

关于美国消费的三个问题

报告摘要

● 关于美国消费的三个问题

11月15日，美国公布零售销售数据，10月零售环比增长0.3%，前值-0.3%，预期值0.2%；核心零售环比增长0.2%，前值-0.1%，预期值0.4%。关于美国的消费，有以下几个问题需要注意：

(1) 工资增速下滑是否会对消费产生影响？

近期美国非农时薪增速从2月份最高的3.4%下滑至10月份的3.03%。我们认为非农时薪增速下滑对美国消费的影响暂时不会特别大，最核心变量在于储蓄率。可以用两个数据来说明这一问题：一是，美国经济分析局公布的储蓄数据，私人储蓄额和储蓄占GNI的比重在过去有明显提升；二是，用美国劳动者收入增速减去个人消费支出增速，这个差值也处于比较高的位置。过去几年，美国储蓄率偏高也是工资增长未传导到通胀的一个重要原因。因此，在非农时薪下滑幅度不算很大、之前的储蓄率较高以及消费习惯在短期内难以改变的情况下，美国消费的刚性是存在的。

(2) 商品消费和服务消费为何发生背离？

美国商品消费和服务消费已经出现了连续4个月的背离，这是历史上的第一次。我们认为，导致商品消费和服务消费产生背离的原因包括两点：首先，是今年以来美国对中国实行的关税政策。由于关税仅限定在商品类，并不包含服务类，这就使得在关税加征或者关税提高前，商品消费会有一个明显的增长，相应的服务消费便会缩减；其次，可能与财产性收入的下滑有关系。从数据上看，财产性收入与服务类消费的相关度要高于商品消费，也就是说“额外收入”对服务消费的影响会更大些。从2018年三季度开始，财产性收入一直在下滑，但整体的工资收入却变化不大，这可能与股价、房价的增速放缓有一定关系。伴随着未来关税效应的结束、股价的上涨以及房租价格的持续提高，服务消费有望出现回升。

(3) 耐用品消费能否持续增长？

耐用品消费主要包括汽车消费、房地产相关消费等，这部分消费的利率敏感性非常高。近期支撑耐用品消费的因素包括：1) 利率并没有明显上行。无论是房地产抵押贷款利率，还是汽车贷款利率，均处于比较稳定的状态；2) 房地产销售数据仍然较好。无论是新屋销售还是成屋销售，均表现出了十分良好的走势，这对未来几个月内的相关消费是一个利好；3) 从经验上讲，汽车的置换周期大概在5、6年左右，2014年正是汽车销售的最高峰，因此目前可能会有一定的置换需求。最后，还有一个数据上的背离值得关注，即汽车销售量数据与汽车销售额数据，除了统计上的原因外，这也很有可能与汽车价格的提高和新能源车的使用有关系。如果确实是这样，那这可以抵消掉油价上升对汽车消费的不利影响，这会是支撑美国耐用品消费的另一个重要因素。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、关于美国消费的三个问题	4
1、工资增速下滑是否会对消费产生影响?	4
2、商品消费和服务消费为何发生背离?	5
3、耐用品消费能否持续增长?	6
二、海外重点事件追踪	7
1、美国通胀数据出现超预期	7
2、美国原油产业可能面临产量拐点	7
3、美股连涨六周创下历史新高	8
4、鲍威尔出席国会听证会	8
5、特朗普弹劾案出现新进展	8
三、大类资产走势回顾	9
1、汇率：美元指数回落至 98	9
2、商品：原油价格出现上涨	9
3、股债：全球股市涨跌不一	9
四、海外央行观点追踪	10
1、美联储主要官员表态追踪	10
2、欧央行主要官员表态追踪	11
3、日本央行主要官员表态追踪	11
4、其他央行追踪	错误!未定义书签。
五、海外市场机构观点追踪	11

图表目录

图表 1：近几个月的非农时薪增速出现了下滑	4
图表 2：美国的储蓄率在过去几年有较大的提升	4
图表 3：收入增速减支出增速也处于较高位置	4
图表 4：商品消费与服务消费出现了连续 4 个月的背离	5
图表 5：财产性收入与服务类消费的相关性更高	5
图表 6：财产性收入下滑但工资收入变化不大	5
图表 7：财产性收入与股价、房价增速放缓有关	5
图表 8：美国房租价格持续回升	5
图表 9：房地产抵押贷款利率和汽车贷款利率	6

图表 10: 房地产的销售数据仍然较好.....	6
图表 11: 汽车销售量数据与汽车销售额数据出现了非常明显的背离.....	6
图表 12: 上周美元指数回落至 98.....	9
图表 13: 上周英镑出现较大幅度上涨.....	9
图表 14: 上周原油价格出现上涨.....	9
图表 15: 上周黄金价格小幅上涨.....	9
图表 16: 上周全球股市涨跌不一.....	10
图表 17: 上周美德、美日利差均下跌.....	10

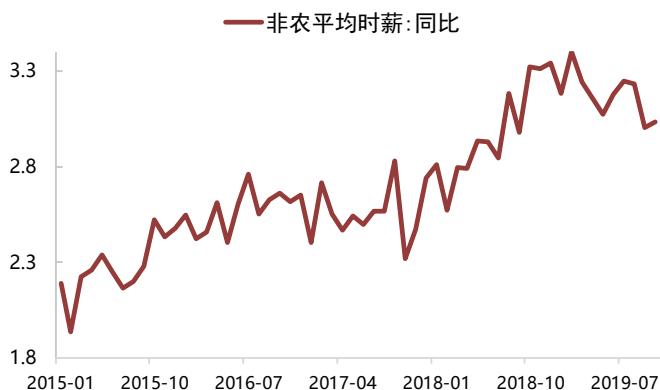
一、关于美国消费的三个问题

11月15日,美国公布零售销售数据,10月零售销售环比增长0.3%,前值为-0.3%,预期值为0.2%;剔除掉汽车、食品和能源的核心零售环比增长0.2%,前值为-0.1%,预期值为0.4%。10月份的数据剔除了8月份和9月份关税效应的影响,因此要更为真实一些。关于美国的消费,有以下几个问题需要注意:

1、工资增速下滑是否会对消费产生影响?

近几个月的美国非农时薪增速出现了比较明显的下滑,从今年2月份最高的3.4%已经下滑至10月份的3.03% (图表1)。工资增速的下滑是否会对美国消费产生影响?

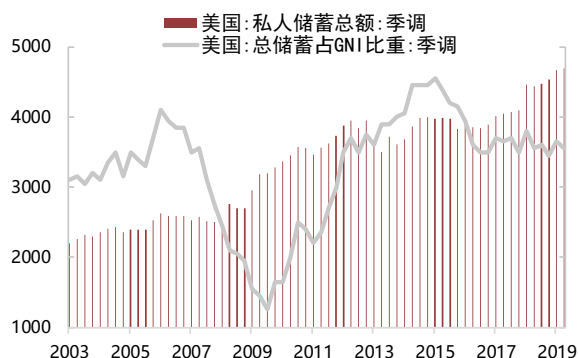
图表 1: 近几个月非农时薪增速出现下滑



来源: Wind, 莫尼塔研究

我们认为,非农时薪增速的下滑对美国消费的影响暂时不会特别大,最核心的变量在于储蓄率。可以用两个数据来说明这一问题:一是,美国经济分析局公布的储蓄数据,私人储蓄额和储蓄占GNI的比重在过去有明显的提升(图表2);二是,用美国劳动者收入增速减去个人消费支出增速,这个差值也处于比较高的位置(图表3)。过去几年,美国储蓄率偏高,也是工资增长未传导到通胀的一个重要原因。因此,在非农时薪下滑幅度不算很大、之前的储蓄率较高、以及消费习惯在短期内难以改变的情况下,消费的刚性是存在的。

图表 2: 美国储蓄率在过去几年有较大提升



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 3: 美国收入减支出增速也处于较高位置

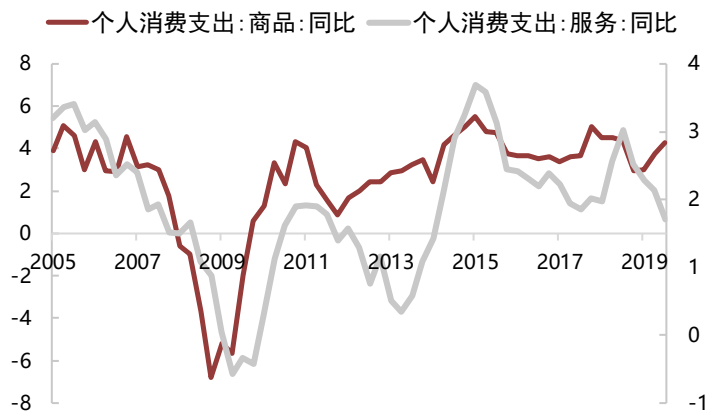


来源: Wind, 莫尼塔研究

2、商品消费和服务消费为何发生背离？

服务消费在美国消费结构中占比达到65%。从数据上看，美国的商品消费和服务消费已经出现了连续4个月的背离，这是历史上的第一次（图表4）。怎样理解这个问题？

图表 4：美国商品消费与服务消费连续 4 个月背离

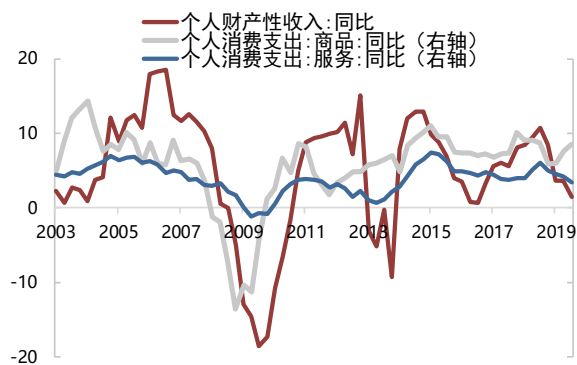


来源：Wind，莫尼塔研究

我们认为，导致美国商品消费和服务消费产生背离的原因包括两点：首先，是今年以来美国对中国实行的关税政策。由于关税仅限定在商品类，并不包含服务类，这就使得在关税加征或者提高前，商品消费会有一个明显的增长，相应的服务消费便会缩减；其次，可能与居民财产性收入的下滑有关系。数据上，财产性收入与服务消费的相关度要高于商品消费，也就是说“额外收入”对服务消费的影响会更大些（图表5）。从2018年三季度开始，美国个人财产性收入增速一直在下滑，但整体的工资收入增速却变化不大（图表6）。前者可能与股价、房价的增速放缓有一定关系（图表7）。伴随着未来关税效应的结束、美股的上涨以及房租的持续提高，服务消费有望出现回升（图表8）。

图表 5：财产性收入与服务类消费的相关性更高

图表 6：财产性收入下滑但工资收入变化不大



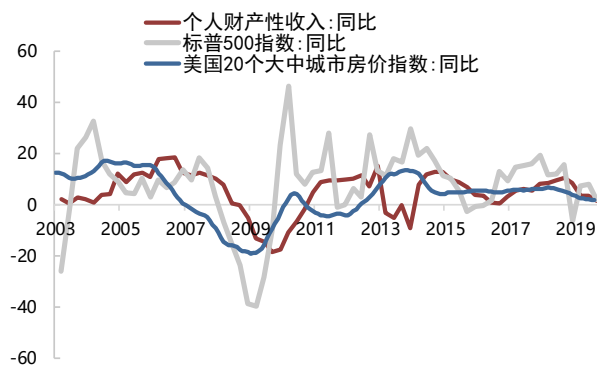
来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：财产性收入与股价、房价增速放缓有关

图表 8：美国房租价格持续回升



来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

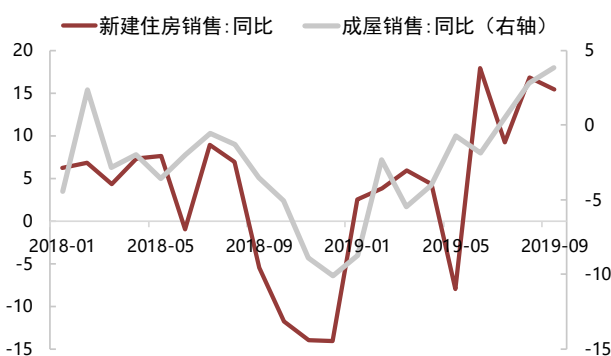
3、耐用品消费能否持续增长？

耐用品消费主要包括汽车消费、房地产相关消费等，这部分消费的利率敏感性非常高。我们认为近期可以支撑美国耐用品消费的因素包括：1) 利率并没有明显上行。无论是房地产抵押贷款利率，还是汽车贷款利率，均处于比较稳定的状态（图表9）。这反而可能对销售是个利好因素，因为对于购房者或者购车者而言，如果预期利率进一步下行，不是特别着急的话，他会有很大可能等到利率下行之后再买入，这样购入成本更低，目前这种比较稳定的利率水平反而有利于释放这部分需求出来；2) 房地产销售数据仍然较好。无论是新屋销售还是成屋销售，均表现出了十分良好的走势，这对未来几个月内的相关消费是一个利好；3) 经验上，汽车的置换周期大概在5、6年左右，2014年正是美国汽车销售的最高峰，因此目前可能会有一定量的置换需求。

图表 9：美国房地产抵押贷款利率和汽车贷款利率 图表 10：房地产销售数据仍然较好



来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

最后，还有一个数据上的背离值得关注，即美国经济分析局公布的汽车销售量数据与美国商务部普查局公布的汽车销售额数据出现了非常明显的背离（图表11）。除了统计上的原因外，也有可能与汽车价格的提高和新能源车的使用有关系。如果确实是这样，那这可以抵消掉油价上升对汽车消费的不利影响，这会支撑耐用品消费的另一个重要因素。

图表 11：美国汽车销售量数据与销售额数据出现了非常明显的背离



来源: Wind, 莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、美国通胀数据超预期

美国10月份CPI同比增长1.8%，前值为1.7%，预期值为1.7%；核心CPI为2.3%，前值为2.4%，预期值为2.4%。美国10月份PPI同比增长1.1%，前值为1.4%，预期值为0.9%；核心PPI为1.6%，前值为2%，预期值为1.5%。

10月份美国通胀超预期主要原因在于能源项。10月份原油价格有所回暖，导致CPI能源分项同比从-4.8%回升至-4.2%，贡献了CPI回升的50%。近期油价有一些回升的迹象，预计会继续对通胀造成影响。另外，服务类商品的价格持续上升，医疗保健服务价格同比从4.4%上升至5.1%，再创新高，其中专业服务和医保费用持续加速增长，专业服务同比从1.5%上升至1.6%，医保费用同比从18.8%上升至20.1%；娱乐分项同比从1%上升到1.8%，为国际金融危机以来的最高值。

2、美国原油产业可能面临产量拐点

今年9月份，海恩斯律师事务所对能源行业进行了一次秋季调查。调查结果显示，包括富国银行、摩根大通和加拿大皇家银行在内的多家银行，都下调了对石油和天然气价格的预期，且大幅削减了对油气企业的投资。各大银行预计，未来12个月，天然气价格约为2.00-2.35美元/百万英热单位，较今年春季的预期下调约20%；油价预期也较春季调查降低了约1-2美元/桶。

银行下调预期对油气公司而言是一次重大冲击，因为银行贷款一直以来都是许多油气公司获得融资的主要来源，而债券和股票在油气公司获得融资来源中所占的比重越来越小。银行预期下调意味着，油气公司可获得的贷款数额减少。有消息称，在下调价格预期后，银行对油气企业发放的贷款规模可能会减少15%-30%。

油气企业无法获得充足的资金意味着勘探和运营都会受限，难以进行油气勘探和开采，石油储备量也会因此减少。目前，美国油企的困境及其对原油市场的影响，可以从以下两个方面得到体现：一是，今年申请破产的页岩油企业数量同比激增。根据海恩斯律师事务所的数据，截至今年第三季度已有33家油企申请破产；二是，钻井数和产量预期正不断下降。贝克休斯钻井数据显示，截至10月25日当周，美国石油活跃钻井数锐减17座至696座，为4月以来最大单周降幅，截至9月底已经连续10个月录得减少，为历史上最长连续下降月数，目前石油和天然气总钻井数较去年同期已下降238座。预计钻井减少的副作用很快就会传导至原油产量上来。

3、美股连涨六周创下历史新高

从10月初开始到现在，美股周线已经出现了六连阳，标普500和纳斯达克均创下了历史新高。美股表现强劲的原因：一是，上市公司财报表现较好；二是，本周公布的CPI、PPI、零售数据均超出了市场预期；三是，美联储宽松政策对估值的提振。**截至10月11日晚间，标普500指数共有89%的企业公布三季报，平均净利润同比增长6%；纳斯达克指数共有16.5%的企业公布三季报，平均净利润同比增长-0.72%；罗素2000指数共有8.7%的企业公布三季报，平均净利润同比增长-31.7%。**

由以上数据可以得到三个结论：1) **美股财报明显超预期**。此前市场对标普500和纳斯达克的三季报盈利预测分别为-4.8%和-7.5%；2) **存在比较明显的企业分化和龙头集中现象**。大企业的财务表现普遍要好于中小型企业，这会使得中小企业的债务问题更加严峻，但是这也说明本轮美国经济下滑依然是结构性的；3) **从行业上讲，材料、电信服务、能源等传统行业出现了非常明显的下滑，下滑幅度都在25%以上；但医疗保健、信息技术、金融等较新的行业依然在较快增长，增速都在15%左右，另外可选消费、日常消费、房地产也都有10%左右的增长，与宏观上的数据相符合**。总体来看，财报向好对美股是很大的推动，但是其内部仍然有很多结构性的特点。对于美股的未来走势，我们仍然持比较乐观的看法。

4、鲍威尔出席国会听证会

近日鲍威尔出席国会听证会，发表了对货币政策问题的看法。总结下来有如下几点：

1) **只要美国经济保持在正轨，当前的货币政策立场可能仍然适当**。也就是说，利率水平可能会一直维持到明年年底，低利率、低通胀和低经济增速已成为美国经济的常态；2) **美联储的政策是基于对经济数据的分析，政治因素对美联储的政策决定没有任何影响**，特朗普所寻求的负利率并不适合当前经济持续增长、劳动力市场强劲和通货膨胀稳定的经济环境；3) **美国经济不能仅仅依靠货币政策，在任何经济低迷的时期，都需要财政政策来支持经济**。但目前长期联邦预算正走在一条不可持续的道路，这可能削弱财政政策在经济衰退中提供帮助的意愿和能力。最新公布数据显示，截至9月30日的2019财年，美国政府赤字为9844亿美元，比2018年增加26%；在10月份，政府支出也达到了创纪录的3800亿美元，比去年同期增长7.8%；4) **美国金融系统面临的整体脆弱性“仍处于中等水平”**。一些资产类别的投资者风险偏好有所上升，企业的债务负担处于历史高位，但家庭债务与收入之比相对于危机前的水平较低，而且近年来一直在逐步下降；5) **气候变化是重要的问题，但并非美联储的职责所在**。美联储要求金融公司具备韧性，包括具备应对极端天气的能力。总体来看，鲍威尔的证词依然在强调不降息、政策独立性和财政配合这三项，与之前所表达的观点基本一致。

5、特朗普弹劾案出现新进展

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_8885

