

美联储加息停止，但“债务”长期隐患仍存

主要结论：

一、美联储加息停止，但“债务”长期隐患仍存

- 债务周期主要受到央行货币政策调整的影响。
- 美国企业债务和政府债务的高水平，意味着美国当前的利率敏感程度远高于历史水平。
- 从当前情况看，美国家庭部门和企业部门债务水平持续“爆炸式”增长。
- 特朗普的“顺周期”扩张财政政策，进一步推动了美国债务增长。
- 短期来看，欧美经济增速收窄利好欧元；长期来看，美国双赤字持续上升给美元带来下行压力。

二、欧元区和美国制造业 PMI、美国工厂订单不及预期，费城联储制造业和成屋销售高于预期

- 欧元区 3 月制造业 PMI 低于预期和前值：法国和德国制造业 PMI 初值均大幅低于前值。
- 美国 1 月工厂订单低于预期，扣除运输的工厂订单环比增速放缓：耐用品订单为主要拖累。
- 费城 3 月联储制造业较 2 月有所改善：装船指数的上升提振了费城联储制造业指数。
- 美国 3 月制造业 PMI 低于预期：产出、新订单和就业的温和增长都拖累了 3 月份的 PMI 指数。
- 美国 2 月成屋销售超预期：分类数据显示，有三大地区在 2 月的成屋销售环比上涨。

三、本周重点关注美国众议院就推翻特朗普的否决令举行投票、房地产指数以及物价指数

- 财经事件：美国众议院就推翻特朗普的否决令举行投票、美国 2019 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席埃文斯(Charles Evans)参与问题环节，主题为“美联储政策：对香港、亚洲和全球经济的影响力”、欧洲央行行长德拉基(Mario Draghi)在“欧洲央行及其观察者”会议上发表讲话。
- 财经数据：德国 3 月 IFO 商业景气指数、美国 2 月新屋开工年化月率(%)、美国 2 月营建许可月率(%)，美国 1 月 PCE 物价指数年率(%)、1 月个人支出月率(%)、美国 2 月季调后新屋销售年化总数(万户)。

风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储转向宽松时间节点滞后。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

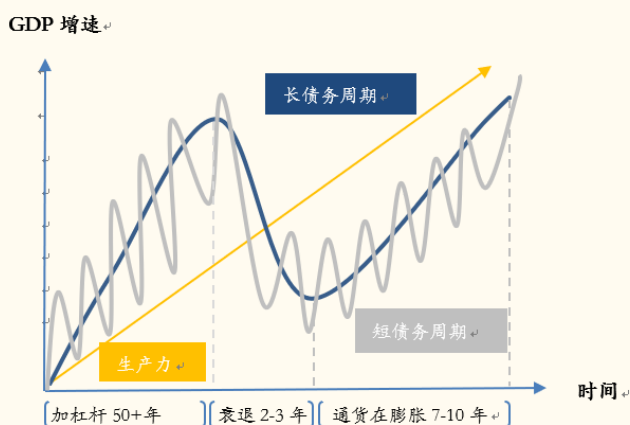
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美联储加息停止，但“债务”长期隐患仍存

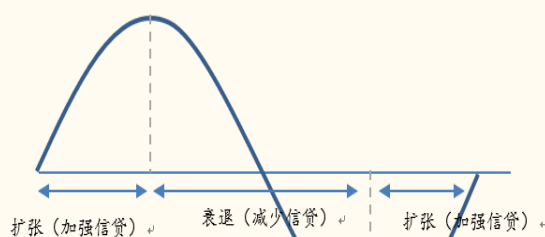
债务周期主要受到央行货币政策调整的影响。其中，降低利率的影响是：1) 贷款变得更加具有吸引力，因此居民和企业愿意借更多的资金；2) 现有债务的偿还成本变得更低，直接导致减少利息支出，对利润形成支撑；3) 企业和金融资产估值的贴现率降低，贴现率的降低会增加现值，从而使资产更有吸引力，投资者抬高这些资产，导致金融工具（如现金、债券和股票）之间的利差收紧。总体来说，廉价的债务增加了借贷，从而刺激了需求，进一步提振了消费，由于一个人的支出是另一个人的收入，收入增加，从而进一步推动需求，不断增长的需求推高了资产价格；当资产价格上涨时，他们的净资产以及信用状况会上升，由于希望这种趋势能继续下去，于是借入更多资金，一个积极的反馈回路就这样被创造出来。这个过程一直持续下去，直到不断增长的需求与生产能力发生冲突，就会出现需求拉动通胀，生产能力是一个经济体所能产生的极限，创造信贷需求的速度可能远远快于一个经济体实际能够支撑的速度，当这种情况发生的时候，通货膨胀开始加速，因为需求超过了供应商所能承受的能力。而央行的主要职责之一就是控制通胀，因此，当通胀开始上升时，美联储被迫提高利率，一旦利率开始提高，反馈循环就会发生逆转，直到央行再次降息。信贷扩张在系统中产生了巨额债务，这是信贷购买行为和增加企业投资的结果，在某种程度上，信贷水平降低导致消费下降，经济放缓，这并不奇怪，但是在经济繁荣的时期，我们通常会忽略这个点，信用是经济增长和繁荣的重要因素，而这也是 2008 年金融危机之后发生的情况，空前的货币扩张刺激了现在被认为是健康的经济增长，在周期的扩张阶段，央行创造了极低的利率+大量购买债务，推高了股价，从而支撑了市场，货币政策在推动经济的短期运行方面确实有效，但是这个体系一直运行到经济无法接受更高水平的债务为止。

图表 1：短期和长期债务周期



来源：公开信息整理，国金证券研究所

图表 2：债务周期信贷的变化



来源：公开信息整理，国金证券研究所

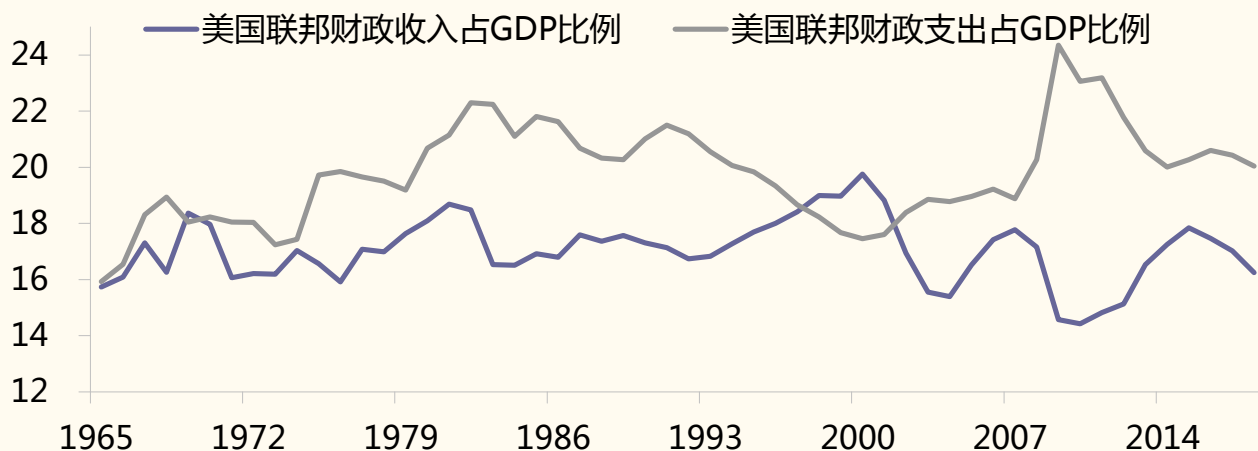
美国企业债务和政府债务的高水平，意味着美国当前的利率敏感程度远高于历史水平。美联储在 3 月的 FOMC 会议声明中确认了美联储在 2019 年暂停加息，并比市场预期更早的停止了缩表，全球主要央行的货币政策当前整体转向边际趋松。这似乎对美国房地产市场和股市暂时形成利好，从而对美国的基本面形

成短期支撑。但当前美国企业部门和债务部门积累了大量的债务，尤其是企业部门债务可能受到信用市场变化、经济信心变化和全球需求的影响。特朗普的顺周期减税政策，虽然在 2018 年助推了美国消费增长，但其同时增加了私人企业和居民的乐观情绪，推升了其债务水平；在经济增速下滑阶段，可能导致利率变化对经济增长的正反馈效应加强。

从当前的情况来看，美国私人家庭部门 and 企业的债务水平持续“爆炸式”增长。从私人家庭部门来看，美国居民现在拥有 4.8 亿张信用卡，这比上次 2008 年经济衰退期间增加了大约 1 亿。消费债务有两种类型，信用卡（循环）和固定支付贷款。2019 年 1 月，美国消费债务增长 5.1% 至 4.035 万亿美元，超过了 12 月 4.018 万亿美元的纪录，其中，2.976 万亿美元为固定支付贷款，上涨 5.9%（主要债务是教育和汽车贷款，2018 年 12 月，学校债务总额为 1.569 万亿美元，汽车贷款为 1.155 万亿美元）；信用卡债务总额为 1.058 万亿美元，增长 2.9%，超过了 2008 年的 1.02 万亿美元的记录，占总债务的 26%。从企业债务来看，截至 2018 年底，美国非金融企业债务占国内生产总值的百分比现在高于 2008 年底达到的先前峰值，美国未偿还的非金融公司债券从 2008 年的约 2.2 万亿美元增长到 2018 年底的约 5.7 万亿美元。

特朗普的“顺周期”扩张财政政策，进一步推动了美国债务增长。特朗普竞选时，他说他将在八年内消除国家债务。但是，在他担任总统职务的前两年，债务增加了 2 万亿美元，特朗普政府执行减税政策主要是为促进海外资金回流，激发企业活力以扩大税基、增加税收，同时创造就业活力、降低失业率，促进经济增长，这体现了美国共和党自里根时代以来一直推崇的“供给学派”思想。然而，在美国政府本就已债台高筑的背景下，减税会使得政府偿债压力更大。数据显示，国会预算办公室（CBO）预计，在接下来的十年中，联邦赤字将平均为国内生产总值的 4.4%，这比过去 50 年平均增长 2.9% 有所提高。从 2018 年 10 月 1 日到 2019 年 1 月 31 日，联邦赤字达到了 3100 亿美元，远高于一年前同期的 1760 亿美元，同比增加了近 77%。在本财政年度的前四个月，美国国债的利息支出达到了 1,920 亿美元，比去年同期的 4 个月增加了 10%（170 亿美元），同时本年也是一季度利息支付最多的财年。若将 1920 亿美元的利息费用年化，则意味着美国公共债务的利息有望在本财年达到创纪录的 5750 亿美元，超过 2014 财年（4830 亿美元）或 2015 财年（4390 亿美元）的全部预算赤字，相当于估计 GDP 的 2.7%，而这是自 2011 年以来的最高百分比。

图表 3: 联邦政府收入占比自特朗普上台连续回落, 但支出仍然处于高位



来源: Wind, 国金证券研究所

短期来看, 欧美经济增速收窄利好欧元; 长期来看, 美国双赤字压力给美元带来下行压力。从短期来看, 欧央行上月再次下调对未来一年的经济增长和通胀预期, 但中国经济的逐渐企稳, 将有助于欧元区的出口回升。同时, 如果英国退欧的不确定性减弱, 这可能会起到对欧元区经济的推动作用。欧美 GDP 增速之差收窄, 对欧元形成利好, 对美元形成一定的抑制。从长期的双赤字假说来看, 双赤字可以拆分为经常账户赤字和财政赤字, 经常账户赤字则意味着贸易逆差, 长期的贸易逆差会使得美元随着贸易活动流出海外, 使得全球美元供给增加, 造成美元贬值。而财政赤字则意味着政府支出大于收入, 造成美元投放进而使得美元贬值。通过观察经常账户赤字与财政赤字加总后的双赤字情况, 可以判断美元指数的变化趋势。从经常账户赤字来看, 2018 年 12 月, 美国贸易逆差为 598 亿美元, 高于前值 503 亿美元, 也高于预期 579 亿美元, 创下了 2008 年 10 月份以来最大的逆差水平。2018 年全年, 美国贸易赤字同比增长 12.5%, 至 6210 亿美元, 创下 2009 年以来新高; 2018 年贸易赤字占 GDP 比重为 3%, 高于前值的 2.8%。从财政赤字来看, 据特朗普政府最新提交的 2020 年财政提案预计, 在 2019 和 2020 年美国财政赤字将扩大到 1.1 万亿美元。随着财政赤字的进一步增加, 预计经常账户赤字可能也会继续增加, 从而给美元指数带来更大压力。特朗普政府不断增长的财政赤字会刺激美国本土的消费, 从而增加进口, 使得经常账户赤字进一步扩大, 双赤字同时扩大将使得美元指数中长期承压。

二、欧元区和美国制造业 PMI、美国工厂订单不及预期, 费城联储制造业和成屋销售高于预期

1. 欧元区 3 月制造业 PMI 低于预期和前值

欧元区 3 月制造业 PMI 初值创 2013 年 4 月以来新低。Markit 公布数据显示, 欧元区 3 月综合 PMI 初值为 51.3, 低于预期的 52 和前值的 51.9; 3 月欧元区服务

业 PMI 初值为 52.7，持平于预期，但低于前值 52.8；欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 47.6，远低于前值和预期 49.3 和 49.5。**订单停滞和对未来更加悲观的预期导致招聘减少。**继 1 月份出现小幅下滑后，新订单增长连续第二个月停滞，积压订单的减少是自 2014 年 11 月以来的最大降幅，就业增长因此放缓，降至自 2016 年 9 月以来的共同最低水平，越来越多的公司根据工作量减少的情况重新审核了薪资要求。**新商品和服务出口连续第六个月下降，出现自 2014 年 9 月以来的最大降幅。**整体制造业 PMI 降至 2013 年 4 月以来的最低水平，主要为工厂产出的大幅拖累，工厂产出已连续两个月下降，新订单也已连续 6 个月下降。随着新订单萎缩速度超过产出导致工厂产出，就业或多或少陷入停滞，出现四年多来最弱的增长。**展望未来，企业对明年产出的预期有所下降，高于年初的低点，但仍处于 2014 年末以来的最低水平，制造业的乐观情绪尤其低迷，降至 2012 年 12 月以来的最低水平。**乐观情绪的下降主要反映了经济增长预期下调的影响，人们普遍担心政治不确定性加剧、贸易战和英国脱欧。汽车行业仍是预期疲弱的关键领域。在价格方面，3 月份平均销售价格通胀略有上升，不过投入成本通胀已连续第五个月回落，为 2016 年 10 月以来的最低水平，随着供应商定价权的减弱，商品生产领域的降温幅度尤其明显，不过，服务业成本也出现了下降。

德国 3 月制造业 PMI 降至 6 年半以来最低水平。Markit 公布数据显示，德国 3 月综合 PMI 初值为 51.5，低于前值和预期的 52.8；3 月服务业 PIM 初值 54.9，高于预期 54.8 但低于前值 55.3；德国制造业 PMI 初值为 44.7，远低于前值 47.6 和预期的 48，为逾 6 年半以来的最低水平。3 月份德国私营部门商业活动仅温和增长，该指数的每一个分项指数都带来了负面影响。3 月份，德国企业新业务流入总额连续 3 个月下降，降幅与 1 月和 2 月的记录大体持平。德国商品需求的下滑，导致新出口订单下滑，新出口订单连续第七个月下滑，而且是自 2012 年 8 月以来的最快增速。数据显示，3 月份制造业积压工作出现近 10 年来最大降幅，商品生产商在 3 月份削减了员工数量，尽管幅度不大，但与前几个月强劲的就业创造速度形成了鲜明对比。德国服务提供者的招聘仍保持强劲，但总体就业增长率放缓至 2016 年 5 月以来的最低水平。在价格方面，产出价格通胀率略有上升，但投入价格回落。一方面，3 月份服务提供商收取的平均价格涨幅为调查历史上最大；另一方面，3 月份的投入成本增幅为近两年半来最低。最后，最新数据显示，企业对未来一年活动前景的信心降至四年多来的第二低，服务提供商的乐观情绪有所缓和，而制造业信心进一步下滑，跌至 2012 年末以来的最低水平。

法国 3 月综合 PMI 降低主要受新订单下降速度过快拖累。法国 3 月综合 PMI 初值为 48.7，低于前值的 50.4，为两个月新低。法国 3 月服务业活动指数初值为 48.7，低于前值的 50.2，同样为 2 个月新低。法国 3 月制造业产出指数初值为 48.8，低于前值的 51，为三个月新低。法国制造业 PMI 初值为 49.8，低于前值的 51.5，同样为三个月新低。综合 PMI 的下降，表明私营部门商业活动再次下滑，主要是由于新订单下降速度加快，这是近三年来新出口业务降幅最大的一次，可能与黄背心运动的影响和阿尔及利亚选举的推迟有关。产出的温和收缩由制造业和服务业的下滑共同导致，制造业产出出现了自去年 12 月以来的最快降幅，而服务业活动也自上月部分复苏后出现了温和下滑。此外，就业增速也

降至 2016 年 12 月以来的最低水平，制造业和服务业的就业增长都低于 2 月份。在价格方面，投入成本价格通胀连续第三个月回落，价格的净上涨是由燃料、交通和工资成本上涨推动的，服务业企业的增速自 2016 年 7 月以来首次超过制造业企业；产出价格通胀与上月水平大体一致，边际上升主要由于更高的投入成本，制造业企业的增长速度较服务业更快。受产出下降影响，私营企业部门对商业前景信心略有下降，但仍高于平均水平，纷纷公布未来投资计划。

2. 美国 1 月工厂订单低于预期，扣除运输的工厂订单环比增速放缓

美国商务部 3 月 19 日公布的数据显示，美国 1 月工厂订单环比增加 0.1%，低于预期 0.3%，持平于前值。美国 1 月扣除运输的工厂订单环比下降 0.2%，前值由下降 0.6%，修正为下降 0.5%。

耐用品订单为主要拖累。其中耐用品订单环比增加 0.3%，低于预期和前值 0.4%。工厂订单表示对于不易损耗的物品的订购数量，由于运输部门用品为高价产品，运输部门用品的变动会很大程度上影响工厂订单的变动，将其扣除后可以更好的反应制造业的变化情况，扣除运输的工厂订单环比下降，这一指标显示出制造业的回落以及美国经济的下滑。

3. 费城联储 3 月制造业较 2 月有所改善

费城联储 3 月 21 日公布的数据显示，美国 3 月费城联储制造业指数为 13.7，远高于预期 4.6 和前值-4.1。

装船指数的上升提振了费城联储制造业指数。分类数据显示，3 月装船指数为 20，较前值-5.3 有着较大的提升，这一数据为连续 4 个月以来最高值。就业指数为 9.6，低于前值 14.5，近 14 个月以来，就业指数已经两次低于 10，触及 9.6。由于劳动力的供应和雇佣者的技能要求方面存在着不匹配，使得在紧张的劳动力市场中找寻熟练工人的难度越来越大。物价获得指数为 24.7，连续 4 个月以来最低值，低于前值 27.7。新订单指数为 1.9，高于前值-2.4。物价支付指数为 19.7，低于前值 21.8，物价支付指数已经连续八个月下跌，为 2017 年 7 月以来最低水平。近 24%的企业报告本月的投入价格高于上月的 28%。企业自有制成品的价格，26%的企业报告价格上涨，低于上月的 33%。费城联储 3 月制造业指数走强，而纽约联储制造业指数则呈现相反的走势，说明美国费城地区的制造业增强，纽约低于的制造业趋弱。

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_13512

