

# 这次美国经济能否躲过衰退？

证券研究报告  
2019年05月30日

对比“令人惊艳”的90年代和现在

作者

我们不认为当前美国经济与90年代“金发姑娘”的状态可比。经济上，创新乏力，投资不足，贫富分化，消费疲软；通胀上，财政赤字高企，特朗普反全球化倾向严重，大宗商品价格具有韧性。因而此次美债倒挂恐怕并不是“假摔”信号，美国经济仍有较大可能在未来两年内衰退。我们预计**短期内美联储降息和加息的可能性均不大，降息最快发生在今年三季度末，建议超配避险资产**

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

**向静姝** 联系人  
xiangjingshu@tfzq.com

风险提示：海外经济超预期回升；贸易战给美国带来超预期利好

相关报告



今年1季度末美债曲线(10年期与3个月)倒挂一度引起市场对美国经济衰退的担忧。尽管历史规律表明,收益率曲线逆转是可靠的衰退信号,但市场仍不乏争论。其中一个有力的反驳是美债曲线“1994-1995年濒临倒挂”和“1998年实质倒挂”后经济并未衰退。而这两次预测谬误均发生在上世纪90年代,这一时期被前美联储主席耶伦描述为“令人惊艳的十年(The Fabulous Decade)”。

上世纪90年代,美国的互联网产业繁荣推动了经济增长和股市上涨,财富效应和工资增速上升促进了居民消费。经济和技术的繁荣提高了劳动生产率和美元价格指数,并形成了过去50年来罕见的财政盈余。经济全球化的趋势降低了消费品成本,通胀持续保持在较低水平。这种高增长、低通胀的经济状态被戏称为“金发女郎经济(Goldilocks Economy)”,股票和房地产市场的风险偏好提升,提高利率的必要性下降,美联储尽管有所警惕,但还是忽视了资产价格和债务的快速增长。最终“令人惊艳的十年”以互联网泡沫破灭和2001年衰退收场。

我们不认为当前美国经济与90年代“金发女郎”的状态可比。经济上,创新乏力,投资不足,贫富分化,消费疲软;通胀上,财政赤字高企,特朗普反全球化倾向严重,大宗商品价格韧性大于波动性。因而,此次美债倒挂恐怕并不是“假摔”的信号,美国经济仍有较大可能在未来两年内衰退。我们预计短期内美联储降息和加息的可能性均不大,降息最快发生在今年三季度末,建议超配避险资产。

## 1. 90年代的两次“濒临”衰退

### 1.1. 1994年-1995年：格林斯潘疯狂加息下的债券熊市

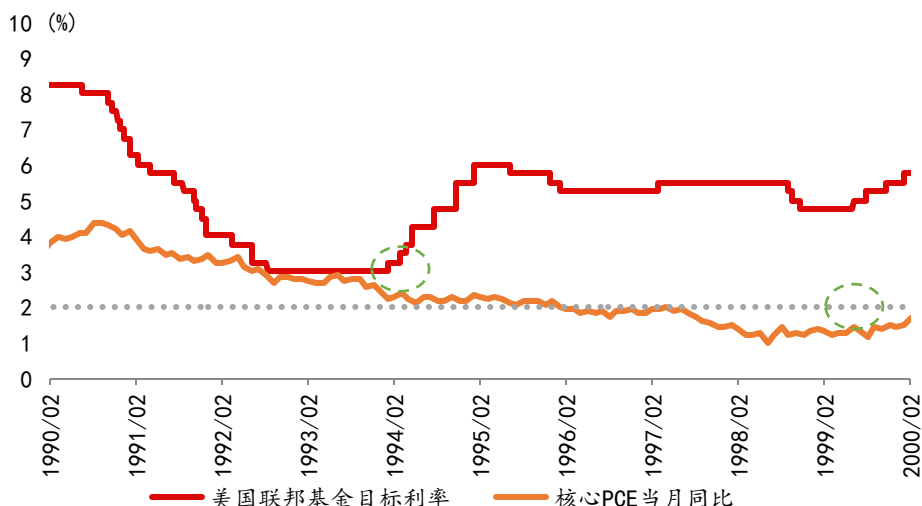
从1990年至1994年早期,美联储一直采取非常宽松的货币政策,试图刺激遭受存贷危机(S&L crisis)以后的美国经济再通胀。大量的资本流入新兴市场,但大宗商品价格仍然维持稳定。从1989年起,前苏联军队和工业爆发的复杂形势,使苏联国内对大宗商品的需求崩溃。那时候起,苏联就开始出口镍、铝、铂金、钯金、铜和石油,以控制硬通货,这使大宗商品价格受到巨大的压力。

广义CPI和核心CPI持续保持下滑的趋势,这使很多人相信,不存在利率上升的诱因。大量押注利率走低的交易横行市场——在著作《More money than God》中,Sebastian Mallaby精彩地描述了1990-1993年,市场的杠杆和放大收益的结构性交易是怎么建立的,一些例子包括:

- 银行和对冲基金的套利交易——借入短期资金购买长期债券
- 借取美元和德国马克,购买意大利和希腊的长期债务
- 借钱购买高收益企业债务
- 利用利率互换来提高收益率
- 杠杆化购买出租性住房

尽管通胀仍处于下降趋势,考虑到经济升温,美联储在1994年1月开始加息。美联储1994年2月的会议纪要显示,美联储官员担心,如果他们不启动紧缩的过程,经济将会经历1988/1989年那样的通胀大涨。至1995年2月,美联储累计加息275bp。

图 1: 尽管核心 PCE 趋势下行, 美联储仍作出加息抉择



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 2: 90 年代大宗商品价格走势



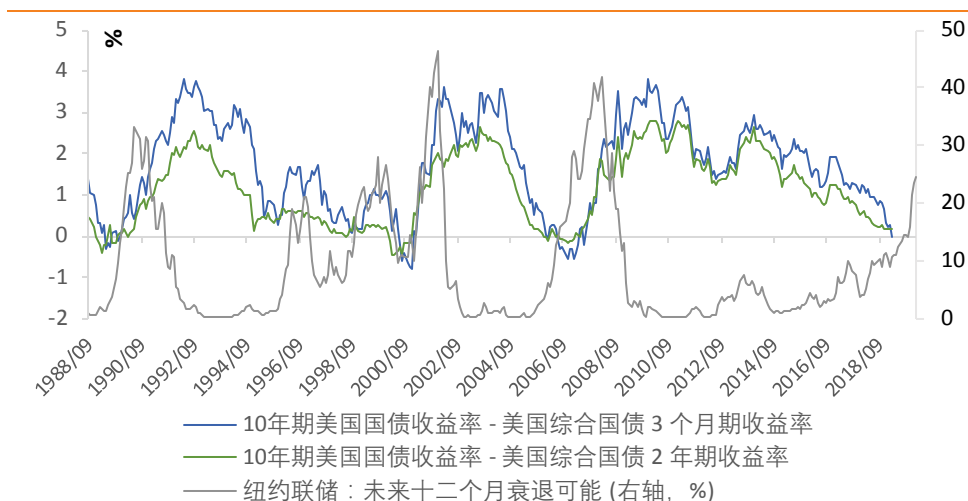
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

如美联储所料, 大宗商品价格在 94 年开始加速走高, 广义通胀压力抬升。然而, 对于新兴市场而言, 美联储加息使得**趋势扭转**——本币开始贬值, 美元的融资成本开始上升, 这些曾经受到激进美元借款支持而经历了疯狂投资狂潮的国家, 遭受了巨大的经常账户赤字, 进而使它们处于巨大的市场压力之下。1994 年 12 月 19 日, 墨西哥政府突然对外宣布, 本国货币比索贬值 15%。这一决定在市场上引起极大恐慌。外国投资者疯狂抛售比索, 抢购美元, 比索汇率急剧下跌。

同时, 加息打击了预期收益率不会上涨的衍生品交易, 压缩了套利交易的空间。这又导致了更为激烈的美国国债抛售现象, 因为高杠杆的套利交易消失了。**美债长端利率一路飙升, 一连串的受害者接踵而至**: 从因为持有大量的有毒利率互换头寸, 加州橙郡宣布破产, 到许多著名的对冲基金在 1994 年 2 月出现了规模巨大的亏损。

尽管美债曲线倒挂 10y-2y 发生在 1994 年 12 月, 但彼时美国经济仍处于经济周期顶峰, PMI 读数 56; 且美债倒挂并非长端利率的下降主导, 而是短端利率因为加息预期快速上行造成, 可见 1994 年末的这次濒临倒挂不是出于对美国或海外经济的担忧。

图 3：10y-2y(绿线) 与 10y-3m (蓝线) 1989-2019



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

美债 10y-2y 随后在美国经济下滑，美联储降息，短端下行快于长端的节奏下走阔。到 1995 年 12 月，PMI 读数低于 50，市场预期美联储会在短期内继续降息，此时 10y-3m 一度缩窄为 10+bp，而这次近似倒挂才应被视为经济衰退概率提升的信号。

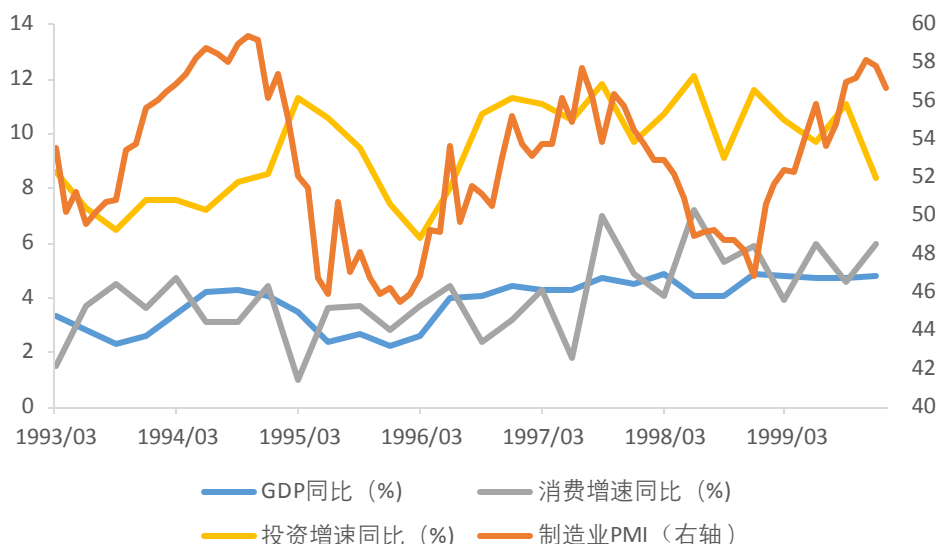
## 1.2. 1996 年-1998 年：亚洲金融危机导致的小感冒

美国经济在 1995 年底-1996 年初触底回升，上行约一年半后 PMI 在 1997 年中开始单边下行。海外来看，美元的强势周期迫使采取固定汇率制的东南亚国家货币被动升值，出口竞争力削弱。在汇率政策方面，泰国等国在扩大金融自由化、取消资本管制的同时，仍然维持固定汇率制，给国际投机资本提供了做空外汇和权益市场的条件。与此同时，人民币大幅贬值，中国在吸引外资和增加出口方面表现出强大竞争力。1996 年前后南亚国家出口显著下滑，经常账户加速恶化。1997 年亚洲货币先后成为国际投机资本的攻击对象，资本大量流出，固定汇率制被迫放弃，货币大幅贬值。随后亚洲股市受到重创，房地产泡沫破裂，银行呆坏账剧增，金融机构和企业大规模破产。1998 年 8 月俄罗斯中央银行宣布推迟偿还外债及暂停国债交易，俄罗斯债务危机爆发，随后金融危机逐步升级成经济危机和政治危机。

在 1998 年 9 月之前，美联储已经维持 5.5% 的联邦基金利率长达一年半。新兴市场金融市场的混乱和美国经济周期的下行 (PMI<50) 令美债长端快速下行，1998 年夏天美债 10y-2y 和 10y-3m 依次发生倒挂，联储出于对金融市场稳定的担忧，在 1998 年 9-11 月的连续三次降息：格林斯潘在 1998 年 9 月对 FOMC 称：经济一直表现不错，但现在出现明显的恶化迹象，包括一些经济加速疲软的迹象。

令人意外的是，1998 年第四季度和 1999 年第一季度的经济数据比许多人预期的要强：实际国内生产总值增长超过 4%，随着美国 PMI 数据在 1999 年初强劲回升和外部环境好转，尽管此时核心通胀仍在 1.5% 左右徘徊，面对低至 4% 的失业率，联储决定重启加息。

图 4： 尽管 PMI 下行，1998-1999 消费和投资具有韧性



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

90 年代这两轮周期性的下滑持续时间均超过一年（14 个月和 18 个月），PMI 最低下探至收缩区间（45.5 和 46.8），美联储均因此而降息：1995 年 7 月、12 月和 1996 年 1 月，美联储在短短半年内降息三次，每次 25 个基点，理由是物价上行压力有所缓解；1998 年 9-11 月连续降息三次，每次 25 个基点，理由是经济出现明显的恶化迹象，尽管该论断最终被证明是错误的。

## 2. 两次濒临衰退但又预期反转的原因是什么？

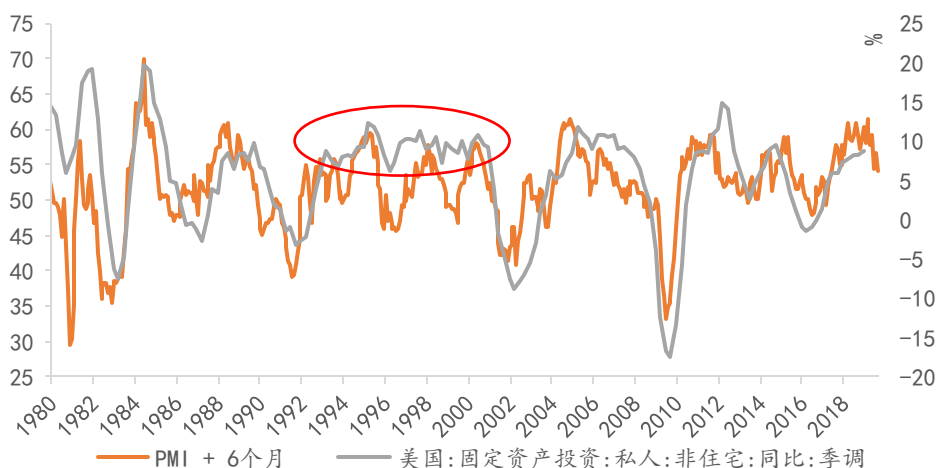
1995-1995 年和 1996-1998 年两次经济下行的底部，实际 GDP 增速分别在 2% 和 4% 以上，经济数据的强烈反转导致衰退预期消散，美债长端走高，长短端利差再度走阔。经济的韧性源于 90 年代美国经济“金发姑娘经济”的底色——高增长、低通胀。IT 科技产业创新与互联网革命主导了全要素生产率的提升，紧缩的财政政策，科技革命和全球化带来的商品价格下降和美元升值压制了通胀。

### 2.1. 产业创新与投资

90 年代 PMI 的两次周期性下滑与投资的韧性产生了背离。不管是 95 年底，还是 98 年夏季，市场和联储对经济悲观的预期都来自于制造业板块周期性的疲弱，PMI 读数低于 50 一般预示着投资将大幅下滑。但事实上，企业并没有停止投资：资本开支顺应了 90 年代的产业周期，更多地投向了互联网科技。

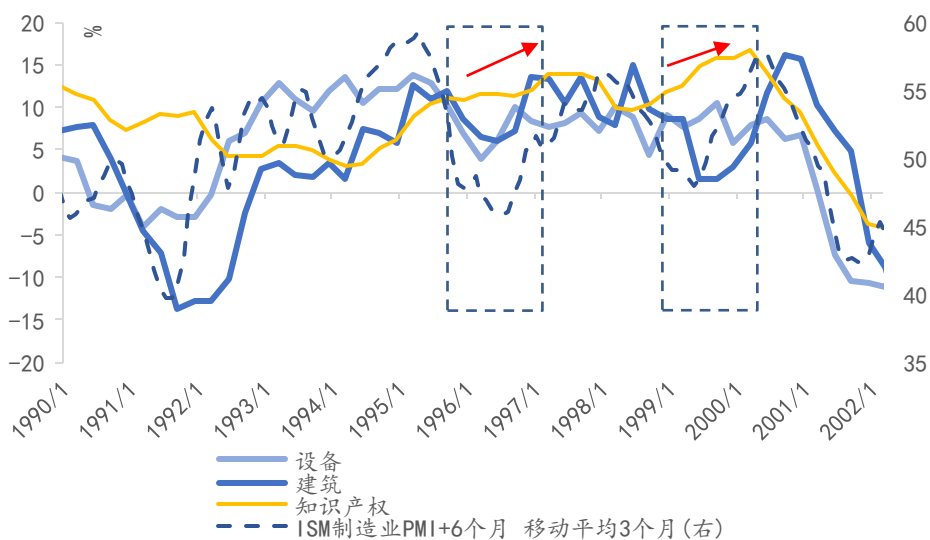
1992 年《北美自由贸易协定》带来了海外巨大的软件电信市场。1993 年，克林顿提出投资 4000 亿美元的《信息高速公路计划》，标志着美国以信息化为主的高科技战略进入新阶段。1996 年《美国电信法》颁布之后，鼓励竞争，放低进入门槛，计算机、电话、广播等现代电信行业进入新发展时期。1997 年《全球电子商务纲要》指出对互联网不征新税，把互联网作为全球性的非贸易壁垒区域，更是鼓励了互联网的投资热情。因此在 1995-96 年和 1998-99 年，知识产权投资增速逆势上扬，分别从 3% 和 9% 上升至 11% 和 16%，其中软件占比逐步增至 50%。

图 5：90 年代美国投资与 PMI 的背离，PMI 弱但投资强



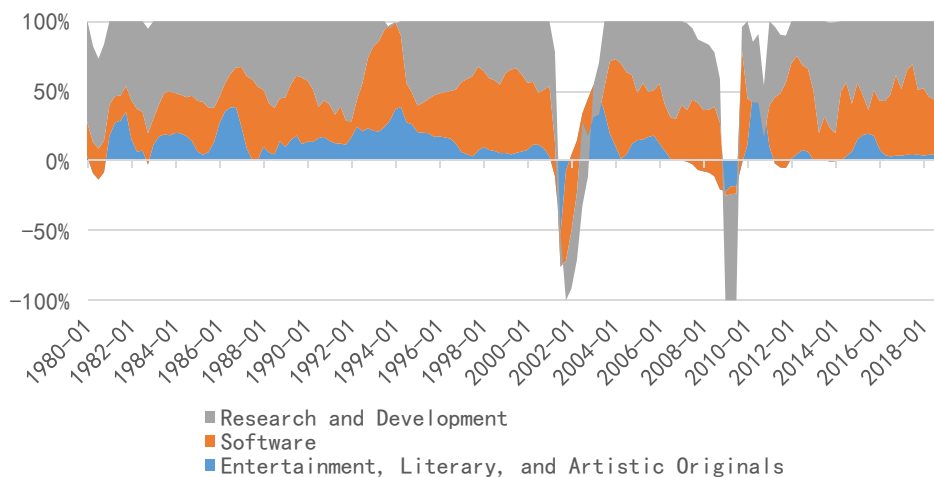
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 6：知识产权投资支撑了周期下行期间的美国固定资产投资



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 7：软件在 90 年代知识产权投资中的占比明显上升

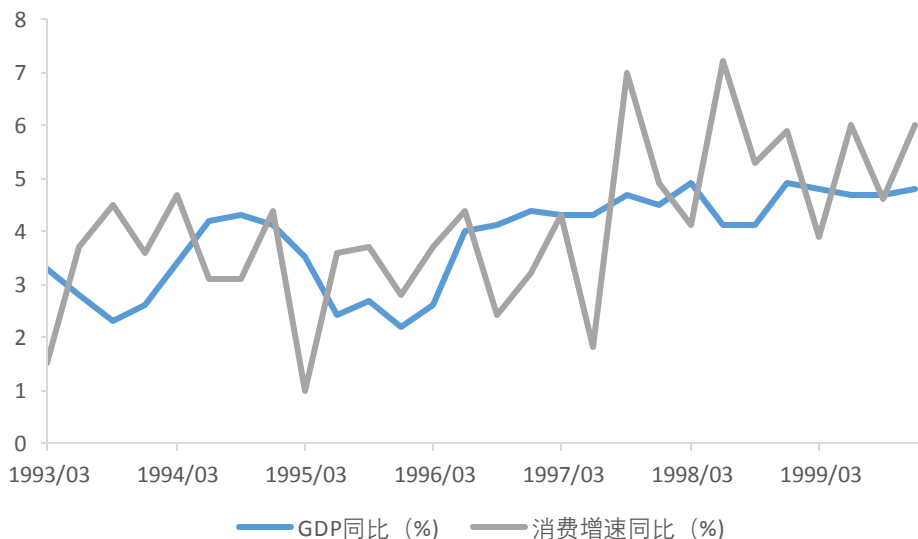


资料来源: FRED, 天风证券研究所

## 2.2. 居民消费提振对冲投资周期性下滑

此外，劳动力市场和股市的火热增加了居民财富从而促进了消费。第二次（1998年）经济周期的底部比第一次（1995年）高了足足两个百分点，这是因为1997年后消费增速中枢从之前的中枢3%提升到中枢6%。

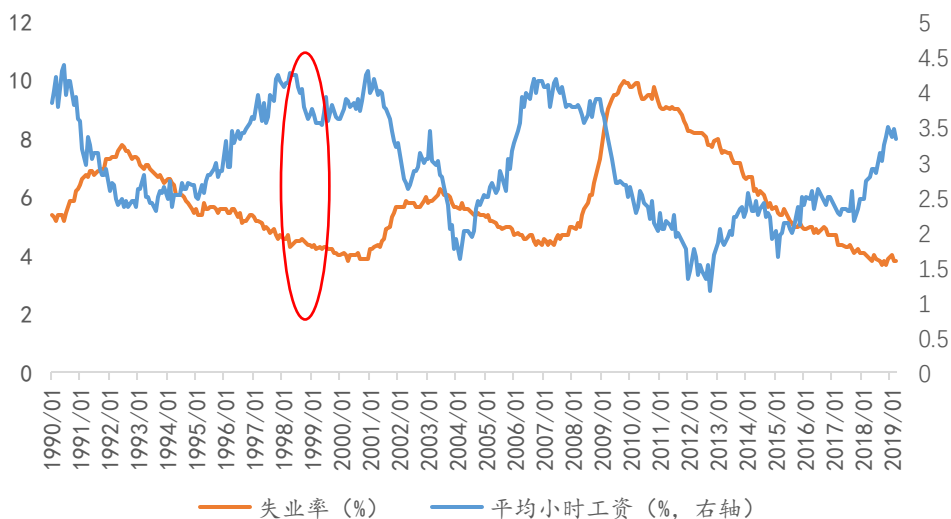
图 8：1997 年后消费增速同比中枢从之前的中枢 3%到中枢 6%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

经济整体向好的背景下，随着失业率下行，平均小时工资同比增速在 98 年初达到 4%，尽管经济周期回落令劳动力市场一度有所退烧，但美联储在 98 年四季度的三次降息又将之重新点燃。到 2000 年末，薪资增速最高触及 4.3%。

图 9：98 年夏季劳动力市场一度转弱



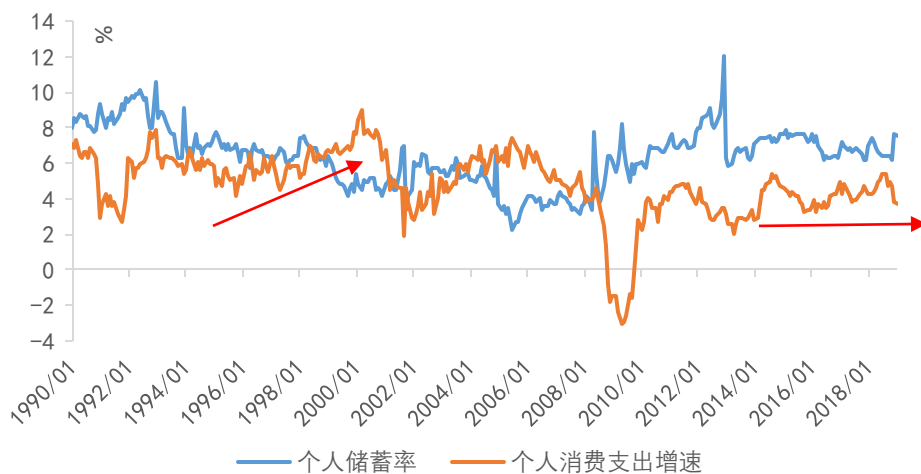
资料来源：FRED，天风证券研究所

蓬勃发展的新经济优化了股市的供给，网上交易服务的发展促进了交易市场的活跃，低利率下的流动性泛滥提供了财富升值的背景，这些均成为九十年代美股市场“非理性繁荣”的重要催化因素。居民股票财富的上升促进了居民的消费：1994-1999年，股票财富每增加1美元，家庭消费平均上升0.03-0.04<sup>1</sup>美元；居民消费增速从1995年的4%上升至2000

<sup>1</sup> 美国联邦储备委员会估计

年初的 9%。

图 10：90 年代后期居民消费率上升至 9%



资料来源：FRED，天风证券研究所

### 2.3. 稳定甚至低迷的通胀降低了加息的必要性

90 年代特别是后半程的强势美元、技术创新和全球化降低了通货膨胀的压力，美联储因此不用担心经济过热而急于加息，美国经济出现了近 10 年的繁荣期。

当失业率低于非加速通货膨胀的失业率时，工资和价格将会上升，就会发生通货膨胀。一般认为，非加速通货膨胀的失业率为 5.5%。然而，从 1997 年开始，虽然失业率连续三年低于 5%，通货膨胀率在此间却在下降。根据历史经验，假定非加速通货膨胀的失业率为 5.5%，根据标准菲利普斯曲线预测，1999 年的通货膨胀率应在 4% 以上，而实际通货膨胀率只接近 2%。

究竟是什么因素导致 20 世纪 90 年代美国的通货膨胀保持如此之低的水平呢？

1. 美国的产业创新，技术的快速发展，使得计算机与健康保险的相对价格大幅度下降（Cutler and Grube, 1996）。

2. 经济全球化的趋势对美国形成了输入性通缩。“美国企业的定价权已经基本上丧失殆尽。许多前苏联集团成员国的市场逐渐向西方开放，实行市场经济的国家不断增加，所有这些都极大释放了全球经济的能量。美国用于冷战的财政支出缩减，全球资源更多地投向了私人生产部门，此外，在许多国家，尤其是美国，放松了管制，缓解了经济瓶颈问题，且产

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\\_12289](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12289)

