

定期报告

美国走弱，其余改善

2019年11月19日

——9月全球经济数据综述

主要预测

%	18	19E
GDP	6.6	6.4
CPI	2.1	2.3
PPI	3.5	1.2
社会消费品零售	9.0	9.3
工业增加值	6.2	5.8
出口	9.9	4.0
进口	15.8	5.0
固定资产投资	5.9	4.2
M2	8.1	7.0
人民币贷款余额	13.5	11.3
1年期存款利率	1.50	1.25
1年期贷款利率	4.35	4.10
人民币汇率	6.90	6.60

最新数据 (2019年10月)

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	3.8
PPI	-1.6

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

- 我们是全市场对全球经济监测非常全面和连续的机构，在盈利债务周期框架下持续跟踪全球 GDP 占比超过 3/4 的 15 个经济体。
- 在回溯了二战之后的中美经济史后，我们主要的工作是在盈利债务周期框架下持续跟踪全球 15 个经济体的高频数据。这 15 个经济体在全球 GDP 中占比超过 3/4，包括：美国、欧元区、英国、日本、新加坡、马来西亚、泰国、印尼、金砖五国、墨西哥、阿根廷。
- 本篇报告为相关经济体 9 月主要经济数据综述，综合来看，在 8 月全面走弱之后，美国经济在 9 月继续走弱，而欧（元区）英日中四大经济体，以及除中国外其他新兴经济体作为一个整体全面改善。虽然美国拖累全球走弱，但全球整体有所改善。我们预计，日本位于前端，目前已基本接近顶部；中国、其他新兴、欧元区和英国位于中端，目前已基本接近（或到达）底部；美国位于后端，目前仍在下行，明年上半年或能见底。

表：9月全球经济数据综述

	2017 _{全年}	2018 _{Q1}	2018 _{Q2}	2018 _{Q3}	2018 _{Q4}	2018 _{全年}	2019 _{Q1}	2019 _{Q2}	2019 _{Q3}
全球	3.2%	↑	↑	↓	↓	3.1%	↑	↓	↓
发达	2.4%	↑	↑	↓	↓	2.2%	↑	↓	↓
新兴	4.8%	↓	-	↓	↓	4.5%	↓	↓	↓
中国	6.9%	6.8%	6.7%	6.5%	6.4%	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%
美国	2.4%	2.9%	3.2%	3.1%	2.5%	2.9%	2.7%	2.3%	2.0%
欧元区	2.4%	2.5%	2.2%	1.7%	1.2%	1.9%	1.3%	1.2%	1.2%
英国	1.9%	1.1%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	2.1%	1.3%	1.0%
日本	1.9%	1.3%	1.5%	0.1%	0.3%	0.8%	0.9%	0.9%	1.3%

资料来源: Wind, 招商证券

注 1: ↑表示基本面表现好于前值, -表示基本面表现与前值持平, ↓表示基本面表现差于前值。

注 2: 表中数据为当年/季实际 GDP 同比增速, 全球经济增速为按照市场汇率计算的数据。

注 3: 红色数字为预估值。

正文目录

一、 美国：整体走弱3

二、 欧英日：全面改善4

三、 中国：整体改善5

四、 新兴：小幅改善6

一、美国：整体走弱

9月数据显示，美国经济整体走弱。三季度美国实际GDP同比增长2.0%，低于二季度的2.3%；我们倾向于认为，本轮美国经济增速下行的底部可能在明年上半年出现，单季实际GDP同比增速的底部或在1.5%左右。

(1) 三季度美国GDP同比增长2.0%，低于前值。三季度美国GDP同比增长2.0%，低于二季度的2.3%；三季度美国GDP环比折年增长1.9%，低于二季度的2.0%。从现有数据分析，四季度美国实际经济增速同比或能短暂企稳（甚至小幅回升）。

(2) 9月美国两大PMI走势相逆，整体偏弱。9月美国ISM和Markit两大PMI数据走势相逆，整体偏弱。Markit制造业、服务业全面小幅改善；ISM则全面大幅恶化。9月美国ISM制造业PMI录得47.8，前值49.1；9月美国ISM服务业PMI录得52.6，前值56.4。9月美国Markit制造业PMI录得51.1，前值50.3；9月美国Markit服务业PMI录得50.9，前值50.7，9月美国综合PMI录得51.0，前值50.7。

(3) 9月零售恶化，消费者信心上升。9月，密歇根消费者信心指数93.2，前值89.8。9月，个人可支配收入折年16.6万亿美元，个人消费支出14.7万亿美元，双双高于前值。9月零售环比下跌0.3%，前值环比上升0.6%。

(4) 9月失业率下降，新增非农就业人数下降，劳动参与率上平稳。9月，美国新增非农就业人口13.6万人，前值16.8万人。9月，美国失业率3.5%，前值3.7%；劳动力参与率63.2%，前值63.2%。

(5) 9月CPI平稳、PPI同比增速下降。9月CPI同比增长1.7%，前值1.7%；9月PPI同比下降2.7%，前值同比下降2.0%。

(6) 9月进出口环比双双下降，逆差525亿美元，前值逆差调整为550亿美元。

(7) 9月制造业全面走弱。9月全部制造业出货量、耐用品出货量、工业总体产出指数、工业产能利用率全面低于前值。生产、零售端库存上升。

(8) 9月新房销售恶化、二手房小幅改善，房价环比上涨。9月新屋销售环比下降0.7%，前值环比上升6.2%；9月成屋签约销售指数环比上涨1.5%，前值环比上涨1.4%；9月美国房价环比上涨。

(9) 9月国债收益率上升、信用利差下降、美元指数上升、恐慌指数下降、国债余额同比增速上升，国际资本净流出美国。9月末美联储资产规模3.9万亿美元，前值3.8

万亿；9月末美国国债规模22.7万亿美元，同比增长5.6%，前值22.5万亿美元，同比增长4.7%；9月国际资本净流出美国376亿美元，前值修正为净流入419亿美元；9月美国10年国债收益率均值1.70%，前值1.63%；9月美国信用利差均值3.96%，前值4.37%；9月美元指数均值98.6，前值98.0；9月标普恐慌指数均值15.6，前值19.0。

二、欧英日：全面改善

9月数据显示，欧英日出现了全面的改善。三季度欧元区实际经济增速同比与前值持平，英国低于前值，日本高于前值。我们倾向于认为，欧英本轮下行的底部或在今年三季度出现，而日本本轮经济的改善或已接近顶部。

(1) 三季度欧元区实际经济增速同比与前值持平，英国低于前值，日本高于前值。三季度欧元区GDP同比增长1.2%，与二季度持平；三季度欧元区GDP环比折年增长0.9%，高于二季度的0.8%。三季度英国GDP同比增长1.0%，低于二季度的1.3%；三季度英国GDP环比折年下降0.4%，高于二季度的-0.9%。三季度日本GDP同比增长1.3%，高于二季度的0.9%；三季度日本GDP环比折年增长0.2%，低于二季度的1.8%。

(2) 9月欧英日PMI全面走弱。9月欧元区制造业、服务业PMI全面低于前值；制造业PMI录得45.7，前值47.0；服务业PMI录得51.6，前值53.5；综合PMI录得50.1，前值51.9。9月英国制造业PMI高于前值、服务业拖累综合PMI低于前值；制造业PMI录得48.3，前值47.4；服务业PMI录得49.5，前值50.6；综合PMI录得49.3，前值50.2。9月日本制造业、服务业PMI全面低于前值；制造业PMI录得48.4，前值48.9；服务业PMI录得52.8，前值53.3；综合PMI录得51.5，前值51.9。

(3) 9月欧日外贸全面改善，英国整体改善。9月欧元区出口同比增长5.2%，前值同比下降2.7%；9月欧元区进口同比增长2.1%，前值同比下降4.2%。9月英国出口同比增长2.1%，略低于前值；9月英国进口同比增长4.3%，前值同比下降2.2%。9月日本出口同比下降5.2%，前值同比下降8.2%；9月日本进口同比下降1.5%，前值同比下降11.9%。

(4) 9月欧英失业率平稳，日本上升。9月欧元区失业率7.5%，前值7.5%；9月英国失业率3.3%，前值3.3%；9月日本失业率2.4%，前值2.2%。

(5) 9月欧英日通胀全面下降。9月欧元区CPI同比上涨0.8%，前值上涨1.0%；9月欧元区PPI同比下降1.2%，前值下降0.8%。9月英国CPI同比上涨1.7%，前值上涨1.7%；9月英国PPI同比上涨1.2%，前值上涨1.7%。9月日本CPI同比上涨0.2%，前值上涨0.3%；9月日本PPI同比下降1.1%，前值下降0.9%。

(6) 9月欧英日10年国债收益率全面上升。9月末，欧元区国家政府债务规模8.3万亿欧元，同比增长2.1%，前值增长2.3%；欧央行资产规模4.6万亿欧元，按期末汇率折算5.1万亿美元。9月欧元区10年国债收益率均值-0.53%，前值-0.59%。9月英国国

家政府债务规模 1.8 万亿英镑，同比增长 3.8%，前值增长 3.6%；9 月英国 10 年国债收益率均值 0.60%，前值 0.58%。9 月末，日本国家政府债务规模 1105 万亿日元，同比增长 1.2%，前值 1.4%；日本央行资产规模 570 万亿日元，按期末汇率折算 5.3 万亿美元；9 月日本 10 年国债收益率均值-0.22%，前值-0.23%。

(6) 9 月欧英日零售、制造全面改善。9 月欧元区零售指数同比增长 3.1%，前值增长 2.7%；9 月欧元区工业生产指数同比下降 1.7%，前值下降 2.8%。9 月英国零售指数同比增长 3.3%，前值增长 3.2%；9 月英国工业生产指数同比下降 1.4%，前值同比下降 1.9%。9 月日本商业销售同比上涨 4.5%，前值下降 2.7%；9 月日本工业生产指数同比上涨 1.1%，前值下降 4.7%。

三、中国：整体改善

回顾整个三季度的中国宏观经济走势，7 月小幅走弱、8 月大幅走弱、9 月整体改善；合并来看，三季度实际经济增速录得 6.0%，低于前值 6.2%；名义 GDP 增速录得 7.6%，前值 8.3%。GDP 平减指数下降至 0.4%，我们预计三季度实际 GDP 增速和 GDP 平减指数均已达到阶段性底部，未来大概率稳中有升，因此货币政策并不具备放松空间。后续需要关注的是，何时通胀压力超过政策容忍范围，进而诱发政策转紧。

从支出法 GDP 的结构上看，消费是拉动经济增长的最重要力量，且力度有升有降。前三季度最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 60.5%，低于去年同期的 77.7%；简单匡算，三季度单季贡献率为 61.3%，高于二季度的 55.1%。前三季度投资对国内生产总值增长的贡献率为 19.8%，低于去年同期的 36.5%；简单匡算，三季度单季贡献率 21.0%，低于二季度的 26.3%。前三季度净出口对国内生产总值增长的贡献率为 19.6%，高于去年同期的-14.2%；简单匡算，三季度单季贡献率为 17.4%，低于二季度的 18.6%。整体来看，海外对国内经济的拉动在今年转向正向，但幅度不断减弱。

三季度人均消费支出全面改善。三季度全国居民人均消费支出同比增长 9.9%，高于二季度的 7.8%；其中城镇人均消费支出同比录得 8.7%，高于二季度的 6.8%；农村居民人均消费支出同比录得 11.4%，高于二季度的 8.6%。收入方面，三季度表现平稳，主要得益于农村的拉动，城镇则有轻微下滑。三季度全国居民人均可支配收入同比增长 8.8%，与二季度持平；其中城镇人均可支配收入同比录得 7.9%，低于二季度的 8.0%；农村居民人均可支配收入同比录得 9.7%，高于二季度的 9.0%。

工业企业产能利用率三季度录得 76.4%，与二季度持平；虽然 PPI 同比增速在三季度出现明显下滑，但或与减税降费有关，企业利润相对平稳。

就业方面，从城镇调查失业率以及从与之对应的新增城镇就业人数上看，三季度中国就业情况有所改善。

具体到 9 月数据，整体较 8 月出现了一定程度的改善，制造业和民间固定资产投资自低位有所恢复，虽然 PPI 同比增速连创新低，但环比在 9 月转正，预计 10 月 PPI 同比增速将触及阶段性底部。单月新增城镇就业人口同比连续 4 个月改善后明显回落，值得关注。整个三季度而言，政策表现的较为克制，为四季度预留了较为充足的空间，只要通胀不突破政策的容忍范围，我们还是比较看好中国四季度的表现。

(1) 9 月经济数据表现好于 8 月。

* 表现好于 8 月的数据。工业增加值、投资、消费、财政收支、CPI、发电量、房屋新开工、购置土地面积、汽车销售、铁路货运量、原油产量、天然气产量。

* 表现差于 8 月的数据。进出口、PPI、商品房销售、汽车生产、粗钢、水泥产量、10 种有色金属产量、乙烯产量、煤炭产量。

* 9 月城镇调查失业率与前值持平。

(2) 9 月南华综合指数环比上涨、CRB 指数环比下降。

国内商品价格方面，9 月先升后降；以月均衡量，南华综合指数 9 月高于 8 月；南华工业品指数的走势与南华综合指数基本一致。现货价格涨跌互现，以月均衡量，农产品批发价格指数、猪肉现货价格、水泥现货价格、化工产品现货价格环比上涨；钢铁现货价格、煤炭现货价格环比下跌。国际方面，以月度均值计算，9 月 CRB 指数录得 386，前值 396。国际油价、天然气价格、欧洲煤价、国际金价、国际铜价、铁矿石价格、CBOT 小麦价格、CBOT 大豆价格环比上涨；CBOT 玉米价格环比下跌。9 月波罗的海散运指数较 8 月环比上涨。

(3) 9 月房地产库存同比上升，汽车、钢铁下降，煤炭平稳。

9 月商品房待售面积 4.9 亿平米，同比下降 7.2%，前值同比下降 7.6%；9 月房屋施工面积 83.4 亿平米，同比增长 8.7%，前值增长 8.8%。9 月汽车库存 94 万辆，同比下降 32.2%，前值同比下降 29.6%。9 月底全国主要钢材品种库存总量同比上涨 8.6%，8 月末同比上涨 25.2%；9 月底重点企业钢材库存量同比下降 12.8%，8 月末同比下降 0.7%；9 月底全国高炉开工率 57.6%，低于 8 月末的 68.0%，盈利钢厂比率 78.5%，高于 5 月末的 73.0%。9 月末，秦皇岛港和六大发电集团煤炭库存同比分别录得约 -6.7% 和 7.7%，8 月末分别为 -7.9% 和 7.3%。一升一降。

四、新兴：小幅改善

9 月数据显示，新兴经济体（新加坡、马来西亚、泰国、印尼、印度、俄罗斯、巴西、阿根廷、墨西哥、南非）小幅改善。目前来看，我们倾向于认为，本轮新兴经济体下行的底部或在今年三季度出现。

(1) 三季度新兴经济体整体经济增速继续走弱。

三季度泰国 GDP 同比增长 2.4%，高于二季度的 2.3%。

三季度新加坡 GDP 同比增长 0.1%，与二季度持平。

三季度马来西亚 GDP 同比增长 4.4%，低于二季度的 4.9%。三季度印尼 GDP 同比增长 5.0%，低于二季度的 5.1%。

(2) 9 月新兴经济体制造业 PMI 改善、服务业 PMI 走弱、综合 PMI 平稳。

9 月新兴经济体制造业 PMI 录得 51.0，前值 50.4；服务业 PMI 录得 51.8，前值 52.3；

综合 PMI 录得 51.8，前值 51.8。

新兴经济体方面，印度 9 月制造业 PMI 与前值持平、服务业拖累综合 PMI 低于前值，其中服务业和综合 PMI 跌破 50。俄罗斯 9 月服务业 PMI 高于前值，制造业拖累综合 PMI 低于前值，其中制造业 PMI 低于 50。巴西 9 月制造业、服务业 PMI 全面高于前值，均高于 50。中国 9 月财新和中采 PMI 走势一致，均是服务业 PMI 低于前值、制造业带动综合 PMI 高于前值，其中中采制造业 PMI 继续低于 50。新加坡、南非 9 月综合 PMI 均低于前值，且均低于 50。马来西亚、印尼、墨西哥 9 月制造业 PMI 均高于前值，但均低于 50。

(3) 9 月 CPI 同比增速全面低于前值。

9 月 CPI 同比增速高于前值的经济体包括印度。

9 月 CPI 同比增速低于前值的经济体包括马来西亚、泰国、印尼、俄罗斯、巴西、南非、墨西哥、阿根廷。

新加坡 9 月 CPI 同比增速与前值持平。

阿根廷 9 月 CPI 同比增速高达 53.5%，低于前值 54.5%。

(4) 9 月 M2 同比增速整体低于前值。

9 月 M2 同比增速高于前值的经济体包括新加坡、泰国、俄罗斯。

9 月 M2 同比增速低于前值的经济体包括马来西亚、印尼、印度、巴西、南非、墨西哥、阿根廷。

9 月印度 M2 同比增长 10.8%，低于前值 12.0%。9 月阿根廷 M2 同比增长 16.9%，低于前值 24.8%。

(5) 9 月外贸整体改善。

9 月没有经济体进出口双双同比正增长；双双同比负增长的经济体包括新加坡、泰国、印尼、印度、巴西、南非、墨西哥。

9 月进出口同比均好于前值的经济体包括新加坡、泰国、印尼、俄罗斯、巴西、阿根廷；没有经济体均弱于前值。

(6) 9 月工业表现整体平稳。

9 月工业同比正增长的经济体包括新加坡、马来西亚、印尼、俄罗斯、巴西；均好于前值。

9 月工业同比负增长的经济体包括泰国、印度、南非、墨西哥、阿根廷；均弱于前值。

(7) 9 月零售整体走弱。

9 月零售同比正增长的经济体包括印尼、俄罗斯、巴西、南非、墨西哥；其中巴西好于

前值，印尼、俄罗斯、南非、墨西哥弱于前值。

9月零售同比负增长的经济体包括新加坡、泰国、阿根廷；其中新加坡好于前值，泰国、阿根廷弱于前值。

(8) 9月汇率对美元整体升值。

以月均环比计算，我们观察的10个新兴经济体8月汇率对美元贬值的有3个，其中贬值幅度最大的是阿根廷（贬值7.81%），紧随其后的是巴西（贬值2.33%）；对美元升值的有7个，其中升值幅度最大的是南非（升值2.23%），紧随其后的是俄罗斯和印尼（升值1.38%和1.06%）。9月外汇储备较前值增加的经济体包括泰国、印度、俄罗斯、南非，减少的经济体包括新加坡、马来西亚、印尼、巴西、墨西哥、阿根廷。

(9) 9月10年国债收益率全面低于前值。

以月度均值计算，新加坡、马来西亚、泰国、印尼、俄罗斯、巴西、南非、墨西哥等8个经济体9月10年国债收益率低于8月；印度等1个经济体9月10年国债收益率高于8月。（南非为9年国债）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017年新财富最佳分析师宏观经济第六名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾10年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），负责大类资产配置研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观高级经济分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。