

美国经济增速放缓迹象逐渐清晰

主要结论:

一、多项指标显示美国经济增速正在放缓

- 1月美国零售销售反弹，不足以弥补12月的大幅降温。美国1月零售销售超预期主要由于运动商品、业余爱好物品、书以及音乐商店和建筑材料、园林设备以及物料店提振。
- 美国通胀正在逐步走软。美国2月CPI同比增速创20个月来新低，处方药价和二手车对CPI环比形成拖累。PPI环比增长低于预期，但高于前值，2月PPI环比数据反弹主要由能源价格上升拉动。
- 失业率等滞后指标的改善程度也开始变小，劳动力市场总量上的改善放缓。
- 美股的估值经过去年年底调整后仍然相当高。
- 在去年债券评级不断下调的背景下，需注意企业债面临的信用风险。

二、英国工业产出和美国耐用品订单高于预期，美国新屋销售、纽联储制造业和工业产出低于预期

- 英国工业产出高于预期：受益于制造业产出由负转正。
- 美国1月耐用品订单环比增速高于预期：主要由运输耐用品订单拉动，商业投资数据创下新高。
- 美国1月新屋销售低于预期：除西部新屋销售环比增长外，西北部、中西部和南部地区均录得大幅下跌。
- 美国3月纽约联储制造业大幅下降，创14个月以来最低值：新订单指数为主要拖累项。
- 美国2月工业产出环比不及预期：制造业产出为主要拖累工业产出数据。
- 密歇根大学消费者信心指数高于预期，为连续5个月以来最高值：美国密歇根大学消费者预期指数高于预期，现况指数低于预期。

三、本周重点关注美联储公布利率决议、欧盟峰会、美国成屋销售年化总数和欧元区PMI初值

- 财经事件：日本央行公布1月22-23日货币政策会议纪要、英国政府进行第三次英国脱欧协议投票、美联储公布利率决议，同时公布经济预期和加息点阵图、美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)召开新闻发布会以及召开为期两天的欧盟峰会(3月21-22日)。
- 财经数据：美国1月工厂订单月率(%)、美国3月费城联储制造业指数、美国2月成屋销售年化总数(万户)和欧元区制造业PMI初值。

风险提示:

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储转向宽松时间节点滞后。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下:

前几个月联邦政府停摆扭曲了近期的经济数据后，这几个月的房屋开工许可、销售以及零售销售数据依然令人失望，并且就业创造的突然下降变得更加令人担忧。上周美国公布的经济数据也不尽如人意，仍显疲软。此外，AIEER 2月领先指标指为42，该指数连续第四个月下滑，并且自2016年8月以来首次将该指数推低至50以下，反映了多个领域的疲软。

3月11日美国商务部公布数据显示，美国1月零售销售环比增加0.2%，高于预期的0.0%并高于前值-1.6%（前值由-1.2%修正为-1.6%）；美国1月零售销售(除汽车与汽油)环比增长1.2%，高于预期增长0.6%，并高于前值下滑1.4%；美国1月零售销售(除汽车)环比增长0.9%，高于预期增长0.3%，并高于前值下滑1.8%。此次零售销售超预期主要由于运动商品、业余爱好物品、书以及音乐商店和建筑材料、园林设备以及物料店提振。分类数据显示，体育用品、爱好、音乐和书店销售环比增加4.8%，大幅高于前值下滑的6.1%；建筑材料和园林设备销售环比上涨3.3%，高于前值上升的0.5%；非实体(在线)零售商销售环比上升2.6%，高于前值下降的5.0%；健康和个人护理商店销售环比上升1.6%，高于前值下滑的2.3%；汽车及零部件经销商销售环比下降2.4%，低于前值上升的0.3%；家具和家居用品销售环比下降1.2%，好于前值下降的1.3%。

1月美国零售销售反弹，不足以弥补12月的大幅降温。12月贸易逆差恶化和建筑支出疲软之后，核心零售销售下调意味着国内生产总值增长放缓幅度超过政府最初估计。现在来看，1月份温和回升的幅度，依然难以抵消去年12月的大幅下滑。即使未来几个月数据出现反弹，美国消费者支出在今年一季度也只是温和增长。

图表 1: 1月零售销售较12月出现回暖，但仍然相对有限



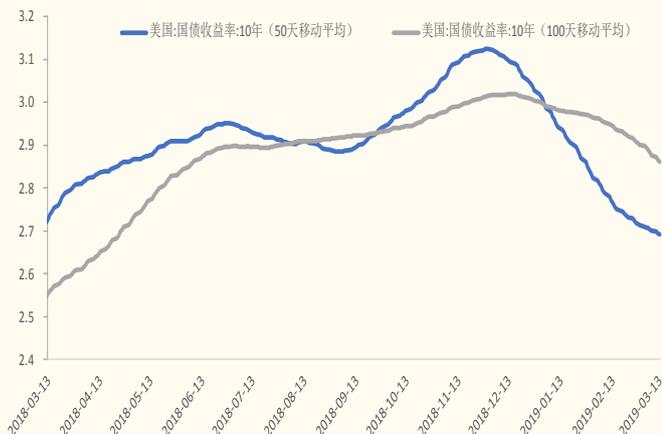
来源: Wind, 国金证券研究所

美国2月CPI同比增速创20个月来新低。美国劳工部3月12日公布的数据显示，美国2月未季调CPI同比增长1.5%，低于预期的1.6%，也低于前值的1.6%，为2016年9月以来最小涨幅；2月季调后CPI环比为0.2%，与预期持平，

高于前值的 0，四个月来首次上涨。2 月未季调核心 CPI 环比增长 0.1%，低于预期及前值的 0.2%；2 月未季调核心 CPI 同比增长 2.1%，略低于预期及前值的 2.2%。**处方药价和二手车对 CPI 环比形成拖累。**美国新车价格四个月来首现下跌，环比跌幅为 0.2%；二手车价格也环比下跌 0.7%，为自去年 9 月以来最大跌幅。处方药价格环比大跌 1%，为有纪录以来最大降幅；占 CPI 权重三分之一的住宅成本连续第 4 个月环比上涨 0.3%，食物价格环比上涨 0.4%，为 2014 年 5 月以来最大月度涨；燃油价格环比大涨 2.6%，涨幅创下四个月新高；汽油价格也在连续三个月下跌之后大涨 1.5%，受此提振，能源分项价格环比上涨 0.4%。

PPI 环比增长低于预期，但高于前值。美国美国劳工部 3 月 13 日公布的数据显示，美国 2 月 PPI 同比增长 1.9%，与预期持平，也低于前值的 2%，创 20 个月来新低；2 月 PPI 环比增长 0.1%，低于预期的 0.2%，但高于前值的下跌 0.1%。**2 月 PPI 环比数据反弹主要由能源价格上升拉动。**剔除波动较大的能源和食品价格，美国 2 月核心 PPI 同比增长 2.5%，低于预期和前值的 2.6%；2 月核心 PPI 环比增长 0.1%，低于预期的 0.2%，也低于前值的 0.3%。2 月份最终需求价格指数上涨 0.1%，其中最终需求商品指数环比上涨 0.4%，主要原因是能源最终需求价格上涨 1.8%；食品最终需求价格下跌 0.3%。此外，2 月份最终需求服务指数持平，其中贸易和运输与仓储的最终需求服务指数均录得下跌，分别是-0.4%和-1.3%。总体来说，美国通胀水平温和上扬，但仍在控制之中。

图表 2: 10 年美国国债收益率处于下行阶段



图表 3: 2 年美国国债收益率处于拐点



来源: Wind, 国金证券研究所

失业率等滞后指标的改善程度也开始变小，劳动力市场总量上的改善放缓。一方面，劳动力市场的结构有所改善。美国劳动部 3 月 15 日公布的数据显示，美国 1 月 JOLTS 职位空缺数 (万) 为 758.1 万，高于前值 747.9 万，也高于预期 722.5 万。1 月招聘人数上升至 580.1 万人，离职人数上升至为 555 万人；离职率保持在 2.3% 不变，裁员和解雇率在 1.1% 不变。整体来看，私营企业就业空缺总数基本没有发生变化，而政府部门就业空缺总数增加 5.9 万。许多行业的就业机会增加，其中批发贸易行业增加 9.1 万，房地产和租赁行业增加 6 万，信息行业增加 4.2 万。部分行业职位空缺总数下降，其中其他服务行业减少 9.8 万，零售行业减少 9.7 万，艺术及娱乐行业减少 4 万。四大地区的职位空缺总数变化不大。1 月雇佣人数为 580 万，几乎没有变化，雇佣率为 3.9%。总的来说，

私人和政府的雇佣水平几乎没有变化。1月的总离职数变化不大，为560万，总离职率为3.7%。1月裁员和解雇人数变化不大，为170万人，裁员和解雇率为1.1%。包括私营企业和政府的裁员和解雇总人数变化不大。四大地区和各行业的裁员和解雇人数变化幅度均不大。**另一方面，劳动力市场的领先指标显示出放缓迹象。**上周的非农就业报告，创下18个月的就业人数最低，是过去十年中最低的读数之一。虽然该数据受到季节性因素和美国政府关门等因素的干扰，但总量上看，新增就业人数确实在放缓。此外，一些领先指标也显示劳动力市场出现放缓迹象，例如，NFIB调查显示小企业招聘计划为一年以来的最低水平，并且延续了1月份报告中大幅下降（由于NFIB招聘计划指标的同比变化分别领先失业率和首次申请失业率大约四个月和两个月左右，换句话说，小型企业正在表明招聘放缓的事实表明，我们可能会在未来几个月内出现更为疲软的就业报告）；上周的ADP中小型企业就业增速也在放缓，2月ADP报告中小型企业(2-19人)裁员8千人。

图表 4：NFIB 小企业招聘计划领先失业率 4 个月左右



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 5：NFIB 小企业招聘计划领先首次申领失业救济人数 2 个月左右



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美股的估值经过去年年底调整后仍然相当高。尽管近期价格下跌，但标准普尔 500 指数公司的平均价格/销售收入为 2.10 倍，接近历史新高。这表明股票价格相对于基础公司收入已经扩大到创纪录的水平。此外，标准普尔 500 指数的市盈率为 21.04，比历史平均值 14.74 高约 43%。Shiller PE 目前处于 30 左右，远高于在 2007 年市场上的估值，于此同时，席勒市盈率比历史中位数 15.7 高约 91%。截至 3 月 12 日，虽然去年的公司盈利增长率为 +20%，但标准普尔 500 指数的一年回报率基本为零，如果经济中有足够的增长空间，那更高的估值是有可能的，但随着当前经济软指标和硬指标的双双回落，表明美国正在走向经济周期的后半部分。另外值得注意的是，上周美股下滑 2.2% 是 2019 年的第一次实际回调，引发了一定的担忧，即 2019 年的大部分反弹只是在 2018 年末的税收亏损抛售后回归平均值。标准普尔 500 指数当前处于关键的拐点，如果不能很快突破 2,800 点，美股的抛售可能会加剧，促使股市进入熊市。

图表 6: 市盈率和市销率处于高点

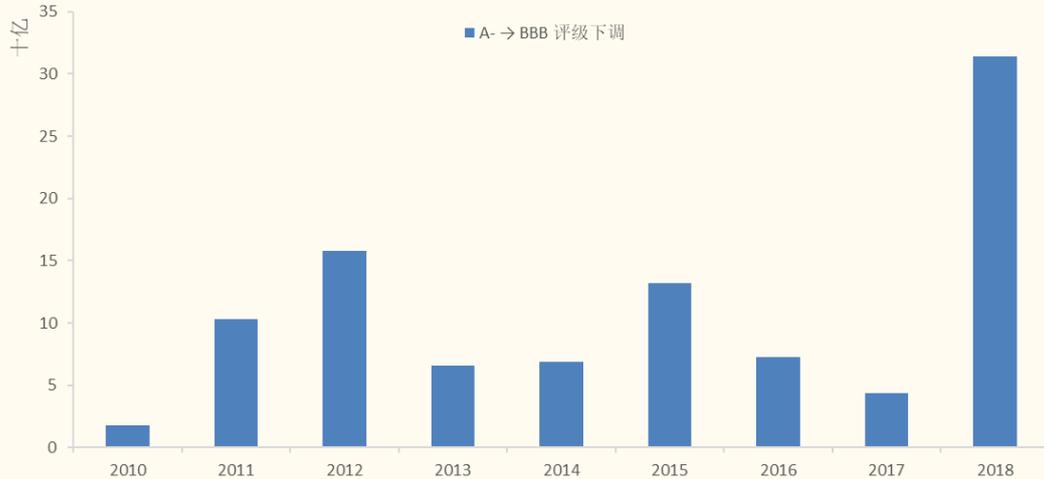


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

在去年债券评级不断下调的背景下，需注意企业债面临的信用风险。根据纽约联邦储备银行的一个模型，美国经济在 12 个月内出现衰退的可能性已经攀升到近 25%，这是自 2008 年以来的最高值，是一年前的两倍多，此外美联储进一步加息概率也持续降低，更是反映了投资者对于美国经济开始下滑的预期。据 Moody's Investors Services 数据显示，2019 年高收益债券到期金额将从 2018 年的 360 亿美元增加到 1040 亿美元，2020 年这一数字更是将达到 1820 亿美元，而再融资是一部分高收益债券进行偿付的主要资金来源，这会在极大程度上加大其违约风险。据 Moody's Investors Service 预计，2019 年美国企业违约率将会从 2018 年的 2.8% 升至 3.4%。因此 2019 年高收益债信用利差触底反弹的可能性较大，高收益债市场持续走牛的空间不大，因此在高收益债的投资上需要更

加谨慎。其次，虽然温和的美联储政策帮助提高了投资级债券价格，但投资者应该注意经济状况仍在放缓，LQD ETF 目前持有 48.53% 的 BBB 评级债券，这意味着该基金投资组合中几乎有一半由最低评级的投资级债券组成，这使得部分债券面临“堕落天使”的风险，其中 BBB 级债券在经济状况恶化的情况下被降级为垃圾债券状态，从而削弱了他们偿还债务的能力，这将导致 LQD ETF 的大规模资本损失。

图表 7: 2018 债券评级出现大幅下调



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二、英国 1 月工业产出和美国 1 月耐用品订单高于预期，美国 1 月新屋销售、3 月纽联储制造业和 2 月工业产出低于预期

1. 英国 1 月工业产出高于预期

英国国家统计局 3 月 12 日公布的数据显示，英国 1 月工业产出环比上升 0.6%，高于预期的上涨 0.2%，也高于前值的下降 0.5%。英国 1 月工业产出同比下降 0.9%，高于预期的下降 1.3%，与前值持平。制造业产出环比上升 0.8%，高于预期的上升 0.2%，也高于前值的下降 0.7%。制造业产出同比下降 1.1%，高于预期的下降 1.9%，也高于前值的下降 2.1%。

英国工业产出触底反弹是受益于制造业产出由负转正的结果。英国工业产出环比自 2018 年 7 月以来首次上升。制造业上升 0.8%（前值-0.7%），由负转正，这也是 2018 年 6 月以来首次上升，13 个子行业中有 8 个上涨，基本医药产品及制剂的正向贡献最大，上升了 5.7%；只有 3 个子行业录得环比增速下滑，分别是其他未分类机械设备（-0.4%）、运输设备（-1.4%）和其他制造与维修（-0.5%）；木材、纸制品及印刷业，化工及化工产品这两个子行业环比增速为 0。在工业产出转好情形下，英国 1 月 GDP 环比上升 0.5%，高于预期的上升 0.2%，也高于前值的下降 0.4%。

2. 美国 1 月耐用品订单环比增速高于预期

美国商务部 3 月 13 日公布的数据显示，美国 1 月耐用品订单环比增长 0.4%，高于预期的-0.4%，低于前值的 1.3%，连续三个月实现增长。

1 月耐用品订单环比数据高于预期主要由运输耐用品订单拉动，商业投资数据创下新高。剔除运输耐用品订单后，美国 1 月扣除运输耐用品订单环比下降 0.1%，低于预期的增长 0.1%，也低于前值的增长 0.3%。运输耐用品订单中，民用飞机及零部件订单环比增长 15.9%，但新汽车和卡车订单录得下跌。此外，扣除飞机非国防资本耐用品订单环比增长 0.8%，高于预期的上涨 0.2%，也高于前值的下跌 0.9%，是去年 7 月份以来的最大增幅，表示商业投资活动逐渐活跃。

3. 美国 1 月新屋销售低于预期

美国商务部 3 月 14 日发布的数据显示，美国 1 月季调后新屋销售年化总数为 60.7 万户，低于预期的 62.2 万户，也低于前值的 65.2 万户。美国 1 月季调后新屋销售年化环比下降 6.9%，低于预期的增长 0.2%，也低于前值的增长 3.8%，创去年 10 月以来最大跌幅。

除西部新屋销售环比增长外，西北部、中西部和南部地区均录得大幅下跌。其中，中西部跌幅最大，环比下跌 28.6%，创 2012 年以来新低；西北部和南部地区亦不同幅度下跌，分别环比下跌 11.4% 和 15.1%，南部地区跌幅创 2015 年来新低。四地区只有西部地区环比增长 27.8%。新屋需求疲软可能是受政府关门期间，房屋交易市场不甚活跃的影响，此外美国股市表现不好也可能影响房屋销售。

4. 美国 3 月纽约联储制造业大幅下降，创 14 个月以来最低值

美国纽约联储 3 月 15 日公布的数据显示，美国 3 月纽约联储制造业指数为 3.7，远低于预期 10 和前值 8.8，创连续 14 个月以来最低值。

新订单指数为主要拖累项。纽约联储制造业指数的大幅下降暗示着美国制造业的下降，新订单指数和物价获得指数拉低了就业指数，使得美国纽约联储制造业指数大幅下降，低于预期。分类指数显示，3 月新订单指数为 3，低于前值 7.5。就业指数为 13.8，高于前值 4.1。物价获得指数为 18.1，低于前值 22.9。就业指数上升代表就业增长强劲。新订单和物价的大幅下降，拉低了纽约联储制造业指数。该数据此次大幅下滑，暗示着美国制造业的衰落。

5. 美国 2 月工业产出环比不及预期

美联储 3 月 15 日公布的数据显示，美国 2 月工业产出环比上升 0.1%，低于预期上升 0.4%，高于前值下降 0.4%。

制造业产出为主要拖累工业产出数据。分类数据显示，美国制造业产出环比下降 0.4%，低于预期上涨 0.1%，高于前值下降 0.5%。其中耐用品产量逐渐下降，

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_13616

