

本轮美国经济减速何时企稳？回升弹性多大？

引言：自2018年3季度以来，美国经济增速持续走弱。在这期间，中美经贸关系出现反复，美联储货币政策也发生变化，美国股市和债市也出现较大波动。那么，此轮美国经济为何走弱？何时能够企稳？向上的空间有多大？本文尝试从这些角度进行分析研判。

一、本轮美国经济为何走弱？

1、2H2018至今，美国私人消费保持相对稳定。本轮美国经济走弱，私人消费支出的同比增速保持相对稳定。从薪资收入和资产收入两个维度来看，美国私人部门消费能力保持稳定增长。从消费者信心指数和储蓄占比的角度来看，美国私人部门消费意愿相对稳定。

2、2018年至今，美国的政府消费和投资保持相对稳定。从数据上看，美国政府消费和投资同比增速在1Q2017降至0.45%的低位之后，开始逐季回升，最高升至2Q2019的2.33%，自2018年以来保持在1-2.5%的水平。美国联邦政府赤字率近几年上升幅度较大，未来进一步上行可能受限。

3、2018年至今，美国净出口小幅下滑。美国贸易逆差自2014年以来不断扩大，近几年净出口金额小幅下滑。随着中美经贸关系的阶段性改善，预计美国净出口降幅将开始收窄。

4、私人投资下滑是本轮美国经济减速的主要原因。本轮美国经济减速，美国私人投资同比增速从3Q2017的高点5.90%降至3Q2019的低点0.35%，降幅较为明显。美国私人投资的下滑主要受到美联储降息和中美贸易摩擦的影响。

二、美国经济何时能够企稳？

1、私人住宅投资的企稳回升具有领先意义。住宅投资对利率更为敏感，一般领先非住宅投资发生变化。美国住宅投资已经在2019年7月企稳回升，那么非住宅投资将在2Q2020企稳回升。对私人投资产生负面影响的两大因素均有消退。一是美联储转向降息，美国实际利率转向下行；二是中美贸易摩擦转向缓和。

2、私人投资企稳回升带动美国经济企稳回升以消费和出口稳定为前提。美国私人消费支出有望继续保持稳定增长。首先，消费能力并未出现明显走弱迹象。其次，消费意愿保持相对稳定。第三，美国居民的杠杆率不高。全球经济的阶段性复苏，以及中美第一阶段经贸协议的签署，有助于美国净出口的改善。

3、中国新型冠状病毒引发的肺炎疫情对美国经济影响不大。中国疫情对美国经济，乃至全球经济的影响主要体现在贸易、旅游等方面。我们预计，基准情形下，美国经济受到影响相对有限。

三、美国经济本轮复苏的向上动能不足

1、美国潜在经济增速持续下滑。根据CBO的测算，美国的潜在实际GDP增速在未来5年将下降0.2个百分点至1.9%。从潜在增速的分项来看，预计未来5年全要素生产率将小幅回升，但劳动生产率和资本投入均小幅下滑，对整体潜在增长率形成拖累。在政策保持稳定的背景下，美国经济增长存在一定的下行压力。

2、美国联邦政府财政扩张能力受限。长期来看，美国联邦政府债务率不断上升。短期来看，国会两院分别由两党控制，也令财政扩张的法案通过概率下降。

3、美国货币刺激的边际效用递减。美联储短期预计采取不降息+温和扩表的方式来应对经济形势变化。在传统货币政策空间越来越小的背景下，UMP对经济的刺激效果也将有所下降。

风险提示：财政宽松力度超预期带来的潜在债务上升、美国两党分歧加剧导致财政扩张能力大幅受限、美联储的传统货币政策空间不足以及UMP导致资产泡沫膨胀、中美关系再度转向紧张。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

内容目录

一、本轮美国经济为何走弱？	4
1、2H2018 至今，美国私人消费保持相对稳定.....	4
2、2018 年至今，美国的政府消费和投资保持相对稳定.....	6
3、2018 年至今，美国净出口小幅下滑.....	7
4、私人投资下滑是本轮美国经济减速的主要原因.....	8
二、美国经济何时能够企稳？	9
1、私人住宅投资的企稳回升具有领先意义.....	9
2、私人投资企稳回升带动美国经济企稳回升以消费和出口稳定为前提.....	10
3、中国新型冠状病毒引发的肺炎疫情对美国经济影响不大.....	12
三、美国经济本轮复苏的向上动能不足.....	12
1、美国潜在经济增速持续下滑.....	12
2、美国联邦政府财政扩张能力受限.....	13
3、美国货币刺激的边际效用递减.....	14

图表目录

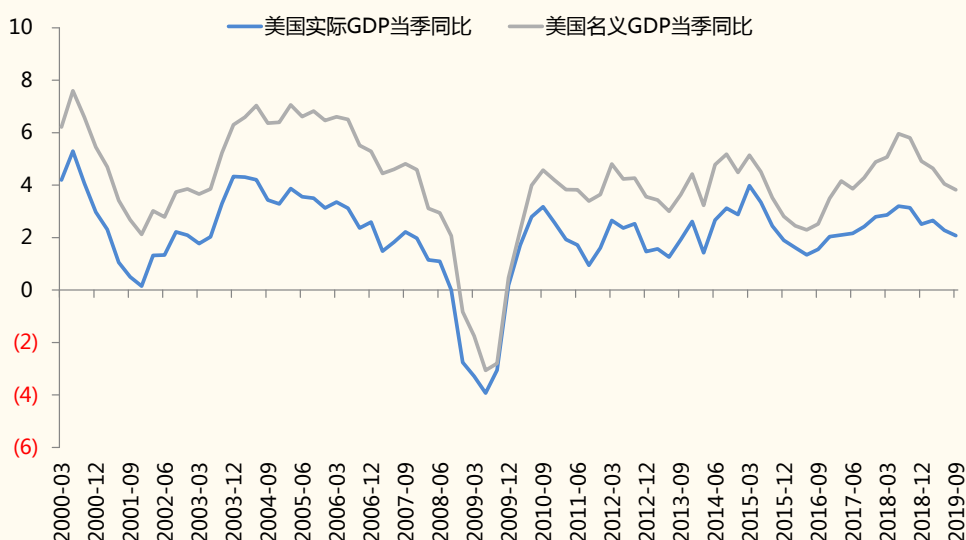
图表 1：美国经济增长自 2018 年下半年开始走弱.....	4
图表 2：美国经济增长自 2018 年下半年开始走弱.....	5
图表 3：2018 年以来薪资收入增速有所下滑但幅度不大.....	5
图表 4：美国股市同比涨幅领先财产性收入.....	5
图表 5：美国两大消费者信心指数保持高位.....	6
图表 6：美国私人净储蓄占名义 GDP 比重保持稳定.....	6
图表 7：美国政府消费和投资在 2018 年之后保持平稳.....	7
图表 8：美国私人净储蓄占名义 GDP 比重保持稳定.....	7
图表 9：近几年美国联邦政府赤字率回升.....	7
图表 10：美国公众持有债务占 GDP 比重不断上升.....	7
图表 11：自 2014 年以来美国贸易逆差不断扩大.....	8
图表 12：美国出口部分受到中美贸易摩擦影响.....	8
图表 13：本轮美国经济走弱私人投资下滑较大.....	8
图表 14：美国非住宅投资占比 80%左右.....	8
图表 15：美国非住宅投资占比 80%左右.....	9
图表 16：中美贸易摩擦对美国投资预期产生影响.....	9
图表 17：本轮美国经济走弱私人投资下滑拖累较为明显.....	9
图表 18：美国住宅投资领先非住宅投资 4-5 个季度.....	10

图表 19: Markit 制造业 PMI 先于 ISM 制造业 PMI 改善意味着美国制造业开始出现结构性改善.....	10
图表 20: 贝弗里奇曲线预示美国存在结构性失业.....	11
图表 21: 美国居民部门杠杆率自 4Q2007 以来持续下降.....	11
图表 22: 全球 OECD 领先指标和摩根大通制造业 PMI 最近几个月有所企稳回升.....	11
图表 23: 德国中央政府债务率较低且持续下降, 具有财政扩张的空间.....	11
图表 24: 日本经济增长表现较好.....	12
图表 25: 中方承诺未来两年在 2017 年基数上增加对美进口 2000 亿美元商品和服务.....	12
图表 26: 美国潜在实际和名义 GDP 增速未来 5 年存在向下压力.....	13
图表 27: 全要素生产率小幅提升, 但难以对冲劳动生产率和资本投入的消化.....	13
图表 28: 联邦债务占 GDP 比重过高.....	14
图表 29: 联邦政府偿还利息的压力逐渐增大.....	14
图表 30: UMP 对银行贷款利率的传导相对较弱.....	15

引言

自 2018 年 3 季度以来，美国经济增长持续走弱。截至 2019 年 3 季度，美国实际 GDP 增速当季同比降至 2.1%（2Q2018 美国实际 GDP 增速当季同比为 3.2%）。在这期间，中美经贸关系出现反复，美联储货币政策也发生变化，美国股市和债市也出现较大波动。那么，此轮美国经济为何走弱？何时能够企稳？向上的空间有多大？本文尝试从这些角度进行分析研判。

图表 1：美国经济增长自 2018 年下半年开始走弱



来源：Wind，国金证券研究所

一、本轮美国经济为何走弱？

分析美国经济的过程中，一般将其拆分为私人消费、私人投资、净出口、政府消费和投资四大分项。对各个分项进行分析后发现，2H2018 至今，美国私人消费、净出口、政府消费和投资增长保持相对稳定，本轮美国经济走弱主要受到私人投资走弱的拖累。

1、2H2018 至今，美国私人消费保持相对稳定

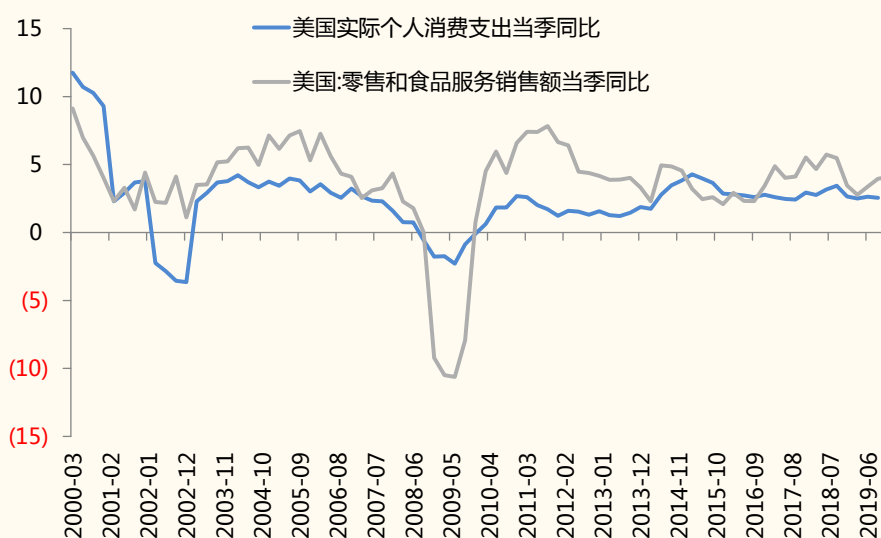
本轮美国经济走弱，私人消费支出的同比增速保持相对稳定。从数据来看，自 3Q2018 至今，美国私人消费支出同比增速从最高的 3.44%，降至 3Q2019 的 2.56%，降幅并不算大；同时，美国零售和食品服务销售总额同比增速来看，自 2Q2018 至今，其增速从最高的 5.73% 降至 4.09%，降幅也相对不大（近几个季度，美国零售总额同比增速已企稳回升）。

从薪资收入和资产收入两个维度来看，美国私人部门消费能力保持稳定增长。从薪资收入的角度来看，美国个人可支配收入同比增速自 2018 年 8 月的 6.65% 降至 2019 年 11 月的 4.64%，美国非农就业平均时薪同比增速自 2018 年 10 月的 3.32% 降至 2019 年 12 月的 2.87%，均存在小幅下滑。从资产收入的角度来看，

标普 500 指数同比涨幅不断扩大，带动美国个人财产性收入同比增速上升。综上，美国薪资收入和资产收入增长均保持稳定，意味着美国私人部门消费能力依然保持稳健。

从消费者信心指数和储蓄占比的角度来看，美国私人部门消费意愿相对稳定。从消费者信心指数来看，无论是密歇根大学消费者信心指数，还是 ABC News 消费者信心指数，均在保持在历史高位水平。从居民储蓄占比的角度来看，自 1Q2018 以来，私人净储蓄占名义 GDP 的比重，保持相对稳定。因此，美国的私人部门消费意愿保持相对稳定。

图表 2：美国经济增长自 2018 年下半年开始走弱



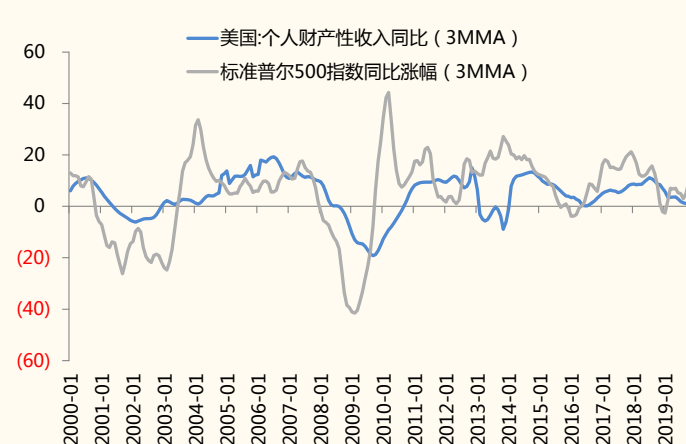
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2018 以来薪资收入增速有所下滑但幅度不大



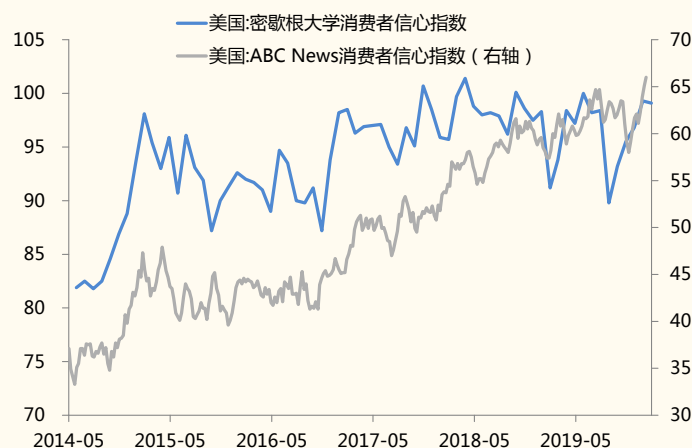
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：美国股市同比涨幅领先财产性收入



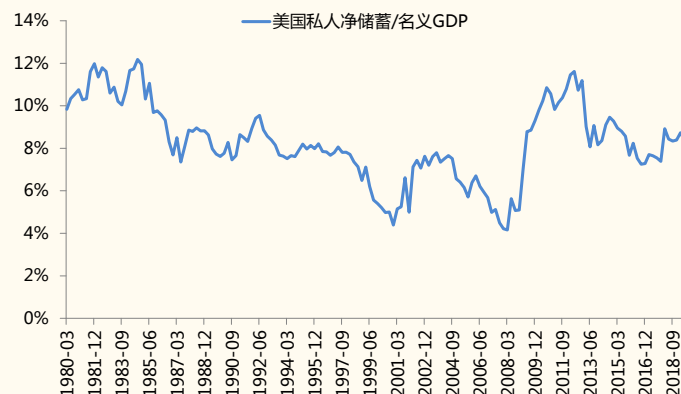
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：美国两大消费者信心指数保持高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：美国私人净储蓄占名义 GDP 比重保持稳定



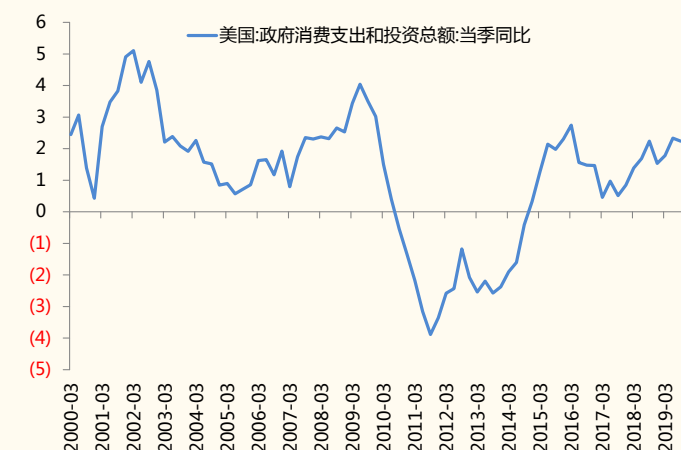
来源：Wind，国金证券研究所

2、2018 年至今，美国的政府消费和投资保持相对稳定

2018 年至今，美国政府支出一直保持相对稳定的增速。从数据上看，美国政府消费和投资同比增速在 1Q2017 降至 0.45% 的低位之后，开始逐季回升，最高升至 2Q2019 的 2.33%，自 2018 年以来保持在 1-2.5% 的水平；其中，州和地方政府消费和投资增速在 2017 年以来一直保持在 1% 左右的增速，联邦政府的消费和投资增速自 2017 年之后开始回升，从 1Q2017 的最低 -0.35% 升至 3Q2019 的最高 3.69%。可见，特朗普上任美国总统后，其扩张的财政政策对美国联邦政府的消费和投资的上升做出了较大贡献。

美国联邦政府赤字率近几年上升幅度较大，未来进一步上行可能受限。美国联邦政府的赤字率在 GFC 期间大幅攀升，到 2010 年开始逐步回落；但自 2016 年开始再度回升，目前升至 4.7% 的水平。同时，美国公众持有的债务占 GDP 的比重自 2001 年的低点 31.54% 开始上升，2009 年突破前期高点，随后不断刷新新高，截止 2018 年底，升至 77.83% 的近二十年最高水平。整体来看，美国联邦政府债务进一步扩张的空间有限，州和地方政府受制于收支状况影响较大，整体美国政府支出进一步大幅扩张空间有限。

图表 7: 美国政府消费和投资在 2018 年之后保持平稳



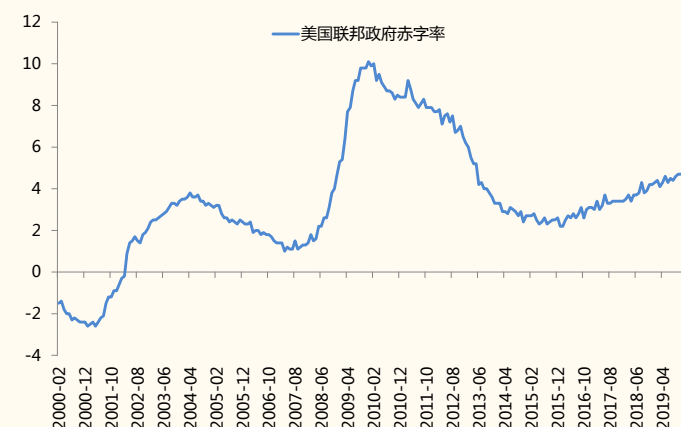
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 美国私人净储蓄占名义 GDP 比重保持稳定



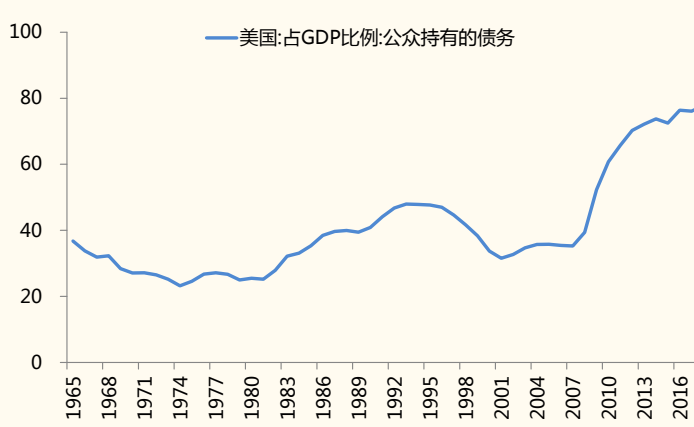
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 近几年美国联邦政府赤字率回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 10: 美国公众持有债务占 GDP 比重不断上升



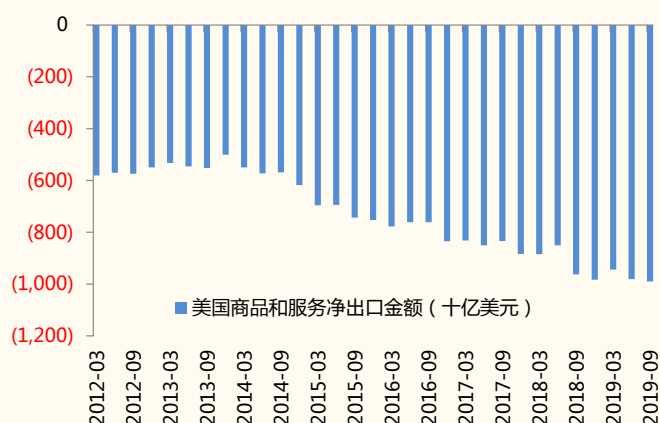
来源: Wind, 国金证券研究所

3、2018 年至今，美国净出口小幅下滑

美国贸易逆差自 2014 年以来不断扩大，近几年净出口金额小幅下滑。美国净出口金额在 4Q2013 年降至-5000 亿美元之后，开始逐步回升，截止 3Q2019 降至-9900 亿美元。不过，近 3 年以来，净出口的降幅开始有所收窄。从美国的出口金额同比增速来看，2018 年年中依赖降幅较大，部分原因在于中美摩擦升级带来的负面影响，对中国出口金额同比增速下降幅度较大。

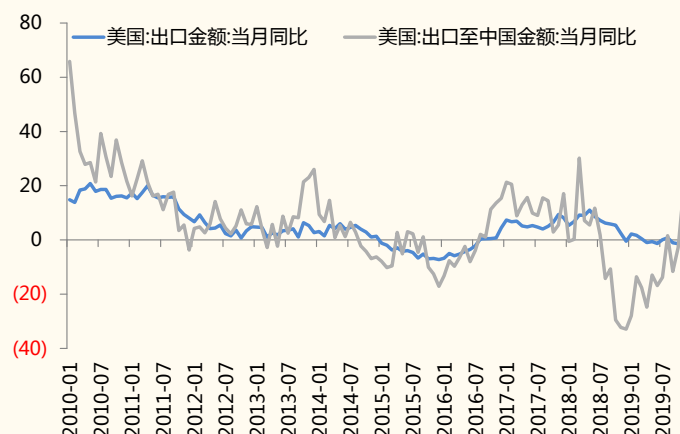
随着中美经贸关系的阶段性改善，预计美国净出口降幅将开始收窄。中美在 1 月 15 日正式签署第一阶段经贸协议，中国承诺在未来两年内新增 2000 亿美元（在 2017 年基础上）的对美进口，这有助于改善美国的经常项目逆差，预计美国净出口对 GDP 的负向贡献将有所改善。

图表 11: 自 2014 年以来美国贸易逆差不断扩大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 美国出口部分受到中美贸易摩擦影响



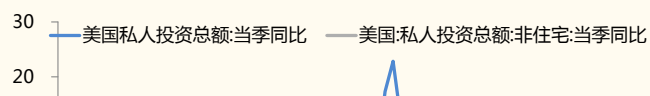
来源: Wind, 国金证券研究所

4、私人投资下滑是本轮美国经济减速的主要原因

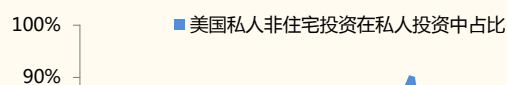
本轮美国经济走弱私人投资下滑较大。从数据来看,本轮美国经济减速,美国私人投资同比增速从 3Q2017 的高点 5.90% 降至 3Q2019 的低点 0.35%, 降幅较为明显,对美国经济增长产生的较大拖累;其中,私人非住宅投资增速从 2Q2018 的高点 6.85% 降至 3Q2019 的低点 1.43%。从走势来看,由于美国私人非住宅投资在美国私人投资中占比较高(80%左右),两者走势较为一致。

美国私人投资的下滑主要受到美联储降息和中美贸易摩擦的影响。一方面,美联储加息带来的实际利率上行,对私人投资形成了抑制,尤其是私人住宅投资与实际利率负相关较为明显;另一方面,中美贸易摩擦的升级对企业的资本开支意愿产生了负面影响,从而导致私人投资的下滑。

图表 13: 本轮美国经济走弱私人投资下滑较大



图表 14: 美国非住宅投资占比 80%左右



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_7483

