

美国软硬数据的背离

证券研究报告

2019年11月20日

谁将向谁靠拢

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

软硬数据的背离是常态，而且软硬数据的背离和 ISM/Markit 的背离存在相似性，都是数据主体对经济运行情况的主观感受和客观描述的不同。本轮经济受贸易摩擦、美债倒挂的影响，跟 2015-2016 年周期相比，情绪面下的比基本面快，但在历史上看仍属正常。

硬数据中工业产值的走势取决于库存和需求的动态关系。从库存的角度看，当前的库存水平仍处于历史周期的相对高位，除非终端需求大幅抬升，工业生产较难回暖。从需求的角度看，我们认为今年美国消费的回暖是暂时性的，主要得益于年初的薪资增速上涨带来的个人收入回升，但未来居民收入增速大概率放缓，同时居民缺乏加大杠杆的收入预期，未来美国消费增速仍将下行。

考虑到当前尚在高位的制造商和零售商库存，未来工业产值大概率还将走弱。因此，软数据可能随着中美贸易协议的进展出现反复，但硬数据可能最终还是向软数据靠拢。

风险提示：财政政策超预期，货币政策宽松超预期



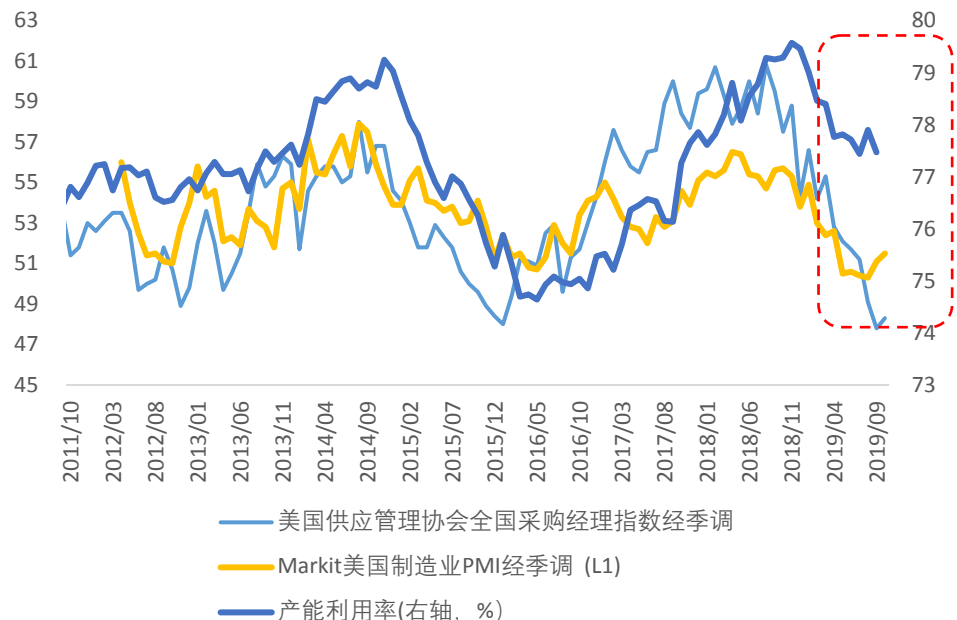
十月以来，尽管全球经济仍未明确好转，但随着各国央行宽松周期启动以及中美贸易谈判出现积极进展，我们观察到近期市场在交易经济复苏-再通胀场景。不止是美国市场，欧洲和日本的股市都出现了大幅上涨，原本较高的权益风险溢价下降至中性水平，而美股权益风险溢价再度回归低于过去十年均值的水平，资金明显回流新兴和欧洲市场。利率市场方面，美债收益率出现大幅反弹，但美国信用债利差仍处于相对低位。

无论中美贸易谈判能否达成“第一阶段协议”，不同于之前一致看空经济的观点，制造业周期转暖的预期开始出现，其中美国 Markit PMI 与 ISM PMI 的背离加剧了投资者对美国经济周期的认知分歧：数据显示 Markit 制造业 PMI 出现连续三个月的反弹，而 ISM 制造业 PMI 则在 9 月创下近 10 年新低，10 月的反弹也弱于预期。

ISM 制造业 PMI 指数由美国供应管理协会 (ISM) 对 400 多家企业的采购主管进行的商业调查编制成报告，Markit 制造业 PMI 是由金融信息数据提供商 Markit 根据对美国 600 多家企业的调查结果编制成报告。两者构建 PMI 指数所需指标及权重相同：新订单指数 (30%)、制造业产出指数 (25%)、制造业就业人员指数 (20%)、供应商交付 (15%)、库存 (10%)。

与 ISM 主要通过对企业采购主管相对主观的意见调查不同，Markit 的 PMI 调查信息是基于被调查对象的实际业务操作。Markit PMI 调查样本量更大，并且与官方的经济数据结构更为接近。在季节调整方面，Markit PMI 采用了特定的季节性调整方法，每月调整一次，因而 Markit 指数更为平稳。**因此，ISM 和 Markit 的分歧是软数据中的主观数据和客观数据的背离。**

图 1: Markit 和 ISM 制造业数据的背离



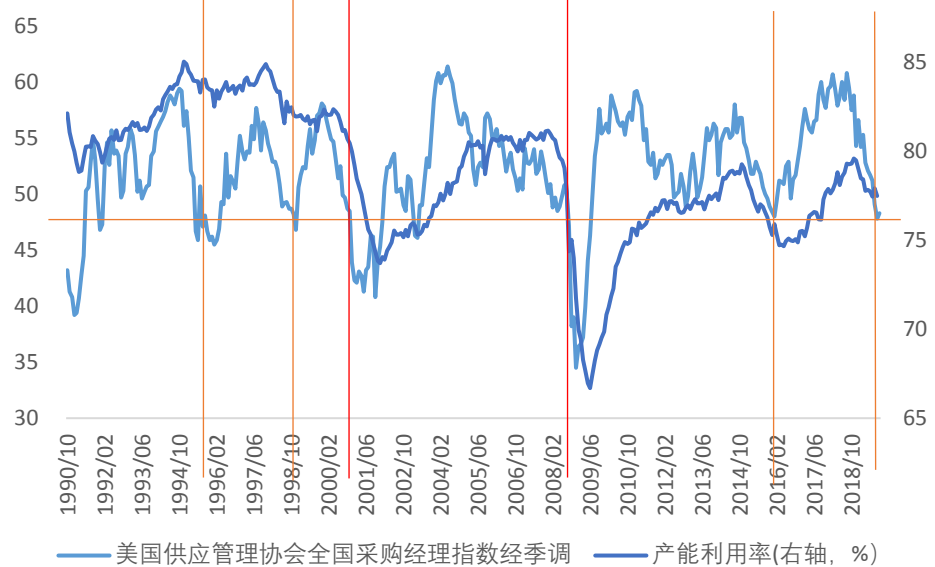
资料来源：WIND，天风证券研究所

一、软硬数据的分歧

不仅如此，这轮下行周期中，软数据的下行似乎也比硬数据更快。由于数据的可得性，我们用 ISM 制造业 PMI 与产能利用率、工业产值同比等硬数据作对比。从历史上看，相同的 ISM 读数的确对应了不同的产能利用率和工业产值同比。

对标这轮周期与 15/16 年上轮周期，本轮周期 PMI 的下滑幅度要远远大于对应的产能利用率的下滑幅度，特别是 ISM PMI 来到近十年低位（~48），而产能利用率仍处于相对高位（~77.5%）。而上轮周期 ISM 或 Markit PMI 处于~48 时，产能利用率已经下降到~75%的低位。类似的，本轮工业产出同比刚刚落入负区间，而 15 年最低时间同比为-4.14%。

图 2：历史上 ISM 制造业 PMI 与产能利用率表现

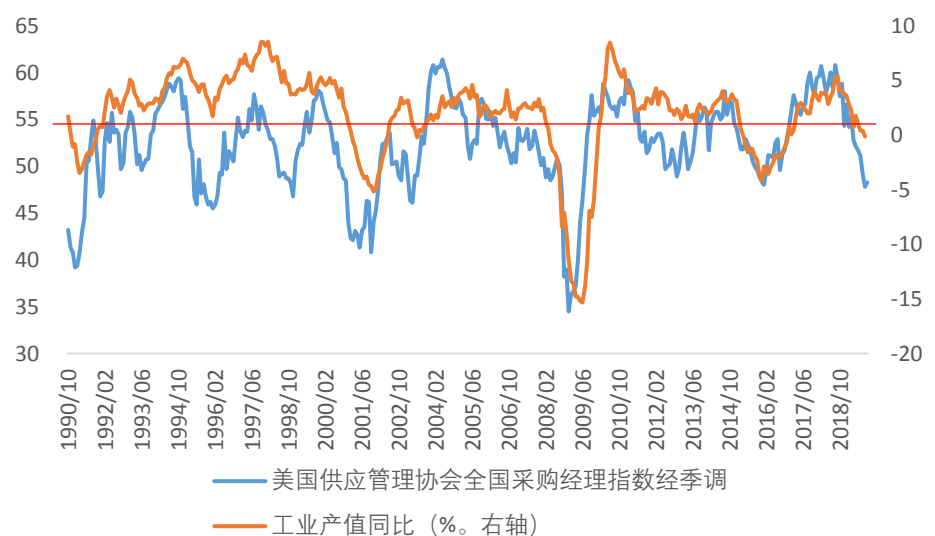


资料来源：FRED，天风证券研究所

但回溯更早的周期，我们发现硬数据与软数据的背离其实是常态。

在历次经济下行周期中，1995/1998 年（“假衰退”）ISM PMI 一度回落至~46，但产能利用率仍处于周期相对高位，工业产值则分别有 4.5%/3.7%的同比增长。究其原因，PMI 是环比指标，因此经济自高位的环比回落可能出现软数据偏差而硬数据依然较强，1995 和 1998 的两轮周期中，经济在~6%/~8%的工业生产增长的环境下环比回落，硬数据仍处于高位。

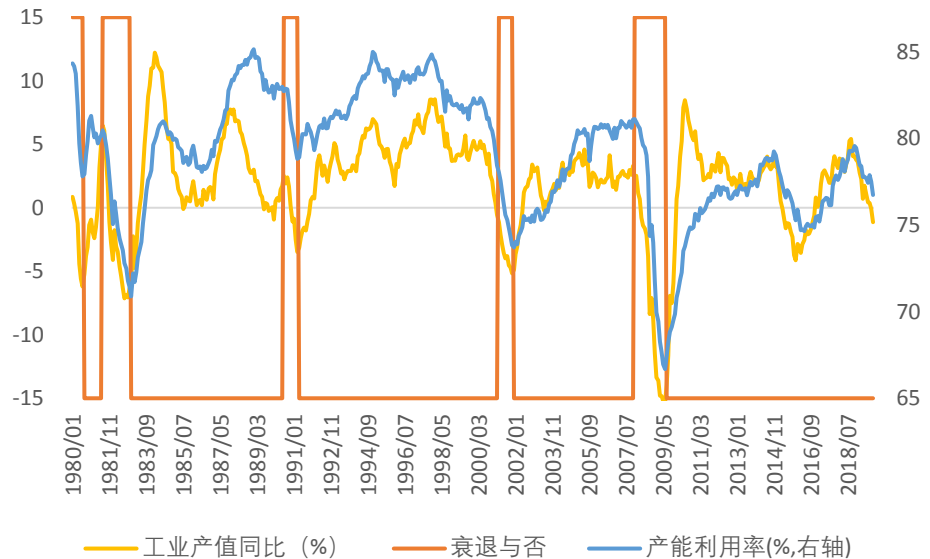
图 3：历史上 ISM 制造业 PMI 与工业产值同比表现



资料来源：FRED，天风证券研究所

因此，软数据处于低位并不是衰退的必要条件，反过来讲，如果硬数据处于相对低位，则经济衰退的可能性加大。例如在实际发生衰退的 2000-2001/2008 年，产能利用率虽然也在相对高位，工业产值同比表现却偏弱，分别有 2.1%/-0.8% 的增长。事实上，除了 2015-2016 年周期以外，工业产值同比进入负区间后，经济都发生了衰退，从这个角度来看，2015/2016 年反而是个特例。

图 4：工业产值同比进入负区间



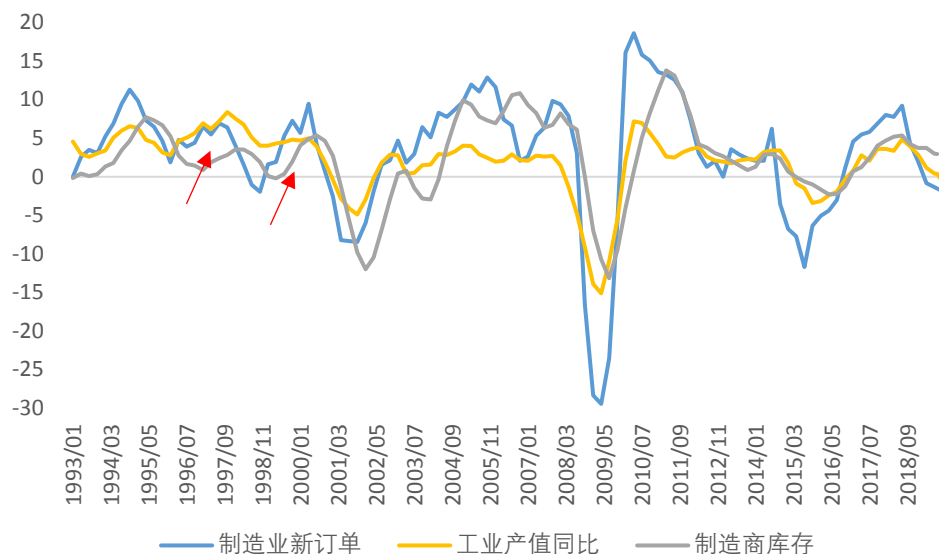
资料来源：FRED，天风证券研究所

总的来说，我们可以得出两个结论：（1）软硬数据的背离是常态，而且软硬数据的背离和 ISM/Markit 的背离存在相似性，都是数据主体对经济运行情况的主观感受和客观描述的不同。本轮经济受贸易摩擦、美债倒挂的影响，跟 2015-2016 年周期相比，情绪面下的比基本面快，但在历史上看仍属正常；（2）软数据不是衰退的必要条件，硬数据特别是工业产值如果处于低位，那么经济发生衰退的可能性更大。目前美国工业产值同比已经回落到-1.1%，相比历史各个时期偏弱，因此判断工业产值的未来走向更加关键。

二、工业产值会变得更差还是会反弹？

工业产值的走势取决于库存和需求的动态关系。从下游需求和企业库存两个角度来考虑，可以发现美国经济正处于主动去库存阶段，这一阶段的特点是下游需求下降，同时厂商为了回笼现金并为未来更低的需求做准备，主动缩减库存并减少生产规模，导致生产下降的非常快。

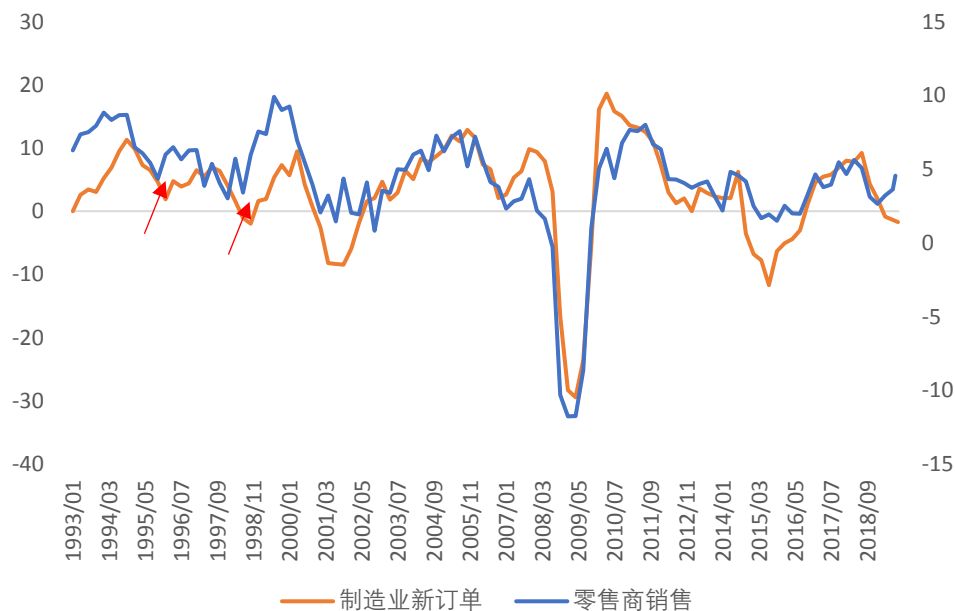
图 5：制造业新订单 vs 工业产值 vs 制造商库存



资料来源：WIND，天风证券研究所

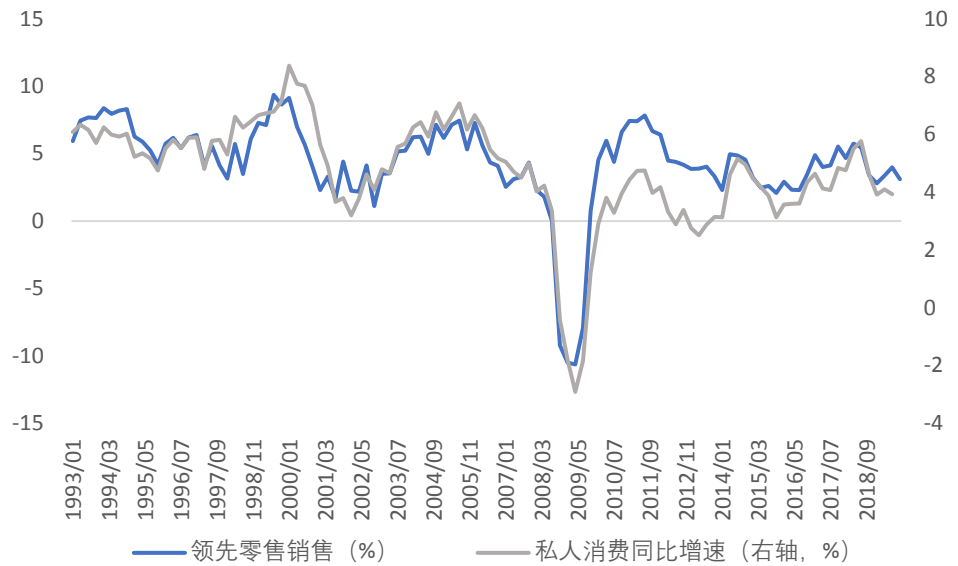
第一，从库存的角度看，尽管美国制造商库存从去年 4 季度之后见顶回落，但当前的库存水平仍处于历史周期的相对高位，而且表现出去库缓慢的特征。因此除非终端需求大幅抬升，类似 1995/1998 年，否则基于目前库存水平，工业生产较难回暖。

图 6：制造业新订单 vs 零售商销售



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：零售商销售取决于美国私人消费走势

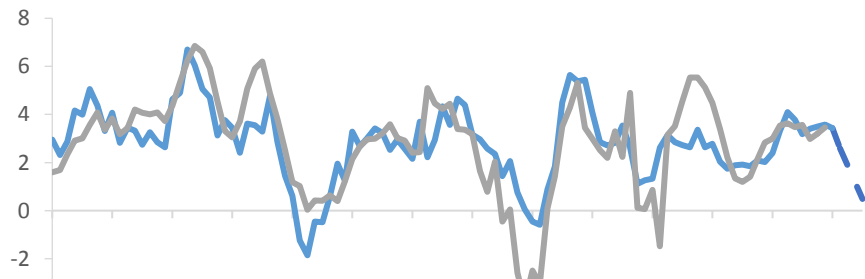


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

第二，从需求的角度看，零售商销售是制造业订单的稳定领先指标。今年以来零售商销售同比增速回暖，市场也在预期消费企稳能够带动生产回升。那么下游消费需求能否延续当前的回暖走势？我们认为有两个约束。

(1) 影响消费的最直接因素是收入。2010 年之后，消费大部分时间表现疲弱（增速围绕 3.5% 中枢波动）的原因是居民薪资增长乏力，本轮周期的时薪增速高点为 3.5%，而历史周期中的时薪增速高点有 4% 以上的增长。我们的收入预测模型显示：财产性收入和工资性收入的双双回落将主导四季度开始的实际个人收入增速的下滑，而消费率变化不大，消费将跟随收入回落。（《怎么看美国消费》）

图 8：模型预测实际个人收入将下行



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_8866

