

2019 二季度美国经济展望: 缓速下行, 衰退未至



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——川财海外宏观系列报告

核心观点

❖ 预计 2019 美国经济增长趋缓, 但减速幅度低于预期, 经济韧性仍在, 衰退概率较小。2018 年 GDP 全年同比增长 2.9% 为 2005 以来最高, 环比二季度升至 4.2% 的 4 年历史峰值后开始回落, 三、四季度下行至 3.4% 和 2.6%, 但放缓幅度仍好于预期。下半年税改红利已基本兑现, 贸易关税影响逐步显现, 进口需求端收缩, 私人投资增速由升转降, 制造业 PMI 新订单和库存指数回落。鉴于经济基本面依然整体稳健、加息预期减弱使得金融条件边际改善, 预计 2019 美国经济大概率呈缓速下行趋势, 预测一季度 GDP 或为 2.90%, 二季度 2.66%, 三季度 2.36%, 四季度 2.14%, 全年平均预测 2.52%。

❖ 预计 2019 年美国通胀中枢小幅走弱, 潜在通胀压力仍在, 劳动力市场整体紧俏, 增长略见放缓。2018 年美国整体及核心 CPI 同比先升后降, 三季度增速放缓, 四季度受油价下挫和海外增长放缓拖累, 通胀压力有所缓和。2019 年 1-2 月通胀持续低迷支持美联储暂缓加息。除国际油价外, 薪资增速上行、消费扩张及关税推升物价仍为通胀上行潜在因素。目前美国就业市场整体较为强劲, 去年 10 月失业率触及 3.7% 历史低位, 今年 2 月新增非农就业虽小幅下滑, 但时薪增速上升至近年高位。全球经济增长放缓、中美贸易紧张局势的缓解, 一定程度降低了美国输入型通胀和成本推动型通胀上行的预期。

❖ 预计美联储加息进入尾声, 年内结束缩表概率上升、加息仍存不确定性。随着去年美股大幅回调和高频数据回落, 美联储政策立场由鹰派向鸽派调整, 表示对加息保持“耐心”, 观察美国经济发展趋势以及市场波动和通胀压力水平。2018 年美债长短端收益率曲线平坦化加剧直至年末出现倒挂, 前瞻性数据显示经济已处于放缓通道, 支持美联储维持现有利率、暂缓加息节奏并提前结束缩减资产负债表进程。目前利率已接近中性, 通胀仍占美联储加息主导因素。

❖ 企业盈利增速回落使美股上行动能减弱, 高估值仍为主要风险。美股 2018 四季度两次大幅回调, 美联储加息后无风险利率迅速抬升, 贸易关税问题以及对经济下行趋势的担忧使风险偏好回落。2019 美股市场迎来短期反弹, 但企业盈利增速下行让美股上行动能减弱, 目前高估值为主要风险。美股资产价格与居民资产负债表所有者权益密切相关, 总资产与股市波动相关性较高, 下跌会让居民财富缩水抑制消费需求直接影响经济。由于经济韧性仍在、贸易紧张局势缓和改善情绪, 叠加流动性边际放松, 预计短期美股仍在前期高点附近震荡。

❖ 全球增长同步趋缓、政策不确定性和地缘政治因素制约着美国经济前景。分政策来看, 2018 上半年税改推动经济, 下半年红利减退经济放缓; 中选后两党各主导一院, 2020 选举年临近、政策不确定性加大。贸易摩擦使美国贸易赤字持续扩大, 净出口对美国经济负向拖累逐步体现; 2019 中美贸易谈判取得阶段性进展, 但长期看贸易摩擦风险仍存。OECD 下调 2019 年全球经济增速预测, 美欧等发达经济体比新兴经济体面临更大下行压力。政策的不确定性和市场信心不断下降, 拖累商业投资和贸易活动前景。往前看, 全球经济放缓、地缘政治的不确定性和金融环境的收紧仍然是未来美国经济面临的主要风险。

风险提示: 全球贸易摩擦升级, 经济增长不达预期, 全球市场黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 海外研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2019/3/18

分析师

陈雳

证书编号: S1100517060001

8610-66495901

chenli@cczq.com

联系人

周文仪

证书编号: S1100117120006

010-66495910

zhouwenyi@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼,
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层, 518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

正文目录

一、美国经济增长趋缓，但减速幅度低于预期.....	5
1.1 经济基本面较为稳健，增速回落但衰退未至	5
1.2 去年前三季度 GDP 稳步扩张而后期徘徊	6
1.3 进口需求减弱新订单下滑，制造业 PMI 指数持续走低.....	8
1.4 2019 年美国二季度和下半年 GDP 增速展望	8
二、投资增速 2018 由升转降，2019 美国企业投资计划或无大幅变化	10
三、通胀中枢小幅回落，潜在上行压力仍存	12
3.1 物价稳定和充分就业是美联储货币政策主要目标和依据	12
3.2 2018 美通胀指标先升后降，三季度以来通胀增速有所放缓	12
3.3 主要 CPI 细分项对整体通胀推动作用	14
3.4 2019 年美国通胀中枢或小幅回落，潜在通胀压力仍在	15
四、劳动力市场整体保持紧俏，就业增长略见放缓	17
4.1 失业率整体呈下行趋势，劳动力市场渐趋充分就业	17
4.2 时薪增速整体稳步上行，	19
4.3 劳动力市场开始出现放缓迹象	20
五、货币政策和利率：美联储向“鸽派”立场调整	21
六、企业盈利增速下行，美股估值支撑减弱	24
七、政策事件回顾和潜在走势影响	27
7.1 税改红利逐渐消退，刺激经济作用减弱	27
7.2 两党各主导一院，2020 选举年临近，政策不确定性加大	28
7.3 中美贸易谈判取得阶段性进展，长期来看贸易摩擦风险仍存	29
7.4 全球增长趋缓和地缘政治因素影响美国经济前景	31
八、风险提示：	32

图表目录

图 1:	美国 GDP 同比增速 (%)	5
图 2:	美国 GDP 环比折年率 (%)	5
图 3:	美国本土投资总额一季度抬升势头显著	6
图 4:	1-2Q 美国本土商品进出口度明显抬升 (%)	6
图 5:	美国三季度 GDP 拆分及占比	7
图 6:	美国私人部门总税率近年变化 (%)	7
图 7:	四季度 GDP 拆分及占比	7
图 8:	千禧年至今 GDP 走势 (%)	7
图 9:	美国制造业 PMI 指数三季度开始走低(%)	8
图 10:	美国 ECRI 领先指标及增长年率	8
图 11:	美国 GDP 拆分环比拉动率显示经济放缓	9
图 12:	美联储近 7 次 GDP 变化预期	9
图 13:	2019 年下半年美国经济增速或将持续放缓 (%)	10
图 14:	投资对 GDP 贡献率(%)	10
图 15:	GDP 同比拉动率(%)	11
图 16:	美国个人消费和私人投资季度环比 (%)	11
图 17:	美国国内私人投资总额 (十亿美元)	11
图 18:	近十年美国 CPI 和核心 CPI 走势	12
图 19:	近十年美国 PCE 和核心 PEC 走势	12
图 20:	2018 年以来美国 CPI 同比先升后降	13
图 21:	2018 年以来美国核心 CPI 同比变化	13
图 22:	美国各口径通胀指标同比近期走弱 (%)	13
图 23:	美国各口径通胀指标环比 (%)	13
图 24:	WTI 原油价格同比与美国 CPI 和 PPI 同比(%)	14
图 25:	NYMEX 汽油价格同比与 CPI 和 PPI 同比(%)	14
图 26:	2014-2018 年美国 CPI 主要细分项表现	15
图 27:	国际原油价格同比变化领先美国 CPI 能源同比一个月左右	16
图 28:	去年 11 月国际油价下跌拖累通胀回升但不排除通胀上行压力	16
图 29:	美国失业率整体呈现下行趋势 (%)	18
图 30:	11 月美失业率 3.7%与 1969 年水平相同	18
图 31:	近年来失业率和标普 500 关系渐趋明显	18
图 32:	失业率跌至低位后通常会急剧上升 (%)	18
图 33:	2 月时薪同比增幅 3.4%创 2009 年来高点	19
图 34:	非农平均时薪和薪资增速季环比 (美元/时, %)	19
图 35:	2018 年新增非农就业稳步增加 (千人)	20
图 36:	2019 年 2 月新增非农人数明显下降 (千人)	20
图 37:	当周初领失业金人数呈下降趋势 (千人)	20
图 38:	近两月初次申请失业金人数上升 (千人)	20
图 39:	密歇根大学消费者信心指数整体上行	21
图 40:	密歇根大学消费者信心指数四季度持续走低, 1 月触低位后近期小幅回升	21
图 41:	美联储 2018-2021 加息点阵图	22
图 42:	联邦基金利率和 2 年期国债收益率 (%)	22

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	美元指数和联邦基金利率 (%)	22
图 44:	美国联邦基金利率和 GDP 相对走势 (%)	22
图 45:	美债长短端收益率息差近年表现	23
图 46:	美债期限息差收窄明显 (%)	23
图 47:	利率倒挂出现后 5-17 个月会出现经济回落	23
图 48:	美联储近年加息叠加 TED 息差概况	24
图 49:	2018 年 10 月美股经历两次大幅回调	25
图 50:	居民资产恶化对个人消费影响	26
图 51:	股市下跌对居民和机构的影响	26
图 52:	股市大跌对投资总额影响(%)	26
图 53:	股市大跌对商品和服务进出口影响(%)	26
图 54:	近年美中期选举后美股年化收益 (%)	27
图 55:	美股未来盈利及估值预测 (%)	27
图 56:	税改有效驱动 2018 年上半年经济增长%	28
图 57:	美国企业实际有效税率及 GDP 增速 (%)	28
图 58:	美国贸易赤字持续扩大	29
图 59:	美国资产变化 (百万美元)	29
图 60:	美国财政预算赤字占 GDP 比重上升	30
图 61:	中美贸易差额持续扩大	30
图 62:	OECD 对全球和各主要国家经济增速的预测	31
图 63:	私人部门信心指数大幅下滑	32
图 64:	企业用人意愿整体呈下降趋势	32
图 65:	未来发达经济体投资率或低于新兴市场	32
图 66:	2019 发达经济体面临更大的下行压力	32
表格 1:	彭博 2019 分季度 GDP 增速预期 (环比折年率%)	9
表格 2:	美国 2019 年 GDP 增速预期 (%)	9
表格 3:	2019 年 1-4Q 美国物价增长预期 (%)	17
表格 4:	自 1970 年美国出现利率倒挂后, 5-17 个月会伴随	24
表格 5:	近 24 年美国中期选举结果	28
表格 6:	2018 年 3 月以来中美贸易摩擦关键节点梳理	30

一、美国经济增长趋缓，但减速幅度低于预期

1.1 经济基本面较为稳健，增速回落但衰退未至

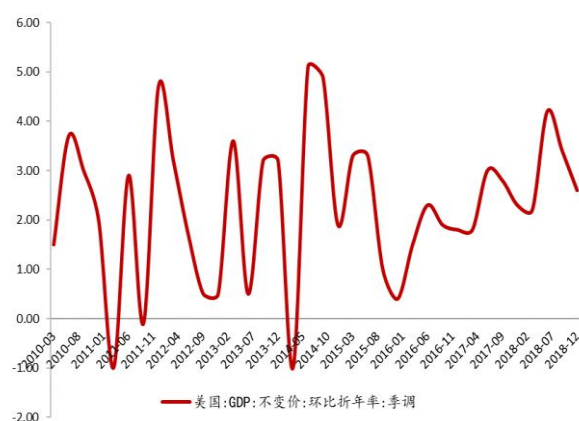
回顾 2018 年，美国整体经济呈现稳步增长，三季度出现放缓迹象，四季度进一步回落但减速幅度低于预期；2019 年美国整体经济大概率缓速下行，总体景气度仍能维持、韧性犹在，衰退概率较小。从增长指标来看，2018 年美国 GDP 全年同比增速在 2015 年减速后逐步回升至 2.9%，为 2015 年以来最高，增速略低于特朗普政府制定的 3% 的年度预期目标。从 GDP 环比折年率来看，美国经济增长速度在 2018 年第二季度上升至 4.2% 的四年历史峰值，但此后开始回落，分别在第三、四季度达到 3.4% 和 2.6%。即便 GDP 增速回落，实际四季度的 2.6% 相较于预期的 2.2% 也较为乐观，回落速度呈现出缓速下行趋势。此外，GDP 同比数值连续三季度有所上升；OECD 领先型指标连续三季度处于稳定的波动范围内；产能利用率及制造业、非制造业 PMI 都好于 2017 年全年对应季度，高频经济指标显示美国经济基本面整体稳健。

图 1：美国 GDP 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 2：美国 GDP 环比折年率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2018 年初 GDP 增长速度受多方面因素影响，如政府支出水平、私人投资比重程度、关税利率政策实施、消费者支出水平、进出口情况等等。2018 年上半年美国经济增长动能主要来自经济复苏时期减税措施的刺激和房地产加速补库。回顾 2018 年全年美国经济，去年 1 月实施的税改政策是自 1986 年来美国最大规模的税改法案，税改法案最终版本将企业所得税率调整为 21%，个人所得税降至 11.7%，海外资金加速回流、美股回购额迅速增加，美股企业盈利指标和估值得以提振，支撑了历史上最长的美股牛市。

但从去年三季度开始，美国经济明显回落，主要是由于以上可以刺激经济增长

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

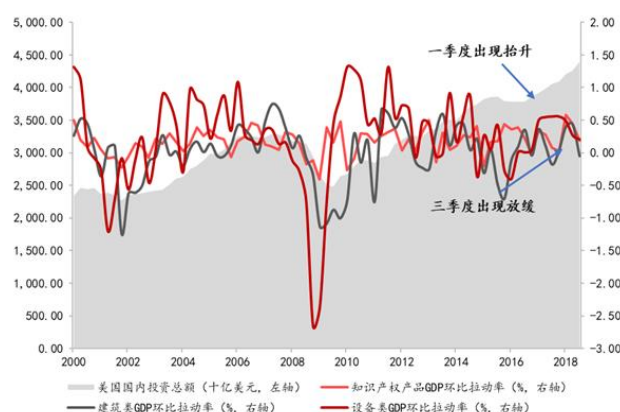
的因素在不断减弱，也说明美国经济韧性较强没有给资产价格带来显著影响。同时，第三季度起，部分经济数据因减税效果的弱化而持续走低，减税红利或正在消退，如消费支出、商业库存及进出口量等。无论是中期选举后参众割裂导致未来政策推行的不确定性加深，美债长短端收益率倒挂预示着经济衰退，还是去年三月开始逐步加码的中美贸易摩擦对美国的影响，以及美联储加息路径的悬念，都在多方制约着 2018 年美国经济的扩张。

1.2 去年前三季度 GDP 稳步扩张而后期徘徊

去年美国一季度 GDP 稳中有进，企业部门信贷占比偏高，但低于次贷危机时期水平。数据方面，实际 GDP 年化环比增长 2.3%，高于预期，且高于往年一季度。分项来看，消费支出环比增长 1.1%，固定资产投资环比增长 4.6%，前者偏弱，后者稳健；进出口及库存变化对 GDP 的贡献较大且有所改善。具体来看，固定资产投资在今年一季度已连续 8 个季度增长，美国本土关于建筑、设备、知识产权投资在当季依旧保持正向成长。虽然一季度终值下修至 2%，且低于预期，但在强劲的劳动力市场和减税政策推动下，经济增长稳健且恢复抬升势头。企业税后利润以 8.7% 的速度增长，高于 5 月份公布的 5.9%。企业设备支出增长从上月估计的 5.5% 上调至 5.8%。

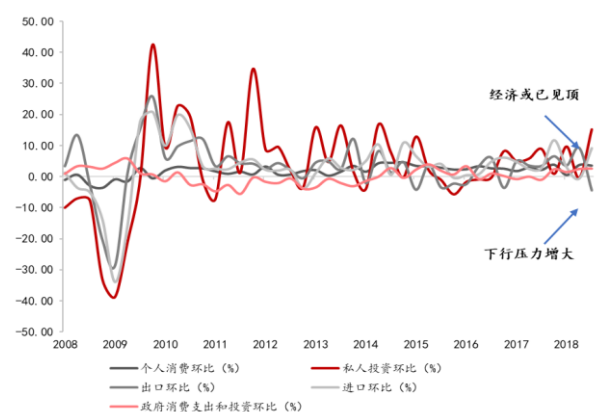
去年 1 月份生效的 1.5 万亿美元所得税减免计划，刺激第二季度经济增长加快，二季度 GDP 回升态势明显。实际 GDP 年化环比为 4.1%，创近四年新高。分项来看，受较低的税收及强劲的劳动力市场影响，占美国经济活动主体的消费者支出增长 4%，为 GDP 贡献了 2.69%；出口大幅上涨，净出口为当季 GDP 增速贡献 1.06%，为自 2013 年以来的最大增幅；政府支出增速达 2.1%，为 GDP 贡献 0.37%；受国防支出拉动，联邦支出增长 3.5%，为 2014 年以来最快增速。

图 3：美国本土投资总额一季度抬升势头显著



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：1-2Q 美国本土商品进出口度明显抬升（%）

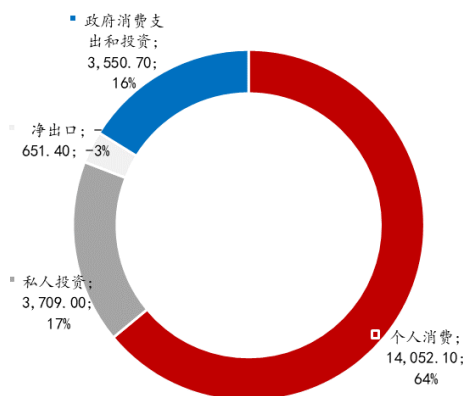


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

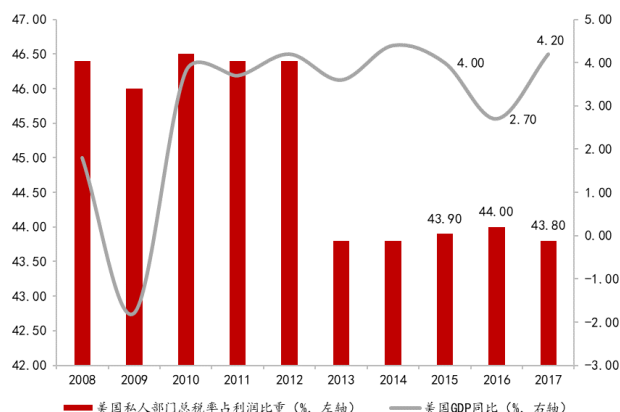
关税风险叠加减税政策红利的消退，美国经济在 2018 年第三季度未能保持强劲增长势头。三季度实际 GDP 年化环比修正值为 3.5%，符合预期。当季美国本土强劲需求推动进口微幅反弹，但出口拖累经济增长，为当季 GDP 增速抹去 1.91%，创 1985 年第二季度以来最多；同时，受进口关税影响，企业设备支出增长 3.5%，为两年来最慢增速。可见三季度伊始，美国本土经济出现乌云。

图 5： 美国三季度 GDP 拆分及占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

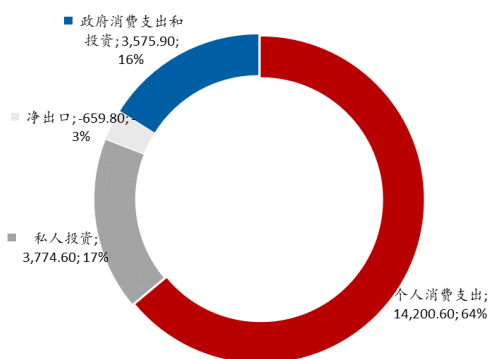
图 6： 美国私人部门总税率近年变化 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

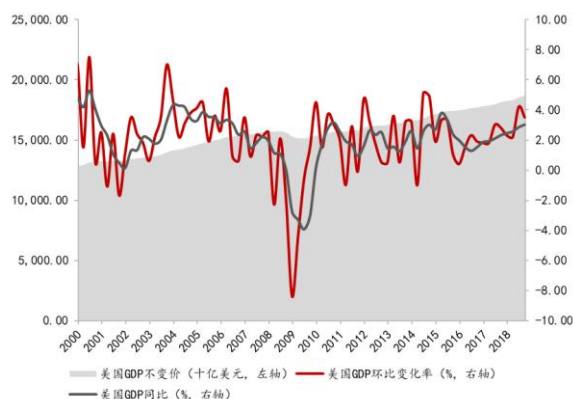
美国 2018 年四季度 GDP 年化上升 2.6%，虽然较前值明显回落但放缓速度低于预期，全年增速 2.9% 为 2015 年以来最好。分项来看，企业支出和私人消费拉动是主要增长支撑因素，政府支出贡献率减弱，而净出口仍然是主要的拖累项。二月美国和英国制造业 PMI 进一步回落，美 ISM 制造业 PMI 创 2016 年 11 月以来最低。

图 7： 四季度 GDP 拆分及占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 千禧年至今 GDP 走势 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 进口需求减弱新订单下滑，制造业 PMI 指数持续走低

从各类 PMI 指数来看，美国制造业 PMI 已连续 28 个月扩张，虽仍位于 50 荣枯线上方，但扩张速度逐步放缓。美国 ISM 制造业 PMI 指数从 2018 年 8 月开始下行，从 61.3 降至 2018 年 12 月的 54.3。2019 年初虽小幅回升至 56.6，但 2 月仍仅有 54.2，为 2016 年 12 月以来的最低值。2019 年 2 月 ISM 制造业指数回落至 54.2，低于预期的 55.8，创 2016 年 11 月以来新低。分项看，ISM 制造业物价指数、就业指数和新订单指数均不同程度下滑。

PMI 指数是体现美国经济增长动能的先行指标，美国经济 2018 年三季度开始增速放缓，制造业 PMI 指数 8 月开始走弱。美国制造业 PMI 的大幅下降，预示着进口需求的减少。贸易纠纷在企业投资中显现频繁，推迟了固定资产投资并增大生产成本，这严重影响了企业投资意愿。企业投资意愿的降低导致设备投资意愿跌落，最终反映在 PMI 新订单指数的下滑。PMI 订单需求出现疲软现象，但鉴于美国经济韧性较强，整体 PMI 下行速度仍低于预期。我们预计 2019 年 PMI 指数仍有小幅回升的可能性，但考虑进口需求不再迫切，并且美国经济增长动能亦不再强劲，总体上制造业 PMI 仍处于下行水平。

图 9：美国制造业 PMI 指数三季度开始走低(%)

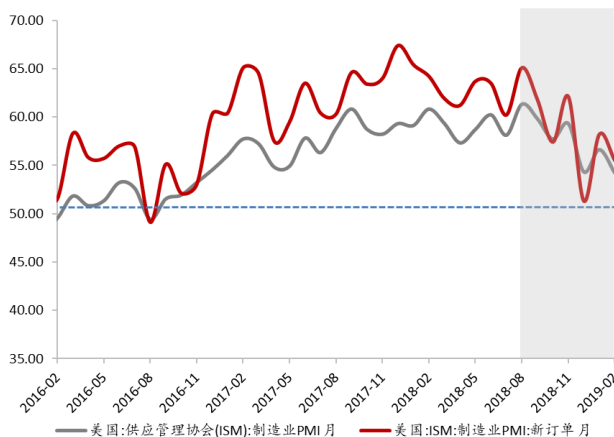
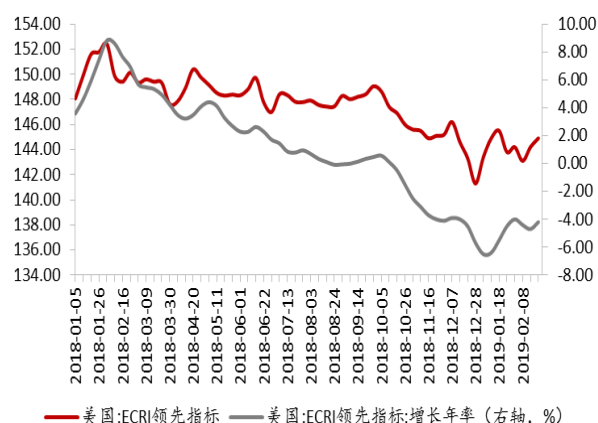


图 10：美国 ECRI 领先指标及增长年率



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_13604

