

鄉民總經觀察



2019/9/4
第 3 期

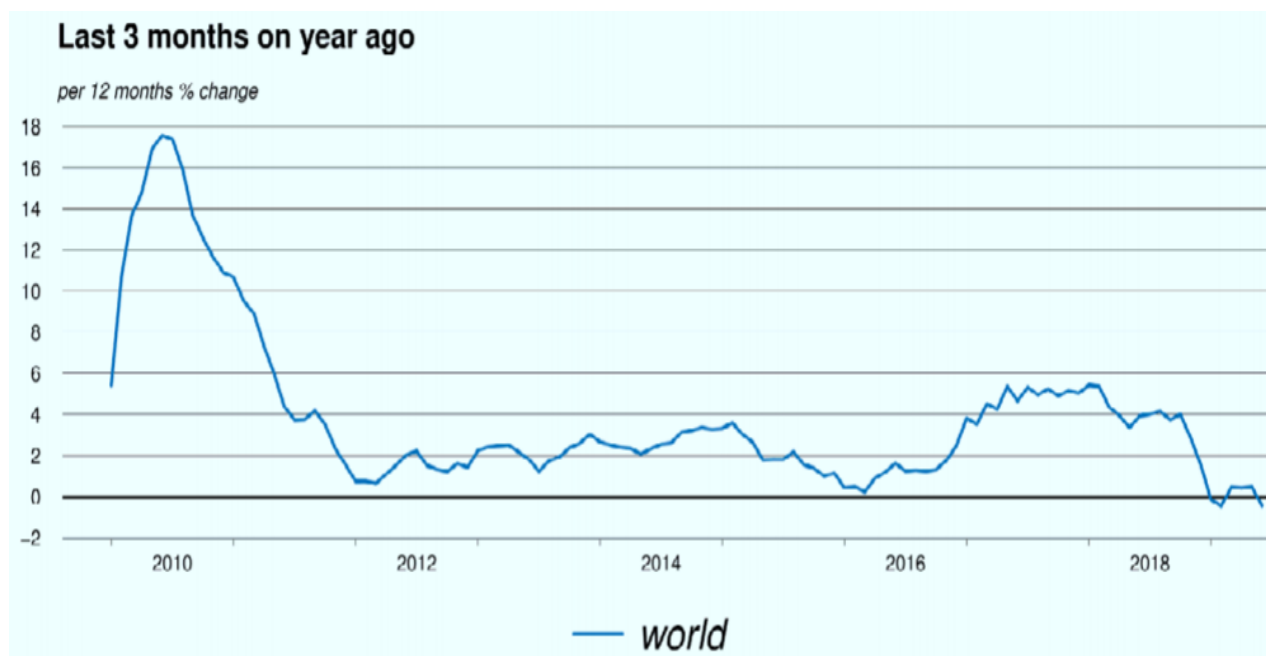
全球衰弱，美國獨強

從美國的貿易運輸、消費、製造業、企業利潤、股市風險貼水，看美國景氣延續的可能性

內容

一、貿易運輸：全球範圍衰退，美國本土仍強.....	2
二、消費：成長，但力道削弱中。.....	9
三、製造業：年增率 2016 後首次負值.....	12
四、企業利潤：短期衰退機率低，Q4 後或有機會重拾(最後)雙成長動力.....	15
風險貼水增加成因.....	17
五、結論：總經景氣可望延續至 2020Q2.....	20
附錄 A： LEI & RRindex.....	21

一、貿易運輸：全球範圍衰退，美國本土仍強

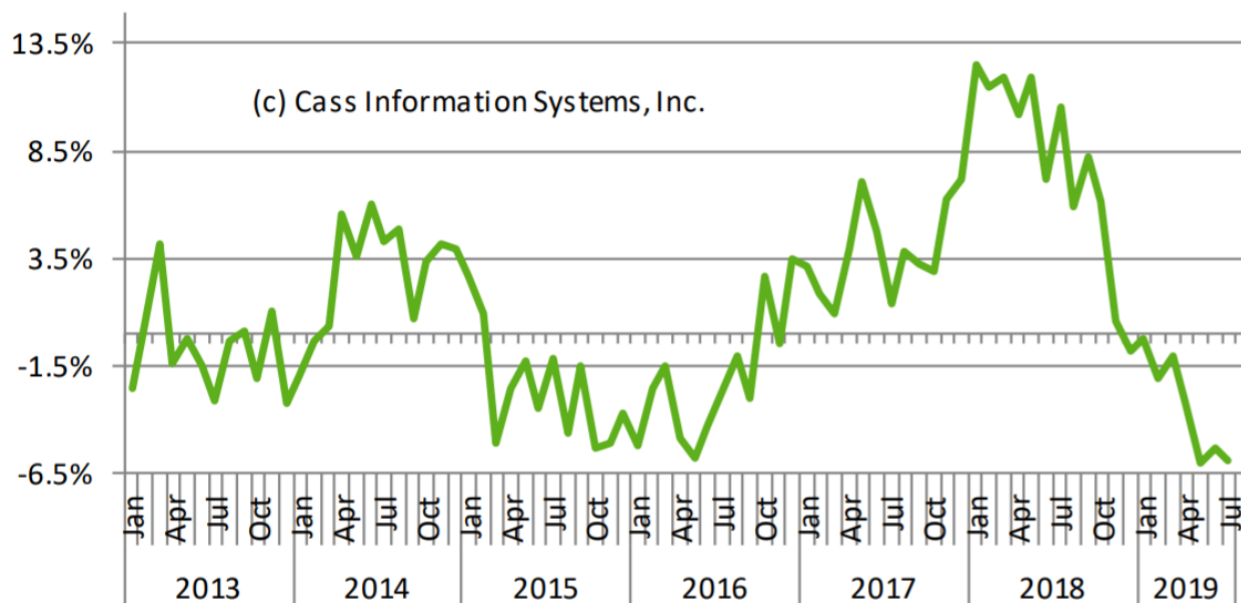


CPB 荷蘭經濟政策分析局，全球商品貿易量年增率，資料至 6 月。

從全球角度觀之，CPB 荷蘭經濟政策分析局公布的 6 月世界貿易量年增率**再度轉負**，即便在 2012 歐洲衰退或 2015 石油衰退兩段期間，貿易量均維持成長，6 月再度轉負，是近期許多喊空的重大依據。

Cass Freight Index™ - Shipments

YOY Percentage Change

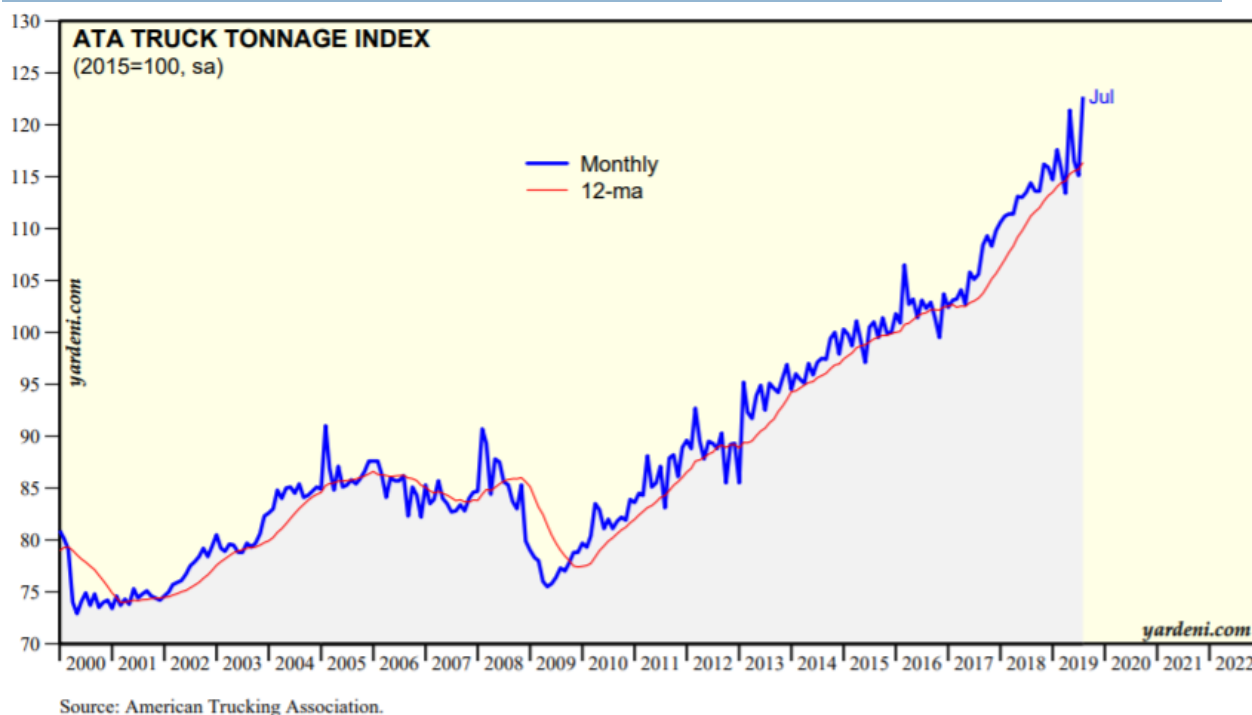


Cass 北美貨運指數

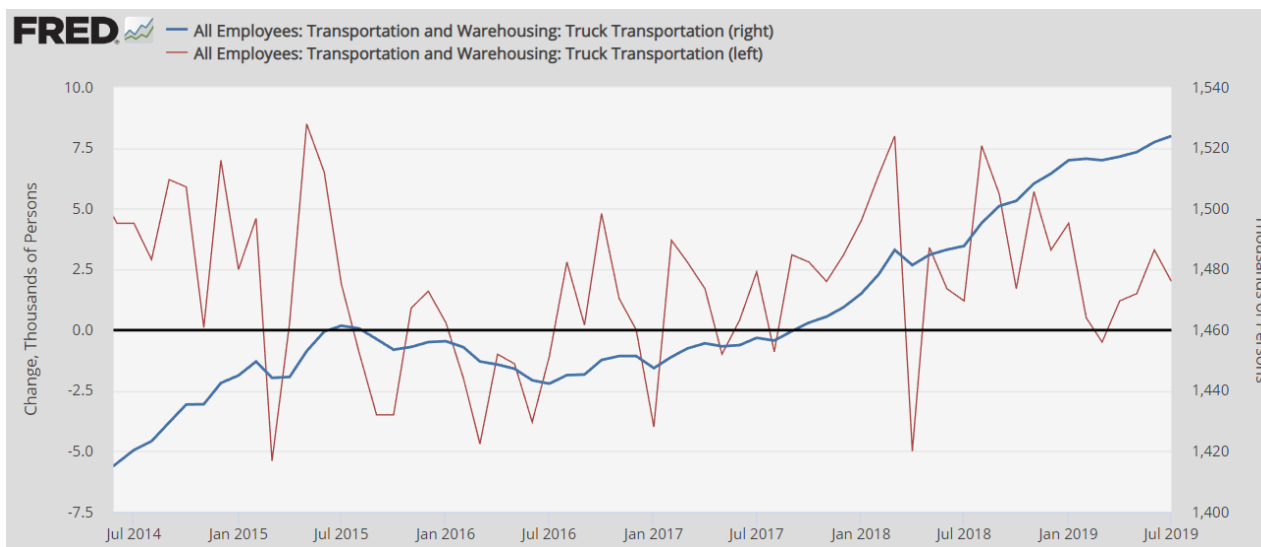
若縮小範圍至北美，表現也非常糟糕，Cass 北美貨運指數的 7 月數據已是**連續 8 個月年增率落於負區**。

從全球乃至北美角度，經濟衰退看來已不是遠在天邊，而是腳下的現實。

然而，若將焦點再次**縮小至美國來看**，數據卻還不到開始**悲觀的時候**。



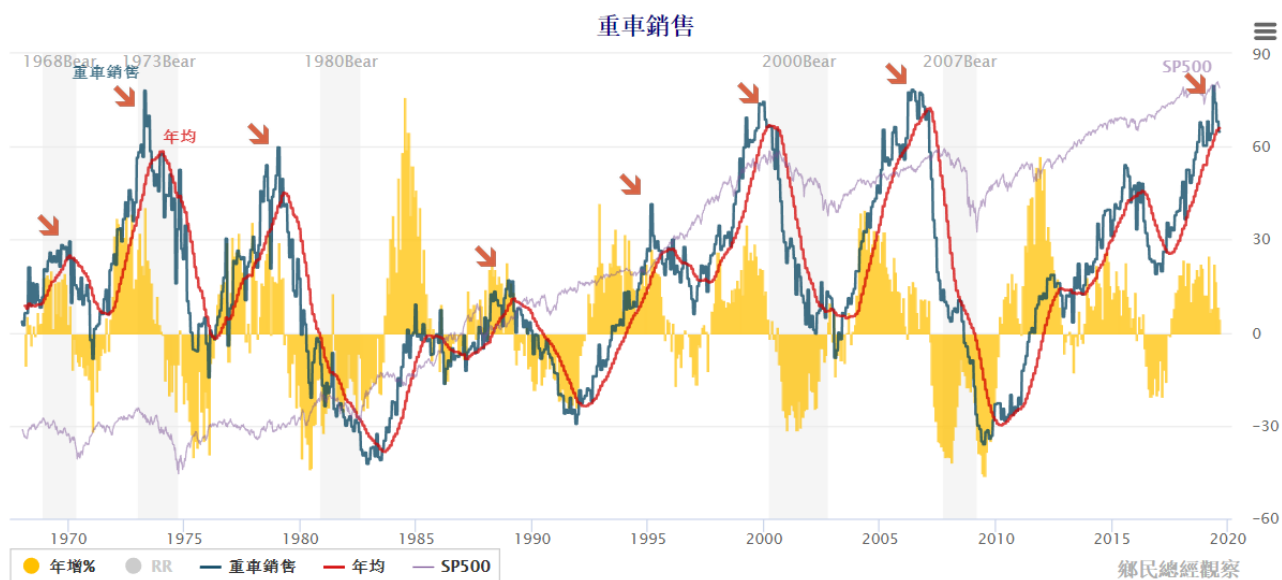
ATA 貨運噸位指數



卡車運輸業就業人數

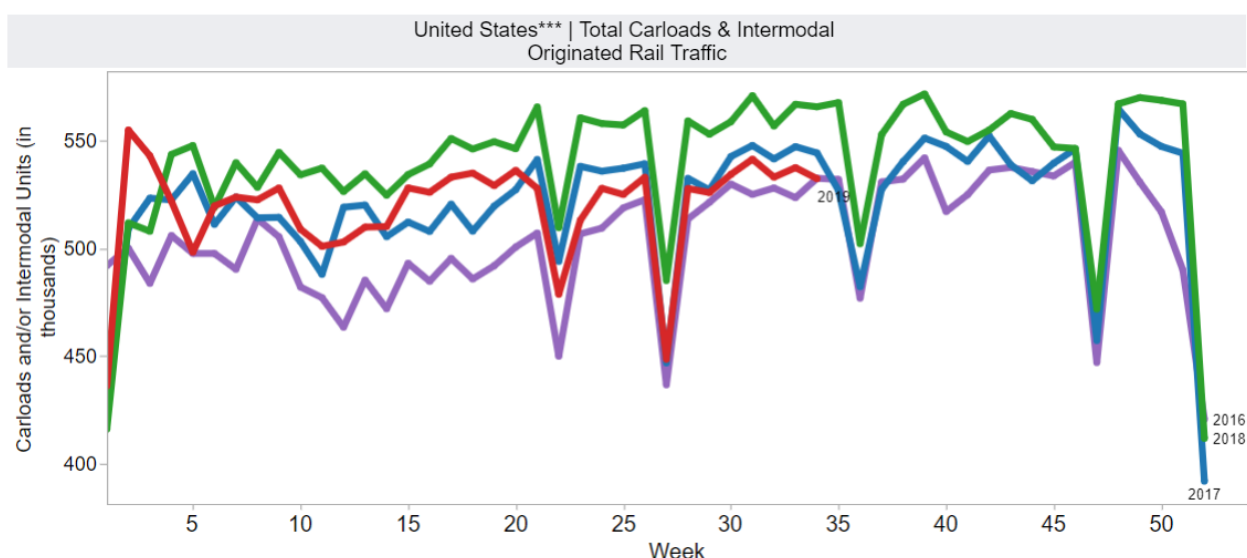
卡車運輸是美國運輸的核心，佔整體貨運量 7 成。ATA 貨運噸位指數，這幾月波動極大，但 7 月卻再創新高，表示美國國內景氣仍未見衰。

運輸熱絡的情況，也可以從就業數據中的卡車運輸業人數創高予以確認。



重車銷售

從重車銷售的角度來看，4月創高後，5~7月均下滑，這確實不是好現象，但重車銷售能領先景氣的時間較長，即便銷售數字日後不再攀升，離景氣衰竭仍應有1年時間。



* Canadian traffic includes the U.S. operations of Canadian railroads.
 ** Mexican traffic includes the U.S. operations of Mexican railroads. Comparable railroad figures are not available for Weeks 1-26, 2017.



美國軌道運輸數據

U.S. Rail Traffic¹

Week 34, 2019 – Ended August 24, 2019

	This Week		Year-To-Date		
	Cars	vs 2018	Cumulative	Avg/wk ²	vs 2018
Total Carloads	261,031	-5.3%	8,603,107	253,033	-3.4%
Chemicals	32,789	0.7%	1,097,926	32,292	-0.2%
Coal	81,319	-11.1%	2,654,864	78,084	-6.7%
Farm Products excl. Grain, and Food	15,249	-4.4%	529,599	15,576	-3.8%
Forest Products	9,743	-10.1%	336,084	9,885	-4.1%
Grain	21,209	-4.0%	749,127	22,033	-5.0%
Metallic Ores and Metals	21,435	-15.7%	751,457	22,102	-4.8%
Motor Vehicles and Parts	17,422	3.6%	549,344	16,157	-2.1%
Nonmetallic Minerals	38,680	-1.3%	1,176,533	34,604	-4.5%
Petroleum and Petroleum Products	12,212	7.8%	433,331	12,745	20.2%
Other	10,973	9.6%	324,842	9,554	0.1%
Total Intermodal Units	271,452	-6.5%	9,055,095	266,326	-3.8%
Total Traffic	532,483	-5.9%	17,658,202	519,359	-3.6%

¹ Excludes U.S. operations of Canadian Pacific, CN and GMXT.

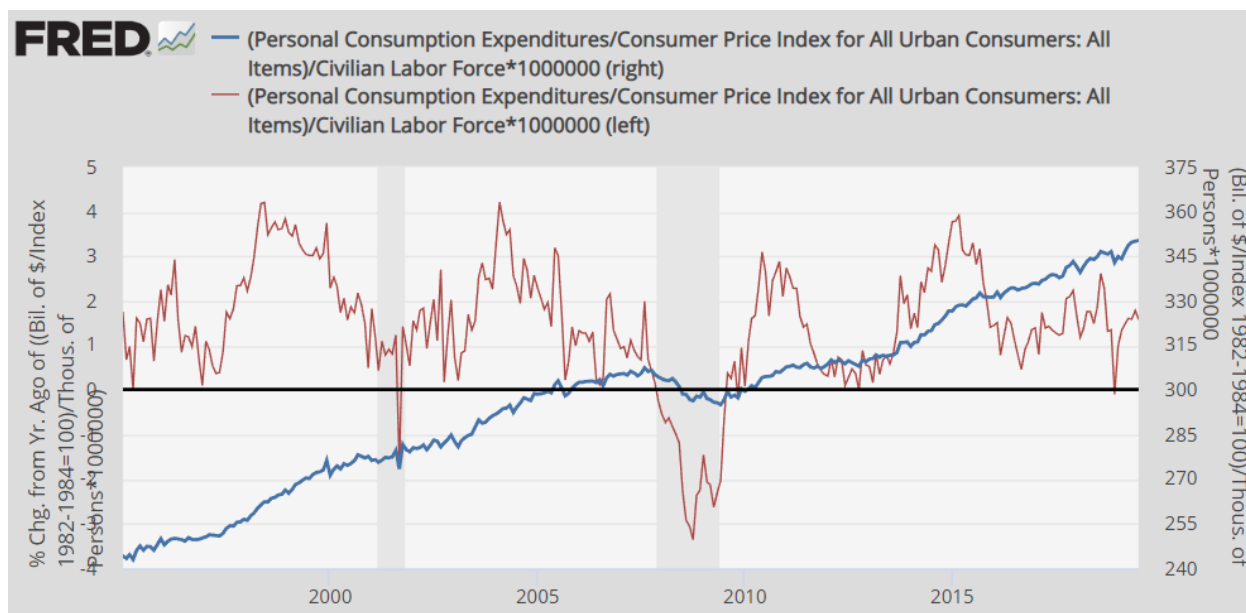
² Average per week figures may not sum to totals as a result of independent rounding.

軌道運輸細部數據

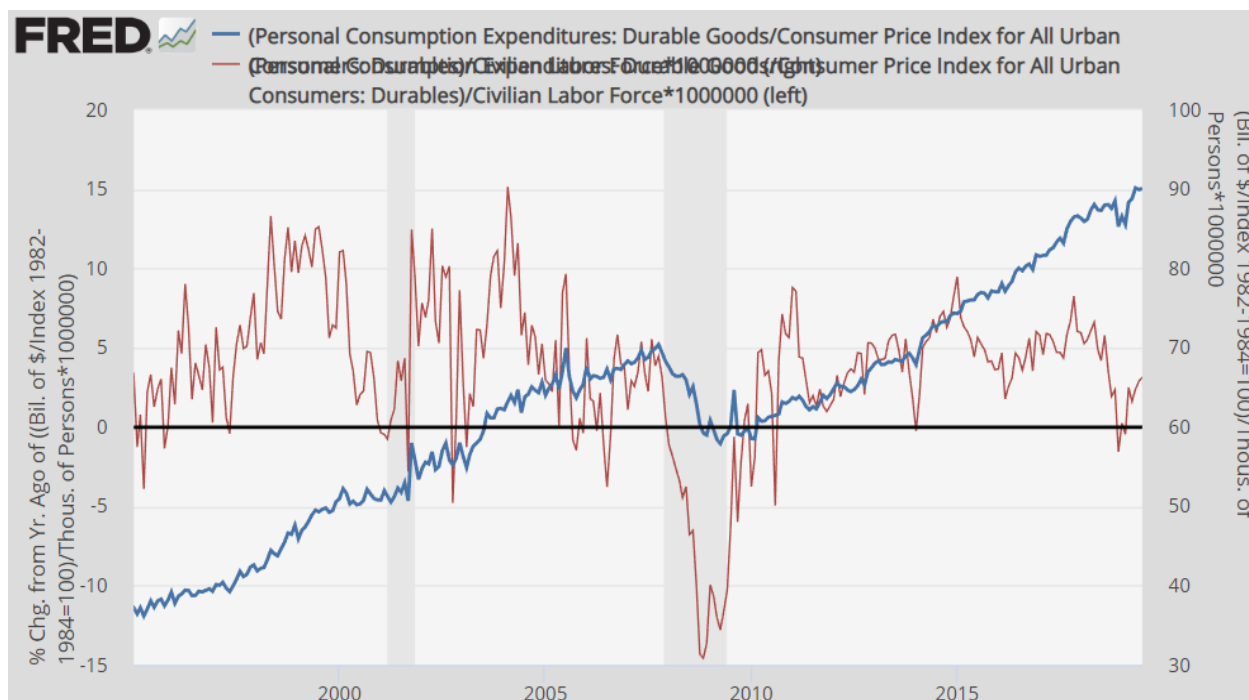
另一方面，**2019 軌道運輸數據則穩定落於 2018 以下**，近 3 個月甚至經常低於 2017 水準。衰減程度最大的是煤礦，而這部分是不戰之罪，**煤佔發電量比例從 2013 的 40%，大幅縮減至 2018 的 28%**，用量降產量降，運輸量自然也會降。

全球範圍衰退是否足以 / 能多快將美國拖下水？這仍需時間證明，從本土角度看，美國仍離衰退有距離。

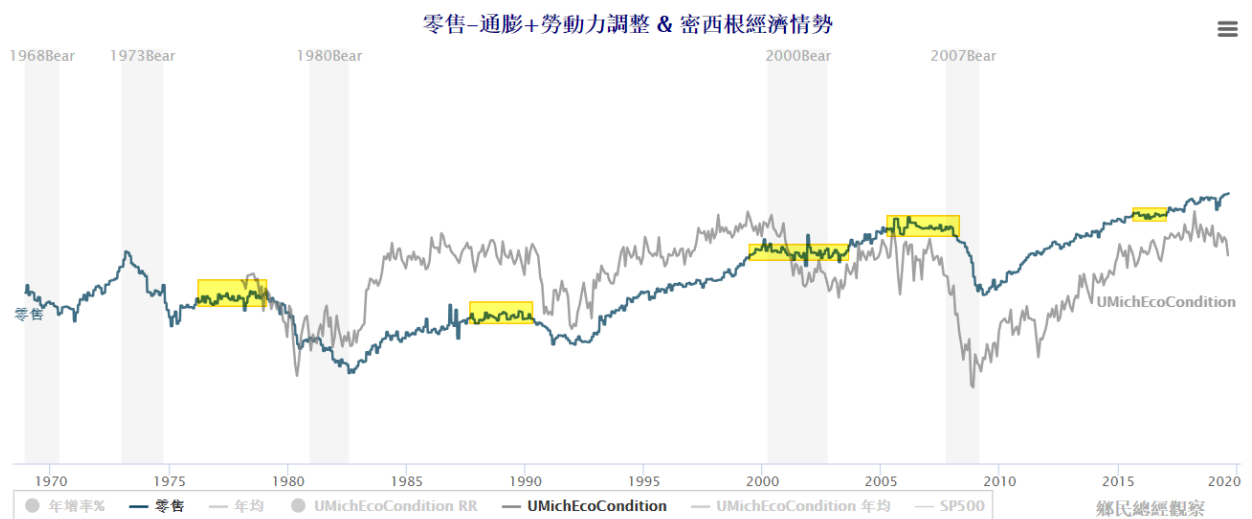
二、消費：成長，但力道削弱中。



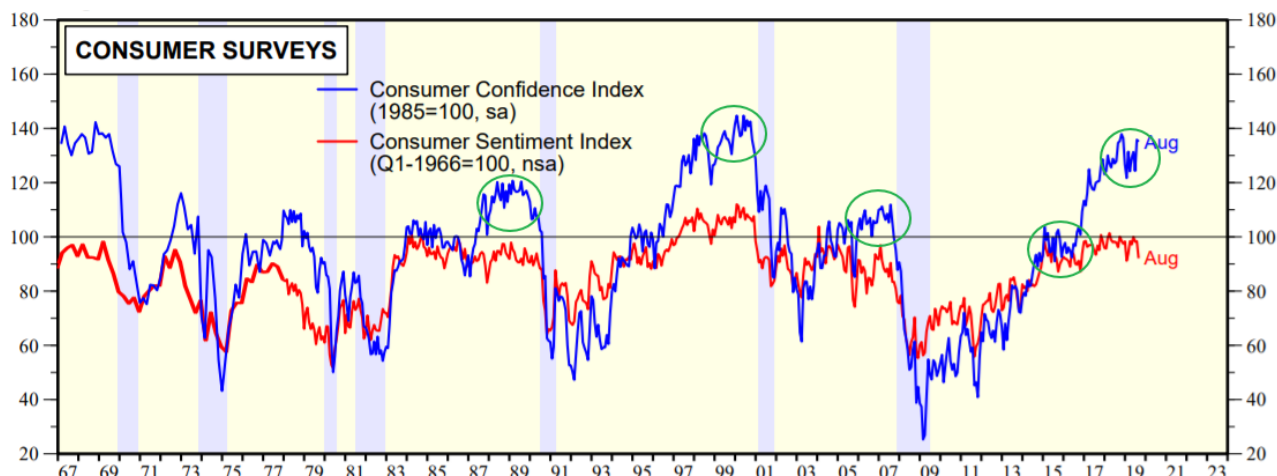
PCE 個人消費-CPI+勞動力調整



本週公布的 7 月 **PCE 個人消費數據中**，整體消費持續成長，而耐久財消費 5 月至今走平，整體仍舊是成長但力道減弱的狀態。PCE 在今年 Q2，佔 GDP68%，重要性是單一數據最強，然而，**對於窺探總經的未來能力，則是較為落後的。**



直接反應消費能力，最快的仍是每月中公布的零售數據，人均零售在總經走弱時，往往會走平一段時間，日常該買的還是會買，直到無以繼續為止，而此數據 7 月仍在走高。



經濟諮商局 & 密西根大學消費者信心

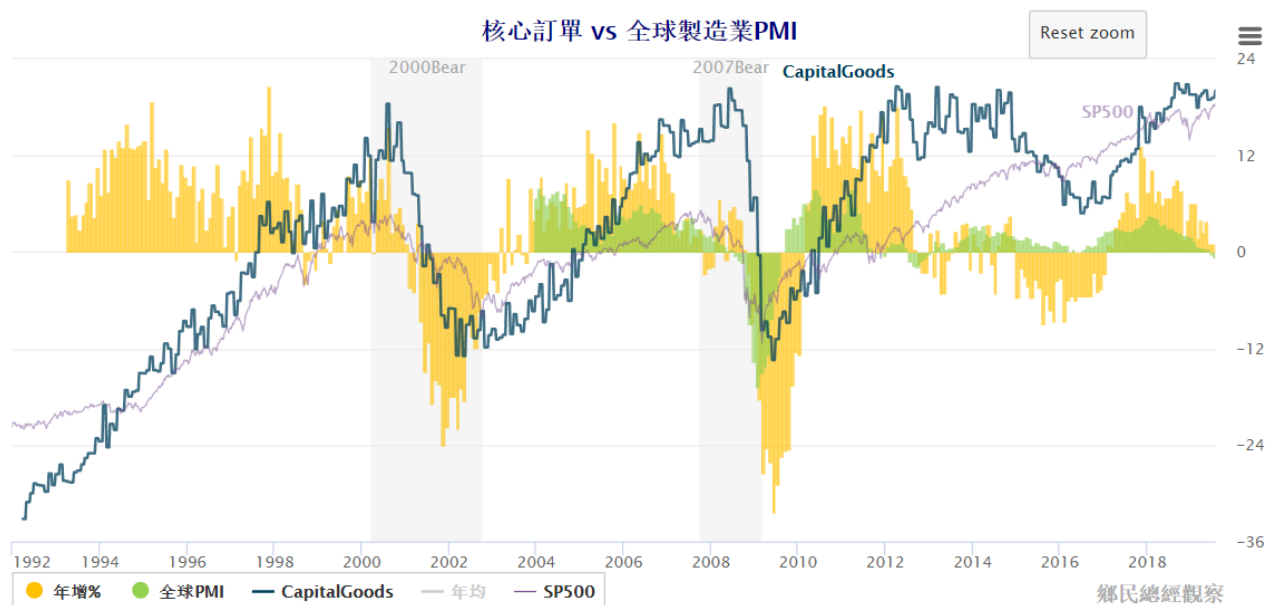
消費者信心中，密西根大學的數據是 **2016 年底以來最低**，經濟諮商局則**仍處高位**。為何差這麼多？因為**問券的設計方式不同，且調查廣度並不高**，以密西根大學為例，是每月約 600 人(註)的民調，不是說消費信心不重要，而是短期數據波動不需太重視，數據方向更為重要。

明顯可以看到，本次消費信心也在攻頂中，成長動力已經削弱，這與實際消費數據是切合的。

總經還能擴張 3 年 5 載的可能性實在太低，送君千里終需一別，但時候還不到。

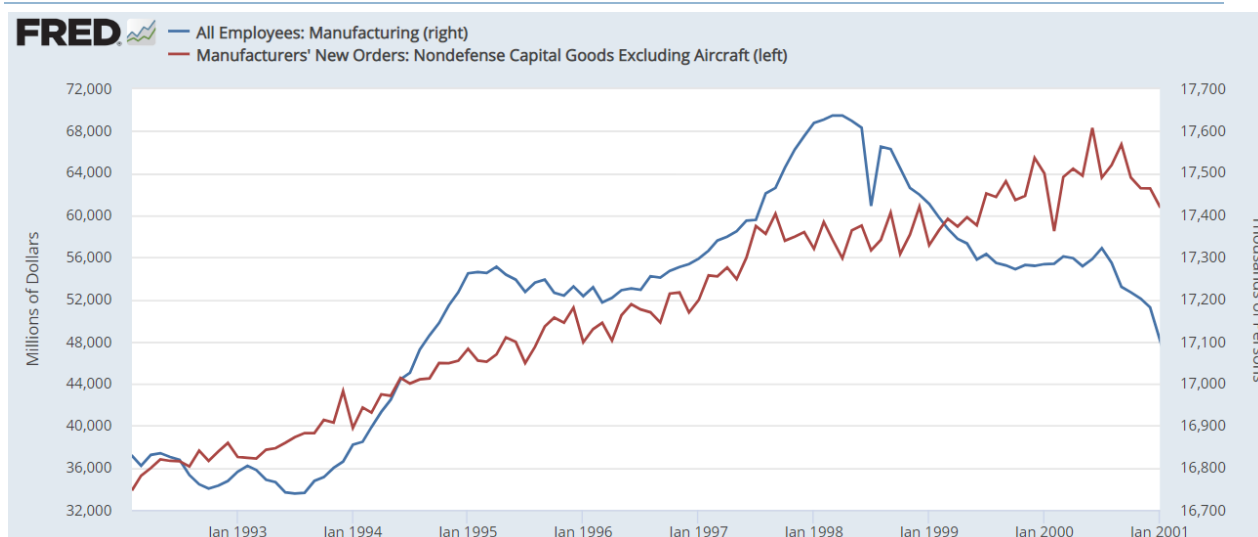
註：密西根大學每月採樣人數最低 600 人。

三、製造業：年增率 2016 後首次負值



7月核心訂單年增率-0.5%，在全球製造業已經轉負的情況下，美國製造業是難以逃避衰退，這在之前已多次說明，**繼上週 8 月 Markit 製造業 PMI 搶先值 49.9 後，核心訂單也落於負區，這對景氣信心確是重擊。**

所幸的是，從絕對值的角度來看，在全球逆風的情況下，7月數據仍稱在高原區，並未自由落體，仍屬萬幸。



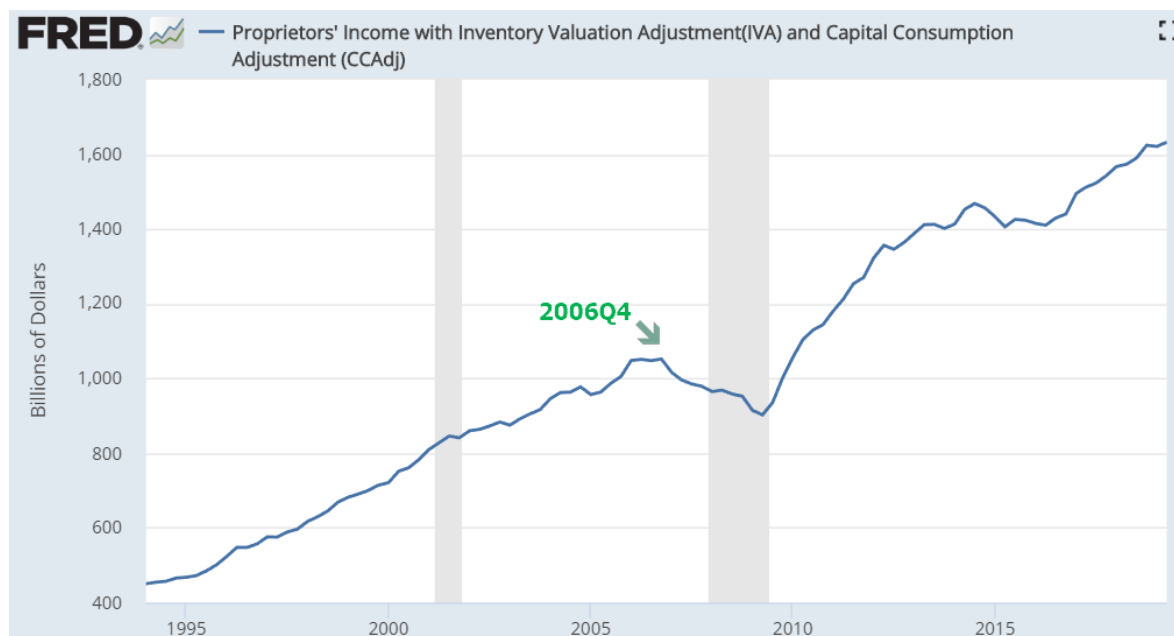
2001 前核心訂單&製造業就業

若比較 **2001 前核心訂單量與製造業就業人數關係**(2001 後中國加入 WTO，美國製造業自由落體，兩者關係相當扭曲，難以比較)，倘若核心訂單不再成長，僅維持目前水平，製造業就業人數仍可望小幅增加。

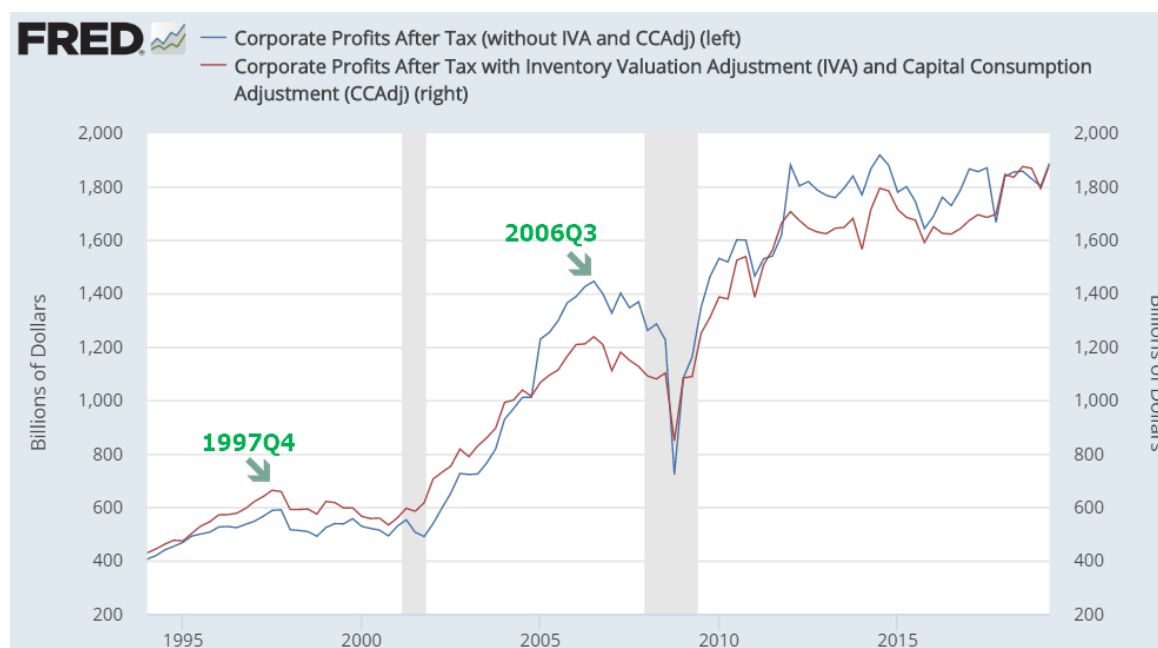
8月FED五行製造業新訂單月增減	
NY FED	8.2
Philly FED	6.9
Dallas FED	3.8
Kansas FED	-23.0
Richmond FED	20.0
平均	3.2

雖然 8 月 Markit 製造業 PMI 不好，正確來說，PMI 看的還是美國 ISM 協會的數據，除 Markit 外，每月下旬 5 間 FED 分行會釋出該分行的製造業當月數據，截至本週，5 間分行數據均已公布，平均較 7 月+3.2，**8 月製造業新訂單保持走平以上的可能性較大。**

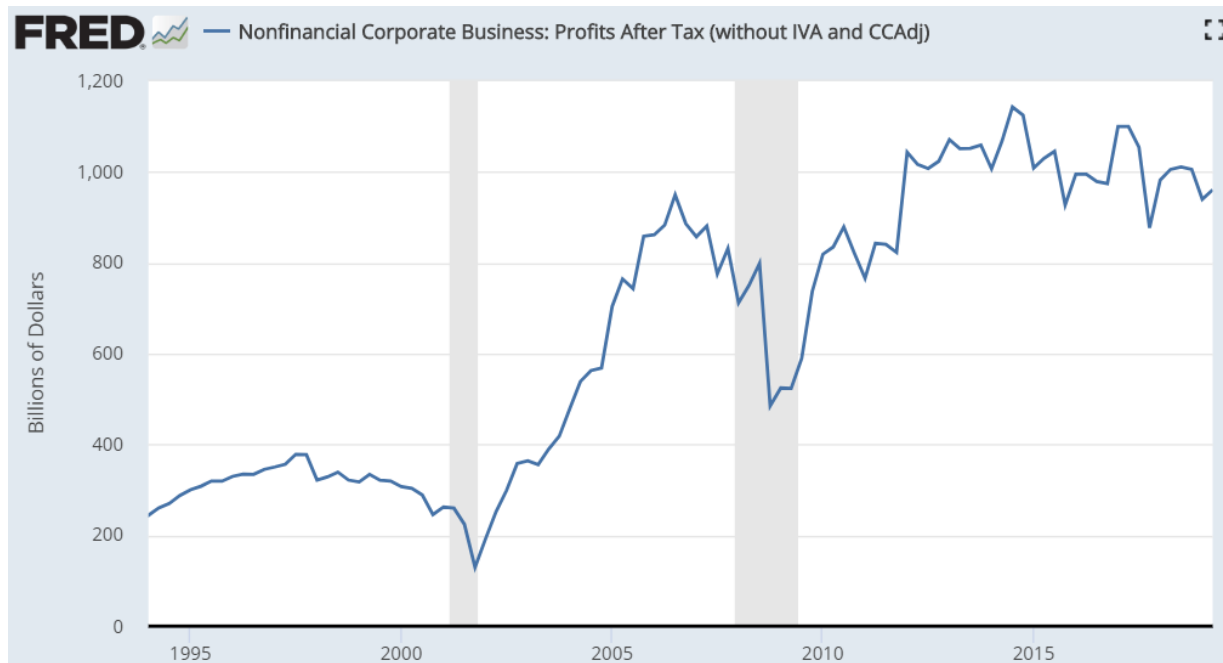
四、企業利潤：短期衰退機率低，Q4 後或有機會重拾(最後)雙成長動力



經營者收入



總體企業稅後盈餘

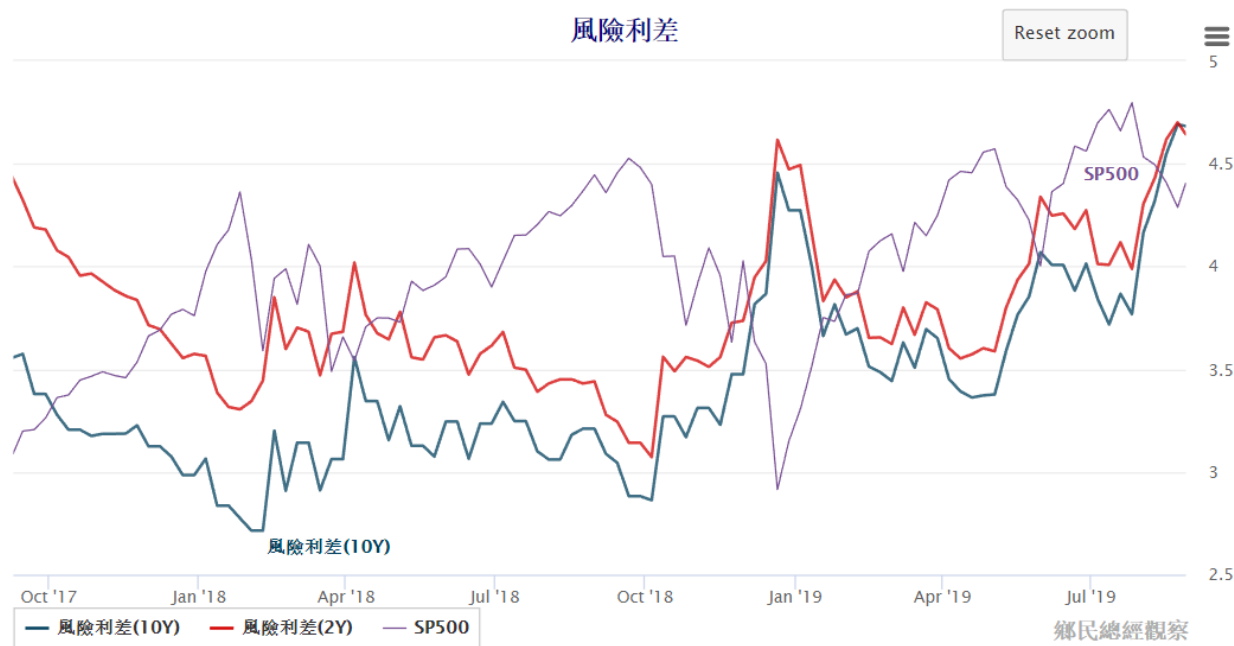


非金融企業稅後盈餘

整體企業利潤仍未明顯滑落，經營者所得仍創新高，但非金融企業則持續下滑。

本次總經循環攻頂明顯，剩下的時間確實不長了，2019問題不大，至2020Q2機會仍高，2020Q3以後難講。

為何2012後企業利潤長期維持走平，股市仍持續創高？因為有市場估值(Forward PE)上升+股份回購(Buyback)這兩大推力同時作用，前者直接推升股價，後者則能增加EPS，所以大盤仍能持續創高。

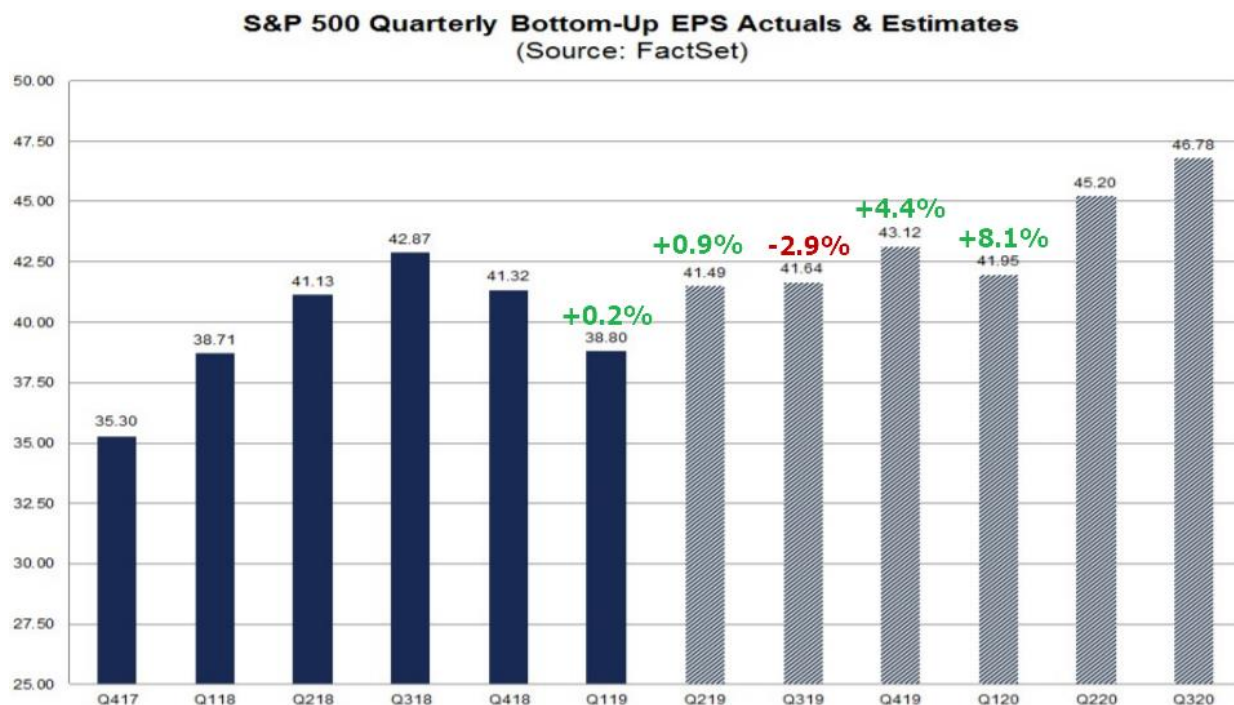


風險利差：Forward PE 與 10Y 美債、2Y 美債利差

如今，股份回購推升股價的力量仍持續著，但市場估值則並不理想，**從去年 10 月起，股市風險貼水是持續加高的。**

風險貼水增加成因

1) 市場對前景的憂慮：總經成長力道的確是轉弱，但我認為**總經仍有力量推到 2020Q2**。



FactSet 2019-08-30 數據

2)2019Q1 ~ Q3 S&P500 EPS 年增率貼近於零：今年 Q1、Q2 EPS 年增都低於 3%，Q3 情況也差不多，2019Q4 至 2020Q3，由於基期降低因素，EPS 成長率應有 5%以上，相對於當下不足 3%的低成長，這對市場估值將會有正面幫助。

2019Q4 至 2020Q3，或許能重拾**估值(Forward PE)上升+**
股份回購(Buy Back)雙成長引擎。

而這也或許是總經衰退前的最後一段好時光了。

五、結論：總經景氣可望延續至 2020Q2

目前，房市弱轉穩，製造衰，消費成長，就業成長，金融穩定，此局勢能維持至 2019 結束。

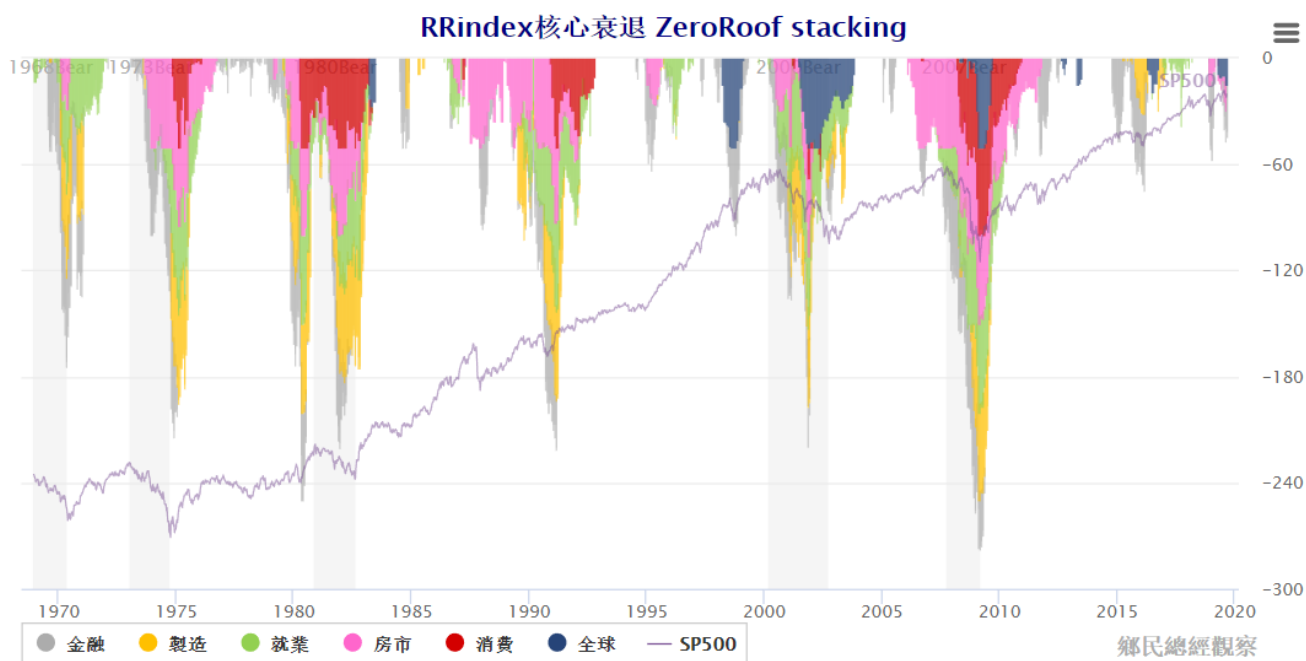
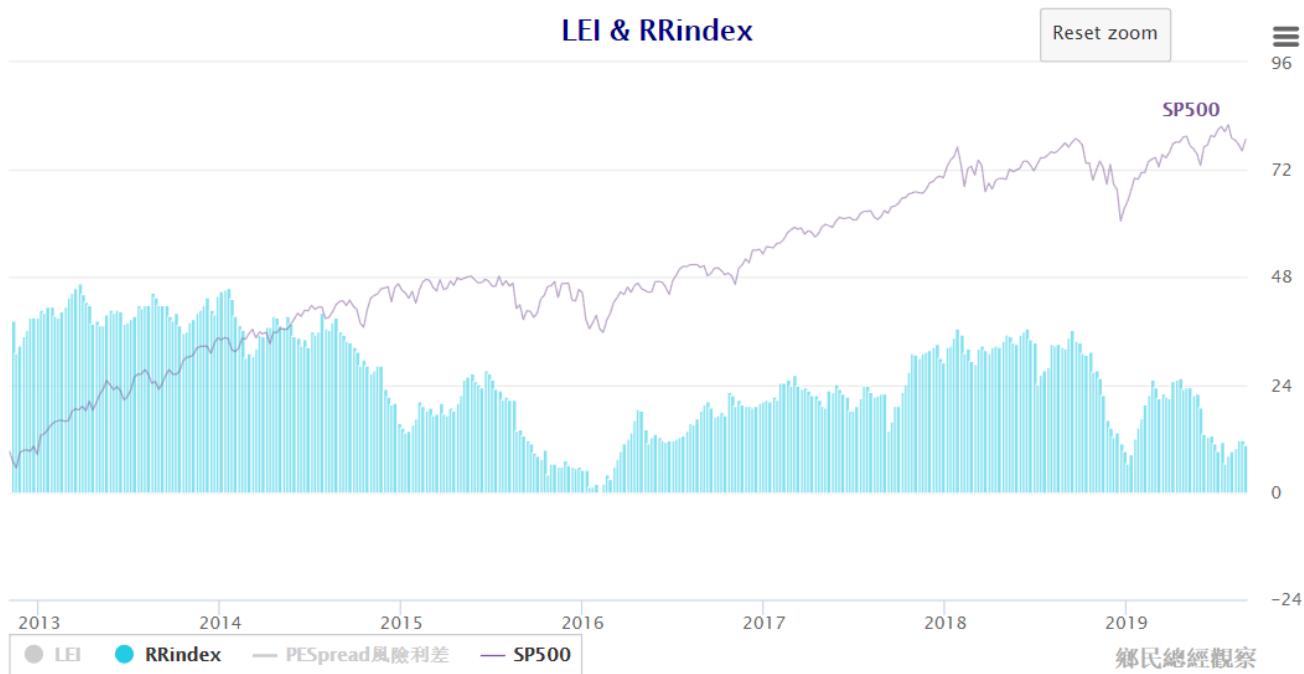
之後，我覺得有相當可能性(>50%)，會因歐美發動的寬鬆政策，使製造及房市重新回魂，而延續總經壽命，至少至 2020Q2。但無法延續太久，2020 川總連任完就倒。

最後，若撇開個人判斷，純粹以總經數據來看，各指標歷史轉折與 S&P500 高點的關係，推估的可能高點日為：

依總經歷史數據轉折與股市高點關係，S&P500高點日期應為：					
	房市	消費	製造	就業	平均
平均	2019-08-02	2020-12-21	2018-12-06	2020-10-11	2020-01-25
中位數	2019-09-25	2021-01-12	2019-01-25	2020-12-08	2020-03-11
最小	2019-01-19	2020-02-03	2018-02-28	2019-10-30	2019-04-14

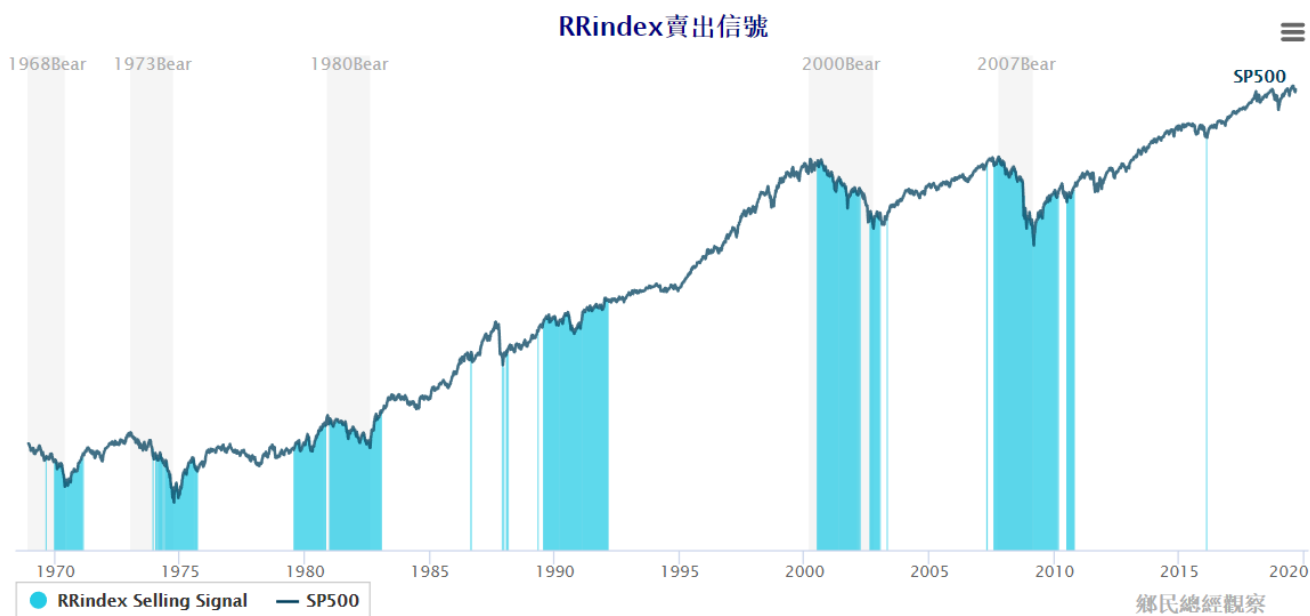
鄉民總經觀察 Last Updated: 2019-08-30

附錄 A：LEI & RRindex



RRindex+11，總經環境對多頭有利。

RRindex 核心衰退：全球、金融。



LEI 與 RRindex 均為本人編繪之領先指標。成分為總經數據、非 Equity 價格之金融數據。

LEI 各成分，依人為設定規則計分，分數範圍 -1~+1，以 0 為總經多空分界。

RRindex 各成分依 n 年高低點動量計分(金融 1 年、其餘 3 年)，分數範圍 -50~+50，以 0 為總經多空分界。

LEI 核心衰退及 RRindex 核心衰退，為組成架構之數據核心分別之衰退信號。