

## 几个维度看年初以来的美国经济

证券研究报告  
2019年03月05日

### 美国经济进入加速回落阶段

#### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人  
xiangjingshu@tfzq.com

#### 相关报告

从库存、劳动力市场、生产、投资、消费和通胀等几个方面看，目前的美国经济所处的阶段可能比联储和市场预想的更晚周期。

联储可能在上半年会议中继续等待，从而错过加息的时机，今年末或有滞涨压力。

由于市场对联储今年不加息的货币政策几近定价，但对经济所处的周期阶段依然偏乐观，未来 1~2 个季度数据的快速下滑可能会对市场 risk on 情绪造成冲击。

风险提示：财政政策超预期；油价上涨超预期



年初以来，全球市场 risk-on 有两个核心原因：一是美联储的货币政策立场转向边际宽松以及各国央行跟进带来了流动性预期改善，二是美国经济整体处于“低通胀高增长、数据将差未差、继续恶化暂时无法证伪”的阶段，因此风险偏好、流动性、基本面均出现了不同程度的预期修复，全球市场迎来“甜蜜期”。

站在当前时点，道琼斯指数已接近去年年中高点，而美股波动率仍在低位，因此**关键月度指标是否存在继续恶化的可能，对市场能否持续 risk-on 非常关键。**

**进入 2019 年，美国经济数据“如市场预期”走弱：**耐用品订单五个月里四次大幅不及预期；2 月 ISM 制造业 PMI 创 2017 年以来最低；费城联储制造业指数降至近三年新低；房产销售数据继续大幅下滑；12 月核心零售数据和 1 月消费者信心指数暴跌。

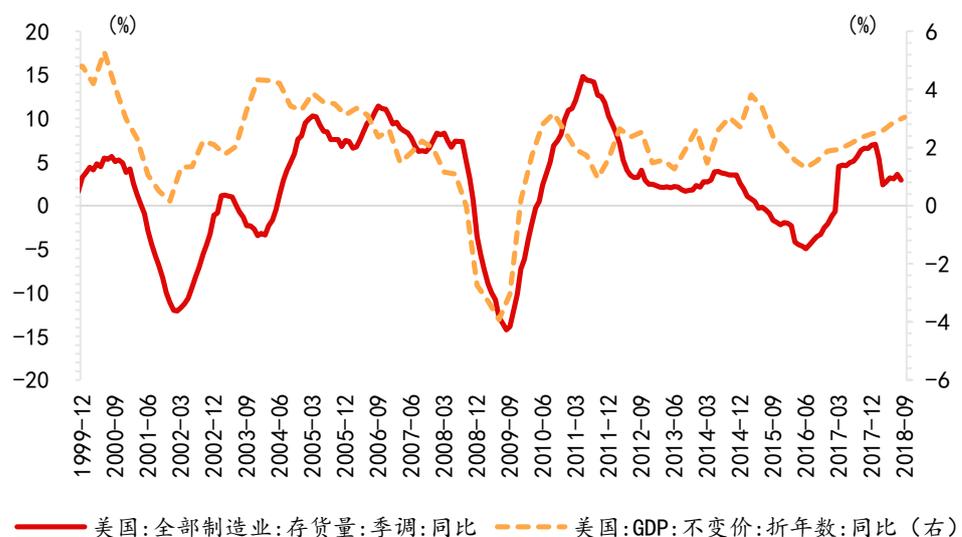
**尽管美国经济下行的方向已定，但下行的幅度仍有争议，**比如：1 月非农数据表现亮眼；PMI 虽然下滑仍在较高水平（53~54）徘徊；最近数据可能受美国政府关门和 12 月股市下跌因素影响；四季度 GDP 环比折年增速 2.6% 高于市场预期。

随着美国两党达成共识，股市反弹，美国经济增长的逆风势头会有所转向吗？我们从库存、劳动力市场、工业产出、投资、消费和通胀等几个方面重新审视美国经济现在所处的阶段，认为**目前的美国经济所处的阶段可能比联储和市场预想的更晚周期。**

## 1. 美国目前的经济处于什么阶段

### 1.1. 库存

图 1：美国 GDP 低点往往对应库存周期低点



资料来源：WIND, 天风证券研究所

**美国已进入主动去库存的阶段。**一个完整的库存周期往往呈现出四个阶段：被动去库存——需求上升、库存下降；主动补库存——需求上升、库存上升；被动补库存——需求下降、库存上升；主动去库存——需求下降，库存下降。

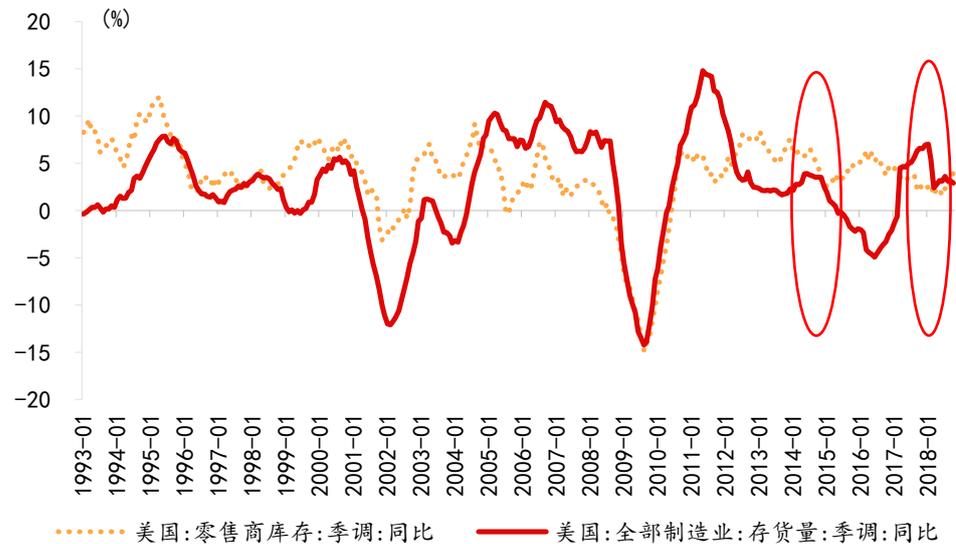
美国的库存周期主要观测全社会库存指标（制造商、批发商及零售商）同比增速。一般而言，美国库存周期与商业周期较为一致，一个完整的库存周期跨度一般为 2-4 年，美国过去三轮库存周期的长度均为 3 年左右。

目前美国处于自 1993 年以来的第八轮库存周期，上一轮商业周期的制造商库存于 14 年 6 月见顶，零售商库存于 15 年 1 月见底，GDP 增速高点大致发生在零售商库存见底后两个月（2015 年 Q1）。库存周期下行期约 15 个月，GDP 增速和制造商库存于 2016 年 6 月同步见底。

本轮制造商库存于 18 年 1 月开始去库，而零售商库存从 18 年 6 月开始累库，因此 18 年

Q3 应为本轮商业周期的 GDP 增速高点。从库存周期角度，预计美国经济增速将于 19 年 Q4 触底，触底前增速将快速下行。

图 2：美国制造业库存见顶，零售商库存见底，对应库存周期拐点



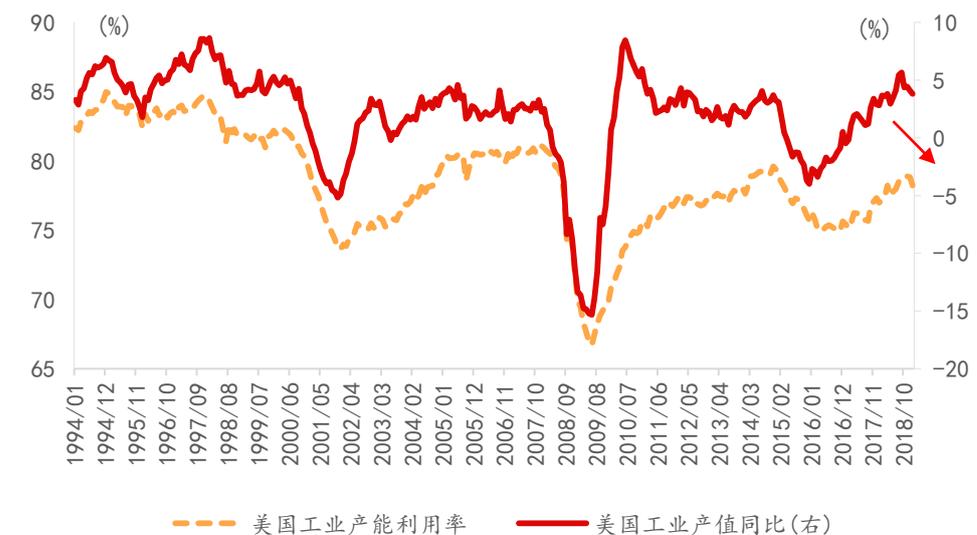
资料来源：WIND, 天风证券研究所

## 1.2. 工业产出

工业产出三大指标连续回调，产出的下行拐点基本确立。

产能利用率反映了经济活动中闲置资源的数量，对经济生产的拐点具有很好的领先性。由于制造业相比服务业的周期性更强，因此工业增加值通常被认为是与商业周期最相关的短期指标，能够更灵敏反映所处经济周期的阶段，对于经济拐点的预测具有一定意义。产能利用率和工业增加值同比增速均已从去年 3-4 季度的高点连续回调，工业产出的拐点已基本确定。

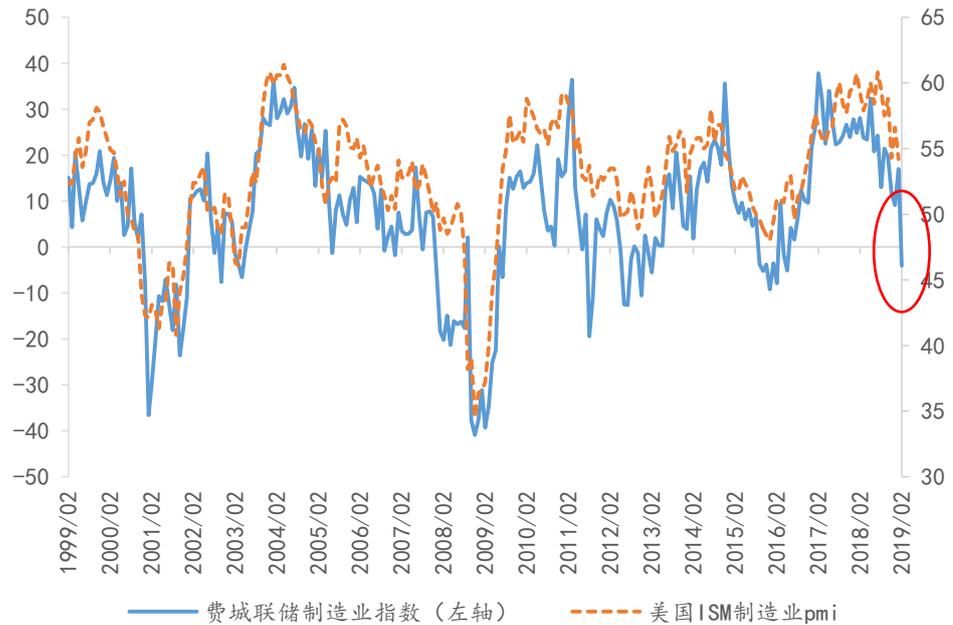
图 3：工业增加值同比和产能利用率均连续下滑



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

19 年 2 月，制造业领先指标——费城联储制造业指数已跌至负值，意味着 19 年制造业 PMI 继续下行的压力较大。

图 4：费城联储制造业指数领先制造业 PMI



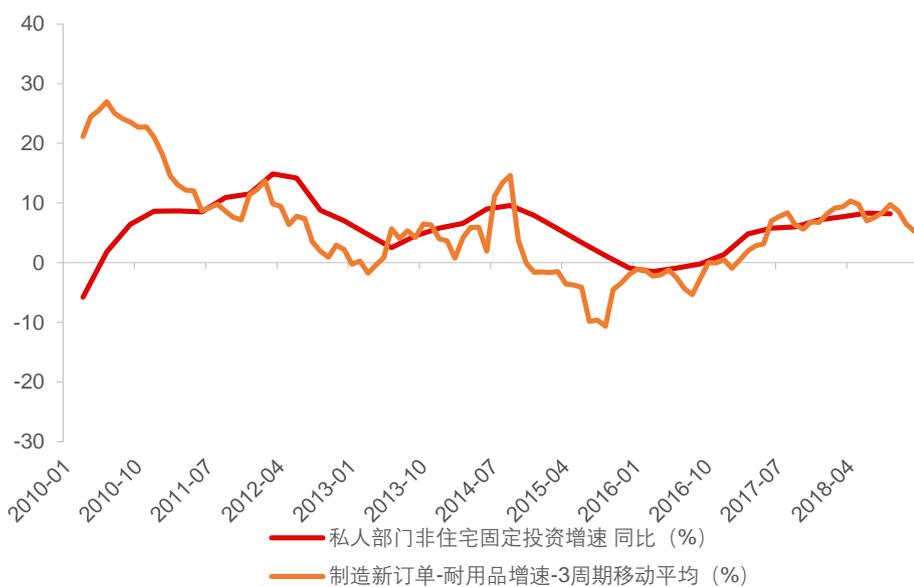
资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

### 1.3. 投资

#### 1.3.1. 非住宅投资

自 18 年 Q3 美国设备投资增速开始放缓之后，领先指标显示美国投资增速将进一步下滑。制造业 PMI 新订单指数从 18 年 9 月的 61.8 一度下滑至 12 月的 51.3，耐用品订单（去除掉运输品）同比增速也从夏季 8% 的高点下滑到 12 月的 3.5%。

图 5：制造业耐用品新订单增速指示私人部门非住宅固定投资进一步下滑



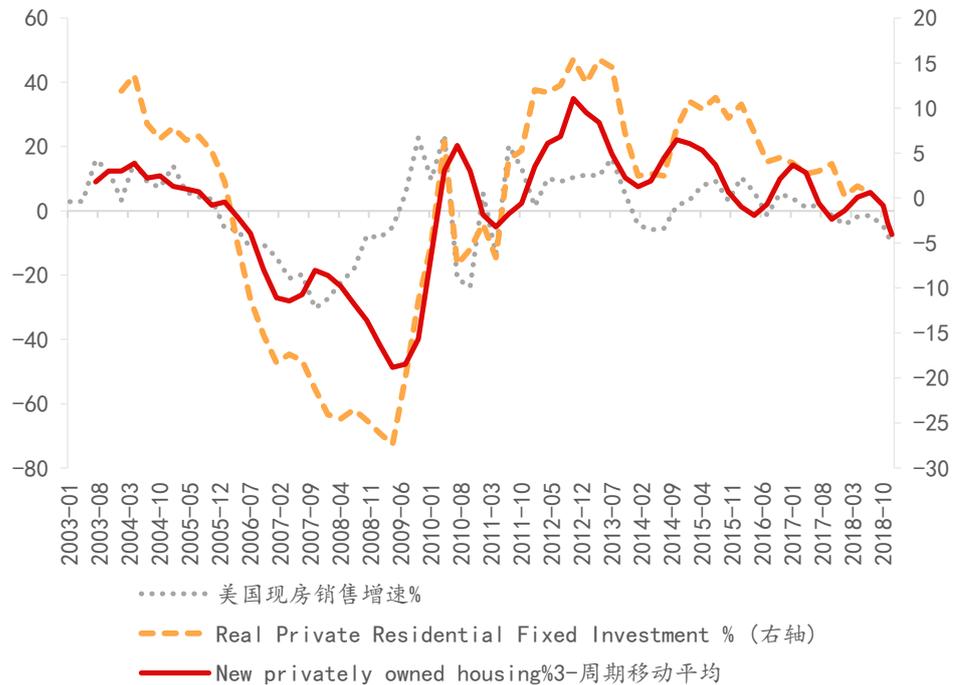
资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

#### 1.3.2. 住宅投资

**成屋销售领先房地产投资。**1 月，占全美住房销售九成的成屋销售连续第二个月刷新三年多以来最低纪录，至 494 万户，为 2015 年 11 月以来最低。过去 12 个月，美国成屋销售

下跌 8.5%。预计今年房地产投资将进一步下降。

图 6：成屋销售指示房地产投资将进一步下滑



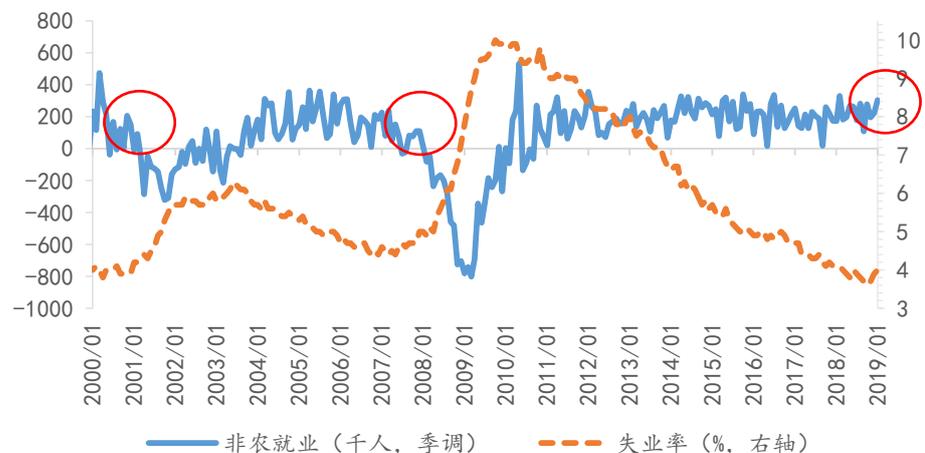
资料来源：FRED, Bloomberg, 天风证券研究所

#### 1.4. 劳动力市场

相比于生产和投资，劳动力市场的数据略显矛盾。整体而言，我们认为失业率拐点可能已经出现。过去两个月美国失业率连续抬升，从 11 月的 3.7% 上升到 1 月的 4.0%，若 2 月失业率继续上升，则可能确立劳动力市场反转趋势。

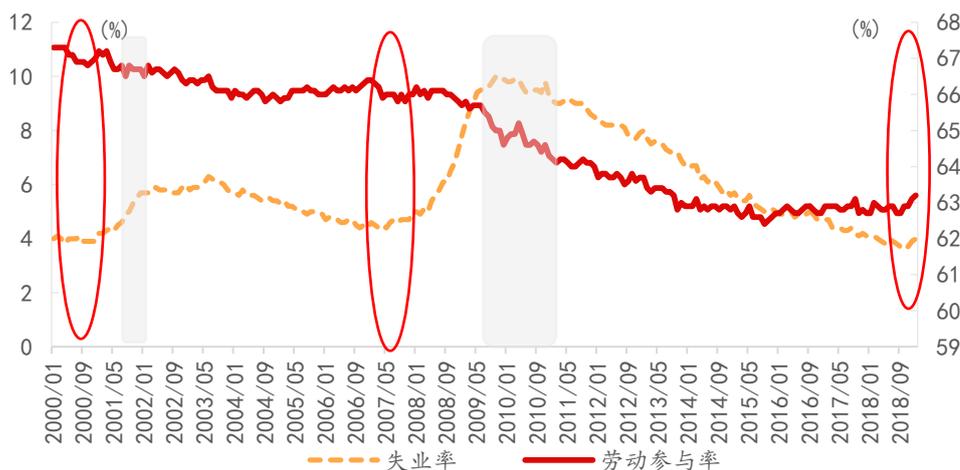
但与失业率回升相矛盾的是，过去三个月新增非农人数均值 24.1 万人，这一表现相比以往失业率抬升初期更加亮眼。我们认为这可能与劳动参与率的大幅抬升有关。在 2000 年和 2007 年的失业率触底回升阶段，劳动参与率分别下滑了 0.4% 和 0%，而去年 9 月以来，劳动参与率在 4 个月内上升了 0.5%。

图 3：失业率连续回升但非农就业表现尚未趋弱



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究

图 4：经济周期末端劳动参与率与失业率(左轴) 同步上升并不罕见



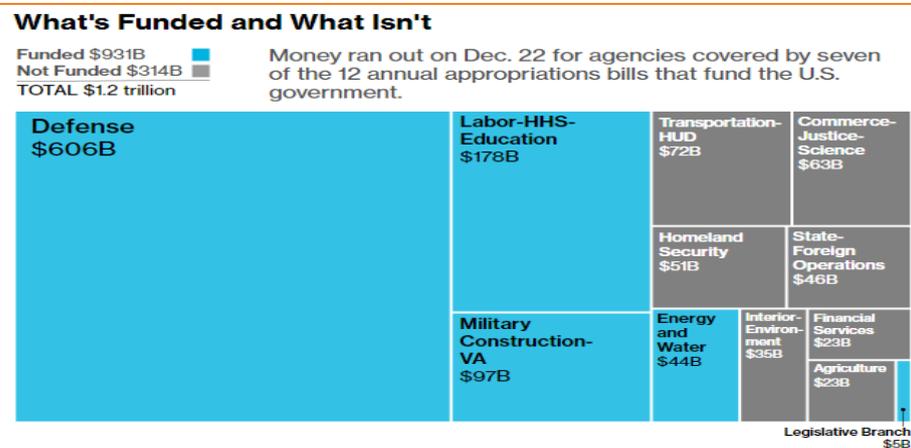
资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

在经济周期末端，劳动参与率上升并不罕见。根据附加性劳动力假说，不管劳动力市场如何变化，总是停留在劳动力市场的劳动力群体被称为一级劳动力。与之相对应，中年妇女和 16-18 岁的青年人组成的劳动群体，被称为二级劳动力。二级劳动力经常会在劳动力和非劳动力之间流动，参与率对经济运行周期有较灵敏的反应；而他们选择的变动，往往也是引起劳动参与率波动的重要原因。在经济总体水平下降时期，失业增加，为了保证家庭收入水平，二级劳动力走出家庭寻找工作。因此，二级劳动力参与率与经济周期呈反向关系：经济衰退时，二级劳动力参与率反而提高，进而整个社会的劳动参与率提高。

此外，有观点认为失业率上升有政府关门的影响，我们认为说服力不强。美国政府历史上的大小关门事件总共发生过 21 次，长时间停摆主要发生在 1995-1996 年，2013 年，以及本轮的 2018-19 年。总体而言，本次未得到拨款的部门占整个联邦政府的约四分之一——远低于往次关门的规模；未领到薪水的 80 万联邦雇员，相当于全美非农就业人数 (nonfarm payrolls) 的 0.5%；而其中只有 38 万人是被强制休无薪假 (furloughed)，即不到非农就业人数的 0.25%。

后者遭遇的冲击，可能会外溢到消费支出的表现上；但在往次政府关门中，国会往往会在联邦雇员复工后对其给予全额补偿，在这样的情况下，他们将被视为有工作。类似的情况发生在 2013 年，失业率在政府关门当月与上月持平，零售销售同比上行，就业结构来讲，政府部门新增就业减少 (5 千人) 而私营部门增加。而本次政府关门，政府部门就业增加约 8 千人，私营部门增加 296 千人。因此政府关门对失业率的影响可以忽略。

图 5：本次政府关门影响部门一览



Source: Congressional Budget Office

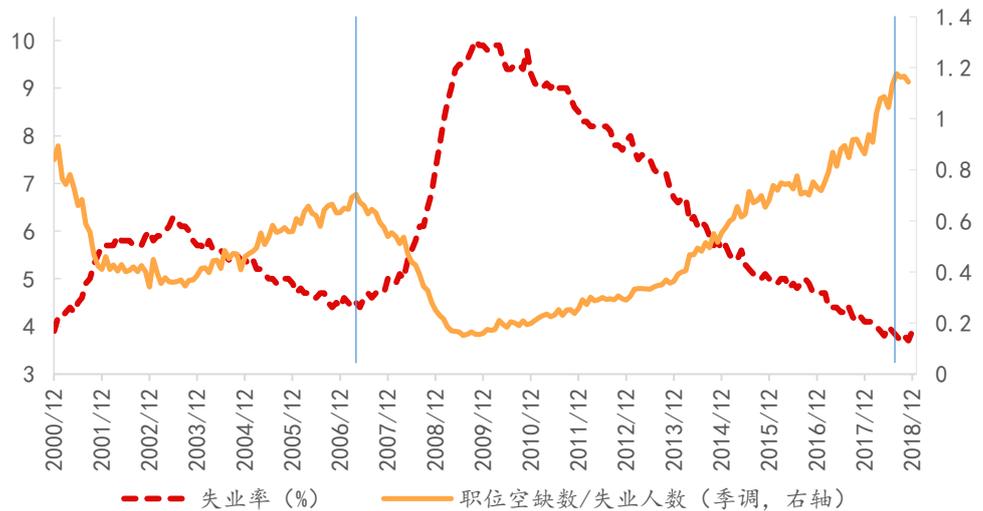
Notes: Based on House subcommittee allocations. Numbers reflect regular discretionary appropriations subject to spending caps and exclude overseas contingency operations funding.

资料来源：国会预算办公室, Bloomberg, 天风证券研究所。

再参考美国劳动部 JOLTS 数据中的劳动力市场紧度和主动离职率, 失业率拐点几乎能够确定。劳动力市场紧度(未填补的空缺职位与求职者之比)与失业率完全负相关, 因此劳动力市场紧度的顶部往往对应失业率的底部。目前该数据已经从去年 8 月的高点出现回落, 由于数据只公布至 12 月, 需要观察 19 年是否出现连续回落。

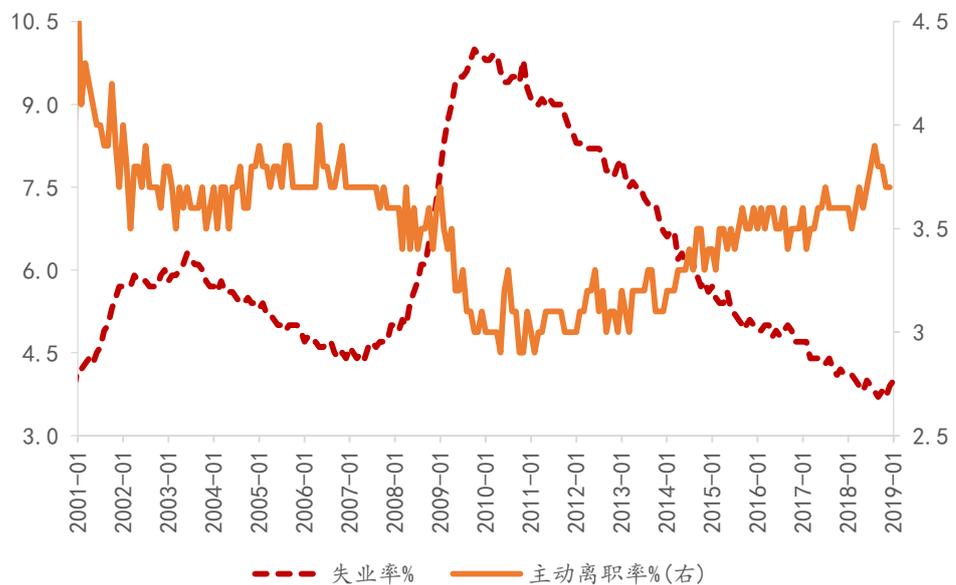
主动离职率反映了就业者对劳动力市场的信心, 当劳动力市场恶化时, 主动离职跳槽的人数减少, 如金融危机时非农离职率从 07 年 8 月的 2.1% 降至 09 年 5 月的 1.3%。目前该指标也从去年 8 月的高点出现回落。

图 6: 美国的劳动力市场紧度似乎已经出现了拐点



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

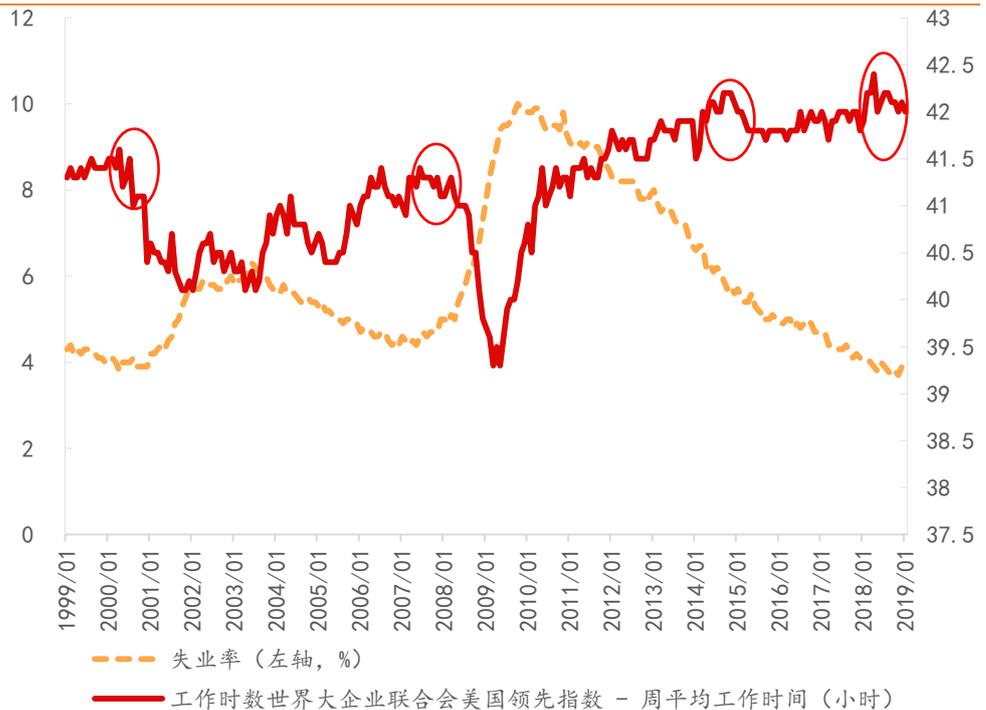
图 11: 主动离职率下降可能意味着劳动力市场有所恶化



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

另外, 工作小时数的下降也标志着经济周期的下行和失业率的拐点。通常来说, 工作小时数连续保持增长是企业加快招人的强烈信号, 反之, 则可能看到裁员以及企业和消费者削减开支。如上一个工时数的顶峰出现在 2015 年 1 月, 随后便出现了该轮商业周期的 GDP 增速顶峰; 2000 年和 2007 年两次商业周期快速下滑前, 均出现了失业率回升和工作小时数的连续下降。

图 7：工作小时数下滑领先失业率拐点



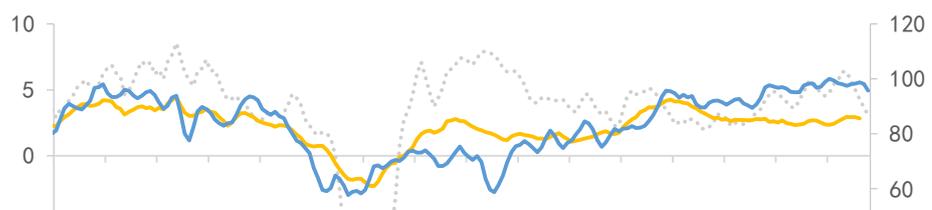
资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

综合分析，本轮失业率的低点可能在 18 年 3-4 季度已确立。按照历史经验，拐点过后，失业率会先缓慢抬升 1 年左右，而后加速上升，经济将在失业率加速上升后滑入衰退期。

### 1.5. 消费

在 3 季度投资走弱后，市场将支撑美国经济的希望寄托在消费上。然而 12 月零售销售环比下滑 1.2%，核心消费数据暴跌；与之呼应的是密歇根消费者信心指数在一月的大幅下滑，尽管 2 月这一指数从 91.2 的低点反弹至 95.5；个人消费支出（PCE）的实际增速在 4 季度小幅回落。结合以上，本轮美国消费增速的顶点可能在 2018 年三季度已经出现。

图 8：消费指标显示美国消费增速顶峰可能发生在去年 3 季度



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\\_13900](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13900)

