

增长超预期，降息为“保险”

——兼评 2019 年二季度美国 GDP

宏观简报

- ◆ 美国二季度 GDP 环比折年率 2.1%，好于市场预期，分项上呈现消费强、投资弱、财政宽的格局。一方面，私人消费较一季度显著回升。但另一方面，固定资产投资和出口较一季度大幅走弱，投资中库存降幅明显，表明全球经济疲软、贸易摩擦、油价低迷的影响比预期更严重。总体上，**强劲的消费和政府支出抵消了投资和出口的拖累，令美国经济继续温和扩张。**
- ◆ 对美联储而言，7 月降息几乎铁板钉钉，但与之前几轮降息相比，这次降息前的宏观数据似乎更好。**降息或与全球经济疲软、贸易摩擦带来的不确定性有关，属于“预防式”降息。**基准情形下，下周美联储将降息 25 bps，同时宣布 9 月结束缩表。对于未来是否进一步降息，联储将持开放态度，但不会表现的过于激进。**我们建议投资者勿对美联储的货币宽松过度乐观。**

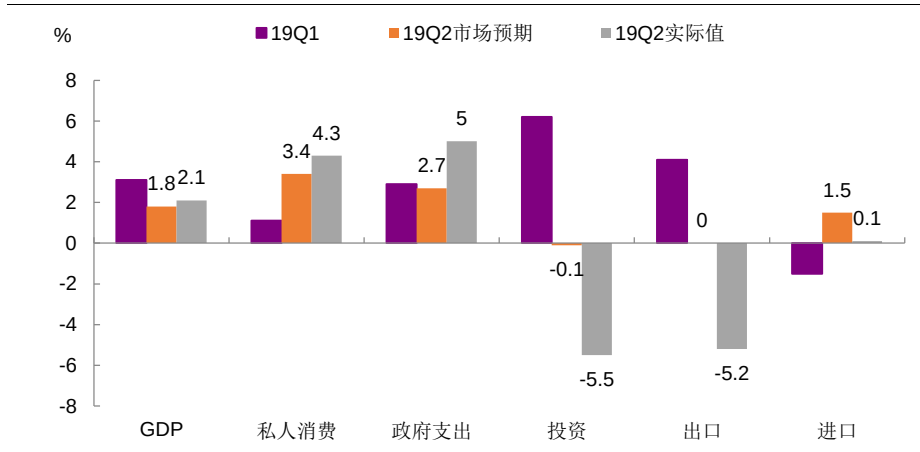
分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

美国二季度 GDP 环比折年率 2.1%，好于市场预期。从分项看，消费、政府支出高于预期，投资和出口远不及预期，进口与前值持平（图 1）。从对 GDP 的拉动看，消费拉动 2.85 个百分点，贡献最大，其中耐用品、非耐用品、服务消费贡献均较前值显著提升。固定资产投资拖累 0.14 个百分点，这也是 2015 年以来该项首次拖累 GDP 增速，库存拖累 0.86 个百分点。净出口拖累 0.65 个百分点，主要是二季度出口下滑较快所致。

图 1：美国 2019 年二季度 GDP 增速的市场预期与实际值对比



资料来源：Bloomberg，BEA，市场预期为彭博社报告的私人机构给出的预期中值。

二季度呈现出消费强、投资弱、财政宽的格局。一方面，美国私人消费较一季度显著反弹，再次显示了家庭支出的韧性。但另一方面，投资和出口较一季度大幅走弱，投资中库存降幅较大，表明全球经济疲软、贸易摩擦、油价低迷的影响比预期更为严重。总体上，**强劲的消费和政府支出抵消了投资和出口的拖累，令美国经济继续温和扩张。**

固定资产投资中，建筑类投资环比下滑 10.6%，为 2016 年 1 季度以来最大降幅。这部分与能源行业投资下行有关，随着油价走弱，美国的油气钻井数已从 3 月底的 1006 台下降至 6 月底的 967 台，其中原油钻井数连续 8 个月下降。另一方面，在出口前景低迷的情况下，制造业企业普遍缺乏扩张的动力，制造业产能利用率也从年初的 76.7% 下降至 75.9%。住宅投资连续 6 个季度环比下滑，但今年以来的下滑趋势较去年已有明显放缓。随着利率走低，预计未来的住宅投资将得到支撑。知识产权投资仍然保持扩张态势，环比增长 4.7%。

预计 GDP 数据不会影响美联储降息的决策。下周，美联储将迎来在 7 月的议息会议，市场普遍预计美联储将在会后宣布降息，这也是次贷危机十年以来的首次降息。

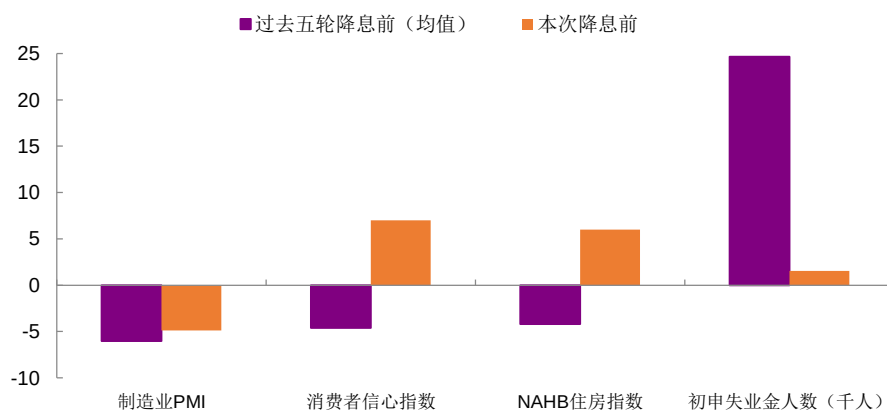
与之前几轮降息相比，这次降息前的宏观数据似乎要更好¹。我们从制造业、消费者、房地产、劳动力市场四个维度进行比较，发现这次除了制造业 PMI 在降息前 6 个月的下降幅度与过去五轮相近之外，其他几个领域的关键指标都明显好于以往²。

¹我们比较的是前几轮降息中的首次降息，分别发生在 1989 年 6 月，1995 年 7 月，1998 年 9 月，2001 年 1 月，2007 年 9 月。

²软数据一般指不直接用于计算 GDP 的数据，比如制造业 PMI。硬数据一般指与 GDP 计

例如，前五轮降息前 6 个月密歇根大学消费者信心指数平均下降 4.6，而这次降息前上升 7；前五轮降息前住宅建筑商协会（NAHB）住房指数平均下降 4.2，这次上升 6；前五轮降息前初次申请失业金人数月均增加 2.5 万，这次仅增加 1500 人（图 2）。劳动力市场表现出色。

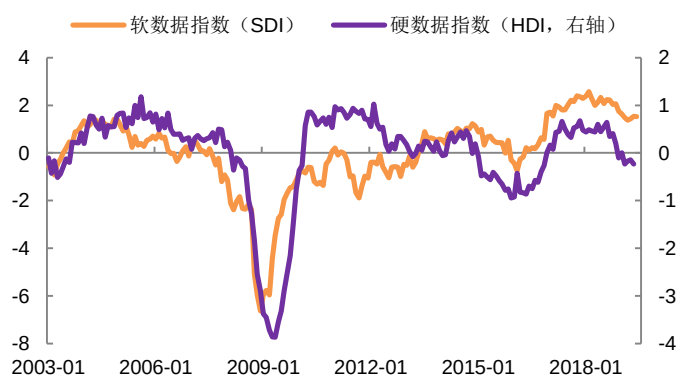
图 2：降息前 6 个月各项指标的变化幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所。变化幅度为降息前 1 个月较前 6 个月的变动幅度。

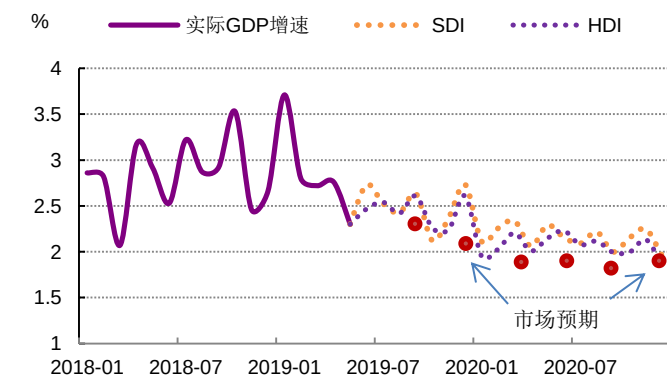
我们分别用一系列软、硬数据构造了两个跟踪美国经济景气度的指标³，结果显示，年初以来美国经济呈下行趋势，其中硬数据表现相对较弱，但软数据仍处在高位（图 3）。我们基于这两个指数构建的模型显示，下半年美国经济增速将继续放缓，但四季度 GDP 同比增速或仍将达到 2% 以上（图 4）。

图 3：美国经济较年初下行，软指标好于硬指标



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，截至 2019 年 6 月

图 4：模型显示到四季度 GDP 增速或仍在 2% 以上



资料来源：Wind，Bloomberg，光大证券研究所计算。SDI 为基于软数据指数做的预测，HDI 为基于硬数据指数做的预测。市场预期为机构于 2019 年 7 月预测的季度 GDP 同比增速中值，从 19Q3 到 20Q4 分别为（%）：2.3，2.1，1.9，1.9，1.8，1.9。

基本面尚可，为何还要降息？我们认为这与全球经济疲软、贸易摩擦带来的不确定性有关，属于“预防式”降息。

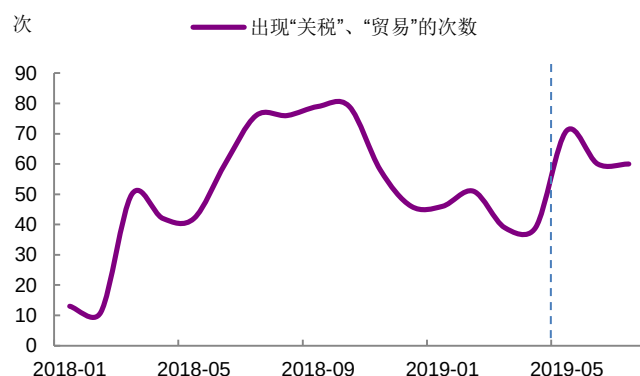
算有关的数据，比如消费支出。

³我们分别称之为软数据指数（Soft Data Index，SDI）和硬数据指数（Hard Data Index，HDI）（构造方法参见附录）。

这一点可以从美联储的褐皮书中看出端倪。褐皮书是美联储定期发布的跟踪区域经济的报告，由 12 个地区联储根据本地区的情况撰写，内容涵盖生产、就业、工资、物价等方面，每年发布 8 次。该报告也是美联储制定货币政策的重要参考材料。

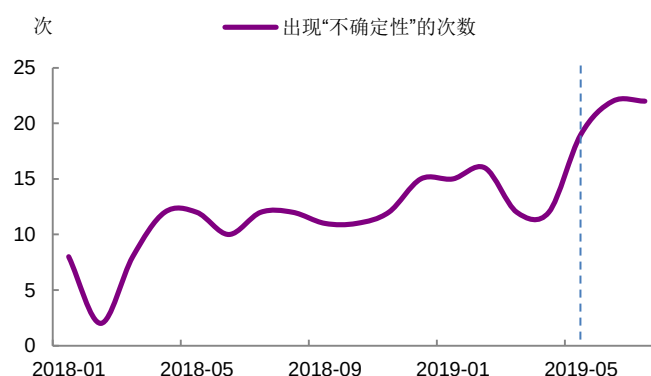
自 2018 年 1 月以来，褐皮书中出现“关税”、“贸易”、“不确定性”等词的次数明显增加，其中，“不确定性”一词出现的次数在今年 7 月的褐皮书中达到 22 次，为近两年来最多（图 5-6）。这表明全球经济疲弱和关税政策给美国企业带来的影响仍在扩散，这也是触发美联储降息的重要原因。

图 5：褐皮书中出现“关税”、“贸易”的频率



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 7 月

图 6：褐皮书中出现“不确定性”的频率



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 7 月

另外，最新数据显示中国、欧元区经济依旧疲弱，这也支撑“预防式”降息。中国方面，二季度 GDP 同比增速放缓至 6.2%，不及市场预期。6 月制造业 PMI、汽车销售等数据依旧低迷，PPI 同比增长停滞，经济下行压力增加。欧洲方面，7 月德国制造业 PMI 降至 43，法国制造业 PMI 也再次滑向枯荣线，欧元区经济前景不乐观。此外，鲍里斯·约翰逊当选新一任英国首相，他宣称不管是否与欧盟达成协议，英国都将在 10 月 31 日脱欧。对投资者而言，英国硬脱欧的风险在上升。

展望下周的议息会议，基准情形下，美联储将降息 25 bps，同时宣布 9 月结束缩表。当前市场一致认为联储降息已成定局，但对降息的幅度仍存在分歧，部分投资者认为更大幅度的降息会更有帮助。我们认为，在基本面没有大幅恶化的情况下，降息 25 bps 似乎更合适，也更能准确地向市场传递出“预防”的信号。从近期联储官员的表态来看，那些支持降息的鸽派票委也认同这一点，比如圣路易斯联储主席布拉德。

对于未来是否进一步降息，预计鲍威尔将持开放态度，但不会表现的过于激进。当前市场已基本消化了降息 25 bps 的影响，投资者更关注联储是否会继续降息。我们认为，由于美国经济基本面尚可，而企业债务率较高，美股又处在历史高位，鲍威尔不会急于发出进一步降息的信号。本质上，这是一个关于道德风险的问题。过度宽松的货币会“鼓励”企业继续加杠杆，催生资产价格泡沫，这是美联储不愿意看到的。因此，我们建议投资者勿对美联储的货币宽松过度乐观。

附录

我们构建的软数据指数（SDI）主要包含一些企业和家庭调研数据，以及金融市场数据，共有制造业 PMI、消费者信心指数等 9 项指标。硬数据指数（HDI）主要包含与 GDP 相关的数据，共有零售、资本品订单等 12 项指标。我们将这些软、硬指标做标准化处理，然后按主成分分析所得出的权重系数做加权平均，最终得到 SDI 与 HDI。

表 1：软数据指数（SDI）的构成

分类	分项指标	频率	权重系数
实体经济	ISM 制造业 PMI	月度	0.22
	费城联储就业预期指数	月度	0.21
	费城联储投资预期指数	月度	0.23
	密歇根大学消费者信心	月度	0.20
	NAHB 住房市场指数	月度	0.21
	NFIB 中小企业信心指数	月度	0.22
金融市场	芝加哥联储金融条件指数	周度	-0.20
	标普 500 指数	日度	0.15
	高收益债信用利差	日度	-0.24

资料来源：光大证券研究所计算。注：制造业 PMI、消费者信心、NAHB 住房指数、NFIB 中小企业指数、金融条件指数、标普 500 指数、信用利差均做自然对数处理。

表 2：硬数据指数（HDI）的构成

分类	分项指标	频率	权重系数
消费	零售销售	月度	0.17
投资	核心资本品订单	月度	0.17
	贝克休斯美国钻井平台数	周度	0.11
	非住宅营建支出	月度	0.04
	住宅营建支出	月度	0.10
	新屋开工数	月度	0.10
	库存销售比	月度	-0.12
进出口	出口	月度	0.08
	进口	月度	0.12

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_11199

