美国宏观经济月报

2019 年/07 月

海外宏观经济与策略研究员 **刘绍东**
010-66555862
shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

摘要：

- 美联储主席鲍威尔在 7 月 10 日国会听证会上认为美国经济并不会出现严重衰退。但是持续的低通胀和经济前景的不确定性，使得美联储降息的概率大大增加。7 月份降息的概率接近 100%。
- 需求增速下降，供给随之放缓，而存货被动增加。
  - 6 月份美国供应协会（ISM）公布的制造业采购经理人指数（PMI）为 51.7%，较前值的 52.1%小幅下降，是 2016 年 9 月以来的最低值。
  - 制造业出货量达到 5,043 亿美元，同比增加 1.57%，绝对值较去年第三季度的高位明显下降；新增订单量为 4,936 亿美元，同比下滑 0.97%；存货量为 6,941 亿美元，同比增长 3.82%。预计未来下降趋势依然不变。
- 个人收入有所加速，但消费支出持续低迷。
  - 名义个人可支配收入在 5 月份同比增长 3.90%，高于上月的 3.74%；剔除价格因素后，实际个人可支配收入同比增长 2.34%，较上月增速的 2.15%上升 0.19 个百分点。
  - 名义个人消费支出同比增长 4.23%，低于前值的 4.37%，更是低于 2018 年均值的 4.89%；实际个人消费支出同比增速下降至 2.68%，低于前值的 2.77%。
  - 美国通胀率持续低迷，和 2%的目标值相去甚远。6 月份 CPI 同比增长 1.6%，核心 CPI 则同比上升 2.1%。PCE 同比增长 1.52%；核心 PCE 同比下降至 1.60%。
- 失业率连续两个月保持历史低位后，在 6 月份略微上升至 3.7%，私人非农职位空缺率下降 0.4 个百分点至 4.8%，同失业率的差值有所收窄。
- 货币工资平均时薪增速继续放缓，非农企业平均时薪为 27.90 美元，同比上涨 3.14%，增速连续四个月下降。

图 1 美联储准备金余额……4
图 2 美国基础货币投放量变化……4
图 3 美国货币供应量……5
图 4 美国货币乘数……5
图 5 商业银行信贷与持有证券……5
图 6 商业银行信贷同比增速……5
图 7 美国国债收益率……6
图 8 各期限国债收益率差值……6
图 9 制造业采购经理人指数……7
图 10 非制造业采购经理人指数……7
图 11 制造业出货量、库存及订单同比增速……7
图 12 各主题出货量同比增速……8
图 13 各主题新订单量同比增速……8
图 14 各主题存货量同比增速……9
图 15 制造业库存增速随 PMI 变化……9
图 16 美国工业产值同比增速……9
图 17 美国制造业产能利用率……9
图 18 制造业产能利用率……10
图 19 美国个人收入情况……11
图 20 各类收入同比增速……11
图 21 可支配收入及消费支出同比增速……11
图 22 个人储蓄存款……11
图 23 CPI 和 PCE 同比增速……12
图 24 各类商品通胀水平……12
图 25 密歇根大学消费者信心指数……12
图 26 失业率与非农职位空缺率……13
图 27 劳动参与率……13
图 28 各行业失业率……14
图 29 各行业职位空缺率……14
图 30 新增非农就业人数……15

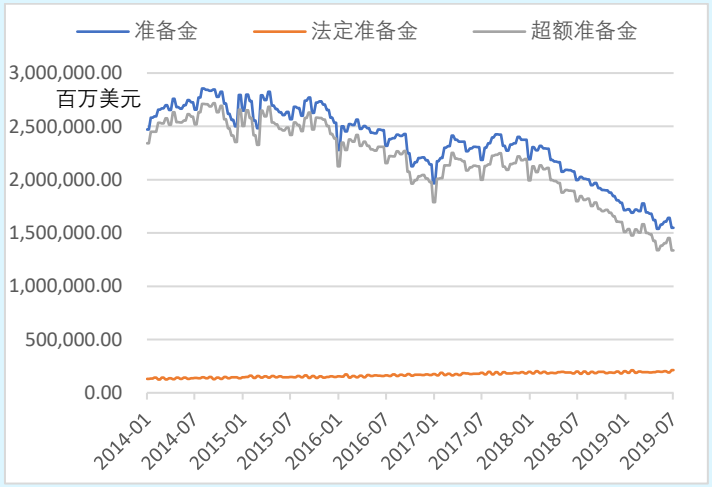
图 31 非农企业平均工时、时薪和周薪……15
图 32 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速……15
图 33 各行业时薪同比增速……16

一、美国货币市场运行状况

美联储主席鲍威尔在 7 月 10 日国会听证会上认为美国经济并不会出现严重衰退，但是持续的低通胀和经济前景的不确定性，使得美联储降息的概率大大增加。据 CME 美联储观察预计，7 月份降息 25 bp 的概率为 73.9%，而降息 50 bp 的概率为 26.1%，也就是说 7 月份降息的概率接近 100%。到 9 月降息 25 bp 的概率为 27.9%，而降息 50 bp 和 75 bp 的概率分别上升为 55.9%和 16.2%。第三季度美国联邦基准利率大概率降息 50 bp。

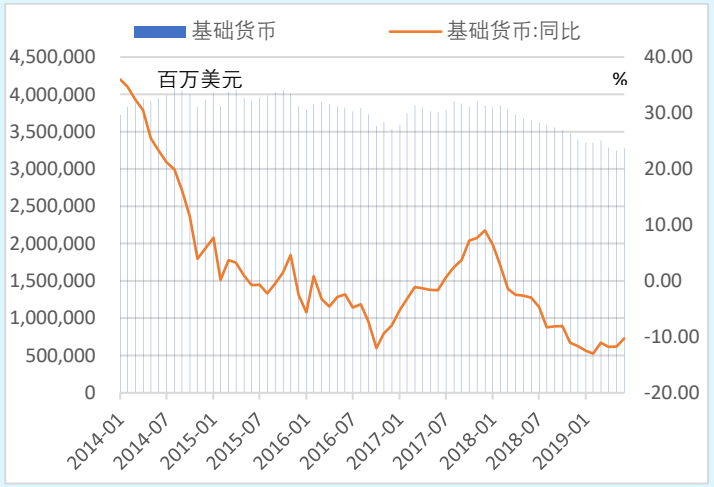
据美联储发布数据，7 月初准备金余额为 1.549 万亿美元，延续下降趋势，从高位已下降超过 1.3 万亿美元。法定准备金余额同 6 月初相比略微上升，为 2,129 亿美元。两者的综合结果使得超额准备金余额下降至 1.336 万亿美元。根据美联储的计划，未来缩表规模将逐渐放缓，预计超额准备金余额规模将趋于稳定。

图 1 美联储准备金余额



资料来源：美联储、致富研究院

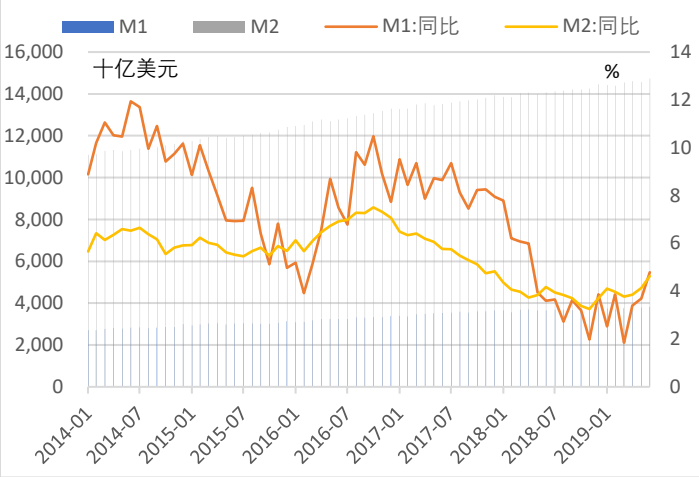
图 2 美国基础货币投放量变化



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

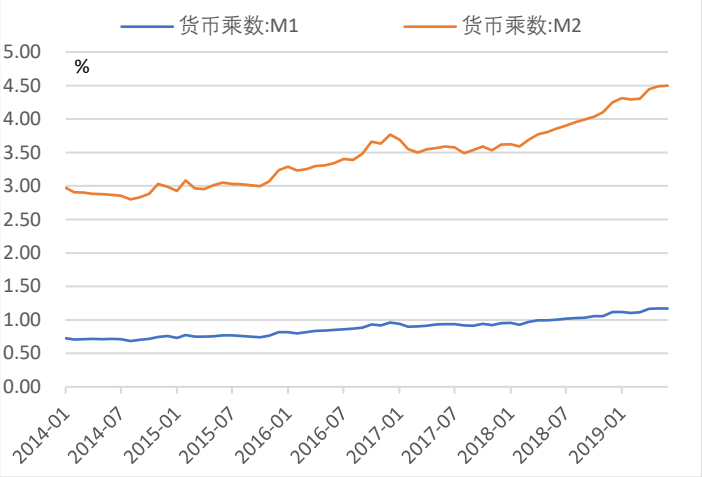
由于准备金余额的下降，6 月末基础货币存量略微上升，由 5 月末的 3.244 万亿升至 3.275 万亿美元，环比上升 0.94%。随着基础货币存量回升，同时信贷增加，货币供应量上升。M1 货币乘数从年初的 1.10 上升至 1.17，是近几年的额最高值，M2 货币乘数也从前值的 4.49 上升至 4.50。相应的，M1 余额从 3.791 万亿美元上升至 3.830 万亿美元，环比增加 1.02%；M2 余额自 14.563 万亿美元升至 14.731 万亿美元，环比增加 1.16%。信贷的乘数效应叠加基础货币存量增加使得货币供应量增加。

图 3 美国货币供应量



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

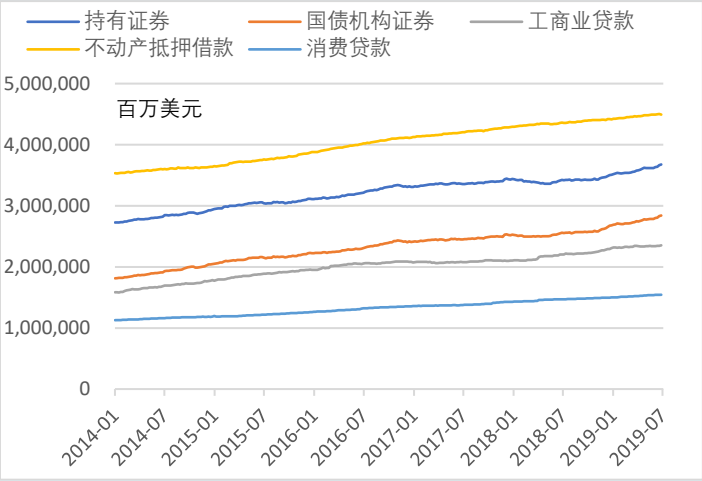
图 4 美国货币乘数



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

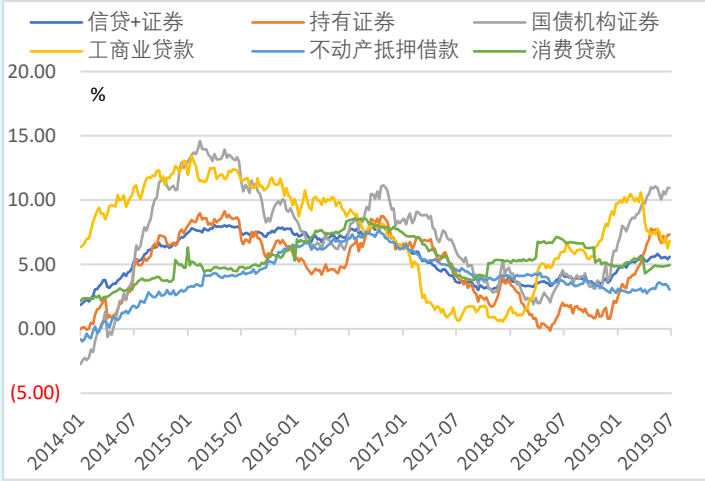
6 月美国商业银行信贷规模扩大，而持有证券规模同时增加。6 月末，商业银行信贷和持有证券规模为 13.500 万亿美元，5 月末规模为 13.392 万亿美元，同比上升 5.62%。其中持有证券规模从 3.616 万亿美元上升至 3.676 万亿美元，其中持有国债、机构债和 MBS 规模同步增加。同时，工商业贷款余额从 2.337 万亿美元增至 2.353 万亿美元；消费贷款余额从 1.539 万亿美元增至 1.544 万亿美元；不动产抵押贷款规模从 4.492 万亿美元增至 4.495 万亿美元。信贷增速较 2019 年上半年均值的 5.31%明显回升。

图 5 商业银行信贷与持有证券



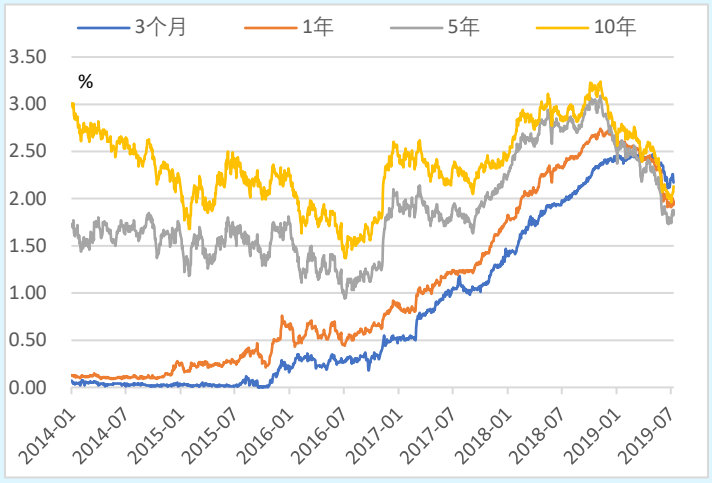
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 6 商业银行信贷同比增速



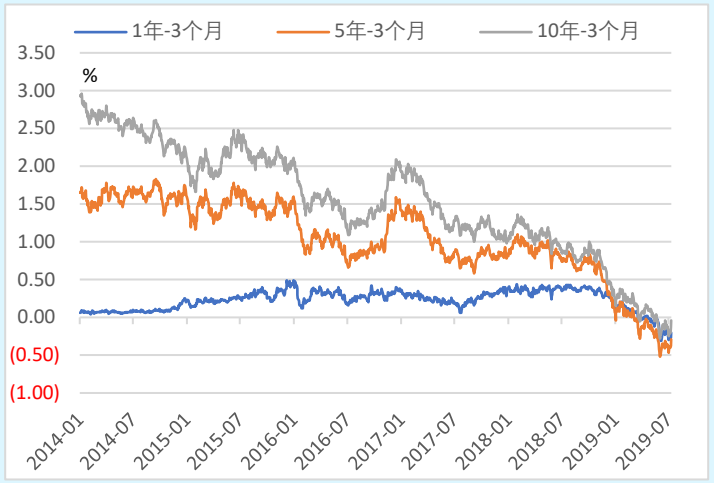
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 7 美国国债收益率



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 8 各期限国债收益率差值



资料来源：Wind 资讯、致富研究院

继美联储主席鲍威尔在国会听证会上展现出鸽派的言论，联邦基准利率下调在即，因此短端利率明显下降，持续 1 个多月的美国国债收益率倒挂有所缓解，利差正逐渐收窄。7 月 11 日，3 个月期国债收益率至 2.17%，较 7 月 9 日下降 9 bp；1 年期国债收益率为 1.97%，较 7 月 9 日下降 3 bp；5 年期国债收益率为 1.88%，较 7 月 9 日保持不变；10 年期国债收益率为 2.13%，较 7 月 9 日上升 5 bp。由于长端利率上升而短期利率下降，因此收益率曲线倒挂缓和，10 年期国债和 3 个月期国债收益率差值缩小。1 年期国债和 3 个月期国债收益率差值为-0.2%，5 年期国债收益率低于 3 年期国债收益率，差值为-0.29%，10 年期国债和 3 年期国债收益率差值降至-0.04%。

二、经济运行情况

在 6 月份的美联储 FOMC 会议上，将对经济活动的描述由“稳健（solid）增长”下调为“温和（moderate）增长”，对固定投资表述由“增速放缓”改为“疲软”，对通胀预期也有所下降。而美联储主席鲍威尔在国会听证会上认为美国经济并不会出现严重衰退，但是美国经济增速和通胀风险明显变化，现在已经倾向于下行。

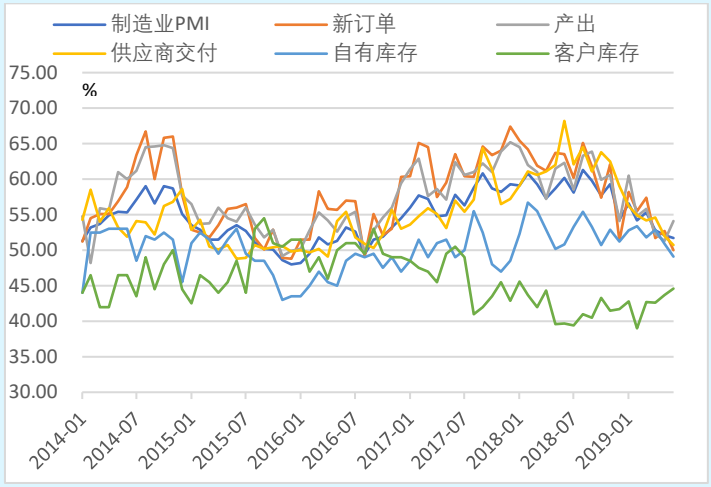
1、需求增速下降，供给随之放缓，而存货被动增加

从经济景气指数来看，6 月份美国供应协会（ISM）公布的制造业采购经理人指数（PMI）为 51.7%，较前值的 52.1%小幅下降，是 2016 年 9 月以来的最低值。

其中，新订单指数为 50.0%，环比下降 2.7 个百分点，站在荣枯线上；供应商交付指数为 50.7%，环比下降 1.3 个百分点；自有库存指数为 49.1%，环比下降 1.8 个百分点，是近两年里首次低于荣枯线；客户库存指数为 44.6%，环比上升 0.9 个百分点；产出指数为 54.1%，环比上升 2.8 个百分点。

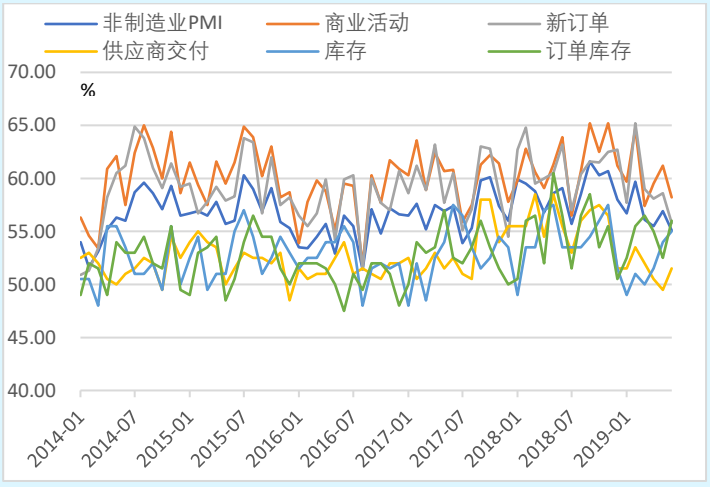
6 月份非制造业 PMI 为 55.1%，较上月份下降 1.8 个百分点。其中，新订单指数为 55.8%，环比下降 2.8 个百分点；商业活动指数为 58.2%，环比下降 3.0 个百分点；供应商支付指数为 51.5%，环比上升 2.0 个百分点；库存指数为 55.0%，较上月份上升 1.0 个百分点；订单库存指数为 56.0%，环比上升 3.5 个百分点。

图 9 制造业采购经理人指数



资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

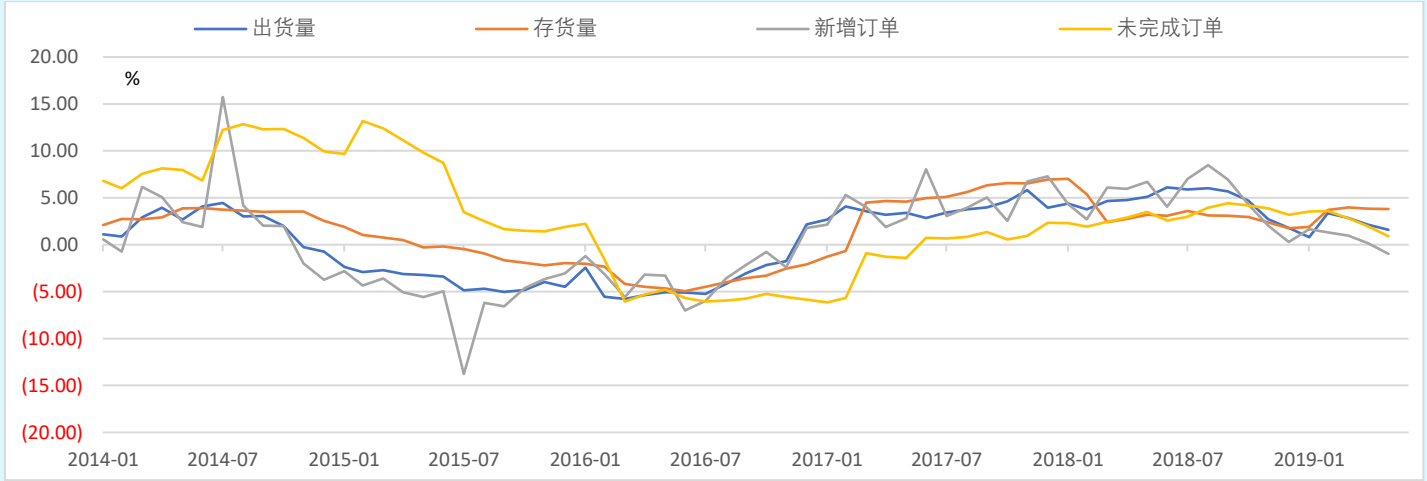
图 10 非制造业采购经理人指数



资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

据商务部发布数据，5 月份，经季调后制造业出货量达到 5,043 亿美元，同比增加 1.57%，绝对值较去年第三季度的高位明显下降；新增订单量为 4,936 亿美元，同比下滑 0.97%；存货量为 6,941 亿美元，同比增长 3.82%；未完成订单量为 1.171 万亿美元，同比增长 0.89%，增速持续下降。制造业需求增速下降，供给随之放缓，而存货被动增加，预计未来下降趋势依然不变。

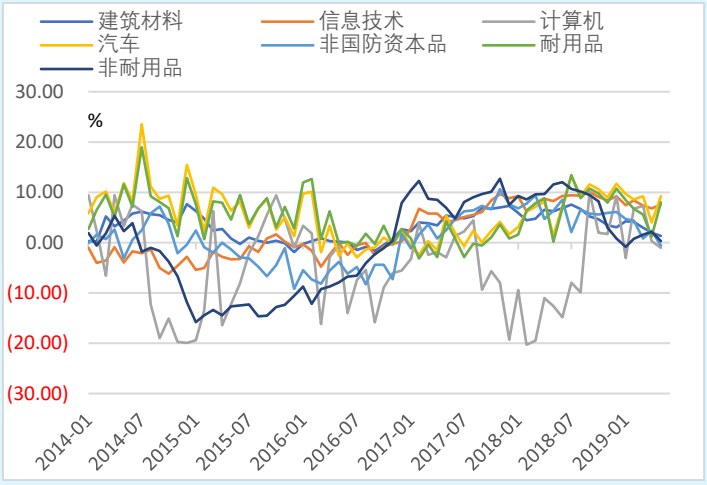
图 11 制造业出货量、库存及订单同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

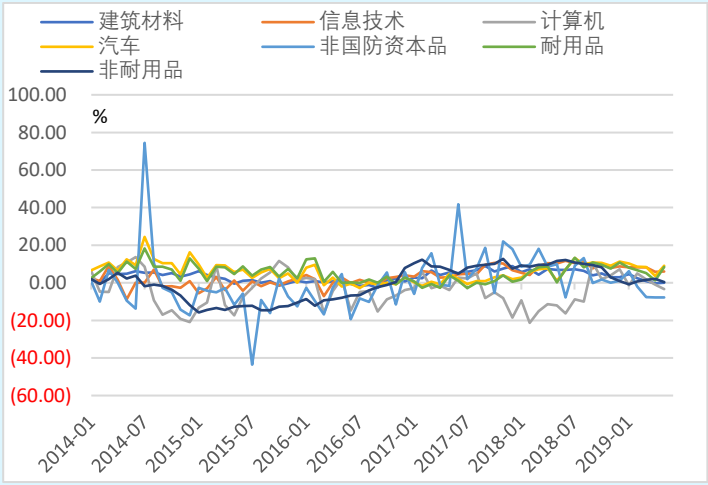
从行业出货量和新订单量来看：本阶段出货量和新增订单量下降的原因是非国防资本品和计算机增速的下降。5 月份计算机及相关产品出货量同比下滑 1.0%，新订单量同比下滑 3.38%；非国防资本品出货量同比下滑 0.60%，新订单量下滑 7.76%。于此同时，耐用品出货量同比增长 8.0%，新订单量同比上升 8.39%；信息技术产品出货量同比增加 7.57%，新订单量同比下滑 5.93；非耐用品出货量同比增加 0.32%，新订单量同比上升 0.32%；建筑材料出货量同比增长 1.30%，新订单量同比上升 0.04%，继续下滑。

图 12 各主题出货量同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

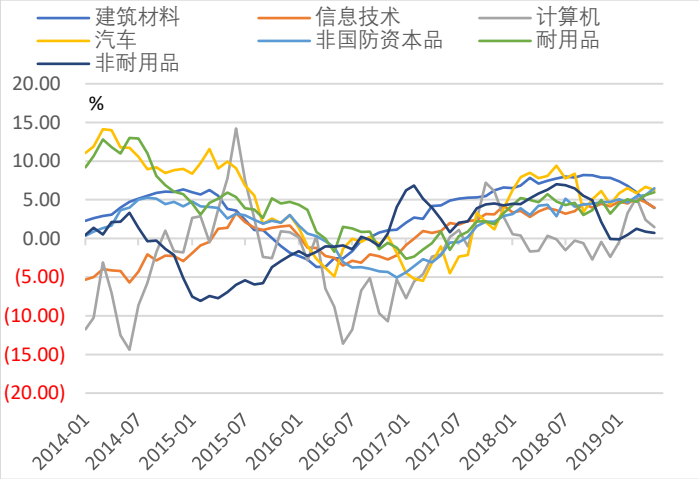
图 13 各主题新订单量同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

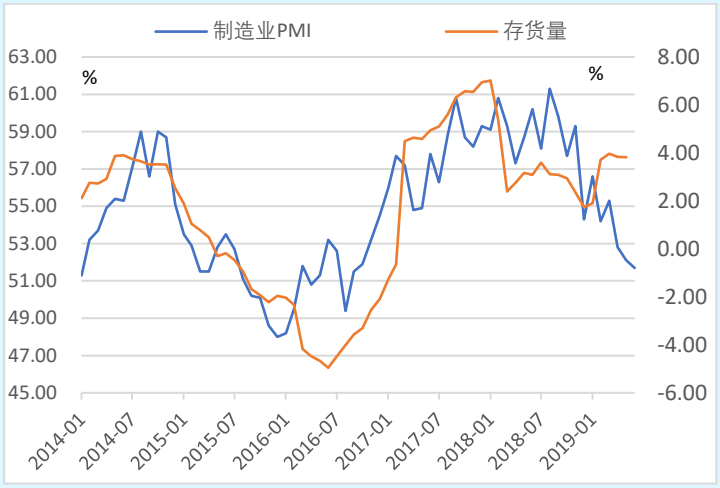
各主题制造业企业存货量同比增速在 5 月份为 3.82%，增速明显高于去年第四季度均值的 2.35%，从绝对值来看，存货量在去年 11 月下降后一路上升。同期新增订单减少表明需求疲软，而产出增速同时下滑意味着供给放缓，因此存货量的上升是被动加库存，是经济增长逐渐放缓的表现。其中建筑材料存货量同比上升 3.94%；非耐用品库存量同比增速下降至 0.73%；耐用消费品存货量同比上升 5.95%，其中汽车及其零部件同比增长 6.27%，计算机及其周边产品同比增加 1.46%，信息技术产品同比增加 4.00%；非国防资本品同比上升 6.49%。

图 14 各主题存货量同比增速



资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

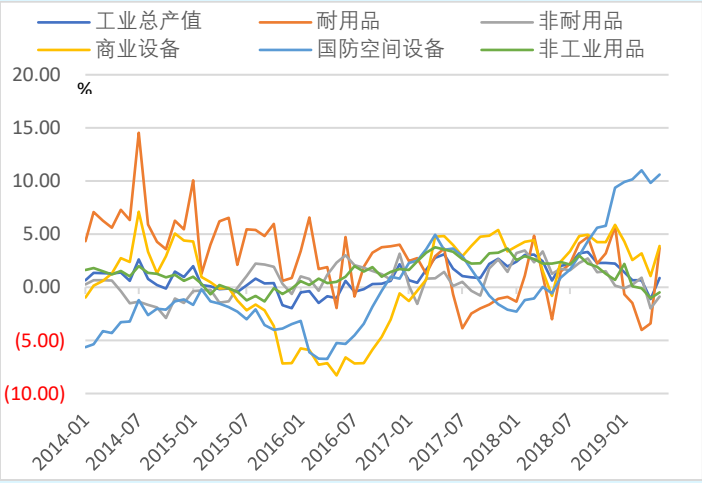
图 15 制造业库存增速随 PMI 变化



资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

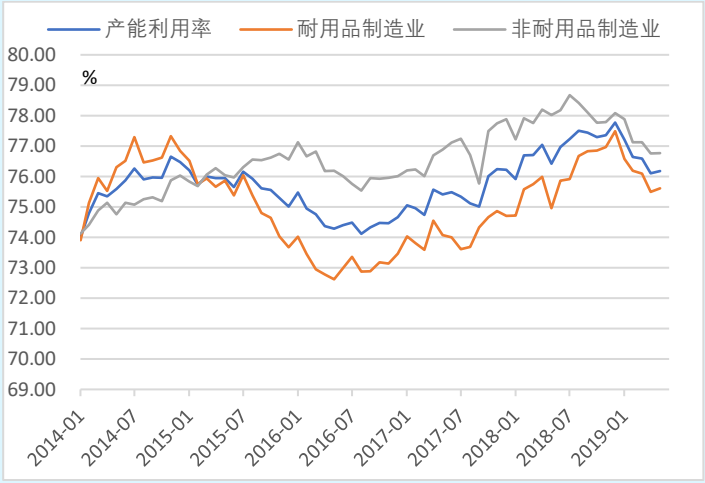
经价格及季节调整后，5 月份美国工业总产值为 4.290 万亿美元，同比增长 0.88%，较前值有所回升。增速回升的原因在于耐用消费品和商业设备产值增速的同时回升，具体来看：耐用消费品工业产值同比上升 3.72%，增速在经历了连续 4 个月负增长后，首次转入正值区间；占比 39.6%的非耐用品总产值同比下降 0.88%，较前值有所收窄。商业设备同比增长 3.90%，前值为 1.05%；国防和空间设备产值同比上升 10.62%，其前值为 9.81%。占比 25.5%的非工业用品产值同比下降 0.49%，其前值为-1.02%。

图 16 美国工业产值同比增速



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 17 美国制造业产能利用率

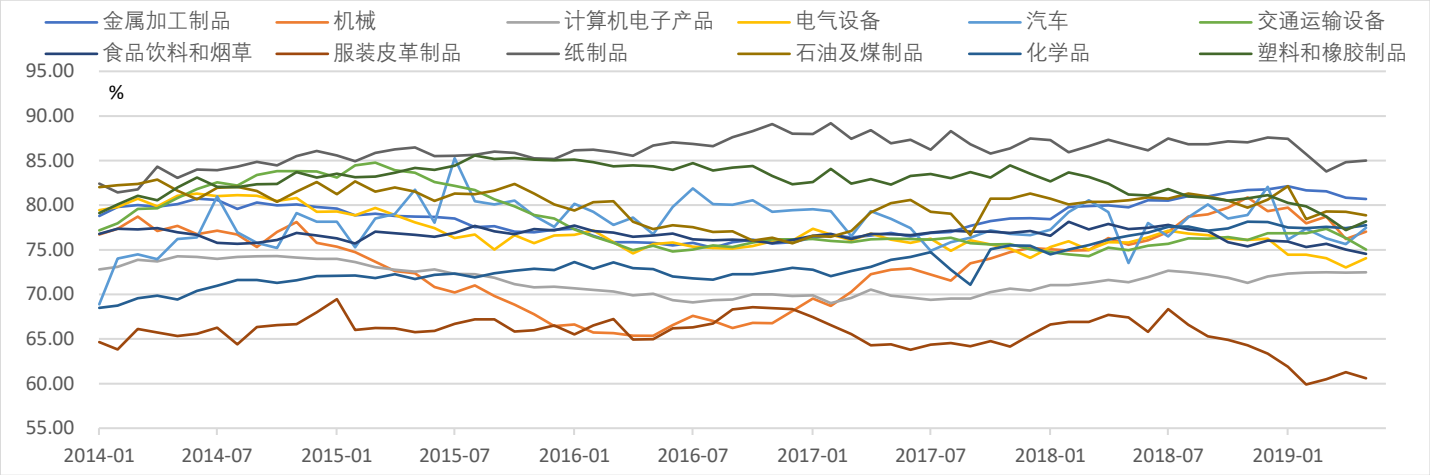


资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

随着耐用消费品产值增速的回升，美国制造业产能利用率短暂小幅回升。5 月份制造业整体产能利用率从 76.11%上升至 76.18%。耐用品产能利用率从前值的 75.49%下降至 75.61%，其中汽车制造业

从 75.65%上升至 77.45%；机械制造业为 77.04%；计算机和电子产品上升至 72.49；电气设备制造业产能利用率上升至 74.04%。非耐用品产能利用率基本保持一致，从 76.76%上升至 76.77%，其中食品饮料行业下降至 75.4.54%，化学品行业升至 77.75%，石油和煤制品下降至 78.86%。

图 18 制造业产能利用率



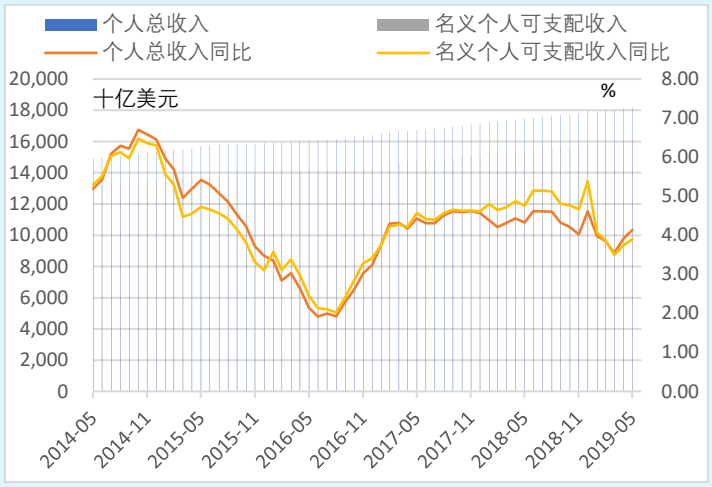
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

2、收入有所加速，但消费支出持续低迷

从居民家庭收入调查数据来看，5 月份年化个人总收入为 18.184 万亿美元，同比增长 4.14%，较 2019 年前四个月有所回升。5 月份年化个人可支配收入为 16.029 万亿美元，同比增长 3.90%，虽有所回升，但也明显低于 2018 年均值的 4.99%；扣除价格因素后，实际年化个人可支配收入同比增长为 2.34%。

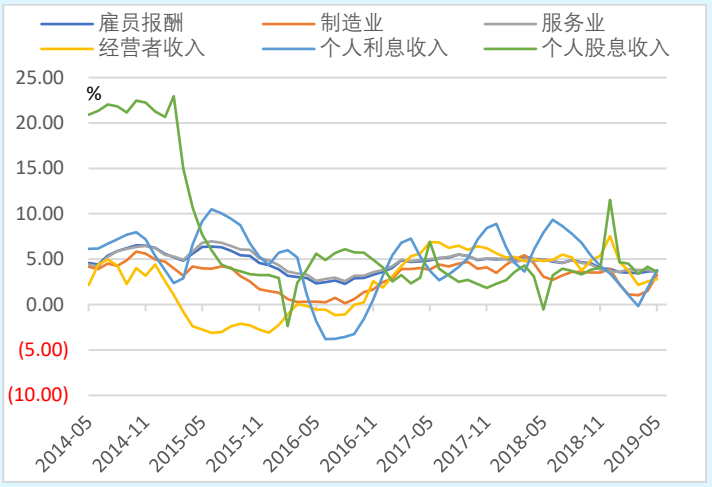
从个人收入情况来看：5 月份私企雇员报酬折年数为 7.668 万亿美元，同比增长 3.71%，高于前四个月均值的 3.55%，但低于去年均值的 4.31%。其增速回落的主要原因在于制造业员工报酬的回升，制造业雇员年化报酬为 8944 亿美元，同比增速从前值的 1.49%回升至 3.71%。同时服务业员工报酬增速相对较为稳定，同比增长 3.63%，较前值的 3.83%略微下降。经营者收入为 1.612 万亿美元，同比增长 2.77%，高于前值的 2.56%；个人财产性收入折年数达到 2.851 万亿美元，其中利息收入同比增加 3.76%，股息收入增加 3.60%。

图 19 美国个人收入情况



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

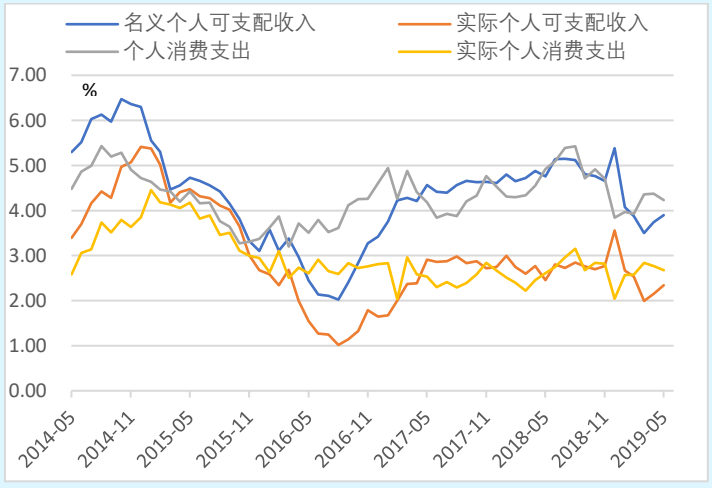
图 20 各类收入同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

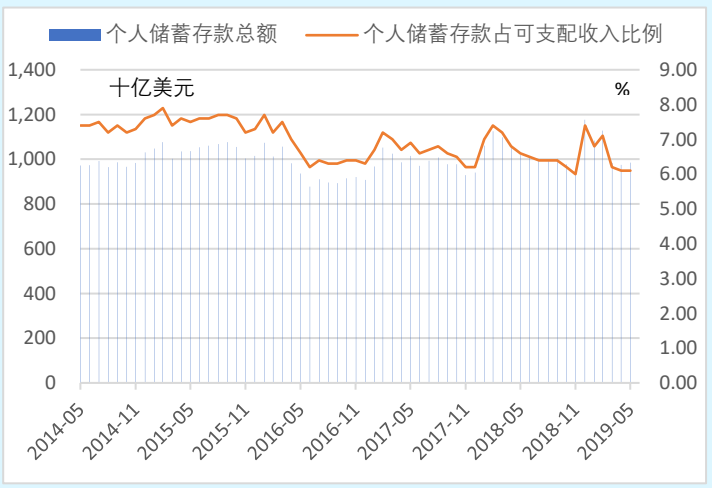
5 月份虽然名义个人可支配收入和实际可支配收入增速都有所回升，但是名义和实际消费支出增速都小幅下滑。名义个人可支配收入在 5 月份同比增长 3.90%，高于上月的 3.74%；剔除价格因素后，实际个人可支配收入同比增长 2.34%，较上月增速的 2.15%上升 0.19 个百分点。5 月份名义个人消费支出同比增长 4.23%，低于前值的 4.37%，更是低于 2018 年均值的 4.89%；实际个人消费支出同比增速下降至 2.68%，低于前值的 2.77%。

图 21 可支配收入及消费支出同比增速



资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

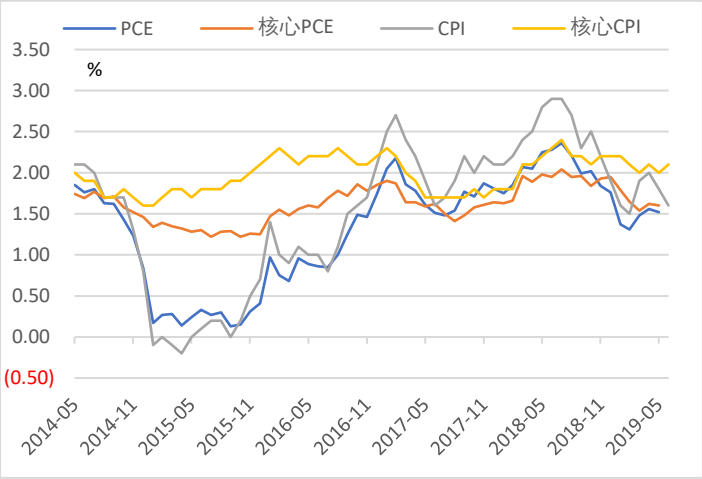
图 22 个人储蓄存款



资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

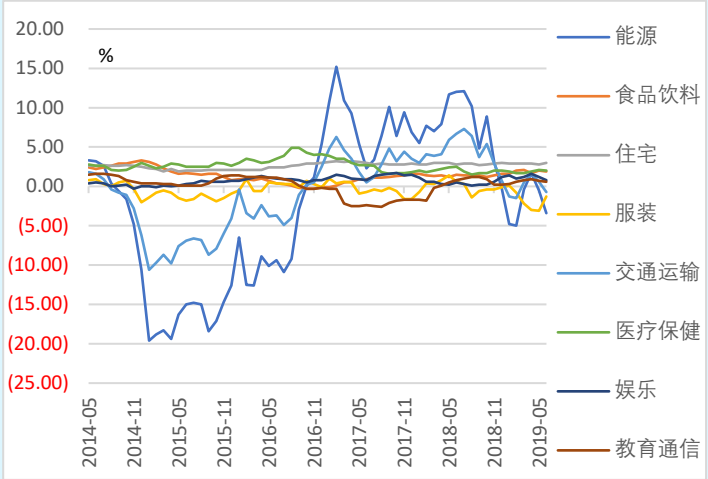
3 月份美国新增个人储蓄存款下滑，年化新增个人储蓄存款为 9,854 亿美元，略高于前值的 9,750 亿美元，个人储蓄存款占可支配收入比例同前值保持一致，均为 6.1%，但这已是 5 年来的低值。

图 23 CPI 和 PCE 同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

图 24 各类商品通胀水平

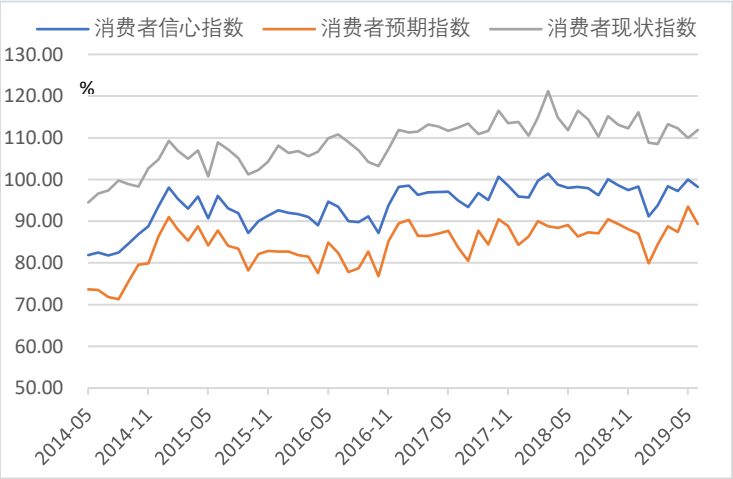


资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

和美联储的担心一致，美国通胀率持续低迷，和 2%的目标值相去甚远，由于原油价格的下降，通胀率继续下降。6 月份 CPI 同比增长 1.6%，前值为 1.8%；核心 CPI 则同比上升 2.1%，较前值上升 0.1 个百分点。5 月份，PCE 同比增长 1.52%，较前值的 1.56%下降 0.04 个百分点；而剔除食品和能源后的核心 PCE 同比下降至 1.60%，低于前值的 1.62%。

6 月份，由于原油价格的下降，能源价格同比下降 3.40%，连续 2 个月的同比负增长。与能源价格相关度较高的交通运输业价格同比下降 0.7%，较前值下降 1.3 个百分点；医疗保健同比增长 2.0%；住宅同比增速稳定在 3.0%；娱乐同比增长 0.8%；食品与饮料同比增长 1.9%；服装价格同比下降 1.3%；教育和通信同比增长 0.6%。

图 25 密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

6 月消费者信心指数回升，从前值的 100%下降至 98.2%。反映消费者未来开支预期的消费者预期指数从 5 月份的 93.5%大幅下降至 89.3%；而反映消费者当前开支状况的分项指标消费者现状指数在 6 月份小幅上升至 111.9%。

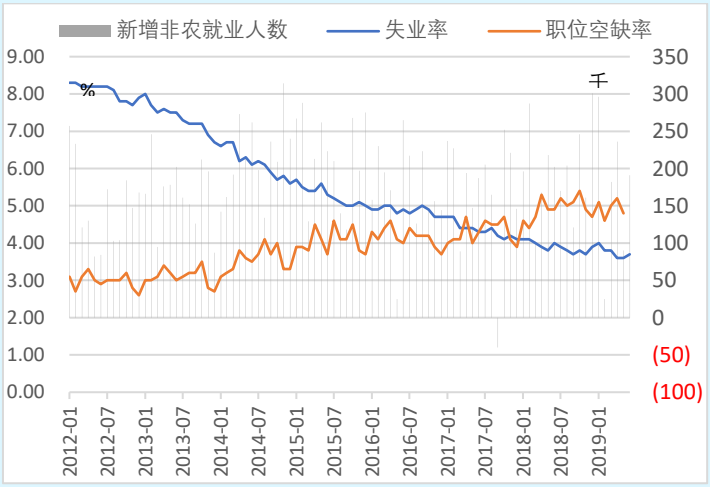
• 三、劳动力市场

美国非农报告显示失业率连续两个月保持历史低位后，在 6 月份略微上升至 3.7%，但仍远低于预期自然失业率的 4.5%，职位空缺率数据显示在 5 月份下降至 4.8%，仍明显高于失业率。与此同时，6 月份劳动参与率上升 0.1 个百分点至 62.9%。货币工资平均时薪增速继续放缓，平均时薪增速在 6 月份为 3.14%，增速连续四个月下降。

具体来看：

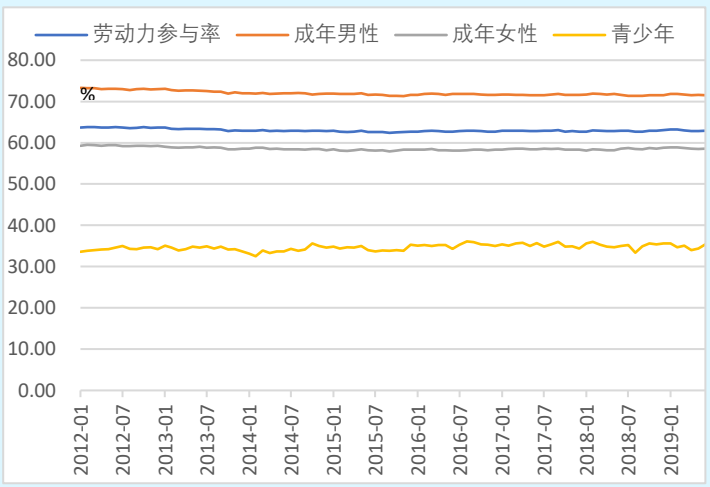
6 月份经过季节调整后的失业率从 3.60%上升至 3.70%，连续 5 个月低于 4%整数关口。4 月份成年男子失业率维持在 3.3%；成年女子失业率上升 0.1 个百分点至 3.3%。16-20 岁青少年失业率保持不变，维持在 12.7%。白人失业率与前值持平，保持在 3.3%不变；黑人失业率下降 0.2 个百分点至 6.0%；西班牙和拉美裔失业率上升 0.1 个百分点至 4.3%。

图 26 失业率与非农职位空缺率



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图 27 劳动参与率

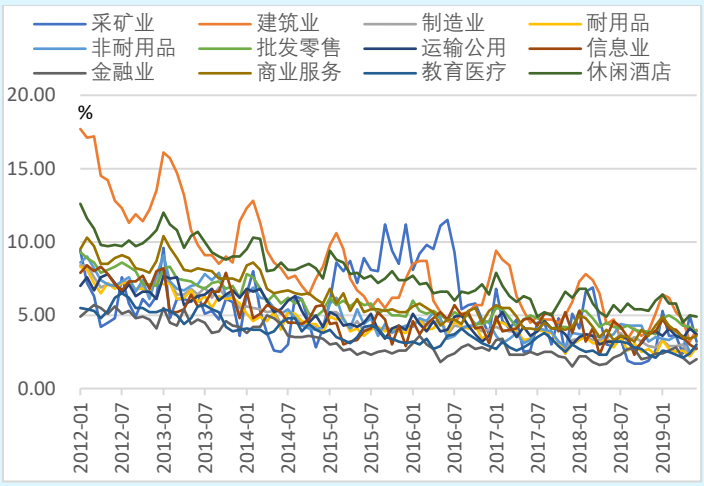


资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

劳动力参与率在 6 月份上升 0.1 个百分点，升至 62.9%。其中 16 岁以上成年男性劳动力参与率较前值与前值持平，保持在 69.0%；20 岁以上男性参与率下降 0.1 个百分点至 71.5%；16 岁以上成年女性劳动力参与率上升 0.1 个百分点至 57.2%；20 岁以上女性参与率上升 0.1 个百分点至 58.6%；青

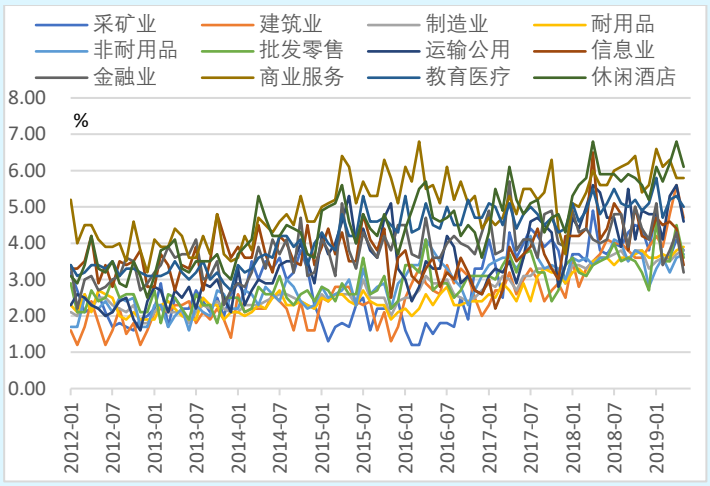
少年劳动力参与率上升 1.0 个百分点至 35.4%。

图 28 各行业失业率



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图 29 各行业职位空缺率



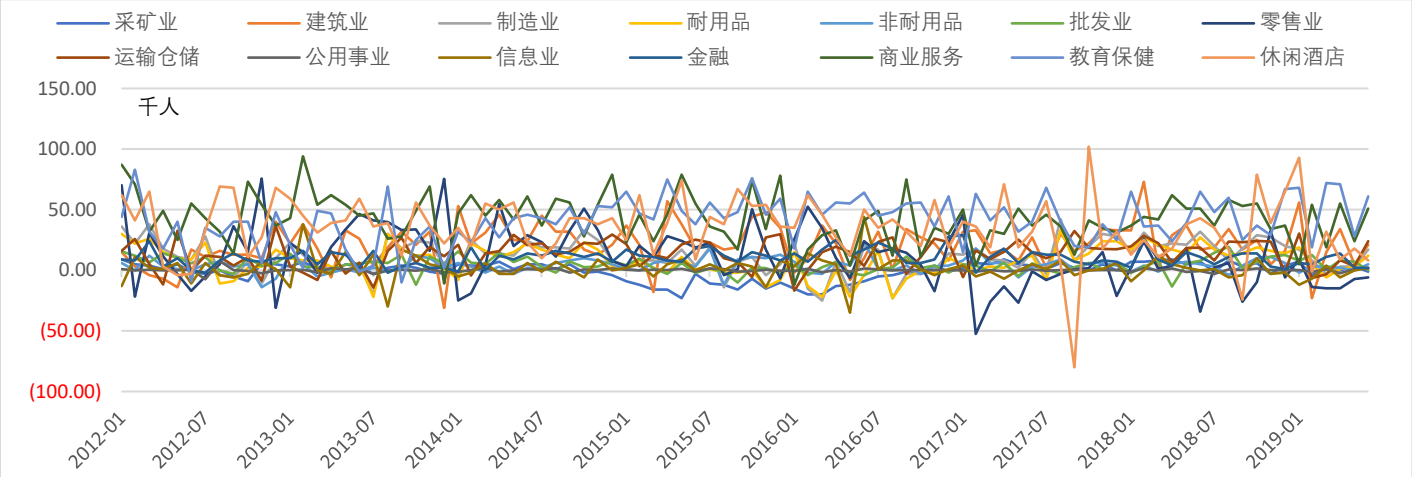
资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

按所在行业来看：

各行业非季节调整的失业率在 6 月份呈现“5 降 5 升”。其中采矿业失业率大幅下降 1.8 个百分点至 3.2%;批发零售业下降 0.3 个百分点至 3.9%;运输和公用事业失业率下降 0.4 个百分点至 3.7%;信息业失业率下降 0.3 个百分点至 2.7%；休闲与酒店业下降 0.1 个百分点至 4.9%。制造业失业率上升 0.5 个百分点至 2.8%，其中耐用品制造业失业率上升 0.6 个百分点至 2.8%；建筑业失业率上升 0.8 个百分点至 4.0%；金融业失业率上升 0.3 个百分点至 2.0%；专业和商业服务业上升 0.2 个百分点至 3.6%；教育和医疗服务业失业率上升 0.6 个百分点至 3.0%。

非季节调整的私人非农职位空缺率在 5 月份下降 0.4 个百分点降至 4.8%，同失业率的差值有所收窄。各行业空缺率在 5 月份呈现“8 降 1 平 1 升”。其中采矿业职位空缺率下降 0.3 个百分点至 3.8%；建筑业职位空缺率下降 0.9 个百分点至 4.7%；批发零售业下降 0.9 个百分点至 3.6%；运输业和公用事业下降 1.0 个百分点至 4.6%；信息业下降 1.0 个百分点至 3.4%；金融业下降 1.1 个百分点至 3.2%;教育和医疗服务业下降 0.3 个百分点至 5.0%;休闲酒店和娱乐业下降 0.7 个百分点至 6.1%。同时制造业职位空缺率上升 0.1 个百分点，至 3.8%；专业和商业服务业职位空缺率保持不变，维持在 5.8%。

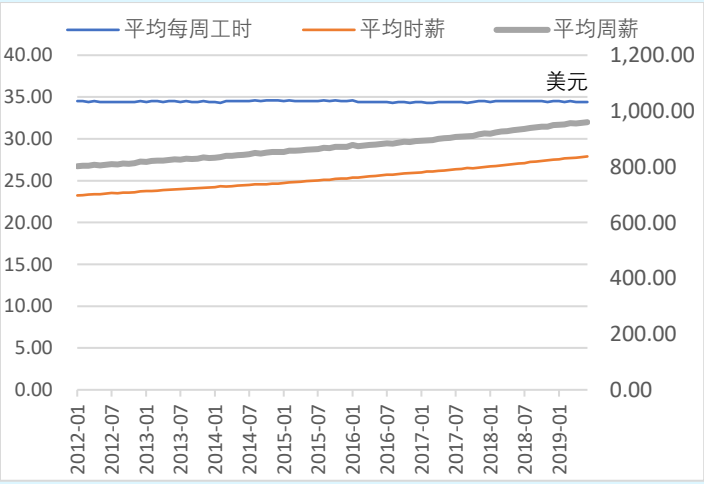
图 30 新增非农就业人数



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

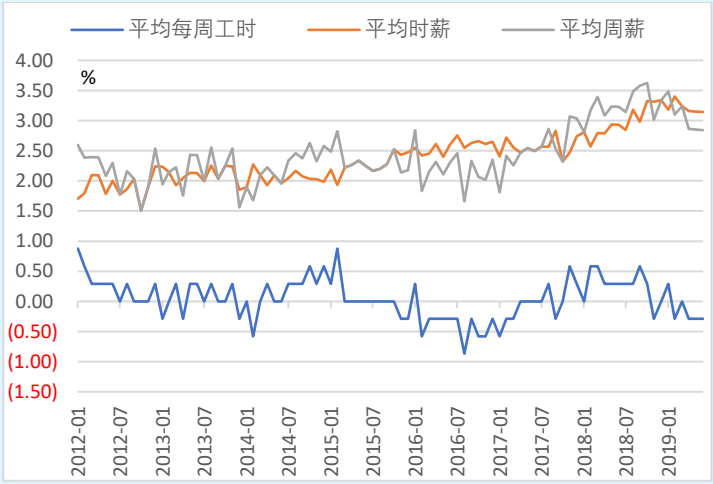
美国 6 月份经季节调整后的新增非农私人就业人数达到 19.1 万人，其中第二产业新增就业 3.7 万人，第三产业新增 15.4 万人。第二产业中，制造业增加 1.7 万人，主要集中在耐用品制造业上，耐用品制造业新增就业 1.2 万人，而非耐用品制造业就业人数增加 5,000 人；采矿业就业人数减少 1,000 人；建筑业就业增加 2.1 万人。服务业中，运输仓储业、专业和商业服务业和教育保健业新增就业人数较多。其中专业和商业服务业新增 5.1 万人，教育保健业新增 6.1 万人，运输仓储业新增 2.4 万人。

图 31 非农企业平均工时、时薪和周薪



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图 32 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



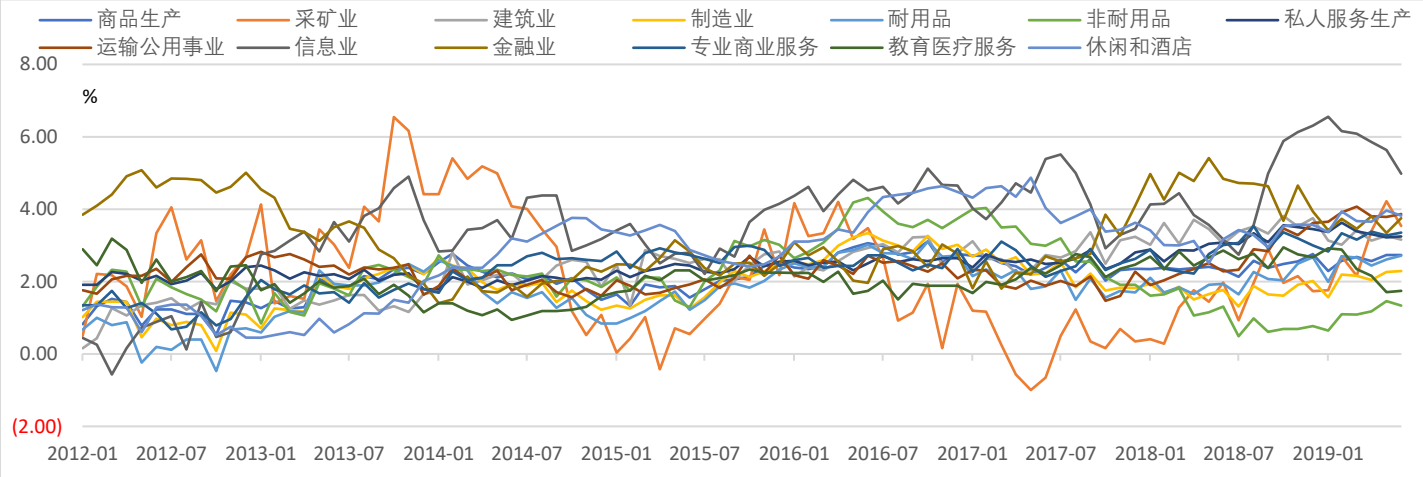
资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

由于失业率上升，同时职位空缺率减少，货币工资增速继续放缓。6 月份非农企业平均时薪为 27.90 美元，同比上涨 3.14%，增速连续 4 个月增速下滑。平均每周工时为 34.4 小时，同前值持平。

平均周薪为 959.76 美元，同比上涨 2.84%，增速连续 3 个月低于 3%。

具体来看各行业时薪增速：6 月份只有非耐用品制造业和教育医疗服务业时薪增速低于 2%，而信息业时薪仍保持高速增长，但较上半年均值的 5.88%明显回落，信息业时薪增速为 4.98%。第二产业整体时薪增速为 2.73%，其中建筑业时薪增长 3.16%；采矿业时薪增长 3.54%；制造业时薪增长 2.29%。第三产业整体时薪增速为 3.25%，其中，信息业时薪增长 4.98%；休闲酒店业时薪增长 3.82%；贸易运输和公用事业增长 3.87%%；金融业时薪增长 3.75%；专业和商业服务时薪增长 3.35%；教育医疗业时薪增长 1.74%。

图 33 各行业时薪同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：（1）该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；（2）该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	**香港致富证券有限公司北京代表处**	**香港致富证券有限公司上海代表处**	**香港致富证券有限公司深圳代表处**
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 楼	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼
电话：（852）25009228	电话：（8610）66555862	电话：（8621）38870772	电话：（86755）33339666
传真：（852）25216893	传真：（8610）66555102	传真：（8621）58799185	传真：（86755）33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk