

鄉民總經觀察



2019/10/17
第 9 期

停戰 ≠ 落底

停戰 ≠ 落底

by 喵仔

零售、消費者物價/信心分析 by 小明同學

封面人物：

Robert James Shiller

耶魯大學經濟學教授、2013 年諾貝爾經濟學獎得主

內容

停戰≠落底 by 喵仔	2
就業穩，信心差.....	3
美中停戰不代表製造業落底	8
關稅與製造業	9
關稅不提升進口物價.....	11
NBA 與南方公園.....	14
QE 不直接影響殖利率	17
美歐放水，日中英停滯	19
附錄 A：總經數據推估高點、RRindex	21
零售、消費者物價/信心分析 by 小明同學	23
9 月美國零售分析.....	23
9 月美國消費者物價.....	27
10 月密西根大學消費者信心指數.....	30

停戰≠落底 by 喵仔

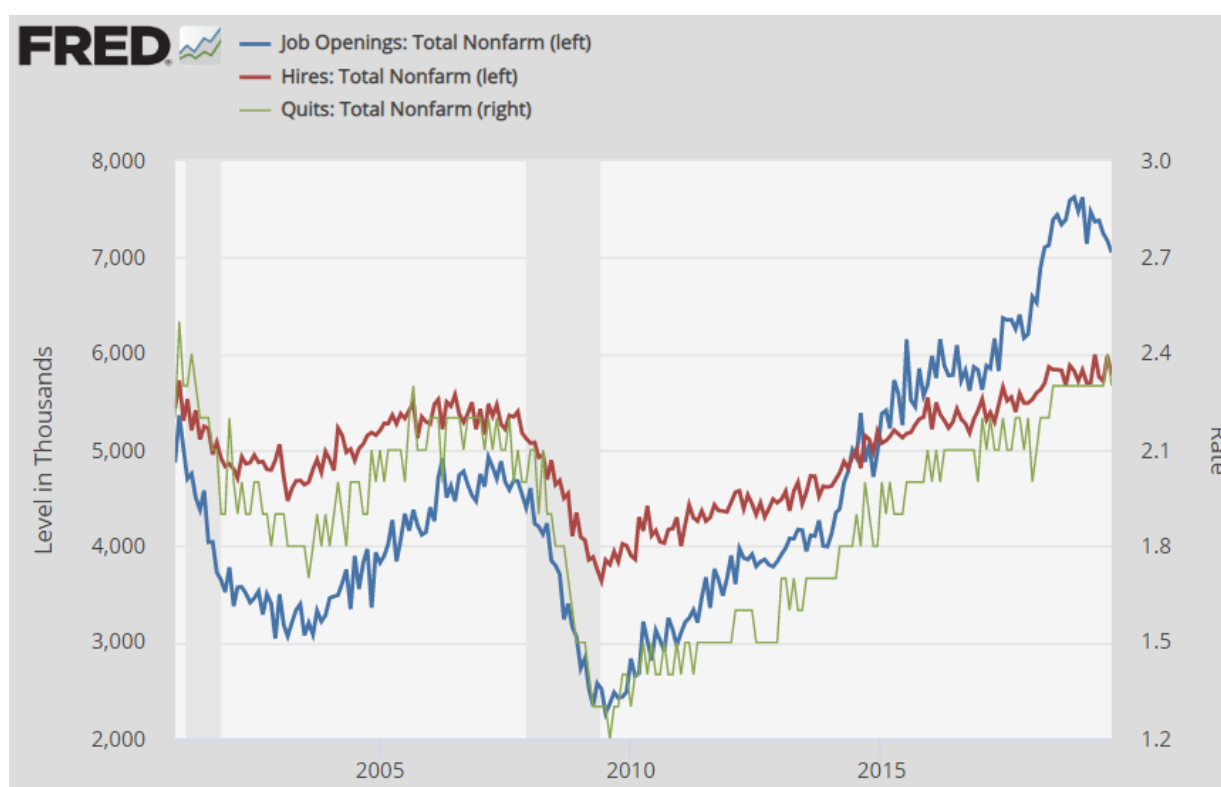
摘要

本週無重大總經數據，美中停戰、**FED** 購債反而更為重要，停戰 = 景氣翻轉？購債 = 利率壓低？這兩者在數據上，卻不是這麼講的。

儘管事實與想像不符，但無論如何挑剔，美中暫休、**FED** 寬鬆，對整體景氣都是有利無害的，總經多頭仍有機會延續至 2020Q3。

就業穩，信心差

本週比較有意義的數據是 JOLTS(Job Openings and Labor Turnover Survey 職位空缺和勞動力流動調查)，由於其發佈時間落後一個月，且數據長度很短，相對起來對市場的影響力不大，但由於其數據組成有其意義，所以仍有其重要性。

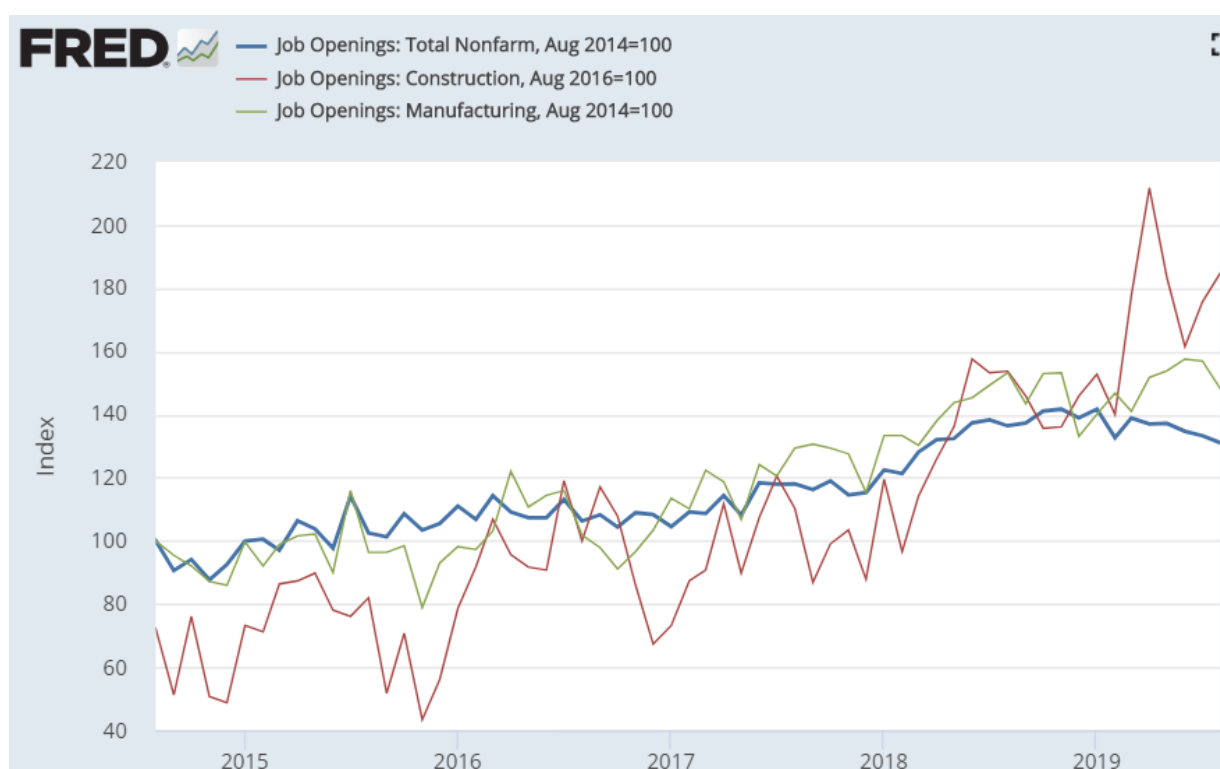


職缺(藍)、招募(紅)、主動離職(綠)

最新 8 月的數據中，職缺下滑，招募與主動離職仍穩定。

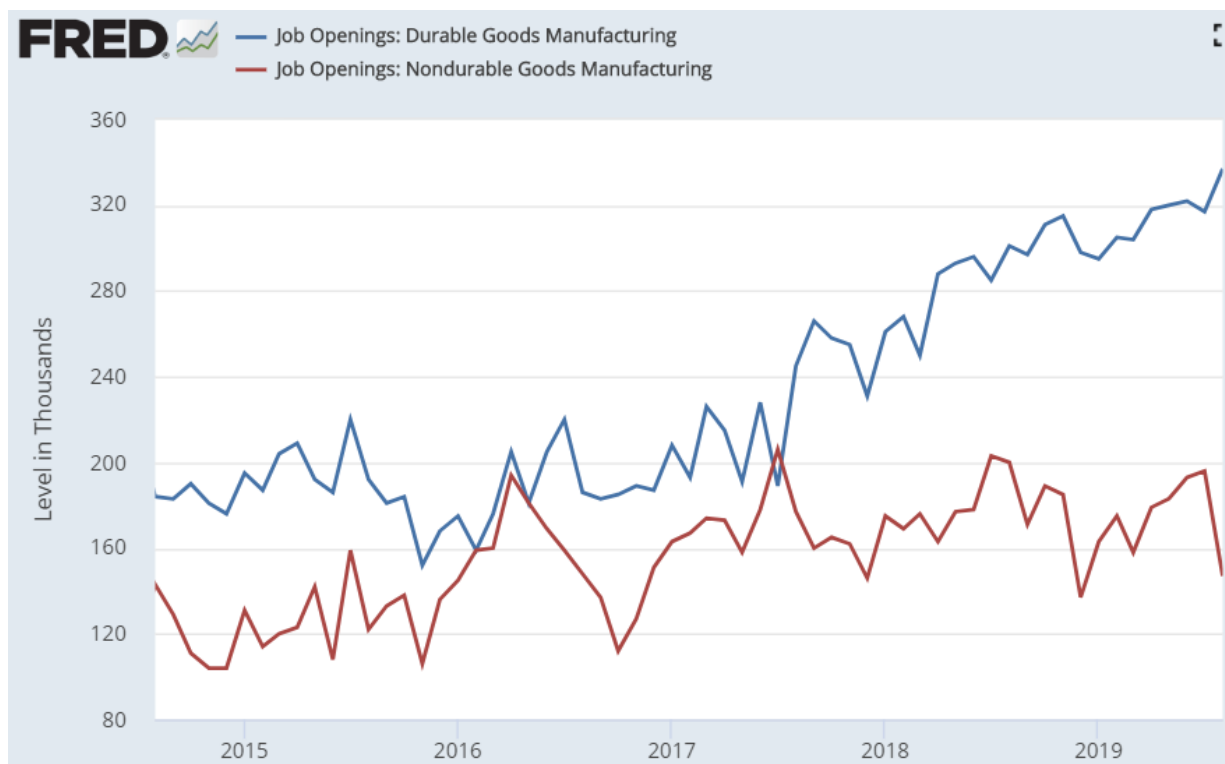
職缺部份，是較為軟性的數據，隨時可開隨時可撤，更偏向是企業對未來前景反射，持續下行反應**企業信心不足**。

招募與主動離職穩定，表示**實際情況不糟**，儘管企業信心是低落的。

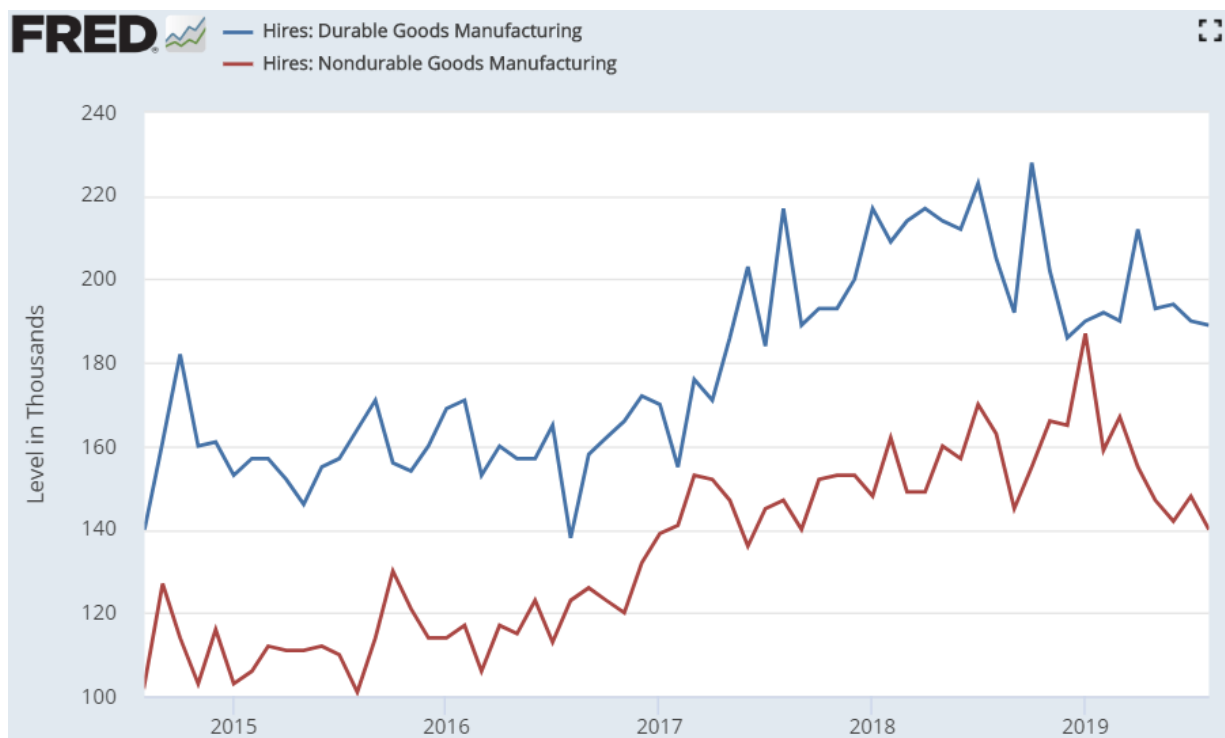


職缺(藍)、營建業職缺(紅)、製造業職缺(綠)

相當意外的是，生產部門中製造業的職缺並未大幅萎縮。

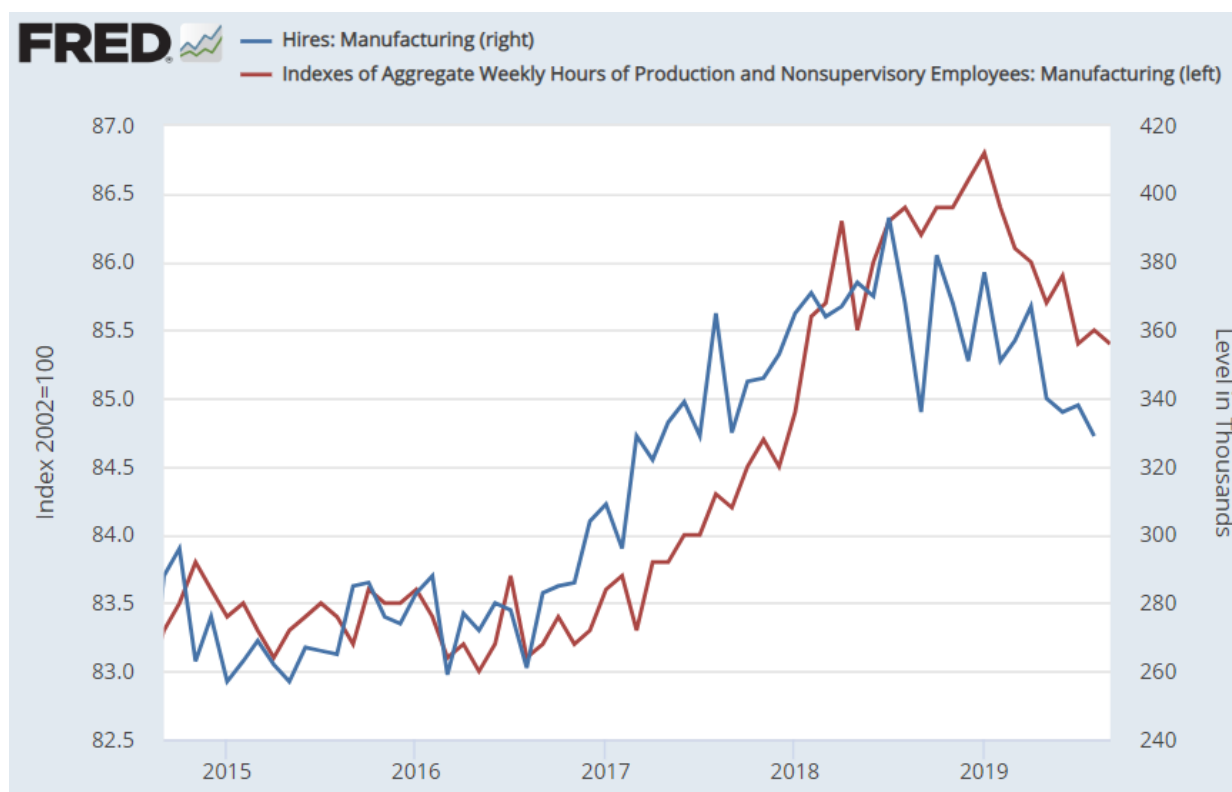


職缺：耐久財製造(藍)、非耐久財製造(紅)



招募：耐久財製造(藍)、非耐久財製造(紅)

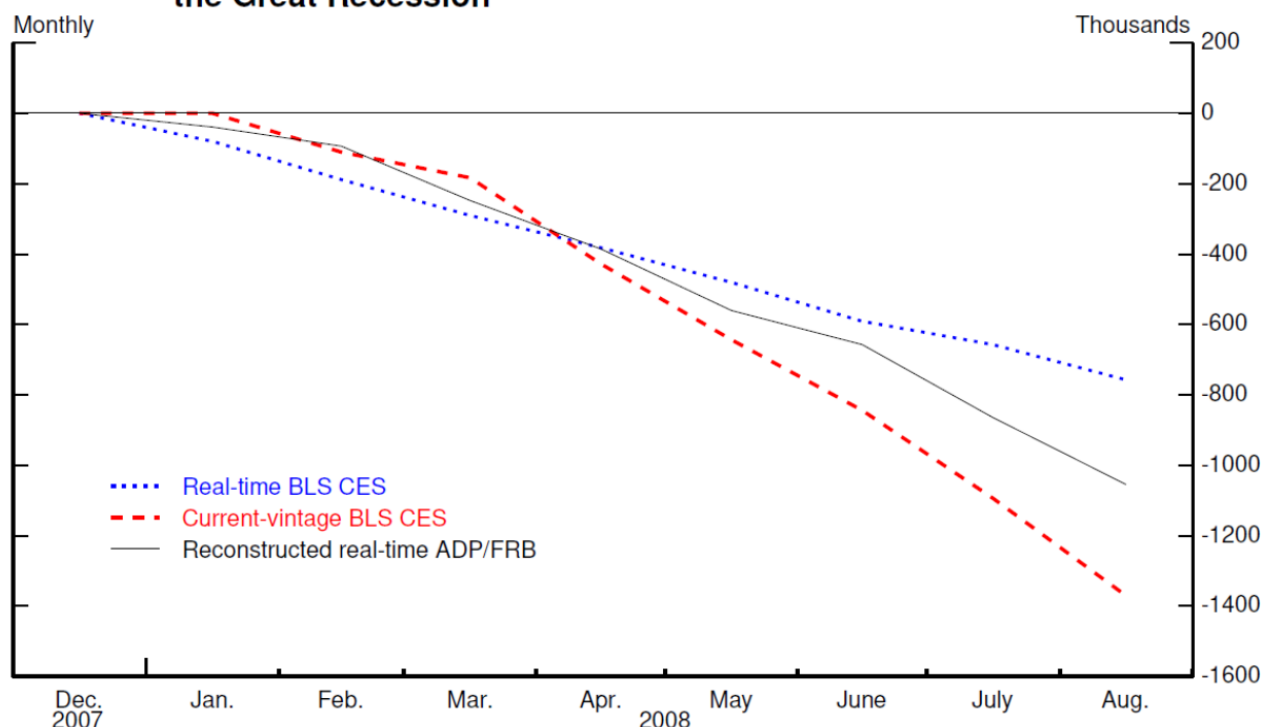
耐久財製造職缺，持續創高，非耐久財製造職缺也並未大幅萎縮。招募情況，則是兩者均下滑的。



整體製造業招募(藍)、製造業累積週工時(紅)

製造業整體情況是下行的，目前還沒看到可能轉向的數據。

Figure 4. Cumulative Real-Time Employment Losses at the Start of the Great Recession



Note: Cumulative private payroll employment losses. Real-time series indicate the data vintage available as of September 2009.

Source: For real time and current vintage, Bureau of Labor Statistics (BLS), Current Employment Statistics (CES); for reconstructed real time, ADP and Federal Reserve Board (FRB) staff calculations.

即時非農數據(藍虛線)、即時 ADP 數據(紅虛線)、非農最後修正結果(黑實線)

前陣子，非農發佈年度調整時，就 ADP 與非農資料樣本數的多寡來看，我認為 ADP 即時數據的可靠度，大於非農的即時數據。[Powell 近期發言中](#)，也有談論到這點。

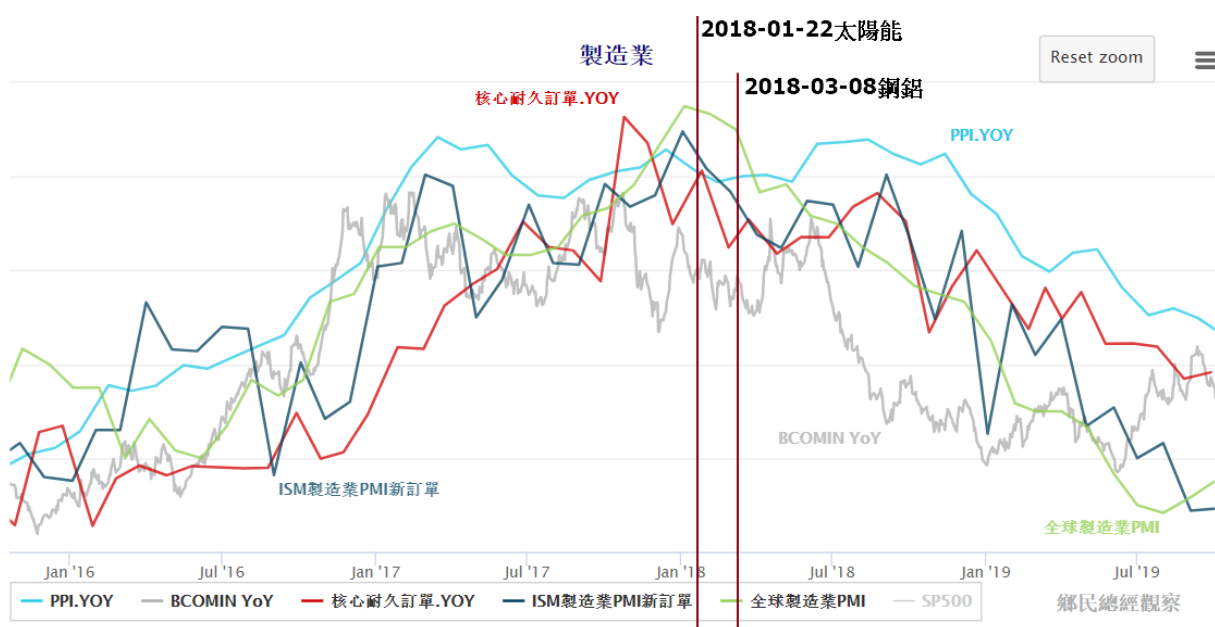
ADP 對市場影響，遠不如非農，其即時數據強度大於非農，相當矛盾，但若需瞭解就業走向，ADP 不可忽略。

美中停戰不代表製造業落底

開啟本次製造業衰退的起點，大多數人可能會認為是美中貿易戰，也因此若貿易和談有點曙光，大多數人或許會認為，製造業景氣將有落底反彈可能。

其實不然。

關稅與製造業

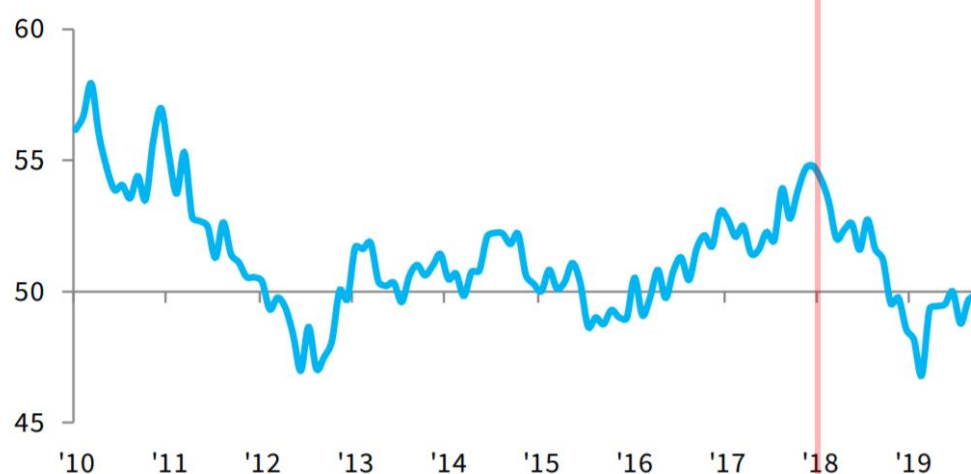


製造業相關數據 & 對中加稅日期

最早的太陽能關稅，是落於 PMI、核心耐久訂單高點之後的。請各位注意，上圖的數據時間是對齊資料公布日的，所以實際的資料日期，要再提前一個月，換句話說，**PMI 高點是在太陽能關稅前 2 個月。**

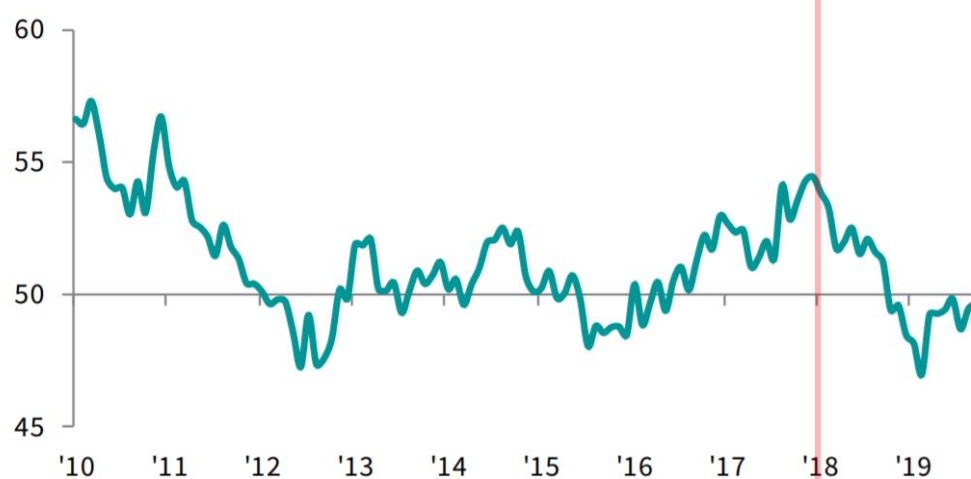
Global Aluminium Users PMI

sa, >50 = improvement since previous month



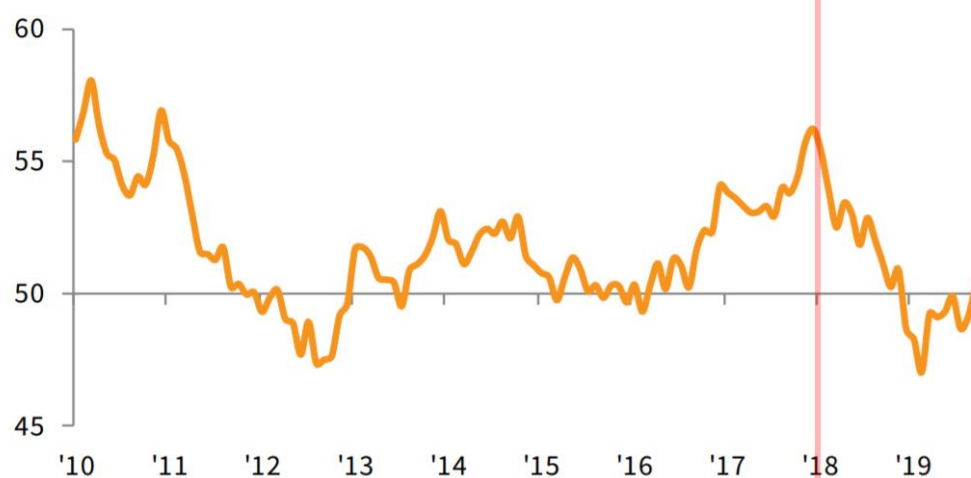
Global Steel Users PMI

sa, >50 = improvement since previous month



Global Copper Users PMI

sa, >50 = improvement since previous month



PMI：鋁(藍)、鋼(綠)、銅(橘)

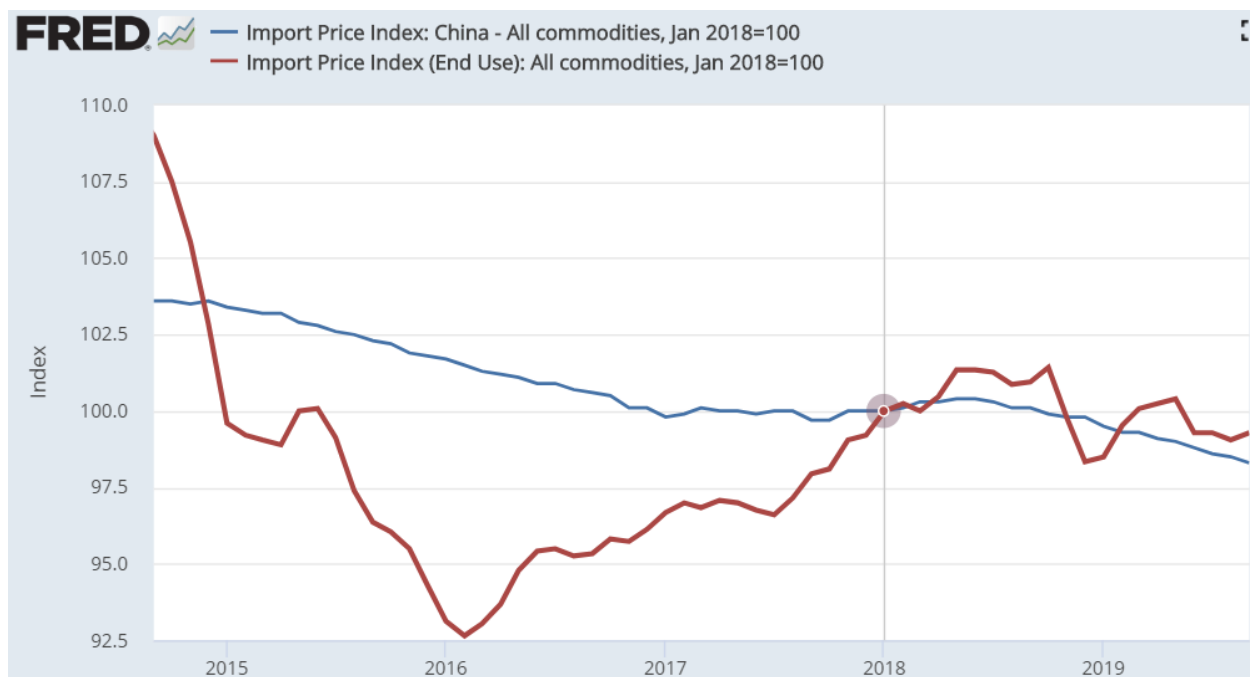
太陽能對鋁鋼銅三大金屬影響，應該是低於 3 月的鋼鋁關稅，但這三者的高點在 2017 年底就出現了。

如果製造業放緩，先於美中貿易戰，那麼美中暫時休兵，又為何有扭轉製造業衰退的可能性呢？

話說回來，鋁鋼銅卻已不再破底，銅更是已經回到 50 之上，如果這預告了製造業即將落底，這也表示美中貿易的和戰與否，與製造業的興衰關係並不如想像中這麼巨大。

關稅不提升進口物價

其次，提升關稅，直觀認為會提高進口物價，加稅幾趴提高幾趴，是相當合理的，但事實也與直觀大相逕庭。

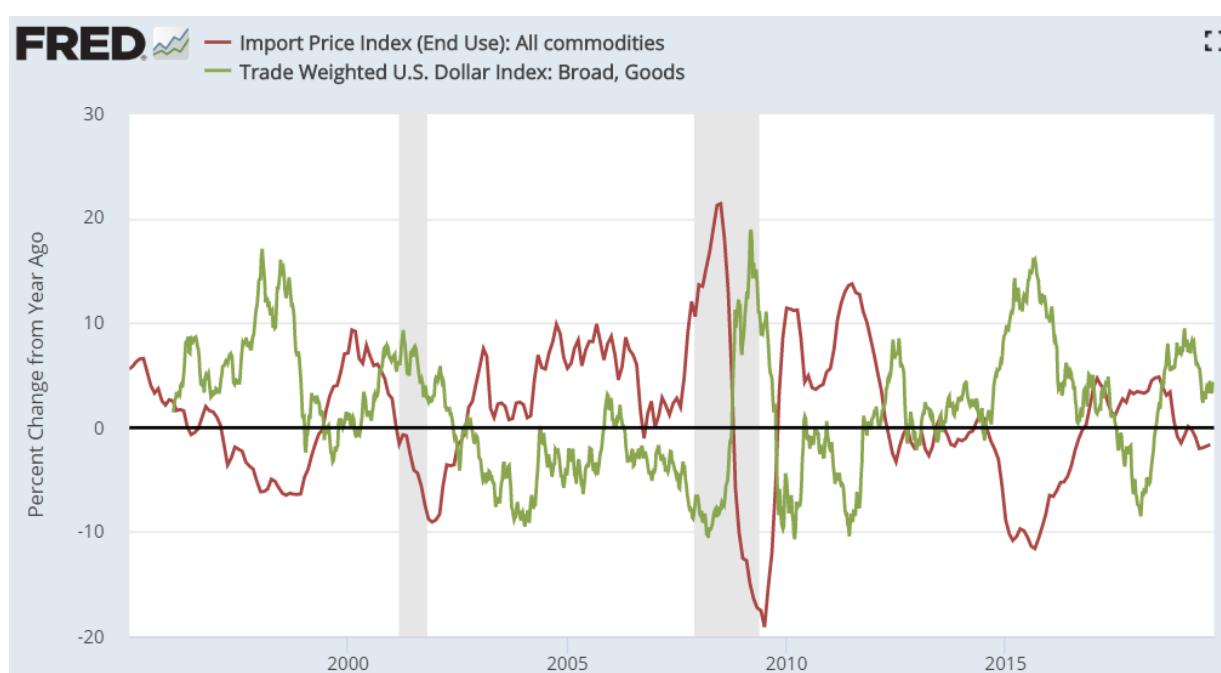


中國進口物價(藍)、整體進口物價(紅)



中國進口物價年增率(藍)、整體進口物價年增率(紅)

自中國進口物價，2018-05 為 2017 以來最高值(100.5)，與 2018-01 的 100.1 相較，僅增加 0.4%，隨關稅越高、範圍越廣，進口物價卻是一路下滑，2019-09 為 98.4。即便是整體進口物價，也並未因此大幅提高。



整體進口物價年增率(紅)、美金價格年增率(綠)

而對進口物價影響比關稅更明顯的，是美金升貶，大多數時候，美金升進口物價降，反之亦然，兩者關係相當明確。

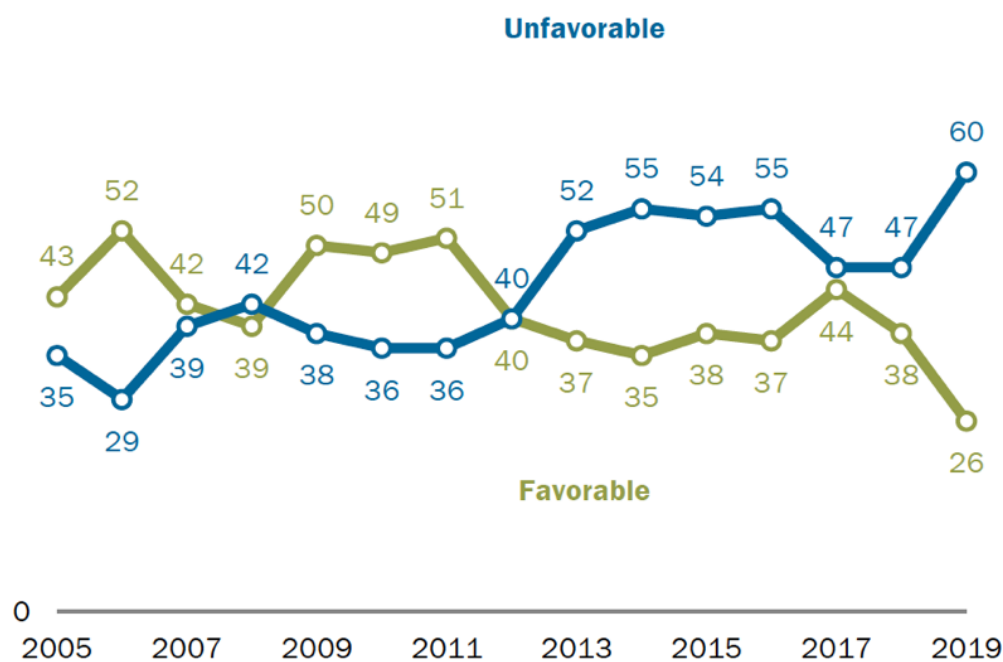
NBA 與南方公園

近期的重要花邊新聞：NBA 與南方公園，也反射出美國民間對中國的態度日趨惡化的情況，甚至可以說，**中國**「幾乎」淪為與俄國相當的敵國地位了。

Share of Americans who have unfavorable view of China reaches new high

% who say they have a ___ opinion of China

100 %



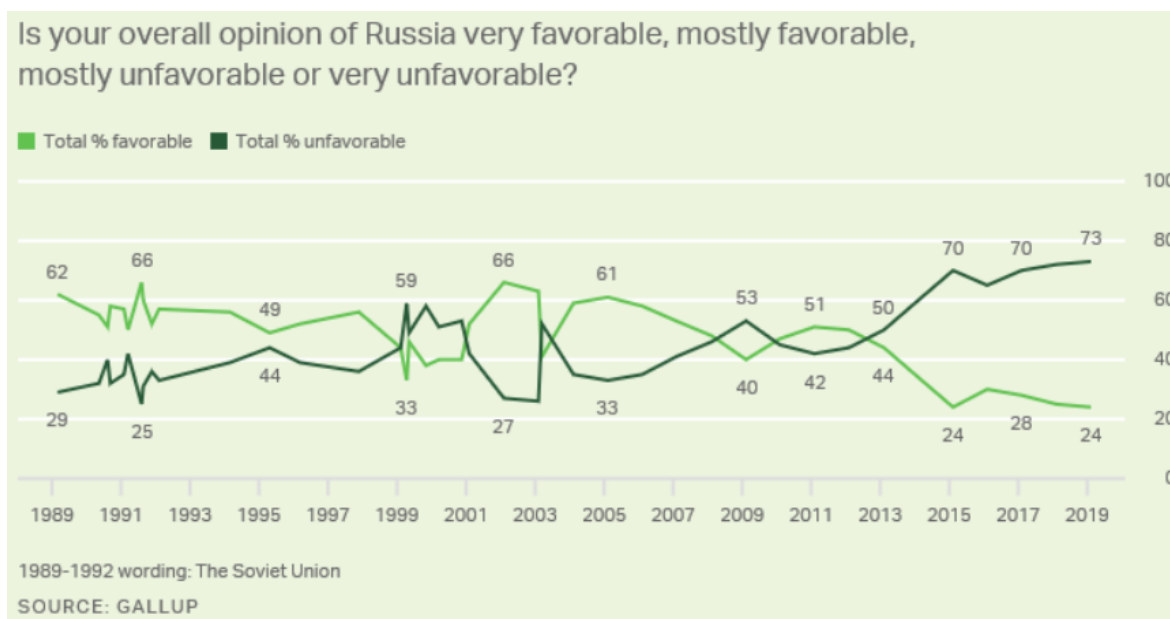
Note: Don't know responses not shown.

Source: Spring 2019 Global Attitudes Survey. Q8b.

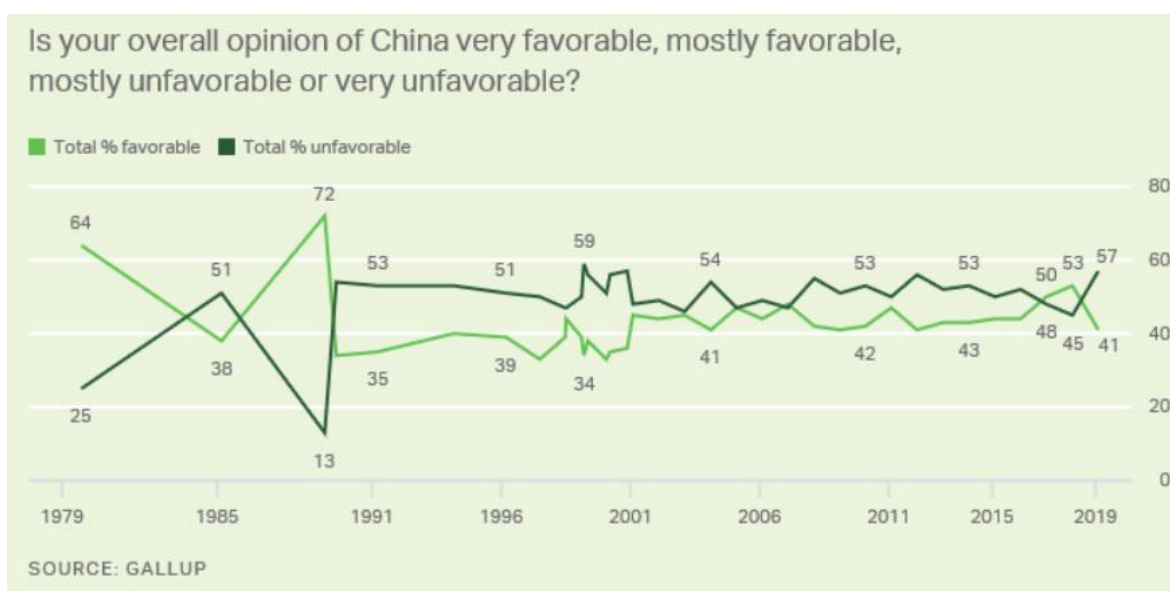
PEW RESEARCH CENTER

PEW 調查-美國民眾對中好感(綠)、惡感(藍)

在 8 月 PEW 公布的對中好惡，好感僅僅 26%，惡感 60%，在同份報告中，81%認為中國軍力發展不利美國。較正面的是，仍有 50%認為中國經濟發展對美國有利。



蓋洛普：美國民眾對俄好感(淺綠)、惡感(深綠)

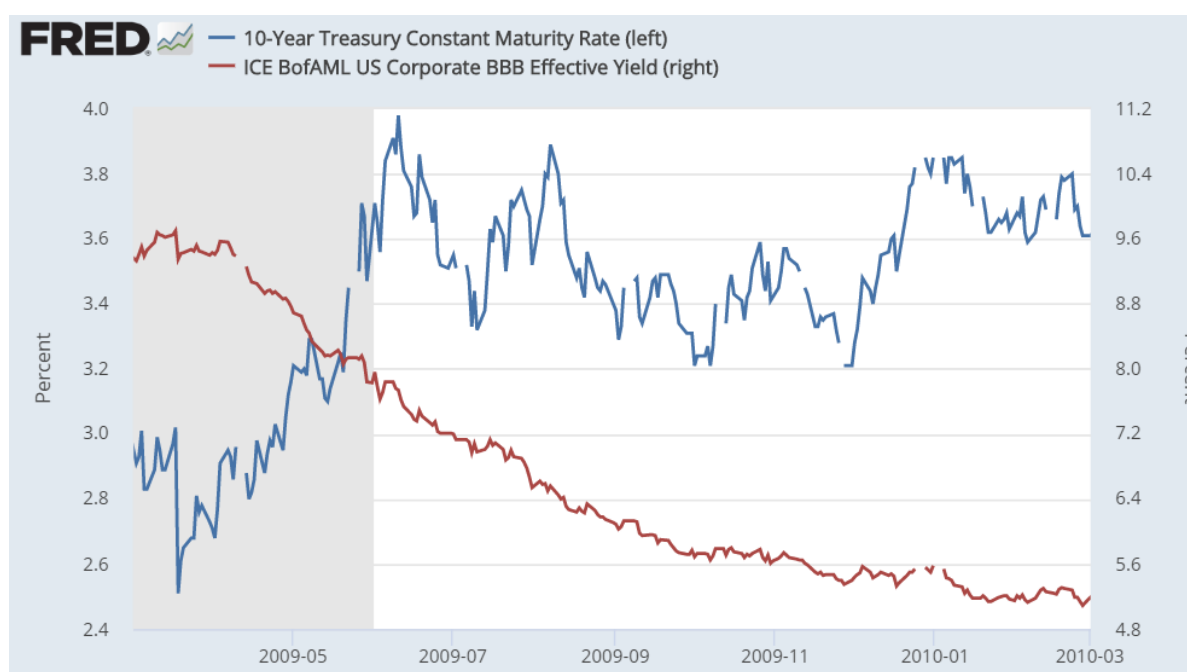


蓋洛普：美國民眾對中好感(淺綠)、惡感(深綠)

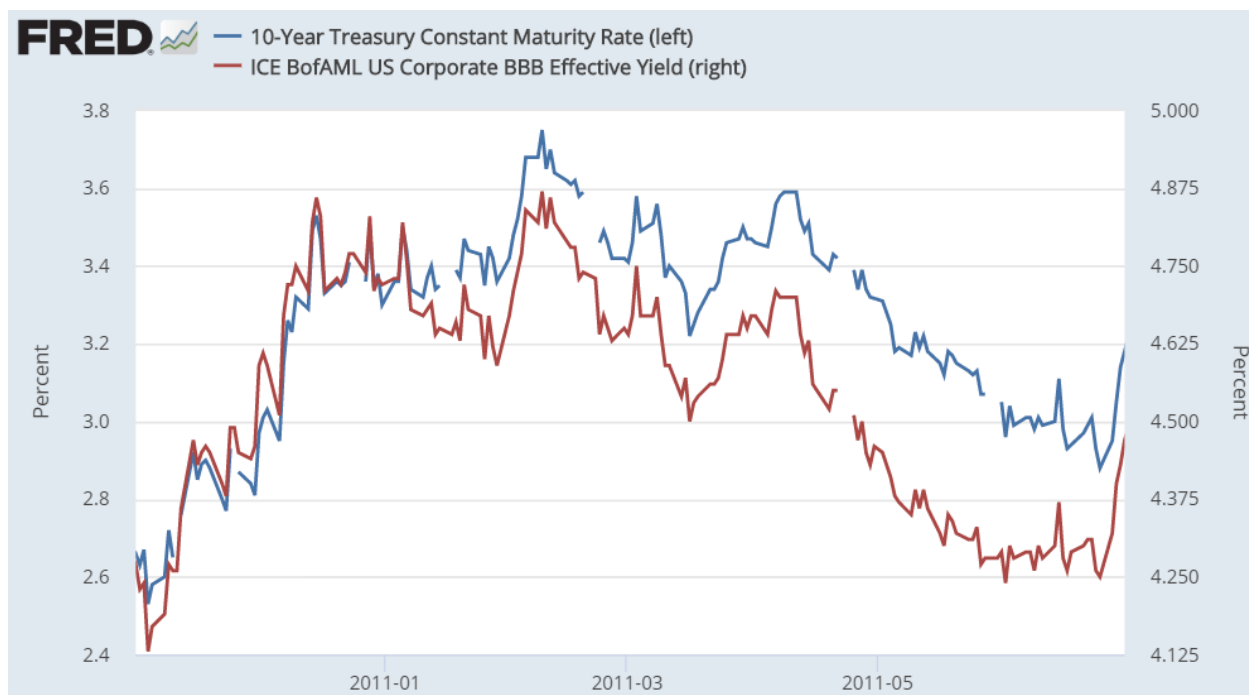
蓋洛普對俄、中的好感度調查，對俄抱持好感 24%，對中則仍有 41%，蓋洛普與 PEW 的調查時間方法雖異，但近年的數據方向卻相當一致，對中強硬是有民意支撐的，希拉蕊屬親中派的，都知道風向轉了，對中放軟只會遭受砲轟，等到下次經濟衰退，頭號戰犯八成是中國，如果是川普連任，100% 怪中國。

QE 不直接影響殖利率

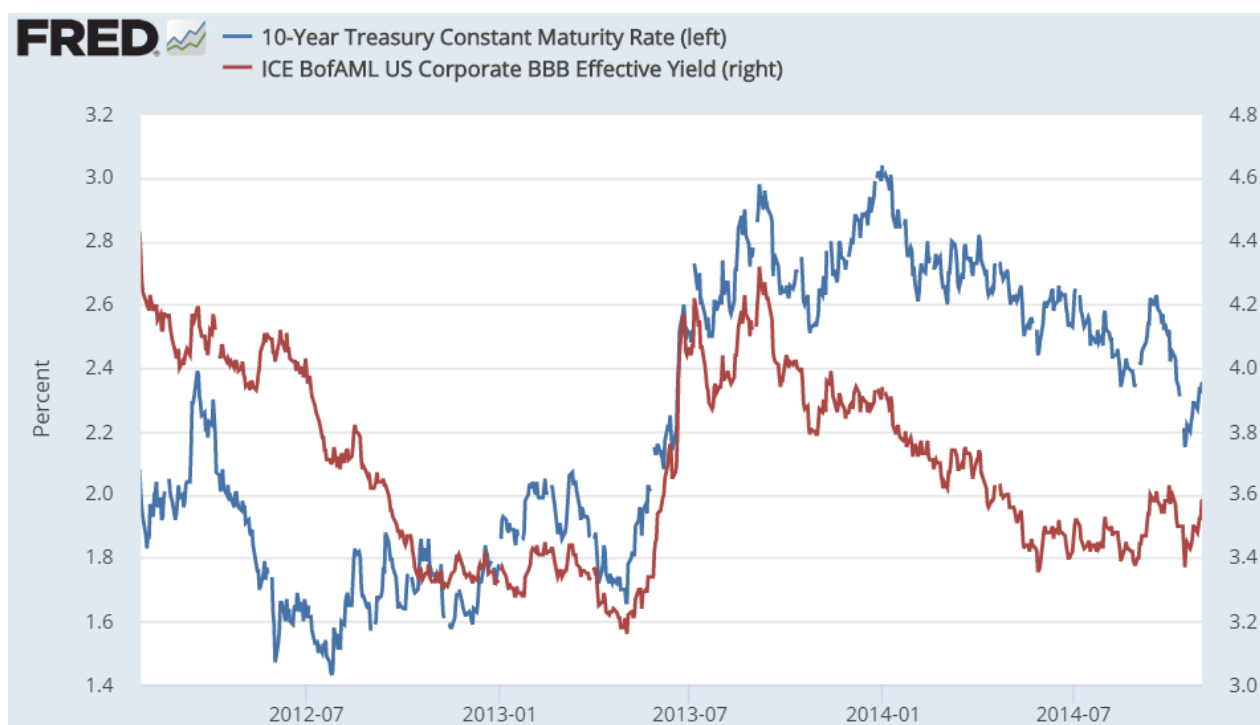
FED 宣布每月購債 600 億，直觀認為是殖利率將被 FED 的無限子彈壓低，實際情況卻也不一定是這樣。



QE1 實施日期：10Y 債(藍)、BBB 企業債(紅)



QE2 實施日期：10Y 債(藍)、BBB 企業債(紅)



QE3 實施日期：10Y 債(藍)、BBB 企業債(紅)

從 QE1 ~ QE3，10Y 債利率未明顯因 QE 啟動而下滑，而且本次購債標的是一年期以下短債，短端本來就趨近於 FED 利率，能有多大影響呢？

無論本次購債目的為何，美國是正在放水的。

美歐放水，日中英停滯



美國 M2 年增率

歐元區M2貨幣供給額年增幅



英文名稱：Euro area monetary aggregate M2
資料來源：European Central Bank

Presented by Stock-ai

日本M2貨幣供應額年增幅



英文名稱：M2 Money Stock
資料來源：日本中央銀行

Presented by Stock-ai

中國M2貨幣和準貨幣供應量期末值年增幅



英文名稱：Money and Quasi-Money (M2) Supply, period-end
資料來源：中國人民銀行

Presented by Stock-ai

英國M2貨幣供給額年增幅



英文名稱：Money Supply M2
資料來源：Bank of England

Presented by Stock-ai

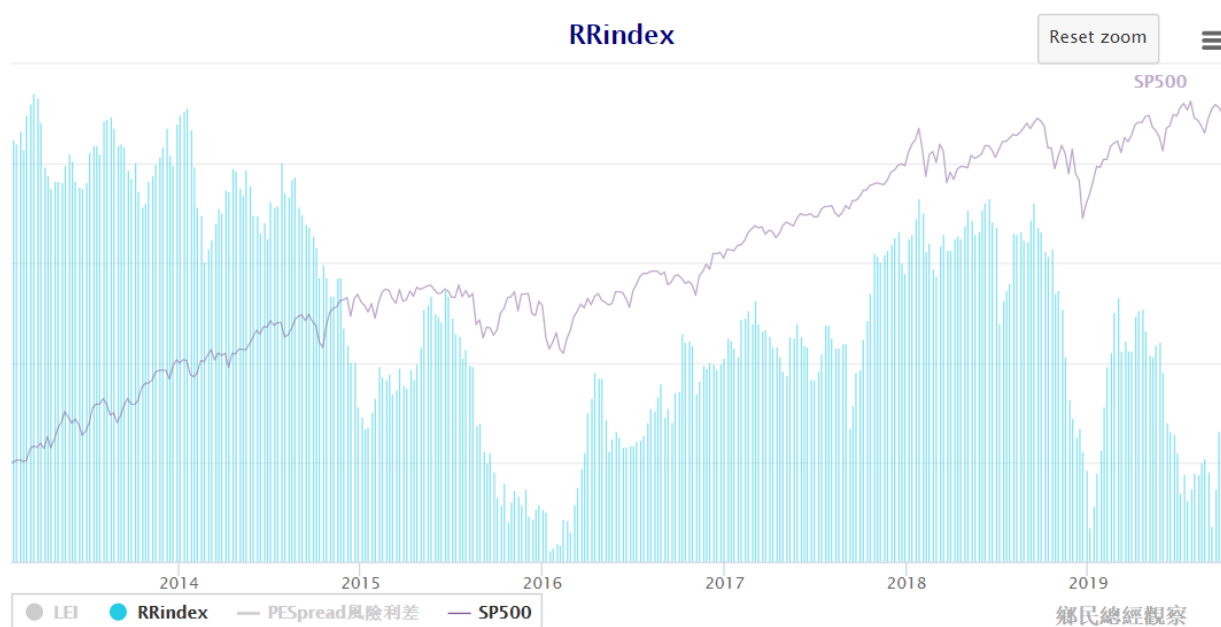
美、歐放水，日、中、英尚未加入戰局。中國好像是放不出去，結石堵塞中。過去中國幾次成功放水，經濟也隨之反彈，這次能不靠放水挽救嗎？

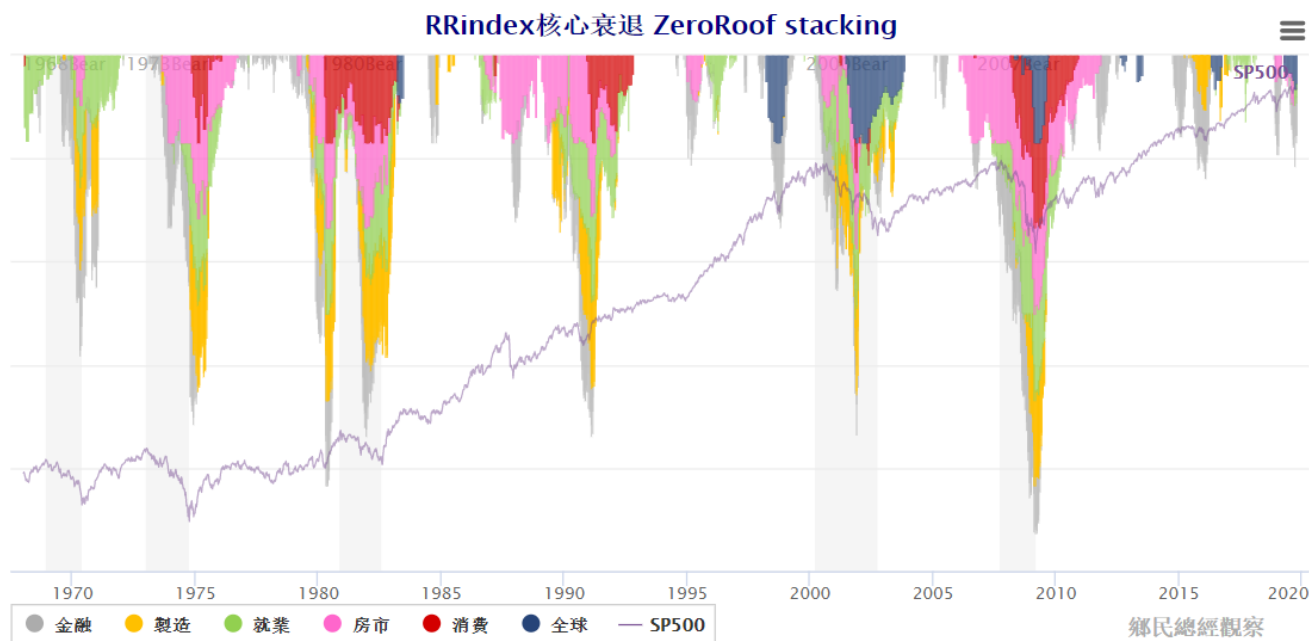
附錄 A：總經數據推估高點、RRindex

以總經數據關係來看，各指標歷史轉折與 S&P500 高點的關係，推估的高點日為：

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	2020-04-16	2021-01-07	2018-12-06	2020-11-04	2020-04-08
中位數	2020-06-09	2021-01-29	2019-01-25	2021-01-01	2020-05-24
最小	2019-10-04	2020-02-21	2018-02-28	2019-11-23	2019-06-28

鄉民總經觀察 Last Updated: 2019-10-12





RRindex+9，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。

9 月美國零售分析

美國 9 月零售銷售月增率-0.3%，低於市場預期

美國商務部公布 9 月份零售銷售，資料顯示本月美國零售銷售月增率為-0.3%，低於市場預期的 0.3%，前值從 0.4%上修至 0.6%；

扣除汽車影響的零售銷售月增為-0.1%，低於市場預期的 0.2%，前值從 0.0%上修至 0.2%；

進一步扣除汽油消費影響後的零售銷售月增率為 0.0%，低於市場預期的 0.3%，前值從 0.1%上修至 0.4%，

整體來看主要是受到**能源消費、汽車及零件消費、建材及園藝用品大幅減少**，使得數據低於市場預期。

表 零售銷售

項目	前月	修正	本月預期	本月實際
零售銷售月增率	0.4 %	0.6 %	0.3 %	-0.3 %
核心零售銷售月增率 (扣除汽車)	0.0 %	0.2 %	0.2 %	-0.1 %
核心零售銷售月增率 (扣除汽車汽油)	0.1 %	0.4 %	0.3 %	0.0 %

資料來源：Bloomberg

從細項來看，汽車及零件消費大幅減少，這與汽車銷售量增加的數據脫鉤，以上週所公布的 CPI 報告來看，可歸因於汽車價格下跌，9 月份的汽車銷售數量達到了 1720 萬輛，前兩個季度的平均銷量為 1700 萬輛，因此汽車需求並沒有想像中疲弱。

汽油消費減少主要因素為 9 月零售汽油價格下跌了 1.1%，這對消費者而言並非壞事。建材及園藝用品銷售大幅下滑則反映了上個月銷售大增墊高基期，而上個月建材銷售大增主要是因為多利安颶風(Hurricane Dorian)所致，以年增率角度來看，銷售仍舊平滑。

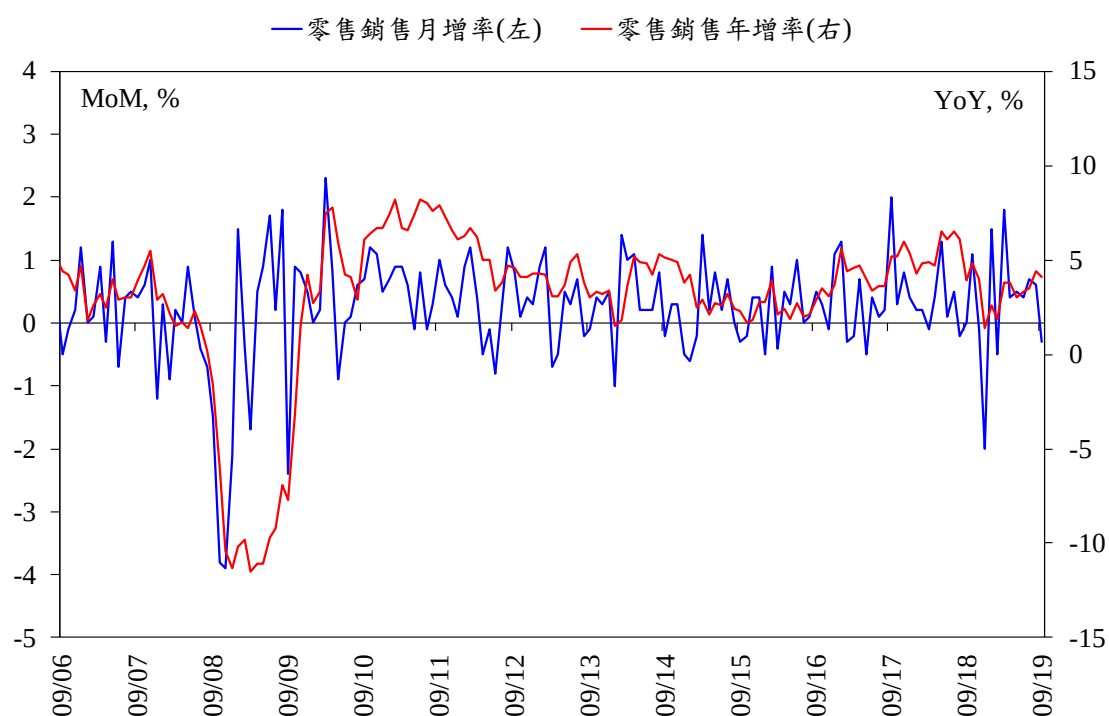
表 零售銷售細項月增率

	19 年 9 月	19 年 8 月	月變動
零售銷售	-0.3	0.6	-0.8
汽車及零件	-0.9	1.9	-2.8
家具用品	0.6	0.0	0.7
電子電器	0.0	-0.2	0.2
建材及園藝用品	-1.0	2.3	-3.3
食品及飲料	-0.1	0.1	-0.2
醫療及個人保健	0.6	-0.2	0.8
汽油消費	-0.7	-1.3	0.6
服飾及配件	1.3	-0.7	2.0
運動用品	-0.1	-0.3	0.2
綜合商場	-0.3	-0.2	-0.1
一般店面零售	0.5	2.6	-2.1
無店面零售	-0.3	1.2	-1.5
餐飲服務	0.2	0.1	0.1

資料來源：Bloomberg；單位：%

整體而言本次零售銷售數據令人失望，雖然上個月的數據上修，但將上修幅度考慮進去後，本月數據仍以負面看待，第三季的消費增長速度只有第二季的一半，雖然年底是美國傳統消費旺季，但以增長速度的觀點來看，消費增速可能到年底還會進一步放緩。

圖 零售銷售



資料來源：Bloomberg

另一方面，扣除掉非必需品的總體支出仍然保持穩定，意味著消費者的消費結構仍然健康，然而即便如此，美國經濟放緩的趨勢已經成形，某種程度上支持聯準會在年底之前再降息一碼的決定。

9 月美國消費者物價

美國 9 月消費者物價指數月增率 0.0%、年增率 1.7%，低於市場預期

美國勞工統計局資料顯示，9 月份美國消費者物價指數月增率從 0.1% 下滑至 0.0%，年增率持平於 1.7%，略低於市場預期。

核心消費者物價指數月增率從 0.3% 下滑至 0.1%，低於市場預期，年增率持平於 2.4%，與市場預期相符，**物價上揚的狀況較前 3 個月緩和。**

表 消費者物價指數(CPI)

	CPI	核心 CPI	CPI (年比)	核心 CPI (年比)
19 年 9 月	0	0.1	1.7	2.4
19 年 8 月	0.1	0.3	1.7	2.4
變化	-0.1	-0.2	0	0
	食品	能源	核心商品	核心服務
19 年 9 月	0.1	-1.4	-0.3	0.3
19 年 8 月	0.0	-1.9	0.2	0.3
變化	0.1	0.6	-0.6	0.0

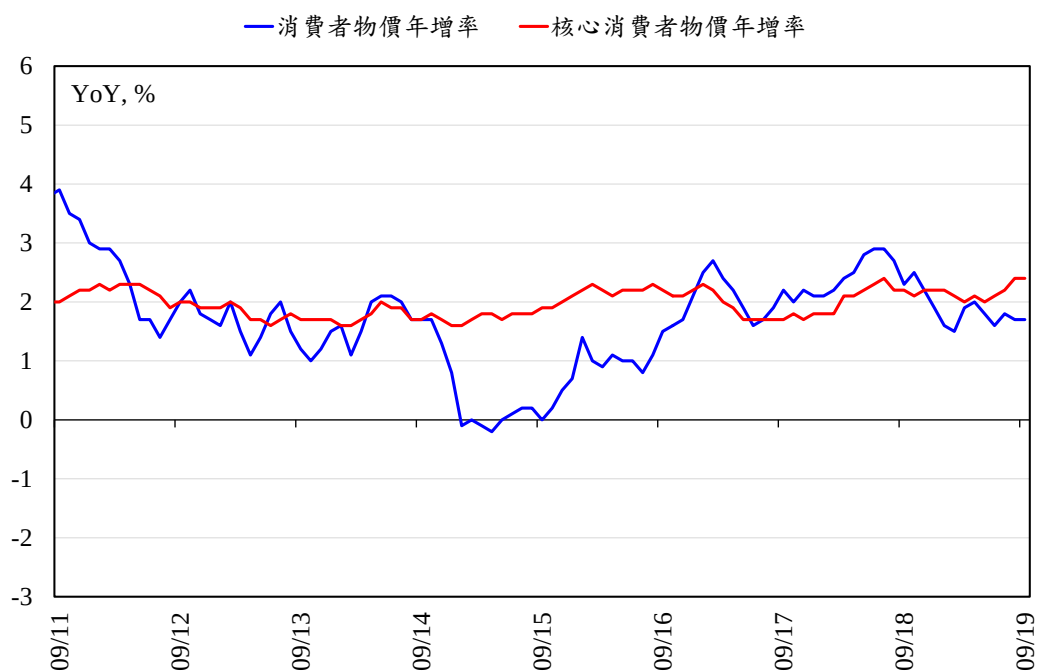
資料來源：Bloomberg

從細項來看，食品價格較上個月上揚，月增率從 0.0% 上揚至 0.1%，能源價格月增率從 -1.9% 上揚至 -1.4%，雖然 9 月時發生煉油廠遭無人機攻擊的事件，然產能迅速恢復，是以對原油供應不至於造成過大影響，**近期原油價格維持在穩定區間，故未來幾個月的能源價格應仍能保持穩定。**

本次數據低於市場預期主要受到核心商品數據拖累，其中受到二手車、醫療保健商品、教育及通訊商品較上月價格大降，導致核心商品物價月增率為負，其餘細項其實都仍呈現溫和上揚，而二手車價格的年增率依舊為正，因此本月數據不需解讀核心商品物價失速大跌。

核心服務物價保持溫和偏快的速度上揚，某種程度上暗示美國內需穩健，與近期所公布的生產數據、信心數據並無二致。

圖 消費者物價



資料來源：Bloomberg

整體來看，9月消費者物價指數略低於市場預期，本次消費者物價主要是受到二手車價格較上月下跌、能源價格維持在區間偏低的兩大因素影響，核心物價指數年增率2.4%高於聯準會設定的2%目標，但仍然受控，從聯準會公布的會議紀錄觀察，官員並不擔心物價問題，是以聯準會不需顧慮通膨的前提下，預防性降息的空間仍然存在，年底前再降息一碼的機率仍然偏高。

10 月密西根大學消費者信心指數

10 月密西根大學消費者信心指數初值 96.0 點，高於市場預期

10 月密西根大學消費者信心指數 96.0，高於市場預期的 92.0，預期指標從 83.4 上升至 84.8，目前指標從 108.5 上揚至 113.4，兩者走勢一致，且皆高於市場預期，處於歷史高檔位置，顯示消費者信心仍然高昂，年底消費旺季可以期待。

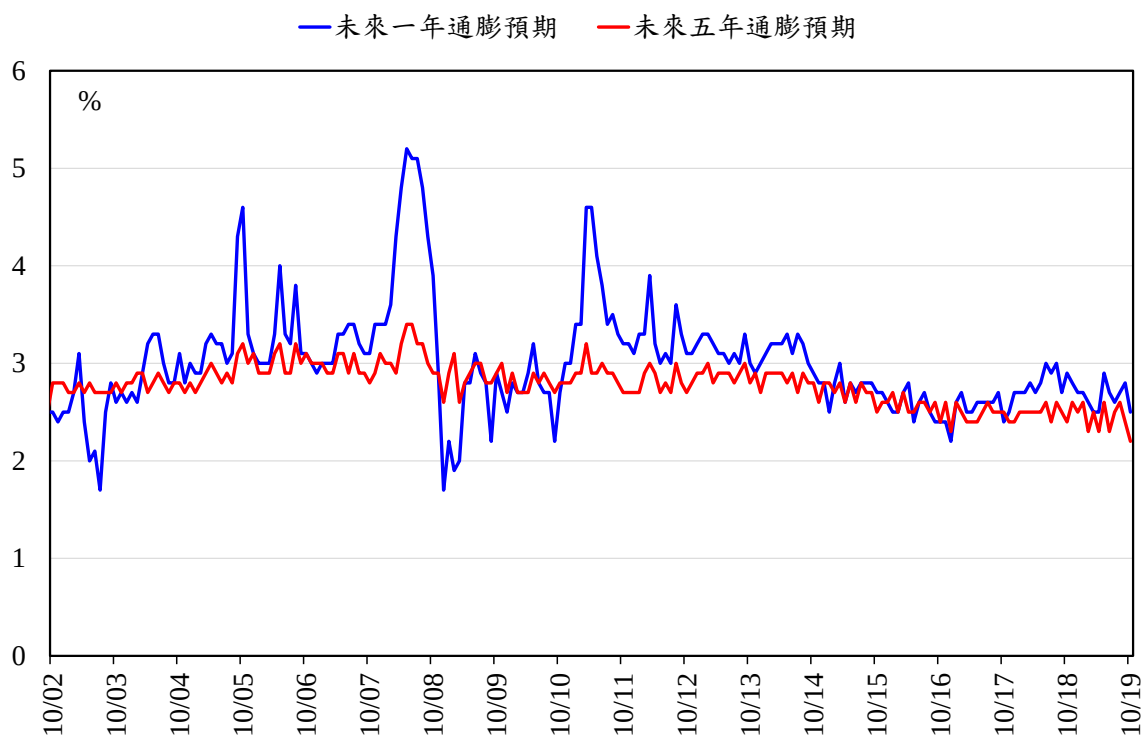
表 密西根大學消費者信心指數

	信心 指數	預期 指標	目前 指標	一年通膨 預期(%)	五年通膨 預期(%)
19 年 10 月	96	84.8	113.4	2.5	2.2
19 年 9 月	93.2	83.4	108.5	2.8	2.4

資料來源：Bloomberg

對於未來一年通膨預期從 2.8% 下降至 2.5%，對於未來五年通膨預期由 2.4% 下跌至 2.2%。

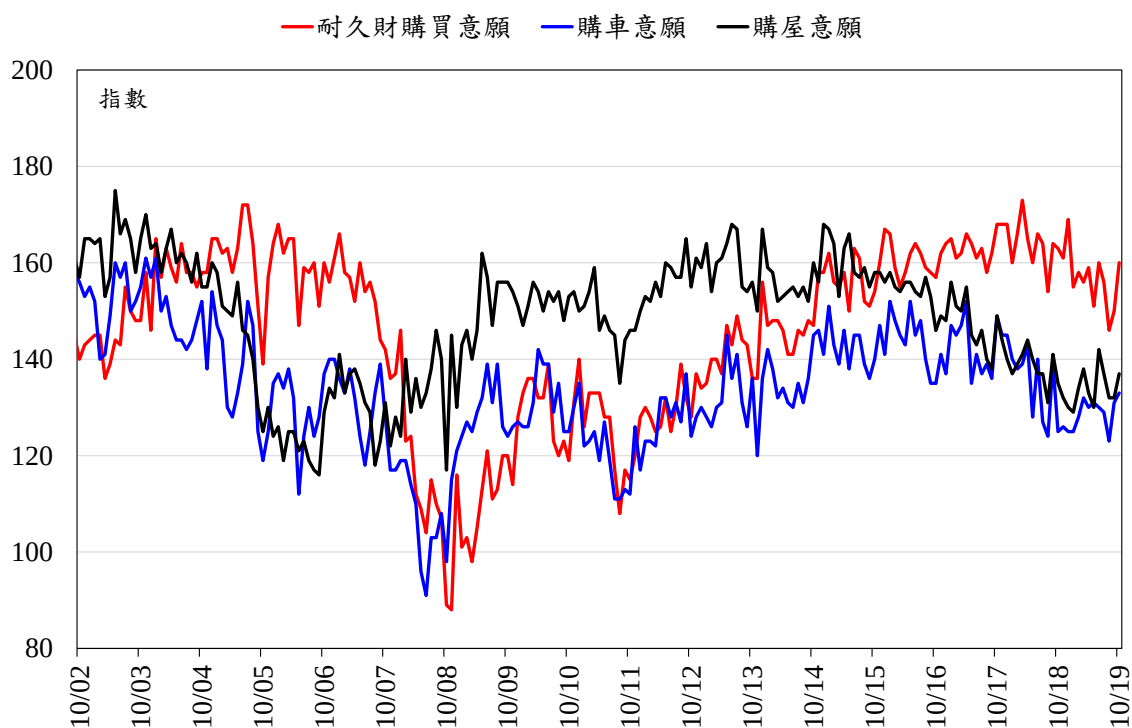
圖 消費者通膨預期



資料來源：Bloomberg

通膨預期雙降與 10 日所公布的 CPI 相符，自 6 月以來核心 CPI 月增率皆高達 0.3%，使市場擔憂關稅有可能引發通膨上揚，然以本月數據觀之，應僅僅是暫時性的物價上漲，消費者對於通膨預期仍然穩定，是以在物價尚無通膨疑慮情況下，聯準會的貨幣政策操作空間依然存在。

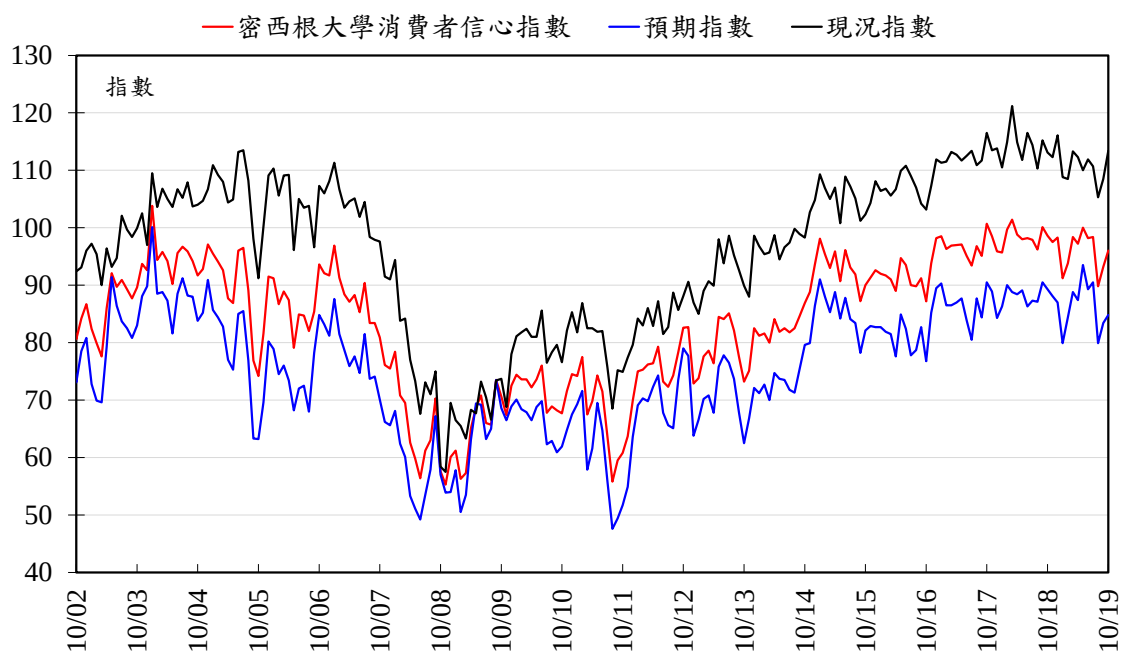
圖 消費者購買意願



資料來源：Bloomberg

就細項指標來看，對於**耐久財、汽車、房屋的購買意願落底回升**，表示消費意願出現結構改善，加以當前勞動市場穩健，失業率保持在歷史低點，即便薪資增速不快，但對比去年高速成長所造成的高基期，當前的薪資水平依然足夠支撐消費。

圖 密西根大學消費者信心指數



資料來源：Bloomberg

整體而言，消費者信心指數為一領先指標，目前指標及預期指標雙雙彈升且高於預期，顯示消費者並不悲觀，細項數據顯示消費者對於大筆支出的意願提高，暗示消費力仍在，故年底消費旺季可以期待。未來五年通膨預期降至近 19 年來新低，但數據依舊平穩，是以消費者並不認為物價將會大幅飆升，在物價穩定的前提下，給予聯準會降息空間以因應貿易戰所帶來的不確定性，美國經濟處於不溫不火的狀況。

作者群

Wen Hung Wang (喵大、喵仔)

小明同學

meRscliche

銘仔

排版編輯

Rickz

meRscliche

特別感謝

莫莫