

证券研究报告 / 宏观数据

## 如何理解美国 PMI 与失业率的背离—— 海外宏观周度观察（2019 年第 40 周）

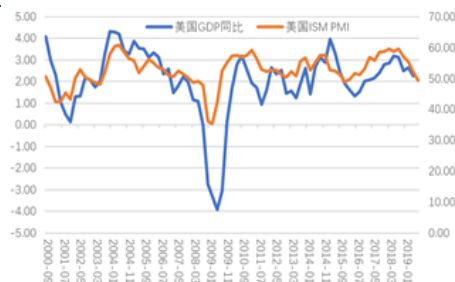
### 报告摘要：

美国 9 月 ISM 制造业 PMI 录得 47.80，预期 50.5，前值 49.1，并创下 2009 年 6 月以来最低水平。美国 9 月非农就业人数不及预期，但失业率再创新低，达到 3.5%。如何理解二者的背离？历史经验来看，PMI 指数是基于企业微观层面反映出的对未来经济景气度的乐观程度，而企业通常对经济形势的变化更加敏感，故而 PMI 指标更具前瞻性。而就业数据则由于职位、工资黏性等原因，对经济形势作出反应相对较慢，故而具有滞后性，且趋势转换较慢。数据上看亦是如此，PMI 通常领先于 GDP 增速，而失业率变化则滞后。我们认为美国就业数据虽强劲，但经济下行压力仍大。欧元区经济持续疲弱。欧元区 9 月制造业 PMI 终值为 45.7，创下自 2012 年 10 月以来的最低水平。日本制造业 PMI 录得 48.9，再次低于 50 枯荣线，服务业 PMI 降至 52.8，综合 PMI 降至 51.5，日本 8 月工业产出初值同比降 4.7%，8 月失业率 2.2%，继续保持在 26 年来最低水平。

本周疲弱的经济数据助长了鸽派论调，市场对美联储 10 月降息预期增加。日央行表示将维持宽松的货币政策立场，并会将财政政策和货币政策配合起来。

英国无协议脱欧风险仍然存在。约翰逊表示不会寻求延长脱欧，将在周三向欧盟提交最终的脱欧提议。如果欧盟不接受这一新方案，英国将在 10 月 31 日无协议“脱欧”，但要想在月底前就脱欧协议达成共识难度较大。10 月 2 日，世界贸易组织(WTO)在今日的裁决中支持美国对价值 75 亿美元的欧洲商品征收关税的要求。随后美方宣布，自本月 18 日起对欧盟制造飞机征收 10% 关税，其他工业及农产品征收 25% 关税。市场普遍担心，美国对欧洲加征关税的行为将引爆美欧之间以牙还牙的贸易战，增加地缘政治风险与贸易不确定性。10 月 4 日美国众议院关于特朗普弹劾案向白宫发起传票，但白宫拒绝配合。目前弹劾案仍处于收集证据、准备众议院投票的阶段，总体来看特朗普被弹劾的概率较低，除非有新的“黑料”出现。

本周全球主要股市指数多数下跌。美国三大股指跌幅均超过 0.60%，欧洲三大股指周线均大跌，英国富时 100 指数跌 2.70%，创一年来最大单周跌幅。债券收益率涨跌不一。布伦特原油价格下降 7.63%，黄金白银价格均上涨。农产品大多上涨。糖价大幅上升，涨幅为 10.29%。



### 相关报告

《若贸易谈判无变数则 10 月难有再降息——9 月美联储利率会议点评》(20190920)

《“中美通话”传递的信号重于真实性——海外宏观周度观察(2019 年第 35 周)》(20190902)

《美国非农不及预期，欧美 9 月预计双降息——海外宏观周度观察(2019 年第 36 周)》(20190909)

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001  
18917252281 shenxf@nesc.cn

### 研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022  
13817489814 youcy@nesc.cn

### 联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010  
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警 .....	4
2. 美欧日经济数据继续走弱 .....	4
2.1. 美国 9 月 PMI 创下新低, 非农就业增长放缓 .....	4
2.2. 欧元区经济持续疲软 .....	6
2.3. 日本经济疲弱, 用工荒持续 .....	7
3. 美联储 10 月降息概率提升, 日央行将维持宽松 .....	7
3.1. 经济数据疲弱加强美联储降息预期 .....	8
3.2. 日央行将维持宽松 .....	8
4. 英国脱欧进入最后博弈环节 .....	8
5. 美欧贸易摩擦加剧 .....	9
6. 美国众议院向白宫发传票, 特朗普弹劾案升级 .....	10
7. 全球市场表现 .....	10
7.1. 全球股市多数下跌 .....	10
7.2. 主要债券收益率涨跌不一 .....	11
7.3. 工业品涨跌互现, 农产品大多上涨 .....	12
图 1: 美国 ISM PMI 下跌至历史新低 .....	5
图 2: 美国 ISM 制造业 PMI 分项指标 .....	5
图 3: 美国 Markit PMI 稍高 .....	5
图 4: 非农就业增速放缓 .....	5
图 5: PMI 领先于 GDP 增速 .....	6
图 6: 失业率反应相对滞后 .....	6
图 7: 欧元区经济下行 .....	7
图 8: 德国经济持续疲弱 .....	7
图 9: 日本 PMI 疲弱 .....	7
图 10: 日本工业产出下滑 .....	7
图 11: 英国 9 月 PMI 跌破荣枯线 .....	9
图 12: 全球股指多数下跌 .....	11
图 13: 美债收益率仍然倒挂 .....	11
图 14: 美国国债收益率继续下滑 .....	11
图 15: 欧元区公债收益率涨跌不一 .....	12
图 16: 日本国债收益率上行 .....	12
图 17: 工业品涨跌互现 .....	12

图 18: 农产品大多上涨..... 12

表 1: 重点数据及事件 ..... 4

## 1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2019/10/07	欧元区	欧元区 10 月 Sentix 投资者信心指数
2019/10/08	日本	日本 8 月贸易帐(亿日元)
2019/10/08	美国	美国 9 月 PPI 月率
2019/10/09	美国	美国至 10 月 4 日当周 API 原油库存(万桶)
2019/10/09	英国	英国央行公布金融政策概要以及央行金融政策委员会会议纪要
2019/10/10	美国	美国至 10 月 5 日当周初请失业金人数(万人)
2019/10/10	美国	美联储公布 9 月货币政策会议纪要
2019/10/10	欧元区	欧洲央行公布 9 月货币政策会议纪要
2019/10/10	美国	美国 9 月季调后 CPI 月率
2019/10/10	英国	英国 8 月工业、制造业产出月率
2019/10/11	美国	美国 9 月进口物价指数月率
2019/10/12	美国	美国至 10 月 11 日当周石油钻井总数(口)

数据来源: 东北证券整理

## 2. 美欧日经济数据继续走弱

### 2.1. 美国 9 月 PMI 创下新低, 非农就业增长放缓

美国 9 月 ISM 制造业 PMI 录得 47.80, 预期 50.5, 前值 49.1, 连续两个月低于荣枯线, 并创下 2009 年 6 月以来最低水平, 显示美国制造业萎缩加剧。数据显示, 在被调查的 18 个制造业行业中, 有 15 个行业在 9 月份的经济活动出现萎缩, 多个行业对加征关税造成的伤害表示忧虑。ISM 制造业 PMI 的分项数据显示, 产出、新出口订单、就业指数是制造业 PMI 下滑的重要原因。产出指数从 8 月的 49.5 下降为 47.3, 降幅 4.44%, 创 2009 年 5 月以来最低值。新出口订单从 43.3 下降为 41, 降幅 5.31%, 创 2009 年 4 月以来新低。就业指数录得 46.3, 为 2016 年 1 月以来新低。这其中可能反应了全球经济走弱、贸易摩擦、美国汽车工人联合会组织的通用(GM)大罢工等因素的影响。其他分项指数显示美国供应商配送速度加快、企业材料购进放缓, 均表明美国制造业未来生产将面临持续的压力。

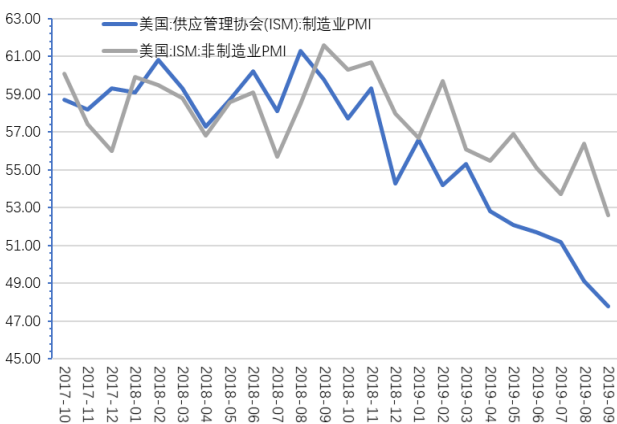
美国 9 月 ISM 非制造业 PMI 同样创下历史新低, 终值为 52.6, 预期 55, 前值 56.4, 表明美国经济的最重要部门增长放缓, 加剧了市场对美国经济衰退的担忧。此外, 美国 9 月 Markit 制造业 PMI 指数终值 51.1, 预期 51, 前值 51, Markit 服务业 PMI 终值为 50.9, 预期 50.9, 前值 50.9。由于调查方法的不同, ISM PMI 较 Markit PMI 更偏主观, 二者背离反映出企业目前经营状况尚未有大幅走弱, 但企业家对于未来经济的主观判断较为悲观。

美国 9 月季调后非农就业人口新增 13.6 万人, 预期增 14.5 万人, 前值增 13 万人。9 月失业率为 3.5%, 预期 3.7%, 前值 3.7%, 时薪同比增速从上月的 3.2% 回落至 2.9%, 为一年多来的最低水平。时薪增速的下降可能会拖累未来的通胀水平。分行业而言,

与贸易摩擦较为相关的制造业与零售业的新增就业人口分别下降 2 千人与 1.14 万人，显示美国国内就业未能免于受到国际贸易环境的影响。总体而言，鉴于 PMI 数据的前瞻性，我们预期如果美国制造业持续疲软，则会影响企业的招工计划，导致未来美国非农就业的下行压力较大。

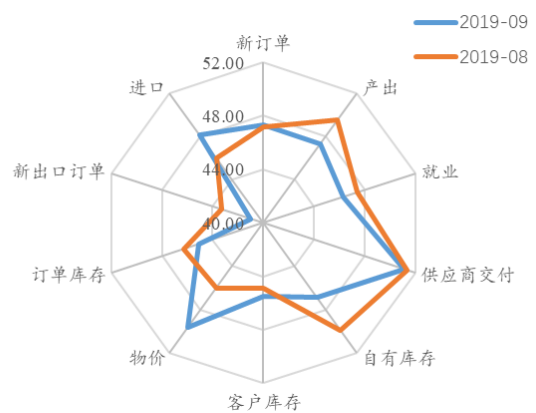
美国 9 月 PMI 与就业数据显示，全球经济增速放缓与贸易摩擦已经对美国经济造成了不利影响，并且该影响可能会继续扩大。全球经济增速放缓已经抑制了美国国内外对制成品的需求，而贸易摩擦与政治不确定性则扰乱了供应链，并进一步对就业产生了不利影响。PMI 公布后各界对美国经济的担忧加剧，对美联储进一步降息的预期上升，美元预期走弱，刺激金价上升。

图 1: 美国 ISM PMI 下跌至历史新低



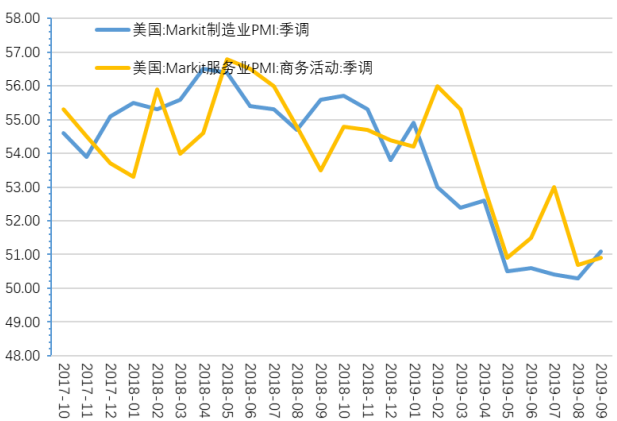
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 美国 ISM 制造业 PMI 分项指标



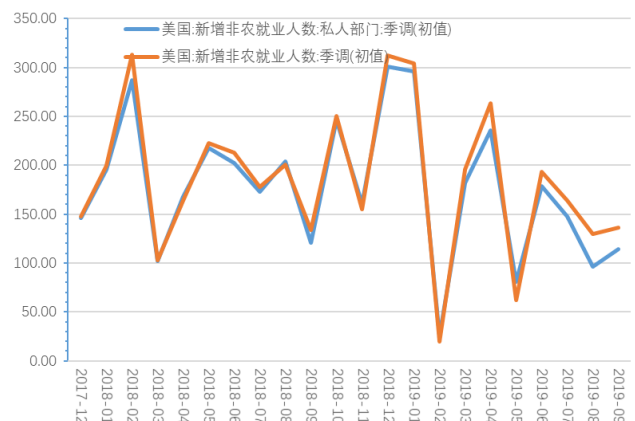
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 美国 Markit PMI 稍高



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 非农就业增速放缓



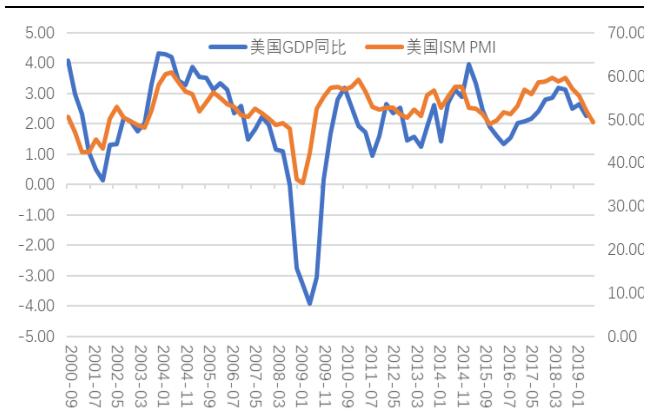
数据来源: 东北证券, Wind

美国 PMI 指数大幅走弱，但就业数据仍较为坚挺，如何理解二者的背离？

历史经验来看，PMI 指数是基于企业微观层面反映出的对未来经济景气度的乐观程度，而企业通常对经济形势的变化更加敏感，故而 PMI 指标更具前瞻性。而就业数据则由于职位、工资黏性等原因，对经济形势作出反应相对较慢，故而具有滞后

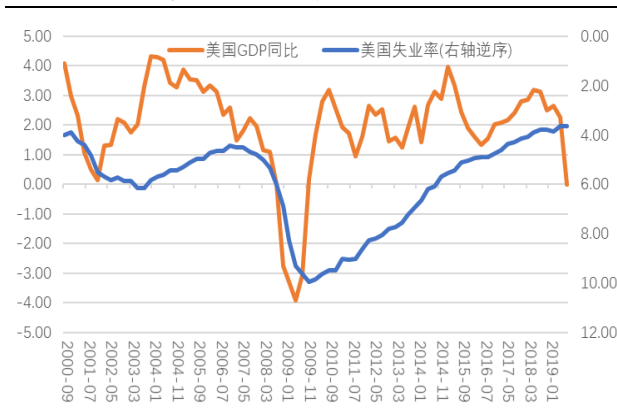
性，且趋势转换较慢。数据上看亦是如此，PMI 通常领先于 GDP 增速，而失业率变化则滞后。

图 5: PMI 领先于 GDP 增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 失业率反应相对滞后



数据来源: 东北证券, Wind

因此我们认为，虽然美国失业率再创新低，但美国经济仍面临较大的下行压力。未来需要关注劳动力市场的表现，如果实体经济产出对就业的负面冲击加剧，则会对目前相对稳健的消费及地产需求造成拖累，进一步增加经济衰退风险。

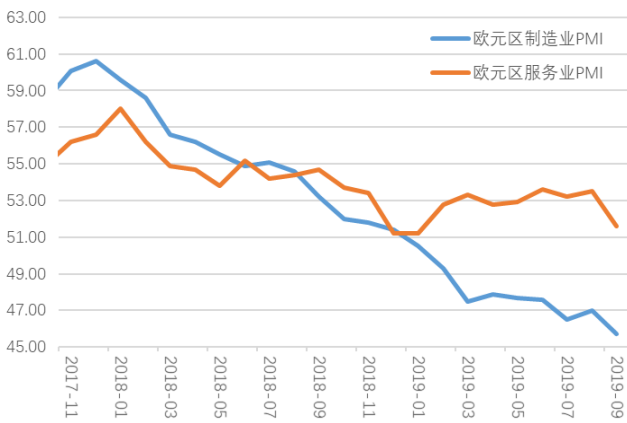
## 2.2. 欧元区经济持续疲软

**欧元区经济持续疲弱。**欧元区 9 月制造业 PMI 终值为 45.7，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。服务业 PMI 录得 51.4，预期 52.5，前值 52.5。9 月欧元区前瞻性数据进一步走低，显示未来欧元区前景可能继续恶化。商业同样表现低迷，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%。在全球经济增速放缓、包括英国脱欧与美欧贸易摩擦在内的地缘政治风险高企的大背景下，欧元区经济下行风险较大。

**德国引领欧元区数据疲弱趋势，**9 月 Markit 制造业 PMI 终值今值 41.7，预期 41.4，前值 41.4，尽管高于预期，但是远低于荣枯线。德国 9 月服务业 PMI 终值 51.4，前值 52.5，预期 52.5。德国 9 月季调后失业人数减少 1.0 万人，预期增加 0.5 万人，前值增加 0.4 万人；季调后失业率为 5%，预期 5%，前值 5%。德国 8 月实际零售销售环比上升 0.5%，预期升 0.5%，前值降 2.2%；同比升 3.2%，前值升 4.4%。相比于制造业 PMI，就业与消费数据向好。

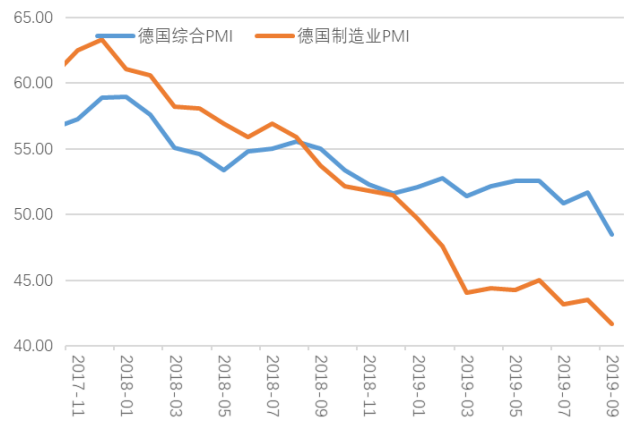
此外，欧元区 9 月末季调 CPI 年率初值今值 0.9%，预期 1%，前值 1%。德国 9 月 CPI 初值同比升 1.2%，预期升 1.3%，前值升 1.4%；德国 9 月调和 CPI 初值同比升 0.9%，预期升 1%，前值升 1%；环比降 0.1%，预期持平，前值降 0.1%。

图 7: 欧元区经济下行



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 德国经济持续疲弱



数据来源: 东北证券, Wind

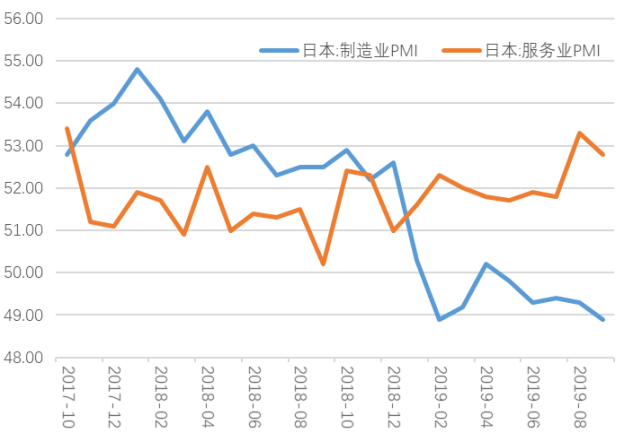
### 2.3. 日本经济疲弱, 用工荒持续

日本制造业 PMI 从上月的 49.3 降至 48.9, 再次低于 50 枯荣线。服务业 PMI 从 8 月的 53.3 降至 52.8, 综合 PMI 从 8 月的 51.9 降至 51.5。日本 8 月工业产出初值同比降 4.7%, 前值降 0.7%; 环比降 1.2%, 预期降 0.5%, 前值升 1.3%。全球经济下行、贸易摩擦及政治不确定性对日本经济造成了较强的负面影响。

日本老龄化现象严重, 企业用工荒持续。日本 8 月失业率 2.2%, 前值 2.2%, 预期 2.3%, 继续保持在 26 年来最低水平。

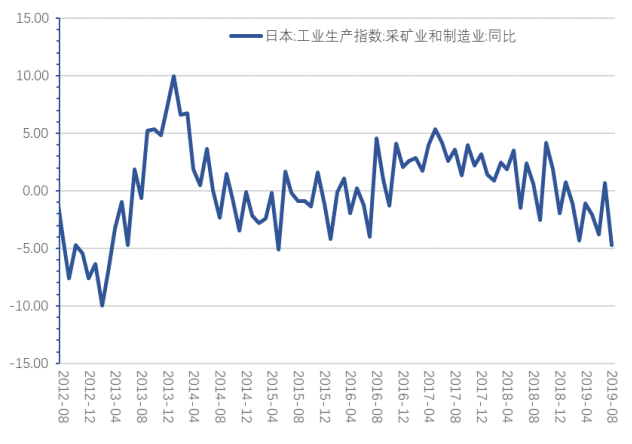
日本政府自 10 月 1 日起正式将消费税提高至 10%, 这是日本自 2014 年将消费税从 5% 升至 8% 后, 时隔 5 年再次提高税率。消费税提高后, 日本大部分商品和服务的价格将上涨, 包括水电煤在内的公共服务价格也将相应上涨, 该举措会对 CPI 有明显的提升作用。

图 9: 日本 PMI 疲弱



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 日本工业产出下滑



数据来源: 东北证券, Wind

## 3. 美联储 10 月降息概率提升, 日央行将维持宽松

### 3.1. 经济数据疲弱加强美联储降息预期

9月份，美国ISM制造业与非制造业指数非常疲软，创下多年以来的最低水平。之后公布的非农就业数据虽然不能为是否降息提供明确信号，但是同样不及市场预期。总体而言，本周疲弱的经济数据助长了鸽派论调，目前市场预期美联储大概率将在10月份进行一次降息。

据CME“美联储观察”10月5日预测，美联储10月降息25个基点至1.50%-1.75%的概率为76.4%，维持当前利率的概率为23.6%；到12月降息25个基点至1.50%-1.75%的概率为47.6%，降息50个基点的概率为41.7%，维持当前利率的概率为10.7%。

### 3.2. 日央行将维持宽松

10月4日，日本央行副行长若田部昌澄表示，决策者不希望长期维持低利率和负利率政策。“在理想世界中，我们希望达到2%的通胀目标，我们希望尽快结束负利率政策。”若田部昌澄周四在纽约举行的活动上说。“这并不意味着我们急于退出宽松，但显然，我们不想长期维持低利率，从而变成永久低利率。”

田部昌澄同时表示，如果情况恶化，日本央行将做出合适的行动来提供更宽松的立场。在全球经济放缓以及美联储和欧洲央行加大刺激力度之际，日本央行已经暗示愿意加码宽松。此外，田部昌澄认为财政政策和货币政策应该配合起来，共同应对危机。财政政策方面，日本央行近来一直在积极调整债券买卖规模，促使收益率曲线变陡，防止收益率长期下降。9月30日，日本央行上调10月1-3年期国债购买规模区间，下调四种长期债券购买规模区间，并且将根据需要调整日本国债的购买频率。

## 4. 英国脱欧进入最后博弈环节

英国首相约翰逊2日在曼彻斯特举行的保守党年会上发表闭幕演讲，公布新“脱欧”方案部分细节。约翰逊表示，按照新方案，英国不会在英国北爱尔兰地区与爱尔兰

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\\_9790](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9790)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>