

宏观观点评

国庆宏观 9 大看点，美国要衰退了么？

事件：国庆期间大事不少：美国经济大幅走弱，美联储降息预期快速升温；德国经济“告急”，英国脱欧再起波澜，美国对欧盟 75 亿美元商品加征关税；中国工业企业盈利和 PMI 表现不佳，金融委会议和央行 Q3 例会再提加大逆周期调节并有新提法；大类资产方面，股、黄金、原油剧烈波动。

看点 1、美国经济数据普遍走弱，要衰退了吗？美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI、非农就业等数据均低于预期，整体来看，PMI 走弱反映了贸易摩擦升温 and 全球经济放缓的背景下，美国经济增长动能放缓。新增非农就业虽略低于预期，但前值大幅上修，且失业率再创历史新低，表明美国就业状况依然稳健。重申此前观点：美国经济短期仍有韧性，但中长期大概率衰退。

看点 2、美联储降息预期升温，10 月会降吗？美国经济数据大幅走弱，美联储降息预期也快速升温，当前 10 月降息概率已达 73%，12 月第四次降息的概率也已达 49%。鉴于美联储官员对美国普遍较为乐观，且美联储内部分歧依然较大，我们认为，10 月美联储是否降息很大程度上取决于中美贸易磋商结果：顺利，10 月不降、12 月降；不顺利，10 月和 12 月均降。

看点 3、欧洲经济再陷困局，主因三大扰动：1) 欧元区 9 月 PMI 创 7 年来最低，德国工业陷入衰退是主因，五大权威经济研究所下调今明两年德国经济增长预期。2) 英国首相约翰逊 10 月 2 日称，有可能月底“无协议”脱欧。3) 美国计划对欧盟的飞机、农产品、工艺品加征关税，10 月 18 日将生效。

看点 4、中美贸易冲突有再升级迹象，关注 10 月的 4 个时间节点。据媒体报道，美国正考虑限制美对华投资，若属实，一再表明美国的极限施压，且有意升级到金融制裁。往后看，可关注 5 大事件 4 个时间节点：中美贸易新一轮谈判结果（10 月中旬）；2500 亿美元关税升级生效（10 月 15 日）；美国可能书面确认中国为汇率操纵国（10 月中旬）；美国可能单方面宣布中国是发达国家（10 月底）；以及特朗普被弹劾的进展。

看点 5、国庆 70 周年阅兵隆重举行，关注 10 月开的四中全会。总书记指出，“中国的昨天已经写在人类的史册上，中国的今天正在亿万人民手中创造，中国的明天必将更加美好”。此外，10 月将开四中全会，议题为研究坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化等。

看点 6、国内经济观察：PMI 弱升，企业盈利继续磨底，库存尚未见底。9 月 PMI 季节性回升，但分项看经济远未企稳；量价齐跌、内外需疲弱下，8 工业企业利润继续回落，本轮库存周期仍处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段，最快有望 2020 年 Q1 触底。一句话，经济下行压力仍大。

看点 7、国内高频观察：9 月需求仍弱，生产有所回升，价格普遍上涨。1) 需求端：地产销售平稳、土地成交回落、汽车降幅收窄，出口集装箱运价持续回落。2) 供给端：生产景气度有所回升，高炉开工率波动可能与国庆限产有关。3) 价格端：食品价格继续上涨，原材料价格普遍回升。往后看，预计四季度价格走势整体趋于上行。

看点 8、国内政策观察：9 月底召开的央行三季度货币政策例会和金融委第 8 次会议，均再强调要加大逆周期调节力度。维持此前判断，稳增长仍是硬要求，政策将延续宽松，逆周期调节力度将加大，可能打出“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”的组合拳，其中，后续降低 MLF 利率和 LPR 报价可期。此外，需关注金融委 1 个月内三提“银行资本补充”，以及金融委会议首提“发挥好政策性金融机构的逆周期调节作用”。

看点 9、大类资产表现：全球股指普遍下跌，其中，欧洲主要股指均跌超 3%，美股标普 500、道琼斯、纳斯达克指数分别下跌 0.8%、1.3%、0.2%，恒生指数下跌 1%；主要国家 10Y 国债收益率普遍下行；美元指数下跌 0.56%，欧元、英镑、日元、离岸人民币均微涨；COMEX 黄金和白银分别上涨 2.8%、3.7%，WTI 原油、布伦特原油分别下跌 2.3%、4.0%。

风险提示：中美贸易冲突超预期演化，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《9 月 PMI 的 5 大信号》2019-09-30

2、《盈利仍磨底，去库存尚长——8 月工业企业利润数据点评》2019-09-28

3、《LPR 报价再下的 5 大信号》2019-09-20

4、《美国年内还降息么，中国跟不跟？——9 月 FOMC 会议点评》2019-09-19

5、《六问 8 月经济》2019-09-17

内容目录

看点 1: 美国经济数据普遍走弱, 要衰退了吗?	3
看点 2: 美联储降息预期升温, 10月会降吗?	4
看点 3: 欧洲经济再陷困局, 主因三大扰动	6
看点 4: 中美贸易新一轮谈判即将开启, 提示 4 个时间节点	6
看点 5: 国庆 70 周年阅兵隆重举行, 关注即将召开的四中全会	7
看点 6: 国内经济: 工业企业盈利仍磨底, PMI 季节性回升, 有哪些信号?	8
看点 7: 国内高频观察: 9 月需求仍弱, 生产有所回升, 价格普遍上涨	10
需求端: 地产销售平稳、土地成交回落、汽车降幅收窄	10
供给端: 生产景气度有所回升	11
价格端: 食品价格继续上涨, 原材料价格普遍回升	11
看点 8: 国内政策观察——还是那句话, 经济下、政策上	12
看点 9: 大类资产表现: 美元指数下跌, 全球股市普跌, 国债收益率普遍下行, 原油下跌, 黄金白银上涨	13
风险提示	14

图表目录

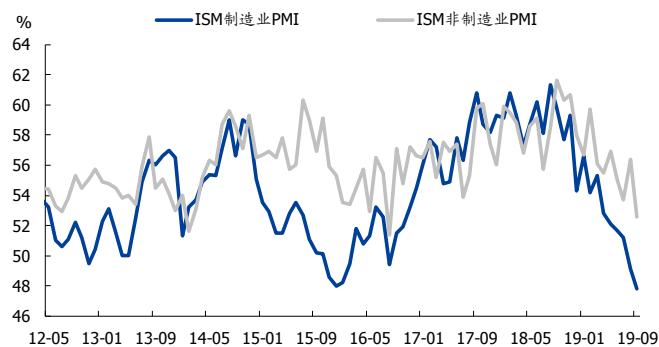
图表 1: 美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 双双下滑	3
图表 2: 美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 新订单指数双双下滑	3
图表 3: 美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 及各分项环比变动	3
图表 4: 非农数据指向美国失业率短期内尚不会明显回升	4
图表 5: 美国 9 月时薪增速延续放缓	4
图表 6: 近期市场对美联储降息的预期有所升温	5
图表 7: 联邦利率期货隐含的美联储降息概率	5
图表 8: 近期美联储官员表态一览	5
图表 9: 9 月欧元区、德国制造业 PMI 大幅回落	6
图表 10: 欧元区出口占 GDP 的比重接近一半	6
图表 11: 中美贸易摩擦对我国出口和 GDP 影响测算	7
图表 12: 新中国成立 70 年来, 我国经济规模不断扩大	8
图表 13: 工业企业利润增速仍在磨底	9
图表 14: 9 月制造业 PMI 小幅回升, 非制造业 PMI 小幅回落	9
图表 15: 9 月 30 大中城市商品房成交面积增速保持平稳	10
图表 16: 一线城市商品房销售面积增速回落, 二三线回升	10
图表 17: 9 月百城土地成交面积增速处于同期低位	10
图表 18: 百城成交土地溢价率持续回落	10
图表 19: 9 月乘用车销量跌幅有所收窄	11
图表 20: 出口集装箱运价指数持续回落	11
图表 21: 9 月六大集团发电耗煤量同比增速持续回升	11
图表 22: 9 月前三周全国高炉开工率基本保持稳定	11
图表 23: 9 月食用农产品价格环比继续上涨	12
图表 24: 9 月生产资料价格环比普遍回升	12
图表 25: MLF 利率与 9 月 20 日 1 年期 LPR 报价利率相差 90BPs	13
图表 26: 国庆假期期间主要大类资产表现 (10.1-10.7)	13

看点 1: 美国经济数据普遍走弱, 要衰退了吗?

事件: 国庆假期期间, 美国公布 PMI、非农就业等数据, 多数表现不及预期。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8% (预期 50.5%, 前值 49.1%), 非制造业 PMI 为 52.6% (预期 55.1%, 前值 56.4%)。9 月新增非农就业 13.6 万人 (预期 14.5 万, 前值 16.8 万), 失业率 3.5% (预期 3.7%, 前值 3.7%), 时薪增速 2.9% (预期 3.2%, 前值 3.2%)。

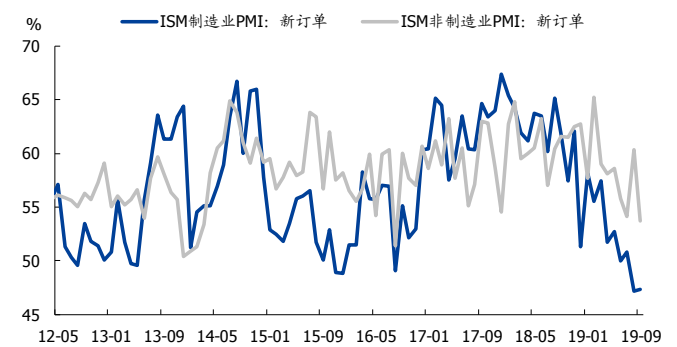
9 月 PMI 数据表明美国经济动能明显衰减, 未来可能加速下行。9 月 ISM 制造业 PMI 创下 2009 年 7 月以来新低, 且连续 2 个月低于荣枯线, 同时非制造业 PMI 也创下 2016 年 9 月以来的新低。主要分项中, 制造业 PMI 新出口订单指数为 41.0%, 为仅次于 2008 年次贷危机时期的历史第二低水平, 表明贸易摩擦升温 and 全球经济放缓正对美国出口形成巨大冲击。此外, 制造业和非制造业 PMI 就业指数双双下滑, 表明就业状况有所减弱; 物价指数双双上升, 指向通胀可能小幅反弹。整体来看, PMI 数据显示出美国经济增长动能正快速衰减, 未来经济下行速度可能有所加快。

图表 1: 美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 双双下滑



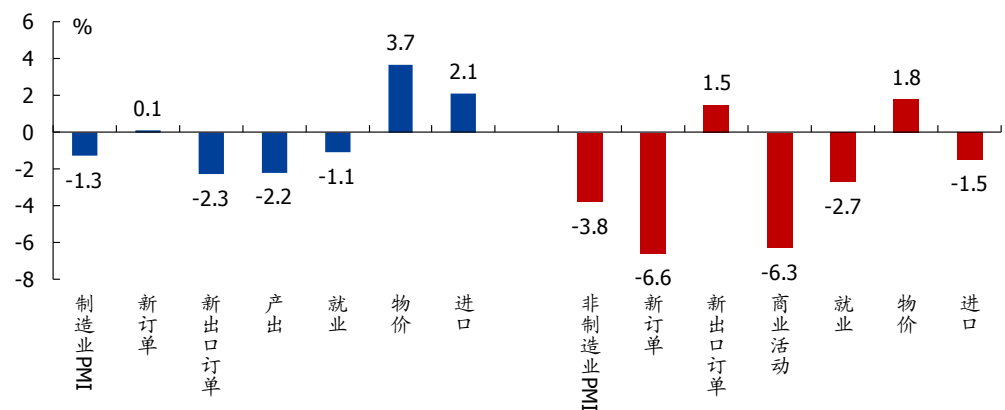
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 新订单指数双双下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 及各分项环比变动

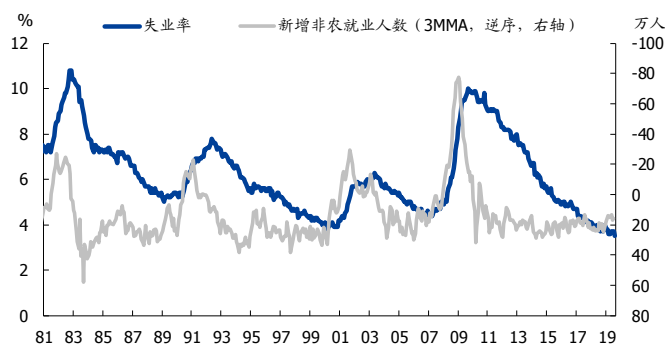


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国就业状况虽有放缓，但依旧稳固。9月新增非农就业略微低于预期，但8月数据由13.0万人上修至16.8万人，7月数据由16.4万人上修至16.6万人，因此虽然美国就业状况有所放缓，但依旧较为稳固，再度创下历史新低的失业率也印证了这一结论。薪资方面，平均时薪增速由8月的3.2%下滑至2.9%，平均每周工时保持不变，从而整体薪资略有放缓。往后看，由于非农是失业率的领先指标，当前新增非农就业延续温和增长预示着美国失业率年内尚不会出现明显回升；良好的就业将带动私人消费继续保持稳健，由于消费占美国GDP的比重达70%，因此短期内美国经济尚不会失速下滑。

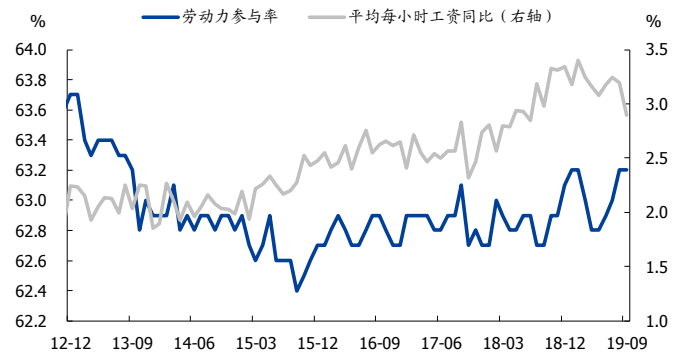
重申此前观点：美国经济短期仍有韧性，但中长期大概率迎来衰退。美国历史上每一轮经济衰退，背后的原因都是因为企业或居民部门债务杠杆的崩溃。鉴于当前美国居民部门杠杆率处于良性水平、非金融企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力显著增强，我们认为在不发生外部事件冲击的情况下，美国经济短期内发生衰退的可能性较低，但中长期仍很大可能迎来衰退（具体参阅《美国一季度GDP超预期的表与里》、《8图看清10Y-2Y美债收益率倒挂的表与里》）。

图表4：非农数据指向美国失业率短期内尚不会明显回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：美国9月时薪增速延续放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所

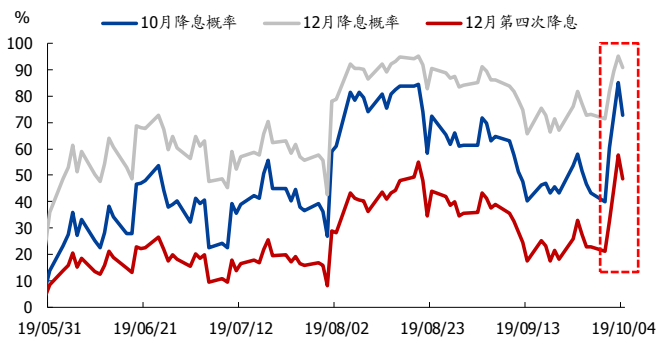
看点 2：美联储降息预期升温，10月会降吗？

事件：国庆假期期间，由于美国经济数据普遍不及预期，市场对美联储降息的预期有所升温。

由于10月1日公布的美国9月ISM制造业PMI大幅不及预期，随后10月3日公布的非制造业PMI也不及预期，市场对于美联储降息的预期快速升温，当前联邦利率期货隐含的美联储10月降息、12月降息、12月第四次降息的概率分别为73%、91%、49%（9月30日仅分别为40%、72%、21%）。从近期美联储官员的表态来看，多数官员依然认为当前美国经济状况良好，但前景面临风险，大部分官员对于是否进一步降息持开放态度，但并未给出具体路径。

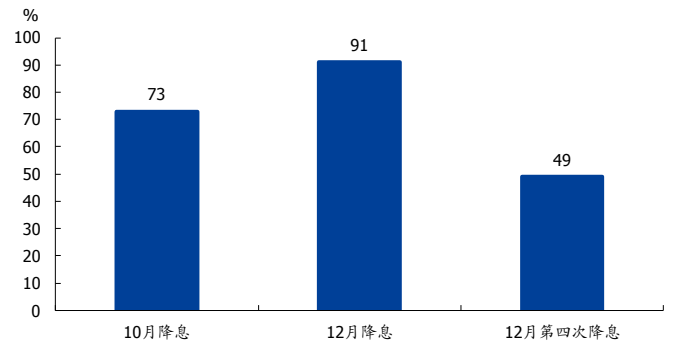
我们判断，10月美联储是否会降息，很大程度上取决于10月中旬中美贸易磋商的结果。当前市场对于10月降息的预期很大程度上受PMI数据较差的影响，在周五公布非农数据后，降息预期有所降温，预期后续还会继续修正。9月点阵图显示美联储官员对于降息的分歧依然较大，倾向于认为，10月中美贸易磋商的结果将成为10月是否降息的重要影响因素，若中美贸易摩擦未能缓和，则10月美联储降息概率较大；若中美谈判顺利，则依然维持此前判断：10月不降、12月再降25bp。

图表 6: 近期市场对美联储降息的预期有所升温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 7: 联邦利率期货隐含的美联储降息概率



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 8: 近期美联储官员表态一览

时间	官员	表态内容
10月5日	鲍威尔 美联储主席	虽然美国经济目前处于良好状态,但也存在风险,美联储必须竭尽所能保持经济处于良好水平。美联储正在研究有助于实现其2%通胀目标的战略。
10月5日	罗森格伦 波士顿联储主席	预计美国下半年GDP增长仅为1.7%,对降息持开放态度。当前的货币政策是宽松的,担心低利率带来的刺激。
10月4日	克拉里达 美联储副主席	美国经济表现良好,经济增长稳健,消费者状态良好。美国货币市场资金压力已经显著减轻。重申美联储将采取合适行动。
10月4日	埃文斯 芝加哥联储主席	经济增长前景相当好。不会因最近制造业疲软就认为应该再度降息,并希望在一时间内将利率推高至2%以上。
10月4日	博斯蒂克 亚特兰大联储主席	尽管对经济仍相当乐观,但在货币政策方面可能需要做更多的事情。
10月4日	梅斯特 克利夫兰联储主席	美联储的货币政策要比过去更加宽松。必须意识到低利率会加剧金融不平衡。
10月2日	威廉姆斯 纽约联储主席	美国经济从后视镜来看显得强劲,但由于存在众多的不确定性和风险,前景展望则好坏参半。希望让货币政策的定位能保持经济的可持续增长。
10月1日	埃文斯 芝加哥联储主席	美联储联邦基金利率处于合适水平,预计到2021年美国通胀处于2%的水平左右。

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

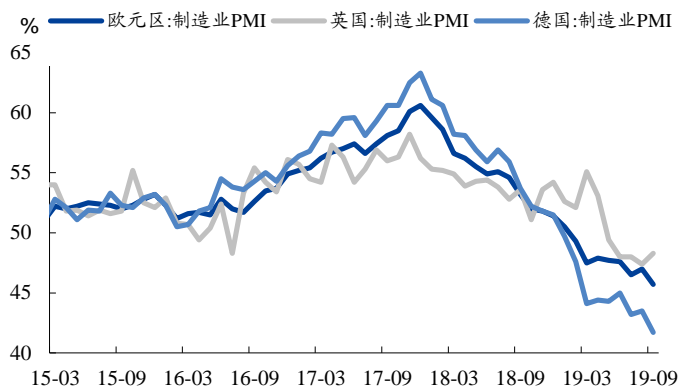
看点 3: 欧洲经济再陷困局, 主因三大扰动

事件: 欧元区 9 月制造业 PMI 终值录得 45.7, 高于预期值的 45.6, 但仍创下 2012 年 10 月以来的最低水平。此前公布的德国 9 月制造业 PMI 终值录得 41.7, 预期值为 41.4, 前值为 41.4; 法国 9 月制造业 PMI 终值录得 50.1, 预期值为 50.3, 前值为 50.3。

核心观点:

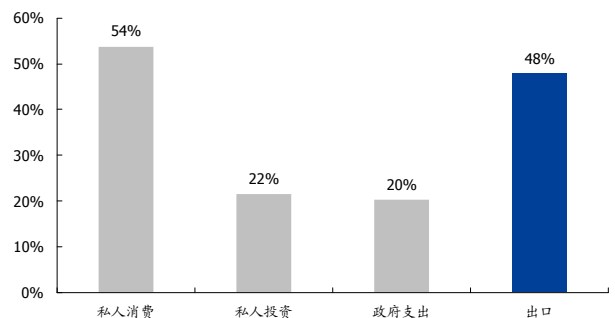
欧洲经济再陷困局, 主因三大扰动。其一, 欧元区 9 月 PMI 创 7 年来最低, 德国工业陷入衰退是主因, 9 月德国制造业 PMI 录得 41.7。根据新华社报道, 德国五大权威经济研究所¹10 月 2 日公布联合经济预测报告, 下调今明两年德国经济增长预期, 其中预测今年德国经济将增长 0.5%, 低于春季预测的 0.8%; 明年德国经济将增长 1.1%, 明显低于上次预测的 1.8%。其二, 英国有可能月底“无协议”脱欧。根据中国新闻网, 英国首相约翰逊 2 日发表演讲, 公布新“脱欧”方案部分细节, 并表示, 如果欧盟不接受这一新方案, 英国将在 10 月 31 日无协议“脱欧”。政治风险将降低企业投资意愿和欧元区需求, 对欧洲经济形成拖累。其三, 美国对欧盟的飞机、农产品、工艺品加征关税。根据新华社报道, 美国政府 10 月 2 日宣布对从欧盟进口的飞机、农产品等一系列产品加征关税, 10 月 18 日将生效。由于欧洲经济 50% 以上的权重依赖出口, 若美欧贸易摩擦升级, 将显著拖累欧洲经济。

图表 9: 9 月欧元区、德国制造业 PMI 大幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 欧元区出口占 GDP 的比重接近一半



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 4: 中美贸易新一轮谈判即将开启, 提示 4 个时间节点

事件: 中美贸易新一轮谈判将于 10 月中旬开启。商务部新闻发言人曾于 9 月 26 日表示, 目前中美双方正在保持密切沟通, 为 10 月份将在华盛顿举行的第十三轮中美经贸高级别磋商取得积极进展做好准备。

核心观点:

¹ 这份报告主要由德国经济研究所、伊弗经济研究所、基尔世界经济研究所、莱布尼茨经济研究所和哈勒经济研究所这五家德国最权威的经济研究机构联合完成。每年发布春季和秋季报告, 是德国联邦政府制定经济政策的重要参考依据。

中美贸易冲突演化至今一波三折，特别是8月以来，贸易冲突有再升级迹象，且美国有意通过贸易制裁延伸到金融制裁。其一，经济方面，中美贸易摩擦对出口拖累正逐步显现，并可能加深。2019年8月23日，美国决定10月1日对2500亿美元中国进口商品关税从25%升至30%（当地时间9月11日晚7时特朗普发推宣布将此时间从10月1日推迟到10月15日）；原定9月1日生效的剩余3000亿美元中国进口商品的关税从10%升至15%。考虑不同行业美对中进口依赖度、以及起征时点加权，根据最新测算，与2018年数据相比，这将拖累我国出口4-5个百分点，拖累实际GDP 0.7-0.8个百分点。其二，金融市场方面，美国白宫正考虑限制美对华投资、限制中企在美上市等，如果属实，这可能是美国为中美贸易谈判争取筹码，本质上体现了美国对中国遏制之意、且通过贸易制裁延伸到金融制裁。预计短期可能影响外资中来自美国资金的流入节奏，但中长期不改外资流入大趋势。

往后看，提示4个时间节点：

- 1) 关注中美贸易新一轮谈判的结果（10月中旬）；
- 2) 10月15日，2500亿美元关税升级生效；
- 3) 美国10月财政部报告有可能以书面方式确认中国为汇率操纵国（预计10月中旬）；
- 4) 美国可能单方面宣布中国是发达国家（预计10月底）。

此外，也需密切特朗普被弹劾的进展。

展望未来，维持此前判断，中美谈判窗口仍存，但大概率会持续反复、较难实质性缓和；中国也会继续保持定力、以我为主，加大逆周期调节力度。

图表 11: 中美贸易摩擦对我国出口和 GDP 影响测算

征税商品金额 (亿美元)	关税	起征时间	弹性	中国总出口累 计受影响(%)	对 2019 年名义 GDP 增速影响 (%)	对 2019 年 实际 GDP 增 速影响 (%)
500	25%	340 亿 2018 年 7 月 6 日, 160 亿 8 月 23 日	2.00	1.01	0.16	0.15
2000	10%	2018 年 9 月 24 日	1.74	1.47	0.23	0.22
2000	25%	2019 年 5 月 10 日	1.93	3.25	0.51	0.49
2500	30%	2019 年 10 月 15 日	1.89	4.44	0.69	0.67
剩余全部	15%	2019 年 9 月 1 日	1.30	5.03	0.79	0.76

资料来源：国盛证券研究所测算所得 注：剩余全部商品金额取中国海关口径；此处忽略对于手机、笔记本电脑、游戏机、部分玩具、电脑显示器、部分衣服鞋帽等生活必需品的关税自 12 月 15 日升级；全部影响均与 2018 年相比较。

看点 5: 国庆 70 周年阅兵隆重举行，关注即将召开的四中全会

事件：新华社北京 10 月 1 日电 壮阔七十载，奋进新时代。10 月 1 日上午，庆祝中华人民共和国成立 70 周年大会在北京天安门广场隆重举行，20 余万军民以盛大的阅兵仪式和群众游行欢庆共和国 70 华诞。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平发表重要讲话并检阅受阅部队。

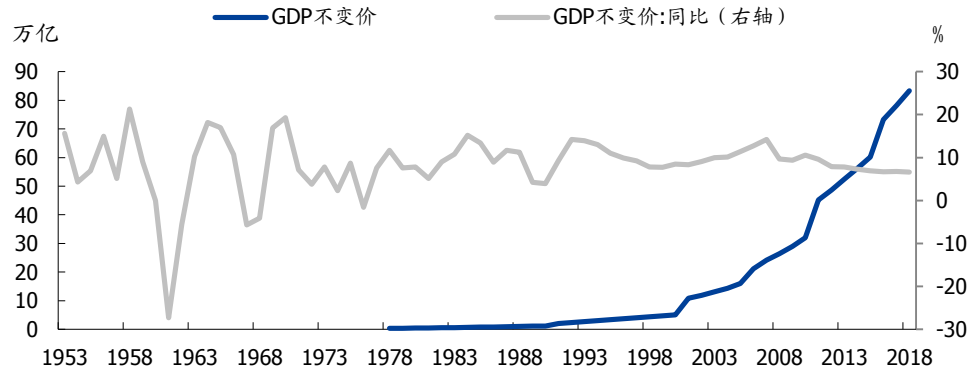
核心观点：

国庆 70 周年阅兵隆重举行。10 月 1 日上午，庆祝中华人民共和国成立 70 周年大会在天安门广场隆重举行，10 时整庆祝大会开始，共历时 2 小时 40 分钟。阅兵仪式中，中

共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平发表重要讲话：“中国的昨天已经写在人类的史册上，中国的今天正在亿万人民手中创造，中国的明天必将更加美好”。

往后看，建议关注10月召开的四中全会进展。据新华社8月30日电，将于今年10月在北京召开四中全会，会议主要议程是：政治局向中央委员会报告工作，研究坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题。

图表 12：新中国成立 70 年来，我国经济规模不断扩大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

看点 6：国内经济：工业企业盈利仍磨底，PMI 季节性回升，有哪些信号？

事件：1-8 月全国规模以上工业企业利润总额同比下降 1.7%，持平前值；1-8 月营业收入利润率为 5.87%，持平前值；1-8 月产成品存货同比增长 2.2%，较前值降低 0.1 个百分点。中国 9 月官方制造业 PMI 为 49.8%（前值 49.5%）；官方非制造业 PMI 为 53.7%（前值 53.8%）；综合 PMI 为 53.1%（前值 53.0%）。

核心观点：

总体看，虽然 9 月 PMI 有所回升，但经济下行压力仍大，工业企业利润短期仍将处于震

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_9815



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn