

贸易磋商进展背后的美国经济全景

全球市场紧盯美国经济走势，因为美国经济状况对于全球经济前景、美联储和其他央行的货币政策路径、以及贸易谈判都至关重要。目前，美国经济总体上仍保持稳健，但增长放缓持续。美国经济将会逐渐“软着陆”还是急剧转差，在很大程度上取决于贸易拖累下的美国制造业衰退是否会蔓延至整个经济，以及私人消费的相对强势能否延续。我们预计美国经济难以对贸易不确定性和全球放缓免疫，下滑将在未来几个月持续，至明年下半年出现短暂衰退的可能性仍存在，但经济系统性风险可控，爆发大规模经济危机的几率很低。

- **就业和薪资：喜忧参半。**美国劳动力市场仍然强劲，但动力逐渐减弱，工资增长缓慢。领先指标预示未来几个月就业将维持稳健增长。我们认为尽管强劲势头将减弱，美国就业市场在短期内仍难见恶化拐点。
- **通胀：PPI 和 CPI 疲软支撑降息预期。**核心 PCE 等关键通胀指标仍低于美联储 2% 的目标。PPI 同比增速跌至近三年来最低，反映制造业疲弱。消费者物价指数疲软、PPI 数据欠佳令市场憧憬美联储于第四季继续降息。中国进口商品价格（不包括关税）下降，美国面临的输入通胀压力很小。
- **制造业：衰退的政治意义大于经济意义。**由于贸易摩擦和全球经济放缓造成的需求疲弱，美国制造业已经正式陷入衰退。由于对未来一年的商业情绪仍然低迷，我们预计美国制造业衰退将在今年第三季度延续，不排除持续更长时间。美国制造业重镇恰是特朗普连任竞选需要争取的重要摇摆州，制造业衰退将对特朗普的 2020 年的竞选构成明显不利。
- **零售销售：韧性待考验。**鉴于就业市场和消费者信心强劲，预计占美国经济近七成的私人消费将在第四季继续稳定增长。然而美国零售商并不能避免贸易不确定性的影响，贸易谈判将决定零售的强劲势头能持续多久。美国推迟了对中国部分消费品加征关税正是为了避免在即将到来的圣诞节购物季打击美国消费。
- **对外贸易：关税影响显著。**美国对外贸易增速正在急剧放缓，表明特朗普的贸易保护政策冲击了美国对外贸易。预计净出口将从第三季至明年拖累美国 GDP 增长。美国从中国的进口减少，而从其他亚洲贸易伙伴（韩国，越南，马来西亚等）的进口增加。美国的总贸易赤字扩大，而对中国的商品贸易赤字减小。
- **房地产市场：价缓量增，情绪提振。**在连续六年强劲的房价涨势过后，美国私人住宅市场正在降温。较低的抵押贷款利率在近期支撑行业景气度。
- **财政：联邦预算赤字激增。**特朗普的减税和庞大的政府支出计划进一步扩大了联邦预算赤字，使得美国采取进一步财政刺激的政策空间所剩无几。
- **货币金融：美联储降息扩表，家庭债务风险可控。**我们预计美联储大概率将在第四季度再降息 25 个基点，最有可能在 10 月进行。美联储很快将再次开始扩大资产负债表规模。美国家庭债务已升至历史最高水平，但风险总体可控。美元在中短期内仍将保持强势。
- **预测及风险因素：**中美贸易谈判进展有望在短期内提升美国商业信心，但贸易不确定性将持续，经济增速将在未来几个月继续下滑。我们预计美国经济在 19 年第三季度增长 1.7%，2019 年全年增长 2.2%。

美国经济预测

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
实际 GDP 增速	1.1	3.1	2.0	1.7	1.4	2.9	2.2
通胀（核心 PCE）	1.9	1.6	1.6	1.7	1.7	2.0	1.7

资料来源：CEIC 及招银国际证券预测

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

美国实际 GDP 增速



资料来源：CEIC、招银国际证券研究

相关报告

1. 降息并提及 QE：如何解读美联储的复杂信号（9月20日）
2. 愤怒的特朗普，无力美联储 — 鲍威尔 Jackson Hole 央行年会讲话点评（8月26日）
3. “鹰派”降息对资本市场的影响——2019年7月美联储议息会议点评（8月1日）
4. 美国二季度GDP增速点评——投资出口疲软，消费仍是“压舱石”（7月29日）
5. 市场“绑架”美联储 — 2019年7月鲍威尔国会证词点评（7月11日）

目录

一、整体经济活动：预计进一步放缓.....	3
二、就业和薪资：喜忧参半.....	4
三、通胀：PPI 和 CPI 疲软支撑降息预期	5
四、制造业：衰退的政治意义大于经济意义.....	6
五、服务业：增速降至三年新低.....	7
六、零售销售：韧性待考验.....	7
专题：延缓关税，保护消费.....	8
七、对外贸易：关税影响明显	9
八、房地产市场：价缓量增，情绪提振.....	10
九、财政：联邦预算赤字激增	11
十、货币金融：美联储降息扩表，家庭债务风险可控.....	12
十一、预测及风险因素	13

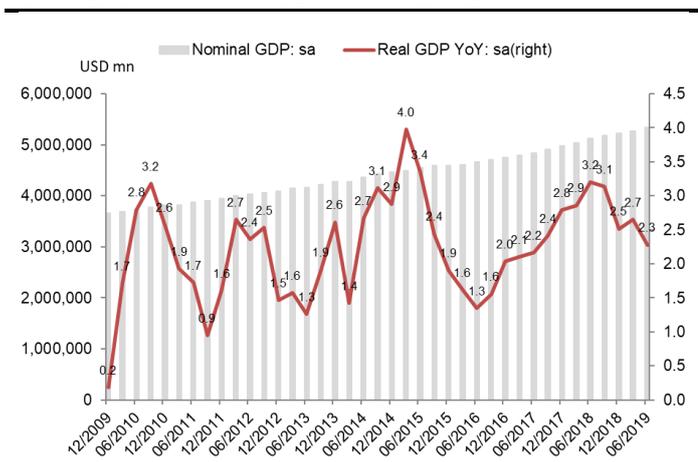
一、整体经济活动：预计进一步放缓

目前美国经济整体上仍处于良好状态。主要受到稳健的私人消费表现支撑，2019年第二季度实际GDP年化增速为2.0%，较上一季度下降1.1个百分点。上半年美国经济增长2.6%，仍高于趋势增长率。

风险仍偏向下行。随着减税政策及大规模财政开支等刺激措施效用减退，美国经济近月增速有所放缓。新增就业人口未及预期，工资增长亦有所放缓。制造业活动持续萎缩，制造业PMI在9月跌至47.8。贸易摩擦对出口构成明显压力。第三季商业乐观情绪亦跌至三年新低。

经济数据喜忧参半，经济衰退可能仍然存在。美国在未来12个月内陷入衰退的可能性于8月攀升至38%，此前仅曾在2001-2002年和2007-2008年间达此水平。美国一半以上的首席财务官预计美国将在2020年总统大选之前陷入经济衰退。假若贸易战持续或升级，短暂的经济衰退或会较预期提早出现。

图1：美国名义GDP及实际GDP同比增速



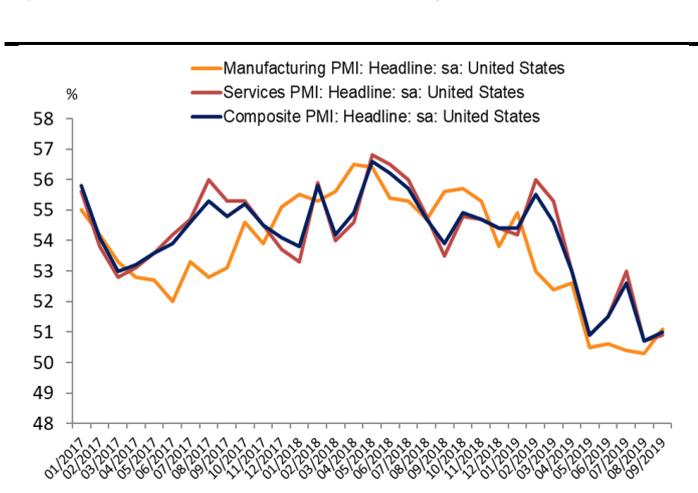
资料来源：CEIC、招银国际证券

图2：美国实际GDP环比年化增速



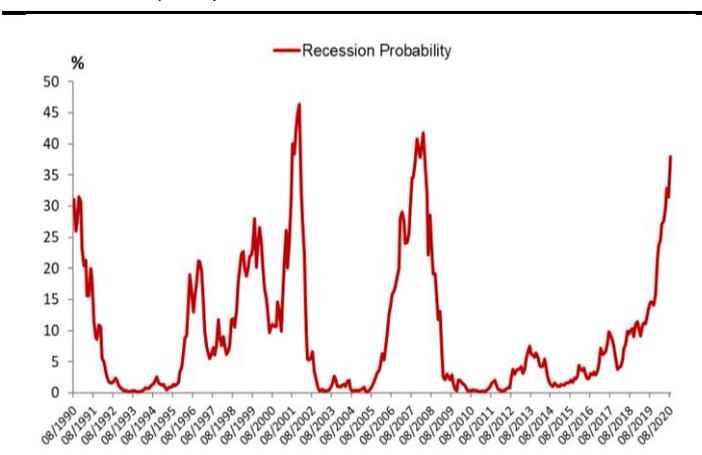
资料来源：CEIC、招银国际证券

图3：PMI指数显示美国制造业和服务业动力双双减弱



资料来源：CEIC、招银国际证券

图4：美国经济于12个月内衰退的几率达到2001-2002年和2007-2008时的高位



资料来源：CEIC、招银国际证券

二、就业和薪资：喜忧参半

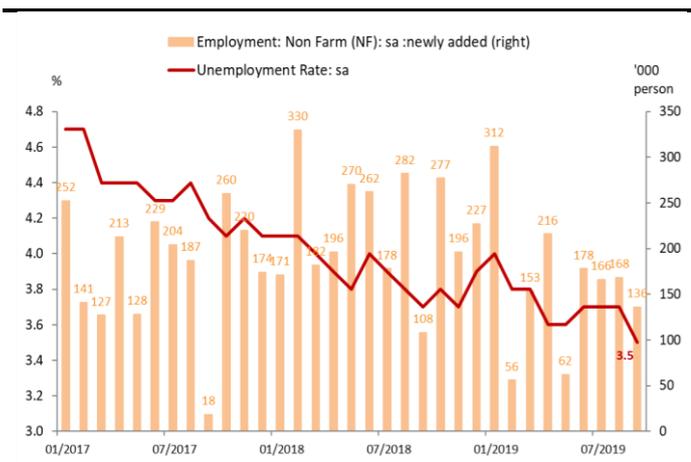
美国劳动力市场仍然强劲，但动力逐渐减弱，工资增长缓慢。

美国失业率在2019年9月再下跌0.2个百分点至3.5%，达半世纪以来最低。非农就业人口在2019年8月增加168,000人，9月份则只新增136,000人，低于市场预期。截至目前，2019年就业人口月均增长161,000人，低于2018年的223,000人。即使考虑到最近通用汽车爆发罢工的影响，我们相信美国裁员数字仍处于低位水平。

工资增速在9月进一步下降。9月平均时薪同比增长下降至2.9%至每小时28.09美元，较上月下滑0.3个百分点。就业市场强劲但工资增长放缓，或可部份归因于低技能劳动人口增加、人口老龄化及生产率提升放缓等因素。

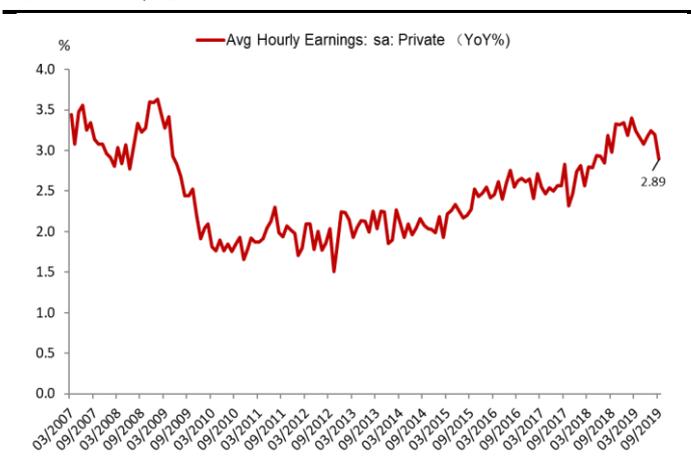
在面临多重经济下行风险的情况下，美国劳动力市场能否保持强劲势头至为关键。一些领先指标，如就业趋势指数预示，未来几个月就业将维持稳健增长。我们认为，尽管强劲势头将减弱，但美国就业市场短期内仍难见恶化拐点。

图5：美国失业率降至半世纪以来最低，但9月新增非农就业未及预期



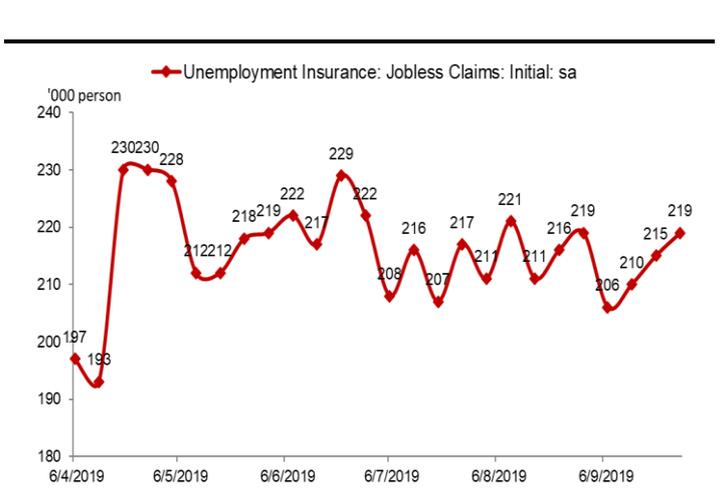
资料来源：CEIC、招银国际证券

图7：美国薪资增速似已见顶



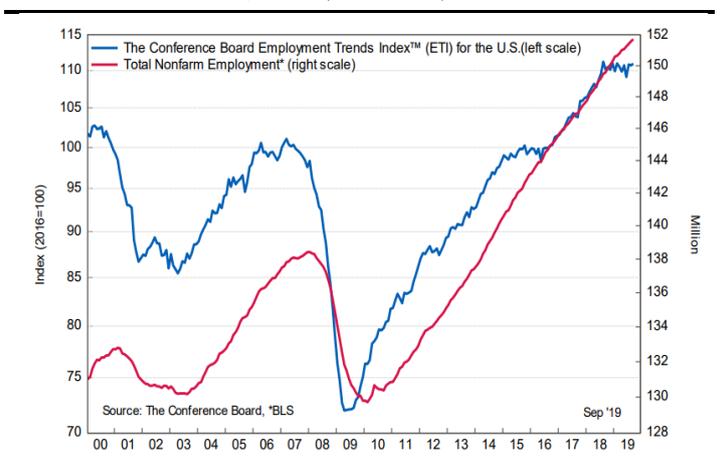
资料来源：CEIC、招银国际证券

图6：美国初领失业金人数显示失业问题并不显著



资料来源：CEIC、招银国际证券

图8：领先指标预示未来几个月美国新增就业仍然稳健



资料来源：CEIC、招银国际证券

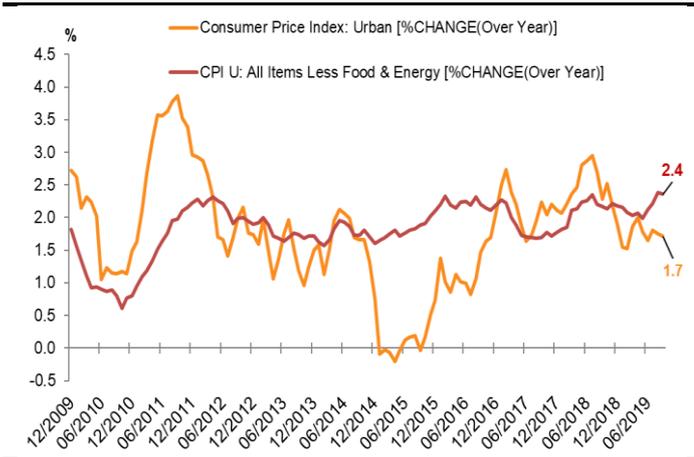
三、通胀：PPI 和 CPI 疲软支撑降息预期

关键通胀指标仍低于美联储目标。核心个人消费支出（PCE）物价指数是美联储衡量通胀的重要指标，7月份同比增长1.7%后，于8月同比增长1.8%，仍低于美联储2%的目标。以PCE物价指数衡量的整体消费者物价指数在8月仅同比增长1.4%。9月消费者物价指数（CPI）同比增长1.7%，与8月升幅持平，而核心CPI指数则上升2.4%。消费者物价指数仍旧疲软令市场憧憬美联储于第四季继续降息。

近期美联储对PPI的忧虑应大于CPI。美国生产者物价指数（PPI）同比增速跌至近三年来最低，反映制造业疲弱。9月PPI同比增长1.4%，是自2016年11月以来的最小增幅，较8月的增速1.8%亦有明显下滑。核心PPI也从今年8月的2.3%降至9月的2%。由于忧虑衰退迹象正由制造业蔓延至更多经济部门，PPI数据欠佳会使得美联储担心经济进一步恶化，或再次降息对冲风险。

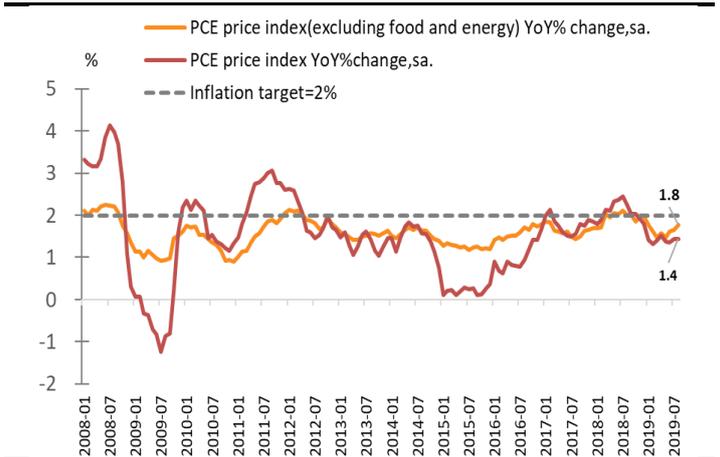
中国进口商品价格下降，美国面临的输入通胀压力有限。2019年8月美国进口商品成本比去年同期下降2%，主要是由于石油价格下跌。从中国进口的货物成本同比下降1.6%（其中不包括关税成本），这表明中国供应商已经降低价格以保持在美国的市场份额。

图 9: 美国 9 月 CPI 和核心 CPI 指数基本符合预期



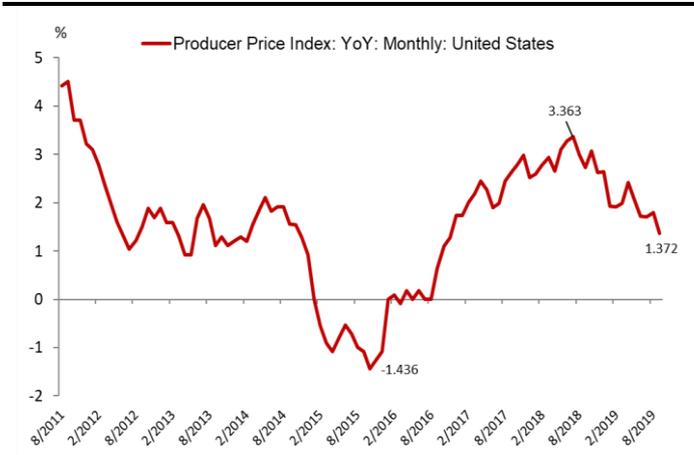
资料来源: CEIC、招银国际证券

图 10: 美国 PCE 和核心 PCE 指数仍不及美联储目标



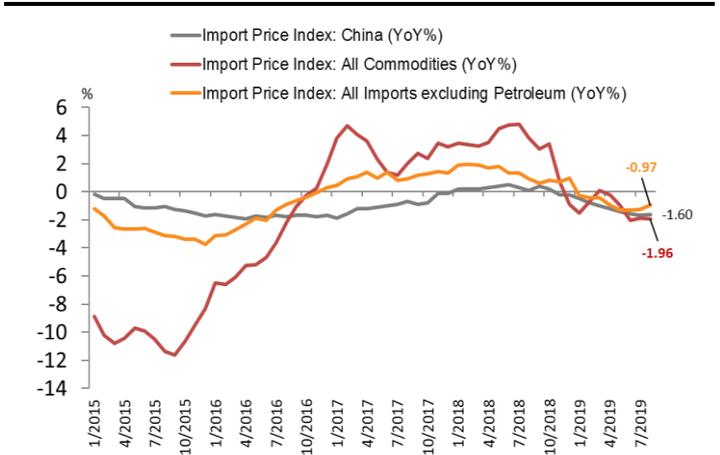
资料来源: FRED、招银国际证券

图 11: 美国 PPI 同比下降至三年最低



资料来源: CEIC、招银国际证券

图 12: 美国输入通胀压力很小



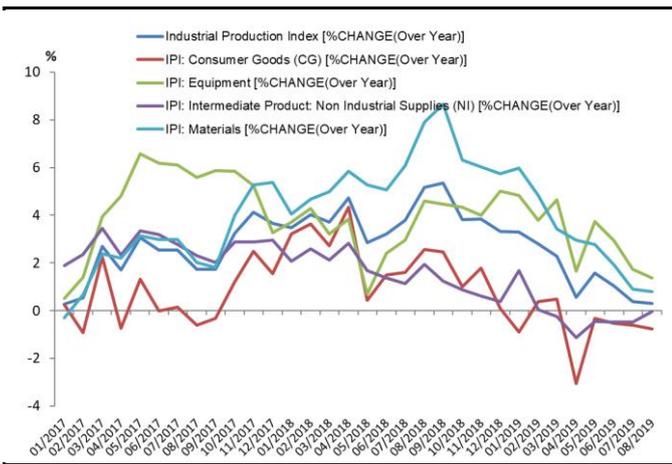
资料来源: CEIC、招银国际证券

四、制造业：衰退的政治意义大于经济意义

由于贸易摩擦和全球经济放缓造成的需求疲弱，美国制造业已正式陷入衰退。制造业产出在过去两个季度连续下降，出现十年来最差情况。工业生产指数显示，自今年第二季以来，材料、设备、中间产品和消费品的产量均出现下滑。8月制造业生产的暂时反弹主要是由于石油和天然气生产的激增，无法改变整体下降趋势。由于对未来一年的商业情绪仍然低迷，我们预计美国制造业衰退将在今年第三季度延续，甚至持续更长时间。

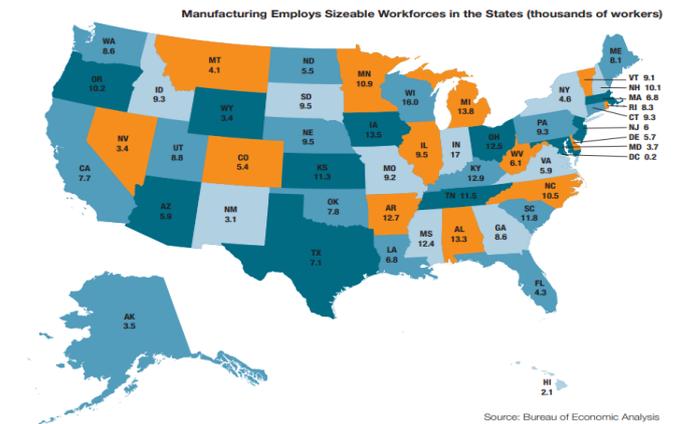
制造业衰退可能会对特朗普的连任竞选活动构成较大威胁。制造业的衰退本身并不一定引发美国经济的衰退，因为制造业仅占美国经济的11%和总就业的8%。然而其政治意义很明显，特朗普总统自上次总统竞选以来一直声称要提振制造业并创造数百万个新的制造业就业机会，因此制造业的增长对特朗普至关重要。美国制造业工作占比最高的几个州受到行业衰退的冲击最大，其中的威斯康星州、密歇根州、爱荷华州、宾夕法尼亚州等许多前民主党阵营州都是使得特朗普在2016年获胜的重要摇摆州。因此，未能提振制造业，必将对特朗普的2020年竞选活动构成明显不利。

图 13: 美国工业生产指数显示制造业出现全面放缓



资料来源: CEIC、招银国际证券

图 14: 制造业就业占比较高的州恰是特朗普再度竞选需要争取的重要摇摆州

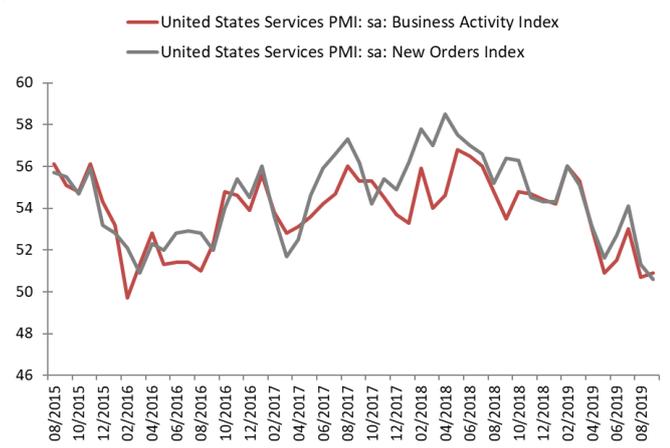


资料来源: CEIC、招银国际证券

五、服务业：增速降至三年新低

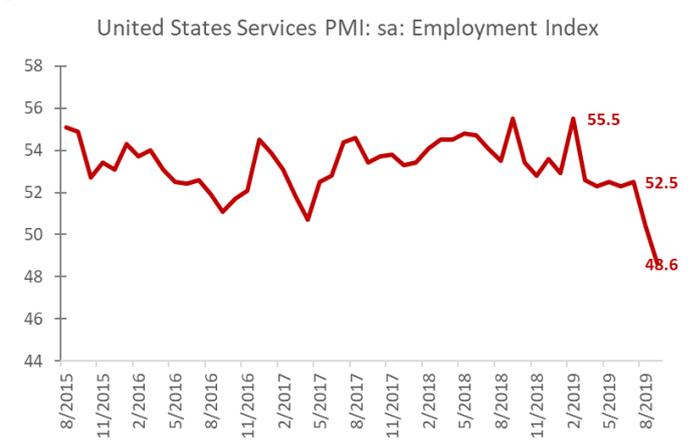
根据 ISM 调查，受贸易和关税不确定性持续影响，美国服务业采购经理人指数 (PMI) 在 2019 年 9 月跌至 50.9，创下三年来新低。新订单指数从 2019 年 8 月的 51.3 下降至 2019 年 9 月的 50.6，表明服务业前景黯淡。服务业就业状况自 2010 年以来首次转差，是令人担忧的重要方面。多项调查和数据显示，贸易战和政策不确定性正在困扰美国服务业。

图 15: 美国服务业 PMI 于 9 月降至 50.9



资料来源: CEIC、招银国际证券

图 16: 美国服务业就业于十年来首现萎缩

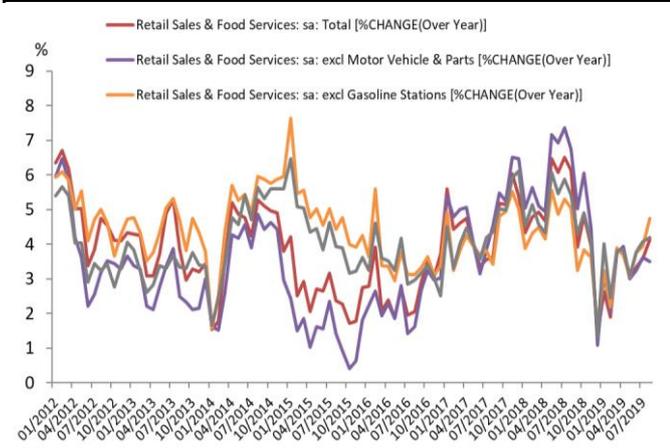


资料来源: CEIC、招银国际证券

六、零售销售：韧性待考验

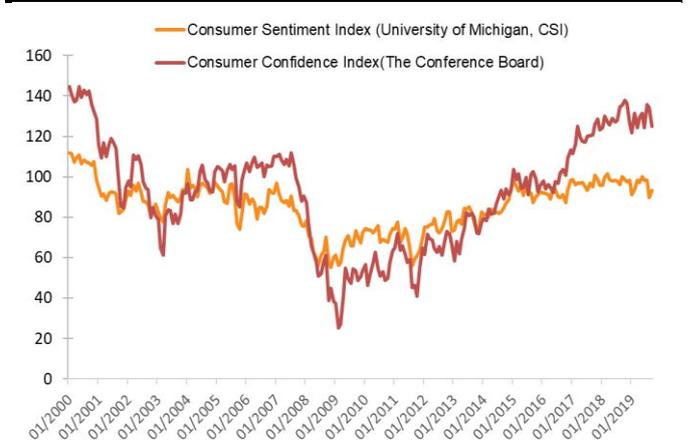
今年年初以来，零售销售增速呈上升趋势。8 月零售销售同比增长 4.4%，环比增长 0.6%，显示美国零售销售的持续强劲。但 9 月零售环比下跌 0.3%，增添市场对消费韧性的忧虑，而同比仍有 4.1% 涨幅。消费者情绪和消费者信心总体上仍保持较高水平。展望未来，鉴于就业市场和消费者的信心强劲，预计占美国经济约七成的私人消费将在第四季继续稳定增长。但同时，美国零售商并不能避免贸易不确定性的影响，贸易谈判和关税调整将决定强劲的零售销售能持续多长时间。私人消费增速也是许多美联储委员会成员在货币政策决定之前监测的最重要数据之一。9 月零售数据出现负面消息，加大了美联储再度降息的几率。

图 17: 美国零售销售增速仍然强劲



资料来源: CEIC、招银国际证券

图 18: 美国消费信心仍处于高位



资料来源: CEIC、招银国际证券

专题：延缓关税，保护消费

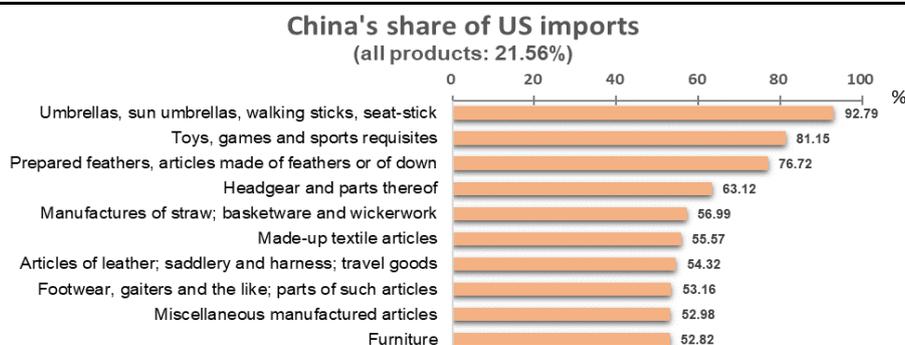
在特朗普总统威胁要对剩余的 3000 亿美元中国进口商品征收 10% 关税后约两周，美国于 8 月 13 日宣布推迟对来自中国的手机、笔记本电脑、电子游戏机、玩具等部分商品加征关税。美国政府声称，该决定基于“健康、安全、国家安全和其他因素”。然而，特朗普的表述似乎更接近实情，即推迟这部分商品的关税是为了避免在即将到来的圣诞节假期购物季打击美国消费。

该决定背后是美国国内对于加征关税的众多反对声音，使得特朗普认识到对消费品加征关税与前几轮关税有重大不同。美国大型零售贸易团体包括国家零售联合会（亚马逊和沃尔玛为会员）、零售业领袖协会（苹果和耐克为会员）、美国服装和鞋类协会、美国鞋类分销商和零售商等，都指责特朗普在贸易战谈判中置美国家庭利益于不顾。

分析推迟关税的产品清单可以看出，挑选指标是美国对这些中国产品的依赖程度以及这些产品在美国的重要程度。根据 2018 年的数据，中国占美国进口总额的比例仍高达 21.56%，仅比贸易战开始前的 2017 年下降了 0.3 个百分点。在进口中，多种产品甚至占美国进口总额的 50% 以上。例如，2018 年美国进口的玩具、游戏和运动用品中有 80% 以上是在中国制造的。这解释了游戏巨头索尼、微软和任天堂为何向特朗普政府发出联合信函，敦促其从关税清单中撤销游戏机，几大公司预计关税将使游戏机消费者多支付 8.4 亿美元，并损害包括制造商，开发商和零售商在内的整个行业。

根据美国零售业联合会的数据，随着额外关税的延迟，预计 2019 年 11 月和 12 月美国圣诞节零售额将同比增长 3.8% 和 4.2%。

图 19: 美国对中国产品依赖程度较高（超过 40%）的产品类型



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_9583

