

宏观点评

美联储降息结束了吗？——兼评美国三季度 GDP 和 10 月 FOMC 会议

事件：10月30日晚8点半，美国公布三季度实际 GDP 环比折年率为 1.9%（预期 1.6%，前值 2.0%）；同比为 2.0%（前值 2.3%）。10月31日凌晨2点，美联储10月 FOMC 会议决定降息 25bp，符合市场预期。

核心结论：

1. 美国三季度 GDP 略超预期，但经济不是真的好，美国经济衰退风险仍在。

美国三季度实际 GDP 环比折年率为 1.9%，好于预期的 1.6%。从分项的同比拉动率来看，净出口对 GDP 的拖累明显减弱，私人投资的拉动率大幅下降，私人消费和政府支出的拉动率基本持平，因此三季度美国经济基本面并没有明显改善。具体来看：

- **净出口对 GDP 拖累减弱，背后的原因是贸易摩擦的扰动。**一方面，5月以来的 2000 亿关税升级和 3000 亿关税开征拖累美国进口增速下行；另一方面，去年三季度 2000 亿关税商品存在“抢进口”现象，因此三季度美国贸易逆差环比同比双双下降，对 GDP 的拖累减弱。
- **私人投资的放缓，缘于企业投资能力和投资意愿双双走弱。**过高的杠杆率限制了企业的投资能力，订单的减少打压了企业的投资意愿，二者共同作用导致投资增速放缓。此外，伴随制造商库存比自去年底持续回升，当前美国已进入加速去库阶段，未来私人投资表现仍不容乐观。
- **私人消费仍是经济的主支撑，但支撑作用将边际减弱。**当前美国良好的就业状况有望持续，从而私人消费有望保持稳健，仍将对经济形成支撑；但由于企业盈利增速的下行将带动薪资增长放缓，同时消费者信心已开始持续走弱，因此未来私人消费的表现大概率将走弱。
- **维持此前判断，美国经济短期内仍有韧性，但中长期陷入衰退几乎不可避免，预计衰退最快将发生在 2020 年底甚至 2020 年下半年。**

2. 美联储 10 月如期降息，但后续可能暂缓。美联储下调联邦基金目标利率 25bp 至 1.5%-1.75%，为年内第三次降息，符合市场预期。政策声明中，对固定投资的表述由“已经走弱”修改为“保持疲软”，同时删除了“将采取适当行动维持经济扩张”的表述。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，当前的货币政策立场是合适的，继续预计经济以温和的速度扩张。综合考虑声明文本的变化和鲍威尔的表态，美联储 12 月再次降息的概率不大（最新降息概率仅为 20% 左右）。

3. 美联储政策路径将回归“数据依赖”，降息周期尚未终结，2020 年上半年可能再次降息。7月31日美联储第一次降息时，鲍威尔曾称之为“保险性降息”（risk management），主因是市场预期和特朗普的双重施压。但与 1995 年、1998 年两轮典型的“保险性降息”相比，当前美国非金融企业部门债务压力显著提高，经济中长期面临较大的衰退风险，因此不能将本轮降息周期视作一般意义上的“保险性降息”。为应对潜在的企业债务风险，美联储仍具备继续降息的必要性。鉴于近期鲍威尔重新强调“数据依赖”的重要性，我们认为后续美联储降息节奏将主要取决于经济数据。一旦经济数据明显走弱，美联储货币政策立场大概率将再度转鸽。

风险提示：1. 美国经济表现超预期；2. 中美贸易摩擦超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《制度红利的春天——四季度和 2020 年宏观展望》2019-10-23
- 2、《对中美贸易冲突超预期缓和的几点理解》2019-10-14
- 3、《美国年内还降息么，中国跟不跟？——9 月 FOMC 会议点评》2019-09-19
- 4、《美国降息已成定局，关键是节奏——6 月 FOMC 会议点评》2019-06-20
- 5、《美国一季度 GDP 超预期的表与里》2019-04-27



内容目录

美国三季度 GDP 略超预期，但经济并不是真的好.....	3
美联储 10 月 FOMC 如期降息，但后续可能暂缓.....	6
政策路径将回归“数据依赖”，降息周期尚未终结.....	7
风险提示.....	8

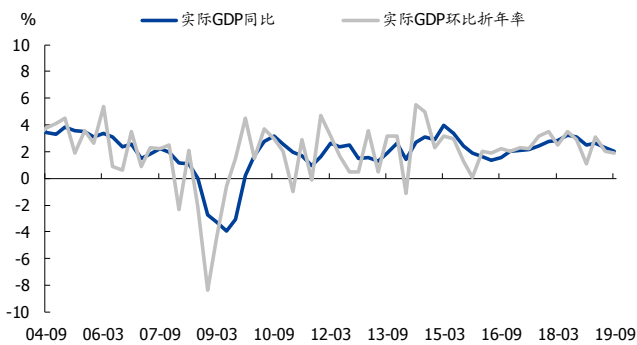
图表目录

图表 1: 美国三季度 GDP 小幅下滑但高于预期.....	3
图表 2: 美国三季度净出口对 GDP 的拖累大幅减弱.....	3
图表 3: 美国三季度私人投资和消费增速双双下行.....	3
图表 4: 关税升级导致美国三季度进口增速下滑.....	4
图表 5: 去年三季度由于“抢进口”，美国贸易逆差大幅飙升.....	4
图表 6: 美国三季度私人投资放缓主因非住宅投资增速下滑.....	4
图表 7: 当前美国已进入加速去库阶段.....	4
图表 8: 高杠杆率抑制了企业的投资能力.....	4
图表 9: 订单减少抑制了企业的投资意愿.....	4
图表 10: 美国三季度私人消费增速小幅下滑.....	5
图表 11: 美国失业率短期内尚不会大幅回升.....	5
图表 12: 企业盈利放缓将带动薪资增速放缓.....	5
图表 13: 消费者信心下滑表明私人消费难有明显改善.....	5
图表 14: 近三次 FOMC 会议声明对比.....	6
图表 15: 会议前后市场对未来降息预期变动不大.....	7
图表 16: 本轮美联储具备继续降息的必要性.....	7

美国三季度 GDP 略超预期，但经济并不是真的好

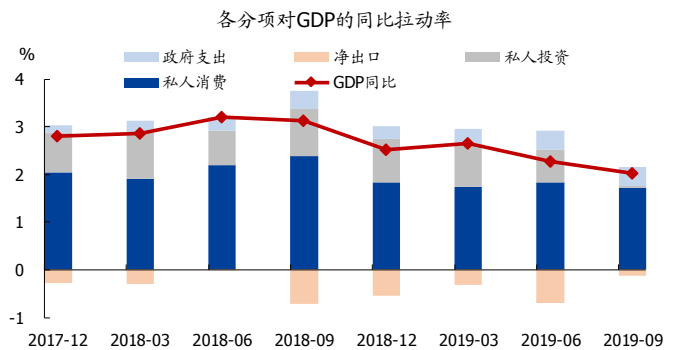
美国三季度 GDP 增速超预期，主因净出口拖累减弱。美国三季度实际 GDP 环比折年率 1.9%，高于预期值 1.6%，略低于二季度的 2.0%；同比增速为 2.0%，低于二季度的 2.3%。分项来看，私人消费和政府支出对 GDP 的同比拉动率与二季度基本持平，私人投资的同比拉动率由 0.69% 大幅下滑至 0.04%，净出口的同比拉动率由 -0.70% 大幅缩小至 -0.13%。整体来看，三季度美国 GDP 超预期坚挺主要源自净出口的拖累减弱，而私人投资增速较二季度明显放缓，私人消费增速也有小幅下滑，因此美国三季度经济并不是真的好。

图表 1: 美国三季度 GDP 小幅下滑但高于预期



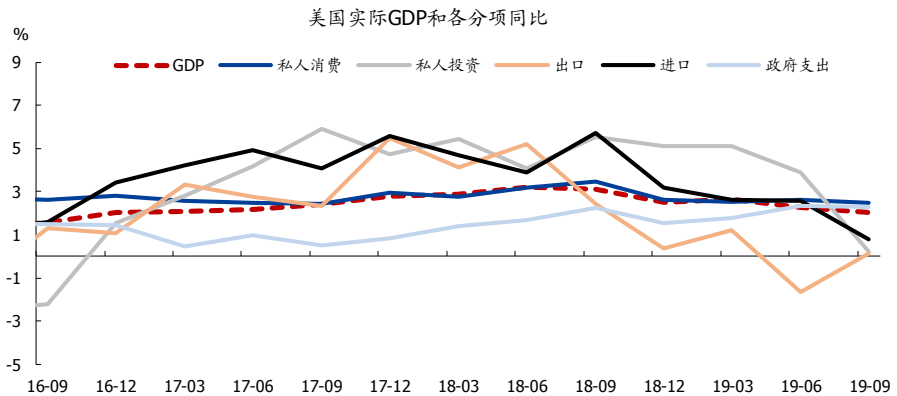
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 美国三季度净出口对 GDP 的拖累大幅减弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

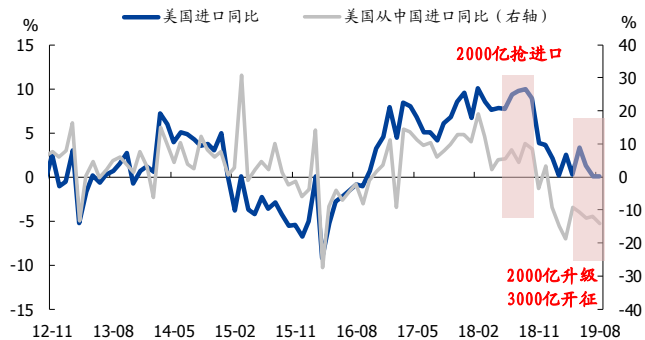
图表 3: 美国三季度私人投资和消费增速双双下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

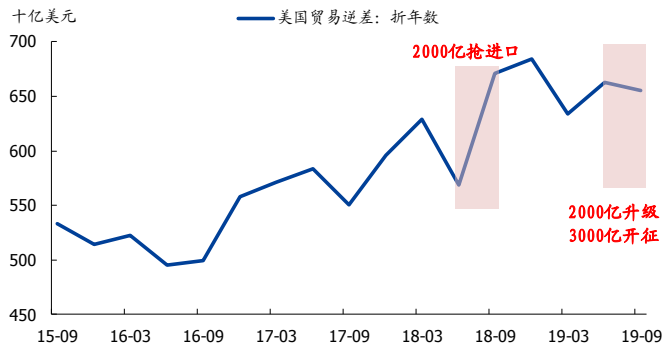
净出口对 GDP 拖累减弱，背后的原因是贸易摩擦的扰动。一方面，自 5 月 10 日起，美国对华 2000 亿商品关税税率由 10% 提升至 25%，同时 9 月 1 日起美国对华 3000 亿商品开征 15% 的关税。在关税升级的影响下，美国对华进口增速由 5 月的 -10.7% 持续下滑至 8 月的 -14.0%，美国总进口增速也由 3.3% 下滑至 0%，带动美国三季度贸易逆差较二季度有所下降。另一方面，2018 年 7 月 10 日美国公布对华 2000 亿加税清单，最终自 9 月 24 日开征 10% 关税，导致去年三季度美国贸易逆差由于“抢进口”而大幅飙升。在关税的扰动下，三季度美国贸易逆差环比和同比双双下降，对 GDP 拖累减小。

图表 4: 关税升级导致美国三季度进口增速下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

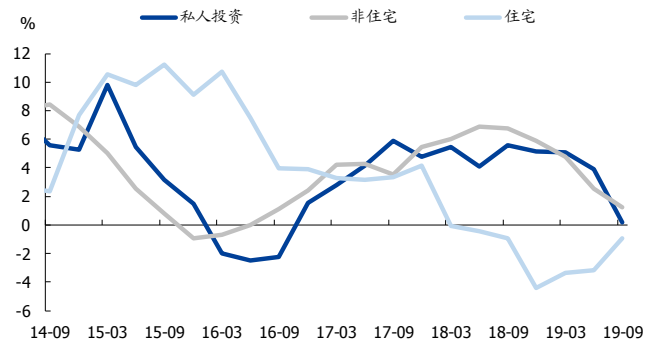
图表 5: 去年三季度由于“抢进口”, 美国贸易逆差大幅飙升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

私人投资的放缓, 缘于企业投资能力和投资意愿双双走弱。美国三季度私人投资实际增速为 0.2%, 大幅低于二季度的 3.9%; 其中非住宅投资增速 1.3% (前值 2.6%), 住宅投资增速 -1.0% (前值 -3.2%), 非住宅投资中存货同比变动为 -20.9% (前值 347.9%)。在前期报告《美国一季度 GDP 超预期的表与里》中我们曾指出, 私人投资表现取决于企业的投资能力和投资意愿, 而高杠杆率抑制了企业的投资能力, 订单减少抑制了企业的投资意愿, 从而美国私人投资增速趋于下行。此外, 制造商库存销售比的拐点领先库存总额同比的拐点半年左右, 库销比指标自去年底开始持续回升, 预示着今年下半年美国将进入加速去库阶段。整体来看, 本次数据表现与我们此前的判断一致, 未来美国私人投资表现仍不容乐观。

图表 6: 美国三季度私人投资放缓主因非住宅投资增速下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 当前美国已进入加速去库阶段



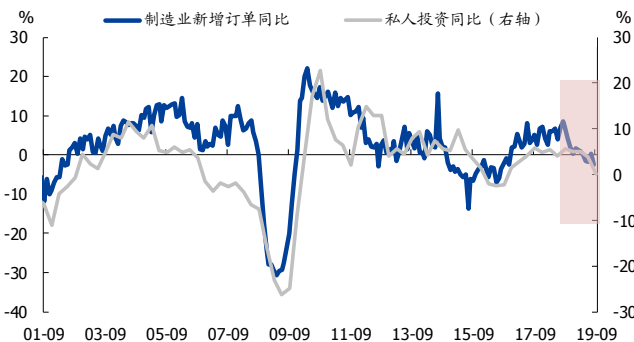
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 高杠杆率抑制了企业的投资能力



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

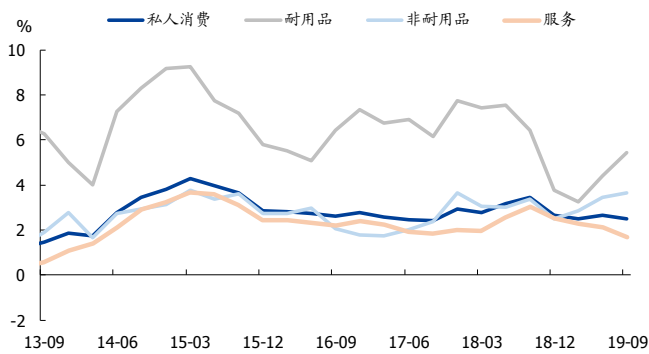
图表 9: 订单减少抑制了企业的投资意愿



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

私人消费仍是经济的主支撑，但支撑作用将边际减弱。美国三季度私人消费实际增速为2.5%，略低于二季度的2.6%，其中商品消费（包括耐用品和非耐用品）增速较二季度有所提升，服务消费增速延续下滑。美国私人消费表现主要取决于就业状况和薪资增速水平，就业方面，当前新增非农就业尚未出现持续大幅下滑，指向失业率短期内尚不会大幅回升，从而私人消费有望保持稳健，将继续对经济形成支撑。薪资方面，企业税前收入增速通常领先薪资增速6-9个月，而前者自年初以来持续下行，预示着未来薪资增长趋于放缓，同时消费者信心指数自6月以来持续回落，表明私人消费对经济的支撑作用大概率将有所减弱。

图表 10: 美国三季度私人消费增速小幅下滑



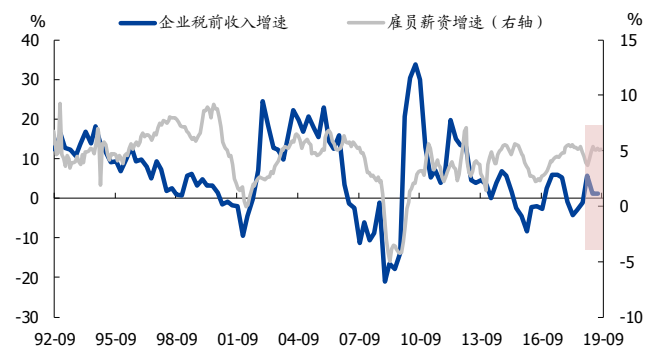
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 美国失业率短期内尚不会大幅回升



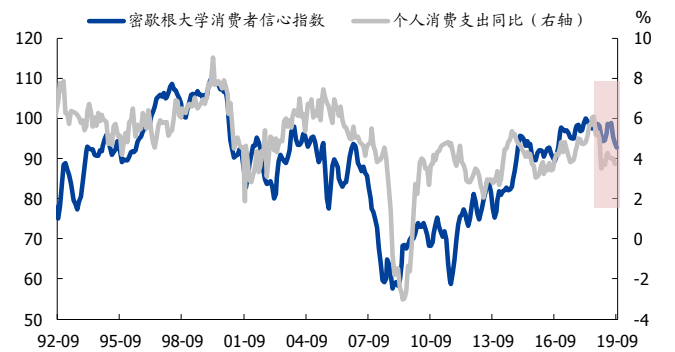
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 企业盈利放缓将带动薪资增速放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 消费者信心下滑表明私人消费难有明显改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

整体来看，美国经济基本面并未好转，且未来仍趋于进一步放缓，从而将继续支持美联储保持货币宽松。

美联储 10 月 FOMC 如期降息，但后续可能暂缓

美联储 10 月 FOMC 如期降息，政策声明的变化指向降息步伐可能暂缓。10 月的 FOMC 会议中美联储决定下调联邦基金目标利率 25bp 至 1.5%-1.75%，将超额准备金利率从 1.8% 下调至 1.55%，将贴现率从 2.5% 下调至 2.25%。会议声明与 9 月相比，对固定投资的表述由“已经走弱”修改为“保持疲软”，同时删除了“将采取适当行动维持经济扩张”的表述。此外，本次决议的投票结果为 8-2（9 月降息时为 7-3），上次反对降息的 George 和 Rosengren 本次依然希望维持利率不变，而上次因希望降息 50bp 投下反对票的 Bullard 本次投了赞成票。

在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储致力于基于事实作出最好的决定，只要经济前景符合美联储的预期，当前货币政策立场将是合适的。美联储继续预计经济以温和的速度扩张，对经济温和增长速度的前景预期是接近 2%。利率处于宽松水平，当前没有考虑加息问题，在加息之前需要看到通胀大幅回升。贸易紧张局势的持续缓解是个好兆头，但对经济的拉动需要更多时间。

整体来看，本次 FOMC 决议基本符合预期，市场对后续降息节奏的预期变动不大。鉴于美联储会议声明中删除了“将采取适当行动维持经济扩张”的表述，同时鲍威尔对美国前景依旧偏乐观，并且认为当前的货币政策是“合适的”，因而 12 月份再次降息的可能性不大。但这也与市场此前的预期一致：本次降息之前，市场预期 12 月再次降息的概率约为 27%，会议过后小幅降至 24%；对明年 1 月和 3 月再次降息的预期几乎没有变化。

图表 14: 近三次 FOMC 会议声明对比

会议时间	2019/8/1	2019/9/19	2019/10/31
联邦基金目标利率	2.0-2.25%	1.75-2.0%	1.5-1.75%
缩表计划	8月1日结束缩表，此前计划9月底结束	已停止	已停止
经济增长	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	劳动力市场依然强劲 (remains strong)，失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong)，失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong)，失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)

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_9341



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>