

# 如何从美国当下的信号，看未来的变化？

## 摘要

- **从前：美国的衰退与信号。**根据 NBER，衰退是供给需求全方位的下降，官方最关注 6 个指标，其中 NBER 最看重的两个指标是实际个人收入和非农就业情况。美国自二战以来经历了 13 次衰退。从历史来看，美国的衰退有三次值得格外关注：首先与当下较类似的是 1948 年 11 月至 1949 年 10 月发生的为期 11 个月的经济衰退；其次，历史上也有一次由于疾病叠加紧缩政策的衰退，发生在 1957 年 8 月至 1958 年 4 月，走出衰退是因为政府支出增加；再次，历史上银行出现大规模危机发生在 2008 年大危机期间。NBER 对于衰退是事后回顾，提前察觉衰退有三方面信号：首先，较明显的信号为失业人数稳步上升和失业率激增；其次，一般来说收益率曲线倒挂指向经济走势偏弱；从 2008 年危机看，家庭杠杆是经济衰退早期较有效的预测指标。二战后，美国走出衰退后的方式除了货币政策放松外，财政政策发力也是个重要的组成部分。
- **当下，美国的经济与债务。**从通胀看，核心通胀高位回落，从历史经验看，几乎所有衰退时期都在核心通胀最高或磨顶时期，当核心通胀回落时，经济逐渐走出衰退，目前似乎最危险的时期过去，但需注意本轮通胀形成原因复杂；从劳动力市场和需求看，劳动力市场供需都出现放缓迹象，居民消费增速有所下滑；从生产端看，近期工业生产和前瞻指标显示边际形势好转，但势头较弱，供给层面尚且稳定。除经济数据外，美国政府债务情况目前也是影响其经济走势的重要因素。
- **对比：美国家庭资产与负债。**从资产端看，美国居民疫情期间积累的超额储蓄下滑。资产配置方面，居民对住房资产和耐用消费品的配置比例呈现下降，自疫情以来，家庭将更多的金融资产用于流动资产和投资，且低收入家庭配置更多流动资产。美国贫富差距加大，低收入人群压力较大。美国居民部门个人储蓄占可支配收入的比例低于疫情前水平。从负债端看，家庭债务上升，未来还款压力加大。2023 年第一季度家庭债务总额进一步增加，大多数债务类型的流动债务拖欠比例继续增加。美国家庭杠杆率数据较滞后，但芝加哥联储金融状况指数及家庭偿债比例指示不妙。从已有数据看，美国居民资产负债表仍较为稳健，预计美国居民资产负债表的压力将在今年四季度显现。
- **未来：美国政策变化的三种情况。**中美居民资产负债表状况不同，与我国主动缩杠杆不同，美国居民在一季度仍在加杠杆，但加杠杆的动能有所放缓，指向消费增长的未来动能也将有所放缓。在美联储持续加息，及银行业流动性危机的催化下，“紧货币”逐渐向“紧信用”传导，与历史情况不同的是，目前美国财政发力的空间较小，根据美国联邦政府债务上限问题的解决进程，美国经济及美联储的政策变化对应乐观、中性和悲观三种情形。
- **风险提示：**美国政府债务触及上限较快，美国需求端回落较快。

## 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

## 相关研究

1. 去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析 (2023-04-30)
2. “一带一路”大布局，哪些领域国别值得关注？ (2023-04-21)
3. 周期轮动下，出口将如何表现？——基于对中美库存周期的研究 (2023-04-06)
4. 开启双期切换下的经济新周期——宏观 2023 年春季投资展望 (2023-03-09)
5. 重“稳”寻“新”，踏上新征途——2023 “两会”政府工作报告解读 (2023-03-07)
6. 乘势而上——开启双期切换下的经济新周期 (2023-02-24)

## 目 录

1 从前：美国的衰退与信号.....	1
2 当下，美国的经济与债务.....	3
3 对比：美国家庭资产与负债.....	7
4 未来：美国政策变化的三种情况.....	11

不同部门资产负债状况对经济的发展变化有着重要影响。在《轮动与空间：详解三大部门资产负债表》中，我们曾指出我国 2022 年三个部门间，尤其是企业和居民部门的资产负债表与之前发生了明显的变化，居民资产负债表萎缩，预防性存款增多，流向企业的资金减少；社会流动性较充足，但信用转化偏弱；政府部门，地方的还债压力较大，中央财政的压力较地方更小。本篇专题我们将视角集中在海外，时值美联储加息即将停止、海外需求走弱的关键时点，通过梳理历史上美国衰退的特点、当下美国经济情况，重点对比中美资产负债表情况，展望未来美国经济及政策变化。

## 1 从前：美国的衰退与信号

衰退是供给需求全方位的下降，从历史上美国的衰退看有三次值得格外关注。根据美国经济研究局（NBER），经济衰退是指经济活动的显著下降，这种下降遍及整个经济体并持续数月以上，统计时既要考虑衰退的深度，也要考虑部门间扩散程度和持续时间。其持续时间是事后统计的经济活动高峰与其随后的低谷或最低点之间的时期。高峰和低谷月份的确定是基于联邦统计机构公布的一系列月度总体实体经济活动指标，其中包括实际个人收入减去转移支付、非农就业人数、家庭调查衡量的就业人数、实际个人消费支出、根据价格变化调整的批发零售销售以及工业生产。从指标看，就业数据最为主要，此外居民收入和支出、零售销售主要考察需求端，工业生产反映供给端的情况，其中 NBER 最看重的两个指标是实际个人收入和非农就业情况。从上世纪以来美国共经历 18 轮衰退，其中从原因分类看，货币紧缩出现 14 次、财政缩减开支 5 次、高杠杆 2 次、股市大跌 2 次、外部冲击 7 次；从 1945 年的 8 个月衰退开始，美国经济自二战以来经历了 13 次不同的衰退。一般来说，衰退的持续时间较复苏更短，根据 IMF 的数据，1960 年至 2007 年间，21 个发达经济体只有 10% 的时间处于衰退之中。美国最近的一次衰退出现在 2020 年 2 月，是为期最短的衰退，只持续 2 个月，原因在于疫情事件引发的短暂冲击。总结来看，二战之后美国发生的经济危机大多是由于事件或者较宽松的宏观政策导致通货膨胀，美联储为了控制通胀进行加息等操作，再加上财政政策也有所收缩，传导至实体经济表现为消费者缩减支出、经济衰退，走出衰退的方法基本体现为货币政策或财政政策的边际宽松。具体来看，首先与当下情况较类似的是**1948 年 11 月至 1949 年 10 月发生的为期 11 个月的经济衰退**。在那段衰退期间，GDP 下降 1.7%，失业率峰值达到 7.9%，当时正值战后繁荣的第一阶段之后，这与 2020 年疫情后的经济复苏状况类似，在战争期间消费者需求积压和生产能力短缺的情况下，加之战时价格管制的崩溃导致通货膨胀在 1946 年年中突然飙升，年化通胀率从 1946 年 6 月的 3.3% 上升到两个月后的 11.6%，并在 1947 年 4 月达到峰值 19%，但政策制定者仅在 1947 年下半年做出反应收紧货币政策，最终导致相对温和的衰退。其次，历史上也有一次由于疾病叠加紧缩政策的衰退，发生在**1957 年 8 月至 1958 年 4 月**，历时 8 个月。1957 年，亚洲流感大流行蔓延，同时美联储提高利率以减缓 50 年代攀升的通货膨胀，使经济问题更加复杂，期间 GDP 萎缩 3.3%，失业率上升至 6.2%，走出衰退是因为时任总统的艾森豪威尔增加政府在高速公路建设和其他公共基础设施项目上的支出。再次，历史上银行出现大规模危机的仅发生在**2008 年大危机期间**。

**图 1：美国失业率与衰退区间**


数据来源：纽约联储、西南证券整理

**图 2：1928 年以来的 25 个熊市中，有 14 个与衰退重叠**

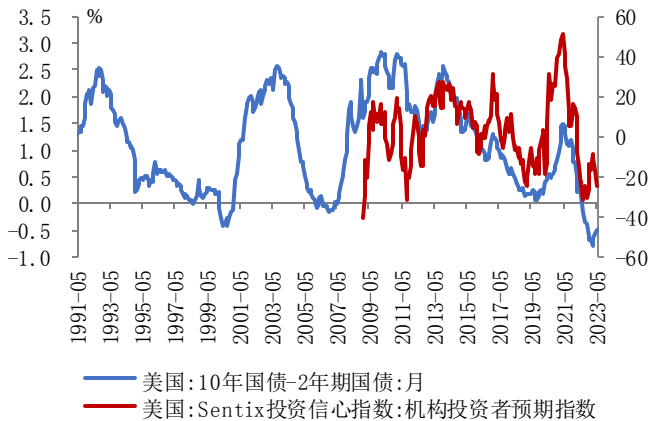
S&P 500 Bear Markets (defined by 20% Peak to Trough Decline): 1929 - Present						
Bear Market Period	Bear Market Length (Months)	NBER Recessions	Length of Recession (Months)	S&P Start	S&P End	% Change
Sep 2018 to Dec 2018	3			2941	2347	-20%
May 2011 to Oct 2011	5			1371	1075	-22%
Oct 2007 to Mar 2009	17	Dec 2007 to Jun 2009	18	1576	667	-58%
Mar 2000 to Oct 2002	31	Mar 2001 to Nov 2001	8	1553	769	-51%
Jul 1998 to Oct 1998	3			1191	923	-22%
Jul 1990 to Oct 1990	3	Jul 1990 to Mar 1991	8	370	295	-20%
Aug 1987 to Oct 1987	2			338	216	-36%
Nov 1980 to Aug 1982	22	Jul 1981 to Nov 1982	16	142	102	-28%
Sep 1976 to Mar 1978	18			109	86	-20%
Jan 1973 to Oct 1974	21	Nov 1973 to Mar 1975	16	122	61	-50%
Dec 1968 to May 1970	17	Dec 1969 to Nov 1970	11	109	69	-37%
Feb 1966 to Oct 1966	8			95	72	-24%
Dec 1961 to Jun 1962	6			73	51	-29%
Aug 1956 to Oct 1957	14	Aug 1957 to Apr 1958	8	50	39	-21%
Jun 1948 to Jun 1949	12	Nov 1948 to Oct 1949	11	17	14	-21%
May 1945 to May 1947	12			19	14	-28%
Nov 1938 to Apr 1942	36			14	7	-46%
Mar 1937 to Mar 1938	12	May 1937 to Jun 1938	13	19	9	-54%
Jul 1933 to Mar 1935	20			12	8	-34%
Sep 1932 to Feb 1933	5	Aug 1929 to Mar 1933	43	9	6	-41%
Sep 1929 to Jun 1932	33	Aug 1929 to Mar 1933	43	32	4	-86%
Average Without Recession	12					-29%
Average With Recession	17					-42%
Average All	15					-36%

数据来源：Pension partners、西南证券整理

**NBER 对于衰退是事后回顾，提前察觉衰退有三方面信号，其中家庭加杠杆的情况尤为重要。首先，较明显的信号为失业人数稳步上升和失业率激增。从美国历史上的衰退看，自二战以来，失业率若在几个月内上升个百分点，大多预示着经济衰退的开始。其次，一般来说收益率曲线倒挂指向经济走势偏弱。一般，在收益率曲线倒挂出现后的 18-24 个月，经济出现明显低迷。再次，从 2008 年金融危机看，家庭杠杆是经济衰退早期较有效的预测指标。随着对信用卡依赖程度的提高，2002 年至 2006 年，美国经历了家庭杠杆大幅增加，2006 年二季度开始，家庭违约率上升伴随房价下跌，这两者反映了家庭部门的过度扩张，2006 年第三季度开始，耐用品消费出现了急剧的相对下降，但一年之后，失业率才出现重大变化，紧接着 2008 年第四季度开始，依赖信用卡的消费者减少了消费。综合看，2008 年的家庭违约率上升、房价下跌、消费(尤其是耐用品)下降和失业率上升都与家庭杠杆率的升高有关，换言之家庭杠杆率的提升是 2007-2009 年经济衰退的主要驱动因素之一。与之匹配的是，2007 年和 2008 年初 GDP 中固定住宅投资和耐用品消费最先开始下降，这两个分项更多地依赖于家庭加杠杆的意愿情况。且从美国不同区域看，相对于加杠杆程度较低的地区，加杠杆多的地区衰退开始得更早，也更严重。根据芝加哥大学和 NBER，从 2006 年第二季度到 2009 年第二季度，杠杆增长率最高 10% 的州县的家庭违约率上升了 12 个百分点，房价下跌了 40%；相比之下，杠杆增长率最低 10% 的州县，违约率温和上升了 3 个百分点，房价上涨了 10%。此外，汽车销售和新住宅建筑许可也显示出类似的规律，到 2008 年第三季度，杠杆增长率最高 10% 的州县的汽车销量与 2005 年相比下降了近 40%，杠杆增长率最低 10% 的州县汽车销量实际上增长了近 20%。2005 年到 2008 年，高杠杆增长的地区新住房建设许可下降了近 150%，而低杠杠增长仅下降了 50%。失业率同样，从 2005 年第四季度到 2008 年第三季度，杠杆增长率最高 10% 的州县，失业率上升了 2.5 个百分点，杠杆增长率最低的 10% 国家的失业率没有变化。另外，家庭对短期贷款的敞口（用信用卡使用率衡量）影响了不同地区间在 2008 年四季度到 2009 年二季度的经济衰退程度，信用卡使用率高的地区汽车销量下降幅度更大。**

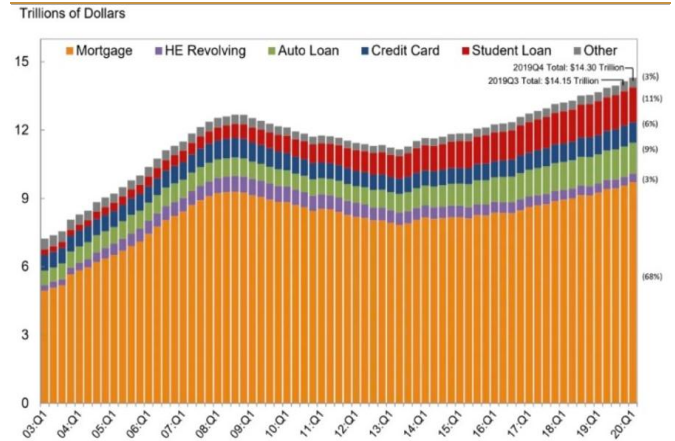


图 3：2-10Y 美债收益率利差持续倒挂



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4：美国家庭债务规模及其组成变化



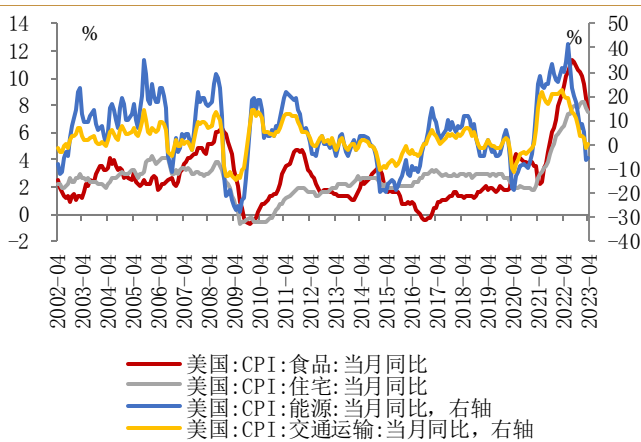
数据来源: 纽约联储, 西南证券整理

二战后，美国走出衰退后的方式除了货币政策放松外，财政政策发力也是个重要的组成部分。与当下距离最近的两次美国衰退分别是 2020 年疫情后和 2008 年金融危机，两次危机的共同点都在于货币政策尽放之后，财政政策重点支持了部分行业 and 家庭的修复。衰退中，通过减税、直接支付或增加支出等方式将更多资金注入实体经济，财政作为自动稳定器的功能有所体现。从 2008 年金融危机所采取的财政措施看，美国国会通过了 2008 年经济刺激法案(1520 亿美元)，主要包括向低收入和中等收入的美人提供 600 美元的退税；2009 年，美国通过《复苏与再投资法案》ARRA (7870 亿美元)，涵盖从退税到商业投资的各种支出，其中 2009 年花费 1849 亿美元，2010 年花费 3994 亿美元，拨款的剩余部分在接下来的十年中分配。从实施效果看，根据美国经济协会的测算，美国复苏和再投资法案的乘数规模在 10 个季度后约为 1.2。从 2020 年疫情危机看，截至 2020 年 5 月中旬，联邦财政应对措施分为四个阶段，前两个阶段侧重于紧急医疗、食品援助、医疗补助及与 COVID-19 相关的带薪病假和探亲假；第三阶段为 CARES 法案；第四阶段增加了对前几个阶段所涵盖领域的资助，尤其是薪资保护计划 (PPP)，主要为小企业贷款提供资金。针对 COVID-19 的财政措施使得联邦赤字增加超过 2.4 万亿美元，约占 2019 年 GDP 的 11.2%。COVID-19 的财政应对措施与金融危机期间的应对措施有较多相似之处。从效果看，根据旧金山联储估计，针对个人转移支付的的财政乘数接近或高于 1，且在财政紧张时期，州和地方政府从联邦转移支付中支出的边际倾向特别高，另外当基准利率在 0 以下时，政府支出的财政乘数约为 1.5。2020 年的财政应对措施对产出的提振作用较大。

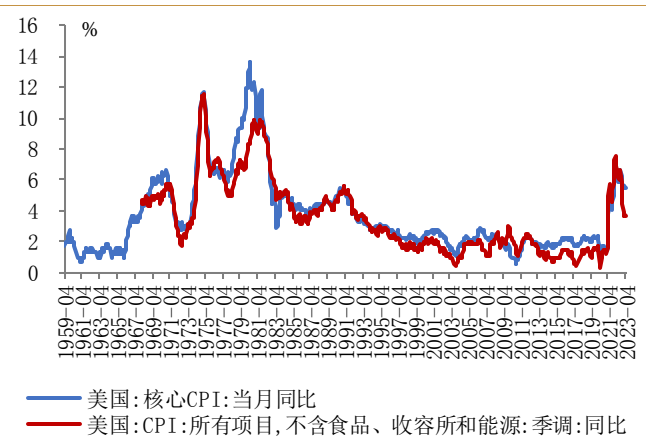
## 2 当下，美国的经济与债务

核心通胀高位回落，似乎最危险的时期过去。美国一季度实际 GDP 年化环比增长 1.1%，低于去年四季度 2.6% 的增速，也不及预期的 1.9%。从最新美联储经济褐皮书看，近几周美国的整体经济活动几乎没有变化，招聘和通胀放缓，信贷获得渠道有所缩窄。经济活动与预期方面，褐皮书包含的 12 个地区中，9 个辖区表示经济活动不变或变动轻微，另外 3 个辖区表示经济活动适度增长，整体看，全美对未来增长的预期基本保持不变，两个地区对经济前景的预期恶化。物价方面，非劳动力投入的价格出现从温和到急剧的下降，运费显著下降；制成品的生产者价格依然温和上涨，但涨幅有所放缓；制造业和服务业的销售价格压力普遍缓解；大多数地区的房屋销售和租金价格趋于平稳，但仍处于高位；由于需求仍然高涨以及库存和劳动力成本上升，整体消费者价格上涨。从数据看，4 月，美国 CPI 同比上涨 4.9%，

核心 CPI 同比上涨 5.5%，均较上月回落 0.1 个百分点，核心 CPI 环比上升 0.4%；扣除食品、能源和住房的通胀 4 月环比上涨 0.4%，较 3 月略升高 0.1 个百分点，同比上涨 3.7%，与前置基本持平。其中对 4 月 CPI 贡献最大的是住房，此外汽油和二手车价格也有所上涨，但燃料油、新车和家庭食品价格，且酒店住宿与运输服务价格也下跌。自 2022 年 6 月达 9.1% 的峰值以来，CPI 同比已大幅降温，但仍远高于美联储 2% 的目标。从历史经验看，自二战之后，几乎所有衰退时期都在核心通胀最高或磨顶时期，当核心通胀回落时，经济逐渐走出衰退。若从历史经验看，目前核心通胀高位回落，似乎最危险的时期已过，但需注意本轮通胀形成原因复杂，前期供应链终端、劳动力供应限制相互作用，共同驱动通胀上涨，需求端和供给端同时作用。若通胀仅有需求端拉动，紧缩的货币政策相对更加有效，但若叠加劳动力市场因素，紧缩的货币政策本身也会对劳动力形成打击，从而效果更弱。

**图 5：美国通胀主要分项回落明显**


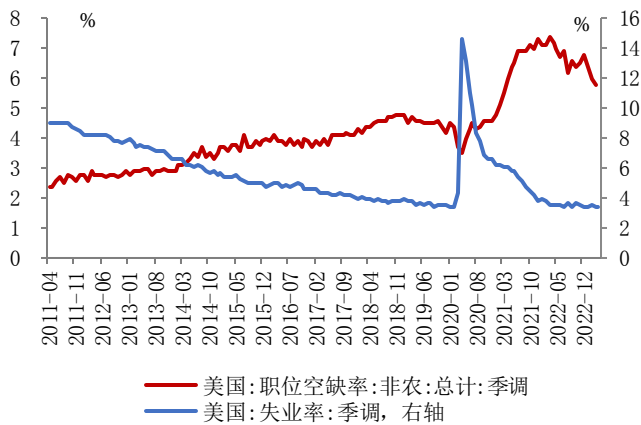
数据来源：Wind、西南证券整理

**图 6：美国核心 CPI 最高时基本对应历史上的衰退时期**


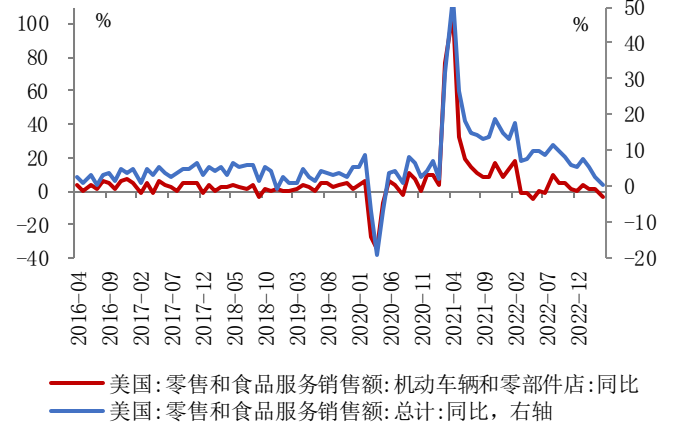
数据来源：Wind、西南证券整理

**劳动力市场供需都出现放缓迹象，居民消费增速有所下滑。**劳动力市场方面，最新美联储褐皮书显示就业增长有所放缓，几个地区报告的增长速度低于之前的褐皮书；少数大公司报告了大规模裁员，部分公司选择自然减员；就业市场紧张情况有所缓解；工资表现出一定缓和，但仍处于高位；几个地区报告说，与去年相比，对非周期性工资增长的需求有所下降。从数据看，美国 4 月季调后非农就业新增 25.3 万人，远超市场预期，失业率超预期回落至 3.4%，劳动参与率维持 62.6% 不变；小时工资同比超预期回升至 4.4%，环比超预期回升至 0.5%；但从新增非农就业三月平均看，已从高位回落，经通胀调整后的实际平均时薪增长 0.1%，同比下降 0.5%。3 月，美国职位空缺率为 5.8%，较 2 月继续下降 2 个百分点，连续第 4 个月下滑，此外 3 月解雇裁员水平和解雇裁员率较上月都有所升高，非农裁员率为 1%，较上月提升 0.1 个百分点，裁员最多的行业是建筑业，其次是住宿和餐饮服务、医疗保健和社会救助；主动离职率走弱，所有行业中，住宿和餐饮服务的主动离职降幅最大，招聘也有所减少，与该行业薪资增速放缓的趋势一致。4 月，美国 3 个月后就业扩散指数位 61.2%，较 3 月继续回落 1.6 个百分点，也是第 9 个月连续下降。从历史上的美国衰退看，失业率大幅回升基本与衰退时期同步，从目前美国就业市场看，大概率在走弱的前期，或预示衰退步伐渐进。消费方面，根据美联储褐皮书，消费者支出在报告期内较稳健，汽车销售总体保持稳定，非汽车零售销售略有疲软，汽油和建筑材料销售下滑，家具和电子产品销售低于预期；全国大部分地区的旅行和旅游业都有所起色。尽管供应链继续改善，但制造业活动被广泛报道为持平或下降。由于物价增长放缓，消费者支出呈现出持平或略有下降趋势。信贷方面，褐皮书给出了信贷收紧的早期信号，许多辖区内的联络人报告贷款、银行存款减少。

联储银行表示，小银行的资金流出情况已经稳定，但贷款活动“显著”下降，在不确定性和对流动性的担忧增加的情况下，银行收紧了贷款标准。从数据看，美国4月零售销售环比增长0.4%，低于预期的0.8%。4月零售数据止住连跌势头，但复苏动能不及预期，在零售数据分项的13个大类中，可选消费品的下降势头较为显著，运动商品、兴趣、乐趣和书店的销售环比跌3.3%；家装、电子产品、服饰、加油站和食品商店的销售也小幅下跌；汽车经销商、综合商店和在线电商的销售环比上升；餐饮和酒吧零售额在4月环比增加0.6%，消费者服务业支出扩大，整体来看，消费者“钱袋子”吃紧，未来消费复苏或持续放缓。

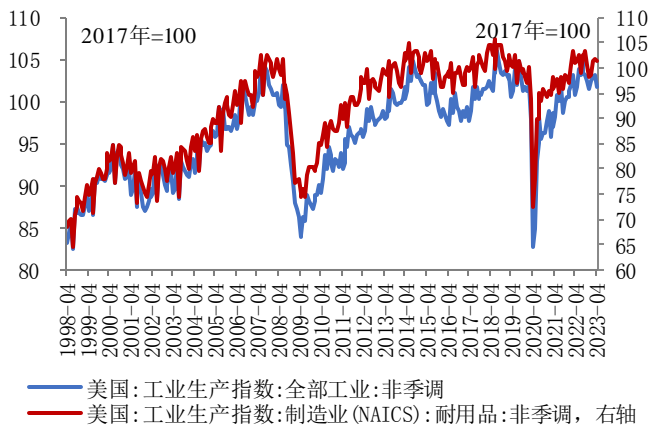
**图7：职位空缺率回落，失业率仍在低位**


数据来源：Wind、西南证券整理

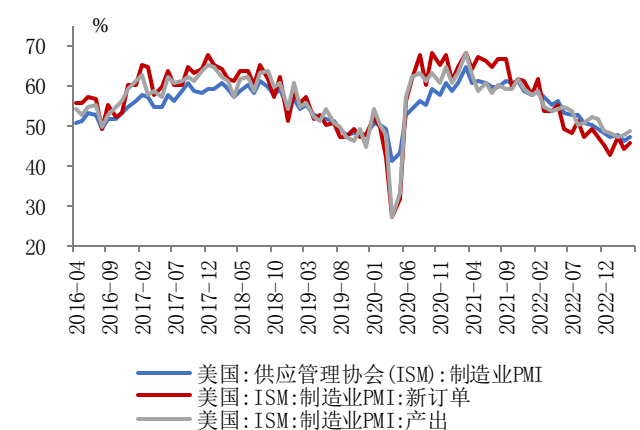
**图8：美国零售销售增速逐渐回落**


数据来源：Wind、西南证券整理

**近期工业生产和前瞻指标显示边际形势好转，但势头较弱，供给层面尚且稳定。**数据层面，美国4月工业产出月率0.5%，环比上升0.1个百分点，好于预期，显示修复态势，分项上，受机动车和零部件产量的强劲增长影响，4月份制造业增长1.0%；石油与天然气开采加速，矿业指数上涨0.6%；4月份气温回暖降低了取暖需求，公用事业指数下跌3.1%，此外，4月份产能利用率小幅上升至79.7%，达到长期平均水平，但近期美国银行业危机提高了借贷成本，未来工业持续恢复动能有待观察。前瞻指标方面，4月，美国ISM制造业PMI指数47.1%，超过前值0.8个百分点，仍在荣枯线以下，但边际有轻微好转，本月是美国ISM制造业PMI指数连续第六个月收缩，也是自2009年以来持续时间最长的一次收缩；从分项指标看，ISM新订单指数45.7%，好于前值44.3%的水平；ISM产出指数48.9%，也略好于前值47.8%的水平；制造业物价支付指数53.2%，高于预期49%和前值49.2%，通胀仍有一定粘性。

**图 9：工业生产指数高位回落**


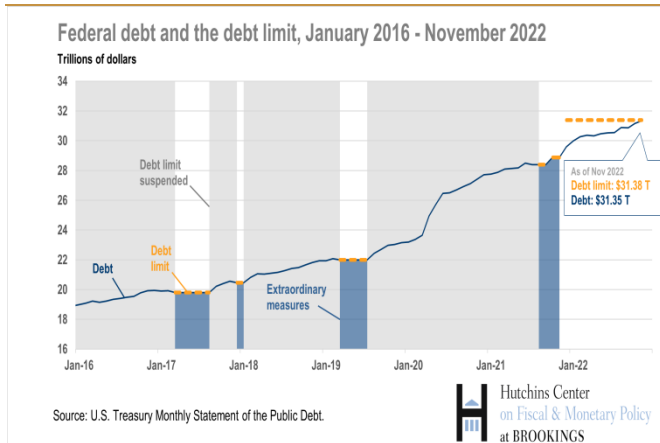
数据来源: Wind、西南证券整理

**图 10: 美国 ISM 制造业 PMI 在荣枯线以下**


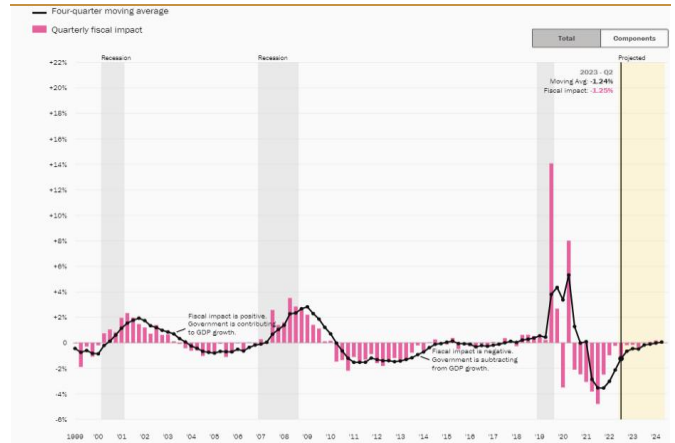
数据来源: Wind、西南证券整理

除经济数据外，美国政府债务情况目前也是影响其经济走势的一个重要因素。美国政府债务在 2023 年 1 月 19 日达到了 31.4 万亿美元上限以来，财政部开始采取特别措施使得债务上限尚未生效，如动用手头现金储备 (TAG 账户)，且暂停一些非必要支出，财政部 TGA 账户从 1 月下旬的 5730 亿美元快速回落，4 月中旬一度降至 866 亿美元的低点，并且作为美国税收大月的 4 月份税收明显减少，截至 4 月中旬，财政部税收收入同比下降 21%，在国会立法提高上限之前，财政部无法新增发债，加大了资金提前耗尽的可能性。2 月，美国国会预算办公室 (CBO) 估算，若不能及时提高债务上限，财政部的非常规措施将在今年 6 月到 9 月间耗尽，范围之所以如此之大，是因为加州受风暴影响的人的报税截止日期有所延迟，这使得今年联邦报税的速度和数额不确定性较高。若耗尽非常规措施与现金，届时美国将面临债务实质性违约。目前，在提高债务上限方面，美国两党就如何提高债务上限分歧严重，虽然两党都同意提高债务上限，但民主党多希望先提高债务上限再谈削减联邦支出，而共和党则支持先减支出。当地时间 5 月 9 日和 12 日，美国总统拜登和国会领导分别就债务上限问题举行首次和第二次会谈，皆没有取得任何进展。根据测算，如果债务上限受到约束，并且财政部要支付利息，那么其他支出平均每月将不得不削减约 25%；若财政部优先支付利息和社会保障金，那么支付给个人、企业和机构的其他款项将大幅削减约三分之一。且每个月的削减幅度都会有所不同，由于 7 月和 8 月的税收收入一般较低，联邦支出所需的削减在这几个月可能会更大。而最坏的情况则是，财政部可能被迫推迟支付美国债务的利息或本金，这将破坏美国国债市场，并影响家庭和企业的信贷成本和可用性，在这种情况下，或将伴随两个季度的温和衰退，根据布鲁金斯学会的测算，危机后第一年的失业率增加 1.25 个百分点，第二年增加 1.7 个百分点，这意味着 2023 年将失去约 200 万个工作岗位，2024 年将失去 280 万个工作岗位。根据哈钦斯中心财政影响指标 (FIM)，财政政策对于美国 2023 年一季度 GDP 拖累 0.2 个百分点。一季度财政对经济增长的拖累主要由于联邦、州和地方政府的实际转移支付下降，这使经济增长降低了 1.1 个百分点，但联邦、州和地方政府的采购将 FIM 提高了 0.5 个百分点，而税收减少则将其提高了 0.3 个百分点。从近期趋势看，随着疫后财政支持减弱，FIM 在 2021 年二季度转为负值。



**图 11：联邦债务与债务上限**


数据来源：美国白宫网站、Hutchins Center、西南证券整理

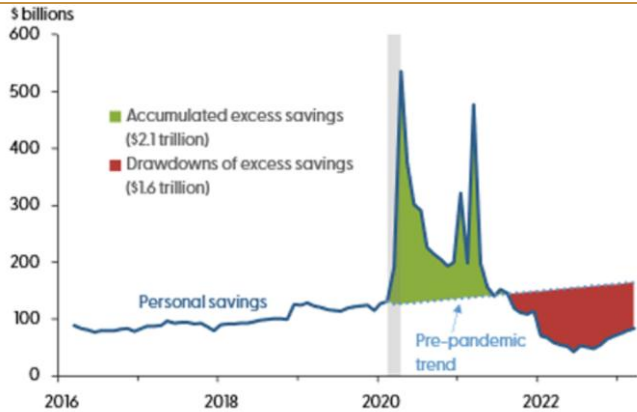
**图 12：美国财政政策对实际 GDP 的拉动作用**


数据来源：Hutchins Center、西南证券整理

### 3 对比：美国家庭资产与负债

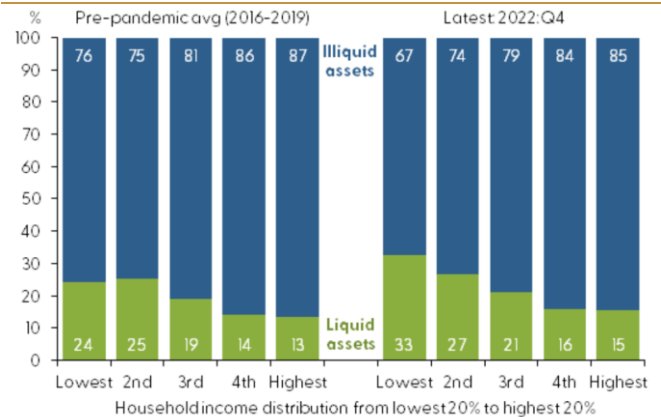
从资产端看，美国居民疫情间积累的超额储蓄下滑。上世纪 70 年代以来，美国居民部门总资产规模占 GDP 的比例基本稳步提升。截至 2022 年末，美国居民部门总资产规模达到 167 万亿美元，占同期美国 GDP 的比例达到 639%。据统计，疫情以来大规模财政刺激导致居民增加了 2.3 万亿美元的超额储蓄（相当于美国 GDP 约 10%）。由于实际收入下滑、生活成本上升，居民持续支取，截至目前，据纽约联储数据，目前的储蓄规模回落至 5000 亿美元。收入水平较高的家庭储蓄更多，数据表明收入分配最低的两个群体持有超额储蓄总额的 4% 至 29%，而收入最高的群体持有 32% 至 67%。资产配置方面，居民对住房资产和耐用消费品的配置比例呈现下降，自疫情以来，家庭将更多的金融资产用于流动资产和投资，如货币、支票存款、定期存款、短期投资和货币市场基金等。根据分配金融账户 (DFA) 数据，收入分配最低组的家庭在 2022 年第四季度将 33% 的金融资产用于流动投资，而在疫情之前的四年这一比例为 24%；对于最高收入群体，流动资产占总金融资产的比例同期从 13% 增长到 15%，增幅较小。在疫情后的两年多时间里，家庭持有的现金余额普遍有所增加，数据显示，到 2022 年中期，所有收入群体的现金余额中位数相对于疫情前的余额仍然偏高，与 2019 年中期的水平相比，收入分配最低的四分之一家庭的支票账户存款（经通胀因素调整后）增加了 41%，而收入最高的四分之一家庭增加了 29%。

图 13：美国个人储蓄相对疫情前的变化



数据来源：美联储、西南证券整理

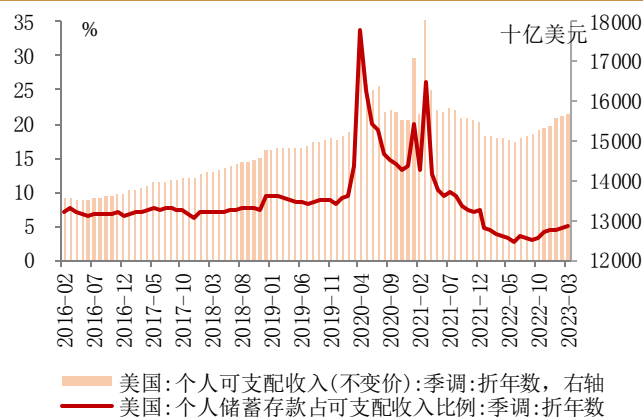
图 14：不同收入水平美国家庭的资产配置情况



数据来源：纽约联储、西南证券整理

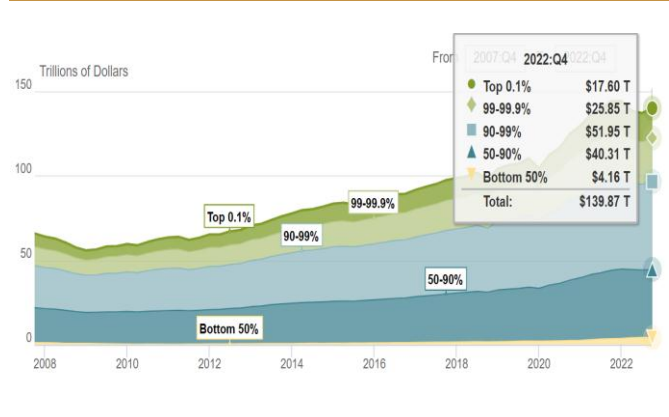
美国贫富差距加大，低收入人群压力较大。2023 年 3 月，美国居民部门个人储蓄占可支配收入的比例为 5.1%，高于 2 月为 4.8% 的水平，但较 2021 年 3 月 26.3% 的阶段高点已回落不少，低于过去 3 年（2020 至 2022 年）10.75% 的平均水平，也低于疫情前三年（2017-2019 年）7.88% 的平均水平。数据显示，美国家庭年收入低于 5 万美元的样本中，2022 年全年支出超过收入占比较上一年抬升 7.2 个百分点至 30%；年收入 5 至 10 万美元家庭的这一比例升 2.6 个百分点至 15%；年收入大于 10 万美元家庭仅升 1.7 个百分点至 10%。中等收入情况稍好，但工资涨幅也落后于物价涨幅。2021 年下半年开始美国私人部门工资增速持续低于 CPI 统计同比增速，2022 年 4 月经通胀调整后的实际平均月薪同比下降 0.5%。从不同收入水平家庭的财富看，截至 2022 年四季度末，美国家庭财富共有 139.87 万亿美元，其中收入在中位数以下的家庭财富仅有 4.16 万亿美元，收入在 50%-90% 分位数的家庭财富有 40.31 万亿美元，疫情后，最富有的家庭财富积累更多，美国贫富差距有所扩大。3 月，美国 M2 同比下降 4.05%，创历史最大同比降幅，较 2 月的降幅 2.2% 继续扩大，连续第四个月收缩。此前，疫情后美联储向市场注入大量流动性，M2 同比增速自 2020 年 3 月以来持续走高，在 2021 年 2 月创下近 27% 的历史纪录，之后逐渐下滑，直至去年 12 月同比转负。然而从 M2 的绝对量上看，仍然高出疫情前 37%，货币超发的问题依存。M2 下降也可以佐证，一方面是因为居民持续消耗超额储蓄，企业为支付高额利息也在消耗储蓄存款，另一方面可能存在存款搬家的现象。

图 15：个人储蓄占可支配收入比例不及疫情前



数据来源：Wind、西南证券整理

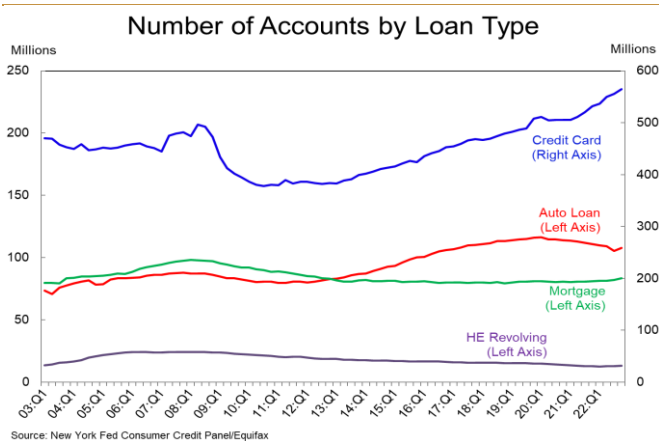
图 16：美国不同收入水平家庭财富分配



数据来源：Wind、西南证券整理

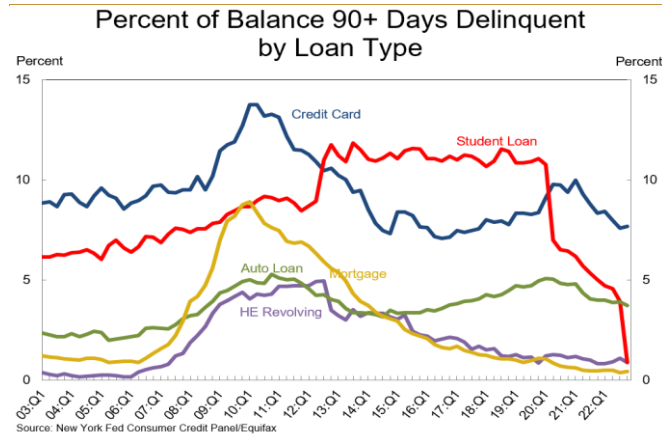
从负债端看，家庭债务上升，未来还款压力加大。根据纽约联储发布的数据，2022 年第四季度家庭债务总额增加 3940 亿美元(2.4%)至 16.90 万亿美元，2022 年末，家庭债务余额比疫情之前的 2019 年底高出 2.75 万亿美元；其中抵押贷款余额在 2022 年第四季度增加了 2540 亿美元，2022 年末余额达到 11.92 万亿美元，2022 年抵押贷款余额增加了近 1 万亿美元；汽车贷款余额增至 1.55 万亿美元，抵押贷款和汽车贷款是家庭债务增长的主要推动力。在经历了两年历史最低的拖欠率后，几乎所有债务类型的流动债务拖欠率在第四季度再次上升，其中信用卡和汽车贷款的拖欠率分别上升了 0.6 和 0.4 个百分点。而 2023 年第一季度家庭债务总额进一步增加，较去年四季度增加 1480 亿美元(0.9%)至 17.05 万亿美元，增幅有所放缓，但余额比 2019 年底高出 2.9 万亿美元；抵押贷款余额在 2023 年第一季度小幅增长了 1210 亿美元，3 月底为 12.04 万亿美元；第一季度信用卡余额与前值持平，为 9860 亿美元。第一季度汽车贷款余额增加 100 亿美元，一反第一季度余额下降的趋势；学生贷款余额略有增加，目前为 1.60 万亿美元，值得注意的是，这意味着大约 17% 的美国成年人有未偿还的学生贷款，学生贷款是仅次于抵押贷款的第二大债务，由于疫情导致暂停后，学生贷款支付将于今年 9 月或 10 月恢复，大约 3000 万人每月将支付 200 至 400 美元；包括零售和其他消费贷款在内的其他余额增加了 50 亿美元。总的来说，非住房余额增长了 240 亿美元。大多数债务类型的流动债务拖欠比例继续增加，信用卡和汽车贷款的拖欠率分别上升 0.6 个和 0.2 个百分点，接近或超过了疫情前的水平。从不同收入群体看，2022 年四季度，低收入人群消费贷占总债务比重更高（收入后 20%至 40%和后 20%人群消费贷占比分别为 45.6%和 43.8%）。总的来看，疫情以来在低利率的背景下，美国居民债务增长明显快于 2013 年 3 季度以来居民加杠杆至疫情前的时期。从持有债务的年龄阶段来看，疫情以来，30-49 岁居民的负债率出现了明显上升，而 30 岁以下及 60 岁和 60 岁以上的居民减少了债务持有，50-59 岁的居民变化不大。30-59 岁居民抵押贷款成为债务最主要的来源。

图 17：美国不同贷款种类的金額



数据来源：纽约联储、西南证券整理

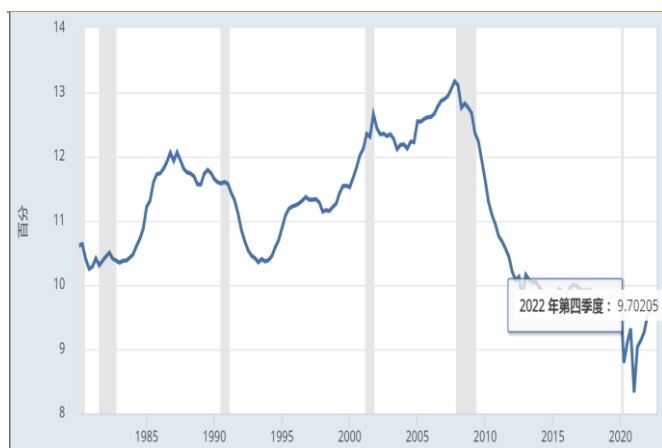
图 18：逾期 90 天以上余额的百分比



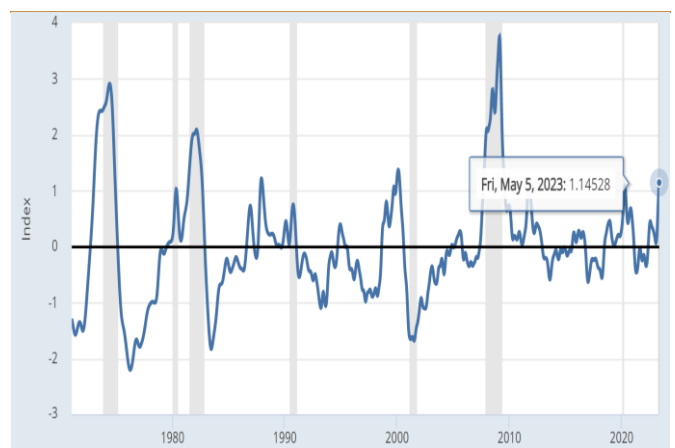
数据来源：纽约联储、西南证券整理

美国家庭杠杆率数据较滞后，但芝加哥联储金融状况指数及家庭偿债比例指示不妙。5 月，美联储发布今年首份《金融稳定报告》，报告中美联储认为总体上银行业仍保持了韧性，消化损失的能力较强，联储和其他机构的政策干预帮助缓解了银行的压力，并限制了出现进一步压力的可能，但短期融资市场仍存在结构性的脆弱。3 月以来，在联储等监管方采取了一系列行动后，金融市场及存款流动已经企稳，但部分遭遇了大批存款外流的银行继续承受压力，这些形势变化未来可能对信贷环境继续施压。与去年 11 月份的报告相比，银行部门压力、中美紧张关系、商业和住宅房地产对美国金融系统造成风险的概率有所上升。对经济

前景、信贷质量和融资流动性的担忧仍可能导致信贷供应的进一步收缩，或将推高企业和家庭的融资成本，导致经济活动放缓。此外，美联储一季度的高级贷款官意见调查报告（SLOOS）显示，2023年一季度，美国银行收紧大中型企业商业和工业贷款条件的比例从去年四季度的44.8%上升至46%；收紧建筑和土地开发、非农非住宅、多户型的商业房地产贷款标准的比例分别从69.2%、57.6%、56.7%上升至73.8%、66.7%、64.5%，收紧次级抵押贷款标准的比例也从14.3%升高至33.3%；信用卡的消费贷款收紧比重从28.3%升至30.4%，均升至2008年金融危机和2020年新冠疫情爆发以来的次高水位。在贷款标准收紧的情况下，贷款需求疲软，报告工商业贷款需求、商业房地产贷款需求增强的比重均继续下降，其中，报告大中型企业商业和工业贷款需求疲软的银行比例上升至55.6%，为2009年全球金融危机期间以来的最高水平。报告中，信用卡和汽车消费贷款需求增强的比重在上季度大幅下降后降幅有所收敛。此外，银行普遍表示预计将在今年余下时间收紧贷款标准。从美国居民部门和非金融企业部门的杠杆率看，从2021年三季度逐渐下降，分别从79.1%和85.1%下降至2022年三季度的75.2%和78.8%，企业部门的杠杆率下降更多。然而，从芝加哥联储的金融状况杠杆指数看，从2021年3月阶段性低点0.34升至2023年5月5日的1.15（正值代表金融状况较平均水平更紧，负值反之），之前美国衰退基本都能对应到该指数的阶段性高位时期；美国家庭债务偿还比例（债务偿还占可支配收入比重）在2020年2季度达到阶段性低点8.79%后，逐渐升高至2022年三季度的9.7%，走高近1个百分点。

**图 19：美国家庭债务偿还比例走高**


数据来源：纽约联储、西南证券整理

**图 20：美国金融状况杠杆分指数持续上升**


数据来源：芝加哥联储、西南证券整理

从已有数据看，美国居民资产负债表仍较为稳健，这也是支撑之前需求数据表现不差的主要原因，一季度债务仍在增加，部分分项增幅有所放缓，杠杆率尚未体现历史上衰退时明显升高的情况，但家庭偿债比例及金融状况杠杆分项指数已提示危机逐渐临近。随着超储的减少、还债压力的增多，我们预计美国居民资产负债表的压力将在今年四季度显现。



## 4 未来：美国政策变化的三种情况

中美居民资产负债表状况不同，消费表现也呈现明显节奏分化。与美国居民不同的是，我国居民资产负债表整体显现收缩态势（详见《轮动与空间：详解三大部门资产负债表》），2022年，在主要部门中，只有居民杠杆率没有增长，2022年居民部门杠杆率为61.9%，与上一年持平，四个季度的变动幅度分别为-0.1、0.2、0.1和-0.2个百分点。2022年，居民部门债务增速仅为5.4%，为1992年数据统计以来的新低，住户部门贷款增加3.83万亿元，同比少增4.09万亿元，其中短期贷款增加1.08万亿元，中长期贷款增加2.75万亿元，较2021年分别同比少增7600亿元和3.33万亿元。按用途看，个人经营性贷款录得16.5%的较高增速，但住房贷款仅增长了1.8%，其他消费性贷款仅增长了2.8%。受疫情及收入的影响，居民部门主动去杠杆的意愿增强，抑制了消费增长和购房热情，消费贷和住房贷款增速为历史较低水平。与我国主动缩杠杆不同，美国居民在一季度仍在加杠杆，但加杠杆的动能有所放缓，指向消费增长的未来动能也将有所放缓。

在美联储持续加息，及银行业流动性危机的催化下，“紧货币”逐渐向“紧信用”传导，未来政府债务上限问题仍有变数。当地时间5月3日，美联储将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5%至5.25%之间，为2006年来首次联邦基金利率升至5%以上，这也是自2022年3月以来第十次加息，缩表规模维持在950亿美元。对未来的货币政策走势，鲍威尔在新闻发布会上强调，美联储需要综合考虑货币政策的累积效应、滞后性、以及经济金融的基本面来确定多大程度的额外收紧可能是适当的；对降息，鲍威尔也进行了温和反驳，美联储仍然将强烈致力于将通胀降低至2%。基于前文对美国供给端和需求端以及居民资产负债表的分析，我们认为美国或迎来较温和的衰退，数据上走弱的将主要体现在三季度中旬后。

与历史情况不同的是，目前美国财政发力的空间较小，根据美国联邦政府债务上限问题的解决进程，美国经济及美联储的政策变化对应乐观、中性和悲观三种情形：乐观情况下，两党在触及上限达成共识，在此情况下，对经济的反面作用最小，需求端温和回落，经济向较温和的放缓过度，美联储在本年度采取放松政策措施的概率较低；中性情况为短暂的突破债务上限，短期突破债务上限也将对经济有较大压力，影响美国国债市场，削弱美元的作用，根据穆迪的测算，在此种情况下，失业率或从3.5%上升至5%。预计中性情况下，美国经济将进入轻度衰退，美联储降息进程较乐观情况将更加提前，或在年末左右；悲观情况下，美国政府债务上限突破时间较长，根据美国白宫经济分析中心CEA对长期违约影响的模拟，2023年第三季度是模拟债务上限突破的第一个季度，期间美国股市暴跌程度或达到45%，退休账户受到冲击；与此同时，消费者和企业信心受到重创，消费和投资数据回落。伴随企业裁员，失业率增加5个百分点，但在这种情况下，与金融危机和疫情期间不同的是，美国财政政策空间小，政府扩大支出的概率较低，后续随着缺口的继续，经济复苏缓慢，到2023年底失业率仍高3个百分点。在这种情形下，美联储降息操作将大幅提前，不排除9月或11月的可能。我们认为悲观情形的概率较低，美联储降息操作或最早开始于今年12月，或者本年不降息。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn