

2019年4月27日

宏观经济



美国经济韧性再被印证

——美国 2019 年一季度 GDP 点评

宏观简报

美国一季度 GDP 环比折年率 3.2%，大超市场预期，分项中净出口拉动较大，消费和非库存投资偏弱。进一步看，进口下滑较多或与前期进口抢跑有关，未来不可持续。出口反弹较多部分反映中美贸易关系回暖，如果接下来中美在贸易谈判中达成协议，后续出口还可能更高。消费下滑部分受临时性因素拖累，预计二季度反弹。非库存投资偏弱表明全球经济疲弱的影响仍在。虽然 3.2% 的增速难以持续下去，但消费和出口的潜力也可能使美国经济比当前市场预期的更好。一季度核心 PCE 通胀略显低迷增加市场对货币宽松的预期，但短期内美联储转向全面宽松的必要性不大，需关注 5 月 2 日 FOMC 会议后美联储的表态。

分析师

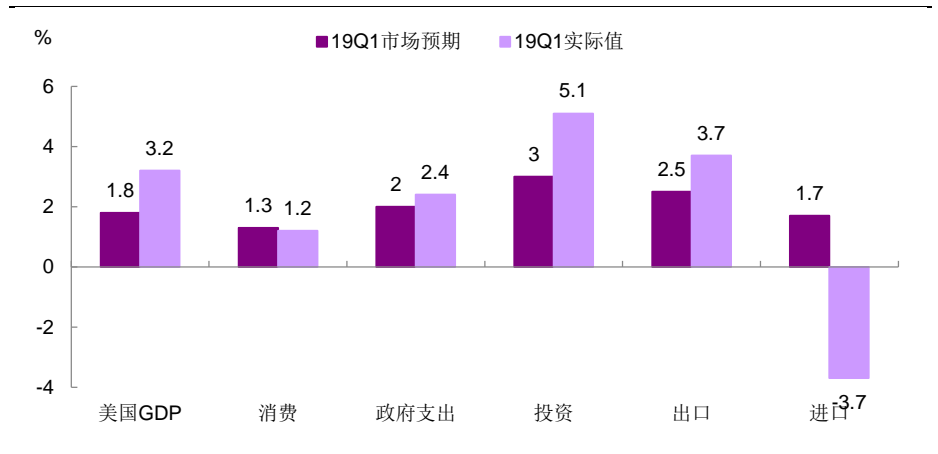
张文朗 (执业证书编号: S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

联系人

刘政宁
021-52523806
liuzn@ebscn.com

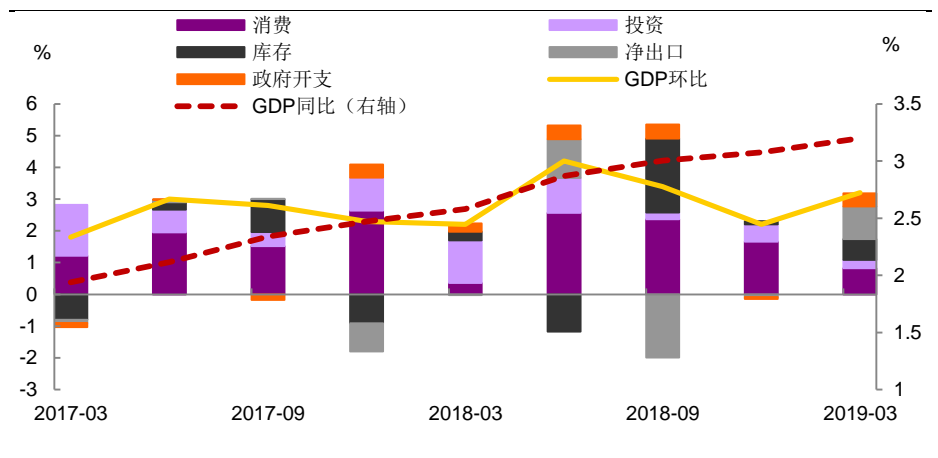
美国一季度 GDP 环比折年率 3.2%，大超市场预期。从分项的增速看，消费、政府支出符合预期，投资和出口高于预期，进口大幅低于预期（图 1）。从分项的拉动看，净出口贡献最大，拉动 1 个百分点。投资中库存贡献较多，拉动 0.65 个百分点。消费和非库存投资总体偏弱，拉动率均较上一季度下滑（图 2）。

图 1：美国一季度 GDP 增速的市场预期与实际值对比



资料来源：Bloomberg

图 2：各分项对 GDP 增速的拉动



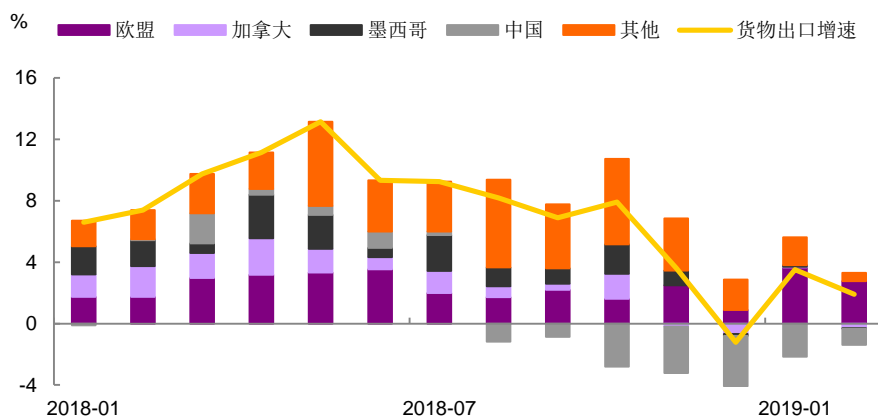
资料来源：Wind

考虑到美国一季度 GDP 增长常年低于其他季度（部分因为经常受到极端天气影响），3.2%的环比增速实属不易。因此，这份 GDP 数据总体是不错的，但从结构上看，这份数据也包含了临时性因素的影响，具体来看：

第一，进口下滑较多可能与前期进口“抢跑”有关，未来不可持续。去年下半年，受特朗普政府威胁对中国商品征关税影响，部分进口商品“抢跑”，也就是支出前移，导致今年一季度进口需求减弱。另外年初政府关门、天气寒冷等因素制约了经济活动，进一步降低了进口需求。不过 3 月消费和部分投资数据已较 1-2 月明显好转，PMI 等生产指标也有所回升，预计进口下滑不会持续。

第二，出口反弹部分反映中美贸易关系回暖。去年三季度后，美国对中国出口一度出现断崖式下跌，对中国的大豆出口几乎清零。今年以来，随着中美关系的缓和，中国已恢复从美国进口大豆，也取消了对美额外加征的汽车关税。由于美国 GDP 看的是环比，这一变化会立刻体现在一季度的 GDP 数据中。即便从同比上看，今年 1-2 月对中国出口也有明显好转（图 3）。如果接下来中美在贸易谈判中达成协议，后续美国出口增速还可能更高。出口需求增加还可能拉动投资，尤其是与贸易关系紧密的设备投资。

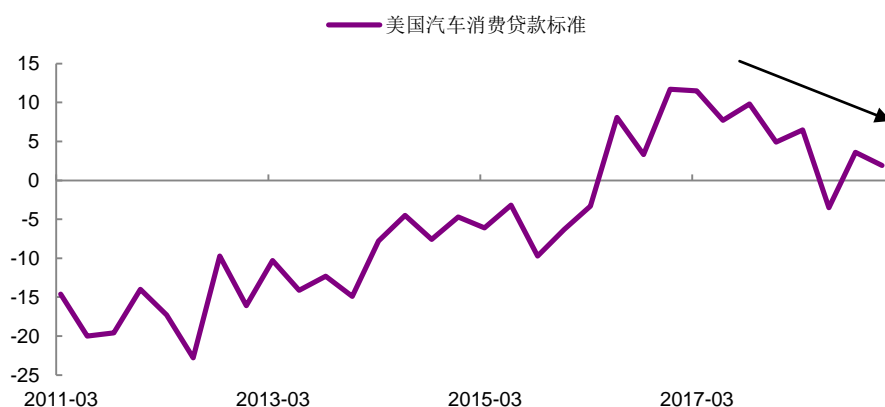
图 3：2018 年美国对中国出口下降较多，2019 年有明显改善



资料来源：Wind，光大证券研究所计算。图为美国出口同比增速的分解

第三，消费增速下滑部分受临时性因素拖累，预计二季度反弹。年初消费走弱与股市调整、政府关门、天气寒冷有关，不再赘述。展望未来，除了就业形势良好，劳动者收入增加，家庭偿债负担低等几个支撑消费的因素以外，消费信贷条件的边际放松也可提供有利条件。比如商业银行汽车贷款标准自 2017 年已显著放松，利好汽车消费（图 4）。另外房屋销售的回暖也利好家电、家用建材等消费品。

图 4：美国汽车信贷标准边际宽松



资料来源：美联储，数字越大为标准收紧，越小为标准放松

第四，非库存投资偏弱表明贸易和全球经济疲弱的影响仍在。建筑和设备投资仍旧疲弱，但 3 月核心资本品订单好于预期，表明设备投资在边际改

善。知识产权投资延续了之前强劲的势头，尤其是软件投资（请参考之前的报告《美国 GDP 中的新信号》）。住宅投资继续下滑，但环比降幅较上个季度收窄。好消息是，最近美国新屋销售出现回暖迹象，如果这一趋势能够延续，住宅投资也将止跌回升。

综上，我们不认为 3.2% 的增速会持续下去，但后续消费和出口的潜力也可能使美国经济比当前市场预期的更好。

另需注意的是，一季度核心 PCE 通胀环比 1.3%，不及预期，增加市场对货币宽松的预期。核心 PCE 是美联储的政策目标之一，该数据走弱引发了市场对美联储进一步宽松的预期，期货隐含的联储年内降息概率再次上升。我们认为，核心通胀走弱可能使部分联储官员态度更加软化，5 月的 FOMC 会议的基调也可能是偏鸽的，但联储会转向全面宽松的必要性不大。

对资本市场而言，不差的 GDP 数据与货币宽松的预期支撑美股，而低于预期的通胀压制美债利率。GDP 数据公布后美股走高，标普 500 和纳斯达克指数纷纷创出新高，表明市场不认为美国经济短期内存在较大风险。10 年期美债收益率下行至 2.5% 附近，美元指数回落，说明市场认为略显低迷的通胀会继续给联储施加压力，令其转向宽松。往前看，需关注 5 月 2 日 FOMC 会议后美联储对一季度 GDP 数据的回应。

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_12902

