

美国：勿高估系统风险，勿低估政策空间

—— 疫情宏观影响报告之十九

宏观深度

◆ 要点

新冠疫情在美国本土蔓延速度加快，2020年3月13日，特朗普宣布美国进入国家紧急状态。疫情导致美国部分经济活动停摆，严重冲击了美国航空运输、餐饮等行业，预计将对2020年美国经济造成较大的影响。

但美国这一次冲击更有可能是一次短期的、深幅的冲击，目前来看，重演一次系统性金融危机的概率还不太大。跟次贷危机前相比，当前美国的经济和金融市场相对更为稳健。美国金融市场虽然存在估值高、企业债务杠杆过高、BBB级企业债顺周期等风险，但是这些金融产品规模和复杂程度远小于金融危机时美国的次级债市场。次贷危机之后，美国监管机构对金融系统进行了更为严格的监管，降低了系统性冲击的风险。

特朗普总统宣布美国进入国家紧急状态之后，美国政府应对新冠肺炎疫情的态度发生了积极的转变。同时美国现在仍然拥有较为充足的货币政策空间、财政政策空间，更重要的是由于过去金融严监管，美国现在还具备了一定的放松监管空间。

总而言之，本次疫情会对美国短期经济造成较大打击，但只要政策不出现错误，应对及时，新冠疫情导致系统性金融危机的概率还不是很大。不过，接下来一段时间内金融市场较大波动还可能会出现，市场还是要紧密关注短期内这些变化带来的冲击。

风险提示：全球新冠肺炎疫情有可能强烈冲击全球经济。国内外宏观和公共卫生政策的改变，以及全球疫情的走势，将会主导近期资本市场表现。同时应对系统性金融风险，取决于全球央行处理的速度，政策层忽视风险或处理速度缓慢，也会增加金融危机爆发的概率。

分析师

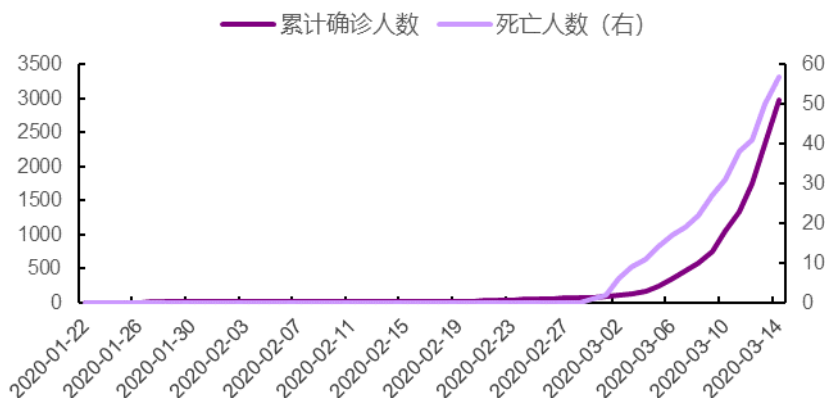
张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebcn.com

美国疫情继续恶化

截至3月14日，美国确诊人数共计2969人，确诊病例遍布超过30州，死亡人数达57人（图1）。但随着检测能力的增强，美国疫情数字最糟糕的时刻或许还未到来。

图1：截至3月14日19点，美国累计新冠肺炎确诊和死亡人数



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至日期：2020年3月14日

新冠肺炎疫情在美国本土快速蔓延，与美国政府初期对新冠疫情重视不足密切相关。2月26日晚间，美国总统特朗普和美国疾病控制与预防中心（CDC）官员等一同出席新闻发布会，其间特朗普表示，新型冠状病毒在美国蔓延的风险“非常低”；疫苗研发“进展迅速”；美国已经做好“一切应对措施”，并将新型肺炎同流感作类比。

然而，随着美国疫情的快速蔓延（表1），美国政府的准备不足逐渐显露。美国疾病控制与预防中心（CDC）于2月中旬召回首批不合格试剂盒后，截至3月9日，美国的新冠病毒检测持续处于受限的状态。

表1：美国疫情发展关键时间点

日期	事件
1月21日	美国确诊了首个新型冠状病毒感染的肺炎患者，该患者是华盛顿州 Snohomish 郡的一名30多岁男性，于1月15日从武汉抵达西雅图-塔科马国际机场。
1月30日	美国出现首例新型冠状病毒人传人病例。一位曾前往中国旅行的芝加哥女性将病毒传染给了丈夫，其丈夫未曾前往中国。
2月26日	美国疾病控制与预防中心(CDC)表示，美国加州出现一例未知来源感染新冠肺炎的病例，或为该国首例“社区传播”实例。
2月29日	美国华盛顿州报告一例新冠肺炎死亡病例，也是本次疫情中美国本土出现的首例死亡病例。同天，华盛顿州州长英斯利（Jay Inslee）宣布该州进入紧急状态。
3月2日	社交媒体巨头 Twitter 率先宣布，出于对新冠肺炎疫情蔓延的担忧，该公司强烈建议全球范围内近5000名员工在家办公。随后以 Facebook、Google 等为代表的多家科技公司纷纷发出相同号召。
3月13日	特朗普宣布美国进入国家紧急状态。

资料来源：美国疾病控制与预防中心

3月1日美国弗莱德·哈钦森癌症研究中心研究员、华盛顿大学学者贝德福德根据数据模型得出推断，称在未得到充分检测的情况下，新冠病毒可能已在美国进行了近6周社区传播。

但截至3月5日，美国还有6个州没有取得美国疾控中心（CDC）分发的新冠病毒核酸检测包，美国副总统彭斯3月6日也表示当前没有足够数量的新冠病毒检测工具以应对疑似患者人数不断增长的需求。根据《大西洋》（The Atlantic）的报道，截至3月9日下午四点，全国范围内能够核实的接受检测的人数仅为4384人，为目前最全面的官方统计数据，远低于美国食品和药物管理局局长于3月2日提出的“到本周末（3月9日），美国将能进行近100万次检测”。

不过据美国疾控中心（CDC）在3月5日公布的消息，其已释放出75万个试剂盒供公共实验室使用。3月9日，比尔·盖茨基金会也宣布将会提供家用的试剂盒。随着美国试剂盒短缺和检测能力制约问题在3月的第2周逐步缓解，根据中国、韩国的经验，估计会迎来美国确诊人数的快速上升。而这可能会进一步加剧美国民众恐慌程度，并对医疗资源造成压力，美国疫情防控最糟糕的时刻或许还在路上。

随着美国宣布进入“国家紧急状态”，联邦政府最多可动用500亿美金支持抗疫，以作出更灵活、更迅速的应对。除了宣布进入紧急状态外，特朗普还宣布美国所有州都需设置立即生效的紧急行动中心，全国所有医院都要启动紧急准备计划；卫生部将可豁免部分医疗保健设备提供商的许可要求；暂时免除学生贷款利息；以及赋予美国卫生与公共服务部更广泛的权力和最大灵活性。

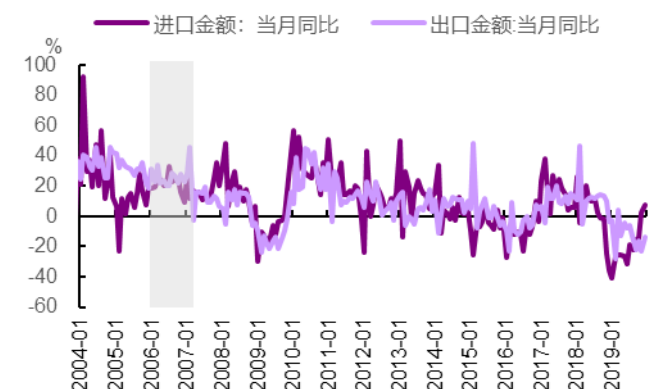
他还表示，下周将提供多达50万份新冠病毒测试盒，随后还将有数百万份新冠病毒测试盒。政府也将和私企联合起来抗击疫情，特朗普邀请了包括沃尔玛、Target、Walgreens和CVS等美国医药、零售行业巨头CEO，承诺将在这些美国常见的超市、药店的停车场里开设Drive-Through新冠检测点，谷歌也正在积极帮助美国政府搭建用于病毒检测的网站，网站将可能为用户显示出附近的检测点位置。

疫情冲击或难比次贷危机

基本面差异较大

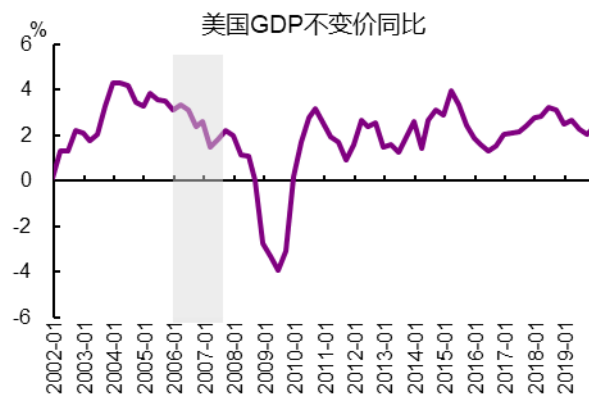
与08年金融危机前美国经济呈现一定过热下滑相比，当前美国的宏观经济环境相对稳健。在特朗普“美国优先”的战略下，美国与其他贸易伙伴摩擦加剧，导致从2018年开始美国的进出口同比增速持续下行（图2）。而美国GDP增速也随之后从2018年下半年开始下滑，直到2019年末全球贸易摩擦缓和后才停止（图3）。但2018和2019年美国GDP的增速处于次贷危机后的正常范围之内。

图 2：美国进出口金额增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 4 季度

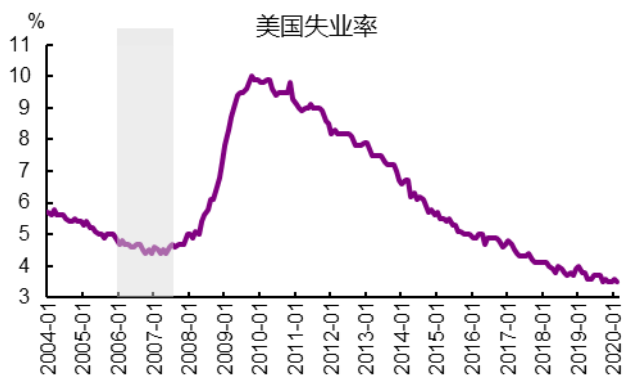
图 3：美国 2019 年经济增速不高



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 4 季度

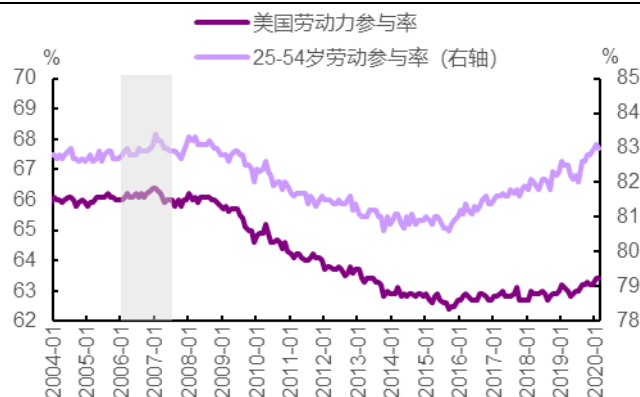
从劳动力市场来看，当前美国还没有出现过热的迹象。在 2007 年 9 月爆发次贷危机之前，美国的失业率虽然处于历史低位但已经出现了上行的趋势。而 2020 年初虽然美国的失业率同样处于历史低位，但并未出现反弹的迹象（图 4）。另外就劳动参与率而言，虽然 25-54 岁年龄段的劳动参与率已经与金融危机前的水平相当，但也只是刚刚达到。而更宽泛的美国劳动参与率却仍然与金融危机前有着不小的差距，目前仍处于回升的状态（图 5）。一般而言，当经济过热时，美国非农企业非管理人员平均时薪同比往往会突破 4% 左右的增速（如金融危机前的状态），但目前显然还没有到达这个位置（图 6）。

图 4：美国失业率



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 2 月

图 5：美国劳动参与率



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 2 月

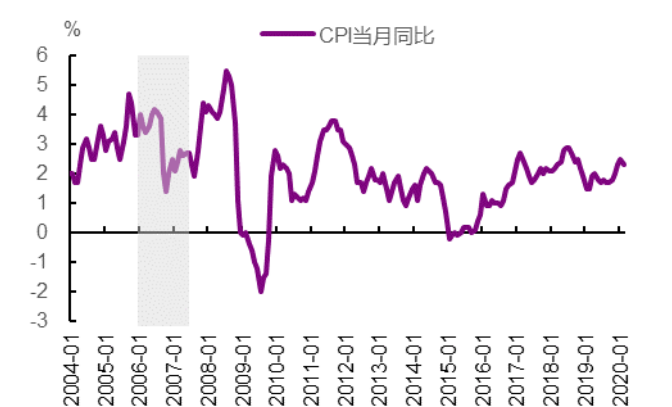
最后，从通胀水平来看，2006 年 3 季度之前，美国 CPI 同比维持在 3-4% 左右，而其在 2006 年 9 月出现骤降，显示出经济过热后面临调整的压力。但当前美国 CPI 通胀水平位于 2% 的目标左右，难言过热，更难言调整（图 8）。

图 6：美国工人薪资水平



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 2 月

图 7：美国的 CPI 通胀



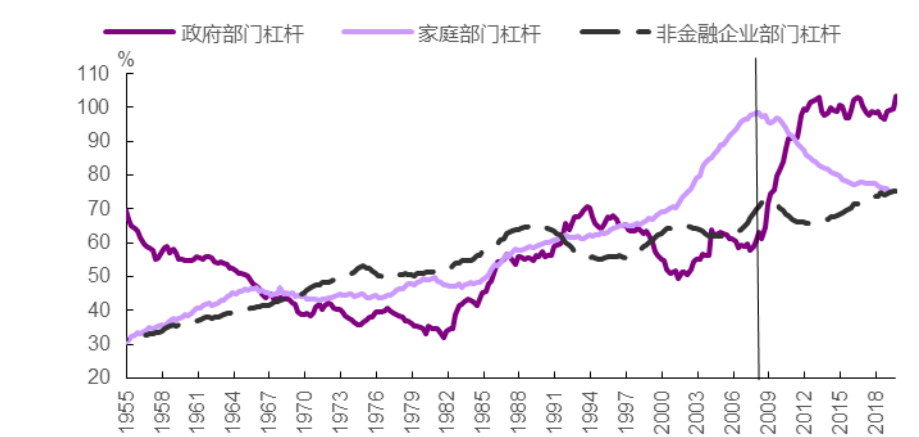
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 2 月

勿高估其系统性风险，宽松的流动性助力缓解高波动

次贷危机之后的十多年时间，美联储相对宽松的货币政策整体上推动了美国金融资产的价格上涨。金融资产估值增高，低评级企业债违约可能变大，金融市场调整的风险可能加剧，但是重蹈金融危机覆辙概率不大。

首先，从宏观杠杆率来看，美国次贷危机之后，相对安全的美国政府部门加杠杆取代了家庭部门加杠杆，同时非金融企业部门的杠杆也持续上升（图 8），这似乎意味着美国家户的金融风险不高。

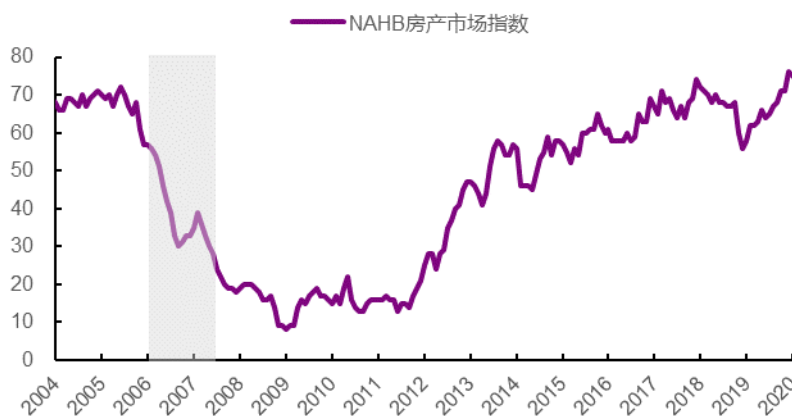
图 8：美国政府、居民、非金融企业部门杠杆水平



资料来源：BIS，光大证券研究所，数据时间截至：2019 年 3 季度

从房地产市场来看，家庭部门杠杆率下降，美国房价指数名义值已经超过了次贷危机前的水平（图 9），但是实际值可能不及危机之前，何况十年来家庭收入在上升。美国丧失住房赎回权案例数增速虽然略有转正但幅度不高，而且 2011 年后也经常会出现类似情况，同时美国商业银行贷款拖欠率也持续走低，并没有出现次贷危机前上行的趋势（图 10、图 11）。

图 9：当前美国房价指数名义值超过次贷危机前的水平



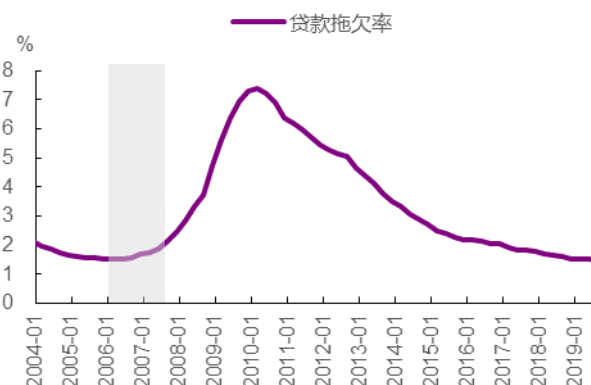
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至时间：2020 年 2 月

图 10：美国丧失住房赎回权案例数增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 1 月

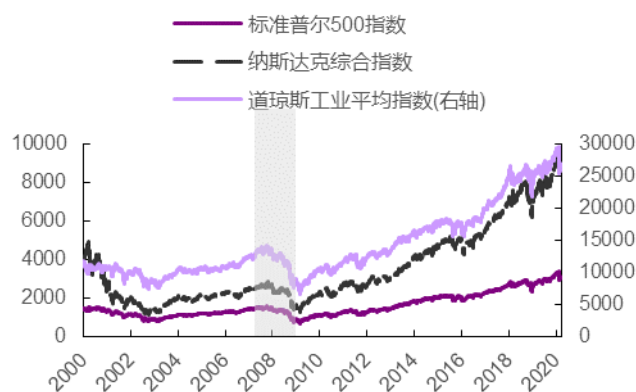
图 11：美国商业银行贷款拖欠率



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 3 季度

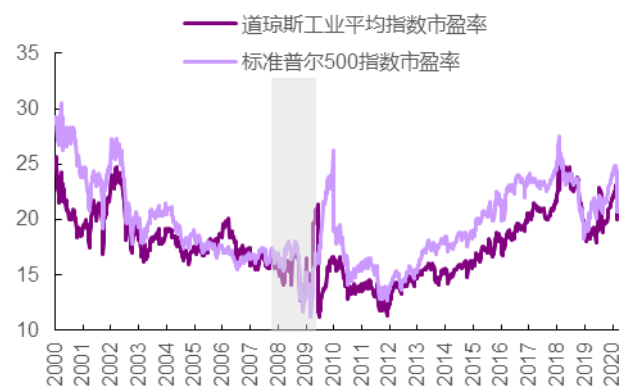
从股市和债市这两个金融市场来看，高估值带来高波动，金融市场的风险增加，但不一定带来金融危机。次贷危机时，美国三大股指（标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数）从 2007 年 10 月 11 日的高点，到 2009 年 3 月 9 日反转底部，调整时间历经 354 个交易日，分别下跌 56.7%、53.5%、54.88%。受到疫情冲击，从 2020 年 2 月 19 日市场高点至 2020 年 3 月 6 日，三大股指分别下跌了 10.28%、10.64%、10.21%（图 12）。从标普 500 和道指的市盈率来看，经历 2 月底开始的大幅调整后，当前美股估值水平仍然要高于次贷危机时期市场暴跌之前的水平，接近 2000 年互联网泡沫时期（图 13）。

图 12：美股经历近 10 年牛市后遭遇疫情冲击



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 3 月 13 日

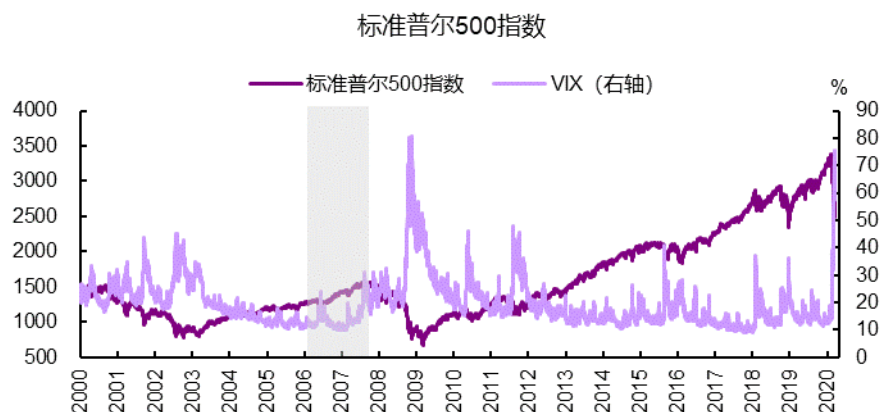
图 13：美股市盈率接近 2000 年互联网泡沫时期



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 3 月 13 日

流动性宽松带来了美股的高估值，高估值降低了美股市场的风险偏好，导致波动率上升，而波动本身或许并非危机来临的信号。以 CBOE 恐慌指数（VIX）为例，在市盈率高的 2000-2003 年以及 2018 年以来，VIX 指数的波动变得更为剧烈。次贷危机期间市场恐慌程度前所未有，但次贷危机前的市盈率并不高，同时 VIX 指数波动也并不剧烈（图 14）。疫情冲击下，股市波动部分是高估值的后果。

图 14：标普 500 以及 VIX 指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至日期：2020 年 3 月 13 日

而从反映美国金融市场流动性的指数来看，当前美国的金融环境较次贷危机之前更为宽松。芝加哥联储公布的美国金融状况指数显示，2006 年初至 2017 年 2 季度，其值围绕 -0.3 小幅波动，而自 2019 年以来则持续处于 -0.6 以下（值越小越宽松）（图 15）。从美联储的表态来看，宽松的货币政策将会继续，这将有利于缓解股市波动带来的资金压力。

图 15: 美国金融状况指数



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至日期: 2020 年 2 月

美国 3 个月与 10 年期国债利率在 2000 年经济危机以及 2008 年次贷危机爆发前都出现过倒挂, 而 2020 年 2 月下旬两者再次出现了倒挂。与次贷危机时期有个不同点是, 10 年期国债利率在次贷危机后的一系列量化宽松中经历了长期的下行区间, 2020 年 3 月 5 日甚至跌破 1%, 远低于次贷危机前的 4-5% (图 16)。

图 16: 美国国债利率走低, 同时利差再次出现倒挂



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至日期: 2020 年 2 月 6 日

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_6508

