

2020年1月4日

宏观经济



## 美国补库存？言之过早

### ——2019年12月美国PMI点评

宏观简报

美国12月ISM制造业PMI为47.2，低于前值和市场预期，且为2009年6月以来最低水平。制造业疲弱受多重因素影响：（1）尽管中美达成阶段性协议，但关税的影响仍在，抑制企业投资和补库；（2）墨西哥经济陷入衰退波及美国；（3）波音737 MAX停飞、停产增添额外压力。鉴于此，我们预计2020年上半年美国制造业仍将面临下行压力，美国库存周期见底可能要到二季度，甚至更晚。

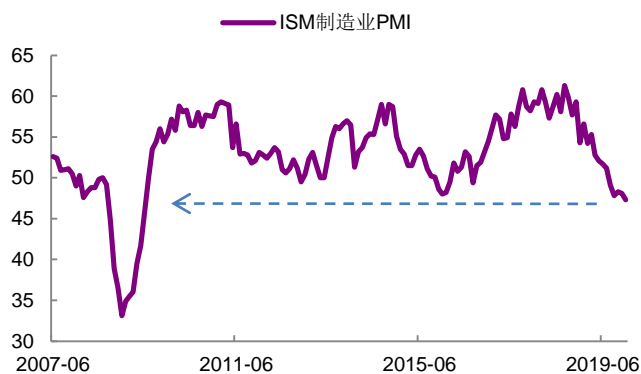
#### 分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

刘政宁（执业证书编号：S0930519060003）  
021-52523806  
[liuzn@ebcn.com](mailto:liuzn@ebcn.com)

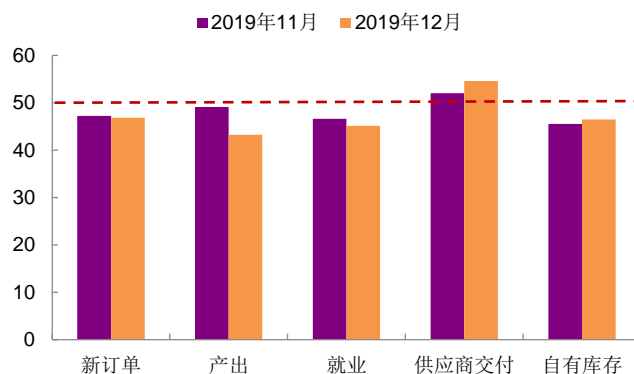
美国 12 月 ISM 制造业 PMI 为 47.2，低于前值（48.1）和市场预期，且为 2009 年 6 月以来最低水平（图 1）。从分项看，产出指数下降至 43.2，降幅较大，新订单、就业指数分别下降至 46.8 和 45.1（图 2）。自有库存略微上升至 46.5，但仍处于萎缩区间，说明企业仍在去库存。

图 1：美国制造业 PMI 下滑至 2009 年来最低水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：ISM 制造业 PMI 各主要分项表现

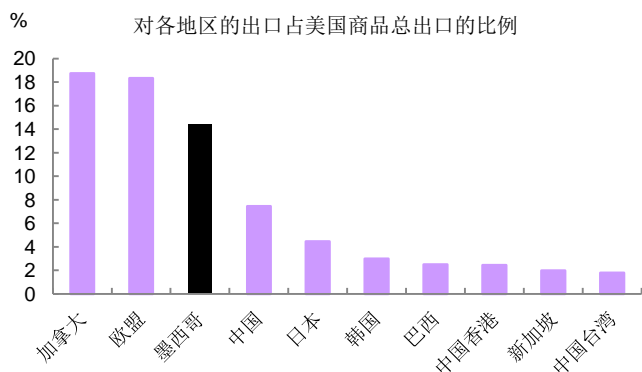


资料来源：Wind，光大证券研究所

**关税影响仍在，库存周期远未见底。**我们在之前报告《美国 2020：要收益，更要防风险》中指出，尽管中美达成阶段性协议，但关税带来的不确定性未必会很快消失，对企业投资仍将产生负面影响。与此同时，前期部分企业因为贸易因素而抢进口，导致库存增加，而这部分库存仍将面临去化的压力。

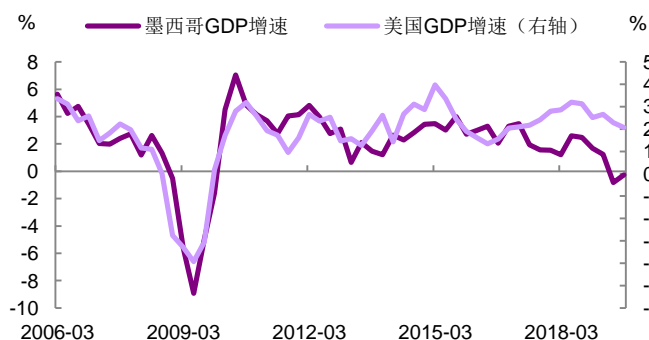
**墨西哥经济陷入衰退波及美国。**墨西哥是美国第三大出口目的地，其制造业产业链与美国有千丝万缕的联系，美、墨两国经济增长也呈现正相关性（图 3-4）。2019 年二季度以来，墨西哥 GDP 已连续两个月陷入同比负增长，这将影响美国出口。我们的计算表明，2019 年 10 月美国商品出口增速同比下滑 3.3 个百分点，其中，1.6 个百分点来自于墨西哥的拖累（图 5）。

图 3：墨西哥是美国第三大商品出口目的地



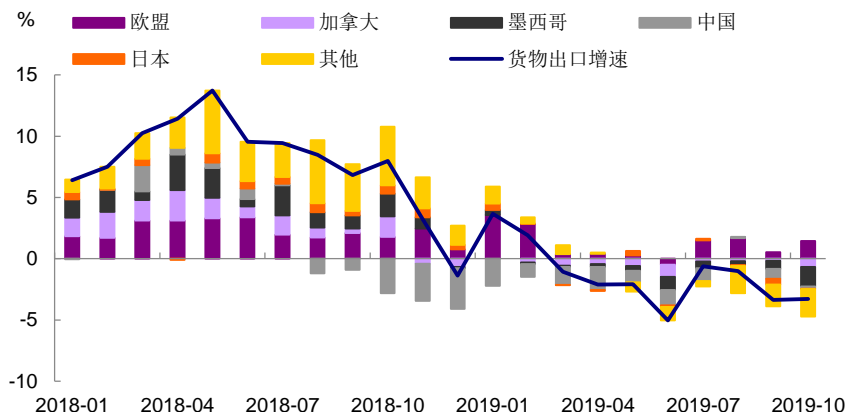
资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间为 2009-18 年平均

图 4：墨西哥经济陷入衰退或波及美国



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年三季度

图 5：对墨西哥出口拖累美国总出口增速



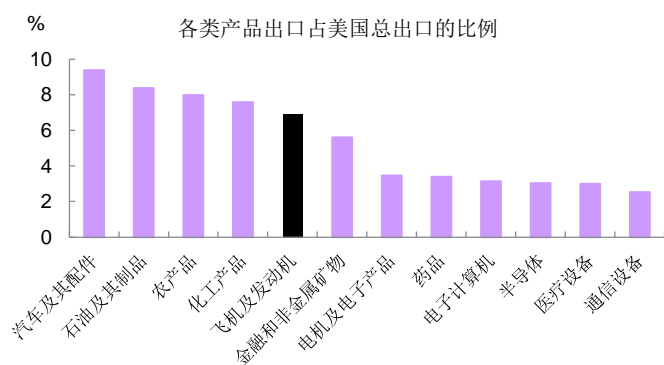
资料来源：Wind，光大证券研究所计算，数据截至 2019 年 10 月（截至目前最新）

**波音飞机停产增添额外压力。**波音公司此前宣布将暂停 737 MAX 飞机的生产，这将给美国制造业带来不小压力。数据显示，飞机及发动机是美国第五大出口商品，占美国商品总出口的比例为 7%（图 6）。

尽管因为飞行事故而停产的只是 737 MAX 一款飞机，但其他机型飞机的生产也可能会受到影响，从而对波音公司及飞机制造产业链带来更多冲击。数据显示，从 2019 年 3 月 737 MAX 遭多国禁飞以来，包含飞机项的资本品产出增速显著下滑，比不包含飞机项的产出下滑更多（图 7）。

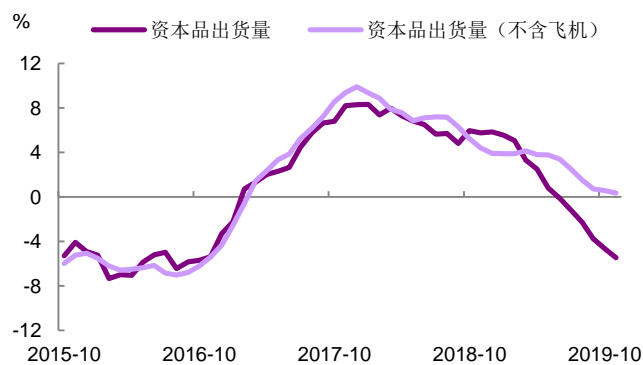
鉴于此，我们预计 2020 年上半年美国制造业产出仍将面临下行压力，库存周期见底可能要到二季度甚至更晚。

图 6：飞机是美国第五大出口商品



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间为 2009-18 年平均

图 7：包含飞机的资本品出货量增速下滑更多



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止 2019 年 11 月

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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\\_7998](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7998)

