

美国 2018Q3 经济情况分析 & 政策展望

王健 Dr. Jian Wang, 郭晓敏 Melody Guo

📌 总结

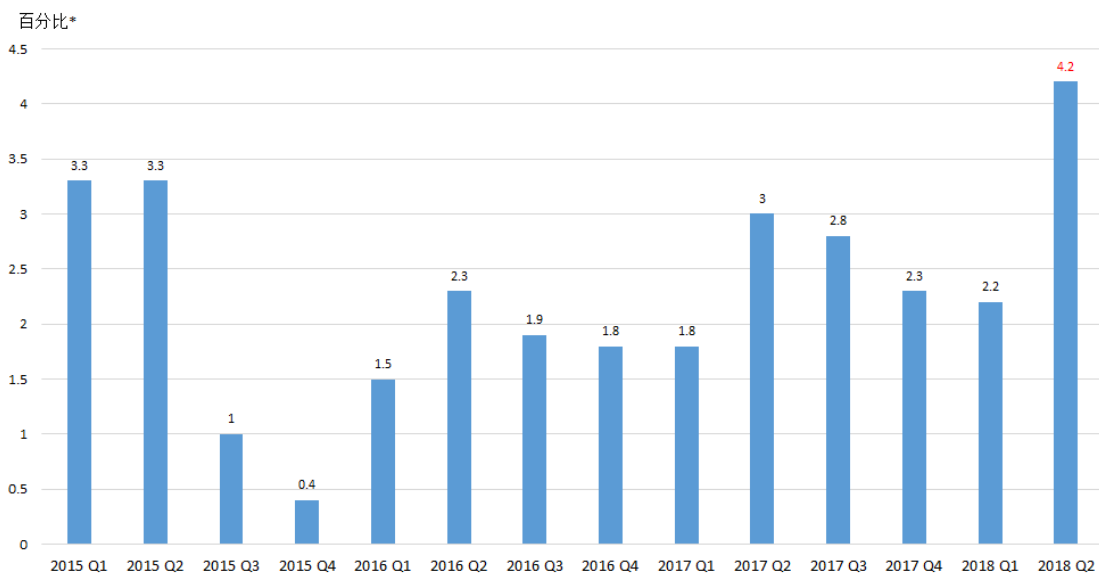
美国经济在三季度继续稳健增长。尤其是通胀水平有了显著改善，已达到或超过美联储 2% 的目标水平，为美联储继续加息提供依据。预计美联储在 9 月 FOMC 会议上会加息 25 个基点，并会给出进一步加息的信号。虽然就业市场和其他实体经济指标继续扩张，美国房地产市场疲软的迹象进一步增强。预计伴随未来利率上行，美国房地产市场会持续放缓，制约美国未来经济增长。受特朗普政府税改计划的影响，持续上涨的政府赤字也是影响美国经济的重要负面因素。伴随中美贸易战升级，全球产业链在今后半年将经受严重冲击，提高了全球经济的不确定性。

• 实体经济

美国二季度 GDP 增速被向上小幅修正到 4.2%。第三季度工业产出保持健康增长，零售销售额继续攀升，消费者信心也创六个月新高，预示着第三季度美国经济仍会保持健康的扩张，虽然强度会不及二季度。

8 月 28 日，美国商务部发布的数据显示，美国二季度实际 GDP 年化季环比修正值为 4.2%（图 1），高于初步估计的 4.1%，为近四年来的最佳季度表现。其中，二季度 GDP 各组成元素对 GDP 增速的贡献度分布与我们上篇报道中的分析变化不大，个人消费支出仍是二季度 GDP 增速的主要推动力量。

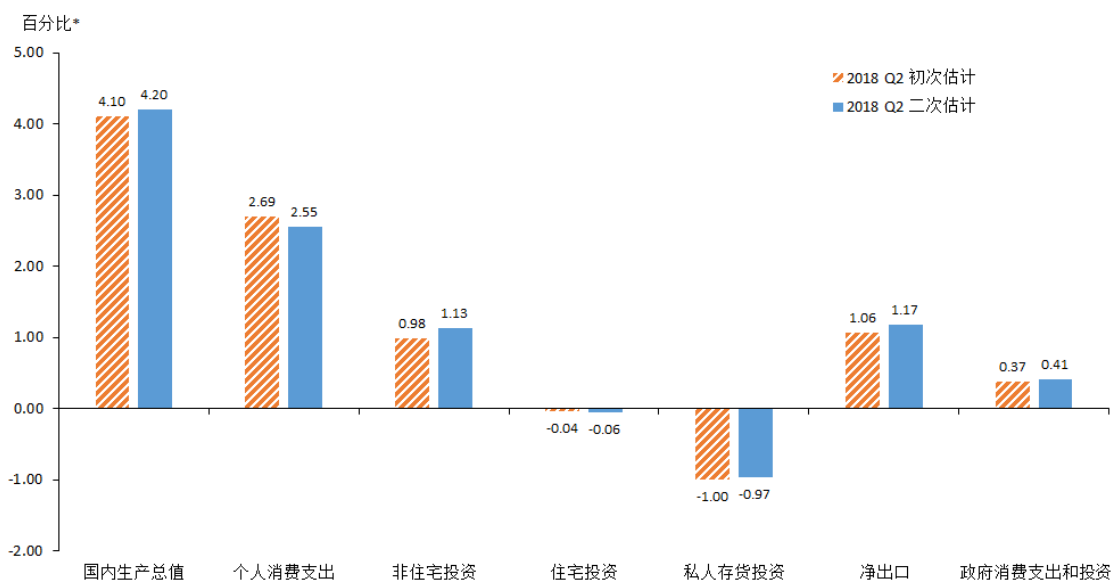
图1
二季度GDP增速进一步上调



*对国内生产总值 (GDP) 增长率的贡献，用年率进行季节性调整

数据来源: Bureau of Economic Analysis

图2
GDP增速上修，非住宅投资和净出口大幅增长



*对国内生产总值 (GDP) 增长率的贡献，用年率进行季节性调整

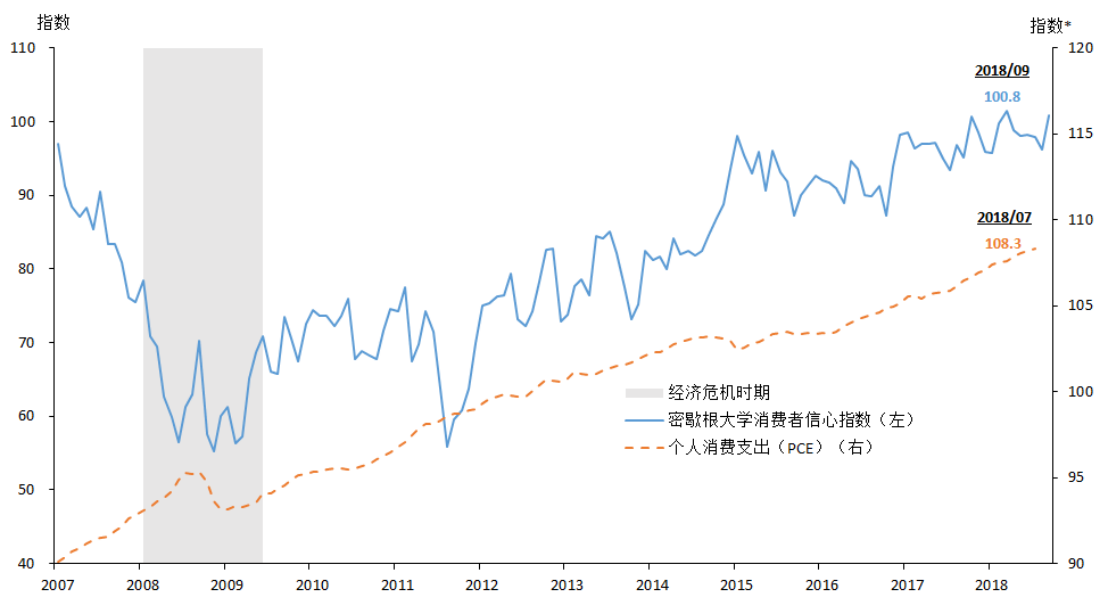
数据来源: Bureau of Economic Analysis

二季度 GDP 向上修正主要来自非住宅投资、净出口和政府消费支出和投资等项目的上调 (图 2)。非住宅投资在第二次预估中上调 0.15 个百分点，为 GDP 增长贡献 1.13 个百分点。私人存货投资数据也有所改善，尽管对 GDP 增速贡献仍然为负值。二季度净出口对 GDP 增速贡献也出现了明显的上调，由初次估计的 1.06% 上调至 1.17%，创近五年来最高水

平。上调原因主要由于实际原油进口的减少。但美国 7 月贸易逆差增长 6.3%至 722 亿美元，主要因食品出货下降 6.3%拖累出口。美元升值对净出口的滞后效应也开始逐渐显现，预计美国未来净出口对 GDP 增速的促进作用会降低。同时，9 月 18 日美国政府宣布将对 2000 亿美元的中国商品加征 10%关税，进一步升温的贸易摩擦将对美国未来经济增加很多不确定性。一些与关税征收有关的上下游行业和公司可能会受到不同程度的影响，从而影响相关的就业和运营，打击对未来经济发展的信心。因此，三季度净出口可能将难以延续第二季度的强势增长，拖累美国第三季度经济增长。此外，二季度美国联邦政府支出和投资也进行了上修，为 GDP 增速贡献 0.41 个百分点。8 月联邦政府赤字进一步扩大至 2141.48 亿美元，较去年同期赤字 1077 亿美元增加了 99%，成为了史上最高单月赤字之一。今年初实行的税改计划将会持续大幅推升全国预算赤字。

第二季度个人消费对实际 GDP 增长贡献率在二次预估中下调 0.14 个百分点至 2.55%，下调主要来自汽车和医疗保健方面的支出。美国零售业销售额在三季度继续健康增长，因此出现消费持续走弱的可能性不大。2018 年 7 月零售业销售额达 4467.97 亿，环比上升 0.55%，较去年同期上涨 6.24%。八月的零售销售额增速有所回落，但仍然保持在健康水平。此外，密歇根大学公布的美国消费者信心指数在 9 月升至六个月的高点，达到 100.8（图 3）。最新数据显示，7 月份个人消费支出（PCE）稳步增长，与 6 月增比相同，反映了第三季度初的经济仍延续上季度的强劲增长。此外，7 月的美国家庭实际可支配收入同比增长 2.94%，仍高于第二季度的平均水平。同时，储蓄率也略微的下滑至 6.7%。乐观情绪还反映在最近的金融收益。消费者表示，近期因股票和房地产价格的上涨，使得他们受益于收入和财富增长。

图3
9月消费者信心指数升至六个月高点，高于预期



* 指数2009=100，按年率进行季节性调整

数据来源：Bureau of Economic Analysis, Surveys of Consumers, University of Michigan, National Bureau of Economic Research (NBER)

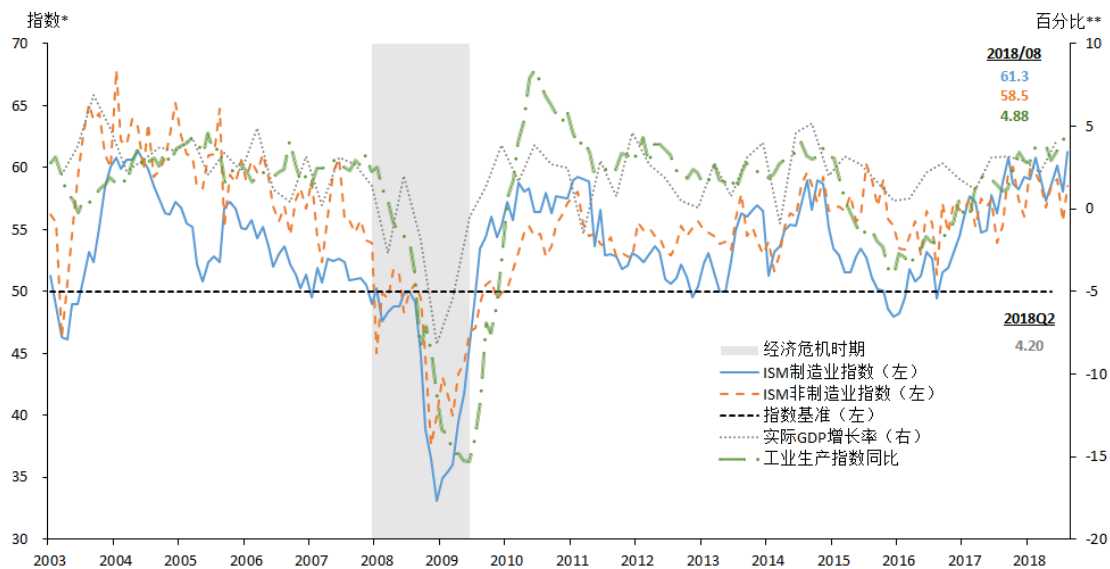
第三季度 GDP 增速预测整体乐观，普遍高于 3%。费城联储 SPF 调查 8 月 10 日公布的 2018 第三季度实际 GDP 增长率预测不变，仍保持在 3.0%，高于纽约联储于 9 月 14 日最新公布上调的预测 2.2%。圣路易斯联储 Real GDP Nowcast 则对第三季度实际 GDP 增速更为乐观，9 月 14 日公布的数据显示预计由 7 日的 4.33%上调至 4.42%。亚特兰大联储 GDP Now 模型于 9 月 14 日的预测也由 9 月 11 日的 3.8%上调到 4.4%。

第三季度美国工业产出延续二季度的高速增长，8 月工业产出指数(Industry Production Index) 同比高达 4.88% (图 4)。新公布的数据继续支持着我们在上篇报告中对于美国经济仍然会健康扩张的判断。

其中，三季度美国制造业和非制造业保持扩张趋势。8 月 ISM 制造业指数进一步上升至 61.3，创 2004 年 5 月以来的新高。尽管 7 月制造业指数有所回落，但仍在高扩张范围内并于 8 月迅速回归高点。其中，新订单指数上涨至 65.1，较 7 月高出 4.9，连续 16 个月高于 60。与此同时，消费者库存指数仍处低位，显示着制造业需求强劲。ISM 非制造业指数在 8 月同样乐观，连续 104 个月高于 50 枯荣线。与此同时新订单指数从 57 升至 60.4，企业活动指数从 56.5 升至 60.7。同时，8 月就业指数创 6 个月新高，达到 58.5。非制造业需求的强劲表明对服务的需求正在推动美国公司和经济的发展。观察制造业及非制造业对

外贸易发现，由于对外贸易摩擦升级，导致制造业新出口订单和进口指数均下滑，较7月分别下降0.1和0.8，但是非制造业新出口订单呈上涨趋势，较7月上升2.5。

图4
八月ISM指数回升，工业生产保持增长



*值高于50表示扩张

**相较于前一个季度的百分比变化，按年率进行季节性调整

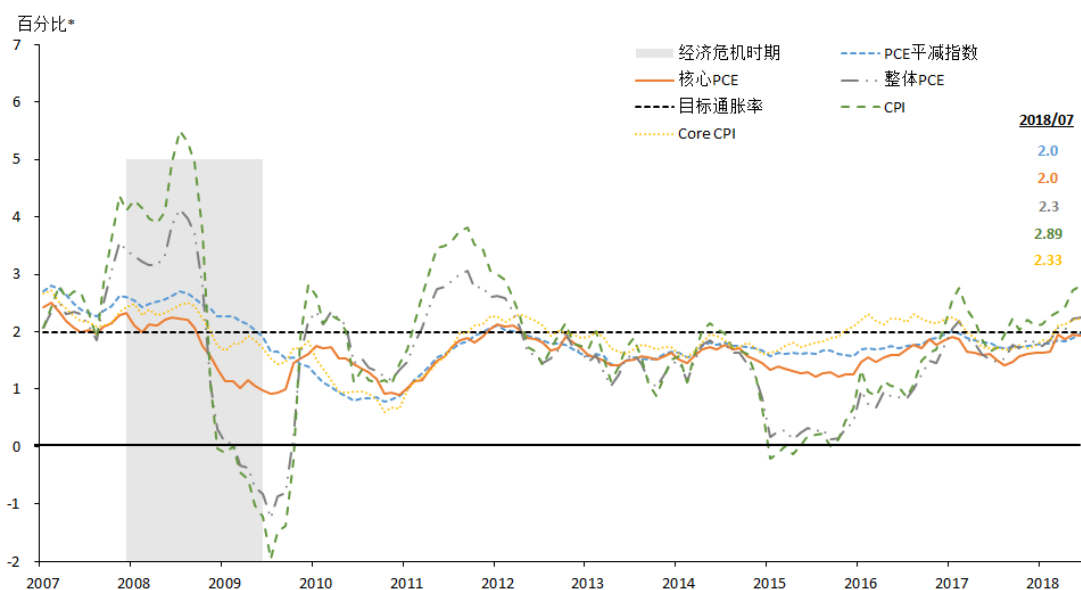
数据来源: Bureau of Economic Analysis, Institute for Supply Management (ISM), National Bureau of Economic Research (NBER)

• 通胀情况

美国三季度通胀稳步增长。各项常见通胀衡量指标逐渐向上聚拢，反映了其对未来经济发展所传递的信息噪音减少，给予美联储更多提高利率的信心，推进9月FOMC会议加息的可能性。

衡量美国通胀的各项常见指标7月已达到或超过美联储的2%目标。根据上次的报告分析，二季度的通胀正朝着这个目标持续上行。7月美国CPI同比进一步增长至2.89%，创2012年2月以来的新高（图5）。核心CPI同比上涨2.3%，为2008年10月以来最大增幅。与此同时，整体PCE和核心PCE通胀率均上升0.1个百分点至2.3%和2%，超过或达到了美联储目标通胀率。达拉斯联储PCE平减指数通胀率在6月已经上升到2%，并在7月保持不变。SPF调查预测整体PCE通胀率在2018年第三季度保持在2%水平，核心PCE预计会上升至2.1%，略高于通胀目标。美联储9月12日发布的经济报告黄皮书显示，所有价格都提到了投入价格的压力，特别是建筑材料和运费方面。

图5
整体PCE通胀率超过预期，未来通胀保持稳步增长



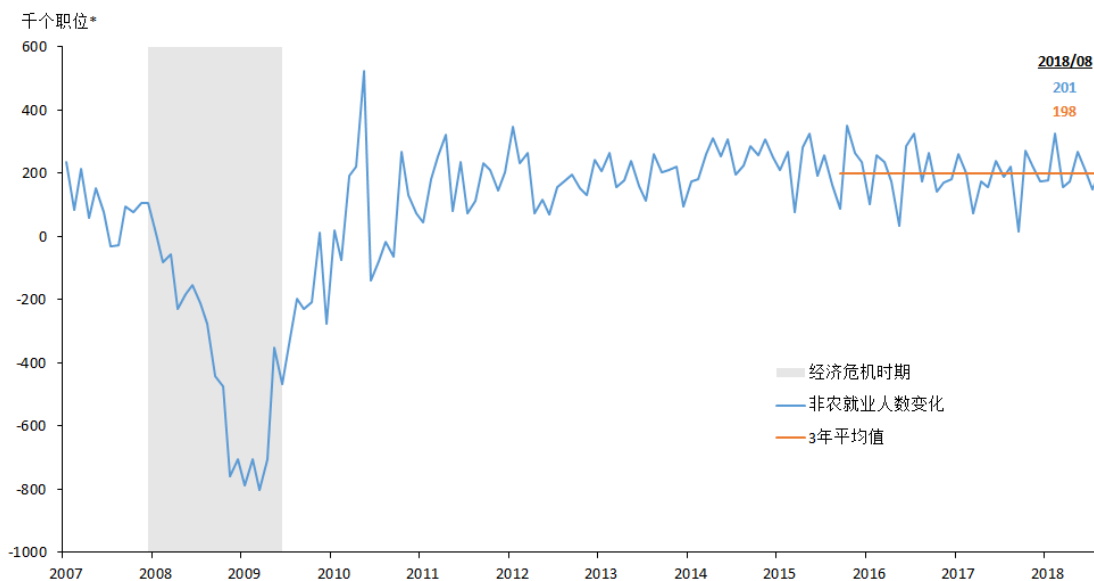
*个人消费支出（PCE）指数较12个月前的百分比变化，除了PCE平减指数通胀率均为作者计算，经季节性调整
数据来源：Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of Dallas, National Bureau of Economic Research (NBER)

• 就业市场

三季度美国就业市场仍然在健康扩张。新增就业7月虽然出现显著的下滑，但是6月数据大幅上调，冲销了数据的负面影响。加上8月新增就业迅速回归到过去三年的平均水平之上，反映了7月的下滑属于短期波动。

美国就业市场第三季度持续扩张。美国劳工统计局数据显示，8月新增非农就业人数从7月的14.7万上升到20.1万人（图6），虽不及上一季度的增长幅度，但8月新增就业仍高于近三年19.8万平均值。其中教育与健康行业新增5.3万人次，专业和商业服务人员就业也同时新增5.3万人，建筑业新增2.3万人次，占全部新增就业的64.18%。就业人数有所减少的行业有信息服务（-0.6万），汽车及零部件制造（-0.49万），公共事业（-0.3万）。

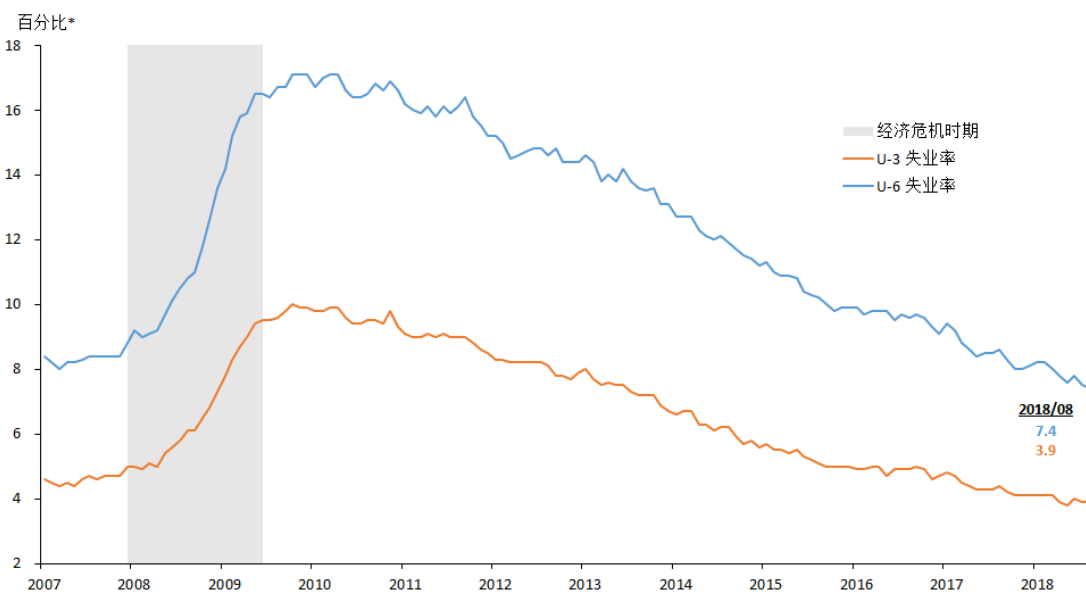
图6
新增非农就业回升，劳动市场保持强劲



*相较于前一月的变化，由作者计算，经过季节性调整

数据来源：Bureau of Labor Statistics (BLS), National Bureau of Economic Research (NBER)

图7
三季度失业率持续下降



*经过季节性调整

数据来源：Bureau of Labor Statistics (BLS), National Bureau of Economic Research (NBER)

第三季度美国各项失业率衡量指标皆呈下降趋势。7月U-3失业率下降0.1个百分点至3.9%，已低于SPF调查预测2018Q3失业率4.3%，并于8月维持在不变的低位（图7）。广义失业率U-6经历连续6个月下降已降至7.4%，创下了自2001年4月以来的新低。此外，9月8日数据显示，新增首次申请失业救济金人数为20.4万人，低于预测值21万人，

同时也低于 8 月的四周移动平均值 21.2。截至 9 月 8 日的四周移动平均值约为 20.75 万人，反映了美国劳动力市场的持续扩张。虽然 8 月劳动参与率出现轻微下降至 62.7%，较上月减少 0.2 个百分点，但仍在合理范围波动。

• FOMC 会议展望及加息预测

在 7 月 FOMC 会议上，美联储宣布保持利率不变，维持在目标区间 1.75%-2%，与我们上次报告中的预测一致。预计 9 月会议上，美联储将会宣布加息 25 个基点，成为今年第三次加息。市场预测美联储年底前第四次加息的概率也大幅上升。目前市场对美联储在 12 月进行第 4 次加息的概率涨至超过 80%，而一个月前这个概率尚不足 60%。

在 7 月 31 日-8 月 1 日的 FOMC 会议上，美联储宣布联邦基金利率维持在目标区间 1.75%-2% 不变。联储主席鲍威尔在会议声明中提到，未来美联储将继续以促进充分就业和物价稳定为主要目标，并预计进一步逐步上调联邦基金利率目标区间将符合经济活动持续扩张、就业市场状况强劲以及通胀中期内接近委员会 2% 对称目标的情况。目前的经济前景风险看来大致呈均衡状态。在 8 月底举行的杰克逊霍尔年度政策研讨会上，鲍威尔再次表示美联储稳步加息是保护美国经济复苏，保持就业尽可能强劲地增长，保持通胀受控的最佳方法。同时，值得注意的是，身为美联储一直以来最坚定的鸽派人物之一，芝加哥联储主席埃文斯(Charles Evans)近期意外发表鹰派言论，表示美联储可能需要将利率调高至“多少有些限制性”的水平，以抵消近期财政刺激措施对美国的影响。这一态度转变很大程度上增加了 9 月加息的可能。

与此同时，今年 FOMC 票委、美联储理事 Lael Brainard 表示，未来的一年或两年内美联储应该坚持逐步加息路径，加息可能会超越中性利率水平（根据 6 月 FOMC 提供的点阵图，中位数预期为 2.9%），或超过 3%。因为美联储官员对中性利率的预期区间为 2.5%-3.5%，反映着至少还有四次加息的可能。随着美国财政刺激政策的陆续出台，美国二季度 GDP 增速上调至 4.2%，达到了四年来最快扩张。根据经济增长前景坚实，劳动市场持续强劲，薪资出现令人振奋的涨幅，通胀率已达到美联储的 2% 目标，Brainard 认为加息超过中性利率有助于预防经济过热。

- 美国经济未来风险

根据上次的报告分析，美国二季度经济虽然增长强劲，但一些支持增长的短期因素将会逐步消退。美国二季度经济所面临的房地产放缓和政府债务风险的信号在第三季度进一步增强。

- ◇ 美国房地产增长进一步放缓

随着按揭利率和房屋价格的持续上涨，房地产销售和投资保持下滑趋势。第三季度美国房地产进一步放缓。

8月2日全美房地产经纪人协会（NAR）最新数据显示，7月美国成屋销售年化534万户（经季节性调整），环比下降0.74%，连续4个月的环比下降。同时，同比下降1.48%，已经是第五个月的同比连续下降（图8）。根据凯斯-席勒房价指数，6月全美房价指数已超过08年房地产泡沫破裂前顶峰水平（约184.52），达到202.75。房价指数自2012年2月的低谷一直呈上涨趋势，已达到约48.5%的增长。此外，房地美最新数据显示，8月的30年固定利率的平均按揭贷款利率达到4.55%，同比上涨17.3%（图8）。按揭利率在7月的小幅回落减少了购房成本，导致7月的购房能力（Housing Affordability）有小幅的回升。但是随着按揭利率8月及日后的逐步回升，美国家庭购房能力预计未来会继续恶化。因此，房价的持续上涨和按揭利率的回升将导致房地产销售进一步下跌。

随着房地产销售放缓，美国房地产投资也仍呈现疲软趋势。美国商务部最新报告显示，7月数据由116.8万户上调为117.4万户，仍然创10个月以来的新低（图9）。8月新屋开工稍有回升，年率128.2万户，同比和环比分别上升9.4%和9.2%。与此同时，8月的建筑许可申请延续上一季度的下跌趋势，同比和环比分别下降5.5%和5.7%。虽然8月的新屋开工出现回升现象，但新建房屋和新发许可的三个月移动平均呈显著的下滑趋势。因此，伴随着按揭利率上涨所带来的需求放缓，美国未来的房地产市场将难以避免的进一步放缓，阻碍经济的增长。

图8
7月美国购房能力反弹，按揭利率回升

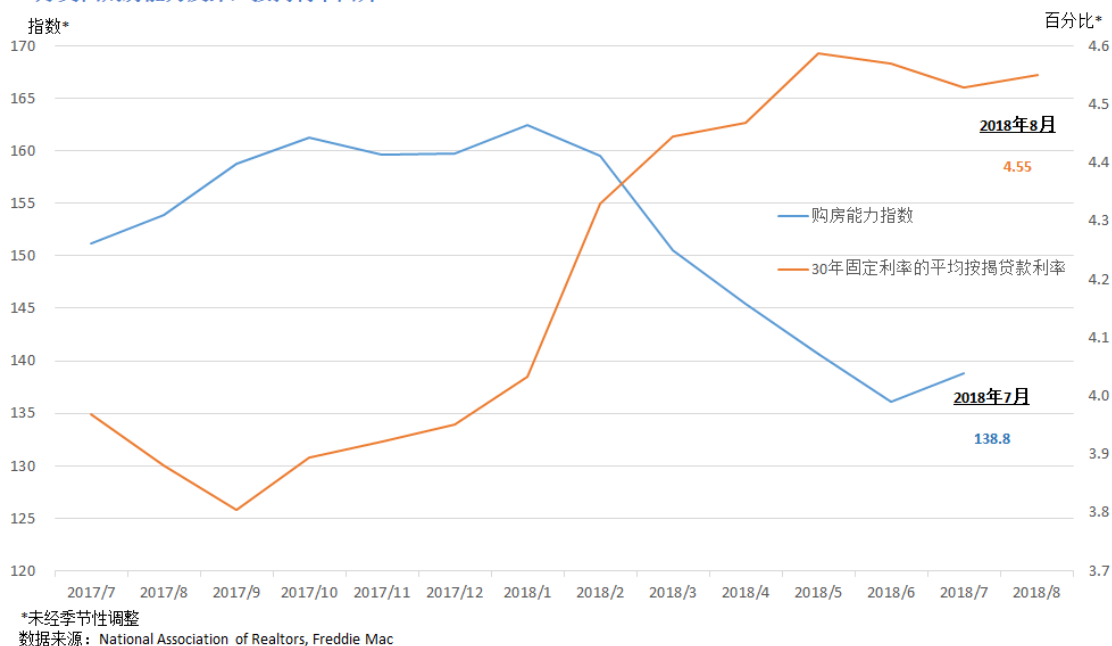
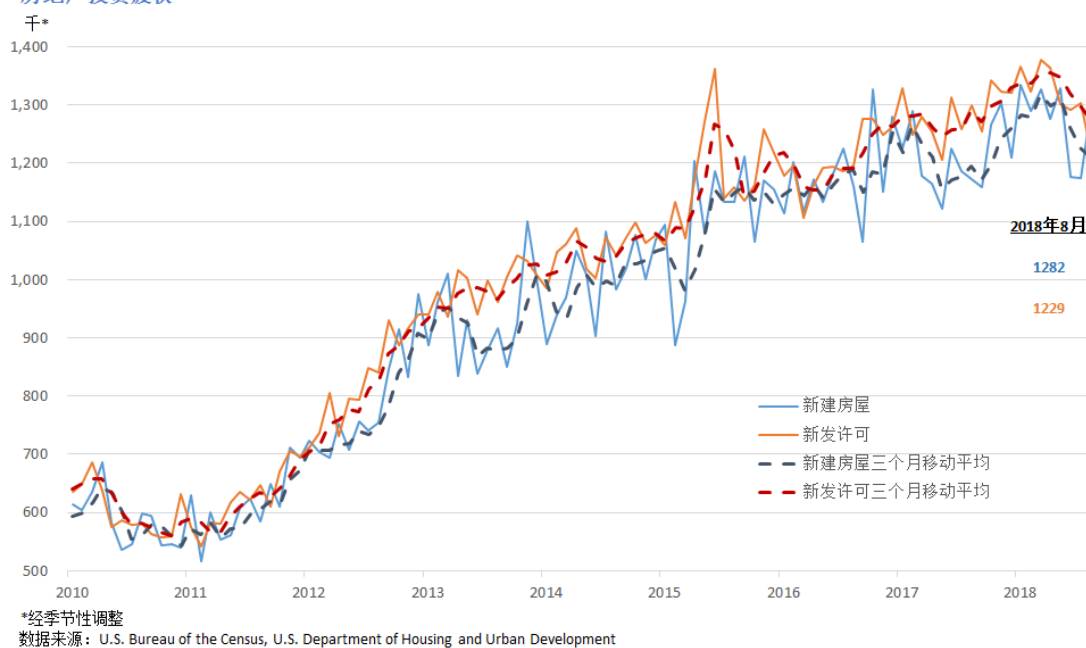


图9
房地产投资疲软

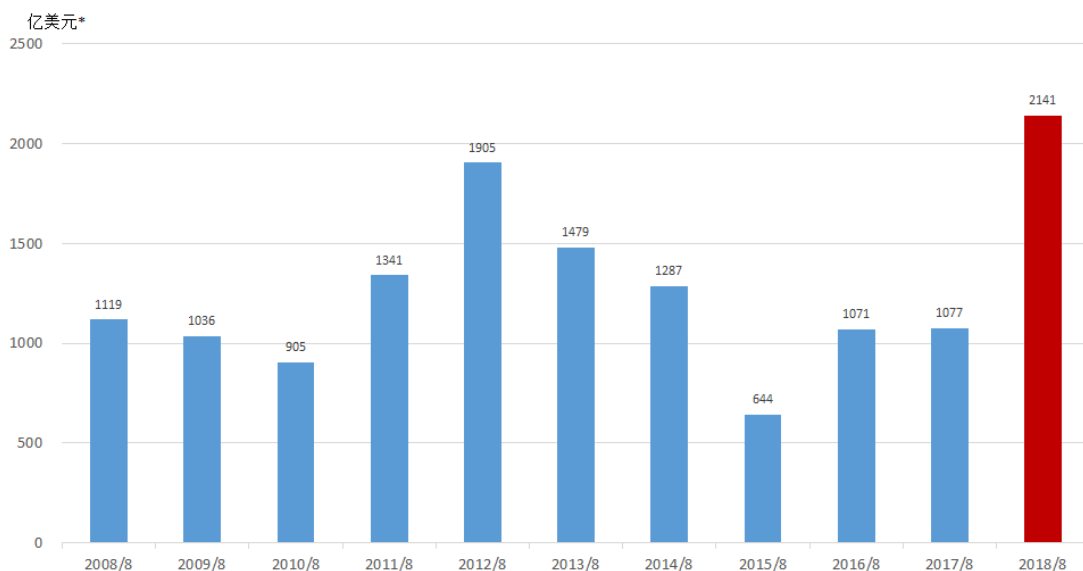


◇ 美国政府预算赤字远超预期

随着今年税改计划的出台，政府预算赤字进一步扩大，并于8月达到新高。持续高企的政府债务将会为美国2018年下半年经济带来负面影响。

特朗普今年出台的财政刺激计划虽然刺激了二季度的消费支出，促进经济的强劲增长，但同时美国政府的预算赤字正在持续扩大，引发市场对未来美国政府债务的担心。8月，美国政府预算赤字 2141 亿美元，几乎是去年同期的两倍，成为史上最高单月赤字之一（图 10）。今年 8 月也成为历年赤字最高的 8 月。8 月预算赤字的激增主要因为本月财政支出的持续增长，同时收入有所减少。8 月政府支出创单月最高纪录，高达 4333 亿美元，较去年同期增长约 30 个百分点。与此同时，8 月美国政府收入为 2191 亿美元，同比下降 3 个百分点。美国财政部发布的数据显示，截至 8 月，美国 2018 财年支出增长 7%，而收入仅增长 1%。

图10
8月单月政府赤字创新高

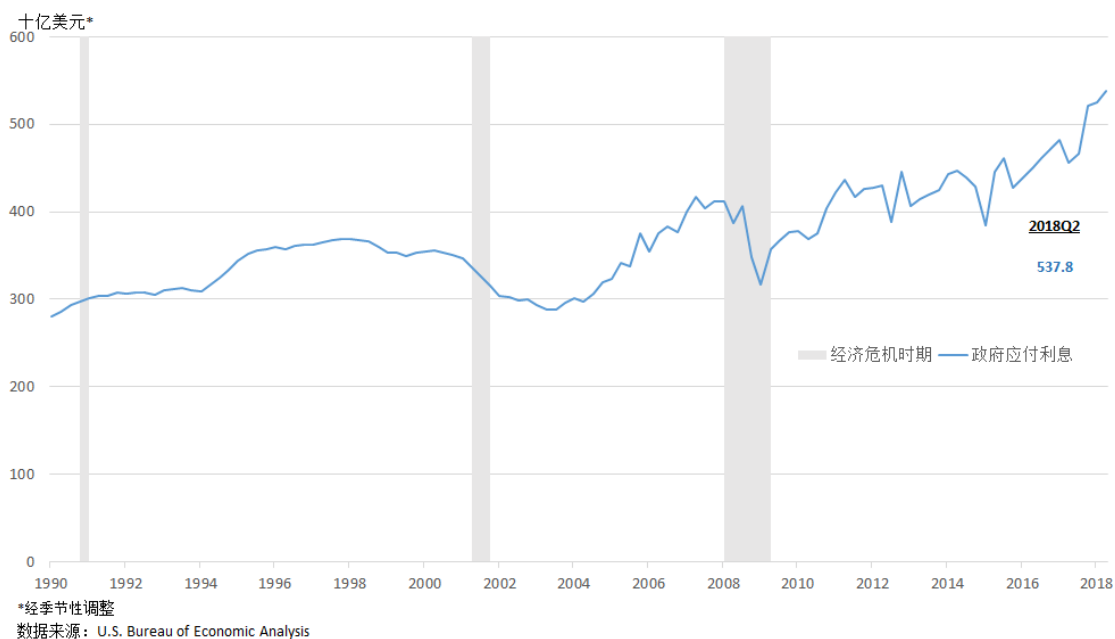


*未经季节性调整

数据来源：U.S. Department of the Treasury, Fiscal Service

在我们上篇报告中也提及到，美国联邦政府债务占 GDP 比例从 90 年代约 60%的水平一路上升，并在 2008 年金融危机之后一跃超过了 100%水平。伴随着利率的上涨，美国政府不仅面临着繁重的债务压力，还有日益高涨的应付利息。2018 年第二季度的应付利息已高达 5378 亿美元，创下历史最高记录(图 11)。利息的增加主要有三个因素，分别是未偿债务增加，利率上升和通胀上涨，而目前这三个因素都在强势增长中。如今短期利率仍在 1.75%-2%区间，若日后一旦逐步靠近美联储预计的 3.5%水平，美国政府将有面临巨大债务危机的风险。

图11
二季度美国政府应付利息创新高



随着政府债务持续恶化和国内储蓄率低迷，美国政府需要国际资金帮助把借贷成本维持在较低水平。而特朗普政府错误认为贸易逆差一定会伤害本国经济，积极通过贸易战等反全球化政策不断干扰全球贸易和全球产业链生产。如果这种趋势继续，美国国内的通胀预期将加剧，长期利率上行，对美国的政府债务和实体经济，尤其是房地产，造成巨大负面影响。