

美国居民超储耗尽、学贷重启是否意味着弱消费在即？



沈夏宜 分析师

Email: shenxiayi@lczq.com

证书: S1320523020004

核心观点:

疫情期间美国居民通过政府补贴和资本收益快速累积财富，为疫情后消费过热的主要原因之一。 2020年至2021年，美国政府对居民直接下发3轮补助金，让美国家庭积累了约2.1万亿美元的超额储蓄。2020-21年金融资产随股价上涨，由此带来的财富效应也增强了居民对家庭财务状况的信心。今年10月美国居民部门将迎来超储耗尽、学贷重启等关键时点。强韧的美国居民消费是否会同步转弱？

我们认为尽管美国政府“撒钱”、“消债”的政策支持即将结束，但消费降温可能是一场持久战。

第一，累计超储转负是储蓄率均值回归过程中的一个必经时点，居民对家庭财务状况的感受不会因此滑坡。 美国居民储蓄率近月主要在低位波动，预计不会很快回到2015-19的趋势值区间。累计超储见底并非居民去储的终点，居民保持低储蓄率和较高消费水平或为近期趋势。

第二，拜登政府推出的新一轮学贷减免政策及为期一年的还款“宽限期”。 教育部宣布，从2023年10月到2024年9月底对未能按月还款的借款人不计拖欠，还将直接免除80.4万满足条件还款人共计3900万美元的学生贷款。这两项措施将缓和下半年美国居民的学贷还款压力。

第三，美国宏观基本面持续为居民消费背书。 当前美国薪资粘性明显强于物价，现阶段实际薪资回升，实际购买力随之增加。同时，过剩的招聘需求对应就业机会充足，持续增强美国雇员的议价能力。在当前经济环境下，居民对财务状况感受尚好，对未来信心较强，消费不会很快“断档”，但可能随着财富效应退场而逐步放缓。

美联储持续放鹰或意在“勒紧预期”。 Jackson Hole会上鲍威尔强调了美联储抗通胀直至2%的决心，并称“美联储已经做好准备，在适当的时候进一步加息”。鲍威尔发言会后，市场大幅上调年内再加息概率，尽管8月非农公布后该预期回落。鲍威尔或意在提醒市场，美联储可能还将收紧政策以应对当前的消费韧性，货币政策宽松的“春天”不会很快到来。

风险提示: 美联储货币政策紧缩超预期；美国通胀风险超预期。

相关报告

7月财政数据解读：收支偏慢，财政仍有发力空间

2023.08.24

7月经济数据解读：复苏放缓，经济弱势运行

2023.08.18

美国7月CPI点评：降幅达预期，风险点犹存

2023.08.15

目 录

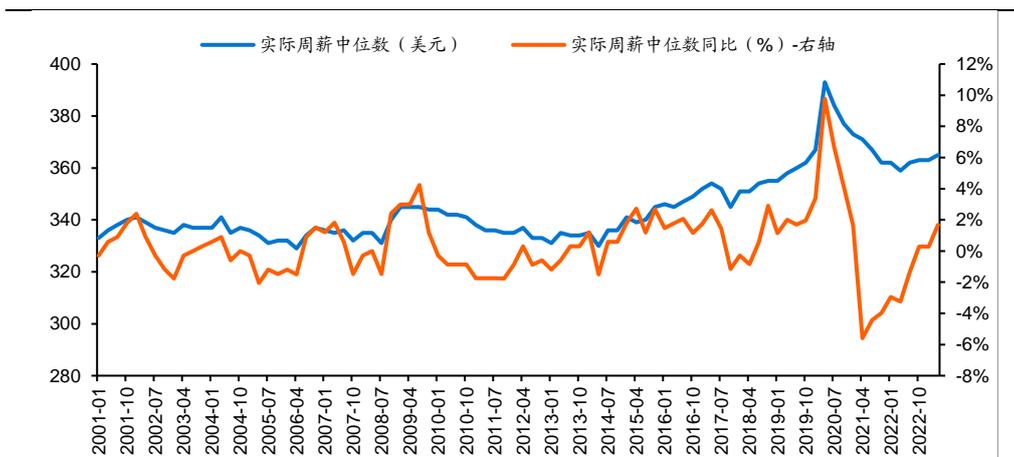
1. 美国居民消费迎来风险点	4
1.1 美国居民消费为何“高烧”不退?	4
1.2 时点一：2 万亿居民超额储蓄将耗尽	5
1.3 时点二：10 月联邦学生贷款重启	7
2. 美国宏观基本面：消费韧性的多重保障	8
2.1 通胀降温加速重振消费信心	8
2.2 就业市场仍偏紧，雇员议价能力强	10
3. 总结：美联储持续放鹰或意在“勒紧预期”	14
4. 风险提示	16

图目录

图 1	美国核心服务通胀粘性较强 (%)	4
图 2	美国居民和非盈利机构股票资产总量再回升, 非金融资产缩水 (万亿美元)	5
图 3	美国居民总资产分项占比 (%)	5
图 4	疫情后居民股票和基金占比曾一度膨胀 (% , 2020-01=0)	5
图 5	三轮财政刺激使美国家庭累计 2.1 万亿超额储蓄 (万亿美元)	6
图 6	超额储蓄已经基本释放 (万亿美元)	6
图 7	美国居民超储结构, 按收入水平 (百万美元)	6
图 8	疫情后个人消费支出 (PCE), 按收入水平*	6
图 9		

庭资产负债表的一部分，消费降温需多方面合力促成。

图9 美国实际周薪中位数近期持续回升



资料来源: BLS, 联储证券研究院

1.3 时点二: 月联邦学生贷款重启

暂停三年的学生贷款还款将于 9 月重启。疫情期间 (2020.3-2023.9) 美国政府为居民减负的另一项举措即暂缓学生贷款计息和还款。从逾期 90 天以上的各项债务占比来看, 学生贷款占比断崖式下跌, 2020Q1 占比尚有约 11%, 至 2023Q1 其占比仅剩 0.7%。然而, 近期该政策即将到期, 9 月开始重新计息, 10 月将重启暂停三年的还款。

美国 2022 年现存学生贷款 1.64 万亿美元, 占 GDP 约 3.3%。2020 年暂停计息前占比达 7.76%。联邦学生贷款总额占美国学生贷款的绝大多数, 在现存所有学贷债务中占比 92%, 或 1.64 万亿美元, 并有超 4380 万借款人³, 而 10 月学贷还款重启将影响其中近 2700 万人, 总计逾千万美元⁴。摩根士丹利 6 月消费者调查则显示, 约 37% 的受访者需要削减开支来还款, 而 34% 的人则根本无法支付费用⁵。每月 \$300-400 的还款压力将对部分美国居民的消费带来一定打击, 低收入者首当其冲。摩根士丹利估计此举将向下拖累美国全年实际 PCE 约 10bps。

图10 美国逾期 90 天以上债务各分项占比 (%)

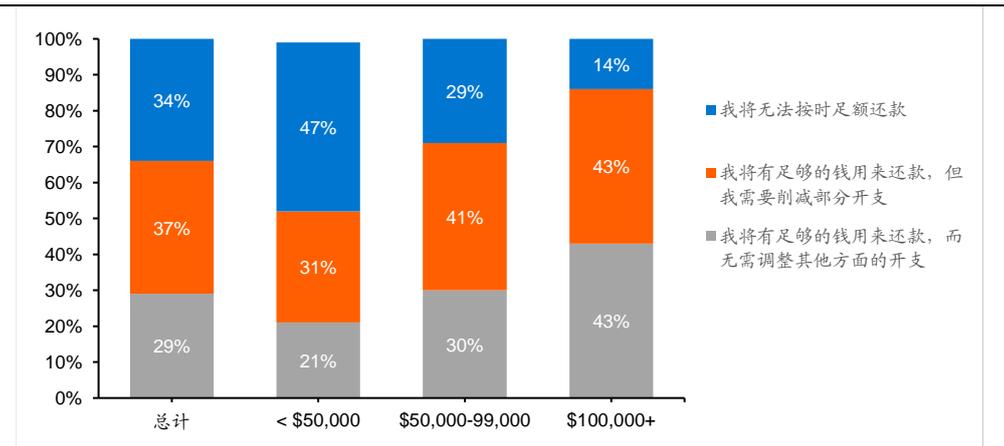
资料来源: 纽约联储

³ 联邦学生贷款官网, studentaid.gov/data-center/student/portfolio

⁴ 摩根士丹利观点, www.morganstanley.com/ideas/thoughts-on-the-market-consumer-spending

⁵ Business Insider, www.businessinsider.com/what-will-happen-when-student-loan-payments-resume-sizeable-shock-2023-6

图11 摩根士丹利 月调查显示有信心按时足额偿还学生贷款的受访者不满



资料来源：Business Insider, Morgan Stanley, 联储证券研究院

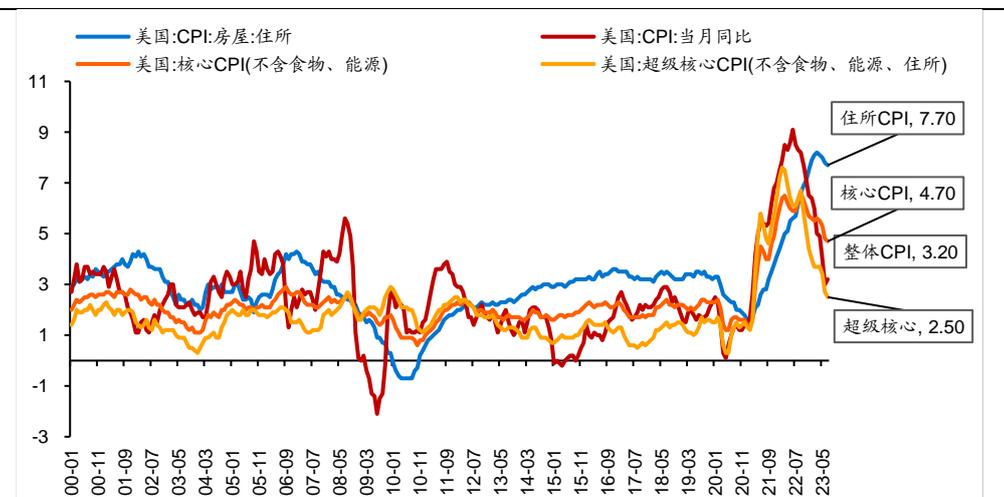
拜登政府追加联邦学贷还款“宽松期”；逾 100 万借款人免除学贷债务。尽管学贷压力“突如其来”，但美国政府也相应为借款人减负。为了保护经济紧张的借款人，美国教育部制定了为期 12 个月的还款“宽松期”。从 2023 年 10 月到 2024 年 9 月底，对未能按月还款的借款人不计拖欠。此外，拜登政府 8 月宣布将直接免除 80.4 万人共计 3900 万美元的学生贷款，只要还款人背负学贷债务并累计还款超过 20 年（研究生则为 25 年）。这两项措施将再次减轻学贷重启对消费的制约。

2. 美国宏观基本面：消费韧性的多重保障

2.1 通胀降温加速重振消费信心

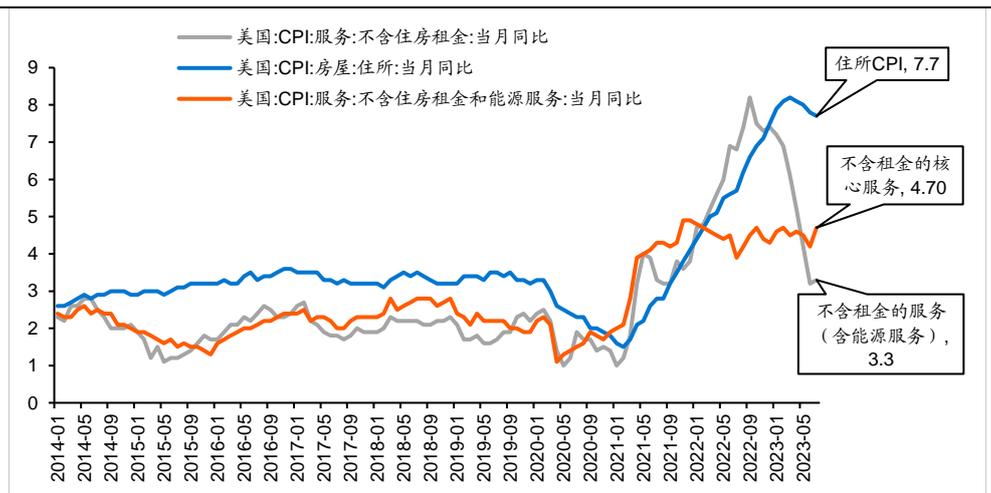
美国近月通胀降温进展顺利，几乎只剩住房向上拉动。美国 6-7 月通胀降温幅度大，整体 CPI 回落至 3.2%。6 月 PCE 同比已经来到 2.97%，跌破 6 月 FOMC 给出的 2023 年 PCE 价格区间预测（3.0-3.2%）。核心物价有一定韧性，但核心 PCE 同比 4.1%，也在预期区间内（3.7-4.2%），主要系住房价格向上拉动（7 月 CPI 同比 7.7%）。超级核心 CPI（除住所外的核心商品和服务）已经来到 2.5%，拖累整体物价进一步向美联储今年的目标区间靠拢。

图12 核心通胀韧性主要来源于住房价格高位（ ）



资料来源：BLS, 联储证券研究院

图13 不含住房租金的核心服务仍具一定韧性 ()

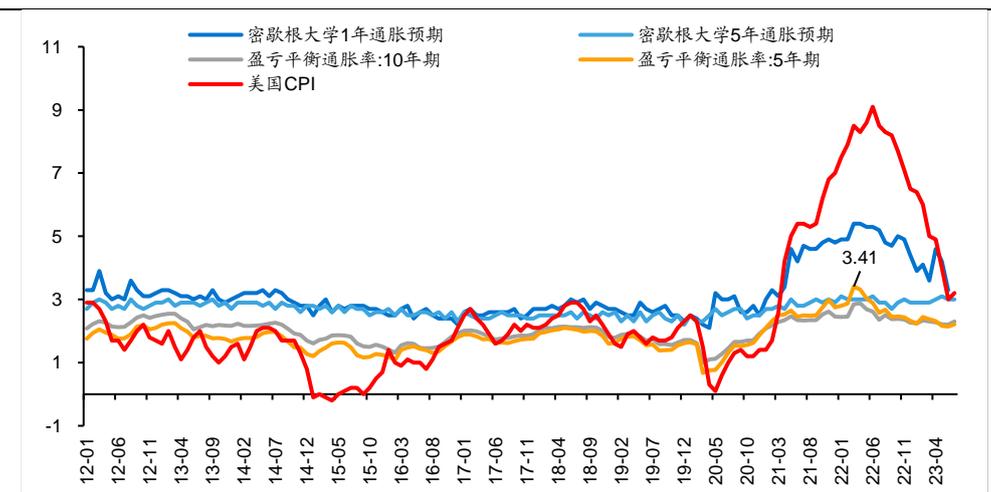


资料来源：同花顺，美联储，联储证券研究院

排除核心商品降温快的影响，除住房外的核心服务 & 3 则仍具韧性。劳工部官方公布的核心通胀数据（7月同比 4.7%）包含核心商品和核心服务（包括住房租金和其他核心服务），其中核心商品和住房租金基本与劳动力市场无关。而“除住房租金以外的服务 CPI”（7月同比 3.3%）则未将能源服务排除在外。因此，劳动力市场对核心服务的传导需要关注不含住房也不含能源服务的核心服务 CPI。按美联储估计，不含住房的核心服务 7 月同比回升至 4.7%，前值 3.9%，水平较高，仍具韧性（图 13）。

美国本轮通胀不同以往，长期通胀预期并未同步上行。与往期通胀高企不同的是，本轮通胀并未过度拉高长期预期。美国 5 年期和 10 年期通胀保值债券（TIPS）隐含的通胀预期始终未突破 3.5%，近期已经回落至 2% 左右。密歇根大学 5 年通胀预期趋势也基本相同，一直维持在 3% 上下。兼之美联储一年多以来表现出的降通胀决心，中长期物价预期趋稳。本次市场认为通胀只是暂时性的，物价矛盾在于外部疫情冲击而非经济体内部失调。

图14 长期通胀预期并未大幅上升 ()



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图15 随着通胀降温，近期美国消费者现状和预期指数回升



资料来源：美国谘商会

物价回稳、就业旺盛增强美国消费者信心。6-7月美国通胀降温显著，劳动力市场保持强韧，美国消费者信心指数（CCI）连续两个月升高：继6月上涨至110.1（+7.6）之后7月再次升高至117（+6.9），为近一年来高点。7月现状指数升高的主要原因是居民认为当前就业市场状况良好，且未来会继续改善。46.9%的人认为当前空缺岗位“很充足”，认为未来岗位会增多的人数增加。家庭财务状况方面，受访者表示对现状有信心（31.6%），但对六个月后的预期有所回落，未来美国家庭财务状况可能逐步放缓。⁶

图16 美国最近半年 & 3分项权重、同环比及趋势（ ）

权重(%)	项目	环比趋势	环比(%，SA)						同比趋势	同比(%，NSA)					
			Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023	Mar. 2023	Feb. 2023		Jul. 2023	Jun. 2023	May2023	Apr. 2023	Mar. 2023	Feb. 2023
100.00%	CPI		0.2	0.2	0.1	0.4	0.1	0.4		3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0
13.40%	食品		0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	0.4		4.9	5.7	6.7	7.7	8.5	9.5
8.58%	在家就餐		0.3	0.0	0.1	-0.2	-0.3	0.3		3.6	4.7	5.8	7.1	8.4	10.2
4.82%	在外就餐		0.2	0.4	0.5	0.4	0.6	0.6		7.1	7.7	8.3	8.6	8.8	8.4
6.95%	能源		0.1	0.6	-3.6	0.6	-3.5	-0.6		-12.5	-16.7	-11.7	-5.1	-6.4	5.2
3.67%	能源商品		0.3	0.8	-5.6	2.7	-4.6	0.5		-20.3	-26.8	-20.4	-12.6	-17.0	-1.4
3.42%	汽油		0.2	1.0	-5.6	3.0	-4.6	1.0		-19.9	-26.5	-19.7	-12.2	-17.4	-2.0
0.11%	燃油		3.0	-0.4	-7.7	-4.5	-4.0	-7.9		-26.5	-36.6	-37.0	-20.2	-14.2	9.2
3.28%	能源服务		-0.1	0.4	-1.4	-1.7	-2.3	-1.7		-1.1	-0.9	1.6	5.9	9.2	13.3
2.57%	电力		-0.7	0.9	-1.0	-0.7	-0.7	0.5		3.0	5.4	5.9	8.4	10.2	12.9
0.71%	天然气		2.0	-1.7	-2.6	-4.9	-7.1	-8.0		-13.7	-18.6	-11.0	-2.1	5.5	14.3
79.65%	核心CPI		0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5		4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5
21.32%	核心商品		-0.3	-0.1	0.6	0.6	0.2	0.0		0.8	1.3	2.0	2.0	1.5	1.0
4.27%	新车		-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.4	0.2		3.5	4.1	4.7	5.4	6.1	5.8
2.57%	二手车		-1.3	-0.5	4.4	4.4	-0.9	-2.8		-5.6	-5.2	-4.2	-6.6	-11.2	-13.6
2.53%	服饰		0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.8		3.2	3.1	3.5	3.6	3.3	3.3
1.46%	医疗商品		0.5	0.2	0.6	0.5	0.6	0.1		4.1	4.2	4.4	4.0	3.6	3.2
58.33%	核心服务		0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6		6.1	6.2	6.6	6.8	7.1	7.3
34.73%	住房		0.4	0.4	0.6	0.4	0.6	0.8		7.7	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1
5.92%	交通		0.3	0.1	0.8	-0.2	1.4	1.1		9.0	8.2	10.2	11.0	13.9	14.6
6.38%	医疗		-0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.5	-0.7		-1.5	-0.8	-0.1	0.4	1.0	2.1

资料来源：BLS，联储证券研究院

2.2 就业市场仍偏紧，雇员议价能力强

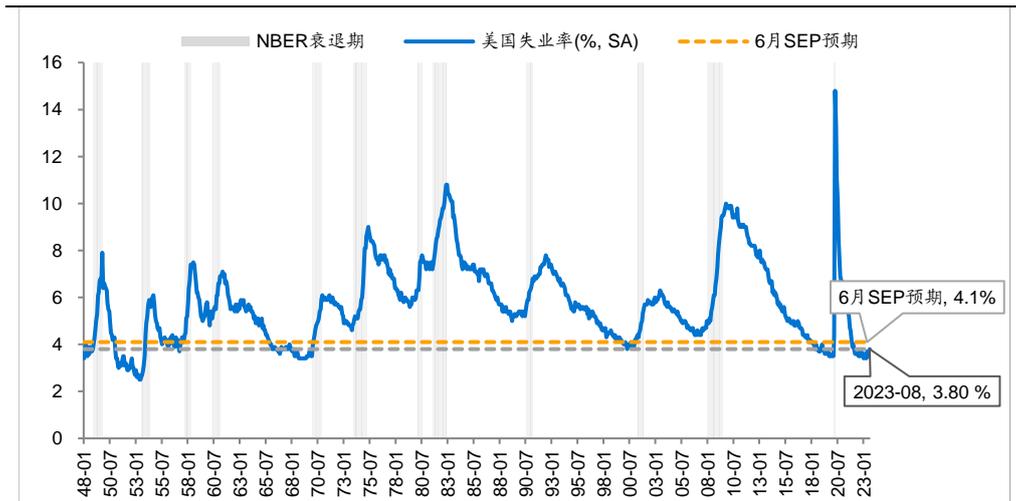
与劳动力成本关联较大的核心服务通胀是鲍威尔在今年 - +会上关注的重点之一。鲍威尔认为美国劳动力市场再平衡的过程尚未结束（remains incomplete），工资压力放缓但速度较慢，实际薪资持续增长，就业市场的压力可能构成了当前核心服务通胀居高不下的主要原因。从供需关系看，劳动力供给不足的状态连续半年未见起色，难以弥合

⁶ <https://www.conference-board.org/topics/consumer-confidence>

的就业缺口可能将持续支撑消费热度。

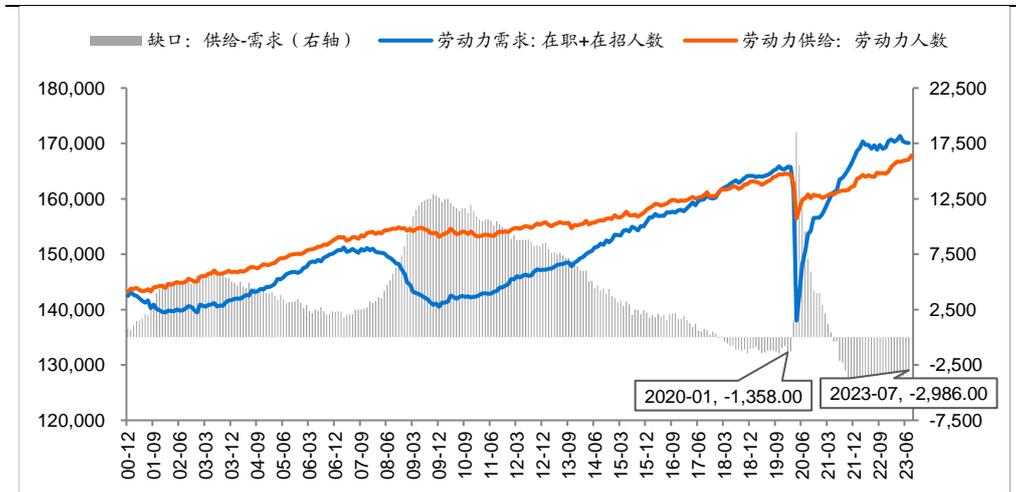
当前美国失业率持续保持低位，供需关系有所放松但仍然偏紧。美国 2023 年上半年失业率大致延续去年的历史底部水平（3.6-3.8%），8 月失业率小幅回升至 3.8%。原因上，供需失衡是美国劳动力市场目前的最大矛盾。截至 2023 年 7 月，美国劳动力供求之差仍有 298.6 万人，比 22 年 3 月 605.4 万人的峰值有所收敛，但仍然紧张。就业缺口主要系劳动参与率低导致，继劳动力参与率连续 5 个月保持在 62.6% 后，8 月劳动力参与率小幅回升至 62.8%。需求端则持续降温，7 月职位空缺率大幅下降至 5.3%，合 882.7 万人，未来有望继续收窄劳动缺口。

图17 美国 月失业率小幅回升至 ，但仍持续处于史低水平（ ）



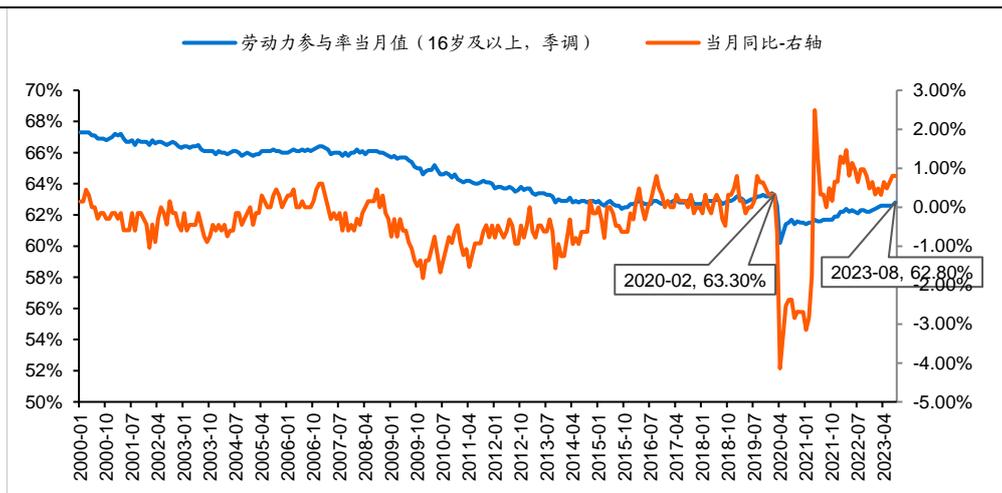
资料来源：BLS，联储证券研究院

图18 就业缺口逐步收窄，但供求失衡仍是目前的最大矛盾（千人，季调）



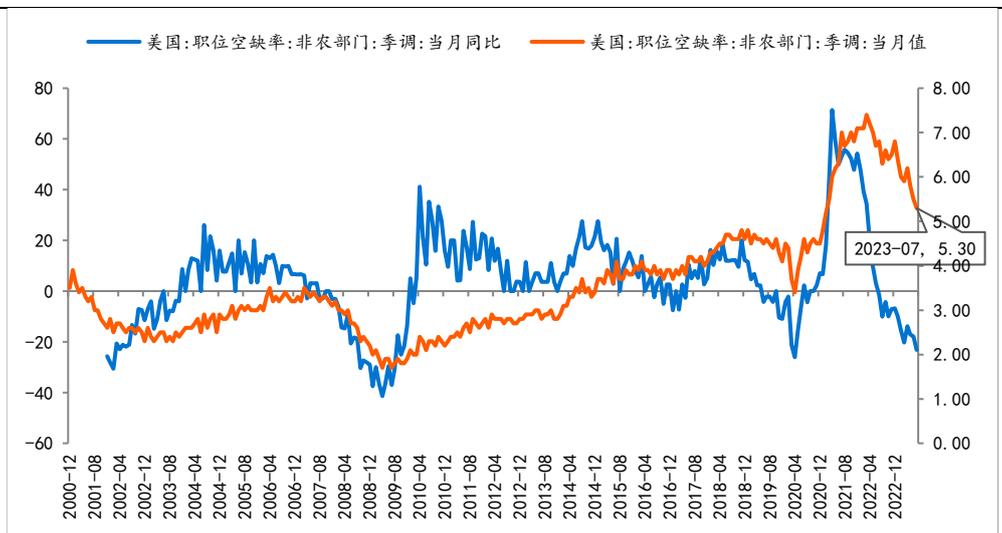
资料来源：BLS，联储证券研究院

图19 劳动参与率连续五月持平在 62.80%，水平不及疫情前（ ）



资料来源：BLS，联储证券研究院

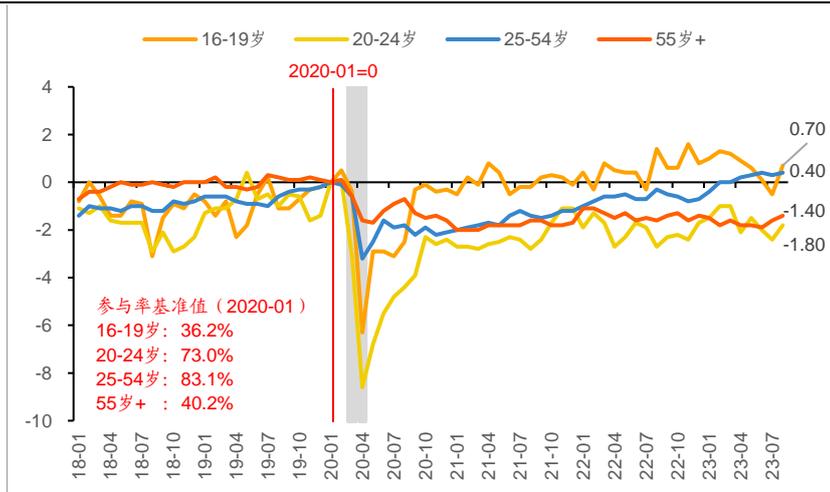
图20 美国职位空缺率持续回落，就业市场依赖需求端降温



资料来源：同花顺，联储证券研究院

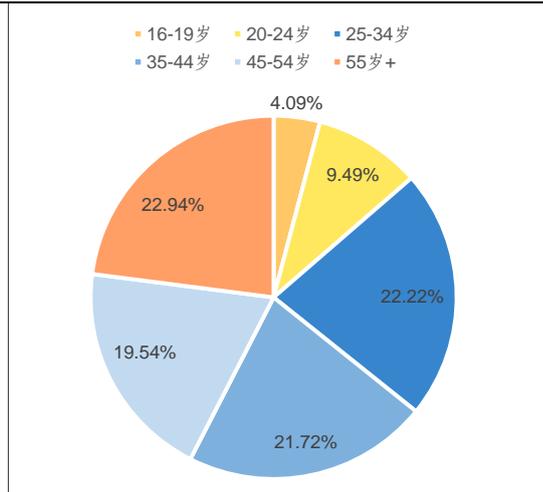
供给端紧张主要系退休年龄人群就业意愿降低且难以修复。按年龄划分，美国逐渐老龄化的社会结构趋势不变，受疫情冲击的退休年龄人群就业可能难以恢复。55岁及以上退休年龄段人群劳动力参与率，比2020年1月整体水平仍低约1.4%。20-24岁人群可能受疫情影响放弃求职而选择深造或继续完成学业，该人群劳动力参与率比2020年1月水平低约1.8%。近期16-19岁青少年劳动力参与率7月首次跌至疫情前水平之下（-0.5%），8月回升至+0.4%。“黄金年龄”人群劳动力参与率逐步恢复至疫情前水平（+0.7%），未来有望持续回升，弥补劳动供给缺口。

图21 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平差异 ()



资料来源: BLS, 联储证券研究院

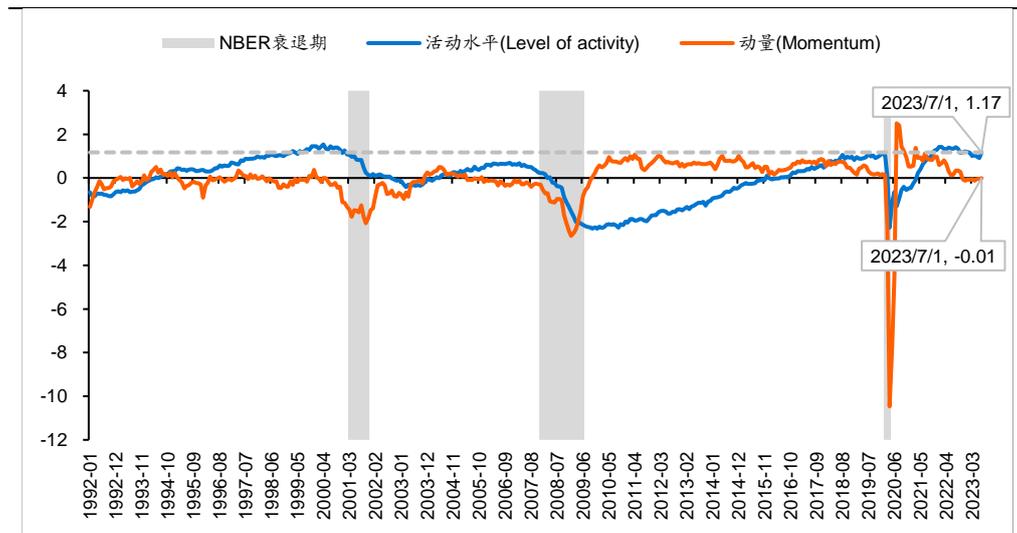
图22 美国劳动力年龄结构 ()



资料来源: BLS, 联储证券研究院

整体来看, 劳动力市场状况指数反映美国就业活动水平仍高。综合了美国劳动力市场 24 个指标的劳动力市场状况水平指数 (LMCI) 7 月回升至 1.17, 动量同步回升至 -0.01, 已经连续 7 个月为负, 代表当前劳动力市场在缓慢松弛的过程中。然而, LMCI 动量始终在零线徘徊且连续回升, 松弛空间十分有限, 就业市场始终不肯“松口”。

图23 美国劳动力市场状况指数 (/ 0 &) 水平、动量均回升



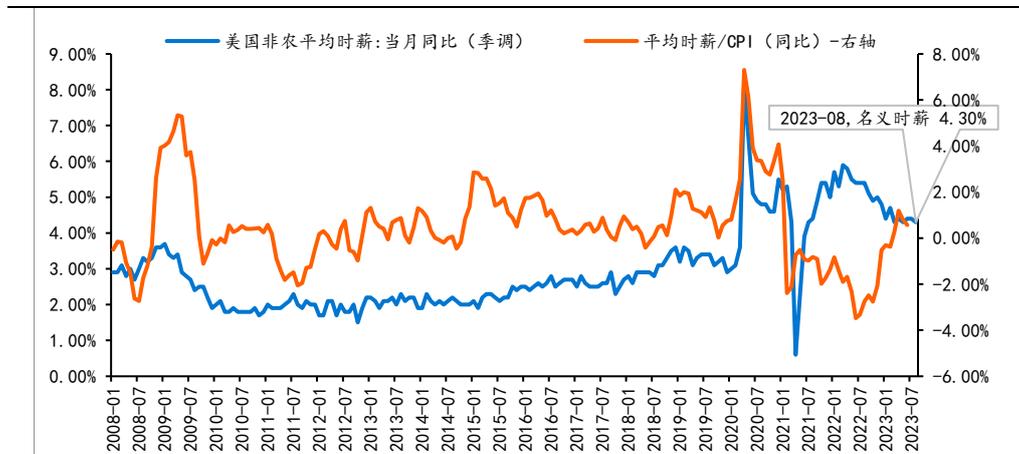
资料来源: 堪萨斯联储, 联储证券研究院

劳动力成本方面, 薪资压力向通胀传导可能为美联储留出更“鹰”的余地。7 月服务业整体薪资增速回落至 4.12%, 为上半年最低值。然而, 热门的休闲酒店业时薪再走高, 7 月同比增速 5.6%, 与普遍期待的核心服务通胀降温相悖。7 月商品生产行业整体增速超 5%, 主要系建筑业和制造业时薪增速拉动, 指向近期建筑业财政支持。好在, 二季度雇佣成本指数环比回落至 1% (前值 1.2%), 略低于预期 (1.1%), 薪资压力正在逐步放缓。

强韧的就业市场为涨薪背书, 名义薪资同比降幅不及预期。工资方面, 劳动供给紧张使得美国员工的“议价能力”处于历史高点。美国 8 月非农私营部门平均时薪环比基本持平上月 (4.36%), 同比增速 4.3%, 环比 0.2%, 稍显放缓。近期美国平均名义薪资下降趋势放缓, 实际时薪同比持续回升, 工资水平的回落明显慢于通胀降温速度, 工资粘性较强。鲍威尔在 -+ 会上提强调名义工资的增长最终必须放缓至于 通胀相当

的水平，而当前名义工资降幅远未达到目标。他还提到，“对家庭来说重要的是实际工资增长。随着通胀下降，实际工资增长一直在增加”。不断走高的实际薪资对居民消费放缓不利，二者的相互作用可能为加息尾端的一大挑战。

图24 美国时薪增速明显慢于物价，实际时薪同比回正（%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图25 美国上半年各行业时薪同比（%）

部门	平均时薪同比增速（%，SA）							
	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08
非农总量	4.39%	4.68%	4.30%	4.38%	4.34%	4.41%	4.36%	4.29%
商品生产	4.33%	4.58%	4.65%	4.59%	4.70%	5.09%	5.32%	5.15%
采矿和伐木业	4.67%	4.39%	4.78%	7.12%	6.91%	5.62%	4.79%	4.50%
建筑业	5.31%	5.50%	5.42%	5.18%	5.01%	4.87%	5.43%	5.16%
制造业	3.56%	3.94%	4.05%	3.92%	4.24%	5.05%	5.13%	4.99%
服务提供	4.44%	4.69%	4.25%	4.33%	4.28%	4.26%	4.12%	4.07%
贸易、运输和能源	4.49%	4.95%	4.45%	4.99%	4.57%	4.85%	4.69%	4.89%
零售	4.26%	4.85%	3.98%	4.66%	4.43%	4.28%	4.04%	4.16%
批发	5.07%	4.93%	4.75%	5.11%	5.27%	5.20%	4.69%	5.14%
信息	5.78%	5.18%	5.67%	4.25%	4.56%	3.60%	3.76%	1.82%
金融活动	3.99%	4.42%	4.02%	3.77%	4.42%	4.41%	4.39%	5.55%
专业和商务服务	4.64%	4.80%	4.44%	4.23%	4.30%	4.63%	4.58%	4.16%
教育和健康服务	4.14%	4.28%	3.88%	3.90%	3.60%	3.33%	2.87%	3.08%
休闲接待	7.00%	6.67%	5.92%	5.89%	5.81%	5.78%	5.60%	4.98%
其他服务	3.73%	4.27%	3.35%	4.30%	4.54%	3.70%	2.88%	3.63%

资料来源：BLS，联储证券研究院

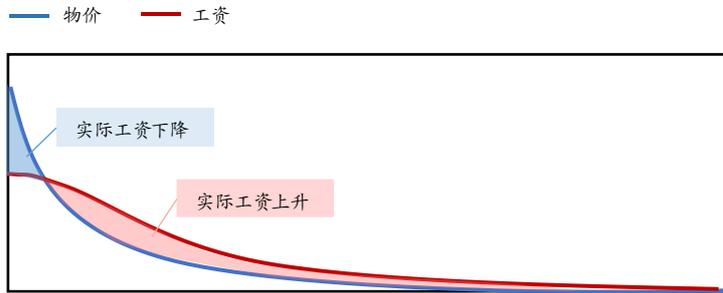
3. 总结：美联储持续放鹰或意在“勒紧预期”

美国下半年即将迎来学贷还款重启和居民超储耗尽的两个关键时点，但居民财务状况或不会因此迅速转弱。在疫情期间三轮财政刺激下，美国居民累积的 2.1 万亿美元超额储蓄即将在下半年耗尽，但累计超储转负只是去储蓄过程中的一个必经时点，居民对家庭财务状况的感受不会因此滑坡。另一方面，疫情期间暂停计息的 1.64 万亿联邦学生贷款即将于 9 月开始重新计息，10 月收取第一笔还款。然而拜登政府 7 月推出的新一轮学贷减免政策及为期一年的还款“宽松期”，此举将缓和下半年美国居民的学生贷款压力。尽管疫情期间美国政府“撒钱”、“消债”的财政政策支持即将撤出美国居民的资产负债表，但由于财政政策不断为其给予缓冲，消费降温可能是一场持久战。

从宏观基本面来看，当前美国薪资和通胀回落的弹性之差也将持续为居民消费背书。从现状看，美国薪资粘性明显强于物价，导致降通胀初期实际工资下降，而现阶段实际薪资回升，实际购买力随之增加（图 25）。另一方面，强韧的就业市场增强了美国雇员的议价能力，劳动力供给紧缺的情况下薪资放缓还需一段时间。从居民消费预期看，

美国居民认为未来6个月就业机会良多、物价平稳下降、债务压力较小、家庭财务状况向好。这种预期给了美国居民保持当前消费水平的信心。

图26 薪资与物价回落过程的弹性之差造成实际工资先降后升（示意图）



资料来源：联储证券研究院，参考 Lorenzoni & Werning, 2022⁷

鲍威尔继续放鹰，美联储下半年可能还将收紧政策以应对当前的消费韧性。8月25日在美国 Jackson Hole 全球央行年会（JH 会）上鲍威尔强调了美联储抗通胀直至 2% 的决心，并称“美联储已经做好准备，在适当的时候进一步加息”，且“在确定通胀将彻底放缓之前仍将利率保持在较高水平上”。鲍威尔将核心通胀拆分为核心商品、住房和非住房核心服务。他认为，核心商品方面，供应链修复带动让机动车等产品价格降温不少，但未来仍需较高的利率水平以确保价格彻底回落。住房方面，Zillow 和 Corelogic 领先指标均显示其下行空间，但近期住房部门有回暖的迹象，亟待关注。非住房核心服务方面，劳动力供需再平衡使得工资增速放缓，但是整体通胀水平仍高。如果劳动力供给再不改善，则可能需要进一步收紧货币政策。加息仍有可能，只是更加“谨慎”。

图27 月 日美国 - DFN VRRQC会议后年内再加息一次预期曾占主导，但 月 日 月非农公布后该预期回落

截至8.28	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0.00%	0.00%	10.10%	9.10%	8.00%	5.90%	3.70%	1.60%	0.60%	0.10%	0.10%	0.00%
550-575	0.00%	19.50%	51.00%	47.20%	42.50%	33.50%	23.10%	12.00%	5.30%	1.80%	0.70%	0.20%
525-550	100.00%	80.50%	38.90%	40.00%	40.90%	41.30%	38.40%	29.60%	18.30%	8.60%	4.20%	1.60%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	3.60%	8.10%	16.70%	26.00%	33.10%	30.90%	21.50%	13.20%	6.50%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	2.40%	7.80%	18.20%	27.70%	30.10%	24.60%	16.10%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.00%	4.90%	13.40%	24.10%	28.00%	25.40%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	3.30%	10.90%	19.40%	25.80%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	2.60%	7.90%	16.50%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	1.80%	6.40%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	1.40%
325-350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%
截至9.4	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0.00%	0.00%	2.20%	2.10%	1.70%	1.00%	0.50%	0.20%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%
550-575	0.00%	7.00%	34.30%	32.40%	26.70%	16.00%	8.60%	3.40%	1.20%	0.30%	0.10%	0.00%
525-550	100.00%	93.00%	63.40%	61.60%	56.20%	43.50%	30.00%	16.20%	7.30%	2.40%	1.00%	0.40%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	3.90%	14.70%	32.50%	37.90%	32.80%	21.30%	10.20%	5.00%	2.20%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	6.70%	19.30%	31.40%	32.40%	23.60%	14.50%	7.90%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	3.50%	13.80%	26.00%	31.00%	26.00%	18.10%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	2.30%	10.20%	22.60%	28.30%	26.70%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.60%	8.40%	18.10%	25.20%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.30%	6.10%	14.40%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.90%	4.50%
325-350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%

资料来源：CME，联储证券研究院

⁷ Lorenzoni, G., & Werning, I. (2022). Wage Price Spirals.

下阶段消费降温关键可能在于“勒紧”市场预期。美联储再放鹰达到了两层目的，一是针对本轮加息成果进行回顾、对市场现状进行评估，二是在加息放缓的阶段再次收紧逐渐放松的市场预期。自今年5月美联储放缓加息节奏后，市场对货币政策紧缩的预期逐渐放松。然而，-+会后，市场大幅上调年内再加息概率，同时对“可能继续加息”和“降息可能推迟”两部分做出了回应。9月加息的概率（20%）也有所增加（比CPI公布后+10%），尽管市场仍然认为9月大概率不会加息。截至8月28日，11月、12月再加息一次的预期分别为51%和47.2%，而会前两项读数仅有约25%和23%。

8月非农再走弱，释放劳动力市场放松的积极信号，但远非终点。8月非农失业率回升至3.8%，参与率回升至62.8%，就业市场有所放松，但总体水平仍处于“紧张”范围内。数据公布后，11月、12月再加息一次的预期回落至34.3%和32.4%，但比8月读数仍高。非农爆冷对预期的冲击可能是暂时性的，下半年美国仍面临通胀粘性风险。当前需求端降通胀能否接棒供给侧降通胀取决于美国居民消费能否降温。当前美国消费仍不降温的背后是美国居民部门对未来家庭经济状况和就业状况的积极预期。随着学贷还款压力增加、个人储蓄耗尽，美国居民信心回落、重回就业市场，消费才能逐步收紧，缓解核心服务通胀粘性。鲍威尔的发言或意在提醒市场，降通胀下半程可能是一场持久战，货币政策宽松的“春天”不会很快到来，现在放松预期可能为时尚早。

4. 风险提示

美联储货币政策紧缩超预期；美国通胀风险超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
看淡		相对表现弱于市场	

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000