

# 航协资讯

2019年第3期（总第98期）

中国航空运输协会

2019年1月11日

---

## 美国民航需求七十年总体态势和近四十年波动回顾

### 一、美国民航客流持续增长七十年

根据许多成熟资本市场的行业分类，航空并非归类于交通运输，而是归类为可选消费。

回顾美国过去七十年，航空充分体现了可选消费品长期可持续发展的行业属性。七十年间，美国经历了十余轮经济周期，航空需求也相应出现过数次起伏，但随着航空消费能力的持续提升，人均年乘机次数持续提高。

#### 1. 航空需求的长期成长性

美国拥有全球最大的民航市场，2017年美国民航客运量近8.5亿人次，比中国高54%，背后是长达七十年的持续增长。

七十年间，美国经历了十余轮经济周期，航空需求也相应出

现过数次起伏，但人均年乘机次数持续提升。2017年美国人均年乘机次数2.6次，中国仅为0.4次，美国是中国的6.6倍。

## **2.消费能力提升推动航空大众化**

七十年的航空运输客流增长，显著受益于美国居民对于航空出行的支付能力的持续提升。

我们以美国人均可支配收入/平均机票价格(均剔除通胀因素)，评估实际的居民航空消费能力。过去七十年，除了2003-2011年阶段性停滞，其余六十年航空消费能力持续提升，航空消费逐步实现大众化。

按照航空消费能力(人均可支配收入/平均票价)和人均乘机次数，中国目前相当于美国上世纪60年代中期水平。

## **3. 航空需求与经济的相关性**

航空需求与经济相关，但二者的相关性在不同阶段并不相同。过去七十年，随着航空消费能力与人均年乘机次数的持续提升，美国民航客运量与GDP的弹性关系逐渐收敛，高增长的人均年乘机次数提升期似乎已接近尾声。

美国1976年人均乘机次数已达1次，是中国2017年的2.6倍。与中国相比，20世纪80年代之后的美国民航市场已完成了消费普及的初级阶段，而中国目前仍处于人均年乘机次数极低的快速成长期。

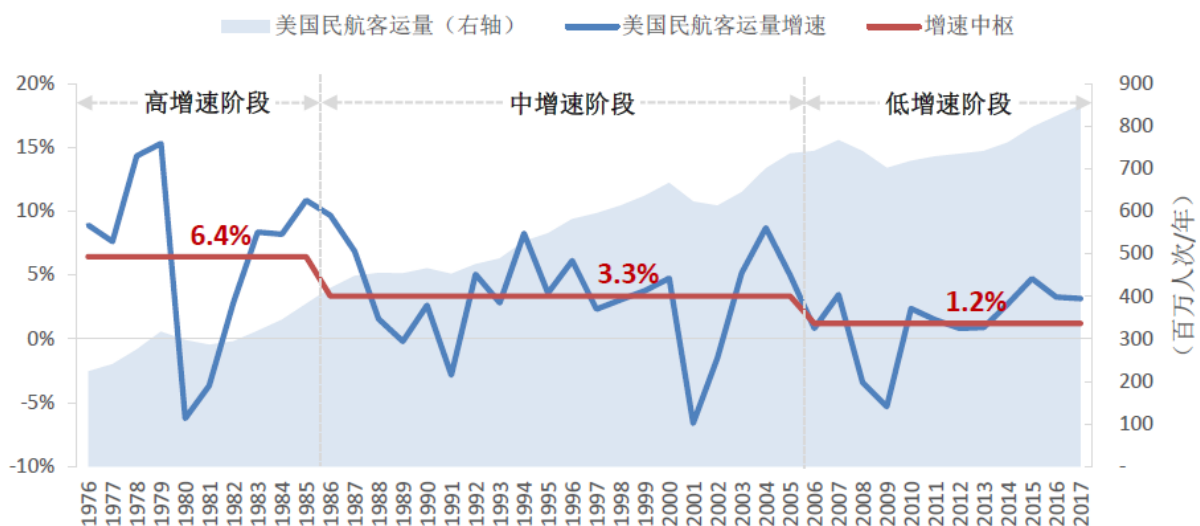
### **二、美国民航需求的“三个阶段”与“两种起伏”**

20世纪80年代初，美国经济正在抗击滞胀，美国民航业则迎

来了放松管制的历史时刻。1978年，美国颁布了《航空公司放松管制法》，数十年对航空业的严格管制在之后的几年中被集中取消，美国民航业进入自由竞争时期。

按照客流增速中枢(基于价格围绕价值波动的理论，一定时期内增长速度存在合理的上下波动，波动中围绕的数值就是增速中枢，具体见下图)，美国民航业过去四十年可以划分为“三个阶段”。其中，美国民航需求经历了“两种起伏”——需求“大震荡”（四次）与需求“小波动”（四次）。

美国民航需求增长的三个阶段



数据来源：BTS，IATA,WIND,国泰君安证券研究

### 1.航空需求增长的“三个阶段”

考虑美国经济周期，以及美国民航客流阶段性增速中枢，我们将过去四十年划分为三个阶段：第一阶段，高增速阶段（1976-1985年），增速中枢6.4%；第二阶段，中增速阶段（1986-2005年），增速中枢3.3%；第三阶段，低增速阶段

( 2006-2017年 ) ，增速中枢1.2%。

## 2.航空需求的“两种起伏”

四十年中，美国民航需求出现多次起伏，按照波动幅度可以分为两种：第一种是需求“大震荡”，年客运量增速低于阶段增速中枢50%以上；第二种是需求“小波动”，年客运量增速低于阶段增速中枢25%-50%。

过去四十年中，美国民航市场共出现过四次需求“大震荡”和四次需求“小波动”。

美国民航需求的四次“大震荡”与四次“小波动”概况

		需求起伏 持续时长	客运量 复合增 速	增速 中枢	客英里收 益复合增 速	客座率 最大变 化	净利率 最低值
需求大 震荡	1980-1982	3年	-2.4%	6.4%	11%	-4.4%	-2.5%
	1988-1991	4年	0.3%	3.3%	5%	-0.8%	-5.2%
	2001-2002	2年	-4.1%	3.3%	-6%	-2.4%	-10.6%
	2008-2009	2年	-4.4%	1.2%	-2%	-0.4%	-12.8%
需求小 波动	1997	1年	2.3%	3.3%	3%	1.1%	4.7%
	2006	1年	0.8%	1.2%	7%	1.6%	11.0%
	2012	1年	0.8%	1.2%	0%	0.8%	0.2%
	2013	1年	0.9%	1.2%	0%	0.3%	6.3%

数据来源：BTS，IATA,WIND,国泰君安证券研究

## 三、美国民航需求的四次“大震荡”

四次需求“大震荡”，均伴随着美国经济衰退（GDP 持续负增长）或事件性冲击。客运量的明显降速，均导致了客座率的下降与行业性亏损。

过去四十年，美国民航需求的四次“大震荡”，都伴随着美国经济衰退，即GDP 出现持续两个季度以上的负增长。

### **1. 第一次（1980-1982年）：滞与胀共振下的需求缩减**

1980-1982年美国民航客运量复合增速为-2.4%，大幅低于6.4%的增速中枢。“沃尔克紧缩”与“里根繁荣”，主导了此轮航空需求明显起伏。

“沃尔克紧缩”引发航空需求缩减。美国70年代备受滞涨困扰，80年代初推行“沃尔克紧缩”，引发利率飙升与大量企业破产，美国1981-1982年出现严重的经济衰退，失业率一度高达10.8%。

美国民航客运量在1980-1981两年中累计缩减近10%，是美国过去七十年中最大幅度的需求下降。客座率与票价先后下行，1982年行业净利率降至-2.5%。

“里根繁荣”推动航空需求强劲回升。1981年里根政府上台，推行减税与放松政府管制，美国保守主义改革拉开序幕。美国航空业也正是在这个阶段逐步放松严格管制，进入自由竞争时期。1983-1984年美国迎来强劲且全面的经济复苏，被称之为“里根繁荣”。美国民航客运量也在1983-1984年实现8%的持续增长，全行业逐步恢复盈利。

### **2. 第二次（1988-1991年）：滞胀与财富效应叠加的持续疲弱**

1988-1991年美国民航客运量复合增速仅0.3%，低于增速中枢约3个百分点。美国90年代初的经济衰退期并不长，年度GDP也未有明显下滑，但这次航空需求起伏长达四年，是四次中持续时间最长的一次。

### **股市暴跌或引发航空客流先周期下行**

1990-1991年美国出现经济衰退，而1988-1989年航空客流增速便已明显放缓。我们猜测，或许与1987年的股市暴跌有关，不仅产生财富效应，且动摇了对未来经济的预期。

### **低客座率下，油价飙升难以传导**

1988-1991四年间，仅1990年客座率小幅下降0.8个百分点，其他三年客座率均正增长。同时，四年间票价持续上行，累计上涨超19%。但由于当时客座率处于62-63%的低位，海湾战争导致油价飙升60%，成本压力难以传导，行业出现持续三年的明显亏损。

### **3.第三次（2001-2002年）：事件性短期需求冲击**

2001-2002年美国民航客运量缩减达8%，非常接近2008年金融危机引发的航空需求波动幅度。期间发生了美国互联网泡沫破灭与“911”恐怖袭击事件。

观察客流的月度变化，不难发现“911”事件才是导致客流大幅缩减的主因，而非互联网泡沫破灭引发的轻微经济衰退。

### **4.第四次（2008-2009年）：国际金融危机下的长时间衰退**

2008-2009年美国民航客运量缩减近9%，需求下降幅度并非

是最大的一次，但影响持续性最长。

21世纪初美联储过度宽松的货币政策，造成流动性泛滥，房地产泡沫滋生。2006年美国房价停止上升，住房贷款违约率逐渐上升，次级债券贬值，资产抛售引发各大金融机构财务状况进一步恶化。2008年下半年金融危机集中爆发，从华尔街金融中心传导到全美国，并向全球蔓延，成为二战后最严重的实体经济衰退，美国失业率一度高达10%。

航空客流自2007下半年开始走弱，2008年二季度开始负增长，降幅逐月扩大至13%，并持续了17个月的负增长，于2009年底逐步恢复正增长。

### **财富效应或引发客流早周期走弱**

早在金融危机集中爆发之前，2007下半年美国民航客流同比增速已开始放缓，特别是国内客运量。同时，2007下半年美国房价开始加速下行，随后标普500指数也在2008上半年出现明显下跌。

### **后金融危机时期，航空客流复苏缓慢**

金融危机对美国经济影响深远，对航空需求的持续影响也超出我们十年前的预期。以往三次需求“大震荡”，大多可以在两年内恢复至前期高点。但金融危机冲击后，美国民航客运量用了五年时间才恢复至2007年高点，是四次需求“大震荡”中客流恢复最为缓慢的一次。

## **低客流增速下的盈利能力加速上行**

与大多数人的想象不同，美国民航业客座率却是在2009年首次突破80%。金融危机后的五年内（2010-2014年），美国民航客流复合增速仅1.7%，但客座率稳步上行，并在2015年达到七十年历史最高位83.8%。

金融危机冲击导致2008年行业巨额亏损以及大量航空公司破产，但2009年行业大幅减亏，2010年扭亏，并自此开启了长达八年的持续盈利。2015年行业净利润率更是超过12%，突破七十年盈利能力波动箱体的上沿。

### **四、美国民航需求的四次“小波动”**

四次“小波动”期间需求均出现增速放缓，但客座率均保持上升，且美国民航业均实现盈利。其中，1997、2006、2013年等三次，行业净利润率更是阶段性高点。

需求仅是供求的一环，若需求未发生根本转折，航空公司运力供给的适应性调整，很大程度上决定盈利能力。

#### **1. 四次“小波动”与经济相关性不明显**

过去四十年中，美国民航客流增速较增速中枢出现25%-50%减速有四次，分别是1997年、2006年、2012年和2013年。

相较于需求“大震荡”，“小波动”与经济的相关性并不太明显。四次“小波动”中，分别有两次伴随着GDP 增速下行，而另外两次伴随着GDP增速上行。

#### **2. 需求“小波动”未必导致盈利能力下滑**



航空需求的四次“小波动”，客座率均保持上升，且美国民航业均实现盈利。其中，1997、2006、2013年这三次，行业净利润率更是阶段性高点。

在这四次需求“小波动”中，虽然客流增速出现放缓，但运力供给增速同样放缓，边际供需继续改善，票价水平均实现提升。

( 资料来源于国泰君安证券行业专题研究报告，有删减 )

(注：本资讯内容或引自第三方公开披露之资料，仅供内部参考。任何人信任或引用其中内容，须自行核实，并对准确性和完整性负责。)

---

送：各理事会成员，各会员单位。

---

编印单位：中国航空运输协会研究部

电话：010-50959706

---