

美国经济是否会有需求新周期？

证券研究报告

2021 年 02 月 11 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

2021 年美国居民的传统收入将出现反弹，但疫情对贫富差距的拉大进一步限制了消费倾向的提升空间，疫情后储蓄率可能回落缓慢。

由于金融市场在这一轮衰退中迅速恢复了融资的功能，加上在财政救助的支撑下企业利润快速反弹，2021 年企业的资本开支会有修复性回升。预计设备和知识产权投资增长得以延续，建筑投资因油价低迷增速仍难以转正。

在低利率、高需求、低库存的推动下，美国房地产市场将继续补库，短期房地产投资延续火热状态，预计房地产短周期大致在 2022 年前后回落。

基建政策在 2021 年完整落地的可能性较低，其中 500 亿美元的道路修复，200 亿美元的乡村宽带建设项目通过可能性较高，但对经济边际影响较小。

风险提示：美国疫情反复；美联储紧缩超预期；美国财政紧缩超预期

结论摘要：

第一，2021年美国居民的传统收入将出现反弹，一方面居民工资性收入将随企业利润的修复至少回升到三季度，另一方面资本性收入已经开始快速回升。当前居民储蓄率 13.6%仍显著高于疫情前和历次危机期间，但疫情对贫富差距的拉大进一步限制了消费倾向的提升空间，疫情后储蓄率可能回落缓慢。

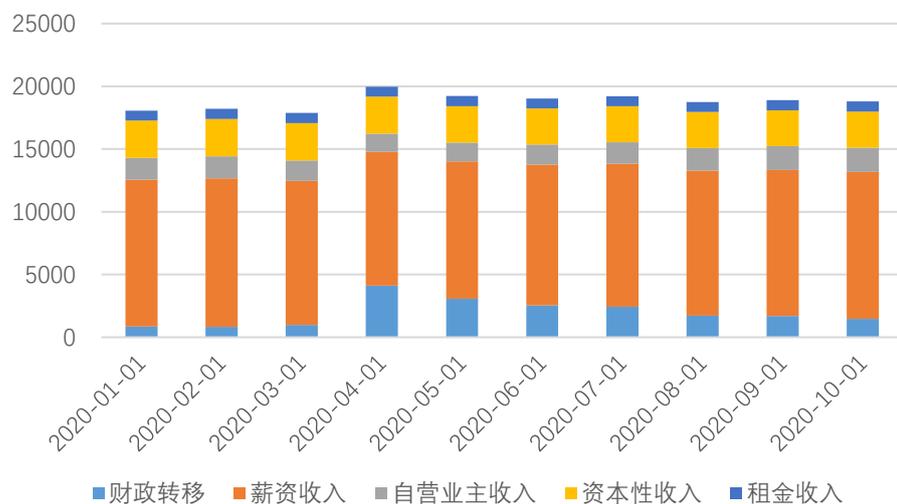
第二，由于金融市场在这一轮衰退中迅速恢复了融资的功能，加上在财政救助的支撑下企业利润快速反弹，因此 2021 年美国企业的资本开支会有修复性回升。设备和知识产权投资增长得以延续，软件与信息科技目前处于新一轮资本开支周期，但建筑类投资受低油价的影响恢复较慢。第三，在低利率、高需求、低库存的推动下，美国房地产市场将继续补库，短期房地产投资延续火热状态。从货币政策来看，购房成本下行趋势已近尾声，预计房地产短周期大致在 2022 年前后回落。

第四，拜登的基建计划在 2021 年完整落地的可能性较低，道路修复和乡村宽带计划可能获得通过，但对经济影响较小。美国基建投资完全通过赤字货币化来解决融资的可能性较小，但加税至少到 2022 年疫情对经济的负面影响彻底结束之后才有可能通过。

问题一、美国居民高企的储蓄率会很快回落并转化为消费吗？

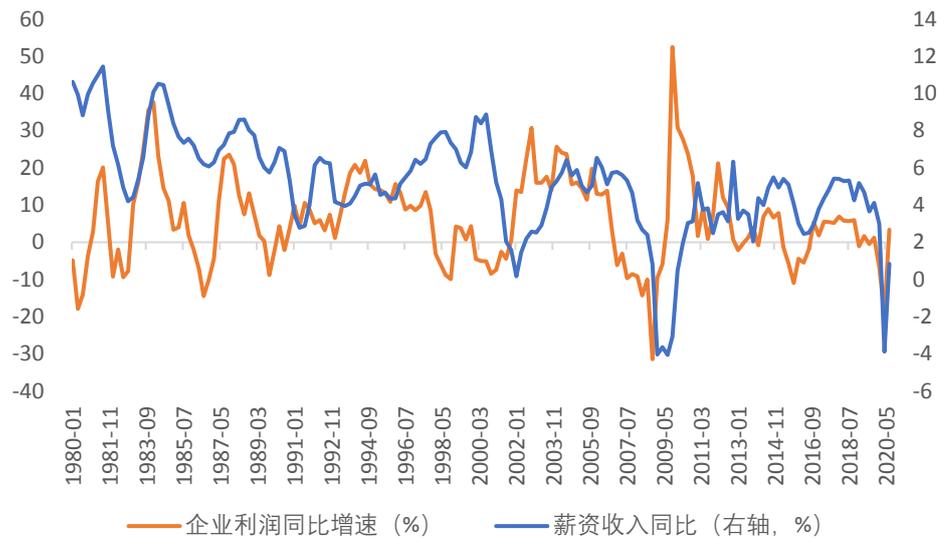
美国消费在疫情后表现一直不弱，主要原因在于政府通过直接发钱和 PPP 项目等形式对冲了居民可支配收入传统来源（工资和资本性收入）的下滑，同时美国股市、房市的火热也带来了财富效应。除去财政转移的部分，居民收入已经在 9 月同比转正，明显快于历次衰退。有赖于企业利润的快速反弹和“薪酬保护项目”Paycheck Protection Program 形式的工资发放，工资性收入已经回到今年 2 月高点附近，租金收入和自营业主收入均超过疫情前水平，唯有资本性收入（股息和利息）小幅下滑。2021 年美国居民的传统收入将出现反弹，一方面，居民工资性收入将随企业利润的修复至少回升到三季度；另一方面资本性收入已经开始快速回升。同时拜登的 1.9 万亿美元疫情援助计划包括给年薪 75000 美元以下的美国人发放 2000 美元支票（在上一轮 600 美元的基础上额外发放 1400 美元），将继续为中低收入家庭提供消费资金。

图 1：居民收入构成（十亿美元）



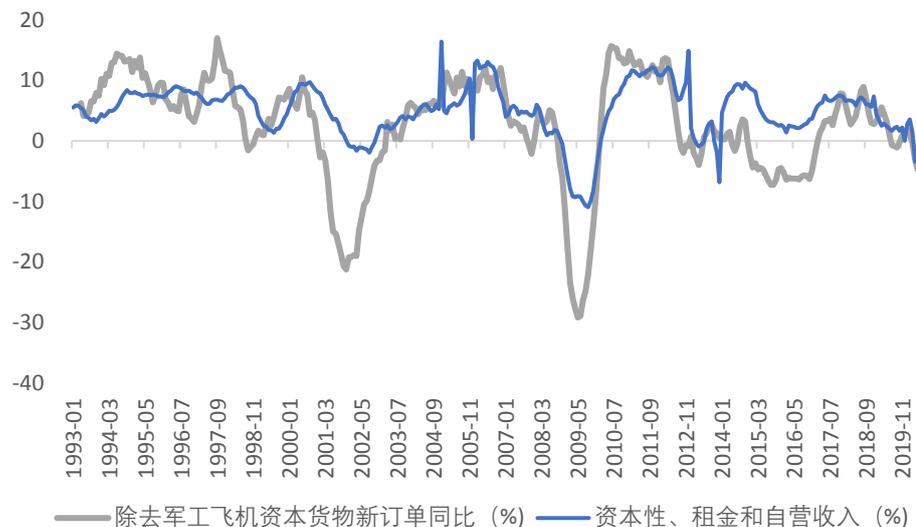
资料来源：Fred，天风证券研究所

图 2：企业利润领先薪资收入约 1~2 个季度



资料来源：FRED，天风证券研究所

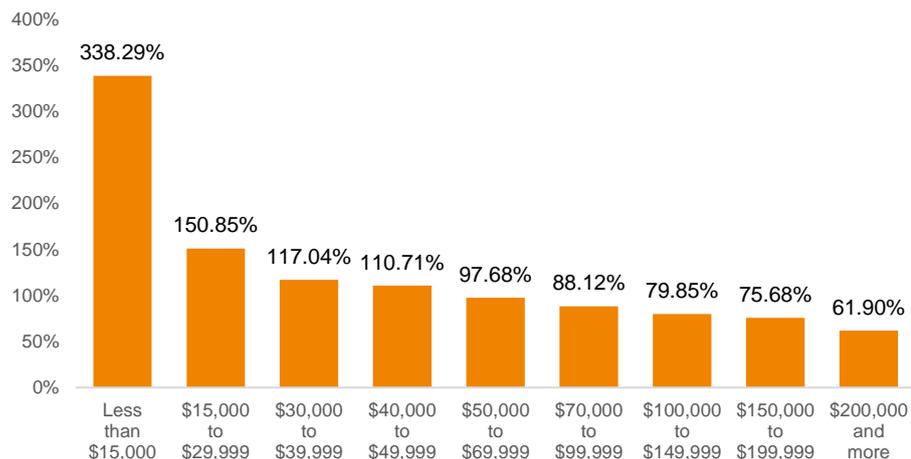
图 3：领先指标显示其他收入仍将回升



资料来源：FRED，天风证券研究所

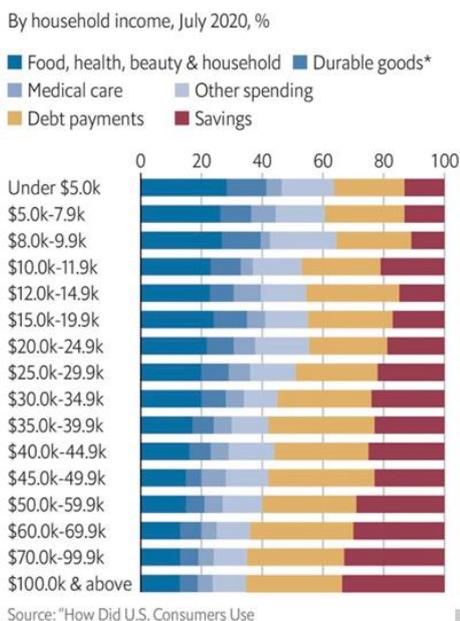
但是当前居民储蓄率 13.6% 仍显著高于疫情前和历次危机期间，疫情后储蓄率回落缓慢。一方面，疫情下经济和就业前景的不确定性促使居民的预防性储蓄普遍上升，特别是低收入家庭（15000 美元年收入以下）的储蓄率升至 10% 以上。疫情加重了企业的债务负担，疫情后企业修复资产负债表的做法将减少投资和招聘计划，依靠工资性收入的中低收入家庭依然要面临较高的就业前景不确定性，因此预防性储蓄不会快速回落。另一方面，从结果上看，低消费率的高收入家庭的绝对收入和储蓄率都上升最多，而高消费率的中低收入家庭（50000 美元年收入以下）却出现入不敷出的情况。疫情对贫富差距的拉大进一步限制了消费倾向的提升空间。

图 4：不同收入阶层消费率情况（2019 年）



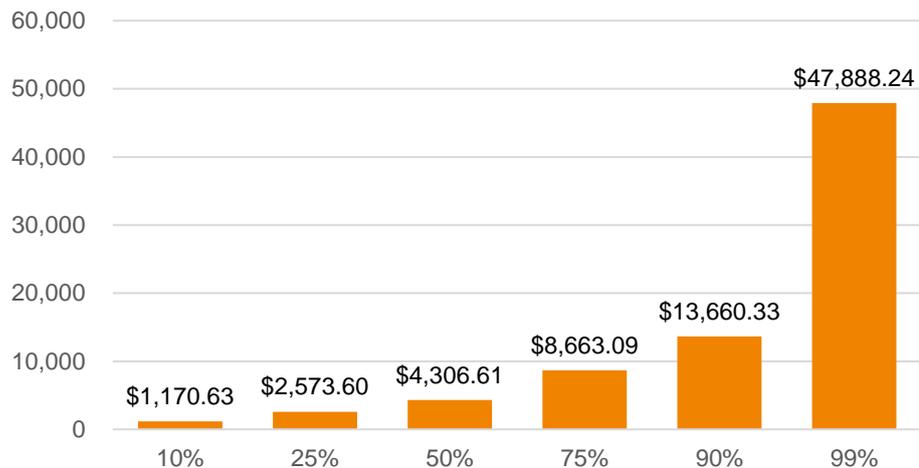
资料来源：BLS, 天风证券研究所

图 5：高收入家庭的储蓄倾向更高



资料来源：How Did US Consumers Use, 天风证券研究所

图 6：各收入水平美国家庭的收入绝对增长情况（2019-2020）



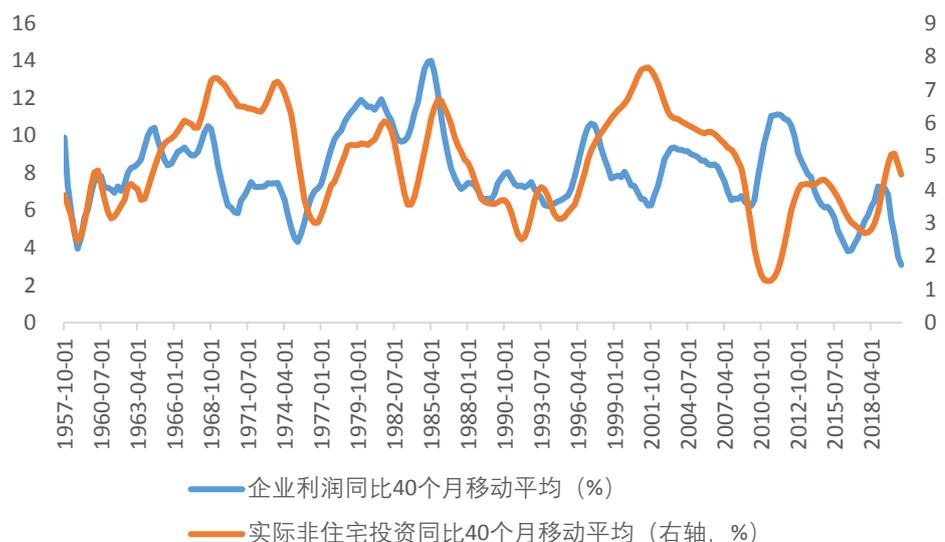
资料来源：CPS，天风证券研究所

2021 年美国消费复苏结构将和 2020 年呈现镜像关系，耐用消费品（娱乐设备、家居品、汽车）和食品的占比下降，结构转向服务消费（娱乐服务、交通服务、餐饮服务）

问题二、企业敢在疫情后继续加杠杆投资吗？

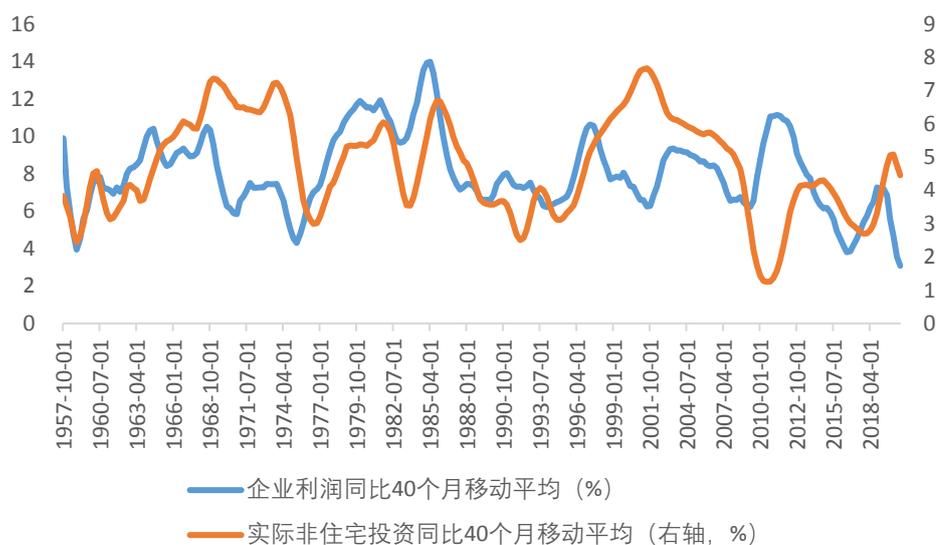
就 2021 年而言，企业的资本开支会有修复性回升。经济从衰退期进入复苏期，资金的价格回升但总量仍然保持充裕，企业投资的资金来源来自于内部或外部。内部资金来源于企业利润回暖，美国非金融企业的利润同比转正（3.2%）。外部资金来源于金融市场融资，2020 年美股 IPO 融资创历史新高，债券市场融资额也创了历史记录，到 2020 年 8 月美国高收益债券发行 1.34 万亿美元，超过了 2017 年全年。由于金融市场在这一轮衰退中迅速恢复了融资的功能，加上在财政救助的支撑下企业利润快速反弹，因此疫情之后的 2021 年，企业的资本开支会有修复性回升。

图 7：企业利润增速领先资本开支增速



资料来源：FRED，天风证券研究所

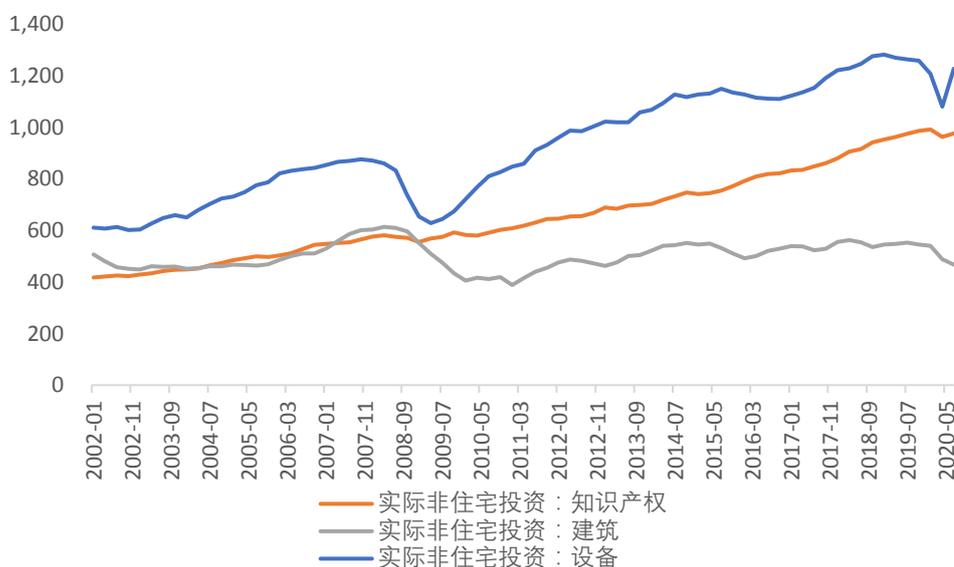
图 8：信用债指数领先设备投资



资料来源: Fred, Bloomberg, 天风证券研究所

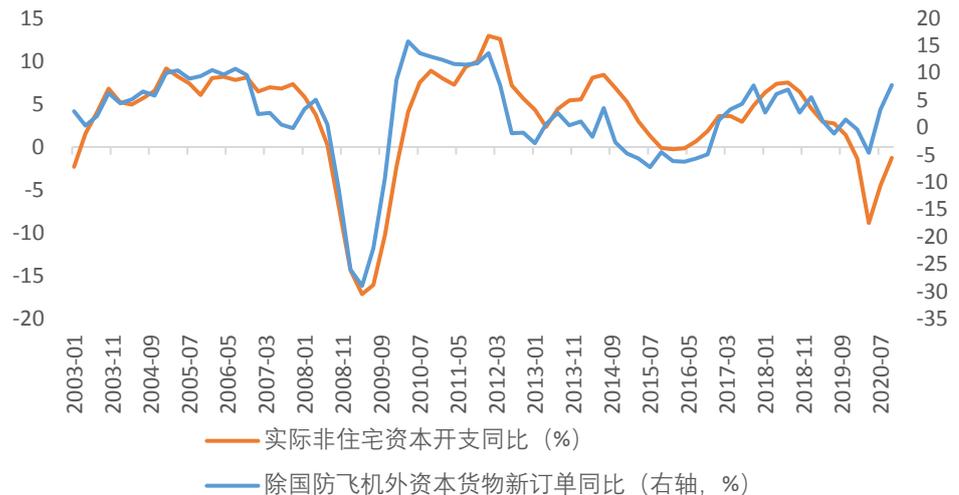
从非住宅投资各分项来看，相比金融危机期间，设备和知识产权都得到较快修复。目前在非住宅投资里占比从金融危机前的 27% 提升至 36% 左右。预计设备和知识产权投资增长得以延续，知识产权投资中软件与信息技术目前处于新一轮资本开支周期，疫情因素推动企业与个人消费者提高线上工作和消费的频率，这类企业的现金流强劲，预计 2021 年增速将达到近几年的平均值。

图 7：实际非住宅投资各分项(十亿美元)



资料来源: FRED, 天风证券研究所

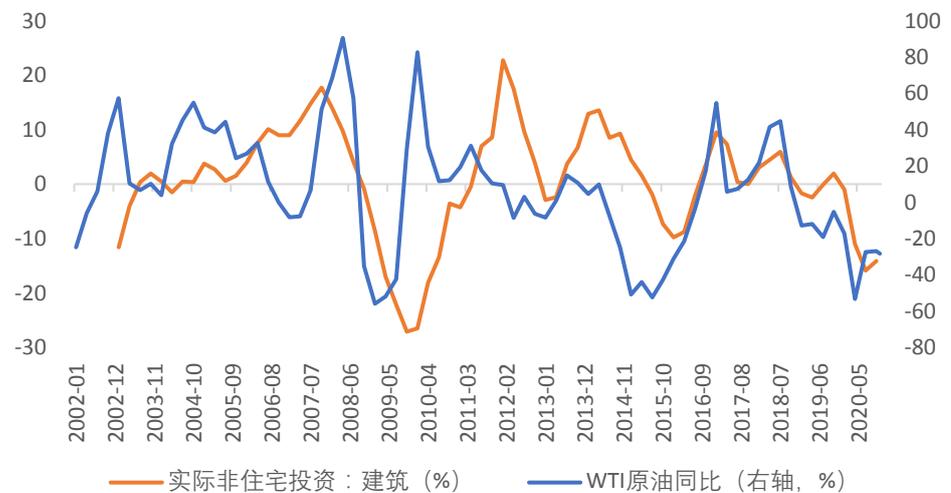
图 8：新订单同比领先非住宅投资开始反弹



资料来源：FRED，天风证券研究所

周期性较强的建筑投资（主要与能源板块相关）占比则从危机前的 30% 回落到 17.5%。建筑投资可能因油价低迷增速仍难以转正。

图 9：能源价格领先建筑投资



资料来源：Fred, Bloomberg，天风证券研究所

但企业部门杠杆过高又会抑制未来的资本开支，我们对过去 65 年美国企业的债务和投资数据的实证研究，发现企业的宏观杠杆率（债务/GDP）一方面是企业过去资本开支的结果，另一方面也会抑制企业未来资本开支的空间。

表 1: 杠杆率对资本开支的领先有 1-2 个季度, 相关性-0.2 左右

	债务占比与资本开支
领先资本开支6个季度	-0.1276
领先资本开支5个季度	-0.1409
领先资本开支4个季度	-0.1625
领先资本开支3个季度	-0.1912
领先资本开支2个季度	-0.2016
领先资本开支1个季度	-0.2070
同期	-0.1935
滞后资本开支1个季度	-0.1581
滞后资本开支2个季度	-0.1146
滞后资本开支3个季度	-0.0806
滞后资本开支4个季度	-0.0559
滞后资本开支5个季度	-0.0356
滞后资本开支6个季度	-0.0211

资料来源: Fred, 天风证券研究所

就更长期而言, 不同市场主体在疫情期间受到的冲击差异巨大, 疫情对经济结构、产业结构和行业结构的影响不容忽视。一部分企业在疫情期间被动加杠杆, 更高的债务水平对应了更少的自由现金流, 如果疫后现金流不能恢复正常, 这部分企业的资本开支会受到债务水平的抑制。一部分行业在疫情后可能面临永久性的需求收缩, 而在行业内部, 大企业趁着疫情对需求的冲击, 借助宽松的金融市场融资扩张市场份额, 中小企业的处境更加艰难, 不仅面临效率的损失, 还要面对大企业的逆势扩张。因此, 疫情后企业部门的资本开支会出现新的结构变化, 反映在经济、产业和行业等方面。

问题三、美国房地产投资的补库热度能持续到什么时候?

这一轮房地产短周期的上行实际上始于 2018 年 Q4 美联储最后一次加息之后, 每一轮货币政策宽松带来的美债长端利率下行基本都带来了美国房地产市场的短期繁荣, 这一次也不例外。如果没有新冠疫情, 2020 年将是房地产销售和 investment 景气度继续上升的一年, 疫情仅仅是打断了房地产短周期的复苏步伐, 却没有中断复苏的趋势。疫情期间的低利率货币政策和低密度居住需求甚至加速了房地产短周期的上行。

从货币政策来看, 购房成本下行趋势已近尾声, 但预计 2022 年前将维持 QE 规模, 到 2023 年底前将维持 0~0.25% 政策利率, 预计房地产短周期大致在 2022 年前后回落。

图 12: 货币政策周期决定房地产短周期



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_18057

