美国经济仍在减速，但拖累部分有所减弱

主要结论：

一、 美国经济仍在减速，但拖累部分有所减弱

- 美国第三季度增长减速，其中，个人消费支出、政府消费支出和投资做出了积极贡献，私人投资和净出口对增长持续产生负面影响，但这两项的拖累有所放缓。
- ISM 和 Markit 制造业指数的分化，意味着美国经济出现了结构性改善。ISM 的调查更加偏重大型跨国公司，ISM 也没有要要求受访者的调查限于美国工厂；而 Markit 规定所有受访者的调查必须只与来自美国工厂的指标相关。数据的分化表明美国内部需求保持稳定，而中美贸易摩擦和外部需求的疲软导致 ISM 制造业指数仍然比较低迷。
- 私人住宅投资已经出现回暖，虽然对私人投资部门支撑有限，但作为领先指标，仍是一大亮点。美国的私人投资主要由住宅投资和非住宅投资构成，住宅投资一般领先非住宅投资 4-5 个季度，当前私人住宅部门投资的大幅回升意味着美国私人投资已经度过快速下行阶段，随着制造业修复及补库存，美国私人投资有望企稳。
- 美国贸易逆差自 2014 年以来不断扩大，但随着中美经贸关系的阶段性改善，预计美国净出口降幅将开始收窄。

二、 美国联储制造业指数好于预期、通胀和劳动力市场略显疲软、零售销售持平于预期

- **美国 1 月纽约联储和费城联储制造业好于前值：**新订单指数均有所上涨。
- **美国 12 月通胀依然疲软：**能源价格上升提振 CPI，商品价格的上行推动 PPI 上行 。
- **美国 11 月 JOLTs 职位空缺数下降：**零售业及金融和保险业为主要拖累。
- **美国 12 月零售销售持平于预期和前值：**除汽车销售外所有主要类别均出现增长。
- **美国 12 月工业产出低于预期：**公共事业产出拖累整体工业产出。
- **美国 12 月新屋开工远高于预期和前值：**单户和多户住宅均出现上涨。
- **美国 1 月密歇根大学消费者信心指数略低于前值：**油价带动通货膨胀预期的上升。

三、 本周重点关注日本央行和欧央行利率决议和欧元区制造业初值

- **财经事件：**日本和欧央行公布利率决议。
- **财经数据：**美国 12 月成屋销售年化总数和 1 月欧元区制造业 PMI 初值 。

风险提示：

- 美联储货币宽松程度不及预期，导致经济向下压力的累积。
- 全球贸易摩擦进一步升温，拖累全球需求。
- 新兴市场持续动荡拖累全球经济进一步走弱。

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：

一、美国经济仍在减速，但拖累部分有所减弱

美国经济仍在减速，但私人投资和净出口的拖累有所减弱。美国第三季度的年化增长率为 1.9%，比第二季度的 2.0%略有下降。从分项来看，个人消费支出、政府消费支出和投资均对三季度的增长做出了积极贡献，但这两个部门的增长率有所下降；私人投资和净出口对增长持续产生负面影响，这两项的拖累有所放缓。

ISM 和 Markit 制造业指数的分化，意味着美国经济出现了结构性改善。12 月 ISM 制造业指数从上个月 48.1 回落到 47.2 ，该指数已经连续 5 个月处于荣枯线以下；但相反的是 Markit 制造业 PMI 指数小幅下滑 0.2 个百分点至 52.4，仍位于荣枯线之上。我们认为，Markit 制造业 PMI 指数的前瞻性成分更大，原因在于其改善意味着美国部分地区的制造业开始出现扩张，结构性改善的迹象正在显现。具体来看，ISM 的调查更加偏重大型跨国公司，ISM 也没有要要求受访者的调查限于美国工厂；而 Markit 规定所有受访者的调查必须只与来自美国工厂的指标相关。数据的分化表明美国内部需求保持稳定，而中美贸易摩擦和外部需求的疲软导致 ISM 制造业指数仍然比较低迷。在 10 月的 ISM 分类指标中，新订单指数出现大幅反弹主要由于中美贸易摩擦的暂缓，但新订单指数的上升并没有带动生产指数上行，可以证实的是 11 月的新订单指数为 47.2，较 10 月份的 49.1 下降了 1.9 个百分点，新出口订单指数为 47.9，比 10 月份的 50.4 下降了 2.5 个百分点，表明需求依然疲软。未来看，最大的担忧仍然是缺乏新订单流入，可能因为整体采购不足导致库存不断堆积；虽然制造业仅占据美国经济体量的近 12%，但制造业疲软会进一步扩展至服务业领域，这将令美国企业减少投资和雇佣计划。

私人住宅投资已经出现回暖，虽然对私人投资部门支撑有限，但作为领先指标，仍是一大亮点。降息的效果首先对住宅投资有所提振，抵押贷款利率下降和健康的就业市场在最近几个月为房地产市场提供了帮助。数据显示，在连续 6 个季度的收缩之后，3Q2019 美国私人住宅投资同比增速升至 0.2%。随着房屋销售的增加，美国房地产市场将保持强劲增长。本轮全球经济放缓，美国房地产市场依然比较稳固，包括房屋开工、建筑许可、现房销售和新屋销售均好于整体经济表现。美国的私人投资主要由住宅投资和非住宅投资构成，住宅投资一般领先非住宅投资 4-5 个季度，当前私人住宅部门投资的大幅回升意味着美国私人投资已经度过快速下行阶段，随着制造业修复及补库存，美国私人投资有望企稳。

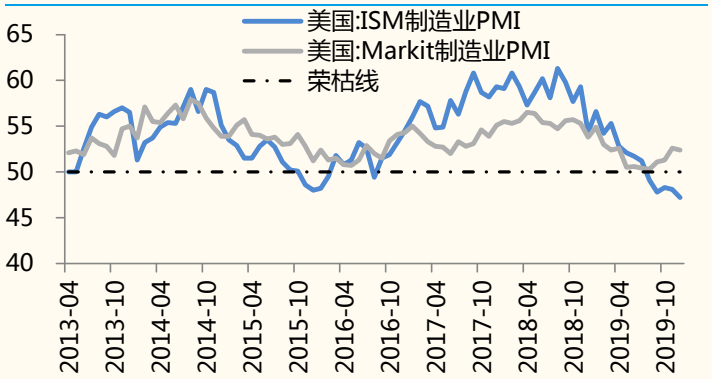
美国贸易逆差自 2014 年以来不断扩大，但随着中美经贸关系的阶段性改善，预计美国净出口降幅将开始收窄。近几年净出口金额小幅下滑。美国净出口金额在 4Q2013 年降至-5000 亿美元之后，开始逐步回升，截止 3Q2019 降至-9900 亿美元。不过，近 3 年以来，净出口的降幅开始有所收窄。从美国的出口金额同比增速来看，2018 年年中依赖降幅较大，部分原因在于中美摩擦摩擦升级带来的负面影响，对中国出口金额同比增速下降幅度较大。不过，我们预计，随着中美经贸关系的阶段性改善，美国净出口降幅将开始收窄。中美在 1 月 15 日正式签署第一阶段经贸协议，中国承诺在未来两年内新增 2000 亿美元（在 2017 年基础上）的对美进口，这有助于改善美国的经常项目逆差，预计美国净出口对 GDP 的负向贡献将有所改善。

整体来看，我们认为，尽管美国经济仍在减速，但结构性的积极因素正在增加，美国经济企稳回升的时点临近。

图表 1：美国住宅投资领先非住宅投资 4-5 个季度

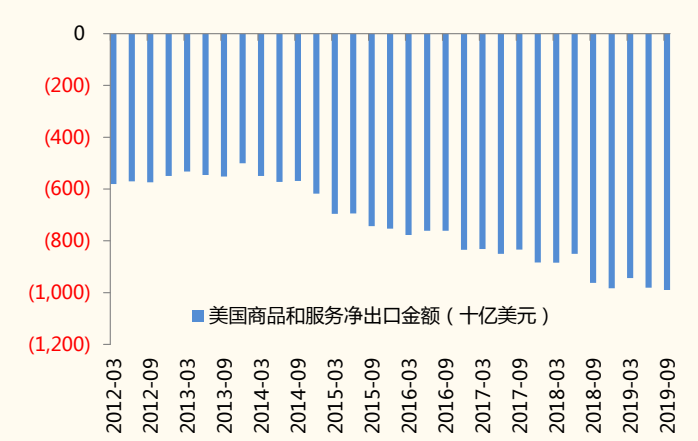
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：Markit 制造业 PMI 先于 ISM 制造业 PMI 改善意味着美国制造业开始出现结构性改善



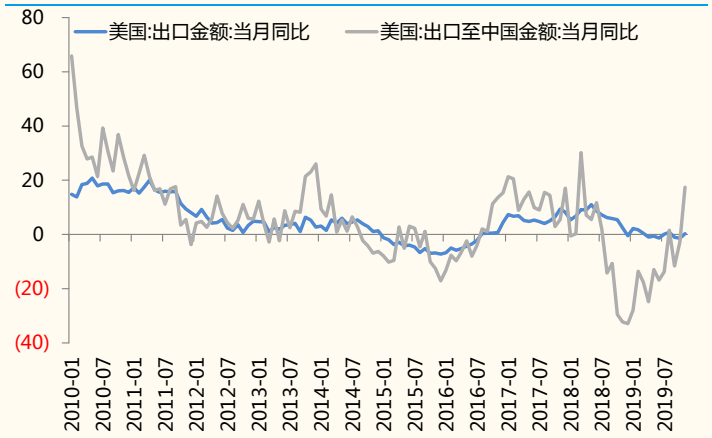
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：自 2014 年以来美国贸易逆差不断扩大



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：美国出口部分受到中美贸易摩擦影响



来源：Wind，国金证券研究所

二、美国联储制造业指数好于预期、通胀和劳动力市场略显疲软、零售销售持平于预期

1．美国 1 月纽约联储和费城联储制造业指数好于前值

1 月 15 日晚间纽约联储公布数据显示，美国 1 月纽约联储制造业指数为 4.8，高于预期的 3.6 和前值 3.3；美国 1 月纽约联储制造业新订单指数 6.6，高于前值 1.7；美国 12 月纽约联储制造业就业指数为 9，低于前值 10.4；美国 1 月纽约联储制造业物价获得指数为 14.4，高于前值 4.3。28%的受访者报告说，情况在一个月内有所改善，而 23%的人报告说情况有所恶化。新订单指数上升，表明需求有所改善；雇员人数指数稳定在 9.0，显示就业人数连续第五个月上升，每周

工作时间从 12 月的 0.8 上升到 1 月的 1.3；通胀有所好转，价格上涨明显，在 12 月跌至多年低点之后，支付价格指数上升了 16 点至 31.5，而产品价格指数上升了 10 点至 14.4。不过，评估六个月前景的指数显示，对未来状况的乐观情绪仍然低迷。未来商业状况指数微跌 3 点至 23.6；未来出货量指数攀升了 5 点至 32.7，表明企业预计未来几个月的出货量将会增加，就业和工作时间预计将适度增长。资本支出指数稳定在 25.3，技术支出指数下降 5 点至 22.6。

1 月 16 日晚间费城联储公布数据显示，美国 1 月费城联储制造业指数为 17，高于预期的 3.7，并大幅高于前值 2.4；美国 12 月费城联储制造业新订单指数为 18.2，高于前值 11.1；美国 12 月费城联储制造业就业指数为 19.3，高于前值 16.8；美国 12 月费城联储制造业装船指数为 22.1，高于前值 15.9；美国 12 月费城联储制造业物价支付指数为 22.1，高于前值 15.9；美国 12 月费城联储制造业物价获得指数为 14.7，高于前值 11。该调查的当前活动指标本月增加了近 15 个点，从 12 月的 2.4 修正为 17.0。新订单、出货和就业指标也有所上升。该调查的未来活动指数为正值，表明市场对未来 6 个月的经济增长持乐观态度。就业指数上升 3 点至 19.3，近 28%的公司表示就业率上升，而 9%的公司表示就业率下降。每周平均工作指数仍为正值，但下降了 3 点。从价格来看，近 27%的受访者报告投入价格上涨，只有 5%的企业表示投入价格下降。未来整体活动扩散指数小幅上升了 4 点，超过 49%的企业预计未来六个月活动将增加，而 11%的企业预计活动将减少。未来新订单指数上升 8 点，未来出货量指数也上升了 4 点。虽然未来就业指数下降了 3 点，但企业对未来的整体招聘仍持乐观态度，三分之一的企业预计未来 6 个月就业将增加。对未来的乐观促使未来资本支出指数上升 7 个点。

2. 美国 12 月通胀依然疲软

美国劳工部 1 月 14 日晚间公布数据显示，美国 12 月未季调 CPI 环比上升 2.3%，不及预期的 2.4%，但高于前值的 2.1%；美国 12 月未季调核心 CPI 环比上涨 2.3%，符合预期的 2.3%，与前值持平；12 月季调后 CPI 同比上涨 0.2%，升幅不及预期和前值的 0.3%；美国 12 月未季调 CPI 指数为 256.97，低于预期的 257.17 和前值的 257.21；美国 12 月季调后核心 CPI 指数为 265.92，低于预期的 266.11，但高于前值的 265.62。**能源价格上升提振 CPI。**数据显示，美国 12 月能源价格环比上涨 1.4%，其中汽油价格上涨 2.8%；食品价格环比小幅上涨 0.2%；医疗费用上涨 0.6%；服装价格环比上涨 0.4%，创 5 个月来最大涨幅；新车价格自 2018 年 6 月首次环比上涨，整体对 CPI 升幅形成支撑，但二手车和卡车价格环比下跌 0.8%，同比降幅为 0.7%，是 2018 年 9 月以来最大同比降幅。

1 月 15 日晚间美国劳工部公布数据显示，美国 12 月 PPI 同比 1.3%，与预期持平，高于前值 1.1%。美国 12 月 PPI 环比 0.1%，低于预期 0.2%，但高于前值 0%；美国 12 月核心 PPI 同比 1.1%，低于预期和前值 1.3%。美国 12 月核心 PPI 环比 0.1%，低于预期 0.2%，但高于前值-0.2%。**12 月环比 PPI 上涨主要受益于商品价格的上行。**12 月服务价格维持不变，运输和仓储服务价格 2.7%的上涨抵消了最终需求贸易服务价格 0.3%的下跌。12 月商品价格上升了 0.3%，与 11 月相同。商品价格大部分的上涨可以归因于能源价格 1.5%的上涨，其中汽油价格

上涨 2.3%。但食品价格下跌 0.2%。

3. 美国 11 月 JOLTs 职位空缺数下降

美国劳工部 1 月 17 日公布数据显示，美国 11 月 JOLTs 职位空缺下降至 680.0 万人，低于市场预期的 725.0 万人，也高于前值 726.7 万人。员工人数和离职人数基本没有变化，分别为 580 万和 560 万。辞职率没有变化，为 2.3%，裁员率和离职率几乎没有变化，为 1.1%。职位空缺率下降至 4.3%，私营企业的职位空缺下降至 4.5%，政府的职位空缺下降至 3.1%。

零售业及金融和保险业为主要拖累。从分类行业来看，零售业的职位空缺数下降了 13.9 万个，金融和保险业的职位空缺数下降了 6.2 万个，耐用品制造业的职位空缺数下降了 3.7 万个。非耐用品制造业的职位空缺数下降了 2.3 万个，信息业的职位空缺数增加了 1.0 万个，艺术，娱乐和休闲业的职位空缺数下降了 1.1 万个。美国 11 月雇佣人数几乎没有变化，为 580 万，雇佣率维持在 3.8%不变。私人雇员的雇用人数增加了 2.4 万个，而政府部门的雇用人数增加了 1.5 万人。零售业的雇员人数增加了 6.1 万人。离职的数量和比率几乎没有变化，分别为 560 万和 3.7%。零售贸易业离职人数增加了 10.3 万个，贸易，运输和公用事业的离职人数增加了 10.7 万个。

4. 美国 12 月工业产出低于预期

1 月 17 日晚间美联储公布数据显示，美国 12 月工业产出环比-0.3%，低于预期的-0.2%，也低于前值 0.8%；美国 12 月制造业产出环比为 0.2%，高于预期的-0.1%，但仍低于前值 1.0%；美国 12 月产能利用率回落至 77.0%，与预期持平，低于前值 77.4%；美国 12 月制造业产能利用率为 75.2%，略高于前值的 75.1%。

供暖需求大幅下降导致公共事业产出环比下降了 5.6%，拖累整体工业产出。汽车及零件产量下降 4.6%；除去汽车和零件生产，工业总产值指数增长了 0.5%；美国矿业 12 月产出环比增长 1.3%。石油和煤炭产品以及食品，饮料和烟草产品的增长超过 1%，抵消了汽车及零件产量的下降，使制造业指数增长 0.2%。报告还显示，机动车产量下降导致耐用品产量下降 0.2%，非金属矿产品指数上涨了 2.3%，是耐用品中涨幅最大的。

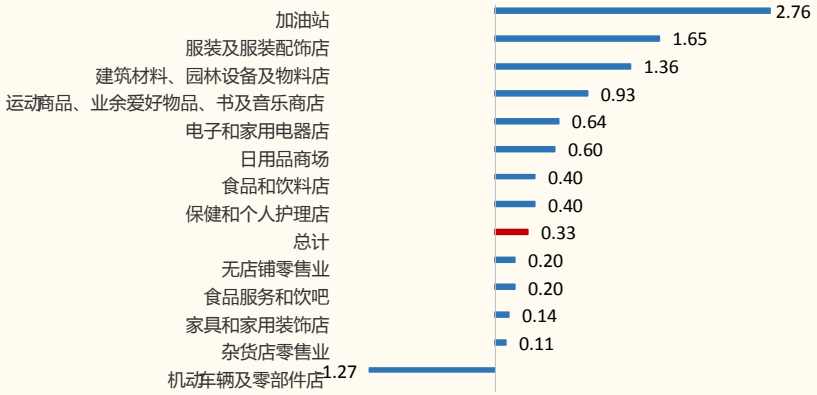
5. 美国 12 月零售销售持平于预期和前值

1 月 16 日晚间美国商务部公布数据显示美国 12 月零售销售月率为 0.3%，与预期的 0.3%持平，高于前值的 0.2%；美国 12 月核心零售销售月率为 0.7%，高于预期的 0.5%，也高于前值的 0.1%。美国 12 月零售销售为 5296 亿美元，高于前值的 5280 亿美元；美国 12 月核心零售销售为 4230 亿美元，高于前值的 4212 亿美元。

美国 12 月零售销售除汽车销售外所有主要类别均出现增长。分类数据显示，机动车辆及零部件店销售额环比下降 1.3%，低于前值的 1.5%；加油站销售环比增加 2.8%，低于前值 1.0%；食品和饮料店销售额环比增长 0.4%，与前值持平；无店铺零售业销售环比增加 0.2%，高于前值的 0.0%；家具和家用装饰店销售额环比增长 0.1%，低于前值增加的 0.3%；电子和家用电器店销售额环比增长 0.6%，高于前值下降的 0.3%；建筑材料、园林设备及物料店销售额环比增长

1.4%，高于前值的 0.1%；保健与个人护理店销售额环比增长 0.4%，高于前值下降的 1.3%；服装及服装配饰店销售额环比增长 1.6%，高于前值下降的 0.5%。

图表 5：12 月零售销售环比分项



来源：Wind，国金证券研究所

6. 美国 12 月新屋开工远高于预期和前值

美国 12 月新屋开工年化月率为 16.9%，远高于预期的 1.1%和前值的 1.1%；美国 11 月新屋开工年化总数为 160.8 万户，高于预期的 138.0 万户和前值 136.5 万户。美国 12 月营建许可月率为-3.9%，低于预期的-1.5%和前值的 1.4%；美国 11 月营建许可总数 141.6 万户，低于预期的 146.0 万户和前值的 147.4 万户。

各地区的新屋开工数均大幅增长。12 月份私人住宅的新屋开工数环比大幅上升 16.9%至 1,608,000 套，高于 11 月的 1,375,000 套，同比上升 40.8%，高于 2018 年 12 月的 1,142,000 套。占据住房市场最大份额的单户住宅的新屋开工数环比大幅上升 11.2%至 1,055,000 套，高于 11 月的 949,000 套。多户住宅的新屋开工数达到 536,000 套。**东北部和南部的单户住宅以及多户营建许可数为主要拖累。**12 月份私人住宅的营建许可环比下降 3.9%至 1,416,000 套，低于 11 月的 1,474,000 套，但同比上升 5.8%，高于 2018 年 12 月的 1,339,000 套。单户住宅的营建许可环比下降 0.5%至 916,000 套，低于 11 月的 921,000 套，多户住宅的营建许可达环比下降 11.1%至 458,000 套。

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_7598