

2020 年 07 月 11 日

美国经济之辩

宏观研究团队

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

虽然实际利率水平已降至历史低位、有利于企业盈利修复，但疫情对私人部门资产负债表修复进程的干扰，可能使美国经济在疫情影响消退前难以大幅改善。

● **开启复工以来，美国经济活动重新升温，但整体修复节奏较慢、远不及德国等**5月以来，随着各州陆续复工复产，美国经济活动重新升温，企业生产、线下消费等开始恢复。5月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开始推进复工复产。受此影响，美国经济活动重新升温。高频数据来看，美国企业生产端，钢铁产量、发电量等纷纷提升；居民线下消费端，零售销售、餐馆用餐人数等止跌反弹。

虽已重启，但美国经济的整体修复节奏较慢，远不及复工时间相近的德国、以及更晚的意大利等。从美国经济领先指标 WEI 指数的变化来看，开启复工至今，WEI 指数虽有反弹，但反弹幅度不足 40%、依然远低于疫情爆发前。与德国、意大利等相比，无论是线下消费、还是人员流动等，美国的修复速度明显更慢。

● **美国经济能否加速改善？低利率环境下私人部门资产负债表修复进程是关键**历次美国经济走出衰退，与低利率环境降低融资成本、支撑企业盈利止跌反弹紧密相关。企业盈利是美国经济核心驱动力，领先消费、投资及 GDP 等变化；同时，企业盈利主要受融资及劳动力成本影响。经验显示，历次美国经济走出衰退背后，是美联储放松货币、实际利率回落等降低融资成本，支撑企业盈利反弹。美国经济走出衰退后的复苏节奏，主要受私人部门资产负债表修复进程等影响。举例来看，2001 年、1968 年，美国经济下行的同时，分别遭遇“911”事件、大流感疫情冲击。随着上述公共危机事件持续拖累私人部门资产负债表修复进程，美国经济在 2001 年、1968 年最终呈现“U 型”复苏，修复节奏远慢于 2008 年等。

● **随着实际利率大降，美国经济已具备走出衰退能力，但节奏上可能受疫情影响**伴随着美联储大幅放松货币、带动实际利率降至历史低位，美国经济已具备走出衰退能力。疫情爆发以来，美联储多次紧急降息，并重启 QE、释放大量流动性。受此影响，美国实际利率快速回落至-0.8%左右的历史低位水平。对于美国经济而言，随着实际利率大幅回落、支撑企业盈利止跌反弹，已具备走出衰退的能力。疫情对私人部门资产负债表修复的干扰，可能使美国经济在疫情影响消退前难以大幅改善。因部分州“带病”激进复工等，美国疫情 6 月以来大幅反弹。受此影响，美国失业潮等改善缓慢，私人部门资产负债表修复进程持续放缓。这意味着，在疫情对经济的干扰结束前，美国经济或大幅改善。极端情况下，若疫情持续大幅恶化、引发政府实施第二轮防疫封锁措施，不排除美国经济二次探底风险。

● **风险提示：**美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施。

相关研究报告

《宏观深度报告-房地产链的“形”与“势”》-2020.7.6

《宏观深度报告-近八千个项目，解密专项债“新”动向》-2020.7.6

《宏观深度报告-影响美国大选的两条关键逻辑》-2020.7.4

目 录

1、 5月以来，美国开始复工复产，但经济整体修复节奏较慢.....	4
1.1、 5月以来，随着各州陆续开始复工复产，美国经济活动重新升温.....	4
1.2、 重启以来，美国经济整体的修复节奏较慢，不及德国、意大利等.....	6
2、 美国经济能否加速改善？低利率下资产负债表修复是关键.....	7
2.1、 历次美国经济走出衰退，与低利率环境缓解偿债压力紧密相关.....	7
2.2、 美国经济走出衰退后复苏节奏，受资产负债表修复进程等影响.....	10
3、 此次疫情对经济干扰结束前，美国经济或难以大幅改善.....	12
3.1、 伴随着实际利率已降至历史低位，美国经济具备走出衰退的能力.....	12
3.2、 此次疫情对经济行为的干扰结束前，美国经济或将难以大幅改善.....	14
4、 研究结论.....	18
5、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 5月以来，美国开启复工的州的 GDP 合计占比持续提升.....	4
图 2： 复工后，美国居民工作时长增加，居家时长减少.....	5
图 3： 复工后，美国居民增加外出、娱乐活动.....	5
图 4： 复工推进下，美国发电量数据开始提升.....	5
图 5： 复工推进下，美国钢铁产量开始增加.....	5
图 6： 复工推进下，美国零售销售环比逐步修复.....	5
图 7： 复工推进下，美国餐馆堂食用餐人数同比降幅收窄.....	5
图 8： 复工以来，美国经济领先指标 WEI 指数修复较慢.....	6
图 9： 复工以来，美国红皮书商业零售销售同比持续低企.....	6
图 10： 复工以来，美国零售销售修复节奏慢于德国.....	6
图 11： 复工以来，美国餐馆用餐人数增加速度慢于德国.....	6
图 12： 美国居民工作时长增加速度慢于法国、意大利.....	7
图 13： 美国居民居家时长下滑速度慢于法国、意大利.....	7
图 14： 美国居民外出时长修复速度慢于法国、意大利.....	7
图 15： 美国居民娱乐时长提升速度慢于法国、意大利.....	7
图 16： 美国经济周期中，企业盈利一般领先 GDP 变化.....	8
图 17： 美国经济中，企业盈利往往领先消费、投资变化.....	8
图 18： 美国经济的运行框架中，企业盈利是核心.....	8
图 19： 美国企业利润和劳动力成本变化负相关.....	8
图 20： 美国企业利润和融资成本变化负相关.....	8
图 21： 美国企业劳动力成本主要受就业市场景气影响.....	9
图 22： 美国企业融资成本主要受美联储政策影响.....	9
图 23： 2001 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升.....	9
图 24： 2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升.....	9
图 25： 历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关.....	10
图 26： 美国经济 1968 年、2001 年修复慢于 2008 年.....	10
图 27： 美国经济 1968 年、2001 年修复慢于 1991 年.....	10
图 28： 美国经济不同复苏节奏下，美股走势大相径庭.....	10

图 29: 不同时期, 美国私人消费增速止跌反弹节奏不同.....	11
图 30: 不同时期, 美国私人投资增速止跌反弹节奏不同.....	11
图 31: 不同时期, 美国居民收入增速止跌反弹节奏不同.....	11
图 32: 不同时期, 美国非农就业增速止跌反弹节奏不同.....	11
图 33: 2001 年, 美国企业偿债率下滑速度慢于 2008 年.....	12
图 34: 2001 年, 美国居民偿债率下滑速度慢于 2008 年.....	12
图 35: 2001 年后, 美国申请失业金人数持续高企	12
图 36: 2001 年后, 美国居民资产负债率水平快速抬升	12
图 37: 疫情爆发后, 美联储大幅降息、重启 QE	13
图 38: 美联储宽松货币政策下, 美国利率水平大幅回落.....	13
图 39: 4 月以来, 美国高等级商业票据利率快速回落.....	13
图 40: 4 月以来, 美国投资级、垃圾债信用利差双双收窄.....	13
图 41: 伴随美联储降息, 美企利息支出增速快速回落.....	13
图 42: 伴随实际利率下行, 美企利息支出增速快速回落.....	13
图 43: 伴随融资成本下滑, 美国企业盈利趋于止跌反弹.....	14
图 44: 劳动力成本的回落, 将有助于美国企业盈利修复.....	14
图 45: 美国企业盈利的弱领先指标制造业 PMI 有所反弹	14
图 46: 美国企业盈利同步指标资本品新订单有所反弹.....	14
图 47: 6 月以来, 美国疫情大幅反弹	15
图 48: 6 月以来, 共和党掌控的州疫情形势急剧恶化.....	15
图 49: 美国疫情形势严峻的州, 主要是共和党州	15
图 50: 佛罗里达、德克萨斯等共和党州疫情急剧恶化.....	15
图 51: 疫情反弹下, 美国持续领取失业金人数下滑缓慢.....	15
图 52: 疫情反弹下, 美国消费者信心指数持续低企	15
图 53: 6 月下旬以来, 佛罗里达、德州等餐馆用餐数下滑	16
图 54: 6 月下旬以来, 肯塔基、犹他州等餐馆用餐下滑.....	16
图 55: 美国疫情反弹州超过一半, 就业、GDP 占比较大.....	17
图 56: 美国疫情反弹的州, 前期失业情况更为严峻	17
表 1: 5 月前后, 美国大部分州陆续解除“禁足令”.....	4
表 2: 中国暂时领跑新冠病毒疫苗研发, 美国、德国、英国等有序推进.....	16
表 3: 疫情反弹下, 美国多个州宣布暂停进一步复工计划或撤回部分复工安排.....	17

虽然实际利率水平已降至历史低位、有利于企业盈利修复，但疫情对私人部门资产负债表修复进程的干扰，可能使美国经济在疫情影响消退前难以大幅改善。

1、5月以来，美国开始复工复产，但经济整体修复节奏较慢

1.1、5月以来，随着各州陆续开始复工复产，美国经济活动重新升温

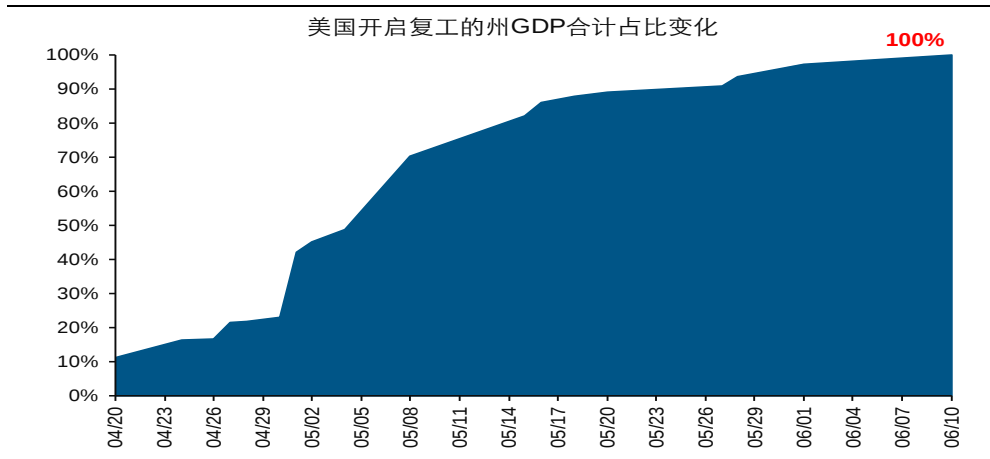
5月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开始推进复工复产、重启经济。3月疫情快速蔓延后，美国大部分州开始实施“禁足令”（要求居民待在家中），以提升疫情防控力度。5月前后，随着整体疫情进入平台期，以及特朗普公布复工指引，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开启复工。6月10日，在弗吉尼亚州宣布正式复工后，美国进入到复工阶段的州的占比达到了100%。

表1：5月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”

州	复工日期	州	复工日期
田纳西州	4月20日	伊利诺伊州	5月1日
德克萨斯州	4月20日	俄亥俄州	5月1日
佛蒙特州	4月20日	印第安纳州	5月1日
南卡罗来纳州	4月21日	缅因州	5月1日
俄克拉何马州	4月24日	爱达荷州	5月1日
佐治亚州	4月24日	佛罗里达州	5月1日
科罗拉多州	4月27日	堪萨斯州	5月4日
爱荷华州	4月27日	新罕布什尔州	5月4日
肯塔基州	4月27日	北卡罗来纳州	5月8日
密西西比州	4月27日	宾夕法尼亚州	5月8日
西弗吉尼亚州	4月28日	新墨西哥州	5月15日
阿拉巴马州	4月30日	路易斯安那州	5月15日
亚利桑那州	5月1日	明尼苏达州	5月18日
北达科他州	5月1日	华盛顿州	5月31日
印第安纳州	5月1日	弗吉尼亚州	6月10日

资料来源：美国各州政府官网、开源证券研究所

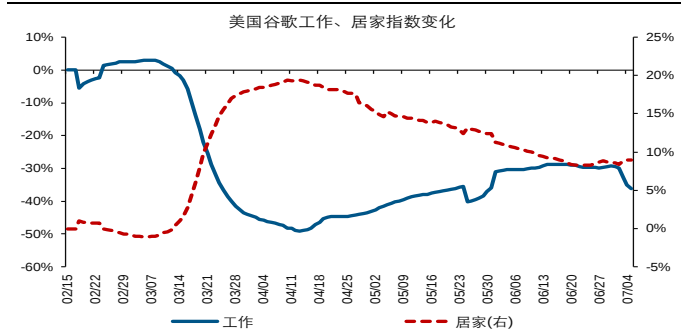
图1：5月以来，美国开启复工的州的GDP合计占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

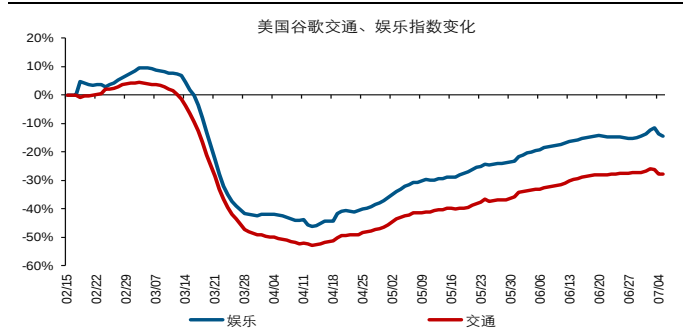
开启复工以来，美国居民的居家时间开始减少，工作、娱乐、外出时长不断增加。谷歌居家、工作、娱乐、交通指数，可以较好地衡量居民的居家、工作、娱乐、外出的时长。复工以来，美国居民的居家时长开始减少，谷歌居家指数由 18% 回落至 9%。与此同时，美国居民的工作、娱乐、外出时长持续增加，谷歌工作、娱乐、交通指数分别由-45%、-41%、-49%回升至-36%、-14%、-28%。

图2: 复工后，美国居民工作时长增加，居家时长减少



数据来源: Google、开源证券研究所

图3: 复工后，美国居民增加外出、娱乐活动



数据来源: Google、开源证券研究所

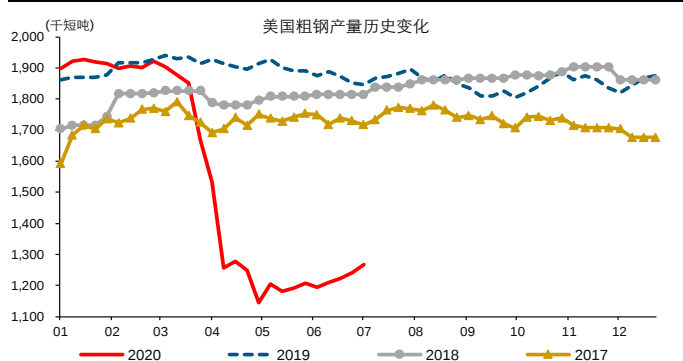
伴随复工推进，美国企业逐步恢复生产，零售、餐饮等线下消费开始复苏。企业生产端数据显示，5月以来，美国粗钢产量止跌反弹，从 1144 千短吨/天逐步增加至 1268 千短吨/天；同时，美国发电量从 64307Gwh/天提升近 40 个百分点至 87540Gwh/天。线下消费端，5月初至今，美国餐馆堂食用餐人数同比增速由-100%逐步修复至-65%左右，零售销售环比也由-97%抬升至-52%。

图4: 复工推进下，美国发电量数据开始提升



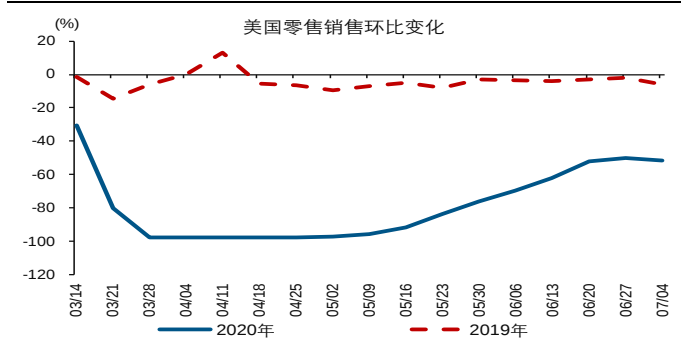
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 复工推进下，美国钢铁产量开始增加



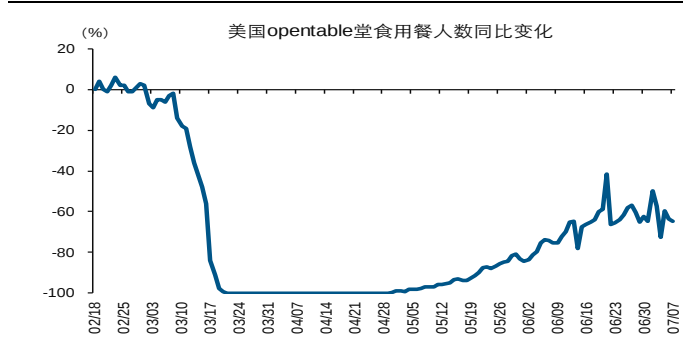
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 复工推进下，美国零售销售环比逐步修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 复工推进下，美国餐馆堂食用餐人数同比降幅收窄

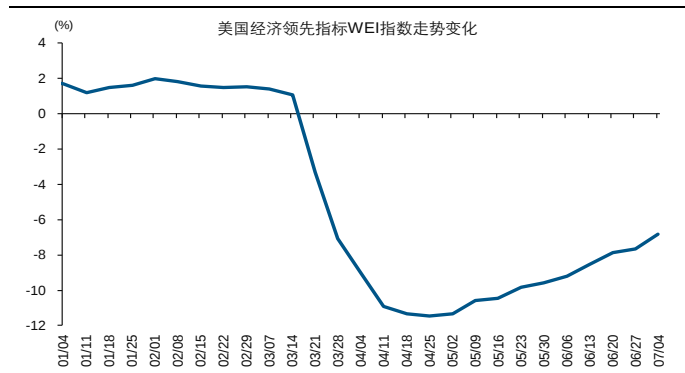


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、重启以来，美国经济整体的修复节奏较慢，不及德国、意大利等

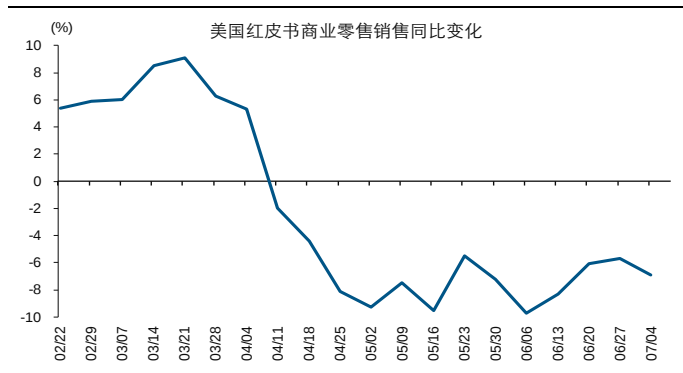
虽然复工以来经济活动重新升温，但美国经济的整体修复节奏较慢，经济发展水平较疫情爆发前依然存在较大差距。以高频的美国经济领先指标 WEI 指数和同步指标红皮书商业零售销售同比数据变化为例。疫情大范围蔓延后，WEI 指数、红皮书商业零售销售同比增速在 6 周内，分别由 1.1%、5.3% 大幅下滑至 -11.5%、-9.5%，创历史新低。复工开启以来，WEI 指数虽然有所反弹，但截止到 6 月 27 日，经历 8 周的改善后，依然仅达到 -6.8% 的水平，远低于疫情爆发前。与 WEI 指数走势相似，红皮书商业零售销售同比增速改善较慢，目前仅修复至 -6.9%。

图8：复工以来，美国经济领先指标 WEI 指数修复较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

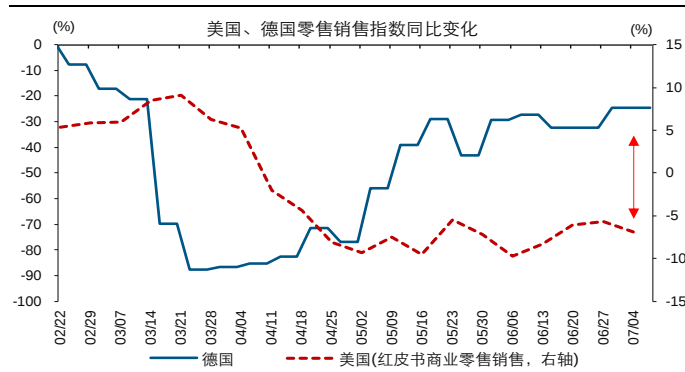
图9：复工以来，美国红皮书商业零售销售同比持续低企



数据来源：Wind、开源证券研究所

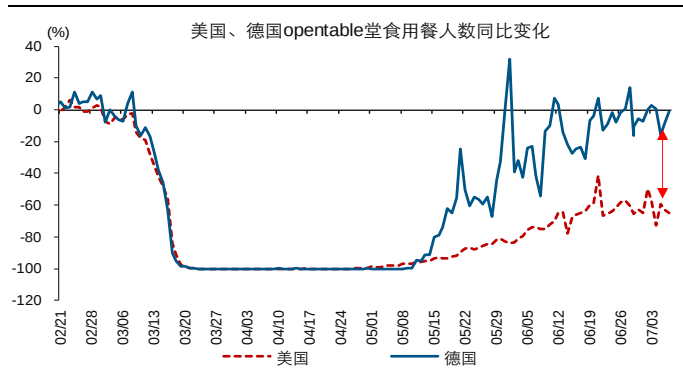
全球范围来看，美国经济的修复节奏，远远不及复工开启时间相近的德国。德国自 4 月 20 日起开始复工，复工时间与美国相近。但从复工后的经济修复节奏来看，德国远快于美国。例如，4 月下旬以来，德国零售销售同比增速由 -72% 大幅改善至 -25%，而同期美国零售销售（红皮书商业零售销售）同比增速仅从 -8.1% 反弹至 -6.9%。餐饮消费方面，近 2 个月来，德国餐馆堂食用餐人数同比增速由 -100% 抬升至 -1%，而美国用餐人数同比增速仅从 -100% 修复至 -65% 左右。

图10：复工以来，美国零售销售修复节奏慢于德国



数据来源：Wind、开源证券研究所

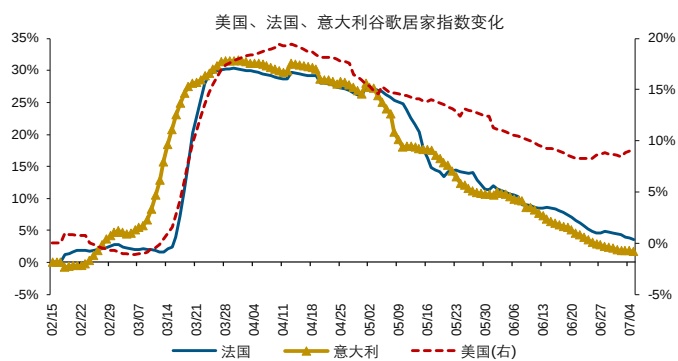
图11：复工以来，美国餐馆用餐人数增加速度慢于德国



数据来源：Wind、开源证券研究所

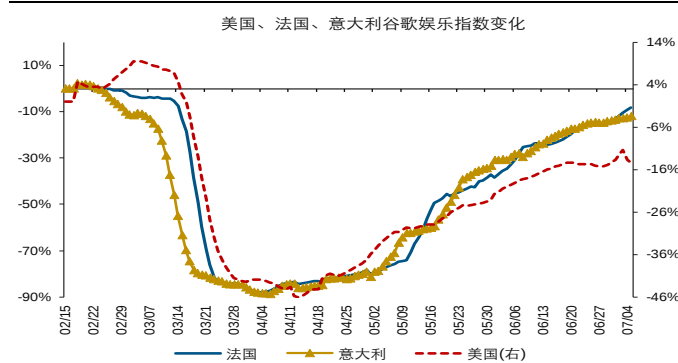
美国经济的修复节奏，甚至慢于复工开启时间相对更晚的意大利、法国等。意大利、法国开启复工的时间分别为 5 月 4 日、5 月 11 日，晚于美国。但从经济修复节奏来看，意大利、法国均快于美国。以谷歌指数为例，复工至今，意大利、法国谷歌工作指数分别提升了 22、47 个百分点，超过美国的 9 个百分点；意大利、法国谷歌交通指数分别提升 33、85 个百分点，超过美国的 22 个百分点。谷歌居家指数上，意大利、法国分别下降了 16、23 个百分点，也超过了美国的 9 个百分点。

图13: 美国居民居家时长下滑速度慢于法国、意大利



数据来源：Google、开源证券研究所

图15: 美国居民娱乐时长提升速度慢于法国、意大利



数据来源：Google、开源证券研究所

2.1、 历次美国经济走出衰退，与低利率环境缓解偿债压力紧密相关

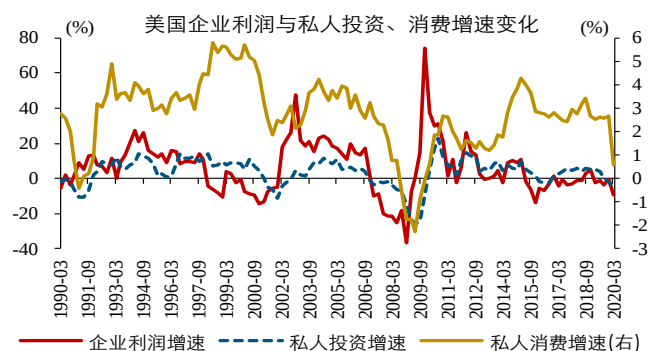
美国经济周期中，企业盈利是最核心的驱动力，领先私人投资、消费及 GDP 等变化。虽然美国 GDP 中私人消费占比接近 70%，但企业盈利才是驱动美国经济的最大核心动力。从美国经济的运行逻辑来看，私人投资和私人消费共同主导 GDP 走势。其中，私人投资直接由企业盈利决定，私人消费主要受劳动力市场影响（通过收入影响消费），而后者景气变化与企业盈利走势密切相关。回溯美国历史数据，企业盈利增速一般领先私人投资、消费及 GDP 增速变化。

图16: 美国经济周期中, 企业盈利一般领先 GDP 变化



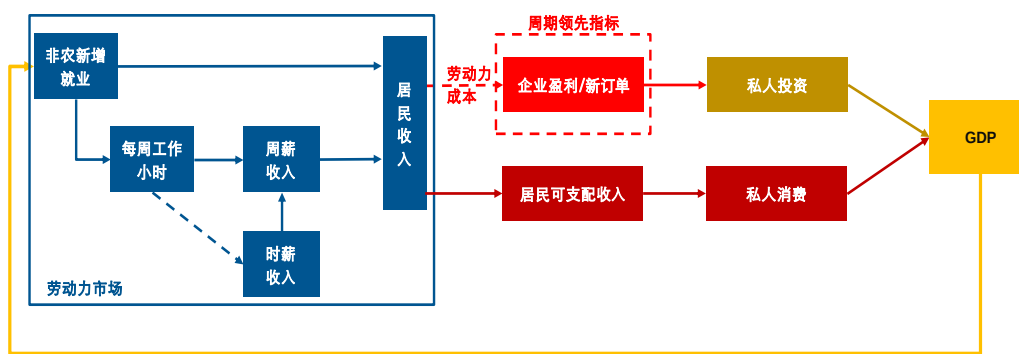
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美国经济中, 企业盈利往往领先消费、投资变化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 美国经济的运行框架中, 企业盈利是核心



数据来源: Wind、开源证券研究所

美国企业盈利的走势, 与企业的劳动力成本和融资成本等变化高度负相关。美国企业的生产成本, 主要包括劳动力成本、融资成本、资本折旧等。由于占比高、波动大, 劳动力成本和融资成本的变化, 对美国企业盈利影响最大。历史经验来看, 劳动力成本和融资成本增速抬升时, 美国企业盈利增速往往加速回落; 而劳动力成本和融资成本持续回落时, 美国企业盈利一般加速增长。

图19: 美国企业利润和劳动力成本变化负相关

图20: 美国企业利润和融资成本变化负相关

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_3999

