



## 宏观点评

# 美国居民超额耗尽时点或延后至 2024.6

## 2023年5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

韦祎

资格编号: S0120123040019

邮箱: weiyi@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》

《从居民超额看美国衰退时点&幅度——衰退启示录#4》

《美国经济衰退为何迟迟未兑现?——衰退启示录#6》

### 投资要点:

- **核心观点:**最新数据显示美国居民超额或在 2024 年 6 月耗尽,较上月的测算延后 1 个月,预计稳固的超额储蓄能够支撑美国经济年内避免陷入全面衰退。过热的劳务市场带来的薪酬收入的稳步增长和转移收入的边际回升,推动美国居民个人可支配收入增速在 5 月进一步加快,同时耐用品消费的下滑带动实际消费支出增速放缓,共同带来储蓄率的边际回升,超额储蓄耗尽时点进一步延后。
- **收入端:**薪酬收入仍然是 5 月个人收入增长的核心驱动。2023 年 5 月美国居民部门个人收入环比+0.4%,预期+0.3%,前值由+0.4%下修至+0.3%;同比+5.47%,前值+5.54%,**绝对水平较疫情前趋势线高出 6.8%**。分项看,权重最大的薪酬收入(占比 62%)与转移收入(占比 18%)**较疫情前趋势线分别高出 7.82%、15.45%**,前者来自持续紧俏的劳务市场,后者来自尚有的零散各类补助,如养老金根据通胀水平做出的响应上调。5 月个人税负环比+0.16%,2023 年 1 月税基调整带来的减税效应基本消退。由于薪酬收入和转移收入增幅明显,5 月美国居民个人可支配收入环比+0.44%,前值+0.29%,同比+7.99%,**绝对水平较疫情前趋势线高出 5.13%,与趋势线的背离进一步扩大。**
- **支出端:**实际支出环比负增长,其中耐用品消费显著下滑,Q1 机动车消费的提前透支、信贷成本的上升是主要原因。从名义值看,2023 年 5 月美国居民部门个人消费支出环比+0.1%,预期+0.2%,前值由+0.8%下修至+0.6%;同比+6.01%,前值+6.61%,**绝对水平较疫情前趋势线高出 10.63%**。从实际值看,个人消费支出环比-0.03%,预期+0.1%,前值由+0.5%下修至+0.2%;同比+2.08%,前值+2.17%,**绝对水平较疫情前趋势线高出 0.66%**。总量上,消费增速环比回落,可支配收入增幅扩大,带动储蓄率边际回升至 4.59%。从消费结构看,5 月耐用品、非耐用品、服务实际消费环比分别录得-1.17%、+0.03%、+0.17%,**绝对水平较疫情前趋势线分别高出 9.67%、1.94%、-1.02%**,耐用品和非耐用品消费再度向趋势线收敛,服务消费延续修复。受一季度机动车消费提前透支的影响(1 月机动车消费环比+15.72%),5 月机动车消费环比显著下滑(环比-4.31%),拖累耐用品消费环比-1.17%,是 5 月实际消费环比回落的主要因素。但其他耐用品消费大多环比增长:受新屋销售回暖影响,家具&家用设备消费环比+1.02%,娱乐品&载具环比+0.47%,其中电视消费环比+2.01%。5 月服务消费环比+0.17%,前值+0.08%,其中医保(环比+0.17%,拉动率+0.03%)、交运(环比+1.48%,拉动率+0.05%)、金融服务(环比+0.48%,拉动率+0.03%)消费增长显著,银行业危机对金融消费的影响基本消退。
- **居民超额:**最新测算或于 2024 年 6 月耗尽,较此前延后 1 个月。5 月美国居民储蓄率 4.59%,前值 4.28%,储蓄率回暖明显,可支配收入的持续增长和消费的边际回落是共同推手。根据最新测算,截至 2024 年 5 月,美国居民部门尚余 0.93 万亿美元超额储蓄。以最新的 6 个月趋势进行线性外推可得,截至今年 12 月,美国居民部门尚余 0.43 万亿美元超额储蓄,较此前测算的 0.41 万亿美元略有抬升。根据当前消耗速率,超额储蓄将在 2024 年 6 月耗尽,较上月测算延后 1 个月(详见 6 月专题报告《美国经济衰退为何迟迟未兑现?——衰退启示录#6》)。按照当前超额储蓄的存量与消耗速率推算,我们预计超额储蓄将持续支撑美国经济的消费内循环至少至年底,年内难见美国经济陷入全面深度的衰退。
- **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。

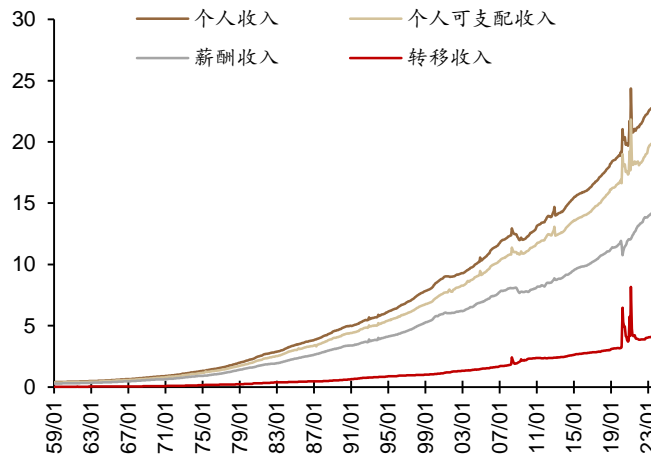
表 1: 2023 年 4 月美国居民部门收入与支出分项明细

美国居民收入结构	2023年5月	2023年4月	变化	占比	美国居民支出结构	2023年5月	2023年4月	变化	占比
个人收入	22,754	22,663	91	100%	个人支出	18,943	18,920	23	83%
薪酬收入	14,156	14,086	70	62%	利息支出	452	449	4	2%
工资&薪酬	11,691	11,630	61	51%	转移支出	224	224	0	1%
私人部门	10,001	9,948	53	44%	消费支出	18,266	18,248	19	80%
政府部门	1,690	1,682	8	7%	商品	6,053	6,086	-33	27%
薪资补充	2,465	2,456	9	11%	耐用品	2,231	2,252	-21	10%
员工退休&保险金	1,668	1,663	6	7%	机动车&零件	757	781	-23	3%
政府社保基金	797	793	4	4%	家具&家用设备	527	525	2	2%
经营收入	1,905	1,900	5	8%	娱乐品&载具	652	651	1	3%
农业	86	90	-4	0%	其他耐用品	295	296	-1	1%
非农	1,819	1,810	9	8%	非耐用品	3,822	3,834	-12	17%
租金收入	866	865	1	4%	食品饮料	1,319	1,315	4	6%
资产收入	3,490	3,480	11	15%	服装与鞋袜	498	498	1	2%
利息收入	1,823	1,815	8	8%	能源商品	426	450	-23	2%
股利收入	1,667	1,665	2	7%	其他非耐用品	1,578	1,571	7	7%
转移收入	4,086	4,074	12	18%	服务	12,213	12,161	52	54%
政府对个人的社会福利	4,013	4,002	11	18%	家庭服务	11,679	11,632	47	51%
社保	1,352	1,349	3	6%	居住	3,203	3,195	8	14%
医疗保险	969	967	2	4%	医疗保健	2,935	2,925	11	13%
医疗补助	875	867	8	4%	运输	597	588	9	3%
失业保险开支	23	24	-1	0%	休闲	661	665	-4	3%
退伍军人福利	169	168	1	1%	食宿	1,356	1,350	7	6%
其他	625	627	-2	3%	金融&保险	1,386	1,379	7	6%
其他个人经常转账收入	72	72	0	0%	其他服务	1,541	1,532	9	7%
(扣除)对国家社保贡献	1,749	1,742	8	8%	非营利机构	534	529	5	2%
(扣除)个人当前税负	2,901	2,896	5	13%	(留存)个人储蓄	910	846	64	4%
个人可支配收入	19,853	19,767	87	87%	(留存)个人储蓄率(%)	4.59%	4.28%	0.3%	-

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

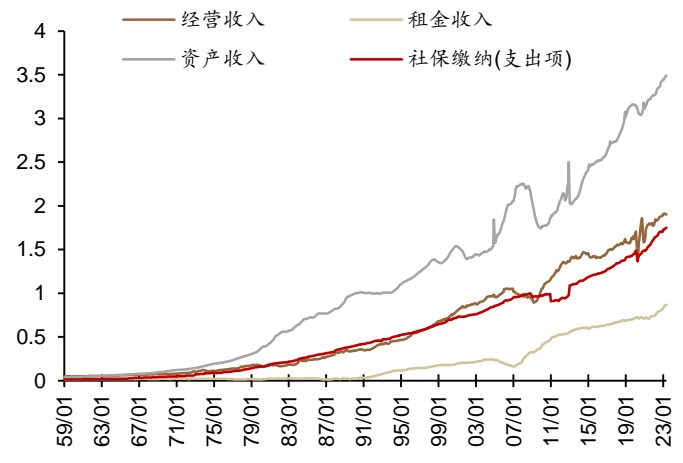
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1: 美国居民个人收入&主要分项



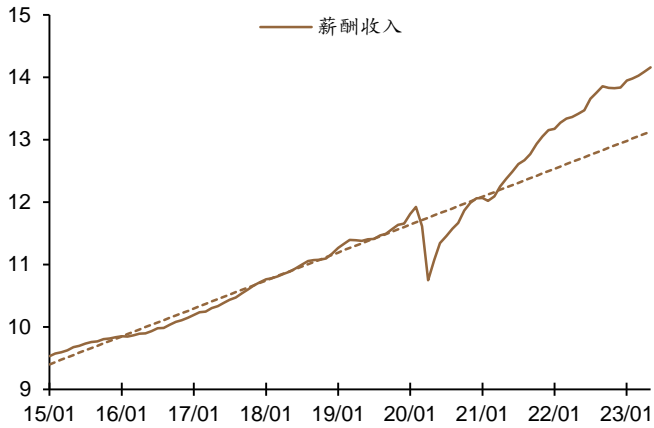
资料来源: 彭博, 德邦研究所; 单位为万亿美元, 经季调年率

图 2: 美国居民个人收入次要分项



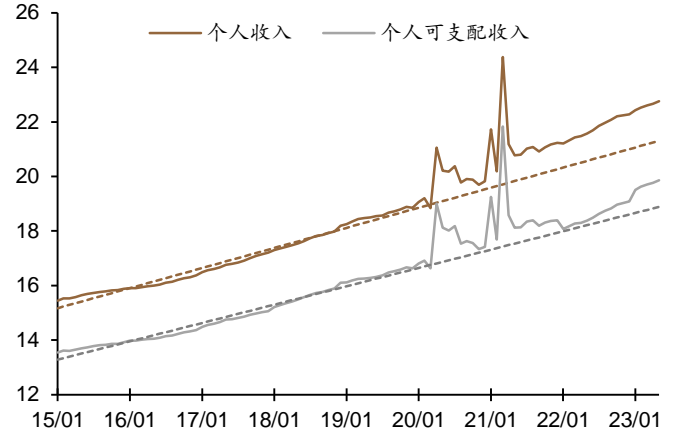
资料来源: 彭博, 德邦研究所; 单位为万亿美元, 经季调年率

图 3：美国居民薪酬收入较疫情前趋势线高出 7.82%



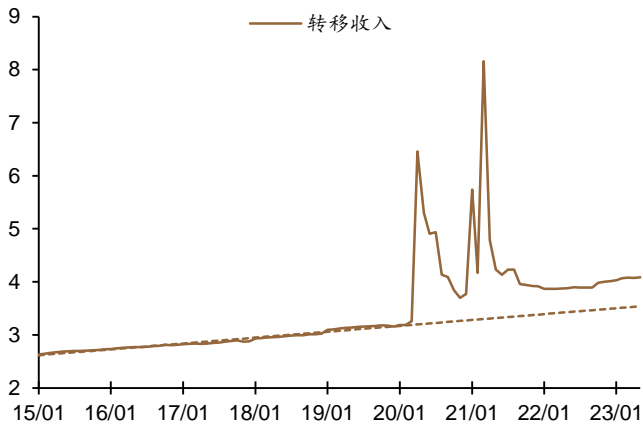
资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 4：美国可支配收入较疫情前趋势线高出 5.13%



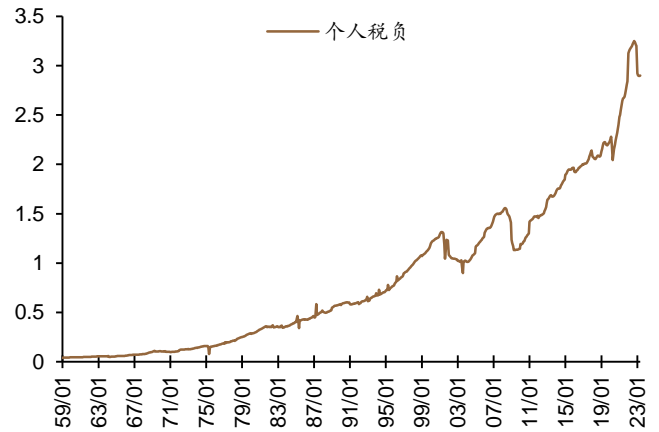
资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 5：美国居民转移收入较疫情前趋势线高出 15.45%



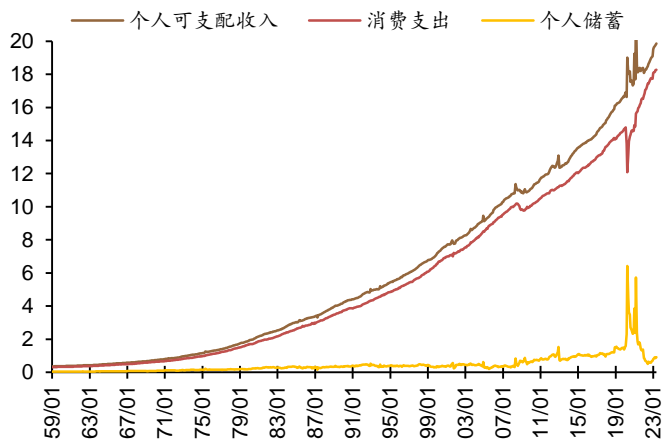
资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 6：美国居民个人税负与上月基本持平



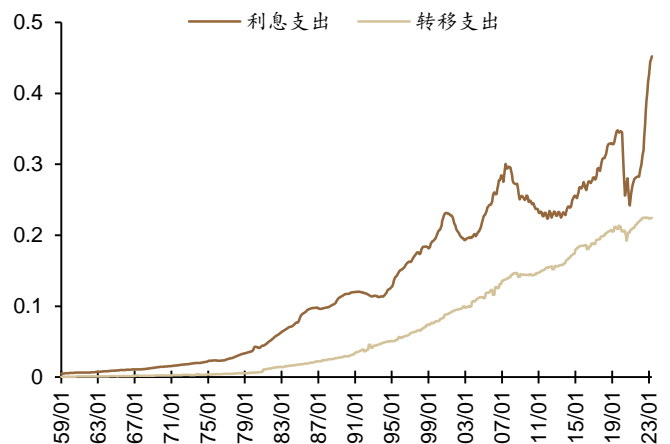
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率

图 7：美国居民个人可支配收入&主要流向



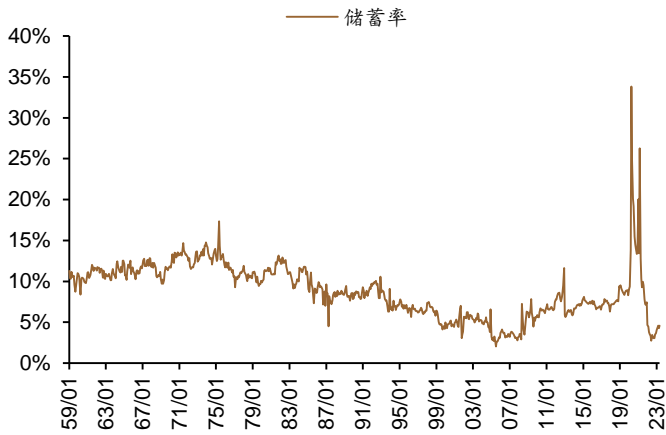
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率

图 8：美国居民个人可支配收入次要流向



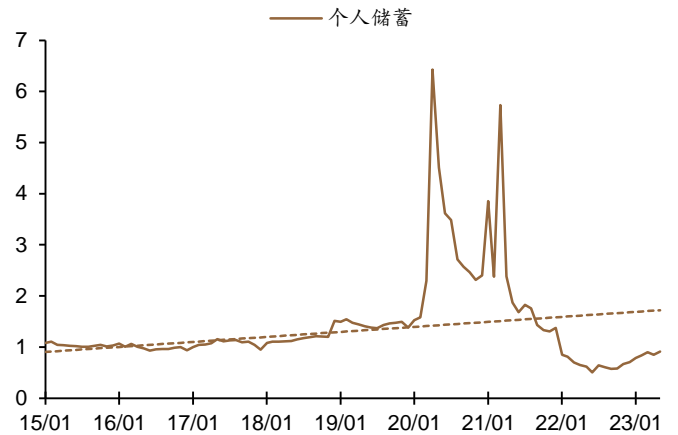
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率

图 9：美国居民部门单月储蓄率



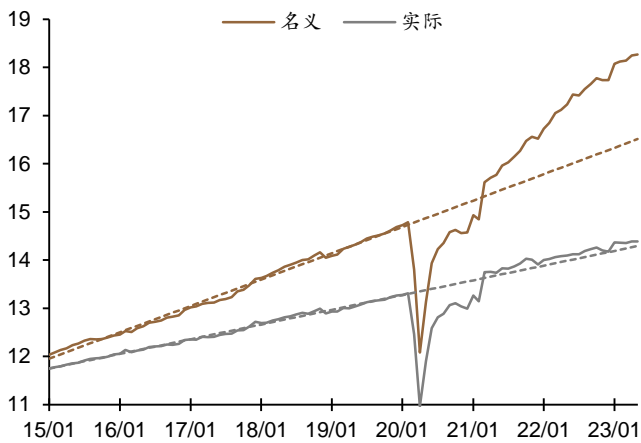
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，经季调年率

图 10：美国居民个人储蓄较疫情前趋势线低 47.1%



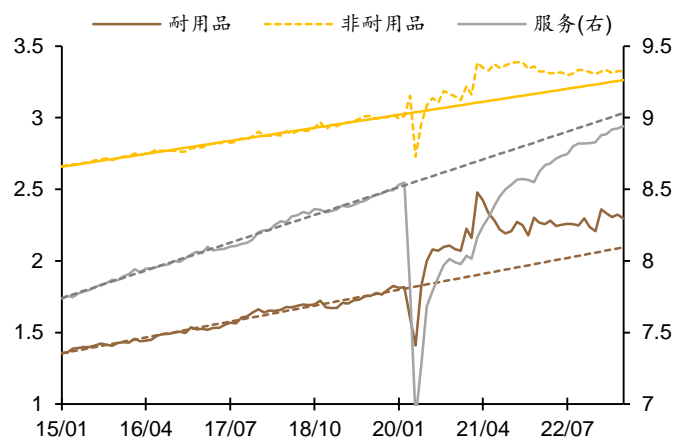
资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 11：美国名义、实际 PCE 较疫情前趋势线分别高出 10.63%、0.66%



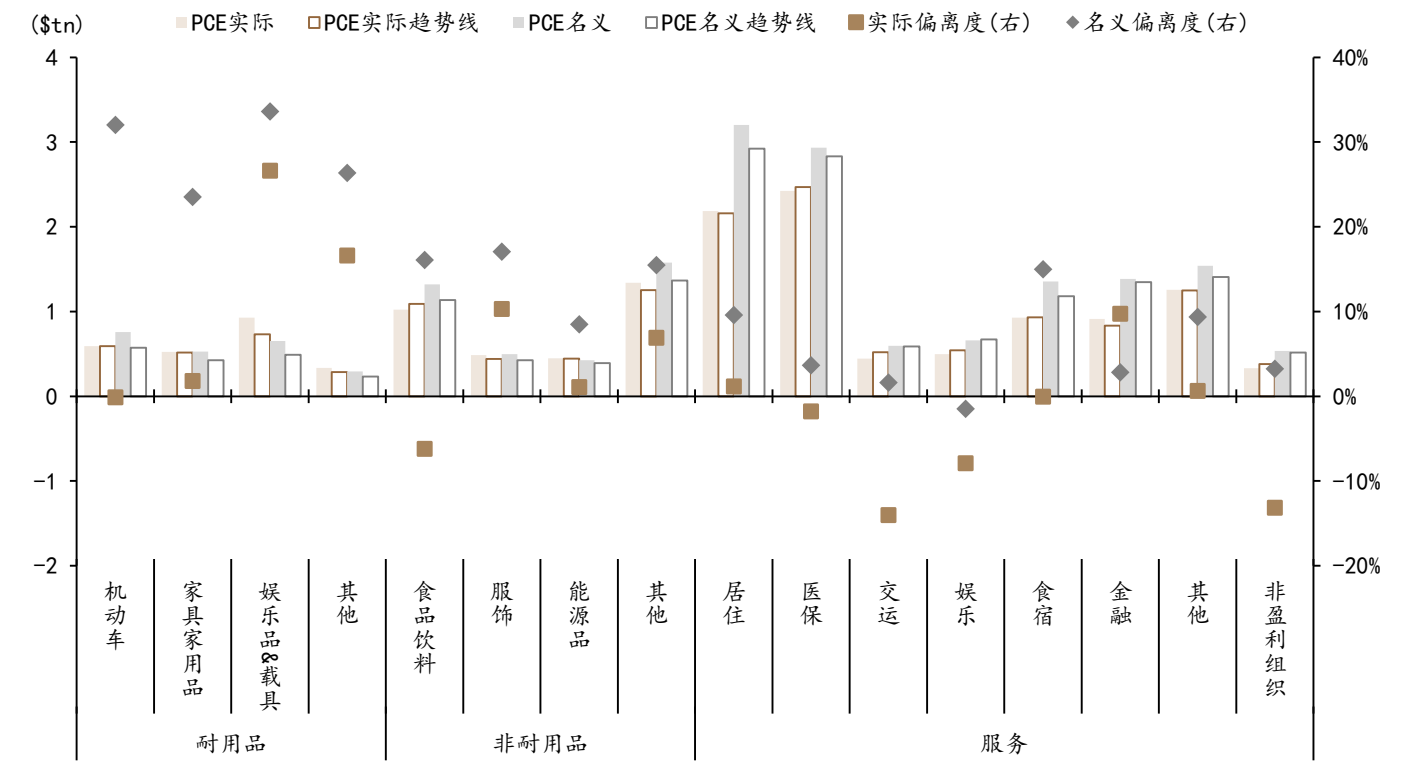
资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 12：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 9.76%、1.94%、-1.02%



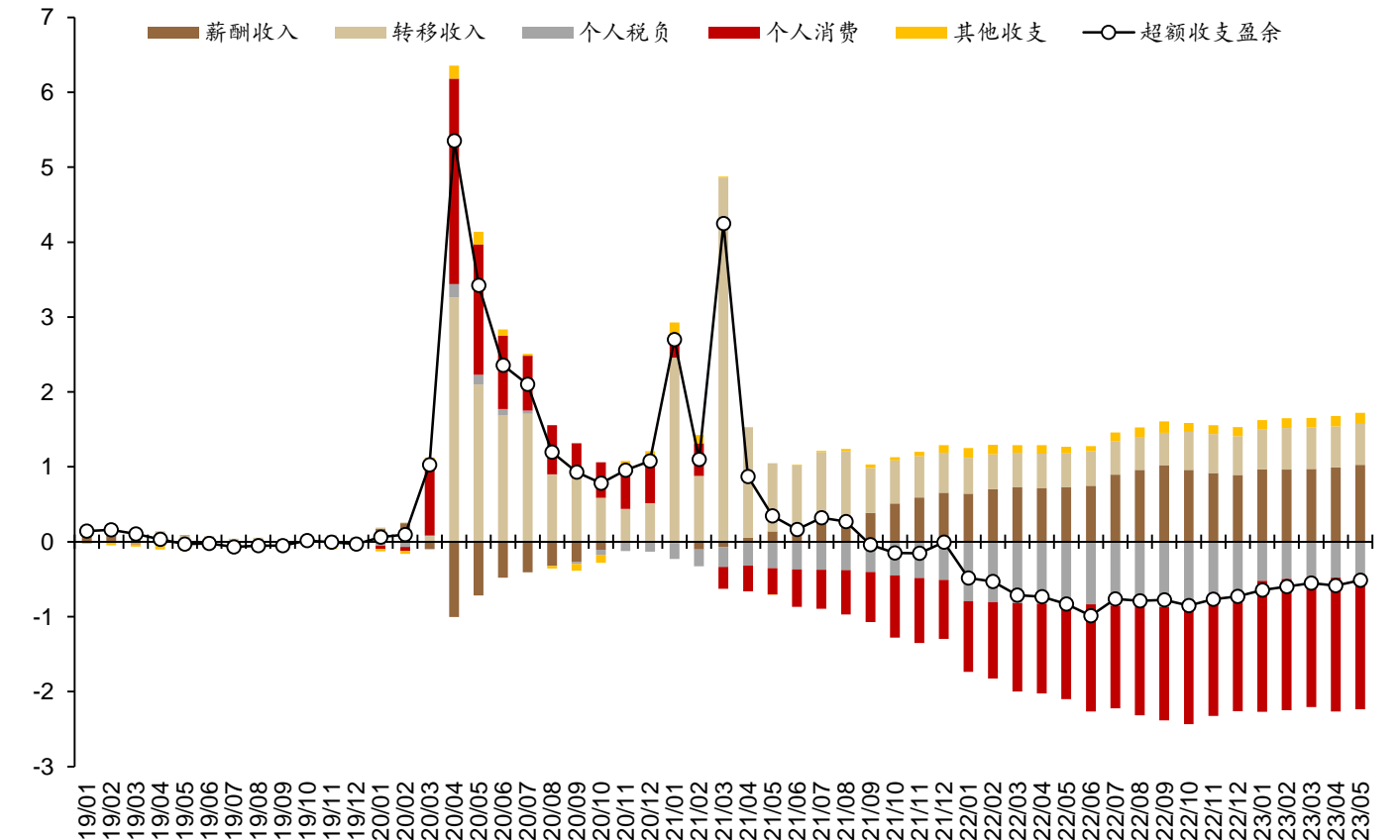
资料来源：彭博，德邦研究所；虚线为 2015-2019 年趋势线，单位为万亿美元，经季调年率

图 13：美国 2023 年 5 月名义&实际个人消费支出主要一、二级分项及其偏离度一览



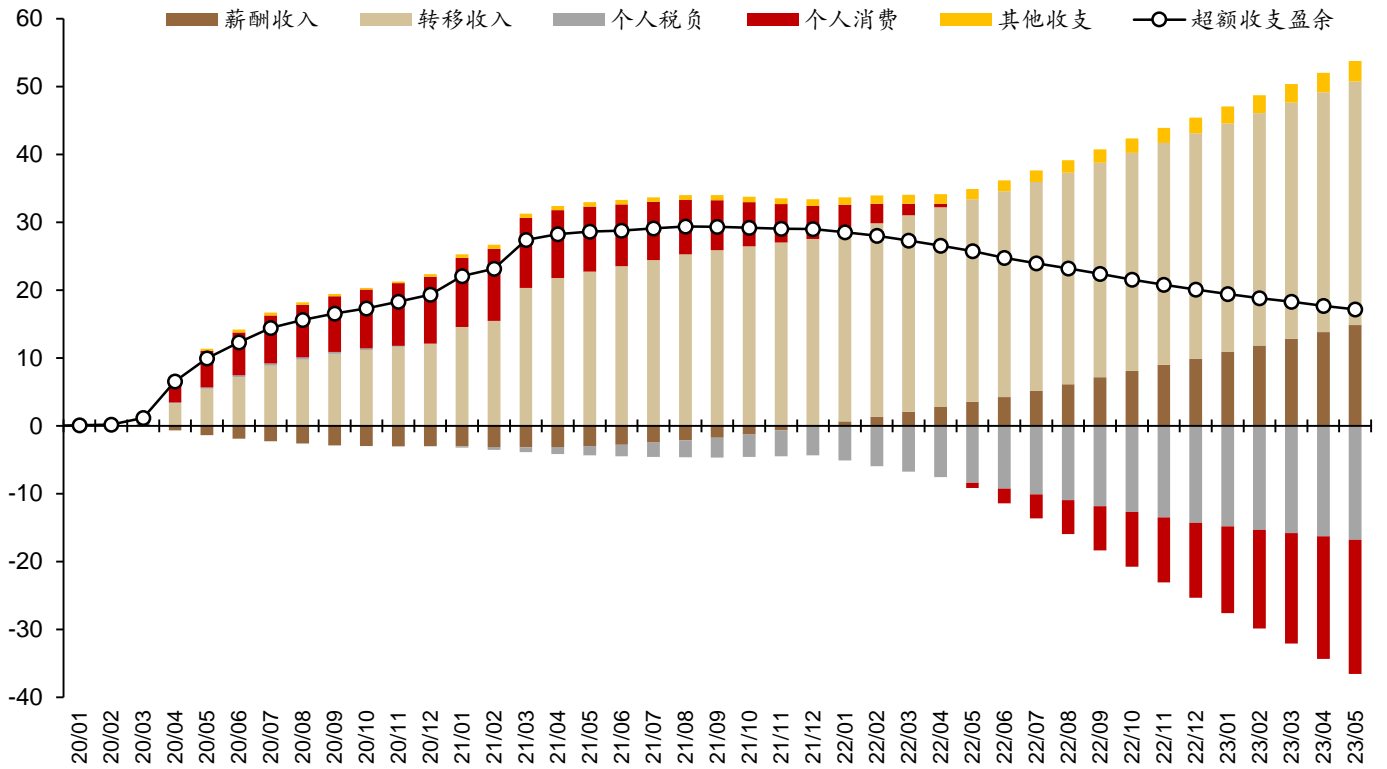
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为单月截面数据，经季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 14：美国居民不同收支分项对单月超额收支盈余贡献度



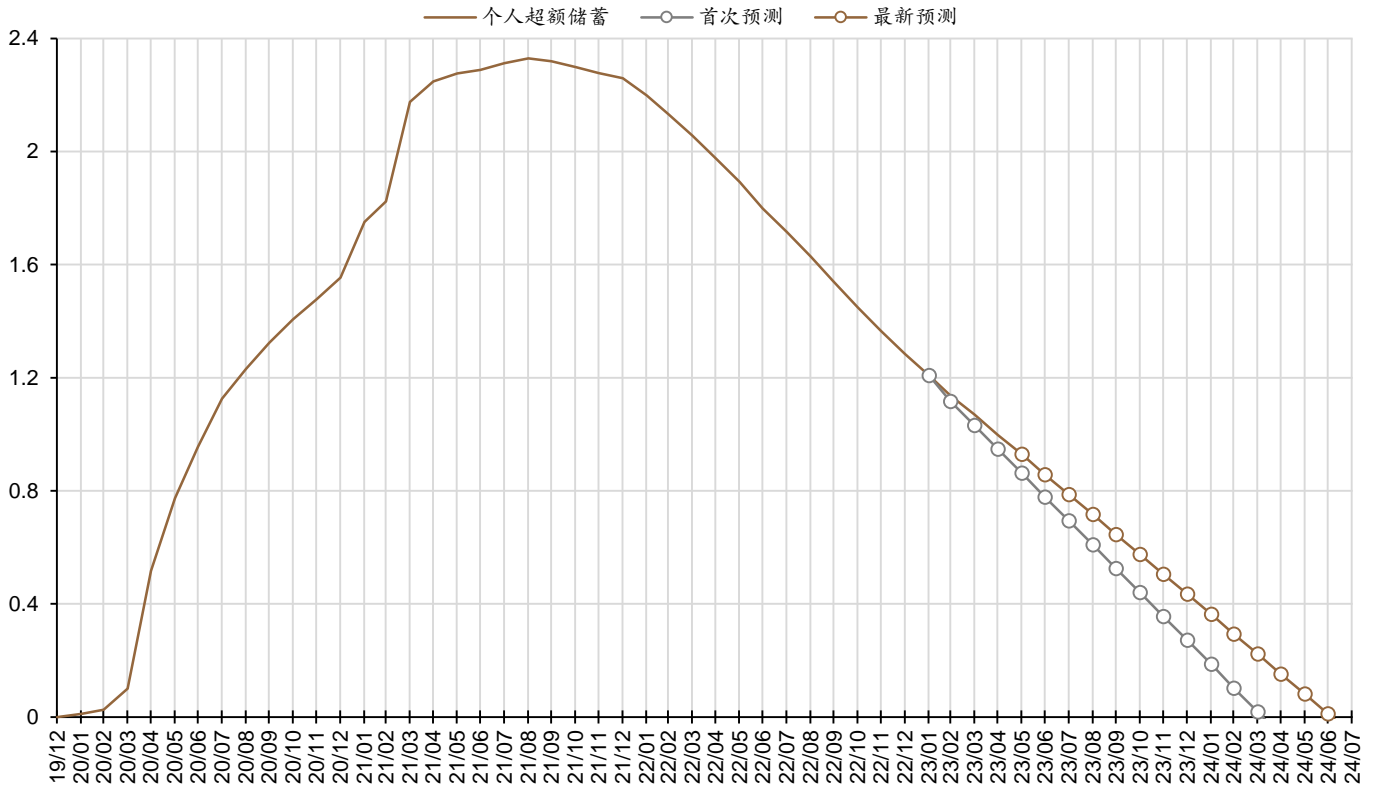
资料来源：彭博，德邦研究所；单位为万亿美元，数据经季调年率

图 15：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，数据经季调年率

图 16：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；单位为万亿美元

表 2：美国居民部门实际 PCE 消费同比及拉动率

权重	拉动率	同比增速	2023/05	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%	2.08%	实际个人消费支出	2.08%	2.17%	2.10%	2.43%	2.58%	1.94%	1.37%	1.69%	2.11%	2.30%	2.16%	2.13%	2.60%
39%	0.44%	商品	1.12%	0.99%	0.59%	1.25%	0.28%	-0.16%	-1.52%	-0.64%	-0.24%	0.02%	-0.32%	-1.57%	-1.77%
16%	0.39%	耐用用品	2.41%	1.93%	2.18%	2.95%	2.59%	1.37%	-0.61%	1.09%	1.90%	2.91%	1.79%	-1.32%	-3.83%
4%	0.18%	机动车	4.25%	2.92%	4.73%	6.65%	1.95%	-2.73%	-2.20%	0.60%	0.78%	0.64%	-3.46%	-7.51%	-14.93%
2%	0.07%	新车	2.92%	0.04%	-1.55%	-0.90%	-3.35%	-3.62%	0.87%	10.11%	11.37%	5.70%	-4.96%	-9.23%	-17.88%
1%	0.11%	二手车	8.08%	9.62%	18.40%	22.68%	12.48%	-1.63%	-5.77%	-10.28%	-10.39%	-4.26%	-0.93%	-5.39%	-13.30%
4%	0.03%	家具&家用设备	0.72%	1.23%	0.32%	0.34%	1.76%	2.16%	-1.90%	-1.28%	-1.94%	-1.81%	-1.74%	-2.95%	-3.70%
2%	-0.01%	家居家装	-0.28%	0.76%	0.40%	0.71%	3.24%	3.64%	-1.78%	-1.96%	-2.93%	-3.16%	-2.89%	-3.34%	-4.23%
1%	0.04%	家电	8.03%	9.11%	7.29%	6.65%	5.18%	4.17%	2.56%	4.66%	3.10%	3.68%	1.66%	-2.86%	-3.45%
6%	0.24%	娱乐品&载具	3.83%	3.74%	3.22%	3.16%	3.55%	5.80%	3.06%	4.52%	6.44%	8.56%	9.92%	5.54%	6.03%
1%	0.20%	电视	15.77%	17.58%	20.55%	23.44%	20.77%	23.50%	23.76%	22.00%	26.00%	28.49%	22.39%	17.47%	13.92%
1%	0.08%	电脑&配件	8.19%	10.35%	11.25%	10.73%	12.29%	14.09%	9.12%	6.44%	10.21%	11.11%	11.50%	5.27%	7.16%
2%	0.12%	软件	6.74%	7.23%	6.39%	6.19%	8.57%	12.09%	7.01%	5.55%	2.83%	8.08%	10.79%	5.95%	10.89%
2%	-0.05%	其他	-1.91%	-3.33%	-3.15%	-1.99%	3.66%	0.85%	-2.28%	-0.92%	1.96%	5.04%	4.00%	2.79%	5.34%
24%	0.09%	非耐用用品	0.38%	0.45%	-0.33%	0.27%	-1.05%	-1.07%	-2.07%	-1.64%	-1.50%	-1.65%	-1.55%	-1.72%	-0.49%
7%	-0.05%	食品饮料	-0.72%	-1.36%	-2.86%	-2.71%	-5.38%	-5.04%	-5.12%	-5.26%	-5.00%	-5.74%	-4.27%	-4.10%	-4.42%
3%	-0.04%	服饰	-1.10%	-0.49%	0.35%	2.44%	3.02%	3.69%	0.03%	0.54%	0.31%	0.56%	0.29%	-2.12%	-0.42%
3%	0.07%	能源品	2.42%	2.36%	0.35%	-1.32%	0.12%	-5.13%	-4.26%	-1.11%	-2.09%	-0.14%	-6.49%	-3.27%	1.12%
9%	0.12%	其他	1.28%	1.76%	1.50%	2.67%	1.11%	2.22%	0.66%	0.72%	1.15%	0.87%	1.93%	1.02%	2.56%
62%	1.58%	服务	2.57%	2.80%	2.88%	3.06%	3.83%	3.06%	2.93%	2.94%	3.38%	3.52%	3.49%	4.14%	4.97%
59%	1.81%	居民服务	3.06%	3.22%	3.26%	3.41%	4.10%	3.18%	3.07%	2.99%	3.27%	3.45%	3.34%	3.97%	4.89%
15%	0.11%	居住	0.73%	0.60%	1.63%	0.32%	-0.42%	1.84%	1.35%	1.25%	0.73%	0.54%	1.19%	0.76%	1.22%
3%	0.02%	租金	0.77%	0.77%	0.77%	0.79%	0.80%	0.82%	0.84%	0.85%	0.87%	0.87%	0.89%	0.90%	0.91%
10%	0.14%	自住房租	1.38%	1.38%	1.38%	1.35%	1.31%	1.28%	1.25%	1.23%	1.20%	1.17%	1.15%	1.14%	1.12%
16%	1.08%	医保	6.71%	6.50%	6.15%	5.84%	4.85%	3.30%	3.12%	2.63%	2.20%	2.47%	2.24%	1.90%	1.98%
3%	0.03%	交运	0.87%	0.45%	-0.57%	0.76%	2.37%	0.31%	0.49%	1.10%	1.72%	3.34%	4.14%	10.44%	15.24%
3%	0.12%	休闲	3.51%	3.86%	3.58%	5.71%	8.26%	4.86%	4.09%	5.47%	6.76%	8.80%	7.06%	11.45%	12.78%
6%	0.13%	食宿	2.01%	1.94%	2.97%	5.02%	12.93%	5.70%	5.32%	6.16%	6.13%	6.83%	5.27%	6.65%	9.94%
5%	0.07%	餐饮服务	1.19%	1.42%	2.61%	4.72%	12.41%	5.05%	3.34%	4.18%	3.86%	4.25%	1.77%	2.89%	6.31%
1%	0.07%	住宿	6.85%	5.04%	5.03%	6.85%	16.06%	9.61%	17.45%	18.39%	20.47%	23.90%	29.43%	34.51%	36.93%
6%	0.17%	金融	2.69%	2.30%	1.29%	1.83%	2.09%	0.52%	1.23%	0.68%	2.44%	3.40%	2.75%	2.41%	2.52%
4%	0.13%	金融服务	3.47%	2.94%	1.37%	2.11%	2.37%	-0.06%	1.01%	0.19%	2.79%	4.18%	3.09%	2.60%	2.86%
3%	0.03%	保险	1.26%	1.12%	1.16%	1.32%	1.55%	1.65%	1.65%	1.62%	1.78%	1.96%	2.10%	2.04%	1.86%
8%	0.26%	其他	3.08%	5.50%	4.74%	5.58%	5.95%	6.67%	7.11%	6.55%	8.17%	6.65%	7.29%	9.01%	10.16%
2%	-0.18%	非营利机构	-7.10%	-5.73%	-4.75%	-4.01%	-1.69%	0.70%	-0.01%	1.99%	5.66%	5.10%	6.63%	7.68%	6.68%

资料来源：彭博，德邦研究所；权重数据基于去年同期实际消费水平估算，故拉动率加总存在偏差

表 3：美国居民部门实际 PCE 消费环比及拉动率

权重	拉动率	环比增速	2023/05	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%	-0.03%	实际个人消费支出	-0.03%	0.24%	-0.03%	-0.03%	1.32%	-0.19%	-0.41%	0.27%	0.26%	0.48%	0.00%	0.20%	0.07%
39%	-0.16%	商品	-0.42%	0.56%	-0.82%	-0.25%	2.85%	-0.71%	-1.25%	0.77%	0.33%	0.23%	-0.33%	0.23%	-0.55%
16%	-0.19%	耐用用品	-1.17%	0.78%	-1.16%	-1.13%	6.91%	-1.27%	-2.64%	2.16%	-0.34%	-0.10%	0.24%	0.43%	-1.64%
4%	-0.18%	机动车	-4.31%	0.48%	-0.89%	-1.50%	15.72%	-3.06%	-5.35%	5.56%	0.21%	0.32%	-2.18%	0.77%	-5.53%
2%	-0.15%	新车	-6.49%	3.54%	-2.68%	-5.52%	23.64%	-6.21%	-9.47%	9.36%	2.48%	-1.27%	-3.88%	3.54%	-9.10%
1%	-0.05%	二手车	-3.08%	-4.33%	2.55%	4.18%	10.40%	0.39%	-0.30%	2.27%	-2.74%	2.61%	-0.38%	-2.88%	-1.70%
4%	0.04%	家具&家用设备	1.02%	0.96%	-1.65%	-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	0.86%	0.28%	-1.65%	-2.04%	2.95%	-0.31%	-0.45%	1.74%	-0.67%	-0.60%	-0.03%	-0.27%	1.91%
1%	0.01%	家电	1.15%	3.10%	-2.18%	0.15%	4.46%	-0.69%	-2.26%	-0.76%	0.78%	0.95%	2.60%	0.67%	2.16%
6%	0.03%	娱乐品&载具	0.47%	1.18%	-1.06%	-0.17%	2.18%	0.43%	-1.65%	0.36%	0.02%	-0.60%	2.36%	0.31%	0.38%
1%	0.03%	电视	2.01%	0.29%	-0.05%	3.34%	3.69%	-1.12%	-0.19%	-0.26%	-0.64%	2.65%	1.76%	3.41%	3.60%
1%	0.01%	电脑&配件	0.63%	2.18%	-0.82%	-0.61%	2.84%	1.91%	0.63%	0.54%	-1.83%	0.23%	3.63%	-1.27%	2.64%
2%	0.00%	软件	-0.11%	3.11%	0.42%	-0.06%	2.10%	0.24%	0.31%	2.40%	-1.19%	-2.15%	3.93%	-2.27%	0.35%
2%	-0.01%	其他	-0.31%	0.41%	-1.21%	-1.42%	3.96%	-1.72%	-1.18%	-0.46%	-1.81%	0.17%	0.92%	0.86%	-1.75%
23%	0.01%	非耐用用品	0.03%	0.42%	-0.62%	0.27%	0.55%	-0.39%	-0.44%	-0.04%	0.72%	0.42%	-0.65%	0.12%	0.09%
7%	0.01%	食品饮料	0.12%	0.37%	-0.81%	0.12%	0.10%	-0.29%	-0.29%	0.13%	0.35%	-0.21%	-1.01%	0.72%	-0.53%
3%	-0.01%	服饰	-0.27%	0.19%	-1.81%	-1.38%	1.87%	-1.03%	-0.80%	-0.17%	1.49%	0.63%	0.73%	-0.50%	0.33%
3%	0.01%	能源品	0.38%	-0.23%	2.23%	2.69%	-1.22%	-0.23%	-1.45%	-0.85%	1.62%	3.65%	-3.21%	-0.76%	0.33%
9%	-0.01%	其他	-0.06%	0.73%	-0.89%	0.24%	1.01%	-0.31%	-0.10%	0.16%	0.47%	-0.19%	0.10%	0.13%	0.41%
62%	0.11%	服务	0.17%	0.08%	0.37%	0.08%	0.56%	0.07%	0.02%	0.01%	0.22%	0.61%	0.16%	0.19%	0.39%
60%	0.11%	居民服务	0.19%	0.09%	0.43%	0.11%	0.61%	0.08%	0.13%	0.11%	0.19%	0.70%	0.18%	0.18%	0.35%
15%	-0.01%	居住	-0.10%	-0.35%	1.22%	0.15%	-0.82%	0.16%	0.39%	0.31%	-0.10%	-0.06%	0.19%	-0.14%	-0.22%
3%	0.00%	租金	0.07%	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	0.12%	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%	0.03%	医保	0.17%	0.18%	0.51%	0.90%	0.98%	0.62%	0.65%	0.66%	0.14%	0.69%	0.55%	0.46%	-0.03%
3%	0.05%	交运	1.48%	1.47%	-0.92%	0.35%	0.30%	0.21%	-1.51%	-0.35%	0.18%	1.50%	-0.74%	-1.06%	1.06%
3%	-0.01%	休闲	-0.26%	0.55%	-0.43%	-0.31%	1.30%	0.67%	0.30%	0.08%	0.39%	1.07%	-0.16%	0.26%	0.08%
6%	-0.01%	食宿	-0.18%	0.11%	-0.50%	-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	-0.14%	0.05%	-0.50%	-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	-0.40%	0.41%	-0.52%	-0.54%	-2.69%	0.07%	1.26%	0.67%	3.76%	-1.17%	3.72%	2.29%	-2.09%
6%	0.03%	金融	0.48%	0.93%	-0.17%	0.18%	0.40%	-0.15%	0.46%	-0.34%	-1.02%	0.70%	1.00%	0.21%	0.10%
4%	0.02%	金融服务	0.56%	1.33%	-0.32%	0.25%	0.77%	-0.28%	0.63%	-0.49%	-1.60%	1.04%	1.38%	0.18%	0.05%
3%	0.01%	保险	0.31%	0.19%	0.12%	0.04%	-0.29%	0.09%	0.13%	-0.07%	0.07%	0.07%	0.30%	0.27%	0.18%
9%	0.05%	其他	0.56%	-0.61%	0.92%	0.72%	0.80%	-0.82%	-0.44%	-0.63%	1.24%	1.27%	-0.37%	0.42%	2.92%
2%	0.00%	非营利机构	-0.16%	-0.29%	-1.08%	-0.57%	-0.39%	-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；权重数据基于去年同期实际消费水平估算，故拉动率加总存在偏差

# 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，德邦证券海外宏观组组长，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。

韦祎，德邦证券宏观研究员。毕业于中国人民大学和香港中文大学，经济学博士，研究方向为开放宏观经济学。擅长海外经济、经济周期、货币政策与大类资产配置研究。

## 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：	类别	评级	说明
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。