鄉民總經觀察

2019/9/10
第 4 期

探討大幅衰退的時間點

從美國製造業 PMI 進入衰退，看總體景氣延續的可能性

貿易戰的新局勢下，展望全球、美、歐、台，尚未出現足夠跡象，顯示大規模衰退來臨

封面人物： Mark Carney　現任英國央行總裁, 前任加拿大央行總裁

內容

製造衰退 ing 消費支撐 ing by 喵大.....2

一、製造業：衰退終於到來，拖垮整體的可能性存在.....2

二、就業：非農新增+130K 很差，領先數據仍走強，整體仍穩定...7

製造業面對的狀況，比 2016 更糟.....9

整體就業的情況，較製造業為佳.....11

三、失業：弱勢族群未反轉，仍處穩定範圍.....14

失業數據中，重要的是弱勢情況.....15

四、再從 ADP 小非農來看非農 -501K 修正及就業情況.....18

五、結論：總經景氣可望延續至 2020Q2.....23

附錄 A：RRindex.....24

大衰退尚未浮現，貿易戰下的新局 by meRscliche.....26

一、摘要.....26

二、警訊 —— 3 個月歐洲美元商業者期貨淨留倉.....28

三、全球 PMI 觀察.....29

四、兩個領先指標—— CB 的 LEI & ECRI 的 WLIW.....32

五、景氣月刊.....37

六、檢查更多 Leading Indicators.....42

七、結論.....45

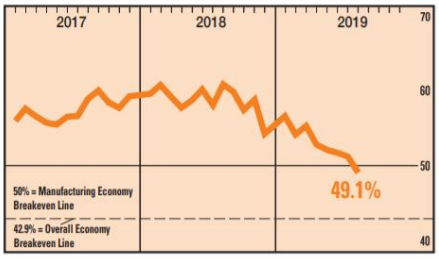
製造衰退 ing 消費支撐 ing by 喵大

一、製造業：衰退終於到來，拖垮整體的可能性存在

MANUFACTURING AT A GLANCE

Index	Aug Index	July Index	% Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (months)
PMI®	49.1	51.2	-2.1	Contracting	From Growing	1
New Orders	47.2	50.8	-3.6	Contracting	From Growing	1
Production	49.5	50.8	-1.3	Contracting	From Growing	1
Employment	47.4	51.7	-4.3	Contracting	From Growing	1
Supplier Deliveries	51.4	53.3	-1.9	Slowing	Slower	42
Inventories	49.9	49.5	+0.4	Contracting	Slower	3
Customers' Inventories	44.9	45.7	-0.8	Too Low	Faster	35
Prices	46.0	45.1	+0.9	Decreasing	Slower	3
Backlog of Orders	46.3	43.1	+3.2	Contracting	Slower	4
New Export Orders	43.3	48.1	-4.8	Contracting	Faster	2
Imports	46.0	47.0	-1.0	Contracting	Faster	2
OVERALL ECONOMY				**Growing**	**Slower**	**124**
Manufacturing Sector				**Contracting**	**From Growing**	**1**

**Number of months moving in current direction. Manufacturing ISM® Report On Business® data is seasonally adjusted for the New Orders, Production, Employment and Supplier Deliveries Indexes.*



PMI®

Manufacturing contracted in August, as the PMI® registered 49.1 percent, a decrease of 2.1 percentage points from the July reading of 51.2 percent. This is the lowest reading since January 2016, when the index registered 48 percent. The PMI® contracted for the first time since August 2016 (when it registered 49.6 percent) and ended a 35 month expansion period in which the composite index averaged 56.5 percent.

8 月 ISM 製造業 PMI

IHS MARKIT
US MANUFACTURING PMI™

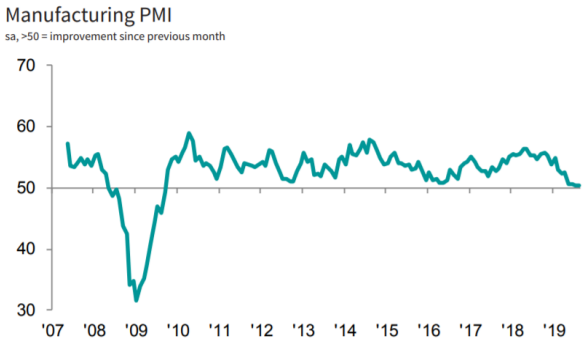
Manufacturing PMI lowest for almost a decade as export decline intensifies

KEY FINDINGS

PMI at 50.3 in August (49.9 flash, 50.4 in July), lowest since September 2009

Rates of output and new order growth remain subdued

New export orders fall at quickest pace for 10 years



8 月 Markit 製造業 PMI

ISM PMI **49.1**，新訂單、就業均落於 50 以下，全數據幾乎都負成長。反而 Markit PMI 是 **50.3**。

Deteriorating demand conditions, especially across the automotive sector, were linked to subdued client demand.

車業特糟。

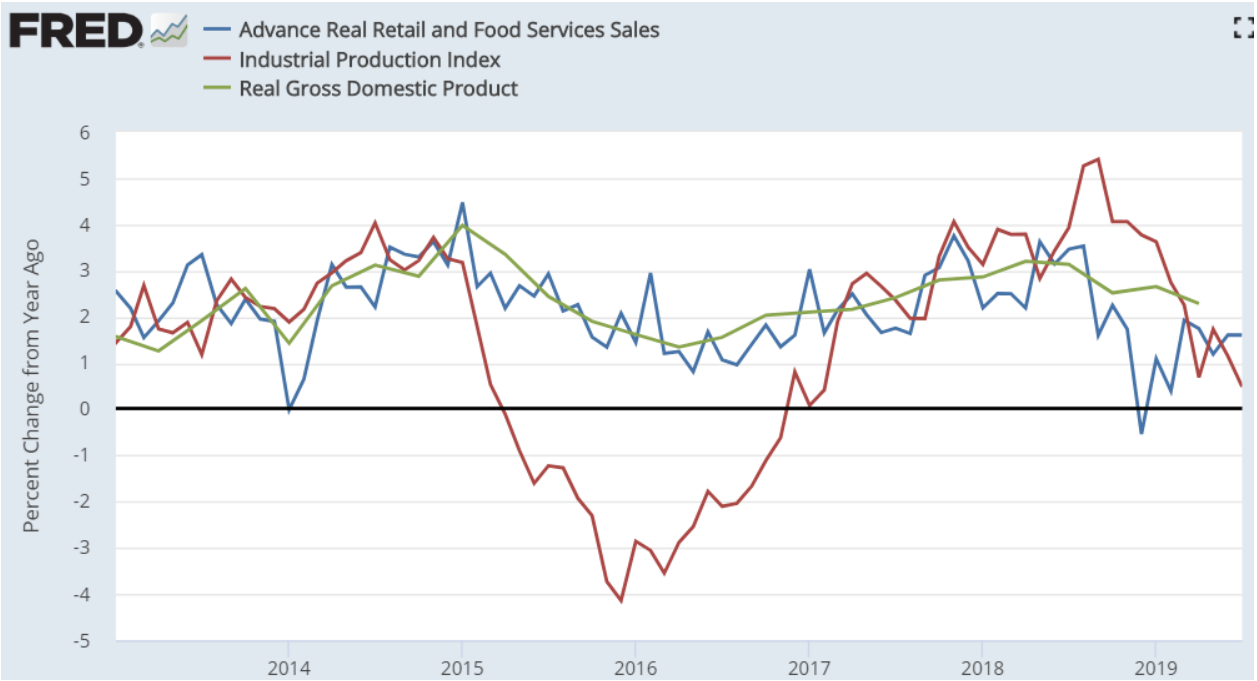
External demand also weighed on new business growth, as new export orders fell at the quickest pace since August 2009, linked by many firms to trade wars and tariffs.

新訂單摔落速度為 2009-8 月以來最快。

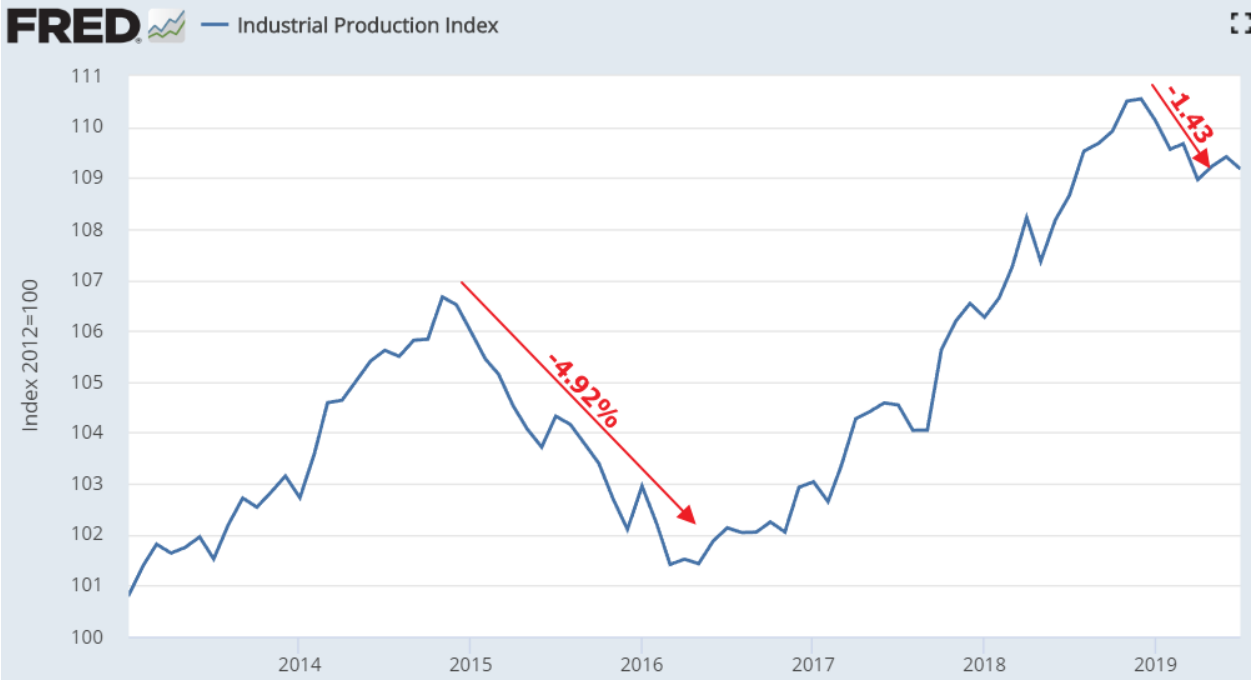
Deteriorating exports are the key to the downturn, with new orders from foreign markets dropping at the fastest rate since 2009.出口惡化是問題來源。

- Markit 報告

全球都弱這麼久，美國製造業衰退終究是來了。接下來就看其衰退程度，是否足以拉下將整體成長。



零售(藍) & IPi 工業生產(紅) & GDP(綠) ，三者均為年增率

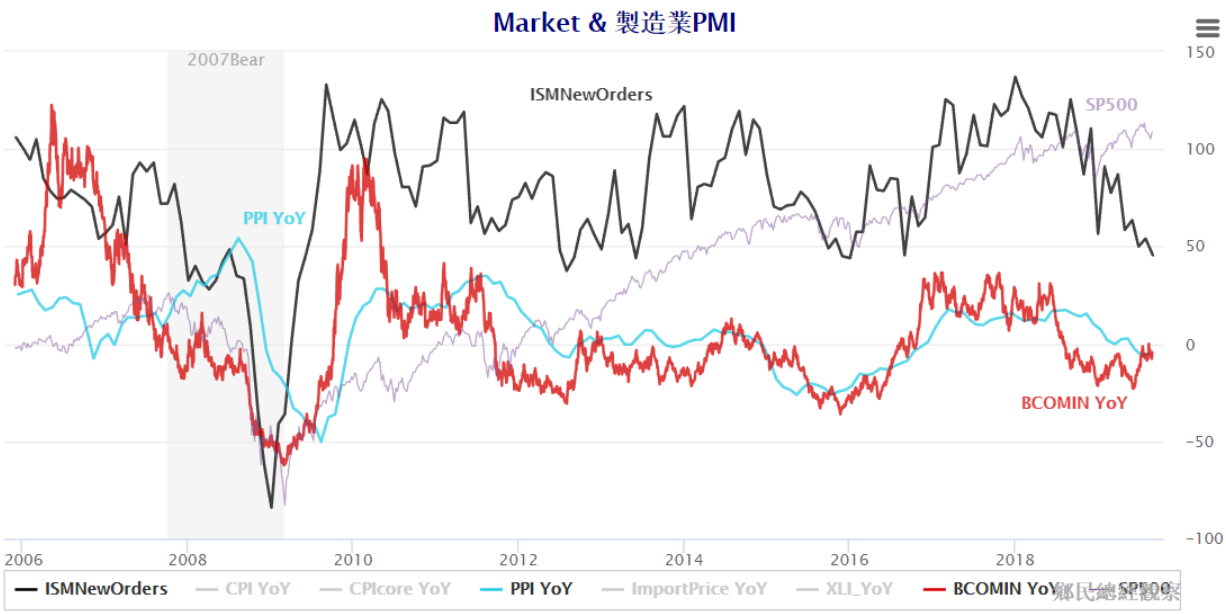


IPi 工業生產指數

IPi 工業生產指數，2015 年最多滑落 4.92%，卻無法削弱消費力道帶來的增長，當時 GDP 成長與消費成長幾乎一致，並未被生產部門影響。

如今的挑戰是，消費循環也在頂端，成長已經弱化，被拖入衰退的可能性的確比 2015 高出許多。2016 年零售年增率從 2015 的高點**+4.47%**，降至+0.81%，**縮減了-3.66%**，而 2018 零售年增率最高僅**+3.62%**，若生產部門衰退程度相當，將整體拖入衰退的可能性是存在的，端看接下來的衰退深度而定。

若從接著要提到的就業數據來看，製造業應該還會繼續下行。但在數據更明確前，仍不用太過悲觀。



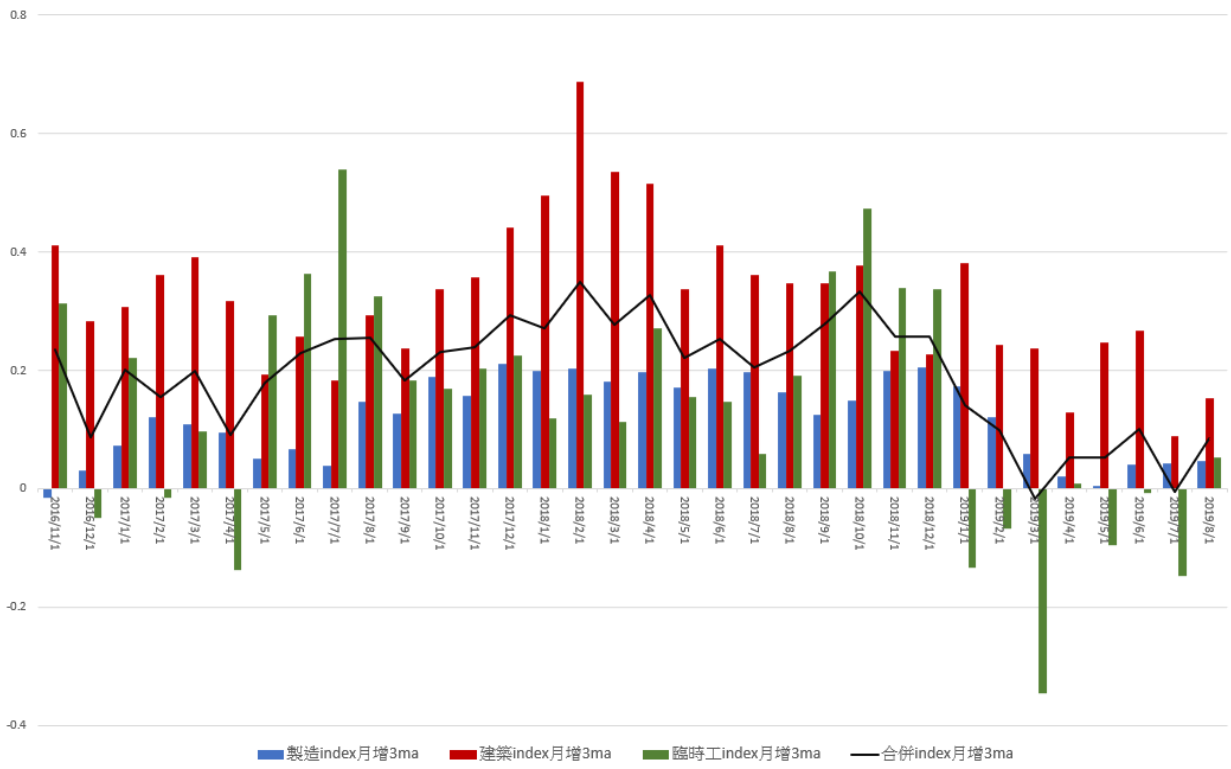
ISM 製造業新訂單(黑) & PPI 生產者物價年增率(藍) & Bloomberg 工業金屬指數年增率(紅)

Bloomberg 工業金屬指數

另一方面，從市場價格來看，與生產部門息息相關的 Bloomberg 工業金屬指數，是有些許領先能力，若能維持走穩，明年 Q1 生產部門好轉是能期待的。

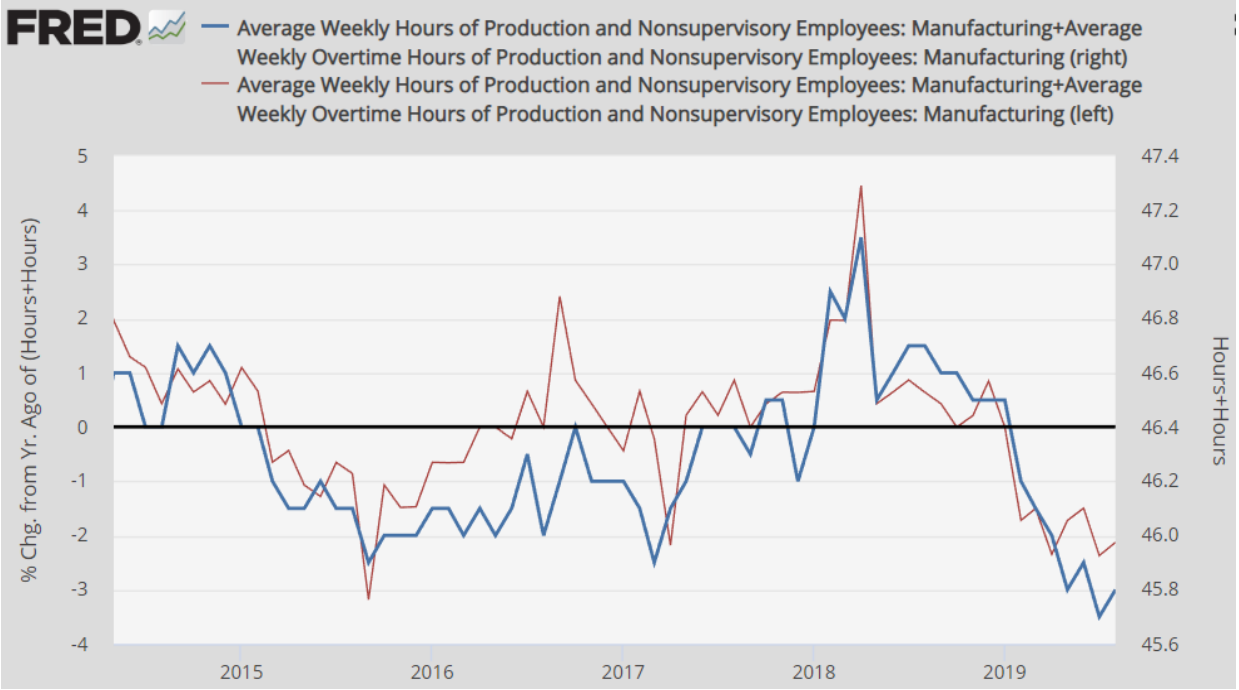
二、就業：非農新增+130K 很差，領先數據仍走強，整體仍穩定

8 月非農新增僅+130K，比預期+160K 少了許多，且這+130K 裡面，還有+34K 的政府就業，**私營企業新增僅96K**，說差還真的很差。當然，我們不是只看 Headline Number，那數字重要但領先程度是稍低的。

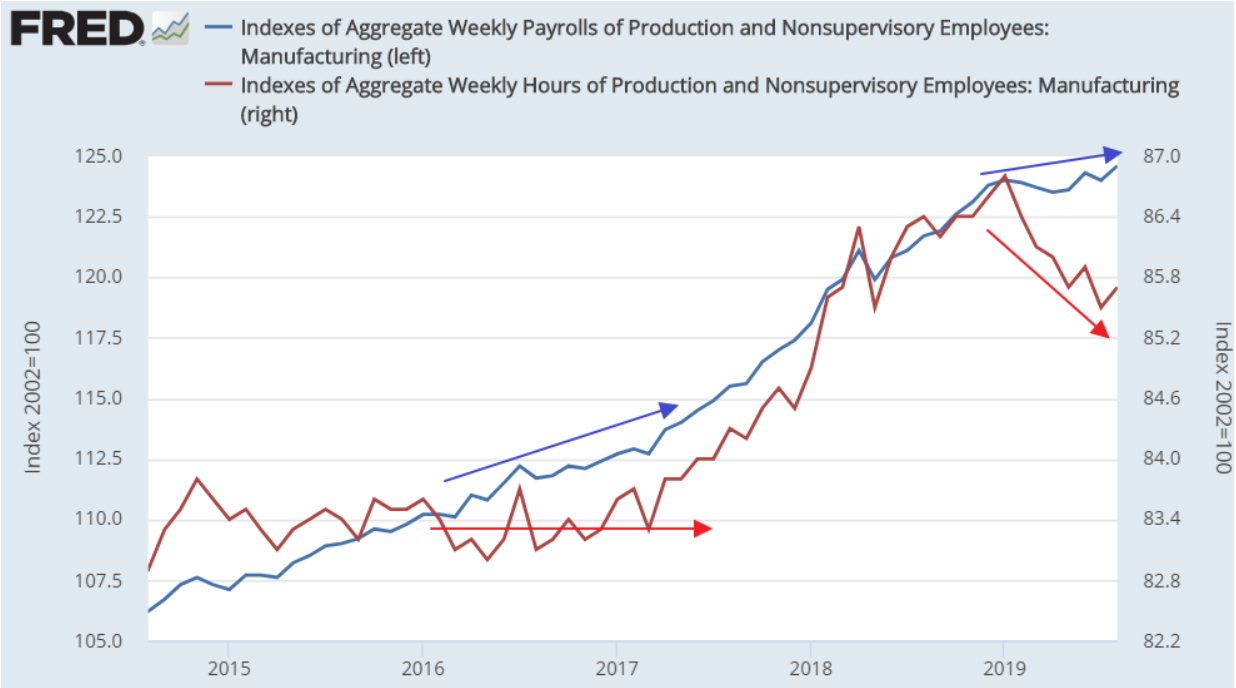


製造、建築、臨時工 index 化月增減 3 月平均值，2016-8 月為 index 校正值

過去就業衰退前，製造、建築、臨時工，這三者會領先萎縮，**本月三者皆正數**。然而，這三者在 2019 明顯較 2018 弱，**臨時工 2019 至今累計是負數**的，就業循環接近尾聲的情況相當明顯了。



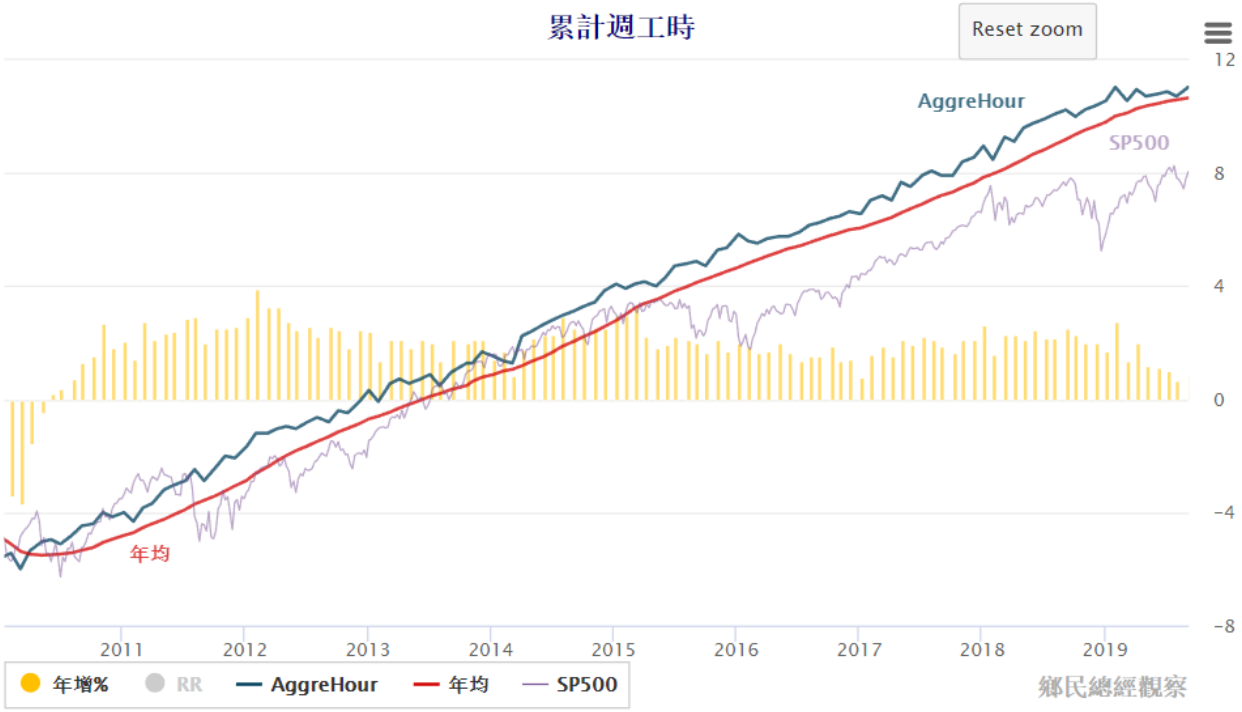
製造業每週含加班平均工時



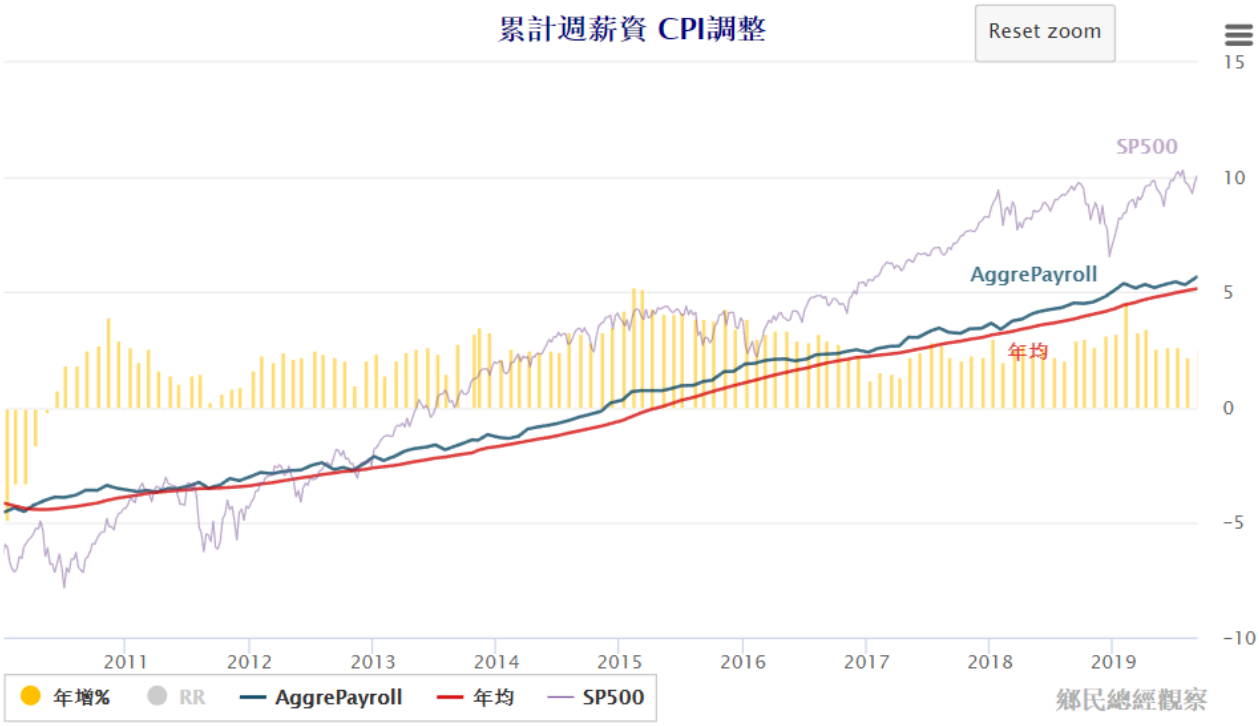
製造業週總工時(紅) & 週總薪資(藍)

製造業面對的狀況，比 2016 更糟

2016 每週平均工時下滑，但週總工時並未明顯削弱，且週總薪資上行並未被打斷。如今是平均工時下降、週總工時下降、週總薪資仍上升但相當緩慢，製造業離砍人、砍薪也不會太遠了。



整體就業週總工時



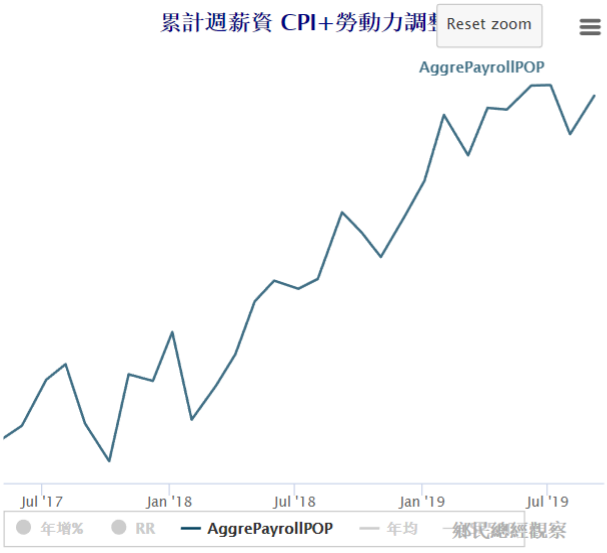
整體就業週總薪資-CPI 調整(8 月 CPI 以前三月年增率均值推估)

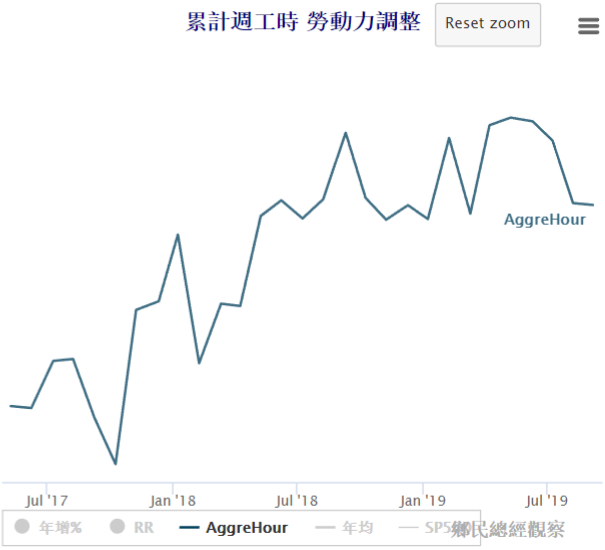
整體就業的情況，較製造業為佳

週總工時 **2019-1 月高點**，週總薪資則是**再創新高**，這兩者是整體就業最為重要的數據，在製造業不振的情況下，還能維持上行實在是不簡單。

週總工時，攸關整體生產力，工時增幅+生產效率增幅 = 整體生產力增幅，只要工時能持續上升，就表示整體生產力一定是增加的（生產效率一直在提高，衰退情況少見），只要整體產能增加，整體經濟就會持續成長。

週總薪資，與消費能力有緊密關連，由於絕大部分薪水階級的所能得到的資本利得不多，勞務所得是消費力的主要來源，此數據持續創高，亦表示消費能量仍持續推動美國整體向上。

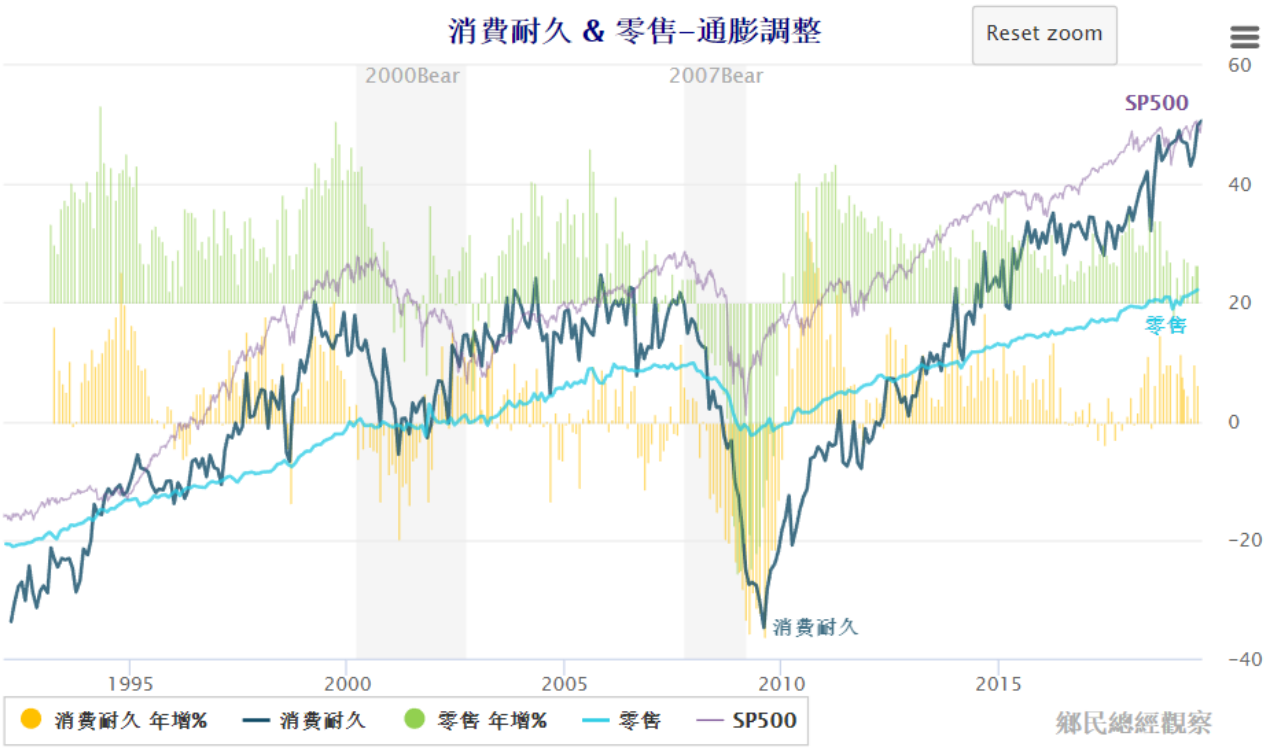




週總薪資-CPI+勞動力調整 & 週總工時-勞動力調整

然而，若將薪資與工時再經勞動力調整後，得到更為領先的人均數據，這兩者則是持續走平，未能再創新高。

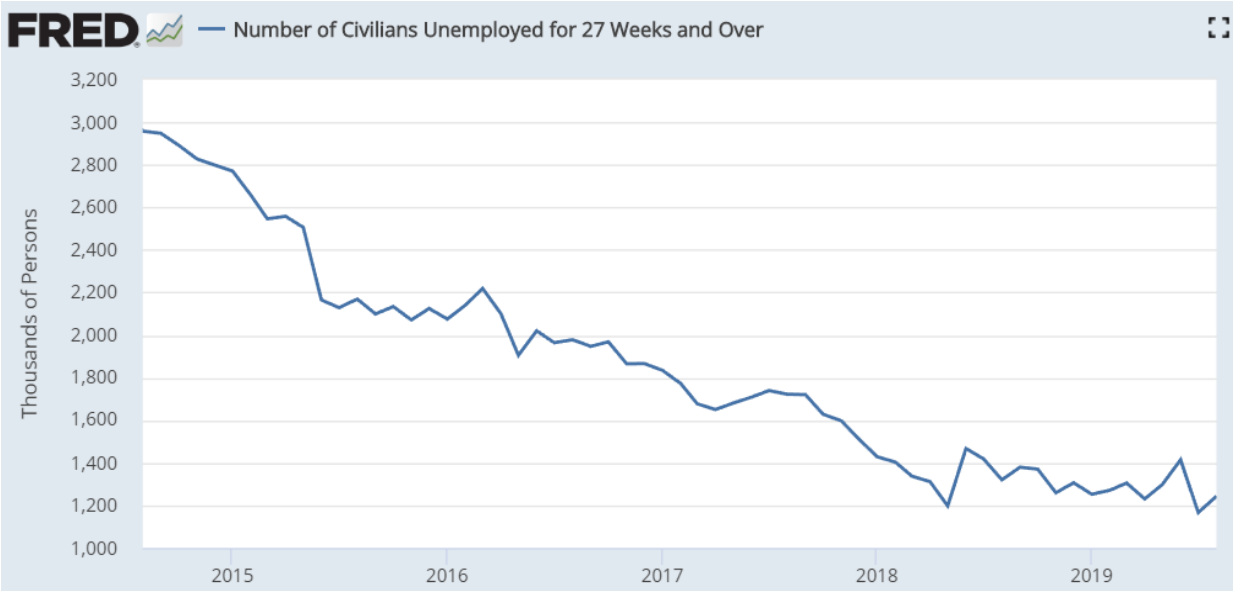
當領先數據走平或走弱時，表示前方有隱憂，這與目前就業走弱的情況也是一致的，多種數據均表示，**就業越來越趨向頂點**，但何時仍不能確定，只能等待。



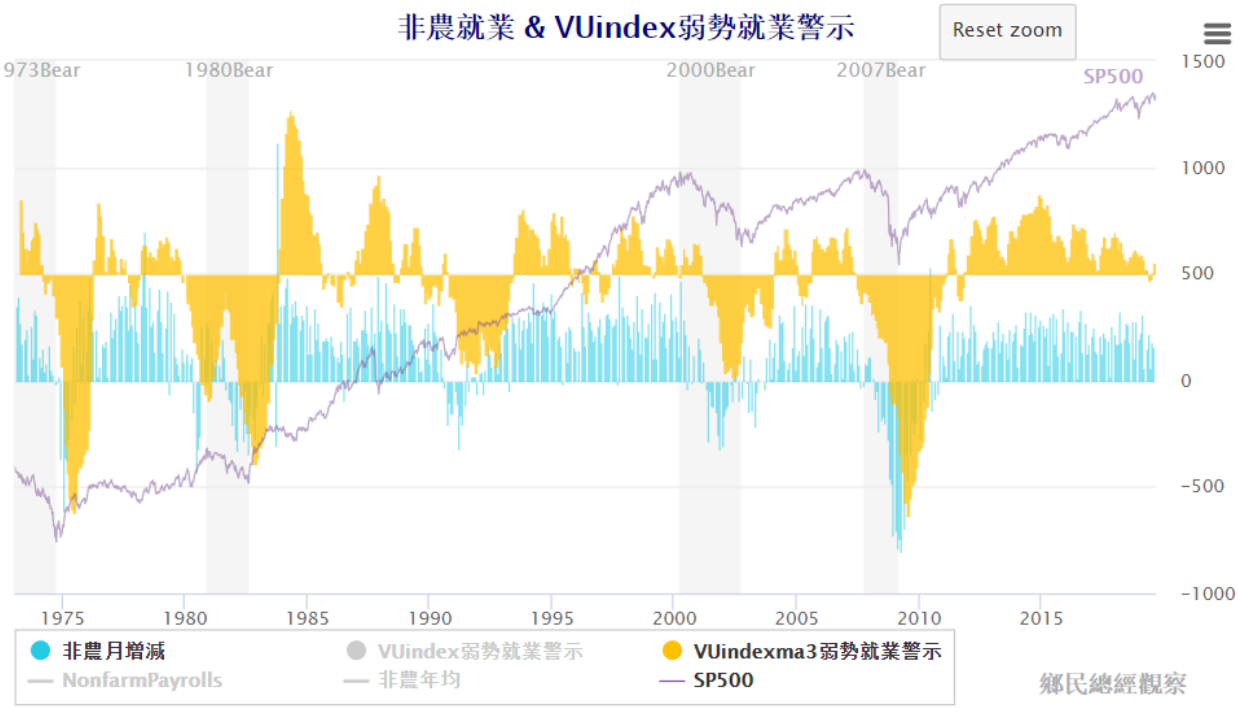
消費耐久訂單 & 零售-通膨調整

本週公布的 7 月消費耐久訂單，再創歷史新高，此數據在 2000 及 2007 次循環中，均能領先零售數據，**未來半年零售應能維持穩定**。消費穩定，就業就會穩定，至於生產部門的衰退情況，只能緊密追蹤了。

三、失業：弱勢族群未反轉，仍處穩定範圍



失業 27 週以上的長期失業人數



非農就業月增 & VUindex 弱勢失業警示

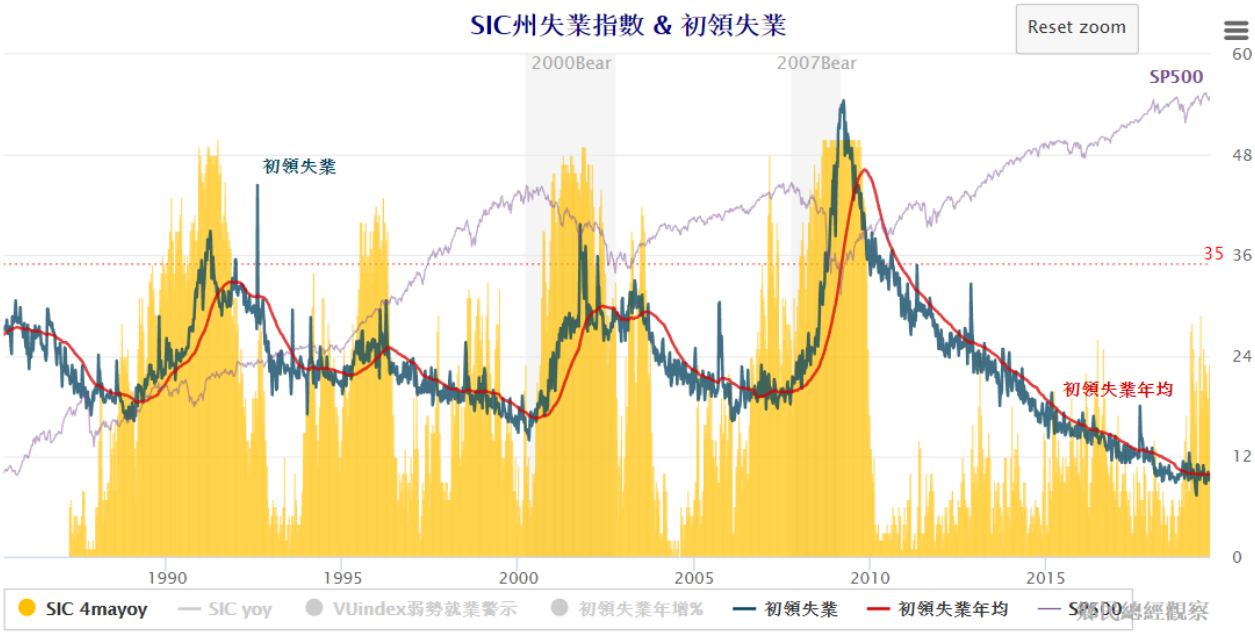
失業數據中，重要的是弱勢情況

如同我們在就業數據中，持續追蹤臨時工一樣，因為當景氣不佳時，弱勢族群會先被捨棄，使得相關數據具有更為領先的能力。

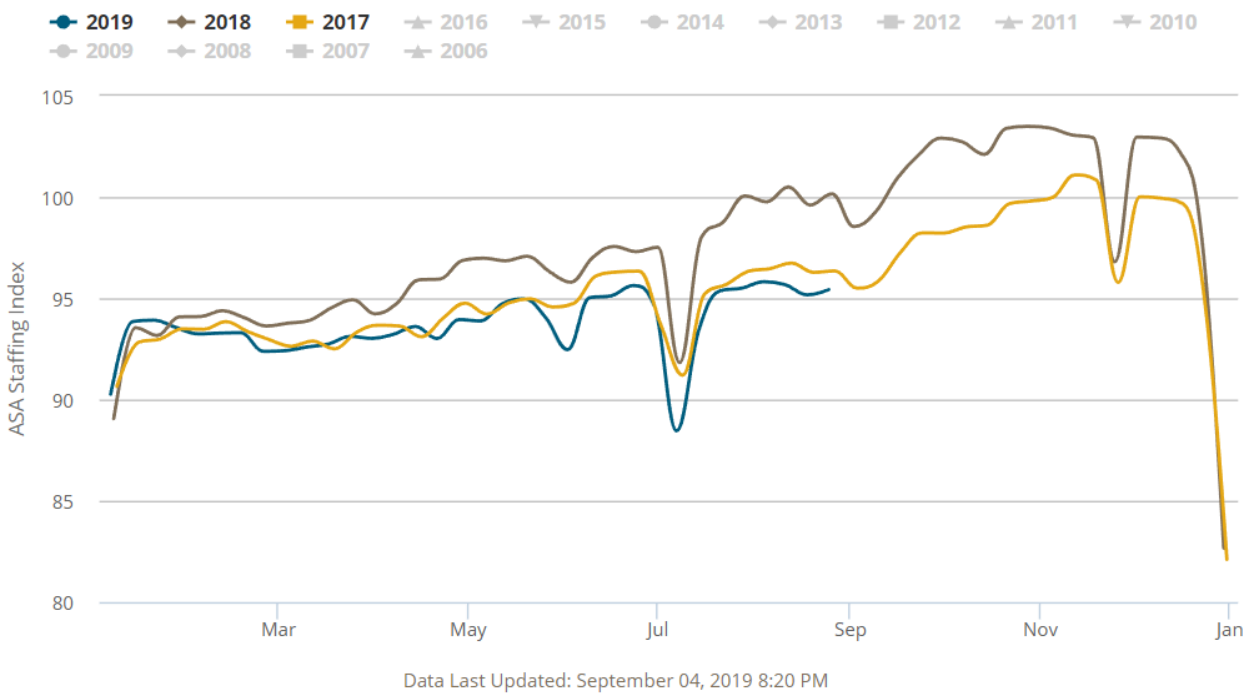
失業 27 週以上人數，是代表長期失業族群的數據，而長期失業可視為在勞動市場中的弱勢族群，這是整體就業衰退前的領先破口，此數據在 **7 月創低點**，目前仍處低檔。

VUindex 弱勢失業警示，是計算美國就業較為弱勢的黑人及西班牙人，以此兩族裔的失業率計算而來，能領先非農提出就業反轉警示，如 2000-Feb、2007-May。

VUindex 在**今年 4、5 月**為本次就業循環**首次負值**，這表示本次循環已接近尾聲。所幸之後回到正值，半年之內暫時無虞。



SIC 州失業指數 & 初領失業

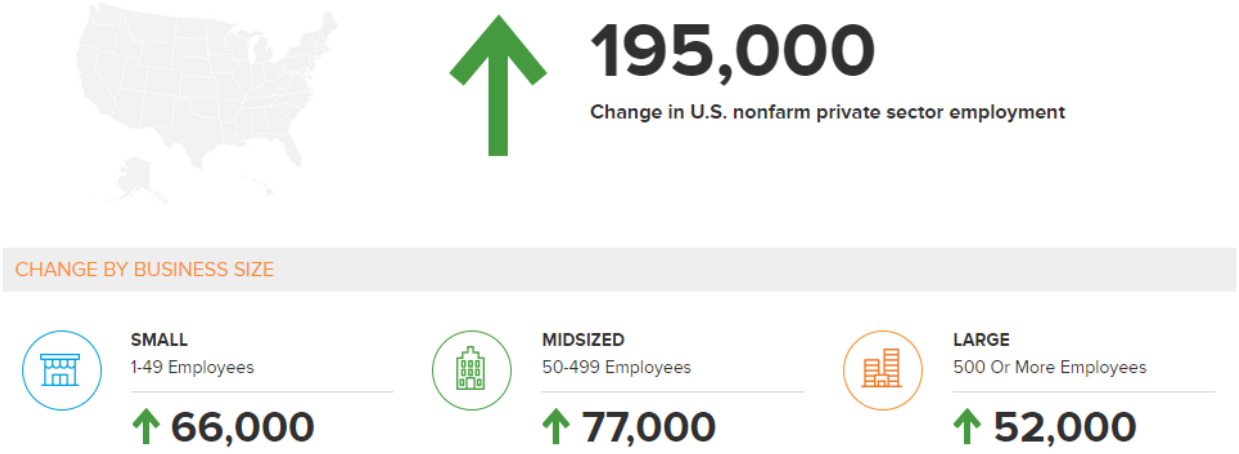


ASA 臨時/契約工指數

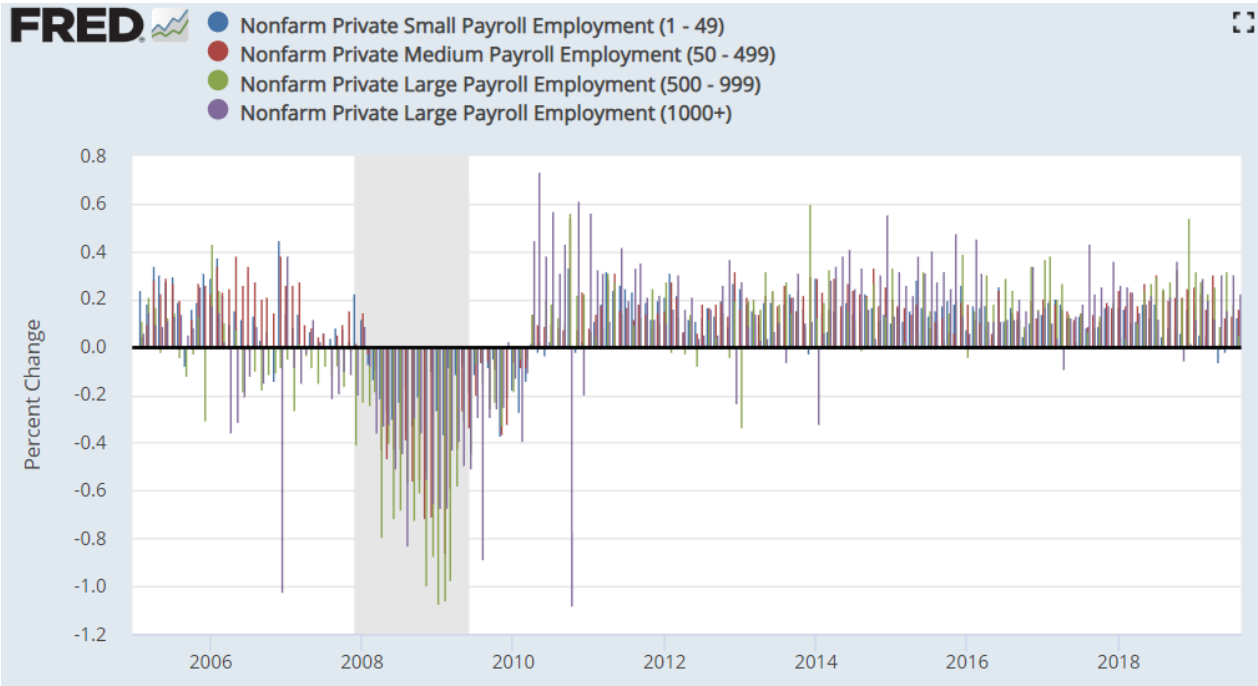
本週初領失業 214K，維持走平，SIC 州失業指數 29，這表示本週有全美有 29 州的初領失業較去年惡化，離 35 的絕對萎縮值雖有一點距離，仍須相當注意。

ASA 臨時/契約工**持續低於 2017**，這與就業報告中的臨時工數據萎縮的情況相當一致，就業反轉都是由弱勢先行的，這不表示就業反轉已經到來，而是說就業情況降溫是無庸置疑的。

四、再從 ADP 小非農來看非農 -501K 修正及就業情況



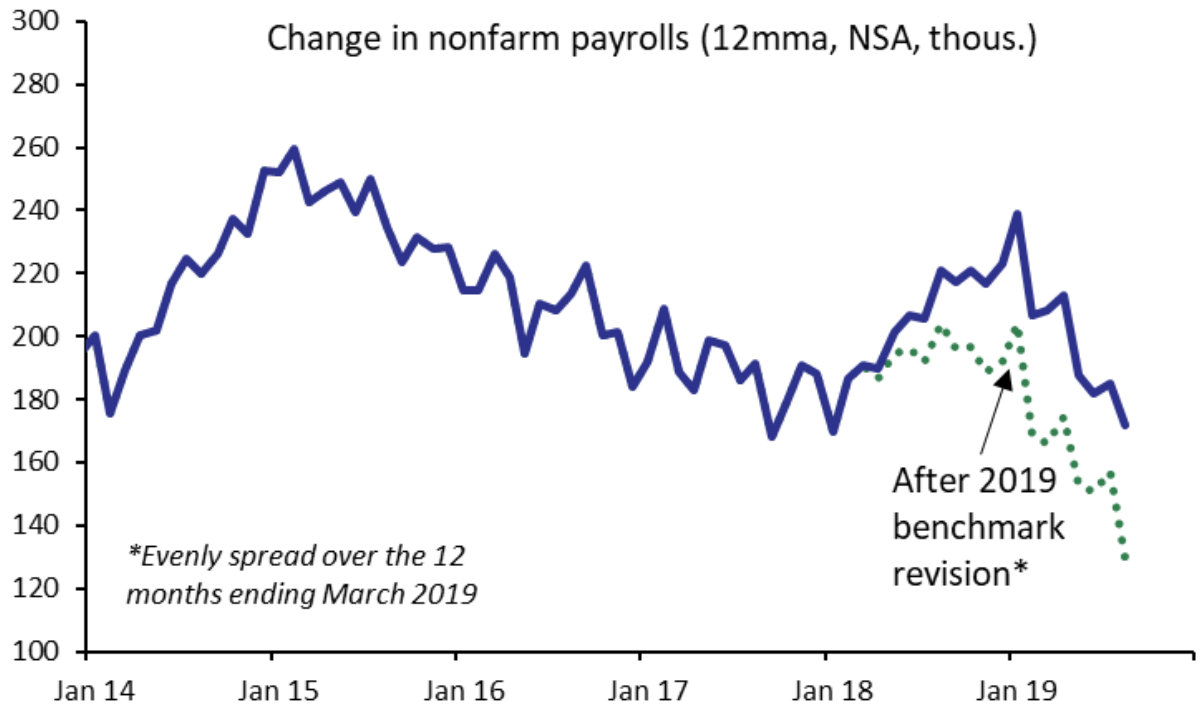
ADP 小非農 8 月數據



ADP 小非農依公司大小的就業月增減

先快速一下說本月 ADP 小非農的 8 月就業情況。

ADP 歷史長度較短，只能回溯至 2005，**上一次的就業反轉，是由大型企業(500 人以上)先行衰退**，若將此視為就業反轉的前兆，本月**大型企業+52K**，目前尚未出現此跡象，就業應無虞。



模擬非農修正-501K，其走勢變成快速下滑

在上月非農大修正-501K 後，再加上製造業 PMI 就業開始萎縮、8 月非農新增僅+130K 低於標準，許多單位給出了美國就業快倒的預期，在此必須再次提出反面意見。

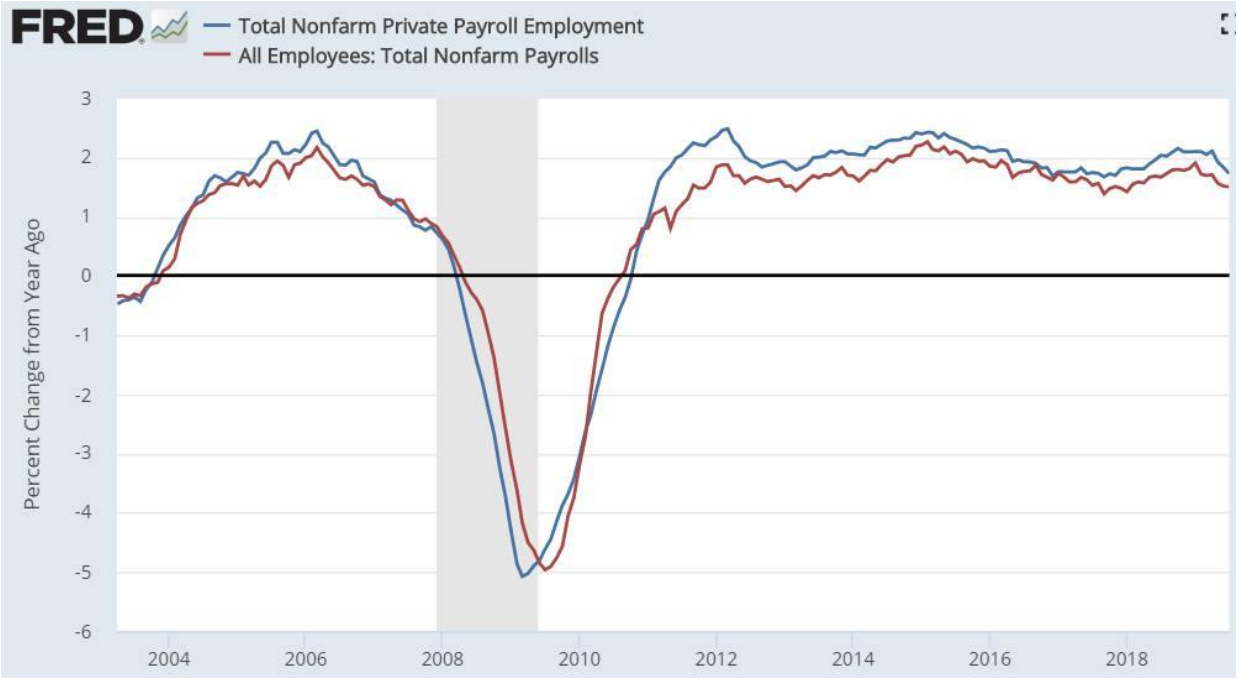
過去曾多次說明，單一數據無法論斷總體景氣，同樣的，就業也不能只看非農。重要性次於非農的就業數據 ADP 小非農，若論即時數據的調查廣度、速度及可信度，遠遠，遠遠大於非農。

非農(CES, Current Employment Statistics)：統計 **14.2 萬企業及政府單位，約 68.9 萬工作據點**。

小非農(ADP)：數據來自於 ADP 公司經手的 20%私營企業工資單，其統計範圍未包含政府及自雇者，**ADP** 的 20%有多少：**40.6 萬私營企業，2300 萬雇員**。且 ADP 是用工資單進行統計的，可靠度非常高。

由於非農的數據長度更長，且為官方數據，所以影響度遠遠大於 ADP，但是，當即時數據之間出現矛盾時，誰母體大，誰調查方式可靠度高，誰的聲音就該大聲一些，而不是誰牌子老就無腦信賴。

所以，當非農與 ADP 兩者的即時數據出現矛盾時，我傾向認為 ADP 可靠性更高。當然，若干時間後才來回顧數據，經過多次修正後的非農一定是最最正確的，但拿 2 年前的正確值來看總經，已喪失預測未來的意義了。



ADP 小非農年增率(藍) & 非農年增率(紅)

從年增率的角度來看，ADP 與非農關係非常緊密，而目前就業成長走弱也是無庸置疑的，但 ADP 卻未出現像非農修正-501K 的快速下滑走勢。

因此，除非 ADP 也大幅下修，我認為-501K 這件事可以不用過於放大。

週總經數據方向無重大改變，結論仍未變，複製貼上：

五、結論：總經景氣可望延續至 2020Q2

目前，房市弱轉穩，製造衰，消費成長，就業成長，金融穩定，**此局勢能維持至 2019 結束**。

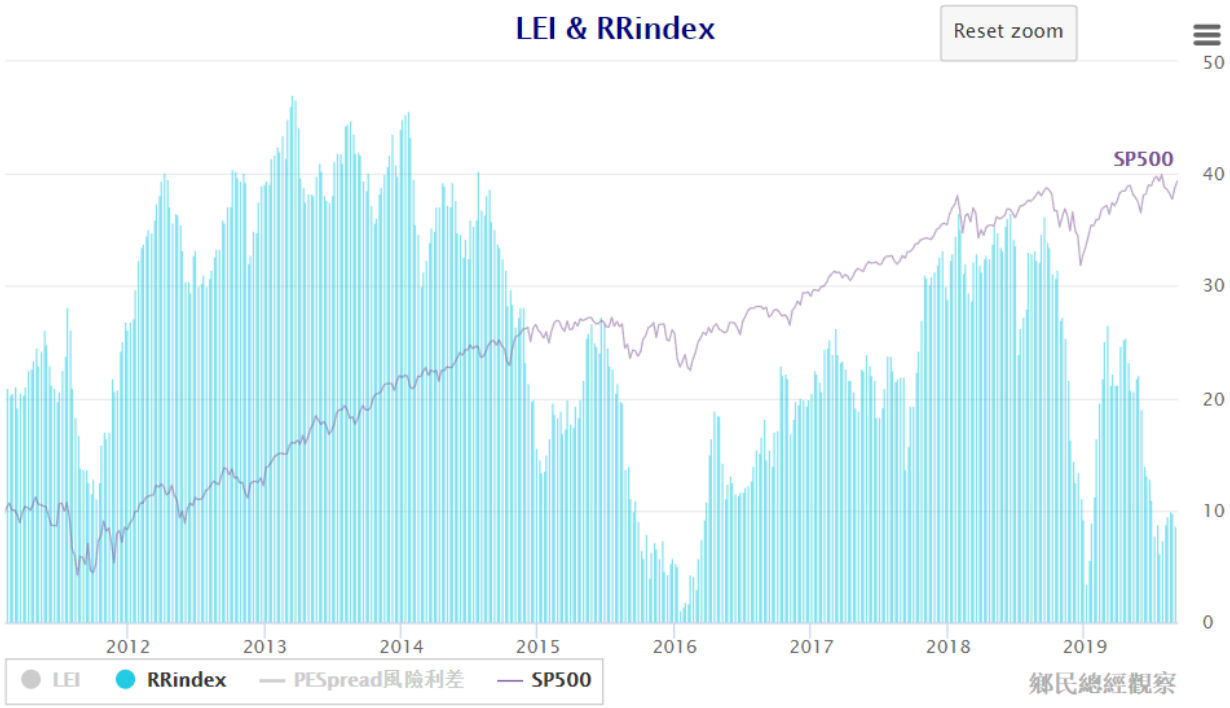
之後，我覺得有相當可能性(>50%)，會因歐美發動的寬鬆政策，使製造及房市重新回魂，而延續總經壽命，**至少至 2020Q2**。但無法延續太久，2020 川總連任完就倒。

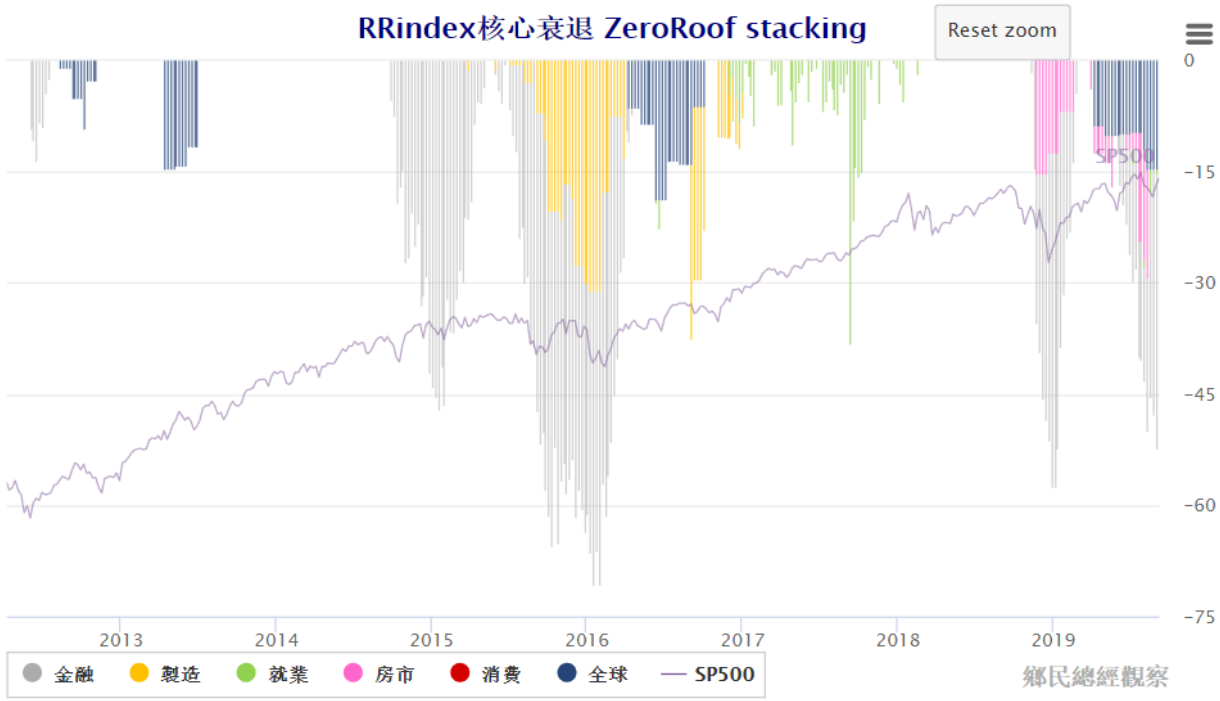
純粹以總經數據來看，各指標歷史轉折與 S&P500 高點的關係，推估的可能高點日為：

依總經歷史數據轉折與股市高點關係，S&P500高點日期應為：					
	房市	消費	製造	就業	平均
平均	2019-08-02	2021-01-07	2018-12-06	2020-10-11	2020-01-29
中位數	2019-09-25	2021-01-29	2019-01-25	2020-12-08	2020-03-15
最小	2019-01-19	2020-02-21	2018-02-28	2019-10-30	2019-04-18

鄉民總經觀察 Last Updated: 2019-09-06

附錄 A：RRindex





RRindex+4，總經環境對多頭有利。

RRindex 核心衰退：全球、金融、就業。

RRindex 為本人編繪之領先指標。成分為總經數據、非 Equity 價格之金融數據。

RRindex 各成分依 n 年高低點動量計分(金融 1 年、其餘 3 年)，分數範圍 -50~+50，以 0 為總經多空分界。

RRindex 核心衰退，為組成架構之數據核心分別之衰退信號。

大衰退尚未浮現，貿易戰下的新局 by meRscliche

一、摘要

先附上 07/31 時的結論 =>

八、結論

(1) 綜合上述，經濟面目前**美國中性偏空、歐洲空、台灣多**。然後，持續觀察經濟數據、領先指標狀態、市場反應～

(2) 目前究竟面臨「小衰退」or「大衰退」？台灣面臨的比較像「小衰退」; 美國、歐洲則無法給出判斷。

(3) 以 FOMC 的報告，推估出 2020 將面臨「大衰退」。

(4) 「七、檢查更多 Leading Indicators」中，有的出現了反轉跡象、有的尚未出現反轉跡象。綜合本篇文章所有 leading indicators，**除了台灣國發會的「領先指標」及其細項是上揚的，其他的 leading indicators 皆約莫為持平、走低。**

股市本身就是一項重要的領先指標，而我們想要的就是觀察各領先指標，希望能找到一群領先指標們，從中分析出「**領先於股市**」的多、空判讀。

至於本次(09/10) 分析得到的結論 =>

整理所有小結，得到經濟領先指標對股市的啟示——美國中性偏空、台灣中性偏多(但留意外銷訂單動向指標反轉！)；歐洲中性、中國中性。

全球程度上，以領先指標來看，**尚未出現足夠的衰退訊號**，股市渴望繼續創高 (請順勢操作)。台灣的領先指標，則是走出了小衰退，來到高檔鈍化。

二、警訊 ── 3 個月歐洲美元商業者期貨淨留倉

此指標 領先的時間非常早，目前以跳水般的跌勢持續下挫。上圖是 07/16 的圖，而下圖為 09/03 更新的圖。

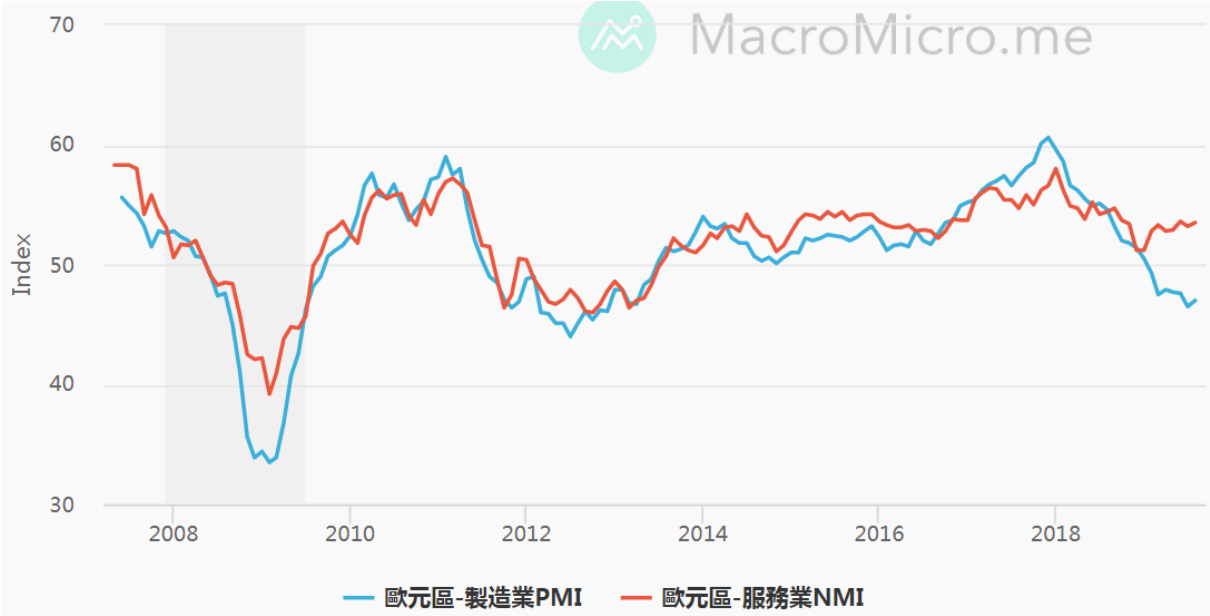
小結：美股前景不妙 !!

三、全球 PMI 觀察

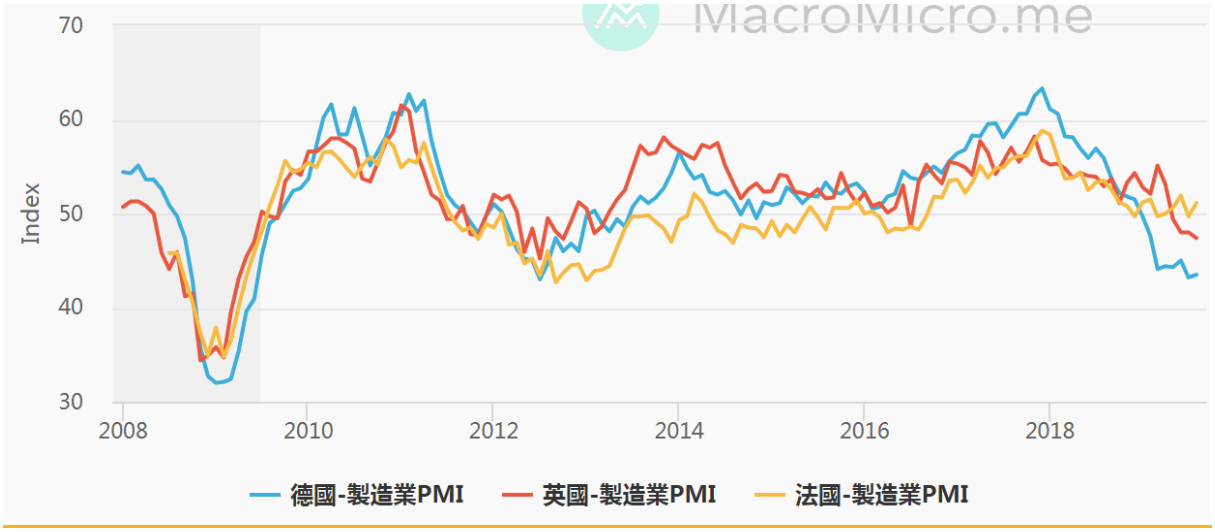
PMI 是一項重要的領先指標

[A] 台灣：8 月份，PMI = 48.2 (前值 48.0) 有止跌打底現象， NMI (非製造業 PMI) = 53.1(前值 54.9) 續跌

[B] 8 月份，歐元區 PMI 彈起來了，NMI 則是約略持平。

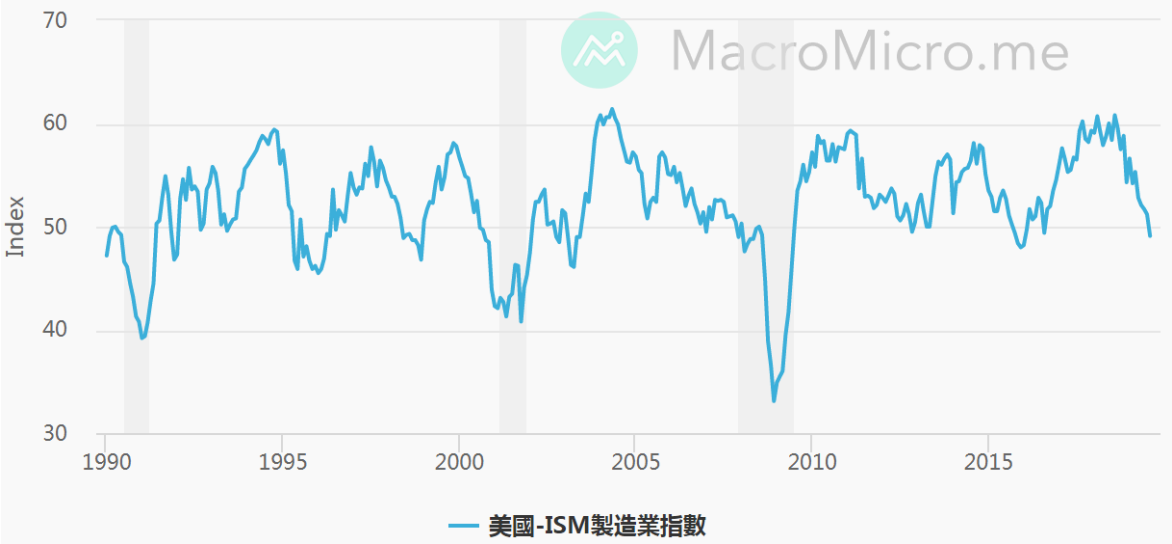


德、法 PMI 都止跌回漲，英國 PMI 依然弱勢：

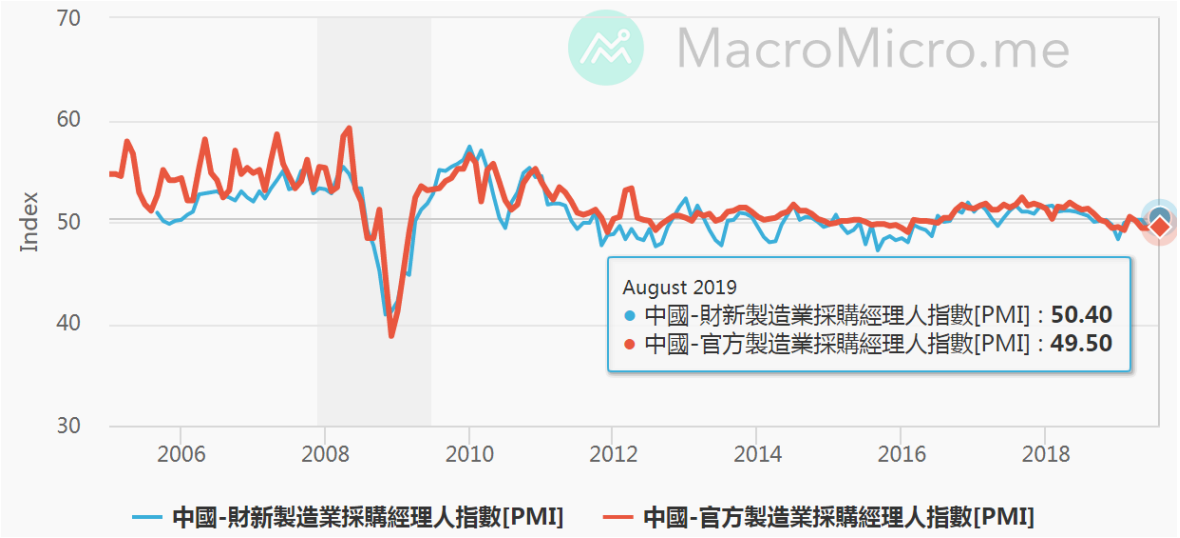


所以，歐元區、德、法的 PMI 有止跌反彈跡象。

[C] 8 月美國 PMI = 49.1 (前值 51.2)，正式跌破 50 的榮枯線。



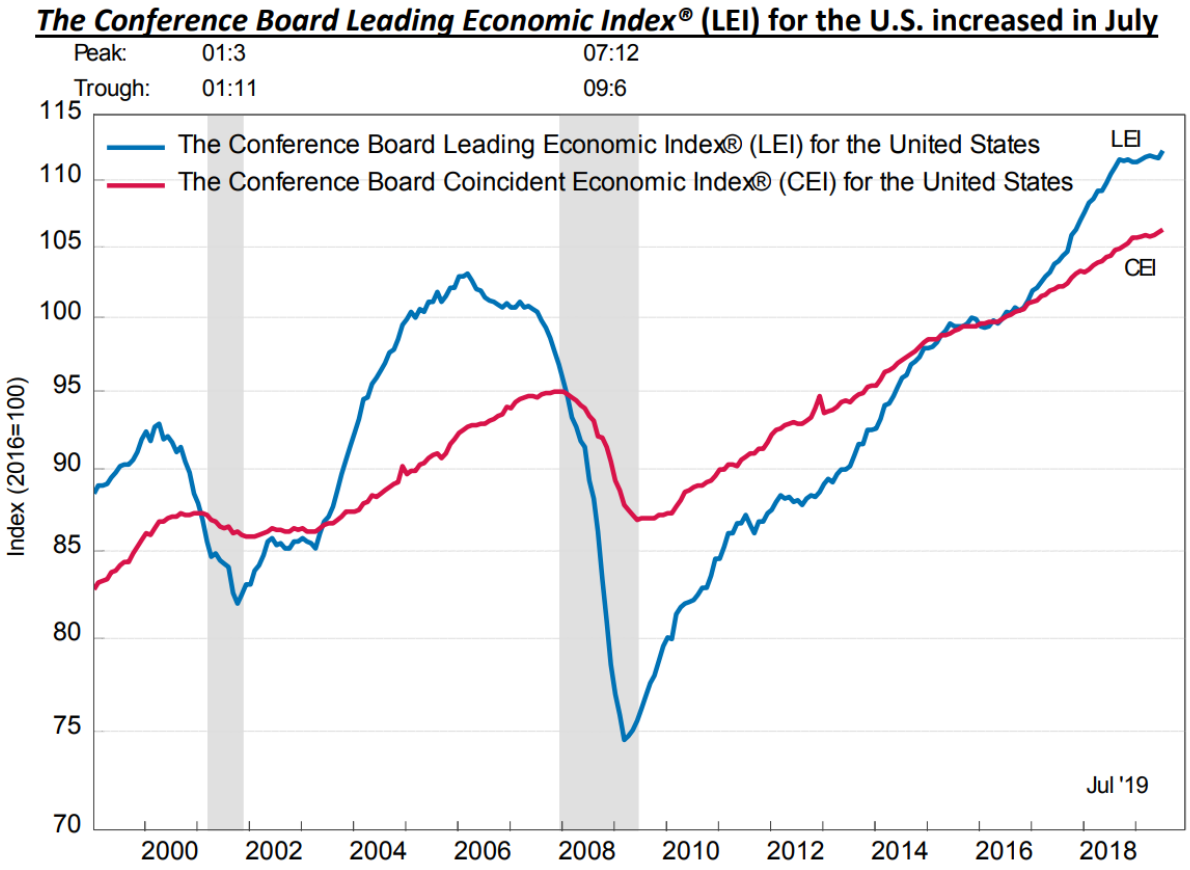
中國官方 PMI，代表***大型企業***，8 月份值為 = 49.5 (前值 49.7)，下降。中國財新 PMI，代表***民間企業***，8 月份值 = 50.4 (前值 49.9)，回升。

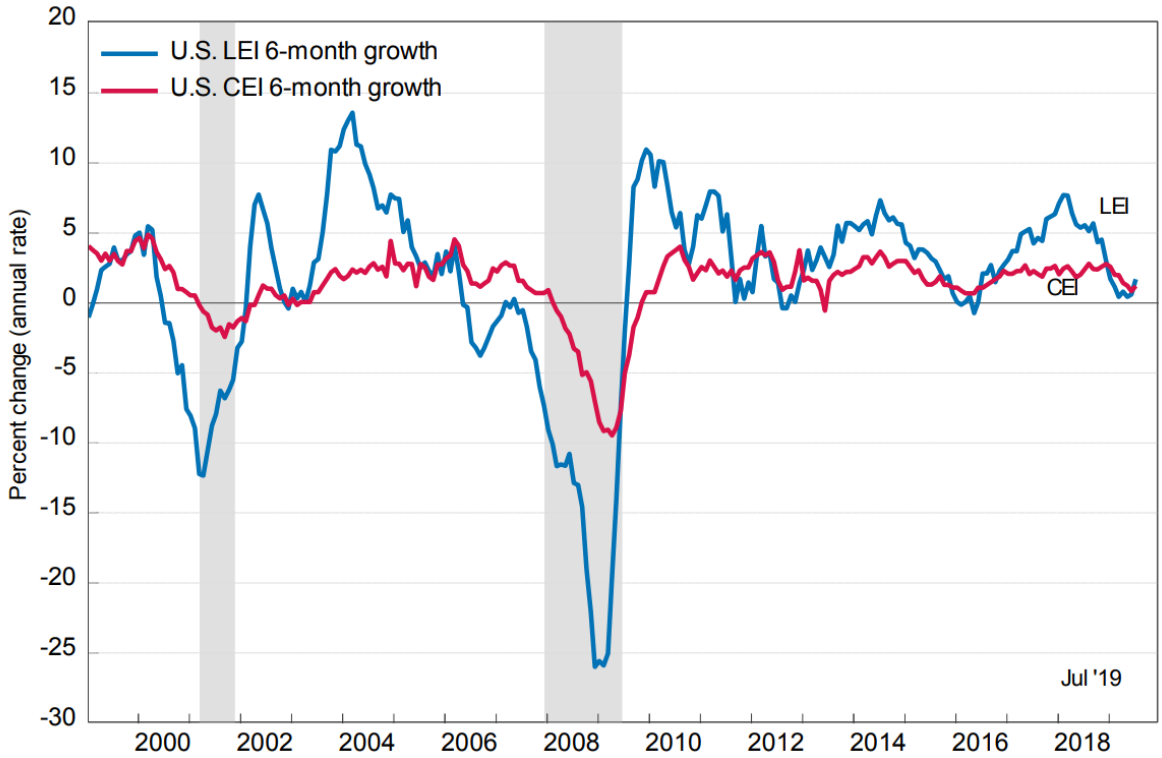


小結：PMI 來看，美國***空***、歐元區***中性偏多***、中國***中性***、台灣***中性***。

四、兩個領先指標── CB 的 LEI & ECRI 的 WLIW

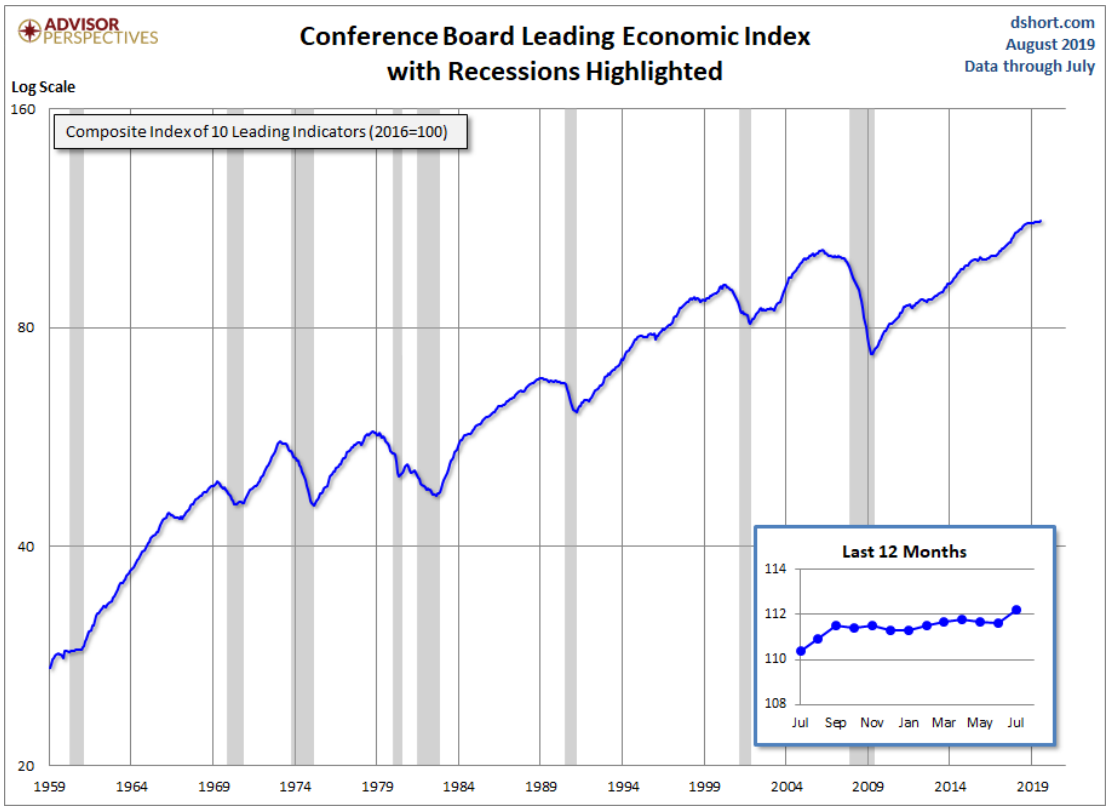
LEI 十分準確，上一次的數據(6 月份)開出來時，是高檔持平，而最新的 7 月份數據，透露了還有上漲動能：

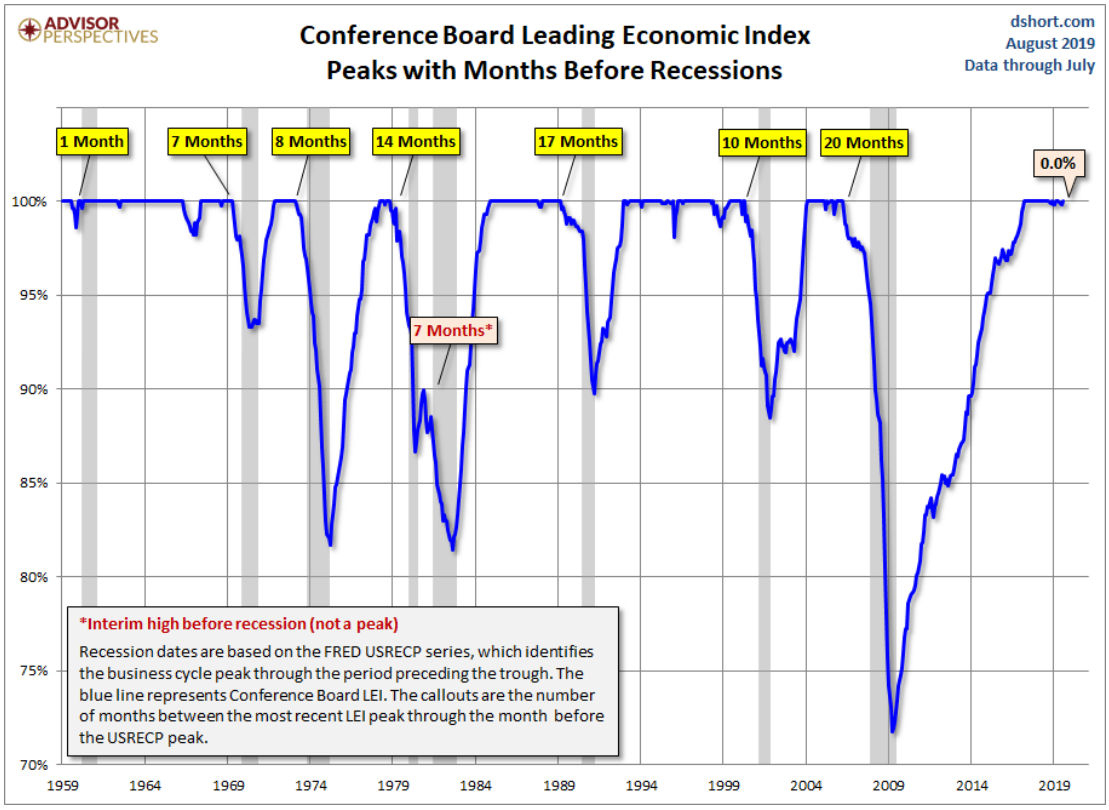




Latest LEI Trough March 2009, Latest CEI Trough June 2009
Shaded areas represent recessions as determined by the NBER Business Cycle Dating Committee.
Source: The Conference Board

從過往歷史，可以看出 CB 的 LEI 的準確性，而目前，還未出現跌勢。

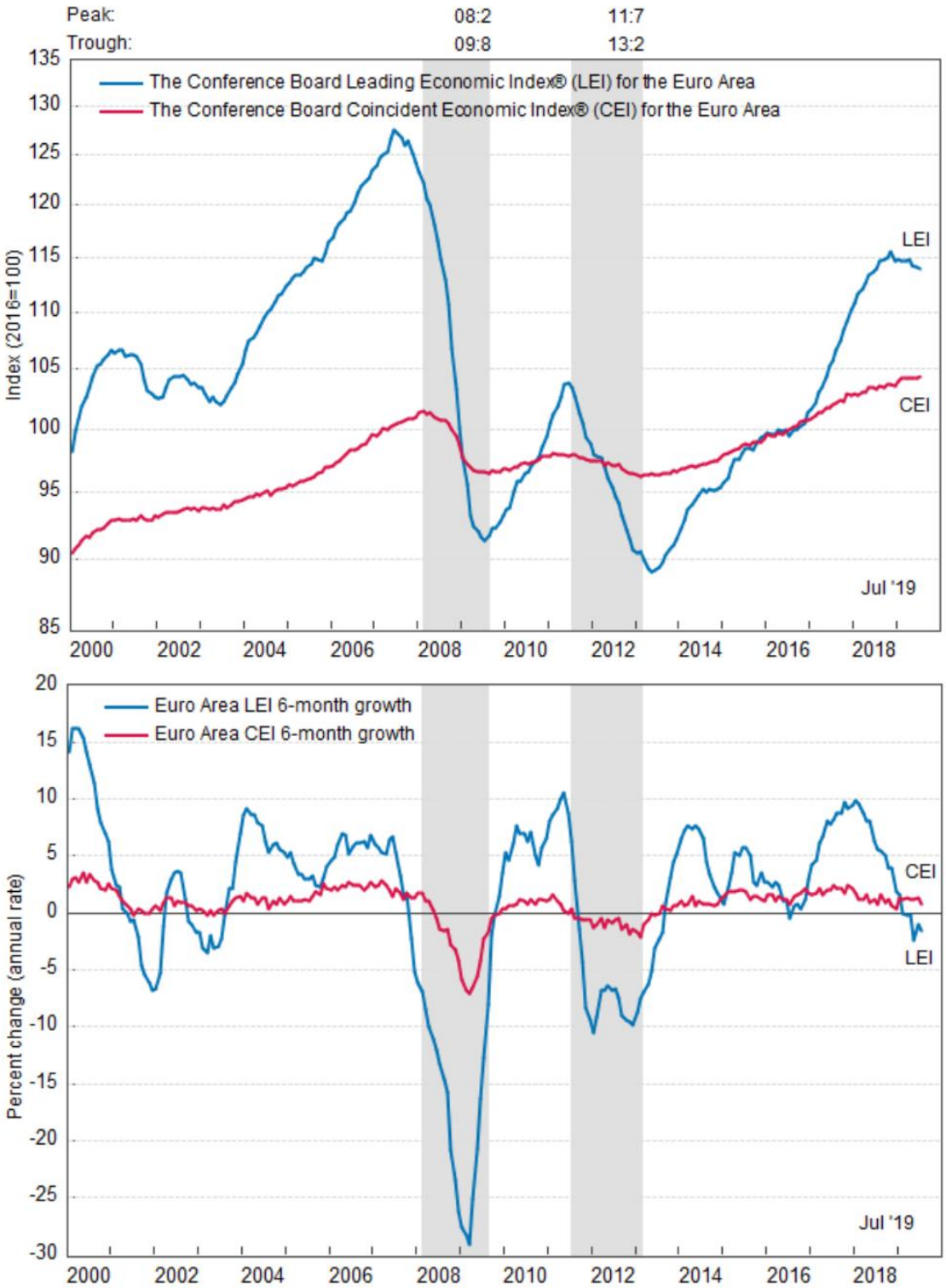




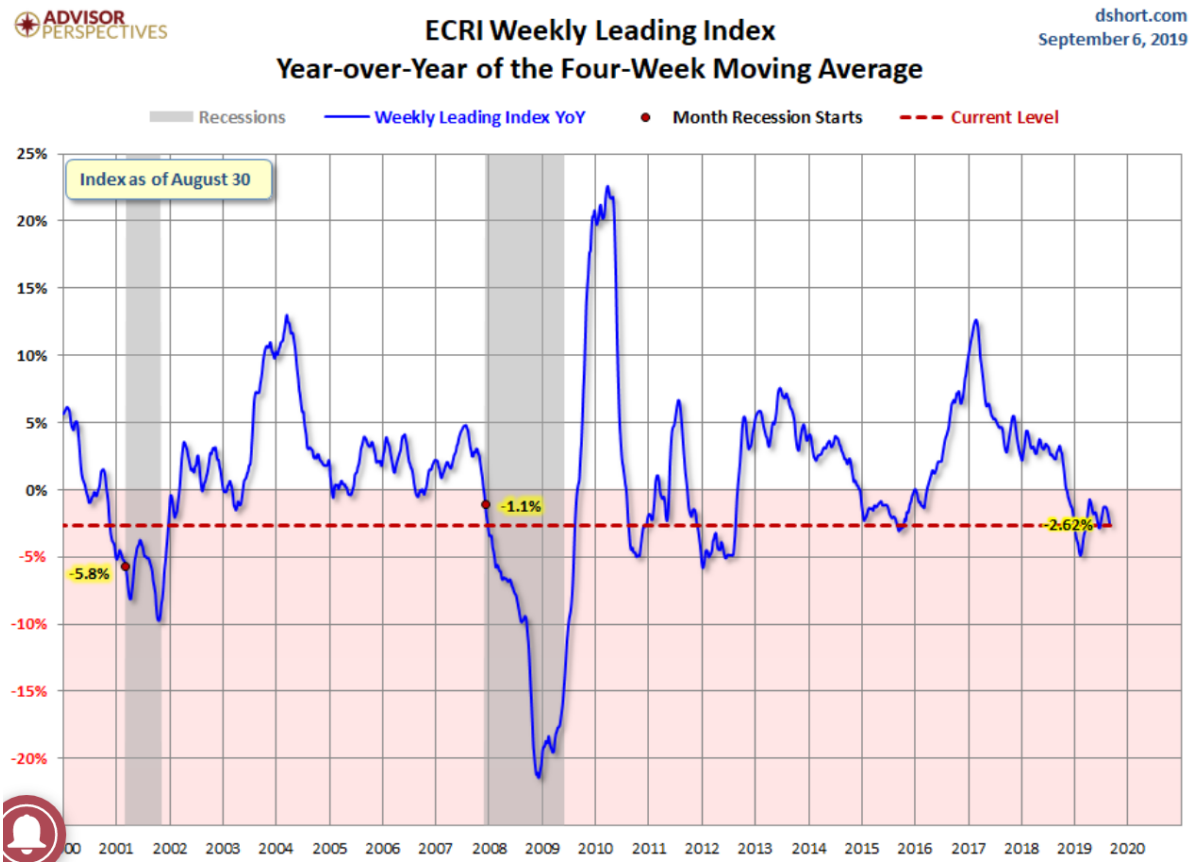
(2019/08/22) Conference Board Leading Economic Index Increased in July

https://reurl.cc/oDLE3V

順手看一下 7 月份歐元區(EuroArea) 的 LEI 情況，目前中性偏空：



接著，看 ECRI (Global)，09/06 發佈的熱騰騰資訊，目前中性。

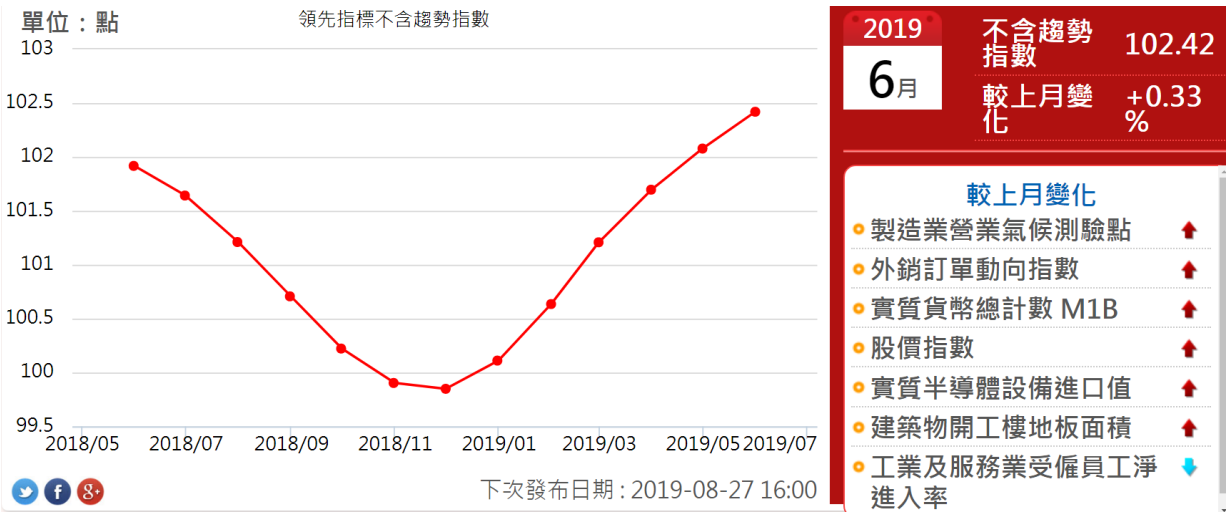


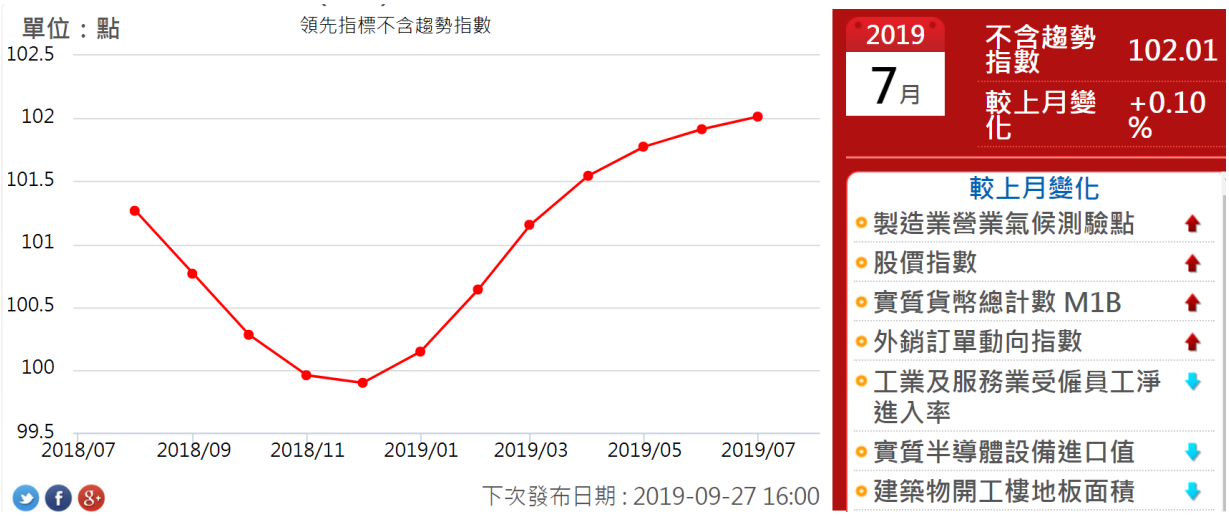
WLIW (ECRI 做的美國的部分) 止跌。

小結：以此兩領先指標來看，全球**中性偏多**、歐元區**中性偏空**、美國**中性**。

五、景氣月刊

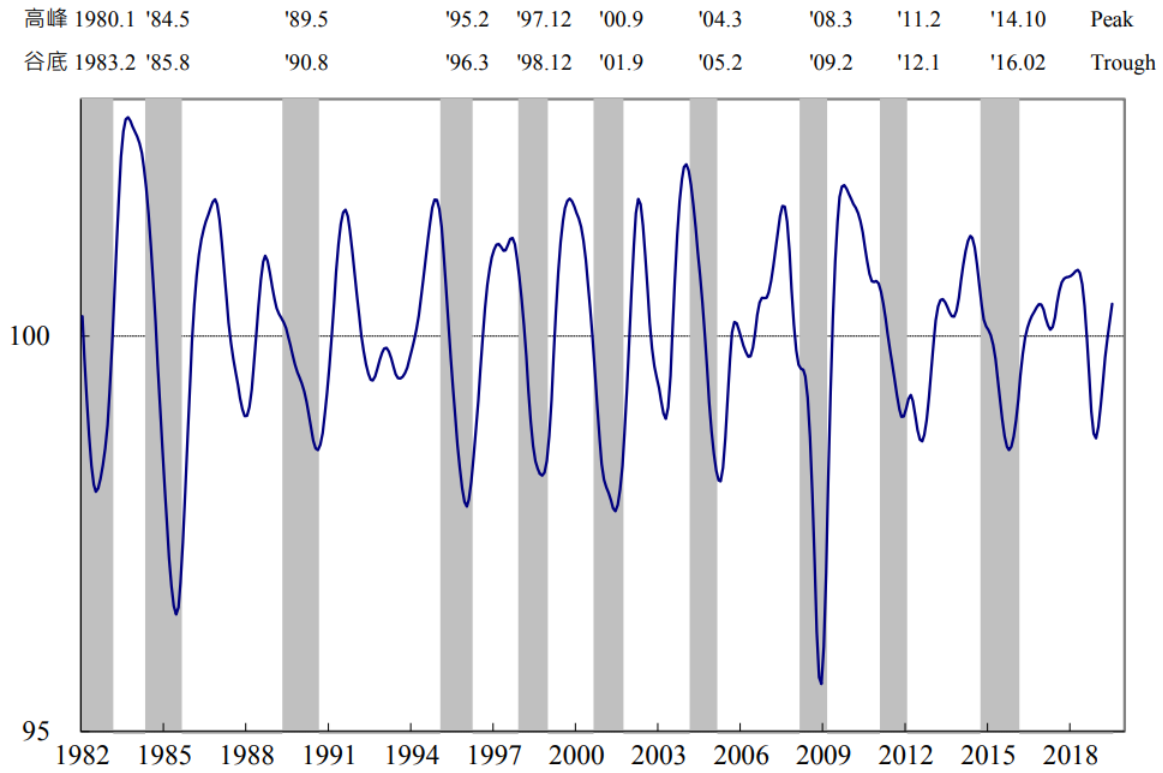
一次看 6 月、7 月的領先指標，發現什麼呢...？ 7 月開始出現高檔鈍化，並且從 6 升 1 降，轉為 4 升 3 降。宣告未來經濟面，台灣從多頭，轉為中性偏多。



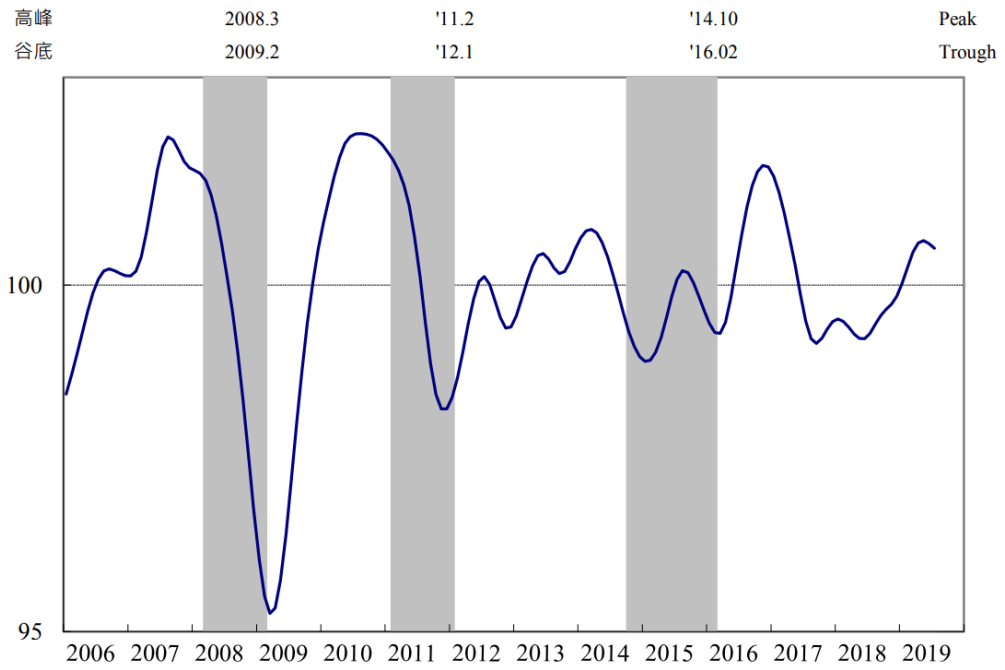


仔細觀察細項，這裡我們挑出，依然強勁的「製造業營業氣候測驗點」；從 7 月開始從升轉為降的「實質半導體設備進口值」；與岌岌可危在高檔鈍化的「外銷訂單動向指數」，共三項。

G. 製造業營業氣候測驗點 The TIER Manufacturing Sector Composite Iindicator

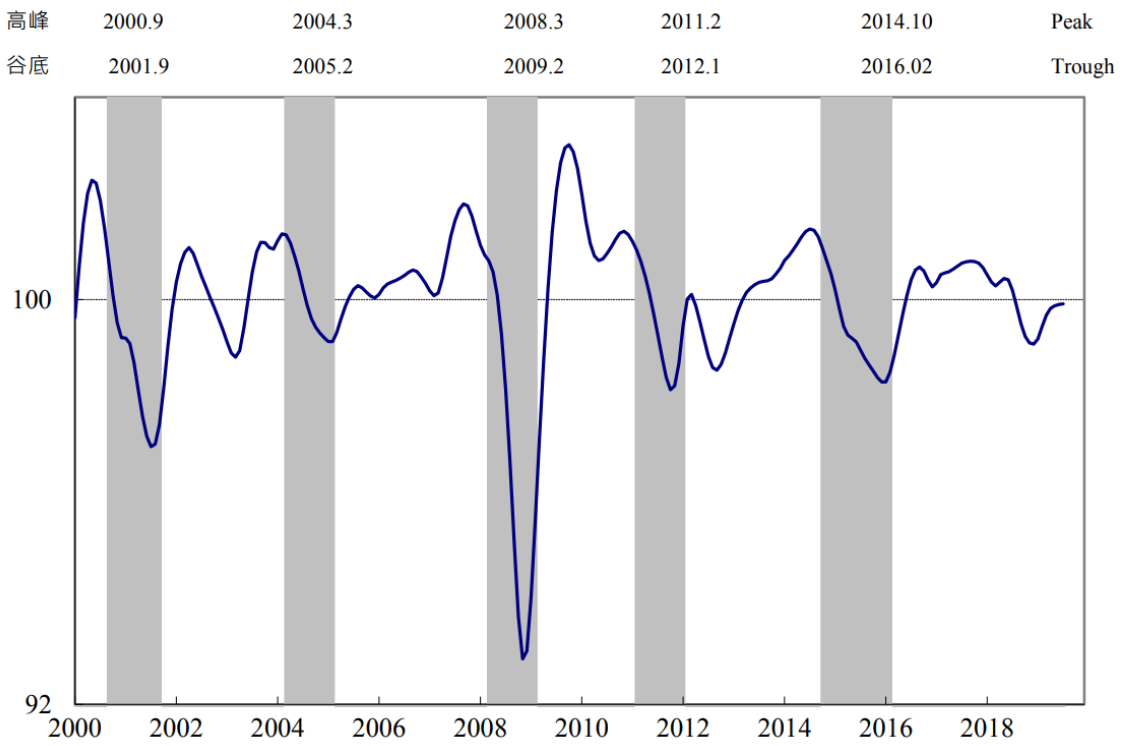


F. 實質半導體設備進口值 Real imports of semiconductor equipment



上面兩個指標，有比較明確的方向。而外銷訂單，則是進入平原，在平原後等著我們的，究竟是山坡，還是河谷？

A. 外銷訂單動向指數 Diffusion Index of Export Order



繼續深入探查外銷……

「財政部昨（09/09）日公布 8 月進出口概況，出口 290 億美元，創下歷年同月新高，年增 2.6%，表現較預期亮眼，主要歸功於蘋果及非蘋陣營的智慧型手機齊拉貨、轉單效應及台商生產線回流等三大原因，資通產品、積體電路出口暢旺，雙創歷年單月新高。 」

台灣近一年進出口統計概況

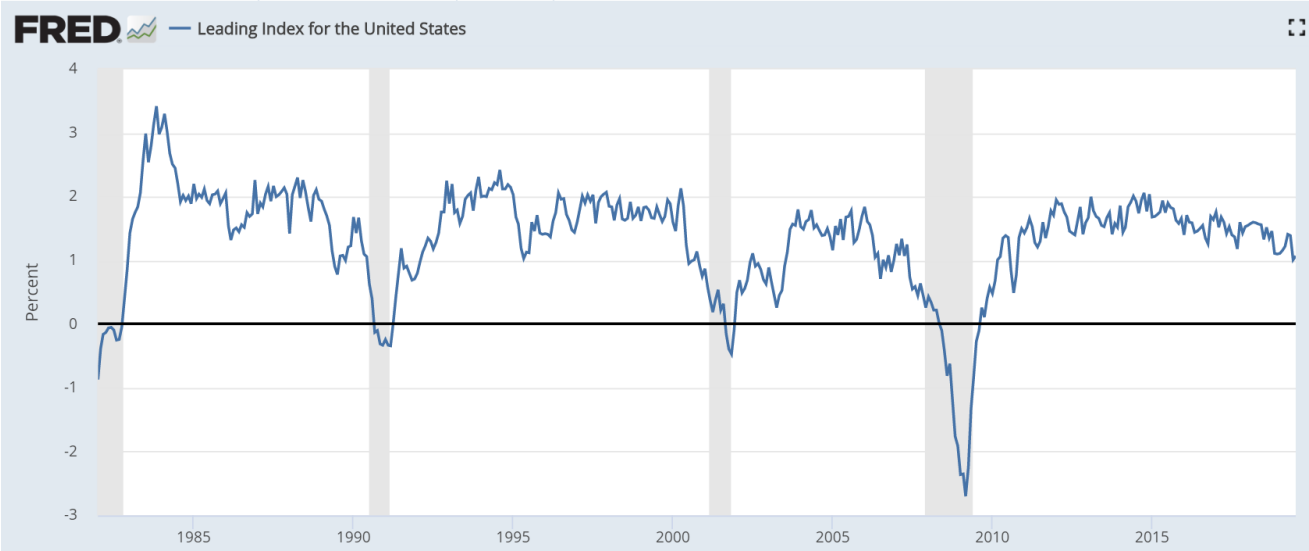
年	月	出口		進口	
		金額（億美元）	年增率（%）	金額（億美元）	年增率（%）
2018年	7月	283.55	+4.7	260.47	+20.1
	8月	282.77	+1.9	236.65	+7.4
	9月	296.20	+2.6	252.53	+13.7
	10月	295.45	+7.3	261.57	+17.4
	11月	277.82	-3.5	231.14	+0.9
	12月	285.62	-3.2	238.93	+2.2
2019年	1月	272.91	-0.3	263.84	+6.8
	2月	203.95	-8.8	154.61	-19.8
	3月	286.42	-4.5	255.57	+6.6
	4月	258.03	-3.4	231.48	+2.6
	5月	277.06	-4.8	232.23	-5.9
	6月	283.86	**+0.5**	245.14	**+6.6**
	7月	282.03	-0.5	246.36	-5.4

資料來源：財政部統計處　　製表：林昱均

小結：台灣的未來經濟面，從多頭，轉為中性偏多。並且「*外銷訂單動向指數*」高檔鈍化，如果連此項的增率都轉為負值，並假設其他項不變；那麼台灣領先指標中的 7 個細項，**將成為 3 升 4 降**，這將會是腳踏入棺材前的尚存的一息。

六、檢查更多 Leading Indicators

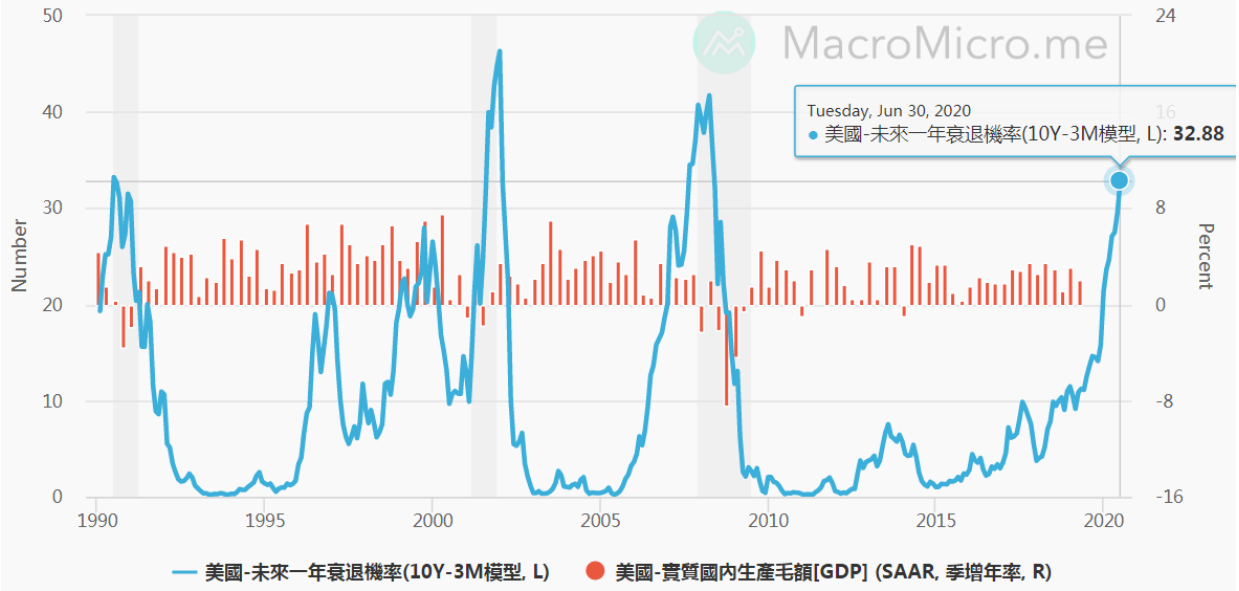
[A] Leading Index for the United States

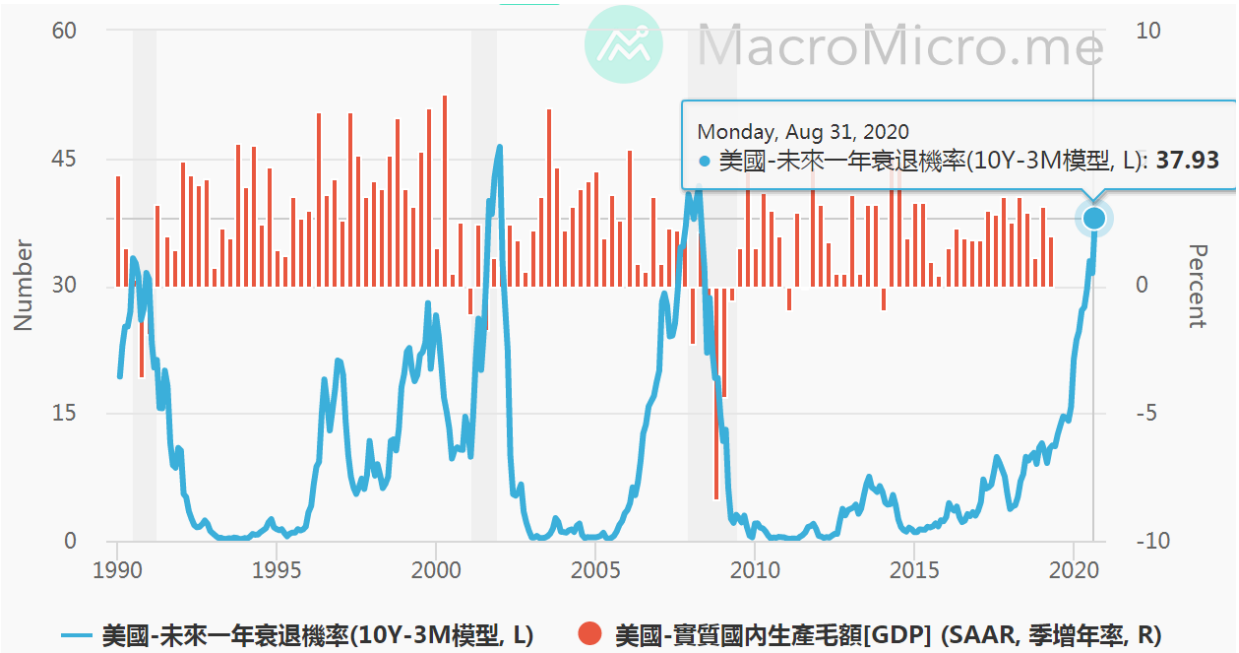


2019/07 數值 = 1.07，Safe ~

[B] 美國-未來一年衰退機率(10Y-3M 模型)

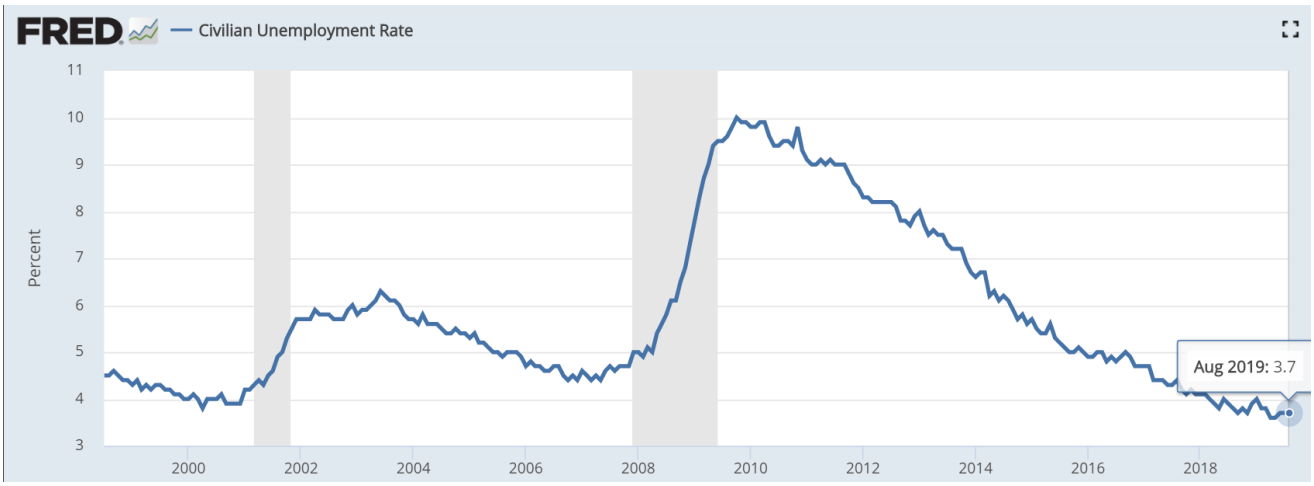
附上最近、前陣子的兩張圖。最近與「3 個月歐洲美元商業者期貨淨留倉」類似





不妙，我腿有點軟了.....跑不太動。

[C] Civilian Unemployment Rate



8 月數字還在低檔 3.7%，還沒反轉跡象。注意，失業率是 leading at peaks and lagging at troughs。

小結：本點的 leading indicator，1 項出現衰退跡象，剩下 2 項依然平靜。

七、結論

(1) 首先，再複習一次個大點的小結

小結：美股前景不妙 !!

小結：PMI 來看，美國***空***、歐元區***中性偏多***、中國***中性***、台灣***中性***。

小結：以此兩領先指標來看，全球**中性偏多**、歐元區**中性偏空**、美國**中性**。

小結：台灣的未來經濟面，從多頭，轉為中性偏多。並且「*外銷訂單動向指數*」高檔鈍化，如果連此項的增率都轉為負值，並假設其他項不變；那麼台灣領先指標中的 7 個細項，**將成為 3 升 4 降**，這將會是腳踏入棺材前的尚存的一息。

小結：本點的 leading indicator，1 項出現衰退跡象，剩下 2 項依然平靜。

(2) 整理所有小結，得到經濟領先指標對股市的啟示——美國中性偏空、台灣中性偏多(但留意外銷訂單動向指標反轉！)；歐洲中性、中國中性。

全球程度上，以領先指標來看，**尚未出現足夠的衰退訊號**，股市渴望繼續創高 (請順勢操作)。台灣的領先指標，則是走出了小衰退，來到高檔鈍化。

(3) 最後以瑞銀 09/09 的文章收尾———

「美中貿易衝突升級後，全球經濟及市場面臨的風險急增，政治情勢將如何影響市場並不容易預測，許多投資者尋求提高投資組合防禦性的做法。在此同時，*美聯準會及其他央行的舉措*或能減緩市場可能面臨的下行壓力，**但對股市上行的拉抬效果越來越弱**；除非貿易緊張態勢意外緩解，否則股票上漲空間看似有限。」

「實際上，投資者可在股票組合中考慮一系列防禦策略，在限制跌幅的同時亦能確保投資組合可望獲得長期回報。這包括下列 3 項方法：較低系統風險（低 beta）的股票策略、避險策略、放眼於週期以外。」

「我們認為，即使在目前不確定性高漲之際，投資者亦可保持著眼於長遠的投資策略，無需持有現金退場觀望。」

(09/09) 瑞銀 < 如何提高防禦性 >

http://bit.ly/2lLfU5N