



## 宏观点评

# 美国居民超储耗尽时点或延后至 2024.7

## 2023年3月美国居民收支&消费点评

### 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#

《美国消费数据中的衰退密码——衰退启示录#2》

《从居民超储看美国衰退时点&幅度——衰退启示录#4》

《美国消费内循环还能撑多久？——超额储蓄结构测算技术贴》

### 投资要点:

- **核心观点:**最新数据显示美国居民超储或在 2024 年 7 月耗尽, 预计私人消费较好的内循环或将继续延缓美国经济的全面衰退至明年。受财政补贴退出、银行危机冲击、1-2 月环比高基数影响, 3 月个人消费明显降温, 消费支出增速小于可支配收入增速, 带动储蓄率进一步回升, 导致居民超储消耗继续放缓。考虑到紧俏的劳务市场、仍在高位且更多集中在中低&中高收入群体中的居民超额储蓄, 我们预计私人消费较好的内循环或将继续延缓美国经济的全面衰退至明年。
- **收入端: 转移收入环比转负, 薪酬与资产收入是可支配收入增长的主要来源。**2023 年 3 月美国居民部门个人收入环比+0.3%, 前值+0.33%; 同比+5.98%, 前值+6.24%, **绝对水平较疫情前趋势线高出 7.25%**。分项看, 薪酬收入环比+0.33%, 前值+0.28%, 资产收入环比+0.53%, 前值+0.11%, 二者为个人收入增长的主要贡献项。受部分疫情期间财政补贴政策退出的影响(如自 2023 年 3 月起, 美国补充营养援助计划 SNAP 将取消在疫情期间的每月额外福利), 3 月美国居民转移收入环比-0.03%, 是自 2022 年 9 月以来首次环比负增长, 但目前**转移收入绝对水平较疫情前趋势线高出 14.65%**。3 月个人税负延续自 1 月以来因税基调整带来的下降, 但环比降幅收窄, 仅录得-0.13% (1、2 月环比分别为-8.32%、-0.56%)。受转移收入转负影响, 3 月美国居民个人可支配收入环比+0.36%, 前值+0.44%, 同比+8.29%, **绝对水平较疫情前趋势线高出 5.4%**。
- **支出端: 财政补贴退出、银行危机冲击、1-2 月环比高基数共同导致 3 月消费疲软。**从名义值看, 2023 年 3 月美国居民部门个人消费支出环比+0.045%, 预期-0.1%, 前值+0.056%; 同比+6.16%, 前值+7.43%, **绝对水平较疫情前趋势线高出 10.3%**。从实际值看, 个人消费支出环比-0.03%, 前值-0.24%; 同比+1.91%, 前值+2.24%, **绝对水平较疫情前趋势线高出 0.6%**。总量上, 受财政补贴退出、银行危机冲击、1-2 月环比高基数影响, 3 月个人消费明显降温, 消费支出增速小于可支配收入增速, 带动储蓄率进一步回升至 5.06%。从实际值看, 3 月耐用品、非耐用品、服务消费环比分别录得-0.81%、-0.13%、0.15%, **绝对水平较疫情前趋势线分别高出 11.2%、2.3%、-1.4%, 服务消费仍有修复潜力**。由于 1 月各类消费补贴引致耐用品消费需求前置, 3 月机动车消费环比-0.08%, 是商品消费的主要拖累。部分受天气因素影响, 除居住外的服务消费大多环比负增长, 其中交运服务消费环比-0.04%, 较疫情前缺口由-14%扩大至-15.3%, 娱乐服务消费环比-0.02%, 缺口由-6.9%扩大至-8.2%, 服务消费的修复潜力仍待短期因素扭转后的持续观察。
- **居民超储: 最新测算或于 2024 年中耗尽。**近几个月美国居民月度个人储蓄与储蓄率均持续回升, 3 月个人储蓄季调折年数为 10020 亿美元, 环比增长 500 亿美元; 3 月储蓄率录得 5.06%, 前值 4.83%, 连续第 6 个月回升。可支配收入持续超预期的增长、消费支出的边际走弱共同提振储蓄率回升, 进一步延缓了超额储蓄的消耗速率。以近 6 个月趋势进行线性外推, 可得超额储蓄将会在 2024 年 7 月耗尽(图 15)。考虑到: ①强劲就业市场为居民薪酬收入提供稳固支撑; ②超额储蓄存量在经济走弱时或为私人消费提供缓冲垫, 且测算表明美国超额储蓄更多集中在中低&中高收入两类消费倾向相对更高的群体中, **预计私人消费较好的内循环或将继续延缓美国经济的全面衰退至明年。**
- **风险提示:**美国通胀回落速度不及预期导致高通胀削弱美国居民购买力; 超额储蓄消耗速度快于预期; 金融风险失控加速美国经济衰退的到来。

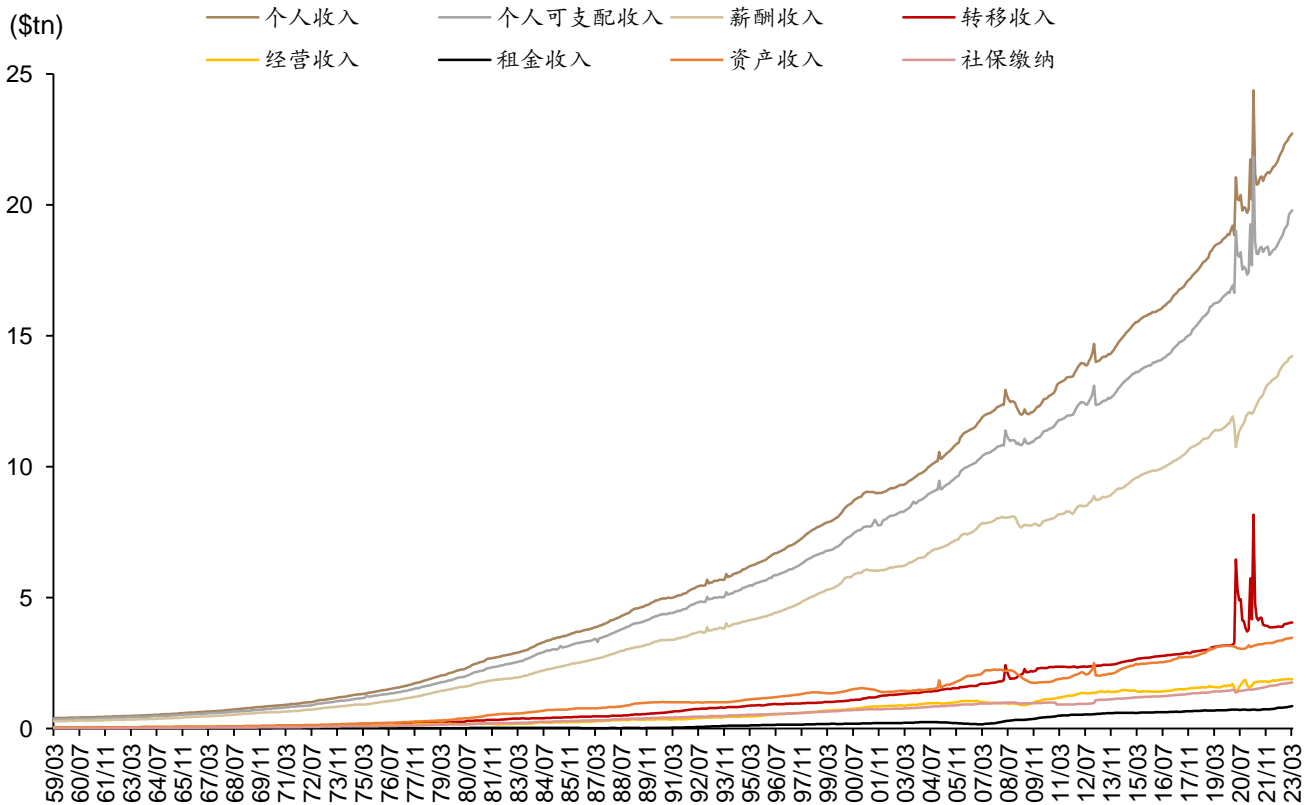
图 1：2023 年 3 月美国居民部门收入与支出分项明细

美国居民收入结构	2023年3月	2023年2月	变化	占比	美国居民支出结构	2023年3月	2023年2月	变化	占比
<b>个人收入</b>	<b>22,717</b>	<b>22,649</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>	<b>个人支出</b>	<b>18,783</b>	<b>18,762</b>	<b>21</b>	<b>83%</b>
<b>薪酬收入</b>	<b>14,225</b>	<b>14,179</b>	<b>46</b>	<b>63%</b>	<b>利息支出</b>	<b>455</b>	<b>442</b>	<b>13</b>	<b>2%</b>
工资&薪酬	11,766	11,727	39	52%	<b>转移支出</b>	<b>224</b>	<b>224</b>	<b>0</b>	<b>1%</b>
私人部门	10,092	10,060	32	44%	<b>消费支出</b>	<b>18,104</b>	<b>18,096</b>	<b>8</b>	<b>80%</b>
政府部门	1,674	1,667	7	7%	商品	6,058	6,094	-37	27%
<b>薪资补充</b>	<b>2,459</b>	<b>2,452</b>	<b>7</b>	<b>11%</b>	耐用品	2,238	2,258	-20	10%
员工退休&保险金	1,657	1,652	5	7%	机动车&零件	761	775	-14	3%
政府社保金	802	800	2	4%	家具&家用设备	529	533	-4	2%
<b>经营收入</b>	<b>1,885</b>	<b>1,887</b>	<b>-2</b>	<b>8%</b>	娱乐品&载具	653	654	-1	3%
农业	92	95	-4	0%	其他耐用品	295	296	-1	1%
非农	1,793	1,792	1	8%	非耐用品	3,820	3,837	-17	17%
<b>租金收入</b>	<b>853</b>	<b>841</b>	<b>12</b>	<b>4%</b>	食品饮料	1,321	1,326	-4	6%
<b>资产收入</b>	<b>3,468</b>	<b>3,449</b>	<b>18</b>	<b>15%</b>	服装与鞋袜	497	502	-5	2%
利息收入	1,806	1,808	-2	8%	能源商品	441	451	-10	2%
股利收入	1,662	1,641	21	7%	其他非耐用品	1,561	1,558	3	7%
<b>转移收入</b>	<b>4,046</b>	<b>4,047</b>	<b>-1</b>	<b>18%</b>	<b>服务</b>	<b>12,047</b>	<b>12,002</b>	<b>45</b>	<b>53%</b>
政府对个人的社会福利	3,974	3,976	-2	17%	家庭服务	11,529	11,477	53	51%
社保	1,340	1,340	-1	6%	住房与公用事业	3,189	3,155	34	14%
医疗保险	974	967	8	4%	保健	2,878	2,854	24	13%
医疗补助	818	814	4	4%	运输服务	587	593	-6	3%
失业保险开支	24	23	1	0%	休闲服务	658	662	-4	3%
退伍军人福利	167	166	1	1%	食宿服务	1,352	1,344	8	6%
其他	651	666	-14	3%	金融服务与保险	1,354	1,365	-11	6%
其他个人经常转账收入	72	71	0	0%	其他服务	1,512	1,504	8	7%
<b>(扣除)对国家社保贡献</b>	<b>1,759</b>	<b>1,754</b>	<b>5</b>	<b>8%</b>	非营利机构	517	525	-8	2%
<b>(扣除)个人当前税负</b>	<b>2,932</b>	<b>2,936</b>	<b>-4</b>	<b>13%</b>	<b>(留存)个人储蓄</b>	<b>1,002</b>	<b>952</b>	<b>50</b>	<b>4%</b>
<b>个人可支配收入</b>	<b>19,785</b>	<b>19,713</b>	<b>72</b>	<b>87%</b>	<b>(留存)个人储蓄率(%)</b>	<b>5.06%</b>	<b>4.83%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-</b>

注：储蓄率 = 个人储蓄/可支配收入，占比为最新数据占比，数据经季调年率处理，单位为十亿美元

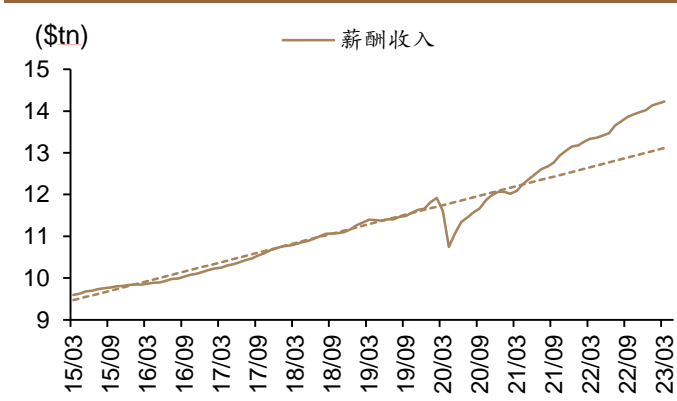
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美国居民部门单月个人收入及主要分项构成



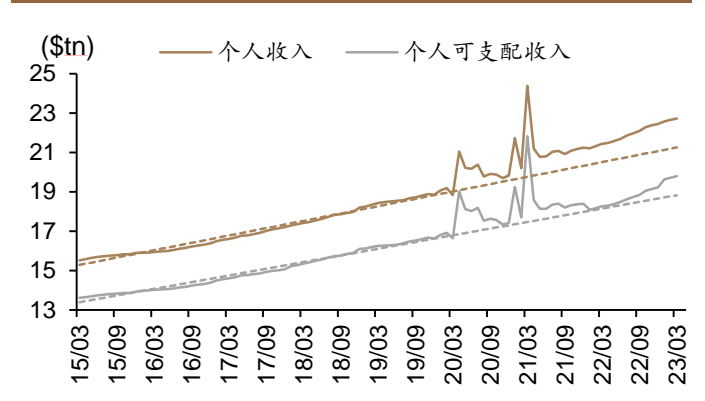
资料来源：彭博，德邦研究所；数据经季调年率

图 3：美国居民部门薪酬收入较疫情前趋势线高出 8.96%



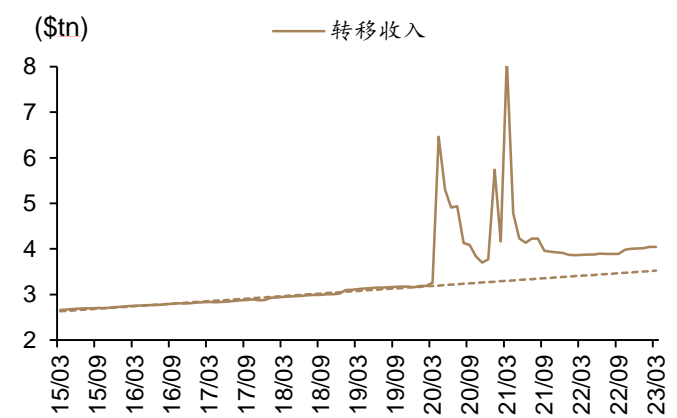
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 4：美国居民部门个人收入、可支配收入较疫情前趋势线分别高出 7.25%、5.4%



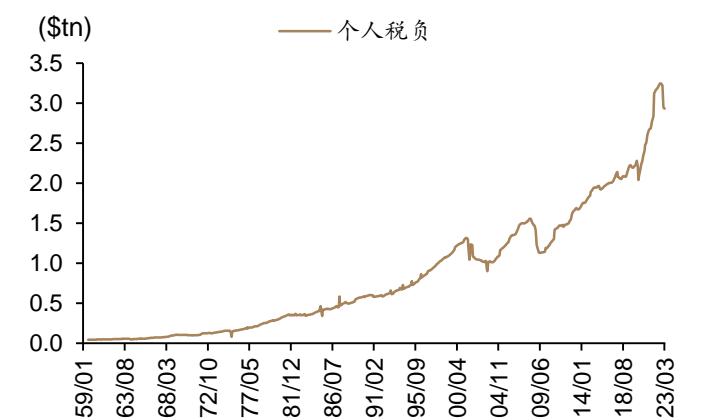
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 5：美国居民转移收入较疫情前趋势线高出 14.65%



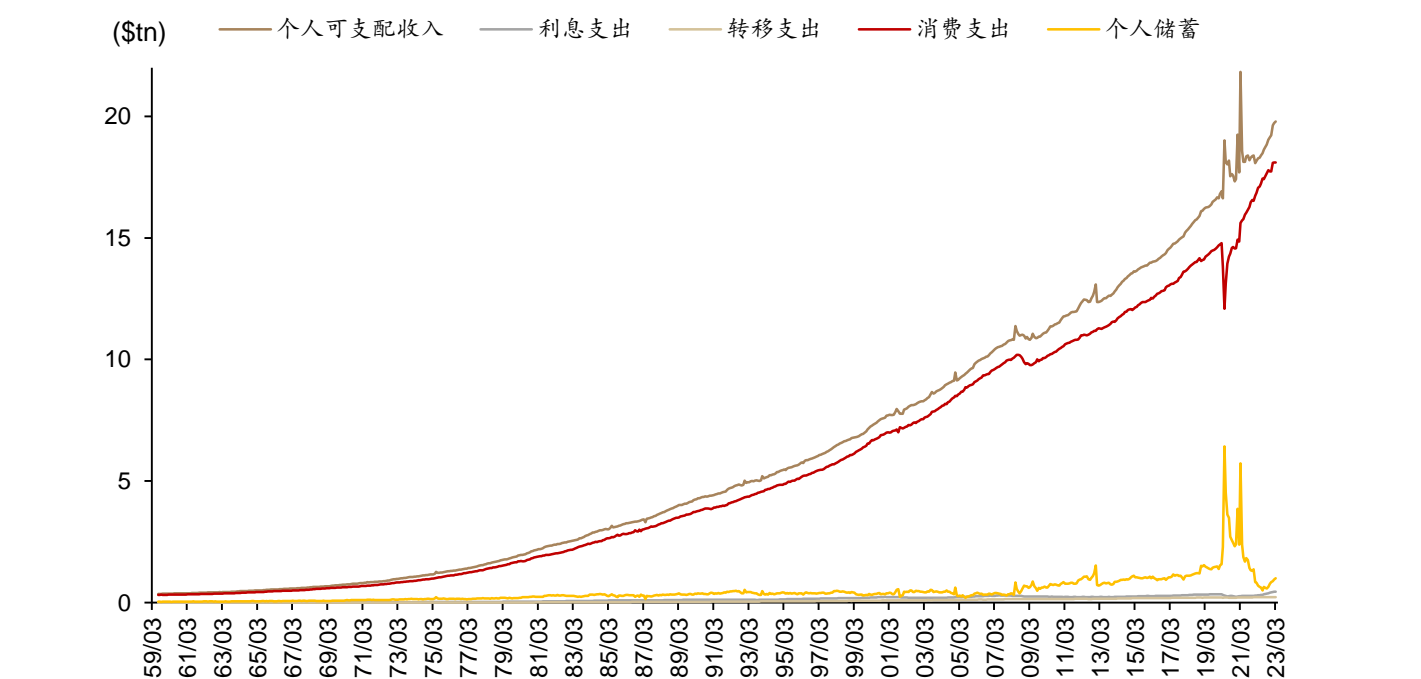
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 6：美国居民个人税负连续第三个月回落



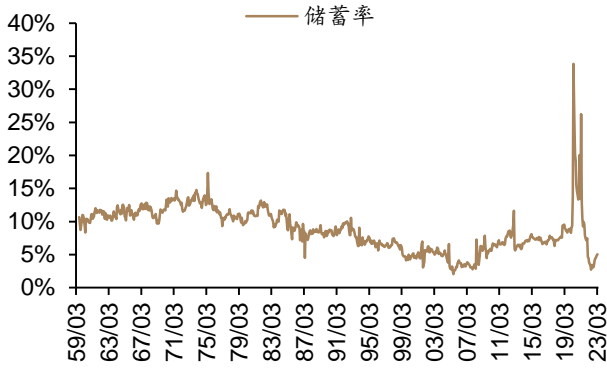
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率

图 7：美国居民部门单月个人可支配收入流向及主要分项构成



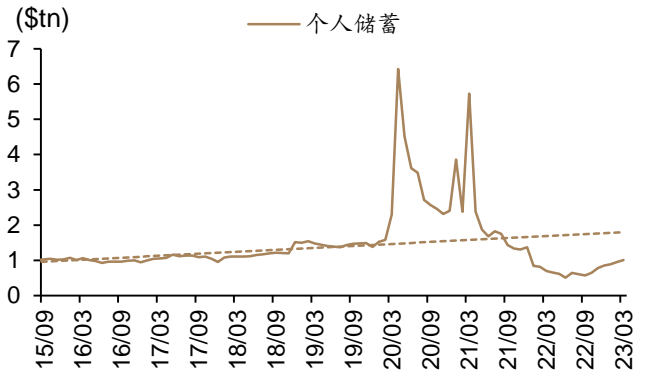
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率

图 8：美国居民部门单月储蓄率



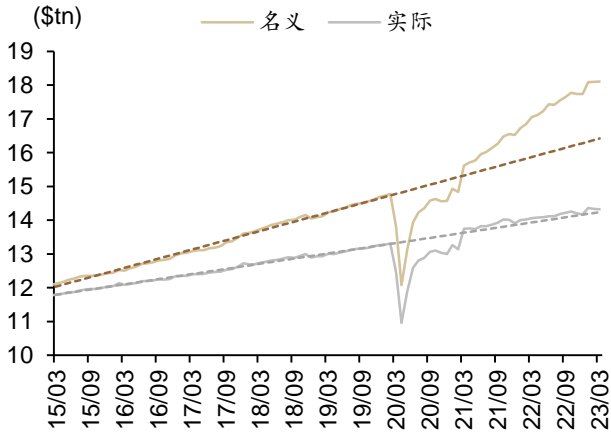
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据

图 9：美国居民个人储蓄较疫情前趋势线低 49.51%



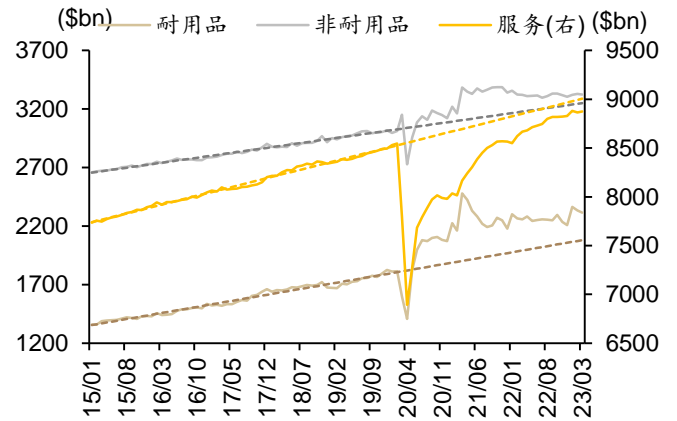
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 10：美国名义、实际 PCE 较疫情前趋势线分别高出 10.3%、0.6%



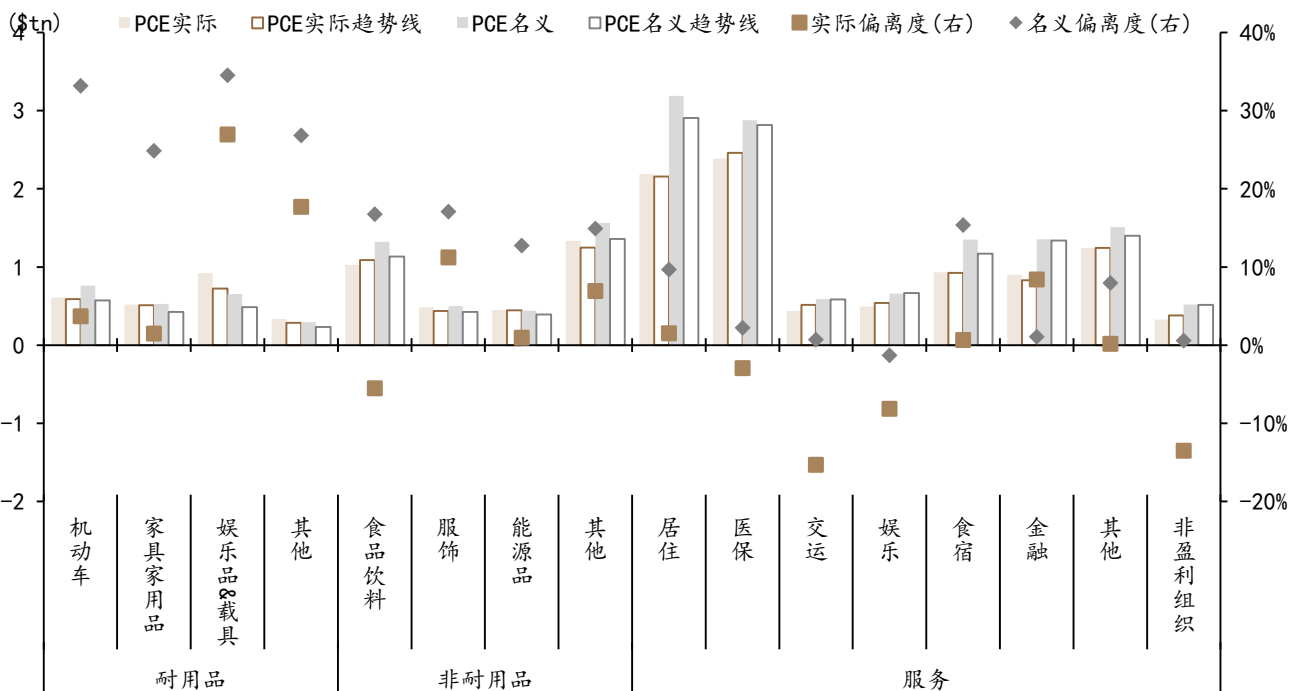
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 11：美国耐用品、非耐用品、服务实际 PCE 较疫情前趋势线分别高出 11.2%、2.3%、-1.4%



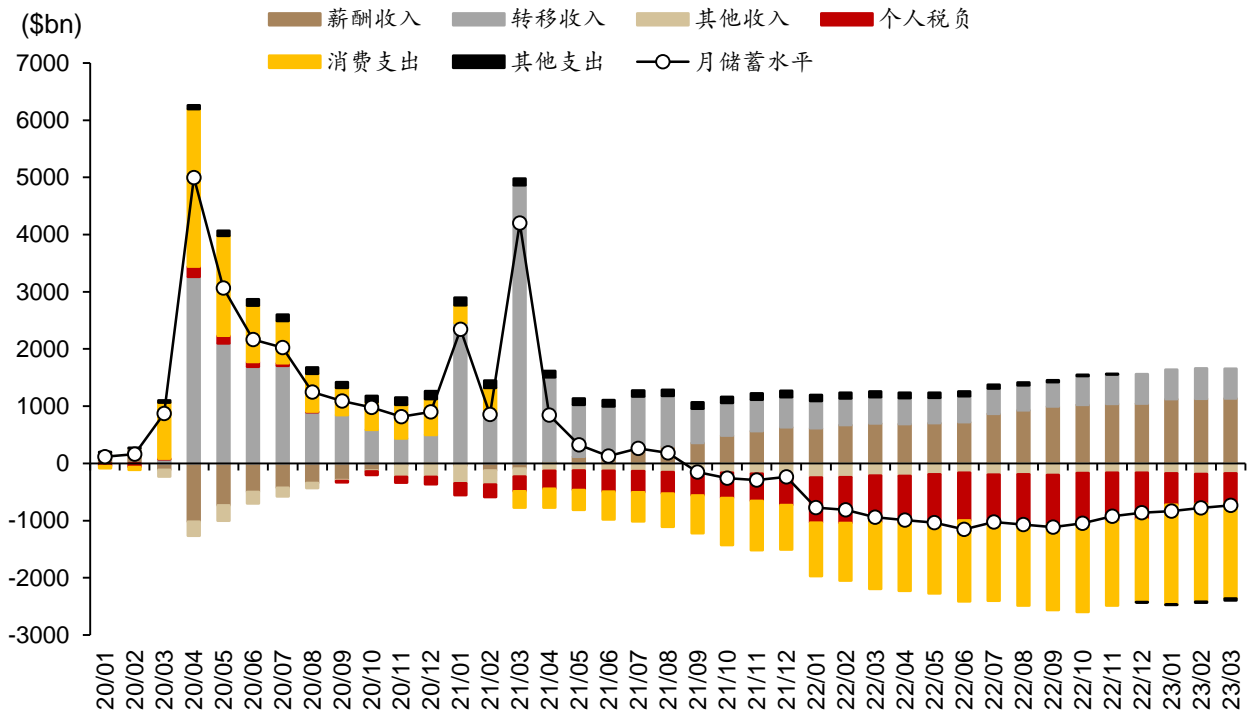
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 12：美国 2023 年 3 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



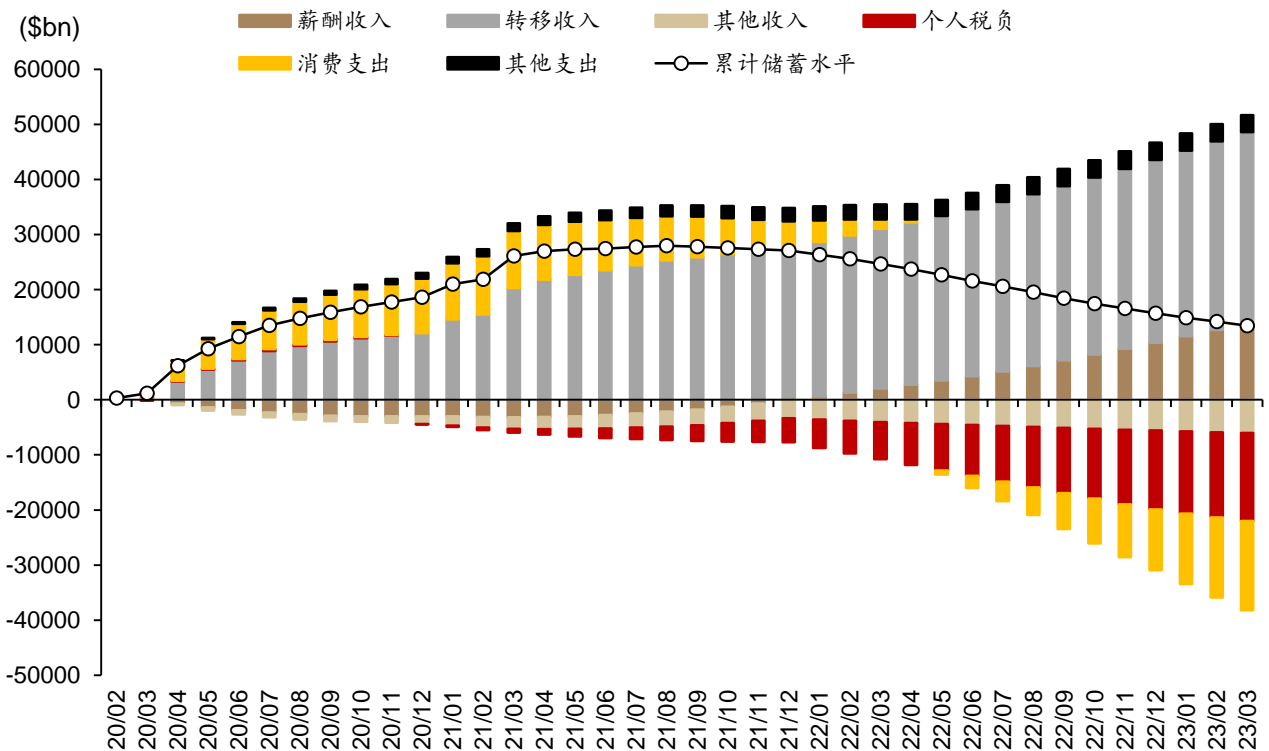
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

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



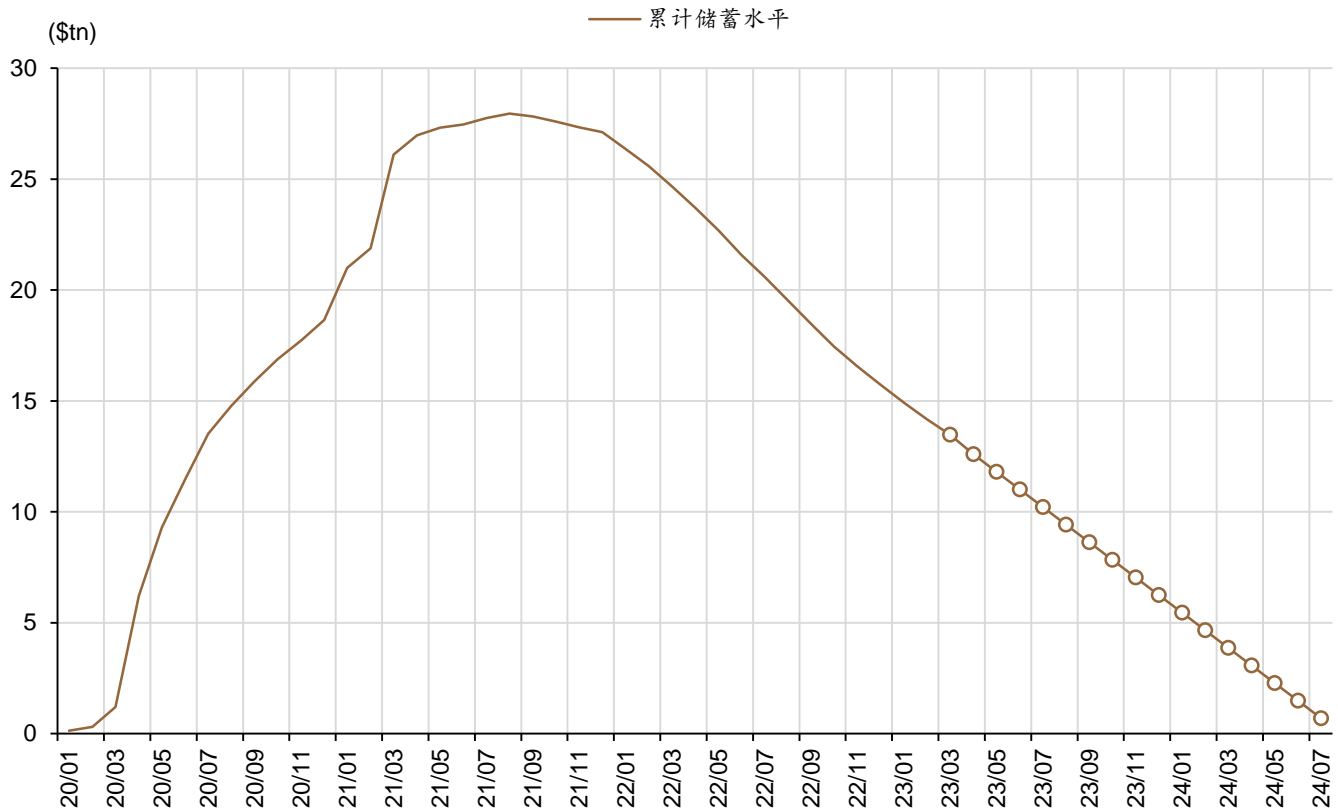
资料来源：彭博，德邦研究所；数据经季调年率

图 14：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



资料来源：彭博，德邦研究所；数据经季调年率

图 15: 美国居民部门 2020 年以来累计储蓄水平&未来路径预测



资料来源: 彭博, 德邦研究所; 数据经季调年率

图 16: 美国居民部门实际 PCE 消费同比及拉动率

权重	项目	同比拉动率	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
100.00%	所有项目	1.91%	1.91%	2.24%	2.61%	1.94%	1.37%	1.69%	2.11%	2.30%	2.16%	2.13%	2.60%	2.37%	2.27%
39.01%	商品	0.38%	0.97%	1.19%	0.30%	-0.16%	-1.52%	-0.64%	-0.24%	0.02%	-0.32%	-1.57%	-1.77%	-3.03%	-4.61%
16.15%	耐用品	0.41%	2.51%	2.91%	2.71%	1.37%	-0.61%	1.09%	1.90%	2.91%	1.79%	-1.32%	-3.83%	-5.94%	-8.93%
4.26%	机动车	0.17%	4.10%	6.99%	2.30%	-2.73%	-2.20%	0.60%	0.78%	0.64%	-3.46%	-7.51%	-14.93%	-17.24%	-19.17%
2.22%	新机动车	0.00%	-0.05%	0.14%	-2.73%	-3.62%	0.87%	10.11%	11.37%	5.70%	-4.96%	-9.23%	-17.88%	-17.77%	-15.95%
1.50%	二手机动车	0.21%	13.92%	21.98%	12.48%	-1.63%	-5.77%	-10.28%	-10.39%	-4.26%	-0.93%	-5.39%	-13.30%	-19.65%	-27.21%
3.62%	家具家居用品	0.04%	1.16%	0.22%	1.76%	2.16%	-1.90%	-1.28%	-1.94%	-1.81%	-1.74%	-2.95%	-3.70%	-7.66%	-10.39%
6.42%	娱乐品&载具	0.27%	4.13%	2.88%	3.55%	5.80%	3.06%	4.52%	6.44%	8.56%	9.92%	5.54%	6.03%	4.31%	-0.38%
2.34%	其他	-0.06%	-2.64%	-2.28%	3.66%	0.65%	-2.28%	-0.92%	1.96%	5.04%	4.00%	2.79%	5.34%	7.71%	3.96%
23.20%	非耐用品	0.02%	0.08%	0.19%	-1.09%	-1.07%	-2.06%	-1.64%	-1.50%	-1.65%	-1.55%	-1.72%	-0.49%	-1.17%	-1.85%
7.16%	食品饮料	-0.15%	-2.10%	-2.61%	-5.39%	-5.04%	-5.12%	-5.26%	-5.00%	-5.74%	-4.27%	-4.10%	-4.42%	-5.15%	-4.47%
3.41%	服饰	0.03%	0.74%	2.43%	3.02%	3.69%	0.03%	0.54%	0.31%	0.56%	0.29%	-2.12%	-0.42%	-0.73%	-4.04%
3.13%	能源	0.01%	0.42%	-1.42%	0.10%	-5.13%	-4.26%	-1.11%	-2.09%	-0.14%	-6.49%	-3.27%	1.12%	3.19%	5.98%
9.31%	其他非耐用品	0.16%	1.72%	2.41%	1.03%	2.22%	0.66%	0.72%	1.15%	0.87%	1.93%	1.02%	2.56%	1.22%	-0.75%
61.94%	服务	1.49%	2.41%	2.81%	3.87%	3.06%	2.93%	2.94%	3.38%	3.52%	3.49%	4.14%	4.97%	5.35%	6.14%
59.72%	居民服务	1.68%	2.81%	3.20%	4.18%	3.18%	3.07%	2.99%	3.27%	3.45%	3.34%	3.34%	4.89%	5.48%	6.48%
15.29%	居住	0.21%	1.38%	0.42%	-0.38%	1.84%	1.35%	1.25%	0.73%	0.54%	1.19%	0.76%	1.22%	1.77%	0.91%
13.07%	住宅	0.16%	1.22%	1.19%	1.17%	1.15%	1.14%	1.12%	1.11%	1.09%	1.08%	1.07%	1.06%	1.05%	1.05%
3.04%	租金	0.02%	0.77%	0.79%	0.80%	0.82%	0.84%	0.85%	0.87%	0.87%	0.89%	0.90%	0.91%	0.91%	0.92%
9.89%	住房折算	0.14%	1.38%	1.35%	1.31%	1.28%	1.25%	1.23%	1.20%	1.17%	1.15%	1.14%	1.12%	1.10%	1.10%
2.21%	家庭公用事业	0.05%	2.45%	-4.19%	-9.29%	6.30%	2.69%	2.13%	-1.47%	-2.82%	1.92%	-1.13%	2.17%	6.35%	0.03%
16.65%	医保	0.80%	4.81%	4.66%	4.24%	3.30%	3.12%	2.63%	2.23%	2.47%	2.24%	1.90%	1.98%	2.81%	4.39%
3.05%	交通	0.01%	0.33%	2.06%	2.94%	0.31%	0.49%	1.10%	1.72%	3.34%	4.14%	10.44%	15.24%	18.85%	23.58%
3.46%	娱乐品&载具	0.11%	3.31%	5.46%	8.63%	4.86%	4.09%	5.47%	6.76%	8.80%	7.06%	11.45%	12.78%	14.83%	17.83%
6.51%	食宿	0.21%	3.24%	5.00%	12.93%	5.70%	5.32%	6.16%	6.13%	6.83%	5.27%	6.65%	9.94%	12.59%	14.42%
5.46%	餐饮服务	0.16%	2.94%	4.69%	12.41%	5.05%	3.34%	4.18%	3.86%	4.25%	1.77%	2.89%	6.31%	8.21%	9.85%
1.05%	住宿	0.05%	5.03%	6.85%	16.06%	9.61%	17.45%	18.39%	20.47%	23.90%	29.43%	34.51%	36.93%	46.12%	49.11%
6.29%	金融	0.10%	1.51%	2.08%	2.36%	0.52%	1.23%	0.68%	2.44%	3.40%	2.75%	2.41%	2.52%	2.49%	2.32%
3.71%	金融服务	0.05%	1.22%	2.00%	2.30%	-0.06%	1.01%	0.19%	2.79%	4.18%	3.09%	2.60%	2.86%	2.91%	2.64%
2.62%	保险	0.05%	2.07%	2.22%	2.46%	1.65%	1.65%	1.62%	1.78%	1.96%	2.10%	2.04%	1.86%	1.69%	1.70%
8.69%	其他服务	0.32%	3.67%	5.32%	6.99%	6.67%	7.11%	6.55%	8.17%	6.65%	7.29%	9.01%	10.16%	7.91%	10.97%
2.28%	非营利机构	-0.13%	-5.80%	-5.00%	-2.39%	0.70%	-0.01%	1.99%	5.66%	5.10%	6.63%	7.68%	6.68%	2.58%	-0.78%

资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 17：美国居民部门实际 PCE 消费环比及拉动率

权重	项目	环比拉动率	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
100.00%	所有项目	-0.03%	-0.03%	-0.24%	1.36%	-0.19%	-0.41%	0.27%	0.26%	0.48%	0.00%	0.20%	0.07%	0.16%	0.29%
39.01%	商品	-0.15%	-0.38%	-0.34%	2.87%	-0.71%	-1.25%	0.77%	0.33%	0.23%	-0.33%	0.23%	-0.55%	0.16%	-0.17%
16.15%	耐用品	-0.13%	-0.81%	-1.28%	7.03%	-1.27%	-2.64%	2.16%	-0.34%	-0.10%	0.24%	0.43%	-1.64%	1.04%	-0.42%
4.26%	机动车	-0.08%	-1.79%	-1.52%	16.10%	-3.06%	-5.35%	5.56%	0.21%	0.32%	-2.18%	0.77%	-5.53%	2.24%	0.93%
2.22%	新机动车	-0.05%	-2.22%	-5.15%	24.43%	-6.21%	-9.47%	9.36%	2.48%	-1.27%	-3.88%	3.54%	-9.10%	1.90%	-2.04%
1.50%	二手机动车	-0.01%	-0.76%	3.59%	10.40%	0.39%	-0.30%	2.27%	-2.74%	2.61%	-0.38%	-2.88%	-1.70%	3.33%	6.26%
3.62%	家具家用品	-0.03%	-0.70%	-1.71%	2.78%	-0.67%	-0.86%	1.25%	-0.69%	-0.19%	0.60%	-0.15%	1.54%	0.05%	-1.63%
6.42%	娱乐品&载具	0.01%	0.10%	-0.44%	2.17%	0.43%	-1.65%	0.36%	0.02%	-0.60%	2.36%	0.31%	0.38%	0.67%	-1.11%
2.34%	其他	-0.01%	-0.40%	-1.70%	3.97%	-1.72%	-1.18%	-0.46%	-1.81%	0.17%	0.92%	0.86%	-1.75%	0.59%	-0.03%
23.20%	非耐用品	-0.03%	-0.13%	0.23%	0.52%	-0.39%	-0.44%	-0.04%	0.72%	0.43%	-0.65%	0.12%	0.09%	-0.35%	-0.03%
7.16%	食品饮料	-0.01%	-0.14%	0.23%	0.09%	-0.29%	-0.29%	0.13%	0.35%	-0.21%	-1.01%	0.72%	-0.53%	-1.15%	-0.66%
3.41%	服饰	-0.05%	-1.41%	-1.39%	1.86%	-1.03%	-0.80%	-0.17%	1.49%	0.63%	0.73%	-0.50%	0.33%	1.05%	0.23%
3.13%	能源	0.08%	2.40%	2.61%	-1.23%	-0.23%	-1.45%	-0.85%	1.62%	3.65%	-3.21%	-0.76%	0.33%	-2.19%	0.53%
9.31%	其他非耐用品	-0.04%	-0.43%	0.07%	0.93%	-0.31%	-0.10%	0.16%	0.47%	-0.19%	0.10%	0.13%	0.41%	0.48%	0.25%
61.94%	服务	0.09%	0.15%	-0.20%	0.60%	0.07%	0.02%	0.01%	0.22%	0.61%	0.16%	0.19%	0.39%	0.16%	0.54%
59.72%	居民服务	0.12%	0.21%	-0.17%	0.68%	0.08%	0.13%	0.11%	0.19%	0.70%	0.18%	0.18%	0.35%	0.13%	0.58%
15.29%	居住	0.13%	0.87%	0.21%	-0.88%	0.16%	0.39%	0.31%	-0.10%	-0.06%	0.19%	-0.14%	-0.22%	0.66%	-0.08%
13.07%	住宅	0.01%	0.10%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.08%
3.04%	租金	0.00%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.07%	0.06%	0.08%
9.89%	自住房折算	0.01%	0.12%	0.12%	0.11%	0.11%	0.12%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.12%	0.11%	0.08%
2.21%	家庭公用事业	0.13%	5.77%	0.82%	-6.64%	0.52%	2.09%	1.57%	-1.31%	-0.98%	0.72%	-1.58%	-2.15%	4.16%	-1.09%
16.65%	医保	0.06%	0.36%	0.37%	0.39%	0.62%	0.65%	0.66%	0.14%	0.69%	0.55%	0.46%	-0.03%	-0.15%	0.21%
3.05%	交运	-0.04%	-1.29%	1.08%	0.85%	0.21%	-1.51%	-0.35%	0.18%	1.50%	-0.74%	-1.06%	1.06%	0.44%	0.41%
3.46%	娱乐品&载具	-0.02%	-0.46%	-0.88%	1.65%	0.67%	0.30%	0.08%	0.39%	1.07%	-0.16%	0.26%	0.08%	0.29%	1.62%
6.51%	食宿	-0.01%	-0.21%	-2.26%	3.26%	-0.35%	-0.61%	0.00%	0.98%	1.33%	-0.25%	0.54%	-0.24%	1.11%	1.49%
5.46%	食品服务	-0.01%	-0.16%	-2.55%	4.35%	-0.43%	-0.94%	-0.12%	0.52%	1.77%	-0.93%	0.23%	0.08%	1.23%	1.54%
1.05%	住宿	-0.01%	-0.52%	-0.54%	-2.69%	0.07%	1.26%	0.67%	3.76%	-1.17%	3.72%	2.29%	-2.09%	0.40%	1.21%
6.29%	金融	-0.01%	-0.20%	0.15%	0.67%	-0.15%	0.46%	-0.34%	-1.02%	0.70%	1.00%	0.21%	0.10%	-0.06%	0.36%
3.71%	金融服务	-0.01%	-0.37%	0.22%	0.70%	-0.28%	0.63%	-0.49%	-1.60%	1.04%	1.38%	0.18%	0.05%	-0.21%	0.41%
2.62%	保险	0.00%	0.12%	0.04%	0.61%	0.09%	0.13%	-0.07%	0.07%	0.07%	0.30%	0.27%	0.18%	0.23%	0.27%
8.69%	其他服务	0.01%	0.14%	-0.50%	1.78%	-0.82%	-0.44%	-0.63%	1.24%	1.27%	-0.37%	0.42%	2.92%	-1.32%	1.72%
2.28%	非营利机构	-0.03%	-1.15%	-0.90%	-1.10%	-0.15%	-2.34%	-2.03%	0.77%	-1.22%	-0.23%	0.41%	1.31%	0.75%	-0.31%

资料来源：彭博，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

张佳炜，伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

## 分析师声明

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。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。