

# 宏观专题

## 2020年美国经济发展展望：日薄西山

回顾 2018 年，全球经济下行的同时，美国经济“一枝独秀”；但自 2019 年以来，美国经济开始持续放缓，相对强势的表现正逐步弥合，美联储货币政策也经历了“加息&缩表-停止加息-降息&重新扩表”的大转向。与此同时，期限利差倒挂、企业债务高企、失业率创新低、贸易形势缓和、美国大选在即等因素交织下，市场对于美国经济及美联储货币政策的判断产生较大分歧。本篇报告中，我们对美国经济进行了全方位的解读，从债务视角论证了美国衰退的概率及可能的衰退程度，并对美联储货币政策做出展望。

**美国经济全景解构：**基于对私人投资、私人消费、政府支出、净出口四大分项的拆解，我们判断：**2020 年美国将延续下行，且 2020 年美国实际 GDP 增速很大可能会低于美联储预期（2.0%）和市场预期（1.8%）。**

- **私人投资：**当前企业投资能力和投资意愿双双趋弱，将拖累非住宅投资增速继续放缓。虽然地产销售向好可能带动住宅投资增速短期走高，但由于其占比很低，难以逆转整体私人投资增速下行的趋势。此外，美国已于 2019Q3 进入主动去库阶段，未来企业去库将带动私人投资增速加速下行，对经济的拖累效果将有所加大。
- **私人消费：**年初以来零售销售增速的抬升主因地产销售回暖带动相关商品需求增加，与此同时服务消费增速持续下滑，反映出私人消费景气仍在下滑。美国劳动力市场已开始降温，未来薪资增速趋于放缓，且 2020 年失业率大概率回升，私人消费对经济的支撑作用将走弱。
- **政府支出：**鉴于当前美国政府部门杠杆率创历史新高、财政赤字率高于历史均值、资金来源常常受到国会限制，美国政府支出扩张空间非常有限。此外，2020 年特朗普的首要目标是连任，而大选年份两党分化往往会进一步加剧，减税 2.0、扩基建等政策出台概率较低。
- **净出口：**据测算，2020 年关税对美国经济的拖累将进一步扩大，即使中国对美进口大幅增加，也无法完全抵消关税的拖累。

**美国衰退风险分析：**回顾过去三轮美国经济衰退我们发现，导致衰退的根本原因在于企业或居民部门的债务泡沫破裂。通过对当前企业、居民部门债务状况以及金融体系的分析，我们判断：**美国经济最快将在 2020 年底进入衰退初期阶段，但本轮美国经济衰退的程度可能不会特别严重。**

- **居民部门：**当前美国居民部门杠杆率与综合偿债比率已降至过去 20 年的低点，同时居民的资产负债状况明显修复，整体债务压力较轻。
- **企业部门：**当前非金融企业的债务收入比已接近历史最高水平，这也是可能引发本轮经济衰退的最大风险点。但利率水平下降缓解了企业债务的付息压力，当前综合偿债比率处在偏高位置。鉴于企业营收大概率放缓，信用利差也可能重新走阔，未来债务压力仍趋加剧。
- **金融体系：**金融监管的加强使得美国金融体系的抗风险能力显著提升，银行业经营也更加稳健。但由于信贷投放的减少，过去几年低评级企业债发行规模大幅增加，可能会成为引爆新一轮债务危机的导火索。
- **衰退时点及程度：**通过对比当前与历次衰退时的主要经济数据，我们认为美国经济最快将在 2020 年底进入衰退初期阶段。由于本轮债务危机爆发对金融体系冲击有限，我们判断本轮衰退的程度不会特别严重。

**美联储货币政策展望：**与历史上的两轮“保险性降息”相比，本轮降息美国在周期中所处的位置以及潜在的风险程度完全不同，因此本轮美联储降息周期只是暂停而非结束。随着外部干扰的消退以及市场降息预期回归理性，未来美联储货币政策立场将重回“数据依赖”，是否继续降息以及降息节奏将取决于经济数据的表现。当前美国经济已步入周期的尾端，我们判断 2020 年底将面临衰退风险，同时劳动力市场已开始降温，通胀也趋于持续疲软，在此背景下美联储仍具备继续降息的基础。此外，2020 年地方联储票委换届后，FOMC 整体政策倾向将更加鸽派。综合分析，我们预计 2020 年会再降息 2-3 次，其中上半年大概率会降息 1 次（可能在 2 季度）。

**风险提示：**中美冲突超预期演化；美国大选不确定性加剧。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

### 相关研究

- 1.《美联储的经济预测靠谱吗？——12月 FOMC 会议》2019-12-12
- 2.《美联储降息结束了吗？——兼评美国三季度 GDP 和 10 月 FOMC 会议》2019-10-31
- 3.《制度红利的春天——四季度和 2020 年宏观展望》2019-10-23
- 4.《美国年内还降息么，中国跟不跟？——9 月 FOMC 会议点评》2019-09-19
- 5.《8 图看清 10Y-2Y 美债收益率倒挂的表与里》2019-08-15
- 6.《美国一季度 GDP 超预期的表与里》2019-04-27



**内容目录**

**美国经济全景解剖..... 5**

私人投资：由拉动项变为拖累项，带动经济加速下行.....5

私人消费：伴随就业市场降温，对经济的支撑将减弱.....7

政府支出：债务高企、党争加剧，财政扩张空间有限.....9

净出口：中国大幅增加对美进口，无法抵消关税影响.....11

**美国衰退风险分析..... 12**

美国过去3轮经济衰退的回顾：都是杠杆惹的祸.....12

当前居民债务状况：债务规模较低，偿债压力较轻.....15

当前企业债务状况：存量规模庞大，但付息压力较轻.....15

当前金融体系状况：抗风险能力增强，但也存在隐患.....18

美国经济距衰退还有多远？本次衰退程度会有多严重？.....19

**美联储货币政策展望..... 21**

货币政策立场重回“数据依赖”.....21

本轮降息周期只是暂停而非终结.....23

2020年新一届FOMC票委将更加鸽派.....25

**风险提示..... 26**

**图表目录**

图表 1: 美国私人投资增速的波动显著大于私人消费增速.....5

图表 2: 私人投资对美国 GDP 的拉动率经常超过私人消费.....5

图表 3: 美国私人投资以非住宅投资为主.....6

图表 4: 美国私人投资增速与非住宅投资增速基本一致.....6

图表 5: 美国非金融企业杠杆率与非住宅投资增速负相关.....6

图表 6: 美国非金融企业盈利状况与非住宅投资增速正相关.....6

图表 7: PMI 新订单指数领先私人非住宅投资增速 2-3 个季度.....6

图表 8: CEO 资本开支展望持续下滑指向投资意愿低迷.....6

图表 9: 自 2019Q3 开始美国已进入主动去库阶段.....7

图表 10: 制造商去库将带动私人投资和 GDP 增速加速下行.....7

图表 11: 私人消费增速与薪资增速走势基本一致.....7

图表 12: 失业率触底回升后薪资增速往往大幅下跌.....7

图表 13: 失业率是美国经济的滞后变量.....8

图表 14: 美国私人消费以服务消费为主.....8

图表 15: 年初以来美国零售销售和私人消费增速出现背离.....8

图表 16: 年初以来美国商品消费和服务消费增速出现背离.....8

图表 17: 商品消费增速的抬升主因地产销售回暖拉动.....8

图表 18: 服务消费增速下滑表明私人消费景气度趋弱.....8

图表 19: 新增非农就业下滑指向 2020 年美国失业率将回升.....9

图表 20: 平均工时缩短指向未来时薪增速趋于回落.....9

图表 21: 政府支出通常作为逆周期调节措施.....10

图表 22: 当前美国政府部门杠杆率创历史新高.....10

图表 23: 当前美国国债总额已远超债务上限.....10

图表 24: 当前美国财政赤字率高于历史均值且趋于继续走高.....10

图表 25: 美国国会每年提案数量与未通过占比（红色为大选年）.....10

图表 26: 特朗普减税法案在参众两院受到全体民主党议员反对.....10

图表 27: 2020 年美国大选流程.....	11
图表 28: 美国对华关税对美国实际 GDP 增速的影响.....	11
图表 29: 主要机构对 2020 年美国实际 GDP 增速的预测 (单位%) .....	12
图表 30: 1983 年至今美国经历了 3 轮经济衰退.....	12
图表 31: 过去 3 轮美国经济衰退的起止日期与时长.....	13
图表 32: 历次衰退之前美国非金融企业杠杆率均持续大幅攀升.....	13
图表 33: 2008 年次贷危机前美国居民杠杆率快速大幅攀升.....	13
图表 34: 历次衰退之前美国非金融企业债务违约率大幅攀升.....	13
图表 35: 2008 年次贷危机前美国居民债务违约率大幅攀升.....	13
图表 36: 历次衰退时期美国金融市场流动性急剧收紧.....	14
图表 37: 1990 年和 2008 年危机时期大量银行破产倒闭或被救援.....	14
图表 38: 历次衰退时期美国企业破产数量大幅增加.....	14
图表 39: 历次衰退时期美国失业率大幅攀升、工业生产大幅放缓.....	14
图表 40: 当前美国居民部门债务规模已降至较低水平.....	15
图表 41: 当前美国居民偿债比率降至过去 20 年最低水平.....	15
图表 42: 当前消费贷款与按揭贷款占居民总资产的比重降至低位.....	15
图表 43: 当前美国居民储蓄率升至过去 20 多年的高位.....	15
图表 44: 当前非金融企业杠杆率和债务收入比升至历史高点.....	16
图表 45: 当前美国非金融企业偿债比率处在偏高的位置.....	16
图表 46: 2008 年次贷危机后美联储大幅降息并实施 3 轮 QE.....	16
图表 47: 当前美国企业债有效收益率已降至历史最低水平.....	16
图表 48: 存量债务对企业偿债压力的影响程度更大.....	17
图表 49: 利率下降无法改变债务压力上行的趋势.....	17
图表 50: 非金融企业偿债压力主要取决于营收状况.....	17
图表 51: 经济加速下行的背景下未来企业盈收增速大概率放缓.....	17
图表 52: 经济周期尾端企业债信用利差往往会走阔.....	17
图表 53: 经济周期尾端美联储降息也无法阻止企业债收益率抬升.....	17
图表 54: 美国存款性金融机构的资本充足率已显著高于危机时期.....	18
图表 55: 金融监管加强后美国银行业贷款质量有所提升.....	18
图表 56: 《巴塞尔协议-III》的要求及分阶段实施计划.....	18
图表 57: 金融监管加强后美国商业银行信贷投放减少.....	19
图表 58: 过去几年美国低评级企业债发行占比持续上升.....	19
图表 59: 未来几年低评级企业债将集中到期.....	19
图表 60: 当前与历次衰退时期制造业 PMI 对比 (假定一年后衰退) .....	20
图表 61: 当前与历次衰退时期新增非农就业对比 (假定一年后衰退) .....	20
图表 62: 当前与历次衰退时期失业率对比 (假定一年后衰退) .....	20
图表 63: 当前与历次衰退时期金融状况指数对比 (假定一年后衰退) .....	20
图表 64: 2001 年前美国企业股权融资占比持续大幅上升.....	20
图表 65: 2001 年衰退时期并未出现大量银行破产倒闭的现象.....	20
图表 66: 美国银行业持有的投机级企业债规模很低.....	21
图表 67: 近三次 FOMC 会议声明对比.....	22
图表 68: 联邦基金期货市场隐含的 2020 年美联储降息次数.....	22
图表 69: 企业去库将带动通胀走弱.....	23
图表 70: 领先指标显示未来通胀依然疲软.....	23
图表 71: 当前非金融企业杠杆率远高于两轮"保险性降息"时期.....	23
图表 72: 当前非金融企业债务压力远高于两轮"保险性降息"时期.....	23
图表 73: 1989 年 12 月 FOMC 会议经济预测.....	24

---

图表 74: 2000 年 12 月 FOMC 会议经济预测 .....	24
图表 75: 2007 年 12 月 FOMC 会议经济预测 .....	24
图表 76: 过去三轮衰退期美国实际 GDP 增速表现 .....	24
图表 77: 2019 年 12 月 FOMC 利率点阵图 .....	25
图表 78: 2019 年 9 月 FOMC 利率点阵图 .....	25
图表 79: 2020 年美联储 FOMC 票委将更加鸽派 (政策倾向数字越小代表越鸽派) .....	25

回顾 2018 年，全球经济下行的同时，美国经济“一枝独秀”；但自 2019 年以来，美国经济开始持续放缓，相对强势的表现正逐步弥合，美联储货币政策也经历了“加息&缩表-停止加息-降息&重新扩表”的大转向。与此同时，期限利差倒挂、企业债务高企、失业率创新低、贸易形势缓和、美国大选在即等因素交织下，市场对于美国经济及美联储货币政策的判断产生较大分歧。本篇报告中，我们对美国经济进行了全方位的解读，从债务视角论证了美国衰退的概率及可能衰退的程度，并对美联储货币政策做出展望。

## 美国经济全景解构

2018Q4 至今，美国私人消费和政府支出对 GDP 的拉动率表现平稳，但私人投资的拉动率大幅下降，带动 2019 年美国实际 GDP 增速持续放缓。本章节中，我们从美国经济的分析框架出发，对私人投资、私人消费、政府支出、净出口这四大主要分项进行详细分析，以期对美国经济未来走势做出判断。

### 私人投资：由拉动项变为拖累项，带动经济加速下行

私人投资是美国经济最敏感的变量，预示着美国经济变化的方向。美国经济结构中，私人消费占比最高为 70%，其次为私人投资 18%、政府支出 17%、净出口-5%。尽管私人投资占比较低，但由于其对经济周期更为敏感，波动幅度相较于私人消费更加剧烈，因此其对 GDP 的影响程度经常大于私人消费，这种表现在经济周期尾端尤其明显。

图表 1: 美国私人投资增速的波动显著大于私人消费增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 私人投资对美国 GDP 的拉动率经常超过私人消费



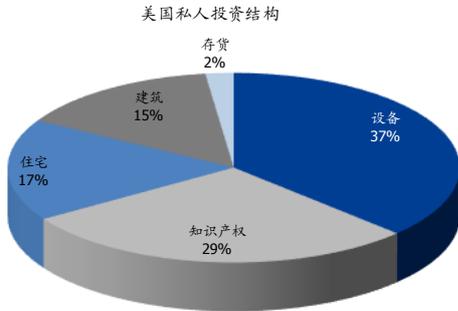
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国私人投资以非住宅投资为主，其表现取决于企业的投资能力和投资意愿。从私人投资的结构来看，非住宅投资占比高达 83%，因而私人投资增速与非住宅投资增速走势基本完全一致。除 2006-2008 年的房地产泡沫时期外，其它时期住宅投资对整体私人投资的影响较小。非住宅投资包括设备、知识产权、建筑、存货，其表现取决于企业的投资能力和投资意愿。

企业投资能力，是指企业是否拥有足够的资金用于扩大资本开支，其主要取决于企业的负债水平和盈利状况。长期来看，非金融企业杠杆率与私人非住宅投资增速趋势性负相关，表明债务水平越高企业扩大资本开支的能力越有限；短期内，企业税前收入增速改善也会对非住宅投资形成支撑。当前美国非金融企业部门的杠杆率已达历史最高水平，同时伴随减税效用边际递减以及全球经济放缓，自年初以来企业税前收入增速持续下滑，高负债、低盈利的双重制约下，企业扩大资本开支的能力十分有限。

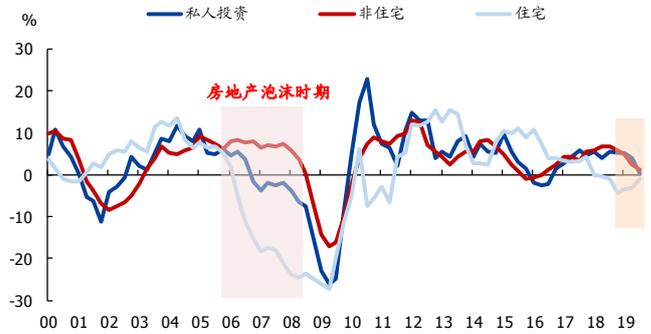
企业投资意愿，是指企业是否有动力进一步扩大资本开支，其主要取决于企业对未来经营状况的预期。数据显示，ISM制造业和非制造业PMI新订单指数走势领先私人非住宅投资增速2-3个季度，自2018年初以来，PMI新订单指数持续下滑，至今仍未企稳反弹，预示着未来非住宅投资增速仍将延续下行。此外，美国CEO经济展望指数中的资本开支分项指数自2018Q2以来持续下滑，该指标通常领先非住宅投资增速2个季度左右，也指向企业投资意愿依然低迷。

图表 3: 美国私人投资以非住宅投资为主



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 美国私人投资增速与非住宅投资增速基本一致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 美国非金融企业杠杆率与非住宅投资增速负相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 美国非金融企业盈利状况与非住宅投资增速正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: PMI 新订单指数领先私人非住宅投资增速 2-3 个季度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: CEO 资本开支展望持续下滑指向投资意愿低迷

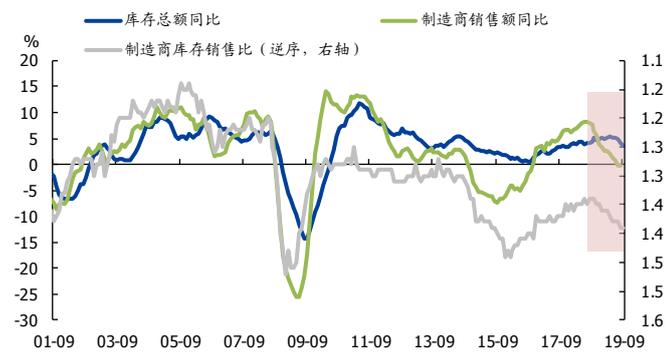


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国已进入主动去库阶段，将带动经济加速下行。美国制造商销售额同比增速自 2018Q4 开始持续回落，带动库存销售比持续抬升。在前期报告《美国一季度 GDP 超预期的表与里》中我们曾指出，制造商库存销售比的拐点通常领先库存总额同比的拐点 3 个季度左右，意味着自 2019Q3 开始美国已进入主动去库阶段，未来私人库存增速趋于持续回落。根据历史经验，当进入主动去库阶段后，私人投资增速的下滑将有所加快，并带动经济加速下行。

整体来看，由于企业投资能力和投资意愿双双趋弱，同时美国已进入主动去库阶段，未来私人非住宅投资增速趋于加速下行。尽管地产销售向好有望带动住宅投资增速短期走高，但由于其在私人投资中的占比很低，难以逆转私人投资下行的趋势。截至 2019Q3，私人投资对美国 GDP 的同比拉动率仅为 0.04%，未来伴随私人投资增速的下滑，私人投资将由拉动项转为拖累项，对经济的负面影响将有所加大。

图表 9: 自 2019Q3 开始美国已进入主动去库阶段



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 制造商去库将带动私人投资和 GDP 增速加速下行

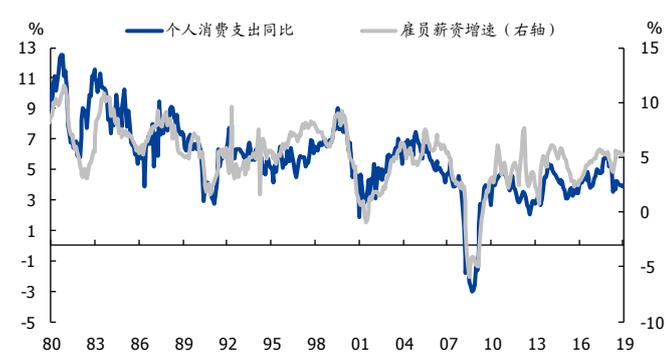


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 私人消费: 伴随就业市场降温, 对经济的支撑将减弱

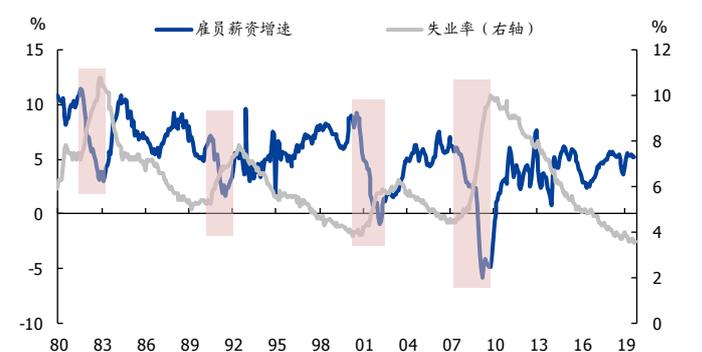
私人消费是美国经济的主要支撑项，其表现取决于薪资增速和就业状况，但通常是经济的滞后变量。私人消费占美国 GDP 的比重为 70%，远高于其它分项，因而是美国经济最重要的支撑。消费主要取决于薪资增速与就业状况，表现为薪资增速与消费增速走势基本完全一致，而薪资增速与失业率整体负相关，特别是当失业率开始触底回升后，薪资增速往往都出现大幅下跌。失业率是美国经济的滞后变量，通常当经济持续下滑一段时间后失业率才会回升，因此消费对经济的拖累作用往往在经济周期末端才会显现。美国消费结构方面，服务消费占比最高为 64%，其次为非耐用品 23%，耐用品 13%。

图表 11: 私人消费增速与薪资增速走势基本一致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 失业率触底回升后薪资增速往往大幅下跌



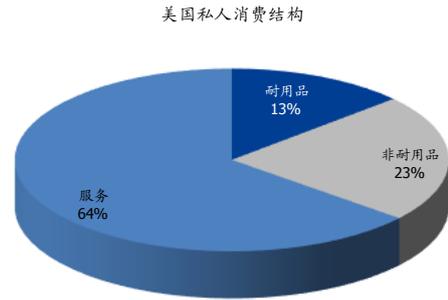
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 失业率是美国经济的滞后变量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 美国私人消费以服务消费为主

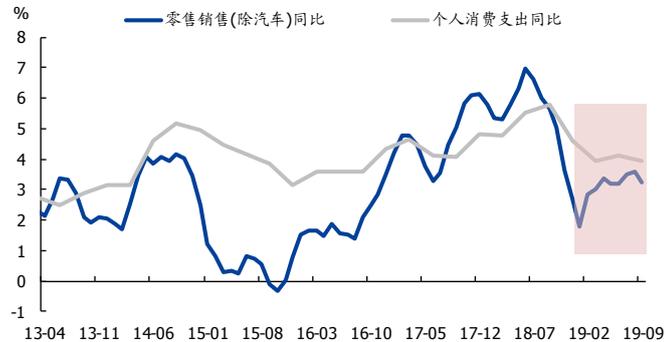


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

年初以来零售销售与私人消费表现背离, 实质上是商品消费与服务消费的背离。美国除汽车外的零售销售增速由 2018 年底的-0.3%持续提升至最高 4.8%, 部分市场观点认为这表明美国消费状况依然强劲, 但我们发现, 同期美国私人消费增速却由 2018Q4 的 4.6% 持续下滑至 2019Q3 的 3.9%。产生这种背离的原因在于, 零售销售只包括商品消费, 实际上年初以来美国商品消费增速持续走高, 但服务消费增速持续回落。由于服务消费占私人消费的比重远高于商品消费, 从而带动整体私人消费增速放缓。

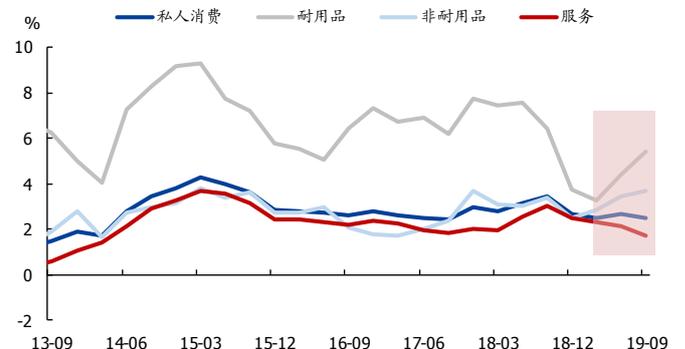
本轮商品消费的改善, 很大程度上受地产销售回暖的拉动, 而非消费景气度回升。自去年底以来, 美国新屋和成屋销售增速持续回升, 带动家具、家电、杂货等相关商品的零售销售增速持续走高。与商品消费相比, 服务消费往往更能反映私人消费的景气度, 历史上看服务消费增速与消费者信心指数的相关性也更强。本轮服务消费增速的放缓, 也与消费者信心指数的震荡回落相一致。鉴于此, 当前美国消费景气仍处于下行阶段。

图表 15: 年初以来美国零售销售和私人消费增速出现背离



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 年初以来美国商品消费和服务消费增速出现背离



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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\\_8225](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8225)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn