

动态报告

海外市场

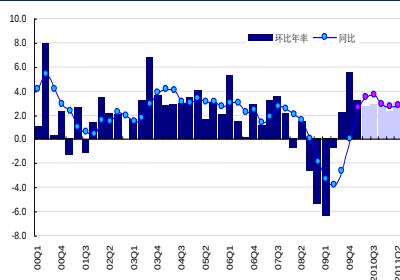
10/05—10/06 全球经济数据跟踪月报

2010 年 06 月 23 日

策略月报

五月数据低于预期警惕下行风险

美国实际 GDP 增速及预测



1. 结论与投资建议

5 月份美国宏观数据除个人收入和工业产出外普遍低于预期，需求回升缓慢，Q2-Q3 经济增速预计将自 Q1 的高位回落，经济暂时出现供大于求的局面，企业面临二次去库存的压力，Q4 动能的恢复关键取决于就业和房地产市场的后续增长。我们维持美国失业率 09Q4 见顶的判断，在美联储维持低利率的背景下房地产市场的持续复苏可以期待，下半年美国经济即使放缓，也不至大幅回落。

2. 关键逻辑与核心假设

1) PMI 指数：5 月份美国 PMI 指标自高位回落 0.7 个点，至 59.7，高于市场预期的 59，仍高于 50 临界值，意味着经济仍处扩张期，但动能放缓。厂商库存指标的回落意味着补库存对 GDP 的拉动贡献在减弱，即企业回补库存对 2010Q2-Q3 经济增长仍将贡献正面，但力度会较 2009Q4-2010Q1 有所减弱。

2) 就业市场：5 月份美国失业率下降至 9.7%，但扣除人口普查因素的影响就业人口仅增加 2 万人，远低于前月。我们仍维持美国失业率 09Q4 见顶的判断，就业市场的改善尽管缓慢但可持续。

3) 消费信贷：4 月份商业银行发放的消费信贷环比增长 0.04%，同比降幅缩小至 3.2%，同比筑底回升的趋势已经形成。随着信贷市场的改善，在就业市场不出明显恶化的前提下，实际 PCE 在下半年不大可能出现二次探底。

4) 房地产市场：优惠购房政策的退出预计分别会对 5 月份和 7 月份之后的新屋和成屋销量造成冲击，5 月份新屋开工营建数据大幅低于预期。不过在较低抵押贷款利率和就业改善的背景下，房地产出现二次探底的概率较小。

5) 通胀：5 月份美国 CPI 环比下滑 0.2%，为连续两个月下滑，主要是受能源价格下滑的拖累，通胀压力有所缓解，也不至陷入通缩（权重最大的居住成本环比上涨 0.1%）。预计美联储大规模紧缩政策将推迟至 2011 年上半年。

3. 与市场有别的看法

市场认为补库存对于 2010Q2-Q3GDP 增长贡献最大，而从最新数据来看，我们认为，补库存对于 2009Q4 和 2010Q1GDP 拉动最大，Q2-Q3 经济增速预计将自 Q1 的高位回落，经济暂时出现供大于求的局面，企业面临二次去库存的压力。但需要指出的是，库存周期回落并不完全等同于经济周期的下行。2010 年下半年经济向上的动能取决于库存和投资周期的承接和强弱对比。我们维持观点，2010 年下半年世界经济增速将放缓，但二次探底概率较低！

主要风险：1) 就业市场出现恶化；2) 房地产市场二次探底；3) 循环消费信贷增长停滞。

分析师： 崔 嵘

电话： 021-60933159

Email: cuirong@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209080423

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

宏观经济动态纵览.....	4
OECD 指标——经济维持扩张态势 但扩张动能放缓	4
PMI 指标——制造业扩张速度减缓 就业人口继续增加	5
美国——通胀预期降低 紧缩政策可能推迟至 2011 年上半年	5
欧盟——零售销售表现疲弱 通胀压力明显缓和	14
日本——失业率再次上升 摆脱通缩尚需时日	15

图表目录

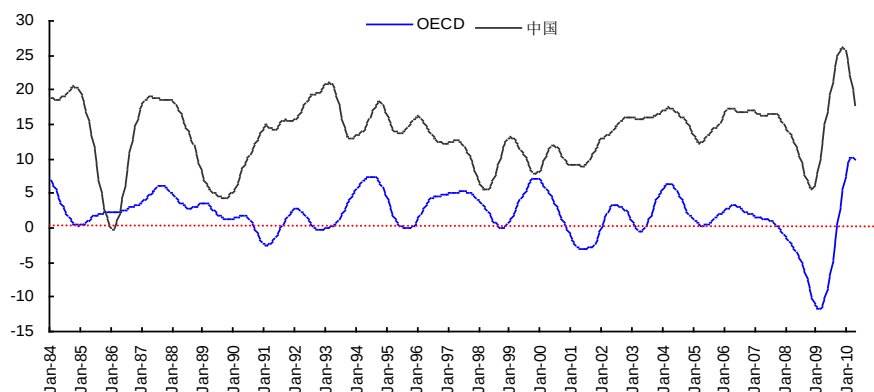
图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化 (1984-2010/4)	4
图 2: 美国先行指标 (1998-2010/4)	4
图 3: 欧元区先行指标 (1998-2010/4)	4
图 4: 日本先行指标 (1998-2010/4)	4
图 5: 巴西先行指标 (1998-2010/4)	4
图 6: 印度先行指标 (1998-2010/4)	5
图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2010/4)	5
图 8: JP 摩根全球采购经理人指数 PMI	5
图 9: 名义个人可支配收入和支出 (十亿美元)	6
图 10: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速	6
图 11: 美国月度消费信贷增长	7
图 12: 美国月度循环与非循环信贷同比增速	7
图 13: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2010/4)	7
图 14: 美国经济 LEI 指标月度变化	8
图 15: LEI 指标历史月度变化趋势	8
图 16: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2010/5)	9
图 17: 美国新屋开工量月度增速	9
图 18: 美国房屋营建许可月度增速	9
图 19: 美国成屋和新屋销售同比增速	10
图 20: 美国房地产市场预测 (单位: 千户)	10
图 21: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2010/04)	10
图 22: 美国工业生产及产能利用率	11
图 23: 美国各工业行业月度环比增速	11
图 24: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数	11
图 25: 美国月度名义零售销售环比增速	11
图 26: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速	11
图 27: 美国月度消费者信心指数	12
图 28: 美国月度失业率 (1948/01-2010/05)	13
图 29: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速	13
图 30: 美国 CPI 同比增速与产能利用率	13
图 31: 欧元区月度工业生产 (除去建筑类产出)	14
图 32: 欧元区制造业和服务业 PMI 指数	14
图 33: 欧元区月度零售销售额	14
图 34: 欧元区月度商业和消费者信心	14
图 35: 欧元区月度失业率	15
图 36: 欧洲和英国央行基准利率 (2004/6-2010/6)	15
图 37: 欧元区月度调和消费者物价指数 HICP	15
图 38: 欧元区调和消费者物价指数 HICP 同比增速	15
图 39: 日本月度工业生产	15
图 40: 日本银行对各类制造业企业短期景气判断指数	16
图 41: 日本月度消费者信心指数	16
图 42: 日本月度失业率	16
图 43: 日本央行基准利率 (2006/3-2010/6)	16
图 44: 日本月度物价指数	17
图 45: 日本物价指数同比增速	17
表 1: 美国个人收入和支出数据细目	6
表 2: 美国 5 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	8

宏观经济动态纵览

OECD 指标——经济维持扩张态势 但扩张动能放缓

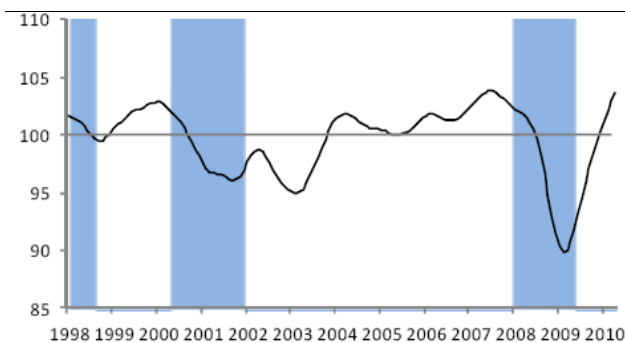
新兴经济体由于国内的政策紧缩已先于欧美发达经济体步入经济放缓期，世界经济 2010 年下半年扩张的速度将放缓，但目前来看二次探底的概率较小。6 月 11 日 OECD 公布的 4 月份先行指标继续回升，但环比增速继续回落：经修正后的 OECD 国家先行指标环比上升 0.4 个点，同比上升 11.3 个点。从各国数据来看，经济仍处扩张态势，但各国指标增速均出现放缓（OECD 同比增速 2010M3 见顶）。多数“金砖四国”扩张动能减弱：中国指标环比下滑 0.4%，为连续五个月下降。

图 1: OECD 国家与中国经济先行指标同比变化（1984-2010/4）



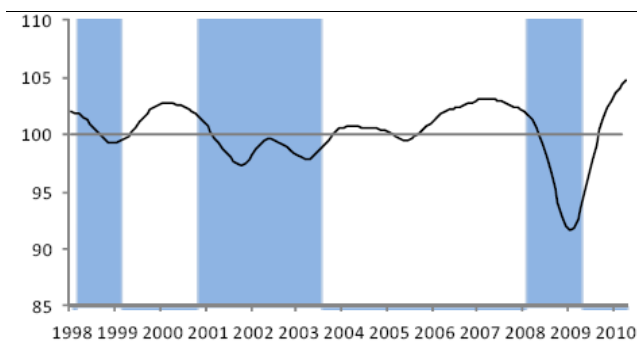
资料来源：国信证券经济研究所 注：OECD 和中国同比增速分别于 2010M3 和 2009M11 见顶。

图 2: 美国先行指标（1998-2010/4）



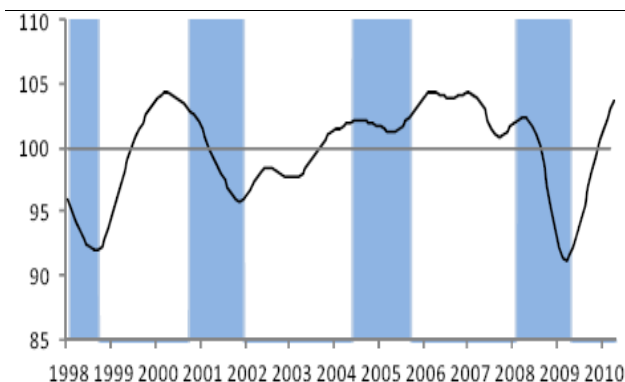
资料来源：国信证券经济研究所

图 3: 欧元区先行指标（1998-2010/4）



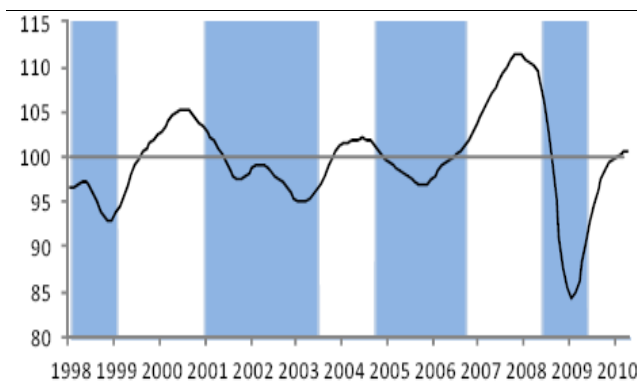
资料来源：国信证券经济研究所

图 4: 日本先行指标（1998-2010/4）



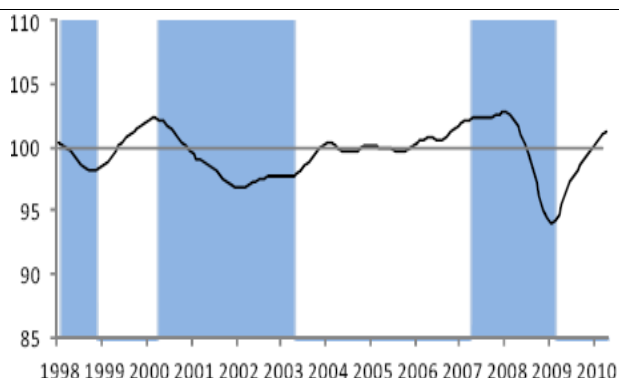
资料来源：国信证券经济研究所

图 5: 巴西先行指标（1998-2010/4）



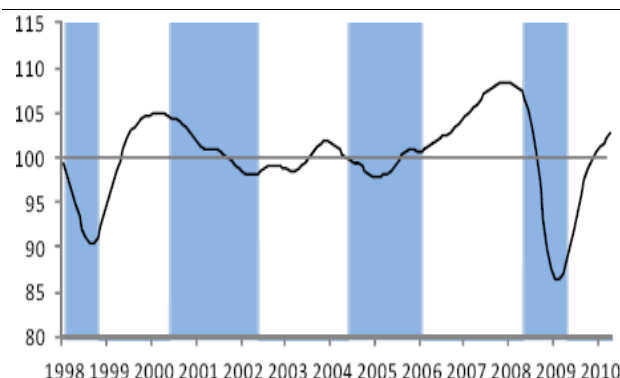
资料来源：国信证券经济研究所

图 6: 印度先行指标 (1998-2010/4)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 俄罗斯先行指标 (1998-2010/4)

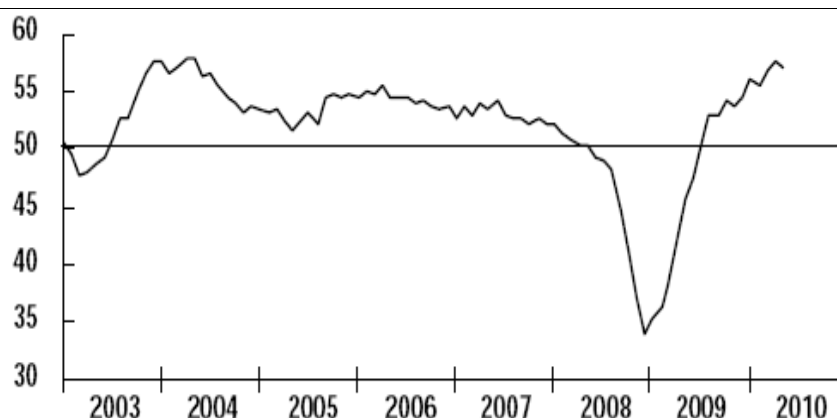


资料来源: 国信证券经济研究所

PMI 指标——制造业扩张速度减缓 就业人口继续增加

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 5 月份小幅回落 0.6 个点, 至 57.2。全球制造业新增需求 Q2 (4 月份) 达到阶段性高点, 而就业以六年来最快速度增加。如果按照 PMI 领先工业产出 0-6 个月来判断, 需求回升的趋势可持续至 2010Q3。具体来看, 产出和新订单增速放缓: 新订单指标回落 1.1 个点至 59.2; 产出指标回落 1.4 个点至 59.5; 而就业市场指标继续上升 0.3 个点至 54.0, 1 月首次突破 50 临界值, 美国就业改善最为显著; 投入价格指数也下降 1.2 个点至 68.9, 4 月扭转年初以来的下跌态势。从各国指标来看, 新订单和产出的回升主要是受美国和日本带动; 欧元区 and 亚洲产出大幅下滑。

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

	5 月	4 月	变化	动能
PMI	57.2	57.8	-0.6	减慢
产出	59.5	60.9	-1.4	减慢
新订单	59.2	60.3	-1.1	减慢
物价	68.9	70.1	-1.2	减慢
就业	54.0	53.7	+0.3	加快

2010 年 06 月更新

美国——通胀预期降低 紧缩政策可能推迟至 2011 年上半年

■ 四月份个人收入增长近五个月来首次高于消费支出增长

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。4 月份美国个人消费支出增长低于预期, 也不及个人可支配收入增长, 但我

们认为这并不值得过分担忧。理由：09 年底以来美国个人薪资水平增长缓慢一直成为制约消费支出回升的主因，而个人收入 4 月份扭转了之前连续下滑的趋势，环比实现增长，这得益于就业市场的改善，也为未来消费支出的增长提供保障。如果 4 月份的收入增长可持续（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的增长。

美国的消费信贷滞后于需求和就业市场的复苏，最新的数据显示信贷市场也出现回暖的迹象：2010 年 4 月份商业银行发放的消费信贷环比增长 0.04%，同比降幅缩小至 3.2%，同比筑底回升的趋势已经形成。随着信贷市场的改善，在就业市场不出现明显恶化的前提下，实际 PCE 在下半年不大可能出现二次探底。

表 1: 美国个人收入和支出数据细目

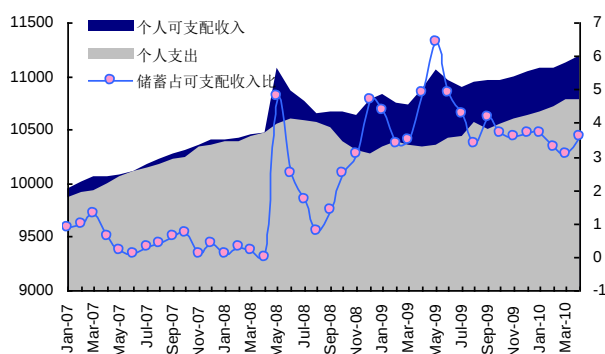
	2010 年 4 月		2010 年 3 月	
	环比	同比	环比	同比
名义				
个人收入	0.45	2.47	0.38	2.76
个人税收	-0.30	-1.18	0.24	-6.20
个人可支配收入	0.52	2.83	0.40	3.73
个人支出	0.02	4.30	0.58	4.16
个人消费支出	0.04	4.57	0.58	4.42
耐用品	-0.02	10.19	3.72	8.73
非耐用品	-0.57	7.59	0.30	7.72
服务	0.25	2.79	0.19	2.72
储蓄率	3.6		3.1	
实际				
个人可支配收入	0.5	0.9	0.3	1.7
个人消费支出	0.0	2.6	0.5	2.3
耐用品	0.1	12.4	3.6	10.6
非耐用品	-0.1	2.7	0.4	2.4
服务	0.1	1.1	0.0	1.1

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。

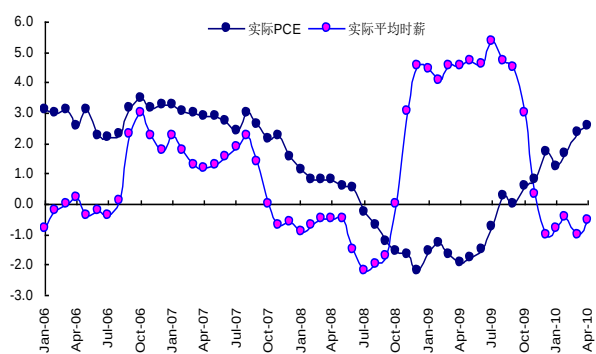
4 月份美国名义个人收入环比增长 0.45%，高于前月增速，主因是个人薪资、股息和资产租金收入的增长；名义个人消费支出基本持平于前月，环比增长 0.04%，之前连续 6 个月增长，低于市场预期的增长 0.1%。

图 9: 名义个人可支配收入和支出（十亿美元）



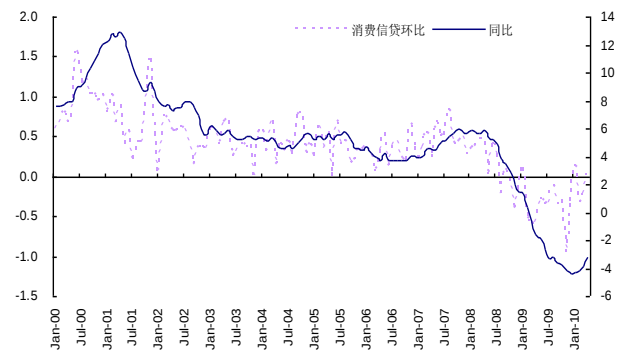
资料来源：国信证券经济研究所

图 10: 实际个人消费支出及平均时薪同比增速



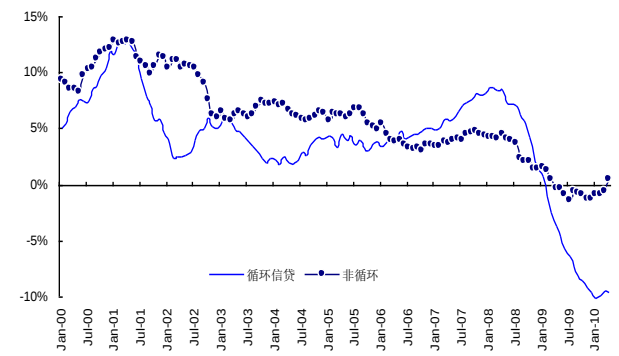
资料来源：国信证券经济研究所

图 11: 美国月度消费信贷增长



资料来源: 国信证券经济研究所

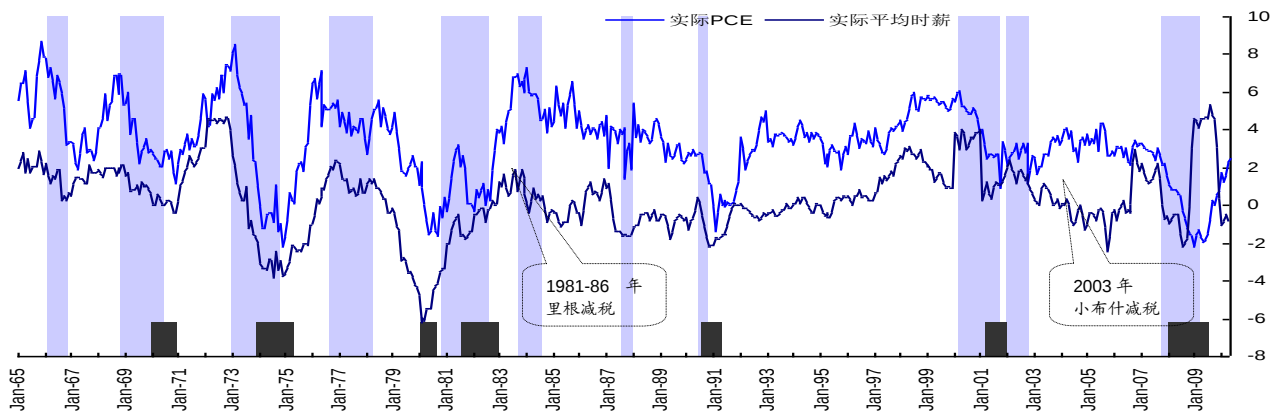
图 12: 美国月度循环与非循环信贷同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

4 月份实际个人可支配收入环比增长 0.5%，为 09 年 5 月以来的最高增速。但实际消费支出却持平于前月，同比增速由 2.3%略升至 2.6%。各项消费支出尤其商品消费基本未增长：实际耐用和非耐用品消费增速持平于前月，较去年同期仍有所改善；服务消费支出小幅增长 0.1%。个人储蓄率 4 月份由前月的 3.1% 上升至 3.6%，但较金融危机时已明显回落，目前接近于 03-04 年的水平。尽管 4 月份消费支出表现不佳，但整体 2010Q1 消费支出同比增长 3.5%，为近三年来最高水平。

图 13: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/1-2010/4)



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。

■ 五月份领先指标环比增长 0.4% 低于市场预期

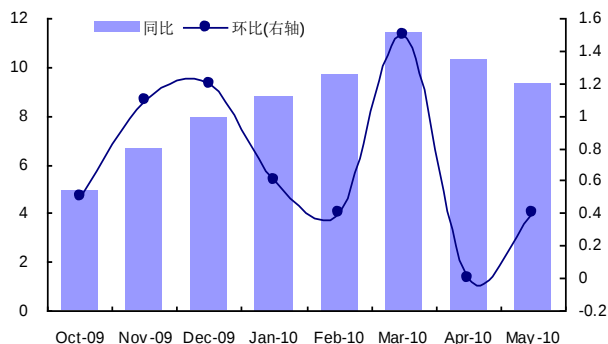
美国领先指标 5 月份环比增长 0.4%，低于市场预期的增长 0.6%。同步指标环比上升 0.4%；滞后指标环比上升 0.1%。10 个分项指标中有 5 个指标出现上升，其中升幅最大的包括收益率曲线、实际 M2 和平均工时等；贡献负面的因素是股价、营建许可和工业订单。美国经济下半年继续扩张趋势，但扩张动能放缓，房地产市场、就业和实际平均时薪的增长成为下半年经济增长的关键变量。

表 2: 美国 5 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	股价	-0.23
实际 M2	+0.27	营建许可	-0.16
平均周工作时间	+0.20	工厂和设备订单	-0.06
消费者预期	+0.07	厂商盈利	-0.02
消费品新订单	+0.01	初请失业金人数	-0.01

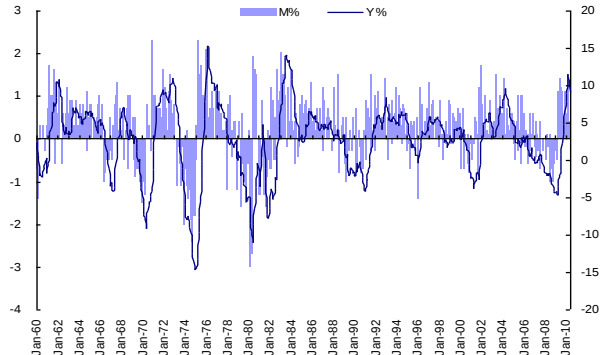
资料来源: 国信证券经济研究所

图 14: 美国经济 LEI 指标月度变化



资料来源: 国信证券经济研究所

图 15: LEI 指标历史月度变化趋势



资料来源: 国信证券经济研究所

■ 五月份 PMI 小幅回落 制造业未来扩张动力仍在

5 月份美国 PMI 先行指标回落 0.7 个点, 至 59.7, 高于市场预期的 59, 前月创 2004 年 6 月以来新高。指数仍高于 50 临界值, 意味着经济仍处扩张期。按照 PMI 领先工业产出 0-6 个月来判断, 美国需求回升的趋势可持续至 2010Q3。原因: 1) 就业指标不断改善 2) 并且消费者库存依然过低; 3) 新增需求的增加快于库存增长, 比值重新回升至均值 1.2 以上。厂商库存指标的回落意味着补库存对 GDP 的拉动贡献在减弱, 即企业回补库存对 2010Q2-Q3 经济增长仍将贡献正面, 但力度会较 2009Q4-2010Q1 有所减弱。

表 3: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

指标	5 月	4 月	变化	变动方向	动能变化	趋势
PMI	59.7	60.4	-0.7	扩张	减慢	10
新接订单	65.7	65.7	0.0	扩张	不变	11
产出指数	66.6	66.9	-0.3	扩张	减慢	12
就业指数	59.8	58.5	+1.3	扩张	加快	6
供应商发货	61.0	61.3	-0.3	减慢	减慢	12
厂商库存	45.6	49.4	-3.8	萎缩	加快	2
消费者库存	32.0	33.0	-1.0	过低	加快	14
物价指数	77.5	78.0	-0.5	上升	减慢	11
未完成订单	59.5	57.5	+2.0	扩张	加快	5
出口指数	62.0	61.0	+1.0	扩张	加快	11
进口指数	56.5	58.0	-1.5	扩张	减慢	9
整体经济				扩张	减慢	13
制造业				扩张	减慢	10

资料来源: 国信证券经济研究所

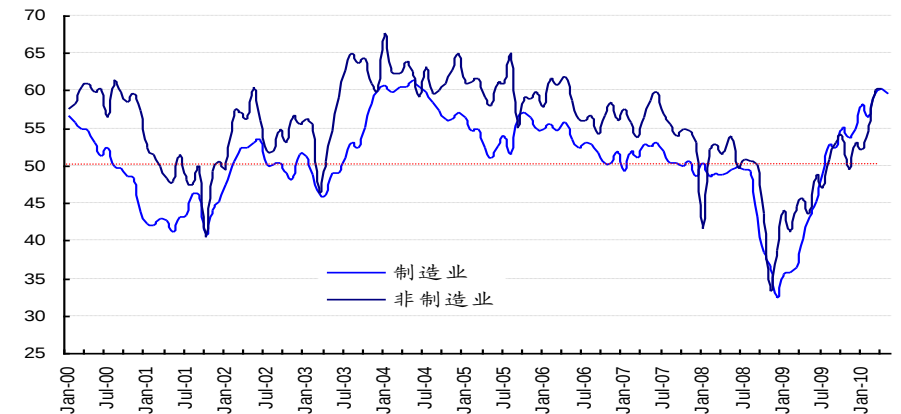
注: 变动方向: >50 为扩张/上升, <50 为萎缩/下降, =50 为不变;

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

5 月份美国 PMI 分项指标中仅就业和出口订单出现改善: 产出指标回落 0.3 个点, 至 66.6; 新订单持平于前月, 但仍高于 50 临界值。就业指标再次回升 1.3 个点, 至 59.8, 10 月为本轮衰退以来首次高于 50 临界值。18 个行业中有 15 个行业新订单出现扩张 (前月 17 个行业), 仅石油/煤产品行业的新订单出现下降。厂商和消费者库存分别减少 3.8 和 1.0 个点, 消费者库存为连续 14 个月低于 50 临界值, 仅食品饮料/烟草行业的消费库存“过高”。厂商库存指标的回落意味着补库存对 GDP 的拉动贡献在减弱, 即补库存对美国 09Q4 和 10Q1GDP 的增长贡献最大。18 个受调查行业中有 16 个出现扩张 (前月 17 个): 造纸、木产品、交运设备、电力设备、家电、电子产品/计算机、家具、塑料橡胶、基本金属、印刷、化

工、非金属矿产品、机械、纺织服装/皮革产品、食品饮料和烟草等，仅石油/煤产品行业出现萎缩的行业（前月 0 个）。

图 16: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2010/5)



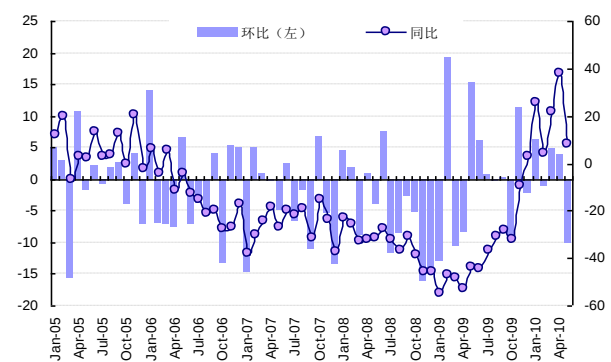
资料来源: 国信证券经济研究所

新订单/库存比可以看作是 PMI 指标较好的一个领先指标，5 月份该比值重新由 1.3 回升至 1.4，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。

■ 购房退税政策退出对房地产开工和销售负面影响开始显现

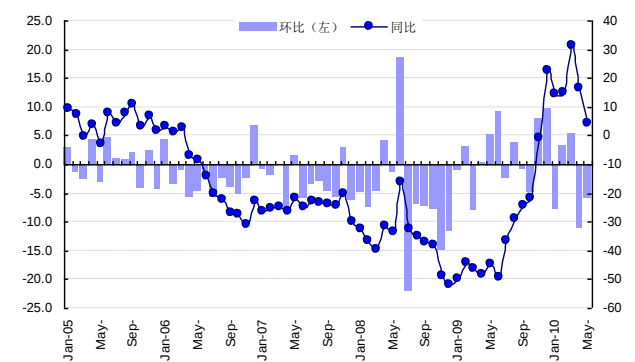
在低利率以及奥巴马政府对首次购房者的税收优惠等多项政策的刺激下，美国房地产市场过剩库存逐渐得到消化，各项营建指标已于 09 年 Q2 筑底，Q3 之后营建数据同比大幅增长，但近期房屋开工和销售数据的反复说明美国房地产内生动力尚未恢复，政府房地产救助政策仍有必要延续。由于优惠购房政策的退出预计分别会对 5 月份和 7 月份的新屋和成屋销售销量，以及期间的房屋开工造成冲击。

图 17: 美国新屋开工量月度增速



资料来源: 国信证券经济研究所

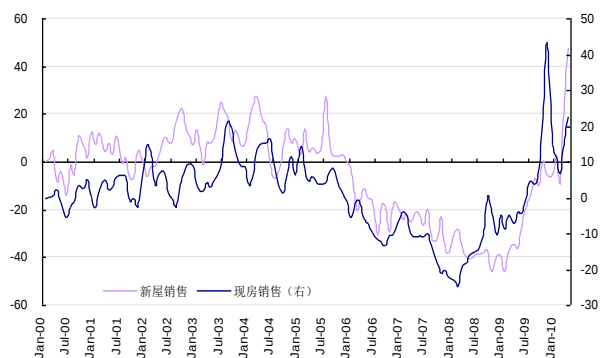
图 18: 美国房屋营建许可月度增速



资料来源: 国信证券经济研究所

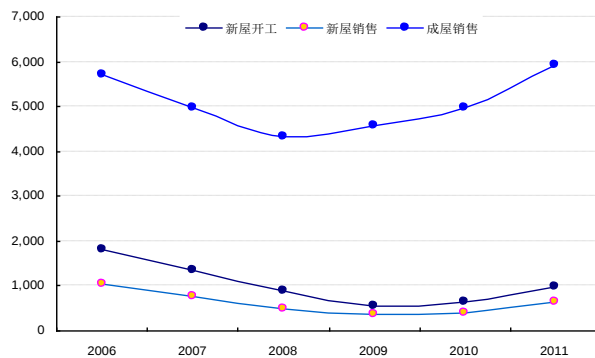
5 月份新屋开工数环比大幅下降 10%，至 59.3 万户，前月数据下修，低于市场预期；同比增速由前月的 38.2% 大幅降至 7.8%。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 74.0%。分项数据来看，单户开工环比下降 17.2%，而多户新开工环比却增长 38.3%。我们仍维持，美国房地产市场 09Q2 筑底的判断，房地产内生动力尚未恢复，政府房地产救助政策仍有必要延续。营建许可因不受天气因素的影响而较新屋开工更可靠，5 月份环比下降 5.9%，至 57.4 万户，低于市场预期；同比增幅由 16.6% 降至 4.4%。

图 19: 美国成屋和新屋销售同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所, 截至 2010 年 4 月

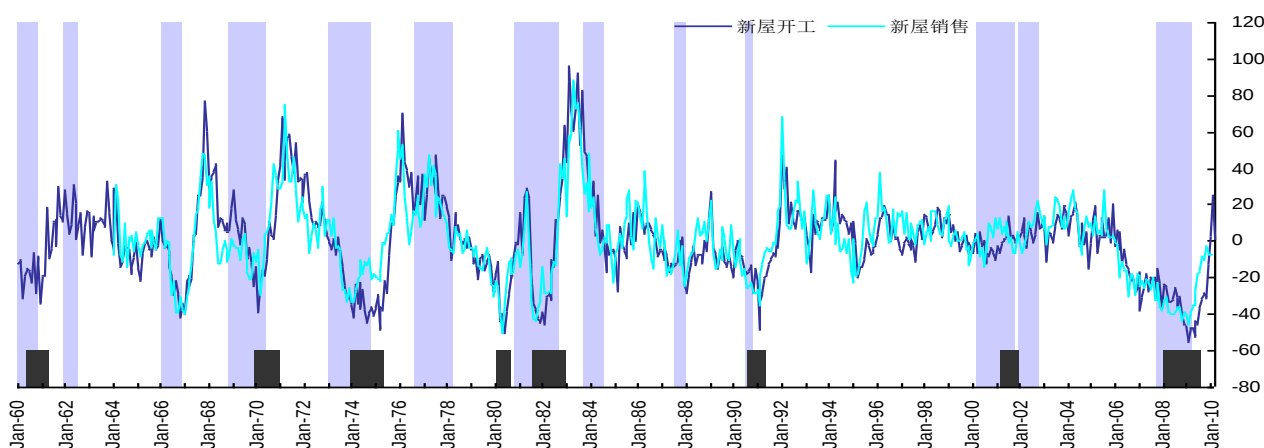
图 20: 美国房地产市场预测 (单位: 千户)



资料来源: 国信证券经济研究所, 更新 2010 年 5 月

延期的税收优惠已经推动了 3-4 月份的房屋销量: 4 月份新屋销售环比增长 14.8%, 增速低于 3 月份, 同比增长 47.8%, 再创数年新高, 高于市场预期; 库存环比下降 7%, 至 21.1 万户, 消化库存需要 5.0 个月, 低于前月的 6.7。4 月份成屋销售环比大幅增长 7.6%, 高于前月和市场预期; 同比涨幅由 16.8% 升至 22.8%, 为连续 9 个月增长。成屋库存环比增长 1.5%, 至 404 万套; 同比降幅由 7% 缩小至 1.8%, 需要 8.4 个月销售完毕, 高于前月的 8.1 个月。

图 21: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2010/04)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

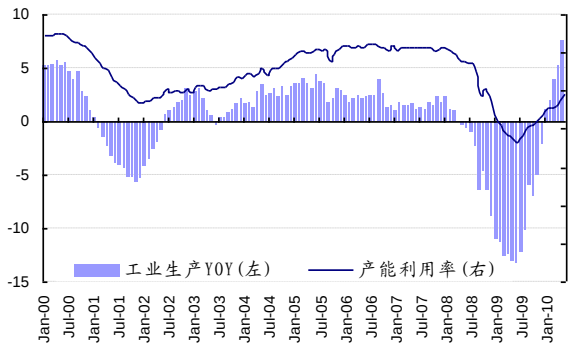
注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

■ 五月份工业产出环比增长 1.2% 产能利用率继续回升

5 月份工业产出环比增长 1.2%, 高于前月的 0.7% 和市场预期的 0.9%, 为连续 10 个月回升; 同比增幅由 5.2% 扩大至 7.6%, 1 月为首次同比正增长。其中, 公用事业环比大增 4.8%, 是推升整体指数的主因; 制造业和矿业产出环比分别增长 0.9% 和 -0.2%。

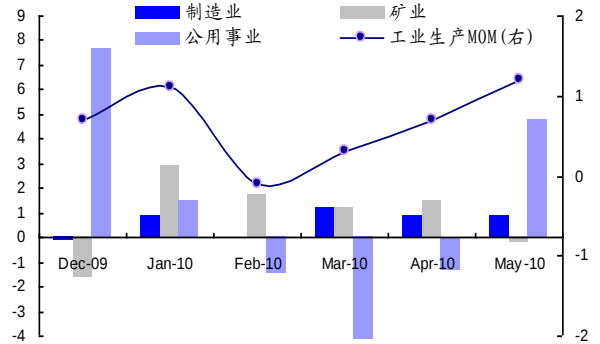
虽然整体工业的产能利用率已连续 11 个月上升至 74.7%, 但较 1972-2007 年的均值 81.0% 下降 6.3%, 经济复苏尚未过热, 其中制造业产能利用率已回升至 71.5%, 而原材料行业产能利用率首次下滑至 88.1%, 通胀压力有所缓解。

图 22: 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 23: 美国各工业行业月度环比增速

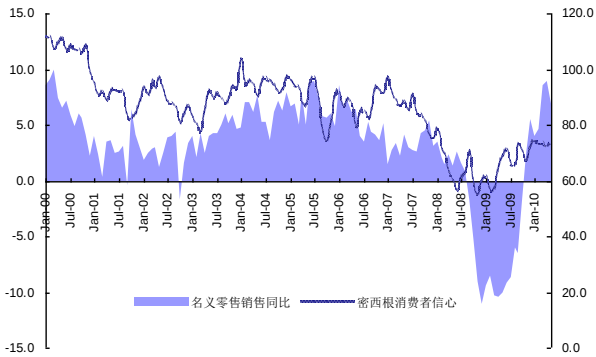


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

■ 五月份零售销售八个月来首次下滑 低于预期

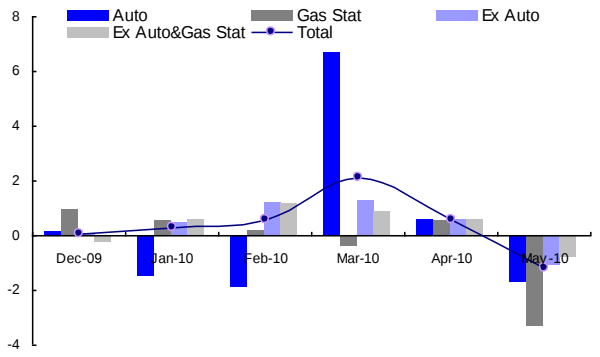
5月份经季节性因素调整后美国零售销售环比下滑1.2%，远低于市场预期增长0.2%，为09年9月以来首次下滑；同比增速由9.0%下降至6.9%。零售额的下滑主要受建材/器械、汽车和加油站销售下滑拖累。尽管5月零售出现下滑，但4月数据表现强劲，并且零售销售已连续七个月实现增长，为99年以来最长水平；过去3个月零售增长2.6%。我们维持观点：就业市场的复苏将最终带动个人消费的增长；美国国内消费需求在经过09Q4的大幅增长后向上趋势仍在持续，内生性动力有望继续支持美国2010全年的经济增长。

图 24: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



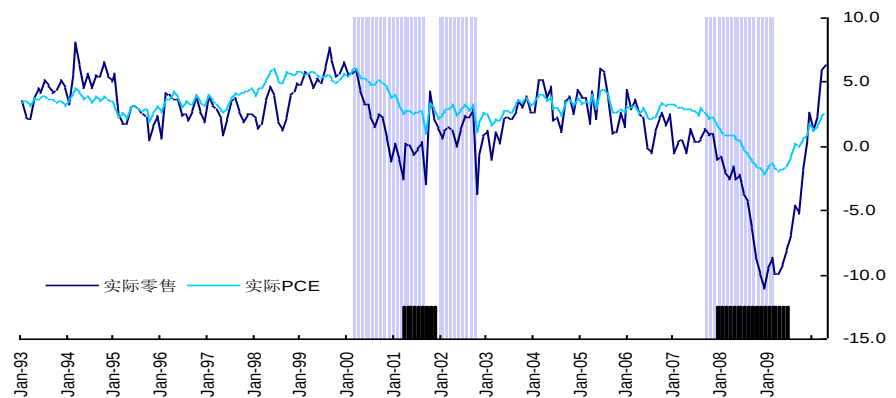
资料来源: 国信证券经济研究所

图 25: 美国月度名义零售销售环比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

图 26: 美国实际零售销售和实际PCE同比增速



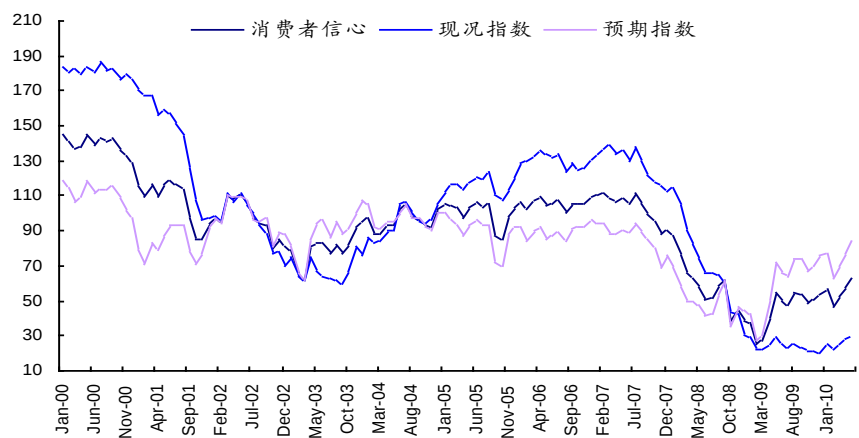
资料来源: 国信证券经济研究所

扣除汽车和加油站等波动率较大部分的零售销售环比也出现下滑，低于市场预期：加油站零售环比下降 3.3%，低于前月增速；扣除汽车销售（环比下降 1.7%）的其他零售销售增长 1.1%，2-3 月增速为 09 年 11 月以来最高；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售环比下降 0.8%，创一年多来最差水平。

■ 五月份消费者信心指数继续上扬 5.6 个点

5 月份消费者信心继续上扬 5.6 个点至 63.3，现状指数上升 2.0 个点，至 30.2，09 年 3 月份为数年低点，未来预期指标也大幅上升 8.1 个点，至 85.3。综合各项经济指标来看，消费者信心的回升主要是对欧洲债务危机略有缓解，以及实际收入有所增长的体现，随着就业市场的回暖，消费信心将继续改善。

图 27：美国月度消费者信心指数



资料来源：国信证券经济研究所

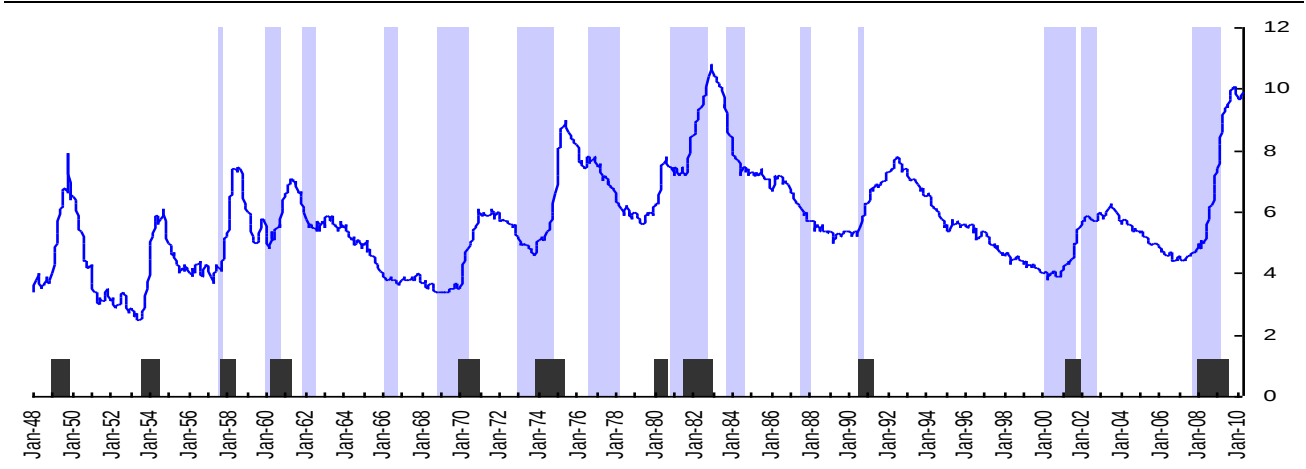
■ 五月份美国非农就业增长低于市场预期

5 月份美国失业率由前月的 9.9% 下降至 9.7%，低于市场预期的 9.8%，10 月份为本轮危机以来失业率最高点 10.1%；非农就业人口增加 43.1 万人（经季调），为 2000 年 3 月以来最高单月增幅，低于市场预期的增加 51.3 万人。但是非农就业人口增长中主要是政府为进行 2010 年人口普查工作而聘用的 41.1 万临时雇员（高于前月的 6.6 万人），这一因素将对 4-6 月份的就业数据正面贡献较大（美国人口局将在 2010 年上半年聘用 115 万临时雇员来帮助进行人口普查工作）；而扣除人口普查因素的影响就业人口 5 月份仅增加 2 万人，远低于前月，但我们仍维持对美国就业市场持续改善的判断。分行业来看，就业增长普遍低于前月，建筑就业人口降幅最大（-3.5 万人），私营部门就业仅增长 4.1 万人（服务业就业人口增长 3.7 万人，为连续第四个月增长；产品生产部门就业增加 0.4 万人，远低于前月的 6.2 万人）。社会整体劳动力人口减少了 32.2 万人，劳动参与率由 65.2% 下降至 65.0%。

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）下降 0.5 个点至 16.6%，所以并不能因 5 月份私营非农就业远低于预期而否认就业市场的复苏仍在持续这一事实！

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先于 09Q4 趋势性见顶的判断（详见 11 月份美国失业率数据点评）。

图 28: 美国月度失业率 (1948/01-2010/05)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

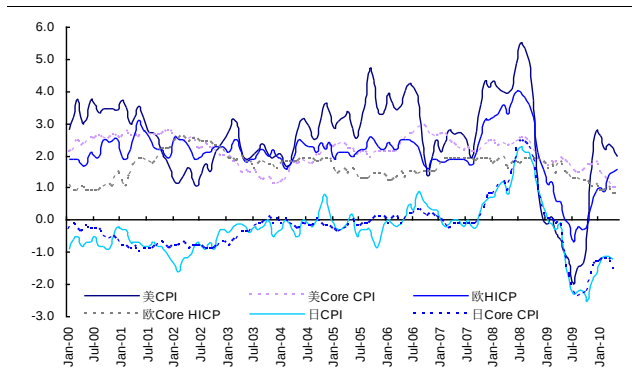
注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

■ 五月份核心 CPI 环比上涨 0.1% 通胀温和

5 月份经季节性因素调整后 CPI 环比下滑 0.2%，为连续两个月下滑，符合市场预期；同比涨幅由 2.2% 微降至 2.0%，主要是受能源（主要是汽油）价格下滑（-2.9%）的拖累。核心 CPI 环比上涨 0.1%，符合市场预期；同比涨幅持平于 0.9%，前月同比涨幅为 04 年初以来最低水平，支持美联储继续维持较低利率以巩固经济增长。目前处于通胀周期的初期，CPI 低增长的主因是受能源价格疲弱的拖累，核心通胀尚可控。

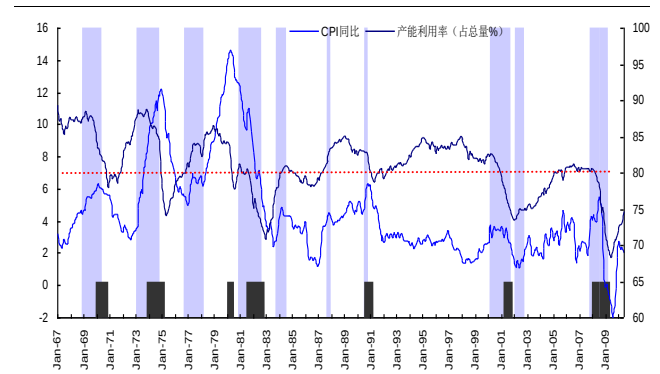
CPI 构成中，居住成本权重最大，约占整体指数的 43%，其次依次为食品饮料（15.8%）和交通（15.3%）。居住成本自 08 年 7 月以来持续下跌，3 月份之前是拖累整体 CPI 上涨缓慢的主要原因，不过近期降幅已明显收窄。5 月份居住价格环比上涨 0.1%。如果美国房地产市场在下半年持续复苏，则 Q3-Q4 通胀的上行压力值得警惕。能源价格环比大幅下降 2.9%，其中居住燃气类价格环比降幅达 5.2%，成为 CPI 近期低迷的主要原因。而扣除能源类 CPI 环比则上涨 0.1%。食品价格基本持平于前月，其中水果蔬菜价格的下滑抵消了肉蛋和谷物价格的上涨。交通运输价格环比下降 1.2%，其中新车价格上涨 0.1%；机票价格上涨 1.9%。

图 29: 各国月度 CPI 和核心 CPI 同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

图 30: 美国 CPI 同比增速与产能利用率



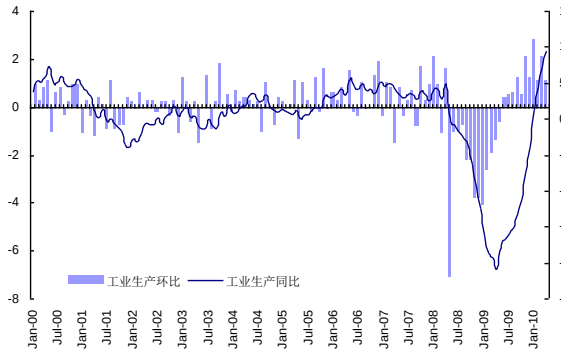
资料来源: 国信证券经济研究所

欧盟——零售销售表现疲弱 通胀压力明显缓和

■ 四月份欧元区工业产出环比增长 1.1% 低于前月增速

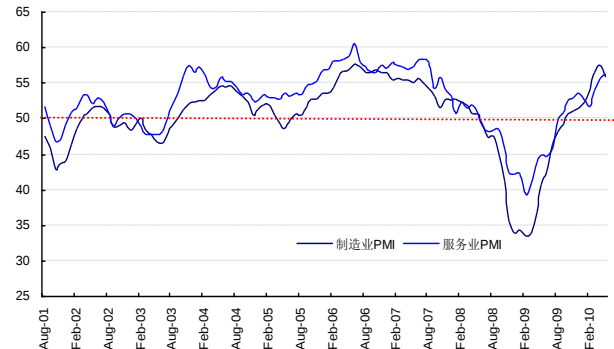
4 月份欧盟国家工业产出（扣除建筑类）经季节调整后环比增长 1.1%；同比增长 9.4%，1 月为 08 年 5 月以来首次实现正增长。欧元区工业产出 09Q1 触底，之后逐步回升，进入 2010 年经济复苏趋势仍在持续，但增速已较 Q1 放缓。

图 31：欧元区月度工业生产（除去建筑类产出）



资料来源：国信证券经济研究所

图 32：欧元区制造业和服务业 PMI 指数



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2010 年 5 月

■ 五月份欧元区制造业指数下滑 1.8 个点至 55.8

欧元区 5 月份制造业 PMI 指数下滑 1.8 个点，至 55.8，制造业自 09 年 10 月起开始步入扩张趋势，目前扩张动能自高位回落；而非制造业 PMI 上升 0.6 个点，至 56.2。

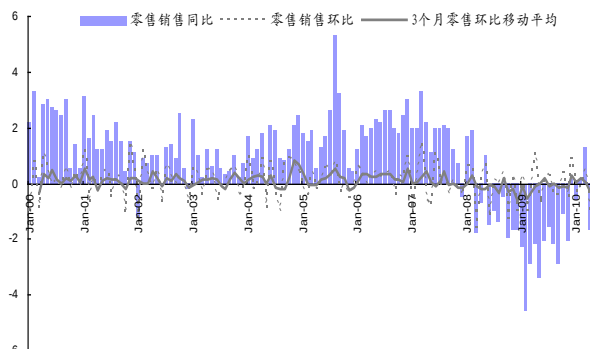
■ 四月份欧元区零售销售环比下滑 1.3%

欧元区 4 月零售销售环比下滑 1.3%，同比下降 1.7%，为年初以来首次下滑，低于预期。欧元区零售波动性较大，欧元区 09Q2 后需求有所回暖，但欧元区就业市场缺乏弹性，内需依然维持弱势，债务危机对区内需求的冲击将逐步显现。

■ 五月份欧元区消费者信心环比下降 3 个点

欧元区 5 月份消费者信心指数环比下降 3.0 个点，至 -18；商业信心继续改善，上升 0.06 个点，至 0.34，债务危机对区内需求的冲击将逐步显现。

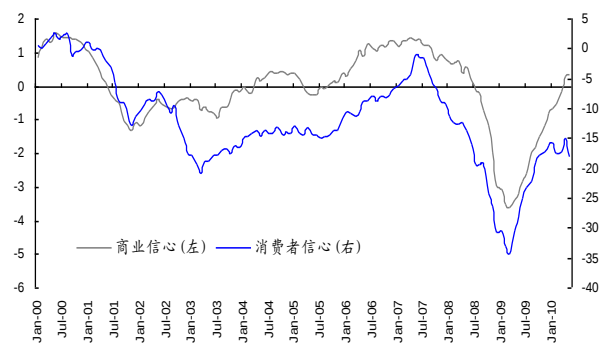
图 33：欧元区月度零售销售额



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2010 年 4 月

图 34：欧元区月度商业和消费者信心



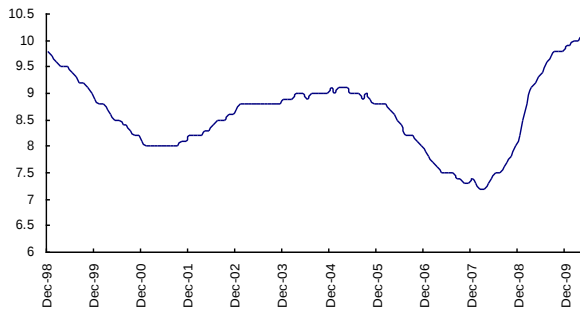
资料来源：国信证券经济研究所

截止 2010 年 5 月

■ 四月份欧元区失业率升至 10.1%

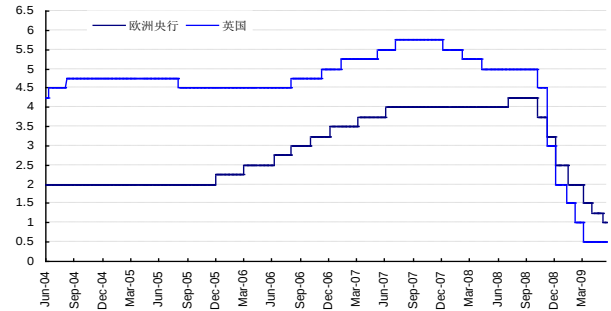
欧元区失业率在 08 年 3 月份降至历史低点后逐步回升，4 月份失业率在连续两个月持平于 10% 后再次上升至 10.1%，略高于预期。欧洲就业市场缺乏弹性，失业率由低点的 7.2%（08 年 3 月）仅上升 2.9 个点。

图 35: 欧元区月度失业率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 36: 欧洲和英国央行基准利率 (2004/6-2010/6)

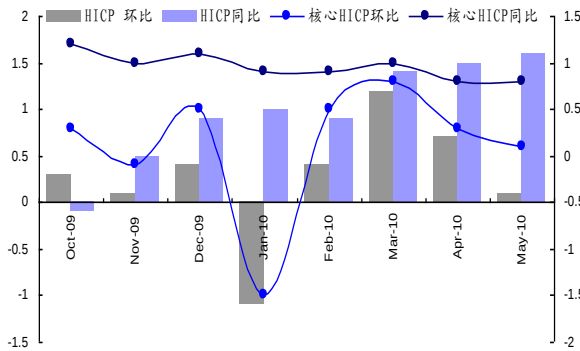


资料来源: 国信证券经济研究所

■ 五月份 CPI 环比上涨 0.1% 低于前月

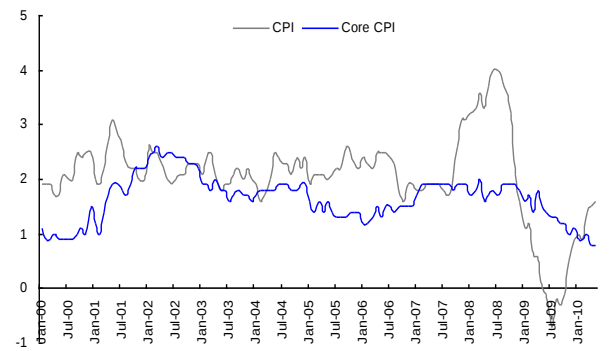
5 月份欧元区调和 CPI 环比上涨 0.1%, 低于前月的 0.7%; 同比涨幅也由 1.5% 微升至 1.6%, 去年 11 月为同比首次转正; 核心 CPI 环比上涨 0.1%, 同比涨幅持平于 0.8%, 略低于预期。因需求低迷, 2010Q2 通胀压力明显缓和。

图 37: 欧元区月度调和消费者物价指数 HICP



资料来源: 国信证券经济研究所

图 38: 欧元区调和消费者物价指数 HICP 同比增速



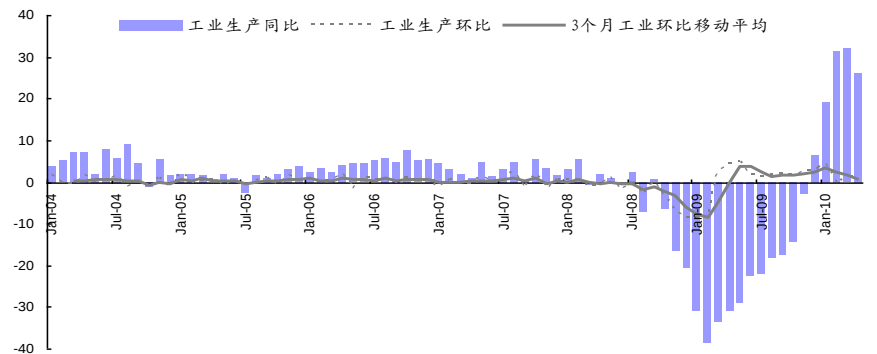
资料来源: 国信证券经济研究所

日本——失业率再次上升 摆脱通缩尚需时日

■ 四月份工业生产环比增长 1.3% 同比增速下滑至 25.9%

日本 4 月份工业产出环比增长 1.3%, 1 月为 09 年 5 月份以来最高增速 4.3%; 同比增幅由 31.8% 降至 25.9%, 进入 Q2 工业生产增速已较高位回落。

图 39: 日本月度工业生产

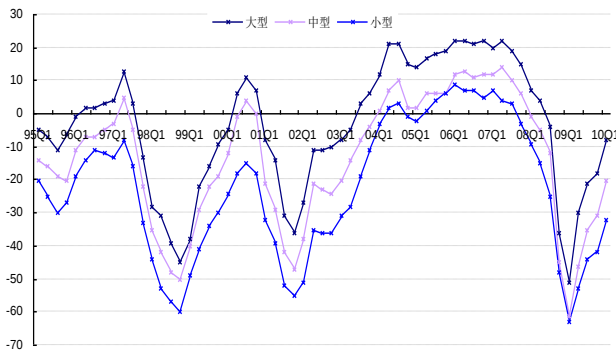


资料来源: 国信证券经济研究所

■ 日银短观调查显示 Q1 制造业企业景气继续改善

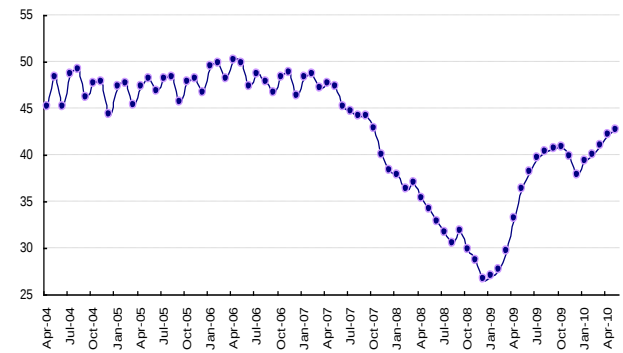
日本银行公布的今年 Q1 的日银企业短期经济观测调查显示,日本短观制造业景气指数继续改善:大型制造业景气由-18 上升至-8;中小企业景气指数分别由-31 和-42 上升至-20 和-32。制造业企业增长在 09 年 Q2 出现改善,目前景气回升趋势仍在持续。

图 40: 日本银行对各类制造业企业短期景气判断指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 41: 日本月度消费者信心指数

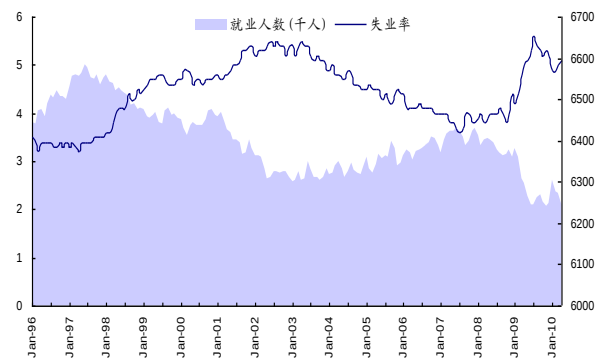


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

■ 五月份消费者信心升至 42.7 为连续五个月上升

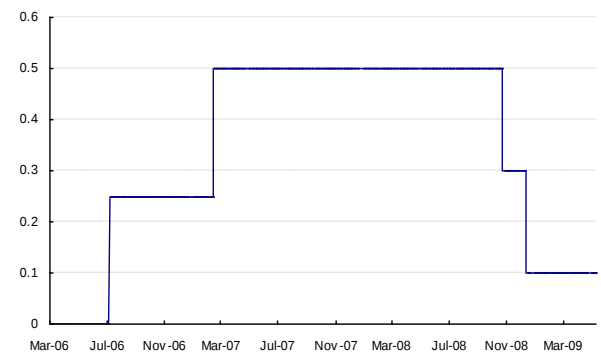
金融危机以来因受日元走强以及对通缩担忧等因素冲击,日本消费者信心指数于 09Q4 持续下滑,进入 2010 年后重拾升势,5 月份继续上升 0.6 个点至 42.7,未来内需的持续复苏才是日本经济走出通缩困境的根本。

图 42: 日本月度失业率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 43: 日本央行基准利率 (2006/3-2010/6)

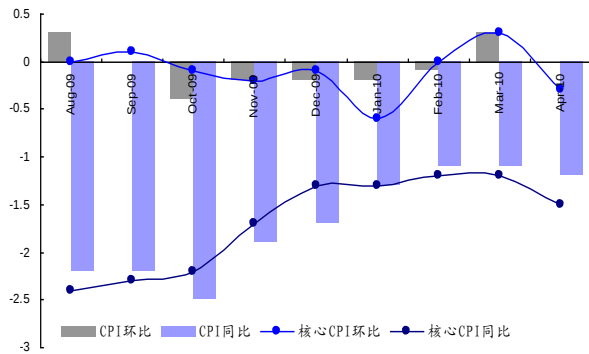


资料来源: 日本内阁府, 国信证券经济研究所

■ 四月份失业率升至 5.1% 就业人口降幅再次扩大

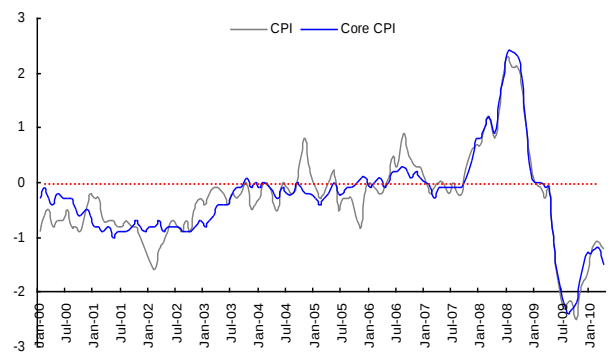
4 月日本失业率再次上升至 5.1%,09 年 7 月份失业率曾创下本轮金融危机以来的高点 5.6%;就业人数较前月减少 2.8 万人,降幅较前期扩大;与去年同期相比减少 5.3 万人,低于市场预期,为连续 26 个月同比下降。

图 44: 日本月度物价指数



资料来源: 国信证券经济研究所

图 45: 日本物价指数同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

■ 四月份CPI持平于前月 核心CPI环比再次下滑

4月日本CPI持平于前月,扭转前月上涨态势;同比降幅由1.1%微升至1.2%,低于市场预期;核心CPI环比下降0.3%,同比降幅也由1.2%升至1.5%。另外,先行指标东京地区5月CPI指数环比下滑0.1%,同比降幅略收窄至1.4%;核心CPI持平于前月,同比降幅微降至1.6%,预示日本4月份CPI会小幅回升,但摆脱通缩仍需时日,而导致通缩持续的根本原因是人口“老龄化”下的内需不足。

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

免责声明

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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煜	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华					
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232				
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

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		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	