

衰退疑云下的经济韧劲

——美国经济观察与展望

宏观首席分析师：孙付
执业证书号：S1230514100002
电话：021-80106044
邮箱：sunfu@stocke.com.cn

报告导读

从存量和流量综合视角对美国宏观经济进行分析，并对2020年进行展望。

投资要点

□ 2020年，美国经济是否会滑向衰退？概率不大。

美国经济的总体杠杆率较为平稳，资产价格风险不大，且银行资产质量较好，仍将会保持温和的信用扩张。2019年降息的累积效应将带来居民家庭支出扩张，改善房地产市场和支撑消费增长，特别地，房地产市场可能会迎来危机后的第二轮复苏。预计2020年美国实际GDP增速2%附近，名义增速约4%，表现稳健；通胀水平有所上升。

□ 经济杠杆率与增长腾挪空间

大危机后，美国总体杠杆率水平“稳中略降”，其中，居民家庭杠杆率持续下降，实体企业杠杆率有所上升，政府杠杆率在快速上升后处于高位。短期财政刺激空间有限，政府和实体企业债务风险不大，在货币条件调整（降息）下，居民家庭支出将继续扩张。

□ 泡沫风险、资产质量与增长前景

房地产市场：美国的房价相对收入的压力不大，房价收入比基本在1:1，且2019年以来压力还略有下降。在美联储降息引导下，房贷利率已经有所下降（截至2019年10月下旬，较高点回落120BP）。在就业相对稳定，收入温和增长背景下，预计房地产市场将会迎来第二轮复苏改善。

银行信贷市场：信贷收缩之前往往有一个信贷显著扩张的“繁荣阶段”，2017年以来，美国信贷扩张较为温和，呈现低速平稳状态，未来一段时间走向收缩的迹象不明显。同时，美国银行的坏账率较低，在0.5%左右，在资产质量较好情况下，银行会尽量满足客户信贷需求，进行信用扩张。

股票市场：美国三大股指处于历史高位，但估值水平较前期有所下降，整体呈现“贵而又打了一定折扣”。美国经济增速相对稳健，政策已作预防性调整并保持较强灵活性，预计美股较难大幅下行。

□ 就业饱和与通胀压力

伴随劳动力市场进入充分就业状态，非农就业扩张中枢将会下移，不能仅凭非农扩张规模来看就业市场是否出现恶化，而应综合多个就业指标来判断。未来一段时间失业率可能会维持在低水平上，从历史数据看，50、60年代美国经济持续扩张的时期里，失业率的低位状态可以维持两到三年时间。

在货币条件调整、经济相对平稳，薪资涨幅保持稳定，房地产市场逐渐改善局面下，预计美国通胀水平会有所回升。

□ 货币政策展望与美债走势预判

伴随前期政策的效果逐渐显现，美联储的态度将趋于谨慎。未来一段时间货币政策将进入观察期，继续降息的可能性和频次将降低。美债收益率可能有所反弹回升，预计10年美债收益率在2%附近。

风险提示：经济形势、贸易关系、政策超预期变化。

相关报告

报告撰写人：孙付
数据支持人：孙付

正文目录

美国经济的衰退疑云.....	3
经济杠杆率与增长腾挪空间.....	4
泡沫风险、资产质量与增长前景.....	5
就业饱和与通胀压力.....	8
货币政策展望与美债走势预判	10

图表目录

图 1: 美国国债期限利差与经济衰退期	4
图 2: 美国各部门资产负债率变化 (%)	5
图 3: 美国各部门债务增长率 (%)	5
图 4: 美国房价-收入关系比较 (%)	6
图 5: 美国房贷利率水平 (%)	6
图 6: 美国商业银行信贷增速与周期变化 (%)	7
图 7: 银行坏账率 (一) (%)	7
图 8: 银行坏账率 (二) (%)	7
图 9: 美国三大股指市盈率水平 (倍数)	8
图 10: 美国就业分布结构	9
图 11: 美国失业率 (%)	9
图 12: 美国经济增长、非农规模与失业率 (万人、%)	9
图 13: 美国私人非农名义平均时薪变化 (美元 %)	9
图 14: 美国核心 PCE 同比(%).....	10
图 15: 美国 CPI 和 PPI 同比 (%)	10
图 16: 美国短期和长期收益率 (%)	11

未找到图形项目表。

衰退疑云下的经济韧劲

——美国经济观察与展望

孙付

本轮全球经济增长放缓开始于2018年三季度，由周期性因素和冲击性因素共同作用而使然。

周期性因素表现在：美国财政刺激退潮，美联储持续加息的累积效应对利率敏感性领域（房地产市场）形成抑制；前期刺激政策退出和“去杠杆”背景下，中国经济增速下行。

冲击因素表现在：美国贸易保护主义抬头，向主要贸易伙伴挥舞关税大棒，特别地，中美爆发“贸易战”，其激烈程度在世界经济史上也较为罕见。贸易冲突下的关税上调，导致中美双边贸易出现较为明显下降，并产生外溢效应，带来连锁冲击，使得全球贸易遭遇打击，德国、日本这些外贸依存度较高的经济体出口下滑幅度较大。贸易战对全球既有分工格局和产业链带来震荡，打击了企业投资意愿，中国、美国、德国和日本的制造业PMI持续明显下行，均跌至荣枯线以下，工业产能利用率下降，企业设备投资呈现负增长。

所以，本轮经济放缓具有较强同步性，表现为：大型经济体（美国、中国）的增长在周期性因素和贸易冲突下下行，直接冲击外向型制造业代表性经济体（德国、日本），然后负面影响向其他经济体外溢扩散。由于贸易冲突集中在商品贸易领域，工业（制造业）首当其冲，受各国工业（制造业）在GDP中占比差别所致，各自宏观层面承受的压力也有所不同。

展望2020年，美国经济是否会滑向衰退？概率不大。美国经济的总体杠杆率较为平稳，资产价格风险不大，且银行资产质量较好，仍将会保持温和的信用扩张。2019年降息的累积效应将带来居民家庭支出扩张，改善房地产市场和支撑消费增长，特别地，房地产市场可能会迎来危机后的第二轮复苏。预计2020年美国实际GDP增速2%附近，名义增速约4%，表现稳健；通胀水平有所上升。

美国经济的衰退疑云

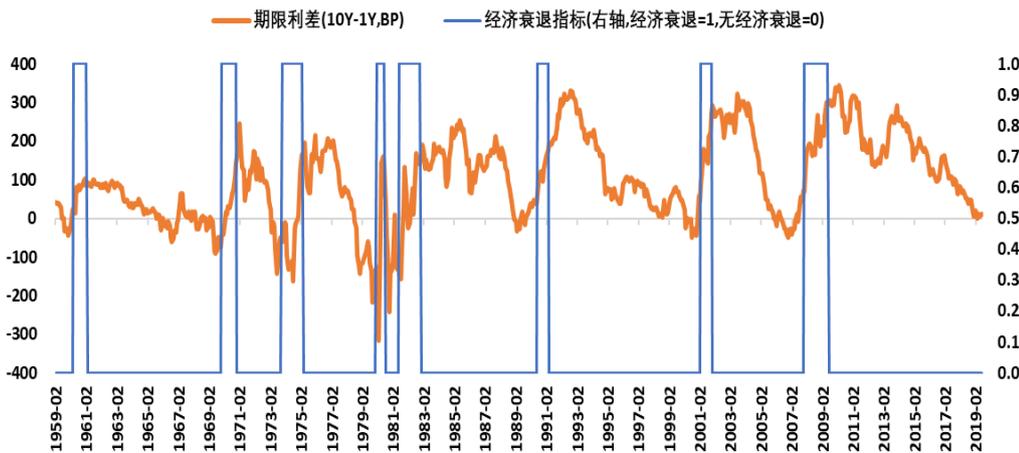
2019年的美国经济可谓在衰退疑云下显示出一定的韧劲，受就业状况持续改善影响，消费较为稳健，前期持续加息的累积效应对房地产市场和企业投资形成抑制，美国挑起的贸易战遭遇对手还击，对企业投资意愿也形成冲击，并削弱了美国出口。由于美国消费占GDP比重达70%，消费稳健为经济下行提供了缓冲。

市场商业型的分析有时会对经济变化做放大化的描述，混淆经济放缓、经济衰退和经济危机。典型的是，因为一个经济体维持复苏时间相对较长，在经济出现放缓之时，就推演经济将步入衰退，甚至经济将出现经济危机。显然，这三种状况存在着级别之差。经济放缓是经济增速回落但仍保持适度正增长状态，能够维持就业相对温和扩张；经济衰退，从指标上的界定是经济增速出现两个季度以上的负增长；经济危机，从经济史的角度看，往往是经济经历繁荣后的“乐极生悲”状态，伴随信用体系崩溃，恐慌情绪弥漫，一类或几类资产价格暴跌，银行系统遭遇重击而出现倒闭潮，引发或加剧经济衰退，危机更多牵涉人心的震荡。

前期美国长短端利率倒挂（国债收益率10Y-1Y和10Y-3M）引发了市场对美国经济即将步入衰退的预测。但是，从历史统计数据看，首先利率倒挂到衰退发生之间的时间跨度较为不稳定，在6个月至36个月之间；其次在上个世纪60年代中期和90年代中期，利率虽然出现倒挂，但衰退并未发生。

当前，美国经济主要表现为放缓，未来一段时间（至少2020年）滑向衰退的概率不大。

图 1：美国国债期限利差与经济衰退期



资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

经济杠杆率与增长腾挪空间

从美国总体及分部门杠杆率分析经济增长及腾挪空间。大危机后，美国总体杠杆率水平“稳中略降”，其中，居民家庭杠杆率持续下降，实体企业杠杆率有所上升，政府杠杆率在快速上升后处于高位。

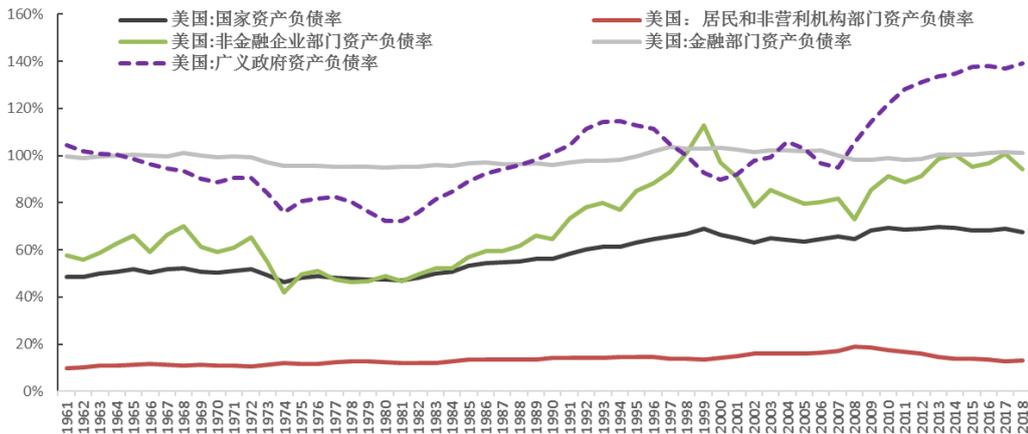
美国政府债务及杠杆率的上升主要来自联邦政府，而州及地方政府债务的规模相对稳定。从 2007 年至 2019 年，美国联邦政府债务规模从 9 万亿美元扩张至 23 万亿美元，债务占 GDP 比重从 60% 上升至 105%，相应期间美国州及地方政府债务规模保持在 3 万亿美元，波动不大。较为庞大的政府债务规模势必导致美联储资产负债规模也将保持相当体量，并阻碍政策利率上调，因为利率上升过快将带来财政压力和风险。目前美国联邦财政赤字率约 4.5%，短期财政刺激空间相对有限，但政府债务杠杆风险相对可控。

美国实体企业杠杆率在危机后有所上升。此前市场一直比较担心美国企业垃圾债的风险，但在 2018 年美联储快速加息中，垃圾债风险并未显著暴露，某种程度上意味着承受住了“压力测试”。目前企业债务保持温和扩张速度，风险累积程度不高。

美国居民家庭杠杆率在危机后持续下降，原因有：危机对过往居民杠杆率过度过快上行的强力扭转，即破坏性矫正；危机后经济长期持续恢复和复苏，劳动力市场不断改善，居民薪资收入有所上涨，即良性修复；资产价格（股票、债券等）的持续上涨带来财产性收入增加，即财富效应；2015-2018 年累积加息效应，抑制了居民加杠杆的动力，即政策抑制，这从利率变化与房地产市场景气状况可以看出。目前，美国居民家庭杠杆率不高，鉴于 2019 年美联储降息三次，长端利率下行明显，未来居民家庭杠杆率将呈现平稳，甚至略有上升，房地产市场和耐用品消费等将会有所扩张。

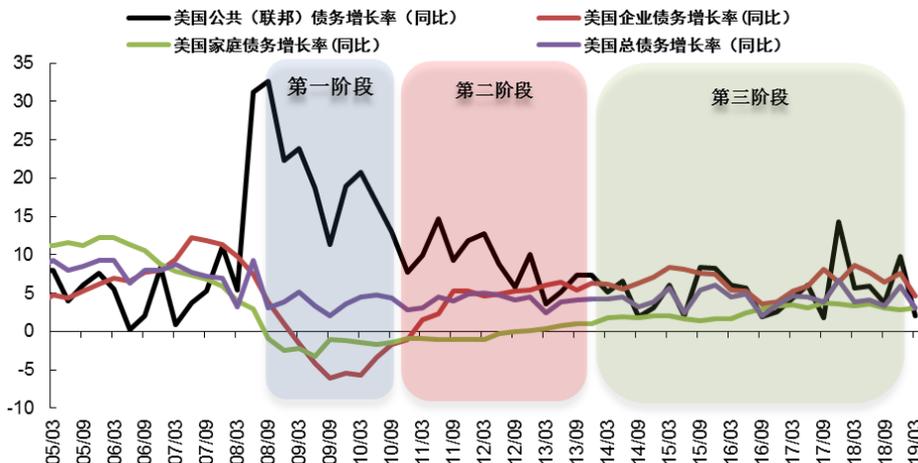
综上分析，美国经济总体杠杆率较为平稳，短期财政刺激空间有限，政府和实体企业债务风险不大，在货币条件调整（降息）下，居民家庭支出扩张将改善房地产市场和支撑消费增长。预计 2020 年美国实际 GDP 增速 2% 附近，名义增速约 4%，表现稳健。

图 2：美国各部门资产负债率变化（%）



资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

图 3：美国各部门债务增长率（%）



资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

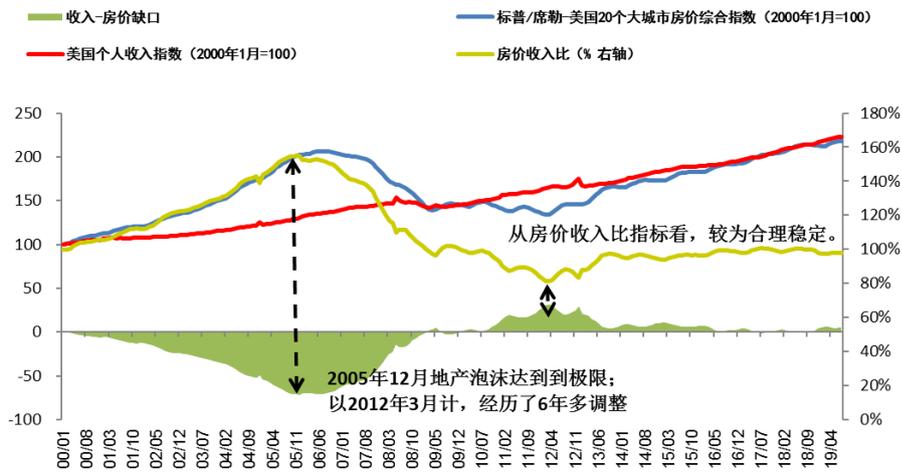
泡沫风险、资产质量与增长前景

美国经济持续复苏了 10 年，美股也多年保持上涨态势，美国房地产市场也有所恢复。回顾历史，资产价格泡沫风险往往是诱发危机和衰退的源头，在美国长期复苏局面下，其内部是否累积了资产泡沫风险，这些风险是否会对美国经济增长构成威胁？

美国的房地产市场：以 2000 年为基年，通过房价收入比来判断美国房地产市场周期。2005 年 12 月房价收入比达到最高点（155%），房地产市场崩盘，随后房价持续下跌，一直跌到 2012 年的 3 月份；危机爆发后，救市和量宽政策使得就业市场出现改善，居民收入有所上升，房价收入比持续下降，2012 年一季度处于低位水平；宽松的流动性环境及低利率为房地产市场复苏提供条件。2012 年二季度开始，美国房地产市场开始复苏，一直持续至 2017 年底。2018-2019 年二季度，受加息累积效应显现影响，房贷利率显著上行（上升约 170BP），房地产市场走弱。

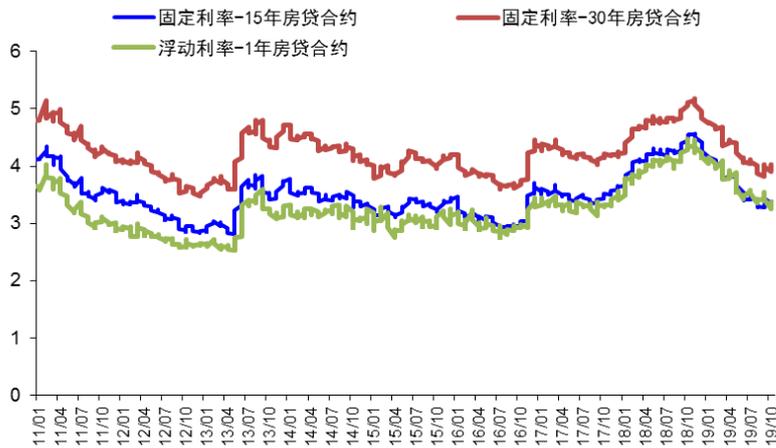
目前，美国的房价相对收入的压力不大，房价收入比基本在 1:1，且 2019 年以来压力还略有下降。在美联储降息引导下，房贷利率已经有所下降（截至 2019 年 10 月下旬，较高点回落 120BP）。在就业相对稳定，收入温和增长背景下，预计房地产市场将会迎来第二轮复苏改善。

图 4：美国房价-收入关系比较 (%)



资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

图 5：美国房贷利率水平 (%)

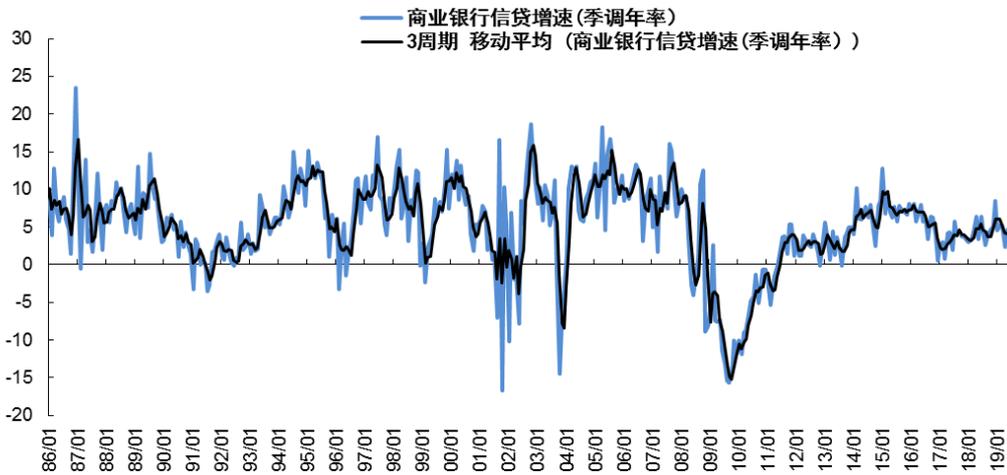


资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

美国银行信贷市场：观察美国商业银行信贷周期变化特征，可以发现信贷的收缩期一般与美国经济显著放缓和衰退期相对应，信贷收缩之前往往有一个信贷显著扩张的“繁荣阶段”。2017 年以来，美国信贷扩张较为温和，呈现低速平稳状态，未来一段时间走向收缩的迹象不明显。

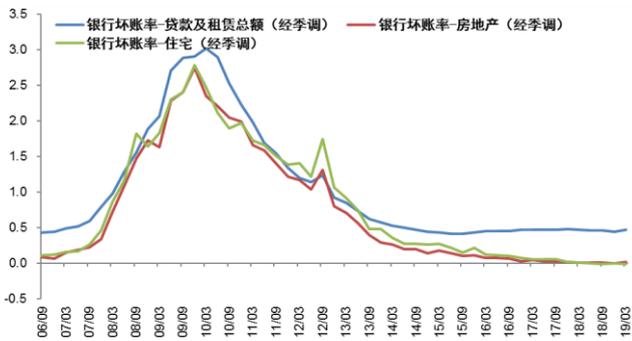
银行资产质量是评估分析银行信贷投放意愿和信贷周期的重要指标。目前，美国银行的坏账率较低，在 0.5%左右，特别是与住房相关的坏账率微乎其微。考虑到整体流动性较为充裕，在资产质量较好情况下，银行会尽量满足客户信贷需求，进行信用扩张。

图 6：美国商业银行信贷增速与周期变化 (%)



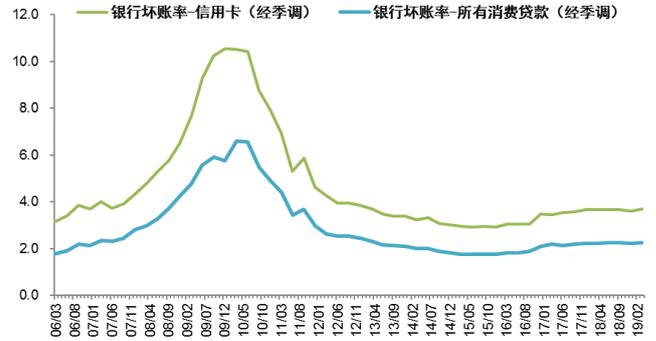
资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

图 7：银行坏账率（一）(%)



资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

图 8：银行坏账率（二）(%)

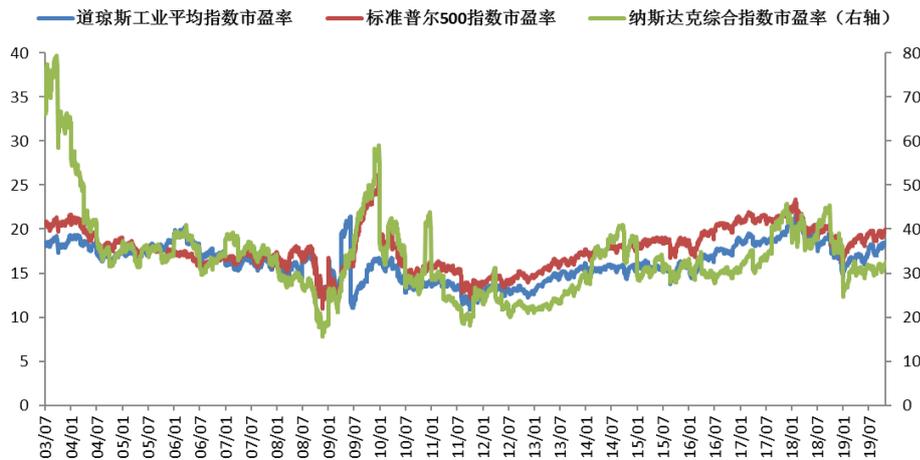


资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

美国股票市场：一方面，危机后美国股市多年保持上涨，牛气冲天；另一方面，美国居民家庭在权益资产的配置占比较高，市场比较关注股市财富效应对消费等实体增长层面的影响。目前，美国三大股指处于历史高位，但估值水平较前期有所下降，整体呈现“贵而又打了一定折扣”。美国经济增速相对稳健，政策已作预防性调整并保持较强灵活性，预计美股较难大幅下行。

综观对美国主要资产市场的风险评估，房地产市场有望迎来第二轮复苏，信贷资产质量总体较好，银行信用投放将温和扩张，股票市场大幅下行概率不大。整体金融风险不明显。

图 9：美国三大股指市盈率水平（倍数）



资料来源：BLOOMBERG、浙商证券研究所

就业饱和与通胀压力

从美国的就业结构看，私营服务业就业占主导，占比达到 65%，制造业就业占比仅为 8.5%。2019 年以来受制造业景气度回落影响，制造业就业增长乏力，但对整体就业拖累不明显。2010-2019 年，美国 GDP 增速在 1.6%-3% 之间波动，均值 2.3%，期间（2011-2018 年）非农就业月均扩张规模在 20-25 万人，伴随劳动力市场进入充分就业状态，非农就业扩张中枢将会下移，2019 年为 16.5 万人/月，预计后面还将会有所下移。所以，不能仅凭非农扩张规模来看就业市场是否出现恶化，而应综合多个就业指标来判断。

观察 1948 年至今美国失业率的周期变化特征，目前美国失业率为 3.5%，处于充分就业状态，也是美国就业长周期中一个相对比较低位水平。市场关心美国经济增速放缓会不会导致失业率掉头上升？基于上面我们对美国经济杠杆水平、金融风险和经济增长动能的分析看，未来一段时间失业率可能会维持在低水平上。从历史数据看，50、60 年代美国经济持续扩张的时期里，失业率的低位状态可以维持两到三年时间。

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_9200



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn