2020 年 07 月 11 日

美国经济之辩

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

虽然实际利率水平已降至历史低位、有利于企业盈利修复，但疫情对私人部门资产负债表修复进程的干扰，可能使美国经济在疫情影响消退前难以大幅改善。

● **开启复工以来，美国经济活动重新升温，但整体修复节奏较慢、远不及德国等**

5 月以来，随着各州陆续复工复产，美国经济活动重新升温，企业生产、线下消费等开始恢复。5 月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开始推进复工复产。受此影响，美国经济活动重新升温。高频数据来看，美国企业生产端，钢铁产量、发电量等纷纷提升；居民线下消费端，零售销售、餐馆用餐人数等止跌反弹。

虽已重启，但美国经济的整体修复节奏较慢，远不及复工时间相近的德国、以及更晚的意大利等。从美国经济领先指标 WEI 指数的变化来看，开启复工至今，WEI 指数虽有反弹，但反弹幅度不足 40%、依然远低于疫情爆发前。与德国、意大利等相比，无论是线下消费、还是人员流动等，美国的修复速度明显更慢。

● **美国经济能否加速改善？低利率环境下私人部门资产负债表修复进程是关键**

历次美国经济走出衰退，与低利率环境降低融资成本、支撑企业盈利止跌反弹紧密相关。企业盈利是美国经济核心驱动力，领先消费、投资及 GDP 等变化；同时，企业盈利主要受融资及劳动力成本影响。经验显示，历次美国经济走出衰退背后，是美联储放松货币、实际利率回落等降低融资成本，支撑企业盈利反弹。

美国经济走出衰退后的复苏节奏，主要受私人部门资产负债表修复进程等影响。举例来看，2001 年、1968 年，美国经济下行的同时，分别遭遇“911”事件、大流感疫情冲击。随着上述公共危机事件持续拖累私人部门资产负债表修复进程，美国经济在 2001 年、1968 年最终呈现“U 型”复苏，修复节奏远慢于 2008 年等。

● **随着实际利率大降，美国经济已具备走出衰退能力，但节奏上可能受疫情影响**

伴随着美联储大幅放松货币、带动实际利率降至历史低位，美国经济已具备走出衰退能力。疫情爆发以来，美联储多次紧急降息，并重启 QE、释放大量流动性。受此影响，美国实际利率快速回落至-0.8%左右的历史低位水平。对于美国经济而言，随着实际利率大幅回落、支撑企业盈利止跌反弹，已具备走出衰退的能力。

疫情对私人部门资产负债表修复的干扰，可能使美国经济在疫情影响消退前难以大幅改善。因部分州“带病”激进复工等，美国疫情 6 月以来大幅反弹。受此影响，美国失业潮等改善缓慢，私人部门资产负债表修复进程持续放缓。这意味着，在疫情对经济的干扰结束前，美国经济或大幅改善。极端情况下，若疫情持续大幅恶化、引发政府实施第二轮防疫封锁措施，不排除美国经济二次探底风险。

● **风险提示：**美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施。

相关研究报告

《宏观深度报告-房地产链的“形”与“势”》-2020.7.6

《宏观深度报告-近八千个项目，解密专项债“新”动向》-2020.7.6

《宏观深度报告-影响美国大选的两条关键逻辑》-2020.7.4

目 录

1、 5 月以来，美国开始复工复产，但经济整体修复节奏较慢 4
1.1、 5 月以来，随着各州陆续开始复工复产，美国经济活动重新升温 4
1.2、 重启以来，美国经济整体的修复节奏较慢，不及德国、意大利等 6
2、 美国经济能否加速改善？低利率下资产负债表修复是关键 7
2.1、 历次美国经济走出衰退，与低利率环境缓解偿债压力紧密相关 7
2.2、 美国经济走出衰退后复苏节奏，受资产负债表修复进程等影响 10
3、 此次疫情对经济干扰结束前，美国经济或难以大幅改善 12
3.1、 伴随着实际利率已降至历史低位，美国经济具备走出衰退的能力 12
3.2、 此次疫情对经济行为的干扰结束前，美国经济或将难以大幅改善 14
4、研究结论 18
5、风险提示 18

图表目录

图 1: 5 月以来，美国开启复工的州的 GDP 合计占比持续提升 4
图 2: 复工后，美国居民工作时长增加，居家时长减少 5
图 3: 复工后，美国居民增加外出、娱乐活动 5
图 4: 复工推进下，美国发电量数据开始提升 5
图 5: 复工推进下，美国钢铁产量开始增加 5
图 6: 复工推进下，美国零售销售环比逐步修复 5
图 7: 复工推进下，美国餐馆堂食用餐人数同比降幅收窄 5
图 8: 复工以来，美国经济领先指标 WEI 指数修复较慢 6
图 9: 复工以来，美国红皮书商业零售销售同比持续低企 6
图 10: 复工以来，美国零售销售修复节奏慢于德国 6
图 11: 复工以来，美国餐馆用餐人数增加速度慢于德国 6
图 12: 美国居民工作时长增加速度慢于法国、意大利 7
图 13: 美国居民居家时长下滑速度慢于法国、意大利 7
图 14: 美国居民外出时长修复速度慢于法国、意大利 7
图 15: 美国居民娱乐时长提升速度慢于法国、意大利 7
图 16: 美国经济周期中，企业盈利一般领先 GDP 变化 8
图 17: 美国经济中，企业盈利往往领先消费、投资变化 8
图 18: 美国经济的运行框架中，企业盈利是核心 8
图 19: 美国企业利润和劳动力成本变化负相关 8
图 20: 美国企业利润和融资成本变化负相关 8
图 21: 美国企业劳动力成本主要受就业市场景气影响 9
图 22: 美国企业融资成本主要受美联储政策影响 9
图 23: 2001 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升 9
图 24: 2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升 9
图 25: 历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关 10
图 26: 美国经济 1968 年、2001 年修复慢于 2008 年 10
图 27: 美国经济 1968 年、2001 年修复慢于 1991 年 10
图 28: 美国经济不同复苏节奏下，美股走势大相径庭 10

图 29：不同时期，美国私人消费增速止跌反弹节奏不同 11
图 30：不同时期，美国私人投资增速止跌反弹节奏不同 11
图 31：不同时期，美国居民收入增速止跌反弹节奏不同 11
图 32：不同时期，美国非农就业增速止跌反弹节奏不同 11
图 33：2001 年，美国企业偿债率下滑速度慢于 2008 年 12
图 34：2001 年，美国居民偿债率下滑速度慢于 2008 年 12
图 35：2001 年后，美国申请失业金人数持续高企 12
图 36：2001 年后，美国居民资产负债率水平快速抬升 12
图 37：疫情爆发后，美联储大幅降息、重启 QE 13
图 38：美联储宽松货币政策下，美国利率水平大幅回落 13
图 39：4 月以来，美国高等级商业票据利率快速回落 13
图 40：4 月以来，美国投资级、垃圾债信用利差双双收窄 13
图 41：伴随美联储降息，美企利息支出增速快速回落 13
图 42：伴随实际利率下行，美企利息支出增速快速回落 13
图 43：伴随融资成本下滑，美国企业盈利趋于止跌反弹 14
图 44：劳动力成本的回落，将有助于美国企业盈利修复 14
图 45：美国企业盈利的弱领先指标制造业 PMI 有所反弹 14
图 46：美国企业盈利同步指标资本品新订单有所反弹 14
图 47：6 月以来，美国疫情大幅反弹 15
图 48：6 月以来，共和党掌控的州疫情形势急剧恶化 15
图 49：美国疫情形势严峻的州，主要是共和党州 15
图 50：佛罗里达、德克萨斯等共和党州疫情急剧恶化 15
图 51：疫情反弹下，美国持续领取失业金人数下滑缓慢 15
图 52：疫情反弹下，美国消费者信心指数持续低企 15
图 53：6 月下旬以来，佛罗里达、德州等餐馆用餐数下滑 16
图 54：6 月下旬以来，肯塔基、犹他州等餐馆用餐下滑 16
图 55：美国疫情反弹州超过一半，就业、GDP 占比较大 17
图 56：美国疫情反弹的州，前期失业情况更为严峻 17

表 1：5 月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令” 4
表 2：中国暂时领跑新冠病毒疫苗研发，美国、德国、英国等有序推进 16
表 3：疫情反弹下，美国多个州宣布暂停进一步复工计划或撤回部分复工安排 17

虽然实际利率水平已降至历史低位、有利于企业盈利修复，但疫情对私人部门资产负债表修复进程的干扰，可能使美国经济在疫情影响消退前难以大幅改善。

1、 5 月以来，美国开始复工复产，但经济整体修复节奏较慢

1.1、 5 月以来，随着各州陆续开始复工复产，美国经济活动重新升温

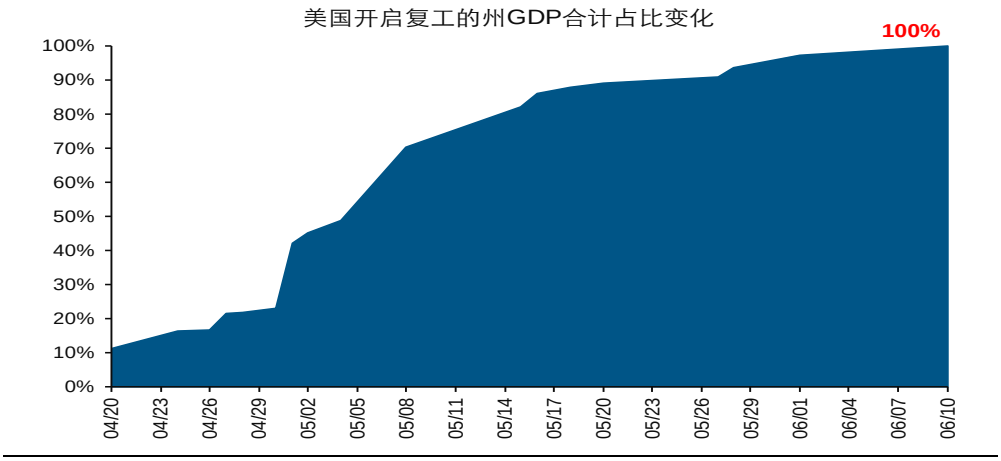
5 月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开始推进复工复产、重启经济。3 月疫情快速蔓延后，美国大部分州开始实施“禁足令”（要求居民待在家中），以提升疫情防控力度。5 月前后，随着整体疫情进入平台期，以及特朗普公布复工指引，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开启复工。6 月 10 日，在弗吉尼亚州宣布正式复工后，美国进入到复工阶段的州的占比达到了 100%。

表1：5 月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”

州	复工日期	州	复工日期
田纳西州	4 月 20 日	伊利诺伊州	5 月 1 日
德克萨斯州	4 月 20 日	俄亥俄州	5 月 1 日
佛蒙特州	4 月 20 日	印第安纳州	5 月 1 日
南卡罗来纳州	4 月 21 日	缅因州	5 月 1 日
俄克拉何马州	4 月 24 日	爱达荷州	5 月 1 日
佐治亚州	4 月 24 日	佛罗里达州	5 月 1 日
科罗拉多州	4 月 27 日	堪萨斯州	5 月 4 日
爱荷华州	4 月 27 日	新罕布什尔州	5 月 4 日
肯塔基州	4 月 27 日	北卡罗来纳州	5 月 8 日
密西西比州	4 月 27 日	宾夕法尼亚州	5 月 8 日
西弗吉尼亚州	4 月 28 日	新墨西哥州	5 月 15 日
阿拉巴马州	4 月 30 日	路易斯安那州	5 月 15 日
亚利桑那州	5 月 1 日	明尼苏达州	5 月 18 日
北达科他州	5 月 1 日	华盛顿州	5 月 31 日
印第安纳州	5 月 1 日	弗吉尼亚州	6 月 10 日

资料来源：美国各州政府官网、开源证券研究所

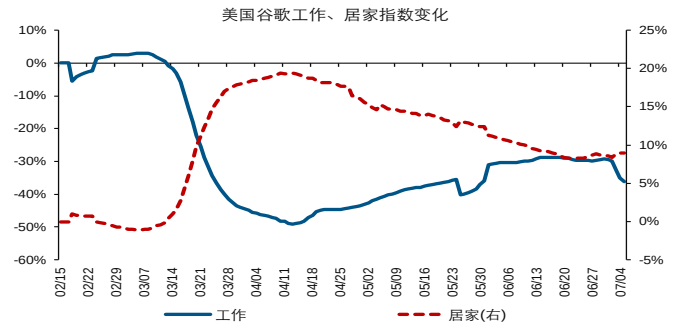
图1：5 月以来，美国开启复工的州的 GDP 合计占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

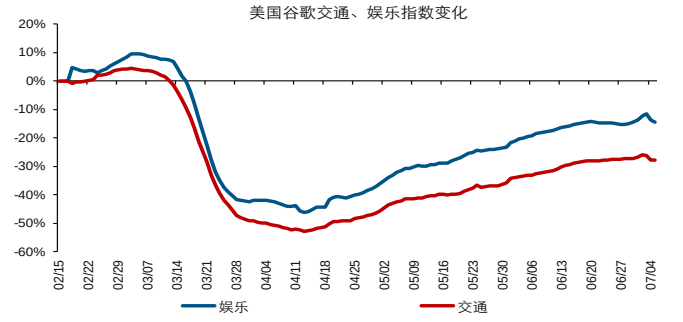
开启复工以来，美国居民的居家时间开始减少，工作、娱乐、外出时长不断增加。谷歌居家、工作、娱乐、交通指数，可以较好地衡量居民的居家、工作、娱乐、外出的时长。复工以来，美国居民的居家时长开始减少，谷歌居家指数由 18%回落至 9%。与此同时，美国居民的工作、娱乐、外出时长持续增加，谷歌工作、娱乐、交通指数分别由-45%、-41%、-49%回升至-36%、-14%、-28%。

图2：复工后，美国居民工作时长增加，居家时长减少



数据来源：Google、开源证券研究所

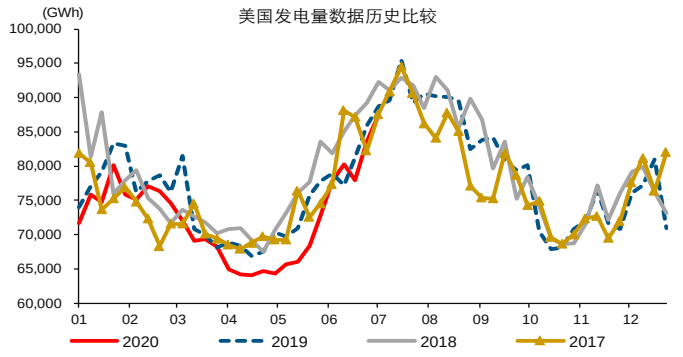
图3：复工后，美国居民增加外出、娱乐活动



数据来源：Google、开源证券研究所

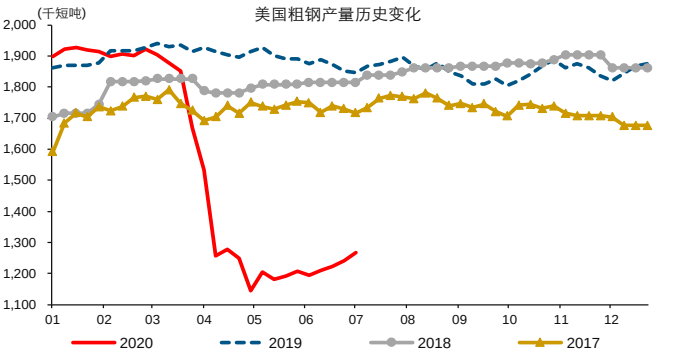
伴随复工推进，美国企业逐步恢复生产，零售、餐饮等线下消费开始复苏。企业生产端数据显示，5 月以来，美国粗钢产量止跌反弹，从 1144 千短吨/天逐步增加至 1268 千短吨/天；同时，美国发电量从 64307Gwh/天提升近 40 百分点至 87540Gwh/天。线下消费端，5 月初至今，美国餐馆堂食用餐人数同比增速由-100%逐步修复至-65%左右，零售销售环比也由-97%抬升至-52%。

图4：复工推进下，美国发电量数据开始提升



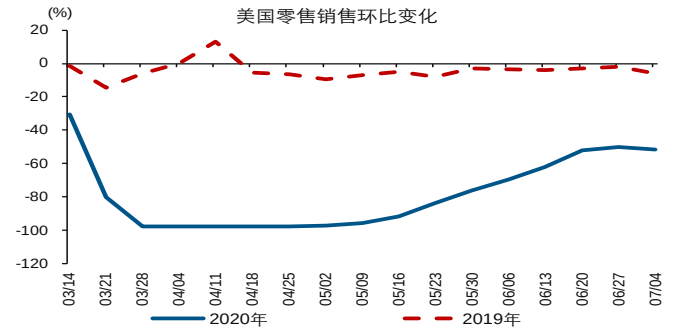
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：复工推进下，美国钢铁产量开始增加



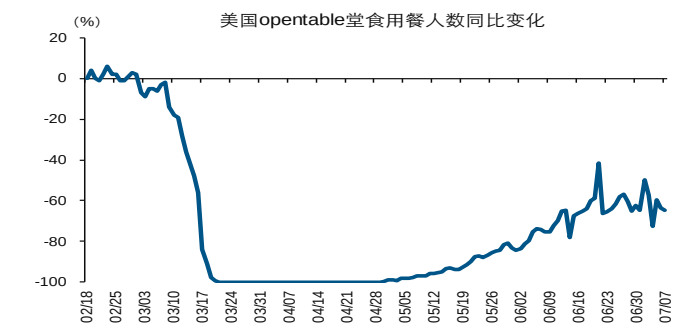
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：复工推进下，美国零售销售环比逐步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：复工推进下，美国餐馆堂食用餐人数同比降幅收窄

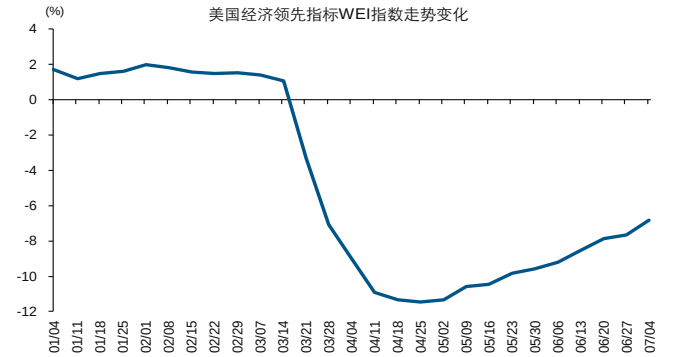


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 重启以来，美国经济整体的修复节奏较慢，不及德国、意大利等

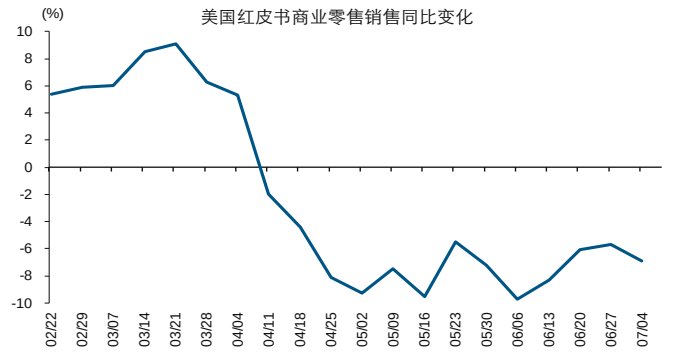
虽然复工以来经济活动重新升温，但美国经济的整体修复节奏较慢，经济发展水平较疫情爆发前依然存在较大差距。以高频的美国经济领先指标 WEI 指数和同步指标红皮书商业零售销售同比数据变化为例。疫情大范围蔓延后，WEI 指数、红皮书商业零售销售同比增速在 6 周内，分别由 1.1%、5.3%大幅下滑至-11.5%、-9.5%，创历史新低。复工开启以来，WEI 指数虽然有所反弹，但截止到 6 月 27 日，经历 8 周的改善后，依然仅达到-6.8%的水平，远低于疫情爆发前。与 WEI 指数走势相似，红皮书商业零售销售同比增速改善较慢，目前仅修复至-6.9%。

图8：复工以来，美国经济领先指标 WEI 指数修复较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

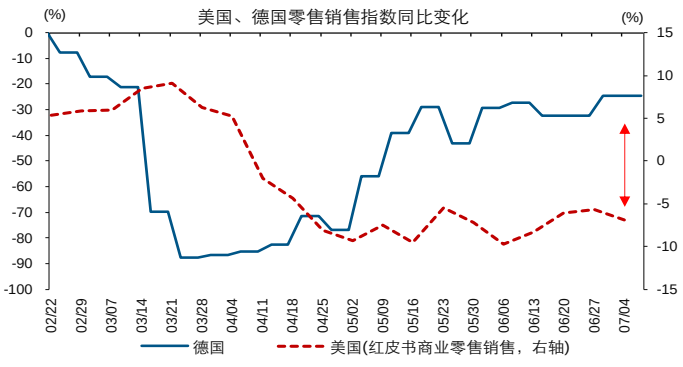
图9：复工以来，美国红皮书商业零售销售同比持续低企



数据来源：Wind、开源证券研究所

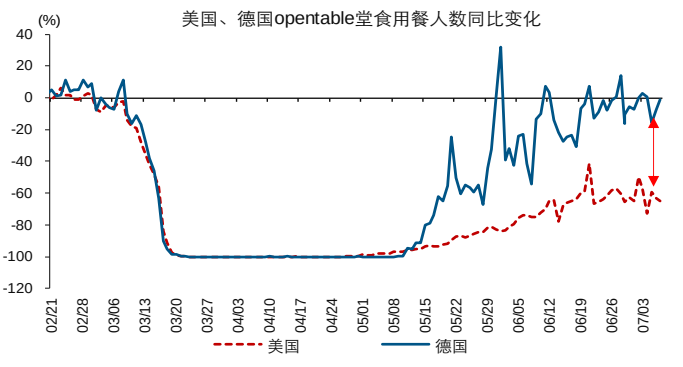
全球范围来看，美国经济的修复节奏，远远不及复工开启时间相近的德国。德国自 4 月 20 日起开始复工，复工时间与美国相近。但从复工后的经济修复节奏来看，德国远快于美国。例如，4 月下旬以来，德国零售销售同比增速由-72%大幅改善至-25%，而同期美国零售销售（红皮书商业零售销售）同比增速仅从-8.1%反弹至-6.9%。餐饮消费方面，近 2 个月来，德国餐馆堂食用餐人数同比增速由-100%抬升至-1%，而美国用餐人数同比增速仅从-100%修复至-65%左右。

图10：复工以来，美国零售销售修复节奏慢于德国



数据来源：Wind、开源证券研究所

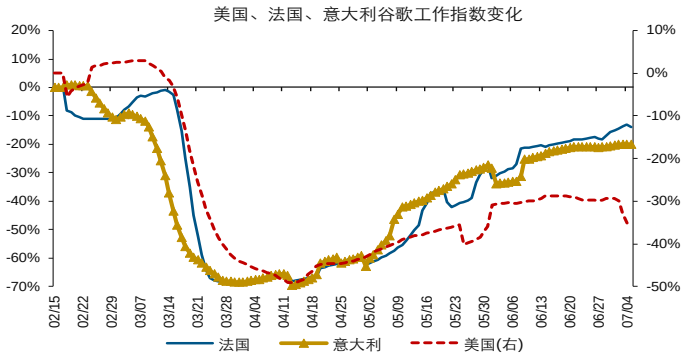
图11：复工以来，美国餐馆用餐人数增加速度慢于德国



数据来源：Wind、开源证券研究所

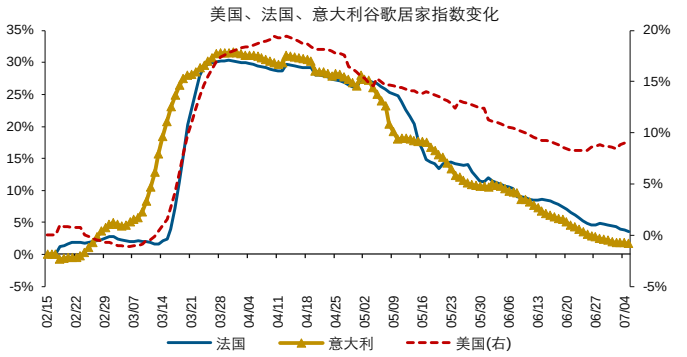
美国经济的修复节奏，甚至慢于复工开启时间相对更晚的意大利、法国等。意大利、法国开启复工的时间分别为 5 月 4 日、5 月 11 日，晚于美国。但从经济修复节奏来看，意大利、法国均快于美国。以谷歌指数为例，复工至今，意大利、法国谷歌工作指数分别提升了 22、47 个百分点，超过美国的 9 个百分点；意大利、法国谷歌交通指数分别提升 33、85 个百分点，超过美国的 22 个百分点。谷歌居家指数上，意大利、法国分别下降了 16、23 个百分点，也超过了美国的 9 个百分点。

图12：美国居民工作时长增加速度慢于法国、意大利



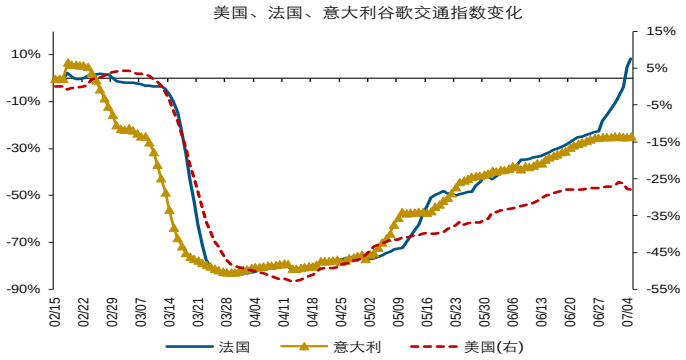
数据来源：Google、开源证券研究所

图13：美国居民居家时长下滑速度慢于法国、意大利



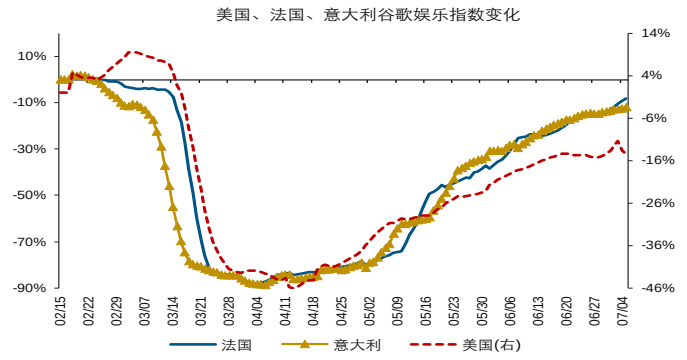
数据来源：Google、开源证券研究所

图14：美国居民外出时长修复速度慢于法国、意大利



数据来源：Google、开源证券研究所

图15：美国居民娱乐时长提升速度慢于法国、意大利



数据来源：Google、开源证券研究所

2、 美国经济能否加速改善？低利率下资产负债表修复是关键

2.1、 历次美国经济走出衰退，与低利率环境缓解偿债压力紧密相关

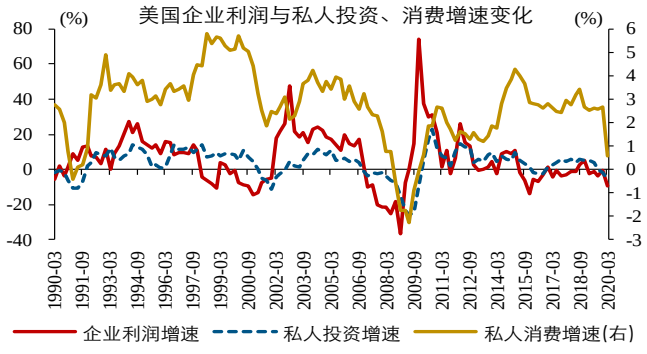
美国经济周期中，企业盈利是最核心的驱动力，领先私人投资、消费及 GDP 等变化。虽然美国 GDP 中私人消费占比接近 70%，但企业盈利才是驱动美国经济的最核心动力。从美国经济的运行逻辑来看，私人投资和私人消费共同主导 GDP 走势。其中，私人投资直接由企业盈利决定，私人消费主要受劳动力市场影响（通过收入影响消费），而后者景气变化与企业盈利走势密切相关。回溯美国历史数据，企业盈利增速一般领先私人投资、消费及 GDP 增速变化。

图16：美国经济周期中，企业盈利一般领先 GDP 变化



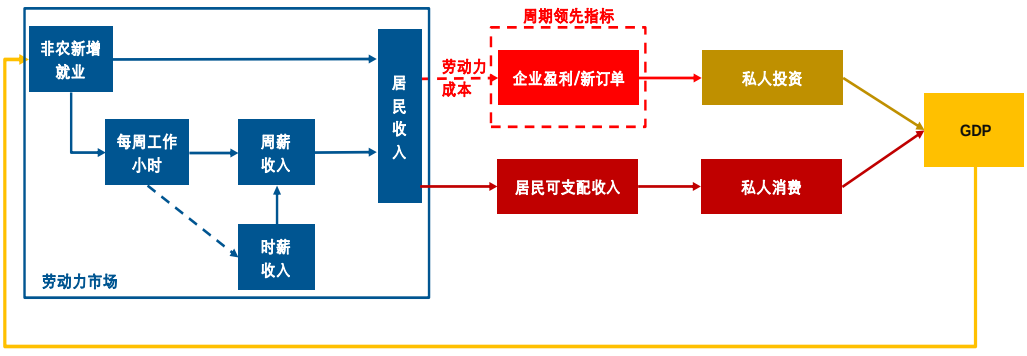
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：美国经济中，企业盈利往往领先消费、投资变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

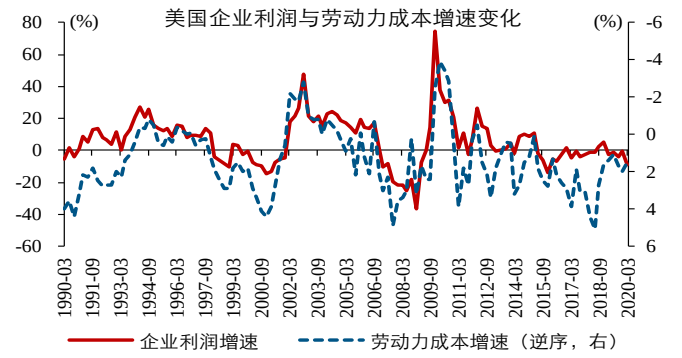
图18：美国经济的运行框架中，企业盈利是核心



数据来源：Wind、开源证券研究所

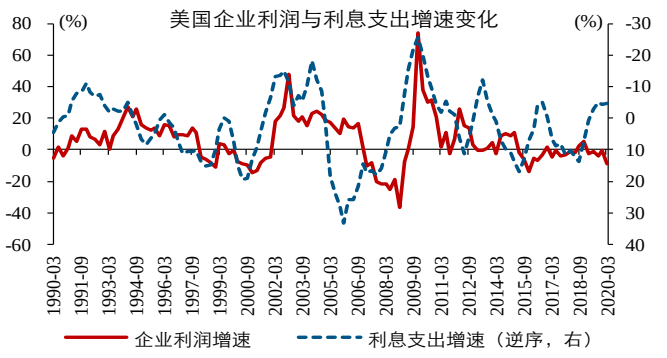
美国企业盈利的走势，与企业的劳动力成本和融资成本等变化高度负相关。美国企业的生产成本，主要包括劳动力成本、融资成本、资本折旧等。由于占比高、波动大，劳动力成本和融资成本的变化，对美国企业盈利影响最大。历史经验来看，劳动力成本和融资成本增速抬升时，美国企业盈利增速往往加速回落；而劳动力成本和融资成本持续回落时，美国企业盈利一般加速增长。

图19：美国企业利润和劳动力成本变化负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

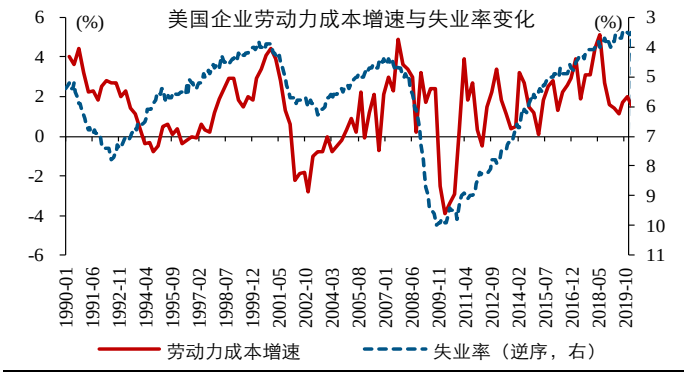
图20：美国企业利润和融资成本变化负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

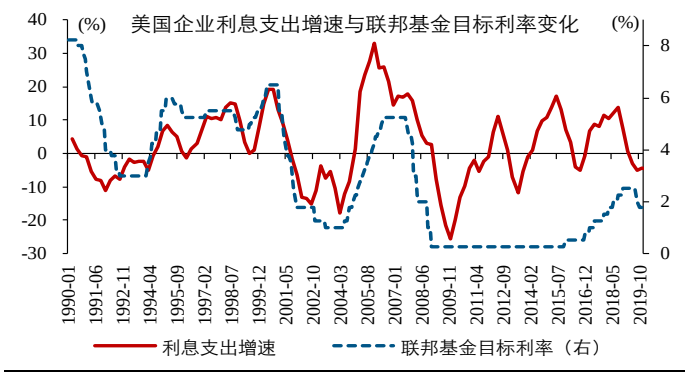
美国企业劳动力成本、融资成本，分别主要受就业环境、美联储货币政策影响。美国失业率加速下滑阶段，随着劳动力市场不断趋紧，美国企业的劳动力成本增速往往加速抬升；而一旦失业率开始上行，企业劳动力成本增速一般趋于回落。同时，美国企业融资成本主要受美联储货币政策、实际利率水平影响。其中，随着美联储收紧货币、带动实际利率水平上行，美国企业融资成本增速往往趋于抬升；而随着美联储开始放松货币、带动实际利率水平回落，美国企业融资成本增速一般持续下滑。

图21：美国企业劳动力成本主要受就业市场景气影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

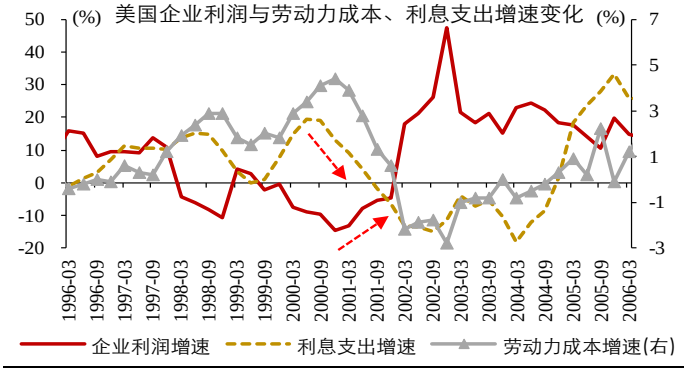
图22：美国企业融资成本主要受美联储政策影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

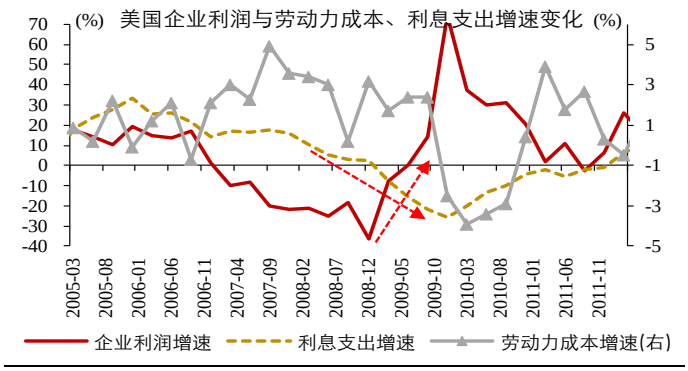
回溯历史，历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币带动企业融资成本大幅下滑，支撑企业盈利止跌反弹紧密相关。美国经济周期的转向，一般缘于企业盈利变化。其中，企业盈利在经济衰退阶段“率先”修复（带动经济复苏），与低利率环境大幅降低企业融资成本紧密相关。具体来看，经济衰退阶段，随着美联储大幅降息（包括 QE 等），美国企业融资成本趋于加速回落。受此影响，美国企业盈利下滑速度往往开始放缓，并在随后止跌反弹。美国企业盈利修复，一般也受到劳动力成本回落支撑，但由于工资刚性等，后者回落速度往往慢于融资成本。

图23：2001 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升



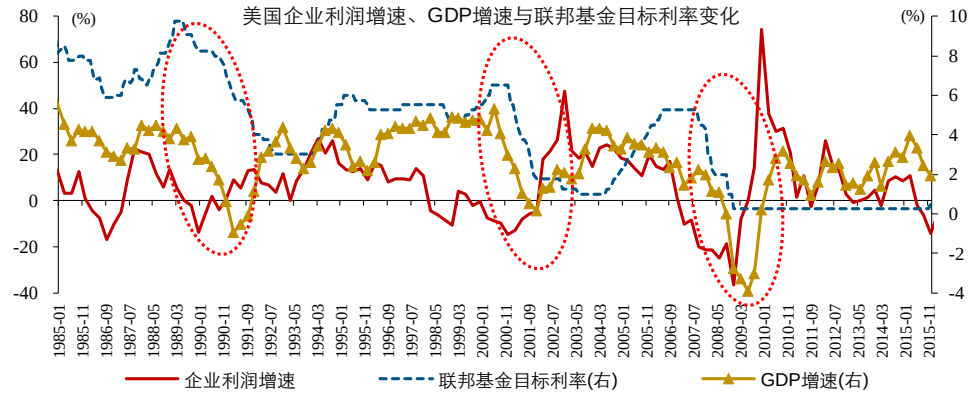
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关

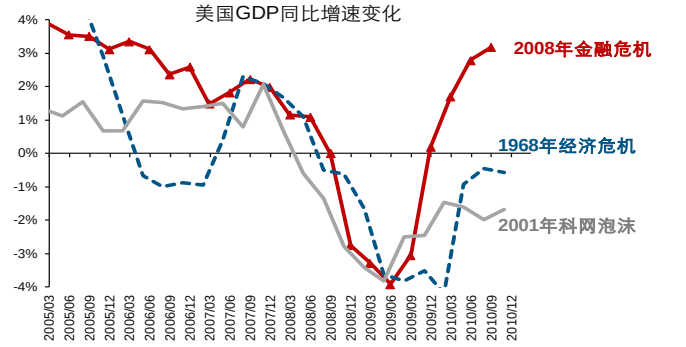


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 美国经济走出衰退后复苏节奏，受资产负债表修复进程等影响

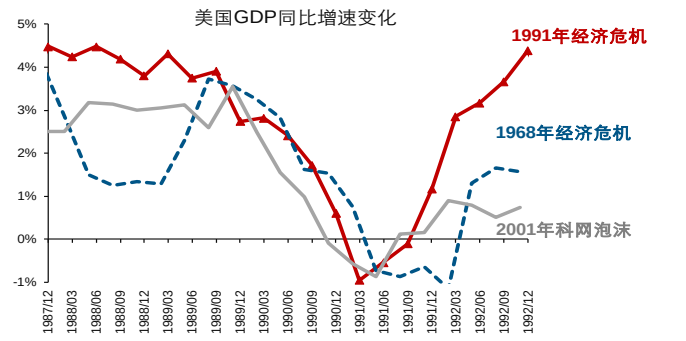
企业盈利止跌反弹带动下，美国经济往往走出衰退，但随后的复苏节奏一般不尽相同。对比 1968 年、2001 年、1991 年、2008 年的美国经济走势，不难发现，美国经济在 2008 年和 1991 年走出衰退后的复苏节奏，明显快于 2001 年和 1968 年。不同的经济复苏节奏下，美国资本市场表现存在显著差异。以美股为例，伴随着经济快速修复，美股在 2008 年和 1999 年自低点反弹的速度，远快于 2001 年和 1968 年。

图26：美国经济 1968 年、2001 年修复慢于 2008 年



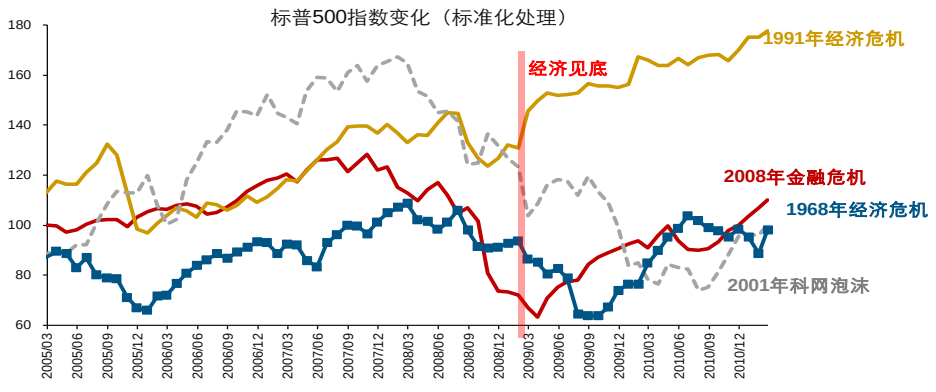
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：美国经济 1968 年、2001 年修复慢于 1991 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

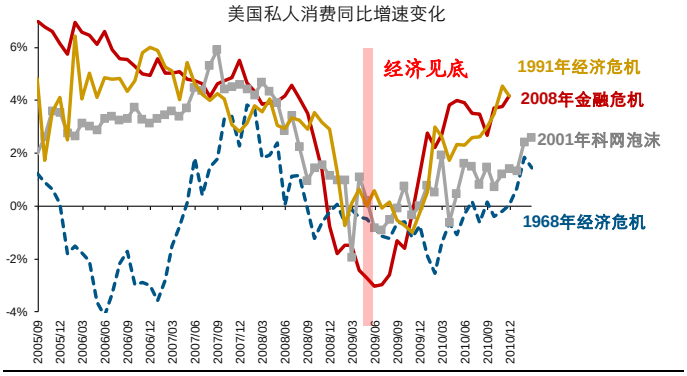
图28：美国经济不同复苏节奏下，美股走势大相径庭



数据来源：Wind、开源证券研究所

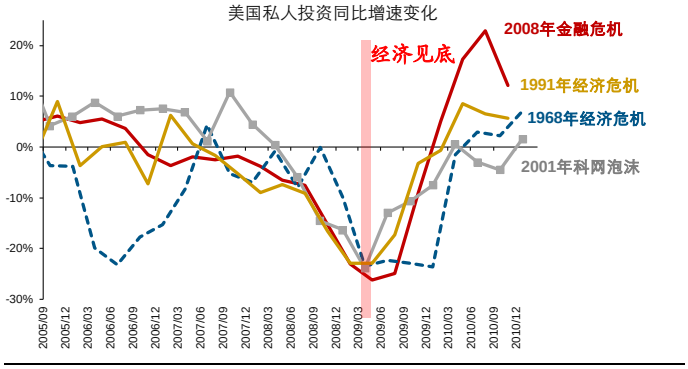
美国经济在 2001 年和 1968 年复苏相对缓慢背后，是私人投资、私人消费、居民收入及就业市场等修复节奏的全面落后。就业、收入数据来看，无论是 2001 年、还是 1968 年，美国非农就业增速及居民收入增速跨过低点后的反弹节奏均较为缓慢，远不及 2008 年和 1991 年。受此影响，美国私人消费增速在 2001 年和 1968 年止跌反弹的速度，不及 2008 年和 1991 年。与就业、收入及私人消费的走势类似，美国私人投资增速在 2001 年和 1968 年修复的速度，也明显慢于 2008 年和 1991 年。

图29：不同时期，美国私人消费增速止跌反弹节奏不同



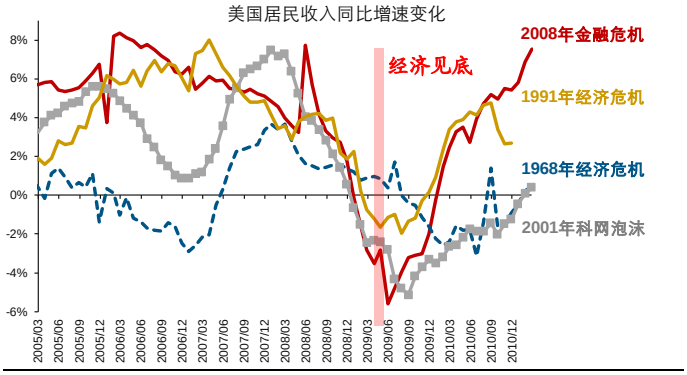
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：不同时期，美国私人投资增速止跌反弹节奏不同



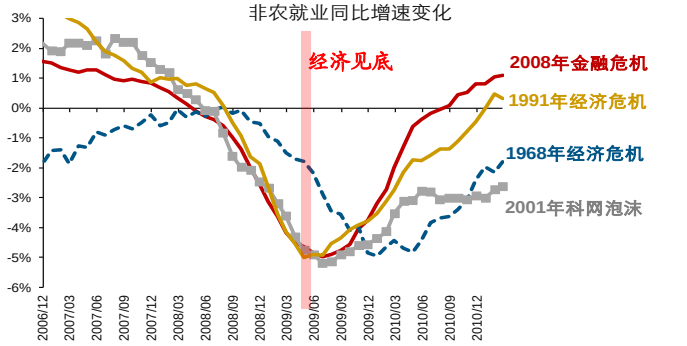
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：不同时期，美国居民收入增速止跌反弹节奏不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

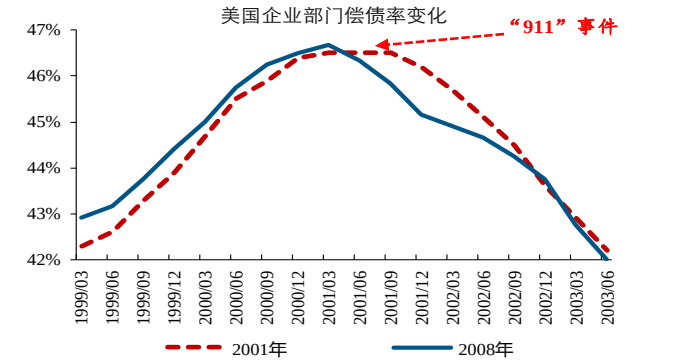
图32：不同时期，美国非农就业增速止跌反弹节奏不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

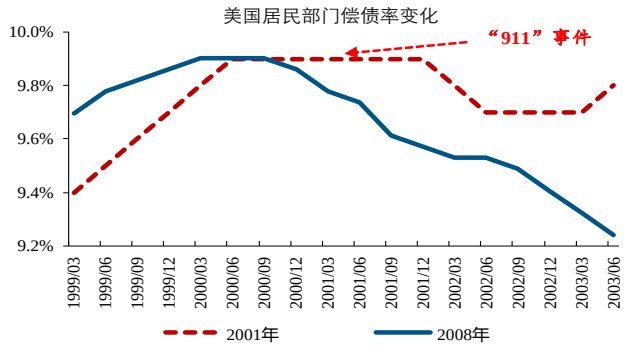
美国经济走出衰退后的复苏节奏存异，主要是受私人部门资产负债表修复进程等影响。不同于 2008 年和 1991 年，美国经济在 2001 年和 1968 年还遭受了公共危机冲击。其中，2001 年 9 月，发生“911 事件”，近 3000 人遇难；1968 年下半年，爆发大流感疫情，超过 3 万人死亡。公共危机的出现，拖累了私人部门资产负债表修复进程，最终影响到经济反弹节奏。以 2001 年为例，遭遇“911”事件冲击后，美国私人部门偿债率下滑速度明显放缓，企业及居民的经济行为随之受到影响。直至 2003 年，偿债率水平降至相对低位后，美国企业投资及居民消费才开始加速改善。

图33：2001 年，美国企业偿债率下滑速度慢于 2008 年



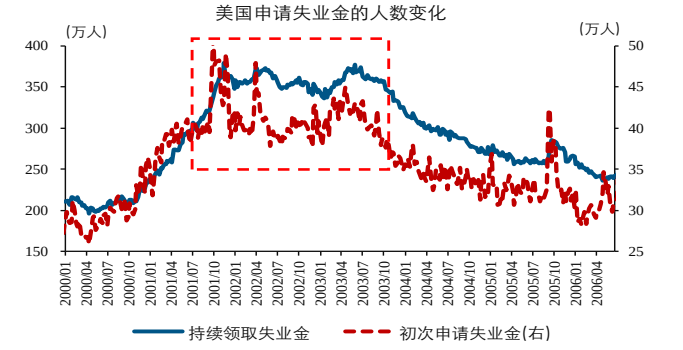
数据来源：BIS、开源证券研究所

图34：2001 年，美国居民偿债率下滑速度慢于 2008 年



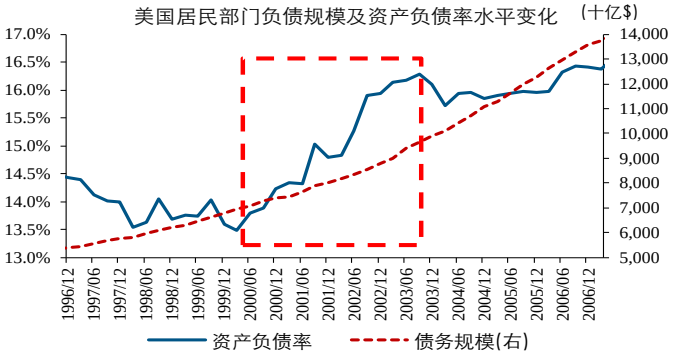
数据来源：BIS、开源证券研究所

图35：2001 年后，美国申请失业金人数持续高企



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2001 年后，美国居民资产负债率水平快速抬升



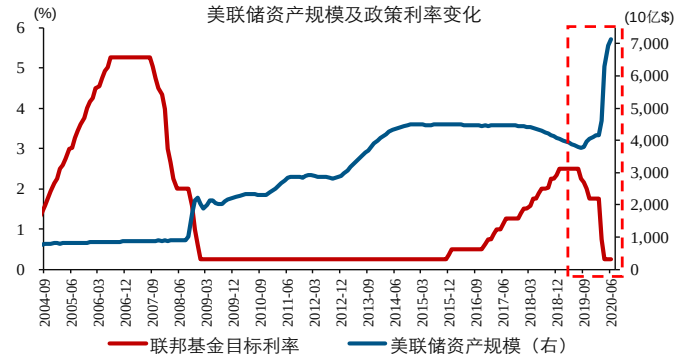
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 此次疫情对经济干扰结束前，美国经济或难以大幅改善

3.1、 伴随着实际利率已降至历史低位，美国经济具备走出衰退的能力

此次疫情爆发后，美联储快速行动，通过降息、重启 QE 等带动利率水平大幅回落。新冠疫情在美国本土大范围蔓延后，美联储在 2 周内紧急降息 150bp，并重启 QE、大举购买资产。同时，美联储还创立了 PMCCF、SMCCF 等一二级市场融资便利工具，直接为企业提供流动性。美联储一系列宽松货币政策操作下，美国名义、实际利率水平双双大幅回落。微观企业层面，商业票据利率快速降至 0%附近，高等级及高收益级信用债的信用利差也见顶回落、持续收窄。

图37：疫情爆发后，美联储大幅降息、重启 QE



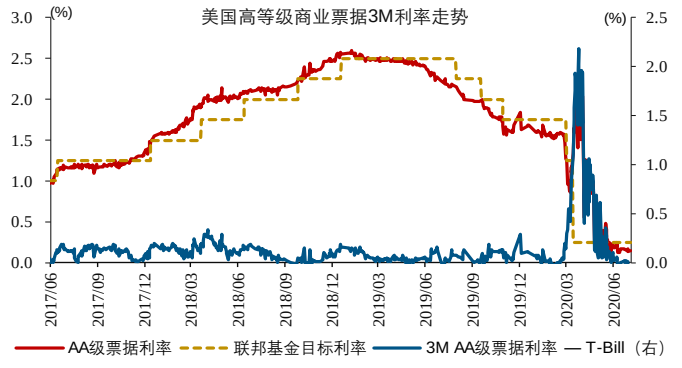
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：美联储宽松货币政策下，美国利率水平大幅回落



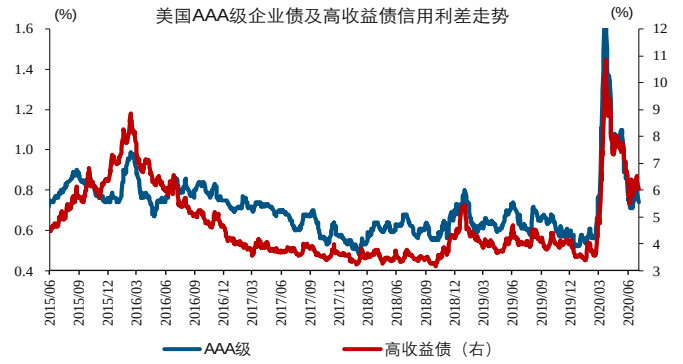
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：4 月以来，美国高等级商业票据利率快速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

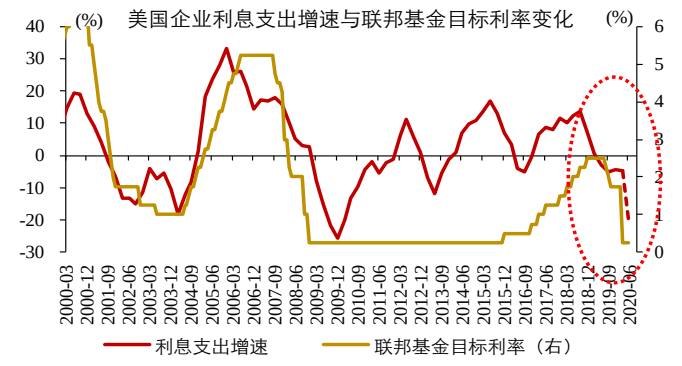
图40：4 月以来，美国投资级、垃圾债信用利差双双收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

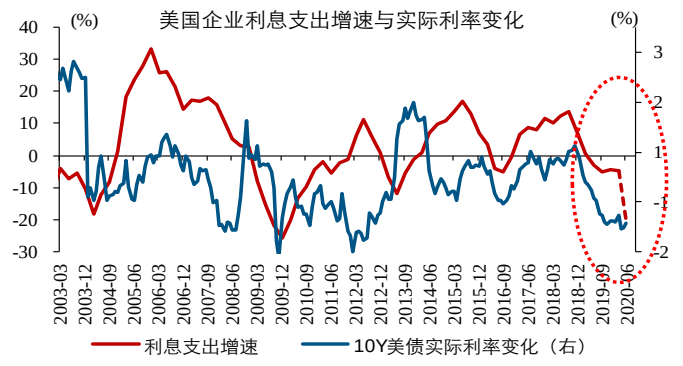
受美联储大幅放松货币政策、带动实际利率水平降至历史低位影响，美国企业融资成本显著下滑。如上文分析，美国企业融资成本主要受美联储货币政策、实际利率水平影响。在美联储放松货币、实际利率水平回落阶段，美国企业融资成本一般持续下滑。与以往相比，美联储目前提供的流动性规模已创历史之最，美国实际利率水平也已降至历史低位。这一背景下，美国企业融资成本显著下滑。

图41：伴随美联储降息，美企利息支出增速快速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

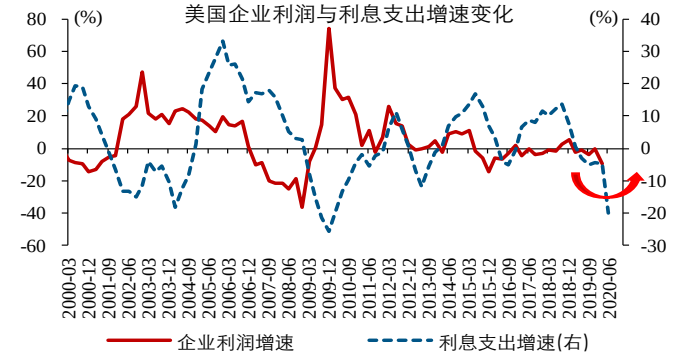
图42：伴随实际利率下行，美企利息支出增速快速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

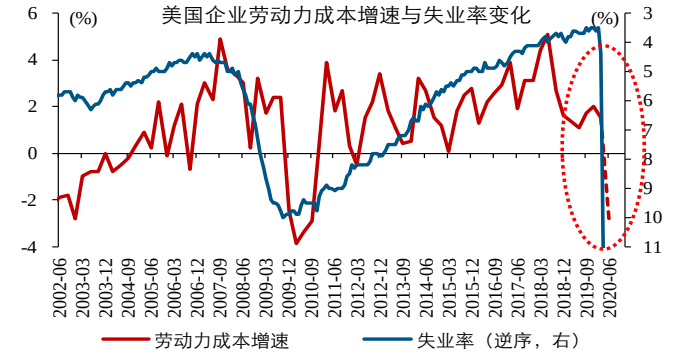
伴随着企业融资成本显著下滑、支撑企业盈利逐步止跌反弹，美国经济具备了走出衰退的能力。受企业融资成本显著下滑支撑，美国企业盈利预计将逐步止跌反弹。同时，失业率飙升下劳动力成本的回落，也将有助于美国企业盈利修复。从美国企业盈利的高频领先或同步指标最新变化来看，无论是制造业 PMI、还是资本品新订单增速，自 5 月起均有所反弹。对于美国经济而言，随着企业盈利止跌反弹，经济将具备走出衰退的能力。

图43：伴随融资成本下滑，美国企业盈利趋于止跌反弹



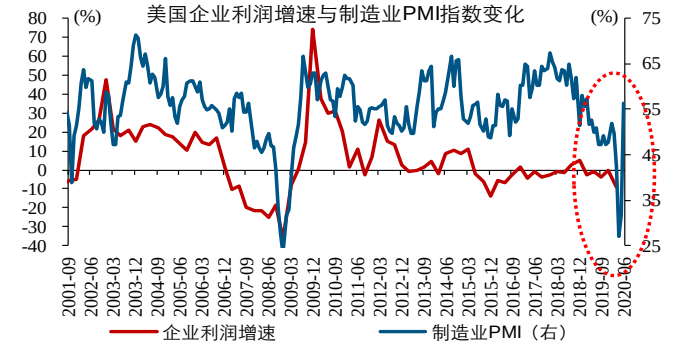
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：劳动力成本的回落，将有助于美国企业盈利修复



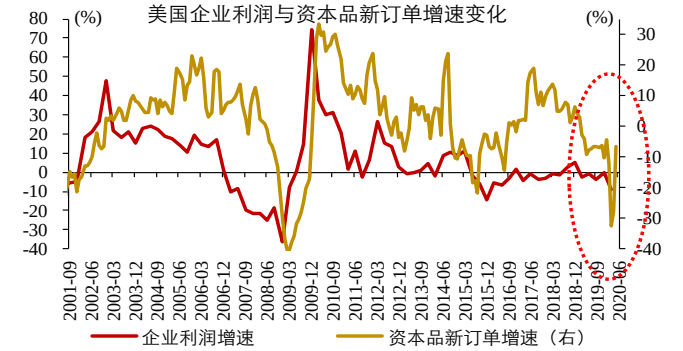
数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：美国企业盈利的弱领先指标制造业PMI有所反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：美国企业盈利同步指标资本品新订单有所反弹

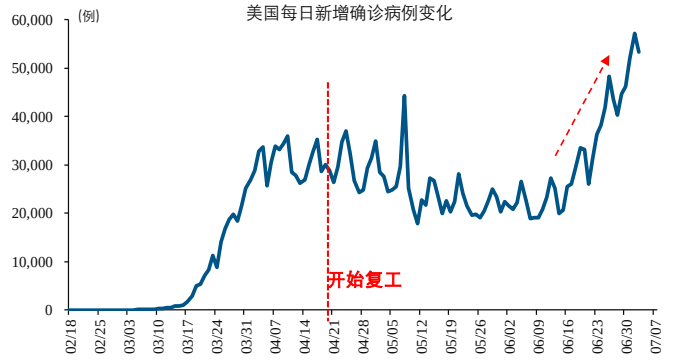


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 此次疫情对经济行为的干扰结束前，美国经济或将难以大幅改善

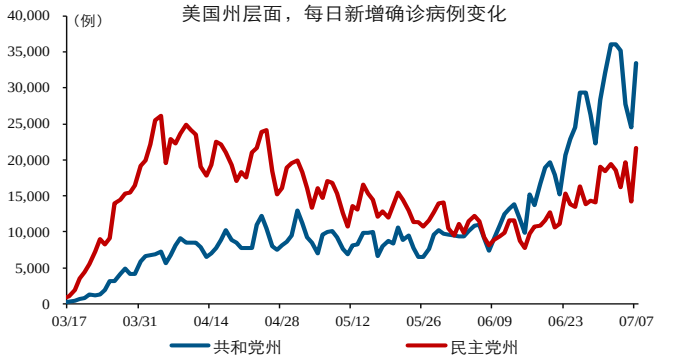
因部分州“带病”激进复工以及疫情防控措施不利等，美国疫情 6 月以来大幅反弹。6 月初至今，美国每日新增确诊病例由 2 万例/天左右大幅反弹至 5 万例/天以上，刷新疫情爆发以来新高。州层面来看，由于“带病”复工，以及复工后激进地放松甚至取消防控措施，多数共和党掌控的州疫情大幅反弹，佛罗里达州、德克萨斯州日均新增确诊病例更是由 1000 例左右激增至 7000 例以上。民主党州方面，更加谨慎的复工安排下，疫情形势总体控制较好。其中，加州、北卡罗来纳州等少部分州疫情出现反弹，主要与 6 月初爆发的反种族歧视抗议活动加速疫情传播有关。

图47：6月以来，美国疫情大幅反弹



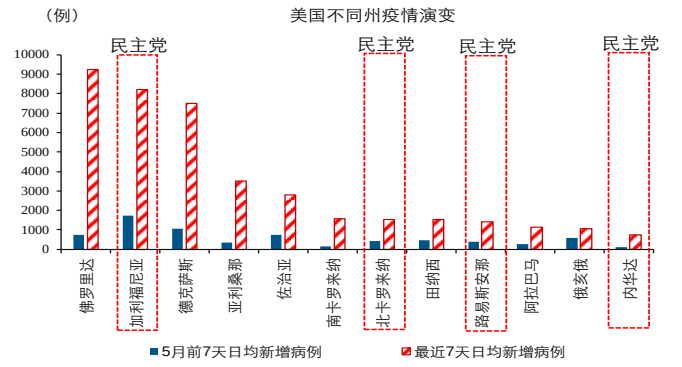
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：6月以来，共和党掌控的州疫情形势急剧恶化



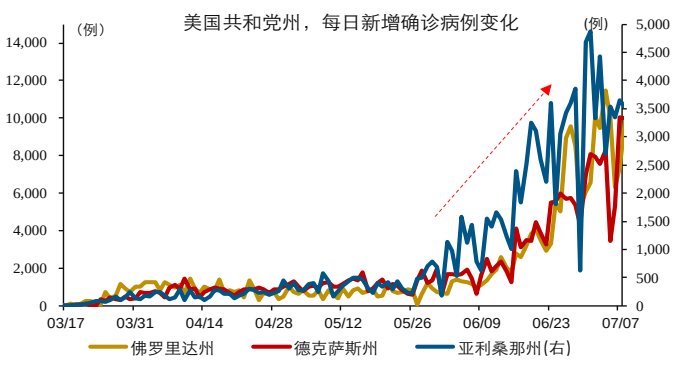
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：美国疫情形势严峻的州，主要是共和党州



数据来源：Wind、开源证券研究所

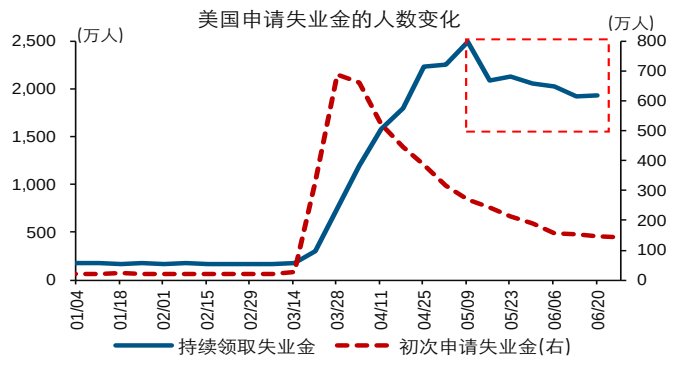
图50：佛罗里达、德克萨斯等共和党州疫情急剧恶化



数据来源：Wind、开源证券研究所

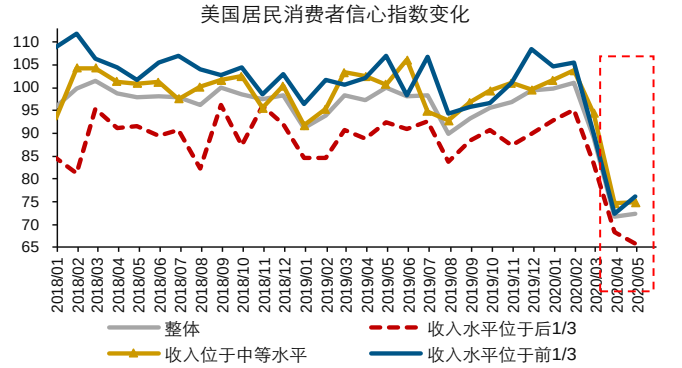
受疫情影响，美国私人部门的资产负债表修复进程开始放缓，压制企业及居民经济行为。疫情爆发后，美国出现破产潮及失业潮，企业及居民资产负债表受损严重。虽然在大规模财政刺激、货币宽松政策及随后开启的复工计划支持下，美国企业及居民资产负债表有所修复，但修复进程持续受到疫情干扰。以居民部门为例，持续领取失业金人数的下滑速度一直较为缓慢，6月以来伴随疫情反弹，更是出现抬升。这一背景下，美国居民的经济行为持续受到压制。数据来看，6月以来，美国消费者信心指数继续低企，线下餐饮消费增速等更是由涨转跌。

图51：疫情反弹下，美国持续领取失业金人数下滑缓慢



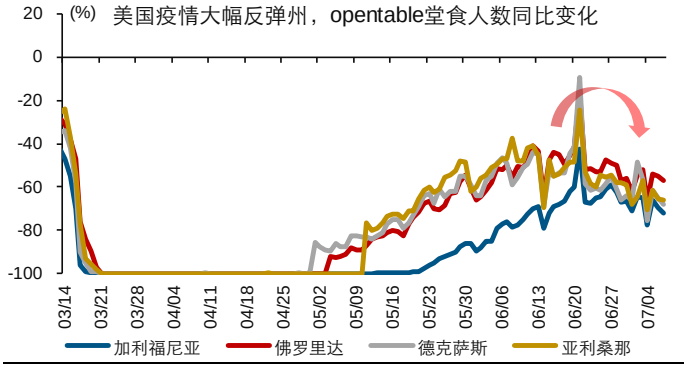
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：疫情反弹下，美国消费者信心指数持续低企



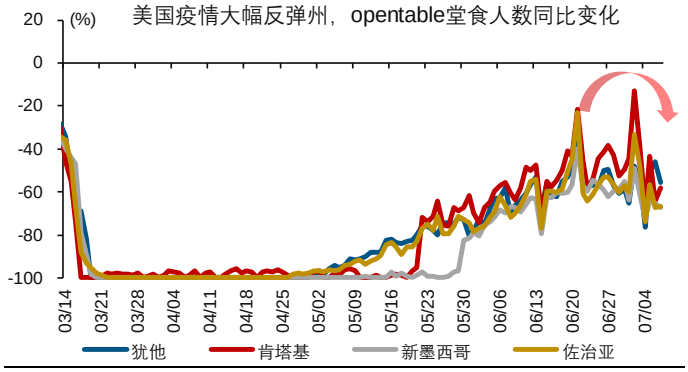
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：6 月下旬以来，佛罗里达、德州等餐馆用餐数下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：6 月下旬以来，肯塔基、犹他州等餐馆用餐下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

在此次疫情对经济行为的干扰结束前，美国经济的修复节奏或将难以加速。随着美国各州因政治利益不同等在疫情防控上各自为政，以及当前社会体制下疫情防控思维难以建立，美国疫情反复或将成为常态。对于美国经济而言，在新冠病毒疫苗上市前，疫情可能将持续拖累私人部门资产负债表修复进程，导致经济修复节奏难以加速。从新冠病毒疫苗的最新研发进展来看，中国暂时领跑，美国、德国、英国等有序推进。世界卫生组织（WHO）7 月 3 日表示，一切进展顺利的情况下，新冠疫苗“最快”可能在 2020 年年底上市。

表2：中国暂时领跑新冠病毒疫苗研发，美国、德国、英国等有序推进

国家	公司/机构	研发进展	试验所处阶段
中国	中国疾控中心病毒预防控制所	前两期结果显示，疫苗具有较好的安全性和免疫原性，至少有四种候选疫苗正从二期临床试验进入三期临床试验。	三期人体试验
美国&德国	美国辉瑞公司（PfizerInc.）和德国生物技术公司“BioNTech SE”	目前进入人体试验的初期至中期阶段，预计在 2020 年底前制造 1,000 万至 2,000 万剂实验疫苗。	一期至二期人体试验
美国	娇生 Johnson & Johnson	药厂提前两个月在 7 月下旬，就疫苗展开人体临床试验，并会在美国及比利时做临床试验。	未进行人体试验
美国	莫德纳公司 Moderna Inc.	加快完成两条商业生产线，计划在 7 月开始后期试验。	未进行活体试验
美国	生物科技公司 Inovio Pharmaceutical	疫苗正处于初期测试阶段，预计在年中公布人体试验结果。	一期人体试验
德国	生物科技公司 CureVac	已展开一期人体实验，期望在 9 月或 10 月获得实验数据，疫苗预计在 2021 年中获得批准。	一期人体试验
英国&法国	英国葛兰素史克（GlaxoSmithKline）与法国赛诺菲（Sanofi）	预计下半年开展初期临床试验。	未进行活体试验
英国	伦敦帝国学院 Imperial College London	已首先安排 300 名志愿人士参与首阶段疫苗临床试验，预计在 10 月进行第二次试验，届时会有 6,000 人测试。	一期人体试验
韩国	Genexine Inc	已开展首阶段人体临床实验。	一期人体试验
泰国	朱拉隆功大学	研究团队正安排猴子进行疫苗研究，如果进展顺利，最快 10 月会利用 1 万剂进行人体试验。	未进行人体试验

资料来源：WHO、CNN、开源证券研究所

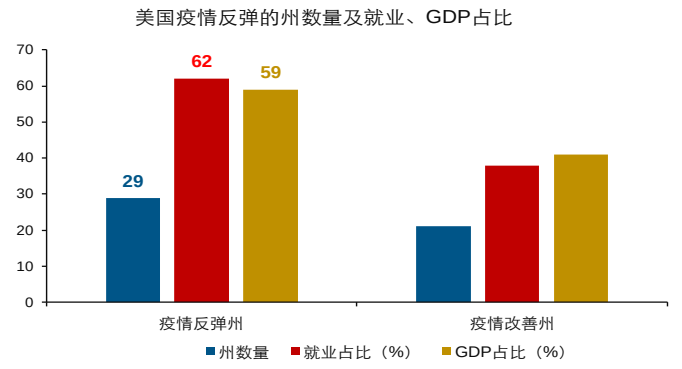
极端情况下，若疫情形势持续大幅恶化、引发美国政府推出第二轮防疫封锁措施，不排除美国经济二次探底风险。6 月下旬以来，随着疫情大幅反弹，德克萨斯州、佛罗里达州、密歇根州、华盛顿州等纷纷宣布暂停进一步复工计划。加州、亚利桑那州等，虽未暂停复工，但也撤回了部分复工安排，包括重新关闭酒吧、限制室内公共活动等。对于美国经济而言，极端的风险主要来自疫情形势持续大幅恶化，引发政府实施第二轮防疫封锁措施。一旦发生，美国私人部门资产负债表可能将再次严重受损，拖累经济二次探底。

表3：疫情反弹下，美国多个州宣布暂停进一步复工计划或撤回部分复工安排

复工安排	州	州长党派	复工日期	目前所处复工阶段	最新复工政策
暂停复工计划	北卡罗来纳州	民主党	5 月 8 日	第 1 阶段	最早到 9 月份再进入下一复工阶段
	路易斯安那州	民主党	5 月 15 日	第 2 阶段	延后数周进入下一复工阶段
	德克萨斯州	共和党	4 月 20 日	第 2 阶段	延后数周复工；降低酒吧容量，100 人以上户外聚会活动需得到地方政府批准
	阿拉巴马州	共和党	4 月 30 日	第 2 阶段	原定于 7 月 3 日进入下一复工阶段，现推后至 7 月 31 日
	佛罗里达州	共和党	5 月 1 日	第 2 阶段	延后数周复工；关闭酒吧、海滩，限制线下聚会等
	阿肯色州	共和党	4 月 27 日	第 2 阶段	推迟进入下一复工阶段的时间，重启时间待定
	特拉华州	民主党	6 月 1 日	第 2 阶段	
	爱达荷州	共和党	5 月 1 日	第 4 阶段	
	密歇根州	民主党	5 月 16 日	第 4 阶段	
	内华达州	民主党	5 月 16 日	第 3 阶段	
	新墨西哥州	民主党	5 月 15 日	第 2 阶段	
	俄勒冈州	民主党	5 月 1 日	第 2 阶段	
	华盛顿州	民主党	5 月 31 日	第 2 阶段	
撤回部分复工安排	亚利桑那州	共和党	5 月 1 日	第 2 阶段	关闭酒吧、体育馆、电影院、水上乐园和油管租赁业务一个月
	加利福尼亚州	民主党	5 月 8 日	第 2 阶段	关闭酒吧

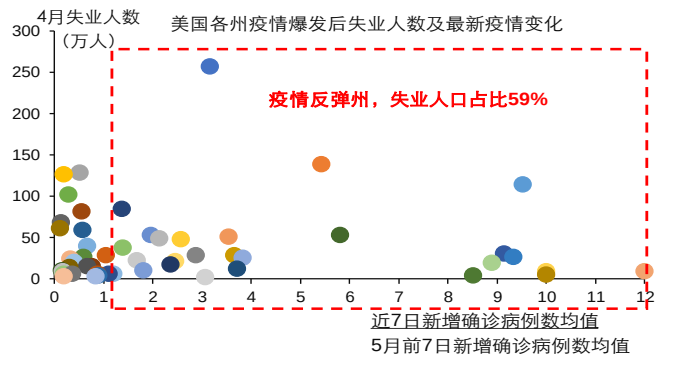
资料来源：美国各州政府官网、开源证券研究所

图55：美国疫情反弹州超过一半，就业、GDP 占比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：美国疫情反弹的州，前期失业情况更为严峻



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、研究结论

1）5 月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开始推进复工复产。受此影响，美国经济活动重新升温。高频数据来看，美国企业生产端，钢铁产量、发电量等纷纷提升；居民线下消费端，零售销售、餐馆用餐人数等止跌反弹。

2）虽已重启，但美国经济整体修复节奏较慢。例如，经济领先指标 WEI 指数复工以来反弹幅度不足 40%，依然远低于疫情爆发前。与复工时间相近的德国、以及更晚的意大利等相比，无论是线下消费、还是人员流动，美国修复速度也明显更慢。

3）美国经济能否加速改善？首先，企业盈利是美国经济的核心驱动力，领先消费、投资及 GDP 等变化；同时，企业盈利主要受融资及劳动力成本影响。历史经验显示，历次美国经济走出衰退、开始改善背后，是美联储放松货币、实际利率回落等降低融资成本，支撑企业盈利反弹。

4）美国经济走出衰退后的复苏节奏，主要受私人部门资产负债表修复进程等影响。举例来看，2001 年、1968 年，美国经济下行的同时，分别遭遇“911”事件、大流感疫情冲击。随着上述公共危机事件持续拖累私人部门资产负债表修复进程，美国经济在 2001 年、1968 年最终呈现“U 型”复苏，修复节奏远慢于 2008 年等。

5）伴随着美联储大幅放松货币、带动实际利率降至历史低位，美国经济已具备走出衰退能力。疫情爆发以来，美联储已多次紧急降息，并重启 QE、释放大量流动性。受此影响，美国实际利率快速回落至-0.8%左右的历史低位水平。对于美国经济而言，随着实际利率大幅回落、支撑企业盈利止跌反弹，已具备走出衰退的能力。

6）在此次疫情对经济行为的干扰结束前，美国经济的修复节奏或将难以加速。具体而言，因部分州“带病”激进复工等，美国疫情 6 月以来大幅反弹。受此影响，美国失业潮等改善缓慢，私人部门资产负债表修复进程持续放缓。这意味着，在疫情对经济的干扰结束前，美国经济或大幅改善。极端情况下，若疫情持续大幅恶化、引发政府实施第二轮防疫封锁措施，不排除美国经济二次探底风险。

5、风险提示

美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn