



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

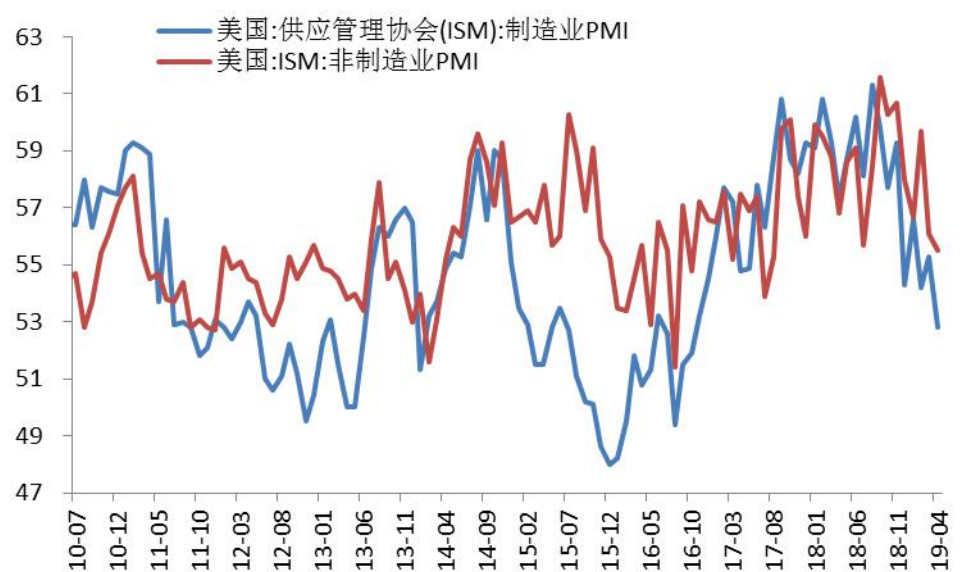
图 1：4 月美国 PMI 主要指标延续前期回落势头，但是依旧处于扩张区间（%）	4
图 2：需求扩张速度有所放缓（%）	5
图 3：生产扩张速度同样有所放缓（%；%）	6
图 4：自有库存加快扩张，而客户库存加速收缩（%）	7
图 5：美国大概率处于被动补库存阶段（%；%）	7
图 6：零售商大概率处于主动去库存阶段（%；%）	8
图 7：美国的劳动力市场依然强劲（%；%）	9
图 8：物价扩张速度放缓（%）	9
图 9：短期内美国通胀压力不大（%）	10

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。

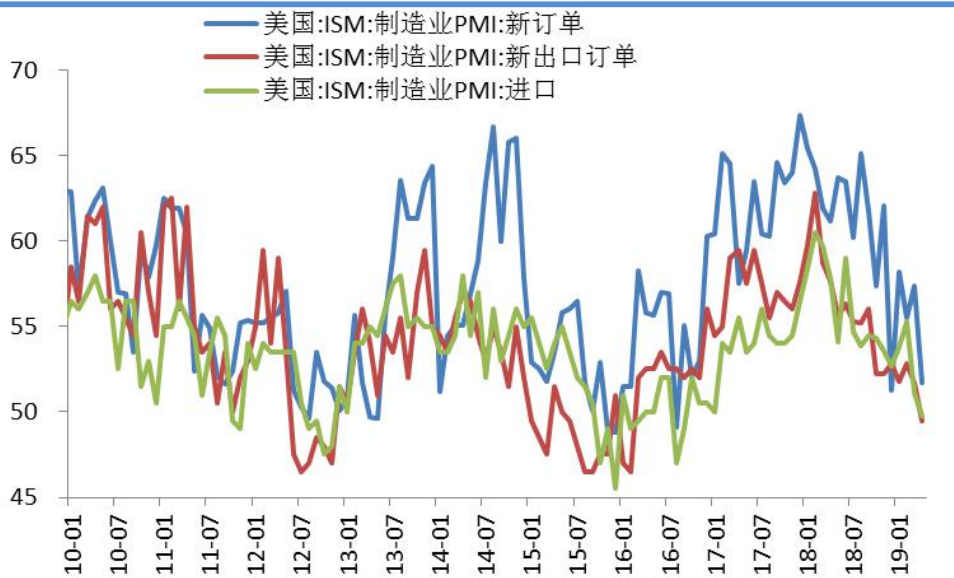
一、美国经济增速大概率放缓

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（%；%）

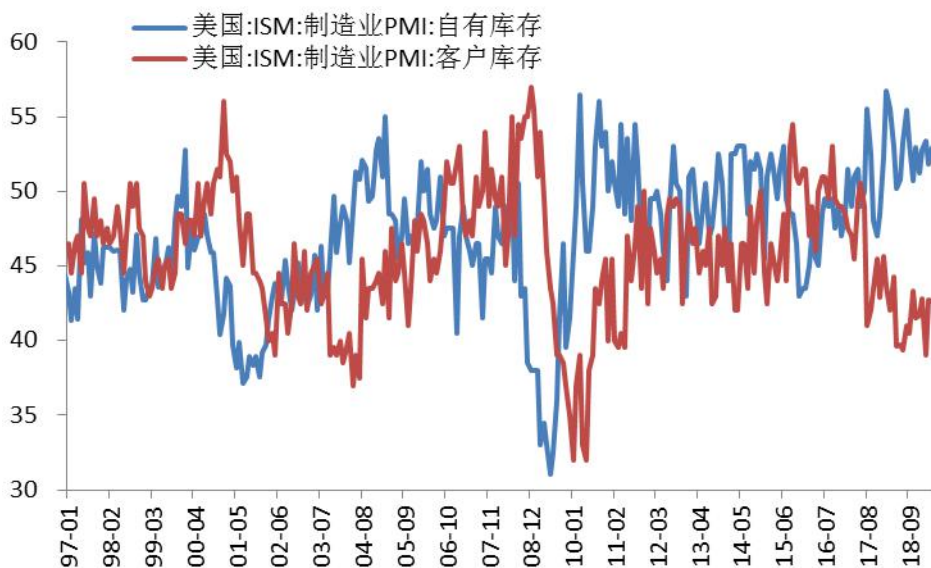


资料来源：wind，首创证券研发部

3、从库存分项看，自有库存加快扩张，而客户库存加速收缩

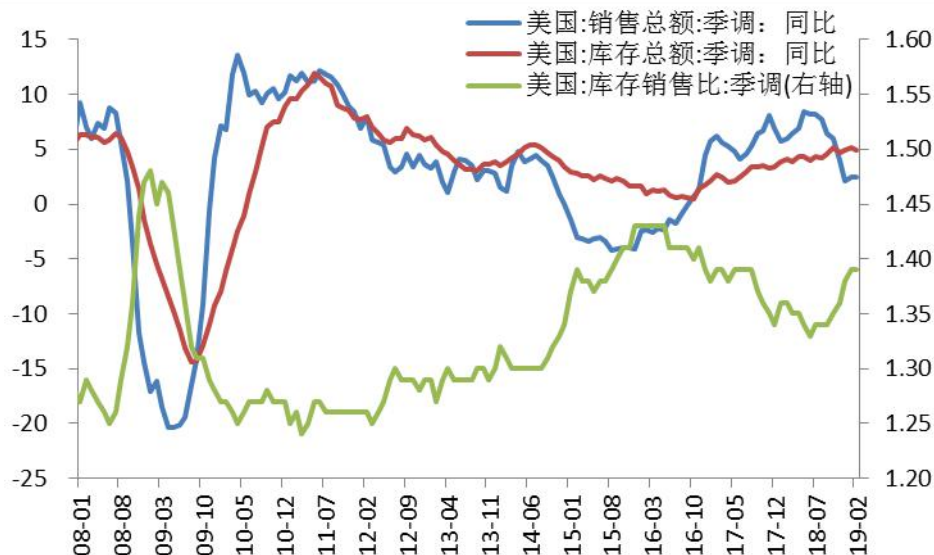
4月制造业PMI自有库存为52.9，较前值上行1.1个百分点，处于补库存阶段；客户库存为42.6，较前值下行0.1个百分点，处于去库存阶段。从美国的库存周期上看，目前销售总额增速下行，库存总额增速上行，而库销比上行，大概率处于被动补库存阶段。而从零售商库存周期来看，零售商销售额增速下行，零售商库存增速触顶下行，而库销比则处于阶段性顶部，因此零售商大概率处于主动去库存阶段。由于零售商库存周期领先于批发商与制造商库存周期，因此美国未来大概率处于被动补库存向主动去库存转换的阶段。美国1季度GDP增速超预期，除了净出口之外，另外一个很重要的原因是库存投资高增，如果后期美国进入主动去库存阶段，则库存投资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

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

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_12759

