



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

研究助理 李隽

证书编号: S1080117050019

电话: 0755-23838254

邮箱: lijunyjs@fcsc.com

数据波动不改美国经济下行

2019年09月23日

摘要:

- 整体来看, 美国经济正在按照“出口恶化-制造业加快去库存周期-企业缩减资本开支-就业与薪资恶化-减少消费”的链条进行传导。
- 贸易摩擦以来, 美国的进出口同时恶化, 贸易逆差进一步扩大。进口、出口增速分别较去年同期下滑 8%、10.8%。进口剔除贸易摩擦的因素后, 显示内需也在走弱; 出口一方面有遭受贸易摩擦的国家反制, 另一方面对进口商品征税的同时也加大了出口成本, 使得出口更差, 同时恶化制造业。
- 制造业是美国经济目前最为薄弱的环节, 终端需求走弱加深了制造业主动去库存的周期。出口、私人住宅投资以及公共建造支出是制造业终端需求的主要组成部分: 出口将继续恶化, 公共建造支出受制于政府高杠杆以及高福利性法定支出难以有所起色, 而私人住宅投资在抵押贷款利率持续回落的传导下则成为唯一的支撑因素。综合来看, 制造业仍将持续走弱。
- 从美国上市公司的财务数据, 已经观测到企业盈利恶化到缩减资本开支的现象。通过统计各行业近年来净利润增速、ROE 变动、资本开支增速等财务指标, 发现美国除金融业景气度较高外, 其它大部分行业表现为盈利下滑、缩减资本开支并且周转变慢。
- 在企业缩减资本开支的影响下, 就业市场表现为在企业开工需求减弱的影响下, 用工时长缩短并且薪资增速全面放缓, 失业率随后也将触底上升, 对于个人收入以及可支配收入将形成负面影响。
- 除去薪资, 个人财产性收入对于美国个人消费支出也有较大影响。美国过去每一轮个人消费支出放缓都由个人财产性收入减弱引起, 当房价增速及股指增速共同下滑时, 个人财产性收入增速下跌时间更长, 如 2008 年。目前此轮个人财产性收入也是在房市股市共同放缓的作用下开始下滑, 目前来看仍有空间。尽管目前美国私人消费还算稳健, 然而我们认为随着减税效应消退、可支配收入减少、个人财产性收入下滑, 消费者信心指数等前瞻指标快速走低, 消费这一中流砥柱也将逐渐松动。

风险事件: 中美贸易战缓和, 美国财政政策超出预期

1 美国经济放缓的传导链条：

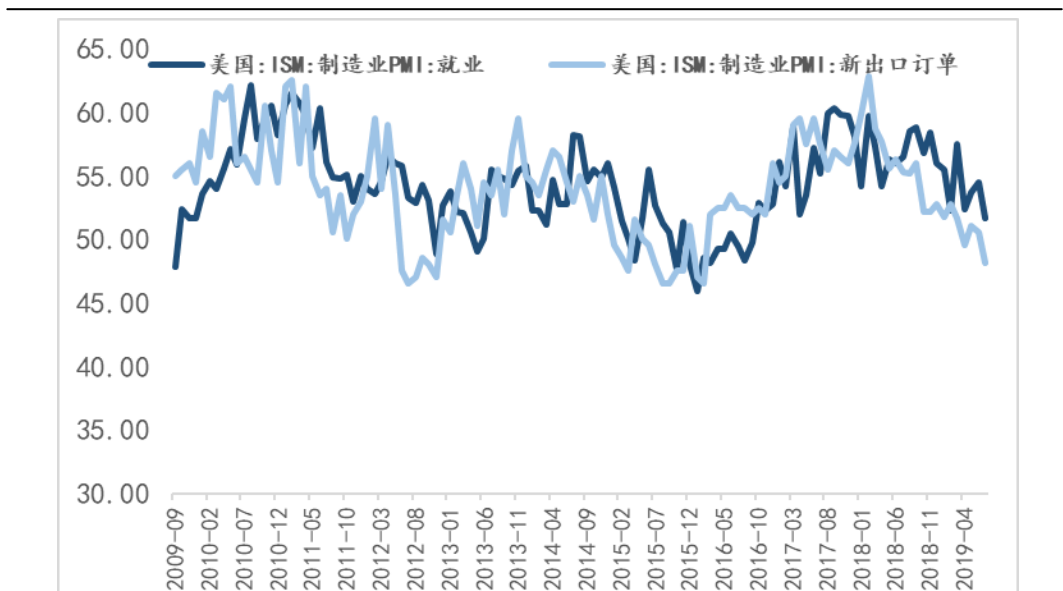
美国经济正在按照“出口恶化-制造业加快去库存周期-企业缩减资本开支-就业与薪资恶化-减少消费”的链条进行传导。

1-1 进出口背后走弱的内需与生产：

贸易摩擦以来，美国的进出口同时恶化，贸易逆差进一步扩大。进口剔除贸易摩擦的因素后，显示内需也在走弱；而出口的持续下滑，使得美国制造业更加疲弱。

2019 年 6 月，美国进口增速 1.18%，较去年同期增速下滑近 8%。除去贸易摩擦因素，内需放缓也是进口下滑的原因：特朗普对主要贸易伙伴发动的贸易战的影响下，2018 年 9 月以来，美国从中国、加拿大以及墨西哥的进口增速均明显下滑。2018 年 9 月到 2019 年 6 月，美国从中国进口增速由 10.1% 回落至 -12.5%，从墨西哥进口增速由 13.3% 回落至 3.2%，从加拿大进口增速由 9.3% 回落至 -1.2%。除了这些国家，美国从法国、意大利等国家的进口增速也有明显放缓。分商品来看，除去电力机械、电信设备等被加征关税商品下滑明显外，杂项制品、服装衣着的增速较去年也下滑了 14%、7%。与贸易摩擦无关的国别进口增速、商品进口增速的下滑，反映美国内需也有所走弱。

图 1：贸易摩擦后美国出口订单以及就业 PMI 持续下滑



数据来源：Wind, 第一创业研究整理

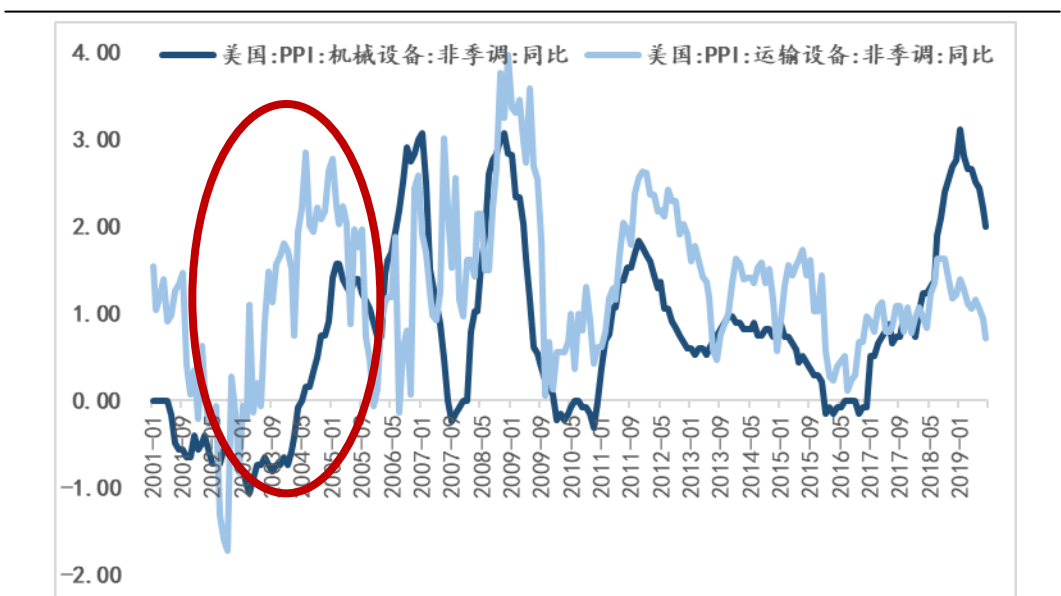
2019 年 6 月，美国出口增速 -2.2%，较去年同期下滑 10.8%。一方面是遭受贸易摩擦的国家反制，美国对墨西哥、加拿大以及中国出口增速下滑十分明显。另一方面，欧洲以及其它美国主要出口国家的增速放缓导致的出口放缓，如德国、英国以及荷兰等。

另外，对进口商品征税的同时也加大了出口成本。例如 2002 年美国对欧盟发动的

钢铁贸易战时期，小布什政府对于十多种进口钢铁征收 8%-30% 的关税。征税后，美国自欧盟进口增速由 20% 快速下滑到 -15%，美国的钢铁进口增速也由 1-2 倍快速下滑到负区间。钢材价格提高无疑也抬升了以钢材为主要原材料的行业生产成本：2002-2004 年，机械设备以及运输设备的 PPI 均出现明显上行，机械设备 PPI 由 2001 年底的 -0.6% 上升至 2004 年底 1%，运输设备 PPI 由 2001 年底的 -0.2% 不断上升至 2004 年底 1.8%。受此影响，美国 2003 年的机械和交运设备出口增速出现明显下行，由 2002 年 9 月的 5% 快速下滑至 2003 年 7 月的 -5%，可见对进口征税对出口的负面影响。

此轮美国对我国的征税商品范围几乎涵盖各行各业，从我国进口商品增速大部分出现明显下行。从传导来看，进口价格上升到出口价格约有 6 个月的时滞，因此除去被征税国的反制因素外，出口还将更加恶化。

图 2：钢铁贸易战抬升相关设备生产价格



数据来源：Wind, 第一创业研究整理

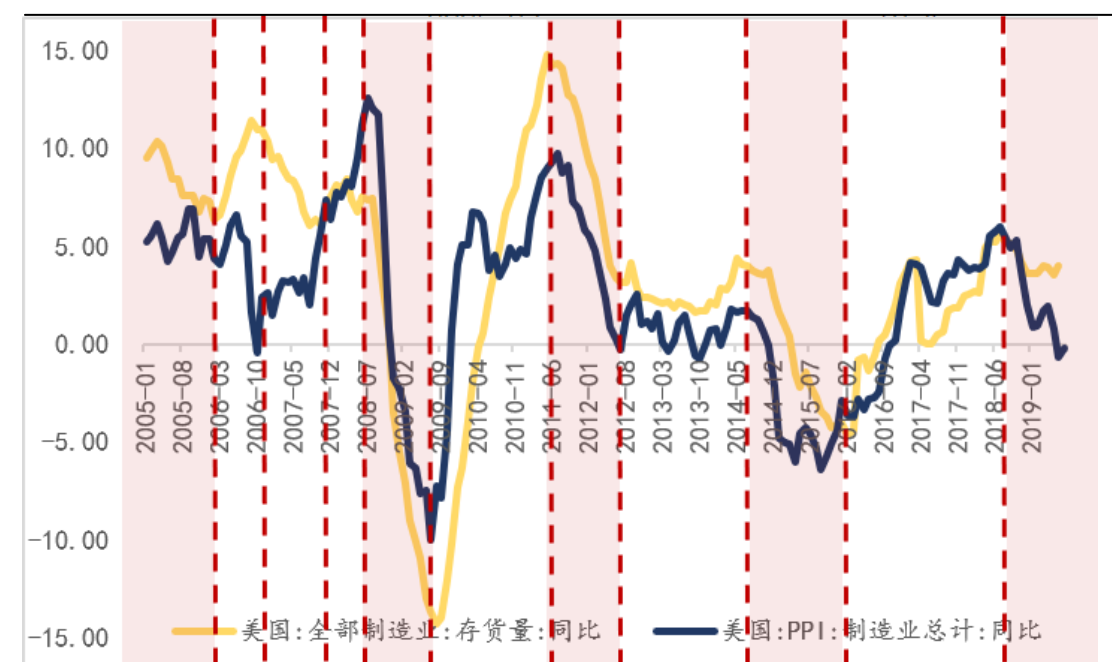
综合来看，特朗普的贸易政策不仅没有使制造业回流，反而在出口不断恶化的情况下令制造业雪上加霜。

1-2 制造业终端需求向下，继续去库存周期：

制造业为当前美国经济最为薄弱的环节，整体表现为景气度低并且终端需求较弱：制造业 PMI 持续下滑，从 2018 年 8 月高点 61.3 下滑至 51.2。其中新订单指数由 65.1 回落至 50.8，产出指数由 63.3 回落至 50.8，生产与需求均下滑明显。就业方面，制造业雇佣数自 2019 年 1 月开始同比下滑，2019 年 7 月同比增速 -12%；薪资方面，制造业平均周薪同比增速也出现趋势性下滑。2018 年 7 月薪资增速保持 2% 左右，与通胀水平基本持平，而 2019 年 7 月周薪增速仅有 0.98%，低于通胀。制造业就业表现为雇佣数下滑以及薪资放缓，也是制造业低迷的结果。

那么制造业是否还会持续下滑呢？从库存周期的角度来看，目前制造业处于主动去库存的阶段。2008年以来美国共经历三次主动去库存，分别为2008年7月到2009年7月、2011年6月到2012年7月、2014年6月到2015年12月，时长分别为1年、1年以及1年半。本轮去库存开始于2018年7月，与以往去库存周期时长相比，仍将持续一段时间。另外，从下滑的制造业订单量来看，需求放缓是主要推动因素。需求下滑带来PPI下滑，利润恶化之下制造业企业选择压缩生产，从而出现目前量价齐跌的状态。因此需求的变化也将影响近期库存周期走势。

图 3：美国制造业当前处于主动去库存阶段



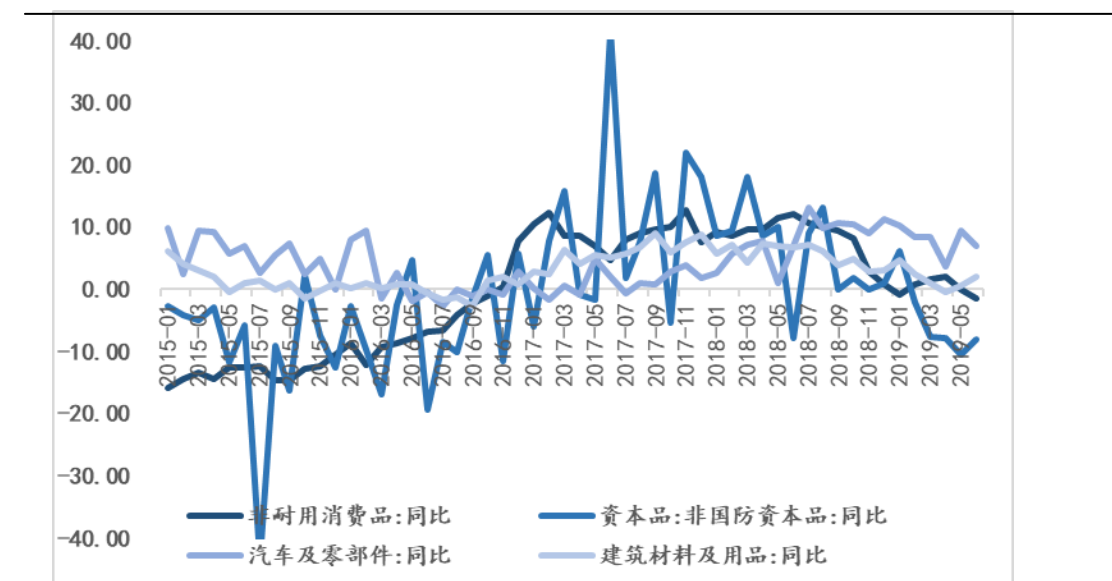
数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

制造业的下游格局可从新订单分类大概观测：非耐用消费品占比最高，为 38%；其次为非国防资本品，占比 17%；其余汽车零部件占比 14%，建筑材料占比 12%，耐用消费品占比 10%，信息技术产品占比 6%。增速变化来看，各类产品订单增速于 2018 年 7 月左右都开始下滑：非国防资本品由 13.1% 下滑至 -8%，非耐用消费品由 12% 下滑至 -1.4%，建筑材料及用品由 7% 下滑至 0 左右，汽车及零部件由 13% 下滑至 7%。背后则是放缓的出口、私人住宅投资以及公共建造支出。

- (1) 出口放缓与各类产品订单增速见顶回落的时点一致，且商品的出口增速全面放缓，这些商品涵盖了非耐用消费品以及非国防资本品的各类下游需求。出口增速与 2018 年 7 月相比，食品项由 7.8% 回落至 -8.4%，杂项制品由 9.2% 回落至 -6.6%，机械交运设备由 8.7% 回落至 -4.9%，化学品由 15% 回落至 -1.32%。往后看，美国对中国、加拿大以及墨西哥的出口增速取决于贸易战进展。如无改善，这些国家的反制措施将继续出台，同时美国高度依赖于进口的行业的出口成本也仍将提高，两方面使得出口持续下滑。目前暂未看到

贸易战缓和的迹象，预计年内出口将继续放缓。

图 4：美国占比较高行业的制造业订单增速



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

- (2) 私人住宅投资，在抵押贷款利率下滑以及库存偏低的影响下，后期有望企稳，并成为制造业唯一支撑因素：美国私人住宅投资自 2017 年 5 月顶部回落，增速由 13.5% 下滑至 2019 年 7 月的 -6.5%，目前出现反弹的趋势。

从历史数据来看，美国的私人住宅投资传递链条较为清晰：长期住房抵押贷款利率上升/下降——成屋销售下滑/增长——私人住宅建造支出下滑/增长。2016 年 10 月伴随美联储加息步伐加快，住房抵押贷款利率快速上升 70BP 左右，成屋销售增速于 2016 年 11 月见顶回落，随后拖累私人建造支出不断下滑。这个过程持续到 2019 年初美联储停止加息，并且市场逐渐开始形成降息预期。30 年期抵押贷款利率自 2019 年初至今已回落 130BP 左右，成屋销售增速也于 2019 年 1 月见底反弹，负增速不断缩窄，2019 年 7 月已由负转正。另外，除去货币因素外，目前美国的商品房库存也处于相对低位：2019 年 6 月美国房屋空置率仅有 1.3%，较 2015 年高点下降 0.7%。

私人住宅建造支出与美联储的加息降息周期密切相关，目前美联储货币较为宽松叠加商品房库存低位，私人住宅投资具有继续反弹的支撑。

图 5 成屋销售情况影响住宅建造支出



数据来源：WIND, 第一创业研究整理。

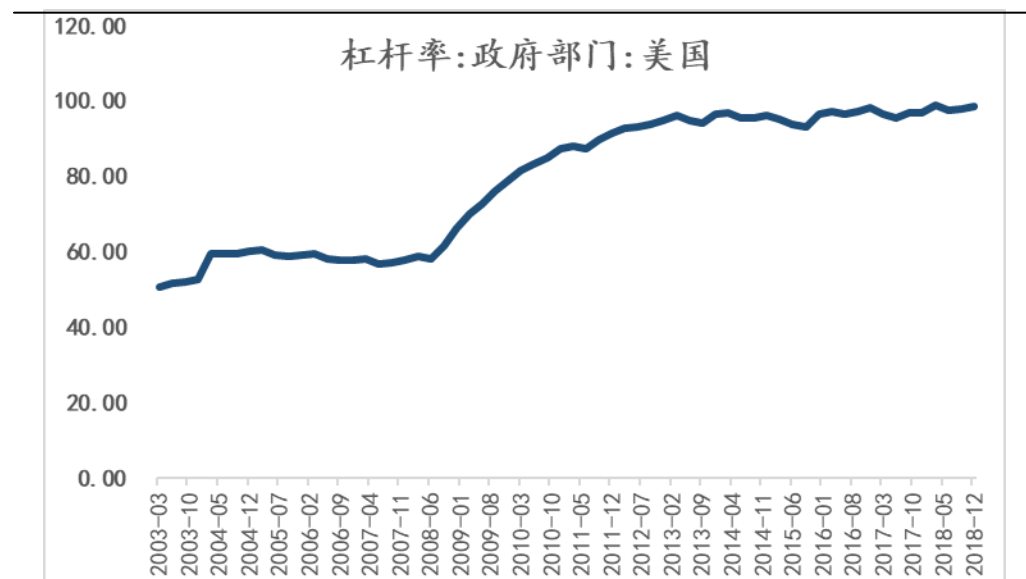
图 6 美国住房抵押贷款利率自 2019 年初开始下行



数据来源：WIND, 第一创业研究整理。

- (3) 公共建造支出，受制于融资来源，美国政府杠杆率已在高位：2019 年公共建造支出增速先上后下，于 4 月份增速达到 9.9% 高点后不断回落至 3.9%。从类别来看，公路街道占比最高为 30%，其次是运输占比 12.3%，水供应、垃圾处理等市政工程占比 10%，其余住宅、能源占比分别为 5%、2%。增速来看，公路街道由 4 月的 23% 回落至 2.5%，能源类由 9.8% 回落到 1.5%，住宅投资增速持续为负。尽管特朗普此前承诺了 10 年 2 万亿美元，平均每年 2000 亿美元的投资计划，但是受制于美国政府高杠杆率、高福利性法定支出，基建的融资来源较为受限。

图 7： 美国政府杠杆率已在高位并保持多年



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

2016 年以来美国政府部门的杠杆率即处于高位，在 97%-98% 之间波动，进一步上升的空间很窄，难以依靠财政政策进行大规模公共投资。另一方面，美国的福利法定支出前期增速较高，也制约了财政预算的空间。占比较高的社

会保障增速近几年保持 4%左右增速，医疗保险与补助近三年增速分别为 7.8%、1.5%以及 1.5%。美国政府举借外债的规模也在不断上升，2018 年来保持了 4%的增速。另外，根据 Oxford Economics 的预测，美国公共建造支出在 2016-2040 年间存在 3.8 万亿美元的缺口，因此将呈现有项目但缺乏资金的状态。

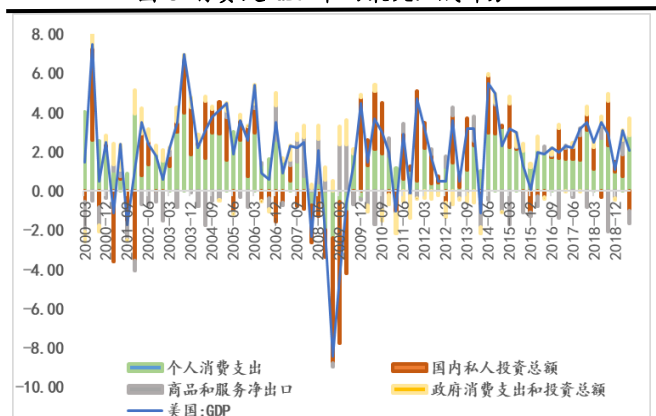
从制造业下游的出口、公共建造支出以及私人住宅投资未来的变化来看，出口及公共建造支出将继续下滑，私人住宅投资在货币宽松环节以及低库存下会有所反弹，但私人住宅投资在对制造业下游需求约有 10%的影响，难以对冲其它部门的下滑。因此结合库存周期的下行期以及需求端的疲软，制造业将继续低迷，就业、薪资、订单以及 PPI 等指标将持续下行。

1-3 制造业下行，企业资本开支也随之放缓：

制造业下行，生产以及资本开支放缓下，美国私人投资增速也将下行。结构上，20%为住宅投资，80%为建筑设备等非住宅投资。非住宅投资增速与制造业 PMI 高度相关，其行业与制造业中下游基本重合。

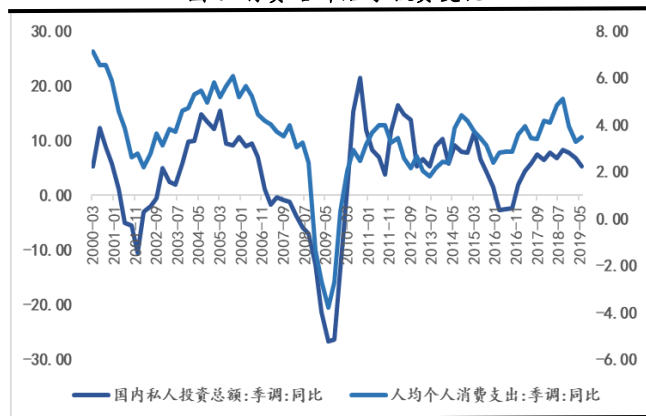
那么投资对消费有何影响？消费是美国经济占比最高的部分，近年来个人消费支出在 GDP 中占比稳定在 68%左右。消费增速目前来看较为稳定，今年一季度较去年底回落 0.7%至 3.9%，而后二季度又反弹至 4.1%。从投资以及就业的角度来看，消费也将稳中趋弱。历史上投资与消费的相关性很高，消费的变化一般略滞后于投资。背后的逻辑为企业盈利改善—扩大资本支出—就业、薪资提升—个人总收入、个人可支配收入提高—消费改善，反之。

图 8 消费是 GDP 中的最大组成部分



数据来源：WIND, 第一创业研究整理。

图 9 消费略滞后于投资变化



数据来源：WIND, 第一创业研究整理。

按照这个传导链条来看，私人投资总额下滑的趋势已较为清晰，那么企业经营状况到底如何？盈利恶化到收缩资本开支的逻辑是否成立？

我们以美国上市公司为样本，分别考察各行业近几年营业收入、净利润、总资产周转率以及净运营资本的变动，整体表现为收入、利润增速下滑，运营效率以及资本开支下降。其中各行业又有所分化，零售以及金融行业与制造业、建筑业等传统行业表现截然相反

(1) **营业收入增速方面**，整体增速由9.5%下滑到4.8%，除零售、金融业增速有3%左右的回升外，其它行业都出现下滑。下滑明显的如矿业由20%下滑至-0.6%，建筑业由13.5%下滑至5.7%，制造业由10.8%下滑至1.1%。

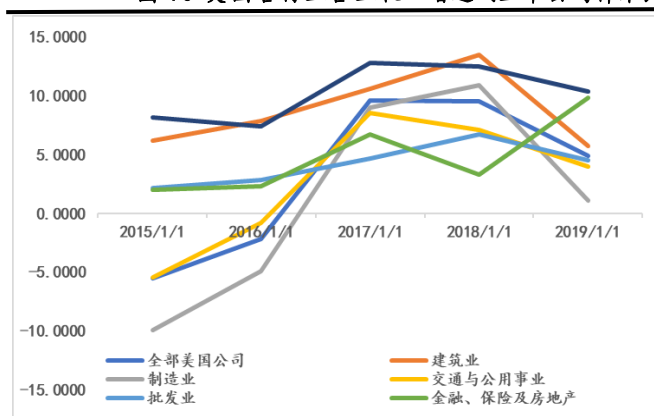
(2) **净利润增速方面**，行业表现与营收一致。整体净利润增速由17%下降至10%，除金融业增速由16%上升至28%外，其它行业也都有明显下滑。如建筑业由30.7%下滑至-6.3%，制造业由16%下滑至0。

(3) **资本开支方面**，整体增速变动维持在4.8%左右，其中金融业资本开支增速由14.1%增加至18.6%，与此同时建筑业由16.4%回落至-1.4%，零售由17%回落至7.5%。

(4) **资产周转率方面**，整体由0.42下滑至0.33。周转率加快的行业为金融以及交运，周转率分别上升0.02、0.01，与此同时建筑业由0.61回落至0.55，制造业由0.43回落至0.4，服务业由0.42回落至0.37。

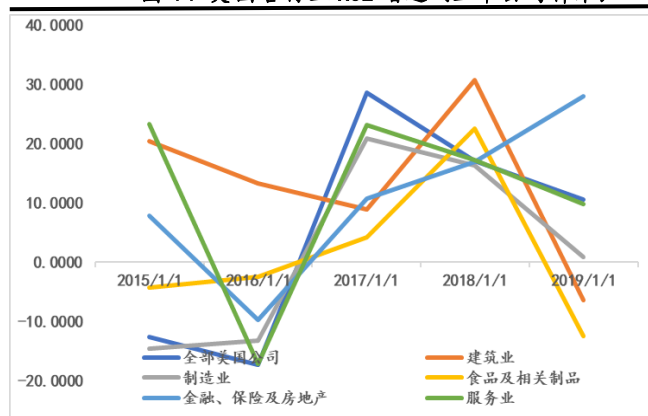
综合来看，一目了然，美国除金融业景气度较高外，其它大部分行业表现为盈利下滑、缩减资本开支并且周转变慢。

图 10 美国各行业营业收入增速（上市公司样本）



数据来源：WIND，第一创业研究整理。

图 11 美国各行业 ROE 增速（上市公司样本）



数据来源：WIND，第一创业研究整理。

图 12 美国各行业资产周转率增速（上市公司样本）

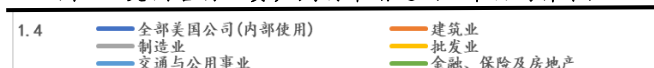
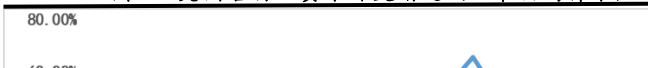


图 13 美国各行业资本开支增速（上市公司样本）



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_9969

