

2019，美国经济靠什么？

——2019年美国宏观经济展望

宏观深度

- ◆ **2018年美国“一枝独秀”，2019年美国迈入“后减税时代”。**财政刺激减弱，外部环境变差，逆风因素增加。长达十年的经济复苏是否就此终结？还有哪些因素能支撑美国经济继续扩张？
- ◆ **投资上行动力或减弱。**海外需求放缓拖累设备投资，油价下跌对建筑投资不利，但如果特朗普能让基建发力，情况或改观。受利率上行、房贷抵扣下调、美元升值、移民政策收紧多重因素影响，住宅销售和投资承压。尽管如此，房市的系统性风险仍然可控，当前次级贷款发放标准比次贷危机前更加严格，发放金额和逾期未付比例也更低。
- ◆ **财富集中度提升，股票增值对消费的促进作用下降。**2018年上市公司大幅回购股票和分红，但由于美国个人股市参与度已显著下降，且财富向高收入者集中，回购和分红对消费的作用有限。2010年后美国家庭财富上升，但消费率却没有上升。1975-2008年，股票财富每上升1美元，消费平均增加0.027美元；但如果看1975-2018年，边际效应下降至0.018美元，缩水30%。
- ◆ **但中低阶层就业表现强劲，基础消费仍有支撑。**经济复苏的红利正在向中低阶层扩散，失业率已降至4%，低学历者的失业率显著低于以往周期末端的水平。工资增速突破3%，实际工资显著抬升，低学历者的实际工资涨得更快。由于中低收入者消费倾向更高，加上家庭部门资产负债表健康，消费或继续扩张，其中基础消费的表现可能更好。**私人消费占美国GDP的70%，消费若稳，经济也不会差。**
- ◆ **出口和政府支出不确定性较大。**全球经济放缓、中美贸易摩擦、美元升值等因素不利于出口。但如果中美两国能取消关税，或者中国进口更多的美国商品，将帮助出口反弹。政府停摆拖累一季度GDP增长，如果持续下去影响还会更大。**基准情形下，2019年美国GDP增速或降至2.5%，宏观上呈现投资偏弱、消费偏强的格局。如果全球经济超预期放缓，GDP增速或进一步下降。**
- ◆ **通胀存在上行可能。**油价下跌缓解通胀压力，但工资增速上行，消费扩张推升通胀。美元升值动力减弱，反通胀效应逐步消失。预计2019年CPI增速2.3%，核心CPI增速2.3%，走势前低后高，低点在二季度，高点在四季度。如果油价反弹超预期，或者工资加速上行，通胀可能更高。但如果劳动参与率持续改善，通胀压力或将得到缓解。
- ◆ **美联储加息放缓，关注缩表路径的潜在调整。**在全球经济放缓、资本市场调整的影响下，预计联储将在2019年一季度暂停加息，但全年加息或未止步，货币政策也难言大幅转向。预计缩表不会立即停止，但节奏存在调整的可能，联储资产负债表的合理规模或比之前预期的大。
- ◆ **四大风险值得警惕。**一是全球环境变差带来的经济下行风险，二是资产价格调整带来的金融风险，三是与特朗普有关的政治风险，四是由美联储引发的政策风险。

分析师

张文朗

021-52523808

zhangwenlang@ebscn.com

执业证书编号：S0930516100002

联系人

刘政宁

021-52523806

liuzn@ebscn.com

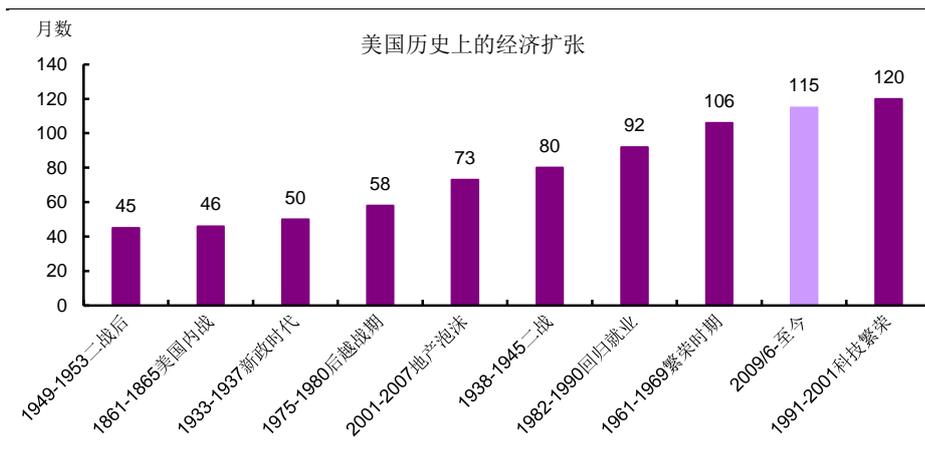
目录

引言	3
投资：刺激效果消退	3
消费：不靠财富，靠收入	6
出口：关注中美谈判	11
通胀：或有上行可能	12
货币：加息放缓，关注缩表路径.....	13
几个风险	14

引言

2018年，特朗普减税带来繁荣，美国经济“一枝独秀”。2019年，减税效应减弱，全球环境变差，资产价格率先调整，市场对美国经济的前景担忧增加。迈入“后减税时代”的美国经济能否继续前行？持续了十年的经济扩张是否就此戛然而止？（图1）。投资是否有韧性、消费是否继续扩张，都关乎经济增长能否实现“软着陆”。另一方面，宏观数据的变化，企业盈利的修正，以及货币政策的调整都可能加大市场波动，甚至引发次生风险。

图1：美国本轮经济扩张还能持续多久？

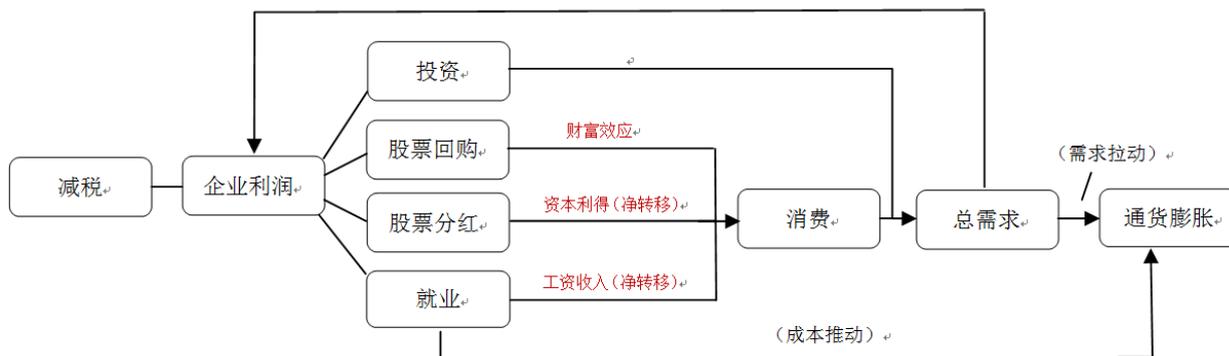


资料来源：NBER，光大证券研究所

投资：刺激效果消退

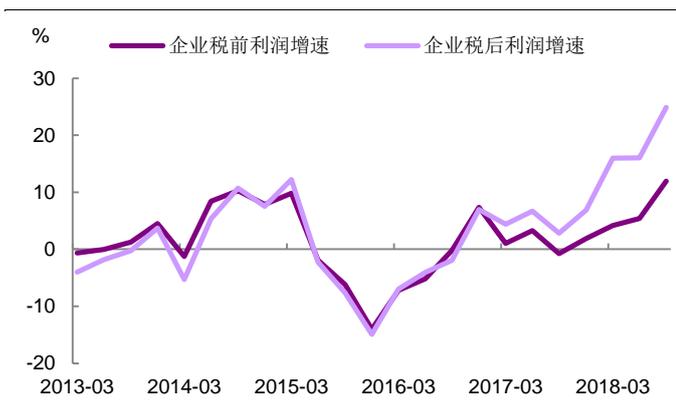
减税对经济的影响通过多个渠道显现（图2），其刺激效应可能在逐渐减弱。2018年一季度企业税前利润同比增速4%，而税后利润同比增速高达16%，显示出税改的效果（图3），截至到三季度，税后利润增速仍有24%。不过，2018年非住宅固定资产投资环比增速在一季度达到高点后呈下降趋势，同比增速稳定在7%左右，并未随利润的上升而增加（图4）。

图2：减税效应的传导机制



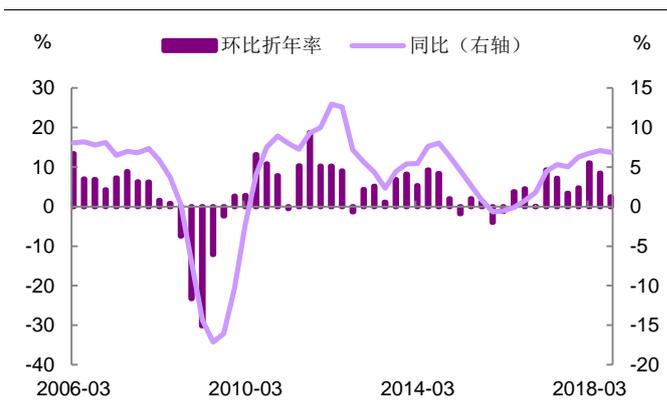
资料来源：光大证券研究所绘制

图 3：减税增加企业利润



资料来源：Wind，数据截至到 2018 年三季度

图 4：非住宅固定资产投资扩张放缓

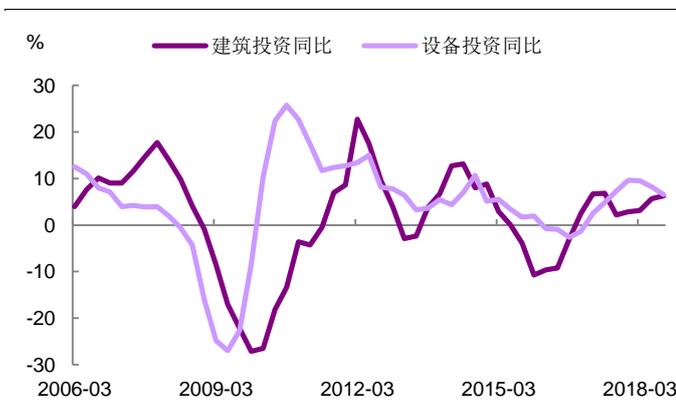


资料来源：Wind，数据截至到 2018 年三季度

从分项上来看，**设备类投资增速率先回落，这可能与全球经济放缓有关（图 5）**。历史上，设备投资增速与出口订单的关联度较高，表明全球经济对其影响较大（图 6）。2019 年全球经济可能继续放缓，预计设备投资增速将受到一定的抑制。

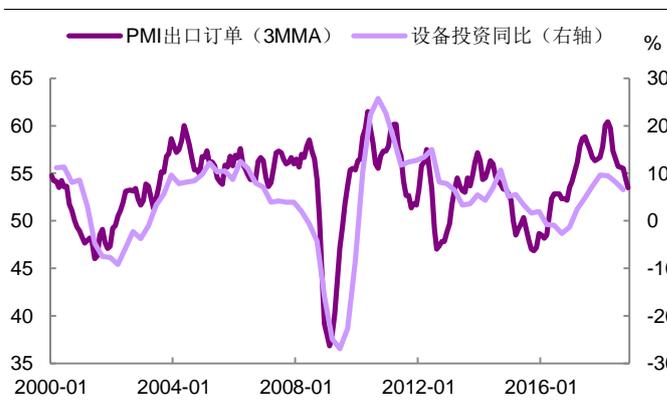
建筑类投资增速也可能边际下降，这主要是受油价下跌的影响。油价变化对滞后 16-24 周的钻井平台数影响显著（图 7），油价每下跌 10%，或降低滞后一个季度的采掘业投资 3%，降低滞后两个季度的投资 5%。如果 2019 年 WTI 油价中枢在 50 美元左右，预计采掘业投资将拖累 GDP 增长 0.1-0.2 个百分点（图 8）¹。

图 5：设备投资同比增速率先回落



资料来源：Wind，数据截至到 2018 年三季度

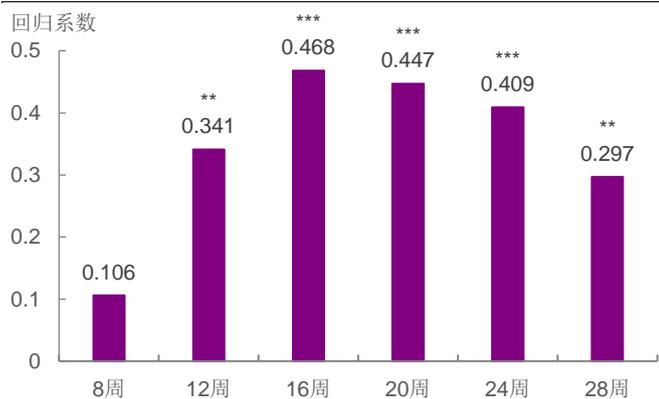
图 6：PMI 出口订单领先设备投资



资料来源：Wind，数据截至到 2018 年三季度

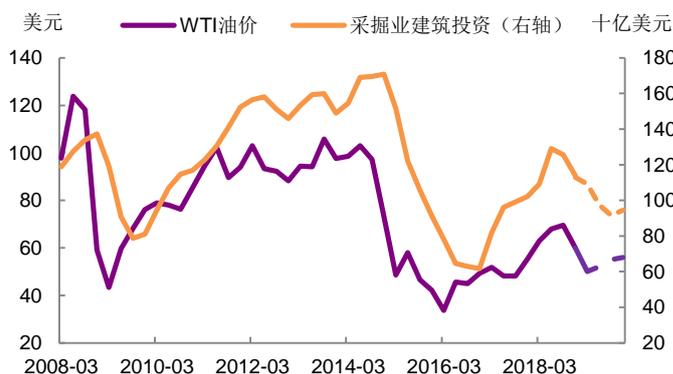
¹采掘业建筑投资占固定资产投资的比例在 4%左右，占 GDP 的比例不到 1%。

图 7：油价对滞后 16-24 周钻井平台数影响显著



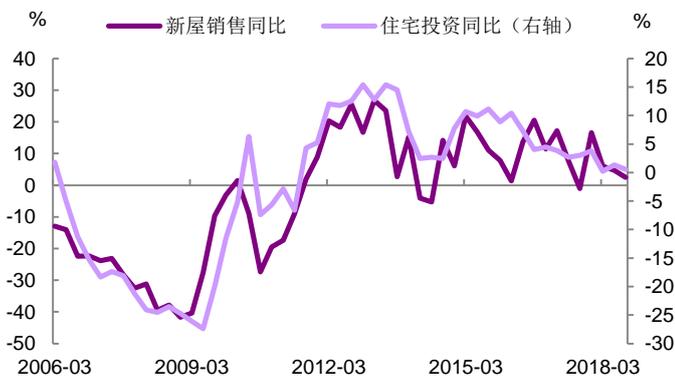
资料来源：Wind，光大证券研究所计算

图 8：油价下跌将抑制建筑投资



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。2019 年一季度起为预测数据

图 9：受多重因素影响，住宅销售和住宅投资疲软



资料来源：Wind，数据截至到 2018 年四季度

图 10：家庭部门的住宅可负担力下降



资料来源：美国房地产协会，Wind，数据截至到 2018 年四季度

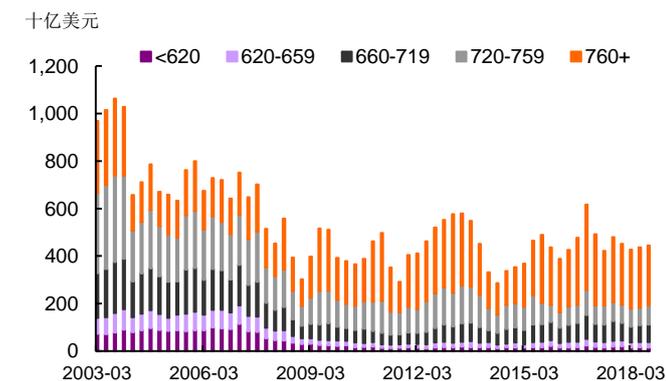
住宅类投资阻力重重，但 2019 年有望改善 (图 9)。2018 年住宅投资下滑主要受销售疲弱拖累，而销售又受多重因素影响：一是房贷利率上升，二是税改后房贷抵扣上限从 100 万下调至 75 万美元，使得美国家庭的住宅可负担力 (affordability) 下降² (图 10)，三是美元升值叠加移民政策收紧，抑制海外买家的需求。由于房贷抵扣政策的变动是一次性的，预计 2019 年这一影响会逐渐消失，住宅销售和住宅投资有望得到改善。

但房地产市场的系统性风险较小。与次贷危机前相比，当前次级贷款 (即积分较低的房贷) 发放标准更加严格，发放的金额也更低 (图 11)。从逾期未付的贷款比例来看，当期房贷未付比例也属于较低水平 (图 12)。相比之下学生贷款逾期未付的比例较高³，但 2018 年三季度数据显示，学生贷占总贷款的比例只有 11%，而房贷占比高达 70%。

² 住房负担能力指数是美国房地产协会根据房价和家庭收入数据编制、用于衡量一个典型的家庭是否有足够的收入以获得抵押贷款的指标。数字越大，说明获取贷款越容易；反之，压力越大。

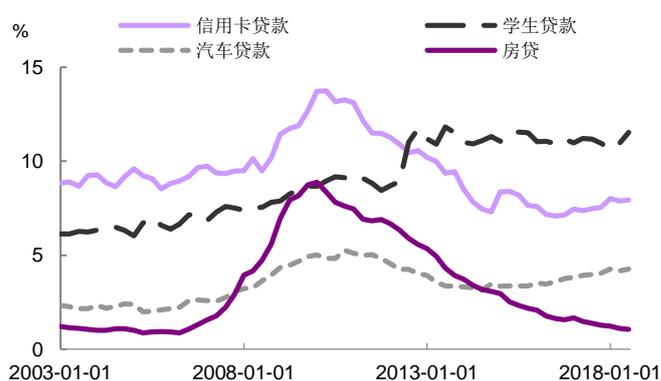
³ 导致学生贷款违约率上升的一个原因是，美国政府在 2008 年放宽了学生贷款条件 (参见 Ensuring Continued Access to Student Loans Act of 2008)，以鼓励继续学业。申请贷款的家长或学生被允许在毕业之后还款。到了 2012 年，部分毕业的学生无法按时还款，导致违约率上升。学生贷款的还款期一般可长达 10 年，其中很大一部分由政府担保或者补贴。

图 11：不同信用积分等级的家户的房贷额



资料来源：Fed，数据截至到 2018 年三季度

图 12：超过 90 天未还款的贷款占比

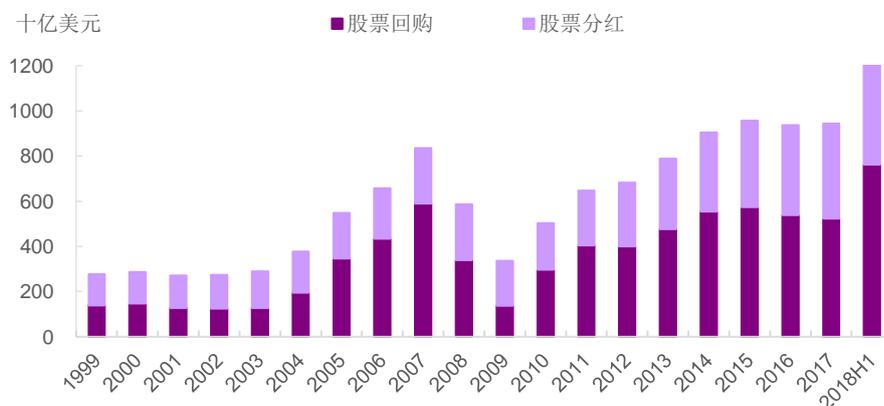


资料来源：Fed，数据截至到 2018 年三季度

消费：不靠财富，靠收入

受减税刺激，2018 年上市公司积极回购股票和分红，但由此带来的财富效应或有限。数据显示，2018 年上半年标普 500 企业股票回购年化金额约 8000 亿美元，分红年化金额超过 4500 亿美元，均为次贷危机以来最高水平（图 13）。理论上，股票回购带来财富效应，分红增加家庭资本利得收入，都可促进消费。

图 13：标普 500 企业股票回购和分红金额



资料来源：Bloomberg

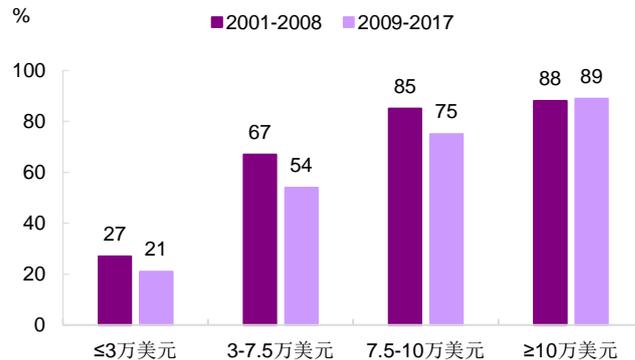
然而，次贷危机后美国个人的股市参与度已从 65% 下降至 53%，其中中低收入者的参与度下降较多，而高收入者的参与度反而略有上升（图 14-15）。这表明股票财富主要集中在高收入者手中，这也意味着，股市上涨带来的财富效应可能难以惠及普通民众，因此也无法有效地促进消费。另有数据显示，当前美国家庭的财富不平等较为严重，截至到 2014 年，前 1% 的富人财富占全社会的比例接近 40%（图 16）。

图 14: 美国民众股市参与度下降



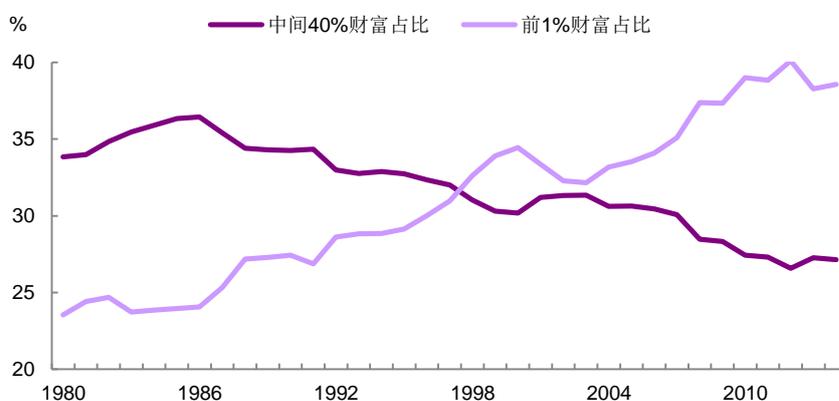
资料来源: 盖洛普, 数据截至到 2017 年

图 15: 中低收入者股市参与度下降较多



资料来源: 盖洛普, 数据为 2017 年

图 16: 美国财富不平等较为严重



资料来源: World Inequality Database

宏观数据也验证了股票财富效应减弱。历史上, 美国家庭净财富与消费率⁴有较明显的相关性。然而次贷危机后家庭净财富增加, 但消费率却停滞不前, 表明财富效应正在减弱 (图 17)。如果将家庭财富进一步拆分为股票、房地产、以及其他财富, 危机后股票财富显著增加, 但房地产财富增长较为缓慢⁵ (图 18)。

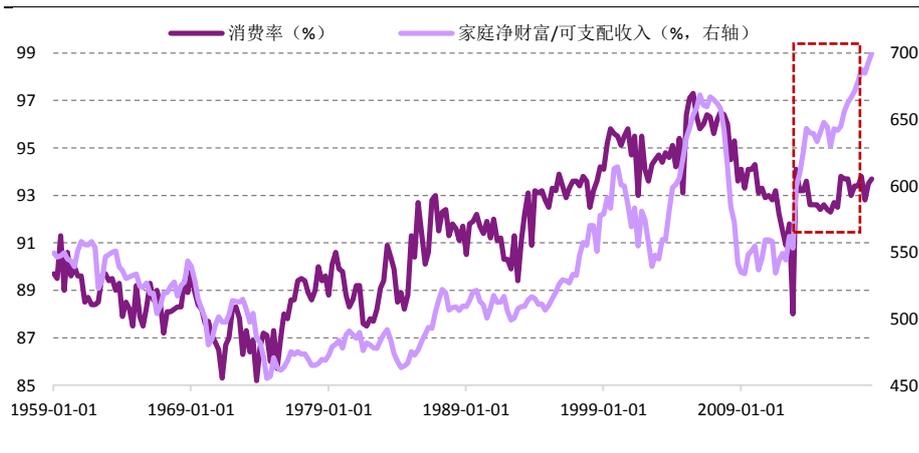
我们的分析表明, 危机后股票财富对消费的边际效应确实在减弱: 1975-2008 年, 股票财富每上升 1 美元, 家庭消费平均上升 0.027 美元; 1975-2018 年, 平均边际效应下降至 0.018 美元。相比之下, 房地产财富的平均边际效应从 0.032 上升至 0.043 美元 (图 19), 表明房地产的财富效应在上升。一个可能的原因是, 有资质的家庭可以通过房产做抵押进行再融资, 因此房地产资产价格将影响家庭部门的现金流, 从而影响消费开支⁶。

⁴ 消费率即个人消费支出与可支配收入的比例, 也等于 1 减去储蓄率。

⁵ 考虑到美国养老金多配置股票, 我们将家庭部门的养老金资产也归为股票资产。

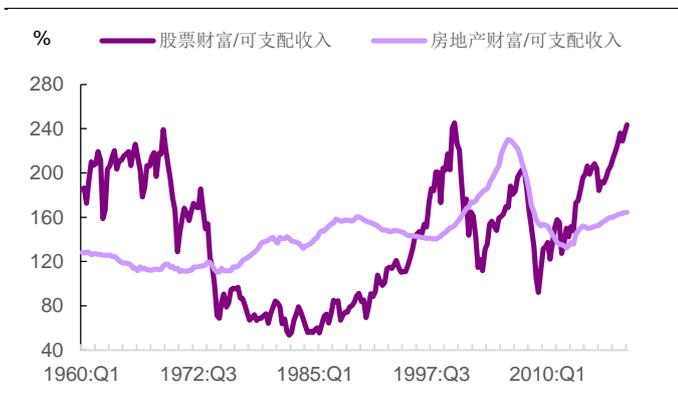
⁶ Duca (2017) 等人的研究显示, 美国房地产有显著的财富效应, 当房价上升、利率下降时, 家庭房产抵押再融资活动增加, 促进消费。详情参见 "Wealth Effects and US Consumer Spending"。

图 17：次贷危机后，财富对消费的刺激似乎在减弱



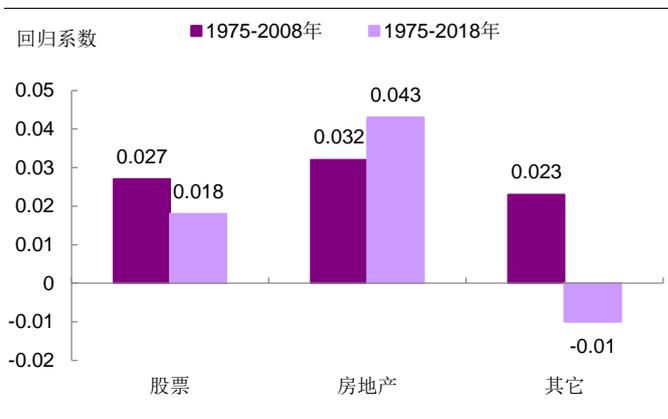
资料来源：Fed，数据截至到 2018 年三季度

图 18：危机后股票财富占收入比重上升较快...



资料来源：Fed，数据截至到 2018 年三季度

图 19：...但股票财富对消费的边际效应减弱



资料来源：Fed，光大证券研究所计算

不过，近两年劳动力市场表现强劲，支撑消费扩张。截至 2019 年 1 月，美国非农部门失业率为 4.0%，为近四十年来的低位（图 20）。时薪增速连续四个月高于 3%，其中服务业工资有加速上行的迹象（图 21）。我们用非农业企业非管理人员的就业、工资、以及 PCE 通胀数据构建了代表劳动者实际收入的指标，从历史上看这一指标与消费增速相关性较强（图 22）。我们预计，2019 年 1 月的新增非农就业下降至 15 万人，时薪增速上升至 3.0%。

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_14298



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn