



6月海外宏观深度报告

美国消费会下降吗？

美国消费作为拉升 GDP 的主要驱动力，在除了 08 年经济危机时都保持了正增长。但近期我们发现，美国消费已开始有下行势头，主要原因有信贷紧缩、消费意愿下降、工资收入下行等。一旦消费开始下降，美国经济将会受到极大影响，经济拐点或至，经济结构或出现不可逆的损害，且资产价格有较大可能性将会贬值。

- 美国作为典型的消费国家，消费支出占 GDP 比重一直较大，近年来逐渐上升。二战后至今，消费为美国经济增长主要引擎，成为美国经济增长的最重要驱动力。2018 年个人消费支出占 GDP 的比重达到 68.06%，高于其他经济体。从消费率上看，美国早在 20 世纪 70 年代已进入高额群众消费阶段。具体表现为，服务消费超过商品消费，商品消费中非耐用品消费占比持续下降。
- 美国消费金额逐年上升，与美国经济同比基本都是正增长，**唯独在 08 年经济危机时出现了衰退**。08 年失业率攀升，人均收入下降，直接导致消费下降。产品方面，低端价格的产品所受欢迎程度较高，较之高价产品更容易有销路。但经济危机的影响极大，即便是商家推出低价策略，也难使消费回升，造成了 08-09 年的消费整体下滑趋势。**危机时，美国消费者对于汽车的购买欲望下跌，但对于基础消费的保存较好。**
- 现阶段，美国 GDP 复苏减缓，PMI 下滑，非农起伏较大，我们认为美国经济已有出现顶峰的迹象，美国消费似已到达顶点，接下来有下行可能。
- 自 2011 年起，二战后形成的美国婴儿潮一代陆续到达退休年龄，65 岁以上人口占比大。在美国年青一代消费主力军规模收缩的趋势下，消费结构将调整，医疗类消费支出上升，汽车及食品服装等耐用品消费比例预计持续下滑。
- 美国 1 月份的个人收入环比出现三年来首降，民众工资收入下行使消费者可支配收入削减，将对消费产生不利冲击。美国民众的消费意愿也有下降趋势，当下美国消费者对机动车辆等耐用品的消费增长放缓，医疗护理等服务消费有上升空间但较为有限。
- 美联储为防控通胀抬头和去杠杆而实行的加息政策造成国内金融状况不断收紧，信贷紧缩。美国消费者的可支配收入因此被压缩，导致了消费实力不足。
- 特朗普减税政策初期成效明显，但现阶段利好逐步落地后，个人可支配收入并没有继续提高很多的空间，导致支撑消费的动力变小。美国政府赤字较大也是消费下行压力的动因之一，虽然政府支出能够有力支撑民众福祉进而刺激消费，但是由于目前赤字过大，政府支出的上升因此受阻，未来对消费的推动力不被长期看好。
- 依靠消费所拉动 GDP 的美国，一旦消费下行，可能导致经济拐点提前到来。消费者对汽车、房产的消费衰减会对美国实业经济形成冲击，致使美国经济活力受限。消费下滑后，美国经济将被看空，美股、美元、房地产等资产价格有较大贬值可能。

相关研究报告

《美国经济拐点到来后的全球大类资产配置机会》 20190226

《美国税收、支出、债务的财政三角困局》 20181129

《美国经济拐点何时出现》 20180913

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

钱思韵

021-20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100002

朱启兵

010-66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001



目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 1 研究背景和意义 | 5 |
| 2 历史上美国消费数据变动情况 | 6 |
| 2.1 除 08 年经济危机时，美国消费都是正增长 | 6 |
| 2.2 08 年主要消费品下降情况..... | 7 |
| 3 当下消费下行的情况 | 10 |
| 3.1 当下美国的经济增长和消费已有顶峰迹象 | 10 |
| 3.2 未来美国消费下行的可能原因..... | 13 |
| 4 消费下行对美国的影响 | 18 |
| 4.1 拖累经济下行，美国拐点提前到来 | 18 |
| 4.2 经济活力不足，影响经济结构..... | 18 |
| 4.3 资产价格受到影响，股票、房地产、汇率贬值 | 18 |
| 5 总结 | 20 |



图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图表 1. 美国消费大体平稳..... | 6 |
| 图表 2. 美国 08 年 GDP 下滑..... | 6 |
| 图表 3. 美国 08 年 PMI 下滑..... | 6 |
| 图表 4. 09 年美国失业率高攀..... | 7 |
| 图表 5. 美国 08 年个人消费和 PCE..... | 7 |
| 图表 6. 美国 08 年耐用品消费下行明显..... | 8 |
| 图表 7. 耐用品中汽车消费下行幅度较大..... | 8 |
| 图表 8. 美国非耐用品消费中必需消费相对平稳..... | 9 |
| 图表 9. 美国服务消费稳定..... | 9 |
| 图表 10. 近期美国 GDP 复苏减缓..... | 10 |
| 图表 11. 2019 年美国 PMI 下滑明显..... | 10 |
| 图表 12. 美国失业率稳定..... | 11 |
| 图表 13. 美国非农起伏较大..... | 11 |
| 图表 14. 美国 CPI 温和..... | 11 |
| 图表 15. 美国消费和 PCE..... | 12 |
| 图表 16. 美国零售销售额..... | 12 |
| 图表 17. 美国人口增速放缓..... | 13 |
| 图表 18. 美国人口年龄结构变化..... | 13 |
| 图表 19. 美国人均收入..... | 14 |
| 图表 20. 美联储利率..... | 14 |
| 图表 21. 美国商业银行新车贷款利率走高..... | 15 |
| 图表 22. 美国信用卡拖欠率上升..... | 15 |
| 图表 23. 美国信用卡消费贷款增速放缓..... | 15 |
| 图表 24. 美国近期耐用品消费增速..... | 16 |



| | |
|--------------------------|----|
| 图表 25. 美国近期非耐用品消费增速..... | 16 |
| 图表 26. 美国近期服务消费..... | 16 |
| 图表 27. 美国税改..... | 17 |
| 图表 28. 美国新屋、成屋销售环比..... | 19 |
| 图表 29. 美国标准普尔房价指数..... | 19 |

1 研究背景和意义

纵观美国自 1930 年-2018 年近 90 年消费史可以看到：美国个人消费总量整体稳步提升，并且上升趋势稳定，近四十年增速基本稳定在 6% 左右。消费支出受全球经济危机等宏观因素影响较为明显，在几次严重经济危机期间增速为负，包括 1930 年初的大萧条时期、1940 年左右二战时期、1990 年初经济危机以及 2008 年次贷危机，但在经济危机结束后恢复速度也较快，极少出现连续两年及以上负增长的情况，可见美国整体消费能力是非常强劲的。

美国作为典型的消费国家，消费支出占 GDP 比重一直较大，近年来逐渐上升。二战后至今，消费为美国经济增长主要引擎，成为美国经济增长的最重要驱动力。在出口、投资、消费拉动经济增长的“三驾马车”中，消费对经济的贡献率最高，2018 年个人消费支出占 GDP 的比重达到 68.06%，高于其他经济体。从消费率上看，美国早在 20 世纪 70 年代已进入高额群众消费阶段。具体表现为，由服务消费超过商品消费，商品消费中非耐用品消费占比持续下降。

美国 3 年期和 5 年期国债在 18 年 12 月开始倒挂。我们在《美国经济拐点何时到来》一文中提到，根据历史经验来看，在倒挂 1 年后将会出现美国经济增长的拐点，届时美国经济增速将会出现下滑。目前美国 GDP 复苏减缓，PMI 呈现下降势头，非农人数起伏较大，失业率难以维持低水平。CPI 因近期油价高位震荡，上涨幅度有限，未来涨幅较难维持高位。数据显示出美国经济繁荣见顶信号，消费未来下行的可能性较大。尤其是 2018 年 12 月和 2019 年 1 月的消费数据，显示美国消费正在下滑，因此我们担忧美国的消费是否开启了下降通道，而与美国经济拐点共振，共同开始进入新一轮的衰退周期。

美国消费曾在 08 年次贷危机前后经历了较为明显的下滑，呈现出以机动车等耐用品和能源燃料等非耐用品为代表的消费下跌，非耐用品和服务的下跌幅度较耐用品相对较小，表明美国民众对食品、服装的消费水平稳定，而对房产、汽车的购置欲望随经济状况波动，敏感性大。此次美国消费下行的势头较 08 年危机时较轻，但表现出相似的汽车相关产品消费下降趋势。医疗健康及护理行业的服务消费呈现出上行态势，但上升空间有限。究其原因，我们认为可能跟美国人口结构变化、工资收入下行、信贷收紧、消费意愿下降等方面有关，特朗普的减税政策效果减弱和美国政府财政赤字过大也会对美国消费的持续增长形成压力。

美国消费如若下降，将会对美国造成极大影响。首先，美国个体消费与经济增长的关系日益密切，此轮消费力下行或将诱发经济拐点提前到来，对美国经济的长周期增长造成冲击。其次，由于人口结构和消费意愿调整而造成的消费结构变化也将会改变美国既有的经济结构，使美国经济增长对农业、工业等实体经济的依赖性被削弱，美国经济活力受制约。最后，消费一旦下滑，外界对于美国经济必然开始看空，股市、房地产市场和美元汇率等相关资产价格有较大可能性将会贬值。

2 历史上美国消费数据变动情况

2.1 除 08 年经济危机时，美国消费都是正增长

我们观察了 90 年代以来的美国消费情况，发现美国消费金额逐年上升，从下图可见，美国经济同比基本都是正增长，唯独在 08 年经济危机的时候出现了衰退。

图表 1. 美国消费大体平稳

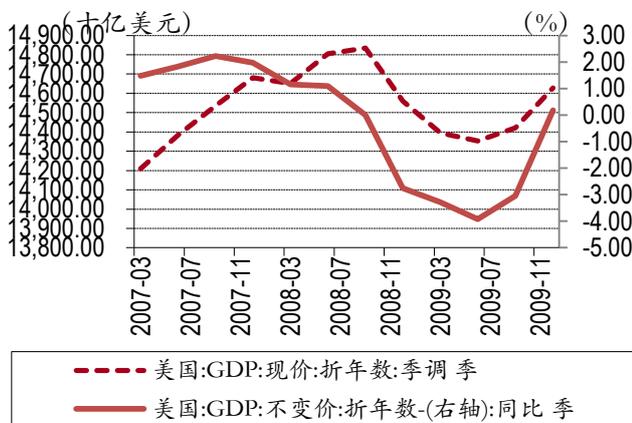


资料来源：万得，中银国际证券

08 年当时全球陷入经济危机，主要因美国爆发次贷危机所致。美国 GDP 在 09 年到达最低点 148066 亿美元，同比下降到负值-3.92%，创下了美国近代经济史上最低点。美国 PMI 下滑明显，从 50 以上下降到 08 年 12 月的最低 33.1。但时任总统的奥巴马开始采取 QE 政策，使得这两项数据在 09 年左右就恢复到先前水平。

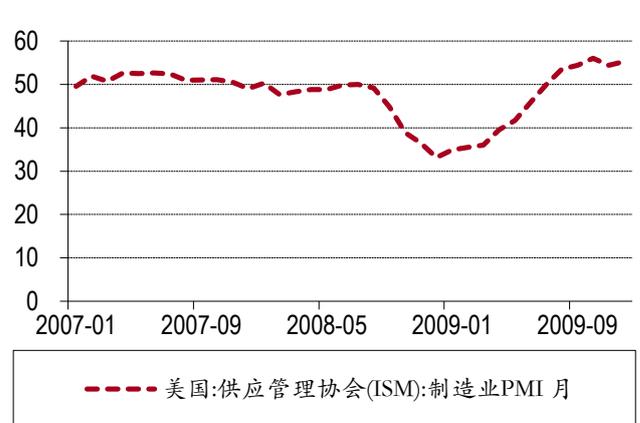
失业率方面，美国呈现了滞后效应，从 08 年下半年开始，失业率一路攀升，直到 09 年 10 月的最高点 10%，随后在奥巴马任内采取了刺激政策才有所下降。但高失业率持续了 2 年多时间，直到 2018 年才降低到 4% 的下方。

图表 2. 美国 08 年 GDP 下滑



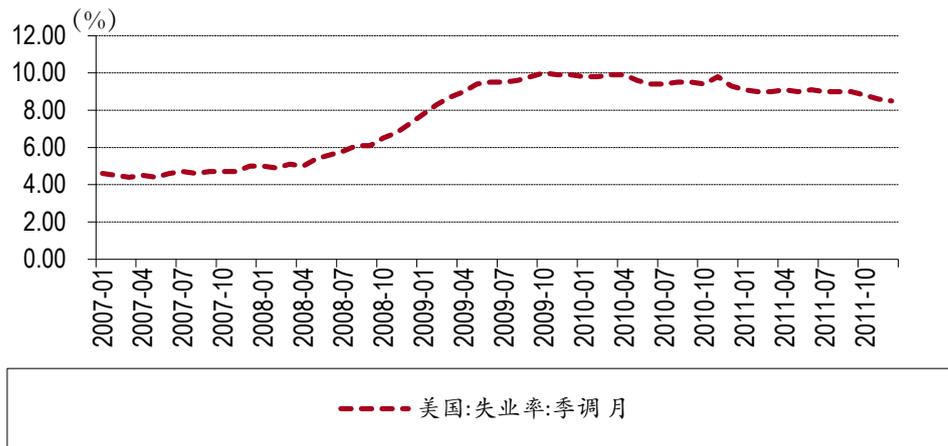
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 美国 08 年 PMI 下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 09 年美国失业率高攀

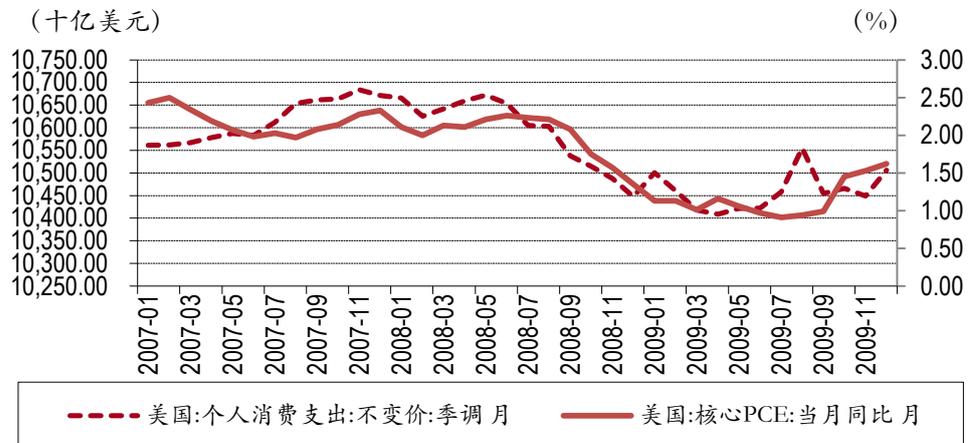


资料来源: 万得, 中银国际证券

2.2 08 年主要消费品下降情况

08 年正处经济危机, 失业率攀升, 人均收入下降, 直接导致了消费下降。且产品方面, 低端价格的产品所受欢迎程度较高, 较之高价产品更容易有销路。但经济危机的影响非常大, 即便是商家推出低价策略, 也难使消费回升, 造成了 08-09 年的消费整体下滑趋势, 而 PCE 物价指数也在 09 年到达低点。

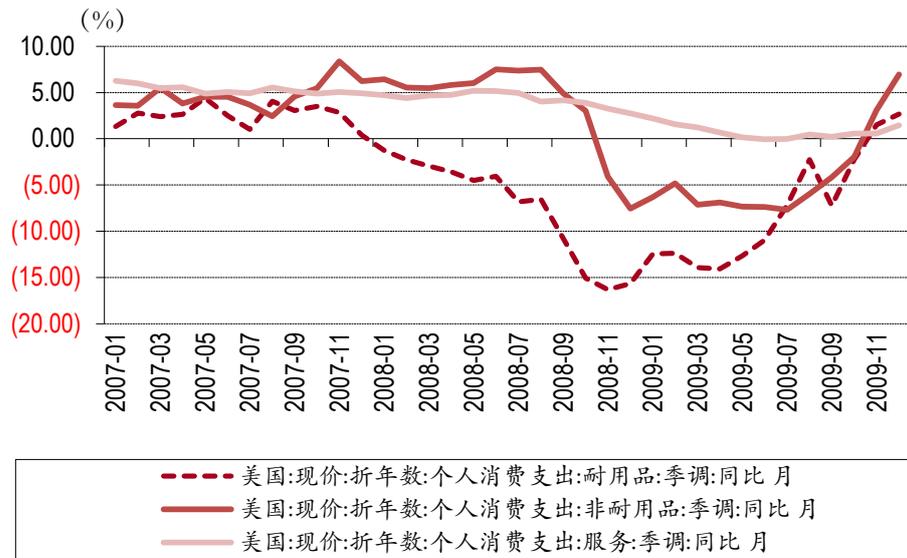
图表 5. 美国 08 年个人消费和 PCE



资料来源: 万得, 中银国际证券

当时耐用品消费下降严重, 非耐用品的消费也在 08 年末经历较为明显的下滑; 相对而言, 服务消费的下降较为轻微。由下图可见, 人们在危机后对耐用品消费的反应最为快速, 08 年耐用品消费全年呈现出持续大幅的下跌。消费者对于非耐用品的购买欲望在 07-08 年间一度高企, 但从 08 年下半年开始也进入较为明显的收缩阶段, 于 08 年 12 月到达底值, 且该低迷情况持续至 09 年第三季度才得以缓解。服务方面, 美国消费者的消费水平则保持大致平稳, 但 08 年末至 09 年中也经历了轻微下滑, 相比危机前, 危机过后该消费整体下滑了 5 个百分点。

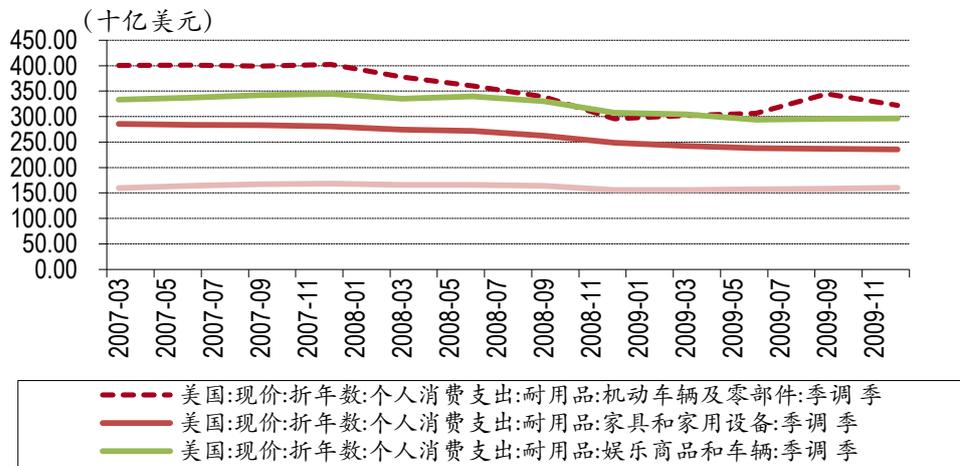
图表 6. 美国 08 年耐用品消费下行明显



资料来源: 万得, 中银国际证券

耐用品中, 消费下滑较重的是机动车及零部件, 而家用设备和娱乐商品等较为平稳。可见危机时, 美国消费者对于汽车的购买欲望下跌, 但其他的消费整体维持不变。

图表 7. 耐用品中汽车消费下行幅度较大



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_12183



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>