



## 美國經濟面臨下行風險

2019年一季度美國經濟實質按年增長3.2%，是2015年二季度以來的最好水平，勞動力市場保持全民就業，失業率為3.6%，創出50年新低。通脹指標保持在較低水平。4月份個人消費物價指數及其核心指數分別僅按年上升1.5%及1.6%。工人平均時薪從2月份按年增長3.4%放緩至3.1%，通脹壓力持續偏低。進入6月以來，美國多項經濟數據較前期大幅下滑，表明美國經濟週期的增速很可能已於今年一季度見頂，美國經濟開始面臨下行風險。

### 一、經濟結構性失衡風險

一季度3.2%的實際GDP年化增長，主要來自貿易、政府支出增加以及庫存增長，占美國GDP比重70%的消費依然疲軟，一季度個人消費支出(PCE)年化季環比增長1.3%，是一年來的最低水平，反映出美國經濟動力較弱。美國非住宅固定資產投資增長2.7%，低於上一季度的5.4%。5月Markit製造業PMI降至50.5%，創下2009年9月或116個月以來的新低，其中新訂單指數也自2009年8月以來首次陷入萎縮區間。5月非農新增就業7.5萬人，遠低於前值22.4萬人，創近3個月以來新低。5月美國通脹表現遲滯，CPI增長1.8%，低於4月份的1.9%；核心CPI上漲2.0%，低於4月的2.1%。伴隨美國經濟數據走弱，市場避險情緒大幅升溫。

### 二、收益率倒掛帶來經濟失速風險

5月底以來，關鍵美債收益率倒掛情況持續，一度倒掛26BP，創2008年以來新低，目前倒掛幅度約10BP。傳統智慧認為，關鍵美債收益率倒掛持續與美國經濟衰退具有某種程度的相關性。而經濟可能出現衰退迫使美聯儲降息加以應對。

鄂志寰  
中銀香港首席經濟學家  
Tel:28266204  
ezhihuan@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

6月初以來，美聯儲官員陸續開始暗示降息的可能性，把通脹低於目標水平以及低失業率作為美聯儲應該降息的理由。美國5月CPI表現不佳，強化了市場對於美聯儲降息的預期。6月18日，美國聯儲局議息會議發表議息聲明刪除了自今年1月開始使用的「保持耐性」措詞，暗示下半年將採取適當行動(即減息)支持經濟持續增長、勞工市場穩固和通脹接近2%的對稱目標。公開市場委員會委員更新了息率走勢點陣圖預測，17名委員對今年聯邦基金利率預測中位數維持利率不變，有8名委員認為今年應該減息，其中7名認為減息幅度應高達半厘，預期聯儲局將根據5、6月份相關經濟數據，作出減息決定。

市場對於美聯儲在短期降息的預期，會導致對利率更敏感的3個月國債利率出現比10年收益率更大的降幅，可能是近期美債收益率倒掛情況修復的原因。

### 三、中美貿易摩擦加大金融市場逆轉風險

2018年3月以來，美國的單邊主義和保護主義措施升級，導致中美經貿摩擦不斷升溫。2019年，中美貿易戰蔓延至科技行業。5月上旬，美國率先向價值達2,000億美元的中國進口商品調高關稅稅率，由原來的10%提升至25%，並威脅對餘下3,000多億美元中國商品實施關稅，中國亦推出了反制措施，提高600億美元美國進口商品的關稅稅率至最高25%。

中美貿易緊張一方面阻礙中美雙邊經貿合作，另一方面擾亂全球產業鏈，並影響全球經濟平穩運行。IMF發表報告認為：“正在進行的貿易爭端的深化或最近金融市場狀況的突然逆轉對美國經濟構成了重大風險。與其擴大關稅和非關稅壁壘，美國及其交易夥伴應該建設性地開展工作，以更好地解決貿易體系中的扭曲問題。”

貿易保護主義對美國經濟增長開始帶來越來越嚴重的傷害，提高企業生產成本，抬升美國國內物價，影響民生和經濟增長，例如美國全國零售商聯合會研究顯示，僅對中國傢俱徵收25%關稅一項，就使美國消費者每年多付出46億美元的額外支出。美國商會2019年3月發佈的報告顯示，受中美經貿摩擦影響，2019年及未來4年美國國內生產總值將可能每年減少640億至910億美元，約占美國國內生產總值總額的0.3%—0.5%。美國智庫Trade

Partnership 2019年2月發佈的研究報告顯示，如果美國對所有中國輸美商品加征25%的關稅，美國國內生產總值將減少1.01%，就業崗位將減少216萬個。

#### 四、順週期財政政策蘊含債務失控風險

特朗普採取的大規模減稅措施對美國經濟的刺激作用具有短期性，減稅效果在2019年和2020年逐漸消退。此外，減稅政策帶來收入減少與支出增加相互作用，推動美國財政赤字持續攀升。根據美國國會預算局的預測，從2022年開始，財政赤字將超過一萬億美元，並且將一直保持這種狀態直到2029年。目前美國國債高達22萬億，其中支付利息是預算中增長最快的部分，淨利息支付總額為2683億美元，同比增長15.6%。在美國公共債務持續攀升的背景下，美聯儲的貨幣政策正常化操作加重美國政府的債務負擔，為美國經濟帶來潛在風險。

除美國之外的其它主要經濟體也因貨幣政策持續寬鬆而面對債務水平持續上升的隱憂，成為經濟增長的長遠制約因素。國際貨幣基金組織資料顯示，不計金融機構，29個具系統重要性地區的債務水平2017年升至167萬億美元，占本地生產總值250%，高於2009年峰值。債務上升威脅金融穩定。下半年主要央行貨幣政策再次轉趨寬鬆，可能積累新的風險。

## 近期報告

1.	2019年一季度香港經濟僅錄輕微增長	蔡永雄	05.02
2.	從香港就業市場結構看輸入人才計劃前景	蔡永雄	04.16
3.	香港住宅樓市出現回穩跡象	蔡永雄	04.02
4.	美國貨幣政策正常化快將完成	蔡永雄	03.21
5.	2019年全球經濟步入金融海嘯後最低增長	蔡永雄	02.19
6.	對近期人民幣匯率急劇升值的幾點看法	柳洪	01.17
7.	歐洲央行能否如期今年夏季過後加息仍存變數	蔡永雄	01.15
8.	伊斯蘭金融科技或成東南亞國家發展重點	劉雅瑩	11.23
9.	三季度香港經濟增長放緩	蔡永雄	11.16
10.	美國中期選舉料不會對經濟政策帶來重大變化	蔡永雄	10.10
11.	美國房地產市場復甦步伐料趨放緩	蔡永雄	10.02
12.	美國加息，重回實質正利率環境	黃思華	09.27
13.	港匯急升預示港元利率上調漸近	卓亮	09.24
14.	從澳洲經驗看，美國能否長期持續擴張	蔡永雄	09.14
15.	全球經濟增長動力轉趨分歧	蔡永雄	09.04
16.	二季度香港經濟增長略遜預期	蔡永雄	08.13
17.	按揭息率調整的原因、趨勢及影響	卓亮	08.10
18.	香港首次集資活動料保持暢旺	蘇傑	08.08
19.	下半年香港商用物業展望	蔡永雄	07.31
20.	財政金融政策協同發力意味著什麼	劉雅瑩	07.26