

宏观点评 20240326

美国消费者信心的“真相”

2024年03月26日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

相关研究

《汇率破 7.20，怎么解读？有何影响？》

2024-03-22

《财政“加减法”进行到哪儿了？》

2024-03-21

■ 开年以来，表征美国消费者体感的指标似乎又发出了矛盾的信号：即一方面谘商会消费者信心指数指向疲软；但另一方面跃升的密歇根消费者信心在不断释放乐观信号。不过鉴于对未来加速增长的即时预测，市场似乎并不担心降温的数据。难道消费还能继续支撑美国经济吗？我们觉得未必，一方面从全方位“扫描”消费的实力及意愿来看，消费实则缺乏动力；另一方面，我们依旧要警惕美国经济韧性拐点的到来，因为当前优秀的经济表现和“很紧”的美联储实则存在矛盾。

■ 消费者情绪通常被看作美国经济的晴雨表，上次出现背离还是在 2021 年底和 2022 年初，彼时谘商会消费者信心明显比密歇根调查来的乐观。紧随其后的是，消费的韧性对美国经济的支撑可谓是“稳稳的幸福”，这也成为了美联储史诗级加息 525bp 底气的来源。

■ 因此在上述矛盾的背后，我们认为有三个问题值得探讨：一是两者缘何一上一下？二是哪个更能映射实际的消费状况？三是未来降息怎么变？

■ 首先，究竟是什么造成了两者的背离？从调查问卷来看，我们不难发现，两个指数反映的侧重点就存在明显不同：谘商会调查中 60% 的问题与就业状况挂钩，而密歇根的调查问卷则是设置了更多通胀相关的内容（图 2）。因此，密歇根指数对价格的变动反映可能更加迅速，而谘商会指数则对劳动力市场更为敏感（图 3-4）。

从历史经验来看，疫后背离“1.0”：通胀上与就业热，谘商会的信心显著高于密歇根：2021 年底至 2022 年初，密歇根和谘商会消费者信心释放相反的信号。彼时宏观经济环境也呈现明显特征：通胀持续飙升，一路上涨至 9% 的顶峰；而因为疫后就业供需结构的变化，美国劳动力市场十分的火热。

从调查细项中看，这一点也得到验证。通胀使得消费者心态发生了变化，密歇根信心指数回落：无论是对于车还是房，消费者因为价格“不友好”美国居民都不想为高价而买单，因此信心受到了一定的打击（图 5-6）。而因为就业火热，谘商会消费者信心的读数却明显上涨（图 7-8）。

■ 怎么看疫后背离“2.0”？通胀下+就业缓=密歇根比谘商会调查更乐观。调查显示自 2022 年以来，劳动力市场就业机会一直呈现下降趋势，导致了消费者对劳动力市场的看法逐步恶化，谘商会消费者信心指数下降；而密歇根消费者信心指数的提振则是源于当前通胀压力的逐步缓解以及通胀预期稳定锚定在较低水平（图 9-10）。

■ 其次，这次哪一个的“体感”更准？我们认为谘商会反映出的消费者信心，可能对美国消费的走势更具有指引性。因为从历史情况来看，谘商会指数不仅统计上与实际消费的拟合度更高，而且对实际消费预测的大方向更准确（图 11）。例如 2021 年中至 2023 年初，两者出现多次背离，而在出现分化的时候，随后的消费支出大多都证明了谘商会的正确“预感”。

■ 从基本面来看，当前消费环境的恶化也一定程度上印证了谘商会消费者信心的走弱。相较于密歇根调查，谘商会消费者信心指向的经济和政策走向更为准确。具体来看：

一是，就业市场逐步降温。多项指标指向当前美国劳动力市场持续降温：职位空缺数呈现不断下行趋势、招聘率也已经回到疫情前水平，火热的招聘需求显著收缩。劳动力市场供需的逐步平衡下居民薪资增速步入稳定下行轨道，消费者实际购买力也在通胀韧性下遭遇瓶颈。（图 12-13）

二是，低收入群体超额储蓄消耗完毕。截至 2023 年 Q3 疫情期间积累的超额储蓄基本消耗殆尽，尤其是边际消费倾向最高的中低收入群体。当前超额储蓄的唯一支撑在于 80% 以上收入分位的群体，但中低收入居

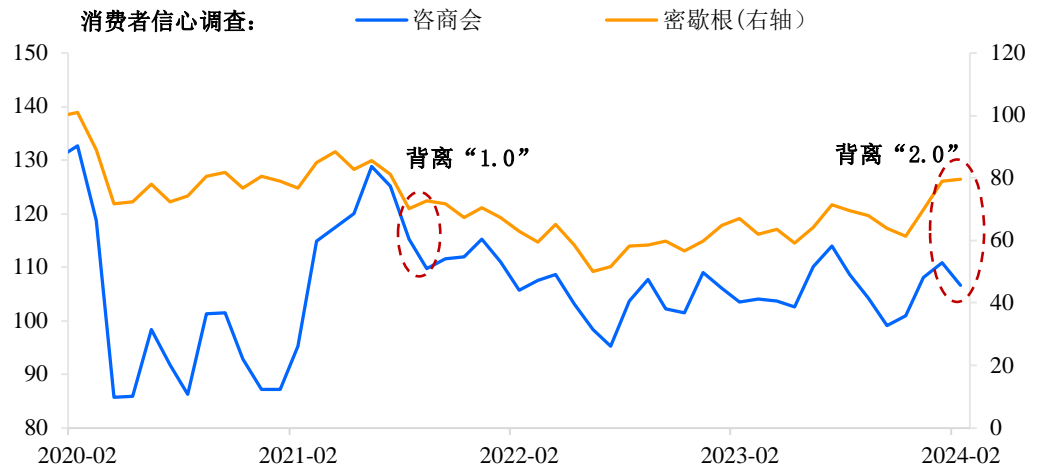
民实际存款和货币市场基金份额已经回到疫情前水平，这也意味着整体消费的动能已经大幅减弱。（图 14-15）

三是，高利率下银行消费信贷收紧。持续的高利率下美国银行“日子”并不好过，信贷条件整体偏紧，消费贷款增速持续下行，1月消费贷款规模更是出现大幅下降。与此同时，当前居民贷款违约情况也较为严峻，2023年末居民消费信贷拖欠率达到了近十年新高，居民偿债负担较大。随着2024年财政“兜底”的减弱，居民的付息压力将再上台阶，削弱消费能力（图 16-17）。

四是，政治环境的不稳定让美国消费者更加“纠结”。在收入、储蓄和信贷收紧的三重压力下，美国居民整体消费倾向转弱。叠加美国大选临近，经济环境存在更多变数。在两党分歧的持续演绎下，家庭居民的消费面临更多不确定性。

- **结合上述线索，信心低迷指向的消费退坡已经初具“雏形”。**在前期持续低迷的消费意愿传导下，2024年美国消费恶化的趋势将愈发明显。高利率、财政脉冲放缓及美国大选的滞后影响将继续拖累消费和经济的表现。1月居民可支配收入同比增速在个税起征点上调幅度收窄的拖累下已经开始出现明显下滑（图 18），随着收入能力的下降，美国实际消费也将受到制约。我们预计最迟在 Q2 消费会出现降温，拖累整体经济表现。
- **这隐含了怎样的政策含义？我们认为消费状况给至少降息 3 次吃下一颗“定心丸”。**虽然今年以来就业及通胀频频超预期，市场对下半年是否还降 3 次存在较大的不确定性。但我们认为谘商会消费信心的低迷正持续释放着消费走弱和劳动力市场降温的信号。随着后续消费、就业逐渐疲软，通胀将在二季度后回归稳定下行趋势。**基于此，我们认为美联储最早将在今年 Q2 末开启，最晚在三季度开始进行政策转向，降息 3 次的大方向不会改变。**
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露，美联储超预期降息。

图1: 2月谘商会和密歇根调查释放出的消费者信心信号矛盾



数据来源: Conference Board, 密歇根大学, 东吴证券研究所

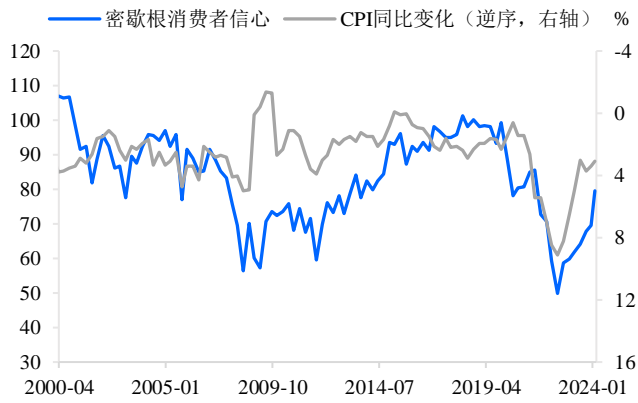
图2: 密歇根消费者信心调查与谘商会消费者信心调查对比

	密歇根消费者信心	谘商会消费者信心
来源	密歇根大学	世界大企业联合会
统计范围	500户家庭	5000户家庭
对未来预期最长时间期限	5年	6个月
更侧重于	通胀及收入预期	就业状况
调查问卷的问题	您认为在未来五年内, 您(家庭)的收入增长超过 通胀 的几率有多大?	当前的商业状况: 好、坏、正常?
	在未来 12 个月内, 您认为 物价 会普遍上涨? 还是下降, 还是保持现在的水平?	目前的 就业 状况: 工作机会多, 不太多, 还是很少?
	您认为未来五年 汽油价格 会上涨吗?	对未来6个月的商业状况的预期: 更好, 更差, 还是不变?
	您认为在未来 12 个月内, 您所在社区内与您类似的房屋 价格 会发生什么变化: 是会快速上涨? 适度增长、保持不变、适度下降还是快速下降	对6个月后 就业 状况(雇用那个条件)的预期: 工作增加, 减少, 还是不变?
	您认为现在是购买大型家居用品的好时机还是坏时机?	对6个月后 家庭总收入 的预期: 增加, 减少, 还是不变?

注: 密歇根消费者信心调查问卷总共 15 页, 上述表格中截取部分问题; 谘商会调查消费者信心调查问卷共 5 个问题

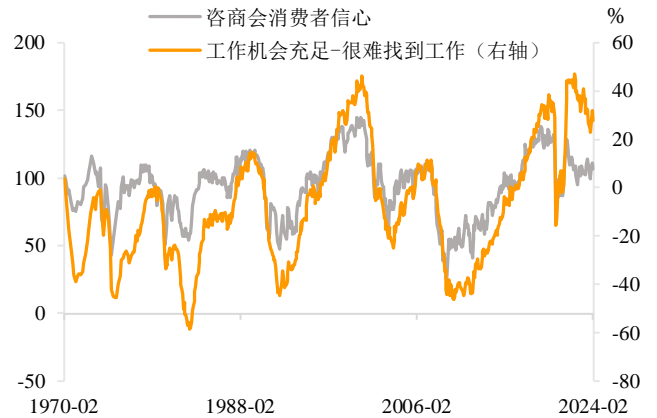
数据来源: Conference Board, 密歇根大学, 东吴证券研究所

图3: 密歇根消费者信心与通胀强负相关



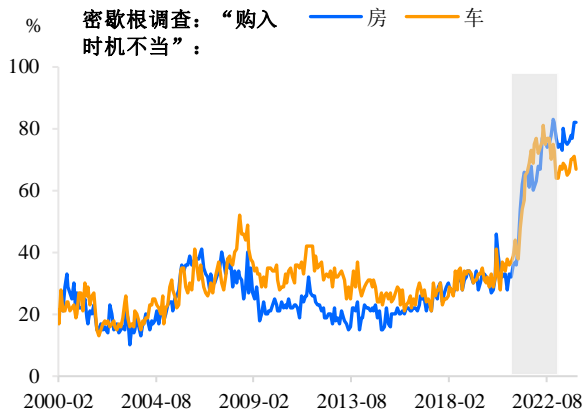
数据来源: 密歇根大学, 东吴证券研究所

图4: 谘商会消费者信心状况与就业市场相关性高



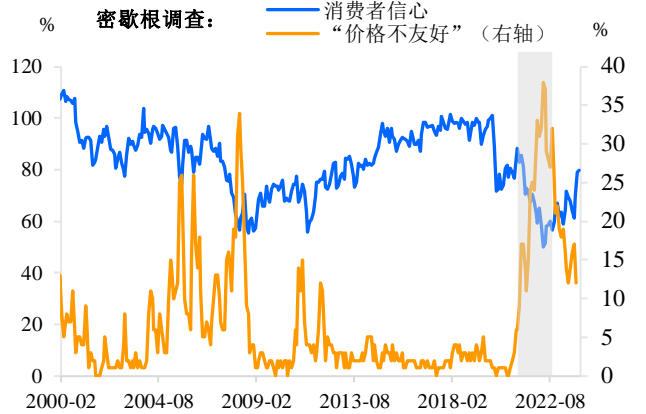
数据来源: Conference Board, 东吴证券研究所

图5: 2022年消费者不认为是买房、车的好时机



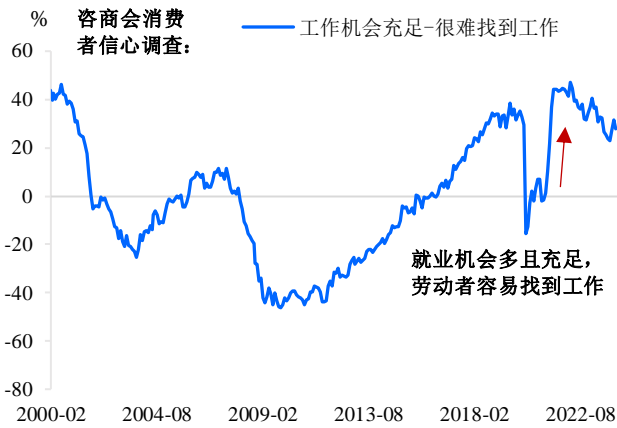
数据来源: 密歇根大学, 东吴证券研究所

图6: 消费者因为价格“不友好”, 消费信心下降



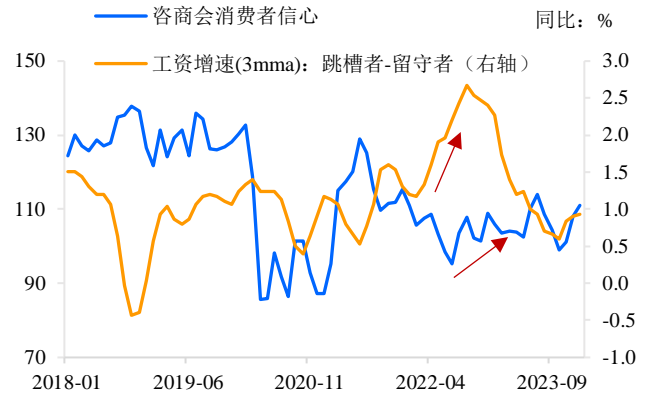
数据来源: 密歇根大学, 东吴证券研究所

图7: 2022年就业市场火热, 就业机会多, 工作好找



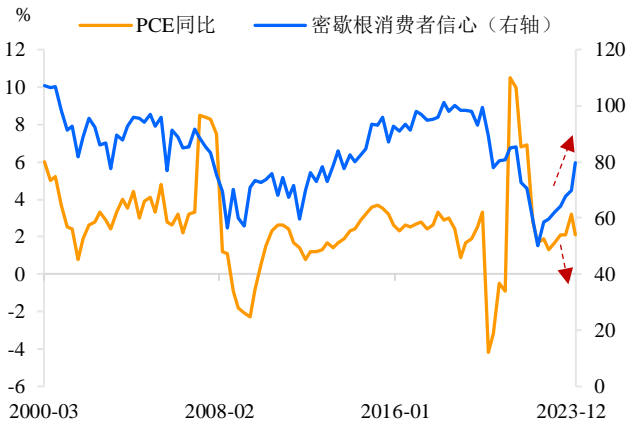
数据来源: Conference Board, 东吴证券研究所

图8: 跳槽后工资多, 消费者对劳动力市场预期强



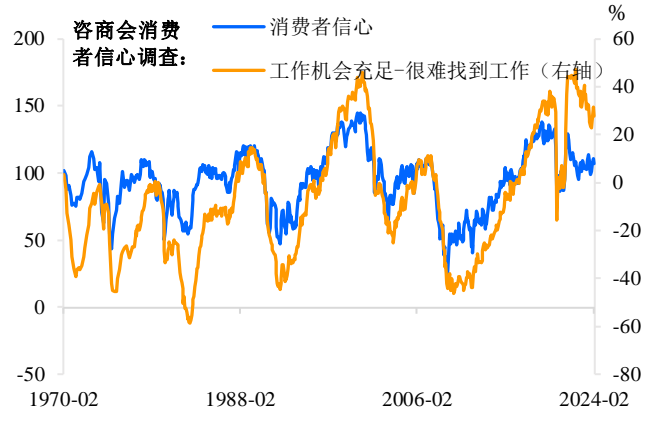
数据来源: Conference Board, 东吴证券研究所

图9: 通胀下行下密歇根消费者信心明显上升



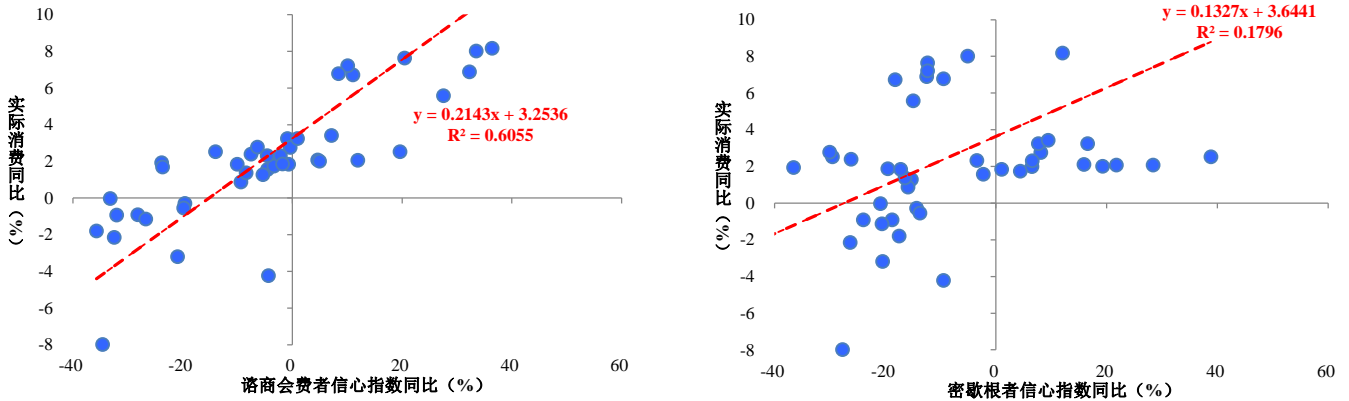
数据来源: 密歇根大学, 东吴证券研究所

图10: 就业机会减少导致密歇根消费者信心下降



数据来源: Conference Board, 东吴证券研究所

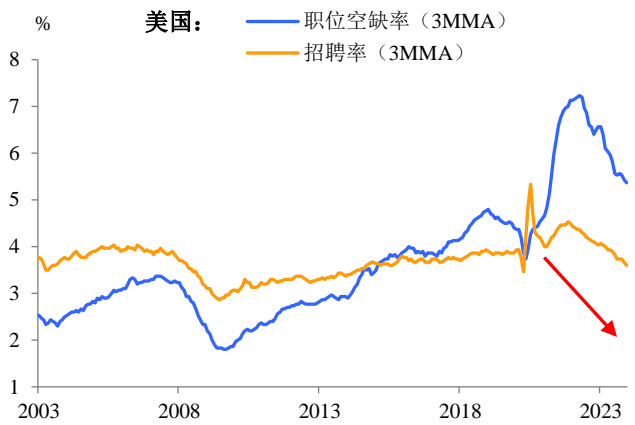
图11: 相比于密歇根消费者信心, 谘商会消费者信心在大方向上更具有预测效果



注: 时间范围选取新冠疫情开始(2020年1月)至2024年1月。

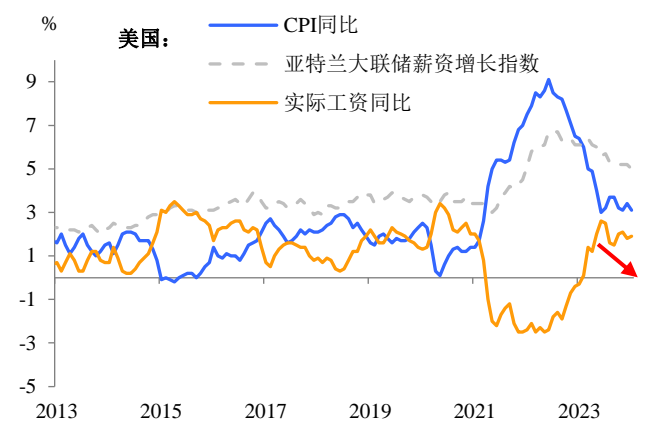
数据来源: Conference Board, 密歇根大学, Bloomberg, CEIC, 东吴证券研究所

图12: 劳动力市场明显降温



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

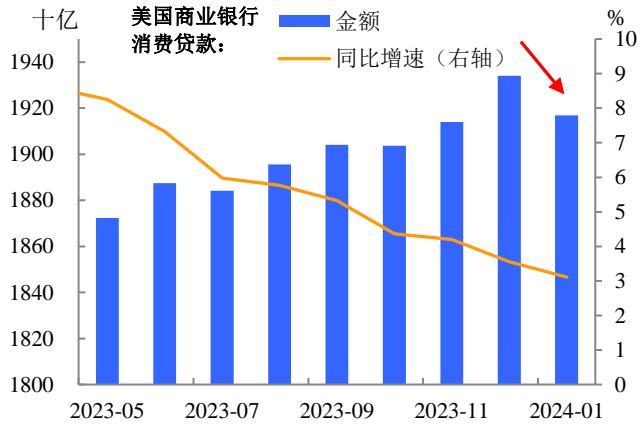
图13: 劳动力供需平衡下工资增长受限



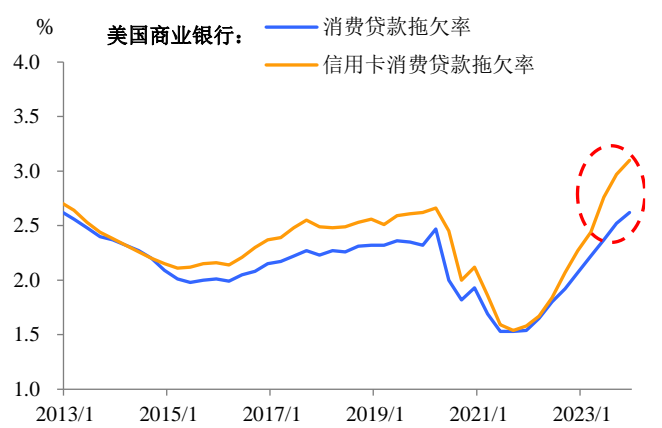
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 商业银行消费贷款锐减

图15: 美国居民消费贷款拖欠率持续上升

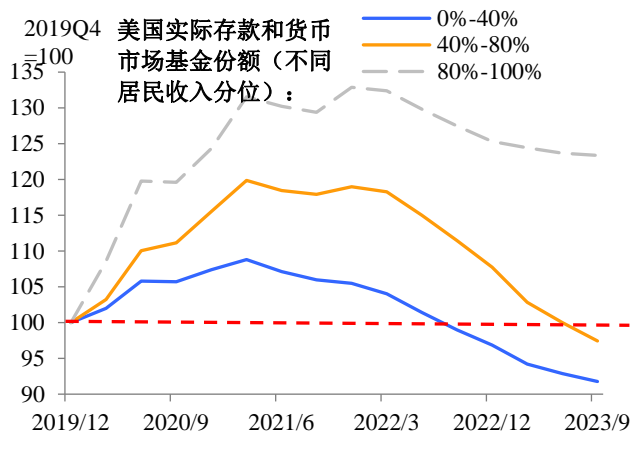


数据来源: CEIC, 东吴证券研究所



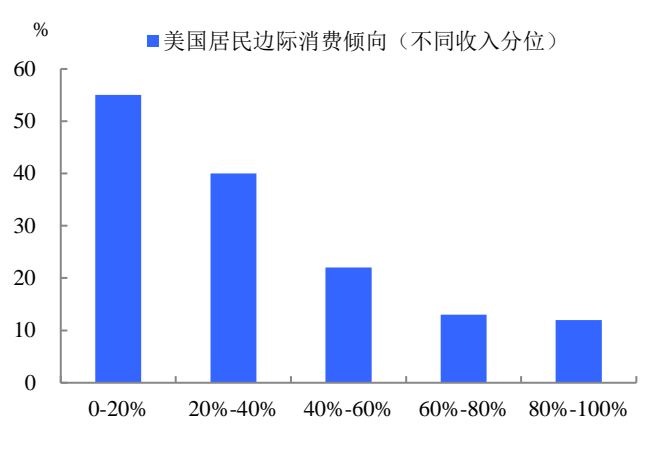
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图16: 中低收入群体超额储蓄消耗完毕



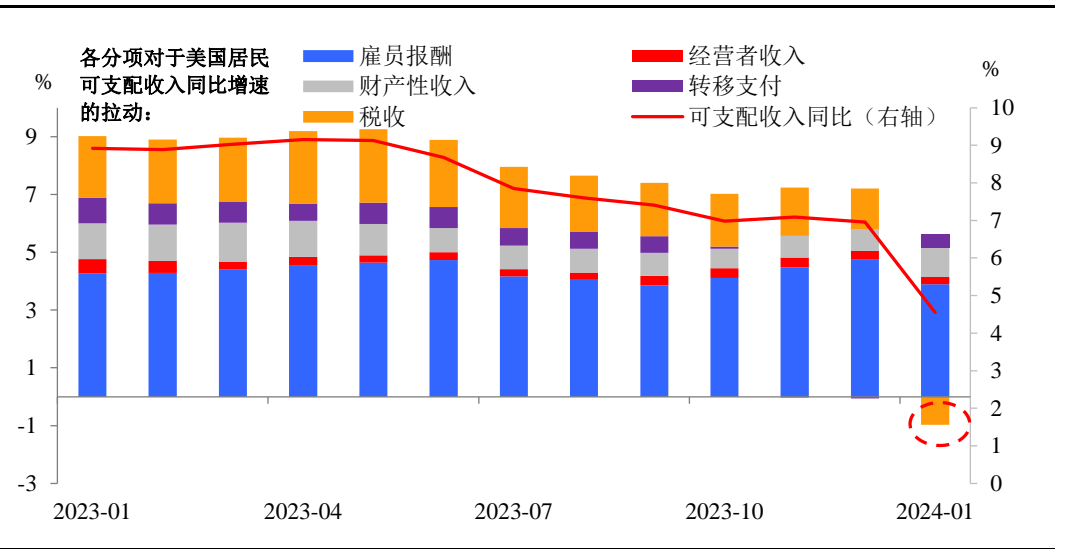
数据来源: US Distributional Financial Accounts, BEA, 东吴证券研究所

图17: 中低收入群体边际消费倾向最高



数据来源: University of Pennsylvania, 东吴证券研究所

图18: 税收拖累下, 美国居民可支配收入同比增速大幅下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>