

日本、欧元区制造业 PMI 跌破枯荣线

——民生海外宏观周报 20190226

海外宏观周报

2019年02月26日

报告摘要：

● 主要宏观数据

美国耐用品出货量上升，成屋销售大幅下跌。由于运输设备出货量回升，美国 2018 年 12 月耐用品出货量环比回升 0.8%，分别带动 2018Q4 和 2019Q1 GDP 预期提升 0.05 和 0.14 个百分点。美国 1 月成屋销售总数年化环比-1.2%，不及预期。美国 12 月成屋销售总数创三年新低。

日本出口增速降幅扩大，制造业 PMI 跌破枯荣线。日本 2019 年 1 月出口金额当月同比下跌 8.93%，跌幅较上月大幅扩大。2 月制造业 PMI 初值 48.5，为 2016 年 8 月来首次跌至荣枯线下方。

欧元区制造业 PMI 跌破枯荣线，景气指数继续恶化。欧元区 2 月制造业 PMI 初值 49.2，为 2013 年 6 月以来首次跌破 50 荣枯线。2 月份 ZEW 经济景气指数为-16.6，环比上升 4.3 个点，连续 9 个月为负值。

● 全球货币政策

美联储 1 月会议纪要显示，决策者广泛认同在 2019 年结束缩表，同时表示不确定今年是否会再度加息。

如果汇率对经济和物价造成损害，日本央行会考虑进一步宽松。

欧洲央行计划尽快对定向长期再融资操作 (TLTRO) 进行分析，警惕避免仓促决定。

● 主要事件回顾

中美贸易谈判取得巨大进展。在全球经济面临下行风险的情况下，贸易谈判达成一致符合中美双方利益。但是，借鉴上世纪 80 年代日美贸易谈判，中国进一步开放市场后，或面临外资流入和资产升值压力。净出口短期稳定，中长期经济增长仍需依靠内需拉动和创新驱动。

● 大类资产走势

中美贸易谈判取得巨大进展，叠加主要央行货币政策有所放松，市场情绪回暖，股市股市普涨。道琼斯工业指数、纳斯达克指数连续 9 周上涨。

主要经济体国债收益率涨跌不一。意大利、希腊、中国 10Y 国债收益率分别上涨 8.0bp、4.7bp、3.7bp。加拿大、英国、美国、德国、日本、法国、澳大利亚国债收益率分别回落 0.4bp、0.8p、1.1bp、1.4bp、1.9bp、2.9bp 和 4.3bp。市场风险情绪转暖，避险需求下降，日元、美元贬值，英镑、欧元、人民币升值。

供给下降叠加情绪回暖，原油价格上涨。美元指数下跌，金价上涨。

● 风险提示

全球经济增速下行超预期，英国硬脱欧等。

民生证券研究院

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：021-60876718

邮箱：zhongqi@mszq.com

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

目录

一、主要宏观数据	3
(一) 美国耐用品出货量上升，成屋销售大幅下跌	3
(二) 日本出口增速降幅扩大，制造业 PMI 跌破枯荣线	4
(三) 欧元区制造业 PMI 跌破枯荣线，景气指数继续恶化	5
二、主要央行货币政策	6
(一) 美联储官员计划 2019 年缩表	6
(二) 日本央行担心汇率升值影响经济	7
(三) 欧央行继续维持宽松	7
三、主要事件回顾	8
(一) 中美贸易谈判取得巨大进展	8
(二) 美欧贸易再起争端	8
四、大类资产走势	8
(一) 市场情绪回暖，股市普涨	8
(二) 主要经济体国债收益率涨跌不一	9
(三) 美元、日元贬值，英镑欧元人民币升值	10
(四) 原油、黄金双双上涨	10
插图目录	12
表格目录	12

一、主要宏观数据

(一) 美国耐用品出货量上升，成屋销售大幅下跌

1、美国经济增速上调

2019年2月22日，由于2018年12月耐用品出货量环比回升，纽约联储GDP Nowcast模型将美国2019年第一季度GDP增速预期从1.08%上调至1.20%，将美国2018年第四季度GDP增速预期从2.23%上调至2.35%。

表 1：美国主要经济数据及其影响

指数名称	实际值	预期值	2018Q4 权重	2018Q4 影响	2019Q1 权重	2019Q1 影响
1月ADP新增就业人数总计(百万人)	0.21291	0.1984	0.072	0.00	1.768	0.03
11月新建住房销售:环比:季调(%)	16.9	3.01	0.005	0.07	0.005	0.06
1月失业率变化:季调(%)	0.10	-0.10			-0.324	-0.04
1月新增非农就业人数(百万人)	0.304	0.15587	0.069	0.01	0.549	0.08
1月ISM制造业PMI	56.6	54.98	-0.000	-0.00	0.073	0.12
1月ISM制造业PMI:物价	49.6	55.64	-0.000	-0.00	0.009	-0.05
1月ISM制造业PMI:就业	55.5	54.34	0.006	0.01	0.037	0.04
11月批发商库存:环比:季调(%)	0.26	0.34	-0.064	0.01	-0.063	0.01
11月建造支出折年数:环比:季调(%)	0.79	0.25	0.012	0.01	0.019	0.01
1月ISM非制造业PMI	56.7	57.83	0.000	-0.00	0.016	-0.02
11月出口金额:环比:季调(%)	-0.62	1.04	0.039	-0.06	0.043	-0.07
11月进口金额:环比:季调(%)	-2.88	1.05	0.031	-0.12	0.031	-0.12
12月新增职位空缺数:非农(百万人)	0.169	0.04332	0.027	0.00	0.061	0.01
1月CPI:环比:季调(%)	-0.02	0.11	0.025	-0.00	0.133	-0.02
1月核心CPI:环比:季调(%)	0.24	0.17	0.034	0.00	0.170	0.01
12月零售和食品服务销售额:总计:季调:环比(%)	-1.24	0.42	0.079	-0.13	0.245	-0.41
1月PPI最终需求:环比:季调(%)	-0.09	0.11	0.019	-0.00	0.085	-0.02
11月库存总额:环比:季调(%)	-0.10	0.32	-0.016	0.01	-0.011	0.00
1月出口价格指数:环比(%)	-0.56	-0.15	0.009	-0.00	0.044	-0.02
1月进口价格指数:环比(%)	-0.48	-0.50	0.003	0.00	0.024	0.00
2月纽约PMI:商业活动/生产指数:季调	8.8	8.36	-0.000	-0.00	0.008	0.00
1月工业总体产出指数:环比:季调(%)	-0.58	-0.01	0.061	-0.03	0.437	-0.25
1月工业产能利用率变化:(%)	-0.61	-0.04	0.078	-0.04	0.569	-0.32
12月耐用品新增订单:环比:季调(%)	1.18	-0.65	0.008	0.01	0.018	0.03
12月耐用品出货量:环比:季调(%)	0.8	-0.53	0.05	0.07	0.107	0.14
11月全部制造业未完成订单:环比:季调(%)	-0.1	0.27	-0.000	0.00	-0.026	0.01
11月全部制造业存货量:环比:季调(%)	0.21	0.34	-0.039	0.01	-0.280	0.04
2月费城联储扩散指数:当前活动(%)	-4.1	16.63	-0.001	0.01	0.005	-0.11

资料来源: 纽约联储 (<https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast>), 民生证券研究院

备注: 红色为本周新公布数据。

耐用品销售回升。由于运输设备出货量回升，美国2018年12月耐用品出货量环比回升0.8%，超出预期。根据纽联储GDP Nowcast模型，分别带动2018Q4和2019Q1GDP预期提升0.05和0.14个

百分点。

2、成屋销售大幅下跌

美国1月成屋销售总数年化环比-1.2%，预期0.2%，前值-6.4%。美国12月成屋销售总数年化总数为494万户，创三年新低。预期为500万户，前值499万户上修至500万户。

2月费城联储制造业指数-4.1%，远不及前值17%、预期16.63%。根据纽联储GDP Nowcast模型，拖累2019Q1GDP预期下降0.11个百分点。

3、失业数据好于预期

美国上周初请失业金人数21.6万，预期22.9万，前值23.9万；2月9日当周续请失业金人数172.5万，预期174万，前值由177.3万修正为178万。

4、Markit服务业PMI大幅反弹

美国2月Markit服务业PMI由前值54.2大幅反弹至56.2，结束了连续3个月回落，远高于市场预期。制造业PMI由54.9回落至53.7，低于预期，但仍处于枯荣线之上。

(二) 日本出口增速降幅扩大，制造业PMI跌破枯荣线

1、出口增速下滑，贸易逆差收窄

日本2019年1月出口金额当月同比下跌8.93%，跌幅较上月大幅扩大；进口金额当月同比增长1.01%，增速较12月小幅回升。出口增速大幅下跌使得贸易逆差扩大。结合本月公布的PMI、产业活动指数等数据，进口增速下滑或是由于需求不足。日本经济短期内将继续走弱。

2、制造业PMI跌破枯荣线

日本2月制造业PMI初值48.5，为2016年8月以来首次跌至荣枯线下方，前值50.3。其中，产出分项指数初值亦自2016年5月以来首次跌至荣枯线下方。在全球经济增速放缓背景下，出口增速下滑给出口导向型的日本经济蒙上较大阴影。

3、产业活动指数小幅回落

日本2018年12月所有产业活动指数105.8，环比下降0.4%，预期-0.2%，前值-0.3%；制造业和非制造业综合指数为110.4，环比下降0.2%。

4、通缩目标面临挑战

日本2019年1月CPI同比0.2%，环比0.1%；核心CPI同比0.8%，环比-0.2%；PPI同比1.5%，环比-0.59%。距离实现2%的通胀目标依然面临挑战。

表 2：日本主要经济数据 (%)

指数名称	2019.02	2019.01	2018.12	2018.11	2017.12
消费者信心指数	—	41.9	42.5	42.7	44.3
sentix 投资信心指数	4.1	1.7	3.9	13.5	26.2
所有产业活动指数：季调	—	—	105.8	106.2	106
制造业和非制造业综合指数：季调	—	—	105.7	105.9	105.6
制造业 PMI (%)	48.5	50.3	52.6	52.2	54.0
服务业 PMI (%)	—	51.6	51.0	52.3	51.1
工业生产指数环比	—	—	-0.10	-1.04	1.54
工业生产指数同比	—	—	-1.87	1.50	3.19
产能利用率指数：季调：环比	—	—	-1.88	1.05	1.64
机械订单环比 (季调)	—	—	-18.59	8.32	-13.38
机械订单同比 (季调)	—	—	-2.00	4.27	-6.11
新屋开工户数	—	—	78364	84213	76751
新屋开工户数同比	—	—	2.10	-0.58	-1.47
新建公寓楼供给户数：首都圈	—	1900	7462	3461	6480
二手公寓楼新登记件数：首都圈	—	—	21114	24377	20407
商业销售额环比	—	—	8.58	0.15	11.81
商业销售额同比	—	—	-0.16	2.81	5.88
出口金额同比 (季调)	—	-8.93	-2.8	-0.65	11.56
进口金额同比 (季调)	—	1.01	-0.42	12.37	18.12
贸易差额 (百万日元)	—	-1415236	-56736	-739307	356180
财政收支余额 (亿日元)	—	—	-81381	82254	-121322
PPI 同比	—	0.6	1.50	2.30	2.99
PPI 环比	—	-0.59	-0.59	-0.29	0.20
CPI 同比	—	0.2	0.3	0.8	1.0
CPI 环比	—	0.1	-0.3	-0.3	0.3
核心 CPI 同比	—	0.8	0.7	0.9	0.9
核心 CPI 环比	—	-0.2	-0.2	0.0	0.0
失业率 (季调)	—	—	2.4	2.5	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院

备注：红色为本周新公布数据。

(三) 欧元区制造业 PMI 跌破枯荣线，景气指数继续恶化

1、欧元区制造业 PMI 跌破枯荣线

欧元区2月制造业PMI初值49.2，为2013年6月以来首次跌破50荣枯线，预期50.3。服务业PMI上升带动2月综合PMI初值51.4，创3个月新高，预期51.4。

2、ZEW经济景气指数继续恶化

欧元区2月份ZEW经济景气指数为-16.6，环比上升4.3个点，连续9个月为负值。其中，德国2月ZEW经济景气指数为-13.4，略高于前值，但已连续11个月为负值。法国1月ZEW经济景气指数为-19.3，好于前值，连续9个月为负值。意大利2月ZEW经济景气指数为-36.4，略低于前值，连续12个月为负值。

消费者信心指数高于初值。欧元区2月消费者信心指数初值-7.9，预期-7.7，前值-7.9，实际值-7.4，高于初值。

营建产出环比下降。欧元区2018年12月营建产出环比降0.4%，前值升0.3%；同比增0.7%，前值增1.1%。

表 3：欧元区主要经济数据 (%)

指数名称	2019.02	2019.01	2018.12	2018.11	2017.12
ZEW 经济景气指数	-16.6	-20.9	-21	-22	29
消费者信心指数 (季调)	-7.4	-7.9	-6.2	-3.9	0.5
sentix 投资信心指数	-3.7	-1.5	-0.3	8.8	31.1
制造业 PMI (%)	49.2	50.5	51.4	51.8	60.6
服务业 PMI (%)	52.3	51.2	51.2	53.4	56.6
Markit 综合 PMI	51.4	51.0	51.1	52.7	58.1
工业生产指数环比	—	—	-0.9	-1.7	-0.6
工业生产指数同比	—	—	-4.2	-3.3	5.0
营建产出环比 (季调)	—	—	-0.4	0.3	0.6
营建产出当月同比	—	—	0.7	1.1	2.0
零售销售指数环比 (季调)	—	—	-1.6	0.8	-0.9
零售销售指数当月同比	—	—	0.8	1.8	2.1
商品贸易出口当月同比	—	—	-2.5	2.2	1.1
商品贸易进口当月同比	—	—	1.9	4.6	3.3
商品贸易差额 (百万欧元)	—	—	16990.7	19698.2	24485.3
PPI 当月同比	—	—	3.0	4.0	2.2
PPI 环比	—	—	-0.8	-0.3	0.2
调和 CPI 当月同比	—	1.4	1.6	1.9	1.4
调和 CPI 环比	—	-1.0	0.0	-0.2	0.4
核心 CPI 当月同比	—	1.1	1.0	1.0	0.9
核心 CPI 环比	—	-1.5	0.5	-0.3	0.5
失业率 (季调)	—	—	7.9	7.9	8.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

备注：红色为本周新公布数据。

二、主要央行货币政策

(一) 美联储官员计划 2019 年缩表

美联储1月会议纪要显示，决策者广泛认同在2019年结束缩表，同时表示不确定今年是否会再度加息。纪要显示，有几位官员称，“只有在通胀结果高于他们的基准情形预测时，”才可能有必要加息，另几位则表示，如果经济增长形势符合预期，今年晚些时候加息就将是适当之举。几乎所有与会者都认为，最好趁着还不太晚就宣布在今年晚些时候停止收缩资产负债表的计划。

2月21日，美联储副主席克拉里达：我不认为美联储声明的变化代表着“U型大转弯”；现在还不确定我们正看到的美国经济增长放缓的程度；美国政策状况良好；我们对数据有足够耐

心；我们非常接近我们的就业和通胀目标；存在今年可能不加息的情况。

2月21日，美国旧金山联储主席戴利：目前非常接近中性利率水平；美联储资产负债表政策并不违背利率政策；美国经济增长正在受抑，且面临逆风因素，因此需要对利率问题保持耐心。

2月22日，美联储布拉德：零售销售有波动，出现多重信号；利率的正常化将终结；资产负债表的决定有希望在接下来几次会议中做出；美联储立场合适；最大的问题是我们已经加息不少；美国利率在全球范围内处于较高水平；美联储可重新锚定2%的通胀预期；储备需求高于预期；认为当前利率环境趋紧。个人反对12月美联储加息。

美联储发布半年度货币政策报告：重申FOMC将在未来利率政策调整方面保持耐心；资产负债表规模将“明显地超过”危机前水平；联邦基金利率现在处于长期中性区间的下端；自7月份以来，金融条件不再那么具有支持作用；数据表明，美国2018年GDP增幅略微低于3%；自2018年中期以来，就业市场得到强化；薪资增速反弹。

鉴于全球经济增速下行，美国恐难独善其身，我们维持2019年美联储最多加息一次的判断。缩表对于美国经济影响较小，目的仅在于为未来政策实施保留一定空间。我们预计美联储最晚于2020年停止缩表。

（二）日本央行担心汇率升值影响经济

2月19日，日本央行行长黑田东彦：将继续密切关注政策对市场的影响；央行的目标不包括操纵汇率；如果汇率对经济和物价造成损害，会考虑进一步宽松；日本央行会在继续ETF买入的同时考虑对经济、物价、市场以及金融机构的影响。

2月20日，日本央行行长黑田东彦：不认为当前日本央行的政策会使日元走弱；日元的汇率由多重因素决定；国债收益率差能够影响汇率波动；日本央行的政策不会以汇率水平为目标；当前日本央行的政策是在稳定物价。

（三）欧央行继续维持宽松

2月18日欧洲央行管委雷恩：如果欧元区经济增速进一步放缓，欧洲央行的所有工具均可使用，但政府须承担更多责任；近期的大部分数据显示，经济正在放缓；将在未来的政策会议中讨论如何应对定向长期再融资操作（TLTRO）。

2月19日欧洲央行执委普雷特：经济可能反弹，但当前谈论反弹程度为时尚早；是时候达成积极的协议以便结束脱欧的不确定性；如果欧元区经济进一步放缓，我们可以调整利率指引，辅以其他措施；欧洲央行已经看到经济面临的风险大幅增加。

欧洲央行会议纪要：计划尽快对定向长期再融资操作（TLTRO）进行分析，警惕避免仓促

决定；市场对加息预期的转变与欧洲央行指引一致；经济持续放缓的不确定性增加，担心经济走软影响通胀预期；需要更多的数据评估中期经济放缓的影响。将在3月货币政策会议上审视经济前景；委员们指出了英国脱欧的高度风险。

三、主要事件回顾

（一）中美贸易谈判取得巨大进展

应美方邀请，刘鹤将于2月21日至22日同美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行第七轮中美经贸高级别磋商。当地时间2月22日，美国总统特朗普在白宫椭圆形办公室会见正在美国进行第七轮中美经贸高级别磋商的中方牵头人刘鹤。特朗普表示，本轮高级别经贸磋商取得巨大进展，同时仍有不少工作需要完成。为此，双方已决定将本轮磋商延长两天。

我们认为，在全球经济面临下行风险的情况下，贸易谈判达成一致符合中美双方利益。但是，借鉴上世纪80年代日美贸易谈判，中国进一步开放市场后，或面临外资流入和资产升值压力。净出口短期稳定，中长期经济增长仍需依靠内需拉动和创新驱动。

（二）美欧贸易再起争端

2月19日，美国商务部部长罗斯已向特朗普提交进口汽车232调查报告，该报告将就进口汽车是否会威胁国家安全提供建议意见。这份报告可以让特朗普总统以威胁“损害国家安全”为借口限制进口。特朗普现在还有90天的时间来决定是否征收关税，他将在5月18日之前作出决定。

四、大类资产走势

（一）市场情绪回暖，股市普涨

本周(2019年2月18日-2019年2月24日，下同)，市场情绪回暖，股市普涨。虽然本周出炉的经济数据大多不佳，但中美贸易谈判取得巨大进展，叠加主要央行货币政策有所放松，市场

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_14003

