

固定收益研究/深度研究

2019年11月06日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 夹缝中生存的城商行》
2019.10

2《固定收益研究: 地产 ABS 信用分析要点
解析》2019.10

3《固定收益研究: 转债防“坑”指南》2019.10

美国经济的后周期: 衰退与防御衰退 海外基本面走势全景图系列之二

核心观点

美国经济当前运行形式基本平稳, 经济增速放慢却尚未显现失速风险, 主要担忧来自预期和企业投资层面。经历过 Mid-Cycle 之后, 2020 年美国正式步入后周期 (Late-Cycle) 阶段, 经济将以一种低增长但不衰退的弱周期方式实现产出和库存的出清, 波动率变小、增长率和通胀率降低。我们预计 2020 年经济在周期的力量下会加快下行速度, 但同时美联储会根据 data dependent 的原则采取逆周期的货币政策。本轮美国经济下行的底部和持续的时长, 取决于风险因素和防御手段之间的博弈, 恰当的货币工具可以使经济后周期由 Lower for Longer 变为 Lower for Not Longer。

美国经济现状: 韧性犹存, 预期悲观

当前美国经济韧性较好, 三季度 GDP 仍然保持在 2.9% 的高位, 更大的担忧反而来自经济的悲观预期 (主要受贸易摩擦等海外因素影响), 预期的自我实现机制可能会带来经济的加速下滑甚至衰退。美国经济硬数据方面, 消费和投资对 GDP 的环比拉动率出现了巨大分歧。耐用品消费增速明显快于非耐用品和服务消费, 但自 2018 年下半年来, 耐用品消费增速出现明显下滑, 投资方面非住宅投资逐渐向低迷的住宅投资收敛。总之, 2019 年美国仍处于中周期 (Mid-Cycle) 阶段, 即从增长高峰 (Boom) 向过热 (Over-Heating) 或者衰退 (Recession) 过渡的阶段。

美国经济前景: Lower for Longer

经历过 Mid-Cycle 之后, 2020 年美国正式步入后周期 (Late-Cycle) 阶段, 其主要特征是: 消费小幅温和下行, 其中耐用品消费下行幅度较大, 非住宅与住宅投资均保持当前的低迷水平, 而失业率仍处于自然失业率下方, 经济呈现平稳走弱的态势。最有可能的结果是经济以一种低增长但不衰退的弱周期方式实现产出和库存的出清, 不同于以往的危机式出清方式, 经济的波动率变小、增长率和通胀率降低、并持续更长的时间, 即伯南克所说的 Lower for Longer 的经济增长模式。

货币政策的逆周期作用: 政策空间是否足够?

从降息上看, 降息对耐用品消费和住宅投资的刺激较快, 对非耐用品、服务消费和非住宅投资的刺激存在一定的滞后性。降息虽然在直接刺激就业方面的有效性有所降低, 但是因为降息依然能够提高家庭和企业财富, 并通过进一步的乘数效应对经济产生影响, 当前阶段降息对经济仍然有着比较强的推动力。当前的被动扩表不同于 QE, 短期内美联储的货币政策工具仍将以降息为主, 扩表的意义更多在于增加准备金供给以提高利率传导机制的有效性。随着货币政策工具的不断扩充, 即使较大规模的经济衰退发生, 货币政策也可以对经济起到较好的托底作用。

再论美国经济前景: Lower for Not Longer

在当前的背景下, 美联储如果妥善使用降息等宽松货币政策, 仍然可以对经济起到刺激作用并很好地应对经济下行风险。其一, 经济基本面上, 发生衰退的可能性较低, 其次, 本次降息从中性利率下方出发, 其三, 不存在债务危机和商品价格危机的背景。我们预计 2020 年经济在周期的力量下会有所下行, 但是美联储会根据 data dependent 的原则做出相机抉择的反应, 预计本轮宽松周期会继续到 2020 年末或者 2021 年初, 并对经济企稳起到较好的支撑作用, 经济触底反弹的时间可能被大大缩短, 即呈现出 Lower for Not Longer 的特征。

风险提示: 全球经济加速下滑, 贸易摩擦持续加剧。

正文目录

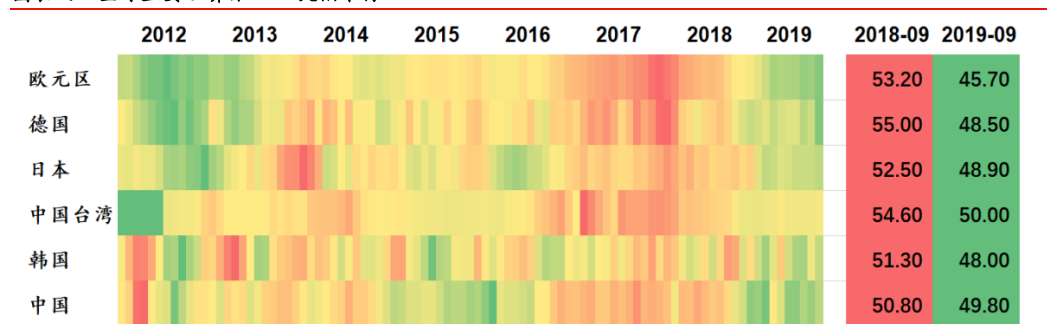
美国经济现状	3
外部疲软与贸易恶化提升不确定性	3
软硬指标分化，经济预期悲观	3
消费依然稳健，投资拖累增长	4
美国经济前景	6
分析的起点：双轮驱动的经济结构	6
关键因素之一：预期会自我实现吗？	7
关键因素之二：投资对消费和增长的外溢效应	8
结论：Lower for Longer	8
消费：收入支撑下温和下行	8
投资：利润与预期继续施压投资	9
就业：失业卷土重来？	10
宽松货币政策的逆周期作用	12
降息对经济的刺激作用	12
降息对消费和投资的刺激作用	12
降息对就业和财富的刺激作用	13
扩表对经济的刺激作用	14
扩表的传导渠道	14
扩表的事件研究	14
当前扩表不是 QE	16
当前政策空间足够应付衰退吗？	16
本轮宽松货币政策的不同之处	17
开始于经济衰退之前	18
开始于中性利率下方	18
大宗商品价格和宏观杠杆率较健康	19
再论美国经济前景：Lower for Not Longer	20
风险提示	20

美国经济现状

外部疲软与贸易恶化提升不确定性

全球经济下行和贸易摩擦背景下的美国经济难以独善其身。自 2018 年末起，全球经济在经过一年多的复苏之后增长动能明显下降，加上欧洲政局动荡和中国经济放缓，全球经济正面临巨大的挑战。我们看到，以 PMI 数据衡量的制造业活动在许多地区都陷入收缩状态，全球主要国家和地区包括中国、德国、欧元区、台湾和韩国的制造业 PMI 都陷入五年来的低点，即使是相对表现较好的服务业 PMI 也开始恶化。国际贸易方面，由于贸易摩擦的不断升级，全球国际贸易额同比增速自 2018 年四季度开始下滑，一直维持在 0 附近，国际贸易形势不容乐观。这些因素除了直接削弱经济增长，更是带来了消费者和企业对未来不确定性的担忧，从而有可能进一步抑制投资和消费，令经济落入“不确定性”陷阱。

图表1：全球主要经济体 PMI 大幅下行



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表2：贸易摩擦不断加剧拖累国际贸易总额

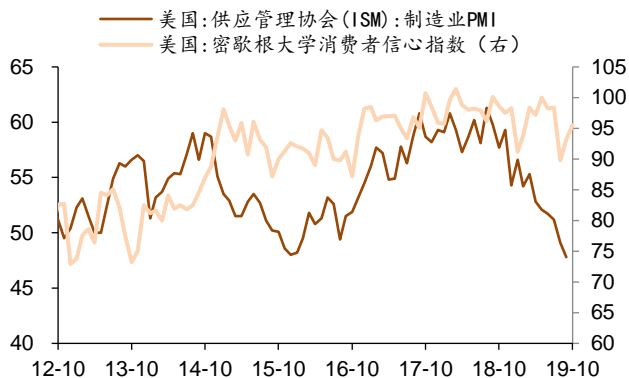


资料来源：CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis、华泰证券研究所

软硬指标分化，经济预期悲观

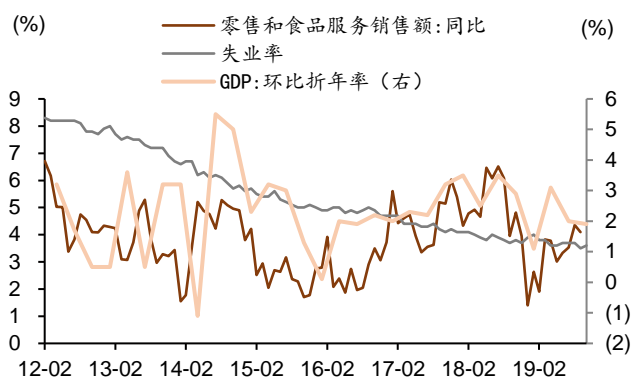
就当前美国的经济现状来看，悲观环境下的消费者信心和企业预期已经开始走弱，但就业数据和消费数据仍然平稳运行，预期指标（软指标）和同步指标（硬指标）发生了一定的背离。具体来看，制造业 PMI 自去年底开始持续下跌，8 月起已跌破枯荣线，密歇根大学消费者信心指数在 7-8 月大幅下滑至三年内低点。但另一方面，零售销售同比增速逆转 18 年的下滑走势，19 年来持续上升；就业表现异常强势，10 月失业率小幅上升至 3.6%，仍位于 60 年代以来低点，GDP 增速有所下滑但幅度有限，今年三季度 GDP 增长率为 1.9%，大幅高于市场预期的 1.6%，经济放缓的速度慢于预期，经济在扩张区间温和放缓。因此，当前美国经济形势基本平稳，经济增速放慢却尚未显现出失速风险，更大的担忧反而来自经济的悲观预期（主要受贸易摩擦等海外因素影响），预期的自我实现机制可能会带来经济的加速下滑甚至衰退。

图表3：美国软指标走弱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：美国硬指标保持平稳运行

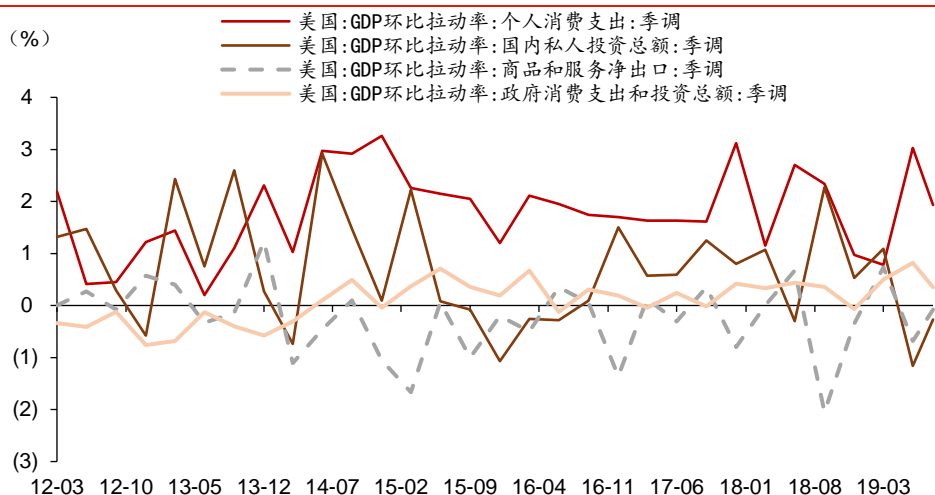


资料来源：Wind，华泰证券研究所

消费依然稳健，投资拖累增长

美国经济硬数据方面，涨跌互现，投资、消费现分歧。纵观美国经济表现，GDP 增速在经历 2018 的高点之后开始小幅下行。2019 年第二季度 GDP 环比增长 2.0%，略低于 2012-2019 年 GDP 增速平均值。从 GDP 环比拉动率上看，个人消费支出几乎一直是 GDP 环比增速的最大拉动项，净出口多为负向拉动，政府消费和投资在 14 年后表现为小幅的正向拉动。2018 年，消费和投资对 GDP 的拉动表现出均衡的态势，成为 GDP 增长的两大主要动力。但 2019 年二季度，消费和投资对 GDP 的环比拉动率出现了巨大分歧，消费对 GDP 的拉动率增长为 3.03%，但是投资对 GDP 的环比拉动率降低为-1.16%且为最大拖累项，两者的差距达到 2012 年以来最大值。随后，在第三季度，两者的差距有所缩小，消费拉动率在经历二季度的高点后正常回落，投资的拖累有所减弱。

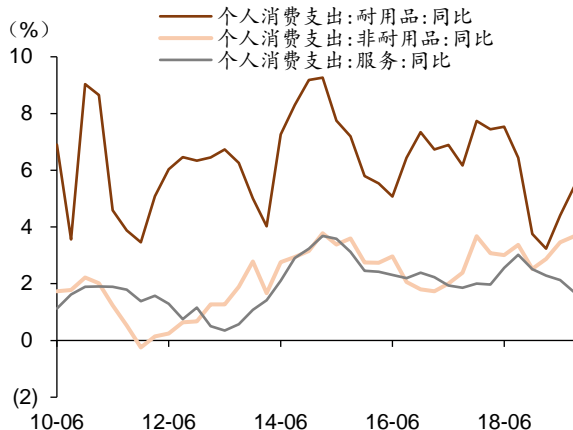
图表5：投资和消费对 GDP 环比拉动率现分歧



资料来源：Wind，华泰证券研究所

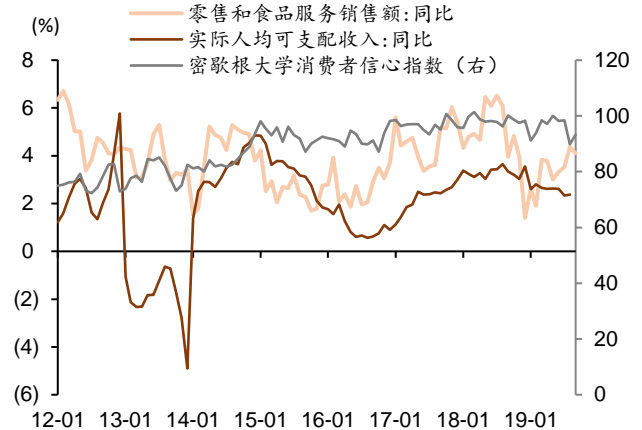
消费方面，内部分化表现也较为明显。从 GDP 季度消费分项数据看，耐用品消费增速明显快于非耐用品和服务消费，但自 2018 年下半年来，耐用品消费增速先是出现明显下滑，然后在今年年中开始显著反弹，非耐用品消费则基本保持稳定。由于耐用消费品多数是利率敏感型商品（例如汽车），未来走势和美联储降息节奏与利率中枢很有大关系。而非耐用消费品主要是价格敏感型商品（例如食品），未来走势和企业利润与居民薪资收入关系密切。从月度的零售数据上看，2018 年零售销售额增速出现连续下滑，但 2019 年增速有所回升，当前基本维持在 12-19 年的平均水平。人均可支配收入温和放缓，而消费信心指数小幅下降。

图表6: 耐用品消费增速大幅下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

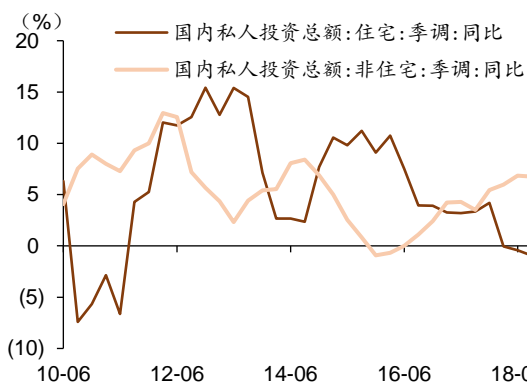
图表7: 可支配收入增速放缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

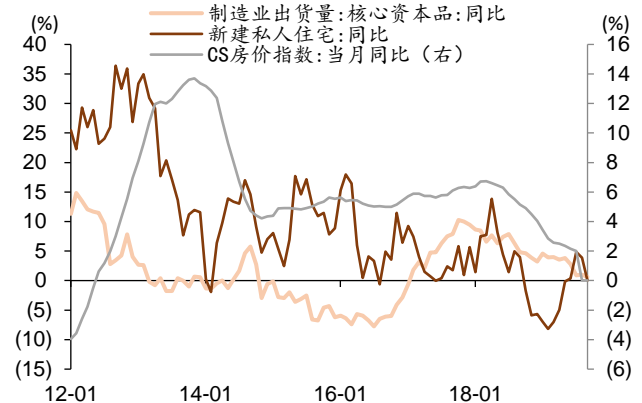
投资方面, 非住宅投资逐渐向低迷的住宅投资收敛。从 GDP 分项季度数据看, 住宅投资增速自 16 年开始下滑, 17 年经历了短暂的下跌中继后 18 年继续开始下行, 目前已连续七个季度在负增长区间, 但乐观的是住宅投资的收缩速度已明显放缓。非住宅投资于 2019 年开始下跌。从月度数据看, 表现基本与季度数据一致, 新建私人住宅增速在经历连续数月的负增长后于半年前开始反弹但依然维持在零值附近。制造业核心资本品出货量 18 年来一直下滑, 虽依然高于 12 年至今的平均水平, 但也已经向住宅投资收敛。总之, 投资方面, 住宅投资持续低迷后现企稳迹象, 非住宅投资的下滑趋势也不容忽视。

图表8: 住宅投资下滑已先于非住宅投资



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 制造业出货量尚在平均水平但新建住宅已开始下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

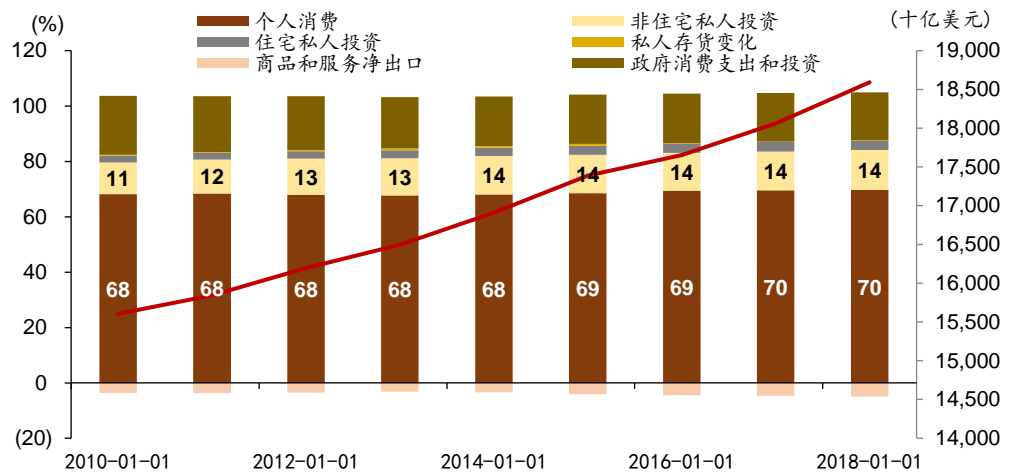
综上, 我们认为 2019 年美国经济仍处于中周期(Mid-Cycle)阶段, 即从增长高峰(Boom)向过热(Over-Heating)或者衰退(Recession)过渡的阶段。在此过程中, 经济下行的节奏和幅度是市场关注的核心问题。而决定美国经济未来是否会步入衰退的关键是: 软指标(预期)的恶化会在多大程度上压低硬指标, 以及投资的疲软会不会持续传导至消费支出(即企业部门对居民部门影响的速度和力度)。

美国经济前景

分析的起点：双轮驱动的经济结构

从美国 GDP 构成上看，净出口常年为负，对 GDP 形成拖累，而如果把政府的支出最终也会分为投资和消费两部分，则消费和投资是美国经济的核心增长动力。其中，个人消费在 GDP 中的占比达到了 2/3 以上，私人投资在 GDP 中的占比则在 15% 以上，两者合计高达 85%。美国经济可以说是主要由投资和消费驱动，其中投资更影响短期经济波动，消费更作用于长期增长趋势。

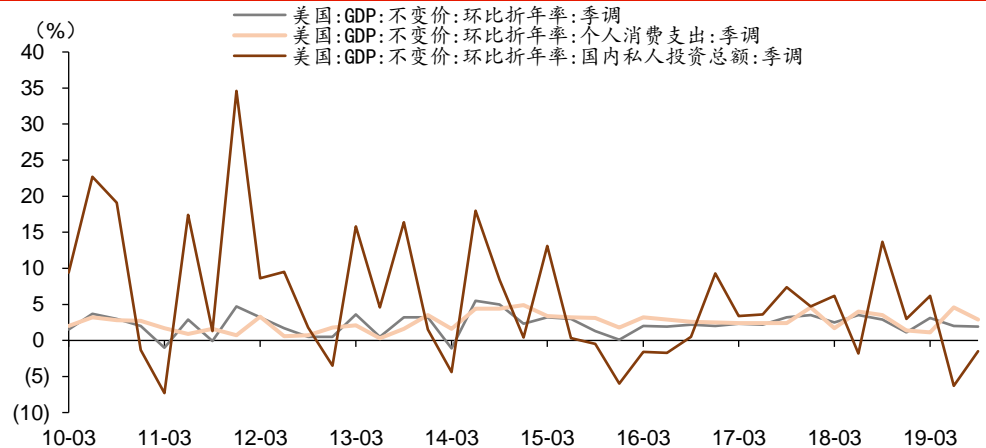
图表10： 美国 GDP 总量与结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

经济周期内投资的波动性大于消费，但与 GDP 同步性略弱于消费。我们通过比较 GDP、零售销售（消费）、核心资本品出货量（投资）的同比增速发现，投资在周期内的波动会远远大于消费和 GDP，当 GDP 增速并未下滑到零值以下时，投资增速往往已经落入负增长区间，说明投资对于经济周期的敏感性更高，其对于经济周期有一定的先行指示作用。但也多次出现投资下滑而消费和经济增速保持平稳的状态，投资与 GDP 的同步性略弱于消费，说明影响投资走势的扰动可能有很多，诸如融资成本、金融创新、预期与信心等。因此，我们强调虽然投资在 GDP 中占比 15% 远不及消费占比 70%，但是由于投资的波动率更大，其对经济（尤其是短周期 1-2 年内）的边际影响力是不容忽视的，甚至在一定时期内会超越消费的作用。例如本轮美国经济复苏，主要就依赖于 2017 年起的投资上行（先是能源投资后是制造业投资），而 2018 年末开始的衰弱也是由地产投资率先下滑引起的。

图表11： 经济周期内投资的波动性大于消费但与 GDP 同步性略弱于消费



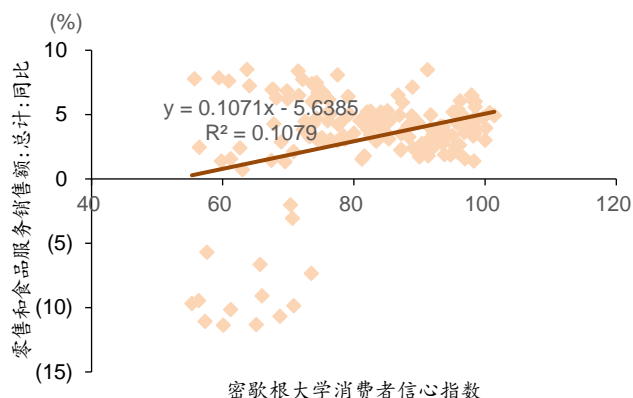
资料来源：Wind，华泰证券研究所

关键因素之一：预期会自我实现吗？

通过经济先行指标来预测经济未来走势是我们常见的手段，那么对于 GDP 中最重要的消费和投资，他们的预期和信心指数对预测未来消费和投资的走势有怎样的作用，先行指标是否先行，是我们关注的第一个关键点。我们首先通过线性拟合来研究消费者信心指数对实际的零售数据的影响。当我们选取从 2006 年开始的消费者信心数据和零售销售数据时，我们发现消费者信心与零售销售呈现出正向的关系。但是当我们剔除出金融危机期间的数据，研究 2012 年之后消费者信心对零售销售的影响（考虑到消费者信心对消费的影响滞后期不会太长，所以我们选取 1-6 个月的滞后期），我们发现，无论怎样选择滞后期，拟合结果的 R 方均接近于 0，即消费者信心对实际的零售销售没有显著的影响。

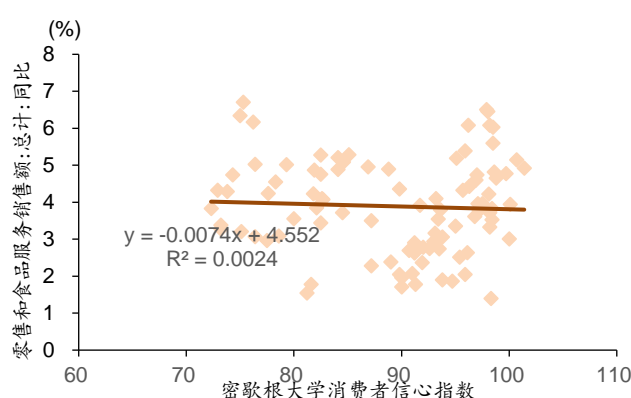
所以我们认为，当经济出现大幅下行或者消费发生比较剧烈的波动时，消费者信心是很好的预测消费的指标，但是当消费并未发生大的衰退和剧烈波动时，消费者信心往往不能很好地预测消费的走势，如 2014 年消费者信心维持在与金融危机相同的水平，但消费增速仅仅小幅下降而没有出现大的衰退，而 2015 年开始消费者信心中枢上移，但零售销售增速依旧在低点徘徊。当前阶段，消费者信心指数和消费增速仅出现小幅波动，对未来消费走势的展望更多的取决于其他因素（如我们在后文提到的家庭收入和财富）。

图表 12： 2006-2019 年消费信心指数和消费拟合



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

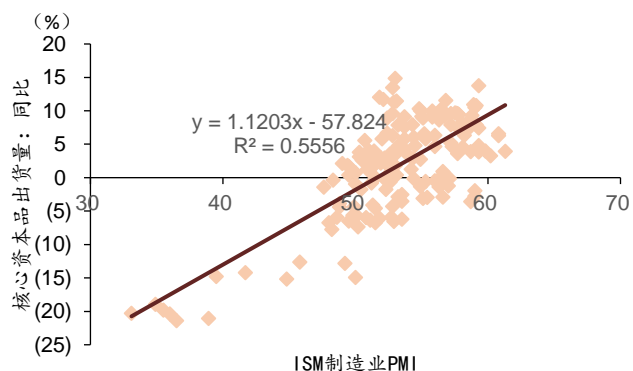
图表 13： 2012-2019 年消费信心指数和消费拟合



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

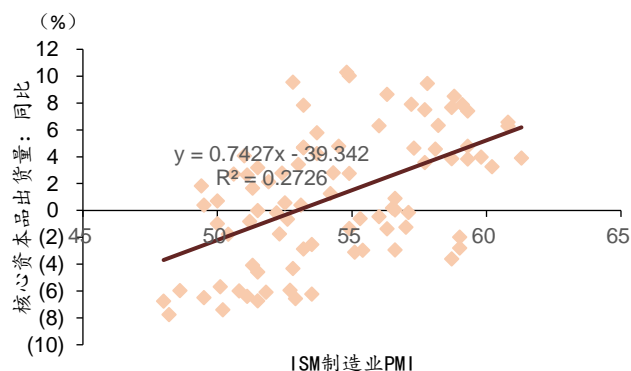
我们选取 ISM 制造业 PMI 和滞后半年的核心资本品出货量进行线性回归，研究发现 PMI 对商业投资的预期作用在金融危机期间和非金融危机期间都很显著，但这种关系在非衰退期间弱于衰退期间，衰退期间 PMI 降低预示着投资会出现更大规模的降低。而且，我们依次选取滞后期数为 0-6 个月，结果都非常显著，说明 PMI 是投资方面一个先行偏同步的指标，投资对 PMI 的即时与滞后反应均有较好的表现。当前阶段，PMI 的下行跌破枯荣线会对未来半年到一年内的商业投资产生负面预期，我们预计商业投资短期内难以扭转颓势。

图表 14： 2006-2019 年消费信心指数和消费拟合



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 15： 2012-2019 年消费信心指数和消费拟合



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

关键因素之二：投资对消费和增长的外溢效应

我们主要的担忧是投资数据会不会外溢传导至滞后期的消费和 GDP 上。从理论上讲，投资、消费、经济增长是互相关联的一组变量，消费和投资作为 GDP 的组成部分，将直接对 GDP 增速产生影响，同时，消费品作为最终需求端，对各类消费品的生产环节也起到推动作用，进而拉动相关产业的投资。而投资增加也会直接带来 GDP 的增加，同时提供的工作机会会导致收入增长，进一步促进消费的提高，所以投资对消费和 GDP 存在着溢出效应和乘数效应，但这种模式和作用在美国经济中是否能得到充分的体现，鉴于此，我们通过格兰杰因果检验来研究 GDP、投资和消费这三组变量的因果关系。

图表16： 投资、消费与 GDP 的格兰杰因果检验

格兰杰因果检验结果				
结果变量	原因变量	卡方统计量	自由度	P 值
GDP 增长	零售销售同比	15.745	8	0.046**
GDP 增长	核心资本品出货量同比	6.4892	8	0.593
零售销售同比	GDP 增长	14.457	8	0.071*
零售销售同比	核心资本品出货量同比	12.116	8	0.146
核心资本品出货量同比	GDP 增长	16.295	8	0.038**
核心资本品出货量同比	零售销售同比	26.402	8	0.001***

资料来源：Wind，华泰证券研究所

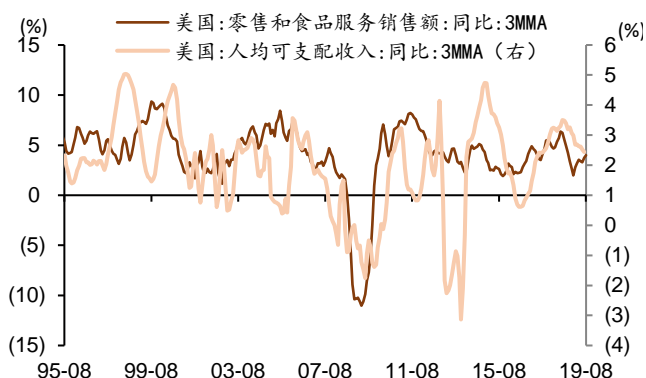
投资并不构成滞后期消费和 GDP 波动的原因。我们选取 GDP 增长率、投资增长率（以核心资本品出货量为代理指标）、消费增长率（以零售销售为代理指标）进行格兰杰因果检验。我们选取 8 期的最优滞后阶数，结果显示，消费和 GDP 互为格兰杰原因，GDP 和消费是投资的格兰杰原因，但是投资并不是 GDP 和消费的格兰杰原因。换句话说，在美国经济中，消费和 GDP 的增长能推动投资的增长，同时消费和 GDP 之间也形成正向的循环反馈机制，但是投资对于未来消费和 GDP 的影响不显著，即投资更多的是经济增长和消费需求推动下的同步表现，而不是消费和收入增长的原因。所以，我们认为**投资对经济的外溢作用比较有限，无需过度担忧当前经济运行下投资的低迷对于未来整体经济的拖累。**

结论：Lower for Longer

消费：收入支撑下温和下行

消费与收入和金融资产价值相关。过去的几年里，即使商业投资减弱，出口面临着巨大的阻力，但消费支出仍稳步增长。但这并不奇怪，就业增长仍然相当强劲，即使工资增长相对较低，但持续的工资收入仍使家庭能够继续增加支出。因为住房和金融资产是大多数家庭的主要财富形式，房价和股价的持续稳定增长对消费的刺激作用非常显著。

图表17： 消费增速与人均可支配收入相关

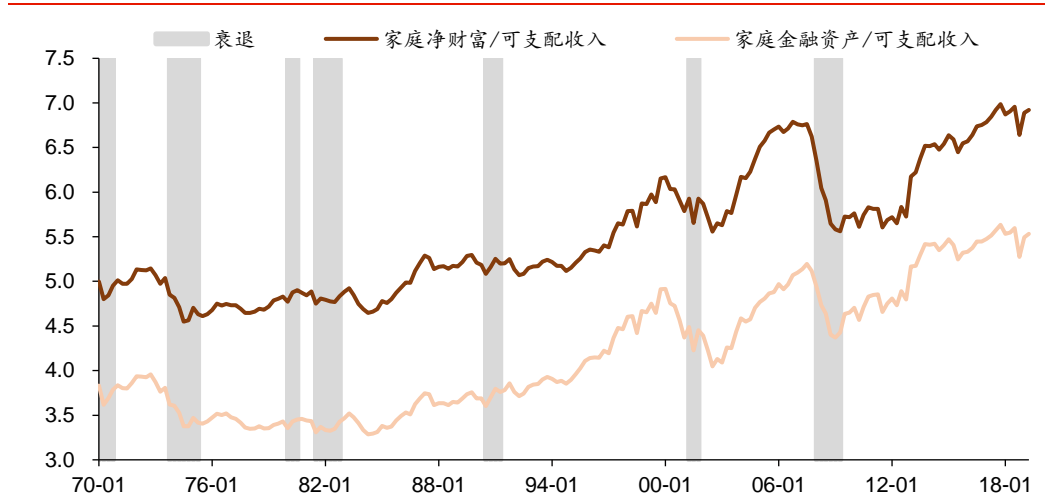


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18： 消费增速与股价涨幅相关



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19： 家庭金融资产价值已达到历史高点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

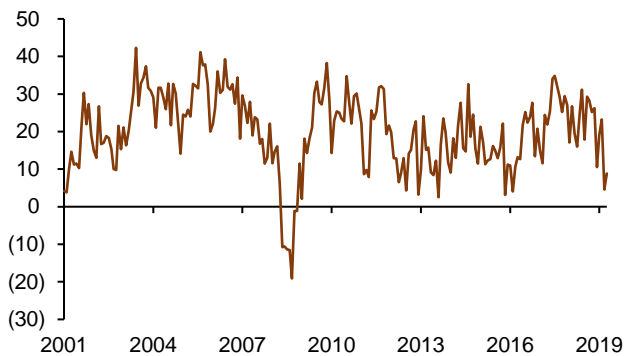
消费仍具有较强支撑，但收入和财富增速的减慢势必带动消费增速的温和下行。历史数据可以看出，家庭的净财富波动与家庭金融资产的波动高度相关，当前阶段，家庭净财富相对于可支配收入已经到了历史高点，一方面可支配收入的稳定增长可以刺激消费，另一方面净财富的增加会强化家庭未来收入的预期，也有利于消费的平稳运行。同时，居民部门杠杆率经过金融危机后的被动去杠杆过程，已经处于较低水平，大致与 21 世纪初房地产泡沫兴起前相当，失业率不断创造新低，都对未来一段时间的消费起到较强的支撑作用。但 2018 年中以来，可支配收入和股价的增速已呈现出温和放缓的趋势，整体预期和不确定性偏悲观，贸易摩擦带来的涨价因素会逐渐传导到居民部门，这些因素势必会带动消费增速也出现一定幅度的放缓，我们预计 2020 年消费增速会温和下行，但不会大幅降低。

投资：利润与预期继续施压投资

IMF（2015）通过工具变量法和双重差分法（Difference-in-Difference）研究不同国家层面和企业层面的数据发现，宏观经济环境、金融约束和不确定性都对商业投资产生显著的影响。这给我们在前一部分得出的投资是消费需求和经济增长推动的表现的结论提供了新的补充。即除了消费和经济增长之外，融资成本和不确定性都会对企业的投资产生影响，那么从当前阶段来看，导致投资低迷的根源在哪里？

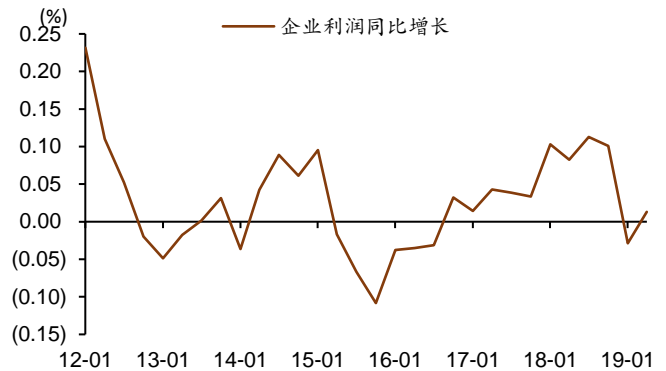
企业投资从 18 年出便开始持续下滑，而当时经济增长和终端消费势头仍然强劲，需求端对工业生产的需求也并不萎靡，所以自 18 年开始的投资低迷应该更多的与美联储加息后融资成本提高以及贸易摩擦带来的不确定性有关。IMF（2015）的研究发现，企业利润依旧是预测商业投资的重要指标，从当前企业利润下行的趋势来看，商业投资的前景不容乐观。同时，全球经济下行和贸易摩擦的加剧进一步提高了经济和政策的不确定性，加剧了企业投资的风险，PMI 走势也反映出企业投资的上行动力不足。从纽约联储调查公布的企业预期资本开支指数也可以看出，未来的企业资本开支将继续下滑，但是不至于达到衰退时期的负值。基于以上分析，我们预计企业商业投资未来会继续承压，后期有望企稳反弹。

图表20: 纽约州资本开支预期指数



资料来源: Federal Reserve Bank of New York, 华泰证券研究所

图表21: 美国企业税后利润

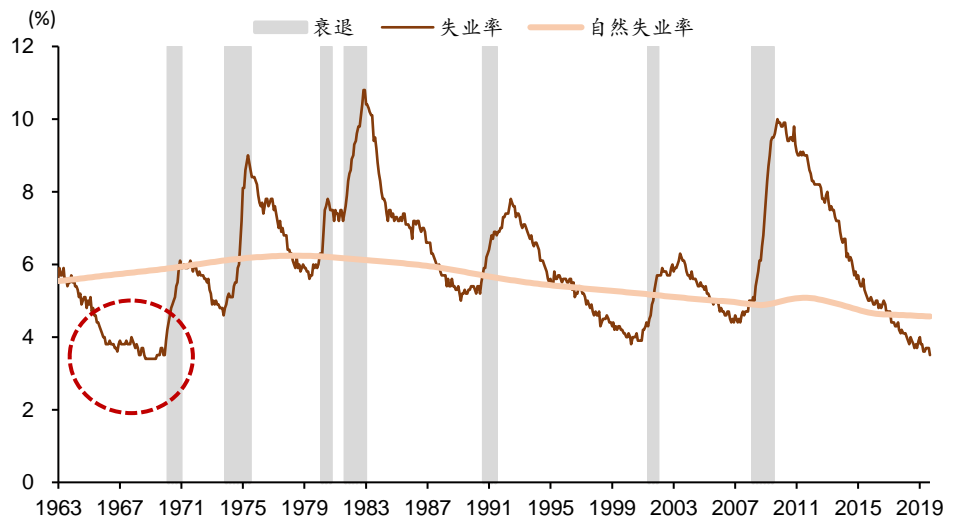


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

就业: 失业卷土重来?

从与自然失业率对比看, 失业率进一步下行的空间相对有限。从就业数据看, 当前失业率处于历史低位, 且低于自然失业率。确实每次失业率低于自然律水平之后都会导致一段时间的失业率上升和衰退的到来, 但是其滞后期不具有可预测性。1960 年代的失业率在低于自然律水平之后仍多次下降, 之后的每次失业率在低于自然失业率后都会持续较长的一段时间, 所以, 当前失业率水平已处于历史低位, 失业率进一步下降的空间非常有限。根据 Plucking Theory, 前一次失业率下降周期的幅度与下一次失业率上升周期的幅度不具有相关性。所以, 我们预计, 在当前的失业率已处于历史低位的水平下, 失业率进一步降低的空间较小, 下一阶段失业率可能上升, 但是其到来的时间以及上升的幅度尚不能确定。

图表22: 当前失业率已低于自然失业率

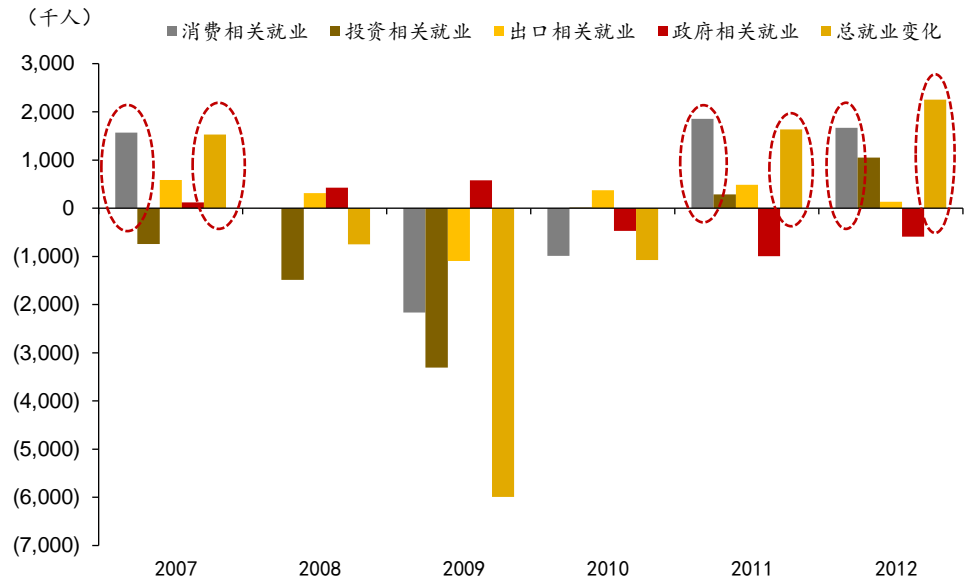


资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, 华泰证券研究所

消费与就业的正向循环对就业形成有效支撑。美国劳动部劳动数据局的工作论文¹研究指出, 投资相关的就业在衰退时期会有较大的波动, 但是在经济走出衰退开始复苏之后, 消费者相关的就业波动是整体经济中就业波动的主要原因。所以, 不仅仅就业的增长和收入的提高会刺激消费, 消费的提高也会反过来对就业形成有效的支撑。文章预测, 到 2022 年, 消费者支出将通过增加医疗等劳动密集型服务业的形式来支撑稳定的就业增长。不过, 消费者支出及其相关就业的增长速度预计将低于过去。所以, 未来消费的温和下行也预示着失业率不会出现大的攀升, 其在自然失业率下仍会持续一段时间。

¹ Consumer spending and U.S. employment from the 2007–2009 recession through 2022

图表23： 美国经济平稳运行时期消费相关就业构成就业波动的主要原因



资料来源：Department of Labor's Bureau of Labor Statistics，华泰证券研究所

综合而言，我们认为经历过 Mid-Cycle 之后，2020 年美国经济正式步入后周期（Late-Cycle）阶段，其主要特征是：消费小幅温和下行，其中耐用品消费下行幅度较大，非住宅与住宅投资均保持当前的低迷水平，而失业率仍处于自然失业率下方，经济呈现平稳走弱的态势。该阶段既不存在过热（Over-Heating）也不绝对意味着后续会进入衰退（Recession），还要看政府的逆周期政策如何应对后周期的中经济疲态。最有可能的结果是在 2021 年之后，周期的力量终会推动失业率向自然失业率上方移动，但是金融危机和大规模失业不会发生。经济以一种低增长但不衰退的弱周期方式实现产出和库存的出清，不同于以往的危机式出清方式，经济的波动率变小、增长率和通胀率降低、并持续更长的时间，即伯南克所说的 Lower for Longer。我们对美国经济的走势展望如下：

图表24： 2020 年 GDP 展望基础情形

	GDP 展望基础情形					单位：同比%	
	历史					预测	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.0	1.3
个人消费支出	3.0	3.7	2.7	2.6	3.0	2.2	1.8
投资	5.6	4.9	-1.3	4.4	5.1	2.1	1.1
商品和服务出口	4.2	0.5	0.0	3.5	3.0	0.5	0.5
商品和服务进口	5.0	5.3	2.0	4.7	4.4	1.5	0.7
政府消费支出和投资总额	-0.9	1.9	1.8	0.7	1.7	2.0	1.3

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

宽松货币政策的逆周期作用

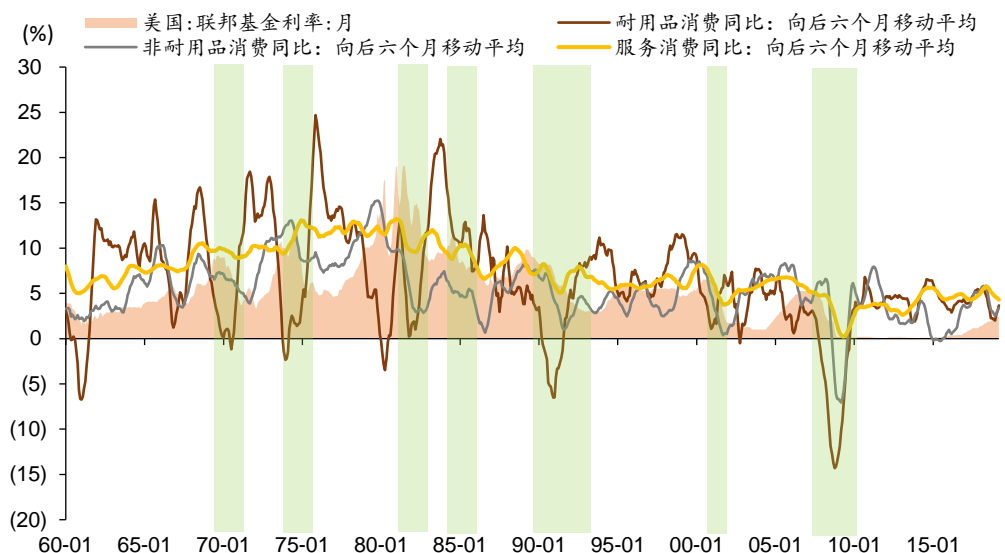
除了以上关于美国经济内生增长情况的分析，我们还应该关注的是美联储已经进入了降息周期，并且在 2019 年内已经实施了三次降息、开始了被动扩表，并在四季度进入货币政策观察期，观测和讨论明年的降息（也许还有 QE）节奏。宽松的货币政策是应对本轮经济下行的重要逆周期调节工具。因此货币政策工具在对冲经济下行压力过程中效果如何，是我们展望美国经济形势必须加以考虑的重要因素。

降息对经济的刺激作用

降息对消费和投资的刺激作用

降息对耐用品消费的刺激会领先于非耐用品消费和服务消费。从历次降息对消费的影响来看，首先，降息一般发生在耐用品消费增速降低到 0 以下时，然后降息开始，消费的刺激首先作用于耐用品消费，耐用品消费会比较快速的出现反弹，此时非耐用品和服务消费一般继续保持下滑，然后随着降息的乘数效应对收入发挥作用，耐用品和服务消费也随即上升，非耐用品和服务消费一般滞后 1-2 年。

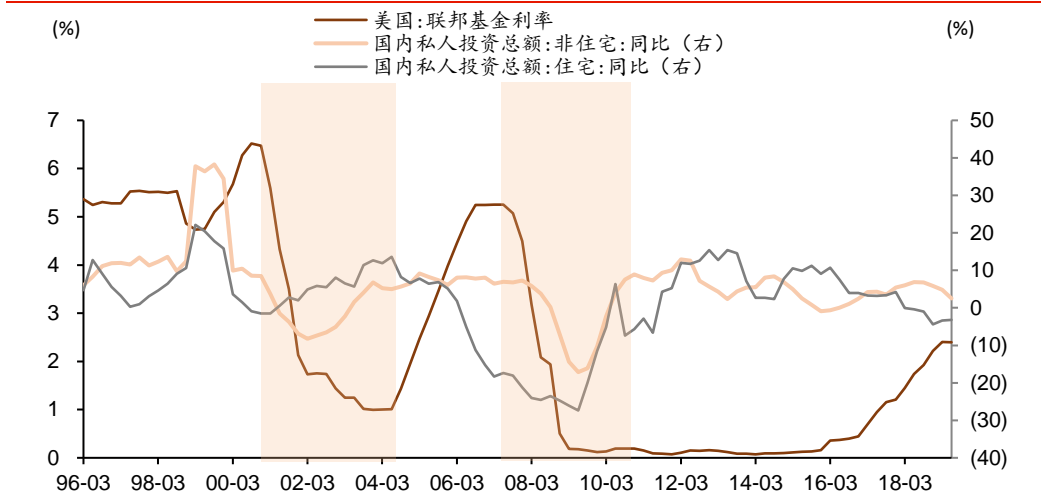
图表25： 联邦基金利率与消费增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

降息对住宅投资的拉动具有较强的同步性。住宅投资和利率的反向关系比较明显，且时滞较短，基本上降息的当季便能反应在住宅投资上。而利率对非住宅投资的关系存在不对称性，非住宅投资对降息存在时滞、对加息的敏感性较弱。原因在于非住宅投资是与收入与需求更为相关的指标，加息周期时，非耐用品和服务消费还在继续增长，拉动非住宅投资的继续上升，所以非住宅投资和非耐用品、服务消费等一样，主要靠乘数效应发挥作用。

图表26： 联邦基金利率与投资增速



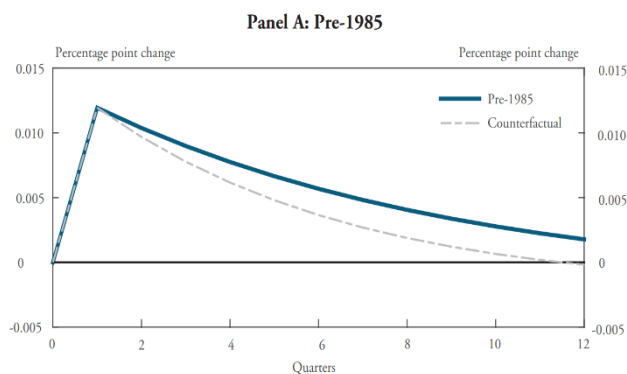
资料来源：Wind，华泰证券研究所

综上，经济周期与货币政策的运行规律为：降息→耐用品消费和住宅投资支出增加→就业增加，可支配收入增加→非耐用品消费和服务增加，非住宅投资增加→乘数效应推动经济走向繁荣和过热→加息→耐用品和投资支出降低→就业减少，可支配收入减少→非耐用品消费和服务减少，非住宅投资减少→经济下行→降息的循环。

降息对就业和财富的刺激作用

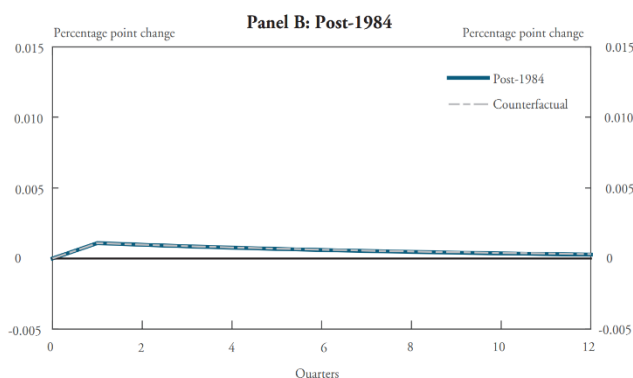
Willis & Cao (2015)²通过 VAR 模型检验了降息对就业的脉冲响应，发现降息对就业的推动作用在 1985 年以前和 1985 年以后存在结构性差异，如图展示了降息 25bp 后就业率的脉冲响应，1984 年后就业率提高的幅度仅为 1985 年前的 10%，降息对就业的拉动已经明显减弱，所以对可支配收入的拉动也随之降低。

图表27： 1985 年前降息对就业率脉冲响应



资料来源：Federal Reserve Bank of Kansas City，华泰证券研究所

图表28： 1984 年后降息对就业率脉冲响应

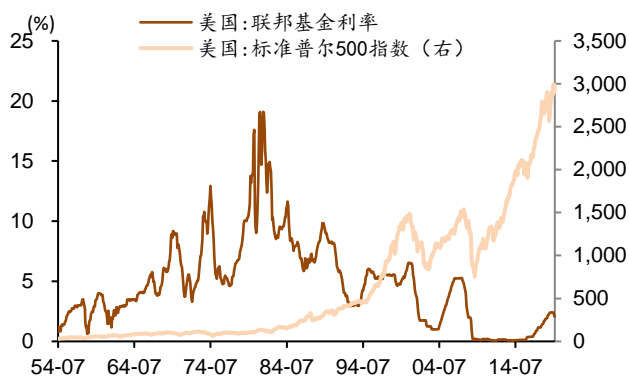


资料来源：Federal Reserve Bank of Kansas City，华泰证券研究所

既然利率传导至就业的有效性在逐步减弱，那为什么 1984 年后多次的经济衰退仍然可以通过降息将经济带回扩张区间，其中重要的原因在于金融资产价格的提升依然发挥着重要的作用。如图表 29 和 30，1984 年前股票价格对于联邦基金利率的敏感性明显弱于 1984 年后，1984 年后的每一次降息周期，都推动股票价格和房地产价格的不断攀升，进一步提高居民财富和企业财富，拉动消费与投资需求。所以，降息虽然在直接刺激就业方面的有效性有所降低，但是因为降息依然能够提高家庭和企业财富，并通过进一步的乘数效应对经济产生影响，降息对经济仍然有着比较强的推动力。

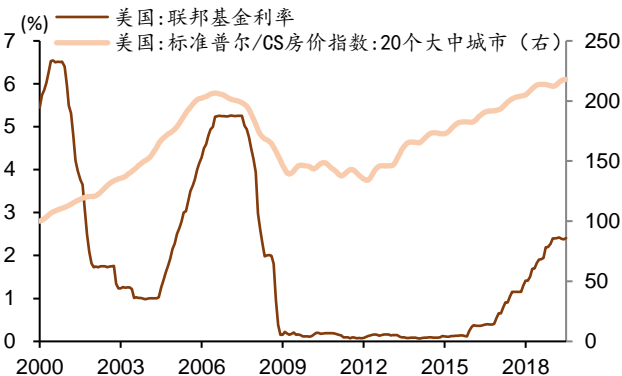
² Jonathan L. Willis and Guangye Cao, (2015). Has the U.S. Economy Become Less Interest Rate Sensitive?

图表29： 联邦基金利率与股票指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 联邦基金利率与房价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

扩表对经济的刺激作用

在金融危机之前，美联储主要通过调整准备金的供给来对联邦基金利率目标区间调控，进而对经济进行逆周期调节，但在金融危机之后，期限利差和信用利差使得利率传导受限，利率政策无法解决次级贷款和结构化产品的流动性问题，使得社会的风险偏好严重降低，不利于正常企业的信贷扩张，在这种背景下，政府通过扩表（直接购买 MBS 和长期国债，即市场常说的 QE），给市场注入流动性，成为美联储货币政策新的工具。

扩表的传导渠道

美联储扩表会直接影响被购买资产的风险溢价。如果购买的是长期国债，将降低国债供给，会直接拉低相应国债的到期收益率，从而降低期限溢价。如果购买了当时市场最为恐慌的 MBS，则会直接降低这些资产的信用利差，进而降低流动性溢价，缓和了当时风险资产市场出现的流动性枯竭现象（liquidity dry-up），机构愿意持有风险资产，从而提高机构的风险偏好，有利于信贷扩张。

扩表政策起作用的时效会非常快，有效的资本市场会通过未来资产存量的预期来确定当前的价格，如果美联储给出资产购买的计划，其实并不需要等到真实的交易发生，市场上存在的套利交易会立即使得资产的收益率产生变化，并维持到真实的交易发生。同时，扩表不仅会降低所购买资产的收益率，同时也会降低其他资产的收益率，因为不同资产之间其实存在着相互替代的关系。期限利差和信用利差的降低可以有效降低居民和企业的融资成本，通过价格工具无法解决的方式，但以价格的表现形式刺激经济。

扩表的事件研究

2010 年 8 月 10 日联邦公开市场委员会（FOMC）会议后发生的一系列事件，在很大程度上揭示了扩表操作对较长期美国国债收益率的影响。在下午 2 点 15 分会后的声明中，联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，机构债券的本金支付将再投资于较长期的美国国债。之后不久，下午 2 点 45 分，美国纽约联邦储备银行（Federal Reserve Bank of New York）发表声明称，再投资政策的购买对象将集中在 2 至 10 年期的美国国债。市场预期在半小时内的变化揭示了美联储扩表计划的信号效应。

图表31： 2010 年 8 月 10 日长期国债到期收益率变化

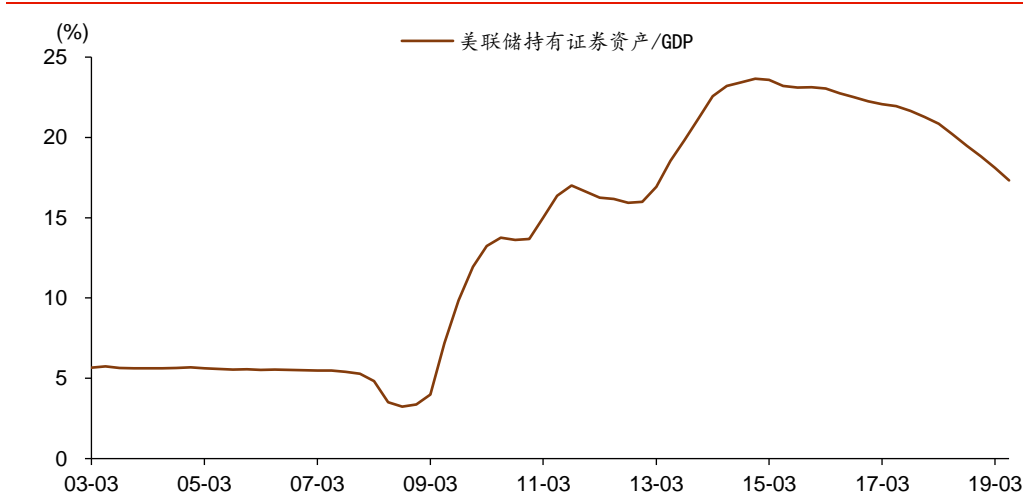
期限 (年)	到期日	2010 年 8 月 10 日长期国债到期收益率变化		
		(1) 1:55 p.m.-2:35 p.m.	(2) 2:35 p.m.-3:35 p.m.	(2)/(1)
9.51	2/15/2020	0.44	-0.08	-18.90%
10.01	8/15/2020	0.45	-0.09	-20.10%
14.26	11/15/2024	0.64	-0.42	-65.70%
14.52	2/15/2025	0.65	-0.43	-66.20%

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

可以看到，在 2 点 15 分公布资产购买计划之后，所有的长期国债的收益率都有超过 40BP 以上的下行幅度，但是当纽约联储将资产购买主要限定在 2-10 年国债之后，超过 10 年期的国债回调了超过 50%，远远大于 10 年内国债的回调幅度。10 年内国债的回调是市场剧烈波动过度反应后的正常现象，而 10 年以上期国债则是纽约联储公布购买细则之后的市场预期改变，但因为上文提到的不同期限债券的替代关系，10 年期以上债券收益率仍然会有所下行。

美联储的扩表操作对经济的影响有多大？相比于降息，扩表的作用机制会有所不同，降息是价格型工具，缺少结构性的调控方法，对于解决当时市场存在的流动性枯竭和信用崩溃现象无能为力，但扩表作为数量型工具，不仅能够直接扩张货币供给，起到总量性的刺激，也能通过限定购买资产的类别起到一定的结构性作用，解决了信贷传导的阻力，有利于货币政策更好地发挥作用。考虑到降息和扩表都可以拉动长端利率下行，所以从这方面看，两者具有一定可比性。根据 Krishnamurthy & Vissing & Jorgensen(2010, 2011)、Swanson (2011)、Hamilton & Wu (2011)、Neely (2013) 的研究，每购买占 GDP1% 的资产，可以推动 10 年期国债收益率下行 4BP。2008 年初，美联储持有证券资产占 GDP 的比重为 5%，到了 2016 年美联储退出 QE 前，其持有证券资产占 GDP 比重已经到达 23%，提高了 18%，大致拉动十年期国债收益率下行 72BP，考虑到短端利率到长端利率的传导系数大概在 0.5 左右，则美联储金融危机后 08 年-16 年的资产购买计划在长端利率下行方面的作用等同于降息 1.44%，再叠加在信贷渠道起到的结构性作用，这在当时联邦基金利率已接近于 0 的情况下对美国经济复苏起到了关键的作用。

图表32： 美联储持有证券资产走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前扩表不是 QE

2019 年 10 月 11 日，美联储正式宣布扩表和延长回购计划。那么本次扩表的意义是否和 QE 时期的一样，其未来又将怎样运行呢？

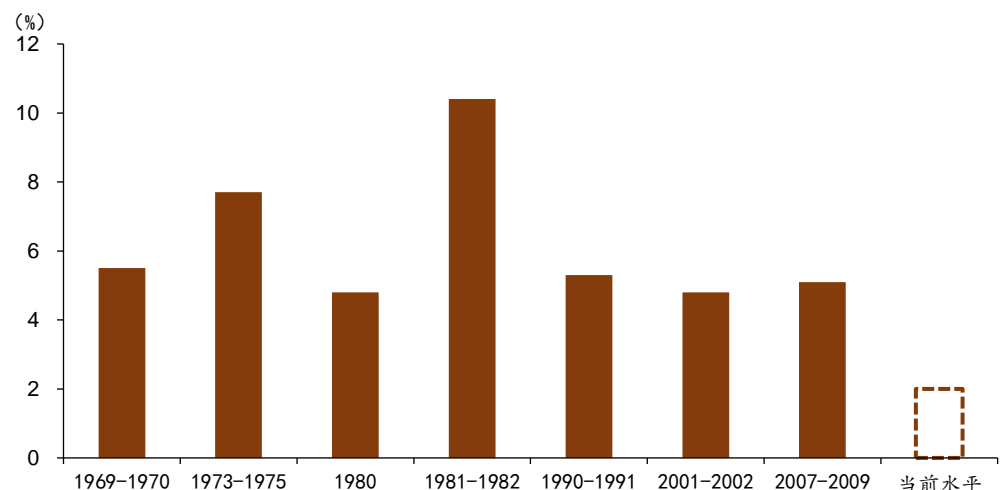
美联储此次扩表是为了缓解银行间流动性紧张和恢复利率走廊有效性的被动操作。首先，QE 通过购买长期国债的方式直接降低长端利率，从而降低居民和企业的负债成本，进而达到刺激经济的目的。但此次扩表不同于 QE，从购买资产的种类来看，本次扩表美联储购买的资产主要是短期国债，此操作可以对短端利率产生一定的影响，但是对长端利率影响较为有限。所以，我们认为美联储本次扩表的意义不在于刺激经济，而在于缓解银行间市场流动性紧张导致的利率走廊失效的问题。金融危机后，在储备金供给过多的情况下，美联储逐渐形成了以 IOER 利率为上限和 ON-RRP 为下限的利率走廊机制，但近期准备金短缺的情况屡屡发生，利率走廊调控机制多次失效，所以，美联储此次通过被动扩表来增加准备金供给，可以恢复利率走廊机制的有效性。

被动扩表为降息提供有效性支持，降息仍将是当前主要的货币政策工具。从本次美联储扩表的恢复利率走廊有效性的意图来看，仍把利率政策作为调控经济的主要手段。通过恢复利率走廊的有效性，美联储便可以更好地通过降息来刺激经济，所以我们认为，短期内美联储的货币政策工具仍将以降息为主，扩表的意义更多在于增加准备金供给以提高利率传导机制的有效性。

当前政策空间足够应付衰退吗？

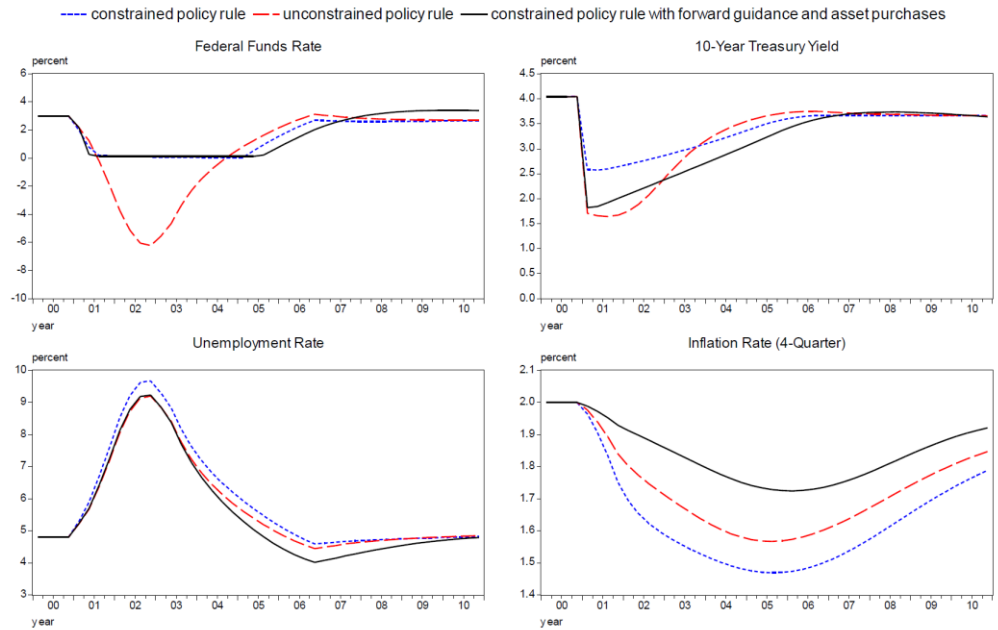
从联邦基金利率水平上看，货币政策操作空间确实弱于以往。市场比较关注的一个重要问题在于，如果经济大幅下行的风险真的到来，美联储当前的货币政策操作空间有能力应对经济大幅下行的情况吗？从当前货币政策操作空间来看，其降息的起点确实已经远远不足之前的周期，在零利率下限的约束下，其下行的空间以仅仅是之前衰退周期的一半。

图表33： 美国当前降息空间显著弱于以往(实柱表示各期间联邦基金利率下降幅度，虚柱为当前联邦基金利率)



资料来源：Federal Reserve，华泰证券研究所

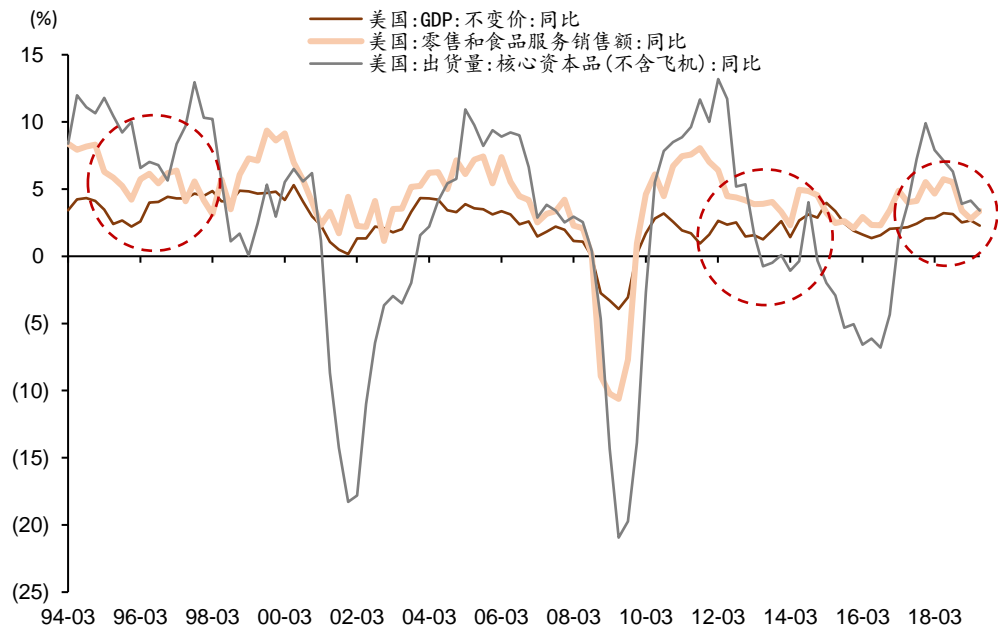
但是，货币政策空间（联邦基金利率水平）并不能代表整体货币政策的能力边界，因为降息和扩表并不是分裂的独立变量，二者的相互作用决定了货币政策的总效应。如果未来经济衰退风险进一步增强，有理由相信目前的扩表政策会从“调节短端流动性”转向“集中购买中长期债券”，即真正的 QE 形式来增加基础货币供给。根据美联储工作论文 David Reifschneider (2016) 研究，从 3% 的名义利率开始降息的话，零利率附加量化宽松在面对经济大幅衰退风险时可以实现和利率无下界等价的情况。所以当前情形下，随着货币政策工具的不断扩充，即使大的经济衰退发生，货币政策也可以对经济起到较好的托底作用。因此多工具联动（包括前瞻指引），货币政策的操作空间尚能对抗未来衰退风险。

图表34： FRB/US 模型货币政策工具脉冲响应：零利率附加 QE 等同于利率无下界

资料来源：Federal Reserve，华泰证券研究所

本轮宽松货币政策的不同之处

从经济数据上看，当前消费和投资的走势与 1995 年和 2012 年类似，投资有比较显著的下滑，消费保持温和增长，之后在货币政策维持宽松或者转向宽松之后，投资开始回升，最终经济保持平稳运行。

图表35： 当前美国经济运行情况与 1995 年和 2012 年有类似之处

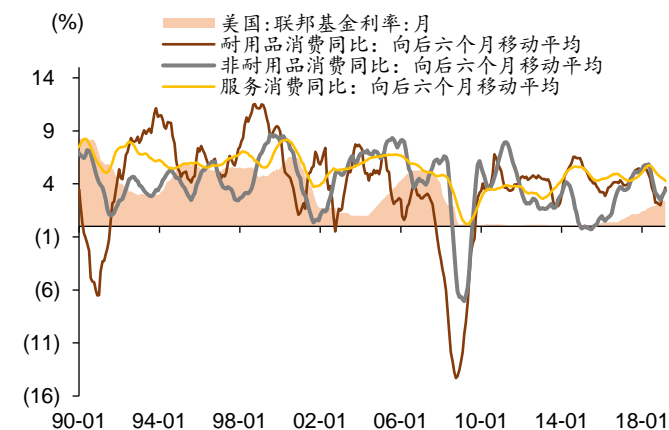
资料来源：Wind，华泰证券研究所

进一步考虑宽货币对经济的拉动，我们认为虽然本次降息空间较小，但是其对经济的拉动作用并不会比以往的降息周期弱，因为与之前的情况不同的是：本次降息开始于预防性的降息，经济数据并未全面走坏，加息也并未大幅进行至中性利率上方，之前降息周期中存在的商品价格危机和债务危机等负面背景在当前也并不存在。所以当前阶段下，降息可以对经济起到较好的拉动作用，经济在朝着新一轮的弱周期发展，经济增速会有所下行，失业率会小幅提高，但在降息的刺激之下，经济运行不会出现崩溃，而以温和下行的方式实现市场出清是未来美国经济最可能的走向。

开始于经济衰退之前

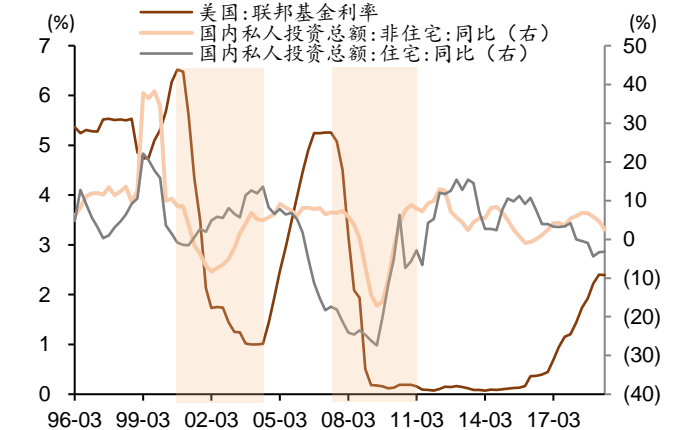
消费上，2018 年中旬耐用品消费开始降低，随后非耐用品消费也随之降低，但占消费组成最大的服务消费还维持在比较稳定的水平，仅有小幅下降；投资上看，住宅投资自 2017 年便开始下滑，但设备等投资刚刚开始有小幅回落，我们判断经济已经进行到了下行区间，但今年年中开始美联储连续三次降息，耐用品消费和住宅投资都出现了小幅的回升。而回顾以往每次降息，都开始于耐用品消费和住宅已经大幅下行后并已传导到服务消费与非住宅投资上时，而本次降息周期开始于预防性降息，来的比以往情形都会更早一点，服务消费和非住宅投资尚未出现大的滑坡。而耐用品消费和住宅投资对降息比较敏感，年中开始的降息已经对耐用品消费和住宅投资起到一定的提振作用，我们预计随着降息的继续推进和持续的降息预期，耐用品消费和住宅投资有望在年底或明年初企稳回升。

图表36： 联邦基金利率与消费增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

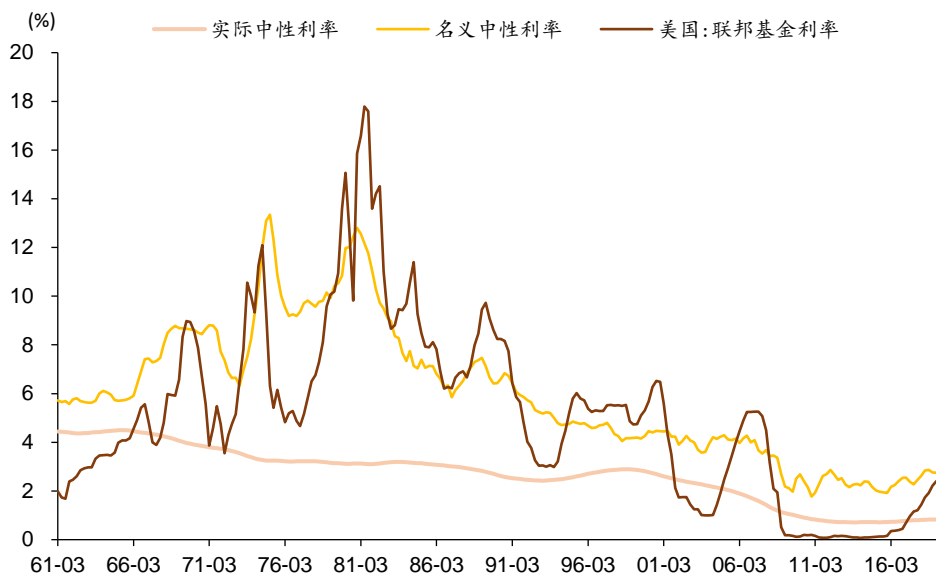
图表37： 联邦基金利率与投资增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

开始于中性利率下方

美联储根据泰勒规则制定利率目标，一个典型的降息周期一般开始于中性利率上方，因为在相机决策的货币政策规则指导下，当经济过热时，通胀率高于目标，为了抑制经济过热，美联储需要调高利率目标以抑制过快经济增长和过高的通货膨胀，这一般需要将利率设置在中性利率上方才能起到效果。然而很多时候这样的加息反而会导致经济有一个大幅的下行，1990 年、2001 年和 2007 年的经济衰退无一例外都源自于美联储不断加息抑制经济过热。当前情况下，美联储采取预防性降息，在利率尚未增加到中性利率时便开始了降息操作（降息开始时的联邦基金利率为 2.25-2.5%，低于 FOMC 判断的中性利率 2.5-3%），这在一定程度上避免了加息过度带来的负面作用，对经济的提振作用也会相对较好。

图表38： 联邦基金利率与中性利率

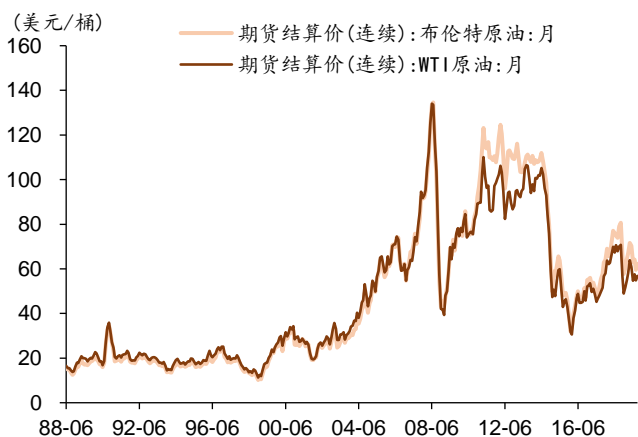
资料来源：Federal Reserve Bank of New York, Wind, 华泰证券研究所

大宗商品价格和宏观杠杆率较健康

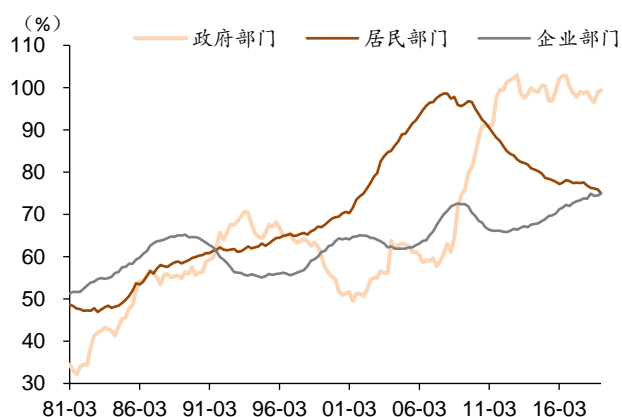
我们分析历史上多次经济增速大幅下行的阶段，其深层次的原因总结起来大致可以分为：

(1) 商品价格危机，上世纪八十年代的经济衰退，其原因多是供给端原油价格的大幅波动拉高了生产和生活成本，进一步传导到经济运行上；(2) 债务过度积累，01 年的衰退和 08 年的金融危机，根本性的原因在于宏观杠杆率的不断积累，来自居民层面或者企业层面的杠杆率不断攀升，最终通过信贷途径传导到整个经济；(3) 货币政策失误，货币政策失误一般是多次经济大幅下行的导火索，因为过度的加息导致过多的投资和消费被挤出，从而放大了经济下行的破坏性。

从当前来看，商品价格隐患不再，全球经济放缓施压原油需求，美国页岩油产量保持稳定，当前不具备商品价格大幅上涨的经济基础。宏观杠杆率层面，居民部门的杠杆率已回到本世纪初房地产泡沫兴起前的水平，企业部门杠杆率保持较慢的增长，政府部门的杠杆率有所提高但 11 年后基本保持稳定，爆发大规模债务风险的可能性较低。对于货币政策失误，前文已经有过叙述，当前并不存在过度加息的情况。

图表39： 原油价格不存在上行压力

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表40： 美国宏观杠杆率情况

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

再论美国经济前景：Lower for Not Longer

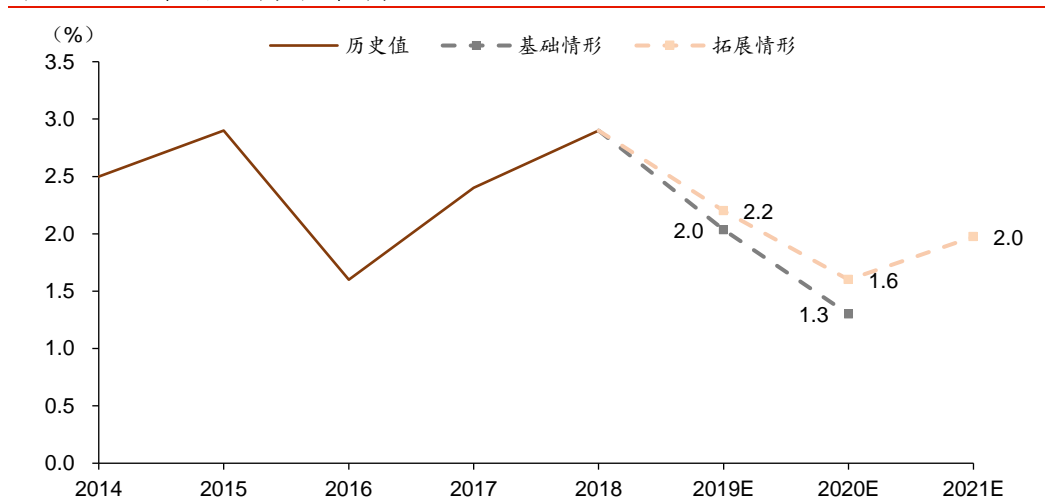
所以在当前的背景下，美联储如果妥善使用降息等宽松货币政策，仍然可以对经济起到刺激作用并很好地应对经济下行风险。其一，经济基本面上，发生衰退的可能性较低，其次，本次降息从中性利率下方出发，其三，不存在债务危机和商品价格危机的背景。我们预计 2020 年经济在周期的力量下会有所下行，但是美联储会根据 data dependent 的原则做出相机抉择的反应，预计本轮宽松周期会继续到 2020 年末或者 2021 年初，并对经济企稳起到较好的支撑作用。因此，如果加入美联储逆周期政策的考虑，并且假设其措施相对恰当且符合经济形势的需要，那么将对“后周期”的经济运行产生不可忽视的影响。经济仍将以一种低增长但不衰退的弱周期方式实现产出和库存的出清，波动率变小、增长率和通胀率降低，但是如果在适当货币政策的刺激下，经济触底反弹的时间可能被大大缩短，即呈现出 Lower for Not Longer 的特征。最终，在考虑到降息对经济的拉动作用之后，我们对之前的经济预测的基准模型进行拓展。

图表41：GDP 展望拓展情形

	GDP 展望拓展情形						单位：同比%	
	历史					预测		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
GDP 总额	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.2	1.6	2.0
个人消费支出	3.0	3.7	2.7	2.6	3.0	2.4	2.1	2.2
投资	5.6	4.9	-1.3	4.4	5.1	2.4	1.3	1.9
商品和服务出口	4.2	0.5	0.0	3.5	3.0	0.5	0.6	1.8
商品和服务进口	5.0	5.3	2.0	4.7	4.4	1.5	0.8	1.6
政府消费支出和投资总额	-0.9	1.9	1.8	0.7	1.7	2.0	1.4	0.4

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表42：GDP 展望基础情形与拓展情形



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

- 1. 全球经济加速下滑。**欧洲日本等主要发达经济体速度放缓，领先指标持续下行，全球范围的经济减速将通过贸易和资本流动的渠道传导到美国，可能进一步拖累美国的经济增长。
- 2. 贸易摩擦持续加剧。**贸易摩擦会直接影响美国的进出口和价格水平，如果贸易摩擦极度加剧，会直接推高美国的物价水平，很可能拖累美国的经济增长。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com