

美国经济：慢复苏，缓衰退？

报告摘要：

● 美国三重政策防衰退，衰退或较预期的缓和浅

据4月初纽约联储模型估算，一年后美国经济衰退的概率为27.1%，已接近1990年经济衰退前的水平，但仍低于2008年全球金融危机之前的概率。我们在之前的报告中指出，如果美国十年期与一年期国债收益率出现月度倒挂，美国经济衰退最早于一年之后开始。特朗普政府将推动基建振兴、中美贸易谈判和美联储减息等三重政策措施，降低衰退风险。

● 即将开启美国史上最长的复苏周期

美国经济周期一直是“牛长熊短”，经济收缩或衰退周期大多短于一年，最长也只有17个月。这一轮美国经济复苏始于2009年7月，到今年4月已连续扩张118个月，到今年三季度成为史上最长复苏周期已无悬念，美国政策的前瞻性将决定这一轮复苏还会持续多长时间。

● 基建补短板

4月30日，美国总统特朗普与民主党达成协议，将增加包括道路、桥梁、高速公路、水、电网和宽带等在内的基础设施投资2万亿美元。最近对88个国家1960-2000年的实证分析显示，GDP增长与基础设施投入增长之间的弹性在0.07~0.1之间，即基础设施投入增长10%，将带动GDP增长0.7~1个百分点。

● 中美贸易谈判化解不确定性

中美贸易谈判成功，很难改变中美竞争的格局，但可以降低两国甚至全球经济增长的不确定性。根据世界经济论坛估计，如果中美贸易战全面爆发，将拉低2019年全球GDP增长0.7个百分点，其中中、美、欧GDP增速将分别放慢0.9、0.4和0.8个百分点。短期中国增加进口，有可能压缩美国贸易逆差，但长期来看，美国贸易逆差收窄是美国经济放慢的结果。

● 美联储减息是备选方案

历史上，美联储鲜有主动减息。1955年以来的数据显示，在美国失业率见底平均9个月之后，美联储才开始减息。不过这次有可能不同，低通胀等使美联储有主动和提前减息的可能，以避免收益率曲线全面反转，降低经济衰退风险。我们认为，今年美联储主动减息的可能性不大，除非基建扩张和中美贸易谈判存在着不确定性或者效果不及预期，否则今年美联储减息仍是备选方案。

● 核心假设风险：

政策落地时间和效果不及预期，相关资金或难以到位。

分析师：沈明高



SAC 执证号：S0260519010002

SFC CE No. ATQ771



852-37191055



minggaoshen@gfgroup.com.hk

相关研究：

一季度会是工业企业盈利增速底部吗？	2019-04-27
油价本身或难引发年内全球高通胀：海外经济专题	2019-04-25
粤港澳大湾区：联通就是创新	2019-04-24

联系人：陈蒋辉 852-37191030

(香港) georgechen@gfgroup.com.hk

目录索引

一、美国经济衰退的风险有多大?	4
二、利率倒挂较预期来得晚	6
三、三重政策防衰退	7
(一) 基建投资扩张	7
(二) 中美贸易谈判取得成功	9
(三) 美联储减息	10

图表索引

图 1: 美国经济扩张与收缩周期 (月)	4
图 2: 美国经济周期: 真实 GDP 累计增长 (%)	4
图 3: 美国经济扩张期标普 500 年化平均回报	5
图 4: 美欧通胀差与利差	5
图 5: 纽约联储: 12 个月后美国经济进入衰退的概率	6
图 6: 2019 年 4 月美国国债债月均收益率 (%)	6
图 7: 美国固定资产投资与名义 GDP 增速	8
图 8: 中美固定资产投资增速	8
图 9: 美国基建投资占比与固定资产投资增速	8
图 10: 美国政府基建投资占比与固定资产投资增速	8
图 11: 美国服务与货物贸易顺差 (逆差) 总额, 及其对 GDP 增长的贡献	9
图 12: 如果关税回到 1990 年, GDP 增长损失率 (%)	10
图 13: 美国贸易逆差与固定资本形成占 GDP 比重	10
图 14: 市场预期到 2019 年底的美联储基准利率水平	11
图 15: 美联储基准利率与美国名义 GDP	11
图 16: 美联储基准利率与美国失业率	12
表 1: 美国国债收益率期限利差 (百分点)	6

作为世界上仅有的具有自主增长能力的主要发达国家，美国的经济会否出现衰退，决定了今年及以后全球主要资产价格和市场的走势。我们在之前的报告中指出，如果美国十年期与一年期国债收益率出现月度倒挂，美国经济衰退最早或于一年之后开始。¹当然，4月美国十年期国债收益率仍较一年期高0.1个百分点左右，还没有出现月度倒挂，但其他主要期限利差已大面积倒挂，美国经济明年衰退的概率应该不低。

从政策变化来看，特朗普政府正在采取多方面的措施避免美国经济陷入衰退。这些措施包括：大规模增加美国基建投资，促成中美贸易谈判，以及施压美联储减息。现在看来，第一、第二项政策有望落地，第三项很可能是备选政策。

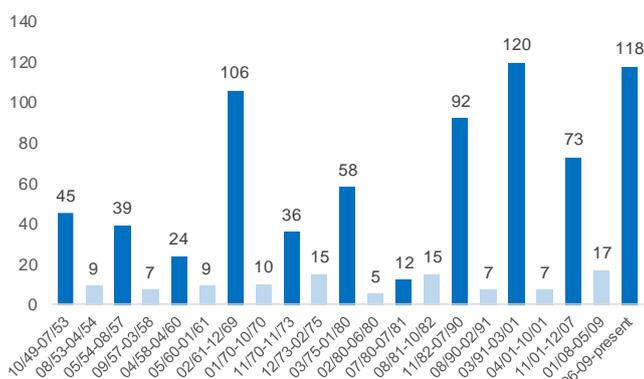
或许，美国经济衰退最终还是会上来，但来得比预期的缓和浅。如果政策具有前瞻性，能够有效降低短期经济衰退风险，我们将见证美国史上最长的经济复苏周期。

一、美国经济衰退的风险有多大？

这一轮美国经济复苏始于2009年7月，到今年4月已连续扩张118个月，现在看复苏应该会持续到三季度，这已经是美国史上时间最长的扩张或复苏周期，问题只是这一轮复苏还会持续多长时间（图1）。美国经济周期一直是“牛长熊短”，经济收缩或衰退时间大多短于一年，最长也只有17个月。到目前为止，经济复苏周期时间最长的始于上个世纪九十年代初，从互联网行业的崛起到泡沫破灭，前后持续了整整10年时间。

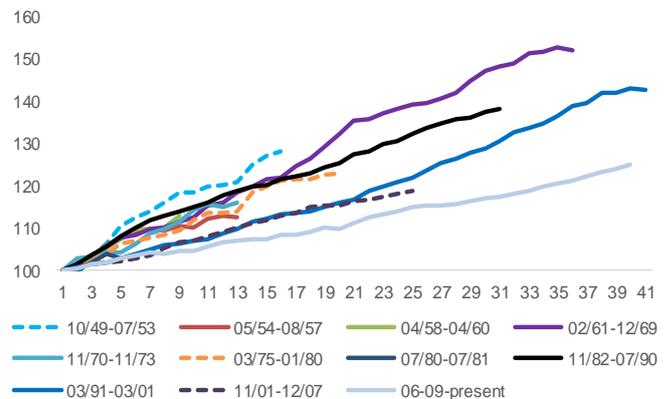
本周期扩张持续时间长，一个主要的原因是经济扩张速度较以前每个周期都来得慢。由于缺乏明显的增长点，按真实GDP累计增长看，本轮复苏周期累计增长25%，远低于前两轮复苏时间超过100个月的周期，分别为52%（上个世纪六十年代）和42.6%（上个世纪九十年代）（图2）。相应地，从真实GDP的年均增速看，本轮仅为2.3%，是1949年以来所有复苏周期最低年均增速（图3）。然而，股市表现却不是最差的。在历次复苏周期中，美国标普500指数都有良好的表现，本周期年化回报为12.4%，并不比九十年代互联网繁荣时期股市的表现逊色多少。

图 1：美国经济扩张与收缩周期（月）



数据来源：Richard A. Anderson²，广发证券发展研究中心。说明：深蓝色为经济扩张期，浅蓝色为经济收缩期，

图 2：美国经济周期：真实GDP累计增长（%）

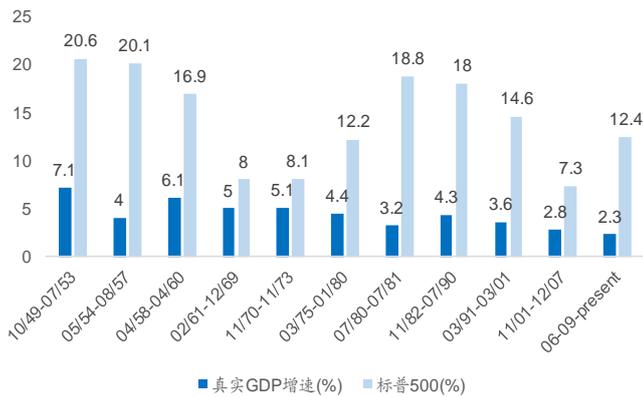


数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

¹ 见《美联储结束加息周期无碍利率倒挂》，2019年3月25日

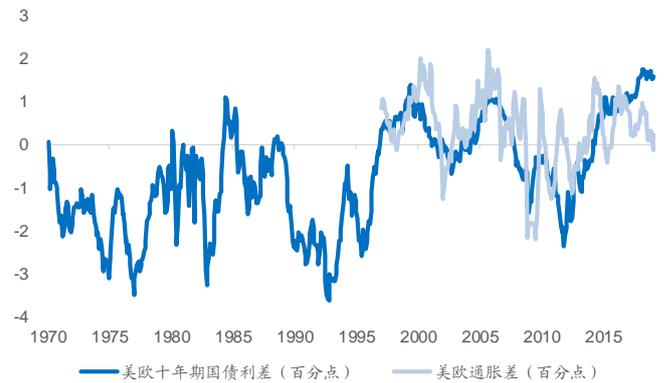
² Richard A. Anderson, "The Second Longest Ever Period of US Economic Expansion Continues", Aug 13, 2018.

图 3: 美国经济扩张期标普500年化平均回报



数据来源: Richard A. Anderson, 广发证券发展研究中心

图 4: 美欧通胀差与利差



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

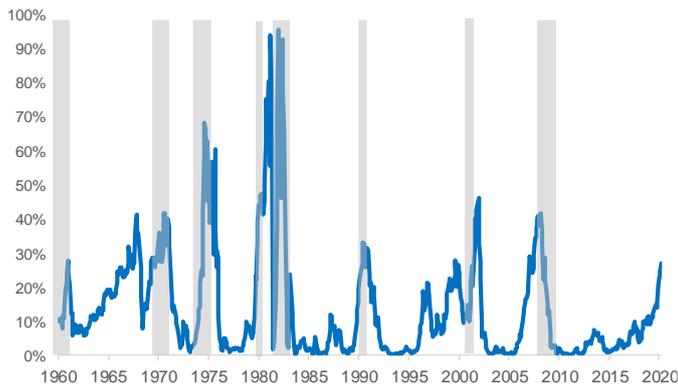
尽管目前美国经济数据好坏参杂, 美国经济衰退的风险不低。最新公布的美国经济数据喜忧参半, 下行压力持续加大。在好消息方面, 美国一季度GDP初值达到3.2%, 大幅超过预期值2.3%和前值2.2%; 失业率连续三个月下滑, 3月为3.9%, 重回4%以下的历史低位, 4月更降低至3.6%, 为49年以来新低。然而, 一季度GDP超预期表现主要依靠美国私人部门投资支撑, 贡献了0.92个百分点的增长, 其中库存板块贡献了0.65个百分点, 而美国主要的消费板块对经济增长的贡献已经连续三个季度下滑, 从2018年2季度的2.57个百分点下滑至今年1季度的0.82个百分点。同时, 制造业PMI已经从2018年8月近14年峰值60.8, 震荡下滑至2019年4月的52.8, 为2016年10月以来的最低水平, 其中4月美国制造业PMI订单指数更大幅下滑5.7点至51.7。美国制造业PMI通常领先GDP增速6-12个月, 除非美国基建投资能够快速进入扩张阶段, 否则投资带动经济增长的动力将逐步减弱。

美国经济衰退的主要因素之一, 很可能是美联储的过度加息。历史上, 美国经济复苏周期进入尾声时, 通常伴随着高通胀, 高通胀倒逼美联储持续加息, 加大经济衰退风险。从美欧利差来看, 之前的两次高峰均伴随着高通胀差, 推高美欧通胀差, 而本次美欧利差创历史新高的同时, 美欧利差几乎是零(图4)。因此, 这次不同, 美联储加息在很大程度上是主动而为之, 既是未来预防通胀风险, 也是为未来预留减息空间。与以前的加息周期不同, 本次加息伴随着美联储缩表, 美国企业面临的资金成本压力远比美欧利差所显示的来得大。

那么, 美国经济衰退的概率有多大呢? 美国纽约联储在其官方网站上定期公布根据期限利差计算的美国经济衰退概率, 根据今年4月初的数据, 美国经济明年3月出现衰退的概率为27.1%, 已接近1990年经济衰退前的水平(图5)。在2008年全球金融危机之前, 纽约联储预测的经济衰退概率达40%以上。

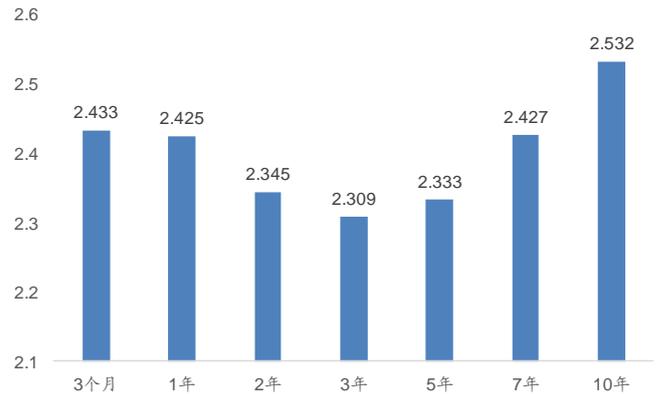
慢复苏会否导致缓衰退? 这包括两种可能: 一个是衰退来得比较晚, 二是衰退的程度比较浅。我们认为, 美国经济缓衰退的可能性很大, 这既有经济基本面的因素, 也有政策面的因素。重要的是, 美国政策的前瞻性在改善, 例如去年11月美联储货币政策大转弯, 目前正在讨论的2万亿美元基建振兴计划, 以及即将收官的中美贸易谈判等, 将降低短期经济衰退的风险。

图 5: 纽约联储: 12个月后退美国进入衰退的概率



数据来源: New York Fed, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019年4月美国国债月均收益率 (%)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

二、利率倒挂较预期来得晚

美联储加息急刹车, 甚至延缓了美国收益率曲线的全面反转。收益率曲线反转或利率倒挂, 是美国经济衰退的领先指标。美国纽约联储认为十年期与三个月利差最为有效, 我们关注的重点在十年期与一年期的利差。而且, 只有持续一个月左右的利差倒挂才能确认领先指标的有效性。到目前为止两者都还没有出现月度倒挂, 4月分别为0.10和0.11个百分点(表1)。

表 1: 美国国债收益率期限利差 (百分点)

	3个月-10年	1年-10年	2年-3年	1年-2年	1年-3年	1年-5年	2年-5年
1978-08		-0.10	0.04	-0.06	-0.02	-0.02	0.04
1978-09		0.22	0.16	0.07	0.23	0.21	0.14
1980-09		0.01	0.00	-0.05	-0.05	-0.10	-0.05
1980-10		0.74	0.08	0.40	0.48	0.63	0.23
1988-12	-0.76	-0.11	-0.02	-0.10	-0.12	-0.10	0.00
1989-01	-0.53	-0.04	-0.02	-0.13	-0.15	-0.10	0.03
1989-02	-0.33	0.08	0.05	-0.12	-0.06	-0.02	0.10
1989-03	-0.22	0.21	0.07	-0.11	-0.04	0.06	0.17
1989-04	-0.22	0.19	0.05	-0.09	-0.04	0.07	0.16
1989-05	-0.12	0.12	0.04	-0.04	0.00	0.07	0.11
1989-06	0.15	0.16	0.04	0.03	0.07	0.15	0.11
2000-03	-0.39	-0.03	0.00	-0.31	-0.31	-0.28	0.02
2000-04	-0.17	0.16	0.05	-0.25	-0.21	-0.11	0.14
2000-05	-0.45	-0.11	0.04	-0.48	-0.44	-0.36	0.12
2000-06	-0.24	0.08	0.06	-0.31	-0.25	-0.13	0.18
2000-07	0.09	0.03	0.06	-0.26	-0.19	-0.10	0.16
2000-08	0.45	0.36	0.05	-0.05	0.01	0.12	0.17
2000-09	0.38	0.33	0.07	0.04	0.11	0.19	0.15
2005-12	-0.50	-0.11	0.01	-0.05	-0.04	-0.04	0.01
2006-01	-0.08	0.03	0.04	0.05	0.09	0.10	0.05
2018-12	-0.42	-0.18	0.00	-0.02	-0.02	-0.03	-0.01
2019-01	-0.29	-0.13	0.02	0.04	0.06	0.04	0.01
2019-02	-0.24	-0.13	0.02	0.05	0.07	0.06	0.02
2019-03	-0.12	-0.08	0.04	0.08	0.12	0.12	0.04
2019-04	-0.10	-0.11	0.04	0.08	0.12	0.09	0.01

数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

历史数据表明，十年与一年期利差倒挂通常与其他利差倒挂前后或同步发生，这次则有不同。在其他利差大面积倒挂4个月之后，十年与一年期利差只在3月下旬出现过数天倒挂，月度倒挂仍然没有发生，原因很可能是在没有高通胀倒逼之下，美联储主动停止加息的运作空间较大。这与历史上的情形不同，在上个世纪五十年代以来的10次利率倒挂中，即使在十年与一年期利率出现月度倒挂之后，美联储都无一例外地继续加息。

即使没有出现全面利率倒挂，美国经济仍然面临下行的压力，只是这或预示着美国经济衰退的时间较以往缓，幅度较以往浅。

三、三重政策防衰退

下一届美国总统大选将于2020年11月3日举行。受政治周期的影响，特朗普政府将采取各种政策措施，避免美国经济在明年之前陷入衰退。从今年到明年，特朗普政府的三大政策措施值得关注：大规模增加美国基建投资，促成中美贸易谈判，以及施压美联储减息。

（一）基建投资扩张

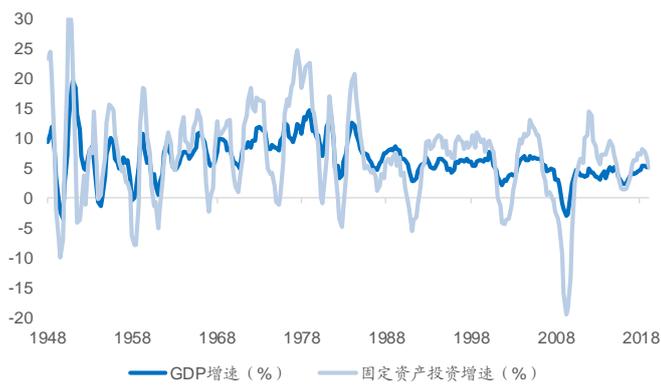
4月30日，美国总统特朗普与民主党达成协议，将增加包括道路、桥梁、高速公路、水、电网和宽带等在内的基础设施投资2万亿美元。而在今年初特朗普总统公布的2019财政年度的基础设施计划中，建议增加2000亿美元联邦政府基础设施投资，激励和带动总共1.5万亿美元的基础设施投资。

这个基建振兴计划要落地并不容易，三周之后特朗普总统将与民主党讨论如何筹集资金。相对而言，美国共和党不希望增加财政赤字、又不愿意对富人增税，民主党希望少减税、多增加对应对气候暖化等在内的投资，双方的差距能否弥合将决定美国基建计划的未来。

美国经济由消费和服务业主导，但其增长的边际变化受固定资产投资影响更大。2018年，美国固定资本形成占GDP的比重仅为17.5%，但美国固定资产投资增速变化往往是名义GDP增长波动的主要原因（图7）。

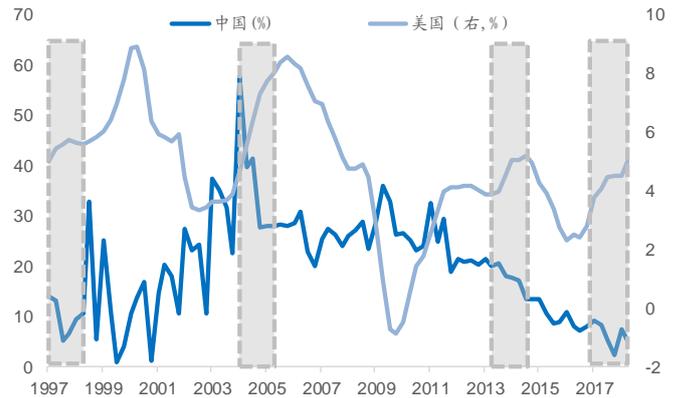
类似地，近20年中，中美经济共出现过4次错峰发展，即美国名义GDP加速、中国名义GDP减速，而两个固定资产投资增速相向而行，是错峰发展的主要原因。在上述的四个时期内，都出现了中国固定资产投资增速下滑，而美国相对平稳或增速上升的情形（图8）。例如，2018年，中国固定资产投资增速仅为0.6%，低于去年同期的5.9%；美国固定资产投资增速从2016年第一季度的2.3%反弹到去年4季度的5.6%。与此同时，从最新拐点2017年1季度开始，到2018年4季度，中国名义GDP季度同比增速放慢2.3个百分点，美国名义GDP增速则加快了1.1个百分点。

图 7: 美国固定资产投资与名义GDP增速



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

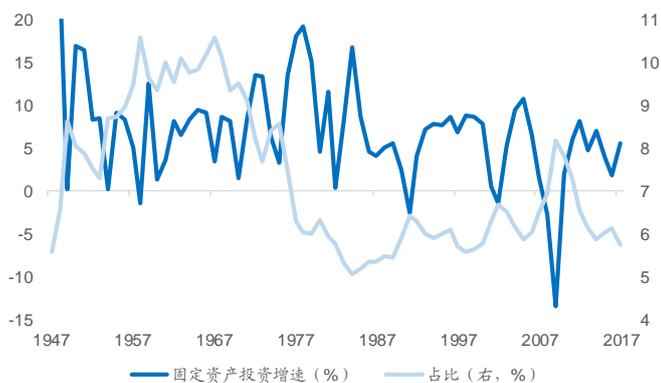
图 8: 中美固定资产投资增速



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

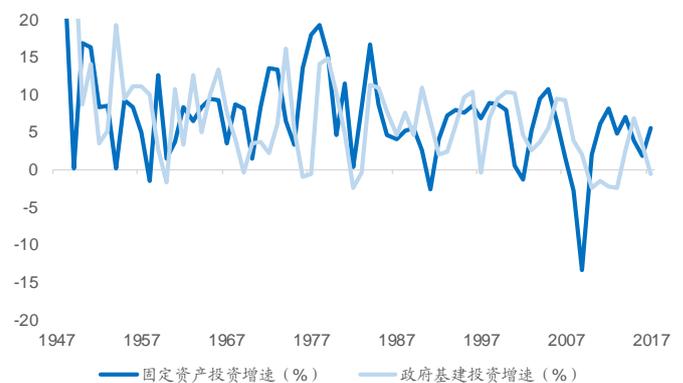
最近几十年以来,美国联邦和地方政府对基础设施的投资占GDP的比重一直在下降。上个世纪三十年代最高峰时,高达GDP的4.2%,到2016年减少为1.5%左右。相对而言,地方政府是基础设施投资的主力,在1.5%中占1.1个百分点(含联邦政府对地方政府的资金转移)。同时,美国基建投资占固定资产投资的比重也一直在下降,上个世纪六十年代的时候曾经占10%左右,最近降低至6%左右(图9)。相对而言,固定资产投资增速慢的时候,基建投资占比就高,存明显的负相关关系。但进一步分析发现,基建投资相对于整个固定资产投资增速而言,是一个滞后指标(图10)。从这个角度可能,基建投资扩张要成为反周期的政策措施,对美国政府来讲无疑是一大挑战。

图 9: 美国基建投资占比与固定资产投资增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 美国政府基建投资占比与固定资产投资增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

政府增加基建投资,总体有利于经济增长,延缓经济衰退。对此,经济学家们做过很多的测算:

其一,在大萧条时期,1美元的基建投资将带来1.5美元的GDP增长。美国国会预算办公室的估算结果在1~2.5美元之间。³

其二,近来的研究表明,发达国家GDP相对于基础设施资本的弹性是0.15,即

³ Elizabeth McNichol, "It's Time for States to Invest in Infrastructure", Mar 19, 2019.
识别风险,发现价值

基础设施资本增加一倍，可以推动GDP增长15%。⁴

其三，最近对88个国家1960-2000年的实证分析显示，GDP增长与基础设施投入增长之间的弹性在0.07~0.1之间，即基础设施投入增长10%，将带动GDP增长0.7~1个百分点。

其四，美国白宫经济顾问委员会（Council of Economic Advisors）估计，十年总共1.5万亿美元的基础设施投资，将每年带动0.1~0.2个百分点的GDP增长。当然，这要提高现有资产的使用效率，以及改进政府的工作效率。⁵在美国，2016年时，完成一份环境影响评估报告一般需要5.1年，而在这两年之前需要4.7年。

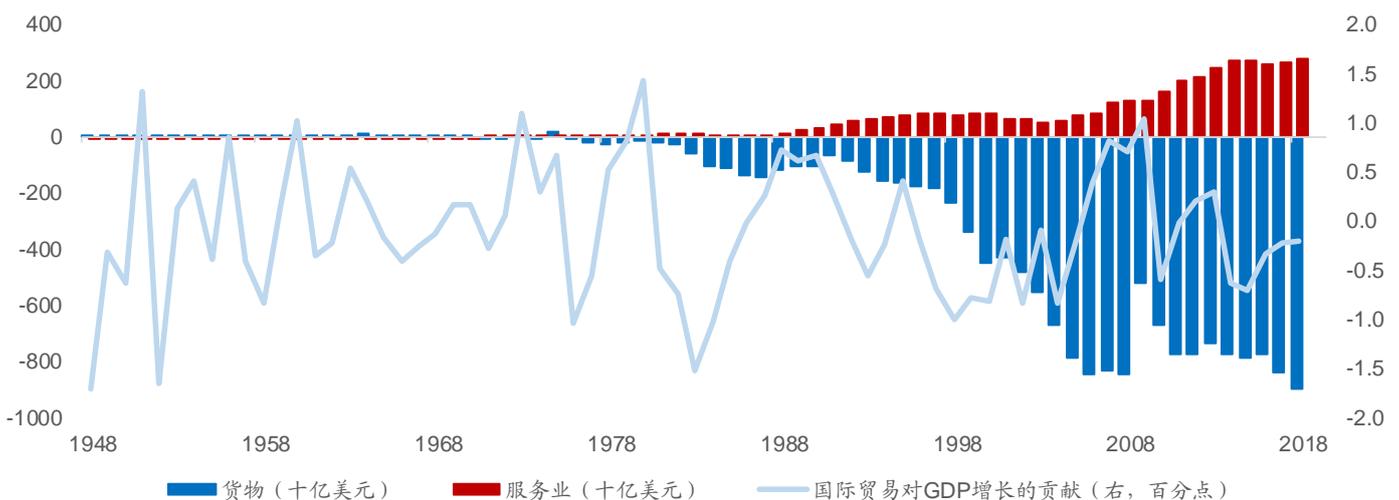
（二）中美贸易谈判取得成功

中美已经结束第十轮贸易谈判，有可能很快将达成贸易协议。去年年底，我们预期中美贸易谈判取得阶段性协议，包括两种可能性：一是中美贸易摩擦不继续恶化，这现在已经是市场共识；二是中美贸易摩擦或有缓和，即双方同意互降关税，如果发生，将超市场预期。

最近三十年来，美国货物贸易逆差超过服务贸易顺差，成为一个贸易逆差国（图11）。2018年，美国贸易逆差占GDP的比重达到3.1%，对GDP增长的贡献为-0.22个百分点。

中美贸易谈判成功，很难改变中美竞争的格局，但可以降低两国甚至全球经济增长的不确定性。根据世界经济论坛的估计，如果中美贸易战全面爆发，将拉低2019年全球GDP增长0.7个百分点，其中中、美、欧GDP增速分别放慢0.9、0.4和0.8个百分点。⁶最新研究显示，如果美国将第二批2000亿美元的中国进口商品的关税提高到25%，考虑到现有关税水平和可能的报复，美国将有93.4万人失业，每个家庭平均损失767美元，GDP增速将放慢0.37个百分点。⁷

图 11：美国服务与货物贸易顺差（逆差）总额，及其对GDP增长的贡献



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

⁴ How Much Does Infrastructure Contribute to GDP Growth? World Bank Research Digest, Vol 5, No. 4, Summer 2011.

⁵ CEA Report: The Economic Benefits and Impacts of Expanded Infrastructure Investment, Mar 28, 2018.

⁶ Mario Mesquita, "How a trade war would impact global growth", Jan 18, 2019.

⁷ Tariffs Hurt the Heartland, Trade Partnership Worldwide LLC, Feb 6, 2019.

具体地，中美贸易谈判成功，可以从两方面推动美国经济增长。第一，互降关税可以避免中美贸易摩擦恶化，增加中美和全球贸易的活跃度，自由贸易降低价格（成本）、提高劳动生产率和资源配置效率，由此推动长期经济增长。第二，通过中国增加进口和中美结构性改革，美中贸易逆差有可能收窄，短期内提振美国经济增长。

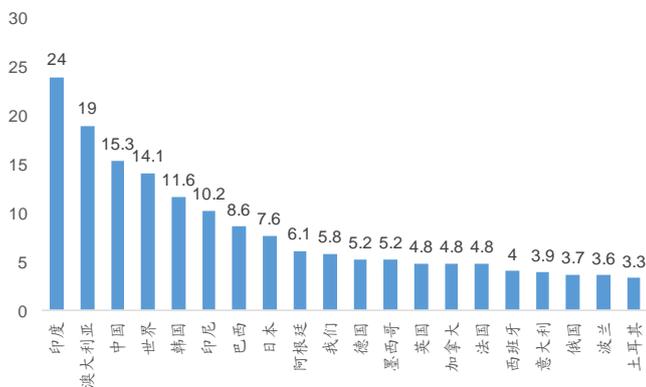
据OECD报告测算，如果全球关税税率保持目前水平，全球人均GDP将在2020-2060年之间翻一番还多，但如果全球关税税率重回1990年水平，将损失全球GDP增长的14%，其中以印度、澳大利亚和中国损失比例最大，分别为24%，19%和15.3%，美国损失为5.8%（图12）。⁸

很多研究表明，造成两国贸易顺差或逆差的主要原因不是关税税率，而是结构性宏观因素，包括财政政策、信贷周期、市场开放，以及一定程度上与汇率政策和补贴政策等相关。比如说，1995-2015年间，美德之间贸易平衡的20%来自宏观因素，而美中之间，这个占比可能高达95%。⁹

相对而言，美国贸易逆差扩大，说明美国消费需求强劲，也说明外国投资者愿意持有美元，而这又有利于降低美元利率，鼓励美国进口，结果是美国贸易逆差与固定资本形成占GDP的比重高度正相关（图13）。

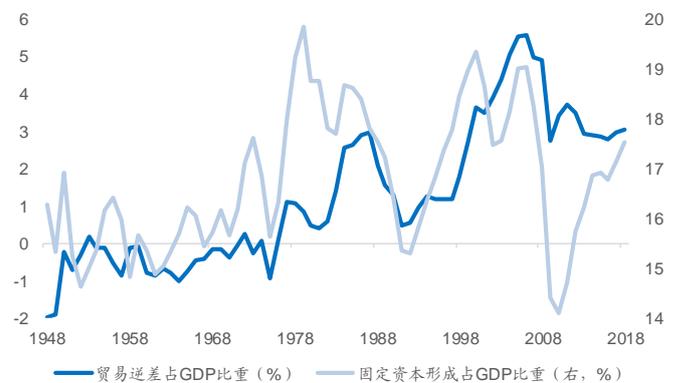
因此，短期来看，中国主动增加从美国的进口，有可能压缩美国贸易逆差，延缓美国经济放慢；但长期来看，在现有经济结构之下，美国贸易逆差收窄恰恰是美国经济放慢的结果。

图 12: 如果关税回到1990年, GDP增长损失率(%)



数据来源: Quartz, 广发证券发展研究中心

图 13: 美国贸易逆差与固定资本形成占GDP比重



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

（三）美联储减息

今年3月，美联储暂停加息并暗示今年不加息，而市场对美联储减息的预期迅速升高。市场对美联储减息预期上升的主要原因，是担心现有经济增长不可持续。根据CNBC今年3月的“美联储调查（Fed Survey）”，市场预期美国GDP增速从去年的2.9%放慢到今年的2.3%和明年的2%。¹⁰

事实上，市场对美联储加息或减息预期的迅速转换，基本上发生在一个月之内。去年11月28日，美联储主席鲍威尔说，美国利率已经接近中性利率，之后一个月左

⁸ The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060, OECD Policy Paper, 2018.

⁹ Johannes Eugster, et al, "Economic Forces, Not Tariffs, Drive Changes in Trade Balances," IMFBlog, Apr 3, 2019.

¹⁰ US economic growth is likely to slow sharply this year and next, according to CNBC's Fed Survey, Mar 19, 2019.

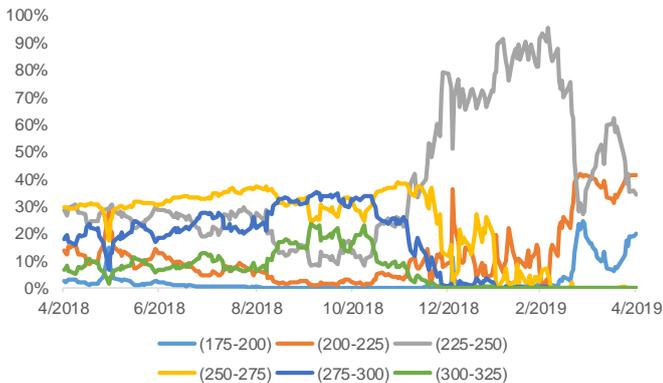
右时间，市场预期美联储今年不加息的概率从22%飙升至79%，到今年3月处达到峰值的93%，自那以后，市场对美联储今年年底前减息1~2次的预期开始上升，减息一次预期与不减息概率基本持平（图14）。

目前的美欧通胀差并不支持美欧利差水平，但从实体经济基本面来看，市场还不具备减息条件。

一方面，前面提到，欧洲经济总体不如人意，但历史上往往代表了发达国家的基本面。现有美欧利差水平已经创1970年以来历史新高，未来美欧利差收窄的可能性较大，或者欧洲加息，或者美联储减息，现在来看，后者可能性远大于前者。

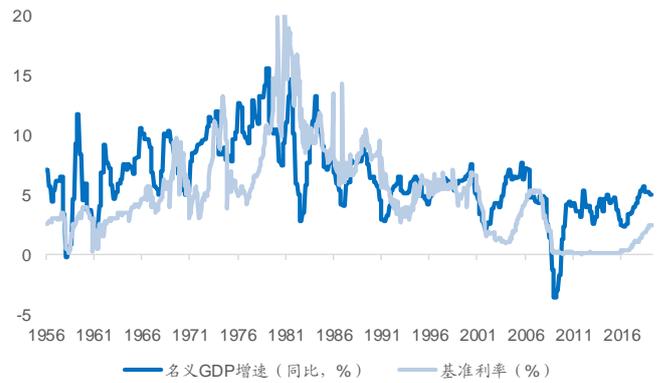
另一方面，相对于GDP增长速度，政策利率水平仍然偏低。自全球金融危机以来，美国名义GDP增速与美联储基准利率之差最宽发生在2012年，曾高达5.2个百分点，近来虽有所收窄，仍为2.6个百分点（图15）。历史经验显示，在1990年以来的过去三个加息周期中，美联储加息分别至6%、6.5%和5.25%，而这一次，如果止步于2.5%左右，是1955年以来最低加息周期峰值。

图 14：市场预期到2019年底的美联储基准利率水平



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心。说明：目前美联储基准利率为 225-250。

图 15：美联储基准利率与美国名义GDP



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

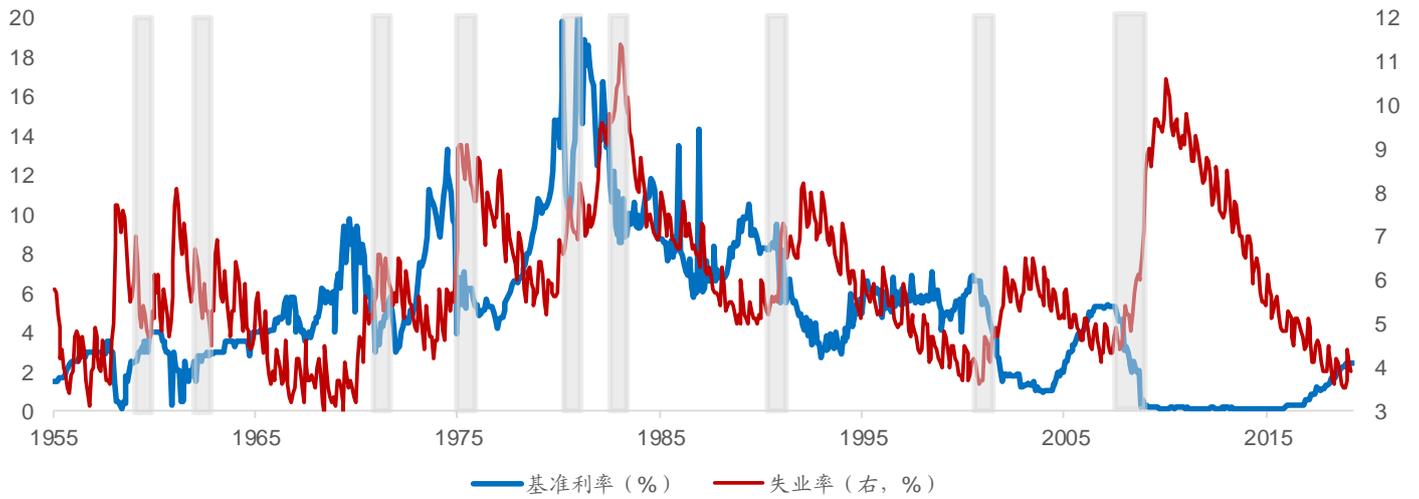
历史上，美联储鲜有主动减息，为了显示调整的正当性，货币政策通常滞后于经济周期。1955年以来的数据显示，平均在美国失业率见底9个月之后，美联储才开始减息；或者，美联储开始减息，到美国GDP开始出现负增长，通常只有2-3个季度（图16）。

不过这次有可能不同，美联储存在着主动和提前减息的条件。第一，政策前瞻性有所改善，可以主动加息，也可以主动减息。第二，核心通胀水平不高，不存在着通胀倒逼加息的压力。第三，尽管美联储的独立性不容挑战，政治压力仍然有可能发挥一定的作用。5月1日，特朗普总统在推特上明确提出，减息一个百分点并同时实施量化宽松政策，美国经济将继续保持良好势头。¹¹

我们认为，今年美联储主动减息的可能性不大，基建扩张和中美贸易谈判成果很可能有效降低美国经济衰退的风险，但如果前两项政策的落地存在着不确定性或者效果不及预期，美联储主动减息就有可能走到前台。

¹¹ Trump calls on Fed to cut rates by 1% and urges more quantitative easing, Apr 30, 2019.

图 16: 美联储基准利率与美国失业率



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

风险提示

政策落地时间和效果不及预期, 相关资金或难以到位。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。