



2022.02.21

## 美国消费分析手册

——宏观分析手册之十七

## 报告作者



董琦(分析师)



021-38674711



dongqi020832@gtjas.com

证书编号 S0880520110001

## 相关报告

房地产投资的分析与预测

2022.02.20

制造业投资的分析与预测

2022.02.19

美国通胀与就业的分析和预测

2022.02.17

中国的基建投资还能走多远

2022.02.15

GDP 分析手册

2022.02.10

## 本报告导读：

本篇报告聚焦对美国消费的分析，消费是美国 GDP 的基础，在 GDP 中占比 70%。我们对于消费的分析分为短期和长期视角，短期视角包括居民收入、财富、储蓄和消费者信心等因素，而长期视角则包括杠杆率、收入差距和人口老龄化等因素。

## 摘要：

## ● 个人消费支出是美国 GDP 的基础

1) 个人消费支出在美国 GDP 中占比约 70%，对 GDP 的拉动最大，消费增速与 GDP 增速高度一致，直接决定了 GDP 的走势。

2) 美国居民的消费结构与国内消费结构差异较大，美国服务消费占比 60%，远高于国内，汽车和地产后周期消费链占比也远低于国内，分析美国消费不能盲目套用国内分析框架。

3) 美国商品消费与中国对美出口增速高度相关。中国对美出口增速领先其消费增速约 3 个月，相关系数约为 0.72，领先滞后关系可能与航运时间和美国进口商提前备货有关。

## ● 美国消费的短期分析视角：收入、财富、储蓄和信心

1) 收入是消费的基础，从历史数据来看，收入与消费的相关性较高，2000 年以来的相关系数约为 0.3。美国居民消费最根本的动能来自于雇员报酬收入的提升，这又与劳动力市场和经济周期密切相关。

2) 财富也是消费的基础，从历史数据来看，美国居民资产增速与消费增速高度相关，且居民资产增速领先消费增速约 1 个季度，1960 年以来的相关系数约为 0.66。房地产和股票是居民核心资产。

3) 储蓄在一定程度上代表了财富效应，但并不等同于财富效应，是一个流量的概念，而非类似于财富的存量概念。疫情期间美国居民预防性储蓄的规模约 2.5 万亿美元，相当于 1.8 个月的消费支出。

4) 消费者对未来的预期或信心也会影响当期消费。密歇根大学消费者信心指数是市场上关注最广泛的有关消费者信心的调查数据。该指数在趋势上领先于消费支出，是指示经济走势的重要指标。

## ● 美国消费的长期分析视角：杠杆率、基尼系数、老龄化水平

1) 居民微观杠杆率与居民的投资和消费行为关联度更高，影响美国居民的中长期消费，尤其是耐用品消费。

2) 居民收入不平等影响居民的长期消费行为，收入越高的人群，边际消费倾向越低，而收入越低相反，因此在经济“总蛋糕”不变的情况下，收入差距越大，经济中总的消费水平越低。

3) 人口老龄化的提升将抑制社会整体的消费水平。

## ● 美国零售和食品服务销售数据与个人消费支出数据高度相关，且公布时间早于个人消费支出数据，可以通过该数据对美国消费数据和 GDP 数据进行短期预测。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

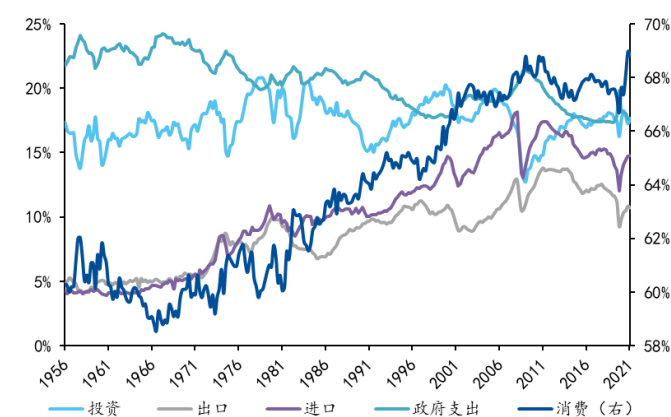
## 目 录

1. 个人消费支出是美国 GDP 的基础.....	3
2. 美国消费的分析框架.....	6
2.1. 消费的短期视角：收入、财富、储蓄与信心.....	6
2.2. 消费的中长期视角：杠杆率、基尼系数、老龄化水平.....	13
3. 其他消费指标.....	15

## 1. 个人消费支出是美国 GDP 的基础

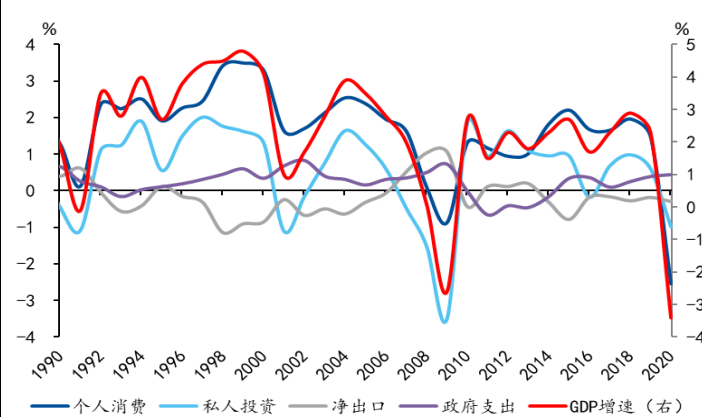
个人消费支出（PCE）衡量了美国经济中消费者在商品和服务上的支出，既包括了商品消费，也包括了服务消费，是衡量美国消费最全面和最准确的指标。这里的个人消费支出中，既包括家庭的支出，也包括服务家庭的非营利机构（NPISHs）的净支出。PCE 统计范围包括既实际位于美国并且已经或预计将在美国居住 1 年或更长时间的人，还包括驻扎在国外的美国政府文职和军事人员的购买（无论其任务期限如何），以及在国外旅行或工作少于 1 年的美国居民的购买。个人消费支出在美国 GDP 中占比最大，大约为三分之二，对 GDP 的拉动也最大，从历史数据来看，消费增速与 GDP 增速高度一致，甚至直接决定了 GDP 的走势。

图 1：消费在美国 GDP 中占比最大，且呈上升趋势



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

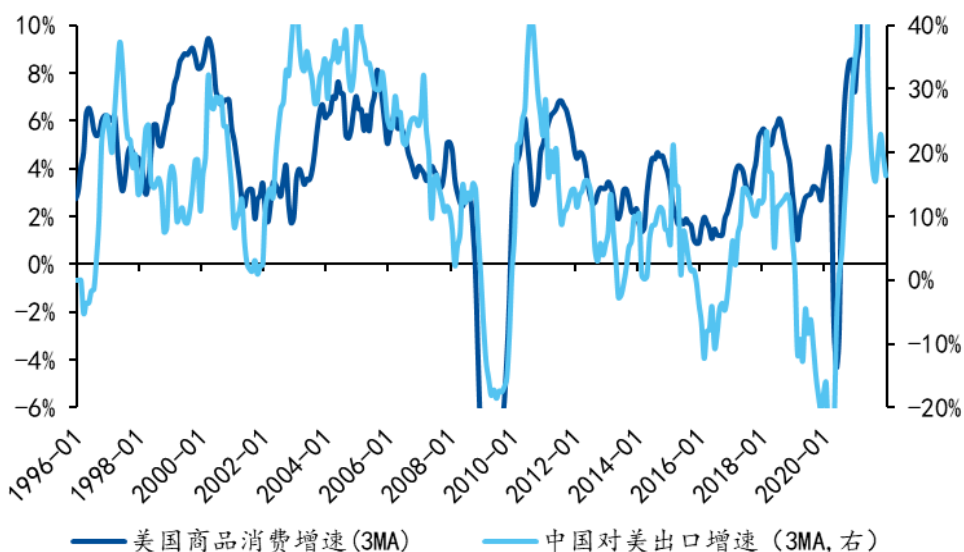
图 2：消费对 GDP 拉动最大，与 GDP 走势高度一致



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

**美国商品消费与中国对美出口增速密切相关：**一般而言美国商品消费高时代表国内需求旺盛或经济周期向上，对应的中国对美出口也会受到美国商品消费的拉动，中国对美出口增速领先其消费增速约 3 个月，相关系数约为 0.72，这可能与航运时间有关，中国货物通过海运到美国一般需要 25 到 40 天，叠加美国进口商提前备货的时间，所以中国对美国的出口增速一般略领先于其国内消费增速。

图 3: 美国商品消费与中国对美出口增速密切相关

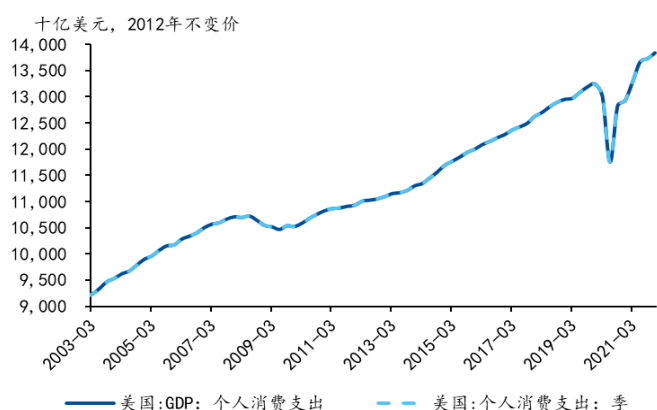


数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

**月度个人消费支出数据:** 除了跟随 GDP 公布的季度个人消费支出外, BEA 每月月底还会公布上个月的个人收支数据, 其中就包括个人消费支出数据。其中大多数商品消费类别的源数据是使用月度零售调查数据 (monthly retail trade survey, MRTS), 而服务消费的数据源则多样化, 并且很大程度上依赖于估计数值。

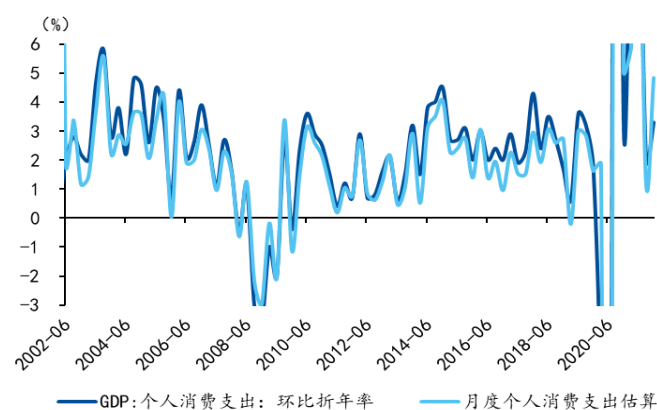
从 2002 年以来的数据来看, GDP 中的个人消费支出数据与加总后的按月公布的个人消费支出数据完全一致。但因为每个季度最后一个月个人收支数据的公布时间会晚于该季度 GDP 数据公布的时间, 因此在 GDP 数据公布前, 只有该季度前两个月的个人消费支出数据, 但前两个月个人消费支出数据的环比依然能够高度拟合 GDP 中个人消费支出的环比变化, 对预测 GDP 中的个人消费支出具有重要意义。

图 4: GDP 中个人消费支出与月度加总后的数据一致



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

图 5: 月度个人消费支出能较好预测 GDP 中消费支出



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

#### 个人消费支出的统计范围:

(1) 由家庭从私营企业、政府和政府企业购买**新商品和服务**构成, 这是个人消费支出最主要的部分;

(2) 美国居民在国外旅行、工作或上学时商品和服务的购买, 相反, 外国居民在美国旅行、工作、上学时的购买不包括在个人消费支出中;

(3) 由第三方付款人代表家庭资助的支出, 例如雇主支付的健康保险和通过政府计划资助的医疗保健, 包括与人寿保险以及私人 and 政府雇员养老金计划相关的费用;

(4) 包括估算购买, 使个人消费支出不受某些经济活动方式变化的影响。例如, 住房是租用还是拥有, 员工是以现金还是实物支付;

(5) 家庭从企业和政府净购买的二手物品;

(6) 个人消费支出以市场价格计价, 因此还包括了销售税和消费税;

(7) 服务于家庭的非营利性机构 (NPISHs) 代表家庭提供服务所产生的成本;

服务于家庭的非营利性机构 (NPISHs) 的最终消费支出是 NPISHs 向家庭提供的服务而不收取明确费用的部分 (例如, 非营利性大学提供的教育服务的价值超过学生家庭支付的学费和其他费用)。它等于 NPISHs 的总产出 (衡量标准是他们目前的业务费用, 不包括购买被视为私人固定投资的建筑物和设备), 减去他们向家庭和其他经济部门的销售 (例如向雇主出售教育服务), 减去 NPISH 直接生产的任何投资产品 (如软件) 的价值。

**消费结构:** 美国居民的消费结构与国内消费结构差异较大, 例如国内服务消费占比约 50%, 而美国占比则为 60%; 国内汽车消费占比约为 12%, 而美国汽车消费占比仅约 3%; 国内地产后周期行业消费占比约为 6%, 而美国地产后周期行业消费占比仅约 3%。

具体而言, 美国服务消费大约占比 60%, 其中住房和公用事业 (16%)、医疗护理 (16%) 是服务消费中占比最大的分类, 餐饮住宿和金融服务占比都约为 6%, 交通运输和娱乐占比都约为 3%, 其他服务占比 8%。商品消费占比总消费比重约为 41%, 其中耐用品 (平均使用寿命长于 3 年的商品) 消费占比约 16%, 汽车及零部件、家具及家用设备、娱乐商品及休闲车类别分别约为 4%、4% 和 6%。非耐用品 (平均使用寿命少于 3 年的商品) 消费品占比约 25%, 其中食品饮料、服装和鞋、汽油等能源产品分别约为 8%、4% 和 3%。

图 6：美国个人消费支出的结构

Line	指标名称	金额（美元-链式加权）	占个人消费支出比重
2	<b>个人消费支出（PCE）</b>	<b>13,732.4</b>	<b>100%</b>
3	<b>商品消费</b>	<b>5,518.3</b>	<b>40%</b>
4	耐用消费品	2,158.5	16%
5	汽车及零部件	576.0	4%
6	家具及家用设备	502.3	4%
7	娱乐商品及休闲车	801.7	6%
8	其他耐用消费品	336.7	2%
9	非耐用消费品	3,394.0	25%
10	食品饮料	1,111.2	8%
11	服装和鞋	504.3	4%
12	汽油和其他能源产品	437.1	3%
13	其他耐用消费品	1,303.6	9%
14	<b>服务消费</b>	<b>8,378.5</b>	<b>61%</b>
15	家庭服务消费支出	8,031.4	58%
16	住房和公用事业	2,152.5	16%
17	医疗护理	2,219.8	16%
18	交通运输	405.2	3%
19	娱乐	428.9	3%
20	餐饮住宿	851.6	6%
21	金融服务和保险	876.6	6%
22	其他服务	1,107.2	8%
23	服务于家庭的非营利性机构消费支出	349.1	3%
24	非营利机构产出	1,378.4	10%
25	减：非营利机构收入	1,030.7	8%

数据来源：BEA，国泰君安证券研究

## 2. 美国消费的分析框架

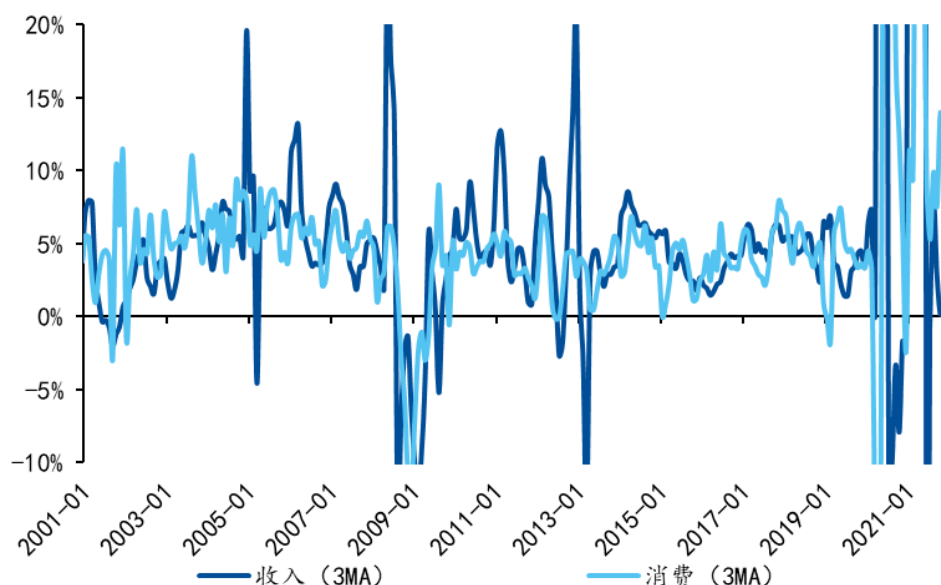
对于消费的分析，短期视角包括收入、财富、储蓄和消费者信心等因素，而长期视角则包括杠杆率、收入差距和人口老龄化等因素。

### 2.1. 消费的短期视角：收入、财富、储蓄与信心

**1、收入：**收入是消费的基础，从历史数据来看，收入与消费的相关性较高，2000年以来的相关系数约为 0.3。



图 7：美国收入与消费的相关性较高



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

美国个人收支统计采用 T 型账户体系，该体系通过将个人收支分列账户两侧，分别展示个人的收入和支出情况。右侧个人收入由六大部分构成，分别为雇员报酬、经营者收入、租金收入、财产性收入、转移支付收入，同时还需要扣除政府社会保险缴款：

- ✓ 雇员报酬主要包括来自私人 and 政府部门的薪酬以及养老金、保险、社保等补充收入，雇员报酬是美国居民最主要的收入来源，占居民收入的约 62%，其中直接的工资薪金占比约 51%，补充工资薪金占比约 11%。雇员报酬也与经济周期密切相关，经济周期下行时企业经济效益下降，从而导致雇员报酬下降，收入下降，进而影响消费，而消费的走弱又会引发经济周期下行和企业经济效益下降，如此循环传导，最终导致经济到达一个新的更低的稳定增长水平。
- ✓ 经营者收入和租金收入都需要经过存货和资本消耗的调整，以体现“净”收入的概念，分别占美国居民收入的 9% 和 4%。
- ✓ 财产性收入主要包括个人利息收入和股利收入，需要注意的是其中不包括来自股票价格变化带来的资本利得。财产性收入占美国居民收入的约 14%。
- ✓ 转移支付收入主要包括政府的社会福利支付以及其他商业转移收入（净额），其中政府社会福利是最终主要的部分。转移支付收入占美国居民收入的约 19%。
- ✓ 政府社会保险缴款（对社会保障等社会保险项目的强制性缴款）在衡量个人收入时被扣除，因为这些缴款所产生的利益已经反映在当期转移支付中。政府社会保险缴款占美国居民收入的约 8%。

左侧支出项目主要包括个人税费支出、个人支出（personal outlays）和个人储蓄三个部分，其中个人支出包括消费支出（personal consumption expenditures）、利息支付和经常性转移支付（包括个人向政府和世界其他地方的转移支付。向政府支付的款项包括向联邦、州和地方政府支付的捐款、费用和罚款）。其中核心是个人消费支出，占整个支出项目的约 78%。

图 8：美国个人收支 T 型账户表（单位：十亿美元）

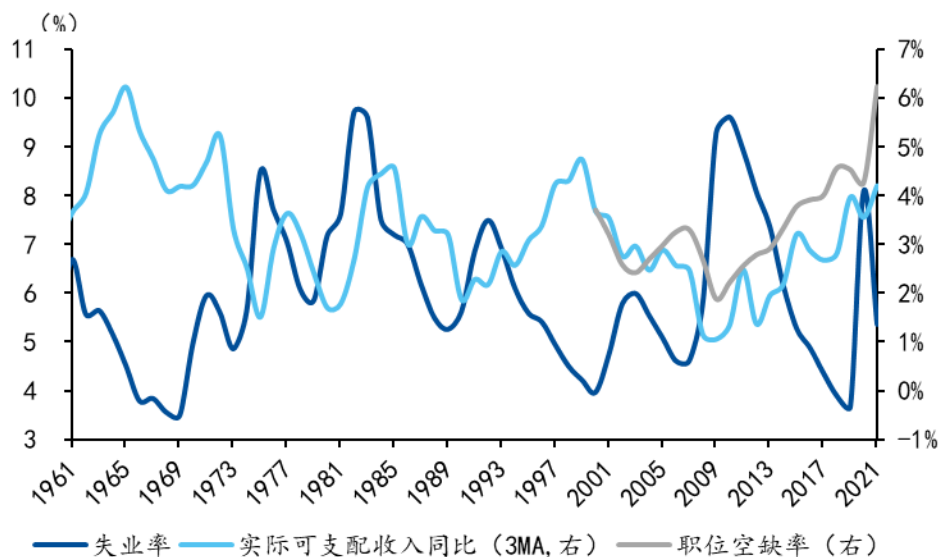
支出项目	支出金额	支出占比	收入项目	收入金额	收入占比
1. 个人所得税	2,746	13%	1. 雇员报酬	13,082	62%
2. 个人支出	16,806	80%	1.1. 工资薪金	10,777	51%
2.1. 个人消费支出	16,306	78%	1.2. 补充工资薪金	2,304	11%
2.2. 个人利息支出	277	1%	1.2.1. 养老金及保险基金	1,548	7%
2.3. 个人转移支付	223	1%	1.2.2. 政府社会保险	756	4%
3. 个人储蓄	1,435	7%	2. 经营者收入	1,833	9%
			3. 租金收入	756	4%
			4. 个人财产性收入	3,003	14%
			4.1. 利息收入	1,662	8%
			4.2. 股息收入	1,341	6%
			5. 个人转移支付收入	3,962	19%
			5.1. 政府社会福利	3,895	19%
			5.2. 其他商业转移支付	67	0%
			6. 政府社会保险缴款	-1,650	-8%
个人总支出	20,987	100%	个人总收入	20,987	100%

数据来源：BEA，国泰君安证券研究

美国居民消费最根本的动能来自于雇员报酬收入的提升。美国居民收入中的 62% 都来源于雇员报酬，而雇员报酬与失业率和经济动能又密切相关。美国个人实际可支配收入同比与职位空缺率和失业率高度相关，相关系数分别为 0.73 和 -0.47。

美国实际个人可支配收入与劳动力市场和经济周期密切相关，经济周期上行时企业经济效益上升，从而导致雇员报酬上升，收入上升，进而拉动消费，而消费的走强又会带动经济周期上行和企业经济效益上升，形成一个正向循环，最终导致经济到达一个新的更高的稳定增长水平。但这个循环过程也可以是一个负向循环，最终导致经济到达一个新的更低的稳定水平。理论上在均衡状态下，这些变量同时相互决定，疫情、战争、能源危机、政策冲击等外生冲击将会使得这些变量发动变动，并在正向或负向循环中达到新的均衡点。

图 9：美国个人实际可支配收入同比与职位空缺率和失业率高度相关



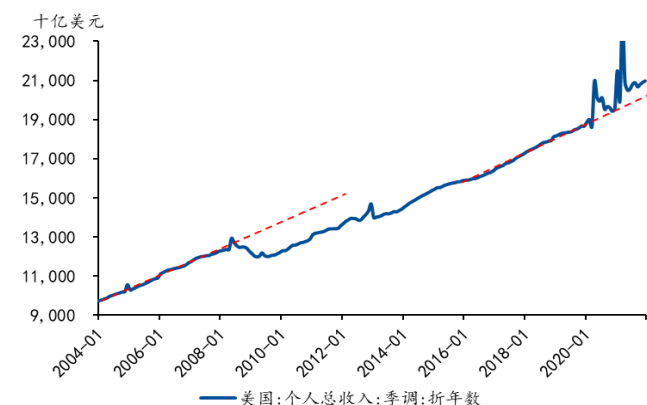
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

以 2008 年金融危机对经济、收入和消费的冲击为例，由房地产市场次级贷款引



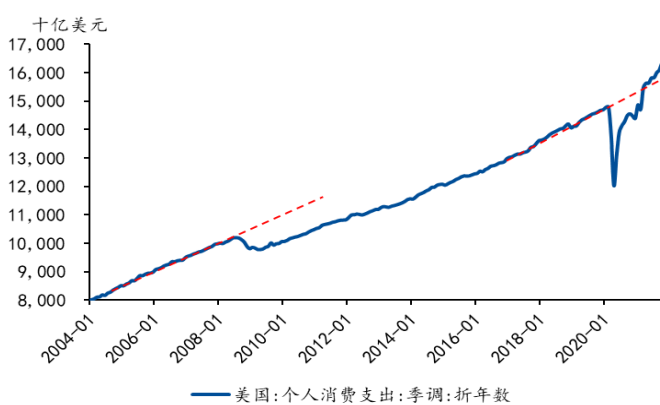
发的金融危机严重冲击了实体经济，企业盈利下降甚至倒闭，失业率大幅上升，工资增长乏力，个人总收入和消费支出出现明显下滑，但下滑之后并没有回到原来的增长趋势线上，而是在新的均衡点上，按照新的增长趋势增长。以此为参照，2020至2021年疫情期间美国及时有效的政策刺激，或将使得美国经济、居民收入和消费跳升到了一个新的均衡点上，并在这个新的均衡点上按照新的增长趋势增长。

图 1：金融危机使收入下降到了一个新的均衡点



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

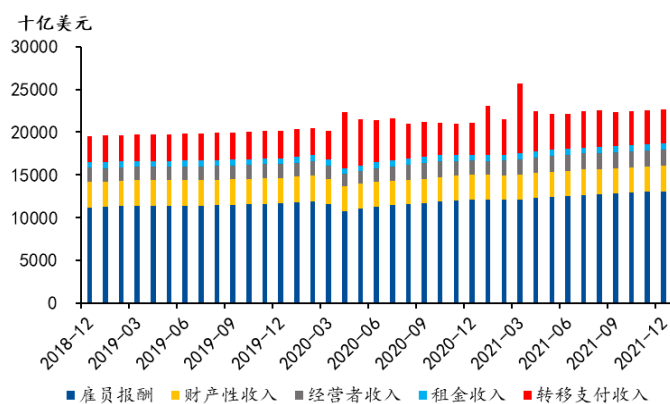
图 2：金融危机使消费下降到了一个新的均衡点



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

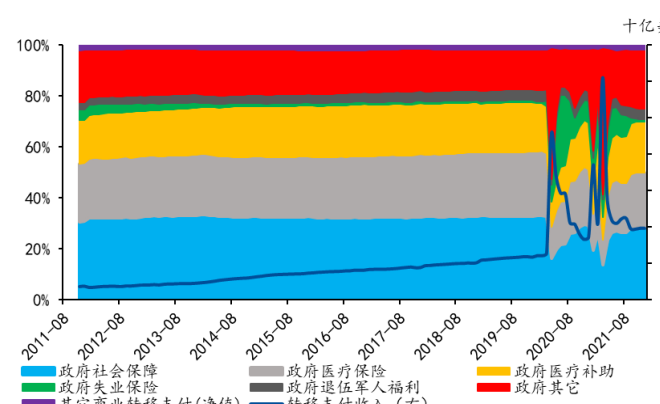
疫情期间财政转移支付大幅增加，使得个人总收入不降反升，带动消费支出上行。疫情期间的财政转移支付既包括直接的现金补贴和新增额外的失业救济金等主动财政支出项目，还包括了传统失业救济金、社会保障等被动型财政支出项目，使得疫情期间财政对个人的转移支付大幅增加，使得个人总收入不降反升，带动消费支出上行，甚至超出趋势水平。这与2008年金融危机期间形成了鲜明对比，2008年金融危机发生后，美国财政反应并不及时，同时规模较小，使得居民收入和消费均收到较大冲击，进一步加深了危机持续的广度、深度和时间。而2020-2021年疫情期间，美国财政则反应非常及时，使得居民收入和消费不降反升，甚至超过了趋势水平。

图 12：疫情期间财政大量补贴，使居民收入不降反升



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

图 13：财政现金发放和失业救济占比提升最大



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

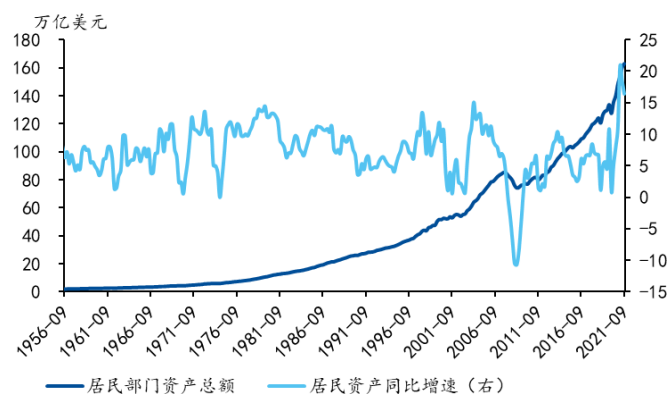
**2、财富：**财富是居民消费的又一大基础，从历史数据来看，居民资产增速与消费增速高度相关，且居民资产增速领先消费增速约1个季度，1960年以来的相关系数约为0.66（作为对比，收入与消费的相关系数约为0.30）。

房地产和股票是美国居民的核心资产,与中国居民资产分布差别较大。截止2021年三季度,房地产、养老金和股票是构成了居民资产中的近65%,其中房地产占比约为25%,养老金和股票占比分别约为19%。存款、非上市公司股权、共同基建和债券占比分别约为13%、9%、8%和2%。从变化趋势来看,股票在居民资产中占比呈上升趋势,从2009年的约9%,至2021年三季度上升到约19%。

股票在美国居民资产中的实际占比更高,对经济预期和美联储政策反应更灵敏。虽然从账面上来看,股票占比仅约19%,但在美国养老金体系和共同基金体系中,股票资产仍占据了较大比例,所以股票在美国居民资产中的实际占比要高于(甚至远高于)账面公布的19%。而股票对经济预期和美联储货币政策反应非常灵敏,美联储货币政策重要的传导渠道就是居民的财富效应(或者称之为居民的资产负债表渠道),通过放松或收紧货币政策影响股市、房地产市场等,进而影响居民财富效应,并最终传导至居民消费和实体经济。

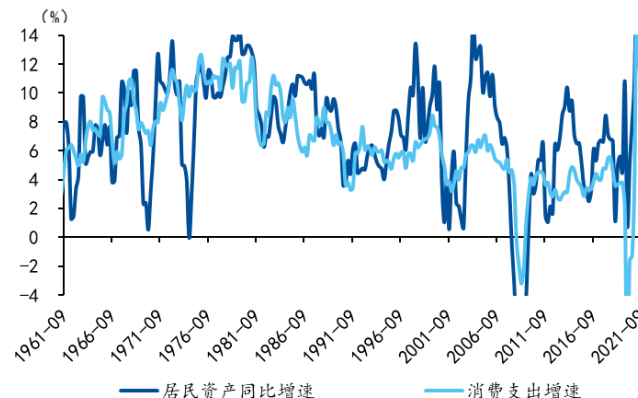
本轮疫情期间,美国居民消费快速上升,原因除了大规模财政补贴外,还与美联储采取极度宽松的货币政策,进而推升资产价格和居民财富效应密切相关。疫情期间,美国居民财富增长了约22%,远远超出居民正常资产增速,股票和房地产价格上涨是最主要的贡献力量。

图 14: 疫情期间资产价格上涨使居民财富快速增加



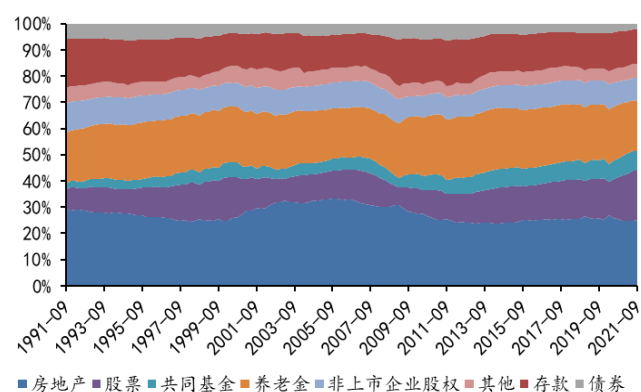
数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

图 15: 居民资产增速与消费增速高度相关



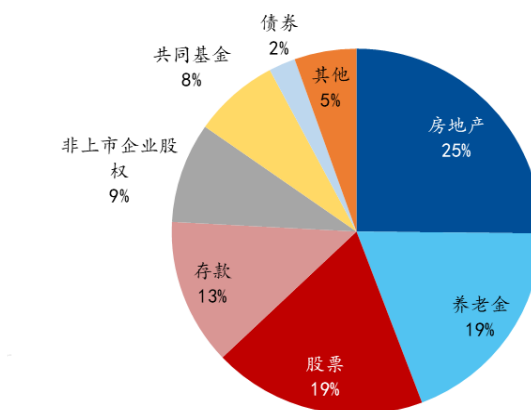
数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

图 16: 股票在居民资产中占比呈上升趋势



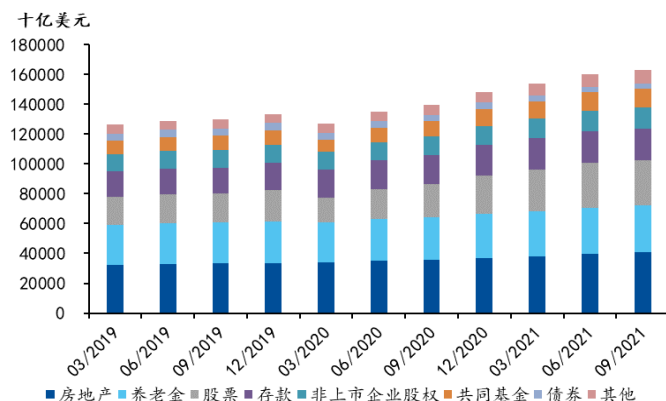
数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

图 17: 房产、养老金、股票在居民资产中占比较大



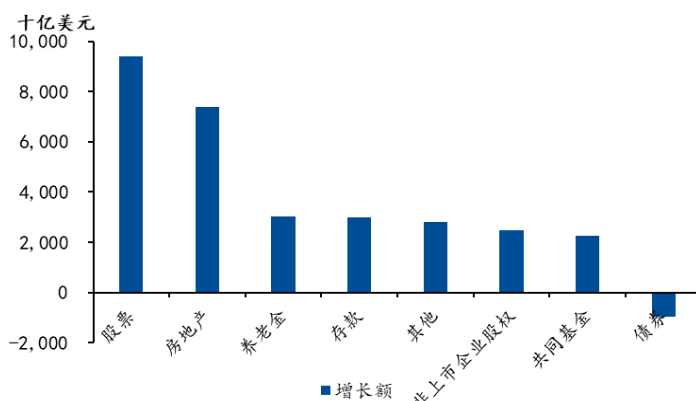
数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

图 18: 疫情期间资产价格上涨使居民财富快速增加



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

图 19: 疫情期间, 股票和房地产价格的上涨对居民财富增长贡献最大

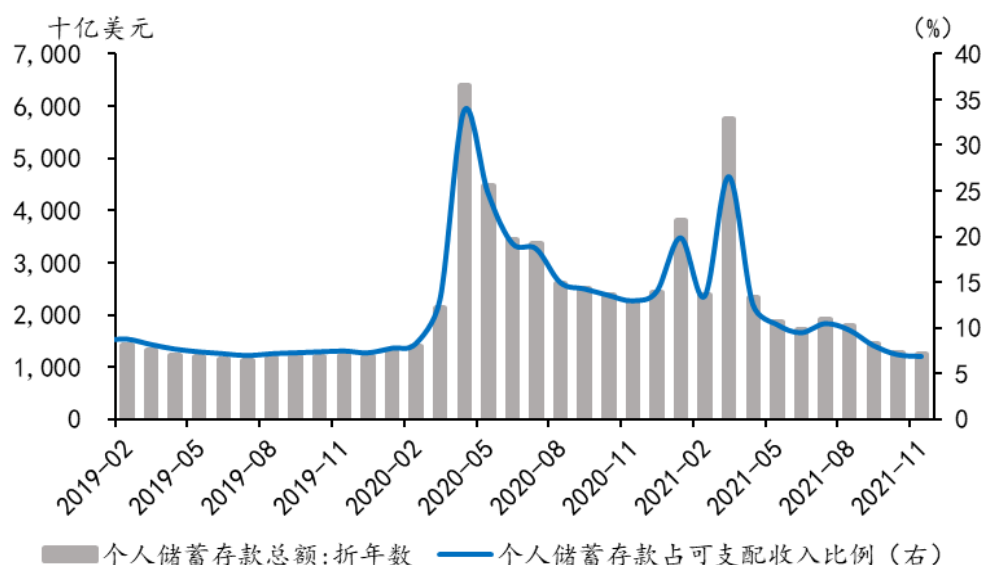


数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

**3、储蓄：**在一定程度上代表了财富效应，但并不等同于财富效应，因为 BEA 公布的美国个人收支账户中，储蓄指的是居民每期所储存下来的收入，是一个流量的概念，而非类似于财富的存量概念，但即便如此，积累的储蓄仍能在一定程度上代表财富效应，尤其是在持续释放的过程中。储蓄率的上升一般代表了经济前景较差，消费者风险偏好下降，增加储蓄以应对未来经济低迷所带来的收入下降甚至失业。而储蓄率的下降则代表了消费者看好未来经济前景，风险偏好上升，储蓄释放的过程将带动消费增长。

**疫情期间美国居民预防性储蓄的规模约 2.5 万亿美元, 相当于美国 1.8 个月的消费支出。**疫情期间，由于美国政府大量财政补贴和疫情风险，美国居民积累了大量预防性储蓄，根据对无疫情情况下个人收入和储蓄增长的基准假设测算，疫情期间美国居民大约积累了 2.5 万亿美元的预防性储蓄，相当于美国 1.8 个月的消费支出。美国居民的预防性储蓄其实在 10-11 月已经有所释放，因为这两个月的居民的储蓄率分别为 7.1% 和 6.9%，已经为疫情以来的最低水平，同时也明显低于 2011 年至 2019 年 7.4% 的平均储蓄率。若以 7.4% 的平均储蓄率比较基准，10-11 月释放的预防性储蓄分别拉动当月消费约 0.4% 和 0.6%。美国 10-11 月预防性储蓄小幅释放的原因在于国内疫情大幅缓解，同时劳动力市场和经济前景良好，居民感知到的风险有所下降，带动预防性储蓄的下幅下降，预防性储蓄的下降，也在一定程度上带动了四季度居民消费的小幅上升。

图 20：美国居民在疫情期间积累了约 2.5 万亿美元的预防性储蓄



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

#### 4、消费者信心：密歇根大学消费者信心指数

密歇根大学消费者信心指数是市场上关注最广泛的有关消费者信心的调查数据，其他数据如咨商会消费者信心指数、彭博消费者舒适指数等关注度较低，这里不再予以一一介绍。密歇根大学消费者信心指数每月在第 2 和第 4 个周五分别发布本月的初步数据和最终数据，该指数调查了国内大约 500 名成年人，代表了 500 个家庭样本，调查周期为一个月的 1-28 日。调查问卷包括了商业状况、失业率、利率、物价水平、个人财务状况、家庭收入、房屋购买意愿、耐用品汽车等购买意愿等问题，以及这些问题的当前情况、未来一年、未来五年的预期。在计算综合指数时，需要用到其中的 5 个问题：

$X_1$ ：你或你的家庭财务状况是比一年前变好了，还是变差了，还是不变？

$X_2$ ：你认为一年后，你或你的家庭财务状况会变好，还是变差，还是不变？

$X_3$ ：你认为接下来 12 月，商业状况会变好、有条件的好、变差或有条件的差？

$X_4$ ：你认为接下来的 5 年，商业状况会持续良好，还是陷入萧条，还是不变？

$X_5$ ：你认为现在是人们购买大型家庭用品（如家具家电）的好时机还是坏时机？

指数使用扩散指数的计算方法，将回答好的百分比减去回答差的百分比，再加上 100，计算出单一项目的指数，然后按照公式分别计算消费者当前、预期和信心指数：

$$\text{消费者现状指数(ICC)} = \frac{X_1 + X_5}{2.6424} + 2$$

$$\text{消费者预期指数(ICE)} = \frac{X_2 + X_3 + X_4}{4.1134} + 2$$

$$\text{消费者信心指数(ICS)} = \frac{X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + X_5}{6.7558} + 2$$



消费者现状指数: ICC, Index of Current Economic Conditions

消费者预期指数: ICE, Index of Consumer Expectation

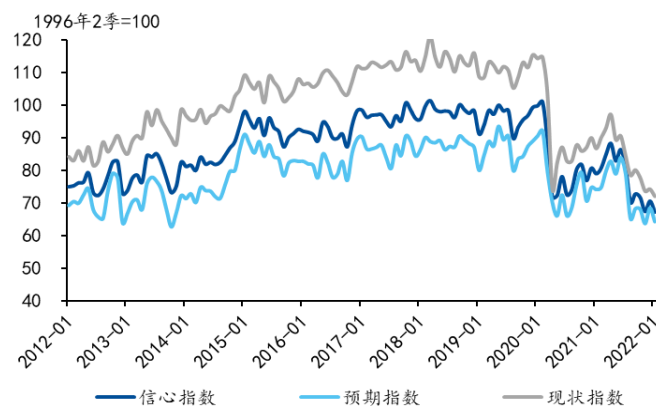
消费者信心指数: ICS, Index of Consumer Sentiment

该指数以 1966 年作为基期 100, 因此分母除以常数 6.7558 作为调整, 加 2 是为了修正从 20 世纪 50 年代开始的样本改变。

消费者对未来的预期会明显受到对现状判断的影响, 预期指数并不能指示未来 1 到 5 年的经济或消费走势。从指数的走势来看, 消费者现状指数和预期指数高度相关, 消费者对未来的预期会明显受到对现状判断的影响, 因此消费者预期指数不能指示未来 1 到 5 年的经济或消费走势。

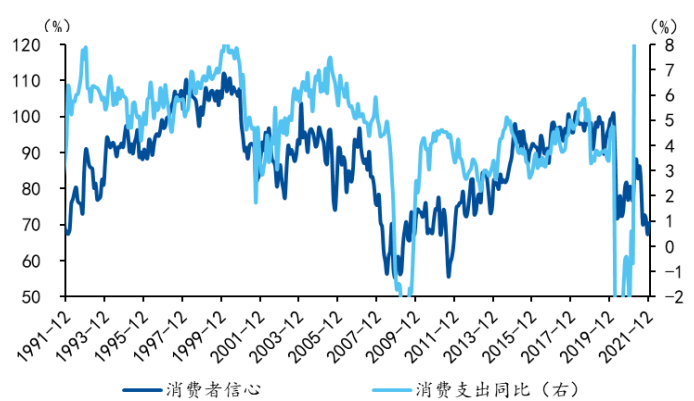
消费者信心指数在趋势上略领先于消费支出同比, 是指示经济走强走弱的重要指标。虽然从单月数据来看, 消费者信心与消费支出增速的相关仅约 0.22, 但从趋势上来看, 消费者信心指数上升时, 一般会对应消费者支出增速的提升, 并且具有 1 到 3 个月的趋势性领先, 而消费又是美国经济中最重要的一项, 因此消费者信心指数的走势对经济走势仍具重要的指示作用。

图 21: 三个指数走势高度一致



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

图 22: 消费者信心指数在趋势上略领先于消费支出同比



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

## 2.2. 消费的中长期视角：杠杆率、基尼系数、老龄化水平

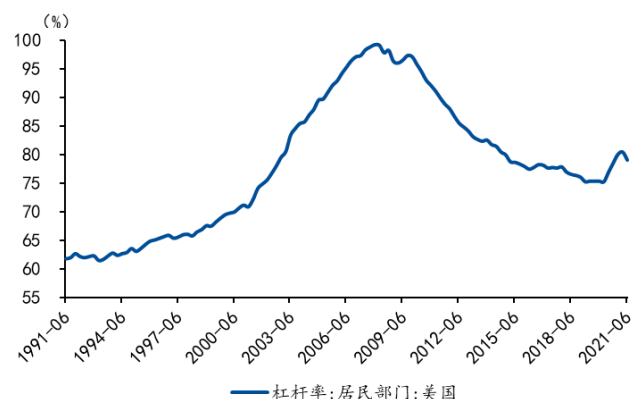
**1、居民杠杆率：**影响美国居民的中长期消费，尤其是耐用品消费，但对于分析短期消费行为的参考意义较小。居民杠杆率对房地产的影响更显著，但居民购买房地产在国民经济核算中被归类为投资。

居民部门杠杆率分为宏观杠杆率和微观杠杆率, 微观杠杆率与居民的投资和消费行为关联度更高, 而宏观杠杆率与宏观风险和可持续性分析 (例如 2008 年房地产的次贷危机) 联系更加密切。居民宏观杠杆率是指居民部门的总债务除以当期 GDP, 是一个存量除以流量的概念; 而居民微观杠杆率是指居民部门的总债务除以居民部门的净资产, 是一个存量除以存量的概念。从数据来看, 居民的宏观和微观杠杆率走势基本一致, 在 2008 年金融危机之后都出现了明显去杠杆。但在疫情期间, 两者走势有所分化, 主要与两者的计算方式有关, 因为疫情期间美国 GDP 增速下行明显, 分母变小导致居民宏观杠杆率被动变大, 而由于疫情期间资产价格的上升, 居民净资产增加, 导致居民微观杠杆率快速下降, 下降速度甚至



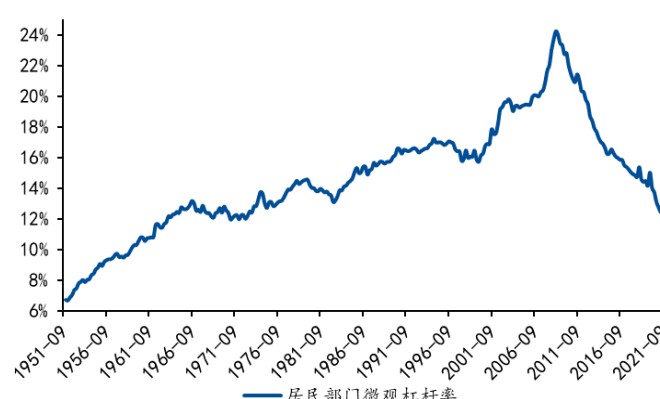
高于疫情前。

图 23: 美国居民部门宏观杠杆率在 2008 年之后下降



数据来源: BIS, 国泰君安证券研究

图 24: 居民部门微观杠杆率在 2008 年之后总体下降



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

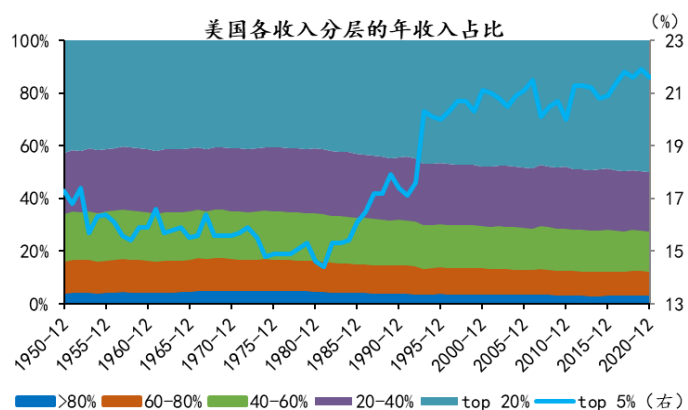
**2、收入不平等:** 居民收入不平等也将影响居民的长期消费行为, 因为一般而言, 收入越高的人群, 边际消费倾向越低, 而收入越低的人群, 边际消费倾向越高, 因此在经济“总蛋糕”不变的情况下, 收入差距越大, 经济中总的消费水平越低。但从 20 世纪 70 年代以来, 美国居民的收入差距越来越大, 而疫情又加剧了这一现象, 截止 2020 年, 美国家庭住户的收入基尼系数已经由 20 世纪 70 年代的约 0.35, 上升到了约 0.46。同时美国收入前 5% 的人群收入占比由 20 世纪 80 年代提升到 2020 年的约 22%, 收入差距不断扩大。

图 25: 美国家庭收入基尼系数



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

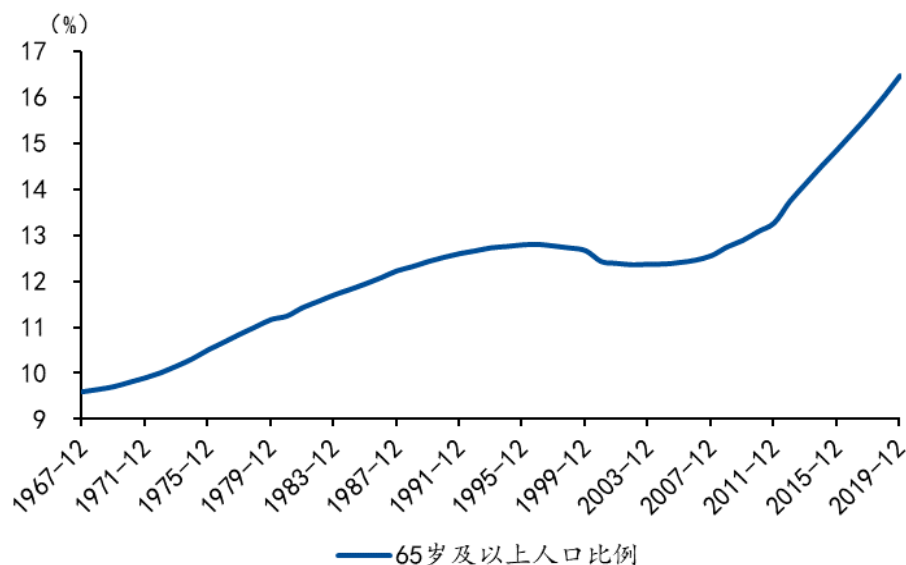
图 26: 美国各收入分层的收入占比



数据来源: BEA, 国泰君安证券研究

**3、人口老龄化:** 当社会整体的人口老龄化提高时, 一方面是老年人的消费能力总体较弱, 另一方面人口老龄化也会导致社会负担加重, 经济增速放缓, 造成收入增速放缓, 从而导致社会整体的消费能力下降。所以一般而言, 人口老龄化程度越高, 社会总体消费能力越弱。美国 65 岁人口比例从 2003 年开始提高, 到 2020 年占比约为 16.5%, 并且从人口结构来看, 后续仍将进一步上升, 对美国长期消费能力将产生负面影响。

图 27：美国 65 及以上人口比例



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

收入分配差距、人口老龄化、国际贸易和央行调控被普遍认为是 21 世纪以来遏制长期通胀的四大主要因素。其中前两项是从需求端降低了社会整体的消费能力；而国际贸易则从供给端打压了通胀，通过更高效率的全球分工（包括利用部分经济体的剩余劳动力），在全球范围内“拉平和拉低了各国之间的通胀”；央行调控则引导长期通胀预期保持在合理水平。但疫情目前并没有扭转上述四大因素的发展趋势，收入分配差距在疫情期间进一步拉大，人口老龄化仍在持续，国际贸易在疫情期间不降反升，央行的调控能力和信誉没有发生较大改变，上述遏制长期通胀的四大因素在疫情期间没有发生逆转，所以有理由相信，在疫后复苏结束、经济重新进入新的均衡水平后，全球又会重新进入低通胀时代。

### 3. 其他消费指标

**零售和食品服务销售 (Sales for Retail and Food Services, 以下简称零售数据)：**由美国人口普查局按月发布，一般在每月的 15 号左右发布上个月的零售消费额。该数据对全美零售行业进行随机抽样，选取约 12000 家零售店进行统计。因为零售数据在时间上领先了个人消费支出数据（一般在月底发布）大约 2 周，同时零售数据环比与个人消费支出环比高度相关，相关系数约为 0.93，因此可以通过每月零售数据的变化，来大致推断个人消费支出数据。

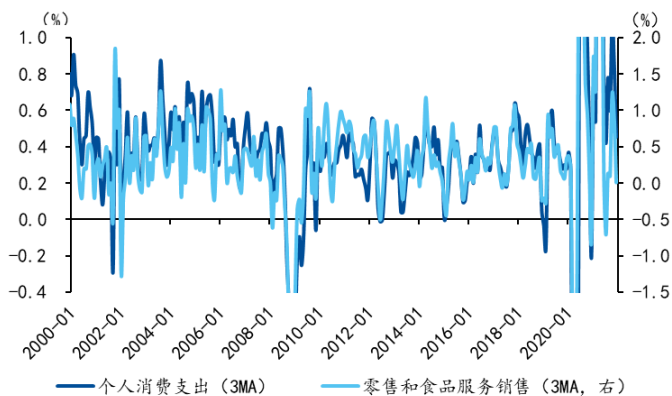
**但零售数据与个人消费支出又存在较大差别，使用时还请注意：**

- 零售数据主要体现了商品消费，而基本不体现服务消费，仅包含餐饮消费额和商品销售时附带的服务，对服务消费的代表性严重缺失。而个人消费支出同时包括商品和服务消费，其中服务消费占比约 60%。
- 零售数据只发布名义值，而没有实际值，使得在由零售数据推算实际个人消费数据时还需要手动调整通胀，容易出现较大误差；而个人消费支出既有名义值又有实际值。

- 零售数据的分类与个人消费数据不同，零售数据是以商店（establishment）类别为标准，而个人消费数据则按照商品类别进行公布。

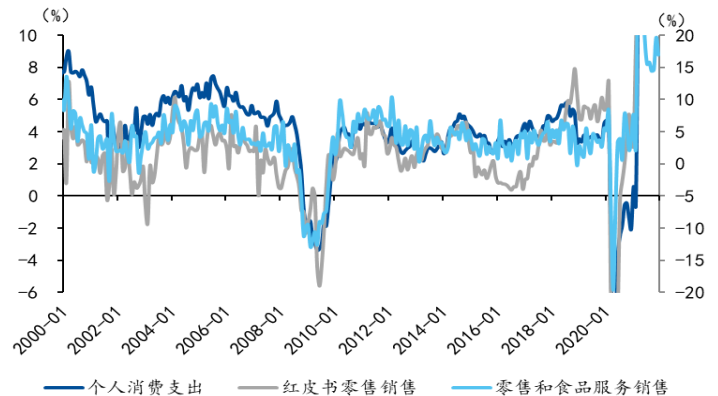
**红皮书商业零售销售：**由美国红皮书研究公司调查并发布，该数据统计了美国约9000家营业时间在12个月以上的零售店周度数据，样本为固定样本，而非随机样本，一般在每周二公布上一周零售数据。因为红皮书零售销售数据的统计范围与零售数据相似，主要体现了商品消费，而基本不体现服务消费，同时虽然红皮书销售同比和消费支出同比高度相关，但相关性并没有零售数据和个人消费支出数据强，因此红皮书销售数据的重要性大大下降，在判断预判个人消费支出时，也一般更倾向于零售数据，而不是红皮书销售数据。

图 28：美国消费支出环比与零售销售环比高度相关



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

图 29：消费支出、零售额、红皮书零售额同比高度相关



数据来源：BEA，国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		