

美国经济拐点渐行渐近

下半年美国宏观经济展望

核心结论

详细拆解第一季度的GDP增长可以发现，美国经济已经有不小的下行压力。具体来说，第一季度的经济增长主要是存货、进出口以及地方政府支出拉动的。如果用GDP扣除掉存货和进出口，余下的差值是国内购买者的最终销售额，只有1.5%的增速，是2015年第四季度以来的最慢增速。如果再减去政府支出得到国内私人购买者的最终销售额，只有1.3%的增速。是2013年第二季度以来的最低值。也就是说，宏观经济在第一季度已经开始走弱。

对于美国经济在第二季度和下半年的表现，我们认为有四个主要的负面因素。首先是对外贸易，进出口在第一季度贡献了0.94个百分点的经济增长。主要原因是由于贸易争端在第一季度有所缓和，进口有所下滑，从而对GDP产生贡献。但美国和中国以及墨西哥的贸易争端在第二季度有所升级，对外贸形成压力。第二是企业投资，贸易争端的升级对企业的投资信心有相当的影响，这点可以从经理人采购指数中体现出来。另外，2018年初开始的减税效果逐渐衰减，在边际上已经无法形成太大的助推作用，这会限制企业的扩张投资以及居民部门的消费。第三，房地产市场仍然疲软。在过去的八个季度，住宅投资在其中的七个季度环比下降，显示了美联储前期紧缩政策的负面效果。最后，美国目前的劳动力市场已经是充分就业，未来就业增长的空间很有限。同时工资增速的高位运行会抑制企业的用人意愿，进而会影响居民消费。

我们估计，这四个负面因素在第二季度对GDP的负向拉动作用分别为：-0.8%，-0.5%，-0.2%，-0.2%。另外也有正面的因素，例如在年初的联邦政府关门及其导致的退税延误应当在第二季度被回补。根据美国经济分析局的估算，这些退税延误在第一季度对GDP的负向拉动为-0.3%。因此第二季度的GDP应当能够回补这些负向拉动。结合正面和负面因素来看，我们预测美国第二季度的GDP增长率为1.5%。对下半年，GDP增速会有小幅反弹，但主要的负面因素仍在。具体来说，虽然居民消费仍然有一定的扩张动能，但投资、库存和外贸则都有一定的下行压力。除了下行压力之外，就业市场、金融市场（特别是倒挂的国债收益率）、以及企业投资则构成主要的下行风险。也就是说，美国经济的拐点并不远。

风险提示：就业市场快速下行，贸易争端恶化。

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

分析师



熊雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



田维韦 S0800518080003



tianweiwei@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《中美贸易争端和美国经济》 2019-6-14

宏观：《美联储的降息将会开启全球主要资产再定价过程——美联储料将释放降息信号，贸易争端或于G20缓和》 2019-6-17

宏观：《美国经济下行迫使特朗普改变强硬的贸易立场——中美月底 G20 的会晤结果预计会超出市场预期》 2019-6-19

宏观：《一周经济数据前瞻——G20 会晤成果正面，非农就业或确认美国经济拐点》 2019-7-01

宏观：《美国非农就业数据扰动市场，金价近期有走软压力》 2019-7-08

索引

内容目录

美国经济拐点并不远	4
消费开始走弱，未来有下行压力	5
企业投资意愿下降，构成主要的风险之一	7
贸易争端扰动进出口，未来有恶化的可能	10
政府支出预计有所回落	11
展望美国经济，拐点逐渐显现.....	12
风险提示	15

图表目录

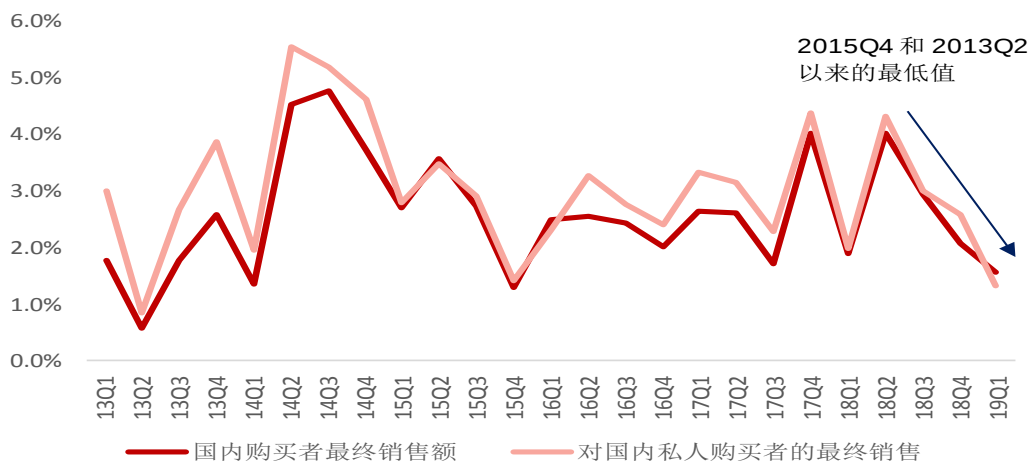
图 1：一季度国内购买者的最终销售额只有 1.5%的增速	4
图 2：2019 年一季度美国个人消费支出占 GDP 的 69.1%.....	5
图 3：一季度耐用品消费环比下降 0.61%.....	5
图 4：19 年美国个人可支配收入增速快速放缓	5
图 5：19 年美国新增非农就业人数趋势下滑	5
图 6：19 年一季度末居民净资产 102.5 万亿美元	6
图 7：消费信贷增速一季度有所上升	6
图 8：6 月密歇根大学消费者信心指数降到 98.2.....	6
图 9：消费者信心指数与个人消费支出相关性较高	6
图 10：住宅投资环比连续五个季度下滑	7
图 11：住房购买力指数持续下台阶，未恢复到 16 年水平	7
图 12：5 月新建住房销售同比增速再次回落入负区间	7
图 13：18 年以来美国成屋销售走弱	7
图 14：20 大中城市标准普尔/CS 房价指数同比增速持续下行	8
图 15：2012 年至今房贷利率走势	8
图 16：美国私人固定资产投资同比增速连续三个季度下滑	8
图 17：美国私人固定资产投资中非住宅投资占比在 80%左右	8
图 18：建筑、设备投资增速持续回落	9
图 19：企业利润增速已连续两个季度下滑	9
图 20：美国制造业 PMI 持续下行，创近几年新低	9
图 21：产出和新订单分项指数接近荣枯线	9
图 22：ISM 制造业 PMI 领先于私人固定投资增速	9

图 23: IHS Markit 服务业 PMI 开始回调	9
图 24: 18 年三季度以来私人存货增长较快.....	10
图 25: 一季度库存变化对 GDP 增长贡献上升到 0.55%	10
图 26: 一季度美国贸易逆差减少 507 亿美元.....	11
图 27: 贸易争端后对外贸易疲软, 5 月美国抢进口效应再次出现	11
图 28: 一季度美国进口环比减少 168 亿美元, 出口反弹.....	11
图 29: 商品进出口与美国 GDP 的比值约在 25%的水平	11
图 30: 一季度政府消费支出和投资总额增长 2.8%	12
图 31: 一季度州和地方政府消费支出和投资增速反弹至 4.6%	12
图 32: 特朗普上任之后, 国防支出对非国防支出形成挤压.....	12
图 33: 一季度州和地方政府投资总额增速大幅反弹至 25.2%	12
图 34: 失业率在低位不会维持太长时间	13
图 35: 多数情况下, 消费者信心指数随着美联储的降息而下行	13
图 36: 美国国债收益率开始倒挂	14
图 37: 国债收益率差值和历次经济衰退 (阴影部分为美国的经济衰退期)	15
表 1: 商品和服务净出口对 GDP 增长的贡献 (单位: %)	10
表 2: 美国 GDP 构成 (单位: 十亿美元; 季度数据为年化)	16
表 3: 美国 GDP 各分项环比折年率 (单位: %)	17
表 4: 对 GDP 增长贡献率 (单位: %)	18

美国经济拐点并不远

详细拆解第一季度的 GDP 增长可以发现，美国经济已经有不小的下行压力。具体来说，第一季度的经济增长主要是存货、进出口以及地方政府支出拉动的。如果用 GDP 扣除掉存货和进出口，余下的差值是国内购买者的最终销售额，只有 1.5% 的增速，是 2015 年第四季度以来的最慢增速。如果再减去政府支出得到国内私人购买者的最终销售额，只有 1.3% 的增速。是 2013 年第二季度以来的最低值。也就是说，宏观经济在第一季度已经开始走弱。

图 1：一季度国内购买者的最终销售额只有 1.5% 的增速



资料来源：美国经济分析局，西部证券研发中心

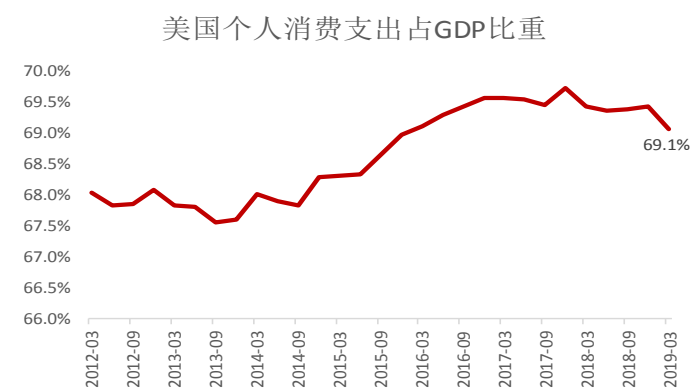
对于美国经济在第二季度和下半年的表现，我们认为有四个主要的负面因素。首先是对外贸易，进出口在第一季度贡献了 0.94 个百分点的经济增长。主要原因是由于贸易争端在第一季度有所缓和，进口有所下滑，从而对 GDP 产生贡献。但美国和中国以及墨西哥的贸易争端在第二季度有所升级，对外贸形成压力。第二是企业投资，贸易争端的升级对企业的投资信心有相当的影响，这点可以从经理人采购指数中体现出来。另外，2018 年初开始的减税效果逐渐衰减，在边际上已经无法形成太大的助推作用，这会限制企业的扩张投资以及居民部门的消费。第三，房地产市场仍然疲软。在过去的八个季度，住宅投资在其中的七个季度环比下降，显示了美联储前期紧缩政策的负面效果。最后，美国目前的劳动力市场已经是充分就业，未来就业增长的空间很有限。同时工资增速的高位运行会抑制企业的用人意愿，进而会影响居民消费。

我们估计，这四个负面因素在第二季度对 GDP 的负向拉动作用分别为：-0.8%，-0.5%，-0.2%，-0.2%。另外也有正面的因素，例如在年初的联邦政府关门及其导致的退税延误应当在第二季度被回补。根据美国经济分析局的估算，这些退税延误在第一季度对 GDP 的负向拉动为 0.3%。因此第二季度的 GDP 应当能够回补这些负向拉动。结合正面和负面因素来看，我们预测美国第二季度的 GDP 增长率为 1.5%。对下半年，GDP 增速会有小幅反弹，但主要的负面因素仍在。具体来说，虽然居民消费仍然有一定的扩张动能，但投资，库存和外贸则都有一定的下行压力。除了下行压力之外，就业市场、金融市场（特别是倒挂的国债收益率）、以及企业投资则构成主要的下行风险。也就是说，美国经济的拐点并不远。

消费开始走弱，未来有下行压力

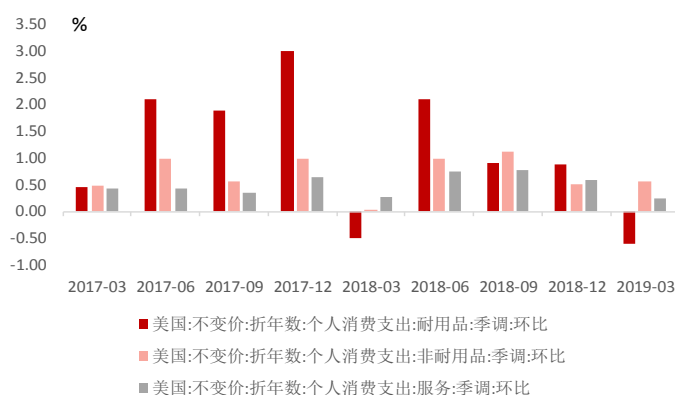
消费端在第一季度开始走软。近年美国消费占 GDP 的比重稳定在约 70% 的水平，是宏观经济的主要组成部分。今年一季度，消费支出只增加了 0.9%。自 2013 年二季度以来，只有两个季度消费支出增速低于 1%。拆分细项来看，商品消费的增速仅有 0.7%，服务消费的增速也只有 1%，均为四个季度以来的最低增速。商品消费中，耐用品的消费是四个季度以来的第一次下降。非耐用品的消费中，四个细项组成部分中的三项全部下降，只有其他非耐用品消费上升。总体看，第一季度整个消费侧的表现比较弱。消费在年初走软主要有三个原因，首先是白宫和国会在美国与墨西哥边境墙修建问题上难以达成协议，导致联邦政府关门至 2019 年 1 月 25 日，延误了退税。其次是天气原因，今年第一季度美国一些地区遭遇了极端天气，抑制了部分消费。另外去年四季度的股市大跌打击了消费者信心，对消费形成拖累。

图 2：2019 年一季度美国个人消费支出占 GDP 的 69.1%



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

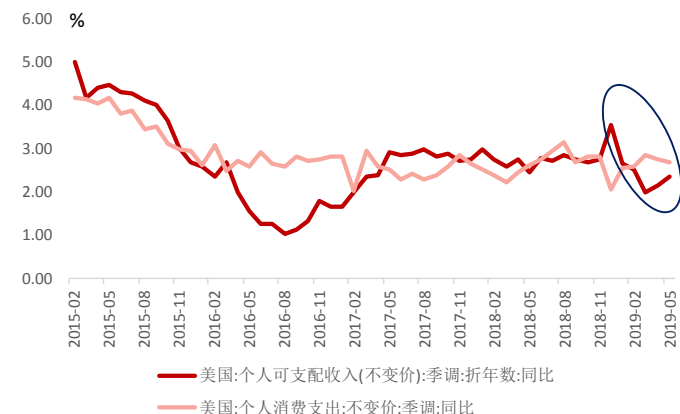
图 3：一季度耐用品消费环比下降 0.61%



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

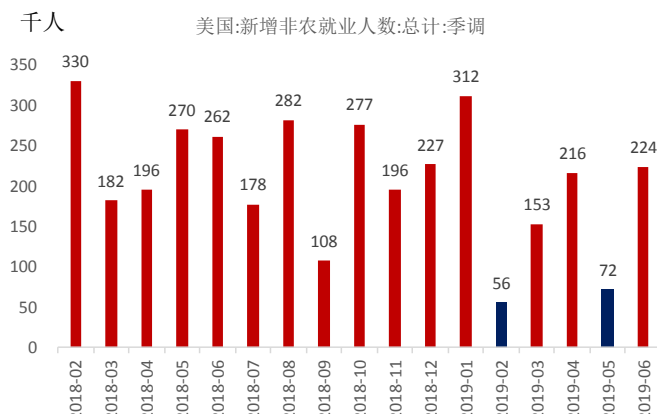
我们预计消费在二季度会有反弹，但是在下半年仍有比较大的压力。5 月初美国升级的和中国以及和墨西哥的贸易争端对消费者有不小的影响，反映在了消费者信心指数的下滑。具体来说，密歇根大学消费者信心指数在 6 月下降了 1.8 个点至 98.2。世界大型企业研究会发布的消费者信心指数在 6 月则大降 9.8 个点至 121.5，为 21 个月最低值。由于贸易政策的不确定性，我们预计消费者信心在近期会继续承压。而且为了避免关税的影响，美国的消费者有一定的提前购买行为，尤其是电子产品。这些提前购买行为会透支下半年的消费增速。除此之外，居民可支配收入的增速也在快速放缓。

图 4：19 年美国个人可支配收入增速快速放缓



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 5：19 年美国新增非农就业人数趋势下滑

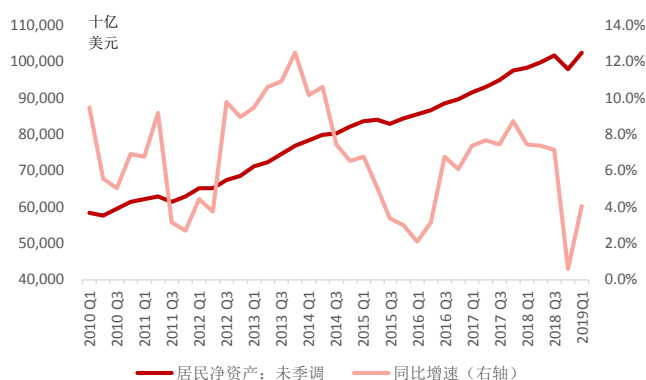


资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

居民财富未来的增长空间有限。18年四季度末美国家庭净资产 98 万亿美元,同比仅增长 0.5%,环比下降 3.9 万亿美元,这与美国去年四季度股市下跌相关。2019 年一季度受益美国股市上涨,家庭净资产环比增加 4.5 万亿美元,同比增长 4.0%,但增速仍处于较低水平。伴随美国房产净资产价值增速回落,我们认为美国未来净资产增速或将进一步回落。虽然美国股市在三季度连创历史新高,但和 2018 年一季度的高点相比,指数涨幅并不高。另外,家庭净资产与可支配收入比值已处于高位,历史数据显示该比值上升至高位后均发生了金融危机,应警惕相关风险。

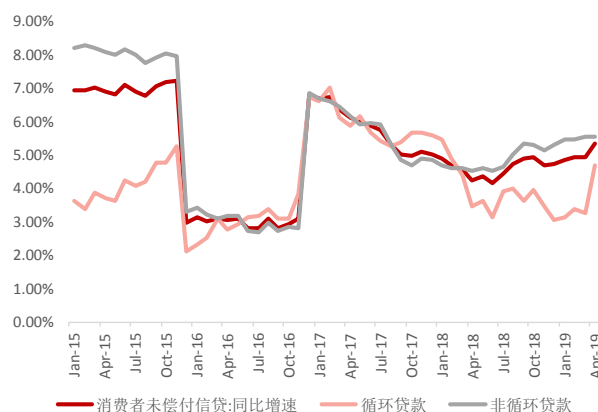
年初以来,降息预期下美国消费信贷扩张较好,但高增长难以维持。今年年初以来,消费信贷增速出现反弹,我们判断主要是一季度已经有部分降息预期。2019 年 4 月末,美国消费贷款余额 4.07 万亿美元,同比增 5.34%。但消费信贷的核心影响因子还是经济预期,在劳动力市场景气度下降以及消费者信心指数下行冲击下,降息后消费信贷也比较难实现高增长,同时降息后居民在房地产上花费的比例提高也会冲击消费支出。

图 6: 19 年一季度末居民净资产 102.5 万亿美元



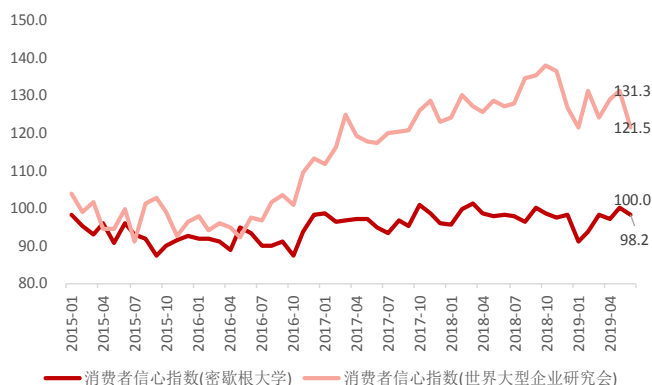
资料来源: 美联储, 西部证券研发中心

图 7: 消费信贷增速一季度有所上升



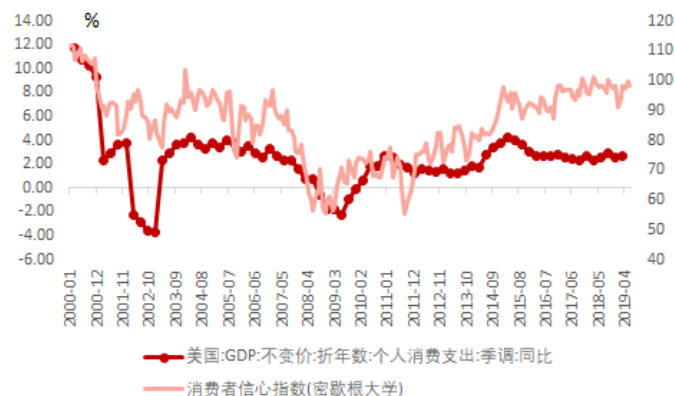
资料来源: 美联储, 西部证券研发中心

图 8: 6 月密歇根大学消费者信心指数降到 98.2



资料来源: Bloomberg, Wind 资讯, 西部证券研发中心

图 9: 消费者信心指数与个人消费支出相关性较高



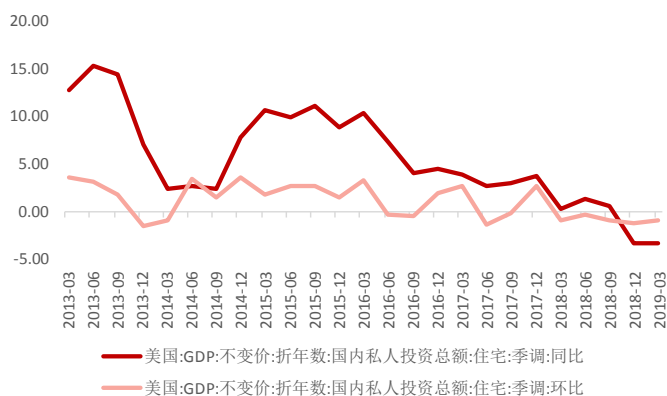
资料来源: Wind 资讯, 西部证券研发中心

企业投资意愿下降，构成主要的风险之一

在过去的八个季度，住宅投资在其中的七个季度环比下滑。推动住宅投资下降的主要原因是紧缩的货币政策。美联储 2015 年 12 月开始的加息和 2017 年以来的缩减资产负债表使得基准利率走高，大幅推高了房贷利率，住房购买力指数随之走软，进而引起了住宅投资的下行。具体来看，30 年固定期的贷款利率在 2018 年 12 月达到了 4.94%，和 2018 年 1 月相比增加了接近 1%，写下了八年的最高值。受此影响，住宅投资已经连续五个季度下跌。2018 年第四季度，美国股市大幅调整，其中就有对住宅投资快速放缓的担心。

住宅投资在近期可能反弹，但幅度不会很大。随着国债收益率在今天的走低，房屋借贷成本在第一季度已经有所下滑。目前 30 年固定期的贷款利率已经降到了 3.75%，回到了 2017 年中的水平。同时正如我们前面提到的，居民的财富也有所上升。但是，住房销售在近期仍然比较疲软，显示利率仍然需要一段时期传导到具体购买房屋的动作。另外，考虑到新增就业的走软、消费者信心的下降和人口结构的变化等不利因素，我们整体的判断是短期内住宅投资可能有一个小幅反弹，但是反弹的幅度并不会太大。

图 10：住宅投资环比连续五个季度下滑



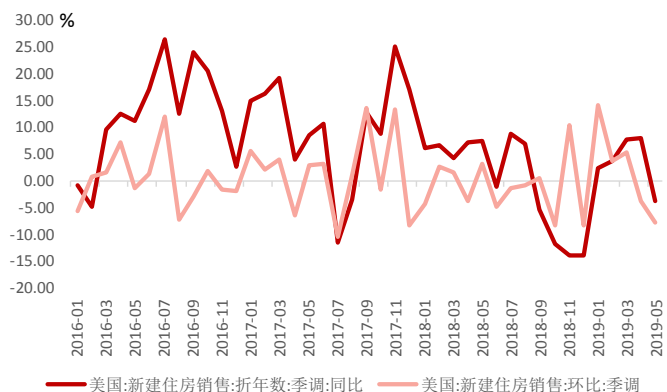
资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 11：住房购买力指数持续下台阶，未恢复到 16 年水平



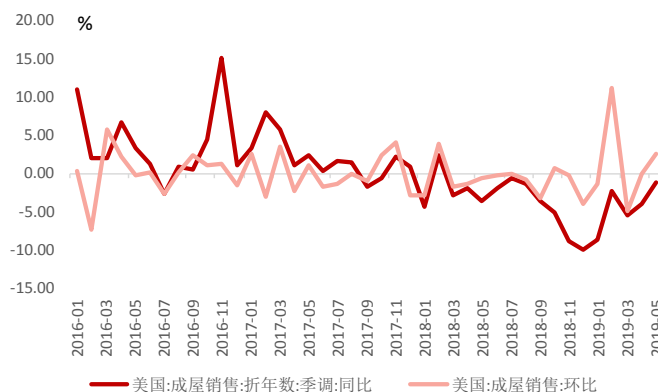
资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 12：5 月新建住房销售同比增速再次回落入负区间



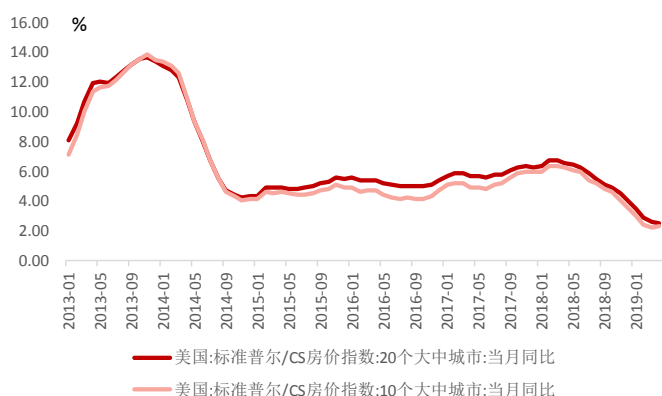
资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 13：18 年以来美国成屋销售走弱



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 14：20 大中城市标准普尔/CS 房价指数同比增速持续下行



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 15：2012 年至今房贷利率走势



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

非住宅投资是主要的下行风险之一。2018 年，非住宅投资大幅增加 6.9%，是 2012 年以来的最高增速。2017 年底通过的减税法案使得企业的税后盈利增加，部分企业投资意愿也随之扩张。但是今年以来，投资意愿快速下行。下行的压力有三个，第一是因为减税效果已经过去，边际上企业的盈利能力并没有增加。第二是因为今年以来外部增长的不确定性增加，包括中美贸易争端和美国墨西哥之间的贸易争端。第三是企业盈利开始下滑，挤压了企业利润。具体来看，今年第一季度美国企业税前利润下降了 593 亿美元，利润总额同比降幅为 2.6%。实际上，这已经是美国企业连续第二个季度的盈利下降了。2018 年四季度美国企业税前利润总额同比收缩了 0.4%。美国企业盈利水平在收缩，未来会对非住宅投资以及就业市场形成压力。

其他一些领先的指标也显示非住宅投资的压力不小。首先是经理人采购指数，5 月份 IHS Markit 制造业 PMI 值 50.5，接近荣枯线，为 2009 年 9 月以来的最低值。6 月 IHS Markit 制造业 PMI 值录得 50.6，仍非常弱。美国供应管理协会制造业 PMI 6 月值为 51.7，为 2016 年 10 月以来新低；新订单和产出分项指数接近荣枯线，制造业投资继续承压。另外，最近几个月制造业的下行趋势也已经影响到了服务业，IHS Markit 服务业 PMI 5 月和 6 月数值分别是 50.9 和 51.5，逼近荣枯线水平，进一步拖累私人固定资产增速。另外，在最近的四个月，耐用品的订单已经环比下降了三个月。波音 737 MAX 的停飞对工业产值也会造成持续影响。除此之外，杜克大学最新的调查显示，69% 的受访美国企业 CFO 预计明年年底以前美国将迎来经济衰退，这会显著制约企业的投资规划。

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_11293

