

美股财富效应，没那么大

——美国消费研究之一

宏观动态

- ◆ 前期股市调整，再加上近期消费数据“打架”，令市场担忧美国消费是否偃旗息鼓。我们发现，**次贷危机后美国股票财富效应显著减弱**。1975-2008 年，股票财富每上升 1 美元，消费平均增加 0.027 美元；如果看 1975-2018 年，边际效应下降至 0.018 美元，缩水 30%。**这也说明，前期股市下行对消费的影响可能没有那么大。而从历史的经验来看，往往是消费疲弱领先于股市下跌，并非相反。**
- ◆ **财富效应减弱或与股市参与度下降有关**。2008-2017 年美国个人股市参与度从 65% 下降至 53%，其中低收入者参与度下降最为明显。2001-2008 年，年收入在 3 万-7.5 万美元之间的居民股市参与率为 67%，而 2009-2017 年则降至 54%。但年收入高于 10 万美元的居民股市参与率在危机前后基本不变，接近 90%。
- ◆ **财富之外，更需关注实际工资收入增长**。美国劳动力市场依旧稳健，名义工资增速连续四个月高于 3%，再加上通胀温和，令实际工资进一步抬升，利好消费。从劳动者结构看，低学历者的就业状况和实际工资收入表现更好，这一人群消费倾向更高，更有利于消费扩张。
- ◆ **2019，家庭消费支撑美国经济**。消费占美国 GDP 的 70%，消费若稳，经济也不会差。往前看，美国股市企稳，联储加息放缓，劳动者实际收入增加将推动消费扩张。但如果工资收入增长不及预期，消费也将承压。

分析师

张文朗

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

执业证书编号：S0930516100002

联系人

刘政宁

021-52523806

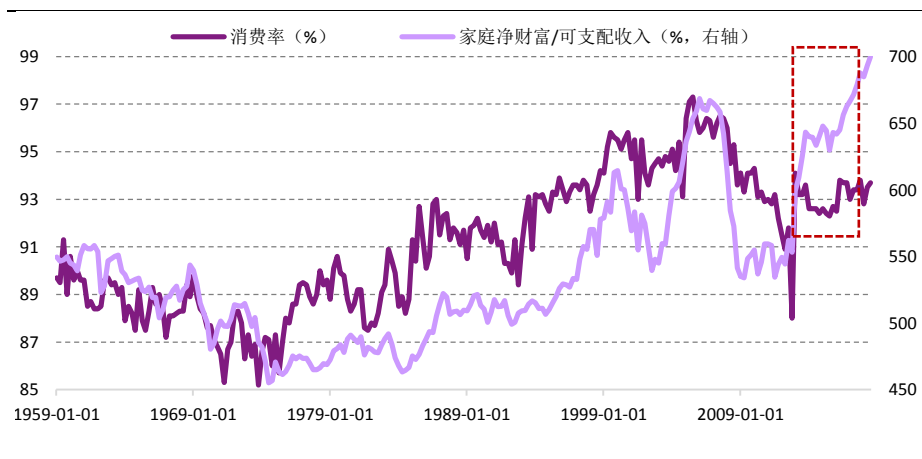
liuzn@ebcn.com

前期股市调整，再加上近期消费数据“打架”，令市场担忧美国消费是否偃旗息鼓。延迟发布的美国12月零售数据大幅不及预期，引发市场担忧。但随后公布的2月消费者信心表现不俗，又给了市场信心。股市对消费的影响有多大？2019，消费是否能支撑美国经济？

股票财富效应减弱

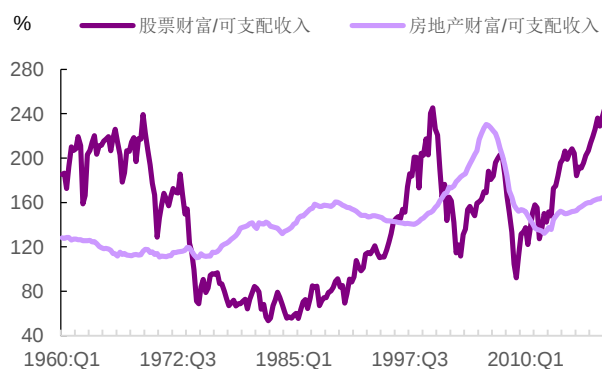
一直以来，美国家庭净财富与消费率相关性较强¹，但次贷危机后家庭财富增加，消费却停滞不前，表明财富效应已有所减弱（图1）。我们将家庭财富进一步拆分为股票、房地产、以及其他财富，危机后上涨的主要是股票，而房地产财富增长较为缓慢²（图2）。计量分析显示，1975-2008年，股票财富每上升1美元，家庭消费平均上升0.027美元；1975-2018年，这一边际效应下降至0.018美元，缩水30%。相比之下，房地产财富的边际效应从0.032上升至0.043美元（图3）。这是因为有资质的家庭可通过房产做抵押进行再融资，从而提升消费能力³。

图1：次贷危机后，财富对消费的刺激似乎在减弱



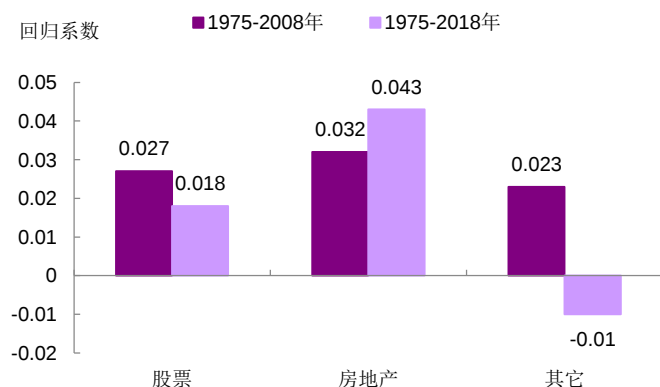
资料来源：Fed，数据截至到2018年三季度

图2：危机后股票财富占收入比重上升较快



资料来源：Fed，数据截至到2018年三季度

图3：但股票财富对消费的边际效应减弱



资料来源：Fed，光大证券研究所计算。除其它资产外，其余系数均为显著。回归R平方为0.8

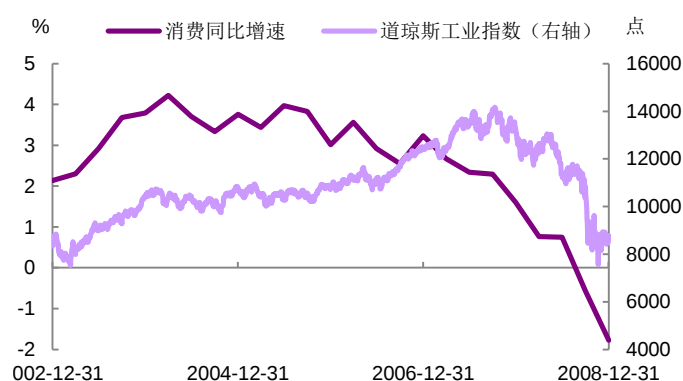
¹ 消费率即个人消费支出与可支配收入的比例，也等于1减去储蓄率。

² 考虑到美国养老金多配置股票，我们将家庭部门的养老金资产也归为股票资产。

³ Duca（2017）等人的研究显示，美国房地产有显著的财富效应，当房价上升、利率下降时，家庭房产抵押再融资活动增加，促进消费。详情参见“Wealth Effects and US Consumer Spending”。

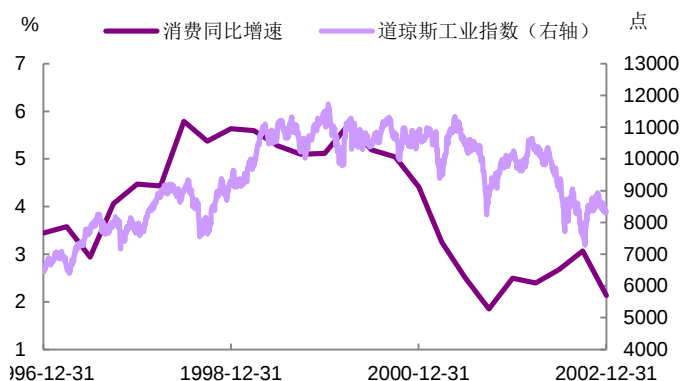
这或表明，前期美股下跌对家庭消费的影响没那么大。而从历史的经验来看，往往是消费疲弱领先于股市的下跌，并非相反。比如，2006 年美国家庭消费出现明显放缓迹象，之后房地产泡沫破灭，消费增速大幅下滑，美股也在 2007 年开始进入下行通道。再比如，1999 年美国家庭消费增速开始放缓，随后美股也在 2000 年见顶（图 4-5）。消费是美国经济最主要的驱动力，消费扩张带动工业生产和服务，进而带动企业利润和资本开支。一旦消费出现疲弱，市场对美国经济前景的担忧就必然会增加。

图 4：2006-2007 年消费领先于美股见顶



资料来源：Wind

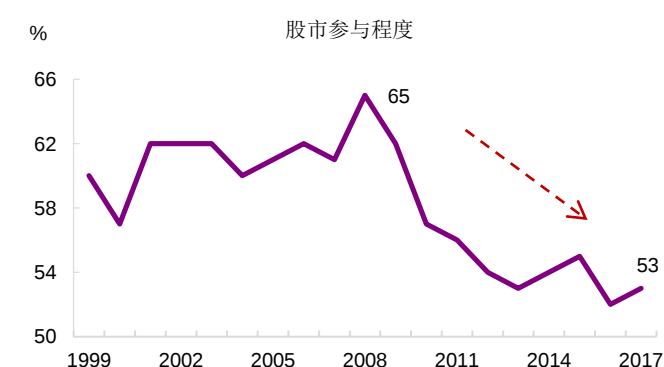
图 5：1999-2000 年消费领先于美股见顶



资料来源：Wind

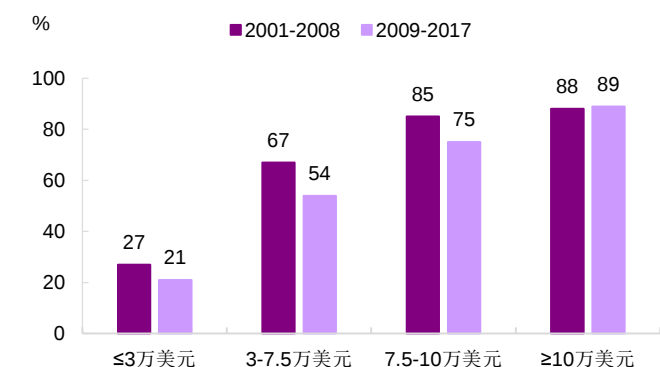
股市参与度下降是财富效应减弱的原因之一。由于家庭资产负债表急剧恶化，2008-2017 年美国个人股市参与度从 65% 下降至 53%，其中低收入者下降最多，而高收入者反而略有上升（图 6-7）。2001-2008 年，年收入在 3 万-7.5 万美元之间的居民股市参与率约为 67%，而 2009-2017 年则降至 54%。相比之下，年收入高于 10 万美元的居民股市参与率在危机前后基本不变，接近 90%。另有数据显示，次贷危机后美国家庭财富不平等较为严重，到 2014 年，前 1% 的富人财富占全社会的比例已接近 40%（图 8）。

图 6：美国民众股市参与度下降



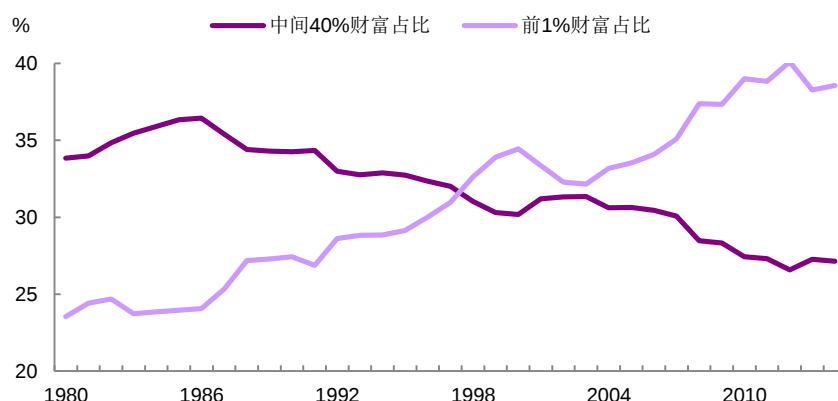
资料来源：盖洛普，数据截至到 2017 年

图 7：中低收入者股市参与度下降较多



资料来源：盖洛普，数据为 2017 年

图 8：美国财富不平等较为严重



资料来源：World Inequality Database

实际工资增长支撑消费

股票财富效应虽减弱，但美国家庭消费的主要来源——工资收入——仍然较为稳固。我们用非农就业、工资、PCE 通胀构建的实际收入指标显示，尽管全球经济放缓，资本市场剧烈波动，但劳动者实际收入仍在抬升（图 9）。这得益于稳健的就业，连续四个月高于 3% 的名义工资增速，以及油价下跌带来的通胀放缓（图 10-11）。

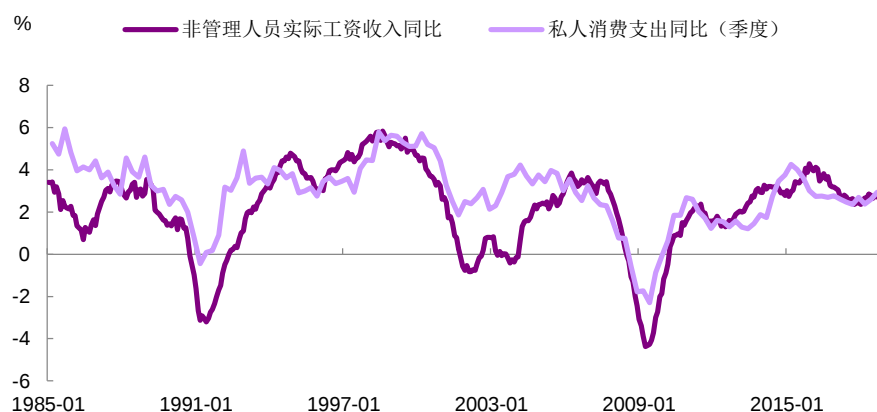
从劳动者结构上看，近两年低学历者就业表现抢眼，实际工资增长较快。2018 年高中及以下学历者的失业率已下降至 8%，不仅低于特朗普上台前的 2016 年，也显著低于以往后周期阶段该人群的失业率水平（图 12）。从收入来看，低学历劳动者的实际工资增长较快，2010 年以来的累计涨幅已超过有本科和专科学历的从业者（图 13）。

中低收入阶层消费倾向更高，有利于消费扩张。数据显示，美国收入最低的 20% 家庭边际消费倾向高于 2，而收入最高的 20% 家庭边际消费倾向低于 1（图 14）⁴。分消费项目来看，低收入者在房屋租金、食品衣着方面的开支占比更大，而高收入者在金融服务、娱乐方面花钱更多。

2019，美国家庭消费仍有支撑。消费占美国 GDP 的 70%，消费若稳，经济也不会差。往前看，美国股市企稳，美联储加息放缓，劳动者实际收入增加将推动消费继续扩张。但如果工资收入增长不及预期，消费将承压。

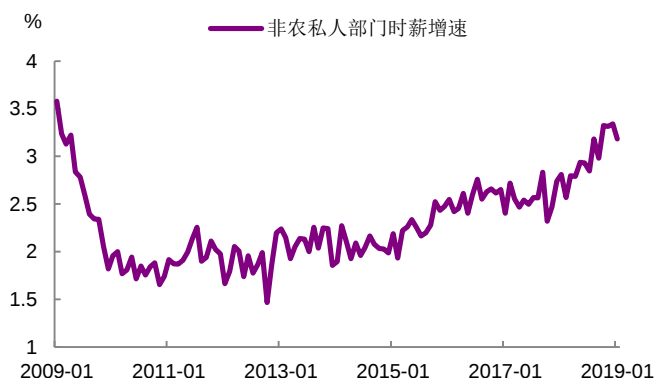
⁴ 边际消费倾向是指收入每增加 1 美元，消费支出所增加的金额。数据为 2017 年。

图 9：实际工资收入与消费支出的相关性较强



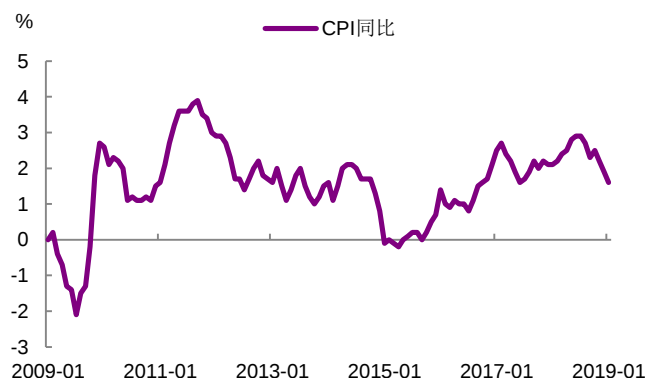
资料来源：Wind，光大证券研究所计算。注：工资收入=就业人数 X 小时平均工资。实际工资收入增速=名义工资收入增速-过去 12 个月 PCE 通胀移动平均值。数据截至到 2018 年四季度。

图 10：名义工资增速从 18Q3 开始加速上升



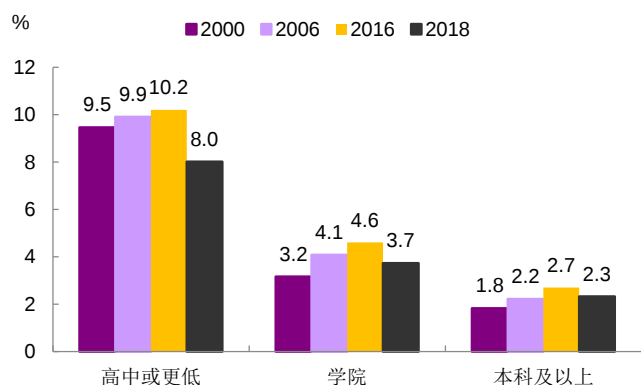
资料来源：Wind

图 11：油价下跌后通胀放缓



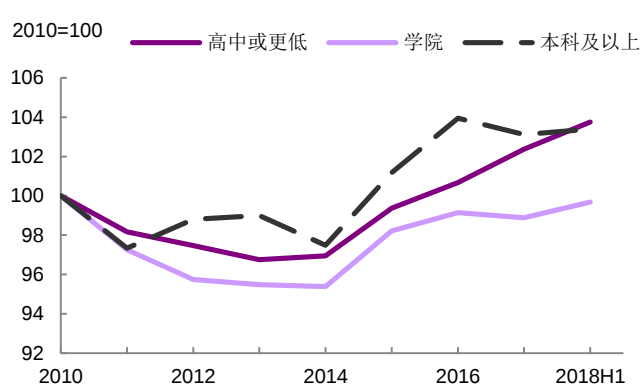
资料来源：Wind

图 12：不同学历者的失业率变化



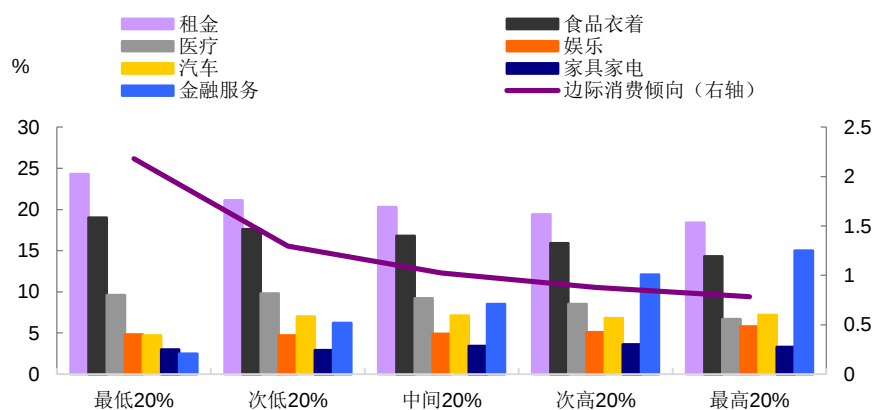
资料来源：Fed

图 13：低学历者实际工资涨幅更显著



资料来源：Economic policy institute

图 14：中低收入者的消费倾向更高



资料来源：BLS，光大证券研究所计算。数据为 2017 年。

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_14012

