

财政高赤字及财富效应难以支撑美国经济

——美国经济再观察（二）

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

专题内容摘要

我们维持下半年美国经济温和放缓的判断。虽然强财政是美国经济确定性的支撑因素，但即使美国国会预算办公室调高赤字率的预测，近期的经济数据显示美国经济已然放缓。实际上，受到限制性货币政策等因素的影响，美国消费、收入放缓正在彼此加强。而历史经验显示，联储利率处于高点的后半阶段，股市楼市回调风险上升；考虑到对超额储蓄测算的不确定性，我们认为财富效应也难以继续对美国经济构成支撑。

➤ 财政或继续确定性地对经济产生支撑

财政支出仍是较为确定的经济支持项。由于强制性支出向下调整困难以及恰逢美国大选年，今年财政仍然会持续高支出。美国国会预算办公室 2024 年 6 月将 2024 年的赤字预测上调到 1.9 万亿美元，赤字率为 7%。惠誉预测，2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%，2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。

➤ 财政赤字来源于支出和利息的高增长

财政赤字维持高位的原因主要在于支出的高增长，主要是强制性的支出以及利息，财政收入事实上增长还略高于历史平均值。另外，大选年中的财政支出一般高于非大选年，其中民主党总统在任的大选年中支出水平低于共和党总统。

➤ 超额储蓄持续消耗

随着收入增长的下行以及超额储蓄的消耗，消费整体或走弱，耐用品的消费已经开始负增长。假设储蓄率的均衡水平等于 2009-2019 年的平均水平略高于 6%，那么超额储蓄还没有花完，还剩 1.4 万亿美元，但是也消耗近半，顶点约 2.5 万亿美元。但若按照趋势增长的储蓄率假设计算，那么在 2023 年年初超额储蓄就已经花完了。

➤ 财富效应面对不确定性

美联储这轮周期利率在 2023 年 7 月达到顶点，目前已经持续了 12 个月，目前已经位于利率平台期的后半段。股市和楼市的增速或下降，并且有回调的风险。Horstmeyer 等(2023)研究了过去 50 年不同资产类别在美联储停止加息并维持利率稳定三个月或更长时间的高峰与平台时期的回报，他们发现在这 50 年期间大部分资产收益实现在利率平台期的前半段。

风险提示：美联储超预期紧缩的风险，通胀回落不及预期的可能。

相关报告

- 1、《制造业产出或保持平稳：——对 6 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望》2024.07.02
- 2、《美国信用卡逾期率和失业率上行：——美国经济的再观察(一)》2024.06.29

正文目录

1. 财政赤字率或达到 7%	4
1.1 今年的赤字率或达到 7%	4
1.2 高财政支出主要来自强制支出项	6
2. 收入、超额储蓄和财富效应的支撑或走弱	12
2.1 储蓄消耗或带动消费走弱，收入增长也已放缓	12
2.2 财富效应或减弱	23
3. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 美国财政赤字/GDP	5
图表 2: 美国财政赤字(亿美元)	5
图表 3: 美国年度财政赤字/GDP	5
图表 4: 美国财政收入和支出(亿美元)	6
图表 5: 美国财政收入和支出/GDP	7
图表 6: 美国财政分项支出/GDP	8
图表 7: 美国财政分项收入/GDP	8
图表 8: 美国社保和医保/GDP	9
图表 9: 美国社保和医保(亿美元)	9
图表 10: 美国利息支出和名义 GDP 增长	10
图表 11: 总赤字、利息支出和基本赤字	10
图表 12: 美国联邦政府利息支出(亿美元)	11
图表 13: 美国大选年财政支出和收入情况	12
图表 14: 美国大选年分党派财政支出和收入情况	12
图表 15: 增长储蓄率假设(%)	13
图表 16: 固定储蓄率假设(%)	13
图表 17: 两者不同储蓄率假设下的超额储蓄(万亿美元)	14
图表 18: 不同收入分位数对超额储蓄总额的贡献(十亿美元)	15
图表 19: 美国 GDP 分项的占比(%)	16
图表 20: 美国储蓄率(%)	16
图表 21: 2020 纳税年度的个人收入来源(十亿美元)	17
图表 22: 美国名义个人可支配收入(十亿美元)	18
图表 23: 美国实际个人可支配收入(十亿美元)	18
图表 24: 美国个人可支配收入同比和失业率	18
图表 25: 美国个人收入的主要分项占比	19
图表 26: 美国个人总收入和雇员报酬同比	19
图表 27: 美国个人转移支付收入占总收入的比例	20
图表 28: 个人总收入和财产性收入同比	20
图表 29: 服务业和制造业 PMI 就业分项和失业率(%)	21
图表 30: 耐用消费品同比	22
图表 31: 非耐用消费品同比	22
图表 32: 耐用消费品和非耐用消费品的比	23
图表 33: 2019 年以来的财富增值(亿美元)	24
图表 34: 2019 年以来的人均财富增值(美元)	24
图表 35: 三大股票指数近 3 年回报	25
图表 36: S&P/Case-Shiller 美国房价指数房价涨幅	25
图表 37: 利率顶点期的回报(%)	26

图表 38: 美股三大指数累计回报.....	26
图表 39: 市盈率.....	26

1. 财政赤字率或达到 7%

本轮周期中积极的财政政策是通胀上行的重要原因之一，从美联储 2022 年 3 月开启加息对抗通胀以来，美国经济是否会再通胀是限制美联储降息的最重要因素之一。我们在《美国通胀回落：从供给改善到需求走弱——美国再通胀研究》的分析显示美联储的货币政策从 2023 年 2 季度开始或已具有限制性。

财政支出仍是较为确定的经济支持项。根据美国国会预算办公室的估计，2024 年的财政赤字率或达到 7%。由于强制性支出向下调整困难以及恰逢美国大选年，今年财政仍然会持续高支出。但正如我们《美国信用卡逾期率和失业率上行——美国经济的再观察(一)》所观察到的那样，总需求似乎大趋势仍在走弱，财政的支持只是使得需求走弱的斜率不太陡峭。

1.1 今年的赤字率或达到 7%

今年美国的财政支出强度或仍维持高水平。美国国会预算办公室 2024 年 6 月将 2024 年的赤字预测上调到 1.9 万亿美元，赤字率为 7%。惠誉预测，2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%，2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。

1.1.1 目前的政府支出仍高

美国的财政赤字目前仍然维持在较高水平，2024 年 5 月的财政赤字仍然有 6.1%。而且在可预见的未来，美国财政赤字并不会大幅下降，财政支出仍然将维持较高的水平。美国国会预算办公室 2024 年 6 月将 2024 年的赤字预测上调到 1.9 万亿美元，赤字率为 7%¹。但和疫情期间相比，财政支出的强度也还是显著回落了。

为了应对疫情的冲击，美国进行了强力的财政刺激。美国的财政支出在疫情后明显超出了疫情前的趋势水平。2020 年为了应对疫情冲击，美国财政政策的支出力度非常大，共推出五轮财政刺激法案，总金额达 3.8 万亿美元，其中接近 3 成直接针对居民部门，即超过 1 万亿美元。财政支出规模一个季度中一度达到了接近 GDP 的 14%。财政赤字在 2020 年高达 3.1 万亿美元，较 2019 年增长超过 2 倍。随着疫情影响的减弱，财政赤字在 2021 和 2022 年明显回落，但是 2022 年的财政赤字也仍然达到了

¹ <https://www.cbo.gov/publication/60039>

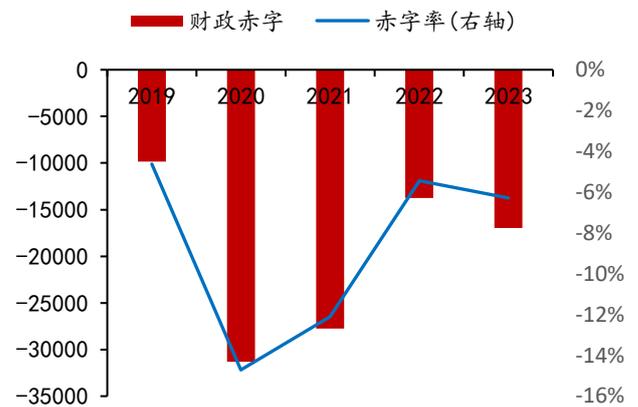
1.4 万亿美元，相对于 2019 年的水平增长了接近 40%。2023 年财政赤字又再次增长，达到 1.7 万亿美元。

图表1：美国财政赤字/GDP



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国财政赤字(亿美元)

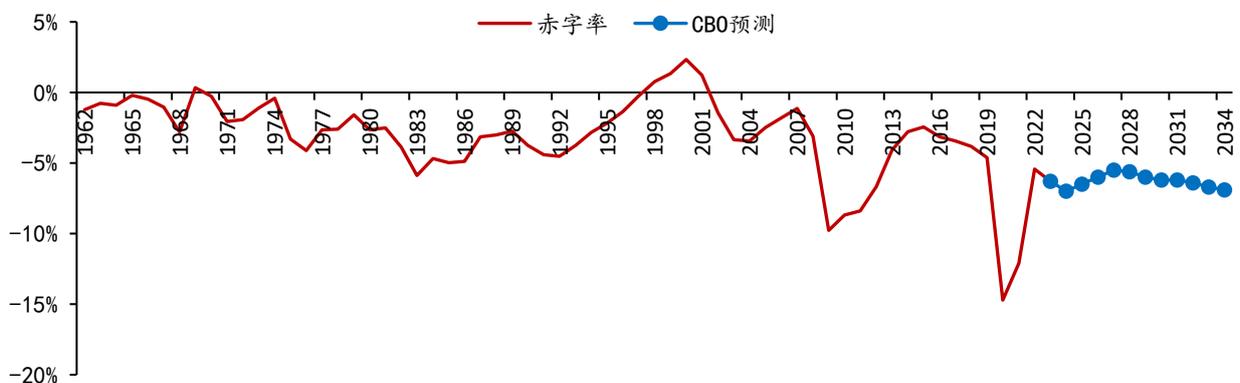


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.2 国会预算办公室的预测

根据美国国会预算办公室 2024 年 6 月更新的估计，他们预计美国 2024 年的财政赤字将占 GDP 的 7%，高于 2023 年 6.3% 的水平。到 2034 年，美国的财政赤字率几乎会维持在相同的水平，10 年平均的财政赤字率为 6.3%。

图表3：美国年度财政赤字/GDP



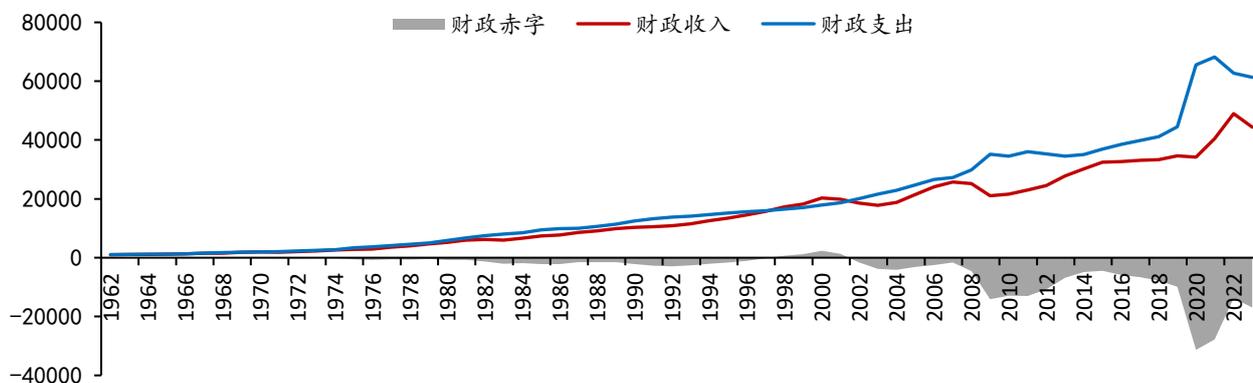
资料来源：Wind，CBO，国联证券研究所整理

1.1.3 惠誉的预测

惠誉在 2023 年 8 月下调了美国的主权评级，认为美国的财政支出未来仍将维持较高。惠誉预测，2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%，2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。更大的赤字将由 2024 年 GDP 增长疲软、更高的利息负担以及 2024-2025 年 1.2% 的州和地方政府赤字（与近 20 年历史平均水平一致）推动。预计到 2025 年，因为与疫情前相比，债务水平更高，利率持续更高，利息收入比将达到 10%（相比之下，惠誉评级“AA”的中位数为 2.8%，“AAA”中位数为 1%）²。

惠誉认为，在过去 20 年中，美国包括财政和债务问题在内的治理标准一直在稳步恶化。一再出现的债务上限政治僵局和最后一刻的决议削弱了人们对财政管理的信心。此外，与大多数同样评级的其他国家不同，美国政府缺乏中期财政框架，预算编制过程复杂。这些因素，加上几次经济冲击、减税和新的支出举措，导致了过去十年中债务的连续增加。

图表4：美国财政收入和支出(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.2 高财政支出主要来自强制支出项

财政赤字维持高位的原因主要在于支出的高增长，主要是强制性的支出以及利

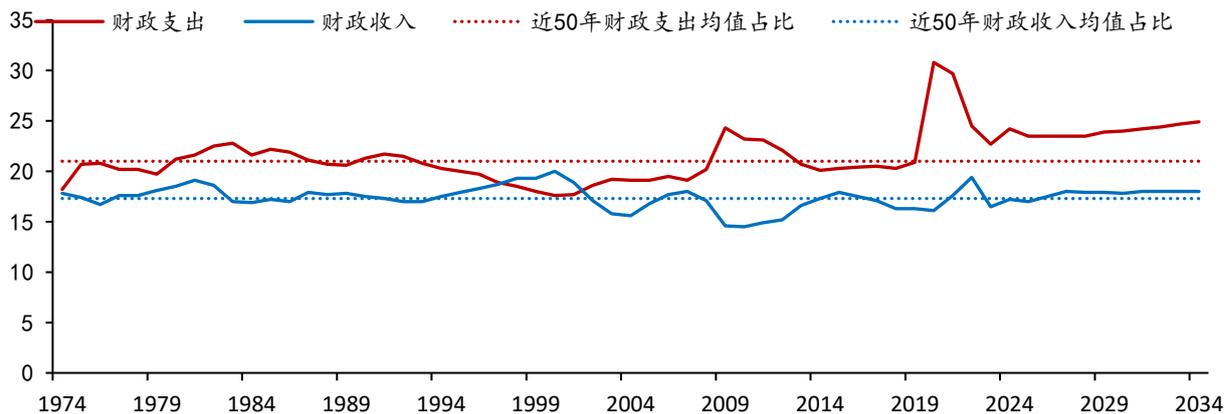
² <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

息，财政收入事实上增长还略高于历史平均值。强制性支出主要是社保和医保费用的增加，主要是长期趋势性的增长，对经济的短期刺激效应或有限。另外，大选年中的财政支出一般高于非大选年，其中民主党总统在任的大选年中支出水平低于共和党总统。

1.2.1 财政赤字主要是支出高

相比于财政收入来说，财政支出的波动更大一些。未来 10 年财政赤字持续维持高位的主要原因也是来自于财政支出的持续高位运行。财政收入事实上比过去 50 年的均值还略高一些。

图表5：美国财政收入和支出/GDP

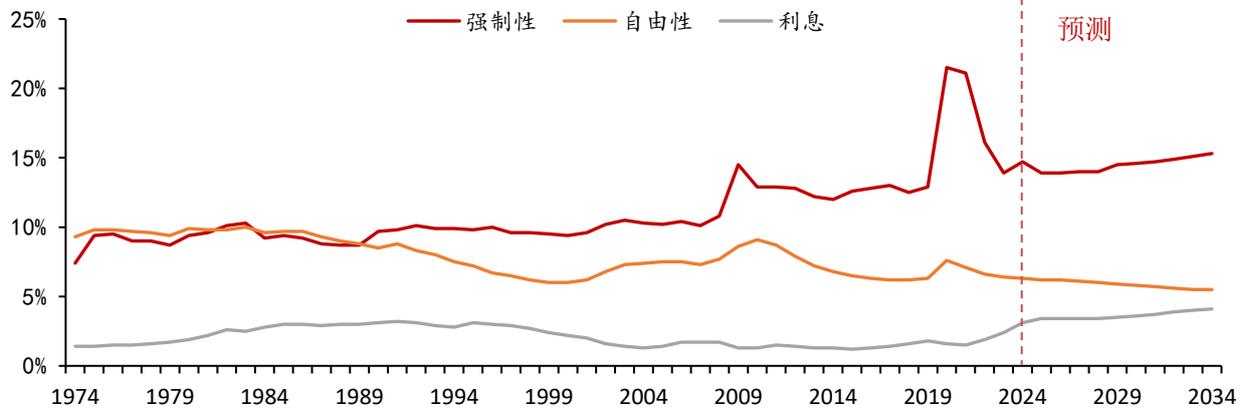


资料来源：Wind, CBO, 国联证券研究所整理

从具体的支出项来看，未来美国财政支出的增长主要来自于两个方面，一是强制性(Mandatory)支出，二是利息支出。根据国会预算办公室(CBO)的预测，社保和医保支出的增加会推动强制性支出，而较高的利率和不断增加的债务将导致利息净支出增加。从时间序列上看，显然支出的增长并不是应对疫情的那种突然性增长，而是较为平缓的趋势性增长。

从 2025 年开始，利息成本相对于 GDP 的比例将超过至少自 1940 年以来的任何时期（这是管理与预算办公室首次报告此类数据的年份），并超过国防支出和非国防项目及活动的支出，到 2034 年将占 GDP 的 4.1%，而 2024 年是占 GDP 的 3.1%。自由性(Discretionary)支出则降至历史最低点，到 2034 年只占 GDP 的 5.5%。

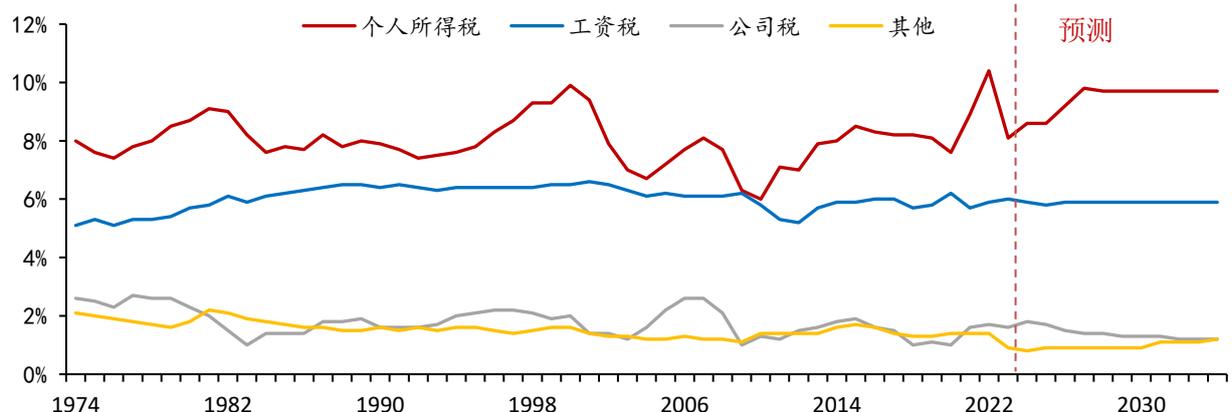
图表6: 美国财政分项支出/GDP



资料来源: Wind, CBO, 国联证券研究所整理

收入项长期整体比较平稳,短期有一些波动。2023年个人所得税收入相较于2022年的历史高位大幅下降,部分原因是资产出售的资本收益减少,部分原因是国税局推迟了一些纳税期限。在美国国会预算办公室的预测中,由于这些推迟的付款将在2024年支付,收入将在2024年上升。2026年和2027年,由于2017年税法的某些条款将按计划到期,收入将再次上升。2027年之后,收入占GDP的比例变化不大。

图表7: 美国财政分项收入/GDP

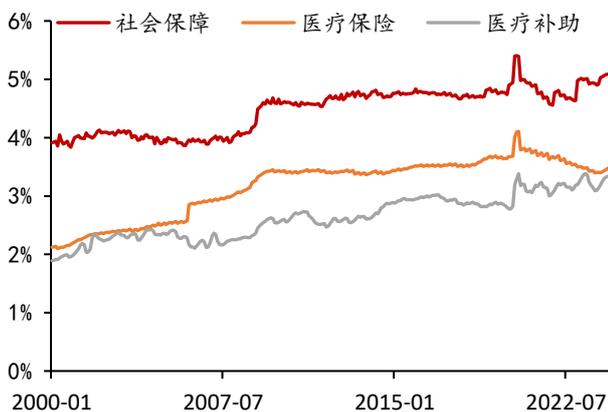


资料来源: Wind, CBO, 国联证券研究所整理

社保(social security)、医疗保险(Medicare)和医疗补助(Medicaid)三者是政府转移支付里面的最主要部分,占到了政府转移支付的超过8成。根据美国国会办

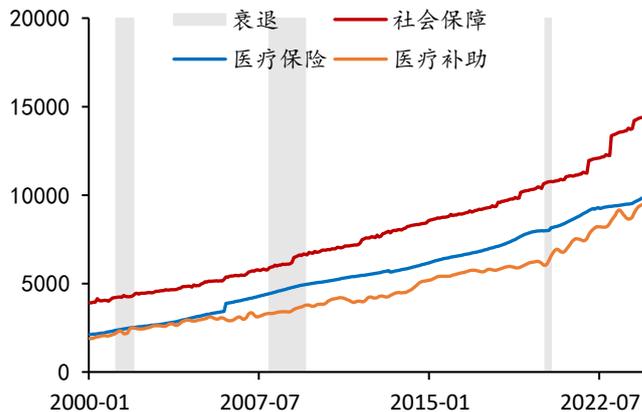
公室的估计，社保和医保合计将占 2023 年至 2032 年间赤字增加的近 80%，似乎也不令人感到意外。

图表8：美国社保和医保/GDP



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：美国社保和医保(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

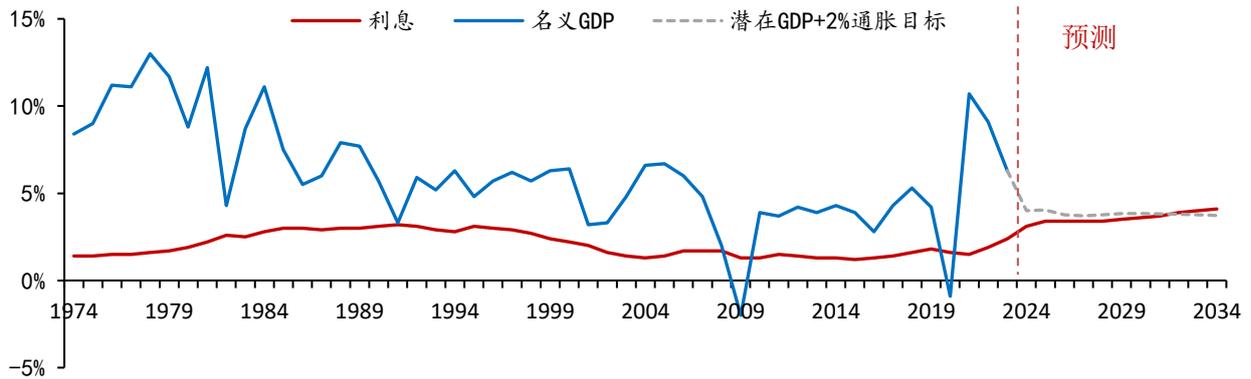
1.2.2 利息支出长期不可持续

从短期的视角来看，利息支出的问题并不会马上就出现，利息支出仍然低于名义 GDP 的增长，但是利息支出无论是绝对金额还是相对于 GDP 的比例都在历史最高位置。

但是在中长期，利息支出的问题最终会变成债务是否可持续的问题。按照国会预算办公室对美国经济未来潜在增速的估计大概 1.8% 左右，如果通货膨胀率平均而言在美联储的目标 2% 附近，那么从 2032 年开始名义 GDP 的增长就开始无法覆盖利息的支出，而且两者的差距会逐渐扩大。从这个意义上来说，美国的财政是在一条不可持续的轨道上。

从长期的角度看，要解决债务问题只存在两种可能的办法，要么削减开支，要么增加收入。如果财政支出不改变，增加收入的办法要么是加税，要么就是通过增加通胀收铸币税。

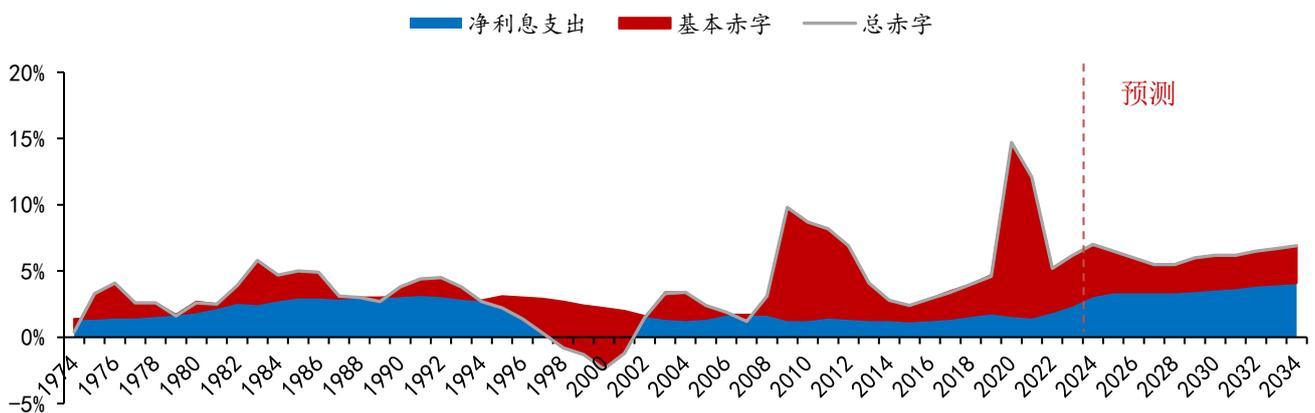
图表10：美国利息支出和名义 GDP 增长



资料来源：Wind, CBO, 国联证券研究所整理

未来利息支出将超过基本赤字的规模。根据美国国会预算办公室的预测, 2034 年总赤字(支出超过收入的金额)占 GDP 的 6.9%。到那一年, 净利息支付将增长到 GDP 的 4.2%, 占有所有联邦支出的约六分之一。2034 年的主要赤字(不包括这些支付)占 GDP 的 2.7%。

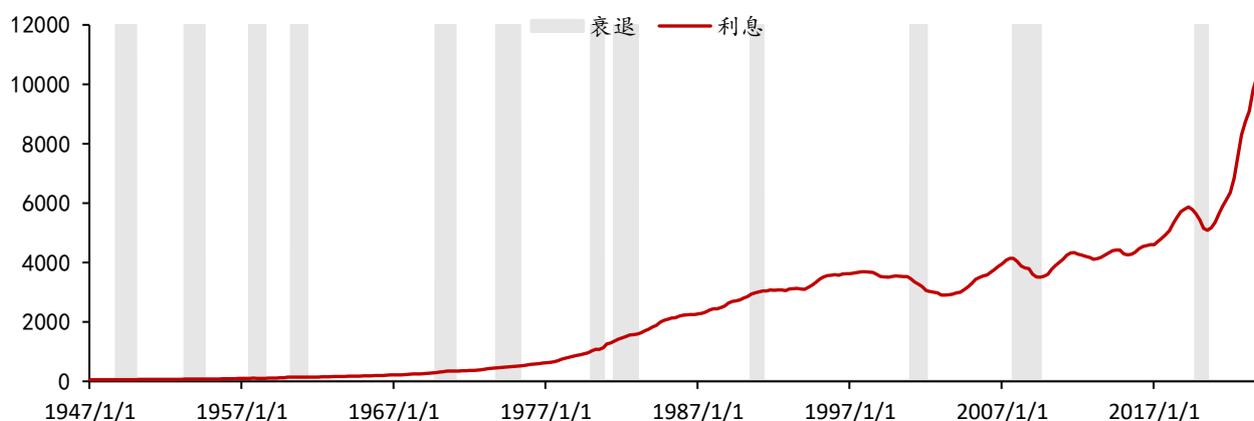
图表11：总赤字、利息支出和基本赤字



资料来源：Wind, CBO, 国联证券研究所整理

从绝对金额的角度看, 美国联邦政府的利息支出在 2023 年突破了 1 万亿美元的水平。疫情之后利息支出增加的斜率是史无前例的。利息支出从 1947 年的大约 50 亿美元增长到 2018 年的约 5000 亿美元花了 70 年时间, 而从 2018 年的 5000 亿美元增长到 2023 年的 1 万亿美元只花了 5 年时间。

图表12：美国联邦政府利息支出(亿美元)



资料来源：FRED，国联证券研究所整理

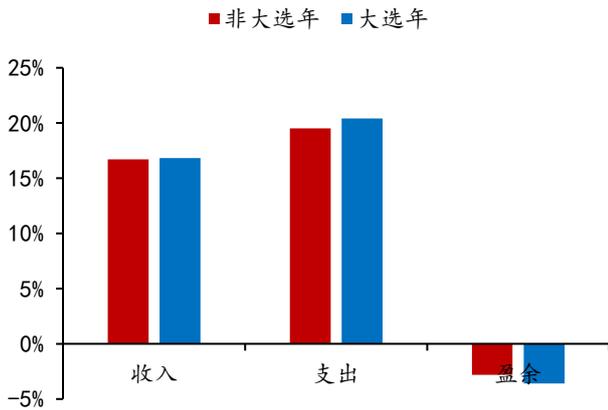
1.2.3 大选年美国财政政策一般偏积极

大选年中的财政支出一般高于非大选年，其中民主党总统在任的大选年中支出水平低于共和党总统。在大选年财政支出比非大选年略高，非大选年财政支出占 GDP 的比重平均为 19.5%，大选年平均为 20.4%，由于收入几乎没有区别，所以财政赤字在大选年也会略高，非大选年财政赤字平均为 2.8%，大选年平均为 3.6%。

如果我们把大选年进一步分成在位总统不同的党派时，可以看到更加明显的模式。如果大选年是共和党的总统在位，那么财政赤字是 4.9%；而如果是民主党的总统在位，那么财政赤字是 2.1%。当大选年是共和党在位总统的时候财政赤字更大一些。

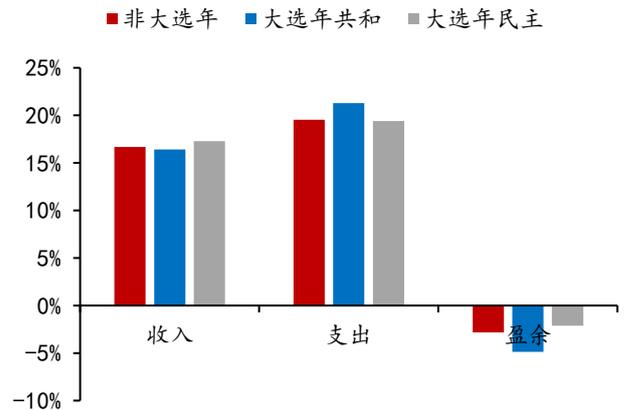
另外，在财政收入方面民主党在任总统时大选年的财政收入占 GDP 的比重为 17.3%，而共和党在任总统时为 16.4%，民主党总统在任时大选年的财政收入更高；在支出上则是反过来，民主党在任总统时大选年的财政支出为 19.4%，而共和党在任总统时为 21.3%。财政收入、支出和赤字的数据似乎支持了共和党总统在台上就减税，民主党总统在台上就加税的模式。

图表13：美国大选年财政支出和收入情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：美国大选年分党派财政支出和收入情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 收入、超额储蓄和财富效应的支撑或走弱

美国经济的需求下行的速度有多快是资本市场非常关心的问题，也会影响美联储货币政策的走向。这其中超额储蓄是大家关心的一个话题。超额储蓄可能的耗尽或让消费者减少消费，构成消费下行的风险因素。假设储蓄率的均衡水平等于 2009-2019 年的平均水平略高于 6%，那么超额储蓄还没有花完，还剩 1.4 万亿美元，但是也消耗近半，顶点约 2.5 万亿美元。但若按照趋势增长的储蓄率假设计算，那么在 2023 年年初超额储蓄就已经花完了。我们在《美国通胀回落：从供给改善到需求走弱——美国再通胀研究》的分析显示美联储的货币政策从 2023 年 2 季度开始或已具有限制性，超额储蓄的支撑效应可能是使得需求下降的斜率不至于太陡峭。

更一般而言，美国经济需求的下行速度很大程度上取决于消费的走势。消费占美国经济的大约 7 成，背后支持消费的收入里工资和薪水占到了接近 6 成，就业因此对于收入下降有重要的影响。最近的数据上失业率开始上升，收入增长开始放缓，消费整体或走弱，耐用品的消费已经开始负增长。同时，除了超额储蓄的消耗外，更广义的财富效应支撑作用的走弱或带动总需求继续温和回落，股市楼市虽然积累可观的涨幅，但未来或面临下行调整的可能。

2.1 储蓄消耗或带动消费走弱，收入增长也已放缓

随着收入增长的下行以及超额储蓄的消耗，消费整体或走弱，耐用品的消费已经

开始负增长。乐观预测下超额储蓄还没有花完，还剩 1.4 万亿美元，但是也消耗近半。

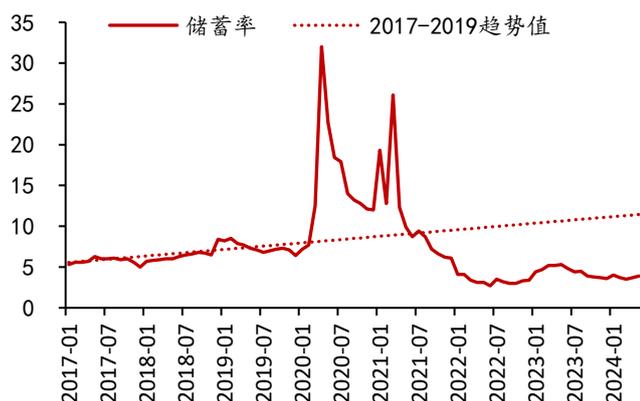
2.1.1 超额储蓄持续消耗

超额储蓄是近年来支持美国消费韧性的关键因素。关于超额储蓄的第一个问题是美国经济中还有多少超额储蓄。不同的假设下，估算出的超额储蓄结果可能大相径庭。造成结果较大差异的核心假设在于均衡的储蓄率是怎样的。

我们可以考虑两种不同的均衡储蓄率假设，第一种假设储蓄率会沿着 2017 到 2019 年的线性趋势上升，按照这个线性趋势预测储蓄率在 2023 年就超过 11%。第二种假设是储蓄率的均衡水平等于 2009-2019 年的平均水平，那么储蓄率的长期稳定水平就只是略高于 6%。

超额的储蓄在过去对消费形成了明显的支持，不过从 2022 年之后一直都在消耗，如果以 2009 到 2019 年的储蓄率作为基准，那么超额的储蓄在 2024 年可能仍然对消费有所支撑，不过消耗可能近半。

图表15：增长储蓄率假设(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：固定储蓄率假设(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

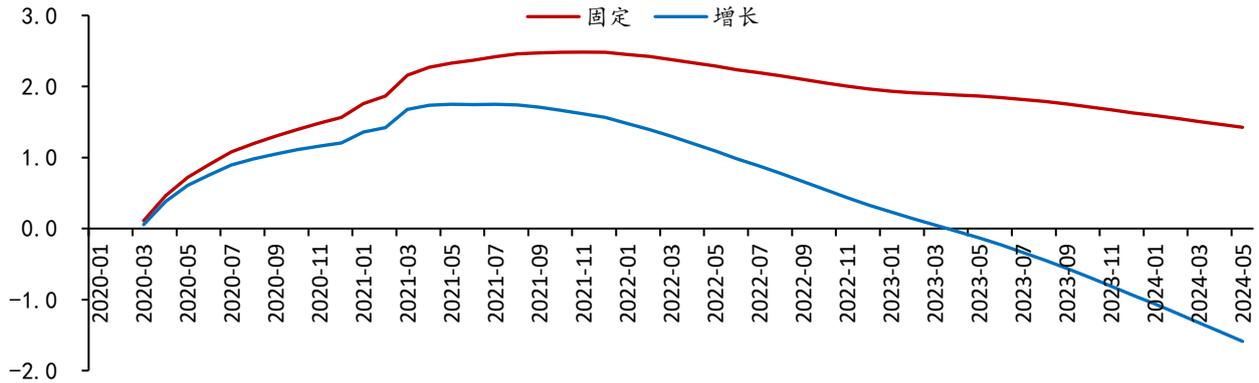
两种不同的储蓄率假设下计算的超额储蓄会有非常大的差异，一方面超额储蓄的总量不同，另一方面超额储蓄的消耗速度也区别很大。

如果按照趋势增长的储蓄率假设计算，那么超额储蓄顶点约 1.7 万亿美元；但是

如果按照固定的储蓄率计算，那么超额储蓄顶点约 2.5 万亿美元。

如果按照趋势增长的储蓄率假设计算，那么在 2023 年年初超额储蓄就已经花完了。但是如果按照固定的储蓄率计算，那么即使到 2024 年超额储蓄仍然没有花完，还剩 1.4 万亿美元。

图表17：两者不同储蓄率假设下的超额储蓄(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

我们倾向于认为趋势增长的储蓄率里面预测的 11% 的储蓄率可能是过高的，美国上一次储蓄率高于 10% 的历史要回溯到 1980 年代，储蓄率长期下降的可能影响因素很多，包括更好的社会保障、财富的增长、保险市场的发展、人口结构的变化等³，很多过去让储蓄率下降的变量并没有在疫情后就发生根本性的变化。

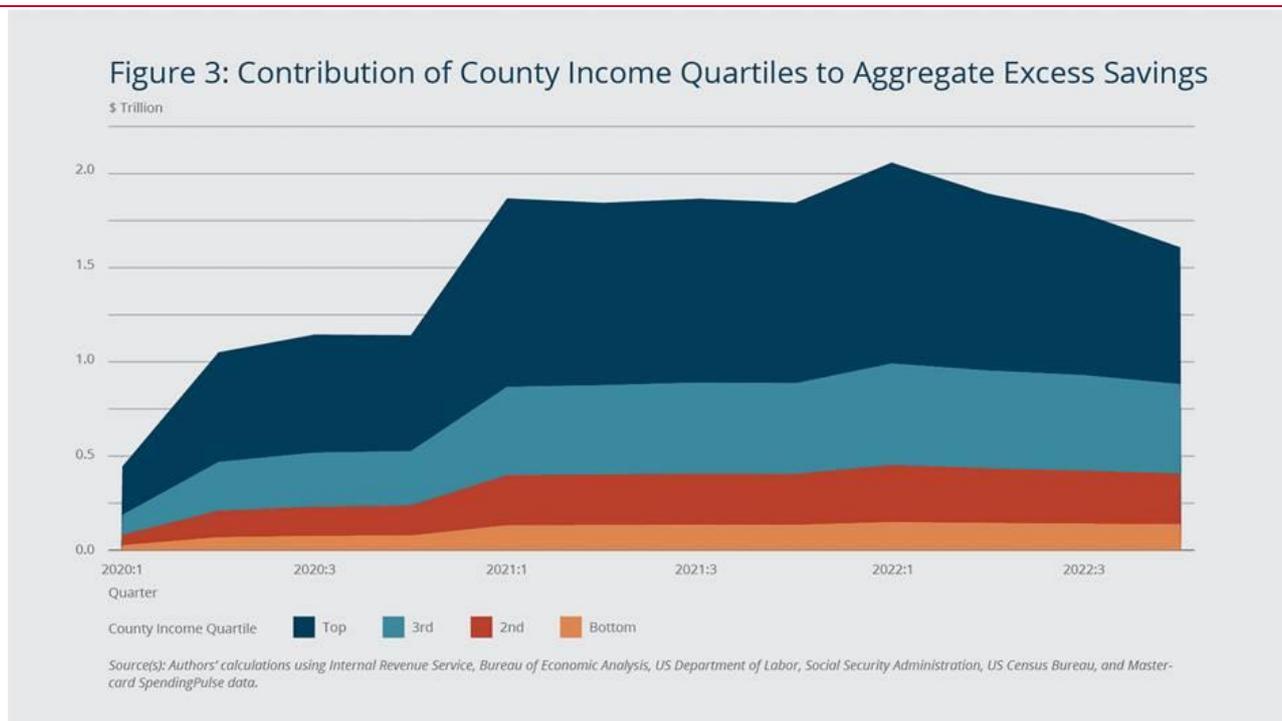
另外从结构上，一个重要的问题是不同的收入群组消耗超额储蓄的速度是一样的吗？收入较低的群组是否会更快地花光超额储蓄。Omar and Patki (2023) 的研究发现超额储蓄对于收入分位数更低的更为重要，而收入水平越高超额储蓄就越不那么重要⁴。从 2021 年初储蓄减少开始，至少到 2022 年底，即他们的数据结束时，所有四个收入群体的储蓄减少速度是相似的。

当低收入群体超额储蓄花完时，即便经济体内仍有超额储蓄，其对经济的刺激效果也会下降。从不同收入群体的角度看，越低收入的群体的边际消费倾向往往是更高的，他们会把更多的收入比例用作消费支出，而随着低收入人群的超额储蓄花完了，高收入群体的边际消费倾向较低，即使是同样数量的收入，转化的消费也会更小。

³ <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557752314/ch002.xml>

⁴ <https://www.bostonfed.org/publications/current-policy-perspectives/2023/have-us-households-depleted-all-the-excess-savings-they-accumulated-during-the-pandemic.aspx>

图表18：不同收入分位数对超额储蓄总额的贡献(十亿美元)



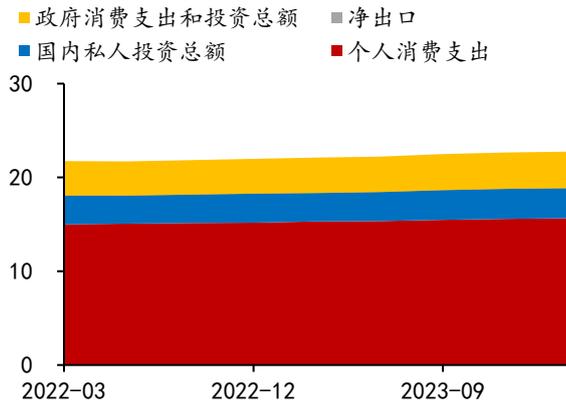
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从风险的角度上观察，如果超额储蓄其实已经耗尽，或者低收入群体的储蓄先耗尽了，那么 2024 年的经济前景可能会更差一些。

2.1.2 消费和储蓄

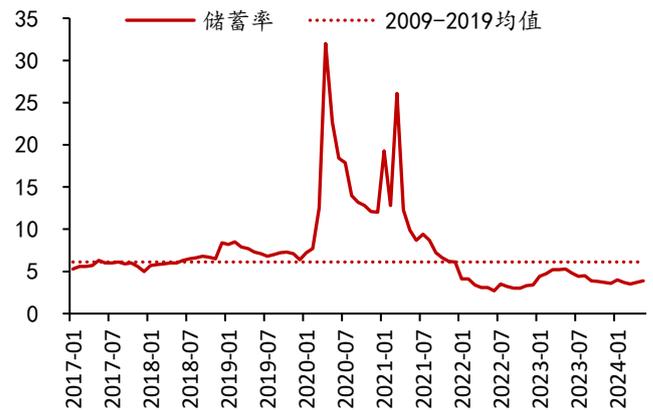
消费是美国经济中最大的一个部分，在 GDP 里面占比目前在 69%左右，而且消费在 GDP 的各个分项中相对来说是波动最小的，消费的方差只是投资的大概四分之一。从宏观数据上讲，凡是当期没有消费的部分，就都成为了储蓄。

图表19: 美国 GDP 分项的占比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: 美国储蓄率(%)

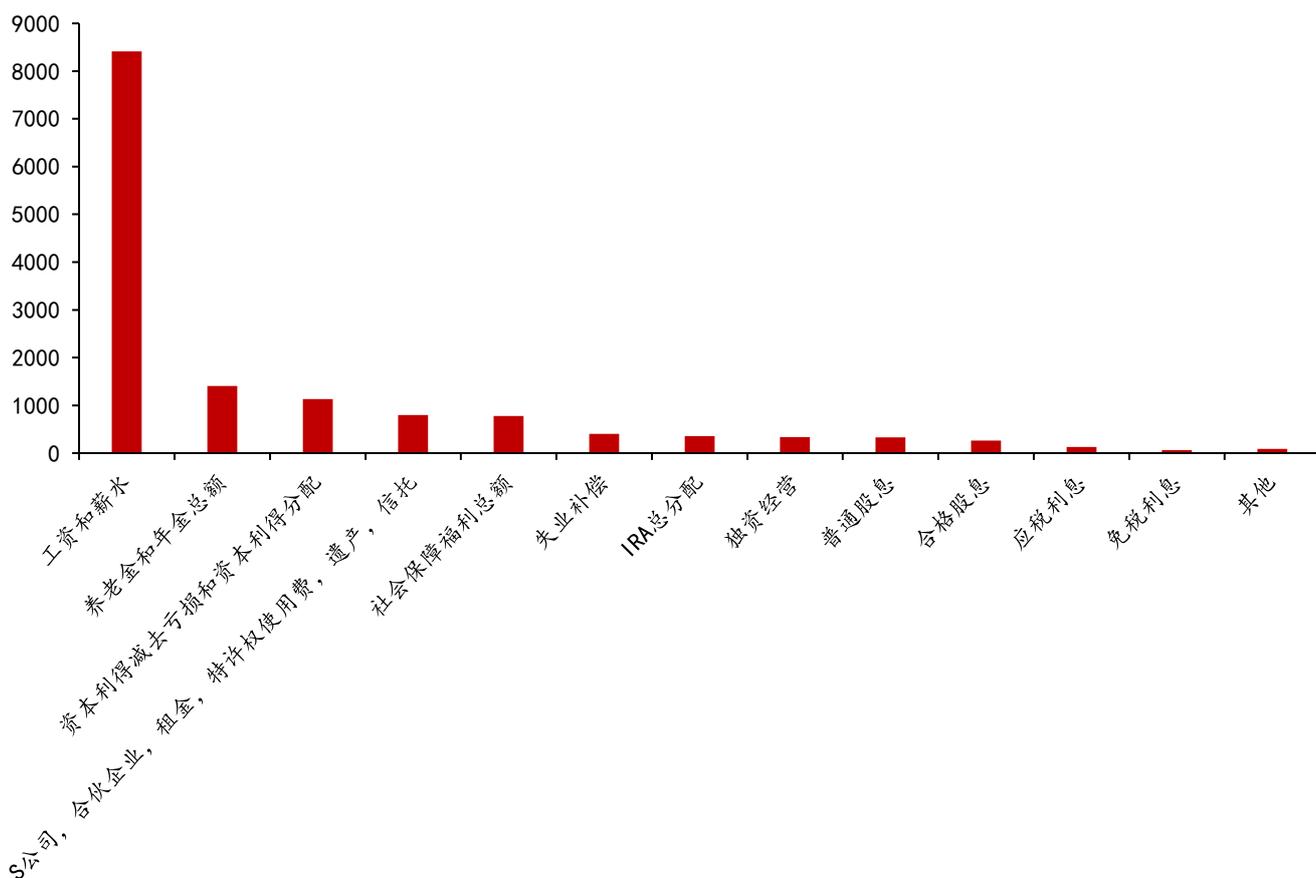


资料来源: Wind, 国联证券研究所

从支持消费的资金来源看, 消费者或者是直接消耗当期的收入, 或者是消耗以前积累的财富。工资和薪水是个人收入的最主要来源, 根据美国国税局的数据, 2020 纳税年度工资和薪水占到全部个人收入的接近 6 成⁵。而工资和薪水依赖于稳定的就业。

⁵ 养老金和社会保障福利收入可能相对稳定, 约占总收入的 15%。

图表21：2020 纳税年度的个人收入来源(十亿美元)



资料来源：美国国税局，国联证券研究所整理

2.1.3 收入增速放慢

疫情冲击之后，由于货币和财政政策的支持，美国的名义个人可支配收入并没有跌至 2015-2019 年之前的趋势线以下，但是如果考虑到通胀的话，实际的个人可支配收入是低于 2015-2019 年之前的趋势线，大约低了 4%。

图表22: 美国名义个人可支配收入(十亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

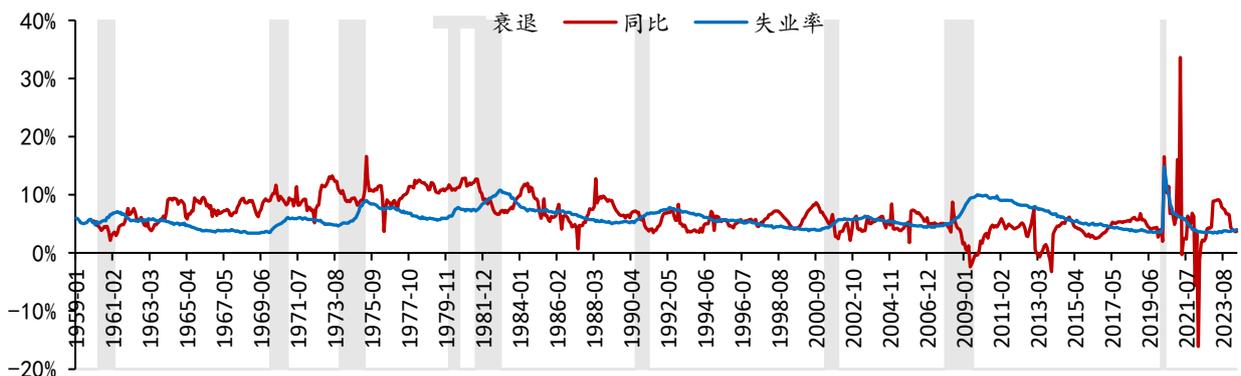
图表23: 美国实际个人可支配收入(十亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从历次经济下行周期来看,随着失业率的上行,可支配收入的下行也是非常明显的,可支配收入增长的低点往往也是失业率的高点。从时间上看,可支配收入的走弱似乎比失业率的上行还更领先一点。可支配收入同比增速从最近的高点回落已经持续了14个月。

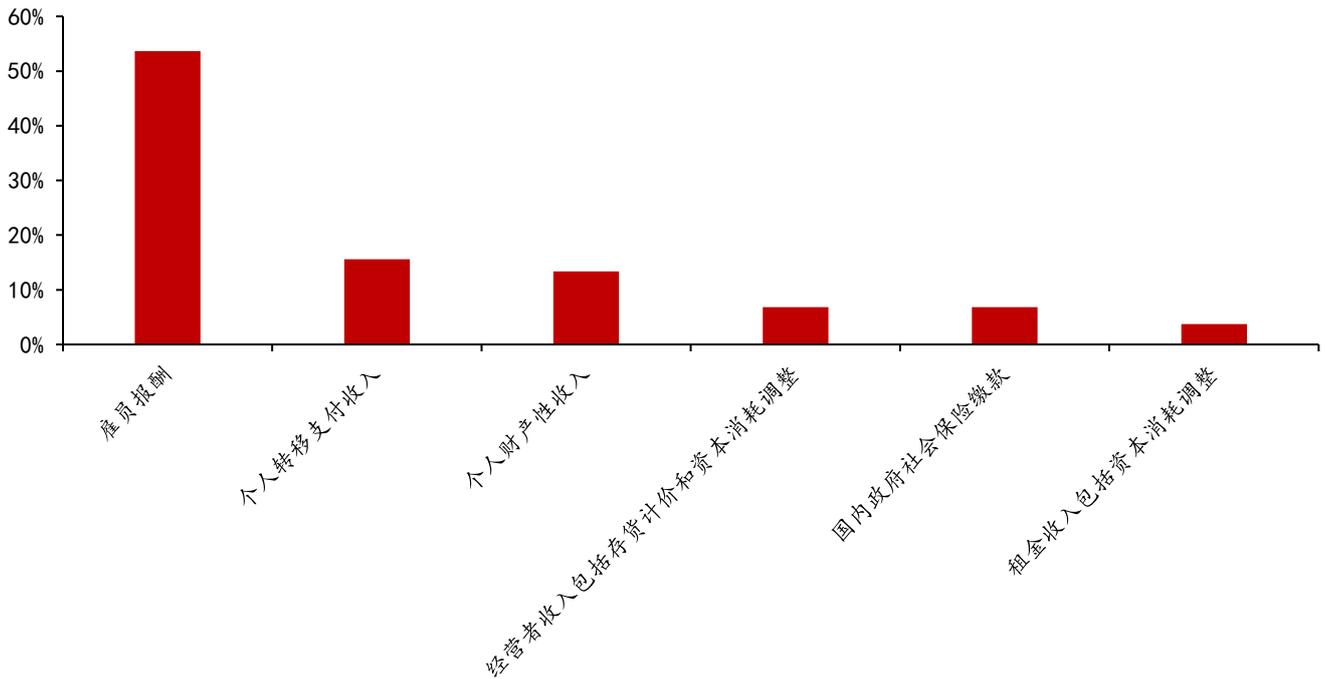
图表24: 美国个人可支配收入同比和失业率



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

个人收入中雇员报酬是个人收入中占比最高的分项略超过50%,其次是个人的转移支付收入和个人财产性收入,这前3项加起来占到了个人收入的8成以上。

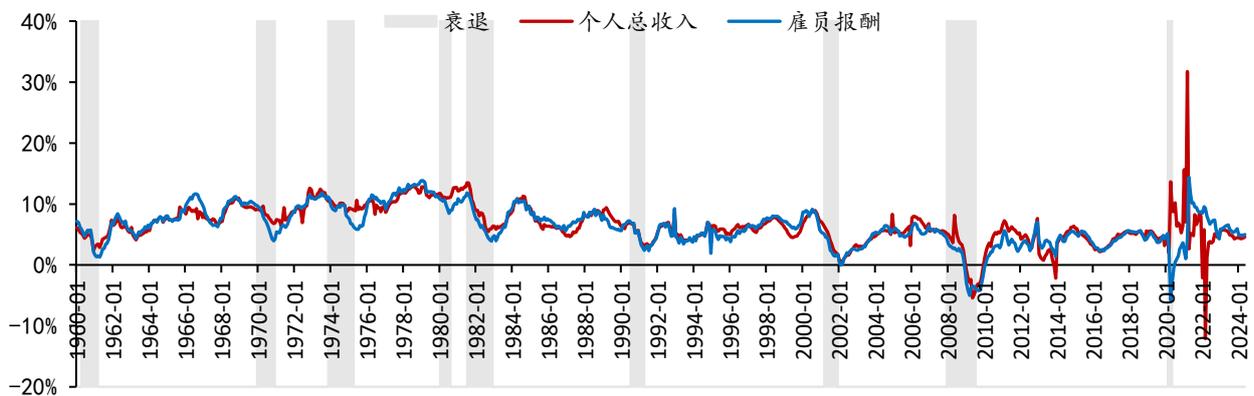
图表25：美国个人收入的主要分项占比



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

由于雇员报酬占了个人总收入的超过一半，所以雇员报酬和个人收入的波动非常接近并不令人意外。疫情中间的政策刺激是维持个人总收入增长的重要因素。

图表26：美国个人总收入和雇员报酬同比



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

疫情前，转移支付占个人总收入大约 17%。疫情期间转移支付一度达到了个人总收入的超过 3 成。

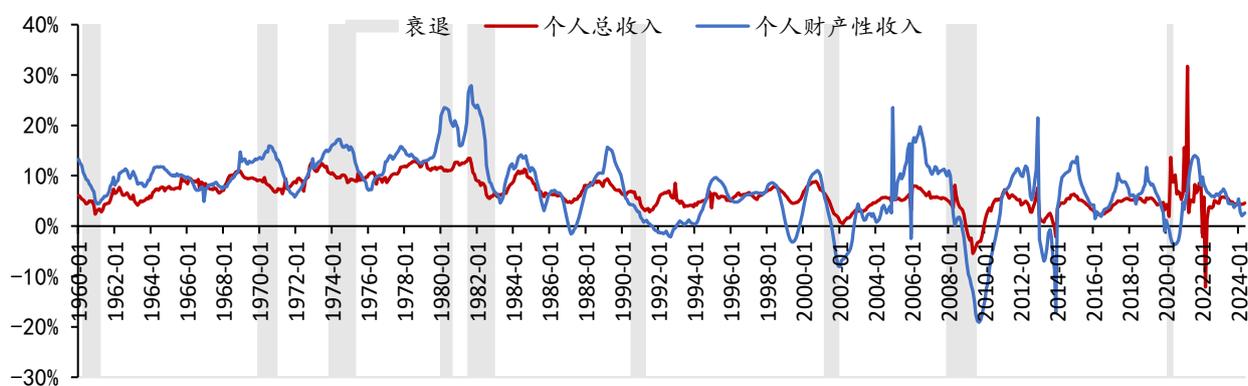
图表27：美国个人转移支付收入占总收入的比例



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

个人财产性收入的波动比整体收入的波动性大很多，在衰退之前往往会出现一个财产性收入的顶点，离目前最近的财产性收入增长的高点在 2021 年 8 月，同比增长 14%。

图表28：个人总收入和财产性收入同比



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.1.4 失业率上行和收入下降的可能

6月最新的失业率已经升到4.1%，我们在上一篇报告中《美国信用卡逾期率和失业率上行——美国经济的再观察（一）》通过对贝弗里奇曲线的分析指出失业率未来或继续上行，那么对应的消费者可用于消费的收入也将继续下行。

另一个失业的前瞻数据的读数似乎也表明就业的减弱正在发生。2024年以来制造业和非制造业PMI的就业分项在荣枯线之下运行。PMI的数据提示了就业市场快速冷却的可能性。从过去的几个衰退周期看，在衰退开始的时候PMI就业指数都会跌落到荣枯线以下并持续到衰退结束。

图表29：服务业和制造业PMI就业分项和失业率(%)



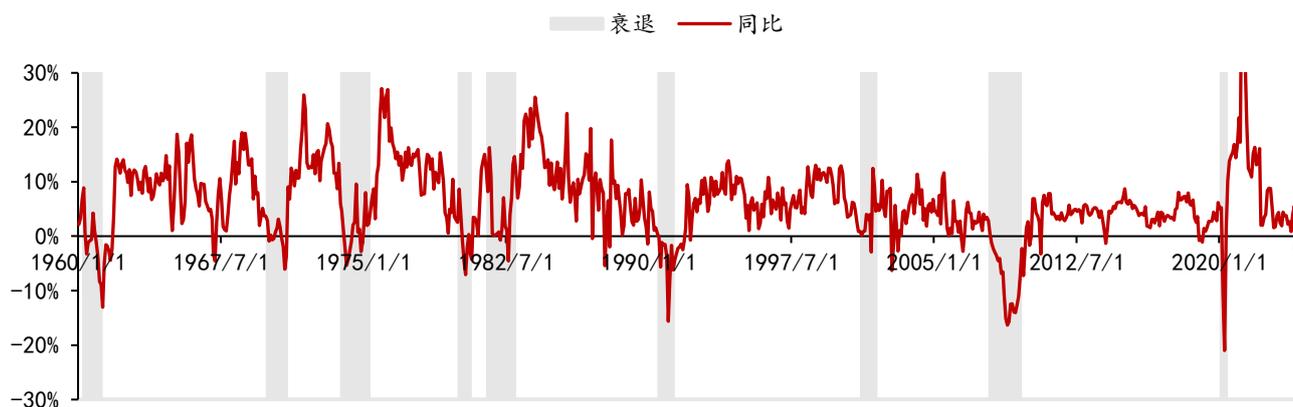
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.1.5 耐用消费已经下行

另外，从直接消费的结构数据上看，耐用消费品从2024年1月已经开始负增长。如果收入预期进一步超预期下行，可能拖累消费低于预期。从消费结构来看，由于耐用品通常涉及更大的财务承诺和长期使用，而且人们会优先考虑基本支出，消费者可能会在经济衰退期间推迟或取消购买此类物品。

因为消费者会首先削减耐用消费品的消费，所以我们会看到耐用消费品消费的下行通常会领先于非耐用消费品。以2008年周期为例，耐用消费品从2008年1月开始负增长，衰退也是从1月开始，而非耐用消费品负增长则要等到11月。

图表30：耐用消费品同比



资料来源：FRED，国联证券研究所整理

非耐用品消费仍然维持正增长。

图表31：非耐用消费品同比



资料来源：FRED，国联证券研究所整理

也是由于耐用消费品的下行会领先于非耐用消费品，以及耐用消费品的消费会回落更多，因此耐用消费品和非耐用消费品的比在经济下行期间一般会出现下行。

图表32：耐用消费品和非耐用消费品的比



资料来源：FRED，国联证券研究所整理

本轮周期的观察看，从2022年加息以来，耐用消费品增速的下行已经持续了一段时间，而且速度略快于非耐用消费品的下行速度。结果是耐用消费品和非耐用消费品的比从60%下降到了53%。如果这一比例大幅下滑，可能是美国居民收入预期走弱、消费超预期下滑的先兆。

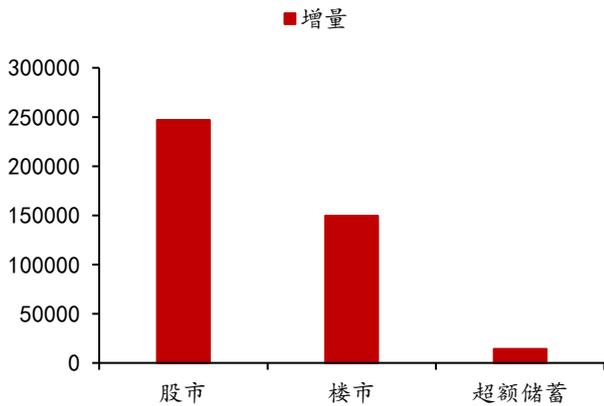
2.2 财富效应或减弱

美联储本轮周期利率在2023年7月达到顶点，目前已经持续了12个月，我们目前可能已经位于利率平台期的后半段。股市和楼市的增速或下降，并且有回调的风险。

2.2.1 疫情以来的财富增值可观

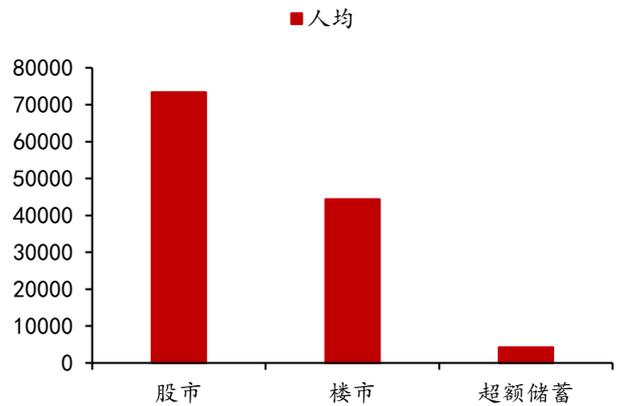
在固定储蓄率的假设下，超额储蓄可能还剩下1.4万亿美元，相比于这部分超额储蓄，股票市场和房地产市场的增值更为可观。相对于2019年的水平，股市的总市值增长了24.7万亿美元，而房地产市场增长了约15万亿美元。

图表33：2019年以来的财富增值(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：2019年以来的人均财富增值(美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

除了收入之外，支持消费还可以来源于财富——净资产。美国居民和非盈利私人部门⁶的资产包括了储蓄存款、持有债券、股票、基金、养老金等金融资产和住房、汽车等非金融资产。净资产是这些资产减去按揭贷款等负债。根据美联储的统计，截至2022年底，美国居民和非盈利私人部门的净资产高达145.8万亿美元，粗略估计人均净资产超过40万美元。

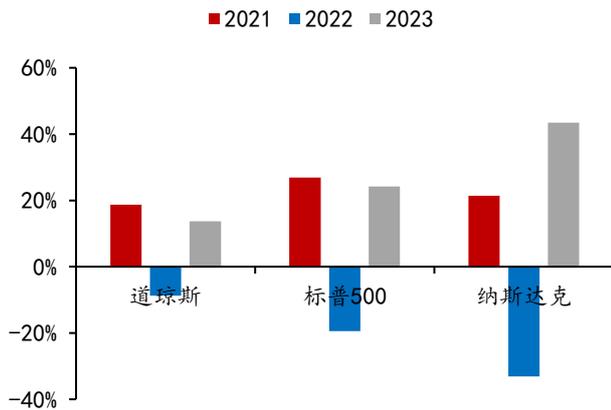
2.2.2 股市或者楼市有回调的可能

但是，正如上一部分中我们看到的个人收入中财产性收入的波动较大那样。股票和房地产是美国居民财富中波动较大的部分。其价值大幅下滑可能通过财富效应拖累美国消费增长。每一次下跌的重要原因之一就是每一次显著的上涨。

2024年以来三大股指也都上涨，纳斯达克上涨超过20%。2023年美国三大股指也都录得较高回报，其中纳斯达克更是上涨了超过40%。美国房地产市场也连续3年总体呈现上涨，但是增幅逐年回落。

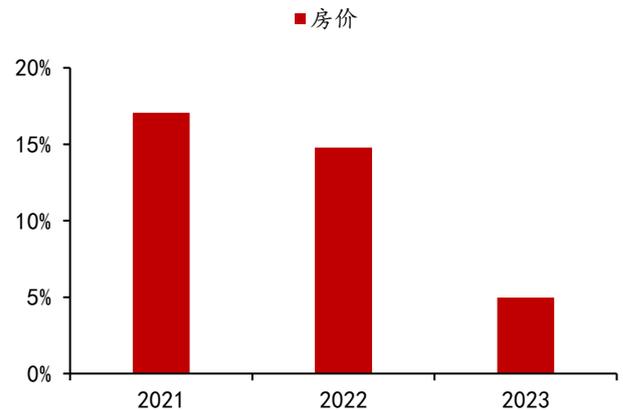
⁶ 包括各类非盈利机构、团体等。

图表35：三大股票指数近3年回报



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表36：S&P/Case-Shiller 美国房价指数房价涨幅



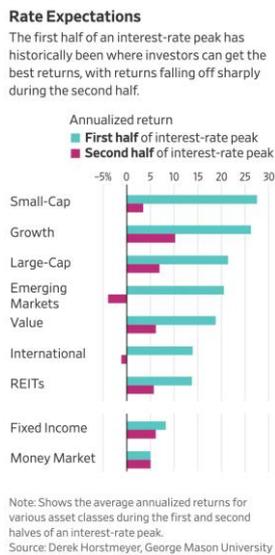
资料来源：FRED，国联证券研究所

Horstmeyer 等 (2023)⁷研究了过去 50 年不同资产类别在美联储停止加息并维持利率稳定三个月或更长时间的高峰与平台时期的回报，包括美国大盘股、小盘股、成长股、价值股和房地产投资信托基金，以及新兴市场股票、国际股票、货币市场工具和固定收益证券。他们发现在这 50 年期间股票，尤其是小盘股和成长型公司，是在利率达到峰值然后持平期间表现最好的资产类别，而且大部分收益实现在利率平台期的前半段。

美联储这轮周期利率在 2023 年 7 月达到顶点，目前已经持续了 12 个月，我们目前可能已经位于利率平台期的后半段。从美联储利率顶点以来美国三大股指都累计了相当的涨幅，纳斯达克上涨了 31%，标普 500 上涨了 22.8%，道琼斯上涨了 11.5%。随着美联储加息紧缩效应的进一步体现，股市出现回调的风险或在增大。

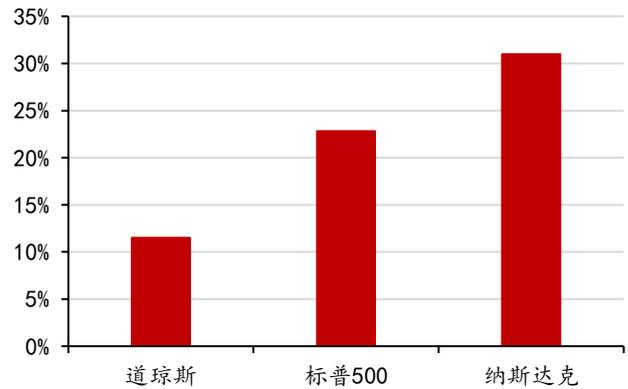
⁷ <https://researchshorts.com/wsj-interest-rate-peaks-and-your-portfolio-f5ef555e35fe>

图表37：利率顶点期的回报(%)



资料来源：Horstmeyer，国联证券研究所

图表38：美股三大指数累计回报

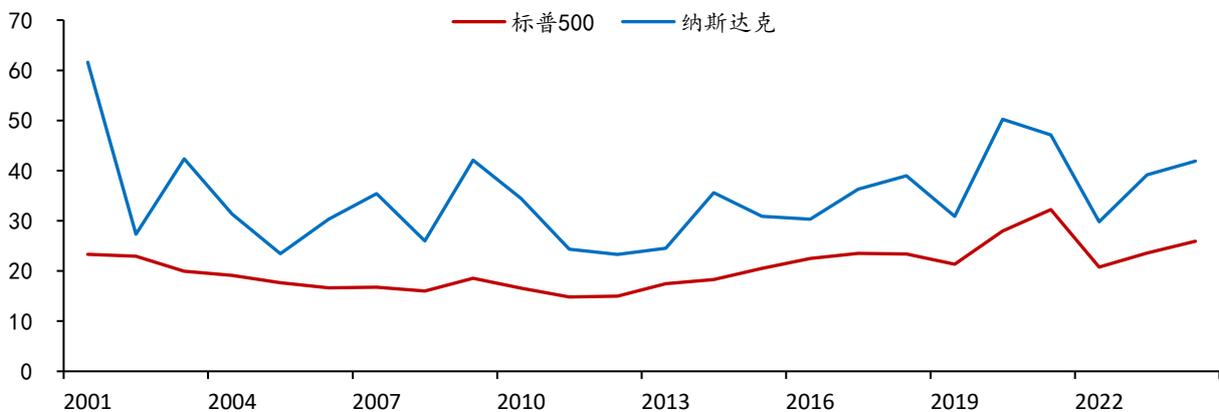


资料来源：Wind，国联证券研究所

另外，从股票市场估值的角度看，纳斯达克指数的估值并不算特别低，因此股市下行的可能并不是没有。

我们目前可能已经位于美联储加息周期中利率平台期的后半段，同时11月即将美国选举，结果不确定性很大，整体经济也在下行，在这样的背景下，房市和股市出现向下调整并不会令人意外，有可能拖累居民消费。

图表39：市盈率



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 风险提示

美联储超预期紧缩的风险，通胀回落不及预期的可能。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼