

中国打喷嚏，美国也感冒？

—— 美国经济走势跟踪

宏观深度

- ◆ 2018年底美股和美国宏观经济指标快速调整，既有内部原因，也有外部影响。后者往往容易被投资者忽视，以至于对美国宏观经济现状产生偏见。传统的说法是“美国打喷嚏，全球就感冒”，但随着其他经济体的重要性上升，这个情形似乎发生了变化。
- ◆ 中国对美国的影响在上升。2017年底中国信贷脉冲领先于欧美PMI见顶，中国总需求也率先回落。与此同时特朗普挑起中美贸易争端，反而害了美国自己。中美贸易冲突升级后，美国对中国出口大幅下跌，拖累美国总出口。从全球视角看，中国的经济地位今非昔比，中美两国在全球产业链中的重要性较20年前大幅上升，这也使得两国贸易摩擦引发市场对全球经济前景的担忧。
- ◆ 欧洲经济走弱连累美国。欧盟是美国第二大商品出口、第一大服务出口市场，欧洲也是美国跨国企业对外投资的最主要目的地。数据表明，美国公司在海外的产出大都销往本地，标普500成分公司有40%的盈利来自包括欧洲在内的海外市场。2018年美国企业海外利润增长先于国内利润下滑，表明外部经济走弱对美国企业影响显著。
- ◆ 从产业角度看，油价下跌、全球汽车产业不景气亦有拖累。页岩油技术的发展令美国石油出口大增，美国也将在不远的未来成为原油净出口国。去年底油价大幅下跌不仅抑制采掘业投资，还导致信用利差走阔，增加金融风险。与此同时，中国汽车补贴政策调整，欧洲执行排放新规打击全球汽车产业链，也影响美国的汽车业。
- ◆ 全球经济走弱降低美国通胀压力。过去三十年，美国进口占GDP比例从10%上升到18%，美国CPI通胀与进口商品价格的相关性从次贷危机前的0.6上升至危机后的0.9。这意味着，全球经济下行降低美国输入性通胀压力，如果美元升值，还会进一步压制美国通胀。而通胀低迷也是正当前美联储的一块“心病”。
- ◆ 从历史经验看，外围经济确实会影响美国货币政策走势，但当前转向宽松的必要性还不大。制造业PMI和金融条件指数是两个可观测的指标，目前表现尚可。另外贸易保护仍是全球最大风险点。以上分析表明，美国自己也很难在贸易争端中独善其身。对欧元区和基本面脆弱的新兴市场而言，贸易环境变坏带来的挑战也不容忽视。

分析师

张文朗 (执业证书编号: S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsec.com

联系人

刘政宁
021-52523806
liuzn@ebsec.com

外围影响不容忽视

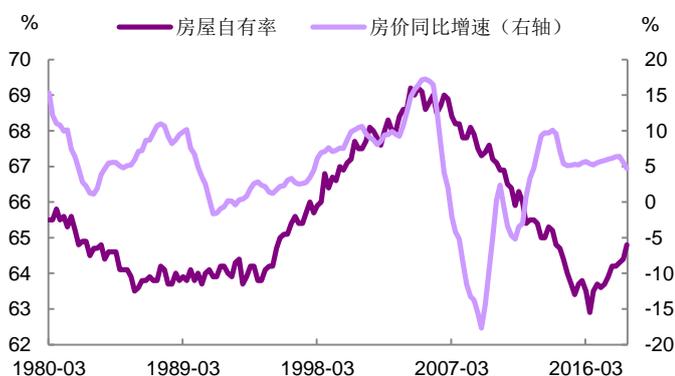
2018 年四季度美股大幅调整，部分美国宏观经济指标走弱，一度引发市场对美国经济陷入衰退的担忧。然而 2019 年一季度美股强势反弹并创新高，GDP 增速亦大超预期，市场的担忧减弱。美国经济为何于 2018 年末放缓，又将如何看待美国未来经济走势？

美联储“紧货币”波及对利率敏感的房地产市场。2018 年美联储先后加息四次，导致房贷利率上升，房屋销售和开工走弱。但我们也注意到，次贷危机后美国金融监管加强，房地产市场的系统性风险大幅减弱，近几年随着房屋自有率提升，家庭部门房产净值仍在扩张，没有出现房地产疲弱导致家庭部门资产缩水的情况（图 1-2）。

“紧货币”对消费者的影响或有限。美国是一个消费主导的经济体，如果导致经济走弱的因素来自家庭部门，一般会先体现在消费者信心上。而在美股大幅调整前，消费者的现状和预期指标都比较稳定（图 3）。另外私人非金融部门的杠杆率低于历史均值，表明本轮复苏过程中私人部门没有像次贷危机前那样过度举债（图 4）。

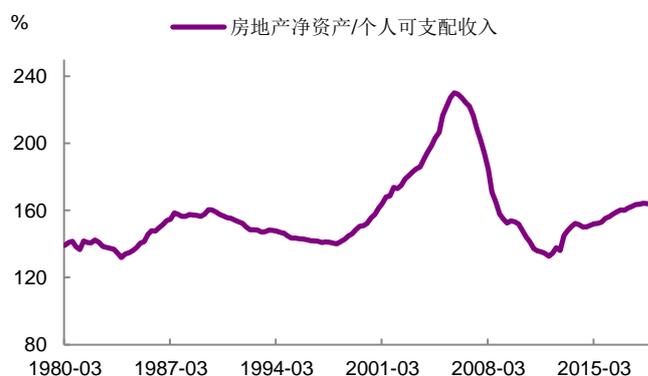
这说明，本轮美国经济调整除内部因素之外，还有外部影响。传统的说法是“美国打喷嚏，全球就感冒”，但随着其他经济体的重要性上升，这个情形似乎发生了变化。

图 1：房价增速放缓，但房屋自有率离高点尚远



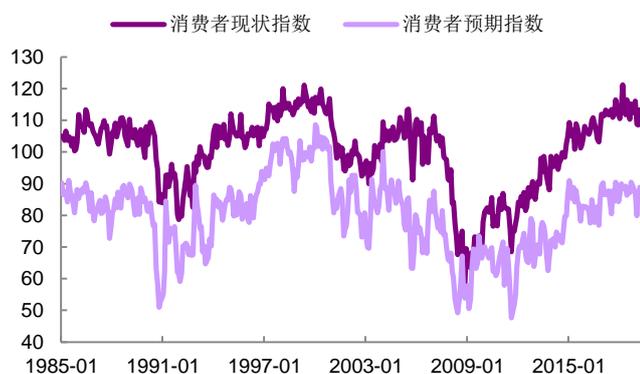
资料来源：Wind，时间截止 2019 年 3 月

图 2：家庭部门房产净资产也在增加



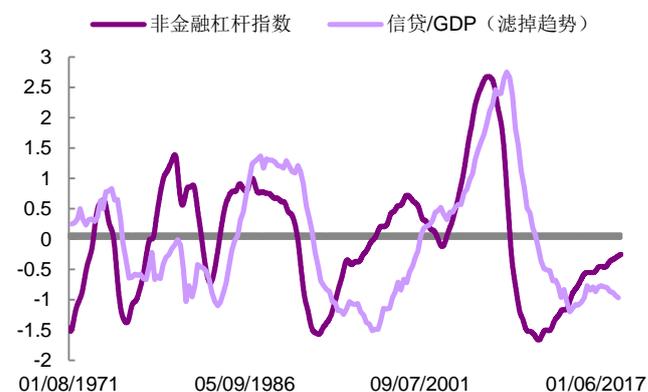
资料来源：Fed，时间截止 2019 年一季度

图 3：美国消费者现状和预期保持稳定



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 3 月

图 4：美国非金融杠杆指标低于历史均值

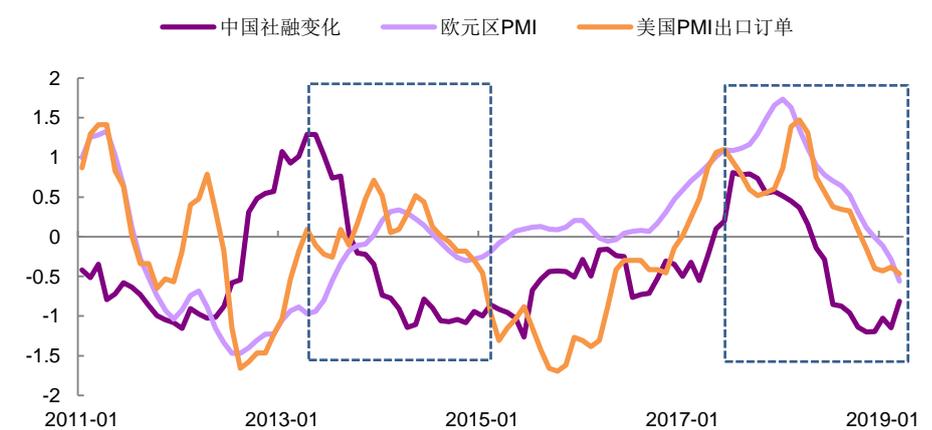


资料来源：Fed，0 代表历史均值，时间截止 2019 年一季度

中国的影响上升

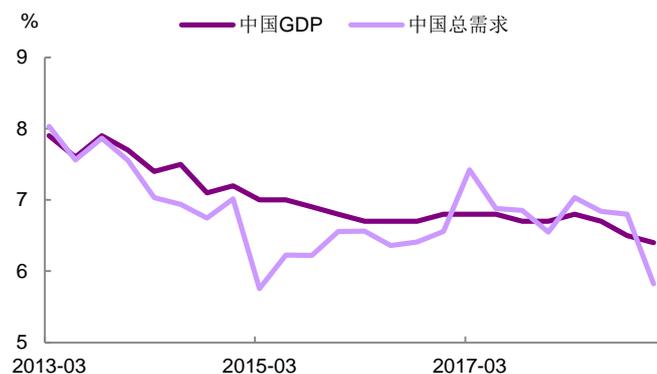
从时间维度看，2017 年底中国社融变化领先欧美 PMI 见顶，中国总需求也率先回落。中国社融增量的变化率也可称为信贷脉冲，其于 2017 年 10 月开始下滑，随后欧元区制造业 PMI、美国制造业出口订单也开始回落（图 5）。进一步看，中国总需求增速在 2017 年上半年冲高后回落，2018 年晚些时候低于供给增速，表明那段时期中国经济处于供过于求的状态。而同一时期美国总需求增速持续高于 GDP，表明需求其实并不算弱（图 6-7）。

图 5：中国“紧信用”领先于欧美制造业 PMI 下滑



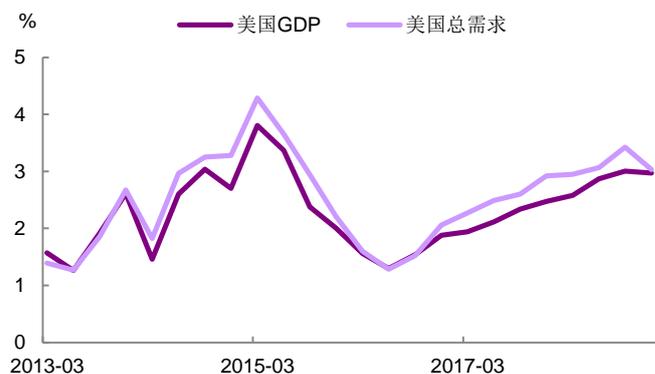
资料来源：Wind，光大证券研究所计算。指标均做标准化处理，“0”代表历史均值。时间截止 2019 年一季度

图 6：中国实际 GDP 与总需求增速



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间截止 2019 年一季度

图 7：美国实际 GDP 与总需求增速



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间截止 2019 年一季度

与此同时，特朗普挑起中美贸易争端，反而害了美国自己。中美贸易冲突升级后，美国对中国出口大幅下滑。2018 年 6 月后美国对中国出口增速大幅下滑至 -20%，甚至比 2008 年次贷危机时更低（图 8）。分产品看，8 月后美国对中国的大豆出口数量几乎清零，当然这里有季节性因素，每年二、三季度进口数量较少，四季度会反弹，但 2018 年四季度没有反弹，说明已经超出了季节性因素（图 9）。在正常情况下，大约有 60% 的美国大豆出口

到中国，飞机、汽车等产品的进口占比也不低（图 10）。我们对美国出口增速进行拆分，发现对中国的出口确实拖累了 2018 年美国总出口（图 11）。

图 8：美国对华出口大幅下跌，与基本面不符



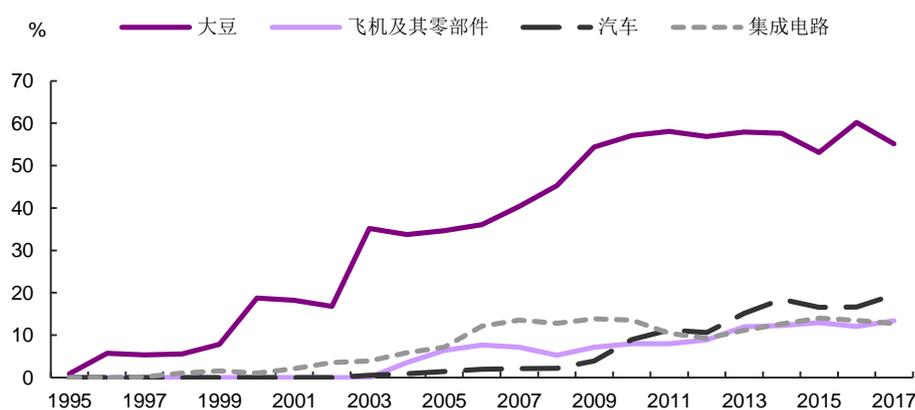
资料来源：Wind，出口增速为 3 月移动平均，且经价格调整，时间截止 2019 年一季度

图 9：中国从美国进口的大豆数量几乎清零



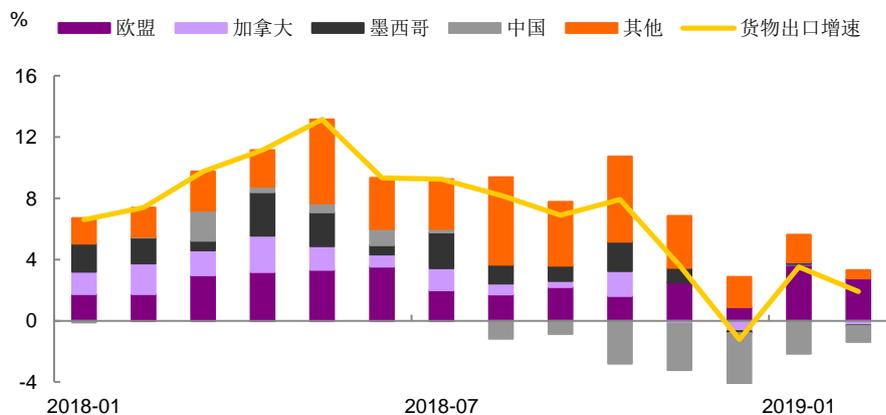
资料来源：海关总署，时间截止 2019 年一季度

图 10：正常情况下，美国近 60%的大豆出口到中国



资料来源：Fed，时间截止 2017 年

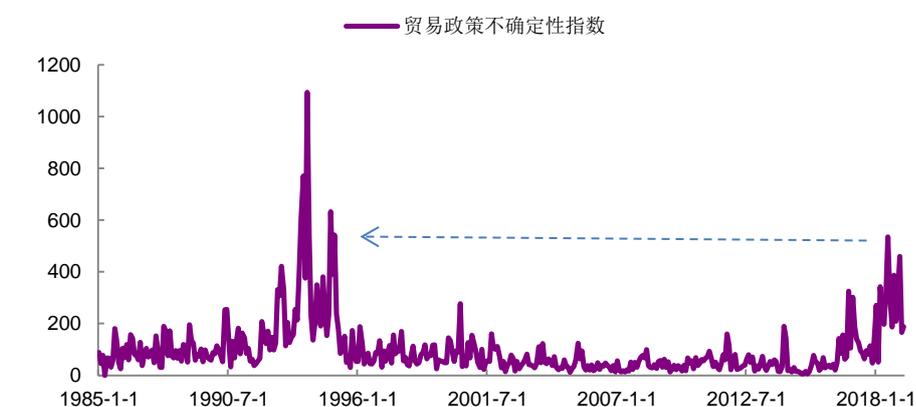
图 11：2018 年下半年，对中国出口成为美国出口增速的主要拖累



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间截止 2019 年 2 月

中美贸易纷争也引发市场对全球经济前景的担忧，冲击资本市场。2018年美国贸易政策不确定性大幅提升，反映该不确定性的指数攀升至1995年美国加入《北美自由贸易协定》以来的最高水平（图12），尤其是在2018年三季度中美贸易冲突升级后，美国投资者信心下滑，说明贸易政策不确定性的上升对企业投资带来负面影响。

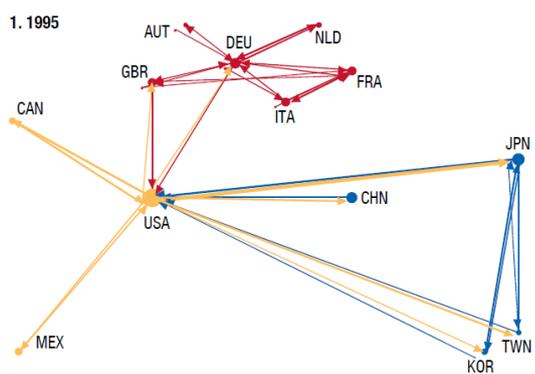
图12：2018年美国贸易政策不确定性显著提升



资料来源：Measuring Economic Policy Uncertainty, Baker. et al. (2016)，时间截止2019年2月

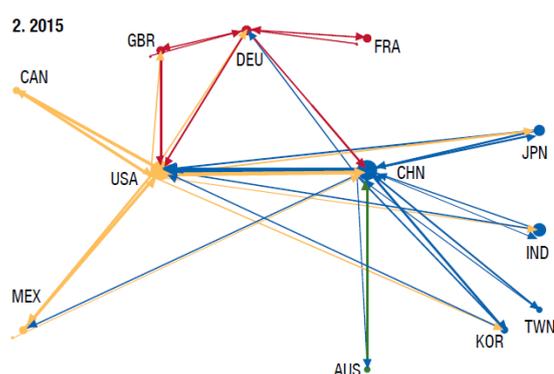
IMF的研究显示，1995年全球体量最大的双边贸易发生在美国与日本、欧洲之间。到了2015年，这一位置已被中美贸易取代，中国和美国已成为全球产业链的绝对核心¹（图13-14）。中美两国贸易关系如果恶化，必将对全球价值链和主要贸易国带来较大冲击，正所谓“大象打架，小草遭殃”，资本市场的担忧不无道理。

图13：1995年全球双边贸易流示意图



资料来源：《2019年全球经济展望》，IMF

图14：2015年全球双边贸易流示意图



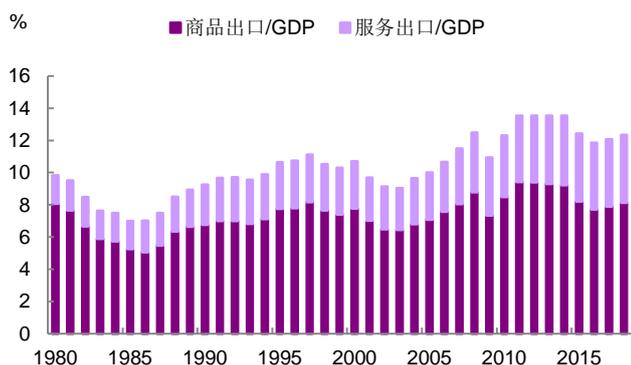
资料来源：《2019年全球经济展望》，IMF

¹不同颜色代表不同区域，红色代表欧洲，黄色代表北美，蓝色代表亚洲。

欧洲走弱波及美国

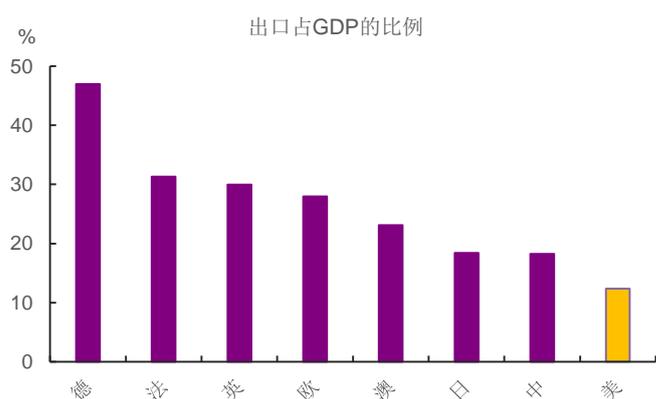
欧洲国家是美国最主要的出口市场。过去三十年美国出口占 GDP 比例从 10% 小幅上升至 12%，但仍属于偏“封闭”的国家（图 15-16）。从出口目的地来看，商品方面，2009-18 年加拿大（占比 19%）、欧盟（18%）、墨西哥（14%）占比最高，中国排名第四，占比在 7.5% 左右（图 17）。服务出口方面，欧盟占比最高，约为 31%，加拿大和中国分居第二、三位，占比分别为 8%、6%（图 18）。

图 15：美国出口占 GDP 比例小幅上升



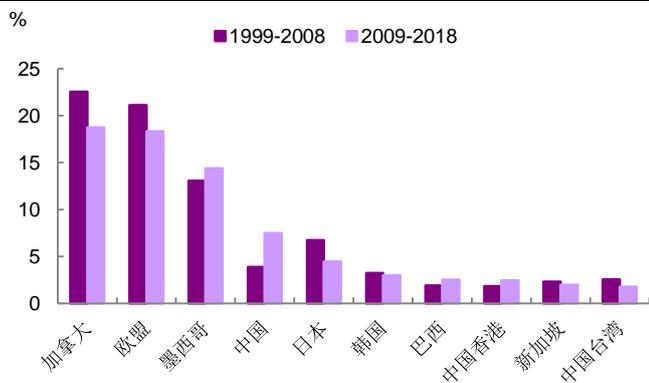
资料来源：Wind，时间截止 2018 年

图 16：但美国仍属于相对“封闭”的国家



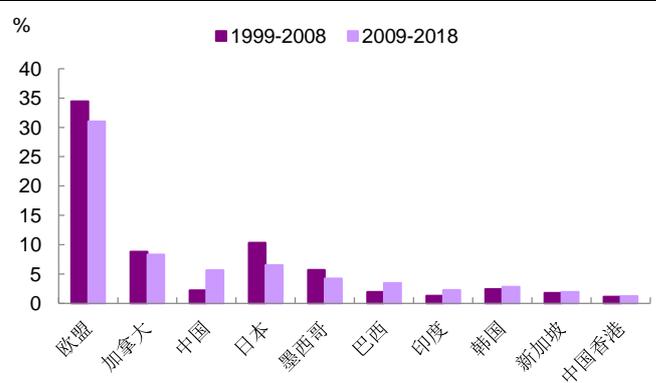
资料来源：世界银行，时间为 2017-2018 年

图 17：欧盟是美国第二大商品出口目的地



资料来源：BEA，图为对各经济体的商品出口占总商品出口比例

图 18：欧盟是美国第一大服务出口目的地

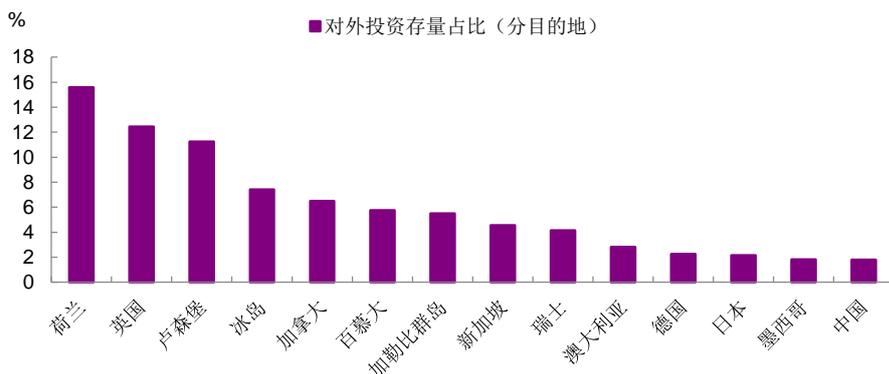


资料来源：BEA，图为对各经济体的服务出口占总服务出口比例

欧洲也是美国最主要的对外投资目的地。美国是全球最大的对外投资国，截至 2016 年美国对外投资存量资产接近 7 万亿美元，占全球对外总投资存量比例接近 30%。

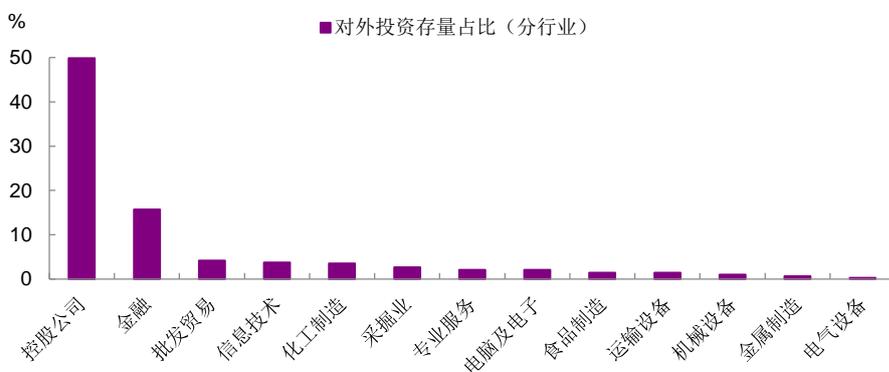
从投资目的地来看，荷兰（15.6%）、英国（12.4%）、卢森堡（11.3%）、冰岛（7.4%）排名靠前，而这其中不乏能为跨国公司提供较低税率的“避税天堂”（图 19）。分行业看，近一半的投资来自控股公司，金融（15.7%）、贸易（4.2%）、信息技术（3.8%）分列其后（图 20）。

图 19：欧洲是美国对外投资的主要目的地，其中多国为“避税天堂”



资料来源：BEA，数据时间为 2016 年

图 20：近一半对外投资来自于控股公司，行业中金融占比最高



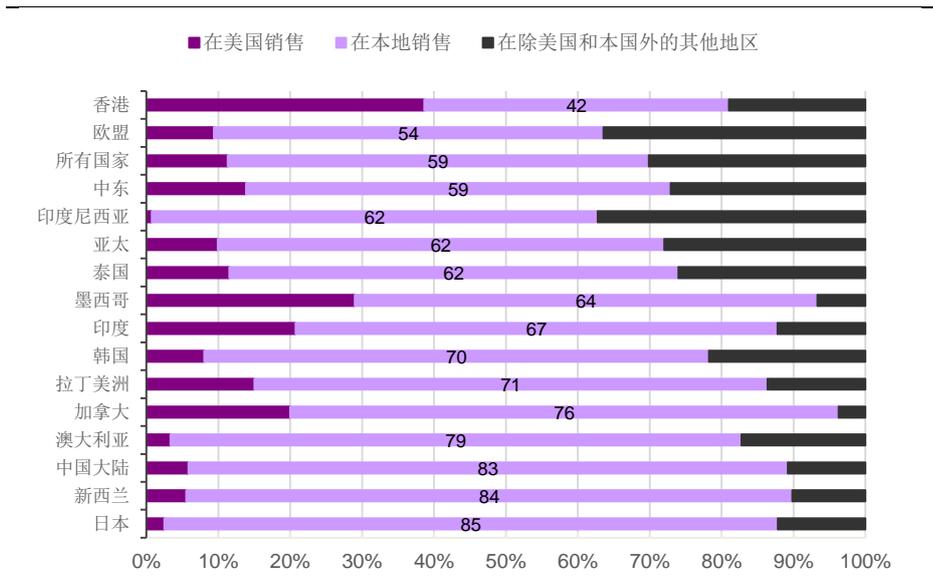
资料来源：BEA，数据时间为 2016 年

由于美国公司在海外的产出大部分销往本地，海外市场已成为美国公司利润的重要来源。2016 年美国公司在中国的分支机构 83% 的销售额来自中国市场，在欧盟国家的分支机构也有 54% 的销售来自本地市场（图 21）。

标普 500 指数成分公司 40% 的盈利来自海外。2017 年海外销售占比较高的有信息科技、能源、原材料等行业（图 22）。其中，科技行业最大的几家“巨头”都有大量海外业务，英特尔（Intel）、IBM、苹果、Alphabet（谷歌母公司）、微软的海外营收占比都在 50% 以上（图 23）。

2018 年美国企业海外利润先于国内利润下滑，表明包括欧洲在内的全球经济疲软对美国企业影响显著。海外利润同比增速在 2018 年二季度达到 15%，但三季度开始恶化，到四季度已下降至 0.5%。相比之下国内利润增速在前三个季度上升，到四季度才有所回落（图 24）。

图 21：2016 年美国跨国公司外国分支的销售目的地



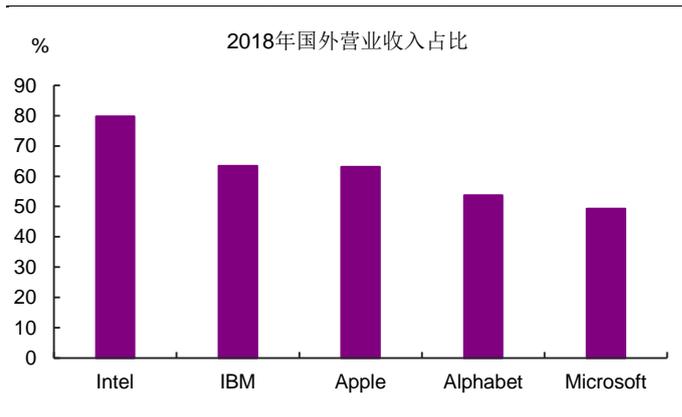
资料来源：BEA

图 5：信息技术、能源行业对海外销售依赖度更高



资料来源：标普，时间为 2017 年

图 6：海外营收占比最高的前五大科技公司



资料来源：Bloomberg

图 24：美国企业海外利润增速先于国内利润下滑



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_12754



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn