

非农就业数据恶化促 QE3 推出？

报告要点

■ 就业市场急剧恶化

8 月份美国非农就业人数与前月持平，失业率则持平于 9.1%，广义失业率（U6）反弹至 16.2%。这组数据反映了就业市场的急剧恶化，虽然因为劳动供给的减少失业率得以维持原有水平，然而就业人数零增长远远不能覆盖 15 万人的趋势增长率。短期因素难以解释 8 月非农就业数据恶化。本月 Verizon 下 4.5 万名员工罢工，但是 7 月因明尼苏达政府关闭而离岗的 2.2 万名员工回归原有岗位。此外，飓风的影响也没有那么剧烈，因此就业数据的急剧恶化要从经济本身寻找原因。美国实体经济最大的问题在于实际工资回落导致的消费信心低迷。

■ 新 QE 是仅有的可用政策工具

大选当年，美国的 CPI 较其他年份为高。这表明政府任期将尽之时，通胀容忍度有所提高。我们认为本次大选之前也不会例外，在专题报告《债务上限谈判尘埃落定》中曾经指出，由于经济低迷，奥巴马的连任之路荆棘丛生。掣肘与赤字缩减的新法案，能够动用的政策工具也仅剩货币政策了。而当前急剧恶化的就业市场又使得新的刺激政策变得更为必要和紧迫。因此我们认为 QE3 是必然的，问题只是推出的时间。

■ 四季度将是 QE3 推出的时间窗口

从 QE3 推出的时点来看，我们认为最关键的变量仍然是通胀。从 QE2 的后续影响来看，维持了 QE2 时期的资产规模，而由于去年同期货币供应的低基数，这必然会导致以 CPI 同比计算的通胀的继续上升，但是进入 8 月以后，低基数的影响将会逐渐淡出。再来看原油价格，目前原油价格已经从高位回落。而我们预计原油价格随着利比亚生产的逐渐恢复可能还会继续回落，因此原油价格对于通胀的抬升作用也将会退出。在上述两大因素的驱动下，我们认为到四季度，通胀率就会回到适宜实行 QE3 的区间。

■ 欧元区经济继续恶化

近期公布的二季度的 GDP 数据已经显示了经济增长的放慢。德国二季度 GDP 环比仅增 0.1%，较一季度大幅下滑。法国二季度 GDP 与一季度持平。由于核心国家失速，欧元区整体的增速也大大放缓，二季度增速仅有 0.2%，同样较一季度的高增速大有放缓。未来随着南欧国家财政紧缩的继续，货币政策将可能会进一步收紧。

相关研究

《形势在起变化-11 年 4 月宏观月报》，
2011-04-01

《货币政策二季度或将回归平稳》，
2011-03-29

分析师：

李冒余

(8621) 68751636

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

失业数据恶化促 QE3 推出?	5
就业数据糟糕	5
QE3 是否会马上推出?	7
发达国家经济	9
美国经济: 就业市场前景存疑	9
欧日经济: 欧元区复苏步伐减缓	16
未来两周重点关注	22

图表目录

图 1: 广义失业率 (U6) 有所反弹	5
图 2: 非农就业零增长.....	5
图 3: 周平均工作小时数回落.....	5
图 4: 脉冲响应分析: 实际周薪对消费信心的冲击	6
图 5: 实际周薪与密歇根消费信心指数正相关	6
图 6: 实际周期同比持续回落.....	6
图 7: 制造业 PMI 和非制造业 PMI	6
图 8: 美国经济表现疲软.....	7
图 9: 消费信心持续下滑	7
图 10: 外生冲击下原油价格回落对于实体经济的改善	7
图 11: 因为基数较低, M2 同比增幅仍大.....	8
图 12: 原油价格回落	8
图 13: 首次申请失业救济金人数.....	8
图 14: 制造业就业人数变动与非农就业人数变动.....	8
图 15: 公司裁员人数	9
图 16: 美国 GDP 年化.....	13
图 17: 美国实际 GDP 贡献.....	13
图 18: GDP 统计库存变动	13
图 19: 消费者信贷.....	13
图 20: 制造业、非制造业 PMI.....	13
图 21: 汽车销售情况	13
图 22: 制造业、耐用品订单同比变动	14
图 23: 不含飞机的非国防资本品订单同环比	14
图 24: 现房销售情况	14
图 25: 新房销售情况	14
图 26: 失业率	15
图 27: 非农就业人数变动	15
图 28: M1、M2 货币供应	15
图 29: 银行信贷总额及年同比.....	15
图 30: 欧元区信心指数.....	18
图 31: 各经济体制造业 PMI	18
图 32: 各经济体生产价格指数.....	19
图 33: 实际 GDP 季环比	19
图 34: 各经济体失业率.....	19
图 35: 欧元区经济增长预期及德国企业景气指数.....	19

表 1: 就业市场数据	9
表 3: 生产部门数据	10
表 2: 消费市场	11
表 4: 房地产市场数据.....	12
表 5: 重要消费、价格数据	16
表 6: 生产部门重要数据	17
表 7: 重要房屋数据	17
表 8: 劳动力市场数据.....	18
表 9: 主要发达经济体重要数据概览.....	20
表 10: 主要新兴经济体重要数据概览.....	21

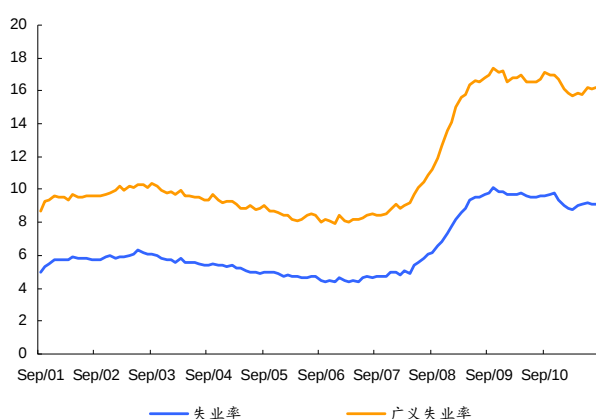
失业数据恶化促 QE3 推出？

9月2日，劳工部公布8月份美国非农就业人数与前月持平，失业率则持平于9.1%，广义失业率（U6）反弹至16.2%。这组数据反映了就业市场的急剧恶化，虽然因为劳动供给的减少失业率得以维持原有水平，然而就业人数零增长远远不能覆盖15万人的平均人口趋势增长率。美国实体经济最大的问题在于实际工资回落导致的消费信心低迷。然而随着QE2效应的衰减以及油价的回落，通胀将会回落，QE3的实施也将临近。

就业数据糟糕

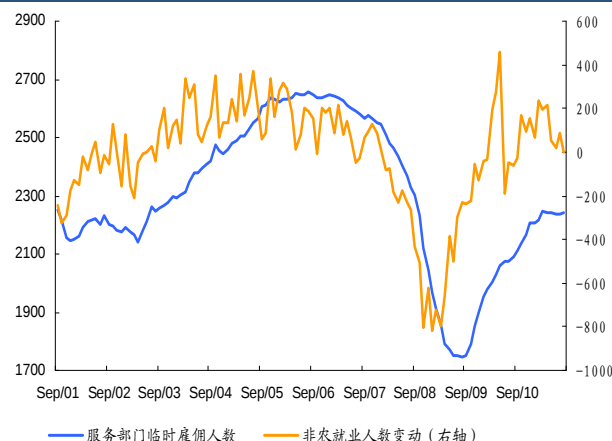
从本次公布的就业数据来看，失业率持平，广义失业率（U6）小幅反弹，非农就业零增长。虽然失业率并没有上升，但是消除了供给影响的U6则反弹了0.1%。同时，非农就业零增长已经相当糟糕，非农就业增幅在15万人以上时才能够超过美国的平均人口增长幅度。因此，我们认为糟糕的就业市场环境导致了就业供给的回落，这在一定程度上稳定了失业率数据，但是失业率的稳定并不代表就业市场没有恶化。本月的工作小时数据也支持了我们的看法，本月平均每周工作小时数下滑至33.5小时。

图 1：广义失业率（U6）有所反弹



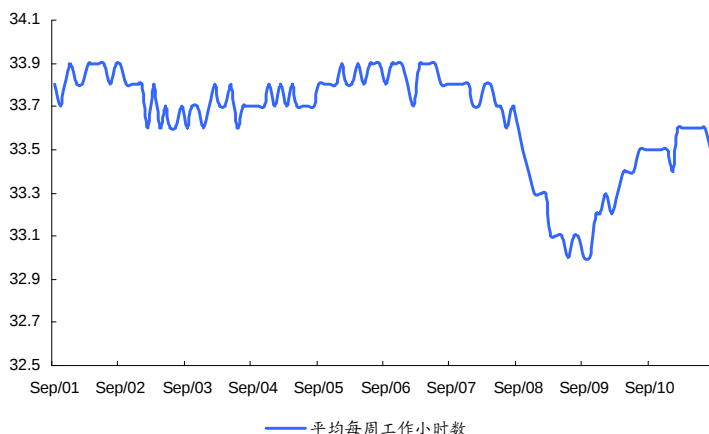
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：非农就业零增长



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

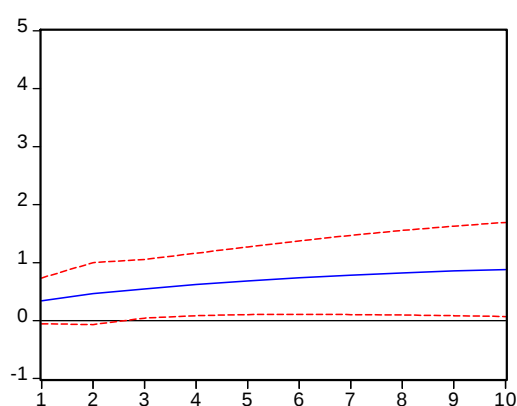
图 3：周平均工作小时数回落



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

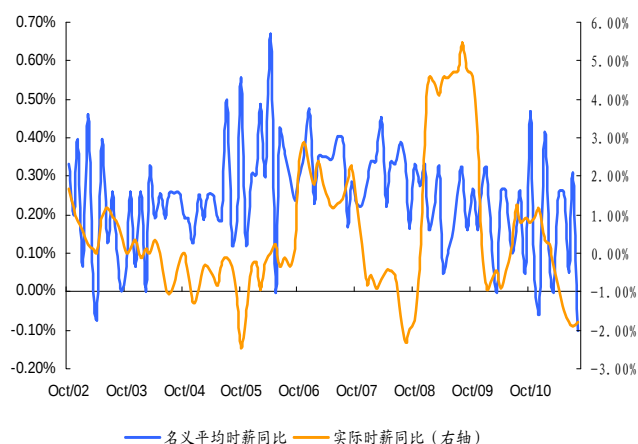
当前美国实体经济的核心问题仍然在于消费信心的低迷。而消费信心的一大根源便是实际工资的持续回落，居民购买力的疲弱导致了消费信心从而消费需求的疲弱，消费需求的持续疲弱又导致了供给面信心的回落，用工需求最终会导致就业数据的恶化。8 月份制造业 PMI 就业分项回落至 51.8，同时制造业 PMI 总体也回落至 50.6，这表明当前供需两端表现都较为低迷。因此我们预计就业市场的低迷表现可能要维持到年底。

图 4：脉冲响应分析：实际周薪对消费信心的冲击



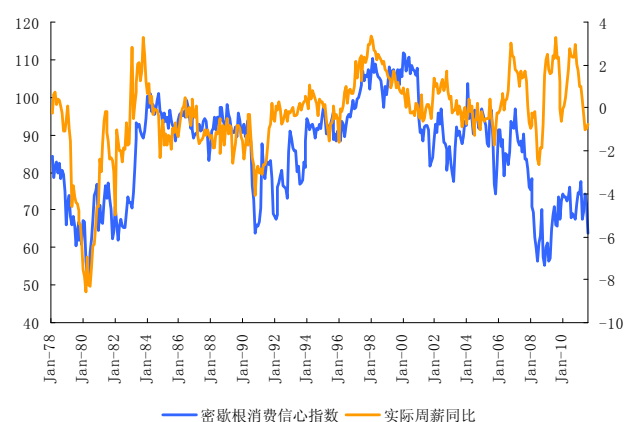
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：实际周期同比持续回落



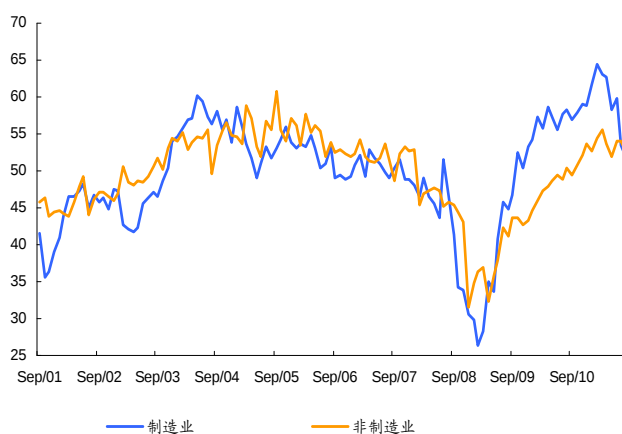
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：实际周薪与密歇根消费信心指数正相关



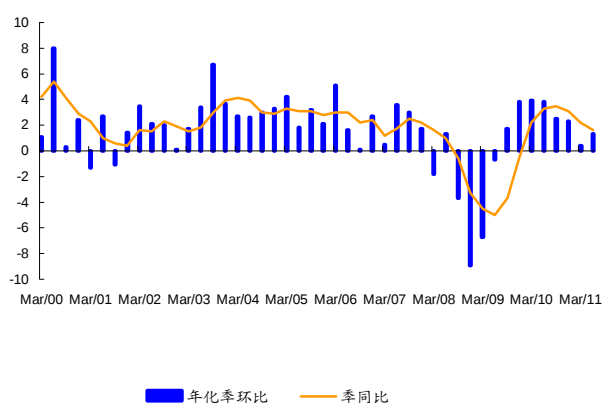
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 7：制造业 PMI 和非制造业 PMI



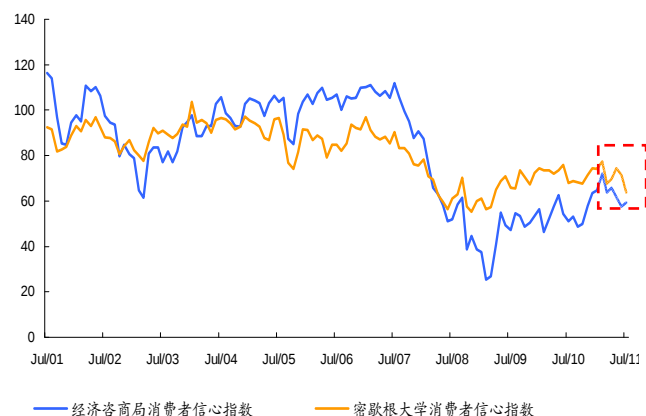
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 8: 美国经济表现疲软



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 9: 消费信心持续下滑



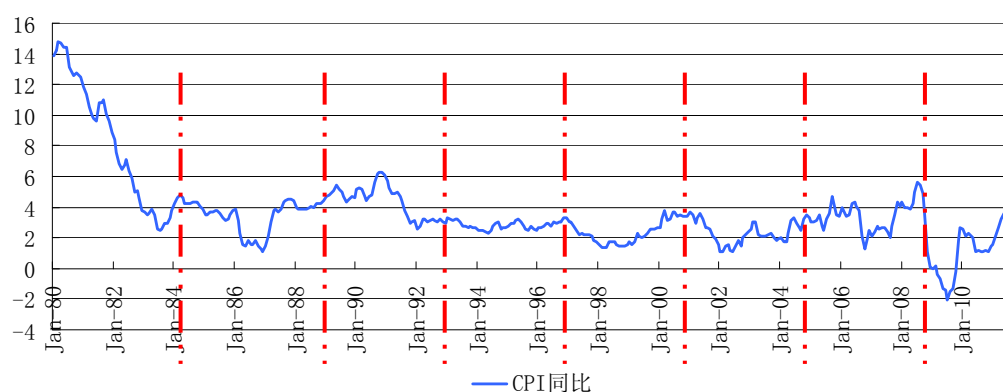
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

QE3 是否会马上推出？

就业市场大幅弱于预期，私人部门非农就业增长大幅跳水，政策反应又会如何呢？债务上限谈判之后，支出上限的设立已经使得政府部门难以通过财政政策刺激经济。那么所有的焦点也就集中在货币政策上，当前动荡的市场也需要一波强力货币供给来抑制市场的恐慌，市场的预期是否能够兑现呢？以当前的经济形势来看，QE3 的推出将是毫无疑问的，问题仅仅是推出的具体时点。

正如我们在《8月26日联储议息点评》中指出的，机会主义的政治经济周期决定了选举之前必须有政策推出来提振经济。分析历史数据，我们也发现，大选当年，美国的CPI较其他年份为高。这表明政府任期将尽之时，通胀容忍度有所提高。我们认为本次大选之前也不会例外，在专题报告《债务上限谈判尘埃落定》中曾经指出，由于经济低迷，奥巴马的连任之路荆棘丛生。掣肘与赤字缩减的新法案，能够动用的政策工具也仅剩货币政策了。而当前急剧恶化的就业市场又使得新的刺激政策变得更为必要和紧迫。因此我们认为QE3是必然的，问题只是推出的时间。

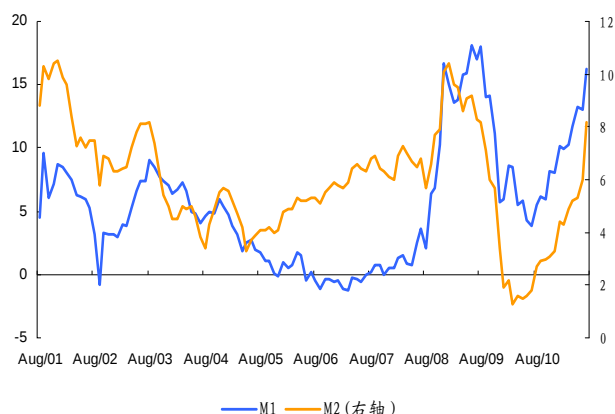
图 10: 外生冲击下原油价格回落对于实体经济的改善



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

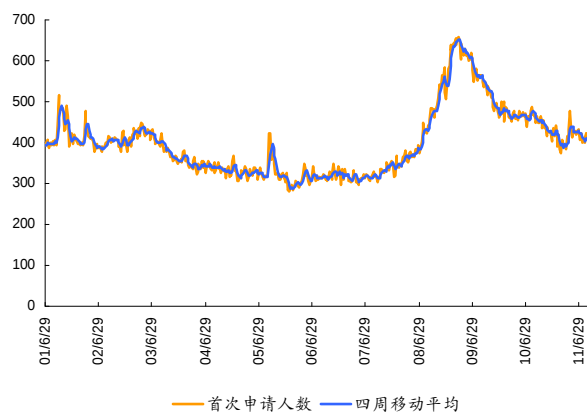
而从 QE3 推出的时点来看，我们认为最关键的变量仍然是通胀。而当前影响通胀的主要有两个因素，一个是 QE2 的后续影响，另一个则是原油价格。从 QE2 的后续影响来看，维持了 QE2 时期的资产规模，而由于去年同期货币供应的低基数，因此 M2 和 M1 的增速仍然在继续上升，这必然会导致以 CPI 同比计算的通胀的继续上升，但是进入 8 月以后，低基数的影响将会逐渐淡出。再来看原油价格，目前原油价格已经从高位回落。而我们预计原油价格随着利比亚生产的逐渐恢复可能还会继续回落，因此原油价格对于通胀的抬升作用也将退出。在上述两大因素的驱动下，我们认为到四季度，通胀率就会回到适宜实行 QE3 的区间。

图 11：因为基数较低，M2 同比增幅仍大



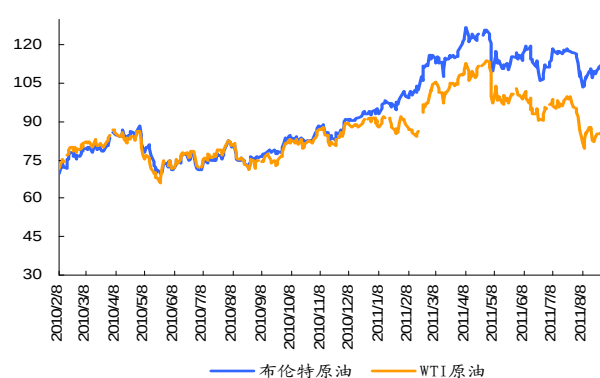
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 13：首次申请失业救济金人数



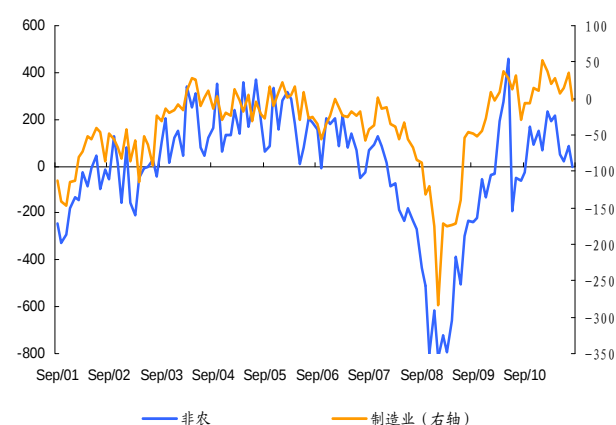
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 12：原油价格回落



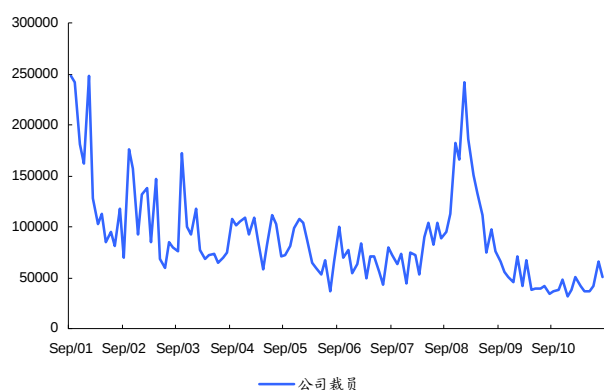
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 14：制造业就业人数变动与非农就业人数变动



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 15: 公司裁员人数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

发达国家经济

美国经济: 就业市场前景存疑

就业市场

表 1: 就业市场数据

指标名称	指标期间	本期值		前期值
失业率	8月	9.1	-	9.1
非农就业人数变动	8月	0	↓	85
公司裁员	8月	51114	↓	66414
服务部门临时雇佣人数	8月	2240.1	↑	2235.4
ADP就业指数	8月	91	↓	109
平均每周工作小时数	8月	33.5	↓	33.6
名义平均时薪	8月	19.47	↓	19.49
实际平均时薪	7月	8.78	↓	8.8
ISM制造业就业指数	8月	51.8	↓	53.5

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

总体来看, 非农就业零增长, 失业率维持与 9.1%。失业率的平稳来源于就业参与度的下滑, 而且短期因素也难以解释非农就业增幅的剧烈放缓。总的来看, 8 月份美国的就业数据反映了整体经济和就业市场的糟糕状况。

从供需方面来看。企业对劳动力的需求正在放缓, ISM 制造业就业指数继续回落至 51.8, 同时, 近期公司裁员人数仍然处于相对的高位。而在劳动供给方面, 8 月周平均工作小时数回落, 显示就业的供给也比较疲弱。就业市场条件的恶化, 劳动力的供给端也表现得更为谨慎。

工资方面，名义工资与实际工资双双回落。由于通胀尚处于高位，实际工资的回落情理之中，而实际工资的回落限制工人的消费能力最终限制了消费需求的增长。

生产活动

表 3：生产部门数据

指标名称	指标期间	本期值		前期值
制造业PMI	8月	50.6	↓	50.9
制造业库存同比	6月	11.1	↓	11.6
制造业库存环比	6月	0.3	↓	0.9
存货销售比	6月	1.28	-	1.28
订单同比	7月	13.9	↑	13.5
订单环比	7月	2.4	↑	-0.4
非国防除飞机资本品订单同比	7月	11.3	↑	7.3
非国防除飞机资本品订单环比	7月	-0.9	↓	0.8
工业产量同比	7月	3.7	↑	3.68
工业产量环比	7月	0.91	↑	0.37
产能利用率	7月	77.5	↑	76.9
制造业产能利用率	7月	75	↑	74.6

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

8月制造业 PMI 回落至 50.6，虽然高于市场预期，但是其回落仍然显示了实体经济的下行风险。生产分项继续回落至 48.6，这表明消费信心的疲弱已经传导至供给端，厂商开始面临更大的压力。新订单指数方面虽然反弹至 49.6，但是仍然处于收缩区间，这表明供给面对于需求的信心也相当不足。此外，库存分项则出现了反弹，并且回到了 50 以上的扩张的区间。在生产活动趋向收缩的时候，库存的扩张趋势并不是一个正面的信号，或许还有更加痛苦的去库存过程。本月价格分项继续下行。随着原油价格的回稳和需求端的疲弱，制造业 PMI 价格分项回落，本月从 7 月的 59 降到 55.5。这显示价格压力正在下降，未来随着通胀的回落，QE3 实行的空间将会逐渐显现。我们认为 QE3 推出的最佳时机将是四季度。

消费市场

表 2: 消费市场

指标名称	指标期间	本期值		前期值
零售总额同比	7月	8.5	↑	8.3
车辆销售总量同比	8月	5.58%	↑	5.54%
密歇根大学消费者信心	8月	55.7	↓	63.7
消费者信贷环比	6月	0.64%	↑	0.21%
CPI环比	7月	0.5	↑	-0.2
PPI环比	7月	0.2	↑	-0.4
核心CPI同比	7月	1.8	↑	1.6
核心PPI同比	7月	2.5	↑	2.4
个人收入同比	7月	5.3	↓	5.4
个人开支同比	7月	2.3	↑	2
1年期通胀预期	8月	3.5	↑	3.4

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

从分项数据来看, 本月核心 CPI 同比上升 1.2%, 环比上升 0.1%, 总体 CPI 为 2.7%, 环比上升 0.5%。核心 CPI 与总体 CPI 的走势出现分歧, 各月核心 CPI 环比始终处于 0.1% 上下, 在美国经济复苏的背景下, 这样的环比变动无疑表明美国国内的通胀压力并不严重, 但是总体通胀月环比则连续 4 各月出现 0.5% 左右的增幅, 食品与能源价格的快速上涨使得总体 CPI 的涨幅值得警惕, 也在一定程度上体现了美联储 QE2 对通胀的推升效果, 原油价格的快速上升使得交通项对总体价格的拉动明显。当然, 近期高盛以过度投资为由对原油以及主要商品市场抛出看空言论, 制约了原油价格的上涨势头, 这在一定程度上迎合了美国制造业以及房地产行业复苏的需要, 而从美联储近期的表态来看, 核心 CPI 的变动才是决策的主要依据, 而对于能源价格的冲击并不是特别担心。

3 月份零售销售继续上升, 同比上升 7.1%, 但低于上月 9.1% 的增幅, 环比上升 0.4%。3 月国内汽车销售环比下降 2.7%。此外, 密歇根消费者信心指数也获得连续上升, 该指数已升至 69.8。在去年四季度中期选取之后, 在财政支出的降低以及各州临时性的消费减税政策退出的背景下, 零售消费增速仍旧维持在 7% 以上的同比增长, 这表明零售销售的回升已成趋势。

表 4: 房地产市场数据

指标名称	指标期间	本期值		前期值
现房销售量 (百万)	7月	4.67	↓	4.84
新房销售量 (千)	7月	298	↓	300
现房销售中间价 (千美元)	7月	174	↓	175.6
新房销售中间价 (千美元)	7月	222	↓	236.8
标普CS20城市房价指数	6月	-4.52	↑	-4.59
住宅开工同比增长率	7月	9.3	↓	11.7
住宅开工环比增长率	7月	-1.5	↓	10.8
建筑许可数量环比	7月	-2.6	↓	1.3
建筑支出同比	7月	0.1	↑	-4.7
NAHB住宅市场指数	8月	15	-	15
现房存销比	7月	9.4	↑	9.2
新房存销比	7月	6.6	-	6.6

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

信心: 4 月份住房建筑商信心指数回落到 16 点的水平, 低于此前市场预期的 17。上月该指数为 17。

开工: 美国 3 月份新屋开工数年化月比增加 7.2%, 经季调之后折合年率为 54.9 万套, 低于此前市场预期的 10%。2 月份实际新屋开工数修正后为下降 18.5%, 初步数据为下降 22.5%。3 月份单户型住宅新屋开工数较上月上升 7.7%, 折合年率为 42.2 万套, 同时波动性较大的多户型房屋开工则月环比上升 5.8%, 至 12.7 万套。此外, 美国 3 月份建筑许可较上月增加 11.2%, 增幅远超市场预期的 3.0%, 折合成年率为 59.4 万套。

销售: 3 月份成屋销量环比年化增长 3.7%, 同比下降 6.3%, 折合成年率为 51 万套。此前市场预期, 当月成屋销量将增长 2.5%, 折合成年率为 500 万套。2 月份成屋销量经修正后为折合成年率 492 万套, 初值为 488 万套。3 月份美国四个地区中有三个地区的成屋销量实现增长。东北部、中西部和南部销量分别增长为 3.9%、1.0%和 8.2%, 而西部销量下降 0.8%。3 月份新屋销量月环比上升 11.1%, 折合成年率 30 万套, 低于此前预期 14.8%的增长。成屋和新屋存销比情况略有好转, 3 月份成屋存销比下降至 8.4, 较上月份下降 0.1。3 月份新屋存销比下降至 7.3, 降幅达 18%。

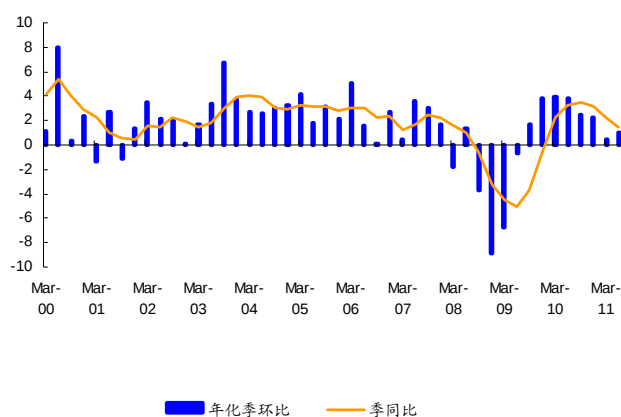
房价: 美国 1 月份经季节调整标准普尔/Case-Shiller 房价指数较 10 年 12 月下滑 0.22%, 未经季节调整的普尔/Case-Shiller 房价指数较上月下跌 1.04%, 同比跌幅为 3.06%。3 月份现房销售均价为 20.7 万美元, 环比上升 2.32%, 新屋均价则继续下跌至 24.7 万美元, 环比下降 3.82%。

对于房地产市场未来的走势, 我们认为仅仅凭 3 月份的数据尚不能说明美国的房地产市场将面临新一轮强有力的整体反弹。这样的结论主要基于以下原因。首先, 正如我们一再强调的, 房地产数据本身具有较大的波动性, 单纯 1 个月度的上升态势并不能反应整个市场的状况。其次, 无论是新屋的开工还是销售方面数据, 虽然都有所回升但其幅度都远远小于预期值。

上文提过，我们认为3月份房地产市场反弹的主要缘由是恶劣气候因素的退出，所以在不考虑气候因素的情况下，房地产市场仍然缺乏上升动力。再次，美国目前的消费信贷依旧低靡，就业情况虽然正在缓慢好转，但根据我们的预测，到年底失业率可能还在8.5%~8.8%的区间。因此，近期内房地产市场仍不能得到强势有力的支撑。我们会继续关注美国房地产数据的后期变化来印证我们的判断。

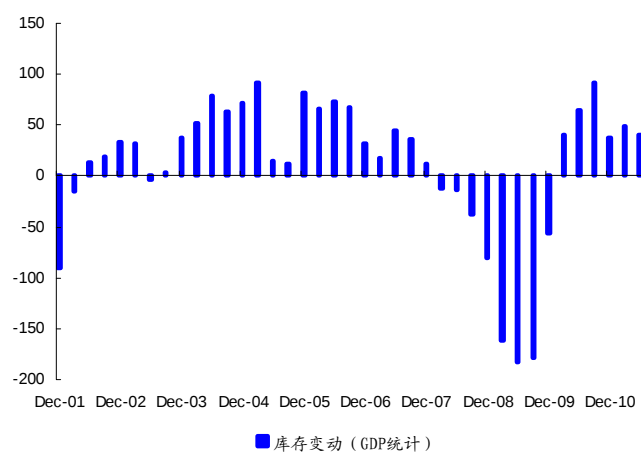
美国经济双周速览

图 16: 美国 GDP 年化



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

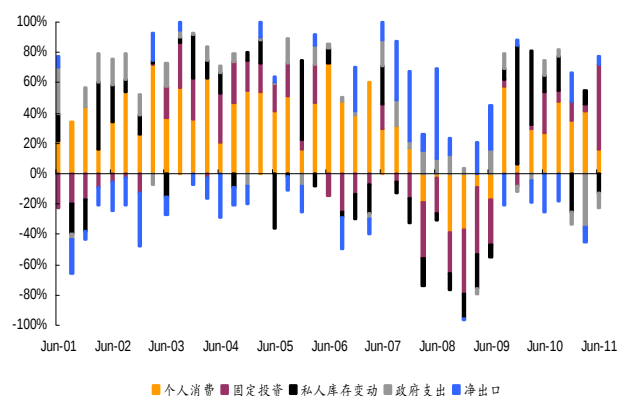
图 18: GDP 统计库存变动



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

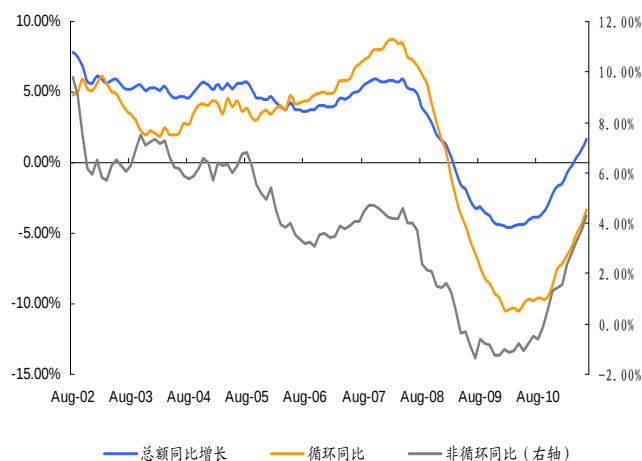
图 20: 制造业、非制造业 PMI

图 17: 美国实际 GDP 贡献



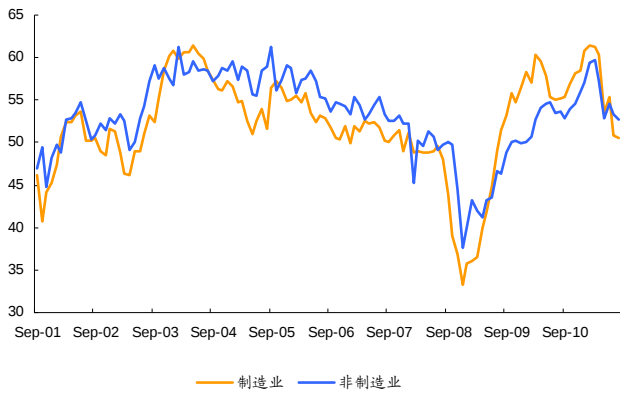
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 19: 消费者信贷



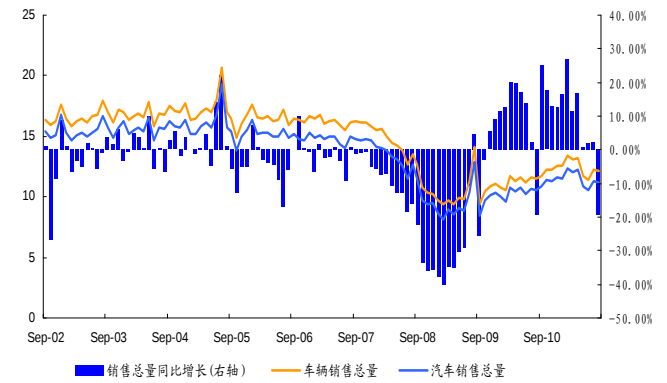
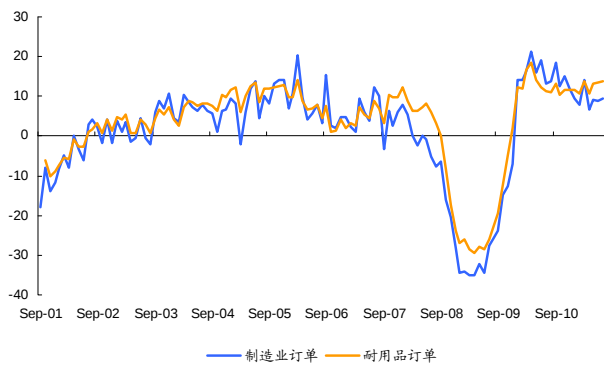
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 21: 汽车销售情况



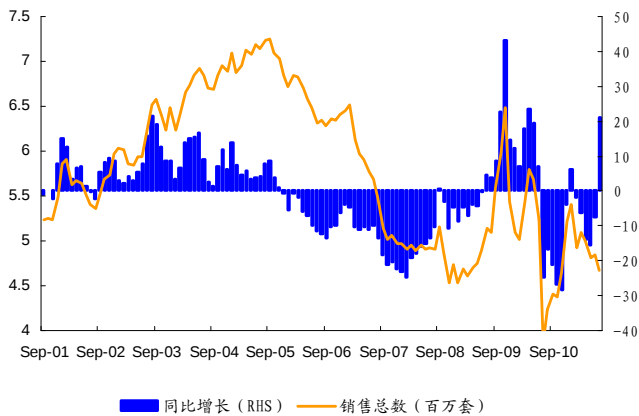
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 22: 制造业、耐用品订单同比变动



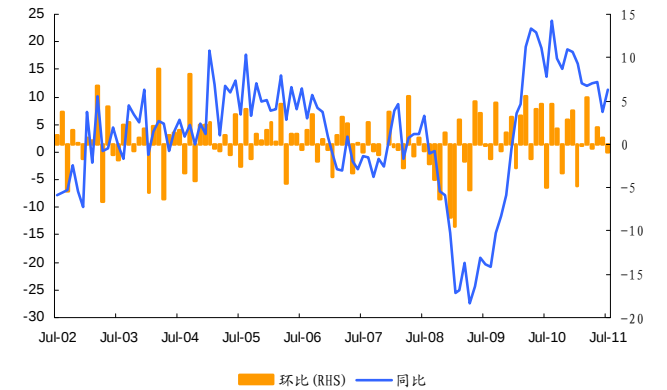
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 24: 现房销售情况



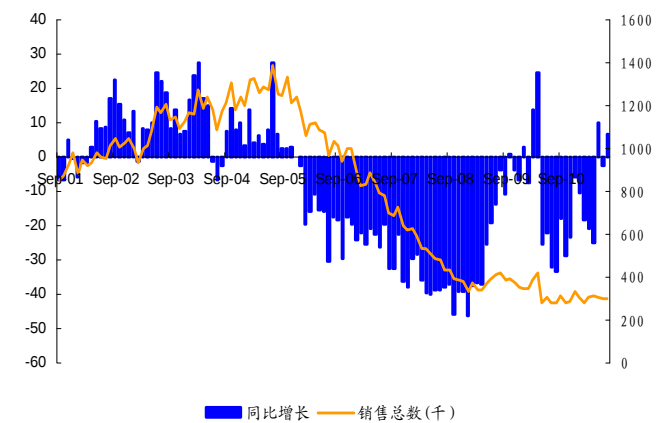
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 23: 不含飞机的非国防资本品订单同环比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

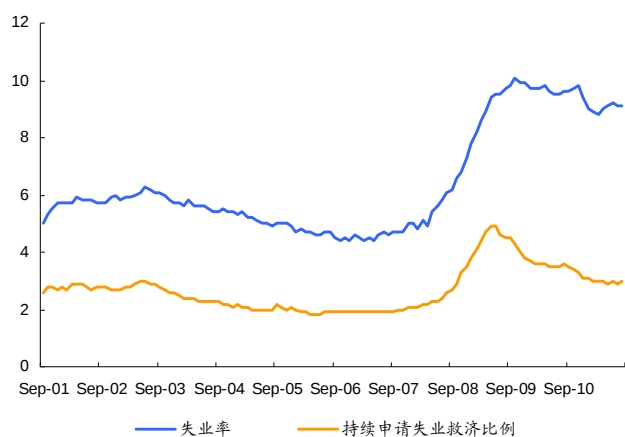
图 25: 新房销售情况



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

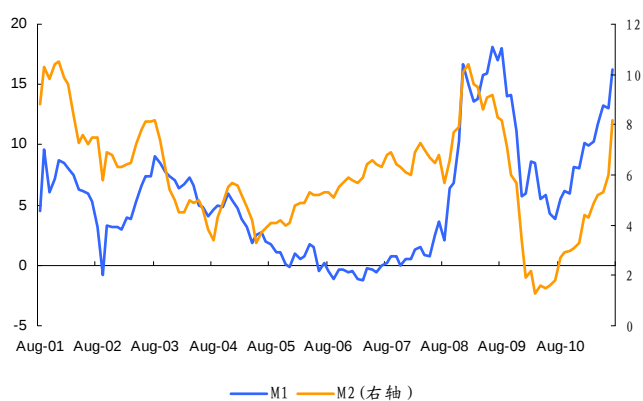
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 26: 失业率



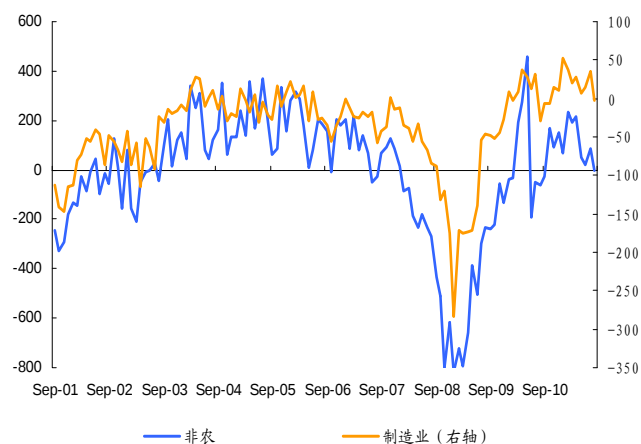
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 28: M1、M2 货币供应



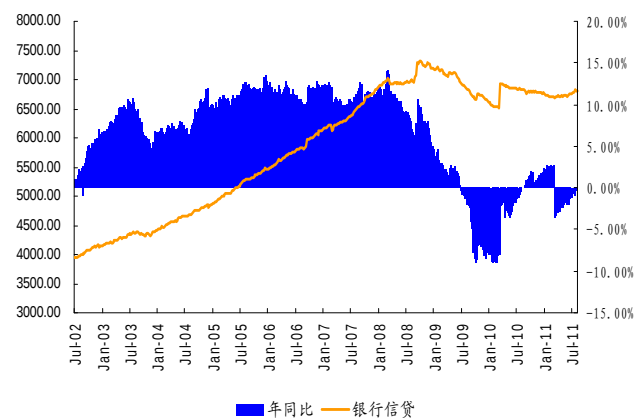
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 27: 非农就业人数变动



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 29: 银行信贷总额及年同比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

欧日经济：欧元区复苏步伐减缓

居民消费

表 5: 重要消费、价格数据

经济体	指标名称	指标期间	本期值		前期值
欧元区	零售总额指数环比	6月	0.7	↑	-1.2
欧元区	新车登记同比—轿车	6月	-8.8	↓	8.3
欧元区	CPI环比	7月	-0.6	↓	0
欧元区	消费者信心	8月	-16.5	↓	-11.2
欧元区	家庭贷款同比	7月	2.9	↓	3.2
日本	批发及零售总额同比	7月	0.7	↓	1.2
日本	CPI环比	7月	0	↑	-0.2
日本	汽车总销量同比	8月	-22.4%	↑	-23.3%
日本	消费者信心	7月	37.7	↑	36.3
日本	商品贸易进口同比	7月	9.9	↑	9.8
日本	实际家庭开支同比	7月	-2.1	↑	-4.2
英国	除汽油外零售额环比	7月	0.2	↓	1
英国	BBA消费者信贷同比	7月	-1.1	↑	-1.4
英国	新车注册同比	7月	-3.5	↑	-6.2
英国	CPI同比	7月	4.4	↑	4.2
英国	CPI环比	7月	0	↑	-0.1
英国	消费者信心	8月	-31	↓	-30

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

通胀: 欧元区 7 月 CPI 同比上升 2.5%，环比上升 0.6%，符合预期。而核心 CPI 环比下降 1.0%，核心通胀的下降以及目前欧洲经济前景的黯淡使得欧洲央行加息预期逐渐变弱。日本 7 月 CPI 环比持平，地震并没有改变日本国内的通缩状况。

零售销售: 英国 7 月季调后零售销售环比上升 0.2%，弱于预期的上升 0.3%，前值上升 0.7%；同比上升幅度与上月持平于 0.4%，略好于预期的 0.3%。日本 7 月批发与零售总额同比增 0.7%，增幅小于签约的 1.2%，当月商品进口同比增 9.9%，增幅高于前期的 9.8%，显示灾后重建过程中对于外部资源的需求。8 月日本汽车总销量同比回落 22.4%，降幅较前月的 23.3%有所收窄。

消费信心: 欧元区 8 月份消费者信心大幅回落，由原有的-11.2 回落至-16.5，这也是欧元区经济恶化的证据之一。日本方面，7 月份消费信心有所回升，反映了日本重建过程中经济渐渐复苏的趋势。英国 8 月份消费在信心则继续回落至-31。当前，消费信心的疲弱已经成为欧美各发达经济体的通病。

工业生产

表 6: 生产部门重要数据

经济体	指标名称	指标期间	本期值		前期值
德国	制造业订单年同比	6月	9.5	↓	11.7
德国	建筑业订单年同比	6月	-0.7	↓	13.8
德国	IFO德国全国企业景气指数	8月	108.7	↓	112.9
欧元区	工业产值月环比	6月	-0.7	↓	0.2
欧元区	建筑业产量(季调)	6月	-1.5	↓	0.1
欧元区	制造业订单月环比	6月	-1.1	↓	3.7
欧元区	非金融企业信贷同比	7月	1.6	↑	1.5
欧元区	经济信心	8月	98.3	↓	103
欧元区	工业信心	8月	-2.9	↓	0.9
欧元区	ZEW欧元区经济增长预期	8月	-40	↓	-7
日本	工业产值同比	7月	-2.8	↓	-1.7
日本	工业产值月环比	7月	0.6	↓	3.8
日本	库存环比	7月	-0.2	↑	-2.8
日本	机器设备订单环比	6月	7.7	↑	3
日本	机器设备订单同比	6月	17.9	↑	10.5
日本	制造业产能利用率	6月	86.4	↑	82.1
英国	工业产值月环比	6月	0	↓	0.8
英国	制造业月环比	6月	-0.4	↓	1.8

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

8月 IFO 德国全国企业景气指数继续下行, 指数值为 108.7, 上月为 112.9。随着德国经济信心的下滑, 欧元区的经济信心和工业信心也分别有所下降, 经济信心由 103 下滑至 98.3, 而工业信心则由 0.9 回落至-2.9。

此外, 日本 7 月所有产业活动指数月环比 2.3%, 高于预期的 2.2%, 6 月环比上升幅度向下修正至 1.8%, 初值为上升 2.0%。法国统计局公布法国 6 月份工业产值, 法国 6 月工业产值同比上升 2.3%, 环比下降 1.6%, 此前市场预期为环比降 0.7%, 同比上升 3.9%。

住房市场

表 7: 重要房屋数据

经济体	指标名称	指标期间	本期值		前期值
德国	新房价格指数	7月	107.67	↑	106.52
法国	住宅动工3个月同比	7月	7.9	↓	13.4
法国	建筑申请3个月同比	7月	10	↓	11.7
欧元区	建筑信心	8月	-23	↑	-24
欧元区	建筑产量	6月	40724	↑	40694
日本	住宅开工指数同比	7月	21.202	↑	5.822
日本	东京新公寓销售数同比	7月	-1.3	↑	-32.9
日本	东京新公寓平均价格(日元)	7月	45580	↑	45070
英国	Halifax房价指数3个月同比	7月	-2.6	↑	-3.5
英国	全国房屋价格月环比	8月	-0.6	↓	0.3

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

欧元区 7 月份建筑信心指数为-23, 较上月略有回升, 在结束了前期的持续升势以后, 出现了震荡的态势, 反映在欧洲债务危机不断升级的背景下, 房地产行业的复苏仍存疑虑, 房地产市场的转暖还有待观察。在今年第一季度实现快速复苏之后, 法国新房建设市场在第二季

度增速有所减缓，但并未超出预期。今年5至7月，法国新房开工量同比增长7.9%，增速较前月的13.4%明显下滑；房建许可证发放量同比增长10%，较前月的11.7%有所回落。而今年第一季度，法国新房开工量和房建许可证发放量的同比增幅分别达35.5%和16.5%。

英国8月Halifax房价指数环比回落0.6%，较前期的升0.3%有所恶化。在全球性的房地产复苏遇阻的背景下，英国也不能幸免。英国房地产在经济了去年中的短暂反弹后又出现滑落，英国房地产市场复苏前景同样不容乐观。

就业市场

表 8: 劳动力市场数据

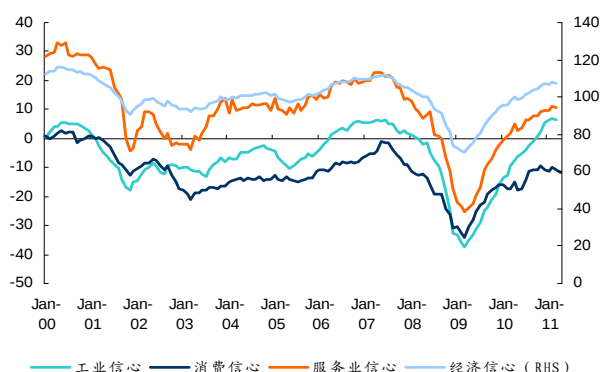
经济体	指标名称	指标期间	本期值		前期值
德国	就业人数变动(千)	7月	19	↓	46
欧元区	失业率	7月	10	—	10
日本	失业率	7月	4.7	↑	4.6
日本	失业人数变动(千)	7月	5	↓	6
英国	失业率	6月	7.9	↑	7.7
英国	失业救济金申领人数比率	7月	4.9	↑	4.7
英国	失业救济金申领人数变动	7月	37.1	↑	31.3

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

失业率方面，7月欧元区失业率为10%，较上月持平，经济面景气度下降使得欧元区失业率并没有快速的下降。德国的就业7月失业率为7%，失业总人口为293.9万人，环比增加1.9万人。同时，英国7月失业救济金申领人数增加了37100人，高于市场预期的2万人，失业率为4.9%，前值为4.7%，根据国际劳工组织(ILO)的测算方法，英国至6月三个月ILO失业率7.9%，高于预期的7.7%，前值7.7%。

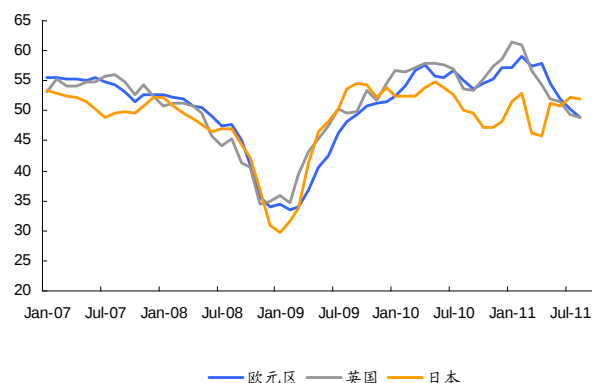
欧日经济双周速览

图 30: 欧元区信心指数



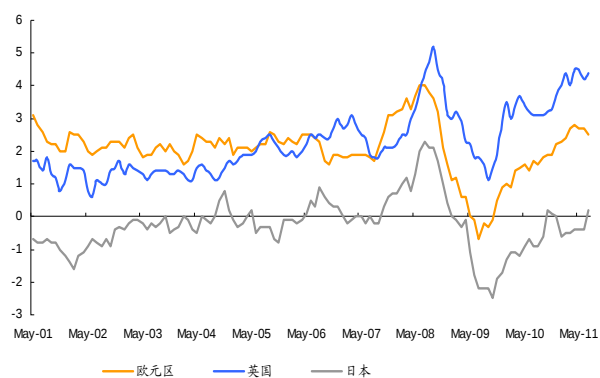
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 31: 各经济体制造业 PMI



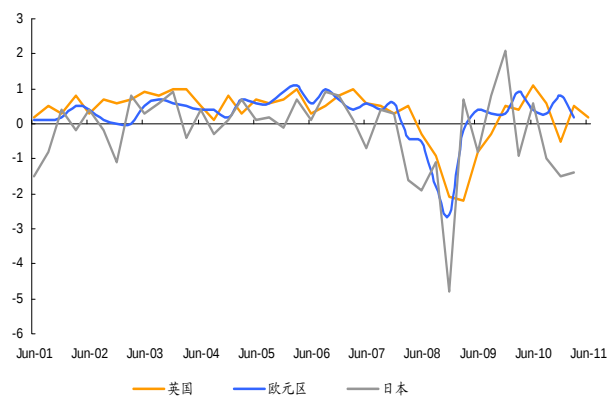
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 32: 各经济体生产价格指数



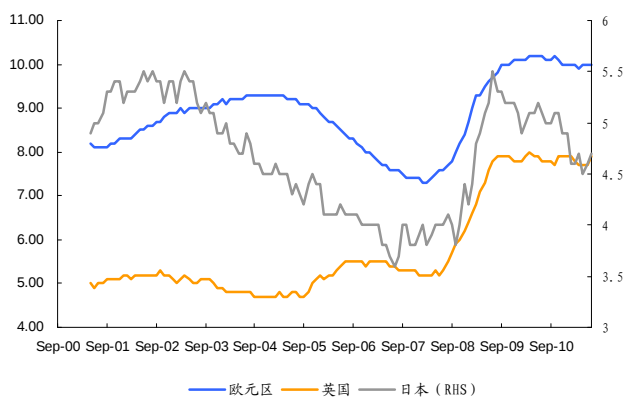
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 33: 实际 GDP 季环比



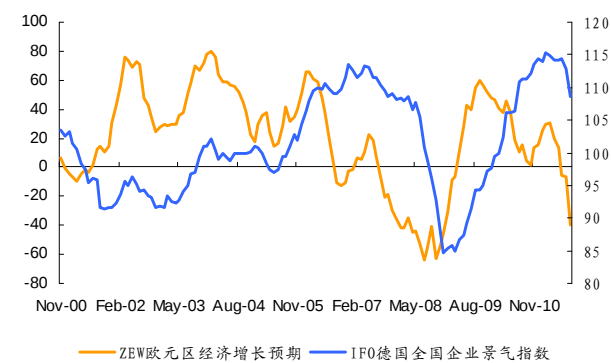
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 34: 各经济体失业率



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 35: 欧元区经济增长预期及德国企业景气指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 9：主要发达经济体重要数据概览

指标名称	11 2Q		10 3Q		10 4Q			11 1Q			11 2Q		12 3Q		
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
GDP(季环比)															
美国	3.8	--	--	2.5	--	--	2.3	--	--	0.4	--	--	1	--	--
欧元区	0.9	--	--	0.4	--	--	0.3	--	--	0.8	--	--	0.2	--	--
英国	1.1	--	--	0.6	--	--	-0.5	--	--	0.5	--	--	0.2	--	--
日本	-0.9	--	--	0.6	--	--	-1	--	--	-1.5	--	--	-1.4	--	--
GDP (同比)															
美国	3.3	--	--	3.5	--	--	3.1	--	--	2.2	--	--	1.5	--	--
欧元区	2	--	--	2	--	--	2	--	--	2.5	--	--	1.7	--	--
英国	1.6	--	--	2.5	--	--	1.5	--	--	1.6	--	--	0.7	--	--
日本	1.1	--	--	2.8	--	--	0.5	--	--	-2.9	--	--	-3.2	--	--
CPI (月环比)															
美国	-0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.2	0.5	--
欧元区	0	-0.4	0.2	0.3	0.3	0.1	0.6	-0.7	0.4	1.4	0.6	0	0	-0.6	--
英国	0.1	-0.2	0.5	0	0.3	0.4	1	0.1	0.7	0.3	1	0.2	-0.1	0	--
日本	-0.2	-0.6	0.2	0.2	0.3	-0.3	-0.3	-0.1	0	0.3	0.1	0	-0.2	0	--
PPI(月环比)															
美国	-0.3	0.1	0.6	0.3	0.6	0.5	0.9	1	1.5	0.7	0.9	0.2	-0.4	0.2	--
欧元区	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.8	1.3	0.8	0.8	0.9	-0.2	0	0.5	--
英国	-0.2	0	0.1	0	0.6	0.4	0.5	1.1	0.5	1.1	1.1	0.2	0.1	0.2	--
日本	0.1	-0.3	-0.4	-0.1	0	0	-0.1	-0.3	0.2	0.5	-0.2	-0.4	0.3	0	--
消费者信心															
美国	76	67.8	68.9	68.2	67.7	71.6	74.5	74.2	77.5	67.5	69.8	74.3	71.5	63.7	55.7
欧元区	-17.3	-14	-11.4	-11	-10.9	-9.4	-11	-11.2	-10	-10.6	-11.6	-9.9	-9.7	-11.2	-16.5
英国	-19	-22	-18	-20	-19	-21	-21	-29	-28	-28	-31	-21	-25	-30	-31
日本	43.6	43.4	42.5	41.4	41.1	40.6	40.2	41.1	40.7	38.3	33.6	35.1	36.3	37.7	--
失业率															
美国	9.5	9.5	9.6	9.6	9.7	9.8	9.4	9	8.9	8.8	9	9.1	9.2	9.1	9.1
欧元区	10.2	10.2	10.1	10.1	10.2	10.1	10	10	10	10	9.9	10	10	10	--
英国	7.8	7.8	7.8	7.7	7.9	7.9	7.9	7.9	7.8	7.7	7.7	7.7	7.9	--	--
日本	5.2	5.1	5	5	5.1	5.1	4.9	4.9	4.6	4.6	4.7	4.5	4.6	4.7	--
制造业PMI															
美国	55.3	55.1	55.2	55.3	56.9	58.2	58.5	60.8	61.4	61.2	60.4	53.5	55.3	50.9	50.6
欧元区	55.6	56.7	55.1	53.7	54.6	55.3	57.1	57.3	59	57.5	58	54.6	52	50.4	49
英国	57.6	56.9	53.7	53.5	55.4	57.5	58.7	61.5	60.9	56.7	54.4	52	51.4	49.4	49
日本	53.9	52.8	50.1	49.5	47.2	47.3	48.3	51.4	52.9	46.4	45.7	51.3	50.7	52.1	51.9
工业产值 (环比)															
美国	0.11	0.88	0.22	0.28	-0.11	0.29	1.27	0.25	-0.37	0.68	-0.34	0.22	0.37	0.91	--
欧元区	0.4	-0.2	1.2	-0.7	0.9	1.4	0.1	0.1	0.5	-0.1	0.2	0.2	-0.7	--	--
英国	-0.6	0.1	0.3	0.3	-0.2	0.6	0.4	0.3	-1.4	0.2	-1.8	0.8	0	--	--
日本	-1.5	0.3	-0.1	-0.8	-1.4	1.6	2.4	0	1.8	-15.5	1.6	6.2	3.8	0.6	--
产能利用率															
美国	74.5	75.3	75.5	75.7	75.7	75.8	76.8	76.9	76.5	77	76.6	76.7	76.9	77.5	--
欧元区	76	--	--	77.2	--	--	78.1	--	--	80.2	--	--	81.6	--	--
英国	76.8	--	--	77.3	--	--	79.3	--	--	79.2	--	--	82.2	--	--
日本	88.9	88.5	88.5	88.1	86.7	88.2	90.2	91.1	93.7	73.6	72.8	82.1	86.4	--	--
领先指标															
美国	95.83	95.64	95.59	95.70	95.96	96.35	96.81	97.24	97.55	97.70	97.70	97.56	97.33	--	--
欧元区	99.82	99.67	99.55	99.48	99.46	99.48	99.48	99.40	99.17	98.78	98.25	97.62	96.95	--	--
英国	91.98	91.46	91.04	90.72	90.46	90.24	90.03	89.79	89.52	89.21	88.84	88.42	87.97	--	--
日本	92.70	92.54	92.47	92.51	92.70	93.05	93.45	93.79	93.96	93.96	93.58	93.16	92.75	--	--

资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

表 10: 主要新兴经济体重要数据概览

指标名称	10 1Q		10 2Q		10 3Q		10 4Q		11 1Q		11 2Q		12 3Q					
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
GDP（同比）																		
巴西	9.27	--	--	9.16	--	--	6.74	--	--	5.04	--	--	4.17	--	--	3.14	--	--
俄罗斯	3.5	--	--	5	--	--	3.1	--	--	4.5	--	--	4.1	--	--	3.4	--	--
印度	9.4	--	--	8.8	--	--	8.9	--	--	8.3	--	--	7.8	--	--	7.7	--	--
中国	11.9	--	--	10.3	--	--	9.6	--	--	9.8	--	--	9.7	--	--	9.5	--	--
CPI（同比）																		
巴西	5.17	5.26	5.22	4.84	4.6	4.49	4.7	5.2	5.63	5.91	5.99	6.01	6.3	6.51	6.55	6.71	6.87	--
俄罗斯	6.5	6	6	5.8	5.5	6.1	7	7.5	8.1	8.8	9.6	9.5	9.5	9.6	9.6	9.4	9	--
印度	14.86	13.33	13.91	13.73	11.25	9.88	9.82	9.7	8.33	9.47	9.3	8.82	8.82	9.41	8.72	8.62	--	--
中国	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	--
失业率																		
巴西	7.6	7.3	7.5	7	6.9	6.7	6.2	6.1	5.7	5.3	6.1	6.4	6.5	6.4	6.4	6.2	6	--
俄罗斯	8.6	8.2	7.3	6.8	7	6.8	6.6	6.8	6.7	7.2	7.8	7.6	7.1	7.2	6.4	6.1	6.5	--
印度	0.6	0.6	0.2	0.1	-0.2	0.5	0	0.3	0.4	1	0.1	0.7	0.3	1	0.2	-0.1	0	--
中国	4.2	--	--	4.2	--	--	4.1	--	--	4.1	--	--	4.1	--	--	4.1	--	--
消费者信心																		
巴西	111.6	115.8	116.8	119.3	120.8	121.8	122.9	120.7	124.2	121.7	121.6	122.6	120.1	118.2	115.4	118	124.4	118.7
印度	--	--	--	68.2	--	--	--	--	--	73	--	--	--	--	--	75.2	--	--
中国	107.9	106.6	108	108.5	107.8	107.3	104.1	103.8	102.9	100.4	99.9	99.6	107.6	106.6	105.8	108.1	111.8	--
PMI																		
巴西	55.4	53.8	52.4	52.7	51.8	49.5	50.4	49.5	49.9	52.4	53.1	54.6	53.2	50.7	50.8	49	47.8	46
中国	55.1	55.7	53.9	52.1	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2	53.9	52.9	52.2	53.4	52.9	52	50.9	50.7	50.9
领先指标																		
巴西	82.3	83	82.8	82.8	82.8	82.4	82.2	82.3	82.6	82.4	83	83.4	82.5	82.3	82.5	82.3	--	--
俄罗斯	99.7	99.9	100.04	100.22	100.43	100.6	100.8	101.0	101.2	101.3	101.4	101.4	101.5	--	--	--	--	--
印度	100.9	100.8	100.7	100.6	100.52	100.5	100.4	100.3	100.2	100.1	100.0	99.8	99.6	--	--	--	--	--
中国	101.2	101.0	100.77	100.55	100.42	100.4	100.5	100.7	100.8	100.9	101.0	101.1	101.2	--	--	--	--	--
贸易余额																		
巴西	673	1283	3454	2267	1344	2392	1080	1832	291	5358	412	1196	1550	1862	3519	4427	3135	3873
俄罗斯	16.69	14.08	14.8	13.92	11.61	8.99	11.2	10.75	11.22	19.87	16.277	18.01	18.36	18.86	16.86	18.6	--	--
印度	-9373	-10817	-10915	-5934.9	-11204	-10755	-7935	-11301	-5182	-2564	-7982	-8104	-5608	-8985.04	-14965.67	-7659.35	-11080	--
中国	-7.24	1.68	19.53	20.02	28.73	20.04	16.87	27.15	22.89	13.08	6.46	-7.31	0.14	11.42	13.05	22.27	31.48	--

资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

未来两周重点关注

公布日期	国别	经济指标	指标期间	预期值	前期值
09/05	欧元区	PMI 服务业	8月 F	51.5	51.5
09/05	英国	PMI 服务业	8月	54	55.4
09/05	欧元区	欧元区零售销售 (月环比)	7月	0.00%	0.90%
09/06	美国	ISM非制造业综合指数	8月	51	52.7
09/07	英国	工业产值 (月环比)	7月	0.20%	0.00%
09/08	日本	贸易余额 - 收支	7月	¥149.1B	¥131.5B
09/08	日本	机器订单 同比%	7月	8.30%	17.90%
09/08	英国	英国银行宣布利率	--	0.50%	0.50%
09/08	欧元区	欧洲央行公布利率	--	1.50%	1.50%
09/08	美国	贸易余额	7月	-\$51.0B	-\$53.1B
09/09	美国	消费者信用	7月	\$6.000B	\$15.532B
09/09	日本	国内生产总值 (季环比)	2季度 F	-0.50%	-0.30%
09/09	日本	消费者信心	8月	--	37
09/09	英国	PPI同比	8月	16.80%	18.50%
09/09	美国	批发库存	7月	0.80%	0.60%
09/13	英国	消费价指 (同比)	8月	--	4.40%
09/14	美国	预算月报	8月	--	--
09/14	日本	工业产值同比	7月 F	--	-2.80%
09/14	英国	ILO失业率(3个月)	7月	--	7.90%
09/14	欧元区	工业产量同比	7月	--	2.90%
09/14	美国	工业品出厂价格指数(同比)	8月	6.30%	7.20%
09/14	美国	商品零售额	8月	0.20%	0.50%
09/14	美国	除汽车外零售额	8月	0.20%	0.50%
09/14	美国	营运库存	7月	0.50%	0.30%
09/15	欧元区	欧元区 消费价指 (同比)	8月	--	--
09/15	美国	消费价格指数(同比)	8月	--	3.60%
09/15	美国	工业产值	8月	0.20%	0.90%
09/15	美国	设备使用率	8月	77.70%	77.50%
09/16	美国	净TIC流量总计	7月	--	-\$29.5B
09/16	美国	密执安大学消费者信心	9月 P	57	55.7

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。