

近期数据分化背后，美国经济没那么好

——海外宏观系列

宏观专题报告

2020年02月12日

报告摘要：

近期美国数据分化加剧，反映的是美国经济没那么好。美国通胀疲软的态势仍没有改变，新冠疫情对美国经济也有影响，美联储的数据依赖性决定了其行为永远慢半拍，下半年美国经济仍有衰退风险。

● 不要根据美联储的行为来预测经济走势，美联储的行为永远慢半拍

美联储通常在周期后半段经济过热时加息，然后在经济数据转弱一段时间后降息。我们从货币政策空窗期、企业债务增速、失业金人数、消费者调查数据和利差领先模型研究得出：三季度可能为美国经济衰退窗口期。为了稳定社会预期，美联储左右为难——既不能承认加息时经济过热，也不能实施“衰退式”降息，从而引起恐慌。这意味着仅当各项重要指标均发出衰退警报，美联储才会进入“慌乱”模式。因而，美联储无法阻止衰退。

● 美国通胀疲软的态势仍没有改变，新冠疫情对美国经济也有影响

通胀疲软恐将延续，美联储降息周期尚未结束。菲利普斯曲线“失灵”，美联储不担心超发货币引起高通胀，甚至希望高流动性可以助推通胀率加速上升。另外，高油价拉升通胀的现实可能性非常小。

美国市场认为新冠疫情可能拉低一季度GDP增速约0.1个百分点，我们认为实际影响可能更高。参考布鲁金斯研究院对SARS的研究，新冠疫情难以扩散至美国，而且美国经济增长动能超八成来自于国内。根据旅游消费损失做简单测算，新冠疫情对美国经济的拖累接近SARS。但是，考虑到中国全面隔离、产业链断裂和贸易等影响，这只“黑天鹅”可能超预期。

● 今年上半年美国经济无忧，三季度仍有衰退压力

美国今年衰退压力可能集中在三季度。至于大选年特朗普保经济的说法，过去11次衰退发生时间中6次是总统第一年，4次是总统第四年，剩下1次在总统第二年，显示总统选举并不能避免衰退。基准情形下，我们仍预计美联储降息1-2次。如果经济衰退信号增多，美联储将毫不犹豫进入“衰退式”降息。

● 风险提示：

全球经济前景恶化、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

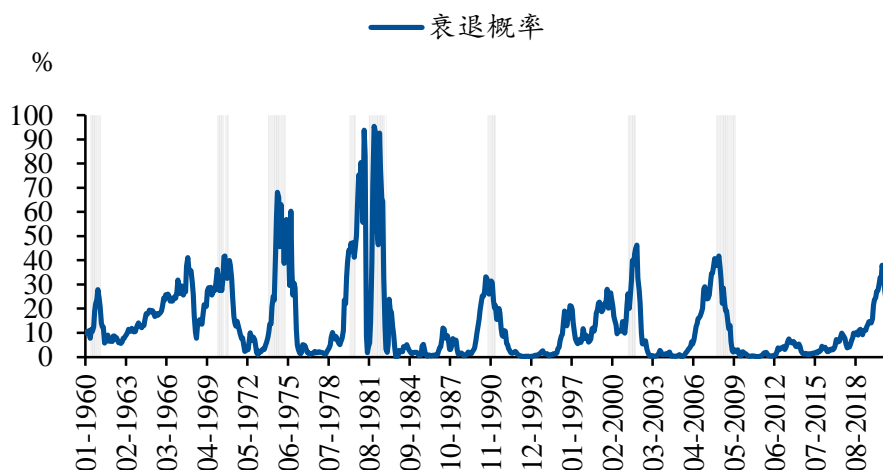
一、回看 2019 年和展望 2020 年.....	3
二、为什么美联储阻止不了美国经济衰退?	4
2.1 2019 年三次降息并没有完全缓解美国企业债务负担	4
2.2 美联储的数据依赖性决定了其行为永远慢半拍.....	5
2.3 消费者调查数据是劳动力市场的领先指标	6
三、美联储的痛处：美国通胀疲软的态势仍没有改变.....	8
3.1 “失灵”的菲利普斯曲线，美联储仍有宽松的理由.....	8
3.2 高油价提升通胀的现实可能性很低	9
3.3 新冠疫情对美国经济也有影响	10
四、今年上半年美国经济无忧，下半年仍有衰退风险.....	11
风险提示	11

一、回看 2019 年和展望 2020 年

2019 年美国明显放缓，美联储政策立场实现了大转向。2019 年已经过去，美国经济分析局 (BEA) 最新估算显示美国 GDP 全年增速为 2.3%，较 2018 年放缓 0.6 个百分点。2019 年发生了许多对美国经济和金融市场影响巨大的事件，有喜有忧：喜的是中美贸易第一阶段协议签订，美-墨-加协议 (USMCA) 获得国会投票通过，美联储连续 3 次下调基准利率，扩表在去年 10 月重启并且至少延续至 2020 年二季度；忧的是经济周期尾部特征越发明显，减税政策效果逐渐消逝，宽松货币政策加速企业杠杆率上升，通胀 (PCE) 回升但仍旧疲软。四季度专业预测者调查 (Survey of Professional Forecast) 显示，2020 年美国 GDP 增速中位数为 1.8%，Q1 至 Q4 分别为 1.9%、1.7%、1.7% 和 1.9%。12 月世界大型企业联合会领先指标 (LEI) 显示的一季度增速约为 2%，与 SPF 的 Q1 增速相差不大。总体上，美国经济增速在 2020 年上半年仍会继续放缓。

美国经济衰退可能性不能排除，2020 年下半年发生的可能性仍在，尤其是三季度。美国经济具有显著的周期性特征，即便是温和的衰退，最终也会来临。最近几个月受益于宽松的货币政策和金融条件，资本市场仍维持上涨行情，经济基本面似乎有弱企稳迹象。市场普遍认为衰退不会发生在 2020 年上半年。但是，相较于 2018 年，2019 年四季度 CFO 全球展望调查显示，12 月内衰退概率提升 3.4 个百分点至 52%；若 12 个月内不发生衰退，则 24 个月衰退概率降至 50%，反映美国 CFO 对今年比较悲观，对 2021 年反而比较乐观。另外，纽约联储的利差领先模型显示 2020 年三季度衰退概率最高，接近前三次衰退发生时的概率 (图 1)。为什么下半年衰退概率会上升？为什么美联储不能阻止经济衰退呢？我们将从美联储历次的货币政策行为和经济周期尾部特征来回答上述问题。

图 1：利差领先模型预示三季度衰退概率最高



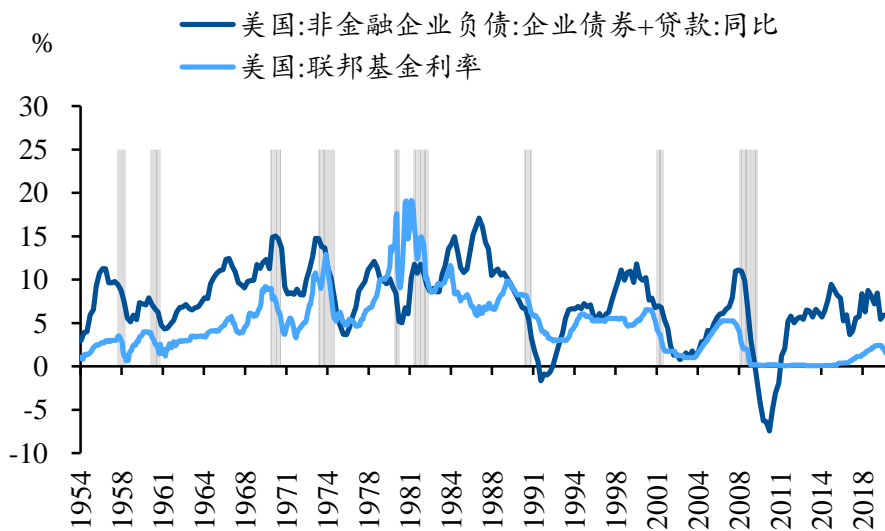
资料来源：Fed at New York，民生证券研究院

二、为什么美联储阻止不了美国经济衰退？

2.1 2019 年三次降息并没有完全缓解美国企业债务负担

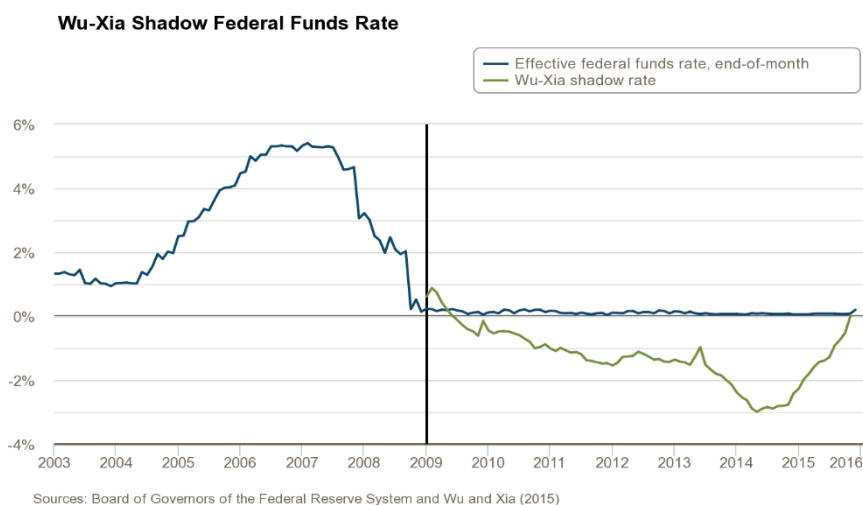
美联储紧缩货币政策（加息）经常是触发衰退发生的因素之一。历次加息时点基本上是相似的。从历史经验来看，美联储通常会在经济周期的第三阶段，即过热时期或经济增速仍在上行时，选择加息和利率正常化。为了稳定预期，美联储从来不会承认经济过热。紧缩的货币政策会加重企业债务压力，导致加息结束后企业债务增速开始下滑，最终进入“衰退式”去杠杆阶段（图 2）。从加息结束至衰退开始的时长来看，1989 年、2000 年和 2006 年有一至两年时间；其余的加息结束后在一年内就进入衰退时期。目前来看，美联储降息周期仍会延续，所以利率政策不会是上世纪 60 年代中期和 1998 年的节奏。但这一轮的加息力度却有所不同，此轮加息需要算上缩表吸收的流动性。根据 Wu 和 Xia 的联邦影子基准利率测算，这一轮加息的总幅度应该在 500BP 至 600BP，为上世纪 80 年代以来的最高值（图 3）。高强度的加息导致企业债务难以喘息。而降息和扩表在 2019 年三季度才开始。因此，考虑加息和降息之间的空窗期和一年多的滞后时间来推算，企业债务增速底部在 2020 年年底左右。

图 2：美联储加息过猛，加上空窗期，导致债务增速可能继续下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：美联储一共加息约 500BP 至 600BP

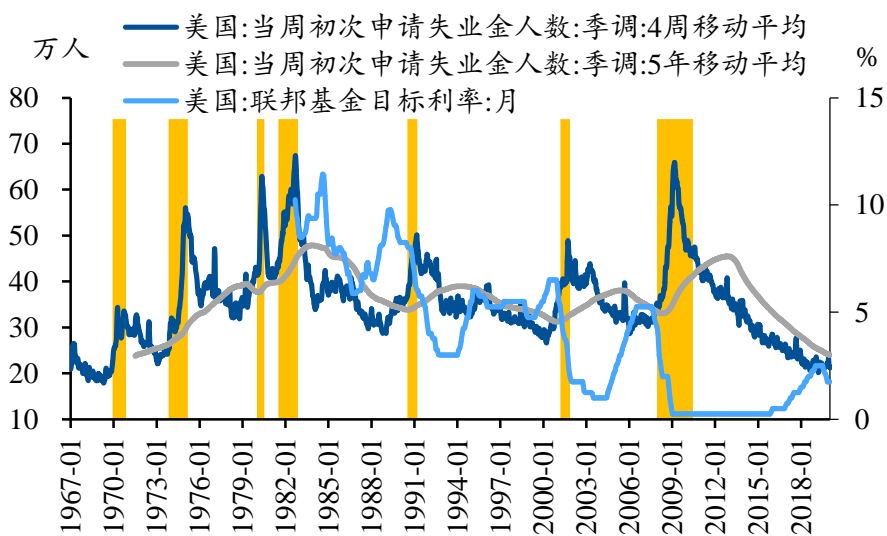


资料来源：Wu 和 Xia，民生证券研究院

2.2 美联储的数据依赖性决定了其行为永远慢半拍

美联储具有数据依赖性特征，劳动力市场表现决定美联储行动速度。劳动力市场指标一般滞后于其他经济指标。因而，市场担忧制造业疲软可能将传导至劳动力市场，引发大量裁员。相反的，虽然 2019 年制造业 PMI 和投资均呈现一定的“衰退”迹象，但是失业率仍处于 50 年来的最低位，有助于消费支出对经济的支撑作用。如果将 4 周平均人数（一个月，短期）、240 周平均人数（5 年，长期）和联邦基准利率放在一起，美联储的降息节奏与就业市场放缓相似：当失业金人数难以下降或可能出现上升时，美联储才会开始降息。除了 1982 年恶性通胀以外，每当 4 周人数突破 5 年均值时，衰退风险就会出现，美联储将连续降息并维持低息至 4 周人数回落到长期趋势下方（图 4）。“保险式”降息在 90 年代共出现两次，均发生在失业金人数向上突破的时候。这次美联储降息的不同点在于：2019 年单周初次失业金人数基本在 21 万至 23 万之间波动，尚未突破 5 年均值。但是，趋势均值向短期均值收敛，短期人数难以继续下探。目前，2020 年 2 月的均值为 21.2 万人，距离长期均值 24 万仅不到 3 万，警示信号已现。

图 4：失业金人数难再下降，短期均值向长期收敛

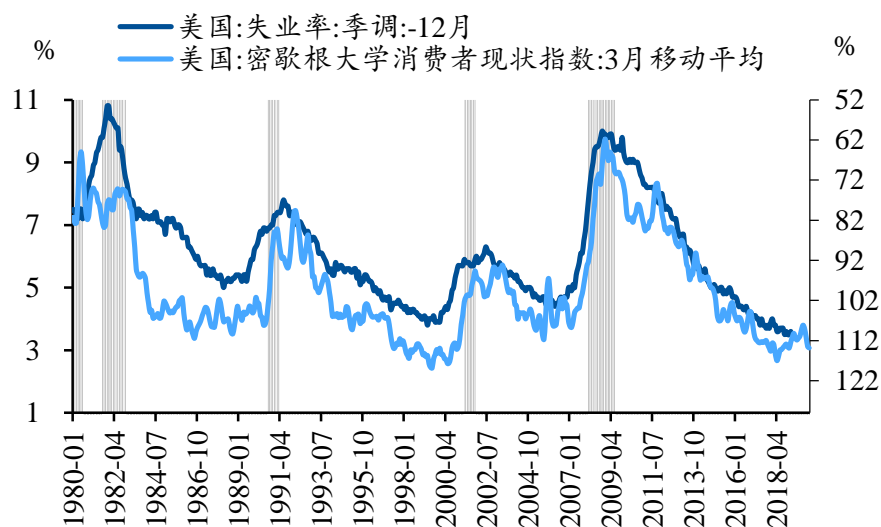


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 消费者调查数据是劳动力市场的领先指标

消费者谨慎心态预示劳动力市场并没有想象中乐观。因为失业率的重要性，很多研究试图寻找其领先指标和建立传导逻辑。我们在这里提出一个从消费者行为到失业率的潜在途径。失业率只是一个“冰冷”的数据，而消费者的感觉更为真切：居民可以从邻居领取失业金状况、办公室准备裁员的小道消息和新闻的经济衰退和中美贸易摩擦报导等获取信息，并改变消费行为。一旦消费者变得越发谨慎，可能将逐渐减少消费支出，从而与实体生产形成恶性循环。根据历史数据，我们发现消费者现状指数和耐用品购买计划指数（两者高度相关）领先失业率约一年左右（图 5，图 6）。本轮消费者现状指数和耐用品计划指数在 2018 年 4 月达到峰值，一路下滑到 2019 年四季度。因而，今年美国失业率上升压力仍较大，三季度尤甚。值得注意的是，消费者现状指数与 12 个月预期指数的差值仍处历史高位，两者收敛的可能性较大（图 7）。如果预期指数上升向现状指数靠拢，消费者行为改善将有益于经济扩张周期；反之，经济衰退概率将上升。

图 5：消费者现状指数转差，约领先失业率 12 个月左右



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：消费者对购买耐用品变得谨慎，劳动力市场并没有特别乐观



资料来源：密歇根大学数据中心，民生证券研究院

图 7：现状指数与预期指数仍处于收敛趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、美联储的痛处：美国通胀疲软的态势仍没有改变

3.1 “失灵”的菲利普斯曲线，美联储仍有宽松的理由

菲利普斯曲线斜率变平，四大理由指向通胀将延续疲软之势。菲利普斯曲线的逻辑是：劳动力市场过紧，促进工资增速上升，进而引导通胀率上升。从上世纪 90 年代开始，薪资型和通胀型菲利普斯曲线的斜率逐渐向零值靠近。尤其是金融危机后，薪资型斜率尚在-0.05 徘徊，尽管不如从前，失业率下降提升工资增速似乎仍旧有效；通胀型斜率则围绕零值小幅波动，两者之间传导性异常薄弱（图 8）。美联储和学术界对此有多种解释，大概可以归为四类：（1）美联储通胀率锚定的政策效果；（2）长期低通胀带来的通胀惯性；（3）老年化（储蓄率上升）和科技创新带来的价格下行压力；（4）全球化的价格竞争以及输入型通缩风险（亚马逊效应：美国消费者可以从全球买入价格低廉的商品，欧洲和日本的通缩风险导致欧洲商品价格失去弹性，并且通过贸易传导至美国）。值得注意的

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_7284

