



美国就业薪资消费韧性，提供挑战软着陆可能

中美利率汇率



中美国债利率

| | |
|----------|-------|
| 中国利率 10Y | 2.62% |
| 美国利率 10Y | 4.25% |
| | |
| | |

| | |
|---------|------------------|
| 研究员 | 徐静雅 |
| 投资咨询证书号 | S0620518010002 |
| 联系方式 | 025-58519177 |
| 邮箱 | jyxu@njzq.com.cn |

● 摘要

- 经济来看，美国经济中消费构成七成，私人投资、政府消费投资占三成，净出口微负。个人消费主要是来自收入稳定增长，财政补贴，薪资上涨接力，2023年财政仍积极。杠杆率下降，叠加资产膨胀，美国居民资产负债表改善。居民付息支出对利率钝化，2008年至今，99%的房贷当时选择转换为固定低利率贷款。消费韧性在2023年超预期。财政扩张会趋于收敛，就看薪资。薪资来看，供求上面周期的见顶回落是肯定的，但是出于劳动力退出、移民减少、制造业回流，可能失业率中枢会比财政补贴恢复常态前低。
- 私人投资这块，住宅类、住宅类建筑投资有筑底的迹象，住房市场的拖累缓解，制造业建筑投资、设备投资，出于库存周期底部以及制造业回流，整体触底回升。知识产权类投资一直不错。政府支出和消费，今年是提高的，明年可能会面临诸多限制收敛。
- 消费悬而未决，但是薪资里面，劳动力供给确实的支撑。其他部分制造业相关的库存在相对低位，被动去库补库可以预期，住宅投资逐步触底，为挑战软着陆提供可能。但是开启新周期补库的动能还没有能够观察到，也缺乏降息的催化。
- 还是要等消费恢复到正常，如果有技术性的衰退，那么可以观测的指标就是就业。就业是美联储加息的锚定，以通胀为预防。若就业超预期下滑，就可能会有衰退倾向，就会迅速改变立场降息。新一轮周期，是下一步的事情。
- 风险提示：海外滞胀超预期，货币收紧超预期



经济来看，美国经济中消费构成七成，私人投资、政府消费投资占三成，净出口微负。主要看个人消费这一块。个人消费主要是来自收入稳定增长，财政补贴，薪资上涨接力，可支配收入维持在 8%，2023 年财政仍积极。杠杆率下降，叠加资产膨胀，美国居民资产负债表改善。支出来看，居民付息支出对利率钝化，2008 年至今，99% 的房贷当时选择转换为固定低利率贷款。这些导致消费的韧性在 2023 年仍旧超预期。财政补贴来看，对高通胀进行补偿，支撑名义消费，实际的韧性低于我们的直观感受。财政扩张会趋于收敛，就看薪资。薪资来看，就是供求和企业盈利情况，供求上面周期的见顶回落是肯定的，但是出于劳动力退出、移民减少、制造业回流，可能失业率中枢会比疫情前低。消费者这一块的韧性相对复杂一些。

私人投资这块，住宅类、住宅类建筑投资有筑底的迹象，住房市场的拖累缓解，制造业建筑投资、设备投资，出于库存周期底部以及制造业回流，整体触底回升。知识产权类投资一直不错。政府支出和消费，今年是提高的，明年可能会面临诸多限制收敛。

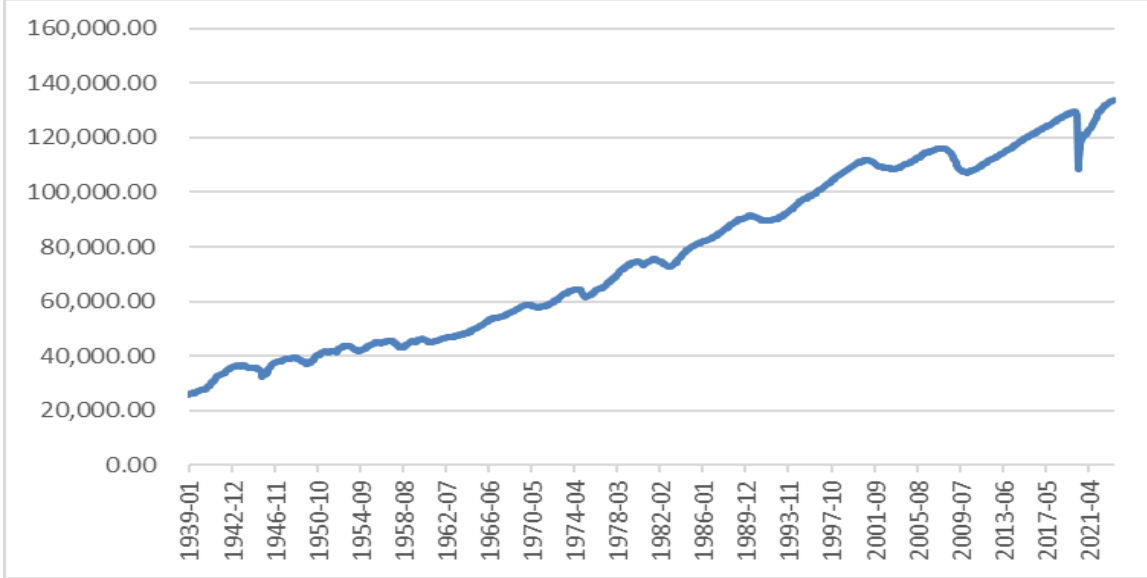
经济明显是消费和整体尚未体现出转冷。

消费悬而未决，但是薪资里面，劳动力供给确实的支撑。其他部分制造业相关的库存在相对低位，被动去库补库可以预期，住宅投资逐步触底，为挑战软着陆提供可能。但是开启新周期补库的动能还没有能够观察到，也缺乏降息的催化。

新的动能一方面核心物价回落，但是服务这块，消费薪资整体限制服务价格回落缓慢。仅从库存周期和地产投资拖累减少来讲，是不够全面的，降息，芯片、能源，产业链重塑是确定的，制造业回流，会给就业薪资带来提振，但是如果消费、服务业放缓，制造业缓冲占比经济有限的。

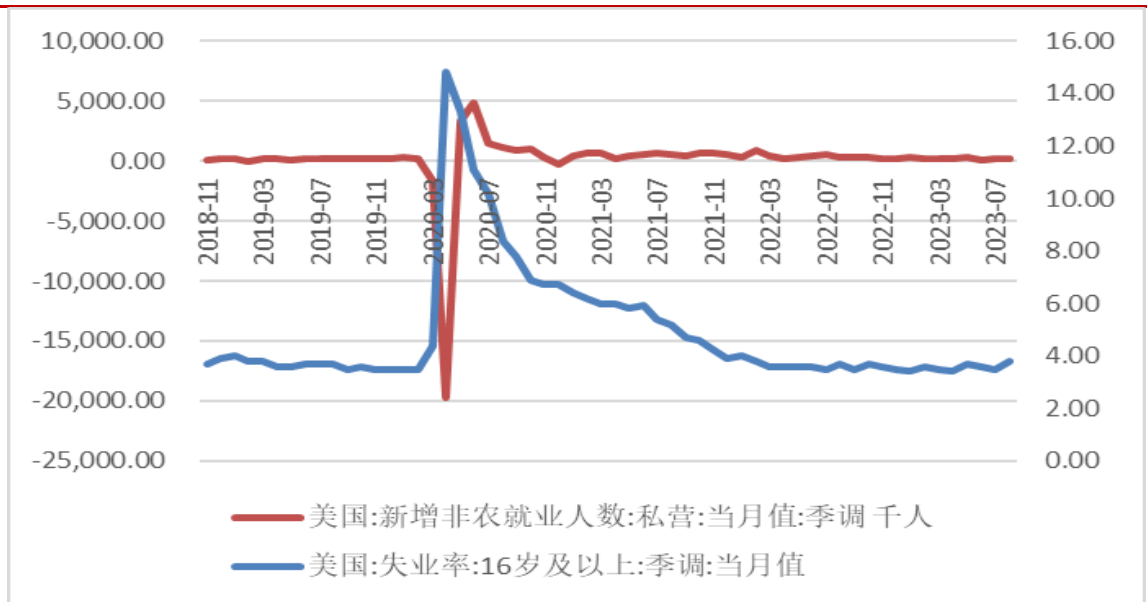
还是要等消费恢复到正常，如果有技术性的衰退，那么可以观测的指标就是就业。就业是美联储加息的锚定，以通胀为预防。美联储的目的始终是就业充分，保持物价稳定是为了不要通胀需要政策伤害就业。6 月就业下滑较快，加息也暂停。若果就业超预期下滑，就可能会有衰退倾向，就会迅速改变立场降息。新一轮周期，是下一步的事情。

图表 1：美国新增非农就业



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表2：美国失业率



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

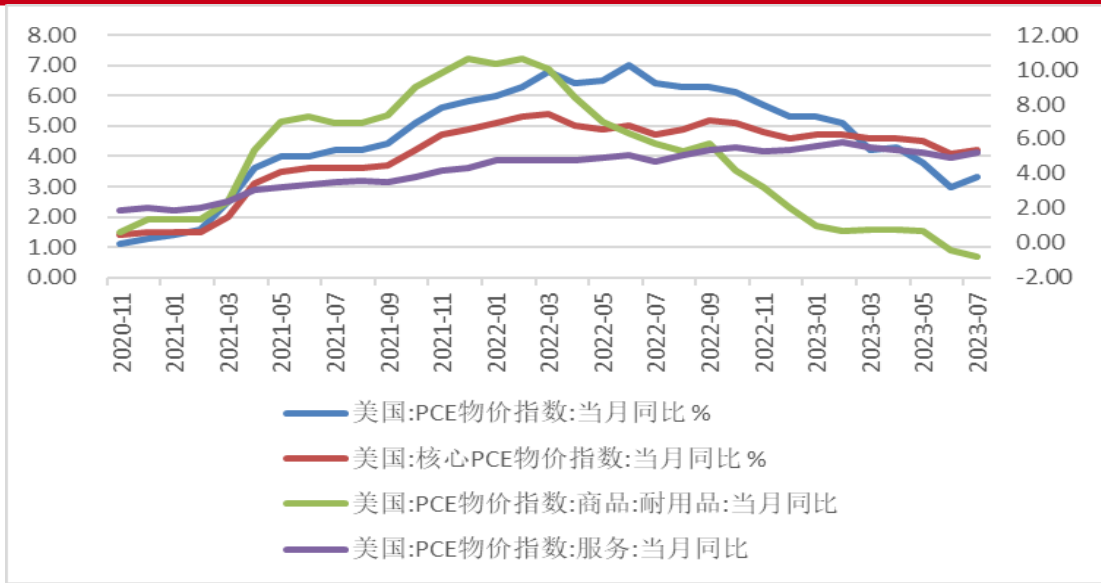
图表3：美国GDP构成

| 指标名称 | 单位 | 2023-06 | 2023-03 | 2022-12 | 2022-09 | 2022-06 | 2022-03 | 2021-12 | 2021-09 | 2021-06 | 2021-03 | 2020-12 | 2020-09 | 2020-06 | 2020-03 |
|---|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 美国:GDP:2012价:支出法:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 20,396.47 | 20,282.79 | 20,182.89 | 20,054.66 | 19,905.27 | 19,924.08 | 20,006.18 | 19,672.59 | 19,544.25 | 19,216.22 | 18,924.26 | 18,743.72 | 17,378.71 | 18,989.88 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:个人消费:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 14,419.86 | 14,360.36 | 14,214.86 | 14,178.56 | 14,099.46 | 14,028.38 | 13,981.51 | 13,874.40 | 13,773.69 | 13,586.76 | 13,046.61 | 12,922.38 | 11,817.15 | 13,016.75 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:个人消费:商品:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 5,614.05 | 5,604.95 | 5,523.59 | 5,524.92 | 5,529.62 | 5,565.72 | 5,566.74 | 5,534.61 | 5,649.88 | 5,496.47 | 5,195.52 | 5,191.26 | 4,634.09 | 4,785.02 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:个人消费:服务:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 8,941.61 | 8,893.48 | 8,823.20 | 8,788.37 | 8,709.64 | 8,612.97 | 8,568.25 | 8,494.32 | 8,309.53 | 8,072.35 | 7,993.89 | 7,992.89 | 7,284.49 | 8,290.66 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 3,906.29 | 3,979.05 | 3,694.13 | 3,650.85 | 3,746.97 | 3,892.48 | 3,841.77 | 3,584.05 | 3,495.87 | 3,486.29 | 3,537.65 | 3,394.14 | 2,891.22 | 3,408.88 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:固定资产投资:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 3,545.71 | 3,512.02 | 3,315.95 | 3,250.49 | 3,381.94 | 3,628.62 | 3,586.21 | 3,381.14 | 3,256.87 | 3,240.36 | 3,459.24 | 3,327.45 | 3,121.26 | 3,395.45 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:固定资产投资:非住宅类:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 3,038.28 | 2,993.34 | 2,988.77 | 2,959.68 | 2,915.51 | 2,915.04 | 2,860.20 | 2,832.16 | 2,847.72 | 2,781.41 | 2,722.96 | 2,649.95 | 2,530.55 | 2,760.57 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:固定资产投资:住宅类:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 482.16 | 469.51 | 432.63 | 436.35 | 440.35 | 455.61 | 460.68 | 476.56 | 484.88 | 487.98 | 485.71 | 484.60 | 498.07 | 573.08 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:固定资产投资:设备和器械:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 1,273.84 | 1,250.43 | 1,279.80 | 1,291.25 | 1,259.15 | 1,265.65 | 1,231.98 | 1,227.11 | 1,233.98 | 1,194.26 | 1,176.58 | 1,121.68 | 1,001.84 | 1,129.06 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:固定资产投资:知识产权:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 1,302.68 | 1,295.53 | 1,285.92 | 1,296.74 | 1,245.94 | 1,219.64 | 1,188.76 | 1,165.96 | 1,145.42 | 1,111.99 | 1,072.43 | 1,051.31 | 1,027.83 | 1,053.31 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:固定资产投资:住宅类:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 565.67 | 570.90 | 576.69 | 619.98 | 670.85 | 704.74 | 710.32 | 712.23 | 722.96 | 732.02 | 712.20 | 682.65 | 587.76 | 636.75 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:国内私人投资:私人存货变化:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | -1.82 | 8.51 | 136.52 | 38.66 | 110.16 | 214.53 | 197.56 | -48.56 | -143.60 | -82.97 | 58.29 | 36.79 | -279.05 | -34.35 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:净出口:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | -1,212.23 | -1,208.40 | -1,238.62 | -1,268.77 | -1,430.54 | -1,488.70 | -1,297.65 | -1,267.46 | -1,203.87 | -1,164.53 | -1,103.97 | -991.15 | -767.25 | -828.14 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:出口:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 2,555.50 | 2,628.44 | 2,579.56 | 2,604.14 | 2,516.93 | 2,436.93 | 2,465.67 | 2,338.83 | 2,345.13 | 2,317.51 | 2,315.03 | 2,193.03 | 1,951.37 | 2,467.30 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:进口:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 1,343.27 | 1,436.84 | 1,418.18 | 1,435.91 | 1,424.90 | 1,760.18 | 1,753.53 | 1,701.55 | 1,717.55 | 1,703.03 | 1,706.16 | 1,611.99 | 1,350.22 | 1,770.37 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:政府支出和税收:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 733.66 | 728.94 | 731.42 | 722.53 | 709.54 | 693.02 | 690.32 | 654.73 | 647.28 | 635.45 | 633.47 | 601.80 | 599.80 | 710.08 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:政府支出:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 3,787.73 | 3,836.84 | 3,818.17 | 3,872.91 | 3,947.47 | 3,925.63 | 3,763.32 | 3,696.28 | 3,549.00 | 3,482.04 | 3,419.00 | 3,184.18 | 2,718.62 | 3,285.49 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:进口:商品:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 3,240.91 | 3,301.87 | 3,282.97 | 3,333.41 | 3,409.49 | 3,412.66 | 3,258.21 | 3,115.92 | 3,114.02 | 3,083.95 | 3,005.19 | 2,818.27 | 2,359.03 | 2,796.07 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:进口:服务:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 545.39 | 554.26 | 553.73 | 559.02 | 560.15 | 539.02 | 527.45 | 510.50 | 464.94 | 433.87 | 444.00 | 388.82 | 376.67 | 505.89 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:政府消费支出和税收:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 3,513.26 | 3,484.45 | 3,442.47 | 3,410.63 | 3,379.30 | 3,363.39 | 3,412.86 | 3,421.05 | 3,422.36 | 3,448.74 | 3,394.80 | 3,365.88 | 3,448.04 | 3,387.94 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:政府消费支出和税收:联邦政府:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 1,287.22 | 1,285.08 | 1,313.01 | 1,353.73 | 1,341.34 | 1,352.98 | 1,371.30 | 1,371.36 | 1,397.09 | 1,422.11 | 1,366.56 | 1,360.59 | 1,400.51 | 1,307.85 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:政府消费支出和税收:州政府:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 797.87 | 782.50 | 777.64 | 773.32 | 764.46 | 761.71 | 778.83 | 788.80 | 795.85 | 801.18 | 820.20 | 797.65 | 795.16 | 791.57 |
| 美国:GDP:2012价:支出法:政府消费支出和税收:联邦政府:非国防:折年数:季调:当季值 | 十亿美元 | 606.87 | 607.99 | 593.04 | 578.32 | 574.77 | 588.88 | 590.47 | 580.02 | 599.10 | 618.45 | 545.84 | 561.67 | 602.59 | 515.98 |

资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

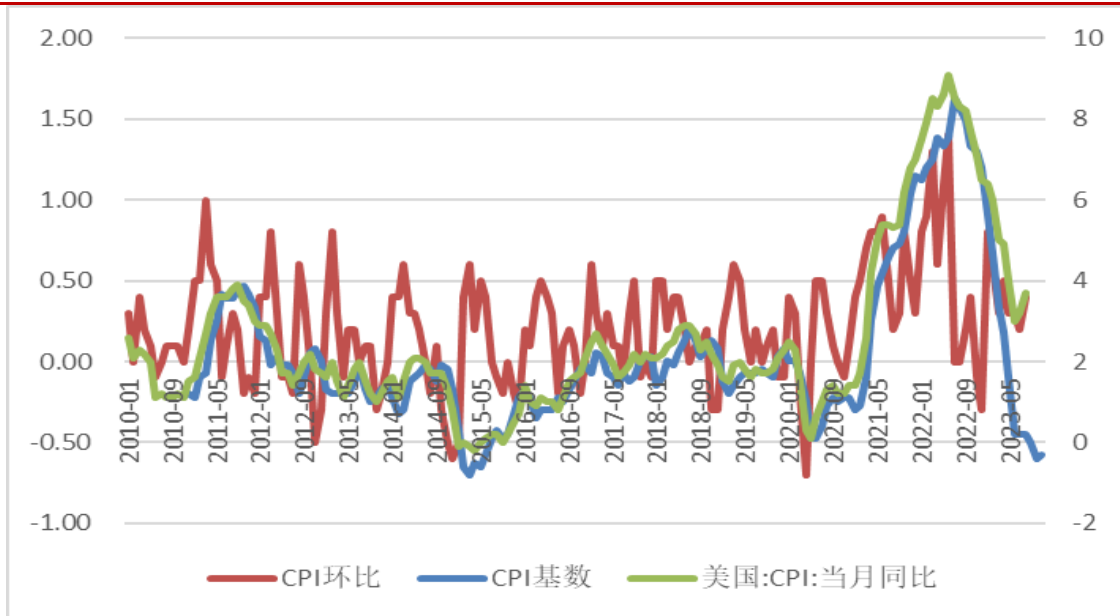
图表4：美国PCE物价指数

请务必阅读正文之后的重要法律声明



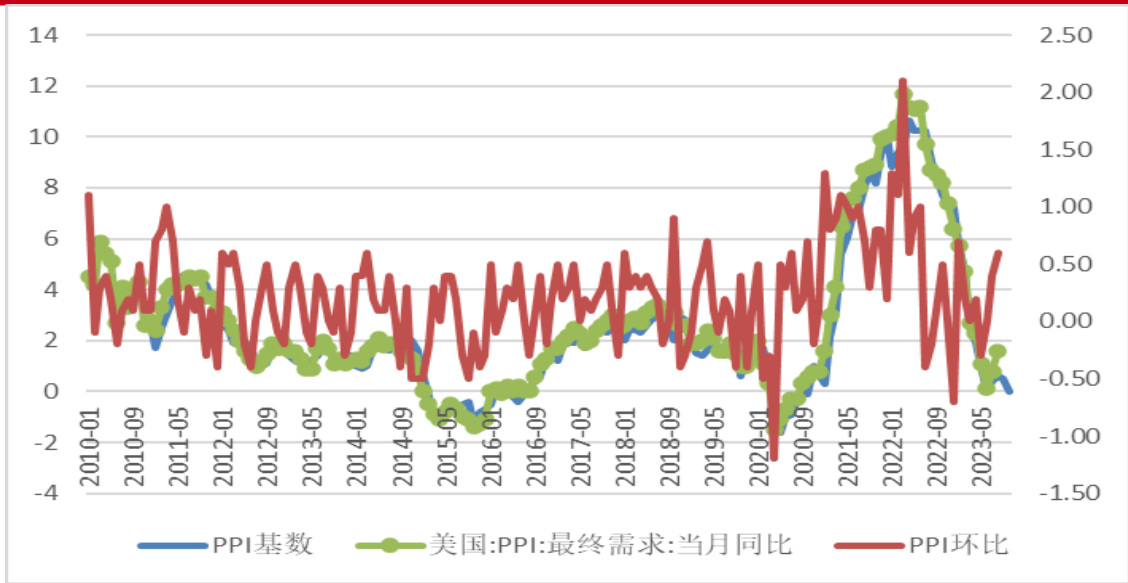
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 5：美国CPI拆分



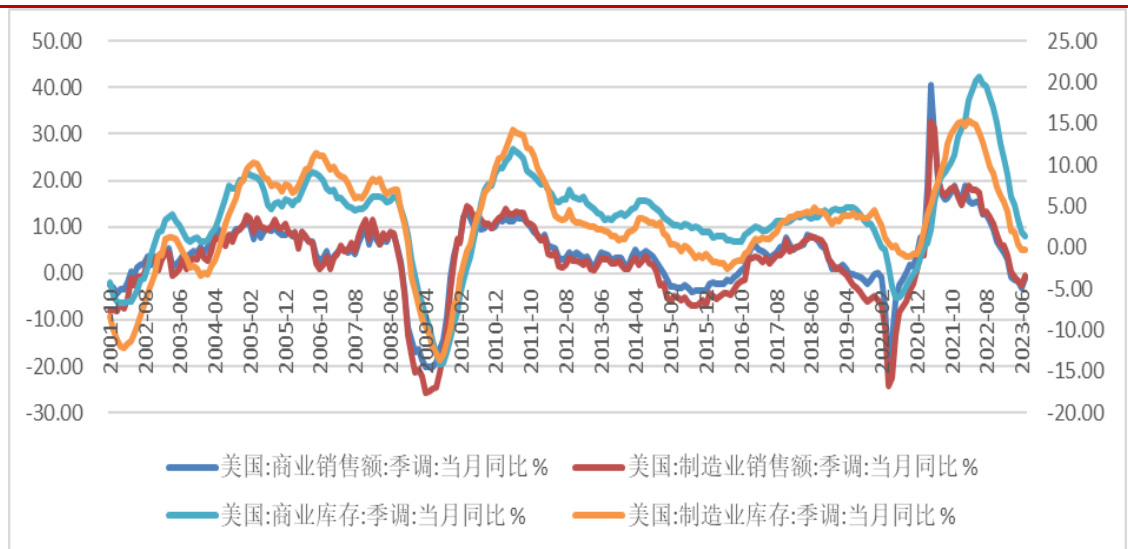
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表6：美国PPI拆分



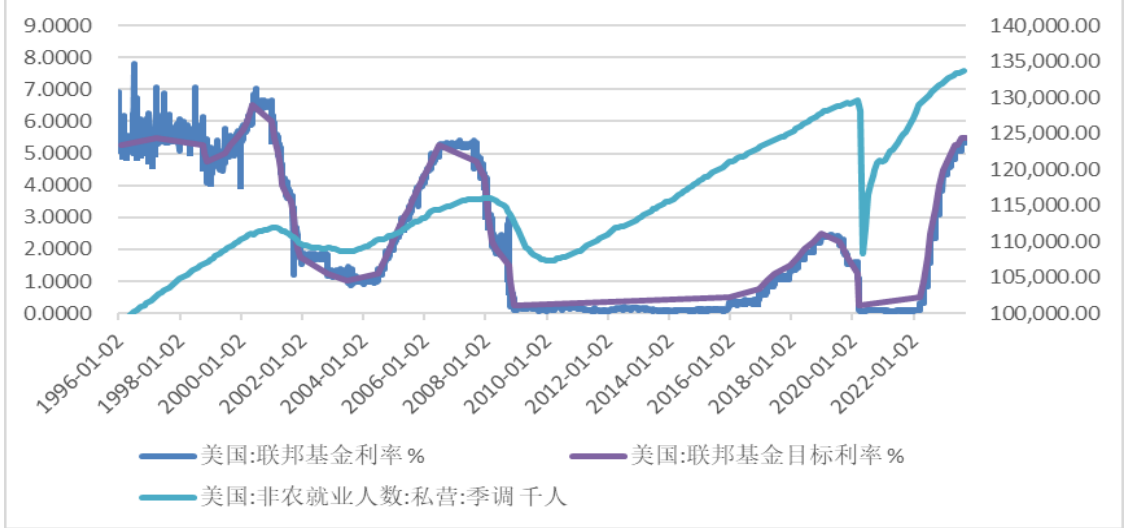
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表7：美国制造业库存低位



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表8：美联储锚定就业



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。