

美国 GDP 增速下滑，但仍超市场预期

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第 74 期 (2019.07.22-2019.07.26)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美国 GDP 增速下滑，但仍超市场预期

美国 2019 年二季度实际 GDP 环比初值增长 2.1%，增速较一季度放缓 1 个百分点，并创 2017 年一季度以来最低，但远超市场预期的 1.8%。从分项来看，消费和政府支出对美国 GDP 构成支撑，而私人投资和净出口疲软拖累美国二季度经济增速。

消费是美国二季度经济增速超预期的最大支撑。美国二季度个人消费支出环比增长 4.3%，对 GDP 环比拉动率升至 2.85 个百分点。这与较早前公布的零售销售数据相契合，美国家庭加大对汽车和商品的购买，6 月美国零售销售环比超预期增长。美国劳动力市场依旧紧俏，美国失业率仍处于历史低位，虽然近几个月薪资增速不高，但仍超过 3%，这为消费创造了较为良好的基础。长期来看，由于美国居民前期没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。

政府支出继续增加也是美国经济超预期的一个支撑。二季度美国政府支出年化环比增长 5%，拉动 GDP 增长 0.85%。政府支出对一季度和二季度 GDP 的拉动率都比较大，但一季度地方政府支出对 GDP 拉动较大，联邦政府支出贡献较少，而二季度联邦政府支出对 GDP 环比拉动率跳升至 0.51 个百分点。7 月 22 日，美国共和党与民主党达成协议，在未来两年暂停政府债务上限，这避免了政府削减开支带来的经济下行压力，以及政府关门带来的不确定性。此外，为了赢得大选，年内特朗普政府可能继续加大政府支出。

私人投资和净出口是二季度 GDP 增速大幅下滑的因素。美国二季度私人投资 (包括存货) 年化环比增速大幅回落至 -5.5%，对 GDP 环比拉动率降至 -1 个百分点。美国企业杠杆率不断上升，而贫富差距扩大、居民去杠杆等原因又导致需求始终低迷，私人固定资产投资增速在 2015 年就出现了下滑迹象，但是特朗普减税缓解了这一趋势，2017 年四季度私人固定资产投资增速达到顶峰，此后随着减税效应褪去、美联储 2018 年加息过猛，私人固定资产投资增速又开始下滑。同时，企业被动补库存，2019 年二季度企业开始主动去库存，私人库存变动对 GDP 的拉动率大幅回落至 -0.86%。全球需求低迷，加上过高的杠杆率，下半年企业投资增速可能仍然比较低迷，企业去库存压力也一直存在。

美国和主要贸易伙伴贸易摩擦不断，加上全球经济周期向下，美国二季度净出口年化环比增速由一季度的 5.6% 大幅回落至 -5.3%，对美国 GDP 环比折年率的拉动率由 0.73% 回落至 -0.65%，出口、进口都是负贡献。全球经济周期向下加上贸易摩擦的不确定性，预计下半年净出口继续对美国经济增长负贡献。

虽然二季度 GDP 增速超预期，但是 PCE 物价同比增速仍仅为 1.4%，远低于 2% 目标值，加之下半年美国经济仍存在较大不确定性，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值仅录得 50%，创 2009 年 9 月以来最低，美国经济下行迹象明显，较低的失业率是滞后于经济形势，后续可能有所回升，下半年美联储仍大概率降息。预计下半年美国消费和政府支出增速平稳，全球经济周期向下加上贸易摩擦的不确定性，净出口继续对美国经济增长负贡献，企业也可能继续去库存，不过，美联储预防性降息，可以缓解投资增速的下滑趋势。整体来看，预计下半年美国经济增速在 2% 附近波动，大幅衰退的可能性比较小。

● 欧洲央行调整前瞻指引措辞，释放宽松信号

欧洲央行公布 7 月利率决议，宣布维持三大基准利率不变，且表示关键利率“将至少在 2020 年上半年维持在当前或更低的水平”，释放明显的宽松信号；欧央行表示“确保通货膨胀在中期内继续向目标值收敛”，表明其对通胀的容忍度上升；此外，欧央行表示有必要在更长的一段时间内保持高度宽松政策，如果通胀前景持续不及预期欧央行将按承诺采取行动，随时准备酌情调整所有工具，以确保通胀以持续的方式朝着目标迈进。

● 美国二季度 GDP 等经济数据超预期，美元指数回升

欧央行在 7 月利率决议中调整前瞻指引释放宽松信号，近期美国公布的二季度 GDP 等经济数据向好，支撑美元指数走高收至 97.9996。美元指数走强，人民币汇率有所贬值。截至 7 月 26 日，美元兑人民币即期汇率收至 6.8798，美元兑人民币汇率中间价收至 6.8796。

● 商品指数悉数下行

美元指数走高，贵金属承压下行。螺纹钢库存回升，利空螺纹钢价格。美国和欧元区 7 月制造业 PMI 不及预期，全球经济动能放缓压力增大，令铜价承压。港口及钢厂焦炭库存回升，利空焦炭价格。电厂日耗大幅回升，煤炭库存回落，利多煤炭价格。中东紧张局势仍对油价有所支撑，美国原油库存超预期减少，利多油价。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：长期低利率环境下的货币政策新框架

2019-07-21

国际经济及大宗商品：美联储考虑设置 SRF，解决降息技术问题

2019-07-14

国际经济及大宗商品：美国非农数据良好，市场预期降息幅度下降

2019-07-07

国际经济及大宗商品：下半年美国经济展望

2019-06-30

国际经济及大宗商品：美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品：辩证地看美国消费增速低迷

2019-06-16

国际经济及大宗商品：美国非农数据不佳，市场降息预期进一步加强

2019-06-09

国际经济及大宗商品：美债收益率倒挂，市场降息预期增加

2019-06-02

国际经济及大宗商品：政府汇率管理工具箱里有什么？

2019-05-26

国际经济及大宗商品：央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

国际经济及大宗商品：美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品：美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品：超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

目 录

1、 美国 GDP 增速下滑，但仍超市场预期.....	3
2、 国外经济形势一周综述.....	4
3、 汇率走势一周综述.....	6
4、 商品价格走势一周综述.....	7
4.1、 商品指数悉数下行.....	7
4.2、 黄金价格走低.....	8
4.3、 金属价格多数下跌.....	8
4.4、 能源化工产品价格涨跌互现.....	10
4.5、 农产品价格涨跌不一.....	12

图表目录

图 1: 美国 GDP 环比增速 (%).....	4
图 2: 美国 GDP 各分项环比增速 (%).....	4
图 3: 美国成屋销售 (千套).....	5
图 4: 美国 Markit 制造业 PMI (%).....	5
图 5: 欧元区 Markit 制造业 PMI (%).....	5
图 6: 欧元区消费者信心指数.....	5
图 7: 南华商品指数周度涨跌幅.....	7
图 8: 上周黄金价格走势.....	8
图 9: 美元指数走势.....	8
图 10: 高炉开工率 (%).....	9
图 11: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	9
图 12: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	9
图 13: 铁矿石港口库存 (万吨).....	9
图 14: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	9
图 15: 上期所阴极铜库存(吨).....	9
图 16: 焦化企业开工率 (%).....	10
图 17: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	10
图 18: 港口焦炭库存 (万吨).....	11
图 19: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	11
图 20: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	11
图 21: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	11
图 22: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	11
图 23: 港口煤炭库存 (万吨).....	11
图 24: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	12
图 25: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	12
图 26: 全国豆粕库存 (万吨).....	12
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.07.22-2019.07.26).....	6
表 2: 商品指数总览 (2019.07.22-2019.07.26).....	7
表 3: 黄金价格走低 (2019.07.22-2019.07.26).....	8
表 4: 金属价格多数下跌 (2019.07.22-2019.07.26).....	8
表 5: 能源化工产品价格涨跌互现 (2019.07.22-2019.07.26).....	10
表 6: 农产品价格涨跌不一 (2019.07.22-2019.07.26).....	12

1、美国 GDP 增速下滑，但仍超市场预期

北京时间 7 月 26 日晚间，美国商务部公布 2019 年二季度美国 GDP 数据。美国二季度实际 GDP 环比初值增长 2.1%，增速较一季度放缓 1 个百分点，并创 2017 年一季度以来最低，但远超市场预期的 1.8%；二季度实际 GDP 同比初值增长 2.3%，较一季度放缓 0.4 个百分点，为 2017 年二季度以来新低。从分项来看，消费和政府支出对美国经济构成支撑，而私人投资和净出口疲软拖累美国二季度经济增速。

消费是美国二季度经济增速超预期的最大支撑。美国二季度个人消费支出环比增长 4.3%，较一季度回升 3.2 个百分点；个人消费支出对 GDP 环比拉动率升至 2.85 个百分点，远高于一季度的 0.78 个百分点。这与较早前公布的零售销售数据相契合，美国家庭加大对汽车和商品的购买，6 月美国零售销售环比超预期增长。美国劳动力市场依旧紧俏，美国失业率仍处于历史低位，虽然近几个月薪资增速不高，但仍超过 3%，这为消费创造了较为良好的基础。长期来看，由于美国居民前期没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。

政府支出继续增加也是美国经济超预期的一个支撑。二季度美国政府支出年化环比增长 5%，拉动 GDP 增长 0.85%，拉动率较一季度上升 0.35 个百分点。政府支出对一季度和二季度 GDP 的拉动率都比较大，但一季度地方政府支出对 GDP 拉动较大，联邦政府支出贡献较少，而二季度联邦政府支出对 GDP 环比拉动率跳升至 0.51 个百分点，贡献较大。7 月 22 日，美国共和党与民主党达成协议，在未来两年暂停政府债务上限，这避免了政府削减开支带来的经济下行压力，以及政府关门带来的不确定性。此外，为了赢得大选，年内特朗普政府可能继续加大政府支出。

私人投资和净出口是二季度 GDP 增速大幅下滑的因素。美国二季度私人投资（包括存货）年化环比增速由一季度的 6.2% 大幅回落至 -5.5%，对 GDP 环比拉动率则由 1.09 个百分点降至 -1 个百分点；私人固定资产投资年化环比增速由上季度的 3.2% 下降到 -0.8%。美国企业杠杆率不断上升，而贫富差距扩大、居民去杠杆等原因又导致需求始终低迷，私人固定资产投资增速在 2015 年就出现了下滑迹象，但是特朗普减税缓解了这一趋势，2017 年四季度私人固定资产投资增速达到顶峰，此后随着减税效应褪去、美联储 2018 年加息过猛，私人固定资产投资增速又开始下滑。同时，企业被动补库存，2019 年二季度企业开始主动去库存，私人库存变动对 GDP 的拉动率由一季度的 0.53% 大幅回落至 -0.86%。全球需求低迷，加上过高的杠杆率，下半年企业投资增速可能仍然比较低迷，企业去库存压力也一直存在。

美国和主要贸易伙伴贸易摩擦不断，加上全球经济周期向下，美国二季度净出口年化环比增速由一季度的 5.6% 大幅回落至 -5.3%，对美国 GDP 环比折年率的拉动率由 0.73% 回落至 -0.65%，出口、进口都是负贡献。全球经济周期向下加上贸易摩擦的不确定性，预计下半年净出口继续对美国经济增长负贡献。

虽然二季度 GDP 增速超预期，但是 PCE 物价同比增速仍仅为 1.4%，远低于 2% 目标值，加之下半年美国经济仍存在较大不确定性，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值仅录得 50%，正好位于荣枯线，创 2009 年 9 月以来最低，美国经济下行迹象明显，较低的失业率是滞后于经济形势，后续可能有所回升，下半年美联储仍大概率降息。预计下半年美国消费和政府支出增速平稳，全球经济周期向下加上贸易摩擦的不确定性，净出口继续对美国经济增长负贡献，企业也可能继续去库存，不过，

美联储预防性降息，可以缓解投资增速的下滑趋势。整体来看，预计下半年美国经济增速在 2% 附近波动，大幅衰退的可能性比较小。

图1： 美国 GDP 环比增速 (%)

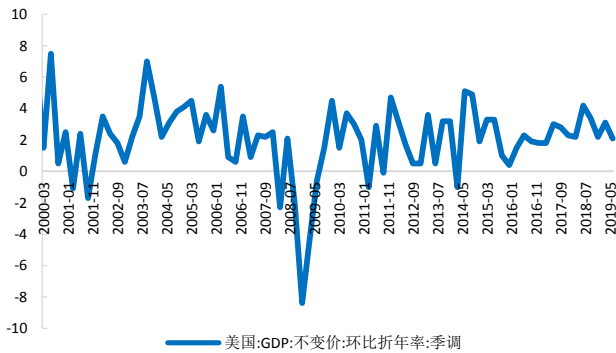
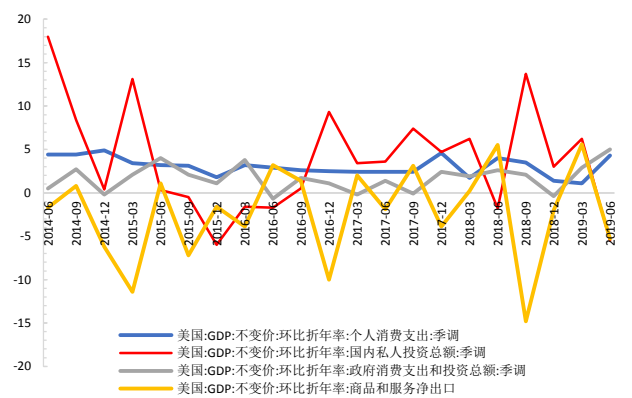


图2： 美国 GDP 各分项环比增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 国外经济形势一周综述

美国制造业三季度开局疲弱，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 50%，正好位于荣枯线，表明美国制造业正处于停滞状况，不及预期 51% 和前值 50.6%，创 2009 年 9 月以来最低。其中，制造业产出指数初值录得 48.9%，跌入收缩区间，创 2009 年 8 月以来最低；制造业就业指数初值录得 49.6%，创 2010 年 1 月以来最低，终结此前六年就业持续增长的状态。

北京时间 7 月 25 日晚间，欧洲央行公布利率决议，宣布维持主要再融资利率、边际借贷利率、存款利率分别维持在 0.00%、0.25%、-0.40% 不变。欧洲央行前瞻指引的措辞变化较大，在利率指引方面，欧央行表示关键利率“将至少在 2020 年上半年维持在当前或更低 (present level or lower) 的水平”，首次运用“更低”利率水平的措辞，释放明显的宽松信号；欧央行表示“确保通货膨胀在中期内继续向目标值收敛”，表明其对通胀的容忍度上升；此外，由于通胀持续疲软、通胀前景也未见起色，欧央行表示有必要在更长的一段时间内 (prolonged period of time) 保持高度宽松政策，如果通胀前景持续不及预期欧央行将按承诺采取行动，随时准备酌情调整所有工具，以确保通胀以持续的方式朝着目标迈进。

从欧元区近期经济数据来看，欧元区经济下行风险加剧，制造业方面的问题尤为突出，欧元区制造业继续收缩。欧元区 7 月制造业 PMI 初值录得 46.4，大幅不及预期的 47.6，这已是欧元区制造业 PMI 连续第 6 个月低于枯荣线。欧元区最大的经济体德国的制造业收缩加剧，受出口订单加速下降的影响，德国 7 月制造业 PMI 初值仅录得 43.1，创 7 年以来的新低；服务业则相对稳健，德国 7 月服务业 PMI 初值 55.4，高于预期 55.3，不及前值 55.8。

图3: 美国成屋销售 (千套)



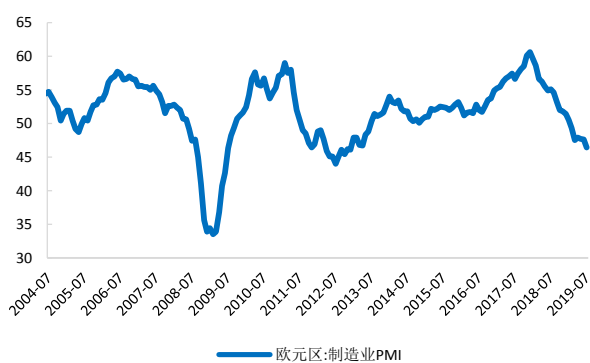
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 美国 Markit 制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 欧元区 Markit 制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 欧元区消费者信心指数



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1：主要汇率及汇率指数一周概览（2019.07.22-2019.07.26）

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.8635	6.886	6.8737	6.8796	0.2346	↑
美元兑离岸人民币	6.8834	6.8861	6.8686	6.8828	-0.0087	↓
美元兑日元	107.725	108.84	107.695	108.68	0.8865	↑
欧元兑美元	1.1221	1.1225	1.1101	1.1128	-0.8288	↓
英镑兑美元	1.2503	1.2523	1.2376	1.2383	-0.9598	↓
美元指数	97.1245	98.0969	97.1248	97.9996	0.9010	↑
CFETS 人民币汇率指数	93.17			92.99	-0.1932	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	93.48			93.43	-0.0535	↓
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	96.6			96.4	-0.2070	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：人民币汇率指数时间区间为7月12日-7月19日。

美元指数上周上行 0.90% 收至 97.9996。欧央行在 7 月利率决议中调整前瞻指引释放宽松信号，近期美国公布的二季度 GDP 等经济数据向好，支撑美元指数走高。上周欧元兑美元下行 0.8288%，收报 1.1128；英镑兑美元下行 0.9598%，收报 1.2383。

美元指数走强，人民币汇率有所贬值。截至 7 月 26 日，美元兑人民币即期汇率收至 6.8798，一周上行 33BP；美元兑人民币中间价收至 6.8796，较前一周上行 161BP；美元兑离岸人民币汇率收至 6.8828，较前一周下行 6BP；12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.9150，较前一周下行 85BP。

4、商品价格走势一周综述

4.1、商品指数悉数下行

表2：商品指数总览（2019.07.22-2019.07.26）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1513.80	1514.30	1477.69	1490.86	-1.52	↓
南华工业品指数	2369.30	2369.30	2309.28	2333.43	-1.51	↓
南华农产品指数	762.93	763.70	754.73	758.55	-0.57	↓
南华金属指数	3512.74	3512.74	3381.37	3435.75	-2.19	↓
南华能化指数	1352.05	1354.10	1341.81	1348.35	-0.27	↓
南华贵金属指数	581.62	581.62	571.77	576.54	-0.87	↓
CRB 现货指数:综合	405.87			406.05	0.07	↑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周，南华商品价格指数悉数下行。南华商品指数下行 1.52% 至 1490.86，分项中，南华贵金属指数下行 0.87%；南华工业品指数下行 1.51%；南华金属指数下行 2.19%；南华农产品指数下行 0.57%；南华能化指数下行 0.27%。此外，CRB 现货综合指数上周下行 0.07% 至 406.05。

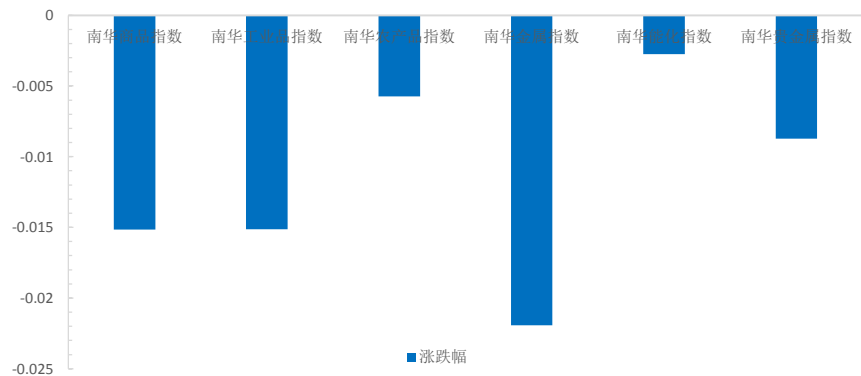
南华贵金属指数下行 0.87% 至 576.54。欧央行在 7 月利率决议中调整前瞻指引释放宽松信号，近期美国公布的二季度 GDP 等经济数据向好，支撑美元指数走高，贵金属承压下行。

金属价格多数下跌，南华金属指数下行 2.19% 至 3435.75。螺纹钢库存回升，利空螺纹钢价格。美国和欧元区 7 月制造业 PMI 不及预期，全球经济动能放缓压力增大，令铜价承压。

能化类商品价格涨跌互现，南华能化指数下行 0.27% 至 1348.35。港口及钢厂焦炭库存回升，利空焦炭价格。电厂日耗大幅回升，煤炭库存回落，利多煤炭价格。中东紧张局势仍对油价有所支撑，美国原油库存超预期减少，利多油价。

上周农产品期货价格涨跌不一，南华农产品指数下行 0.57% 至 758.55。豆粕库存再度回升，利空豆粕价格。

图7：南华商品指数周度涨跌幅



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、黄金价格走低

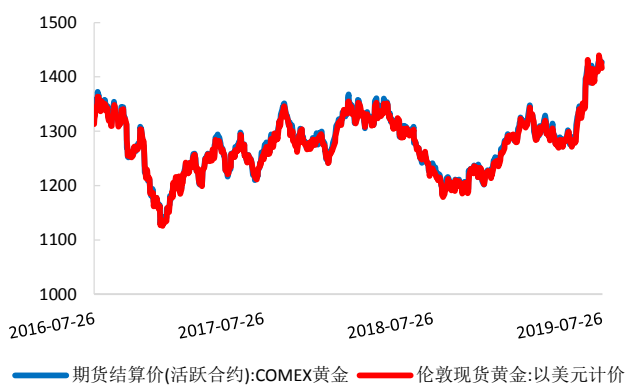
表3：黄金价格走低（2019.07.22-2019.07.26）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
SHFE 黄金	322.60	324.60	317.05	319.10	-1.30	↓
COMEX 黄金	1428.50	1447.00	1414.60	1431.80	0.37	↑
美元指数	97.17	98.10	97.12	98.00	0.90	↑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周国内国际黄金价格走势不一致，SHFE 黄金价格下行 1.3%，收于 319.10 元/克；COMEX 黄金价格上行 0.37%，收于 1431.80 美元/盎司。欧央行在 7 月利率决议中调整前瞻指引释放宽松信号，近期美国公布的二季度 GDP 等经济数据向好，支撑美元指数走高，贵金属承压下行。

图8：上周黄金价格走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：美元指数走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、金属价格多数下跌

表4：金属价格多数下跌（2019.07.22-2019.07.26）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
SHFE 铜	48330	48390	46750	47050	-1.92	↓
SHFE 螺纹钢	3999	4007	3878	3940	-1.52	↓
DCE 铁矿石	910.5	911.5	842	892	-2.62	↓

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_11189



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>