欧元区经济增速触底了吗？

主要结论:

一、欧元区经济增速触底了吗？

- **近期欧洲股市反弹至接近历史高点。**欧洲斯托克 600 指数升至接近历史高点附近，其中，法国 CAC40 指数升至 12 年高位，德国 DAX30 为在去年 6 月以来的最高水准。首先，11 月 4 日的贸易谈判乐观情绪帮助欧洲股市收于近两年来的最高水平。其次，英国“硬脱欧”疑虑的消除，也对风险偏好形成支撑。第三，欧央行的货币宽松带来了无风险利率的下滑。但是，近期欧洲股市的上涨单纯是“分母端”无风险利率下滑和风险偏好上来带来的吗？是否包含部分对欧元区经济将触底的预期？
- **当前欧元区部分经济指标出现触底迹象。**
  - **欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数高于预期。**欧元区现况指数和预期指数均出现回升，德国投资者信心指数为五月份以来的最高水平，主要由于亚洲（日本除外）地区也正在引领趋势反转。
  - **欧元区 9 月工业生产意外连续第二个月增长，显示出经济在第三季度末开始渐渐企稳。**主要推动因素是资本财货和非耐用品消费品，抵消了能源、中间品和耐用品消费品的产量回落。随着失业率下降和工资上涨，国内需求对消费品生产商的支撑相对稳定。
  - **当前德国制造业订单和出口均出现回暖现象。**首先，9 月份的制造业订单增长了 1.3%，高于预期的 0.1%和前值的-0.4%，出现 3 个月来的首次正增长。其次，9 月德国出口同比增长 1.5%，增速也高于预期。
- **未来看，欧元区经济增速阶段性见底的概率明显上升。**首先，欧元区部分经济指标确实存在阶段性企稳的迹象。其次，欧央行货币政策仍将保持一定的宽松态势。第三，德国等经济体可能加大财政刺激力度。第四，资本市场的上涨，反映出市场对欧元区经济改善的预期。

二、美国 10 月零售销售和通胀好于预期，工业生产低于预期

- **美国 10 月核心 CPI 同比高于预期：**能源价格上升为主要提振。
- **美国 10 月 PPI 高于预期：**受益于服务价格和大部分商品价格的上升。
- **美国 10 月零售销售高于预期：**主要受汽车销售以及汽油价格上升的影响。
- **美国 10 月工业产出低于预期和前值：**主要汽车制造商员工持续大规模罢工是美国工业产出的下降的部分原因。

三、本周重点关注美联储和欧央行货币政策纪要、美国房屋市场和欧元区制造业 PMI 初值

- **财经事件：**美联储和欧央行公布 10 月货币政策会议纪要。
- **财经数据：**美国 10 月营建许可月率、美国 10 月新屋开工年化总数、美国 11 月费城联储制造业指数、美国 10 月成屋销售年化总数、欧元区制造业 PMI 初值和美国制造业 PMI 初值。

风险提示：

- 美联储货币宽松力度不及预期，导致经济向下压力的累积。
- 中美贸易摩擦升温，导致全球经济受到负面影响较大。
- 新兴市场动荡拖累全球经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

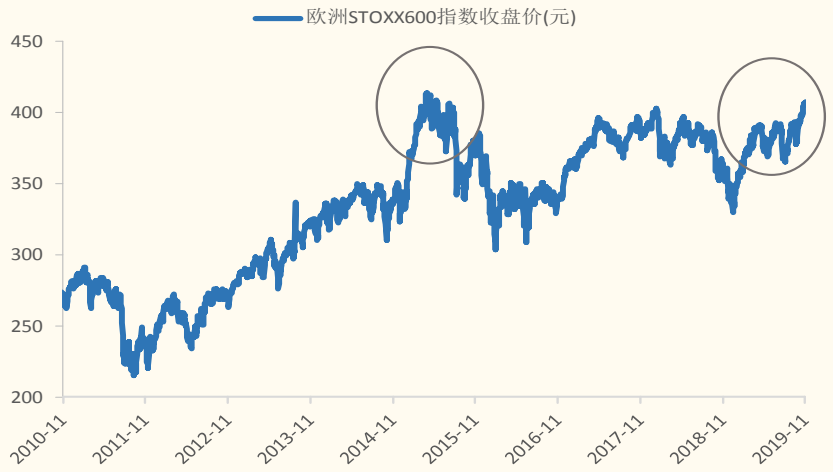
敬请参阅最后一页特别声明

正文如下：

一、欧元区经济增速触底了吗？

近期欧洲股市反弹至接近历史高点。欧洲斯托克 600 指数升至接近历史高点附近，其中，法国 CAC40 指数升至 12 年高位，德国 DAX30 为在去年 6 月以来的最高水准。首先，11 月 4 日的贸易谈判乐观情绪帮助欧洲股市收于近两年来的最高水平。从行业板块来看，汽车制造业和矿商股价为股市上涨的主要推动力，部分原因可能在于市场预期特朗普政府将会推迟对欧盟汽车制造商征收新关税。其次，英国“硬脱欧”疑虑的消除，也对风险偏好形成支撑。根据最新民调数据显示，英国将会在 12 月 12 日启动大选流程，且执政的保守党支持率持续领先之后，市场对未来会出现“硬脱欧”结局的预期已经明显下滑，目前仅有不到 20%，为 5 月份以来最低，给市场信心带来了提振。第三，欧央行的货币宽松带来了无风险利率的下滑。欧元区 10 年期公债收益率从 2018 年 10 月的阶段性高点 0.6%降至 2019 年 8 月的低点-0.6%，下降幅度达 120bp，对股市形成支撑。但是，近期欧洲股市的上涨单纯是“分母端”无风险利率下滑和风险偏好上来带来的吗？是否包含部分对欧元区经济将触底的预期？

图表 1：斯托克 600 指数升至接近历史高点附近

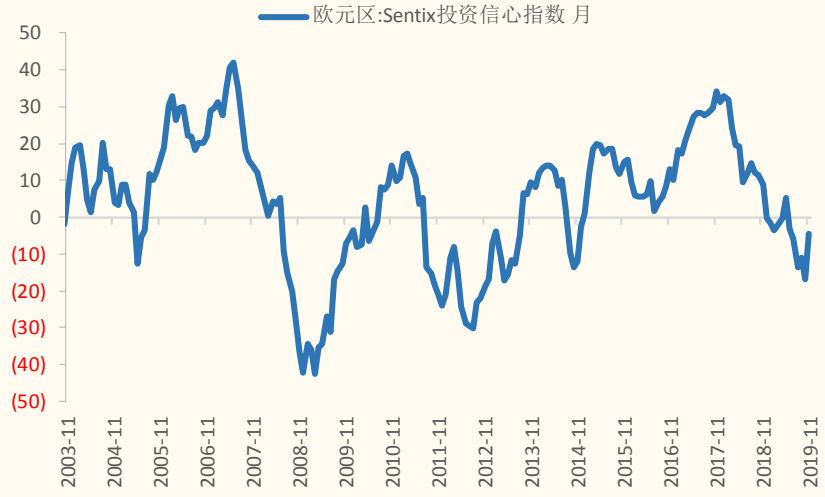


来源：Bloomberg，国金证券研究所

当前欧元区部分经济指标出现触底迹象。

1）欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数高于预期。数据显示，欧元区 11 月 sentix 投资者信心指数为为-4.5，高于预期-13.8，并高于前值-16.8，为自 6 月以来最高，当前状况指数从上个月的-15.5 急剧上升至-5.5，预期指标也从 10 月份的-18 强劲攀升至-3.5，说明投资者对欧元区经济前景的悲观情绪正在减弱，其中德国的投资者信心指数从-19.4 升至-6.5，预期指标从-20.8 跃升至-4.8，为五月份以来的最高水平，主要由于亚洲（日本除外）地区也正在引领趋势反转。

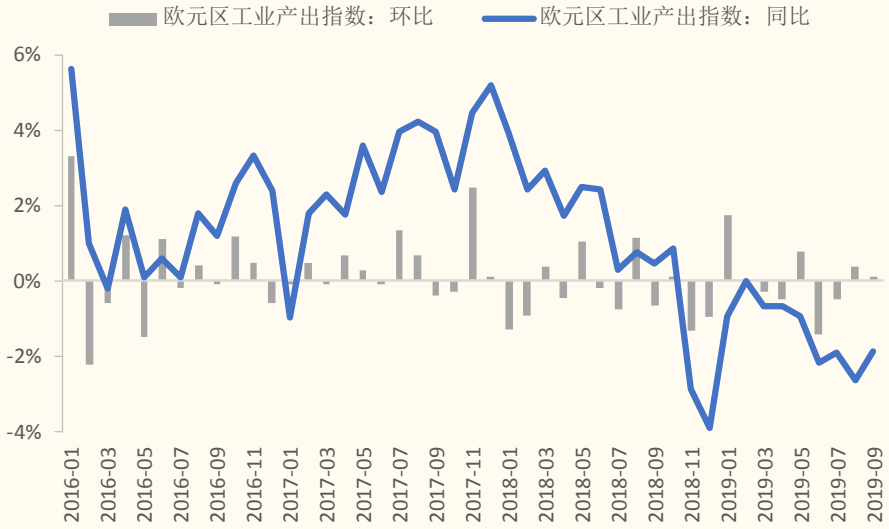
图表 2：欧元区 11 月 sentix 投资者信心指数回升



来源： Wind，国金证券研究所

2）欧元区 9 月工业生产连续第二个月增长，显示出经济在第三季度末开始渐渐企稳。欧盟统计局公布数据显示，继 8 月份增长 0.4%之后，9 月份的产出又增长了 0.1%，两个月的连续增长抵消了 7 月份创纪录的 0.5%的产量下降，远好于经济学家此前预测的 0.2%的降幅。这一增幅的主要推动因素是资本品和非耐用品消费品，抵消了能源、中间品和耐用品消费品的产量回落。同时，9 月份工业产值同比下降 1.7%，降幅是四个月来最小的，好于预期下降的 2.3%，表明经济下滑正在放缓。分类数据显示，非耐用品消费品同比回升至 1.6%，高于前值下降的 1.2%，资本品生产同比-1.4%，高于前值-3.2%，能源生产同比-2.6%，较前值-3.3%出现跌幅收窄。随着失业率下降和工资上涨，国内需求对消费品生产商的支撑相对稳定。相比之下，汽车和资本货物受到新排放法规的严重影响，以及与美中贸易战和英国退欧相关的贸易不确定性。

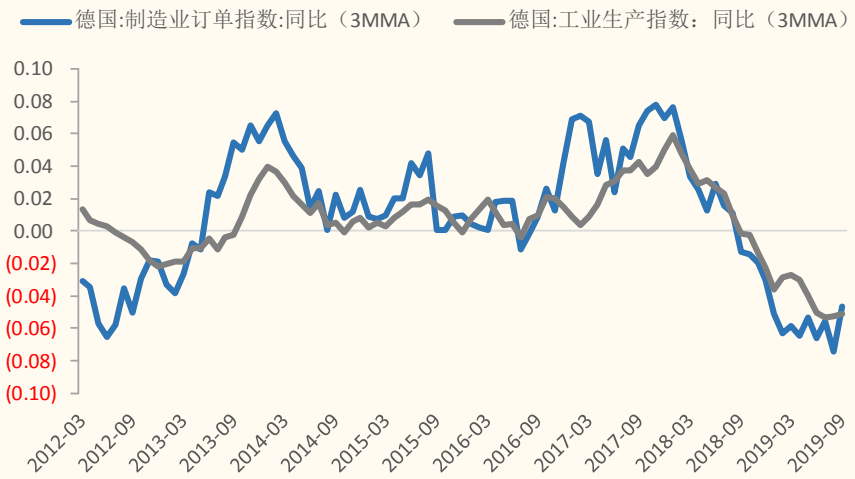
图表 3：欧元区连续两个月工业产出回升



来源： Wind，国金证券研究所

3）德国制造业订单和出口均出现回暖现象。首先，德国制造业订单出现回暖迹象。作为欧元区最大的经济体，德国 9 月制造业订单出现自夏季以来的首次回暖。11 月 6 日，德国统计局的公布数据显示德国 9 月份的制造业订单季调环比增长了 1.3%，高于预期的 0.1%，并高于 8 月份下降了 0.4%；其中，国内新订单环比增长 1.6%，非欧元区新订单环比增长 3.0%，出现 3 个月来的首次正增长。同时，订单的增长主要来自于欧元区之外的投资和消费品的拉动，表明欧元区以外的需求尤其起到了推动作用。制造业订单指数一般领先工业生产，这也意味着德国工业产出在未来的会出现回暖。其次，德国的出口也开始回升。德国 9 月份出口同比增长 4.6%，为今年第二高的出口增速。德国 9 月份进口增长 2.3%，经常账户盈余从 8 月份的 164 亿欧元增至 9 月份的 211 亿欧元。

图表 4：德国制造业新订单带动德国工业生产回升



来源： Wind，国金证券研究所

未来看，欧元区经济增速阶段性见底的概率明显上升。首先，欧元区部分经济指标确实存在阶段性企稳的迹象。从上述经济数据来看，欧元区经济的部分领先指标，比如消费者信心指数、制造业订单、出口等数据都出现一定的企稳回升迹象。**其次，欧央行货币政策仍将保持一定的宽松态势。**从欧央行公布的信号来看，未来欧央行或许进一步调降利率，并进行定向宽松（TLTRO 等工具），货币政策宽松的方向比较确定，这对私人部门形成支撑。**第三，德国等经济体可能加大财政刺激力度。**尽管受制于《马斯特里赫特条约》对政府赤字和杠杆的限制，整体欧元区财政政策难以发力。但德国等经济体财政空间依然较足，而本轮德国经济下行压力更大，不排除德国通过财政扩张的方式来刺激经济。**第四，资本市场的上涨，反映出市场对欧元区经济改善的预期。**自 8 月份以来，欧元区债券收益率转向上行，但欧洲股市依然表现出较强的上涨态势，这意味着市场可能对欧元区经济改善做出了部分定价。

二、美国 10 月零售销售和通胀好于预期，工业生产低于预期

1. 美国 10 月核心 CPI 同比高于预期

11 月 13 日晚间美国劳工部公布数据显示，美国 10 月 CPI 同比 1.8%，高于预期和前值的 1.7%；10 月 CPI 环比为 0.4%，高于预期的 0.3%和前值 0%；10 月核心 CPI 同比 2.3%，低于预期和前值 2.4%；美国 10 月核心 CPI 环比 0.2%，与预期 0.2%持平，高于前值 0.1%。

能源价格上升为主要提振。分类数据显示，能源价格继 8 月和 9 月的下降之后，本月环比上涨 2.7%，占据总体价格水平上升的一半以上，然而同比下跌 4.2%。食品价格继上月环比上涨 0.1%后，本月上涨 0.2%，同比上涨 2.1%。医疗保健价格环比上涨 1.0%，为 2016 年 8 月以来最大幅度上升，同比上涨 4.3%。娱乐价格环比上涨 0.7%，上涨幅度为自 1996 年 2 月来最大。10 月美国二手车和卡车价格自 9 月环比下降 1.6%后，环比上涨 1.3%，同比上涨 1.4%；新车价格下跌 0.2%，是第四次连续下降，同比上涨 0.1%。房屋价格环比上涨 0.1%，上涨是自 2013 年以来幅度最小的一次，同比上涨 3.3%；租房价格同样环比上涨 0.1%，为 2011 年 5 月来的最低月增幅。个人护理价格环比上涨 0.4%。教育价格环比上涨 0.1%。服装价格环比下降 1.8%，同比下跌 2.3%。除了食品和能源的所有价格继 9 月 0.1%的环比上涨之后，10 月环比上涨 0.2%，同比上涨 2.4%。

2. 美国 10 月 PPI 高于预期

11 月 14 日晚间美国劳工部公布数据显示，美国 10 月 PPI 同比 1.1%，高于预期 0.9%，低于前值 1.4%；美国 10 月 PPI 环比 0.4%，高于预期 0.3%，高于前值 -0.3%；美国 10 月核心 PPI 同比 1.6%，高于预期 1.5%，并低于前值 2.0%；美国 10 月核心 PPI 环比 0.3%，与预期 0.3%持平，高于前值 -0.3%。

服务价格和大部分商品价格的上升导致 10 月 PPI 环比上升。10 月服务价格在前一个月的下降 0.2%后上升 0.3%，主要原因在于服装，珠宝，鞋类，首饰零售利润价格 2.6%的上升。交通和仓储服务价格上升 0.3%。正相反的是，证券经纪业务，交易，投资咨询等相关服务的价格下降 8.4%。商品价格上升 0.7%，是自 3 月 1%的上升以来最大幅度上涨。70%的上升归结于能源价格 2.8%的上涨，汽油价格 7.3%的上升。然而，钢铁废料价格下降 15.7%。

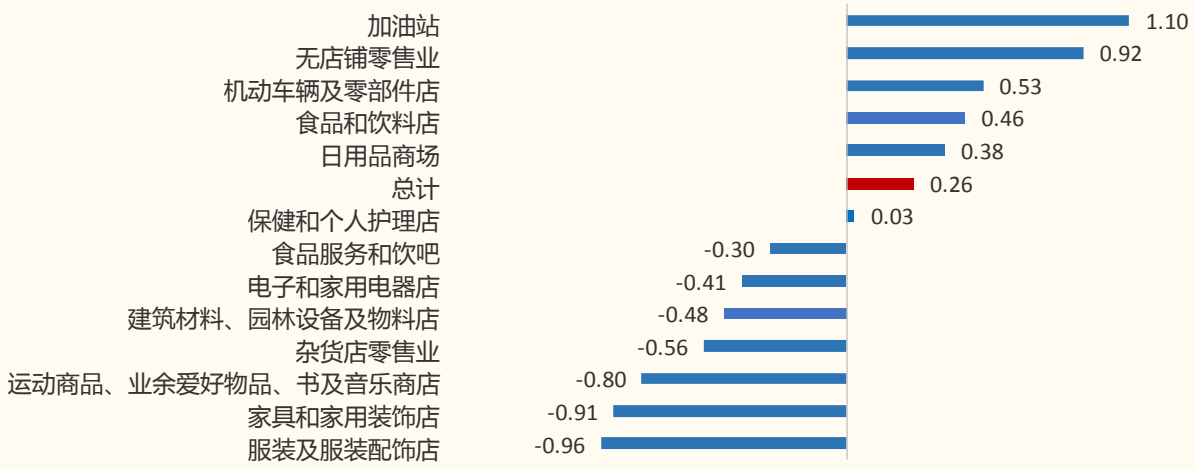
3. 美国 10 月零售销售数据较上月改善

11 月 15 日晚间美国商务部公布数据显示美国 10 月零售销售月率为 0.3%，高于预期的 0.2%，也高于前值的-0.3%；美国 10 月核心零售销售月率为 0.1%，高于前值的-0.1%，但低于预期的 0.4%。

美国 10 月零售销售好于预期主要受汽车销售以及汽油价格上升的影响。分类数据显示，机动车辆及零部件店销售额环比增加 0.53%，高于前值的-1.30%；加油站销售环比增加 1.10%，高于前值下降的 0.11%；食品和饮料店销售额环比增长 0.45%，高于前值下降的 0.59%；无店铺零售业销售环比增加 0.91%，高于前值增加的 0.16%；家具和家用装饰店销售额环比下降 0.91%，低于前值增加的 0.71%；电子和家用电器店销售额环比下降 0.40%，低于前值增加的 0.09%；建筑材料、园林设备及物料店销售额环比减少 0.91%，低于前值的 0.71%；保健与

个人护理店销售额环比增长 0.03%，但低于前值 0.61%；服装及服装配饰店销售额环比下降 0.96%，低于前值增加的 0.28%。

图表 5：10 月零售销售环比分项



来源： Wind，国金证券研究所

4. 美国 10 月工业产出持续低于预期和前值

11 月 15 日晚间美联储公布数据显示，美国 10 月工业产出环比-0.8%，低于预期的-0.4%，也低于修正后前值-0.3%；美国 10 月制造业产出环比为-0.6%，略优于预期的-0.7%，但仍低于前值-0.5%；美国 10 月产能利用率回落至 76.7%，略低于预期的 77.0%，低于前值 77.5%；美国 10 月制造业产能利用率为 74.7%，低于前值的 75.2%

主要汽车制造商员工的持续大规模罢工是工业产出下降的部分原因。汽车及零件产量下降 7.1%，为自 2019 年 1 月以来降幅最大。除去汽车和零件生产，工业总产值指数下降了 0.5%，制造业指数略微下跌了 0.1%。美国矿业 10 月产出环比下降了 0.7%，与前值-0.8%基本持平；公共事业产出环比下降了 2.6%，显著低于前值增加的 1.9%。报告显示，持续受到机动车产量下降导致耐用品产量下降 4.1%，运输设备下降 2.7%；而公共事业产出的下降也导致消费能源产品和商业能源产品分别下降了 1.6%和 1.7%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8903