

美联储货币政策转向，资本市场中性偏积极

2019 年 03 月 25 日

宏观经济 专题报告

投资摘要：

实体经济：2019 年美国经济增长趋缓，薪资增速支撑消费成为经济的主要动力，上半年较难看到衰退。

- ◆ 劳动参与率修复完成，部分主力年龄层参与率创新高。
- ◆ 薪资增速超过通胀，消费增长的逻辑仍在。
- ◆ 家庭部门债务的实际负担处于舒适区间，对消费起到支撑作用。
- ◆ 通胀较难在短期内看到明显起伏。
- ◆ 核心 CPI 滞后核心 PPI 18 个月；CPI 与 PPI 同步。
- ◆ **关注基建议案进度。** 目前，唯一能改变通胀预期的是基建项目的落地。这一议案如能最终落地将改变美国的经济增长模式，对国际大宗商品，特别是有色产生影响。
- ◆ 企业投资同比较难超过去年，工商业贷款同比增速已超越 10% 阈值，银行对大中型企业的信贷要求已经收紧。
- ◆ 本轮经济周期的风险集聚在企业负债，目前企业部门的债务数据表达的信息较为不一致。
- ◆ 小微企业的商业应付款占 GDP 创二战以来新高。
- ◆ 大中型企业的杠杆率超过次贷危机。
- ◆ 今年私人部门企业的利润仍会受到减税的利好。
- ◆ 非金融部门商业整体杠杆率企稳，略有降低。

货币政策：油价下跌减轻通胀压力，美联储降息，预计停止缩表。

- ◆ 去年 4 季度美联储强行加息已打消了短期加息的可能。
- ◆ 目前为止，缩表对商业银行的影响远超对美联储资产负债表的影响，商业银行的高流动性资产占总资产比重已经回到第三次 QE 之前。
- ◆ 美债投资价值值得关注，但短期应会有所波动
- ◆ 美股从去年 9 月中性观点转为**中性偏积极**，在前高附近震荡，涨幅变小。
- ◆ 10-2 年国债利差并不是很好的美股领先指标，隐含 3 个月的远期国债利率更佳。如果后者发生针状跳涨，一般在 1-3 个月内美股见顶。这对 2000, 2007 和 2015 年均有好的指引。
- ◆ 资本市场整体风偏仍旧较弱。
- ◆ 脱欧不确定性降低后，美元有趋势性走弱的可能，看多黄金走势。

风险提示：贸易战对经济的影响。

分析师

谭松

010-66554042

tansong@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120016

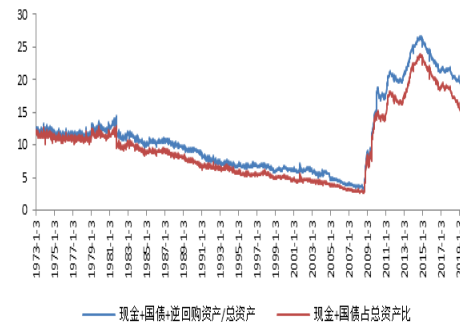
研究助理

康明怡

Tel: 021-25102840

kangmy@dxzq.net.cn

美商业银行受缩表影响剧烈



资料来源：wind，美联储东兴证券研究所

相关研究报告

1. 2019 美国经济前瞻 2018.12.25
2. 特朗普基建计划 2018.12.25
3. 美股合理上涨空间收窄，年内实体经济无忧 2018.09.27
4. 美国经济年内可保持高位增长 2018.08.07

目 录

1. 就业市场.....	3
1.1 就业市场是经济活动的结果，低失业率的可持续性取决于经济表现，而非自身数据是否到达历史低点。.....	3
2. 通胀.....	6
3. 企业杠杆与投资---风险所在	7
4. 缩表.....	11
5. 资本市场.....	12

插图目录

图 1: 非农新增就业：分行业	3
图 2: 总劳动参与率	4
图 3: 主力年龄层劳动参与率修复	4
图 4: 男性 25-34 劳动参与率处于趋势性下降状态	4
图 5: 失业率	5
图 6: 消费和通胀	5
图 7: 家庭部门债务负担	6
图 8: 核心 CPI 和核心 PPI	6
图 9: 经济的长期趋势和核心 CPI	7
图 10: CPI 和 PPI 同步	7
图 11: 工商业贷款和实际固定资产投资同比	8
图 12: 银行对大中型商业银行信贷要求和实际固定资产投资增速	8
图 13: 非金融企业总债务杠杆率有所降低	9
图 14: 小微企业商业应付款占 GDP 创历史新高	9
图 15: 小微企业债务杠杆率	9
图 16: 非金融商业和非金融公司部门信贷市场未偿债务占 GDP	10
图 17: 私人企业税后利润、利息支出、所得税占 GDI 比	10
图 18: 非金融商业部门债务同比增速稳定	10
图 19: 美联储总资产规模	11
图 20: 商业银行高流动性资产占总资产规模	11
图 21: 国债利差与美股	12
图 22: 十年期国债和 1/CAPE	13

美联储货币政策明确转向，今年暂不加息，9月停止缩表，符合市场预期。去年4季度美联储强行加息加剧了资本市场的动荡，基本打消了短期加息的可能。缩表对商业银行的影响高于对美联储资产的影响。目前，商业银行的高流动性资产占总资产比重已下降至第三次QE之前。我们维持美国经济趋缓但不陷入衰退的判断，美股在前高附近震荡，十年期国债利率上限下降。在脱欧进程明朗化之前，美元难有弱势。

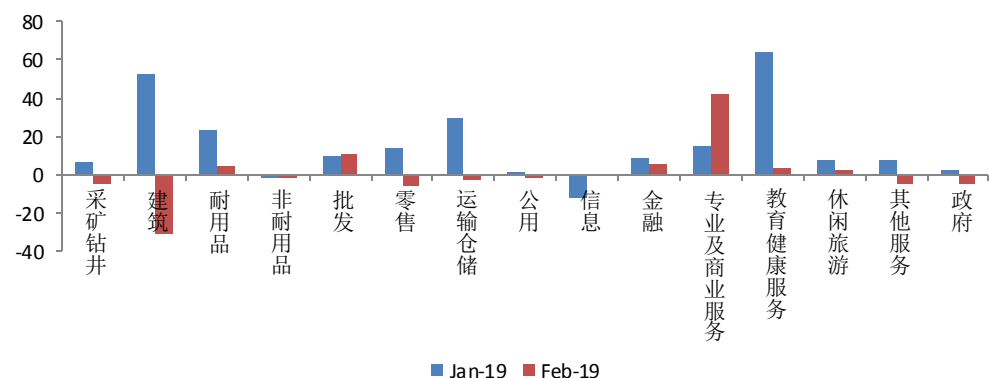
美国1、2月褐皮书连续显示经济的活跃度比去年下半年降低，有个别地方的拖欠贷款率有所抬高，但整体仍处于低位。服务业繁荣，制造业整体趋缓，部分州的制造业较为活跃。劳动力市场仍处于紧绷状态，但整体比去年略有缓和。生产方面综合信息大致平衡，部分企业感受到贸易谈判和全球需求走软的影响。

1. 就业市场

1.1 就业市场是经济活动的结果，低失业率的可持续性取决于经济表现，而非自身数据是否到达历史低点。

2月非农数据受极端天气影响。新增就业2万人，远低于预期，但其他就业数据良好，失业率3.9%，劳动参与率维持1月水平63.2%。综合数据和信息来看，2月非农数据中户外作业行业普遍受到天气影响，特别是建筑业减少。根据褐皮书描述，各地建筑业普遍乐观，可推测建筑业新增就业疲软没有持续性。若3月非农数据持续低迷则值得注意，否则可忽略。

图 1: 非农新增就业：分行业

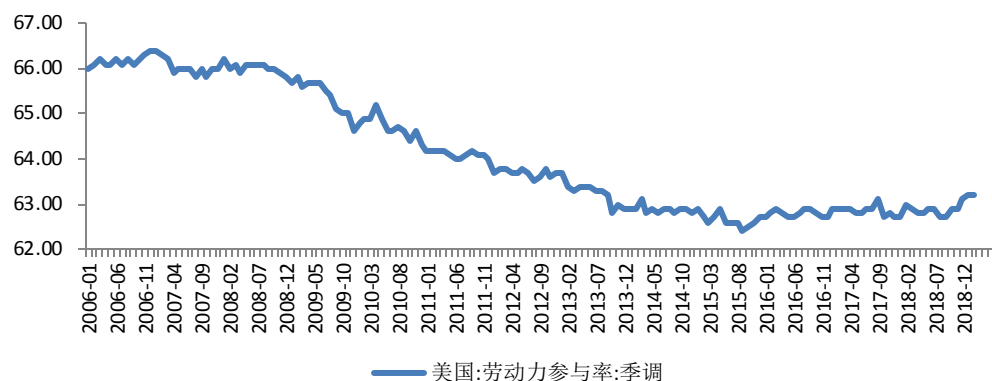


资料来源：BLS，东兴证券研究所

劳动参与率已无自然修复空间。总体劳动参与率在2019年开年以来连续2月维持在63.2%，属近年来首次。但劳动参与率已没有显著的自然修复空间：除男性25-34岁外，主力年龄层25-54岁劳动参与率均已接近或超过上一轮周期均值，其中女性25-34岁创二战后新高。男性25-34岁仍低于2007年4个百分点，2008年后未出现修复

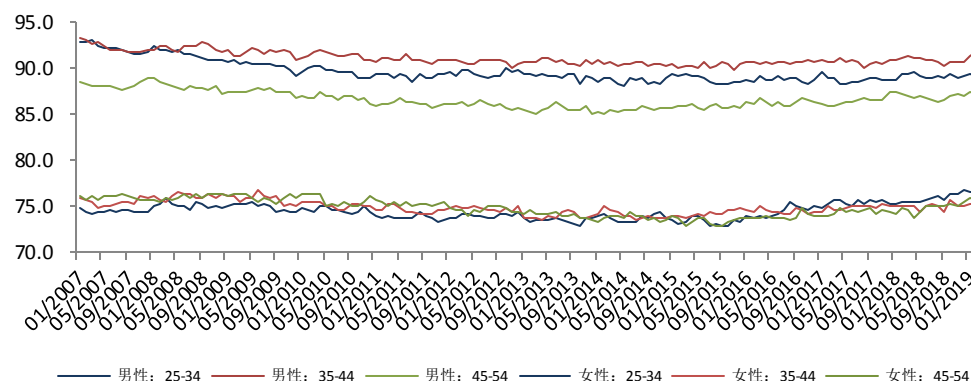
迹象。注意到这似乎并非经济短周期的因素，拉长历史看，该参与率于 1960 年后一直处于历史下滑趋势中。

图 2: 总劳动参与率



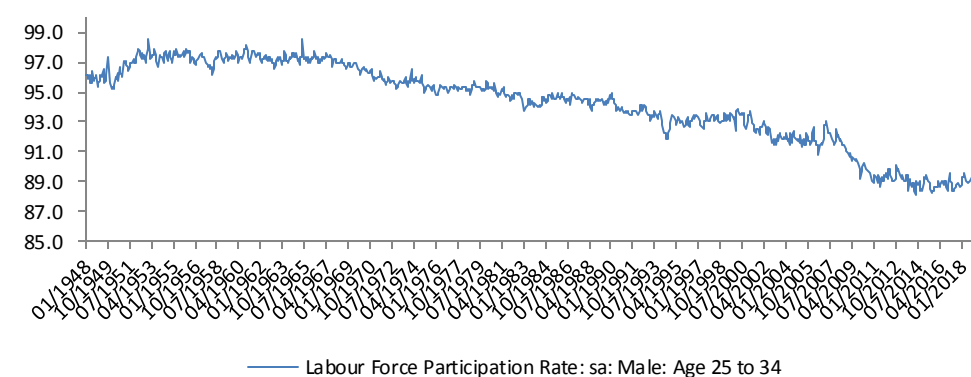
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 主力年龄层劳动参与率修复



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

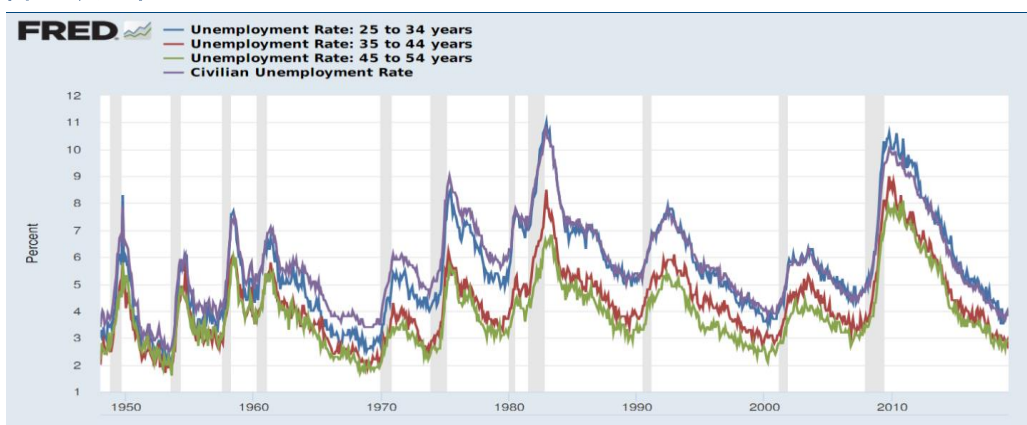
图 4: 男性 25-34 劳动参与率处于趋势性下降状态



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

低失业率对判断经济危机来临时间的价值仅限于数据特点而非因果。我们从 2017 年一直维持一种观点：在产业结构没有深刻变化的前提下，主力年龄层的劳动参与率没有完成修复前，失业率和薪资增速数据具有一定的失真性。因此，随着劳动参与率的修复完成，近半年的失业率数据才具有一定的参考意义。本轮失业率已经创下 1970 年后的新低，而失业率的底到底在哪里其实取决于恢复周期的长短。如果周期繁荣持续时间越长，则失业率越容易创下新低。一般而言，劳动力市场是一个被动接受宏观经济运行的市场，可以用于辅助判断当前经济的恢复情况，但不是决定性的。

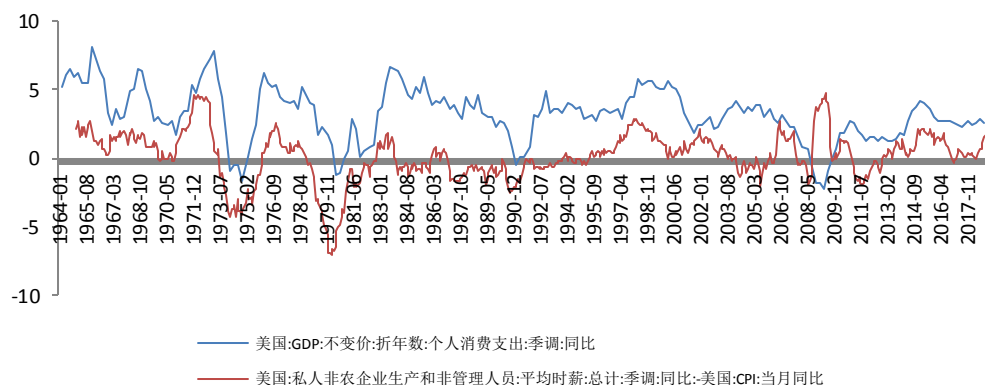
图 5：失业率



资料来源：FRED，东兴证券研究所

薪资增速的趋势尚未破坏。薪资增速同比仍然大幅超过 CPI 同比，在其他条件不变的情况下，消费仍旧有支撑，消费温和增长的逻辑仍在。注意近期由于部分州提高了最低薪酬标准，可能对薪资增速有提振作用。从历次褐皮书的观察，今年劳动力市场的紧绷程度仍旧存在但没有去年年中高。

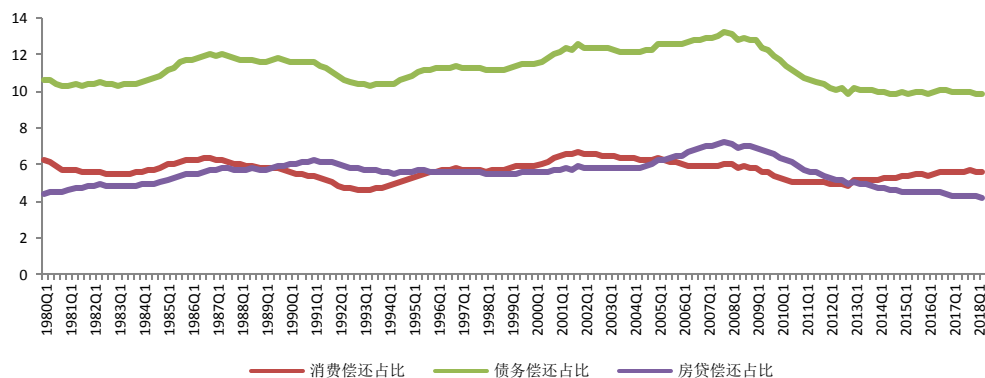
图 6：消费和通胀



资料来源：wind，东兴证券研究所

消费债务偿还占比（消费债务偿还占可支配收入比）在 2018 年 Q3 仍处于合理水平 5.6%。从时薪、通胀增速以及消费贷款的实际负担来看，消费的动能仍在。

图 7：家庭部门债务负担

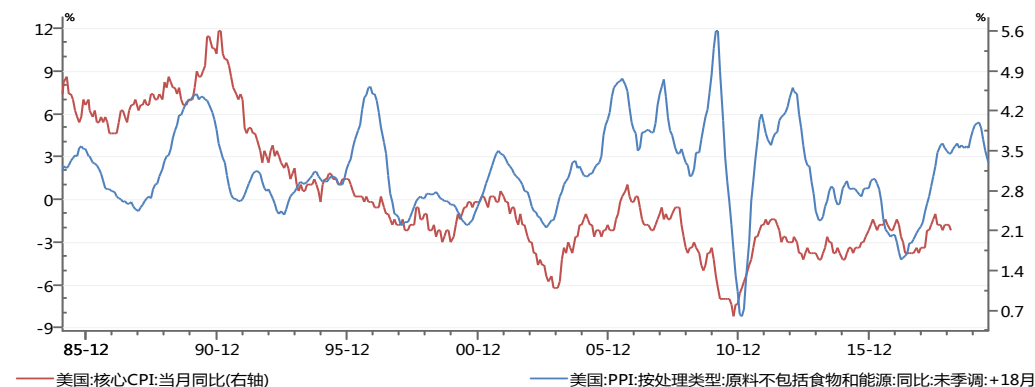


资料来源：美联储，东兴证券研究所

2. 通胀

美联储似乎在等待历次周期后半程的通胀上涨，对加息仍抱有一定期待。2000 年后非食品能源 PPI 领先核心 CPI 约 18 个月左右，核心 CPI 在未来半年内保持 2% 左右的难度不大，但亦很难显著高于 2% 的既定目标。

图 8：核心 CPI 和核心 PPI

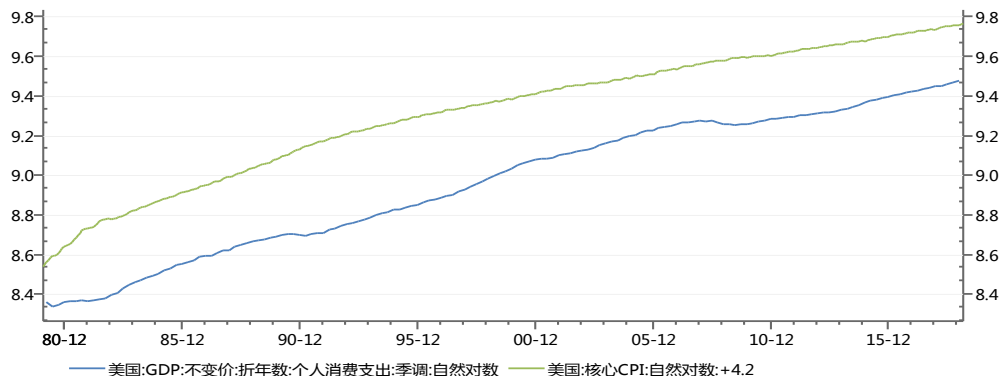


资料来源：wind，东兴证券研究所

在相同的货币政策框架下，核心 CPI 的长期走势亦反映了宏观经济的活跃程度，即核心 CPI 和实际 GDP 或消费的长期增长趋势高度相关。经济的长期趋势下降，核心通胀的长期趋势也随之换挡减速。以实际消费为例，其长期增长趋势最近的三次换轨时间区间为 1992-2002、2003-2007 和 2010-2017，和经济周期重叠。因此，在没有明

确的证据显示美国经济长期增长有换挡提速的迹象前，对核心通胀的进一步上涨不应看待的太过乐观。

图 9：经济的长期趋势和核心 CPI

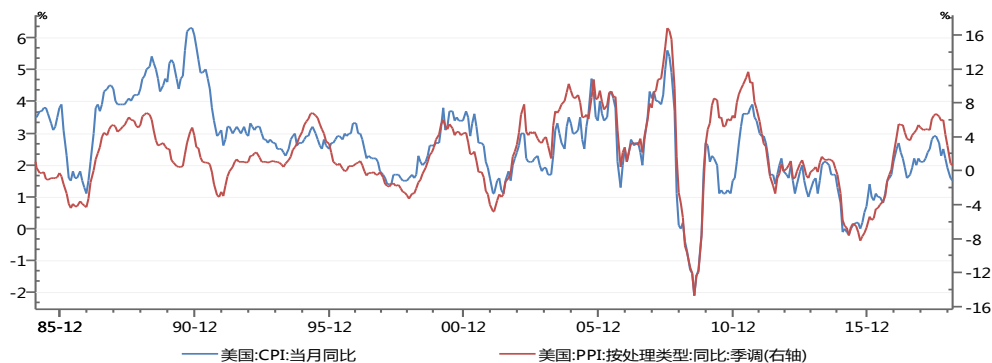


资料来源：wind，东兴证券研究所

与核心 CPI 不同，CPI 与 PPI 几乎同步。CPI 偏离核心 CPI 的幅度主要与油价和农产品价格波动有关。在能源和粮食价格没有明显改善的前提下，CPI 的涨幅较难达到美联储的预期。

关注基建议案进度。目前，唯一能改变通胀预期的是基建项目的落地。这一议案如能最终落地将改变美国的经济增长模式，对国际大宗商品，特别是有色产生影响。详见过往报告《特朗普基建计划》。

图 10：CPI 和 PPI 同步



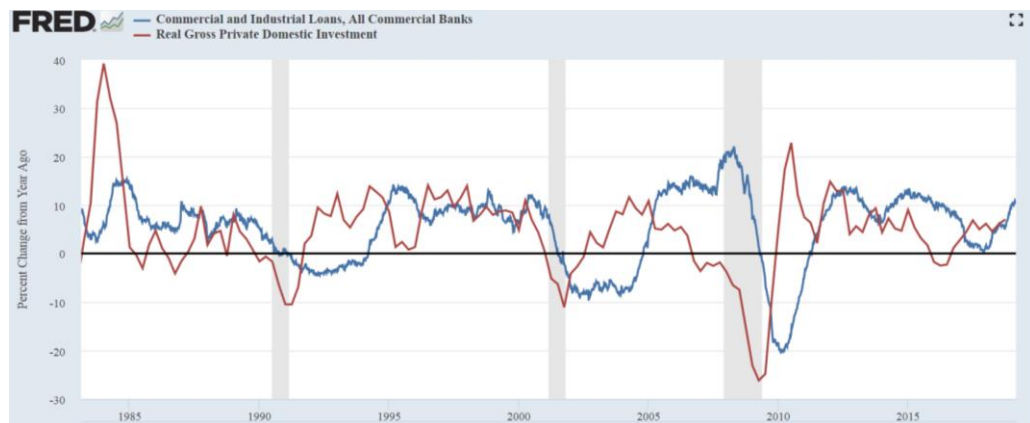
数据来源：Wind

资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 企业杠杆与投资---风险所在

投资增速同比很难显著超过去年。商业银行工商业贷款同比提速，今年开年起持续保持在 10%以上的增速。根据经验，当同比超过 10%时，短期内实际固定投资同比增速高点已过。

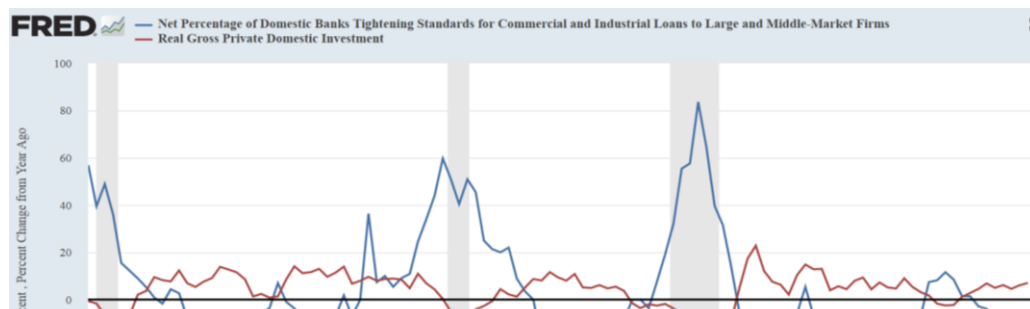
图 11: 工商业贷款和实际固定投资同比



资料来源: FRED, 东兴证券研究所

银行对大中型企业的信贷有所收紧。信贷收紧条件基本跟着企业债信用利差的趋势。一旦企业债信用利差（穆迪 aaa-baa）达到一定的阈值（10bp 左右），美联储对商业银行的大中型企业的信贷要求就会提高，从而抑制投资。

图 12: 银行对大中型商业银行信贷要求和实际固定投资增速



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_13511

