

美国 2020：要收益，更要防风险

——2020 年美国展望

宏观深度

- ◆ 2019 年贸易因素冲击全球制造业，但美国就业强劲，经济有韧性。美联储转向宽松，美股继续高歌猛进。展望 2020 年，美国经济怎么看？
- ◆ **经济增速略缓，通胀回升。**过去两年美国经济相对于其他国家的表现更好，但这一优势将逐渐减弱。基准情形下，预计 2020 年美国 GDP 增速将放缓至 2.0%。从分项看，消费增速边际下降，非地产投资仍有下行压力，企业补库动力偏弱，地产投资回暖，出口反弹。PCE 通胀回升至 2%。美联储进入观望期，降息或加息的门槛较高，货币环境总体偏松，财政刺激效应减弱。**如果中美贸易关系缓和、谈判进程顺利，带动全球经济超预期改善，美国经济或好于预期。但如果进程不及预期，市场的担心会卷土重来。**
- ◆ **经济后周期阶段，警惕美股泡沫化和美国企业债务风险。**历史经验表明，美联储在经济后周期阶段的降息往往导致美股融涨，增加金融风险。当前美国企业债率已升至历史最高水平，随着债务的增加，美国信用市场规模持续扩大：BBB 级企业债规模上升至 3 万亿美元，杠杆贷款突破 1 万亿美元，基于杠杆贷款的 CLO 市场也已扩张到次贷危机前的两倍。**如果外生冲击超预期，叠加债务到期量不断增加，或导致企业再融资压力上升，增加信用利差上行风险。**
- ◆ **另外还需关注流动性收缩风险和大选带来的动荡。**次贷危机后美国回购市场结构发生变化，四大银行成为资金的主要供给方，但他们自身也存在流动性约束，增加不稳定因素。2020 年总统大选在即，特朗普谋求连任，民主党必将全力阻击。政治不确定性增加公共政策走向的不确定性，或加剧资产价格、尤其是美股波动。
- ◆ **海外资产方面，2020 年全球贸易环境边际改善，美元上涨动力有所减弱。**大宗商品价格获得支撑，但反弹的幅度取决于全球经济复苏的程度。美国大选在即，美股波动率上升，性价比下降。政治不确定性增加，黄金仍有阶段性机会。美债利率低位震荡，欧央行货币政策变化或给全球债市带来脉冲式扰动。
- ◆ **风险提示：**全球贸易改善不及预期，美国经济超预期下行

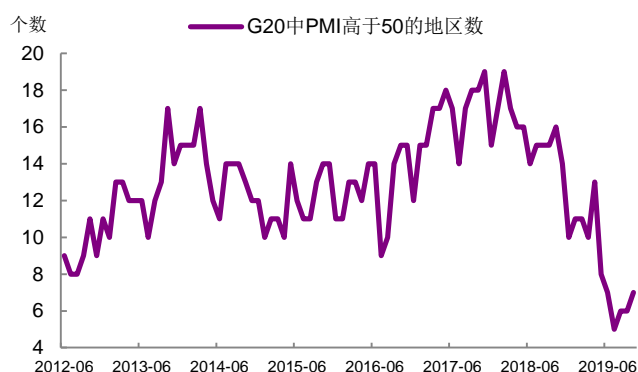
分析师

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

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebscn.com

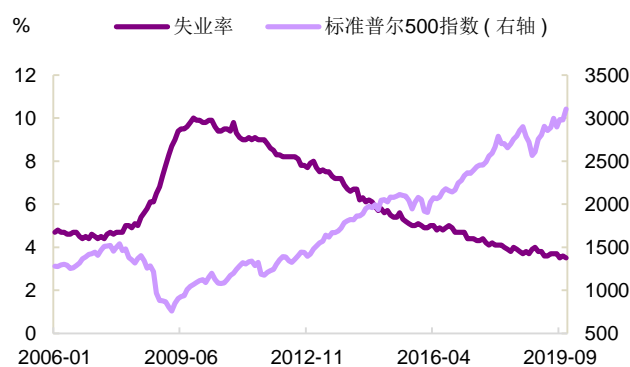
2019年，全球制造业景气度受贸易因素影响大幅下滑（图1），但美国经济却在消费的支撑下展现韧性：GDP增速虽有放缓，但仍在2%以上；劳动力市场保持强劲，失业率维持在4%以下。尽管如此，美联储出于对不确定性的担忧而转向宽松，不仅降息三次，还重启扩表。经济基本面不差，货币环境又相对宽松，美股继续高歌猛进，屡创新高（图2）。

图1：2019年全球制造业景气度大幅下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止2019年11月

图2：但美国就业展现韧性，美股继续高歌猛进



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止2019年11月

2019年初，我们曾在市场对美国最悲观的时候发布报告《2019，美国经济靠什么？》，指出稳健的消费仍将支撑美国经济继续扩张。展望2020年，美国经济怎么看？有哪些风险点值得关注？

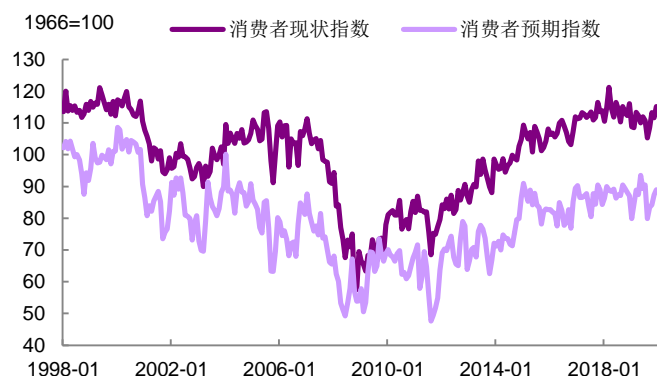
增长略缓，通胀回归

消费温和扩张，但增速或放缓。2019年美国经济的韧性来自于消费，尽管贸易摩擦升级，但美国消费者的信心仍然保持较高水平（图3）。我们认为信心主要来自两个方面，一是过去3年就业强劲，二是2018年下半年工资加速上行，加上通胀温和，使得实际收入显著增加。

但有迹象表明这些因素的正面作用或减弱。一方面，美国非农空缺职位数下降，表明企业招工意愿下降，劳动力需求可能接近饱和（图4）。另一方面，每周工资增速出现放缓迹象，如果叠加通胀上行，实际收入增速将会下滑，削弱对消费的支撑（图5）。

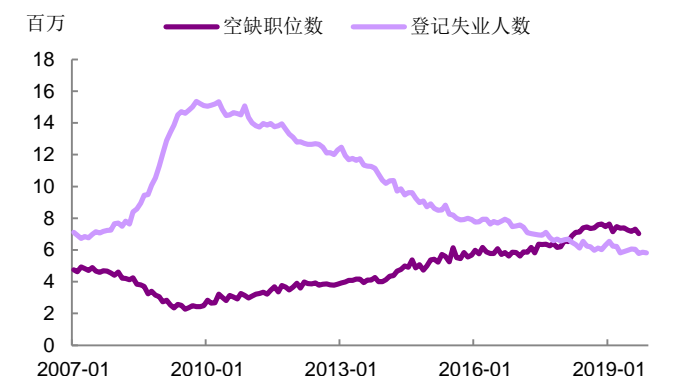
从消费分项来看，2019年表现较好的是商品消费（图6）。商品消费除了有就业和收入的支撑外，也许还有提前消费的原因——为了避免关税的影响，部分家庭可能先购买了所需的商品。随着这部分效应减退，未来消费增速存在回调压力。服务消费增速边际放缓，预计2020年增速与2019年大致持平。

图 3：消费者信心暂未受到冲击



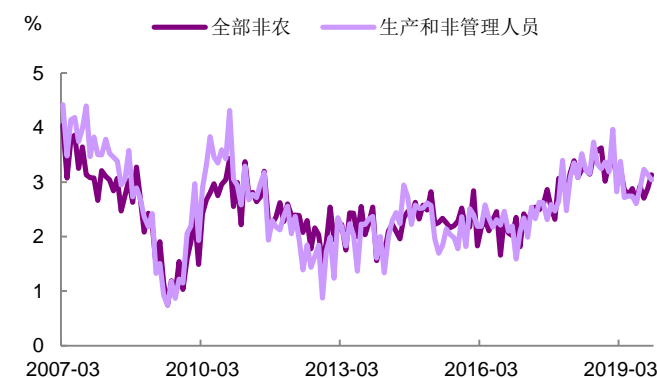
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 4：企业招工意愿有减弱迹象



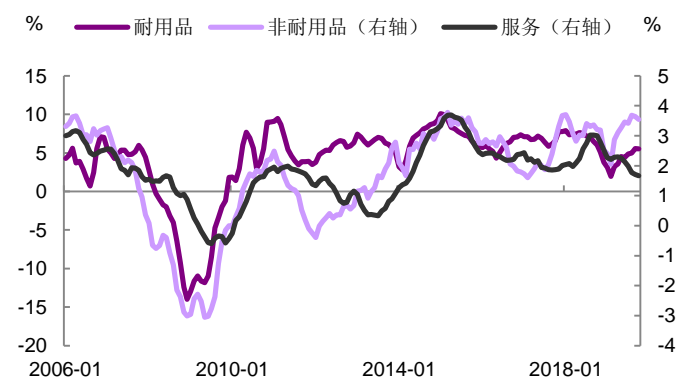
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 5：非农行业的每周工资增速放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 6：消费增速分化：商品强，服务弱



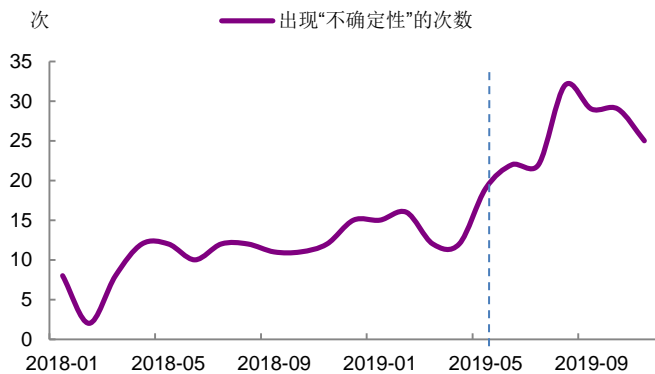
资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 3 个月移动平均。时间截止 2019 年 11 月。

非地产投资仍有下行压力。美联储的褐皮书显示，今年 5 月特朗普“掀桌”后，美国企业面对的不确定性显著提升，表明贸易的影响已从单纯的关税扩散至更广的范围（图 7）。与此同时，美国 CEO 展望指数和中小企业乐观指数下滑，表明企业主对未来的信心偏弱（图 8）。银行工商贷款的标准变得更加严格，表明银行的放贷意愿下降，不利于投资（图 9-10）。

但中美达成贸易协议降低不确定性。企业投资的周期较长，受不确定性的影响较大，中美贸易关系缓和提振市场情绪，但是否激发企业投资的热情还有待观察。如果中美贸易关系缓和、谈判进程顺利，比如中国从美国大量采购商品，提振美国总需求，那么对投资的正面作用会更显著。

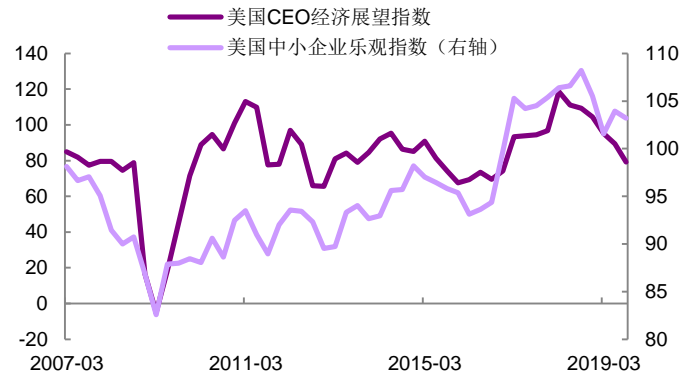
地产投资企稳回暖。2019 年美国房贷利率下行，支撑房地产销售回暖（图 11）。三季度，地产投资环比增速 6 个季度以来首次转正，同比增速转为上行（图 12）。我们预计 2020 年地产投资或继续改善，但受制于就业和实际收入放缓，反弹的幅度也不会太大。

图 7：美联储褐皮书显示，企业面对更多不确定性



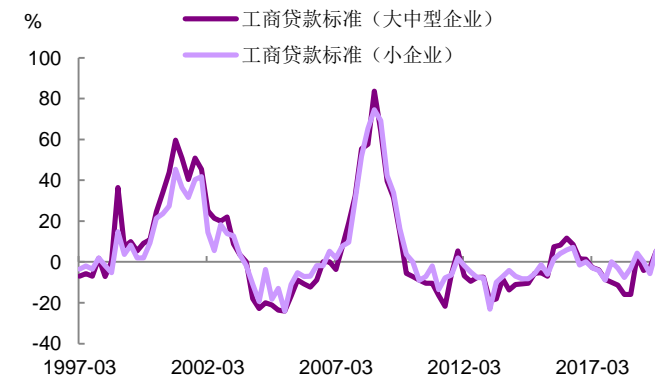
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 8：企业家信心下降



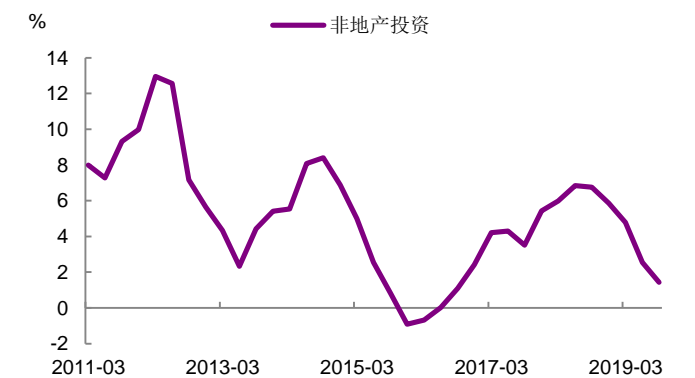
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 9：银行对企业的工商贷款标准趋严



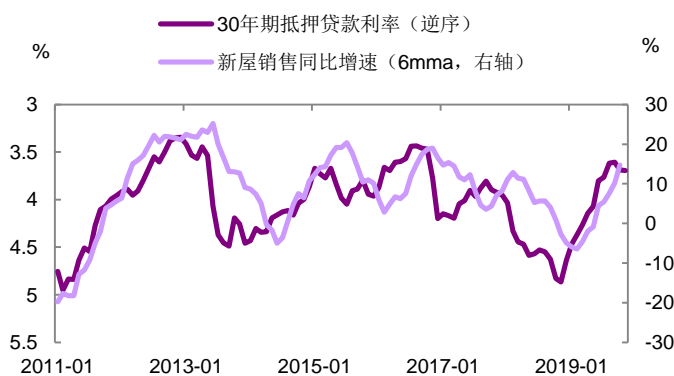
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 10：非地产投资继续放缓



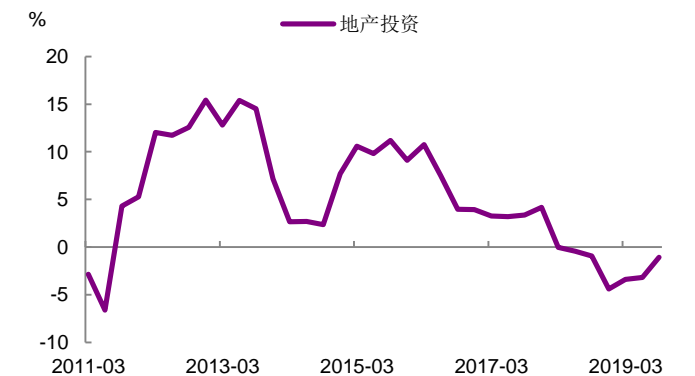
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年三季度

图 11：利率下行，新屋销售增速上行



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 12：地产投资增速回暖

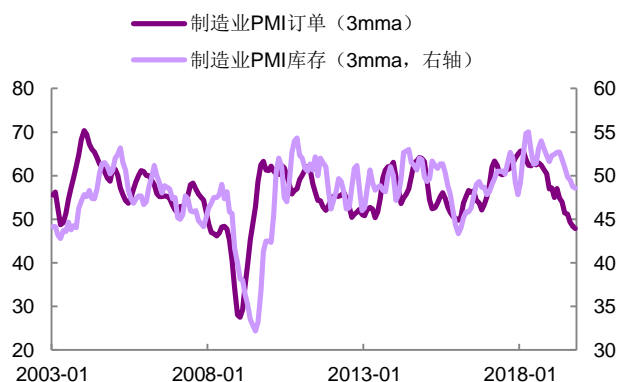


资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年三季度

企业补库动力偏弱。一般来说，制造业的需求指标（比如订单）领先库存6个月见底（图13）。当前美国制造业仍处在探底阶段，即使未来一个季度企稳，企业补库可能也要到明年二季度。

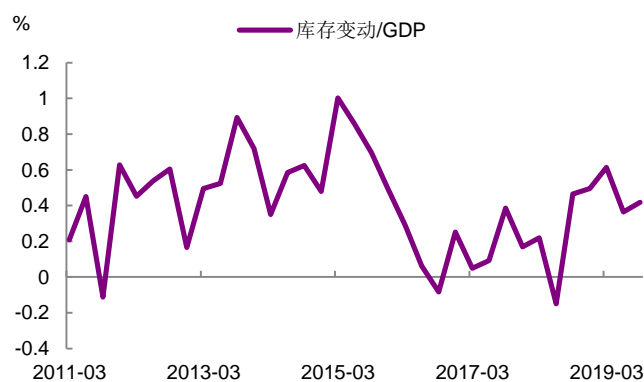
此外，我们还需考虑因为关税而导致的进口抢跑所带来的影响。一些企业为了规避关税而提前补库，导致后续补库的动力下降。鉴于此，我们预计2020年上半年库存对GDP的拉动作用不强（图14）。

图 13：制造业订单仍在探底，库存反弹有待时日



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止2019年11月

图 14：企业仍面临去库存压力

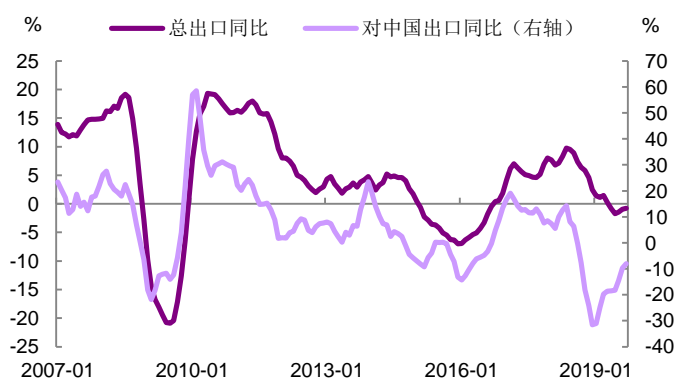


资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止2019年三季度

贸易不确定性下降，外部环境改善，出口有望反弹。2019年中美互征关税，叠加全球经济下行，抑制美国出口。美国对中国出口增速一度滑落至-30%，制造业PMI的出口订单分项也跌落至次贷危机以来最低水平（图15-16）。中美已达成阶段性协议后，贸易不确定性下降将有利于出口反弹。

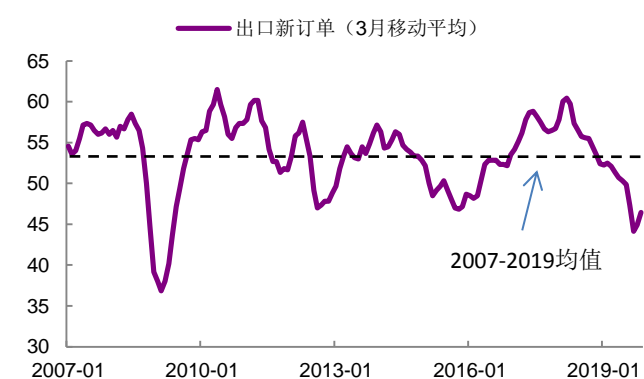
2019年全球央行迎来“降息潮”，货币环境转向宽松，一些新兴市场国家央行宽松的程度较为激进（图17）。如果这些国家的货币刺激有效，将有助于全球经济企稳，帮助美国出口改善（图18）。

图 15：受贸易因素影响，美国对华出口一度大幅下降



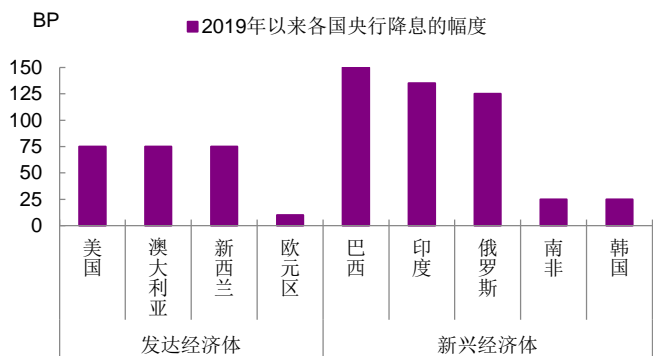
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止2019年11月

图 16：出口订单有改善迹象



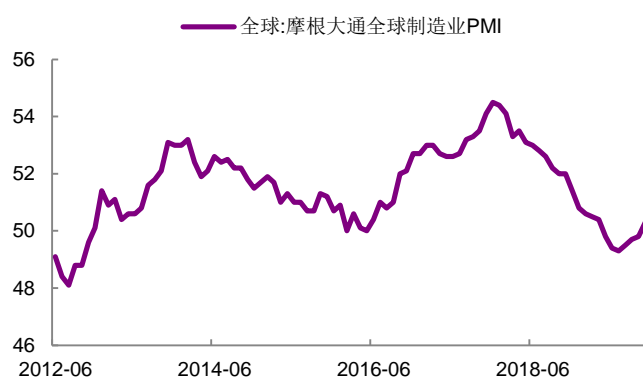
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止2019年11月

图 17：2019 年全球央行迎来“降息潮”



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 18：全球制造业景气度有企稳迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

基准情形下，2020 年美国 GDP 增速或放缓至 2%，上半年同比增速继续下滑，下半年趋于平缓。消费、非地产投资增速或放缓，企业补库有待时日，但地产投资和出口将改善，部分对冲经济下行压力。如果中美贸易关系缓和带动出口和制造业反弹，美国经济增速可能在 2% 以上。下行风险在于家庭收入和企业盈利不及预期，给消费和投资带来额外下行压力。

PCE 通胀水平回升至 2% 左右。汇率的灵活性边际降低了贸易摩擦对价格的影响，从而降低通胀压力。但随着消费扩张，货币政策转向，通胀仍有上行动力。如果全球经济短暂企稳带动大宗商品价格上涨，也有利于提升通胀水平。中期来看，美国的技术进步偏向资本，压制劳动报酬，不利于通胀。我们预计 2020 年美国 PCE 通胀将向 2% 收敛，但上升的速度可能不会很快。

货币政策保持宽松。2019 年美联储出于对贸易不确定性的担忧，三次下调基准利率，并重启扩表。短端利率下行缓解了美债倒挂的问题，也令市场对美国经济的预期得到改善。往前看，美联储倾向于保持观望，短期内进一步降息或加息的门槛都比较高，美国货币环境将保持偏松的态势。

如果经济下行风险增加，美联储还可能采取进一步的宽松政策。从货币政策工具的选择上，美联储明确表示不倾向于负利率，这意味着当下一次衰退到来之际，美联储可能在利率降至零之前就开启量化宽松。

财政政策对经济的刺激作用减弱。前期减税对企业利润的正面作用不断减弱。特朗普受制于国会的弹劾调查，恐怕很难再推出新的财政刺激（比如二次减税、基建）。这意味着 2020 年美国财政支出或难有超预期的表现，对经济增长的贡献将边际下降。

表 1 总结了我们对 2019、2020 年美国主要宏观经济指标的预测。

表 1: 对 2019、2020 年美国主要宏观指标的预测

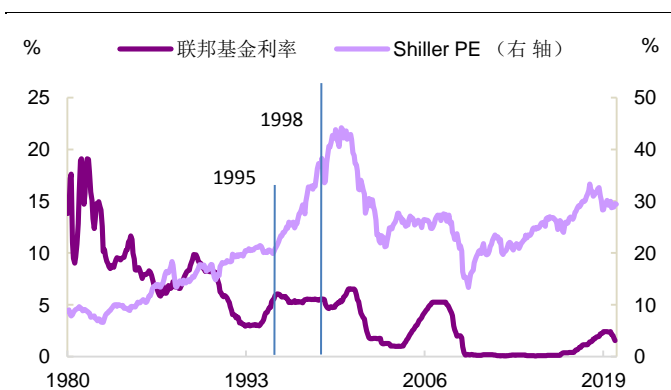
宏观指标	2018	2019E	2020E
GDP 增速 (全年, %)	2.9	2.3	2.0
其中: 消费 (%)	2.6	2.8	2.3
投资 (%)	5.3	-0.4	1.1
出口 (%)	2.4	0.3	2.5
进口 (%)	3.2	0.2	1.9
政府开支 (%)	1.5	2.8	1.3
GDP 增速 (第四季度, %)	2.5	2.1	2.1
PCE 通胀 (%)	1.9	1.5	2.0
月均新增非农就业 (千人)	223	160	100
失业率 (%)	3.8	3.6	3.8
联邦基金利率 (%)	2.2	1.6	1.4
十年期美债收益率 (%)	3.0	1.8	1.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测。注: GDP 第四季度为同比增速, PCE 为第四季度同比增速, 失业率、联邦基金利率、十年期美债收益率为第四季度平均值。

警惕美股泡沫化和企业债务风险

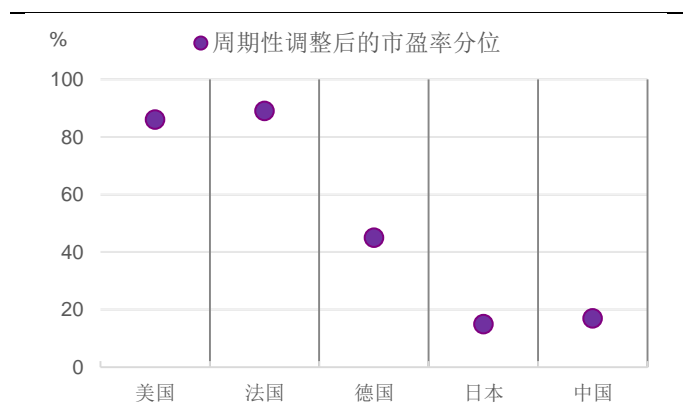
美联储松货币或导致美股泡沫化。2019 年美联储“预防式”降息叠加美国经济表现尚可, 推动美股继续上涨。但从历史经验来看, “预防式”降息往往容易导致美股泡沫化。比如 1998-99 年科网泡沫最后冲顶阶段便发生在美联储降息之后 (图 19)。当前部分美联储官员也认为, 过度宽松的金融环境会导致估值扩张, 推升资产价格, 增加金融风险¹ (图 20)。

图 19: 美联储降息推升美股估值



资料来源: Robert Shiller, 光大证券研究所。时间截止 2019 年 11 月

图 20: 相对来说, 美股比其他国家更“贵”

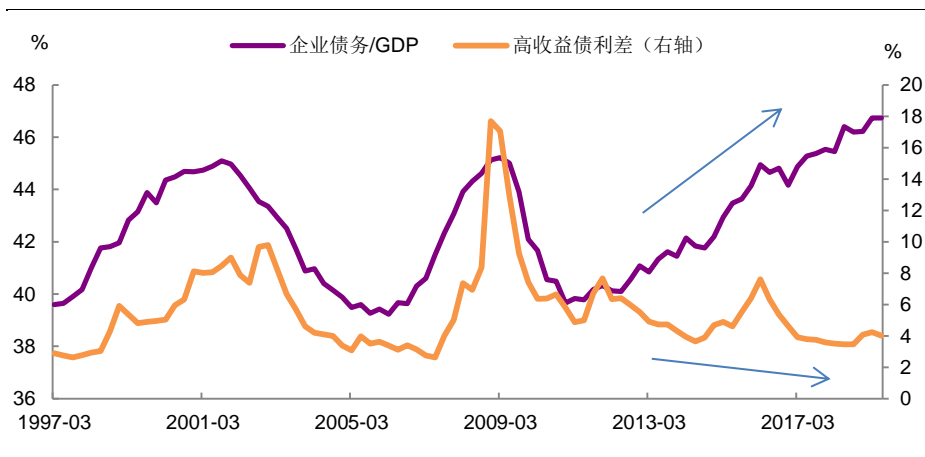


资料来源: BIS, 光大证券研究所。图为各国股市的 Shiller PE。分位按照 2010 年以来的数据计算。时间截止 2019 年三季度

当前美国经济最大风险在于企业部门杠杆率过高。如果股市剧烈调整, 抑或是外部冲击意外来临, 金融风险可能暴露。过去十年全球低利率环境导致美国企业杠杆率大幅提升, 公司企业债务/GDP 比例达到 46%, 为历史最高 (图 21)。但美国企业信用利差不升反降, 与企业债务趋势形成鲜明对比。

¹在 2019 年 9 月、10 月 FOMC 会议上投票反对降息的波士顿联储主席罗森格林、堪萨斯联储主席乔治都持此观点。

图 21：美国企业债务率上行，但高收益债利差不升反降



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间截止 2019 年三季度

企业杠杆率与利差为何背离？一个原因是过去十年的全球低利率加剧了安全资产荒。有良好收益的安全资产（比如国债）越来越稀缺，保险、养老金等长期机构投资者不得不增配准安全资产，以追逐相对更高的收益。研究表明，当非美国国家的利率下降时，该国的投资者往往会增配美国资产，且增配的资产中更倾向于收益较高的企业债。在低利率环境下，那些评级较高的企业债往往被当作准安全资产。

杠杆率上升从来都是结构性的，美国企业部门也不例外。在次贷危机后的十年中，以采掘和金属加工为代表的重资产行业经历了去杠杆的过程，而以计算机和电子为代表的轻资产行业却在加杠杆（图 22）。其中，计算机设备、电子元件、通信设备业扩张较快，其有息负债占总资产比例从危机时的不到 20% 上升至当前的 30%、甚至 40%（图 23）。

当然，这些行业扩张也受到基本面支撑。过去十年智能手机快速发展，带来了电子行业的黄金十年，许多电子制造企业因此受益。代表电子行业的费城半导体指数也大幅上涨，成为推动美股上涨的一大驱动力（图 24）。

图 22：重资产行业去杠杆，轻资产行业加杠杆

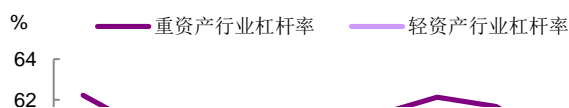
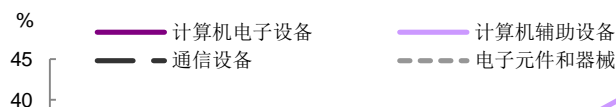


图 23：计算机、电子等行业负债率上升较快



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_8173

