

# 逃不开的美国经济周期

——兼论疫情对美国的影响

宏观专题

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

**拉长的美国经济周期。**凯恩斯在《通论》里阐明了，商业周期主要是由资本边际效率波动导致的。只要“资本边际报酬递减”规律还在，经济周期就是逃不开的。次贷危机后，经过市场出清、企业去杠杆，2012年美国企业开始加杠杆，经济逐渐复苏。好的投资机会越来越少，再加上资本边际报酬递减，2015年美国企业资本回报率大幅下降，经济出现见顶迹象，美国2016年经济增速下滑，但是2017年特朗普减税刺激了消费，也提高了资本回报率，企业投资增速触底反弹，经济周期拉长。随着减税效应的减弱，2018年下半年开始美国经济又显示衰退迹象。不过，2019年美联储开启新一轮降息，并重新扩表，试图再次拉长经济周期。

**疫情或加速美国经济周期的实现。**疫情全球蔓延，将会通过多个渠道对美国经济产生影响。首先，疫情会通过产业链、消费、投资等渠道直接影响美国实体经济。其次，美国企业利息负担已经很重，如果疫情影响到企业盈利、“借新还旧”，这可能导致企业债务危机。再次，疫情导致了股票、固定资产价格大跌，抵押品缩水，信用风险加剧，信用收缩还可能和信用风险形成负反馈。最后，居民资产负债表恶化，影响居民消费。美国想方设法拉长经济周期，没想到经济周期可能会在疫情的冲击下实现。当然，我们也不是说经济危机一定会来，说不定疫情过后，在政策刺激下美国经济周期又拉长。但最终，经济周期肯定逃不开。

**美联储应对危机的工具有哪些？**和次贷危机时相比，美联储的货币政策空间已经不大。目前联邦基金目标利率区间为1%-1.25%，距离零利率仅有100个基点。负利率的效果并不是很明显，反而会侵蚀金融机构的利润、导致银行惜贷、加剧通缩风险，美联储短期实施负利率的可能性不大。量化宽松等非常规货币政策确实有助于缓解流动性风险，但是刺激经济的效果可能没那么好，除了因为长端利率已经接近零、量化宽松效果有限外，更因为没人愿意冒着生命危险去消费、投资。那么美国剩下的一个现实选择就是财政货币化，由美联储直接购买财政部发行的国债，一方面可以为政府债券融资，由政府替居民和企业消费；另一方面也不会导致金融市场的抵押品减少。

**美国经济“长期停滞”的可能性比较小。**虽然美国“婴儿潮”一代逐渐进入老龄阶段，美国的老龄化加重。但是美国是移民国家，当前美国的人口增速高于日本。此外，美国的技术进步速度也比日本高。次贷危机后，奥巴马、特朗普政府推行供给侧改革，美国潜在经济增速近几年有所回升。下一次技术革命可能是人工智能革命、数字革命。数字革命在提升经济增速的同时，也会导致贫富差距扩大、储蓄率上升，增加资本供给。同时，数字经济的轻资产特征，并不需要那么多投资，这会减少资本需求。这样的话，未来可能产生一种新的经济现象——高增速、低通胀、低利率。

● **风险提示：疫情对全球经济影响存在不确定性**

## 相关报告

宏观专题：灾难、储蓄率与资本收益率——疫情的长期经济影响

2020-03-05

宏观专题：宏观经济影响债市的微观机制——兼论疫情对债市的影响

2020-02-18

宏观专题：市场集中度如何影响资本回报率

2020-02-06

宏观专题：周期即趋势——宏观大势研判

2019-12-12

宏观专题：美国经济的几个“谜”——兼论新经济的影响

2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格

2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼论央行完善LPR形成机制

2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果

2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速——中国债券收益率影响因素的理论及经验分析

2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响

2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析

2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验

2019-02-11

## 目 录

1、 拉长的美国经济周期.....	3
2、 疫情或加速美国经济周期的实现.....	5
3、 美联储应对危机的工具有哪些.....	7
4、 美国经济“长期停滞”的可能性比较小.....	8
5、 参考文献.....	10

## 图表目录

图 1: 美国经济周期.....	4
图 2: 美国金融周期和经济周期对应.....	4
图 3: 美股 EPS 增速开始下滑.....	5
图 4: 2020 年初美国 ISM 制造业 PMI 曾出现回升.....	5
图 5: 2018 年三季度开始信用利差扩大.....	6
图 6: 低位的长端利率限制货币宽松效果.....	8
图 7: 美国逐渐老龄化.....	9
图 8: 美国人口增速高于日本.....	9
图 9: 近几年美国潜在经济增速回升.....	10

凯恩斯在《通论》里阐明了，商业周期主要是由资本边际效率波动导致的（The trade cycle is mainly due to the way in which the marginal efficiency of capital fluctuates）。只要“资本边际报酬递减”规律还在，经济周期就客观存在，是逃不开的。

## 1、拉长的美国经济周期

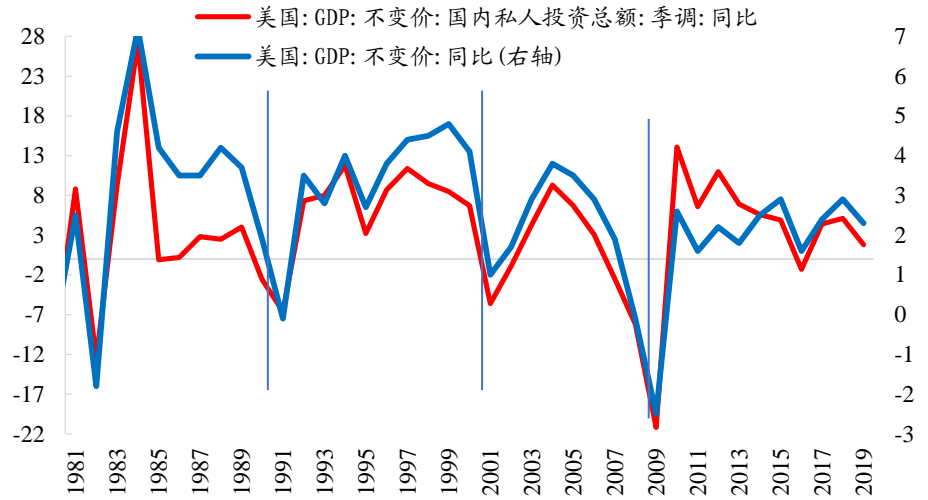
美国经济周期的特征很明显。当经济衰退时，市场出清留下高效率企业，也会有新的高效率企业产生，加上市场集中度提升、加成定价能力增强，以及物价下降带来的生产成本降低、需求增加，这些企业资本回报率较高，开始加杠杆，增加投资，带动经济复苏。由于企业的盲目乐观，以及金融机构的顺周期性信用扩张，企业会过度投资。在资本边际报酬递减以及成本上升作用下，资本回报率会下降，加上价格上涨带来的需求下滑，一部分企业减少投资，甚至破产，经济再次衰退。这个过程是自动的，并不需要外力干扰，货币财政政策会加快经济的复苏和衰退。

“金融加速器”使企业的债务周期和经济周期协同。经济上行，通货膨胀，抵押品价格上涨，金融机构信用扩张，并和经济上行形成正反馈；经济下行，通货紧缩，抵押品价格下跌，金融机构信用收缩，并和经济下行形成负反馈。如果意外冲击导致企业盈利恶化，这个过程会加快。最终，债务危机、经济危机爆发。

按照波谷—波谷的划分形式，1982年以来美国经历了四次经济周期，分别是1982年-1991年，1991年-2001年，2001年-2009年，2009年至现在。次贷危机后，经过市场出清、企业去杠杆，2012年美国企业开始加杠杆，经济逐渐复苏。好的投资机会越来越少，再加上资本边际报酬递减，2015年美国企业资本回报率大幅下降，经济出现见顶迹象，美国2016年经济增速下滑，但是2017年特朗普减税刺激了消费，也提高了资本回报率，企业投资增速触底反弹，经济周期拉长。随着减税效应消退，2018年下半年开始美国经济又显示衰退迹象，PMI下滑，利差倒挂，股市波动加剧，实际经济增速也确实开始下降了。不过，2019年美联储开启新一轮降息，并重新扩表，经济周期再度拉长。

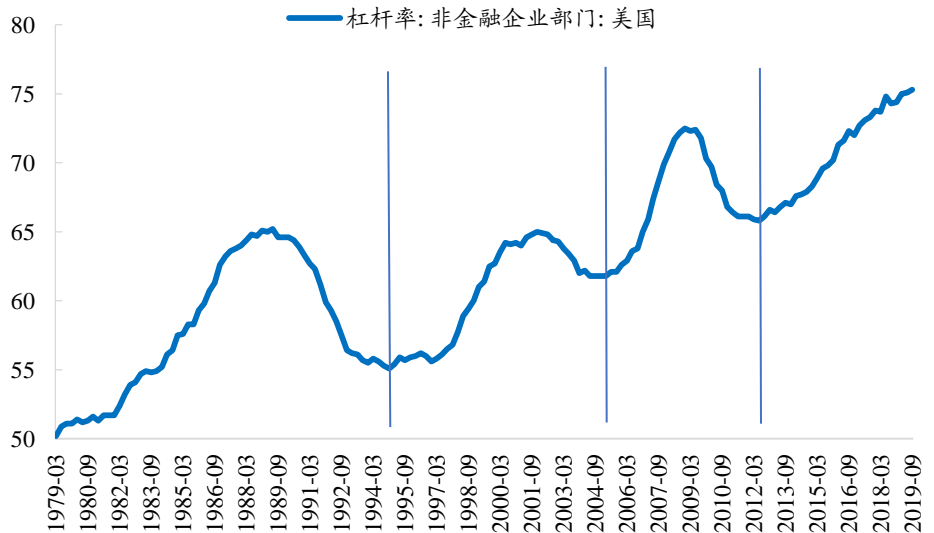
但是处于经济周期末端的美国经济已经很脆弱，债务负担加重的同时，盈利能力下降。长期的低利率刺激了企业债务扩张，2019年三季度末美国企业杠杆率达到75.3%，创历史新高，低等级信用债的规模也大幅上升，信用利差2018年三季度开始上升。与此同时，好的投资机会越来越少，加上减税效应减少，以及投资规模增加导致资本边际报酬递减，美股EPS增速2018年三季度开始持续下降，固定资产投资增速也随之下滑。如果意外事件导致美国企业盈利能力受损严重，或者融资受限，美国企业将面临巨大的债务风险。

图1： 美国经济周期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 美国金融周期和经济周期对应



资料来源：Wind，新时代证券研究

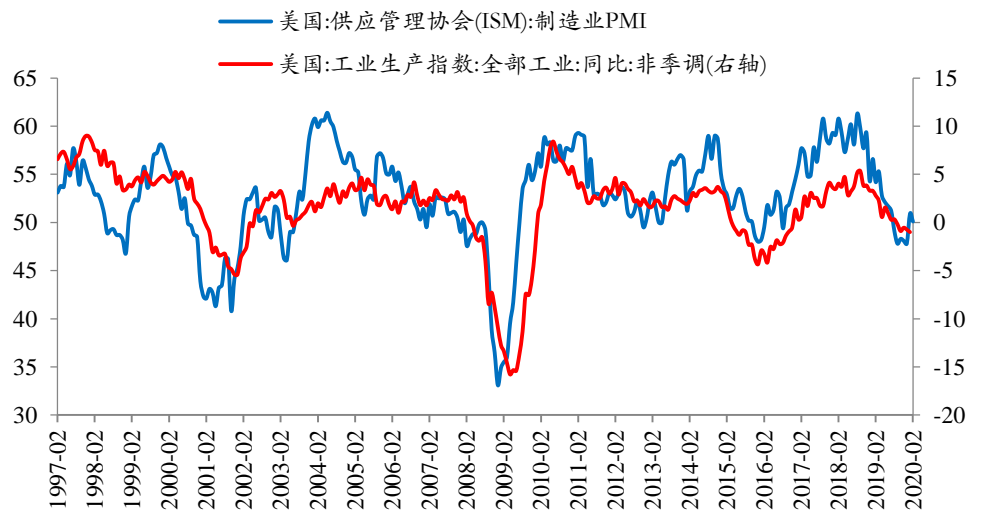
**图3： 美股 EPS 增速开始下滑**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、 疫情或加速美国经济周期的实现

虽然美国经济周期处于末端，但是在降息的刺激下，美国房地产投资增速从2019年三季度开始回升，2020年初PMI等指标也出现回升迹象，美国经济周期确实可能被货币宽松再次拉长。但是突如其来的新冠肺炎疫情打断了这个进程。疫情全球蔓延，将会通过多个渠道对美国的经济产生严重的负面影响。

首先，疫情直接影响美国实体经济。欧洲、日本、韩国、中国都是全球产业链重要的部分，这些地区遭受疫情肯定会影响产业链上游的美国。疫情还严重影响了美国和其他国家制造业之外的商务活动。疫情发展下去，美国本身的消费、投资也将受到影响。

**图4： 2020年初美国ISM制造业PMI曾出现回升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

其次，疫情引发债务风险。美国企业利息负担已经很重，如果疫情影响到企业盈利，这可能导致企业债务危机。一些盈利能力差的企业，往往需要“借新还旧”，疫情导致信用利差扩大，一些企业将被迫停止发行新债券，这可能造成债券违约，进而引发经济危机。

其中尤其需要注意的是能源部门信用风险。次贷危机后，在《美国复苏与再投资法案》等政策的支持下，美国能源部门投资迅速扩张，原油产量持续飙升，为美国经济复苏贡献颇大。但是债务负担也随之增加，美国高收益债中，能源部门是最重要板块。2020年3月9日，原油价格暴跌，WTI原油价格创历史最大跌幅，若油价持续位于产油企业盈亏平衡线之下，能源部门可能面临较大的信用风险。

受互联网影响较大的传统行业也会有较大的债务风险。疫情之前，零售等传统行业已经出现很多企业倒闭，疫情将会恶化这些行业的盈利，可能引发这些行业的债务危机。

**图5： 2018年三季度开始信用利差扩大**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

再次，资产价格下跌引发企业信用收缩。金融机构从来都是“锦上添花”，绝不“雪中送炭”，特别是次贷危机之后，金融机构对安全资产需求增加。疫情导致了企业股票、固定资产价格大跌，抵押品缩水，信用风险加剧，金融机构将会收缩信贷、信用债投资，信用收缩还可能和信用风险形成负反馈。

最后，居民资产负债表恶化。美股对美国经济具有较强的预测作用。股市和实体经济通过居民和企业的资产负债表紧密联系在一起。疫情引发股市大跌，会导致居民资产缩水，居民将会削减消费。此外，疫情叠加油价下滑，加剧了通货紧缩风险，美债收益率大幅下降，投资于这些资产的保险公司、养老基金的收益恶化，最终会传导到居民消费。

以上就是疫情影响美国经济的主要渠道。美国想方设法拉长经济周期，没想到

经济周期可能会在疫情的冲击下实现。当然，我们也不是说经济危机一定会来，说不定疫情过后，在政策刺激下美国经济周期又拉长。但无论如何，最终经济周期肯定逃不开。

### 3、美联储应对危机的工具有哪些

为了应对疫情冲击，3月3日美联储超预期地将联邦基金目标利率下调50个基点，至1%-1.25%。3月11日FedWatch Tool依然显示3月FOMC议息会议期间至少降息50个基点的概率为100%，年内降息100个基点的概率超过40%。3月3日意外降息并没有很好地安抚市场，降息后的几日美股仍大幅波动。这说明市场担忧疫情可能会对美国以及全球经济产生严重影响。如此，年内美联储确实可能继续降息，但是和次贷危机时相比，美联储的货币政策空间已经不大。

次贷危机前联邦基金目标利率在5%以上，相比之下，目前联邦基金目标利率区间为1%-1.25%，距离零利率仅有100个基点。创历史新低的美债收益率说明美国的自然利率已经很低。这可以从以下两方面来解释，一方面，贫富差距扩大、次贷危机后居民更加节俭等原因导致储蓄率回升，资金供给增加；另一方面，经济轻资产化、市场集中度提升、风险溢价上升等原因导致投资率下滑，资金需求减少。这种情况下想刺激经济有两种方式，一是把货币政策利率降到自然利率，这可能需要实施负利率，二是通过财政政策减少储蓄，把自然利率提升到高于货币政策利率。

根据日本、欧洲的经验，负利率的效果并不是很明显，反而会侵蚀金融机构的利润、导致银行惜贷、加剧通缩风险，美联储多位官员也表示实施负利率的可能性不大，那么美联储的降息空间将非常有限。如果疫情真的对经济产生较大影响，美国可能会将利率降到零，然后实施量化宽松等非常规货币政策，以及积极的财政政策。

此前美联储缩表并不顺利，资产只缩小了7000亿美元，就被迫于2019年9月再次扩表。截至2020年3月4日，美联储资产规模仍高达4.2万亿美元，这或使美联储再一次的量化宽松效果受到限制。一方面，量化宽松的目的在于将长端利率保持在低位，但是和次贷危机之前美债收益率较高不同，3月9日10年期美债收益率已降至0.54%，创历史新低，在安全资产需求增加情况下，美债收益率甚至可能比联邦基金目标利率提前达到零，量化宽松的意义大打折扣。另一方面，量化宽松会减少市场上的美债，而美债是重要的抵押品，美联储过度购买美债可能会起到相反的紧缩作用。当然，美联储可以学习日本央行，通过直接购买股票，投放流动性，稳定股市，防止经济主体的资产负债表恶化，同时也可以避免市场上美债的减少，但是直接购买股票的副作用会让美联储望而却步，况且这还需要修改法律。

**图6： 低位的长端利率限制货币宽松效果**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

疫情冲击下，量化宽松以及次贷危机期间使用过的期限拍卖融资便利 (TAF)、定期证券借贷便利 (TSLF) 等其他非常规货币政策确实有助于缓解流动性风险，但是刺激经济的效果可能没那么好，除了因为长端利率已经接近零、量化宽松效果有限外，更因为没人愿意冒着生命危险去消费、投资。目前仍在实行的以提升通胀为目标的前瞻指引同样效果不佳。

既然货币政策都排除了，那么美国剩下的一个现实选择就是财政货币化，由美联储直接购买财政部发行的国债，一方面可以为政府债券融资，由政府替居民和企业消费；另一方面也不会导致金融市场的抵押品减少。

毋庸置疑，美联储极具创新性，会找到适合美国经济的危机应对方式。

#### 4、 美国经济“长期停滞”的可能性比较小

如果很不幸疫情对美国经济造成严重冲击，按照一般的认知，即使美联储、美国政府什么都不做，经过市场出清，高效率企业留下，最终美国经济也能走出危机。

**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\\_6585](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6585)

