



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

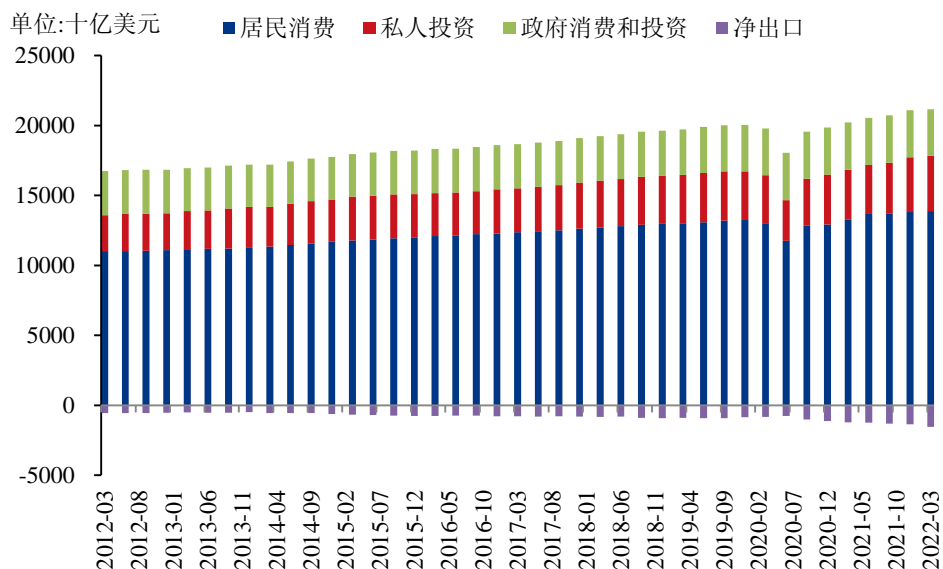
图表 1：美国实际 GDP 分项中居民消费占比超 70%.....	4
图表 2：美国消费者信心指数与 CPI 走势负相关.....	4
图表 3：美国个人消费支出（PCE）实际增速已降至疫情前水平.....	5
图表 4：美国消费者对未来 1 年的通胀预期高企.....	5
图表 5：疫情以来汽车贷款是居民消费信贷增量的主要来源.....	6
图表 6：美国居民消费信贷中拖欠 30 天以上的余额占比.....	6
图表 7：美国居民持有的金融资产缩水.....	7
图表 8：美国非农职位空缺率和平均薪酬同比增速基本见顶.....	7
图表 9：美国 5 月个人储蓄率已降至疫情前的低位.....	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



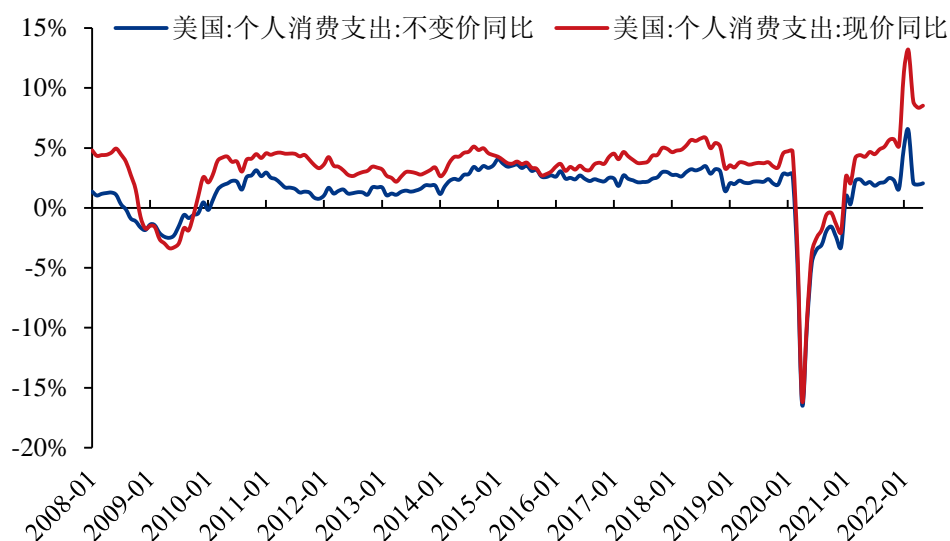
资料来源：wind、粤开证券研究院

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，



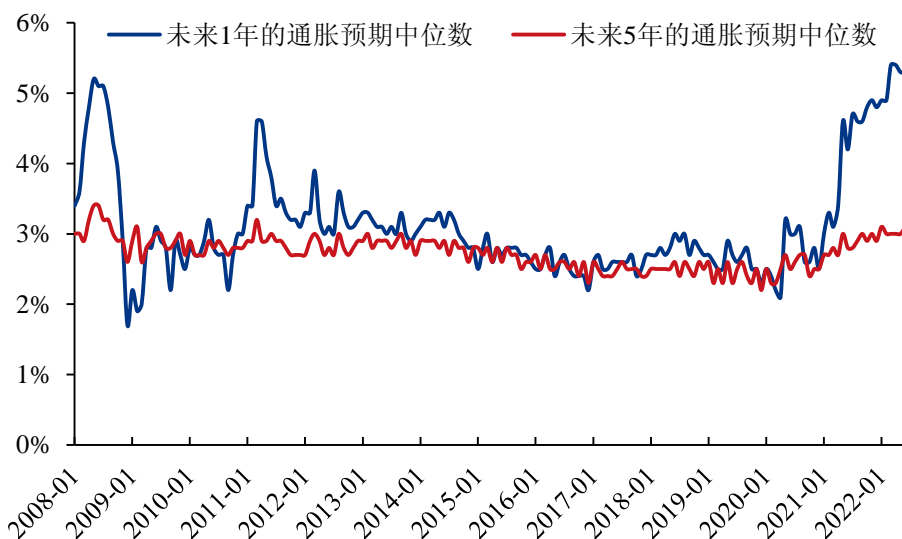
减少非必需消费。密歇根大学消费者调查数据显示，2022年6月消费者对未来一年的通胀预期仍在5%以上。

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

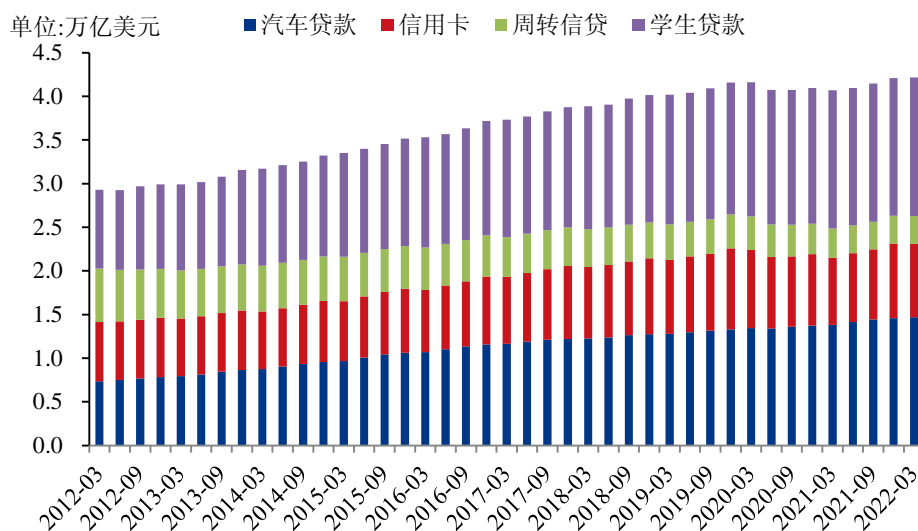


资料来源：密歇根大学消费者调查、粤开证券研究院

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。

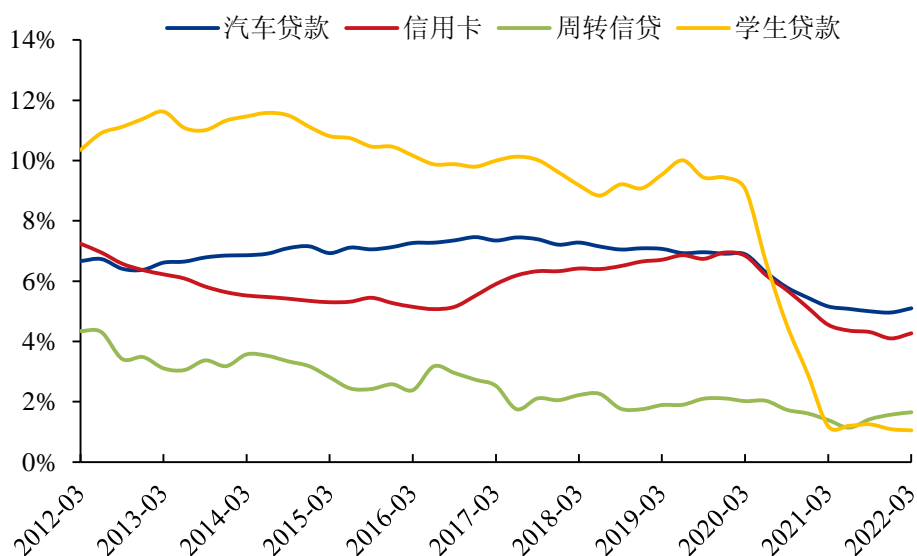


图表5：疫情以来汽车贷款是居民消费信贷增量的主要来源



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

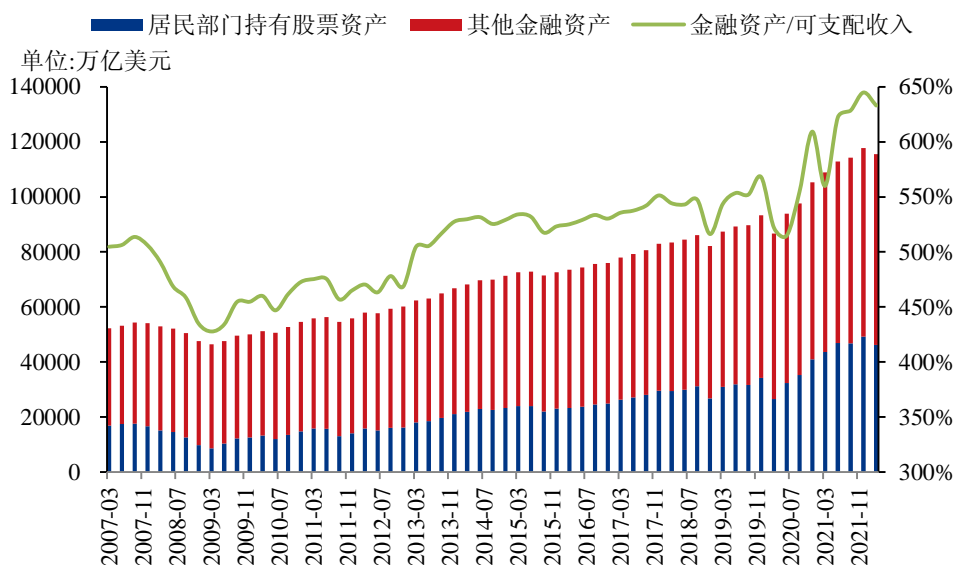


资料来源：纽约联储、粤开证券研究院

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。



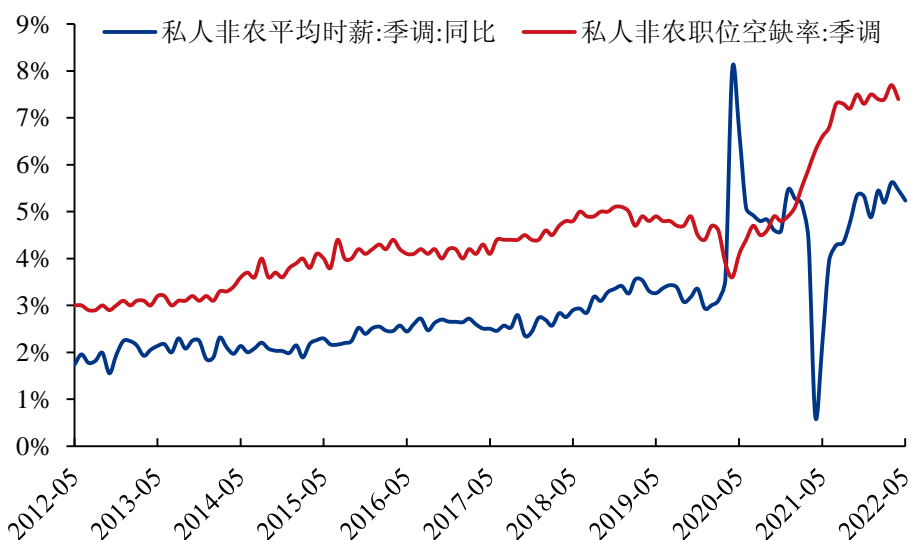
图表7：美国居民持有的金融资产缩水



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



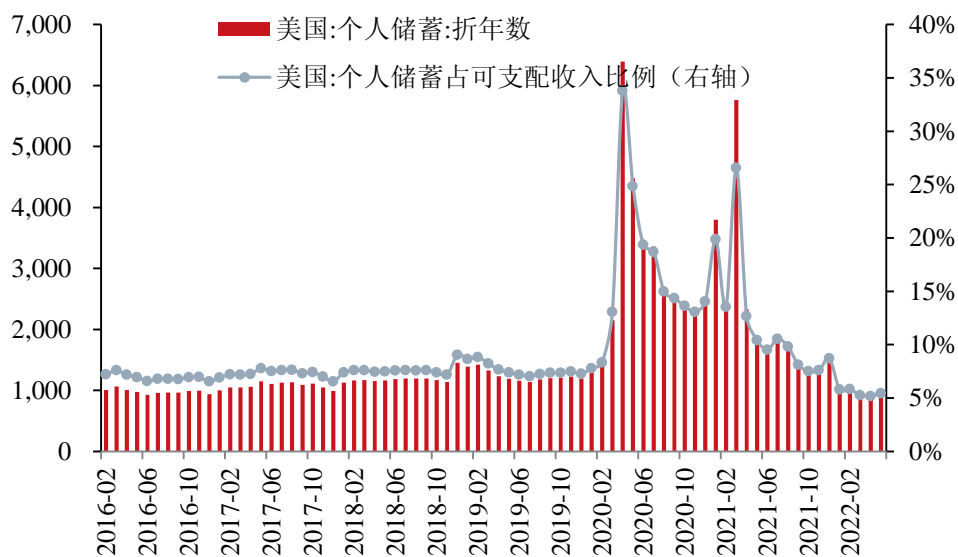
资料来源：wind、粤开证券研究院

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。

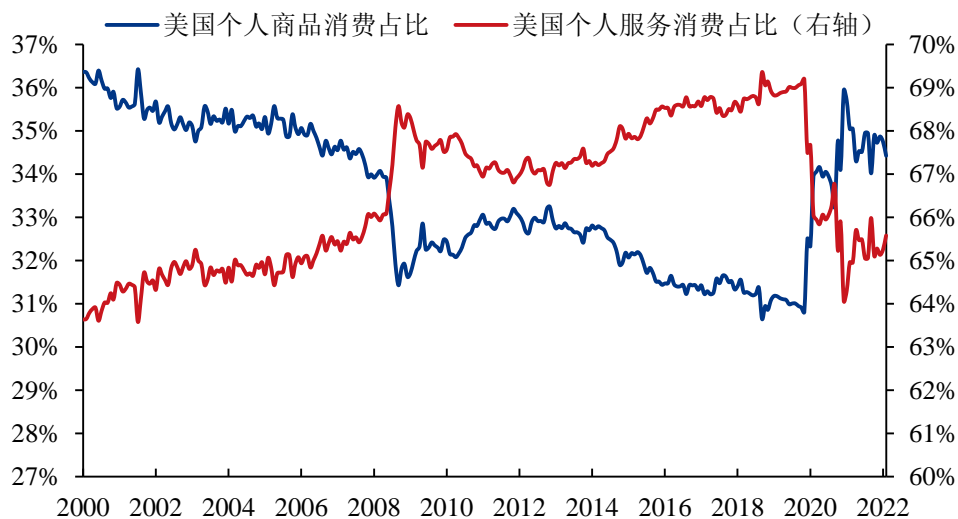
图表9：美国 5 月个人储蓄率已降至疫情前的低位



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



资料来源：wind、粤开证券研究院



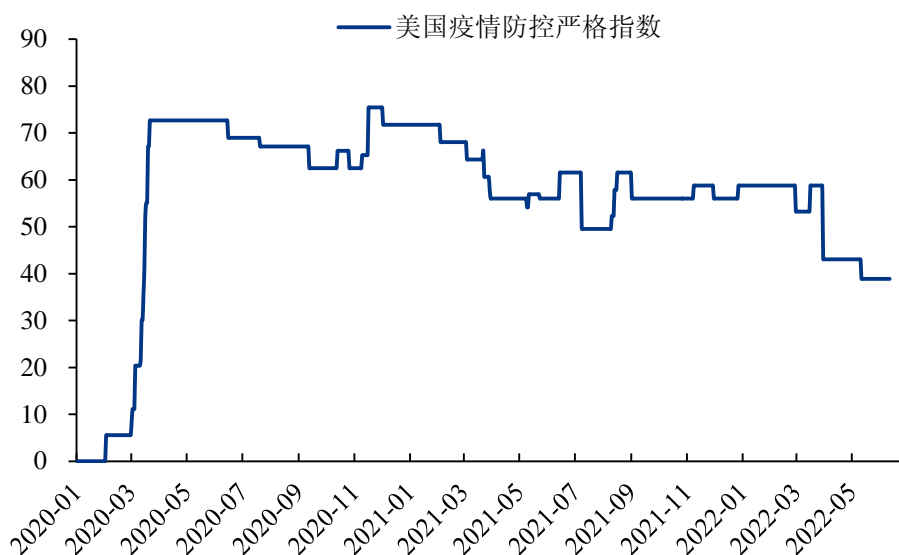
二、消费结构转变或对美国消费形成一定支撑

尽管美国居民收入和支出端都受到通胀和加息的冲击，但美国消费自身结构的转变或将体现出一定的韧性。一是服务消费支出对商品消费支出的替代作用；二是商品消费内部调整，出行相关的商品消费对冲其他耐用品消费下滑；三是美国国内生产恢复，对进口消费品的替代也会对国内消费有支撑。

1、服务消费回升对冲商品消费下滑

当前美国消费结构正经历从实物商品消费向服务消费的变迁。疫情期间受到防疫措施制约，消费场景受限，线下服务消费占比大幅下降，而居家相关的耐用品占比大幅上升。随着全球疫苗接种率的提升，变异病毒的致死率下降，美国等发达经济体大幅放松国内防疫和国际旅行限制。今年美国多地开始放松防疫限制，促进社会经济恢复，美国疫情防控严格指数降至疫情以来的低点。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。特别是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，服务消费是下半年消费增长的核心动力。

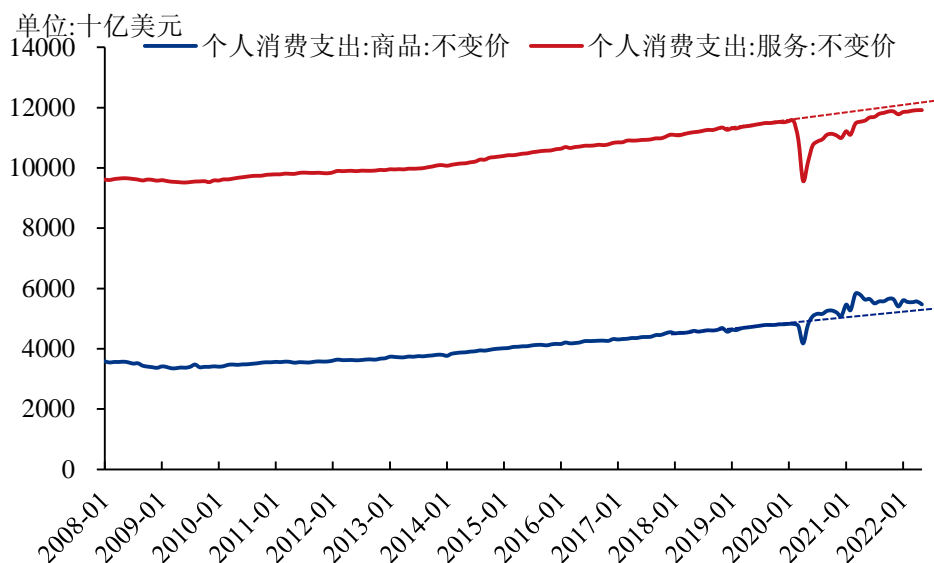
图表11：美国进一步放松疫情防控限制促进社交经济恢复



资料来源：牛津大学、粤开证券研究院

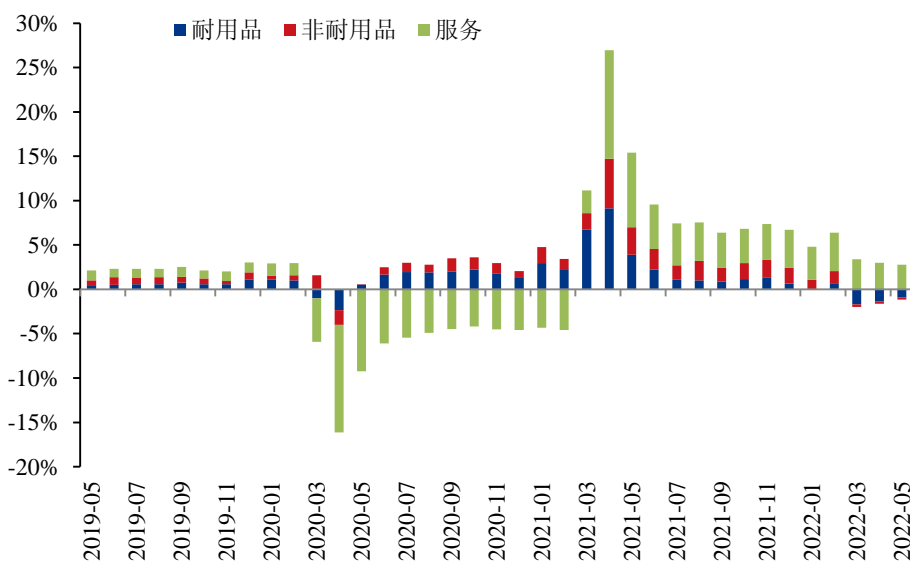


图表12：美国服务消费距疫情前趋势线仍有空间



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：美国个人消费支出（PCE）实际同比拉动



资料来源：wind、粤开证券研究院

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

商品消费内部分为耐用品和非耐用品消费，耐用品主要包括汽车、家具、家电等使用周期较长的商品，而非耐用品主要包括食品、能源用品、服装等更新频率较高的商品。

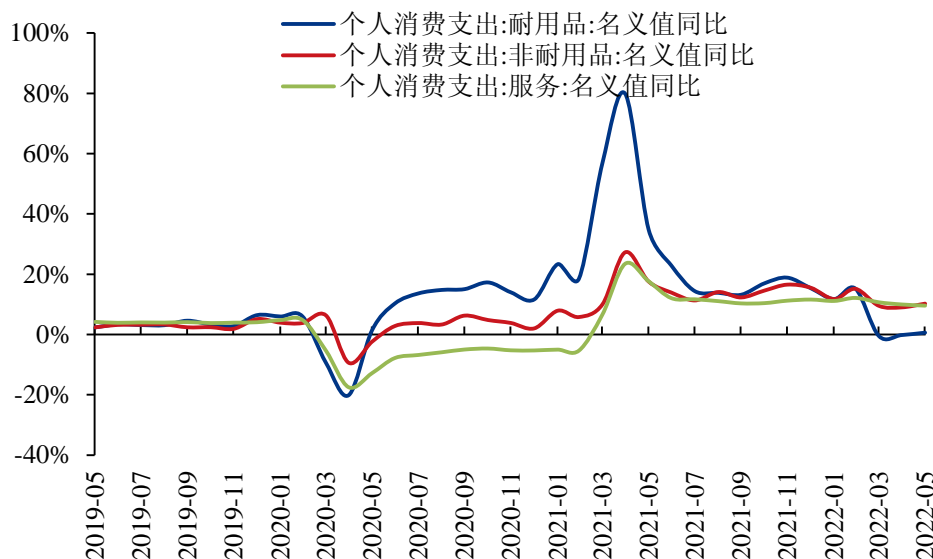
从美国经济分析局统计的 PCE 名义值来看，非耐用品消费支出同比保持在 10%左右的增速，而耐用品消费已经负增长。

从美国普查局统计的零售销售额来看，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。其中加油站零售受到美国汽车零售价格创新高的推高，而服装零售则反映了出行消费需求的复苏。而与之对比的是，疫情期间宅经济相关的家具、家电、电子商品零售今年 1-5 月同比增速垫底。



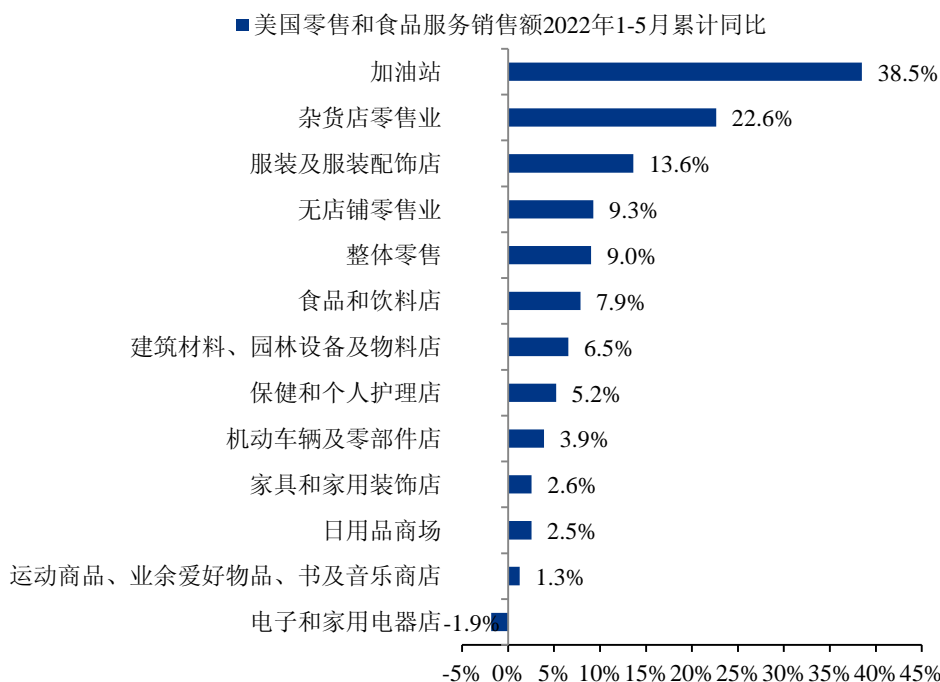
往后看，出行相关需求对非耐用品消费的支撑仍将继续，将部分对冲居家相关的耐用品消费退潮。

图表14：美国个人消费支出名义值非耐用品同比增速较高



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表15：美国服装、杂货等非耐用品的零售消费增速较高



资料来源：wind、粤开证券研究院

3、美国国内生产恢复，进口消费品需求减少，将对美国经济增长有正向拉动

疫情以来，美国国内生产恢复较慢，受制于供应链和物流瓶颈，美国主要通过进口来满足国内激增的商品消费需求。今年一季度，疫情和高油价影响下美国进口高增，导



致贸易逆差扩大，拖累 GDP 环比负增长。

往后看，美国消费结构转变会导致进口商品需求降温，并且随着美国国内生产继续恢复，将对部分消费品进口进行国产替代，从而正向拉动 GDP 增长。

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

1、美国消费年内同比增速回落，环比或出现负增长

综合而言，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。

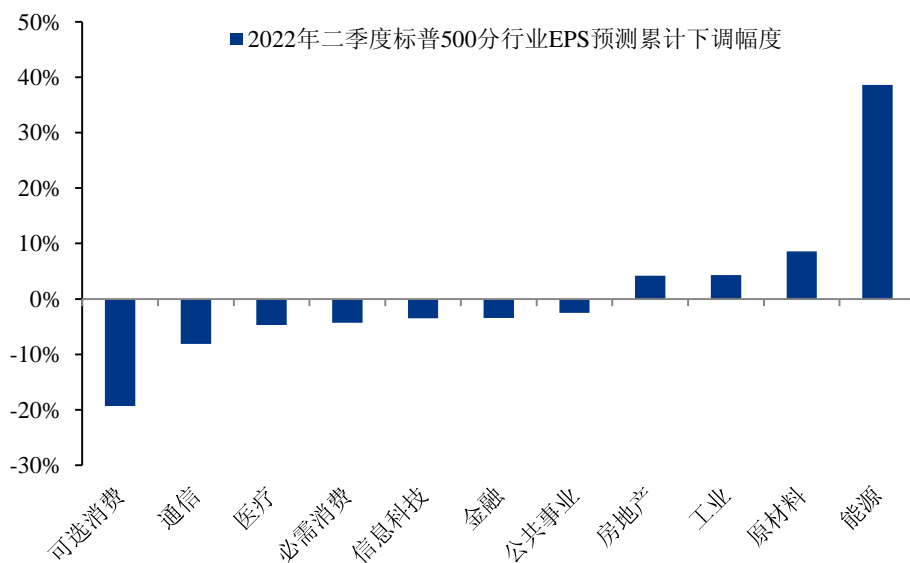
值得关注的风险是，如果美国持续高通胀并引发美联储过快加息，同时抑制居民消费能力和消费意愿，导致个人消费支出实际同比负增长，或将拖累美国经济陷入衰退。

2、美股：消费行业整体承压，出行消费驱动航空板块有结构性机会

下半年在流动性紧缩和盈利预期下行环境中，美股市场整体上依然承压，但出行消费相关行业如航空或有结构性机会。

今年 6 月美股已经步入技术性熊市区间，美股可选消费行业盈利不及预期，并在加息和通胀冲击下，二季度标普 500 可选消费行业盈利预测累计下调近 20%，体现了美国消费动能衰减的预期。但相对而言，美股航空板块有结构性机会。一是出行相关的需求较强，跨区域旅行复苏利好航空股；二是油价上涨带来的成本端压力已经边际缓解，航空股盈利预期有一定修复空间，行业层面或将跑赢大盘。

图表16：美股可选消费行业二季度盈利预测下调幅度最大



资料来源：FACTSET、粤开证券研究院



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

下半年我国出口面临需求下行和竞争加剧两重压力。一是美国消费需求降温，带动全球经济增长下行，外需走弱；二是印度、东盟等经济体生产恢复，加剧我国出口的竞争压力。

但美国消费结构调整，叠加中国产业链供应链优势，中国出口仍具有一定韧性。服装类出口受益于海外出行消费需求，而汽车及零部件、机械设备等资本品出口也将较为强劲。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com