

美国经济韧性、弹性及明年衰退的可能性

证券研究报告

2022 年 04 月 20 日

● 核心结论

我们将在本文中探讨三个问题：疫后美国经济增长的动能（增长趋势）是什么？动量（经济增长强度）如何？美国经济今年下半年放缓及明年衰退的动能与动量逻辑及其程度。

怎么看美国疫后经济的韧性？四点动能。1) 财政转移支付及服务消费受阻，累计储蓄大增支撑“任性”消费；2) 疫后地产去库存推动了当前的地产补库存；3) 刚刚释放的基建红利；4) 高利润率推动的企业资本开支。

由美国经济指标弹性看疫后复苏动量（经济增长强度）。疫后美国很多经济指标都颇具弹性，但分为三种：1) 由低基数造成的，往往源于供给抑制过后的脉冲式恢复。此类指标经历了初期的快速修复后，弹性会显著趋弱，最典型的就是工业部门产能利用率等；2) 由价格因素贡献的高弹性：2021Q3 后随着通胀快速攀升的名义指标。只要通胀降温，此类指标就大概率拐头放缓；3) 高可获得性推动的高弹性：需求弹性较高、供给弹性约束较小，如个人耐用品消费、疫后地产销售以及就业数据等。但疫后企业部门投资弹性较弱，或与疫情的不确定性以及疫后美国通胀及人力成本上行斜率显著高于历次复苏阶段有关。事实上，疫后各类经济指标向上脉冲是过去几个季度美国经济回升的重要动量，往后看，个人服务消费还有些许向上弹性，但空间有限，因此美国经济上行动力已不多。

美国经济：动量已然衰退；动能即将转弱。1) 美国经济动量已然衰减：增长正在放缓。每一类经济行为的修复都需要与就业恢复共振，尽管不同部门疫后弹性、节奏有别，但我们可以用就业数据来衡量美国经济整体的恢复“弹性”，也即：经济动量。目前三个部门多数经济活动的弹性都已不再，唯独个人服务消费仍受益于疫后累计储蓄以及解封过程。这意味着未来美国各行业吸收就业能力在变弱，进而美国经济增长动量势必趋弱。2) 预计 2023 年 Q1 与 Q3 两个季度环比折年率转负，实际 GDP 同比则几乎逐季放缓直至 2023Q4 降至 0.2%。3) 结构上的估计：2023 年个人消费及企业资本开支降至 0，地产投资转负。

风险提示：美国经济基本面超预期；美国疫情发展预期；美联储货币政策超预期；拜登财税政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、怎么看美国疫后经济的韧性？四点动能	4
（一）疫后美国经济可谓韧性十足	4
（二）美国经济何来韧性？	4
1. 财政转移支付及服务消费受阻，累计储蓄大增支撑“任性”消费	4
2. 疫后地产去库存，与当前的地产补库存	7
3. 基建红利才刚刚释放、企业资本开支也仍在增加	9
二、由美国经济指标弹性看疫后复苏动量	9
（一）疫后低基数贡献的高弹性：往往源于供给抑制过后的脉冲式恢复	9
（二）由价格因素贡献的高弹性：2021Q3 后随着通胀快速攀升的名义指标	10
（三）高可获得性推动的高弹性：需求弹性较高、供给弹性约束较小	11
1. 商品/房屋：疫情改变的消费行为；库存充裕供给弹性约束较小	11
2. 劳动力：快速接近充分就业，为美国强劲复苏提供劳动力支持	11
（四）疫后哪些经济指标缺乏弹性？企业投资弹性极弱	12
（五）往后看，还有哪些经济指标存在弹性？个人服务消费尚有一定弹性	14
三、美国经济：动量已然衰退；动能即将转弱	14
（一）美国经济动量已然衰退：增长正在放缓	14
（二）美国经济动能即将转弱：明年或迎衰退	16
1. 从就业吸收视角估计 2023 年美国衰退程度	16
2. 结构上的估计：2023 年个人消费及企业资本开支降至 0，地产投资转负	17
四、风险提示	18

图表目录

图 1：美国销售与库存同比（2021 年数据为两年复合增速）	4
图 2：疫后美国个人储蓄、无疫情下的个人储蓄以及美国个人疫后累计储蓄	4
图 3：美国个人储蓄率	5
图 4：美国个人耐用品消费、非耐用品消费、服务消费较疫前恢复程度（2020.1=1）	5
图 5：美国成屋挂牌库存套数与去库存周期	5
图 6：美国购房年龄人口增速	6
图 7：美国新屋库存与去库存周期	6
图 8：美国新屋与成屋销售总量及其同比	7
图 9：美国新屋销售同比增速	7
图 10：美国全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行房地产市场指数	8
图 11：美国新屋开工及其同比增速	8

图 12: 美国企业税前利润同比增速	9
图 13: 美国全部工业部门产能利用率	9
图 14: 美国实际 GDP 总量的疫后变化 (2019Q4=100%)	10
图 15: 美国 GDP: 库存变化现价与库存变化不变价之差	11
图 16: 历次经济复苏阶段 (2020.5-2022.4 可比阶段) 美国续请失业金人数 (人, 对数坐标)	11
图 17: 美国历次经济复苏阶段 (2020.4-2022.3 可比阶段) 产能利用率变化	12
图 18: 历次经济复苏阶段 (2020Q2-2022Q1 可比阶段) 美国企业投资弹性	12
图 19: 历次经济复苏阶段 (2020Q2-2022Q1 可比阶段) 美国企业综合平均成本指数 (1985.1=1)	13
图 20: 美国航班数恢复至疫前水平 (2020.3.14=100%)	13
图 21: 美国实际 GDP 同比增速与续请失业金人数同比增速	14
图 22: 美国实际 GDP 环比折年率与续请失业金人数降幅	15
图 23: 美国劳动力参与率	15
图 24: 美国亚特兰大联储 GDPNow 模型对 Q1 美国实际 GDP 环比折年率的预测值 (%)	15
图 25: 美国失业率 vs 美国失业率降至历史最低水平的州个数	16
图 26: 美国实际 GDP 同比与环比折年率预测值 (2022Q1-2023Q4)	16
图 27: 美国不同收入分位数家庭储蓄率	17
图 28: 美国 30 年期固定抵押贷款利率	18
图 29: 美国新屋销售折年数 vs 美国住房投资	18

一、怎么看美国疫后经济的韧性？四点动能

（一）疫后美国经济可谓韧性十足

今年1-3月制造业PMI、非制造业PMI均值分别为57.8、58.2；1-4月NAHB房地产市场指数以及密歇根大学消费者信心指数均值分别为80、63.8。除了受高通胀掣肘，消费者信心指数始终偏弱外，其余经济景气指标均仍显著高于荣枯线。另外，如图1所示，美国销售总额同比与库存总额同比仍处于历史高位，强度超越金融危机后的2009-2011年。我们一直看重的综合领先指标（CLI）自去年6月回落后，又在今年2-3月小幅企稳回升。

图1：美国销售与库存同比（2021年数据为两年复合增速）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

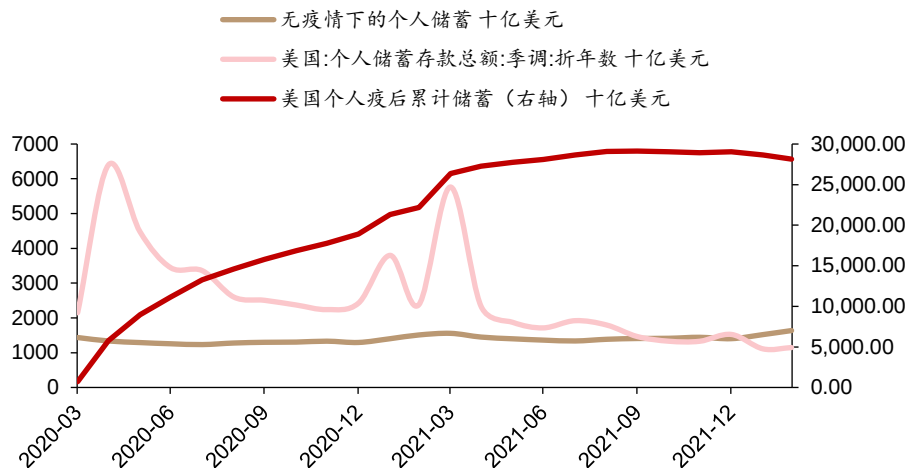
（二）美国经济何来韧性？

1. 财政转移支付及服务消费受阻，累计储蓄大增支撑“任性”消费

美国个人储蓄为当月流量值，疫后三轮财政转移支付、叠加消费支出占比最高的服务消费受疫情掣肘，进而与无疫情形势相比，疫后美国个人累计储蓄不断攀升直至2021Q3触顶。目前略下降但仍有2.8万亿美元并给了美国人消费的底气。当然“任性、肆意地消费”也快速推升了通胀，进而消费者信心并不强劲。

目前，尽管耐用品与非耐用品消费降温，但逐步解封令服务消费接棒继续助力经济增长。2021年6月美国个人服务消费名义值刚刚超越疫前，但实际值至今（2022年2月）仍较2020年1月略低0.2%。在高储蓄、服务消费仍不足共振之下，预计服务消费将对经济产生较大正贡献。

图2：疫后美国个人储蓄、无疫情下的个人储蓄以及美国个人疫后累计储蓄



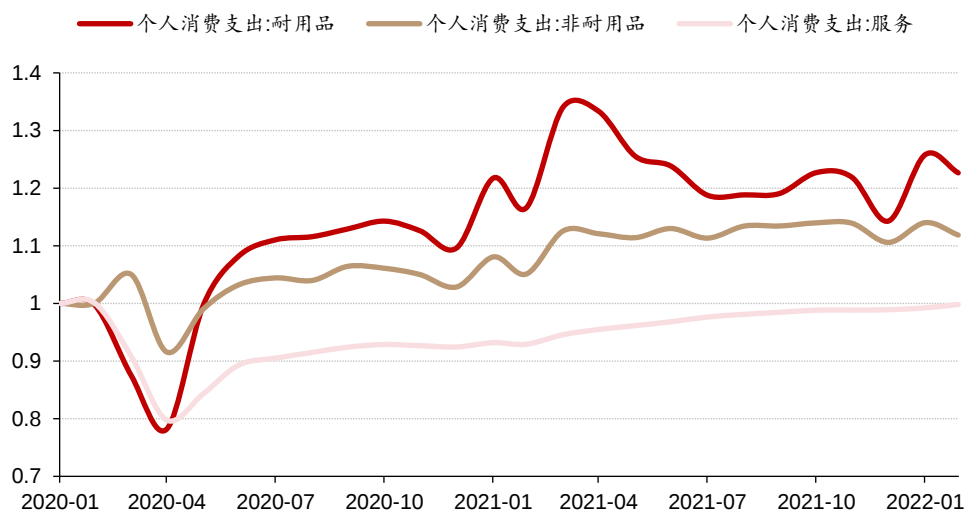
资料来源：Wind, 西部证券研发中心

图 3：美国个人储蓄率



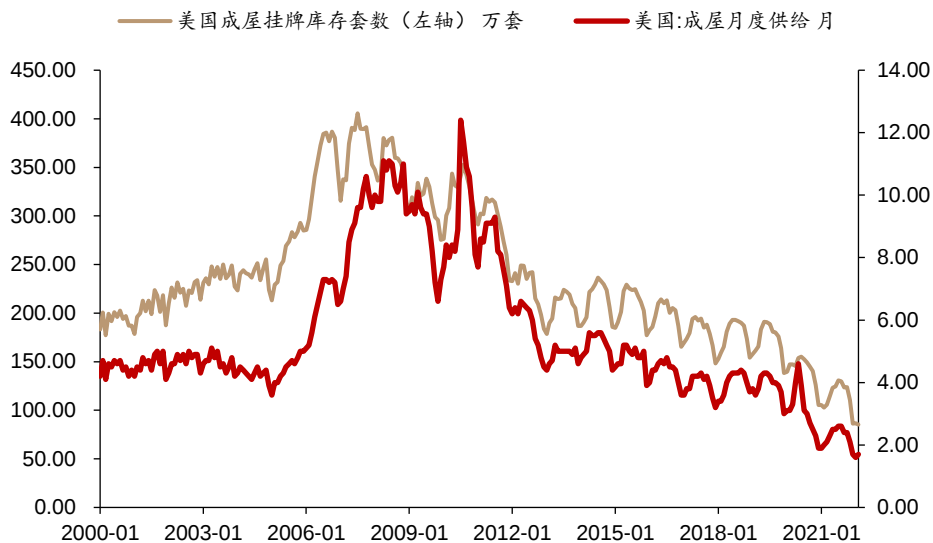
资料来源：Wind, 西部证券研发中心

图 4：美国个人耐用品消费、非耐用品消费、服务消费较疫前恢复程度（2020.1=1）



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

图 5：美国成屋挂牌库存套数与去库存周期



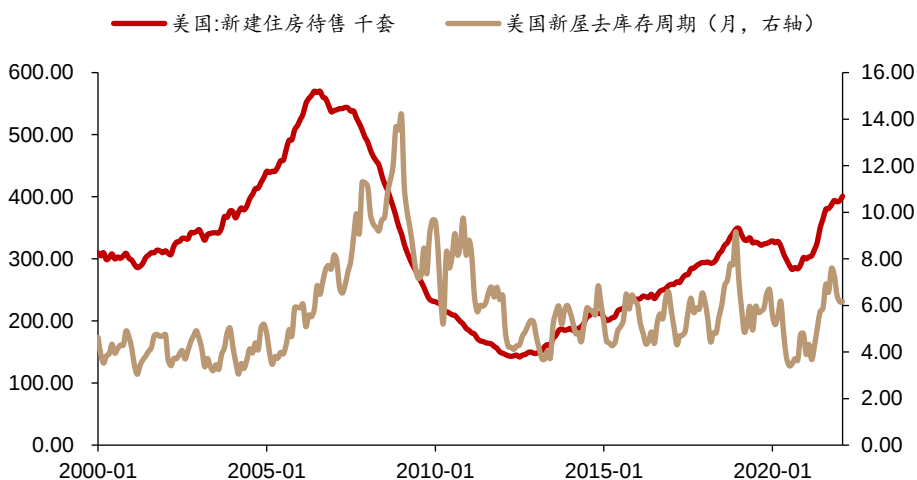
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：美国购房年龄人口增速



资料来源：OECD，西部证券研发中心

图7：美国新屋库存与去库存周期



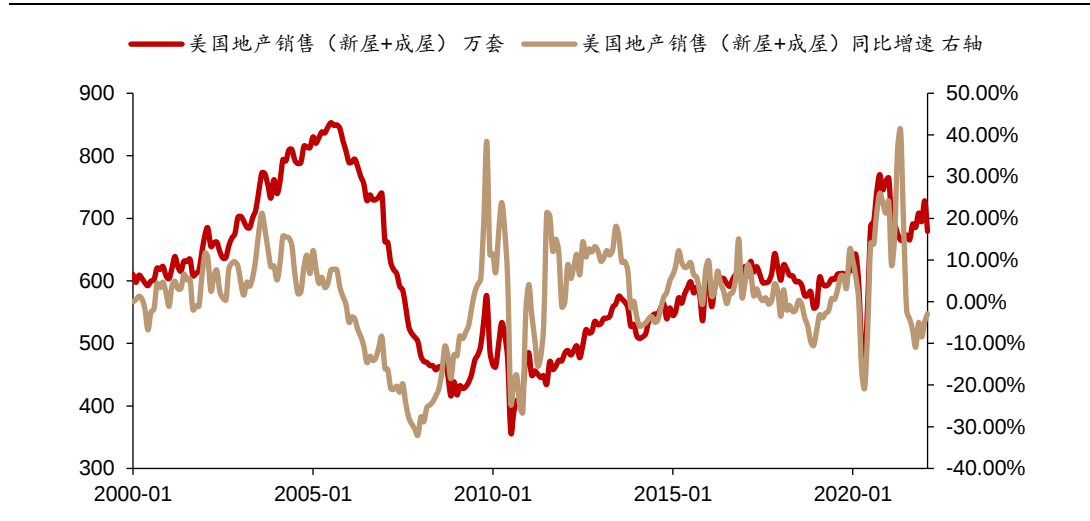
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2. 疫后地产去库存，与当前的地产补库存

金融危机令美国房地产行业遭弃，关注度持续下降，成屋挂牌库存量以及去库存时间一路下滑。但我们在此前的报告中就指出，2016-2026年随着美国购房年龄段（20-49岁）人口增速触底转正、回升，美国迎来10年房地产上升周期。只不过这种慢变量并不会引起市场关注，进而美国房地产“补库存”并不充分。

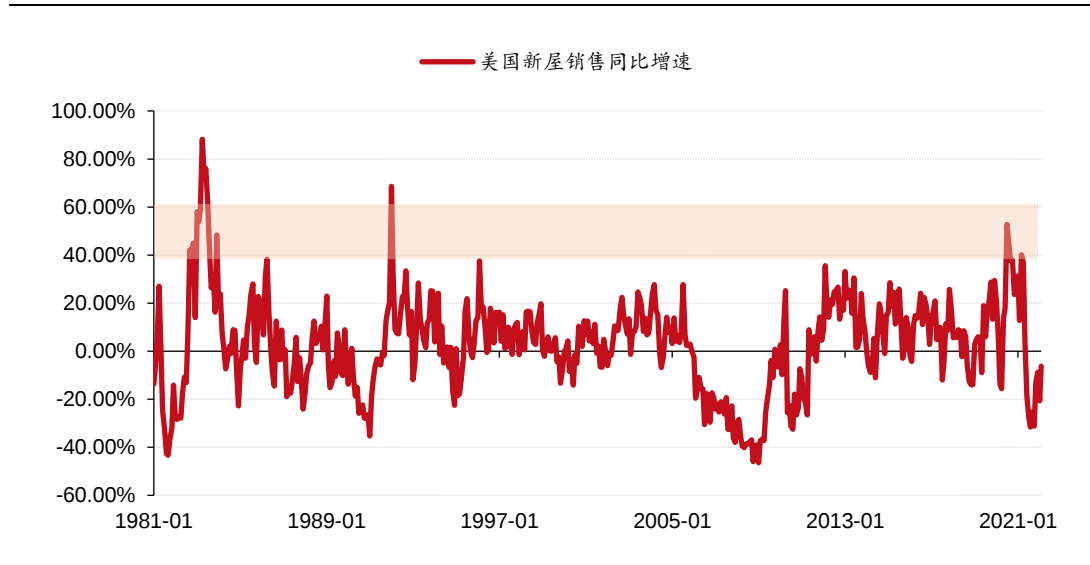
疫情暴发后，美国地产销售量飙升，两个指标可以用来描述这种“盛况”。首先，在2019年7-10月基数不低的情况下，2020年7-10月美国新屋销售同比增速仍高达42.9%。尽管1983年及1992年初美国新屋销售曾高于2020年7-10月的增幅，但均与前一年的低基数有关，并且近几十年美国人口结构显著差于上世纪80年代初。另外，全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行房地产市场指数类似房地产行业PMI，荣枯线亦为50，1985年编制后直至疫前该指数从未升破80，但2020年11月曾高达90，尽管目前（截至4月）已大幅回落至77但仍高于疫前高点。此外，受挂牌库存约束，成屋销售弹性不及新屋，但如图8所示，美国新屋与成屋销售总量及其增幅也相当给力。

图8：美国新屋与成屋销售总量及其同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图9：美国新屋销售同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10: 美国全美住宅建筑商协会 (NAHB) / 富国银行房地产市场指数

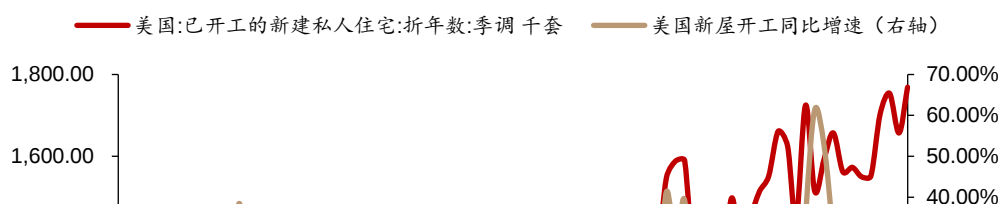


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

那么，疫后美国地产因何如此强劲？我们此前多次指出，一方面疫后存在普遍的改善性住房需求；二是疫后有购房能力者获得大量购房时间进而压缩了购房周期使得需求可以快速兑现。2021 年 1 月美国民众开始接种疫苗并回归就业岗位后，地产销售就开始放缓，这也成了疫后购房周期波动的最佳证据。

在快速去库存后，美国地产开始加速补库存，但受制于建筑工人和原材料供应，因此新屋开工未现爆发式上升反而令补库存节奏看似更为克制但也更加持续。理论上，NAHB 房地产市场指数是新屋开工的领先指标，且领先时间约为半年，前者目前仍处于高位区间，因此补库存仍延续并对经济形成积极贡献。

图 11: 美国新屋开工及其同比增速



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_40606

