

# 超预期的美国经济可能没那么好

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第 61 期 (2019.04.22-2019.04.26)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

## ● 超预期的美国经济可能没那么好

2019 年美国一季度 GDP 年化环比初值为 3.2%，高于 2018 四季度的 2.2%，超出市场预期，也高于过去一年一季度经济增速均值。美国经济数据整体上超预期，但是结构上并没那么好。一季度经济增速超预期主要是由净出口好转以及私人被动补库存拉动的，更为重要的内需，私人消费、私人投资增速都在走弱。

一季度净出口对 GDP 环比折年率的拉动率是 1.03%，较上季度的-0.08%增加 1.1 个百分点。美国扩张出口的策略从去年四季度开始见效，2019 年一季度出口年化环比增长 3.7%，较上季度增加 1.9 个百分点，连续两个季度扩张。虽然一季度美国私人投资年化环比增速由上季度的 3.7% 上升到 5.1%，对 GDP 拉动率由 0.66% 上升到 0.82%，但这主要是因为私人库存大幅增加。一季度汽车等耐用用品被动补库存，导致库存对 GDP 的拉动率由上季度的 0.11% 上升到 0.65%。与此同时，私人固定资产投资年化环比增速则由上季度的 3.5% 下降到 1.7%。由于受前期美联储加息、房价不断上涨、收入增速下滑等因素影响，对美国经济最重要的私人消费，一季度年化环比增长 1.2%，增速连续三个季度下降，拉动 GDP 增长 0.82%，拉动率较上季度下降 0.84 个百分点。政府支出增加也是美国经济超预期的一个原因。2019 年一季度美国政府支出年化环比增长 2.4%，拉动 GDP 增长 0.41%，拉动率较去年四季度上升 0.48 个百分点，主要因为，地方政府受联邦政府“关门”影响较小，公路翻修等基础设施投资增速较高。

未来美国固定资产投资增速可能会小幅下滑，并开始去库存，消费稳定，出口和政府支出存在不确定性，整体来看，美国需求可能小幅回落，美国实际经济增速向 2% 左右的潜在经济增速收敛。鉴于美国居民杠杆率不高，未来居民部门不会经历严重的去杠杆，这也决定了居民消费增速会比较平稳，未来美国经济大幅衰退的可能性不大，当然要警惕美国债务风险，以及股市回调。

FOMC 将于 4 月末 5 月初举行例会，超预期的经济数据，短期内可能不会改变美联储的加息耐心，除非出现通货膨胀上涨的强烈预期。不过，超预期的经济数据，至少会使短期内降息的可能性下降。

## ● 美国房地产市场仍旧低迷，德国经济景气指数再度恶化

美国房地产市场仍旧低迷，但 3 月新屋销售数据超预期回升，或暗示美国房地产市场或将出现回暖迹象。美国 3 月新屋销售回升至 69.2 万户，创 2017 年 11 月以来最高，且已连续三个月上涨。约占全国住房销售量九成的美国成屋销售仍受供应短缺的拖累，表明美国房地产市场仍未走出低迷，美国 3 月成屋销售总数年化 521 万户，不及预期，环比下降 4.9%。

德国 4 月商业景气指数录得 99.2，低于前值 99.7，已连续第四个月低于 100。德国制造业商业景气程度自 2018 年 9 月以来持续下行，而 4 月制造业商业环境再度明显恶化，并未出现任何回升势头。欧元区 4 月消费者信心指数再度超预期下滑至 -7.9，表明出消费者、企业主对未来经济和消费的预期较差，结合此前公布的欧元区 PMI 初值数据，进一步说明欧元区经济面临的下行压力增大。

## ● 美元指数上行，人民币略有贬值

美元指数上周上行 0.68% 收至 98.033。近期美国公布的新屋销售、一季度 GDP 等数据利好，而欧元区等国家经济预期下滑，支撑美元指数上涨并突破 98。同时，人民币汇率有所贬值。截至 4 月 26 日，美元兑人民币即期汇率收至 6.7381，一周上行 347BP；美元兑人民币汇率中间价收至 6.7307，较前一周上行 264BP。

## ● 商品指数涨跌互现

南华贵金属指数上行 0.861% 至 518.67。全球经济下滑预期，避险情绪升温对贵金属价格形成支撑。南华金属指数下行 0.43% 至 3136.22。近期美元指数重回 98 上方，短期内对铜价形成压力，而国内下游消费拉动不及预期，对铜价的支撑有所减弱。南华能化指数上行 0.44% 至 1371.22。美国制裁伊朗引发的原油供应端担忧，支撑布伦特原油最高突破 75 美元/桶，但美国原油库存大增以及交易商获利了结导致油价冲高回落。南华农产品指数下行 1.87% 至 754.50。非洲猪瘟影响大豆需求，豆粕库存持续堆积，利空豆粕价格。

## ● 风险提示：美国经济调整，美联储货币政策超预期

## 相关报告

国际经济及大宗商品：美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品：美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品：为何美国薪资增长乏力？

2019-04-07

国际经济及大宗商品：为什么长端美债收益率那么低？

2019-03-31

国际经济及大宗商品：中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

国际经济及大宗商品：美国菲利普斯曲线“失效”了么？

2019-02-24

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

国际经济及大宗商品：春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品：为什么日元是避险货币

2019-01-20

## 目 录

1、 超预期的美国经济可能没那么好.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	6
3、 汇率走势一周综述.....	8
4、 商品价格走势一周综述.....	9
4.1、 商品指数涨跌互现.....	9
4.2、 黄金价格走高.....	10
4.3、 金属价格涨跌互现.....	10
4.4、 能源化工产品价格多数走低.....	12
4.5、 农产品价格多数走低.....	14

## 图表目录

图 1: 美国 GDP 各分项环比折年率 (%).....	5
图 2: 各分项对美国 GDP 环比拉动率 (%).....	6
图 3: 美国成屋销售 (万户).....	7
图 4: 美国新建住房销售 (千户).....	7
图 5: 美国耐用品订单环比 (%).....	7
图 6: 美国密歇根大学消费者信心指数.....	7
图 7: 德国 IFO 商业景气指数.....	7
图 8: 欧元区消费者信心指数.....	7
图 9: 南华商品指数近期走势.....	9
图 10: 南华商品指数周度涨跌幅.....	9
图 11: 上周黄金价格走势.....	10
图 12: 美元指数走势.....	10
图 13: 高炉开工率 (%).....	11
图 14: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	11
图 15: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	11
图 16: 铁矿石港口库存 (万吨).....	11
图 17: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	11
图 18: 上期所阴极铜库存(吨).....	11
图 19: 焦化企业开工率 (%).....	12
图 20: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	12
图 21: 港口焦炭库存 (万吨).....	13
图 22: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	13
图 23: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	13
图 24: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	13
图 25: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	13
图 26: 港口煤炭库存 (万吨).....	13
图 27: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	14
图 28: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	14
图 29: 全国豆粕库存 (万吨).....	14
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.04.22-2019.04.26).....	8
表 2: 商品指数总览 (2019.04.22-2019.04.26).....	9
表 3: 黄金价格走高 (2019.04.22-2019.04.26).....	10

表 4: 金属价格涨跌互现 (2019.04.22-2019.04.26) .....	10
表 5: 能源化工产品价格多数走低 (2019.04.22-2019.04.26) .....	12
表 6: 农产品价格多数走低 (2019.04.22-2019.04.26) .....	14

## 1、超预期的美国经济可能没那么好

4月26日，美国商务部公布，2019年一季度GDP年化环比初值为3.2%，高于2018四季度的2.2%，超出市场预期，也高于过去年一季度经济增速均值。当日，标准普尔500指数、道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数分别上涨0.47%、0.31%、0.34%。美元指数在数据公布后也是短线拉升，但是后来受特朗普首席经济顾问库德洛有关降息发言影响，转而下落。

美国经济数据整体上超预期，但是结构上并没那么好。从需求端来看，一季度经济增速超预期主要是由净出口好转以及私人被动补库存拉动的，但是这些指标的不确定性都比较大，更为重要的内需，私人消费、私人投资增速都在走弱。当然，在1月政府停摆、全球经济增长放缓背景下，这个经济数据表明了美国经济的稳健。况且，由于季节效应，一季度经济增速在全年往往是比较低的。

一季度净出口对GDP环比折年率的拉动率是1.03%，较上季度的-0.08%增加1.1个百分点，是本季度经济增速超预期的主要拉动力量之一。出口、进口都有正的贡献。美国扩张出口的策略从去年四季度开始见效，2019年一季度出口年化环比增长3.7%，较上季度增加1.9个百分点，连续两个季度扩张。同时，一季度进口增速从上季度的2%下降至-3.7%，这可能是因为去年四季度以来美国对外贸易摩擦缓解，“抢进口”的必要性下降，也可能体现了美国内需疲弱。

虽然一季度美国私人投资年化环比增速由上季度的3.7%上升到5.1%，对GDP拉动率由0.66%上升到0.82%，但这主要是因为私人库存大幅增加。一季度汽车等耐用品被动补库存，导致库存对GDP的拉动率由上季度的0.11%上升到0.65%。另外，“埃航事故”也在一定程度上导致波音飞机滞销。美国2016年四季度开始主动补库存，2018年下半年开始内需逐渐减弱，开始被动补库存，后面可能面临去库存，进而拖累美国经济。

与此同时，私人固定资产投资年化环比增速则由上季度的3.5%下降到1.7%。特朗普实施减税后，私人固定资产投资增速大幅上升，2017年一季度更是达到9.9%，随着减税效应减弱，增速从2018年下半年开始下滑。未来美国私人投资增速下滑压力仍然存在：第一，减税的效应继续减弱。第二，2019年一季度私人固定资产投资增速上升是被动补库存的结果，后续企业可能面临去库存压力。第三，企业债务风险较大。美国长期的低利率环境刺激了企业加杠杆，美国企业部门经过次贷危机之后的去杠杆、市场出清，从2012年三季度开始加杠杆，2018年二季度末为74.4%，已创历史新高，三季度略有下降，但仍高达73.9%。当然，美联储暂停加息缩表，会缓解企业融资压力，从而防止投资增速过度下滑。

由于受前期美联储加息、房价不断上涨、收入增速下滑等因素影响，对美国经济最重要的私人消费，一季度年化环比增长1.2%，增速连续三个季度下降，拉动GDP增长0.82%，拉动率较上季度下降0.84个百分点。注意到3月私人消费增速有所上升。受美联储暂停加息缩表激励，3月零售环比增长1.6%，高于前值-0.2%和预期1%，创2017年9月以来新高。一季度美国可支配收入增长了3.0%，增速低于去年四季度的5.8%，或许受此影响，消费者信心指数在经历两个月上升之后，4月又开始下滑，二季度美国消费增速是否回升也不确定。经历过次贷危机的美国居民，消费变得谨慎，储蓄率较次贷危机前有所升高。2019年一季末美国家庭储蓄率为7%，较上季度末增加0.2个百分点，更是高于次贷危机前的3%。此轮经济复苏美国居民没有大规模加杠杆，居民杠杆率从2008年一季度末的98.6%，不断下降至2018年三季度的76.4%。居民的资产负债表比较健康，未来预期去杠

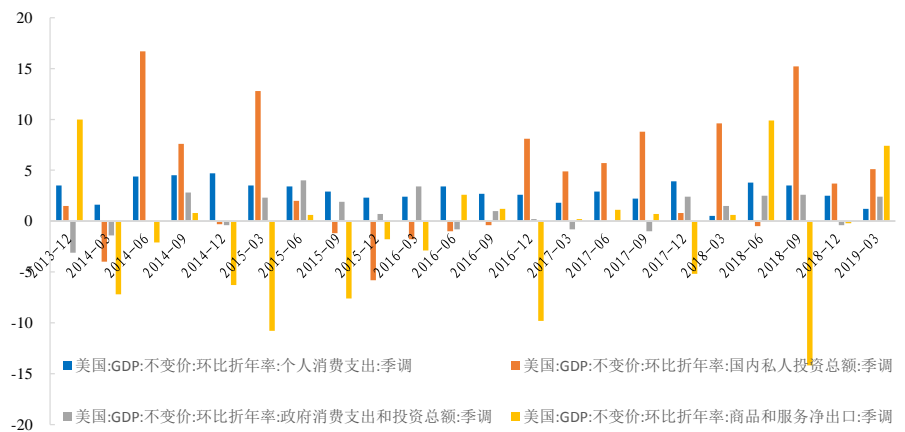
杆的压力也不大，加上股市上涨带来的财富效应，预计未来美国消费增速可能会有波动，但整体比较稳定。

意料之外，政府支出增加也是美国经济超预期的一个原因。2019 年一季度美国政府支出年化环比增长 2.4%，拉动 GDP 增长 0.41%，拉动率较去年四季度上升 0.48 个百分点，主要因为，地方政府受联邦政府“关门”影响较小，公路翻修等基础设施投资增速较高。而联邦政府支出增速受政府停摆、财政赤字等因素影响，小幅下滑，未来仍然存在不确定性。2018 年一季度末，美国财政赤字达到历史峰值 98.9%，后期略有下降，但 2018 年三季度末仍高达 98%。虽然现代货币理论(MMT)以及国际铸币税都可以在理论上支持美国发行国债，特朗普为了赢得 2020 年大选也有大搞基建的动机，但是民主党掌控下的众议院，仅从“政党政治”考虑也会施加阻力，即使两党在基建上的共识较为一致。

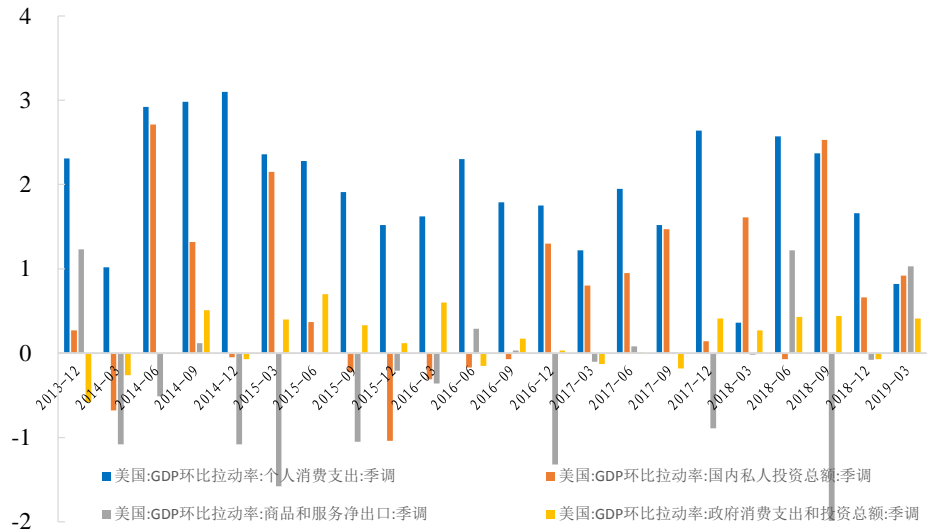
总之，未来美国固定资产投资增速可能会小幅下滑，并开始去库存，消费稳定，出口和政府支出存在不确定性，整体来看，美国需求可能小幅回落，美国实际经济增速向 2% 左右的潜在经济增速收敛。鉴于美国居民杠杆率不高，未来居民部门不会经历严重的去杠杆，这也决定了居民消费增速会比较平稳，未来美国经济大幅衰退的可能性不大，当然要警惕美国债务风险，以及股市回调。

FOMC 将于 4 月末 5 月初举行例会，超预期的经济数据，短期内可能不会改变美联储的加息耐心，除非出现通货膨胀上涨的强烈预期。不过，超预期的经济数据，至少会使短期内降息的可能性下降。芝加哥联储主席 Charles Evans 4 月 15 日表示，如果通胀持续低于 2%，美联储应该降息。市场自去年 12 月加息之后，也一直存在降息预期，特别是在多种美债收益率倒挂情况下，降息预期更强，这甚至在一定程度上对美联储的行动产生了干扰。

**图1： 美国 GDP 各分项环比折年率 (%)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图2： 各分项对美国 GDP 环比拉动率 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

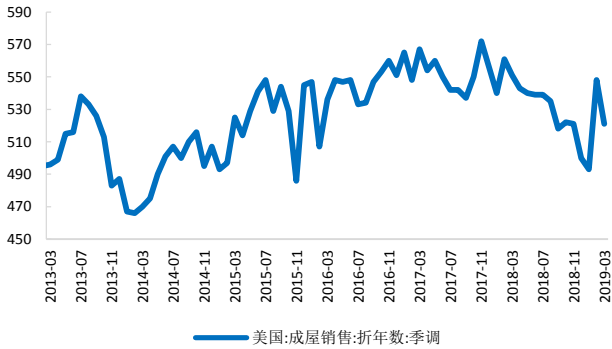
## 2、 国外经济形势一周综述

美国房地产市场仍旧低迷，但3月新屋销售数据超预期回升，或暗示美国房地产市场或将出现回暖迹象。美国3月新屋销售回升至69.2万户，创2017年11月以来最高，且已连续三个月上涨，高于预期64.9万户和前值66.2万户。2018年底以来持续走低的住房抵押贷款利率开始利好美国楼市，同时，美国3月新屋售价的下滑也有利于销售，新屋售价中位数同比大幅下跌9.7%。美国新屋销售虽有所起色，但约占全国住房销售量九成的美国成屋销售仍受供应短缺的拖累，表明美国房地产仍未走出低迷，美国3月成屋销售总数年化521万户，不及预期，环比下降4.9%。

一季度美国可支配收入增长了3.0%，增速低于去年四季度的5.8%，受此影响，消费者信心指数在经历两个月上升之后，4月又开始下滑，这意味着美国居民消费增速的不确定。

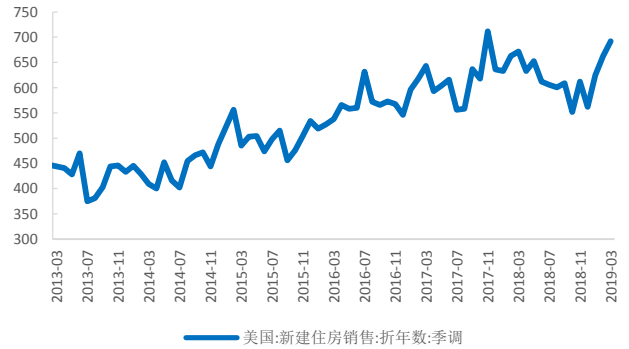
德国IFO商业景气指数再度恶化，令市场对欧洲经济反弹的乐观情绪显著降温。德国4月商业景气指数录得99.2，低于前值99.7，已连续第四个月低于100。其中，制造业显著拖累德国经济增长，德国制造业商业景气程度自2018年9月以来持续下行，而4月制造业商业环境再度明显恶化，并未出现任何回升势头。虽然服务业和贸易景气程度尚未出现大幅下滑，但整体前景依旧不明朗。欧元区4月消费者信心指数再度超预期下滑至-7.9，表明出消费者、企业主对未来经济和消费的预期较差，结合此前公布的欧元区PMI初值数据，进一步说明欧元区经济面临的下行压力增大。

图3： 美国成屋销售（万户）



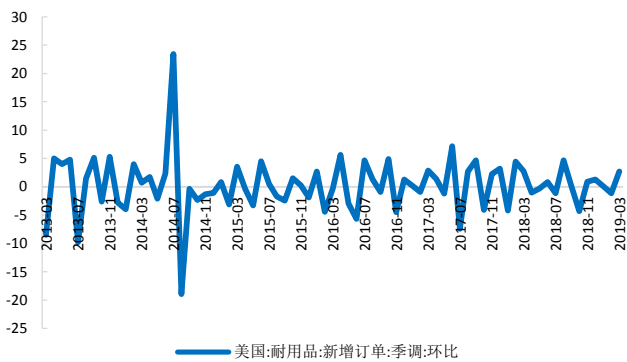
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美国新建住房销售（千户）



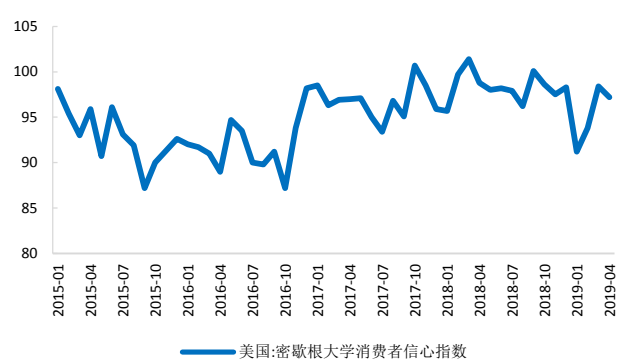
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国耐用品订单环比（%）



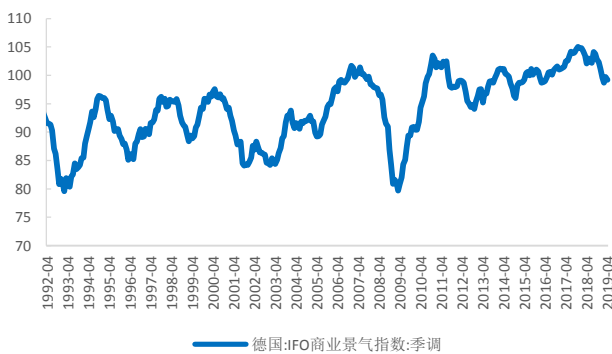
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 美国密歇根大学消费者信心指数



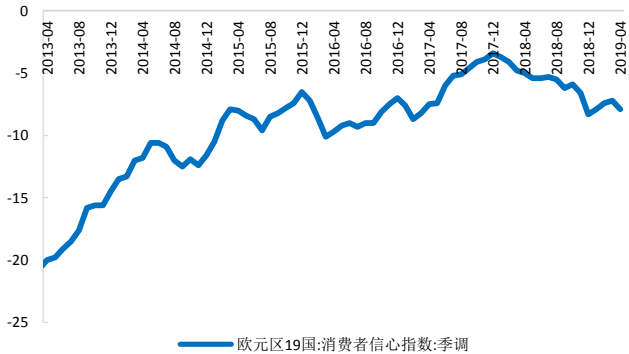
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 德国 IFO 商业景气指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 欧元区消费者信心指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.04.22-2019.04.26)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.7043	6.7307	6.7035	6.7307	0.3938	↓
美元兑离岸人民币	6.7025	6.7597	6.7005	6.7384	0.5356	↓
美元兑日元	111.92	112.405	111.39	111.575	-0.3083	↓
欧元兑美元	1.1245	1.1263	1.1113	1.1147	-0.8715	↓
英镑兑美元	1.2995	1.3018	1.2866	1.2917	-0.6002	↓
美元指数	97.375	98.3393	97.2575	98.033	0.6757	↑
CFETS 人民币汇率指数	95.2			95.51	0.3256	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	95.37			95.77	0.4194	↓
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	98.86			99.23	0.3743	↓

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为4月12日-4月19日。

美元指数上周上行0.68%收至98.033。近期美国公布的新屋销售、一季度GDP等数据利好,而欧元区等国家经济预期下滑,支撑美元指数上涨并突破98。上周欧元兑美元下行0.8715%,收报1.1147;英镑兑美元下行0.6002%,收报1.2917。

近期美元指数保持强势,人民币汇率有所贬值。截至4月26日,美元兑人民币即期汇率收至6.7381,一周上行347BP;美元兑人民币中间价收至6.7307,较前一周上行264BP;美元兑离岸人民币汇率收至6.7384,较前一周上行359BP;12个月期美元兑人民币NDF收至6.7864,较前一周上行409BP。

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\\_12897](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12897)

