



Research and  
Development Center

# 美国经济的非典型放缓： 特征和机制（上）

2023年9月27日

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理  
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 美国经济的非典型放缓：特征和机制（上）

2023年9月27日

- **美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。**尽管美国经济并未进入NBER界定的衰退期间，但已有多个经济特征显示美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。一是制造业萎缩而服务业有韧性，尤其是制造业和服务业新订单表现的分化。二是劳动力市场中服务业就业强而制造业就业弱。三是经济生产上，投资如期遇冷，而消费仍有韧性。四是制造业、服务业和建筑业都处于周期的不同位置。与典型衰退不同，美国不同部门表现有错位，我们认为这轮滚动衰退主要源于居民超额储蓄干扰消费的正常回落节奏。
- **历史经验显示，滚动衰退下美国经济衰退或不深。**历史来看，这并不是美国第一次出现滚动衰退，早在1960年期间美国也曾出现过滚动衰退，汽车部门产能利用率率先下滑，且幅度大于制造业。对比来看，1960年和当前的美国经济背景有许多相似之处，一是两轮经济均处于经历公共卫生事件之后的时期，二是两轮经济周期都碰上加息周期。参考1960年时期的经验，我们认为滚动衰退下美国经济陷入深度衰退的概率会降低，预计美国将经历一轮浅度衰退。
- **服务业放缓力度或大于制造业反弹力度。**上半年经济呈现出制造业下滑而服务业有韧性的错位走势，但我们认为未来制造业或是触底反弹，而服务业或将触顶回落。制造业或将触底反弹的逻辑有两点，一是美国产业政策继续驱动制造业企业投资上升；二是部分制造业开始补库，企业新订单额也开始上升。后续美国服务业或将触顶回落，一是超额储蓄即将消耗殆尽，二是居民消费贷款拖欠率超过疫前水平，消费信贷开始弱化背景下，服务业将随超额储蓄消耗触顶回落。尽管制造业将触底回升，但制造业部分补库带来的动力较弱，服务消费回落对经济的影响或占主导，未来美国经济或仍会放缓。
- **风险因素：**油价上涨超预期；美国货币政策收紧超预期。

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、美国正在经历的是滚动衰退.....             | 4  |
| 1.1 多个经济特征显示美国正在经历滚动衰退.....     | 4  |
| 1.2 滚动衰退源于超额储蓄干扰消费的正常回落节奏.....  | 8  |
| 二、滚动衰退下，美国经济或现浅度衰退.....         | 11 |
| 2.1 历史经验：这轮与1960年滚动衰退有相似之处..... | 11 |
| 2.2 滚动衰退降低了经济陷入深度衰退的概率.....     | 15 |
| 三、服务业放缓力度或大于制造业反弹力度.....        | 16 |
| 3.1 制造业触底反弹而服务业触顶回落.....        | 16 |
| 3.2 美国服务业回落影响更大.....            | 20 |
| 风险因素.....                       | 23 |

## 表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1：疫后美国大类行业的就业修复情况.....      | 7  |
| 表 2：两轮经济均处于经历公共卫生事件之后的时期..... | 13 |
| 表 3：两轮滚动衰退的经济背景对比.....        | 15 |

## 图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：美国服务业有韧性，而制造业放缓.....               | 4  |
| 图 2：制造业和服务业的分叉主要体现在新订单上.....           | 5  |
| 图 3：非农就业制造业偏冷，服务业偏热.....               | 5  |
| 图 4：8月美国失业率为3.8%.....                  | 6  |
| 图 5：强劲非农就业主要源自服务业需求.....               | 6  |
| 图 6：美国经济生产出现实际消费热，而实际投资骤冷.....         | 7  |
| 图 7：美国实际GDP同比仍大于2%.....                | 8  |
| 图 8：服务业和制造业处于周期的不同位置.....              | 8  |
| 图 9：本轮加息周期是1999年以来速度快、幅度最大的一次.....     | 9  |
| 图 10：截至今年7月，超额储蓄存量规模余0.57万亿美元.....     | 9  |
| 图 11：疫后超额储蓄消耗主要用于个人消费支出.....           | 10 |
| 图 12：消费对经济的贡献作用明显大于非消费贡献.....          | 10 |
| 图 13：消费回落时点被推迟.....                    | 11 |
| 图 14：美国乘用车销售中，进口外国品牌份额达到局部高峰.....      | 12 |
| 图 15：底特律三巨头的市场份额在1958-1959年前后明显下滑..... | 12 |
| 图 16：汽车部门产能利用率率先下滑，且幅度比制造业要深.....      | 13 |
| 图 17：两轮经济周期都碰上加息周期.....                | 14 |
| 图 18：1960-1961年美国主要面临的是失业问题.....       | 14 |
| 图 19：2021-2023年美国主要面临的是通胀问题.....       | 15 |
| 图 20：美国1960年4月衰退后才开始降息.....            | 16 |
| 图 21：滚动衰退下，GDP实际同比降幅明显较小.....          | 16 |
| 图 22：美国制造业投资已经有明显增长.....               | 17 |
| 图 23：通胀削减法案（IRA）中的按部门划分投资比例.....       | 17 |
| 图 24：能源部门投资中，EV和电池项目占主导.....           | 18 |
| 图 25：企业新订单额已经开始有筑底回升的迹象.....           | 18 |
| 图 26：可支配收入端对超额储蓄的贡献较大.....             | 19 |
| 图 27：美国居民的超额储蓄将在明年消耗完毕.....            | 19 |
| 图 28：美国消费贷款明显增长.....                   | 20 |
| 图 29：美国消费贷款的拖欠率已经超过疫情前水平.....          | 20 |
| 图 30：美国耐用品和非耐用品库存有差异.....              | 21 |
| 图 31：美国消费贷款增加主要是由信用卡明显增长带来.....        | 21 |
| 图 32：美国汽车消费贷款下降，但其他消费贷款仍在增长.....       | 22 |

## 一、美国正在经历的是滚动衰退

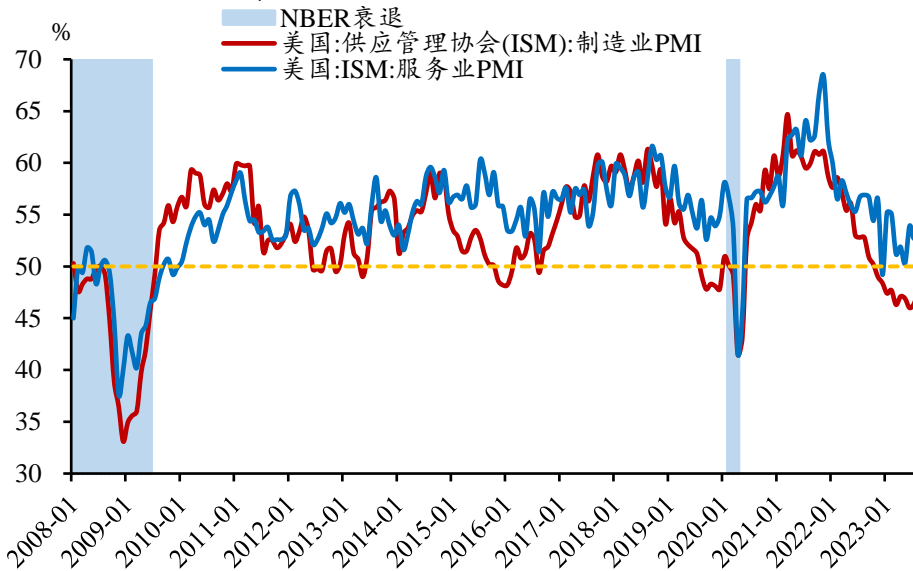
“史诗级”加息后，市场一直预期美国经济会陷入衰退，但美国经济增速一度让市场预期落空。实际上，我们认为，尽管美国经济并未进入 NBER 界定的衰退期，但当前已有信号显示美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。

### 1.1 多个经济特征显示美国正在经历滚动衰退

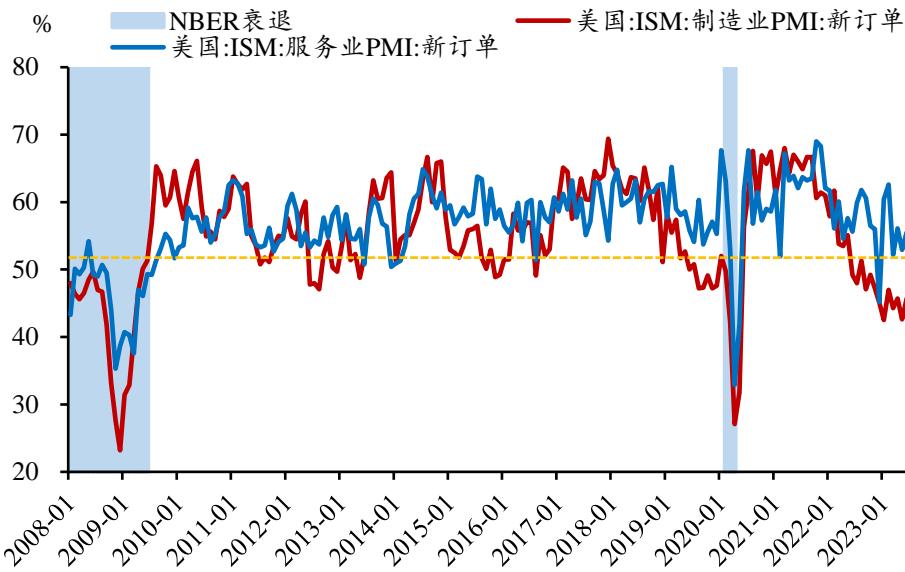
我们认为，现在已有多个经济特征显示出美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。

**第一个特征：制造业萎缩，而服务业有韧性。**与往常制造业、服务业同步走弱的典型衰退不同（如 2008 年、2020 年），今年上半年，美国制造业 PMI 深陷荣枯线以下，显示制造业正处于剧烈收缩之中；而服务业 PMI 继续在荣枯线以上运行。经济中有的部门在放缓，有的部门仍在扩张，这正是美国经济滚动衰退的表现。制造业和服务业的分叉在新订单的体现上尤其明显，即美国制造业新订单长期收缩而服务业新订单保持扩张。

图 1：美国服务业有韧性，而制造业放缓

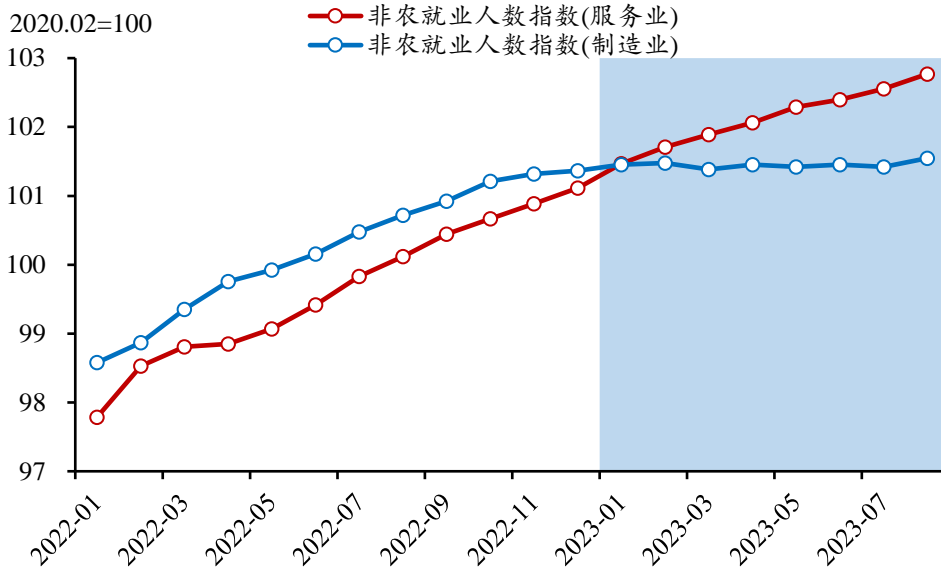


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

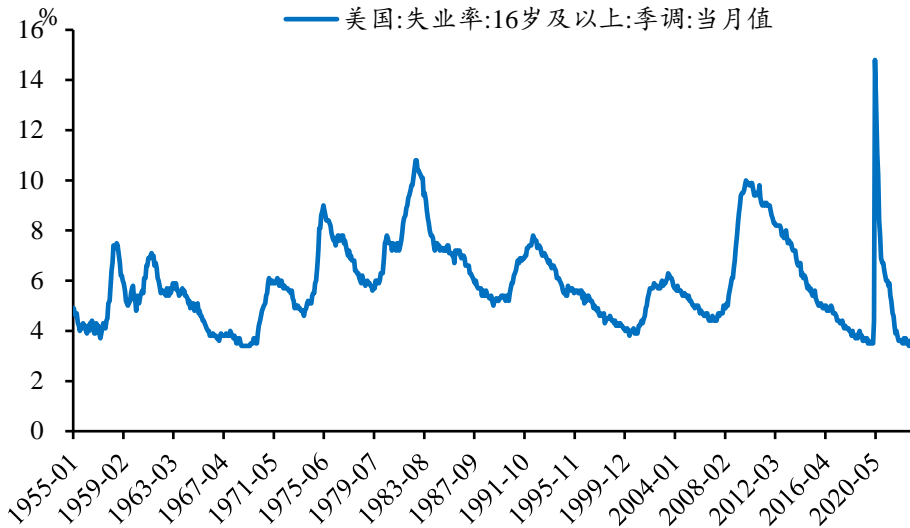
**图 2：制造业和服务业的分叉主要体现在新订单上**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**第二个特征：劳动力市场中，服务业就业强而制造业就业弱。**以 2020 年 2 月的就业人数为基期，计算制造业和服务业的非农就业人数指数，可以看到，今年以来制造业非农就业人数指数缺乏上行动力，而服务业非农就业人数指数继续上升。这也反映出经济的不同部门在不同时间陷入困境。

**图 3：非农就业制造业偏冷，服务业偏热**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 4：8 月美国失业率为 3.8%**


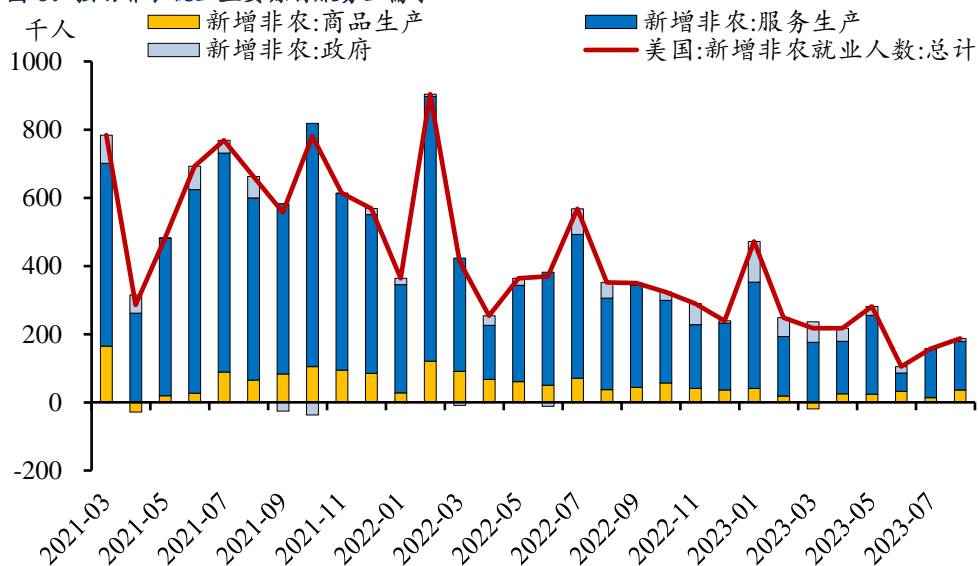
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

不论是新增非农就业，还是就业较疫前的累计占比变化，服务业的就业表现都较好。

1) 从新增就业角度看，强劲的新增非农业就业主要源自服务业。8 月新增非农就业人数为 187 万人，比 7 月的新增非农就业人数还多出 30 万人。其中，8 月服务业新增非农就业 143 万人，约占总体新增非农的 76.5%，是新增非农就业强的主要来源。

2) 从累计占比变化看，较疫前修复较好的大类行业也是服务业。截至 2023 年 8 月，美国服务业就业人数较疫情前累计增加 370.8 万人，在全部非农就业人数中的占比提高了 0.5 个百分点。由于服务业的就业人数占整个劳动力市场的比例较大，再加上服务业在全部非农大类行业中恢复最好，在服务业恢复的带动下，整个就业市场的表现也较强。

可以看到，就业市场上的冷热不均现象与今年上半年制造业衰退而服务业有韧性相对应。而整个新增非农就业的增长主要源自服务业，这也是过去失业率处于较低水平的关键原因。

**图 5：强劲非农就业主要源自服务业需求**


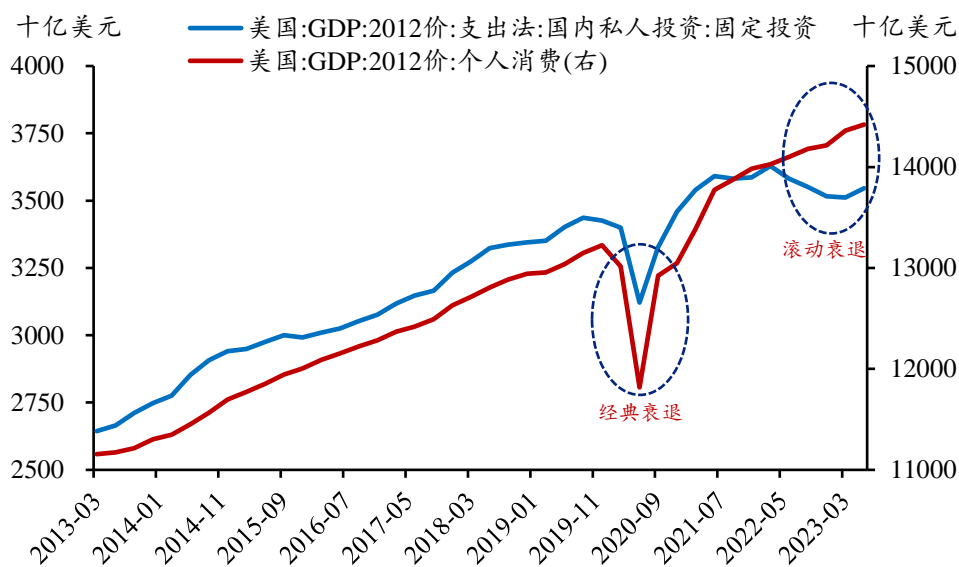
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**表 1：疫后美国大类行业的就业修复情况**

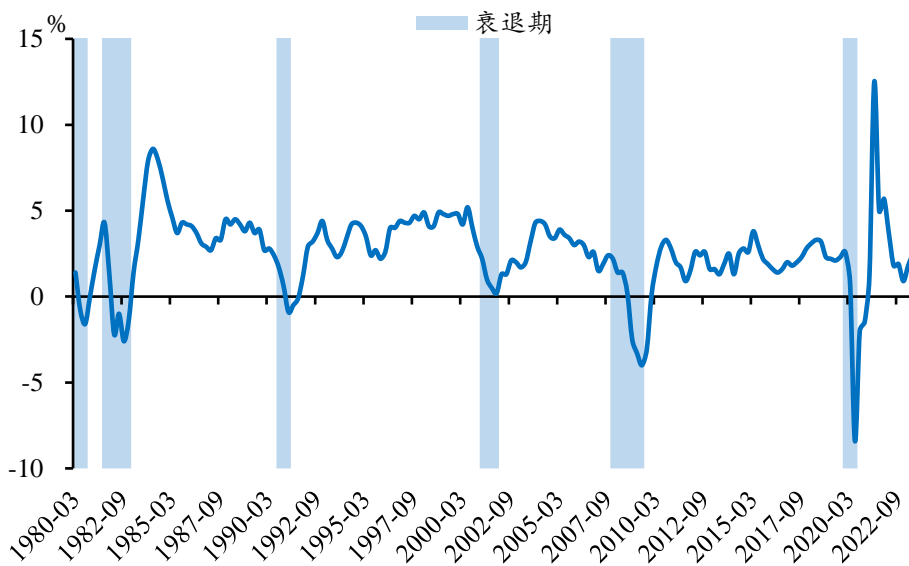
| 行业             | 就业人数<br>(202002) | 就业人数<br>(202308) | 累计增加         | 就业占比<br>(202002) | 就业占比<br>(202308) | 累计增加       |
|----------------|------------------|------------------|--------------|------------------|------------------|------------|
| 私人:采矿业         | 68.6             | 64.2             | -4.4         | 0.5              | 0.4              | 0.0        |
| 私人:建筑业         | 760.8            | 799.3            | 38.5         | 5.0              | 5.1              | 0.1        |
| 私人:制造业         | 1278.5           | 1299.7           | 21.2         | 8.4              | 8.3              | -0.1       |
| 私人:服务业         | 10842.1          | 11212.9          | 370.8        | 71.2             | 71.7             | 0.5        |
| 政府             | 2287.1           | 2265.8           | -21.3        | 15.0             | 14.5             | -0.5       |
| <b>全部非农:合计</b> | <b>15237.1</b>   | <b>15641.9</b>   | <b>404.8</b> | <b>100.0</b>     | <b>100.0</b>     | <b>0.0</b> |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 单位: 万人

**第三个特征：经济生产上，投资如期遇冷，而消费仍有韧性。**美国 GDP 分项表现中，当前与 2020 年经济衰退冲击不同。2020 年是一轮典型的经济衰退，消费和投资都同步下行。而当前经济表现有分化，自 2022 年 3 月加息开启以来，美国的投资支出明显下降，但是个人消费支出依旧有韧性。投资和消费表现错位，而美国整体经济生产有支撑，实际 GDP 同比增长依旧在 2% 以上，这些表现背后实际上都是经济正在经历滚动衰退。

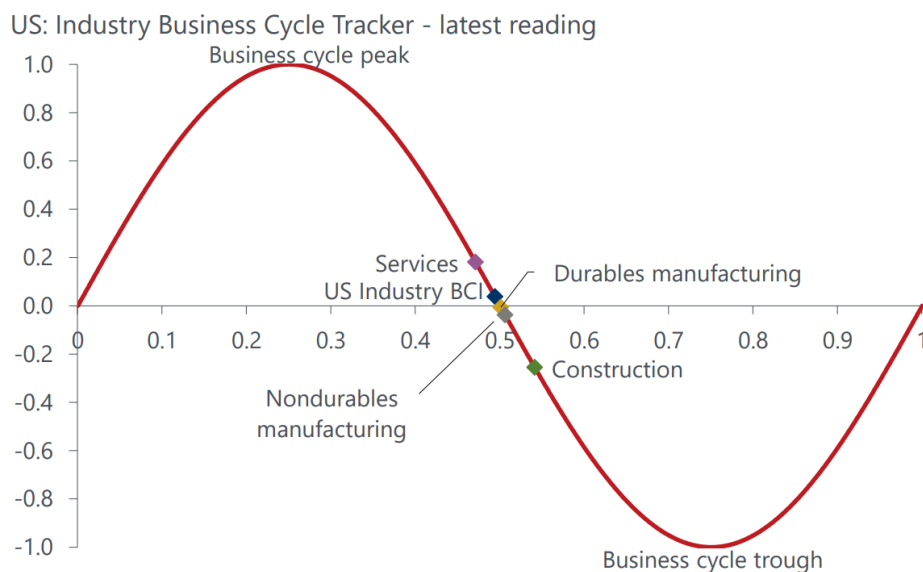
**图 6：美国经济生产出现实际消费热，而实际投资骤冷**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 7：美国实际 GDP 同比仍大于 2%**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**第四个特征：制造业、服务业和建筑业都处于周期的不同位置。**根据 Oxford Economic 开发的行业周期指标模型 (Business indicator model)，从该模型观察各个行业的扩张和收缩情况，同样可以看到，服务业表现相对较好，而制造业和建筑业的表现较差，不同部门处于轮番收缩状态，这是美国滚动衰退的又一证据。

**图 8：服务业和制造业处于周期的不同位置**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

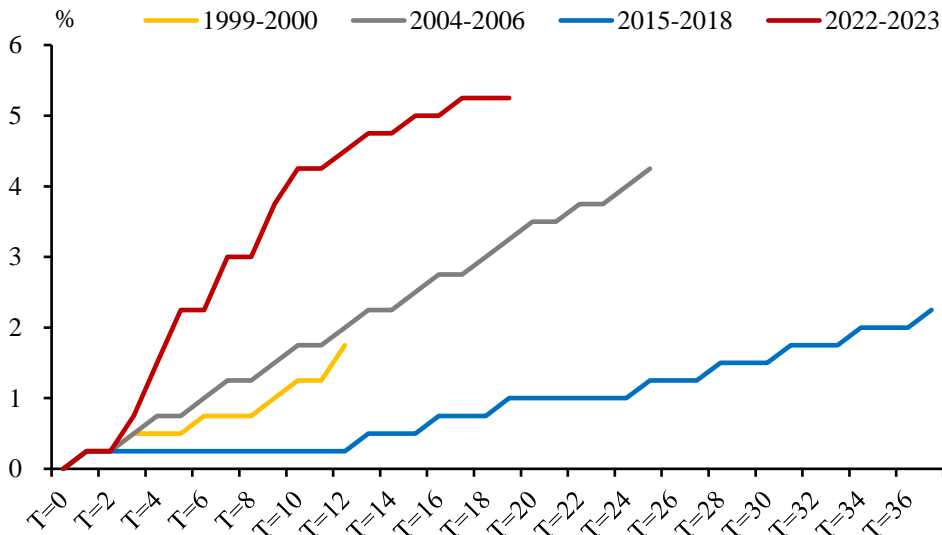
## 1.2 滚动衰退源于超额储蓄干扰消费的正常回落节奏

与典型衰退不同，滚动衰退中美国不同部门表现有错位现象，我们认为这轮经济陷入滚动衰退的原因在于“史诗级”加息和大量超额储蓄同时存在。

首先，“史诗级”加息周期严重打击了与利率相关的敏感部门。2022 年 3 月开始加息至今，美国的政策利率已经从 0.25% 上升到 5.50%，累计加息幅度为 525bp。无论是节奏还是高度，这轮加息都是 1999 年以来速度最快、幅度最大的一次。在高利率的打击下，美国投资开始出现疲弱迹象。



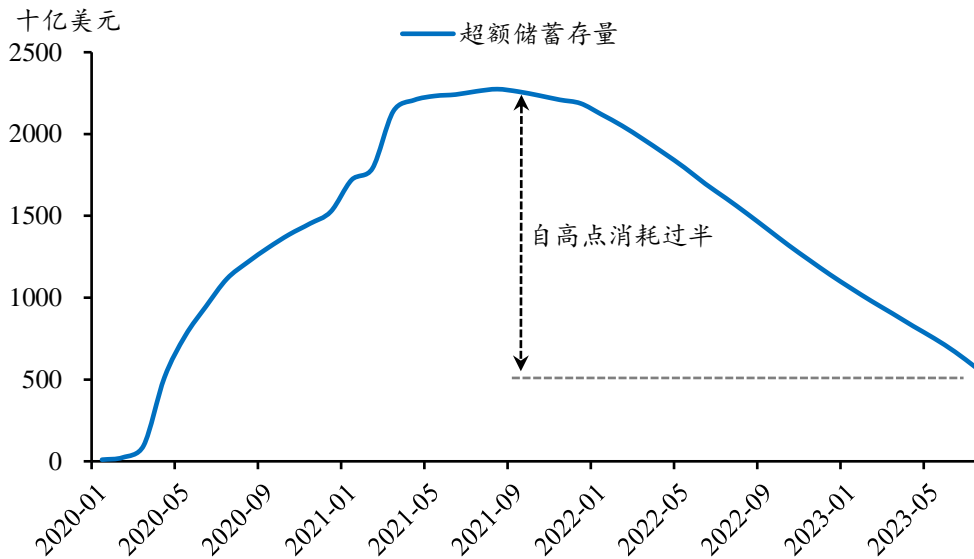
图 9：本轮加息周期是 1999 年以来速度快、幅度最大的一次



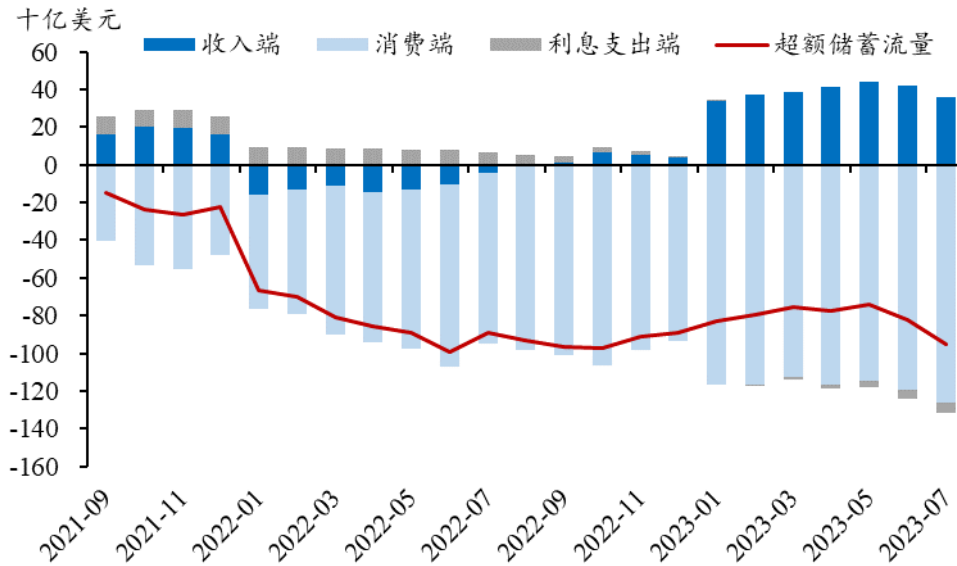
资料来源: Wind, 信达证券研发中心, T=1 为首次加息当月

其次，居民超额储蓄提振消费，干扰消费的正常回落节奏。受到新冠疫情的干扰，美国政府早在疫情发生后就开启财政补贴，再加上疫情对消费有阻碍，财政补贴给居民带来的超额储蓄存量最高约达 2.27 万亿美元，这使得后续居民消费难有回落。

图 10：截至今年 7 月，超额储蓄存量规模余 0.57 万亿美元

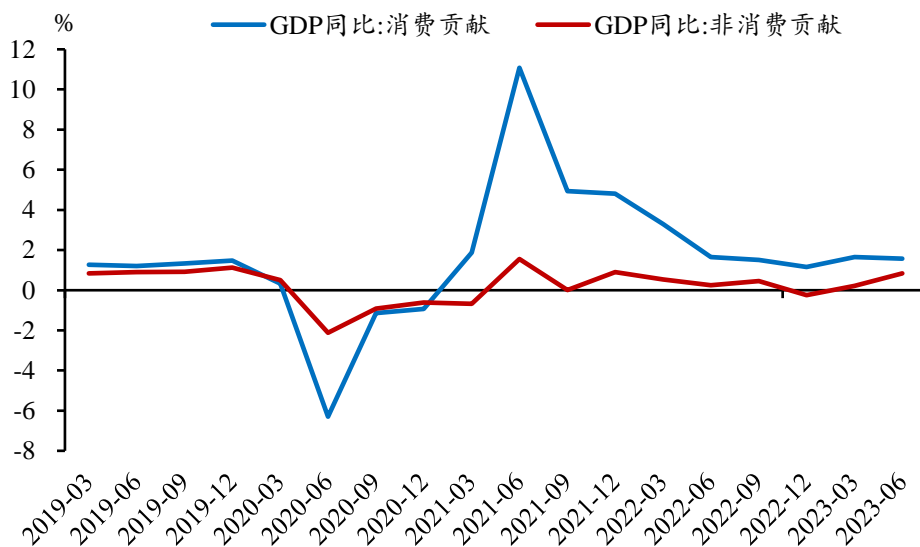


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

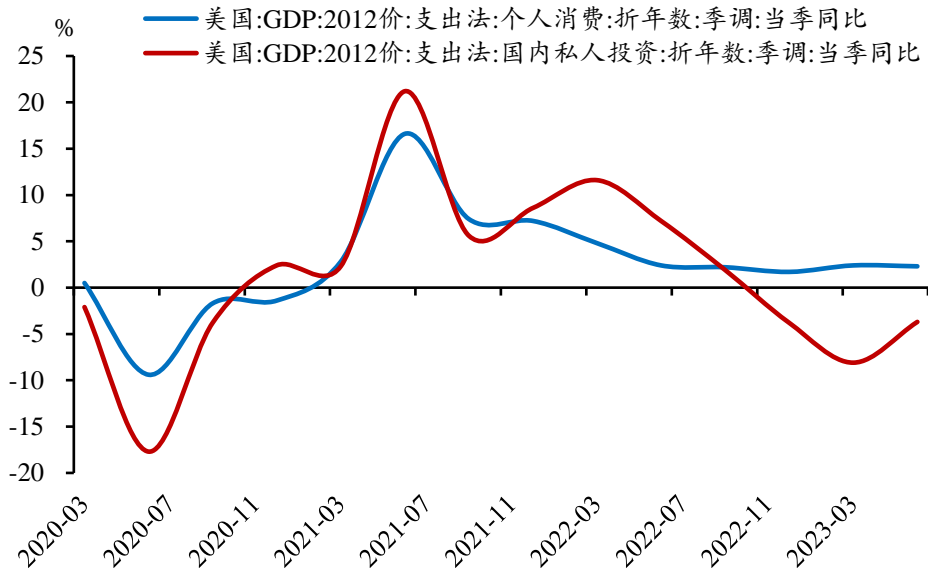
**图 11：疫后超额储蓄消耗主要用于个人消费支出**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

在双重因素同时存在的作用下，投资如期回落，而消费回落时点被推迟，整体经济呈现出韧性。美国整体经济放缓速度较慢，主要是这轮滚动衰退中，消费（尤其是服务消费）的带动作用比制造业要大。因为在 GDP 同比的贡献中，消费贡献均高于非消费带来的贡献。

**图 12：消费对经济的贡献作用明显大于非消费贡献**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 13：消费回落时点被推迟**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、滚动衰退下，美国经济或现浅度衰退

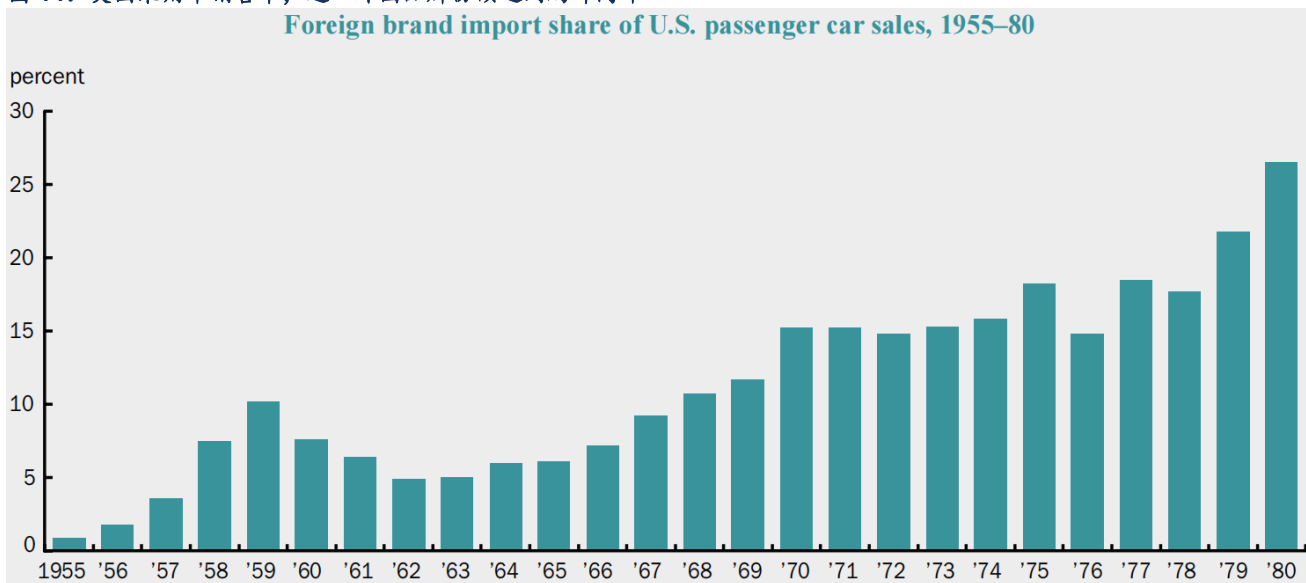
历史来看，这并不是美国第一次出现滚动衰退，早在 1960 年期间美国也曾出现过一轮滚动衰退。参考 1960 年滚动衰退的经验，我们认为美国难现深度衰退，这或是一轮浅度衰退。

### 2.1 历史经验：这轮与 1960 年滚动衰退有相似之处

**1960 年期间美国也经历了一轮滚动衰退，主要发生在工业部门。**

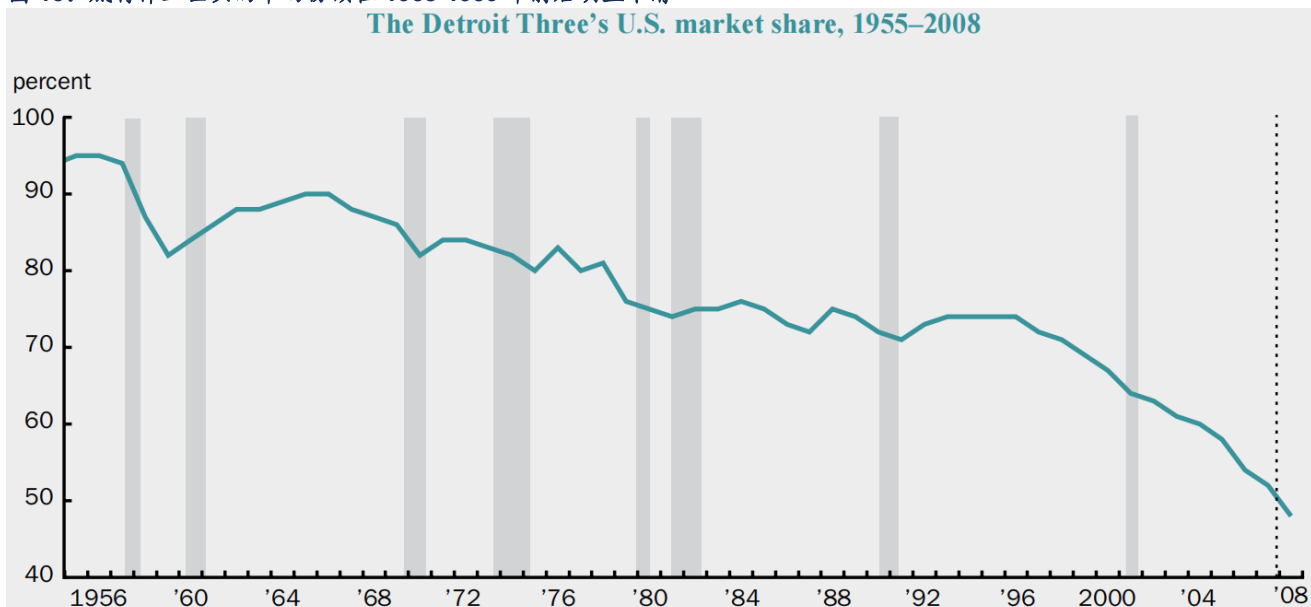
在 1959 年，美国乘用车销售中，进口外国品牌份额达到 1955-1966 年间最高值。受进口外国品牌汽车的冲击，国内汽车部门生产受到打击。在 1956 年美国底特律三巨头几乎主导了汽车行业，市场份额超 90%，但是在进口外国品牌的冲击下，三巨头的市场份额在 1958-1959 年前后出现明显下滑，因此汽车部门的工业生产收缩。

图 14: 美国乘用车销售中, 进口外国品牌份额达到局部高峰

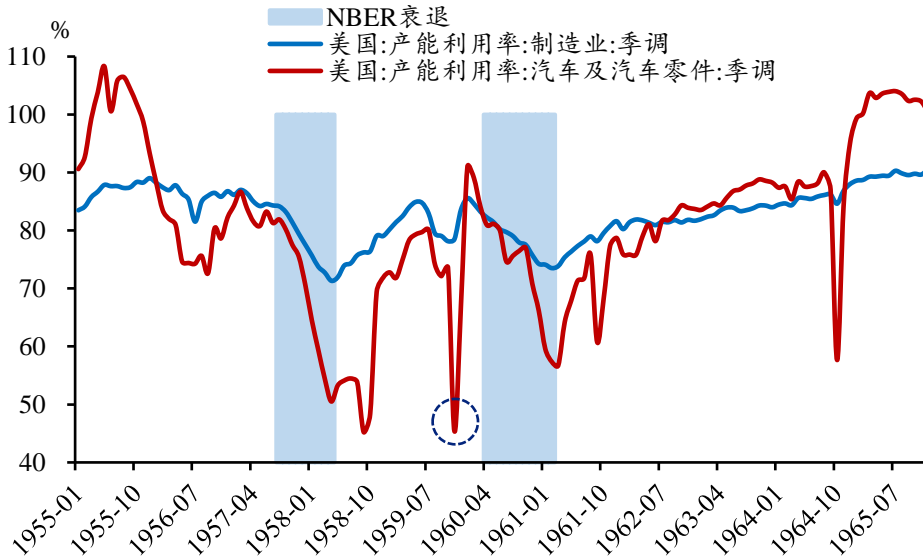


资料来源: Thomas H. Klier 《From Tail Fins to Hybrids: How Detroit Lost Its Dominance》, Federal Reserve Bank of Chicago, 信达证券研发中心

图 15: 底特律三巨头的市场份额在 1958-1959 年前后明显下滑



资料来源: Thomas H. Klier 《From Tail Fins to Hybrids: How Detroit Lost Its Dominance》, Federal Reserve Bank of Chicago, 信达证券研发中心

**图 16: 汽车部门产能利用率率先下滑, 且幅度比制造业要深**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

我们对比 1960 年和现在的美国经济背景, 可以看到有很多相似之处。

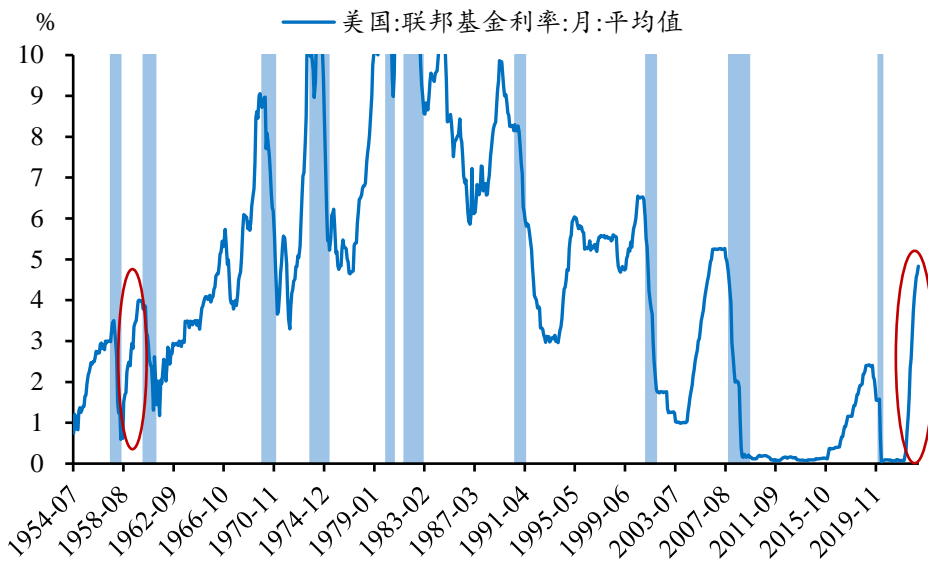
一是两轮经济均处于经历公共卫生事件之后的时期。1957 年爆发亚洲流感, 并蔓延至美国, 在 1957-1958 年陷入一轮衰退后, 时隔两年美国又于 1960-1961 年再次陷入衰退。与此相类似, 美国在 2020 年经历了新冠疫情并陷入衰退后, 今年又再次面临衰退的压力。

二是两轮经济周期都碰上加息周期。从 2022 年 3 月至今, 美国开启一轮加息周期。联邦利率月度中枢从 0.2% 上升至 5.3% 附近。与之相类似, 1960 年衰退前美国也经历了加息周期, 利率上升期间介于 1958 年 7 月到 1959 年 11 月之间, 联邦利率月度中枢从 0.6% 上升至 4%。

**表 2: 两轮经济均处于经历公共卫生事件之后的时期**

|          | 1957-1958 年亚洲流感                         | 2019-2020 年 Covid-19 新冠                     |
|----------|---|---|
| 蔓延地区     | 全球                                      | 全球  |
| 病毒性质     | 甲型流感病毒 H2N2                             | SARS-Cov2 冠状病毒                              |
| 预估发病率/死亡 | 70 万到 150 万死亡人数<br>每 1 万人中有 2.4-5.1 人死亡 | 2020 年全球累计死亡 190 万人                         |
| 预估对经济的影响 | 澳大利亚、加拿大、英国、美国的 GDP 各损失 3%              | 2020 年全球 GDP 收缩至 -2.81%,<br>发达国家收缩至 -4.21%。 |

资料来源: ifind, encyclopedie-environnement, 信达证券研发中心

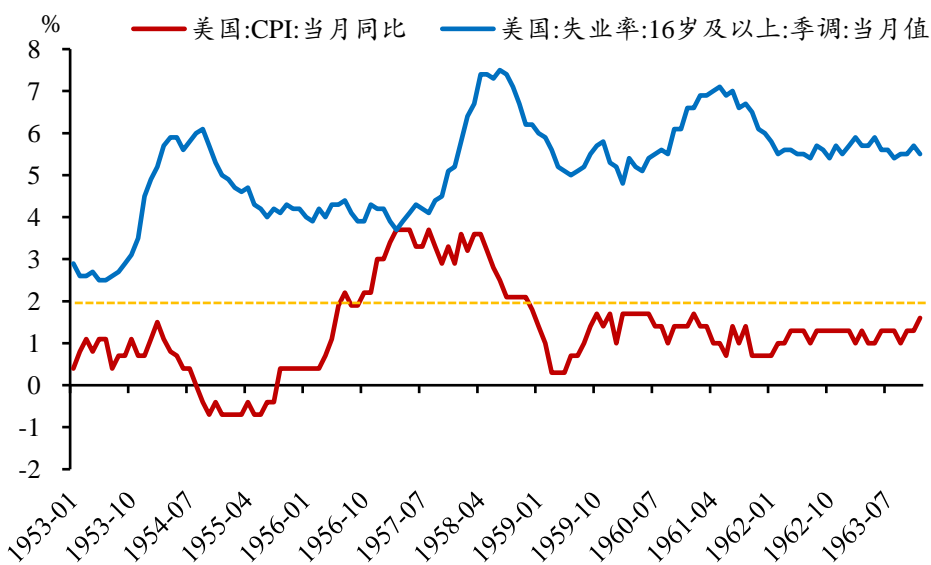
**图 17：两轮经济周期都碰上加息周期**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

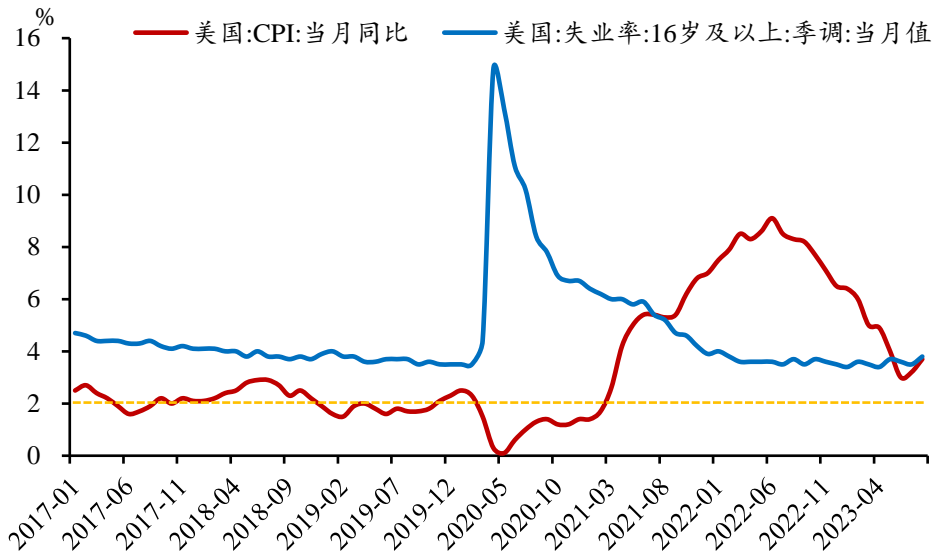
与此同时，对比两轮经济周期，可以看到两个时期的通胀和就业问题也存在差异。

**1) 1960-1961 年美国更迫切的是失业问题。**从就业市场的角度看，1960-1961 年的就业问题反而比当前更加迫切。在经历 1957-1958 年衰退后复苏下，失业率仅回落至低点 4.8%，而后再继续升高。但在此期间，美国的通胀却一直处于 2% 以下的水平波动。

**2) 2021-2023 年美国更迫切的是通胀问题。**可以明显的看到，现在美国国内的通胀问题远比 1960-1961 年期间的更严重。在 1958 年美国开始加息时通胀只有 2.5%，在加息接近尾声时通胀回落到 1.4%，此后通胀一直处于 2% 以下。反观现在，通胀从刚开始加息时的 8.5% 回落到当前 8 月的 3.7%，依旧高于 1960-1961 年时期的通胀。而当前的失业率仅 3.8%，远低于 1960-1961 年的失业率。

**图 18：1960-1961 年美国更迫切的是失业问题**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 19：2021-2023 年美国主要面临的是通胀问题**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**表 3：两轮滚动衰退的经济背景对比**

|                  | 1960-1961 年美国经济    | 2022-2023 年美国经济         |
|------------------|--------------------|-------------------------|
| <b>NBER 界定衰退</b> | 衰退                 | 暂未                      |
| <b>公共卫生事件</b>    | 1957-1958 亚洲流感     | 2020-2022 新冠疫情          |
| <b>是否加息</b>      | 是                  | 是                       |
| <b>加息期间</b>      | 1958.07-1959.11    | 2022.03-至今              |
| <b>加息始末通胀表现</b>  | CPI 从 2.5% 变成 1.4% | CPI 从 8.5% 变成 8 月的 3.7% |
| <b>就业市场</b>      | 失业率低点回落至 4.8%      | 8 月失业率为 3.8%            |

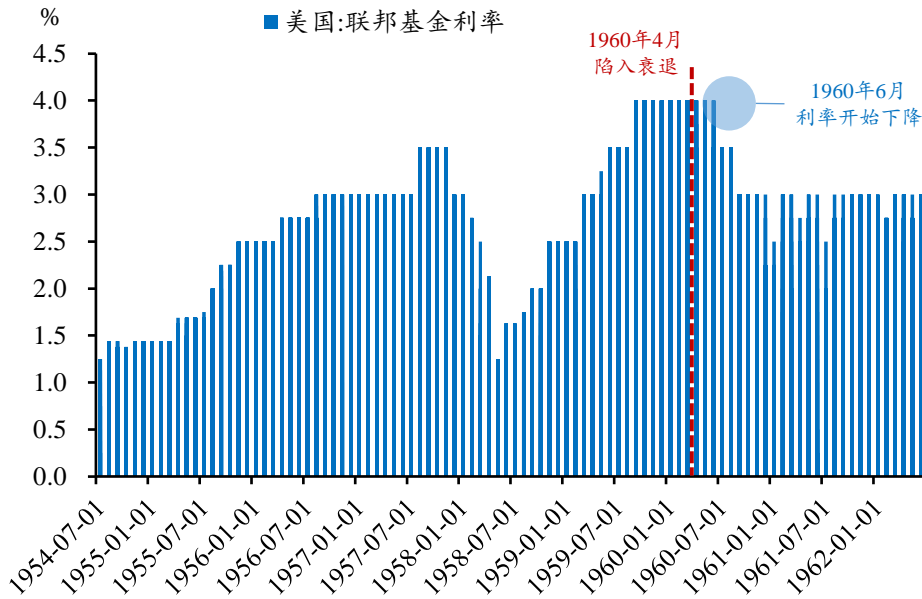
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 2.2 滚动衰退降低了经济陷入深度衰退的概率

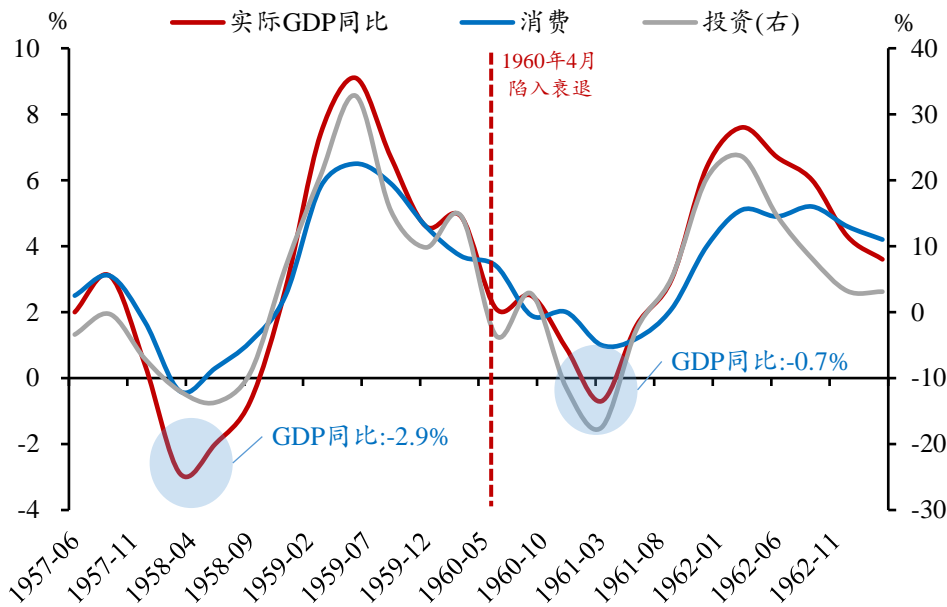
在滚动衰退下，实际 GDP 同比降幅明显较小。回顾 1960 年时期的经济表现，可以看到，在滚动衰退下 1960-1961 年期间实际 GDP 同比降幅明显较小。最低实际 GDP 同比增速为 -0.7%，明显好于上一轮 1957-1958 年的实际 GDP 同比最差表现，1957-1958 年经济衰退时 GDP 同比收缩至 -2.9%。

参考 1960 年时期的经验，我们认为，当美国经历滚动衰退时，经济陷入深度衰退的概率会降低。

1960 年联邦利率下降滞后于美国进入衰退的时点，但经济并未深度衰退。对比 1960 年时期美国联邦利率变化时点和 NBER 衰退期，在美国经济进入衰退后，联邦利率才开始下降。尽管联邦利率下降滞后于美国衰退，且政策利率长期维持在 3% 附近，但并未导致经济陷入深度衰退，因此，当美国经历滚动衰退时，经济陷入深度衰退的概率会降低。

**图 20：美国 1960 年 4 月衰退后才开始降息**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 21：滚动衰退下，GDP 实际同比降幅明显较小**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 三、服务业放缓力度或大于制造业反弹力度

尽管上半年经济呈现出制造业下滑而服务业有韧性的错位走势，但我们认为未来制造业或是触底反弹，而服务业或将触顶回落。

#### 3.1 制造业触底反弹而服务业触顶回落

过去受加息的冲击，制造业企业面临下滑压力，现在我们认为美国制造业可能已经接近底部，预计后续制造业

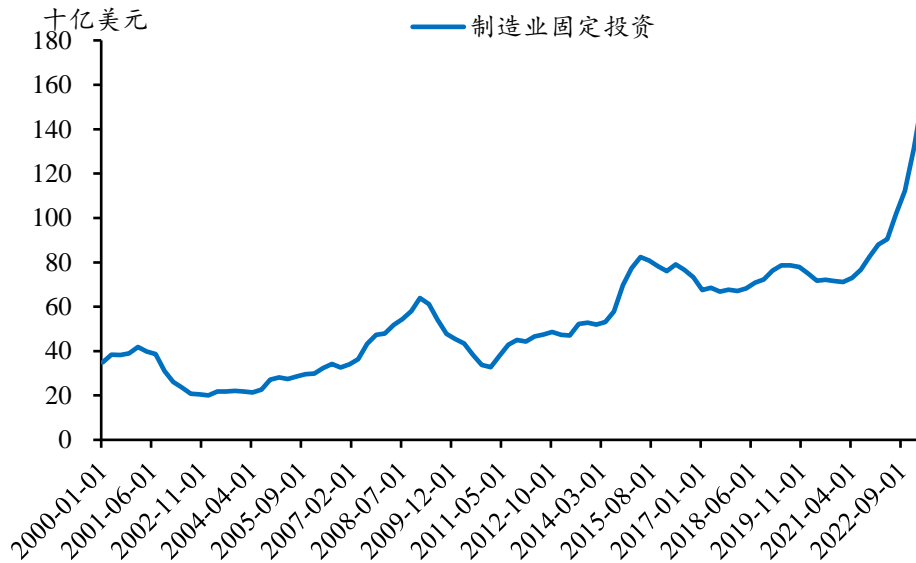


或将触底反弹。

一是在美国产业政策的推动下，制造业企业投资已明显上升。自美国两项重大补贴——《通胀削减法案》（IRA）和《芯片与科学法案》相继通过以来，众多企业已承诺向美国制造业项目提供超过 2040 亿美元的资金。在美国产业政策的推动下，今年以来制造业的固定投资已经有了明显增长。截至今年二季度，制造业固定投资已经上升至 1540 亿美元。

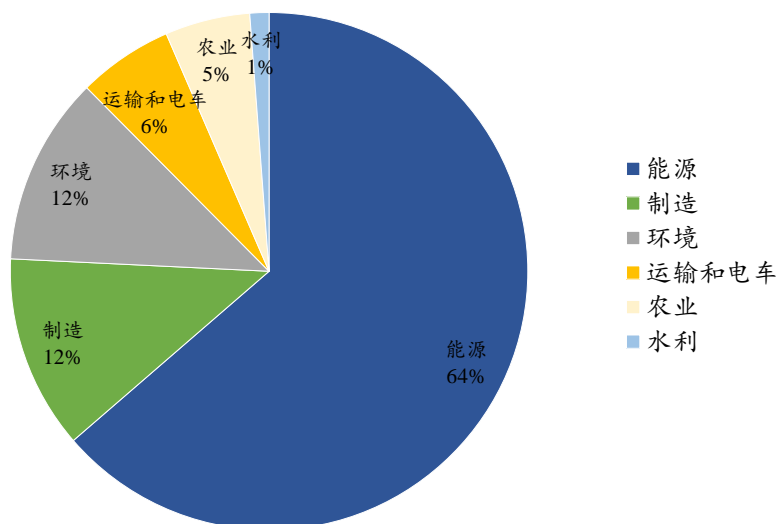
二是部分制造业开始补库，企业新订单额也开始上升。目前美国绝大多数行业库存增速已连续数月下降，但不同行业有所分化。从订单驱动库存的角度来看，目前制造业新订单处于低位，在部分制造业或提前开始补库的背景下，企业新订单额已经开始有筑底回升的迹象。

图 22：美国制造业投资已经有明显增长

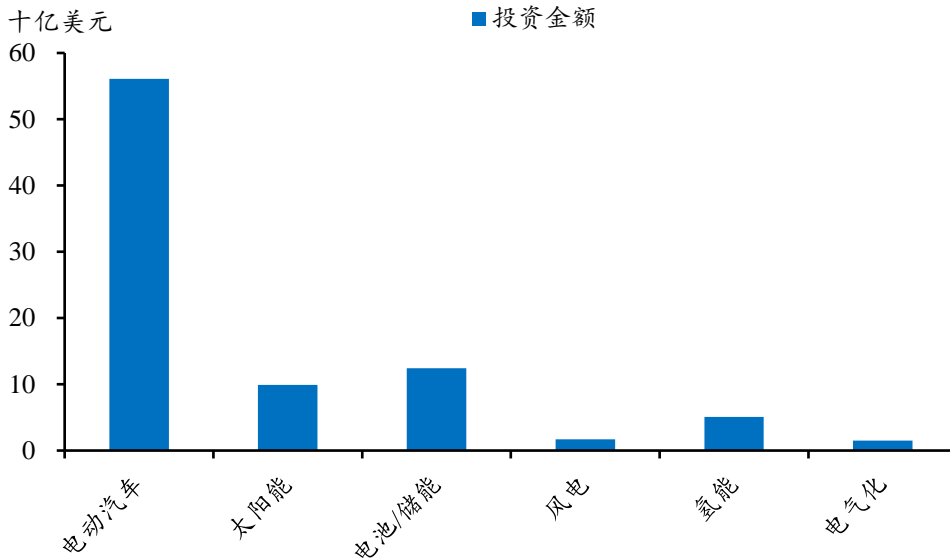


资料来源：圣路易斯联储，信达证券研发中心

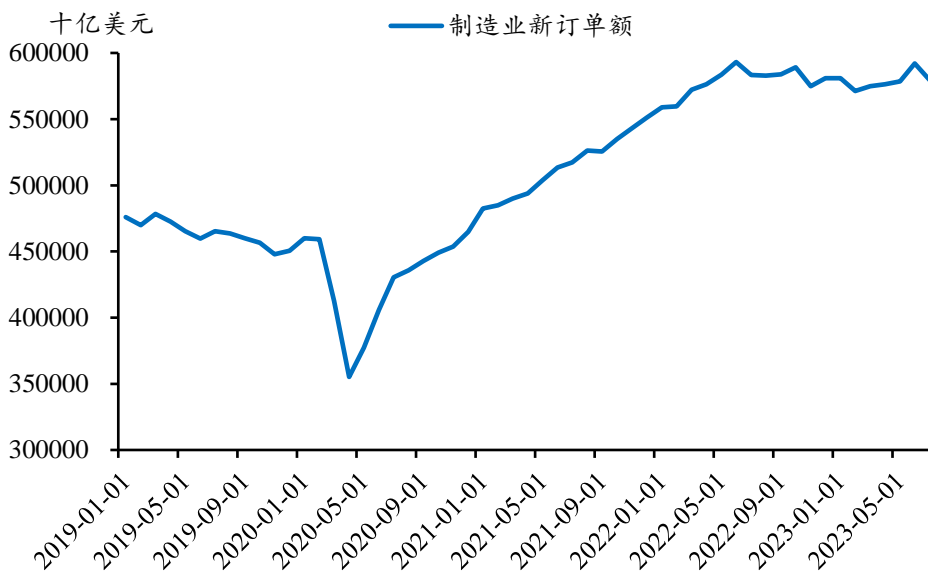
图 23：通胀削减法案（IRA）中的按部门划分投资比例



资料来源：Mckinsey，信达证券研发中心

**图 24：能源部门投资中，EV 和电池项目占主导**


资料来源: Kate Magill and Julia Himmel 《Inflation Reduction Act: Mapping the manufacturing law's impact 1 year later》, Manufacturing Dive, 信达证券研发中心

**图 25：企业新订单额已经开始有筑底回升的迹象**


资料来源: 圣路易斯联储, 信达证券研发中心

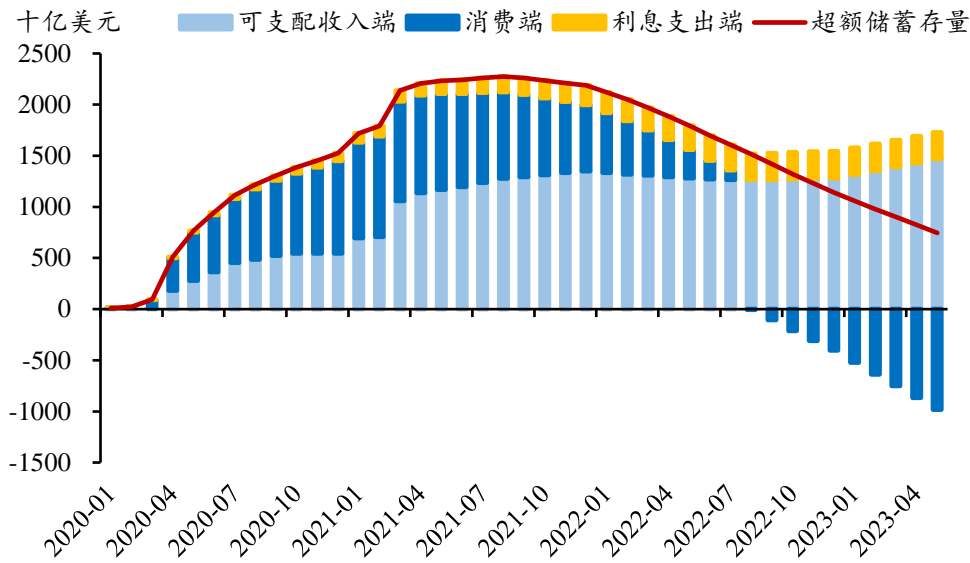
受超额储蓄对消费韧性的支撑，美国经济并未陷入典型衰退，但我们认为，后续美国服务业或将触顶回落。

一是**剩余超额储蓄或将消耗殆尽**。2021 年末开始，美国超额储蓄存量已经开始呈现回落趋势，这表明美国超额储蓄已经开始消耗。所以，过去整个消费表现出较强韧性，其中重要的原因之一就在于居民拥有超额储蓄作为消费的支撑。截至 2023 年 7 月，美国存量超额储蓄约有 5700 亿美元。根据超额储蓄今年的消耗速度来推演，我们认为当前超额储蓄存量或将于明年 Q1 末消耗完毕。

二是**居民消费贷款拖欠率超过疫前水平，显示消费能力已经有所动摇**。2022 年以来，美国消费贷款明显增长，但目前在美国所有银行中，信用卡和消费贷款的拖欠率已经明显上升。截至今年 6 月，信用卡和消费贷款的拖

欠率均已超过疫情前水平，这或显示出居民的消费能力已经开始有所动摇。

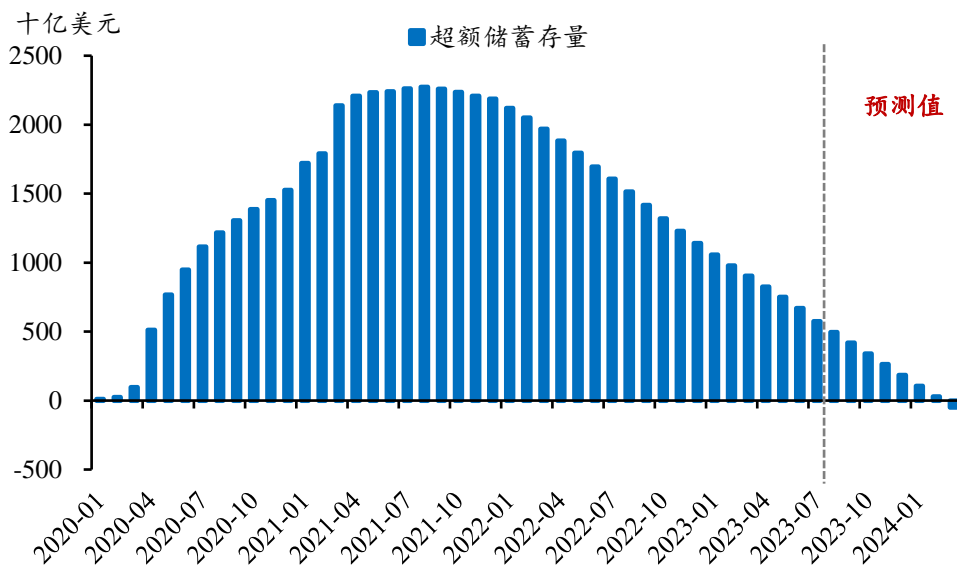
图 26：可支配收入端对超额储蓄的贡献较大



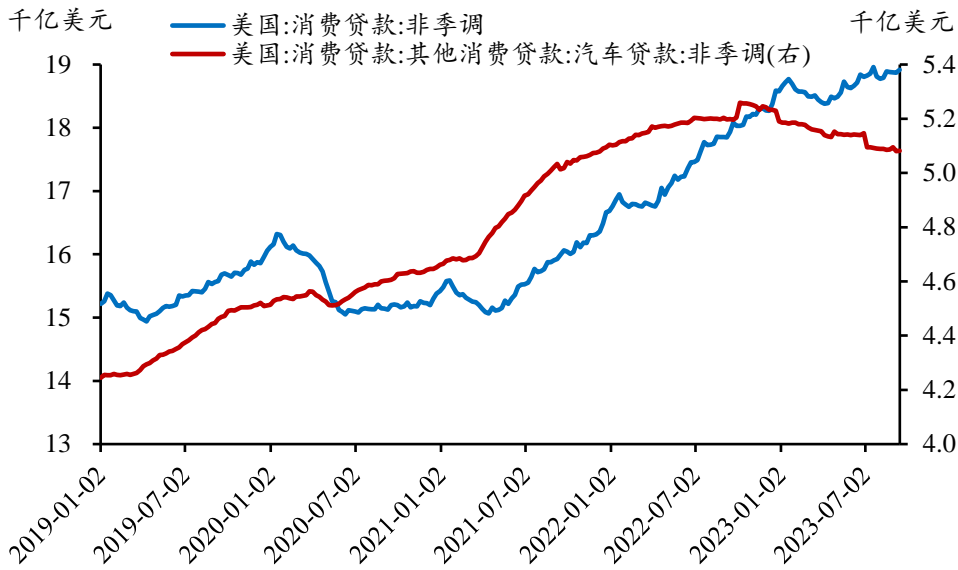
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 可支配收入端=可支配收入-可支配收入趋势, 消费端=消费趋势-消费, 利息支出端=利息支出趋势-利息支出

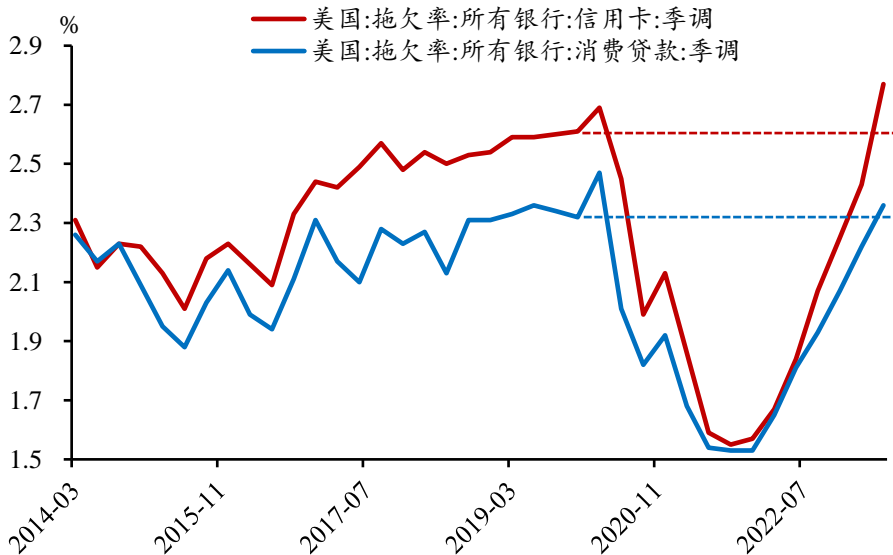
图 27：美国居民的超额储蓄将在明年消耗完毕



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 28: 美国消费贷款明显增长**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 29: 美国消费贷款的拖欠率已经超过疫情前水平**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 3.2 美国服务业回落影响更大

尽管我们认为制造业会触底回升, 但我们认为后续服务业回落带来的影响可能更大。

首先, 美国这轮制造业补库不同步意味着补库力度或较弱。由于美国 2022 年以来的“史诗级”加息, 本轮美国库存周期具有很强的结构性特征。美国服装及服装面料、纸制品、化学品等非耐用品, 以及耐用品中的电脑及电脑外围设备和软件有望在下半年开始补库。但美国机械设备和用品、电气和电子产品等耐用品库存仍处于较高水平, 这些商品的补库可能需要等到明年二季度。分行业来看, 美国这轮制造业补库中, 耐用品和非耐用品补库的开启可能并不同步。在部分补库的影响下, 这轮制造业回暖的幅度可能并不高。

其次, 过去服务业对经济的支撑作用比制造业大, 这意味着消费放缓的影响或高于制造业。过去, 在制造业经历下滑时, 支撑美国经济的是消费, 尤其是服务消费。现在, 制造业虽然出现了边际改善, 但是支撑美国经济

的关键力量仍是服务消费，这意味着制造业的改善，尤其是弱改善，或难抵后续消费的下行。

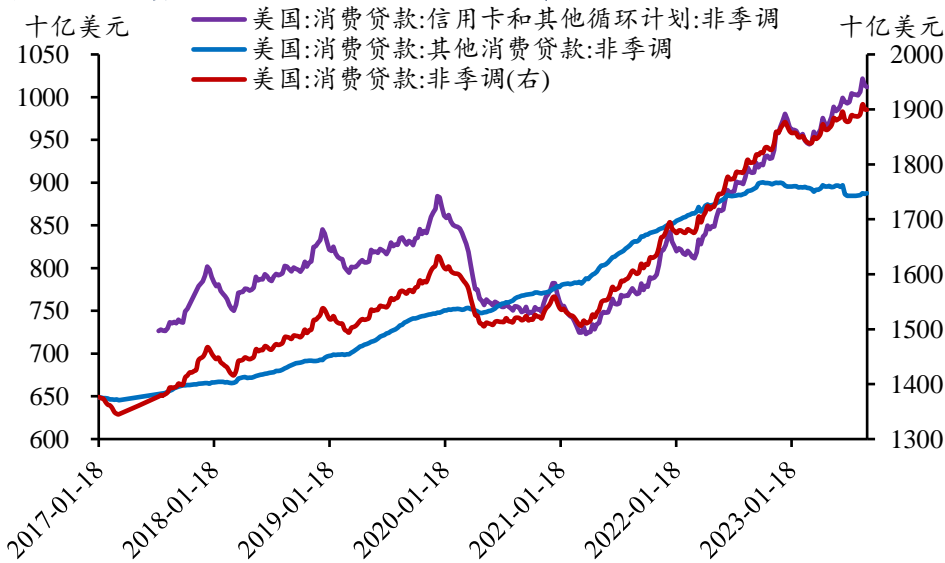
综合来看，美国服务消费放缓带来的影响或比制造业更大。

图 30：美国耐用品和非耐用品库存有差异



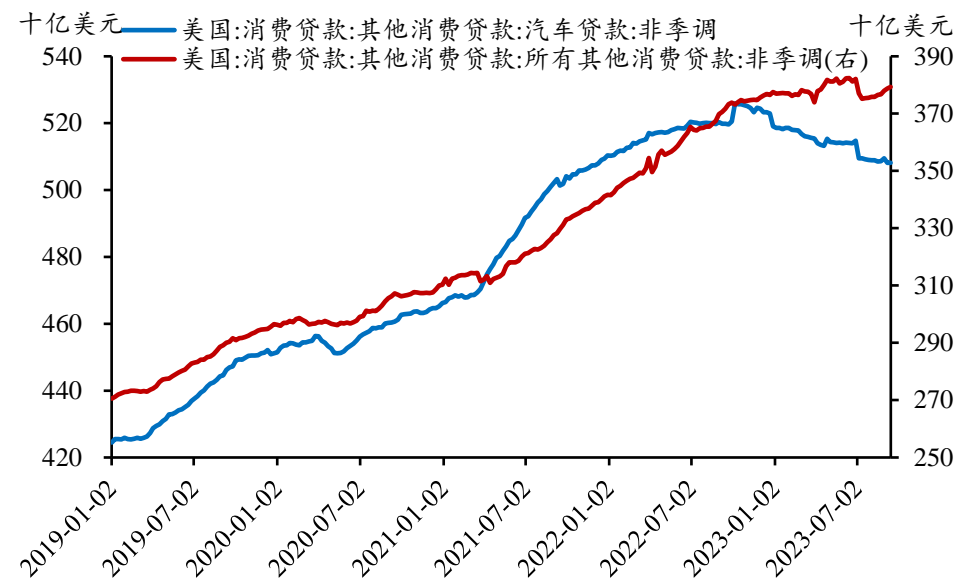
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 31：美国消费贷款增加主要是由信用卡明显增长带来



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 32: 美国汽车消费贷款下降, 但其他消费贷款仍在增长



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

油价上涨超预期；美国货币政策收紧超预期

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。