

# 历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏

证券研究报告

2021年07月03日

## 作者

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

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：汇率双边市》  
2021-05-31
- 2 《宏观报告：把握大盘成长投资价值  
提升的窗口期》 2021-05-28
- 3 《宏观报告：5月资产配置报告》  
2021-05-27

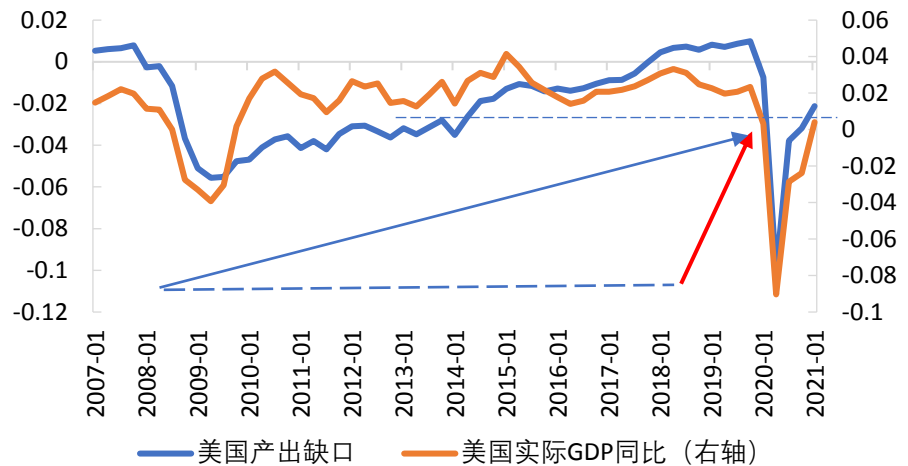
短期来看，随着财政政策到期，货币政策缩减 QE，依靠补贴的消费回落（仅服务还在复苏）；疫情好转后改善型需求回落，房地产销售和 investment 放缓；生产端的耐用品订单增速和 ISM 制造业订单指数已经从高点回落，连续走平。以上需求回落、生产放缓的种种迹象表明，历史最快的复苏可能正在演变成历史最快结束的复苏，财政刺激到期后的“戒断反应”正在到来。而已经进入财政货币化的美国政府能否回归政策正常化，将是一个巨大的疑问。

**风险提示：【美国财政超预期，美国货币政策宽松超预期，美国通胀超预期】**

## 一、历史上最快的复苏——没有去杠杆，高度依赖财政货币刺激

尽管新冠疫情带来的美国经济自二战以来最深的一次衰退，但这一次恢复的速度远超过了过去三十年任何一次复苏。2008 年美国衰退历时 18 个月，而这次衰退仅历时不到 3 个月。这一次美国经济从深度衰退到 V 型复苏，再到出现过热迹象，只用了不到 1 年的时间。这一次用 1 年时间就经历了上一轮 2008 年-2014 年的过程，速度差不多是上次金融危机后的六倍。到目前为止，美国 GDP 产出已经快恢复到疫情前的水平；失业率回落至 6% 以下，大约是 2014 年底的水平。

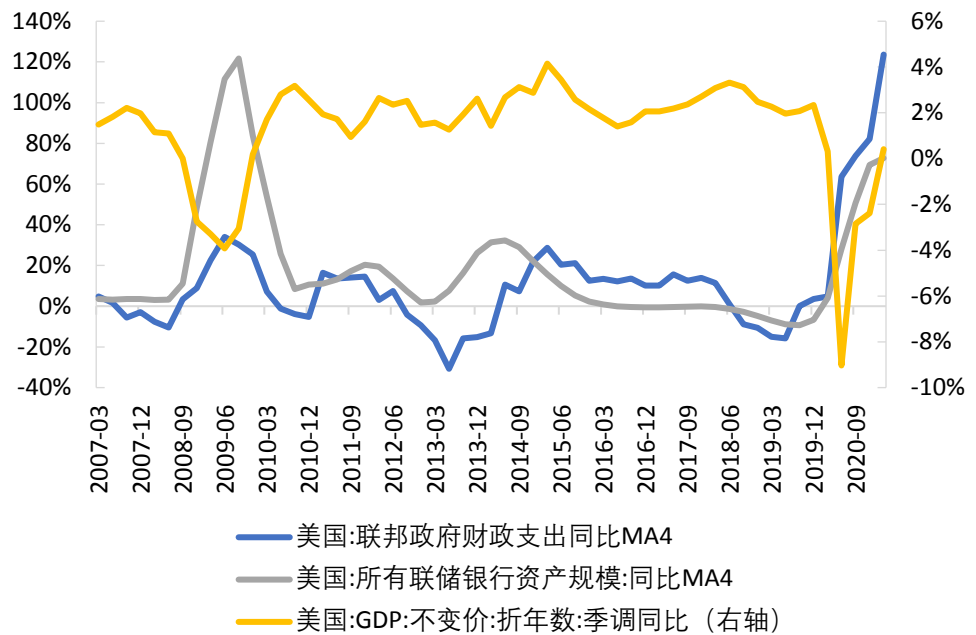
图 1：美国产出缺口及美国实际 GDP 同比



资料来源：FRED，天风证券研究所

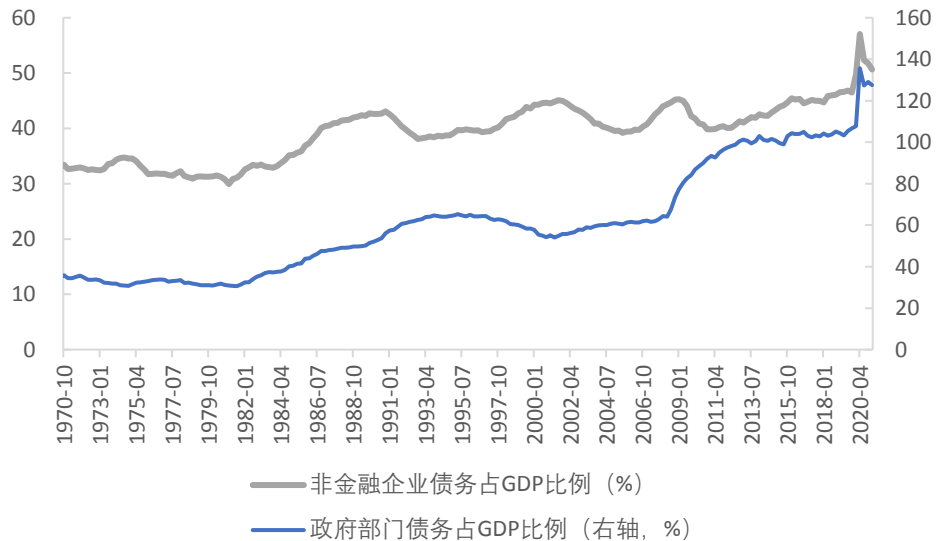
这一次疫后经济恢复，不像是衰退后的复苏(recover)，更像是关停后的重启(restart)。快速重启的核心原因是这一次危机没有摧毁财富，没有去杠杆，反而带来了财富膨胀和加杠杆。**根源是财政和货币的双宽松。**为应对新冠疫情和经济衰退，美国政府推出了六轮约 3.4 万亿美元的财政计划。2020 财年美国联邦赤字扩张了 3.1 万亿美元，赤字率 15.2%，2020 年末美国国债余额创下 26.9 万亿美元的历史新高。美联储迅速行动，除重新启用金融危机时期的零利率和资产购买计划外，还创设了新的政策工具，如一级交易商信贷工具(PDCF)、商业票据融资工具(CPFF)等间接介入二级市场干预支持金融市场稳定。

图 2：美国联邦政府财政支出同比及联储银行资产规模同比及美国 GDP 同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：政府和企业部门债务占 GDP 比例在疫情期间再创新高



资料来源：FRED，天风证券研究所

**超常规的货币财政刺激带来的效果立竿见影。美国政府大幅加杠杆保障了美国居民和企业部门资产负债表的相对健康。**小企业和居民是重点救助对象，对居民，美国提供了大量的资金补助，比如扩大失业补助覆盖人群，发放失业救济额外补贴，延长失业保险期限，向中低收入家庭发放一次性补贴等。对企业，美国提供了大量的流动性支持，包括税费减免或递延，允许企业结转最多 5 年的亏损，向大企业提供贷款或担保，向小企业提供贷款并满足一定条件后予以免除。

在财政和货币的双重刺激下，2020 年美国私人部门（居民和企业）收入同比增长 7%，远高于 2010 年-2019 年 3.7% 的年平均增长率。**债券市场和权益市场融资功能很快恢复，企**

业现金流相对充裕，居民财富大幅膨胀。

## 二、可能也是最快结束的复苏——刺激到期，复苏减速，经济见顶

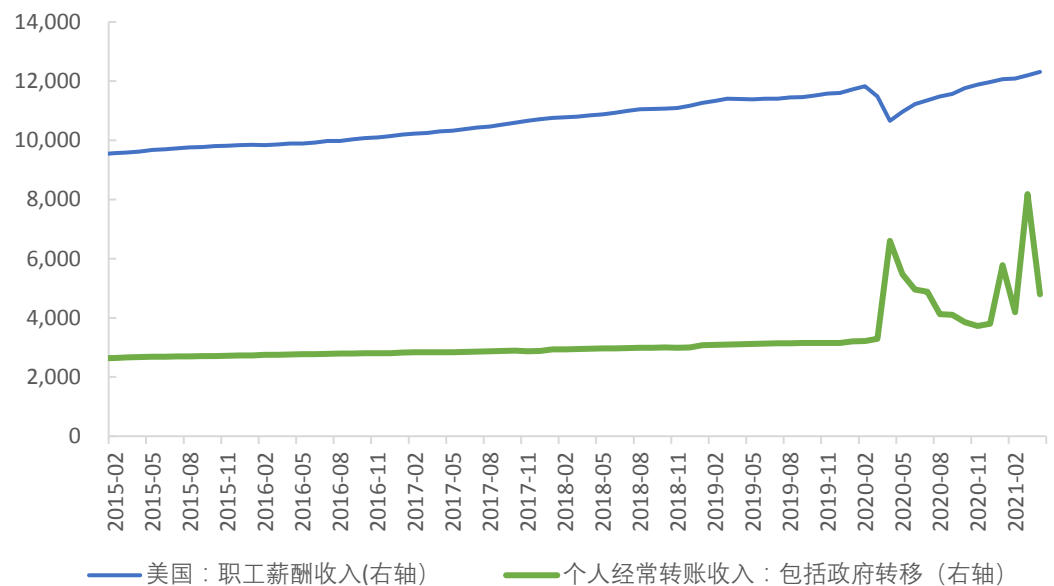
这一次历史最快的经济复苏高度依赖“吃药”，但药不能当饭吃。特朗普时期，美国政府就提到了疫情之后的政策退出问题。如今美国经济的产出缺口已经接近闭合，逐渐退出超常规政策合情合理。

一系列疫情期间的特殊政策正在陆续退出。比如针对中小企业的薪酬保护计划已于5月31日到期，联邦失业救济金（每周300美元）将于9月6日到期，但目前至少有24个州（多数由共和党执政）已经提前结束发放。房贷违约延期已于6月30日到期，房租违约延期（驱逐禁令）将于7月31日到期。而缩减QE大概率在今年四季度到明年初落地。

但是过去一年经济已经对刺激产生依赖，一旦停止吃药，“戒断效应”将随之而来。财政货币退出宽松后，高度依赖政策刺激的复苏可能会很快结束。

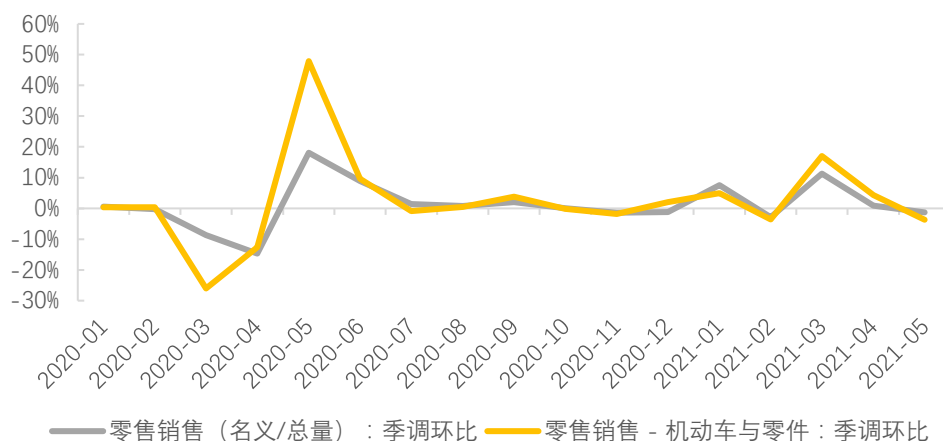
尽管居民传统收入（工资、租金、利息）仍在增长，但疫情期间曾占居民收入42%的财政补贴快速下滑至30%以下，4月居民收入环比下滑15%。结果是除服务以外的消费数据都在下滑。4月和5月，美国零售销售的季调环比增速回落至0.89%和-1.35%，除汽车外为4.28%和-3.71%，接连低于预期。个人消费支出环比增速回落至0.27%和-0.43%，其中耐用消费品的消费增速大幅下滑，4月和5月为0.9%和-3.3%。前期在财政刺激下实物消费已经透支，补贴退坡后实物消费明显下滑。

图4：居民收入构成：政府转移收入回落（十亿美元）



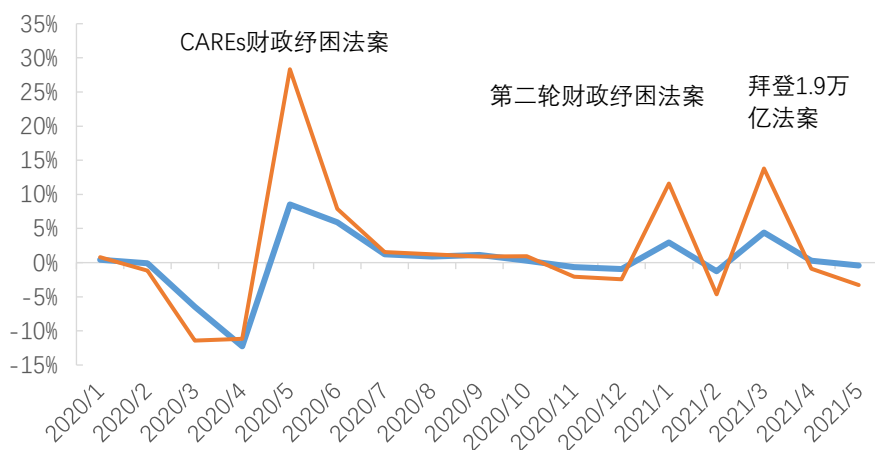
资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 5：4、5 月零售接连低于预期



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 6：实际个人消费支出及耐用消费品季调月度数据环比 (%)



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

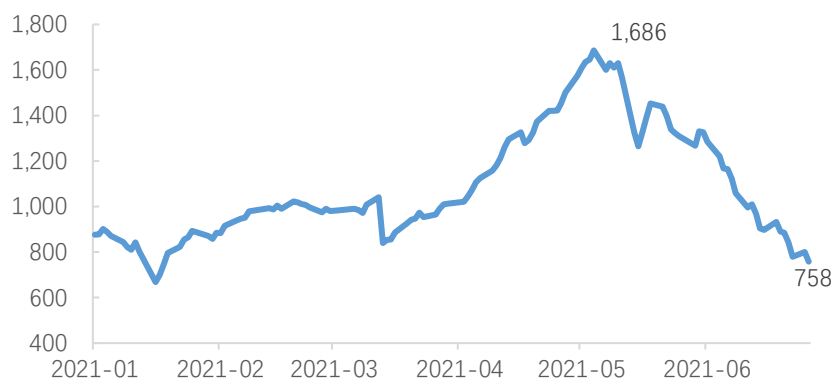
**最先复苏也是被寄予厚望的美国房地产销售，已经连续 4 个月回落。**房地产销售与长周期美债（10-30 年）高度相关。5 月份季调后成屋年化销售为 580 万套，连续第四个月出现下降，同时也创下了十个月以来的新低。而且**成屋销售下滑的原因并不能归结为无房可卖**，因为美国房地产投资也开始回落，5 月新屋营建许可和新屋开工均较 4 月下滑，木材价格已经从最高点 1700 美元左右回落至 700 美元左右。7 月底房贷违约延期到期可能给地产销售和**投资带来更多压力。**

图 7：美国成屋销售连续下滑四个月（单位：万套，年化）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：木材价格已经腰斩（美元/千板英尺）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：美国房地产投资也开始回落

70

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\\_20524](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20524)

