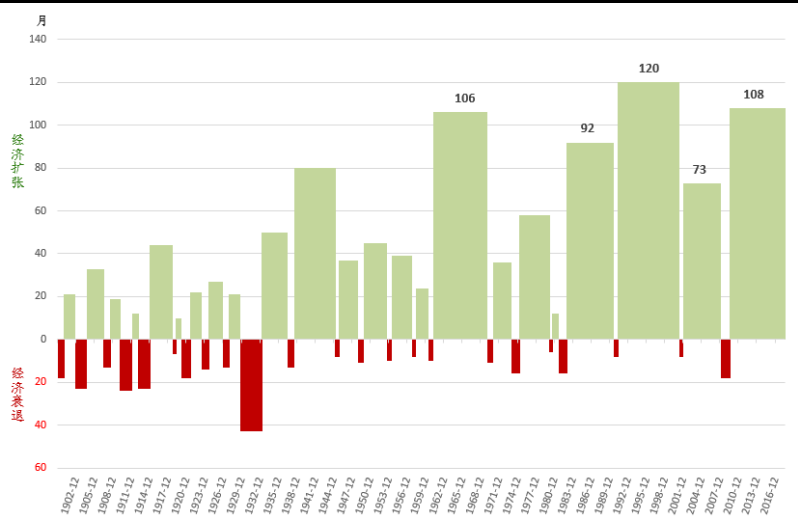


美国何时进入衰退？

——基于自然利率的观点

❖ 虽然当下的美联储担心经济过热超过关注衰退，我们依然要问：美国经济何时转向衰退？美国的经济复苏已经持续了九年时间，是战后持续时间第二长的经济扩张期。从经济周期的角度而言，没有哪个国家可以逃脱“萧条-复苏-繁荣-衰退”循环反复的命运。而这个问题看起来越来越重要，原因：一是中美贸易战已经开打，全球多边贸易体系受到前所未有的冲击；二是美元正处于加息进程，新兴市场资本流出压力增大，人民币面临贬值压力。或许只有经济基本面的逆转，才能改变美国的政治格局和贸易政策方向。

图 1: 美国正处于战后第二长的经济扩张时期



资料来源：美国经济研究局、招银国际研究

- ❖ 美国经济何时掉头向下？学界和市场上开始出现各种各样的说法。要找到答案，首先需要正确地界定问题。我们换一种角度：美国的加息周期还能走多远？因为美国经济衰退之际，就是美联储加息终结之时。这就提供了一个重要的线索，就是观察美国的加息进程，加到什么程度开始损害美国的经济增长和企业盈利？假如我们知道这个时点，就可以判断美国经济何时走向衰退了。
- ❖ 从利率走势这一线索出发判断美国经济走势，需要运用一个重要的概念性工具：自然利率。事实上，美联储内部已经就美国的自然利率水平展开激烈而痛苦的辩论，因为自然利率在很大程度上决定美国货币政策的走向，决定美国的加息周期会走到多远，以及加息的空间究竟还有多大。
- ❖ 自然利率，也称中性利率或均衡实际利率 r^* (natural/neutral rate of interest)，是指在产出缺口为零、通胀缺口为零的均衡状态下的实际利率水平，在货币政策的松紧程度上而言它是中性的。作为利率“锚”，自然利率有助于理解和制定货币政策、预算决策和长期财政计划。如果央行设定的政策利率低于潜在自然利率水平，货币政策就是宽松的；反之，则是过紧。宽松的货币政策刺激经济增长，但可能同时会导致物价上涨；紧缩的货币政策有利于控制通货膨胀，但可能会导致经济衰退。因此，讨论美国的自然利率水平，有助于我们判断美联储此轮加息的剩余空间。

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

❖ 那么，美国如今的自然利率到底在什么水平？泰勒法则（Taylor Rule）作为最常用最简单的自然利率估算方式，自 1993 年首次被提出后被广泛用作政策利率分析工具。泰勒法则将美国的自然利率界定为 2%。请注意，这个 2% 只是针对美国的经验规则，各国的自然利率水平不同，不可简单套用。全球金融危机之前，这个 2% 的对于美国中性的自然利率水平估算还是比较准确的，但已经不符合现在的情形了。

图 2: 泰勒法则公式

$$FR_t = r^* + 1.5(inf_t - 2\%) + 1(GDP_t - GDP_t^*) + 2\%$$

其中： FR_t 为联邦基金利率； r^* 为自然利率

inf_t 为当前通胀率，2% 为美联储长期通胀目标

$(GDP_t - GDP_t^*)$ 为产出缺口

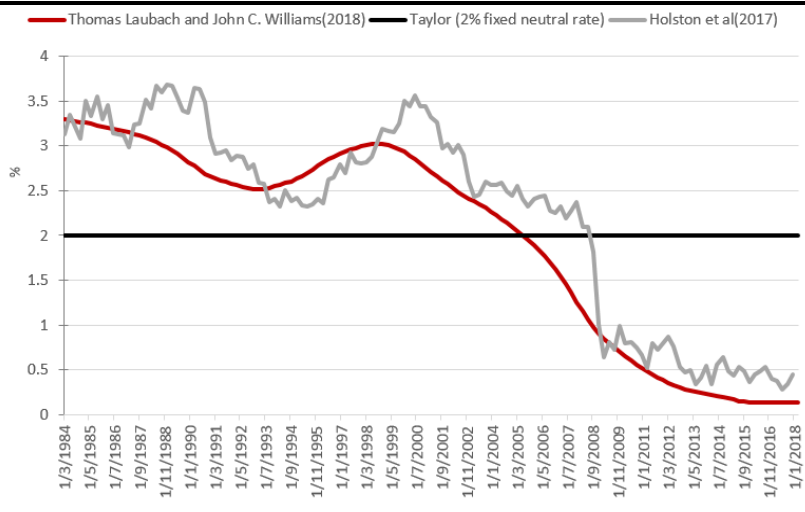
传统的泰勒规则认为：

通胀缺口的系数为 1.5，产出缺口的系数为 1

资料来源：Taylor(1999)、招银国际研究

❖ 几十年来，学术界一直在努力开发各种分析模型，例如 SVAR 模型、Laubach-Williams 状态空间模型、DSGE 模型等，希望找到自然利率的确切位置，但是效果不彰。自然利率无法直接观测，更无法精确计算，至今仍是一个概念性的分析工具。自然利率的决定因素主要有劳动力增速、生产率增速以及投资者对安全资产的偏好等。最近几年，越来越多的研究文献论证美国自然利率水平正在不断下降。究其原因，就是劳动力增长减缓、老龄化等人口结构不利变动、全球储蓄相对于投资机会持续过剩等因素，导致潜在产出降低，使得自然利率下降。

图 3: 美国自然利率呈长期下降趋势

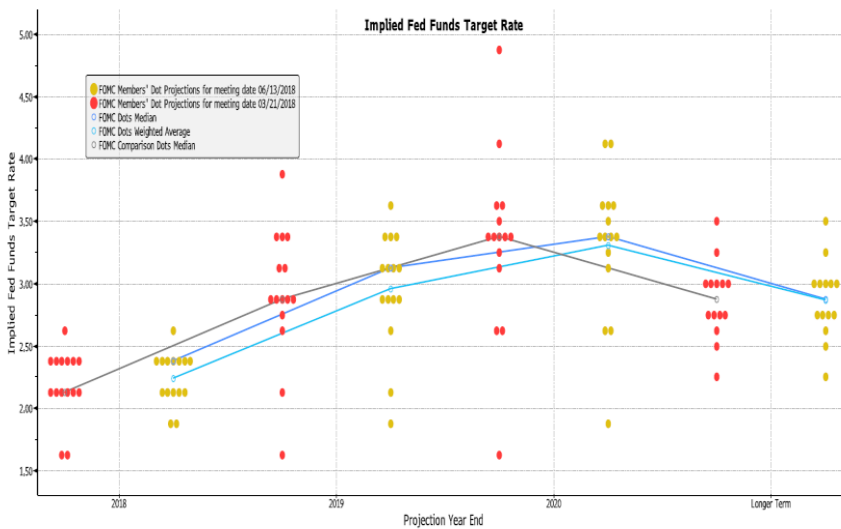


资料来源：Holston(2017)、Laubach-Williams(2018)、招银国际研究

❖ 目前，学术界和市场的一个基本的共识是，美国自然利率水平要比泰勒法则估算的 2% 要低，可能已经下降至 1.5%-1.75% 的位置。也就是说，假定 2% 的通胀预期，大概 3.5%-3.75% 的名义利率水平对经济的效果为中性。名义利率如果低于这个水平，对经济增长的作用就是刺激性的；如果高于这个水平，对经济增长的作用就是抑制性的。

❖ 好，请记住 3.5% - 3.75%，它代表美国加息的拐点位置。美联储独立于行政系统之外，货币目标上盯住通货膨胀（inflation targeting）并且信奉“规则为本”（rule-based）。这个自然利率对美联储而言非常重要，现在我们要看目前的利率水平与自然利率还差多远。今年两次加息之后基准利率已经到了 2%，假设今年再加两次年底将到 2.5%。根据目前的加息预测点阵图，明年预计三次加息，后年也就是 2020 年就达到中性利率水平。从利率的角度，继续加息开始对美国的经济增长和企业盈利施加负面影响，美国经济掉头向下。2020 年，美国本轮漫长的复苏扩张将走到终点。

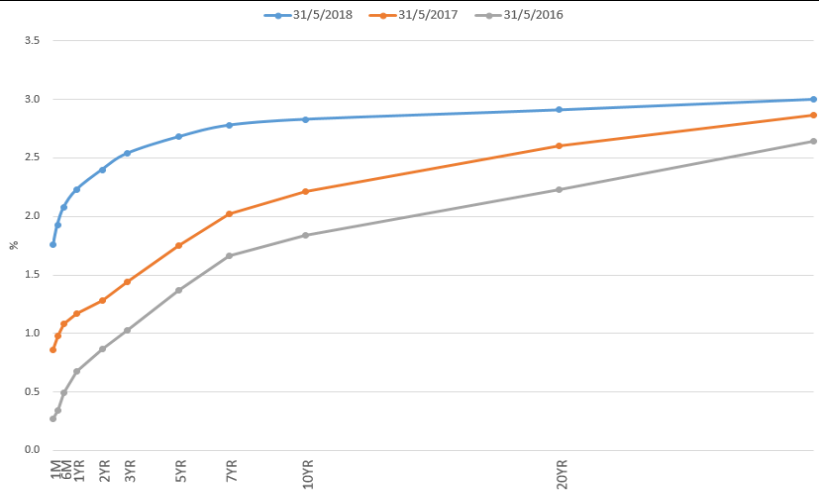
图 4: 美联储公开市场委员会加息预测点阵图（2018 年 3 月与 6 月对比）



资料来源：美联储、招银国际研究

❖ 判断经济走势的另一个视角是观察收益率曲线的形态。如果短端利率达到中性水平，那么长端利率怎么走？我们知道，短端利率是由美联储决定的，而长端政策更多是由市场力量决定的。如果短端利率在 3.5% 的水平，十年国债利率会怎么演变？现在看来，超过 4% 的十年国债利率水平几乎难以想象，也是金融市场无法承受的。从收益率曲线的角度，很可能在短端达到自然利率之前就会走平就会甚至倒挂，预示经济衰退的来临，迫使美联储在到达自然利率之前停下加息步伐。

图 5: 美国国债收益率曲线趋于平坦化



资料来源：彭博、招银国际研究

- ❖ 其它迹象也同时指向 2020 年，一是减税刺激力度逐渐减弱；二是增收进口关税对物价上涨的负面影响；三是贸易战对美国企业全球供应链的打击；四是贸易报复对美国企业出口的拖累。综上，预测 2020 年美国的 GDP 增长回落到潜在增速之下，陷入技术性衰退。
- ❖ 2020 年为什么重要？一是关乎特朗普总统连任的机会；二是美元强势是否终结；三是多边自由贸易体系能否获得修复重建的机会。对中国而言，关系到我们“第一个百年”目标的实现。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。