

加息以来美国经济变化及其展望 ——专题报告

报告发布日期2023-3-3

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

CONTENTS 目录

01

高利率、油价、工资等制约消费反弹

02

私人投资同比持续下滑，未来不乐观

03

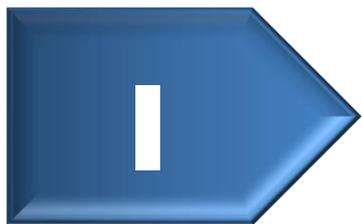
外贸对经济贡献逐步转负

04

政府部门稳增长或受债务上限影响

05

美国经济展望与风险提示



**高利率、油价、工资等制约
消费反弹**



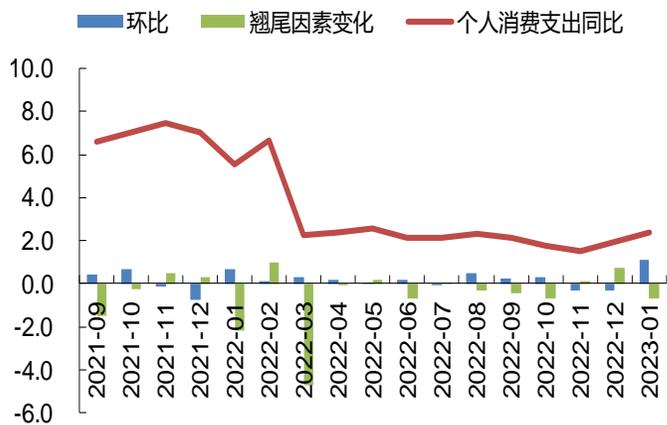
1.1 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限



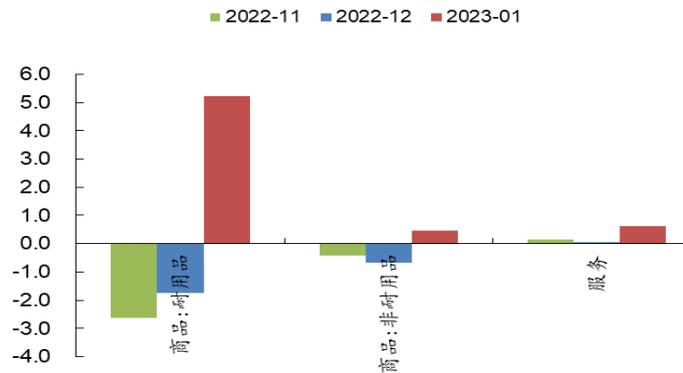
■ 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限

- 个人消费支出低位反弹, 有基数的原因, 也有耐用品和服务项的涨价因素;

个人消费支出



消费支出细分环比





1.1 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限



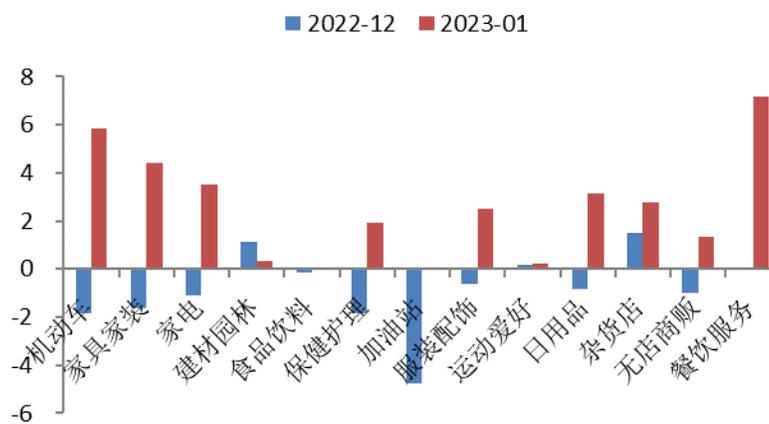
■ 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限

- 个人消费支出低位反弹, 有基数的原因, 也有耐用品和服务项的涨价因素;
- 社零也低位反弹, 同样基数起到较大作用, 餐饮服务涨价明显, 商品中耐用品也涨价;

社零



社零细分环比





1.1 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限

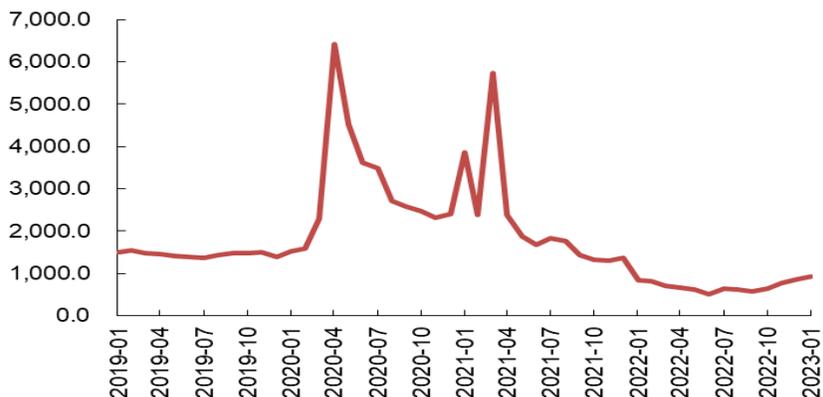


■ 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限

- 个人消费支出低位反弹, 有基数的原因, 也有耐用品和服务项的涨价因素;
- 社零也低位反弹, 同样基数起到较大作用, 餐饮服务涨价明显, 商品中耐用品也涨价;
- 储蓄提升, 带动消费信心触底反弹, 但仍然较低;

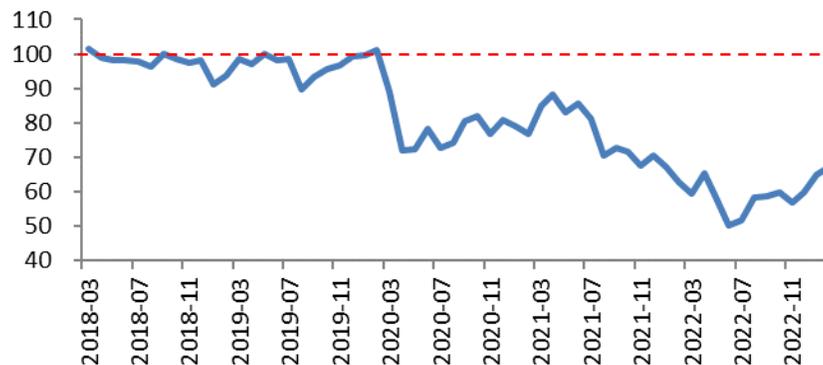
储蓄水平反弹

— 美国:个人储蓄存款总额:季调:折年数



消费信心指数

— 美国:密歇根大学消费者信心指数





1.1 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限

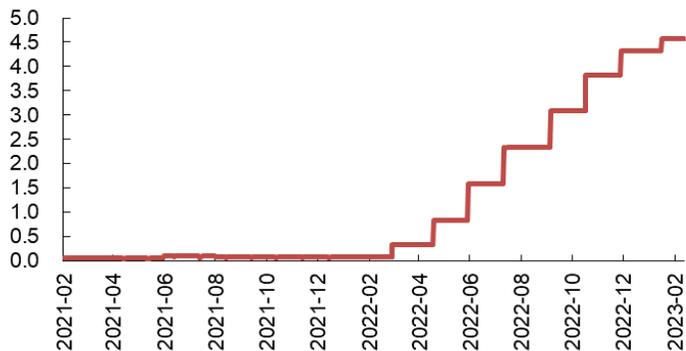


■ 美国消费低位反弹, 高利率背景下反弹力度有限

- 个人消费支出低位反弹, 有基数的原因, 也有耐用品和服务项的涨价因素;
- 社零也低位反弹, 同样基数起到较大作用, 餐饮服务涨价明显, 商品中耐用品也涨价;
- 储蓄提升, 带动消费信心触底反弹, 但仍然较低;
- 2022年不断提高的利率导致消费信贷持续走弱, 仍未有好转;

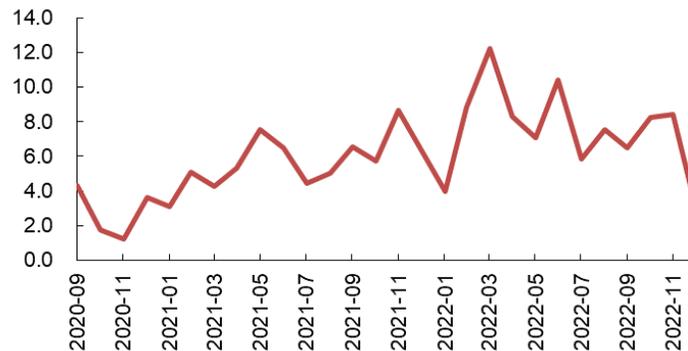
美国利率水平

— 美国:联邦基金利率(日)



消费信贷

— 美国:消费信贷总计:折年率:季调





1.2 汽油价格扰动，美国通胀下跌进程放缓不具可持续性



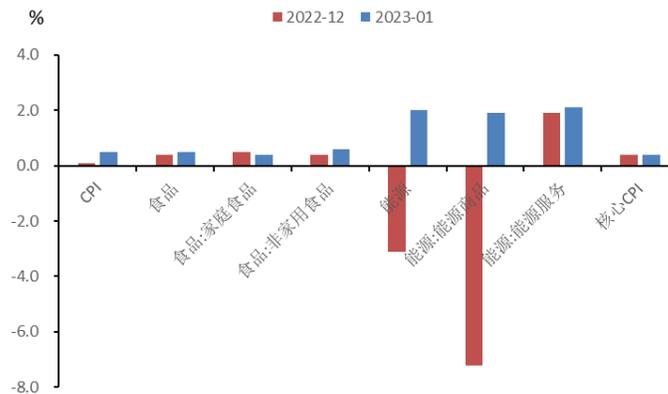
■ 汽油价格扰动，美国通胀下跌进程放缓，不具有可持续性

- 消费价格持续下滑，2023年初幅度放缓，能源商品由跌转涨是重要因素；

美国CPI



CPI环比细分



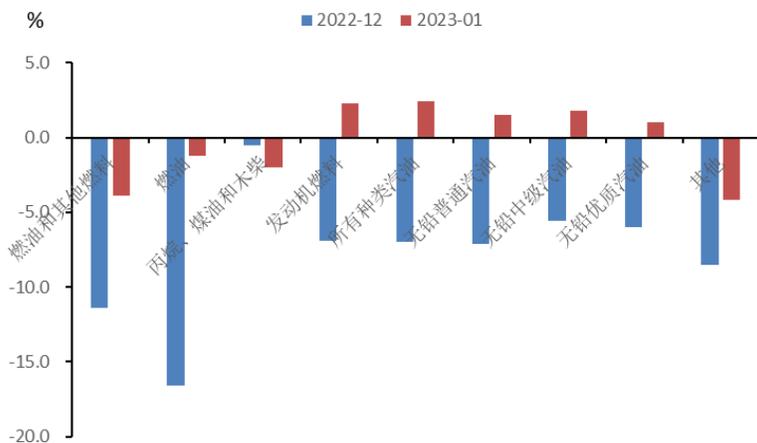


1.2 汽油价格扰动，美国通胀下跌进程放缓不具可持续性

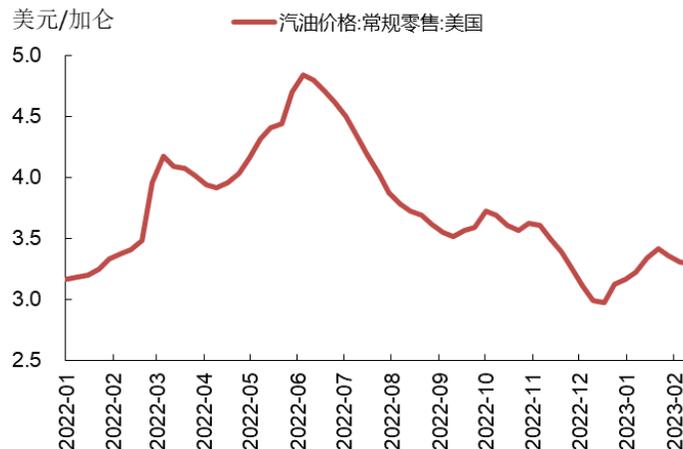


- 汽油价格扰动，美国通胀下跌进程放缓，不具有可持续性
 - 消费价格持续下滑，2023年初幅度放缓，能源商品由跌转涨是重要因素；
 - 其他燃油仍然下跌，主要是汽油价格由跌转涨，但是汽油价格2月再次下跌；

能源商品细分



美国汽油零售价格





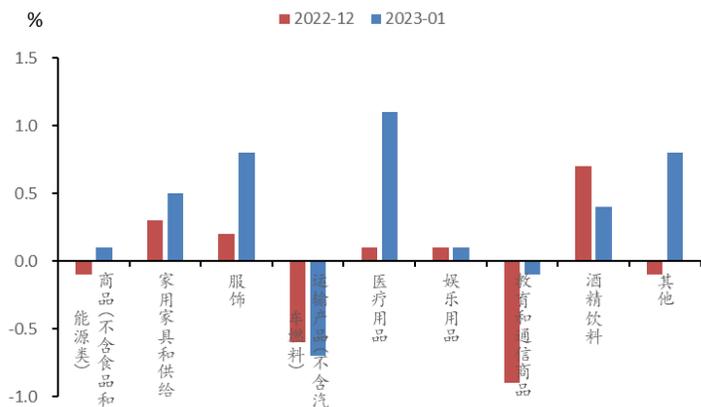
1.2 汽油价格扰动，美国通胀下跌进程放缓不具可持续性



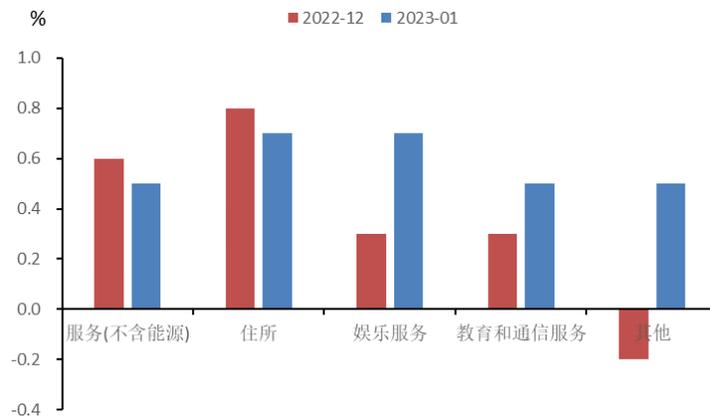
■ 汽油价格扰动，美国通胀下跌进程放缓，不具有可持续性

- 消费价格持续下滑，2023年初幅度放缓，能源商品由跌转涨是重要因素；
- 其他燃油仍然下跌，主要是汽油价格由跌转涨，但是汽油价格2月再次下跌；
- 核心CPI中的商品与服务项价格表现平稳

核心CPI的商品



核心CPI的服务



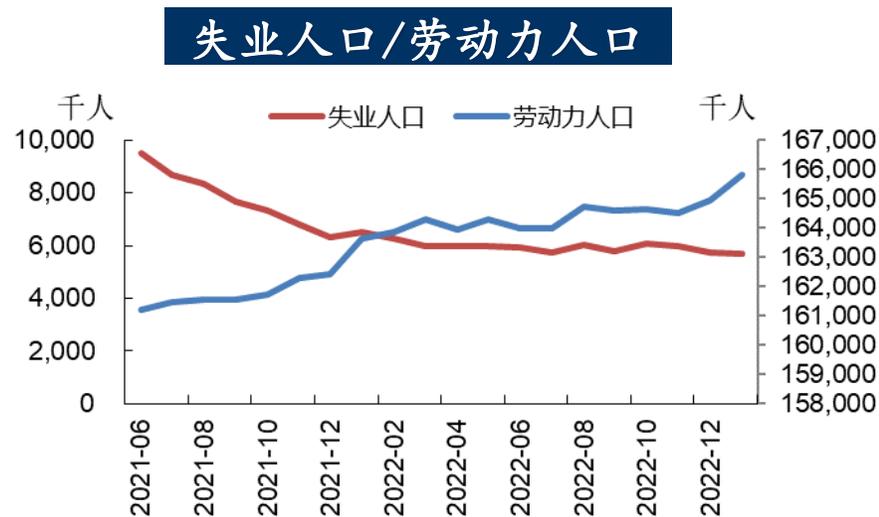


1.3 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改



■ 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改

■ 失业人口下降空间有限，劳动力人口增加导致失业率再次下探；



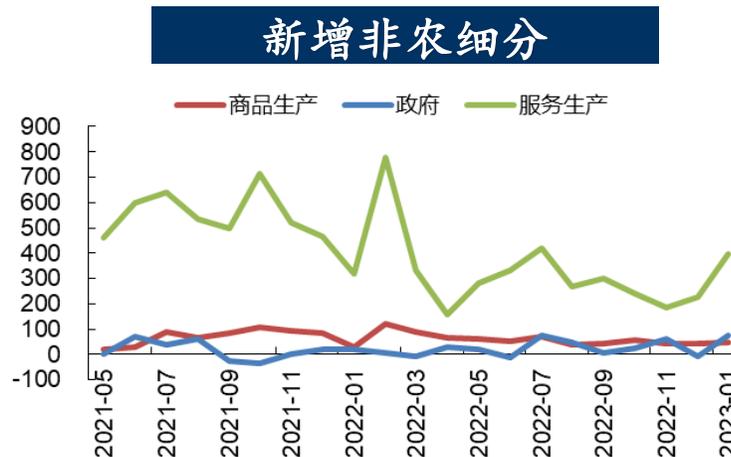


1.3 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改



■ 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改

- 失业人口下降空间有限，劳动力人口增加导致失业率再次下探；
- 新增非农规模中枢下滑，服务行业与政府部门略有反弹；



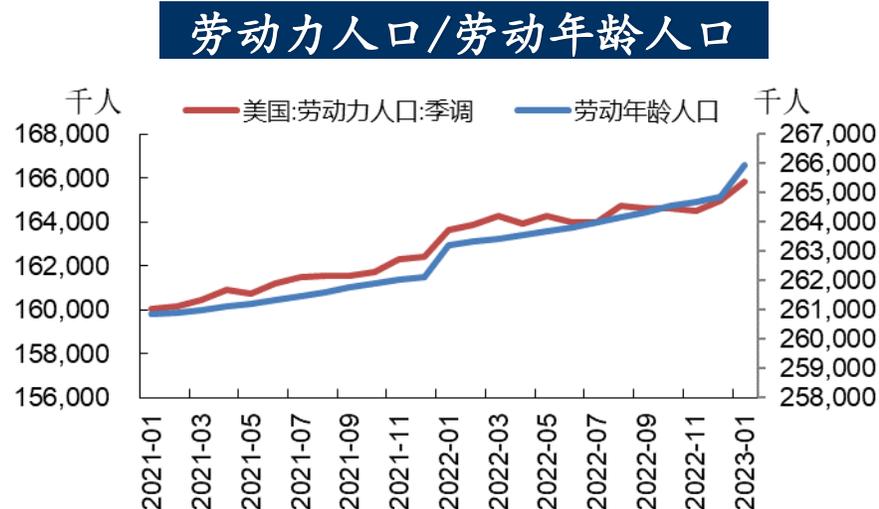
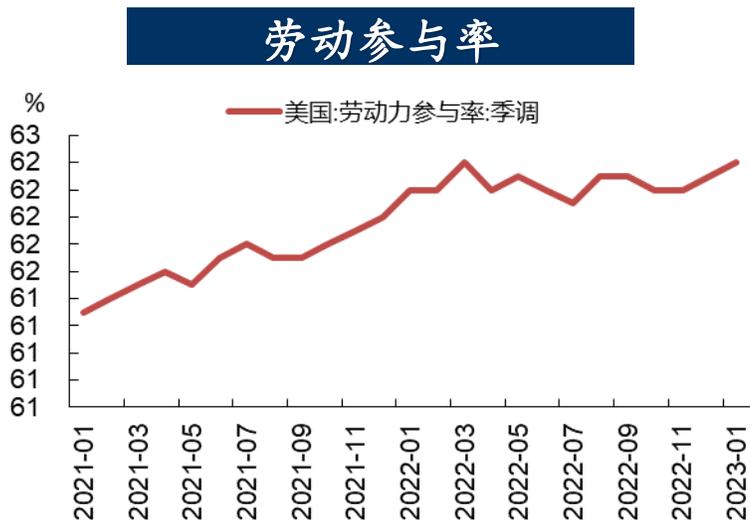


1.3 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改



■ 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改

- 失业人口下降空间有限，劳动力人口增加导致失业率再次下探；
- 新增非农规模中枢下滑，服务行业与政府部门略有反弹；
- 劳动力人口提升幅度大于劳动年龄人口提升幅度，劳动参与率提升；



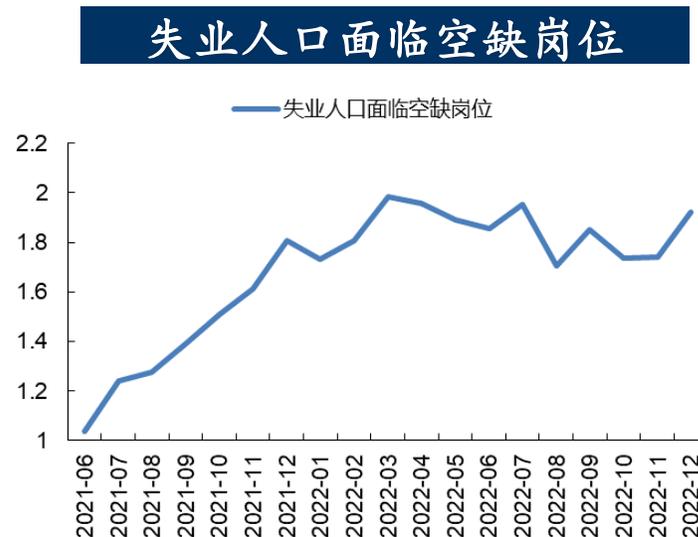
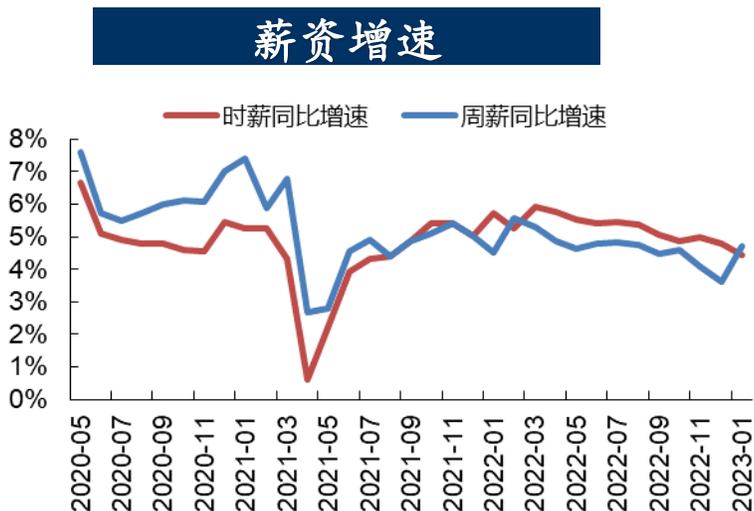


1.3 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改



■ 更多劳力参与市场获得就业，薪资增速下降趋势未改

- 失业人口下降空间有限，劳动力人口增加导致失业率再次下探；
- 新增非农规模中枢下滑，服务行业与政府部门略有反弹；
- 劳动力人口提升幅度大于劳动年龄人口提升幅度，劳动参与率提升；
- 薪资增速下降趋势未改，但是劳动力紧缺程度也逐步缓解；



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

2

**私人投资同比持续下滑，未来
不乐观**



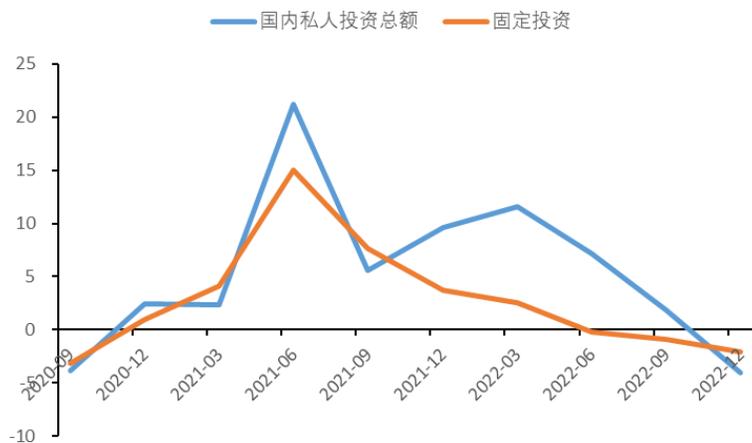
2.1 私人投资同比持续下滑



■ 私人投资同比持续下滑，私人存货大幅增长无济于事

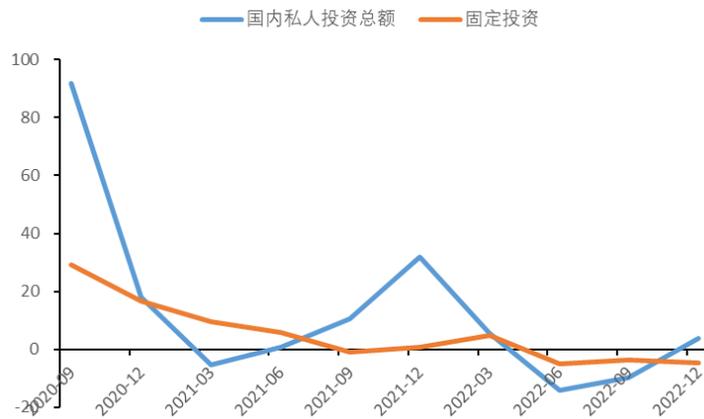
- 美国固定资产投资环比持续负增长，同比增速持续下滑为负；
- 私人存货波动极大，四季度大幅环比增长，但由于去年过高基数同比仍然下滑；

美国投资同比增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美国投资环比增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



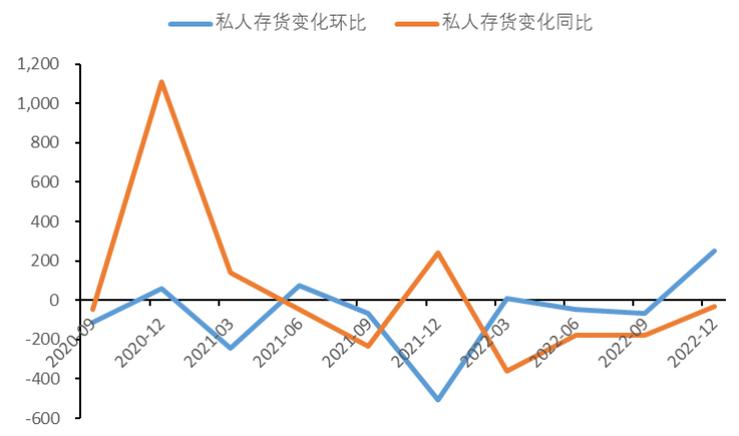
2.1 私人投资同比持续下滑



■ 私人投资同比持续下滑，地产拖累明显，制造业与私人存货相对平稳

- 美国固定资产投资环比持续负增长，同比增速持续下滑为负；
- 私人存货波动极大，四季度大幅环比增长，但由于去年过高基数同比仍然下滑；
- 固投细分项中，地产拖累明显，制造业投资相对平稳；

私人存货变化同比与环



地产与制造业投资增速



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



2.2 投资投资展望：或继续下探，反弹概率低



■ 投资展望：或继续下探，反弹概率低

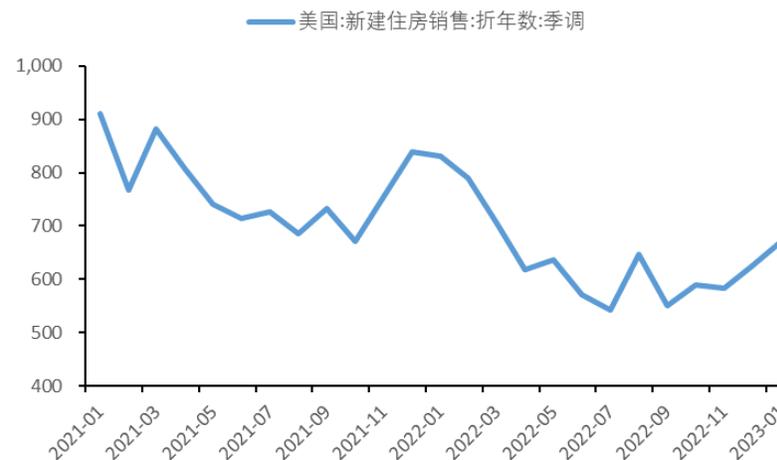
- 地产开工仍然在下滑，销售反弹需观察可持续性，地产投资增速或继续探底；

地产开工



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

地产销售有改善



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



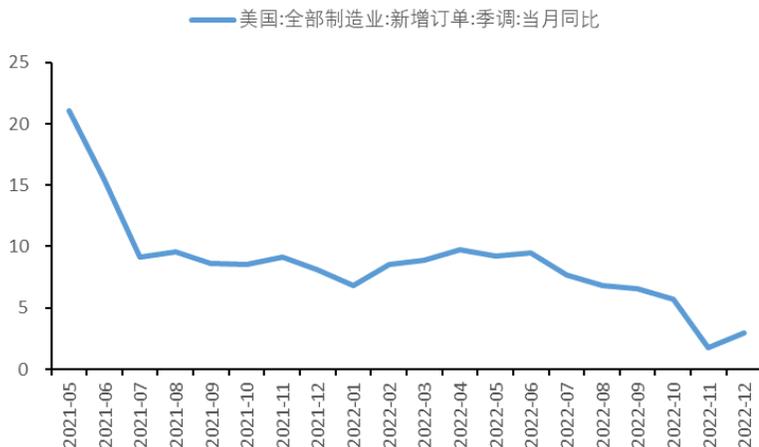
2.2 投资投资展望：或继续下探，反弹概率低



■ 投资展望：或继续下探，反弹概率低

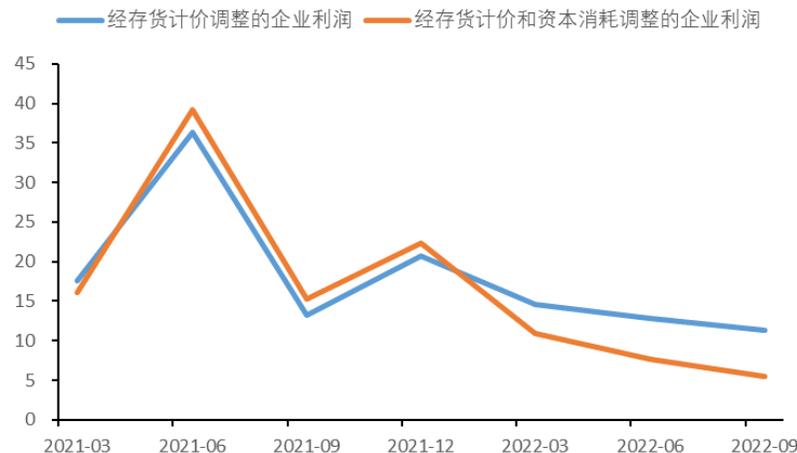
- 地产开工仍然在下滑，销售反弹需观察可持续性，地产投资增速或继续探底；
- 制造业新增订单与企业利润同比增速均下滑，制造业投资难见反弹；

制造业订单同比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

企业利润同比增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3

外贸对经济贡献逐步转负



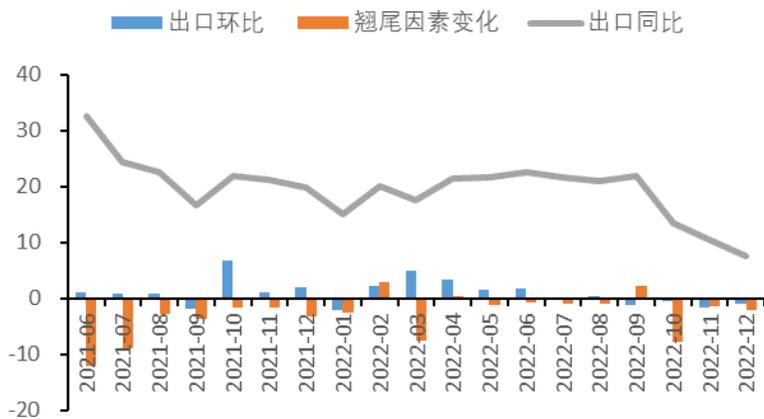
3.1 北美商品需求走弱导致出口四季度大幅下滑



■ 北美需求走弱导致出口四季度大幅下滑

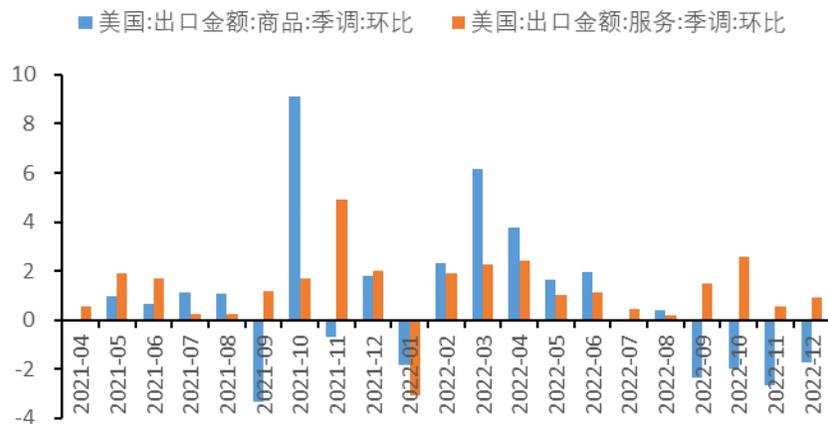
■ 出口四季度下滑明显，去年过高基数以及商品出口下降共同造成；

美国出口同比增速



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

出口细分项环比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



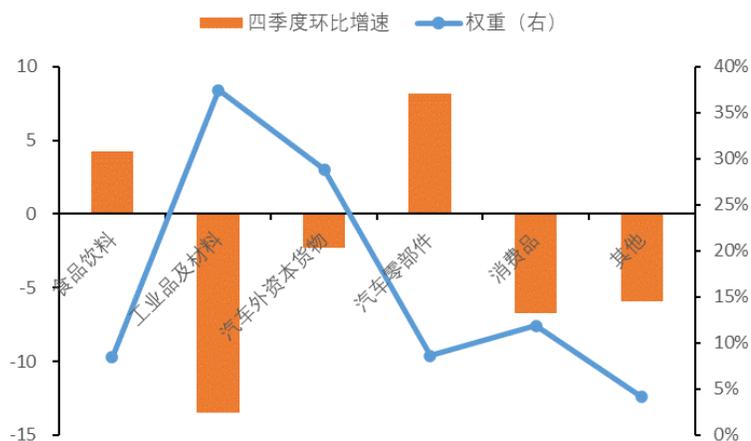
3.1 北美商品需求走弱导致出口四季度大幅下滑



■ 北美商品需求走弱导致出口四季度大幅下滑

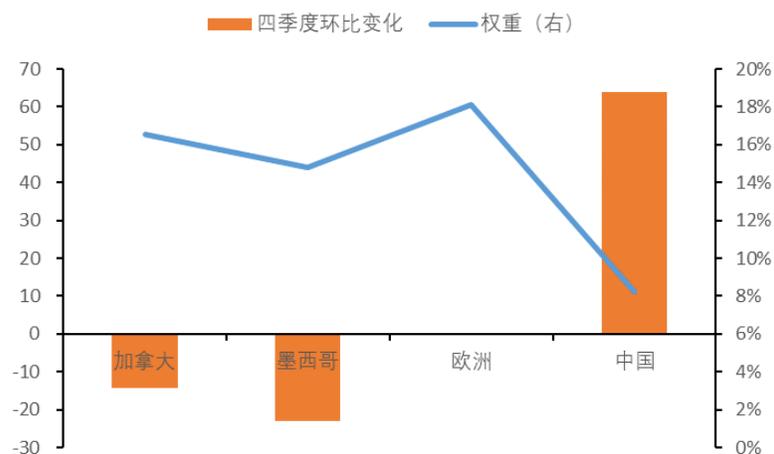
- 出口四季度下滑，去年过高基数以及商品出口下滑共同造成；
- 占比接近80%的工业品原材料、汽车外资本货物与消费品是商品出口下滑的主要因素；
- 按国别看，对北美出口大幅下滑是主因；

美国商品出口细分环比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美国出口国别细分环比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



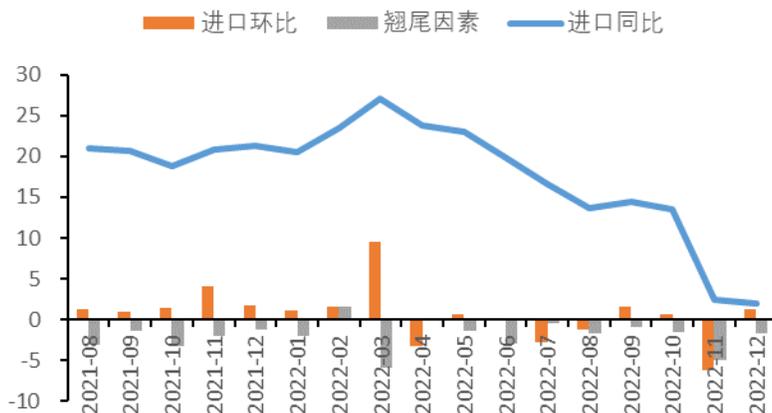
3.2 进口二季度后持续下滑，对中国、北美进口下滑为主



■ 进口二季度后持续下滑，对中国、北美进口下滑为主

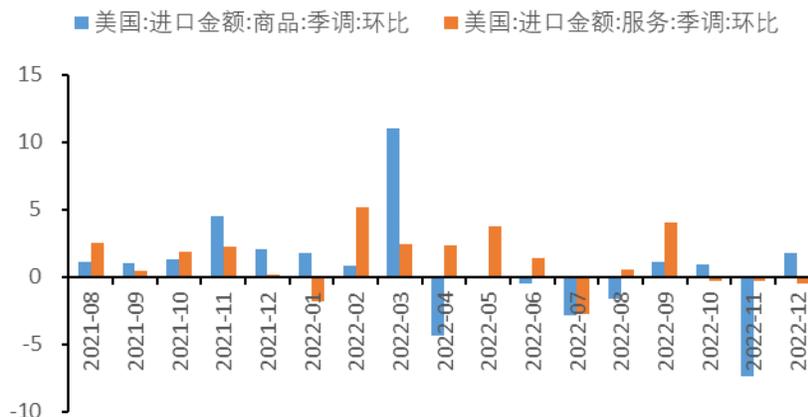
■ 进口二季度后持续下滑，去年过高基数以及商品进口下降共同造成；

美国进口同比增速



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

进口细分项环比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

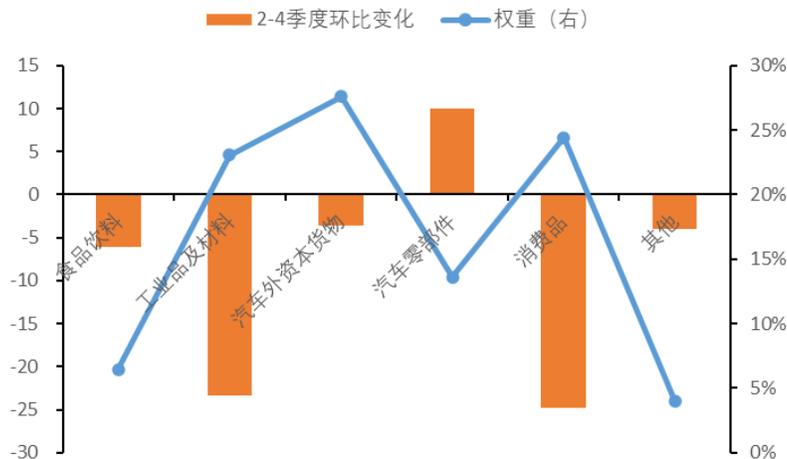


3.2 进口二季度后持续下滑，对中国、北美进口下滑为主



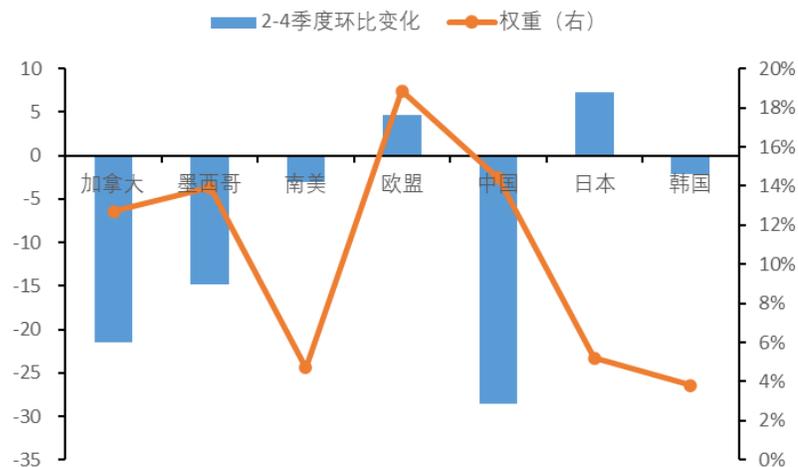
- 进口二季度后持续下滑，对中国、北美进口下滑为主
 - 进口二季度后持续下滑，去年过高基数以及商品进口下降共同造成；
 - 仅汽车零部件进口增长，其余商品进口均下滑；
 - 按国别看，对中国、北美进口下滑是主因；

美国商品进口细分环比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

美国进口国别细分环比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



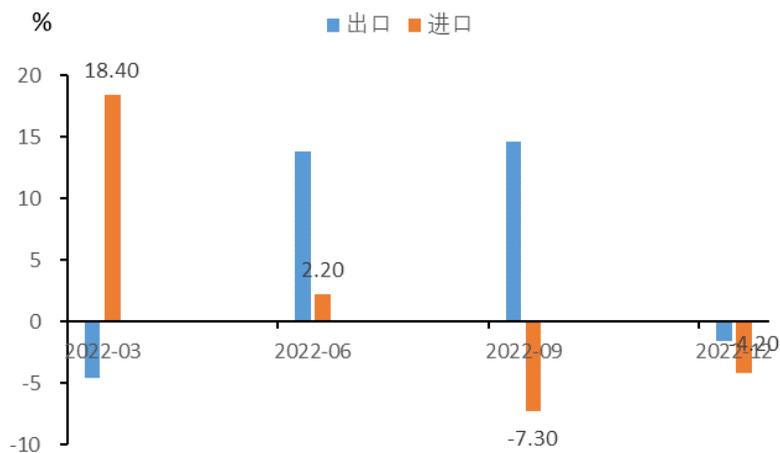
3.3 净出口同比增速由正逐步转为负贡献



■ 净出口同比增速由正逐步转为负贡献

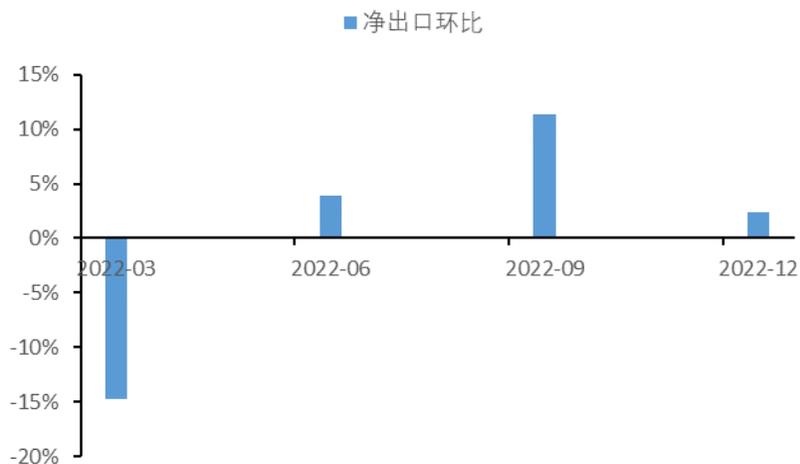
- 二、三季度进口下滑，出口稳定，净出口提升；
- 出口下滑时间晚于进口，净出口环比增速二三季度改善但是四季度走弱；

美国出口与进口环比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美国净出口环比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



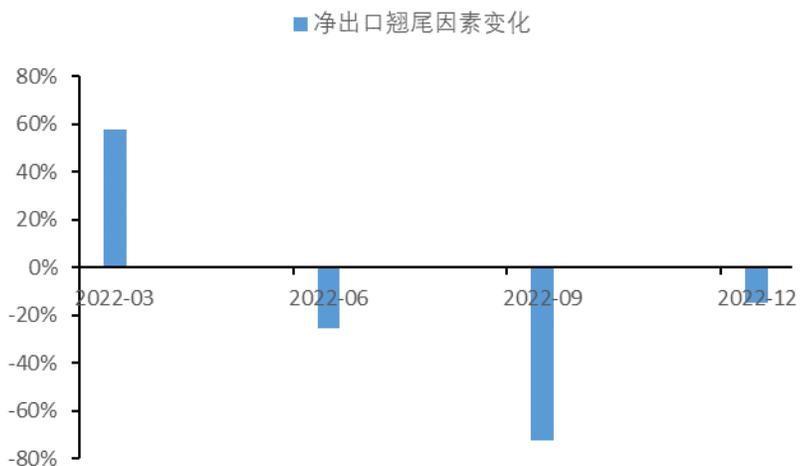
3.3 净出口同比增速由正逐步转为负贡献



■ 净出口同比增速由正逐步转为负贡献

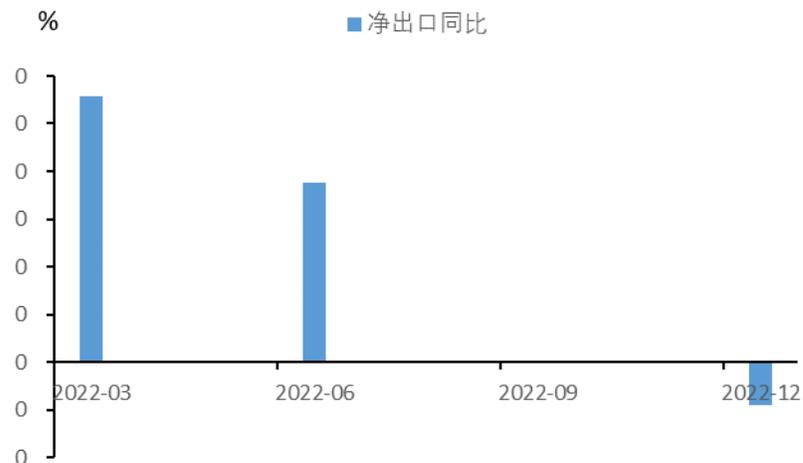
- 二、三季度进口下滑，出口稳定，净出口提升；
- 出口下滑时间晚于进口，净出口环比增速二三季度改善但是四季度走弱；
- 去年下半年基数过高，净出口同比增速由正逐步转为负贡献；

美国净出口翘尾因素



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美国净出口同比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4

**政府部门稳增长或受债务上限
影响**



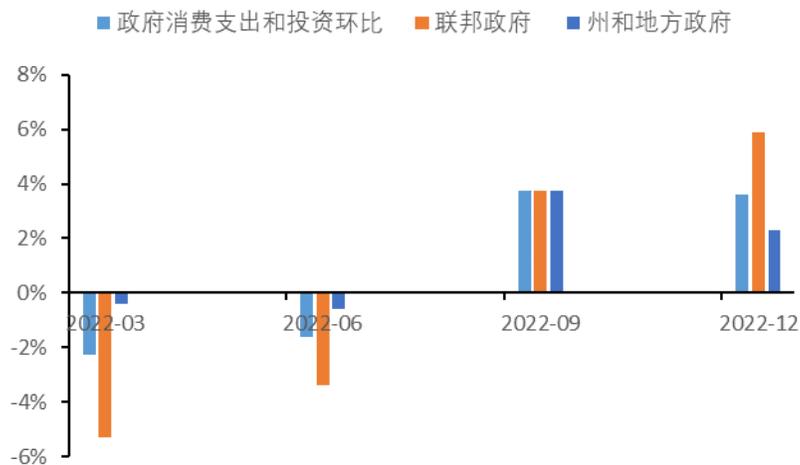
4.1 政府稳增长效果明显



■ 政府稳增长效果明显

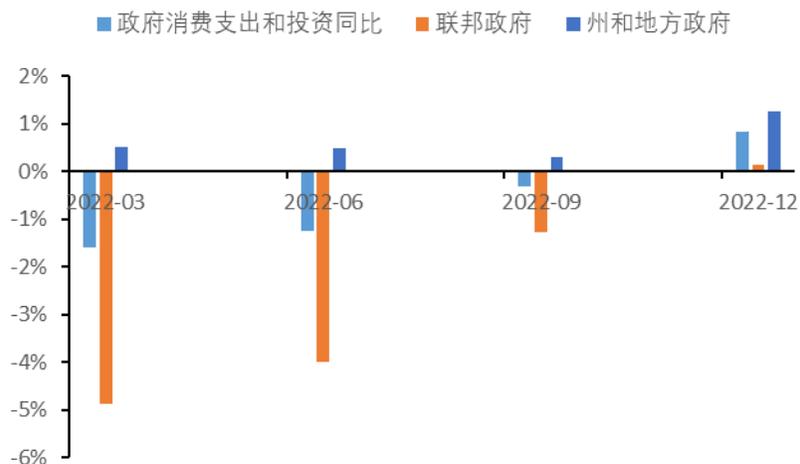
- 三四季度政府稳增长意图明显，去年高基数也能同比逐步转正；
- 地方政府的拉动作用更为明显；

政府支出环比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

政府支出同比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

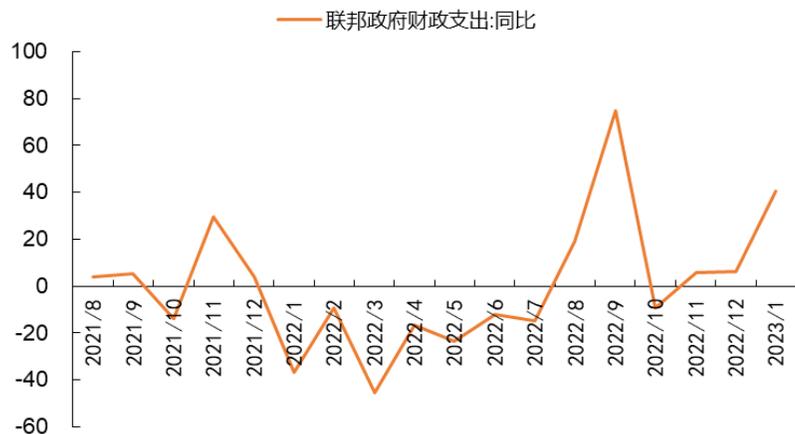


4.2 债务上限对联邦政府的约束，影响一半的政府支出



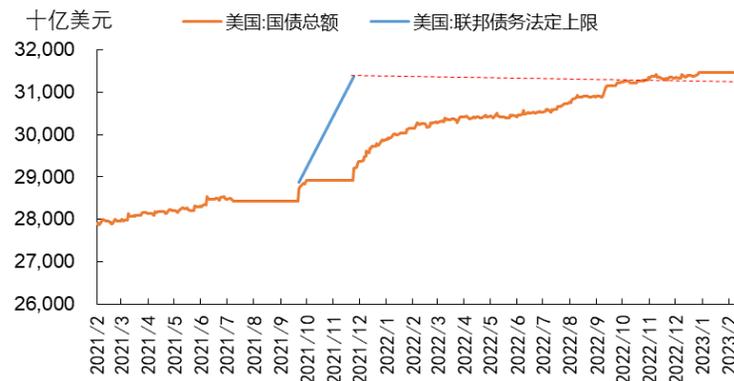
- 债务上限对联邦政府的约束，影响一半的政府支出
 - 联邦支出同比大幅提升，国债总额突破债务上限，制约赤字空间；

联邦财政支出同比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

联邦债务上限



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



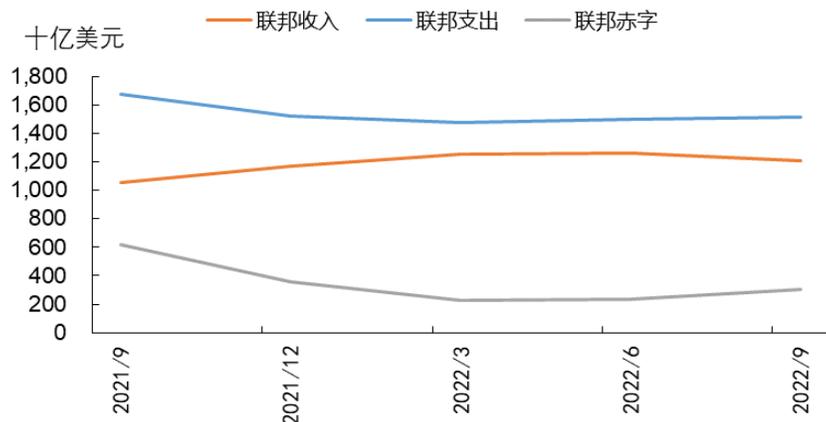
4.2 债务上限对联邦政府的约束，影响一半的政府支出



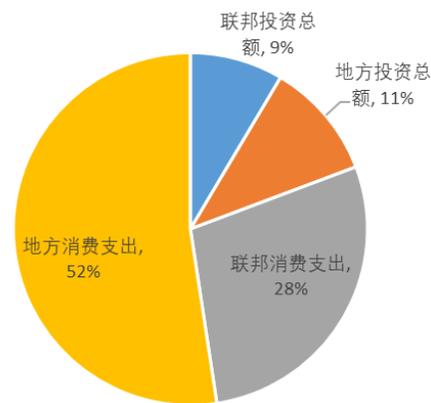
■ 债务上限对联邦政府的约束，影响一半的政府支出

- 联邦支出同比大幅提升，国债总额突破债务上限，制约赤字空间；
- 联邦支出中对地方的转移支付占比较大，这部分可用于地方支出的，同样受到影响，因此整个政府支出的一半会受到债务上限的影响；
- 联邦赤字占联邦支出20%，假设赤字降至0，政府支出最多下降10%；

联邦赤字占比



政府消费支出结构



5

美国经济展望与风险提示



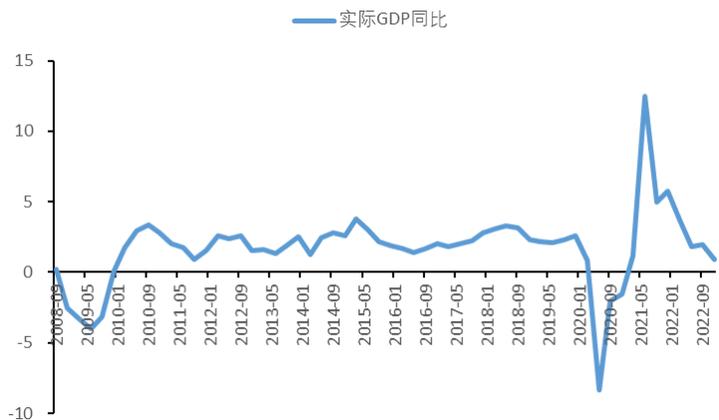
5.1 美国经济增速或继续回落



■ 美国经济增速或继续回落

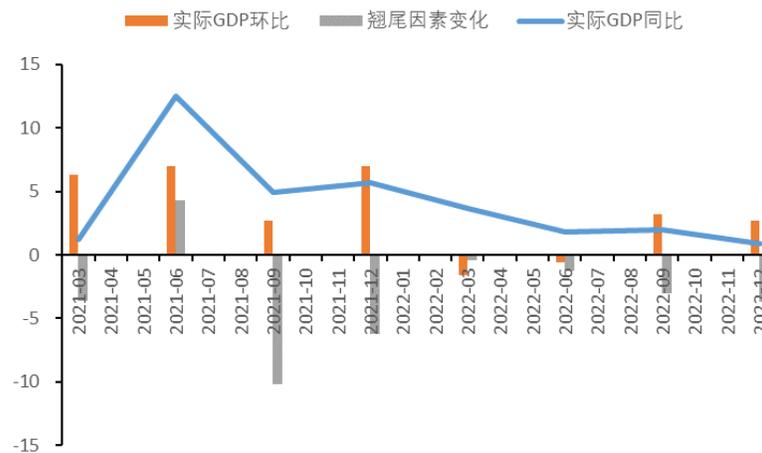
- 美国经济走出技术性衰退，高基数效应下同比增速持续向下回归至平均水平；

美国GDP同比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美国GDP同比拆分



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



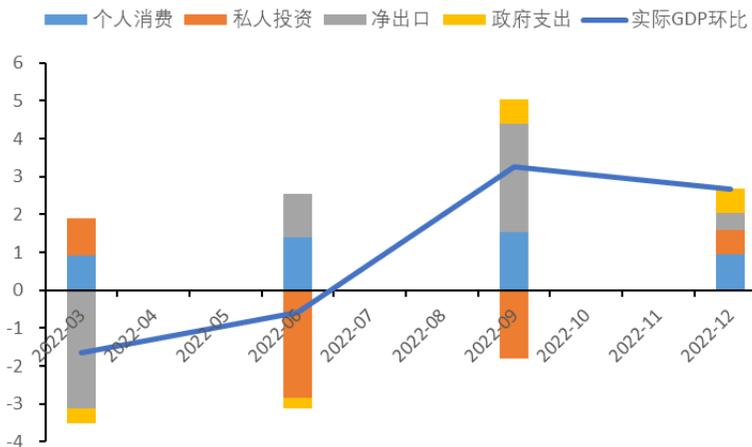
5.1 美国经济增速或继续回落



■ 美国经济增速或继续回落

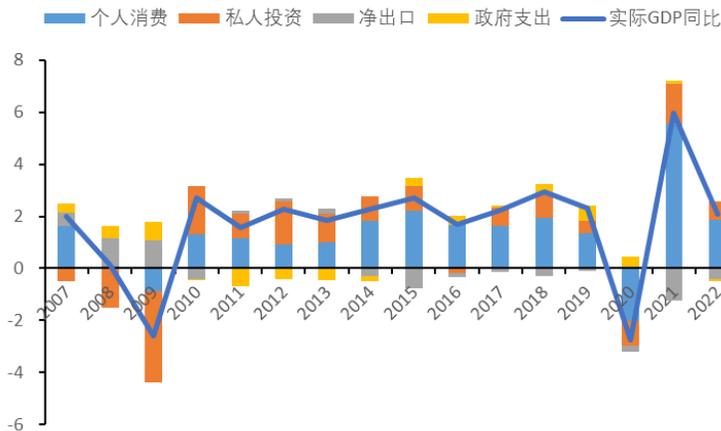
- 美国经济走出技术性衰退，高基数效应下同比增速持续向下回归至平均水平；
- 消费反弹不可持续，投资下滑，外贸负贡献，政府支出受债务上限影响，美国经济增速恐继续回落；

美国实际GDP环比拉动率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美国实际GDP同比拉动率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



5.2 风险提示



- ◆ 地缘局势导致大宗价格波动；
- ◆ 美联储偏鹰的政策对经济的负面影响；
- ◆ 欧洲需求走弱的冲击。

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁赜	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明