

捉摸不透的需求（一）：“外强中干”的美国消费？

2025 年 07 月 27 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ 今年对于美国经济研究来说，最让我们“抓耳挠腮”的可能莫过于，辛辛苦苦追踪了大半年大开大合的特朗普政策变化，数据显示的却是**美国通胀淡定，经济“艰难”放缓，美股创历史新高**。而临近 8 月 1 日，关税 2.0 “烽烟再起”，特朗普似乎更加“有恃无恐”和游刃有余，**因为截止当下“软着陆”数据真的给了他“底气”，但“滞胀”的叙事真的下桌了吗？**

➤ 其实在 6 月，关税的传导已经开始在数据中若隐若现，但居民消费却展现出异乎寻常的韧性。尤其是以汽车为代表的耐用品消费：特朗普充满不确定性的政策似乎反而让美国居民汽车消费出现“以价换量”的表面繁荣，这并不太符合直觉。而且值得关注的是美国产业维度上又陷入了明显的分化，**制造业陷入萎缩，服务业扶摇直上**。

➤ **问题究竟出在哪？如何系统地评估下半年的需求和政策？**

➤ **今年上半年美国消费除了“抢”，也有“等”**。对于上半年的消费，抢在关税征收前囤货确实是最符合逻辑的推测，不过从微观上由于政策不确定性、控制/减少消费的情况也不难理解。

➤ **商品明显在“抢”，而服务更多在“等”**。从需求看供给，这一方面对应了今年年初美国制造业向上，而服务业走弱；另一方面 6 月以来消费者信心的反弹，逐步导致的“抢”消费的退潮和“等”消费的回补——制造业企业将面临的可能是去库存的问题，服务业企业则可能进一步复苏。

➤ **进一步拆细了看，商品“抢”消费里最突出的是汽车；而服务“等”消费里最典型的则是运输、休闲和食宿“三件套”**。在去年底至今年 4、5 月关税摩擦升温前，企业居民确实存在一定的抢库存和抢消费的情况，但在不确定性较大的月份（4、5 月比较典型）也有不少居民选择“勒紧裤腰带”、静观其变。

➤ 从剔除价格因素后的消费数据看，**美国消费的透支主要体现在以汽车为代表的耐用品上**，此外服装裤袜和家电家具也有一定的抢消费，但休闲商品则明显偏弱。因此我们看到今年第二季，美股中偏必需消费和供应链服务的下游零售公司，例如 Walmart、Costco 营收表现多不错。

➤ **而服务和其他商品消费则要么透支不明显，要么存在消费不足**。尤其是在不确定的政策环境下，**居民似乎暂时选择了减少休闲、旅游和在外餐饮**。这一点在第二季度美联航（United Airlines）的财报也有要体现，虽然 Q2 营收不错，但净利润同比下降 26%，主要原因是国内休闲需求疲软和票价竞争所致——每可用座位英里总收益第二季度同比由 18.81 美分下降至 18.06 美分（下降 4%）

➤ **展望下半年，我们以上半年最强的汽车消费作为商品需求前景的代表进行剖析，下半年维持同等高水平的难度不低**。虽然 6 月汽车零售维持火热，但我们对于下半年汽车销售持悲观态度，**透支终会面临偿还，除非美联储激进降息**。我们的理由主要集中在三个方面：

➤ **一是供给端，汽车厂商的“以价换量”始终不是长久之计**。6 月美国消费上比较诡异的数据是，汽车零售大超预期，但是汽车价格却在加速下跌。汽车厂商/经

相关研究

1. 2025 年 6 月工业企业利润点评：关税风波下的二季度企业盈利-2025/07/27
2. 2025 年 6 月财政数据点评：年中财政蓄力几何？-2025/07/26
3. 海外市场点评：谈判时刻：从美日、美欧看中美-2025/07/24
4. 政策动态点评：7 月政治局会议的新期待-2025/07/22
5. “十五五”规划系列报告（四）：从金融强国看“十五五”规划-2025/07/21

销商以价换量的情况还是比较明显：一方面，从中观上，根据 Kelly Blue Book 的数据，美国 6 月主流厂商新车平均成交价格为 48,907 美元，而平均厂商建议零售价（MSRP）连续第三个月走高至 51,124 美元；另一方面，美国一大汽车厂商通用汽车，第二季度北美市场销量同比增加 7%，但营收同比下降 2.5%，而 EBIT 利润率从 10.9% 下跌至 6.1%，关税直接带来的损失达 11 亿美元。

➤ **往后看，随着厂商逐步提高价格，以及电动车税收减免的终止，汽车消费大概率会出现偿还式下跌。**汽车厂商做亏本买卖也有个承受极限，随着美国与越来越多的经济体签订协议，汽车面临的关税盖棺论定，这一传导必然会逐步发生；而 7 月 4 日美国国会通过并签署的减税法案，将于 9 月 30 日下线购买新电动车和二手电动车的税收抵免，这势必会对电车的销售（2024 年占美国新车和卡车总销量的 20%）产生额外的打击。

➤ **二是需求端，美国汽车消费可能存在极端的贫富分化。**在美国汽车是“富人的游戏”，在所有的商品消费大类中，美国前 30% 的家庭占比高达 78.4%。而关税冲击后，虽然美国消费者的情绪和信心出现明显回暖，但具体看，富人明显更乐观，而低收入人群仍充满疑虑。所谓朱门酒肉臭路有冻死骨可能也就是如此了。**仅靠最富有的部分家庭让全年汽车销售拔高一个台阶明显是比较困难的。**

➤ **此外，值得注意的是利率是本轮美国居民购车的重要考量之一。**其实仔细看，本轮以汽车为代表的耐用品消费其实透支了两轮：第一轮是 2024 年底，兼具政策宽松预期和关税驱动（地产、汽车消费同时上涨，地产销售对利率更加敏感）；相较而言，第二轮透支发生在今年第一季度、尤其是 3 月，主要原因是关税下的抢消费：与第一轮相比，地产销售没有什么起色。因此透支的偿还，不仅取决于关税，还有利率。而让固执的美联储主席鲍威尔在今年下半年效仿去年，甚至更激进降息可能性较低。

➤ **见微知著，需求透支+库存偏高，下半年的一段时间内美国制造业将持续萎缩。**除了上述需求透支问题，随着此前抢进口的船靠岸卸货，企业/交易商的库存在 6 月出现明显的上升。这意味着未来一段时间内，美国制造业会进入一个去库存阶段。在数据上最直观的体现可能是，**PMI 持续维持在荣枯线 50% 以下，以及某些商品价格上涨乏力，进一步阻碍关税向消费者的传导。**

➤ **至于服务消费，至少可以达成两点认知：**首先，和商品不同，大多数服务由于即时性，不存在所谓的报复性消费和透支，而是从之前的消费不足回归正常水平。**所以它的弹性和变动幅度是比不上商品消费的。**其次，制造业萎缩下的服务业扩张可能不能成为不宽松的充分理由，从去年下半年的经验来看，**制造业萎缩更有助于控制通胀，美联储依旧选择在 9 月超预期降息 50bps。**

➤ 因此，虽然当前美国的经济看起来如此割裂和复杂。我们依旧认为当前的制造业和服务业的组合能够在下半年降低美联储降息的经济门槛，尤其是通胀阶段性可控、就业容易出现风险的情况下，外加白宫的政治压力，9 月降息的概率是不小的，显著高于 50%。

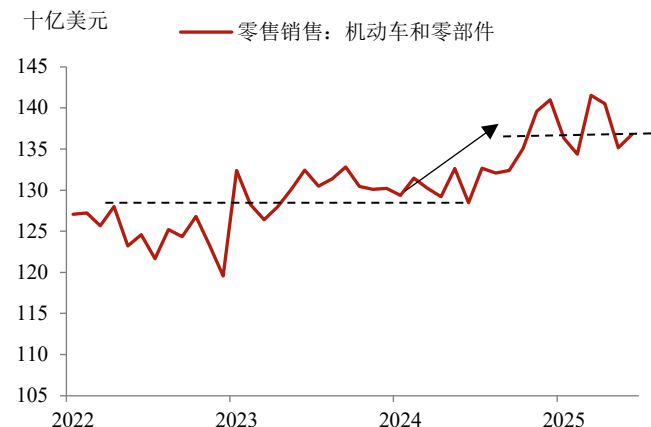
➤ **但对于美联储而言，最难的可能是重启降息后。**我们倾向于认为**美联储不会线性连续降息，更可能是逐季降息。**无论从特朗普关税的反复性，还是从历史经验中通胀的顽固性来看，如果想避免通胀在第四季度继续“卷土重来”，**美联储必须控制降息的幅度和节奏——初期按季度、小幅降息可能是鲍威尔能够接受的妥协。**

➤ **现实上小幅慢速降息无法给美国债务上限的使用带来特别有力的环境，财政年内可能仍然是易紧难松的。参考欧洲从去年开始，高利率逐渐降息之后依旧未**

见明显复苏的例子，缺乏财政的配合，货币独木难支，需求持续修复是有难度的。

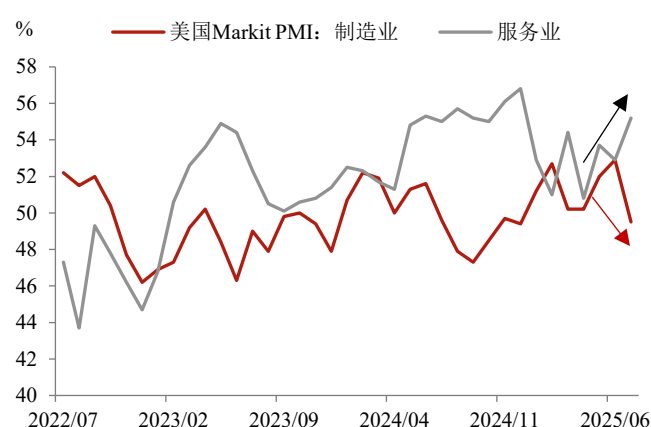
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：特朗普冲击下美国汽车零售再上台阶



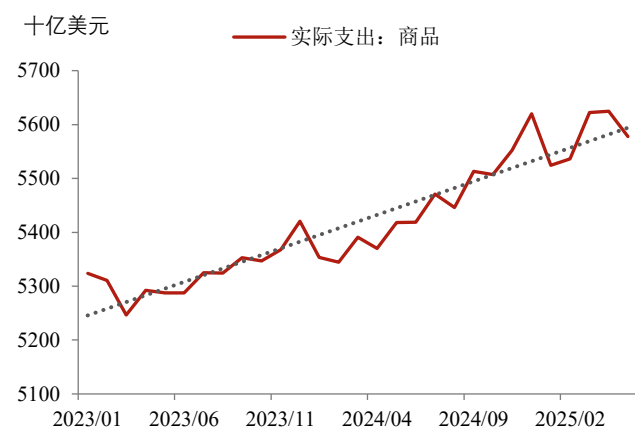
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图2：美国企业再次出现制造业和服务业的分化



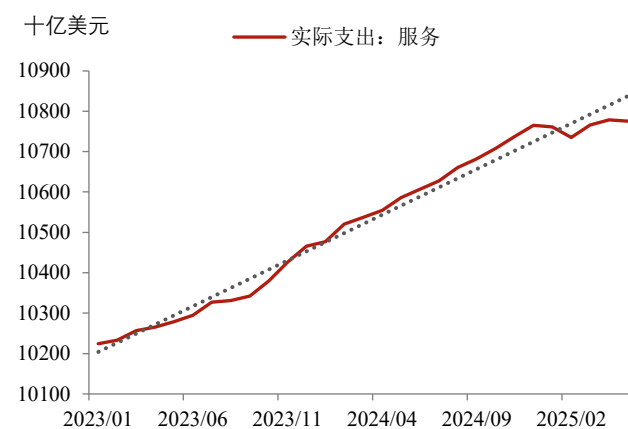
资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：今年上半年美国商品消费存在“抢消费”的情况

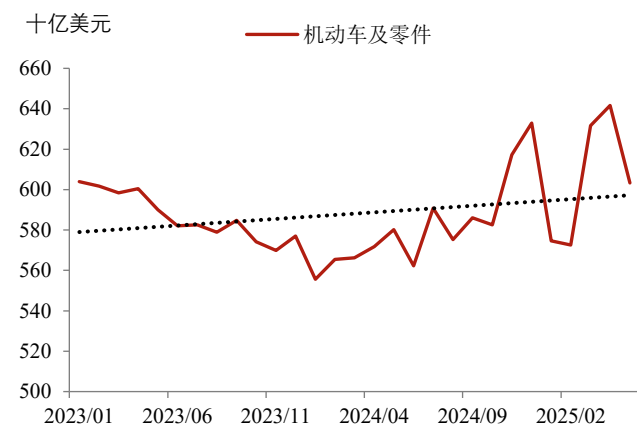


资料来源：彭博，民生证券研究院

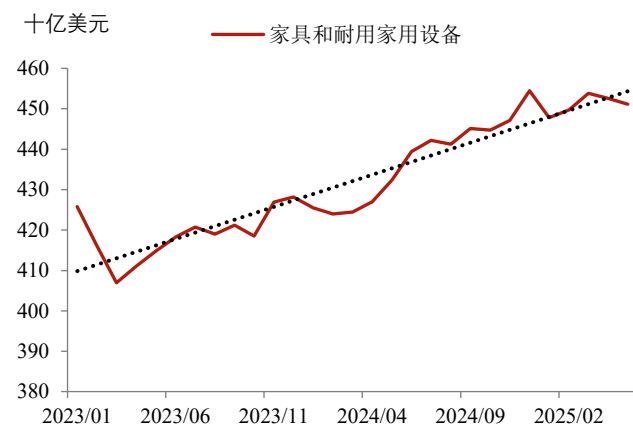
图4：今年上半年服务则存在“等消费”的特点



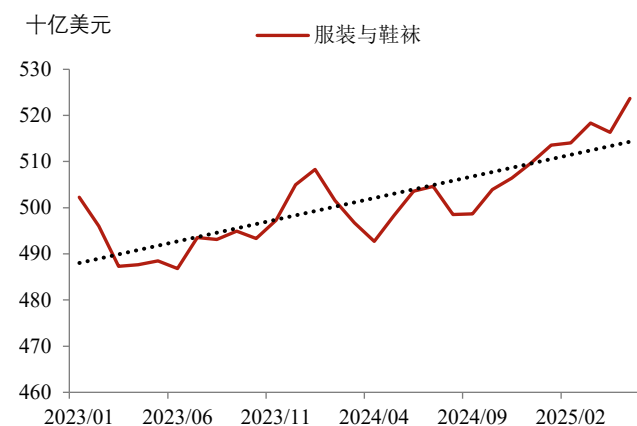
资料来源：彭博，民生证券研究院

图5：居民实际消费支出：汽车和零配件


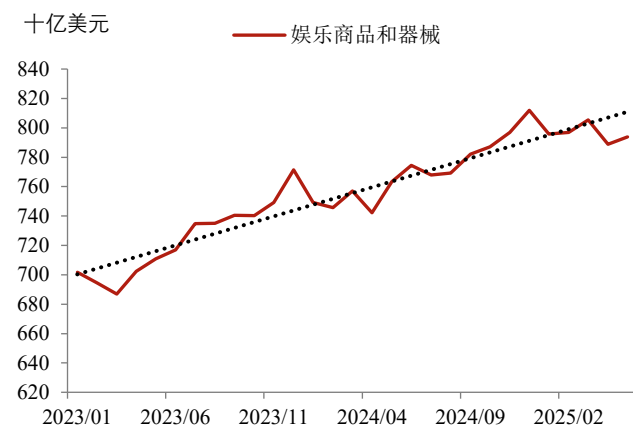
资料来源：彭博，民生证券研究院

图6：居民实际消费支出：家具家电


资料来源：彭博，民生证券研究院

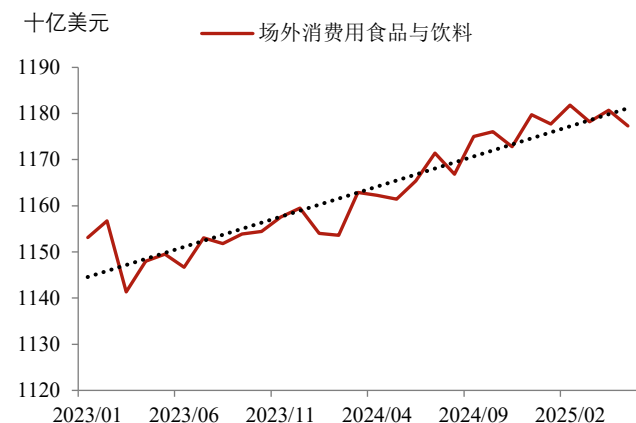
图7：居民实际消费支出：服装鞋袜


资料来源：彭博，民生证券研究院

图8：居民实际消费支出：娱乐休闲商品


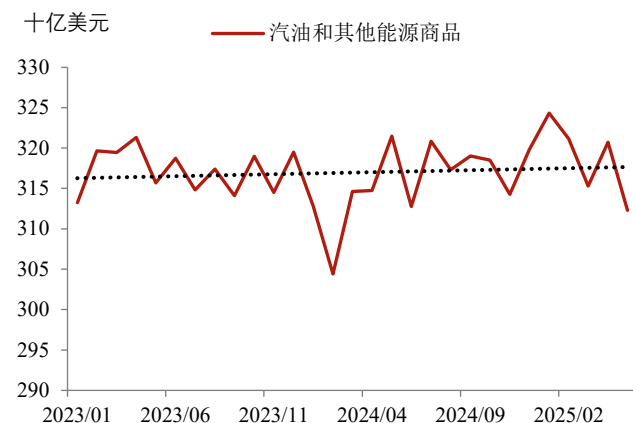
资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：居民实际消费支出：食品饮料



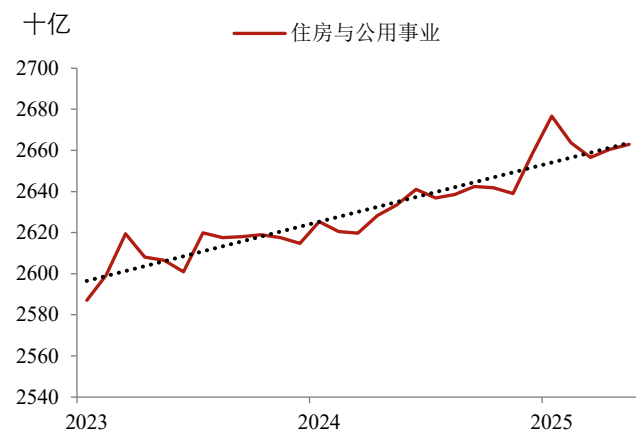
资料来源：彭博，民生证券研究院

图10：居民实际消费支出：汽油等能源



资料来源：彭博，民生证券研究院

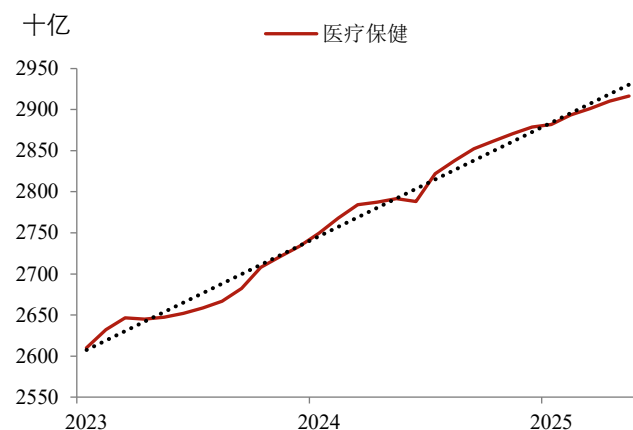
图11：居民实际消费支出：住房与公用事业服务



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：货币为美元。

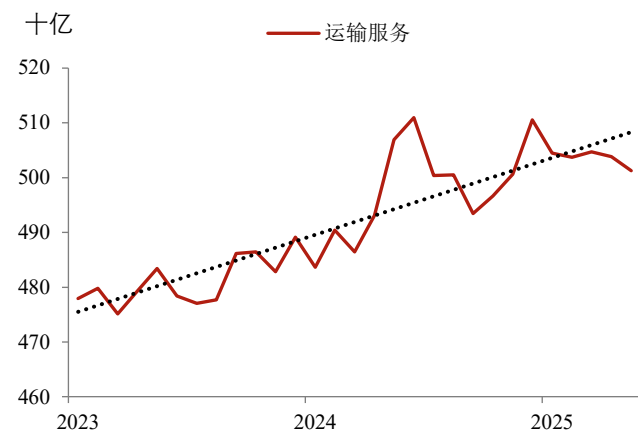
图12：居民实际消费支出：医疗保健服务



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：货币为美元。

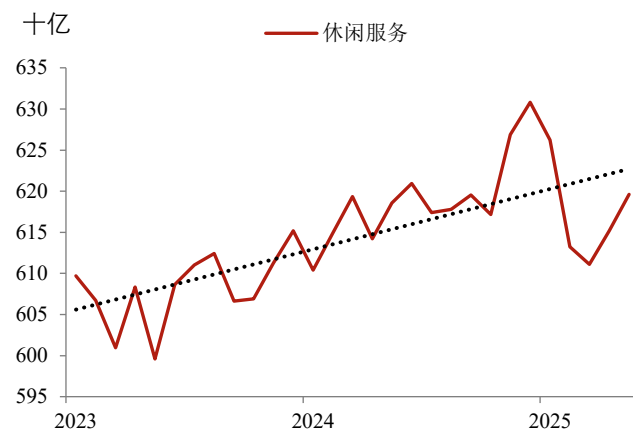
图13: 居民实际消费支出: 运输服务



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

注: 货币为美元。

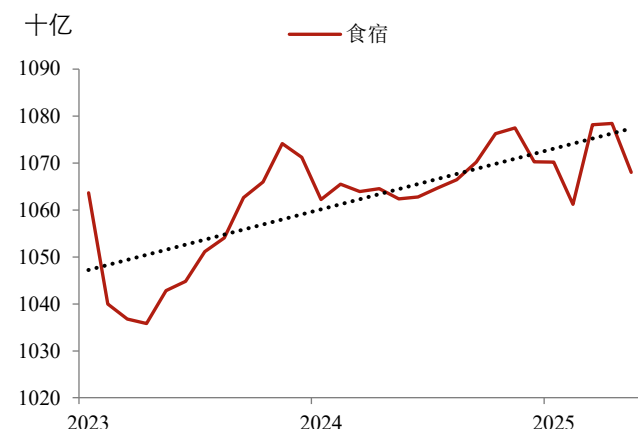
图14: 居民实际消费支出: 休闲服务



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

注: 货币为美元。

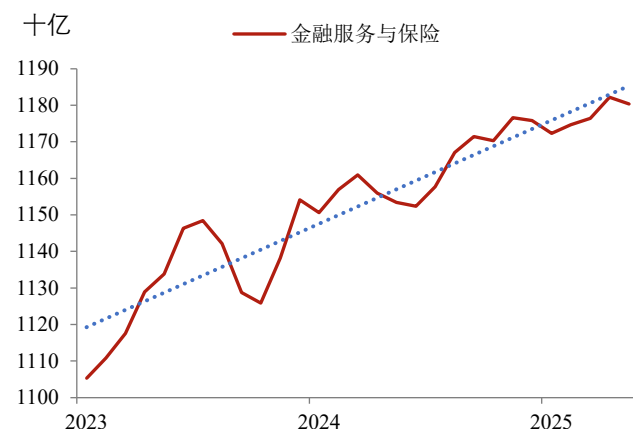
图15: 居民实际消费支出: 食宿服务



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

注: 货币为美元。

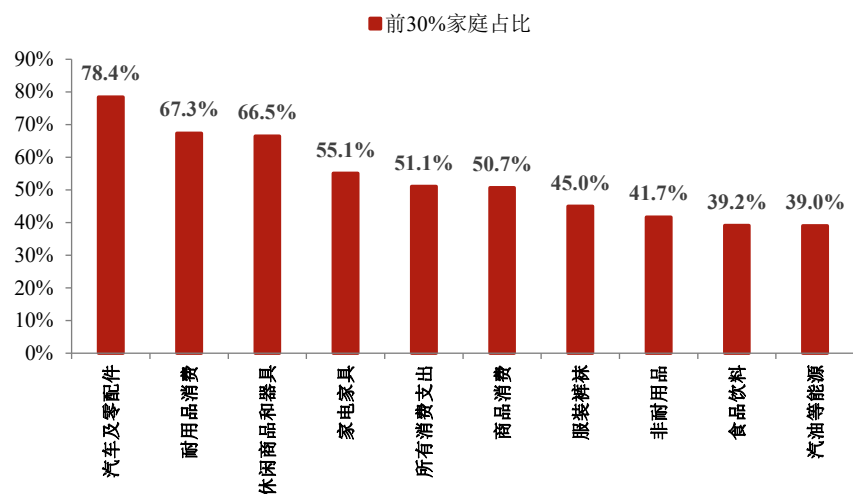
图16: 居民实际消费支出: 金融服务与保险



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

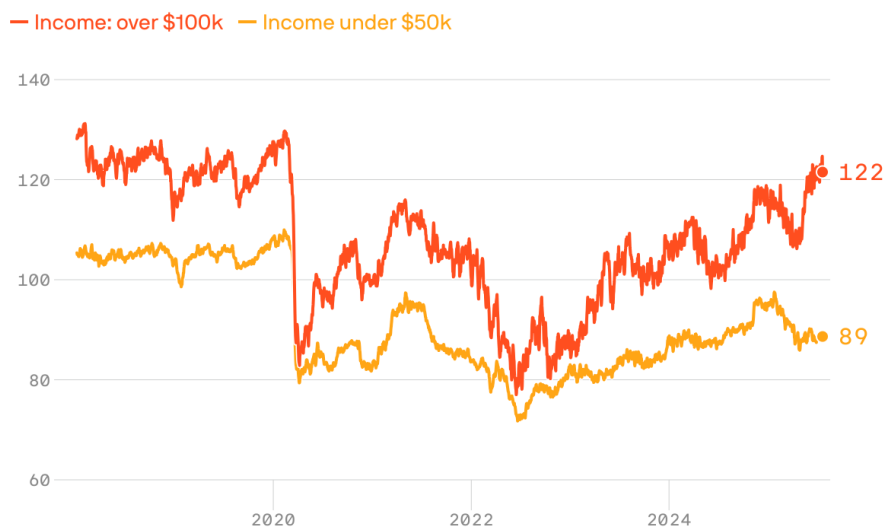
注: 货币为美元。

图17：不同商品消费大类中前 30%家庭占比



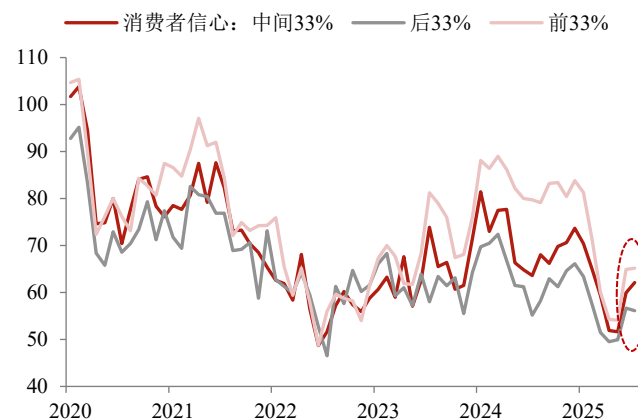
资料来源：BLS，民生证券研究

图18：不同收入水平消费情绪指数的变化



资料来源：Axios，Morning Consult，民生证券研究

图19：分化的消费者信心：密歇根调查



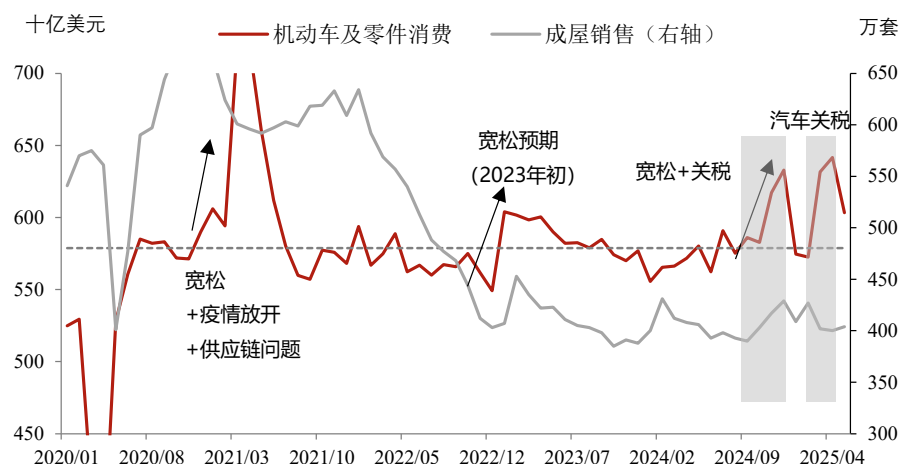
资料来源：彭博，民生证券研究院

图20：利率因素也是支持美国汽车消费的重要因素



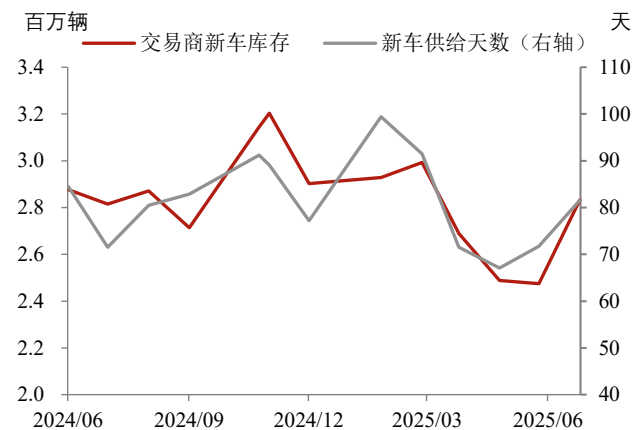
资料来源：彭博，民生证券研究院

图21：汽车相关支出和成屋销售的变化



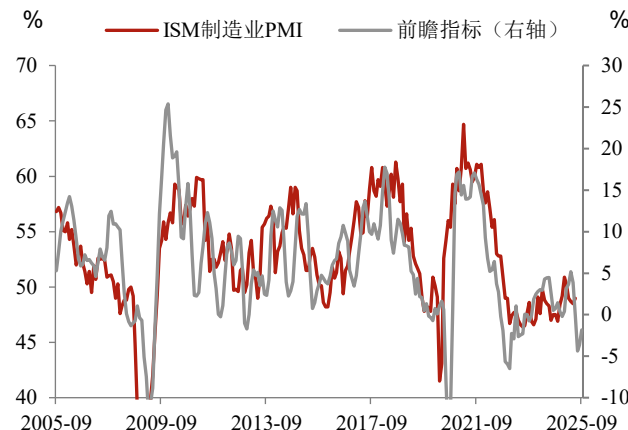
资料来源：彭博，同花顺，民生证券研究

图22：美国汽车经销商的库存反而是增加的



资料来源：xAuto，民生证券研究院

图23：库存偏高可能会导致制造业阶段性萎缩



资料来源：彭博，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。	公司评级	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