

宏观经济报告

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
 chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

美国超额储蓄还能支撑消费吗?

服务业消费的韧性是美国经济不衰退的逻辑支点。但这一“支点”的稳固性正在动摇,原因之一是美国居民的超额储蓄消耗已经接近 50%。一旦服务业消费的韧性被证伪,美联储紧缩预期和市场交易的逻辑或发生切换。

热点思考: 美国超额储蓄还能支撑消费吗? 超额储蓄已消耗 50%, 中性情景半年后回归趋势水平

2022 年重启以来,美国经济的韧性高度依赖消费。美国疫后复苏进程的特征之一是不同部门的错位。在通胀压力高企和美联储加息背景下,美国房地产、工业生产、固定资产投资等持续拖累经济增长,但服务业消费至今依然有韧性。疫情后美国消费在经济中的重要性提升,占比提高至 70%-71%,增速中枢也明显高于过去十年。

天量超储是此次美国消费韧性的主因之一。抗疫期间,美国政府大规模财政刺激政策使居民形成了总量约 2.4 万亿美元的超额储蓄。2021 年 8 月至 2023 年初,超储已下降 1.2 万亿美元,占比 50%。结构上,超储并未流向股市及地产,而是主要流向了消费领域,尤其是服务类消费,此外置换了部分的信用卡贷款支出,降低了居民的债务压力。

美国超额储蓄对消费的支撑已经接近尾声。尽管当前超储对消费的支撑较强,但从超额储蓄的分布来看,高低收入群体不均衡,收入最低的 25% 家庭超额储蓄主要源自财政转移收入,随着财政转移收入减少,后者可支配的储蓄将收缩,后续超储资金释放节奏可能放缓。中性假设下,美国居民储蓄回升至 5%-6%,美国超额储蓄仅能支撑 6-8 个月。

海外基本面&重要事件: 美国 PMI 不及预期, 滞胀压力上升, 欧洲通胀反弹

美国 2 月 ISM 制造业 PMI 录得 47.7, 较前值回升 0.3 个点, 低于市场预期值 48, 连续第四个月处于收缩区间。通胀指数短期反弹幅度较大, 就业轻微放缓, 显示美国滞胀压力提高。

欧洲通胀压力上升, 能源价格上涨。2 月欧元区核心 CPI 同比上涨 5.6%, 高于前值 5.3%, 德国 2 月调和 CPI 反弹至 9.3%, 前值 9.2%, 法国 2 月调和 CPI 反弹至 7.2%, 前值 7%。本周原油、天然气价格均上涨。

海外高频活动数据显示美国周度 GDP 回落, 美国红皮书零售增速抬升, 美欧出行、外出就餐均改善, 美国建造支出增速回落, 贷款利率反弹, 原油库存继续攀升, BDI 指数大幅上涨, 美国当周初请失业人数环比微降。

全球大类资产跟踪: 海外权益多数上涨, 国债利率上行, 美元指数走弱

全球主要股票指数多数上涨, 港股领涨。恒生指数、纳斯达克指数、德国 DAX、法国 CAC40 和标普 500 分别上涨 2.8%、2.6%、2.4%、2.2%、1.9% 和 1.9%, 仅创业板指、澳大利亚普通股股指下跌, 跌幅均为 1.3%。

发达国家 10 年期国债收益率普遍上行。10Y 美债收益率上行 2.0bp 至 3.97%, 德债上行 24.0bp 至 2.70%, 意大利、法国和英国 10Y 国债分别上行 19.8bp、17.5bp 和 6.1bp, 仅日债下行 0.3bp。

美元指数走弱, 英镑、欧元、日元和加元兑美元升值, 人民币汇率升值。英镑、欧元、日元和加元兑美元分别升值 0.88%、0.85%、0.48% 和 0.07%。在岸、离岸人民币兑美元分别升值 0.72%、1.20% 至 6.9030、6.8972。

大宗商品价格多数品类上涨, 原油、贵金属悉数上涨。涨幅最大的是 WTI 原油、布伦特原油, 受俄罗斯减产和需求预期上调的影响, 分别上涨 4.40%、3.21%。受库存高企和钢厂减产的影响, 焦煤价格大跌 14.26%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜; 大宗商品价格反弹; 工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：美国超额储蓄还能支撑消费吗？	5
(一) 本轮周期美国高度依赖消费的托底	5
(二) 天量超储是美国消费韧性的主因	5
(三) 美国超储对消费的支撑已经接近尾声	8
二、海外基本面&重要事件	9
(一) 通胀：原油、天然气价格上涨，欧洲通胀反弹	9
(二) 景气：美国 2 月制造业 PMI 录得 47.7	10
(三) 生产：欧美周度 GDP 回落	12
(四) 消费：美国消费、外出就餐改善	13
(五) 地产：美国建造支出增速回落	14
(六) 库存：商业原油库存累库势头继续攀升	14
(七) 供应链：BDI 指数大幅反弹	15
(八) 就业：美国当周初请失业人数环比微降	16
大类资产高频跟踪（2023/02/25-2023/03/03）	16
(一) 权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨	16
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行	18
(三) 外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币升值	19
(四) 大宗商品市场追踪：原油、贵金属悉数上涨，黑色金属、有色金属价格普遍上涨	20
风险提示	22

图表目录

图表 1：美国经济内部分化加大，需求侧仅剩消费支撑	5
图表 2：疫情后美国消费的重要性进一步提高	5
图表 3：美国 1 月个人消费、收入增速共同回升	5
图表 4：消费在美国经济中扮演稳定器的功能	5
图表 5：美国居民财政转移收入仍然高于疫情前水平	6
图表 6：美国居民工资收入修复偏慢	6
图表 7：美国超额储蓄的收入-支出贡献拆解	6
图表 8：美国超储存量最大值接近 2.4 万亿美元	6
图表 9：美国超额储蓄流向的拆解，主要流向服务消费	7

图表 10:	耐用品消费高于长期趋势, 但与超储关联低	7
图表 11:	非耐用品消费在超储存量回落前后变化不大	7
图表 12:	超储回落, 美国服务消费明显抬升	7
图表 13:	美国超储未使得资金显著流入股票市场	8
图表 14:	美国超储增加迅速降低了居民杠杆率	8
图表 15:	随着超储消耗, 信用卡坏账、拖欠情况增加	8
图表 16:	超储与居民房地产开支关联性不大	8
图表 17:	不同收入群体超储变化贡献结构	9
图表 18:	美国超额储蓄的预测, 基准情形还剩 6 个月	9
图表 19:	全球主要国家 CPI 热力图	9
图表 20:	本周原油价格上涨	10
图表 21:	上周美国汽油价格回落至 3.25 美元/加仑	10
图表 22:	本周天然气价格回升	10
图表 23:	本周 10 年盈亏平衡通胀回升	10
图表 24:	美国 2 月制造业 PMI 及其分项	10
图表 25:	美国 2 月制造业分项	11
图表 26:	美国 2 月 PMI 物价、新订单涨幅大	11
图表 27:	美国 2 月制造业 PMI 生产指数回落	11
图表 28:	美国 2 月制造业 PMI 新订单回升	11
图表 29:	美国 2 月制造业 PMI 库存回落	11
图表 30:	美国供应链继续好转	11
图表 31:	美国 PMI 就业指数反弹	12
图表 32:	美国 2 月 PMI 物价指数反弹	12
图表 33:	欧洲主要国家制造业 PMI	12
图表 34:	欧洲主要国家服务业 PMI	12
图表 35:	上周纽约联储 WEI 指数 1.09%, 前值 1.09%	13
图表 36:	欧元区周度 GDP 跟踪 2.97%, 前值 2.0%	13
图表 37:	上周美国粗钢产量 166 万短吨, 前值 165 万	13
图表 38:	上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 74.4%	13
图表 39:	美国红皮书零售增速 5.3%, 前值 5.3%	13
图表 40:	今年美国红皮书零售增速与 2019 年持平	13
图表 41:	全球 Open Table 用餐人数 2 月以来回升	14
图表 42:	柏林、伦敦外出就餐修复较好, 纽约较差	14
图表 43:	1 月美国建造支出同比 5%, 前值 7.7%	14
图表 44:	上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.07%	14

图表 45: 本周美 30 年贷款利率升至 6.7%，十债 4%	14
图表 46: 美国抵押贷款综合指数上周回落至 188.5.	14
图表 47: 上周美国原油库存增加 116 万桶	15
图表 48: 上周美国战略原油储备不变	15
图表 49: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1211	15
图表 50: 本周 CCFI 海运价格延续回落	15
图表 51: 本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升	15
图表 52: 纽约拥堵指数好于 2022 年，弱于 2019 年	15
图表 53: 纽约地铁载客量明显强于 2022、2021 年	16
图表 54: 美国 TSA 安检人数略好于 2019 年	16
图表 55: 美国 2 月 25 日当周初请失业人数降至 19 万	16
图表 56: 持有失业保险人群的失业率 1.1%	16
图表 57: 当周，发达国家股指普遍上涨	17
图表 58: 当周，新兴市场股指涨跌分化	17
图表 59: 当周，美股行业普遍上涨	17
图表 60: 当周，欧元区行业多数上涨	17
图表 61: 当周，恒生指数全线上涨	18
图表 62: 当周，恒生行业悉数上涨	18
图表 63: 当周，主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行	18
图表 64: 当周，美英德 10Y 收益率均上行	18
图表 65: 当周，主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现	19
图表 66: 当周，巴西和土耳其 10Y 国债收益率均上行	19
图表 67: 当周，美元指数上涨，欧元兑美元升值	19
图表 68: 当周，欧元和英镑兑美元均升值	19
图表 69: 当周，主要新兴市场兑美元普遍升值	19
图表 70: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均升值	19
图表 71: 当周，美元和英镑兑人民币贬值	20
图表 72: 当周，人民币兑美元升值	20
图表 73: 当周，商品价格走势整体上涨	20
图表 74: WTI 原油、布伦特原油价格大幅上涨	21
图表 75: 当周，动力煤价格持平，焦煤价格大幅下跌	21
图表 76: 当周，铜铝价格均上涨	21
图表 77: 当周，通胀预期继续上升	21
图表 78: 当周，黄金和白银价格均上涨	21
图表 79: 当周，10Y 美债实际收益率下行	21

服务业消费的韧性是美国经济不衰退的逻辑支点。但这一“支点”的稳固性正在动摇，原因之一是美国居民的超额储蓄消耗已经接近 50%。一旦服务业消费的韧性被证伪，美联储紧缩预期和市场交易的逻辑或发生切换。

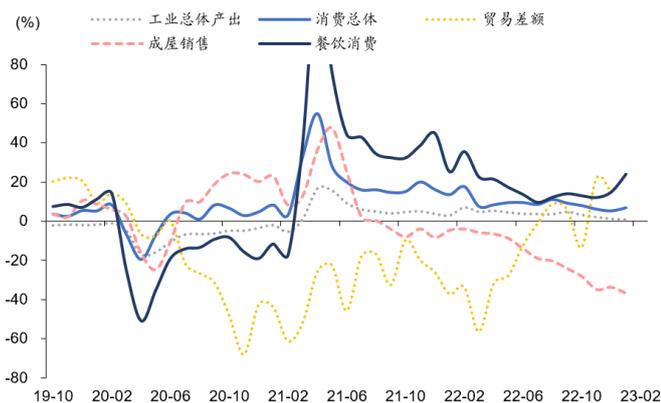
一、热点思考：美国超额储蓄还能支撑消费吗？

(一) 本轮周期美国高度依赖消费的托底

本轮美国经济周期下行，不同部门压力不均衡，工业生产、地产、外贸等领域下行幅度大，需求侧几乎仅剩消费支撑托底。自 2022 年美联储加息以来，美国地产下行幅度最深，最冲击最明显，成屋销售、新开工等关键指标已回落一年以上；美国贸易差额波动极大，疫情后恢复较差。工业生产增速同样回落，产能利用率仍然低于疫情前。消费则展现更高的韧性，22 年商品消费平均增速 8%，食品服务消费平均增速 18%，远好于美国其他经济部门，伴随就业的高韧性，23 年 1 月支出增速仍有所回升。

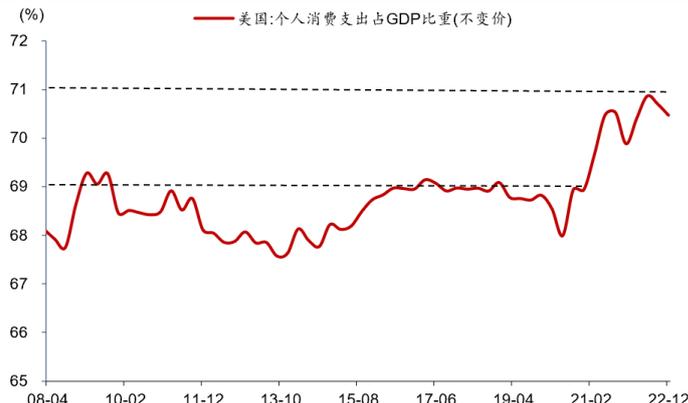
消费在美国经济中扮演了周期稳定器的功能，疫情以来，美国消费在经济中的重要性提升，增速中枢也明显高于过去十年。占比上，美国是消费大国，疫情后，消费的重要性进一步提高，疫情前的十年间，美国个人消费支出占 GDP 比重约为 68%到 69%，疫情后占比迅速提高一个台阶至 70%-71%之间。增速上，自 60 年代以来的美国衰退周期里，服务消费平均拉动 GDP 环比增速 0.46 个百分点，服务消费的波动幅度低于整体 GDP 波动幅度，疫情后的增速中枢明显高于过去十年。

图表 1：美国经济内部分化加大，需求侧仅剩消费支撑



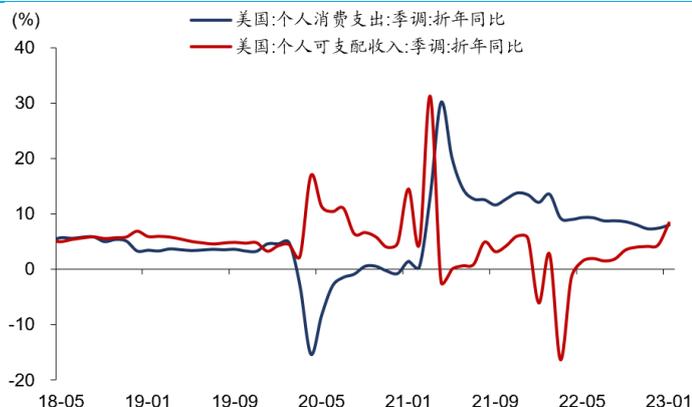
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：疫情后美国消费的重要性进一步提高



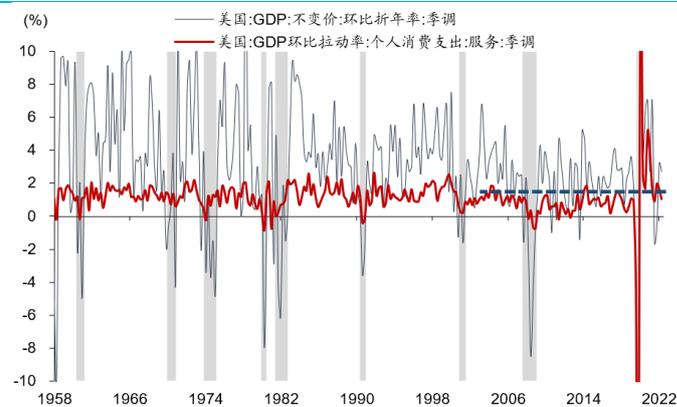
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：美国 1 月个人消费、收入增速共同回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：消费在美国经济中扮演稳定器的功能



来源：Wind、国金证券研究所

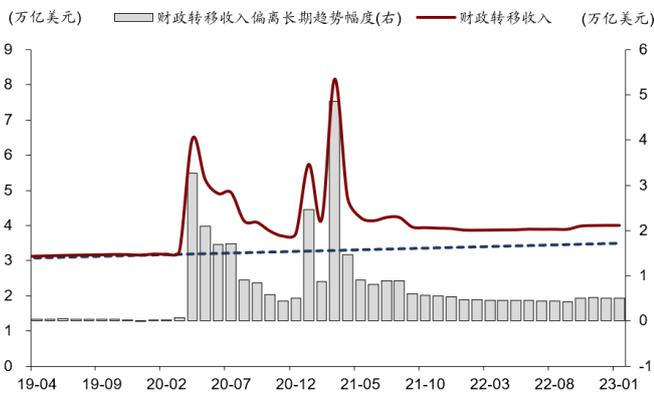
(二) 天量超储是美国消费韧性的主因

超额储蓄受居民收入和支出端共同影响，美国政府大规模财政刺激政策使居民群体形成了总量约 2.4 万亿美元的超额储蓄。本文参考美联储工作论文的方法，使用 BEA 个人收

支账户数据估算美国超额储蓄,根据收入、支出偏离原有趋势的部分计算得到美国超额储蓄存量和流量规模。个人储蓄等于个人可支配收入减个人支出,可支配收入包括工资+经营收入+租金收入+财产收入+转移收入。个人支出包括消费及利息支出等,又以消费支出占比最大。美国此次超储的形成源自收入大幅增加,以及支出修复偏慢的共同作用。美国居民转移收入受美国财政刺激作用,疫后大幅度提升。与此同时,包含工资在内的其他收入修复缓慢,截至到 2022 年上半年仍未修复疫情形成的缺口。

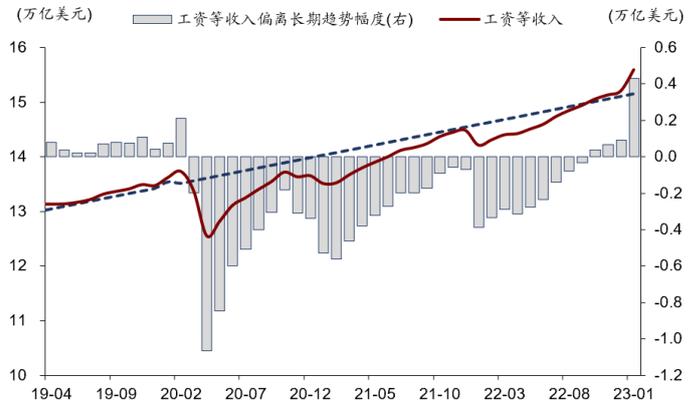
从超额储蓄的形成上看,财政转移收入是主因。2020 年初至 2021 年 8 月是美国居民超额储蓄的积累阶段,额储蓄每月净流量为正,单月储蓄流入量最大的时间为 2020 年 4 月,2021 年 1 月及 2021 年 3 月,美国分别出台了针对居民的大规模财政补贴法案,影响较大的有《新冠病毒援助救济及经济安全法案》、《新冠疫情援助法案》、《美国救助法案》等。尽管美国大规模财政刺激的高峰期已过,但财政转移的长期作用仍然存在,截至 2023 年 1 月,财政收入对居民储蓄仍然具有正向贡献。工资收入则负向拖累储蓄,直到 2022 年 10 月后才转为正向拉动。缩减支出在疫情初期对储蓄的正贡献较高,但在 2021 年后,随着消费支出的缓慢回升,支出转为负向拖累超额储蓄。

图表 5: 美国居民财政转移收入仍然高于疫情前水平



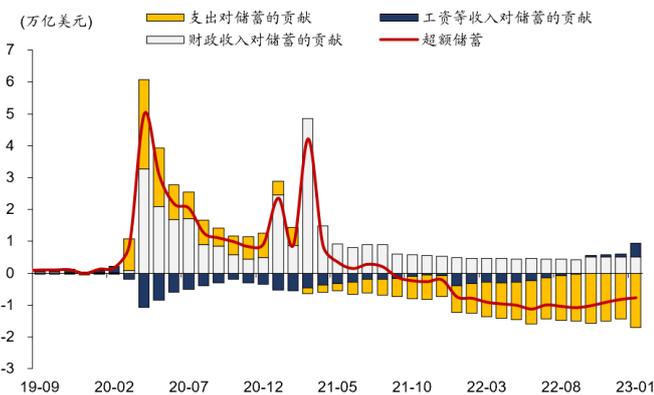
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 美国居民工资收入修复偏慢



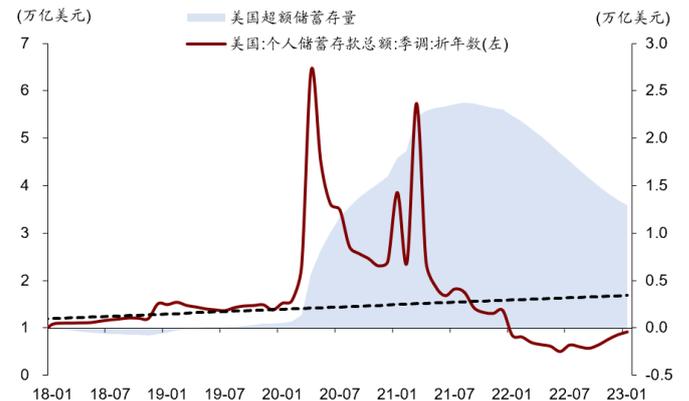
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 美国超额储蓄的收入-支出贡献拆解



来源: Wind、国金证券研究所

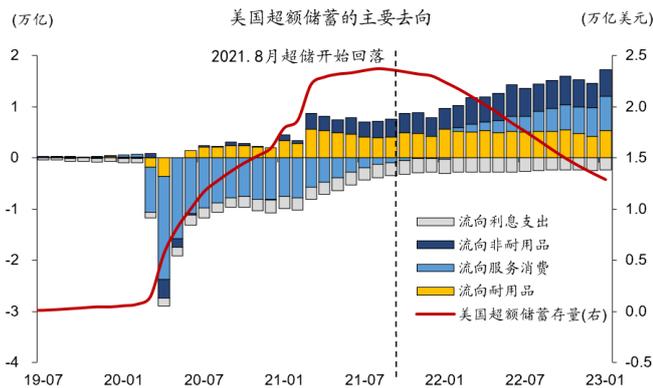
图表 8: 美国超额储蓄最大值接近 2.4 万亿美元



来源: Wind、国金证券研究所

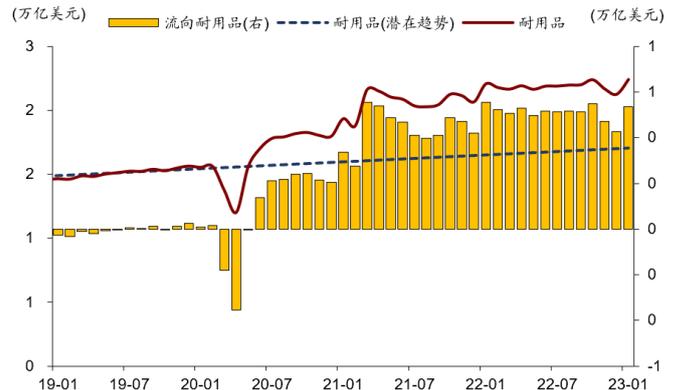
从超储的流向来,美国居民的超额储蓄存量资金自 2021 年 8 月开始回落,截至 2023 年初,已向外释放资金 1.2 万亿美元,主要流向服务消费领域。根据美国 BEA 的个人收支报告,美国居民个人总支出可分为服务消费支出、耐用品支出、非耐用品支出、利息支出等。我们将超额储蓄的消耗拆解为上述四个方面。随着超额储蓄的减少,美国居民服务类消费抬升最明显,由每月少消费,转为每月多消费,并且服务消费的增长趋势仍在抬升。2023 年 1 月,服务类多消费了 6728 亿美元。从耐用品和非耐用品来看,虽然二者均已高于疫情前的长期趋势水平,但与超额储蓄资金的释放关联性较低。流向利息支出的金额自 2020 年疫情以来始终为负,表明超额储蓄缓解了美国居民的付息压力。

图表9: 美国超额储蓄流向的拆解, 主要流向服务消费



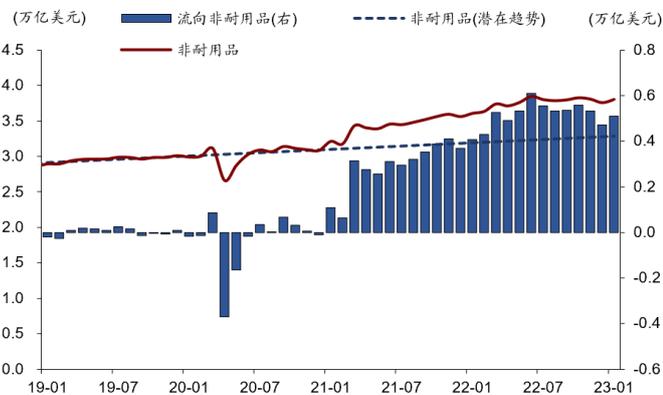
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 耐用品消费高于长期趋势, 但与超储关联低



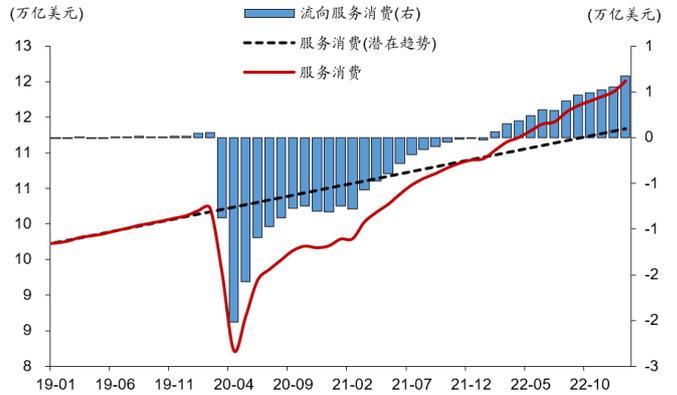
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 非耐用品消费在超储存量回落前后变化不大



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 超储回落, 美国服务消费明显抬升

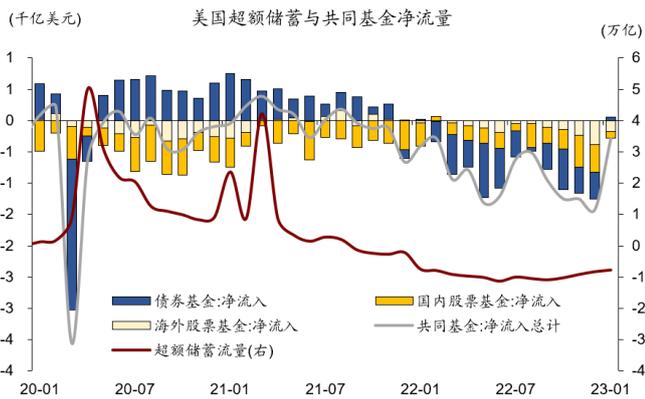


来源: Wind、国金证券研究所

从居民负债的角度看, 美国超额储蓄带来的资金降低了居民的债务压力。疫情前, 美国家庭负债比率约在 10% 上下, 超额储蓄增加使美国家庭负债比率在两年内迅速降至 8-9%, 降杠杆速度达到近四十年来的最快水平。随着储蓄的消耗, 美国居民债务率在 2022 年出现回升, 但仍然低于疫情的水平。超储是本轮下行周期里, 美国居民维持低杠杆率的主因。超储也置换了美国的信用卡消费, 超储规模与美国信用卡拖欠比率以及信用卡坏账率明显负相关, 但随着超储的消耗, 2022 年下半年, 拖欠率及坏账率也均有所回升。

从居民资产的角度看, 美国超额储蓄资金并未显著流入股票市场和房地产。从总量上看, 美国超储流量变动与共同基金净流入量存在较弱的正相关性, 超储增加, 基金流入量扩大, 反之亦然。尤其在财政转移收入发放的当期, 如 2021 年 4 月、2020 年 3 月, 共同基金净流入量均有较大抬升。从类别上看, 超储增加时, 流入量较大的是债券类的低风险基金, 美国国内股票型基金以及海外股票型基金的流入量则为负。当 2021 年 8 月后, 随着超储消耗增大, 每月新增储蓄流量转负, 共同基金的整体净流入量也开始转为负数。意味着超储回落会减少基金购买意愿。最后从房地产的角度看, 疫情期间, 美国居民对地产的支出虽然明显上涨, 但与超额储蓄的变化并无明显的关联性。

图表 13: 美国超储未使得资金显著流入股票市场



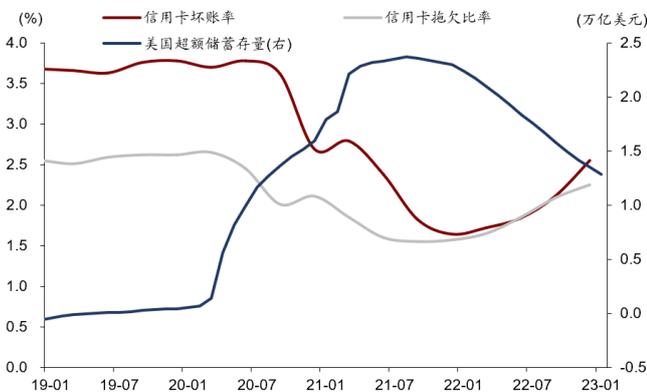
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 美国超储增加迅速降低了居民杠杆率



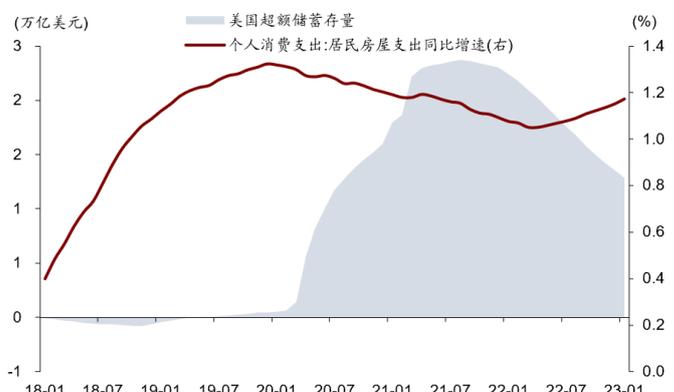
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 随着超储消耗, 信用卡坏账、拖欠情况增加



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 超储与居民房地产开支关联性不大



来源: Wind、国金证券研究所

因此经上述研究可以发现,美国超额储蓄的资金并未明显流向股票市场及房地产市场,而是主要流向了消费领域,尤其是服务类消费,置换了部分的信用卡贷款支出,降低了居民的债务压力,在工资收入修复偏慢的背景下,天量的超储是美国本轮消费极具韧性的主因。

(三) 美国超储对消费的支撑已经接近尾声

尽管当前超储对消费的支撑较强,但从超额储蓄的分布来看,高低收入群体不均衡,将可能导致后续超储资金释放的节奏变慢。根据美联储公布的数据,高收入人群和低收入人群虽然在疫情之间都积累了大量超额储蓄,但背后的驱动因素并不相同。收入最高的前 25% 家庭获得超额储蓄的主要驱动力是其放弃的消费支出,而收入最低的 25% 家庭超额储蓄

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_52861

