

预计美国一季度经济无惊喜

报告摘要:

2018 年美国经济增长强劲, 远超其它发达国家水平。但从失业率及一些代表性指标来分析美国当前的经济状况, 认为美国经济增长动力已经较去年明显下降。虽然净出口对美国一季度 GDP 将有较大贡献, 但预计难有惊喜。

就业数据是美国最重要的经济数据。回顾美国历史, 历次危机都引发了失业率的大幅上升, 而历次经济复苏都伴随着劳动力市场的活跃。但是目前美国失业率已经降到了历史低位。在此之前, 只有战争阶段 (60 年代末) 及战后重建阶段 (50 年代初) 的失业率达到了目前的水平。美国劳动力市场已经处于过饱和阶段, 失业率很难继续下降。劳动力带来的经济增长动力无法继续提升, 美国经济动力下降无可避免。

美国 PMI 通常为 GDP 同比的前瞻性指标。一季度的 PMI 均值较去年四季度有明显回落, 预计一季度的经济增长也会有明显下降。消费占美国 GDP 的 70%。零售销售数据在很大程度上能反映出消费的状况, 与 GDP 增速基本同步, 一季度的零售销售同比较此前大幅下降, 居民消费在今年一季度有明显下滑。耐用品订单指数是私人投资的前瞻性指标, 2 月份耐用品订单同比增速降至 2017 年 10 月以来新低, 反映出耐用品需求的疲软, 也预示出未来商业投资并不乐观。BDI 指数是美国对外贸易增速的前瞻性指标, 3 月份 BDI 同比下降 41.05%, 反映出国际贸易缩量明显, 预计美国对外贸易增速也难有起色。核心通胀水平逐步下降, 这反映出居民消费能力的边际增长放缓。

多个角度来看, 美国经济均存在向下的趋势。同时美国一季度经济还明显受到政府停摆的影响。所以我们预计即使有净出口的拉动, 美国一季度 GDP 也难有惊喜, 且在较长时间内都将处于下行趋势。

此外, 从长期角度看, 美国债务问题也存在一定风险。按照达利欧的债务危机理论, 大规模经济危机爆发的背景, 往往是债务增长过快, 同时伴随着较低的利率水平。由于利率水平已经很低, 无法再降, 故而货币政策失效, 如历史上的大萧条以及 2008 年次贷危机。目前虽然居民杠杆率不高, 但企业杠杆率又上升超过了 2008 年危机前的水平, 且政府杠杆率远高于历史水平。同时, 当前的利率水平仍低于历史上历次危机前的利率水平, 货币政策空间有限。因此, 美国目前债务风险不低而可用对策较少, 所以需要谨慎管控债务规模。这会使得接下来美国难以通过大规模加杠杆来刺激经济, 经济增长的动力受限。



相关报告

《美联储会议纪要重申年内不加息, 中国不会因而降息——美联储 3 月会议纪要点评》
(20190412)

《美国政府关门, 法国暴乱渐息——海外宏观周度观察 (2018 年第 51 周)》(20181223)

《2019 年市场外因预判: 美股走弱; 美元转弱; 人民币区间稳定》(20181121)

证券分析师: 沈新风

执业证书编号: S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理: 尤春野

执业证书编号: S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人: 曹哲亮

执业证书编号: S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 繁荣背后隐患重重	3
2. 降无可降的失业率	3
3. 重要经济指标预示美国经济一季度会走弱	4
3.1. PMI 指数：经济景气度指标	4
3.2. 零售销售：消费指向标	5
3.3. 耐用品订单：投资指向标	5
3.4. BDI 指数：外贸指向标	6
3.5. 核心通胀指数：货币政策之锚	8
4. 预计美国经济增长明显放缓	8
5. 长期角度：杠杆率的危机隐患	8

图 1: 美国经济 2018 年增长强劲	3
图 2: 失业率是反映美国经济的重要指标	4
图 3: PMI 领先 GDP 同比	4
图 4: 美国零售销售同比与 GDP 同比基本同步	5
图 5: 耐用品订单为商业投资前瞻性指标	6
图 6: 耐用品订单增速下降	6
图 7: 美国 1、2 月份贸易逆差缩窄	7
图 8: BDI 指数是对外贸易增速的前瞻性指标	7
图 9: 美国核心通胀水平趋势向下	8
图 10: 经济危机往往由债务危机引发（数据截至 2015 年）	9
图 11: 美国企业负债率超过次贷危机前的水平	10

1. 繁荣背后隐患重重

2018 年，在特朗普减税与基建计划等政策的刺激下，美国经济强劲复苏，各项经济指标屡创新高。美国 GDP 增速在 2018 年达到 2.9%，远超其它发达国家水平；失业率自 2018 年 3 月份开始均位于 4% 或以下，处于历史低位。但是包括美联储、美国国会预算办公室、IMF 等机构及各大金融公司纷纷下调了对 2019 年经济增长的预期，普遍预计美国经济在今年会放缓甚至衰退。

我们从失业率及一些具有代表性指标分析美国当前的经济状况，认为美国经济增长动力已经较去年明显下降。虽然 1、2 月份贸易逆差大幅收窄，但美国一季度 GDP 增速预计无惊喜。

图 1：美国经济 2018 年增长强劲



数据来源：东北证券，Wind

2. 降无可降的失业率

就业数据是美国最重要的经济数据。回顾美国历史，历次危机都引发了失业率的大幅上升，而历次经济复苏都伴随着劳动力市场的活跃。美国失业率自去年降到 4% 以下以来，始终维持低位，劳动力市场的繁荣预示着经济尚无明显的衰退。

但是目前美国失业率已经降到了历史低位。在此之前，只有战争阶段（60 年代末）及战后重建阶段（50 年代初）的失业率达到过目前的水平。美国劳动力市场已经处于过饱和阶段，失业率很难继续下降。美联储 3 月份会议预计 2019 年失业率会保持在 3.7% 的水平，2020 年则会上升至 3.8%，2021 年上升至 3.9%；长期失业率水平为 4.3%。可以看出，目前的失业率水平已是底部，劳动力带来的经济增长动力无法继续提升，美国经济动力下降无可避免。

图 2: 失业率是反映美国经济的重要指标



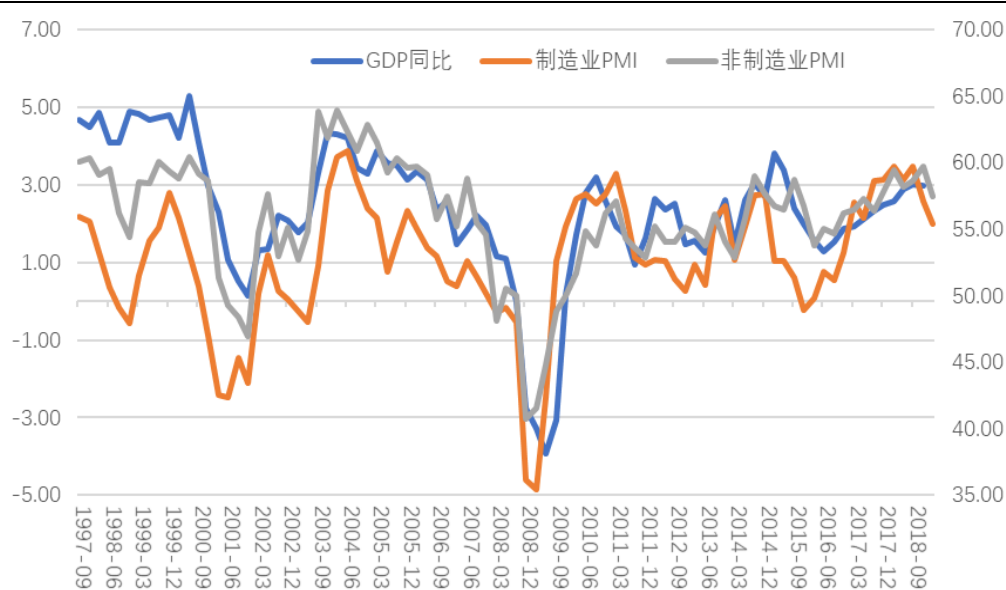
数据来源: 东北证券, Wind

3. 重要经济指标预示美国经济一季度会走弱

3.1. PMI 指数: 经济景气度指标

美国 PMI 通常为 GDP 同比的前瞻性指标。我们对比 PMI 的每季均值和各季度 GDP 的同比增速, 发现多数情况下, PMI 指数领先 GDP 同比大约 1 个季度。

图 3: PMI 领先 GDP 同比



数据来源: 东北证券, Wind

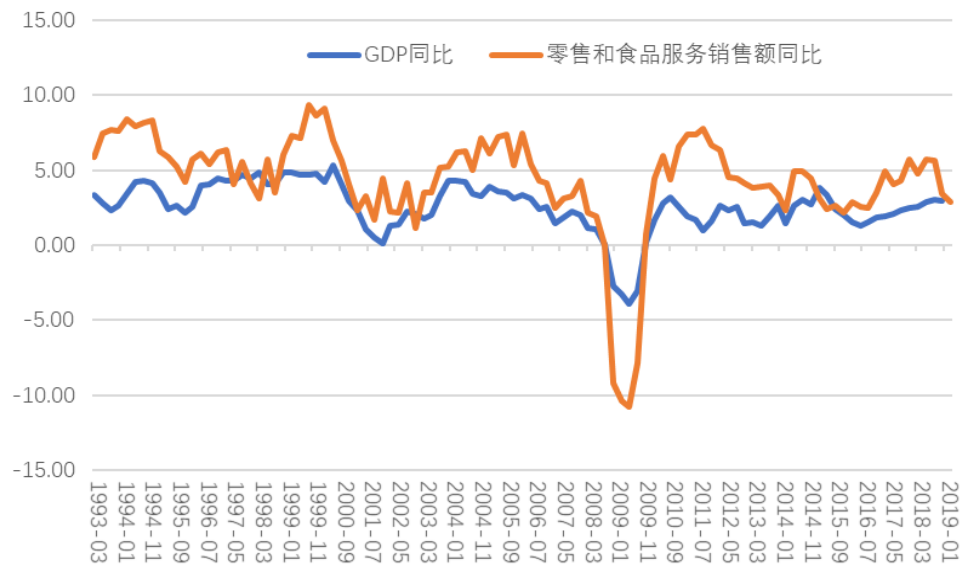
2019 年一季度的 PMI 均值较去年四季度有明显回落, 预计一季度的经济增长也会

有明显下降。

3.2. 零售销售：消费指向标

消费占美国 GDP 的 70%。零售销售数据在很大程度上能反映出消费的状况，故而对经济状况有较好的指示作用。我们采用零售销售的季度数据同比，与 GDP 季度同比相比较，发现二者基本为同步指标，相关性很高。

图 4：美国零售销售同比与 GDP 同比基本同步



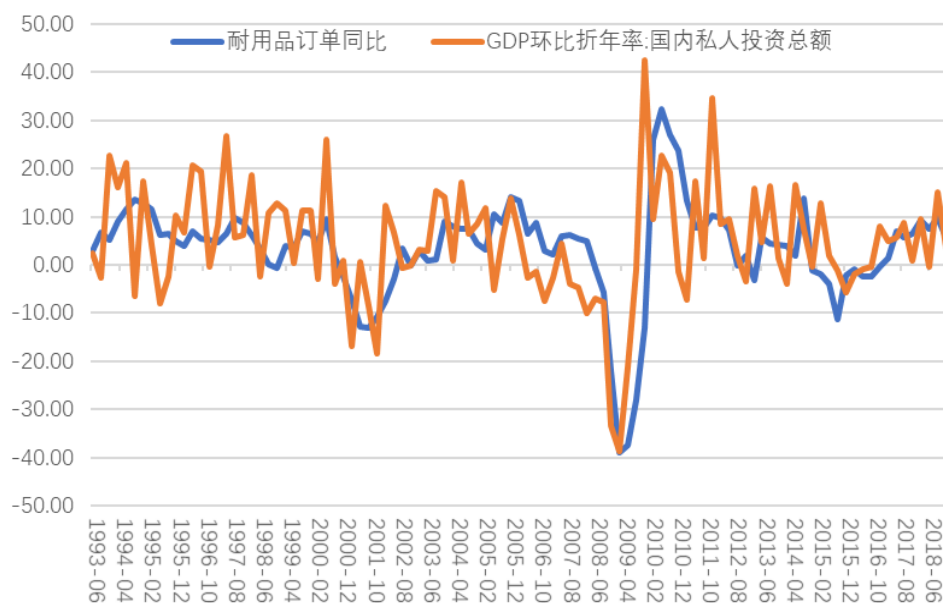
数据来源：东北证券，Wind

而 2019 年一季度的零售销售同比较此前大幅下降，为 2.88%；2018 年全年同比增速为 4.9%。虽然今年 3 月份单月环比增长 1.6%，有回暖趋势，但主要因为前两个月基数较低。与去年相比，美国居民消费在今年一季度有明显下滑，当前经济增长承压。

3.3. 耐用品订单：投资指向标

美国耐用品订单是制造业出货、存货及新订单报告里相当重要的一项，被视为制造业景气的领先指针。我们比较了耐用品同比和 GDP 私人投资的环比折年率，可以看出耐用品订单指数是私人投资的前瞻性指标。美联储的会议纪要也多次提到，耐用品订单是商业投资的重要指向标。

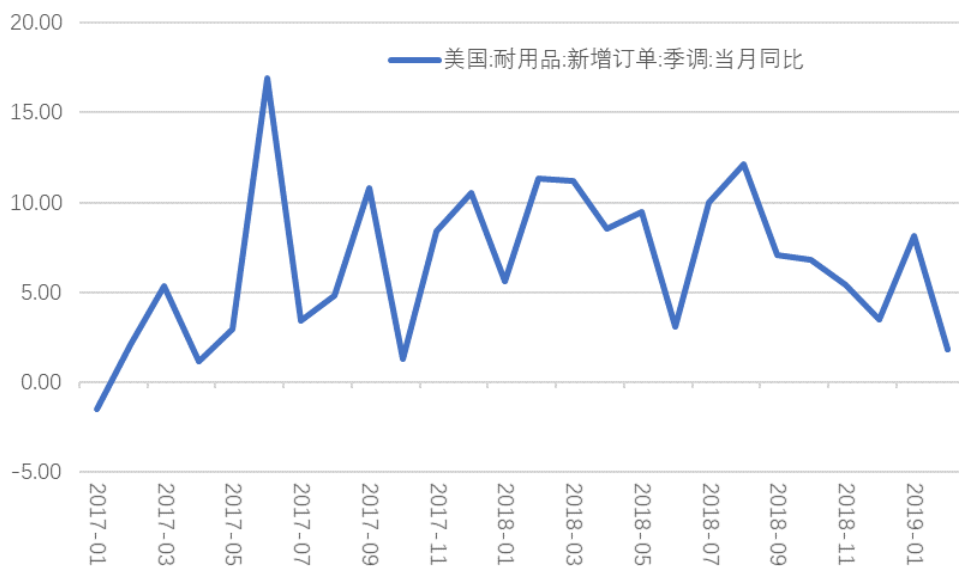
图 5: 耐用品订单为商业投资前瞻性指标



数据来源: 东北证券, Wind

耐用品订单增速在去年四季度就已经较前三季度有明显的下降(四季度同比为 5.62%, 前三季度分别为 9.25%、7.55%和 9.87%)。今年 1、2 月份的耐用品订单同比分别为 8.13%和 1.81%, 虽然 1 月份有反弹, 但 2 月份同比增速降至 2017 年 10 月以来新低, 反映出耐用品需求的疲软, 也预示出未来商业投资并不乐观。

图 6: 耐用品订单增速下降

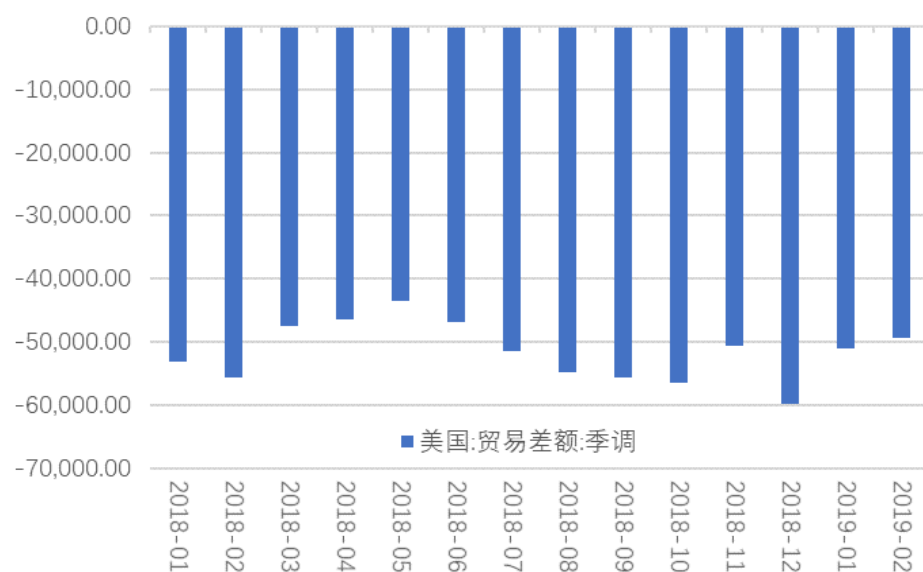


数据来源: 东北证券, Wind

3.4. BDI 指数: 外贸指向标

对外贸易方面, 美国 1、2 月份的贸易顺差较去年 4 季度有明显缩窄, 这是一季度增长动力的主要来源。

图 7: 美国 1、2 月份贸易逆差缩窄



数据来源: 东北证券, Wind

进出口增速方面, 近期美国与多个国家的贸易摩擦已经导致美国进出口增速明显下降。我们选取了波罗的海干散货指数 (BDI 指数) 的同比与美国进出口增速进行对比, 可以看出 BDI 指数是美国对外贸易增速的前瞻性指标。

图 8: BDI 指数是对外贸易增速的前瞻性指标



数据来源: 东北证券, Wind

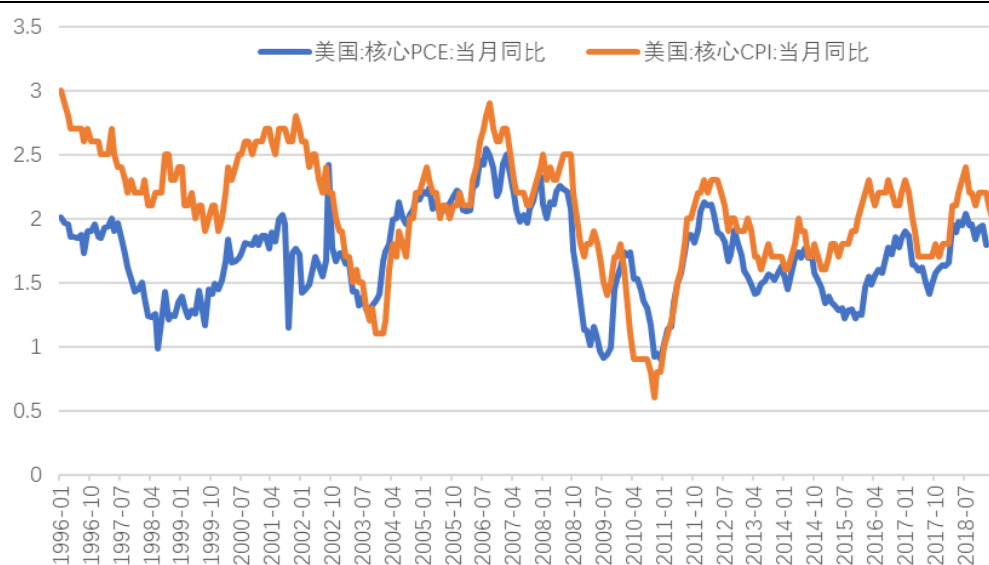
近期 BDI 指数同比明显下降, 反映出国际贸易缩量明显, 预计美国对外贸易增速也难有起色。目前全球经济处于同步放缓的阶段, 外需疲弱叠加贸易冲突, 美国对外贸易增速在短期内都将承压。

3.5. 核心通胀指数：货币政策之锚

通胀指标通常不是一个好的经济的指向标，往往为经济的滞后指标。但是核心通胀也在一定程度上反映出居民消费能力的变化。而且由于通胀指标是各国央行货币政策的重要制定依据，其变化也就显得非常重要。

美国最关注的通胀指标为核心 PCE 和核心 CPI。可以看出，在经济复苏的年份，核心通胀通常也处于较高的水平。去年 7 月，美国核心 PCE 和核心 CPI 都达到最高水平，对应去年三季度经济表现最强劲。而后美国经济增长放缓，核心通胀水平也逐步下降。这反映出居民消费能力的边际增长放缓，也为美国未来停止加息甚至重启宽松创造条件。

图 9：美国核心通胀水平趋势向下



数据来源：东北证券，Wind

4. 预计美国经济增长明显放缓

综上所述，从失业率的角度看，美国经济已经过热，再上升动力不足；从经济景气

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_12945

