

# 多个利好助美国经济上半年超预期表现

## 2020年海外宏观展望

### 核心结论

**美国：展望2020年，我们对上半年美国的就业、消费和经济预期乐观。**支撑我们乐观判断的主要有三个原因，第一，2020年是一个闰年，从历史上来看，闰年对存量的经济数据有额外的推动，我们判断这对美国第一季度GDP的额外贡献为0.5个百分点。第二，美国在2020年会进行每十年一次的人口普查，美国的人口普查局计划雇佣五十万左右的普查员，相当于美国目前所有就业人口的0.32%，这些额外就业会对新增非农就业产生很大的推动作用。预计美国的失业率将从目前的3.5%在2020年上半年走低到3.2%，将继续支撑消费者信心和居民消费。第三，2020年11月会举行美国总统大选，特朗普在追求连任的机会。在面对民主党的内部弹劾压力下，我们认为特朗普在2020年可能会不断缓和对外贸易姿态，通过推动美国股市继续上涨来提高他在2020年总统大选胜选的概率，例如他可能继续分阶段取消2018年和2019年对中国产品增加的关税。在另外一方面，波音公司近期宣布停产737 Max会对工业部门的产出有一定的负面影响，但波音也指出并不会因此削减就业，我们认为总体影响可控。总的来看，**受到多个利好因素的助推，我们预测美国经济会在上半年表现会优于市场预期。**但明年下半年美国经济仍有一定压力，例如就业市场会回补上半年的人口普查的额外贡献。对于2020年全年，我们预计美国经济会增长2.0%。货币政策方面，我们预计美联储上半年对利率按兵不动。

**美国经济在2020年仍然有两个主要的风险需要关注。**首先是就业市场。上半年的人口普查带来的额外就业在明年三季度之后会回补；美国的就业市场繁荣时间也已经非常长了，未来的某一个时间节点可能会出现拐点；而且工资增速上行也会对就业形成压制。另外，美国大选有一定的不确定性，对明年的美国股市来说也是一个风险。

**欧元区：19年前三季度经济增速疲软；展望2020年，经济小幅复苏，预计GDP增长1.2%。**欧元区在2019年经济表现持续疲软，其中德国和英国在二季度分别出现了负增长。主要是全球经济下行带来外需不足的冲击。展望2020年，上半年全球经济的企稳将带动欧元区经济的小幅复苏，制造业PMI和消费者信心指数都出现了企稳反弹的迹象。**日本：2019年10月的消费税上调将大幅拖累四季度以及冲击明年的经济增长，2014年消费税上调当季度消费和GDP都出现了大幅负增，预计日本2020年增长0.6%。**

风险提示：贸易局势反复；美国消费超预期下行。

### 分析师



田维韦 S0800518080003



tianweiwei@research.xbmail.com.cn

### 联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

宏观：《2020年中国宏观经济展望和策略，远近高低各不同，也有风雨也有晴》2019-12-05

宏观：《全球经济和大类资产配置系列之一，贸易：全球经济的阿喀琉斯之踵》2019-09-28

宏观：《西部宏观2020年展望系列之一，闰年因素助经济在2020年1季度超预期表现》2019-12-01

## 索引

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 核心观点 .....                         | 4  |
| 2019 年美国经济表现回顾：货币政策远超预期 .....      | 5  |
| 消费是 2019 年美国经济的主要推动力 .....         | 5  |
| 宽松的货币政策成为美国经济在 2019 年最大的边际变量 ..... | 7  |
| 2020 年美国经济展望：上半年会继续展现韧性 .....      | 8  |
| 闰年因素会对 GDP 数据形成额外贡献 .....          | 8  |
| 2020 年的人口普查会大幅推高就业 .....           | 9  |
| 特朗普可能在 2020 年大幅缓和贸易姿态以提高连任机会 ..... | 11 |
| 消费预计将维持强势 .....                    | 11 |
| 货币政策：美联储上半年预计会按兵不动 .....           | 12 |
| 2020 年美国经济的潜在风险 .....              | 12 |
| 2020 年美国经济风险之一：总统大选的不确定性 .....     | 12 |
| 2020 年美国经济风险之二：就业市场 .....          | 13 |
| 欧元区：经济小幅复苏 .....                   | 14 |
| 日本：消费税上调内需承压，2020 年经济下行 .....      | 16 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1：19 年二三季度耐用品消费增速反弹幅度最大 .....                | 6  |
| 图 2：消费者信心指数和标普 500 走势相关度较高 .....               | 6  |
| 图 3：美国住宅投资反弹，非住宅投资连续 2 个季度负增 .....             | 7  |
| 图 4：19 年非住宅投资中建筑和设备均表现不佳 .....                 | 7  |
| 图 5：美国新建住宅销售 19 年回暖 .....                      | 7  |
| 图 6：美国按揭利率处于较低水平 .....                         | 7  |
| 图 7：19 年 4 季度美联储扩表 .....                       | 8  |
| 图 8：闰年的第一季度美国 GDP 增速均值明显高于其他季度 .....           | 9  |
| 图 9：2020 年人口普查雇员招募和聘用时间表 .....                 | 10 |
| 图 10：每十年的人口普查都会贡献额外的新增就业 .....                 | 10 |
| 图 11：19 年美国新增非农就业弱于全年，但韧性仍较强 .....             | 10 |
| 图 12：截止 2019 年 12 月 19 日，特朗普民调支持率为 44.5% ..... | 11 |
| 图 13：19 年美国房屋住宅价格指数持续提升 .....                  | 12 |
| 图 14：19 年美国家庭净资产增速反弹 .....                     | 12 |
| 图 15：此轮美国失业率在低位已经持续较长时间 .....                  | 14 |
| 图 16：19 年美国非农就业增长主要来自服务业 .....                 | 14 |

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 17: 员工平均每周工时同比负增, 平均时薪同比增速下行 .....       | 14 |
| 图 18: 三季度德国、英国 GDP 增速反弹 .....              | 15 |
| 图 19: 各分项对 GDP 环比的拉动 .....                 | 15 |
| 图 20: 欧元区制造业 PMI 处在荣枯线以下 .....             | 16 |
| 图 21: 欧元区消费者信心指数在 17 年阶段性见顶后下行 .....       | 16 |
| 图 22: 金融危机后欧元区储蓄率持续提升 .....                | 16 |
| 图 23: 14 年消费税上调严重拖累消费和经济增长 .....           | 17 |
| 图 24: 进出口对 GDP 增长形成较大拖累 .....              | 17 |
| 图 25: 日本进出口金额同比持续负增 .....                  | 18 |
| 图 26: 日本制造业 PMI 前 11 个月中有 9 个月在荣枯线以下 ..... | 18 |
| <br>                                       |    |
| 表 1: 全球主要经济体 GDP 增长预测 .....                | 5  |
| 表 2: 美国 19 年第三季度 GDP 增长 2.1% .....         | 5  |
| 表 3: 美国 19 年二三季度 GDP 增长主要靠消费拉动 .....       | 6  |
| 表 4: 美国 GDP 增速均值 (单位: %) .....             | 8  |
| 表 5: 拜登和沃伦竞选纲领对比 .....                     | 13 |

## 核心观点

**美国：2019年前三季度美国经济增长维持了比较强的韧性，2019年前三季度实际GDP增速均在2%以上，预计2019年全年增长2.3%，虽然较2018年的2.9%增速有所下滑，但在贸易争端升级以及全球经济放缓的大背景下，仍然比较健康。展望2020年，我们认为美国经济会在上半年表现优于市场预期，但明年下半年宏观经济有一定压力。总的来看，我们认为美国经济在2020年全年增长2.0%。**

回顾2019年，第一季度经济增长靠净出口拉动，二三季度经济增长几乎完全靠消费拉动，货币政策成为最大的边际变量。消费具有韧性的根本原因是美国就业市场的强劲，尤其是在今年前五个月就业有所走弱之后，美联储政策迅速转向宽松，三个月连续降息三次，并且开始扩大资产负债表为市场提供流动性。因此，美国的就业市场在今年下半年维持了强势，不仅新增就业走到高位，失业率还写下50年新低，工资增速也维持强势表现，这些都有效支撑了消费者信心和居民消费。同时，2019年的美股连创新高产生的财富效应也对消费者信心和居民消费起到了很大的帮助。除此之外，今年以来美国国债收益率不断走低，企业融资成本以及居民房贷利率随之下行，对企业融资和房地产市场形成助力。最后，虽然今年以来贸易争端波澜不断，但是在今年8月市场形成了对于经济衰退的恐慌预期之后，叠加民主党正式启动了对特朗普的弹劾程序，迫使特朗普在第四季度大幅缓和贸易姿态，中美目前就贸易问题也达成了第一阶段协议。

**展望2020年，我们认为美国经济最重要的关键变量是消费的增长能否延续。我们对2020年上半年美国的就业、消费和经济预期都比较乐观。**支撑我们乐观判断的主要有三个原因，第一，2020年是一个闰年，从历史上来看，闰年对存量的经济数据有额外的推动，我们判断这对美国第一季度GDP的额外贡献为0.5个百分点。第二，美国在2020年会进行每十年一次的人口普查，美国的人口普查局计划雇佣五十万左右的普查员，相当于美国目前所有就业人口的0.32%，也等同于美国今年三个月的新增非农就业。因此，人口普查带来的额外就业会对新增非农就业产生很大的推动作用，我们估算这会使得美国的失业率降低0.3%。我们预测美国的失业率将从2019年11月的3.5%在2020年上半年走低到3.2%，同时新增非农就业也将有强势表现，将继续支撑消费者信心和居民消费。第三，2020年11月会举行美国总统大选，特朗普在追求连任的机会。在面对民主党的内部弹劾压力下，我们认为特朗普在2020年可能会通过不断缓和对外贸易姿态来推动美国股市继续上涨来提高他在2020年总统大选胜选的概率；例如他可能继续分阶段取消2018年和2019年对中国产品增加的关税。在另外一方面，波音公司近期宣布停产737 Max会对工业部门的产出有一定的负面影响，但波音也指出并不会因此削减就业，我们认为总体影响可控。总的来看，我们判断美国经济会在2020年上半年的表现会优于市场预期。货币政策方面，我们预计美联储上半年按兵不动。

**但我们对2020年下半年的美国经济持相对谨慎的态度。**首先，人口普查带来的额外就业增加在明年三季度之后会回补，这个在之前的人口普查年份（例如2010年3季度、2000年3季度和1999年3季度）也发生过。其次，虽然我们认为美国的失业率在明年上半年仍有下行的空间，但是结合失业率的历史周期表现来看，美国的就业市场已经繁荣了相当长的一段时间，未来的某一个时间节点可能会出现拐点。最后，美国大选也有一定的不确定性（例如部分民主党总统候选人政见偏向增加税收），是明年的又一个风险。

**欧元区：2019年前三季度经济增长疲软。预计在2020年欧元区经济小幅复苏，预计全年GDP增长1.2%。**面对今年的全球经济下行，欧元区经济增长持续疲软，其中德国和英国在二季度分别出现了负增长。欧元区经济疲软主要是，1）贸易争端以及全球经济走弱带来外需不足，

欧元区作为对贸易依存度较高的国家，经济受到的冲击较大，出口对经济的拉动大幅降低；2）欧元区自身经济增长内生动力不足，制造业 PMI 今年以来持续处于荣枯线以下，其中德国更是创造了 2009 年 10 月统计数据以来的最低值 41.7%。展望 2020 年，上半年全球经济的企稳将带动欧元区经济的小幅复苏，制造业 PMI 和消费者信心指数近期也都出现了企稳的迹象。

**日本：2019 年前三季度经济增长持续减弱，消费税上调将大幅拖累今年四季度以及冲击明年的经济增长，预计 2020 年经济增长 0.6%。**2019 年日本净出口对经济形成较大的负向拖累，私人消费和私人企业设备投资则对经济形成正向拉动，经济增长整体较弱。展望四季度及 2020 年，10 月 1 日日本再度将消费税税率从 8%上调到 10%，消费税率的上调将明显抑制日本消费，拖累经济增长，2014 年消费税上调当季度消费和 GDP 都出现了大幅负增。从正面看，中美贸易争端阶段性缓和，外需边际改善对经济形成小幅正向拉动；另外 2020 年的东京奥运会也将对经济增长起到一定的帮助，但均难以对冲消费税上调对日本经济增长的冲击。

表 1：全球主要经济体 GDP 增长预测

| GDP 同比(%) | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 预测 | 2020 年预测 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
| 美国        | 2.5    | 2.9    | 1.6    | 2.4    | 2.9    | 2.3     | 2.0      |
| 欧元区       | 1.4    | 2.1    | 1.9    | 2.5    | 1.9    | 1.2     | 1.2      |
| 德国        | 2.2    | 1.7    | 2.2    | 2.5    | 1.5    | 0.5     | 0.9      |
| 日本        | 0.4    | 1.2    | 0.6    | 1.9    | 0.8    | 0.9     | 0.6      |

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

## 2019年美国经济表现回顾：货币政策远超预期

### 消费是2019年美国经济的主要推动力

2019 年，前三季度美国 GDP 环比折年增长率分别是 3.1%、2.0%和 2.1%，一季度经济增长主要靠净出口拉动，其中一季度净出口拉动 GDP 增长 0.73 个百分点。二三季度经济增长则几乎完全靠消费拉动，二三季度美国私人消费分别增长 4.6%和 2.9%，分别拉动 GDP 增长 3.03 个和 1.97 个百分点，是支撑美国经济增长的主要驱动力，而投资和净出口都对 GDP 形成拖累。私人投资连续两个季度表现不佳，尤其是非住宅投资降幅有扩大趋势；住宅投资在连续 6 个季度下滑后，在低基数和美联储降息刺激下三季度增速反弹至 5.1%。预计 2019 年全年美国经济增长 2.3%。

表 2：美国 19 年第三季度 GDP 增长 2.1%

| 环比折年率（单位：%） | 18Q1 | 18Q2 | 18Q3 | 18Q4 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 实际 GDP 增速   | 2.5  | 3.5  | 2.9  | 1.1  | 3.1  | 2.0  | 2.1  |
| 消费          | 1.7  | 4.0  | 3.5  | 1.4  | 1.1  | 4.6  | 2.9  |
| 住宅投资        | -5.3 | -3.7 | -4.0 | -4.7 | -1.0 | -3.0 | 5.1  |
| 非住宅投资       | 8.8  | 7.9  | 2.1  | 4.8  | 4.4  | -1   | -2.7 |
| 政府消费和支出     | 1.9  | 2.6  | 2.1  | -0.4 | 2.9  | 4.8  | 1.6  |
| 出口          | 0.8  | 5.8  | -6.2 | 1.5  | 4.1  | -5.7 | 0.9  |
| 进口          | 0.6  | 0.3  | 8.6  | 3.5  | -1.5 | 0.0  | 1.5  |

资料来源：美国经济分析局，西部证券研发中心



表 3: 美国 19 年二三季度 GDP 增长主要靠消费拉动

| 对 GDP 增长拉动 (单位: 百分点) | 18Q1 | 18Q2 | 18Q3 | 18Q4 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 实际 GDP 增速            | 2.5  | 3.5  | 2.9  | 1.1  | 3.1  | 2.0  | 2.1  |
| 消费                   | 1.2  | 2.7  | 2.3  | 1.0  | 0.8  | 3.0  | 2.0  |
| 住宅投资                 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | 0.0  | -0.1 | 0.2  |
| 非住宅投资                | 1.2  | 1.0  | 0.3  | 0.6  | 0.6  | -0.1 | -0.4 |
| 存货变化                 | 0.1  | -1.2 | 2.1  | 0.1  | 0.5  | -0.9 | 0.2  |
| 政府消费和支出              | 0.3  | 0.4  | 0.4  | -0.1 | 0.5  | 0.8  | 0.3  |
| 出口                   | 0.1  | 0.7  | -0.8 | 0.2  | 0.5  | -0.7 | 0.1  |
| 进口                   | -0.1 | 0.0  | -1.3 | -0.5 | 0.2  | 0.0  | -0.2 |

资料来源: 美国经济分析局, 西部证券研发中心

消费在 2019 年成为美国经济的主要支撑和亮点, 耐用品、非耐用品和服务消费支出在二三季度均有所反弹, 其中耐用品消费增速反弹幅度最大, 二三季度增速分别是 13.0%和 8.3%, 非耐用品增速分别是 6.5%和 4.3%, 服务支出增速分别是 2.8%和 1.7%。对 GDP 增速拉动来看, 服务支出拉动最大, 二三季度分别拉动 GDP 增速 1.29 个和 0.80 个百分点, 耐用品二三季度分别拉动 GDP 增速 0.87 个和 0.57 个百分点, 非耐用品二三季度分别拉动 0.87 个和 0.59 个百分点。美国消费市场景气度高主要是美国就业市场的强劲, 今年美国失业率降至新低且薪资保持了较好的增长。同时, 今年股市的持续反弹以及房地产价格上行的财富效应也较好的拉动了消费的增长。

图 1: 19 年二三季度耐用品消费增速反弹幅度最大

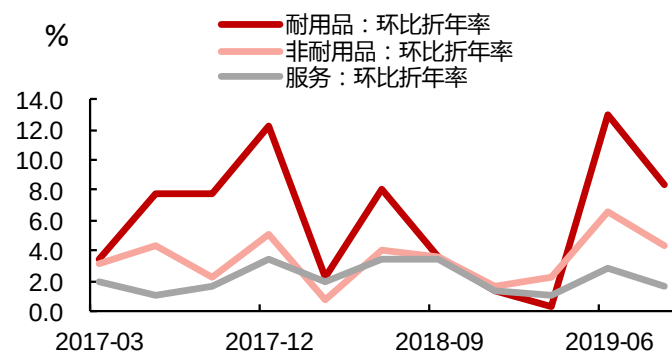
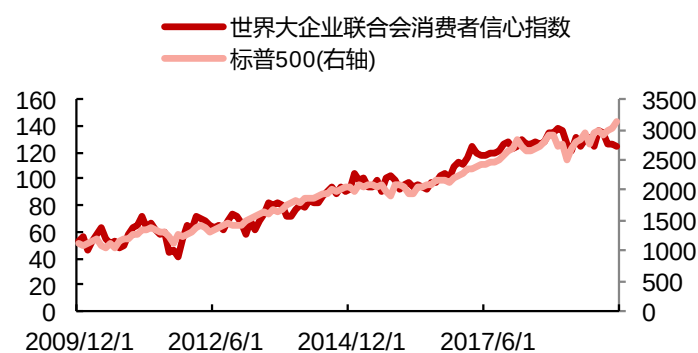


图 2: 消费者信心指数和标普 500 走势相关度较高

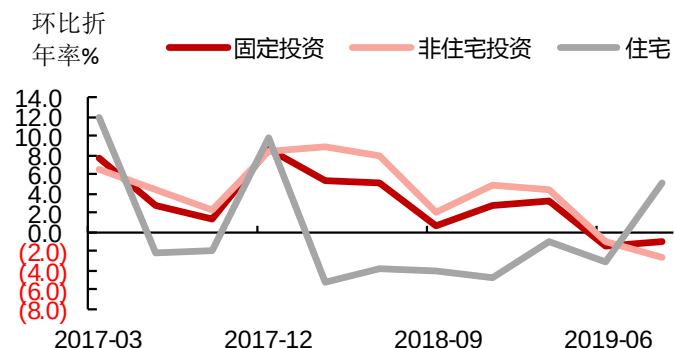


资料来源: 美国经济分析局, 西部证券研发中心

美国非住宅投资二三季度负增, 在降息刺激和低基数效应下三季度出现反弹。美国二三季度私人投资负增长, 主要是非住宅投资拖累, 二三季度非住宅投资增速分别是-1.0%和-2.7%, 其中建筑和设备投资均表现不佳, 对经济增长形成较大的下拉作用。主要是全球经济下行以及贸易争端激化后, 企业投资意愿不强, 美国 ISM 制造业 PMI 指数以及新订单 PMI 指数均连续 4 个月处于荣枯线以下。12 月中旬中美贸易谈判达成第一阶段协议后, 预计明年全球经济开始复苏, 制造业投资有望实现阶段性回升; 但中美贸易争端未来仍存在较大不确定性, 且全球经济中长期来看处于下行周期, 企业投资意愿难以大幅改善。三季度美国住宅投资增速反弹至 5.10%, 主要是降息刺激下美国房屋销售有所回暖拉动住宅投资增长, 但住宅投资对美国经济

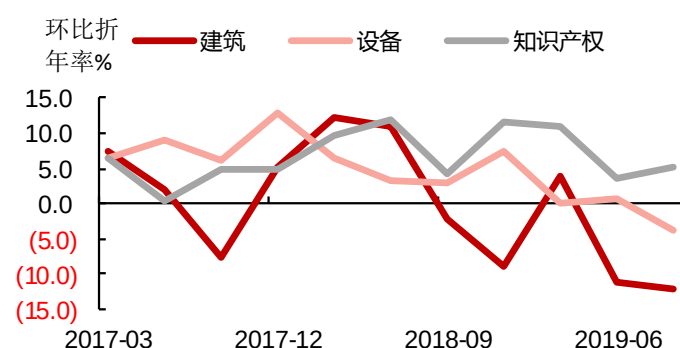
拉动有限。库存投资则自 18 年三季度以来持续大增，主要是全球贸易争端激化下的被动补库存，但难以持续。

图 3：美国住宅投资反弹，非住宅投资连续 2 个季度负增



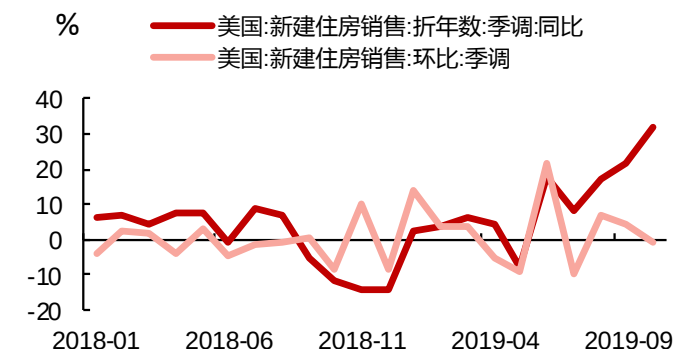
资料来源：美国经济分析局，西部证券研发中心

图 4：19 年非住宅投资中建筑和设备均表现不佳



资料来源：美国经济分析局，西部证券研发中心

图 5：美国新建住宅销售 19 年回暖



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 6：美国按揭利率处于较低水平



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

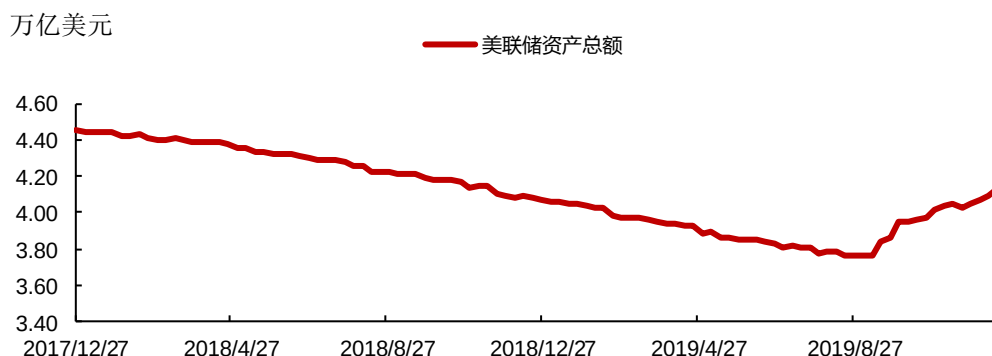
## 宽松的货币政策成为美国经济在 2019 年最大的边际变量

2018 年 12 月 19 日，美联储在资本市场大幅回调的情况下仍然选择了加息 25 个基点，并且点阵图显示多数美联储官员认为在 2019 年仍然需要继续加息两次，这也是当时市场的一致预期。但是在美联储加息之后，资本市场继续深度回调；而且在 2019 年，全球贸易争端不断升级（包括中美贸易争端以及美国对墨西哥的关税施压），全球经济和美国经济特别是美国的就业市场出现了显著的下行压力。美联储在 2019 年开始了显著的政策转向，不仅在 2019 年选择了降息 3 次，还停止缩表并且开始扩表。美联储的资产负债水平从今年 8 月底的 3.76 万亿美元一路扩张到 12 月底的 4.137 万亿美元。目前美联储的资产负债表水平已经回到了 2018 年 11 月的水平。

回顾 2019 年，美联储宽松的幅度远超 2018 年底市场的预期，成为 2019 年美国乃至全球经济最大的边际变量之一。在如此大规模的货币政策宽松的刺激之下，企业融资成本开始走低，

房屋贷款利率下行，股市在 2019 年四季度不断创出新高，就业市场重回健康态势。在多个因素叠加，美国经济展现了十足的韧性。

图 7：19 年 4 季度美联储扩表



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

## 2020年美国经济展望：上半年会继续展现韧性

### 闰年因素会对GDP数据形成额外贡献

2020 年是一个闰年，2 月将会有 29 天，我们预计会对部分经济数据如 GDP 起到额外的贡献，帮助宏观经济超预期表现。在闰年里，涉及到存量概念的经济数据，特别是 GDP，都会受到正面的推动。根据美国经济分析局的资料，对于流量的数据，闰年的因素会被平滑处理掉。但是对于涉及到存量的数据（例如 GDP），闰年的因素则被保留。原因其实并不复杂，四年一遇的闰年是客观存在的，对于存量数据来说没有太大的平滑必要。

从美国历年的经济数据来看，闰年效应显著存在。我们考察了美国从 1947 年以来的所有季度 GDP 增速数据。在闰年的第一季度，美国 GDP 增速平均值为 4.4%，高于所有季度的均值 3.2%，也高于非闰年第一季度 3.1% 的均值和闰年第二/三/四季度的均值 2.9%。我们估算闰年因素对美国第一季度 GDP 额外贡献为 0.5 个百分点。八年公历来看的话，自 1947 年以来

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\\_8146](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8146)

