

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 杨童舒

2026 年美国中期选举系列研究之二：

怎么看美国消费？四重扰动因素分析

阅读摘要

2026 年上半年，美国消费虽保持一定韧性，但边际放缓信号已较为明确。从数据表现看，名义消费增速一度回升，但名义与实际消费增速缺口显著，说明消费增长更多来自价格上涨而非真实需求改善。从消费动能看，面临外部成本冲击与内部收入放缓双重约束。能源价格高位运行推升通胀，就业市场则由偏紧转向“弱平衡”，非农就业增量收窄、薪资增速放缓，而实际可支配收入同比增速接近零，表明居民收入端对消费的支撑明显减弱。从支撑因素看，储蓄和信贷两大缓冲渠道也在同步弱化。个人储蓄率持续下行，说明居民更多依靠消耗储蓄维持消费，无法形成持续购买力；信贷方面，尽管杠杆率和拖欠率总体稳定，但高利率环境限制了居民继续加杠杆的空间。

怎么看美国消费？四重扰动因素分析

一、2026 年上半年消费边际放缓，韧性背后的隐忧显现

1. 消费从“超预期韧性”向“趋势性放缓”切换的信号趋于明确：价格上涨贡献消费增量较大部分，服务消费韧性难以抵补商品消费放缓。

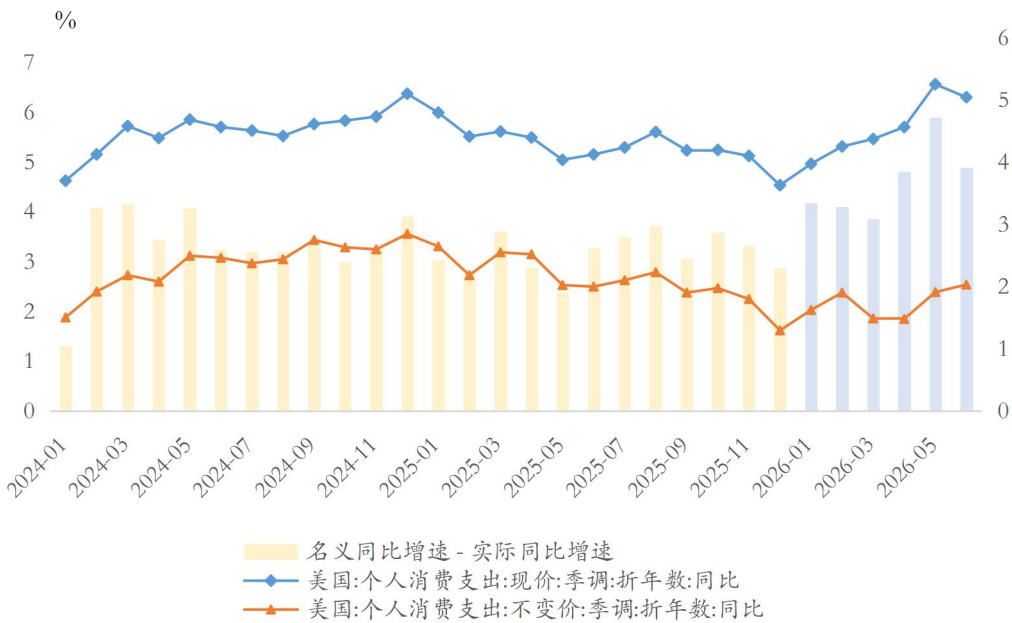
2026 年以来，名义与实际消费增速之间缺口显著，表明价格上涨而非真实消费扩张贡献了消费增量的较大部分（见图表 1）。2026 年 1-5 月，消费名义增速逐月抬升，5 月触及上半年峰值后，6 月扩张动能明显减弱。然而，实际个人消费支出边际增速偏缓且整体扩张速度处于历史较低区间。究其原因，中东冲突引发的能源价格剧烈波动为贯穿上半年的核心扰动因素，直接推升能源相关名义支出，同时侵蚀居民实际购买力。此外，上半年消费韧性较大程度上依赖于《大美丽法案》（OBBA）退税的一次性财政脉冲、世界杯赛事带来的体验式消费前置，以及电商促销时点提前的提振¹。

尽管近期部分高频指标显示美国消费者信心较此前低位略有修复，但整体来看，居民部门对于收入、通胀和经济前景的担忧仍然存在，消费意愿难言稳固。7 月密歇根大学

¹ 亚马逊 Prime Day（亚马逊会员日）的促销活动往年大多在 7 月举行，2026 年提前至 6 月下旬举行。

消费者信心指数回升至 54.4，世界大型企业联合会消费者信心指数 6 月升至 91.2，反映市场仍普遍预期中东地缘冲突趋势缓和，消费情绪较前有所改善。但从绝对水平看，当前信心仍处于偏低区间，说明居民对未来支出能力和宏观环境的判断依然偏谨慎。

图表 1：名义与实际个人消费支出增速之间缺口显著

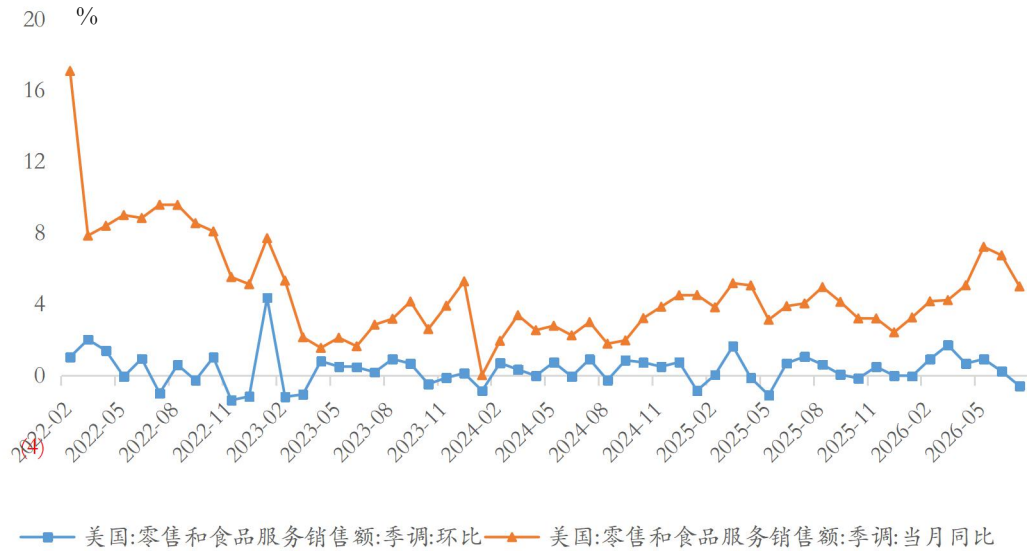


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

7 月零售销售数据的意外下行一定程度上反映了相关临时性支撑在二季度末集中消退。零售销售数据与消费数据变动保持一致，呈“先增后降”走势。同比口径下，1-5 月零售和食品服务销售额增速逐月抬升并于 5 月触及阶段高点，6 月边际回落，7 月更显疲弱、环比意外转负，表明前期支撑消费的一次性因素消退后，需求动能正加速向偏弱的基本

面收敛（见图表 2）。

图表 2：零售销售先增后降，7 月意外爆冷



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 服务消费增长难以弥补商品消费放缓。

从行业结构来看，上半年个人消费支出呈现“商品缓增、服务平稳”的分化格局（实际同比）。**商品消费方面**，耐用品 3、4 月份整体承压，5 月油价冲高回落、6 月油价持续走低²，前期被挤占的耐用品消费空间得以部分恢复，各细项全面复苏，其中休闲商品与交通工具项上半年表现持续亮眼；非耐用品中，汽油及其他能源商品受中东冲突推升价格与实际消费收缩的双重抑制，实际同比持续负增且自 2 月以来加速放缓，成为拖累商品消费的核心项，外带食品饮料与服装

² 5 月油价“冲高回落”，下旬伴随美伊和谈推进，市场对达成和平协议和重新开放霍尔木兹海峡的预期升温，WTI 和布伦特原油跌至 90 美元/桶区间。6 月油价加速下跌，中旬美伊正式签署《伊斯兰堡谅解备忘录》，霍尔木兹海峡商船通行有所恢复，WTI 油价一度跌破 70 美元/桶。整个 6 月，两大基准油价回落至冲突前水平。同期，阿联酋宣布退出 OPEC 及 OPEC+ 机制，美国暂时放松对伊朗部分石油出口的限制（限制放松原定于 8 月 21 日到期，由于形势反复，已与 7 月 17 日提前中止），也是推动油价回落的因素。

鞋帽则维持低速平稳，显示必需消费品在通胀环境下的刚性特征。**服务消费整体平稳，但内部结构分化。**家庭服务消费支出增速总体呈放缓趋势，其中休闲服务在世界杯赛事与夏季出行旺季带动下增势良好；住房及公共事业保持平稳；但**交通服务、餐饮住宿增速均出现不同程度回落**，反映出高利率环境、收入增长乏力、油价高企等造成的实际购买力下降对服务需求的压制效果显现（见图表 3）。

图表 3：上半年个人消费支出呈现“商品缓增、服务平稳”格局（实际同比增速）

	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
个人消费支出（PCE）	2.54	2.39	1.85	1.86	2.38	2.03	1.62	2.25	2.47	2.38	2.79	2.63
商品	2.99	2.65	1.16	1.13	1.97	1.47	0.1	2	2.24	2.2	3.83	3.18
耐用品	4.55	2.84	-0.67	-0.07	2.7	0.76	-2.26	0.88	1.86	2.29	3.91	3.42
机动车及零部件	4.56	1.86	-6.87	-2.96	4.19	-2.51	-7.53	-4.08	-1.51	0.83	2.12	2.06
家具及耐用家用设备	4.16	2.85	0.56	-0.26	-1.07	-1.23	-3.07	-0.03	0.36	-0.71	1.52	1.26
娱乐用品及车辆	5.16	4.26	4.33	1.89	3.52	4.61	3.05	6.79	6.84	6.44	8.46	5.96
其他耐用品	4.07	2.24	2.8	3.94	3.6	3.01	1.03	1.92	1.59	1.74	2.32	4.86
非耐用品	2.17	2.55	2.16	1.79	1.59	1.85	1.4	2.6	2.45	2.15	3.79	3.06
外带食品饮料	0.64	0.88	0.26	0.55	-0.66	0.34	-0.03	0.88	0.59	0.52	1.97	1.48
服装鞋帽	4.03	3.46	3.98	3.79	5.02	3.72	4.96	6.89	6.78	6.49	7.96	6.52
汽油及其他能源商品	-2.75	-1.56	-0.1	-0.85	-0.7	-1.14	-0.17	0.7	-1.64	0.14	0.79	-1.3
其他非耐用品	4.28	4.91	3.76	2.91	3.08	3.37	1.93	3.23	3.77	2.77	4.87	4.51
服务	2.34	2.28	2.16	2.2	2.56	2.28	2.31	2.36	2.57	2.46	2.31	2.37
家庭服务消费支出	1.89	1.94	1.87	2.03	2.47	2.25	2.45	2.61	2.83	2.82	2.71	2.81
住房及公用事业	0.76	0.94	0.74	1.01	0.87	0.48	0.96	1.34	1.18	0.94	0.85	1.09
医疗保健	2.62	2.65	2.83	3.27	3.53	3.94	4.38	4.29	4.3	4.62	4.48	4.3
交通服务	2.42	1.84	2.52	2.47	4.82	2.81	1.41	3.7	4.97	4.48	3.19	1.95
娱乐服务	3.92	2.89	3.42	3.68	3.75	2.16	1.39	1.47	2.75	2.11	2.73	2.35
餐饮住宿服务	0.49	0.78	-0.14	-0.07	1.7	0.55	0.98	1.6	1.2	1.66	2.18	2.24
金融服务及保险	2.95	2.96	2.54	3.14	3.25	3.54	3.12	2.51	3.2	2.41	2.24	3.23
其他服务	1.88	2.25	2.45	1.57	2.18	2.75	3.38	3.1	3.76	4.41	3.97	4.22
为家庭服务的非营利机构最终消费支出	12.88	10.31	9.13	6.12	4.7	3.11	-0.74	-3.02	-2.97	-5.1	-6	-6.52
非营利机构总产出	4.53	4.03	3.93	3.6	3.34	3.26	2.75	2.18	2.18	1.78	1.4	1.2
减：非营利机构商品及服务销售收入	1.66	1.84	2.1	2.71	2.86	3.33	4.08	4.19	4.19	4.46	4.31	4.25
剔除食品、能源及住房的PCE	3.31	3.01	2.31	2.27	3.13	2.66	1.97	2.62	3.07	2.97	3.38	3.22
能源商品及服务	-2.73	-1.31	-1.3	-0.62	-1.14	-3.02	-0.21	2.19	-0.03	-0.39	-0.56	-0.68
剔除能源及住房的服务	2.86	2.72	2.64	2.6	3.13	2.89	2.74	2.67	3.02	2.96	2.8	2.8
住房	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19	1.18	1.19	1.18	1.18	1.19	1.21	1.22
市场化PCE	2.26	2.1	1.47	1.6	2.07	1.78	1.42	2.31	2.43	2.43	2.97	2.68

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、美国消费动能面临双重约束：外部成本冲击与内部收入放缓

1. 外部成本冲击：能源价格上行压缩实际购买力，消费结构向生存性、预防性倾斜。

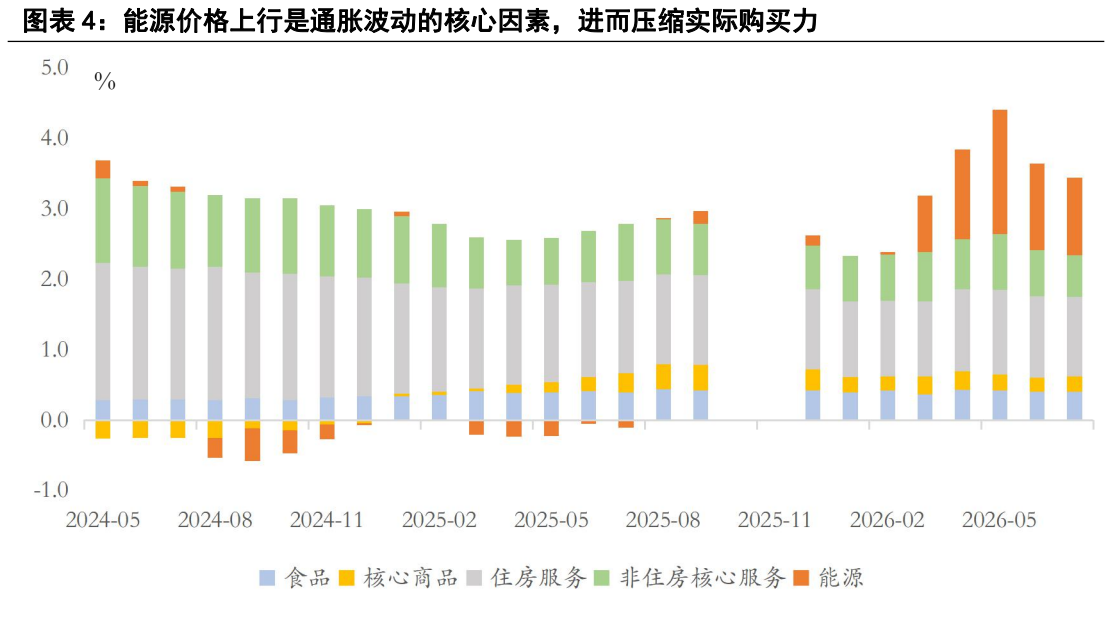
能源价格冲击是 2026 年 1-7 月居民实际购买力遭受挤

压的首要原因。自 2 月底中东冲突升级以来，布伦特原油价格由年初的约 60 美元/桶快速飙升，5 月突破 100 美元/桶，目前虽回落至 80-90 美元/桶区间，但仍显著高于冲突前水平。能源价格直接推升通胀，5 月整体通胀读数触及阶段高点，尽管 6-7 月随油价回落而边际降温，但伴随美伊和谈遭遇波折，国际油价再度走高³，价格水平抬升压力并未消除，7 月 CPI 同比仍录得 3.3%（见图表 4）。

油价上涨通过两个路径侵蚀消费能力：其一，汽油、电力等能源支出属于刚性消费，价格上升直接抬高居民日常开支基数，迫使家庭在预算约束内重新配置支出结构；其二，能源成本沿运输、生产链条向更广泛的价格体系传导，形成二次通胀压力。在此背景下，居民被迫将更多预算投向食品等必需品，相应在有限度的范围内减少非必要能源与交通服务的相关支出数量，同时压缩服装、机动车等可选消费的空间，消费结构整体向生存性、防御性倾斜。从零售销售数据来看，目前消费减弱主要仍沿第一条链条传导，与能源相关消费减弱明显，AI 相关消费相对稳健。7 月机动车及零部件销售环比大跌 1.8%，逆转了 6 月脉冲式反弹；电子产品和电器店上半年延续快速扩张，6 月同比仍录得 8.61%，但 7 月环比转跌 0.5%，AI 驱动的换机需求与涨价效应显现边际钝化。受益于世界杯带动的体育娱乐消费前置释放，运动商品、

³ 7 月初《伊斯兰堡谅解备忘录》破裂后，油价再度走高，7 月下旬时点性突破 100 美元关口。8 月，在冲突形势反复背景下，油价在 80 上方震荡，8 日布伦特原油再次突破 90 美元关口、是 7 月 30 日以来首次。

业余爱好及书店 4-6 月维持两位数同比高增，但 7 月环比归零，反映事件驱动型消费的不可持续性。



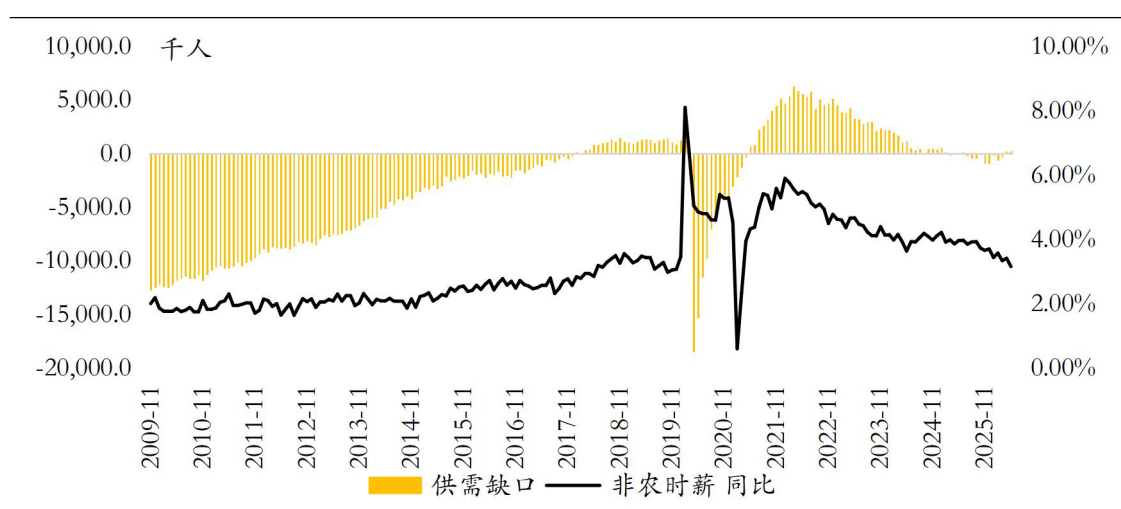
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 内部收入约束：劳动力市场“弱平衡”，薪资放缓削弱消费增长根基。

2026 年上半年，美国非农名义薪资增速延续放缓，工资对居民收入和消费的支撑作用明显减弱。7 月平均时薪同比降至 3.2%，持续反映劳动力市场已由前两年的紧张状态逐步转向“弱平衡”，核心原因在于就业市场整体动能不足年初以来，非农就业增量持续收窄，7 月更意外转负，显示企业招聘需求明显降温。与此同时，失业率虽由年初的 4.3%回落至 7 月的 4.1%，但这一改善更多源于劳动参与率持续下滑，而非岗位创造显著增强，意味着表面稳定的失业率并不代表就业基本面真正走强。

从劳动力供需关系看，职位空缺与失业人数之比已在 1:1 附近低位徘徊，说明劳动力市场供需紧张程度较前期大幅缓解，企业不再需要通过持续加薪来竞争劳动力。在增长预期偏弱、融资成本仍高的背景下，企业控制用工和薪酬成本的意愿明显上升，直接压制了名义工资增速。工资放缓并非孤立现象，而是就业市场整体降温的结果（见图表 5）。

图表 5：供需缺口弥合，非农薪资同比增速持续下行



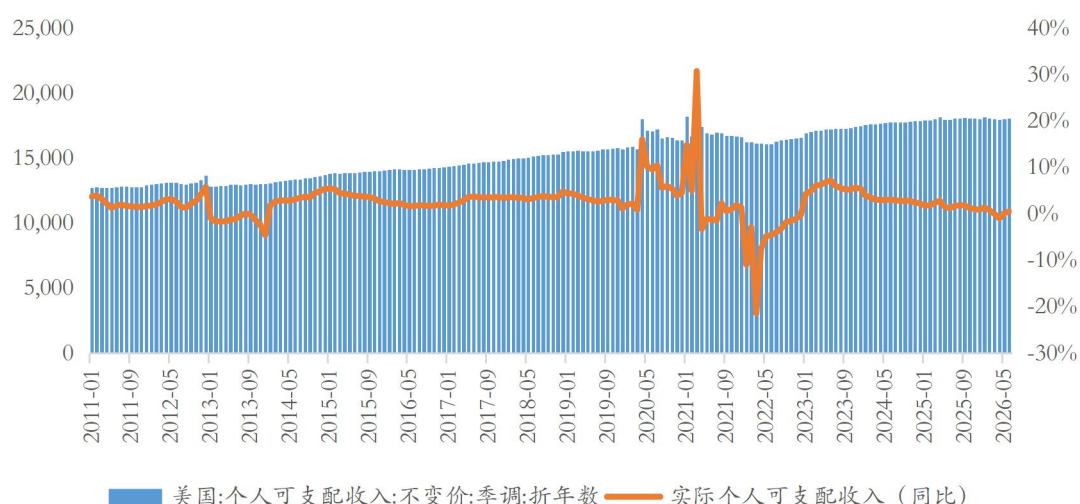
资料来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

更关键的是，名义工资放缓与通胀黏性并存，拖累居民实际收入改善有限。3 月以来，PCE 同比增速持续运行在 3% 以上，名义工资增长未能完全覆盖生活成本上升，尤其是中低收入群体面临更明显的“购买力挤压”。上半年实际可支配收入同比增速已接近零，显著低于 2024 至 2025 年水平，意味着居民收入端对消费的支撑明显弱化。

总体来看，2026 年上半年美国薪资增速放缓，本质上是就业市场由“偏紧”转向“弱平衡”的体现：新增就业减少、

劳动参与率下滑掩盖部分失业压力、劳动力供需趋松，而通胀走升进一步削弱了工资增长对实际购买力的改善效果。在这一组合下，居民消费能力难以明显提升，美国经济下半年预计将继续面临内需偏弱的压力（见图表 6）。

图表 6：上半年实际可支配收入同比增速接近零



资料来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、居民消费支撑也面临双重挑战：储蓄缓冲收缩与信贷扩张乏力

美国家庭部门在 2008 年国际金融危机期间历经一轮明显的、长达 10 余年的去杠杆过程⁴，新冠疫情政府实施的大规模财政转移支付措施促使家庭部门积累了历史性的“超额储蓄”，为近年美国消费韧性提供额外支持，当前相关支撑因素面临弱化压力和挑战。

1. 储蓄缓冲减弱，消费韧性面临下滑压力。

⁴ 在次贷危机爆发前的 2007 年，美国家庭部门杠杆率达到了约 98% 的历史高点；危机爆发后，美国家庭经历了长达 12 年的去杠杆过程，至 2019 年下降至 74.8% 的低位。

储蓄端呈现消耗态势，并正成为制约后续消费韧性的的重要因素。2026 年以来，美国个人储蓄率持续下行，由 1 月的 4.4% 降至 7 月的 2.7%，反映在实际购买力增长乏力、生活成本压力仍高的背景下，当前消费并非建立在收入明显改善之上，而是在动用过去积累的缓冲资源加以支撑。储蓄消耗虽能在短期内平滑消费路径，但并不能创造新增购买力。

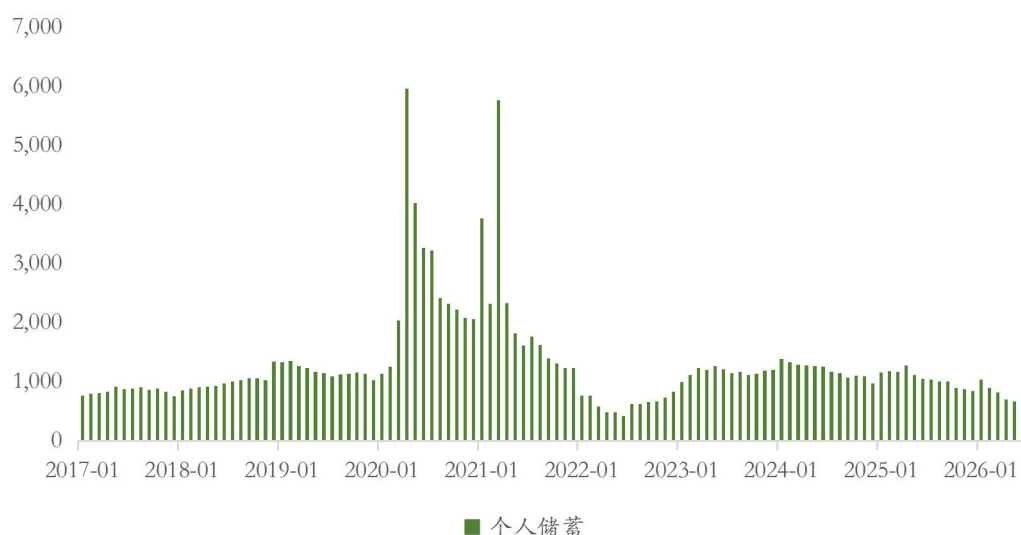
第一，储蓄率下滑反映了居民对收入不足的被动对冲。当前工资增速放缓而通胀仍有黏性，居民实际收入改善有限，特别是中低收入群体面临更强的生活成本压力。在这种情况下，压缩储蓄更多是为了维持既有支出水平，而非消费意愿主动增强。

第二，储蓄消耗意味着消费对当期收入的依赖正在上升。储蓄的作用不仅在于提供支付能力，更在于帮助居民在收入波动或通胀上升时维持消费稳定。随着这一缓冲垫变薄，居民对就业、工资和物价变化将更加敏感，消费波动性也会随之上升。

第三，储蓄率走低也削弱了居民抵御未来冲击的能力。一方面，可用于对冲能源、食品和房租等刚性支出上涨的空间缩小；另一方面，在薪资增速放缓背景下，居民重新积累储蓄的能力也较有限。未来若收入继续放缓或价格压力维持高位，居民消费行为可能更趋谨慎，边际消费倾向也会随之下降。储蓄率持续回落虽然短期内延缓了消费走弱，但也意

味着美国消费未来对外部冲击的抵御能力将明显减弱，有可能进一步下滑（见图表 7）。

图表 7：超额储蓄持续下降，居民消费能力受到约束



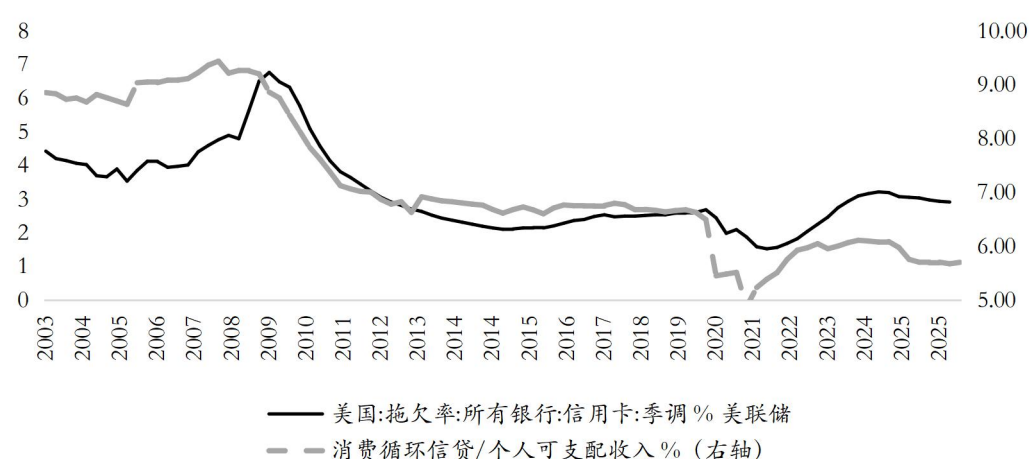
资料来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 信贷支撑有限，高利率削弱增杠杆空间。

储蓄之外，居民消费“通过信贷扩张获得一定支撑”的边际作用同样较为有限。数据显示，美国居民部门杠杆率总体保持平稳，从 2025 年 3 月的 68.5% 小幅降至 2025 年末的 68.1%；信用卡拖欠率则从 2025 年 6 月的 3.04% 回落至 2026 年 3 月的 2.92%。这说明在短期内，居民整体偿债能力尚未明显恶化，资产负债表也未出现系统性失衡，消费信贷风险暂时仍处于可控范围之内。换言之，当前美国居民部门并未进入典型的“债务危机”状态。但需要看到，杠杆率和拖欠率保持稳定，并不意味着居民仍然具备较强的加杠杆空间。恰恰相反，在高利率环境持续的背景下，消费信贷融资成本

依然偏高，尤其是信用卡、汽车贷款等短久期信贷工具利率维持高位，使居民通过新增借贷来支持消费的意愿和能力都受到明显制约。

图表 8：信用卡拖欠率与居民杠杆率反应未来消费压力仍高



资料来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

与此同时，信用卡拖欠率虽较前期略有回落，但相较疫情前仍处于偏高水平，这说明部分家庭的财务压力并未真正消除，只是在就业尚未显著恶化的条件下暂时维持平稳。特别是中低收入群体，其消费对信用工具的依赖度往往更高，也更容易受到利率和生活成本上升的双重挤压。在这种情况下，居民部门即便没有出现大面积违约，也会倾向于更加谨慎地管理债务，减少非必要信贷使用，从而削弱信贷对可选消费的带动作用。

总体来看，当前美国居民部门的信用状况仍具一定稳定性，但这种稳定更多意味着“没有明显恶化”，而不代表“仍可继续扩张”。在储蓄缓冲持续收缩、收入增长动能放缓、高利率约束尚未解除的背景下，居民通过加杠杆来维持

或扩大消费的空间已相对有限。因此，未来美国消费走势将更加依赖就业、收入表现，一旦劳动力市场进一步走弱，居民消费下行压力可能更加明显。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。