



宏观专题

美国消费内循环还能撑多久？ ——超额储蓄结构测算技术贴

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

《美国消费数据中的衰退密码——衰退启示录#2》

《从居民超储看美国衰退时点&幅度——衰退启示录#4》

《美国居民超额储蓄或于 2024Q2 耗尽——美国居民收入与消费 2023 年 2 月报#》

投资要点：

- **核心观点：**美国居民部门超额储蓄或在 2024 年中耗尽，即今年内美国不会出现私人消费的塌方。我们基于美国居民收入与支出分布数据，创新性测算了美国居民超额储蓄在不同收入群体间的分布，并推算超额储蓄将在 2024 年 7 月消耗殆尽。对超储结构的拆分进一步显示，中低（25%-50%收入分位）与中高（50%-75%分位）收入群体相比高收入（75%-100%分位）群体拥有更高比重的超额储蓄，且边际消费倾向相对更高，其稳固的超额储蓄成为支撑美国消费保持韧性的缓冲垫。相较之下，低收入群体（0-25%收入分位）的超储已经耗尽，叠加财政补贴的逐步退出，未来消费或将走弱。但考虑到低收入群体的工资增速在疫情期间大幅走高且已至高位，流量收入的支撑下低收入群体的消费料不会出现断崖式下滑。
- **疫情后美国居民收支结构变化。**对比 2019-2021 年美国居民收入在不同收入群体的分布数据，以及不同收入群体自疫情以来的高频消费数据，我们发现美国居民收支结构有以下特点：①低收入群体可支配收入占比在经历了 2020 年的增长之后，在 2021 年并未有显著增长甚至出现下降，财政补贴效应的弱化或是主要原因；②中低和中高收入群体可支配收入份额占比在 2020 和 2021 年经历了持续上升，或主要源自经济复苏和薪资收入的增长；③高收入群体可支配收入份额在 2020 和 2021 年持续下降；④与疫情前相比，低收入群体消费缺口迅速回正且增幅持续维持高位；高收入群体消费的收缩幅度最大，消费复苏速度和幅度均最小。
- **美国不同收入阶层超储规模测算。**我们基于美联储 FED Notes 对超额储蓄分布结构的测算方法，结合最新收入分布数据对其进行修正和更新，测算了美国不同收入群体超额储蓄的最新规模。测算结果显示，0-25%收入分位群体的超额储蓄已于 2022 年 12 月消耗完毕；截至 2023 年 2 月，25%-50%和 50%-75%收入分位群体的超额储蓄分别占比 34.77%和 32.95%，75%-100%收入分位群体的超额储蓄占比 32.3%。在新计算方法下：高收入群体的超额储蓄占比相对更小、消耗速度更快，而中低和中高收入群体的超额储蓄规模占比更大、消耗速度更慢。造成这一区别的原因在于，FEDS Notes 以 2019 年收入份额数据为基准的测算高估了高收入群体的超储规模、低估了中低和中高收入群体的超储规模，而我们采用最新数据测算的结果较现实更为接近。
- **低收入群体的消费或将走弱，但稳固的超额储蓄为中低和中高收入群体的消费提供了缓冲垫，且随着实际薪资的回升，美国消费的韧性有望维持至今年三至四季度。**超额储蓄是疫情以后支撑美国私人消费强劲增长的存量因素，随着经济步入后疫情时期，财政补贴的退出和消费的复苏使得居民收入的流量水平，即可支配收入，成为支撑美国私人消费越来越重要的因素。从未来趋势看，超储的消耗殆尽和补贴的退出或将造成低收入群体消费的走弱，而中低和中高收入群体稳固的超额储蓄和通胀下行下实际薪资增速的回升，均可为消费韧性提供支撑。以近三个月不同收入分位群体累积储蓄水平的路径为未来趋势进行线性外推，可推算美国居民部门超额储蓄总量将于 2024 年 7 月消耗殆尽，即届时美国经济最大的增长引擎——私人消费或面临“熄火”风险，从而传导至总量经济层面，加剧经济衰退的深度。
- **风险提示：**美国通胀回落速度不及预期导致高通胀削弱美国居民购买力；超额储蓄消耗速度快于预期；金融风险失控加速美国经济衰退的到来。

内容目录

1. 美国不同收入阶层的超储规模测算	5
1.1. 美联储对超额储蓄结构的测算方法	5
1.2. 疫情后美国居民收支在不同收入群体分布的变化	5
1.3. 美国不同收入阶层超额储蓄规模测算	7
2. 美国消费内循环还能撑多久?	9
2.1. 美国不同收入群体画像: 收入与负债	9
2.2. 消费的流量支撑: 可支配收入主要分项趋势	10
2.3. 消费的存量支撑: 超额储蓄未来路径预测	12
3. 风险提示	13

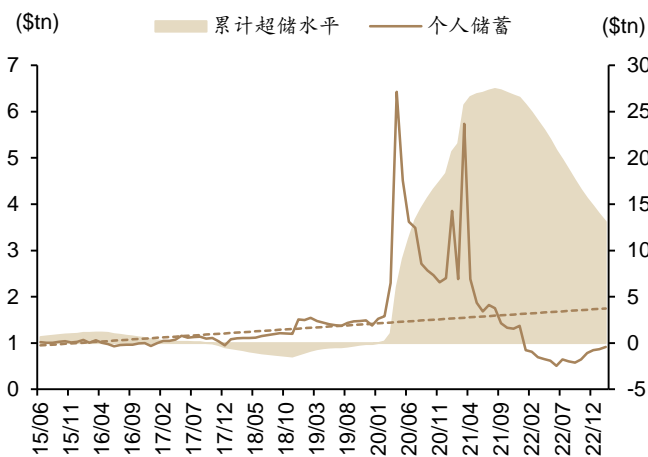
图表目录

图 1: 美国单月个人储蓄及趋势 vs 累计超额储蓄	4
图 2: 美国名义、实际 PCE 及趋势线.....	4
图 3: 不同测算方法下的美国超额储蓄分布 (截至 2021 年)	5
图 4: FEDS Notes 测算美国不同收入分位群体超储规模	5
图 5: 2019 与 2020 年美国个人收支分项在不同收入群体的份额占比	6
图 6: 2019-2021 年美国个人可支配收入在不同收入群体中的份额占比	6
图 7: PCE 消费与 Opportunity Insights 消费数据趋势	7
图 8: 美国不同收入群体消费较疫情前缺口	7
图 9: 美国不同收入分位群体 2020 年以来累计储蓄规模测算.....	8
图 10: 以 FEDS Notes 方法测算美国不同收入群体超储.....	8
图 11: 美国不同收入群体超额储蓄在总规模占比变化	8
图 12: FEDS Notes 测算美国不同收入群体超储主要贡献	9
图 13: 美国不同收入群体超额储蓄规模月环比	9
图 14: 美国家庭年收入分布情况 (2021 年)	10
图 15: 美国各收入分位群体持有债务的家庭占比	10
图 16: 美国居民个人税负与转移收入及趋势.....	10
图 17: 美国不同收入分位群体平均时薪同比增速	10
图 18: 美国不同收入群体平均周薪同比增速.....	11
图 19: 2019Q4 以来美国不同收入群体平均周薪累计增幅.....	11
图 20: 纽约联储不同收入群体未来一年消费增长预期	11
图 21: 美国信用卡余额与信用卡拖欠率	11
图 22: 美国非农时薪同比增速与 CPI 同比增速趋势	12
图 23: 密歇根大学调查美国消费者通胀预期.....	12
图 24: 美国不同收入分位群体 2020 年以来累计储蓄水平&未来路径预测.....	12

得益于疫情期间两轮史诗级规模的财政补贴和供需缺口下强劲的就业市场与薪资增长，美国居民部门积累了大量的超额储蓄（图 1），成为支撑美国私人消费的堡垒。在投资分项已然走弱（固定资产投资与住宅投资已连续负增长、私人库存整体转为主动去库）的当前，市场对 2023Q1 美国消费增长预期仍有+2.5%，是 GDP 的主要贡献项。

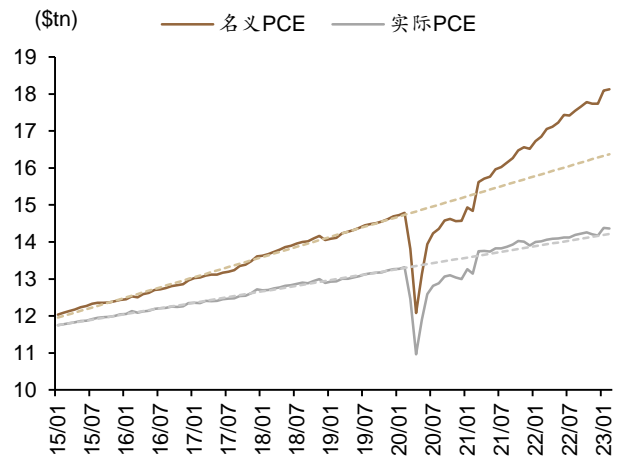
一个随之而来的问题是：美国居民部门的超额储蓄还剩多少？能够支撑美国消费内循环到何时？在《美国居民超额储蓄或于 2024Q2 耗尽——美国居民收入与消费 2023 年 2 月报#》中，我们最新的测算显示美国居民部门的超额储蓄将在 2024Q2 耗尽。其中，2023 年以来，在新税基下个人税负的减少导致美国居民部门可支配收入加速上行及储蓄率回升，超额储蓄的消耗速率放缓。考虑到当前美国居民名义消费早已恢复至疫情前趋势线以上，实际消费则略高于趋势线，超额储蓄支撑下的美国私人消费还有多少增长空间，成为决定美国经济衰退时点和深度的关键因素。

图 1：美国单月个人储蓄及趋势 vs 累计超额储蓄



资料来源：彭博，德邦研究所；数据为季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

图 2：美国名义、实际 PCE 及趋势线



资料来源：彭博，德邦研究所；数据为季调年率，趋势线根据 2015-2019 线性回归得出

目前市场关于超储的讨论和测算多集中于总量层面，美联储在 2022 年 10 月测算美国居民超额储蓄的研究¹中计算了不同收入阶层的超额储蓄规模。考虑到不同收入阶层的边际消费倾向不同，拆分不同收入群体的超储规模对估算超储对消费的贡献度有重要的参考意义。此外，根据对超储定义和数据来源的不同，目前对于超储结构的计算方法和口径各不相同，测算结果也有较大差异，这就使得对美国消费可持续性的判断存在较大分歧。为此，我们参考美联储的算法，并结合最新收入分布数据对其进行修正和更新，测算了美国不同收入群体超额储蓄的最新规模及未来路径推演。

测算结果显示：①截至 2023 年 2 月，中低和中高收入群体（收入分位分别在 25%-50% 和 50%-75%）持有的超额储蓄分别占比 35% 和 33%，高收入群体（收入分位在 75%-100%）的超额储蓄占比约 32%，中低和中高收入群体在可支配收入上低于高收入群体，但拥有更大比例的超额储蓄；②美国最低收入分位（0-25%）群体的超储已消耗完毕，中低和中高收入群体的超额储蓄占比持续走高，高收入群体的超储占比则持续走低，且消耗速率在近期加快。中低和中高收入群体坚实的超额储蓄和相对较高的消费倾向，将成为支撑美国居民消费韧性的主要源泉。

¹ Aladangady, Aditya, David Cho, Laura Feiveson, and Eugenio Pinto (2022). "Excess Savings during the COVID-19 Pandemic," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, October 21, 2022, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3223>.

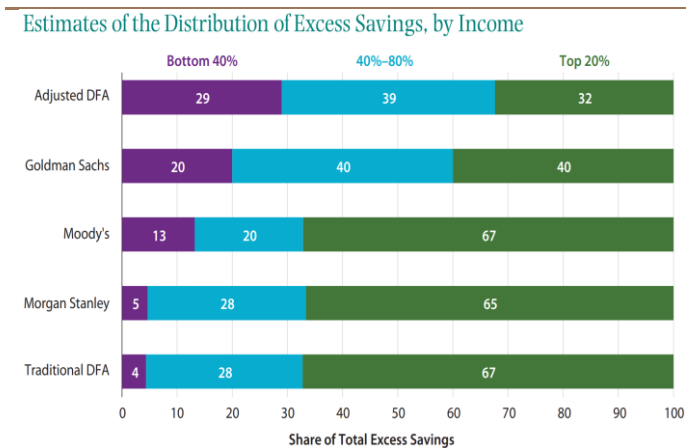
1. 美国不同收入阶层的超储规模测算

1.1. 美联储对超额储蓄结构的测算方法

根据对超额储蓄定义的不同，超额储蓄的测算包括基于现金流量的方法与基于居民收支的方法，测算的结果也各有差异(图 3)。我们参考美联储 FEDS Notes 研究的测算方法，基于美国居民月度收支数据进行测算，其优点在于频率相对较高，且更贴近超额储蓄的原本含义。BEA 公布的月度居民收支表反映了当月居民部门收支流量，而超额储蓄是一个存量概念。因此超额储蓄较为标准的估算方法是首先拟合出各收入和支出分项在疫情前的趋势，再计算实际值与趋势值之差得到单月超额储蓄，并在时间序列上求和得到累计超额储蓄(参见《从居民超储看美国衰退时点&幅度——衰退启示录#4》)。因此，计算不同收入群体超额储蓄的关键在于得到居民收入与支出分项在不同群体的分布比例数据。美联储采用了众多数据源测算上述数据，其中最重要的两大数据源包括 BEA 发布的居民个人收入分布数据 (*Distribution of Personal Income statistics*) 以及 *Opportunity Insights* 发布的分收入阶层的周度/月度消费数据。

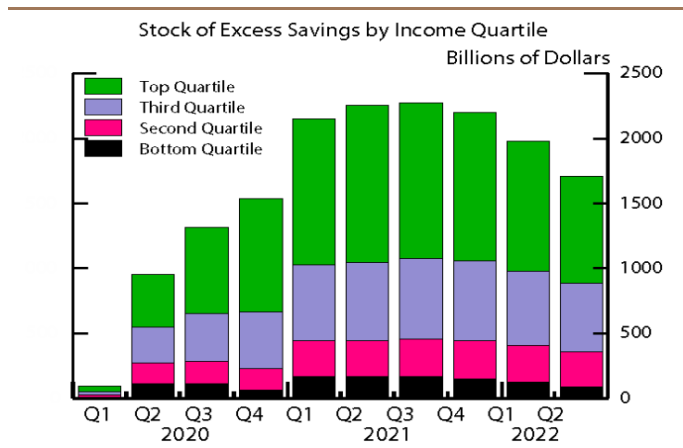
具体方法上，在收入端，首先依照标准算法得到各收入分项截至 2022Q2 的累计超额水平，再以 BEA 发布的 2019 年不同收入分位群体在各收入分项中的占比数据为固定比例，将此超额数据按比例在不同群体分配，并依次计算出收入端各项超额水平的分布。对于支出端，*Opportunity Insights* 发布的实时更新的消费数据与 PCE 消费数据整体一致，因此可利用其不同收入群体的消费占比数据，测算出超额消费在各群体的分布。对于支出端的其他数据(利息支出与转移支出)则参考了 *Survey of Consumer Finances* 等数据。测算出各收入与支出项的分布之后，则可得到超额储蓄在不同收入群体的分布情况(图 4)。

图 3: 不同测算方法下的美国超额储蓄分布(截至 2021 年)



资料来源: Brookings, 德邦研究所

图 4: FEDS Notes 测算美国不同收入分位群体超储规模



资料来源: FEDS Notes, 德邦研究所

考虑到美国居民收入分配在疫情期间经历了较大的变化，上述计算中以 2019 年固定比例外推至 2022 年的方法或存在假定过强的不足，从而造成计算结果的偏差。得益于收入分布数据的更新，我们将采用最新收入分布数据对这一算法进行修正，并测算超额储蓄在不同收入阶层分布的最新情况。因此，我们将首先介绍疫情期间美国居民收支分布变化情况，随后据此对超储分布进行测算。

1.2. 疫情后美国居民收支在不同收入群体分布的变化

疫情期间，美国居民在收入结构分布上最大的特点在于中低收入群体收入份额占比的提升和高收入群体收入占比的下降(图 5)。对比 2020 和 2019 年可见，最底层 0-10% 收入分位群体的可支配收入占比从 2% 升至 2.3%，30%-40% 分位群体的可支配收入占比也由 5.8% 显著上升至 6.3%，而 90%-100% 分位群体的可

支配收入占比则由 33.2% 大幅下降至 31.5%。其中，转移收入和个人税负带来的再分配效应是可支配收入份额占比变化的主要贡献，而疫情期间经营收入的减少、股市和房价下跌带来资产收入减少等效应在中高收入群体中更为显著。从消费端看，也存在低收入和中低收入群体消费份额占比抬升、中高收入和高收入群体消费份额占比下降的显著特点。

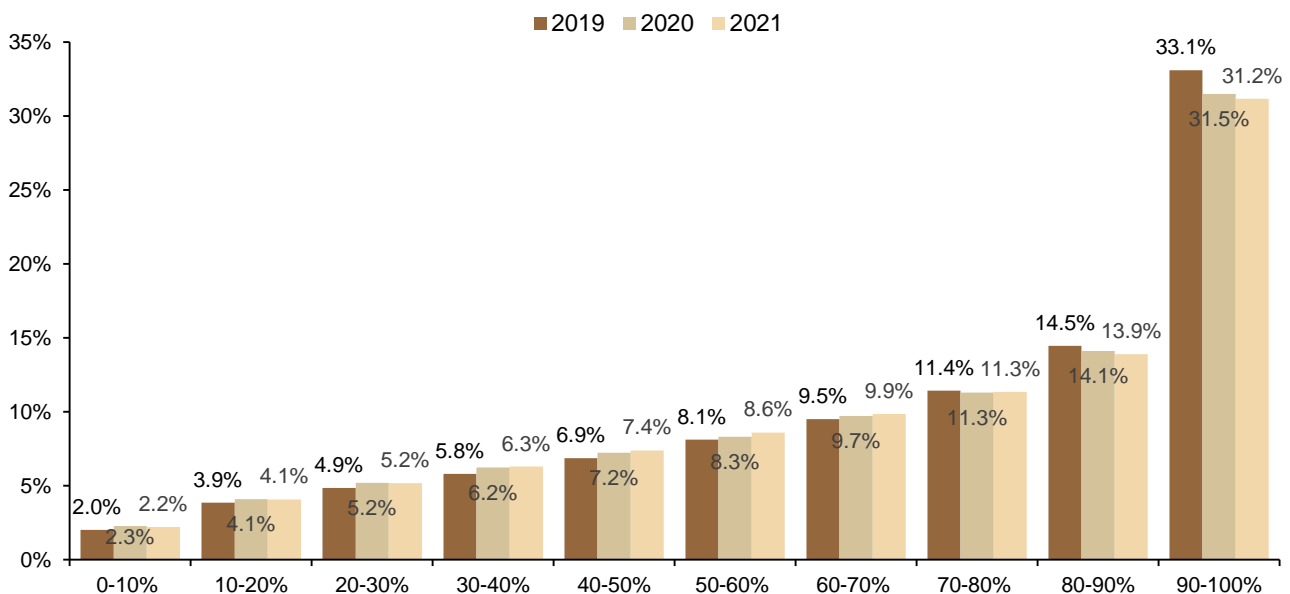
图 5：2019 与 2020 年美国个人收支分项在不同收入群体的份额占比

2020											
	十亿美元	0-10%	10%-20%	20%-30%	30%-40%	40%-50%	50%-60%	60%-70%	70%-80%	80%-90%	90%-100%
薪酬收入	\$11,593	0.9%	2.1%	3.4%	4.6%	6.0%	7.8%	10.4%	13.4%	18.3%	33.0%
经营收入	\$1,643	-0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.9%	1.3%	2.6%	4.6%	8.3%	81.9%
租金收入	\$709	1.9%	4.4%	5.4%	6.1%	7.3%	8.6%	10.0%	11.7%	14.7%	29.9%
资产收入	\$3,038	0.5%	1.1%	1.6%	2.4%	3.3%	4.5%	6.1%	8.4%	13.9%	58.1%
转移收入	\$4,204	7.0%	10.0%	11.2%	12.2%	12.3%	11.8%	10.7%	9.7%	7.9%	7.3%
社保缴纳	\$1,450	0.9%	2.2%	3.5%	4.7%	6.0%	7.9%	10.6%	13.7%	18.9%	31.5%
个人收入	\$19,832	2.0%	3.6%	4.6%	5.6%	6.5%	7.6%	9.1%	11.0%	14.4%	35.6%
个人税负	\$2,236	-0.9%	-0.7%	-0.3%	0.1%	1.0%	2.5%	4.9%	8.8%	16.9%	67.8%
可支配收入	\$17,596	2.3%	4.1%	5.2%	6.3%	7.2%	8.3%	9.7%	11.3%	14.1%	31.5%
个人消费	\$13,613	4.1%	5.9%	6.7%	7.5%	8.4%	9.4%	10.5%	11.6%	13.9%	22.1%
2019											
	十亿美元	0-10%	10%-20%	20%-30%	30%-40%	40%-50%	50%-60%	60%-70%	70%-80%	80%-90%	90%-100%
薪酬收入	\$11,448	0.9%	2.4%	3.5%	4.7%	6.3%	8.3%	10.7%	13.8%	17.7%	31.8%
经营收入	\$1,601	-0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	1.0%	1.8%	2.8%	4.7%	8.9%	79.8%
租金收入	\$688	1.9%	4.3%	5.6%	6.5%	7.2%	8.4%	10.0%	11.4%	14.3%	30.3%
资产收入	\$3,061	0.6%	1.0%	1.5%	2.2%	3.3%	4.6%	6.4%	8.6%	13.8%	58.0%
转移收入	\$3,207	7.1%	10.7%	11.8%	12.2%	12.0%	11.3%	9.9%	9.0%	8.3%	7.8%
社保缴纳	\$1,425	0.9%	2.4%	3.5%	4.8%	6.4%	8.4%	10.8%	14.1%	18.4%	30.2%
个人收入	\$18,587	1.8%	3.4%	4.4%	5.3%	6.3%	7.6%	9.1%	11.2%	14.5%	36.3%
个人税负	\$2,198	0.1%	0.5%	1.0%	1.6%	2.6%	4.0%	6.1%	9.4%	15.2%	59.5%
可支配收入	\$16,389	2.0%	3.8%	4.8%	5.8%	6.9%	8.1%	9.5%	11.4%	14.5%	33.2%
个人消费	\$13,954	3.8%	5.6%	6.6%	7.4%	8.1%	9.5%	10.3%	12.0%	14.3%	22.3%

资料来源：BEA, BLS, 德邦研究所

受限于数据的时滞，收入分项的分布数据只能追踪至 2020 年，而可支配收入数据则更新至 2021 年。对比 2019-2021 年美国不同群体可支配收入占比的变化可见，对于收入分位在 0-30% 群体，其可支配收入占比在经历了 2020 年的增长之后，在 2021 年并未有显著增长甚至出现下降，财政补贴效应的弱化或是主要原因。而对于收入分位处于中间的群体（30%-70% 分位），其可支配收入份额占比在 2021 年经历了持续上升，经济复苏带来的薪资增长或是主要原因。而对于高收入群体（80%-100% 分位），其可支配收入份额在 2021 年继续下降。

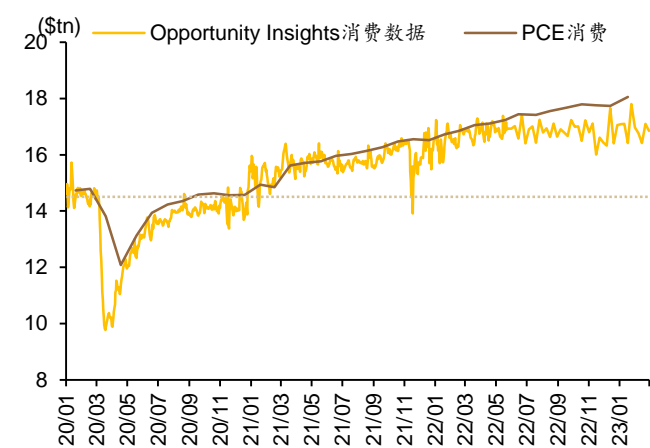
图 6：2019-2021 年美国个人可支配收入在不同收入群体中的份额占比



资料来源：BEA, 德邦研究所

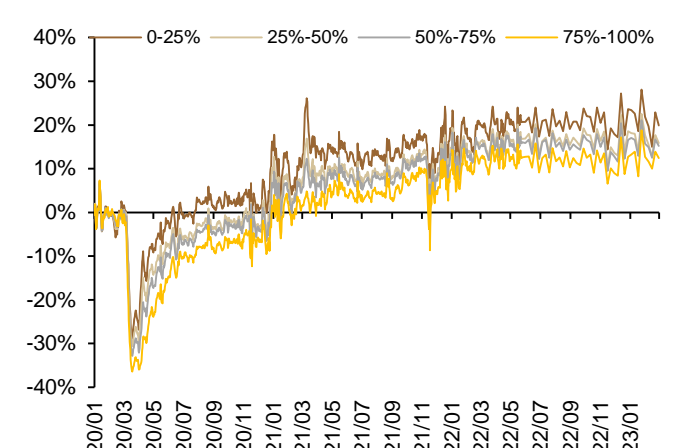
可支配收入的增长是消费增长的重要支撑，反映在消费数据上则体现为中、低收入群体在疫情期间的消费增长要远超前于高收入群体。由于 BLS 编制的分收入阶层消费分布数据 (《Distribution of Personal Consumption Expenditures》) 目前只更新至 2020 年，我们参考了 Opportunity Insights 发布的实时跟踪的高频日度/周度消费数据，考察疫情以来美国不同收入阶层的消费变化情况，而这也是 FEDS Notes 计算超储分布的主要数据源。

图 7: PCE 消费与 Opportunity Insights 消费数据趋势



资料来源: BEA, Opportunity Insights, 德邦研究所; 数值为季调年率

图 8: 美国不同收入群体消费较疫情前缺口



资料来源: Opportunity Insights, 德邦研究所; 2020.1=0

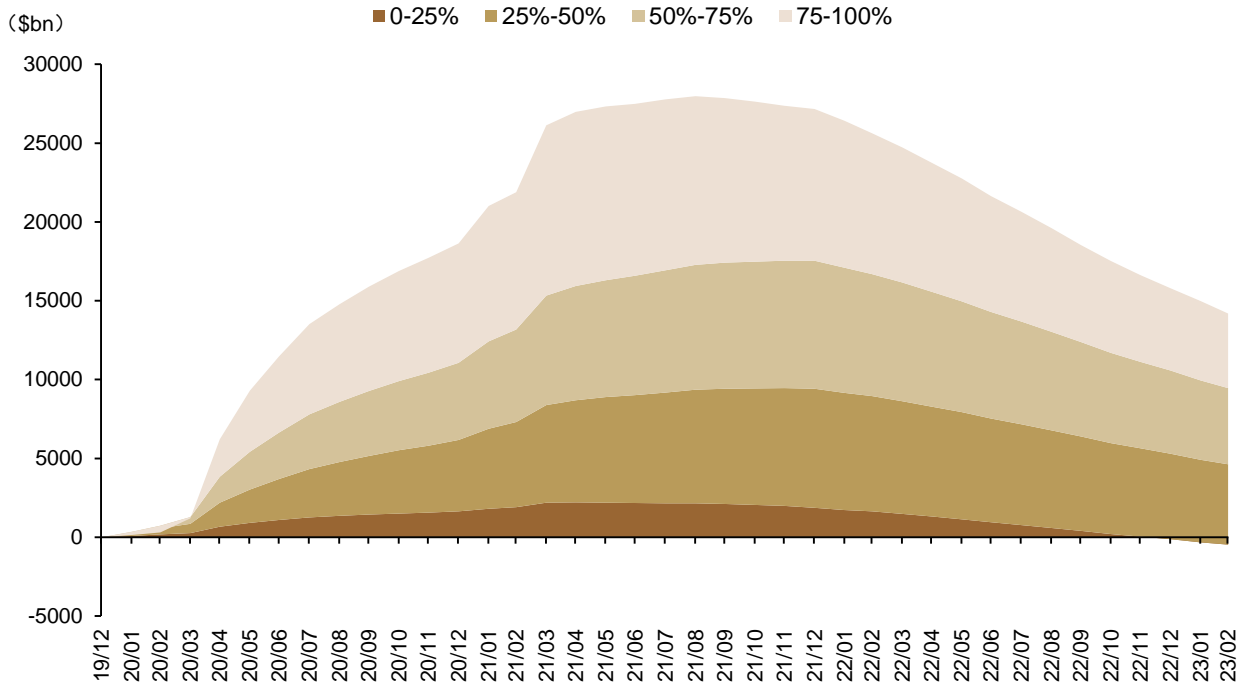
Opportunity Insights 发布的消费数据以 2020 年 1 月为基期，计算了不同收入分位群体消费距 2020 年 1 月的缺口变化。图 8 可见，在 2020 年 3 月疫情爆发时期，不同收入群体消费均有断崖式下跌，其中高收入群体（收入分位在 75%-100%）的消费减少幅度最大，这与高收入群体服务消费占比更高、受疫情影响更大有关。随后，低收入群体的消费快速复苏，较疫情前的消费缺口迅速回正，而高收入群体的消费增长幅度则相对更小。从总体趋势看，Opportunity Insights 高频数据与 PCE 消费数据大体保持一致，因而具有相当的参考性。

1.3. 美国不同收入阶层超额储蓄规模测算

从上述分析可知，美国居民收支状况在疫情以来经历了显著的变化，而或受限于数据时滞的原因，FEDS Notes 计算超额储蓄在不同群体的分布时以 2019 年的收入分布数据为基准进行外推，同时采用了实时更新的消费数据，这会带来一定的计算偏差。具体来说，由于疫情期间中低和中高收入群体可支配收入份额占比持续上升、高收入群体可支配收入份额下降，因此采用 2019 年固定收入份额为基准计算超储分布，则会造成高估高收入群体、低估中低和中高收入群体的超储规模。

我们在计算方法上做了两个改进：①收入端，采用更新至 2021 年的可支配收入份额占比数据进行测算，对于 2022-2023 年的收入分布，则采用 2019 与 2020 年均值作为估算值，这一假定是考虑到随着政策的逐步退出，2022-2023 年的居民收入分布将趋近于疫情前的水平；②在拟合 2015-2019 年的疫情前趋势上，我们应用 2015-2019 年的收入分布数据进行拆分，计算出不同收入群体的实际收入，并分别线性外推其趋势线，而 FEDS Notes 的算法则是直接估算出美国居民收入的总体趋势线，计算出超额水平，再用收入分布数据进行拆分。我们认为分别拆分并拟合趋势的计算方法更能反映每一收入群体相对于其“合意”储蓄水平的超额储蓄，因而更具合理性。

图 9：美国不同收入分位群体 2020 年以来累计储蓄规模测算

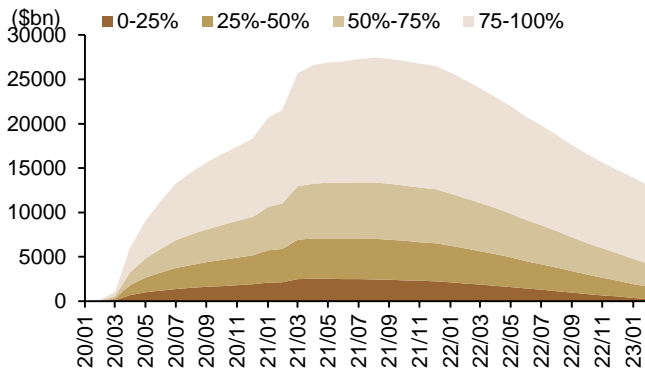


资料来源：BEA, Opportunity Insights, 德邦研究所计算；数值为季调年率

图 9 展示了我们基于 FEDS Notes 方法并进行改进、更新数据后测算的美国不同收入分位群体的超额储蓄规模。从图中可见，最直观的结果是 0-25% 收入分位群体的超额储蓄已在 2022 年 12 月消耗完毕（这也与 FEDS Notes 截至 2022Q2 计算结果的线性外推趋势大体一致），而 25%-50% 和 50%-75% 分位群体的超额储蓄则仍较为充足，75%-100% 的高收入群体超额储蓄消耗速度相对更快。

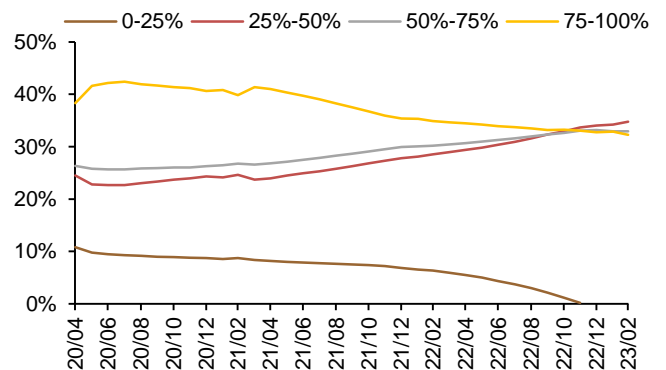
作为对比，我们同时以 FEDS Notes 方法（以 2019 年收入份额数据外推至 2022-2023 年）计算了不同收入群体的超储规模以参照分析。对比图 9 和图 10 可以发现，最显著的差异在于，在新计算方法下：① 高收入群体（收入分位在 75%-100%）的超额储蓄占比相对更小、消耗速度更快；② 中低和中高收入群体（收入分位分别在 25%-50% 和 50%-75%）的超额储蓄规模占比更大、消耗速度更慢。

图 10：以 FEDS Notes 方法测算美国不同收入群体超储



资料来源：BEA, Opportunity Insights, 德邦研究所计算；数值为季调年率

图 11：美国不同收入群体超额储蓄在总规模占比变化

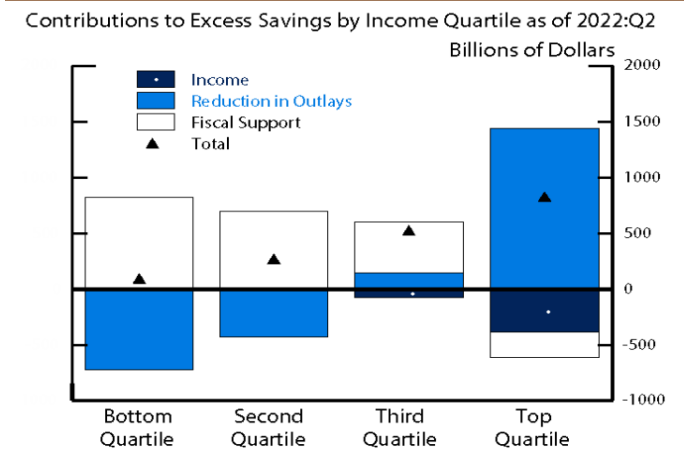


资料来源：BEA, Opportunity Insights, 德邦研究所计算

从绝对值来看，截至 2023 年 2 月，在美国居民部门 14.66 万亿美元的超储储蓄总量中，最底层 0-25% 收入分位群体的超额储蓄为 -0.46 万亿美元，其超额储蓄于 2022 年 12 月消耗完毕；25%-50% 收入分位群体的超额储蓄为 5.1 万亿美元，占比 34.8%；50%-75% 收入分位群体超额储蓄规模为 4.8 万亿美元，占比 33%；75%-100% 收入分位群体的超额储蓄尚存 4.7 万亿美元，占比 32.3%。需要注意

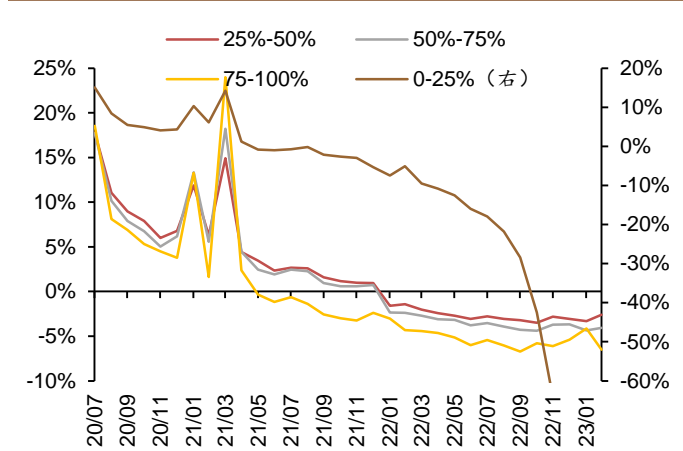
的是，由于我们在测算时对不同收入分位群体的可支配收入趋势分布进行线性外推，因此计算出的超储总量与 FEDS Notes 对总体收入趋势进行线性外推的结果（13.1 万亿美元）略有差异。

图 12: FEDS Notes 测算美国不同收入群体超储主要贡献



资料来源: FEDS Notes, 德邦研究所

图 13: 美国不同收入群体超额储蓄规模月环比



资料来源: BEA, Opportunity Insights, 德邦研究所计算

从超储的趋势来看，对于低收入（0-25%）和高收入（75%-100%）群体，超额储蓄的峰值出现在 2021 年 4 月，随后开始进入净消耗阶段。从 FEDS Notes 的分析可知，财政补贴和消费减少分别是低收入和高收入群体超储累积的主要贡献（图 12），因此可推知低收入群体由于政策退出带来的可支配收入的减少和高收入群体消费的复苏分别是二者超储消耗的主要原因。对于中低和中高收入群体（25%-50% 和 50%-75%），其超储的峰值均出现在 2021 年 12 月。由前述分析可知，中低和中高收入群体的可支配收入占比在 2021 年经历了持续的增长，这也支撑了其超额储蓄在较晚时间达到顶峰。

从超额储蓄的消耗速度来看，高收入群体超额储蓄消耗的速度在近期有所加快，消费的增长或是主要贡献；中低和中高收入群体的消耗速度则慢于高收入群体，且在近期继续放缓，可支配收入份额的增长是主要原因。而相比之下，自 2022 年以来，低收入群体超额储蓄的消耗速度明显加快，可支配收入增长的放缓和更高的消费倾向加速了低收入群体超储的消耗。

考虑到低收入阶层超额储蓄的消耗殆尽，其未来消费动能或将边际走弱。但值得注意的是，低收入群体超强的消费倾向使之在正常时期的消费均处于“入不敷出”的状态（对比 2019 年的可支配收入份额和消费份额占比可知，低收入群体消费占比远高于其收入占比），因此超储的消耗完毕并不意味着其消费的断崖式减少。而对于中低和中高收入群体，其以 25%-75% 的收入分位拥有共计占比接近 70% 的超额储蓄规模，且在近期超储消耗速率放缓。中低和中高收入群体稳固的超额储蓄规模和稳定的薪资收入增长，均成为支撑美国居民消费韧性的主要源泉。

2. 美国消费内循环还能撑多久？

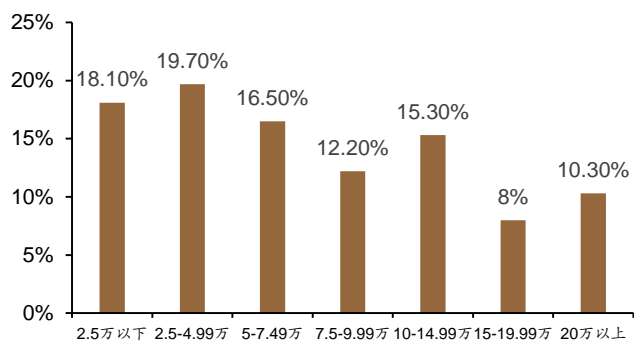
2.1. 美国不同收入群体画像：收入与负债

根据不同收入群体的超储和收入水平及其预测值来推演未来的消费变化趋势，前提是对不同收入群体的实际收入和杠杆水平有一个具体的认识。直观来看，由于居民收入分布往往是右偏的，即处于较低收入水平区间的人口规模占比更高，因此 25%-50% 收入分位群体的实际收入应更接近 0-25% 而非 50%-75% 分位群体。从 2021 年数据来看，美国中产阶级的家庭年收入区间为 \$52,000-\$156,000，占比为 50%。从家庭年收入的分布来看，约有 37.8% 家庭年收入在 5 万美元以下，即属于低收入群体，因此可反推出，收入分位在 25%-50% 的群体中有相当一部分

属于低收入人群，其消费和储蓄行为也应更接近低收入群体，即低储蓄率、低杠杆率，疫情期间消费的增长更多依靠超额储蓄。

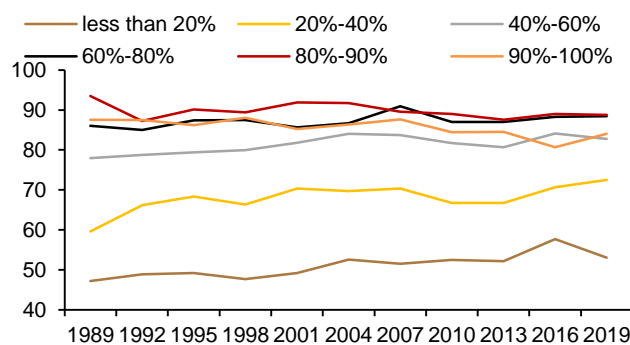
从美国不同收入分位家庭持有债务情况可见，截至2019年，收入分位在20%以下群体中，持有债务的家庭占比仅有53%；收入分位在20%-40%群体中，持有债务的家庭占比为72.5%；而更高收入群体持有债务的家庭占比均超过80%。平均来说，20%-40%收入分位群体家庭持有债务状况与中高收入群体有较显著差异，杠杆水平相对更低。总结来看，对于中低收入群体而言，由于较低的收入和杠杆水平，超额储蓄对于消费具有更重要的支撑作用。

图 14：美国家庭年收入分布情况（2021 年）



资料来源：Visual Capitalist, US Census, 德邦研究所

图 15：美国各收入分位群体持有债务的家庭占比



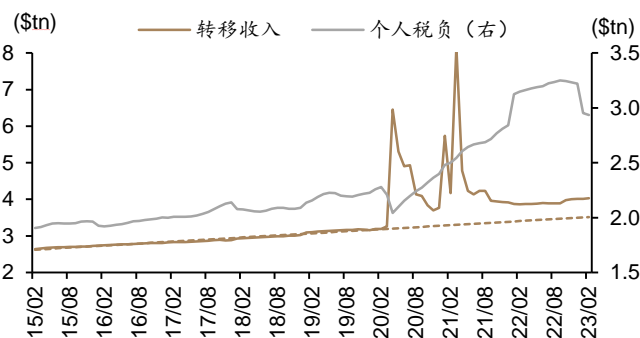
资料来源：Federal Reserve, 德邦研究所

2.2. 消费的流量支撑：可支配收入主要分项趋势

超额储蓄是疫情以后支撑美国私人消费强劲增长的存量因素，随着经济步入后疫情时期，财政补贴的退出和消费的复苏使得居民收入的流量水平，即可支配收入，成为支撑美国私人消费越来越重要的因素，其中转移收入和薪资收入是重要来源。因此，要预测美国消费内循环还能持续多长时间，除了对美国居民超额储蓄结构的拆分，对于不同收入群体收入和消费倾向的追踪也同样重要。

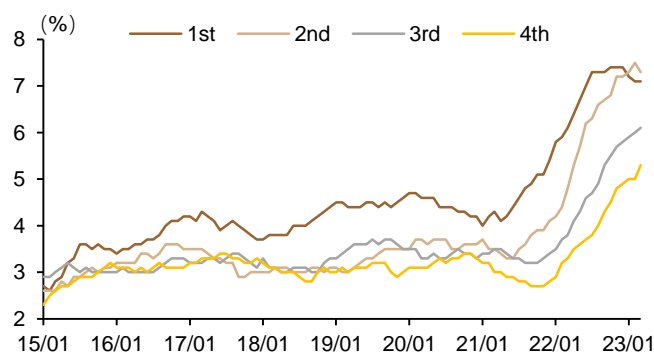
财政补贴是疫情期间超额储蓄积累的主要来源。疫情期间美国两轮大规模财政计划 CARES 和 ARP 在 2021 年分别进行了不同程度的延期，至 2023 年则大部分补贴项目已退出（例如自 2023 年 3 月起，SNAP 将取消在疫情期间的每月额外福利），但部分项目如儿童税收抵免福利则延续至 2023 年。从总体数据来看，当前美国居民个人转移收入仍在趋势线之上，且近两个月有所增长。从未来趋势看，债务上限或将给财政转移支付造成约束。4 月 19 日，众议院议长麦卡锡提出《2023 年“限制、储蓄、增长”法案》，计划在未来 10 年削减 4.5 万亿规模的财政支出，其中提议削减或取消包括学生贷款优惠在内的各种节省财政开支措施。

图 16：美国居民个人税负与转移收入及趋势



资料来源：彭博, 德邦研究所

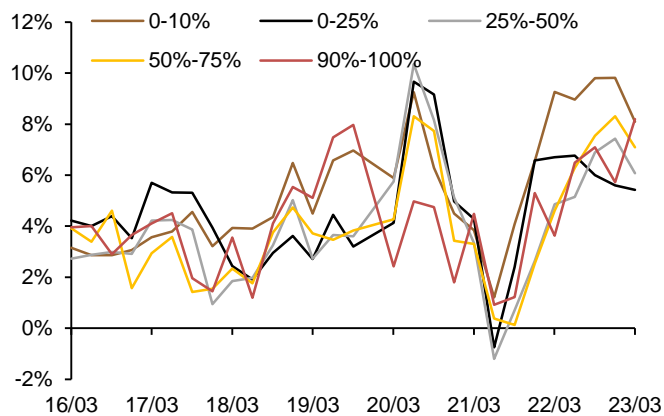
图 17：美国不同收入分位群体平均时薪同比增速



资料来源：Atlanta Fed, 德邦研究所；数值为 12 个月移动平均值

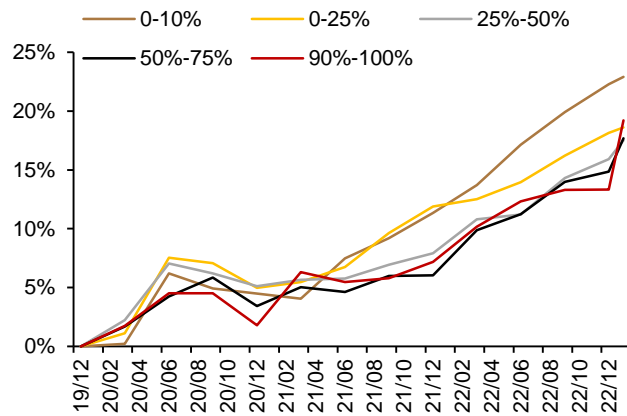
从个人可支配收入的主要来源薪资收入来看，不同收入群体的薪资增长则在近期出现一些新特点，表现为在疫情期间增长最快的低收入群体薪资增速边际放缓，中高收入群体薪资增速则有所加快。近期美国劳动力市场供给改善和需求边际降温共同带来时薪增速放缓，而以休闲餐旅为代表的低端服务业供需仍十分紧张，预计低收入群体薪资增速仍将维持在相对较高水平；高收入群体平均周薪在2023年一季度增速的显著加快则与前期的低基数有关。

图 18：美国不同收入群体平均周薪同比增速



资料来源：BLS，德邦研究所

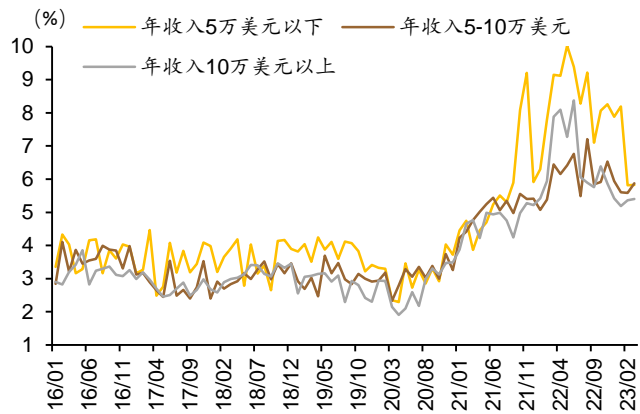
图 19：2019Q4 以来美国不同收入群体平均周薪累计增幅



资料来源：BLS，德邦研究所

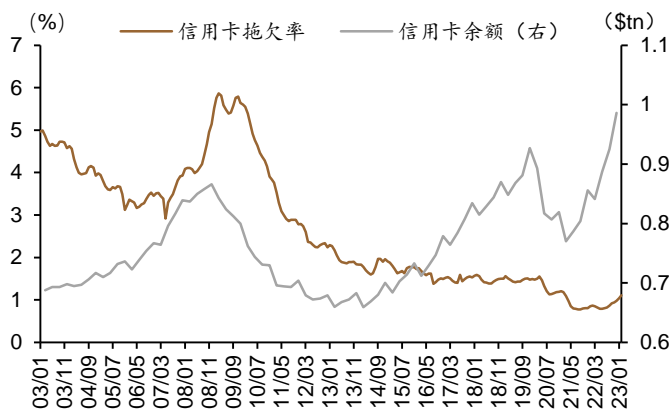
低收入群体超额储蓄的消耗殆尽与收入增速的放缓，在消费倾向上体现为较低收入群体对未来一年消费增长预期在近期有较明显回落（图 20），与此同时，美国信用卡拖欠率则有抬升迹象。

图 20：纽约联储不同收入群体未来一年消费增长预期



资料来源：New York Fed，德邦研究所

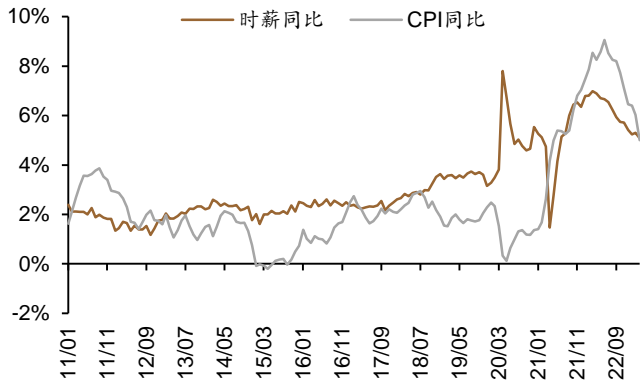
图 21：美国信用卡余额与信用卡拖欠率



资料来源：彭博，德邦研究所

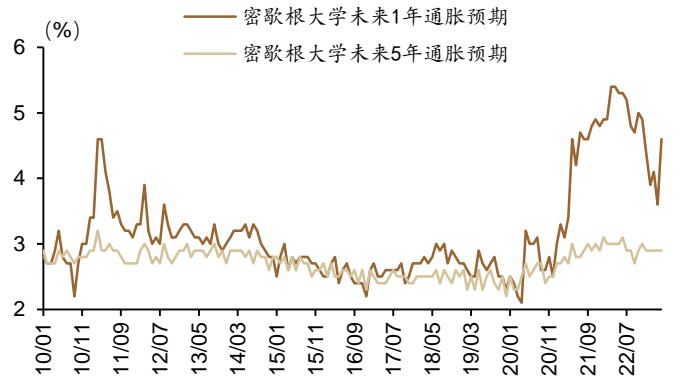
从未来趋势看，不同方向上的因素均影响美国居民的实际薪资收入和消费预期。一方面，劳动力市场供需紧张状况的缓解带来时薪增速走弱；另一方面，通胀的快速回落使得名义时薪增速追上通胀增速（3月时薪同比增速首次超过CPI增速），实际薪资增速的回升提高了消费者的实际购买力。密歇根大学通胀预期调查显示，消费者对未来1年通胀预期已自高位回落，同时长期通胀预期保持稳定，表明通胀下行趋势的确立已带来通胀预期的稳定回落，这对通胀降温 and 消费预期的增长均有促进作用。

图 22：美国非农时薪同比增速与 CPI 同比增速趋势



资料来源：彭博，德邦研究所

图 23：密歇根大学调查美国消费者通胀预期



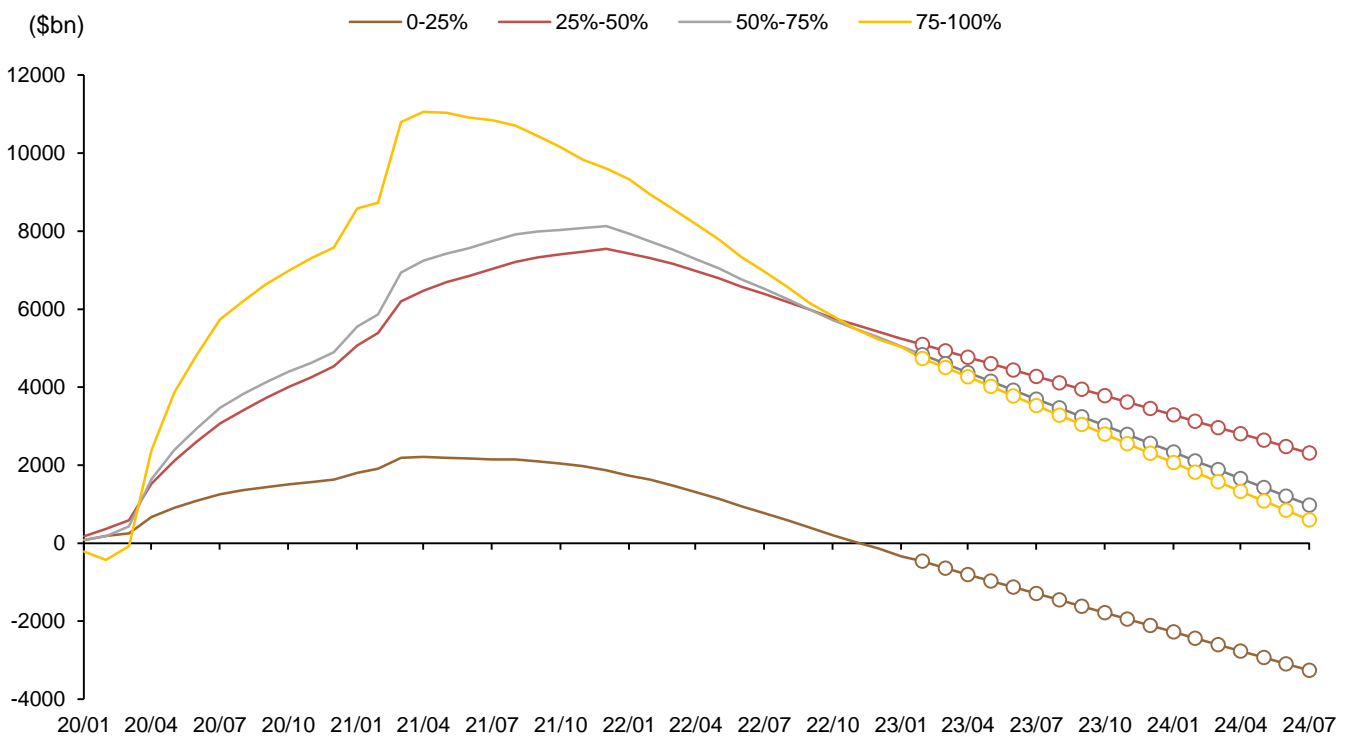
资料来源：彭博，德邦研究所

2.3. 消费的存量支撑：超额储蓄未来路径预测

如前所述，不同收入群体的超额储蓄规模与消费倾向均有差异，因此，在超额储蓄的总量规模之外，推演不同收入群体超额储蓄的未来趋势也可作为估算美国消费内循环的持久性提供更多参考。

如图 24，我们以近三个月不同收入分位群体累积储蓄水平的路径为未来趋势进行线性外推，可分别推算出各群体超额储蓄的消耗路径，并可知美国居民部门超额储蓄总量将于 2024 年 7 月消耗殆尽，即届时美国经济最大的增长引擎——私人消费或面临“熄火”风险，从而传导至总量经济层面，加剧经济衰退的深度。这一时间比以超储总量为基础推演的时点略晚，其原因在于在更真实的结构数据下，中低和中高收入群体拥有更高比例的超额储蓄，且可支配收入的增长使其消耗超储的速率相对更慢。中低和中高收入群体稳固的超储或将成为美国私人消费的主要支撑。当然，考虑到通胀路径、经济内生性动能、金融风险的不确定性，真实的超额储蓄消耗路径仍然需要每月更新。

图 24：美国不同收入分位群体 2020 年以来累计储蓄水平&未来路径预测



资料来源：BEA, Opportunity Insights, 德邦研究所计算

3. 风险提示

美国通胀回落速度不及预期导致高通胀削弱美国居民购买力；超额储蓄消耗速度快于预期；金融风险失控加速美国经济衰退的到来。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

张佳炜，伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。