

## 繁荣的顶点？美国消费，能走多远

疫后刺激政策及就业高景气推动下，美国居民消费持续“繁荣”。眼下，政策退潮大势所趋，就业市场景气犹在，消费“繁荣”能否延续？最新梳理，供参考。

### ■ 美国名义消费的“表象”？商品消费维持高位，服务消费修复相对滞后

整体来看，美国4月私人消费支出及零售销售数据，表现都非常强劲。2020年疫情爆发后，美国私人消费一度遭受重创，名义同比增速一度跌至-16.1%。伴随着美国政府对居民实施大规模财政补贴，以及疫情对经济的影响趋于弱化，美国4月私人消费复合增速升至6%，远超近10年均值的3.9%。同时，另一重要的消费指标，零售销售复合增速在4月升至10.6%，也远高于近10年均值水平。

分结构来看，商品消费维持高位，服务消费修复相对滞后。商品方面，耐用品消费复合增速回落至13.3%，依然处于高位，非耐用品消费复合增速为8.1%，同样维持高位。其中，除了家电等个别商品，绝大部分商品消费都非常亮眼。相比商品，服务消费复合增速“仅为”4.1%、修复明显滞后。分行业来看，医疗护理等消费已经超过疫情前水平，但餐饮住宿、娱乐消费等尚未修复至疫情前水平。

### ■ 美国实际消费的“真相”？商品消费自高位回落，服务消费维持弱复苏

从历史上来看，美国名义、实际消费走势基本一致，但近期出现明显分化。美国通胀读数的持续高企，很明显干扰了名义、实际消费之间走势的稳健关系，导致二者出现了明显分化。在剔除了通胀因素后，美国4月实际消费复合增速录得2.5%，略超疫情前10年均值水平。零售销售方面。在剔除了通胀因素后，美国4月零售销售实际同比增速也仅为2.3%，同样略超疫情前10年均值水平。

分结构来看，实际商品消费已从高位回落，但依然高企，服务消费维持相对弱复苏态势。通胀高企下，美国4月耐用品实际消费复合增速9.5%，仍高于疫情前10年均值水平的6.1%，汽车、建材等复合增速均处于历史低位。非耐用品方面，复合增速录得4.1%，也高于疫情前10年均值水平的2.1%。相比起商品消费从高位回落，4月实际服务消费复合增速仅录得0.9%，维持相对弱复苏态势。

### ■ 美国消费将何去何从？服务消费“挑大梁”，通胀的“侵蚀效应”需警惕

居民薪资提升与就业修复超预期，以及场景修复下，服务消费增长可期、有望支撑整体消费，但需留意服务通胀压力继续累积。作为美国服务消费的领先指标，居民薪资提升与就业修复，持续超预期且已进入良性循环。疫情退潮背景下，休闲娱乐等服务消费的能否在出行旺季获得明显提振，也将是检验消费成色的“试金石”。但需留意的是，服务消费需求复苏，或将带来通胀压力的进一步释放。

刺激退潮及加息背景下，耐用品消费前置或行近尾声；非耐用品消费或维持平稳，但需警惕通胀的“侵蚀效应”。疫后美国耐用品消费前置特征显著，“超额”消费或超4300亿美元，相当于2019年耐用品消费的近3成。刺激退潮及加息背景下，汽车等利率敏感型耐用品的需求，或将受到抑制。非耐用品方面，刚性需求或将支撑消费平稳，但需警惕高通胀对非耐用品的“侵蚀效应”加剧凸显。

**风险提示：**美国服务消费修复不及预期；单月数据统计波动较大。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、周度专题：繁荣的顶点？美国消费，能走多远.....	5
1.1、美国名义消费的“表象”？商品消费维持高位，服务消费修复相对滞后...	5
1.2、美国实际消费的“真相”？商品消费自高位回落，服务消费维持弱复苏...	8
1.3、美国消费将何去何从？服务消费“挑大梁”，通胀的“侵蚀效应”需警惕..	11
2、数据跟踪：美国 5 月非农就业超预期，欧元区 4 月通胀率飙升.....	14
2.1、美国经济跟踪：美国 5 月非农就业、ISM 制造业 PMI 均超预期 .....	14
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 4 月通胀率飙升.....	18
2.3、其他经济体跟踪：日本 5 月 PMI 终值上修.....	19
3、重点关注：美国 5 月 CPI.....	19
风险提示： .....	20

## 图表目录

图表 1：美国 4 月私人消费复合增速升至 6%.....	5
图表 2：美国 4 月零售销售复合增速升至 10.6%.....	5
图表 3：美国耐用品消费复合增速有所回落、但维持高位.....	6
图表 4：相比疫前，美国商品消费占总消费比重提升.....	6
图表 5：美国零售销售结构.....	6
图表 6：绝大部分商品消费复合增速都非常亮眼.....	6
图表 7：除了家电，大部分耐用品零售表现强劲.....	6
图表 8：大部分非耐用品零售也表现强劲.....	6
图表 9：美国居民服务消费结构.....	7
图表 10：美国服务消费修复明显滞后.....	7
图表 11：门诊保健（医疗服务类）消费已超疫情前水平 .....	7
图表 12：维修保养（家庭经营）消费已超疫情前水平.....	7
图表 13：3 月 8 日，美国正式完全放开室内口罩令.....	8
图表 14：美国 4 月实际消费复合增速维持在 2.5%附近.....	8
图表 15：美国 4 月实际零售销售复合增速趋近与零.....	8
图表 16：美国耐用品实际消费已大幅回落.....	9
图表 17：耐用品零售增速处于历史较低水平.....	9
图表 18：汽车、家具等零售额实际复合同比大降.....	9
图表 19：家电、建材等零售额实际复合同比大降.....	9
图表 20：美国 4 月非耐用品实际消费同比 4.1%.....	10
图表 21：非耐用品实际零售同比，基本上维持平稳走势.....	10
图表 22：服务端通胀压力不及商品端.....	10
图表 23：实际、名义服务消费增速的走势方向基本一致.....	10
图表 24：交运、医疗等服务分项消费维持复苏态势.....	10
图表 25：食品住宿等服务分项消费维持复苏态势.....	10

图表 26: 美国薪酬收入超趋势增长.....	11
图表 27: 美国私人薪酬收入维持高增.....	11
图表 28: 职位空缺率与薪资增速呈正相关关系.....	11
图表 29: 薪酬收入同比的走势同步或弱领先于服务消费.....	11
图表 30: 出行旺季到来, 美国航空旅客人数有望增加.....	12
图表 31: 出行旺季到来, 美国车辆行驶总里程有望增加.....	12
图表 32: 出行旺季到来, 美国酒店客房入住率有望提升.....	12
图表 33: 美国服务消费存在较大的修复空间.....	12
图表 34: 疫后耐用品消费前置特征显著.....	12
图表 35: 美国“超额”耐用品消费或超 4300 亿美元.....	12
图表 36: 耐用品消费调查领先耐用品消费.....	13
图表 37: 大多消费者认为购置耐用品的好时机早已过.....	13
图表 38: 美国 5 月 CPI 能源商品分项同比或继续超 40%.....	13
图表 39: 能源通胀对部分消费产生不利影响.....	13
图表 40: 通胀依然是美国居民最关注的议题.....	14
图表 41: 近 6 成中低收入居民表示通胀将“侵蚀”消费.....	14
图表 42: 5 月, 美国非农新增就业维持在 40 万人左右.....	15
图表 43: 5 月, 美国劳动力参与率降低、失业率持平.....	15
图表 44: 美国年轻人、老年人的就业意愿低企.....	15
图表 45: 美国企业招工需求依旧旺盛.....	15
图表 46: 5 月, 美国时薪同比 5.5%, 低于前值 5.6%.....	15
图表 47: 5 月, 美国每周工时录得 34.6 小时, 持平前值.....	15
图表 48: 美国多数服务业就业人数都维持高增.....	16
图表 49: 美国服务业就业仍有望加快修复.....	16
图表 50: 美国 5 月 ISM 制造业 PMI 超预期.....	16
图表 51: 美国 5 月 ISM 制造业 PMI 高于过去同期均值.....	16
图表 52: 美国 5 月 ISM 制造业 PMI 主要分项变化.....	17
图表 53: 美国 5 月制造业 PMI 就业指数跌入收缩区间.....	17
图表 54: 美国 5 月 ISM 服务业 PMI 不及预期.....	17
图表 55: 美国 5 月 ISM 服务业 PMI 持平过去同期均值.....	17
图表 56: 美国 5 月 ISM 服务业 PMI 主要分项变化.....	17
图表 57: 商务活动分项指数大幅下滑.....	17
图表 58: 当周, 美国初请失业金人数高于预期.....	18
图表 59: 当周, 美国 EIA 原油库存回升.....	18
图表 60: 欧元区 5 月 CPI 同比破 8%.....	18
图表 61: 欧元区 5 月 PPI 同比录得 37.2%.....	18
图表 62: 欧元区 PPI 能源向 CPI 能源传导.....	19
图表 63: 欧元区 PPI 耐用品向 CPI 耐用品传导.....	19
图表 64: 日本制造业 PMI 走势.....	19

图表 65: 日本服务业 PMI 走势.....	19
图表 66: 下周海外重点数据发布日期情况.....	20

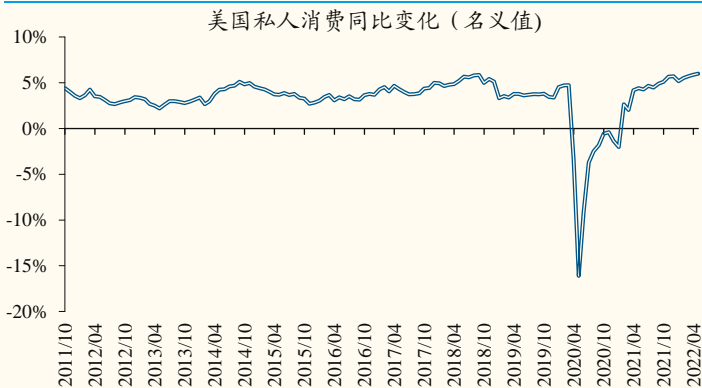
## 1、周度专题：繁荣的顶点？美国消费，能走多远

疫后刺激政策及就业高景气推动下，美国居民消费持续“繁荣”。眼下，政策退潮大势所趋，就业市场景气犹在，消费“繁荣”能否延续？最新梳理，供参考。

### 1.1、美国名义消费的“表象”？商品消费维持高位，服务消费修复相对滞后

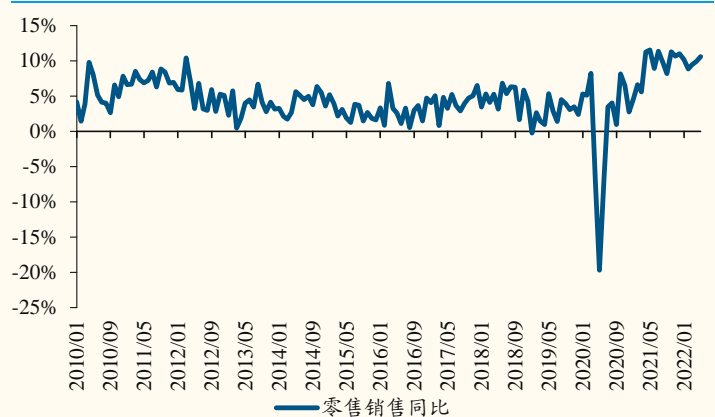
整体来看，美国 4 月私人消费支出及最新的 4 月零售销售<sup>1</sup>数据，表现都非常强劲。2020 年疫情爆发后，作为美国经济的“压舱石”，私人消费一度遭受重创，名义同比增速一度跌至-16.1%。伴随着美国政府对居民实施大规模财政补贴，以及疫情对经济的影响趋于弱化，美国私人消费复合增速<sup>2</sup>修复至 6% 的极高水平，远超近 10 年均值的 3.9%。与此同时，另一重要的消费指标，零售销售复合增速在 4 月升至 10.6%，同样远高于近 10 年均值水平的 3.4%。

图表 1：美国 4 月私人消费复合增速升至 6%



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：美国 4 月零售销售复合增速升至 10.6%



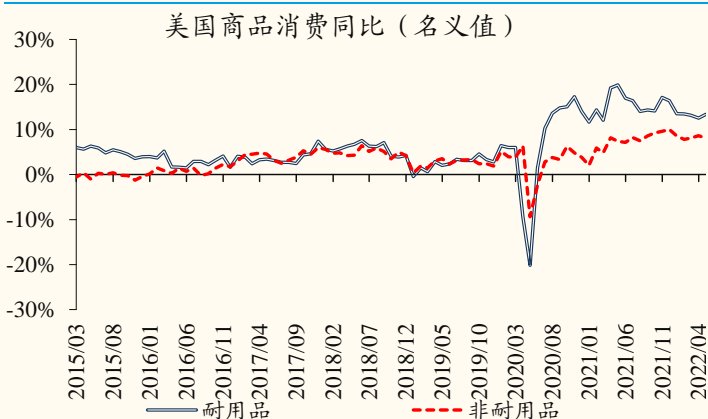
来源：Wind、国金证券研究所

商品方面，耐用品消费增速有所回落、但维持高位，非耐用品消费增速持续修复。商品消费，可进一步拆分为耐用品、非耐用品消费，前者主要包括汽车、家具、家电等使用年限一般超过 3 年的商品，后者主要包括食品、服装、能源品等相对易耗的商品。具体来看，4 月数据显示，耐用品消费复合增速从前期 20% 的高点回落至 13.3%，依然处于高位；非耐用品消费复合增速高达 8.1%。商品消费持续扩张下的背景下，耐用品、非耐用品消费占私人消费比重，分别从疫情前的 11%、20% 增长至 13%、22%。

<sup>1</sup>私人消费是美国经济分析局对消费者支出的测度，是比零售销售更全面的消费者支出指标，也是 GDP 的最大组成部分（占比约 7 成）。零售销售是美国商务普查局通过访问数千家零售商得到的调查数据，主要反映居民名义消费（主要是商品消费）的变化。

<sup>2</sup>为剔除基数效应的干扰，2021 年及以后的数据均以 2019 年同期数据为基准，进而计算复合增速，下同。

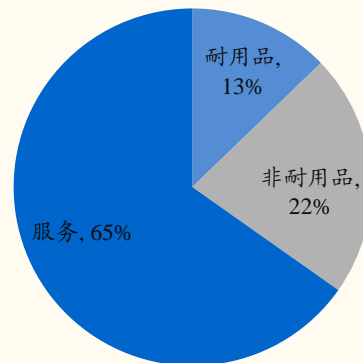
图表 3: 美国耐用品消费复合增速有所回落, 但维持高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 相比疫前, 美国商品消费占总消费比重提升

美国居民消费结构 (名义值)

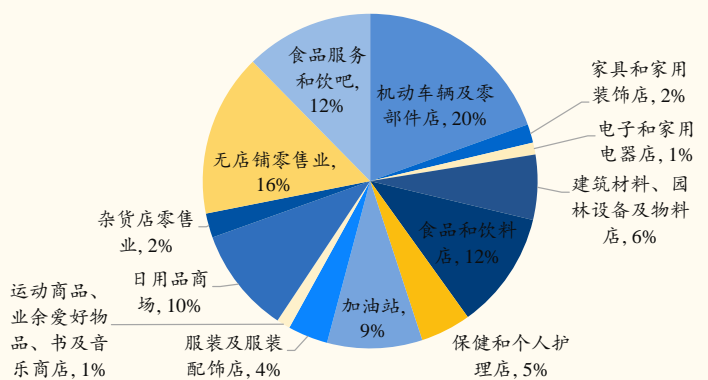


来源: Wind、国金证券研究所

分结构来看, 除了家电等个别商品, 绝大部分商品消费都非常亮眼。零售销售分项指标, 主要反应美国居民在商品上的消费支出。分结构来看, 机动车辆及零部件店、无店铺零售业、日用品、加油站零售额较高, 分别占总零售销售比重为 20%、16%、12%、9%。基于零售销售数据来看, 除了家电等个别商品零售增速较低外, 汽车、家具、服装、食品等绝大部分商品消费的复合增速维持高位, 基本上都处于历史百分位的 75% 以上。

图表 5: 美国零售销售结构

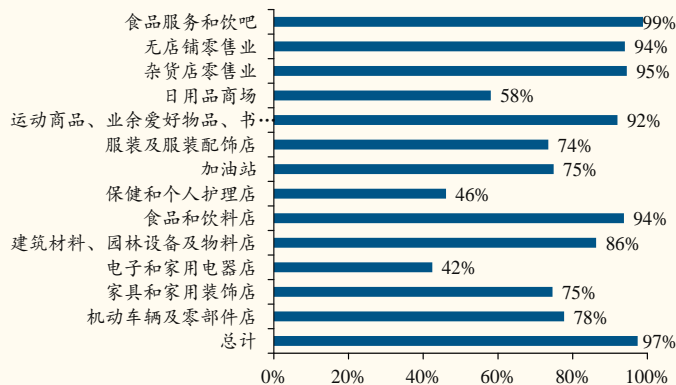
美国零售销售结构



来源: Wind、国金证券研究所

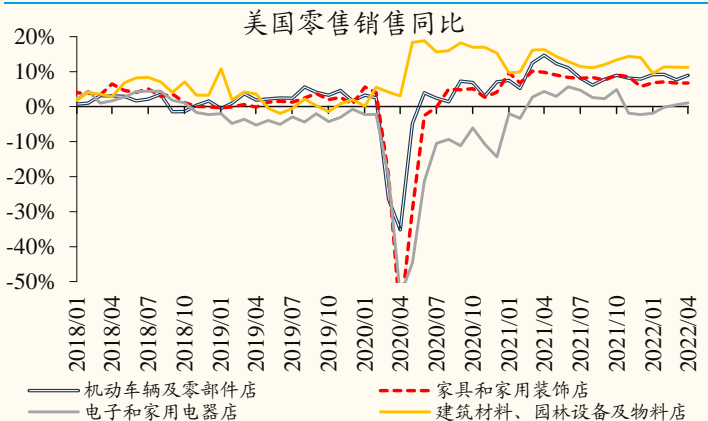
图表 6: 绝大部分商品消费复合增速都非常亮眼

同比增速所处历史百分位



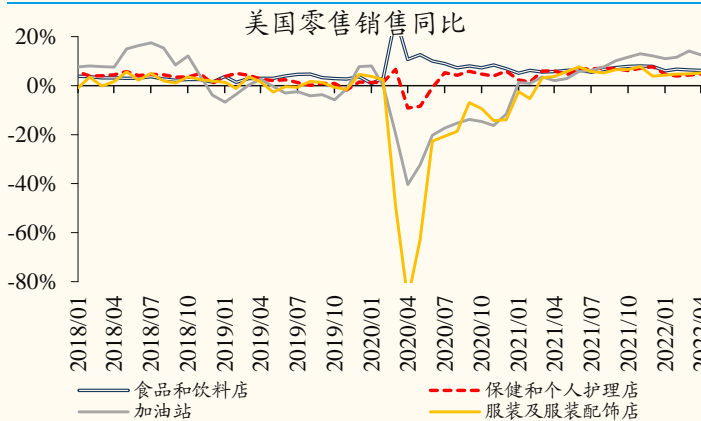
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 除了家电, 大部分耐用品零售表现强劲



来源: Wind、国金证券研究所

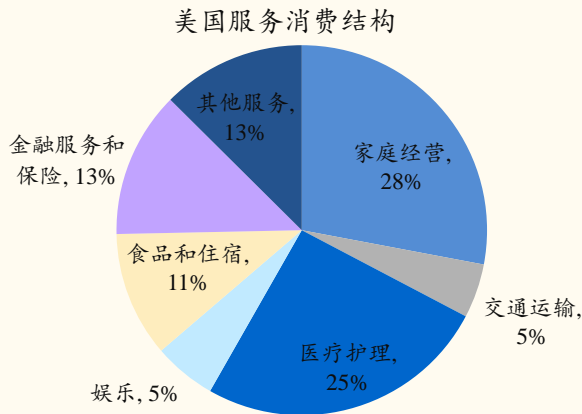
图表 8: 大部分非耐用品零售也表现强劲



来源: Wind、国金证券研究所

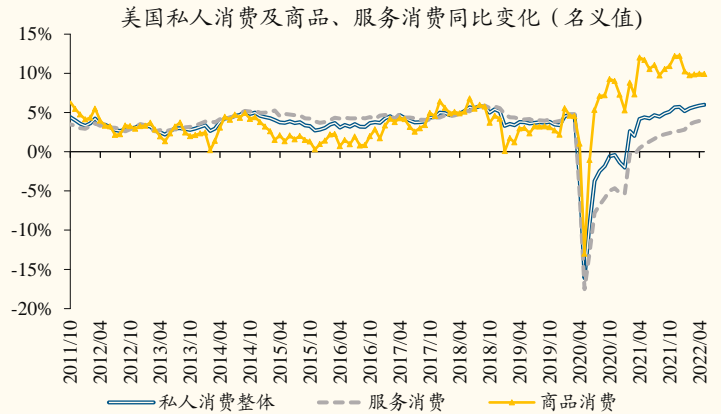
服务消费方面，医疗护理等服务消费已经超过疫情前水平，餐饮消费等尚未修复至疫情前水平。前期疫情反复，明显干扰了服务消费修复进程。从 4 月数据来看，相比起高达 9.9% 的商品消费复合增速，服务消费复合增速“仅为” 4.1%、修复明显滞后。为了更全面地刻画服务消费，我们使用信用卡消费数据去捕捉服务消费分项变化。信用卡消费数据显示，维修保养（家庭经营）、门诊保健（医疗服务类）消费已经超过疫情前水平。餐饮消费等，因为室内口罩令放开的相对较晚，相关消费活动尚未修复至疫情前水平。

图表 9：美国居民服务消费结构



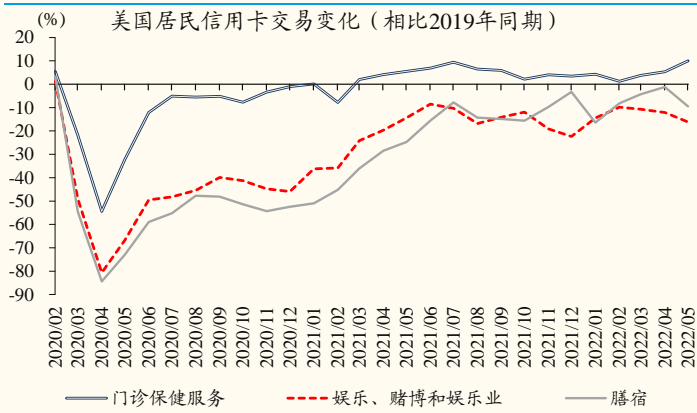
来源：BEA、国金证券研究所

图表 10：美国服务消费修复明显滞后



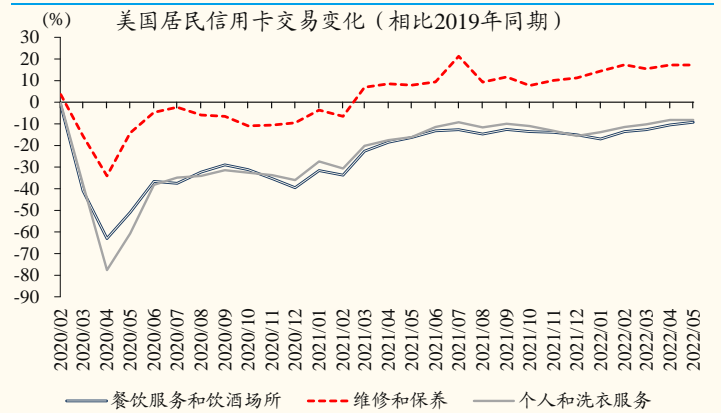
来源：BEA、国金证券研究所

图表 11：门诊保健（医疗服务类）消费已超疫情前水平



来源：BEA、国金证券研究所

图表 12：维修保养（家庭经营）消费已超疫情前水平



来源：BEA、国金证券研究所

图表 13: 3 月 8 日, 美国正式完全放开室内口罩令

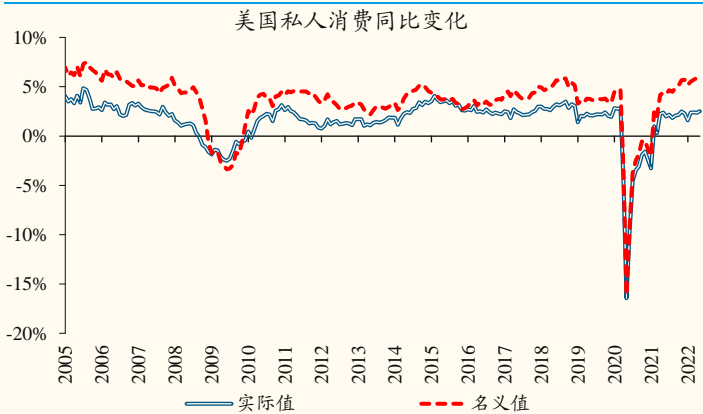
美国逐步放开防疫政策	
2020/4/16	美国宣布分阶段“重启”美国经济的指导方针。允许疫情稳定的各州分三阶段重启经济, 并由各州州长决定将何时取消居家令等限制
2020/4/24	佐治亚州率先宣布“重启”经济的决定, 允许电影院、餐厅、理发店等部分商业机构恢复营业
2020/5	美国 49 个州决定放松社交距离限制, 28 个州解除居家令, 44 个州放松非基础商业活动的限制
2021/3/3	德克萨斯州宣布, 将取消强制口罩要求, 允许企业在下周全负荷营业
2021/1/1	美国宣布放开对 33 个国家的入境措施。持有疫苗完全接种证明和 3 天内的核酸检测阴性证明, 即可入境且无需隔离
2021/12/6	因奥密克戎病毒扩散, 美国宣布重新要求持有 14 天前疫苗完全接种证明和 1 天内的核酸检测阴性证明, 方可入境
2021/12/28	美国宣布解除来自南非、纳米比亚等 8 个非洲国家的 14 天限制入境禁令
2022/3/8	夏威夷成为美国最后一个取消疫情限制的州。至此, 全美 50 个州都不再强制戴口罩, 并且不再提供大型核酸检测

来源: US Gov、国金证券研究所

### 1.2、美国实际消费的“真相”？商品消费自高位回落，服务消费维持弱复苏

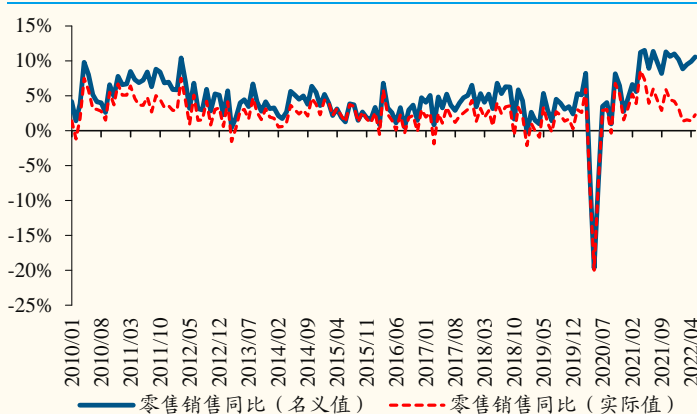
从历史上来看, 美国名义、实际消费走势基本一致, 但近期出现明显分化。美国通胀读数的持续高企, 很明显干扰了名义、实际消费之间走势的稳健关系, 导致二者出现了明显分化。在剔除了通胀因素后, 美国实际消费水平并未如名义统计值那样异常强劲, 4 月实际复合增速录得 2.5%, 略高于疫情前 10 年均值水平的 2.2%。在剔除了通胀因素后, 美国 4 月零售销售实际同比增速也仅为 2.3%, 同样略超疫情前 10 年均值水平。

图表 14: 美国 4 月实际消费复合增速维持在 2.5% 附近



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 美国 4 月实际零售销售复合增速趋近与零



来源: Wind、国金证券研究所

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\\_42700](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42700)

