



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 专题报告
产业经济
2023年11月16日

美国总量拐点：服务业走弱和财政的压力

2023年11月16日



证券分析师

姓名：李浩
资格编号：S0120522110002
邮箱：lihao3@tebon.com.cn

研究助理

姓名：张威震
邮箱：zhangwz5@tebon.com.cn

- 1、过去财政刺激基建和制造业，服务通胀，劳动力涨价是构建美国总量韧性的正反馈机制。
- 2、服务通胀和劳动力涨价现在大概率见顶，财政如果强刺激则经济平，财政弱则经济负反馈。
- 3、美国经济目前只有财政政策有强不确定性，对非美国国家经济有强攻击性。
- 4、商品通胀相比服务通胀对美国在全球的利润分配能力更加恶化，商品通胀加剧居民支出压力，并遏制收入增长，实际购买力下降推动储蓄率下降，提升就业意愿。同时服务业薪酬恶化，会让服务通胀下行的更明显。
- 5、9月美国的能源消费，表明美国消费已经很弱，制造业相对较强。
- 6、美国在高利率下内生性动能走弱，未来重点关注财政，整体来看美国利率上行的空间很小，下的可能性比较大。
- 7、中美关系缓和，美国财政走弱，美债利率下行，在这逻辑之下，我们看好CXO和新能源。
- 8、风险提示：美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；美联储再度加息。

目录 CONTENTS

- 01 利率结构特征，交易财政政策
- 02 美国财政压力，关注债务发行
- 03 总量拐点迹象，地产消费走弱



01

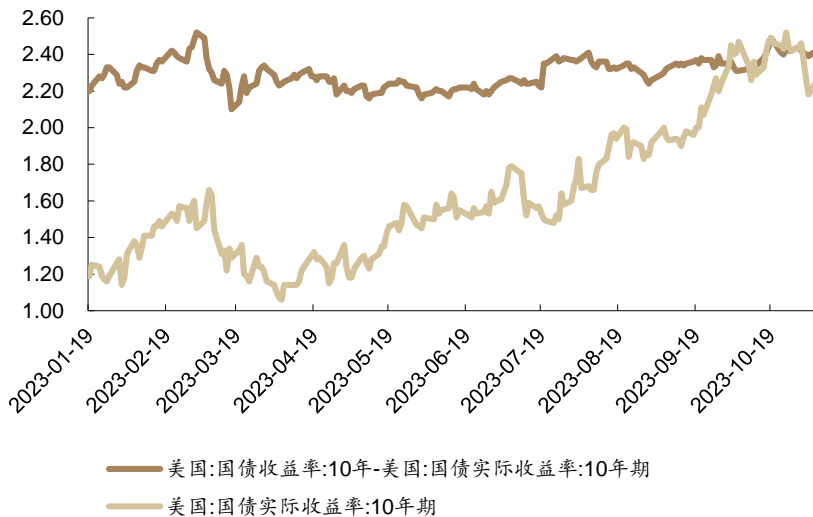
利率结构特征，交易财政政策

近期美债利率结构可能在交易财政政策

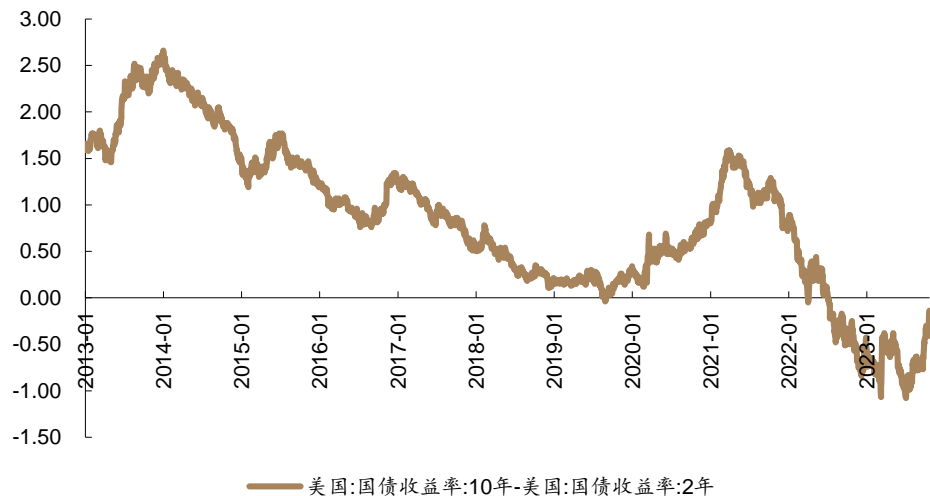
长短利率利差收敛，实际利率上升快。这个利率结构可能反应，经济本身有压力，预期发债意愿强。

- ▶ 实际利率上行更快，表明“higher for longer”中的longer部分在被定价，higher部分相对平稳。
- ▶ 10Y-2Y美债期限利差倒挂收窄，美债熊陡，投资者对于长端美债的风险补偿诉求。

通胀预期平稳



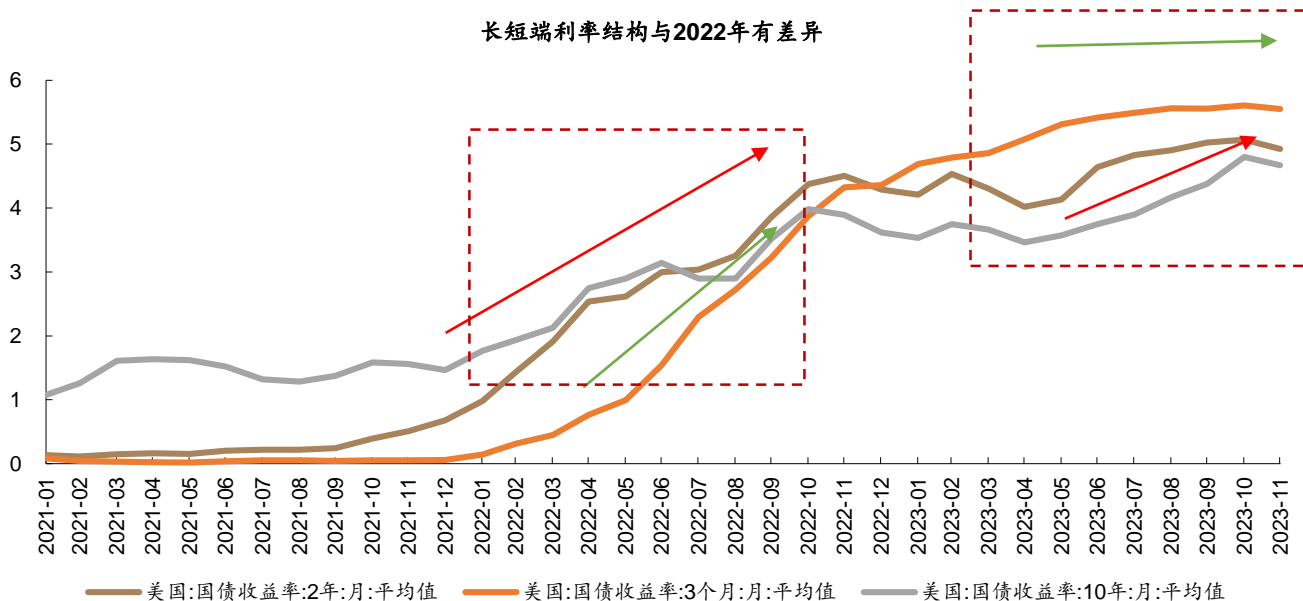
10Y-2Y美债利差倒挂收窄



此轮期限利差和2022年不同

利率结构反应美国经济短期走弱，可能预期发债压力

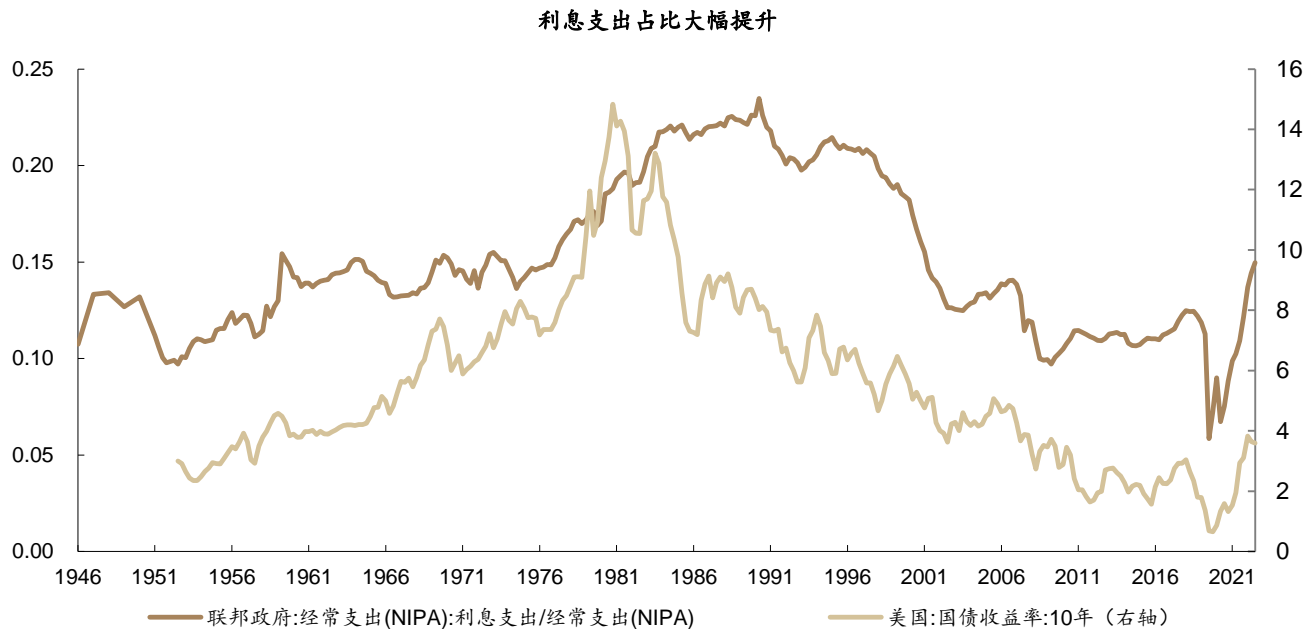
- ▶ 2022年短端利率上行更快，本轮短端利率走平。
- ▶ 本轮长短期利差倒挂收窄主要由长债供需缺口扩大导致，美债超发及惠誉下调美债评级后引起长端美债供需缺口扩大。



预计未来美国财政利息支出占比上升会更快

利息负担驱动发债

- ▶ 美国需要更多债务去偿还利息，财政支出的钱回报不足，但是这种财政政策对非美国国家有进攻性。

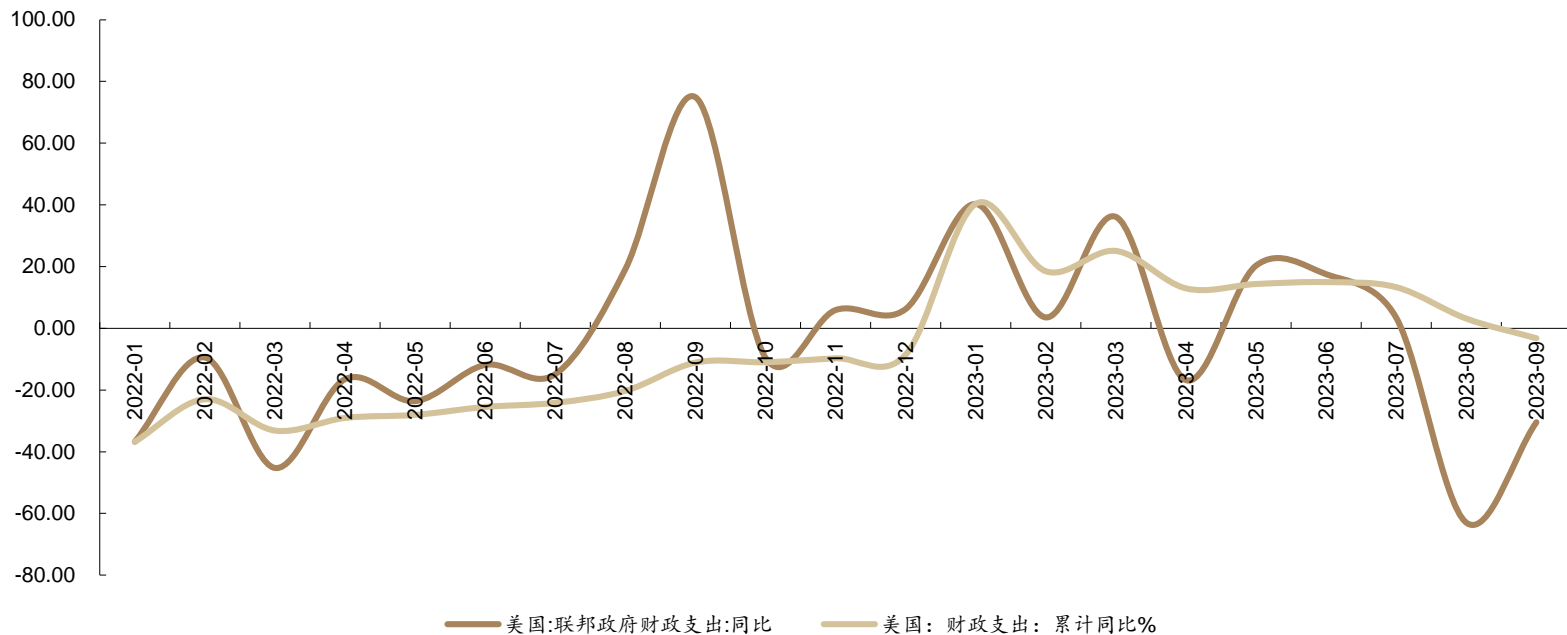


02

美国财政压力，关注债务发行

财政支出面临压力

美国财政支出增速明显下行

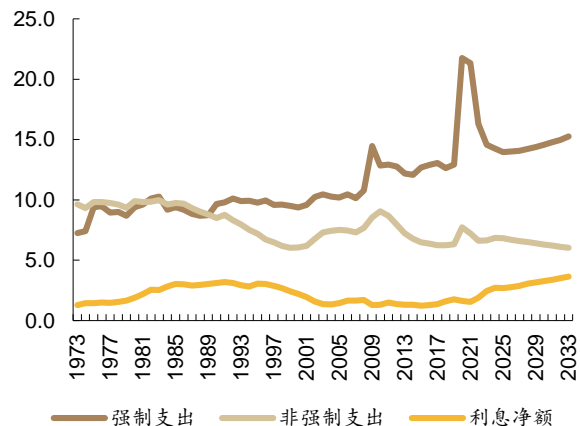


赤字扩张，催发美债

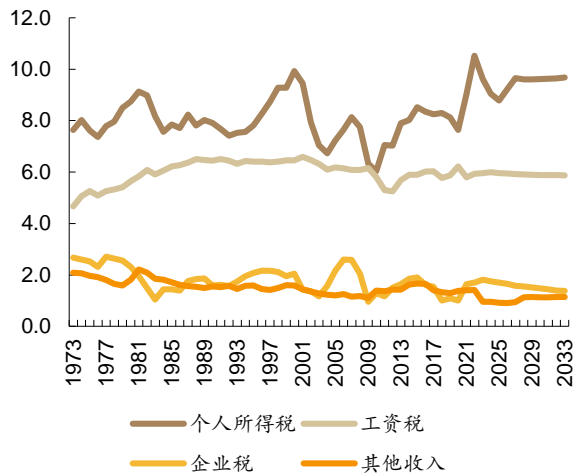
财政收支缺口扩大

▶ 强制支出上行较快，收入增长较慢，赤字率难以下行，推动债务新发。

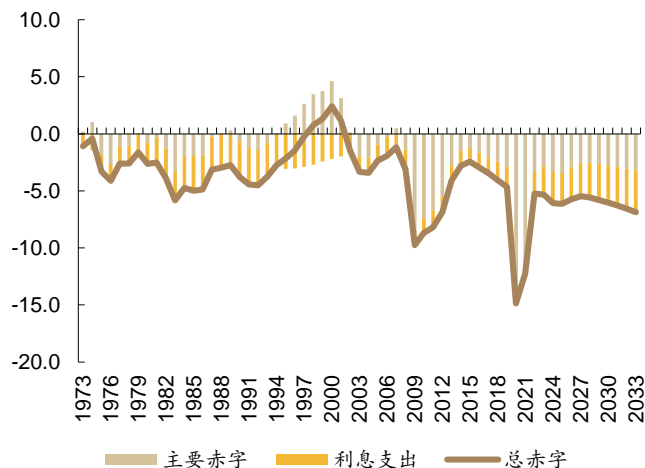
财政分项中强制支出上行不止（财政支出占比GDP%）



财政收入端未有明显增加（占比GDP%）



利息支出占比将持续提升

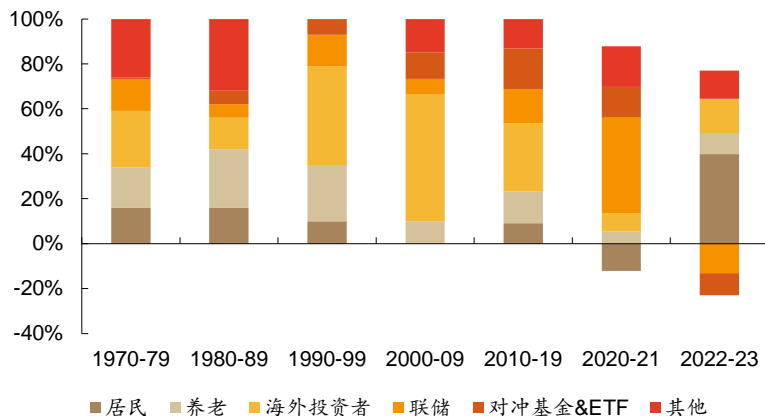


美债的国内购买结构变化

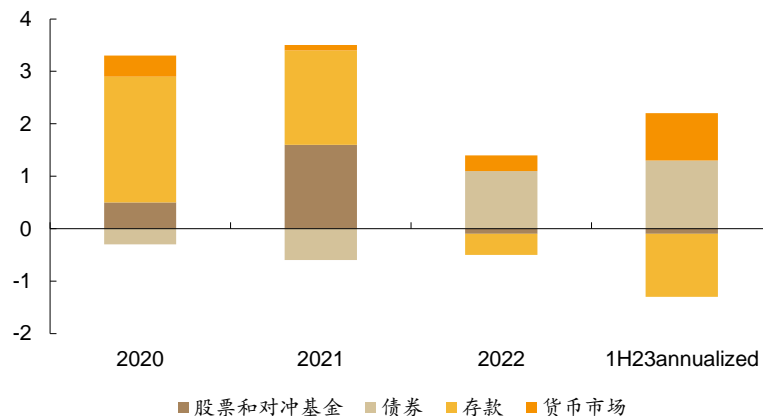
买方主体变化，推动利率上升

- ▶ 美债净买入结构中家庭占比大幅提升至73%，美联储和对冲基金反而在净流出。
- ▶ 美国家庭资产流动：流出存款和股票市场，流入债券和货币市场。也反应了投资者风险偏好下行。

美债净买入结构



美国家庭资产流动 (万亿美元)

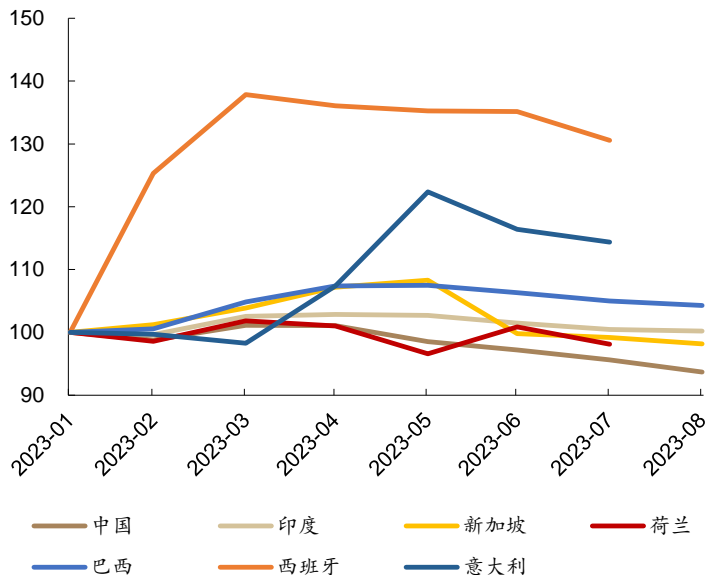


海外的美债购买主体在收缩

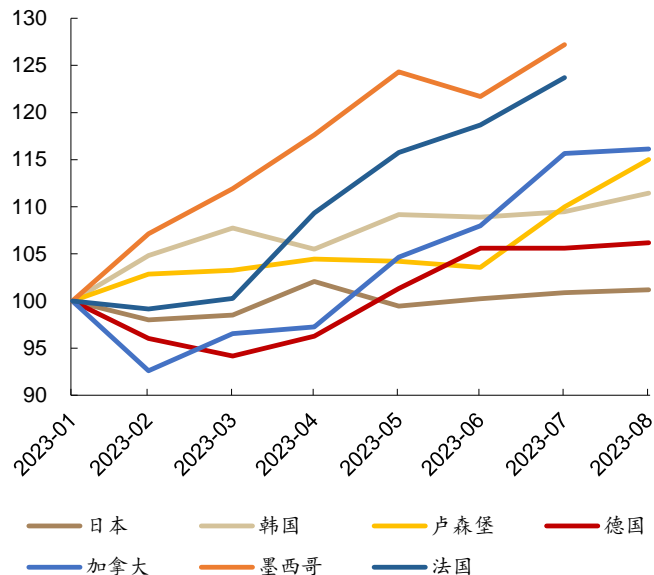
亲美经济体是美债在海外的主要购买方

国家	2020年以来持有美债规模变化	今年以来持有美债规模变化
中国		
日本		
印度		
韩国		
新加坡		
英国		
卢森堡		
德国		
荷兰		
巴西		
加拿大		
意大利		
墨西哥		
法国		
西班牙		

非亲美国国家减持美债（可比标准化处理）



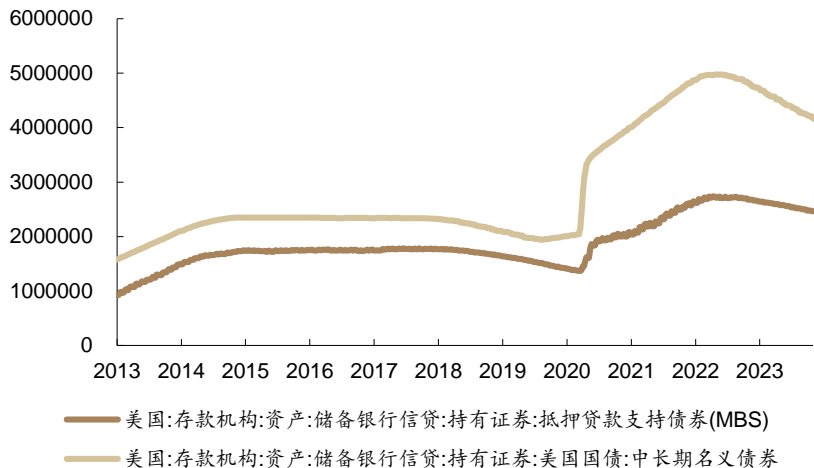
亲美国国家增持美债（可比标准化处理）



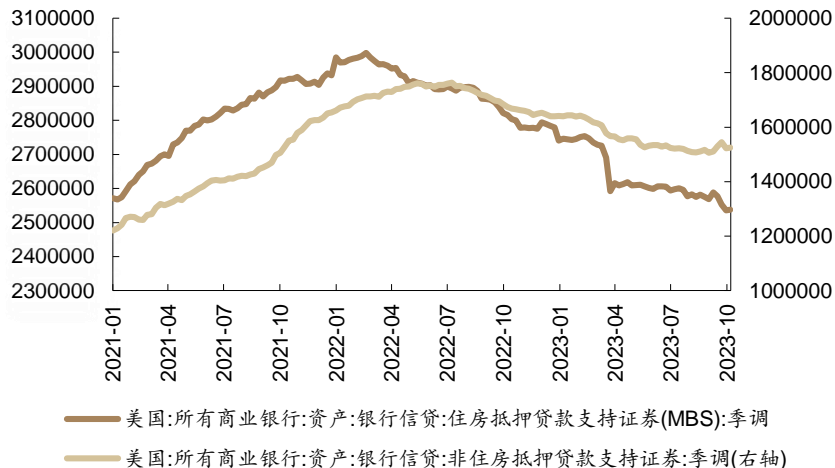
美商业银行系统性减少证券持有规模

短期变化看，好像对地产更悲观；不论是财政刺激还是联储缩表，对利率都是提振

美国存款机构的MBS和中长债持仓同步减少（百万美元）



美国商业银行减持MBS更多（百万美元）



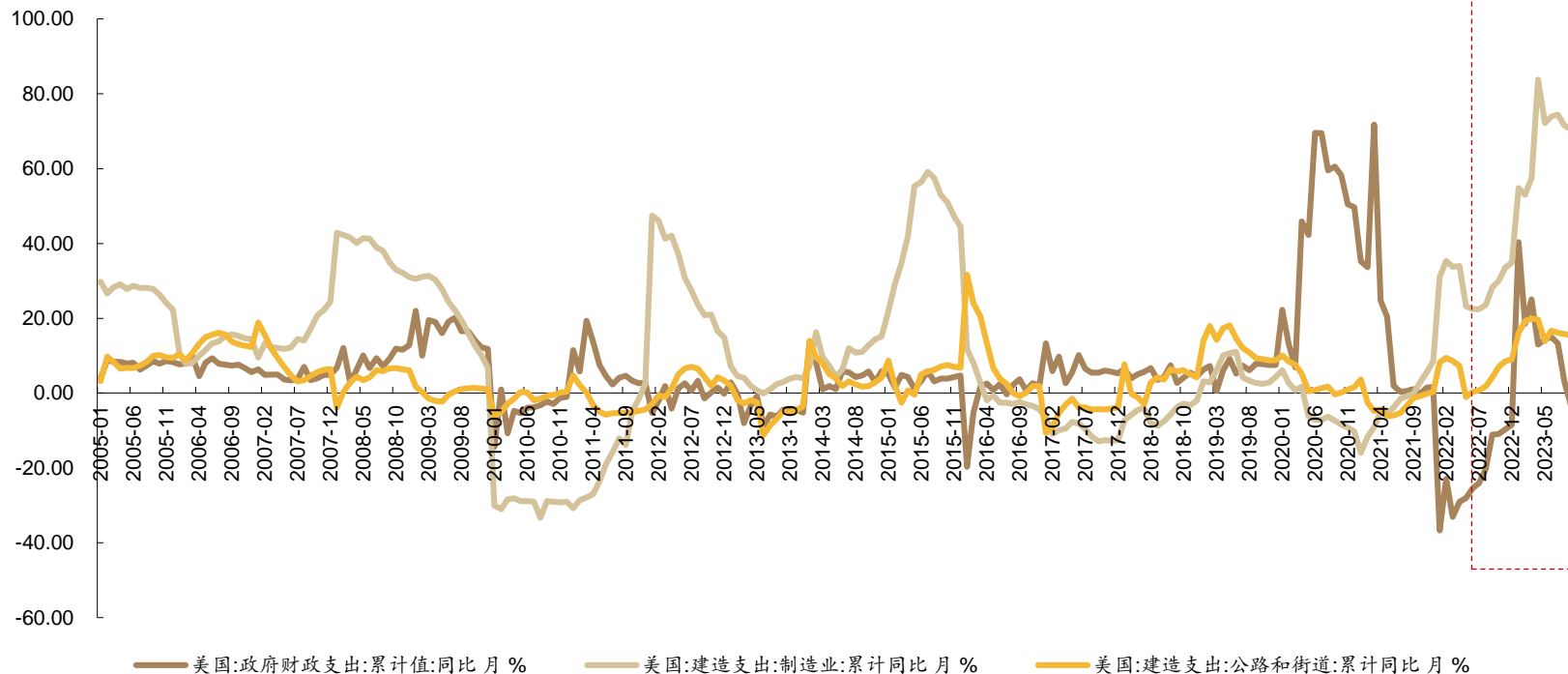
03

总量拐点迹象，地产消费走弱

美国财政从逆周期转为顺周期

美国财政逆周期发力被透支

2022年后美国财政顺周期发力

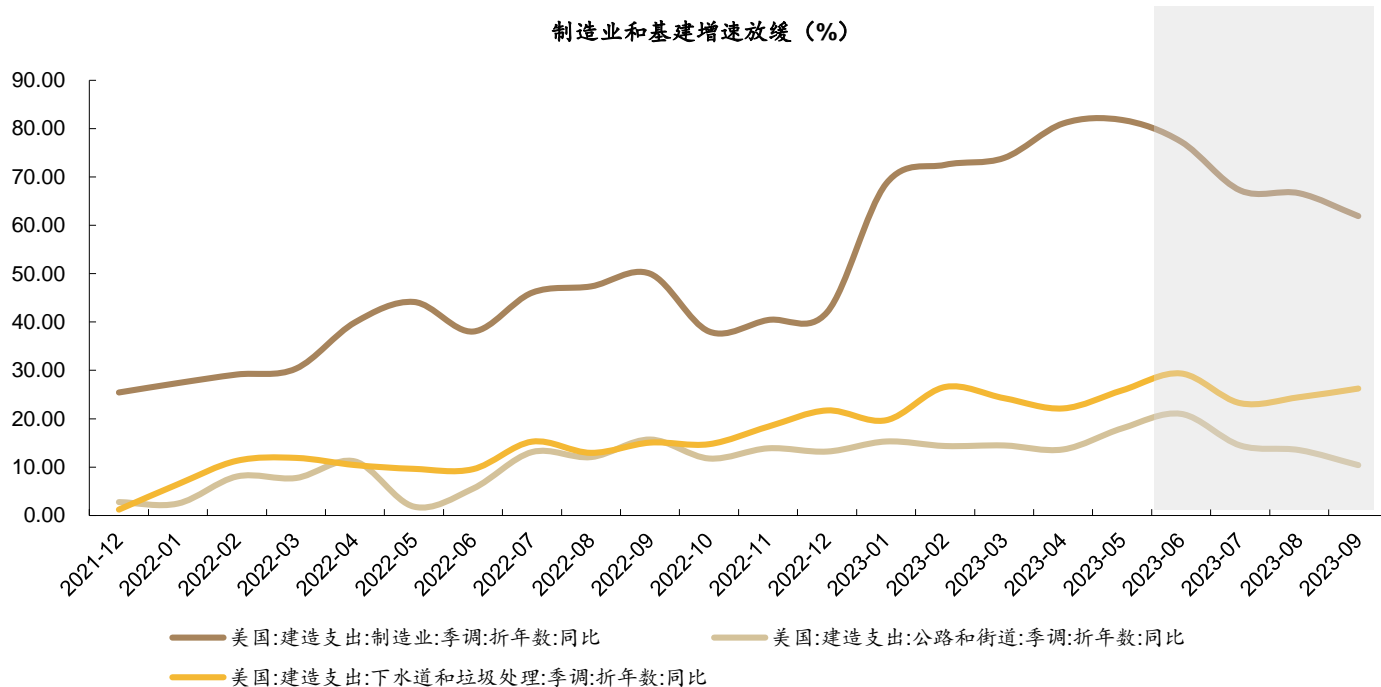


财政提前发力是由于拜登三大法案

日期和金额		拜登三大法案				
名称	《美国基础设施和就业法案》	《芯片和科学法案》		《通胀削减法案》		
日期	2021年11月15日	2022年8月9日		2022年8月16日		
总投资额（美元）	1.2万亿	2800亿		3937亿		
分项计划（美元）	道路、桥梁及重大工程	1100亿	研究开发与商业应用	2000亿	能源	2506亿
	客运和货运铁路	660亿	半导体制造、研发、劳动力发展	527亿	制造业	470亿
	机场、港口和水路	420亿	芯片制造税收减免	240亿	环境	464亿
	公共交通	390亿	尖端技术和无线供应链的项目	30亿	交通和新能源汽车	234亿
	EV基础设施、公交	150亿			农业	209亿
	道路安全	110亿			水资源	47亿
	社区基建	10亿				
	电力设施和电网	730亿				
	宽带	650亿				
	水利基建	550亿				
	环保	470亿				
	环境修复	210亿				
	其他	5亿				

制造业和基建投资增速放缓

财政支出压力下制造业和基建投资增速放缓

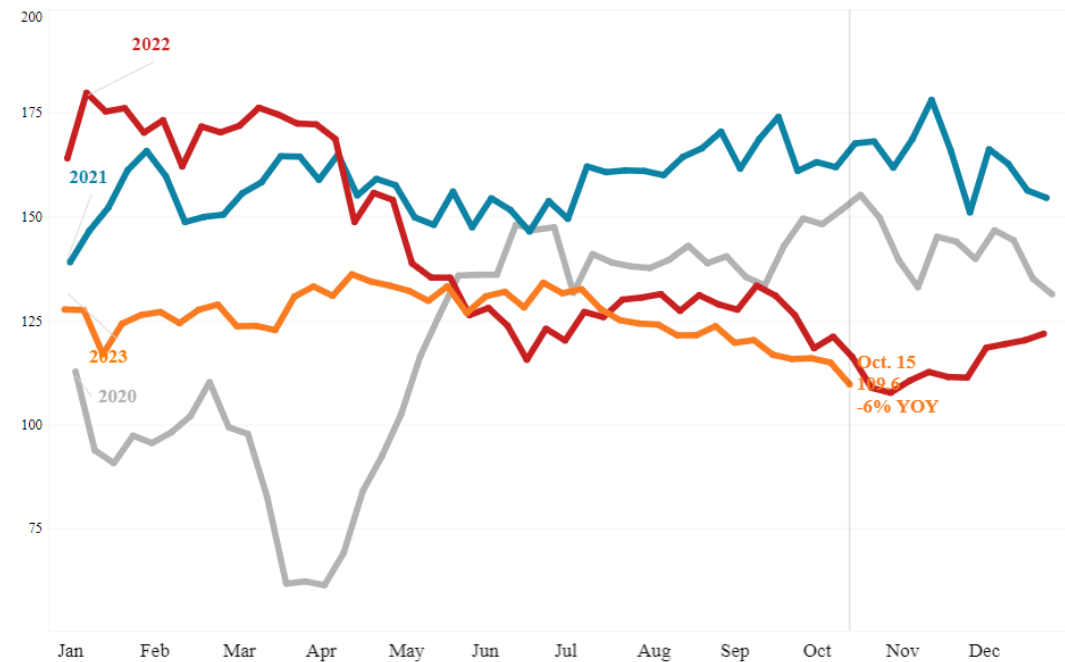


地产需求开始走弱

10月购房者需求指数延续下行，同比-6%

Redfin Homebuyer Demand Index -6% Year Over Year

Weekly value of Redfin's seasonally adjusted homebuyer demand index based on requests for home tours & other homebuying services. 100 = Jan-Feb 2020



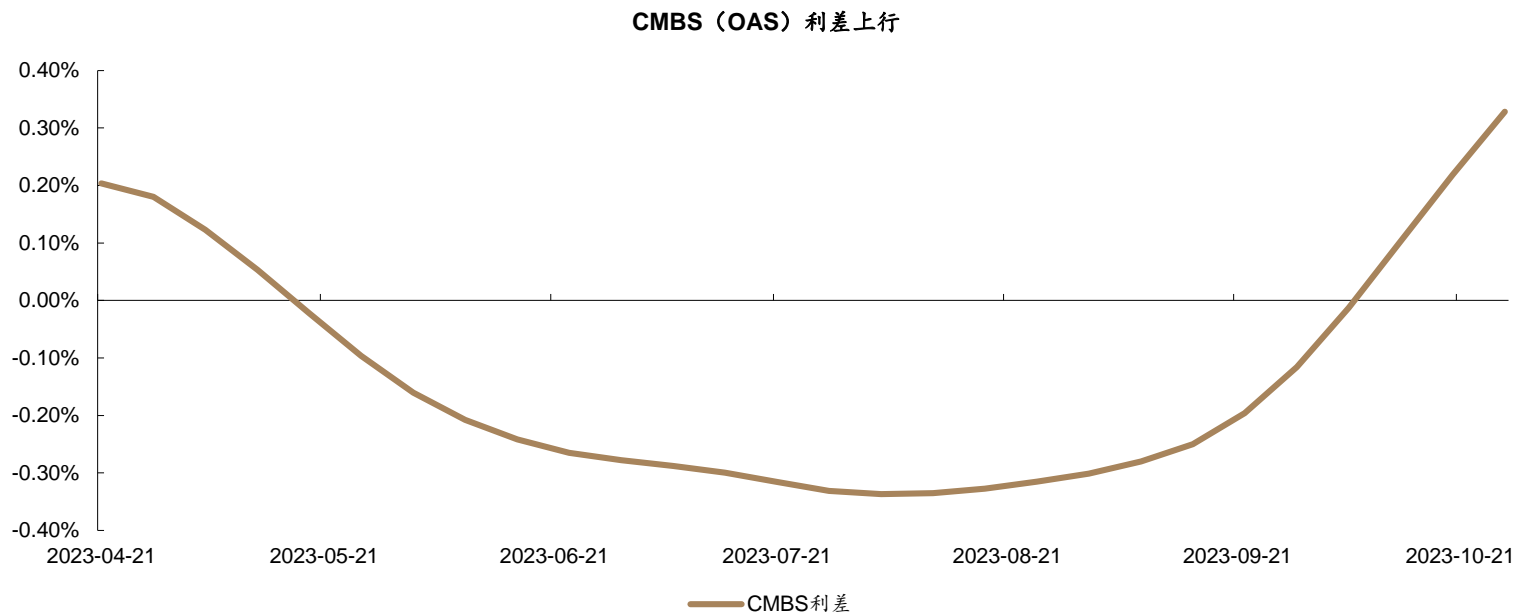
Source: Requests for home tours and other services from Redfin agents

REDFIN

地产信用利差回升

居民收入增速放缓，实际购买力下降，高利率下的地产存在风险

- ▶ 3-5年期AAA级商业不动产抵押贷款支持证券（CMBS）的OAS利差上行，地产行业金融压力较大。



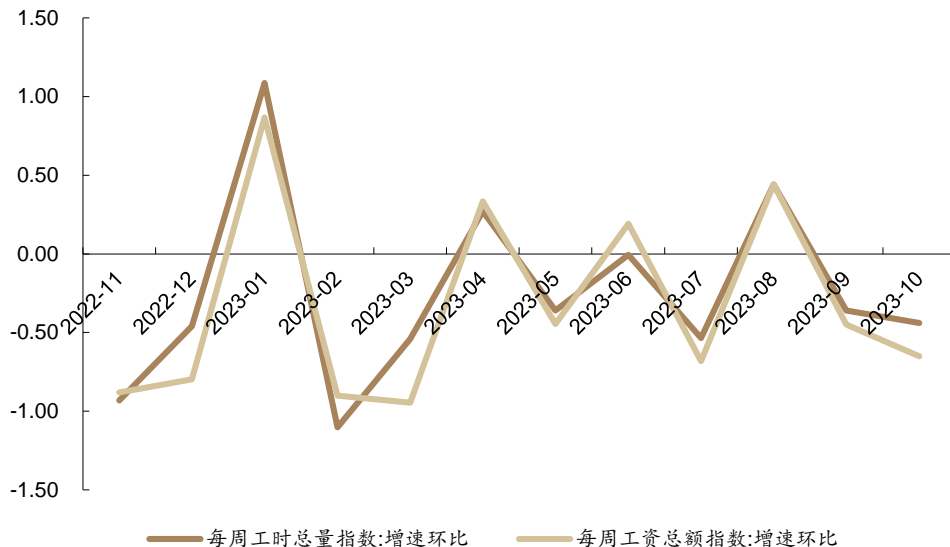
工时和工资增速下降

但工资降速更快

- ▶ 长期看工时和工资增速都在下降，工资下降的比工时快，说明单位时薪下降。
- ▶ 9-10月份工资增速回落，工时增速同步回落，结合通胀，美国劳动力市场系统性走弱的概率加大。

美国:私人非农企业全部员工	每周工时总量指数:同比%	每周工资总额指数:同比%
2022-10	3.81	8.90
2022-11	2.88	8.02
2022-12	2.42	7.22
2023-01	3.51	8.09
2023-02	2.40	7.18
2023-03	1.86	6.24
2023-04	2.13	6.57
2023-05	1.77	6.13
2023-06	1.77	6.32
2023-07	1.23	5.64
2023-08	1.67	6.08
2023-09	1.31	5.63
2023-10	0.87	4.98

工资下降比工时下降更快 (%)

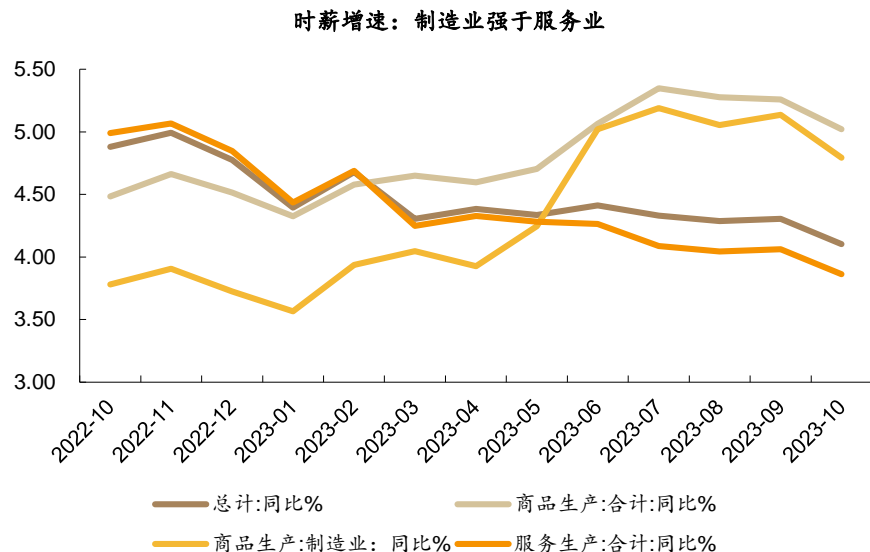


制造业时薪增速强于服务业

但当前制造业时薪增速也开始下行

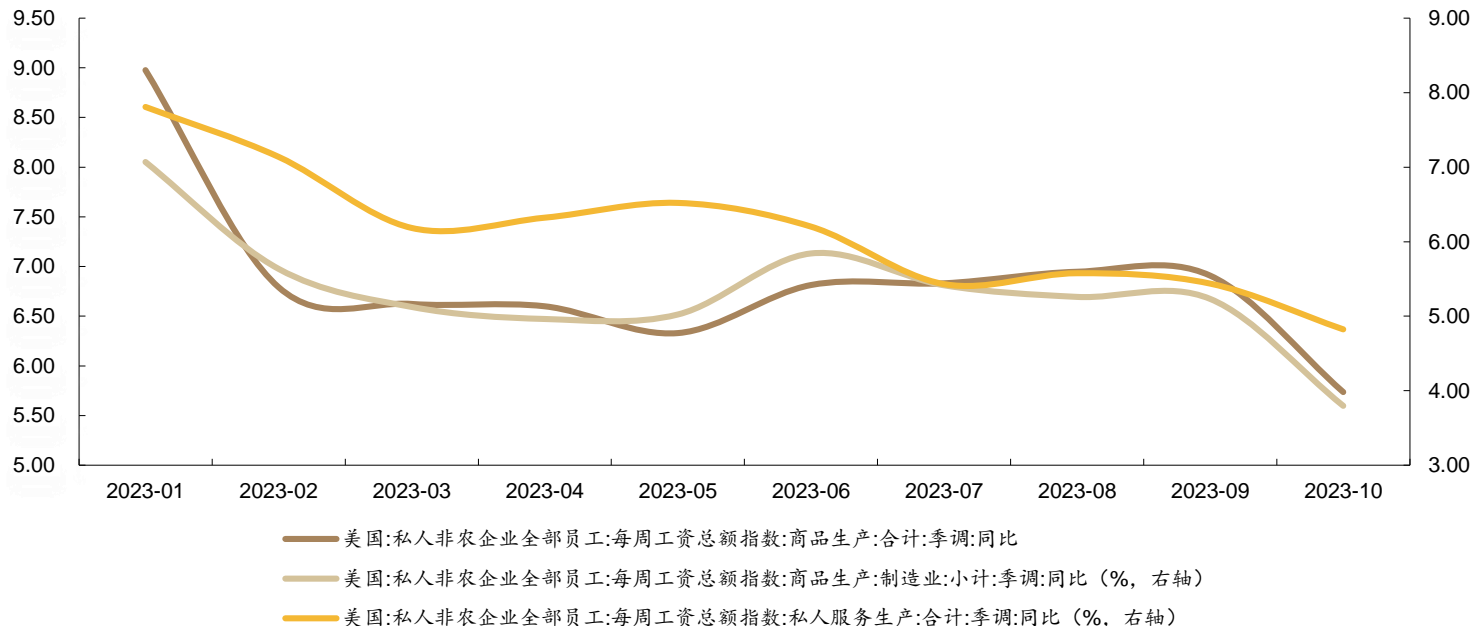
▶ 从时薪增速看，制造业强服务业弱，服务业权重太大，所以整体时薪走弱。

美国：私人非 农企业全部员 工：平均时薪	总计：同比%	商品生产： 合计：同比%	商品生产：制 造业：同比%	服务生产： 合计：同比%
2022-10	4.88	4.48	3.78	4.99
2022-11	4.99	4.66	3.90	5.07
2022-12	4.77	4.51	3.72	4.85
2023-01	4.39	4.33	3.56	4.44
2023-02	4.68	4.58	3.94	4.69
2023-03	4.30	4.65	4.05	4.25
2023-04	4.38	4.59	3.92	4.33
2023-05	4.34	4.70	4.24	4.28
2023-06	4.41	5.06	5.02	4.26
2023-07	4.33	5.35	5.19	4.09
2023-08	4.29	5.28	5.05	4.04
2023-09	4.30	5.26	5.13	4.06
2023-10	4.10	5.02	4.79	3.86



总薪酬来看，服务业弱，最终会拖累制造业

服务业薪资走弱，最终传导至制造业薪资增速

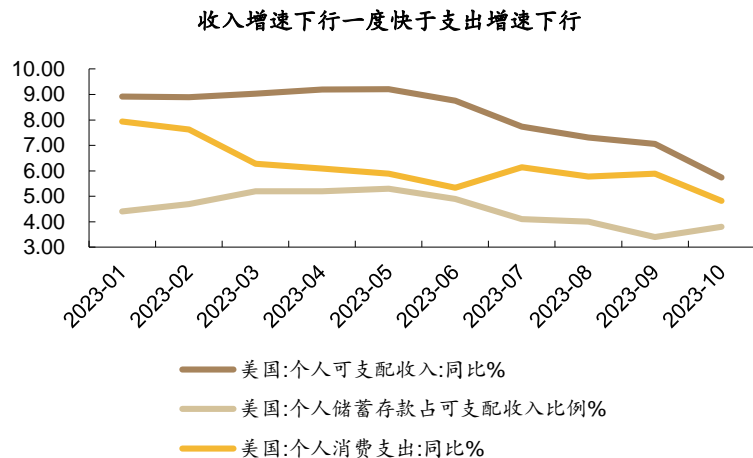


收入增速回落快于支出增速回落

消费增加未带动时薪增长

- ▶ 7月-9月储蓄率下降，工作意愿会增加，与工时降速较慢吻合。9月收入增速放缓，支出增速上升，是储蓄率下降的原因，隐含有通胀因素。商品通胀压力上升，会加剧美国利润分配的恶化，进而弱化居民实际购买能力。
- ▶ 为了维持收入增长和购买力，工作时间增加，劳动力单价会有进一步压力。劳动力通胀走弱，可能会进入负反馈。

	美国:个人可支配收入:同比%	美国:个人储蓄存款占可支配收入比例%	美国:个人消费支出:同比%
2022-10	4.29	3.00	7.83
2022-11	4.22	3.30	6.87
2022-12	4.48	3.40	6.81
2023-01	8.92	4.40	7.94
2023-02	8.89	4.70	7.63
2023-03	9.03	5.20	6.27
2023-04	9.19	5.20	6.08
2023-05	9.20	5.30	5.88
2023-06	8.76	4.90	5.33
2023-07	7.73	4.10	6.14
2023-08	7.31	4.00	5.78
2023-09	7.06	3.40	5.89
2023-10	5.74	3.80	4.82

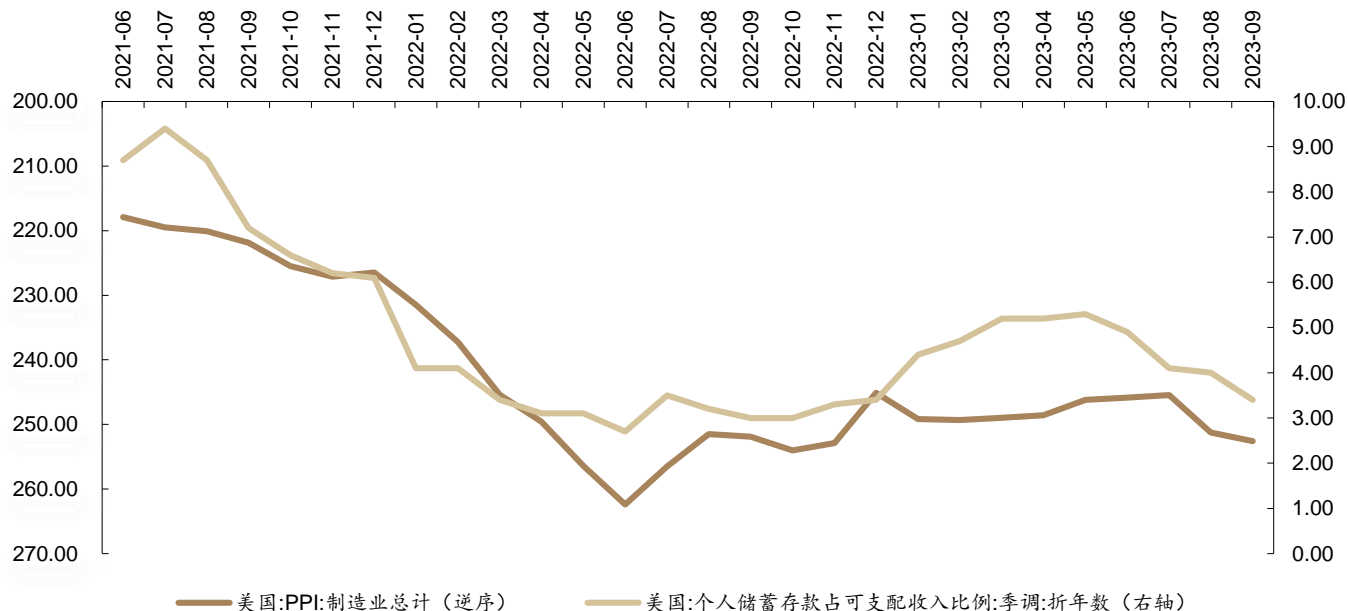


商品通胀推动购买力下行

本质是美国在全球利润分配的恶化

- ▶ 预计服务业通胀恶化的不会太明显，商品通胀压力会反应到居民收支，然后向就业意愿传导（非农一度超预期的原因），进而影响劳动力市场的量价关系。

商品通胀抑制居民收入

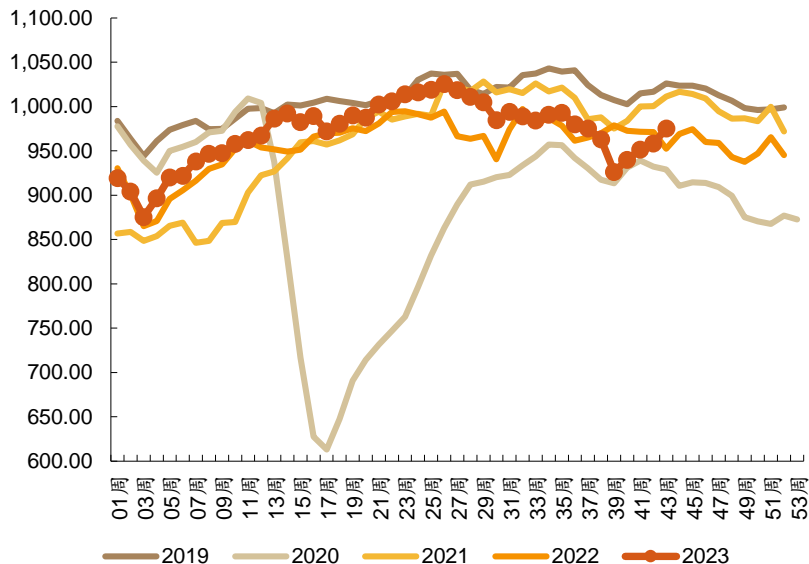


从美国能源消费结构看，居民消费较弱

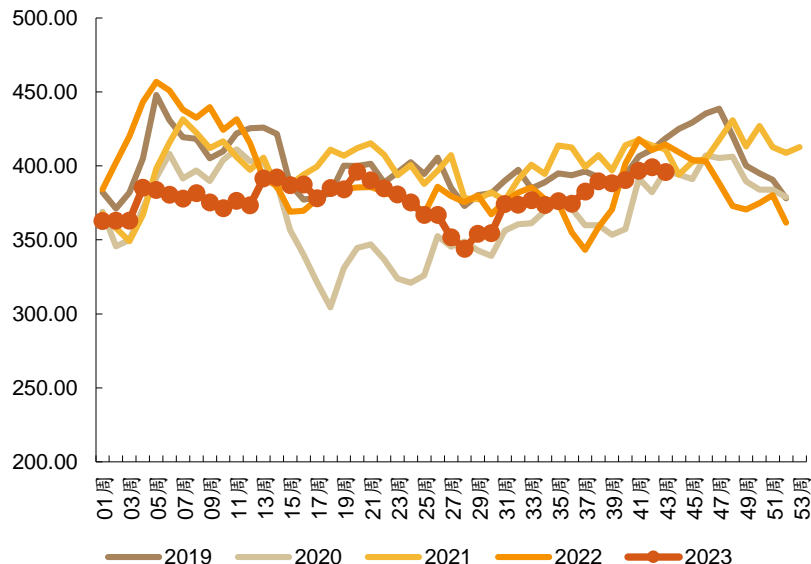
汽油消费代表居民，柴油代表工业需求，这与美国制造业和服务业薪酬差异吻合

- ▶ 车用汽油需求一度跌至疫情蔓延的2020年的水平，反观柴油表需稳中有升。

车用汽油产量引申需求：美国：4周MA（万桶/日）



柴油表需：美国：4周MA（万桶/日）

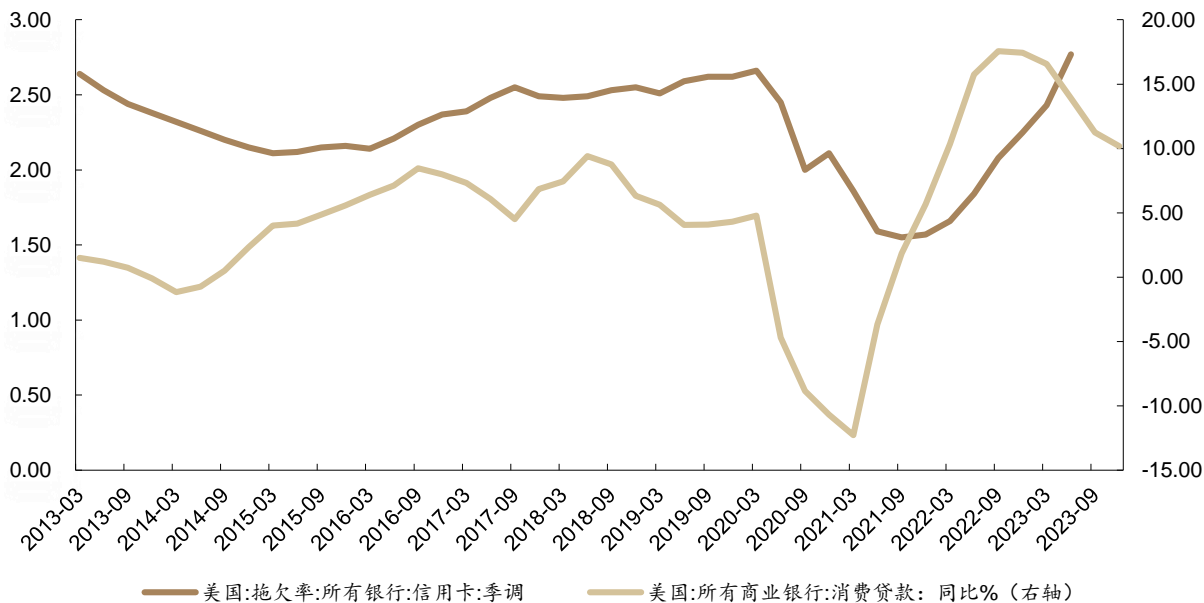


消费边际走弱

从信用卡高频数据也可验证，美国消费并不强

- ▶ 信用卡消费贷金额增速下行，拖欠率上行，反应居民消费走弱。

信用卡消费贷增速放缓，拖欠增加



- 1、美国就业超预期改善
- 2、中美关系改善不及预期
- 3、美联储再度加息

信息披露

分析师与研究助理简介

李浩，德邦证券产业经济首席分析师，曾就职武钢股份、国海证券、上海证券，十年央企工作经验、三年黑色周期行业研究经验、三年策略研究经验。在央企十年的工作历程中，曾从事技术、营销、投资、国际公共关系及法务与金融投资的相关环节工作，造就了注重胜率为导向的研究特色。2022年11月加入德邦证券研究所。

张威震，德邦证券产业经济研究助理，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。研究方向：科技产业细分赛道研究。曾担任四大战略咨询顾问、消费电子上市公司战略研究总监，3年行业与产业研究经验。2022年10月加入德邦证券。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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。

免责声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

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范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128