

美国耐用品订单拐点已现

主要结论：

一、美国耐用品订单拐点已现

- 耐用品订单反映上游企业投资者信心，并传导至工业产出和产能利用率。
- 当前具有领先意义的 Sentix 投资者信心指数出现大幅回落，预计未来耐用品订单承压。
- 制造业耐用品新订单同比领先美国工业生产指数 2 个月左右。
- 耐用品订单量影响工业产能利用率，领先其 4 个月左右。

二、欧元区 1 月制造业 PMI 初值继续回落、12 月美国房地产销售低于预期

- 欧元区 1 月 PMI 初值放缓至逾五年半来的最低点：新订单连续第四个月下降，出口恶化导致订单令人失望。
- 德国 1 月 IFO 商业景气指数再次显著下跌，多行业商业环境恶化：制造业商业景气指数再次显著下跌形成拖累。
- 美国 1 月 Markit 制造业初值小幅回升：1 月份新订单、就业和购买库存以更快的速度增长。
- 美国 12 月成屋销售年化环比低于预期：各个地区的销售额均出现回落。

三、本周重点关注美联储 1 月 FOMC 会议、美国 2018 年四季度 GDP 和非农就业报告等数据

- 财经事件：本周重点关注日本央行货币政策纪要和美联储公布 1 月利率决议
- 财经数据：本周重点关注 美国 12 月耐用品订单初值、美国 12 月零售销售月率、美国 11 月工厂订单月率(%)，美国 2018 年第四季度实际 GDP 年化季率初值(%)、美国第四季度核心 PCE 物价指数年化季率初值(%)、美国 1 月 ADP 就业人数(万)、美国 12 月核心 PCE 物价指数年率(%)、美国 12 月个人支出月率(%)、美国 1 月非农就业报告。

风险提示：

- 美国经济下行幅度超预期，导致全球总需求超预期下滑；
- 美联储继续加息引发资金流出欧元区，对欧元区经济带来资本外流压力。
- 中美贸易对抗出现反复，令中美经济都受到伤害，拖累全球外部需求。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

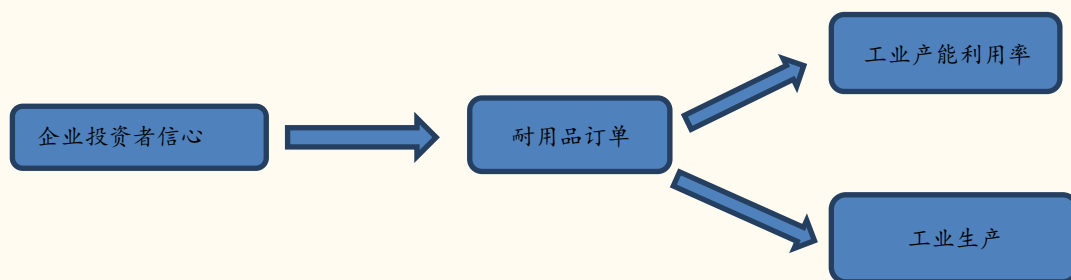
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

当前，美国经济软指标密歇根大学消费者信心指数、OECD 领先指标和 ISM 制造业 PMI 等明显走弱，但美国经济增速是否会明显放缓，我们仍需要观察硬数据是否达到拐点。美国 2018 年第三季度 GDP 终值小幅下修至 3.4%，其中投资分项中设备投资和住宅投资下滑，库存变动上升，表明企业资本支出意愿有进一步走弱的趋势，从而带动耐用品订单拐头向下。

耐用品订单反映上游企业投资者信心，并传导至工业产出和产能利用率。 耐用品报告提供了从 4,000 多家耐用品制造商处收到的新订单数据，这些订单通常被定义为具有实用价值的高价资本品订单，通常平均寿命为 3 年或更长时间，样本中有 85 个以上的行业，其中包括如汽车，半导体设备和涡轮机。当企业和消费者对经济正在改善充满信心时，他们通常会订购耐用品，当耐用品报告显示订单增加表明经济正在向上发展，耐用品订单表现得时投资者对制造业的期望，而制造业是经济的主要组成部分。投资者经常使用新订单来衡量制造它们的公司的销售潜力和盈利增长。“耐用品报告”比大多数指标更能洞察上下游供应链，尤其有助于投资者了解最具代表性的行业的盈利潜力。

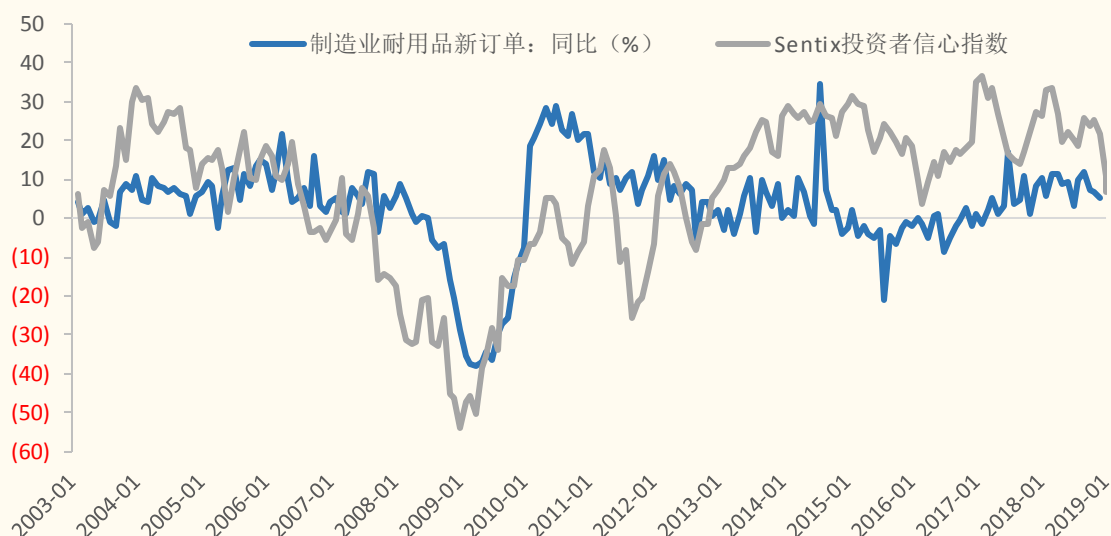
图表 1：耐用品订单的传导链条



来源：Wind，国金证券研究所

当前具有领先意义的 Sentix 投资者信心指数出现大幅回落，预计未来耐用品订单承压。首先，软指标 Sentix 投资者信心指数 1 月显示为 6.6，低于前值 11.0，为 2016 年 2 月以来的低点。该指标下降的主要原因是政府部分关门+金融市场的不稳定+货币政策缺乏明确性。其次，12 月中小企业商业信心指数也从 11 月的 104.8 下滑到 104.4，为 2017 年 10 月以来的低点。从企业部门来看，整体耐用品订单，以及剔除国防类耐用品订单同比增速均出现回落。数据显示，耐用品订单 11 月同比上升 5.3%，低于前值 6.8%；剔除运输类的耐用品订单同比上升 4.9%，略高于前值 4.8%；剔除国防类耐用品订单同比增速 4.0%，低于前值 5.6%。11 月的商业设备订单四个月来第三次下降，加剧了人们对企业投资和工厂活动有滑向更明显放缓的风险的担忧，企业投资者信心的持续回落意味着未来半年左右耐用品订单存在下行压力。

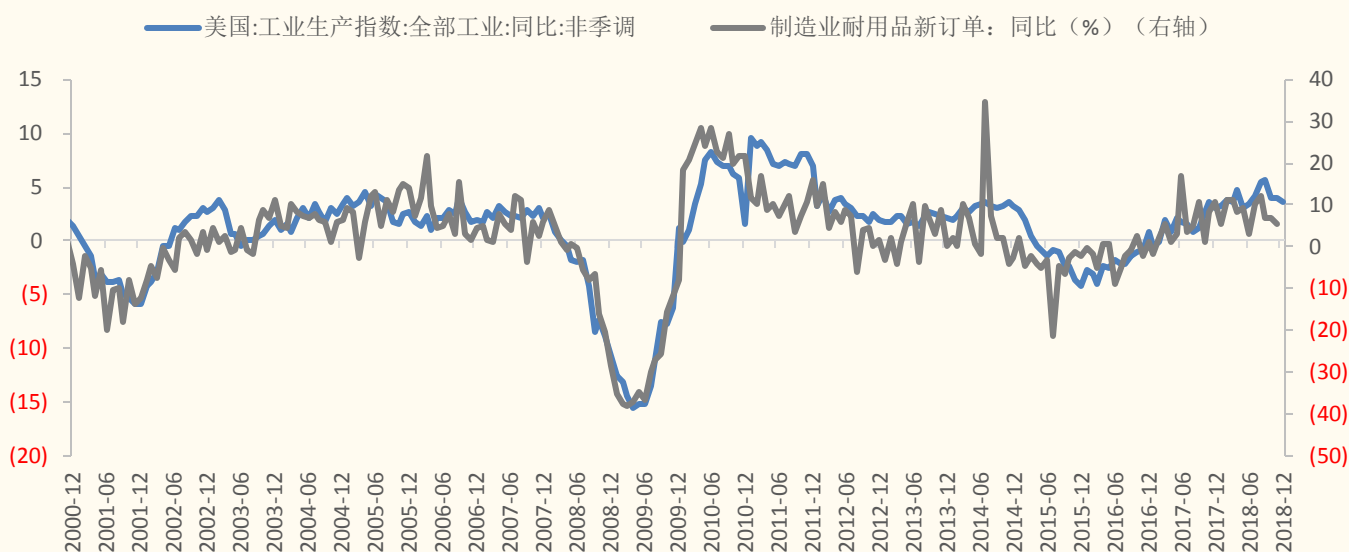
图表 2: Sentix 投资者信心指数对于制造业耐用品新订单具有领先意义



来源: Wind, 国金证券研究所

制造业耐用品新订单同比增速约领先美国工业生产指数 2 个月。美国工业生产占美国经济活动总量约 40%，制造业在美国工业生产中占据重要地位。制造业耐用品订单的增速变化能够帮助观测未来制造业生产活动的变化。当新订单数量上升时，代表制造业企业未来业务增多，因而制造业企业将会安排更多地生产活动，从而带动全国的工业生产上行，进而推动经济进一步发展。从已有的历史数据来看，制造业耐用品新订单的增速约领先美国工业生产指数 2 个月左右。从逻辑上分析，由于订单接收和装运之间仍存在滞后，导致新订单增速传导至工业生产指数中间约 2 个月的时间。

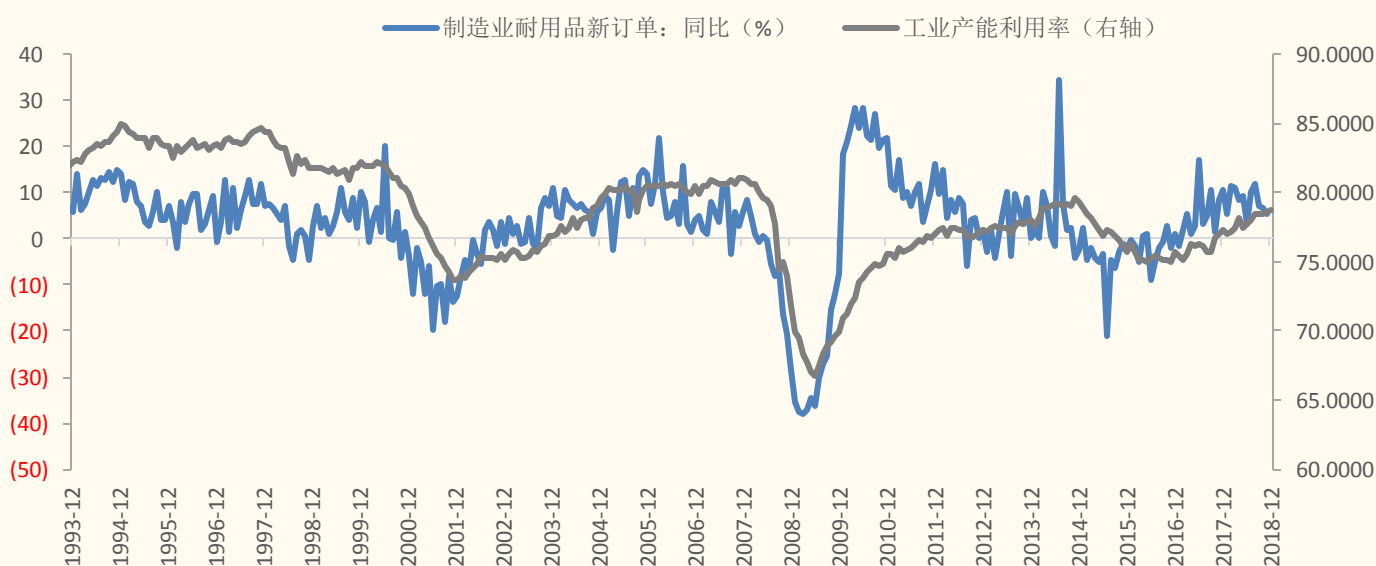
图表 3: 制造业耐用品新订单同比增速约领先美国工业生产指数 2 个月左右



来源: Wind, 国金证券研究所

耐用品订单量会影响工业产能利用率，领先其 4 个月左右。产能利用率即为年实际生产量与全部生产线产能之比，也称设备利用率。一般来说，行业的产能利用率与市场需求相关，这具体表现在：若市场需求增长，企业会将产能利用率提升以满足新增市场需求；反之，若市场需求减弱，企业会将产能利用率下调，收缩生产规模。耐用品订单量则代表耐用品行业的需求，因此会影响该行业的产能利用率。历史数据显示，领先 4 个月的耐用品订单量同比增速与耐用品工业产能利用率呈现显著的正相关关系，相关系数为 0.596，耐用品工业产能利用率自 2000 年之后的四个拐点都可被领先 4 个月的耐用品订单量同比成功预测，近四个月美国耐用品订单量同比增速呈现下滑趋势，预计短期内美国耐用品工业产能利用率将会下行。

图表 4：制造业耐用品新订单同比增速约领先美国工业产能利用率指数 4 个月左右



来源：Wind，国金证券研究所

二、欧元区制造业 PMI 持续回落、美国制造业 PMI 回升、美国房地产销售低于预期

1. 欧元区 1 月 PMI 初值放缓至逾五年半来的最低点

1 月 24 日 Markit 公布数据显示，欧元区 1 月份综合 PMI 初值 50.7，低于前值 51.1，也低于预期值 51.4，为 66 个月的最低点。欧元区 1 月份制造业 PMI 初值 50.5，低于 12 月 51.4，也低于预期值 51.4，为 50 个月来最低点。欧元区 1 月份服务业 PMI 初值 50.8，低于前值 51.2，也低于预期值 51.5，为 65 个月来最低点。**新订单连续第四个月下降，出口恶化导致订单令人失望。**出口连续第四个月下降，降幅为制造业和服务业出口数据首次公布以来的最大。欧元区经济接近停滞，制造业和服务业增长均放缓，产出增长最为疲弱，四年多来需求首次下降。制造业和服务业的产出均下降，导致业务活动整体下降幅度最大。由于新业务流入量减少，企业为了支持当前的产出增长，不得不大量减少积压订单。持续

的汽车行业疲软、对英国脱欧的担忧、贸易战和法国的抗议再次被广泛认为是抑制经济增长的因素。与去年 12 月相比，新工作的流入量有所下降，这是自 2014 年 11 月以来首次出现下降，订单量下降是导致整体就业率下降至 2016 年 9 月以来最低水平的一个关键因素。就业增长已经连续五个月降温。从价格上看，平均产出费用小幅增长。投入成本通里降至一年半最低。制造业的投入成本和销售价格通胀均有所缓解，但服务业略有回升。成本通胀的下降主要反映了较低的石油价格，并缓解了供应链的产能限制。展望未来，1 月企业的乐观情绪略有改善，但仍接近近四年来的低点，反映出比去年大部分时间更为悲观的前景。

1 月德国制造业 PMI 初值低于荣枯线。1 月 24 日 Markit 公布数据显示，德国 1 月份综合 PMI 初值 52.1，略高于前值 51.6，也高于预期值 51.9，为 2 个月的最高点。德国 1 月份制造业 PMI 初值 49.9，低于 12 月 51.5，低于预期值 51.5，为 50 个月来最低点。德国 1 月份服务业 PMI 初值 53.1，高于前值 51.8，也高于预期值 52.1，为 2 个月来最高点。

1 月份德国新业务的流入量四年来首次下降，制造业订单量连续第四个月出现收缩，速度为六年来最快。由于服务业活动的强劲增长，德国综合 PMI 在 1 月份打破了最近连续下跌的势头，但指数的增长表现仍然是过去四年来最糟糕的表现之一。新业务的总流入量有所减少，这是自 2014 年 12 月以来首次出现此类下降。这主要反映了制造业订单量下降的加剧。制造业产出几乎没有增长，增长速度是五年半以来最慢的。汽车行业持续疲软，海外市场（尤其是中国）需求下降，不确定性加剧。私营部门的业务活动增长略有回升，但仍处于过去四年来的最疲弱水平。随着业务能力压力持续减弱，1 月份就业率进一步放缓，降至两年来最低水平。1 月份新工作流入的放缓反映在未完成业务进一步减少，这是近几个月来的第三次。在价格方面，基础成本压力进一步软化，投入价格通胀回落至 17 个月来的最低点。德国私营部门的投入成本通胀率降至近一年半以来的最低点。石油和钢铁价格下跌，对整体成本上涨产生了影响。与此同时，商品和服务的平均价格以自去年 10 月以来最快的显著速度上涨。企业对未来一年活动前景的信心相对减弱。

1 月法国制造业 PMI 初值小幅回升。1 月 24 日 Markit 公布数据显示，法国 1 月份综合 PMI 初值 47.0，低于前值 48.7，也远低于预期值 51.0，为 50 个月的最低点。法国 1 月份制造业 PMI 初值 51.2，高于 12 月 49.7，也高于预期值 50.0，为 3 个月来最高点。法国 1 月份服务业 PMI 初值 47.5，较前值 49.0 继续下滑，远低于预期值 50.5，为 34 个月来最低点。

1 月份法国新订单连续第二个月下降，新业务出现了 67 个月内最严重的恶化。法国私营部门产出为四年来最快的收缩。在行业层面上，最新的下跌是由服务业导致的。与去年 12 月相比，经济收缩速度加快，达到近五年来的最快速度。与最近的趋势相反，制造商的表现优于服务提供商。2019 年第一个月，商品生产商的产量基本保持不变，在经历 12 月的收缩后保持稳定。1 月份就业增长进一步放缓，降至两年多来的最低点。服务提供商招聘速度有所放缓，员工人数仅略有增加。制造业创下自 2018 年 9 月以来就业增长最快的记录，在未完成业务方面稳步增长。1 月份，法国私营企业面临的投入价格通胀降至 9 个月来的最低点。总的来说，成本负担的上升仍然是剧烈的。在行业层面，最新的通胀主要是由制造业推动的。今年第一个月的平均产出费用稳步上升，企业产出价

格提高速度为 2018 年 6 月以来最快。尽管一月份经济进一步低迷，但各公司对商业前景的乐观情绪有所上升。企业信心为自 2018 年 10 月以来最为强劲，制造商和服务提供商的情绪都有所改善。但其他前瞻性指标（如新订单）却以四年多来最快的速度下降。这表明法国在未来几个月的表现将进一步疲软。“黄背心”抗议活动仍在继续，但目前尚不清楚最新的疲软表现是由混乱造成、还是 2019 年全球经济放缓已经开始显现。

2. 德国 1 月 IFO 商业景气指数再次显著下跌

德国智库 IFO 1 月 25 日公布数据显示，德国 1 月 IFO 商业景气指数录得 99.1，低于预期值 100.7，且低于前值 101.0，降至 2016 年 2 月以来的最低水平。德国 1 月 IFO 商业现况指数录得 104.3，略高于预期值 104.2，低于前值 104.7。德国 1 月 IFO 商业预期指数录得 94.2，低于预期值 97.1，且低于前值 97.3。

制造业商业景气指数再次显著下跌。德国企业中的不安情绪正在增长，各企业对其目前的业务状况的评价及他们的商业预期也急剧恶化（自 2012 年 12 月以来首次出现悲观情绪）。德国经济正在经历减速。除化学工业外，所有主要商业部门的商业环境都在恶化。产能利用率下降 0.7%，至 86.3%，但仍高于 83.7% 的长期平均水平。服务业商业预期不乐观，商业景气指数下降，但仍处于较高水平。该指数在贸易领域也大幅下跌，商业前景乌云密布。但交易员对目前的商业状况稍感满意。建筑业多年来首次出现明显的商业环境恶化。

3. 美国 1 月 Markit 制造业初值小幅上升

市场调查公司 Markit 在 1 月 24 日公布的数据显示，美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值为 54.9，高于预期 53.5 和前值 53.8。美国 1 月 Markit 服务业 PMI 初值为 54.2，高于预期 53.9，低于前值 54.4，为近 4 个月以来最低值。美国 1 月 Markit 综合 PMI 初值为 54.5，高于前值 53.6。

1 月份新订单、就业和购买库存以更快的速度增长。新订单指数从 12 月份的 14 个月低点反弹，支撑了更高水平的商业活动。虽然出口率增长速度放缓，但是由于国内需求的强劲增加得以抵消。由于贸易关税的投入需求强劲，进口原材料成本上升，导致投入价格大幅上涨，制造业工厂门户收费再次大幅上涨。服务业指数虽然略有下降，但是仍然显示服务业产出稳健好转。与 2018 年上半年的高峰相比，新业务增长仍然低迷。新工作的增长是过去 18 个月中增长最弱的一次。服务提供商从 12 月份的 12 个月低点发出商业预期温和和反弹的信号，未

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_14406

