

证券研究报告

宏观研究

深度报告

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

王丰 宏观研究助理
联系电话: +86 18838912658
邮箱: wangfeng@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

美国经济通览——实体篇

2022年03月14日

摘要:

- 美国经济以消费（70%）和投资（19%）为主导，消费中服务消费占据GDP的42%，耐用品和非耐用品消费占10%-20%，属于进口国，因此，消费水平和居民收入是预判美国经济的重要切入点。从GDP的结构来看，近几年，私人投资占比明显扩张，净出口对GDP造成负面压力，政府支出对GDP贡献下滑。相比之下，我国投资支出占GDP比重40%，总消费支出占比50%，净出口占比3%左右。
- 美国GDP公布较晚，我们总结了经济增长、就业、通胀、货币流动性和财政等重要指标，方便读者对美国经济走势进行预测。值得注意的是，美国经济数据一般为季节调整后的环比年化数据，而我国多参看同比数据，不可直接横向比较。本文搭建了美国经济分析框架，以需求和供给为核心，需求和供给取决于消费和生产（国内生产不足，则进口补给），影响到产能、库存和通胀水平（产能缺口领先于通货膨胀）。
- 一、消费端的研究重点：(1) 全社会消费总量 $\approx$ 就业 $\times$ 人均收入 $\times$ 消费倾向：美国居民收入以工资、政府补贴、股市和房地产市场收入为主，历史上美国居民储蓄意愿较低，几乎完全会转化为消费。疫情后，美国政府补贴和股市房市收入增长，带动了美国消费和经济增长。(2) 美国房地产行业消费和金融属性强：成屋交易占比85%以上。
- 二、供给端的研究重点：(1) 产能利用率：可以衡量资本开支增长和通胀的潜在可能。过去美国产能利用率打满，但未出现通胀，与全球化下企业生产成本降低，美国通过进口压低国内物价有一定关系；而当下全球供需存在缺口，运输不畅，进口对通胀的缓解有限。(2) 库存周期：经济走势领先于库存变化，库存销售比衡量供需紧张程度。(3) 劳动力：我们认为当下失业率降低到一定程度后，工资-价格螺旋上升的问题会得到部分缓解。
- 美联储通过收紧货币政策，降低实体家庭信贷或资产价格，减少家庭财富，制约消费和通胀。然而，较高的融资成本和较低的资产价格，通常会激励企业削减资本和运营支出，也会牺牲部分投资和就业的长期利益。
- 风险因素：数据库的统计口径存在问题，篇幅有限未能讨论充分。



目录

一、美国实体经济结构与演变	4
1.1 美国经济的主要占比	5
1.2 美国经济结构重消费（消费带动进口），我国重投资（出口带动投资）	7
1.3 观测美国经济的主要指标	8
1.4 美国的数据指标和我国的区别	10
二、美国实体经济分析框架	11
三、美国需求端的研究重点	12
3.1 美国消费的研究重点	12
3.2 美国房地产行业的研究思路	15
四、美国供应端的研究重点	17
4.1 美国工业生产的内部逻辑	17
4.2 美国的库存周期	19
五、怎么预测美国的通胀水平	23
5.1 美国的 CPI 如何拆分	23
5.2 美联储实际缓解通胀的机制	24
风险因素	25

表目录

表 1：美国 2020-2021 和 2016-2021 的 GDP 占比变化	6
表 2：2020-2021 和 2016-2021 消费、投资、政府支出和进出口分项的 GDP 占比变化	7
表 3：支出法下，我国 2020 年各项 GDP 占比	7
表 4：分析美国经济的主要指标	9
表 5：美国风险资产的市场规模	16
表 6：美国 CPI 的权重，2022 年 1 月各项对 CPI 的同比和环比拉动	24

图目录

图 1：美国的政治周期和股市表现	4
图 2：美国的经济周期和货币周期	4
图 3：美国历史上重要的政治和经济事件	5
图 4：支出法下，美国各部分的 GDP 占比	6
图 5：近 5 年美国主要细分项目对 GDP 环比折年率的拉动	6
图 6：美国进口金额同比增速，领先于制造商库存同比	8
图 7：我国出口金额的同比增速，领先于制造业投资增速	8
图 8：Libor-OIS 差值越大，资金融资成本越高	10
图 9：美国 GDP 的环比数据已消除季节性规律	11
图 10：我国 GDP 的数值具有较明显的季节性规律	11
图 11：美国 GDP 的数值基本没有季节性	11
图 12：美国经济的供需结构	12
图 13：美国的产出缺口(Output Gap)领先于通胀水平(CPI)	12
图 14：美国消费端的分析框架	13
图 15：美国 2021 年 Q3 居民的资产负债表成分	13
图 16：美国居民的金融资产占 GDP 的比值逐年攀升	13
图 17：美国 2021 年居民收入各项占比（薪金、补贴、租金和股市收入）	14
图 18：疫情后，美国政府补贴增加了居民个人可支配收入，促进了消费	14
图 19：美国房地产市场的研究框架	15
图 20：住宅是固定资产投资中的一部分	15
图 21：美国房地产市场销售增速与名义利率成反比	16
图 22：美国房地产市场价格与住房抵押贷款利率成反比	16
图 23：美国工业产能利用率的研究逻辑	17
图 24：制造业产能利用率对 PPI 有领先作用	18
图 25：产能利用率也能侧面反映行业的利润预期	18
图 26：美国业务销售、资本支出的相关性较高	18
图 27：美国销售同比增速和进口同比增速，领先于制造商库存同比	19
图 28：美国库存销售同比和销售总额同比成反向关系	19
图 29：美国经济周期领先于库存周期变化	20
图 30：美国的失业率和工资水平走势成反比	20
图 31：各国劳动力人口同比增速 2019 年开始大幅下降	21

图 32: 美国的全要素生产率仍在逐年攀升	21
图 33: 美国中央政府负债水平	22
图 34: 美国居民和企业的杠杆率水平	22
图 35: 美国科技资本投入和科技行业利润同比增速	22

一、美国实体经济结构与演变

我们研究美国，需要了解它较为民主化的政治制度（财政法案和货币政策各自由两党和 FOMC 会议讨论票数决定）由消费科技带动经济的特点。宏观自上而下做分析，重要的是构建经济分析框架。无论我们在谈论美国的经济增长如何？货币政策是宽松还是收紧？抑或是通胀持续的时间？都离不开对经济本身的研究。

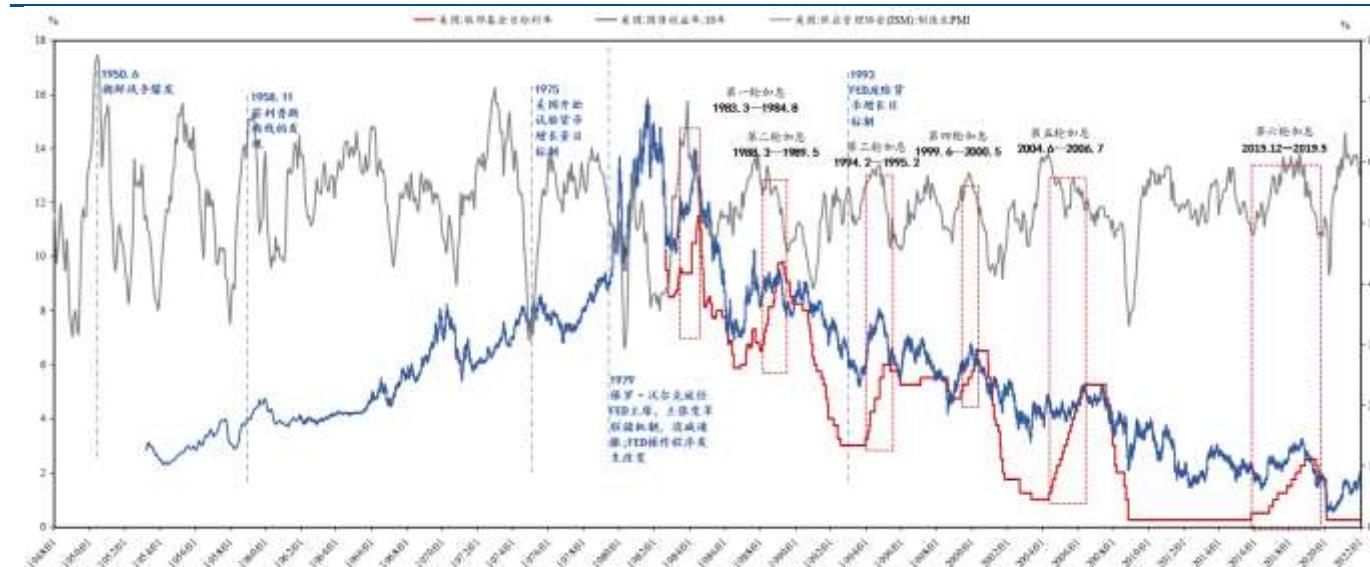
本篇主要搭建了研究美国经济的框架，实际上这个研究框架适用于任何一个成熟的经济体，也包括发展中国家中国。但是由于中美两国的发展阶段不同，拉动 GDP 的主要产业不同，导致分析经济变动所重点参看的指标和项目也有所差别。美国作为成熟的经济体，它的经济框架相比于我国更为明晰。了解如何分析美国，也等同了解如何分析任何一个国家经济的底层逻辑。在对我国经济有充分认知的基础上，将美国的发展同我国的发展放在一起横向比较，会相较单独研究我国自身发展的进程和特点，产生更为充分和深刻的认知。

图 1：美国的政治周期和股市表现



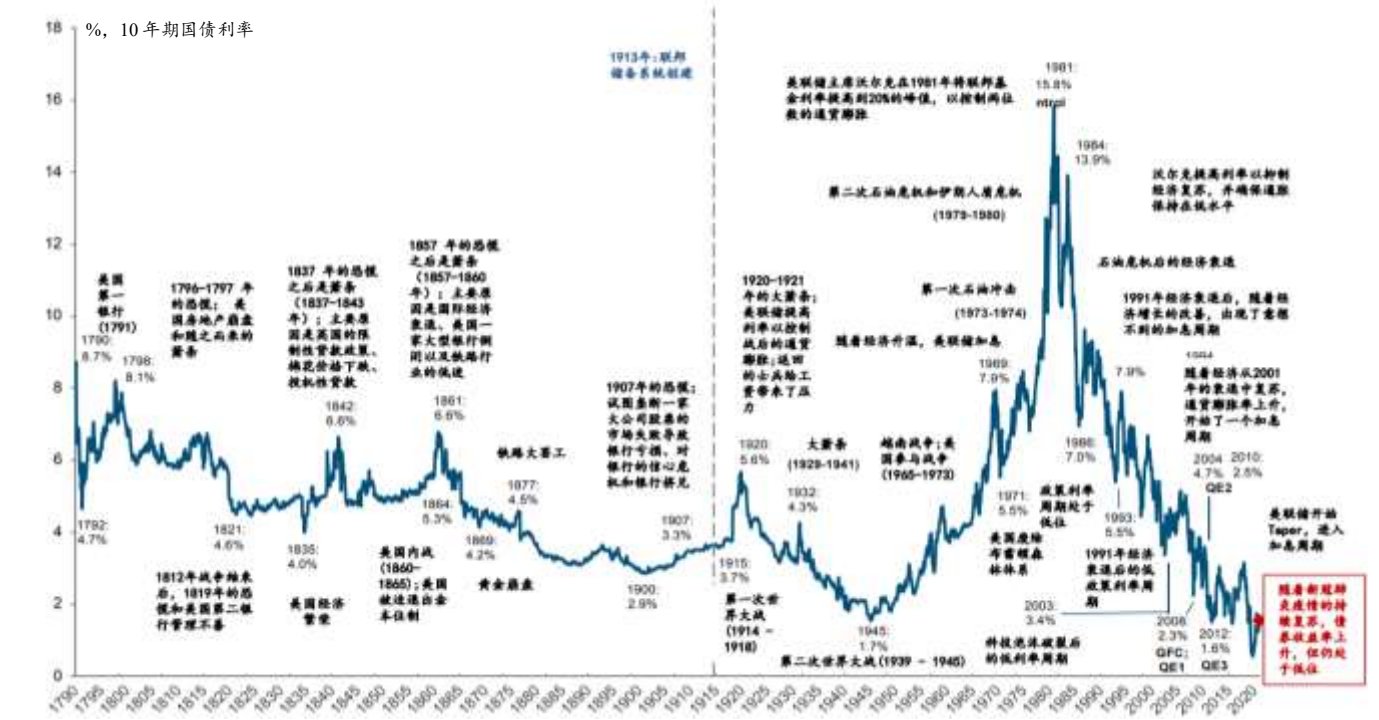
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 2：美国的经济周期和货币周期



资料来源：万得，信达证券研发中心整理；注：（1）制造业 PMI 以 50% 为界限，代表经济扩张与收缩，领先于 GDP，我们用此数据来方便划分经济周期。（2）为了方便表述，把实行货币政策正常化（Monetary Policy Normalization）中，抬高利率的时期，通俗为加息期。

图 3：美国历史上重要的政治和经济事件



资料来源：信达证券研发中心

1.1 美国经济的主要占比

美国是一个以消费（70%）和投资（19%）主导的国家。由美国 2021 年的 GDP 占比结构可知，消费占比最高（占 GDP 的 70% 左右），其次是私人投资（占 GDP 比重 19%），且近几年有扩张趋势；消费中，服务消费占到整体 GDP 的 42% 左右，其次是耐用品和非耐用品消费，2021 年的 GDP 占比分别是 10% 和 17% 左右。2020 年疫情爆发后，（1）消费场景受到限制，导致商品消费尤其是耐用品，率先成为拉动美国 GDP 增长的主要动力；（2）成屋交易市场繁荣，带动了一批房地产后周期商品的需求；（3）2021 年随着疫情修复，服务消费接棒商品消费，增速扩张，2021 年相比于 2020 年，服务消费占 GDP 比重增加 0.53 个百分点，耐用品和非耐用品对 GDP 的拉动仅增加 0.12 和 0.38 个百分点。

私人投资中，固定资产投资仅占到 GDP 的 18%，知识产权商品项占比扩张较为明显（2016-2021 年占 GDP 比重增加了 1.26 个百分点，见表 2），这体现了美国以消费为主导的经济增长结构，以及科技自主创新带动全要素生产率提升的经济发展特点。美国是消费大国，严重依赖进口，净出口占美国 GDP 的比重为负值，且对 GDP 的压力在逐年加深。此外，近几年美国债务负担严重，政府支出占 GDP 的比重下滑比较明显。

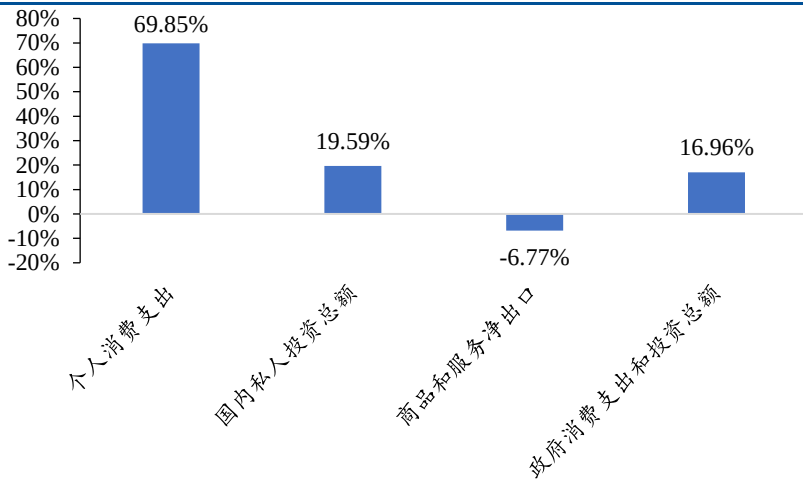
美国经济特点和分析方式，与我国有哪些区别？

在预判美国经济的时候，可以说只要消费不错，整体经济就会有支撑。美国在 19 世纪 90 年代超过英国，成为全球工业实力最强的国家，这个情况持续到本世纪初，后来国家发展的主要拉动项转向了消费，当下美国的经济 70% 以上是由消费带动的，房地产住宅消费增加值，占到整体 GDP 的比重约在 3.51%，行业上中下游所有产业增加值加起来占到总体 GDP 的 11%-13%，远低于中国。居民的收入和消费倾向是决定消费的重要因素。因此，研究居民的收入以及消费倾向，就成为研究美国实体经济的重要切入点。

我国经济由固定资产投资（43%）、消费（50%）和出口（净出口 2.5%）支撑，当下“适度超前开展基础设施投资来扩大内需”以及“稳投资促消费”的政策，正是对准“基建、房地产和消费”三个方面发力。我国从重视工业和固定资产投资，到发展高端制造业，也是在人口红利和资本投产对于经济增长的拉动作用边际放缓的情况下，尝试寻找新的增长力量的举措。这条支撑经济增长发展的路径，在美国的历史进程中，也可以找

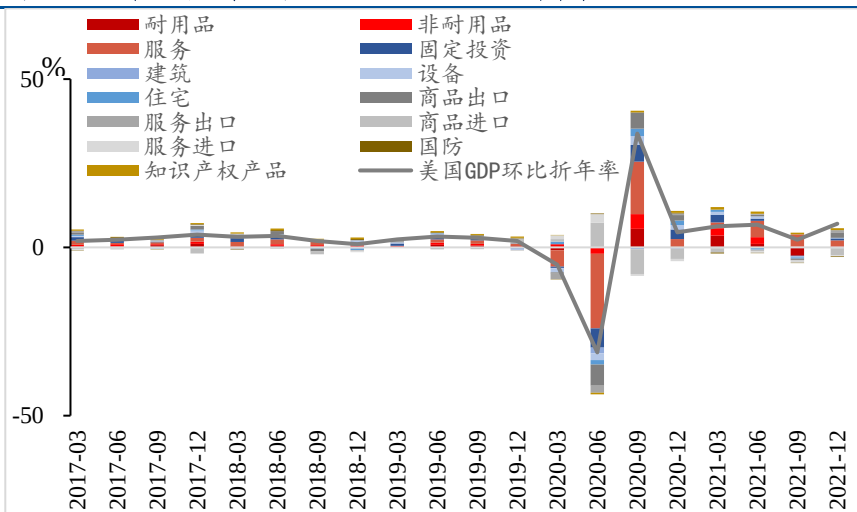
到线索。美国历史上，也经历过“工业—制造业—高端制造业—服务业金融行业—互联网和科技自主创新”的发展之路。

图 4：支出法下，美国各部分的 GDP 占比（2021 年 12 月）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：近 5 年美国主要经济细分项目对 GDP 环比折年率的拉动



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：美国 2020-2021 和 2016-2021 的 GDP 占比变化

占比	GDP 占比			
	个人消费支出	国内私人投资总额	商品和服务净出口	政府消费支出和投资总额
2021 年	69.85%	19.59%	-6.77%	16.96%
2020 年	68.88%	18.98%	-6.04%	17.88%
2016 年	68.96%	17.67%	-4.46%	17.74%
GDP 占比变化（单位：百分点）				
2021 年-2020 年	0.96	0.61	-0.74	-0.92
2016 年-2021 年	0.89	1.92	-2.32	-0.78

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：2020-2021 和 2016-2021 消费、投资、政府支出和进出口分项的 GDP 占比变化

个人消费支出项目在 GDP 占比					
占比	个人消费支出	商品：耐用品	商品：非耐用品	服务	
2021 年	69.86%	10.97%	17.17%	42.73%	
2020 年	68.88%	10.85%	16.79%	42.18%	
2016 年	68.96%	8.50%	15.56%	45.02%	
个人消费支出项目 GDP 占比变化（单位：百分点）					
2021 年-2020 年	0.98	0.12	0.38	0.53	
2016 年-2021 年	0.90	-2.48	1.61	-2.31	

私人投资支出项目 GDP 占比									
占比	国内私人投资总额	固定资产投资	住宅	非住宅	设备	和无形资产	住宅	私人存货变化	
2021 年	19.59%	18.22%	14.68%	2.24%	6.64%	5.95%	3.51%	0.86%	
2020 年	18.98%	18.42%	14.53%	2.43%	6.59%	5.61%	3.77%	0.47%	
2016 年	17.67%	17.23%	13.69%	2.97%	6.73%	4.69%	3.29%	0.38%	
私人投资支出项目 GDP 占比变化（单位：百分点）									
2021 年-2020 年	0.61	-0.20	0.15	-0.20	0.05	0.34	-0.26	0.39	
2016 年-2021 年	1.92	0.94	0.79	-0.72	0.42	1.26	0.17	0.48	

政府消费支出和投资项目的 GDP 占比					
占比	政府消费支出和投资总额	联邦政府	州和地方政府	联邦政府：国防	联邦政府：非国防
2021 年	16.96%	6.68%	10.28%	3.95%	2.73%
2020 年	17.88%	7.13%	10.75%	4.33%	2.81%
2016 年	17.74%	6.69%	11.04%	3.99%	2.70%
政府消费支出和投资项目 GDP 占比变化（单位：百分点）					
2021 年-2020 年	-0.92	-0.45	-0.47	-0.38	-0.08
2016 年-2021 年	-0.78	-0.01	-0.76	-0.34	-0.03

商品和服务进出口分项的 GDP 占比					
占比	商品和服务净出口	商品和服务出口	商品进口	服务出口	商品和服务进口
2021 年	-6.77%	32.10%	39.05%	3.20%	-18.87%
2020 年	-6.04%	32.16%	39.07%	3.22%	-18.18%
2016 年	-6.46%	33.47%	39.35%	4.13%	-17.92%
商品和服务进出口分项的 GDP 占比变化（单位：百分点）					
2021 年-2020 年	-0.74	-0.06	-0.02	-0.02	-0.69
2016 年-2021 年	-0.32	-1.37	-0.30	-0.91	-0.27

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3：支出法下，我国 2020 年各项 GDP 占比

消费项目在 GDP 占比					
占比	总消费支出	居民消费	农村居民消费	城镇居民消费	政府消费
2020 年	54.29%	37.74%	8.11%	29.63%	16.55%
2015 年	53.74%	37.60%	8.15%	29.44%	16.14%
消费项目在 GDP 占比变化（单位：百分点）					
2015-2020 年	0.55	0.14	-0.04	0.19	0.41

投资项目在 GDP 占比		
占比	投资支出	固定资本支出
2020 年	43.12%	42.47%
2015 年	43.03%	41.90%
投资项目在 GDP 占比变化（单位：百分点）		
2015-2020 年	0.09	0.57

进出口项目在 GDP 占比		
占比	净出口	出口
2020 年	2.59%	18.40%
2015 年	3.23%	21.35%
进出口项目在 GDP 占比变化（单位：百分点）		
2015-2020 年	-0.64	-2.95

资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 美国经济结构重消费（消费带动进口），我国重投资（出口带动投资）

美国经济以消费为导向，重视从其他国家进口来弥补国内的消费需求，美国的进口同比增速，领先美国国内库存同比增速；而我国是制造业大国以及世界工厂，经济以出口为导向，出口增速领先国内固定资产投资增速，这也拉动了我国制造业投资。

我们可以把疫情之后，美国较高通胀水平，以及我国的高出口增长速度，这两个现象联系起来思考，就能明白背后有一个共同的因素（美国的商品供需缺口）在影响。

“美国疫情导致生产被封锁—产生供需缺口—美国耐用品消费需求增加（商品价格飙升推高通胀水平）—需要从我国进口弥补美国的库存—我国出口水平抬升。”我们可以观察到，2021 年二季度美国耐用品需求暴涨，同期我国出口水平超预期（我国是制造业大国，尤其 2021 年集成电路、电子元件、电脑和零部件等产品贡献了每月千亿美金的出口金额。集成电路构成半导体和芯片，美国生产场景封锁，供不应求，需要从我国进口，拉动了我国的出口水平；同期，美国实施量化宽松导致了成屋市场交易繁荣，带动了装修、花园、设备、家电、木材等行业的商品需求，疫情后此类产品也一度支撑了我国的出口水平，这背后的关系是一脉相承的。我国不

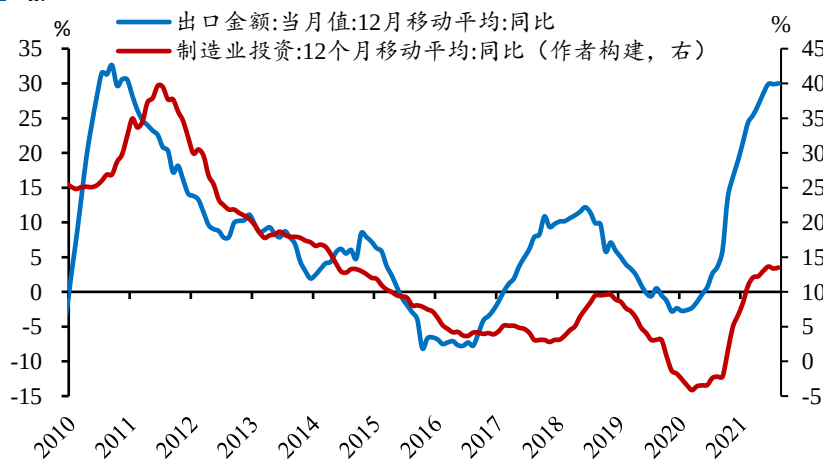
仅出口美国，欧洲也是我国的主要出口目的地，疫情之后欧洲的复苏进程整体滞后于美国，当美国从我国的进口金额有所回落的时候，欧洲强劲复苏，对我国的出口进行了二次带动（2021 年 11 月）。此后，只要欧美疫情反复，供需关系紧张，就需要从我国进口，就会带动同期我国的出口水平。

图 6：美国进口金额同比增速，领先于制造商库存同比



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：我国出口金额的同比增速，领先于制造业投资增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 观测美国经济的主要指标

美国 GDP 公布较晚，因此常常参看一些领先指标来预计美国经济的成长变化。由于分析习惯和角度的不同，研究者在选择分析美国经济的主要指标时也会有所偏好。这里只是总结了部分常用指标给予投资者参考，对于较为基础性的分析来说，已相对足够。

(1) 美国作为消费大国，零售销售(Retail Sales)是衡量消费十分重要的指标；(2) 工业产能和产能利用率，是比较重要的衡量美国产能情况的指标；(3) 耐用品订单，可以作为需求的先行指标；(4) 库存和库存销售比，反应了产业链的供需情况，库存不足供不应求，便会出现通胀。本次美国通胀高居不下的一个重要原因，就是疫情导致劳动力不足、工厂关门，生产供应存在缺口，叠加交通运输不畅，销售终端不能及时补给，这些问题在数据上体现为零售商库存销售比较低（例如，港口供货不及时）。(5) 此外，市场往往会更加关注就业，尤其是失业率。因为，失业率和通胀(PCE 指数)，这两个指标和美联储的货币政策直接相关。

美国的就业数据因为统计口径不同，导致数据间可能打架。美国失业率一共有 U1-U6 六大统计口径，一般美联储参考的失业率是 U3 失业率（美国官方失业率）：即目前处于失业，但是在积极找工作的劳动力，占到整体劳动力人口的比重；**劳动力参与率**也是分析就业市场恢复情况的另一项重要指标。 $\text{劳动力参与率} = (\text{有工作人数} + \text{目前正在找工作的人数}) / \text{适龄工作人口}$ 。**就业市场的供给缺口**，可以分为两部分：**劳动力参与率的下降（居民不想找工作而退出劳动力市场）和失业人口的增加（居民想找工作但是因为种种原因暂时失业）**。但是整体来说，失业人数统计了具有继续寻找工作意愿的那部分劳动力人口。美国疫情后劳动参与率修复疲软，才是就业市场供需失衡的主要原因。

新增非农就业数据(Nonfarm payrolls)描绘了就业市场恢复的增量情况，是外汇交易市场经常关注的指标，对经济有较强的指示意义。ADP 新增就业数据（小非农）由美国自动数据处理公司每月披露，数据统计来自于其覆盖的工资单数据所显示的就业人数。**初次申领失业金的人数为周频数据**，因此通常被用来作为观测就业环境恢复的高频指标。

表 4：分析美国经济的主要指标

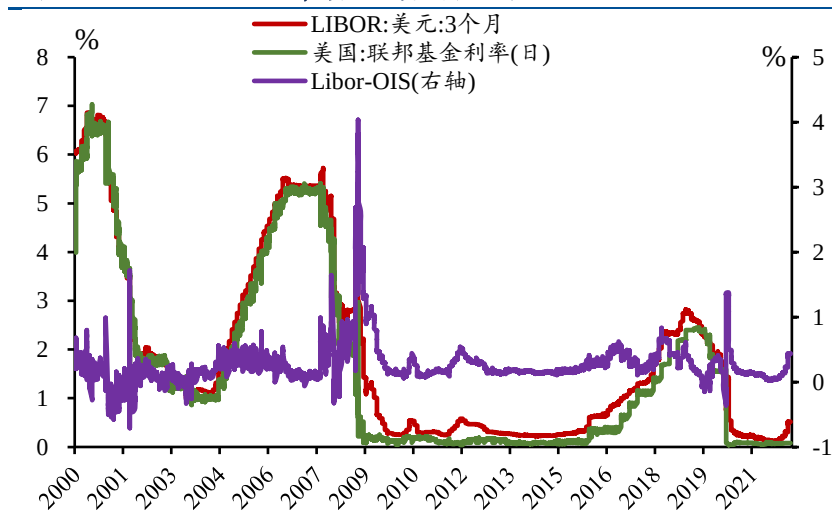
类别	数据	频率	发布时间	含义与重要性
增长	GDP（年度环比）	季度	初始值发布通常滞后一个月，第二次和第三次修正值分别再滞后一个月	由消费、投资（住宅与非住宅）、政府开支和进出口四部分组成，发布的数值会进行2次修正
	零售销售 (retail sales)	月度	每月15日前后发布，数据滞后一个月	包含商品和食品餐饮服务
	工业产能和产能利用率	月度	每月15日前后发布，数据滞后一个月	反应工业产出和产能
	耐用品订单	月度	每月27日前后发布，数据滞后一个月	反应制造业需求和投资情况
	库存/库销比	月度	每月15日前后公布数据，数据通常滞后两个月	生产中的供需关系
	成屋/新屋销售数量/价格	月度	每月20号后公布，数据滞后一个月	美国房地产主要分为新屋和成屋交易
	新屋审批/开工/施工/竣工	月度		美国房地产链条中的主要分析指标
就业	Case-Shiller 价格指数	月度	每月最后一个周二发布数据，数据滞后两个月	房地产市场价格
	失业率/劳动参与率	月度	每个月第一个周五，数据滞后一个月	Establishment Survey (企业调查) 口径不同导致差异化
	非农新增就业/工资	月度	每个月第一个周五，数据滞后一个月	Household Survey (住户调查)
	ADR 私人就业	月度	每个月第一个周三，数据滞后一个月	ADP 私人机构调查，与非农数据存在误差
	首次申请失业金人数	周度	每周四	公布申请失业金人数
	辞职率	月度	滞后两个月的任一工作日，倾向于上旬发布	统计的是人们因为更高薪酬而选择主动离职的比例，因而这是一个关于工资压力的统计数据
	工作机会比率	月度	滞后两个月的任一工作日，倾向于上旬发布	反映的是全市场中空缺岗位的数量，就业市场的紧张程度
企业调查数据	新增就业	月度	滞后两个月的任一工作日，倾向于上旬发布	参考月份内任何时点就业增加的总和
	ISM PMI	月度	每个月第一个工作日，东海岸时间早上十点，数据发布通常滞后一个月	ISM PMI 在美国关注度更高，包含了更多跨国企业，ISM 的问卷更多问的是企业的自身情况，如果企业本身有很多跨国订单和收入，那反应的情况就不仅仅是美国国内。
	Markit PMI	月度	初始值每个月23号前后公布 制造业PMI：本月第一个工作日 服务业PMI：本月第三个工作日 数据滞后一个月	Markit PMI 与实际经济数据相关性似乎略高一些。a) Markit 样本覆盖更广，有更多中小型企业；b) Markit 在季调会进行月度调整，Markit 更为平滑；c) Markit 的问卷关注点更多集中在美国国内，而非跨国企业。
	消费者信心指数	月度	每月最后一个周二的东部时间早上10点发布	消费者信心增加，储蓄率可能减少，消费支出可能增加。
	工厂订单	月度	滞后两月发布，每月第一周发布上上个月的数值	生产者从消费者、企业或者部门收到的采购意向，这个数据有助于搞清楚经济是在扩张还是收缩。
	工业产值	月度	每月第2-3周	主要看月环比，工业部门的波动构成了经济增长波动的大部分。工业产值指标通常被认为是与商业周期最为相关的短期信号。
通胀	CPI	月度	数据每月第三周发布	能源食品占比21%；核心通胀（商品21%，服务58%）
	PCE	月度	在个人收入与消费支出报告中披露，每月的最后一个工作日，数据发布滞后一个月	美联储政策目标参考指标；权重与CPI存在一定差异
货币政策	FOMC 会议	一年8次	一月、三月、四月、六月、七月、九月、十一月、十二月；通常定在月末或月中的周二~周三	3、6、9、12月份会议提供更新后的数据预测与点阵图；其他会议有会议声明与新闻发布会
	国会听证会	一年2次	半年度货币政策报告	美联储主席发言听证会
	货币政策工具	不定期		逆回购等公开市场操作；非常规货币政策，如QE和各种流动性便利等
	货币供应	周度	每周四下午	货币供应是影响经济活动，尤其是通胀的重要因素之一
美元流动性	远期利率协议 (FRA) / Libor-OIS 利差	日度		美元流动性：(FRA) / Libor-OIS 利差上升代表着融资成本上升；Libor-OIS 利差(银行体系的风险溢价水平)
	国债利率/信用利差	日度		Yield Curve 形态可以对应美国经济复苏或者过热
财政预算税收	总统提交预算	每财年一次	总统需准备本财年budget，一般在2月底前	换届年可以延迟至4~5月
	财年开始	年度	每年10月1日~次年9月30日	如预算未得到通过可能导致政府关门
	债务上限	不定期		当债务触及上限时需要重新立法调整，若无法调整可能面对违约。
政治周期	大选	四年一次	11月的第一个周二	总统、州长及议员（众议院全部，参议院1/3及州议员）
	中期选举	总任期的第二年	11月的第一个周二	选举国会议员（众议院全部，参议院1/3）

资料来源：信达证券研发中心整理

(6) 我们用“远期利率协议 FRA-OIS 的差值”来衡量美元的流动性，差值越大，融资成本越高。远期利率协议 FRA 参考的是 3 个月期伦敦同业拆借利率(Libor)，是国际金融市场中大多数浮动利率的基础；OIS(Overnight Index Swap)参考的是有效联邦基金利率的掉期利率。FRA-OIS 息差主要反映的是全球银行体系的

信贷压力，息差扩大被视为银行间拆借的意愿下滑，意味着市场对短期同业拆借利率(Libor)上涨的预期非常高，显示出融资市场资金短缺

图 8: Libor-OIS 差值越大，资金融资成本越高



资料来源: FRED, 信达证券研发中心

(7) 分析美国金融市场，一年 8 次的 FOMC 会议、财政预算决议，以及总统选举（总统所代表的党派，对华政策，以及经济政策），也十分重要。

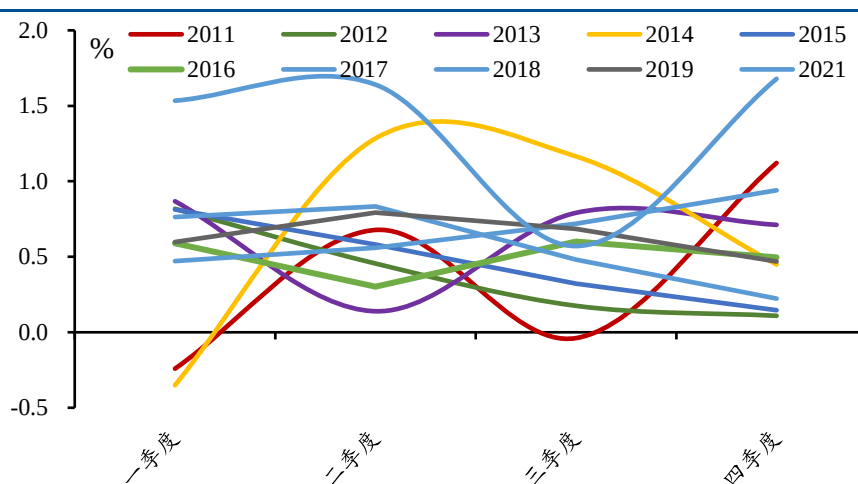
美联储作为全球央行（美元挂钩大部分国家的货币、能源、黄金等），政策收紧对全球资产的风险偏好都会有所下降，也会冲击到我国股市；而我国的货币政策，也掣肘于美国的货币政策。因此，学习和了解如何分析美国的货币政策，对于中国的投资者也十分重要。随着中国资本市场对外开放，我们应该更加关注美联储货币政策，这对于防范外部冲击十分有意义。

1.4 美国的数据指标和我国的区别

美国数据经常使用环比年化数据（环比折年率:季调），大多不呈现季节性规律。在对主要经济数据同比增速做预测时，往往并不是基于往年的环比数据。而我国的环比数据具备季节性，习惯上参看同比数据（消除季节性）。环比折年率，实际上是一种环比增速的预测，他利用季节调整后的环比数据进行计算。假设此后变量依旧按照现阶段的环比速度进行，则对月度数据的环比增速求 12 次幂(计算公式: 环比折年率= $(1+\text{月度环比增速})^{12}-1$)，对季度数据的环比增速求 4 次幂(计算公式: 环比折年率= $(1+\text{季度环比增速})^4-1$)，就可以得到环比折年率数据。反映出了经济如果按照目前的态势运行，发展速度换成年度数据后将达到的水平。

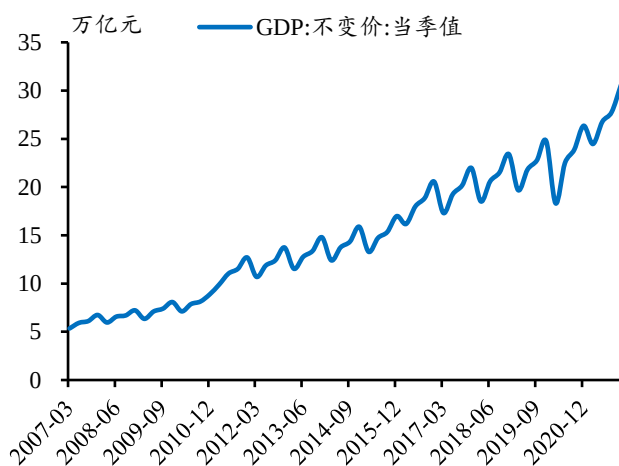
我国在讨论 GDP 时多使用同比数据，美国则使用 GDP 环比折年率（季调后）。例如，2020 年一季度美国公布出来的 GDP 环比折年率为-4.8%，但实际上季度环比增速仅为-1.2%，换成同比增速为+0.32%，这要比同期中国-6.8%的同比增速好出不少，因此，我们不能直接拿-4.8%与-6.8%简单进行比较。

图 9：美国 GDP 的环比数据已消除季节性规律



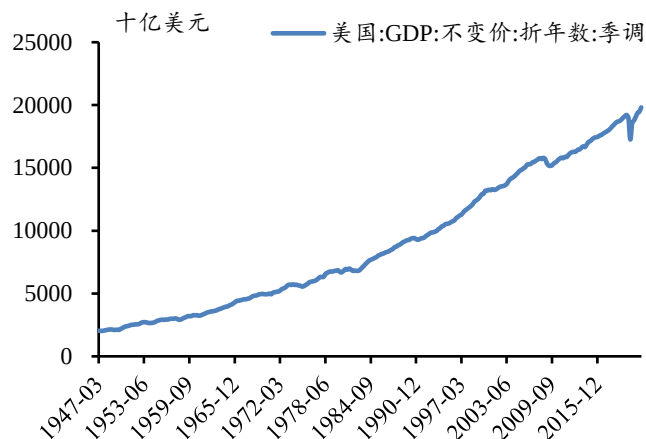
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：我国 GDP 的数值具有较明显的季节性规律



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：美国 GDP 的数值基本没有季节性



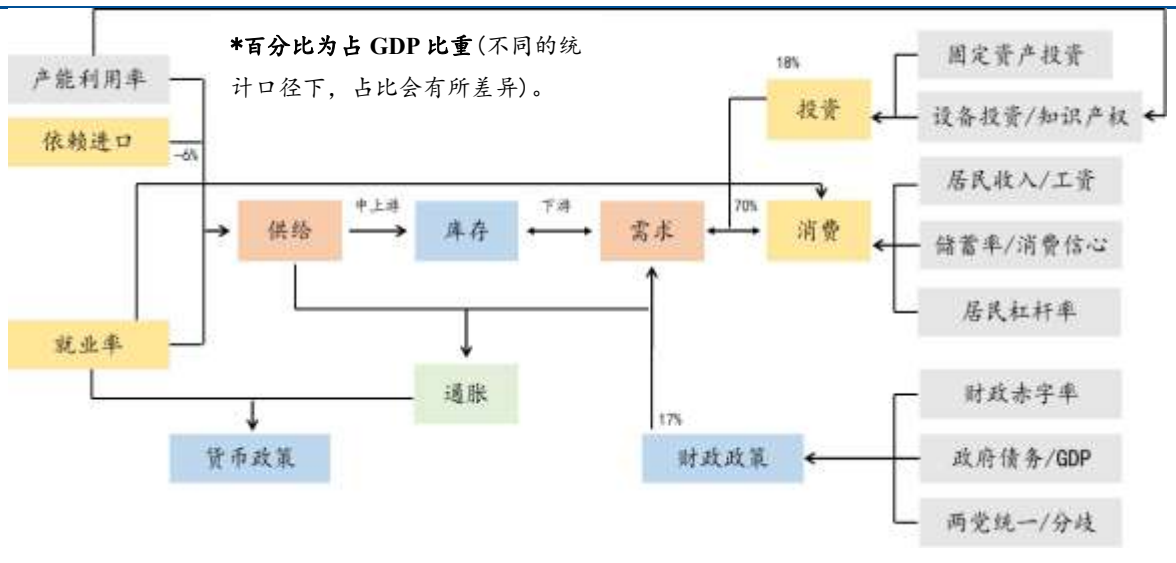
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、美国实体经济分析框架

美国经济以消费为主导（占到 GDP 总量 70%），因此围绕供给和需求分析就更为明晰，我们顺着产业链的逻辑，可以得出以下的经济分析框架。

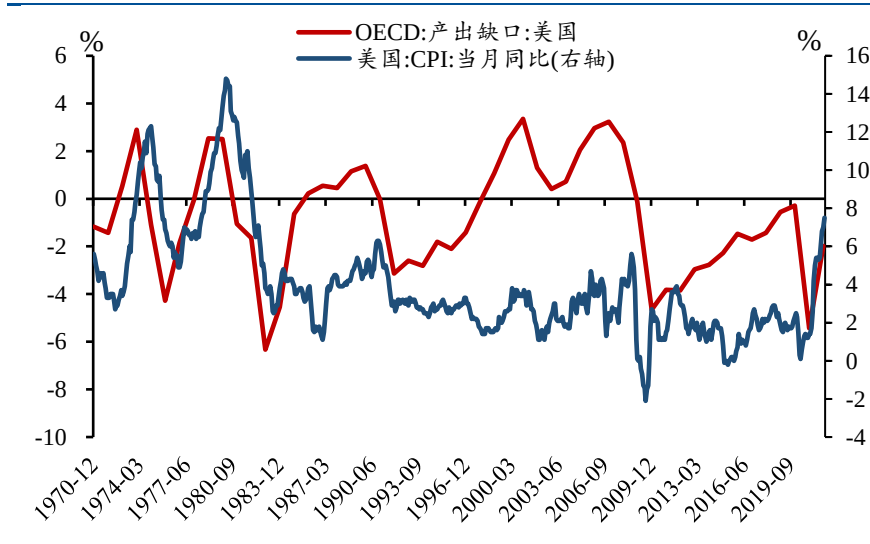
以需求和供给为核心，需求和供给取决于消费和生产（国内不足则进口补给），结合起来的相互变化影响到库存（库存周期）和通胀水平（产能缺口 Output Gap 领先于通货膨胀 CPI）。需求由投资（18%）、消费（70%）和财政支出（17%）拉动；供给由劳动力就业水平、产能利用率（资本投产）和进口反映。供给大于需求，价格就会下行。供给小于需求，就会对通胀造成压力。我们可以通过分析影响需求和供给的变量，对整体经济的运行和通胀水平的变化有一个大致的判断，再结合就业，就可以对货币政策（锚定就业和通胀）有所预测。

图 12：美国经济的供需结构



资料来源: 信达证券研发中心

图 13：美国的产出缺口(Output Gap)领先于通胀水平(CPI)



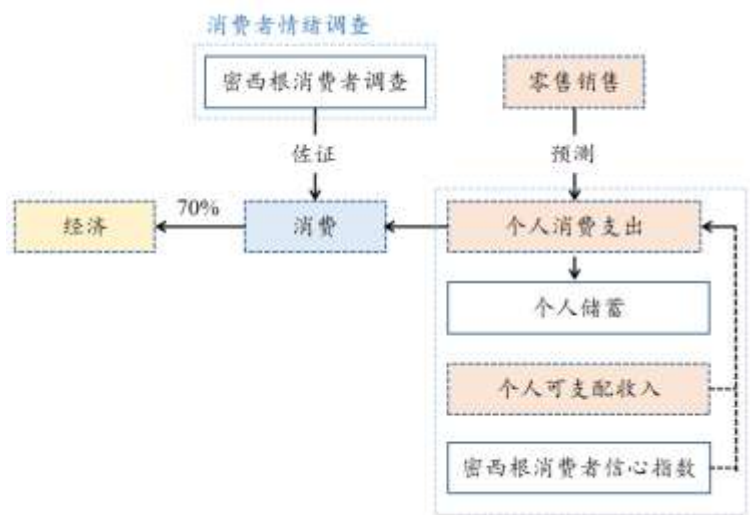
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、美国需求端的研究重点

3.1 美国消费的研究重点

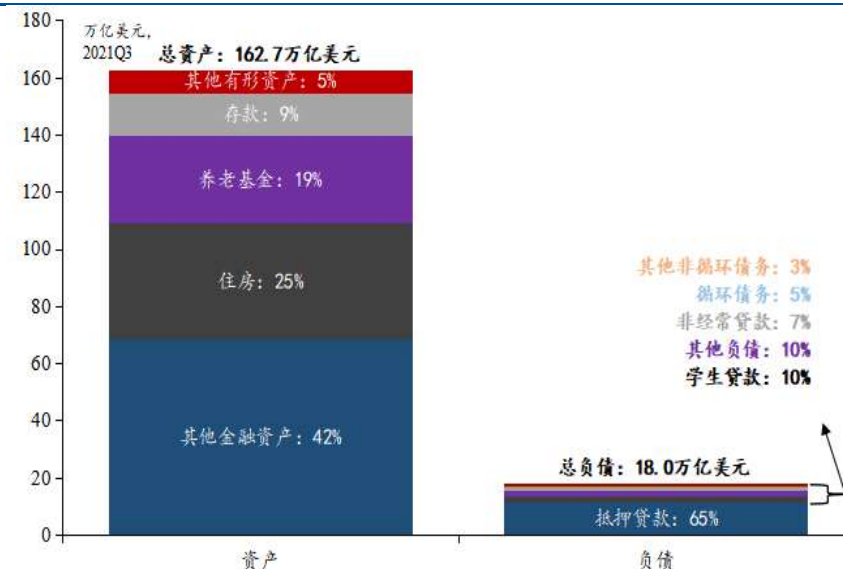
需求端的分析重点：美国经济以消费为主导，消费不错则经济基本面就会有支撑。全社会消费总量 $\approx$ 就业 $\times$ 人均收入 $\times$ 消费倾向，消费水平受收入（可消费的能力）和消费意愿（消费倾向、消费者信心指数）影响，美国居民的资产负债表主要以工资收入、政府补贴、股票市场和房地产市场的收入为主，研究这几者的变化，就可以了解美国居民消费能力的变化。疫情结束后，政府正是从消费端入手来修复经济：（1）财政刺激（发钱）转化为居民收入，在消费信心抬升和消费倾向增加的情况下，转为消费而拉动经济修复。（2）美国量化宽松导致居民金融资产和财富增加（股市和房地产市场的繁荣），也带动了美国居民潜在的消费能力。（3）拜登政府颁布了一系列基建政策，促进了内需。但是我们要认识到，整体来说，美国基建对整体经济的拉动不比我国，固定资产投资占据整体 GDP 的比重，仅仅只有 18% 左右（根据统计口径不同，比例会稍微有些差异）。

图 14:美国消费端的分析框架



资料来源: 信达证券研发中心

图 15: 美国 2021 年 Q3 居民的资产负债表成分



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 美国居民的金融资产占 GDP 的比值逐年攀升

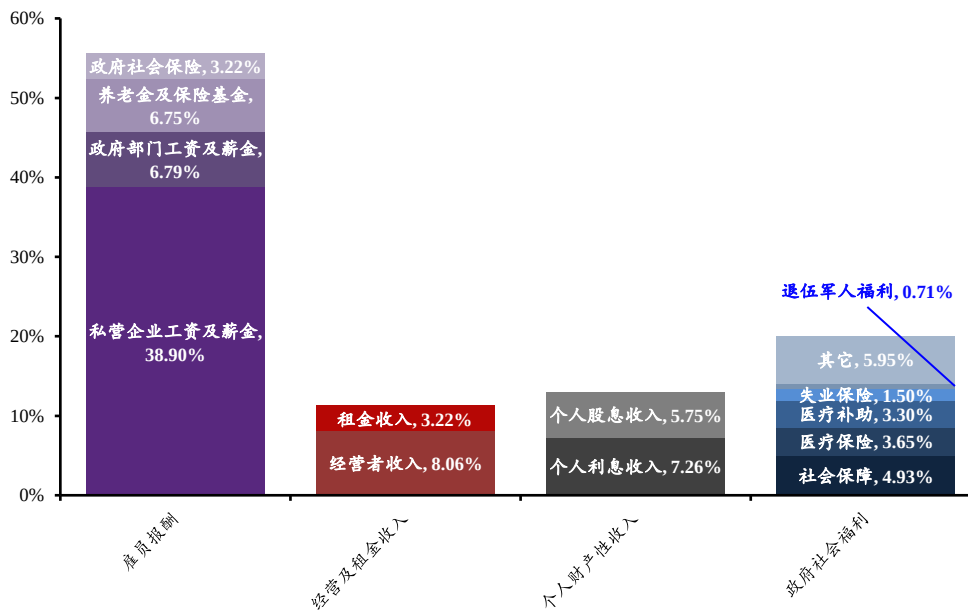


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

美国历史上储蓄意愿较低，假设疫情没有改变美国居民的消费习惯，理论上超额储蓄最终都将转化为消费。疫情后美国耐用品消费需求先是出现暴涨，而随着疫情缓解消费场景放开，服务型消费又成为支撑美国整体消费的中坚力量。

我国的经济结构决定了疫情后政府扶持经济的重点在生产端。疫情之后，我国对企业给予扶持政策和税收补贴，生产端率先复苏。并逐步依靠基建发力，和消费优惠政策扩大内需。按照 GDP 支出法，我国消费在 GDP 中的占比约为 55%，且有逐年上升的趋势。

图 17：美国 2021 年居民收入各项占比（薪金、补贴、租金和股市收入）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：疫情后，美国政府补贴增加了居民个人可支配收入，促进了消费



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 美国房地产行业的研究思路

美国房地产行业的特点：消费和金融属性强，是居民资产的重要组成部分。对房地产市场而言，可以从三个方面进行分析：**需求侧**：长期来看，房地产市场受到人口水平、自住率以及空置率影响，短期来看，受到流动性及利率水平等影响；**供给侧**：主要影响因素是成屋库存、营建许可、新开工和施工进度等。此外，房地产市场的**购买力**：（可支配收入与居民杠杆水平）也是一个重要变量。

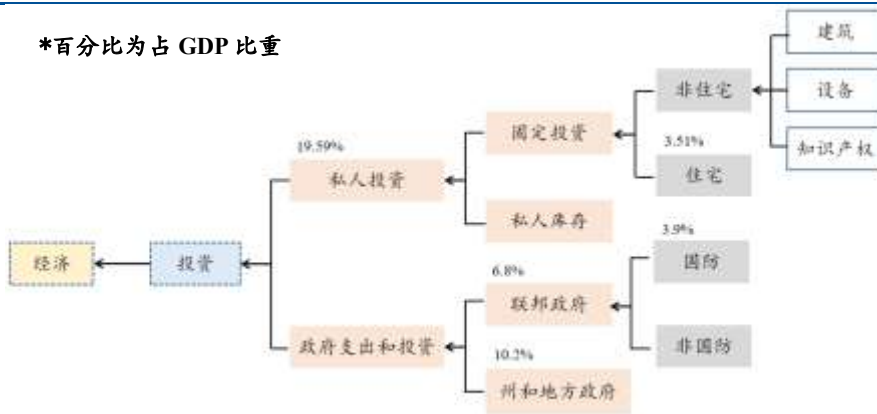
图 19：美国房地产市场研究框架



资料来源：信达证券研发中心

房地产行业的产业链增加值对 GDP 贡献约为 11%~13%，按照万得的口径，住宅方面对 GDP 的贡献在 3.51%左右。根据美联储《金融稳定报告》，截止 2021 年三季度美国住宅地产存量规模 66 万亿美元，占美国风险资产总体金额比例的 43%；权益资产紧随其后（54 万亿美元，占比 35%）。贡献上，房地产行业增加值占美国 GDP 比重达 11%至 13%。**2. 成屋交易（已建造好的房子）占绝对主导（85%以上），消费属性大于投资属性，因此房地产行业高景气所带动的相关行业也与我国不同。**本次疫情后美国房地产行业集中在成屋交易，因此房地产行业火爆主要带动了装修、花园、设备、家电、木材等行业的商品需求，更具消费属性；而我国的房地产链条则存在差别：由价格传导至销售、新开工、投资、基建和后周期产品，更具投资属性。**3. 美国房地产金融化程度高，有较为成熟的金融工具 REITS, MBS 等等。**房地产衍生的 MBS 等金融产品是美国证券市场的重要组成部分，MBS 的流动性（2020 年底成交占美国固定收益市场的 30.7%）和规模（2020 年底 MBS 存量占 22.5%）仅次于国债。**MBS 收益率和住房抵押贷款利率直接挂钩，是美国房地产金融属性更强的重要原因。**

图 20：住宅是固定资产投资中的一部分



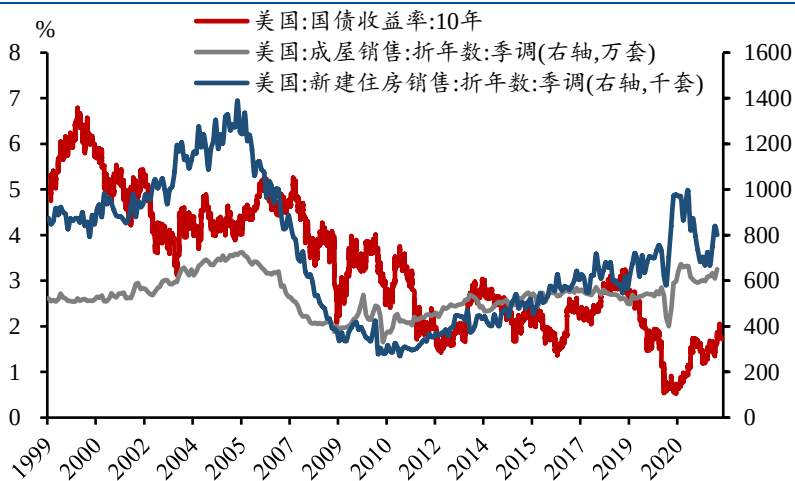
资料来源：万得，信达证券研发中心

表 5：2021 年 3 季度美国风险资产的市场规模

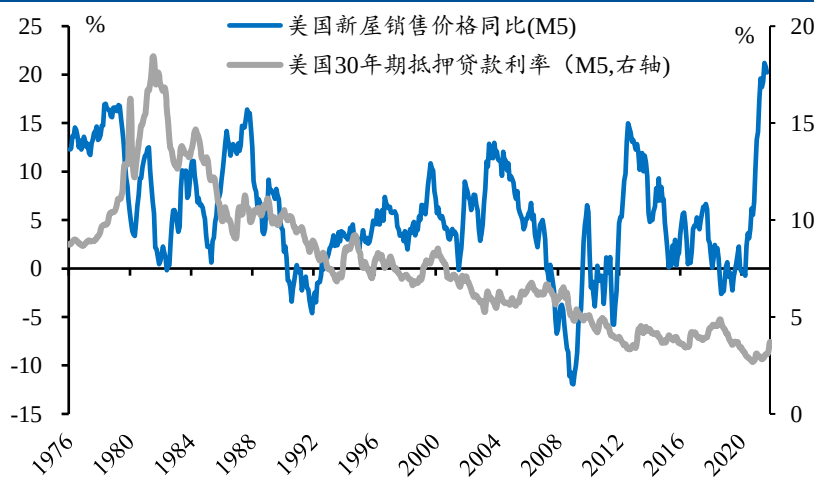
项目名称	款项 (十亿美元)	2020 第二季度-2021 第二季度增长 (%)	1997-2021 第二季度平均年度增长 (%)
股票	54,768	47.2	10.1
住宅地产	44,489	12	6
商业地产	21,788	6.8	7
国库证券	21,699	9.2	8.2
投资级企业债券	6,667	4.1	8.3
农田	2,597	1.6	5.1
高收益企业债券	1,630	4.9	6.9
杠杆贷款	1,258	6.2	14.2

资料来源:《美联储金融稳定报告》，信达证券研发中心整理

需求侧，房地产市场的景气度长期参看人口，短期看金融。长期来看，房地产市场由人口水平、自住率(居住需求、改善房需求等等)，以及空置率(库存水平)决定；短期来看，受到流动性及利率水平影响。房屋价格和房屋销售基本上呈现同步走势，两者均体现出明显的周期性，和名义利率以及抵押贷款利率呈现反向变动。

图 21：美国房地产市场销售增速与名义利率成反比


资料来源: 万得，信达证券研发中心

图 22：美国房地产市场价格与住房抵押贷款利率成反比


资料来源: 万得，信达证券研发中心

四、美国供应端的研究重点

4.1 美国工业生产的内部逻辑

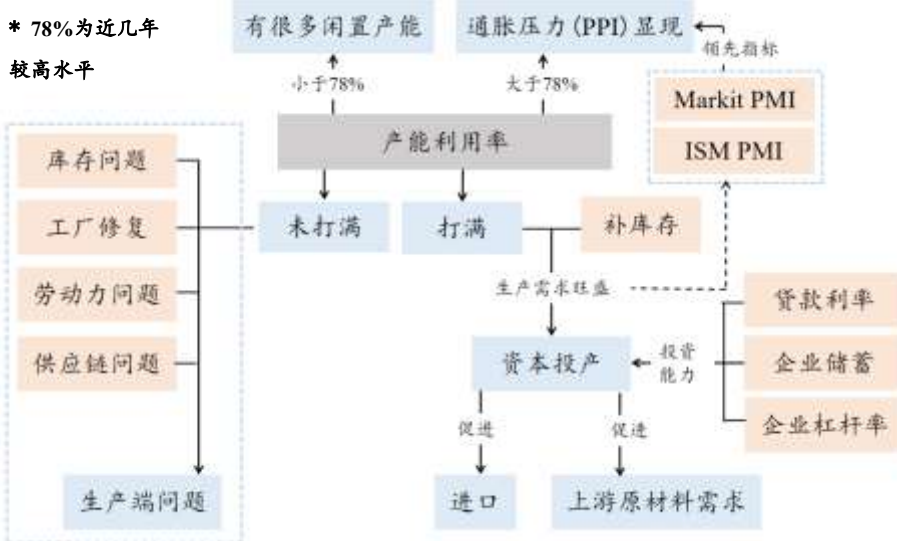
产能利用率=实际产能/设计产能*100%，产能利用率度量的是经济增长潜能中的已经实现部分的占比，可以被视为生产端通胀的领先指标。如果产能未能打满，且有库存可以消耗，则很难预测资本投产会大规模增加；如果产能打满的前提下，需求依然旺盛（且库存处于低位），则厂商会考虑需要新的资本投产（资本投产会拉动上游原材料的需求，抑或是带动进口）。根据回归系数，整体业务销售额和总资本支出的相关系数有 **0.74**，两者呈现较强的相关关系。然而，企业的商业销售收入，不一定领先于资本开支投产。在如今较为发达的融资环境下，企业也可以借钱投产，盈利后归还借款，随着商业环境更加复杂化，两者的相关性不比以往。

产能利用率，可以衡量资本开支增长和通胀的潜在可能。资本从投入到实际产能形成需要较长时间，设备利用率也制约着工业产值的变化。从历史上来看，产能利用率的同比变化对制造业材料价格有一定的领先作用。当产能同比增长较快时，对原材料的需求也会相应抬升，使得原材料供需关系趋紧，进而使得原材料价格走高，带动生产材料的价格水平 PPI。在设备利用率在 **78%**（取近几年的平均最高值）以下的时候，被认为是存在产能闲置；超过 **78%** 的时候，通胀压力则有开始显现的可能（见图 23）。

美国在疫情发生前，为何通货膨胀率在逐年走低？

从生产制造的角度来讲，美国作为进口国，在过去几十年当中，通过进口商品，一定程度上对冲了国内的高开工率，压制了国内通胀的情况。全球化背景下，生产制造业成本和劳动力成本都在降低，整体通胀平均在过去几十年，呈现出了整体下跌的趋势。但是本次疫情后的环境不同，全球都呈现了供需缺口，因此依靠进口来缓解国内通胀压力的效果不比以往，呈现出了美联储预计不到的通胀水平。

图 23：美国工业产能利用率的研究逻辑



资料来源：信达证券研发中心

图 24：制造业产能利用率对 PPI 有领先作用



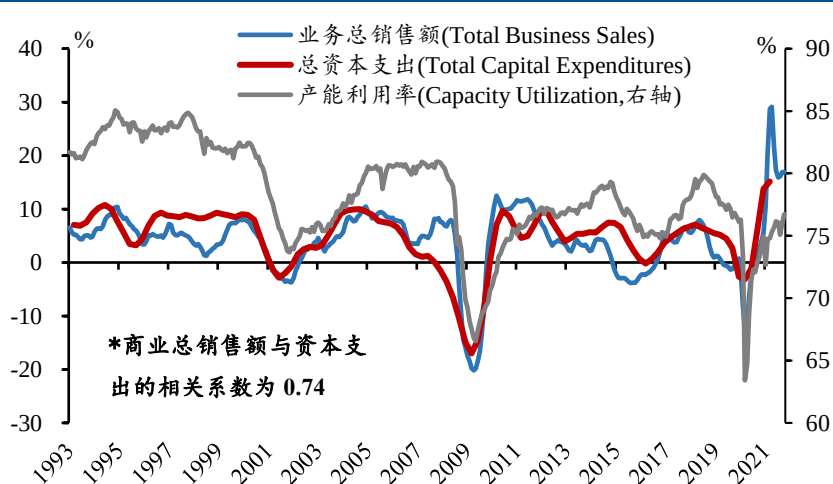
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：产能利用率也能侧面反映行业的利润预期



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：美国业务销售、资本支出的相关性较高

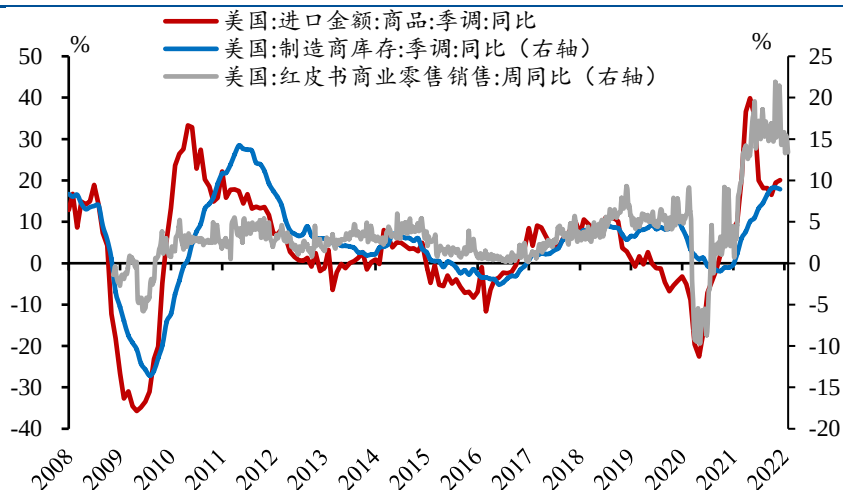


资料来源：FRED，信达证券研发中心

4.2 美国的库存周期

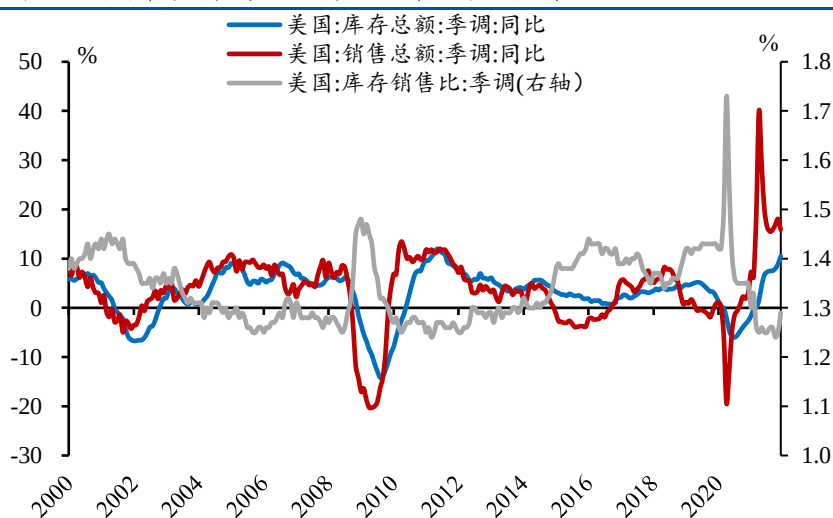
美国销售同比与进口同比走势几乎完全一致（皆反映了内需），二者均领先库存同比（见图 27）。我们在分析时，往往关注一组指标：库存总额同比、销售总额同比和库存销售比（供应需求的紧张程度）。销售总额增速是库存的核心影响因素，表现为销售总额同比领先库存总额同比增速，领先规律较为稳定，消费主要取决于个人收入状况，其逻辑传导链条为“收入改善-销售改善-补库存”。而销售总额同比与库存销售比之间基本是完全同步的负相关关系（见图 28）。

图 27：美国销售同比增速和进口同比增速，领先于制造商库存同比



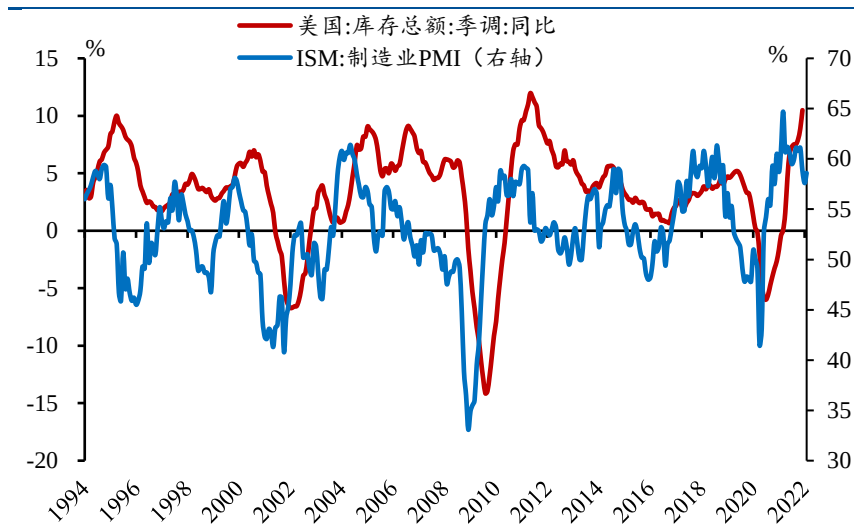
资料来源：FRED，信达证券研发中心

图 28：美国库存销售同比和销售总额同比成反向关系



资料来源：FRED，信达证券研发中心

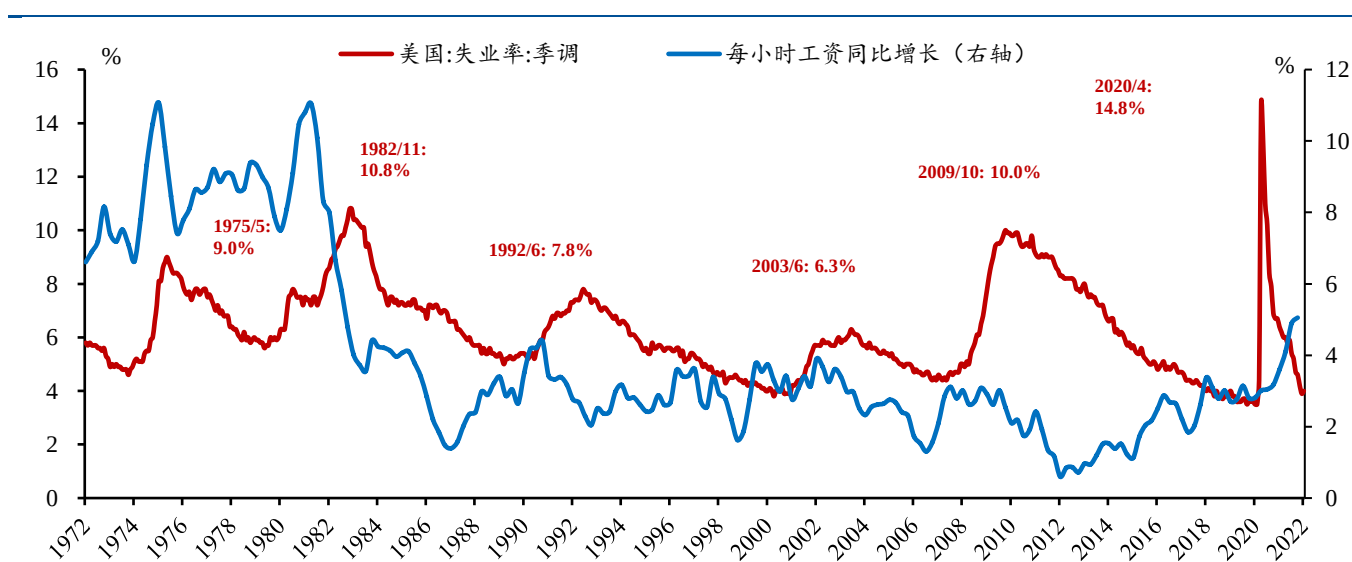
一个完整的库存周期可以分为主动加库存、被动加库存、主动去库存、被动去库存四个阶段。以美国全社会库存同比增速和 ISM 制造业 PMI 分别表征库存和需求变化，从历史经验看，美国的制造业 PMI 指数显现的经济周期，领先于库存周期，两者呈现较高的相关关系。1994 年以来美国经历了几轮的库存周期，平均一轮库存周期持续 2-3 年或者更久。疫情后，伴随着美国的新一轮复苏，又开始了新的补库存阶段。当前美国处于增长和需求放缓的被动加库存阶段。美国制造商与批发商多是大型企业，库存同比走势几乎完全一致，趋势性也更加明显，库存变化更加有周期性；而零售商库存同比与前两者趋势相关性较弱。零售商包含了大量的店铺，库存调整更加灵活，同时零售商品以基础消费品为主。本次疫情后，出现了较长零售商库存销售比低的情况。

图 29：美国经济周期领先于库存周期变化


资料来源: FRED, 万得, 信达证券研发中心

4.3 生产端劳动力供应市场

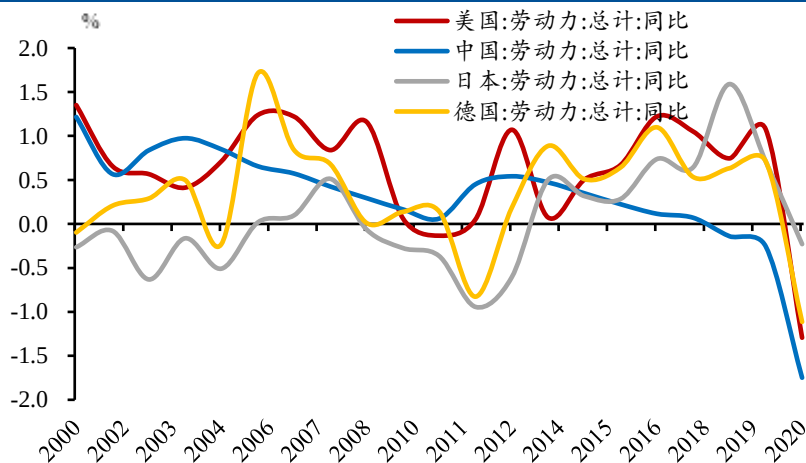
劳动力市场短缺，可能导致工资-价格螺旋上涨，但是当失业率降低到一定程度时，这种僵局会被打破。工资-价格螺旋上涨，是一种强调工资成本提高和物价上涨的相互影响的理论，认为提高工资必然会引起商品价格上涨，而价格上涨又迫使工人要求提高工资，又会引起商品价格的上升。这一过程不断出现和循环，就形成工资—物价螺旋式的通货膨胀。但是，当失业率降低到一定程度后，雇主义价能力会被削弱，这种现象便会缓解。当下美国通胀的原因，主要来自三个方面：供应链问题没有完全修复、劳动力短缺导致的工资螺旋上升和全球大宗商品价格上涨的推动。历史来看，失业率和每小时工资呈现较强的反向关系。以史为鉴，随着就业市场的进一步恢复，工资螺旋上升的现象可能会被削弱。

图 30：美国的失业率和工资水平走势成反比


资料来源: FRED, 万得, 信达证券研发中心

本次疫情后，美国劳动力短缺，部分原因是政府提供了救济金，导致大量中老年劳动力选择提前退休。政府福利在刺激消费支出的同时，也让更多的美国人不愿意重返工作岗位。但现在这些福利已经结束，如果此后美国居民的收入减少，可能就会有更多的美国人重返就业市场。各国劳动力人口同比自 2019 年便开始出现大幅下降，从更加长期的角度来看，美国整体的发展更需要依靠科技创新进步（全要素生产率的提升）带动。

图 31：各国劳动力人口同比增速 2019 年开始大幅下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：美国的全要素生产率仍在逐年攀升



资料来源：万得，信达证券研发中心

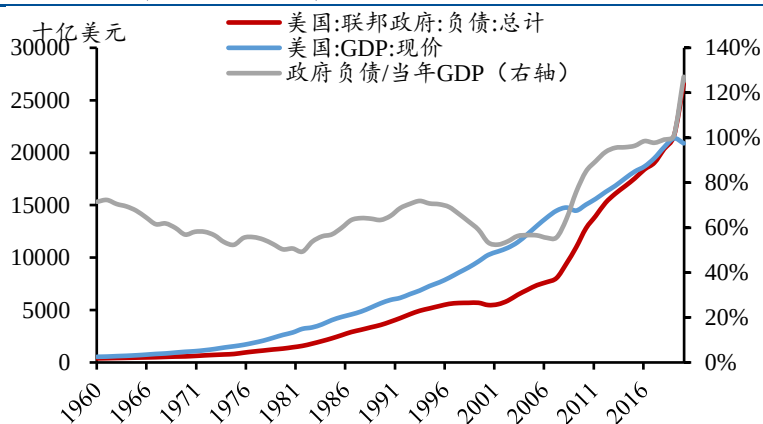
4.4 美国的企业债务和居民债务水平

经济体的实际产出由（1）全要素生产率（2）资本投入（3）人力资本带动。逻辑可以从柯布-道格拉斯总量生产函数解释。根据公式，资本边际产出递减会导致资本增长放缓，人口老龄化导致劳动增长放缓，如果全要素生产率增速较快，就能一定程度上对冲资本放缓和劳动放缓导致的经济增速放缓。

这就可以解释美国为何大量举债？为了加大资本投入来带动经济增长。随着老龄化和人口迁移规模的减少，劳动力人口同比增速放缓，人力资本对经济的带动会趋弱，经济发展便会倚重其他要素，比如资本投入，通过举债投资来拉动经济增长。负债可以分为：政府负债（中央发行国债，地方政府发行市政债券等）、私人部门企业负债（信用债或银行借贷等融资工具）和居民负债（借款等）。企业负债主要就是增加杠杆，居民负债主要就是投入房地产市场等。历史上美国政府债务占 GDP 的比重，在 2000 年至 2007 年处于较低的水平（见图 33），而这一段时期，美国科技投入带来了商业应用和利润的爆发（如图 35，美国科学技术设备软件的投入基

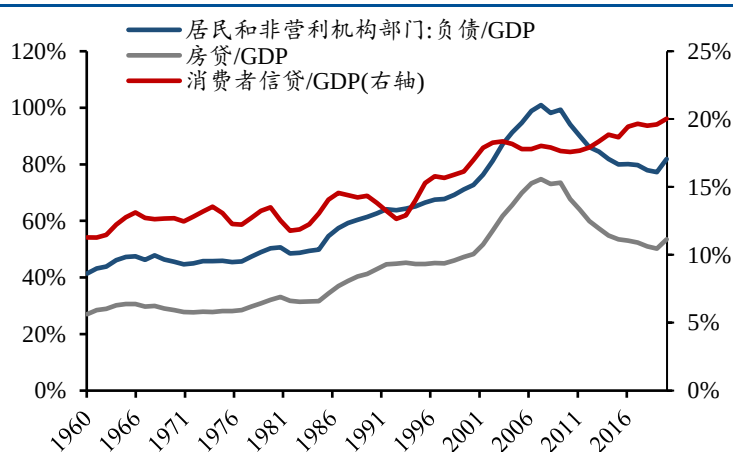
本在 1994 至 2000 年，随后带来的商业利润增长集中在 2002 年至 2010 年），社会全要素正产率依靠科技迅速扩张（见图 32），美国劳动力人口同比增速也较高（见图 31）。美国在全要素生产率和科技进步的推动下，经济得到了更快的增长，同期政府杠杆率也得到了有效下降。

图 33：美国中央政府负债水平



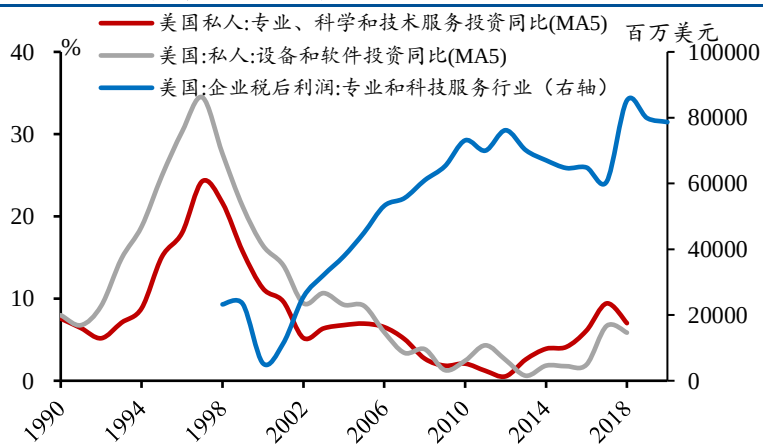
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：美国居民和企业的杠杆率水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：美国科技资本投入和科技行业利润同比增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

五、怎么预测美国的通胀水平

5.1 美国的 CPI 如何拆分

为什么研究美国的通胀，对于我国的资本市场为什么这么重要？

物价和就业，两者共同制约了美联储的货币政策。美国实体经济的强弱会影响到我国的出口水平和部分跨国企业的营收；货币政策则会对全球的流动性产生影响，这种影响可以通过外汇市场和北向资金进而作用于我国的金融市场，抑或是影响到全球大宗商品的价格（美元与大宗商品挂钩）。美国 2021 年 11 月中旬通胀水平 CPI 达到近 40 年新高，全球市场产生了较强流动性收紧的预期，同期纳斯达克开始出现下跌，**美联储政策收紧，对我国股市的高估值板块尤其是创业板指，造成了很大的负面影响**（我国创业板指在 12 月中旬美联储 FOMC 会议结束后的半天时间，开始了持续下跌），内部脆弱加上外部流动性收紧，导致了高估值板块调整。如果能够预知到美国的高通胀持续，以及美联储会加紧货币政策正常化，就能够提前感知外部冲击的风险。因此我们介绍完实体经济的分析框架后，接下来介绍下美国的通货膨胀水平是如何预测的。

当下哪些因素导致了美国的高通胀水平？

我们曾在《高通胀、低失业和挡不住的美联储加息》内论证过，美国的通胀水平至少要坚持半年时间。一方面，供应链（供需缺口造成通胀）和劳动力市场（工资螺旋上升推高通胀）的修复需要时间；另一方面，美国原油库存处于周期底部，供需缺口导致了全球原油的价格飙升（能源价格占据 CPI 的相当部分），叠加俄罗斯和乌克兰冲突的局势未定，全球原油供给每天都在一定速度被消耗，推高了全球的原油价格，也支撑了美国的通货膨胀水平，导致美联储不得不加进收紧货币政策。

如何预测美国的通胀水平？

角度一：首先找到拉动美国 CPI 的主要分项，然后预测各分项修复需要的时间，就可以预测 CPI 的走势。我们在文章《高通胀、低失业和挡不住的美联储加息》中，分析出引起美国通胀高居不下的原因（疫情导致的供应链问题），是美联储收紧货币政策所不能立刻改变的，来论证美国的通胀持续性，测算美国的高通胀水平至少会延续半年至九个月的时间。

组成美国 CPI 分项的二手车和卡车、以及能源，分别对 CPI 上涨贡献了 3.16 和 1.66 个百分点。

角度二，也可以找到拟合 CPI 各分项较为理想的指标，赋予权重后进行加总，就可以使用相关的更为高频数据，来提前预测美国的 CPI 同比数据。例如，美国 CPI 权重里很大部分是食品和能源的价格，那我们就可以用指标 CRB 食品指数、WTI 原油价格（甚至是原油期货价格）等等，来充当美国食品和能源价格的走势。针对本次供应链的修复情况，还可以参看交通部公布的货运等相关指数的修复情况、以及杜克大学调查的企业主对供应链修复时间的调查等等。

表 6：美国 CPI 的权重，2022 年 1 月各项对 CPI 的同比和环比拉动

美国CPI分项	权重 (%)	同比 (%)	同比拉动	环比 (%)	环比拉动
CPI Weight	2022/1/31	2022/1/31	2022/1/31	2022/1/31	2022/1/31
CPI	100	7.53	7.53	0.65	0.65
食品与amp;饮料	15.157	6.69	1.01	0.85	0.13
住宅	42.385	5.67	2.40	0.66	0.28
住房租金	7.862	4.43	0.35	0.38	0.03
业主等价租金	24.263	4.09	0.99	0.42	0.10
家用电器	4.682	8.49	0.40	1.47	0.07
家具和床上用品	0.944	16.99	0.16	2.36	0.02
服装	2.663	5.32	0.14	1.06	0.03
交通运输	15.16	20.87	3.16	0.44	0.07
私人运输	14.055	22.17	3.12	0.37	0.05
新交通工具	3.756	12.19	0.46	0.02	0.00
二手汽车和卡车	2.75	40.52	1.11	1.47	0.04
机票	0.633	4.90	0.03	2.29	0.01
公共服务和公共运输	0.981	6.70	0.07	1.62	0.02
医疗保健	8.87	2.47	0.22	0.66	0.06
医院服务	2.419	3.60	0.09	0.50	0.01
医疗护理服务	7.289	2.70	0.20	0.62	0.04
娱乐	5.797	4.75	0.28	0.88	0.05
教育与通信	6.81	1.67	0.11	0.11	0.01
信息技术、硬件和服务	1.297	2.09	0.03	0.05	0.00
其他商品与服务	3.159	4.88	0.15	0.76	0.02
烟草和烟草制品	0.608	7.04	0.04	-0.08	0.00
个人计算机及其周边设备	0.297	3.48	0.01	0.63	0.00
CPI	100	7.53	7.53	0.65	0.65
食品与amp;饮料	14.119	6.98	0.99	0.88	0.12
能源*	6.155	27.04	1.66	0.90	0.06
核心CPI	79.726	6.04	4.82	0.58	0.47

资料来源：万得，美国劳工部，信达证券研发中心

5.2 美联储实际缓解通胀的机制

美联储如何通过货币机制，传导入实体经济而影响通胀？

传统的“货币供给理论”和“通胀预期”，在实际解释货币如何控制通货膨胀时，都不太实际。货币供给理论，通过设定短期利率水平来影响金融状况的松紧，影响不同银行间的结算交易，从而达到控制货币供给的目的。但实际上“货币供给”理论在实际解释通胀路径时表现一般。“通胀预期”认为，人们预期通货膨胀会升高，美联储可能收紧货币政策，因此减少对于实物的购买而弱化通胀水平。这一观点，在 Skanda Amarnath & Alex Williams 近期发表的文章《What Are You Expecting? How The Fed Slows Down Inflation Through The Labor Market》中得到了严谨论证。

美联储之所以能够减缓通胀，与它能够减少家庭信贷，或者通过资产价格下跌来减少家庭财富相关。从加息或者向市场参与者发出政策紧缩的信号，到通胀缓解的各路径中，比较容易观察到的是“收紧企业的金额—减少企业的运营成本—减少家庭劳动力收入—影响家庭需求”。然而，如果企业为了应对金融环境紧缩的影响而削减运营预算和工资，那么它们也更有可能是出于同样的原因削减资本支出预算。加息会导致借贷成本和风险溢价上升，从而全面收紧金融市场。有时加息会引发对于增长放缓或衰退的担忧。这些担忧会被计入风险溢价，从而改变资产价格，使企业的投资和融资成本更高。较高的融资成本和较低的资产价格通常会激励企业削减资本支出和运营支出预算，当企业的劳动力成本支出减少，家庭部门的工作收入便会减少而降低支出。

虽然收紧货币政策，可以在中短期内降低通货膨胀，但代价是牺牲与投资 and 就业相关的长期利益。如果加息幅度和节奏过快，在极端情况下，可能会造成经济衰退，例如大规模失业、冲击家庭消费需求、对租赁造成负面影响。较高的融资成本在边际上，也限制了企业增加资本支出和扩大生产能力的意愿，同时也会通过影响

股市而威胁到美国居民的资产负债表。库存融资成本的上升，可能会导致企业将这些成本转嫁给消费者，或者将库存压缩的十分紧张，加剧供应链脆弱性。出于对经济和金融稳定性的担忧，美联储各州的官员，当下大多数也赞同以多次 25BP 的加息节奏，取代 3 月份一次 50 个 BP 的加息。

参考文献：

[1] What Are You Expecting? How The Fed Slows Down Inflation Through The Labor Market;

<https://www.employamerica.org/researchreports/how-the-fed-affects-inflation/>

[2] Financial Stability Report, <https://www.federalreserve.gov/publications.htm>

风险因素

数据库的统计口径存在问题，篇幅有限未能讨论充分。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。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。首届“21 世纪最佳预警研究报告”得主。

王丰，信达证券宏观研究助理。美国西北大学金融硕士。曾供职于民生证券，2021 年加入信达证券研究开发中心，侧重于中美经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

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）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%～20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。