

# 通胀与经济同下滑 美欧日央行再宽松

## ——发达经济体深度报告

### 核心要点:

- 美核心 PPI 创 4 年半来的最低。而 CPI 环比 0，同比 1.7%，均低于预期。经济继续下滑：制造业 PMI 指数创 10 年来的最低，收缩明显，服务业 PMI 指数 3 年来最低，8 月企业库存较上月持平、资本品订单下降，投资支出疲弱，9 月工业生产下跌 0.4%；生产与供给正在下降；而需求方面，8 月的个人支出仅增长 0.1%，是半年来的最差，9 月零售销售下降 0.3%，为 2 月以来首次下降，表明消费开始减速；房地产方面，由于供给侧限制仍在继续和经济下行，营建许可与新屋开工投资继续下滑。首次申请失业救济人数连续第四周上升表明就业市场可能会进入停滞，这表明经济增速加快——就业上升——收入增加——消费上升——资本支出增加——内需拉动——经济加速，这种经济上升周期自我循环开始失效，美国经济连续历史最长增长周期的拐点可能已经来到。本月美联储开始再次购买债券，下周进入 10 月底的美联储货币政策会议静默前，委员表态分歧明显，市场预期 10 月降息的可能性高达 9 成。
- 欧元区 9 月 CPI 同比终值升 0.8%，下滑至近三年最低，ZEW 经济景气指数为 -23.5，8 月工业产出同比降 2.8%，经济景气指数为 101.7，工业景气指数为 -8.8，创 2013 年 7 月以来的最低水平，PMI 指数五年以来的最低水平。欧元区经济基本上处于停滞，而通胀低迷，欧洲央行在英国脱欧再次面临不确定性的情况下，进一步宽松的压力上升。
- 日本 9 月 CPI 仅为 0.1%，核心 CPI 创近两年半新低，领先指标下滑至 91.7，工业产出环比下降 1.2%，零售继续下滑，加上本月开始将消费税自 8% 提升至 10%，内需受到抑制。日本央行暗示准备最早在下个月扩大刺激计划。

### 分析师



周世一

☎: (8610) 66568471

✉: zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070004

## 通胀与经济同下滑 美欧日央行再宽松

### ——发达经济体深度报告

9月欧美央行同期降息后，10月份的经济数据显示美欧日通胀水平进一步低迷，同时，经济增长下滑趋势得到确认，预计欧美日央行会进一步采取降息等宽松措施，以刺激经济提升通胀，预防或减慢经济衰退的到来。

近期的公布的经济数据显示，美国的通胀低迷，而经济下滑可能有所加速，美联储周三公布的褐皮书报告称美国的经济增长速度正在放缓，而美国国内的物价上涨速度仍很温和。美联储未来进一步宽松的必要性上升。

因隔夜市场的拆借利率自9月初连续高于美联储的利率目标，9月中旬开始，纽约联储已经开始在公开市场连续抛出基础货币，买进债券，以压低隔夜拆借利率至美联储目标的2%。但因市场资金短缺，美联储上个月的货币政策会议决定降息外，停止缩表，并决定根据市场情况释放货币。

因短期利率连续超过美联储的利率目标，10月15日，美联储开始以每月600亿美元购买短期美国国债。美联储调，这些购买并不代表回归量化宽松。但美联储购买债券，超过了市场预期——除了600亿美元的短期国库券外，美联储每月还将购买200亿美元的长期国库券。这一规模，几乎与上一轮的QE期间的购买相当。当时，美联储在2012年12月至2014年10月每月购买850亿美元美国国债和抵押贷款证券。

美联储表示购买资产目的是微调其资产负债表，压低短期利率至目标利率。美联储认为9月的短期货币市场利率的飙升是由于其4万亿美元的投资组合大幅缩水所致。9月中，大量美国公司税的支付和国债拍卖的结算导致大量现金从银行转移出去。现金需求和供应的不匹配给关键的融资市场给利率带来了上行压力。正常情况下，隔夜拆借利率通常只比基准联邦基金利率的中点高出0.1个百分点，8月和9月初的拆借利率在2.2%左右，然而到了9月16日，回购利率升至5%。9月17日当华尔街银行的回购部门开始展期贷款，回购利率最高升至10%。为平抑市场利率，纽约联储从9月17日开始向货币市场注入现金以降低利率，自那以来，美联储在每个工作日都进行隔夜拆借操作，以保持市场平稳运行。

美联储表示短期美国国债的购买将持续到明年第二季度，不过它并没有承诺在第一个月之后每月购买600亿美元。美联储9月的货币政策会议决定停止缩表。因为到期的债券和财政部账户的影响，美联储的资产负债表会在年底前减少1500亿美元。因而，预计四季度，美联储至少会购买差不多2000的债券，以使货币供给不至于紧缩。

美联储的褐皮书宣称，自9月初以来仅以“轻微到温和的速度”扩张，许多公司对未来几个月的前景更加悲观。报告显示，全美各地商业活动的增长表现各不相同，中西部和在大平原地区的商业活动表现与南部和西部地区相比较差。

“商业联系人士大多预期经济扩张还将继续，但许多人都下调了对未来6至12个月时间里经济增长的预期。”美联储报告中写道。

经济数据方面，美国的通胀继续下滑，PPI环比下降0.3%，创8个月来最低，PPI创2年来的最低，核心PPI创4年半来的最低。而CPI环比0，同比1.7%，均低于预期。经济继续下滑：制造业PMI指数创10年来的最低，收缩明显，服务业PMI指数3年来最低，反映商业情绪的8月核心资本货物订单月率下滑0.2%，资本支出疲弱，这些表明生产与供给正在下降；8月的个人支出仅增长0.1%，是半年来的最差，9月零售销售下降0.3%，为2月以来首次下降，表明消费开始减速；投资方面，8月企业库存较上月持平，生产方面，美国9月工业生产下跌0.4%；房地产方面，由于供给侧限制仍在继续和经济下行，营建许可与新屋开工投资继续下滑。首次申请失业救济人数连续第四周上升表明就业市场可能会进入停滞。

美国9月PPI同比增1.4%，为2016年11月以来最低。预期增1.8%，前值增1.8%；环比

减 0.3%，创 8 个月来最大跌幅，预期增 0.1%，前值增 0.1%。美国 9 月核心 PPI 同比升 2%，预期升 2.3%，前值升 2.3%；环比降 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。9 月 PPI 下降，主要是由波动性较大的贸易、运输和仓储服务部门所致。

核心 PPI 自 2015 年 2 月以来的最大月度跌幅表明，需求疲软在迫使企业降低价格，并使其无法将关税导致的更高成本转嫁给消费者。在生产者和消费者层面上，通货膨胀率都表现低迷为美联储提供了降低借贷成本的空间，同时又不必担心价格上涨超过目标水平。

美国 9 月季调后 CPI 月率为 0，预期上升 0.1%；美国 9 月未季调 CPI 年率上升 1.7%，预期值上升 1.8%，前值上升 1.7%。不包括食品和能源的核心 CPI 月率上升 0.1%，低于预期值 0.2%。

美国 9 月 CPI 升幅小于预期，因二手车成本降幅为一年来最大，加上全球经济局势导致经济前景面临风险，居民消费不振导致。

内需的消费方面，美国 9 月零售销售下降 0.3%，为 2 月以来首次下降，因美国家庭削减在汽车、建筑材料、业余爱好和网上购物方面的支出。美国 8 月个人收入增长了 0.4%，但个人消费支出环比仅增长 0.1%，增速创六个月新低，汽车消费的增长被餐馆和酒店等休闲支出的下降所抵消。

8 月数据从之前公布的增长 0.4% 上修至增长 0.6%。不包括汽车、汽油、建筑材料和食品服务的核心零售销售 9 月持平，8 月确认为增长 0.3%。核心零售销售与 GDP 中的消费者支出部分关联性最强。全美零售商联合会将零售销售疲弱归咎于贸易紧张局势，以及难以从夏末和新学年初的数据中剔除季节性波动。零售商还表示，劳工节假日提前，使一些通常在 9 月进行的购买活动提前到 8 月份进行，这也可能是 9 月零售销售低迷的原因之一。

月初公布的企业投资下降和制造业活动恶化，就业增长和服务业活动放缓，加之零售销售低迷。在假日季来临前，美国经济的消费下滑，会导致经济增长大幅放缓。第三季度消费者支出环比增长年率预期从 3.0% 下调至 2.5% 左右，在美国经济活动中的占比超过三分之二的消费者支出第二季度环比增长年率为 4.6%，为一年半来最大增幅。

投资方面，8 月企业库存较上月持平，这导致经济学家将第三季度 GDP 环比增长年率预估下调至 1.2%-1.9%。

生产方面，美国 9 月工业生产下跌 0.4%，逊预期。生产设备使用率 77.5%，按月下跌 0.4 个百分点。扣除汽车及零部件生产，9 月整体工业及制造业生产仍下跌 0.2%。

房地产方面，投资继续下滑。美国 9 月营建许可总数为 138.7 万户，预期 135 万户，前值 142.5 万户；环比降 2.7%，预期降 5.3%，前值升 8.2%；9 月新屋开工总数年化 125.6 万户，预期 132 万户，前值 136.4 万户。本周有调查显示 10 月美国建筑商商业信心上升至 1 年半以来新高，但有建筑商表示，由于供给侧限制仍在继续和经济下行，对未来维持谨慎态度。预计第三季度住房投资会在抵押贷款利率降低的影响下将温和回升，但住房投资已经连续 6 个月减少，创 2008 年金融危机以来的最长连降时期。

美国上周新申领失业人数增加 4000 人至 21.4 万人，4 周平均新申领失业援助人数上升 1000 人至 21.475 万人；持续申领失业援助人数跌至 168 万人减少 10000 人。首次申请失业救济人数连续第四周上升表明，在全球需求和投资下降的环境下，制造业增长放缓可能正在向劳动力市场扩散。

9 月失业率降至 3.5%，是近 50 年最低，9 月非农业职位增加 13.6 万个，低于市场预期增加 14.5 万个。其中美国 9 月私人部门职位增加 11.4 万个，低于市场预期增加 13.3 万个；政府部门职位则增加 2.2 万个；制造业职位减少 2000 个，是 6 个月以来首次下跌，远低于预期的增加 4000 个。政府部门职位增加 2.2 万个。8 月新增非农业职位由 13 万个向上修订至 16.8 万个。

关键的薪资停滞，9 月平均时薪按月持平，预期是增长 0.3%，同比 2.8%，低于前几个月的 3.5%。每周平均工时维持在 34.4 小时。

9 月份美国制造业 PMI 大幅下滑至 47.8，创下 2009 年 6 月以来最低水平，显示美国制造业萎缩加剧。制造业 PMI 连续两个月下滑，8 月份指数为 49.1，并连续第二个月低于 50 荣枯

线，延续一年多前触及14年高点后的下滑趋势。ISM产出指数也下滑至10年低点，就业指数跌至2016年1月以来的最低水平。

ISM非制造业PMI指数在9月份下跌3.8点至52.6，为2016年8月以来最低，并且远低于调查中的最悲观预测。订单和企业活动的增长突然放缓，而就业指数创下了五年多以来的最低水平。ISM的服务就业指数跌至50.4，为2014年2月以来的最低水平，略高于50的读数，表明企业既没有增加也没有减少其员工数。企业活动指数9月跌至55.2，抹去了前一个月的大部分涨幅。新订单指数创2016年8月以来最大跌幅，并触及53.7的三年低点。

全球经济增速放缓已经抑制了美国国内外对制成品的需求，而贸易政策的不确定性则扰乱了供应链，并暂停了企业的招聘计划。这对美国制造业冲击很大。而负面作用逐渐影响服务业。服务业构成了经济的主体，并占据劳动力就业的最大份额。美国9月ISM非制造业PMI跌至三年新低，表明美国经济的最重要部门增长放缓，加剧了市场对美国经济衰退的担忧。

美国8月贸易帐逆差549亿美元，预期545亿美元，前值540亿美元。8月份对华商品贸易逆差经季节性调整后从前月的296亿美元缩减至289亿美元。同期美国对中国出口增长至100亿美元，而进口则略降至389亿美元。美国与中国的进出口贸易自2018年贸易战以来也出现了大幅下降，使曾在2018年排名第一位的中国变成继墨西哥和加拿大之后的美国第三大贸易伙伴。今年迄今为止，美国对中国的商品贸易逆差从2018年同期的2,701亿美元收窄至经季节性调整后的2,384亿美元。

总逆差的扩大反映出进口增加，特别是包括手机在内的消费品，这可能是由于特朗普于8月1日宣布对另外3000亿美元的中国进口商品加征10%的关税后，提前进口所致。8月份消费品的总进口额达到创纪录的572亿美元。

虽然失业率创新低，但美国经济下滑趋势明显，因就业数据是一项滞后指标。特别是在失业率新低的情况下，薪资停止增长，验证了我们此前的判断：美国就业增加大幅放缓，主要是已经实现充分就业，经济增长对就业的拉动下降；但是，薪资增速虽然维持高位，不再加速上升，这表明，经济增速加快——就业上升——收入增加——消费上升——资本支出增加——内需拉动——经济加速，这种经济上升周期自我循环开始失效，美国经济连续历史最长增长周期的拐点可能已经来到。

二季度美国实际GDP年化季率修正值2.0%，较一季度3.1%的增速明显回落，创近两年最差表现，占到美国经济70%的消费以4.6%的年增速部分抵消了制造业和企业投资下滑对经济的拖累。从当前的零售与个人支出看，三季度消费下降，可能会明显拖累经济增长。美国经济第二季环比增长年率为2.0%，低于第一季度3.1%的增速，10月底将会公布第三季度GDP数据。

随着全球经济增速放缓，再加上疲软的通胀数据，加大了美联储将在10月晚些时候放松政策的可能。倾向于降息的官员认为，通胀超过央行目标的风险不大。美联储主席鲍威尔表示美国经济运行良好，但同时指出美国经济面临一些风险，称美联储必须竭尽所能保持经济稳定。美联储主席鲍威尔表示，美联储开始扩张资产负债表以克服隔夜市场中出现的现金流问题。但是鲍威尔说这并不是量化宽松。

美联储官员威廉姆斯表示，资产负债表上采取的行动不会改变货币政策立场。美联储的公开市场行动已经稳定了市场。

美联储副主席克拉里达：7月以来经济增长转向下行；并没有看到经济衰退风险升级的迹象；认为疲软还未溢出到消费；全球制造业都表现萎靡。

达拉斯联储主席罗伯特·卡普兰表示，他目前对美联储是否会在即将到来的10月政策会议上降息持“不可知”态度。截至9月份为止，卡普兰称其预计到2020年底时，美联储只会再降息一次。

腾讯证券10月19日讯，达拉斯联储主席罗伯特·卡普兰（Robert Kaplan）周五表示，他目前对美联储是否会在即将到来的10月政策会议上降息持“不可知”态度。他说道，在美联储今年已经批准降息两次之后，先看到更多信息再决定是否第三次加息可能是明智之举。

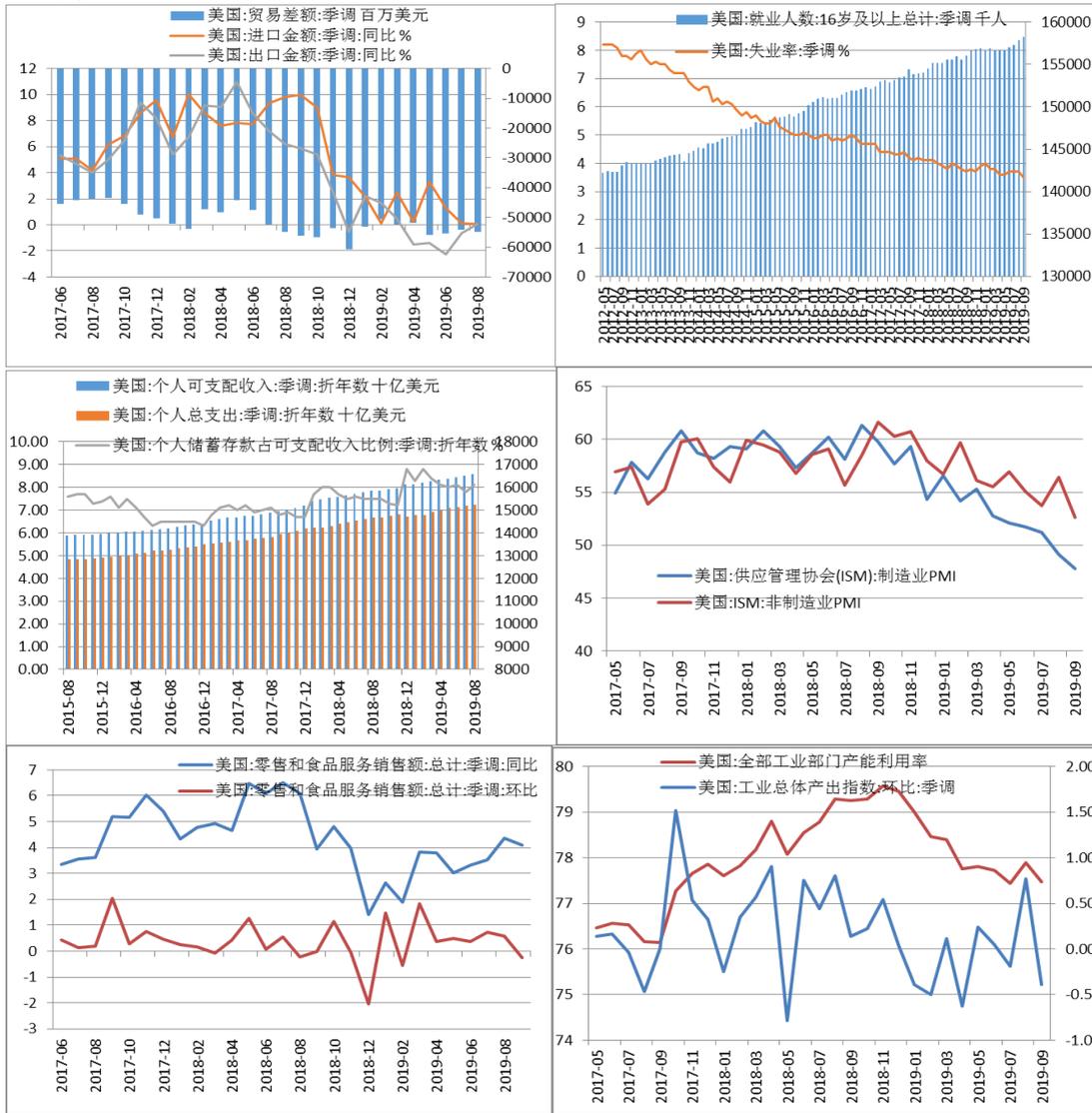
堪萨斯城联储行长乔治则表示，现在为了防范经济增长风险而降低利率，也可能导致过热，

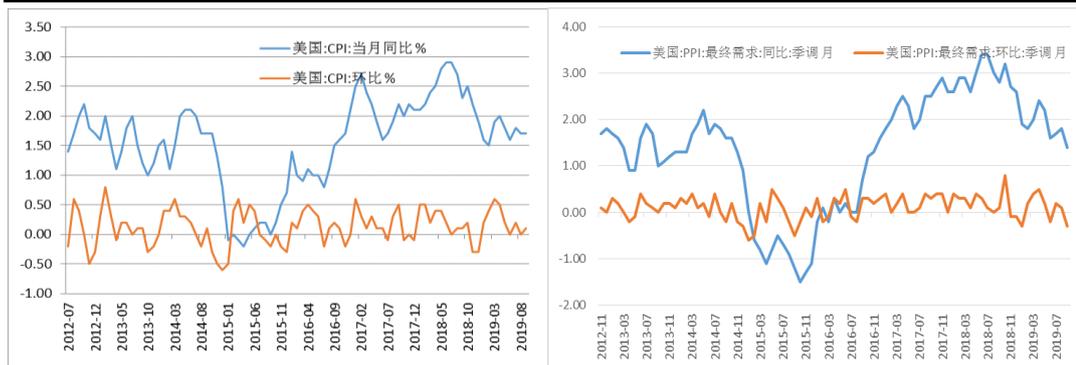
并在债务水平居高不下不的情况下危及金融稳定，可能在以后造成经济伤害。

前财政部长劳伦斯·萨默斯10月18日称，他预计明年年底前美国经济出现衰退的可能性超过三分之一，敦促美联储继续通过货币政策防止这种情况发生。

美联储将于29-30日召开货币政策委员会会议，下周开始，美联储官员进入会议前的静默期，将不再对外发表公开谈话。目前市场对降息的预期很高，CME的美联储观察工具显示，有92.5%的交易者预期美联储10月份会降息0.25个基点，有50%的交易者认为，美联储在12月份将会再次降息。

**图1：美非农就业与失业率、进出口增速与贸易差额、PMI、个人收入支出与储蓄率、零售、工业生产、CPI、PPI**





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

欧元区的经济数据显示, 整体经济面临停滞的风险, 同时通缩压力继续上升, 欧洲央行在英国脱欧再次面临不确定性的情况下, 进一步宽松的压力上升。

欧元区 9 月 CPI 同比终值升 0.8%, 预期升 0.9%, 前值从升 0.9%修正为升 1%; 核心 CPI 同比终值升 1.2%, 预期升 0.3%, 初值升 0.2%。欧元区 9 月 CPI 环比升 0.2%, 预期升 0.2%, 前值升 0.1%; 核心 CPI 环比升 0.3%, 预期升 0.2%, 前值升 0.1%。9 月的 CPI 年率进一步下滑至近三年最低, 因能源价格下跌,

近期公布的经济数据显示欧元区 8 月建筑业产出环比降 0.5%, 前值降 0.7%; 同比升 1.2%, 前值升 1.1%。欧元区 8 月季调后贸易帐顺差 203 亿欧元, 预期顺差 180 亿欧元, 前值顺差 190 亿欧元; 未季调贸易帐顺差 147 亿欧元, 预期顺差 175 亿欧元, 前值顺差 248 亿欧元。

尽管欧元区的顺差有所扩大, 但要注意到, 这是进出口增速同时下降情况下, 进口下降更多导致的。当月欧元区的出口下降了 2.2%, 但进口大幅下降了 4%, 从而导致贸易顺差上升至 203 亿欧元。这是标准的因内需收缩更剧烈导致的衰退性顺差, 表明区内消费不振。

欧元区 10 月 ZEW 经济景气指数为-23.5, 前值-22.4; ZEW 经济现况指数为-26.4, 前值-15.6。欧元区 8 月工业产出环比升 0.4%, 预期升 0.3%, 前值降 0.4%; 同比降 2.8%, 预期降 2.5%, 前值降 2%。

9 月 Markit 综合 PMI 终值 50.1, 预期 50.4, 初值 50.4, 8 月份为 51.9。欧元区 9 月经济景气指数录得近五年以来的最低水平, 经济基本上处于停滞, 而通胀低迷, 欧洲央行已经实施负利率, 刺激经济的压力尚存不减。

欧元区 9 月制造业 PMI 终值为 45.7, 较预期高出 0.1, 但仍创下自 2012 年 10 月以来的最低水平。新订单终值为 43.4, 好于预期值, 但也是自 2012 年 10 月以来的最低水平。核心德国拖累, 制造业 PMI 指数为 41.7。

欧元区 9 月 Markit 服务业 PMI 终值 51.6, 预期 52, 初值 52, 8 月份为 53.5。欧元区 9 月 Markit 综合 PMI 终值 50.1, 预期 50.4, 初值 50.4, 8 月份为 51.9。9 月份欧元区服务业 PMI 跌至 1 月份以来最低水平, 较预估初值下修。欧元区服务业出口连续第 13 个月下降。德国服务业 PMI 跌至 3 年来最低水平, 而法国和欧元区指数也双双下跌。这表明经济疲软势头正扩散的迹象。

欧元区 8 月份零售销售同比增长 2.1%, 预期为 2.0%。欧元区 8 月份零售销售环比增长 0.3%, 预期为 0.3%。欧元区 8 月失业率为 7.4%, 创逾十年来新低, 预期为 7.5%, 前值为 7.5%。

欧元区 9 月经济景气指数为 101.7, 预期 103, 前值 103.1; 工业景气指数为-8.8, 创 2013 年 7 月以来的最低水平, 预期-6, 前值-5.9; 企业景气指数为-0.22, 预期 0.11, 前值 0.11; 服务业景气指数为 9.5, 预期 9.3, 前值 9.3。欧元区 9 月经济信心大跌, 因紧张局势打压工业信心。欧元区 9 月工业景气指数创 2013 年 7 月以来的最低水平。这一迹象表明, 全球经济增长放缓和英国脱欧带来的不确定性的影响正在加剧。

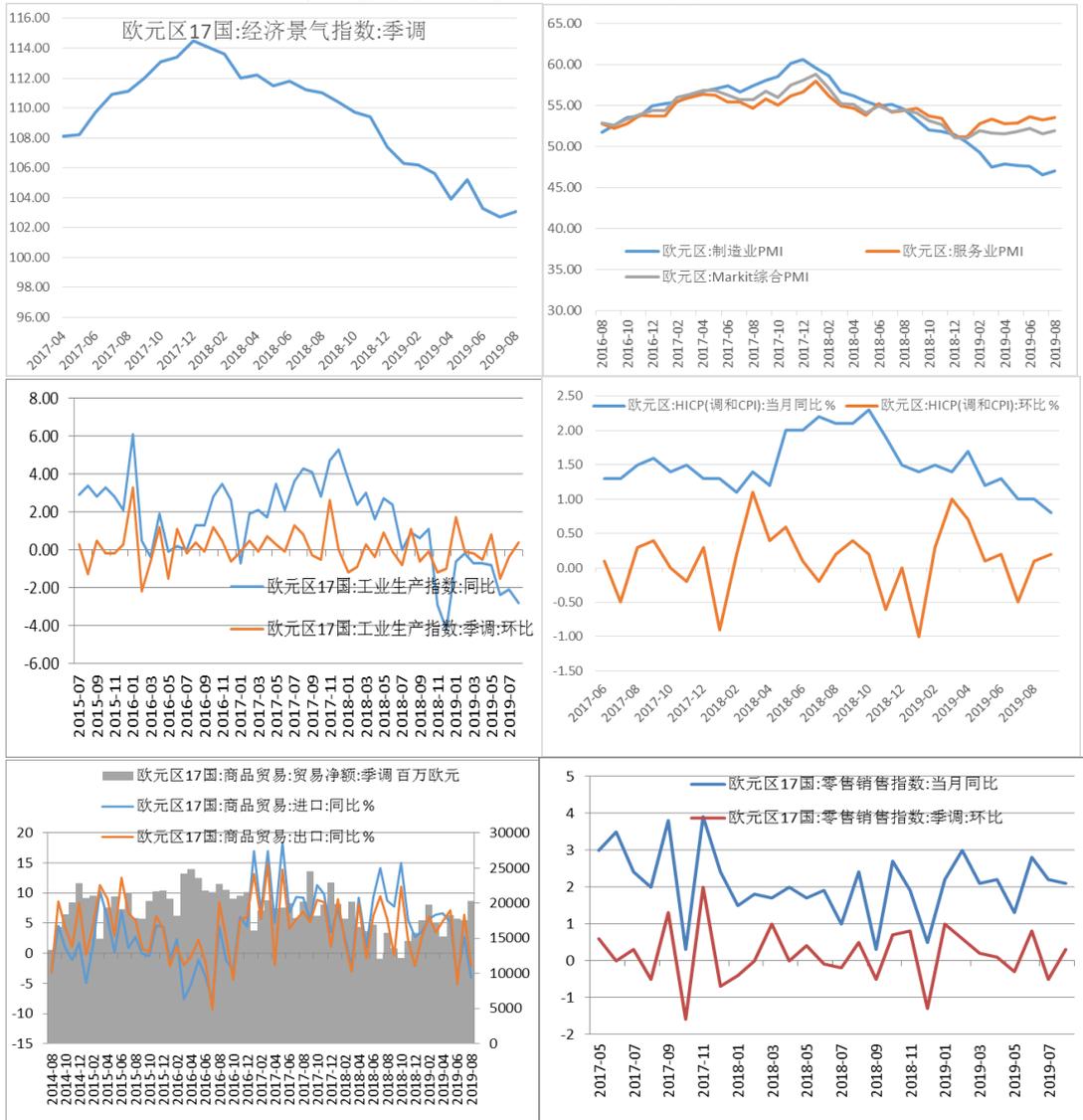
德国经济体信心指数从 100.6 跌至 99.4, 为 2013 年 6 月以来首次低于长期平均水平。9 月份工业和服务业的销售价格预期双双下降, 这是通胀的一个负面迹象。通胀仍处于低位, 远

未达到欧洲央行的目标。

欧元区9月消费者信心指数初值为-6.5, 预期为-7, 前值为-7.1。欧元区7月建筑业产出同比增1.1%, 前值增1%; 环比减0.7%, 前值持平。

欧洲央行上个月刚刚将存款便利利率从-0.4%下调至-0.5%, 为2016年3月以来首次下调, 维持主要再融资利率、边际贷款利率不变, 将开始实施利率分级制度。

图2: 欧CPI、欧PMI、经济景气指数、零售、工业生产、进出口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

日本方面, 老龄化加剧, 最新公布的出生人数正在快速减少。日本2019年1-7月的出生人数同比减少5.9%, 减幅创30年来纪录。2016年日本的出生人数跌破100万人, 仅仅过了3年, 2019年的出生人数很可能跌破90万人。超出日本政府预期的少子化将对社会保障制度和经济增长产生影响。

日本8月份经季节调整后的核心机械订货额为8753亿日元(1美元约合107日元), 环比下降2.4%, 连续两个月下降。8月份核心机械订货中, 主要由于非铁金属等行业订货额大幅下降, 制造业订货额为3802亿日元, 环比下降1.0%; 主要由于建筑业、信息服务业等订货额下降, 非制造业订货额为4773亿日元, 环比下降8.0%。

从3个月移动平均值来看, 6月至8月核心机械订货额增长1.2%。内阁府将8月份机械订

货基本情况判断维持在“可见恢复动向”不变。核心机械订单订单下降，日本的资本支出不佳。

日本9月CPI同比仅仅0.1%，环比0.2%；更为重要的核心CPI年率上涨0.3%，较8月的0.5%放缓，创下自2017年4月以来新低。核心CPI包括石油产品价格，但不包括波动较大的新鲜食品价格。日本9月核心消费者通胀率创近两年半新低，主要由于能源价格下跌，加大了日本央行扩大其本已庞大的货币刺激计划的压力。

根据日本央行7月份发布的预测，截至明年3月的本财年核心通胀率预计将达到1%，低于该行2%的目标。日本央行暗示准备最早在下个月扩大刺激计划，对威胁经济和通胀势头的海外风险发出了强烈警告。央行行长黑田东彦表示，日本央行有可能进一步放松货币政策，必须留意长期宽松政策带来的副作用。

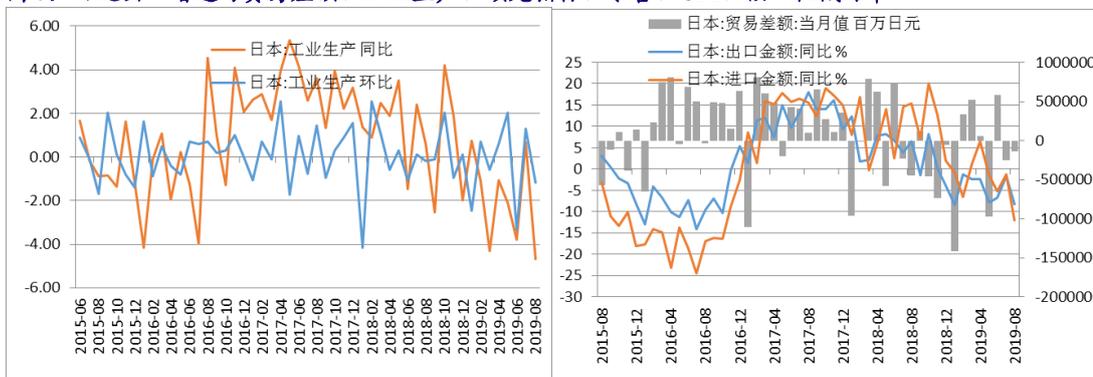
日本8月工业产出环比下降1.2%，降幅远超分析师此前的预期中值0.5%，其中，钢铁制品、工业生产设备、汽车的需求下降抵消了电子产品和化学产品的产出增长。8月日本机床订单额同比减少37.1%，降至883亿日元，这是自2013年4月以来首度低于900亿日元。就在今年6月，日本机床订单额跌破被视为荣枯线的1000亿日元，跌至989亿日元。7月略有回升至1013亿日元。

8月日本出口减去进口的贸易收支为逆差1363亿日元，日本外贸已连续两个月呈现逆差状态。具体而言，日本面向全球的出口下滑8.2%至6.141万亿日元，连续9个月同比减少，因汽车、汽车零部件以及半导体制造装置出口下滑。进口下滑12.0%至6.2773万亿日元，为连续第4个月下滑。日本进出口大幅下降，表明全球需求不佳，贸易战对日本经济影响很大。

日本8月领先指标初值91.7，预期91.7，前值93.7；8月同步指标初值99.3，预期99.4，前值99.7。日本8月失业率2.2%，前值2.2%，预期2.3%。日本9月基础货币同比增3%，前值为2.8%。日本8月零售销售为12.054万亿日元，前值为12.165万亿日元。

总体上，日本经济受贸易战等外部冲击较大，加上本月开始将消费税自8%提升至10%，预计内需会受到抑制，内外交攻之下，预期日本经济三季度仍不景气。核心CPI创下2年半来的最低，日本央行可能会进一步宽松以应对通缩和经济放缓。

图3：日进出口增速与贸易差额、工业生产、领先指标、零售、CPI、核心机械订单



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\\_9464](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9464)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>