



宏观研究

【粤开宏观】美国下半年消费展望：盛极则衰

2022年07月05日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《全球加息与加税周期下的大湾区发展》

2022-06-23

《【粤开宏观】北交所如何进一步体现对投资者的吸引力》2022-06-24

《【粤开宏观】本轮疫情反弹对各省份通胀的影响》2022-06-26

《【粤开宏观】香港澳门双城发展图谱2022》2022-06-30

《【粤开宏观】从财税视角看浙江：共同富裕“先行兵”的喜与忧》2022-07-04

摘要

美国以消费立国，消费占美国 GDP 的比重超过七成。疫情以来，美国超常规的财政和货币政策，刺激了旺盛的居民消费需求，但也催生了历史性的通胀。目前全球四十年一遇的通胀周期和加息周期交织，市场担心消费走弱或将带动美国经济走向衰退。下半年的美国消费后劲究竟如何？面临哪些潜在支撑和挑战？将产生哪些影响？

一、六大因素抑制美国消费动能

在通胀持续高企影响下，美国消费者信心指数创出有记录以来的历史新低。下半年美国消费面临六大因素制约，或将加剧美国经济衰退风险。

1、高通胀导致居民实际购买力下降。美国商品和服务价格都出现了广泛上涨，居民实际购买力下降。并且消费者通胀预期高企，或将主动压缩开支，减少非必需消费。尽管美国个人消费支出名义同比仍保持 8% 以上的高增长，但实际同比增速已经降至 2% 的疫情前水平。

2、美联储加息使得消费贷款成本上升。美联储加息后，金融条件明显收紧，居民信贷成本快速上升，进而冲击汽车消费和信用卡消费。

3、美股大幅下跌引发负向财富效应。2022 年一季度，美国居民持有的金融资产与可支配收入的比值大降超 12 个百分点。下半年若美股再度探底，将进一步抑制居民消费能力和意愿。

4、劳动力市场降温，居民工资收入增长或将放缓。今年美联储连续加息抗通胀，可能会以失业上升为代价。下半年，若劳动力市场进一步降温，居民工资性收入放缓，使得消费下行压力加大。

5、财政补贴退坡，居民可支配收入回归常态。2021 年下半年以来，财政转移支付逐渐淡出，居民支出增长快于可支配收入增长，2022 年 4 月居民个人储蓄率一路下滑至 5.2%，低于疫情前的中枢。

6、疫情消退之后，居家相关商品需求减少。美国居民个人商品消费占比在 2021 年 3 月达到高点后，商品消费逐渐退坡，并且高基数影响下商品消费实际同比已经跌至负增长。

二、消费结构转变或对美国消费形成一定支撑，消费下行中有韧性

1、服务消费回升对冲商品消费下滑。今年美国多地开始放松防疫限制，促进社交经济恢复。这使得出行等线下服务消费迅速复苏，服务消费的贡献明显提升。今年 3 月以来，服务消费对 PCE 实际同比的拉动幅度，高于商品消费的负向拖累，服务消费将成为下半年消费增长的核心动力。

2、商品消费内部，出行相关的商品消费对冲居家办公商品消费。今年 1-5 月，加油站、杂货店、服装店等非耐用品零售销售额同比增速大幅高于整体零售

的增速。而与之对比的是，疫情期间宅经济相关的家具、家电、电子产品零售同比增速垫底。往后看，出行相关需求促进非耐用品消费，将部分对冲居家相关的耐用品消费退潮。

3、美国国内生产恢复，进口消费品减少，国产替代将对美国经济增长有正向拉动。

三、预计下半年美国消费实际同比回落至低于疫情前的水平，美股整体及消费股承压的同时，出行消费板块和中国出口或仍有结构性机会

1、展望下半年，我们认为美国消费动能逐渐衰减，对 GDP 增长的拉动也将减弱，但消费内部结构调整仍具一定韧性。

一是美国消费环比将大幅走弱，或将出现季度负增长。二是美国消费名义同比将会明显回落，但由于高通胀，依然高于疫情前水平。三是美国消费实际同比将下行至 2% 以下，低于疫情前水平。

2、美股：美股整体及消费股在加息作用下总体承压，但出行消费驱动航空板块有结构性机会。

3、中国出口：出行消费相关的服装类、汽车及零部件出口或仍有较高增长空间。

风险提示：疫情反弹再度冲击美国生产和消费；美联储持续大幅加息引发经济衰退。



目 录

一、六大因素抑制下半年美国消费动能.....	4
二、消费结构转变或对美国消费形成一定支撑.....	9
三、预计下半年美国消费实际同比回落至疫情前以下，但美股和中国出口或仍有结构性机会.....	12

图表目录

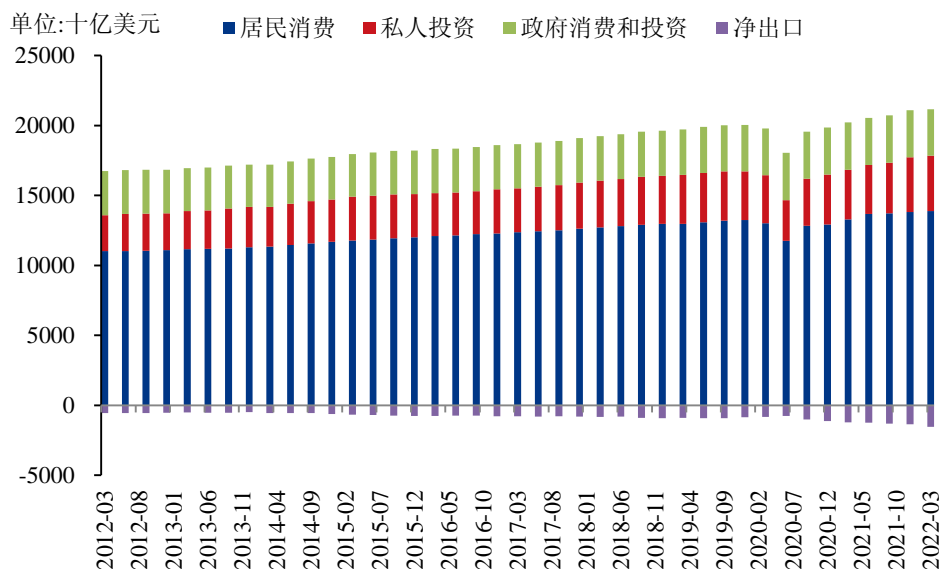
图表 1：美国实际 GDP 分项中居民消费占比超 70%.....	4
图表 2：美国消费者信心指数与 CPI 走势负相关.....	4
图表 3：美国个人消费支出（PCE）实际增速已降至疫情前水平.....	5
图表 4：美国消费者对未来 1 年的通胀预期高企.....	5
图表 5：疫情以来汽车贷款是居民消费信贷增量的主要来源.....	6
图表 6：美国居民消费信贷中拖欠 30 天以上的余额占比.....	6
图表 7：美国居民持有的金融资产缩水.....	7
图表 8：美国非农职位空缺率和平均薪酬同比增速基本见顶.....	7
图表 9：美国 5 月个人储蓄率已降至疫情前的低位.....	8
图表 10：美国居民服务消费占比近一年以来从底部回升.....	8
图表 11：美国进一步放松疫情防控限制促进社交经济恢复.....	9
图表 12：美国服务消费距疫情前趋势线仍有空间.....	10
图表 13：美国个人消费支出（PCE）实际同比拉动.....	10
图表 14：美国个人消费支出名义值非耐用品同比增速较高.....	11
图表 15：美国服装、杂货等非耐用品的零售消费增速较高.....	11
图表 16：美股可选消费行业二季度盈利预测下调幅度最大.....	12



一、六大因素抑制下半年美国消费动能

美国以消费立国，消费占美国 GDP 的比重超过七成。疫情以来，美国超常规的财政和货币政策，助长了旺盛的居民消费需求，也催生了历史性的通胀。在通胀持续高企影响下，美国消费者信心指数创出有记录以来的历史新低。**当前历史性的通胀周期和加息周期交织，下半年美国消费面临六大因素制约，或将加剧美国经济衰退风险。**

图表1：美国实际 GDP 分项中居民消费占比超 70%



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：美国消费者信心指数与 CPI 走势负相关



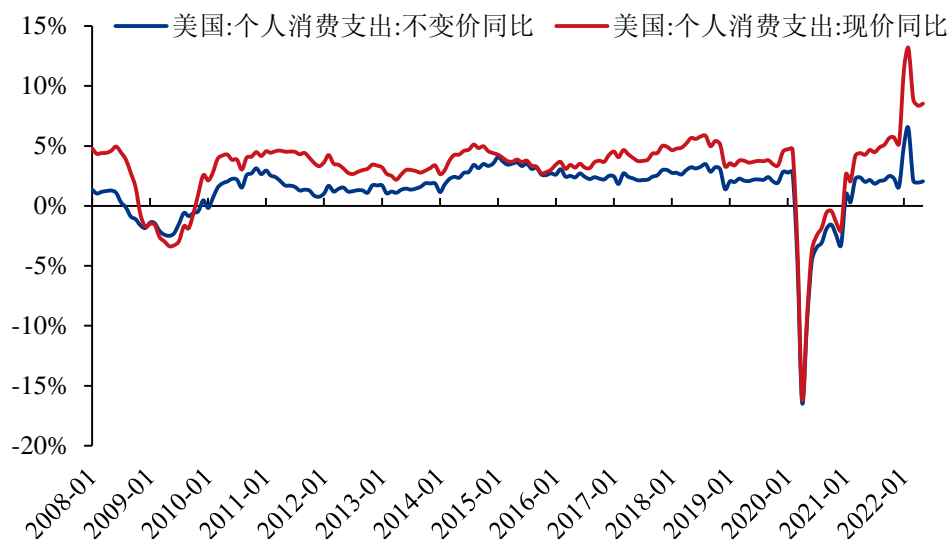
资料来源：wind、粤开证券研究院

1、高通胀导致居民实际购买力下降。5月美国CPI同比再创历史新高，商品和服务都出现广泛上涨，食品、能源、核心商品、核心服务分别拉动当月CPI同比1.4、2.6、1.9、3.0个百分点。尽管美国个人消费支出名义同比仍保持8%以上的高增长，但是实际同比增速已经降至2%的疫情前水平。此外，消费者通胀预期高企，或将主动压缩开支，



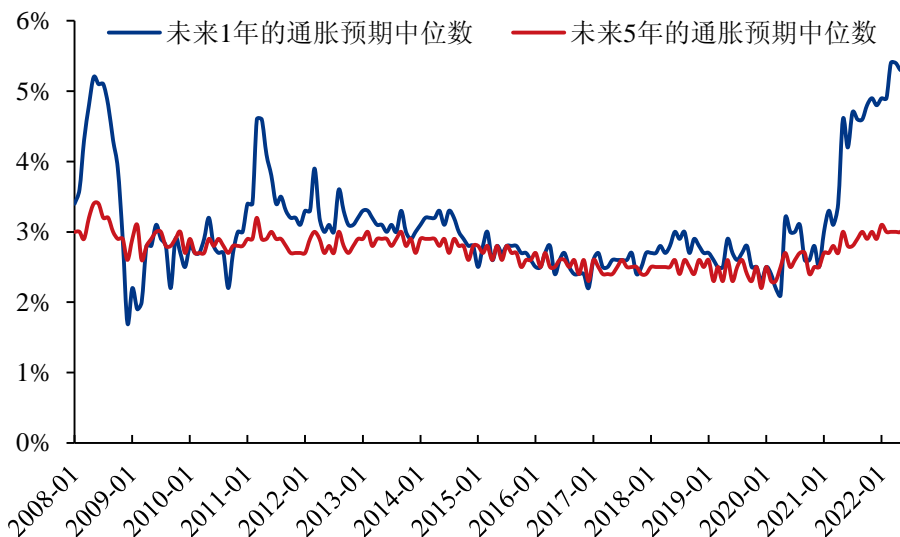
减少非必需消费。密歇根大学消费者调查数据显示，2022年6月消费者对未来一年的通胀预期仍在5%以上。

图表3：美国个人消费支出（PCE）实际增速已降至疫情前水平



资料来源：wind、粤开证券研究院（2021年数据为两年平均增速）

图表4：美国消费者对未来1年的通胀预期高企

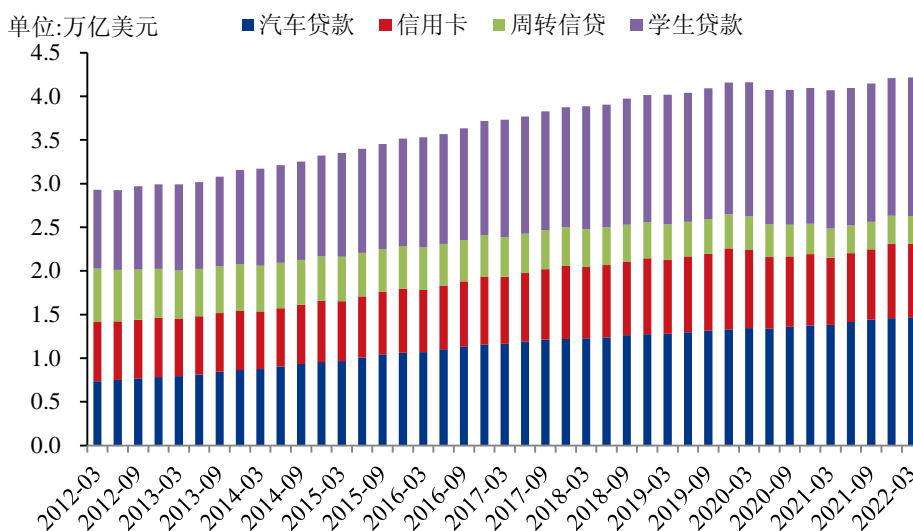


资料来源：密歇根大学消费者调查、粤开证券研究院

2、美联储加息使得消费贷款成本上升，冲击信用卡消费和汽车消费。美联储加息后，金融条件明显收紧，对消费的负面影响逐渐显现。2022年一季度末，居民汽车贷款、信用卡逾期占比均有小幅提升，但尚处于历史相对低位。政策利率会引导居民信贷成本快速上升，一是利率较高的信用卡消费信贷减少，居民日常消费收缩；二是将会率先冲击信用资质较弱的人群，引发连锁违约，冲击汽车销售。

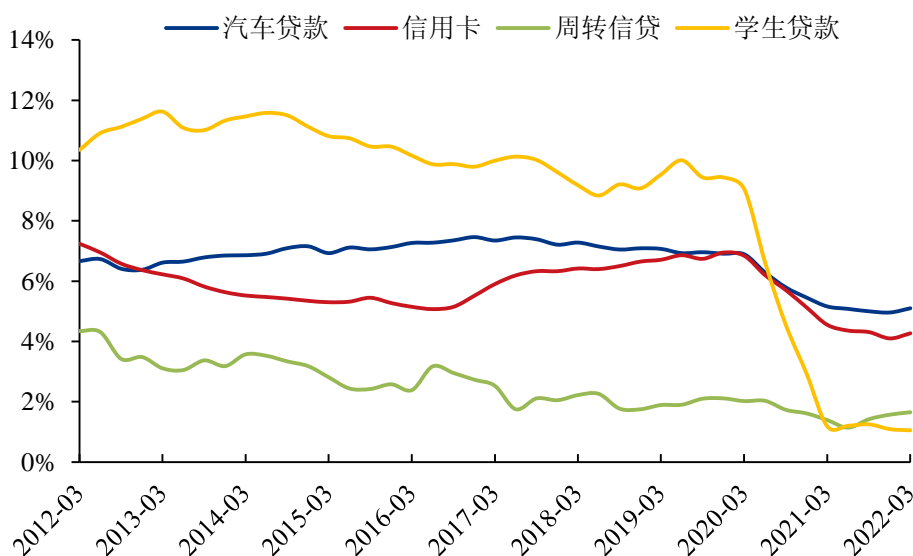


图表5：疫情以来汽车贷款是居民消费信贷增量的主要来源



资料来源：纽约联储、粤开证券研究院

图表6：美国居民消费信贷中拖欠 30 天以上的余额占比

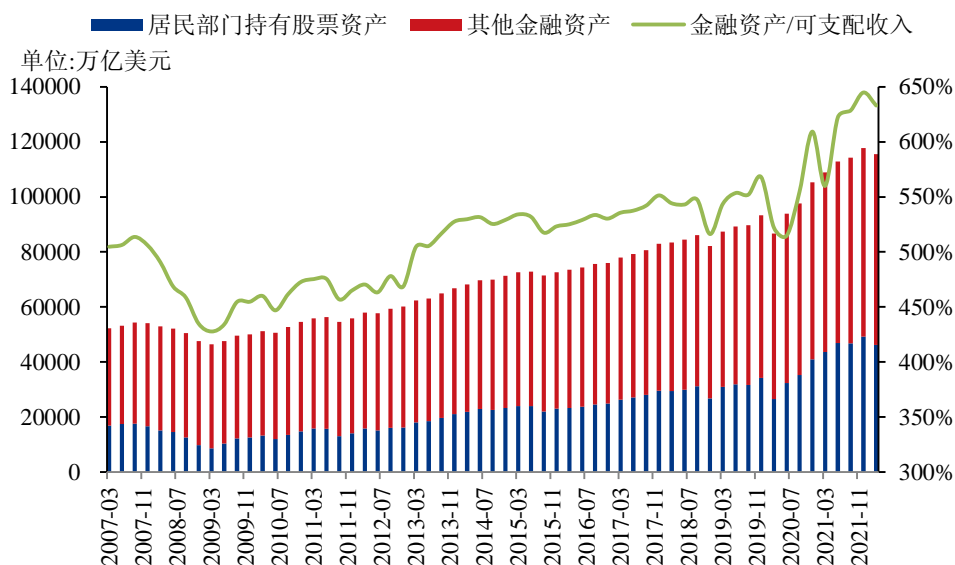


资料来源：纽约联储、粤开证券研究院

3、美股大幅下跌引发负向财富效应，抑制居民消费能力和意愿。美股是美国居民财富中的重要资产，美国居民总资产中金融资产占比超三分之二，而金融资产中股票资产占比达 40%。疫情以来，美股牛市带来的财富效应，是推动居民消费的重要动力。今年上半年，美股大跌创下 1970 年以来的最差的半年度表现。2022 年一季度，美国居民直接持有的、通过基金间接持有的股票资产规模累计缩水 5.3%、7.3%，幅度与同期美股指数跌幅相当。居民持有金融资产与可支配收入的比值大降超 12 个百分点。当前美股对居民资产负债表的冲击远不及金融危机期间，但下半年若美股市场盈利预期和估值继续承压，市场再度探底，对居民消费需求的抑制作用将进一步显现。



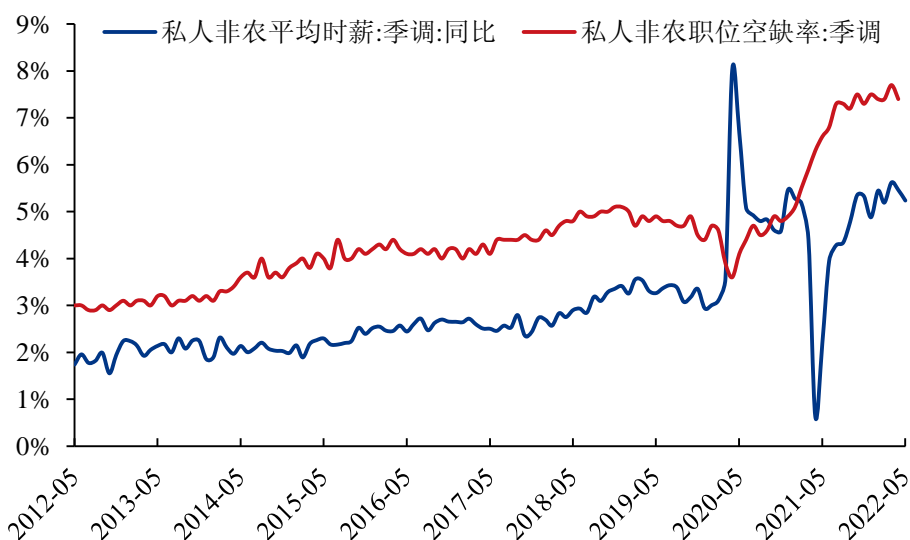
图表7：美国居民持有的金融资产缩水



资料来源：美联储、粤开证券研究院

4、劳动力市场降温，居民收入端对消费的支撑将弱化。去年四季度以来，美国失业率处于低位，职位空缺率和薪资增速升至高位，劳动力市场达到紧平衡。但今年美联储连续加息抗通胀，可能会以经济增长放缓、失业率上升为代价。自5月起，奈飞、推特、特斯拉等多家美国大型科技公司接连发裁员和冻结招聘计划，美国科技服务业劳动力需求率先降温。下半年，若科技行业失业增加蔓延到更多行业，或将扭转整体劳动力市场的供需格局，居民工资性收入放缓，使得消费下行压力加大。5月美国非农就业平均时薪同比增速连续两个月下滑，较3月高点放缓了0.4个百分点。

图表8：美国非农职位空缺率和平均薪酬同比增速基本见顶



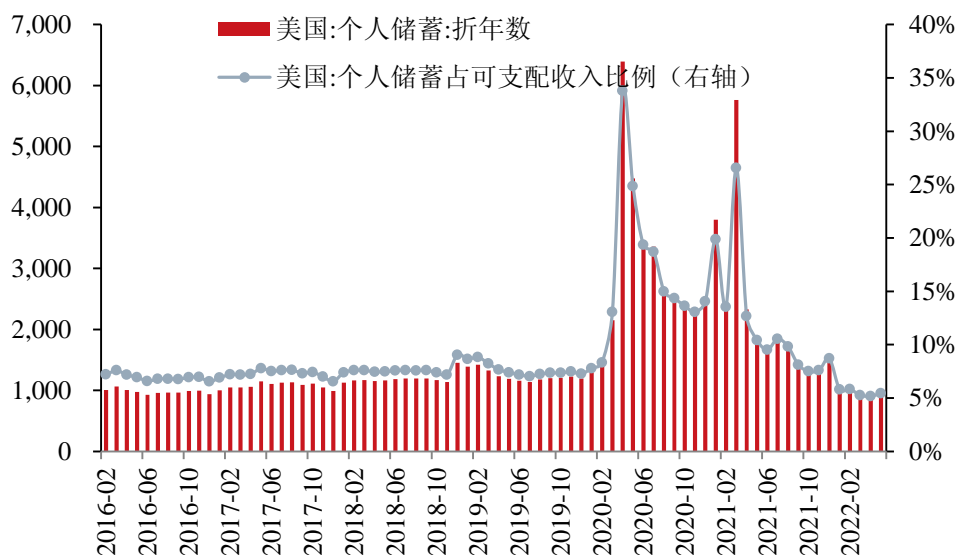
资料来源：wind、粤开证券研究院

5、财政补贴退坡，居民可支配收入回归常态。去年拜登政府上台后推出美国纾困计划，通过发放现金补贴、失业金救济、贷款延期等手段支持居民部门现金流量表复苏，美国居民个人储蓄率最高突破了30%。但2021年下半年以来，财政转移支付逐渐淡出，居民收入增长回归常态，而且支出增长快于可支配收入增长，2022年4月居民个人储蓄



率一路下滑至 5.2%，甚至低于疫情前的中枢。

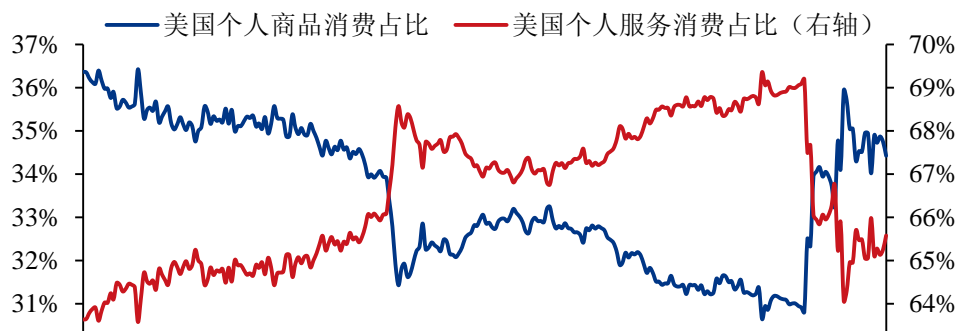
图表9：美国 5 月个人储蓄率已降至疫情前的低位



资料来源：wind、粤开证券研究院

6、疫情消退之后，居家相关商品需求减少。疫情爆发后，疫情限制服务消费场景，而美国财政货币政策加码，刺激居民商品消费率先复苏，特别是居家办公相关的耐用品需求激增。美国居民个人商品消费占比从疫情前的 30.8% 最高上升至 35.9%。但是 2021 二季度以来，美国商品消费逐渐退坡，并且高基数影响下商品消费实际同比已经跌至负增长区间。

图表10：美国居民服务消费占比近一年以来从底部回升



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_43627



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>