

爱透支的美国人：开始存钱了？ ——储蓄率上升是喜是忧？

分析师 梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 吴嘉璐

电话

邮箱 wujl@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 全球领先的高分子材料抗老化助剂供应商
- 2 全球锂电设备龙头，海外客户加速渗透
- 3 银行角度看 11 月社融数：基建支撑企业中长期贷款

投资要点

- 提到美国居民，一个直接的刻板印象就是爱“提前消费”，喜欢透支。但最近两年的数据显示，美国居民的储蓄率在快速走高，美国老百姓开始存钱了？推动储蓄率上升的原因是什么？储蓄多了以后，美国消费为啥还这么稳定？本文从微观视角出发，探寻美国储蓄率上升背后的秘密。
- **1、美国储蓄率大升，与基本面背离。**2008 年次贷危机后，美国个人储蓄率快速上升，期间经历过一波小幅回落，2018 年以后又再度上升。而近期储蓄率的大升似乎与基本面有所背离，一方面个人储蓄率和失业率在过去是高度负相关的，但当前美国经济增长仍稳健、失业率也在持续走低；另一方面，居民持有的金融资产也在升值，从财富效应的角度也很难解释；而从人口层面来看，储蓄率上升与当前快速老龄化的背景也是相背离的。
- **2、美国人开始存钱了？穷人透支、富人储蓄。**我们观察了美国各个收入阶层的消费倾向，发现美国低收入家庭大多都是在借债消费，储蓄率甚至还在下降，居民储蓄基本都是由高收入家庭贡献的。因此，储蓄率上升更多反映的是贫富分化的结构问题。而当前美国贫富差距也到了一个极度分化的阶段，财富前 0.1% 的人差不多拥有全国 20% 的财富，这个占比已经接近于上个世纪 20 年代的水平。
- **3、减税劫富济贫？明显是劫贫济富。**2017 年减税政策可能还在进一步加剧美国的贫富分化程度。一方面，和个税相比，企业减税更多，而且减税收益大部分流向了拥有更多资本的富人。另一方面，个税调整下，不同收入组的减税效应也是明显分化的，高收入阶层受益较多。这也意味着，减税政策可能还会使得美国贫富分化继续加重。
- **4、消费为何稳健？减税的短期带动。**个人储蓄率上升的背景下，美国消费却仍然稳健，主要源于税改短期带动了居民可支配收入的上涨。但往前看，税改效应会逐渐消退，那么愈加突出的结构问题反而会带来更多的负面影响，特别是近几年，美国中产阶级的财富在明显缩水，那么未来美国消费能否一直强劲也值得怀疑。
- **风险提示：贸易问题，经济下行，政策变动。**

内容目录

1、美国储蓄率大升，与基本面背离	3 -
2、美国人开始存钱了？穷人透支、富人储蓄	4 -
3、减税劫富济贫？明显是劫贫济富	6 -
4、消费为何稳健？减税的短期带动	7 -

图表目录

图表 1：美国储蓄率走势与经济衰退周期（%）	3 -
图表 2：美国失业率与个人储蓄率走势（%）	3 -
图表 3：美国标普 500 指数与储蓄率负相关	4 -
图表 4：美国房价指数与储蓄率负相关	4 -
图表 5：美国 65 岁以上人口占比（%）	4 -
图表 6：2018 年美国各收入组储蓄率估算（%）	5 -
图表 7：美国收入不平等的变化趋势（%）	5 -
图表 8：美国最富 0.1% 的成年人所拥有的财富占比	6 -
图表 9：企业减税收益更多流向股东（%）	6 -
图表 10：2017 年税改对可支配收入的影响预测（%）	7 -
图表 11：不同收入组的有效税率走势（%）	7 -
图表 12：美国个人总收入和可支配收入增速（%）	8 -
图表 13：减税效应逐渐消退（%）	8 -
图表 14：美国最富和中上阶级家庭财富占比变化（%）	9 -
图表 15：中高收入组消费增速较高（%）	9 -

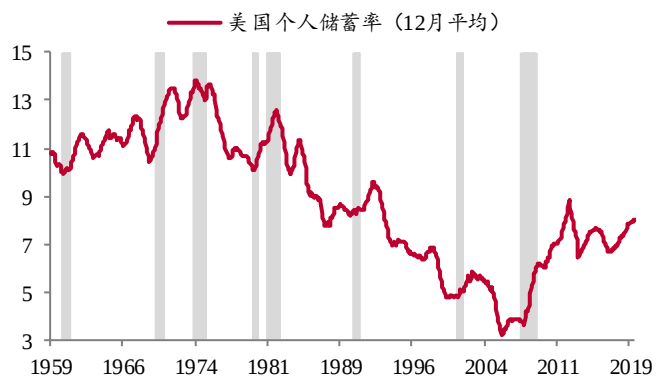
提到美国居民，一个直接的刻板印象就是爱“提前消费”，喜欢透支。但最近两年的数据显示，美国居民的储蓄率在快速走高，美国老百姓开始存钱了？推动储蓄率上升的原因是什么？储蓄多了以后，美国消费为啥还这么稳定？本文从微观视角出发，探寻美国储蓄率上升背后的秘密。

1、美国储蓄率大升，与基本面背离

2008 年次贷危机后，美国个人储蓄率迅速走高，在 2012 年 12 月达到峰值 12%，随后小幅回落，但幅度并不大。而最近两年美国个人储蓄率再次上升，2018 年平均储蓄率达到 7.7%，2019 年则几乎一直保持在 8% 以上，最高升至 8.8%，逐渐逼近金融危机后的高点。

当经济陷入衰退的时候，居民风险偏好会明显回落，预防性储蓄的动机也会放大，因此个人储蓄率一般会上升；而随着经济走出衰退，消费者信心逐渐修复，储蓄率就会高位回落。我们回顾了过去的 60 年的数据，发现个人储蓄率和失业率高度相关，失业率越低，储蓄率也越低。这种理论可以解释 08 年之后储蓄率的上升，但最近几年美国经济如此稳健，失业率不断下降，储蓄率为何还居高不下，甚至有所上行呢？

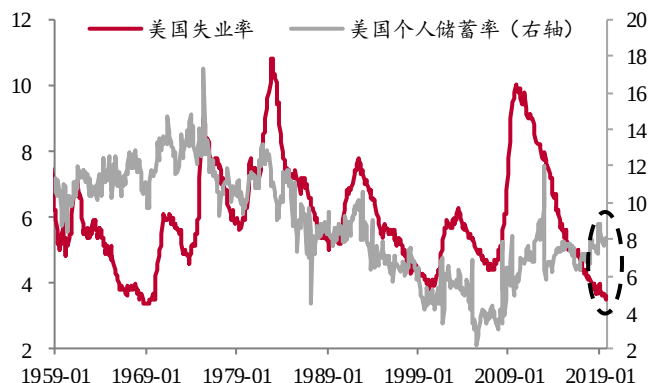
图表 1：美国储蓄率走势与经济衰退周期 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

备注：阴影部分为经济衰退周期，衰退时间范围参考 NBER 经济扩张和收缩周期。

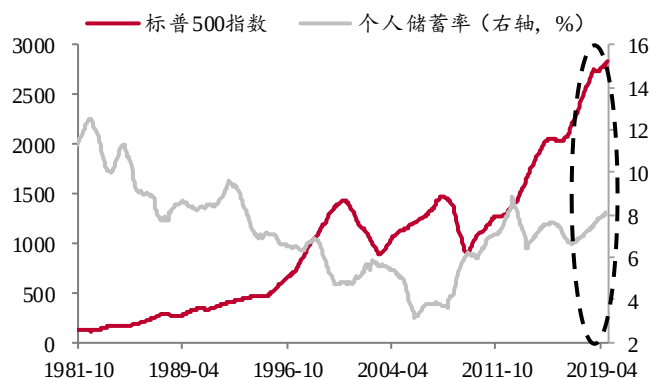
图表 2：美国失业率与个人储蓄率走势 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

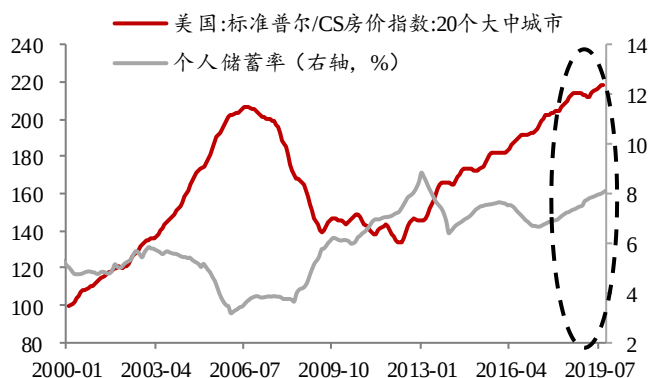
从财富效应的角度来讲，资产价值的变动也会影响个人储蓄意愿，当居民持有的金融资产增值，“财富幻觉”会使得居民增加消费，相应的储蓄也就减少了；反之如果金融资产发生减值，储蓄的意愿就会增加。所以我们也会看到资产价格和储蓄率有一定的负相关。然而 2018 年以来，美国股价和房价仍是上涨的，意味着居民持有的金融资产仍在升值，储蓄意愿应该是下降的。所以财富效应也不能解释 2018 年以来美国储蓄率的上升。

图表3：美国标普500指数与储蓄率负相关



来源：WIND，中泰证券研究所

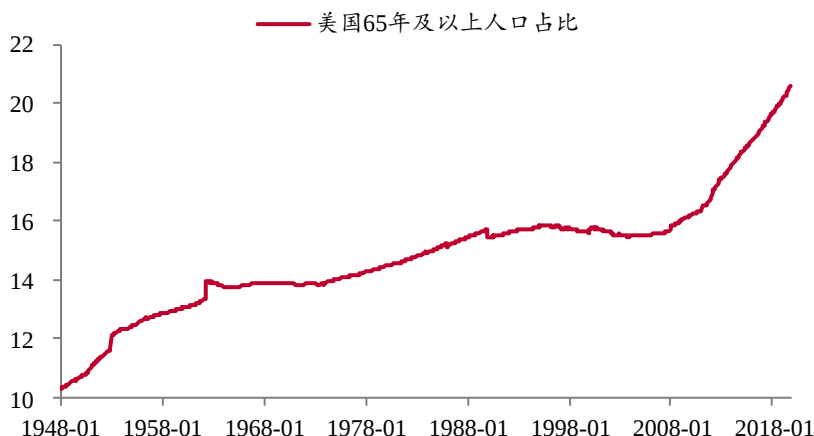
图表4：美国房价指数与储蓄率负相关



来源：WIND，中泰证券研究所

而从人口结构的变化来看，似乎也很难解释近两年的储蓄率上升。伴随着二战后的“婴儿潮”陆续步入老年阶段，美国人口老龄化的程度在快速加深。一般来讲，中年人是储蓄的主力，少年和老年则是消费的主力，所以老龄化往往伴随着储蓄率的走低，而当前美国个人储蓄率的上升与老龄化加深也是存在一定背离的。

图表5：美国65岁以上人口占比(%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

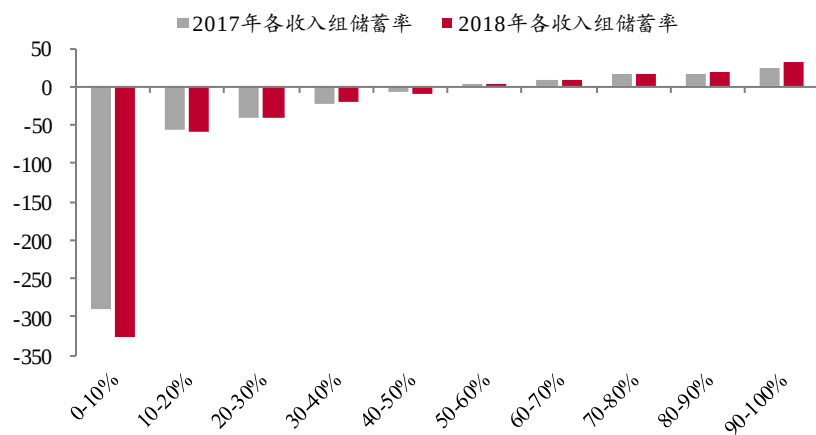
2、美国人开始存钱了？穷人透支、富人储蓄

如何理解当前美国储蓄率的上升？从理论上来说，高收入群体的边际消费倾向是要小于低收入群体的，一旦贫富差距拉大，就会拉低整个社会的平均消费倾向，导致储蓄率上升。所以我们不妨看下美国不同收入阶层的消费倾向变化。

普通家庭真的在增加储蓄吗？事实上储蓄基本都集中在高收入阶层。我们根据美国消费者支出调查数据，估算了各个组别的储蓄率。结果显示，收入越高的群体，对应的储蓄率也越高；而收入较低的50%的调查者的储蓄率为负，说明美国的低收入阶层处于净负债状态。这也就意味着，

美国低收入家庭大多都没有储蓄，而是在借债消费，居民储蓄基本都是由高收入家庭贡献的，低收入组的储蓄率甚至还在下降。

图表 6：2018 年美国各收入组储蓄率估算（%）

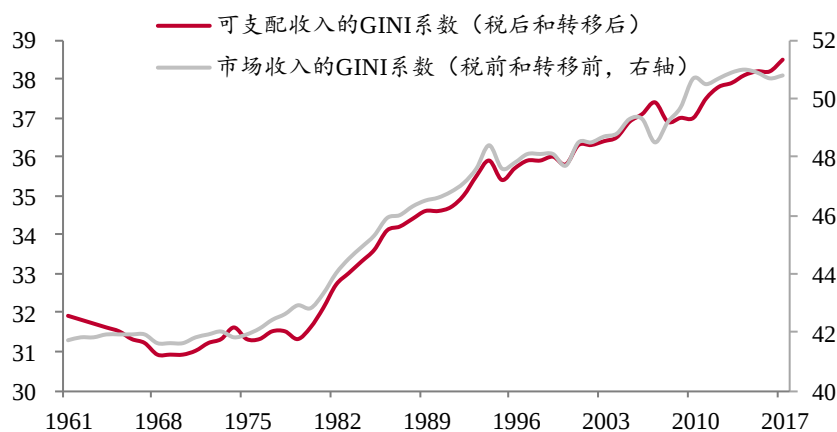


来源：Federal Reserve Bank，中泰证券研究所

备注：计算过程中，把税后收入扣减掉消费支出后的值近似为储蓄。

因此，近期储蓄率的上升从另一方面来讲，反映的可能是贫富分化的结构问题。回顾美国贫富分化的走势来看，近 40 年来美国贫富分化的程度是愈加严重的，通过征税和转移支付可以部分降低收入不平等的程度，但趋势仍难改变，近几年美国可支配收入的基尼系数还在持续上升。

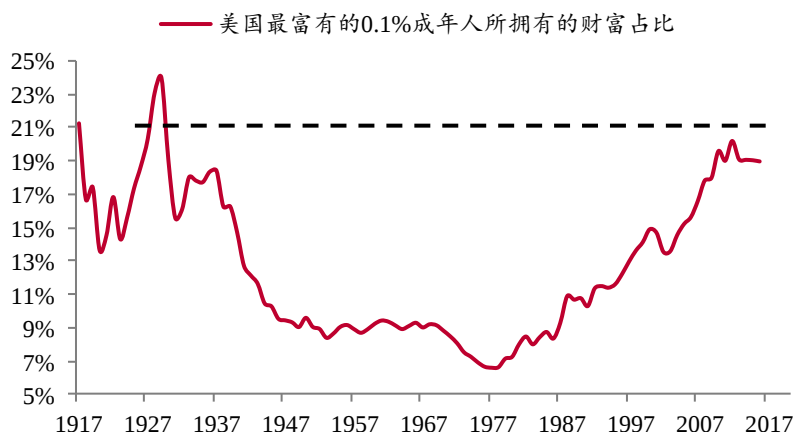
图表 7：美国收入不平等的变化趋势（%）



来源：SWIID，中泰证券研究所

那么现在贫富分化到了一个什么样的程度呢？美国财富前 0.1% 的人，差不多拥有全国 20% 的财富，这个占比已经接近于上个世纪 20 年代的水平。而上一个峰值出现在 1929 年，占比接近于 25%（Gabriel Zucman，2019）。现在贫富差距再次到了一个比较高的位置，财富越来越向少数人集中。或许这也能部分解释，为什么金融危机已过去十年，美国经济也已逐渐恢复，但个人储蓄率却没怎么下降，因为中低收入的人依旧没钱消费，而富人的消费倾向又相对较低，出现了富人存钱、穷人透支的局面，富人比例上升推动储蓄率走高。

图表 8：美国最富 0.1% 的成年人所拥有的财富占比



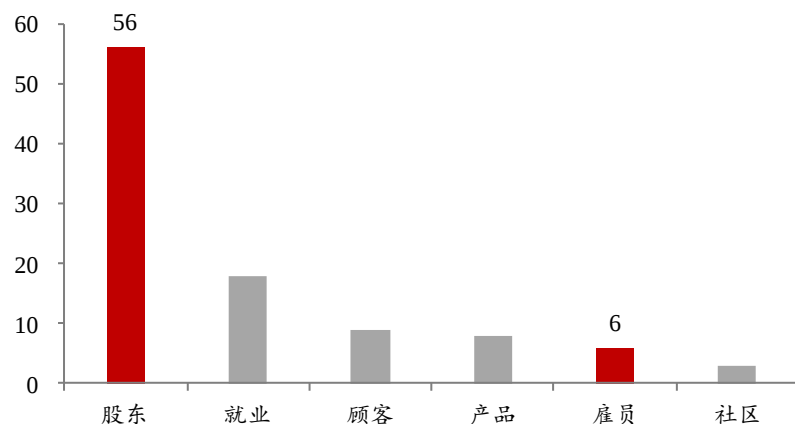
来源：Gabriel Zucman (2019)，中泰证券研究所

3、减税劫富济贫？明显是劫贫济富

而近几年美国的一系列政策，并没有改善贫富差距恶化的状况，甚至 2017 年的减税政策可能还在进一步加剧美国的贫富分化程度。

一方面，和个税相比，企业减税更多，而且减税收益更多流向富人。根据国会预算办公室（CBO）的测算，在美国减税中，企业部门获得的收益约 8900 亿美元，占 63%；而个人部门获得的收益为 4410 亿美元，仅占 31%。而且企业增加的税后收入，实际上会更多地用于回购股票或支付更多股利，反馈给普通工人的很少。根据 Just Capital 的调查分析，与减税相关的收益中仅 6% 分配给了雇员，而 56% 则分配给了投资者，因此减税的收益更多地流向了拥有更多资本的富人。

图表 9：企业减税收益更多流向股东 (%)

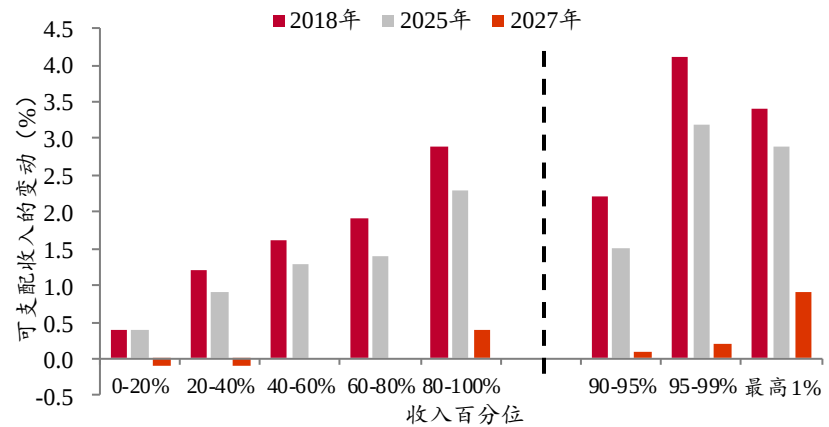


来源：Just Capital，中泰证券研究所

另一方面，个税虽然也有调整，但不同收入组的减税效应明显分化，高收入阶层仍是最受益的群体。根据美国税收政策中心的测算，2017 税改方案下，高收入群体的收入增长更多，而低收入群体获益相对较小。到

2027 年收入最低的 40%的人反而会面临负面冲击，而高收入阶层仍然是获益的。

图表 10：2017 年税改对可支配收入的影响预测 (%)

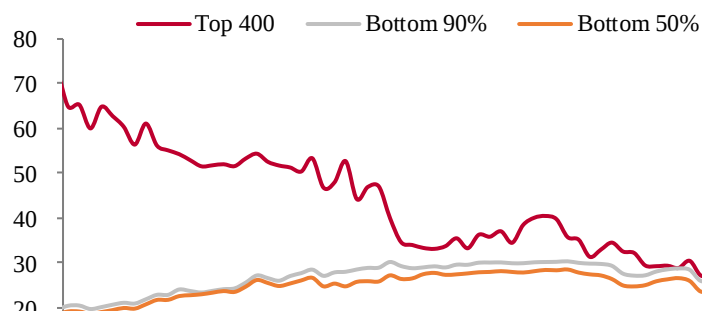


来源：Tax Policy Center，中泰证券研究所

如果算上所有联邦税、州和地方税等，2018 年美国最富的 400 人所缴纳的有效税率仅 23%，已经比收入最少的 50%的人还要低了。

如果储蓄率上升是因为美国居民普遍提高了风险意识，所有居民都储蓄更多了，那确实会降低经济运行的风险。但现在的情况却是，普通家庭并没有储蓄更多，储蓄率的上升反映的是贫富分化的结构问题，而美国的减税政策使得未来贫富分化还会继续加重。

图表 11：不同收入组的有效税率走势 (%)



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_8438

