

# 宏观点评

## 美国一季度 GDP 超预期的表与里

**事件：**4月26日，美国公布一季度GDP数据。其中，美国一季度实际GDP环比折年率初值3.2%，高于预期值2.3%和前值2.2%；同比3.2%，高于预期值2.9%和前值3.0%。

### 核心结论：

**1. 美国一季度经济不是真的好。** 美国一季度GDP环比和同比增速双双高于预期和前值，主因存货大增（需求放缓导致企业被动补库）和贸易逆差显著缩窄（“抢跑效应”消退和中国春节因素），但最能表征经济动能的私人消费和私人固定资产投资增速均大幅下滑。此外，根据历史经验，不排除一季度GDP增速终值会有下修（2010年至今的36个季度中，有17次上修、18次下修、仅1次没有修正，且共有17次修正幅度超过1个百分点）。

**2. 往后看，私人投资和私人消费双双承压，美国经济增速大概率趋于放缓。** 一方面，随着减税效应减弱，企业利润增速也将趋缓，叠加当前美国非金融企业部门的杠杆率和净债务/EBITDA均创新高，私人投资增速可能继续走弱；另一方面，受制于美国薪资增速和消费者信心下滑，消费亦不容乐观。再考虑到二季度贸易逆差可能重新走阔，美国GDP可能在二季度就转弱。

**3. 以史为鉴，美国经济大概率只是放缓，短期内发生衰退的可能性较低。**

- **90年代以来美国的3次经济衰退：都是杠杆惹的祸。** 美国经济曾于1990年、2001年、2008年经历过3次衰退，历次衰退之前往往都经历了非金融企业和居民部门杠杆率的大幅提升。随着杠杆率升至高位，企业和居民偿债压力开始加剧，随之而来的是银行贷款坏账率在衰退前的1-3年里快速飙升，并最终引发经济陷入衰退。
- **当前美国居民部门杠杆率处于良性水平。** 与危机时期相比，当前居民部门杠杆率和债务压力已显著下降，且居民储蓄率有明显提升，同时短期内失业率有望保持低位，因此当前美国居民部门债务压力较轻。
- **当前美国企业债务压力可控。** 当前美国非金融企业部门杠杆率持续攀升并已创历史新高，但企业债务收入比在2018年后有所下降，且流动比率明显高于危机时期，再叠加美联储货币政策将重回宽松，倾向于认为，当前美国非金融企业部门债务压力尚可承受。
- **当前美国金融体系的抗风险能力增强。** 2010年以来，随着《多德-弗兰克法案》和《巴塞尔协议-III》的推出，美国金融监管趋严，存款性金融机构的资本充足率和流动性比率均已显著高于危机前的水平，金融体系爆发系统性危机的可能性已然降低。

**风险提示：** 1. 美国经济超预期下行； 2. 中美贸易摩擦加剧。

### 作者

**分析师** 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

**研究助理** 何宁

邮箱：hening@gszq.com

**研究助理** 王梅郦

邮箱：wangmeili@gszq.com

### 相关研究

- 1、《以史为鉴：全球流动性重回宽松，大类资产何去何从？》2019-03-24
- 2、《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了——2019年3月FOMC会议点评》2019-03-21
- 3、《美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待——2019年1月FOMC会议点评》2019-01-31



## 内容目录

美国一季度 GDP 数据不是真的好 .....	3
未来美国经济增速大概率趋于放缓 .....	5
以史为鉴，美国经济会陷入衰退吗？ .....	6
90年代以来美国的3次经济衰退：都是杠杆惹的祸 .....	6
当前美国居民部门杠杆处于良性水平 .....	8
当前美国企业部门债务压力尚可承受 .....	9
当前美国金融体系的抗风险能力增强 .....	9
风险提示 .....	11

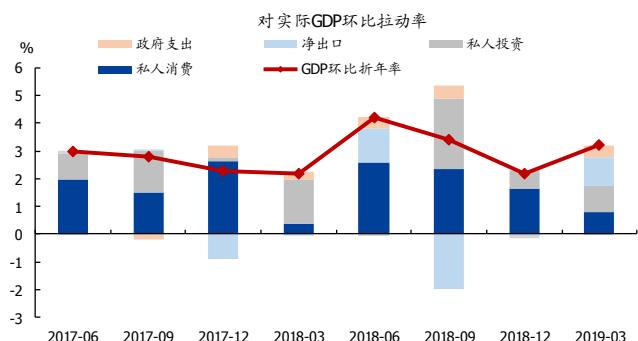
## 图表目录

图表 1：一季度美国私人投资和净出口对 GDP 环比拉动率抬升 .....	3
图表 2：一季度美国私人消费环比增速继续放缓 .....	3
图表 3：美国实际 GDP 环比折年率终值经常会出现大幅修正 .....	3
图表 4：一季度美国私人投资对 GDP 的拉动率上升主因库存变化 .....	4
图表 5：一季度美国私人固定投资增速放缓 .....	4
图表 6：2018年下半年以来美国库存销售比持续抬升 .....	4
图表 7：库存销售比的抬升将促使企业开始主动去库 .....	4
图表 8：年初以来美国从中国进口大幅下降 .....	4
图表 9：年初以来美国对中国贸易逆差大幅收窄 .....	4
图表 10：美国非金融企业利润增速与私人投资增速走势高度一致 .....	5
图表 11：美国制造业新订单同比领先私人投资同比 6-12 个月 .....	5
图表 12：当前美国非金融企业杠杆率和净债务/EBITDA 均达历史高位 .....	5
图表 13：美国个人消费支出增速与雇员薪资增速走势高度一致 .....	6
图表 14：美国企业利润增速领先雇员薪资增速 2-3 个季度 .....	6
图表 15：消费者信心指数持续走弱预示着未来消费增速依然承压 .....	6
图表 16：历次衰退前美国企业和居民部门杠杆率持续抬升 .....	7
图表 17：历次衰退前美国企业部门偿债压力和银行坏账率快速抬升 .....	7
图表 18：2008年前美国居民部门偿债压力和银行坏账率快速抬升 .....	7
图表 19：历次衰退前美国银行住房和工商业贷款坏账率快速抬升 .....	7
图表 20：1990 和 2008 年前后，美国大量银行倒闭或被救援 .....	7
图表 21：2001 年前后，美国大量企业申请破产 .....	7
图表 22：大规模信贷违约导致流动性紧张，对正常企业造成冲击 .....	8
图表 23：随着失业增加和工业产出下降，美国经济陷入衰退 .....	8
图表 24：当前美国居民部门杠杆率和债务压力均显著低于 2008 年危机前 .....	8
图表 25：当前美国居民储蓄率显著高于 2008 年危机前 .....	8
图表 26：美国失业率短期内不会出现明显抬升 .....	8
图表 27：当前美国非金融企业部门杠杆率创历史新高，但债务压力有所缓和 .....	9
图表 28：当前标普 500 流动比率显著高于历次危机时期 .....	9
图表 29：年初以来美国企业债信用利差持续收窄 .....	9
图表 30：1990 年之后金融体系失衡是引发经济衰退的最主要原因 .....	10
图表 31：《巴塞尔协议-III》的要求及分阶段实施计划 .....	10
图表 32：美国存款性金融机构的资本充足率已显著高于危机时期 .....	11
图表 33：美国存款性金融机构的流动性已显著高于危机时期 .....	11

## 美国一季度 GDP 数据不是真的好

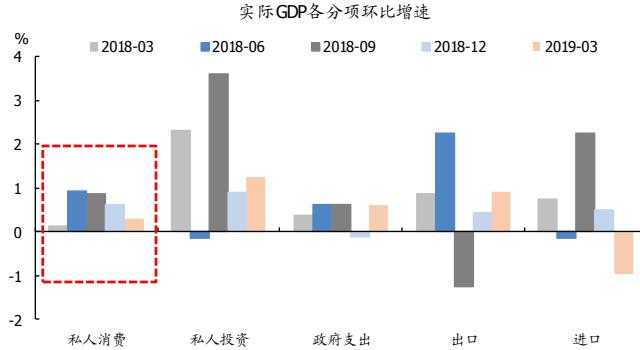
美国一季度实际GDP环比折年率初值3.2%，高于预期值2.3%和前值2.2%；同比3.2%，高于预期值2.9%和前值3.0%。从拉动率来看，净出口、私人投资、政府支出对GDP的环比拉动率有所提升，私人消费对GDP的环比拉动率有所下降。从各分项增速来看，私人投资、政府支出、出口的环比增速有所提升，私人消费、进口的环比增速有所下滑，尤其是私人消费环比增速已连续3个季度出现下滑。此外需注意的是，此次公布的一季度GDP数据为初值，历史上美国实际GDP环比折年率终值经常会出现大幅修正（2010年至今的36个季度中，有17次数据上修、18次数据下修、仅1次没有修正，且共有17次的修正幅度超过1个百分点），因此最终数据表现还需等待修正的结果。

图表1：一季度美国私人投资和净出口对GDP环比拉动率抬升



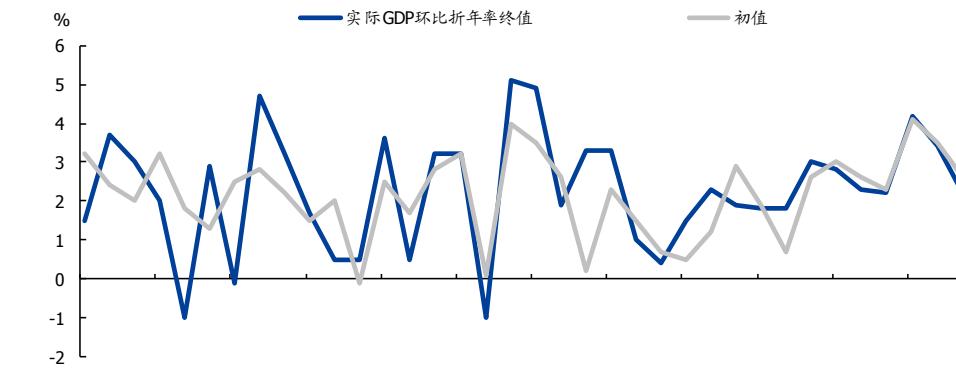
资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表2：一季度美国私人消费环比增速继续放缓



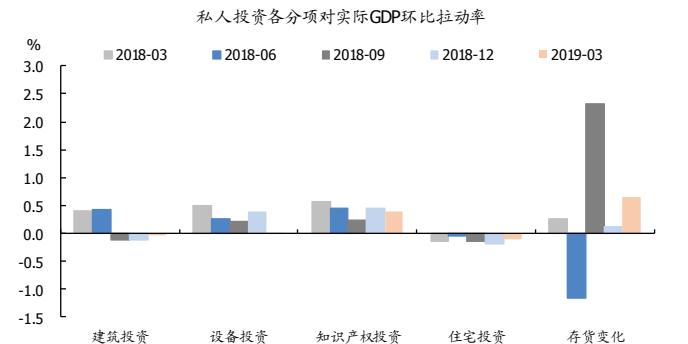
资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表3：美国实际GDP环比折年率终值经常会出现大幅修正

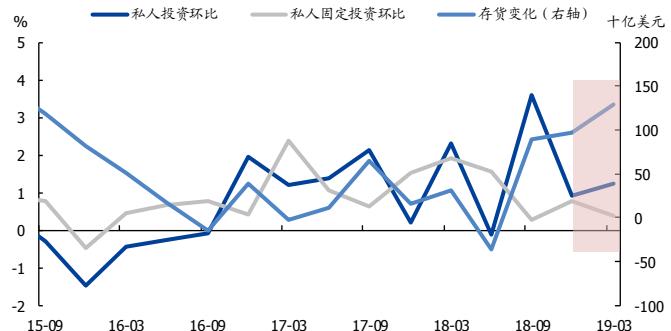


资料来源：Bloomberg, 国盛证券研究所

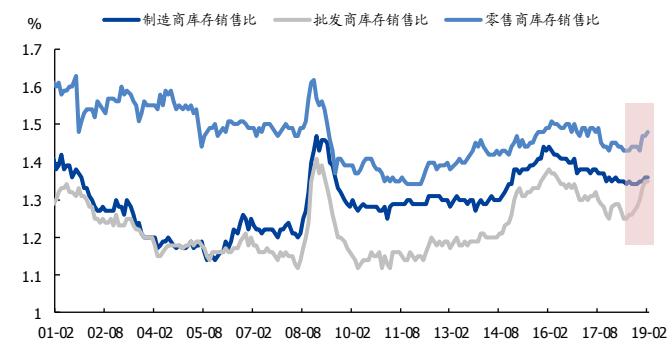
私人投资对GDP的拉动率抬升主因库存变化。一季度私人存货变化拉动了GDP环比增长0.65个百分点，是私人投资中最主要的支撑项，但私人固定资产投资环比增速出现了下滑。自2018年下半年以来，美国库存销售比持续抬升，同时考虑到一季度私人消费增速继续下滑，倾向于认为，当前存货的增加主因需求放缓导致的企业被动补库。根据历史经验，制造商库存销售比的拐点领先库存总额同比的拐点6个月左右，当前库存销售比的持续抬升和消费增速的持续下滑，预示着未来企业将进入主动去库阶段，从而库存增加对GDP的支撑无法持续。

**图表4：一季度美国私人投资对GDP的拉动率上升主因库存变化**


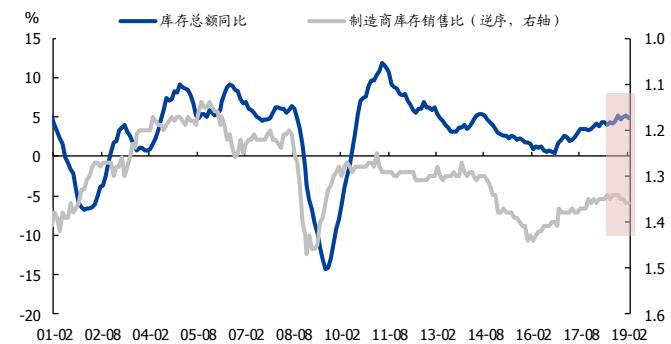
资料来源：Wind，国盛证券研究所

**图表5：一季度美国私人固定投资增速放缓**


资料来源：Wind，国盛证券研究所

**图表6：2018年下半年以来美国库存销售比持续抬升**


资料来源：Wind，国盛证券研究所

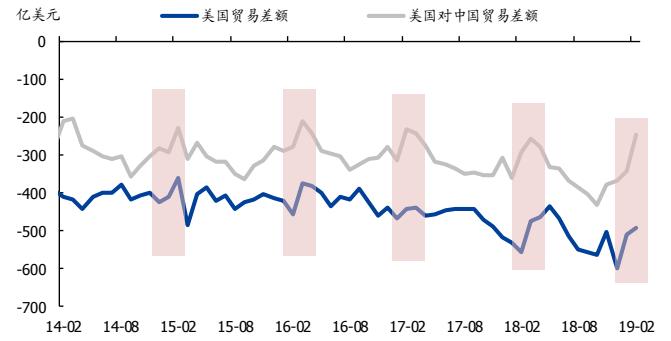
**图表7：库存销售比的抬升将促使企业开始主动去库**


资料来源：Wind，国盛证券研究所

一季度美国贸易逆差缩窄，主因对中国的逆差缩窄。1月和2月，美国贸易逆差收窄105.18亿美元，其中对中国逆差收窄120.7亿美元，贡献度超过100%。历史经验表明，受中国春节的影响，美国一季度对华贸易逆差往往会出现收窄，而由于对中国的贸易逆差占了总逆差的60%以上，因而会带动总逆差收窄，但从二季度开始往往会重新扩大。此外，去年年底，出于对2019年美国上调对华关税的担忧，美国进口商加快对中国商品的进口。而年初以来，“抢跑”开始消退，2月美国对中国进口增速大幅下滑至-15.03%，也在一定程度上扩大了美国贸易逆差收窄的幅度。最终，在春节和“抢跑”消退的共同作用下，一季度净出口对美国GDP的环比拉动率抬升。往后看，随着干扰因素的消退，美国贸易逆差大概率将重新扩大，净出口将重新对GDP形成拖累。

**图表8：年初以来美国从中国进口大幅下降**


资料来源：Wind，国盛证券研究所

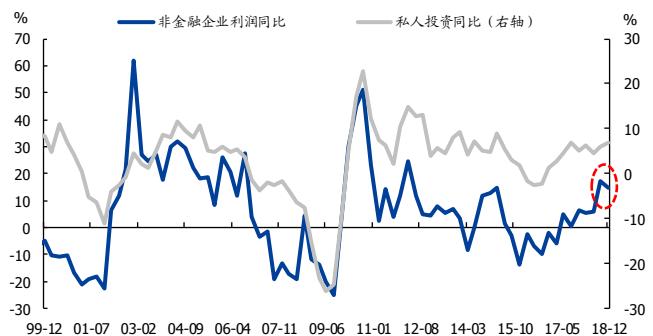
**图表9：年初以来美国对中国贸易逆差大幅收窄**


资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 未来美国经济增速大概率趋于放缓

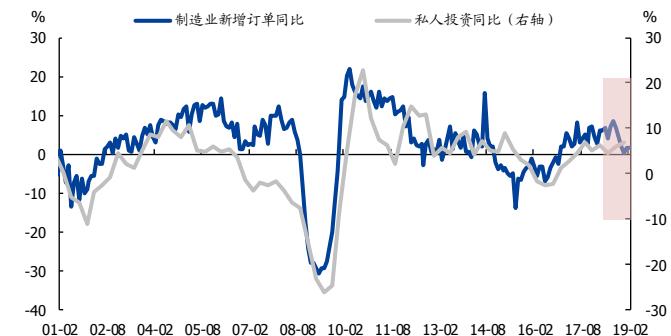
企业在投资意愿和投资能力走弱的背景下，美国私人投资增速趋于放缓。私人投资能否继续扩张取决于企业的投资意愿和投资能力，其中企业投资意愿主要受盈利能力、订单情况的影响，企业投资能力主要受企业债务水平和盈利能力的影响。2018年4季度，美国企业盈利增速开始出现放缓，随着减税效应的边际减弱和全球需求的持续下滑，预计未来企业盈利增速难有改善。订单方面，美国制造业新订单同比领先私人投资同比6-12个月，2018年下半年以来，美国制造业新订单同比持续下滑，预示着私人投资增速将在2019年出现放缓。此外，当前美国非金融企业的杠杆率和净债务/EBITDA均已达历史高位，盈利放缓、债务高企的背景下，企业投资也面临资金来源紧张的障碍。

图表10：美国非金融企业利润增速与私人投资增速走势高度一致



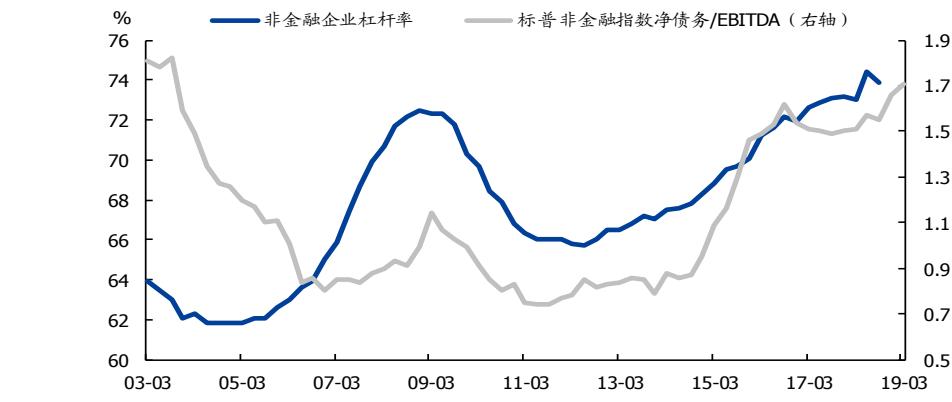
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：美国制造业新订单同比领先私人投资同比6-12个月



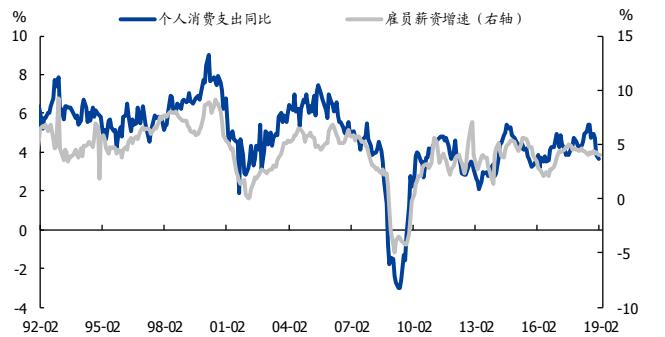
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表12：当前美国非金融企业杠杆率和净债务/EBITDA均达历史高位

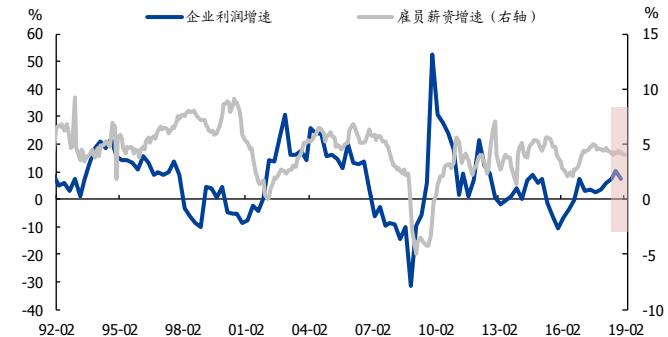


资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

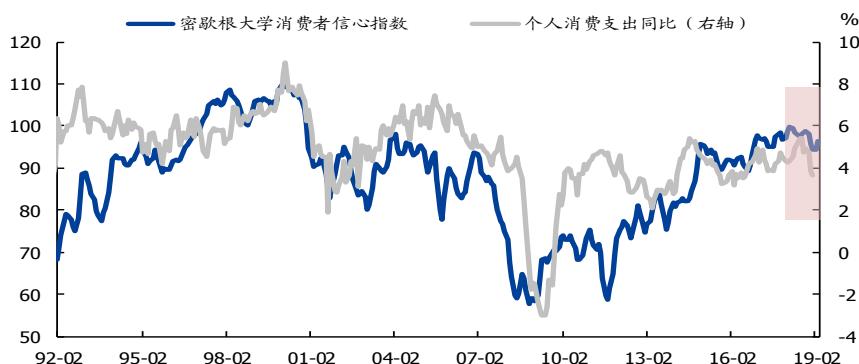
薪资增速和消费者信心双双下滑，未来消费表现仍不容乐观。私人消费的表现主要取决于薪资和消费者信心，历史数据显示，美国雇员薪资增速和个人消费支出增速走势高度一致，而企业利润增速领先雇员薪资增速2-3个季度。鉴于未来企业盈利增速趋于放缓，雇员薪资增速也将被拖累。此外，统计发现，密歇根大学消费者信心指数走势领先个人消费支出同比3-6个月，而2018年下半年以来，美国消费者信心指数已趋势性下行，指向未来消费表现不容乐观。

**图表 13：美国个人消费支出增速与雇员薪资增速走势高度一致**


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

**图表 14：美国企业利润增速领先雇员薪资增速 2-3 个季度**


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

**图表 15：消费者信心指数持续走弱预示着未来消费增速依然承压**


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

整体来看，一季度拉动 GDP 增长的存货增加和净出口改善均无法持续，而未来私人投资和私人消费均承压，也即美国经济大概率趋于放缓，二季度 GDP 增速大概率回落。

## 以史为鉴，美国经济会陷入衰退吗？

梳理 1990 年以来美国经历的三次经济衰退历史发现，都是企业或居民过度加杠杆带来的后果。具体到当下，考虑到美国居民部门杠杆率较低、企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力增强等因素，美国经济大概率只是放缓，短期内陷入衰退的可能性较低。

### 90 年代以来美国的 3 次经济衰退：都是杠杆惹的祸

按照美国国家经济研究局（NBER）的定义，1990 年以来美国共经历了 3 次经济衰退，分别发生在 1990 年、2001 年、2008 年。其中，1990 年表现为银行业危机，2001 年表现为互联网泡沫，2008 年表现为次贷危机。

尽管 3 次衰退的表现形式不同，但根本原因都在于企业和居民过度加杠杆。具体来看，在历次经济陷入衰退之前，美国非金融企业部门的杠杆率均持续大幅抬升并创下历史新高。最终，在衰退的前 1-3 年里，随着杠杆率升至历史高位，企业偿债压力逐步加剧，引发银行坏账率快速飙升。同样的，美国居民部门的杠杆率在 2000 年之前提升较为缓

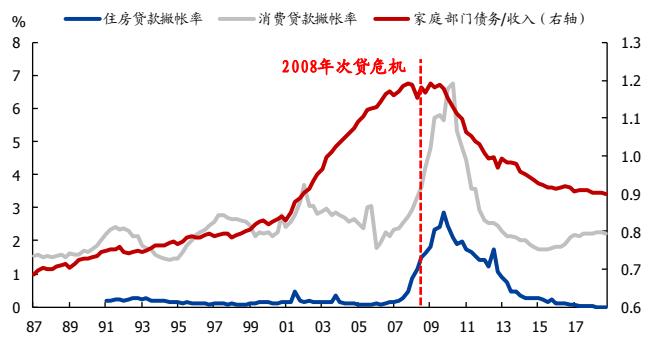
慢，债务压力维持在较低水平，因此住房贷款和消费贷款的坏账率始终保持低位；但在2000年之后，居民部门开始加速加杠杆，偿债压力也随之迅速加剧，最终导致2006年开始消费贷款和住房贷款出现大规模坏账。

**图表 16：历次衰退前美国企业和居民部门杠杆率持续抬升**

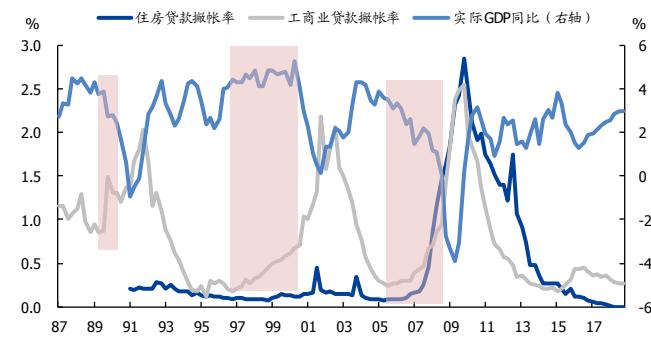

资料来源：Wind, 国盛证券研究所

**图表 17：历次衰退前美国企业部门偿债压力和银行坏账率快速抬升**


资料来源：Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

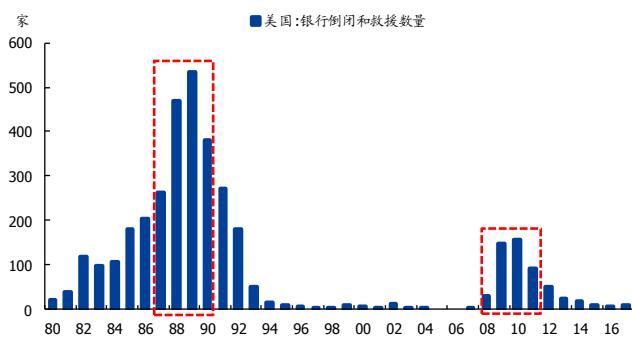
**图表 18：2008年前美国居民部门偿债压力和银行坏账率快速抬升**


资料来源：Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

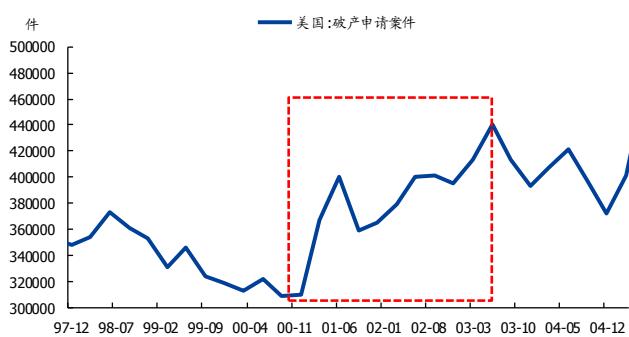
**图表 19：历次衰退前美国银行住房和工商业贷款坏账率快速抬升**


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

杠杆泡沫的破裂导致大量银行和企业破产，最终引发经济陷入衰退。伴随大规模信贷违约，美国数以百计的银行倒闭或被救援，同时申请破产的企业数量也较正常年份大增。而信贷违约也导致信用环境恶化，市场流动性收紧，进而波及到未发生违约的企业，最终表现为失业率快速提升、工业生产大幅下滑，也即美国经济陷入衰退。

**图表 20：1990 和 2008 年前后，美国大量银行倒闭或被救援**


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

**图表 21：2001 年前后，美国大量企业申请破产**


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

**图表 22：大规模信贷违约导致流动性紧张，对正常企业造成冲击**

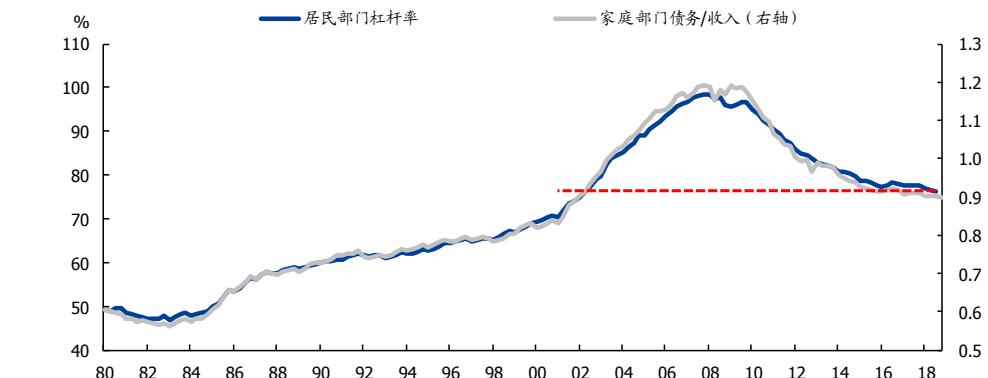

资料来源：Bloomberg, 国盛证券研究所

**图表 23：随着失业增加和工业产出下降，美国经济陷入衰退**


资料来源：Wind, 国盛证券研究所

### 当前美国居民部门杠杆处于良性水平

2008年次贷危机后，美国居民部门开始持续去杠杆。截至2018年3季度，美国居民部门杠杆率为76.4%，已显著低于2008年的98.6%；同时，居民储蓄率较2008年危机前明显提升，表明居民部门资金状况良好。就业方面，作为失业率领先指标的新增非农就业人数目前仍位于高位，指向美国失业率短期内尚难大幅回升。综合来看，当前美国居民部门杠杆处于良性水平，债务压力较轻。

**图表 24：当前美国居民部门杠杆率和债务压力均显著低于2008年危机前**


资料来源：Bloomberg, 国盛证券研究所

## 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\\_12903](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12903)
