

首席宏评（第77期）

美国经济真的很糟糕吗？

■ 核心摘要

- 1) 从劳动力市场与通货膨胀这两个角度来看，美国经济尚未出现明显减速的状况，就业与物价均位于美联储的舒适区间。
- 2) 虽然美国经济增速近期略有下降，但降幅并不大，显著失速的现象还未发生；但是结构上美国经济存在隐忧，私人投资与净出口可能持续拖累美国经济。
- 3) 在制造业投资趋弱背景下，美国经济愈发依赖私人消费的高贡献；但随着消费信心指数的下跌，私人消费对美国经济的贡献可能难以为继，未来美国投资与消费有双双走弱的可能性。美国金融市场总体表现依然强劲，但债牛意味着投资者信心的下降。
- 4) 我们认为，未来半年美联储的降息节奏可能放缓，可能由 2019 年第三季度的两次，减缓为一个季度一次。美联储仍将观望，并会努力为未来的经济下行节约政策子弹。等到美国劳动力市场、通货膨胀与经济增速同时下行之时，美联储的降息节奏才会再度加快。

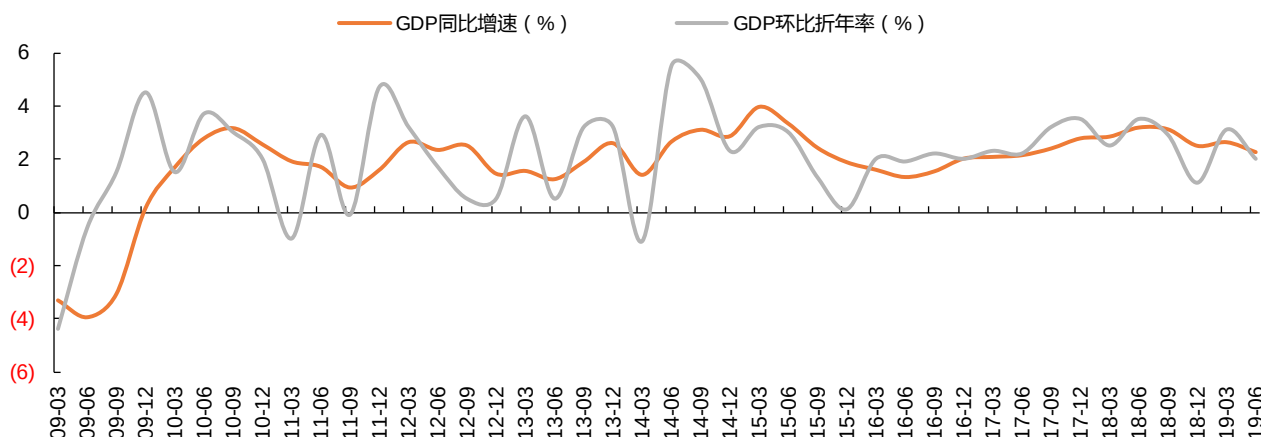
2015 年 12 月至 2018 年 12 月，美联储在三年时间内加息九次。然而，在 2019 年 7 月底与 9 月中旬，美联储已经连续降息两次。美联储货币政策由紧趋松，自然意味着美国经济的上一轮复苏趋于终结，美国经济甚至开始面临新的下行压力。当然，近期市场热炒的，还是美国国债收益率曲线倒挂。2019 年 5 月 23 日至 9 月 27 日，美国 3 个月国债收益率与 10 年期国债收益率已经连续四个月倒挂。而迄今为止，美国两年期国债收益率与 10 年期国债收益率则仅仅在 2019 年 8 月底出现过三天倒挂。国债收益率倒挂，意味着国债市场投资者对美国经济增长前景感到悲观，其操作呈现出集中在短期的特点。

然而，美国经济真的很糟糕吗？

美联储货币政策的目标包括充分就业、通货稳定与经济增长。美国失业率（季调）在 2019 年 4、5 月达到过 3.6% 的近 50 年最低值，而 6、7、8 月也连续三个月保持在 3.7% 的极低水平，9 月失业率甚至达到 3.5% 的新低。2019 年 1 至 9 月，美国新增非农就业人数月均为 16.4 万人，尽管低于 2018 年月均 20.4 万人的水平，但与 2017 年月均 17.5 万人也相差不大。尽管 2019 年年初至今，美国 CPI 同比增速除 4 月外均低于 2.0%，但 7、8 月也均为 1.8%。更重要的是，美国核心 CPI 同比增速截至 2019 年 8 月已经连续 18 个月位于 2.0% 及以上。2019 年 6 月至 8 月，核心 CPI 同比增速连续三个月上升。以上分析意味着，从劳动力市场与通货膨胀这两个角度来看，美国经济尚未出现明显减速的状况，就业与物价均位于美联储的舒适区间。

2019 年第二季度，美国 GDP 同比增速为 2.3%，这是自 2017 年第二季度以来的最低增速，但依然与 2016 年至今的 GDP 同比增速均值持平。2019 年第二季度，美国 GDP 环比增速折年率为 2.0%，要比 2016 年至今的 GDP 环比增速折年率均值低 0.5 个百分点。但无论如何，2.0% 的增速，依然接近甚至略高于市场公认的美国经济潜在增速（1.8% 左右）。换言之，虽然美国经济增速近期略有下降，但降幅并不大，显著失速的现象还未发生。

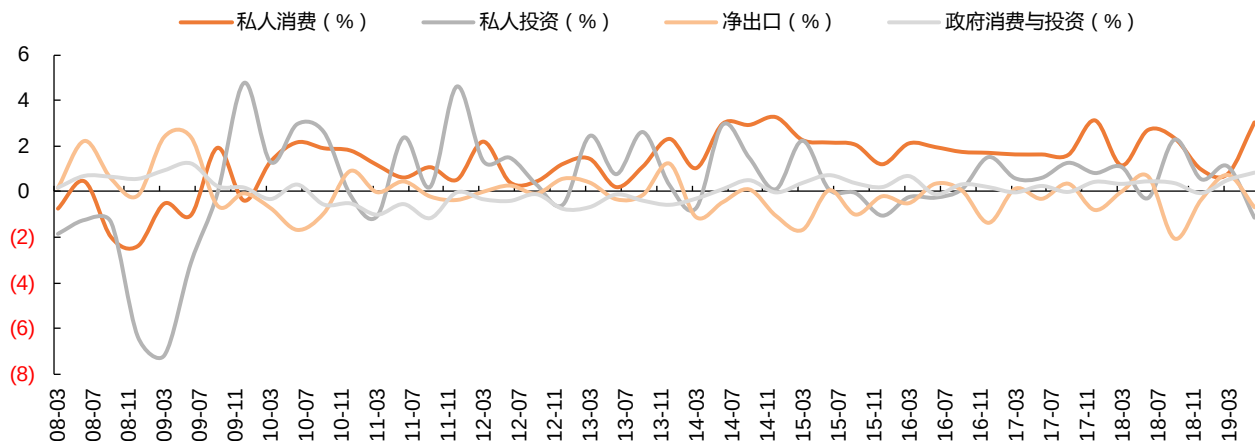
图1 美国实际经济增速近期略有下降，但并未失速下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

不过，从美国 GDP 增长的结构来看，2019 年第二季度美国经济增长的确存在隐忧。2019 年第一、二季度美国 GDP 环比增速折年率分别为 3.1%与 2.0%，其中，私人消费的贡献在一、二季度分别为 0.8%与 3.0%，私人投资的贡献分别为 1.1%与 -1.2%，净出口的贡献分别为 0.7%与-0.7%，政府支出的贡献分别为 0.5%与 0.8%。不难看出，私人投资与净出口对经济增长的贡献率在 2019 年第二季度均由正转负，且下降幅度较大。其中，私人投资对经济增长的拖累是自 2009 年第三季度以来最大的。这就意味着，特朗普政府减税政策并未带来企业投资的持续复苏，企业投资未来可能持续拖累美国经济增长。而随着中美贸易摩擦的进一步升级，未来净出口对美国经济的贡献可能持续为负，甚至继续下降。

图2 消费、投资、净出口及政府支出对美国经济的拉动率走势（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

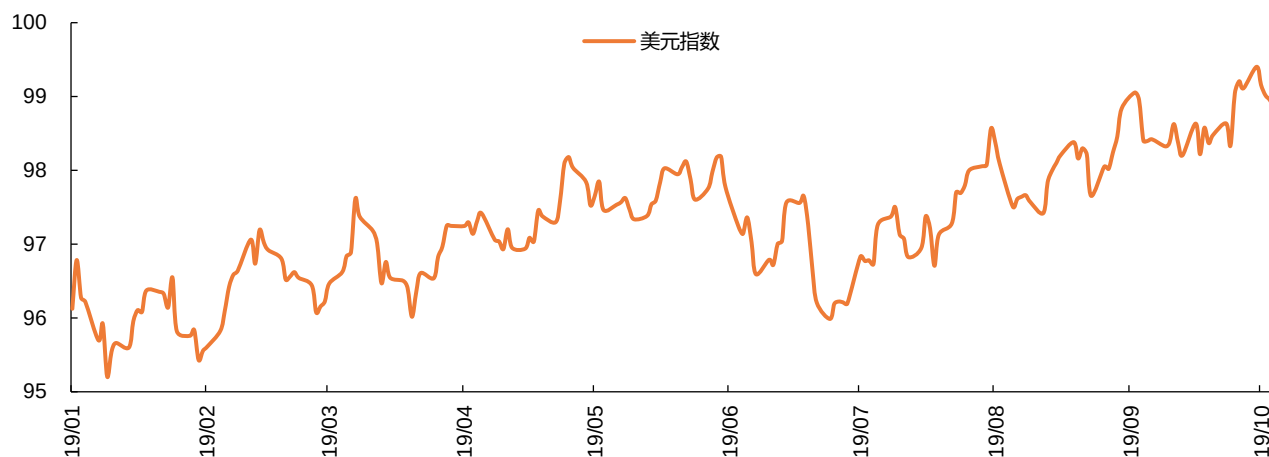
高频先行数据也能大致印证上述判断。美国供应管理协会（ISM）发布的制造业 PMI 指数在 2019 年 8 月跌至 49.1，这是该指数自 2016 年 9 月以来首次跌破 50 这一荣枯线以下；9 月 PMI 则继续下行至 47.8，创 2009 年 6 月以来的新低。截至 2019 年 9 月，制造业 PMI 指数已经连续 6 个月下跌，这意味着美国制造业投资增速未来可能继续下行。此外，美国密歇根大学消费者信心指数自 2019 年 6 月以内总体上呈现下跌态势，在 2019 年 8 月甚至跌破 90（该指标上次跌破 90 还是 2016 年 10 月），这意味着未来一段时间消费对经济增长的高贡献恐怕难以为继。

美国金融市场在 2019 年迄今为止的时间内继续保持强劲态势。总体来看，道琼斯指数、标普 500 指数与纳斯达克指数 2019 年迄今为止呈现出波动中略微上升的趋势。美国 10 年期国债收益率则由年初的 2.7%上下降至当前的 1.5%左右。美元指数

年初以来震荡上行，由年初的 96 上升至当前的 99 附近，短期内破百也有可能。如果说金融市场是实体经济的风向标的话，那么债券市场的走势的确反映了投资者的担忧，但股市与汇市走势依然强劲。

总体而言，我们可以得出如下几个主要结论：第一，从美联储关注的三大目标来看，目前美国劳动力市场与通货膨胀均处于理想状态，而经济增长虽略有下行，但总体水平并不低；第二，近期美国经济增长的结构的确令人担忧，特别是私人投资与净出口的贡献下降较快，未来仍有可能继续下行；第三，高频先行指标的走势更加令人担忧，未来美国投资与消费有双双走弱的可能性；第四，美国金融市场总体上表现依然强劲，但债市的牛市意味着投资者信心的下降。

图表3 年初以来美元指数波动上行



资料来源：WIND，平安证券研究所

综合以上结论，我们认为，在未来半年内，美联储的降息节奏可能放缓，例如由 2019 年第三季度的两次，减缓为一个季度一次。美联储仍将处于观望态度，并且会努力为未来的经济下行节约政策子弹。等到美国劳动力市场、通货膨胀与经济增速同时下行之时，美联储的降息节奏才会再度加快。

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：薛威 投资咨询资格编号：S1060519090003 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_9800

