

# 贸易摩擦美国也很受伤，全球新一轮宽松周期 开启

——点评6月美联储议息会议

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/6/20

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

联系人：贺晨

✉ hechen@evergrande.com

#### 相关研究：

1. 《美国百年房地产运行与住房制度启示录》  
2019-04-08
2. 《全球新一轮货币宽松正在开启——点评3月美联储议息会议》  
2019-03-21

#### 事件：

北京时间6月20日凌晨，美联储宣布维持联邦基金利率目标区间2.25%-2.5%不变，随后美联储主席鲍威尔发表讲话。

## 图表目录

图表 1: 美联储联邦基金利率预期 .....	5
图表 2: 美联储主要经济指标预期 .....	5
图表 3: 17 位联储官员中, 有 8 位投票支持 2019 年降息 .....	5
图表 4: CME 预计 2019 年 7 月降息概率为 100% .....	5
图表 5: 美国仍处主动去库存阶段 .....	7
图表 6: 房地产市场预期伴随利率下降而回升 .....	7
图表 7: 美国新屋及成屋销售仍趋势下滑 .....	7
图表 8: 美国产能周期向下 .....	7
图表 9: 中国对美加征关税主要构成 .....	7
图表 10: 美国对华出口在加征关税时点后快速下滑 .....	8
图表 11: 美国对华出口大幅下跌 .....	8
图表 12: 美国对华加征关税的对消费者的影响 .....	9
图表 13: 美国新增非农就业整体中枢下移 .....	10
图表 14: 中美贸易摩擦升级均导致美股大跌 .....	10
图表 15: 对中国销售额高的美国企业股价明显跑输大盘 .....	11
图表 16: 美元指数与联邦基金率的相关性相对较弱 .....	12
图表 17: 美元指数与美国经济的相对强弱较为相关 .....	13
图表 18: 年初以来各国央行已逐步开始降息 .....	14
图表 19: 中美利差进一步走扩 .....	15

点评：

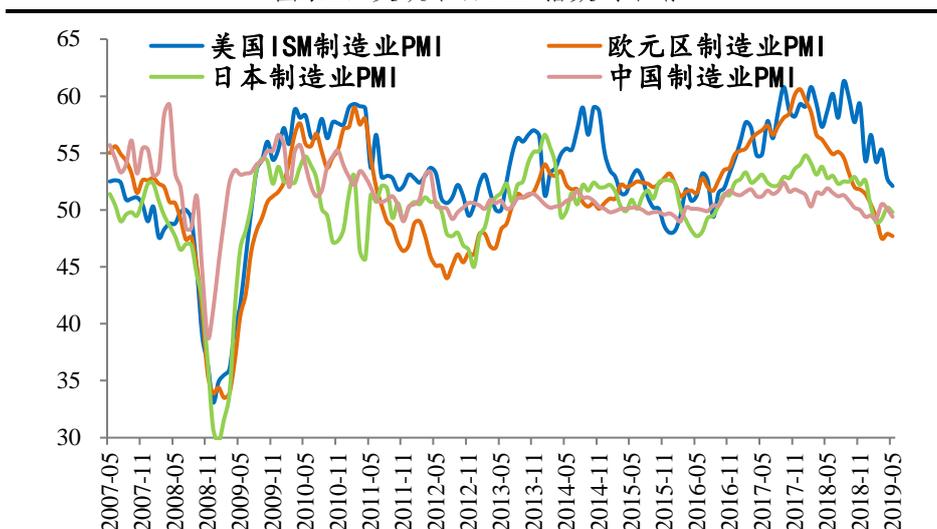
### 1、核心观点：

6月美联储议息会议维持基准利率不变，下调通胀预期，并发出降息信号：1) 修改声明措辞，强调经济与通胀不确定性；2) 票委态度整体转鸽，8位官员支持年内降息。鲍威尔在会后新闻发布会指出，中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济放缓对美国造成负面影响，金融市场波动性增强，美国国内投资疲软，制造业生产下滑。

从美国经济运行周期来看，当前美国库存周期、产能周期、房地产周期向下，内生经济增长动力减弱，经济进入周期性放缓阶段。库存周期方面，美国制造业库存仍处于主动去库存阶段，批发商被动补库存，反映生产及需求均偏弱。房地产周期方面，伴随美联储降息预期升温，美国利率水平快速下降，房地产景气度略有回升，但整体依然处于下行区间，对经济增长支撑有限。

从外部冲击来看，中美贸易摩擦升级对美国出口、通胀、就业、金融市场带来负面冲击，进一步加剧美国经济放缓程度。其中，美国对华出口快速下滑，自2018年7月中美贸易摩擦升级以来，美国对华出口与其总体出口增速差额最高走扩37个百分点，美国出口至中国商品增速一度下滑至-32.7%，下滑幅度超过次贷危机时期对华出口同比-25.1%，创1999年以来新低。

图表1：美欧中日 PMI 指数均下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

本次美联储释放降息信号，主要受到中美贸易摩擦的不确定性影响，预计7月降息概率较大。当前中美贸易摩擦不确定性仍存，短期内对美国经济的负面影响仍将持续，市场已充分计入7月降息预期，美联储通常会避免与市场预期有较大出入，叠加特朗普政府的施压，预计美联储7月降息概率较大。

从美联储历史上5轮降息周期来看，美元指数受到降息影响均在短期内下行，但中长期美元指数走势取决于美国经济基本面及与非美国经济的相对强弱。当前美国经济短期内边际放缓，但仍将保持一定韧性，长期来看其占世界GDP比重趋于下降，因此总体而言降息后美元指数短期内下行概率较高，但幅度有限，长期来看美元指数趋于下行。

贸易战重塑全球，2019年初以来世界经济回落明显，美欧中澳加印等央行接连放“鸽”，全球新一轮货币宽松开启。但长期债务周期顶部金融杠杆难以大幅增加，宽松货币对经济刺激作用的有效性与持续性或受压制。

图表2：年初以来主要央行已逐步开始降息

国家	日期	内容
印度	2019年2月7日， 2019年4月4日， 2019年6月6日	连续3次下调25个基点，基准利率降至5.75%
埃及	2019年2月14日	降息100个基点，存款利率自16.75%下降15.75%
新西兰	2019年5月8日	降息25个基点至1.5%
澳大利亚	2019年6月4日	降息25个基点至1.25%
俄罗斯	2019年6月15日	降息25个基点至7.5%

资料来源：恒大研究院

伴随美联储降息概率提高，叠加中美摩擦短期有望缓和，人民币贬值压力阶段性缓解，货币政策更加聚焦国内，未来定向降准、MLF、PSL等结构性货币政策工具将越发重要。面对中美贸易摩擦，最好的应对是加大改革开放，同时积极的财政政策应继续推进落实减税降费，稳健的货币政策应疏通宽货币到宽信用的传导机制，加大金融供给侧结构性改革。在当前内部经济内生动力不强，下行压力加大、外部全球宽松货币即将开启的形势下，中国可考虑降准降息，但要避免大水漫灌，避免重蹈80年代日本货币放水刺激的覆辙。预计未来央行将进一步疏通货币传导渠道，通过逆回购和MLF投放流动性，结构性宽货币。

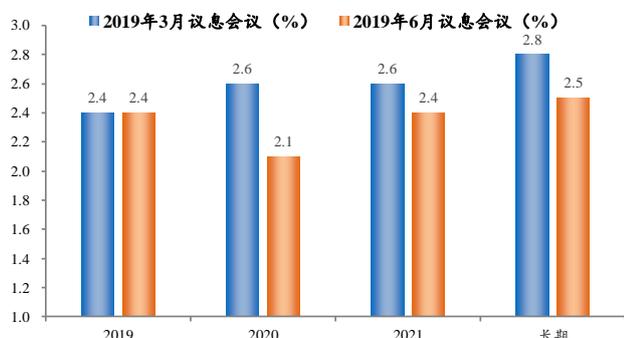
2、6月美联储议息会议维持基准利率不变，下调通胀预测，并发出降息信号：1) 修改声明措辞，强调经济与通胀不确定性；2) 票委态度整体转鸽，8位官员支持年内降息。

6月议息会议结束，美联储宣布维持联邦基金利率不变，目标区间仍为2.25%-2.5%。本次议息会议前，受美国非农、PMI、通胀数据疲软、联储官员多次鸽派发言影响，市场普遍预计年内降息，CME期货数据显示7月及9月降息概率分别为83.7%和94.2%。

美联储“鸽”声嘹亮，调整对经济及通胀措辞，并大幅下调通胀预期，8位票委支持年内降息，美联储释放年内降息信号。议息会议声明方面，美联储强调通胀不确定性，删除了“耐心”的措辞。同时，官员们对经济活动增速的评价从5月会议的“稳固”调降至“缓和”。经济前瞻指引方面，美联储预计2019年PCE和核心PCE为1.5%和1.8%，较3月分别下降0.3和0.2个百分点。但美联储仍维持对GDP 2.1%的增速预期，并下调预期失业率至3.6%，较3月下降0.1个百分点。美联储官员投票方面，本次共有8位票委支持年内降息1-2次，8位认为年内应保持利率不变，1位支持年内加息1次。对比3月议息会议投票无人支持年内降息，当前联储官员态度已整体转鸽。此外，本次议息会议投票对现有利率水平出现分歧：圣路易斯联储主席布拉德反对本次决议，主张降息。

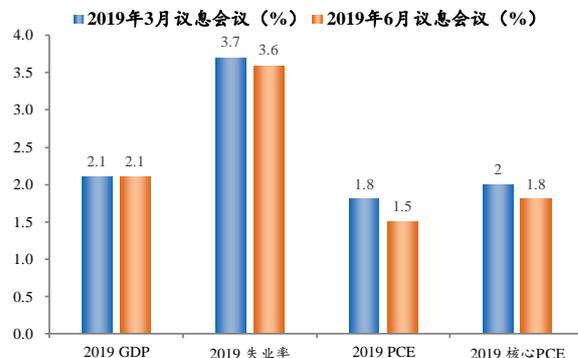
鲍威尔在新闻发布会中指出，中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济放缓对美国经济造成负面影响。5月美联储按兵不动的主要原因有三：一是通胀的低迷主要由“暂时性”因素导致，二是经济基本面保持稳固；三是中美贸易摩擦有所缓和。然而5月以来，中美贸易摩擦不确定性升温，世界经济放缓，金融市场波动性增强，美国国内投资疲软，制造业生产下滑，通胀持续低迷，因此美联储释放降息信号。

图表3：美联储联邦基金利率预期



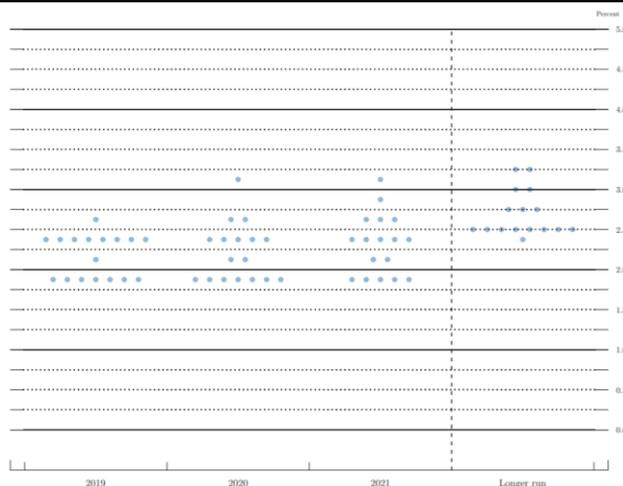
资料来源：美联储，恒大研究院

图表4：美联储主要经济指标预期



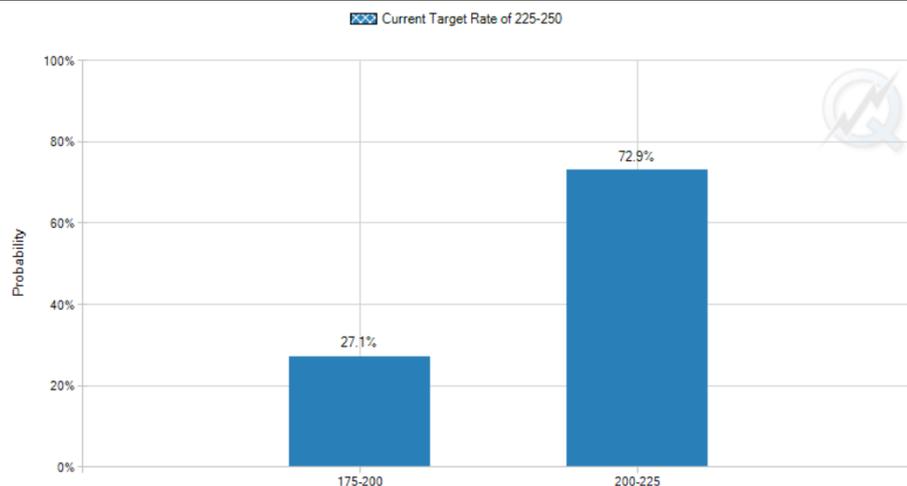
资料来源：美联储，恒大研究院

图表5：17位联储官员中，有8位投票支持2019年降息



资料来源：美联储，恒大研究院

图表6：当前CME预计2019年7月降息概率为100%



资料来源：CME，恒大研究院

**3、当前美国库存周期、产能周期、房地产周期向下，内生经济增长动力减弱，经济进入周期性放缓阶段。**

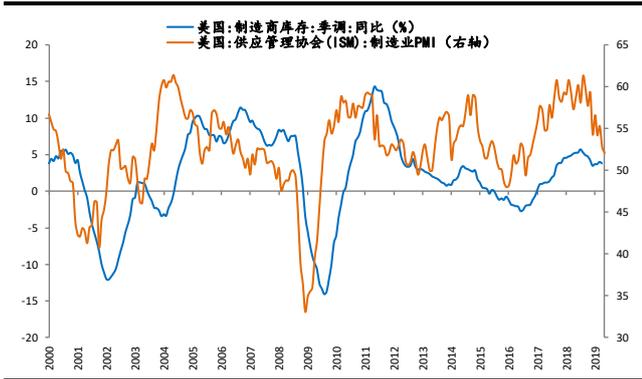
从库存周期来看，美国制造业库存仍处于主动去库存阶段，批发商被动补库存，反映生产及需求均偏弱。美国制造业自2018年8月开始去库存，制造业库存同比趋势下行，2019年4月制造商库存同比3.78%，较3月降低0.2个百分点。伴随中美贸易摩擦升级，作为领先指标的美国制造业PMI维持快速下滑态势，2019年5月制造业PMI为52.1，创2016年8月以来新低。此外美国PPI持续下行，预计美国制造业主动去库存仍将持续。从需求端来看，当前美国批发商库存同比缓慢上行，且库存销售比高位筑顶，表明需求消费不佳，批发商被动补库存。我们预计伴随未来美国批发商、零售商从被动补库存进去主动去库存，美国将在生产端和销售端全面进入主动去库存阶段，掣肘美国经济。

从房地产周期来看，伴随美联储降息预期升温，美国利率水平下降，房地产景气度略有回升，但整体依然处于下行区间，对经济增长支撑有限。在我们前期报告《美国百年房地产运行与住房制度启示录》中曾提出，美国房地产主要受到经济基本面、政府政策与货币金融的影响。在当前政府政策无较大改变的情况下，主导美国房地产的因素为货币金融和经济基本面。伴随美联储降息预期升温，当前美国广谱利率下行，2019年6月美国30年抵押贷款固定利率降至3.83%，较2019年年初下行近70bp，回到2017年9月水平。快速下行的利率水平改善了房地产开发商预期，2019年2月以来，美国住房景气指数均有所回暖。但美国12个月移动平均线下的新屋销售、成屋销售依然趋势下行，房价低迷，房地产周期整体仍处于下行区间。2019年3月美国20个重大城市房价指数同比2.68%，较2月下降0.3个百分点，已连续12个月下滑。伴随未来美联储降息周期的开启，我们预计美国房地产景气度将进一步回升，但受到经济基本面放缓的压制，房地产周期依然处于下行筑底区间，对经济增长的贡献有限。

从产能周期来看，美国产能设备周期加速下行，对美国经济增长边际贡献趋缓。2019年1季度美国设备私人投资同比3.34%，较2018年四季度下降2.4个百分点，回落幅度较前期增加，同比已连续5个季度下滑。

总体来看，美国库存周期、产能周期和房地产周期仍处下行区间。伴随美联储降息，房地产景气度或有所回升，但由于经济内需疲软，预计房地产周期的反弹相对有限，美国的OECD综合领先指标连续12个月下滑且低于100，美国经济依然处于周期性放缓阶段。

图表7：美国仍处主动去库存阶段



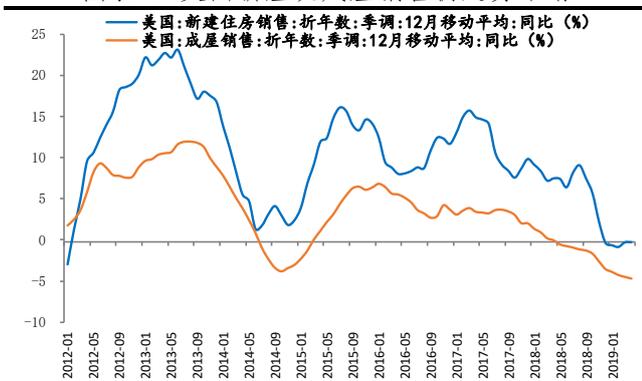
资料来源：Wind，恒大研究院

图表8：房地产市场预期伴随利率下降而回升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表9：美国新屋及成屋销售仍趋势下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表10：美国产能周期向下



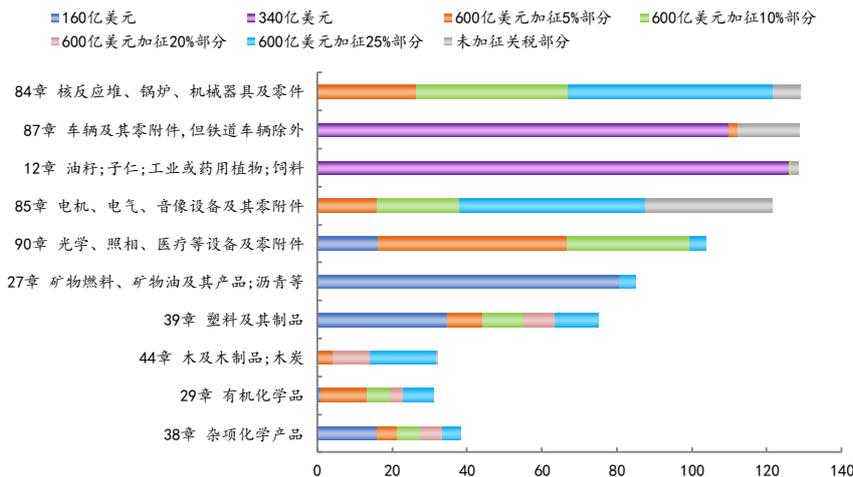
资料来源：Wind，恒大研究院

#### 4、中美贸易摩擦升级对美出口、通胀、就业、金融市场带来负面冲击，进一步加剧美国经济放缓程度。

从出口来看，中美贸易摩擦升级致使美国对华出口暴跌，下滑幅度远超次贷危机时期，创1999年以来新低，对华增速与其总体出口增速差额走扩。2018年中国对美第一批加征关税的340亿商品清单主要集中于车辆及零附件、以大豆为代表的油籽等工业或药用植物、矿物燃料以及塑料制品。目前中国已对进口美国商品的85%加征关税，暂未加征关税的商品主要集中于航天器、航空器及其零附件。自2018年7月中美贸易摩擦升级以来，美国对华出口快速下滑，美国对应340亿、160亿及600亿美元商品出口增速分别于6月、8月及9月开始快速下降。从整体增速来看，美国对华出口与其总体出口增速差额最高走扩37个百分点，美国出口至中国商品增速一度下滑至-32.7%，下滑幅度超过次贷危机时期对华出口同比-25.1%，创1999年以来新低。

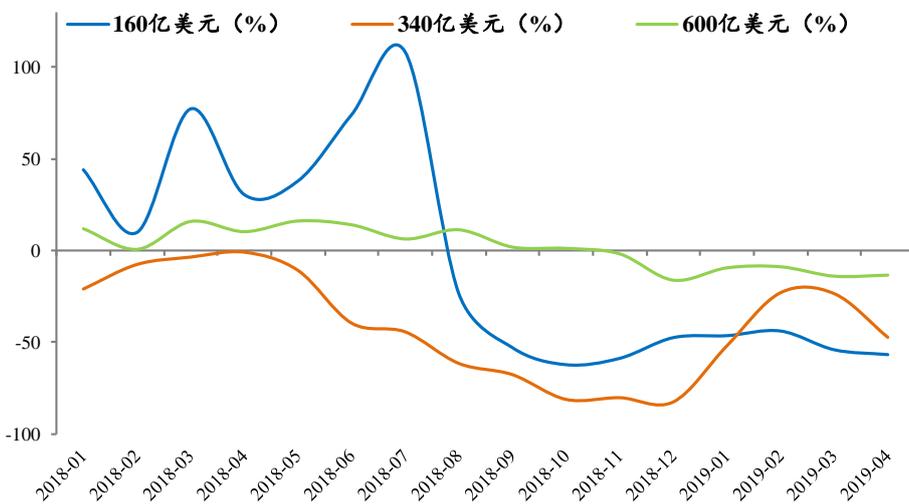
图表11：中国对美加征关税主要构成<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 注：由于中美海关税号存在差别，我们采用中美HS2017六位码进行近似计算，所得结果与实际情况将存在一定误差



资料来源：美国商务部，中国财政部，恒大研究院

图表12：美国对华出口在加征关税时点后快速下滑<sup>2</sup>



资料来源：美国商务部，中国财政部，恒大研究院

图表13：美国对华出口大幅下跌

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\\_11830](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11830)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn