

## 宏观研究/海外市场周报

2019年04月28日

**李超** 执业证书编号: S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号: S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观: 中美谈判向好, 美欧谈判困难多》  
2019.04
- 2 《宏观: 特朗普的全球贸易争端没完了?》  
2019.04
- 3 《宏观: 中国企稳预期带动全球风险资产躁动》  
2019.04

## 一季度美国 GDP 超预期, 为什么美元没有涨?

### ——图说一周海外经济 (20190422-20190428)

#### 美国一季度 GDP 远超市场预期, 高增速在二季度或将难以为继

美国一季度 GDP 环比折年率初值为 3.2%, 高于预期值 2.3%, 也较前值 2.2% 大幅回升。我们在 18 年 11 月《冬尽春归, 否极泰来》年度策略报告中提出, 美国经济大概率在 18 年四季度至 19 年一季度见顶。一季度 GDP 同比为 3.2%, 高于 18 年四季度的 3%, 呈现了顶部特征。我们认为, 一季度的高增速难以维持, 未来美国经济将处于缓慢回落态势。从各分项环比拉动来看, 一季度 GDP 可以分解成个人消费的 0.82 个百分点、私人投资的 0.27 个百分点, 存货变化的 0.65 个百分点、政府支出的 0.41 个百分点以及净出口的 1.03 个百分点。库存和净出口对于一季度 GDP 的贡献超过了一半。

#### 一季度 GDP 超预期主要源于库存和净出口的强劲, 两者的贡献已过半

为何一季度 GDP 会远超预期? 美国一季度 GDP 的正向拉动是源于: 1) 库存强; 2) 出口强, 进口弱; 3) 州和地方政府支出的上升; 4) 住宅投资降幅收窄。而负向拖累, 则来自于消费的进一步下滑以及非住宅固定投资的减缓。我们认为, 正向拉动最强的库存以及净出口一定程度上受到贸易争端的影响。去年贸易摩擦加剧, 别国抢出口, 大量货物涌入美国, 堆积形成库存。年初以来, 中美贸易谈判顺利, 企业的行为逐步恢复正常, 由于库存较高, 所以一季度美国进口较少。进口的弱势导致贸易逆差在一季度出现了阶段收窄。库存以及净出口的强劲对一季度 GDP 形成了支撑。

#### 一季度 GDP 公布后, 美元先涨后跌, “扭曲”的 GDP 未对美元形成助力

一季度 GDP 超预期, 美元为何走弱? 我们认为, 这主要反映以下两点: 1) 库存以及净出口的支撑很可能是暂时的。2) 个人消费以及私人投资继续下滑。数据的结构特征显示美国经济或将回落, 因此未能支撑美元进一步上行。向后看, 我们认为随着中美贸易摩擦的缓和, 库存的强劲不可持续。我们曾在《美国经济面面观》中提及美国或已从被动补库存阶段进入主动去库存阶段, 库存对于 GDP 的支撑将减弱。一季度净出口的强劲拉动同样难以继续, 但相对 18 年拉动作用或仍较强, 这主要源于 1) 全球经济有可能在下半年企稳; 2) 中美贸易协定若顺利达成, 中国或大量进口美国商品。

#### 对于 2019 年全年的美国经济, 我们不悲观, 美国经济或将缓慢回落

消费方面, 一季度个人消费支出环比折年增长 1.2%, 前值为 2.5%, 预期值为 1%, 增速下滑较为明显但仍略微高于预期。从同比贡献的角度来看, 消费最大的两个拖累项是耐用品项下的家具家电 (受地产下行影响) 和汽车。但是由于年初美联储鸽派转向之后, 抵押贷款利率降低, 近期新屋销售有了较为明显的改善, 住宅投资降幅在收窄。我们认为, 经济波动幅度主要看消费, 由于地产下行幅度止跌企稳概率较高, 家具、家电等地产后周期的消费将有一定的支撑。受此影响, 整体消费下滑的趋势可能也是较为缓慢。我们认为, 美国经济在 2019 年或将缓慢回落, 韧性仍存。

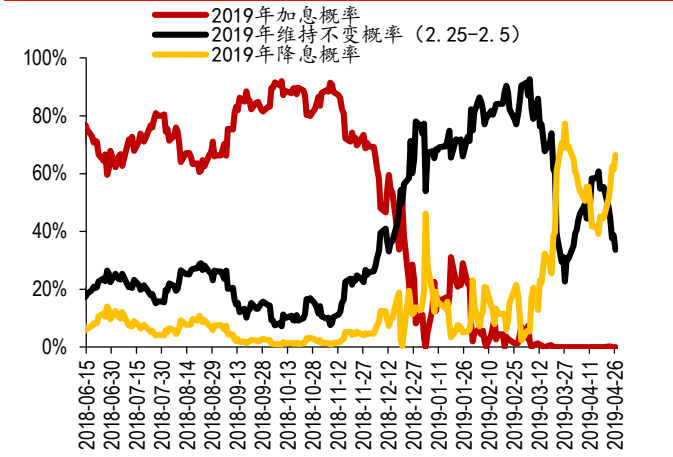
#### 经济数据超预期的背后, 降息概率不降反升, 未来通胀走势是关键

一季度 GDP 公布后, 联邦基金利率期货的隐含概率显示 19 年降息概率从 4 月 25 日的 61.3% 上升至 26 日的 66.4%。美联储经济数据向好, 降息理由减弱, 但是降息概率不降反升, 这主要的症结在于通胀。一季度核心 PCE 年化季环比初值为 1.3%, 预期 1.4%, 前值 1.8%, 通胀较为疲软。4 月 15 日芝加哥联储主席埃文斯表示即使没有经济衰退, 但是若核心 PCE 下降, 几个月内保持在 1.5% 左右, 这表明货币政策实际上是限制性的, 需要下调利率。埃文斯当前的预测是未来一年通胀将上升。我们认为, 未来通胀走势是关键, 美联储进一步降息或加息的门槛均很高, 19 年大概率按兵不动。

风险提示: 美联储加息节奏超预期, 贸易摩擦事态升级冲击市场风险偏好。中国经济超预期下行, 政策落地不及预期。

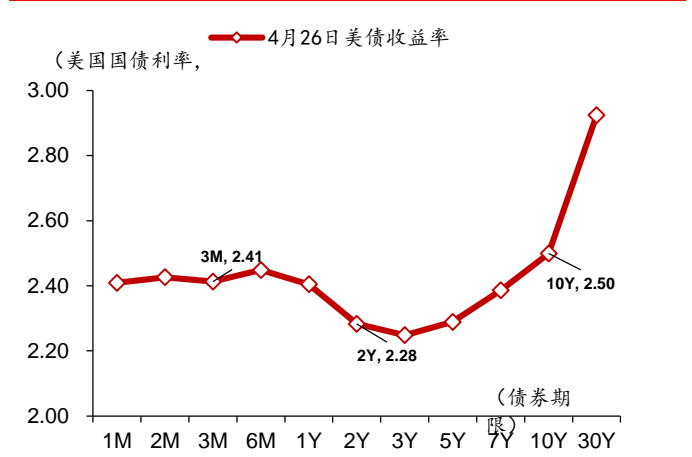
## 高频经济观察

图1: 美国一季度 GDP 公布后, 联邦基金利率期货的隐含概率显示 19 年降息概率从 4 月 25 日的 61.3% 上升至 26 日的 66.4%



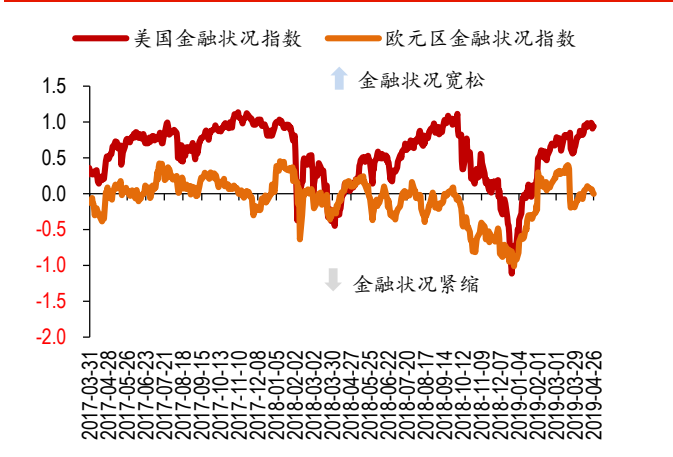
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图2: 美债收益率曲线重新趋陡



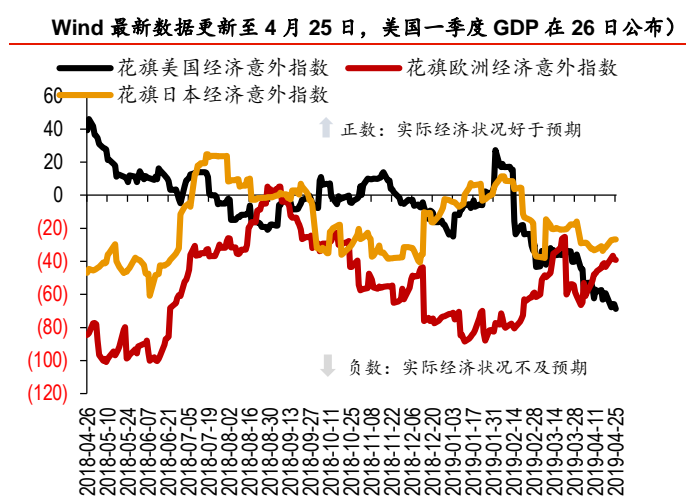
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图3: 上周, 美国和欧元区金融状况均有所收紧, 欧元区金融状况指数再次转负



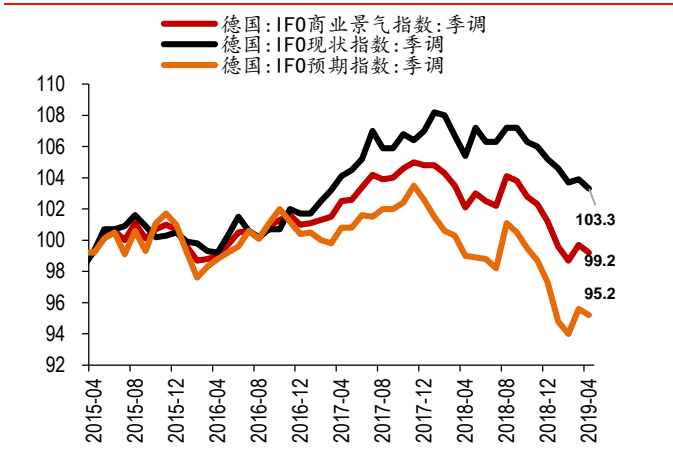
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图4: 上周美国经济意外指数回落, 欧日经济意外指数有所抬升(备注: Wind 最新数据更新至 4 月 25 日, 美国一季度 GDP 在 26 日公布)



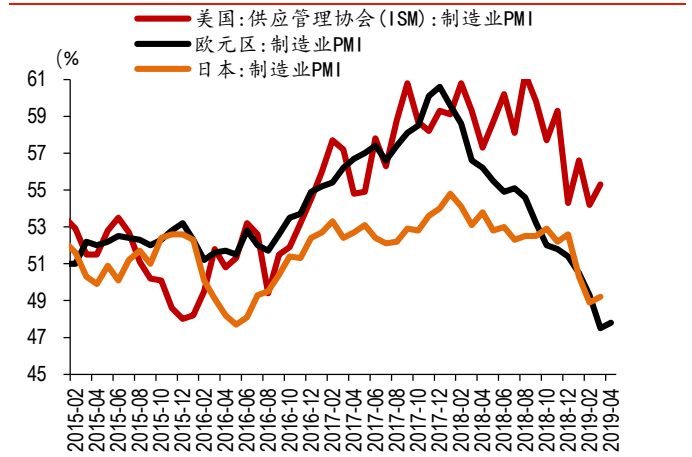
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图5: 德国经济继续失去动能, 4 月 IFO 商业景气指数 99.2, 不及预期 99.9, 前值 99.7



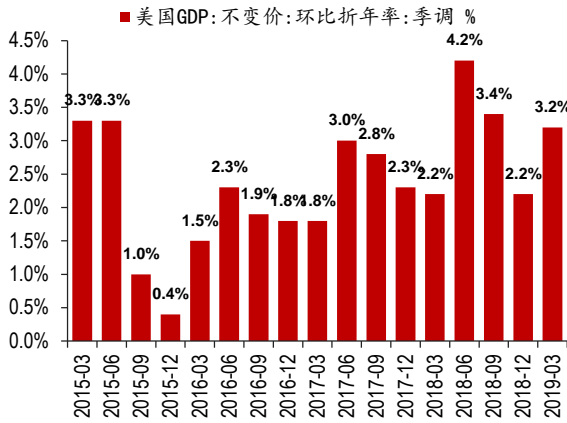
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图6: 全球 PMI 出现止跌企稳态势, 但欧元区及日本制造业 PMI 仍位于荣枯线以下, 制造业复苏依旧乏力



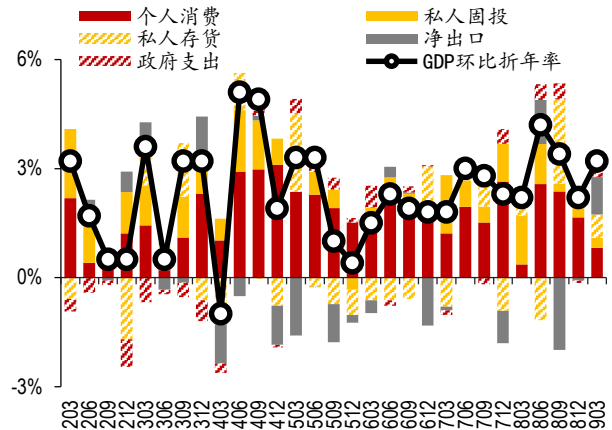
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表7: 受净出口、库存和政府支出的拉动, 美国1季度实际GDP环比折年率初值3.2%, 大幅高于预期2.3%, 前值2.2%**



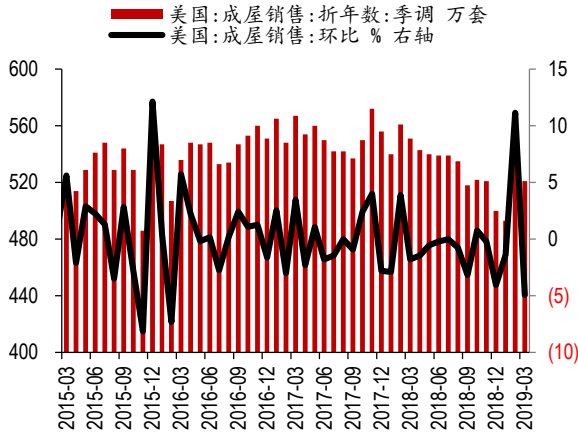
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表8: 一季度GDP超预期主要源于库存和净出口的强劲, 两者的贡献已过半**



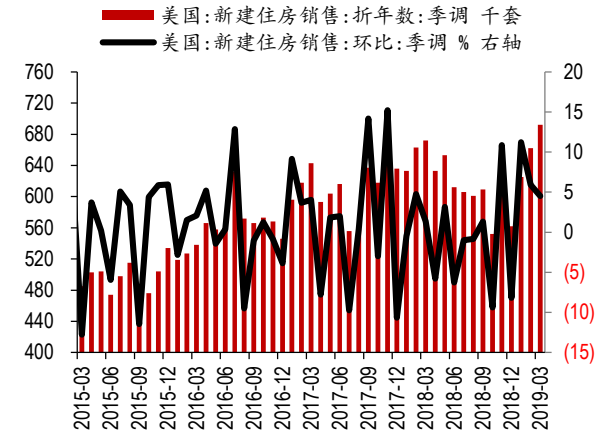
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表9: 受低价房屋供应持续短缺拖累, 美国3月成屋销售总数年化521万户, 不及预期530万户, 环比下降4.9%**



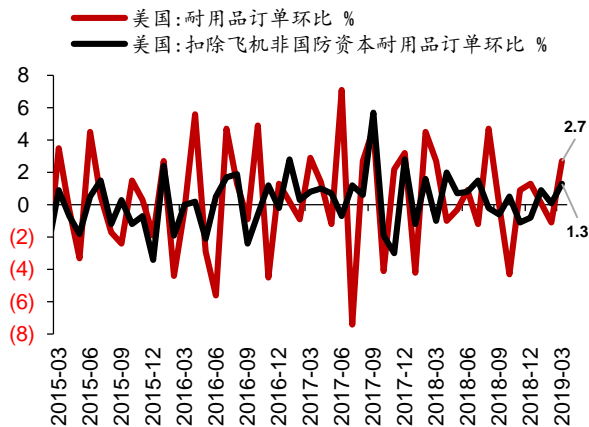
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表10: 受益于按揭贷款利率和新屋售价的下滑, 美国3月新屋销售69.2万户, 超出预期64.9万户, 环比增加4.5%**



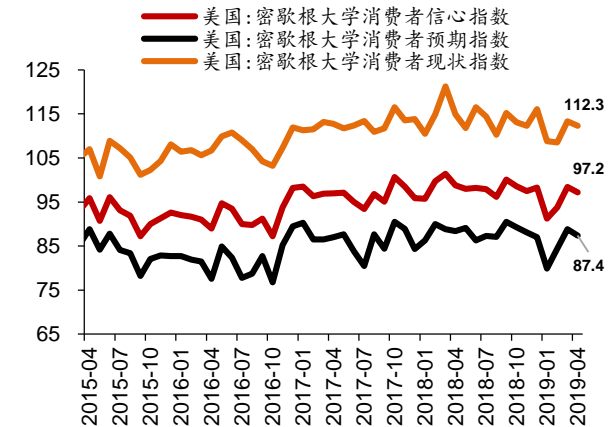
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表11: 受运输设备的拉动, 美国3月耐用品订单环比2.7%, 核心资本品订单环比1.3%, 均大幅超预期, 反映美国商业投资正在重新企稳**



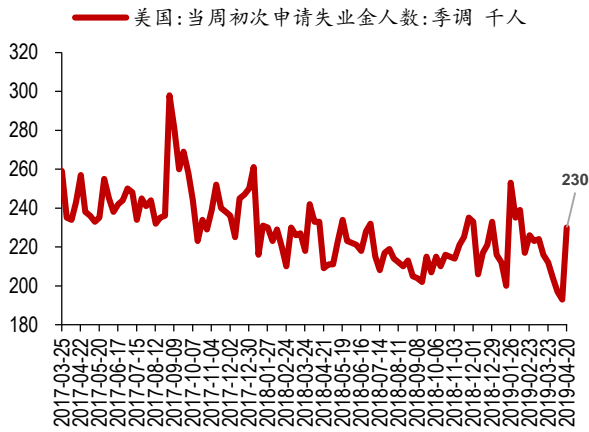
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表12: 美国4月密歇根大学消费者信心指数终值97.2, 预期97, 初值96.9**



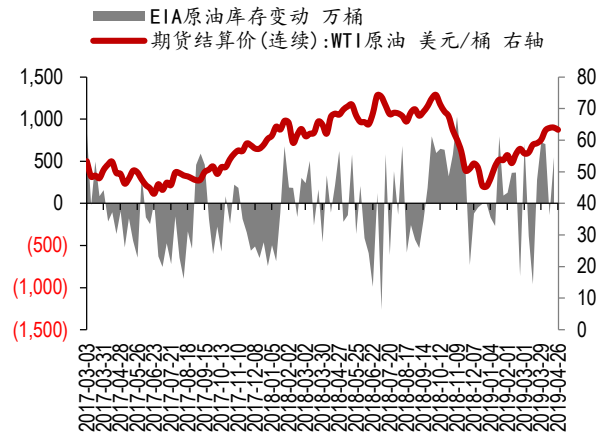
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表13: 4月20日美国当周初失业金人数23万人, 高于预期20万人, 前值19.2万人**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

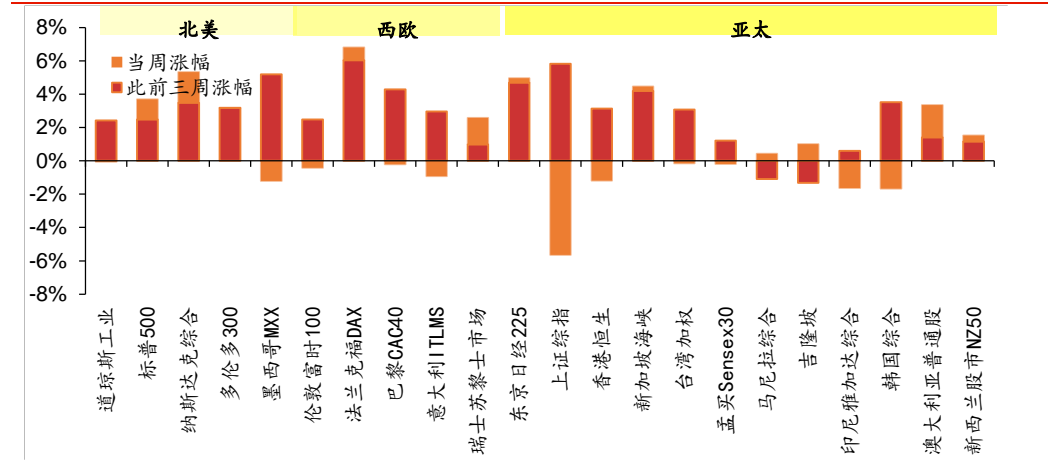
**图表14: 4月19日美国当周EIA原油库存增加547.9万桶, 预期增加100万桶; 4月26日WTI原油期货结算价收于63.3美元/桶**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

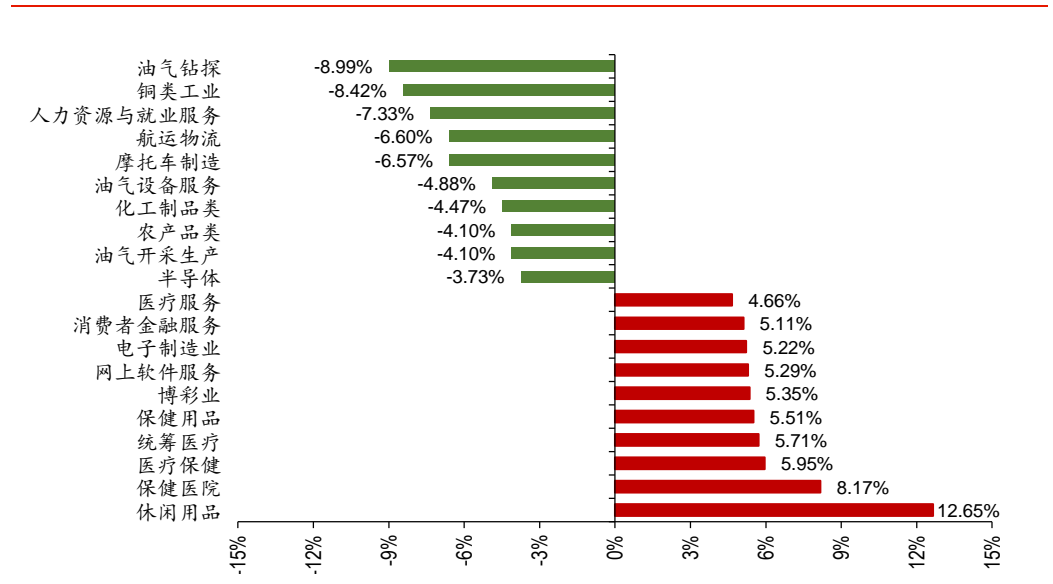
## 大类资产表现

图表15：上周多家美股公司业绩表现超预期提振投资者信心，纳指收盘创历史新高，周涨1.85%，收于8146.4；标普500周涨1.2%，收于2939.9；但受工业巨头3M业绩表现不佳拖累，道指周跌0.06%，收于26543.3



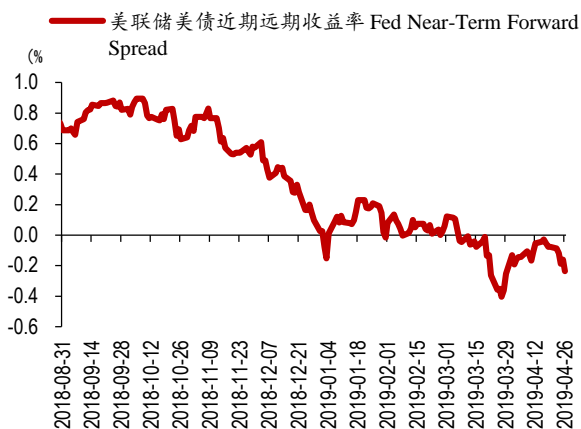
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16：上周，标普500分行业板块中，休闲用品、保健医院和医疗保健板块涨幅位列前三；而油气钻探、铜类工业和人力资源与就业服务板块领跌



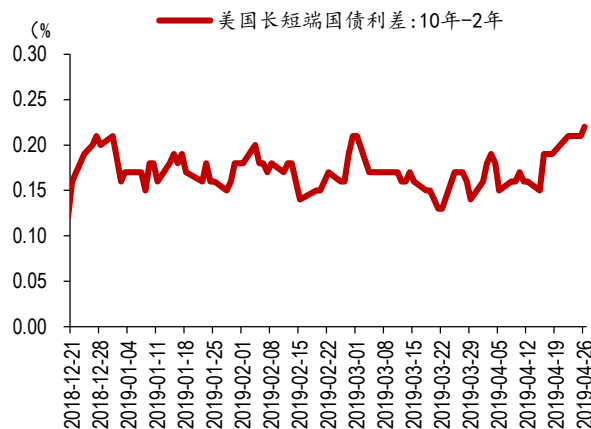
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表17: 美联储美债近期远期收益率利差进一步下探, 上周收于-0.2363%, 侧面凸显市场对美联储货币政策的“宽松”预期升温**



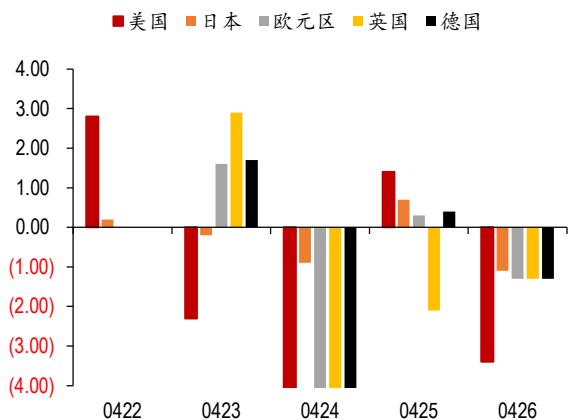
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表18: 美国 10 年期和 2 年期国债收益率利差持续走阔, 上周收于 22BP**



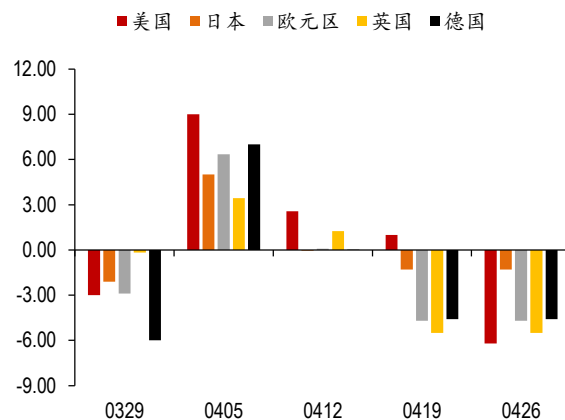
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表19: 上周美国 10 年期国债收益率大幅下跌, 收于 2.50%, 周跌 6.2BP (单位: 基点)**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表20: 上周发达国家 10 年期国债收益率均不同程度下行(单位: 基点)**



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表21: 上周美元指数强势上涨, 美股企业业绩超预期叠加耐用品数据向好提振美元, 而德法信心指数恶化, 加拿大央行放弃未来加息倾向推动美元节节攀升, 美元指数周涨 0.76%, 收于 98.03 (周环比, %)**

■ 美元兑人民币 ■ 美元兑日元 ■ 欧元兑美元 ■ 英镑兑美元 ■ 澳元兑美元

**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\\_12882](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12882)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn