

# 为何美国经济增速超预期？

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第53期 (2019.02.25-2019.03.01)

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

## ● 为何美国经济增速超预期？

2018年四季度美国GDP年化环比超预期增长2.6%，美国2018年全年经济增速为2.9%，为2015年以来最高。从供给端看，制造业扩张是经济增速超预期的主因。四季度商品对美国GDP贡献1.93%，而服务对美国GDP贡献1.01%。美国制造业仍处于扩张区间，对美国经济增长形成支撑，但美国制造业动能自2018年底出现放缓迹象。贸易和政治局势不确定性、全球经济增速放缓、金融条件收紧、以及投资需求放缓都可能给制造业带来压力。虽然美联储不断加息，但是仍低于自然利率，美联储自然利率代表着企业盈利能力，而政策利率可以代表融资成本，盈利能力大于融资成本，美联储加息可能尚未明显抑制经济扩张。经济扩张也带来企业债务增加，美国企业杠杆率从2012年三季度开始加杠杆，2018年二季度末为74%，已创历史新高。从经济周期来看，2.9%的实际经济增速远高于2%左右的潜在经济增速，经济存在过热可能。从抑制企业过度加杠杆、过度投资这个角度来看，美联储加息进程尚未结束，目前只是暂缓加息。

从需求端看，净出口拖累减缓是经济增速超预期的主因。净出口拖累四季度美国经济增长0.22%，较前值2%大幅收窄，主要由于出口扩大以及进口增速放缓。美国个人消费支出年化环比增速自2018年二季度录得阶段高点后，连续两个季度放缓，对美国四季度GDP贡献1.92%。结合12月个人消费支出超预期下跌、1月个人收入环比下降以及创九年来最大降幅的零售销售数据来看，美国消费者支出动能在2018年底降温，或在将拖累未来美国经济增长。美国固定资产投资反弹明显，拉动美国四季度GDP增长0.69%。主要受设备投资及知识产权产品投资反弹的推动，这与特朗普减税对企业支出的提振相关。但同时，住宅投资却已连续四个季度出现负增长，这也反映出美国疲弱的房地产市场。美国政府支出小幅支撑美国四季度经济增长，对四季度美国经济增长贡献0.07%。

往后看，尽管就业市场向好将对消费形成支撑，但由于2018年底消费者信心的下行、储蓄率的小幅抬升、以及减税对消费的积极效应减弱等因素，未来消费增速对美国经济的支撑或将放缓。固定资产投资增速的反弹或难持续，美国耐用品订单增速在近五个月内四次不及预期，或将影响未来设备投资需求，金融条件收紧、政治不确定性也会对投资造成影响。房地产市场未见好转迹象，住宅类投资增速放缓或将持续。在贸易摩擦风险尚未彻底消除，全球经济下行压力增大的背景下，美国净出口压力仍存，尤其是全球总需求的放缓将对出口造成重要影响。虽然特朗普上任后美国政府支出及投资总额增速较快，但对美国经济的贡献拉动作用仍处于较低水平，美国政府面临巨大的债务、赤字压力，这将限制财政支出的进一步扩张，民主党也将掣肘特朗普未来积极财政政策的实施，政府支出和投资对美国经济的贡献或将持续处于低位。此外，美国联邦政府长达35天的部分“关门”也将对GDP增速造成影响。

我们认为，美国经济增速只是由过热向均衡收敛，受益于减税、再工业化、放松管制、新经济快速增长，美国潜在经济增速将会有所上升，这也意味着美国供给能力的增强，制约美国实际经济增速的下滑。虽然受需求收缩影响，实际增速可能下滑，但是由于潜在经济增速在2%附近，只要美国不发生大的经济危机，美国经济增速不会很低。

## ● 经济基本面“美强欧弱”格局或将延续

虽然部分美国经济指标出现疲弱迹象，但欧元区经济数据的表现似乎更差。欧元区经济动能持续放缓，欧元区2月制造业PMI终值跌破荣枯线，经济景气程度再度走低。欧元区需求仍较为疲软，制造业新订单降幅创近六年来最大，其中新出口订单下降速度较1月加快，这在一定程度上是受贸易摩擦影响。

## ● 美元指数小幅回落，脱欧利好消息提振英镑

美元指数下行0.08%收至96.46。美联储主席鲍威尔表示美联储对加息保持“耐心”，美元指数走低。英国首相提出3月12日前由议会对“脱欧”协议进行第二次投票表决，若协议仍未获通过且“无协议脱欧”也被议会下院否决，那么议会将继续投票决定是否推迟“脱欧”。英镑兑美元上行1.1721%收报1.3207。

## ● 商品指数涨跌互现

美国GDP数据超预期令美元指数从低位反弹，贵金属价格承压。南华金属指数上行，下游陆续开工需求有所回升，叠加环保力度趋严，支撑螺纹钢价格。能化类商品价格多数回升，供给端存在收缩预期叠加焦炭库存大幅回落，利多焦炭价格；电厂日耗回升，利多动力煤价格。中美贸易谈判进展乐观，非洲猪瘟疫情利空下游需求，利空豆粕价格。

## ● 风险提示：美联储货币政策超预期

## 相关报告

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

国际经济及大宗商品：近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品：美国就业数据超预期，但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品：国际经济2018年回顾及2019年展望

2019-01-01

国际经济及大宗商品：黄金价格怎么走？

2018-12-23

国际经济及大宗商品：2019年欧洲央行会加息吗？

2018-12-16

国际经济及大宗商品：美债收益率倒挂

2018-12-09

国际经济及大宗商品：2019年中国资本外流压力有多大？

2018-12-02

国际经济及大宗商品：从自然利率看美联储加息空间

2018-11-25

国际经济及大宗商品：中美经济周期由分化到协同，人民币贬值压力或缓解

2018-11-18

## 目 录

1、 为何美国经济增速超预期? .....	4
1.1、 从供给端看, 制造业扩张是经济增速超预期的主因.....	4
1.2、 从需求端看, 净出口拖累减缓是经济增速超预期的主因.....	6
1.3、 美国经济周期或处于向下拐点 .....	7
2、 国外经济形势一周综述.....	8
3、 汇率走势一周综述.....	10
4、 商品价格走势一周综述.....	11
4.1、 商品指数涨跌互现 .....	11
4.2、 黄金价格走低 .....	12
4.3、 金属价格悉数上行 .....	13
4.4、 能源化工产品价格多数回升 .....	14
4.5、 农产品价格涨跌不一 .....	17

## 图表目录

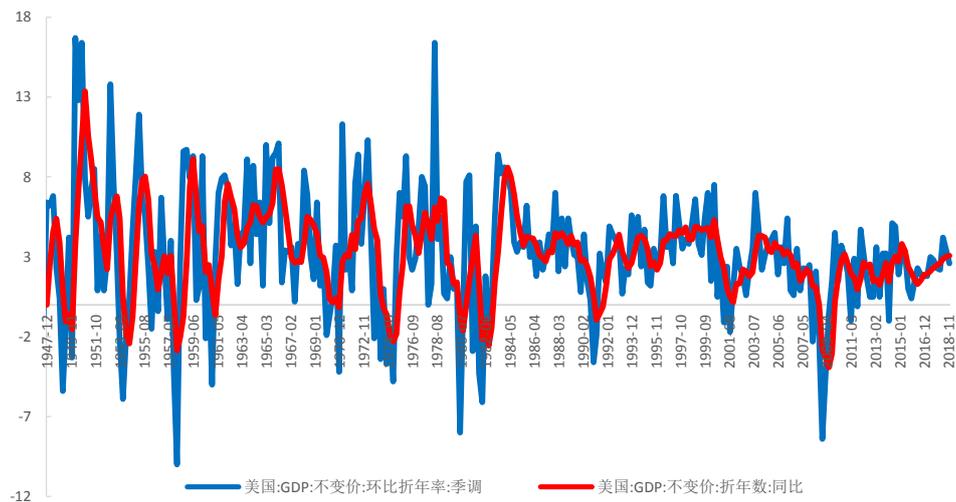
图 1: 美国 GDP 增速 (%) .....	4
图 2: 供给端各分项对美国 GDP 环比拉动力率 (%) .....	5
图 3: 美国工业、制造业产出指数.....	5
图 4: 美国制造业产能利用率 (%) .....	5
图 5: 美国 ISM 制造业 PMI (%) .....	6
图 6: 美国 ISM 非制造业 PMI (%) .....	6
图 7: 美国 GDP 各分项环比折年率 (%) .....	7
图 8: 各分项对美国 GDP 环比拉动力率 (%) .....	7
图 9: 近几年美国潜在经济增速上升.....	8
图 10: 美国房价指数同比 (%) .....	9
图 11: 美国成屋签约销售指数同比 (%) .....	9
图 12: 欧元区经济景气指数.....	9
图 13: 欧元区工业、消费者信心指数.....	9
图 14: 欧元区 Markit 制造业 PMI (%) .....	10
图 15: 欧元区失业率 (%) .....	10
图 16: 南华商品指数近期走势.....	12
图 17: 南华商品指数周度涨跌幅.....	12
图 18: 上周黄金价格走势.....	12
图 19: 美元指数走势.....	12
图 20: 高炉开工率 (%) .....	13
图 21: 当周螺纹钢库存 (万吨) .....	13
图 22: 全国主要钢材品种库存 (万吨) .....	14
图 23: 铁矿石港口库存 (万吨) .....	14
图 24: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨) .....	14
图 25: 上期所阴极铜库存(吨).....	14
图 26: 焦化企业开工率 (%) .....	15
图 27: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨) .....	15
图 28: 港口焦炭库存 (万吨) .....	15
图 29: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	15
图 30: 下游发电集团煤炭库存 (万吨) .....	16

图 31: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨) .....	16
图 32: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	16
图 33: 港口煤炭库存 (万吨) .....	16
图 34: 国际原油期货价格走势 (美元/桶) .....	16
图 35: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶) .....	16
图 36: 全国豆粕库存 (万吨) .....	17
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.02.25-2019.03.01) .....	10
表 2: 商品指数总览 (2019.02.25-2019.03.01) .....	11
表 3: 黄金价格走低 (2019.02.25-2019.03.01) .....	12
表 4: 金属价格悉数上行 (2019.02.25-2019.03.01) .....	13
表 5: 能源化工产品价格多数回升 (2019.02.25-2019.03.01) .....	14
表 6: 农产品价格涨跌不一 (2019.02.25-2019.03.01) .....	17

## 1、为何美国经济增速超预期？

受美国政府部分停摆影响而推迟发布的美国 GDP 数据终于在 2 月 28 日公布，2018 年四季度美国 GDP 年化季环比增长 2.6%，较第三季度的 3.4% 大幅回落，但高于预期的 2.2%；四季度美国 GDP 同比增长 3.1%，高于前值的 3.0%。美国 2018 年全年经济增速为 2.9%，为 2015 年以来最高。由于美国 GDP 数据好于预期，数据公布后美元指数从低位反弹，回升至 96 以上。那么美国四季度经济数据为何超预期？

图1：美国 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 1.1、从供给端看，制造业扩张是经济增速超预期的主因

从供给端各分项对美国 GDP 环比拉动率来看，四季度美国经济主要由制造业拉动，商品对美国 GDP 贡献 1.93 个百分点，较三季度上升 0.16 个百分点。而服务对美国 GDP 贡献 1.01 个百分点，较三季度下降 0.75 个百分点。美国制造业仍处于扩张区间，美国制造业产能利用率在 2018 年呈现上升趋势，制造业对美国经济增长形成支撑，但美国制造业动能自 2018 年底开始有所放缓，2019 年初制造业活动增速继续出现回落迹象。贸易和政治局势不确定性、全球经济增速放缓、金融条件收紧、以及投资需求放缓都可能给制造业带来压力。

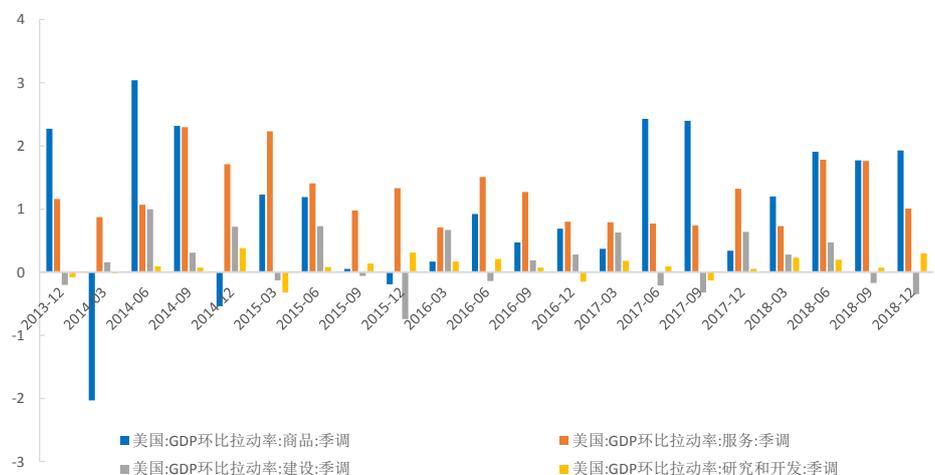
从美国工业产出指数来看，2018 年全年美国工业生产指数大体呈现上升趋势，从年初的 105.44 一路升至年末 110.08 的高位，仅在 5 月出现小幅回落，制造业产出指数走势与工业产出指数一致，表明美国制造业形势较好，对美国经济增长起到良好的支撑。从美国 ISM 制造业 PMI 指数来看，2018 年美国制造业 PMI 一直处于 50 荣枯线以上，虽然自 2018 年 8 月以来有所下行，仍在扩张区间，表明制造业仍在扩张。虽然美联储不断加息，但是仍低于自然利率，美联储自然利率代表着企业盈利能力，而政策利率可以代表融资成本，盈利能力大于融资成本，美联储加息可能尚未明显抑制经济扩张。经济扩张也带来企业债务增加，美国企业杠杆率从 2012 年三季度开始加杠杆，2018 年二季度末为 74%，已创历史新高。从经济周期来看，2.9% 的实际经济增速远高于 2% 左右的潜在经济增速，经济存在过热可能。从抑制企业过度加杠杆、过度投资这个角度来看，美联储加息进程尚未结束，目前只是暂缓加息。

2019 年初，美国工业产出有所回落，美国 1 月工业产出环比下降 0.6%，制造

业产出环比下降 0.9%，为 8 个月以来首次下降，除采矿和公共事业之外，美国其他所有类别工业的产出都出现下降。2019 年 1 月美国工业产出的下降或与美国政府停摆、全球经济增速放缓、以及全球贸易紧张局势的影响有关。

服务业方面，美国 ISM 非制造业 PMI 指数已连续 109 个月处于扩张区间，表明美国非制造业持续呈扩张态势。非制造业 PMI 自 2018 年年初以来逐步降至 7 月 55.7% 的低位后持续回升，但在年末又出现回落，表明美国非制造业动能虽仍在扩张，但速度有所放缓。值得注意的是，2019 年初非制造业 PMI 的下滑主要是新订单指数和新出口订单指数急剧下滑推动的，特别是非制造业新出口订单指数在 1 月仅录得 50.5%，较前值大幅下跌 9 个百分点，跌幅创 2007 年金融危机以来最大。未来美国服务业仍可能受劳动力市场紧张和减税利好的支持，但贸易摩擦不确定性以及需求走弱则令美国服务业面临下行压力。

**图2： 供给端各分项对美国 GDP 环比拉动率（%）**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3： 美国工业、制造业产出指数**



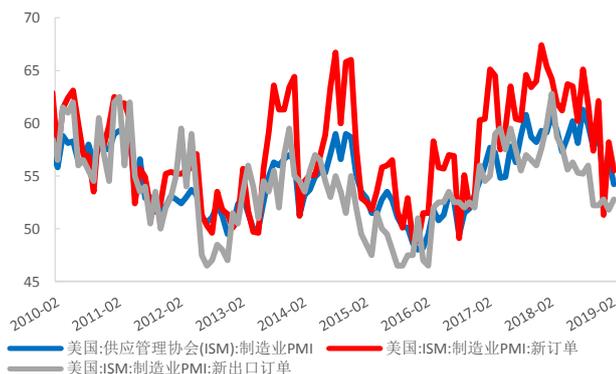
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 美国制造业产能利用率（%）**



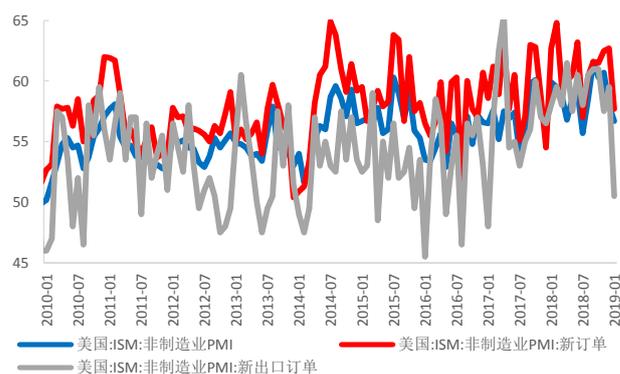
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：美国 ISM 制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：美国 ISM 非制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 1.2、从需求端看，净出口拖累减缓是经济增速超预期的主因

从美国 GDP 各分项数据来看，净出口拖累放缓是四季度经济增速超预期的重要原因，个人消费和固定资产投资仍是美国经济的重要支撑，政府消费支出和投资对美国经济的拉动作用较弱。根据 2018 年各分项对美国经济增长的趋势变化来看，美国消费增速自二季度以来持续放缓，但仍支撑美国经济增长；得益于特朗普减税计划提振企业支出，前两季度固定资产投资对美国 GDP 贡献均高于 1 个百分点，但三季度贡献率大幅回落至 0.21%，后又在四季度反弹至 0.69%；住宅投资全年始终拖累美国经济，连续四个季度负增长，平均每个季度拖累 0.11 个百分点；政府消费支出和投资对经济增长的贡献相对较弱，自 2018 年年初以来小幅增长，但在四季度回落至贡献 0.07%；净出口对美国经济增长的拖累在 2018 年上半年尚不明显，但在三季度显著拖累经济增速 1.99 个百分点，四季度净出口继续拖累经济增长，但拖累幅度明显收窄。

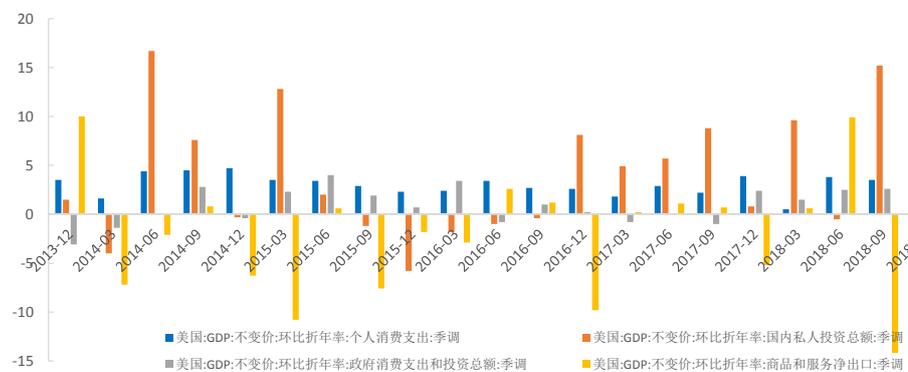
美国个人消费支出年化环比增速自 2018 年二季度录得 3.8% 的阶段高点后，连续两个季度放缓，四季度年化环比仅增长 2.8%，对美国四季度 GDP 贡献 1.92 个百分点。占美国经济活动三分之二的个人消费支出 12 月环比下跌 0.5%，不及预期的 -0.3%，远不及前值的 0.6%，创 2009 年以来最大跌幅。此外，美国 1 月个人收入环比意外下降 0.1%，为 2015 年 11 月以来首次下滑。这与前值高基数有一定关系，由于一次性特殊股息和美国政府向受贸易影响的农户农业补贴，美国 2018 年 12 月个人收入大幅增长。结合此前公布的创九年来最大降幅的零售销售数据来看，美国消费者支出动能在 2018 年底降温，或在将拖累 2019 年一季度经济增速。

美国国内私人投资总额四季度增长 4.6%，对美国四季度 GDP 贡献 0.82 个百分点。美国私人投资总额增速虽较三季度有所放缓，但其中固定资产投资反弹明显，私人固定资产投资环比增速从三季度的 1.1% 反弹至四季度的 3.9%，拉动美国四季度 GDP 增长 0.69%，较前值 0.21% 大幅改善。美国固定资产投资的增长主要受设备投资（增速从 3.4% 升至 6.7%）、及知识产权产品投资（增速从 5.6% 升至 13.1%）反弹的推动，这或与特朗普减税对企业支出的提振相关。但同时，住宅投资却已连续四个季度出现负增长（四季度环比下滑 3.5%），这也反映出美国疲弱的房地产市场。自 2018 年以来，美国房地产持续疲弱，美国房价持续高企，消费者难以支付高昂购房费用，美国新屋开工、房屋销售、营建许可等数据表现持续疲软，尽管近期抵押贷款利率回落，但美国住房市场仍未见明显好转。

美国净出口已连续两个季度拖累美国经济增长，但四季度拖累程度有所缓和，年化环比仅录得-1.1%（三季度为-14.2%）。净出口拖累四季度美国经济增长 0.22 个百分点，较前值 2 个百分点大幅收窄。净出口拖累幅度的改善也是四季度美国经济增长增速超预期向好的重要因素，这主要是由于出口扩大以及进口增速放缓，其中商品和服务出口的贡献由负转正，从-0.62%逆转至 0.19%，而商品和服务进口的拖累也从-1.37%收窄至-0.41%。往后看，虽然中美贸易谈判取得重要进展，但后续不确定性仍存，加之全球经济增速放缓，需求将进一步疲弱，这都给美国出口贸易造成下行压力。

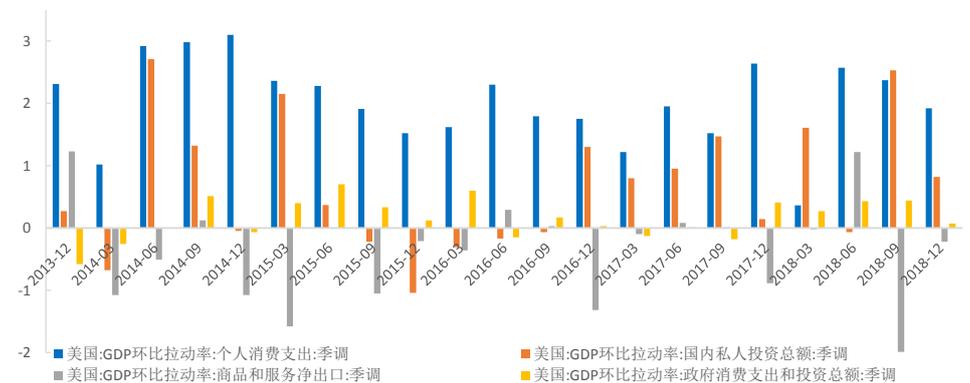
美国政府支出小幅支撑美国四季度经济增长，美国四季度政府消费支出和投资总额环比增长 0.4%，较前值的 2.6%有所放缓，对四季度美国经济增长贡献 0.07 个百分点。政府支出增速的放缓也印证了我们在此前的报告中曾提出的，美国政府部门杠杆率高企（2018 年 1 季度政府部门杠杆率高达 99%），美国政府面临很大的赤字压力，债务、赤字负担将限制政府支出扩张。美国中期选举后民主党重掌众议院，特朗普政府积极财政的阻力进一步增加，美国政府支出对经济的拉动将会减弱。

**图7： 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8： 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

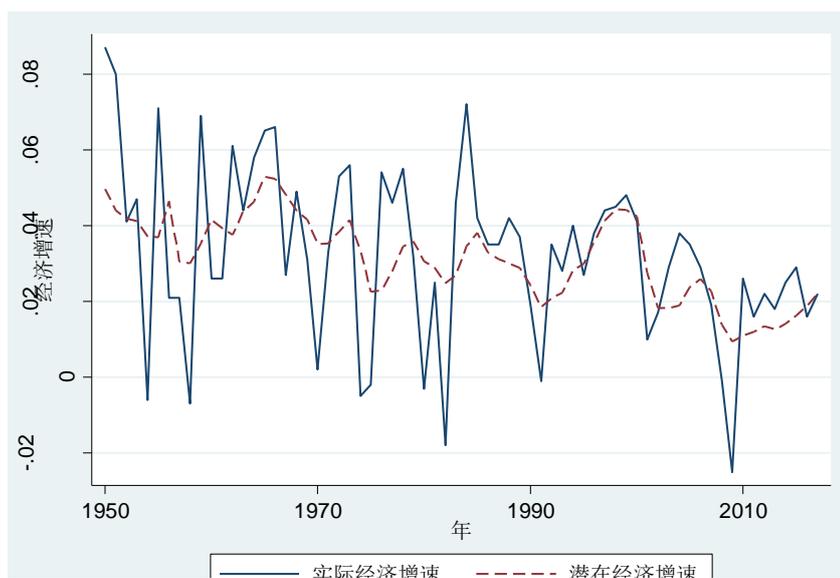
### 1.3、 美国经济周期或处于向下拐点

我们认为，美国实际经济增速面临拐点，2018 年美国经济增长超预期，主要是受减税、政府支出等积极财政政策的拉动；2019 年之后积极财政政策的效应可能减弱，有效需求或将收缩，进而拉低实际经济增速。

尽管就业市场向好将对消费形成支撑，但由于 2018 年底消费者信心的下行、储蓄率的小幅抬升、以及减税对消费的积极效应减弱等因素，未来消费增速对美国经济的支撑或将继续放缓。固定资产投资增速的反弹或难持续，美国耐用品订单增速在近五个月内四次不及预期，或将影响未来设备投资需求，金融条件收紧、政治不确定性也会对投资造成影响，而油价下跌也可能对油企投资造成影响。房地产市场未见好转迹象，住宅类投资增速放缓或将持续。在贸易摩擦风险尚未彻底消除，全球经济下行压力增大的背景下，美国净出口压力仍存，尤其是全球总需求的放缓将对出口造成重要影响。虽然特朗普上任后美国政府支出及投资总额增速较快，但对美国经济的贡献拉动作用仍处于较低水平，美国政府面临巨大的债务、赤字压力，这将限制财政支出的进一步扩张，民主党也将掣肘特朗普未来积极财政政策的实施，政府支出和投资对美国经济的贡献或将持续处于低位。此外，美国联邦政府长达 35 天的部分“关门”也将对 GDP 增速造成影响，白宫预计政府此次停摆将拖累美国经济约 0.4 个百分点。

美国经济增速只是由过热向均衡收敛，受益于减税、再工业化、放松管制、新经济快速成长，美国潜在经济增速将会有所上升，这也意味着美国经济供给能力的增强，制约美国实际经济增速的下滑。虽然受需求收缩影响，实际增速可能下滑，但是由于潜在经济增速在 2% 附近，只要美国不发生大的经济危机，美国经济增速不会很低。

**图9： 近几年美国潜在经济增速上升**



**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\\_13954](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13954)

