

固定收益研究/专题研究

2020年03月17日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：联储 All-in，市场 Fold》
2020.03

2《固定收益研究：初选已定，拜登获胜只是
时间问题》2020.03

3《固定收益研究：疫情的蝴蝶效应与欧美流
动性危机》2020.03

美股大跌对居民消费影响有多大？

美国金融风险系列研究（一）

核心观点

次贷危机后美股十年牛市带来股票财富水涨船高，并吸引增量资金流入，居民间接持有规模同样不容忽视，截至 19Q4，股票市值在居民总资产中占比已达 25%。股价下跌通过以下两种方式影响消费倾向：其一，居民持有资产的现期实际余额减少。其二，公众对未来的财富余额与收入预期降低。我们测算 08 年以来居民股票市值每下跌 1 美元将带来约 0.23 美元的消费缩减，这一系数相对过往有所下滑，其主因或在于居民去杠杆和贫富分化加剧。本次美股大幅下跌对于美国消费将构成较大打击，但影响强度或弱于 2008 年，单纯考虑股市财富效应，美国 GDP 增速或下降 0.24-0.91pct。

股票是美国居民重要的资产构成

股票和房地产是美国国民财富的主要存在形式。09 年美股开启了 10 年牛市，其中股票回购是重要推力之一。存量股票资产市值持续增长，股票资产的配置价值不断提高，从而吸引居民将更多资金投入股票市场。居民的股票财富中同样包括通过共同基金、养老基金、人寿保险、联邦政府退休金、州政府退休金等方式间接持有的股票。美国居民持有的股票市值在总资产中的占比不断提升。截至 19Q4，美国居民与非盈利机构持有的股票市值达 34.16 万亿美元，占总资产 25.3%。因此，美股近期 30% 左右的跌幅将导致美国居民的股票财富缩水约 10.2 万亿美元，占总资产 7.5% 左右。

股价下跌对消费的两层影响逻辑

股票作为居民财富的重要组成部分，其价值波动对于消费的影响较为明显。其一，股价下跌使得居民持有资产的现期实际余额减少。其二，股票价格的下跌使得公众对未来财富余额与收入预期降低。一方面，居民预期未来股价可能进一步下跌，从而导致资产的实际余额减少。另一方面，股价的持续下跌可能引发企业经营状况恶化，从而带来劳动力需求的萎缩，因此存在未来收入降低的预期。美国股市涨幅与消费支出同比增速高度相关，且股价下跌时对于消费的拖累作用更加明显。股市涨幅与消费率同样具备一定同步性，表明消费主要随股票市值波动，财富效应的影响相对更强。

股价对消费的影响有弱化趋势

单位股票市值变化对于消费支出的影响在 2008 年后有所弱化。根据回归结果，居民股票市值每下跌 1 美元将带来约 0.23 美元的消费缩减，这一系数相对过往有所下滑。我们认为这与居民部门去杠杆和贫富分化加剧有一定关系。次贷危机时期，债务高企使居民消费意愿和净资产数额对于外部冲击更为敏感，而美国居民杠杆率已由 07Q4 的 98.6% 降至 19Q3 的 75.2%。贫富分化使股市上涨红利更多被边际消费倾向较低的富有家庭攫取，因此等量财富增长对消费的提振作用有所弱化。本次美股大跌的消费冲击或弱于 08 年，预计美国 GDP 增速在股市影响下降 0.24-0.91pct。

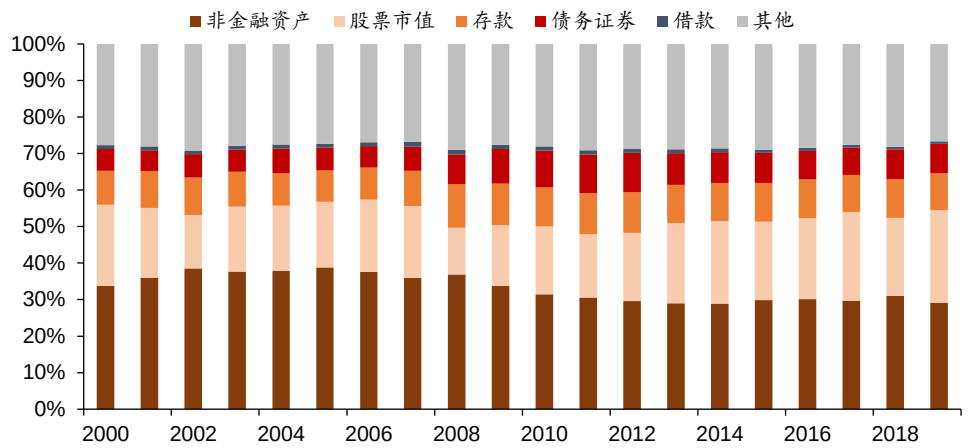
风险提示：新冠疫情的全球扩散范围和时间超预期；美国金融体系冲击超预期。

自 2 月 21 日海外疫情升温以来, 道琼斯、标普 500、纳斯达克三大股指分别下跌 30.37%、29.26%、27.90%, 近期美股更是三次触发熔断。股票市值下跌将直接导致国民财富缩水, 并在预期效应下进一步拖累消费需求。作为 GDP 构成的第一权重, 消费对美国经济的重要性不言而喻。本文中我们将结合次贷危机期间的历史经验, 分析美股的财富效应和当前股市下行对居民消费的冲击。

股票是美国居民重要的资产构成

股票和房地产是美国国民财富的主要存在形式。根据美联储数据, 截至 2019 年四季度, 美国居民与非盈利机构的总资产规模已达 134.94 万亿美元。其中非金融资产、股票市值占比分别为 29.1% 和 25.3%, 而房地产约占非金融资产的 80%。股票与房地产两者之和占据总资产的半壁江山, 共同构成美国居民资产的主要成分。

图表1: 美国居民与非盈利机构的各类资产占比

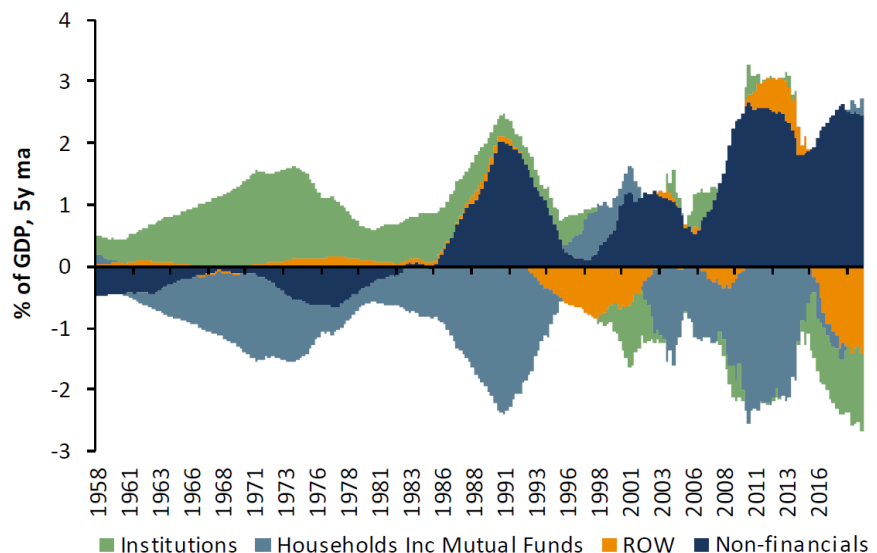


资料来源: 美联储, 华泰证券研究所

10 年牛市助推股票持有规模不断增长

在 09 年开启的美股 10 年牛市中, 标普 500 自 09 年的最低位 666.79 点上涨至 20 年 2 月的最高位 3393.52 点, 日益增长的股票回购成为了股价上涨的重要推力。持续的牛市一方面使得存量股票资产市值逐步增长, 居民的股票财富自然水涨船高, 另一方面则导致市场情绪高涨, 投资者预期更为乐观, 从而进一步提高了股票资产的配置价值, 吸引居民将更多资金配置于股票。

图表2: 美股牛市依靠回购提供了很大支持

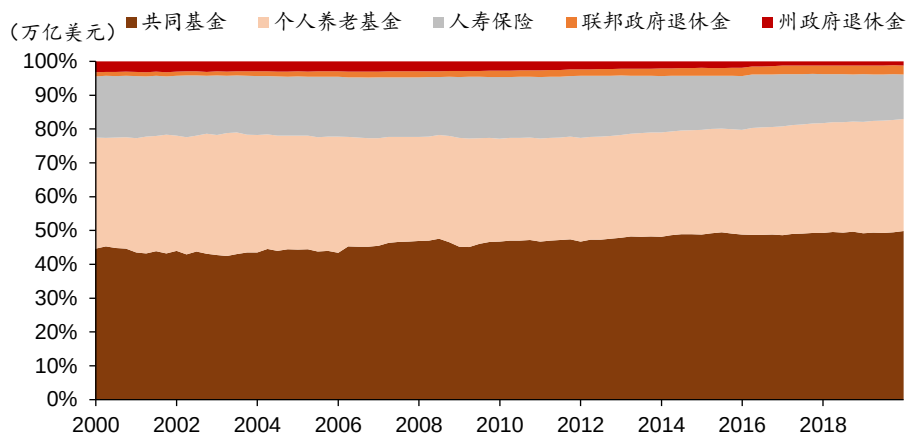


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

股票资产的间接持有规模也不容忽视

在上世纪 80 年代 401k 计划启动后，美国开始建立起由雇员、雇主共同缴费形成的基金式养老保险制度，股票的间接持有规模逐渐提高。居民间接持有股票资产的方式主要有共同基金、养老基金、人寿保险、联邦政府退休金、州政府退休金等五大类。根据美联储数据，截至 2019 年四季度，居民通过上述五种形式间接持有的股票市值达 13.09 万亿美元，其中共同基金和养老基金为最主要形式，两者合计占间接持有总额的 80% 以上。

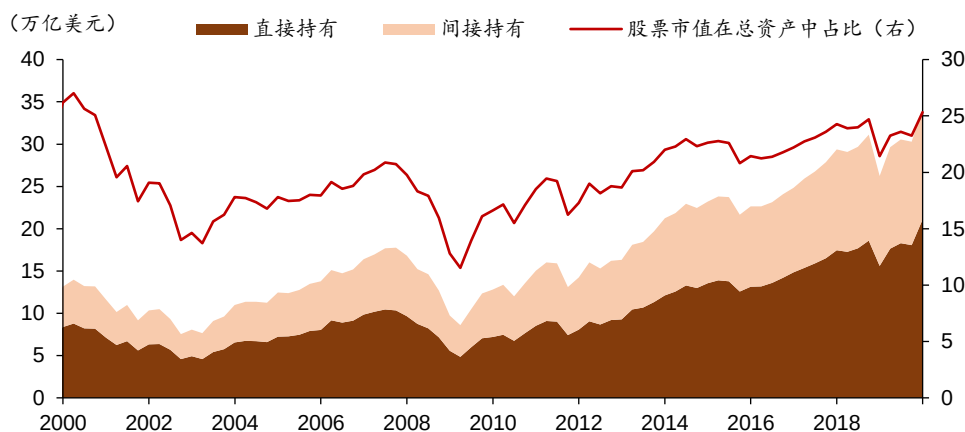
图表3：美国居民间接持有的股票市值分布



资料来源：美联储，华泰证券研究所

美国居民持有的股票市值在总资产中的占比不断提升。21 世纪以来，居民直接持有与间接持有的股票市值比例基本稳定在 60:40，两者变化较为同步，我们将其合并考虑。次贷危机过后，美国居民与非盈利机构持有的股票市值从 2009 年一季度的 9.74 万亿美元升至 2019 年四季度的 34.16 万亿美元，占总资产的比例也从 7.2% 提高到 25.3%，在 10 多年间提高了 3 倍以上，这一比例也超过了次贷危机前的峰值 20.9%。

图表4：美国居民的股票资产占比较高



资料来源：美联储，华泰证券研究所

因此，美股近期 30% 左右的下跌幅度，将导致美国居民的股票财富缩水约 10.2 万亿美元，占美国居民总资产的 7.5% 左右。股票市场的大幅下跌对于经济的影响将不仅限于这一数字本身，而且可能通过预期的恶化对消费需求带来间接冲击。

本轮下跌对居民消费构成冲击，但或许不及 2008

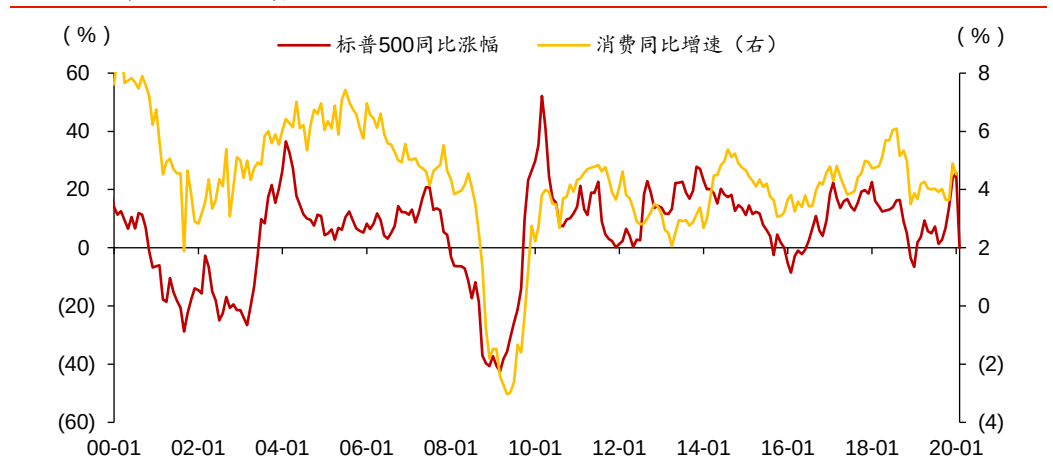
股价下跌对消费的两层影响逻辑

股票作为居民财富的重要组成部分，其价值波动对于消费的影响较为明显。从居民部门的行为看，股票价值的缩水对消费的影响路径主要分为以下两个方面：**其一，股价下跌使得居民持有资产的现期实际余额减少。**我们首先需要区分收入与财富这两个概念。可支配收入主要包括税后工资以及其他劳动报酬，是一个流量概念；而财富则表示持有的各类资产价值总和，是一个存量概念。在国民收入核算账户中，可支配收入不包括资产增值，因此股价波动并不会直接影响居民的可支配收入，而是通过影响居民资产的实际余额，进而对居民的边际消费倾向构成影响。当股价下跌时，居民将通过削减部分消费以抵消这部分的财产损失，本质上是一种收入分配效应。

其二，股票价格的下跌使得公众对未来财富余额与收入预期降低。美股的大幅下跌引起市场对于资产泡沫破裂、企业债务危机等方面的担忧，过去十年依靠回购驱动的美股牛市或将终结。一方面，居民预期未来股价可能进一步下跌，从而导致资产的实际余额减少，居民可能会选择逐渐降低消费以实现平滑化。另一方面，股价的持续下跌可能引发企业经营状况恶化，从而带来劳动力需求的萎缩，因此存在未来收入降低的预期。消费者将会根据未来预期的持久收入进行消费决策，因此未来收入的减少也会促使公众削减对当期产品和劳务的消费。

在上述影响的作用下，**股票价格与消费呈现较强的相关性。**根据凯恩斯的绝对收入假说，当期可支配收入是居民消费函数的最重要参数，但这一理论难以解释 20 世纪 70 年代发生的“滞胀”现象。在凯恩斯消费理论的基础上，莫迪利亚尼的生命周期理论与弗里德曼的永久收入假说均强调了居民财富对于消费的决定性作用。这类观点与目前的实际情况相吻合，美国股市涨幅与消费支出同比增速体现出较强的相关性。特别地，股票价值的变化对于消费的影响具有一定的非对称性，股价下跌时对于消费的拖累作用更加明显。

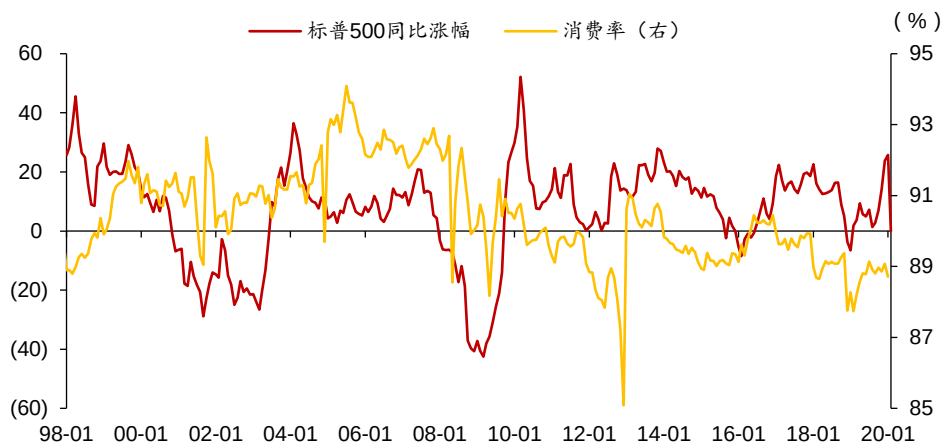
图表5： 股票价格涨幅与消费增速正相关



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从股票指数与消费率（即个人消费支出/个人可支配收入）的关系上看，两者同样具备一定同步性。由于可支配收入的统计口径中并不包括股票资产价值的变动，因此当消费率与股指涨幅的同步性提高时，意味着消费主要随股票市值而波动，财富效应对消费的影响相对强于收入效应。2004-2006 年、2017-2018 年两者曾出现背离，但在整体上美股仍存在明显的财富效应。

图表6：股票价格走势与居民消费率有一定正相关性

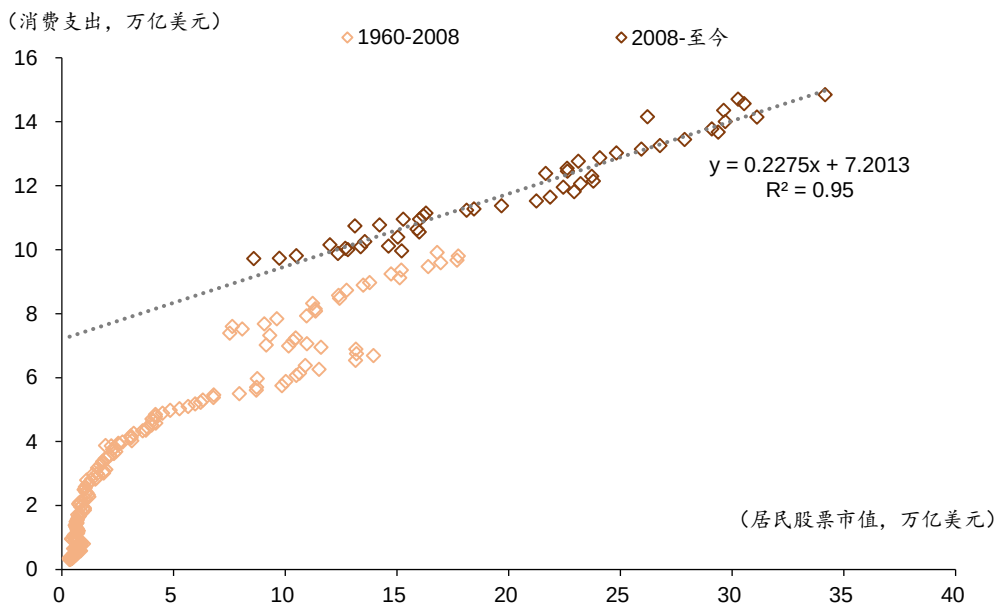


资料来源：Wind，华泰证券研究所

股票市值下跌 1 美元，消费缩减 0.23 美元

我们对美国个人消费支出及美国居民持有的股票资产市值进行回归分析，发现 2008 年后数据的线性相关关系明显，回归 R^2 达 0.95。根据回归结果，居民股票市值每下跌 1 美元，将带来约 0.23 美元的消费缩减。但值得注意的是，回归直线的斜率相对于 21 世纪初期以及更早时段发生了明显下滑，意味着股票市值的财富效应有所弱化。我们认为这一现象与居民部门的去杠杆趋势和贫富分化加剧有一定关系。

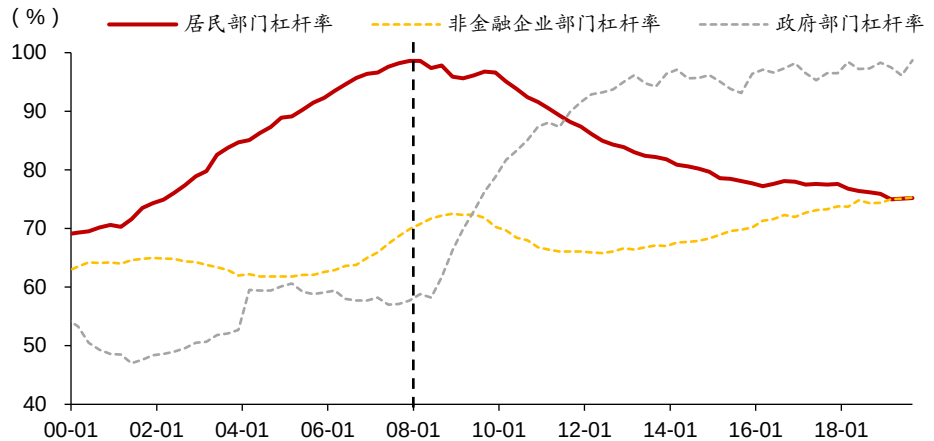
图表7：2008 年后股票市值与消费支出回归分析



资料来源：美联储，华泰证券研究所

居民部门的去杠杆

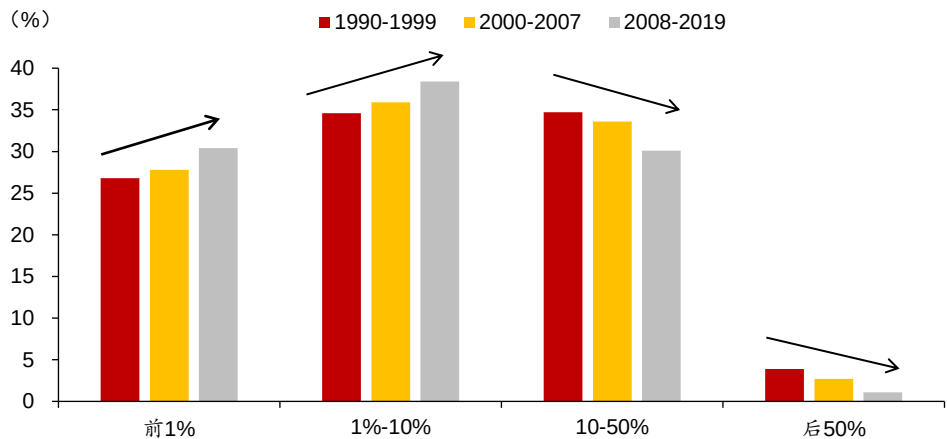
次贷危机前，美国利率水平较低、住房抵押贷款快速膨胀，带动居民部门杠杆率持续上行。在杠杆率高企的背景下，股票的财富效应得到进一步放大。从信贷资金来源上看，外部冲击导致信用风险不断显现，银行会提高信贷的标准从而加强信贷约束。从偿债能力上看，高杠杆率会使居民的净资产损失在股票整体下跌时被进一步放大，从而增大居民的偿债压力，两方面因素均会放大消费所受的冲击。因此，次贷危机期间的股市下跌对于居民消费支出造成的打击巨大，2009 年 5 月消费支出同比降幅超 3%。而美国居民杠杆率已由 2007 年四季度的 98.6% 降至 2019 年第三季度的 75.2%，这一变化或将使得债务对财富效应的放大作用有所减弱。

图表8：美国居民部门杠杆率自 08 年以来持续下行

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

居民贫富差异进一步分化

贫富差异分化使得股票财富对于消费的影响弱化。从美国家庭的财富分布情况来看, 在 1990-1999 年、2000-2007 年以及 2008-2019 年的三个时间段内, 美国前 10% 的家庭所持有的财富逐渐提高, 在国民总财富中占比将近七成。而另外 90% 家庭的财富占比则在不断减少。由此可见, 次贷危机后的股市上涨红利主要被少数富有家庭所攫取, 而普通家庭的财富增长并不明显。而由于富有家庭的边际消费倾向相对较低, 因此在贫富差异进一步分化的背景下, 等量的财富增长对消费支出的提振作用有所弱化。同理, 本次美股大跌导致的财富损失或将同样集中在富有家庭, 因此消费所受冲击或将低于次贷危机后的水平。

图表9：美国各层级家庭的财富规模占比

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_6444

