



首创证券
Capital Securities

证券研究报告·宏观研究报告

2019年5月6日

首创宏观“茶”：

美国经济增速大概率放缓，美联储降息概率下降，加息空间也收窄

——4月美国PMI数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 4月美国ISM制造业PMI为52.8，前值55.3；非制造业PMI为55.5，前值56.1。对此，我们点评如下：
- 4月美国PMI数据的总体特征是：主要指标延续前期回落势头，但是依旧处于扩张区间。
- 针对4月PMI数据，结合近期相关经济数据，我们作出的判断有两点。
- **一是美国经济增速大概率放缓：**从需求分项看，需求扩张速度有所放缓；从生产分项看，生产扩张速度同样有所放缓；从库存分项看，自有库存加快扩张，而客户库存加速收缩。
- **二是美联储降息概率下降，加息空间也收窄：**就业依旧处于扩张区间，压低降息概率；物价扩张速度放缓，压缩加息空间。

目录

一、美国经济增速大概率放缓.....	4
1、从需求分项看，需求扩张速度有所放缓.....	4
2、从生产分项看，生产扩张速度同样有所放缓.....	5
3、从库存分项看，自有库存加快扩张，而客户库存加速收缩.....	6
二、美联储降息概率下降，但加息空间也收窄.....	8
1、就业依旧处于扩张区间，压低降息概率.....	8
2、物价扩张速度放缓，压缩加息空间.....	9

图表目录

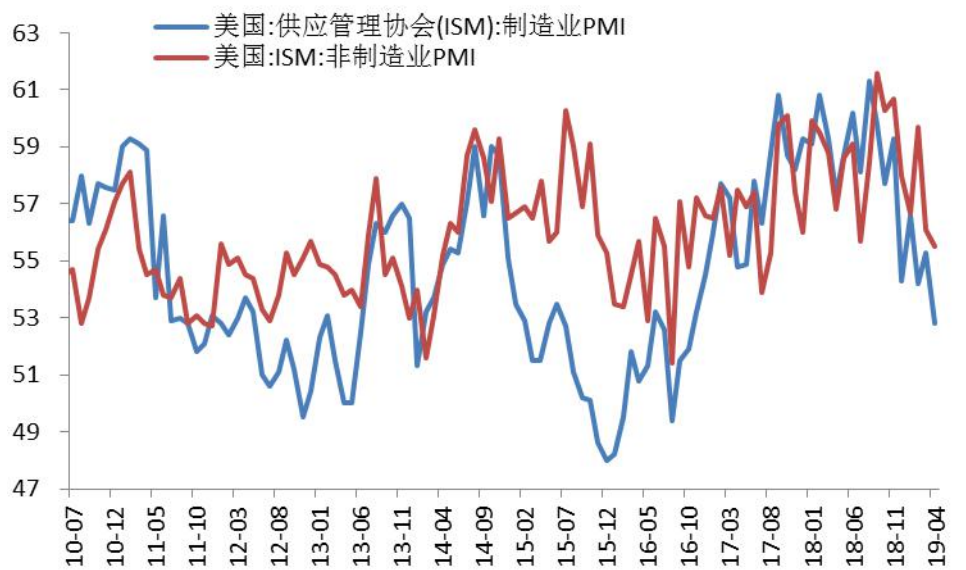
图 1：4 月美国 PMI 主要指标延续前期回落势头，但是依旧处于扩张区间（%）	4
图 2：需求扩张速度有所放缓（%）	5
图 3：生产扩张速度同样有所放缓（%；%）	6
图 4：自有库存加快扩张，而客户库存加速收缩（%）	7
图 5：美国大概率处于被动补库存阶段（%；%）	7
图 6：零售商大概率处于主动去库存阶段（%；%）	8
图 7：美国的劳动力市场依然强劲（%；%）	9
图 8：物价扩张速度放缓（%）	9
图 9：短期内美国通胀压力不大（%）	10

事件：4月美国ISM制造业PMI为52.8，前值55.3；非制造业PMI为55.5，前值56.1。

点评：

4月美国PMI数据的总体特征是，主要指标延续前期回落势头，但是依旧处于扩张区间：制造业PMI为52.8，较前值下行2.5个百分点，较前期高点累计下行8.5个百分点；非制造业PMI为55.5，较前值下行0.6个百分点，较前期高点累计下行6.1个百分点。

图1：4月美国PMI主要指标延续前期回落势头，但是依旧处于扩张区间（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

针对4月PMI数据，结合近期相关经济数据，我们作出的判断有两点：一是美国经济增速大概率放缓；二是美联储降息概率下降，加息空间也收窄。

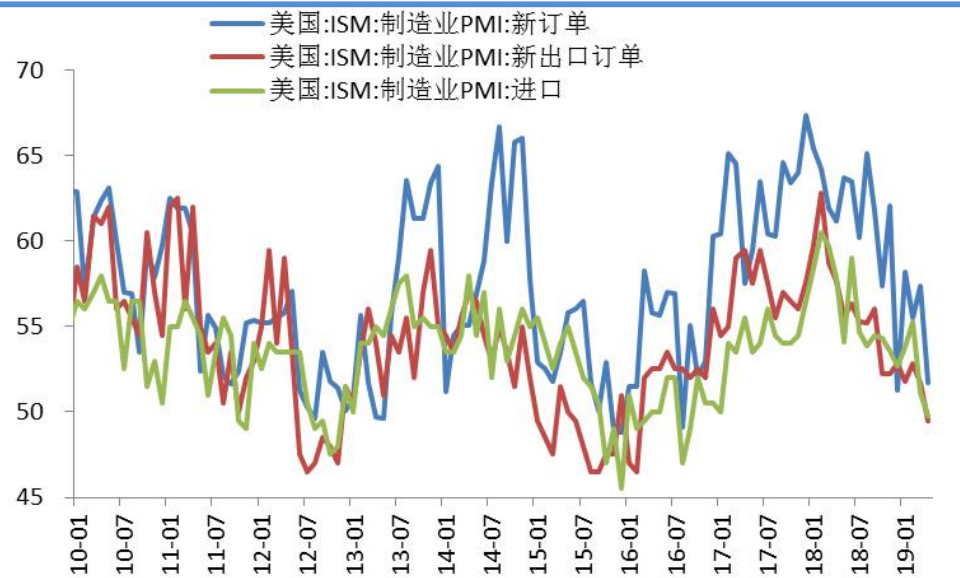
一、美国经济增速大概率放缓

1季度美国GDP不变价环比折年率超预期上行至3.2%，这与3月下旬美国长短端利率倒挂时市场对美国经济的悲观预期形成较大反差。美国经济走势对金融市场有很大影响，判断后期美国经济走势十分重要。我们的观点是，美国经济增速将面临放缓的压力。结合4月美国PMI数据，该研判的依据有以下三点：

1、从需求分项看，需求扩张速度有所放缓

4月制造业PMI新订单为51.7，虽然位于荣枯线之上，但是较前值大幅下行5.7个百分点，较去年同期大幅下行9.5个百分点。新出口订单为49.5，较前值下行2.2个百分点，较去年同期大幅下行8.2个百分点；进口指数为49.8，较前值下行1.3个百分点，较去年同期大幅下行8.0个百分点。4月新出口订单与进口指数双双下滑至荣枯线之下，主要受全球经济增速放缓，前期中美贸易战，以及目前美欧贸易争端的影响。1季度美国GDP增速超预期，很重要的一个拉动因素是净出口。随着中美贸易争端以及美欧贸易争端的升级，预计后期美国贸易将面临一定压力。

图 2：需求扩张速度有所放缓（%）

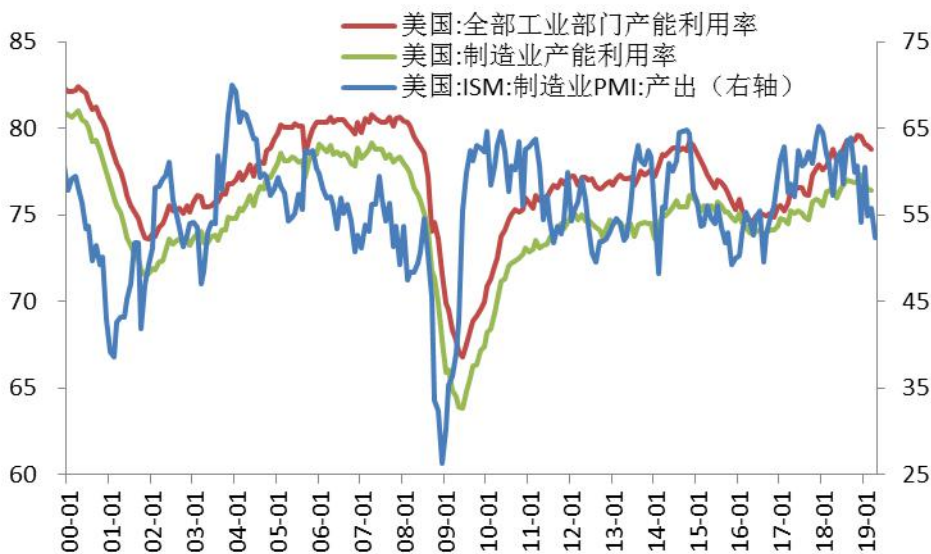


资料来源：wind，首创证券研发部

2、从生产分项看，生产扩张速度同样有所放缓

4月制造业产出为52.3，较前值下行3.5个百分点，较去年同期下行4.9个百分点。制造业PMI产出指数是产能利用率的领先指标。产出指数的高点是2017年12月的65.2，之后震荡下行，目前累计下行幅度为12.9。在产出指数下行的带动下，美国制造业产能利用率在2018年12月到达高点，美国全部工业部门产能利用率则在2018年11月到达高点。根据此前的经验，美国产能利用率面临压力，后期下行将是大概率事件。

图 3：生产扩张速度同样有所放缓（%；%）

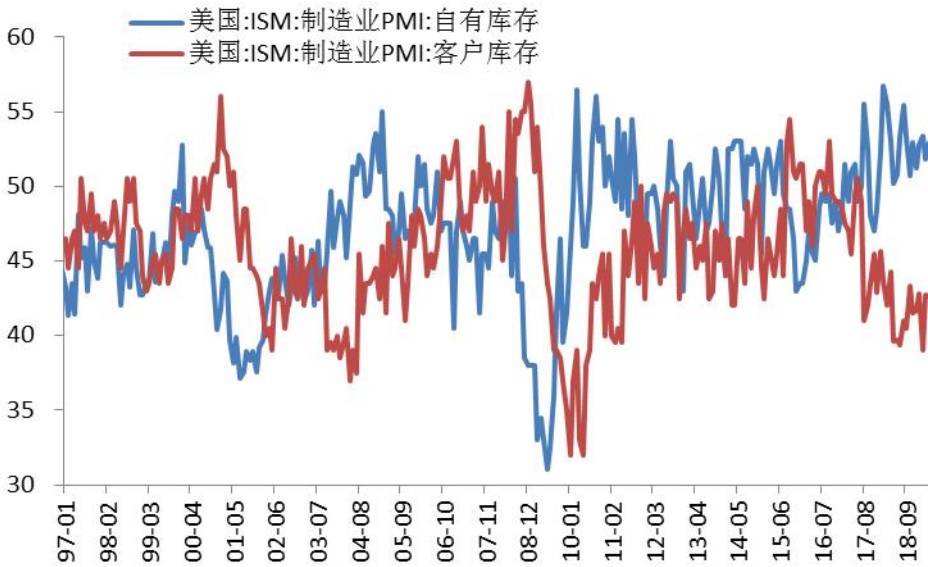


资料来源：wind，首创证券研发部

3、从库存分项看，自有库存加快扩张，而客户库存加速收缩

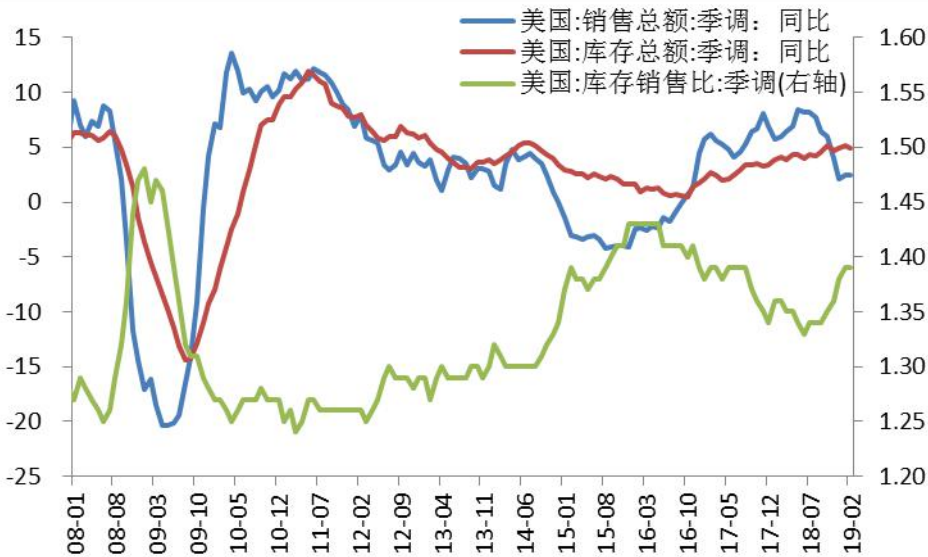
4月制造业PMI自有库存为52.9，较前值上行1.1个百分点，处于补库存阶段；客户库存为42.6，较前值下行0.1个百分点，处于去库存阶段。从美国的库存周期上看，目前销售总额增速下行，库存总额增速上行，而库销比上行，大概率处于被动补库存阶段。而从零售商库存周期来看，零售商销售额增速下行，零售商库存增速触顶下行，而库销比则处于阶段性顶部，因此零售商大概率处于主动去库存阶段。由于零售商库存周期领先于批发商与制造商库存周期，因此美国未来大概率处于被动补库存向主动去库存转换的阶段。美国1季度GDP增速超预期，除了净出口之外，另外一个很重要的原因是库存投资高增，如果后期美国进入主动去库存阶段，则库存投资高增将不可持续。

图 4：自有库存加快扩张，而客户库存加速收缩（%）



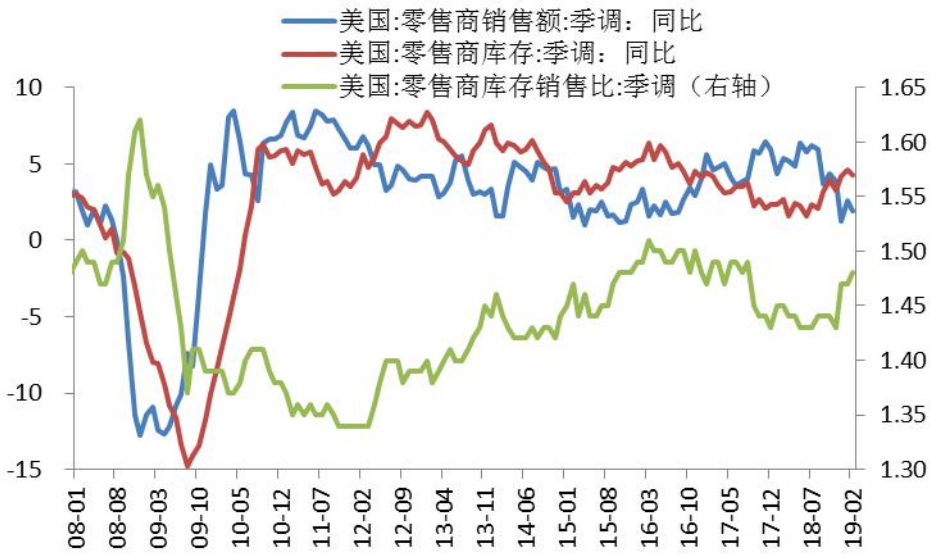
资料来源：wind，首创证券研发部

图 5：美国大概率处于被动补库存阶段（%；%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 6：零售商大概率处于主动去库存阶段（%；%）



资料来源：wind，首创证券研发部

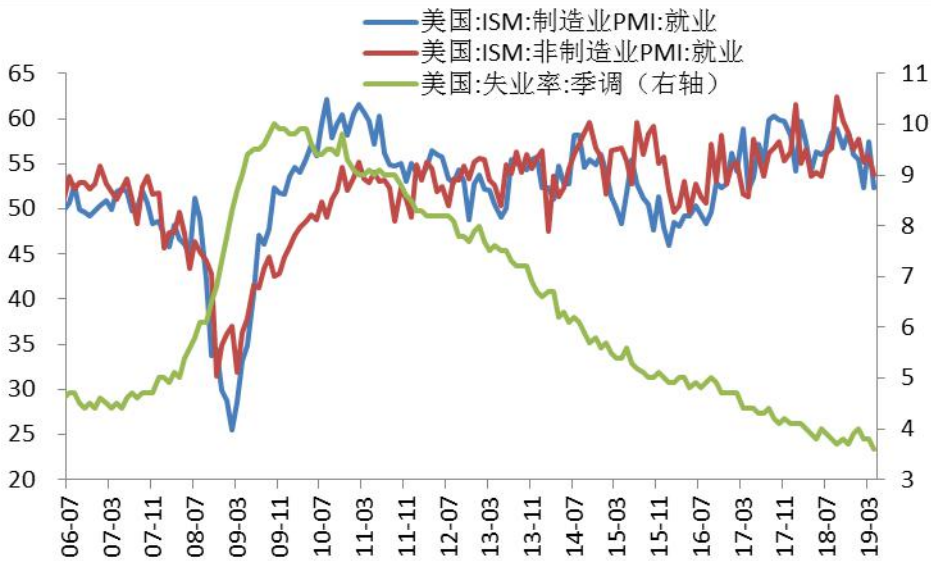
二、美联储降息概率下降，但加息空间也收窄

“促进就业水平最大化和价格稳定”是美联储的宗旨，失业率与通胀率是美联储货币政策的核心观测指标。从PMI数据中的就业指标以及物价指标，结合美联储议息会议声明与非农就业数据，预计短期内美联储大概率保持利率不变。

1、就业依旧处于扩张区间，压低降息概率

制造业PMI就业为52.4，较前值大幅下行5.1个百分点，较去年同期下行1.8个百分点。非制造业PMI就业为53.70，较前值下行2.2个百分点，较去年同期上行0.1个百分点。从总体上看，美国的就业依旧处于扩张区间。从非农就业数据看，4月失业率为3.6%，较前值下行0.2个百分点，创1970年1月以来新低，表明美国的劳动力市场依然强劲，经济具有较强韧性。因此，美联储降息概率下降。

图 7：美国的劳动力市场依然强劲（%；%）

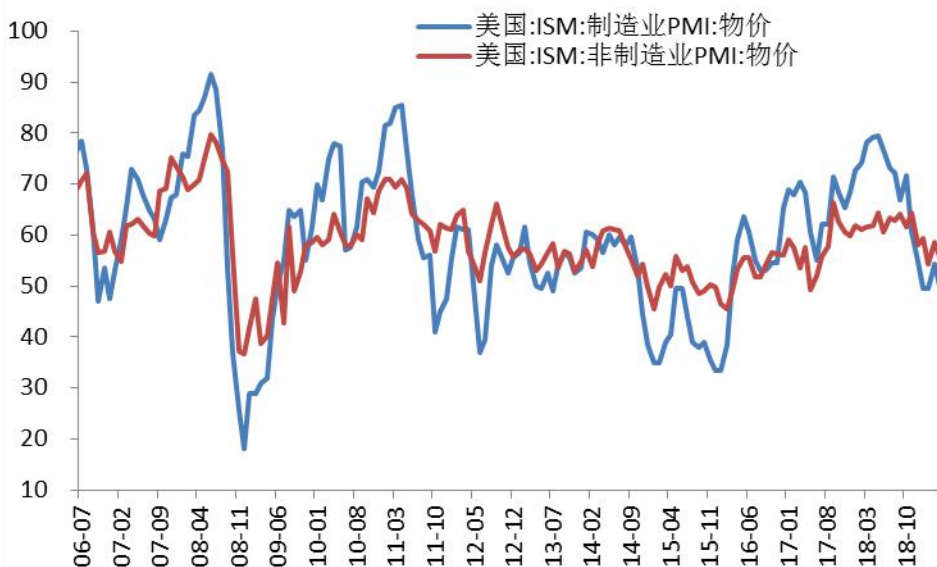


资料来源：wind，首创证券研发部

2、物价扩张速度放缓，压缩加息空间

制造业PMI物价指数为50.0，较前值下行4.3个百分点，较去年同期下行29.3个百分点。非制造业PMI物价指数为55.70，较前值下行3.0个百分点，较去年同期下行6.1个百分点。值得注意的是，4月制造业PMI的物价指数滑至荣枯线，表明后期通胀上行压力不大。此次美联储货币政策声明下调了对通胀走势的描述，称“整体与核心通胀已经下滑并保持在2%的目标下方”，而这一点，也是特朗普喊话要求美联储降息的主要理由。总体上看，通胀上行压力大为缓解，美联储加息空间受到很大程度挤压。

图 8：物价扩张速度放缓（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 9：短期内美国通胀压力不大（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现