

美国经济是否已经开始复苏？

证券研究报告
2023年09月07日

制造业新周期可能已经启动

整体而言，我们认为美国制造业/库存周期调整到位或将开启反弹，房地产投资企稳回升，从“收入-消费-订单-价格-库存-利润-投资”这个最直接影响美国经济的链条来看，美国经济有望进入正向的复苏循环。这也意味着利率或将在高位停留较久。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

今年初，我们认为美国经济很可能不会衰退（2023.2《美国经济未必衰退——2023年美国
经济展望》），在7月FOMC会议上鲍威尔也表示美联储不再认为今年美国经济会衰退。不
过近期美国服务业有下滑迹象，市场认为美国消费难以维持高增速状态。但我们认为美国
制造业周期触底反弹或将带动服务业-消费继续回暖。美国经济正在高通胀-高利率的背景
下，有望进入新一轮的正向循环。

图 1：尽管美国服务业有所回落，美国制造业 PMI 出现触底迹象

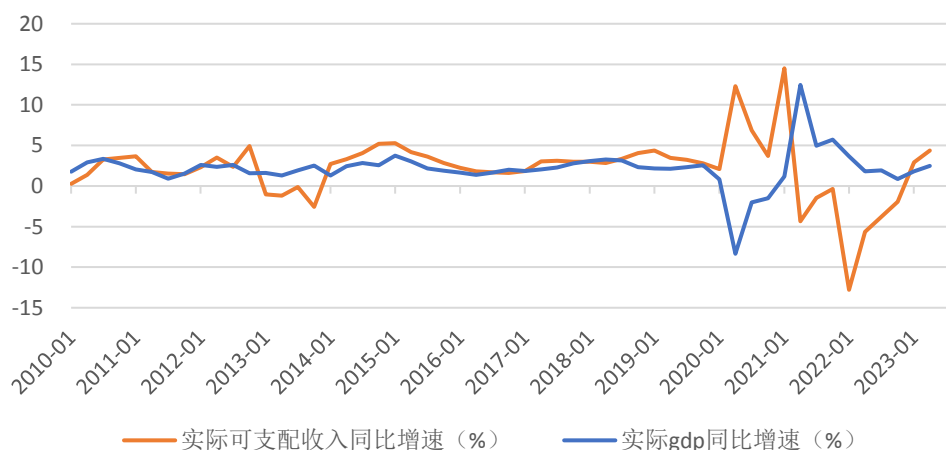


资料来源：Wind，天风证券研究所

居民实际可支配收入同比增速自年初转正以来，连续 6 个月回升，6 月升至 4.9%。

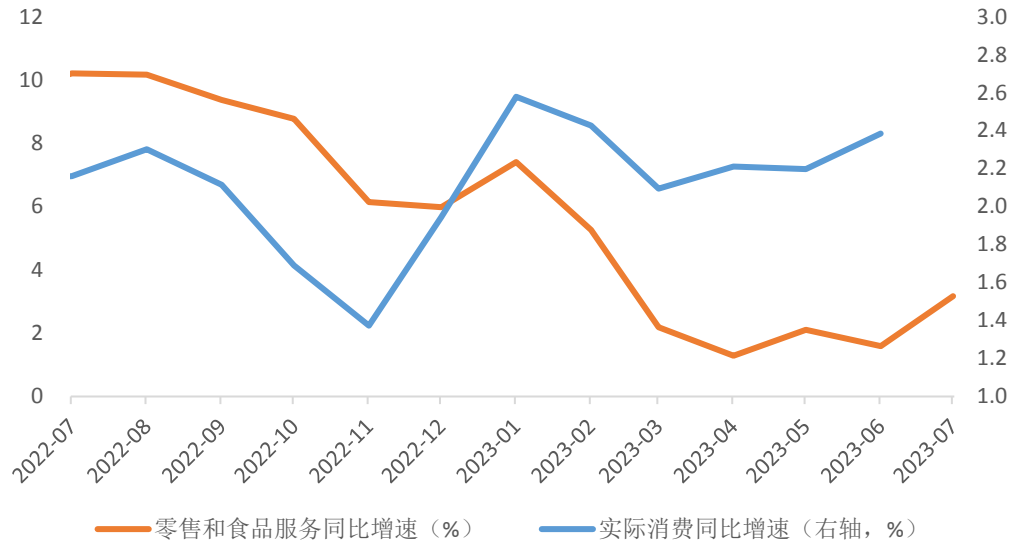
收入改善带动居民消费复苏。居民实际消费同比增速从去年四季度 1.7% 升至今年 2 季度
2.3%。7 月零售自 6 月的同比 1.6% 反弹至 3.2%。实际商品消费增速从去年 11 月的 -1.5% 升
至今年 6 月的 2.1%。

图 2：居民实际可支配收入增速目前来到疫情前的高位



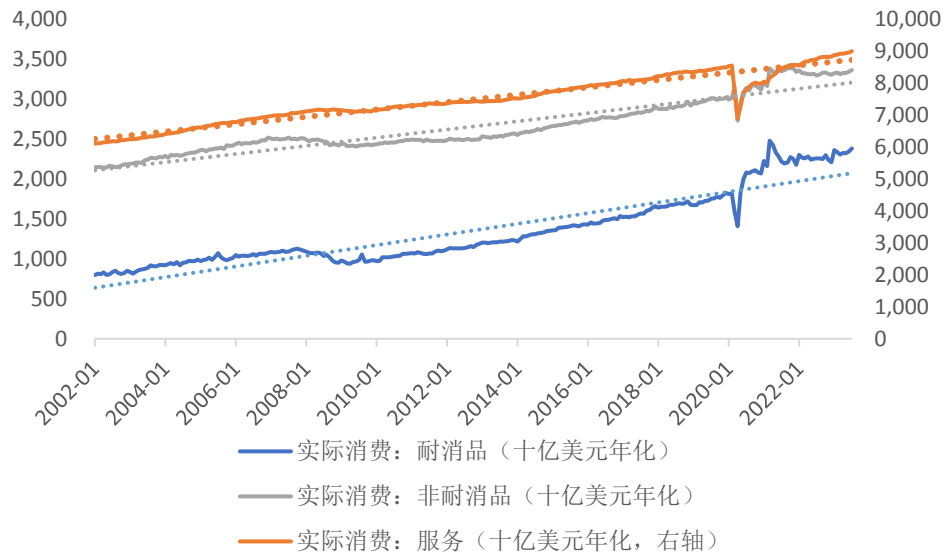
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：居民零售和实际消费同比增速回暖



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 4：耐用消费品消费明显反弹，远高于趋势线

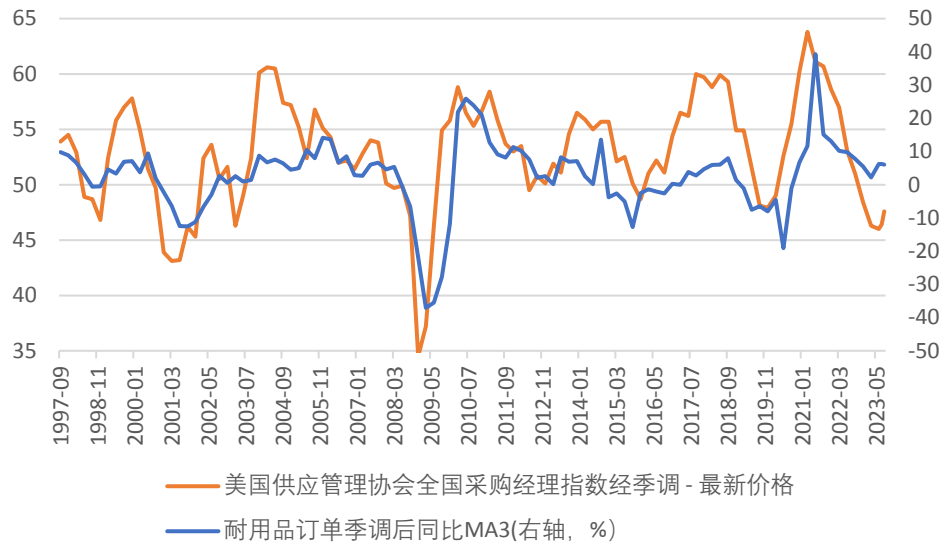


资料来源：FRED，天风证券研究所

商品消费回暖又带动制造业订单反弹。

耐用品订单同比增速已自今年 2 月触底攀升。ISM 制造业 PMI 连续反弹两月。

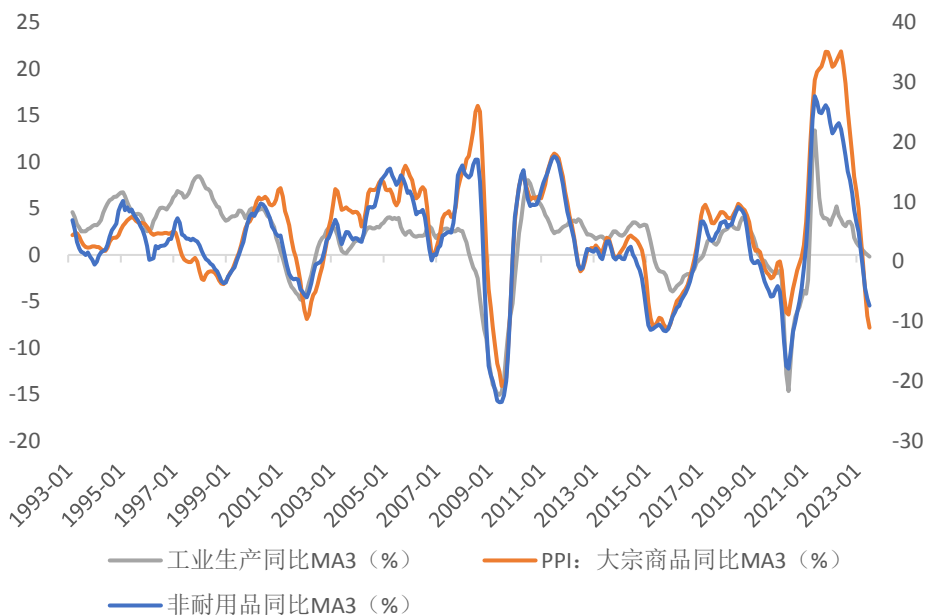
图 5：订单移动 3 个月平均同比增速和 ISM 制造业 PMI



资料来源：WIND，天风证券研究所

而工业生产的疲弱受到非耐用品生产的拖累。非耐用品包含了食品、饮料、烟草等与通胀挂钩明显的生活用品，因此与 CPI、PPI 走势较为一致，而 CRB 大宗商品指数同比于今年 4 月触底，PPI 最终需求和 PPI 大宗商品均在今年 7 月反弹，考虑到近期能源价格回升，尚未体现在 7 月 PPI 中，我们预计 8 月 PPI 可能会继续反弹。基数效应将减弱，如果叠加油价企稳甚至回升，那么 PPI 有望持续反弹，因而非耐用消费品订单也将触底回升。而耐用品订单中机械中的建筑机械、油气机械，涡轮发电、输电设备受益于美国制造业回流（《美国制造业回流在加速》2023.7.30），同比增速均超过 10%。运输设备中非国防飞机和船只订单增速分别达到 31.7%和 21.9%。电气设备订单增速达到 6.4%。除此之外外国防类订单增速较高，反映美国国防开支加速（《2023 年，全球财政重新扩张》2023.2.8）

图 6：非耐用品订单同比跟随 PPI，拖累工业生产



资料来源：FRED，天风证券研究所

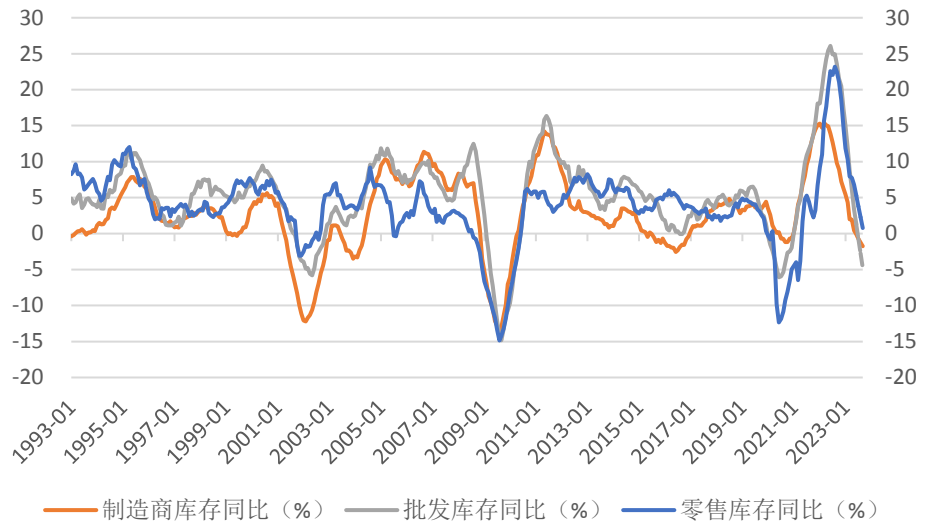
图 7：耐用品新订单细分项 2023 至今相比 2022 年同比

所有制造业.....	0.9
不包括交通.....	-1.3
不包括国防.....	0.4
未完成订单.....	4.6
耐用品行业.....	4.6
基础金属.....	-2.4
钢铁厂.....	0.8
铝和有色金属.....	-7.6
黑色金属铸造厂.....	3.2
金属制品.....	-1.2
机械.....	1.0
工程机械.....	13.0
矿山、油田	
气田机械.....	19.7
工业机械.....	-5.5
摄影器材.....	10.0
通风、供暖、空调、和制冷设备.....	2.5
金属加工机械.....	-4.7
涡轮机、发电机和其他	
输电设备.....	13.1
材料搬运设备.....	5.1
计算机及电子产品.....	2.2
电脑.....	9.9
非国防通信设备.....	-5.6
国防通讯设备.....	4.6
电子元器件.....	-1.2
非国防搜索和导航设备.....	0.7
国防搜索和导航设备.....	10.1
电子医疗、测量、和控制仪器.....	0.9
电气设备、电器、和组件.....	6.4
电气照明设备.....	9.3
家用设备.....	3.5
电子设备.....	6.4
运输设备.....	13.4
机动车车身、零部件、和拖车.....	4.6
非国防飞机和零件.....	31.7
国防飞机和零件.....	17.7
船.....	21.9
家具及相关产品.....	1.7

资料来源：Census,天风证券研究所

库存方面，去年3月开始，美国制造商率先进入去库阶段，当前库存同比增速已经转负（-0.1%），去库速度有所放缓。按照当前去库速度，预计在三季度末制造、批发和零售库存将见底（达到除2008、2020周期以外低点）。从历史百分位看，零售库存中，家具（4.9%）、建材（4.6%）和日常用品（9.3%）去库较为彻底，机动车和零部件库存尚处历史高位（98.6%）。制造业库存看，油气、采矿业经历了2年半的去库后自去年8月开始补库，医药制造和汽车制造则在今年率先开始补库，化学制造库存较低（百分位16%），可能较快开启补库。

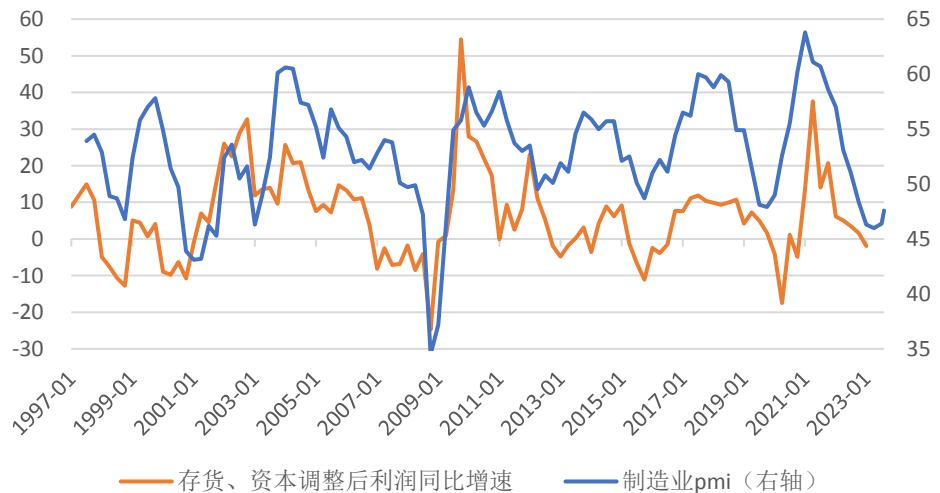
图 8：库存去库逐渐放缓，若按当前去库速度，预计在三季度末去库完成



资料来源：FRED，天风证券研究所

虽然联储启动史上最快加息（利率同比增速最高达 50 倍），截至今年 Q2，经资本和存货调整后的美国企业利润同比增速仍为 -6.2%，而上轮加息周期 2015 年利率同比增速将近 100% 时，利润同比增速已降至 -11% 了。我们在《为长期高利率做好准备》中解释了这主要是美国企业特别是能源企业在全美利润分配中占比抬升导致的。历史上看，制造业 PMI 领先企业利润。目前 FactSet 一致预期今年 Q3 和 Q4 标普 500 的 EPS 增速为 0.2% 和 7.6%，而 Q2 eps 同比增速为 -5.2%，也即今年 2 季度是业绩周期低点。同时 6 月开始季度盈利（2023Q3）预期自 2021 年 Q1 以来第一次上调。

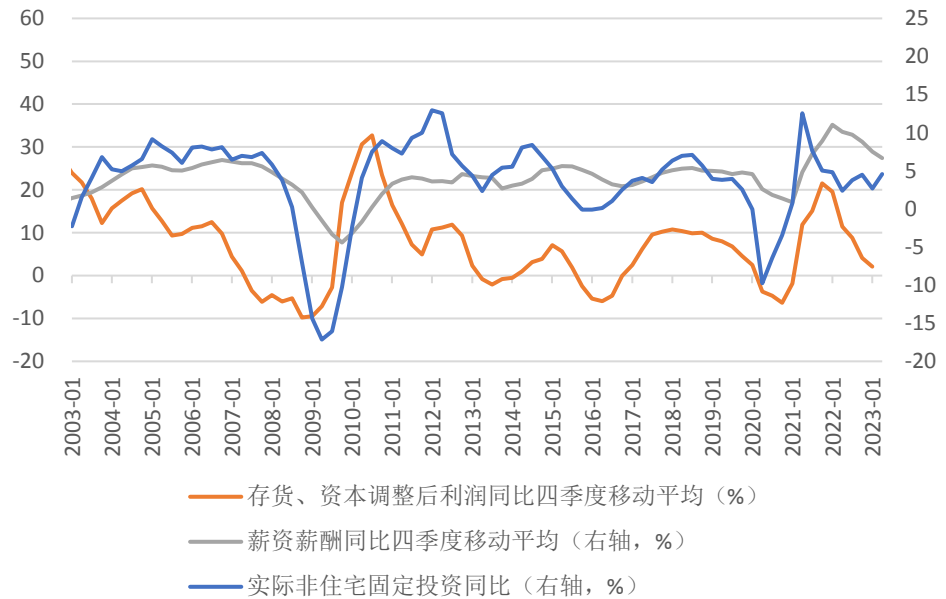
图 9：制造业周期同步或领先企业盈利周期



资料来源：FRED，天风证券研究所

后续企业利润（流量）的持续回升又能继续保证企业资本开支和居民消费的持续平稳增长。

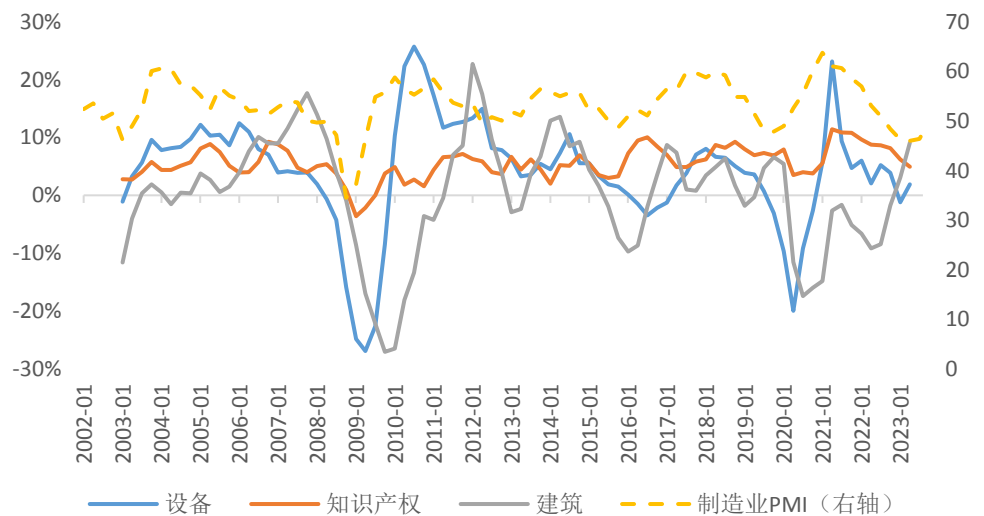
图 10：企业利润增速往往领先企业投资和居民薪资增速



资料来源：FRED，天风证券研究所

除了我们在制造业建筑投资上已经看到的制造业资本开支新周期以外，制造业的设备投资增速也开始出现周期性回升，这意味着制造业企业可能度过了利润增速的底部。

图 11：主要投资分项同比：相比建筑和知识产权投资，设备投资与制造业周期更为相关



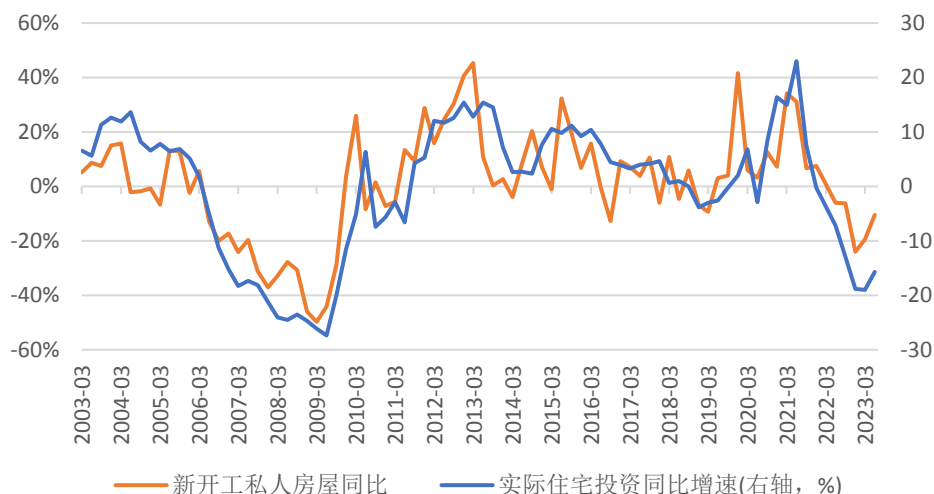
资料来源：FRED，天风证券研究所

消费约占了美国经济的 70%，消费既是居民实际可支配收入的结果，也是拉动制造业新订单和商品价格、库存、利润、投资反弹的直接原因。

从“收入-消费-订单-价格-库存-利润-投资”这个最直接影响美国经济的链条来看，美国经济正在进入正向的复苏循环。居民收入带动消费和耐用品订单，而企业去库接近完成，PPI 企稳，我们认为企业利润有望跟随制造业周期反弹，而企业利润的复苏也将维持居民消费和资本开支修复的持续性。

房地产市场方面，随着美债利率突破去年高点 4.2%，成屋销售年化回落至 407 万套，但仍高于今年 1 月时的 400 万套。考虑到次贷危机时成屋销售年化最低也达到 384 万套每年，我们认为成屋销售可能已经触底。而对 GDP 有直接贡献的新屋开工因为成屋库存过低的缘故，反而在近期利率走强的情况下明显反弹。因此我们认为地产对经济的拖累相较于去年将明显收窄。

图 12：美国实际住宅固定资产投资同比与新开工私人房屋同比



资料来源：bloomberg, 天风证券研究所

图 13：成屋销售恐已经触底



资料来源：bloomberg, 天风证券研究所

整体而言，我们认为美国制造业/库存周期调整到位或将开启反弹，房地产投资企稳回升，从“收入-消费-订单-价格-库存-利润-投资”这个最直接影响美国经济的链条来看，美国经济有望进入正向的复苏循环。这也意味着利率或将在高位停留较久。（《为可能的长期高利率做好准备》2023.6.3）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com