

宏观专题报告

美国经济面临的潜在危机将来自哪里？

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

薛威 一般从业资格编号
S1060117080079
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

近期，随着美国掀起的贸易摩擦蔓延升级以及美债收益率再次倒挂，市场对美国经济陷入危机的担忧再次出现。在市场对美国经济未来前景的关注度不断提升的当下，我们通过回顾美国经济的需求动力、主导产业与历次危机，给出了美国经济的潜在危机可能源自贸易摩擦升级与美股泡沫破裂的结论。

■ 美国经济回顾——消费驱动，危机多来自内因

美国经济增长受消费驱动，危机期间净出口贡献大于政府支出。在非危机期间，消费对美国经济的拉动力最大；在危机期间，消费与私人投资对经济的拉动力往往会急剧下行，净出口成为经济的最大拉动因子；在后危机初期，反弹迅速的私人投资对经济的拉动力往往与消费相当，甚至会在短期内超过消费。

美国主导产业为第三产业，房地产行业对美国经济影响大。美国经济依赖服务业，尤其是房地产业。在可预期的未来，房地产业对美国的影响还会继续增加。

美国历次危机事出多因，内因居多外因来自油价猛涨。美国历次经济金融危机爆发原因多样化，主要有股市崩盘、供需失衡、财政危机、油价猛涨、房地产信贷违约等。但是，近百年来美国发生的历次经济危机无一不是外部需求（出口）冲击导致的。

■ 美国经济现状——温和回落，韧性仍存

美国经济温和回落，消费投资均存韧性。尽管美国经济处于回落通道，但由于消费、投资、净出口以及政府支出均能维持当前的状态，美国经济的韧性不可低估，经济回落更多是呈现缓慢震荡的温和回落状态。

美国房地产运行良好，零售与工业数据近期反弹。美国的房地产业处于良好运行状态，产销两端虽有波折，但仍具韧性，且库存周期并未真正进入上行通道。美国内部出现房地产危机与供需失衡危机的概率均较低。

■ 潜在危机触发因素展望——美股回落与贸易摩擦

美国经济目前运转虽然良好，但是未来一到两年仍然面临潜在的危机触发风险。据分析，我们认为该风险来自全球贸易摩擦升级与美股大幅下行的可能性最高，两者之间还可能形成共振。全球贸易摩擦升级带来的经济下行压力本就增大了美股的下行动力，而美股大幅下行带来的风险在全球贸易摩擦升级与治理体系混乱的背景下难以得到有效的对冲。未来一到两年，除了要警惕美股下行与全球贸易摩擦升级，持有一定比例的避险资产将是较为稳妥的对冲潜在风险的方式。

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 引言	4
二、 美国经济回顾——消费驱动，危机多来自内因	5
2.1 美国经济增长受消费驱动，危机期间净出口贡献大于政府支出	5
2.2 美国主导产业为第三产业，房地产行业对美国经济影响大	6
2.3 美国历次危机事出多因，内因居多外因来自油价猛涨	8
三、 美国经济现状——温和回落，韧性仍存	9
3.1 美国经济温和回落，消费投资均存韧性	9
3.2 美国房地产运行良好，零售与工业数据近期反弹	11
四、 潜在危机触发因素展望——美股回落与贸易摩擦	12
4.1 房地产危机与供需失衡风险较小，页岩油革命致滞胀难再现	12
4.2 贸易摩擦升级与美股回落是潜在危机触发点，配置避险资产做好对冲	14

图表目录

图表 1	当前美国经济处于二战后最长的扩张期内.....	4
图表 2	3M 与 10Y 美债收益率倒挂是美国经济增速下行的“示警”.....	4
图表 3	1953 年后消费对美国经济的拉动率在非经济危机期间一直最高(圈内为危机期间) ...	5
图表 4	1953 年前消费对经济同比增速的拉动率并不显著高于投资、净出口与政府支出.....	6
图表 5	1953 年前消费占 GDP 比重波动较大, 之后维持平稳.....	6
图表 6	第三产业增加值占 GDP 比重持续上行.....	7
图表 7	第二产业中制造业产值占比最大但持续下行.....	7
图表 8	第二产业中采掘与建筑业产值占比波动明显.....	7
图表 9	第三产业中私人服务产值占比较大且持续上行.....	7
图表 10	第三产业中房产租赁与商业服务产值占比靠前.....	8
图表 11	第三产业中零售贸易与运输仓储产值占比下滑.....	8
图表 12	“大萧条”以来美国历次经济金融危机爆发起因与影响领域.....	8
图表 13	美国消费与政府支出增速均震荡上行.....	10
图表 14	美国投资增速略微回落而净出口同比大幅反弹.....	10
图表 15	美国出口与进口增速均有下行态势.....	10
图表 16	美国消费同比与薪资增速走势相近.....	10
图表 17	美股仍处于高位震荡通道.....	11
图表 18	美国 ISM 制造业 PMI 下滑趋势明显.....	11
图表 19	美国住房市场仍然活跃.....	11
图表 20	次级贷款占比较低且抵押贷款利率不高.....	11
图表 21	美国居民部门杠杆率仍处于下行通道.....	12
图表 22	美国零售数据维持韧性.....	12
图表 23	美国工业产出有所反弹.....	12
图表 24	美国制造业库存累积尚不明显.....	12
图表 25	美国原油产量占全球比重近年迅速上升.....	13
图表 26	布油价格维持在 60 美元/桶左右弱势震荡.....	13
图表 27	美国财政赤字占 GDP 比重有续增趋势.....	14
图表 28	美债收益率年初以来持续下行.....	14
图表 29	美国通胀当前基本维持在目标水平附近.....	15
图表 30	全球经济政策不确定性指数震荡上行.....	15
图表 31	美股估值虽有回落但仍处于较高位置.....	15
图表 32	美股估值高于同期非美主要股市.....	15

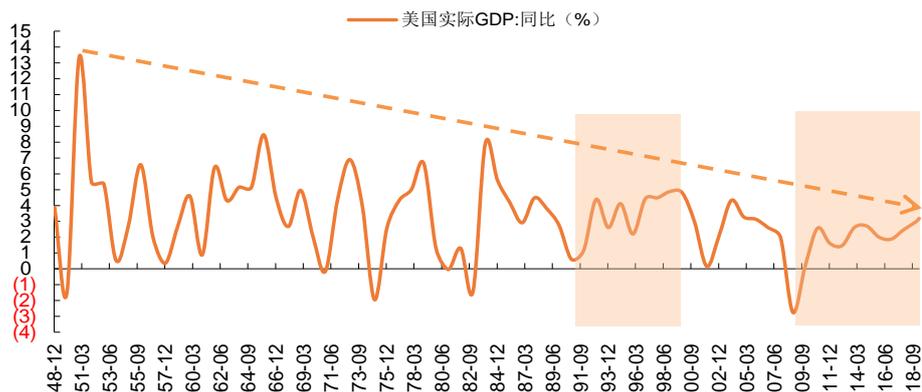
一、引言

美国经济在二战后经历了多轮周期，若以美国实际 GDP 为单一指标，可以发现美国经济周期呈现两个显著特征：第一，美国经济波动周期持续延长，由战后初期的 4-5 年延长至当前的 15 年以上，且上涨周期与下行周期均有所延长；第二，美国经济增速波动幅度持续收缩，主要是经济增速高点持续回落，由战后初期的 13% 以上一路下行至 3%-4%，而增速低点虽然在 2008 年创造了接近 -2.8% 的战后最低水平，但增速低点点下行的趋势并不明显。当前，美国经济正处于战后最长的一次扩张期内。

进入 2019 年以来，美国掀起的贸易摩擦已扩散至美印、美墨，且有蔓延至美欧、美日、美澳的趋势；5 月份，中美贸易摩擦在经历了十一轮谈判后意外再次升级，这给包括美国经济在内的全球经济带来了压力。另外，曾在 2019 年 3 月底短暂出现的 3 个月与 10 年美债收益率倒挂在 5 月中旬再次出现，倒挂幅度在 5 月下旬扩大化，并仍在持续。由于美债收益率倒挂是经济危机的有效“示警”，所以市场对美国经济前景的担忧再次加深，这也带来“美国经济崩溃论”的兴起。

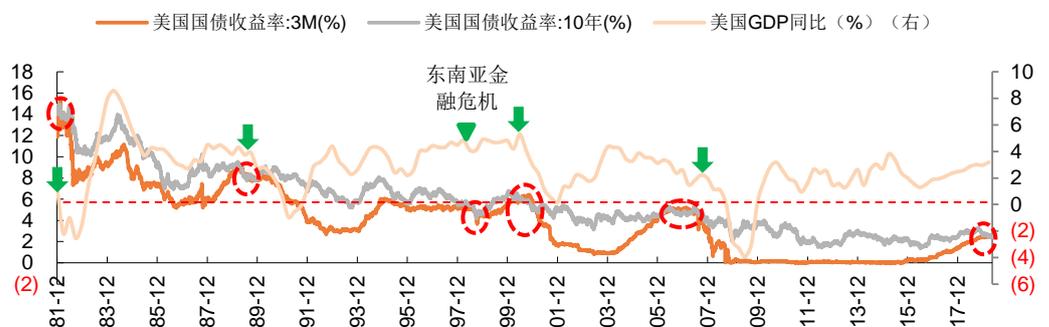
在市场对美国经济关注度不断提升的当下，本文将回顾过去 70 年美国经济的成长动力与主导产业的更迭以及历次经济危机的爆发线索，并分析需求动力与主导产业的运行现状，来对美国经济当前运行的状况进行分析以及对美国未来潜在的危机触发因素进行展望。

图表1 当前美国经济处于二战后最长的扩张期内



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 3M 与 10Y 美债收益率倒挂是美国经济增速下行的“示警”



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 美国经济回顾——消费驱动，危机多来自内因

本章将依次从动力来源、主导产业与危机爆点这三个方面来回顾战后近 70 年美国经济的历程，并梳理出美国经济的动力来源与主导产业，以及历次危机的起因及其影响。

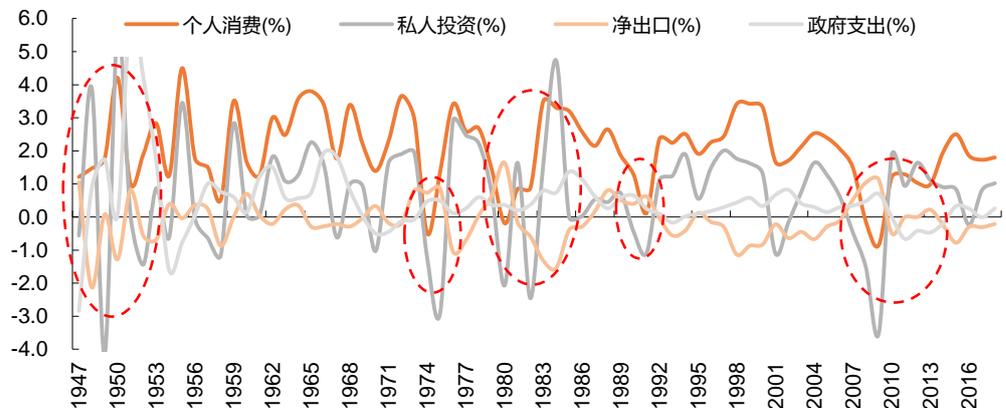
2.1 美国经济增长受消费驱动，危机期间净出口贡献大于政府支出

在 1953 年之前，美国经济是多因子轮换驱动增长格局，除去大萧条、二战期间，消费也并不总是经济的首要驱动力，这与 1953 年前消费占 GDP 比重波动较大，且政府支出和私人投资占 GDP 比重波动上升有关。而在 1953 年后，由于消费占 GDP 比重稳定在 60%~70% 之间，且政府支出占 GDP 比重持续震荡下行，所以在非危机期间，消费对经济的拉动力最大。

在危机期间，消费与私人投资对经济的拉动力往往会急剧下行，而政府支出与净出口则会继续沿着此前趋势运行，消费不再占主导主要是由于消费对经济的拉动力大幅下行导致，而非政府支出或净出口贡献的上行。相较于具有逆周期调节作用的政府支出，净出口出乎意料的成为了危机期间经济的最大拉动因子，这与美国经济危机传导到其他经济体的时滞效应有关。在美国爆发经济金融危机时，其他经济体尚能正常运转，此时对美国来说，内需迅速萎缩，而外需尚存韧性，在该背景下，进口萎缩出口韧性，或者说进口相较出口萎缩的更快带来了净出口的反弹，进而对陷入危机中的经济有一定的拉动作用。

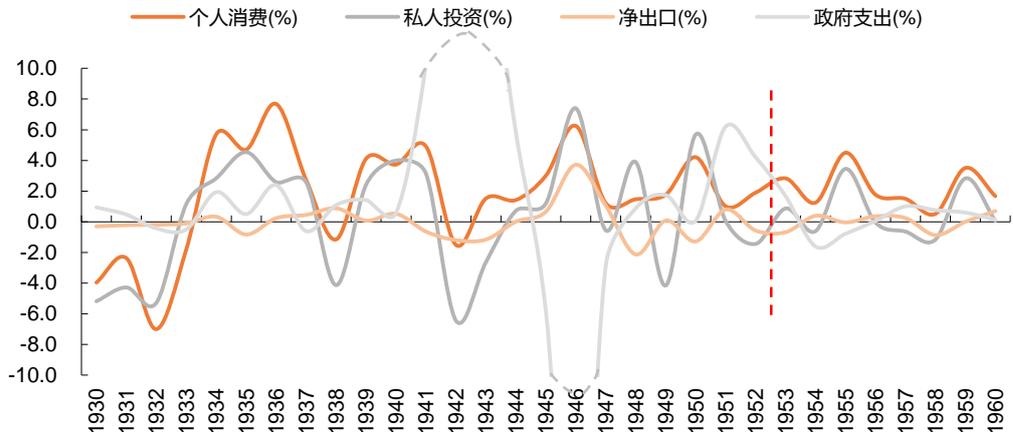
在后危机初期，由于货币政策宽松带来实际利率下行，私人投资对利率的敏感程度较高，该阶段反弹迅速的私人投资对经济的拉动力往往与消费相当，甚至会在短期内超过消费。这在大型危机（80 年代滞胀危机、2008 金融危机）后期体现的尤为明显。

图表3 1953 年后消费对美国经济的拉动力在非经济危机期间一直最高(圈内为危机期间)



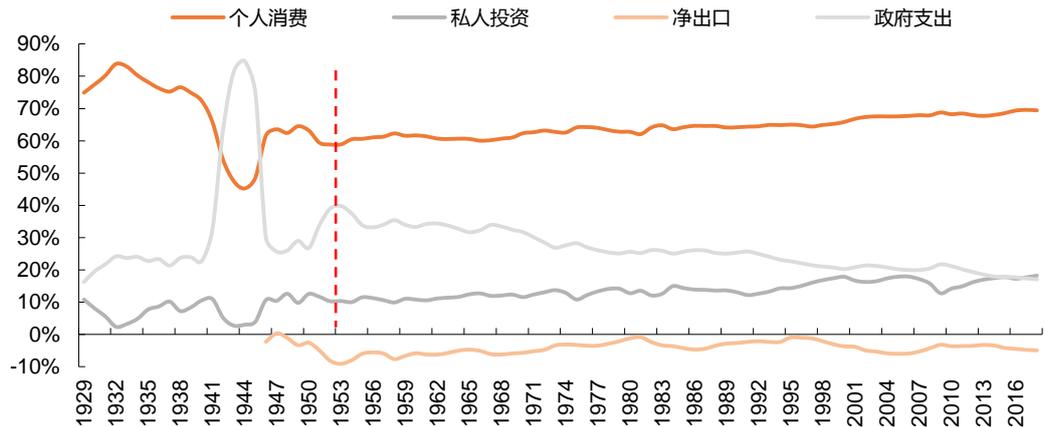
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 1953年前消费对经济同比增速的拉动率并不显著高于投资、净出口与政府支出



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表5 1953年前消费占GDP比重波动较大，之后维持平稳



资料来源：WIND，平安证券研究所

2.2 美国主导产业为第三产业，房地产行业对美国经济影响大

从产业结构看，美国的第三产业在近70年一直是第一大产业，且产值占GDP比重在1952年后就持续上行，并于1969年突破50%，于1991年突破60%；同期，第二产业产值占比则长期震荡下行，并于1982年下破30%，于2009年下破20%；第一产业产值占比不仅最低，且呈边际递减的下行趋势，2015年已下破1%。

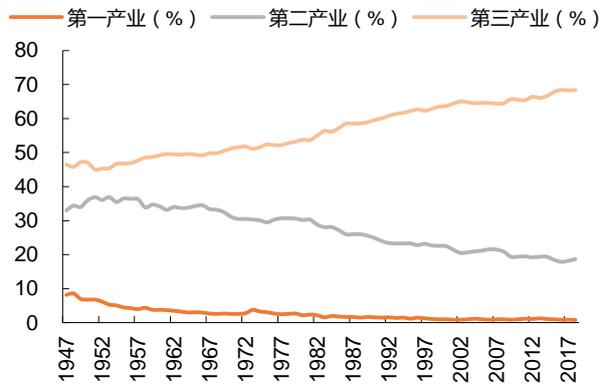
从细分行业看，第二产业分制造业、建筑业、采掘业与公用事业四类。其中制造业产值占比最高，但持续下行，是第二产业产值占GDP比重长期下行的主因；建筑业、采掘业与公用事业产值占比均呈现周期波动特征，公用事业产值占比最为稳定，而建筑与采掘业产值比重的波动较大；采掘业产值比重有长期震荡下行且波动收敛趋势，而建筑业产值比重则以横盘震荡为主，且波动有发散趋势。

第三产业的分类较第一与第二产业更为繁杂，可粗略分为政府服务与私人服务两大类，而私人服务又可细分为批发贸易、零售贸易、运输仓储、信息业、金融保险、房产租赁、商业服务、教育卫生、艺术休闲、住宿餐饮和其他服务。政府服务产值占比长期稳定在12%-15%之间，私人服务产值占比

则持续上行，贡献了第三产业产值比重持续上行的主要部分。在私人服务的各细分项中，信息业、金融保险、房产租赁、商业服务、教育卫生这五项产值占比有明显的震荡上行趋势，而零售贸易、运输仓储与其他服务项的产值占比则呈震荡下行态势；另外，批发贸易、住宿餐饮产值占比则呈窄幅震荡走势，艺术休闲产值比重虽然在长期有缓慢爬升态势，但是规模有限，仅为1%左右。

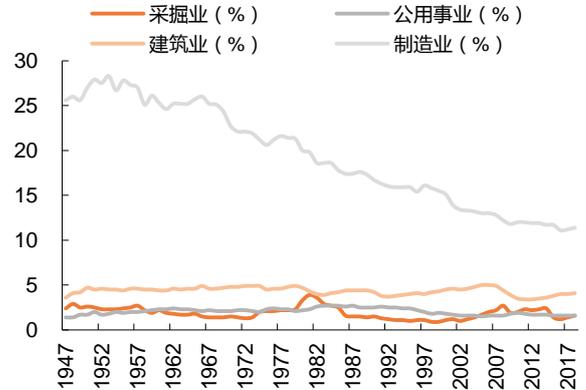
总结来看，美国经济在近70年的时间里更多依赖于第三产业的发展，特别是服务业中的信息业、金融保险、房产租赁、商业服务、教育卫生这五个细分行业，而第二产业中的制造业与第一产业的重要性长期持续下滑。上述五个服务细分项中，对美国经济贡献度由大到小依次为房产租赁、商业服务、教育卫生、金融保险与信息业，五个细分行业产值占GDP比重共达到47.5%，接近一半。其中，房产租赁与商业服务的产值占GDP比重分别达到13.3%与12.6%，商业服务中占比最大的是专业科技服务，周期性并不明显。可见，房地产行业对美国经济的影响很大，且在可预期的未来，房地产业对美国经济的影响还会继续增加。

图表6 第三产业增加值占GDP比重持续上行



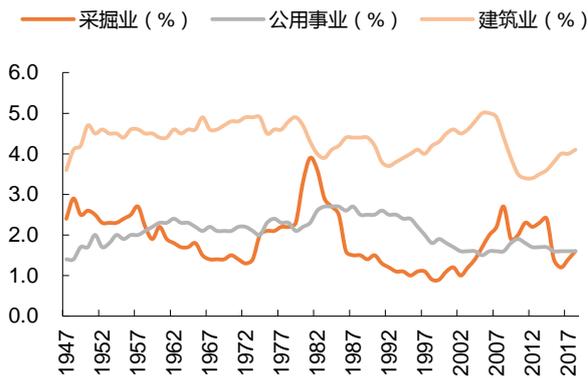
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表7 第二产业中制造业产值占比最大但持续下行



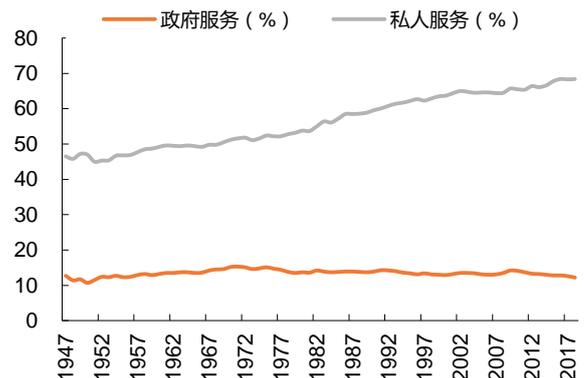
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表8 第二产业中采掘与建筑业产值占比波动明显



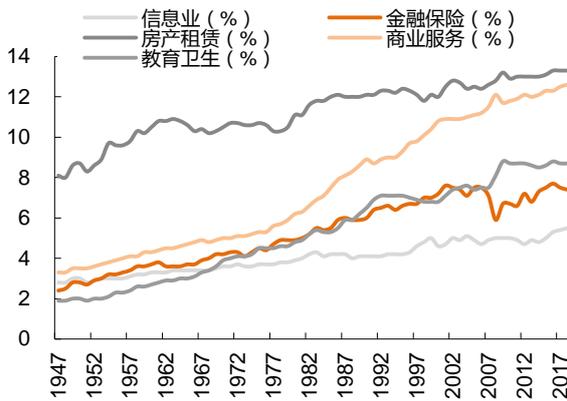
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表9 第三产业中私人服务产值占比较大且持续上行



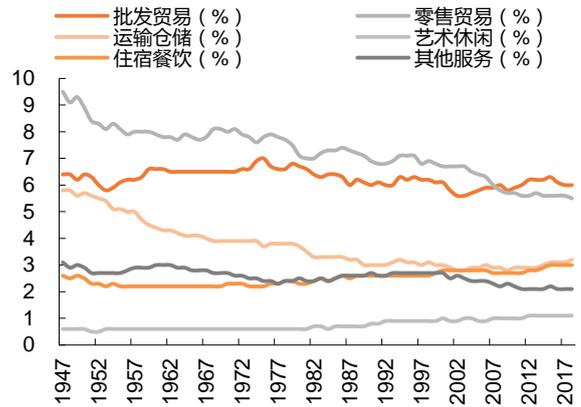
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表10 第三产业中房产租赁与商业服务产值占比靠前



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 第三产业中零售贸易与运输仓储产值占比下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.3 美国历次危机事出多因，内因居多外因来自油价猛涨

自大萧条以来，美国已经历过多次经济金融危机，每次金融危机的起因及波及领域次序均有差异。从起因分类，可以发现股市泡沫破裂是近 100 年美国金融危机爆发的最主要原因，先后导致了 1929-1933 年的“大萧条”、1937-1938 年催生二战的经济危机以及 2001 年的“科网泡沫”危机；产能过剩导致供需失衡带来的有 1948-1949 与 1957-1958 两次经济危机；财政赤字不可持续导致的经济危机有 1969-1970 和 1990-1991 两次；房地产泡沫破裂带来的经济危机是 2007-2008 年次贷危机引发的全球性金融危机。除了以上内部因素导致的经济金融危机外，外部冲击也会带来美国乃至全球的经济危机，近 100 年美国经济危机的外部冲击都来自中东限产原油带来的油价大涨，这导致了油价持续上涨背景下的经济危机，主要是 20 世纪 70 年代的两次“滞胀”危机。

从影响领域的传导次序看，股市引发的经济危机往往都是通过冲击金融领域进而打击消费，再逐渐通过需求端蔓延到服务业与工业领域；对经济动力的冲击则是从消费逐渐蔓延到投资，若经济危机冲击全球，还会滞后影响到出口。产能过剩带来的供需失衡危机率先冲击工业领域，上游的农业领域也会受到波及，之后才会蔓延到金融与消费领域；对经济动力的冲击则是从投资扩展至消费与出口。财政赤字难以为继带来的经济危机则是从财政货币领域冲击到工业，再冲击消费领域；对经济动力的冲击则是从投资逐渐蔓延至消费与出口。房地产泡沫破裂带来的经济金融危机则是起源于房地产，并迅速蔓延至金融市场，进而冲击到消费与工业领域；对经济动力的冲击与股市引发的经济危机一样，都是从消费逐渐蔓延到投资与出口。油价持续上行带来的“滞胀”危机则比较特殊，先冲击工业，再冲击金融市场，最后冲击消费；对经济动力的冲击则是从投资蔓延至消费，再冲击出

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_11901



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn