



宏观专题

美国消费数据中的衰退密码

衰退启示录#2

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#衰退启示录系列

《如何追踪和判定美国经济衰退？——
—衰退启示录#1》

投资要点：

- **核心观点。**将美国个人消费支出中的商品与服务分项进行联立分析，我们发现①大量购买耐用品带来的替代效应对应的服务消费构成抑制，这种抑制或是永久性的；②高通胀增大居民部门对必需品消费的预算，由此带来的收入效应对可选消费构成挤压。尤其是替代效应，这或意味着在下次经济衰退兑现后，美国服务消费需求将因耐用品的透支而出现永久性的下行。
- **衰退交易的三个维度。**①因素。本轮衰退预期的升温可归纳为三个因素：货政紧缩加速、财政补助停滞、经济周期使然。由于这三个因素短期内均看不到扭转的可能，所以市场交易的衰退预期只可能继续升温，难以有所逆转/缓和；②顺序。经济衰退兑现的先后顺序分别是先行指标→同比指标→滞后指标，因此近期看似矛盾的经济数据（先行指标明显回落 vs 失业率仍在历史低位）在逻辑上是自洽的；③要素。衰退交易的三要素分别是概率、时点与幅度。当前市场更多交易的是衰退的概率，但随着时间推移，市场将更加聚焦于衰退交易的时点（何时衰退）与幅度（浅衰 vs 深度衰退），届时资产价格对衰退的交易会迎来更加充分的调整。
- **当前美国消费的全景图。**①量价关系。随着货政紧缩加速、财政刺激消退、消费前置副作用显现、消费者信心回落等多重因素影响，美国居民的消费力在“量”的层面已出现回落，当前旺盛的消费力更多来自“价”的支撑；②消费结构。疫情危机以来两轮财政刺激带来的商品消费的结构复苏已出现放缓迹象。在绝对值的量纲上，耐用品与非耐用品的单月消费虽然仍保持强劲，但偏离度已出现向趋势线水平的收敛。反映在相对值的量纲上，这将逐步体现为消费增速的转负，进而对应为我国出口增速的降档。同时，服务消费修复力度趋缓。结合二者来看，虽然实际 PCE 在总量上仍紧贴趋势线，但内部结构并不容乐观——商品消费的乏力恰逢服务消费修复步伐的放缓，意味着后续服务消费或难以接棒商品消费以支撑实际 PCE 的增长。
- **风险提示：**美国通胀彻底失控，美联储被迫采取更为激进的紧缩货币政策，进而带来全球宏观流动性的大幅收紧，离岸美元市场面临枯竭。新的变种毒株的出现或类似的疫情冲击，引发防疫政策升级，进而深化全球宏观经济的滞胀格局。

内容目录

1. 消费全景图：当前消费修复路径如何？	5
2. 破解消费数据中的衰退密码.....	11
3. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 美国 GDP 分项在支出法口径中的占比	4
图 2: 美国 GDP 分项拉动率 (季环比年率)	4
图 3: 美国名义与实际 PCE 季环比年率	5
图 4: 美国实际 PCE 三大分项季环比年率	5
图 5: 美国 PCE 价格指数 vs 实际消费支出同比量价关系	6
图 6: 美国 2022 年 6 月个人消费支出主要一级分项名义/实际 PCE 及其偏离度一览	7
图 7: 美国 2022 年 6 月耐用品分项名义/实际 PCE 及其偏离度一览	8
图 8: 美国机动车相关分项实际 PCE 季环比年率	8
图 9: 美国机动车 PCE 价格指数 vs 实际消费支出同比量价关系	8
图 10: 美国电子产品二级子项实际 PCE 季环比年率	9
图 11: 美国谷歌活动指数	9
图 12: 美国不受疫情限制的服务分项实际 PCE 季环比年率	9
图 13: 美国受疫情限制的服务分项实际 PCE 季环比年率	9
图 14: 美国 2022 年 6 月受疫情限制的服务分项名义/实际 PCE 及其偏离度一览	10
图 15: 美国机动车 vs 陆地公交服务实际 PCE	11
图 16: 美国运动器械 vs 健身房&俱乐部服务实际 PCE	11
图 17: 美国游乐园&露营名义/实际 PCE	11
图 18: FRBNY 消费者问卷-部分商品未来 1 年涨价预期	11
图 19: 美国 OpenTable 餐厅就餐人数同比与 TSA 旅客吞吐量 30 日均线	12
图 20: 不同财富分位数美国居民的现金资产水平	12
图 21: 不同财富分位数美国居民的现金资产/总资产	12
图 22: UoM 美国居民大型耐用品购买景气指数与影响因素	13
图 23: UoM 美国居民汽车购买景气指数与影响因素	13

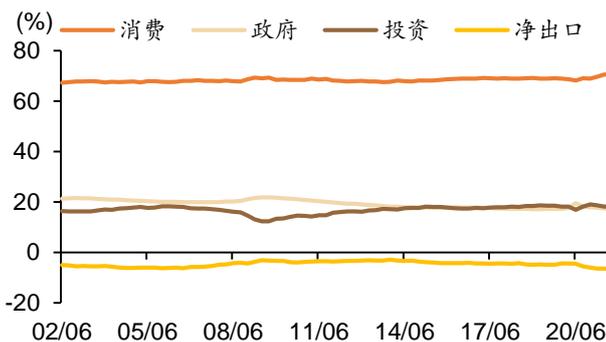
衰退启示录系列报告中，我们将美国经济衰退的分析就 3 个维度展开分析：

- ① **因素。**是什么因素导致了经济衰退预期的升温？在衰退启示录系列的首篇报告《如何追踪和判定美国经济衰退？——衰退启示录#1》中，我们将衰退预期的升温归纳为三个因素：货政紧缩加速、财政补助停滞、经济周期使然。由于这三个因素短期内看不到扭转的可能，所以市场交易的衰退预期只可能继续升温，而难以有所逆转/缓和；
- ② **顺序。**经济衰退兑现的先后顺序分别是**先行指标**（PMI、消费者信心等）→**同步指标**（GDP、工业生产等）→**滞后指标**（失业率等）。因此，近期看似矛盾的经济数据（PMI、消费者信心指数等先行指标明显回落，但失业率仍在历史极低水平）在逻辑上是自洽的，因为当前的衰退仍然停留在预期层面，主要反映在领先指标上，尚未充分蔓延至同步与滞后指标。在首篇专题报告中，我们列举了由先行指标构成的三个领先指数（美国咨商局的 LEI、OCED 的 CLI 与 CEIC 的 *Leading Indicator*），这些指数对经济衰退有一定的前瞻性参考；
- ③ **要素。**衰退交易的三要素分别是**概率、时点与幅度**。当前市场更多交易的是衰退的概率，即基于对货政紧缩加速、财政补助停滞、经济周期使然的预判，认为未来衰退的概率还会继续升温。但随着时间推移，市场将更加聚焦于衰退交易的时点（何时衰退）与幅度（浅衰 vs 深度衰退），届时资产价格对衰退的交易会迎来更充分的调整。而在衰退启示录的首篇报告中我们提到，NBER 口径下，美国经济确认衰退的三个要素分别是**深度、广度与久期**。

美国经济衰退之于国内投资者而言，其核心关注点有二：①美联储的紧缩货币政策何时会受到美国经济衰退影响的实质性约束，进而出现流动性预期的边际放缓？②美国经济的衰退一旦兑现，如何影响到后续我国的出口和经济基本盘？这两条传导路径分别对应为金融账户和经常账户层面的影响。

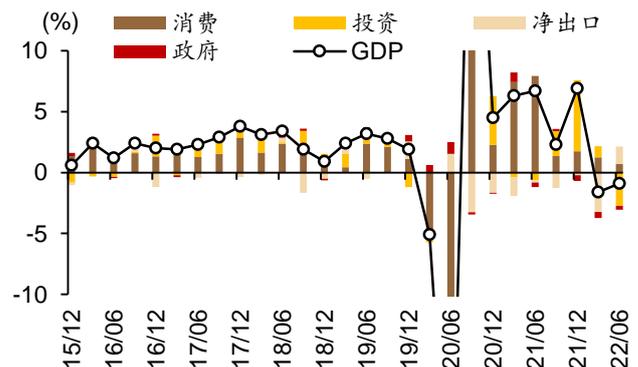
无论是哪条传导路径，美国私人部门的消费都是绕不开的议题。之于美国经济本身而言，美国个人消费支出（*Personal Consumption Expenditure, PCE*）的地位举足轻重，截止 22Q2，其在支出法口径下占 GDP 的 70.7%（图 1）。也正因如此，虽然季调环比年率口径下的美国经济增速连续两个季度转负（图 2），但由于消费分项的拉动率仍然为正，所以市场对经济衰退的交易更多仍停留在“技术性衰退”的层面。因此，如果后续消费出现明显回落，势必引发市场对经济衰退更大的担忧（当然如果通胀问题不改善，衰退风险再严重也不能撼动美联储货政紧缩一丝一毫）。对中国出口/出口产业链公司而言，核心在于美国耐用品消费何时触顶回落，进而形成“美国耐用品消费→美国商品进口→中国商品出口→中国出口企业利润”的逻辑传导。因此，本篇报告将着重分析美国消费数据，解密其中蕴含的衰退密码，为后续美国经济与中国出口前景提供参考。

图 1：美国 GDP 分项在支出法口径中的占比



资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美国 GDP 分项拉动率（季环比年率）

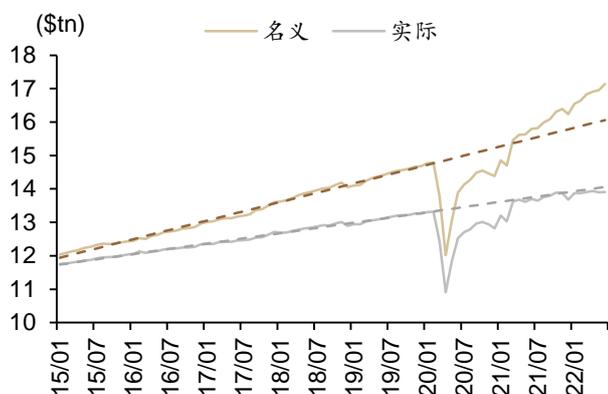


资料来源：彭博，德邦研究所，22Q2 的 GDP 为初值

1. 消费全景图：当前消费修复路径如何？

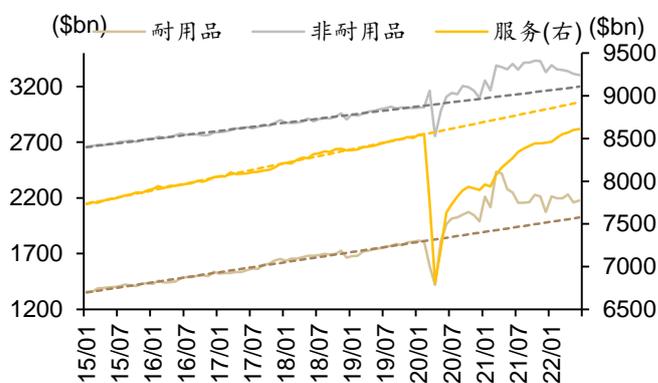
美国经济分析局 BEA 每月底公布上月的 PCE 数据，3 个月的 PCE 构成季度 PCE，用于计算 GDP 支出法中的私人消费分项。在数据构成上，BEA 首先统计 PCE 的名义值与价格指数 PCEPI，然后通过价格指数平减反推 PCE 的实际值。因此，分析 PCE 数据的第一个维度便是量价关系。如图 3，通过线性回归 2015-2019 年数据可分别得出名义与实际 PCE 的趋势线，将趋势线与 PCE 的真实走势进行比较，可看出自 2021 年 3 月拜登政府的 ARP 政策刺激落地以来，美国居民部门的名义与实际 PCE 均已恢复至疫情前水平（名义 PCE 偏离度¹已从 2 月的 -4.0% 回升至 3 月的 0.6%，实际 PCE 偏离度从 2 月的 -4.5% 回升至 3 月的 -0.3%），且随着供需矛盾的恶化，名义 PCE 的偏离度继续加剧，截止最新的 2022 年 6 月已有 6.7%，而实际偏离度则出现边际回落，最新的 2022 年 5、6 月均录得 -1.0%。从量价关系上看，随着货政紧缩加速、财政刺激消退、消费前置影响显现、消费者信心回落等多重因素影响，美国居民的消费力在“量”的层面已出现边际回落，当前旺盛消费力的背后更多来自“价”的支撑。

图 3：美国名义与实际 PCE 季环比年率



资料来源：彭博，德邦研究所；数值经季调年率，趋势线通过对 2015-2019 年数据进行线性回归得出

图 4：美国实际 PCE 三大分项季环比年率



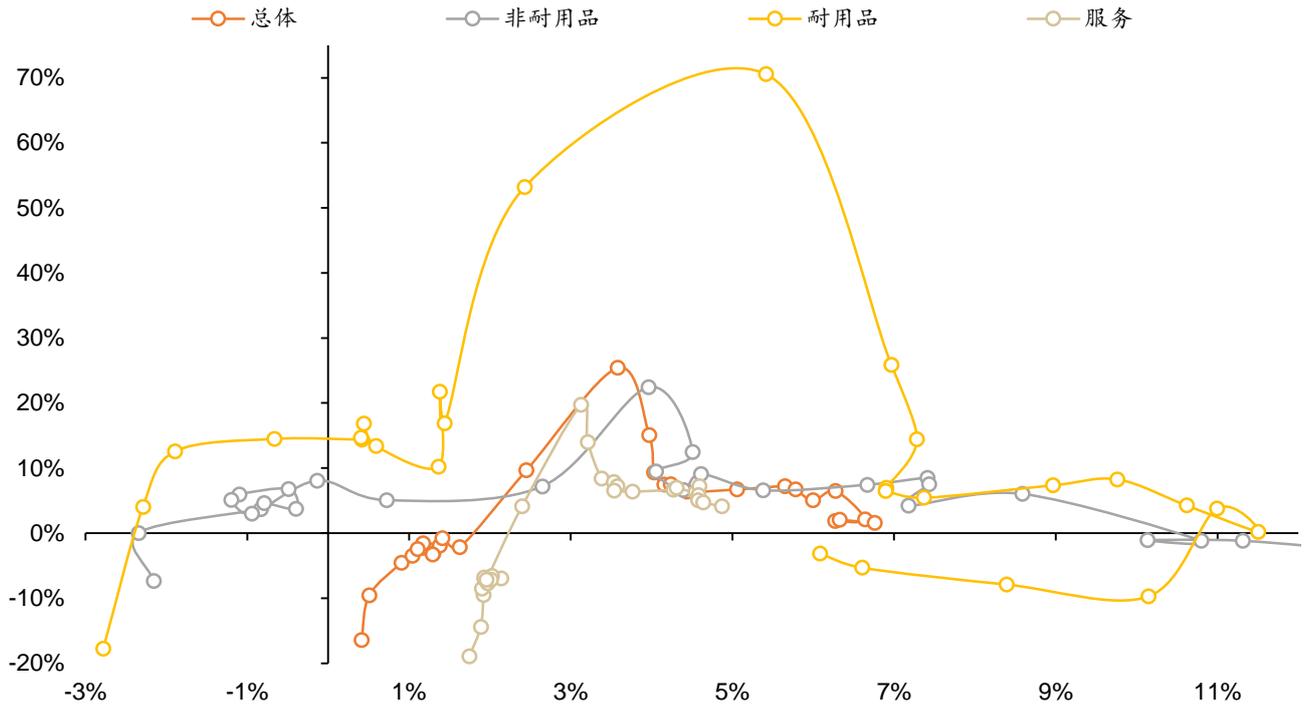
资料来源：彭博，德邦研究所；数值经季调年率，趋势线通过对 2015-2019 年数据进行线性回归得出

除去量价关系外，第二个分析维度是消费结构。BEA 公布的月度 PCE 数据共有 366 个消费项目，以层级来看，PCE 最多可展开至 7 个层级（如：PCE→服务→食宿→食品服务→付费餐饮服务→学校食堂→大学食堂），这些消费项目之间复杂的勾兑关系（如商品之于服务的替代效应、必需消费之于可选消费的收入效应）将是本篇报告后续解密消费数据中的衰退密码的密匙。

但这里，我们首先将 PCE 进行第 1 层级的展开。图 4 展示了实际 PCE 的三个 1 级分项——耐用品、非耐用品、服务自 2015 年以来的走势。图中可见：① 疫情危机以来两轮财政刺激（特朗普的 CARES ACT 与拜登的 ARP）带来的商品消费的结构性的复苏已出现放缓迹象。在绝对值的量纲上，耐用品与非耐用品的当月消费虽然仍保持强劲，但偏离度已出现向趋势线水平的收敛（2022 年 4 月至 6 月，耐用品偏离度：11.0%→7.0%→7.5%；非耐用品偏离度：4.8%→3.8%→3.2%）。反映在相对值的量纲上，这将逐步体现为消费增速的转负；② 服务消费修复力度边际趋缓，2022 年 4 月至 6 月服务消费偏离度分别为 -3.7%→-3.5%→-3.5%。结合商品与服务消费增长路径可知，虽然实际 PCE 在总量上仍紧贴趋势线，但内部的结构并不乐观——商品消费的乏力正逐步显现，这或对后续我国出口增速带来更显著的影响（因为增速对应的是相对值的量纲），而服务消费的修复步伐也开始弱化，这意味着后续服务或难以接棒商品消费，对实际 PCE 构成有效支撑。

¹ 偏离度 = 真实值/趋势线 - 1

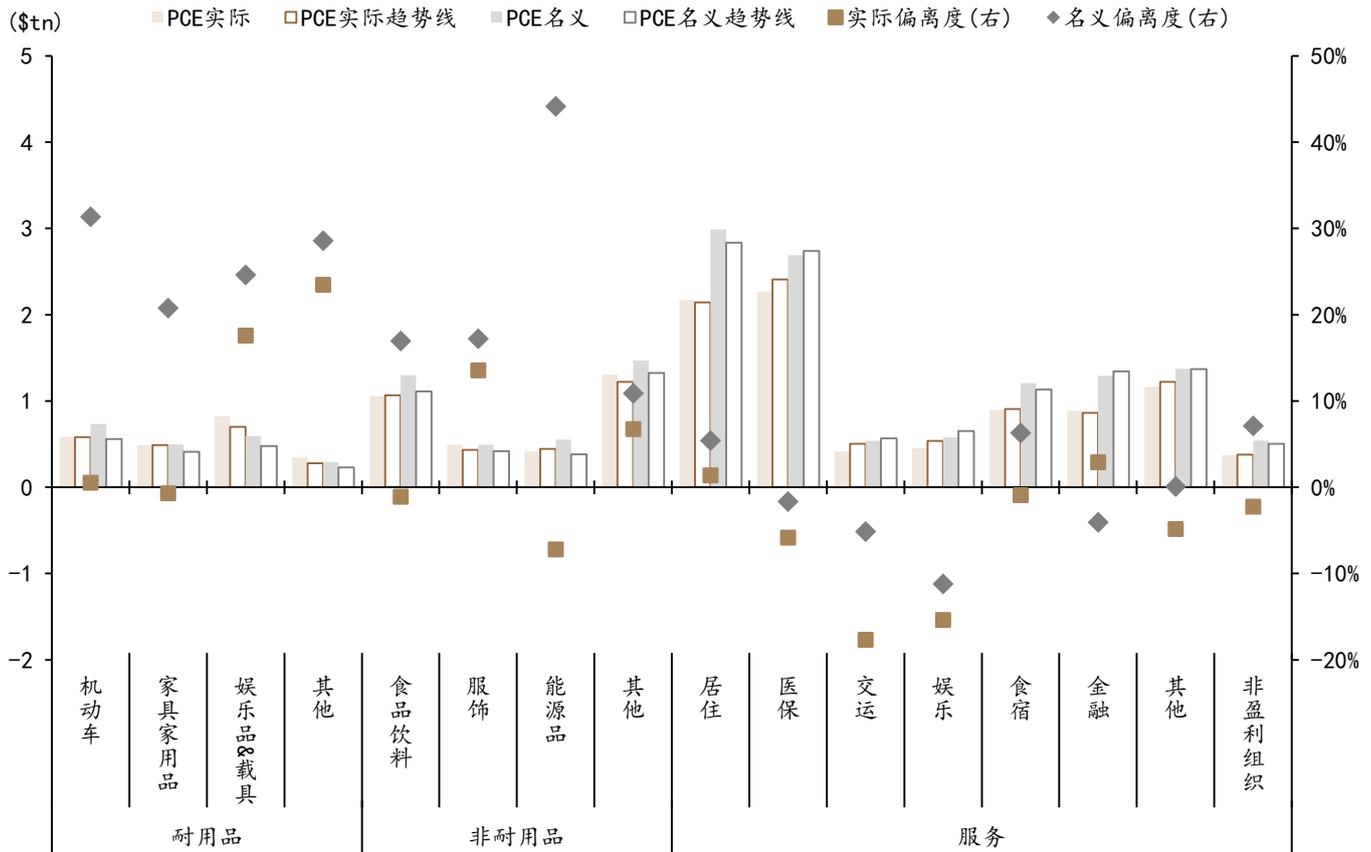
图 5：美国 PCE 价格指数 vs 实际消费支出同比量价关系



资料来源：彭博，德邦研究所；横轴为 PCE 价格指数同比增速，纵轴为实际 PCE 同比增速，数据区间为 2020 年 4 月至 2022 年 6 月

将总量层面的量价关系与结构层面的三大分项结合在一起，即可得到三大分项的量价关系轨迹图。图 5 展示了 2020 年 4 月疫情危机爆发以来，耐用品、非耐用品、服务的量价关系走势图。图中可见，在经历了①疫情爆发初期的量价齐跌、②首轮货政+财政刺激带来的量价修复、③拜登 ARP 政策的二轮刺激所引发的量价齐涨后，商品消费正在经历④供需失衡导致的量缩价涨的第四个阶段（这四个阶段其实也正好对应美银美林时钟中的“衰退→复苏→过热→滞胀”周期），体现为商品实际 PCE 同比增速的负增长与 PCEPI 的高位震荡。与此同时，服务实际 PCE 同比增速继续边际弱化，PCEPI 在价格黏性的趋势下保持缓慢攀升的势头。

图 6：美国 2022 年 6 月个人消费支出主要一级分项名义/实际 PCE 及其偏离度一览



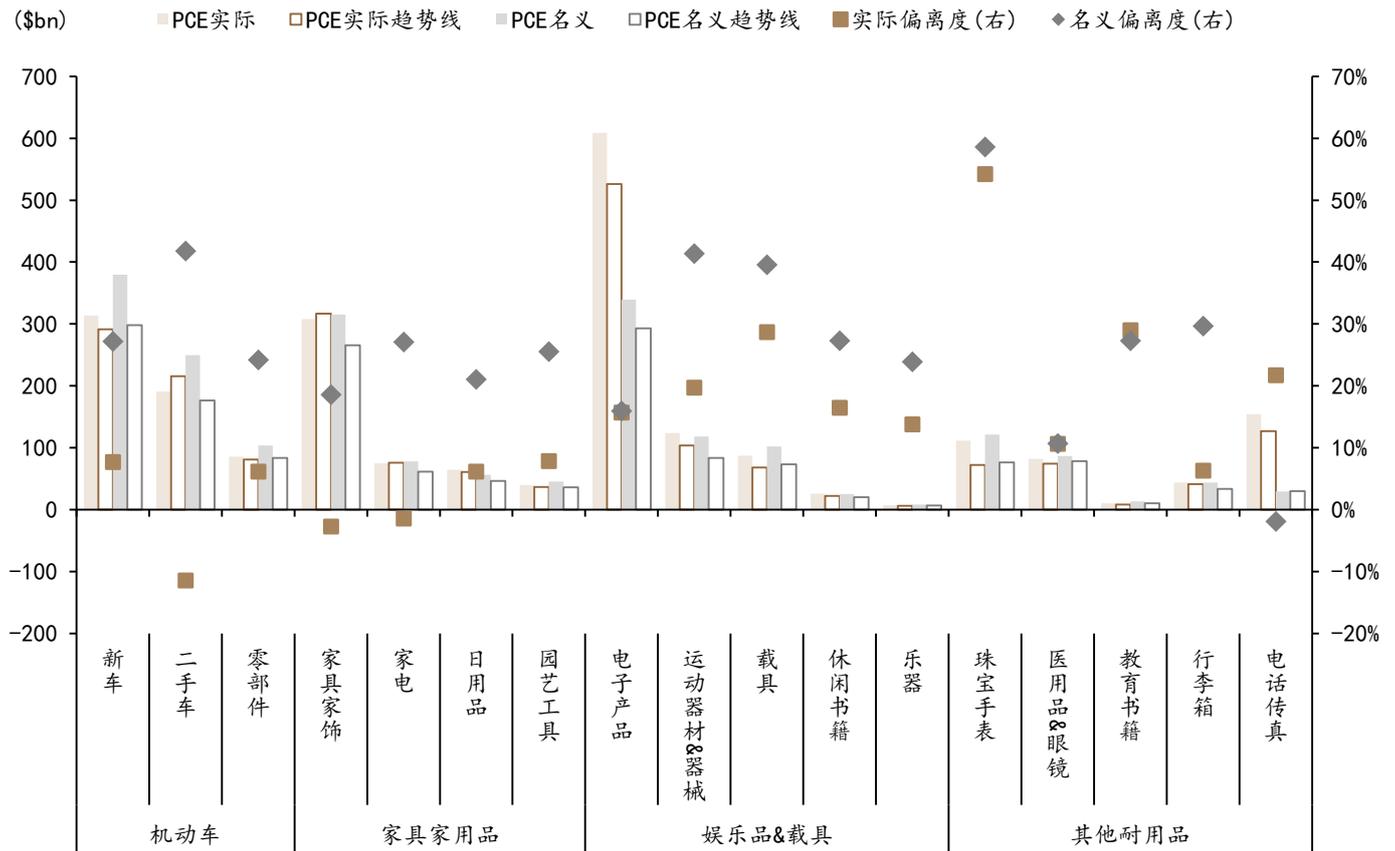
资料来源：彭博，德邦研究所；趋势线通过对 2015-2019 年数据进行线性回归得出，最新数据取 2022 年 6 月趋势线绝对水平，偏离度 = 真实值/趋势线 - 1

将第 1 层级的量价关系进一步展开，可得到美国 PCE 项目第 2 层级的量价关系图。图 6 展示了美国 PCE 第 1、2 层级的名义&实际 PCE 及其偏离度在 2022 年 6 月的情况。图中可见：

- ① 部分商品的涨价主要系价格带动（名义偏离度显著高于实际偏离度），实际消费支出的偏离度已回落至 0% 附近甚至以下，如机动车、家具家用品、食品饮料与能源品；
- ② 部分商品的涨价仍然来自实际消费支出（名义偏离度与实际偏离度之间轧差不大），反映其强劲的消费需求仍有望延续，如娱乐品&载具、其他耐用品、服饰、其他非耐用品；
- ③ 部分服务消费的修复程度仍然非常不充分（名义与实际偏离度仍然在零以下的较低水平），如交运、娱乐。

为何部分商品的 PCE 已进入要靠价格带动名义消费规模的滞胀阶段，而部分商品仍还能依靠强劲的实际消费支出拉动名义消费？以及，尚未修复的这些服务分项是否还能继续充分修复？这需要将 PCE 消费的层级进行下一维度的展开。

图 7：美国 2022 年 6 月耐用品分项名义/实际 PCE 及其偏离度一览



资料来源：彭博，德邦研究所；趋势线通过对 2015-2019 年数据进行线性回归得出，最新数据取 2022 年 6 月趋势线绝对水平，偏离度 = 实际值/趋势线 - 1

图 7 将耐用品的第 2、3 层级进行了展开，可得到颗粒度更高的耐用消费景象。图中可见：

- ① 机动车实际 PCE 的拖累主要来自二手车，二手车实际 PCE 与名义 PCE 的偏离程度是所有耐用品细分项中最为夸张的。这一方面来自二手车自身高价开始反噬实际消费支出，另一方面来自新车供给的逐步恢复对二手车销售带来的挤压。而随着供给的持续修复，被抑制的购车需求（主要体现为租车服务 PCE 的持续高企，最新 2022 年 6 月的实际偏离度仍有 4.6%）将在新车消费上被再度释放，这或在夏季出行高峰中带来本轮过热经济中周期最后的量价齐涨；

图 8：美国机动车相关分项实际 PCE 季环比年率

图 9：美国机动车 PCE 价格指数 vs 实际消费支出同比量价关系

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_45395

