

# 德国经济迈向衰退，提振黄金和债券

## 9月德、法、欧元区 PMI 点评

### 核心结论

**全球制造业继续探底。**欧元区9月制造业PMI初值为45.6，创2012年10月以来新低，不及市场预期的47.3；德国9月制造业PMI初值为41.4，创2009年7月以来新低，低于市场44.4的预期；法国9月制造业PMI初值为50.3，弱于预期的51.2。




**欧元区9月PMI数据全面不及预期。**其中，德国制造业PMI已经连续9个月位于荣枯线以下，为2009年7月以来的最低值。9月欧洲制造业PMI大幅不及预期的主要原因有两个：一是全球贸易摩擦背景下，欧元区尤其德国出口增速受拖累，进而影响制造业生产。欧洲经济呈现高度外向型特征，截至今年6月，德国出口金额占实际GDP比重为51%，且德国以制造业产品出口为主。因此，自去年三季度中美贸易摩擦升级以来，德国出口增速、工业生产增速与制造业订单增速均受拖累，进入下行通道，9月中美新一轮关税落地，进一步拖累全球经济增速，打击德国出口与工业产出。伴随德国制造业PMI的持续走弱，预计未来非制造业PMI也将跌破荣枯线。二是英国脱欧前景不明，部分欧洲企业可能抱着推迟投资计划、暂时观望的心态，也掣肘制造业生产。

**预计未来全球经济下行压力持续，外需疲弱将进一步拖累德国及欧元区的经济表现。**今年二季度德国经济环比萎缩0.1%，预计三季度经济增速将进一步下滑，德国经济大概率陷入技术性衰退，关注德国政府增加财政支出的可能。

**这一系列不及预期的经济数据发布后，资本市场迅速给出反应。**美国道琼斯指数股指期货在数据公布后的两小时内下跌超过100点，欧元快速走低，黄金价格强势走高，重新站上1525美元/盎司。另外，德国国债走强，使得目前德国的整条收益率曲线都位于0以下。疲软的欧洲经济以及地缘政治摩擦因素将会继续推高黄金和债券的价格。我们认为黄金的价格在未来六个月能够上探1700美元/盎司。

**风险提示：**全球贸易摩擦再度升级，德国财政刺激力度不及预期。

### 分析师

 雒雅梅 S0800518080002  
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

 张育浩  
 021-38584233  
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

 赵梓彤  
  zhaozitong@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

宏观：《8月官方PMI数据点评：PMI整体偏弱，供需收缩，量价齐跌》2019-8-31

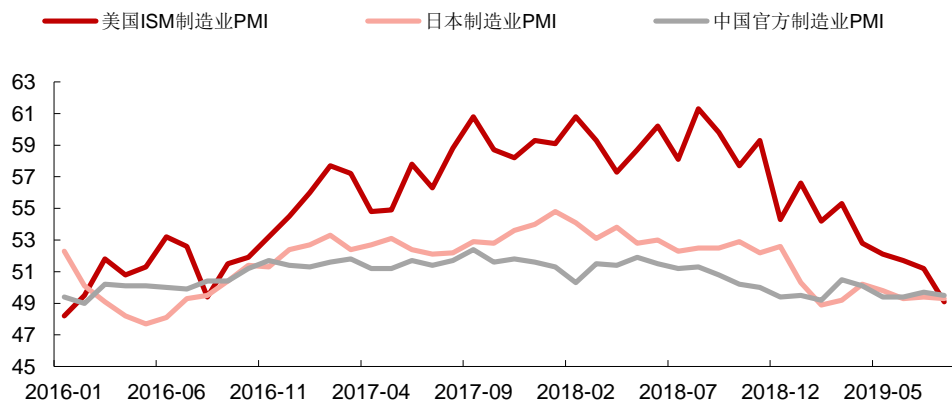
## 德国经济迈向衰退，提振黄金和债券

**欧元区 9 月 PMI 数据全面不及预期。**制造业 PMI 已连续 8 个月低于 50 荣枯线。其中，德国制造业 PMI 今年开始跌破荣枯线，并于 9 月创历史新低。9 月欧洲制造业 PMI 大幅不及预期的主因有二：一是全球贸易摩擦背景下，欧元区尤其德国出口增速受拖累，进而影响制造业生产。欧洲经济呈现高度外向型特征，2011 年以来出口金额占欧元区 GDP 比重始终在 40% 以上，同期日本出口金额占比则不高于 20%，而德国对外依赖度更高，截至今年 6 月，出口金额占实际 GDP 比重为 51%，且德国以制造业产品出口为主。因此，自去年三季度中美贸易摩擦进入实质化阶段以来，德国出口增速、工业生产增速与制造业订单增速均受拖累，进入下行通道，9 月中美新一轮关税落地，进一步拖累全球经济增长，打击德国出口与工业产出。伴随德国制造业 PMI 的持续走弱，预计未来非制造业 PMI 也将跌破荣枯线。二是英国脱欧前景不明，影响欧元区投资信心，进而扰动企业生产。根据 IMF 估计，若出现无协议脱欧的情况，将拖累欧元区经济增长下降 1.5 个百分点。目前英国脱欧前景不确定性较高，部分欧洲企业可能抱着推迟投资计划、暂时观望的心态，也掣肘制造业生产。

**考虑到中国、日本、美国等主要经济体制造业 PMI 均已跌破荣枯线，全球范围内贸易保护主义升温，预计未来全球经济下行压力持续，外需疲弱将进一步拖累德国及欧元区的出口与经济表现。**今年二季度德国经济环比萎缩 0.1%，从目前的高频数据来看，我们认为德国经济在三季度大概率继续下滑，也就是说将陷入技术性衰退。值得关注的是，欧央行 9 月 12 日将存款便利利率从 -0.4% 下调至 -0.5%，为自 2016 年以来首次降息，还宣布从 11 月 1 日起重启 QE，每月购买 200 亿欧元债券，并且未给资产购买计划设定期限。考虑到欧央行已实行负利率政策多年，加之上一轮 QE 结束后并未缩表，截至 2019 年 6 月，欧央行资产总额已高达 GDP 的 159%，预计未来欧央行的宽松空间和刺激效果均有限，需更多依赖财政政策，尤其需关注德国增加财政支出的可能。

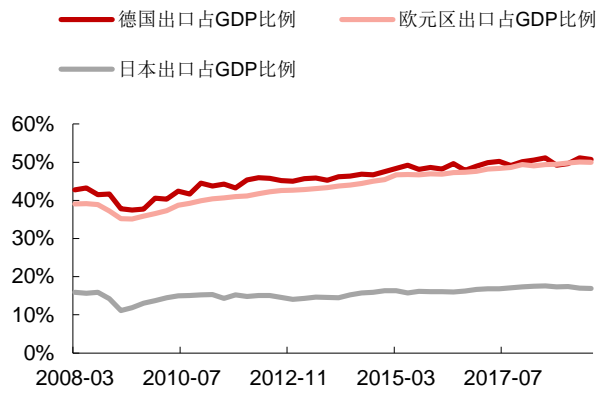
**对于这一系列不及预期的经济数据，资本市场迅速给出反应。**美国道琼斯指数股指期货在数据公布后的两小时内下跌超过 100 点，欧元快速走低，黄金价格再度走高，重新站上 1525 美元/盎司。德国国债继续走强，使得目前德国的整条收益率曲线都位于 0 以下。疲软的欧洲经济以及地缘政治摩擦因素将会继续推高黄金和债券的价格。我们认为黄金的价格在未来六个月能够上探 1700 美元/盎司。

图 1：美中日制造业 PMI 均跌破荣枯线



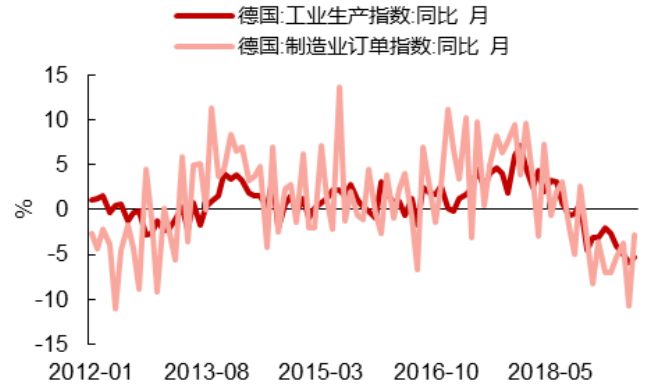
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：德国出口依赖度高



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

图 3：德国工业生产与制造业订单增速持续下滑



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesh@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售助理	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezh@research.xbmail.com.cn
李思	广州	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

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\\_9962](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9962)

