

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。

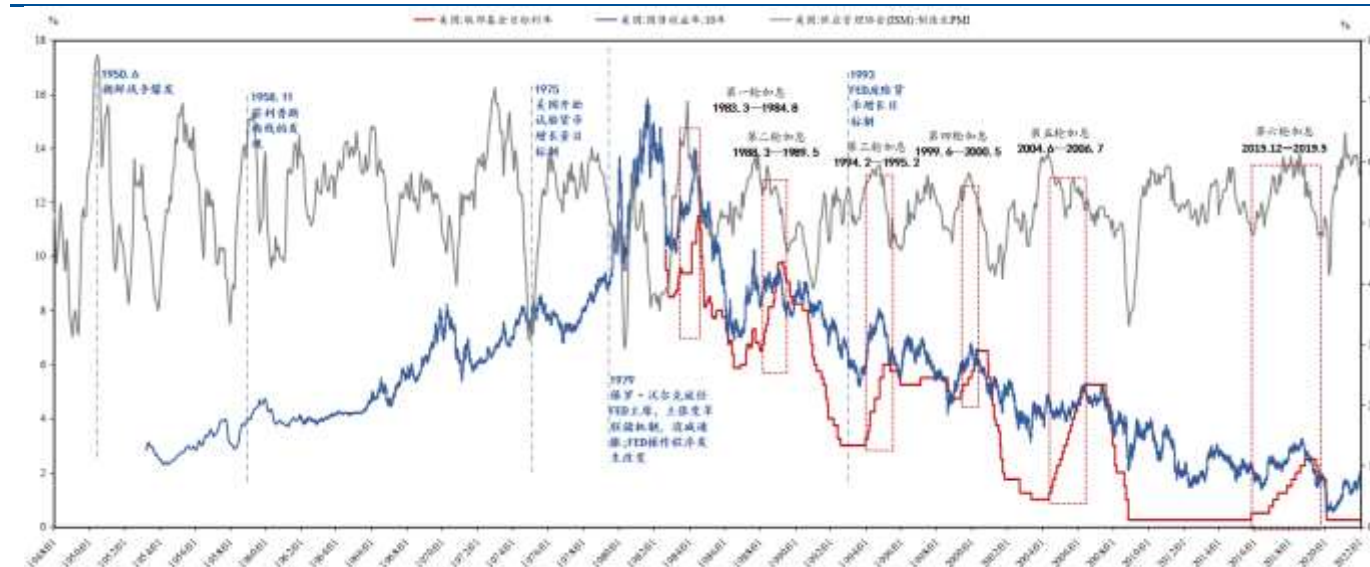
本篇主要搭建了研究美国经济的框架，实际上这个研究框架适用于任何一个成熟的经济体，也包括发展中国家中国。但是由于中美两国的发展阶段不同，拉动 GDP 的主要产业不同，导致分析经济变动所重点参看的指标和项目也有所差别。美国作为成熟的经济体，它的经济框架相比于我国更为明晰。了解如何分析美国，也等同了解如何分析任何一个国家经济的底层逻辑。在对我国经济有充分认知的基础上，将美国的发展同我国的发展放在一起横向比较，会相较单独研究我国自身发展的进程和特点，产生更为充分和深刻的认知。

图 1：美国的政治周期和股市表现



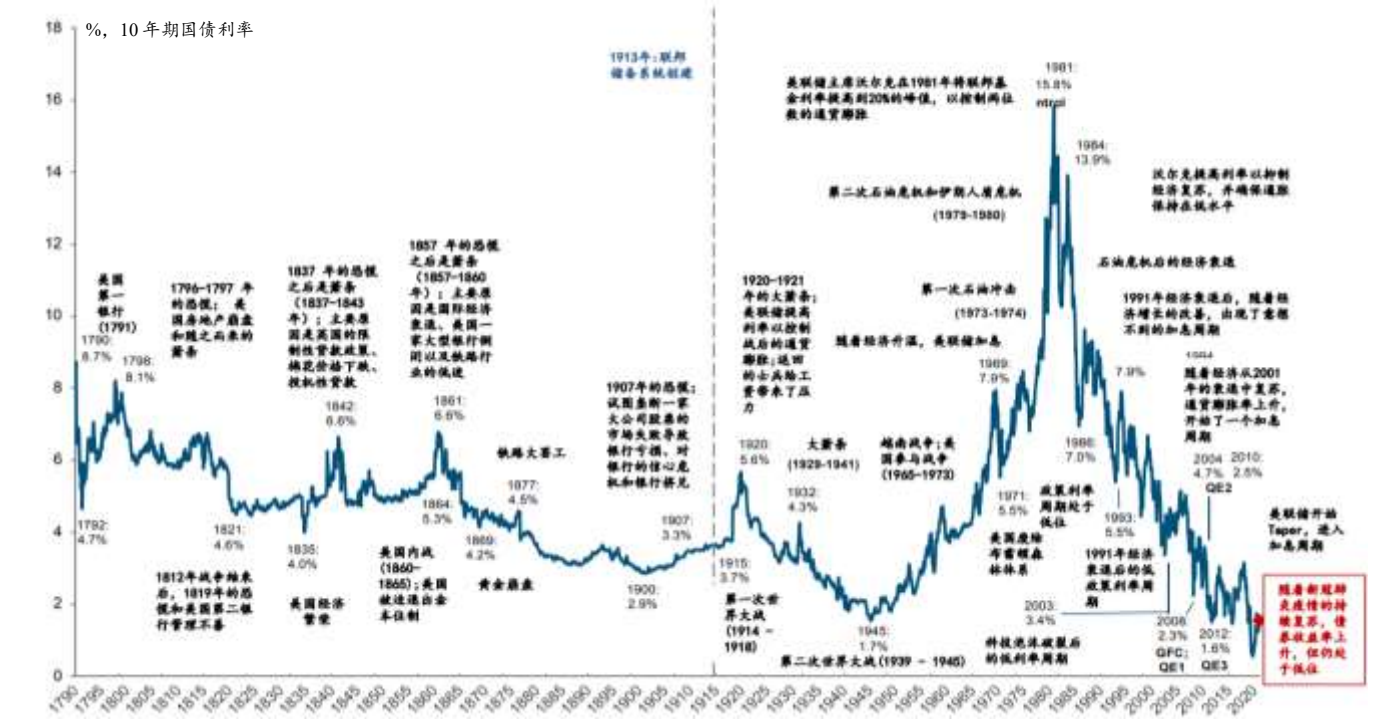
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

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。

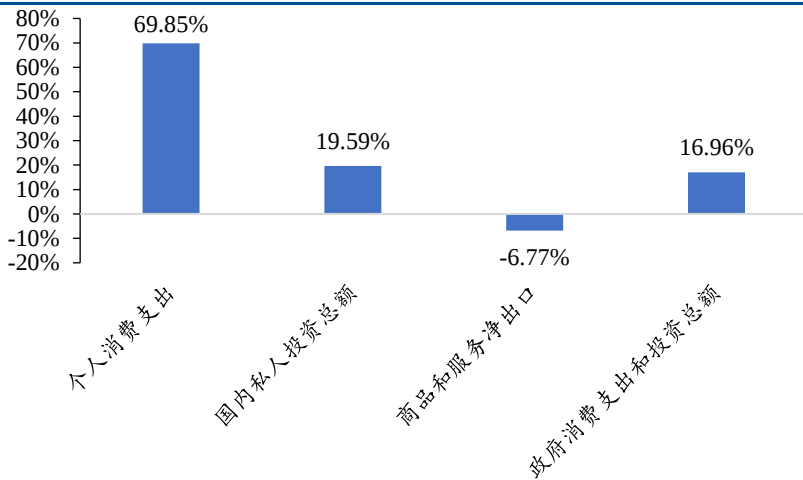
美国经济特点和分析方式，与我国有哪些区别？

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入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

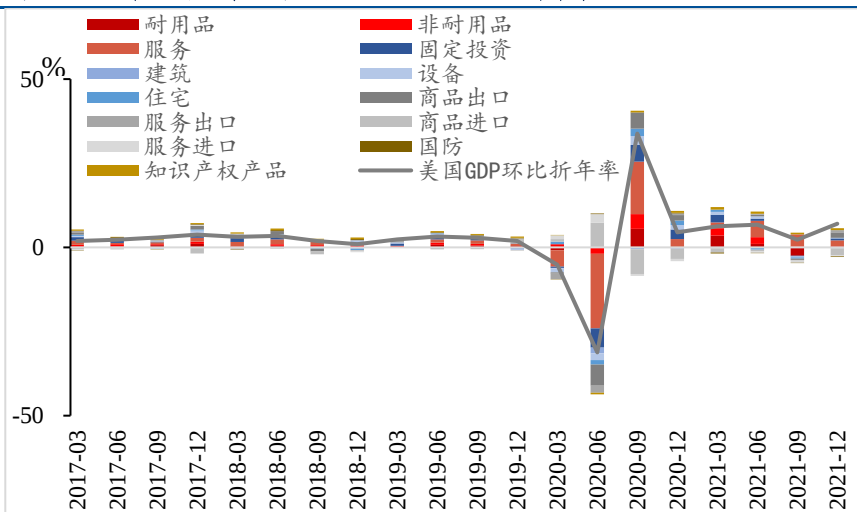
到线索。美国历史上，也经历过“工业—制造业—高端制造业—服务业金融行业—互联网和科技自主创新”的发展之路。

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	私人投资变化	
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	-0.77	-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	-0.93	-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

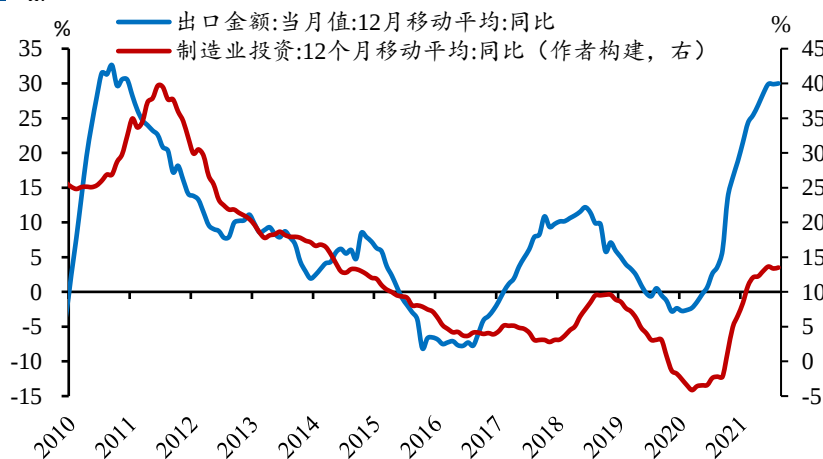
仅出口美国，欧洲也是我国的主要出口目的地，疫情之后欧洲的复苏进程整体滞后于美国，当美国从我国的进口金额有所回落的时候，欧洲强劲复苏，对我国的出口进行了二次带动（2021 年 11 月）。此后，只要欧美疫情反复，供需关系紧张，就需要从我国进口，就会带动同期我国的出口水平。

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39395

