

如何看待美国企业的盈利情况？

证券研究报告

2020年11月17日

海外宏观专题（2020-11-17）

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：行业利差中高等级上行，中低等级下行-产业债行业利差动态跟踪（2020-11-16）》 2020-11-16
- 2 《固定收益：永煤违约，还有哪些煤企风险较大？-信用债周报（2020-11-15）》 2020-11-15
- 3 《固定收益：信用事件如何影响利率？-利率债市场周报（2020-11-15）》 2020-11-15

由于疫情以来，出口总体超预期，所以全球经济和海外需求会如何变化，是回答明年基本面的重要前提？其中，该如何看待美国企业盈利情况与后续发展？我们尝试同时从宏观与微观视角一探究竟。

疫情冲击下，美国企业利润受到严重冲击。三季度企业利润的整体情况有所好转，但分行业的复苏情况仍存在差异。其中，核心行业企业利润的复苏更为强劲，信息技术、医疗保健、日常消费行业企业利润的同比增速提升，金融行业企业利润边际改善，其余行业企业利润同比降幅多数仍在扩大。整体而言，三季度美国企业的财报数据超出市场预期，即使是在亏损持续扩大的行业。

分行业观察企业利润的周期性位置，当前多数核心行业正处于高景气阶段，或已处于景气度回升阶段。（1）疫情前制造业多处于去库存阶段，疫情加速了去库，当前整体呈现去库末期/主动补库早期，景气度回升的状态。（2）疫情对批发、零售与运输和仓储业的影响不大，甚至有部分利好；（3）疫情前建筑业企业利润持续扩张，当前已回复至疫情前水平；（4）采掘业企业利润在疫情前已长期下行，短期内修复难度较高。

而从美国企业盈利的周期性表现看，美国企业利润自2000年起的趋势性下行或已在2015年四季度前后结束，转入上行区间。而疫情作为外生冲击并未转变这一趋势。只是因为美国经济整体的“大稳健（Great Moderation）”特征，反弹幅度相对较小。

综合来看，无论是宏观趋势还是微观表现，三季度美国企业利润都表现出了明显的修复迹象。随着美国经济重启，企业利润增速预计将较快回升。参考近年来美国企业利润的波动情况，反弹或将持续。从库存周期角度，这一企业盈利的反弹高度和持续时间会如何将影响我们对于明年宏观经济的判断，至少目前观察到明年上半年，回升的势头可能延续。

这就决定了未来一段时间，美债确实仍有对应的回升压力。

风险提示：宏观经济变化超预期、政策变化超预期、大选后续发展超预期、国际油价波动超预期

内容目录

1. 如何看待当前美国企业的盈利情况?	1
1.1. 从 NIPA 账户看美国企业的盈利情况	1
1.2. 从上市公司报表看美国企业盈利情况	1
2. 如何看待美国企业盈利所处的位置?	1
2.1. 制造业	1
2.2. 批发业、零售业与运输和仓储业	1
2.3. 建筑业	1
2.4. 采矿业	1
3. 如何看待美国企业盈利的宏观表现?	2
4. 小结	2

图表目录

图 1: 经存货计价调整的企业利润同比增速 (%)	1
图 2: 2019 年美国企业境内利润的行业占比 (%)	1
图 3: 近十年来美国企业利润的行业占比热力图 (%)	1
图 4: 分行业美国企业利润的季度同比增速热力图 (%)	1
图 5: 4795 家美国上市企业财报发布情况与盈利占比 (%)	1
图 6: SP500 与 NASDAQ100 成分股企业利润占美国全部上市公司利润比例 (%)	1
图 7: SP500 指数成分股企业财报发布情况与盈利占比 (%)	1
图 8: NASDAQ100 指数成分股企业财报发布情况与盈利占比 (%)	1
图 9: 2019Q4 2219 家美国上市企业利润的行业分布情况 (%)	1
图 10: 2020Q3 2219 家美国上市企业利润的行业分布情况 (%)	1
图 11: 2219 家美国上市企业分行业企业利润的同比增速 (%)	1
图 12: 2019Q4 SP500 成分股企业利润的行业分布情况 (%)	1
图 13: 2020Q3 SP500 成分股企业利润的行业分布情况 (%)	1
图 14: SP500 成分股企业利润的同比增速 (%)	1
图 15: 2019Q4 NASDAQ100 成分股企业利润的行业分布情况 (%)	1
图 16: 2020Q3 NASDAQ100 成分股企业利润的行业分布情况 (%)	1
图 17: NASDAQ100 成分股企业分行业企业利润的同比增速 (%)	1
图 18: SP500 指数成分股企业营业收入与预期情况 (%)	1
图 19: 2008-2019 年美国企业税前利润境内行业结构的热力图 (%)	1
图 20: 制造业的利润占比 (%)	1
图 21: 制造业利润中耐用品占比 (%)	1
图 22: 1998-2017 年美国制造业-耐用品税前利润的热力图 (%)	1
图 23: 美国制造业存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 24: 美国计算机及电子产品存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 25: 美国运输设备制造业存货与 PPI 同比增速 (%)	1

图 26: 美国运输设备制造业存货的增速结构 (%)	1
图 27: 美国机械制品制造业存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 28: 美国初级金属制造业存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 29: 美国加工金属制造业存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 30: 美国非金属矿物制品的存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 31: 北海布伦特原油价格情况 (美元/桶)	1
图 32: 美国家具及相关产品的存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 33: 美国木制品的存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 34: 1998-2017 年美国制造业-非耐用品税前利润的热力图 (%)	1
图 35: 美国化学制品制造业的存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 36: 美国石油和煤炭制品的存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 37: 美国塑料和橡胶制品制造业的存货与 PPI 同比增速 (%)	1
图 38: 美国平均时薪与 GDP 同比增速 (%)	1
图 39: 美国批发、零售与运输仓储的利润占比总和 (%)	1
图 40: 美国个人消费支出同比增速 (%)	1
图 41: 美国零售商与批发商销售额同比 (%)	1
图 42: 美国网络零售额同比增速 (%)	1
图 43: 美国建筑业利润占比与同比增速 (%)	1
图 44: 美国新房销售与成屋销售同比 (%)	1
图 45: 美国已获批准的新建住宅与已开工住宅同比 (%)	1
图 46: 美国住房价格与市场指数 (%)	1
图 47: 美国房屋空置率与住房自有率 (%)	1
图 48: 美国 30 年期抵押贷款固定利率与 MBA 市场综合指数 (%)	1
图 49: 采矿业利润与细分构成 (百万美元)	1
图 50: 采矿业 NIPA 利润与国际油价 (百万美元, 美元/桶)	1
图 51: 美国经存货计价和资本消耗调整的企业利润季度同比增速 (%)	2
图 52: 疫情前后 CBO 对美国企业利润同比增速的预测 (%)	2
图 53: 疫情前后 CBO 对美国企业利润 GDP 占比的预测 (%)	2
图 54: 美国企业利润增速与 10 年期国债收益率 (%)	2

由于疫情以来，出口总体超预期，所以全球经济和海外需求会如何变化，是回答明年基本面的重要前提？其中，该如何看待美国企业盈利情况与后续发展？我们尝试同时从宏观与微观视角一探究竟。

1. 如何看待当前美国企业的盈利情况？

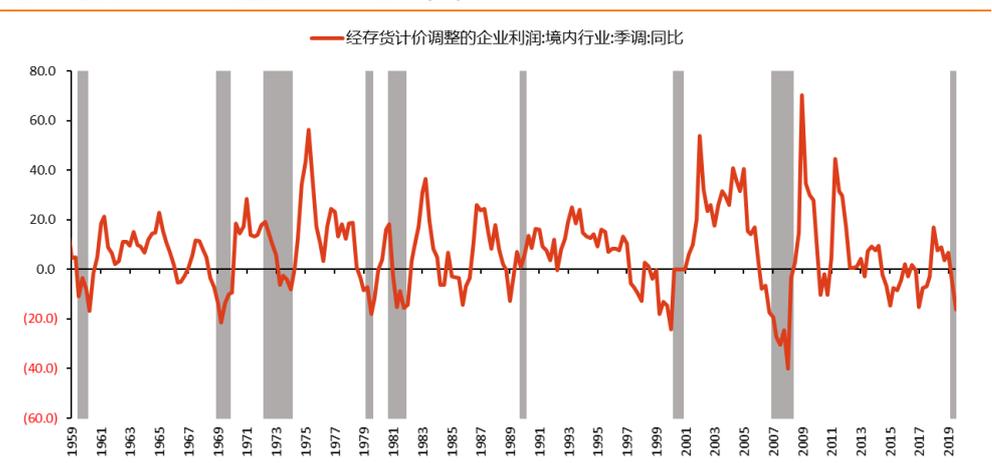
我们尝试从美国经济分析局（BEA）发布的企业利润（Incorporate Profits）数据与美国上市公司财报数据这两个视角进行观察。

1.1. 从 NIPA 账户看美国企业的盈利情况

国民收入和生产账户（National income and product accounts, NIPA）由美国经济分析局（BEA）定期发布。数据显示，一季度与二季度，美国经存货计价调整的企业利润同比增速分别为-5.39%与-16.06%。当前位置与 2015 年四季度（-14.7%）、2017 年四季度（-15.16%）相似，高于金融危机时 2008 年四季度（-40.17%）。

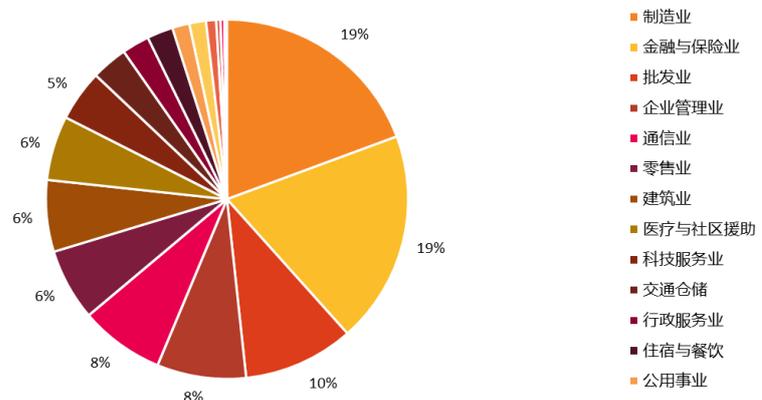
从 2008 年金融危机至疫情前 2019 年四季度，美国企业利润的同比增速一度快速走高，随后震荡下行至 2015 年四季度、2017 年四季度两度触底反弹。特朗普政府上台后推行的减税政策一定程度上进一步推动了本次反弹，但减税政策对美国企业利润的推动作用或已逐渐减弱，企业利润自 2018 年四季度后回落。疫情前，美国企业利润增速再度从 2019 年第三季度的 3.61% 反弹至 2019 年四季度的 6.63%。

图 1：经存货计价调整的企业利润同比增速（%）



进一步观察，制造业、金融业、批发业、企业管理业、通信业、零售业与建筑业是美国贡献主要企业利润的核心行业，它们在 2019 年美国境内企业利润的占比均超过 5%。

图 2：2019 年美国企业境内利润的行业占比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所。

核心行业¹中，近年来金融与保险业、批发业与建筑业的行业利润占比持续提高，也是推动美国企业利润增长的最主要来源。特别是建筑业，金融危机以来的 10 年间，行业利润占比由 1.86%大幅提升至 6.47%。

而制造业、企业管理、通信业与零售业的利润占比则持续下降。其中，疫情前制造业虽然依旧贡献了最高比例的企业利润，2018 年得益于全球贸易环境变化也曾一度快速增长，但难改下行趋势。

图 3：近十年来美国企业利润的行业占比热力图（%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
农林牧渔	0.55	0.53	0.72	0.69	0.76	0.69	0.44	0.46	0.30	0.38
采矿业	2.27	2.42	2.09	2.54	2.31	-0.53	-1.47	-0.10	0.32	-0.20
公用事业	2.11	0.74	0.78	1.65	1.76	1.11	0.56	0.84	1.31	1.54
建筑业	1.86	2.15	2.52	2.38	3.02	4.41	5.49	5.91	6.32	6.47
制造业	20.66	23.23	23.03	25.01	24.61	22.68	19.53	19.97	22.00	19.40
零售业	8.10	8.42	8.19	7.88	7.86	7.84	7.39	8.03	6.98	6.48
批发业	8.67	9.03	9.17	8.81	8.64	9.65	10.00	9.09	9.16	9.92
交通仓储	3.11	2.21	3.10	2.58	2.94	3.45	3.77	3.53	3.15	3.25
通信业	7.06	6.81	6.40	7.86	6.82	7.84	9.24	8.20	8.36	7.59
金融与保险业	15.17	14.71	17.80	16.42	18.01	16.70	17.73	18.59	18.02	19.18
房地产与租赁业	0.93	0.20	1.23	1.34	1.17	1.18	1.41	1.17	-0.66	0.02
科技服务业	5.68	5.60	4.90	4.61	4.15	4.30	4.40	4.02	4.57	4.61
企业管理业	12.85	12.21	9.75	8.16	7.97	9.10	9.00	7.25	6.96	7.99
行政服务业	1.96	1.99	1.77	1.68	1.84	1.95	2.15	2.37	2.36	2.46
教育服务业	0.79	0.67	0.49	0.45	0.31	0.29	0.31	0.28	0.37	0.36
医疗与社区援助	5.39	5.59	4.84	4.72	4.41	4.97	5.60	5.85	5.66	5.82
艺术、休闲与娱乐	0.56	0.73	0.67	0.55	0.60	0.65	0.82	0.93	0.95	0.91
住宿与餐饮	1.23	1.64	1.57	1.74	1.79	2.51	2.41	2.37	2.37	2.34
其他非政府服务	1.05	1.11	0.98	0.94	1.04	1.20	1.20	1.24	1.50	1.49

资料来源：WIND、天风证券研究所

疫情冲击下，不同行业企业利润的表现差异较大，但主要核心行业表现较好。批发业同比增速提高，金融业下滑较小且已经边际改善，而制造业、零售业、通信业的企业利润受冲击较严重。

图 4：分行业美国企业利润的季度同比增速热力图（%）

	2018				2019				2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
金融业	-1.44	-4.44	-10.86	1.64	8.72	12.56	12.57	16.28	-3.35	-0.25
公用事业	89.17	62.94	51.70	24.00	15.42	21.03	21.52	46.77	-14.12	2.84
制造业	-5.15	7.90	6.88	37.02	17.49	-0.92	-6.65	-6.98	-6.87	-42.71
零售业	-12.02	-30.53	-15.94	11.23	-6.65	16.44	9.14	3.99	4.23	-8.24
批发业	-9.67	-12.85	3.08	17.47	4.01	20.26	5.90	30.45	7.46	23.85
交通与仓储服务业	-23.02	-31.07	-12.01	41.72	12.78	16.74	14.42	-11.21	-30.90	-64.71
通信业	-11.48	2.14	-2.96	21.26	0.96	-2.37	-24.72	3.05	-6.98	-21.79
其他非金融行业	-11.55	-12.57	-1.27	15.86	5.87	9.87	9.18	3.57	-9.38	-22.74

资料来源：WIND、天风证券研究所

从 NIPA 账户看，疫情冲击下，2020 年一二季度美国企业利润整体受冲击较严重。但也有好的一面，主要核心行业企业利润表现就好，金融、地产等行业已经在边际改善中。

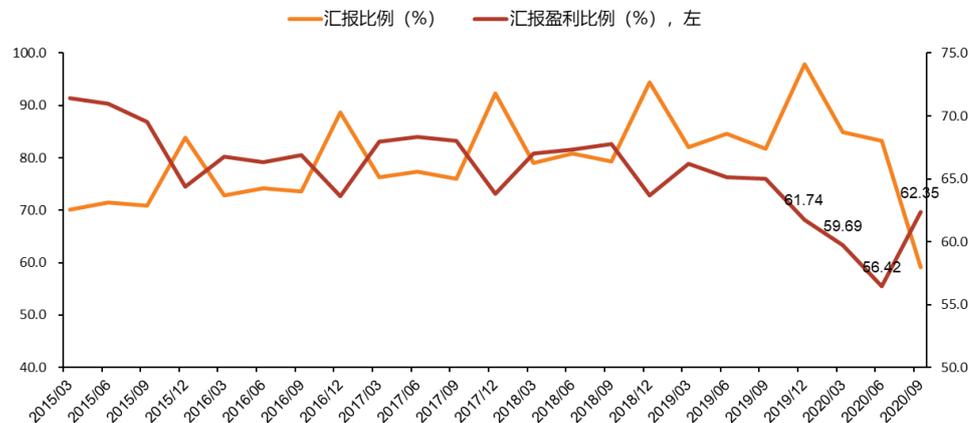
¹ 按季度进行分析时，本文选择的利润口径为税前利润。在此分录下，BEA 发布了更明细的年度分行业利润统计，能够更好地反映美国企业利润的行业结构。分析季度数据时，BEA 只发布了 NIPA 口径下 NAICS 分类的行业利润数据，其中，其他金融非行业包括了农林牧渔、采矿业、建筑业、房地产与租赁业、科技服务业、企业管理、行政服务业、教育服务业、医疗与社区救助、艺术、休闲与娱乐、住宿与餐饮、其他非金融服务。

1.2. 从上市公司报表看美国企业盈利情况

为进一步了解美国企业当前的盈利状况，我们尝试从三季度财报中一探究竟。

截至11月14日，在全部4795家美国上市企业中，已有2831家提交了三季度的财报数据，占比59.04%。其中，有1765家企业报告盈利，占比62.35%，较第二季度的56.42%大幅回升，并且也高于2019年四季度61.74%的水平。

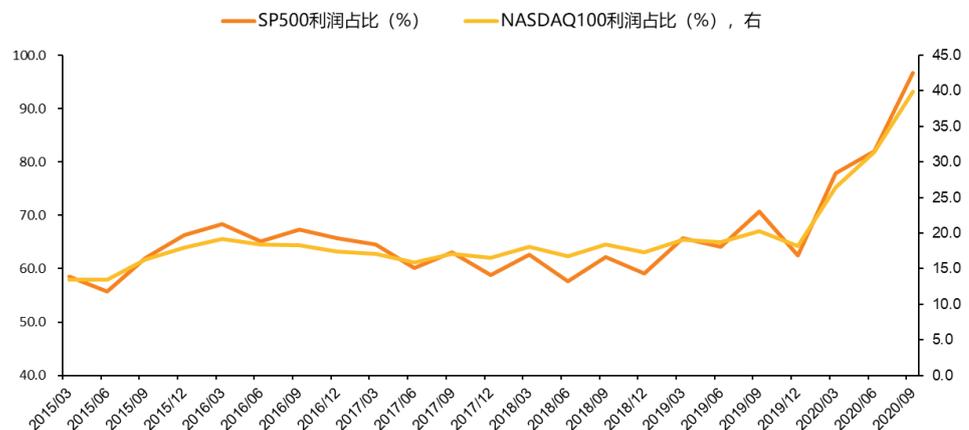
图5：4795家美国上市企业财报发布情况与盈利占比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

由于全部美国上市企业三季度59.04%的汇报比例较低，我们借助市场关注度较高的SP500指数成分股与NASDAQ100指数成分股的企业财报数据进行分析。2015年一季度至今，SP500指数成分股企业利润占美国全部上市公司利润的比例约为60%，而NASDAQ100指数成分股企业利润占美国全部上市公司利润的比例约为20%。

图6：SP500与NASDAQ100成分股企业利润占美国全部上市公司利润比例（%）

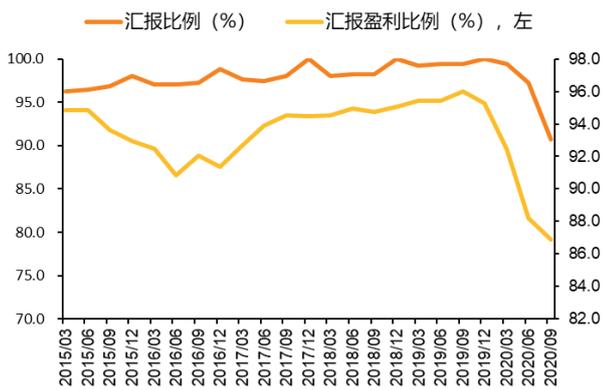


资料来源：WIND、天风证券研究所

三季度，SP500指数成分股的汇报比例为90.7%，汇报盈利占比为86.9%，汇报盈利占比略低于二季度86.9%，汇报亏损企业数60家，略高于第二季度的58家。但从边际变化看，三季度企业汇报盈利的占比下降（1.3%）较二季度（4.2%）大幅减小。

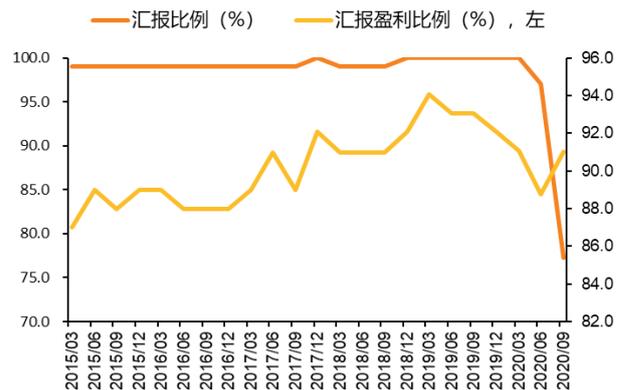
三季度，NASDAQ100指数成分股的汇报比例为77.2%，汇报盈利占比为91.0%，汇报盈利占比高于二季度88.8%，与一季度的91.1%基本持平。

图 7: SP500 指数成分股企业财报发布情况与盈利占比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 8: NASDAQ100 指数成分股企业财报发布情况与盈利占比 (%)



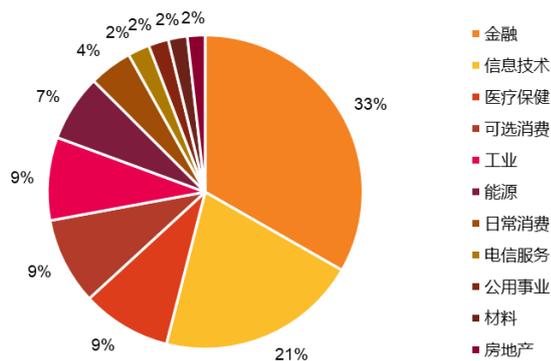
资料来源: WIND、天风证券研究所

我们筛选了 2015 年一季度至今连续提交报表的 2219 家企业进行企业利润的增速分析。

疫情冲击前, 2019 年四季度, 贡献美国上市公司最主要利润来源是金融与信息技术, 其次是医疗保健、可选消费、工业与能源, 行业利润占全部上市公司的比例均高于 5%。

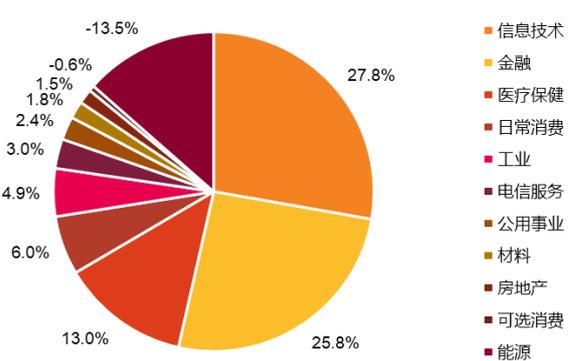
疫情冲击下, 2020 年三季度, 信息技术、金融、医疗保健的行业利润占比仍高于 5%, 工业利润占比降至 4.9%, 而可选消费与能源受疫情冲击较严重, 行业整体呈现亏损。

图 9: 2019Q4 2219 家美国上市企业利润的行业分布情况 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 10: 2020Q3 2219 家美国上市企业利润的行业分布情况 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 11: 2219 家美国上市企业分行业企业利润的同比增速 (%)

	2020/09	2020/06	2020/03	2019/12	2019/09	2019/06
材料	(36.2)	(33.6)	(29.8)	(29.5)	(26.6)	(15.6)
电信服务	13.9	11.3	16.8	(5.3)	(10.4)	1.7
房地产	(35.5)	(36.3)	(11.1)	(5.4)	(2.5)	29.1
工业	(58.8)	(34.6)	(8.7)	4.8	21.7	(6.9)
公用事业	12.5	0.4	0.2	12.0	(32.6)	(32.3)
金融	(20.6)	(30.8)	(22.4)	57.4	(4.2)	7.8
可选消费	(104.9)	(46.2)	(15.3)	5.4	5.5	2.1
能源	(206.9)	(170.9)	(99.1)	(46.9)	(15.0)	29.0
日常消费	10.8	0.3	3.1	0.2	(24.8)	(17.8)
信息技术	3.9	(0.5)	3.9	1.2	5.4	11.7
医疗保健	20.1	11.4	8.3	13.3	(1.0)	7.3
总计	(40.7)	(37.0)	(20.2)	8.0	(3.1)	5.7

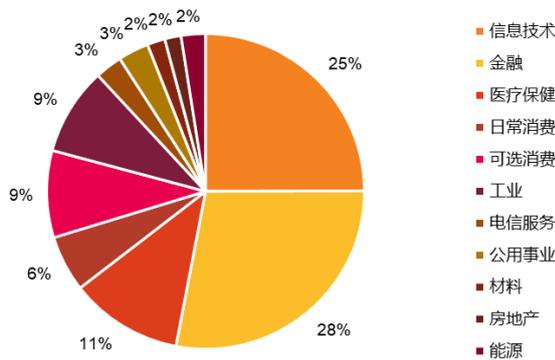
资料来源: WIND、天风证券研究所

SP500 指数成分股的表现类似。主要区别有以下两点：一、贡献利润的最主要行业是信息技术、金融、医疗保健、日常消费、可选消费与工业，而能源占比最小；二、疫情冲击下可选消费的行业企业未见亏损，仍保持了 6% 的行业利润占比。

考虑到 SP500 指数成分股企业财报的汇报比例要高出很多，这一结果较全部上市企业所呈现出的结果或许更有代表性。但也有可能是，疫情对中小企业利润的冲击更严重，因此 SP500 指数成分股的表现有所不同。

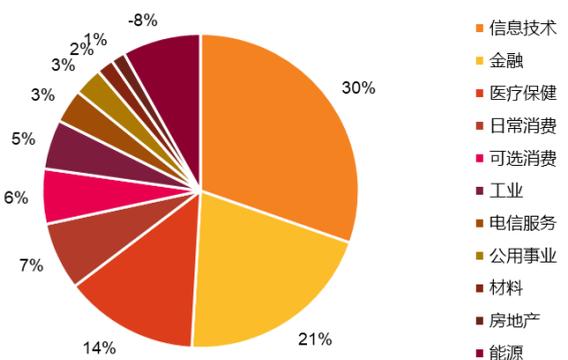
从同比增速看，分行业企业利润的复苏同样存在较大差异，但核心行业企业利润的复苏同样更为强劲。核心行业，如日常消费、信息技术、医疗保健的企业利润同比增速加快，金融行业的企业利润边际改善，而工业与可选消费的同比降幅仍在扩大。其他行业的同比降幅则仍在扩大。整体而言，SP500 指数成分股的企业亏损的扩大幅度有所减小。

图 12：2019Q4 SP500 成分股企业利润的行业分布情况 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 13：2020Q3 SP500 成分股企业利润的行业分布情况 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 14：SP500 成分股企业利润的同比增速 (%)

	2020/09	2020/06	2020/03	2019/12	2019/09	2019/06
材料	(24.0)	(13.0)	(19.3)	(20.0)	(20.0)	(16.7)
电信服务	11.1	12.2	15.8	(12.4)	(12.0)	(3.6)
房地产	(29.6)	(14.9)	13.6	15.1	28.3	31.0
工业	(55.8)	(26.7)	(2.2)	5.9	27.2	(10.0)
公用事业	(12.9)	(9.2)	5.1	14.3	0.2	(5.6)
金融	(25.4)	(29.4)	(13.7)	38.7	(0.1)	9.1
可选消费	(46.6)	(30.3)	(5.7)	15.5	14.0	2.3
能源	(244.1)	(187.3)	(132.2)	(65.4)	(17.2)	43.9
日常消费	10.0	6.1	12.7	7.5	(22.8)	(17.8)
信息技术	1.0	(2.1)	3.7	2.4	6.8	13.2
医疗保健	7.2	2.0	12.7	12.6	6.1	12.2

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_1381



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn