



宏观专题

美国经济衰退为何迟迟未兑现？

衰退启示录#6

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

《如何追踪和判定美国经济衰退？——衰退启示录#1》

《美国消费数据中的衰退密码——衰退启示录#2》

《慎言通胀顶，勿觉衰退浅——衰退启示录#3》

《从居民超储看美国衰退时点&幅度——衰退启示录#4》

《库存周期如何影响美国衰退的时点与深度？——衰退启示录#5》

#美国居民收支&消费点评

《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》

投资要点：

- **核心观点：**持续的工资韧性与近期的个税下调推涨了美国居民的可支配收入，同时提振了消费支出与个人储蓄，分别强化了美国经济的现实与预期。根据我们的测算，到2023年12月，美国居民部门或将仍余有0.4万亿美元的超额储蓄，更新后的超额储蓄耗尽时点已延后至2024年5月。因此，超额储蓄年内难言耗尽，且仍能支撑美国居民消费增长。但消费的韧性也同时意味着通胀的黏性，下半年通胀存在尚未被市场充分预期的二次抬升风险，这意味着年内美联储不仅难以降息，甚至存在继续加息的可能。
- **近期美国经济强在何处？消费强现实，超储强预期。**从近期公布的数据来看，我们认为美国经济本身并未出现质变，更多是不断累积的量变让市场重新定价资产价格中的增长风险溢价，而这些累积的量变主要体现在与居民相关的消费与储蓄上。具体来看，居民消费强化了美国经济的现实、超额储蓄强化了美国经济的预期，导致美国经济的衰退预期再次被推迟。
- **谁推迟了美国经济的衰退？工资韧性、个税下调。**当前劳务供给曲线的收缩是中长期而非短期的问题，因此在需求未出现大幅萎缩的情况下，薪资收入给超额储蓄带来的正向贡献仍然具有较强的可持续性。根据美国国税局的税务手续指南，2023年度纳税将根据通胀进行调整，体现在居民收支上，美国居民缴纳的个税从2022年12月的3.2万亿美元下调至2023年1月的2.92万亿美元，直接导致个人可支配收入较趋势线出现了明显的偏离。劳务市场紧俏为工资通胀提供的韧性和今年的个税下调驱动了可支配收入向趋势线上方的进一步偏离。以可支配收入为出发点，其近期的边际增量同时提振了消费支出与个人储蓄两个主要流向，分别强化了美国经济的现实与预期。
- **超额储蓄年内难言耗尽，仍能支撑美国居民消费增长。**根据我们的测算，截至最新的2023年4月，美国居民部门尚有0.99万亿美元的超额储蓄，据此推算，到2023年12月，美国居民部门或将仍余有0.4万亿美元的超额储蓄，而超额储蓄的耗尽时点已延后至2023年5月。超额储蓄的存量规模仍然能支撑年内的美国消费，而作为美国GDP占比高达70%的分项，消费韧性大概率能避免美国经济在今年内陷入全面深度衰退，年内经济或呈现出的是由高杠杆、利率敏感的投资部门所引发的结构性浅衰退。
- **但消费的韧性也同时意味着通胀的黏性。**根据我们最新的测算，如果美国CPI保持近期+0.4%的环比增速持续增长，则到今年12月，美国CPI同比增速将再次回到+5.53%。这意味着，下半年通胀存在尚未被市场充分预期的二次抬升风险，也意味着，年内美联储不仅难以降息，甚至存在因通胀二次抬升而继续加息的可能。对于资产价格来说，尽管当前对美联储的紧缩预期已较为充分，但双向性的风险仍将主导交易在过热&紧缩与衰退&宽松中反复横摆——一面是后续或再度出现的金融出险，另一面则是二次抬头的通胀风险与年内继续加息的预期。
- **风险提示：**美联储货币政策过度紧缩导致点状金融风险频发并最终酿成金融危机，传导至实际经济引发衰退；美联储过早开启宽松周期引发通胀失控，美国经济步入严重滞胀。

内容目录

1. 近期美国经济强在何处?	4
1.1. 居民消费强现实	4
1.2. 超额储蓄强预期	5
2. 谁推迟了美国经济的衰退?	6
2.1. 中流砥柱: 工资韧性	7
2.2. 边际推手: 个税下调	8
3. 策略启示: 超额储蓄年内难言耗尽	8
4. 风险提示	10

图表目录

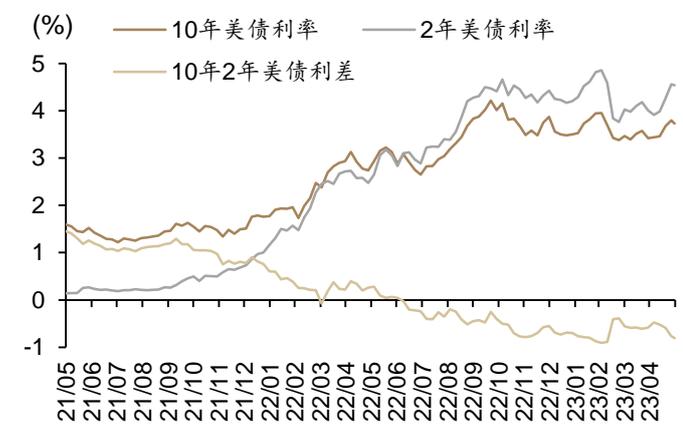
图 1: 10 年、2 年美债利率与二者利差走势	4
图 2: 联邦基金期货隐含利率曲线	4
图 3: 美国 GDP 一级分项季调年率	4
图 4: 美国 GDP 消费分项季调年率	4
图 5: 美国实际个人消费支出 PCE 环比增速、权重与环比拉动率	5
图 6: 美国居民个人超额储蓄存量规模及预测值	5
图 7: 美国居民单月个人储蓄规模及趋势线	5
图 8: 美国居民个人收支平衡表 (2023 年 4 月)	6
图 9: 美国居民不同收支分项对单月超额收支盈余贡献度	7
图 10: 美国居民薪酬收入及趋势线	7
图 11: 美国劳务市场总供给、总需求与供需缺口	7
图 12: 美国居民个人收入与个人可支配收入及趋势线	8
图 13: 美国居民个人税负	8
图 14: 美国居民个人可支配收入&主要流向	9
图 15: 美国居民名义&实际消费支出及趋势线	9
图 16: 美国居民不同收支分项对累计超额收支盈余贡献度	9
图 17: 美国居民个人超额储蓄历次路径预测	9
图 18: 美国 CPI 同比增速、不同环比增速假设下美国 CPI 同比增速的未来走势、市场对 美国 CPI 同比增速的预期	10

1. 近期美国经济强在何处？

随着美国债务上限所引发的避险情绪回吐、银行业危机进入“真空期”、美国经济数据频繁超预期，美联储的“新鹰王” Kashkari 与“旧鹰王” Bullard 再度现身作为年内继续加息站台，这导致市场对美联储政策利率的预期再度上移。图 2 可见，最新的未来 24 个月联邦基金期货隐含利率已较 3 月 23 日硅谷银行危机期间、5 月 4 日第一共和银行危机期间已有明显抬升，但较 3 月 7 日 Powell 在经济数据持续且大超预期的背景下暗示不排除 3 月加息 50bps 时仍有一段距离。

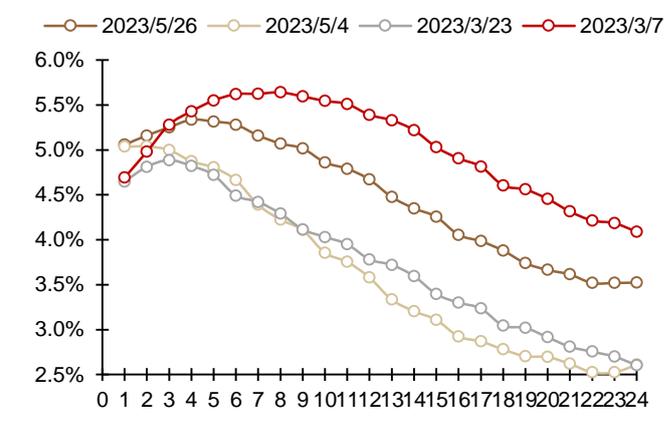
强化的紧缩预期导致联邦基金期货隐含利率曲线进一步熊平，由于未来 24 个月联邦基金期货隐含利率的几何平均值与 2 年美债利率大致对应，近期 2 年美债利率再度试探 4.6%，但较 3 月 7 日 5.1% 的高点仍有一段距离。同时，在债务上限与银行业危机引发的避险情绪回吐、美国经济数据超预期导致增长风险溢价上升的背景下，10 年美债利率也回升至 3.8%，较 3 月 7 日 4.0% 的高点相比仅有 20bps 的距离（图 1）。

图 1：10 年、2 年美债利率与二者利差走势



资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线



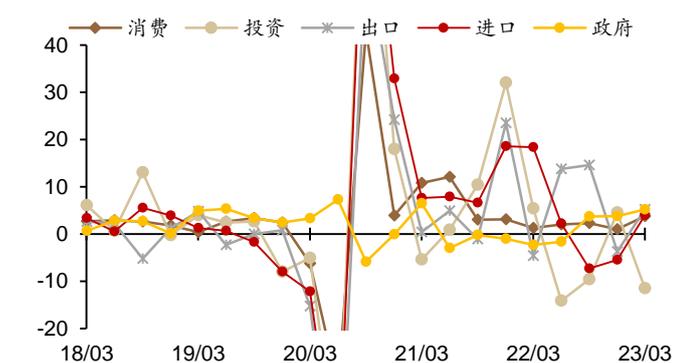
资料来源：彭博，德邦研究所；横坐标代表为未来对应月份合约

经济数据超预期在何处？从近期公布的数据来看，我们认为美国经济本身并未出现质变，更多是不断累积的量变让市场重新定价资产价格中的增长风险溢价，而这些累积的量变主要体现在与居民相关的消费与储蓄上。

1.1. 居民消费强现实

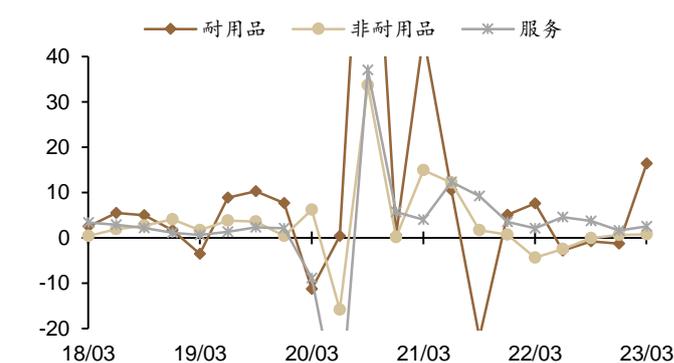
5 月末，BEA 公布美国一季度 GDP 修正值，将 GDP 季环比年率从 +1.1% 上修至 +1.3%，其中消费分项从 +3.7% 上修至 +3.8%（图 3），为 21Q3 以来新高。

图 3：美国 GDP 一级分项季调年率



资料来源：彭博，德邦研究所；单位为%

图 4：美国 GDP 消费分项季调年率



资料来源：彭博，德邦研究所；单位为%

图 5：美国实际个人消费支出 PCE 环比增速、权重与环比拉动率

权重	拉动率	环比增速	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08	2022/07	2022/06	2022/05
100%	0.47%	实际个人消费支出	0.47%	-0.02%	-0.18%	1.33%	-0.19%	-0.41%	0.27%	0.26%	0.48%	0.00%	0.20%	0.07%
39%	0.30%	商品	0.77%	-0.53%	-0.25%	2.82%	-0.71%	-1.25%	0.77%	0.33%	0.23%	-0.33%	0.23%	-0.55%
16%	0.23%	耐用用品	1.41%	-1.09%	-1.11%	6.90%	-1.27%	-2.64%	2.16%	-0.34%	-0.10%	0.24%	0.43%	-1.64%
4%	0.10%	机动车	2.25%	-1.38%	-1.47%	15.69%	-3.06%	-5.35%	5.56%	0.21%	0.32%	-2.18%	0.77%	-5.53%
2%	0.14%	新车	6.42%	-2.98%	-5.46%	23.60%	-6.21%	-9.47%	9.36%	2.48%	-1.27%	-3.88%	3.54%	-9.10%
2%	-0.06%	二手车	-3.62%	1.54%	4.18%	10.40%	0.39%	-0.30%	2.27%	-2.74%	2.61%	-0.38%	-2.88%	-1.70%
4%	0.05%	家具&家用设备	1.34%	-1.23%	-1.59%	2.78%	-0.67%	-0.86%	1.25%	-0.69%	-0.19%	0.60%	-0.15%	1.54%
2%	0.02%	家居家装	0.88%	-1.22%	-2.03%	2.95%	-0.31%	-0.45%	1.74%	-0.67%	-0.60%	-0.03%	-0.27%	1.91%
1%	0.02%	家电	2.98%	-1.79%	0.15%	4.46%	-0.69%	-2.26%	-0.76%	0.78%	0.95%	2.60%	0.67%	2.16%
6%	0.07%	娱乐品&载具	1.06%	-0.73%	-0.16%	2.18%	0.43%	-1.65%	0.36%	0.02%	-0.60%	2.36%	0.31%	0.38%
2%	0.00%	电视	0.33%	0.77%	3.35%	3.69%	-1.12%	-0.19%	-0.26%	-0.64%	2.65%	1.76%	3.41%	3.60%
1%	0.02%	电脑&配件	2.37%	-0.41%	-0.60%	2.84%	1.91%	0.63%	0.54%	-1.83%	0.23%	3.63%	-1.27%	2.64%
2%	0.06%	软件	3.31%	0.80%	-0.05%	2.10%	0.24%	0.31%	2.40%	-1.19%	-2.15%	3.93%	-2.27%	0.35%
2%	0.00%	其他	0.10%	-0.86%	-1.41%	3.97%	-1.72%	-1.18%	-0.46%	-1.81%	0.17%	0.92%	0.86%	-1.75%
23%	0.09%	非耐用用品	0.40%	-0.21%	0.26%	0.51%	-0.39%	-0.44%	-0.04%	0.72%	0.42%	-0.65%	0.12%	0.09%
7%	0.02%	食品饮料	0.35%	-0.32%	0.13%	0.10%	-0.29%	-0.29%	0.13%	0.35%	-0.21%	-1.01%	0.72%	-0.53%
3%	-0.01%	服饰	-0.20%	-1.37%	-1.37%	1.87%	-1.03%	-0.80%	-0.17%	1.49%	0.63%	0.73%	-0.50%	0.33%
3%	-0.02%	能源品	-0.59%	2.44%	2.71%	-1.22%	-0.23%	-1.45%	-0.85%	1.62%	3.65%	-3.21%	-0.76%	0.33%
9%	0.08%	其他	0.91%	-0.49%	0.21%	0.92%	-0.31%	-0.16%	0.47%	-0.19%	-0.19%	0.10%	-0.13%	0.41%
62%	0.20%	服务	0.32%	0.24%	-0.14%	0.58%	0.07%	0.02%	0.01%	0.22%	0.61%	0.16%	0.19%	0.39%
60%	0.21%	居民服务	0.36%	0.30%	-0.10%	0.65%	0.08%	0.13%	0.11%	0.19%	0.70%	0.18%	0.18%	0.35%
15%	-0.03%	居住	-0.18%	0.89%	0.22%	-0.88%	0.16%	0.39%	0.31%	-0.10%	-0.06%	0.19%	-0.14%	-0.22%
3%	0.00%	租金	0.06%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.07%
10%	0.01%	自住房租折算	0.11%	0.12%	0.12%	0.11%	0.11%	0.12%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.12%
17%	0.04%	医保	0.22%	0.45%	0.65%	0.65%	0.62%	0.65%	0.66%	0.14%	0.69%	0.55%	0.46%	-0.03%
3%	0.04%	交运	1.31%	-0.70%	0.30%	0.23%	0.21%	-1.51%	-0.35%	0.18%	1.50%	-0.74%	-1.06%	1.06%
3%	0.05%	休闲	1.34%	-0.59%	-0.63%	0.77%	0.67%	0.30%	0.08%	0.39%	1.07%	-0.16%	0.26%	0.08%
6%	0.01%	食宿	0.15%	-0.39%	-2.24%	3.26%	-0.35%	-0.61%	0.00%	0.98%	1.33%	-0.25%	0.54%	-0.24%
5%	0.01%	餐饮服务	0.09%	-0.36%	-2.53%	4.35%	-0.43%	-0.94%	-0.12%	0.52%	1.77%	-0.93%	0.23%	0.08%
1%	0.00%	住宿	0.46%	-0.52%	-0.54%	-2.69%	0.07%	1.26%	0.67%	3.76%	-1.17%	3.72%	2.29%	-2.09%
6%	0.07%	金融	1.09%	0.04%	0.27%	0.74%	-0.15%	0.46%	-0.34%	-1.02%	0.70%	1.00%	0.21%	0.10%
4%	0.06%	金融服务	1.59%	0.00%	0.40%	0.82%	-0.28%	0.63%	-0.49%	-1.60%	1.04%	1.38%	0.18%	0.05%
3%	0.00%	保险	0.14%	0.12%	0.04%	0.60%	0.09%	0.13%	-0.07%	0.07%	0.07%	0.30%	0.27%	0.18%
9%	0.04%	其他	0.48%	0.43%	-0.54%	1.62%	-0.82%	-0.44%	-0.63%	1.24%	1.27%	-0.37%	0.42%	2.92%
2%	-0.01%	非营利机构	-0.43%	-1.17%	-0.97%	-1.00%	-0.15%	-2.34%	-2.03%	0.77%	-1.22%	-0.23%	0.41%	1.31%

资料来源：彭博，德邦研究所

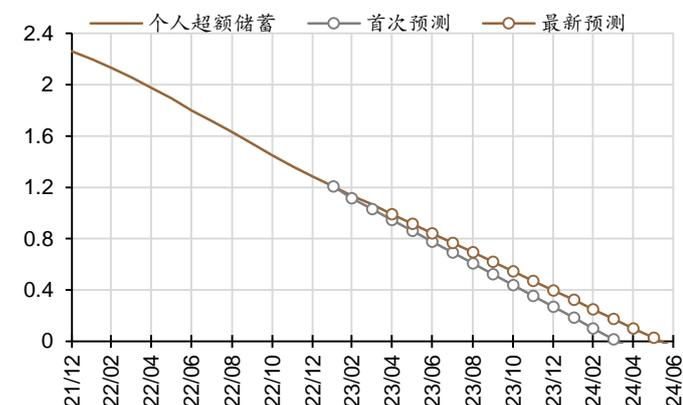
由于消费在美国 GDP 中的占比高达 70%，因此初值本就不低的消费分项的上修再度强化了美国经济韧性的现实。从消费分项的增速来看（图 4），耐用用品、非耐用用品、服务在 23Q1 的季环比年率分别录得+16.4%、+0.8%、+2.5%，分别拉动+1.29%、+0.12%、+1.11%的 GDP 增速。

而从更细致的分项来看（图 5），消费的强劲增长主要来自 1 月居民部门巨额的机动车消费。受新能源政策补助刺激，1 月美国实际个人机动车消费支出季环比年率增速录得+15.69%，其中新车为+23.60%。

1.2. 超额储蓄强预期

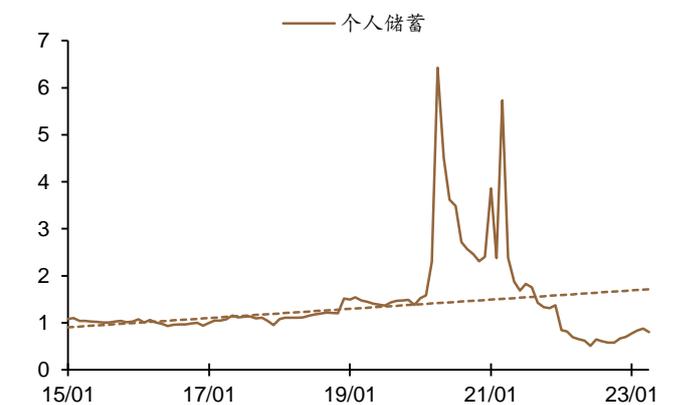
除去居民消费对美国经济现实构成的强化外，美国居民超额储蓄水平仍然巨大的存量规模和不断放缓的消耗速率也在强化着美国经济的预期。根据我们基于专题报告《从居民超储看美国衰退时点&幅度——衰退启示录#4》的模型更新，美国居民部门超额储蓄的耗尽时点已从 1 月推算的 2024 年 3 月推迟至了 2024 年 5 月（图 6），这来自于居民单月个人储蓄规模近期出现的触底回升（图 7）。

图 6：美国居民个人超额储蓄存量规模及预测值



资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，预测值为以过去 6 个月趋势线外推

图 7：美国居民单月个人储蓄规模及趋势线



资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

2. 谁推迟了美国经济的衰退？

在居民消费强化了美国经济的现实、超额储蓄强化了美国经济的预期，导致美国经济的衰退预期再次被推迟的同时，其所引申出的问题是：谁是居民消费与超额储蓄背后的推手？以及，向前看这些因素是否具有可持续性？

这需从居民消费与超额储蓄的来源说起。在专题《从居民超储看美国衰退时点&幅度——衰退启示录#4》中，我们曾展示过美国居民部门收入、支出、储蓄分项之间的等式关系（图8），即：

$$\begin{aligned} \text{个人收入} &= \text{薪酬收入} + \text{经营收入} + \text{租金收入} + \text{资产收入} + \text{转移收入} - \text{社保贡献} \\ &= \text{个人税负} + \text{个人可支配收入} \\ &= \text{个人税负} + \text{个人储蓄} + \text{个人支出} \\ &= \text{个人税负} + \text{个人储蓄} + \text{利息支出} + \text{转移支出} + \text{消费支出} \end{aligned}$$

图8：美国居民个人收支平衡表（2023年4月）

美国居民收入结构	2023年4月	2023年3月	变化	占比	美国居民支出结构	2023年4月	2023年3月	变化	占比
个人收入	22,639	22,559	80	100%	个人支出	18,940	18,784	156	84%
薪酬收入	14,084	14,020	63	62%	利息支出	448	444	4	2%
工资&薪酬	11,628	11,573	55	51%	转移支出	224	224	0	1%
私人部门	9,948	9,899	49	44%	消费支出	18,268	18,116	152	81%
政府部门	1,680	1,674	6	7%	商品	6,115	6,051	65	27%
薪资补充	2,456	2,447	9	11%	耐用品	2,268	2,232	36	10%
员工退休&保险金	1,663	1,657	5	7%	机动车&零件	791	762	29	3%
政府社保金	793	790	4	4%	家具&家用设备	529	527	2	2%
经营收入	1,884	1,890	-7	8%	娱乐品&载具	653	649	4	3%
农业	88	92	-4	0%	其他耐用品	296	295	1	1%
非农	1,795	1,798	-3	8%	非耐用品	3,847	3,819	29	17%
租金收入	867	853	13	4%	餐饮	1,322	1,317	4	6%
资产收入	3,503	3,468	35	15%	服装与鞋袜	498	497	1	2%
利息收入	1,830	1,807	23	8%	能源商品	449	441	8	2%
股利收入	1,672	1,661	11	7%	其他非耐用品	1,578	1,563	16	7%
转移收入	4,045	4,062	-18	18%	服务	12,152	12,065	87	54%
政府对个人的社会福利	3,973	3,991	-18	18%	家政服务	11,631	11,539	92	51%
社保	1,345	1,344	1	6%	居住	3,194	3,190	4	14%
医疗保险	967	965	3	4%	医疗保健	2,909	2,889	21	13%
医疗补助	839	840	-1	4%	运输	585	582	3	3%
失业保险开支	24	24	0	0%	休闲	664	654	10	3%
退伍军人福利	168	167	1	1%	食宿	1,352	1,350	2	6%
其他	629	651	-22	3%	金融&保险	1,393	1,362	31	6%
其他个人经常转账收入	72	72	0	0%	其他服务	1,534	1,513	21	7%
(扣除)对国家社保贡献	1,742	1,735	7	8%	非营利机构	521	526	-5	2%
(扣除)个人当前税负	2,897	2,896	1	13%	(留存)个人储蓄	802	879	-77	4%
个人可支配收入	19,743	19,663	79	87%	(留存)个人储蓄率(%)	4.06%	4.47%	-0.4%	-

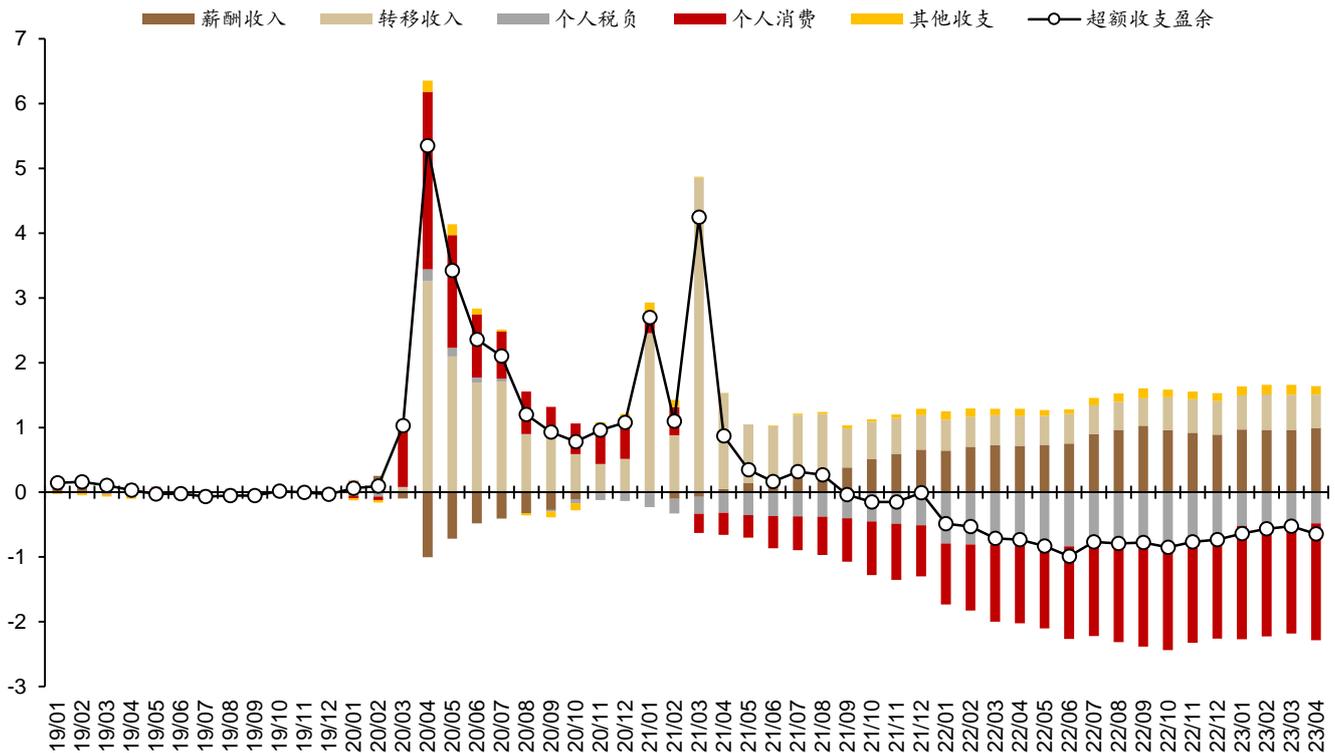
资料来源：彭博，德邦研究所；数据经季调年率，单位为十亿美元

将上述公式进行简单变形，即可得到美国居民部门个人储蓄的计算公式：

$$\begin{aligned} \text{个人储蓄} &= \text{个人收入} - \text{个人税负} - \text{个人支出} \\ &= \text{薪酬收入} + \text{转移收入} + \text{其他收支} - \text{个人税负} - \text{消费支出} \end{aligned}$$

如图9，将各项目走势与2015-2019年间的趋势线进行对比，可得出不同时期各项目与趋势线之间偏离度对居民单月超额收支差异水平偏离度的贡献度。由于各分项趋势线外推与超额储蓄的外推之间存在差异，因此基于上述公式得出的其实是超额收入减去超额支出后的残余项，即超额收支。当然，超额收支在疫情危机以来的走势与超额储蓄高度一致。图9中也可见，近期导致超额收支向趋势线汇拢的主要是两个因素：薪酬收入韧性的持续与个税近期的下调。

图 9：美国居民不同收支分项对单月超额收支盈余贡献度

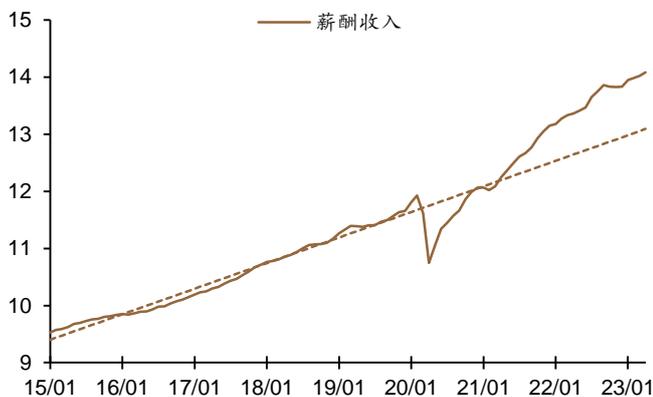


资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率，其他收支 = 经营收入 + 租金收入 + 资产收入 - 社保缴纳 - 转移支出 - 利息支出

2.1. 中流砥柱：工资韧性

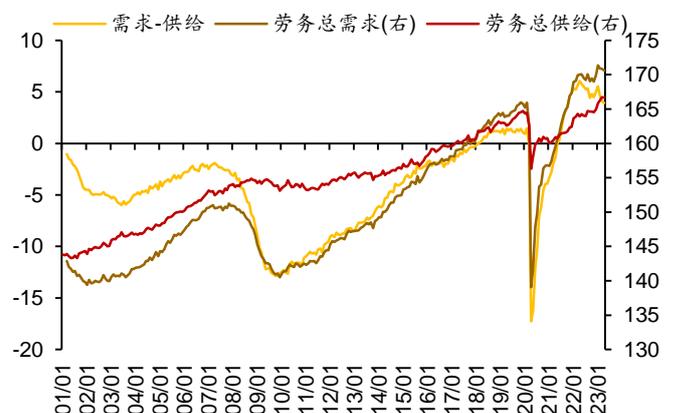
根据最新公布的美国 4 月居民收支数据，当前居民薪酬收入较 2015-2019 年趋势线高出 6.57%（图 10）。由于时薪增速的边际放缓，居民薪酬收入向趋势线上偏离程度有所缓解，但仍是后续支撑消费最强劲的经济因子，这主要来自美国劳务市场虽有收敛但难以完全弥合的供需缺口。如图 11，截至最新的 2023 年 4 月，美国劳务市场供需缺口为 393 万人，较 2022 年 4 月 606 万人的供需缺口已呈现出趋势性的改善。因此，如若真要兑现软着陆，劳务市场供需缺口后续的改善需要更多取决于供给修复而非需求下行。但是，根据美联储今年 3 月的货政报告，当前美国存在 350 万的供给缺口有 210 万来自人口老龄化与提前退休，50 万来自疫情导致的超额死亡，这些问题都意味着劳务供给曲线的收缩是中长期而非短期的问题。因此，在需求未出现大幅萎缩的情况下，图 9 中的薪资收入给超额储蓄带来的正向贡献仍然具有较强的可持续性。

图 10：美国居民薪酬收入及趋势线



资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 11：美国劳务市场总供给、总需求与供需缺口



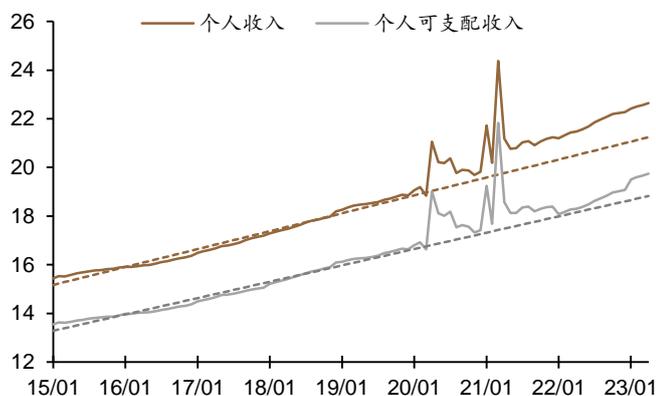
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为百万人；劳务总供给由劳动力总人数表征，劳务总需求由当前就业人数与职位空缺数之和表征

2.2. 边际推手：个税下调

根据美国国税局的税务手续指南¹，2023 年度纳税将根据通胀进行调整，已婚联合申报的夫妇在 2023 纳税年度的标准扣除额为 27700 美元，比上一年增加了 1800 美元；单身与已婚单独申报的纳税人，2023 纳税年度的标准扣除额为 13850 美元，增加了 900 美元；以户主身份报税，2023 纳税年度的标准扣除额为 20800 美元，比 2022 纳税年度的额度增加了 1400 美元。体现在居民收支上，美国居民缴纳的个税从 2022 年 12 月的 3.2 万亿美元下调至 2023 年 1 月的 2.92 万亿美元（如图 13），这直接导致在个人收入水平边际变化不太明显的情况，个人可支配收入较趋势线出现了明显的偏离——向上偏离程度从 2022 年 12 月的 2.56% 升至 2023 年 1 月的 4.51%，再到最新 4 月的 4.86%。

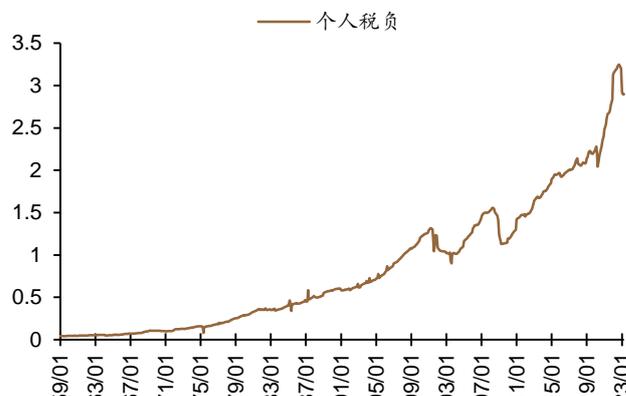
当然，由于在 2022 年名义工资受通胀影响上涨的同时，美国国税局并未同步对税率进行相应的通胀调整，导致 2022 年期间个税收入飙升、个人可支配收入并未出现较个人收入一样的趋势线偏离。因此 2023 年的个税调整也可被看做是国税局向美国居民“退还铸币税”的行为。

图 12：美国居民个人收入与个人可支配收入及趋势线



资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 13：美国居民个人税负



资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率

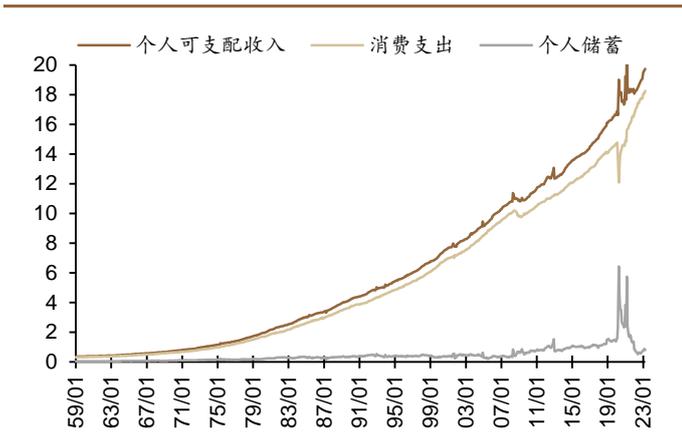
3. 策略启示：超额储蓄年内难言耗尽

劳务市场紧俏为工资通胀提供的韧性和今年的个税下调驱动了可支配收入向趋势线上方的进一步偏离。如图 14，以可支配收入为出发点，其近期的边际增量同时提振了消费支出与个人储蓄两个主要流向，分别强化了美国经济的现实与预期。

而以居民消费的视角来看（图 15），在经历了两轮财政刺激后，美国居民部门的实际个人消费支出较趋势线偏离程度的范围为[0.09%，1.58%]，平均偏离程度为 0.82%，这与名义个人消费支出不断向上的偏离程度相比形成鲜明对比。换言之，当前美国居民部门的消费现状是——用更高的价格购买与疫情前相当的消费。截至最新的 2023 年 4 月，美国居民的名义与实际个人消费支出分别较疫情前趋势线高出 10.95% 与 0.96%，而个人可支配收入较趋势线仅高出 4.86%。换言之，持续低于趋势线的单月储蓄水平（图 7）其实反映了其正是维持当前高通胀项下居民消费动能的核心引擎。在居民部门的超额储蓄被消耗殆尽之前，美国居民仍然能够维持高通胀项下的消费支出。

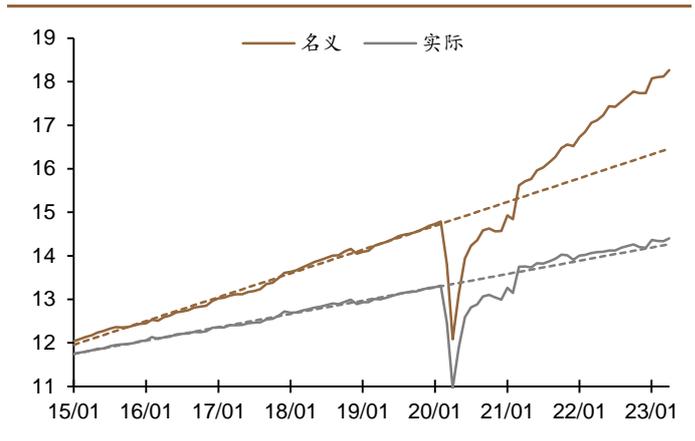
¹ <https://www.irs.gov/zh-hans/newsroom/irs-provides-tax-inflation-adjustments-for-tax-year-2023>

图 14：美国居民个人可支配收入&主要流向



资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率

图 15：美国居民名义&实际消费支出及趋势线

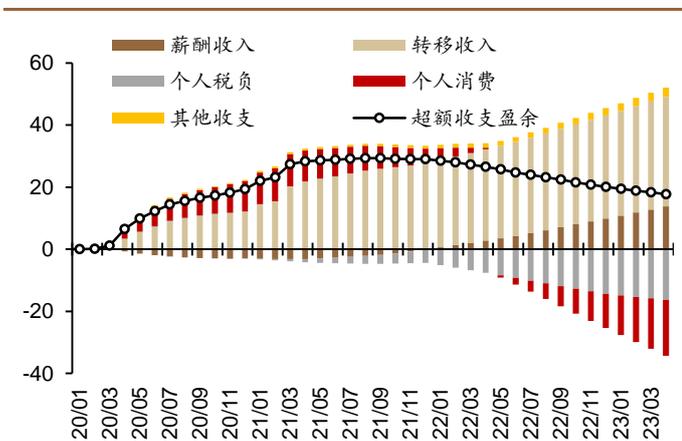


资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

2022 年 10 月 21 日，美联储 FRED Notes 发表了一篇名为<Excess Savings during the COVID-19 Pandemic>²的研究，研究根据 2015-2019 年的对数趋势线测算出，截至 2022 年中疫情危机以来美国居民部门累积的超额储蓄尚有 1.7 万亿美元。2023 年 5 月 8 日，旧金山联储一篇名为<The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings>³的研究显示，按照当前消耗速率推演，美国居民部门的超额储蓄至少能支撑居民消费至 23Q4。

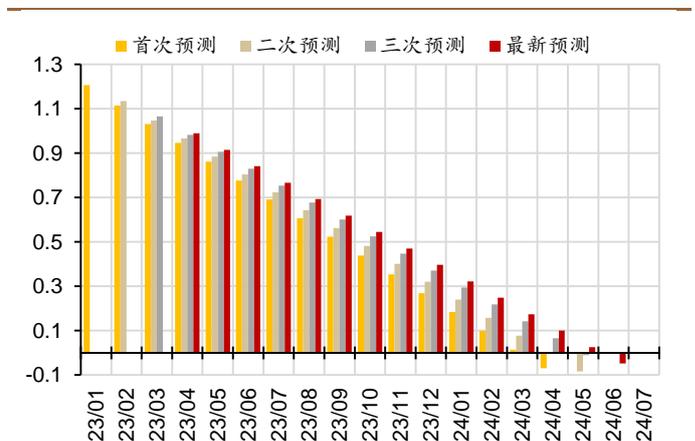
根据我们的测算（图 17），截至最新的 2023 年 4 月，美国居民部门尚有 0.99 万亿美元的超额储蓄，而根据过去 6 个月的数据线性外推，到 2023 年 12 月，美国居民部门或将仍余有 0.4 万亿美元的超额储蓄，超额储蓄的耗尽时点已更新至 2024 年 5 月。而从历次预测的修正中我们也可看出，随着时间的推移，超额储蓄的消耗速率在逐步放缓。

图 16：美国居民不同收支分项对累计超额收支盈余贡献度



资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率

图 17：美国居民个人超额储蓄历次路径预测



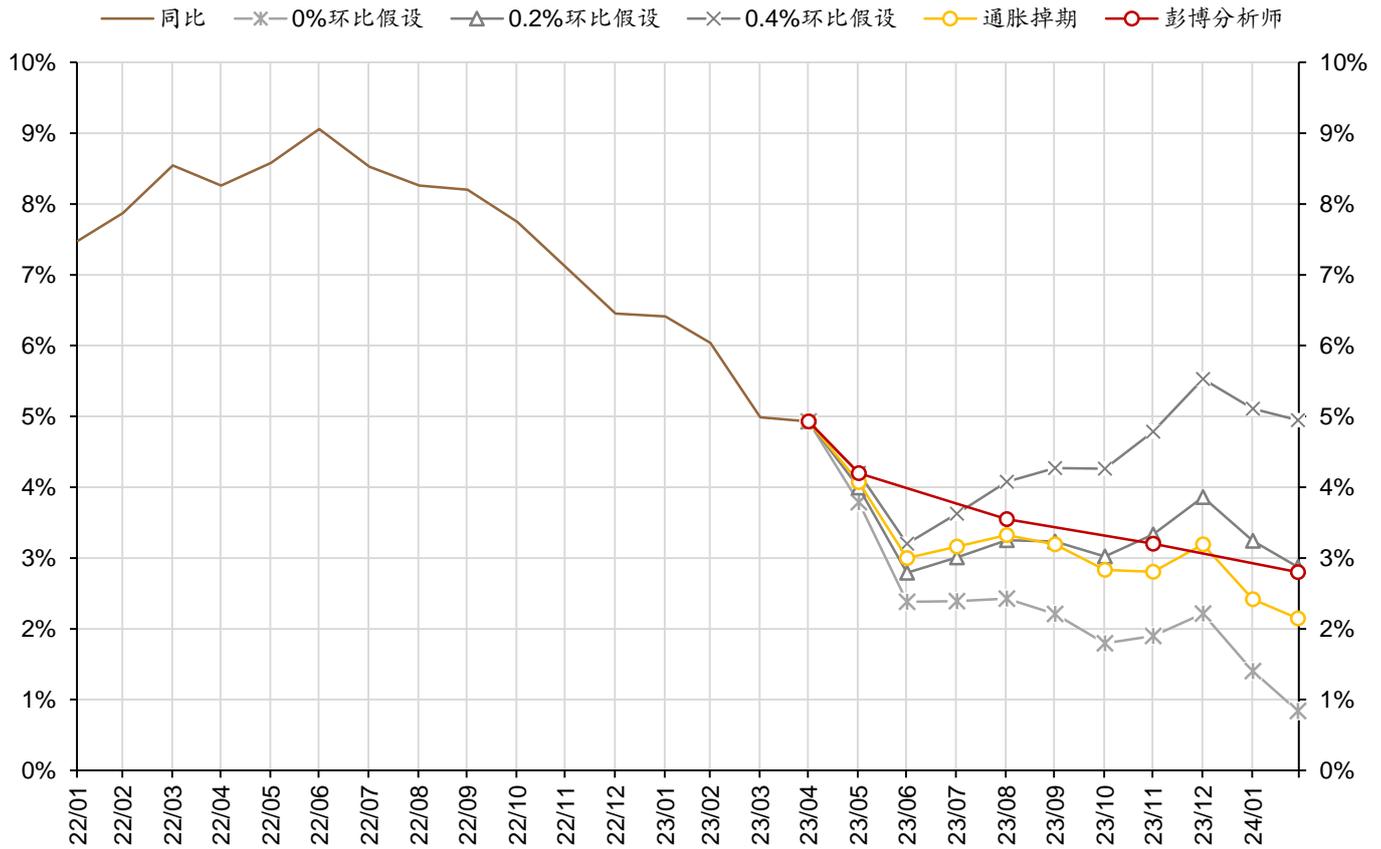
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，预测值基于过去 6 个月数据线性外推

因此，综合我们与美联储最新的预测，可得出一个结论是，超额储蓄的存量规模仍然能支撑年内的美国消费，而作为美国 GDP 占比高达 70%的分项，消费韧性大概率能避免美国经济在今年内陷入全面深度衰退，年内经济或呈现出的是由高杠杆、利率敏感的投资部门所引发的结构性浅衰退。

² <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/excess-savings-during-the-covid-19-pandemic-20221021.html>

³ <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/may/rise-and-fall-of-pandemic-excess-savings/>

图 18：美国 CPI 同比增速、不同环比增速假设下美国 CPI 同比增速的未来走势、市场对美国 CPI 同比增速的预期



资料来源：彭博，德邦研究所

但消费的韧性也同时意味着通胀的黏性。根据我们最新的测算，如果美国 CPI 保持近期+0.4%的环比增速持续增长，则到今年 12 月，美国 CPI 同比增速将再次回到+5.53%，这意味着，下半年通胀存在尚未被市场充分预期的二次抬升风险（图 18），也意味着，年内美联储不仅难以降息，甚至存在因通胀二次抬升而继续加息的可能。对于资产价格来说，尽管当前市场对美联储的紧缩预期已较为充分，但双向性的风险仍将主导交易在过热&紧缩与衰退&宽松中反复横摆——一面是后续或再度出现的金融出险，另一面则是二次抬头的通胀风险与年内继续加息的预期。

4. 风险提示

美联储货币政策过度紧缩导致点状金融风险频发并最终酿成金融危机，传导至实际经济引发衰退；美联储过早开启宽松周期引发通胀失控，美国经济步入严重滞胀。

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

	类别	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；	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。
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。	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。