

宏观专题报告

美国经济面临的潜在危机将来自哪里？

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

薛威 一般从业资格编号
S1060117080079
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

近期，随着美国掀起的贸易摩擦蔓延升级以及美债收益率再次倒挂，市场对美国经济陷入危机的担忧再次出现。在市场对美国经济未来前景的关注度不断提升的当下，我们通过回顾美国经济的需求动力、主导产业与历次危机，给出了美国经济的潜在危机可能源自贸易摩擦升级与美股泡沫破裂的结论。

■ 美国经济回顾——消费驱动，危机多来自内因

美国经济增长受消费驱动，危机期间净出口贡献大于政府支出。在非危机期间，消费对美国经济的拉动力最大；在危机期间，消费与私人投资对经济的拉动力往往会急剧下行，净出口成为经济的最大拉动因子；在后危机初期，反弹迅速的私人投资对经济的拉动力往往与消费相当，甚至会在短期内超过消费。

美国主导产业为第三产业，房地产行业对美国经济影响大。美国经济依赖服务业，尤其是房地产业。在可预期的未来，房地产业对美国的影响还会继续增加。

美国历次危机事出多因，内因居多外因来自油价猛涨。美国历次经济金融危机爆发原因多样化，主要有股市崩盘、供需失衡、财政危机、油价猛涨、房地产信贷违约等。但是，近百年来美国发生的历次经济危机无一不是外部需求（出口）冲击导致的。

■ 美国经济现状——温和回落，韧性仍存

美国经济温和回落，消费投资均存韧性。尽管美国经济处于回落通道，但由于消费、投资、净出口以及政府支出均能维持当前的状态，美国经济的韧性不可低估，经济回落更多是呈现缓慢震荡的温和回落状态。

美国房地产运行良好，零售与工业数据近期反弹。美国的房地产业处于良好运行状态，产销两端虽有波折，但仍具韧性，且库存周期并未真正进入上行通道。美国内部出现房地产危机与供需失衡危机的概率均较低。

■ 潜在危机触发因素展望——美股回落与贸易摩擦

美国经济目前运转虽然良好，但是未来一到两年仍然面临潜在的危机触发风险。据分析，我们认为该风险来自全球贸易摩擦升级与美股大幅下行的可能性最高，两者之间还可能形成共振。全球贸易摩擦升级带来的经济下行压力本就增大了美股的下行动力，而美股大幅下行带来的风险在全球贸易摩擦升级与治理体系混乱的背景下难以得到有效的对冲。未来一到两年，除了要警惕美股下行与全球贸易摩擦升级，持有一定比例的避险资产将是较为稳妥的对冲潜在风险的方式。

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 引言	4
二、 美国经济回顾——消费驱动，危机多来自内因	5
2.1 美国经济增长受消费驱动，危机期间净出口贡献大于政府支出	5
2.2 美国主导产业为第三产业，房地产行业对美国经济影响大	6
2.3 美国历次危机事出多因，内因居多外因来自油价猛涨	8
三、 美国经济现状——温和回落，韧性仍存	9
3.1 美国经济温和回落，消费投资均存韧性	9
3.2 美国房地产运行良好，零售与工业数据近期反弹	11
四、 潜在危机触发因素展望——美股回落与贸易摩擦	12
4.1 房地产危机与供需失衡风险较小，页岩油革命致滞胀难再现	12
4.2 贸易摩擦升级与美股回落是潜在危机触发点，配置避险资产做好对冲	14

图表目录

图表 1	当前美国经济处于二战后最长的扩张期内.....	4
图表 2	3M 与 10Y 美债收益率倒挂是美国经济增速下行的“示警”.....	4
图表 3	1953 年后消费对美国经济的拉动率在非经济危机期间一直最高(圈内为危机期间) ...	5
图表 4	1953 年前消费对经济同比增速的拉动率并不显著高于投资、净出口与政府支出.....	6
图表 5	1953 年前消费占 GDP 比重波动较大, 之后维持平稳.....	6
图表 6	第三产业增加值占 GDP 比重持续上行.....	7
图表 7	第二产业中制造业产值占比最大但持续下行.....	7
图表 8	第二产业中采掘与建筑业产值占比波动明显.....	7
图表 9	第三产业中私人服务产值占比较大且持续上行.....	7
图表 10	第三产业中房产租赁与商业服务产值占比靠前.....	8
图表 11	第三产业中零售贸易与运输仓储产值占比下滑.....	8
图表 12	“大萧条”以来美国历次经济金融危机爆发起因与影响领域.....	8
图表 13	美国消费与政府支出增速均震荡上行.....	10
图表 14	美国投资增速略微回落而净出口同比大幅反弹.....	10
图表 15	美国出口与进口增速均有下行态势.....	10
图表 16	美国消费同比与薪资增速走势相近.....	10
图表 17	美股仍处于高位震荡通道.....	11
图表 18	美国 ISM 制造业 PMI 下滑趋势明显.....	11
图表 19	美国住房市场仍然活跃.....	11
图表 20	次级贷款占比较低且抵押贷款利率不高.....	11
图表 21	美国居民部门杠杆率仍处于下行通道.....	12
图表 22	美国零售数据维持韧性.....	12
图表 23	美国工业产出有所反弹.....	12
图表 24	美国制造业库存累积尚不明显.....	12
图表 25	美国原油产量占全球比重近年迅速上升.....	13
图表 26	布油价格维持在 60 美元/桶左右弱势震荡.....	13
图表 27	美国财政赤字占 GDP 比重有续增趋势.....	14
图表 28	美债收益率年初以来持续下行.....	14
图表 29	美国通胀当前基本维持在目标水平附近.....	15
图表 30	全球经济政策不确定性指数震荡上行.....	15
图表 31	美股估值虽有回落但仍处于较高位置.....	15
图表 32	美股估值高于同期非美主要股市.....	15

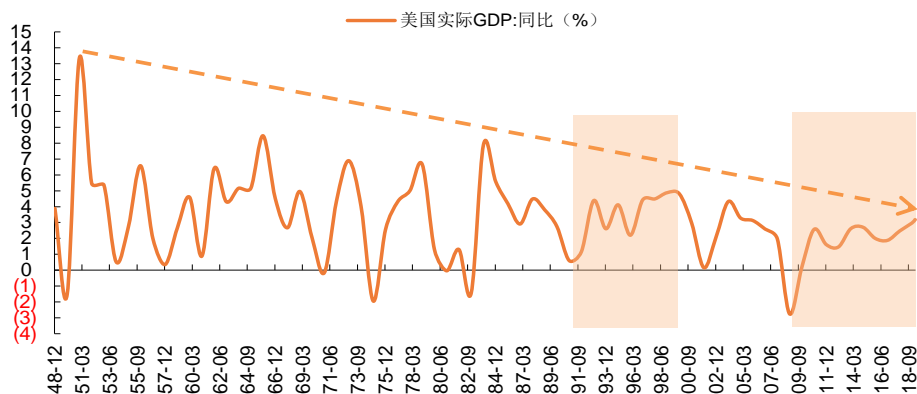
一、引言

美国经济在二战后经历了多轮周期，若以美国实际 GDP 为单一指标，可以发现美国经济周期呈现两个显著特征：第一，美国经济波动周期持续延长，由战后初期的 4-5 年延长至当前的 15 年以上，且上涨周期与下行周期均有所延长；第二，美国经济增速波动幅度持续收缩，主要是经济增速高点持续回落，由战后初期的 13% 以上一路下行至 3%-4%，而增速低点虽然在 2008 年创造了接近 -2.8% 的战后最低水平，但增速低点点下行的趋势并不明显。当前，美国经济正处于战后最长的一次扩张期内。

进入 2019 年以来，美国掀起的贸易摩擦已扩散至美印、美墨，且有蔓延至美欧、美日、美澳的趋势；5 月份，中美贸易摩擦在经历了十一轮谈判后意外再次升级，这给包括美国经济在内的全球经济带来了压力。另外，曾在 2019 年 3 月底短暂出现的 3 个月与 10 年美债收益率倒挂在 5 月中旬再次出现，倒挂幅度在 5 月下旬扩大化，并仍在持续。由于美债收益率倒挂是经济危机的有效“示警”，所以市场对美国经济前景的担忧再次加深，这也带来“美国经济崩溃论”的兴起。

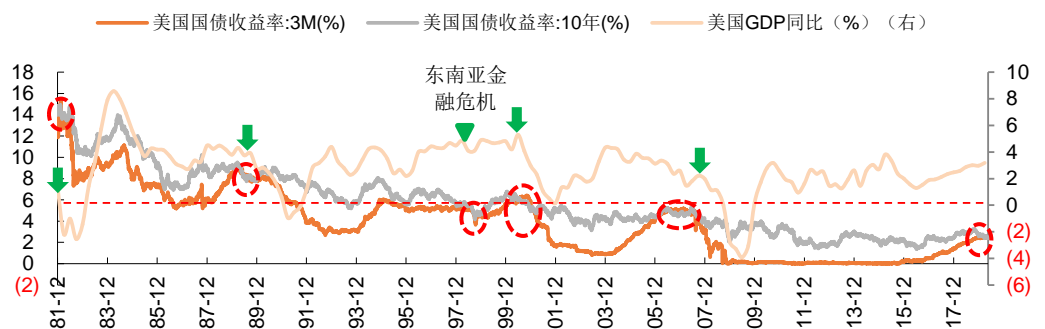
在市场对美国经济关注度不断提升的当下，本文将回顾过去 70 年美国经济的成长动力与主导产业的更迭以及历次经济危机的爆发线索，并分析需求动力与主导产业的运行现状，来对美国经济当前运行的状况进行分析以及对美国未来潜在的危机触发因素进行展望。

图表1 当前美国经济处于二战后最长的扩张期内



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 3M 与 10Y 美债收益率倒挂是美国经济增速下行的“示警”



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 美国经济回顾——消费驱动，危机多来自内因

本章将依次从动力来源、主导产业与危机爆点这三个方面来回顾战后近 70 年美国经济的历程，并梳理出美国经济的动力来源与主导产业，以及历次危机的起因及其影响。

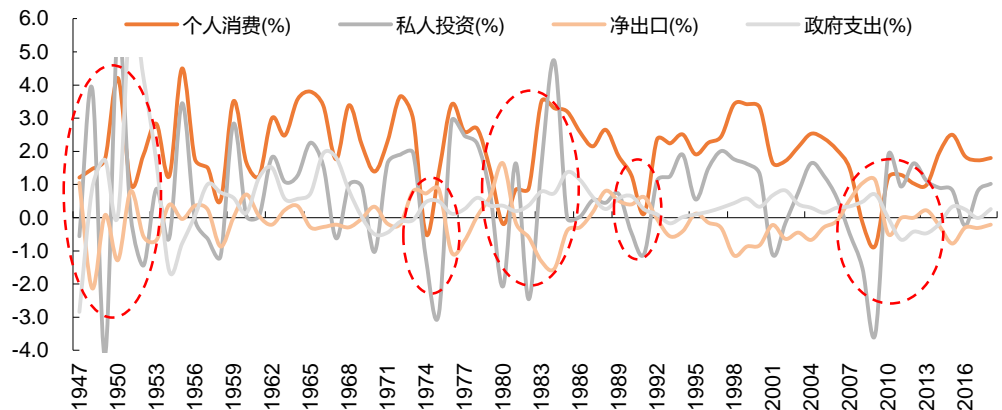
2.1 美国经济增长受消费驱动，危机期间净出口贡献大于政府支出

在 1953 年之前，美国经济是多因子轮换驱动增长格局，除去大萧条、二战期间，消费也并不总是经济的首要驱动力，这与 1953 年前消费占 GDP 比重波动较大，且政府支出和私人投资占 GDP 比重波动上升有关。而在 1953 年后，由于消费占 GDP 比重稳定在 60%~70% 之间，且政府支出占 GDP 比重持续震荡下行，所以在非危机期间，消费对经济的拉动力最大。

在危机期间，消费与私人投资对经济的拉动力往往会急剧下行，而政府支出与净出口则会继续沿着此前趋势运行，消费不再占主导主要是由于消费对经济的拉动力大幅下行导致，而非政府支出或净出口贡献的上行。相较于具有逆周期调节作用的政府支出，净出口出乎意料的成为了危机期间经济的最大拉动因子，这与美国经济危机传导到其他经济体的时滞效应有关。在美国爆发经济金融危机时，其他经济体尚能正常运转，此时对美国来说，内需迅速萎缩，而外需尚存韧性，在该背景下，进口萎缩出口韧性，或者说进口相较出口萎缩的更快带来了净出口的反弹，进而对陷入危机中的经济有一定的拉动作用。

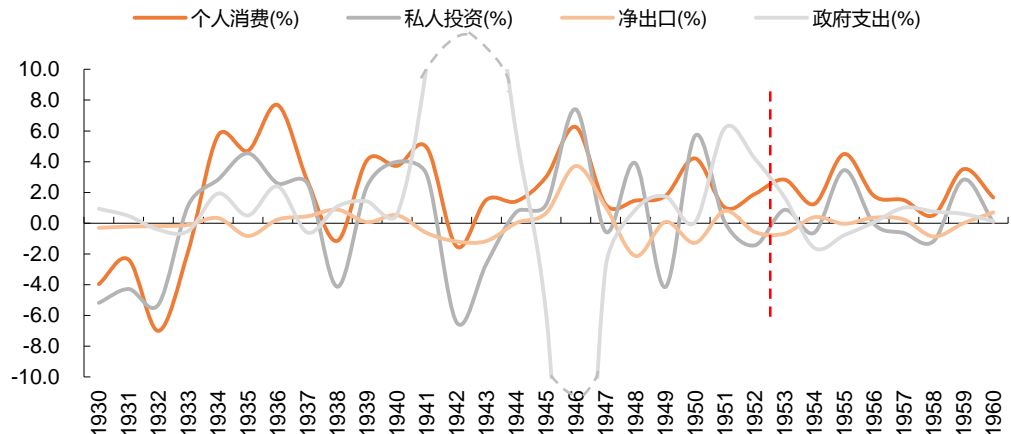
在后危机初期，由于货币政策宽松带来实际利率下行，私人投资对利率的敏感程度较高，该阶段反弹迅速的私人投资对经济的拉动力往往与消费相当，甚至会在短期内超过消费。这在大型危机（80 年代滞胀危机、2008 金融危机）后期体现的尤为明显。

图表3 1953 年后消费对美国经济的拉动力在非经济危机期间一直最高(圈内为危机期间)



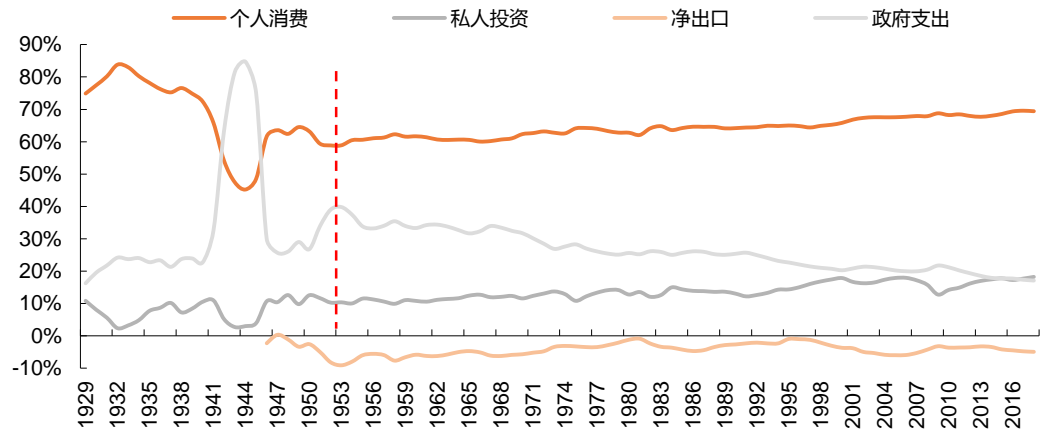
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 1953年前消费对经济同比增速的拉动率并不显著高于投资、净出口与政府支出



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 1953年前消费占 GDP 比重波动较大, 之后维持平稳



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.2 美国主导产业为第三产业, 房地产行业对美国经济影响大

从产业结构看, 美国的第三产业在近 70 年一直是第一大产业, 且产值占 GDP 比重在 1952 年后就持续上行, 并于 1969 年突破 50%, 于 1991 年突破 60%; 同期, 第二产业产值占比则长期震荡下行, 并于 1982 年下破 30%, 于 2009 年下破 20%; 第一产业产值占比不仅最低, 且呈边际递减的下行趋势, 2015 年已下破 1%。

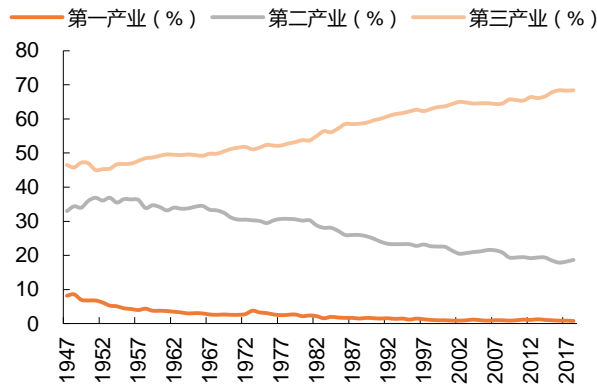
从细分行业看, 第二产业分制造业、建筑业、采掘业与公用事业四类。其中制造业产值占比最高, 但持续下行, 是第二产业产值占 GDP 比重长期下行的主因; 建筑业、采掘业与公用事业产值占比均呈现周期波动特征, 公用事业产值占比最为稳定, 而建筑与采掘业产值比重的波动较大; 采掘业产值比重有长期震荡下行且波动收敛趋势, 而建筑业产值比重则以横盘震荡为主, 且波动有发散趋势。

第三产业的分类较第一与第二产业更为繁杂, 可粗略分为政府服务与私人服务两大类, 而私人服务又可细分为批发贸易、零售贸易、运输仓储、信息业、金融保险、房产租赁、商业服务、教育卫生、艺术休闲、住宿餐饮和其他服务。政府服务产值占比长期稳定在 12%-15% 之间, 私人服务产值占比

则持续上行，贡献了第三产业产值比重持续上行的主要部分。在私人服务的各细分项中，信息业、金融保险、房产租赁、商业服务、教育卫生这五项产值占比有明显的震荡上行趋势，而零售贸易、运输仓储与其他服务项的产值占比则呈震荡下行态势；另外，批发贸易、住宿餐饮产值占比则呈窄幅震荡走势，艺术休闲产值比重虽然在长期有缓慢爬升态势，但是规模有限，仅为1%左右。

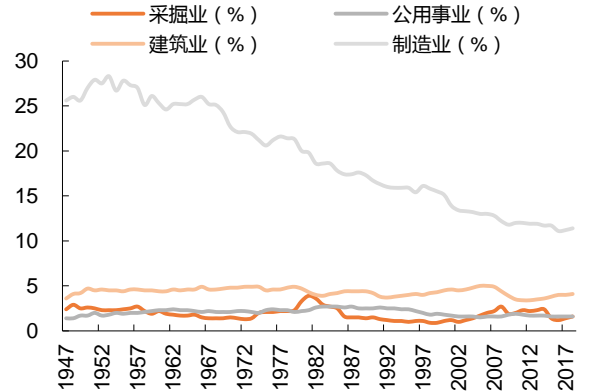
总结来看，美国经济在近70年的时间里更多依赖于第三产业的发展，特别是服务业中的信息业、金融保险、房产租赁、商业服务、教育卫生这五个细分行业，而第二产业中的制造业与第一产业的重要性长期持续下滑。上述五个服务细分项中，对美国经济贡献度由大到小依次为房产租赁、商业服务、教育卫生、金融保险与信息业，五个细分行业产值占GDP比重共达到47.5%，接近一半。其中，房产租赁与商业服务的产值占GDP比重分别达到13.3%与12.6%，商业服务中占比最大的是专业科技服务，周期性并不明显。可见，房地产行业对美国经济的影响很大，且在可预期的未来，房地产业对美国经济的影响还会继续增加。

图表6 第三产业增加值占GDP比重持续上行



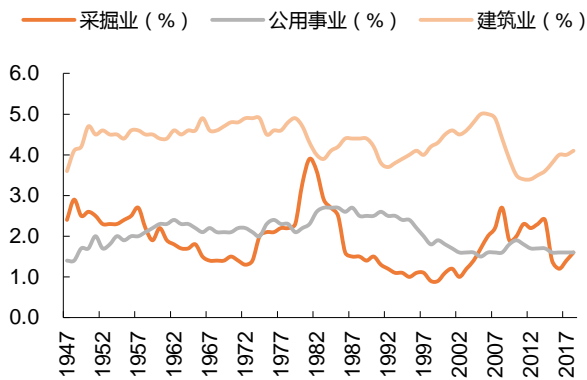
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表7 第二产业中制造业产值占比最大但持续下行



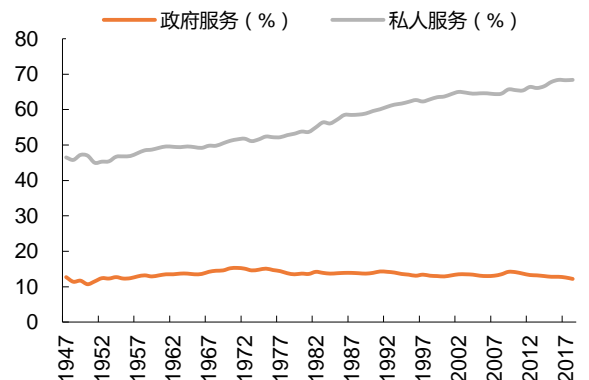
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表8 第二产业中采掘与建筑业产值占比波动明显



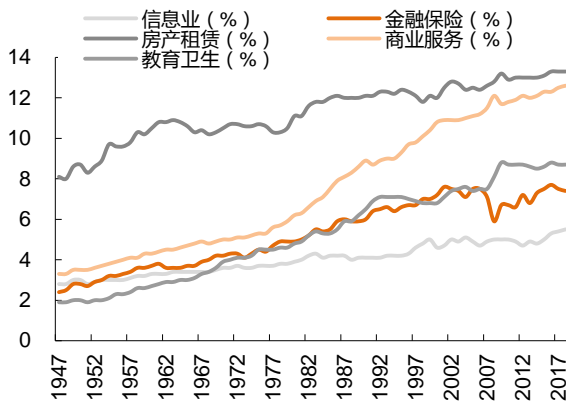
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表9 第三产业中私人服务产值占比较大且持续上行



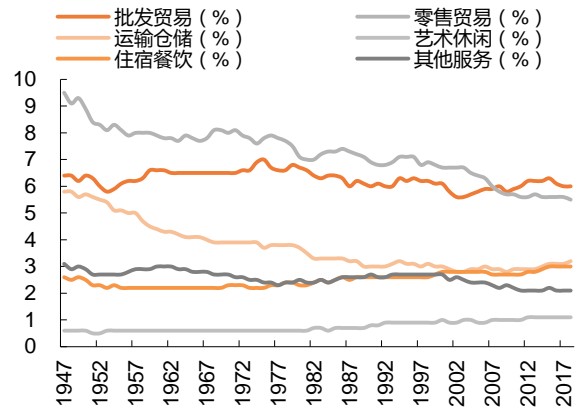
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表10 第三产业中房产租赁与商业服务产值占比靠前



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 第三产业中零售贸易与运输仓储产值占比下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.3 美国历次危机事出多因，内因居多外因来自油价猛涨

自大萧条以来，美国已经历过多次经济金融危机，每次金融危机的起因及波及领域次序均有差异。从起因分类，可以发现股市泡沫破裂是近 100 年美国金融危机爆发的最主要原因，先后导致了 1929-1933 年的“大萧条”、1937-1938 年催生二战的经济危机以及 2001 年的“科网泡沫”危机；产能过剩导致供需失衡带来的有 1948-1949 与 1957-1958 两次经济危机；财政赤字不可持续导致的经济危机有 1969-1970 和 1990-1991 两次；房地产泡沫破裂带来的经济危机是 2007-2008 年次贷危机引发的全球性金融危机。除了以上内部因素导致的经济金融危机外，外部冲击也会带来美国乃至全球的经济危机，近 100 年美国金融危机的外部冲击都来自中东限产原油带来的油价大涨，这导致了油价持续上涨背景下的经济危机，主要是 20 世纪 70 年代的两次“滞胀”危机。

从影响领域的传导次序看，股市引发的经济危机往往都是通过冲击金融领域进而打击消费，再逐渐通过需求端蔓延到服务业与工业领域；对经济动力的冲击则是从消费逐渐蔓延到投资，若经济危机冲击全球，还会滞后影响到出口。产能过剩带来的供需失衡危机率先冲击工业领域，上游的农业领域也会受到波及，之后才会蔓延到金融与消费领域；对经济动力的冲击则是从投资扩展至消费与出口。财政赤字难以为继带来的经济危机则是从财政货币领域冲击到工业，再冲击消费领域；对经济动力的冲击则是从投资逐渐蔓延至消费与出口。房地产泡沫破裂带来的经济金融危机则是起源于房地产，并迅速蔓延至金融市场，进而冲击到消费与工业领域；对经济动力的冲击与股市引发的经济危机一样，都是从消费逐渐蔓延到投资与出口。油价持续上行带来的“滞胀”危机则比较特殊，先冲击工业，再冲击金融市场，最后冲击消费；对经济动力的冲击则是从投资蔓延至消费，再冲击出口。

值得注意的是，近百年来美国发生的历次经济危机无一不是外部需求（出口）冲击导致的。即使是 1998 年东南亚金融危机期间，美国出口增速同比转负，但是美国的消费与投资依然稳健，致使美国经济安然度过，未受东南亚金融危机波及。

图表12 “大萧条”以来美国历次经济金融危机爆发起因与影响领域

经济危机年份	起因（导火索）	影响领域（产业）	冲击链条（消费/投资/出口）
1929-1933	股市泡沫破裂	金融→消费→服务业→工业	消费→投资→出口
1937-1938	股市持续大幅下跌	金融→消费→服务业→工业	消费→投资
1948-1949	产能过剩致供需失衡	工业→农业→金融	投资→出口
1957-1958	过度投资致供需失衡	工业→农业→金融→消费	投资→消费→出口

经济危机年份	起因（导火索）	影响领域（产业）	冲击链条（消费/投资/出口）
1969-1970	财政赤字与美元危机	财政→货币→工业	投资→出口
1973-1975	原油价格大涨带来滞胀	工业→金融→消费	投资→消费→出口
1979-1982	原油价格大涨带来滞胀	工业→金融→消费	投资→消费→出口
1990-1991	财政赤字与供需失衡	财政→工业→消费	投资→消费→出口
2001	科技股泡沫破裂	金融→消费→工业	消费→投资→出口
2007-2008	次贷危机蔓延升级	房地产→金融→消费→工业	消费→投资→出口

资料来源：平安证券研究所

三、 美国经济现状——温和回落，韧性仍存

美国经济三大动力中的消费仍处于震荡回升通道；投资增速在 2019Q1 虽有所回落，但仍在近年高位；净出口同比为负，但已显著收窄且接近回正，可能出现“衰退式顺差”；政府支出则延续强势。产业方面，美国房地产行业当前运行处于正常运行的良好状态，产销两端数据的近期反弹也显示出其韧性仍存，美国经济的韧性不可低估，经济回落更多是呈现缓慢震荡的温和回落状态。

3.1 美国经济温和回落，消费投资均存韧性

从季度表现上看，美国私人消费从 2017 年末至今均处于震荡回升通道；政府支出则延续 2017Q4 以来的强势；投资增速在 2019Q1 虽有所回落，但仍在近年高位，尚处 2017 年四季度至今的高位震荡区间；净出口同比为负，但较 2018 年下半年已显著收窄，且-0.13%的增速接近回正。目前消费、投资、净出口与政府支出均未有制约美国经济增长前景的情况出现，可见当前美国经济处于正常状态。

尽管美国的净出口同比反弹，但进出口增速均走势偏弱，这与全球经济回落的大背景以及美国在 2018 年主导的全球范围内的贸易摩擦升级有关。往后看，由于贸易摩擦已分布于中美、美欧、美日、美加、美墨等双边关系，范围横跨欧亚大陆与美洲大陆，年内恐难以消弭。另外，近期墨西哥在美墨双边贸易谈判中受美国极限施压而迅速妥协，不仅使得美国产生极限施压“有效”的错觉，还会助长美国的信心膨胀，使得美国在处理与中国、欧盟、日本等体量更大、对美依赖度较小的经济体经贸关系时产生更加盲目自大的情绪，进而使得全球贸易局势更加糟糕。可以预见，美国的进口与出口将延续当前的弱势表现，净出口收窄的情况也可能持续，甚至有出现“衰退式顺差”的可能。

在政府支出领域，尽管美国财政赤字难以长期累积，但是在当前背景下，除了推高赤字外似乎也没有更好的办法。在该背景下，以现代货币理论（MMT）为代表的新型政策观点开始引发关注。考虑到当前美联储已停止加息并将中止缩表，甚至可能在未来采取降息操作，在利率中长期下行的大背景下，政府发行债券等融资成本有望下行，政府筹措资金完成基建等公开支出计划的实际操作难度可能并不大，当前的困局主要集中在党派纷争上，从而给外界造成基建计划难产的错觉。结合美国国防支出持续上行且基建周期较长，当前政府支出较高的增速有望延续。一旦两党纷争趋于缓和，2 万亿基建计划获批后，美国政府支出增速还将迎来进一步上行。另外，美元的中心货币地位仍然稳固，财政赤字续涨预计难以冲击到美元信用，至少在可预见的未来几年，财政债务规模继续累积并不会给美国经济带来显著制约，更多只是体现为两党博弈的工具。

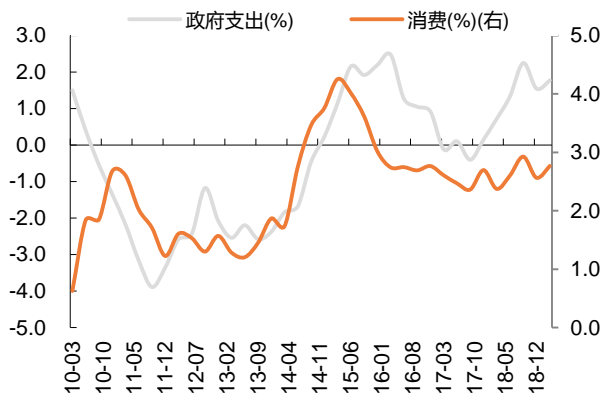
伴随着经济预期的修复，私人投资自 2016Q3 开始出现回升，增速至 5%左右开始滞涨。在特朗普政府减税新政落地后，2018 年全年投资增速出现小幅回升，进入 2019 年后又略微下滑，但整体仍处于 5%左右的高位震荡区间。可以发现，特朗普政府减税幅度虽然很大，但对私人投资的刺激并不及税改前的预期，这与全球经济整体回落的背景和美国加大对中资企业赴美投资的审查力度等事件均

有关。在美联储停止加息并计划中止缩表，甚至可能降息的背景下，中短期私人投资预计延续 5%左右的增速并不困难。

消费方面，2017 年末至今美国消费增速均处于震荡回升通道，但回升趋势较为缓和，2018 年 2 月的税改对私人消费也有较强的刺激作用。由于消费同比与薪资增速走势趋同，薪资增速近期自高位开始回落，预计消费同比上行趋势也将趋缓。另外，由于美股已逐渐脱离此前的多年上行轨道并开始高位震荡，未来估值偏高的美股可能在一段时间的高位震荡后有所回落，这将对资金主要配置在股权的美国居民部门的消费前景带来冲击。在美股近期仍将处于高位震荡以及薪资增速回落幅度有限的背景下，美国消费仍将维持一定的韧性，年内大幅下行的可能性并不高。

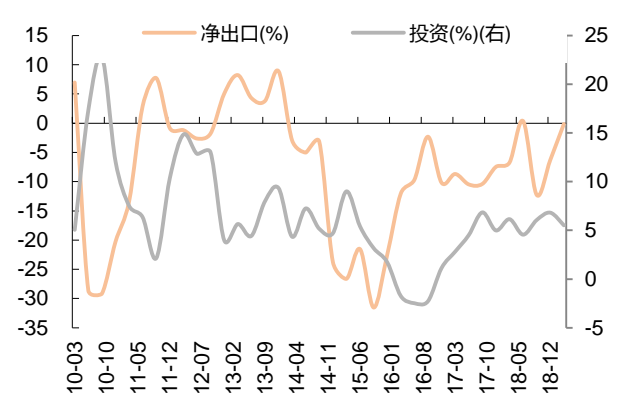
综合来看，尽管美国经济处于回落通道，但由于消费、投资、净出口以及政府支出均能维持当前的状态，美国经济的韧性不可低估，经济回落更多是呈现缓慢震荡的温和回落状态。

图表13 美国消费与政府支出增速均震荡上行



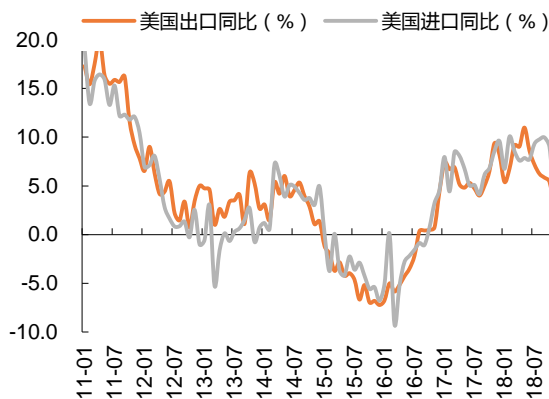
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表14 美国投资增速略微回落而净出口同比大幅反弹



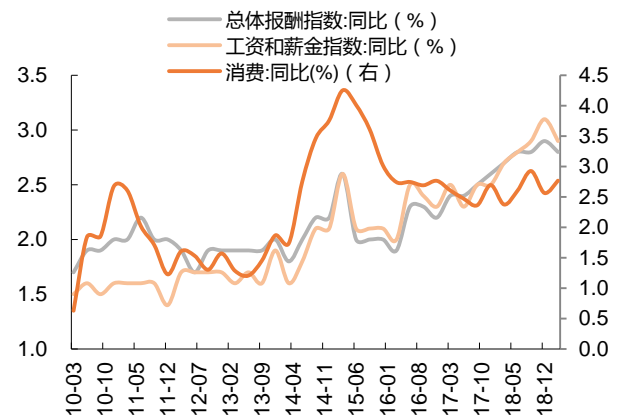
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表15 美国出口与进口增速均有下行态势



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表16 美国消费同比与薪资增速走势相近



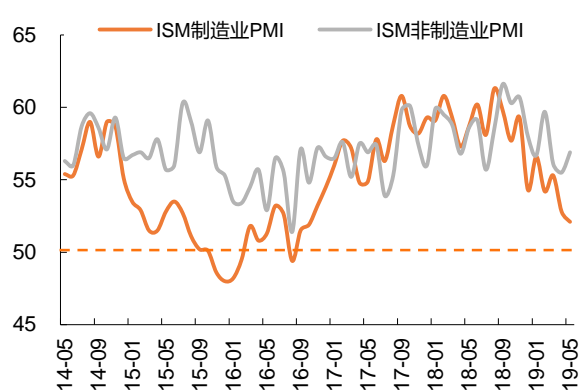
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表17 美股仍处于高位震荡通道



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表18 美国 ISM 制造业 PMI 下滑趋势明显



资料来源: WIND,平安证券研究所

3.2 美国房地产运行良好，零售与工业数据近期反弹

从高频数据看，美国房地产行业在逐渐走出次贷危机的阴影后活跃度逐渐爬升，当前市场活跃度较高，已接近次贷危机前的水平。从房贷利率看，5年、15年与30年抵押贷款利率虽然高于2013年年中低位，但较次贷危机前后的水平已大幅降低，且处于阶段下行通道。另外，次级贷占房贷规模比重一直处于次贷危机之后的下滑通道，居民杠杆率也没有回升迹象。从房地产行业的市场活跃度、贷款成本、贷款质量以及居民部门的举债与偿债能力上看，美国房地产行业当前运行处于正常运行的良好状态，房地产领域潜在风险重新抬头的可能性并不高。

从产销两端看，美国工业产出与零售数据虽然在2018年底-2019年初经历了较大的波动甚至下行，但最新数据均有所反弹，显示美国产销两端的韧性仍存。制造业新增订单增速虽然有所回落，制造业库存同比也有所上行，但制造业库存累积尚不明显，库存同比上行的趋势也未确立。这与我们在上一节对美国消费、投资、政府支出等经济发展动力的分析观点相符。在美国劳动力失业率处于历史低位、薪资增速高位略有回落、美联储态度鸽派的大背景下，由于美国制造业库存累积尚不明显，美国经济近期出现供需严重失衡的潜在风险也较低。

总体来看，美国的房地产业处于良好运行状态，产销两端虽有波折，但仍具韧性，且库存周期并未真正进入上行通道。美国内部出现房地产危机与供需失衡危机的概率均较低。

图表19 美国住房市场仍然活跃



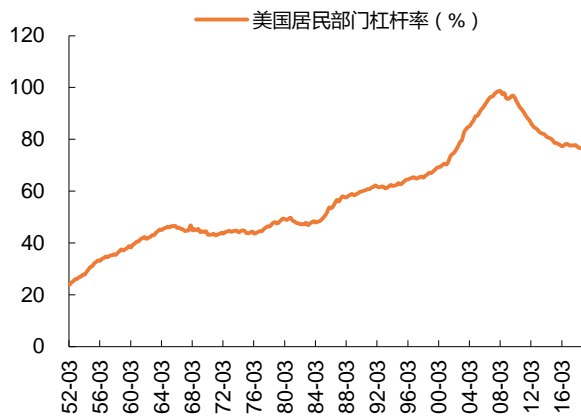
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表20 次级贷款占比较低且抵押贷款利率不高



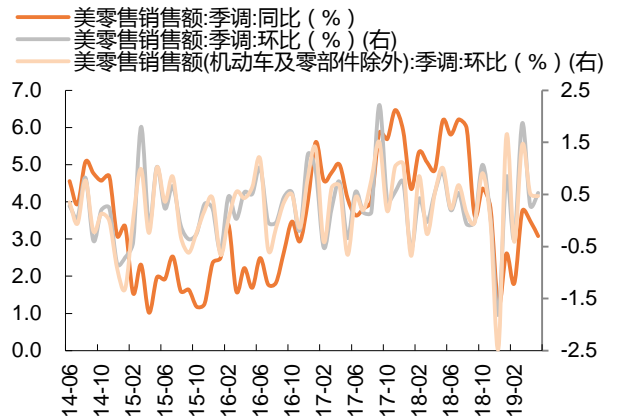
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表21 美国居民部门杠杆率仍处于下行通道



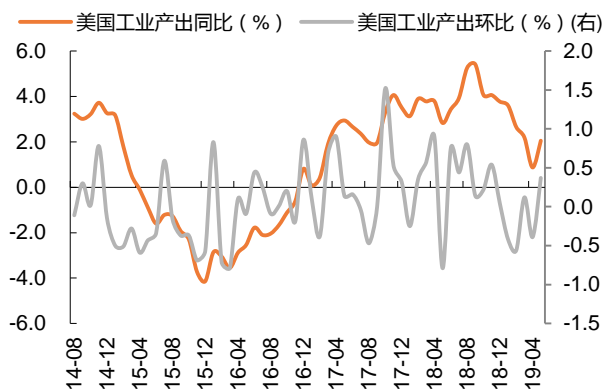
资料来源: BIS, 平安证券研究所

图表22 美国零售数据维持韧性



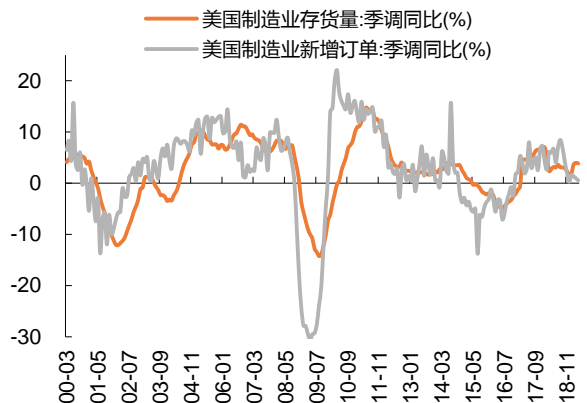
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表23 美国工业产出有所反弹



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表24 美国制造业库存累积尚不明显



资料来源: WIND, 平安证券研究所

四、潜在危机触发因素展望——美股回落与贸易摩擦

通过比对美国历次经济危机的爆发起因,可以发现当前美国经济的潜在危机触发领域并不在房地产与制造业,中东爆发地缘危机带来油价大涨进而带来滞胀风险也面临美油增加供给的阻力,财政悬崖问题虽然不可持续若干年,但在近几年整体风险仍然可控。美国经济的潜在危机触发因素更可能是贸易摩擦升级与美股泡沫破裂的潜在风险。

4.1 房地产危机与供需失衡风险较小,页岩油革命致滞胀难再现

自从 2007-2008 年美国次贷危机蔓延升级为全球性金融危机之后,房地产业就成为了美国金融监管的重中之重。在次贷危机爆发后的去杠杆作用下,美国房地产市场逐渐回归到良好的运行状态。不仅次级贷占比持续显著回落,而且居民杠杆率也在持续下行通道中,中长期房贷利率较次贷危机爆发前也已大幅下行。可以发现,房地产行业当前爆发“断供潮”的潜在风险较低,类似 2007 年次贷危机重演的可能性微乎其微。

产能过剩带来的供需失衡也是美国历史上多次经济危机的爆发起因。当前,美国经济尚处于从 2008 年金融危机深渊中缓慢复苏后的调整期,并不存在经济的过热风险与供给的过度情况。由于美国终

端消费具有较强韧性，需求短期出现自发性大幅回落的可能性较低，考虑到当前美国制造业库存并不高，经济自发出现供需失衡式危机的概率也较低。

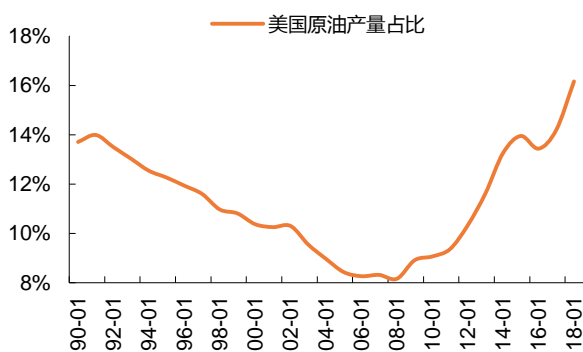
自美国退出《伊核协议》以来，中东局势一直在持续升级。近期甚至爆发了两艘油轮在临近霍尔米兹海峡的阿曼湾遇袭的事件，美、英、沙特一致指认是伊朗所为，而伊朗则极力辩称是美国栽赃，中东局势进一步升级。在美国面临 2020 年大选而伊朗面临重大风险的情况下，美伊双方都将尽量保持克制，博弈更多以试探形式存在。但是考虑到中东地缘的复杂性以及美伊矛盾的尖锐性，中东局势升温的风险仍然存在，上世纪 70 年代出现的两次油价持续上涨带来滞胀危机的阴影会否重现？

对此，我们认为，中东局势升温可能带来原油价格短期的大幅波动，但是，油价不存在持续大幅上行的基础。理由如下：首先，全球经济当前处于震荡回落阶段，且美国与中国、欧盟、日本、印度等经济体的贸易摩擦持续蔓延升级，这从需求面压制了油价上行的动力。其次，页岩油革命后，美国的原油炼厂能力大幅上行，对外原油进口的依赖程度已大幅减轻，且具备根据油价涨跌调节自身产能的空间。所以，一旦中东局势升温导致原油供应紧缺，美油将增加供应以缓解原油的紧缺格局。再次，6 月底 OPEC+ 减产会议在布油价格尚在 60 美元/桶左右以及全球经济下行的大背景下，各国的减产动力不会太强，当前 OPEC 成员国内部的分歧以及减产执行率的下滑也体现了这一点。在油价不存在持续上行基础的情况下，滞胀重现的可能性也相对较低。

美国经济一直笼罩在“财政悬崖”的阴影下，历史上也有财政危机引爆经济危机的先例。考虑到美国债务规模仍在持续上行，美国爆发财政危机的可能性是存在的。但是在当前背景下，由于加征关税可以给财政带来直接收入，短期在一定程度上从收入端缓解了赤字压力；美联储年初转鸽后停止加息并即将中止缩表，未来甚至还可能采取降息操作，长端美债收益率也在持续下行，这从成本端降低了美国政府的还息压力。总体上看，美国财政赤字增长虽然不会长期持续，但在近几年爆发严重危机的概率并不大，更多是长期的潜在风险点。

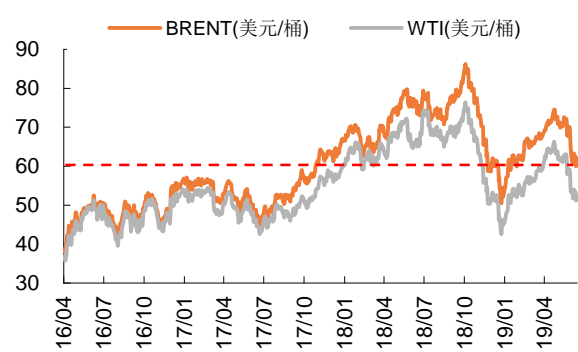
经过上述分析可以发现美国近几年发生房地产危机、供需失衡危机、油价大幅上行导致的滞胀危机以及财政危机的可能性均不高，美国经济潜在的危机触发因素可能存在于其他一些领域。

图表25 美国原油产量占全球比重近年迅速上升



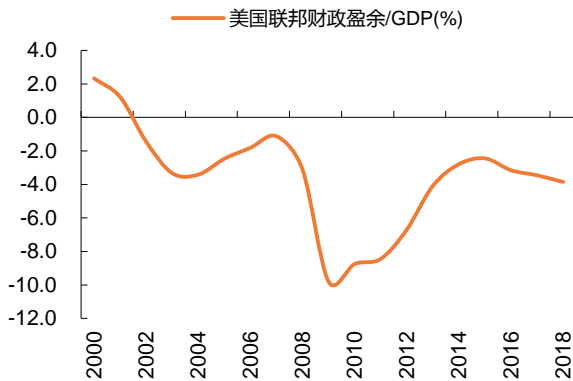
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表26 布油价格维持在 60 美元/桶左右弱势震荡



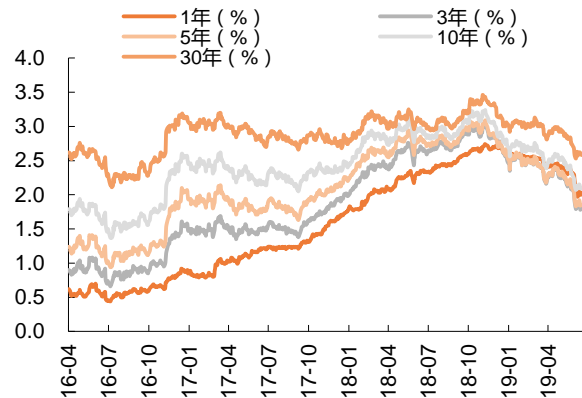
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表27 美国财政赤字占 GDP 比重有续增趋势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表28 美债收益率年初以来持续下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

4.2 贸易摩擦升级与美股回落是潜在危机触发点，配置避险资产做好对冲

当前，美国经济虽然面临回落压力，但程度是温和的，整体运转良好且仍有韧性。与欧盟、日本等非美经济体比较，美国经济的优势甚至还有增强的趋势。在这种背景下，美国经济需要担忧的潜在危机触发因素更多来自于全球贸易摩擦升级与美股泡沫破裂的联动。

特朗普上台以来，全球运行秩序就持续遭受冲击。而爆发于 2018 年二季度初的中美贸易摩擦则是全球秩序受到冲击由量变引发质变的一种反映。当前，中美贸易摩擦仍面临升级风险，且贸易摩擦有向投资、科技、人才、地缘甚至金融等其他领域蔓延的趋势。同时，美国与欧盟、日本、印度、墨西哥等经济体之间贸易摩擦也此起彼伏，美国引爆的贸易摩擦已蔓延至全球。

由于美国力图重塑二战后的国际秩序，对包括联合国（UN）、世贸组织（WTO）等战后美国主导建立的国际机构进行抨击，非美经济体对美国的信任度大幅下滑，这将导致全球秩序遭受严重破坏以及全球范围的不稳定因素急剧增加。近期，美国、德国、法国、英国均面临民粹主义浪潮再起的境况，民粹主义政党支持率屡创新高，发达国家内部不稳定因素增加。美伊博弈导致中东局势升温，以及美朝谈判破裂导致的朝鲜局势悬而未决使得全球地缘政治环境再次升温，与全球范围的贸易摩擦一同体现了国家之间的混乱状态，全球经济政策不确定性指数也持续震荡上行。

在国家之间混乱、发达经济体内部民粹主义兴起的大背景下，社会分化将继续加剧，贸易摩擦也难以通过持续有效的沟通来逐渐解决，全球范围内贸易摩擦的继续蔓延与升级仍是大概率事件。这将给此前数十年构建精细的全球供应链带来严重冲击，产业在国与国之间受贸易政策与关税差异而转移割裂了资源与市场的联系，比较优势将无从发挥，全球供应链将走向混乱甚至碎片化。这不仅会导致新兴经济体的整体下行，也会给扮演技术供给与最终消费市场的发达经济体带来输入性通胀的风险。

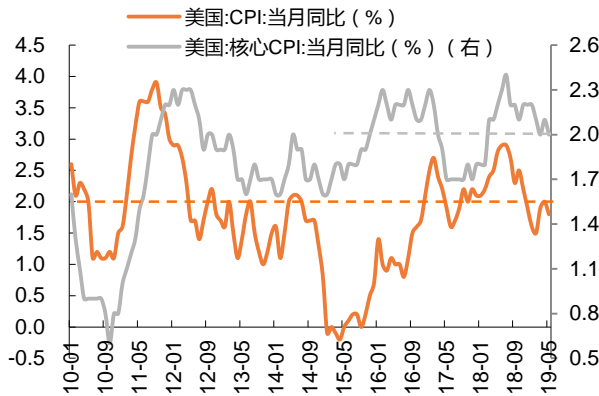
对美国来说，一旦贸易摩擦蔓延至其所有主要进口来源国，输入性通胀将非常明显，这将给美联储货币政策软化带来制约，进而导致长短期美债利率倒挂加剧，并给财政赤字带来更大压力。另外，全球经济在供应链遭受持续冲击下将加速步入衰退，美国经济即使短期运行良好，也难以避免被全球经济拖入泥潭的困境。

金融市场方面，美国股市估值无论是历史纵向对比还是与非美股市横向对比，估值均处于较高位置。在全球经济下行与经贸秩序混乱的背景下，受收入下行或成本上行的冲击，美股估值可能迎来显著调整。美股大幅下行带来的财富效应将显著制约美国居民的消费，同时给企业投资带来压制，将给美国经济带来严重冲击，并通过贸易端蔓延至全球。在全球经济羸弱的环境下，全球经济恐怕难以

抵抗上述冲击。值得警惕的是，当前全球治理秩序已经遭受破坏，若全球秩序届时得不到有效恢复，恐怕难以组织起有效的逆周期调节，何况全球大多发达经济体逆周期调节的空间已相当有限。

综合来看，美国经济目前运转虽然良好，但是未来一到两年仍然面临潜在的危机触发风险。据分析，我们认为该风险来自全球贸易摩擦升级与美股大幅下行的可能性最高，两者之间还可能形成共振。全球贸易摩擦升级带来的经济下行压力本就增大了美股的下行动力，而美股大幅下行带来的风险在全球贸易摩擦升级与治理体系混乱的背景下难以得到有效的对冲。所以，未来一到两年，除了要警惕美股下行与全球贸易摩擦升级，持有一定比例的避险资产将是较为稳妥的对冲潜在风险的方式。

图表29 美国通胀当前基本维持在目标水平附近



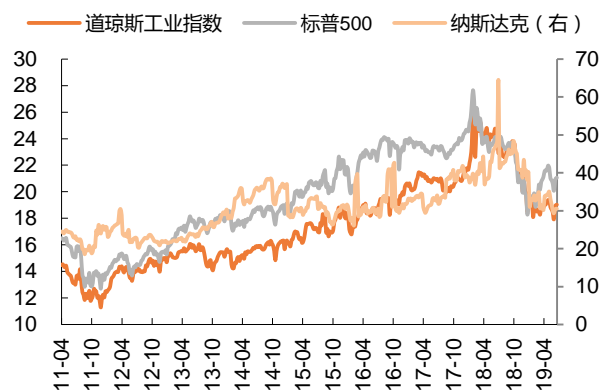
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表30 全球经济政策不确定性指数震荡上行



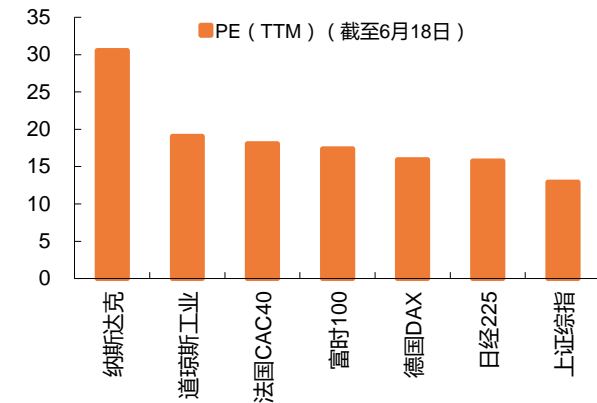
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表31 美股估值虽有回落但仍处于较高位置



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表32 美股估值高于同期非美主要股市



资料来源: WIND,平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033