

美国处于库存周期的什么位置？

报告摘要

● 主题评论：美国处于库存周期的什么位置？

- 从生产端的角度来看，美国近期公布的经济数据表现并不好。ISM PMI、Markit PMI与纽约联储制造业指数均出现了明显的不及预期。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，厂商为了保证收益，被动的缩减库存并减少规模，导致生产下滑的速度非常快。从历史数据看，从库存见顶到需求见底的主动去库存阶段，持续时间大致为8-12个月左右，因此这一轮企业的主动去库存，预计将持续到今年末。
- 一季度存货投资对GDP的贡献度非常高，但到了下半年，这种拉动作用会明显减弱。那么主动去库存是否一定会带来经济的下行？
- 从数据来看，库存与GDP之间的相关性非常高，二者基本是同涨同跌，但是也会存在一定的背离，典型例子是2017Q4-2018Q2，主要原因在于库存内部出现了结构性问题。当时美国国内消费十分旺盛，零售库存已经处于低位，已经进入“需求上升、库存下降”的被动去库存阶段末期，而制造业却相对表现滞后一些，仍然处于“需求下降，库存下降”的主动去库存阶段，因而整体上库存出现了明显下行。由于消费在GDP中的占比接近70%，所以GDP依然保持着向上的态势。
- 目前消费需求和制造业需求均没有明显的上升迹象，零售库存与制造业库存均属于主动去库存阶段。但这次不一样的地方在于房地产，从房屋空置率的数据看，房地产的库存已经处于非常低的位置，未来补库存的空间很大，加上美联储降息和抵押贷款利率的降低，需求端上行的可能性也非常高。尽管地产产业链在经济当中的占比没有消费高，但至少房地产可以对整体库存的下行起到一定的对冲作用，这使得下半年美国经济并不至于表现太差。

● 大类资产走势回顾：

- **汇率：美元指数上行至97.56。**主要原因在于周五公布的零售数据较好。受脱欧事件的影响，英镑与欧元继续贬值，上周分别下跌1.15%和1.10%；人民币升值0.2%。
- **商品：原油价格再度下跌。**上周布伦特原油和WTI原油价格再度出现下跌，主要原因在于IEA发布了偏悲观的月报观点，以及产油国政策会议可能会被推迟。黄金价格上涨0.05%，市场的避险情绪有所消退；铜价则向上反弹0.55%。
- **股债：全球股指出现反弹。**上周全球股指出现明显反弹，主要原因是降息预期的提升推高了市场估值。债券市场方面，上周10年期美债收益率维持在2.09%。截至6月14日，10年期美德利差上升3BP至2.35%，10年期美日利差上升1BP至2.212%。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：美国处于库存周期的什么位置？	3
二、海外重点事件追踪	5
1、美国通胀数据不及预期	5
2、英国保守党选举正式开始	5
3、印度对美国加征报复性关税	6
三、海外央行与市场观点追踪	6
四、大类资产走势回顾	8
1、汇率：美元指数上行至 97.56	8
2、商品：原油价格再度下跌	8
3、股债：全球股指继续反弹	9

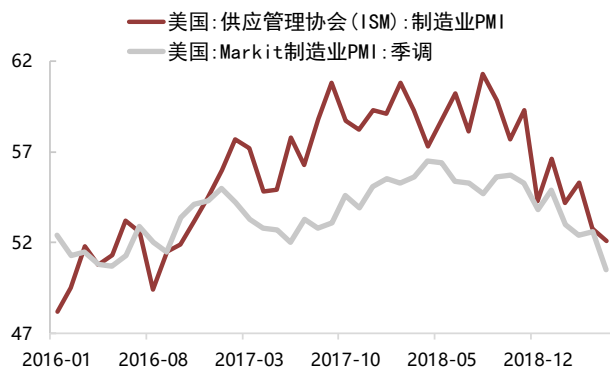
图表目录

图表 1：近期美国的 PMI 数据表现不佳	3
图表 2：纽约联储制造业指数跌至 2016 年以来新低	3
图表 3：下游的需求出现了明显下滑	3
图表 4：美国的库存仍然处于较高的位置	3
图表 5：主动去库存持续的时间大致为 8-12 个月	4
图表 6：一季度存货投资出现了明显上涨	4
图表 7：库存与 GDP 之间的相关性非常高	4
图表 8：零售库存与制造业库存出现了背离	4
图表 9：美国的房屋空置率处于很低的位置	5
图表 10：海外央行利率决议与官员表态追踪	6
图表 11：海外机构主要市场观点追踪	7
图表 12：上周美元指数上行至 97.56	8
图表 13：上周英镑与欧元继续贬值	8
图表 14：上周原油价格再度下跌	8
图表 15：上周黄金价格小幅上涨	8
图表 16：上周全球股指普遍反弹	9
图表 17：上周美德和美日利差稍走阔	9

一、主题评论：美国处于库存周期的什么位置？

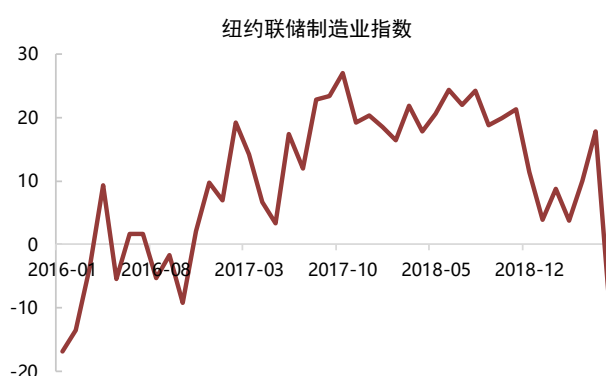
从生产端的角度来看，美国近期公布的经济数据表现并不好。5月份ISM PMI为52.1，创2016年10月份以来的新低，低于预期值53.0和前值52.8；Markit PMI为50.5，为2009年9月以来新低，不及预期的50.6，也大幅低于前值52.6（图表1）；6月份纽约联储制造业指数只有-8.6，跌至2016年以来新低，预期值为11，前值为17.8（图表2）。美国经济在生产端为何下滑如此迅速？

图表 1：近期美国的 PMI 数据表现不佳



资料来源：Wind，莫尼塔研究

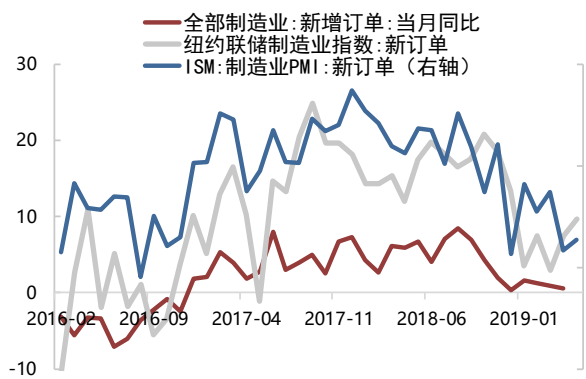
图表 2：纽约联储制造业指数跌至 2016 年以来新低



资料来源：Wind，莫尼塔研究

生产端的下滑可以从两个角度来考虑：一是下游的需求；二是企业的库存。从下游需求的角度看，观察美国商务部公布的制造业新增订单数据以及ISM PMI和纽约联储制造业指数的新订单分项数据，可以发现新订单均出现了比较明显的下滑，但是5月份的数据出现了一定的企稳迹象（图表3）；从企业库存的角度，观察商务部的零售商库存和制造业库存，可以发现目前的库存仍然处于较高的位置，但已经出现了一定的放缓迹象（图表4）。

图表 3：下游的需求出现了明显下滑



资料来源：Wind，莫尼塔研究

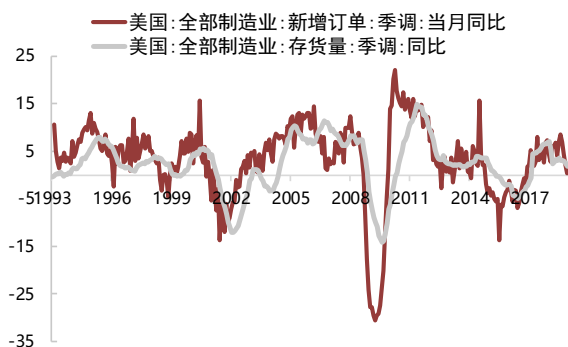
图表 4：美国的库存仍然处于较高的位置



资料来源：Wind，莫尼塔研究

从以上这两个角度来考虑，下游需求出现一定走弱叠加企业库存仍然偏高，说明生产端下滑的主要原因在于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，厂商为了保证收益，被动的缩减库存并减少规模，导致生产下滑的速度非常快。美国经济的三年库存周期表现的比较明显，从历史数据看，从库存见顶到需求见底的主动去库存阶段，持续时间大致为8-12个月左右，因此这一轮企业的主动去库存，预计将持续到今年末（图表5）。

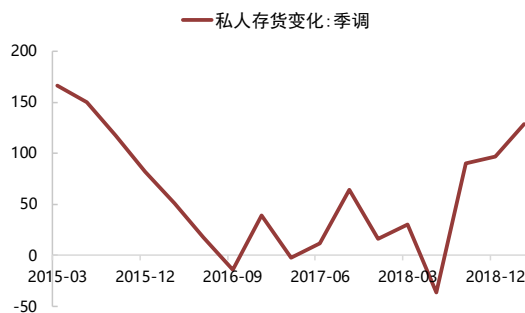
图表 5：主动去库存持续的时间大致为 8-12 个月



资料来源：Wind，莫尼塔研究

一季度美国实际GDP环比增长3.2%，远超预期值和前值，其中存货投资有了明显的改善，环比增长32.64%，对经济的拉动非常明显（图表6）。从目前的月度数据看，4月与5月的库存依然在比较高的位置，这说明存货投资对经济的拉动作用仍然会存在，但是到下半年，这种拉动作用会明显减弱。那么主动去库存是否一定会带来经济的下跌？

图表 6：一季度存货投资出现了明显上涨



资料来源：Wind，莫尼塔研究

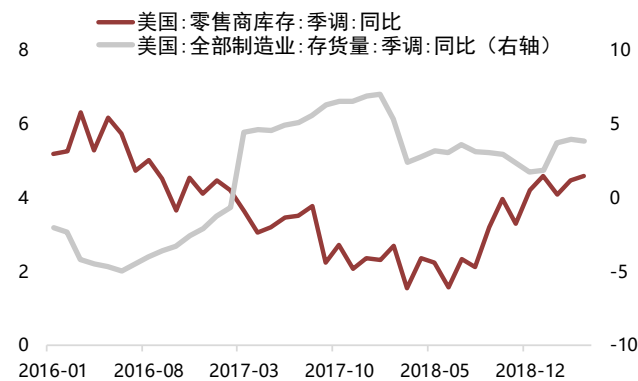
从数据来看，库存与GDP之间的相关性非常高，二者基本是同涨同跌的走势，但是也会存在一定的背离，典型例子是2017Q4-2018Q2，主要原因在于库存内部出现了结构性问题（图表7）。当时美国国内消费十分旺盛，零售库存已经处于低位，已经进入“需求上升、库存下降”的被动去库存阶段末期，而制造业表现滞后一些，仍然处于“需求下降，库存下降”的主动去库存阶段，因而整体上库存出现了明显下行。由于消费在GDP中的占比接近70%，所以GDP依然保持着向上的态势（图表8）。

图表 7：库存与 GDP 之间的相关性非常高



资料来源：Wind，莫尼塔研究

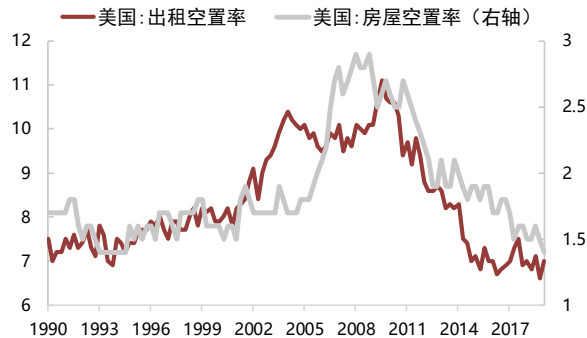
图表 8：零售库存与制造业库存出现了背离



资料来源：Wind，莫尼塔研究

目前而言，消费需求和制造业需求均没有明显上升迹象，零售库存与制造业库存均属于主动去库存阶段。但这次不一样的地方在于房地产，从房屋空置率的数据看，房地产的库存已经处于非常低的位置，未来补库存的空间很大（图表9）。再加上美联储降息和抵押贷款利率的降低，需求端上行的可能性也非常高。尽管地产产业链在经济当中的占比没有消费高，但至少房地产可以对整体库存的下行起到一定的对冲作用，这使得下半年美国经济并不至于表现太差。

图表 9：美国的房屋空置率处于很低的位置



资料来源：Wind，莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、美国通胀数据不及预期

12日晚间美国劳工部公布5月通胀数据，数据显示，美国5月CPI同比1.8%，预期1.9%，前值2.0%，环比0.1%，为1月以来最小增幅；核心CPI同比2.0%，预期2.1%，前值2.1%，环比0.1%。稍早一日公布的PPI数据同比上涨1.9%，大幅低于前值2.3%；核心PPI上涨1.6%，也低于前值1.8%。通胀数据不及预期的主要原因在于能源、二手车和医疗保健产品价格的迅速下降。

从金融市场的表现看，金融市场的反应比较平淡，10年期美债下跌0.5BP，标普500下跌0.20%。此前市场对不及预期的数据反应均是正向的，数据发布后降息预期提高带动股市上涨，本次市场反应平淡的原因主要在于原油库存数据，昨日公布的上周EIA原油库存增加220.6万桶，预期减少48.1万桶，同时EIA将2019年全球原油需求增长预测下调至16万桶，受此影响，布伦特原油与WTI原油均跌4%，抵消了降息预期提高对市场的利好。

2、英国保守党选举正式开始

6月10日，英国国家统计局发布的报告显示，英国4月份GDP同比增长1.3%，环比萎缩0.4%，为2016年3月以来的最大月度跌幅。4月制造业下滑3.9%，为2002年6月以来最大降幅，经济整体连续第二个月萎缩。汽车产量剧烈下滑，幅度达到近四分之一。脱欧和新任首相的不确定性和影响了企业的生产活动。

6月10日，英国保守党选举角逐正式开始，共有11名候选人参与选举，淘汰赛将一直持续到6月22日直至只剩下两名首选人。届时英国保守党预计将有一个月的时间决定将哪位候选人选定为新任的领导人，预计7月23日公布最终的结果，而英国正式离开欧盟的日期是10月31日。目前呼声最高的下任首相是鲍里斯·约翰逊，他的观点包括：（1）不管有没有协议，英国应在10月31日一定要脱欧，最好的协议，就是准备好无协议脱欧；（2）反对就脱欧进行第二次公投；（3）北爱尔兰地区与爱尔兰之

间的边境问题应该作为长期协议的一部分来解决，需要删除此前脱欧协议中的“备份安排”；（4）在欧盟承诺协商对英国更有利的脱欧协议之前，他将扣下应支付给欧盟的390亿英镑“分手费”。

3、印度对美国加征报复性关税

今年5月31日，美国总统特朗普宣布，美国将于6月5日正式取消给予印度的普惠制待遇，因为美国认为印度未能确保向美国提供公平、合理的市场准入。受此影响，价值约56亿美元的2900余种印度输美商品无法再享受美方此前提供的关税减免优惠。印度政府则宣布从16号起对二十余种美国产品征收高额关税，加征后的税率最高达120%。这二十余种商品包括对美进口的核桃鹰嘴豆、小扁豆、硼酸、诊断试剂等，其中核桃类商品的关税增加幅度最大，从30%上涨到了120%，鹰嘴豆的关税从30%上涨到了70%。

美国对印度加征关税有三个目的：一个是想让印度打开市场，断绝印度和俄罗斯的军事交易以及和伊朗的石油交易；二是形成真正的“印太战略”；三是破坏发展中国家间合作。此次印度对美国加征报复性关税，将为印度带来约2.17亿美元的关税收入，这个规模相较于中美之间的关税而言并不高，因此预计市场的反应不会特别大。

三、海外央行与市场观点追踪

图表 10：海外央行利率决议与官员表态追踪

美联储主要官员表态追踪			
日期	官员	有无投票权	具体内容
			本周为美联储官员静默期，因此没有官员进行表态。
欧央行主要官员表态追踪			
日期	官员		具体内容
6月17日	欧洲央行执行委员会成员 Benoit Coeure		大多数经济担忧与制造业有关，而且可能是暂时的，但金融市场发出的信号“相当令人担忧”。如果有必要，欧洲央行将采取行动支持经济，甚至可能在几个月内就面临这样的决定。
日央行主要官员表态追踪			
日期	官员		具体内容
			本周无日央行主要官员表态。
其他央行追踪			
日期	国家		具体内容
6月13日	瑞士央行		瑞士央行公布了利率决议，维持存款利率在-0.75%不变，并表示坚持实施宽松的货币政策，承诺在形势日益恶化的背景下遏制货币走强。瑞士央行预计今年的通胀率平均为0.6%，2020年为0.7%，2021年为1.1%。瑞士央行将物价稳定定义为通胀率低于2%。
6月14日	俄罗斯央行		俄罗斯央行降息25个基点至7.50%，为去年3月以来首次降息，符合市场预期。俄罗斯央行表示，可能在下次会议内降息，预计2019年经济增速1%-1.5%，此前预测为1.2%-1.7%，上半年经济增速低于预期。俄罗斯央行预计2019年原油均价在65美元/桶，此前预测60美元/桶。预计2019年经常帐盈余980亿卢布，此前预期880亿卢布。
6月18日	加拿大央行副行长 Lawrence Schembri		强调该国灵活汇率制度的好处，表示该制度可以缓和冲击，并允许政策制定者实施独立的货币政策。

资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 11：海外机构主要市场观点追踪

海外机构市场主要观点追踪		
日期	机构	主要观点
6月13日	BIS Oxford Economics宏观经济主管Sarah Hunter	劳动力市场的数据将使澳洲联储确信有必要实行宽松政策，从而刺激内需和外需，创造更多就业岗位以实现充分就业。
6月13日	摩根大通资产管理公司全球市场策略师Kerry Craig	澳洲的就业增长几乎全是由兼职就业带动的，这不是澳洲联储期望看到的可持续就业增长。此外，工作时间的缩短也不利于消费增长。
6月13日	牛津经济咨询社首席美国经济学家格雷戈里·达科	美联储将继续维持目前利率水平至9月份，届时美联储将降息，幅度为0.25个百分点。对全球制造业和美国房地产市场的担忧，以及贸易紧张局势的溢出效应，是美联储今年秋季降息的主要原因。
6月14日	"新债王"Jeffrey Gundlach	收益率曲线和纽约联储衰退概率模型都显示衰退的可能性在上升。美国经济未来6个月内陷入衰退的可能性已升至40-45%，未来一年内陷入衰退的可能性高达65%。
6月14日	法国巴黎银行	预计美联储将在今年7月和9月两次下调主要借贷利率，因贸易紧张局势和国内通胀持续低迷给经济增长带来的风险与日俱增。
6月14日	Vanguard首席经济学家Joseph Davis	目前认为未来12到18个月内美国经济陷入衰退的可能性已从原来的30%升至40%，而美联储最早将会在下周会议上进行一次“保险式”的降息。
6月14日	澳大利亚国民银行	澳大利亚央行2019年末料将降息一次，时间可能是11月。
6月15日	野村	预计美联储主席鲍威尔将进一步说明其对经济前景不确定性的看法。特别是他可能会强调美联储已做好应对经济前景恶化的准备，以维持经济增长。
6月16日	Evercore ISI董事长埃德·海曼	预计美联储将在7月下调利率，之后还会进一步降息，因收益率曲线反转令人们“相当不安”。
6月16日	Leuthold高级分析师兼投资组合经理Chun Wang	收益率曲线与标普500指数未来12个月的回报率之间存在正相关关系。不管经济衰退与否，收益率曲线趋平通常预示着未来美股表现不佳。目前收益率曲线的趋势可能会限制未来12个月美股的上涨。无论收益率是涨是跌，银行股都明显落后于整体市场，而且它们的走势几乎与趋平的收益率曲线同步。
6月16日	Stifel首席经济学家Lindsey Piegza	美联储将会看数据，看他们的模型。对他们来说，市场怎么想并不重要。
6月16日	Grant Thornton首席经济学家戴安·斯旺克	美联储应该在下周采取行动，而不是等到7月份。她说，在本月早些时候参加了芝加哥联邦储备银行的一次会议后，她开始相信美联储官员已经准备好继续降息。美联储主席鲍威尔和其他美联储官员明确表示，如果有必要，美联储将采取行动帮助经济。
6月16日	特朗普	如不能连任 美国股市将现前所未有的崩盘。
6月16日	北欧联合银行	美联储降息将来临 第一次降息或为7月。
6月16日	美联储前副主席斯坦利·费舍尔	如果特朗普再次当选，他不会提名鲍威尔连任美联储主席，而这将削弱美联储的自主权。
6月17日	美国银行美国利率策略主管Bruno Biais	根据过去宽松周期的模式，美国未来一年半可能会加入其他发达国家行列，将利率降至零附近，而美国国债将是为数不多的对投资者“还有一些价值”的避险资产。
6月17日	高盛经济学家	目前不确定性并非商业投资的主要拖累因素。相反，他们指出影响商业投资的是其他一些经济指标，而这些指标现在都还好。
6月17日	渣打策略师Steve Englander	美元兑G-10货币可能会有一段日子不好过。在短期美国国债大涨推动收益率曲线趋陡的时期——例如现在，美元兑其他发达国家货币趋于疲软。
6月17日	加拿大皇家银行首席外汇策略师Adam Cole	美元兑日元年终目标从120下调至115，反映美联储政策风险平衡的转变，但继续预计年底水平将高于目前水平，因对冲比率继续下降。
6月17日	高盛首席经济学家Jan Hatzius	本周四美联储将采取“不变”的政策，并认为6月份降息的概率仅为10%。本周市场面临的最大风险是美联储不仅不会降息，而且也不会发出将在7月份降息的信号，这将令一众认定美联储会降息的投资者感到失望。
6月17日	野村分析师乔丹·罗切斯特	与英国脱欧相比，英国央行此前对英镑的影响力较小。如果他们开始向夏季加息靠拢，考虑到目前英镑仓位依然偏空，届时可能会有1%左右的变动。
6月17日	瑞士联合私人银行全球外汇策略主管Peter Kinsella	约翰逊胜出的影响基本上已被市场消化，但欧盟可能对他的态度却仍未确定。我们预计英镑将走低，到7月底英镑的前景将变得可怕。
6月17日	道富环球投资首席投资策略师Michael Arone	每一次感受到当下周期可能结束的威胁，美联储的政策制定者们都会采取行动，试图安抚局面。这样的规律已经持续了相当长时间。他担心，如果美联储再次以降息来满足华尔街的要求，那么低利率支撑高股价的周期就会继续下去，而这只会让未来某一天迟早到来的熊市变得更加严酷。他还认为，当下利率如此之低，意味着未来经济若是遇到真正的危机，美联储提振经济的运作空间将极为有限。
6月17日	福克斯新闻民调	认为关税会伤害美国经济的受访者(45%)比认为会“帮助美国经济”的人(33%)多。此外，近8成受访者担心关税会导致物价变贵，家庭因此受影响。
6月17日	美银美林分析师Francisco Blanch	由于宏观经济形势走软导致石油需求下降，将下半年布伦特原油和WTI原油价格预测分别下调至63美元/桶和56美元/桶。

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_11900

