



双维度分析加息对美国消费的影响

在 [2022 年中期宏观经济展望](#) 中，我们对今年下半年美国经济主线的判断是 **调整过热的经济**，其中 **消费的回落幅度** 是市场关注点之一。目前，消费增长仍高于趋势，原因在于：i) 服务业复苏滞后，夏季的边境重开使得服务消费激增，并可能随之达到峰值；ii) 劳动力市场复苏仍然稳固；iii) 总需求尚未出现因消费降级而出现萎缩的迹象。但是，我们认为总需求将不得不回落，因为菲利普斯曲线显示，当通胀率下降到 5% 时可能意味着失业率飙升到 5%。此外，借贷成本的上升也直接损害了消费能力。我们预计美国家庭房贷利息负担将从去年四季度的 3,399.2 亿美元攀升至今年二季度的 6,372.6 亿美元，该体量与美国一个月的零售额相当。

通过自上而下梳理美国个人消费支出的结构，我们将分析重点落在 **耐用品、非耐用品、家庭服务及其细分项目** 上，并从 **过度消费程度** 和 **对加息的敏感程度** 两个维度对下半年美国的消费前景进行分析。

维度一：美国个人消费支出各项的过度消费程度。耐用品过度消费程度高于非耐用品，其中，**娱乐商品及交通工具、其他耐用品、服装鞋帽、家具和家用设备** 的过度消费程度最高。拆分耐用品各项后，**居家办公相关的商品** 过度消费较严重；股市火热和房地产价格走高带动的财富效应，推动了疫情期间 **珠宝手表** 和部分休闲交通工具的过度消费。

维度二：美国个人消费支出各项对加息的敏感程度。不论是通过压低消费增长潜力、还是通过挤压消费空间，加息最终都将造成消费需求的回落。我们将弹性的概念进一步引申，用需求利率弹性来描述需求量随联邦基金利率变动而变化的程度，进而反映商品需求对加息的敏感程度。

根据加息幅度，结合两个维度的分析结果，我们预计 **耐用品** 在 6-12 月的消费收缩较显著，尤其是 **娱乐商品及交通工具、其他耐用品、家具和家用设备** 三项，以及 **手机、电脑和平板、软件和配件、音像器材、计算器和打印机** 五个细分项目。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022 年 07 月 28 日

相关报告：

[《2022 年中期宏观经济展望：全球完美风暴，中国韧性突显》](#) (2022-06-02)

[《美联储紧缩拐点隐现，欧央行最快 7 月加息——SPDBI 全球央行观察 \(2022 年 5 月刊\)》](#) (2022-05-23)



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

宏观灼见

双维度分析加息对美国消费的影响

图表目录

图表 1: 美国实际 GDP 同比增速及各项贡献率	3
图表 2: 美国实际个人消费支出的同比增速和三年年均增速	3
图表 3: 美国个人消费支出的构成情况和各项目占比	4
图表 4: 美国实际个人消费支出及线性趋势	5
图表 5: 从三年年均增速来看, 疫情期间美国商品消费过度、服务消费受抑制	5
图表 6: 美国实际消费增速显著高于实际工资增速, 反映出当前存在过度消费	6
图表 7: 2022 年 5 月, 美国个人储蓄率维持 5.4% 的低位, 反映出疫情期间过度消费严重	6
图表 8: 2022 年 1-5 月, 美国实际个人消费支出各项的三年年均增速	6
图表 9: 2022 年 1-5 月, 美国实际个人消费支出中耐用品各项的三年年均增速	7
图表 10: 2022 年 5 月, 美国实际可支配收入同比增速和三年年均增速维持低位	8
图表 11: 美国就业调查显示, 认为未来 6 个月工资下降的比例大幅上升	8
图表 12: 1990-2022 年, 美国菲利普斯曲线	9
图表 13: 美国实际零售与就业同比增速趋势较一致, 就业增速回落将带动零售增速下行	9
图表 14: 美国单位劳动力产出和单位劳动力成本的增速分化	9
图表 15: 美国名义和实际零售同比增速	9
图表 16: 2022 年二季度, 美国家庭的房贷利息负担已显著加剧	10
图表 17: 美国实际零售同比增速与股票市场表现相一致	10
图表 18: 美国实际零售同比增速与房价增速的趋势相一致	10
图表 19: 美国房屋建筑商取消率大幅上升	10
图表 20: 2022 年 6 月的美联储点阵图	11
图表 21: 利率期货市场隐含加息幅度显示, 年底较大概率回升至 3.25-3.50% 的区间	11
图表 22: 美国个人消费支出的构成情况和需求利率弹性	12
图表 23: 2022 年下半年, 利率期货市场的隐含加息幅度趋势	12
图表 24: 基于隐含加息幅度, 我们预计美国实际个人消费支出同比将大幅下行	12
图表 25: 基于 6、7 月实际加息幅度 (150 个基点) 和 100 个基点的隐含加息幅度, 2022 年 6-12 月美国个人消费支出各项的预计变动幅度和比例	13
图表 26: 基于 6、7 月实际加息幅度 (150 个基点) 和 100 个基点的隐含加息幅度, 2022 年 6-12 月美国个人消费支出各项的预计变动幅度和比例	14
图表 27: 美国个人消费支出中耐用品、非耐用品、家庭消费的需求利率弹性、实际个人消费支出增速、以及在实际个人消费支出中的占比	15
图表 28: 美国个人消费支出中耐用品项下的需求利率弹性和实际个人消费支出增速	15

双维度分析加息对美国消费的影响

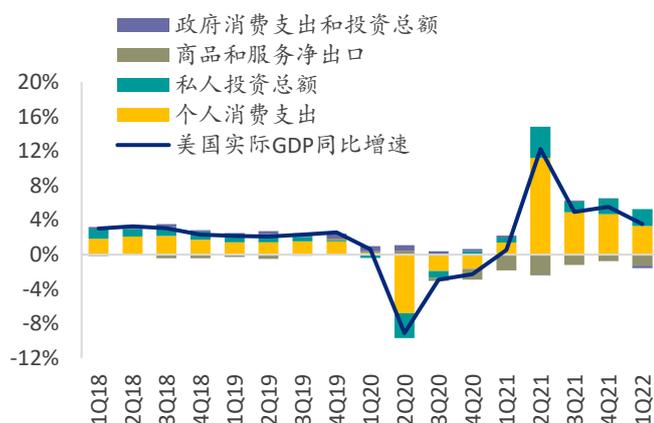
在 [2022 年中期宏观经济展望](#) 中，我们对今年下半年美国经济主线的判断是 调整过热的经济，其中 库存的结构性问题 和 消费的回落幅度 将是两大关注点。作为美国经济的“压舱石”，消费回落将直接影响美国经济增速。因此，对于美国消费前景的分析成为市场关注的焦点。

导致消费回落最直接的原因就是 通胀和加息。算上 7 月议息会议通过加息 75 个基点的决定，美联储今年已累计加息 225 个基点，是 1980 年代初以来节奏最快、幅度最大的加息周期。7 月议息会议后，市场预期今年 9 月加息 50 个基点，11 月和 12 月各加息 25 个基点，今年剩下的时间总加息 100 个基点。我们认为未来 12 个月美国经济衰退是大概率事件，当中个人消费对经济增长的贡献有可能转负。

2022 年一季度，美国实际 GDP 同比增长 3.5%，较去年四季度下降 2.0 个百分点。其中，个人消费支出对实际 GDP 同比增速的贡献率从去年四季度的 4.7 个百分点降至今年一季度的 3.3 个百分点（图表 1）。2022 年 5 月，美国实际个人消费支出的三年年均增速为 2.0%，较前期下降 0.2 个百分点，为年初以来最低增速（图表 2）。展望未来，我们预计 疫情期间的过度消费和下半年的持续加息，将导致消费继续回落并带动美国经济增速进一步下行。

我们从两个维度出发，通过对过度消费程度的测算和加息敏感程度的测算，对下半年美国的消费前景进行分析。具体的，我们使用三年年均增速作为衡量过度消费程度的指标；对于加息如何冲击消费，我们使用需求利率弹性来进行衡量。

图表 1：美国实际 GDP 同比增速及各项贡献率



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 2：美国实际个人消费支出的同比增速和三年年均增速

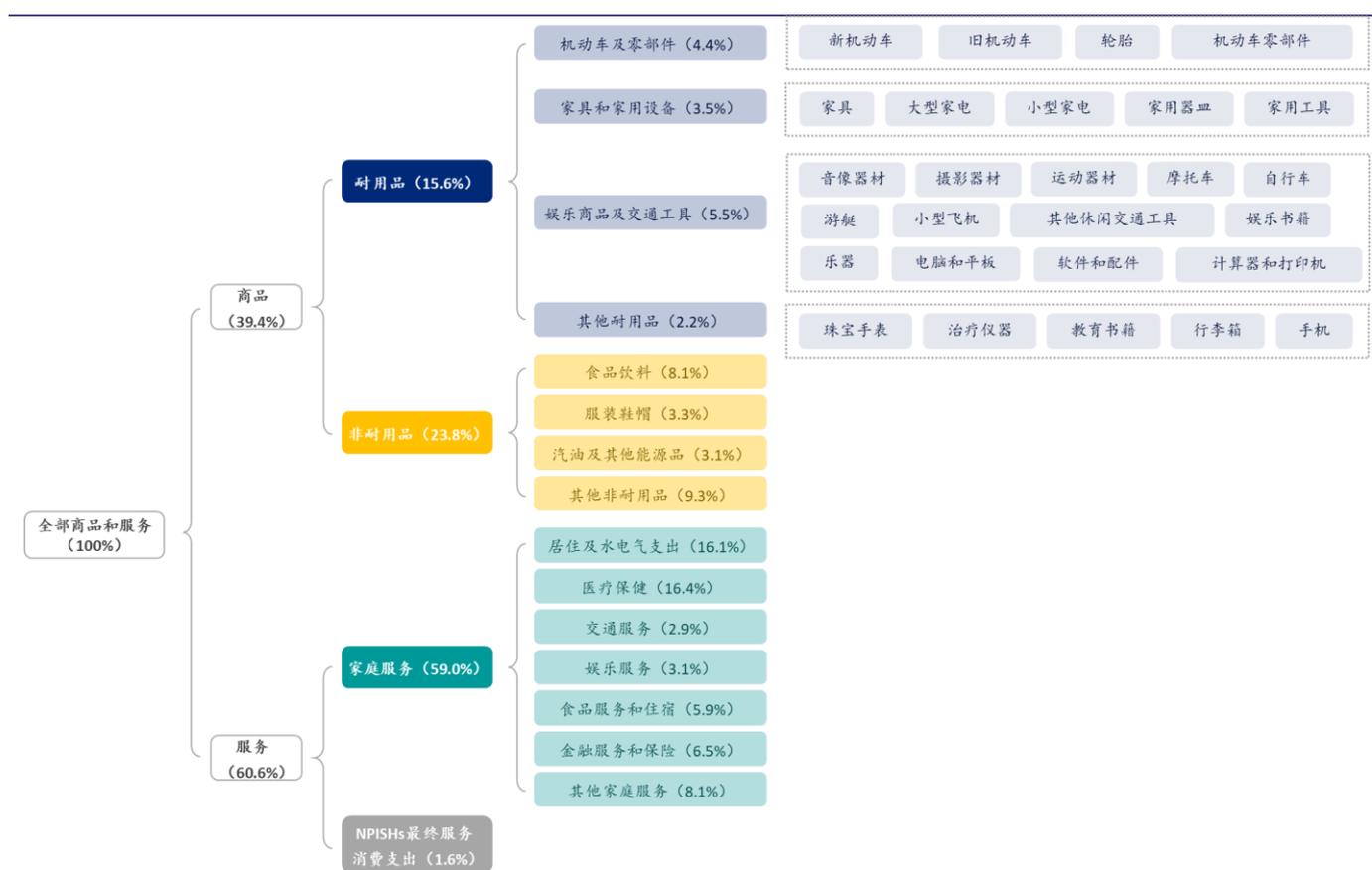


资料来源：Macrobond，浦银国际

从整体到细分，自上而下对美国个人消费支出进行双维度的结构性分析。根据美国个人消费支出结构，消费可以分为商品和服务两项，其中商品包括耐用品和非耐用品，服务包括家庭服务和 NPISHs 最终服务消费支出。根据过去三年的数据，商品（39.4%）和服务（60.6%）在实际个人消费支出中呈现“四六分”的格局，其中家庭服务（59.0%）占比最大，非耐用品（23.8%）和耐用品（15.6%）占比接近，NPISHs 最终服务消费支出（1.6%）的占比较小，四项占比的分化较大（图表 3）。

因此，我们对个人消费支出的分析将重点关注耐用品、非耐用品、家庭服务，并将三项进一步地拆分为：机动车及零部件等 4 项（耐用品）；食品饮料等 4 项（非耐用品）；居住及水电气支出等 7 项（家庭服务）。此外，单从定性的角度考虑，耐用品在疫情期间的过度消费相对严重、对加息更为敏感，我们将耐用品项下的机动车及零部件等 4 项继续拆分为 27 个子项目，从而进行更深入的分析。

图表 3：美国个人消费支出的构成情况和各项目占比



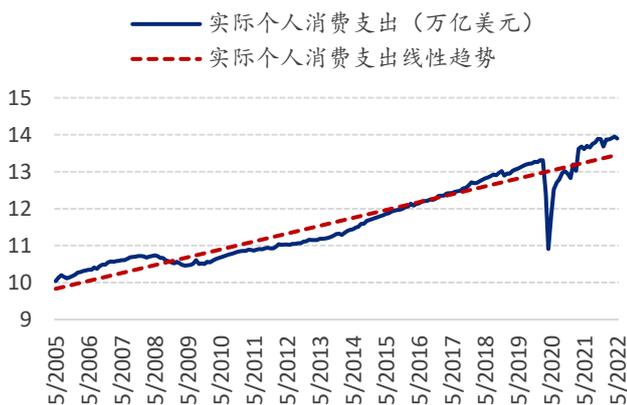
资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis, 浦银国际计算

维度一：美国个人消费支出各项的过度消费程度

货币和财政政策双重推动下，叠加疫情防控措施的影响，美国出现不均衡的过度消费格局。在积极的财政政策和宽松的货币政策支持下，2021年美国个人消费支出增长约7.9%，其中商品消费增长12.2%、服务消费增长5.8%，反映出疫情防控措施对非接触型消费（商品）的负面影响明显小于对接触型消费（服务）的负面作用，以及美国家庭在疫情期间对商品存在过度消费。整体来看，疫情后美国实际个人消费支出显著且持续地高出2005年以来的线性趋势，反映美国存在整体的过度消费问题（图表4）。

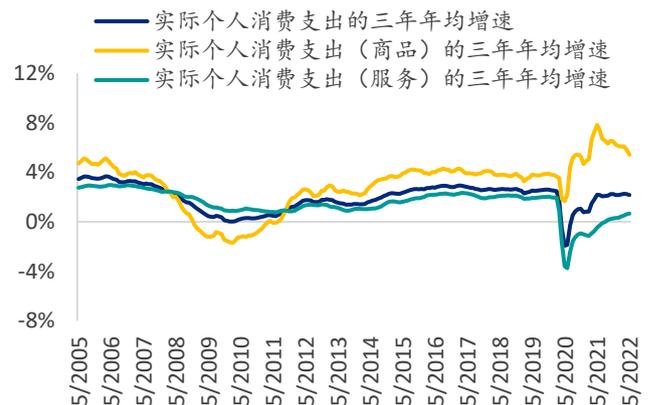
过度消费挤占了未来的消费需求。2022年5月，就三年年均增速而言（图表5），商品消费的恢复程度远超疫情前的水平（4.9%），服务消费则刚刚回到2019年同期的水平（0.7%）。我们认为，美国家庭在疫情期间对商品的过度消费，将导致未来商品消费需求的回落；随着旅游开放，今年暑假服务消费将迎来短暂的恢复性增长，这也会进一步挤压商品消费需求。

图表4：美国实际个人消费支出及线性趋势



资料来源：Macrobond，浦银国际

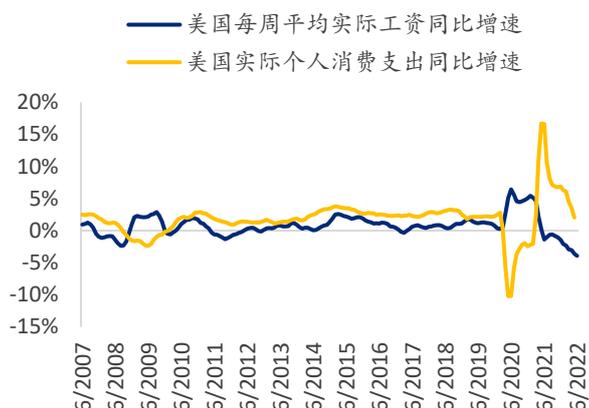
图表5：从三年年均增速来看，疫情期间美国商品消费过度、服务消费受抑制



注：3个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

消费与工资增速差值收窄、储蓄率降低将带动消费回落。作为衡量过度消费的指标，美国个人消费支出与工资的同比增速差在疫情期间触顶后逐渐回落、2022年5月维持5.7个百分点，反映出过度消费逐渐趋缓、零售增速存在继续下行的压力（图表6）。2020年，新冠疫情暴发导致美国个人储蓄率一度升至33.8%的历史高位。此后，伴随疫情逐渐受控和消费持续复苏，美国个人储蓄率基本维持下行趋势（除了2021年一季度储蓄率出现较大回升以外），2022年5月降至5.4%的水平，显著低于疫情开始前2019年的均值（7.6%），反映出疫情期间过度消费挤出了部分储蓄、并将导致消费潜力的下降（图表7）。

图表 6：美国实际消费增速显著高于实际工资增速，反映出当前存在过度消费



注：3个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

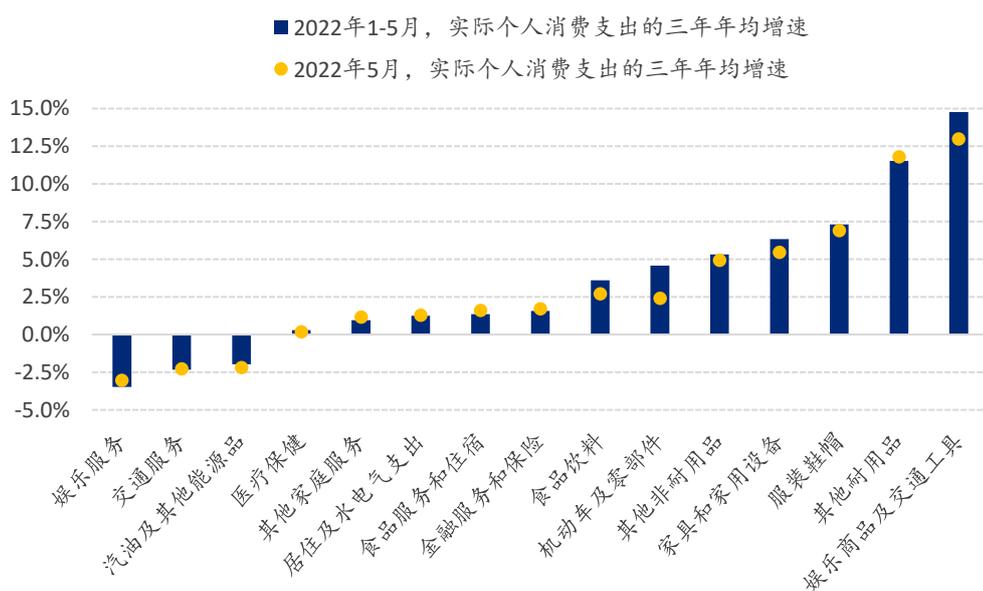
图表 7：2022 年 5 月，美国个人储蓄率维持 5.4% 的低位，反映出疫情期间过度消费严重



资料来源：Macrobond，浦银国际

耐用品过度消费程度较高。根据 2022 年 1-5 月实际个人消费支出的三年年均增速，我们发现：耐用品 (9.4%) 的过度消费程度高于非耐用品 (4.0%)，家庭服务 (0.5%) 不存在过度消费问题。其中，娱乐商品及交通工具 (14.8%)、其他耐用品 (11.5%)、服装鞋帽 (7.3%)、家具和家用设备 (6.3%) 的过度消费程度最高；由于疫情防控措施的限制作用，娱乐消费 (-3.5%)、交通服务 (-2.3%)、汽油及其他能源品 (-2.0%) 的消费仍未恢复至疫情前的水平 (图表 8)。

图表 8：2022 年 1-5 月，美国实际个人消费支出各项的三年年均增速



资料来源：Macrobond，浦银国际计算

居家办公相关的商品过度消费严重。拆分耐用品各项后，我们发现居家办公相关的商品过度消费较严重：2022年1-5月，计算器和打印机（27.8%）、软件和配件（19.2%）、手机（15.5%）、音像器材（15.0%）、电脑和平板（11.6%）的实际个人消费支出三年年均增速较快。此外，股市火热和房地产价格走高带动的财富效应，推动了疫情期间珠宝手表和部分休闲交通工具（摩托车、游艇、小型飞机）的过度消费（图表 9）。

图表 9：2022 年 1-5 月，美国实际个人消费支出中耐用品各项的三年年均增速



资料来源：Macrobond，浦银国际计算

维度二：美国个人消费支出各项对加息的敏感程度

加息对消费的冲击存在两个途径——压低消费增长潜力和挤压消费空间。

首先，加息增大了经济下行压力和衰退概率，带动实际收入下降和收入预期转弱，这将压低消费增长潜力。其次，加息一方面带动借贷成本上升、推高利息负担，另一方面造成资产价格回落、减弱财富效应，两方面都将挤压消费空间。不论是通过压低消费增长潜力的途径、还是通过挤压消费空间的途径，加息最终都将造成消费需求的回落。

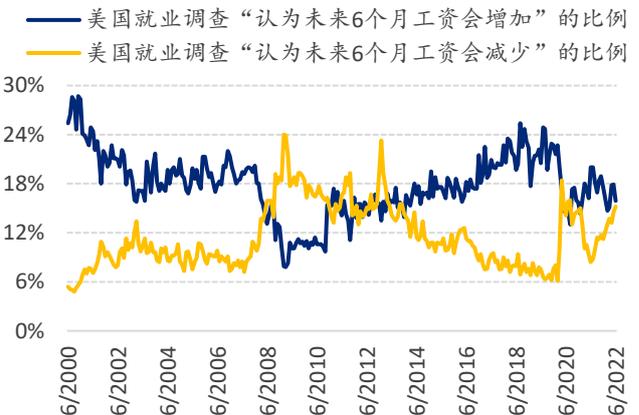
加息压低消费增长潜力。在经济复苏见顶回落的背景下，美联储开启加息周期增大了经济下行压力，间接导致实际收入水平下行：2022年5月，伴随美联储累计加息75个基点（3月25个基点、5月50个基点），美国实际可支配收入同比维持负增长（-3.3%）、三年年均增速保持在1.1%低位（图表10）。此外，加息周期引发的经济衰退概率提升也导致收入预期大幅下行：2022年6月，美国就业调查显示，“认为未来6个月工资会减少”的比例升至15.2%，为2020年9月以来最高（图表11）。美联储开启加息周期，不论是实际收入下降还是收入预期转弱，我们认为这都将压低消费增长潜力。

图表 10：2022 年 5 月，美国实际可支配收入同比增速和三年年均增速维持低位



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 11：美国就业调查显示，认为未来 6 个月工资下降的比例大幅上升



资料来源：CEIC，浦银国际

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_44694

