

2019 年 6 月 8 日

宏观经济



贸易摩擦对美国的冲击初现 ——兼评 2019 年 5 月美国非农数据

宏观简报

美国 5 月新增非农就业大幅不及预期，显示出贸易摩擦对美国的负面影响。如果贸易摩擦继续升级，将给脆弱的全球经济带来下行压力，各国生产数据可能进一步走弱，那些受益于全球分工的跨国公司将受到冲击。在此背景下，美联储或将在 6 月的 FOMC 会议后强调经济增长和通胀的下行风险，三季度降息的可能性上升。对美股而言，一季度上涨的逻辑已被破坏，接下来需警惕全球生产萎缩对美国企业盈利的冲击。对美债而言，市场对降息预期已反映的比较充分，未来下行空间取决于通胀走势。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

联系人

刘政宁

021-52523806

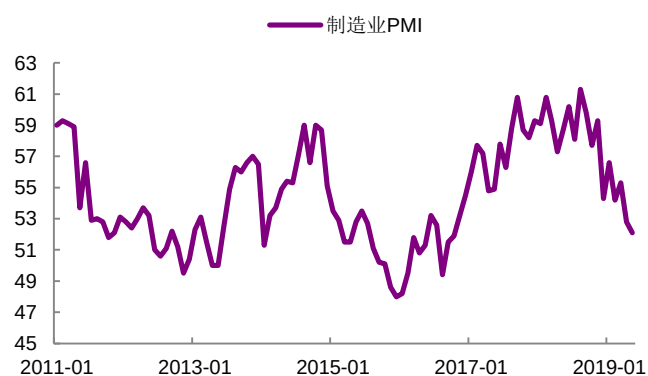
liuzn@ebcn.com

5月新增非农就业7.5万，大幅低于市场预期。失业率保持在3.6%。时薪同比增速放缓至3.1%，略逊于市场预期。分行业看，制造业就业增加3千人，延续了之前放缓的趋势。服务业新增就业边际走弱，其中零售业就业连续3个月负增长。运输和仓储、信息业、政府部门就业也都出现下滑。

这份非农报告表明，贸易摩擦的负面影响正在显现。那些与贸易相关的行业，比如制造业、零售业、运输和仓储业等已出现疲弱迹象，如果贸易摩擦升级，未来这一负面影响还将扩散到批发、旅游等其他行业。

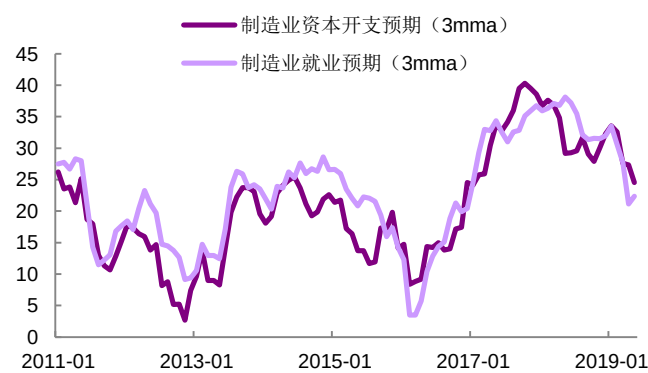
贸易摩擦升级，也将给脆弱的全球经济带来下行压力，美国也难以独善其身。今年以来，虽然美欧央行暂停了货币紧缩，但全球经济基本面仍然比较脆弱，中国、欧元区经济仍在探底。美国方面，全球环境变差、特朗普贸易政策不确定性上升令制造业景气度下滑，企业预期也在不断走弱（图1-2）。

图1：美国ISM制造业PMI下滑



资料来源：Wind，时间截止2019年5月

图2：美国制造业企业投资和就业预期走弱



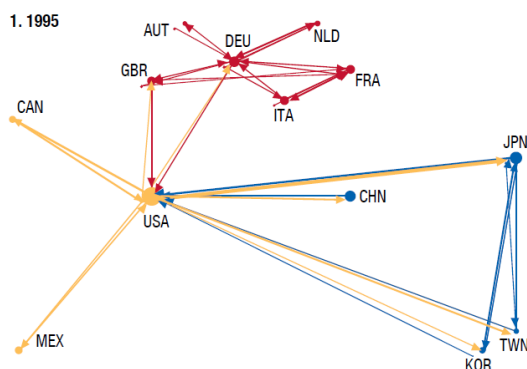
资料来源：Wind，时间截止2019年5月

我们在之前的报告中曾指出，中美贸易摩擦的影响不仅限于中美两国，其对全球经济的负面冲击不容忽视，这是因为中美两国已成为全球产业链的核心。IMF的研究显示，1995年全球体量最大的双边贸易发生在美国与日本、欧洲之间。到了2015年，这一位置已被中美贸易取代（图3-4）。

宏观层面，这意味着各国生产数据或进一步走弱。比如，制造业PMI、工业产出等数据下滑，这也将直接拖累各国的GDP增速。如果生产萎缩导致对上游原材料需求下降，还将导致PPI通胀下行，甚至可能带来工业通缩预期。

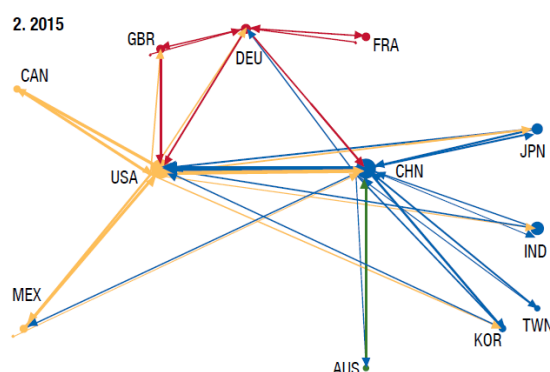
微观层面，那些受益于全球分工的跨国公司将受到冲击。我们发现，特朗普加征关税也伤及了美国在华投资的企业，他们对美国出口的产品同样面临额外的关税。这意味着他们的利润也将受到挤压。

图 3：1995 年全球主要双边贸易流示意图



资料来源：《2019 年全球经济展望》，IMF

图 4：2015 年全球主要双边贸易流示意图



资料来源：《2019 年全球经济展望》，IMF

在此背景下，美联储已开始讨论降息的可能性。近期美联储主席鲍威尔认为贸易风险已显著上升，且通胀仍然偏低，因此对降息持开放态度。圣路易斯联储主席布拉德、纽约联储主席威廉姆斯等 FOMC 票委也暗示了降息的可能性。美债期货隐含的 6 月降息概率已升至 20%，年内降息概率达到 80% 以上。

我们认为，美联储将在 6 月 18-19 日的 FOMC 会议后强调经济增长和通胀的下行风险。当前制造业 PMI 还在枯荣线以上，消费者信心也在高位，这给了美联储继续观望的理由。之前几次数据驱动的降息前，制造业 PMI 都跌破了枯荣线，消费者信心也连续几个月下滑，当前暂未到达这一程度。不过，如果 6 月的生产和就业数据依旧疲弱，或是特朗普在 G20 峰会后加码关税，不排除美联储或在随后的 FOMC 会议上选择降息。

对美股而言，一季度上涨的逻辑已被破坏。不仅如此，接下来还需警惕全球生产萎缩对美国企业盈利的冲击。一季度美股大幅反弹主要是靠估值扩张，这又受益于美欧央行暂停货币紧缩、中美贸易关系转暖带来的风险偏好改善。但在 5 月特朗普宣称要提高关税以来，风险情绪再次受挫，美股上涨的逻辑受到挑战。

对美债而言，市场对降息预期已反映的比较充分，未来下行空间取决于通胀走势。现在两年期美债利率跌破 2%，这意味着市场已经价入了 50 bps 的降息幅度。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_12168

