

## 怎么看超预期的美国经济数据？

### 报告摘要

● 北京时间4月26日晚间，美国商务部公布美国一季度经济数据，数据显示，美国一季度实际GDP环比初值为3.2%，预期值为2.3%，前值为2.2%；PCE环比初值为1.2%，预期值为1%，前值为2.5%；核心PCE环比初值为1.3%，预期值为1.4%，前值为1.8%；GDP平减指数为0.9，预期值为1.2，前值为1.7。数据公布之后，美股美债出现完全相反的走势，美股低开，随后转涨；而美债收益率高开，随后转跌。

● 总的来看，我们对美国经济增长仍然持比较偏乐观的态度，私人消费与住宅投资有望接替对外贸易和存货投资，成为经济增长新的推动力。**1、私人消费。**一季度个人消费支出环比增长1.2%，增速下滑十分明显，其中地产产业链消费的下滑是主要原因。但近期新屋销售有了较明显的改善，叠加抵押贷款利率的降低，未来成屋销售上涨的可能性很高，这将带动家具家电等耐用品的消费。**2、私人投资。**一季度私人投资环比增长1.25%，较去年有所回升，其中存货投资有了明显的改善。我们判断美国企业正在经历被动补库存到主动去库存的阶段，意味着存货投资继续增加的可持续性并不强，但由于私人住宅投资有望回升，整体上私人投资下滑的空间不会很大。**3、净出口。**一季度商品和服务净出口有了明显回升，但民用飞机出口的激增占比很大。受波音737飞机事故的影响，飞机出口的增长可能难以维持，净出口不太可能继续延续这么强势的表现，但全年表现超过2018年的可能性还是很高的。另外，一季度美国经济还受到史上最长的联邦政府停摆、以及冬季严寒气候条件的影响，未来这些不利因素将会消散。

● 通胀方面，我们认为通胀数据上升的可能性并不高。根据美国国会预算办公室对美国劳动生产率的估算，到2020年，美国劳动生产率的上升就将结束，这意味着本轮美国劳动力市场的结构修复已经进入尾声。就业市场结构修复完成后，意味着工资的增长速度会放缓下来，通胀数据也会相应放缓，石油危机和储贷危机之后的1982年和1992年的历史数据也可以说明这一点。根据我们的测算，未来如果非农时薪上涨到4.4%-4.5%，那么美国PCE仍然有可能回升到2%的目标值，但目前看这种可能性很小，2%以下的低通胀也许是未来一段时期美国经济的常态。

● 就金融市场而言，经济和财报的超预期使得美股仍然有一定的上涨空间；债市在低通胀的影响下，预计会是区间震荡的走势。

### 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

姚世泽

[szyao@cebm.com.cn](mailto:szyao@cebm.com.cn)

### 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



## 目录

一、增长超预期主要由于存货投资和出口 .....	3
二、通胀依旧低迷，预计提高的可能性不大 .....	5
三、金融市场表现矛盾，美股低开符合历史规律 .....	6
四、结论：对经济保持乐观，对通胀偏谨慎 .....	7

## 图表目录

图表 1：耐用品消费下滑是影响消费的主要原因 .....	3
图表 2：地产相关的消费下滑幅度较大 .....	3
图表 3：美国的新屋销售已经出现明显回暖 .....	3
图表 4：设备投资涨幅收窄，住宅投资跌幅收窄 .....	4
图表 5：存货投资出现了明显上涨 .....	4
图表 6：净出口出现了明显的改善 .....	4
图表 7：飞机出口的激增是净出口的主要贡献项 .....	4
图表 8：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1982 年） .....	5
图表 9：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1992 年） .....	5
图表 10：美国劳动生产率已经接近走平 .....	5
图表 11：劳动生产率走平后 PCE 下滑（1982 年） .....	5
图表 12：劳动生产率走平后 PCE 下滑（1992 年） .....	6
图表 13：PCE 达到 2%所对应的美国非农时薪增速 .....	6
图表 14：美股与就业数据的相关性更高 .....	6
图表 15：美债与通胀数据的相关性更高 .....	6
图表 16：经济数据公布后，标普 500 在 30 分钟之内的价格变动 .....	7
图表 17：经济数据公布后，10 年期国债在 30 分钟之内的收益率变动 .....	7

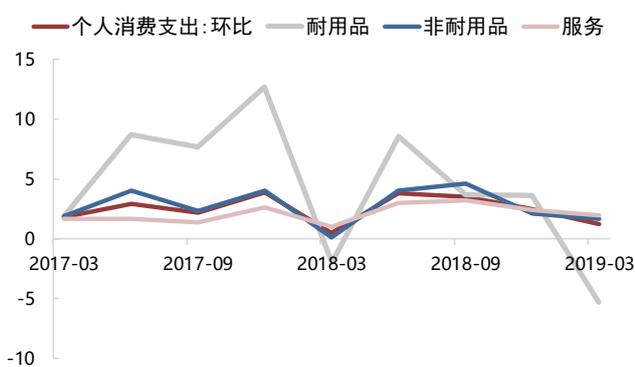
北京时间4月26日晚间，美国商务部公布美国一季度经济数据，数据显示，美国一季度实际GDP环比初值为3.2%，预期值为2.3%，前值为2.2%；PCE环比初值为1.2%，预期值为1%，前值为2.5%；核心PCE环比初值为1.3%，预期值为1.4%，前值为1.8%；GDP平减指数为0.9，预期值为1.2，前值为1.7。数据公布之后，美股美债出现完全相反的走势，美股低开，随后转涨；而美债收益率高开，随后转跌。

## 一、增长超预期主要由于存货投资和出口

### 1、私人消费：地产产业链的下滑是主因，未来对消费不悲观

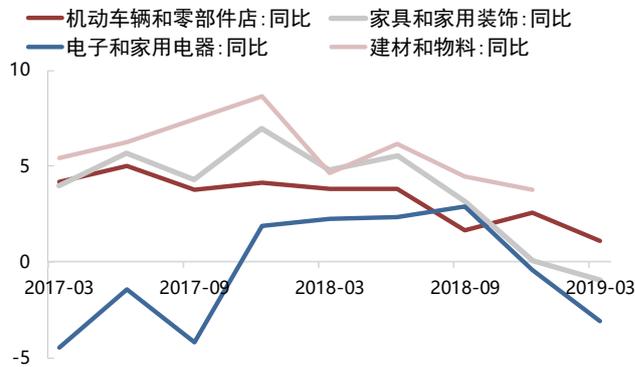
一季度个人消费支出环比增长1.2%，前值为2.5%，预期值为1%，增速下滑十分明显，其中耐用品消费环比增长-5.3%，是消费下滑的主要原因（图表1）。分细项看，根据商务部公布的月度数据，在所有耐用消费品中，家具、家电的下滑速度是最快的，这与之前地产销售数据不佳有关系（图表2）。

图表 1：耐用品消费下滑是影响消费的主要原因



资料来源：Wind，莫尼塔研究

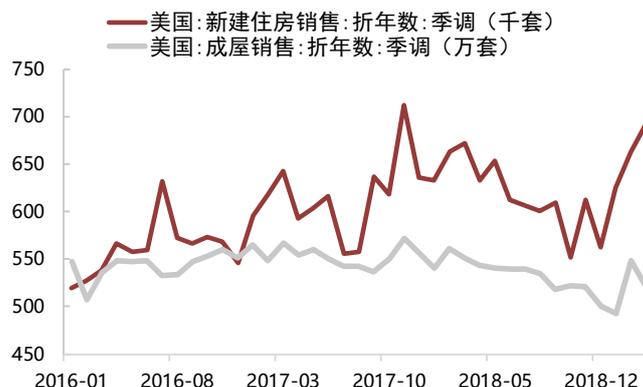
图表 2：地产相关的消费下滑幅度较大



资料来源：Wind，莫尼塔研究

但是最近新屋销售有了较明显的改善，尽管成屋销售改善尚不明显，但新屋销售对成屋销售有一定的领先作用，因为新屋销售以网签为基准进行统计；而成屋销售以过户为基准进行统计。同时叠加抵押贷款利率的降低，未来成屋销售上涨的可能性很高，这将带动家具家电等耐用品的消费，因此我们对美国的消费数据并不悲观（图表3）。

图表 3：美国的新屋销售已经出现明显回暖

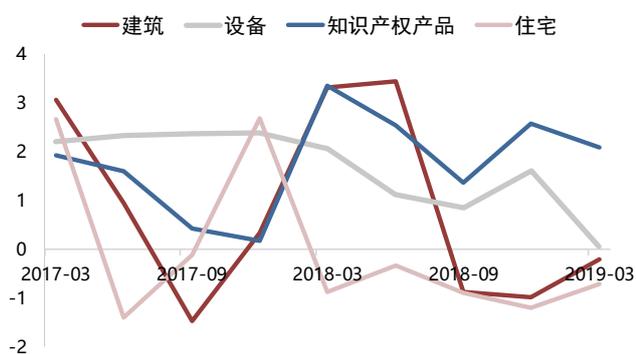


资料来源：Wind，莫尼塔研究

## 2、私人投资：存货投资增长是主因，未来下滑空间不大

一季度私人投资环比增长1.25%，较去年有所回升。分项来看，设备投资和知识产权产品投资依然保持上涨，但环比涨幅有所收窄；住宅和建筑投资依然在下跌，但环比跌幅有所收窄，这部分投资受新屋销售的影响，预计可以止跌企稳（图表4）；存货投资则有了明显的改善，环比增长32.64%，从设备投资周期和库存投资周期的角度看，目前美国企业正在经历被动补库存到主动去库存的阶段，意味着存货投资继续增加的可持续性并不强（图表5）。但由于私人住宅投资有望回升，我们认为整体上私人投资下滑的空间不会很大。

图表 4：设备投资涨幅收窄，住宅投资跌幅收窄



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：存货投资出现了明显上涨



资料来源：Wind，莫尼塔研究

## 3、政府消费和投资：地方政府支出明显上涨

一季度政府消费和投资环比增长0.6%，出现明显上涨，主要原因在于地方政府的支出明显上涨，而联邦政府受债务限制和政府关门的影响，环比出现了下滑。这一部分在GDP中的占比不高，对其他项也没有太大的拉动作用，因此对经济的影响不是很大。

## 4、净出口：延续强势的可能性不高，但全年仍大概率超过2018年

一季度商品和服务净出口有了明显回升（图表6）。从商务部发布的月度数据来看，今年1、2月份美国贸易逆差已经连续2个月收窄，对华贸易逆差接近两年以来的最低点。从分项数据看，民用飞机出口的激增是出口增加的主要拉动因素（图表7），但受波音737飞机事故的影响，飞机出口的增长可能难以维持，因此净出口不太可能继续延续这么强势的表现，但全年表现超过18年的可能性较高。

图表 6：净出口出现了明显的改善



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：飞机出口的激增是净出口的主要贡献项



资料来源：CEIC，莫尼塔研究

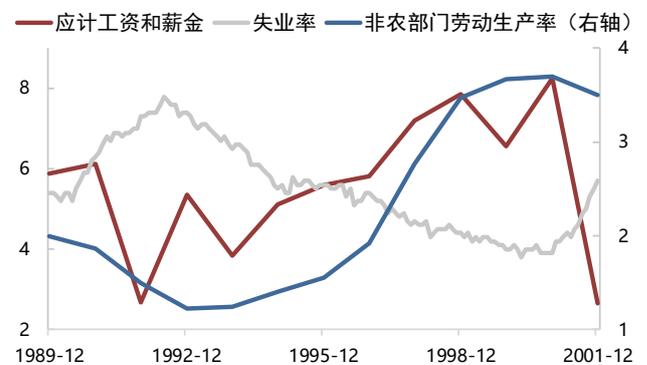
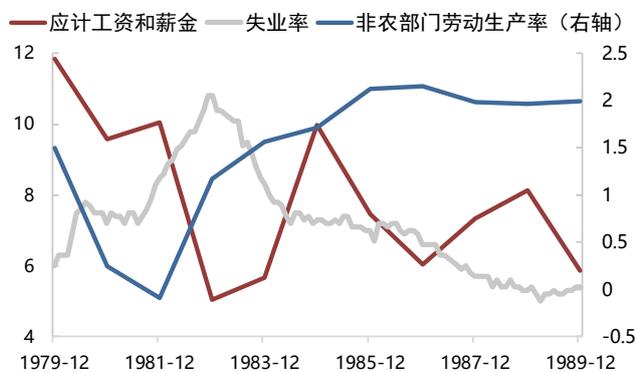
## 二、通胀依旧低迷，预计提高的可能性不大

美国一季度PCE环比初值为1.2%，预期值为1%，前值为2.5%；核心PCE环比初值为1.3%，预期值为1.4%，前值为1.8%；GDP平减指数为0.9，预期值为1.2，前值为1.7，通胀数据表现并不好。

通胀数据表现不佳的主要原因在于工资增长的乏力。我们在报告《怎么看喜忧参半的美国非农数据？》中指出，过去几年非农时薪出现了明显增长，主要原因在于美国就业市场的结构问题正在修复，而目前修复已经接近尾声。从历史数据看，劳动生产率走平往往意味着劳动力市场结构修复基本完成，这背后的逻辑在于：当就业结构错配时，高技术工人去做第二层的工作，劳动生产率必然会提高；而当就业结构恢复过来后，劳动生产率的提高就会结束（图表8、图表9）。

图表 8：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1982 年）

图表 9：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1992 年）



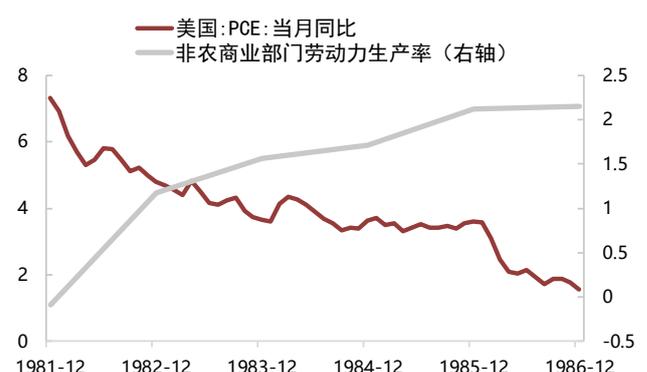
来源：Wind，莫尼塔研究

根据美国国会预算办公室对美国劳动生产率的估算，到2020年，美国劳动生产率的上升就将结束，这意味着本轮美国劳动力市场的结构修复已经进入尾声（图表10）。就业市场结构修复完成后，意味着工资的增长速度会放缓下来，通胀数据也会相应放缓。从历史数据看，观察1982年和1992年的历史数据，在劳动生产率走平的初期，美国的PCE数据均是下跌的（图表11、图表12）。

根据我们的测算，未来如果非农时薪上涨到4.4%-4.5%，那么美国PCE仍然有可能回升到2%的目标值（图表13）。但目前看这种可能性很小，2%以下的低通胀也许是未来一段时期美国经济的常态。

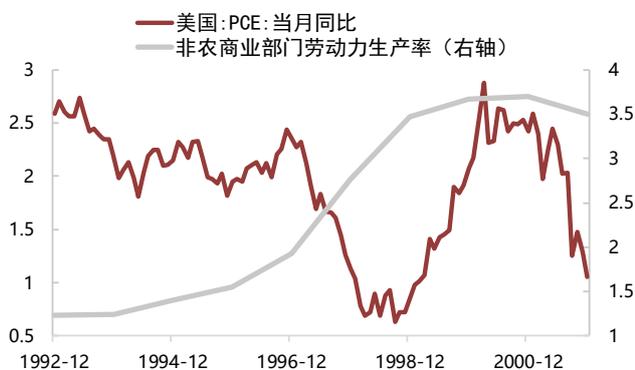
图表 10：美国劳动生产率已经接近走平

图表 11：劳动生产率走平后 PCE 下滑（1982 年）

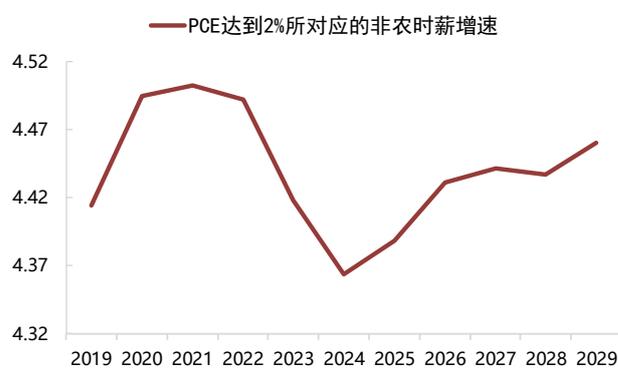


来源：Wind、CEIC，莫尼塔研究

图表 12: 劳动生产率走平后 PCE 下滑 (1992 年)



图表 13: PCE 达到 2% 所对应的美国非农时薪增速



来源: Wind, 莫尼塔研究

### 三、金融市场表现矛盾，美股低开符合历史规律

本次金融市场的反应依然是矛盾的。股票市场低开高走，标普500最终上涨0.47%；而债券市场收益率高开低走，10年期国债最终下跌3个BP，短端利率下跌1个BP。对于金融市场的反应，我们认为有两点需要讨论。

#### 1、为何股债的表现完全相反？

对于股债市场的不同反应，我们在报告《怎么看喜忧参半的美国非农数据？》中也进行过解释。主要的原因在于股债的定价逻辑有一定不同。股市对增长和就业的关注度会更高些，因为这直接关系到企业盈利水平，因此最终股市出现了上涨（图表14）；10年期国债对通胀的关注度会更高些，因为10年期收益率可以分解为未来实际短期利率、通胀预期和期限溢价，因此PCE数据的不佳导致债市收益率下跌（图表15）；而短期国债并没有包含通胀预期在内，因此仅仅下跌了1个BP。

图表 14: 美股与就业数据的相关性更高

图表 15: 美债与通胀数据的相关性更高

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\\_12734](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12734)

