

证券研究报告 / 宏观专题报告

全球经济走弱，货币宽松，美元指数下行 ——2019 年海外宏观中期展望

报告摘要：

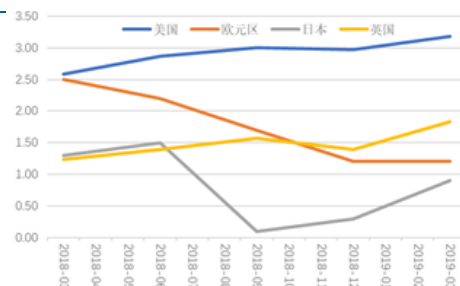
2019 年全球经济同步走弱。美国一季度 GDP 虽大超预期，但结构不佳：消费疲软，增长主要靠存货与净出口拉动，而这两个因素都难以维持。近期来看，多个经济指标显示出美国经济已现高位回落态势，下半年会进入下行通道。欧洲经济在短期内还将延续疲软态势，但总体下行空间有限，日本与英国的经济前景亦存在明显压力。但新兴经济体较去年出现好转迹象，我们认为随着美元走弱，新兴国家有望走出衰退。

今年年初以来，随着经济的走弱及原油价格同比转负，主要经济体的通胀水平都较去年有明显下降。从历史经验来看，全球 CPI 走势与原油价格走势高度吻合。假设布伦特原油维持当前的价位，则由于去年的高基数因素，油价同比增速短期内仍将维持低位，故而全球通胀水平难以提升。但美国对外加征关税会显著推升其通胀水平。我们的测算结果显示，如果特朗普执意对剩余 3000 亿清单加征关税，将拉动美国通胀 0.6 个百分点。

年初至今，已经有 16 个经济体实行了降息，美、欧、日三大央行虽未降息，但态度上也均转向鸽派。美联储下半年降息概率很大，但需注意的是，加征关税对美国通胀影响巨大，这将极大压缩美联储的政策空间；且与此前两轮的降息周期相比，本轮降息起点较低，可操作空间较小。所以对于本轮降息，我们认为预期不宜过高。降息的节奏将受贸易谈判进展影响，如果贸易谈判进展不顺利，则 7 月份美联储极有可能立即降息；若谈判进展顺利，则仍需观察美国经济数据的后续走势。全球多国降息，主要央行货币政策转鸽，标志着全球流动性拐点已至，在未来的一段时间内，货币宽松会重启，但本轮全球货币宽松的作用将弱于以往。

美元指数将走弱。我们分析了两个影响美元指数的主要因素：一是美元的相对利率。相对于欧日英国，美国降息的空间更大，从而降低美元的需求。二是美国的相对经济。未来美国经济的下降幅度将大于全球经济的下降幅度，基本面不支持美元指数维持高位。我们认为人民币汇率仍会稳定，最大不确定性在于中美谈判。

下半年海外主要风险因素有三个：一是中美贸易摩擦。二是英国无协议脱欧的可能。三是全球货币可能出现竞争性贬值。



相关报告

《美联储降息节奏将受贸易谈判影响——美联储 6 月会议点评》(20190620)

《2019 年市场外因预判：美股走弱；美元转弱；人民币区间稳定》(20181126)

《为什么我们对汇率的判断从未出错？》(20181102)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 全球经济同步走弱	5
1.1. 美国经济进入下行通道.....	5
1.1.1. 美国经济增长强劲但结构不佳	5
1.1.2. 美国经济已现高位回落趋势.....	6
1.2. 欧洲经济延续疲软态势但下降空间有限.....	9
1.3. 日英经济前景不佳.....	11
1.4. 新兴经济体出现边际好转.....	12
2. 全球通胀水平下降，货币政策转向宽松	12
2.1. 全球通胀趋弱.....	13
2.1.1. 油价拉低通胀水平.....	13
2.1.2. 加征关税将抬升美国通胀 0.6%.....	14
2.2. 全球货币政策转向宽松.....	17
3. 美元开启降息周期，人民币汇率仍将稳定.....	19
3.1. 美元指数将转弱.....	20
3.1.1. 降息进程中美元指数将如何表现.....	20
3.1.2. 美国经济恶化将拖累美元指数.....	21
3.2. 人民币汇率仍将稳定，贸易谈判为最大不确定性.....	22
4. 下半年海外的风险因素	24
4.1. 全球经贸摩擦.....	24
4.1.1. 中美关税战不会长期持续，对抗将进行在其它领域.....	24
4.1.2. 美欧日贸易摩擦悬而未解.....	26
4.2. 英国无协议脱欧的可能性.....	27
4.3. 全球货币或出现竞争性贬值.....	29
 图 1: 美国近期经济增长远超其它发达国家.....	5
图 2: 美国失业率达到历史低位	5
图 3: GDP 各分项环比增长率.....	5
图 4: 各项对 GDP 的环比拉动率	5
图 5: 美国进出口增速下降	6
图 6: 美国贸易逆差再缩窄空间不大	6
图 7: 存货投资是拉动投资的主要因素.....	6
图 8: 美国失业率已达到历史低位.....	7
图 9: 5 月新增非农就业人数大幅低于预期.....	7
图 10: PMI 为经济的领先指标.....	8

图 11: PMI 近期明显走弱	8
图 12: 美国零售销售同比与 GDP 基本同步	8
图 13: 近期零售销售较去年明显下降	8
图 14: 耐用品订单为投资的前瞻性指标	9
图 15: 耐用品订单同比急剧下降	9
图 16: 欧元区经济处于下行趋势中	9
图 17: 消费拉动率提升	10
图 18: 存货下降是拖累经济增长的重要原因	10
图 19: 欧元区对其它各国出口占比	10
图 20: 日本一季度 GDP 超预期	11
图 21: 日本 PMI 指数下滑	11
图 22: 日本进出口增速下滑	11
图 23: 英国 GDP 增速	12
图 24: 英国 PMI 指数下滑	12
图 25: 土耳其与阿根廷汇率 (2018 年初为 1)	12
图 26: 土耳其与阿根廷经济边际好转	12
图 27: 美国 PCE 及核心 PCE 下行	13
图 28: 美国 CPI 中枢低于去年水平	13
图 29: 日本 CPI 持续疲软	13
图 30: 欧元区通胀低迷	13
图 31: 全球 CPI 与油价走势高度吻合	14
图 32: 油价与全球经济增速高度吻合	14
图 33: 油价同比短期内还将维持较低水平	14
图 34: 关税上调幅度主要由美国消费者承担	15
图 35: 加征关税后美国自中国进口量下降	16
图 36: 美国历年居民消费支出	16
图 37: 美联储 6 月会议点阵图	18
图 38: 美联储 3 月会议点阵图	18
图 39: 市场对 7 月降息预期进一步提升	18
图 40: 全年降息概率达到 100%	18
图 41: 本轮降息周期起点明显低于前两轮	19
图 42: 美元指数与美元利率相关性不强	20
图 43: 美元指数与美元相对利率相关性较强	21
图 44: 美元指数与债券利率差的关系	21
图 45: 美国经济相对强弱决定美元指数	21
图 46: IMF 对全球经济的预测	21
图 47: 人民币汇率始终未“破 7”	22
图 48: 一季度 GDP 超预期	23
图 49: 一季度社融回升	23
图 50: 货币供应量增速不高	23
图 51: 中国外汇储备充足	24
图 52: 贸易流动规模: 1995 年	25
图 53: 贸易流动规模: 2015 年	25
图 54: 特朗普支持率落后于多名民主党候选人	26
图 55: 美国对一些国家的贸易差额	27

图 56: 英国首相候选人约翰逊与戈夫.....	28
图 57: 英国首相候选人亨特与拉布.....	28
图 58: 英国首相候选人汉考克与贾维德.....	28
图 59: 英国首相候选人斯图亚特与哈珀.....	28
图 60: 英国首相候选人利德索姆与麦克维.....	28
图 61: 欧盟占中国出口比重较大.....	29
图 62: 全球贸易指向标的韩日出口负增.....	30
表 1: 年初至今已有多个国家实施降息.....	17

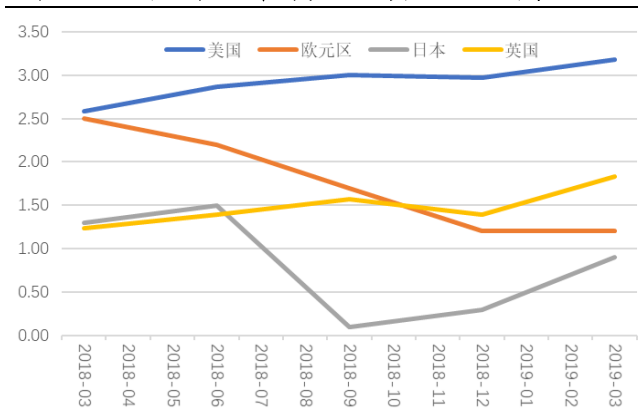
1. 全球经济同步走弱

1.1. 美国经济进入下行通道

1.1.1. 美国经济增长强劲但结构不佳

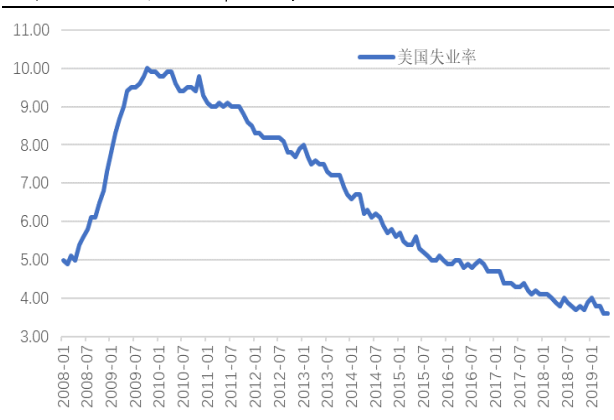
2018 年至 2019 年第一季度，在全球经济增长放缓的背景下，美国经济增长强劲，各项经济指标屡创新高，失业率达到历史地位。2018 年全年美国 GDP 增速为 2.9%，远超其它发达国家水平，2019 年第一季度，美国 GDP 环比折年率也意外地达到 3.1%，大超市市场预期。那么，美国目前的增长势头能延续吗？

图 1: 美国近期经济增长远超其它发达国家



数据来源：东北证券，Wind

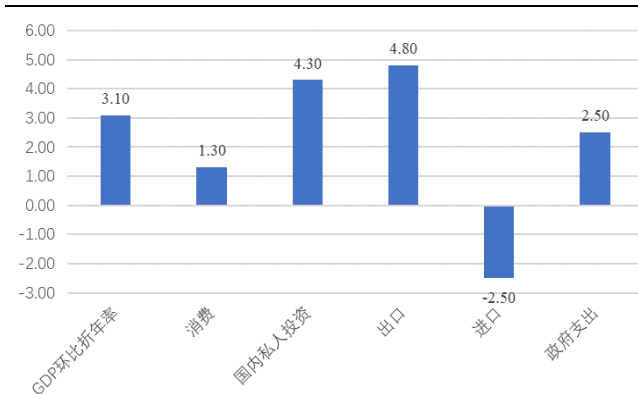
图 2: 美国失业率达到历史低位



数据来源：东北证券，Wind

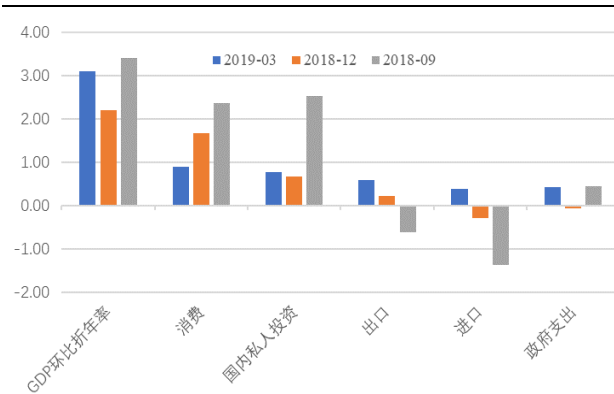
我们将今年一季度美国 GDP 增长进行拆分，可以看出，国内私人投资和出口增速较高，消费增速则相对疲软。从各分项对 GDP 的环比拉动率来看，净出口（进出口拉动率之和）对经济的贡献最大，国内私人投资也较上个季度有明显提升，而消费对于经济的拉动作用则连续两个季度大幅下降。

图 3: GDP 各分项环比增长率



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 各项对 GDP 的环比拉动率

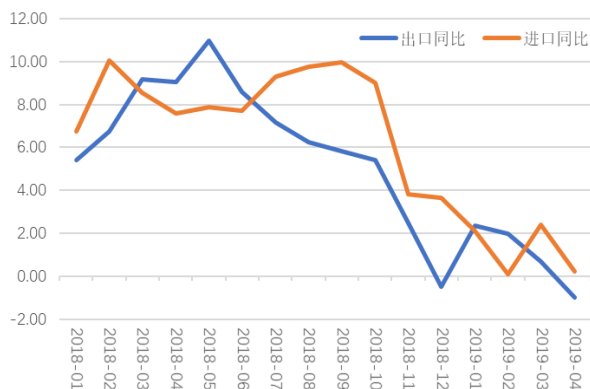


数据来源：东北证券，Wind

美国一季度贸易逆差大幅缩窄，导致净出口对 GDP 贡献明显，其最主要原因并非

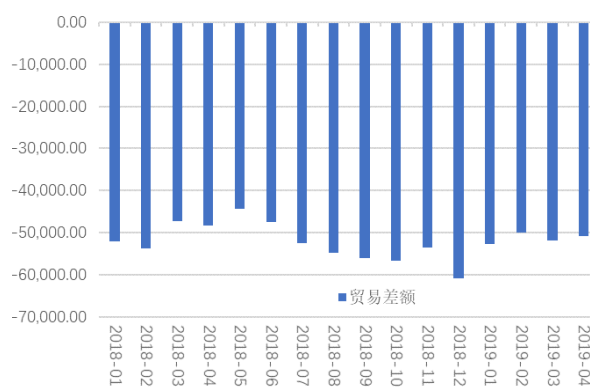
出口激增，而是在于进口的大幅下降。目前美国同中国的贸易摩擦升级，与欧盟和日本的贸易问题也悬而未解，且全球经济处于下行趋势，外需不振，美国未来出口难有提升。另一方面，美国对中国等国加征关税，会迫使美国企业以更高价格向加税国家或其它替代国家进口商品，进口金额增速无法持续下降。美国贸易逆差在一季度已有明显缩窄，未来继续缩窄的空间很小，对 GDP 的拉动作用也会趋弱。

图 5：美国进出口增速下降



数据来源：东北证券，Wind

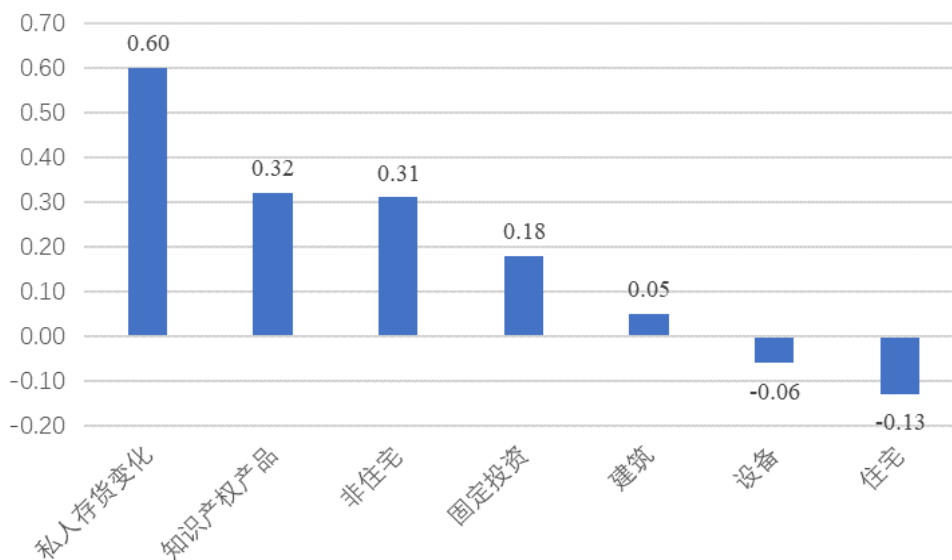
图 6：美国贸易逆差再缩窄空间不大



数据来源：东北证券，Wind

美国一季度私人投资的主要增长点在于存货投资的变化。去年美国的强劲复苏可能引发了今年一季度企业补充库存，导致存货投资明显上升。但随着消费走弱、对外贸易受阻，企业对存货的投资也难以维持。

图 7：存货投资是拉动投资的主要因素



数据来源：东北证券，Wind

1.1.2. 美国经济已现高位回落趋势

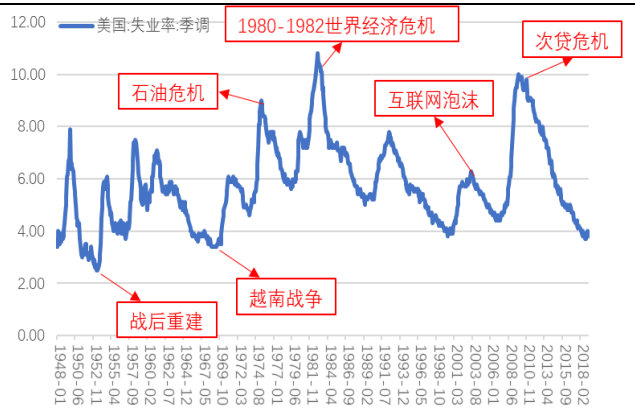
一些具体指标观察来看，美国经济确实显示出筑顶态势，预计未来会进入下行通道。

1.1.2.1. 过饱和的就业市场

就业数据是美国最重要的经济数据。回顾美国历史，历次危机都引发了失业率的大幅上升，而历次经济复苏都伴随着劳动力市场的活跃。美国失业率自去年降到 4% 以下以来，始终维持低位，劳动力市场的繁荣推动着经济的强劲增长。

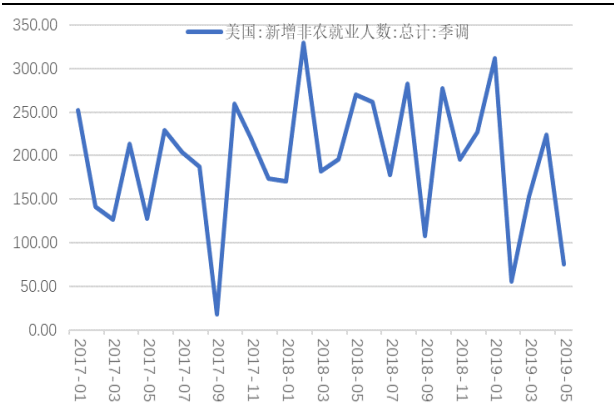
但是目前美国失业率已经降到了历史低位，4、5 月份的失业率降低到 3.6% 的水平。在此之前，只有战争阶段（60 年代末）及战后重建阶段（50 年代初）的失业率达到过目前的水平。美国劳动力市场已经处于过饱和阶段，失业率很难继续下降。美联储 3 月份会议预计 2019 年失业率会保持在 3.7% 的水平，2020 年则会上升至 3.8%，2021 年上升至 3.9%；长期失业率水平为 4.3%。可以看出，目前的失业率水平已是底部，劳动力带来的经济增长动力无法继续提升。5 月份的新增非农就业人数为 7.5 万人，大幅低于市场预期的 18 万人，也预示着劳动力增长势头难以为继，美国经济动力下降无可避免。

图 8: 美国失业率已达到历史低位



数据来源：东北证券，Wind

图 9: 5 月新增非农就业人数大幅低于预期



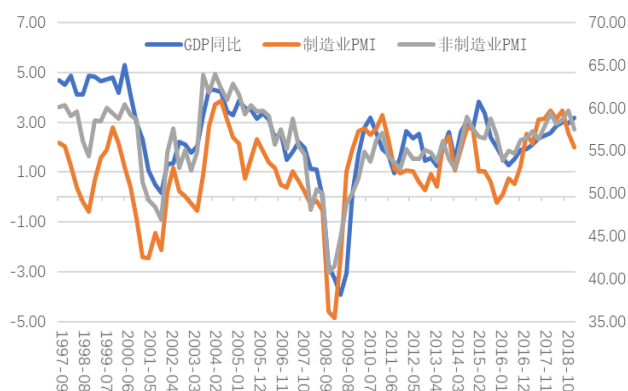
数据来源：东北证券，Wind

1.1.2.2. 重要经济指标显示美国经济难维持高增速

美国 PMI 通常为 GDP 同比的前瞻性指标。我们对比 PMI 的每季均值和各季度 GDP 的同比增速，发现多数情况下，PMI 指数领先 GDP 同比大约 1 个季度。

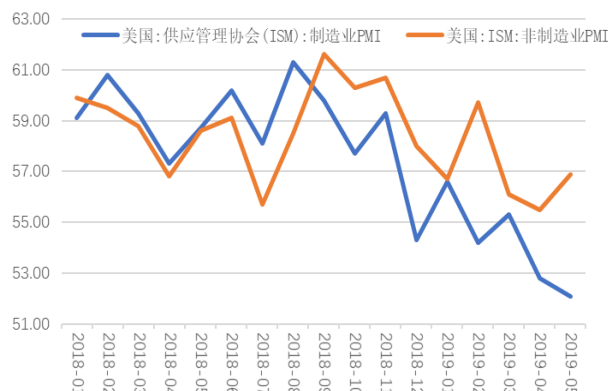
一季度美国经济增速维持高位，但 PMI 已经率先回落。4、5 月份的趋势来看，制造业 PMI 一路下行，非制造业 PMI 也较此前的平均水平明显降低。PMI 是针对企业微观层面的调查，PMI 走弱反映出美国企业对于经济前景的悲观态度。“春江水暖鸭先知”，我们认为这也预示着美国经济将出现下行。

图 10: PMI 为经济的领先指标



数据来源：东北证券，Wind

图 11: PMI 近期明显走弱

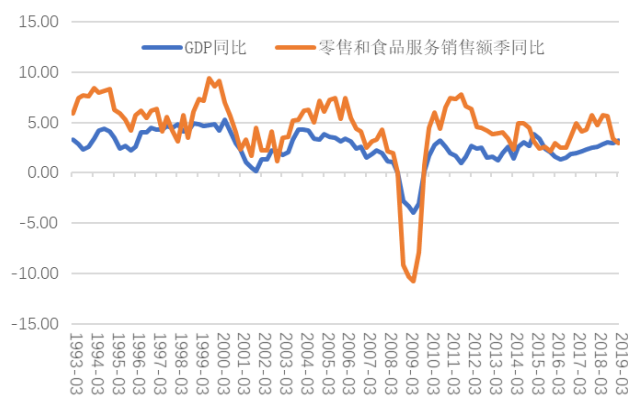


数据来源：东北证券，Wind

消费占美国 GDP 的 70%。零售销售数据在很大程度上能反映出消费的状况，故而对经济状况有较好的指示作用。我们采用零售销售的季度数据同比，与 GDP 季度同比相比较，发现二者基本为同步指标，相关性很高。

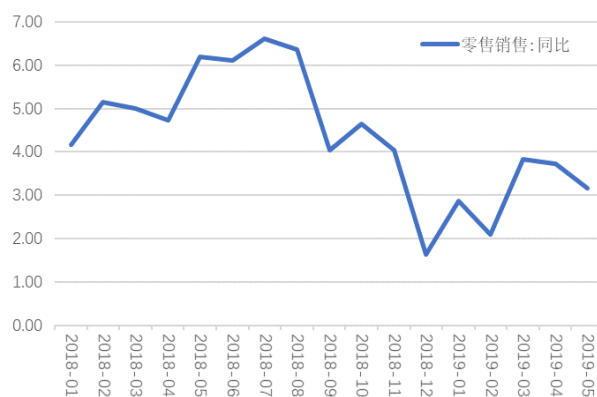
而 2019 年一季度的零售销售同比较此前大幅下降，为 2.88%；2018 年全年同比增速为 4.9%。4、5 月份虽有一定回升，但与去年相比仍然较低，这反映出近期美国居民消费能力的下降，将是拖累经济增长的重要因素。

图 12: 美国零售销售同比与 GDP 基本同步



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 近期零售销售较去年明显下降



数据来源：东北证券，Wind

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_11823

