



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#衰退启示录系列

《如何追踪和判定美国经济衰退? ——衰退启示录#1》

《美国消费数据中的衰退密码——衰退启示录#2》

《慎言通胀顶, 勿觉衰退浅——衰退启示录#3》

从居民超储看美国衰退时点&幅度

衰退启示录#4

投资要点:

- **核心观点:** 美国未来的经济衰退或来得更晚但幅度更深, 基于对居民超储的推演, 我们预计深度衰退将于 **2023 年底** 发生。推演衰退时点与幅度最关键的指标即是居民部门的超储水平。我们认为, 居民部门在两轮史诗级财政补助中累积超储水平在美国经济中扮演着“缓冲垫”的角色, 其当前较高的水平有望延后未来美国经济陷入衰退的时点。但这也将导致另一个后果, 即让美联储货币政策不得不持续、过度紧缩, 最终导致经济陷入更深度的衰退。以近三个月的累积储蓄水平的路径为未来趋势进行线性外推, 可推算出美国居民部门的超储将在 **2023 年 11 月** 被消耗殆尽, 即届时美国经济最大的增长引擎——私人消费或面临“熄火”风险, 从而传导至总量经济层面, 引发经济衰退。
- **居民超储的重要性在其影响经济衰退时点。** 在长期总供给收缩的背景下, 美联储对通胀目标承诺的恪守意味着总需求须出现与总供给同等水平的收缩, 而总需求的收缩意味着经济的低迷/衰退。同时, 货币政策对物价稳定承诺的恪守与经济强劲的韧性之间天然存在不可调和的矛盾, 即经济强劲→通胀下行缓慢→美联储持续信贷紧缩, 最终, 货币政策对经济的抑制大概率将“用力过猛”, 不可避免地使之陷入更深度的衰退。而内生性经济动能与外生性政策压制博弈的“主战场”即是居民部门的超额储蓄。疫情期间增发的现金堆积在居民部门的账户上形成超额储蓄, 并逐步转化为居民部门的消费支出, 极大地刺激了经济的增长。因此, 作为本轮 PCE 增长的“弹药箱”, 储蓄水平的未来走势尤为重要。
- **消费支出与个人税负构成消耗超储的主力军, 预计居民超储于明年底耗尽。** 从消费支出来看, 最新居民部门的实际消费支出较趋势线向上偏离 1.2%, 而名义消费支出则向上偏离 9.8%。在财政补助停滞, 为了支撑自身的消费需求, 美国居民开始对前期留存的超额储蓄动手, 储蓄的加速消耗也使得居民部门的储蓄水平持续跌破趋势线。从个人税负来看, 水涨船高, 通胀高企、薪酬收入水平的增长带来税收基数的提升, 反过来加速超额储蓄的消耗。以近三个月的累积储蓄水平进行线性外推可得, 美国居民部门的超储将在 **2023 年 11 月** 被消耗殆尽, 即届时美国经济最大的增长引擎——私人消费或面临“熄火”风险, 引发经济衰退。
- **风险提示:** 美国通胀彻底失控, 导致美联储被迫采取更为激进的紧缩货币政策, 进而带来全球宏观流动性的大幅收紧, 离岸美元市场面临枯竭; 新的变种毒株的出现或类似的疫情冲击, 引发防疫政策升级, 进而深化全球宏观经济的滞胀格局。

内容目录

1. 为何居民超储水平如此重要？	4
2. 基于居民部门收支结构拆分超储成因	5
2.1. 收入端	6
2.2. 支出端	8
2.3. 量化居民收支结构对储蓄水平的贡献度分析	9
3. 超额储蓄如何影响美国经济？	10
3.1. 超额储蓄对后续美国经济的影响	10
3.2. 超额储蓄未来路径的推演	12
4. 风险提示	13

图表目录

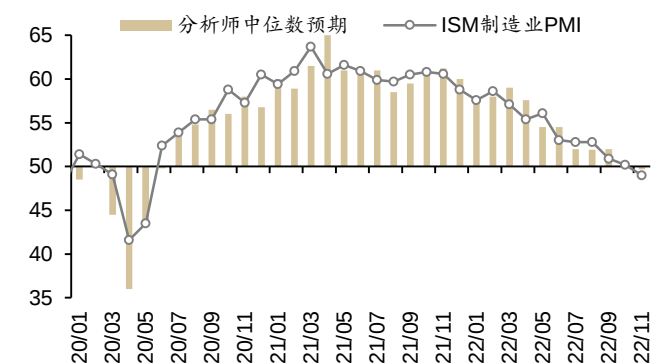
图 1: 美国 11 月 ISM 制造业 PMI 与市场预期	4
图 2: 彭博调查分析师对未来 1 年美国陷入衰退的概率	4
图 3: 美国 GDP 季调环比年率增速与 PCE 拉动率	5
图 4: 2022 年 10 月美国居民部门收入与支出分项明细 (单位: 十亿美元, 数据经季调年率)	6
图 5: 美国居民部门单月个人收入及主要分项构成	7
图 7: 美国居民部门单月薪酬收入 vs 疫情前趋势线	7
图 8: 美国居民部门单月转移收入 vs 疫情前趋势线	7
图 9: 美国居民部门单月个人收入 vs 疫情前趋势线	8
图 10: 美国居民部门单月个人税负 vs 疫情前趋势线	8
图 10: 美国居民部门单月个人可支配收入流向及主要分项构成	8
图 11: 美国居民部门单月消费支出 vs 疫情前趋势线	9
图 12: 美国居民部门单月个人储蓄 vs 疫情前趋势线	9
图 13: 不同因素对美国居民部门单月储蓄水平偏离度的贡献度分析	9
图 14: 不同财富分位数美国居民的现金&支票资产水平	10
图 15: 不同财富分位数美国居民消费支出与趋势(=100)偏离度	10
图 16: 美国 2022 年 10 月个人消费支出主要一级分项名义/实际 PCE 及其偏离度一览 ...	11
图 17: 不同财富分位数美国居民的耐用品资产水平	11
图 18: 美国居民部门单月分项消费支出 vs 疫情前趋势线	11
图 19: 不同因素对美国居民部门 2020 年以来累积储蓄水平偏离度的贡献度分析	12
图 20: 美国居民部门 2020 年以来累积储蓄水平&未来路径预测	13

1. 为何居民超储水平如此重要？

首先，就交易衰退的三个要素——概率、时点、幅度而言，市场对美国经济衰退概率的担忧继续升温，但对美国经济陷入衰退的时点和幅度仍然未有定论。

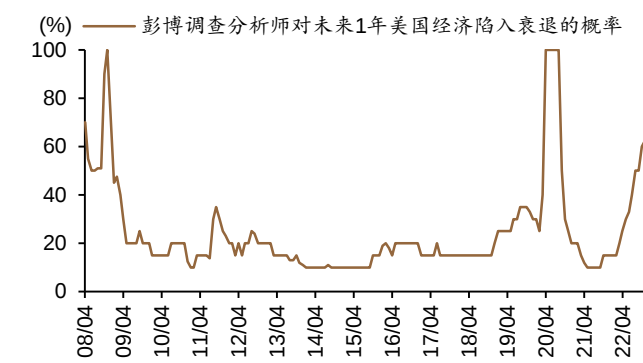
11月30日，ADP公司公布的11月“小非农”（全美就业报告私营非农部门就业）仅新增12.7万人，大幅逊于31名分析师中位数预期的20万人与前值的23.9万人。12月1日，ISM公布的11月制造业PMI录得49，逊于65名分析师预期的49.7与前值的50.2，且为2020年6月以来首次跌破50的荣枯线。

图1：美国11月ISM制造业PMI与市场预期



资料来源：彭博，德邦研究所

图2：彭博调查分析师对未来1年美国陷入衰退的概率



资料来源：彭博，德邦研究所

随着近期公布的经济数据不及预期的幅度与频次加剧，市场对美国经济前景的担忧再度加深。根据彭博问卷调查，市场对未来美国经济衰退的概率继续上调¹，40名分析师的中位数预期显示，对未来1年美国陷入衰退的最新概率升至62.5%，而在今年初这一数据仅有15%。而在市场对美国经济衰退概率不断升温的同时，12月2日公布的11月非农数据再度大超预期，这也让本就对衰退的时点与幅度存在分歧的市场再度感到迷惑——到底是“来得早但衰得浅”还是“来得晚但衰得深”，市场尚未有所定论。

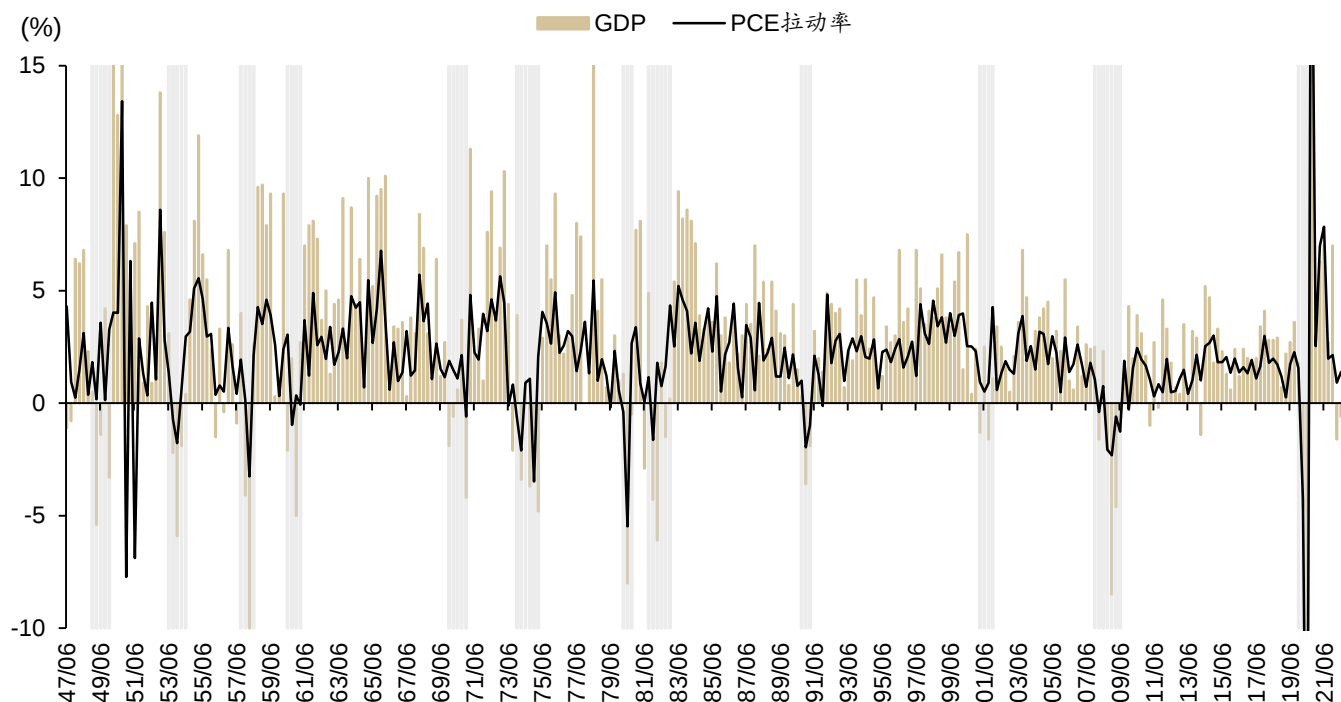
而推演衰退时点与幅度最关键的指标即是居民部门的超储水平。我们认为，居民部门在两轮史诗级财政补助中累积超储水平在美国经济中扮演着“缓冲垫”的角色，其当前较高的水平有望延后未来美国经济陷入衰退的时点。但这也将导致另一个后果，即让美联储货币政策不得不持续、过度紧缩，最终导致经济陷入更深度的衰退。

在长期总供给收缩的背景下（参考报告《慎言通胀顶，勿觉衰退浅——衰退启示录#3》），美联储对通胀目标承诺的恪守意味着总需求须出现与总供给同等水平的收缩，而总需求的收缩意味着经济的低迷/衰退。同时，货币政策对物价稳定承诺的恪守与经济强劲的韧性之间天然存在不可调和的矛盾，即经济强劲→通胀下行缓慢→美联储持续货币政策紧缩，最终，货币政策对经济的抑制大概率将“用力过猛”，不可避免地使之陷入更深度的衰退。

而内生性经济动能与外生性政策压制博弈的“主战场”即是居民部门的超额储蓄。疫情期间的两轮史诗级财政刺激——CARES与ARP Act通过联邦中央政府加杠杆并给居民部门“直升机撒钱”的方式极大地增厚了居民部门的储蓄水平，这些增发的现金堆积在居民部门的账户上形成超额储蓄（excess savings），并逐步转化为居民部门的消费支出，极大地刺激了经济的增长。图3可见，作为支出法口径下占比70%的项目，历次经济衰退基本都伴随着个人消费支出（PCE）的大幅收缩，而作为本轮PCE增长的“弹药箱”，储蓄水平的未来走势尤为重要。

¹ 问卷原文为 “What is the percentage chance that the U.S. will be in a recession in the next 12 months?”

图 3：美国 GDP 季调环比年率增速与 PCE 拉动率



资料来源：彭博，德邦研究所；阴影为 NBER 定义的美国经济衰退时期

我们认为，尚在高位的居民超储水平有望延后经济衰退的到来（晚衰退，而非早衰退），但居民部门超额储蓄也是阻碍美联储实现通胀目标的“路障”之一。因此，美联储将不得不维持限制性的货币政策，直至超额储蓄耗尽、经济总需求回落至潜在均衡水平以下。而超额储蓄一旦被耗尽，美国经济也将因失去消费这一重要的支柱而陷入更严重的衰退（深衰退，而非浅衰退）。

因此，分析本轮超储水平的成因并推演其未来的消耗路径，有助于我们判断后续美国经济陷入衰退的时点，并指引投资策略。

2. 基于居民部门收支结构拆分超储成因

在分析居民部门超额储蓄前，首先要明白居民部门的储蓄水平是如何计算的，这背后便涉及到居民部门的收支结构。12 月 1 日，美国经济分析局 BEA 公布了最新 10 月的美国居民部门收入与支出数据。在将数据进行拼装整合后，我们构造了一份关于美国居民部门的收支平衡表格（图 4）。

在经季调年率后，截至最新的 2022 年 10 月，美国居民部门当月的个人收入水平为 22.109\$tn，算上对国家社保贡献的 1.698\$tn 的收入可拆分为薪酬五个分项：分别为收入（占个人收入比重为 62%）、经营收入（8%）、租金收入（4%）、资产收入（15%）与转移收入（18%）。而将个人收入扣除个人税负（15%）后，即可得到个人可支配收入（85%）。

美国居民部门的可支配收入（85%）主要有三个支出方向，分别为个人利息支出（2%）、个人经常转账支出（1%）与个人消费支出（80%），扣除个人支出后的剩余部分即为当月的居民储蓄（2%）。将当月的居民储蓄除以可支配收入，即可得到居民部门的储蓄率，2022 年 10 月最新数据为 2.3%。因此，我们平时看到的储蓄率数据，实际上是一个截面的概念，而由于居民超储是一个累积的概念，因此我们将在后面借助类似“微积分”的思路来计算疫情以来居民部门的超储水平（3.1.部分）。

图 4：2022 年 10 月美国居民部门收入与支出分项明细（单位：十亿美元，数据经季调年率）

美国居民收入结构			美国居民支出结构		
	收入	占比		支出	占比
个人收入	22,109	100%	个人支出	18,392	83%
薪酬收入	13,764	62%	个人利息支出	391	2%
工资&薪酬	11,359	51%	个人经常转账支出	225	1%
私人部门	9,724	44%	个人消费支出	17,776	80%
政府部门	1,635	7%	商品	6,090	28%
薪资补充	2,405	11%	耐用品	2,254	10%
雇主对员工退休与保险基金贡献	1,631	7%	机动车及零件	756	3%
雇主对政府社会保险贡献	775	4%	家具和耐用家用设备	537	2%
经营收入(经库存估值与资本消耗调整)	1,868	8%	娱乐商品和车辆	665	3%
农业	90	0%	其他耐用品	296	1%
非农	1,777	8%	非耐用品	3,836	17%
个人租金收入(资本消耗调整后)	800	4%	食品与饮料	1,310	6%
个人资产收入	3,415	15%	服装与鞋袜	503	2%
个人利息收入	1,764	8%	汽油和其他能源商品	490	2%
个人股利收入	1,652	7%	其他非耐用品	1,533	7%
个人经常转账收入	3,960	18%	服务	11,686	53%
政府对个人的社会福利	3,891	18%	家庭服务	11,137	50%
社保	1,228	6%	住房与公用事业	3,073	14%
医疗保险	934	4%	保健	2,770	13%
医疗补助	783	4%	运输服务	589	3%
失业保险开支	19	0%	休闲服务	625	3%
退伍军人福利	163	1%	食宿服务	1,323	6%
其他	764	3%	金融服务与保险	1,288	6%
其他个人经常项目转账业务收入	69	0%	其他服务	1,469	7%
(扣除)对国家社保贡献	1,698	8%	服务家庭的非营利机构	549	2%
(扣除)个人当前税负	3,290	15%	(留存)个人储蓄	426	2%
个人可支配收入	18,818	85%	(留存)个人储蓄率(%)	2.3	-

资料来源：彭博，德邦研究所

图 4 中，我们可将居民部门的收支结构用如下公式概括：

$$\begin{aligned}
 \text{个人收入} &= \text{薪酬收入} + \text{经营收入} + \text{租金收入} + \text{资产收入} + \text{转移收入} - \text{社保贡献} \\
 &= \text{个人税负} + \text{个人可支配收入} \\
 &= \text{个人税负} + \text{个人储蓄} + \text{个人支出} \\
 &= \text{个人税负} + \text{个人储蓄} + \text{利息支出} + \text{转移支出} + \text{消费支出}
 \end{aligned}$$

将上述公式进行简单变形，即可得到美国居民部门个人储蓄的计算公式：

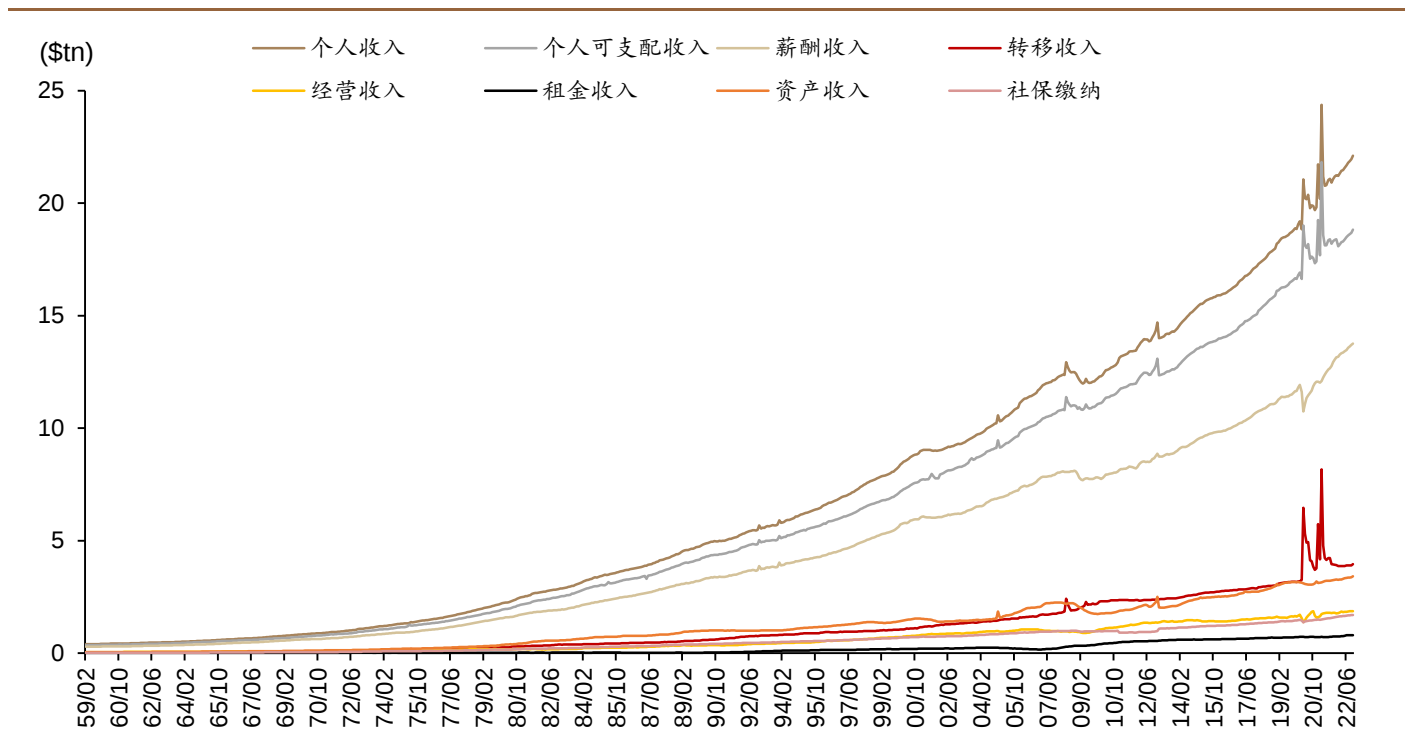
$$\text{个人储蓄} = \text{个人收入} - \text{个人税负} - \text{个人支出}$$

上述公式可见，美国居民部门单月的储蓄水平即为收支平衡后的轧差项目，即每月的个人收入减去个人税负与个人支出后的残余项。因此，我们对居民部门储蓄水平变动的分析可以分为两个部分：①对收入分项变动的分析；②对支出分项变动的分析。

2.1. 收入端

图 5 中，我们将图 4 中所展示的单月截面的居民部门收入数据转化回时间序列的数据，可得到 1959 年以来美国居民收入分项走势。图中可见，与其他收入相比，薪酬收入一直是美国居民的主要收入来源。2020 年初首轮疫情冲击时期，特朗普 CARES Act 给居民部门带来的转移收入抵消掉了居民薪酬收入的锐减，而拜登 ARP Act 带来的第二轮更大的转移收入则是在居民部门薪酬收入完全修复后，这也给居民部门的消费带来了更显著的刺激效果。从个人收入与个人可支配收入的走势来看，ARP Act 给居民部门带来的收入增量明显大于 CARES Act。

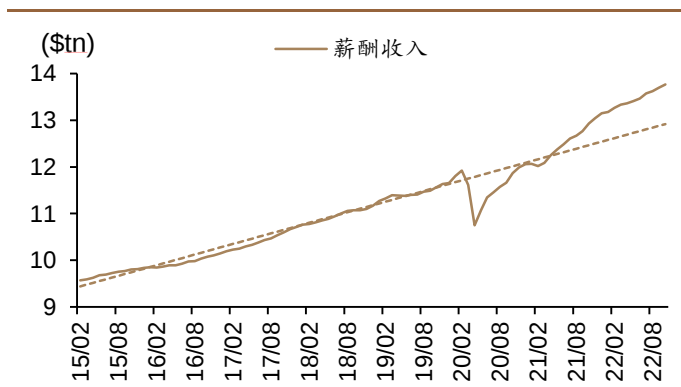
图 5：美国居民部门单月个人收入及主要分项构成



资料来源：彭博，德邦研究所

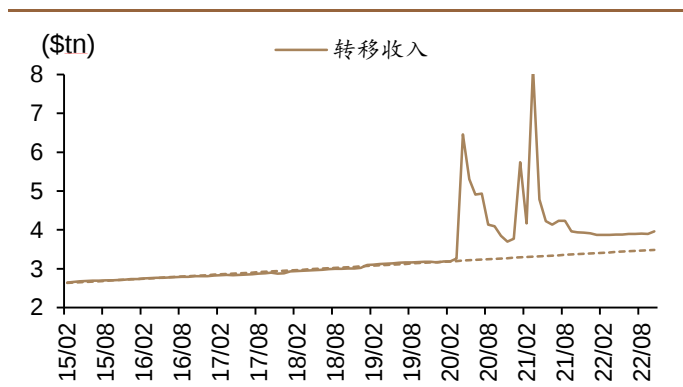
尽管美国政府大部分的财政补助已于 2021 年 9 月到期，但 MMT 给居民收入带来的影响仍在延续，这种后遗症主要体现在居民部门的薪酬收入与转移收入中：①薪酬收入。截至 2022 年 10 月，居民部门的薪酬收入与 2015-2019 年趋势线相比向上偏离 6.5%。一方面，劳动力供给恢复的不充分与招聘需求的过热加剧劳务市场供需失衡，加速了薪资上涨的压力；另一方面，持续且扩散性增强的高通胀使得居民部门通胀预期升温，并最终带来了薪资水平的上涨；②转移收入。截至 2022 年 10 月，居民部门的薪酬收入与 2015-2019 年趋势线相比向上偏离 13.6%。虽然大流行期间的主要补助已经停滞，但部分不完全与疫情相关的补助（如发放给穷人的食品券 SNAP）在疫情期间也出现了提升，且这部分补助并未因疫情的停止而被取消或暂停，这导致居民部门的转移收入较疫情前趋势线出现了中枢性的抬升。

图 6：美国居民部门单月薪酬收入 vs 疫情前趋势线



资料来源：彭博，德邦研究所；趋势线由 2015-2019 年数据线性回归得出

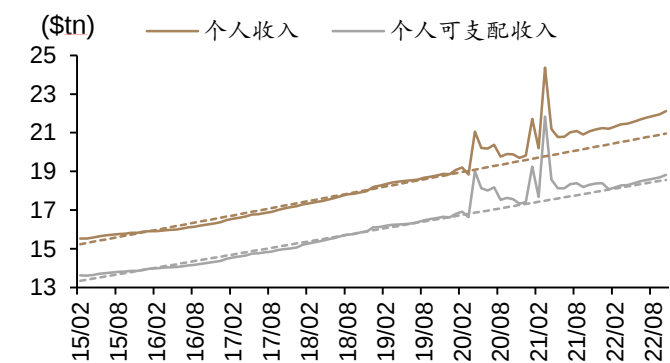
图 7：美国居民部门单月转移收入 vs 疫情前趋势线



资料来源：彭博，德邦研究所；趋势线由 2015-2019 年数据线性回归得出

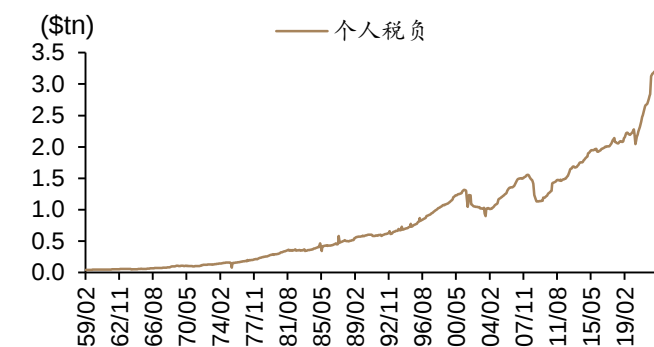
虽然居民部门的收入水平因为薪酬收入与转移收入中枢上行而抬升，但个人可支配收入并没有显著偏离趋势线。图 9 可见，截至 2022 年 10 月，居民部门的个人收入、个人可支配收入较 2015-2019 年趋势线相比分别向上偏离 5.5%、1.4%，而这部分的差异主要来自更高的税负。图 10 可见，受高通胀抬升税基等影响，美国居民的个人税负也出现了向趋势线上方的显著偏离。

图 8：美国居民部门单月个人收入 vs 疫情前趋势线



资料来源：彭博，德邦研究所；趋势线由 2015-2019 年数据线性回归得出

图 9：美国居民部门单月个人税负 vs 疫情前趋势线

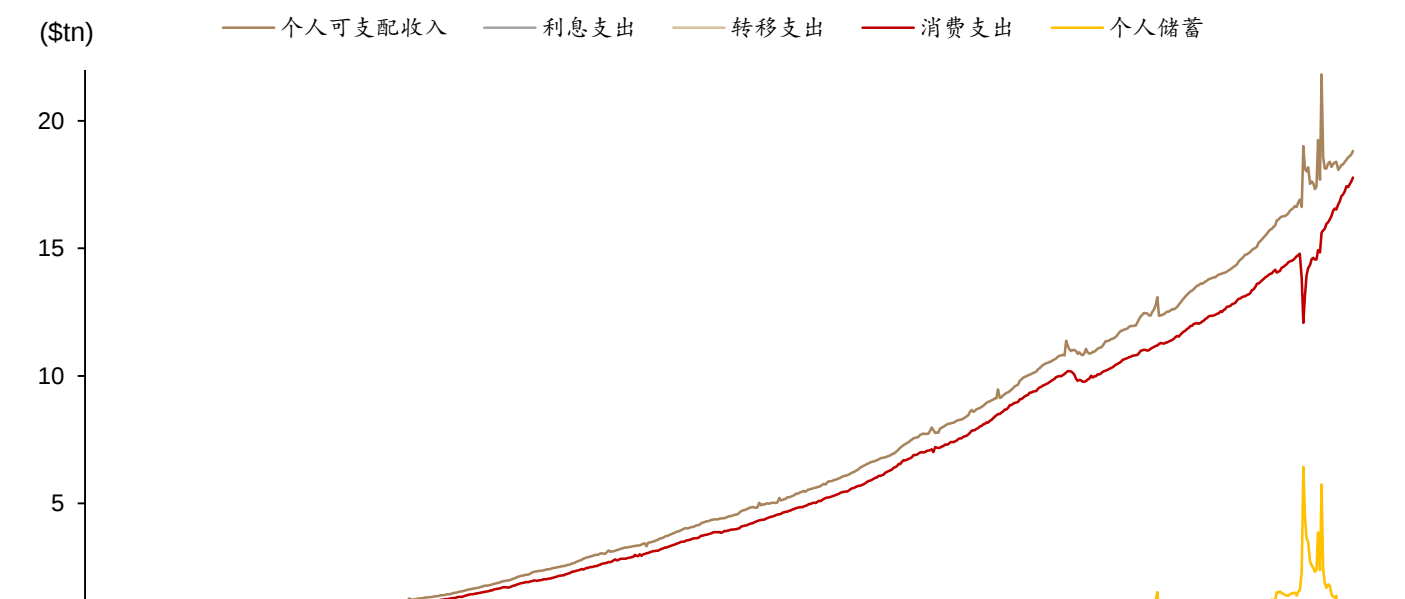


资料来源：彭博，德邦研究所

2.2. 支出端

将个人支出扣除个人税负后，可得到美国居民部门单月的可支配收入情况。如图 10，居民部门对每月的收入支配主要用于消费支出，另有极少部分用于利息支出与转移支出。可支配收入与三个支出分项的轧差即为个人储蓄。

图 10：美国居民部门单月个人可支配收入流向及主要分项构成



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49770

