

海外宏观双周报

从消费和投资看美国后续增长动能

核心观点

什么在支撑美国的居民消费？：随着疫情缓解，工资增速持续上升，美国居民的借贷消费的意愿增强，资产负债表开始扩张。另一方面股价的涨跌对于美国居民的消费信心有着较大影响，当美股波动较大时，美国消费者信心大概率是下滑的。未来消费主要有以下几个风险点：其一，美国通胀尚未有明显缓解的迹象，油价和食品价格飙升带动居民生活成本的增加，将削弱对其他商品和服务的消费。其二，美联储加息一方面将持续增加美国居民的借贷成本，削弱居民信用消费的意愿；另一方面股市也将面临大幅调整，美国居民财富缩水使得消费者信心下滑。其三，美国居民工资增速近期有降温的迹象，若接下来工资增速大幅下降可能会影响银行对贷款人的信用评估，收紧授信额度。

房价坚挺，住房需求明显降温：受疫情大流行影响，2020-2021年美国居民的实际住房需求上升，我们认为过去两年美国居民因疫情爆发催生的实际住房需求带动了房地产市场的繁荣。今年以来，美国新建住房销售与成屋销售环比下滑明显，一方面，随着疫苗接种率的提高，新冠特效药的研制，疫情已不再是美国社会的主要矛盾，由疫情带动的购房需求大幅下降；另一方面，通胀爆表强化了市场的加息预期，推动美国抵押贷款利率的走高，极大增加了美国居民的购房成本；此外，美国房价持续维持高位，目前尚未有降温的迹象，削弱了美国居民的购房意愿。由于目前美国通胀尚未有明显缓解的迹象，美联储紧缩将持续推动美国抵押贷款利率的上行。叠加美国房价依旧维持高位，接下来美国居民购房需求将持续减弱。

企业资本开支能否成为新的增长点：美国目前企业投资增速虽较2021年的高点有所下滑，但仍高于疫情前的水平，同时产能利用率的持续上升也表示美国企业投资扩产的内在需求较强。另一个支撑美国企业资本开支的关键点在于企业盈利的增加。尽管由于基数原因美国企业利润同比增速于2021年高位回落，但目前仍处于历史较高水平。美国企业资本开支仍受到诸多不利因素的限制。一方面，俄乌局势动荡可能会再次推高能源和原材料价格，推高企业生产成本，侵蚀企业盈利；另一方面，高企且顽固的通胀将持续增加消费者生活成本，叠加美联储紧缩，下游需求预计会大幅减弱。另外，美国就业缺口仍处于高位，劳动力短缺可能会限制企业追加资本投资。

美联储官员发言与市场加息预期跟踪：近两周美联储官员的公开发言整体偏鹰，大部分官员认为目前通胀没有明显降温、经济衰退的可能性不高，支持美联储尽快加息至中性利率。个别官员则认为国内外经济政治等因素的不确定对美国的影响较大，支持9月后视经济情况灵活加息。根据CME反映的市场加息预期来看，5月美国通胀报表大幅强化了市场的加息预期，截至6月14日，联邦利率期货反映的市场预计6月一次加息75bp的概率升至95.1%，7月加息75bp的概率升值79.7%，全年最有可能加息375bp。

风险提示：海外疫情再度爆发对经济影响程度超预期、全球大宗商品价格再迎上涨、极端气候对全球供应链造成冲击。

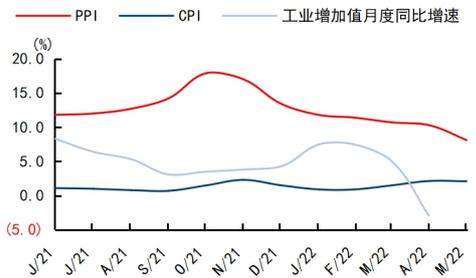
经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志 **联系人：王艺熹**
 021-60933158 021-60893204
 dongdz@guosen.com.cn wangyixi@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	6.80
社零总额当月同比	-11.10
出口当月同比	16.90
M2	11.10

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-5月国内进出口与融资总量数据较4月明显好转》——2022-06-13
- 《宏观经济宏观周报-5月PMI显示国内经济动能开始向上修复》——2022-06-07
- 《宏观经济宏观周报-北京疫情管控叠加库存累积暂时抑制国内经济复苏》——2022-05-30
- 《海外宏观双周报-美国通胀何时见顶？》——2022-05-24
- 《宏观经济宏观周报-五年期以上LPR调降或源于长期贷款供给意愿明显增加》——2022-05-23

内容目录

从消费和投资看美国后续增长动能	4
什么在支撑美国的居民消费?	4
房价坚挺, 住房需求明显降温.....	6
企业资本开支能否成为新的增长点.....	6
美联储官员发言与市场加息预期跟踪	7
上两周主要资产走势概览	8
美股.....	8
美债.....	9
伦敦金和美元指数.....	10
布伦特原油和伦敦铜.....	10
免责声明	12

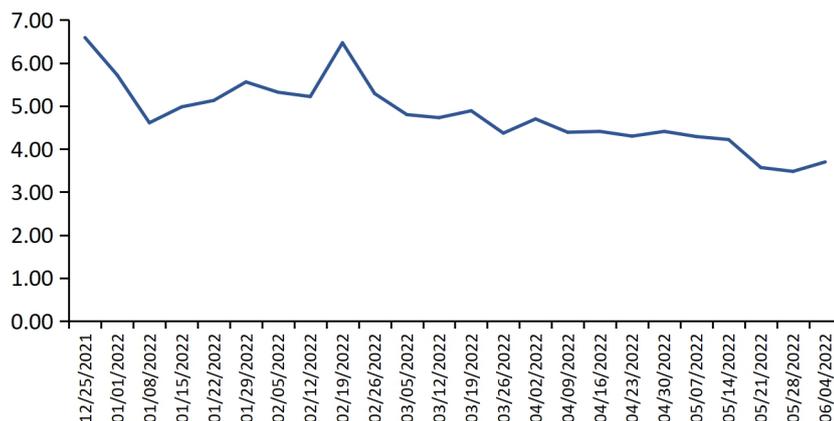
图表目录

图 1: 美联储每周经济指标今年来逐步下滑 (%)	4
图 2: 美国消费同比增速 (%)	4
图 3: 美国汽车库存持续下滑 (%)	4
图 4: 美国个人储蓄率和消费循环信贷增速 (%)	5
图 5: 美国非农时薪增速 (%)	5
图 6: 美国居民股票资产占全部资产比例.....	5
图 7: 美国居民资产结构.....	5
图 8: 密歇根大学消费者信心指数与标普 500 波动率负相关.....	6
图 9: 美国房地产投资增速 (%)	6
图 10: 美国房价指数 (%)	6
图 11: 美国房屋和出租空置率 (%)	7
图 12: 美国房地产销售增速 (%)	7
图 13: 美国成屋库存 (万套)	6
图 14: 美国非住宅投资同比增速 (%)	6
图 15: 美国全部工业部门产能利用率 (%)	6
图 16: 美国经存货计价和资本消耗调整的企业利润同比增速 (%)	7
图 17: 市场预期接下来三个月加息概率.....	8
图 18: 市场预期 2022 年内加息幅度概率.....	8
图 19: 标普 500 指数 (截至 2022-6-13)	9
图 20: 道琼斯工业指数 (截至 2022-6-13)	9
图 21: 纳斯达克指数 (截至 2022-6-13)	9
图 22: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-13)	10
图 23: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-13)	10
图 24: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-6-13)	10
图 25: 美元指数 (截至 2022-6-13)	10
图 26: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-6-13)	11
图 27: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-6-13)	11
表 1: 近期美联储官员公开发言 (*为 2022 年票委)	8

从消费和投资看美国后续增长动能

美国 5 月 CPI 同比再创历史新高，极大强化了市场对美联储的加息预期，同时也引起了市场对美国经济陷入衰退的担忧。纽约联储每周更新的经济指标（WEI）今年以来持续下滑，表现美国经济出现放缓的迹象。本文将从消费和投资两个维度对今年美国经济动能进行研究。

图1：美联储每周经济指标今年来逐步下滑（%）



资料来源：纽约联储，国信证券经济研究所整理

什么在支撑美国的居民消费？

耐用品消费下滑，服务消费持续改善。今年以来美国居民的消费结构略有变化，耐用品消费增速今年以来持续下滑，服务消费和非耐用品消费保持温和增长。我们认为耐用品消费增速的回落一方面受去年同期高基数的影响，另一方面，由于芯片短缺，汽车库存处于历史低位，汽车消费增速的下滑拖累了耐用品消费增速。目前来看，随着美国社会活动正常化，消费需求的动能依旧充足。

图2：美国消费同比增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国汽车库存持续下滑（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美国居民信用扩张接棒储蓄对消费形成支撑。美国居民储蓄率自 2021 年开始持续回落，目前已下降超过疫情前的水平。而包含了消费贷、车贷和学生贷款的居民消费循环信贷增速持续恢复，表现随着疫情缓解，工资增速持续上升，美国居民的借贷消费的意愿增强，资产负债表开始扩张。

图4：美国个人储蓄率和消费循环信贷增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

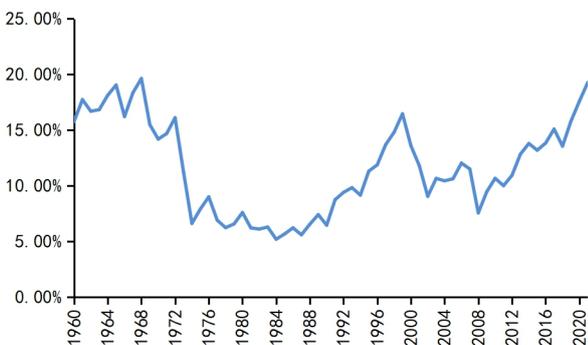
图5：美国非农时薪增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

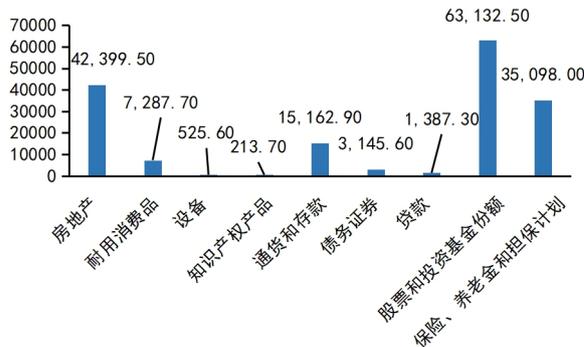
美国消费者信心与股价关联度较高。可以看到，自 2008 年以来，美国居民股票资产占比持续上升，2021 年已上升至 19% 的历史高位，且股票和投资基金规模远远领先于其他居民资产，我们认为股价的涨跌对于美国居民的消费信心有着较大影响。比较美国消费者信心指数和标普 500 波动率可以发现，当美股波动较大时，美国消费者信心大概率是下滑的。

图6：美国居民股票资产占全部资产比例



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：美国居民资产结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 密歇根大学消费者信心指数与标普 500 波动率负相关



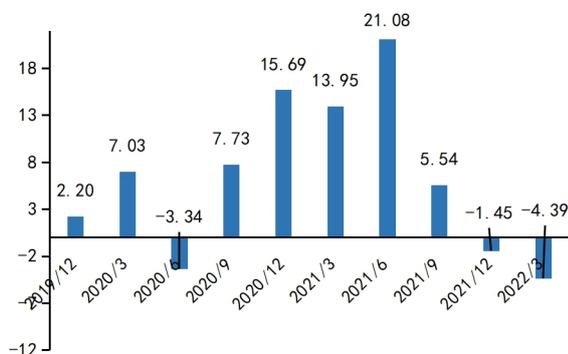
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

未来消费能否维持强劲增长仍存在不确定性, 主要有以下几个风险点: 其一, 美国通胀尚未有明显缓解的迹象, 油价和食品价格飙升带动居民生活成本的增加, 将削弱对其他商品和服务的消费。其二, 美联储加息一方面将持续增加美国居民的借贷成本, 削弱居民信用消费的意愿; 另一方面股市也将面临大幅调整, 美国居民财富缩水使得消费者信心下滑。其三, 美国居民工资增速近期有降温的迹象, 若接下来工资增速大幅下降可能会影响银行对贷款人的信用评估, 收紧授信额度。

房价坚挺, 住房需求明显降温

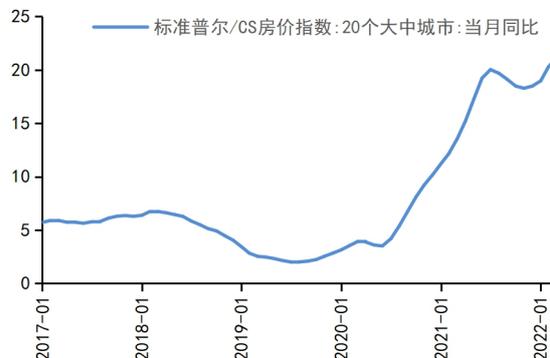
受疫情大流行影响, 2020-2021 年美国居民的实际住房需求上升。可以看到, 从 2020 年三季度开始, 美国房地产投资增速与房价增速均保持在高位。一般来说, 房地产市场的繁荣主要受实际住房需求和投资性需求拉动, 由于 2020 年以来美国房屋空置率和出租空置率尚未有大幅攀升, 我们认为过去两年美国居民因疫情爆发催生的实际住房需求带动了房地产市场的繁荣。

图9: 美国房地产投资增速 (%)



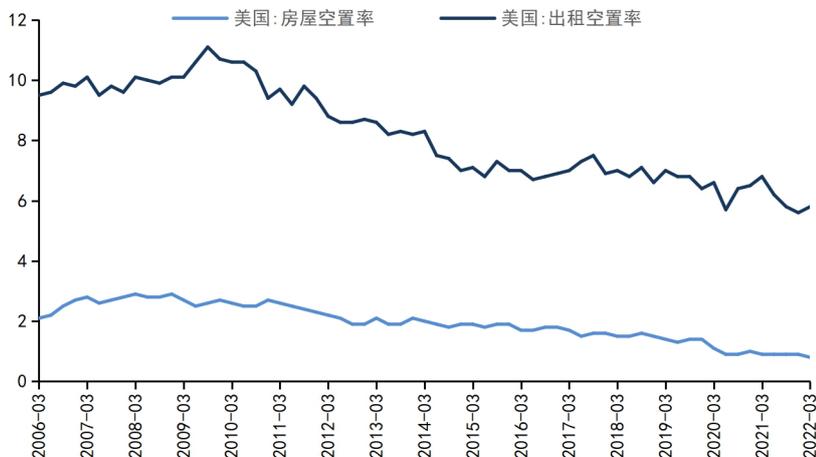
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 美国房价指数 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

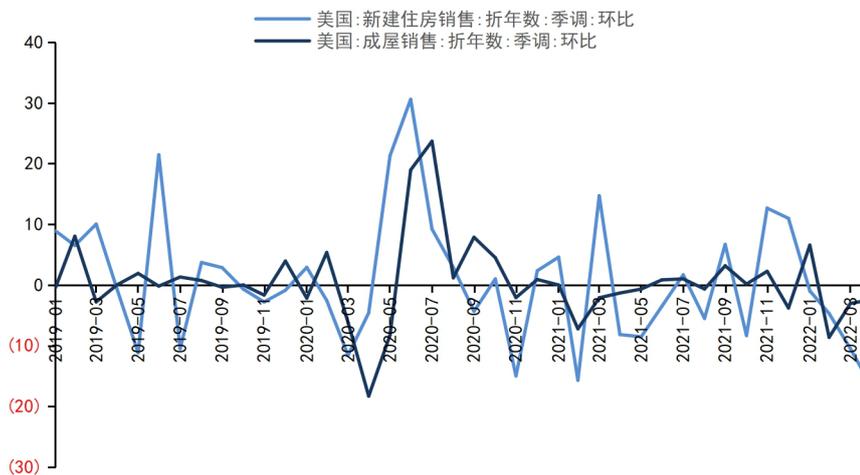
图11: 美国房屋和出租空置率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产销售低迷，购房需求大幅降温。今年以来，美国新建住房销售与成屋销售环比下滑明显。其中，新建住房销售环比已连续4个月为负值，并且还有继续下探的迹象。我们认为，一方面，随着疫苗接种率的提高，新冠特效药的研制，疫情已不再是美国社会的主要矛盾，由疫情带动的购房需求大幅下降。另一方面，通胀爆表强化了市场的加息预期，推动美国抵押贷款利率的走高，极大增加了美国居民的购房成本。此外，美国房价持续维持高位，目前尚未有降温的迹象，削弱了美国居民的购房意愿。

图12: 美国房地产销售增速 (%)

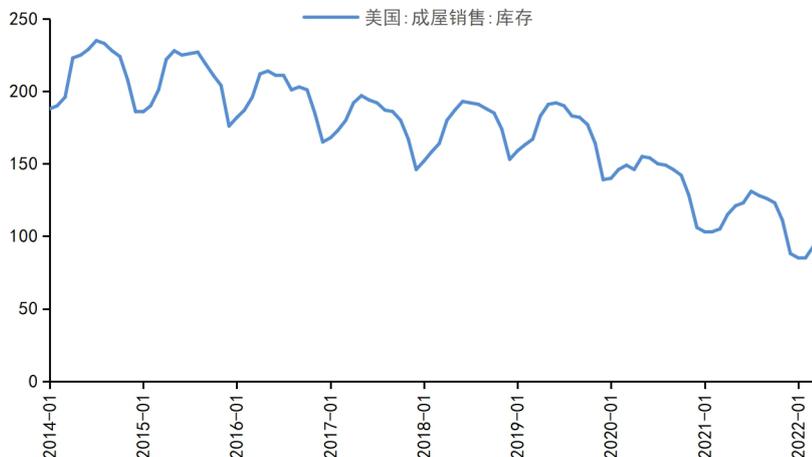


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产库存仍处低位，美国房价将维持高位一段时间。我们认为支撑美国房价的主要因素是房地产库存短缺。过去两年面对住房需求的大幅扩张，疫情爆发叠加供应链瓶颈，美国住房供应跟不上需求，成屋库存持续收缩。未来随着购房需求

减弱，成屋库存回补，美国房价将会逐渐下降，但短期内仍会在高位保持一段时间。

图 13: 美国成屋库存（万套）



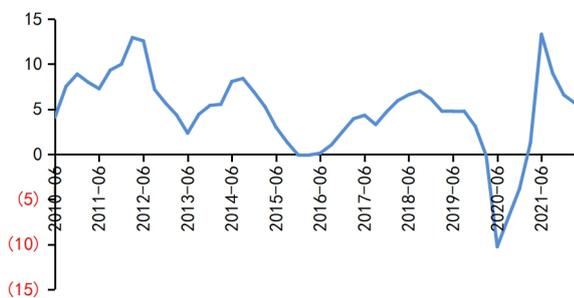
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总体来看，由于目前美国通胀尚未有明显缓解的迹象，美联储紧缩将持续推动美国抵押贷款利率的上行。叠加美国房价依旧维持高位，我们认为接下来美国居民购房需求将持续减弱。

企业资本开支能否成为新的增长点

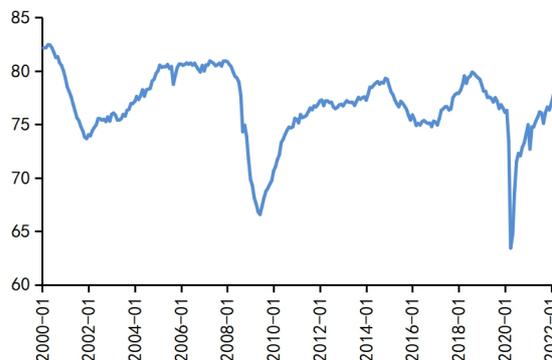
一般来说，影响企业资本开支的主要因素包括企业投资意愿和资金来源。企业投资意愿的变化主要取决于目前的产能是否匹配未来的需求；资金来源包括企业内部融资（企业利润）和外部融资（信贷、债券、股权）。美国目前企业投资增速虽较 2021 年的高点有所下滑，但仍高于疫情前的水平，同时产能利用率的持续上升也表示美国企业投资扩产的内在需求较强。

图 14: 美国非住宅投资同比增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

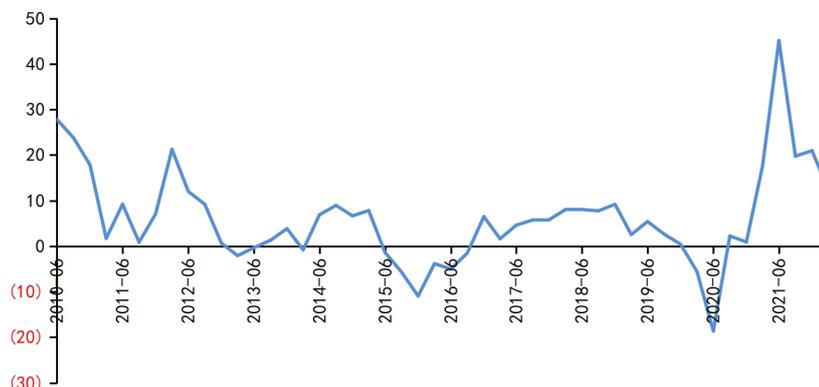
图 15: 美国全部工业部门产能利用率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

另一个支撑美国企业资本开支的关键点在于企业盈利的增加。尽管由于基数原因美国企业利润同比增速于 2021 年高位回落，但目前仍处于历史较高水平。

图 16: 美国经存货计价和资本消耗调整的企业利润同比增速 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

但同时, 美国企业资本开支仍受到诸多不利因素的限制。一方面, 俄乌局势动荡可能会再次推高能源和原材料价格, 推高企业生产成本, 侵蚀企业盈利; 另一方面, 高企且顽固的通胀将持续增加消费者生活成本, 叠加美联储紧缩, 下游需求预计会大幅减弱。另外, 美国就业缺口仍处于高位, 劳动力短缺可能会限制企业追加资本投资。

总体来看, 目前美国房地产投资低迷, 消费和企业资本开支依旧对经济有着正向的拉动作用。但物价飙升和美联储紧缩会对需求端形成较大的冲击, 未来美国经济将存在较大不确定性。

美联储官员发言与市场加息预期跟踪

近两周美联储官员的公开发言整体偏鹰, 大部分官员认为目前通胀没有明显降温、经济衰退的可能性不高, 支持美联储尽快加息至中性利率。个别官员则认为国内外经济政治等因素的不确定对美国经济的影响较大, 支持 9 月后视经济情况灵活加息。

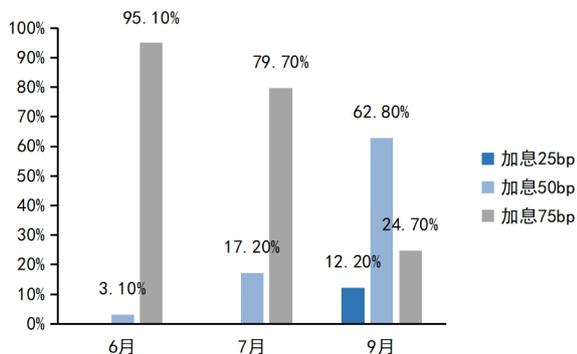
表1: 近期美联储官员公开发言 (*为 2022 年票委)

姓名	职位	发言日期	发言内容
Loretta J. Mester	克利夫兰联储行长*	6月3日	支持6月和7月各加息50bp, 9月之后的加息幅度将视通胀情况选择加快或放缓。
Lael Brainard	美联储理事*	6月2日	抗通胀依旧是美联储的首要任务, 由于经济数据尚未表现通胀开始持续缓解, 美联储不太可能在短期内暂停加息。
Thomas Barkin	里士满联储行长	6月2日	经济数据和高管行为均未反映美国经济进入衰退。
Raphael Bostic	亚特兰大联储行长	6月1日	之前建议9月暂停加息的观点不应被解读为“FedPut”, 市场不应该认为美联储会出手救市。
Mary C. Daly	旧金山联储行长	6月1日	支持6月和7月各加息50bp, 除非通胀有明显缓解的迹象, 否则将持续加息至中性利率。
James Bullard	圣路易斯联储行长*	6月1日	支持6月和7月各加息50bp, 支持利率快速达到中性水平; 如果通胀达到目标水平, 利率可能会在明后两年下调。
Christopher J. Waller	美联储理事*	5月30日	预计年内接下来几次会议均会加息, 支持加息至超过中性利率来对抗通胀。
Raphael Bostic	亚特兰大联储行长	5月24日	支持货币政策迅速回归中性以对抗通胀, 但由于疫情、俄乌战争、供应链问题对经济存在不确定的影响, 需要谨慎收缩货币政策。
Esther L. George	堪萨斯城联储行长*	5月23日	预计美联储将在8月前将目标利率提高至2%左右, 进一步的行动取决于供需对通胀的影响。

资料来源: FED 官网、国信证券经济研究所整理

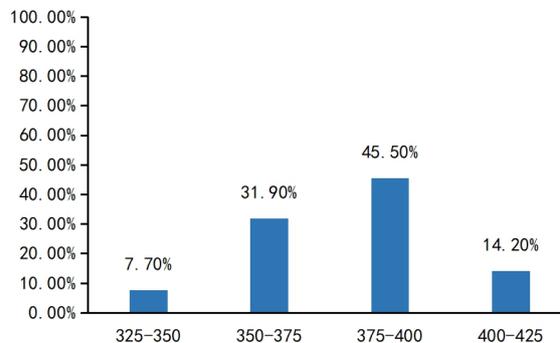
根据 CME 反映的市场加息预期来看, 5 月美国通胀报表大幅强化了市场的加息预期, 截至 6 月 14 日, 联邦利率期货反映的市场预计 6 月一次加息 75bp 的概率升至 95.1%, 7 月加息 75bp 的概率升值 79.7%, 全年最有可能加息 375bp。

图 17: 市场预计接下来三个月加息概率



资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

图 18: 市场预计 2022 年内加息幅度概率



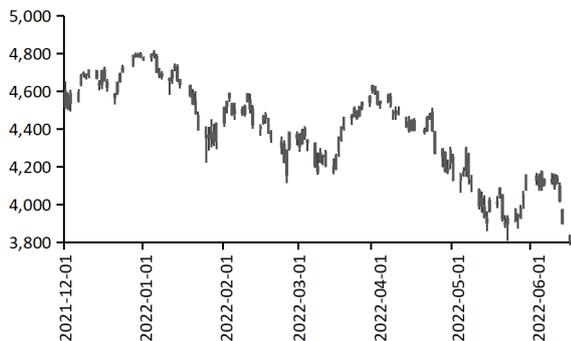
资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

上两周主要资产走势概览

美股

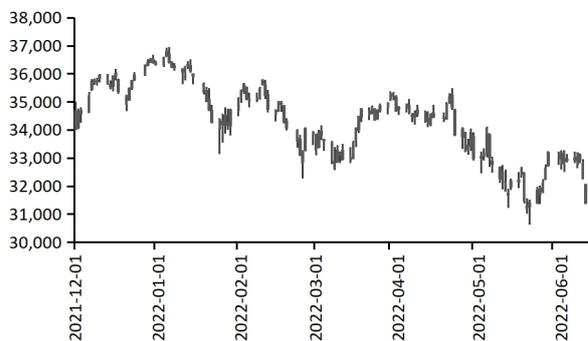
在过去的两周内, 由于美联储释放较多鹰派信息, 美股跌幅较大。截至 6 月 13 日收盘, 道琼斯工业指数报 30516.74 点, 近两周下跌 2696.22 点, 跌幅为 8.84%。标普 500 指数收报 3749.63 点, 近一个月下跌 408.61 点, 跌幅为 10.90%。

图19: 标普 500 指数 (截至 2022-6-13)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

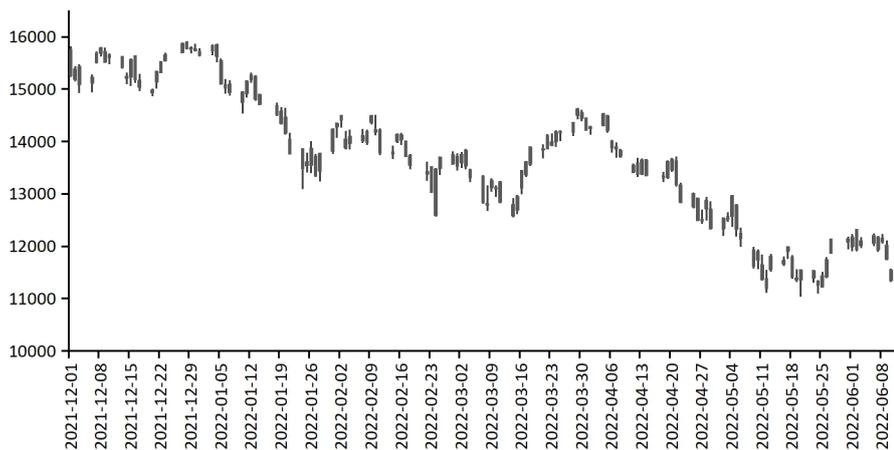
图20: 道琼斯工业指数 (截至 2022-6-13)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

纳斯达克指数截至 6 月 13 日收盘报 10809.23 点, 近两周下跌 1321.9 点, 跌幅为 12.23%。

图21: 纳斯达克指数 (截至 2022-6-13)

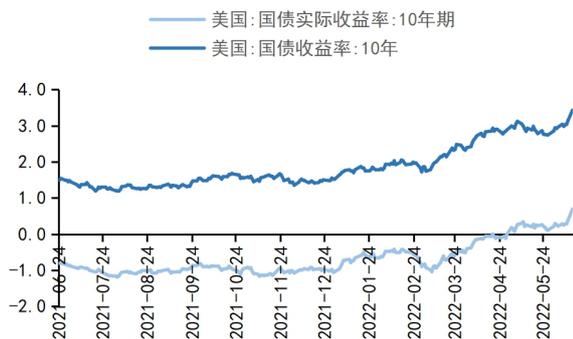


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美债

近两周 2 年期和 10 年期国债收益率加速上行。截至 6 月 13 日, 美国 10 年期国债利率报 3.43%, 近两周以来上行 69bp, 10 年期国债实际利率上行 58bp 至 0.69%; 2 年期国债利率报 3.4%, 近两周以来上行 93bp。

图22: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-13)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-13)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伦敦金和美元指数

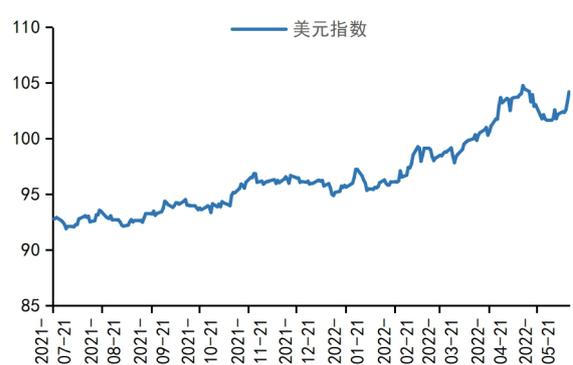
近两周伦敦金价下跌, 美元指数走强。截至 6 月 13 日, 伦敦金价报 1819.13 美元/盎司, 近两周共下跌 33.7 美元/盎司, 跌幅 1.82%。美元指数报 105.22 点, 近两周共上涨 3.58 个点。

图24: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-6-13)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图25: 美元指数 (截至 2022-6-13)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布伦特原油和伦敦铜

近两周布伦特原油价格略有上涨, 截至 6 月 13 日, 布伦特原油价格报 122.27 美元/桶, 两周以来共上涨 2.84 美元/桶, 涨幅为 2.38%。

近一个月伦敦铜价走势震荡下跌, 截至 6 月 13 日, 伦敦铜价报 9285.5 美元/吨, 近两周以来共下跌 168 美元, 跌幅为 1.78%。

图26: 布油价格走势（美元/桶）（截至 2022-6-13）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图27: 伦铜价格走势（美元/吨）（截至 2022-6-13）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032