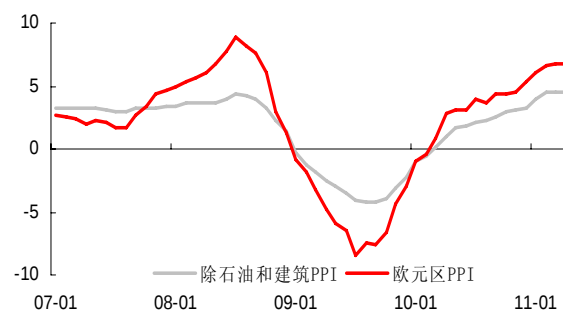
资料来源：华泰联合证券研究所

图 37： 欧元区物价指数依然走高



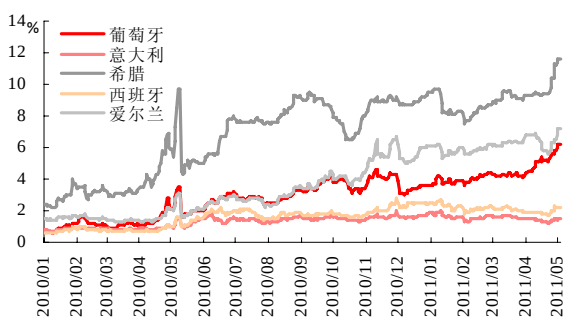
资料来源：华泰联合证券研究所

图 38： 欧元区 PPI 上行迅速



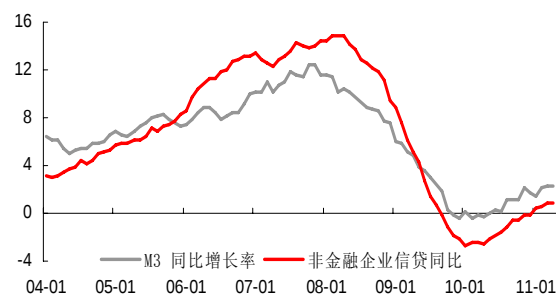
资料来源：华泰联合证券研究所

图 39： PIIGS 相对德债利率有所走高



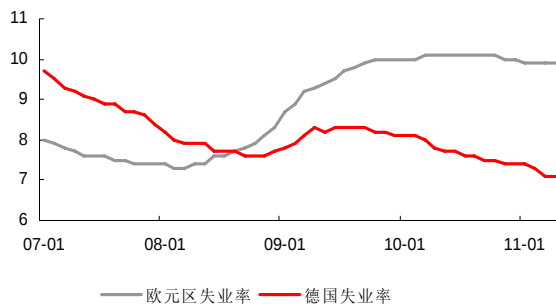
资料来源：华泰联合证券研究所

图 40： 欧元区货币信贷增长缓慢



资料来源：华泰联合证券研究所

图 41： 德国失业率下滑，但整体欧元区失业依然不低



资料来源：华泰联合证券研究所

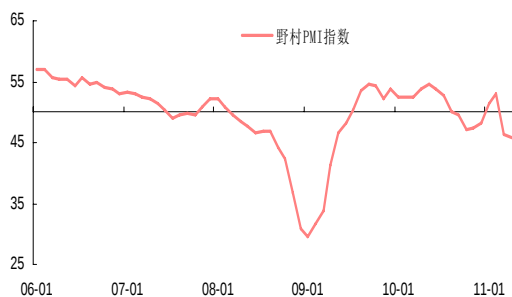
## 日本

3 月日本工业生产大幅下滑 15.3%，受到“3.11”地震引发的工厂关闭、供应链中断和电力短缺等多方面因素影响。2 月机械订单下滑 2.3%。据报道宏达、尼桑、丰田三大车厂国内生产严重下滑，其中丰田的国内生产下滑了 63%。

地震促使日本居民消费谨慎，4 月消费者信心大幅滑落至 38.6，零售销售同比下滑 8.5%。菅直人政府宣布 4 万亿预算财政补充方案，用以灾后重建，日本央行继续向货币市场注资、并向受灾地区提供一年期贷款，其资产规模急剧扩大。

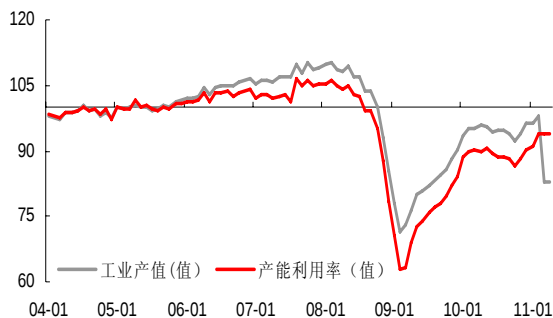
前瞻地看，由于电力短缺、核辐射扩散等因素使得日本二季度 GDP 或大幅下滑，根据日本央行将全年 GDP 从 1.6% 下调至 0.8%，考虑日本在全球电子、汽车产业链的重要位置，新兴市场对日出口或受影响。

图 42： 日本 PMI 指数



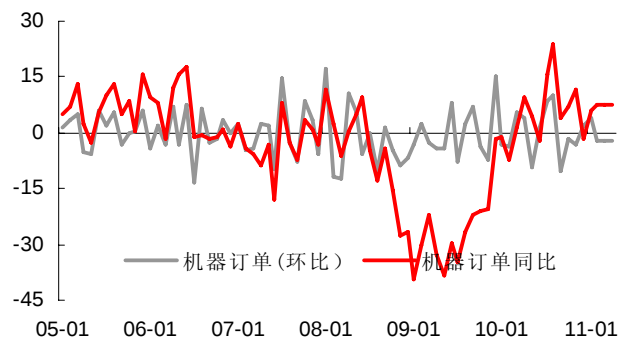
资料来源：华泰联合证券研究所

图 43: 日本工业产值大幅下滑



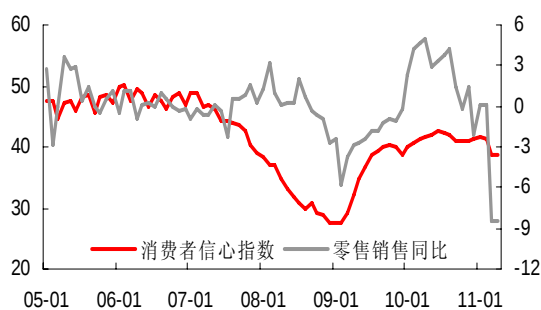
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 44: 日本机床订单



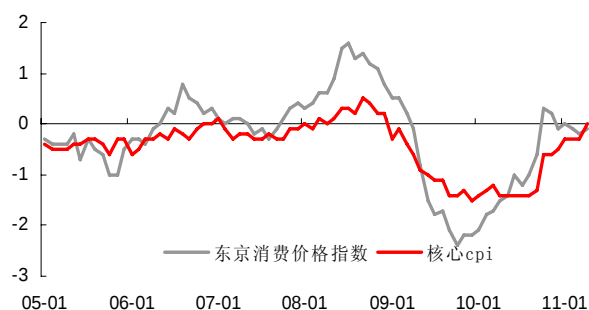
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 45: 零售销售大幅回落



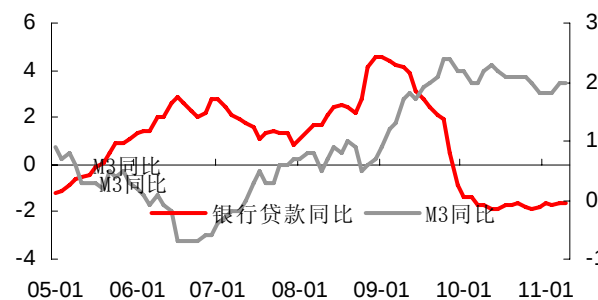
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 46: 日本物价水平始终保持低位



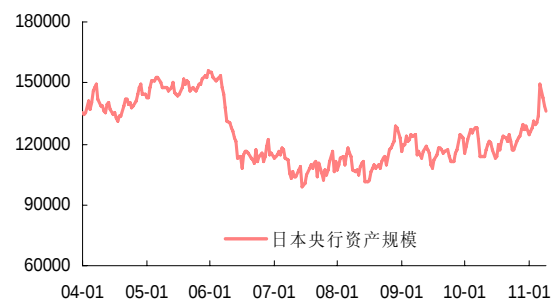
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 47: 日本货币增速依然平稳



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 48: 日本央行资产规模再度扩张

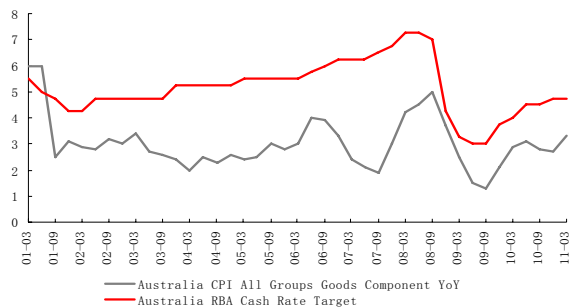


资料来源: 华泰联合证券研究所

## 资源国，金砖四国及其它新兴经济体

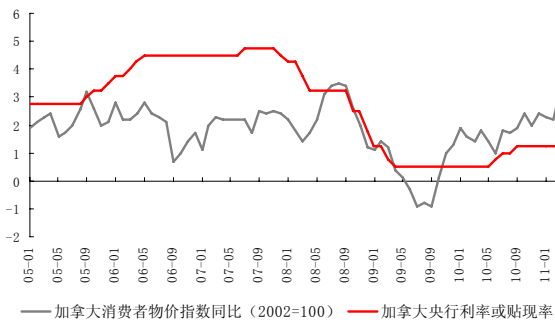
资源国，金砖四国，亚洲新兴市场国家将继续面临 CPI 上升的压力，政策的紧缩将持续，需求同比增速已经开始出现放缓的迹象，短期看，目前这一趋势将持续。下半年面临发达经济体收缩货币，新兴经济体需求放缓的双重压力下，相关经济体的 GDP 增速可能进一步下降。

图 49： 澳大利亚 CPI vs 基准利率



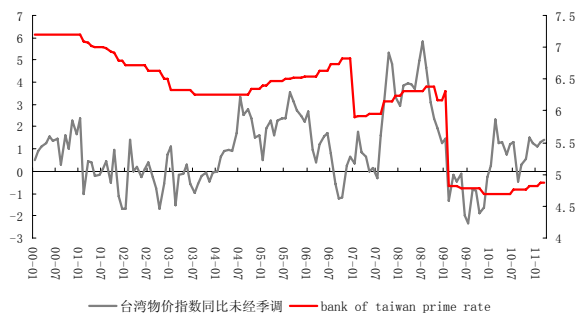
资料来源：华泰联合证券研究所

图 50： 加拿大 CPI vs 基准利率



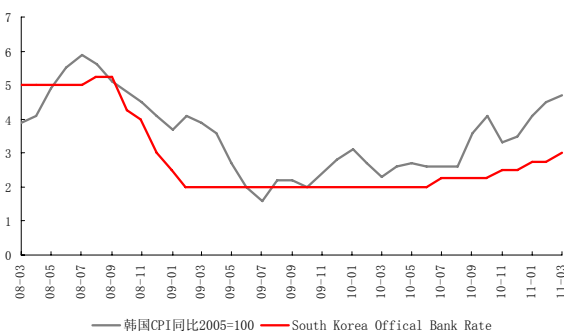
资料来源：华泰联合证券研究所

图 51： 台湾 CPI vs 基准利率



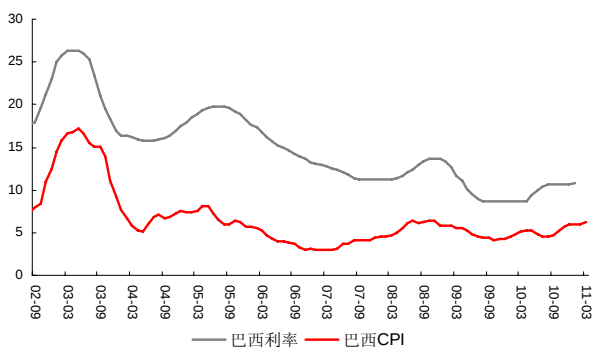
资料来源：华泰联合证券研究所

图 52： 韩国 CPI vs 基准利率



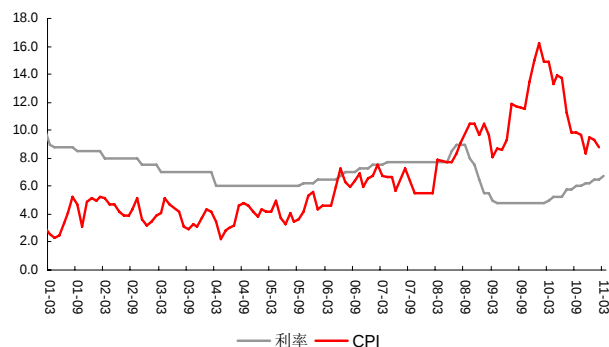
资料来源：华泰联合证券研究所

图 53： 巴西 CPI vs 基准利率



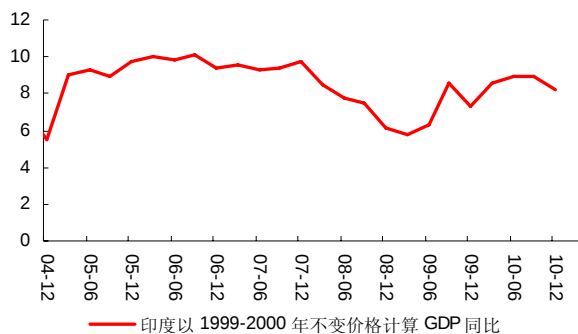
资料来源：华泰联合证券研究所

图 54： 印度 CPI vs 基准利率



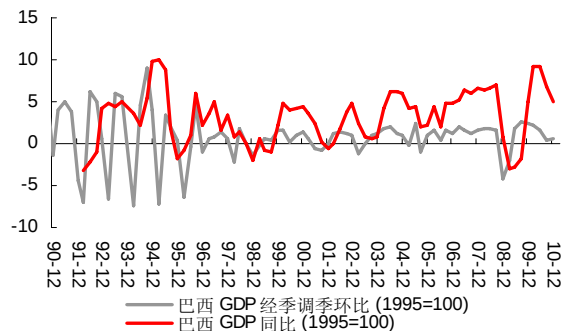
资料来源：华泰联合证券研究所

图 55: 印度 GDP 同比



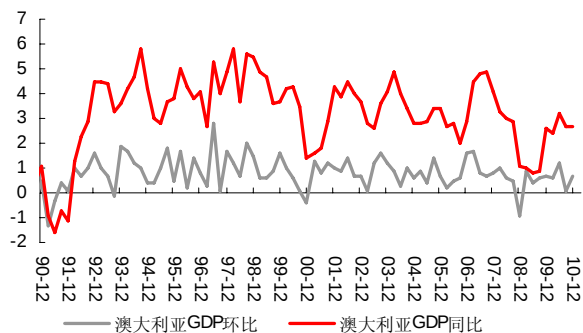
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 56: 巴西 GDP 同比环比



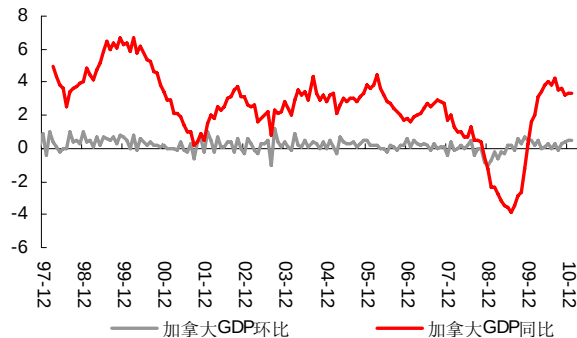
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 57: 澳大利亚 GDP 同比

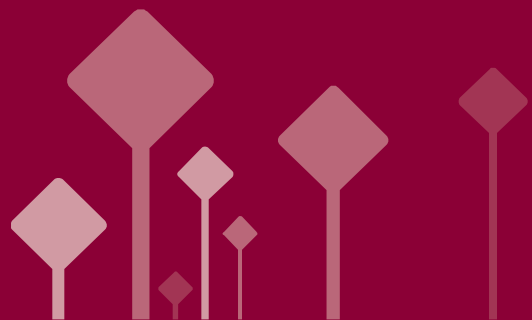


资料来源: 华泰联合证券研究所

图 58: 加拿大 GDP 同比环比



资料来源: 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn