

# 海外周度观察

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

### 宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）  
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）  
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

## 消费之“源”：美国消费韧性的4个解释

个人消费是2023年美国经济的“稳定器”，也是展望2024年美国经济的核心矛盾。报告从就业、储蓄、财政和分配这4个方面解释了2023年个人消费的韧性，进而对2024年美国消费的前景进行了展望。结论认为：4个因素对消费的支撑均在弱化，甚至将走向对立面。

### 热点思考：美国消费韧性的4个解释

2023年美国经济的表现持续超预期，个人消费功不可没。个人消费支出（PCE）占美国GDP的比例近7成（服务消费占PCE的比例为65%）。故一定程度上可以说，PCE主导着GDP的走向。2023年前3季度美国实际GDP环比增速（折年）分别为2.2%、2.1%和4.9%，PCE增速分别为3.8%、0.8%和4.0%，拉动率2.5%、0.6%和2.7%，平均1.9%。

归纳而言，美国个人消费的韧性主要有4个解释：第一，劳动力市场的持续紧张支撑着较高的工资增速和个人收入增速，是美国消费持续保持强劲的“第一推动力”。截止到2023年10月，美国劳动力市场整体仍然处于紧张状态。经验上看，劳动力市场条件指数（LMCI）与亚特兰大薪资增长指数的相关系数为0.75。

第二，超额储蓄持续下行，边际消费倾向保持高位。疫情期间，美国家庭部门积累了约2.5万亿超额储蓄，至2023年9月底累计下降约1.6万亿（2023年1-9月累计减少了5000亿）。此外，2022年初以来，美国家庭储蓄率（储蓄/可支配收入）处于历史低位（约4%，2015-2019年均值7.6%），相当于平均消费倾向抬升了3.4个百分点。

第三，财政“顺周期”扩张，个人所得税的下降，社保支出的增加，致使居民可支配收入增速明显高于收入增速。2023年1月，美国个人可支配收入同比增速跳升至9%，1-9月平均增速比个人收入增速高3个百分点，比个人消费支出增速高2个百分点。因为2023年单身或已婚单独申报人群的个税扣除额提升至13850美元，同比抬升7%。

第四，居民杠杆率和负债的利率敏感性均处于较低位置。利息支出是可支配收入的减项，但由于2008年以来居民部门持续去杠杆（从2008年初的99%下降到74%），负债侧的住宅抵押贷款期限较长，且以固定利率为主（2008年之后占比位于90-95%区间），并且资产端受益于加息，故美联储加息并未显著“挤出”消费。

但是，上述4个因素的支撑不同程度上均出现了弱化：（1）工资增速下行趋势仍在延续，就业市场的紧张程度或弱于失业率或职位空缺所显示的水平；（2）超额储蓄“消耗殆尽”，平均消费倾向难有进一步提升的空间；（3）个人所得税抵扣额的增加是“一次性”的；（4）居民付息压力边际上在抬升，其中，平均消费倾向更高的低收入群体压力更大。

### 海外事件&数据：鲍威尔释放鹰派信号，美国30年国债拍卖结果不理想，引发收益率上涨

鲍威尔释放鹰派信号。美联储主席鲍威尔在国际货币基金组织的专家会议上发表讲话时表示，美联储现在宣布结束过去两年的历史性加息还为时过早，在适当的情况下，将毫不犹豫地进一步收紧政策。截至11月10日，CME FEDWATCH显示美联储12月加息概率微升至20%，首次降息时间点为明年6月。

美国30年国债拍卖结果不理想，引发收益率上涨。11月9日，美国财政部拍卖240亿30年期限国债，拍卖结果大幅低于预期。中标利率4.769%，30年国债预期收益率4.716%，尾部利差达5.3个基点。本次拍卖一级交易商承接占比达到24%，明显高于前次拍卖的18%，较差的拍卖结果引发长端美债收益率上涨。

美国新增职位数下降，零售增速下降，抵押贷款利率回落。10月30日当周新增职位数量45万，前值220万；活跃职位数量1990万，前值2277万。11月4日当周，美国红皮书零售增速3.1%，前值5.3%，其中百货店增速0.7%，前值2.1%，折扣店增速4%，前值6.2%。截至11月9日，美国30年期抵押贷款利率为7.5%，较上周下降26BP。

### 风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩；

## 内容目录

一、热点思考：美国消费韧性的 4 个解释.....	4
解释一：劳动供给持续修复，供求缺口支撑工资粘性，实际工资增速转正.....	5
解释二：超额储蓄的消耗和平均消费倾向的提升.....	7
解释三：个人所得税下降，可支配收入增速中枢明显抬升.....	8
解释四：居民杠杆率和负债的利率敏感性均处于较低位置.....	9
二、海外基本面&重要事件.....	11
（一）货币与财政：鲍威尔释放鹰派信号，国债拍卖结果较差.....	11
（二）生产与就业：美国新增职位数量下降.....	13
（三）消费与出行：美国红皮书零售增速下滑.....	13
（四）通胀与能源：原油价格回落.....	14
（五）地产与信贷：美国抵押贷款利率下降.....	15
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：美国实际 GDP 增长及结构.....	4
图表 2：个人消费支出的拉动率及结构.....	4
图表 3：美国个人收入的结构与可支配收入核算.....	4
图表 4：收入决定消费：实际个人消费支出（PCE）与实际个人收入高度正相关，PCE 分项的收入弹性均比较高.....	5
图表 5：美国劳动力市场持续修复.....	5
图表 6：美国劳动供求缺口依然维持在 300 万人以上.....	5
图表 7：劳动力市场越紧张，工资增速越高.....	6
图表 8：劳动力市场越紧张，低工资收入者越受益.....	6
图表 9：美国失业率（分族裔）.....	6
图表 10：美国失业率（分年龄组）.....	6
图表 11：失业率的结构性特征.....	7
图表 12：Sahm 规则：衰退信号“一步之遥”.....	7
图表 13：超储的消耗和对收入的“透支”支撑了消费.....	7
图表 14：超额储蓄或已经不再是“超额”.....	7
图表 15：2022 年来，仅美国在持续消耗超额储蓄.....	8
图表 16：仅美国储蓄率降至疫情前平均值以下.....	8
图表 17：2023 年，居民可支配收入增速高于收入增速.....	8

图表 18:	2023 年, 联邦政府个税收入大幅下降	8
图表 19:	美国家庭部门付息压力处于低位	9
图表 20:	美国家庭部门偿债率和杠杆率均处于低位	9
图表 21:	住宅抵押贷款有效利率升至 3.7%	9
图表 22:	利率超过 6% 的抵押贷款规模升至 10% 以上	9
图表 23:	收入水平越低, 股票和共同基金占比越低	10
图表 24:	财富水平越低, 消费贷占比越高	10
图表 25:	美国消费贷款利率持续上行	10
图表 26:	收入或财富水平越低, 平均消费倾向越高	10
图表 27:	美国流动性量价跟踪	11
图表 28:	美联储减持美债规模	12
图表 29:	美联储逆回购规模下降	12
图表 30:	截至 11 月 10 日, 美联储加息概率	12
图表 31:	OIS 隐含利率预计明年 6 月利率降至 5.1%	12
图表 32:	美国 30 年国债拍卖一级交易商承接占比上升	12
图表 33:	美国已降低 30 年债拍卖节奏, 但需求仍较差	12
图表 34:	美国 10 月 21 日当周初请失业 13 万人	13
图表 35:	美国 10 月 30 日当周新增职位数量下降	13
图表 36:	美国红皮书零售同比 4.6%, 前值 4.0%	13
图表 37:	美国红皮书零售增速弱于季节性	13
图表 38:	美国纽约交通拥堵情况回落	14
图表 39:	德国航班飞行次数高于 2022 年	14
图表 40:	德国 10 月外出用餐人数同比回升	14
图表 41:	美国 TSA 安检人数小幅回落	14
图表 42:	本周, 布油价格 84 美元, WTI 价格 77 美元	14
图表 43:	本周, IPE 英国天然气 117 便士	14
图表 44:	11 月 CPI 同比预测值为 3.2%	15
图表 45:	11 月美国核心 CPI 同比预测为 4.2%	15
图表 46:	美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.5%	15
图表 47:	美国二手房挂牌价增速有所反弹	15

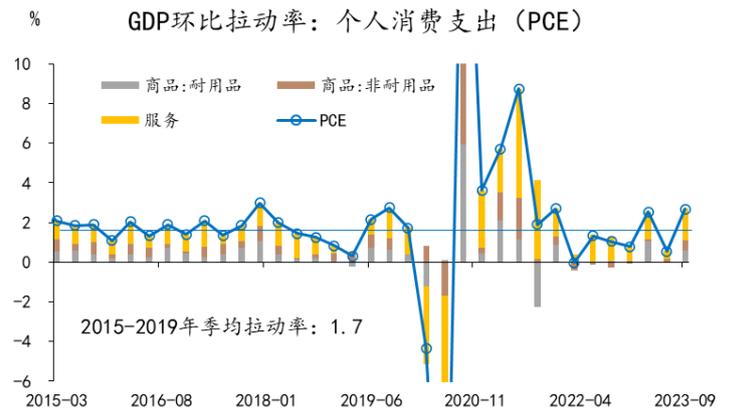
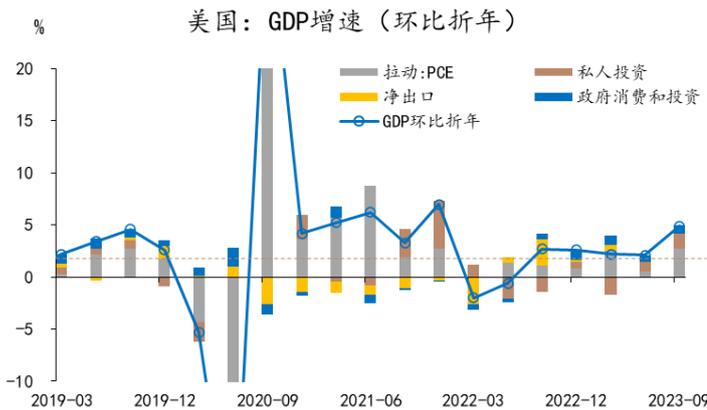
消费是2023年美国经济的“稳定器”，也是展望2024年美国经济的核心矛盾。报告从就业、储蓄、财政和分配这4个方面解释了2023年消费的韧性，进而对2024年美国消费的前景进行了展望。结论认为：4个因素对消费的支撑均在“打折”，甚至会走向对立面。

### 一、热点思考：美国消费韧性的4个解释

2023年美国经济的表现持续超市场预期，个人消费功不可没。美国GDP当中，个人消费支出(PCE)占比近7成(服务消费占PCE的比例为65%)。故一定程度上可以说，PCE主导着GDP的走向。2023年前3季度美国实际GDP环比增速(折年)分别为2.2%、2.1%和4.9%，PCE增速分别为3.8%、0.8%和4.0%，拉动率2.5%、0.6%和2.7%，平均1.9%，略高于2015-2019年的季度平均值(1.7%)。

图表1：美国实际GDP增长及结构

图表2：个人消费支出的拉动率及结构



来源：Bloomberg、Wind、国金证券研究所（更新至2023年3季度）

决定个人消费支出的两个关键变量是：个人可支配收入和平均消费倾向，前者与（总）收入、（净）转移支付和个人所得税相关，后者还受到债务本息的影响。经验上，个人消费支出增速与个人收入增速的相关系数和弹性<sup>1</sup>都接近1，其主要分项的增速与个人收入增速的相关系数基本都分布在0.9-1之间，分项的收入弹性多数位于0.5以上（2007年至今服务消费的收入弹性等于1.37）。故可以说，收入决定消费（收入=就业人数\*平均工资）。

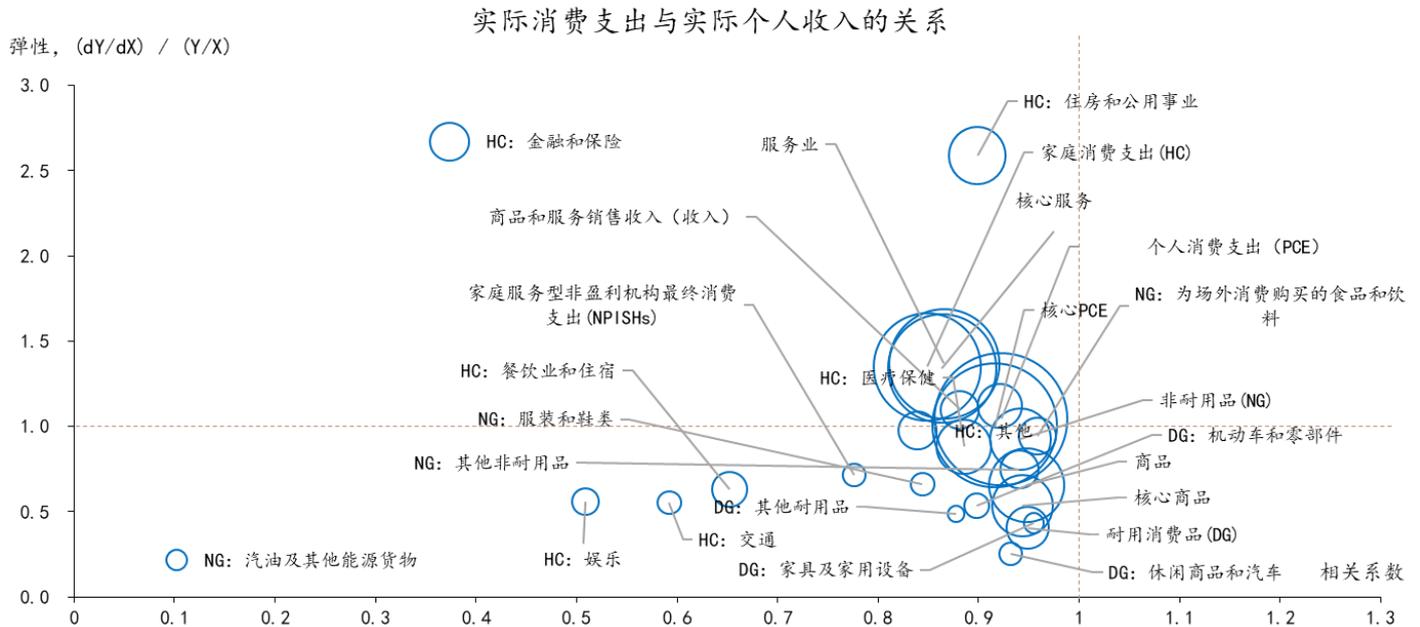
图表3：美国个人收入的结构与可支配收入核算

美国居民收入结构（十亿美元）	权重(%)	环比增长(%)	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
<b>个人收入</b>	100	0.3	77.8	224.7	408.2	23,166.1	23,088.3	22,994.3	22,941.5	22,893.1	22,815.8	22,757.9
<b>员工薪酬</b>	62.24	0.4	52.9	177.6	377.4	14,419.1	14,366.2	14,298.1	14,241.5	14,169.9	14,103.8	14,041.7
工资与薪酬	51.63	0.4	44.0	149.9	327.2	11,960.3	11,916.2	11,857.8	11,810.4	11,748.3	11,690.4	11,633.1
私人部门	44.04	0.3	31.5	110.7	264.9	10,202.5	10,171.0	10,123.9	10,091.8	10,037.3	9,987.2	9,937.7
政府部门	7.59	0.7	12.5	39.2	62.3	1,757.8	1,745.2	1,733.9	1,718.6	1,711.0	1,703.2	1,695.5
薪资补充	10.61	0.4	8.9	27.7	50.2	2,458.8	2,450.0	2,440.3	2,431.1	2,421.5	2,413.3	2,408.6
员工退休&保险金	7.05	0.4	6.0	18.2	29.7	1,633.2	1,627.2	1,621.3	1,615.0	1,609.4	1,604.7	1,603.5
政府社保税金	3.56	0.3	2.9	9.5	20.5	825.6	822.7	819.0	816.1	812.2	808.6	805.1
<b>经营收入</b>	8.01	0.4	7.8	24.9	33.2	1,854.7	1,846.9	1,835.9	1,829.9	1,821.3	1,821.1	1,821.5
农业	0.23	-1.9	-1.0	-3.1	-11.4	52.3	53.4	54.4	55.5	58.2	61.0	63.8
非农业	7.78	0.5	8.9	28.0	44.7	1,802.4	1,793.5	1,781.5	1,774.4	1,763.1	1,760.1	1,757.7
<b>租金收入</b>	4.24	0.7	7.2	19.9	21.1	981.7	974.6	967.2	961.8	960.8	960.6	960.7
<b>资产收入</b>	15.73	0.5	19.3	52.8	42.7	3,643.5	3,624.2	3,605.1	3,590.7	3,610.2	3,606.8	3,600.9
利息收入	7.81	1.0	17.6	52.4	55.8	1,808.4	1,790.8	1,773.3	1,756.1	1,754.7	1,753.6	1,752.6
股利收入	7.92	0.1	1.7	0.4	-13.2	1,835.1	1,833.4	1,831.8	1,834.7	1,855.5	1,853.3	1,848.3
<b>转移收入</b>	17.66	-0.1	-3.6	-31.2	-25.0	4,090.1	4,093.7	4,097.5	4,121.3	4,126.8	4,112.3	4,115.1
政府对个人的社会福利	17.19	-0.2	-7.8	-36.6	-32.3	3,981.3	3,989.0	3,993.4	4,017.8	4,024.0	4,010.1	4,013.6
社保	5.89	0.2	2.3	7.4	19.6	1,364.1	1,361.8	1,358.2	1,356.7	1,354.7	1,349.9	1,344.5
医保	4.09	0.2	1.6	4.6	8.6	947.9	946.3	944.8	943.3	941.9	940.6	939.3
医疗补助	3.78	-0.6	-5.6	-34.8	-11.2	875.0	880.5	892.5	909.8	916.2	908.2	886.1
失业保险	0.09	-1.2	-0.2	-0.8	-2.0	20.8	21.1	21.1	21.6	22.3	22.8	22.8
退伍军人福利	0.75	0.1	0.2	0.5	0.4	173.0	172.9	172.7	172.5	172.4	172.7	172.7
其他	2.59	-1.0	-6.0	-13.4	-47.7	600.4	606.4	604.2	613.8	616.4	615.9	648.2
其他个人经常转移收入	0.47	4.0	4.2	5.4	7.3	108.9	104.7	104.1	103.5	102.8	102.2	101.6
<b>(减)对国际社保缴款</b>	7.87	0.3	5.9	19.3	41.1	1,823.1	1,817.2	1,809.6	1,803.8	1,795.9	1,788.8	1,782.0
<b>个人当期税负</b>	12.25	0.8	21.7	122.2	78.5	2,838.9	2,817.2	2,775.0	2,716.7	2,694.3	2,709.2	2,760.4
<b>个人可支配收入</b>	87.75	0.3	56.1	102.5	329.7	20,327.3	20,271.1	20,219.3	20,224.8	20,198.8	20,106.6	19,997.5

来源：BEA、Wind、国金证券研究所

<sup>1</sup> (dY/Y) / (dX/X)，假设个人所得税率和边际消费倾向保持不变，个人消费支出与个人收入将保持稳定的比例关系，且变化率相等。

图表4：收入决定消费：实际个人消费支出（PCE）与实际个人收入高度正相关，PCE分项的收入弹性均比较高



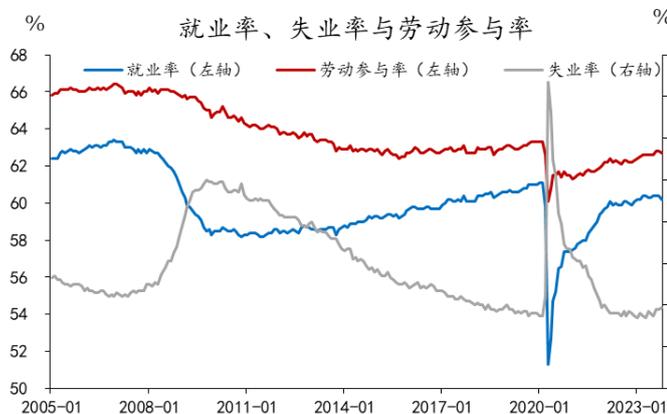
来源：BEA、Wind、国金证券研究所

归纳而言，2023年美国个人消费的韧性主要有4个解释：（1）劳动力市场持续保持紧张状态，新增就业和工资增速保持高位，实际工资增速转正，且边际消费倾向更高的低收入人群工资增速也更高；（2）超额储蓄持续下行，边际消费倾向保持高位；（3）个人所得税大幅下降，致使可支配收入增速远高于个人收入增速；（4）家庭资产负债表和偿债能力并未明显受到冲击，其主要负债为固定利息住宅抵押贷款，流动资产的收益率不断抬升，净金融资产水平并未明显受到影响，并且，住宅还在升值。

**解释一：劳动供给持续修复，供求缺口支撑工资粘性，实际工资增速转正。**

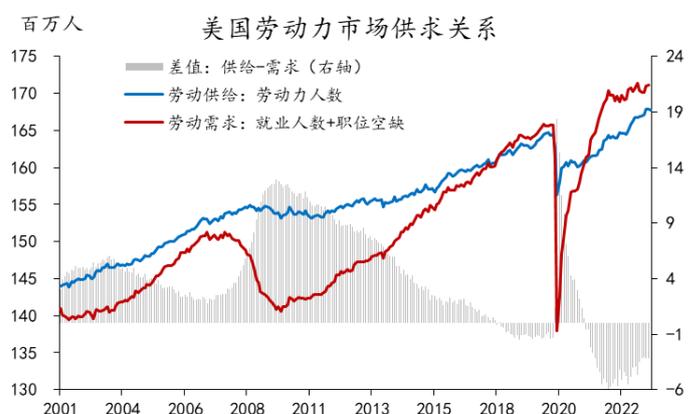
截止到2023年10月，美国劳动力市场整体仍然处于紧张状态。失业率处于历史低位(3.9%)，失业缺口依然为负（美联储口径的自然失业率为4%，CBO口径为4.5%）。非农职位空缺数950万（2020年1月为720万，2018年11月高位为760万），每位失业者对应的空缺岗位数等于1.5，需求缺口超300万——均处于历史高位。在需求保持强劲和供给持续修复的推动下，就业率和劳动参与率持续抬升，1-10月平均新增非农就业人数24万（2015-2019年月均19万）。

图表5：美国劳动力市场持续修复



来源：Wind、国金证券研究所

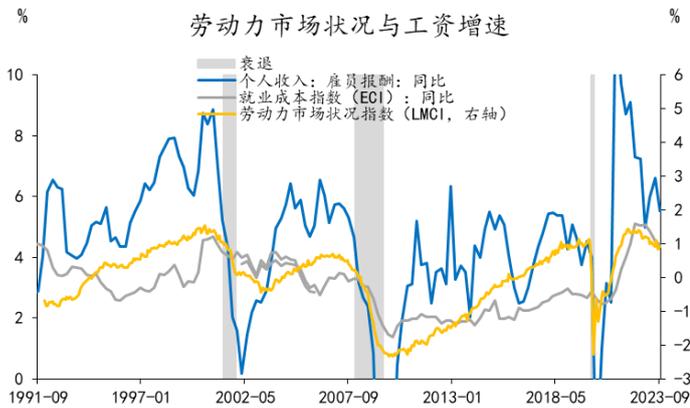
图表6：美国劳动供求缺口依然维持在300万人以上



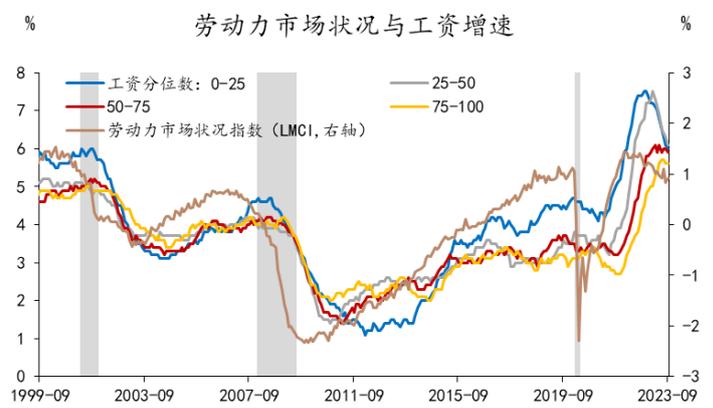
劳动力市场的持续紧张支撑着较高的工资增速和个人收入增速，是美国消费持续保持强劲

的“第一推动力”。劳动力市场条件指数 (LMCI<sup>2</sup>) 与亚特兰大薪资增长指数的相关系数为 0.75，与就业成本指数 (ECI) 增速也高度正相关。从空缺岗位数和新增就业的行业分布看，受益于经济重启的服务行业以及低工资收入者的境遇改善更为显著——结构上表现为收入水平越低，工资增速越高，分配上表现为劳动报酬或工资与薪金在国民收入分配中的比重的抬升（近一年半增加了 2 个百分点）。由于低收入者边际消费倾向更高<sup>3</sup>，所以总量和结构上都有利于消费。

图表7：劳动力市场越紧张，工资增速越高



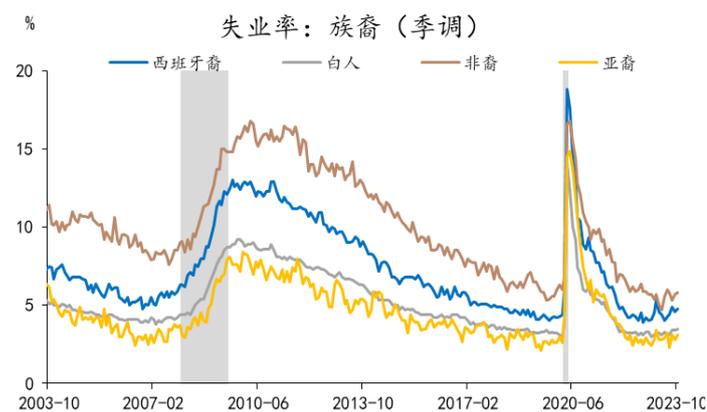
图表8：劳动力市场越紧张，低工资收入者越受益



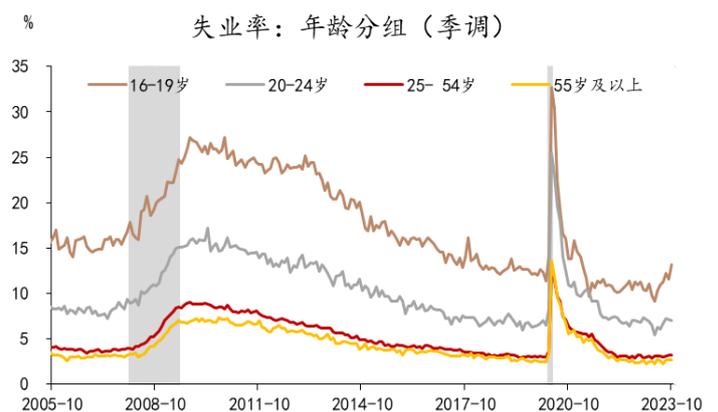
来源：美联储、Wind、国金证券研究所

但是，我们认为，相比失业率和职位空缺等指标而言，美国劳动力市场转弱的信号已经较为充分，并且短期内趋势还将延续。综合而言，2023 年 5 月以来，LMCI 水平值已经跌至 1 以下，表明松弛程度已经低于历史平均水平，LMCI 动量值则从 2022 年 11 月转负，表明边际上持续转弱。结构上而言，虽然整体失业率依然位于低位，但非裔、西班牙裔失业率的波动性有所抬升，16-24 岁人群的失业率持续抬升（从 9% 升至 13%）；临时服务业就业人数从 2022 年 7 月开始下降，截止 2023 年 10 月已经累计下降 8%；离职率从 3.3% 高位下降到 2.6%；工资方面，0-50 低分位工资增速正在快速向 50 以上高分位收敛，侧面反映出都工作岗位供求关系紧张状态的缓和。根据失业率与经济衰退的经验关系<sup>4</sup>，美国经济并未完全摆脱衰退的风险。至少，从劳动力市场角度而言，消费放缓的确定性较高。

图表9：美国失业率（分族裔）



图表10：美国失业率（分年龄组）



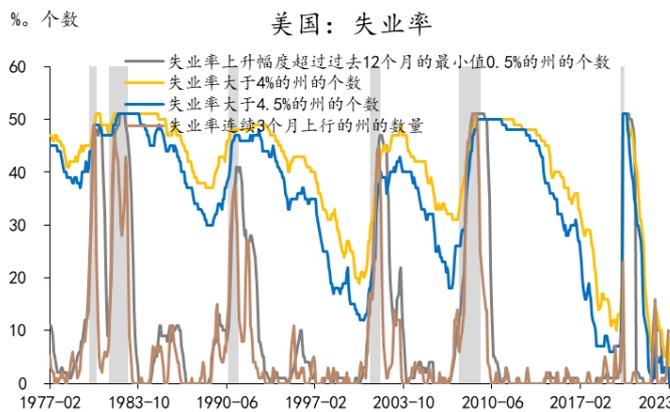
来源：Wind、国金证券研究所

<sup>2</sup> 由堪萨斯联储编制，综合刻画劳动力市场紧张状况，可参考：<https://www.kansascityfed.org/data-and-trends/labor-market-conditions-indicators/>。

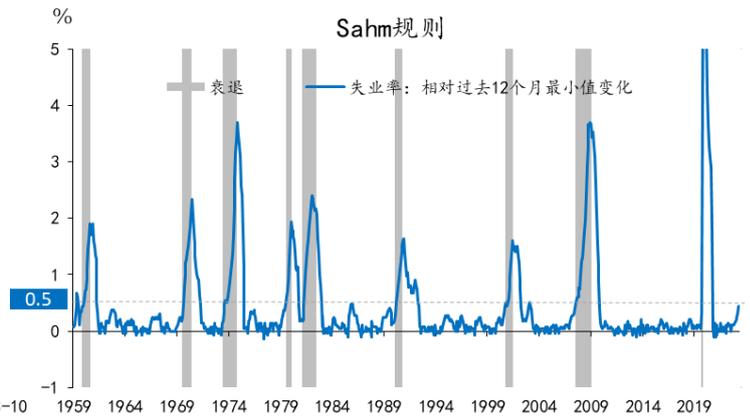
<sup>3</sup> Fisher, Jonathan, Johnson, Smeeding and Thompson. 2019. “Estimating the Marginal Propensity to Consume Using the Distributions of Income, Consumption, and Wealth.” Federal Reserve Bank of Boston Research Department Working Papers No. 19-4.

<sup>4</sup> Sahm 规则：失业率（3 个月移动平均值）相对于过去 12 个月的最小值上升 0.5 个百分点，往往意味着衰退的开始。可参考美联储官网 (<https://fred.stlouisfed.org/series/SAHMRREALTIME>)；或报告：《注定衰退：去通胀“下半场”，美联储“两难全”》。值得强调的是，考虑到后疫情时代的特殊性，如劳动力市场的供给冲击，或自然失业率的变化，阈值或有抬升（大于 0.5）。

图表11: 失业率的结构性特征



图表12: Sahm 规则：衰退信号“一步之遥”



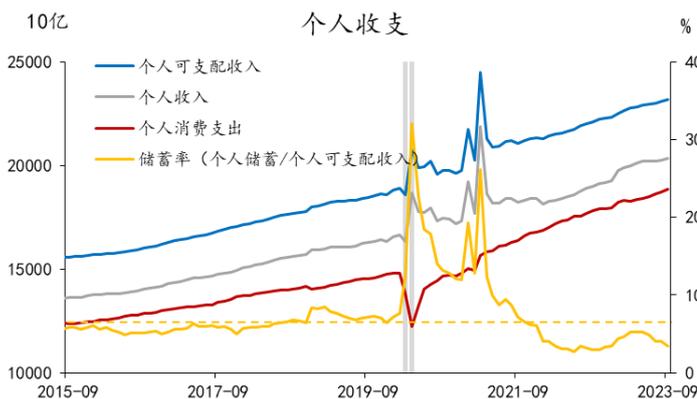
来源：美联储、Wind、国金证券研究所

解释二：超额储蓄的消耗和平均消费倾向的提升。

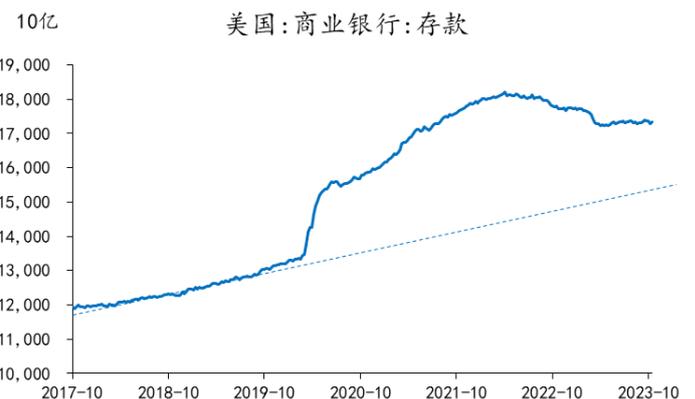
疫情期间，美国家庭部门积累了约 2.5 万亿超额储蓄<sup>5</sup>。2021 年 4 季度开始财政救济措施逐步退出，但经济尚未全面重启，就业率或劳动参与率仍远低于疫情前水平，超额储蓄持续下降，至 2023 年 9 月底累计下降约 1.6 万亿（其中，2023 年 1-9 月累计减少了 5000 亿）。另一方面，2022 年初以来，美国家庭储蓄率（储蓄/可支配收入）处于历史较低水平（约 4%，2015-2019 年均值 7.6%）——平均消费倾向抬升了 3.4 个百分点，累计多贡献了 5,500 亿美元消费需求。两者合计超万亿规模，约相当于前 9 个月个人消费支出总额（18.9 万亿）的 5%。

国际比较而言，美国或许可以说是西方国家中“唯一”<sup>6</sup>靠消耗超额储蓄和透支当前收入来支撑消费的国家。截止到 2023 年 2 季度，美国的超额储蓄率（超额储蓄/可支配收入）已经从 14.4% 下降到 10%，但其它西方国家仍维持在 14% 高位。并且，疫情后只有美国的储蓄率下降到了疫情前（2015-2019 年）平均水平以下。

图表13: 超储的消耗和对收入的“透支”支撑了消费



图表14: 超额储蓄或已经不再是“超额”

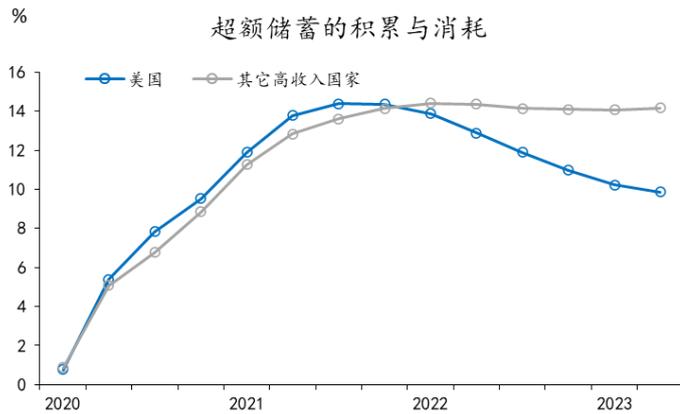


来源：Wind、国金证券研究所

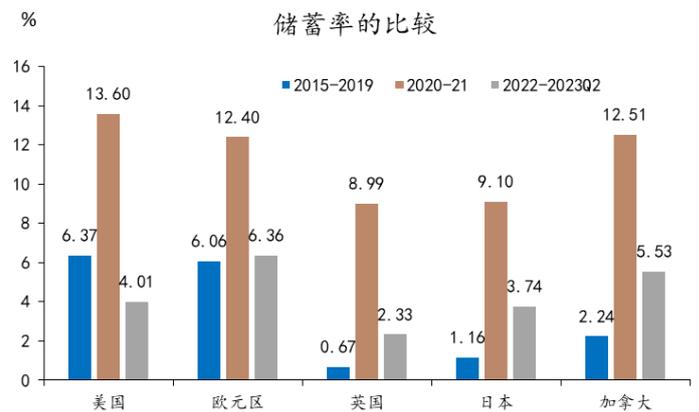
<sup>5</sup> 一是由于边际消费倾向的下降（主动或被动，贡献率约 40%），二是由于政府转移支付的增加（贡献率 60%）。参考报告：《美国超额储蓄还能支撑消费吗？》。

<sup>6</sup> Klitgaard and Higgins, 2023. Spending Down Pandemic Savings Is an “Only-in-the-U.S.” Phenomenon, NYFed.

图表15: 2022 年来, 仅美国在持续消耗超额储蓄



图表16: 仅美国储蓄率降至疫情前平均值以下



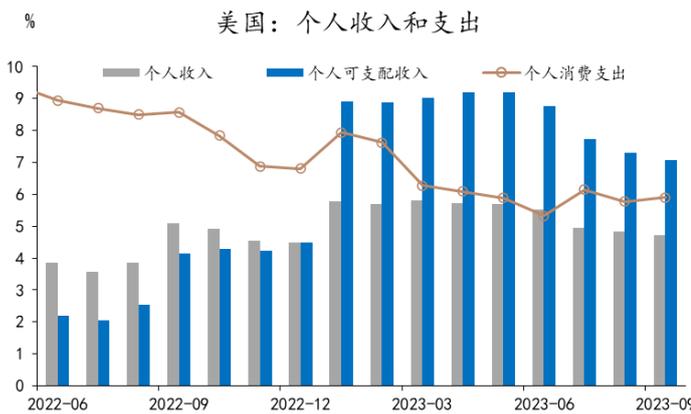
来源: Klitgaard and Higgins, 2023, 国金证券研究所

然而, 剩下的超额储蓄或已经不算“超额”, 持续偏低的储蓄率或难以为继, 难以持续支撑消费。一方面, 从结构上来说, 不同收入群体超额储蓄的“消耗率”不同——收入水平越低, “消耗率”越高。换言之, 剩余的超额储蓄或已经变成高收入人群的正常储蓄<sup>7</sup>。另一方面, 在经济放缓和信用卡拖欠压力上升的过程中, 居民预防性储蓄率的需求或抬升。

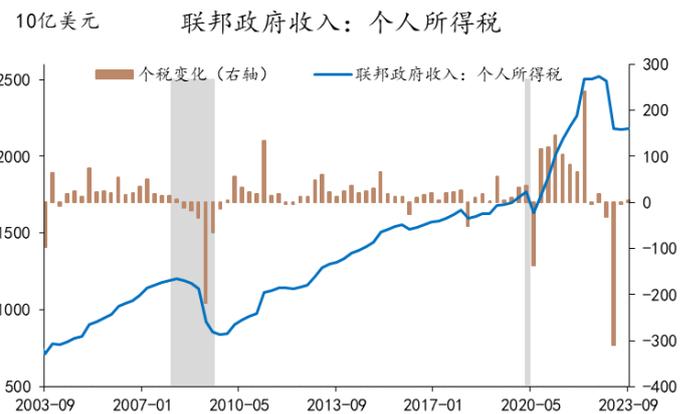
### 解释三: 个人所得税下降, 可支配收入增速中枢明显抬升。

2023 年 1 月, 美国个人可支配收入同比增速跳升至 9% (2022 年 12 月为 4.5%), 5 月小幅升至 9.2% 高位, 9 月下行至 7%, 1-9 月平均增速比个人收入增速高 3 个百分点, 比个人消费支出增速高 2 个百分点。这主要是因为个人所得税大幅下降。美国国税局每年根据通胀调整纳税扣除额, 2023 年扣除额同比抬升 7%——单身或已婚单独申报人群的扣除额提升至 13850 美元, 增速及金额明显高于近十年平均水平。2023 年 1 季度, 个人所得税收入环比减少了 3,000 亿元 (2-3 季度维持平稳)。此外, 2022 年 10 月开始, 社会保障支出也因通胀调整规则而上行, 中枢较 2022 年上移约 1,000 亿, 同比增速由负转正。

图表17: 2023 年, 居民可支配收入增速高于收入增速



图表18: 2023 年, 联邦政府个税收入大幅下降



来源: 美国财政部, Wind、国金证券研究所

但是, 基于通胀调整规则而抬升的个人所得税抵扣额和社保支出, 以及资本利得税的抵扣都是“一次性”的。2023 年, 由于通胀持续下行, 美股回报转正——缓解了年底的“税务损失收获”(tax loss harvesting), 个税和转移支付或难成为边际上支撑 2024 年消费的力量, 同比角度甚至会成为拖累项。

<sup>7</sup> Aladangady, Aditya, David Cho, Laura Feiveson, and Eugenio Pinto, 2022. Excess Savings during the COVID-19 Pandemic, FEDS Notes. 美联储的另一项研究认为, 超额储蓄至少可维持到 2023 年 4 季度 (参考: Abdelrahman and Oliveira, 2023. The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings, FRBSF Economic Letter.)。

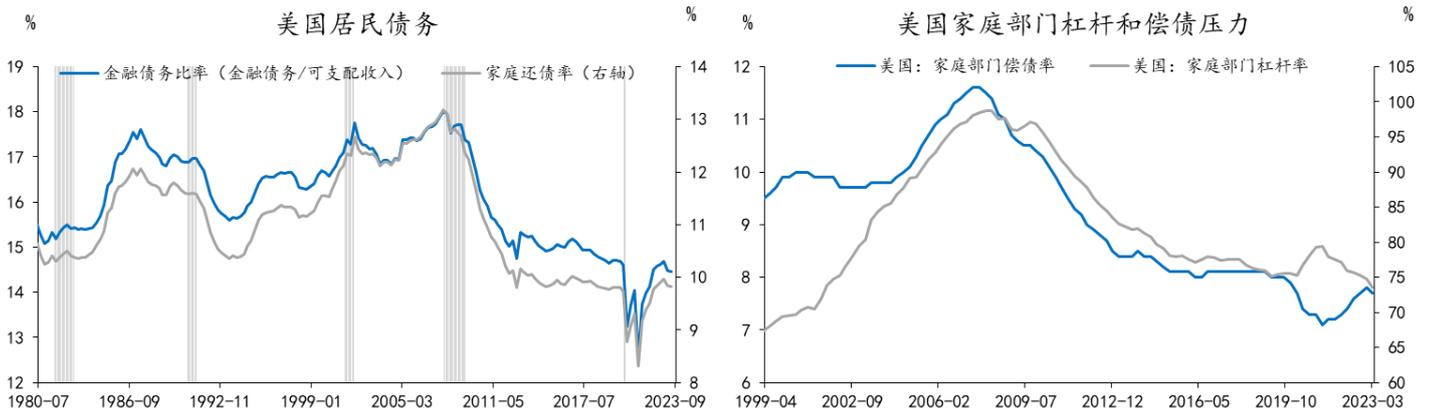
**解释四：居民杠杆率和负债的利率敏感性均处于较低位置。**

利息支出是可支配收入的减项，但由于 2008 年以来居民部门持续去杠杆（从 2008 年初的 99% 下降到 74%<sup>8</sup>），负债侧的住宅抵押贷款又以固定利率为主（2008 年之后占比位于 90-95% 区间），资产端受益于加息，故美联储加息并未显著“挤出”消费。

截止到 10 月底，住宅抵押贷款有效利率仍处于 3.8% 低位（2022 年 3 月低点为 3.3%），为 30 年期抵押贷款利率（7.8%）的 50%。利率超过 6% 的抵押贷款规模占比约为 10%。利息支出占可支配收入的比重从 1.5% 低位升至 2.4%（2019 年底为 2.1%），但净利息收入仍处于历史高位。总金融债务比率和偿债率都处在 2008 年以来的低位。

图表19：美国家庭部门付息压力处于低位

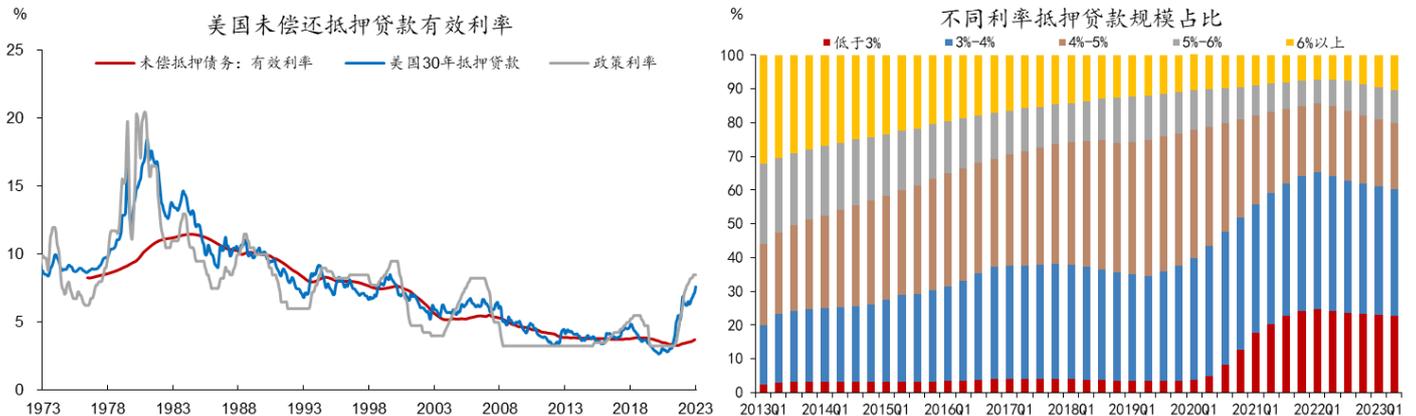
图表20：美国家庭部门偿债率和杠杆率均处于低位



来源： BIS、Wind、国金证券研究所

图表21：住宅抵押贷款有效利率升至 3.7%

图表22：利率超过 6% 的抵押贷款规模升至 10% 以上



来源： Wind、国金证券研究所

但从边际上看，居民部门付息压力（规模或利率）还在上行通道中，在高利率条件保持不变的前提下，脆弱性或趋于增强，进而压制平均消费倾向和消费需求。

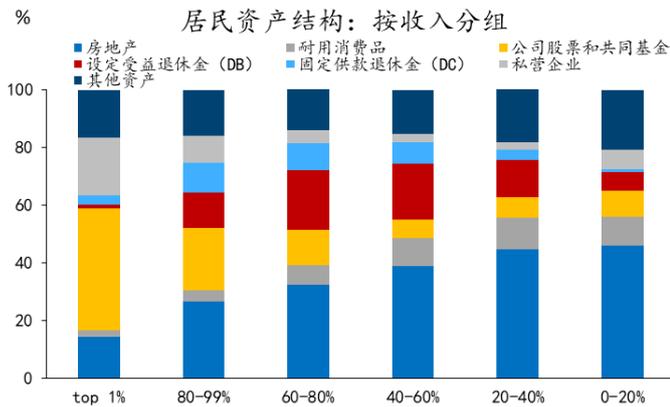
原理上，杠杆率越高、期限越短、利率越高、流动性越低的家庭，金融脆弱性越高。虽然居民资产负债表整体依然健康，但结构上，高利率的“受益者”和“受损者”并非同一群人。从分配和储蓄结构上看，上世纪 80 年代以来，美国贫富分化持续加剧，长期存在富人储蓄过剩、穷人储蓄不足的现象<sup>9</sup>，即“富人借钱给穷人花”。这是 2008 年大危机之后有效需求不足和经济“长期停滞”的一个解释。

<sup>8</sup> BIS 口径。

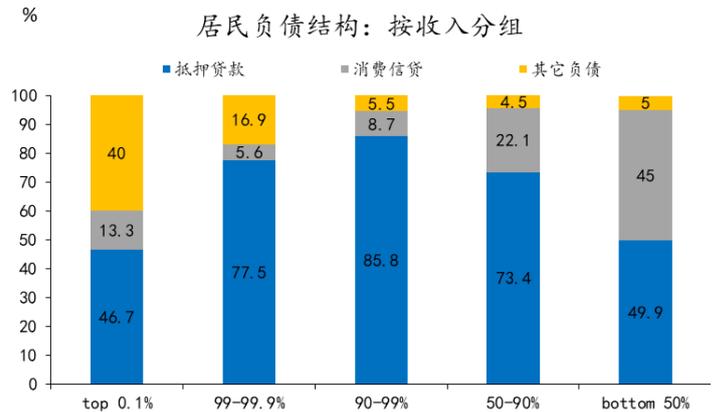
<sup>9</sup> Mian et al., 2021. The Saving Glut of the Rich, NBER working paper.

资产端，高收入家庭的流动比率（流动资产<sup>10</sup>/收入，或储蓄率）高于低收入群体，从而更受益于高利率，股票或共同基金占比也越高，也更受益于2023年美股的上涨行情。从变化上看，高收入（top 1%）家庭的流动比率有所抬升，即从2019年底的11.4%升至2023年1季度的12.2%；中高收入（80-99%）家庭维持不变（5.3%）；中等收入（60-80%）家庭从4.4%上升到4.6%；中低收入（20-40%）家庭从4.6%下降到4.2%；低收入（0-20%）家庭从4.9%下降到4.8%。相对与变化而言，绝对水平的差异更为显著。

图表23：收入水平越低，股票和共同基金占比越低



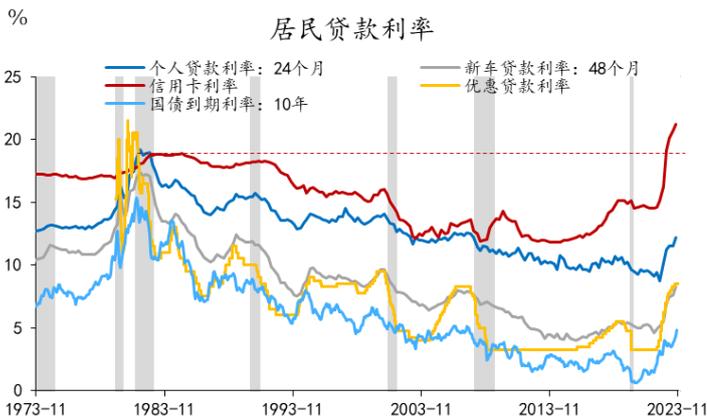
图表24：财富水平越低，消费贷占比越高



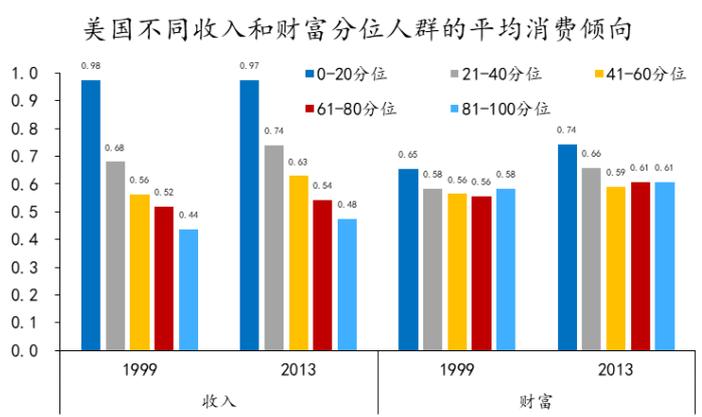
来源：美联储（Distributional Financial Accounts）、国金证券研究所

负债端，财富水平越低，消费信贷占比越高，利率敏感性越高，从而更受损于高利率。财富分位后90%的人群的消费信贷占比明显高于前10%，其中分位数50-90%占比22.1%，后50%占比45%，而前10%平均不超过10%。截止到9月底，美国商业银行消费贷款利率已经升至较高位置，其中，24个月个人贷款利率为12.4%，48个月新车贷款利率为8.3%，信用卡利率高达22%——二战结束以来的历史高位。如前文所述，虽然住宅抵押贷款是居民负债的主体，但财富分位数后50%的中低收入家庭消费贷占总负债的比例却与住宅抵押贷款相当——更少家庭受益于固定抵押贷款利率，更多家庭受损于高消费贷款利率。

图表25：美国消费贷款利率持续上行



图表26：收入或财富水平越低，平均消费倾向越高



来源：Fisher, Jonathan, Johnson, Smeeding and Thompson, 2019. Wind、国金证券研究所

所以，支撑2023年美国消费韧性的4个解释在不同程度上均出现了弱化：（1）劳动力市场的“真实”状况或弱于失业率或职位空缺所显示的水平，边际转弱的信号仍在强化，工

<sup>10</sup> 流动资产包括：存款、政府和市政证券以及货币市场基金份额。

资增速下行趋势仍在延续；(4) 超额储蓄“消耗殆尽”，平均消费倾向难有进一步提升的空间；(3) 个人所得税抵扣额的增加是“一次性”的，本质上是2022年“多征收”的部分在2023年的“退税”；(4) 居民负债整体上对利率的敏感性下降，削弱了高利率对消费的“挤出效应”，但边际上在强化，其中，平均消费倾向更高的中低收入群体受高利率的幅面影响更为显著。故2024年的消费在一定程度上取决于2023年劳动力市场转弱、利率上行的趋势能否得以扭转和，以及股票市场上行的趋势能否得以延续。

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政：鲍威尔释放鹰派信号，国债拍卖结果较差

鲍威尔释放鹰派信号。美联储主席鲍威尔在国际货币基金组织的专家会议上发表讲话时表示，美联储现在宣布结束过去两年的历史性加息还为时过早，在适当的情况下，将毫不犹豫地进一步收紧政策。11月8日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量。负债端，逆回购规模下降上升40亿美元，准备金规模上升，TGA存款减少100亿美元。货币市场基金规模上升170亿美元。11月1日当周，美国商业银行存款上升1560亿，大型银行存款上升1420亿美元。截至11月10日，CME FEDWATCH显示美联储12月加息概率为20%，首次降息时间为明年6月。

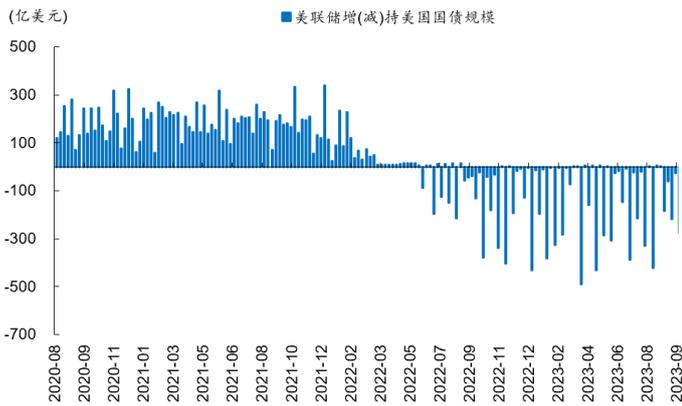
美国长端国债拍卖结果不理想，引发收益率上涨。11月9日，美国财政部拍卖240亿30年期限国债，拍卖结果大幅低于预期。尾部利差达5.3个基点，一级交易商承接占比达到24%，明显高于前次拍卖的18%，引发长端美债收益率上涨。

图表27：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	11-08	11-01	10-25	10-18	10-11	10-04	09-27
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -6	7860.7	7866.7	7907.8	7933.2	7952.1	7955.8	8002.1
	其他贷款	十亿美元	↓ -9	154.7	163.2	165.0	169.6	174.6	179.1	198.1
	一级信贷	十亿美元	↓ -1	2.2	3.0	3.2	3.0	2.6	2.8	3.2
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 4	112.9	109.1	109.1	108.8	108.9	107.7	107.7
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -12	35.2	46.8	48.3	53.2	58.3	63.7	81.9
	逆回购	十亿美元	↓ -53	1343.9	1396.5	1403.1	1448.9	1529.8	1632.0	1755.1
	储备金	十亿美元	↑ 46	3360.4	3314.6	3264.0	3250.2	3315.7	3240.7	3168.5
	TGA	十亿美元	↑ 10	763.5	753.0	847.7	841.1	713.0	679.0	672.1
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 50		3404.1	3353.8	3334.1	3418.6	3313.8	3271.6
	消费贷	十亿美元	↓ -4		1907.3	1911.5	1901.4	1903.4	1902.6	1911.2
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2568.5	2565.7	2563.5	2563.6	2560.2	2559.5
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 4		2949.3	2945.3	2944.1	2941.4	2942.3	2944.5
工商业贷款	十亿美元	↑ 10		2754.2	2743.8	2751.8	2756.3	2755.4	2743.3	
存款	十亿美元	↑ 156		17357.3	17201.6	17225.1	17353.4	17333.1	17290.5	
大银行存款	十亿美元	↑ 142		10804.3	10662.4	10691.7	10792.7	10768.1	10753.8	
小银行存款	十亿美元	↑ 28		5294.5	5266.9	5271.9	5287.0	5287.4	5259.0	
货币市场基金	十亿美元	↑ 17	5712.1	5695.2	5632.5	5607.6	5706.5	5708.0	5643.9	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ 0.0	-8.0	-8.0	-10.0	-10.0	-9.0	-8.0	-8.0
	EFFR-IORB	BP	↓ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	美元融资市场									
	LIBOR-OIS	BP	↑ 3.5	24.1	24.9	21.4	18.7	18.1	17.2	16.0
	TED利差	BP	↑ 0.7	9.1	8.4	5.9	6.7	4.5	7.4	7.2
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -5.0	128.0	133.0	130.0	129.0	127.0	129.0	121.0
	票据利差	BP	↓ -11.0	8.0	19.0	0.0	5.0	15.0	7.0	11.0
	离岸市场									
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 5.0	-18.8	-23.8	-24.3	-26.1	-26.5	-29.8	-11.8	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 8.1	-52.4	-60.5	-58.8	-59.8	-58.3	-60.1	-43.9	

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表28: 美联储减持美债规模



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 美联储逆回购规模下降



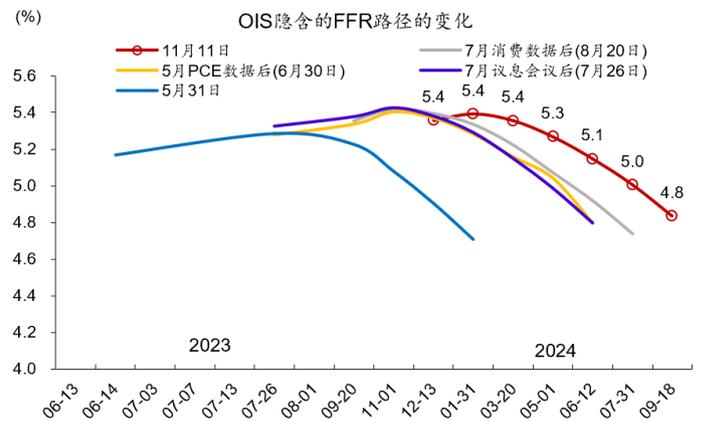
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 截至11月10日, 美联储加息概率

区间/日期	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	0	0	2	2	1	0	0	0	0	0
550-575	2	0	20	26	22	12	6	2	1	1	0
525-550	98	100	80	72	63	43	26	13	7	3	2
500-525	0	0	0	0	14	38	41	31	20	13	7
475-500	0	0	0	0	0	7	24	34	33	26	18
450-475	0	0	0	0	0	4	16	28	30	26	27
425-450	0	0	0	0	0	0	2	11	20	20	26
400-425	0	0	0	0	0	0	0	1	7	15	
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

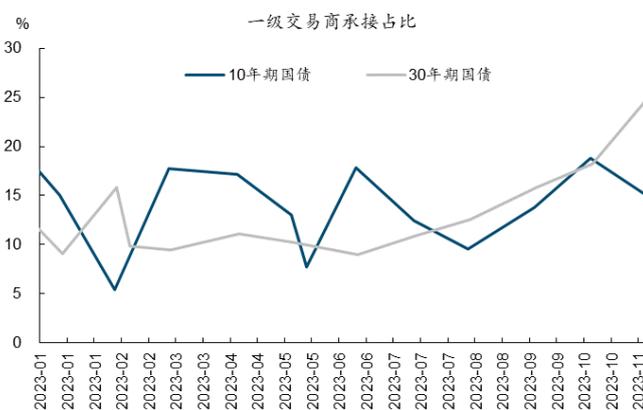
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: OIS 隐含利率预计明年6月利率降至5.1%



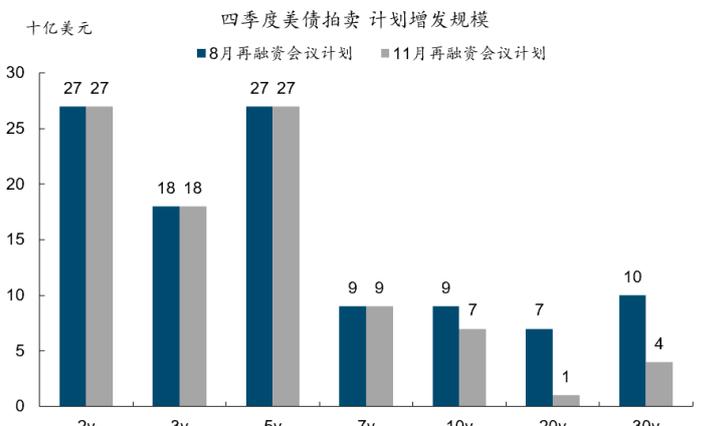
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 美国30年国债拍卖一级交易商承接占比上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国已降低30年债拍卖节奏, 但需求仍较差

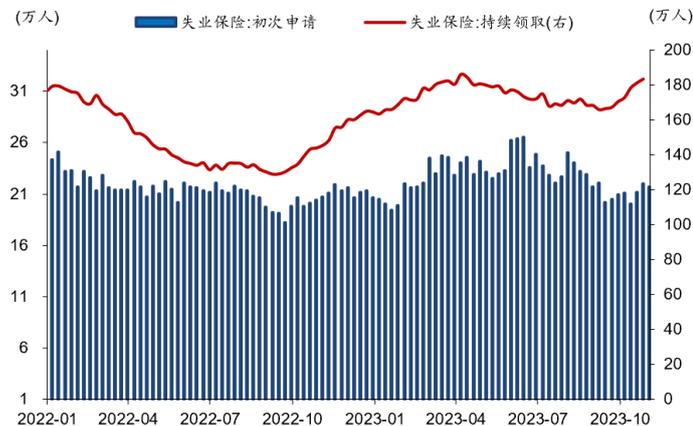


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (二) 生产与就业：美国新增职位数量下降

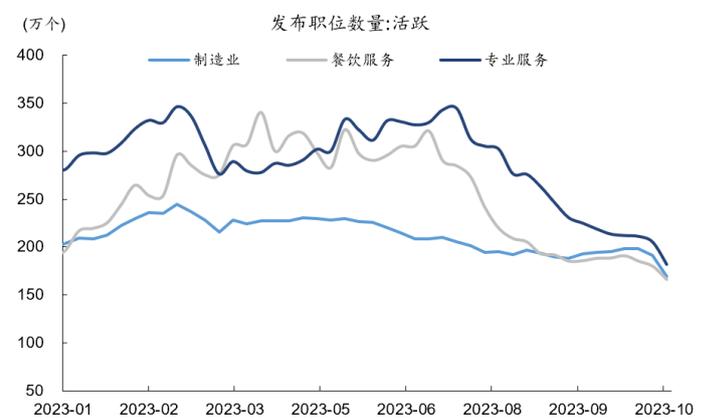
11月4日当周美国初请失业金人数13万人，前值13万人，续请失业人数217万人，前值220万人。10月30日当周新增职位数量45万，前值220万；活跃职位数量1990万，前值2277万。新增制造业职位169万个，前值191万。

图表34：美国10月21日当周初请失业13万人



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表35：美国10月30日当周新增职位数量下降

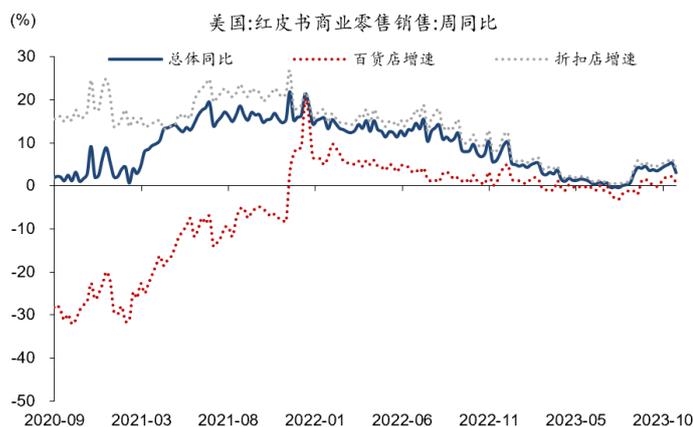


来源：Bloomberg，国金证券研究所

### (三) 消费与出行：美国红皮书零售增速下滑

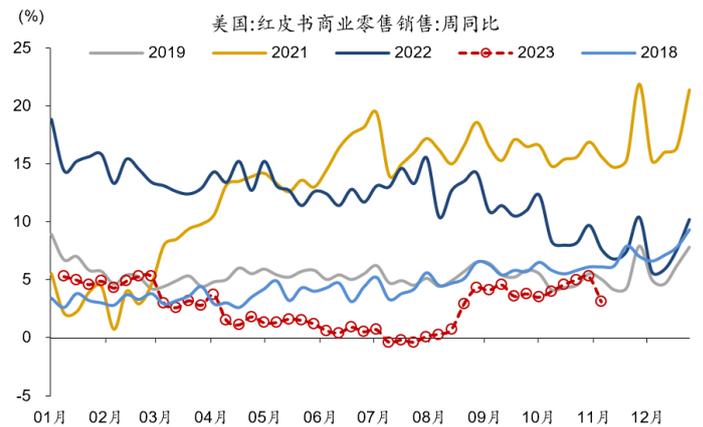
11月4日当周，美国红皮书零售增速3.1%，前值5.3%，其中百货店增速0.7%，前值2.1%，折扣店增速4%，前值6.2%。德国外出用餐人数11月9日当周同比0.3%，美国-3%，纽约拥堵指数回落，美国TSA安检人数小幅回落。

图表36：美国红皮书零售同比4.6%，前值4.0%



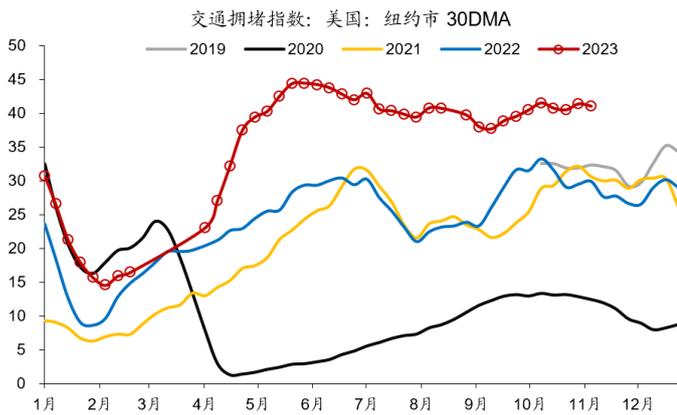
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表37：美国红皮书零售增速弱于季节性



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表38: 美国纽约交通拥堵情况回落



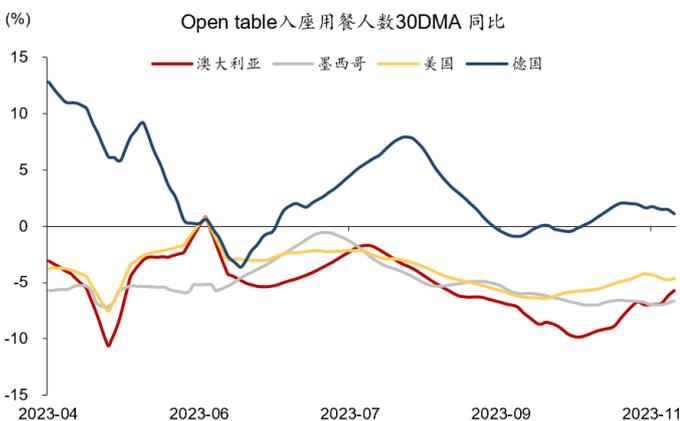
图表39: 德国航班飞行次数高于2022年



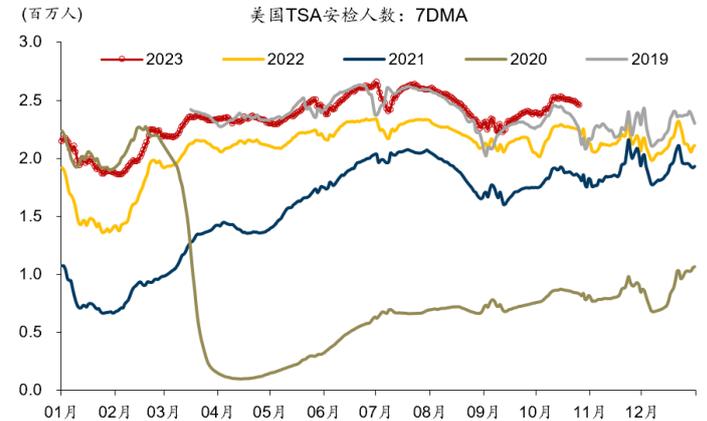
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: 德国10月外出用餐人数同比回升



图表41: 美国TSA安检人数小幅回落



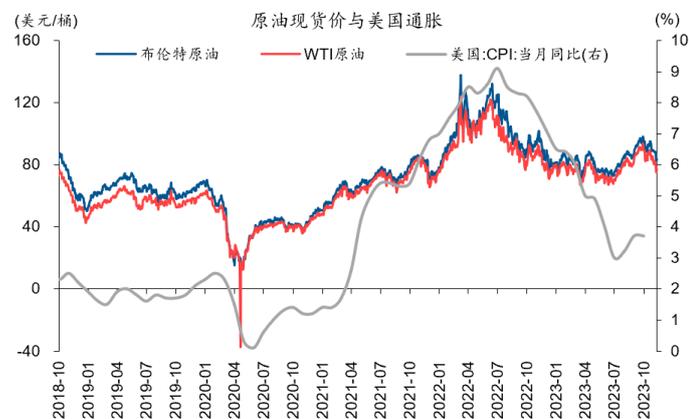
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

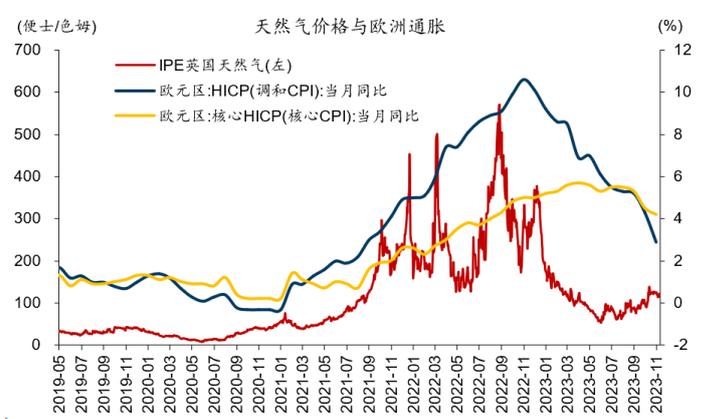
#### (四) 通胀与能源: 原油价格回落

截至11月10日, 布油录得84美元每桶, 上周88美元; WTI原油录得77美元, 上周81美元; 英国天然气录得117便士/色姆, 上周122便士。NYMEX天然气3.0美元/百万英热单位, 上周3.5美元。克利夫兰联储预计美国11月CPI同比预测值为3.2%。

图表42: 本周, 布油价格84美元, WTI价格77美元



图表43: 本周, IPE英国天然气117便士



来源: WIND、国金证券研究所

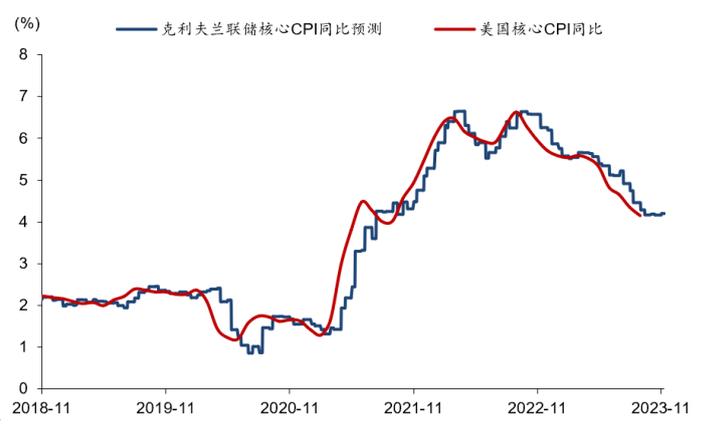
来源: WIND、国金证券研究所

图表44: 11月CPI同比预测值为3.2%



来源: WIND、国金证券研究所

图表45: 11月美国核心CPI同比预测为4.2%



来源: WIND、国金证券研究所

### (五) 地产与信贷: 美国抵押贷款利率下降

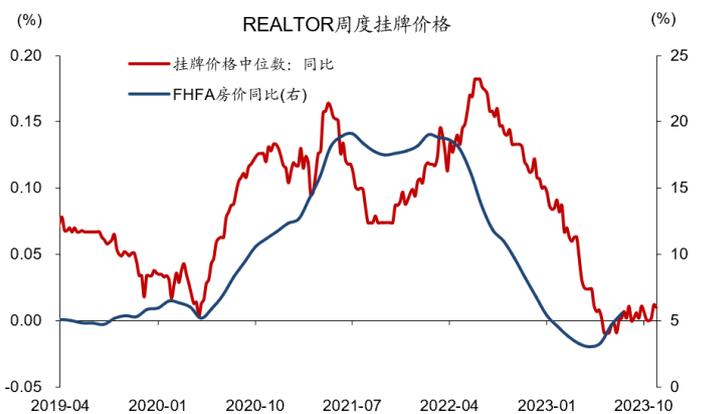
截至11月9日,美国30年期抵押贷款利率为7.5%,较9月底的7.3%上升20BP,较上周下降26BP。15年期抵押贷款利率为6.8%,较9月底的6.7%上升10BP。截至9月9日,美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

图表46: 美国30年期抵押贷款利率升至7.5%



来源: WIND、国金证券研究所

图表47: 美国二手房挂牌价增速有所反弹



来源: WIND、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结,巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动,扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为,美联储加息周期大概率已经结束。但FOMC成员对此仍存在分歧,美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声,但缩表仍在继续,实际利率仍将维持高位,银行信用仍处在收缩周期,信用风险事件发生的概率趋于上行。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402