

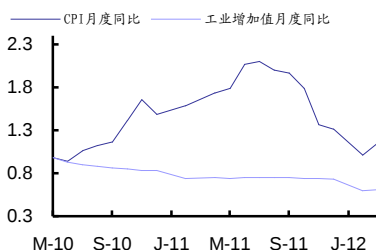
证券研究报告—动态报告

宏观经济

12/08-12/09 美国宏观经济数据跟踪

2012 年 09 月 25 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	20.90
社零总额当月同比	15.15
出口当月同比	8.90
M2	13.40

相关研究报告:

《工业效益环比改善, 同比仍处低位: 政策、投资、利润与股价分行业数据库》——2012-05-03
 《12/03—12/04 美国宏观经济数据跟踪: 美国实际消费支出提速, 但就业增长放缓》——2012-04-24
 《海外宏观月报: 欧洲主要国家宏观经济数据库》——2012-04-24
 《工业增加值跟踪数据库: 3 月预测中值为 11.6%》——2012-04-06
 《3 月宏观数据前瞻: 典型对冲格局有利预期改善》——2012-04-06

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

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。

宏观月报

收入和信贷增长缓慢抑制需求大幅回升

● 主要国家经济增速环比仍在下滑 美国消费需求 Q3 初略转强

相比 8 月份, 9 月份数据显示全球需求增长继续放缓, 欧元区经济衰退和新兴市场经济放缓仍是主要拖累因素。美国消费需求 Q3 初略有转强, 表现为地产和零售数据回升, QE3 的推出大幅提升消费信心, 不过收入增长缓慢和信贷扩张低迷是抑制需求大幅回升的主要因素。

● 美国消费信心大幅回升 核心通胀涨幅平稳

PMI 指数: 8 月份全球 PMI 继续下降 0.3 个点, 至 48.1, 为连续三个月低于 50 临界值。制造业表现最为疲弱的依然是欧元区国家, 欧元区四大经济体衰退加深; 亚洲 (如中国、日本、韩国和台湾等) 制造业下行降幅扩大, 而加拿大、印度制造业降幅趋缓。美国 PMI 回落 0.2 个点, 至 49.6, 低于市场预期的 50.0, 为连续三个月低于 50 临界值; 新订单/库存比回落至 0.9 的水平, 低于长期均值。

就业市场: 8 月份非农就业增长 9.6 万人, 远低于预期的 13 万人。就业增长并未延续 7 月转强的态势, 主要表现在周期性行业的就业削减, 而服务业就业相对稳定。整体报告中隐含的就业市场结构性问题依然严重: 8 月份失业率由 8.3% 降至 8.1%, 虽低于预期的 8.2%, 但整体劳动参与率由 63.7% 回落至 63.5%, 社会整体劳动力人口减少 36.8 万人, 更多的人口退出劳动力大军。如果这一趋势持续, 未来实现统计学意义上的充分就业似乎并不困难, 但这一结果导致居民收入下降从而削减消费支出的作用却将长期存在, 进一步造成经济结构性问题出现。前期我们认为就业市场持续改善判断的依据仍持续: 1) 私营就业持续增长; 2) “广义”失业率 (U6) 缓步下降; 3) 平均周工时同比继续增长。

消费信贷: 7 月份美国总消费信贷下降 32.8 亿美元, 远低于预期的增长 91 亿美元, 环比下降 0.12%, 为连续十个月增长后首次下滑; 而同比增幅由 4.9% 下滑至 4.4%, 不过仍延续自 2011 年 4 月以来的正增长态势。我们认为, 单月数据波动仍需观察, 目前自 2010 年下半年以来的触底回升趋势仍在延续。

房地产市场: 我们预计房屋库存有望在年末达到历史低点, 价格回升可期, 住宅投资也有望带动整体投资增速向上, 进而贡献 GDP 正面。8 月份单户营建许可环比增长 0.2%, 同比增幅由 22.5% 回落至 19.4%, 在美联储 QE3 政策支持下, 预期地产投资向上趋势可持续。7 月份新屋销售环比增 3.6%; 同比增速由 18.1% 升至 25.3%, 高于预期。8 月份成屋销售环比大增 7.8%, 远高于预期, 为 2010 年 5 月以来最高; 同比增长 9.3%, 略低于前月增速。

CPI: 8 月份 CPI 环比上涨 0.6%, 为近三年来最大涨幅, 高于预期的 0.5%; 同比涨幅由 1.4% 回升至 1.7%。不过, 核心 CPI 环比涨幅持平于 0.1%, 低于预期的 0.2%; 同比涨幅继续由 2.1% 回落至 1.9%。短期内通胀的上行风险主要来自于油价上涨, 在整体需求疲弱背景下, 核心通胀回升速度仍平稳。但长期来看, QE3 的推出将显著提升通胀预期, 进而影响资产价格上涨, 从而推高长期通胀水平。

● QE3 导致的美元贬值幅度有限 基本面差异吸引资金持续流入

与欧洲处于去杠杆化初期相比, 美国居民部门去杠杆化已近尾声, 房地产市场趋于平稳, 基本面差异吸引资金持续流入, 部分限制了 QE3 带来的美元贬值压力。“财政悬崖”是美国经济短期的主要风险, 为美元年底前走势带来不确定性。不过, 我们仍维持中长期美元指数未来将在震荡中缓步上行的判断。

内容目录

OECD 指标——主要国家经济增速环比仍在下滑	4
PMI 指标——新增需求继续下降 降幅缩小	5
美国——消费信心大幅回升 核心通胀涨幅平稳	6
➢ 七月份个人消费支出增速略有提升 但收入增长仍偏低	6
➢ 七月份美国总消费信贷首次下降 32.8 亿美元 远低于预期	7
➢ 八月份美国 PMI 回落 0.2 点至 49.6 低于市场预期	8
➢ 八月份成屋销售大幅回升 超过市场预期	9
➢ 八月份工业产出环比下滑 1.2% 降幅高于市场预期	11
➢ 八月份零售销售环比增长 0.9% 但核心零售仅增 0.1%	12
➢ 九月份密西根消费者信心指数大幅回升 4.9 个点 高于预期	13
➢ 八月份就业增长远低于市场预期 结构性问题依然严重	13
➢ 八月份 CPI 环比大涨 0.6% 但核心 CPI 同比涨幅继续回落至 1.9%	14
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

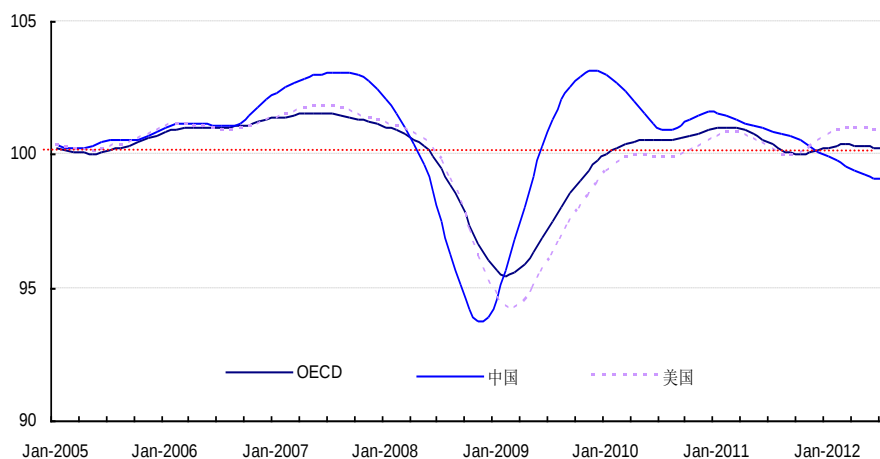
图 1: OECD、美国和中国经济先行指标走势比较 (2005-2012/07)	4
图 2: OECD 先行指标与 LME 铜价指数 (1987/4-2012/7)	4
图 3: 中国先行指标与 LME 铜价指数 (1987/4-2012/7)	4
图 4: 欧洲主要国家经济先行指标走势比较 (2008-2012/7)	5
图 5: 新兴经济体经济先行指标走势比较 (2008-2012/7)	5
图 6: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI (2000-2012/8)	6
图 7: 名义个人可支配收入和支出 (十亿美元)	7
图 8: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速	7
图 9: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2012/08)	7
图 10: 美国月度总消费信贷增长	8
图 11: 美国月度循环与非循环信贷同比增速	8
图 12: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2002/1-2012/8)	9
图 13: 美国 PMI 指数和新订单/库存比值 (2000/1-2012/8)	9
图 14: 美国新屋开工量月度增速	10
图 15: 美国房屋营建许可月度增速	10
图 16: 美国成屋和新屋销售同比增速	10
图 17: 美国房地产市场预测 (单位: 千户)	10
图 18: 美国新屋库存和库销比 (1963-2012/7)	11
图 19: 美国成屋库存和库销比 (1999-2012/7)	11
图 20: 美国每周 30 年抵押贷款利率	11
图 21: 美国月度 SP/CS20 城市房价指数 (2005-2012/6)	11
图 22: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2012/08)	11
图 23: 美国工业生产及产能利用率	12
图 24: 美国各工业行业月度环比增速	12
图 25: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数	12
图 26: 美国月度名义零售销售环比增速	12
图 27: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速	13
图 28: 美国月度密西根消费者信心指数	13
图 29: 美国月度失业率 (1948/01-2012/8)	14
图 30: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速	14
图 31: 美国 CPI 同比增速与产能利用率	14
图 32: 美国月度 CPI 环比增速	15
图 33: 美国月度 PPI 同比增速	15
表 1: 美国个人收入和支出数据细目	6
表 2: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标	8

OECD 指标——主要国家经济增速环比仍在下滑

最新数据显示，整体 OECD 经济增速环比降幅扩大，各国经济下行所处的周期阶段不同，表现为：美国、日本和俄罗斯经济处于上升通道中的增速放缓；而欧元区国家、中国和印度经济则处于下行通道；英国和巴西经济处于阶段底部似有企稳迹象，但力度较前月减弱。

9 月 13 日 OECD 公布的 7 月份先行指标：经修正后的 OECD 国家先行指标环比降幅持平于 0.05%，为连续三个月下滑，同比下滑 0.14 个点。从各国数据来看，主要国家中仅英国和巴西指标出现回升，美国和日本经济扩张动能继续放缓，环比分别下降 0.04 和 0.15 个点，降幅略有收窄；欧洲经济衰退仍在持续：德国经济下滑幅度扩大至 0.25 个点。“金砖四国”指标除巴西外均较前月下滑，中国和印度经济延续下行趋势，而俄罗斯自峰值回落幅度加大。其中，中国指标环比回落 0.04%，降幅低于前月，同比下滑 1.77%。

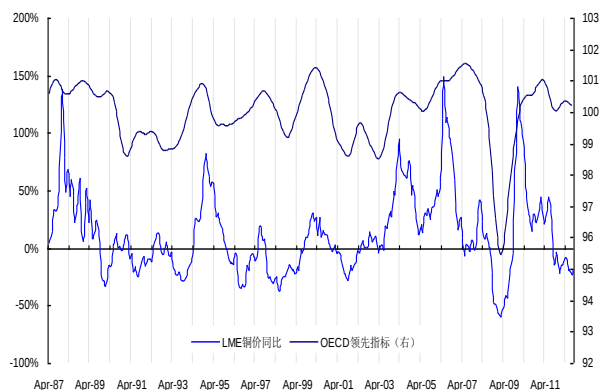
图 1: OECD、美国和中国先行指标走势比较（2005-2012/07）



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

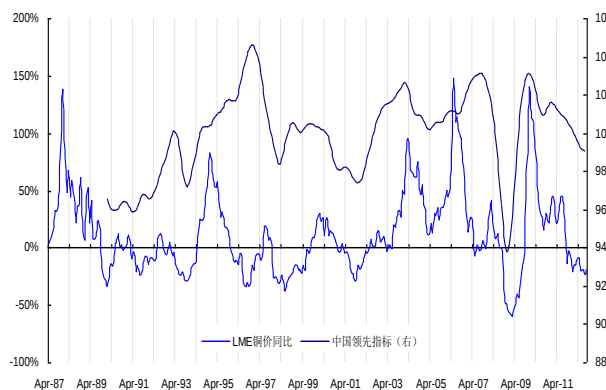
尽管欧美再次货币宽松的政策相继出台，但短期内全球经济需求总体偏弱。在 OECD 需求放缓以及中国需求未出现明显回升背景下，金属价格短期难以有靓丽表现，而长期来看，资金面终将推动金属价格缓慢上行。

图 2: OECD 先行指标与 LME 铜价指数 (1987/4-2012/7)



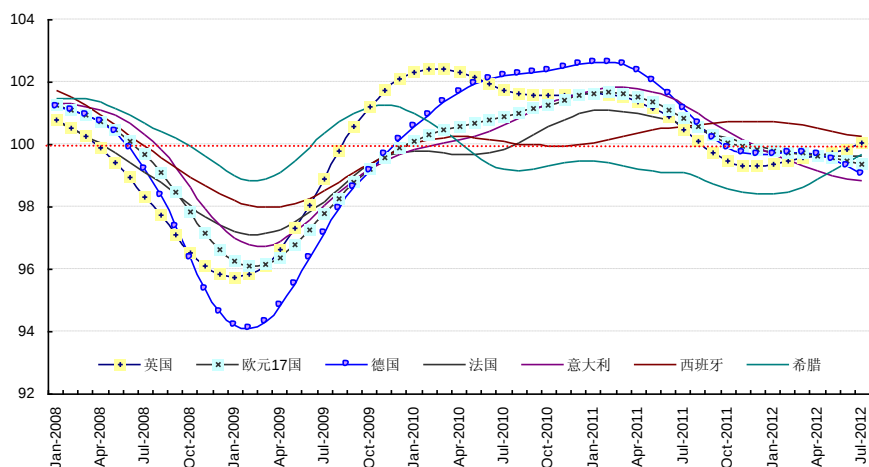
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 3: 中国先行指标与 LME 铜价指数 (1987/4-2012/7)



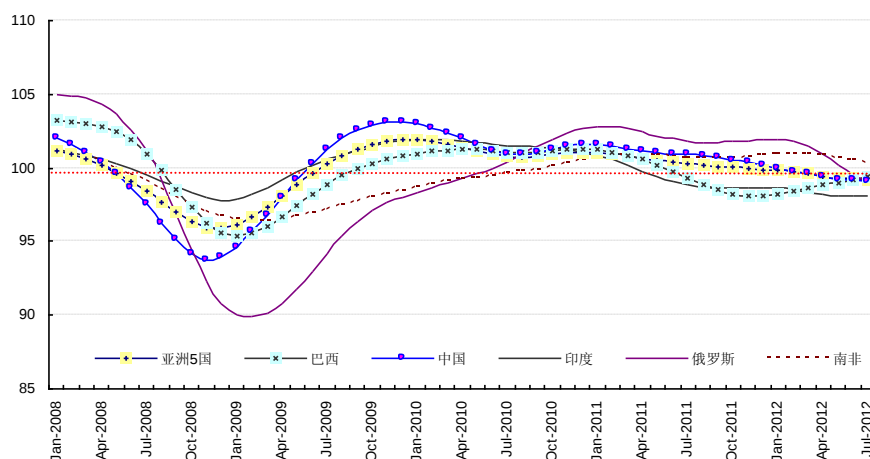
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 4: 欧洲主要国家经济先行指标走势比较 (2008-2012/7)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 5: 新兴经济体经济先行指标走势比较 (2008-2012/7)

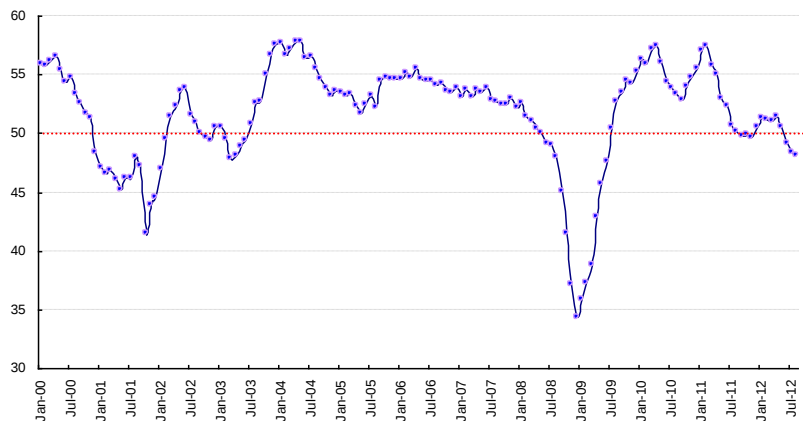


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

PMI 指标——新增需求继续下降 降幅缩小

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 8 月份继续下降 0.3 个点, 至 48.1, 为连续三个月低于 50 临界值。全球制造业新增需求 4 月份回升后再次转弱, 凸显了欧元区及新兴市场制造业疲弱对整体需求的拖累。具体来看, 分项指标除就业和物价指标外均有所回落: 新订单下降 0.3 个点至 46.8, 降幅缩小; 产出指标下降 1.4 个点至 47.4, 为连续四个月下滑; 投入价格指数转而上涨 4.4 个点, 至 49.2; 就业市场指标在大幅回落后小涨 0.3 个点, 至 49.6, 仍低于 50 临界值。从各国指标来看, 制造业表现最为疲弱的依然是欧元区国家, 欧元区四大经济体衰退加深; 亚洲 (如中国、日本、韩国和台湾等) 制造业下行降幅扩大, 而加拿大、印度等制造业降幅趋缓。英国、日本的就业人口有所增长, 但欧洲和中国就业明显减少。

图 6: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI (2000-2012/8)



	8 月	7 月	变化	动能
PMI	48.1	48.4	-0.3	加快
产出	47.4	48.8	-1.4	加快
新订单	46.8	47.1	-0.3	加快
物价	49.2	44.8	+4.4	减慢
就业	49.6	49.3	+0.3	减慢

资料来源: JP Morgan, 国信证券经济研究所

美国——消费信心大幅回升 核心通胀涨幅平稳

► 七月份个人消费支出增速略有提升 但收入增长仍偏低

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。

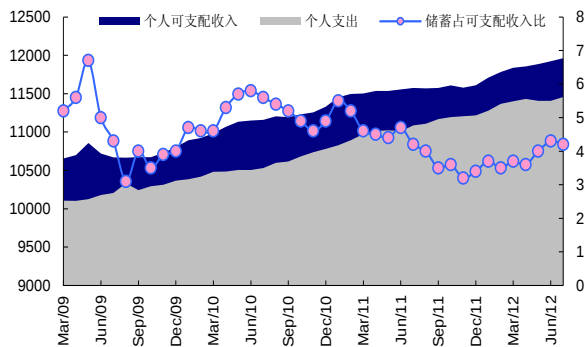
表 1: 美国个人收入和支出数据明细

	2012 年 7 月		2012 年 6 月	
	环比	同比	环比	同比
名义				
个人收入	0.32	3.19	0.35	3.36
个人税收	0.16	5.51	0.60	5.68
个人可支配收入	0.33	2.91	0.31	3.08
个人支出	0.44	3.42	0.00	3.76
个人消费支出	0.42	3.40	0.03	3.75
耐用品	0.80	4.94	0.24	6.44
非耐用品	0.65	1.92	-0.59	2.18
服务	0.27	3.67	0.21	3.87
储蓄率	4.4		4.3	
实际				
个人可支配收入	0.3	2.0	0.2	1.6
个人消费支出	0.4	2.0	-0.1	2.1
耐用品	1.1	8.0	0.4	8.8
非耐用品	0.5	1.1	-0.5	1.1
服务	0.3	1.3	0.0	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。

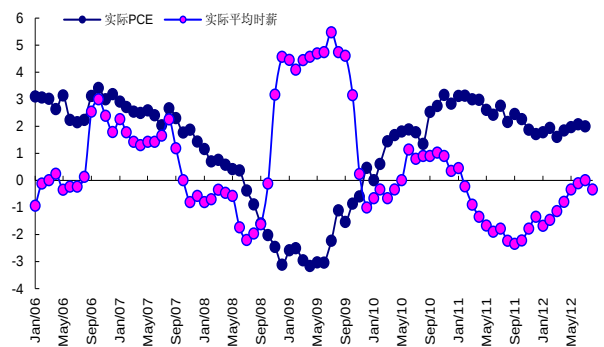
7 月份名义个人收入环比增长 0.3%, 符合市场预期, 但略低于前月增速, 主要受股息收入和租金增加带动, 除利息外其他收入均实现增长。扣除税收后名义个人可支配收入环比增长 0.3%, 略高于前月。名义个人消费支出环比增长 0.4%, 远高于前月的 0.03%。个人储蓄率 7 月份由前月的 4.3% 升至 4.4%, 达到 2008 年危机前的水平。

图 7: 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

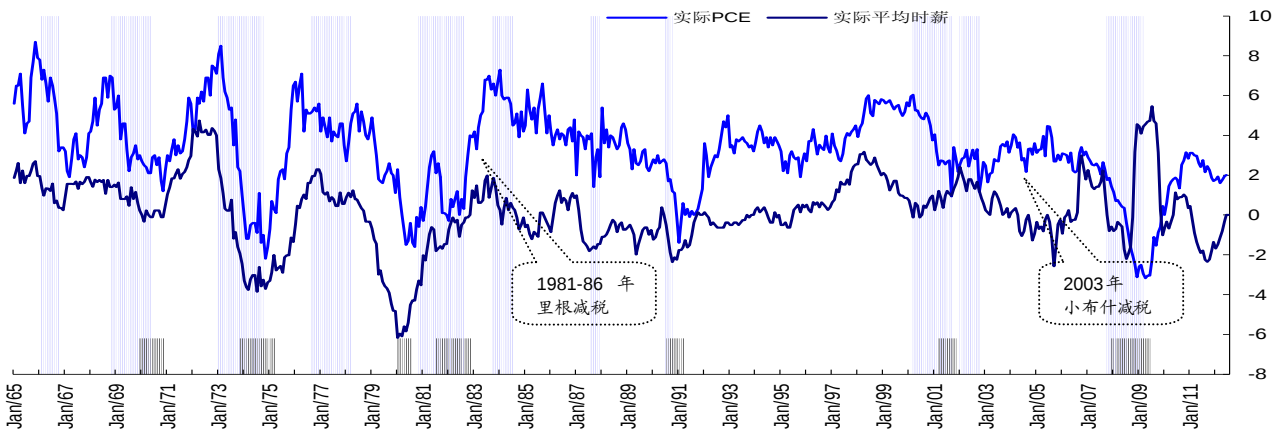
图 8: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

而 7 月份实际个人可支配收入环比增长 0.3%，高于前月增速；同比增幅由 1.6% 升至 2.0%。实际消费支出环比增长 0.4%，增速高于前月；同比增速由 2.1% 微降至 2.0%。耐用品消费增长高于非耐用品和服务类消费：实际耐用品消费支出 7 月份环比增长 1.1%；而实际耐用品和服务消费环比分别增长 0.5% 和 0.3%。而作为消费领先指标的实际平均时薪 8 月份环比下滑 0.8%；同比微降 0.3%，扭转 2011 年 10 月份以来的回升趋势。收入增长乏力以及资产价格下跌是限制实际消费支出增长的主要原因。

图 9: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2012/08)



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。

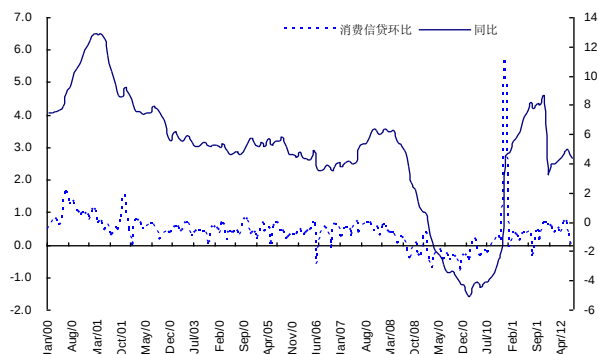
➤ 七月份美国总消费信贷首次下降 32.8 亿美元 远低于预期

经季节性因素调整后，7 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）下降 32.8 亿美元，远低于市场预期增长 91 亿美元，环比下降 0.12%，为连续十个月增长后首次下滑；而同比增幅由 4.9% 下滑至 4.4%，不过仍延续自 2011 年 4 月以来的正增长态势。总消费信贷自 08 年 4 月见顶后持续走低，2010Q2 降幅开始收窄，我们认为，单月数据波动仍需观察，目前自 2010 年下半年以来的触底回升趋势仍在延续。

总消费信贷的下降主要受循环信贷（如汽车、教育、旅游等不包括在循环信贷中的部分）下降 48.2 亿美元的拖累，其环比下降 0.60%，1 月为 2001 年 11 月以来最大增幅；同比增幅由 0.63% 降至 0.43%。而非循环信贷微增 15.5 亿美元，环比增长 0.1%，同比增幅由 7.0% 回落至 6.3%。

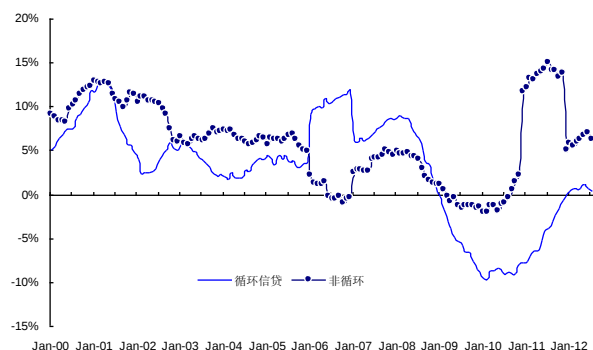
商业银行发放的个人消费信贷的 2012 年上半年略有企稳，7 月份环比增长 0.15%，扭转前月的跌势；同比增幅由 1.36 %回升至 1.57%。

图 10: 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 11: 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

八月份美国 PMI 回落个 0.2 点至 49.6 低于市场预期

8 月份美国 PMI 回落 0.2 个点，至 49.6，低于市场预期的 50.0，为连续三个月低于 50 临界值。前期 PMI 的增长主要得益于出口订单的增长，而 8 月份出口和进口指标均跌入萎缩区域，成为拖累指数下行的因素之一。新增需求相对于库存增长缓慢，不利于未来指数向上。在目前全球经济复苏脆弱的背景下，美国制造业上行动力不足。继续关注就业和房地产市场的后续增长。

表 2: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

指标	7 月	8 月	变化	变动方向	动能变化	趋势
PMI	49.8	49.6	-0.2	萎缩	加快	3
新接订单	48.0	47.1	-0.9	萎缩	加快	3
产出指数	51.3	47.2	-4.1	萎缩	摆脱扩张	1
就业指数	52.0	51.6	-0.4	扩张	减慢	35
供应商发货	48.7	49.3	+0.6	加快	减慢	7
厂商库存	49.0	53.0	+4.0	扩张	摆脱扩张	1
消费者库存	49.5	49.0	-0.5	过低	加快	9
物价指数	39.5	54.0	+14.5	上升	摆脱下降	1
未完成订单	43.0	42.5	-0.5	萎缩	加快	5
出口指数	46.5	47.0	+0.5	萎缩	减慢	3
进口指数	50.5	49.0	-1.5	萎缩	摆脱扩张	1
整体经济				扩张	减慢	39
制造业				萎缩	加快	3

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

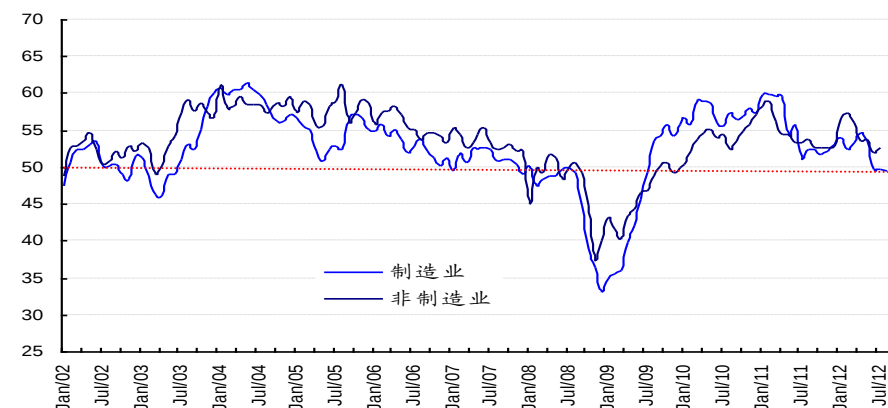
注: 变动方向: >50 为扩张/上升, <50 为萎缩/下降, =50 为不变;

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

8 月份 PMI 中各分项指标均表现较弱: 新订单指标在前月小幅回升后回落 0.9 个点，至 47.1; 产出指标大幅回落 4.1 个点，至 47.2; 就业指标回落 0.4 个点，至 51.6，降幅收窄; 价格指数大幅回升 14.5 个点，至 54.0。18 个行业中有 4 个（前月为 3 个）行业新订单出现扩张，11 个行业（前月为 13 个）的新订单出现下降。厂商库存指标回升 4.0 个点，至 53.0; 而消费者库存回落 0.5 个点，至 49.0，产成品库存继续萎缩，为连续 9 个月低于 50 临界值，有非金属矿产品、电力设备、家电和食品饮料等六个行业的消费库存过高，而塑料橡胶、木产品、家具、交运设备、机械和电子产品等八个行业的消费库存过低。18 行业分项中有 8 个（前月为 7 个）扩张，其中印刷、基本金属、食品饮料、石油煤炭、服装皮革、造纸、化工等行业居前; 而纺织、非金属矿产品、家具、电子产品、电力设备、家电等 8 个行业出现

萎缩。

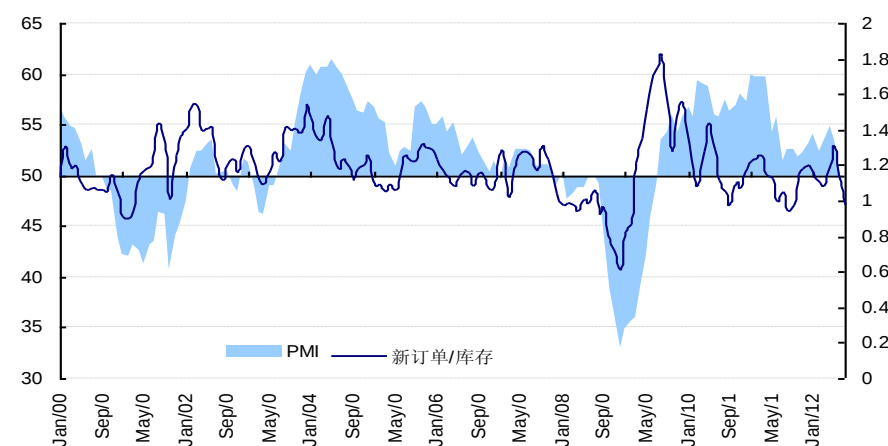
图 12: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2002/1-2012/8)



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, 8 月份该比值 0.9 降至 0.89 的水平, 低于长期均值, 预示 PMI 扩张动能偏弱。在全球经济需求整体较弱的背景下, 我们倾向于认为目前 PMI 回升的动力仍不足! 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。

图 13: 美国 PMI 指数和新订单/库存比值 (2000/1-2012/8)

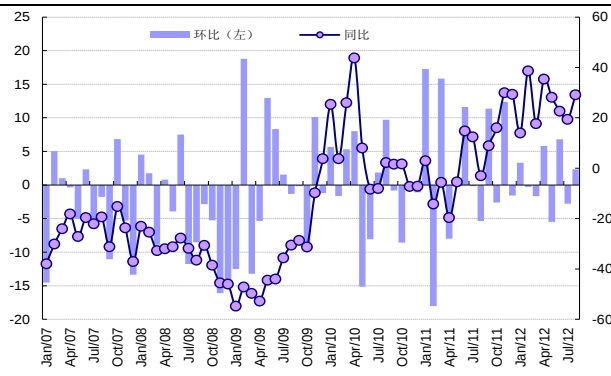


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

► 八月份成屋销售大幅回升 超过市场预期

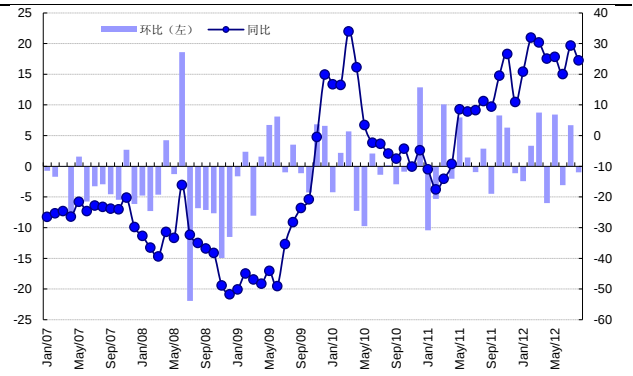
受益于低利率政策, 美国房地产市场的复苏仍在继续, 目前好的方面是库存销售比已回落至较为健康的水平, 不过新屋销售还是维持在较低的增长态势, 未来房屋开工和销售数据仍有反复的可能。不过, 从库存销售比来看, 新屋已回落到接近历史低点, 但成屋库存仍相对较高。按目前新屋和成屋库存销售比 (4.6 和 6.4) 计算, 2012 年下半年房屋市场库存有望在年末达到历史低点, 房地产价格回升可期, 届时美国房地产市场将结束长达六年的调整期。住宅投资也有望带动整体投资增速向上, 进而贡献 GDP 正面。建议关注未来房屋销量变化, 这是美国国内需求以及 CPI 走势的关键变量。

图 14: 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

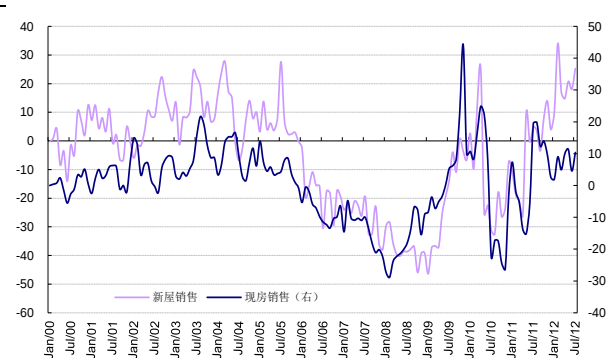
图 15: 美国房屋营建许可月度增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

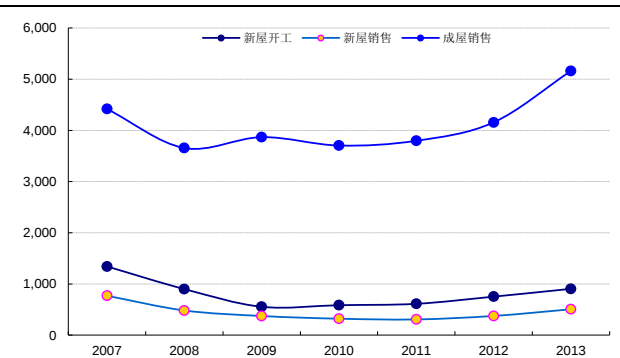
抵押贷款利率在美联储宽松政策支持下维持低位，地产开工年初出现回暖迹象，但Q2增长放缓，虽然需求不算强劲，但在美联储QE3政策支持下，预期地产投资向上趋势可持续。8月份新屋开工环比增长2.3%，至75.0万户，低于市场预期的76.5万户；同比增幅由前月的19.4%上升至29.1%，远高于前月增速。新屋开工与06年鼎盛时期相比下降了67.0%。分项数据来看，单户开工（占地产市场的75%）环比增长5.5%，同比增长26.8%；而多户新开工（占比小波动大）环比下滑4.9%，同比增幅升至35.2%。营建许可因不受天气因素的影响而较新屋开工更可靠，8月环比下滑1.0%，至80.3万户，前月为2008年8月以来最高，远高于市场预期的79.6万户；同比增幅由29.3%回落至24.5%。单户营建许可（较好的预示未来建筑活动）环比增长0.2%，同比增幅由22.5%回落至19.4%，前月增速为2010年3月以来最高。短期内房地产投资需求增长仍偏弱，但预期向上趋势可持续。

图 16: 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2012年7月

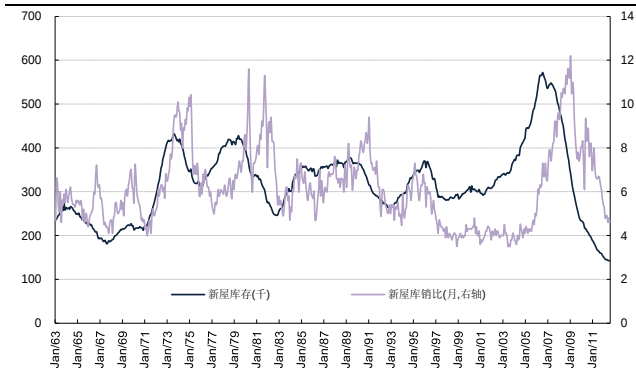
图 17: 美国房地产市场预测 (单位: 千户)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 更新2012年8月

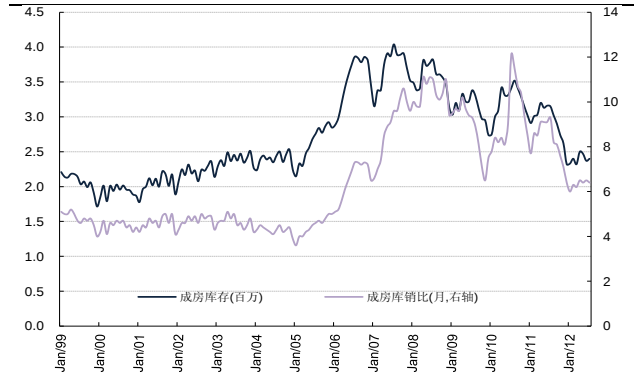
整体房屋销量截止2012年7-8月份表现较好，高于市场预期：7月份新屋销售环比增长3.6%，至37.2万户，高于市场预期的36.2万户；同比增长25.3%，高于前月的18.1%。新屋库存回落至14.2万套，消化库存需要4.6个月，低于前月的4.8。8月份成屋销售环比大增7.8%，至482万户，远高于市场预期的455万户，为2010年5月以来最高；同比增长9.3%，略低于前月增速。成屋库存增加1.3%，至240万套，3月为2005年3月以来最低水平；需要6.4个月销售完毕，低于前月的6.5。

图 18: 美国新屋库存和库销比 (1963-2012/7)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 19: 美国成屋库存和库销比 (1999-2012/7)



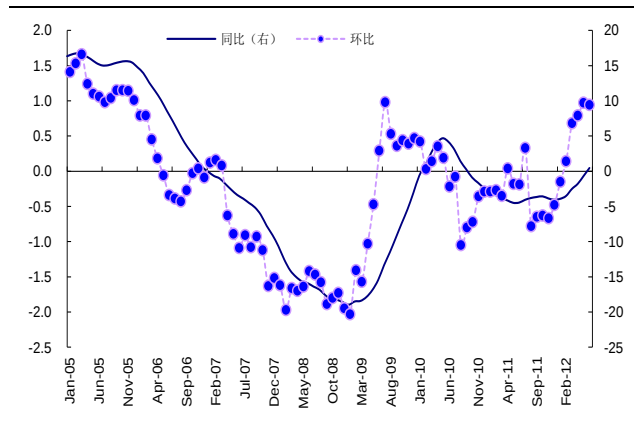
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 20: 美国每周 30 年抵押贷款利率



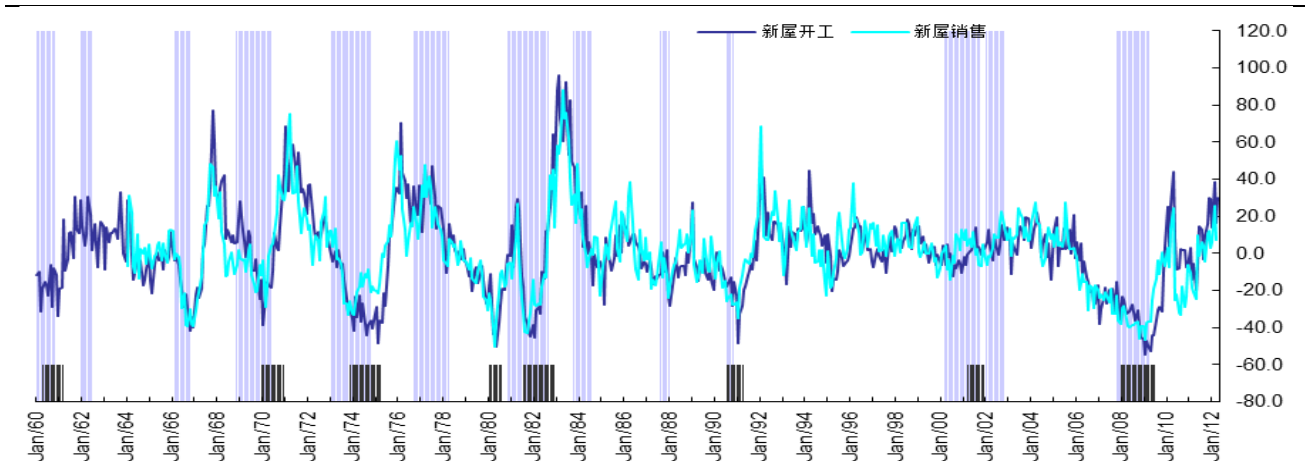
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 21: 美国月度 SPICS20 城市房价指数 (2005-2012/6)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 22: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2012/08)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

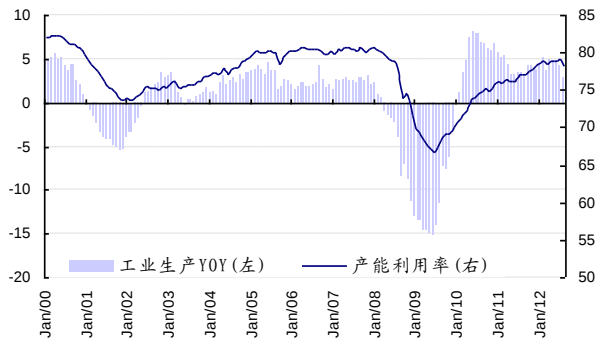
注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

► 八月份工业产出环比下滑 1.2% 降幅高于市场预期

8 月份工业产出环比下滑 1.2%，低于市场预期的增长 0%；同比增幅由 4.3% 大幅下降至 2.8%。其中，制造业和矿业生产环比分别下滑 0.7% 和 1.8%，远低于前月增速；公用事业生产环比大幅下降 3.6%，是带动整体指数增长的主因。

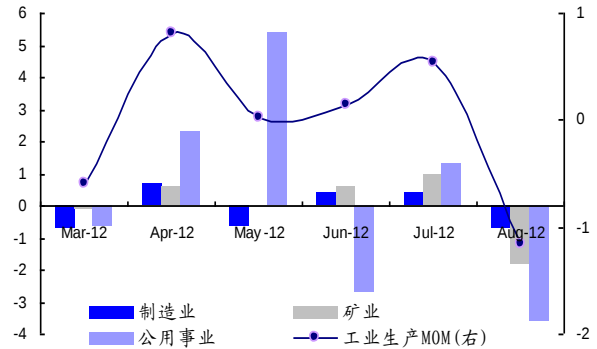
8 月份整体工业的产能利用率大幅回落 1.0 个点，至 78.2%，较 1972-2011 年的均值低 2.0 个百分点。历史数据来看，产能利用率高于 80% 时通胀压力风险增大。

图 23: 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 24: 美国各工业行业月度环比增速

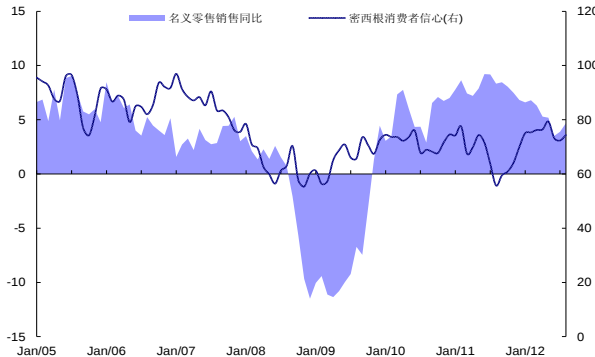


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

► 八月份零售销售环比增长 0.9% 但核心零售仅增 0.1%

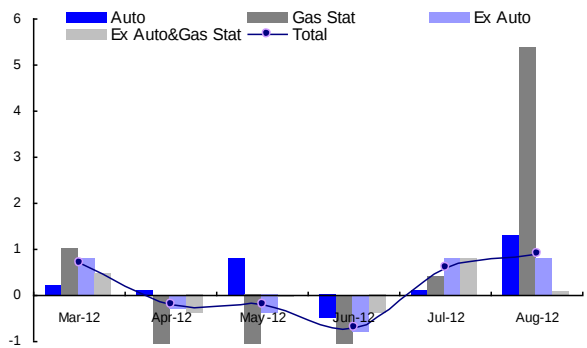
8 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 0.9%，为 2012 年 2 月份以来最大增幅，高于市场预期的上升 0.8%；同比增速由 3.9% 大幅上升至 4.7%。剔除通胀因素，实际零售额 8 月份同比涨幅由 2.4% 回升至 2.9%，实际零售 2012Q3 初有所转强。

图 25: 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

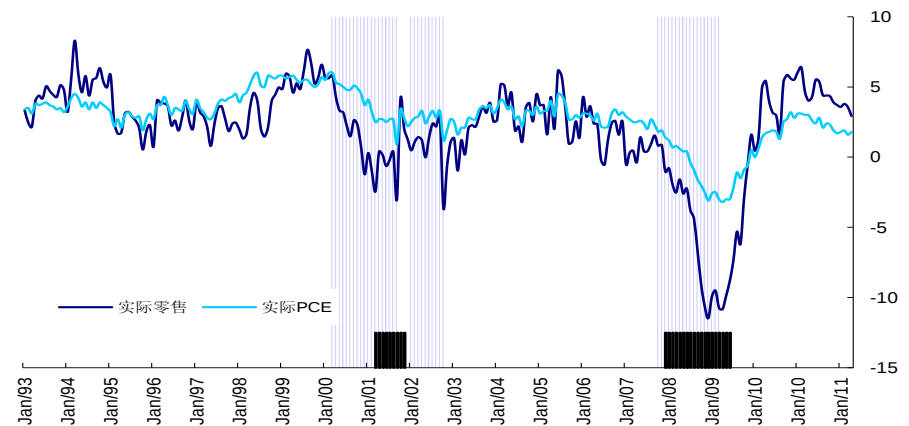
图 26: 美国月度名义零售销售环比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

分项零售数据除家电、娱乐和百货外均实现增长，其中加油站和汽车销售居首：加油站零售环比增长 5.5%，远高于前月 0.4% 的增速；扣除汽车销售（环比增长 1.3%，高于前月增速）的其他零售销售环比增长 0.8%；而扣除加油站和汽车销售的其他零售销售环比仅增长 0.1%，增幅低于前月的 0.8%。

图 27: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速

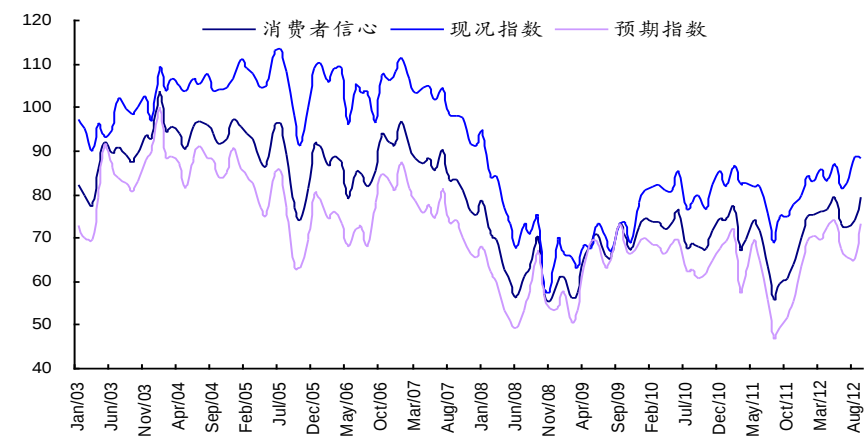


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

➤ 九月份密西根消费者信心指数大幅回升 4.9 个点 高于预期

9 月份密西根消费者信心大幅回升 4.9 个点, 至 79.2, 高于市场预期的 74.0。其中, 现状指数小幅回落 0.4 个点, 至 88.3, 仍高于市场预期的 86.3; 而未来预期指标则大幅回升 8.3 个点, 至 73.4, 远高于预期的 65。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以及对通胀走势的看法。

图 28: 美国月度密西根消费者信心指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

➤ 八月份就业增长远低于市场预期 结构性问题依然严重

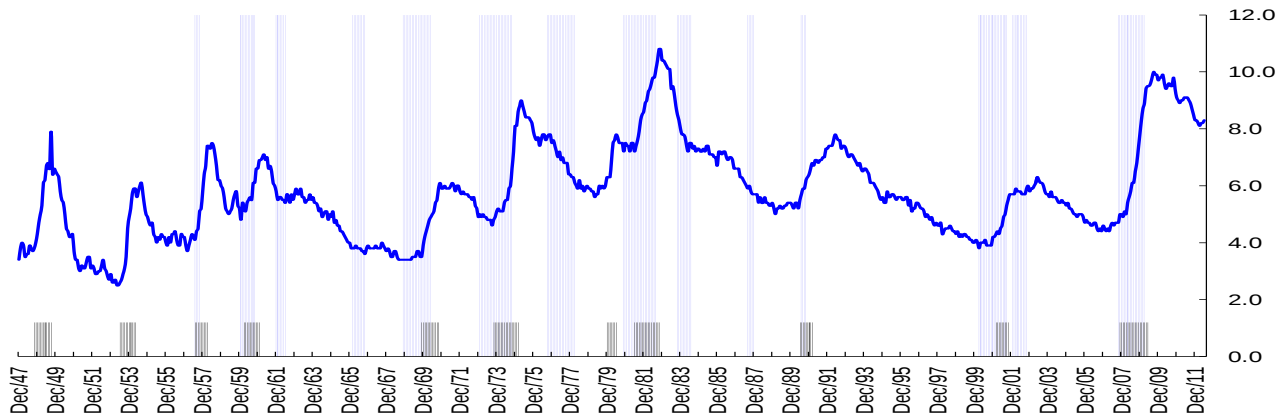
8 月份美国非农就业增长 9.6 万人, 远低于预期的 13 万人。4-6 连续三个月低于预期, 6-7 月就业增长分别下修。就业增长并未延续 7 月转强的态势, 主要表现在周期性行业的就业削减, 而服务业就业相对稳定。整体报告中隐含的就业市场结构性问题依然严重: 8 月份失业率由前月的 8.3% 降至 8.1%, 虽然低于预期的 8.2%, 但整体劳动参与率由 63.7% 回落至 63.5%, 社会整体劳动力人口减少 36.8 万人, 更多的人口退出劳动力大军。如果这一趋势持续, 未来实现统计学意义上的充分就业似乎并不困难, 但这一结果导致居民收入下降从而削减消费支出的作用却将长期存在, 进一步造成经济结构性问题出现。目前的失业率同 6% 的自然失业率相比仍偏高, 这与伯南克对就业市场的担忧相照应, 就业数据的恶化导致美联储 QE3 的预期增强。

前期我们认为美国就业市场持续改善判断的依据是: 1) 私营就业持续增加; 2)

“广义”失业率（U6）缓步下降；3）平均周工时同比继续增长。8月份数据显示这三个因素依然持续，所以我们继续维持就业市场持续改善的判断。

分行业来看，私营就业增长 10.3 万人，低于预期的增长 13.8 万人和前三个月的均值 10.9 万人。其中服务业就业增长由 7 月的 11.8 万人微降至 11.2 万人；拖累就业增长的主要来自产品生产和政府部门，就业分别减少 1.6 万和 7 千人，低于前月水平；建筑业增加 1 千人，略高于前月水平。制造业就业人口减少 1.5 万人，低于前月的增长 2.3 万人。

图 29：美国月度失业率（1948/01-2012/8）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

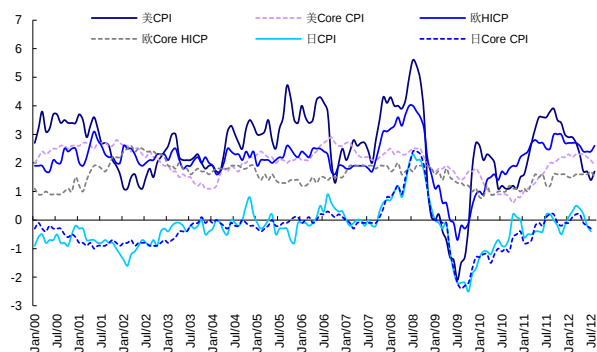
注：蓝色阴影表示熊市起止时间；黑色阴影表示经济衰退起止时间。

另外，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）由前月的 15.0% 下降至 14.7%，美国整体就业改善趋势是否就此转强仍需观察后两个月的数据！

➤ 八月份 CPI 环比大涨 0.6% 但核心 CPI 同比涨幅继续回落至 1.9%

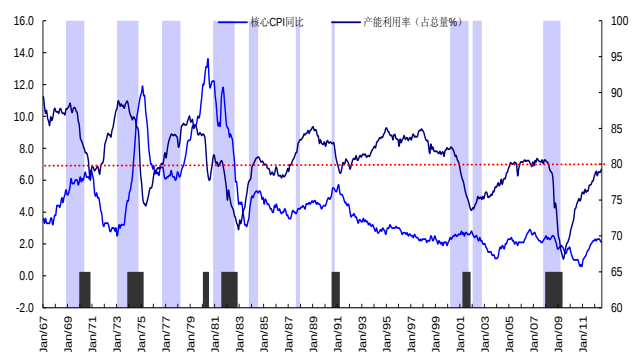
8 月份经季节性因素调整后 CPI 环比上涨 0.6%，为近三年以来最大环比涨幅，高于预期的 0.5%；同比涨幅由 1.4% 回升至 1.7%，同比涨幅较 2011 年 9 月份峰值明显回落。除二手车和服装类价格下跌外其他类价格均小幅上涨，能源价格涨幅居首。核心 CPI 环比涨幅持平于 0.1%，低于市场预期的 0.2%；同比涨幅继续由 2.1% 回落至 1.9%。虽然油价上行促使通胀短期有上行风险，但在整体需求疲弱的背景下，核心通胀回升速度仍将平稳。长期来看，QE3 的推出将显著提升通胀预期，进而影响资产价格上涨从而推升长期通胀水平。

图 30：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 31：美国 CPI 同比增速与产能利用率



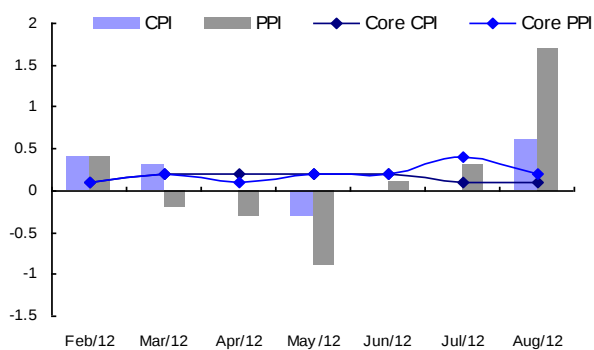
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

CPI 构成中，居住成本权重最大，约占整体指数的 43%，其次依次为食品饮料（15.8%）和交通（15.3%）。居住价格同比涨幅自 2011 年初以来缓慢回升，至 2011 年 Q4 达到 1.9% 的水平，但自 2012 年 2 月同比开始小幅回落。7 月份居住价格环比上涨 0.2%；同比涨幅持平于 1.4%。目前来看居住价格的回升低于我们此前的预期，扣除居住类 CPI 环比上涨 0.8%。

能源价格环比大涨 5.6%，扭转连续四个月下跌的态势；其中汽油价格环比涨幅最大，达 9.0%，而电力价格环比仅上涨 0.2%；而扣除能源类 CPI 环比涨幅持平于 0.1%。

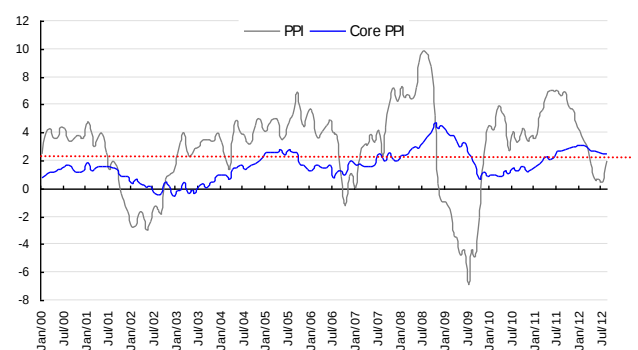
食品饮料价格环比上涨 0.2%，涨幅高于前月；其中饮料类价格环比下跌；而扣除食品类 CPI 涨幅由 0% 提升至 0.7%。

图 32：美国月度 CPI 环比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 33：美国月度 PPI 同比增速



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

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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	赵婧	021-60875168	黄学军	021-60933142
崔嵘	021-60933159			林丽梅	021-60933157
张嫒	0755-82133259			技术分析	
李智能	0755-22940456			闫莉	010-88005316
沈瑞	0755-82132998-3171				
交通运输		机械		商业贸易	
郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422	孙菲菲	0755-82130722
陈建生	0755-82133766	陈玲	021-60875162	常伟	0755-82131528
岳鑫	0755-82130432	杨森	0755-82133343		
糜怀清	021-60933167	后立尧	010-88005327		
汽车及零配件		钢铁及新材料		房地产	
左涛	021-60933164	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
		陈健	010-88005308	黄道立	0755-82133397
				刘宏	0755-22940109
基础化工及石化		医药		计算机及电子	
刘旭明	010-88005382	贺平鸽	0755-82133396	段迎晟	0755-82130761
张栋梁	021-60933151	丁丹	0755-82139908	高耀华	010-88005321
吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473	欧阳仕华	0755-82151833
朱振坤	010-88005317	胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
传媒		有色金属		电力及公共事业	
陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909	谢达成	021-60933161
刘明	010-88005319	徐张红	0755-22940289		
非银行金融		轻工		建筑工程及建材	
邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565	邱波	0755-82133390
田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706	刘萍	0755-82130678
童成墩	0755-82130513			马彦	010-88005304
家电及通信		电力设备		食品饮料	
王念春	0755-82130407	杨敬梅	021-60933160	黄茂	0755-82138922
程成	0755-22940300			龙飞	0755-82133920
旅游		农业		电子	
曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165	刘翔	021-60875160
钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163		
新能源		基金评价与研究		金融工程	
张弢	010-88005311	杨涛	0755-82133339	戴军	0755-82133129
银行		康亢	010-66026337	林晓明	0755-82136165
王婧		李腾	010-88005310	秦国文	0755-82133528
纺织服装及日化		刘洋	0755-82150566	张璐楠	0755-82130833-1379
朱元	021-60933162	潘小果	0755-82130843	周琦	0755-82133568
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	021-60933150
		钱晶	0755-82130833-1367	陈志岗	0755-82136165
				马瑛清	0755-22940643
				吴子昱	0755-22940607

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 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com	
甄 艺	010-66020272 18611847166		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
			刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
			汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				