美国经济是否面临“日本化”？

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

——————他山之石·海外精译第 218 期

❖ **背景：2020 年一季度以来美国经济受到明显冲击。**

受新冠疫情的影响，2020 年一季度以来美国经济已陷入事实上的衰退。现阶段美国经济重启还要面对很多困难，市场开始担忧美国经济是否面临“日本化”。为了解海外机构关于美国经济是否面临“日本化”的看法，我们编译整理了 Alliancebernstein 的 Greg Young 以及 Fulcrum 的 Gavyn Davies 的观点（分别发表于 2020 年 5 月 27 日和 5 月 26 日），供市场参考和交流。

❖ **市场开始担忧美国经济面临“日本化”**

Alliancebernstein 的 Greg Young 指出仅仅三十年的时间，日本就从经济增长变成了经济停滞，而现在市场上一些投资者将现在的美国经济和 20 世纪 90 年代以后的日本相提并论。Alliancebernstein 的 Greg Young 认为五个因素共同塑造了日本的现代经济：由债务快速增长推动的房地产和股票泡沫在 1989 年见顶，然后从未恢复到此前的高点；日本企业资产负债表的大规模去杠杆化，以及家庭资产负债表的大规模去杠杆化，限制了经济增长；过去 30 年，去杠杆化和资产负债表缩减导致通胀率接近或低于零；随着通货膨胀的崩溃，日本实际利率降低了--尽管利率在 2005 年左右开始缓慢上升，但在 2008 年全球金融危机(GFC)期间再次下降，一直徘徊在底部区间附近；不断增长的政府债务加上低利率和通货膨胀给经济带来更多的挑战。除此以外，另一个重影响因素是人口增长。老年人口所占比重的不断上升和出生率的下降一直是日本人口和经济增长的不利因素，尤其是与美国相比。这些共同描绘了尽管有货币和财政刺激措施，日本经济仍难以实现很好的增长的景象。美国经济是否也走上了类似日本的轨道是一个值得思考的问题。

❖ **美国和日本利率政策的不同**

Alliancebernstein 的 Greg Young 指出人们很容易认为，美国对 2008 年全球金融危机和新冠疫情带来的经济衰退而做出的政策反应与日本类似。另外，政策效力的减弱似乎更有相似之处。尽管在过去的十年里，美国实施了大规模的经济刺激计划，但其 GDP 年均增长率仅为 2.3%。与此同时，美国企业和政府债务也在膨胀。但与日本不同的是，美国利率和日本利率的走势存在明显区别。上世纪 90 年代初，日本缓慢而有目的的利率下调最初是为了戳破其资产泡沫(包括住房和股票领域的泡沫)。但日本的政策制定者在随后的 25 年里都未能将利率提高到下限以上。同样，美国的利率在 2008 年金融危机期间大幅下降，并保持了 5 年之久——但之后发生了一个关键区别。从 2015 年开始，美国进行了系统性加息，为未来的货币政策实施创造了更多的空间。因此，尽管如今美国利率已降至接近零的水平，但多年来美国和日本的利率走势形成了鲜明对比。

证券研究报告

所属部门	总量研究部
报告类别	他山之石
报告时间	2019/06/05

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

联系人

王一棠
证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@cczq.com

川财研究所

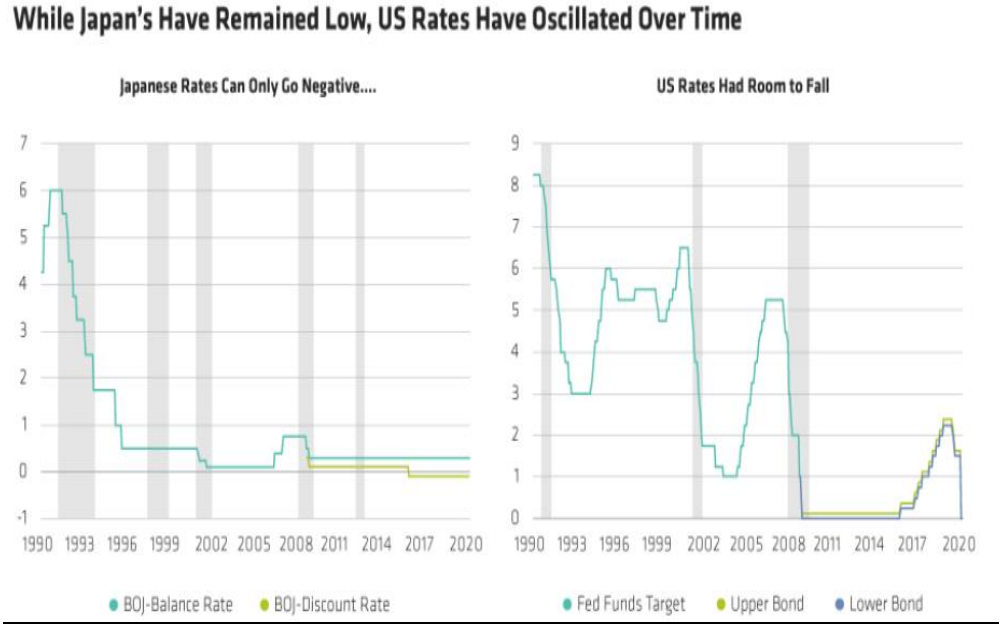
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

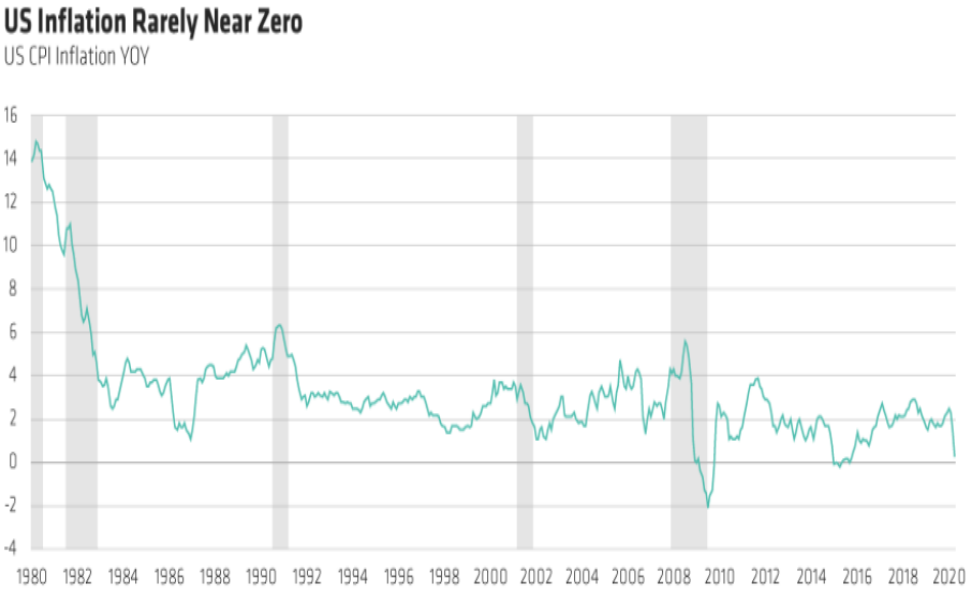
图 1： 美国和日本利率走势的不同



资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

Alliancebernstein 的 Greg Young 认为导致美国和日本利率走势差异的主要原因是通货膨胀。通货膨胀对企业和消费者的影响是不同的。低物价阻碍了商业投资和雇佣，甚至可能助长低工资。与此同时，消费者为了应对通货紧缩，推迟了大额购买。总的来说，这些行为减少了税收收入，减缓了经济增长。日本的通货膨胀率在 20 世纪 90 年代初崩溃，此后一直徘徊在零或接近零的水平。与之相比，美国的通货膨胀率自 2008 年全球金融危机爆发以来一直徘徊在 2%的目标附近。尽管它在 2010 年和 2015 年两次大幅下跌，但它恢复得相对较快，接近目标区间。

图 2： 美国 CPI 增速（YOY）(%)



资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

Fulcrum 的 Gavyn Davies 认为现阶段美国消费支出的大幅下滑，在很大程度上并没有伴随着个人收入的下降，而是伴随着储蓄的激增，这表明消费者在复苏期间可能仍会保持谨慎。在许多衰退中，就业的直接下降反映在私人收入的下降上。因此，实际可支配收入受到挤压，导致消费者支出放缓，而储蓄率几乎没有变化。2020 年的衰退是不同的，至少到目前为止是这样。自疫情开始以来，大量美国人失去了工作。而在 3 月美国公布的数据中，实际可支配收入确实暂时下降。但这在一定程度上是因为，由于行政瓶颈，失业保险金的发放被推迟了。尽管有这种收入支持，但消费者支出已大幅下降，尤其是在服务业和汽车等非必需品上。因此，储蓄率很可能升至家庭收入的 20%左右。经济复苏的关键问题是，随着封锁解除，这种情况会有多大程度的逆转。消费下降的部分原因是客观因素造成的，随着餐馆和商店重新开业，工作模式恢复正常，部分下降的消费将会得到恢复。但在大额和其他项目上的可自由支配支出的下降可能会持续更长时间。美国应对疫情的直接财政刺激约占 GDP 的 13%，这使得失业率飙升的情况下人们维持了家庭收入。然而，家庭缩减了开支。在预防性储蓄仍然很高的情况下，任何财政刺激措施的撤出，都可能继续抑制支出，延长衰退。在面临这一困境的主要经济体中，美国绝非唯一。最新数据显示，英国零售销售额相对于家庭收入大幅下降，这表明，随着消费者变得悲观，储蓄大幅上升。本季度美国家庭储蓄率可能处于历史最高水平。

图 3： 美国家庭储蓄率大幅上升



资料来源：Fulcrum，川财证券研究所

❖ **美国和日本的经济存在较大差异**

Alliancebernstein 的 Greg Young 认为尽管美国经济增长令人失望，但其经济增长率在疫情之前仍远高于零。美国刚刚经历了历史上最长的扩张——将近 11 年的扩张。相比之下，而日本接近零的增长模式几乎不可能实现长期扩张。这对美国来说应该是个好迹象。在没有极端异常事件（比如今天的经济停摆）的情况下，远高于零的增长趋势会让美国经济发展变得更容易。而劳动力和商业投资-增长的关键组成部分-似乎可以解释美国和日本的经济差异。在美国，投资依然强劲，足以增加 GDP，这一点与日本不同，日本的投资已经转移。同样，自日本泡沫破裂以来，劳动力也一直在拖累经济增长。而在新冠危机之前，就业是美国经济最重要的驱动力。尽管预计停工将使失业率在一段时间内维持在异乎寻常的高水平，但相信之后劳动力将再次为未来的增长做出贡献。日本的经验可以作为一个有用的案例，研究政策与经济之间的相互关联。但是，尽管有很多相似之处，美国和日本两个经济体之间的差异却远远超过了相似之处。从历史上看，美国能很好地应对经济危机。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Alliancebernstein 的 Greg Young 以及 Fulcrum 的 Gavyn Davies 的观点发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：000000000857