

当前美国消费和企业投资之间的分化如何收敛？

一、当前美国消费和企业投资之间的分化如何收敛？

- 鲍威尔在演讲中表示当前消费支出有所改善但私人投资大幅放缓。鲍威尔还表示，市场对有关联邦债务上限、英国脱欧以及低于美国通胀感到担忧，并指出制造业和企业投资疲软，但消费者支出略有改善。
- 美国消费支出的改善反映在 6 月零售销售超预期上。6 月美国零售销售额增长主要得益于无店铺零售业、食品服务和饮吧和机动车销售额。
- 美国私人投资的下降反映在 6 月工业产出不及预期、产能利用率持续下降上。公用事业的下滑被工厂和采矿业的产量增加所抵消。
- 美国消费和投资的分化将如何收敛？我们认为未来消费存在下行压力，原因包括以下几点：
 - 1) 降息预期可能已经反映在消费支出数据中，这意味着未来利率下行对消费的支撑可能告一段落。首先，由于美国国债市场已经开始形成一定的降息预期，抵押贷款，再融资等利率因此而下降，有助于消费者。其次，储蓄率降至经济扩张期的最低水平，未来可能随着信心的下降而转向上行。
 - 2) ISM 新订单实际领先零售销售数据 1 个季度，而 ISM 制造业 PMI 仍处于下行趋势。通常 ISM 新订单指数领先于零售销售一个季度左右，这意味着美国零售销售增长可能在未来显著放缓。

二、新屋开工和密歇根消费者信心指数低于预期、联储制造业好于预期

- 美国 6 月新屋开工数低于预期：西部和南部地区为主要拖累。
- 美国 7 月纽联储和费城联储制造业指数高于预期：新订单和出货量均有改善，但就业指数有所走弱。
- 美国 7 月密歇根大学消费者信心指数低于预期：较前值变化不大，略低于预期。

三、本周重点关注英国新任首相和美国二季度 GDP 数据

- 财经事件：本周重点关注英国公布新一任英国首相和 7 月 25 日晚间欧洲央行公布利率决议。
- 财经数据：美国 6 月成屋销售年化总数、美国 6 月季调后新屋销售年化总数、美国 6 月耐用品订单月率初值、美国第二季度实际 GDP 年化季率初值和美国第二季度核心 PCE 物价指数年化季率。

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

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。

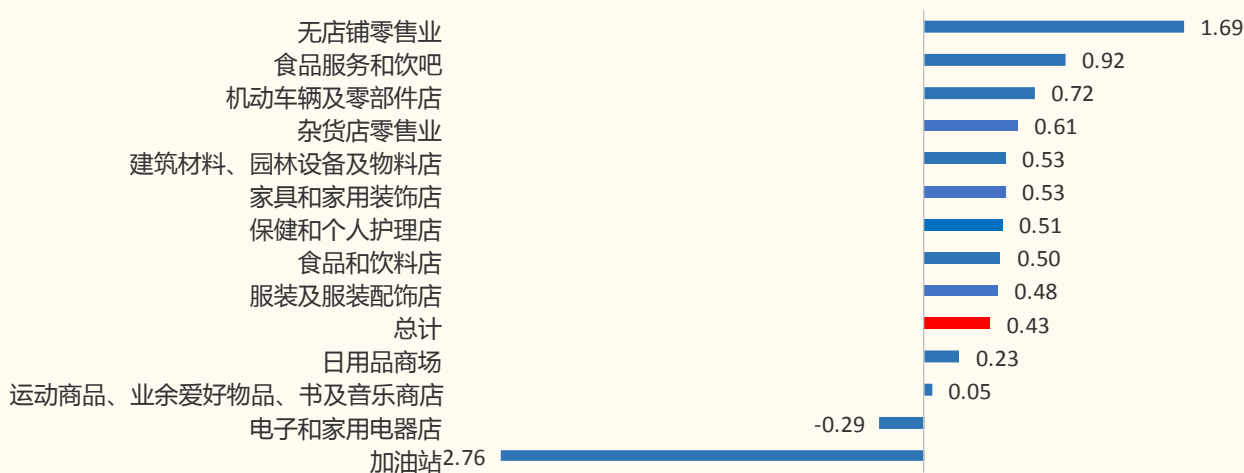
正文如下：

一、当前美国消费和企业投资之间的分化如何收敛？

鲍威尔在演讲中表示当前消费支出有所改善但私人投资大幅放缓。美联储主席鲍威尔 7 月 17 日凌晨在巴黎发表了主题为“后危机时代货币政策”的演讲，表示美国经济前景的不确定性在增加，将采取适当行动以维持经济增长。鲍威尔讲话中表示在 6 月份的会议上，许多 FOMC 参与者认为，许多因素加在一起，加强了采取某种更宽松政策立场的理由。详细阐述了美联储官员对贸易发展和全球经济增长的担忧，这些担忧已导致美国经济前景的“不确定性”增加。此外，鲍威尔还表示，市场对有关联邦债务上限、英国脱欧以及低于美国通胀“更长时间缺口”感到担忧，并指出，制造业和企业投资疲软，但消费者支出略有改善。

消费支出的改善反映在 6 月零售销售超预期上。7 月 16 日晚间公布数据显示，美国 6 月零售销售环比上升 0.4%，持平于前值的 0.4%，高于预值的 0.2%；美国 6 月核心零售销售环比上升 0.4%，持平于前值的 0.4%，高于预值的 0.1%。6 月美国零售销售额增长主要得益于无店铺零售业、食品服务和饮吧和机动车销售额。分类数据显示，13 个主要零售类别中有 10 个显示环比增长。无店铺零售业销售环比上涨 1.7%，持平于前值；食品服务和饮吧销售环比上涨 0.9%，略低于前值 1.0%；汽车及零部件经销商的销售额环比增长 0.7%，持平于前值；家具和家用饰品店销售额环比上升 0.5%，高于前值回落的 0.1%；电子和家用电器店销售额环比回落 0.3%，低于前值上升的 0.8%；加油站销售额环比回落 2.8%，低于前值下滑的 0.8%

图表 1：零售销售环比分项



来源：Wind，国金证券研究所

美国私人投资的下降反映在 6 月工业产出不及预期、产能利用率持续下降上。美联储周二公布的数据显示，美国 6 月工业产出月率为 0%，前值为 0.4%，预期值为 0.1%，美国 6 月工业产出稳固增长，表明经济动能受到采矿业及制造业产出增长的支撑；另外，美国 6 月制造业产出月率为 0.4%，高于预期的 0.3%和前值的 0.2%。美国 6 月产能利用率有所下降，现值为 77.9%，略低于前值和预

值的 78.1%；其中制造业产能利用率为 75.9%，略高于前值的 75.7%。因为公用事业的下滑被工厂和采矿业的产量增加所抵消。由于汽车厂增长 3%，制造业产量上个月增长 0.4%。尽管如此，过去 12 个月工厂产出仍然疲软，仅略微上涨 0.4%。公用事业公司的产量下降 3.6%，因为 6 月份的温度较低，导致对空调的需求减少。矿山（包括石油和天然气钻探的部门）的产量增长 0.2%。

美国消费和投资的分化将如何收敛？ 我们认为消费存在下行压力，原因包括以下几点：

1) 降息预期可能已经反映在消费支出数据中，这意味着未来利率下行对消费的支撑可能告一段落。首先，由于美国国债市场已经对降息形成定价，因此抵押贷款，再融资和其他贷款的贷款利率的下降，对消费的贡献已经体现。从数据来看，截至 7 月 18 日，美国 10 年期国债收益率为 2.04%，为近 2 年来的低点。利率下行的预期，刺激消费者更多地使用信用卡，数据显示，美国消费者债务 5 月份延续了 4 月份的增长步伐，主要是循环信贷出现 10 月以来最大增长。同时，信用卡贷款增长 8%，抵押贷款和汽车贷款增长稳健，新增存款继续增长 3%。其次，储蓄率降至经济扩张期的最低水平，未来可能随着信心的下降而转向上行。经通胀因素调整后的个人储蓄率通常会在经济扩张中后期大幅下降，然后在衰退初期开始上升。当前美国消费者的储蓄率已经从 7.4% 下降到 6.1%，而于此同时，零售额的同比增长已从略高于 1% 升至 3.4%。鉴于 6% 的储蓄率几乎是整个经济扩张时期的最低水平，所以消费者变得更加谨慎，较快的消费增长意味着“弹药”即将耗尽。

图表 2：个人储蓄率通常会在经济扩张期间大致中途大幅下降

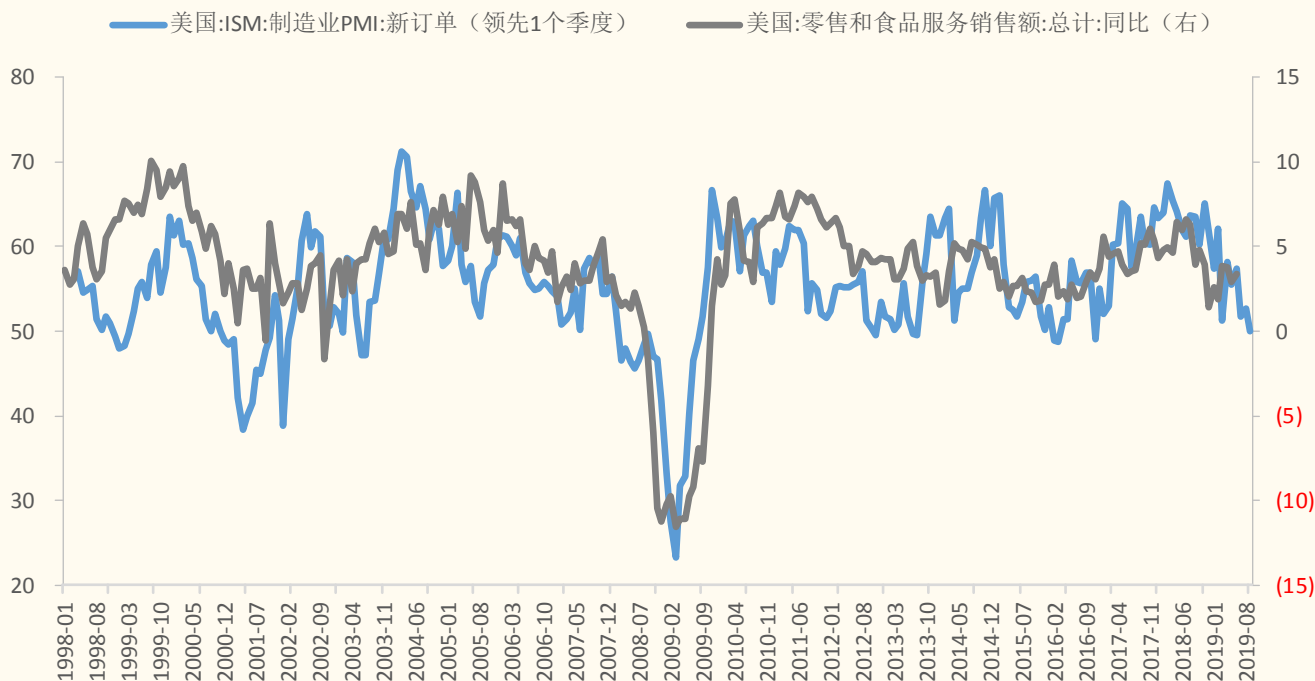


来源：Wind，国金证券研究所

2) ISM 新订单实际领先零售销售数据 1 个季度，而 ISM 制造业 PMI 仍处于下行趋势。首先，美国供应管理协会（ISM）公布的数据显示，美国 6 月 ISM 制造业指数为 51.7，逊于 5 月前值 52.1，刷新 2016 年 10 月以来的 32 个月最低，6 月的新订单分项指数跌至 50 荣枯线处，创 2015 年 12 月以来最低，外围不确定

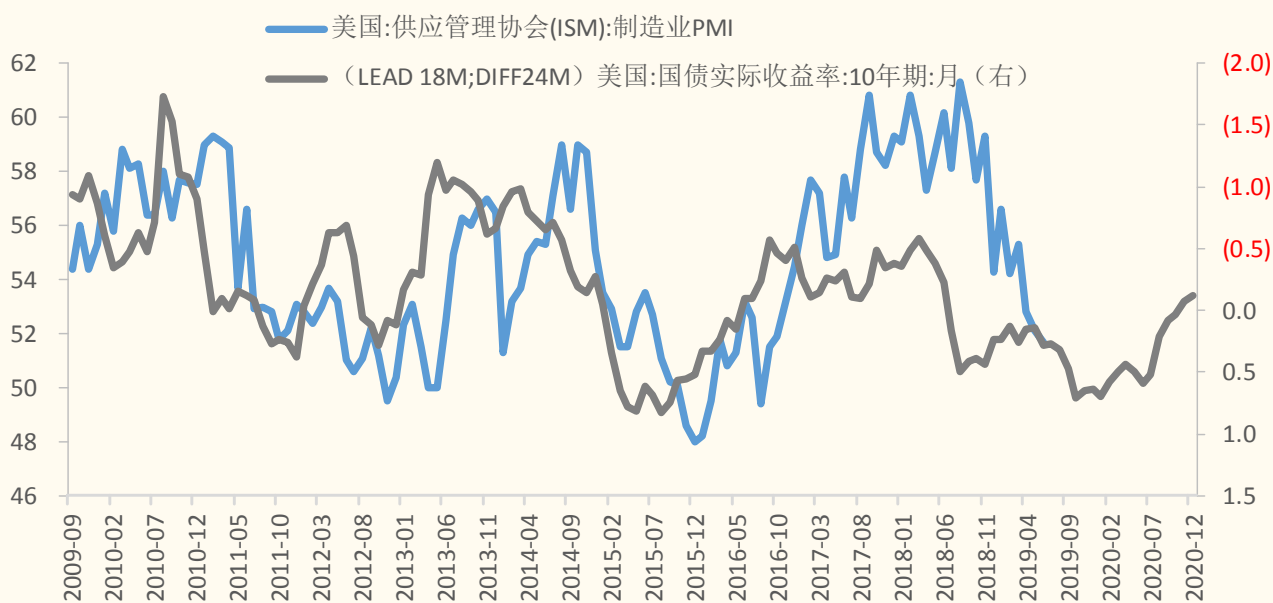
性和经济下滑的趋势，令美国制造商已经开始重新考虑投资和雇佣计划，需求格外展现了疲软迹象。通常 ISM 新订单指数领先于零售销售一个季度左右，这意味着美国零售销售增长可能在未来显著放缓。

图表 3：ISM 领先于零售销售 1 个季度左右



来源： Wind，国金证券研究所

图表 4：ISM 制造业 PMI 仍处于下行趋势



来源： Wind，国金证券研究所

二、美国新屋开工和密歇根消费者信心指数低于预期、联储制造业好于预期

1、美国 6 月新屋开工数和营建许可均下滑

7 月 17 日晚间公布数据显示，美国 6 月新屋开工 125.3 万户，低于前值 126.5 万户和预期 126 万户。2019 年 6 月美国房屋开工率环比下降 0.9%，与前值相同。6 月份不稳定的多户住宅房屋开工率下降 9.2%，达到 40.6 万套；而住房市场占比最大的单户住宅建筑则反弹 3.5%，达到 84.7 万套。**西部和南部地区为主要拖累**。各地区数据显示，南部和西部地区下滑，东北部和中西部则上升。南部地区下滑-9.2%至 63.5 万和西部下滑-4.9%至 31.2 万，而东北部地区上升 31.3%至 10.9 万；中西部上升 27.1%至 19.7 万。

美国 6 月营建许可月率下降 6.1%，低于市场预期增长 0.1%和前值增长的 0.7%。美国 6 月营建许可总数为 122 万，低于前值 129.9 万和预期值 130 万，为 2017 年 5 月以来的最低水平。波动的多户住房部门的许可证下降 16.8%至 40.7 万，而单户家庭授权上升 0.4%至 81.3 万。**各地区数据显示，除东北部地区以外，其余地区 6 月营建许可均下滑**。南部地区下滑-10.4%至 61.8 万，西部地区下滑-7.9%至 31.3 万；中西部地区下滑-0.6%至 17.2 万，但东北地区则上升 21.9%至 11.7 万。6 月新屋开工数同比增长 6.2%，6 月营建许可同比减少 6.6%。

2、美国 7 月纽联储和费城联储制造业指数高于预期

美国纽约联储 7 月 15 日晚间公布数据显示，继上月创下的最大降幅后，美国 7 月纽联储制造业指数为 4.3，低于预期 2，高于前值的-8.6。数据显示，分类项下美国 7 月纽约联储制造业新订单指数为-1.5，高于前值-12；美国 7 月纽约联储制造业就业指数为-9.6，低于前值-3.5，跌至近三年来的最低水平。美国 7 月纽约联储制造业物价获得指数跌至 5.8，低于前值 6.8。分类数据显示，当月出货量下降至 7.2，前值为 9.7。此外，未完成订单从前值的-15.8 下降至-5.1，连续第二个月下降；交货时间稍长，库存指数则跌至-10.9，前值-5.3。在价格方面，物价支付指数下滑至 25.5，略低于前值 27.8。展望未来，评估六个月前景的指数显示，企业对未来状况的乐观程度普遍高于上个月。未来商业状况指数从上月的 25.7 上升至 30.8，未来新订单指数也走高。

据费城联储 7 月 18 日公布的数据显示，美国 7 月费城联储制造业指数为 21.8，远高于预期 5 和前值 0.3，创下一年以来的最高点。分类数据显示，新订单和出货量增长较快。7 月新订单指数为 18.9，高于前值的 8.3。装船指数为 24.9，高于前值的 16.6。7 月的就业指数为 30，高于前值的 15.4，是自 2017 年 10 月以来的最强增长。在价格方面，支付的价格和收到的价格指数本月都有所上涨，但仍远低于过去几年的读数。7 月的物价支付指数为 16.1，高于前值 12.9。而 7 月的物价获得指数为 9.5，高于前值的 0.6，为自 2016 年 10 月以来的最低点，也是这次制造业指数下滑的因素。展望未来，对未来六个月增长的乐观情绪升至 2018 年 5 月以来的最高点。

3、美国 7 月密歇根大学消费者信心指数低于预期

7 月 19 日晚间密歇根大学消费者调查显示 7 月密歇根大学消费者信心指数初值为 98.4，略低于预期的 98.8，略高于前值的 98.2；美国 7 月密歇根大学预期指数

初值为 90.1，略高于预期的 90 和前值的 89.3；美国 7 月密歇根大学现况指数初值为 111.1，低于预期的 112.8 和前值 111.9。消费者情绪在 7 月初从 6 月开始基本保持不变。数据显示，7 月密歇根大学消费者 1 年期通胀预期初值为 2.6%，低于前期的 2.7%。7 月密歇根大学消费者 5-10 年期通胀预期初值上升至 2.6%，高于前期的 2.3%。通胀预期显示未来一年的利率略有下降，长期利率在过去几年中已经走向狭窄范围的顶部。

图表 5：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
增长															
GDP (环比折年率, %)	4.2			3.5			2.2			3.2					高于预期和前值，但消费和固定资产投资均显疲软
消费															
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
投资															
耐用用品订单 (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)			商用飞机产量下降导致运输设备出现下降
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
对外贸易															
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
通胀															
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
劳动力市场															
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
房地产市场															
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	2.5				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			东北部和南部地区销售为主要拖累
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
其他															
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
其他发达经济体	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
欧元区															
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		较前值小幅回升但仍低于预期
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		稳步上行
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	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		维持利率不变
英国															
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			通胀小幅回落

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_11242

