



东兴证券
DONGXING SECURITIES

美国下半年经济有望回升

——美国2季度GDP点评

2019年7月29日

宏观经济

事件点评

王宇鹏	宏观经济分析师	执业证书编号: S1480519070003
	wangyp_yjs@dxzq.net.cn 010-66554151	
康明怡	研究助理	
	kangmy@dxzq.net.cn	

事件:

美国实际 GDP 环比增速 2.1%，前值 3.1%，预期 1.8%。PCE 价格指数环比 2.3%，前值 0.4%；核心 PCE 价格指数 1.8%，前值 1.1%。实际个人可支配收入环比 2.0%，前值 4.4%。

观点:

1. 消费摆脱低迷，政府支出维持高位，2 季度 GDP 增长稳健，略超预期。

消费是美国经济的稳定器，2 季度消费摆脱低迷，对冲了因存货回落带来的总投资疲软。政府支出持续高位、出口回落明显均符合预期。此外，进出口结构受贸易谈判和美国石油产出影响持续。

1) 消费环比 4.3%，前值 1.1%。随着消费旺季的来临，消费有望在 3 季度保持高位增长。

上半年消费波动具有典型的季节性特征。受天气影响，一般 1 季度为消费淡季，而 2、3 季度均为消费旺季。分项看，三大分项环比均高于 1 季度，依次为耐用品消费 12.9%，非耐用品消费 6.0%，服务消费稳定 2.5%。耐用品消费上涨主要来自汽车及零部件，贡献了消费 30% 的增长份额，部分与利率下降有关。受天气转暖影响，非耐用品消费中食品饮料、服装对 GDP 贡献由负转正。

目前，薪资增速仍旧大幅跑赢通胀，家庭部门消费信用的偿还负担处于合理区间，随着消费旺季的来临，消费有望在 3 季度保持高位增长。

2) 投资环比-5.5%，前值 6.2%。受降息影响，投资有望在下半年企稳。

投资环比回落，主要受存货高基数影响，拖累 GDP-0.86%，符合预期。固定资产投资环比-0.8%，为 2015 年 4 季度以来首次负增长。固定资产投资同比疲软始于 2018 年 3 季度，历经 1 年时间。2 季度受高利率和贸易不确定性增加有所恶化。除企业设备环比增速稳定外，固定资产投资细分项均有回落，其中建筑投资环比下跌最大，-10.8%。上次建筑投资环比出现 2 位数跌幅可追溯到 2015 年小衰退时期，本轮建筑投资出现疲软始于 2018 年 3 季度。企业设备环比 0.7%，前值-0.1%，略有回升，主要受细分项中的交通运输拖累，工业设备 0 增长，信息处理设备、及其他设备温和增长。住宅环比-1.5%，前值-1.0%，连续 6 个季度环比收缩。知识产权环比 4.7%，前值 10.8%，较为稳定。

当前，受美联储降息政策可大幅降低企业债务再融资成本，减轻利率抬升对企业利润的侵蚀，对冲部分贸易带来的不确定对投资的压制。投资有望在下半年企稳。

3) 随着国内投资或可企稳带动进口需求，全球经济放缓拖累出口，净出口对 GDP 贡献在 3 季度仍将为负。

净出口对 GDP 环比增速拖累-0.65%，主要来自出口-0.63%。出口名义环比-2.1%，实际环比-5.2%，符合

预期。考虑到全球经济放缓和波音事件，总体预计 3 季度商品出口仍将疲软。限于数据可得性，美国商品进出口数据仅更新至 2019 年 5 月。4~5 月商品出口同比名义增长-2.61%。按国家看，美国对中国、加拿大墨西哥出口下降对总出口拖累最大。按分项看，药品、矿渣名义同比增长较快，分别为 14.2%和 34.4%。对名义同比回落拖累较大的依次为汽车及零件（名义同比-5.4%）、电子设备（-3.53%）、武器（-58.7%）、核反应堆等（-1.7%）、钢铁（-18.8%）、谷物（-12.8%）以及车辆和零件（-2.1%）。而波音事件对飞机出口的影响在 4~5 月数据中尚未显著显现，预计对后续出口影响将有所扩大。**进口环比 0.1%。受投资疲软和贸易谈判影响，进口连续 3 个季度疲软，具有一定的持续性，下半年有望提速。**4~5 月商品进口同比名义增速为 1.9%，前值 0.15%。进口波动主要受国内投资影响。随着下半年投资有望企稳，进口有望提速。

受贸易局势和美国石油生产影响，进出口国家结构变化延续。一，与中国（含香港）的进出口贸易同比显著下降。从中国大陆进口名义同比-10%，拖累商品进口增速-102.6%；从香港进口拖累商品进口增速-38.9%。对中国大陆出口名义同比-18.9%，拖累美国商品出口 64.6%；出口香港同比-12.1%。二，从东南亚地区进口增加。从越南、台湾进口同比 30.6%、24.3%。三，从墨西哥进口增加。北美贸易谈判落地，从墨西哥进口同比 8.5%，贡献总商品进口增速的 60.9%。四，从产油国家进口持续降低。从伊拉克、伊朗、沙特进口同比分别为-56.5%、-38.2%、-11.3%。

4) 政府支出环比 5%，前值 2.9%。联邦支出或有所回落，地方政府支出仍有持续性。

联邦政府支出贡献政府支出增长的 60%，地方 40%。实际联邦支出环比剧增 7.9%，为近几年来罕见，主要来自非国防支出（环比 15.9%）中的消费支出。非国防消费支出实际增长来自名义增长和名义价格下降的等值贡献：非国防消费支出名义增长 84 亿美元，实际增长 159 亿美元，非国防名义价格下降-7.1%。名义价格收缩可持续性存疑，因此，联邦支出在 3 季度环比或有所回落。

地方政府支出环比保持高水平 3.2%，前值 3.3%，符合预期。增长主要来自地方政府投资支出增加，投资支出已连续 2 个季度保持高增长。今年地方政府支出可保持合理增长。地方税收没有受到联邦减税的影响，经济好转时，地方政府税收随之增加，并且受征税时滞影响，一般略滞后于实体经济的表现。预计半年时间内地方政府支出同比增长可保持在高位。

2. 3 季度 GDP 有望回升。

受季节性因素，3 季度往往是全年增速高点。消费方面，今年消费具有典型的季节性特征，受薪资、合理债务空间支撑，以及消费旺季的来临，消费有望继续发挥稳定器的作用。投资方面，随着下半年美联储降息宽松，减轻企业债务成本，或可对冲目前全球经济放缓和贸易不确定性，投资有望底部回升。政府开支方面，地方政府财政支出半年内可保持高增长，联邦支出预计有所回落。净出口对 GDP 贡献仍将为负。随着投资企稳，可带动进口需求，而出口受全球经济放缓以及波音事件影响持续或保持低迷。总体而言，预计下半年美国 GDP 将有所回升。

结论：

维持美国经济衰而不退的观点。2 季度 GDP 增速稳健，消费显示了稳定器的作用。随着金融环境转为宽松，下半年美国经济增长或可有所回升。

风险提示：中美贸易摩擦继续。

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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_11137

