

## 辩证地看美国消费增速低迷

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第68期 (2019.06.10-2019.06.14)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

### ● 辩证地看美国消费增速低迷

从需求端看,消费占美国GDP比重高达70%,是美国经济的主要动力。然而次贷危机后,美国居民消费增速整体上弱于次贷危机前。2019年一季度美国个人消费支出季调环比折年率仅为1.3%,连续三个季度下滑。进入二季度,美国消费增速仍不见好转,4月个人消费支出环比下滑0.03%,5月零售和食品服务销售增速连续两个月下滑,6月密歇根大学消费者信心指数初值仅录得97.9,低于5月的100和市场预期的98。此外,美国消费增速的低迷还体现在美国居民持续去杠杆以及储蓄率的提升。

美国消费增速低迷的一个重要原因是,次贷危机改变了一部分居民的消费习惯。有观点认为,次贷危机使美国居民资产负债表恶化,降低了美国居民消费能力。但是随着美联储货币宽松的实施,股价、房价不断上涨,美国居民的资产负债表已经修复。其实,次贷危机对居民消费心理的影响是深远的。次贷危机时,自己经历或者目睹周围人的失业、降薪,生活陷入困境,这会严重影响消费心理。为了预防未来的不确定性,消费会更加谨慎,更加注重商品的价格和实用性。

美国金融机构也更加谨慎。一方面, Basel III 和 Dodd-Frank 法案对金融机构的约束加强,另一方面,次贷危机警示下,金融机构自身对贷款的审核也更加严格。与此同时,金融机构对国债等安全资产的需求增大,这也在一定程度上导致了美债收益率曲线倒挂,以及美股风险溢价不断上升。可以说次贷危机后,美国的资产定价模式发生了很大变化。

美国居民薪资增速不高也是消费增速低迷的重要原因。本轮美国经济复苏以来,劳动力市场持续紧俏,失业率下降至历史低位,但薪资同比增速相对乏力。美国薪资增速乏力的原因是多方面的。首先,自2013年以来,对新增非农就业人口贡献最多的是服务业,而服务业劳动生产率增速较低,薪资增速不高。其次,自动化技术的提高和先进技术的运用,导致工人面临着技术替代,工人薪资议价能力下降,并且技术变化导致的职位供需错配也导致薪资增速上不去。此外,尽管美国失业率很低,但劳动参与率不高,美国劳动力市场可能并没有想象中的那么紧俏,因此工人的议价能力也就没那么强了。另外,二战结束后,美国约1/3的工人是工会会员,但目前已经下滑至1/10,工会会员下降导致工人议价能力减弱,以及高工资的“婴儿潮”一代逐渐退休而新入职者工资较低,等等,也被认为是美国薪资增速上不去的可能原因。

辩证地看,美国消费增速低迷并不一定是坏事。首先,由于消费对美国经济的拉动作用最大,未来消费的变化对于美国经济的走势十分重要。前文所述的三条关于美国消费增速低迷的原因在短期内难以改变,未来消费增速可能不会大幅上升。但是美国居民前期没有加杠杆,未来去杠杆的空间不大,消费增速大幅降低的可能性就较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳,即使出现调整,大幅衰退的可能性也不大。当然,如果其他因素引起经济金融危机,那是另一回事。其次,美国贸易逆差的本质是储蓄率较低,储蓄率的回升,将会缓解美国的贸易逆差,美国和其他国家的贸易冲突也会减少。

### ● 美国通胀趋于温和,强化美联储降息预期

美国通胀趋于温和,5月CPI数据表现不及预期,强化市场对美联储未来降息的预期。美国5月CPI环比增长0.1%,为1月以来最小增幅;CPI同比增长1.8%,为2017年6月以来首次低于美联储2%的目标水平;核心CPI同比增长2%、环比增长0.1%,均不及预期。美国通胀增速表现较为疲软主要由于能源价格的下跌较为明显。美国5月PPI同比上涨1.8%,环比上涨0.1%,主要受酒店住宿成本飙升及其他服务价格上涨的提振。

### ● 美国零售销售等数据向好,美元指数回升

美元指数上周上行至97.5614。美国5月零售销售和工业产出数据有所好转,支撑美元指数走高,且因脱欧问题,英镑与欧元均下跌,对美元指数构成提振,人民币汇率有所贬值。截至6月14日,美元兑人民币即期汇率收至6.9236,一周上行75BP。

### ● 商品指数全面上行

市场对美联储降息预期升温,叠加避险情绪仍较高,利多金价。唐山丰润区将加强限产,利多螺纹钢价格。供给端扰动再现,国内铜库存大幅下降,利多铜价。钢厂及焦炭库存均回升,焦炭开工率走高,利空焦炭价格。六大电厂煤炭日耗较高,煤炭库存持续回落,利多煤炭价格。美国能源信息署下调全球石油需求和美国原油产量预期,市场担忧全球经济增速放缓将拖累原油需求,以及美国原油库存超预期增加,利空油价。USDA6月供需报告下调美豆产量,美国降雨天气影响种植任务,利多豆粕价格。

### ● 风险提示:美联储货币政策超预期

### 相关报告

国际经济及大宗商品:美国非农数据不佳,市场降息预期进一步加强

2019-06-09

国际经济及大宗商品:美债收益率倒挂,市场降息预期增加

2019-06-02

国际经济及大宗商品:政府汇率管理工具箱里有什么?

2019-05-26

国际经济及大宗商品:央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

国际经济及大宗商品:美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品:美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品:超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品:美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品:美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品:为何美国薪资增长乏力?

2019-04-07

国际经济及大宗商品:为什么长端美债收益率那么低?

2019-03-31

国际经济及大宗商品:中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品:为什么中国国债收益率远低于经济增速?

2019-03-17

国际经济及大宗商品:货币宽松能解决欧洲经济问题吗?

2019-03-10

## 目 录

1、 辩证地看美国消费增速低迷.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	5
3、 汇率走势一周综述.....	7
4、 商品价格走势一周综述.....	8
4.1、 商品指数涨跌互现.....	8
4.2、 黄金价格走高.....	9
4.3、 金属价格涨跌不一.....	9
4.4、 能源化工产品价格多数下跌.....	11
4.5、 农产品价格多数走高.....	13

## 图表目录

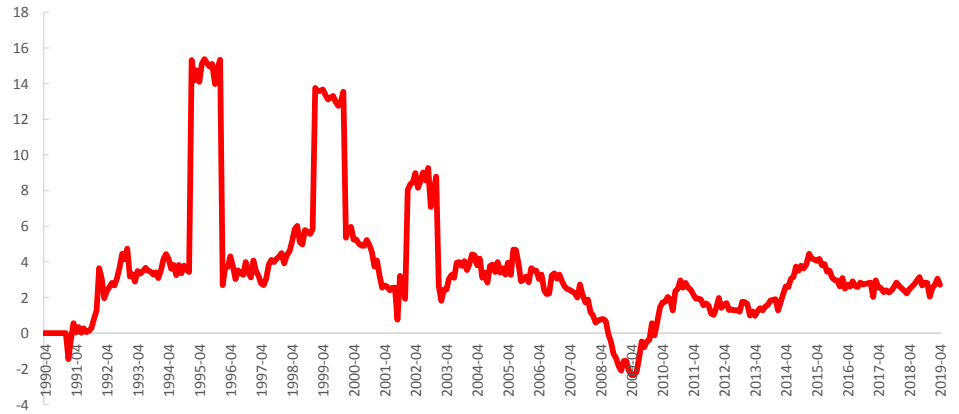
图 1: 美国个人消费支出季调环比增速 (%).....	4
图 2: 美国居民杠杆率 (%).....	4
图 3: 美国家庭储蓄率 (%).....	4
图 4: 美国 PPI 同比环比增速 (%).....	6
图 5: 美国 CPI 同比增速 (%).....	6
图 6: 美国零售销售环比增速 (%).....	6
图 7: 美国密歇根大学消费者信心指数.....	6
图 8: 美国工业产出环比增速 (%).....	6
图 9: 欧元区 Sentix 投资者信心指数.....	6
图 10: 南华商品指数近期走势.....	8
图 11: 南华商品指数周度涨跌幅.....	8
图 12: 上周黄金价格走势.....	9
图 13: 美元指数走势.....	9
图 14: 高炉开工率 (%).....	10
图 15: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	10
图 16: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	10
图 17: 铁矿石港口库存 (万吨).....	10
图 18: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	10
图 19: 上期所阴极铜库存(吨).....	10
图 20: 焦化企业开工率 (%).....	12
图 21: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	12
图 22: 港口焦炭库存 (万吨).....	12
图 23: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	12
图 24: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	12
图 25: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	12
图 26: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	12
图 27: 港口煤炭库存 (万吨).....	12
图 28: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	13
图 29: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	13
图 30: 全国豆粕库存 (万吨).....	14
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.05.06-2019.05.10).....	7
表 2: 商品指数总览 (2019.06.10-2019.06.14).....	8

表 3: 黄金价格走高 (2019.06.10-2019.06.14) .....	9
表 4: 金属价格涨跌不一 (2019.06.10-2019.06.14) .....	9
表 5: 能源化工产品价格多数下跌 (2019.06.10-2019.06.14) .....	11
表 6: 农产品价格多数走高 (2019.06.10-2019.06.14) .....	13

## 1、辩证地看美国消费增速低迷

从需求端看，消费占美国 GDP 比重高达 70%，是美国经济的主要动力。然而次贷危机之后，美国居民消费增速整体上弱于次贷危机之前。2019 年一季度美国个人消费支出季调环比折年率仅为 1.3%，连续三个季度下滑。进入二季度，美国消费增速仍不见好转，4 月个人消费支出环比下滑 0.03%，5 月零售和食品服务销售同比增长 3.16%，增速连续两个月下滑，6 月密歇根大学消费者信心指数初值仅录得 97.9，低于 5 月的 100 和市场预期的 98。

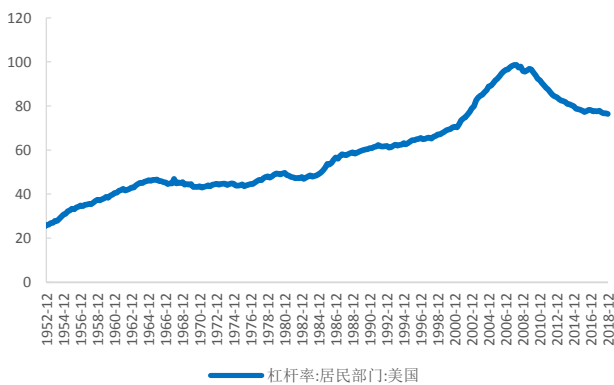
图1：美国个人消费支出季调环比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国消费增速的低迷还体现在美国居民持续去杠杆以及储蓄率的提升。次贷危机后，美国居民持续去杠杆，2018 年 12 月美国居民杠杆率降至 76.30%。同时，美国家庭储蓄率逐渐上升，2019 年 4 月为 6.2%，远高于次贷危机前 3% 左右的水平。

图2：美国居民杠杆率（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：美国家庭储蓄率（%）



资料来源：BEA，新时代证券研究所

美国消费增速低迷的一个重要原因是，次贷危机改变了一部分居民的消费习惯。有观点认为，次贷危机使美国居民资产负债表恶化，降低了美国居民消费能力。但是随着美联储货币宽松的实施，股价、房价不断上涨，美国居民的资产负债表已经修复。其实，次贷危机对居民消费心理的影响是深远的。次贷危机时，自己经历或者目睹周围人的失业、降薪，生活陷入困境，这会严重影响消费心理。为了预防未来的不确定性，消费会更加谨慎，更加注重商品的价格和实用性。

美国居民杠杆率下降有资金需求、供给两方面因素，除了美国居民消费，金融机构也变得更加谨慎。一方面，Basel III 和 Dodd-Frank 法案对金融机构的约束加



强，另一方面，次贷危机警示下，金融机构自身对贷款的审核也更加严格。与此同时，金融机构对国债等安全资产的需求增大，这也在一定程度上导致了美债收益率曲线倒挂，以及美股风险溢价不断上升。可以说次贷危机之后，美国的资产定价模式发生了很大变化。

美国居民薪资增速不高也是消费增速低迷的重要原因。本美国经济轮复苏以来，劳动力市场持续紧俏，失业率呈现下降趋势，目前失业率也已处于历史低位，但薪资同比增速相对乏力，5月每小时薪资同比增速为3.1%，弱于预期，并且已连续3个月下降。

美国薪资增长乏力的原因是多方面的。首先，自2013年以来，对新增非农就业人口贡献最多的是服务业，而服务业劳动生产率增速较低，薪资增速普遍不高。其次，自动化技术的提高和先进技术的运用，导致工人面临着技术替代，工人薪资议价能力下降，并且技术变化导致的职位供需错配也导致薪资增速上不去。此外，尽管美国失业率很低，但劳动参与率不高，美国劳动力市场可能并没有想象中的那么紧俏，因此工人的议价能力也就没那么强了。另外，二战结束后，美国约1/3的工人是工会会员，但目前已经下滑至1/10，工会会员下降导致工人议价能力减弱，以及高工资的“婴儿潮”一代逐渐退休而新入职者工资较低，等等，也被认为是美国薪资增速上不去的可能原因。

辩证地看，美国消费增速低迷并不一定是坏事。首先，由于消费对美国经济的拉动作用最大，未来消费的变化对于美国经济的走势十分重要。前文所述的三条关于美国消费增速低迷的原因在短期内难以改变，未来消费增速可能不会大幅上升。但是美国居民前期没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性就比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。当然，如果其他因素引起经济金融危机，那是另一回事。其次，美国贸易逆差的本质是储蓄率较低，储蓄率的回升，将会缓解美国的贸易逆差，美国和其他国家的贸易冲突也会减少。

## 2、国外经济形势一周综述

美国通胀趋于温和，5月CPI数据表现不及预期，强化市场对美联储未来降息的预期。美国5月CPI环比增长0.1%，为1月以来最小增幅；CPI同比增长1.8%，不及预期的1.9%，为2017年6月以来首次低于美联储2%的目标水平；核心CPI同比增长2%，不及预期的2.1%，核心CPI环比增长0.1%，不及预期的0.2%。美国通胀增速表现较为疲软主要由于能源价格的下跌较为明显。5月能源指数下跌0.6%，其中汽油指数继4月上涨5.7%后，5月下滑0.5%；天然气指数下跌1.0%，为连续第五个月下滑。

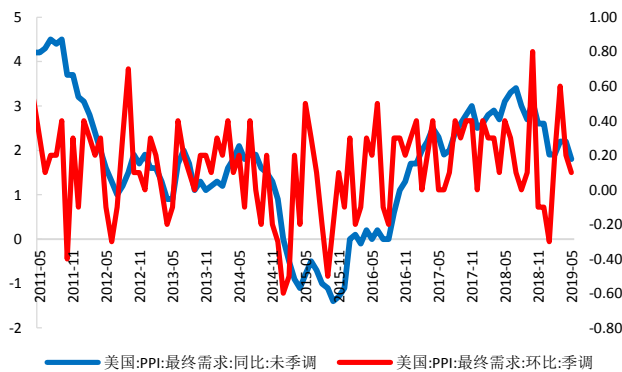
美国5月份最终需求PPI同比上涨1.8%，不及预期；PPI环比上涨0.1%，为连续第二个月上升，主要受酒店住宿成本飙升及其他服务价格上涨的提振，然而能源和食品价格的走软，在一定程度上抵消服务业增长带来的影响。其中，货物价格环比下降0.2%，服务价格环比上涨0.3%。

美国5月零售销售较此前有所回升，但是零售和食品服务销售同比增长3.16%，增速连续两个月下滑。美国5月零售销售环比增长0.5%，不及预期0.6%，前值由-0.2%上修至0.3%，主要受家庭对购买汽车和其他各种商品增多的提振，5月汽车零售销售额增长0.7%（4月为下降0.5%）；在剔除汽车、汽油、建材和食品服务后，5月核心零售销售环比增长0.5%，高于预期0.4%和前值0.1%。美国消费者对经济前景仍很担忧，6月密歇根大学消费者信心指数初值仅录得97.9，低于5月的100

和市场预期的98。

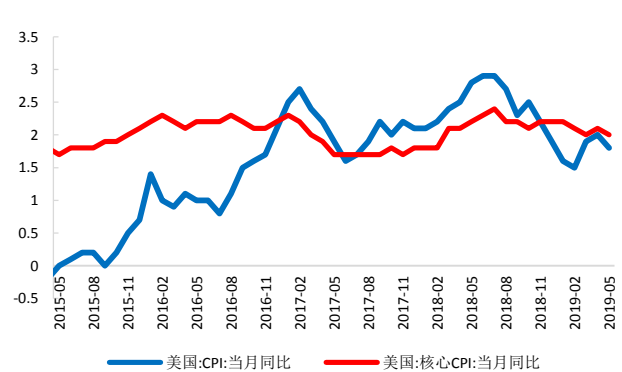
美国5月工业产出环比增速逆转此前负增长的趋势，5月工业产出环比增长0.4%，高于预期0.1%和前值-0.4%，主要因汽车和零部件产量增加的提振，但金属及航空航天设备产量有所下滑。此外，美国5月制造业产出环比增长0.2%，持平预期0.2%，高于前值-0.5%，有助于缓解市场对美国制造业疲软的担忧。

图4：美国PPI同比环比增速（%）



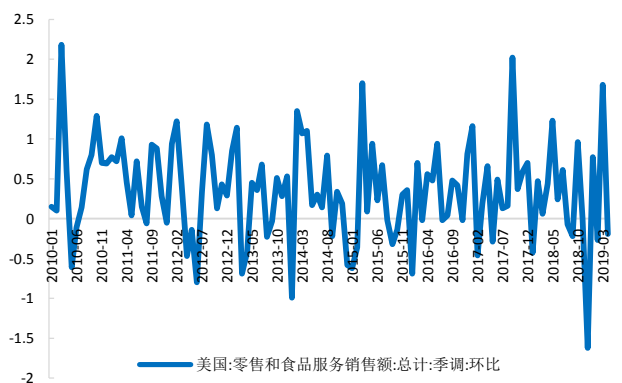
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：美国CPI同比增速（%）



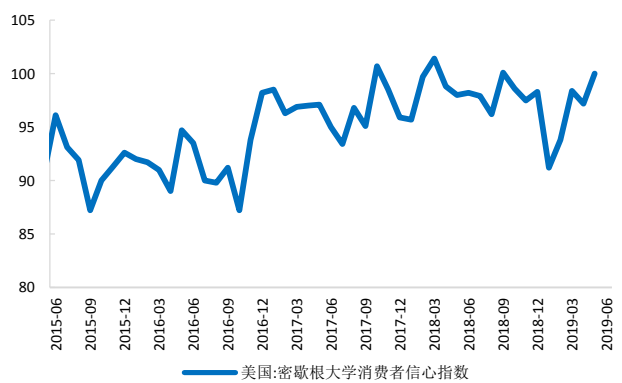
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：美国零售销售环比增速（%）



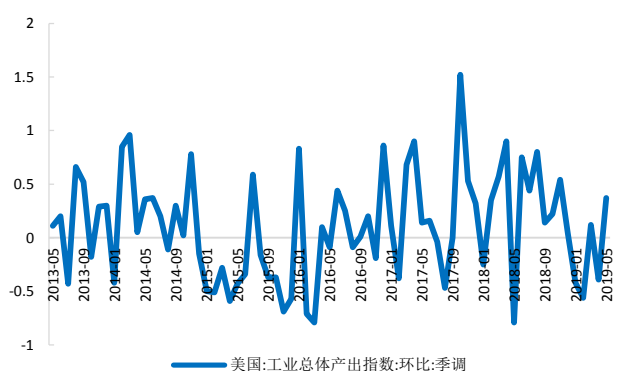
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：美国密歇根大学消费者信心指数



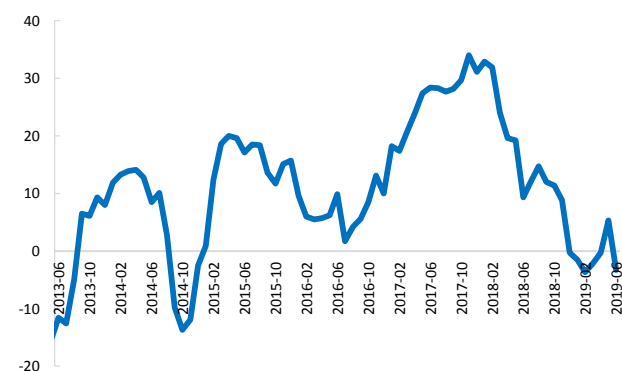
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：美国工业产出环比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：欧元区Sentix投资者信心指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、汇率走势一周综述

**表1：主要汇率及汇率指数一周概览（2019.06.10-2019.06.14）**

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.8945	6.8937	6.8925	6.8937	-0.0116	↓
美元兑离岸人民币	6.9439	6.9575	6.9174	6.93	-0.2002	↓
美元兑日元	108.195	108.805	108.15	108.565	0.3420	↑
欧元兑美元	1.1334	1.1343	1.1203	1.1209	-1.1029	↓
英镑兑美元	1.2737	1.2758	1.258	1.2591	-1.1463	↓
美元指数	96.591	97.5903	96.5793	97.5614	1.0046	↑
CFETS 人民币汇率指数	93.7			93.18	-0.5550	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	93.41			92.99	-0.4496	↓
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	97.36			96.72	-0.6574	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：人民币汇率指数时间区间为5月31日-6月06日。

美元指数上周上行 1.01% 收至 97.5614。美国 5 月零售销售和工业产出数据有所好转，支撑美元指数走高，且因脱欧问题，英镑与欧元均下跌，对美元指数构成提振。上周欧元兑美元下行 1.1029%，收报 1.1209；英镑兑美元下行 1.1463%，收报 1.2591。

美元指数走高，人民币汇率有所贬值。截至 6 月 14 日，美元兑人民币即期汇率收至 6.9236，一周上行 75BP；美元兑人民币中间价收至 6.8937，较前一周下行 8BP；美元兑离岸人民币汇率收至 6.93，较前一周下行 139BP；12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.9945，较前一周下行 13BP。

## 4、商品价格走势一周综述

### 4.1、商品指数涨跌互现

表2：商品指数总览（2019.06.10-2019.06.14）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1427.04	1462.60	1426.61	1451.85	1.59	↑
南华工业品指数	2224.72	2283.45	2224.27	2253.75	1.36	↑
南华农产品指数	751.84	771.33	751.84	765.25	1.02	↑
南华金属指数	3167.74	3281.60	3157.49	3254.27	2.53	↑
南华能化指数	1331.66	1362.00	1323.82	1330.94	0.32	↑
南华贵金属指数	540.59	547.48	533.06	547.12	1.63	↑
CRB 现货指数:综合	409.61			413.18	-0.63	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周，南华商品价格指数全面上涨。南华商品指数上行 1.59% 至 1451.85，分项中，南华贵金属指数上行 1.63%；南华工业品指数上行 1.36%；南华金属指数上行 2.53%；南华农产品指数上行 0.91%；南华能化指数上行 0.34%。此外，CRB 现货综合指数上周下行 0.63% 至 413.18。

南华贵金属指数上行 1.63% 至 547.12。近期公布的 CPI、PPI 等美国经济数据表现欠佳，市场对美联储降息预期升温，美债收益率继续下行，叠加避险情绪仍较高，贵金属价格上涨。

金属价格涨跌不一，南华金属指数上行 2.53% 至 3254.27。唐山丰润区将加强限产，利多螺纹钢价格。供给端扰动再现，Codelco 与旗下 Chuquicamata 铜矿劳资谈判失败，国内铜库存大幅下降，利多铜价。

能化类商品价格多数下跌，南华能化指数上行 0.32% 至 1330.94。钢厂及焦企焦炭库存均回升，焦企开工率走高，供给略有增多，利空焦炭价格。六大电厂煤炭日耗较高，煤炭库存持续回落，利多煤炭价格。美国能源信息署下调全球石油需求和美国原油产量预期，市场担忧全球经济增速放缓将拖累原油需求，以及美国原油库存超预期增加，利空油价。

上周农产品期货价格多数走高，南华农产品指数上行 1.02% 至 765.25。USDA2019 年 6 月供需报告下调美豆产量，美国降雨天气影响种植任务，带动美大豆价格上涨，利多豆粕价格。

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\\_11966](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11966)

