

## 美国二季度 GDP 好于预期

### 一、美国第二季度 GDP 好于预期

- **美国 2 季度 GDP 环比折年率大幅下滑但好于预期。**消费支出增长强劲，联邦政府支出以及州和地方政府支出的增加，但私人库存投资、出口、商业投资和住房投资走软。1) 从私人消费来看，对 GDP 贡献度明显上涨；2) 从私人投资来看，存货和非住宅投资对 GDP 贡献度形成拖累；3) 从政府开支和投资总额来看，联邦政府开支和投资对 GDP 贡献度明显上行；4) 从商品和服务净出口来看，除了服务进口，其他分项对 GDP 贡献度由正转负。
- **消费支出对美国 GDP 的拉动，仍需观察。**消费者信心水平的高企，叠加市场对美联储降息预期升温，提前对消费形成提振，促使消费支出加速。但从制造业 PMI 以及消费周期的变化来看，未来消费支出进一步大幅上升的概率不高。
- **作为美国第二大经济增长来源的商业投资在 2Q2019 大幅放缓，同时制造业和住房市场依然疲软。**首先，全球经济增长放缓和贸易战对供应链的中断从一定程度上削弱企业的盈利能力；其次，住房部门的建筑活动也反映了当前经济活动疲软，企业投资资本开支意愿不高，预计企业投资短期内难以回升。
- **贸易战对净出口的负面影响开始显现。**虽然特朗普政府试图减少美国贸易逆差，但由于美国与中国和墨西哥的经贸摩擦一度扩大，6 月消费品出口下降 10.9%，为 1989 年以来最大的降幅，对第二季度经济扩张构成下行压力。
- **2Q2019 美国 GDP 数据好于预期可能不会阻碍美联储降息，但美国货币政策难以比市场预期的更加宽松。**数据表明美国经济增长开始放缓，我们仍预计美联储会在 7 月底的议息会议上做出 25bps 的“防御性”降息举措，但美联储的货币政策在 2H2019 不会比市场预期的更加宽松。

### 二、美国成屋销售低于预期，欧元区和美国制造业初值不如预期

- **美国成屋销售年化总数低于预期：**南部和西部为主要拖累。
- **美国新屋销售高于预期：**南部和西部地区上涨明显。
- **欧元区制造业 PMI 初值低于预期：**产出、新订单和就业均形成拖累。
- **美国制造业 PMI 初值低于预期：**产出、就业和采购库存均形成拖累。

### 三、本周重点关注美联储公布利率决议、美国通胀和劳动力市场数据

- **财经时间：**美联储公布利率决议、美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。
- **财经数据：**美国 6 月 PCE 物价指数年率、美国 6 月个人支出月率、美国 7 月 ADP 就业人数、美国 7 月季调后非农就业人口变动、美国 6 月工厂订单月率。

#### 风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储加息周期被迫中断。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

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：

### 一、美国第二季度 GDP 好于预期

**美国 2 季度 GDP 环比折年率大幅下滑但好于预期。**数据显示，美国 2 季度实际 GDP 年化季率初值 2.1%，低于预期增长 1.8%，低于前值 3.1%，其中私人消费支出环比折年率为 4.3%，高于前值 1.1%；私人投资环比折年率为-5.5%，大幅低于前值 6.2%；商品和服务出口环比折年率为-5.2%，低于前值 4.1%；商品和服务出口进口环比折年率为 0.1%，高于前值-1.5%；政府消费支出和投资总额环比折年率为 5%，高于前值 2.9%。总体来说，消费支出增长强劲，联邦政府支出以及州和地方政府支出的增加，但私人库存投资、出口、商业投资和住房投资走软。数据公布后，美元指数小幅上升，黄金急挫 3 美元至 1415.31 美元/盎司，道琼斯指数和标准普尔 500 指数周五均开盘上涨 0.3%，10 年期美国国债收益率上涨 2 个基点至 2.075%。

**从对 GDP 的环比拉动率来看，消费和政府支出为主要提振，其中：**

**从私人消费的分项中，对 GDP 的贡献度均出现大幅上涨。**数据显示，美国第二季度私人消费支出对 GDP 环比拉动率上行至 2.85%，高于前值 0.78%。从私人消费支出的分项数据显示，私人商品消费对 GDP 环比拉动率为 1.67%，高于前值 0.32%；服务消费对 GDP 环比拉动率为 1.17%，高于前值 0.46%；耐用品消费对 GDP 环比拉动率为 0.86%，高于前值 0.02%；非耐用品消费对 GDP 环比拉动率为 0.81%，高于前值 0.30%。

**从私人投资的分项中，存货和非住宅投资对 GDP 的贡献度出现明显拖累。**美国第二季度私人投资对 GDP 环比拉动为-1.00%，低于前值的 1.09%。从私人投资的分项数据来看，固定投资对 GDP 环比拉动率为-0.14%，低于前值 0.56%；存货对 GDP 环比拉动率为-0.86%，低于前值 0.53%。固定投资中的住宅投资对 GDP 环比拉动率为-0.06%，前值-0.04%；非住宅投资对 GDP 环比拉动率为-0.08%，低于前值 0.60%。非住宅投资中的设备投资对 GDP 环比拉动率为 0.04%，高于前值 0.00%，建筑投资对 GDP 环比拉动率为-0.34%，前值 0.12%，知识产权对 GDP 的环比拉动率为 0.22%，低于前值 0.48%。

**从政府开支和投资总额来看，联邦政府开支和投资对 GDP 的贡献度明显上行。**美国第二季度政府开支和投资总额对 GDP 环比拉动率上行至 0.85%，高于前值 0.50%。从分项数据看，联邦政府开支和投资对 GDP 环比拉动率为 0.51%，高于前值 0.14%，州和地方政府开支对 GDP 环比拉动率为 0.35%，低于前值 0.36%。国防开支对 GDP 环比拉动率为 0.11%，低于前值 0.29%，非国防开支对 GDP 环比拉动率由负转正至 0.40%，高于前值-0.15%。

**从商品和服务净出口来看，除了服务进口，其他分项均对 GDP 贡献度由正转负。**美国二季度商品和服务净出口对 GDP 环比拉动率下降至-0.65%，低于前值 0.73%。从出口方面来看，商品和服务出口对 GDP 环比拉动率由正转负至-0.63%，低于前值 0.49%，其中商品出口降幅较大，服务出口对 GDP 环比拉动率由正转负，商品出口对 GDP 环比拉动率为-0.40%，低于前值 0.36%，服务出口对 GDP 环比拉动率为-0.23%，低于前值 0.13%。从进口方面来看，商品和服务进口拖累程度加深，商品和服务进口对 GDP 环比拉动率为-0.01%，低于前值 0.23%，其中商品进口对 GDP 环比拉动率为-0.02%，低于前值 0.36%，服务进口对 GDP 环比拉动率由负转正至 0.01%，高于前值-0.13%。

图表 1：美国：各分项对 GDP 增长的贡献率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：美国：GDP 主要分项同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

**消费支出对美国 GDP 的拉动，仍需观察。**数据显示，私人消费同比增长 2.57%，高于前值 2.51%，其中商品消费同比增长 3.7%，高于前值 3.00%。鲍威尔本月早些时候在国会作证时称道，消费者支出是经济增长的“可靠推动因素”之一，并表示在第一季度出现回调之后，消费活动“现在正以稳健的步伐”运行。首先，由于信心水平较高以及工资收入稳，汽油价格下跌以及资产价格上涨创造了完美的支出环境，家庭消费将会大幅提升。其次，降息预期也从一定程度上提前对消费形成提振，消费者支出增长应在今年剩余时间内保持相对稳定，随着美联储变得越来越宽松，资产价格的上涨增加财产收入，因此也会鼓励消费。但需要注意消费滞后于制造业，意味着消费进一步大幅上升可能性仍然较小。

作为美国第二大经济增长来源的商业投资在 2Q2019 大幅放缓，同时制造业和住房市场依然疲软。数据显示，私人投资总额同比下降至 4.12%，前值 5.11%，其中虽然固定投资中的住宅投资同比降幅收窄至-2.84%，前值-3.38%，但建筑投资同比为-4.61%，低于前值 0.69%。首先，全球经济增长放缓和贸易战对供应链的中断从一定程度上削弱企业的盈利能力，商业资本投资在 2 季度下降了 0.6%，这是三年来的首次下降。该数据至少在一定程度上反映了企业不愿承诺新项目，另外移民限制和过于强势的美元都使得企业投资意愿下降。制造业的疲软已经打压了库存和固定投资等组成部分，将最终蔓延到服务和技术领域。其次，住房部门的建筑活动也反映了当前经济活动疲软，房屋开工和建筑许可证的在过去一年左右的时间里明显放缓。企业投资信心仍然低迷，叠加库存闲置仍然较高，企业投资短期内难以回升。

**贸易战对净出口的负面影响开始显现。** 数据显示，商品和服务净出口同比降至-15.07%，前值-6.76%。从出口方面来看，商品和服务出口同比由正转负至-1.54%，前值 1.20%。虽然特朗普政府试图减少美国贸易逆差，但由于美国与中国和墨西哥的经贸摩擦一度扩大，5 月份美国国内贸易逆差大幅扩大至 5 个月以来的高位；6 月美国商品贸易逆差下降 1.2%至 742 亿美元，较 5 月贸易逆差有所收窄，但仍然高于预期，其中进口放缓至 2105 亿美元，表明内部需求的放缓；出口下降至 1363 亿美元，消费品出口下降 10.9%，为 1989 年以来最大的降幅。过去几个月的净出口对 2 季度经济增长构成一定的下行压力。

**2Q2019 美国 GDP 数据好于预期可能不会阻碍美联储降息，但美国货币政策难以比市场预期的更加宽松。** 美国经济在过去几年中强劲增长，在减税的支持下，表现优于主要贸易伙伴，抵消了外部需求疲软带来的阻力。美国失业率也降至接近 50 年低点，工人工资上涨，而股票和房价继续走高。但目前，越来越多的迹象表明美国经济增长开始放缓，主要源于内部投资的走弱和外部持续的贸易紧张局势带来的信心减弱。我们预计，美联储会在 7 月底的议息会议上做出 25bps 的“防御性”降息举措，9 月可能进一步下调 25 个基点。降息将通过使企业和家庭更便宜，更容易承担更多债务来推动经济增长，这反过来通常会增加支出。但更宽松的货币环境将增加风险资产泡沫的可能性或不必要的通胀飙升，所以美联储的货币政策在 2H2019 不会比市场预期的更加宽松。

## 二、美国成屋销售低于预期，欧元区和美股制造业初值不如预期

### 1、美国成屋销售年化总数低于预期

**美国 6 月成屋销售出现小幅下滑。** 7 月 23 日，据全美地产经纪商协会 (NAR) 统计，今年 6 月美国成屋销售年化总数为 527 万户，逊于预期的 532 万户和 5 月前值 534 万户，6 月成屋销售总数环比下降 1.7%，市场预期下降 0.2%，5 月环比增长 2.9%。**东北部和中西部的成屋销售小幅增长，但南部和西部有所下降。** 与一年前相比，所有地区的销售额都有所下降，其中东北部和西部地区降幅最大。美国东北部 6 月份成屋年化销售 68 万套，同比增长 1.5%。中西部地区，成屋年化销售 125 万套，同比小幅增长 1.6%。美国南部 6 月份成屋年化销售 225 万套，同比下降 3.4%。美国西部 6 月份成屋年化销售 109 万套，同比下降 3.5%

### 2、美国新屋销售高于预期

**美国 6 月新屋销售上涨。**据美国商务部人口普查局 7 月 24 日公布数据显示，美国 6 月新屋销售年化 64.6 万套，高于前值 60.4 万套（调整后）；环比上涨 7%，高于预期增长的 6%，高于前值环比下降 8.2%。新房销售占房地产市场销售总额的 11% 左右。**其中各地区新屋销售情况出现分化，南部和西部地区上涨明显，而中西部和东北部下降明显。**美国南部地区销售 38.2 万套，上涨 0.3%，为 13 个月来的最高水平；西部地区销售 18.5 万套，为 2010 年 8 月以来的最大增幅；中西部地区销售 5.6 万套，下降 26.3%，为 2015 年 9 月以来的最低水平；东北部地区销售 2.3 万套，下降 4.2%。

### 3、欧元区制造业 PMI 初值不如预期

7 月 24 日 Markit 公布数据显示，欧元区 7 月制造业 PMI 初值为 46.4，低于前值的 47.6，低于市场预期 47.6，制造业收缩加剧，是自 2012 年 12 月以来出现了最严重的收缩。**产出、新订单和就业均对制造业形成拖累。**制造业的产出出现了自 2013 年 4 月以来的最大降幅，新订单是 2012 年以来第二降幅，商品出口下降幅度为 2011 年 11 月以来最大。此外，由于企业越来越依赖以前的订单来维持当前的产出增长，积压的工作以加速的速度减少，工作积压率以七年来最快的速度下降。就业率连续第三个月下降，是 2013 年 6 月以来的最快速度。在价格方面，由于供应商提供折扣，在全球大宗商品价格下跌的背景下，投入价格连续第二个月下跌；而工厂销售价格则出现了自 2016 年 4 月以来的最大跌幅。商业乐观情绪是自 2012 年 12 月以来最差的，人们对贸易战的担忧日益加剧，对全球和本地经济地缘政治压力，尤其是英国脱欧。

**德国制造业持续低迷。**7 月 24 日 Markit 公布数据显示，德国 7 月制造业 PMI 初值为 43.1，低于前值的 45，低于市场预期 45.1，创 7 年新低。工厂活动自 2012 年 7 月以来出现了最严重的收缩，产量以四个月来的最快速度下降，也是 2009 年以来最显著的萎缩之一。此外，新订单、就业和采购库存下降。由于出口订单以十年来最快的速度下降，以及汽车行业的疲软，订单量在三个月内下降最多。在价格方面，投入成本通胀放缓，主要是由于原材料和零部件价格以及近三年在激烈竞争中首次下跌。最后，对未来产量的信心大幅下降至 2012 年底以来的最低水平，部分原因是汽车行业的担忧加剧。在成本方面，受制造商原材料和零部件价格大幅加速下降的影响，输入价格通胀已降至近 3 年来的最低水平。7 月份平均产出价格涨幅也有所放缓，通胀率为 2016 年 11 月以来的最低水平。由于竞争激烈，制造业出厂价格出现近 3 年来的首次下降。

**法国制造业扩张放缓。**7 月 24 日 Markit 公布数据显示，法国 7 月制造业 PMI 初值为 50，低于前值 51.9，低于市场预期 51.6。在 6 月份出现四个月来的首次增长后，7 月份，产量、新订单和就业都有所下降。制造业产出在 6 月份出现四个月来的首次增长后，又回落至收缩区间。与产出趋势一致，7 月份法国私人部门企业接到的新订单增速有所放缓。第三季度初，新出口业务普遍停滞不前，制造商的国际销售萎缩，基本上抵消了服务企业的温和增长。在价格方面，投入成本自 2016 年 5 月以来首次下降，而产出价格则以较缓的速度上涨。私营企业在第三季度初仍对商业前景持乐观态度。此外，信心程度强于 6 月份，主要是受到服务业乐观情绪上升的推动。

### 4、美国制造业 PMI 初值低于预期和前值

7月24日Markit公布数据显示,美国7月制造业PMI初值为50,低于前值50.6,低于市场预期51.0。**产出下降、就业下降和采购库存减少导致制造业PMI下降。**产量仅略有下降,但降幅是2009年8月以来最大的。此外,就业水平的轻微下降结束了整个制造业持续创造就业机会的六年期,这主要是因为汽车行业低迷和全球经济不确定性加剧使得制造业7月份失去动力。出口销售尤其疲软,海外需求下滑,但国内需求继续上升,新订单总额持续改善,出现小幅增长。在价格方面,制造业工厂的费用大幅上涨。

图表 3: 海外宏观数据跟踪和简评

美国	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	最新数据简评
<b>增长</b>															
GDP (环比折年率, %)	4.2			3.5			2.2			3.2			2.1		高于预期, 消费为主要提振, 净出口和库存回落
<b>消费</b>															
个人总收入 (环比折年率, %)	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1	0.5	0.5			持平于前值和预期
个人消费支出 (环比折年率, %)	0.4	0.5	0.4	0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9	0.3	0.4			分项来看, 商品支出为主要提振。
零售销售额 (环比折年率, %)	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6	0.3	0.4	0.4		得益于无店铺零售业、食品服务和酒吧和机动车销售额
<b>投资</b>															
耐用品订单 (环比, %)	0.9	-1.2	4.7	0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7	(2.1)	(1.4)	2.1		企业对设备的支出有所增加
建造支出 (环比, %)	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)	(0.1)	(0.8)			建造投资大幅回落
<b>对外贸易</b>															
出口 (同比, %)	8.8	7.5	6.5	6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3	(0.1)	(1.3)			海外需求回落
进口 (同比, %)	7.7	8.7	9.3	9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6	0.2	3.3			内需拉动大幅回升
贸易差额 (十亿美元)	-46.2	-50.4	-53.7	-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0	(50.8)	(55.5)			贸易逆差扩大
<b>通胀</b>															
CPI (同比, %)	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6		能远价格拖累CPI
核心CPI (同比, %)	2.3	2.4	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1		剔除能源和食品因素后, 高于前值
核心PCE (同比, %)	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5			持平于预期但低于前值
密歇根次年通胀预期 (同比, %)	3.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	2.9	2.6		低于前值
<b>劳动力市场</b>															
非农就业新增人数 (千人)	213	157	201	134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0	75.0	224.0		专业和商务服务, 医疗保健, 运输和仓储方面提振
失业率 (%)	4.0	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6	3.6	3.7		失业率上升
平均时薪 (环比, %)	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2		低于预期
职位空缺数 (千人)	6822	7077	7293	7009	7079	6888	7335	7581	7087	7488	7449	7323			受建筑和运输行业下滑拖累
<b>房地产市场</b>															
标普/CS房价指数 (同比, %)	6.4	5.9	5.5	5.2	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0	2.7	2.6	2.5			房价持续回落
成屋销售 (折年数, 万套)	538	534	533	515	522	532	499	494	551	521	519	534	527		南部和西部有所下降
新屋开工 (环比, %)	-11.4	0.6	8.1	-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3	5.7	-0.9	-0.9		西部和南部地区为主要拖累
营建许可 (环比, %)	-0.7	0.9	-4.1	1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7	0.6	0.7	-6.1		除东北部地区以外, 其余地区6月营建许可均下滑
<b>其他</b>															
ISM制造业PMI指数	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7		制造业指数回落
ISM非制造业PMI指数	59.1	55.7	58.5	61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5	56.9	55.1		服务业小幅回落
工业产能利用率 (%)	77.8	78.0	78.5	78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8	77.9	78.1	77.9		产能利用率小幅回落
密歇根大学消费者信心指数	98.2	97.9	96.2	100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	100.0	98.2	98.4	较前值变化不大
美联储总资产 (万亿美元)	4.367	4.337	4.266	4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	4.016	3.976	3.900	3.870		缩表在9月结束
美国联邦基金基准利率	1.75-2.0	1.75-2.0	1.75-2.0	2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50		6月维持利率不变
美元实际有效汇率指数	99.60	99.94	101.00	101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40	107.40	107.10		美元实际有效汇率下行
<b>其他发达经济体</b>	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	简评
<b>欧元区</b>															
GDP (环比折年率, %)	1.5			0.6			0.8			1.6					欧元区经济疲软
CPI (同比, %)	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2	1.2		通胀保持稳定
核心CPI (同比, %)	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	1.2	0.8	1.1		核心CPI回升
出口 (季调环比, %)	1.7	-0.9	2.1	-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)	0.9	(2.5)	1.4			外部需求大幅回升
进口 (季调环比, %)	2.0	1.5	-0.4	0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)	2.5	(0.9)	(1.0)			内部需求大幅回落
贸易差额 (十亿欧元)	16.5	12.3	16.8	13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5	17.9	15.3	20.2			贸易差额回升
Markit制造业PMI指数	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	47.7	47.6	46.4	制造业低于前值
Markit服务业PMI指数	55.2	54.2	54.4	54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	52.5	53.6	53.3	制造业低于前值
德国经济景气指数	111.9	112.8	112.7	112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6	105.1	105.5	102.6		德国经济景气回落
工业生产指数 (环比, %)	-0.7	-0.8	1.1	-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2	-0.3	-0.5	0.9			工业生产指数回升
欧央行总资产 (万亿欧元)	4.57	4.59	4.61	4.62	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69	4.70	4.70	4.70	4.68		逐步退出QE
欧央行主要再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		维持利率不变
<b>英国</b>															
GDP (环比折年率, %)	1.6			2.5			0.7			2.0					经济大幅回升
CPI (同比, %)	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	通胀保持稳定

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\\_11133](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11133)

