


分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

➤ 没有国家天然就是“高消费”，即使以消费社会著称的美国也是如此。那么美国是怎么一步步让消费成为经济的核心引擎，在这个过程中，经济和市场发生了什么变化？我们在接下来的一系列报告中会探索这个问题。在本篇报告中，我们先以美国为例，美国是如何成为消费大国的。

➤ **总而言之，从美国的历史我们可以看到消费转型的三个场景：**

➤ 第一种可能是消费升级，**由技术革命带来的消费繁荣**，供给创造需求。

➤ 第二种则是在没有重大技术突破的情况下，**依靠财政、资本市场和定向创造的服务需求**，推动收入能力和消费意愿的缓慢改善。

➤ 第三种则是在**居民去杠杆**的环境下，通过**极度宽松**来支持不同层级的消费，但问题在最近几年逐步显现。

➤ **第一种可能是最理想的消费提升的情形**，“供给创造需求”，**技术革命带来生产、收入和消费共振上涨**，全社会的福利明显上升。

➤ **美国的消费社会的成功转型肇始于 1920 年代**。南北战争（1861 年）至一战前（1914 年）是美国工业社会兴起的主要阶段，其中 **1870 年至 1914 年是以电力和内燃机为代表的第二次工业革命的主要阶段**，而一战期间（1914-1919）的统制经济进一步让工业生产占有更多的资源，同时期美国经济衰退频发——平均每隔 3 至 5 年就会发生一次，**生产相对过剩的问题在战后尤其严重**。

➤ 为了解决这个问题，当时比较典型的思路是“福特主义”，**本质上是一种“内循环”的雏形**。一方面是生产端，通过标准化和大规模生产，**提高产出的同时、降低价格**，另一方面同样重视消费端，**注重提高工资、增加闲暇时间**。1914 年福特实施了著名的“5 美元日薪”政策，1923 年美国钢铁公司将每天工作时间由 12 小时改为 8 小时。1926 年，福特公司又宣布实行每周 5 天的工作制。在这样的背景下，叠加消费本身的低起点，以及广告传媒和消费信贷消费等新场景和新形式的推波助澜，消费的繁荣水到渠成。

➤ **回顾 1920s 的美国生产、收入和消费的“共赢”，虽然当时的繁荣“可遇不可求”，我们仍能得到一些宝贵的经验：**

➤ 从供给端上看，**真正能够惠及普罗大众、引发大众需求的技术才能明显提高劳动生产率，带动经济繁荣**。第二次工业革命从 1870 年就开始（技术开始提高），但真正反馈到经济和行业层面，还是在 1920 年代的需求大爆发年代。

➤ **收入的大幅增长**是打通生产和消费的重要环节。1920 年代美国消费繁荣的背后，居民可支配收入的提升发挥了重要的稳定作用，其占 GDP 的份额快速上升。

➤ **在消费繁荣、信心膨胀的年代，股市很难不牛**。从 1921 年至 1929 年，美股出现长时期牛市行情，道琼斯指数涨幅接近 500%。从具体行业来看，除了和生产、消费繁荣直接相关的前沿行业（电力、汽车等），还有两个特点：一是这些

相关研究

1. 2025 年 10 月财政数据点评：财政支出收紧有何深意？-2025/11/18

2. “十五五”规划系列报告（九）：提升消费率：亚洲经济体的得与失-2025/11/18

3. 美国经济展望：降息救不了美国地产？-2025/11/14

4. 2025 年 10 月经济数据点评：10 月经济放缓：稳投资还是稳消费？-2025/11/14

5. 海外市场点评：美国政府停摆的“后遗症”-2025/11/13

行业的上下游也有不错的弹性；二是在信心的支持下，有事件催化的行业也受到追捧，比如当时尚在萌芽阶段的航空行业。1927年5月林德伯格完成了人类首次不间断的纽约至巴黎飞行，引发了后来被称为“林德伯格繁荣”（Lindbergh Boom）的1927-1929年航空投资狂潮。

➤ 虽然美国繁荣的20年代最终消散在大萧条中，但它的重要意义是给美国向消费社会转型打下了坚实的基础。

➤ **第二种情形，在没有深入的技术革命和爆炸式的增长的背景下，美国的居民消费率的缓慢上升，发生在1967年至2011年之间。**

➤ 1970年之后美国经济增长和科技进步的力度明显放缓。戈登在《美国增长的起落》中表示“1970年以后的创新步伐已不再像特殊世纪（1870-1970）的发明所推动的那么广泛，那么深入”，**1970年之后（至2014年）美国的全要素生产率的年均增速几乎只有1920至1970年的1/3。**

➤ 那么消费靠的是什么？这个问题很复杂，我们可以从两个角度去进一步分析：

➤ **首先，从我们在之前的报告里提到的“能力”和“意愿”两个维度去拆分。**能力我们用个人可支配收入/GDP来客观描述，意愿我们用消费支出/个人可支配收入去衡量。可以发现一个有趣的事实，在这轮上涨周期中，“能力”要先于“意愿”上行，而“意愿”则先于“能力”见顶，同时从整体而言，收入的上升发挥了更大的作用。

➤ **其次，我们进一步去拆分，去看看具体在收入和支出细项上能力和意愿的变化。**从整体上看，这是一场由政府驱动的收入和消费变革，最终结果是政府加大补贴、打造了世界上最昂贵的医疗体系之一。

➤ **居民收入变化的另一种方式。**和1920s不同，从1967年至2011年，美国居民的工资相关收入和个体户占比是持续下降的，而在这个阶段，**政府补助和资产收益（地产/股债）**成为收入的新亮点：

➤ 具体而言，政府补助方面，1965年林登约翰逊总统推动“伟大社会”计划落地，推动Medicare（联邦医疗保险）和Medicaid（医疗补助）立法，从此打开了政府大规模补贴居民的“闸门”（这也是当前特朗普想要解决的问题）。

➤ 资本市场方面，两个重要的特点：**首先，居民持有的股票越来越多**，最终在20世纪90年代，持有市值超过年度可支配收入的规模；**其次，作为居民重要资产的地产，在此期间虽然屡次出现放缓，但没有出现大规模的房价下跌**，直至2007年次贷危机。

➤ 经过这一阶段，基本奠定美国消费大国和美股“熊短牛长”的格局。但是在支出方面也带来一个大问题，政府定向引导医疗相关消费（体现为相关消费意愿被动大幅上升），**造就了世界上最昂贵的医疗体系之一**，简单看几个数据：

➤ 2024年美国人均医疗保健支出约为14885美元，几乎是主要发达国家均值的2倍。

➤ 从价格角度，我们去看美国CPI重要分项的表现，2025年医院服务价格相较21世纪初上涨超过200%，傲决群雄。

➤

➤ **第三种情形，居民去杠杆的情况下消费会怎么走？**这主要在2008年之后至

2020 年前，美国给出的答案是依靠低利率和资产膨胀来稳住消费意愿。当然也会辅以阶段性的减税、补助等财政措施。

➤ 经过之前一个阶段的积累，**到 2007 年初，美国家庭持有的股票和地产市值已经接近年化可支配收入的 400%**，对于家庭的财务决策有举足轻重的作用。

➤ 居民去杠杆意味着动用储蓄或者新增的收入去偿还债务，本身就意味着能够拿来消费的资金变少了（在没有强力政策支持的情况下），实际消费减少或者消费意愿下降是情理之中。2013 年以及之后，美国大部分危机时期动用的强力政策逐步退出，但美国居民的消费倾向并没有明显的下降。

➤ 背后重要的原因可能是低利率甚至零利率+流动性极度宽松下，**美国股市和房价经过初期的混乱后逐步企稳并稳步反弹，且借贷成本低是重要原因。**

➤ 我们可以慨叹美国货币政策四两拨千斤的效果，但也要注意其贫富分化的代价。而这也是当前美国消费呈现出 K 型特征的重要原因：

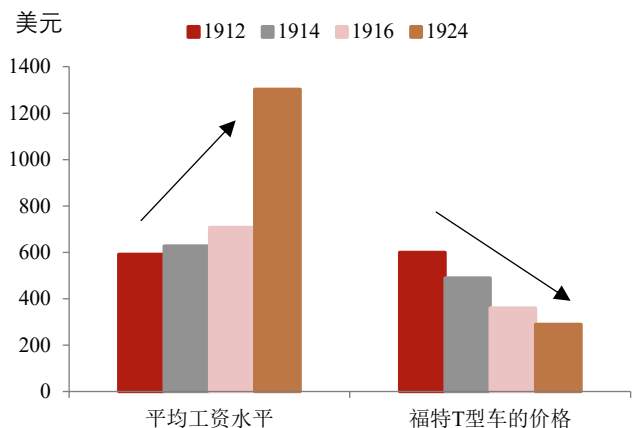
➤ **美国社会阶层分化、贫富悬殊的特征在资产负债上有直接的体现。**经过多年的积累，居民手中持有的资产规模最大的是股市，其次是地产。**在分布上，贫富的分化尤其明显**，富人持有最多的权益资产——最富有的 1% 拥有一半的份额；地产相对更偏中产一些，其中财富分位数位于 50% 至 99% 之间的居民持有接近 80% 的地产；对于底层的 50%，则持有超过 50% 的消费贷。

➤ **自 2022 年以来的经济环境下，资产和负债表现的分化也直接映射了美国的 K 型消费。**2022 年加速加息结束后，美股表现最好，持续创下历史新高；房价其次，基本保持平稳。但是高利率下，底层的居民的负债端压力居高不下，消费信贷相对收入的规模持续走弱。

➤ **在高通胀下，K 型消费将是美国的常态。**通胀抑制了宽松，而高通胀和高利率下伤害最大的就是底层。对于美国而言，**缓解“K 型”消费的压力，最驾轻就熟的方法是大幅宽松**，这能让穷人舒缓，但是会让富人更好。

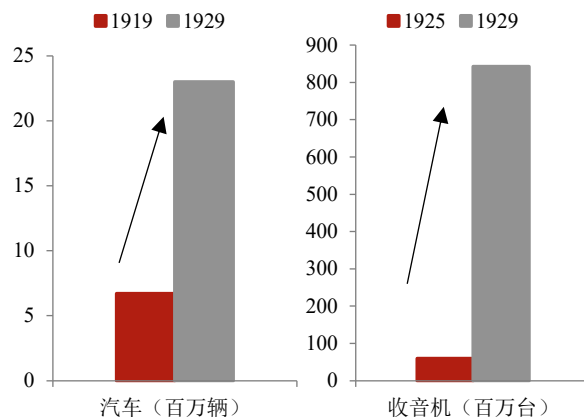
➤ **风险提示：**美国经济陷入衰退；通胀超预期导致美联储降息放缓。

图1：美国“福特主义”的集中表现



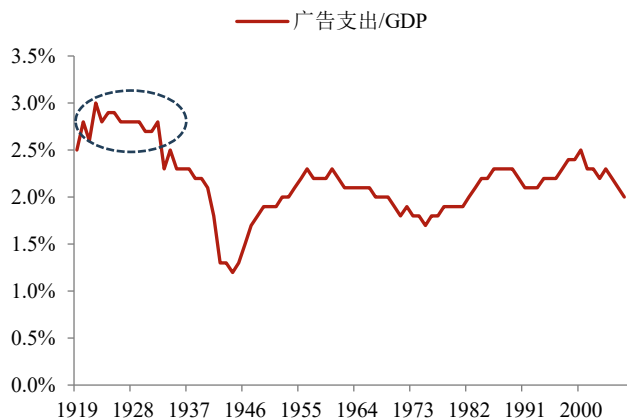
资料来源：James S. Olson. Historical Dictionary of the 1920s, 民生证券研究院

图2：供给创造需求：汽车和收音机的增长



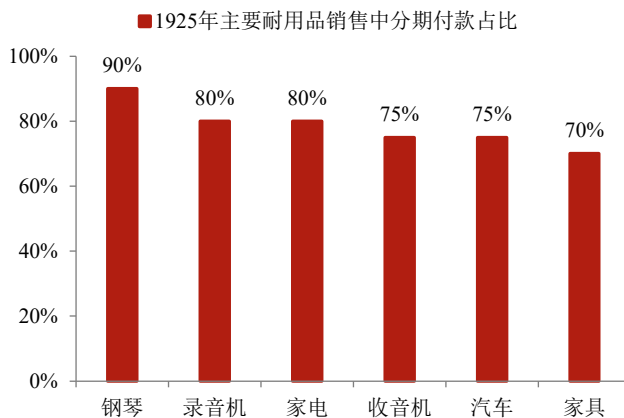
资料来源：James S. Olson. Historical Dictionary of the 1920s, 民生证券研究院

图3：广告宣传成为引导消费的重要途径



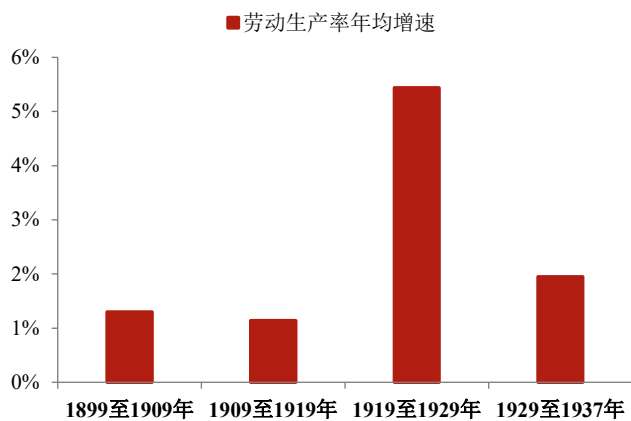
资料来源：Galbi, 民生证券研究院

图4：消费信贷的普及对于刺激消费起到重要作用



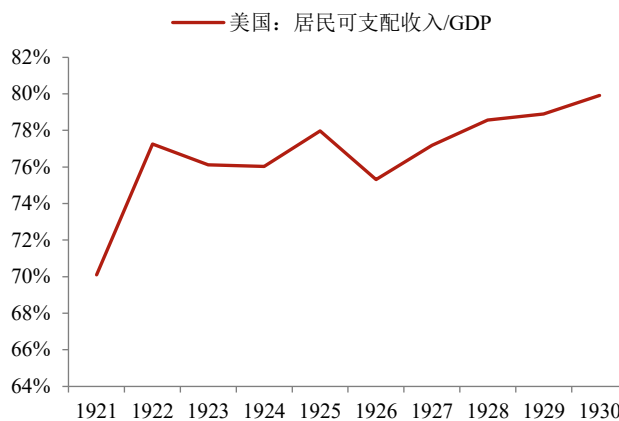
资料来源：Gene Smiley 《The U.S. Economy in the 1920s》, 民生证券研究院

图5：1920s 年代劳动生产率得到大幅提高



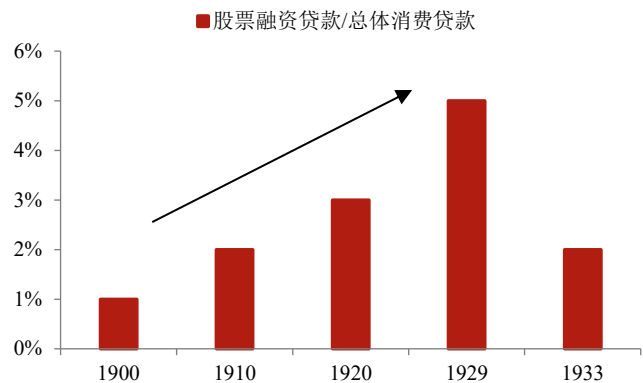
资料来源：Gene Smiley 《The U.S. Economy in the 1920s》, 民生证券研究院

图6：居民可支配收入占比 1920 年左右快速上升



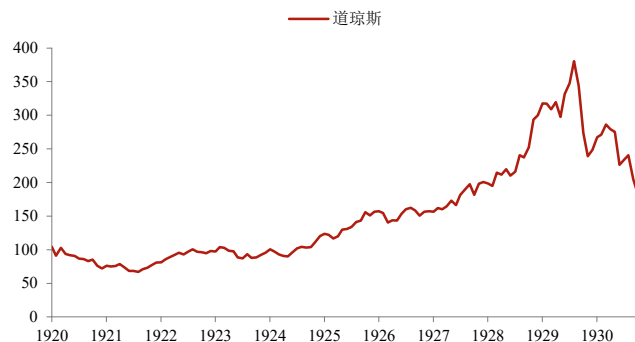
资料来源：iFind, 民生证券研究院

图7：消费信心下居民借钱炒股升温



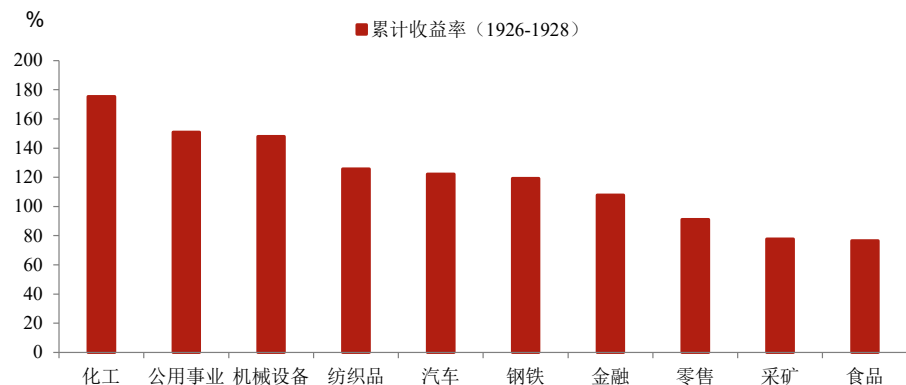
资料来源：James S. Olson. Historical Dictionary of the 1920s, 民生证券研究院

图8：道琼斯 1921-1929 年处于牛市行情

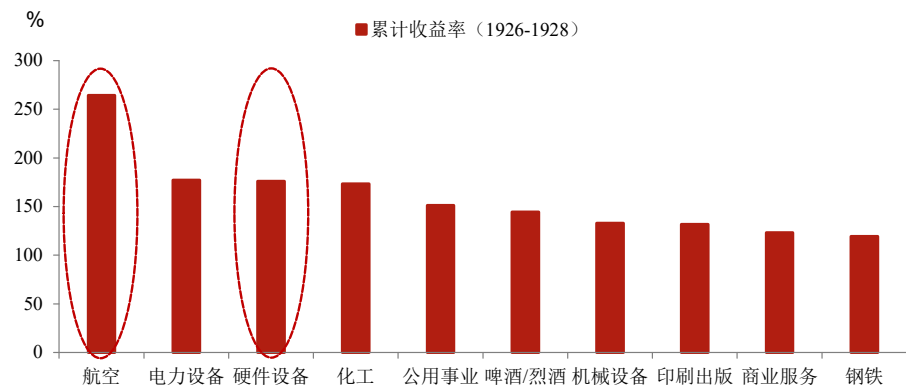


资料来源：iFind, 民生证券研究院

图9：1926 年至 1929 年美股主要部分行业表现



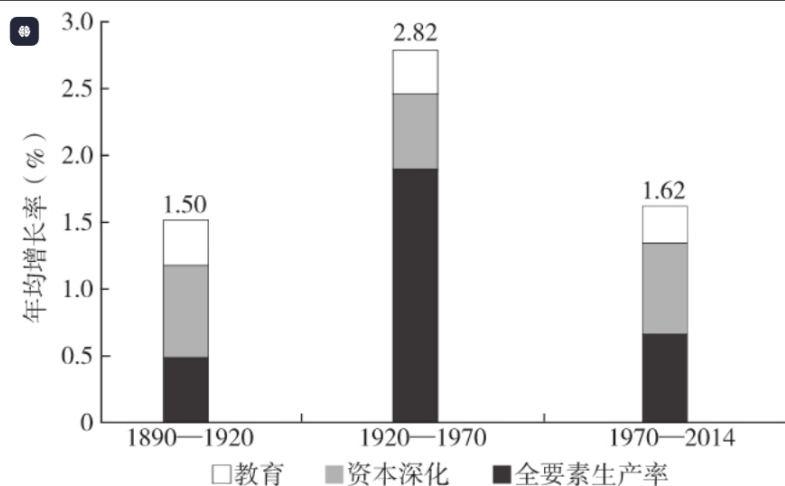
(一级行业)



(部分细分行业)

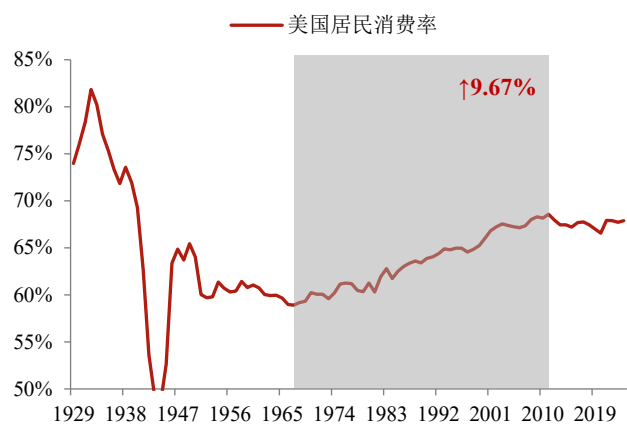
资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

图10：1970-2014 年全要素生产率的年均增速只有 1920 至 1970 年的 1/3



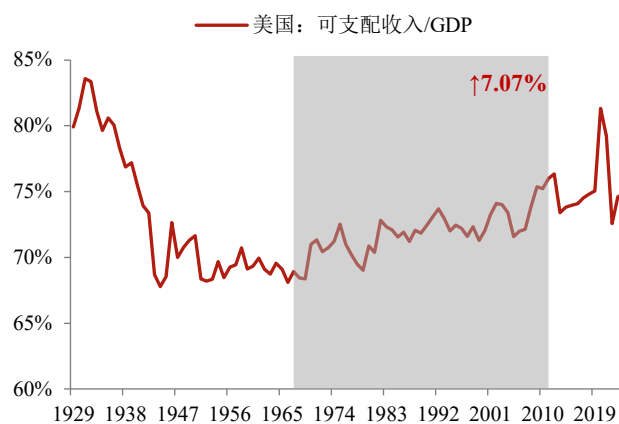
资料来源：罗伯特·戈登《美国增长的起落》，民生证券研究院

图11：1967 至 2011 年美国消费率稳步上升



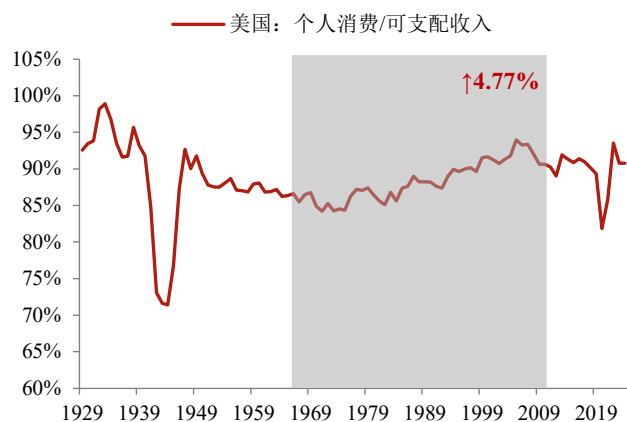
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：消费率上升期间收入“能力”的表现



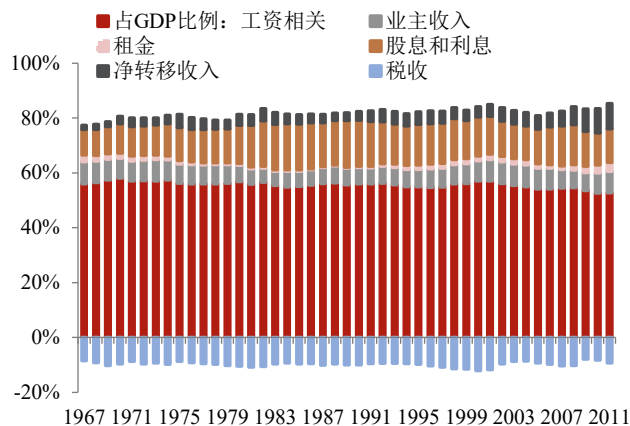
资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：消费率上升期间消费意愿的表现



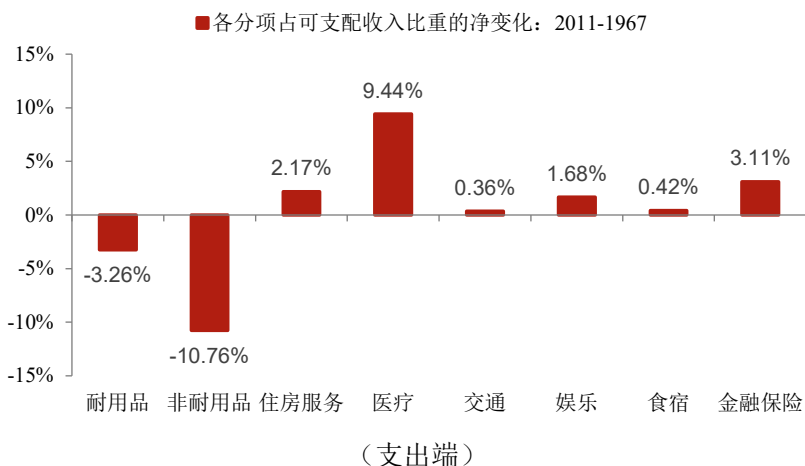
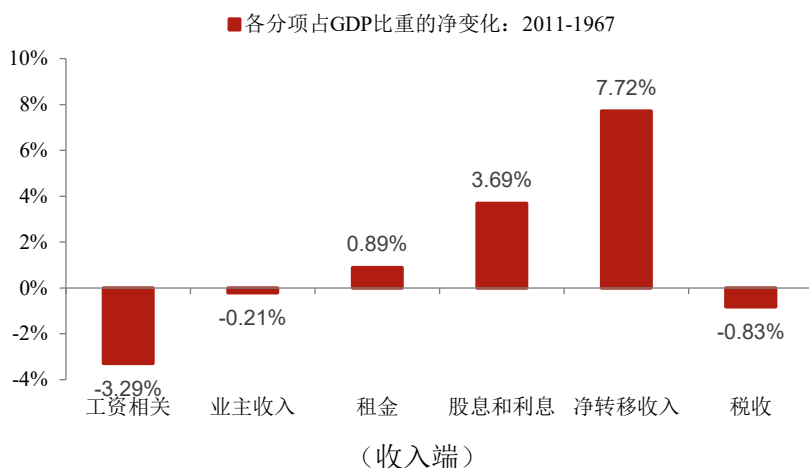
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：美国居民可支配收入的主要构成



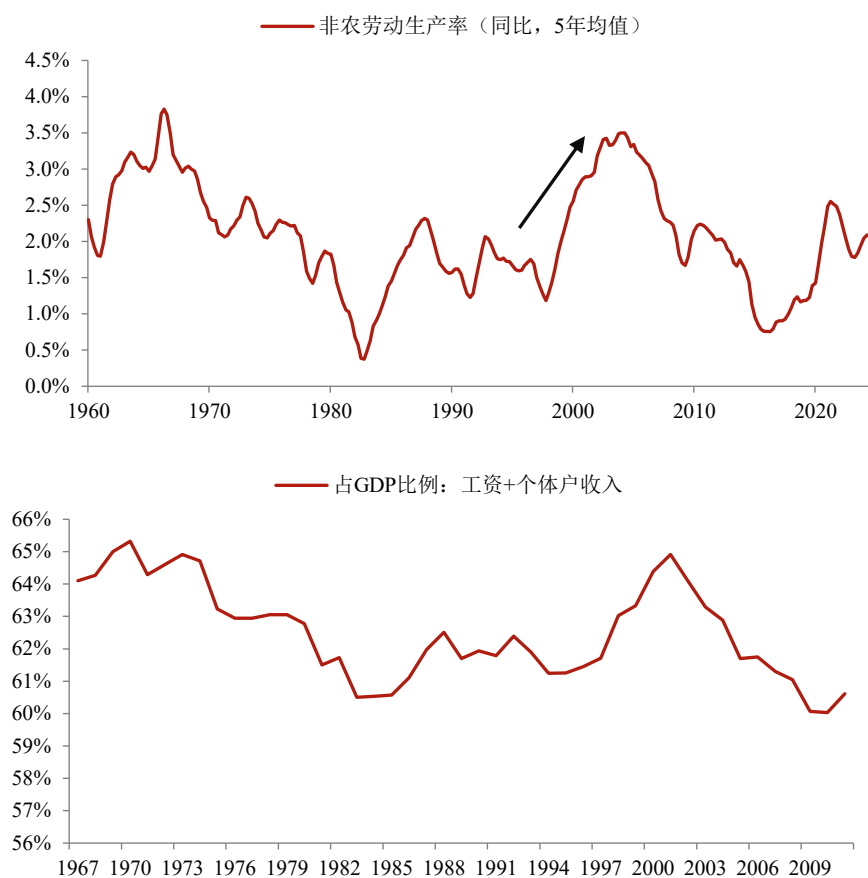
资料来源：iFind，BEA，民生证券研究院

图15：1967至2011年美国收入和支出的结构变化



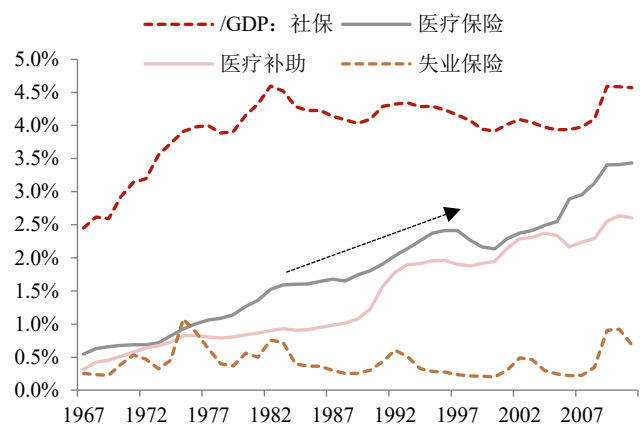
资料来源：BEA，民生证券研究院

图16：2000 年左右劳动生产率提升，但是工资等收入的份额整体下降



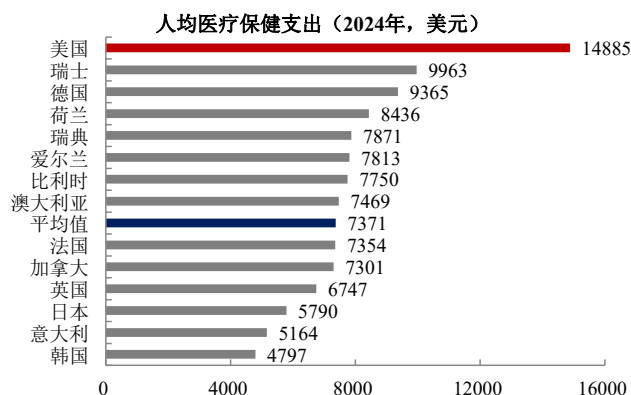
资料来源：BEA，民生证券研究院

图17：1965 年以来医疗补助和医疗保险打开了大财政的大门



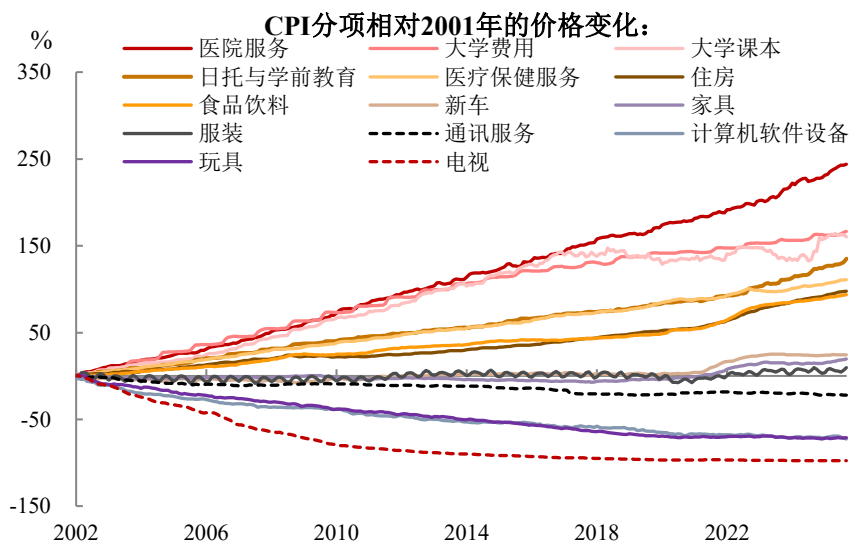
资料来源：BEA, 民生证券研究院

图18：美国人均医疗保健支出“一骑绝尘”



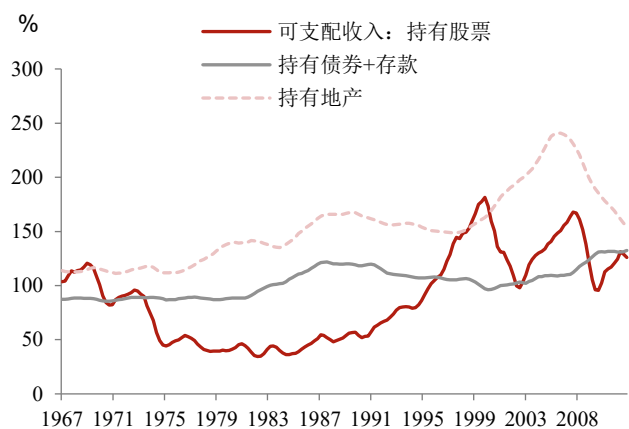
资料来源：PGPF, 民生证券研究院

图19：CPI 中医院服务的价格一枝独秀



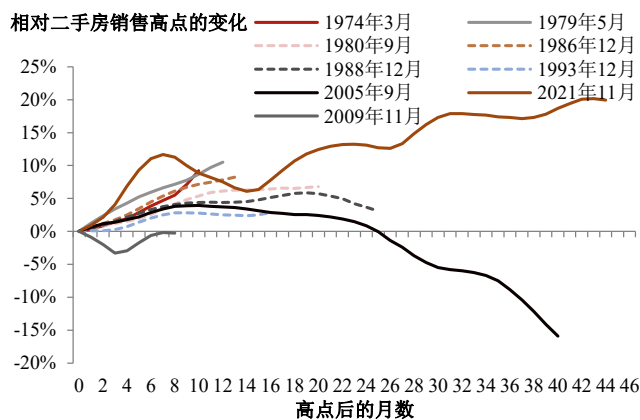
资料来源：iFind, 民生证券研究院

图20: 美国家庭资产变化情况



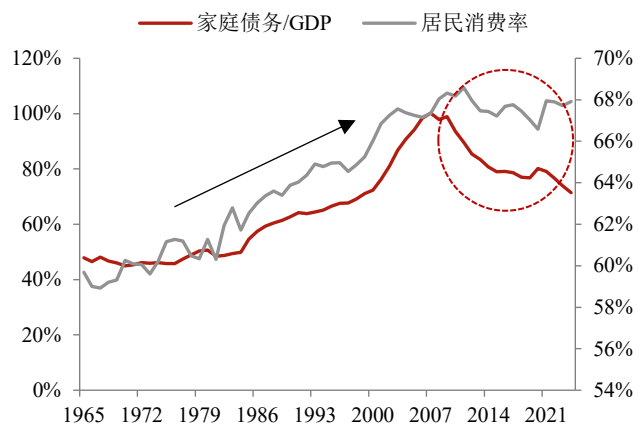
资料来源: FED, 民生证券研究院

图21: 1970 年以来大部分地产下行周期没有出现房价大规模暴跌 (除了 07 次贷和 08 金融危机时期)



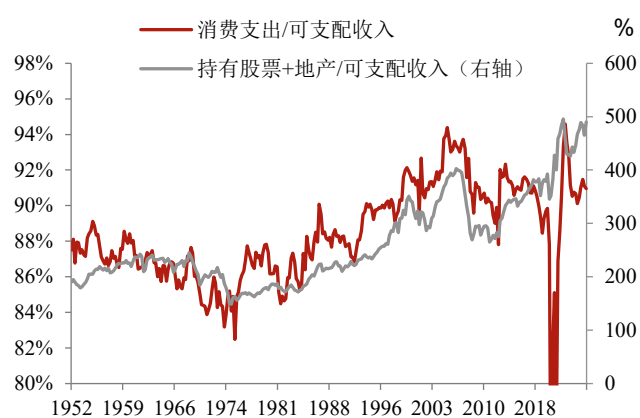
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图22: 美国去杠杆阶段消费率保持稳定



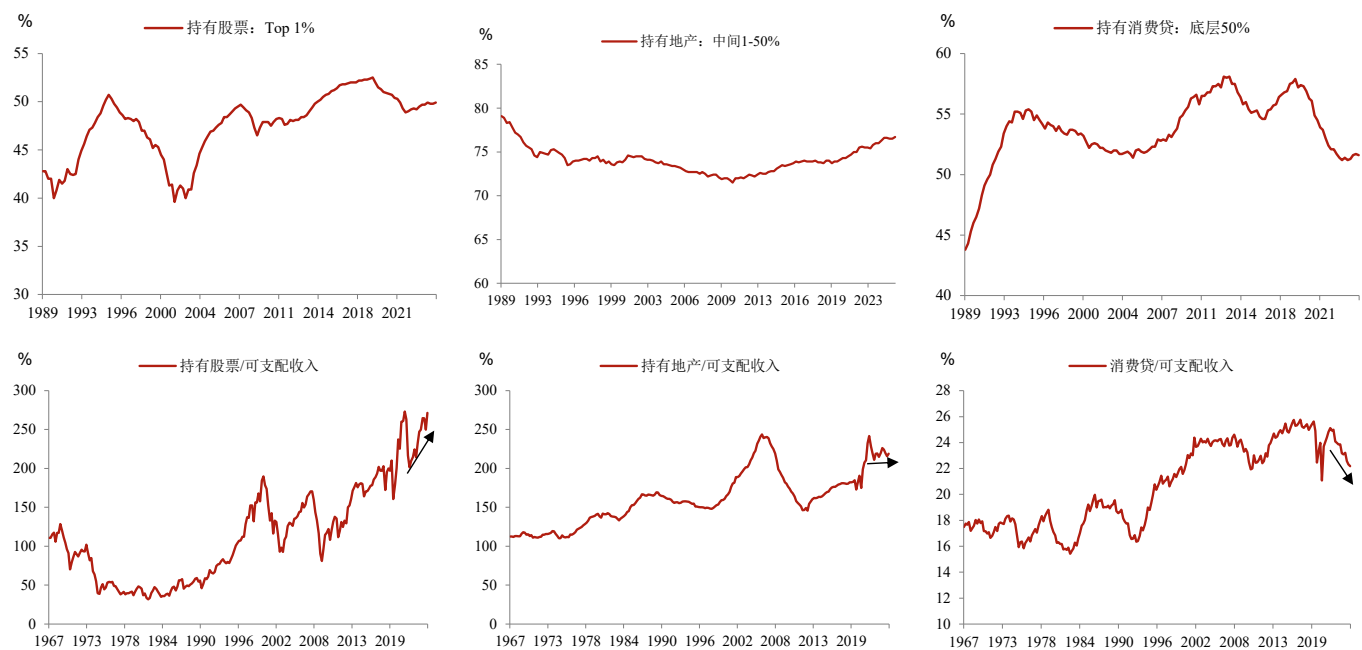
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图23: 低利率+资产价格膨胀支撑消费意愿



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图24：美国财富靠前的人持有更多的股票和地产，而财富靠后的人持有更多的消费贷



资料来源：FED，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048