

## 经济拐点已现 美联储降息在即

### ——美国经济深度分析

#### 核心要点:

- 美国二季度的 GDP 年化季率增长 2.1%，消费者开支上升抵销出口同企业投资下跌的拖累。增速远低于第一季度的 3.1%，是 2017 年特朗普上任以来最低。就全球整体经济来看，美国虽然最好，但也开始明显回落。虽然消费者活动强劲，但制造业增长大幅下滑，房地产市场已经在一季度开始回落。财政和贸易的双赤字问题不减。而随着整体经济回落，消费拉动的内需可能会减速，从而加速经济增速的回调。目前看，经济增长对就业的拉动下降，薪资增速不再加速，表明经济增速加快——就业上升——收入增加——消费上升——资本支出增加——内需拉动——经济加速，这种经济上升周期自我循环开始失效，美国经济连续历史最长增长周期的拐点可能已经来到。
- 6 月份美国 CPI 年率下跌至 1.6%，过去一年内整体 CPI 增长了 1.6%，PPI 为 1.7%，整体通胀有限，通胀水平低于美联储 2% 的政策目标，不会成为降息的障碍。进入 7 月份以后，美联储已经多次发出信号，表明它对未来的降息持开放态度。市场目前预计今年将有一到三次降息，预计 31 日降息的可能性为 100%，年底之前再次降息的可能性约为 50%。

#### 分析师



周世一

☎: (8610) 66568471

✉: zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070004

## 经济拐点已现 美联储降息在即

### 一、经济增速下降 周期拐点初现

近期数据表明美国经济增长正面临着减速，美国经济周期拐点已经出现。在就业方面，总体上看，美国就业增加开始大幅放缓。主要是已经实现充分就业，经济增长对就业的拉动下降；但是，薪资增速虽然维持高位，但不再加速上升，这表明，经济增速加快——就业上升——收入增加——消费上升——资本支出增加——内需拉动——经济加速，这种经济上升周期自我循环开始失效，美国经济连续历史最长增长周期的拐点可能已经来到。

最新公布的美国第一季度实际 GDP 年化季率终值录得 3.1%，出口、消费支出、资本支出、库存投资以及政府支出的均增长。但是，由于关税和全球经济放缓打压美国经济，加上减税刺激效应的消失，同时，内需中的投资与消费增速均出现下滑，美国第二季度增长放缓，增长周期的拐点已现。

美国二季度的 GDP 年化季率增长 2.1%，升幅大过市场预期的 1.8%，期内消费者开支上升抵销出口同企业投资下跌的拖累。

二季度的 GDP 增速远低于第一季度的 3.1%，是 2017 年第一季度特朗普上任以来最弱的增幅。同时，美国商务部经济研究局对过去五年的修订进行了修订，修定后的 2018 年较全年国内生产总值增长 2.9%。

今年二季度的 GDP 增长，主要是靠消费者和政府支出推动，但投资回落与出口不佳对 GDP 造成了拖累。二季度的个人消费支出增长 4.5%，为 2017 年第四季度以来的最佳表现。与此同时，私人国内私人投资总额下跌 5.5%，为 2015 年第四季以来最差，因为资本支出下跌 10.6%，是 2016 年首季后首次下跌。其中的企业设备的投资反弹 0.7%。二季度，出口下跌 5.2%，也拖累的 GDP 增长。

就全球整体经济来看，美国经济虽然表现最好，但也开始明显回落。虽然消费者活动强劲，但近期制造业增长大幅下滑，房地产市场已经在一季度出现了回落。财政和贸易的双赤字问题也将影响美国经济。而随着整体经济回落，消费拉动的内需可能会减速，从而加速经济增速的回调。

美国 6 月非农业新增职位 22.4 万个，远高于市场预期的 16 万个，5 月的非农就业向下修正为 7.2 万个。失业率由 4、5 月的 3.6% 微升至 6 月的 3.7%。主要是因为劳动参与率升至 62.9%，劳动力总量增加 33.5 万至 1.63 亿，为今年 3 月以来的最高水平，这推高了失业率。美国 2019 年上半年非农部门月均新增就业岗位 17.2 万个，低于 2018 年 22.3 万个的月均增长。

每周平均工时一如预期维持 34.4 小时，平均时薪按月增速放缓至 0.2%，略低于预期的 0.3%。平均时薪增加 6 美分至 27.90 美元，同比增长 3.1%。过去 12 个月美国的工资同比上涨 3.1%，同样低于市场预期的 3.2%。

内需方面，美国 6 月零售销售增幅超预期，6 月零售销售增长 0.4%，核心零售销售增长 0.7%，5 月增幅上修至 0.6%。6 月核心零售销售强劲增长，此前两个月也有稳健增幅，暗示第二季的消费者支出加速增长，尽管 1-3 月的增幅为一年来最低。二季度的数据均显示消费者支出强劲，这可能有助于部分减轻企业投资疲弱对经济的拖累。

零售销售增长 0.4%，因家庭增加购买汽车和包括家具、建材在内的各种其他商品。不包括汽车、汽油、建筑材料和食品服务在内的核心 6 月零售销售增长 0.7%，5 月增幅上修至 0.6%，前值为增长 0.4%，这一核心零售销售与 GDP 中消费者支出部分最为接近。

除了零售数据以外，生产方面，6 月制造业产出增长 0.4%，受汽车和零部件产出增加提振，5 月为增长 0.2%。尽管如此，第二季度工业生产较上年同期下降 2.2%，为三年来最大降幅，而 1-3 月的降幅为 1.9%，说明美国制造业依然存在萎缩迹象，全球增长放缓、商业投资减少



和库存过剩还在打压制造业。

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 报 51.7, 略高于 51 的预期值, 不及 52.1 的前值, 创特朗普当选总统以来新低; 新订单指数仅录得 50, 低于 52.5 的预期值和 52.7 的前值, 零增长凸显需求不足; 库存指数维持在过低水平, 仅录得 49.1, 不及 50.9 的前值, 低于荣枯线呈萎缩走势。ISM 非制造业指数自 56.9 下降至 55.1, 企业活动指数降至 58.2, 新订单指数降至 55.8, 就业指数降至 55.0, 而供应商交货指数升至 51.5, 库存指数升至 55.0, 支付价格指数升至 58.9, 未交货订单指数升至 56.0, 出口订单指数与前一个月的 55.5 持平, 进口指数与前一个月的 50.0 持平。PMI 指数下滑, 对应美国经济增速下降至 2% 左右。

财政方面, 今年 6 月美国政府公布的 80 亿美元联邦预算赤字, 较市场预期的 63.5 亿美元高。6 月联邦开支金额为 3420 亿美元, 较去年同期减少 12%; 期内收入有 3340 亿美元, 同比增加 6%, 6 月因此出现 80 亿美元赤字。

由本财政年度开始至 6 月底, 赤字累计 7470 亿美元, 较去年同期的 6070 美元增 1400 亿美元。财政赤字继续增长, 预计今年 10 月份, 美国政府的债务余额将会到到限额。目前国会与政府正就提高政府债务上限展开谈判。

贸易逆差继续扩大。美国进出口上升, 但贸易逆差环比扩大 8.4% 至约 555 亿美元。5 月美国商品和服务出口额环比增长 2.0% 至约 2106 亿美元, 进口额环比增长 3.3% 至约 2662 亿美元。5 月商品出口额上涨 39 亿美元至 1408 亿美元, 其中资本品、消费品、食品、饲料及饮品出口均有所增长。当月商品进口额增加 83 亿美元至 2170 亿美元。商品贸易逆差增加 44 亿美元至约 761 亿美元。5 月美国服务贸易顺差增加 1 亿美元至 206 亿美元。贸易赤字扩大至 5 个月高位, 可能是因为企业再次提前囤积存货导致进口增加所致, 其中汽车及零件进口飙升至 23 亿美元, 创纪录高位; 如果考虑通胀因素, 实际的贸易赤字还将扩大, 料将拖累第二季度 GDP 表现。

反应企业资本支出的订单方面, 美国 6 月耐用品订单月率上升 2%, 预测值上升 0.7%, 前值下降 1.3%, 美国 6 月扣除国防的耐用品订单月率上升 3.1%, 前值下降 0.5%; 扣除运输的耐用品订单月率上升 1.2%, 预测值上升 0.2%, 前值上升 0.4%; 扣除飞机非国防资本耐用品订单月率上升 1.9%, 预测值上升 0.2%, 前值上升 0.5%

虽然耐用品订单月率好于预期, 创下 10 个月以来的最高环比增幅; 但是同比数据上仍下降 4.5%, 为 2016 年以来的新低。这表明企业投资信心萎缩不会改变, 虽然企业对设备的支出有所增加, 但企业投资疲软加上库存闲置, 以及波音的飞机失事等因素, 将拖累美国制造业, 制造业占 GDP 比重 12%, 也对未来的经济不利。

房地产方面, 销量继续下滑, 延续一季度的调整。美国 6 月份二手房折合年率销量 527 万套, 较 5 月上修后的数字下降 1.7%。销量低于预期的 532 万套。但销售价格中位数较上年同期上涨 4.3% 至 28.57 万美元。

6 月份房屋库存可售 4.4 个月, 前一个月为 4.3 个月。房屋库存上升 1% 至 193 万套。首套房购买者占总销售的 35%; 全现金购买的占 16%; 投资性买房占 10%。廉价出售屋占总销量的 2%; 其中二手房中间价较上年同期上升 4.3% 至 28.5, 700 美元。

美国 6 月新屋销售上升 7%, 以年率计达到 64.6 万间; 逊预期, 6 月新屋销售按年上升 4.5%。新屋价格中位数维持 31.04 万美元。

房价高企, 超过了居民的负担能力。自 2016 年房价创出历史新高后, 尽管失业率处于低位, 居民收入不断上升, 但 2.5% 左右的个人收入增速, 持续低于 4-5% 的房价涨幅, 导致住房负担越来越重。尽管因为需求下滑, 虽然美联储尚未降息, 但今年以来抵押贷款利率持续下降, 目前位于 2017 年以来最低水平, 但仍未能刺激需求大幅增长, 房地产整体销售今年以来持续下滑。

## 二、通胀不足为虑

6 月份美国 CPI 环比增长 0.1%，与 5 月份增幅持平，未季调 CPI 年率下跌至 1.6%，低于 1.8% 的前值，不过核心 CPI 年率上升 2.1%，高于 2% 的前值和预期值。在剔除波动较大的食品和能源价格后，6 月份美国核心 CPI 增长 0.3%，实现该指标一年半以来最大增幅。5 月份核心个人消费支出 (PCE) 同比增幅仅为 1.5%，这意味着美国通胀水平还未实现稳定在 2% 通胀目标之上。

至 6 月份的一年内，美国整体 CPI 增长了 1.6%，低于美联储设定的 2% 通胀目标；核心 CPI 在过去一年增长了 2.1%。其中，能源价格下降了 3.4%，是拖累美国物价走高的主要因素。

美国 6 月份 PPI 同比增幅为 1.7%，市场预期 1.6%，前值 1.8%；核心 PPI 环比增幅 2.3%，预期 2.1%，前值 2.3%。

美国 6 月 PPI 小幅微涨，因能源和其他商品价格连续两个月下降，抵消了服务业的加速增长，导致 PPI 年率增幅创近两年半以来最小。

第 2 季个人消费开支物价指数初值上升 2.3%，核心个人消费开支物价指数初值上升 1.8%，低过市场预期。

从 PPI、CPI 和 PCE 看，美国整体通胀有限，物价水平不足为虑。通胀水平对美联储的利率政策有着重要影响，是美联储的三大政策目标之一。目前的通胀水平低于美联储 2% 的政策目标，不会成为降息的障碍。

## 三、美联储表态降息

自 2015 年底以来，美联储已实行了九次加息。2018 年一年中，美联储就四次连续加息率，将联邦基金利率区间维持在目前的 2.25% 至 2.5% 之间。利率提升有利提高美国资产的吸引力，资金回流到美国，推动股市繁荣，美元指数在 2018 年上涨了 4%。但随着 2018 年大规模减税措施提振经济增长效应逐渐消退，国际贸易紧张局势冲击全球商业信息和投资，美联储必须考虑降息以支持经济。

虽然美国 6 月份通胀率意外好于预期，美元得到支撑，但这还不足以阻止美联储实行降息。美联储曾表示，达不到通胀目标的风险将持续下去，这是美联储放松货币政策的一个理由。出于对经济增长将持续下滑的担忧，鲍威尔相当明确地倾向于降息，释放 7 月份降息 25 个基点的信号。

进入 7 月份以后，随着高频数据显示经济拐点可能已经来临，美联储已经多次发出信号，表明它对未来的降息持开放态度。市场目前预计今年将有一到三次降息，预计降息的可能性为 100%，并且在今年年底之前降低两倍的可能性约为 56%。

美联储主席鲍威尔发表演讲时表示，美联储将采取任何必要措施维持当前美国经济扩张，但决策者不应该对暂时性的发展做出应对，无论是通胀率下滑，还是非农就业人数出现下滑。就业数据和通胀水平是美联储调整货币政策时最为看重的两个经济指标。

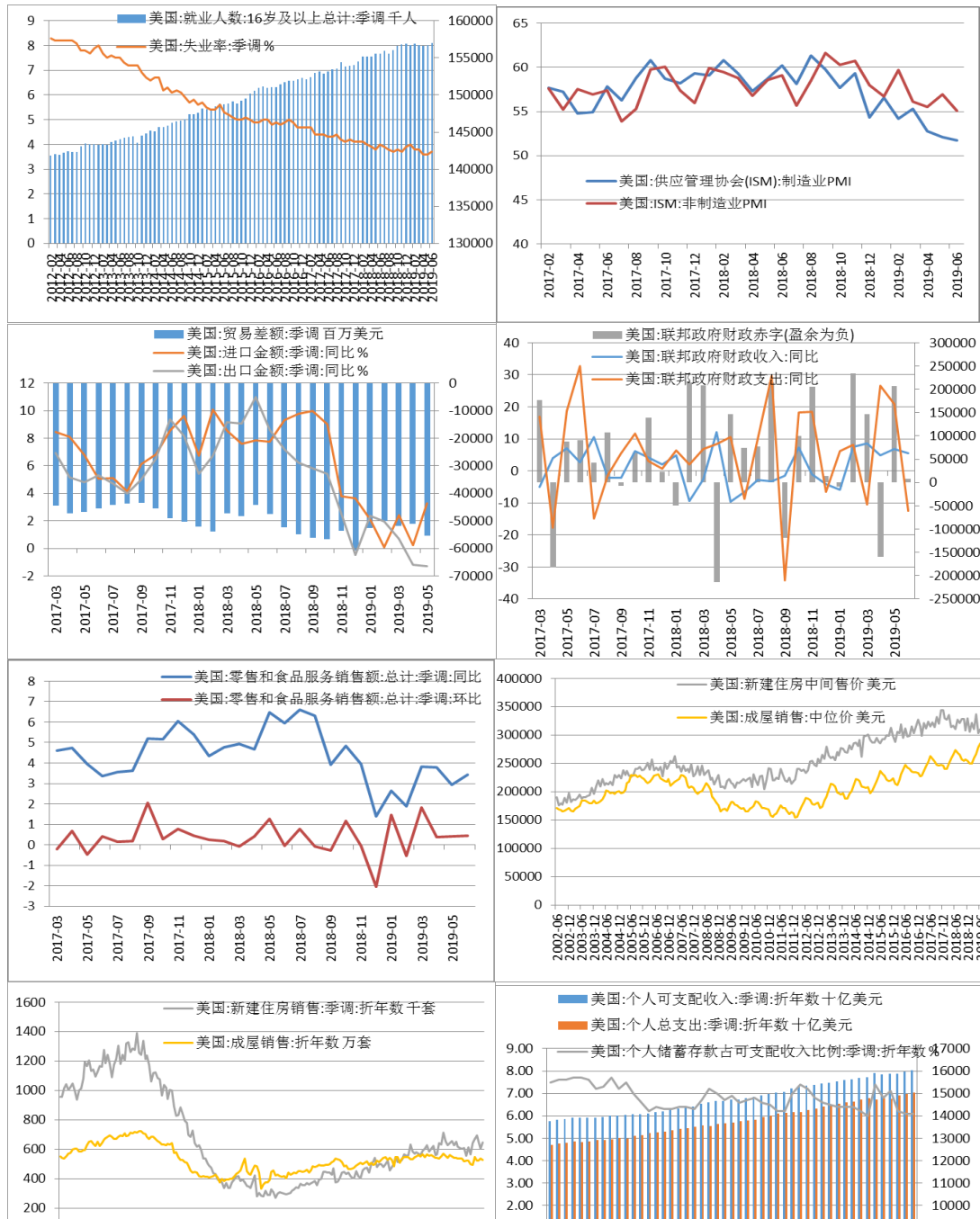
在 10 日美联储主席鲍威尔出席众议院听证会时则表示，美联储并未因该数据而扭转对整体美国经济前景的预判，进一步强化市场对美联储即将降息的预期。

上周美联储主席鲍威尔在讲话中重申，将“采取适当行动”保持美国经济扩张。他的这番讲话确认了目前的降息预期。芝加哥联储主席埃文斯表示，美联储在 7 月政策会议上降息 50 个基点，可确保通胀更快达到联储的目标。

期货反映出降息 25 个基点的机率为 100%，降息 50 个基点的机率为 25%。美联储在 31 日的货币政策委员会会议上降息已成定局。

**图：美非农就业与失业率、CPI、PPI、PMI 指数、进出口增速与贸易差额、财政收支增速与赤字、零售、房地产、GDP 拉动**





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\\_11050](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11050)

