

相关研究

《海外的“重启”之路——医疗、人口、经济的系统梳理》2022.12.12

《“重启”之路——2023年海通宏观年度展望》2022.12.03

《人口流动“正常”，需要多长时间？》2022.11.20

美元的再“变局” ——海通宏观 2023 年年度展望（海外篇）

投资要点:

- **2021 年中的时候，我们发布的中期展望报告观点叫《美元“变局”》**，指出美国宏观政策的强刺激、弱供给，势必会带来明显的通胀压力，服务类通胀会接替商品类通胀继续上行，美联储货币政策转向带来美元流动性的拐点，影响全球资产的走势。现在回顾来看，当时就是美元指数的最低点（90 以下），美联储在 2021 年下半年逐步转向，2022 年加速加息，美元指数最高达到 114 以上，10 年期美债利率最高突破了 4.2% 以上，美元流动性的收紧，成为影响全球大类资产的重要主导变量。
- **站在当前时点展望 2023 年，我们认为美元流动性的拐点有望再度出现。**而美元流动性压力的缓解，也会带来多种资产价格趋势的再度反转（全球股债、商品、汇率、利率等）。但美元流动性趋势拐点的出现，并不会那么快。我们本次年度展望重点分析美国居民部门的储蓄现状和结构，并做了一些定量测算，因为这是影响美国通胀回落速度的关键变量，而通胀又是影响 2023 年美联储货币政策的最关键变量。整体来看，美国当前消费和经济现状并不差，再加上储蓄的支撑，消费需求端回落速度偏慢，通胀回落速度也不会那么快。如此一来，美元流动性的拐点可能需要等到 2023 年 Q2 或 Q3，甚至在下半年出现拐点的可能性要更大。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:ljj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

目 录

1. 美国消费：现状并不差.....	4
2. 消费动力：超额储蓄+信贷.....	6
3. 消费韧性：还能持续多久？.....	9
4. 美联储：应加息多少？.....	12

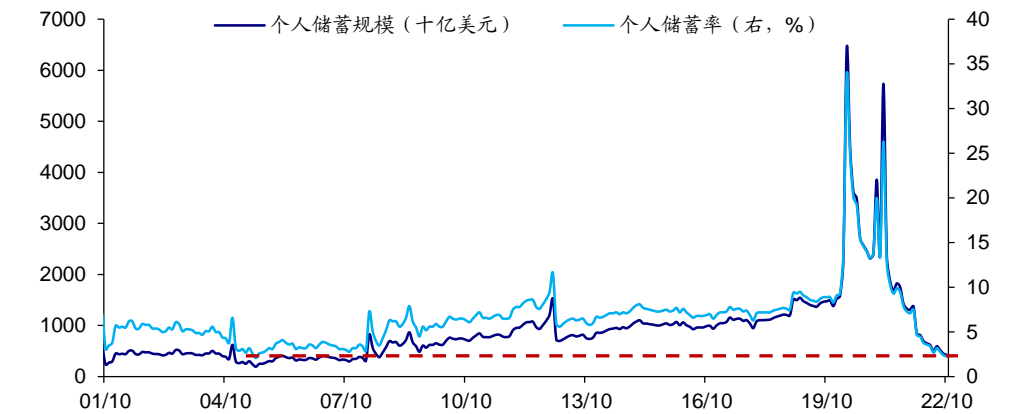
图目录

图 1	美国居民储蓄与储蓄率回落至 2008 年以来低点.....	4
图 2	美国居民消费增速仍好于疫情前水平 (%)	4
图 3	美国居民商品消费实际增速放缓, 服务消费实际增速修复 (%)	5
图 4	美国不同收入家庭消费中位数增速维持高增长 (%)	5
图 5	家庭主要消费类别增速 (%)	5
图 6	高收入家庭度假消费显著高增 (%)	5
图 7	美国周度经济指数 (%)	6
图 8	美国家庭拥有的超额储蓄存量 (十亿美元)	6
图 9	美国居民超额储蓄各项贡献 (流量, 十亿美元)	7
图 10	美国居民收入变动各项贡献 (流量, 十亿美元)	7
图 11	美国不同技能职工的工资增速 (%)	8
图 12	美国居民实际服务消费仍有修复空间 (十亿美元)	8
图 13	美国居民利息支出明显低于趋势值 (%)	8
图 14	美国信用卡开户增速与信用卡余额增速 (%)	9
图 15	美国消费信贷与消费支出增速趋势一致 (%)	9
图 16	美国居民过去 3 轮财政补贴用途 (%)	9
图 17	美国居民超额储蓄在不同收入家庭的分布 (十亿美元)	10
图 18	美国收入前 20%家庭的现金与支票存款趋势 (十亿美元)	10
图 19	美国收入后 20%家庭的净资产趋势 (十亿美元)	10
图 20	美国居民超额储蓄变化 (十亿美元)	11
图 21	美国居民抵押贷款中评分在 760+的比重 (%)	11
图 22	美国居民贷款拖欠率 (%)	11
图 23	美国不同收入群体消费信贷拖欠率 (%)	12
图 24	房价指数同比领先租金价格同比 (%)	12
图 25	美联储应加息多少? 基于不同规则下的联邦基金利率测算 (%)	13
图 26	美欧利差与美元指数变化 (6 个月环比, %)	13

1. 美国消费：现状并不差

美国消费不行了吗？自去年下半年逐步取消财政补贴后，美国居民消费增速也随之放缓。截至今年 10 月，美国居民消费增速从高点的 30.1% 回落至 7.9%，尽管仍是 80 年代以来高位，但这一定程度上与高通胀有关。**如果剔除通胀因素**，美国居民实际消费增速从高点的 25.5% 回落至 1.8%，已经不及疫情前（2020 年 3 月）水平。美国居民储蓄也已经被大量消耗，当前美国居民储蓄率已经回落至 2005 年以来新低。

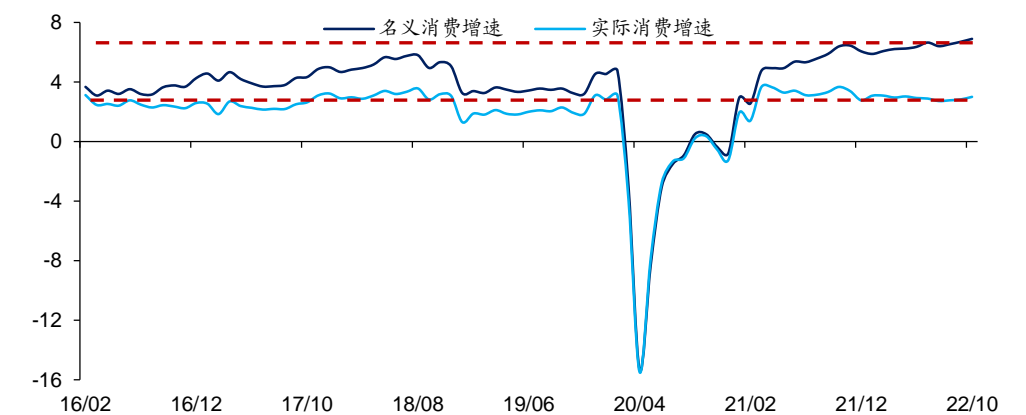
图1 美国居民储蓄与储蓄率回落至 2008 年以来低点



资料来源：Wind，海通证券研究所

实际上，美国消费现状并不算差。考虑到美国居民消费增速的放缓一定程度上与基数有关，剔除基数效应后，美国居民消费年化增速持续上行至 6.9%，仍明显高于疫情前水平。即使再剔除通胀因素，美国居民实际消费年化增速也有 3.0%，同样好于疫情前。整体来看，美国消费表现并不算差。

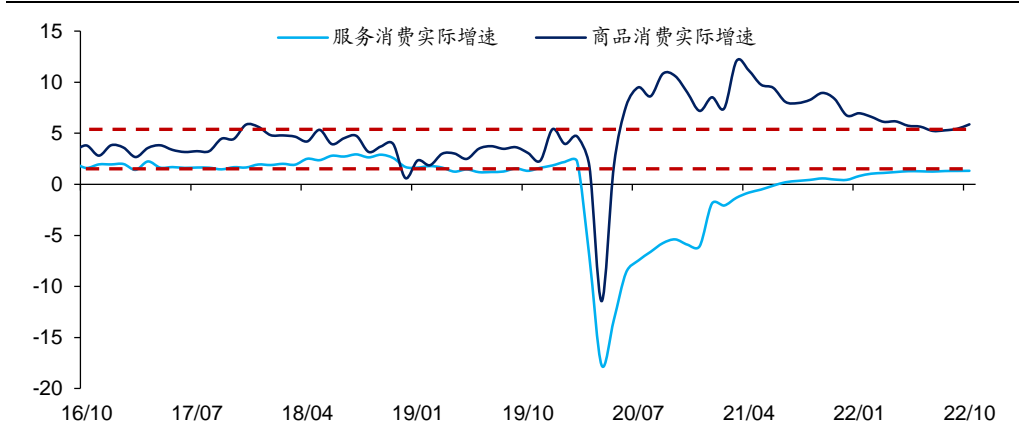
图2 美国居民消费增速仍好于疫情前水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：2021年后为年化平均增速。

从消费结构来看，商品消费虽落但高，服务消费仍在修复。剔除基数影响，商品消费增速自去年年初开始逐步回落，不过仍保持在 10% 左右的高位；即使剔除通胀因素，商品消费实际增速也保持在 5% 附近，依然显著高于疫情前水平。服务消费则仍处于修复中，剔除基数和通胀的影响，服务消费实际增速修复至 1.3% 附近，已经接近疫情前水平。

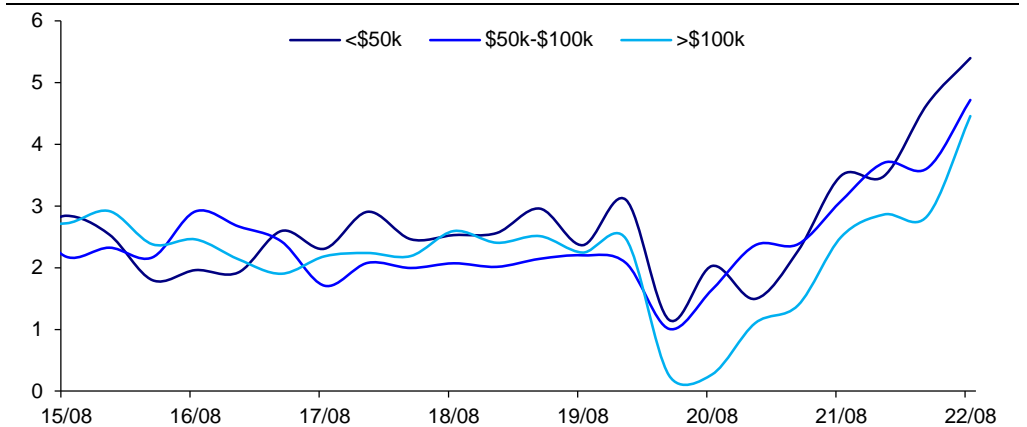
图3 美国居民商品消费实际增速放缓，服务消费实际增速修复 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 2021年后为年化平均增速。

从收入分层来看，低收入家庭消费显著高增。截至今年8月，美国家庭消费中位数增速上行至9.0%，为2014年有数据以来新高。其中，中、高收入家庭消费中位数增速均上行至8%以上，低收入家庭消费中位数增速更是维持在9%以上。在剔除基数影响后，不同收入家庭消费增速仍保持高增势头，尤其是低收入家庭。

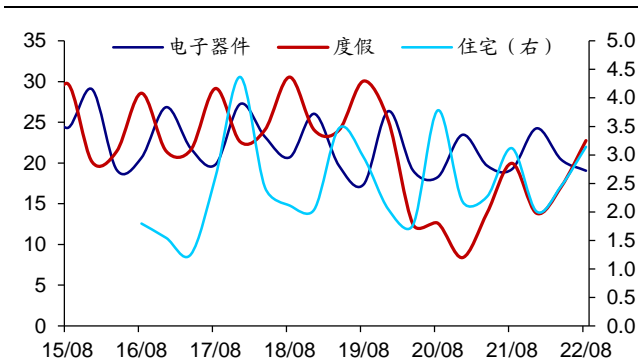
图4 美国不同收入家庭消费中位数增速维持高增长 (%)



资料来源: 纽约联储官网, 海通证券研究所, 注: 2021年后为年化平均增速。

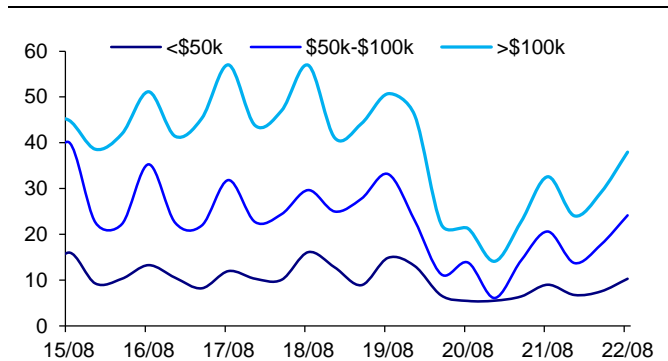
进一步来看，今年以来美国家庭在度假、住宅等领域消费明显增强，尤其是度假消费增速回升至22.8%，接近疫情前水平。在度假领域，高收入家庭消费增速显著高于中、低收入家庭，从4月的29.2%大幅回升至8月的38.0%；不过，中等收入家庭度假消费增速已经修复至疫情前水平。

图5 家庭主要消费类别增速 (%)



资料来源: 纽约联储官网, 海通证券研究所

图6 高收入家庭度假消费显著高增 (%)

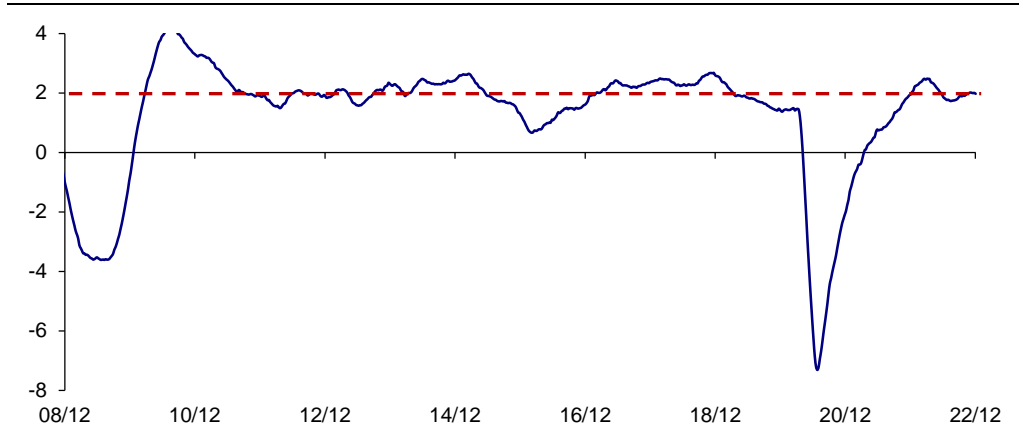


资料来源: 纽约联储官网, 海通证券研究所

强劲消费为经济提供了较大支撑。我们在之前的报告《美国经济分析和跟踪——

海通宏观分析框架第 6 讲》中指出，消费在美国经济中占主导地位，占经济总量的比重接近 7 成左右。考虑到美国消费一直不差，这为美国经济提供了较大的支撑。例如，截至 12 月 3 日，美国周度经济增速从高点回落，但持续维持在 2% 附近，好于疫情前水平。截至 12 月 9 日，美国亚特兰大联储模型测算显示，美国 4 季度经济环比折年率高达 3.2%，同样好于疫情前。

图7 美国周度经济指数 (%)



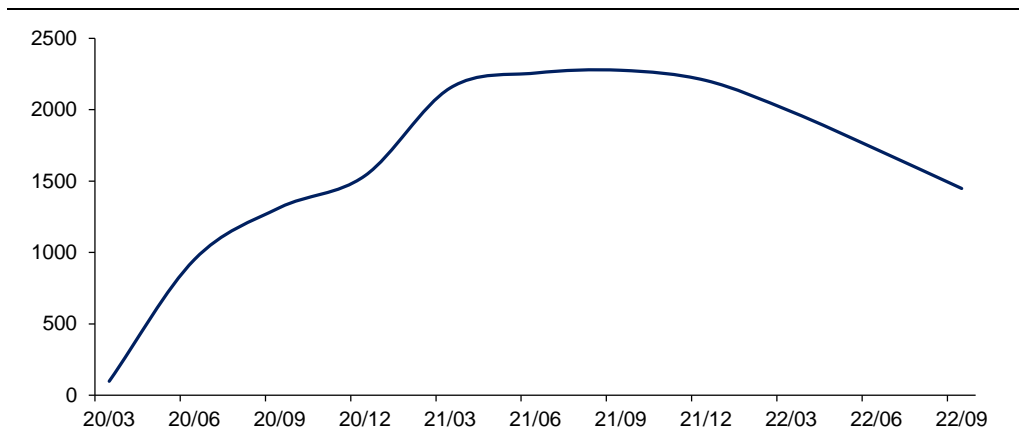
资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所，截至 12 月 3 日，注：2021 年后为年化平均增速。

2. 消费动力：超额储蓄+信贷

疫情冲击以来，美国居民消费一直表现强劲，从最初的商品消费到如今的服务消费。这很大程度上与美国居民积累了大量的超额储蓄有关，超额储蓄在一定程度上有助于居民在收入受损时平滑其消费支出。

根据我们测算，美国居民积累的超额储蓄在 2021 年 3 季度达到峰值，约 2.28 万亿美元。随后在财政支持减少以及支出增加的影响下，超额储蓄不断被消耗。截至 2022 年 3 季度，过去一年超额储蓄被消耗了 8600 多亿美元，占峰值规模的 38.1%；这也是消费能够平稳高增的关键。

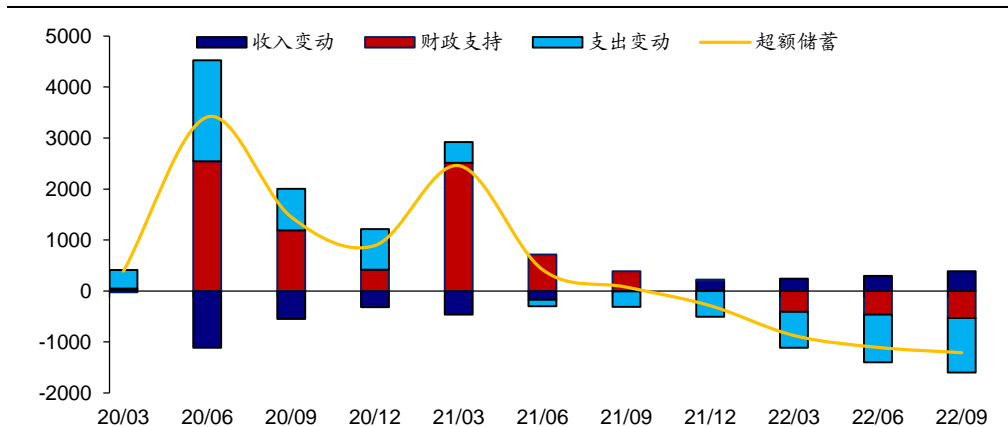
图8 美国家庭拥有的超额储蓄存量 (十亿美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所测算，注：超额储蓄=(可支配收入-其趋势值)-(总支出-其趋势值)

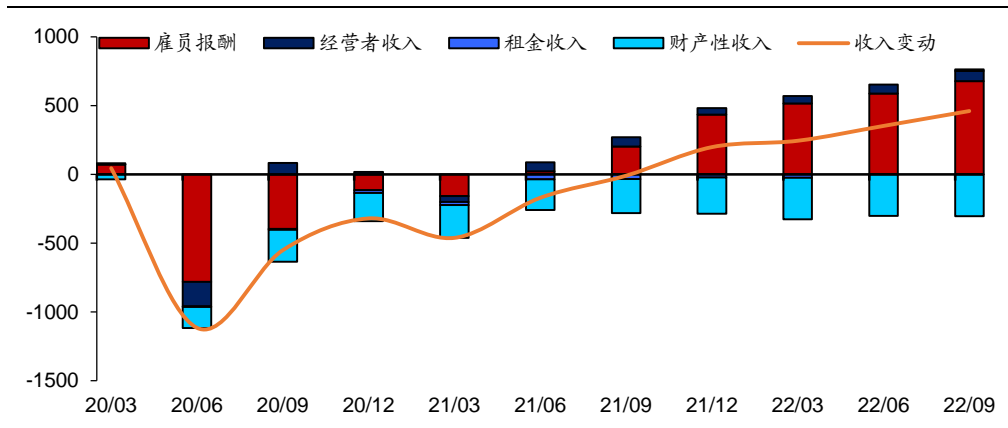
超额储蓄从何而来？根据储蓄的定义，我们可以从收入和支出两个角度去分析。考虑到疫情冲击以来，美国有过多次财政补贴措施，我们将收入的不同分项进行重新组合，将雇员收入、经营性收入、租金收入以及财产性收入（利息和股息）等划分为收入项，将转移支付收入、政府社会保险缴纳以及所得税等划分为财政支持项，其中政府的财政补贴主要体现在转移支付收入中。而支出项中则包括消费支出、利息支出以及转移支付。

根据我们测算，超额储蓄来源之一：财政支持。疫情初期，劳动力市场和金融市场遭受影响，居民薪酬大幅受损，收入变动对于超额储蓄是拖累项。而美国的多轮财政补贴，为居民贡献了大量的超额储蓄，主要体现在转移支付收入大增，尤其是 2020 年 2 季度和 2021 年 1 季度，超额储蓄流量均超过 2.5 万亿美元。随着财政补贴的逐步取消，财政支持对超额储蓄的贡献从今年 1 季度开始转负。2022 年 3 季度，财政支持对超额储蓄的贡献为-5000 多亿美元。

图9 美国居民超额储蓄各项贡献（流量，十亿美元）


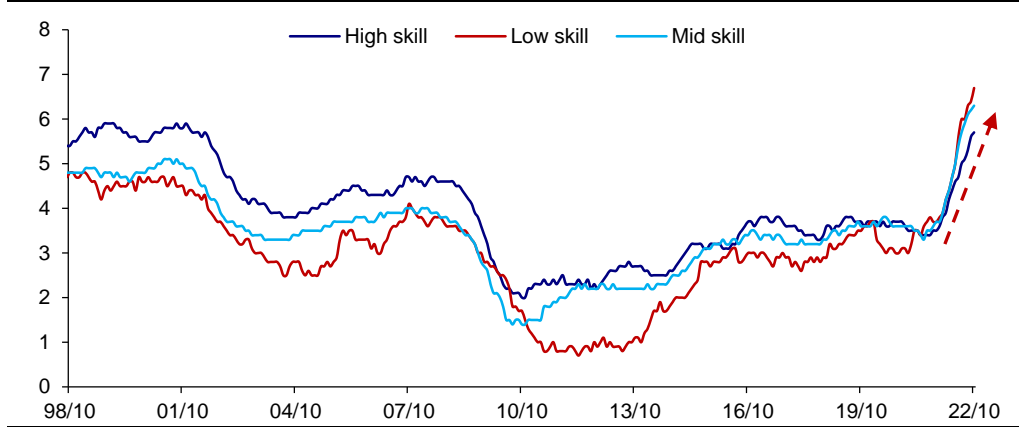
资料来源：Wind，海通证券研究所测算，注：收入变动与支出变动指的是收入和支出与趋势值的差值。

超额储蓄来源之二：工资高增。疫情初期，居民薪酬明显受损，尤其是低技能群体工资增速大幅放缓。自 2021 年下半年开始，居民工资增速大幅上行，尤其是低技能群体工资增速达到 98 年有数据以来新高，中、高技能群体工资增速也来到历史高位，这为居民超额储蓄提供了重要贡献。根据我们测算，从去年年底开始，收入变动对超额储蓄的贡献由负转正，也是唯一正贡献的，主要来自于雇员收入。2022 年 3 季度，收入变动对超额储蓄的贡献为 3800 多亿美元。

图10 美国居民收入变动各项贡献（流量，十亿美元）


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图11 美国不同技能职工的工资增速 (%)

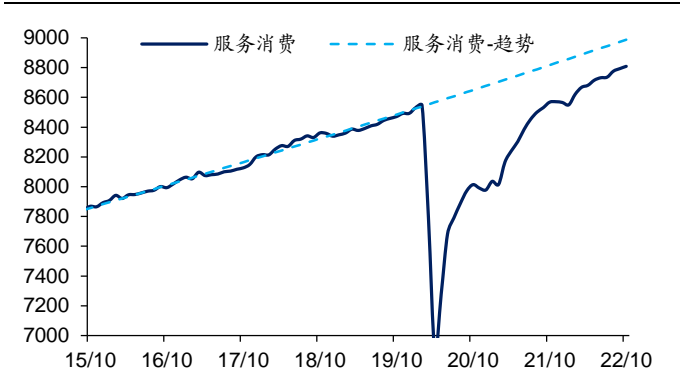


资料来源：亚特兰大联储官网，海通证券研究所

超额储蓄来源之三：少支出。从支出分项来看，主要包括消费支出、利息支出以及转移支付，其中转移支付变化不大，关键是消费支出与利息支出。疫情初期，受疫情防控措施影响，服务消费明显受限，尽管商品消费高增，但服务消费占总消费的比重接近 7 成，对消费的影响更大。**整体消费的减少在疫情初期为超额储蓄提供了较大的贡献**，尤其是 2020 年 2 季度消费支出减少为超额储蓄贡献了近 2 万亿美元。自去年 2 季度开始，消费支出明显增加，2022 年 3 季度消费支出较往年趋势多增了 1 万多亿美元，即开始消耗超额储蓄。

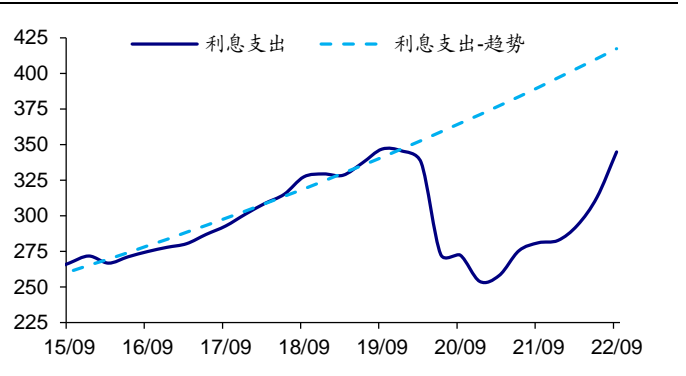
同时，受益于低利率环境、学生贷款延期以及相对更低的家庭债务等，美国居民利息支付也明显低于趋势值，对超额储蓄的积累也有一定贡献。

图12 美国居民实际服务消费仍有修复空间 (十亿美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

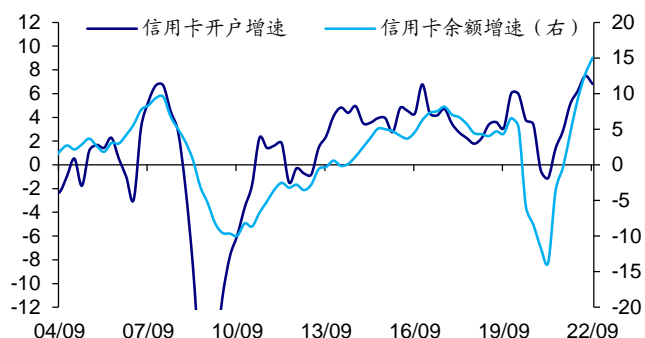
图13 美国居民利息支出明显低于趋势值 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

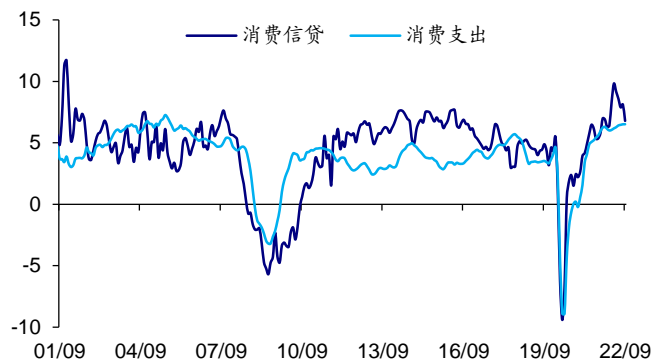
此外，除超额储蓄为美国居民提供了较大的消费支撑外，消费信贷也提供了较大的助力。截至 2022 年 3 季度，美国信用卡开户规模刷新 03 年有数据以来新高，开户速度也居于历史高位，仅次于 2 季度的 7.5%；信用卡余额增速也快速上升至新高的 15.1%。通常来说，消费信贷的大幅增长伴随着大量新增消费。

图14 美国信用卡开户增速与信用卡余额增速 (%)



资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

图15 美国消费信贷与消费支出增速趋势一致 (%)

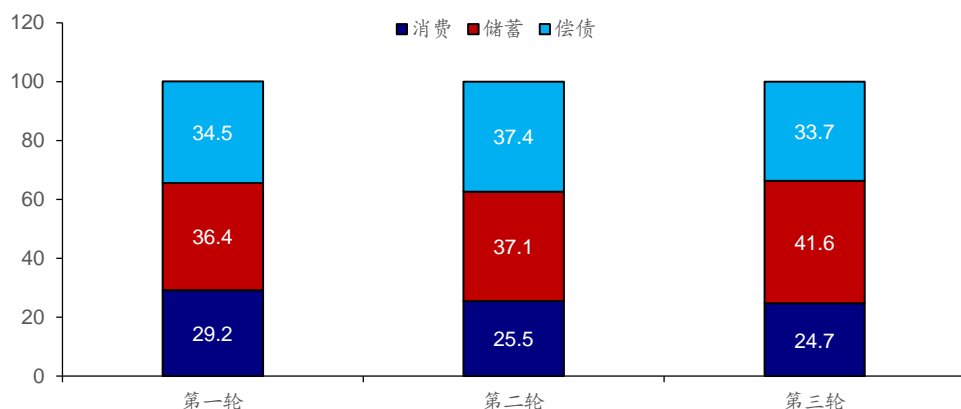


资料来源：Wind，海通证券研究所

而消费信贷的持续增长，一方面或与信用卡贷款是美国较为普遍的债务形式有关。根据纽约联储数据显示，美国有超 5 亿信用卡账户，1910 万人至少拥有一张信用卡，约一半的成年人至少拥有 2 张信用卡，13% 的人拥有 5 张以上。

另一方面，或与疫情初期财政补贴用于储蓄或偿还债务，优化了居民资产负债表有关。根据纽约联储数据显示，过去 3 轮财政补贴下，美国居民将补贴用于消费的比例从 29.2% 下降至 24.7%；用于储蓄的比例从 36.4% 上升至 41.6%；用于偿债的比例也平均在 35% 以上。例如，截至 2022 年 1 季度，美国居民杠杆率水平在 77% 左右，为近 10 年来低位。

图16 美国居民过去 3 轮财政补贴用途 (%)

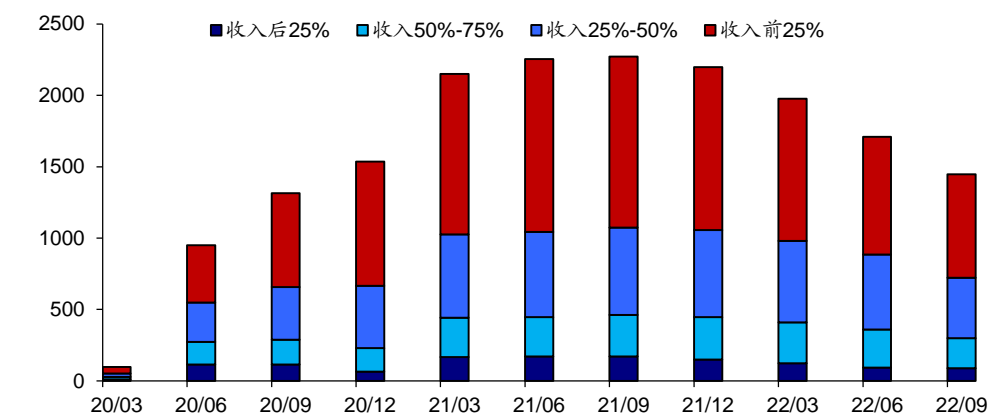


资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

3. 消费韧性：还能持续多久？

超额储蓄主要集中在高收入群体。通过美国纽约联储数据测算，美国居民超额储蓄主要集中在收入前 50% 的家庭，占比接近 8 成，尤其是收入前 25% 的家庭拥有 5 成左右的超额储蓄；而收入后 50% 的家庭仅拥有 2 成左右的超额储蓄。考虑到高收入群体边际消费倾向相对较低，这是否意味着未来消费支出或不及预期呢？

图17 美国居民超额储蓄在不同收入家庭的分布（十亿美元）

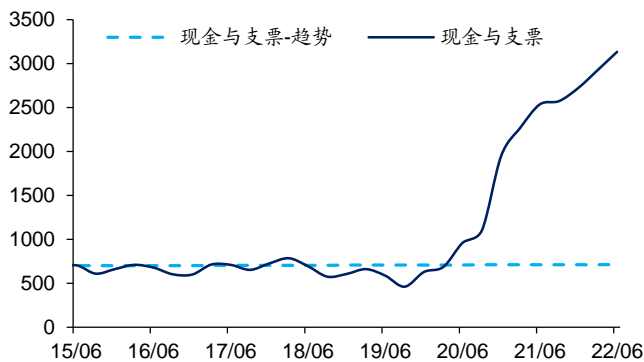


资料来源：Wind，纽约联储官网，海通证券研究所测算

对于高收入群体来说，超额储蓄的积累主要来源于消费支出的减少，尤其是疫情初期服务消费场景受限后的减少。当前，美国疫情防控在不断放松，服务消费场景的约束在不断减弱。加之，过去3年，高收入群体积累了大量的现金和支票存款等流动性资产，截至今年2季度，高收入群体现金和支票存款上行至3万多亿美元，约是2019年同期的5倍多。我们预计，高收入群体或仍有较强的消费意愿。

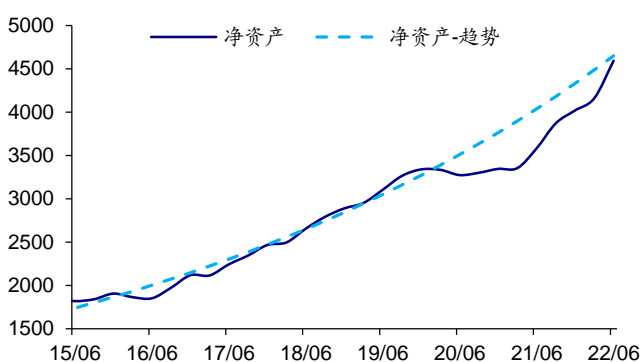
对于低收入群体来看，超额储蓄的积累主要来源于财政补贴，随着财政补贴取消，超额储蓄被大量消耗。不过，截至今年3季度，收入后50%的家庭仍有近3000亿美元的超额储蓄，也就意味着每户仍有约4500美元。加之，低收入群体家庭财富较2019年增加了1万多亿美元，回到了趋势增长路径，有助于为消费信贷提供保障。我们预计，低收入群体消费或仍有支撑。

图18 美国收入前20%家庭的现金与支票存款趋势（十亿美元）



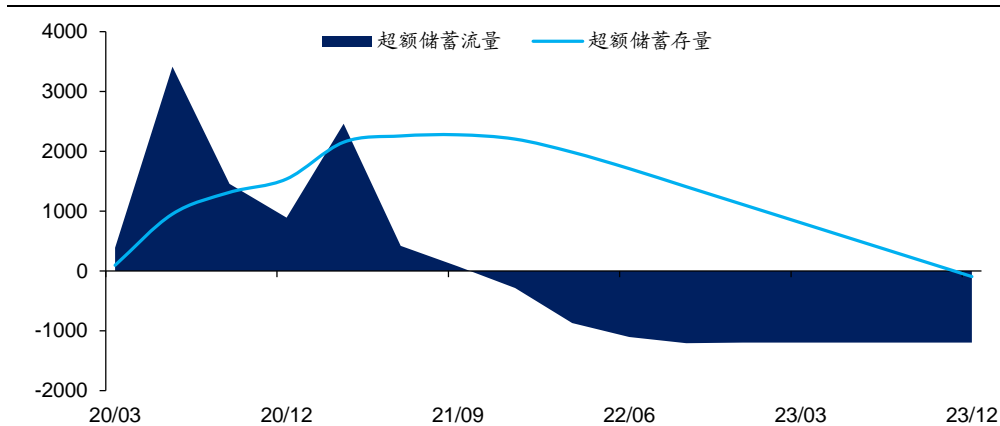
资料来源：美联储官网，海通证券研究所测算

图19 美国收入后20%家庭的净资产趋势（十亿美元）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所测算

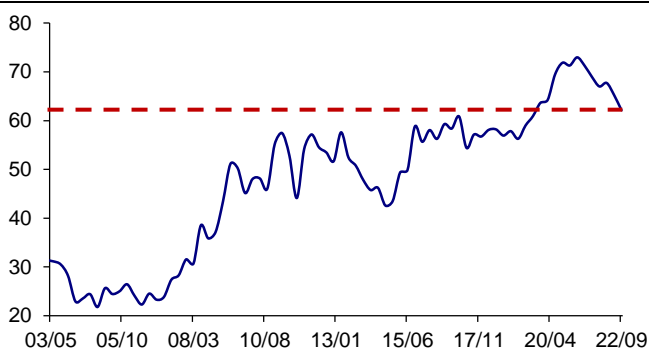
进一步来看，超额储蓄或能用到明年Q3或Q4。最近2个季度，美国收入增速放缓，而消费支出一直保持高增长，美国家庭平均以每个季度3000亿美元左右的速度在消耗超额储蓄。不过截至今年3季度，我们预计美国家庭仍有约1.4万亿美元的超额储蓄。若后续仍以此消耗速度来估算的话，美国居民超额储蓄大约能用到明年Q4。若收入增长进一步放缓，而消费支出仍保持高增长，那么超额储蓄可能在Q3附近耗尽。这就意味着，这一期间美国消费或仍有支撑，经济或仍有保障。

图20 美国居民超额储蓄变化（十亿美元）


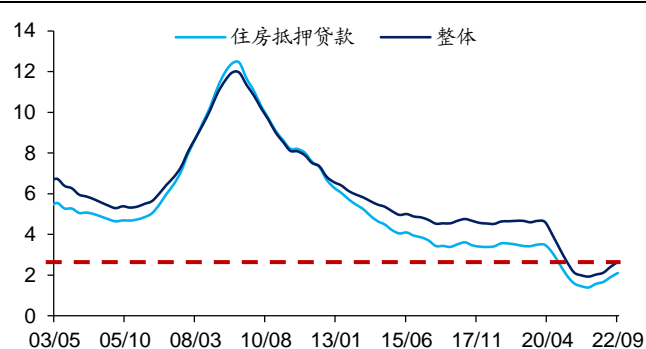
资料来源：美联储官网，海通证券研究所测算，2022年3季度后为预测值。

此外，居民信用风险仍低，尚不会造成明显约束。从住房抵押贷款来看，美国居民贷款中住房抵押贷款占比有7成左右，是信用风险的主要影响因素。虽然，在今年美联储持续加息影响下，美国抵押贷款利率持续升高，美国房地产市场持续降温。但当前美国居民住房抵押贷款中仍有6成以上是优质贷款，远高于08年金融危机时期的2成左右。

而且，美国居民贷款拖欠率虽有上行，仍处于相对低位。截至今年3季度，美国居民整体贷款拖欠率仅2.7%，住房抵押贷款拖欠率也仅2.1%。

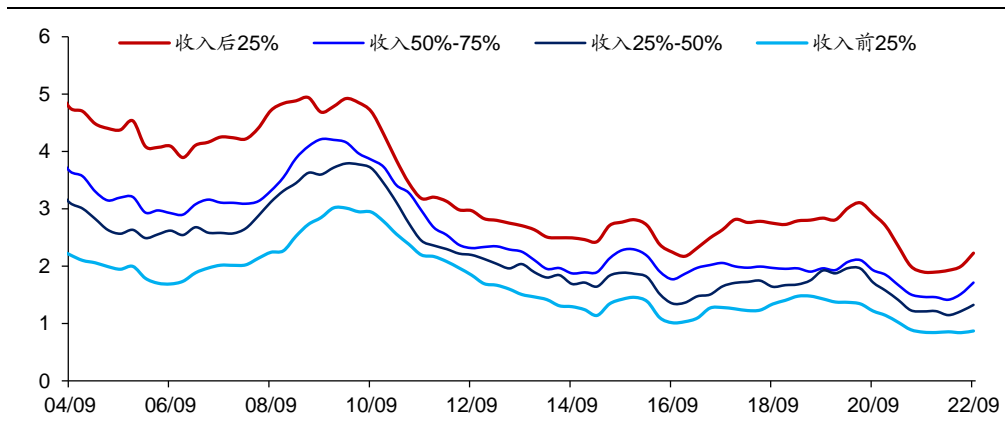
图21 美国居民抵押贷款中评分在760+的比重（%）


资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

图22 美国居民贷款拖欠率（%）


资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

从消费信贷来看，也是如此。尽管居民消费信贷拖欠率有所回升，尤其是低收入群体上升更为明显。但从绝对水平来看，拖欠率仍处于相对较低的水平。因而，我们认为美国居民信用风险仍低，即使是低收入群体也是如此，尚不构成对未来消费的明显约束。

图23 美国不同收入群体消费信贷拖欠率 (%)


资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

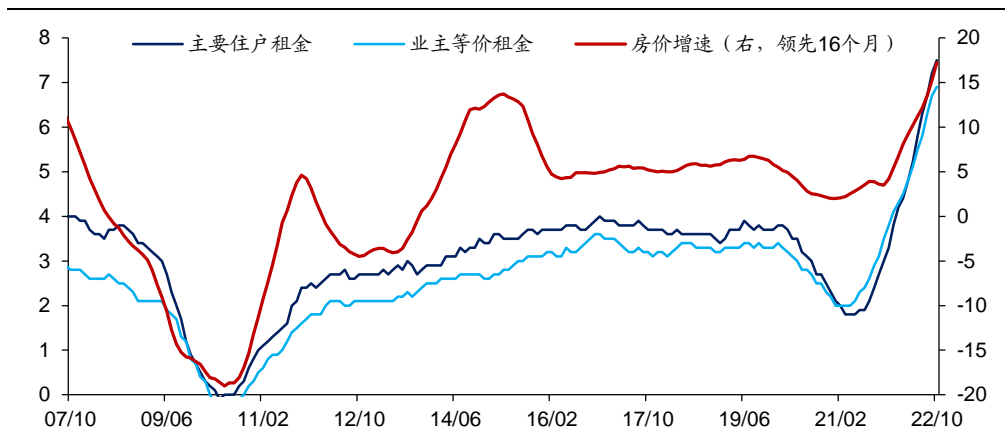
4. 美联储：应加息多少？

短期内，美联储加息节奏或不会轻易停止。在美国高通胀和高利率的影响下，经济实际量的增长势必会被压制，美国经济下行可能已经形成趋势。不过，我们前面已经指出经济可能会好于预期；加之美国失业率还处于历史低位，我们认为，美联储的核心目标仍是治理通胀。

从通胀角度来看，当前支撑美国核心通胀的关键仍是租金通胀，而根据房价增速的领先参考，美国租金通胀加速回落的时点或要到明年 Q2 或 Q3 季度。而且在美国消费仍有支撑的背景下，明年美国通胀或仍高于美联储 2% 的目标水平。

从就业角度来看，上周美联储主席鲍威尔提到关于就业的表态，认为合意的新增就业人数或在每个月 10 万人左右，合意的薪资增速或在 2% 左右。而当前 3 个月平均新增就业仍有 27 万人左右，薪资增速仍在 5% 左右的高位，与鲍威尔的合意水平仍有距离。（《合意就业水平：联储如何看？——2022 年 11 月美国非农数据点评》）

综合来看，我们认为，即使经济增速略有回落，美联储加息的步伐受到影响也不会太大，关键还是看美国的通胀何时能够趋势性回落。**不排除明年上半年美联储继续超预期加息的可能性。**

图24 房价指数同比领先租金价格同比 (%)


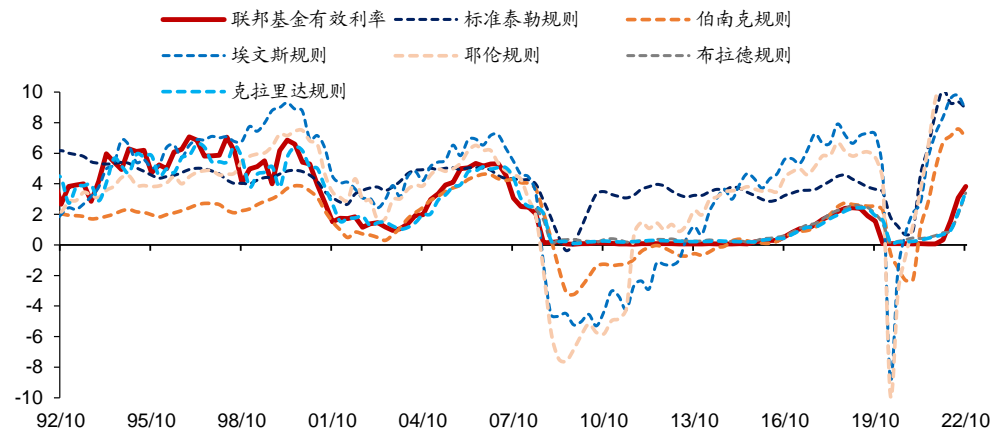
资料来源：Wind，海通证券研究所

从泰勒规则角度考虑，美联储应加息多少？1993 年约翰·泰勒在其论文中提出“泰勒规则”，将产出缺口（或就业缺口）变量和通胀缺口变量考虑在内。而就业和通胀就是美联储的双重使命。由于“泰勒规则”较为直观的形式以及较好的拟合效果，

逐步成为了分析或预测美联储利率调整的重要工具之一。

我们根据不同类型的泰勒规则测算，除布拉德规则和克拉里达规则下的预测值与当前联邦基金利率水平接近外，其他规则下的预测值，指向联邦基金利率应远高于当前的水平。当然这只是理论估算，美联储不会完全机械的遵循“泰勒规则”去调整货币政策。

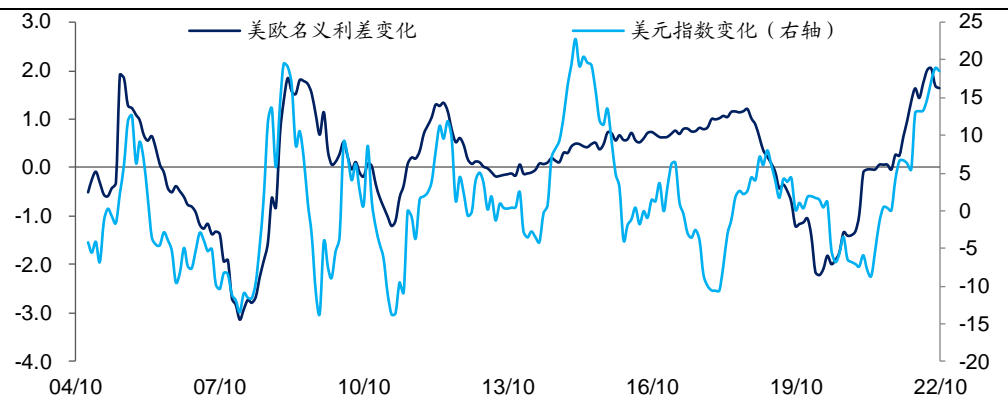
图25 美联储应加息多少？基于不同规则下的联邦基金利率测算（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

综合判断，我们预计 2023 年美国经济增长或延续下行，但仍有较大的韧性，下行速度较慢。再加上美国通胀降温速度偏慢，美联储或继续小幅加息、并维持利率在高位一段时间。美国通胀和美元流动性的拐点或在明年 Q2 或 Q3 季度，而且在明年下半年的概率较大。如果后续几个月内，美国通胀数据再度回升，美联储不排除加息再超预期的可能，美债利率或阶段性再度上行，美元指数或再度走高。但如果通胀数据快速回落，美元流动性拐点到来，全球资产的表现也会迎来趋势性的拐点。

图26 美欧利差与美元指数变化（6个月环比，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，美欧利差为 1 年期国债利率。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。