

下半年美国经济展望

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第70期 (2019.06.24-2019.06.28)

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

● 下半年美国经济展望

2019年一季美国GDP年化环比终值录得3.1%，数据整体上超预期，但是结构上并没那么好。从需求端来看，一季度经济增速超预期主要是由净出口好转以及私人被动补库存拉动的，但是这些指标的不确定性都比较大，更为重要的内需，私人消费、私人投资增速都在走弱。进入二季度，美国经济指标有好有坏，整体形势尚不明朗。4月美国出口季调环比增速开始负增长；4、5月个人消费支出季调环比增速也均下滑至0.2%；工业产出和制造业动能也有所放缓；占美国GDP比重达80%以上的服务业也在降温。另外，5月新增非农就业人数创近三个月来最低水平，当然新增就业人数少，可能是因为劳动力市场已经很紧俏，但是如果是这样的话，应该反映到薪资增速上，事实上薪资增速并没有上升。但需要注意的是，美国房地产市场有所好转。2019年后，美联储暂停加息缩表，甚至降息预期增加，贷款利率从高位回落，住房销售有所回升，全美住宅建筑商协会住房市场指数也持续走高，表明美国房地产市场景气度回升。

总体来看，虽然美国经济出现拐点的迹象越来越多，但是美国房地产市场有所好转，美联储偏鸽表态，也会提升经济主体的信心，抑制经济的下行压力，整体上美国经济形势仍不明朗，需要二季度经济数据全部发布之后才能做出比较准确的判断，这也是美联储比较关注的。

下半年美国经济不确定性增加。美联储在6月FOMC会议声明中表示，由于经济不确定性增加、通胀低迷，“将采取适当行动”以维持经济扩张，删除保持“耐心”的措辞，且点阵图暗示年内降息概率较大。如果美国二三季度经济数据不佳，美联储可能在年内降息，防止经济的进一步恶化。

受前期美联储加息、房价不断上涨、收入增速下滑等因素影响，对美国经济最重要的私人消费，一季度年化环比增长0.9%，增速连续三个季度下降，但受美联储停止加息缩表的激励，美国零售销售增速略有回暖，消费者信心也有所提振。更长期来看，次贷危机后美国居民消费增速整体上弱于次贷危机前，且美国居民持续去杠杆。但导致美国消费增速低迷的原因在短期内难以改变，未来消费增速可能不会大幅上升。而美国居民前期没有加杠杆，未来去杠杆的空间也不大，消费增速大幅降低的可能性就比较小。

2019年一季度美国私人投资年化环比增速升至6%，但这主要是因为汽车等耐用品被动补库存，导致私人库存大幅增加。未来美国私人投资增速下滑压力仍然存在：第一，减税的效应继续减弱。第二，2019年一季度私人固定资产投资增速上升是被动补库存的结果，后续企业可能面临去库存压力。第三，企业债务风险较大。美国长期的低利率环境刺激了企业加杠杆，美国企业部门经过次贷危机之后的去杠杆、市场出清，从2012年三季度开始加杠杆。当然，美联储下半年可能重新货币宽松，这会缓解企业融资压力，从而防止投资增速过度下滑。房地产市场近期有所恢复，也会支持抵御投资的下行风险。

2019年一季度净出口是拉动经济超预期增长的主要力量之一。但是可能受贸易摩擦影响，3月以来美国出口季调环比增速开始下降，4月甚至负增长。4月美国出口开始同比负增长。虽然下半年中美贸易谈判可能达成协议，但是美国和欧洲、墨西哥、印度等国的局势依旧趋紧，加上中国、欧洲经济下行压力仍在，美国出口压力不减。

下半年美国经济可能去库存，出口增速或小幅下滑，货币宽松预期下，未来美国固定资产投资增速存在不确定性，消费增速相对稳定，整体上美国需求可能小幅回落，美国实际经济增速向2%左右的潜在经济增速收敛。鉴于美国居民杠杆率不高，未来居民部门不会经历严重的去杠杆，这也决定了居民消费增速会比较平稳，短期内美国经济大幅衰退的可能性不大。

● 美国一季度GDP终值不及预期，美元指数回落

美元指数上周下行0.01%收至96.193。美国一季度实际GDP终值不及预期，打压美元指数。人民币汇率总体稳定，即期人民币汇率有所升值。截至6月28日，美元兑人民币即期汇率收至6.8683；美元兑人民币汇率中间价收至6.8747。

● 商品指数全面上行

避险情绪以及美联储降息预期支撑贵金属价格。唐山加大减产力度至七月底，利多螺纹钢价格。供给端扰动，LME铜库存下降，利多铜价。焦企焦炭库存回升，钢厂限产导致需求端略有收缩，利空焦炭价格。六大电厂煤炭日耗回落，煤炭库存有所堆积，利空煤炭价格。美国原油库存超预期减少，利多油价。近期美国天气不利于大豆生长，美豆种植天气市带动国内豆粕价格上涨，但国内下游需求压力仍不减，豆粕库存持续累积。

● 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：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

国际经济及大宗商品：美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品：美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品：为何美国薪资增长乏力？

2019-04-07

国际经济及大宗商品：为什么长端美债收益率那么低？

2019-03-31

目 录

1、 下半年美国经济展望.....	4
1.1、 当前经济形势仍不明朗	4
1.2、 下半年经济不确定性增加	5
1.2.1、 不排除美联储降息	5
1.2.2、 消费增速整体平稳	5
1.2.3、 投资增速存在不确定性	6
1.2.4、 出口增速下滑	7
1.3、 小结	7
2、 国外经济形势一周综述.....	7
3、 汇率走势一周综述.....	9
4、 商品价格走势一周综述.....	10
4.1、 商品指数全面上涨	10
4.2、 黄金价格走高	11
4.3、 金属价格上行	11
4.4、 能源化工产品价格涨跌互现	13
4.5、 农产品价格涨跌不一	15

图表目录

图 1: 美国 GDP 环比折年率 (%)	5
图 2: 美国 GDP 各分项环比折年率 (%)	5
图 3: 美国零售销售环比增速 (%)	5
图 4: 美国密歇根大学消费者信心指数	5
图 5: 美国制造业 PMI 及新订单指数 (%)	6
图 6: 美国 Sentix 投资信心指数.....	6
图 7: 美国新屋(千套)及成屋销售(万套)	6
图 8: 全美住宅建筑商协会(NAHB)住房市场指数	6
图 9: 美国出口金额同比增速 (%)	7
图 10: 美国制造业 PMI 新出口订单指数 (%)	7
图 11: 美国 PCE 物价指数同比增速 (%)	8
图 12: 美国密歇根大学消费者信心指数.....	8
图 13: 美国新屋销售年化总数(千套)	8
图 14: 美国耐用品订单环比增速 (%)	8
图 15: 欧元区 CPI (%)	8
图 16: 欧元区消费者信心指数.....	8
图 17: 欧元区工业信心指数.....	9
图 18: 欧元区经济景气指数.....	9
图 19: 南华商品指数近期走势.....	10
图 20: 南华商品指数周度涨跌幅.....	10
图 21: 上周黄金价格走势.....	11
图 22: 美元指数走势.....	11
图 23: 高炉开工率 (%)	12
图 24: 当周螺纹钢库存(万吨)	12
图 25: 全国主要钢材品种库存(万吨)	12
图 26: 铁矿石港口库存(万吨)	12

图 27: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	12
图 28: 上期所阴极铜库存(吨).....	12
图 29: 焦化企业开工率 (%)	13
图 30: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨)	13
图 31: 港口焦炭库存 (万吨)	14
图 32: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	14
图 33: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	14
图 34: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	14
图 35: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	14
图 36: 港口煤炭库存 (万吨)	14
图 37: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	15
图 38: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	15
图 39: 全国豆粕库存 (万吨)	15
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.06.24-2019.06.28)	9
表 2: 商品指数总览 (2019.06.24-2019.06.28)	10
表 3: 黄金价格走高 (2019.06.24-2019.06.28)	11
表 4: 金属价格上行 (2019.06.24-2019.06.28)	11
表 5: 能源化工产品价格多数下跌 (2019.06.24-2019.06.28)	13
表 6: 农产品价格涨跌不一 (2019.06.24-2019.06.28)	15

1、下半年美国经济展望

2018 年美国经济增长超预期，主要是受减税、政府支出等积极财政政策的拉动。随着全球贸易局势趋紧、全球经济下行压力增大、美国积极财政政策效应减弱，市场普遍预期 2019 年美国可能出现拐点，然而 2019 年一季度美国经济数据表现仍超市场预期，进入二季度经济数据仍不是很明朗，那么美国当前经济形势到底如何？下半年又会有怎样的变化？

1.1、当前经济形势仍不明朗

2019 年一季度美国 GDP 年化环比终值录得 3.1%，高于 2018 年四季度的 2.2%，也高于过去年一季度经济增速均值。美国一季度 GDP 数据整体上超预期，但是结构上并没那么好。从需求端来看，一季度经济增速超预期主要是由净出口好转以及私人被动补库存拉动的，但是这些指标的不确定性都比较大，更为重要的内需，私人消费、私人投资增速都在走弱。

进入二季度，美国经济指标有好有坏，整体形势尚不明朗。可能受贸易摩擦影响，4 月美国出口季调环比增速开始负增长。4、5 月个人消费支出季调环比增速均为 0.2%，远低于 3 月的 0.8%。美国工业产出也有所放缓，美国 4 月工业产出环比下降 0.5%，不及预期 0% 和前值 -0.1%，为 2018 年 5 月以来最差表现。美国 5 月工业产出环比增长 0.4%，逆转此前负增长的趋势，有助于缓解市场对美国制造业疲软的担忧。但是美国 6 月制造业 PMI 表现大幅不及预期，表明美国制造业动能趋缓。虽然美国制造业 PMI 指数一直处于扩张区间，但该数据自今年年初以来呈现下滑趋势，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值仅录得 50.10%，创 2009 年 9 月以来新低，强化市场对美国制造业放缓的忧虑。主要受企业订单减少，以及仓库中未售出商品库存过剩的拖累。此外，占美国 GDP 比重达 80% 以上的服务业也在降温，6 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 50.7%，不及预期和前值，为 2016 年 3 月以来最低水平，进一步加剧市场对美国经济前景的担忧。IHS Markit 也指出，自 2 月以来，私营部门产出增长失去动力，产量几乎没有增长，受访者表示“风险厌恶情绪加剧”。

另外，5 月失业率维持 3.6%，仍为 1969 年以来最低水平，但是 5 月新增非农就业人数仅为 7.5 万人，创近三个月来最低水平，远不及市场预期 17.5 万人的一半，当然新增就业人数少，可能是因为劳动力市场已经很紧俏，但是如果这样的话，应该反映到薪资增速上，事实上薪资增速并没有上升。

需要注意的是，美国房地产市场有所好转。此前受美联储本轮加息以及经济周期面临拐点的影响，不断上涨的利率和相对疲弱的薪资令购房者难以承受高昂房价，导致美国成屋和新屋销售均回落，房地产市场相对低迷，进而拖累住宅类投资。然而进入 2019 年，美联储停止加息缩表，甚至降息预期增加，贷款利率从高位回落，住房销售有所回升，拉动美国房地产市场回暖，全美住宅建筑商协会(NAHB)住房市场指数也持续走高，表明美国房地产市场景气度回升。

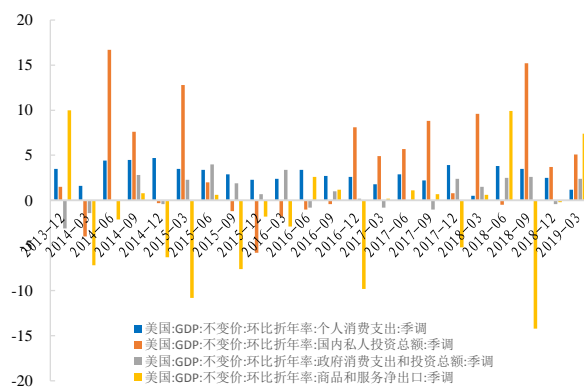
总体来看，虽然美国经济出现拐点的迹象越来越多，但是美国房地产市场有所好转，美联储偏鸽表态，也会提升经济主体的信心，抑制经济的下行压力，整体上美国经济形势仍不明朗，需要二季度经济数据全部发布之后才能做出比较准确的判断，这也是美联储比较关注的。

图1： 美国 GDP 环比折年率 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 美国 GDP 各分项环比折年率 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、 下半年经济不确定性增加

1.2.1、 不排除美联储降息

北京时间 2019 年 6 月 20 日凌晨，美联储公布 6 月 FOMC 会议声明，由于经济不确定性增加、通胀低迷，在前瞻指引方面删除保持“耐心 (patient)”的措辞，转变为“将采取适当行动 (act as appropriate)”；点阵图暗示年内降息概率较大，有 8 位官员预期 2019 年降息，8 位官员预期利率区间维持不变，仅有 1 位官员预期加息。如果美国二三季度经济数据不佳，美联储可能在年内降息，防止经济的进一步恶化。

1.2.2、 消费增速整体平稳

从需求端看，消费占美国 GDP 比重高达 70%，是美国经济的主要动力。由于消费对美国经济的拉动作用最大，因此未来消费的变化对于美国经济的走势十分重要。由于受前期美联储加息、房价不断上涨、收入增速下滑等因素影响，对美国经济最重要的私人消费，一季度年化环比增长 0.9%，增速连续三个季度下降，但受美联储停止加息缩表的激励，美国零售销售增速略有所回暖，消费者信心也有所提振。

从近期公布的经济数据来看，虽然 4、5 月个人消费支出季调环比增速均为 0.2%，远低于 3 月的 0.8%，但是劳动力市场依旧紧俏，薪资环比增速不高但同比增速维持在 3% 以上；消费者信心虽有下滑，但仍在相对高位，6 月密歇根大学消费者信心指数超预期录得 98.2，表明美国消费仍有一定支撑，短期内暂不会失速下滑。

图3： 美国零售销售环比增速 (%)

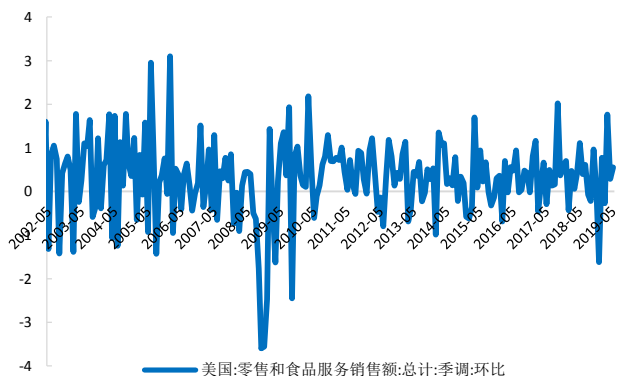
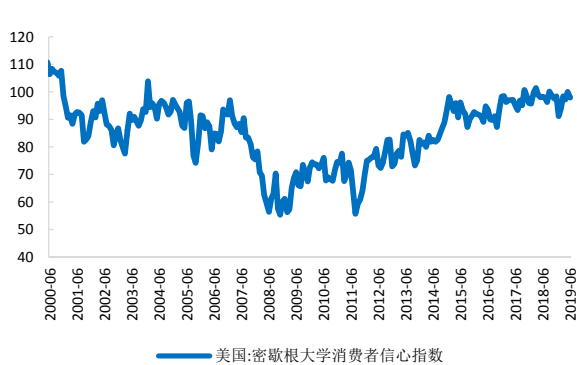


图4： 美国密歇根大学消费者信心指数



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

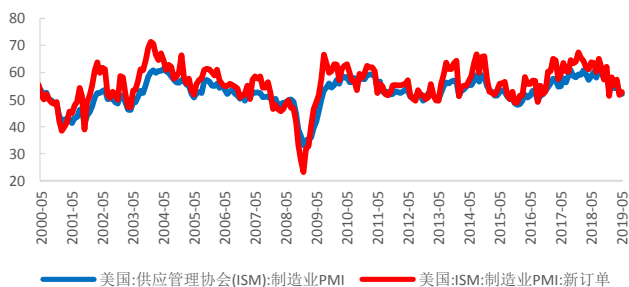
更长期来看，次贷危机后美国居民消费增速整体上弱于次贷危机前，并且美国居民持续去杠杆。美国消费增速低迷的原因是多方面的，例如次贷危机对居民消费习惯、消费心理的影响，金融机构也变得更加谨慎，以及美国居民薪资增速不高等因素。但这些关于美国消费增速低迷的原因在短期内难以改变，未来消费增速可能不会大幅上升。而美国居民前期没有加杠杆，未来去杠杆的空间也不大，消费增速大幅降低的可能性就比较小。

1.2.3、投资增速存在不确定性

2019年一季美国私人投资年化环比增速升至6%，但这主要是因为汽车等耐用品被动补库存，导致私人库存大幅增加。美国2016年四季度开始主动补库存，2018年下半年开始内需逐渐减弱，开始被动补库存，后面可能面临去库存，进而拖累美国经济。此外，2019年一季美国私人固定资产投资年化环比增速下降到3%。特朗普实施减税后，美国私人固定资产投资增速大幅上升，2017年一季度更是达到9.9%，但随着减税效应减弱，增速从2018年下半年开始下滑。

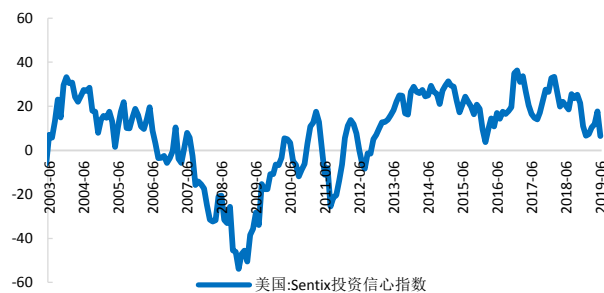
美国6月Sentix投资信心指数大幅下滑至6.5，表明近期美国投资者信心有所下降，未来美国私人投资增速下滑压力仍然存在：第一，减税的效应继续减弱。第二，2019年一季私人固定资产投资增速上升是被动补库存的结果，后续企业可能面临去库存压力。第三，企业债务风险较大。美国长期的低利率环境刺激了企业加杠杆，美国企业部门经过次贷危机之后的去杠杆、市场出清，从2012年三季度开始加杠杆，2018年二季度末为74.4%，已创历史新高，三季度略有下降，但仍高达73.9%。当然，美联储下半年可能重新货币宽松，这会缓解企业融资压力，从而防止投资增速过度下滑。房地产市场近期有所恢复，也会支持抵御投资的下行风险。

图5：美国制造业PMI及新订单指数（%）



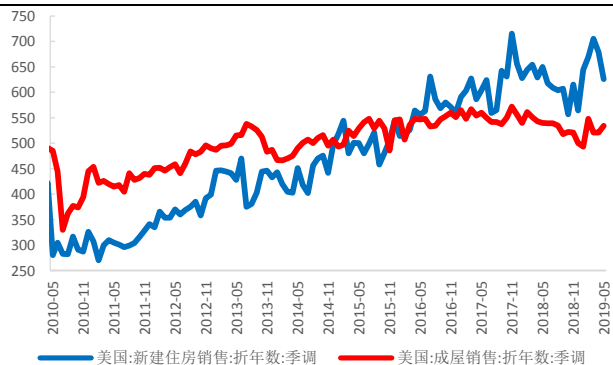
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：美国Sentix投资信心指数



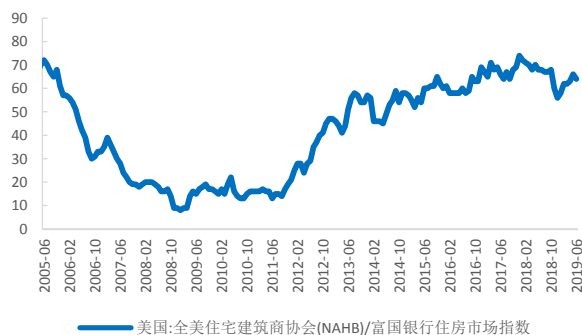
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：美国新屋（千套）及成屋销售（万套）



敬请参阅最后一页免责声明

图8：全美住宅建筑商协会(NAHB)住房市场指数



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

1.2.4、出口增速下滑

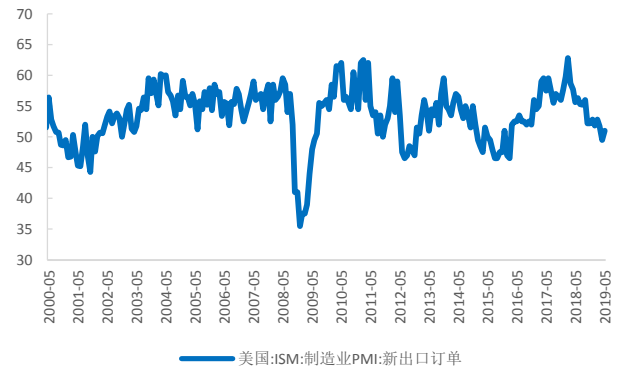
2019 年一季度净出口是拉动经济超预期增长的主要力量之一，出口、进口都有正的贡献。2019 年一季度出口年化环比增长 5.4%，较上季度增加 3.6 个百分点，连续两个季度扩张。但是可能受贸易摩擦影响，3 月以来美国出口季调环比增速开始下降，4 月甚至负增长。4 月美国出口开始同比负增长。虽然下半年中美贸易谈判可能达成协议，但是美国和欧洲、墨西哥、印度等国的局势依旧趋紧，加上中国、欧洲经济下行压力仍在，美国出口压力不减。

图9：美国出口金额同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10：美国制造业 PMI 新出口订单指数（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、小结

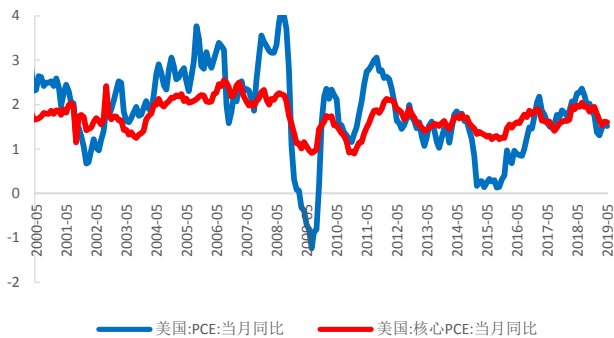
下半年美国经济可能去库存，出口增速或小幅下滑，货币宽松预期下，未来美国固定资产投资增速存在不确定性，消费增速相对稳定，整体上美国需求可能小幅回落，美国实际经济增速向 2% 左右的潜在经济增速收敛。鉴于美国居民杠杆率不高，未来居民部门不会经历严重的去杠杆，这也决定了居民消费增速会比较平稳，短期内美国经济大幅衰退的可能性不大。

2、国外经济形势一周综述

美国 5 月 PCE 及核心 PCE 物价指数表现均符合预期，但仍不及美联储的通胀目标。具体数据方面，美国 5 月 PCE 物价指数环比增长 0.2%；PCE 物价指数同比增长 1.5%；核心 PCE 物价指数同比增长 1.6%；核心 PCE 物价指数环比增长 0.2%。美国 5 月物价上涨主要受新机动车以及食品服务和住宿支出价格上行的支撑。此外，美国 6 月密歇根大学消费者信心指数终值超预期录得 98.2，高于预期和前值的 97.9，但远不及 5 月终值的 100，这主要是受访者对关税的担忧提升，拖累美国消费者对经济前景的预期。

欧元区 6 月通胀率回升速度好于预期，但仍远低于欧洲央行 2% 的通胀目标水平。欧元区 6 月 CPI 年率初值录得 1.2%，持平预期和前值；扣除能源、食品和烟草在内的核心 CPI 年率初值升至 1.1%，高于预期 1% 和前值 0.8%。尽管欧元区劳动力市场持续改善，薪资也有所提高，但企业似乎并不愿意提高商品定价；此外，能源价格的基数效应将给通胀带来压力，未来欧元区通胀前景依然疲弱。

图11: 美国 PCE 物价指数同比增速 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 美国密歇根大学消费者信心指数



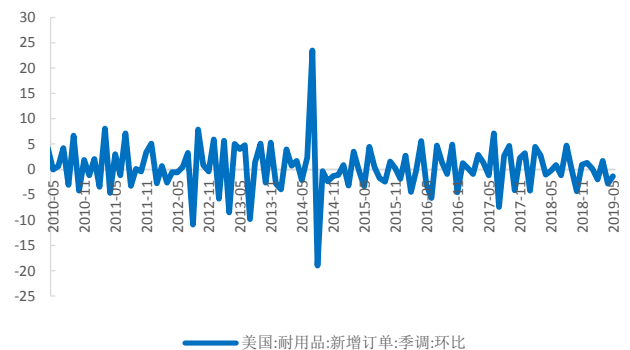
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图13: 美国新屋销售年化总数 (千套)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图14: 美国耐用品订单环比增速 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 欧元区 CPI (%)



图16: 欧元区消费者信心指数



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_11725

