

怎么看美国消费？

证券研究报告

2019 年 09 月 10 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

过往经济后周期主导消费回落的主要因素是居民实际可支配收入增速下滑，和资产价格下跌造成的财富效应收缩、储蓄率回升；

由于财富的两极分化加重，消费的财富效应在本轮经济周期中衰减，实际可支配收入增速对消费的边际影响更加直接；

居民个人收入不仅取决于劳动力市场，也取决于社会财产（capital）的增长。1990 年后，居民的财产性收入比例上升至个人收入的 42%；

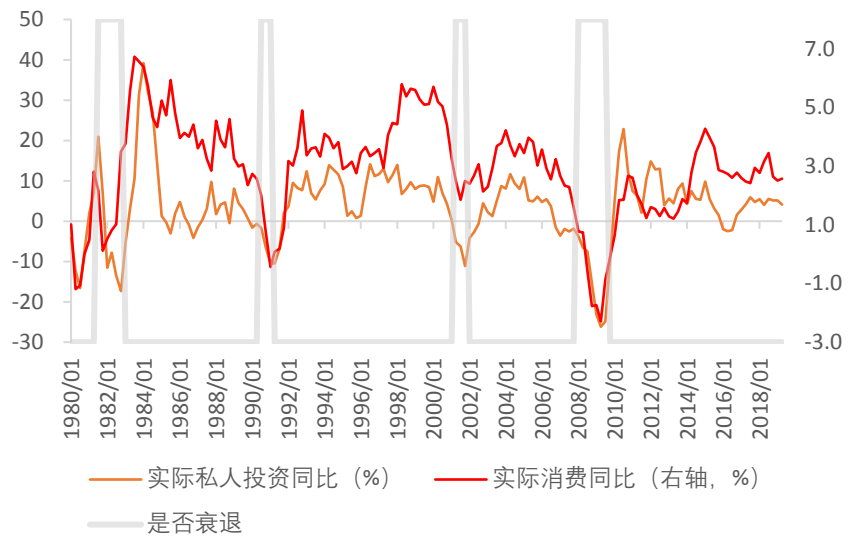
未来财产性收入和工资性收入均将回落，（若资产价格大幅回落）储蓄率略有上行，消费同比增速有转负的可能，美国经济衰退的概率仍大。

风险提示：海外经济超预期回升；美联储宽松超预期



最近几次衰退经验表明，作为经济稳定器的私人部门消费往往有大幅度的下滑。过去四次衰退，消费增速即使没有跌入负区间，也会有平均 3.5% 的回落。美国实际消费增速仍高于 2.5%，高于美国实际 GDP 经济增速，消费整体表现稳健是市场认为美国经济衰退风险较小的原因之一。

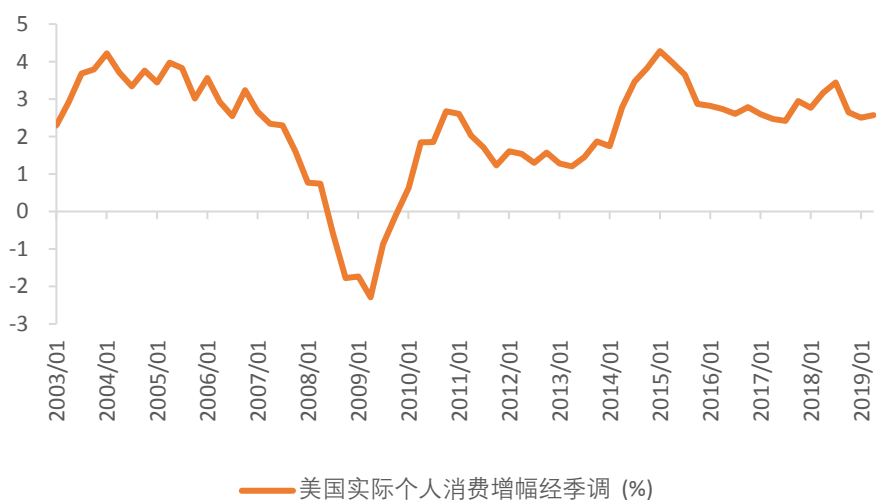
图 1：经济衰退期间消费往往大幅走低



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

另一方面，2018 年以来，居民消费有两次大幅环比走弱，一是 2018 年 1 季度，二是 2018 年 4 季度~2019 年 1 季度，在此期间美国股市均发生了剧烈调整（2018.2/2018.12）。金融市场波动是否是影响近期美国居民消费的重要因素呢？

图 2：美国实际个人消费增速同比经季调



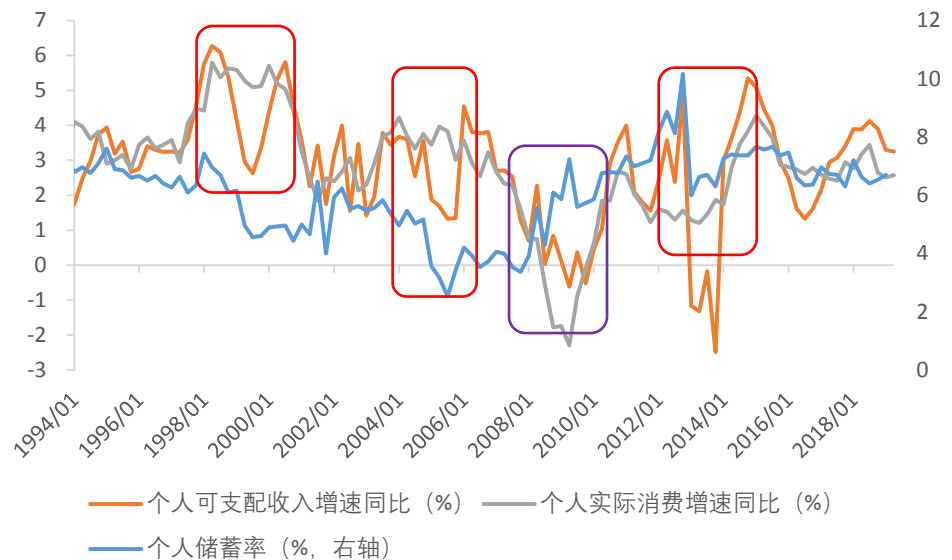
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

事实上，近期股市的快速下跌和反弹导致消费增速的大幅波动或许本身就是个伪命题。因为天气原因，一季度是美国消费的传统淡季，因此一季度消费增速的环比走弱不一定是消费弱的证据，同理二季度消费的环比走强也不见得是消费强劲的表现。从去除季节效应的同比增速来看，2018/2019 年 Q1 消费增速分别为 2.8% 和 2.5%，并没有那么弱。2019 年美国二季度消费环比增长 4.3%，但这是在一季度（本身就是消费淡季）比平常更为疲弱的情

况下的反弹。按照同比来看，二季度消费增速为 2.6%，仅比一季度 2.5% 略为增长。

长期来看，美国私人消费取决于实际个人可支配收入 (real disposable personal income)，历史上两者走势背离一般可以由储蓄率的大幅变动来解释。例如，1998-1999、2004-2006 和 2012-2013 均发生过个人可支配收入增速的明显下滑，但收入增速仍然为正，主要因为居民消费信心并未大幅恶化，居民通过储蓄率下调保持了消费稳定。而在 2007-2008 次贷危机时居民的房地产和金融资产财富大幅收缩，消费者信心剧烈恶化，此时消费增速出现断崖式下降，也驱使居民压缩消费倾向，出现了长达 7 年的储蓄率提升。

图 3：历史上可支配收入增速与消费增速的背离均可以由储蓄率大幅变动解释



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

通过分析影响美国消费的因素，我们发现：

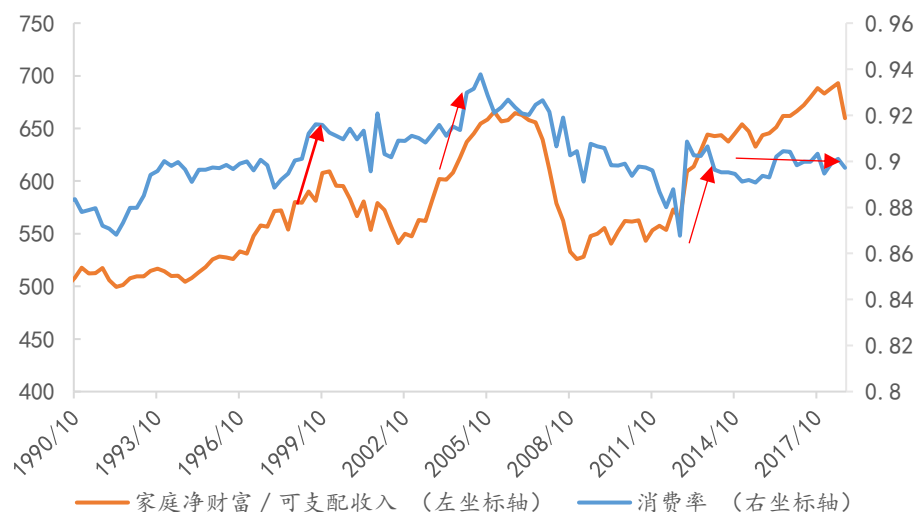
1. 过往经济后周期主导消费回落的主要因素是居民实际可支配收入增速下滑，和资产价格下跌造成的财富效应收缩、储蓄率回升；
2. 由于财富的两极分化加重，消费的财富效应在本轮经济周期中衰减，实际可支配收入增速对消费的边际影响更加直接；
3. 居民个人收入不仅取决于劳动力市场，也取决于社会财产（capital）的增长。1990 年后，居民通过股息、房地产租金、利息等赚得的财产性收入比例上升至个人收入的 42%。
4. 未来财产性收入和工资性收入均将回落，（若资产价格大幅回落）储蓄率略有上行，消费同比增速有转负的可能，美国经济衰退的概率仍大。

一、财富效应

消费偏好的波动一般解释为财富效应（wealth effects）的波动。资产对消费的影响被称为“财富效应”。房产价值和金融资产价值变动与消费具有很强的相关性。居民可以通过负债，降低储蓄率，扩大消费；但也存在为还债而储蓄，减少消费的倾向。居民杠杆率越高，则可能对消费具有“挤出效应”。1998-1999 年美国徜徉于“科网”美股泡沫，2004-2006 年则沉浸于“居者有其屋”的南柯一梦，股价、房价螺旋式的上升催生了财富，也催生了消费膨胀。但 2008 年的金融危机惊醒了美国消费者，即使股市在 09 年后开启了一波牛市，房价在 2012 年后企稳回升，消费率仍长年维持在 90%。金融危机后，居民储蓄率只在 2012 年 4 季度出现过一次大幅度下滑，彼时实际可支配收入出现了负增长，为维持消费水平，

储蓄率从历史高位的 10.2% 回落到 6.7% 左右，随后储蓄率一直稳定在 6~7% 附近，储蓄率维持在 7% 左右。

图 4：08 年以后，财富对消费的刺激在减弱



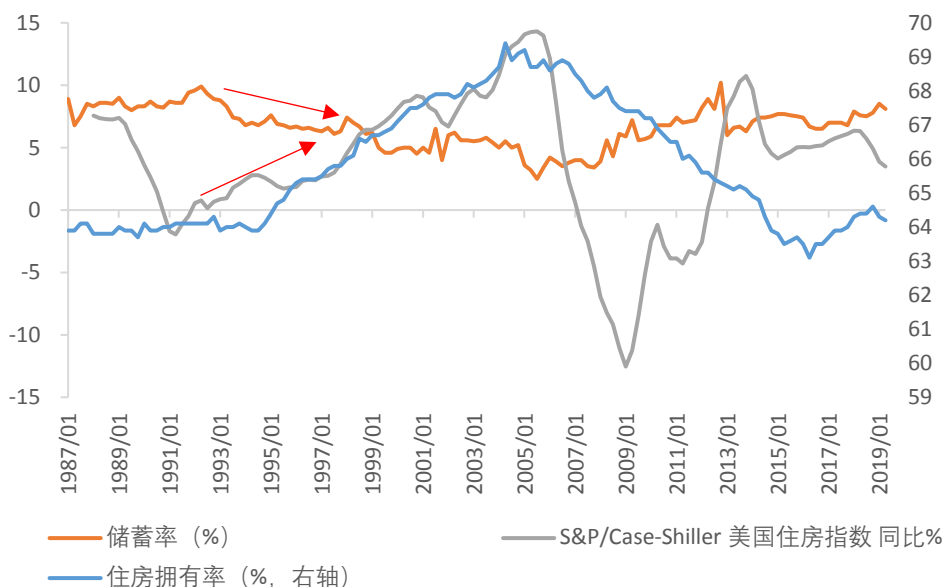
资料来源：BEA, 天风证券研究所

为什么储蓄率对财富效应变得不敏感了？我们认为是财富的两极分化造成大部分美国消费者并没有受益于资产价格的增长。

1.1. 房地产

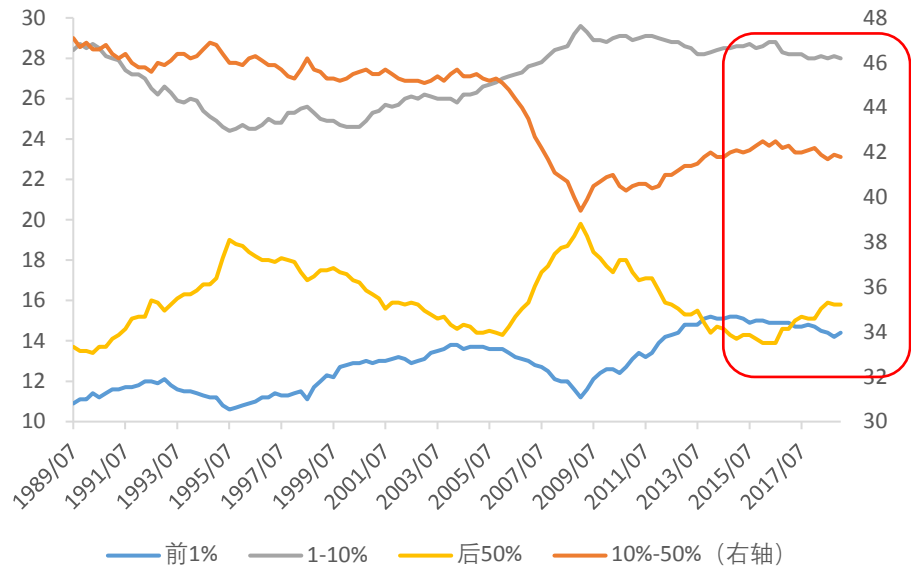
美国住房拥有率自 1994 年开始上行至次贷危机前的 69%，在此期间美国房价走势与居民的储蓄率呈现明显的负相关关系。而自金融危机后美国居民的住房拥有率就一路下滑直至 2016 年，房价增值的好处可能被其他部门享受了（比如外国投资者，或是有多套房的富人），居民储蓄率对房价走势变得不敏感。

图 5：住房拥有率自金融危机后下滑至 16 年才反弹，居民储蓄率（橘黄色）与房价走势（灰）不相关



资料来源：BEA, 天风证券研究所

图 6：美国不同财富阶层持有的房地产资产占比



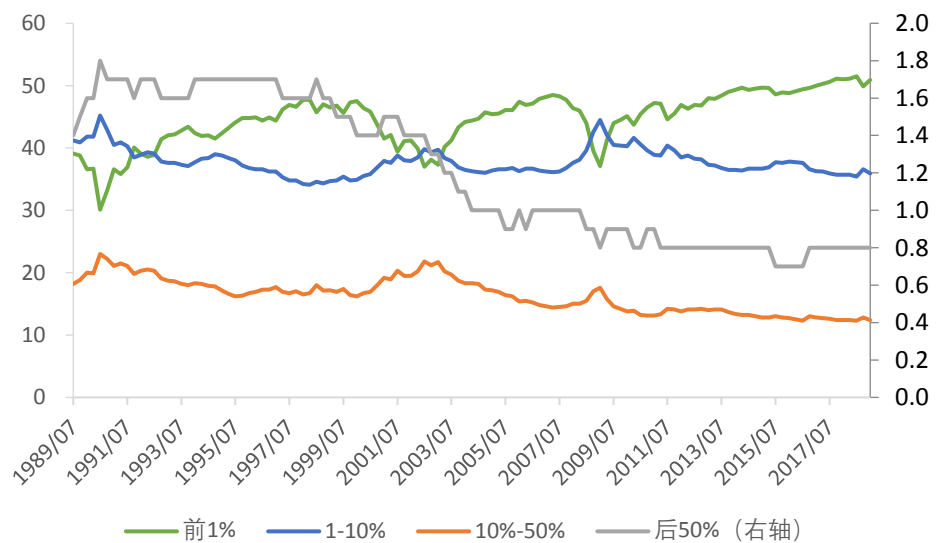
资料来源：BEA, 天风证券研究所

从财富分布来看，只有前 1%的居民在社会房地产总资产中占据的比例超越了金融危机前的水平，而 2015 年后住房拥有率的提升可能主要由财富最低 50%的居民主导。

1.2 股票

尽管美股在金融危机后翻了三倍，真正享受到资本增值的只是一小撮人。根据美联储的消费者金融调查（survey of consumer finance SCF），在 1989 年至 2001 年，直接持有股票家庭的比例从 13.1% 上升至 21.3%，若算上间接投资工具（养老金、共同基金等），这一数字从 31.7% 上升至 51.9%。而金融危机后，直接持股家庭的比例不断下降。2016 年，只有不到 14% 的美国家庭直接持有股票，仅相当于 90 年代初的水平，多数家庭选择间接持股，直接和间接持股的比例加在一起为 49.3%。但是，这 49.3% 的家庭所持有的股票规模是极其不平均的。

图 7：只有前 1% 财富的家庭持有股票和共同基金占比超越金融危机前水平



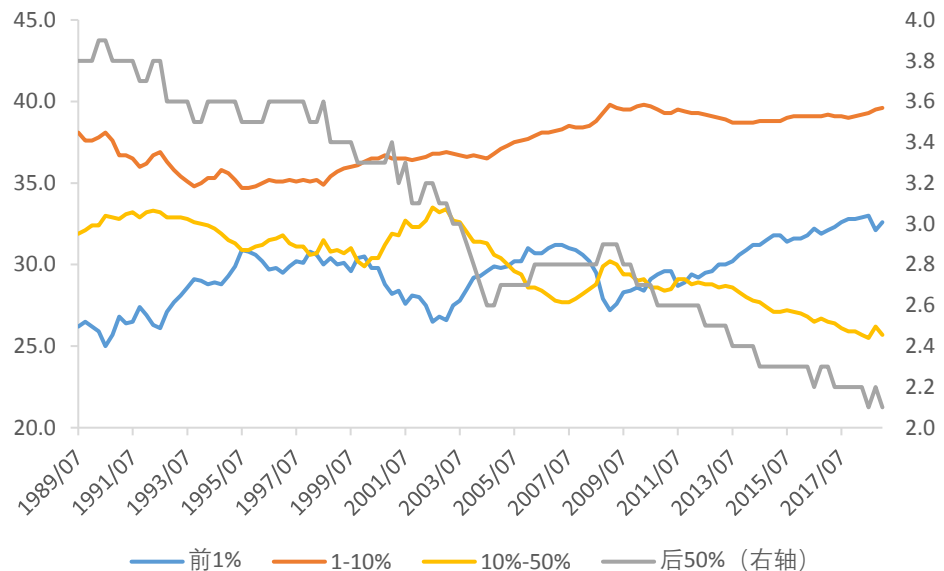
资料来源：BEA, 天风证券研究所

从持有股票和共同基金的比例来看，位于底端 90% 的家庭合计持有 13.2% 的美国股票，低于 90 年代末期的 17.6%，和次贷危机时的 15.4%。相反，位于顶端的 1% 家庭持有 50.9% 的美国

股票，这一数字高于科网泡沫前的 47.5% 和金融危机前的 48.5%。

即便算上养老金账户、其他债券资产，处于顶层 10% 的家庭也掌握了超过 70% 的金融资产，而剩下 90% 的美国家庭仅共计持有不到 30%，特别是底层 50% 的家庭占比从 98 年的 3.6% 下滑到如今的 2.1%。因此股市涨跌对他们影响甚微也不足为奇了。

图 8：后 90% 财富的家庭持有金融资产占比不断下滑



资料来源：BEA, 天风证券研究所

综上，由于财富的不均等分配，大部分居民没有享受到资产价格上涨的好处，美国股市/房市上涨对居民消费的提振有限。反之，相比历次危机，资产价格的大幅下跌对消费的负面影响也有限。

二、实际可支配收入

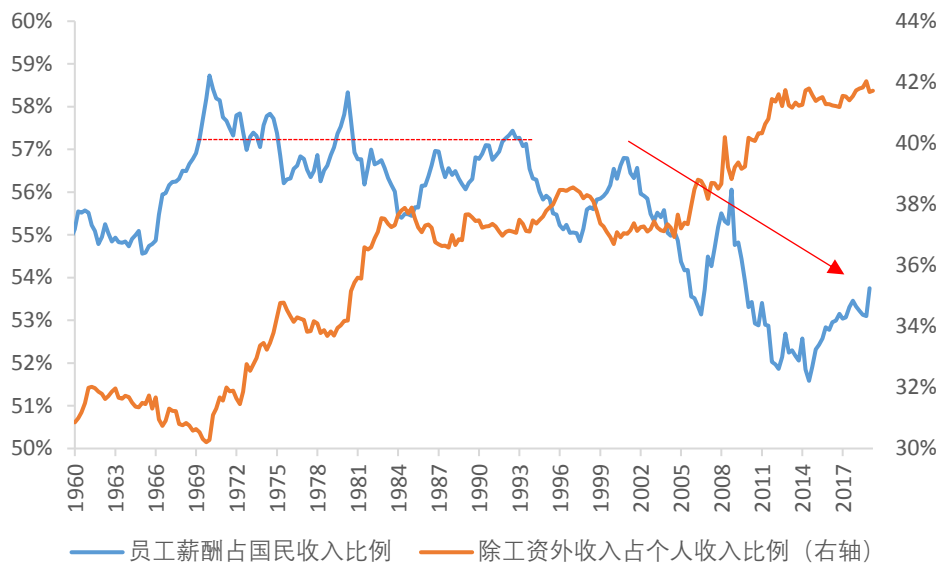
什么决定了实际可支配收入？实际个人收入（Real personal income）和个人所得税率。

2.1 实际个人收入

根据 BEA 对个人收入的定义，其包括美国居民从薪水获得的收入，雇主提供的补充比如保险，企业所有权，租赁财产，社会保障和其他政府福利，利息和股息（不包括房地产、股票价格变动带来的资本收益）。

具体而言，居民的非工资性收入包括资产性收入（股利、利息）、租赁收入、政府转移、企业主自营收入。1960 年-2019 年，美国个人收入中非工资性收入占比由 30% 上升到 42%。另一方面，1990 年以后员工薪酬在整个社会收入里的分配占比越来越低。

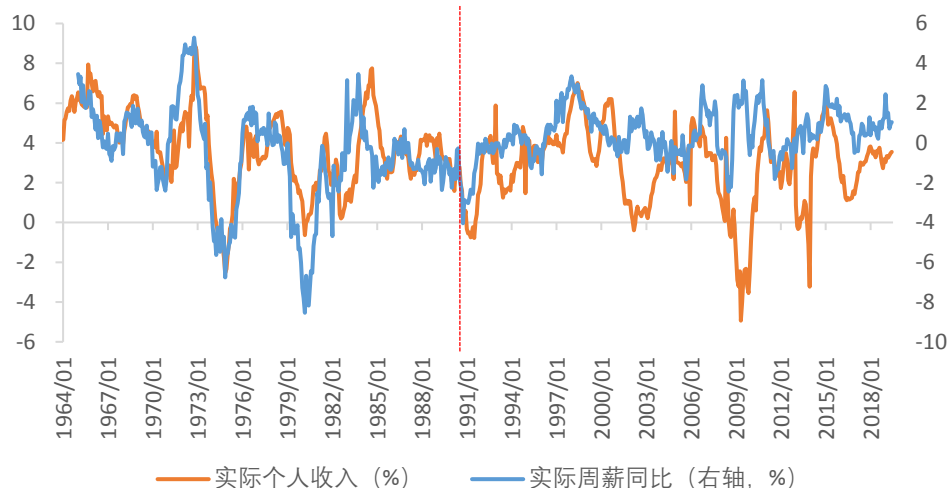
图 9：1990 年后，员工薪酬在整个社会收入和个人收入里的占比都越来越低



资料来源：Fred, 天风证券研究所

因此我们简单的选用时间（1990 年）和占比上的中值（37.5%）作为临界点，检验工资收入对个人收入的解释能力。在 1990 年以前，工资性收入占比较高，导致工资性收入波动主导实际个人收入变化。根据我们的回归模型，1990 年前，实际周薪增速可以解释实际个人收入增速 74% 的变动；而 1990 年后，实际周薪增速解释能力（multiple R）只有 23%。

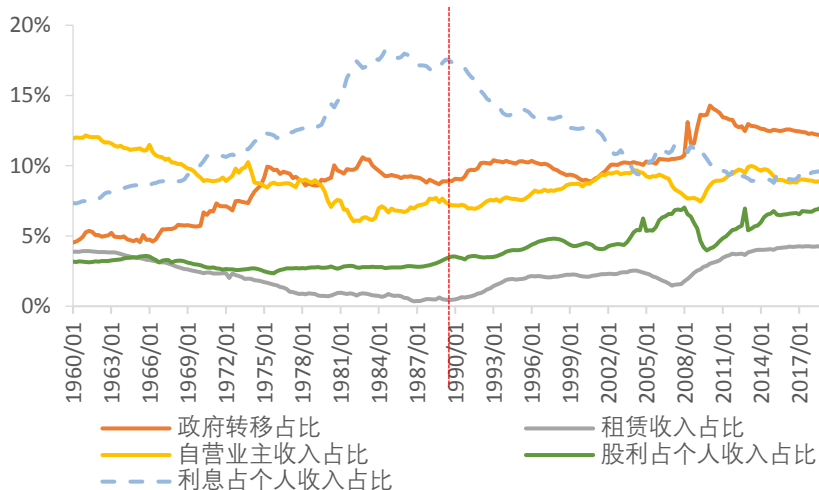
图 10：1990 年前，实际个人收入跟随实际周薪增速变动



资料来源：WIND, 天风证券研究所

1990 年后预测居民收入的变化更加困难。1990 年以后，薪资收入占个人收入占比的减少和员工薪酬在整个社会收入里的分配占比降低反映了部分居民的角色转换：**从传统的打工者转变为财产拥有者**。利率（1980 年后）趋势下行逆转了过去利息收入占比畸高的情况（17.3% 下降到 9.3%），股利（3.5% 到 7%）、房地产租金收入（0% 到 4.2%）占比上升明显，企业主自营收入占比也略有提升（7% 到 8.7%）。财产性收入占比趋势上行的背景下，居民财富分化加大，政府相应的增加了财富转移的力度补贴贫困家庭。

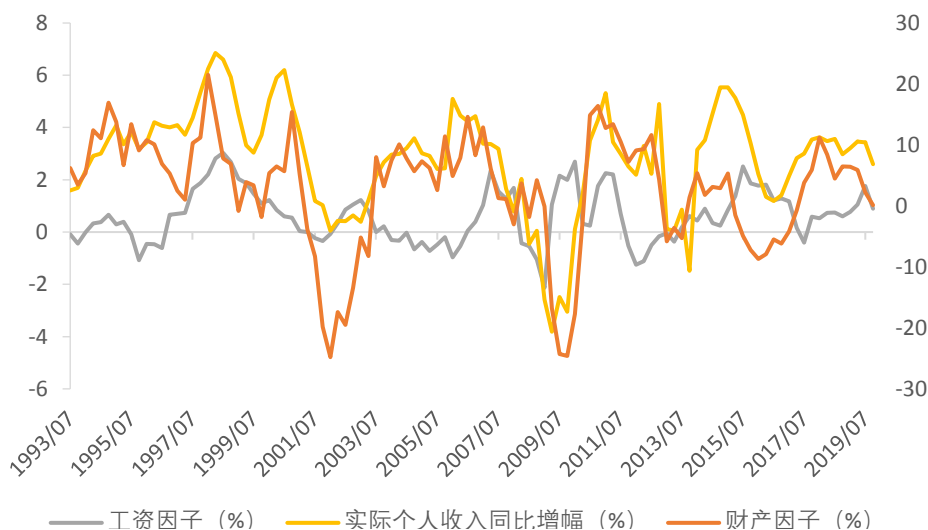
图 11：非工资收入占比细分



资料来源：WIND, 天风证券研究所

随着居民财富结构发生变化，居民收入不仅与劳动性收入相关，和资本性收入的相关性也在增强。我们在 1990 年后加入了代表财产性收入的因子，新的模型解释了收入 75% 的波动。模型显示，财产性收入和工资性收入的双双回落将主导四季度实际个人收入增速的下滑。

图 12：加入财产性收入因子后，我们的模型较好的拟合了实际个人收入增速并预计其在四季度将走低



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_10203

