

繁华即将逝去：贸易摩擦下的美国经济展望

——民生宏观海外研究专题报告

海外专题研究

2019年05月27日

报告摘要：

在全球化高度发展的今天，全球经济一损俱损、一荣俱荣。我们测算，若中美贸易摩擦全面爆发，将推高美国 PCE 值 0.34 个百分点，仅批发和零售业就将拉升失业率 0.43 个百分点。美国经济的繁华即将逝去，一季度超预期增长将成为过眼云烟。

● 美国经济基本面观察

美国经济增长缺乏后劲。一季度进出口贸易和库存变动对 GDP 超预期增长构成了巨大贡献，但进出口贸易因中美贸易摩擦加剧前景不佳，恐难以维持。而在库存变动中核心的制造业库存依旧低迷，零售和批发库存上升可能是因为担忧贸易摩擦带来诸多不确定性。消费在一季度受耐用品消费支出拖累而贡献不足，二季度或小幅反弹。投资继续放缓，核心资本品新订单增速下降并接近特朗普执政初期水平。

● 贸易摩擦对美国 PCE 和失业率的影响

贸易摩擦升级加剧通胀压力。美联储研究表明中美贸易摩擦中的关税基本上完全由进口方和消费者承担。我们通过关税价格传导和 IMF 报告中的需求弹性，测算出 2500 亿美元商品加征关税对美国 PCE 的影响为 0.156 个百分点，剩余 3000 亿美元清单为 0.187 个百分点，合计 0.343 个百分点。

全面贸易摩擦将引起大量失业，批发和零售业首当其冲。贸易摩擦加剧和关税大幅度提高必然导致贸易规模萎缩，与贸易相关的行业将被迫裁员减少人力成本负担。我们测算仅批发和零售业潜在工作减少就达到 69.95 万人，提高美国失业率 0.43 个百分点。若考虑关联的制造业和服务业等，失业率将上升更多。

● 未来展望

贸易摩擦升级短期难以调和，美国经济增长进一步受限。受加征关税生效影响，PCE 值将上升，随后的贸易规模萎缩将导致失业率上升。受大选影响，特朗普在贸易上强硬的态度难以软化，短期调和的概率不高。美联储可能会因为失业率上升开始考虑降息。

● 风险提示：

贸易摩擦进一步升级、全球经济下行加剧等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

目录

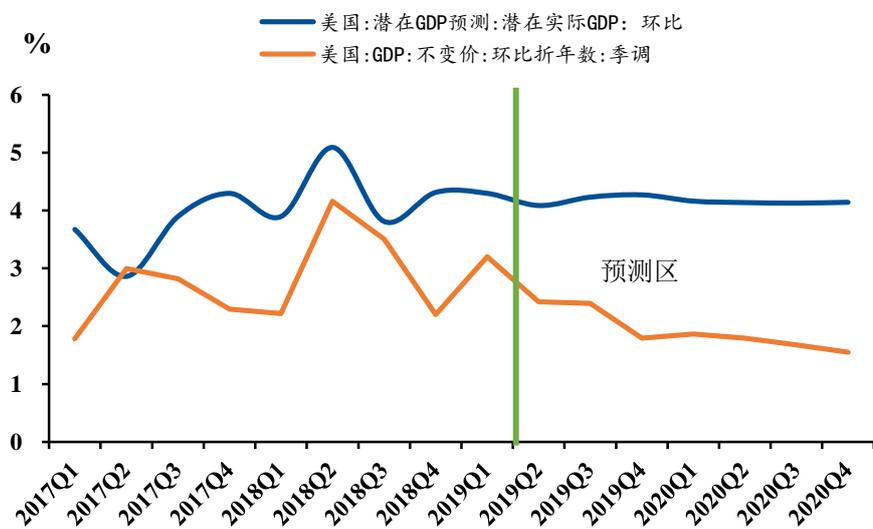
一、美国经济的基本面观察	3
(一) GDP 增长缺乏后劲	3
(二) 一季度进出口和库存变化对 GDP 增长贡献较大	3
(三) 一季度来自中国进口大幅下降，趋势将持续	5
(四) 库存变化或难以维持经济增长	6
(五) 一季度消费对 GDP 增长贡献下降	8
(六) 投资放缓致 GDP 增长不容乐观	10
二、美联储对失业率和通胀的关注	11
(一) 美联储的两大目标：维持物价稳定和促进就业最大化	11
(二) 可支配收入持续上升，居民杠杆率下降，失业率新低	12
(三) PCE 值和核心 PCE 值略显疲软	13
三、贸易加征关税对 PCE 和失业率影响的测算	14
(一) 对 PCE 影响的测算	14
(二) 对失业率影响的测算	15
四、未来展望：贸易摩擦下的美国经济增长将加速放缓	16
风险提示	16

一、美国经济的基本面观察

(一) GDP 增长缺乏后劲

美国 2019 年一季度 GDP 增长超预期，但潜在拖累因素较多。一季度美国 GDP 环比折年率为 3.2%，虽然低于美国国会预算局（CBO）的潜在 GDP 增长值，但依旧高于市场预期，比如 FED GDPNow 预测 2019 年一季度为 2.67%。一片惊喜下却仍有不少隐忧。IMF 和美联储都下调了对美国经济增长的预期。IMF 于 4 月 6 日下调美国经济增速预期 0.2 个百分点；美联储会议三月公布的预测同样下调 2019 年增速预期 0.2 个百分点，由 12 月份的 2.3% 下调到 2.1%。为何连美国国会预算局也认为美国经济增长将持续下行（图 1）？主要原因有三：1) 2 特朗普自 2017 年开始签署实施的扩张财政政策效用逐渐消退；2) 中美贸易不确定性上升；3) 美联储满意当前经济状况，暂无降息打算。

图 1：美国实际 GDP 增长预期下行



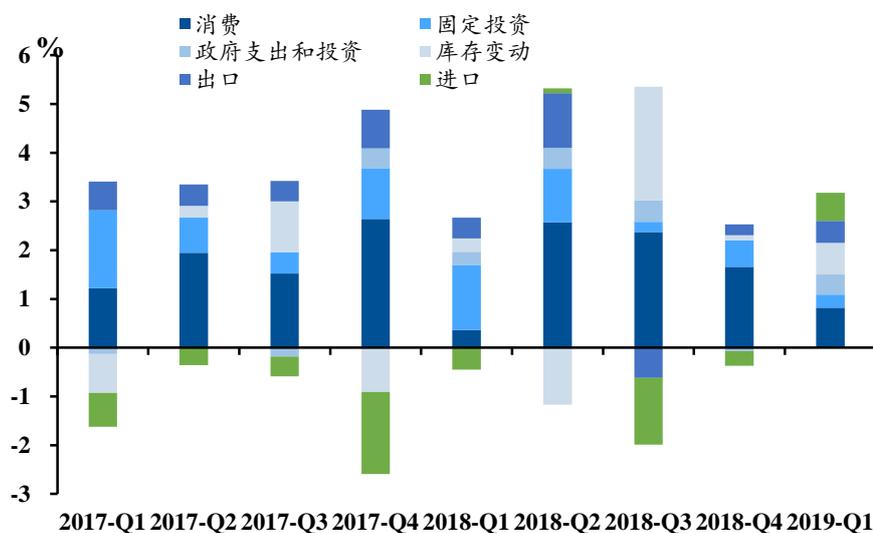
资料来源：CBO，民生证券研究院

(二) 一季度进出口和库存变化对 GDP 增长贡献较大

进口对美国 GDP 增长贡献在较长时间内均为负，一季度贡献 0.58 个百分点，库存变动贡献反弹，消费贡献下降。中美贸易谈判已经成为全球的焦点。在过去的五个月，中美双方多次谈判显示出贸易谈判有进展，提振了各自国内的市场信心。但阴云依旧笼罩，特

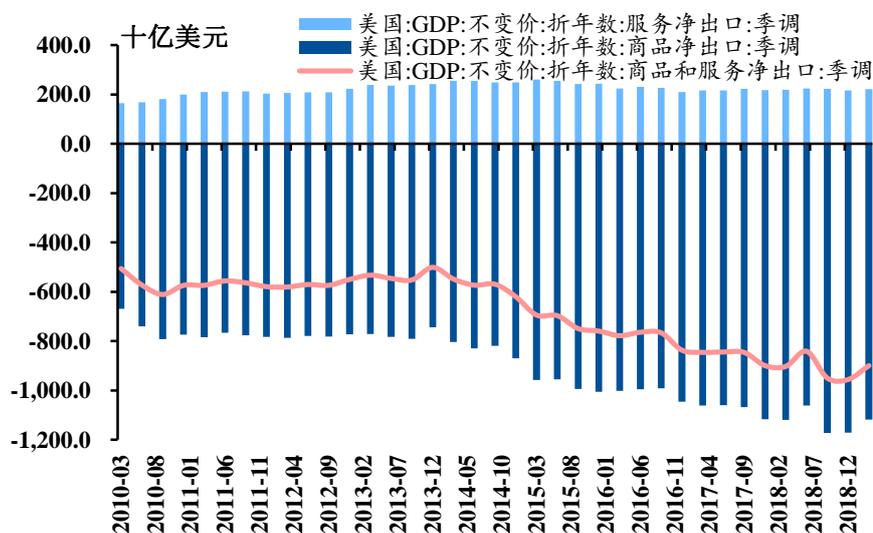
朗普的关税政策确实压低了美国企业的进口需求，进出口差额改善使得进出口贡献率由过去两季的-1.99、-0.08 提升到 1.03（图 2，图 3）。其中，较为显著的是进口贡献，进口罕见地出现了正贡献且为 0.58 个百分点。因贸易摩擦加剧和短期不确定性加大，预计美国进口下行趋势会进一步扩大，出口方面也会承压（图 4）。美国通过抑制进口改善贸易赤字拉动 GDP 增长存在一定风险：中间品和原材料成本上升抑制工业生产，最终商品价格上涨对消费端不利。另外，进出口合计贡献历来不稳定，正负变换频繁，比如 2018 年就是一正三负，如此高的正贡献在之后恐怕难以持续。

图 2：进出口贡献提高，消费贡献压缩，库存变动贡献反弹



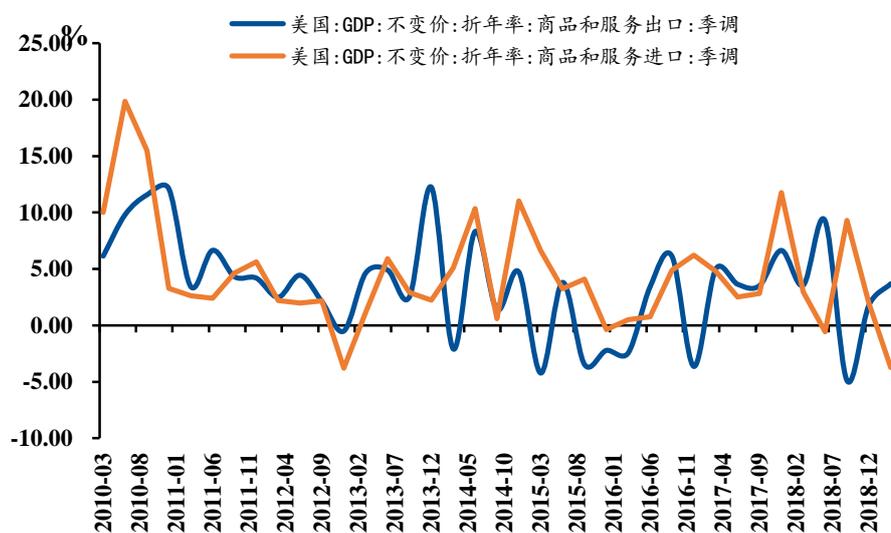
资料来源：Wind，FED，民生证券研究院

图 3：一季度进出口差额赤字进一步缩小



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：进口下行趋势可能扩大，出口上升趋缓

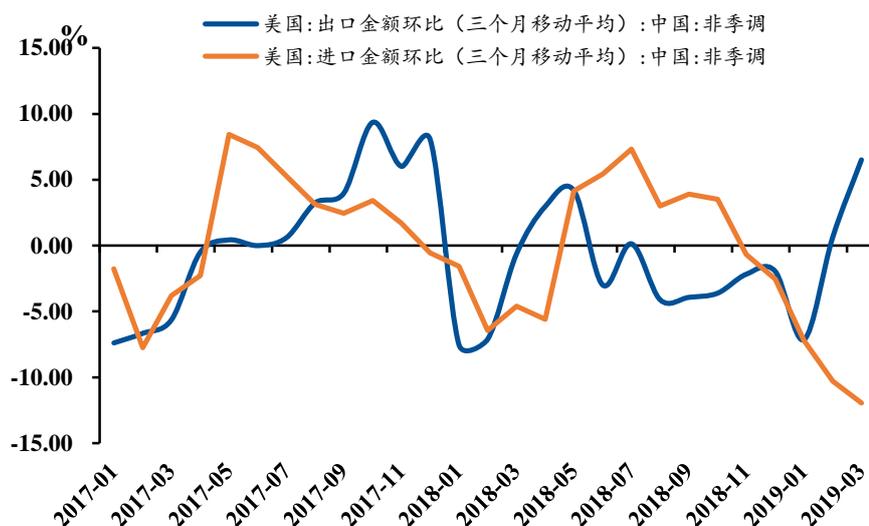


资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 一季度来自中国进口大幅下降，趋势将持续

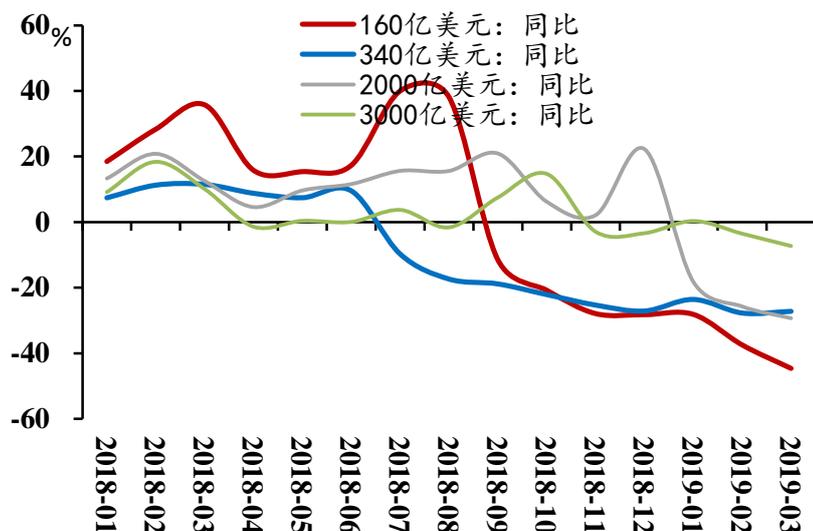
来自中国的进口加速下降，未征关税（3000 亿美元）部分的进口承压，出口中国上升。虽然欧盟、日本与美国关于汽车关税的谈判还在持续，当前最主要的热点是中美贸易，其原因是不确定较大，两国政治制度和意识形态差别较为明显。来自中国的进口对总体进口减少部分做出了较大贡献，下行趋势尤为明显，反观出口至中国的趋势在上升，可能是因为中国电子、科技等企业在美国的依赖较强（图 5）。美国对来自中国的进口分四批加征关税。其中，已生效的加征部分下降均超过 20%；虽然推迟了 2000 亿美元加征关税生效时间，该部分自去年 12 月份以后因预期防范导致迅速下滑；对于剩下的 3000 亿美元部分，美国将在 6 月中旬举行听证会，实施生效还有段时间。即使后面对名单有所调整，预计该部分也会开始下滑（图 6）。加征关税势必对通胀（PCE）进行冲击，预计 2500 亿美元部分（已生效和即将生效合计）会提高 PCE 值 0.156 个百分点，剩余 3000 亿美元部分会进一步提高 PCE 值 0.187 个百分点，合计提高 0.343 个百分点（具体见第三章节）。根据近期动态和中美双方博弈，表明两国都着力于争取长期利益，并通过补助等财政手段减少短期伤害，贸易摩擦时间可能会延长。

图 5：一季度来自中国进口金额加速下降，出口至中国金额上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：已征和即将生效部分进口大幅下降，剩余 3000 亿部分承压



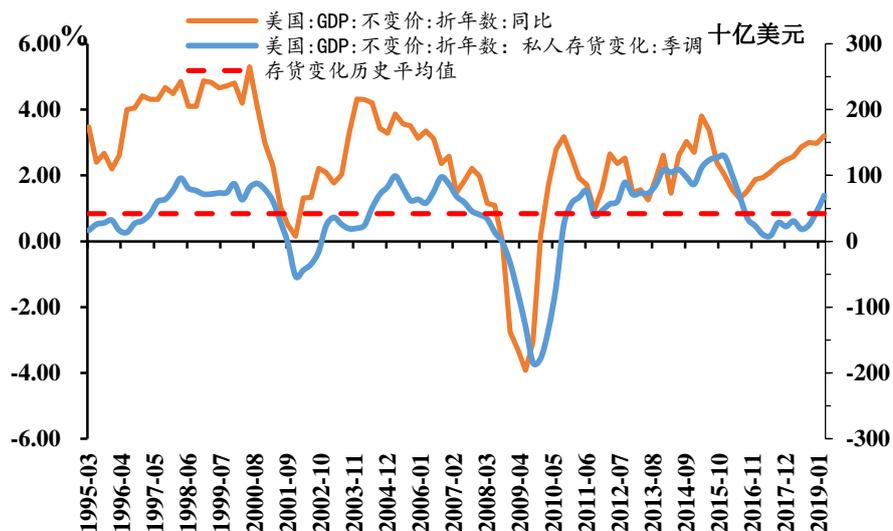
资料来源：USITC，USTR，民生证券研究院

(四) 库存变化或难以维持经济增长

库存变化略高于历史平均，低于上个周期峰值，制造业库存与 GDP 增长分化，可能会抑制私人存货增长。从实际数据可以发现，库存变动、制造业库存与 GDP 增长的关联性非常高。其中，私人存货变动处于上升趋势，虽远低于上一轮库存变化周期峰值，但上升动力受制造业库存限制（图 7）。作为拉动私人存货的核心因素制造业库存与 GDP 增

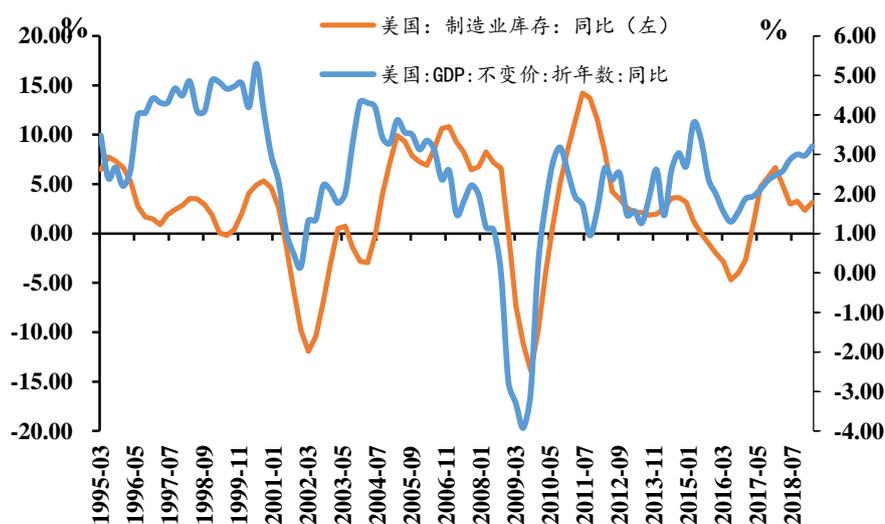
长自 2018 年起出现分化趋势，经济提升但制造业库存下降（图 8）。虽然制造业库存在 2019 年一季度略有反弹，但未出现明显上升趋势。私人存货拉升的动力来自零售和批发的库存提升，尤其是在 2018 年开始出现迅速上升趋势，可能是因为企业提前防范贸易摩擦的不确定性而加大库存（图 9）。按照此逻辑，零售和批发库存在之后的季度可能会因关税生效而上升受阻，进一步压缩私人存货的提升。

图 7：私人存货变化处于上升趋势，势头受贸易摩擦影响恐难以维持



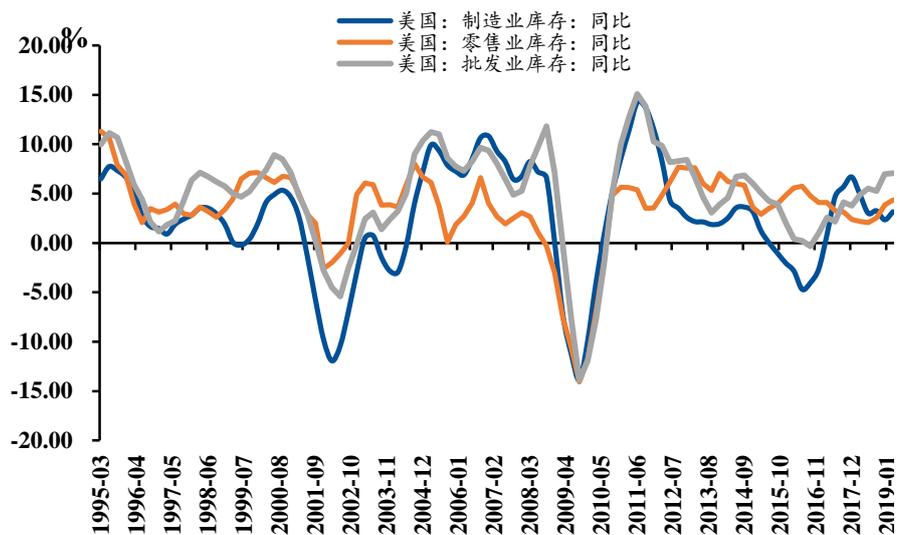
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：制造业库存与 GDP 增长分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：零售和批发库存上升抵御贸易摩擦不确定性



资料来源：Wind，民生证券研究院

(五) 一季度消费对 GDP 增长贡献下降

美国消费增长因季节性因素一季度下降，耐用品消费支出下降创多年新低，二季度应会反弹。消费在美国 GDP 中占比超过三分之二，是 GDP 增长的核心要素。如果排除净出口和库存变动的贡献，包含消费的 GDP 增长仅为 1.49%。通常，美国消费支出会在第四季度之后下降，主要是因为节日效应结束。商品消费支出部分下降是推动整体消费下滑的主因（图 10）。一季度耐用品环比增长率为-5.33%，创 2010 年来新低，而非耐用品下降趋势平缓（图 11）。耐用品消费大幅下降主要受机动车辆和零部件消费下跌拖累，1 月份较去年 12 月份下降 13.23%（图 12）。自去年美国关于汽车征税和欧盟、日本谈判开始，机动车辆和零部件消费同比出现下滑趋势，并在 9 月份出现负增长。当前，美国已经推迟汽车征税生效日期，有助于汽车市场回暖。

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_12365

