



作者：宏观经济研究组 李彦森 史家亮
执业编号：F3057750（从业） TZ015713（投资咨询）
联系方式：010-68578820 /shijialiang@foundersc.com
成文时间：2019年4月29日星期一

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

美欧经济数据暂有韧性，但难掩增长动力疲弱

摘要

4月以来，全球政治和经济灰犀牛和黑天鹅事件不断：贸易问题拖累全球经济增长，欧盟、IMF和WTO同时预警风险；全球经济增速放缓抑制企业投资，IMF下调全球经济增长预期；美欧关税大战一触即发，全球贸易壁垒愈演愈烈；白宫正式宣布结束对伊朗原油的豁免，伊朗威胁封锁霍尔木兹海峡；英国脱欧再次延期，硬脱欧风险不断降低；欧盟寻求推动7000亿欧元投资刺激经济，量化宽松再次深化；俄朝领导人首次会晤，双方各取所需；中美贸易谈判新进展，美国考虑就生物制剂保护问题做出让步，实质性协议有望五月签署等。政治不确定性加大，贸易壁垒愈发严重，经济放缓担忧依旧。

去年三季度以来，美国疲软的经济增速显示增长步伐正在放缓，然而出口和投资的提振使得美国一季度GDP超预期回升，表现出较强的韧性，经济增速放缓步伐边际减速，美元走强。整体而言，一方面，美国经济增长仍然强劲有韧性，PMI超预期反弹，非农数据超预期回调，对美联储来说可能构成货币政策趋紧的理由；但另一方面，消费端数据疲弱依旧，产出端增长停滞，通胀持续疲弱，这意味着货币政策有必要放松；故美联储对于利率调整将会继续保持耐心。

英国脱欧再次延期，意大利经济出现技术性衰退，欧美关税大战一触即发，再次加剧市场对欧洲经济放缓甚至局部出现衰退的担忧。欧洲一系列不理想的经济数据和政治不确定性，使得欧元区经济持续走弱，并出现局部衰退的迹象，欧盟寻求推动7000亿欧元投资刺激经济回暖，量化宽松政策继续深化。英国再次实现延期脱欧，硬脱欧风险下降，英国本月经济数据企稳回升，市场信心回暖，我们认为英国经济在趋势性下滑大背景下会出现阶段性回调。

日本央行宣布维持超宽松货币政策不变，宣布维持基准利率在-0.1%不变，还将2019财年日本GDP增速预期从0.9%下调至0.8%。疲弱的经济数据表现外加日本央行及市场的悲观预期，日本经济面临的下行风险持续加大。

新兴市场经济则逆势企稳，俄罗斯经济增长稳中有降，巴西经济稳中有升，印度再次降息，经济增长可能边际走弱。

目 录

一、	美国经济增长仍有韧性，联储货币政策更具耐心	3
(一)	内需疲弱，美国经济强劲难以持续	3
(二)	制造业 PMI 超预期反弹，联储政策调整更具耐心	4
(三)	产出端增长停滞，持续惯性走弱的可能性大	5
(四)	零售销售出现反弹，却难以改变内需不足的困境	6
(五)	非农就业数据虽超预期，依然处于趋势性下滑态势	7
(六)	美国通胀疲弱持续，大幅上行的可能性较小	8
(七)	美联储鸽声嘹亮，利息调整更具耐心	9
二、	欧洲经济持续走弱，央行量化宽松继续深化	11
(一)	欧元区制造业衰退持续，经济放缓担忧依然较重	11
(二)	供给需求两端增长乏力	12
(三)	通胀依然疲弱，失业率较为稳定	14
(四)	欧洲经济内忧外患，欧洲央行量化宽松深化	15
(五)	欧美关税大战一触即发，欧洲经济再遭重创	16
(六)	延期脱欧再次实现，英国经济数据回暖	16
三、	日本经济面临的下行风险继续加大	18
四、	新兴经济体经济逆势企稳	23
(一)	俄罗斯经济稳中有降	23
(二)	巴西经济稳中有升	24
(三)	印度再次降息，经济增长可能边际走弱	25
五、	全球宏观策略与大宗商品操作建议	27
(一)	全球宏观策略	27
(二)	大宗商品市场操作建议	28

一、 美国经济增速仍有韧性，联储货币政策更具耐心

2019 年一季度，特朗普减税效果消退殆尽，联邦政府经历了历史上最长期限的关门事件，国际贸易摩擦加剧，全球经济放缓导致全球需求不足，美国开始出现越来越多的疲软的经济数据，美国经济增速放缓加剧，然而出口和投资的提振使得美国一季度 GDP 超预期回升，表现出较强的韧性，经济增速放缓步伐边际减速。

进入 4 月份后，美国经济数据好坏参差：美国一季度 GDP 超预期反弹仍有韧性，然而内需不足，经济强劲难以持续；制造业 PMI 超预期反弹，但是趋势上看扩张速度依然是逐步放慢，未来经济增长可能仍是缓慢下降；产出端增长停滞，工业产能利用率和制造业产能利用率再次下滑，供给端持续惯性走弱的可能性依然较大；需求端出现反弹，却难以改变内需不足的困境，核心消费增速依然偏低；核心通胀相对稳定且总体通胀增速乏力，未来影响通胀尤其是核心通胀的因素主要是薪资增速，年中之前高基数将令总体通胀持续承压；虽然就业率创历史新低，非农就业超预期回调，但是依然难改趋势性下滑态势，都要求美联储的货币政策更具耐心。

整体而言，一方面，美国经济增长仍然强劲有韧性，PMI 超预期反弹，非农数据超预期回调，对美联储来说可能构成货币政策趋紧的理由；但另一方面，消费端数据疲弱依旧，产出端增长停滞，通胀持续疲弱，这意味着货币政策有必要放松；故美联储对于利率调整将会继续保持耐心。

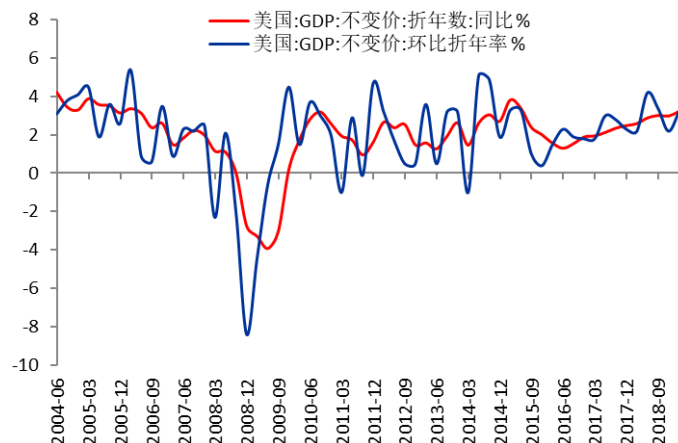
(一) 内需疲弱，美国经济强劲难以持续

数据显示，美国一季度 GDP 环比增速达到 3.2%，远超 2.3% 的预期值和 2.2% 的前值，创 2018 年第三季度以来新高；同比增速 3.21%，高于 2.97% 的前值，呈现稳步上升态势。个人消费支出环比上升 1.2%，亦好于 1% 的预期值，但是远不及 2.5% 的前值，内需疲弱；剔除价格易波动的食品和能源部分，核心个人消费支出环比升 1.3%，低于 1.4% 的预期值和 1.8% 的前值，核心需求不足。

出口、库存以及政府支出的增加构成美国一季度 GDP 增速大幅反弹的主要提振力量。然而，GDP 环比增速加快并非消费拉动，主要是投资和出口带动，而这两项在目前的情况下很难维持上涨的趋势。另外，去年四季度数据偏弱，和往年四季度偏高的增速不同，导致今年一

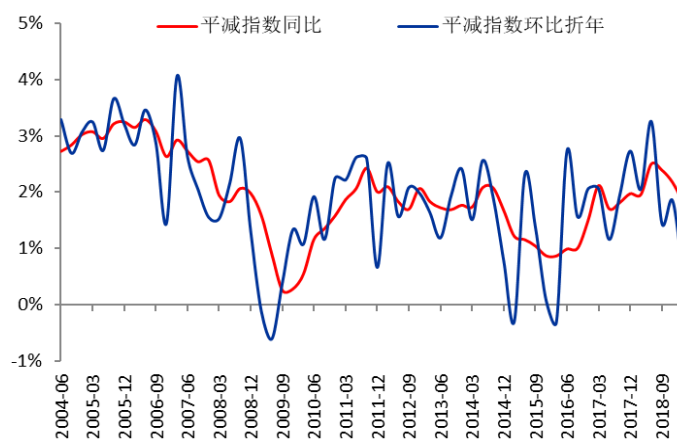
季度走势偏强。美国经济承压的程度确实不及预期，但是我们不认为经济重回上升趋势；真实需求放缓最快的时候可能正在过去，但 3.2% 的增速难以持续，需重点关注后期数据可能的下修。

图 1 美国 GDP 环比和同比增速



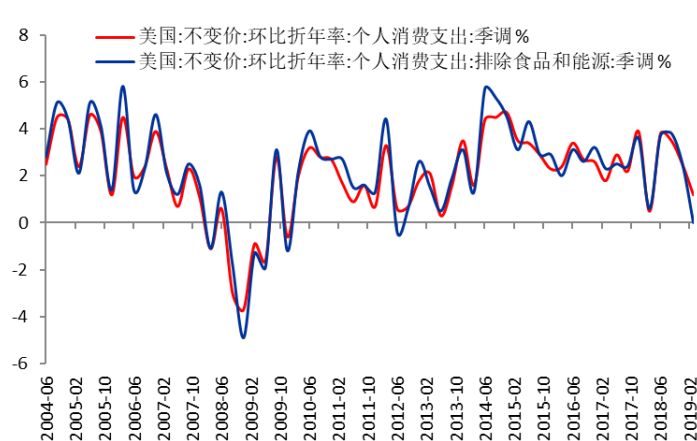
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 美国 GDP 平减指数变动



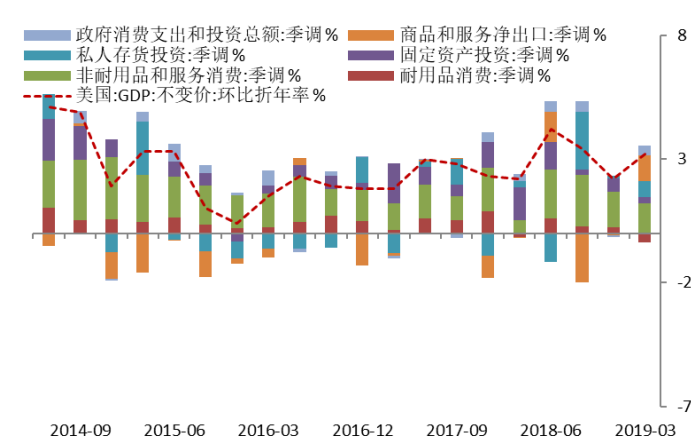
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 3 个人消费支出变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 4 美国 GDP 环比分项拉动



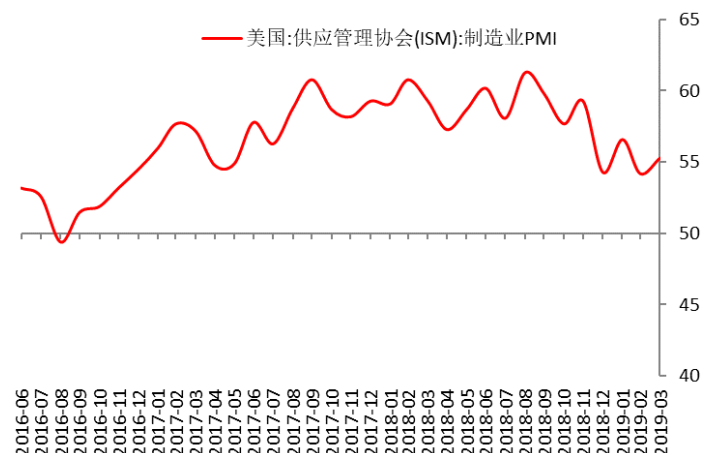
数据来源：Wind、方正中期研究院

（二）制造业 PMI 超预期反弹，联储政策调整更具耐心

美国 3 月 ISM 制造业 PMI 报 55.2，高于 54.5 的预期值和 54.2 的前值，其中，就业、新订单和产成品库存的意外走高，使得 3 月份制造业 PMI 超预期反弹。产出、需求和就业同步走强使得制造业 PMI 超预期回升，这表明美国制造业仍在扩张，但是趋势上看扩张速度依然是逐步放慢。但美国经济仍有一定韧性，大幅下滑乃至进入衰退的可能性较低，未来经济增长可

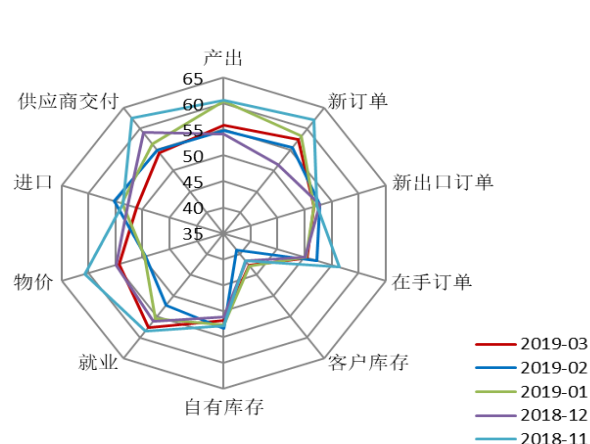
能仍是缓慢下降。

图 5 美国制造业 PMI



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 6 ISM 制造业分项



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 7 美国官方 PMI 主要分项表

制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商交付	订单库存	进口
2019年3月	55.3	55.8	57.4	51.7	42.7	54.3	51.8	57.5	54.2	50.4	51.1
最近5年	52%	38%	45%	27%	23%	38%	68%	80%	48%	43%	25%
最近5年均值	54.7	56.7	58.3	54.5	45.1	59.6	51.1	53.1	54.2	55.1	53.9
最近5年波动率	3.4	2.8	5.1	4.9	3.1	15.4	3.3	4.7	4.3	4.5	3.7
上月数值	54.2	54.8	55.5	52.8	39.0	49.4	53.4	52.3	54.9	52.3	55.3
本月与上月差值	1.1	1.0	1.9	-1.1	3.7	4.9	-1.6	5.2	-0.7	-1.9	-4.2
最近5年差值平均	-0.1	0.8	0.8	1.3	-1.1	4.5	-0.5	-0.1	-1.4	1.3	-0.3
最近5年差值历史波动率	1.6	4.8	3.5	3.9	2.3	5.2	1.7	2.8	2.6	2.8	1.0
PMI	55.3	55.8	57.4	51.7	42.7	54.3	51.8	57.5	54.2	50.4	51.1
2σ上限	61.6	62.2	68.5	64.2	51.3	90.5	57.6	62.6	62.8	64.1	61.4
2σ下限	47.8	51.2	48.1	44.8	38.9	28.8	44.6	43.6	45.7	46.0	46.5
差值	1.1	1.0	1.9	-1.1	3.7	4.9	-1.6	5.2	-0.7	-1.9	-4.2
差值2σ上限	3.0	10.4	7.8	9.0	3.5	14.8	2.8	5.5	3.7	7.0	1.8
差值2σ下限	-3.3	-8.8	-6.3	-6.5	-5.8	-5.9	-3.9	-5.7	-6.5	-4.4	-2.3

数据来源: Wind、方正中期研究院

(三) 产出端增长停滞，持续惯性走弱的可能性大

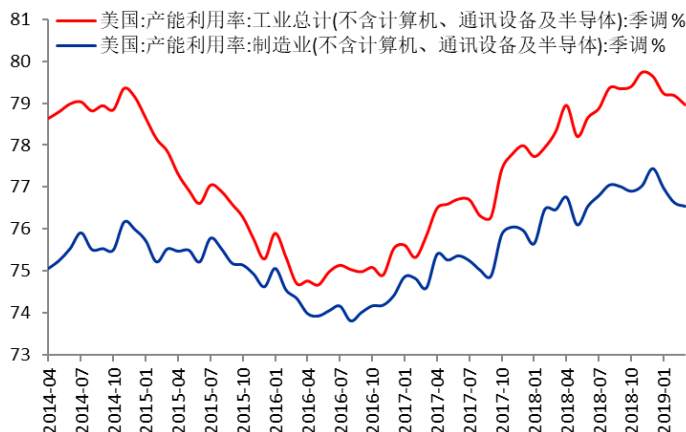
产出端最近公布的数据来看，美国 3 月份工业产出环比下降 0.1%，远不及 0.2% 的预期值和 0.1% 的前值，短暂反弹后呈现继续下滑趋势；同比增长 2.77%，不及前值 3.47%，延续下滑趋势。工业产能利用率和制造业产能利用率也均下滑，也表明主动去库存的周期继续。企业进一步扩张的动力不足，未来产出继续调整的可能性大。产出随着去库存进程的延续，美欧的贸易不确定性以及全球经济增长前景黯淡，进一步惯性下行的走弱可能性大。

图 8 美国工业产出增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 9 美国工业和制造业产能利用率



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 10 美国工业产出分项变动

	项目	季调环比			3个月移动平均环比			同比		
		2019/03	2019/02	2018/03	2019/03	2019/02	2018/03	2019/03	2019/02	2018/03
工业总体	工业总体	-0.10%	0.11%	0.57%	-0.11%	-0.06%	0.22%	2.77%	3.47%	3.78%
最终产品和非工业物	最终产品和非工业物料	0.06%	0.09%	0.22%	-0.10%	-0.12%	0.14%	1.31%	1.46%	2.88%
消费品	消费品	-0.17%	0.62%	0.33%	-0.24%	-0.36%	0.11%	-0.14%	0.36%	3.02%
企业设备	企业设备	0.44%	-0.76%	0.18%	-0.07%	-0.10%	0.26%	3.78%	3.51%	3.54%
建筑	建筑	0.40%	-1.38%	-0.65%	-0.31%	0.15%	0.17%	1.97%	0.90%	3.18%
材料	材料	-0.30%	0.14%	0.99%	-0.13%	0.01%	0.32%	4.44%	5.79%	4.88%
制造业	制造业	-0.01%	-0.34%	0.02%	-0.29%	-0.09%	0.24%	1.04%	1.07%	2.72%
采矿业	采矿业	-0.78%	-0.02%	1.12%	-0.32%	0.63%	0.84%	10.54%	12.65%	10.46%
公用事业	公用事业	0.19%	3.68%	3.88%	1.49%	-0.93%	-0.73%	3.79%	7.62%	3.11%

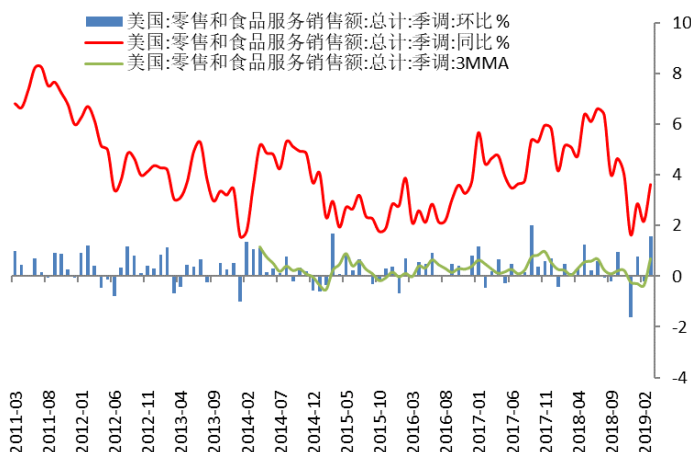
数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 零售销售出现反弹，却难以改变内需不足的困境

继美国零售销售 2 月意外录得负增长后，美国 3 月零售销售出现反弹，环比增长 1.57%，超过 1% 的市场预期和 -0.2% 的前值，创 2017 年 9 月以来新高；需求端分项来看，美国 3 月消费增速表现超预期回调，主要受到机动车销量及汽油价格走高的提振。

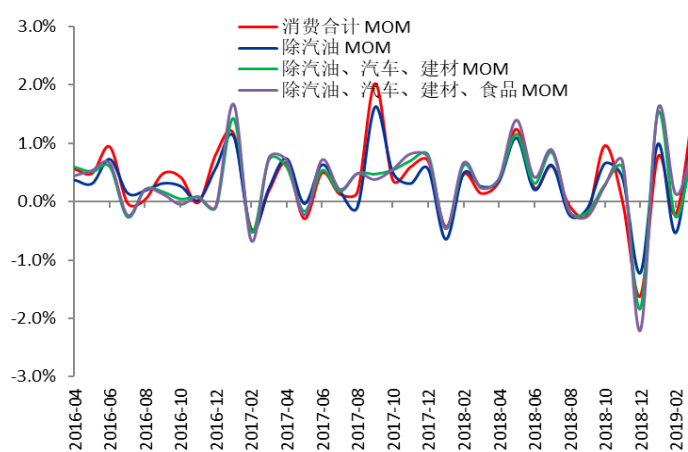
在工资稳健增长、失业率维持低位以及美联储暗示年内或不会加息等利好消息支撑下，消费放慢下行速度并有所回升。但是特朗普政府减税效果减弱之后，基数回升将令消费增速不会回到去年高度。美国经济总体方向还是逐步放缓，美联储将继续保持放慢加息脚步的鸽派政策。经济放缓势必会持续对大宗商品需求端产生压力。

图 11 美国零售销售超预期回调



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 12 核心消费触底反弹



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 13 美国消费数据分项

项目	权重	季调环比			3个月移动平均环比			同比			季调环比拉动			同比拉动		
		2019/03	2019/02	2018/03	2019/03	2019/02	2018/03	2019/03	2019/02	2018/03	2019/03	2019/02	2018/03	2019/03	2019/02	2018/03
机动车	21%	3.14%	-0.11%	0.99%	0.40%	-0.51%	-0.04%	3.81%	1.64%	4.71%	0.65%	-0.02%	0.20%	0.78%	0.34%	0.97%
汽油	8%	3.47%	3.48%	-1.15%	1.75%	-1.49%	0.33%	3.13%	-1.47%	10.59%	0.29%	0.29%	-0.10%	0.26%	-0.12%	0.89%
食品饮料	12%	1.01%	-1.88%	0.29%	0.11%	-0.29%	0.08%	1.79%	1.06%	3.54%	0.12%	-0.23%	0.04%	0.22%	0.13%	0.43%
家具	2%	1.72%	0.79%	0.30%	0.97%	-0.03%	0.22%	1.07%	-0.34%	3.80%	0.03%	0.02%	0.01%	0.02%	-0.01%	0.08%
家电	2%	0.49%	-1.43%	-0.22%	-0.14%	-0.71%	0.23%	-2.73%	-3.41%	1.23%	0.01%	-0.02%	0.00%	-0.04%	-0.05%	0.02%
服装	4%	1.95%	-1.76%	-1.85%	-0.26%	-1.32%	0.51%	1.48%	-2.31%	3.30%	0.09%	-0.08%	-0.08%	0.07%	-0.10%	0.15%
建材	6%	0.32%	-4.43%	-1.78%	0.06%	-0.07%	-0.71%	3.29%	1.13%	4.04%	0.02%	-0.28%	-0.11%	0.21%	0.07%	0.26%
文娱	1%	-0.32%	0.32%	0.35%	1.64%	-0.29%	0.04%	-9.65%	-9.05%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.12%	-0.11%	0.00%
日用品	12%	0.75%	-0.28%	-0.03%	0.32%	-0.48%	0.14%	1.93%	1.15%	3.63%	0.09%	-0.03%	0.00%	0.23%	0.13%	0.42%
杂货店	2%	1.81%	-1.11%	-1.50%	0.27%	-2.21%	-0.27%	-1.19%	-4.40%	4.42%	0.04%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.09%	0.09%
保健护理	6%	0.19%	0.57%	1.49%	1.01%	0.23%	0.02%	4.35%	5.70%	3.37%	0.01%	0.03%	0.09%	0.25%	0.33%	0.19%
无店铺零售	12%	1.24%	1.22%	0.61%	2.43%	0.49%	-0.42%	11.62%	10.93%	9.92%	0.15%	0.14%	0.07%	1.38%	1.30%	1.18%
餐饮服务	12%	0.78%	0.26%	0.71%	0.47%	0.14%	0.67%	4.26%	4.18%	4.56%	0.09%	0.03%	0.08%	0.51%	0.50%	0.54%
消费合计	100%	1.57%	-0.21%	0.14%	0.71%	-0.36%	0.06%	3.62%	2.17%	5.10%	1.57%	-0.21%	0.14%	3.62%	2.17%	5.10%
除汽油	92%	1.40%	-0.53%	0.26%	0.62%	-0.26%	0.03%	3.67%	2.51%	4.62%	1.28%	-0.49%	0.24%	3.36%	2.30%	4.23%
除汽油、汽车、建材	65%	0.96%	-0.26%	0.24%	0.74%	-0.20%	0.13%	3.66%	2.92%	4.65%	0.62%	-0.17%	0.16%	2.37%	1.89%	3.00%
除汽油、汽车、建材、食	52%	0.95%	0.13%	0.23%	0.89%	-0.18%	0.14%	4.10%	3.36%	4.91%	0.50%	0.07%	0.12%	2.15%	1.76%	2.58%

数据来源: Wind、方正中期研究院

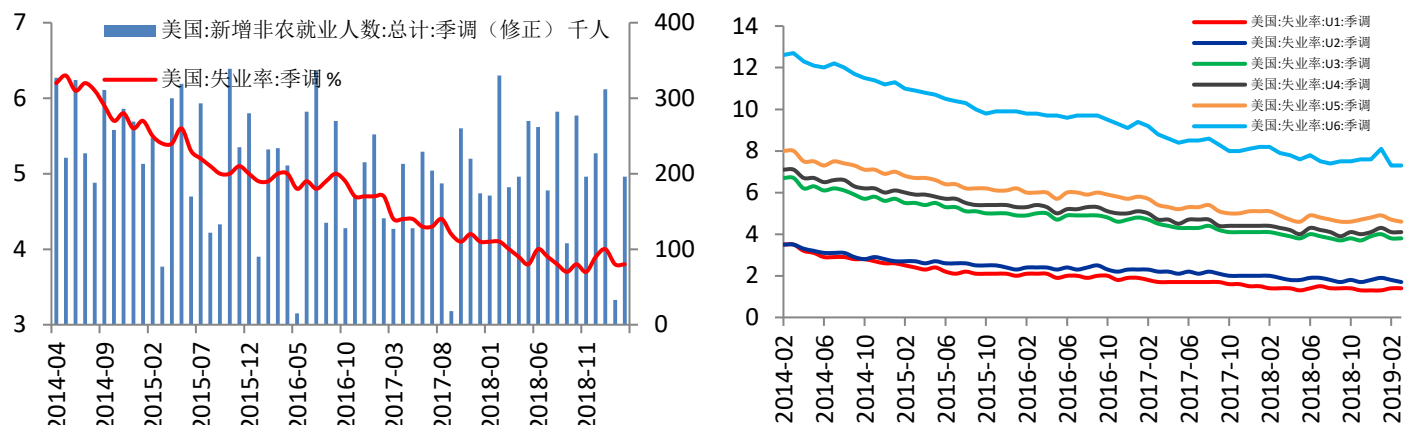
(五) 非农就业数据虽超预期，依然处于趋势性下滑态势

美国劳工部公布的3月就业报告显示，美国3月新增非农就业人数19.6万，超过17.7万的预期值和3.3万的前值；3月份失业率为3.8%，符合市场预期，与上个月失业率持平；3月平均每小时工资环比增长为0.1%，不及预期值和前值。

非农就业虽超预期回调，但是依然处于趋势性下滑态势，制造业、批发业和零售业就业人数的减少使美国消费承压，失业率保持低位反弹的可能性加大，时薪同比下降，美国3月份就业数据再次确定美国经济增速放缓压力加大，美国已经进入经济增速放缓周期，但美国经济仍有一定韧性，大幅下滑乃至进入衰退的可能性较低，未来经济增长可能仍是缓慢下降。

图 14 美国失业率及非农就业人数变动

图 15 失业率变动



数据来源: Wind、方正中期研究院

数据来源: Wind、方正中期研究院

图 16 美国非农就业分项

就业项目 (万人)	存量占比	增量贡献	2019/03	2019/02	2018/03	近2年均值	近2年最高值	环比多增	同比多增
商品生产	13.9%	6.1%	1.20	-2.80	3.00	4.44	11.10	4.00	-1.80
采矿业	0.5%	1.0%	0.20	-0.40	0.80	0.40	0.90	0.60	-0.60
建筑业	4.9%	8.2%	1.60	-2.50	0.20	2.26	7.30	4.10	1.40
制造业	8.5%	-3.1%	-0.60	0.10	2.00	1.78	4.20	-0.70	-2.60
耐用品	5.3%	-3.6%	-0.70	0.10	2.10	1.44	3.30	-0.80	-2.80
汽车及零部件	0.7%	-3.2%	-0.63	0.13	0.36	0.19	2.52	-0.76	-0.99
非耐用品	3.2%	0.5%	0.10	0.00	-0.10	0.34	1.10	0.10	0.20
服务生产	71.1%	86.7%	17.00	5.60	14.30	14.99	22.50	11.40	2.70
批发业	3.9%	-1.0%	-0.20	1.02	0.75	0.46	1.94	-1.22	-0.95
零售业	10.5%	-6.0%	-1.17	-2.02	0.12	-0.27	3.25	0.85	-1.29
运输仓储业	3.7%	3.7%	0.73	-0.37	2.25	1.73	3.23	1.10	-1.52
公用事业	0.4%	0.7%	0.13	-0.11	-0.02	0.00	0.19	0.24	0.15
信息业	1.9%	5.1%	1.00	-0.40	1.20	0.04	1.20	1.40	-0.20
金融活动	5.7%	5.6%	1.10	0.60	0.90	0.96	2.60	0.50	0.20
专业和商业服务	14.2%	18.9%	3.70	5.40	4.20	4.07	6.20	-1.70	-0.50
临时支持服务	2.0%	-2.8%	-0.54	0.31	-0.08	0.51	2.34	-0.85	-0.46
教育和保健服务	16.0%	35.7%	7.00	1.30	3.70	4.24	7.00	5.70	3.30
医疗和社会救助	13.5%	31.2%	6.12	3.12	4.16	3.79	6.12	3.00	1.96
休闲和酒店业	11.1%	16.8%	3.30	-0.10	1.10	3.08	10.20	3.40	2.20
其他服务业	3.9%	7.1%	1.40	0.30	0.10	0.67	1.80	1.10	1.30
非农私人	85.1%	92.9%	18.20	2.80	17.30	19.43	30.40	15.40	0.90
政府	14.9%	7.1%	1.40	0.50	0.90	0.79	3.60	0.90	0.50
非农总计	100.0%	100.0%	19.60	3.30	18.20	20.22	33.00	16.30	1.40

数据来源: Wind、方正中期研究院

(六) 美国通胀疲弱持续, 大幅上行的可能性较小

数据显示, 美国 3 月 CPI 同比增长 1.9%, 高于 1.8% 的预期值和 1.5% 的前值, 结束了连续

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_12867

