

美国居民消费年内该何去何从？

——基于劳动力市场、家庭资产负债表和消费信心分析

摘要

- **就业市场紧张程度逐步缓解，工资增速处于下行阶段。**从就业数据增长的情况来看，目前美国劳动力市场依然具有一定韧性，然而2024年以来，CPS与CES统计下的就业人数差距扩大，或主要源于非法移民的增多。新冠疫情期间美国劳动力流失较多，疫情之后美国经济复苏较快，而劳动力回流较慢，出现供需复苏错配的情况，导致劳动力供给缺口，近期随着移民人数增加，劳动力供给缺口正逐步收窄，但11月美国大选或给移民政策带来不确定性。从工资增速来看，不同指标均显示当前薪资增速处于下行阶段，但尚未完全回落至疫情前水平。
- **净资产得以支撑，家庭财务状况总体健康。****资产端：**美国家庭资产规模自疫情之后总体呈扩张态势，股票和房地产增值对资产贡献较大。后续美国股票价格或与联储货币政策、金融条件的变化有关，尽管成屋销量大幅走低，但由于次贷危机后美国成屋供给系统性收缩，加之已锁定低利率贷款的业主不愿出售房屋，房价依然面临较为紧张的供需情况；**负债端：**美联储加息后美国家庭负债增速放缓，从结构上看，疫情后家庭住房贷款的增长相对消费信贷更快，但在2022年后增速均走低。抵押贷款偿债成本目前仍在低位，并未对家庭财务有太大冲击，而消费信贷中信用卡和汽车贷款的拖欠率均走高超过疫情前水平，低收入和年轻人的拖欠率上升更快，学生贷款也开始恢复还款，但可能不会对消费者支出产生很大的影响。**结合家庭资产和负债来看，**美国家庭净资产规模在2022年Q2-Q3经历了下跌，但随后又逐步走高，2023年第四季度，家庭净资产环比增加4.84万亿美元，贡献最大的是股票收益，其次是债券收益。净资产的变化通常与居民消费密切相关。
- **消费者信心指数边际走弱，居民平均消费倾向仍偏高。**衡量美国消费者信心的指标主要包括密歇根消费者信心指数(CSI)和谘商会消费者信心指数(CCI)。两者走势分化的主要原因或是CCI的调查更加侧重于居民的就业和收入，而CSI走势与通胀变化更相关。最新数据显示，无论是CCI还是CSI，消费者信心都有所减弱。从消费倾向来看，美国居民平均消费倾向至今仍保持在高于疫情前的水平。储蓄率也低于疫情前的趋势水平，主要因为疫情期间积累的超额储蓄不断消化，同时净资产的上升也有可能致个人储蓄率下降。
- **就业市场或将成为主导因素，美国年内消费或中性偏弱。**我们选用美国失业率、居民可支配收入、标普500指数、标普/CS房价指数以及居民储蓄率作为美国名义PCE的解释变量。得出结论是，失业率和储蓄率对美国居民消费的影响程度最大(负相关)，其次是房价、可支配收入和股价(正相关)。根据悲观、中性和乐观假设，预计2024年末美国名义PCE增速分别降至4.1%、5.2%和5.8%。此外，我们还复盘了美国历史上劳动力市场走弱，但资产价格上涨的五个时期。当前美国的宏观环境或类似于2000Q4-2001Q4，但在财富效应以及财务状况较健康的背景下，消费表现或好于该时期，因而总体或呈中性偏弱的态势。
- **风险提示：**资产价格超预期波动，地缘政治冲突等黑天鹅事件。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

1. 从居民的视角，借鉴日本消费变迁经验 (2024-04-12)
2. 纵深推进，高质量与新发展——2024政府工作报告解读 (2024-03-06)
3. 踏浪前行——动能转换中的经济运行与投资抉择 (2024-03-04)
4. 新旧动能如何平稳接续？——详解地产转型后的财政、金融以及新质生产力 (2024-02-21)
5. 商品和资本流动下，全球产业链重构解构 (2024-02-06)
6. 周期之下的波动与回归——从财政政策的角度 (2024-01-12)

目 录

1 就业市场紧张程度逐步缓解，工资增速处于下行阶段.....	1
2 净资产得以支撑，家庭财务状况总体健康.....	4
2.1 房价和股价推动下，美国家庭资产规模扩张.....	4
2.2 家庭负债增速放缓，抵押贷款偿债成本仍在低位.....	6
3 消费者信心指数边际走弱，居民平均消费倾向仍偏高.....	10
4 就业市场或将成为主导因素，美国年内消费或中性偏弱.....	12

图 目 录

图 1: 2024 年来 CPS 与 CES 口径的就业情况出现分化.....	2
图 2: 教育保健、休闲酒店等行业为新增非农主要贡献.....	2
图 3: 美国疫后劳动参与率逐步回升, 但距离疫情前仍有差距.....	2
图 4: 美国职位空缺率自 2022 年 4 月后逐渐走低.....	2
图 5: 疫情后海外出生劳动力增长速度更快.....	3
图 6: 2023 年 12 月美墨边境移民遭遇数创有记录以来新高.....	3
图 7: 美国就业成本指数 (ECI) 自 2022 年中左右下行, 但 2024 年一季度有所反弹.....	4
图 8: Atlanta 薪资增长追踪指标自 2023 年以来持续下行.....	4
图 9: 美国家庭资产规模同比增速在美联储加息周期通常呈平稳或下降走势.....	5
图 10: 美国家庭金融资产中直接和间接持有股票增长最快.....	5
图 11: 美国家庭非金融资产中房地产增长最快.....	5
图 12: 美国股票价格自疫情后波动上行.....	6
图 13: 美国成屋销售快速走低, 但库存仍在低位, 售价有支撑但增速在放缓.....	6
图 14: 美国衰退期间及之前都出现了家庭负债增速快速走低的现象, 但在加息周期中的负债增速走势不一.....	7
图 15: 美国家庭债务结构及变化.....	7
图 16: 美国家庭总偿债比例依然保持在历史低位.....	7
图 17: 信用卡、汽车和其他贷款 30 天以上拖欠率上升加快.....	8
图 18: 美国低收入阶层贷款早期拖欠率较高 (单位: %).....	8
图 19: 美国银行收紧消费信贷标准比例自 2023 年 Q4 以来回落.....	9
图 20: 美国银行报告更强消费信贷需求比例自 2022 年以来走低.....	9
图 21: 美国家庭净资产环比变化及贡献分项.....	9
图 22: 不同收入阶层家庭净资产的同比变化.....	9
图 23: 密歇根消费者情绪指数 (CSI) 与个人消费支出 (不变价) 同比走势更加接近.....	10
图 24: 美国家庭对未来六个月的财务状况预期更好的比例下降.....	11
图 25: 美国银行报告更强消费信贷需求比例自 2022 年以来走低.....	11
图 26: 美国居民平均消费倾向在疫情后依然表现偏高.....	12
图 27: 美国居民服务平均消费倾向基本回落至疫情前趋势, 但商品消费倾向依然偏高.....	12
图 28: 中性假设下, 美国居民消费支出 (名义) 增速或下滑至 5.4% 左右.....	13
图 29: 对比 1990 年以来可支配收入增速下行、资产价格走高时期, 美国居民消费以及影响因素的走势.....	14
图 30: 美国家庭净资产/可支配收入的比重自 2013 年后波动上行.....	14

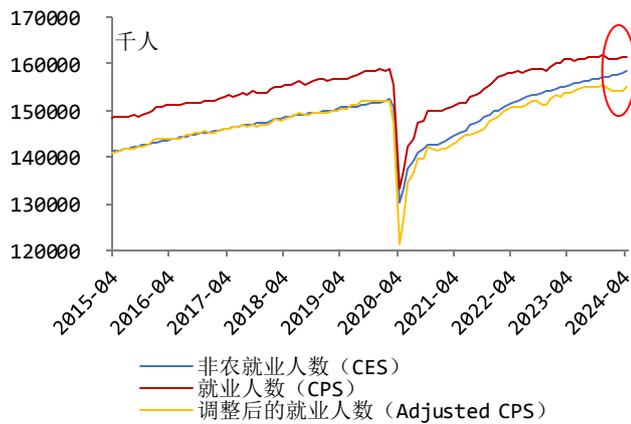
近年美国消费者支出表现强劲，其中在疫情期间积累的大量超额储蓄是支持美国家庭财务健康、消费保持韧性的关键驱动因素，但在超额储蓄的推动作用式微后，美国居民消费该何去何从？本文主要从劳动力市场、家庭资产负债表和消费者信心三个维度出发，分析影响美国居民消费支出的因素。我们认为当前美国居民消费一方面面临劳动力市场边际转弱、工资增速下降的情况，而另一方面资产价格上涨给居民消费带来财富效应，居民消费倾向较高，且在高利率背景下居民的偿债成本依然较低，财务状况总体健康。因此预计美国消费年内或呈偏弱走势，但仍具有韧性。

1 就业市场紧张程度逐步缓解，工资增速处于下行阶段

从就业数据增长的情况来看，目前美国劳动力市场依然具有一定韧性，然而 2024 年以来，CPS 与 CES 统计下的就业人数差距扩大，或主要源于非法移民的增多。美国劳工统计局（BLS）有两项衡量就业水平和趋势的月度调查：一是，当前人口调查（CPS），也称为家庭调查；二是，当前就业统计（CES）调查，也称为机构调查。通常来看，住户调查显示的就业水平高于机构调查，主要因为 CPS 的就业定义比 CES 更加广泛，包括农业、自雇人士、合同工、有工作但不在工作的人等，但从事多份工作的就业者在 CES 中可能会被重复统计。因此为了方便对照，美国劳工统计局构建了调整后的住户调查就业序列，调整后的 CPS=CPS-农业及相关就业-自雇人士-家族企业中的无薪家庭工人-保姆、管家等私人家庭的工人-无薪休假的非农就业+有多重工作的人数。疫情冲击下无论是 CPS 还是 CES 的就业数据都出现了显著的下落，之后逐渐向疫情前的趋势回归。截至 2024 年 4 月，CPS 统计口径下的就业人数为 16149.1 万人，较 3 月末仅新增 2.5 万人，调整后的 CPS 为 15490 万人，较 3 月末新增 56.3 万人，CES 统计口径下的初值为 15828.6 万人，较 3 月末新增 17.5 万人，虽然不及市场预期，但仍保持了稳健增长。今年以来家庭调查和机构调查下的就业数据表现分化，CES 就业人数今年以来增长了 98.2 万人，CPS 就业人数仅增长 30.8 万人，而调整后的 CPS 就业人数则仅增长 19.4 万人。家庭调查偏弱、机构调查偏强的就业数据可能与美国移民人数快速上升有关，尤其是非法移民。

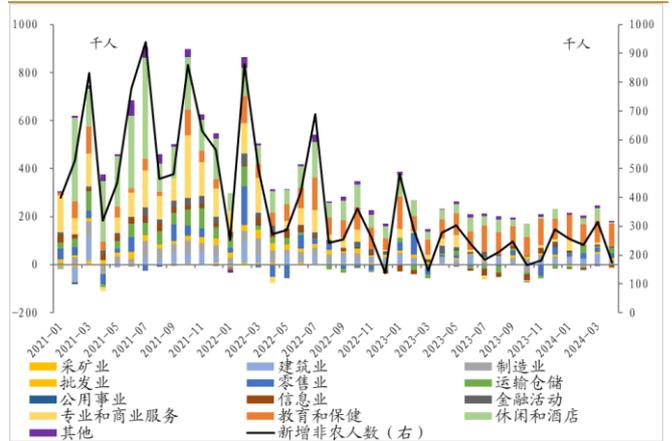
从结构上看，商品生产中，相比制造业而言，建筑业就业人数增长较多，建筑业就业人数（私人）从 2022 年末的 788.4 万人增长至 2024 年 4 月的 821.9 万人，增加了 33.5 万人，或与 2021 年末拜登签署的两党基础设施建设法案有关，2023 年州和地方政府投资快速增加，同比大幅增长 12.3%，而制造业和采矿业就业人数分别仅增长 2.7 和 1.1 万人。从 4 月单月来看，建筑业新增就业人数为 0.9 万人，较此前水平明显下降；服务生产中，教育和健康服务、休闲和酒店业是新增非农就业的主要贡献项，分别从 2022 年末的 2477.3 万人和 1625.5 万人增加至 2024 年 3 月的 2619.4 万人和 1689.7 万人，分别增加了 142.1 万人和 64.2 万人，专业和商业服务、零售业、其他服务业也分别增长 20.9、19.3 和 13.5 万人，但从 4 月单月来看，休闲和酒店业的新增就业人数明显低于此前水平，高薪行业（信息业、专业和商业服务）新增就业人数减少，运输仓储业新增就业有明显回升。

图 1：2024 年来 CPS 与 CES 口径的就业情况出现分化



数据来源：BLS，西南证券整理

图 2：教育保健、休闲酒店等行业为新增非农主要贡献



数据来源：wind，西南证券整理

新冠疫情期间美国劳动力流失较多，疫情之后美国经济复苏较快，而劳动力回流较慢，出现供需复苏错配的情况，导致劳动力供给缺口，近期随着移民人数增加，劳动力供给缺口正逐步收窄，但 11 月美国大选或给移民政策带来不确定性。从供给端看，美国劳动参与率自疫情之后持续回升，劳动力供给逐渐修复，2024 年 3 月美国劳动参与率升至 62.7%，但距离 2019 年 63.3% 左右水平仍有一定差距。从中长期来看，提前退休和老龄化会使得美国劳动力市场持续面临短缺的问题，劳动参与率总体呈下降态势，但短期来看移民政策松绑或有助于回填劳动力缺口。截至 2024 年 4 月，海外出生的劳动力人数达到 3048.2 万人左右，已经显著超过疫情前水平，2019 年末为 2722.3 万人，但国内出生的劳动力人数依然低于疫情前水平，截至 2024 年 4 月，国内出生的劳动力人数为 13110.8 万人，仍略低于 2019 年末的 13128.1 万人。然而今年 11 月份的美国大选或给移民政策带来不确定性。从需求端来看，美国职位空缺率自 2022 年 3 月以来的高位（7.4%）开始回落，2024 年 2 月，美国非农职业空缺率为 5.3%，但依然高于疫情前水平，2019 年 12 月美国非农职位空缺率为 4.2%，职位空缺数为 669.9 万人。从行业上看，2024 年 2 月，教育和保健服务、金融活动、专业和商业服务、休闲住宿业的职位空缺率依然较高，分别为 7.2%、6.6%、6.4% 和 6.4%，且依然高于疫情前水平，贸易、运输和公用事业职位空缺率较低，基本回落至疫情前。

图 3：美国疫后劳动参与率逐步回升，但距离疫情前仍有差距



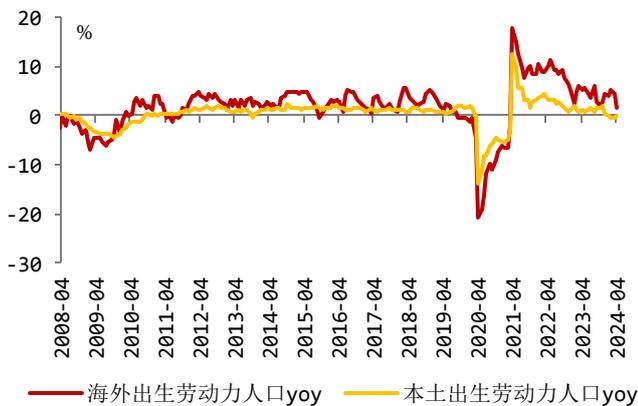
数据来源：BLS，西南证券整理

图 4：美国职位空缺率自 2022 年 4 月后逐渐走低



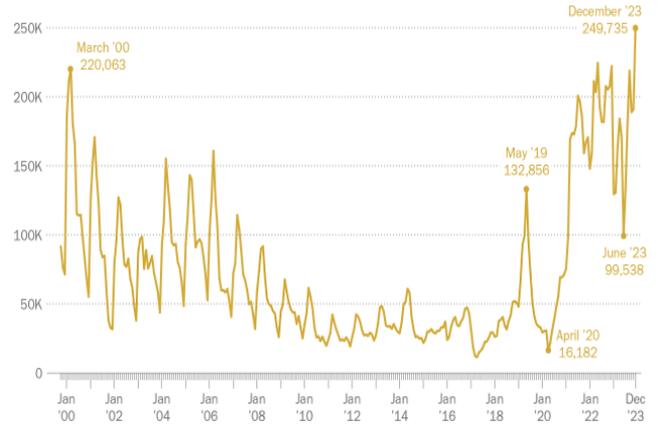
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：疫情后海外出生劳动力增长速度更快



数据来源：BLS, 西南证券整理

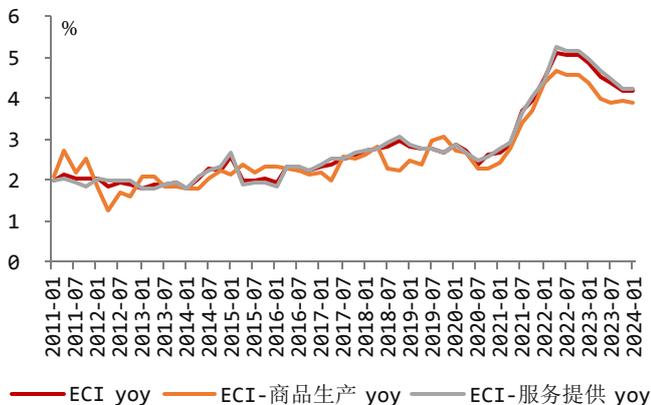
图 6：2023 年 12 月美墨边境移民遭遇数创有记录以来新高



数据来源：PEW, 西南证券整理

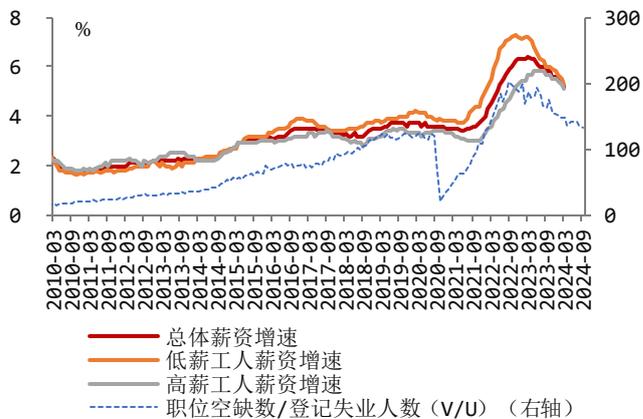
从工资增速来看，不同指标均显示当前薪资增速处于下行阶段，但尚未完全回落至疫情前水平。衡量美国劳动力薪资的指标包括就业成本指数（Employment Cost Index）、非农平均时薪（Non-Farm Average Hourly Earnings）、薪资增长追踪（Wage Growth Tracker）等。其中，ECI 为季度数据，非农平均时薪和薪资增长追踪为月度数据，时效性更强。ECI 是美联储鲍威尔最为关注的指标，来自全国薪酬调查（NCS）数据，不仅包括薪资还包括了员工福利，而且根据各行业、职位的固定权重来编制，避免了就业结构变化对薪资的影响。美国 ECI 自 2022 年 Q2 至 2023 年 Q4 环比增速逐渐走低，薪资压力逐渐缓解，然而 2024 年第一季度，ECI 季环比增长 1.2%，增速高于市场预期以及上一季度的 0.9%，出现了较大幅度的反弹；非农平均时薪的市场关注度也比较高，来自 CES 调查数据，但该指标不包括福利、不定期奖金、追溯工资和雇主支付的工资税，且容易受到就业结构变化的影响。美国私人非农平均时薪同比增速自 2022 年 3 月的 5.9% 以来也进入下行区间，2024 年 4 月回落至 3.9%，略低于市场预期的 4%，但尚未回落至疫情前 2019 年的 3% 左右的同比增速水平；亚特兰大联储计算的薪资增长追踪数据来自每月人口调查（CPS），剔除了高收入、时薪低于联邦最低薪资标准的以及从事农业职业的群体，统计口径不包括福利收入。该指数自 2022 年 8 月以来也持续下降，截至 2024 年 3 月该指标（移动三个月平均）已从高位 6.7% 降至 4.7%，但依然高于疫情前不到 4% 的薪资增长水平。其中，2021-2022 年低薪工人的薪资增长相对高薪工人而言明显更快，但这一差距自 2023 年以来逐步收敛，此前工人短缺问题尤为严重的低薪行业的就业紧张程度正逐步得到缓解，结论与上述一致。根据薪资领先指标——职位空缺数/失业人数（V/U），直至 2024 年 9 月左右，美国薪资增速仍将延续下行的态势，基本上回落至略高于疫情前的水平。

图 7: 美国就业成本指数 (ECI) 自 2022 年中左右下行, 但 2024 年一季度有所反弹



数据来源: FRED, 西南证券整理

图 8: Atlanta 薪资增长追踪指标自 2023 年以来持续下行



数据来源: 亚特兰大联储, wind, 西南证券整理; 注: 薪资增速经过 12 个月移动平均处理

2 净资产得以支撑, 家庭财务状况总体健康

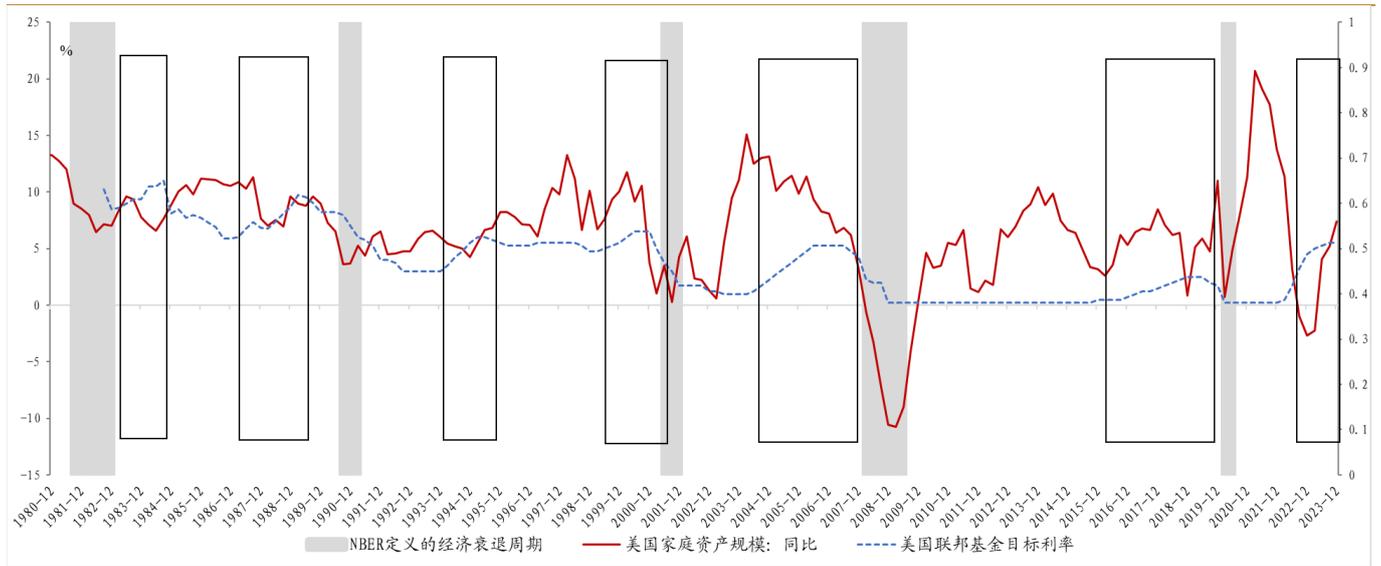
2.1 房价和股价推动下, 美国家庭资产规模扩张

美国家庭资产规模自疫情之后总体呈扩张态势。从美国家庭的资产规模变化来看, 由于疫情期间美国当局实施大规模财政刺激, 甚至对居民直接现金补贴, 加之美联储实施超宽松货币政策, 美国金融市场快速回暖, 2020 年 Q1 至 2022 年 Q1 美国家庭资产规模 (包括非营利性组织) 持续扩大, 从 127 万亿升至 171 万亿美元, 增加了 44 万亿美元, 同比增速也基本保持在 10% 以上, 甚至在 2021 年 Q1 达到 20%; 然而, 由于美联储在 2022 年 3 月启动加息, 加息节奏也较为猛烈, 导致美国股债双杀, 家庭资产也从 171 万亿美元收缩至 2022 年 Q3 的 163 万亿美元, 减少了 8 万亿美元, 同比也开始下降; 在进入 2022 年 Q4 之后, 由于对美联储放缓加息预期升温, 叠加 AI 热潮助推, 美国股市又转头向上, 家庭资产规模也再度扩张至 2023 年 Q4 的 177 万亿美元, 同比增速也有所回升, 2023 年 Q4 同比增速上行至 7.4%。从历史经验来看, 美联储加息周期中美国家庭资产规模同比增速通常呈平稳或者下降的走势, 加息周期若对应软着陆, 家庭资产增速可能回升, 若对应硬着陆, 家庭资产增速通常继续下跌。

从具体结构上看, 若将直接和间接持有股票与房地产的资产规模的变化相加, 对家庭总资产在 2020 年 Q1 至 2023 年 Q4 的增长的贡献超过 70%。美国家庭金融资产占比在 2020 年 Q1 至 2021 年 Q4 有所提升, 从 68% 升至 70%, 而非金融资产占比在 2022 年 Q2 明显升高, 从 32% 升至 35%, 而后基本在 32% 以上, 2023 年 Q4 录得 33%。疫情之后, 金融资产中增长最多的是“直接持有股票”, 从 2020 年 Q1 的 16.3 万亿美元增长至 2023 年 Q4 的 32 万亿美元, 几乎翻了一倍, 在金融资产的占比也从 19% 上升至 27%, 是占比提升最大的一项; “间接持有股票”的规模也增长较多, 2023 年 Q4 相较 2020 年 Q1 增长了 5.3 万亿美元, 后续美国股票价格或与联储货币政策、金融条件的变化有关; 此外, “存款”增加 3.7 万亿美元, “非公司企业”增加 3.5 万亿美元, “间接和直接持有债券”增加 2 万亿美元。家庭的非金融资产的增长主要来自于房地产, 从 2020 年 Q1 的 30.6 万亿美元扩大到 2023 年

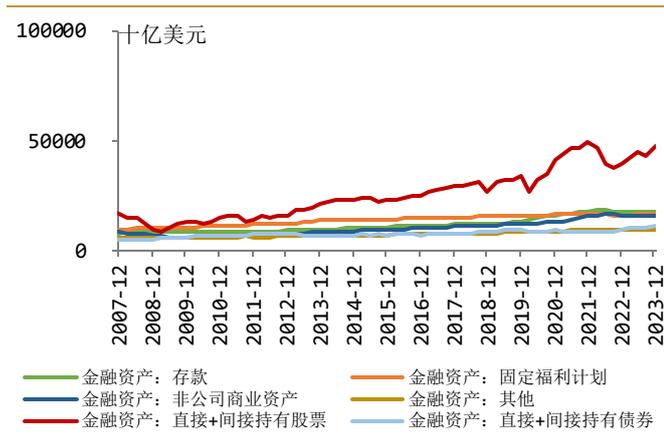
Q4的44.8万亿美元,增加了14.2万亿美元,在非金融资产中的占比也从75%升高到77%。美联储快速加息,但美国房价并未受到太大冲击,美国成屋销售价格2021年6月之前快速上行,此后除2023年Q2同比小幅下降之外,至今仍保持在上行区间,但成屋销售数量自2022年以来便下降较多,价格与数量的走势分化或主要源于次贷危机后美国成屋供给系统性收缩,加之当前房贷成本快速上行背景下,已锁定低利率贷款的业主不愿出售房屋(利率锁定效应),进一步导致成屋供应短缺。相比之下,新屋销售的需求反而得到一定支撑,但新屋供给表现好于成屋,价格在2023年之后稳中有降。在美国地产市场供需依然紧张情况下,住房价格或有一定韧性,从而对美国家庭的资产端形成一定支撑,但随着供需逐步趋于平衡,价格增速放缓,其支撑效应或将逐渐减弱。

图9: 美国家庭资产规模同比增速在美联储加息周期通常呈平稳或下降走势



数据来源: FED、Wind, 西南证券整理; 注: 黑框内为美联储历次加息周期

图10: 美国家庭金融资产中直接和间接持有股票增长最快



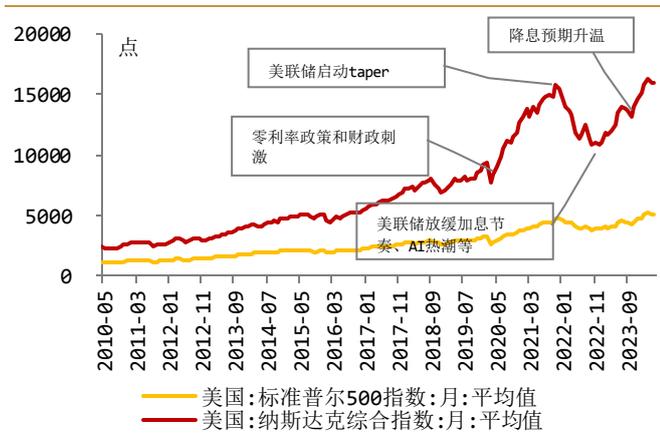
数据来源: FED, 西南证券整理

图11: 美国家庭非金融资产中房地产增长最快



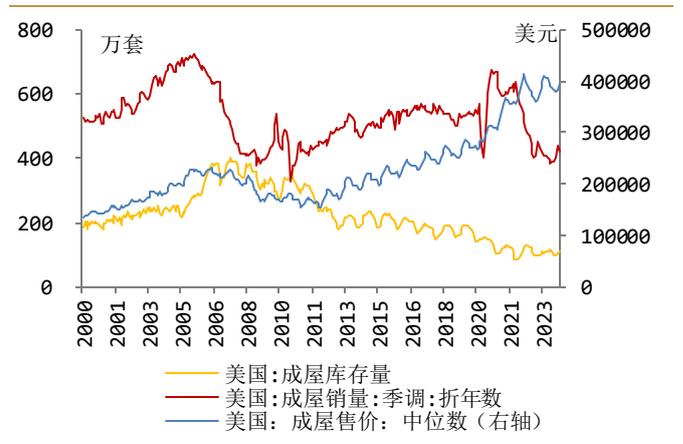
数据来源: FED, 西南证券整理

图 12：美国股票价格自疫情后波动上行



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：美国成屋销售快速走低，但库存仍在低位，售价有支撑但增速在放缓



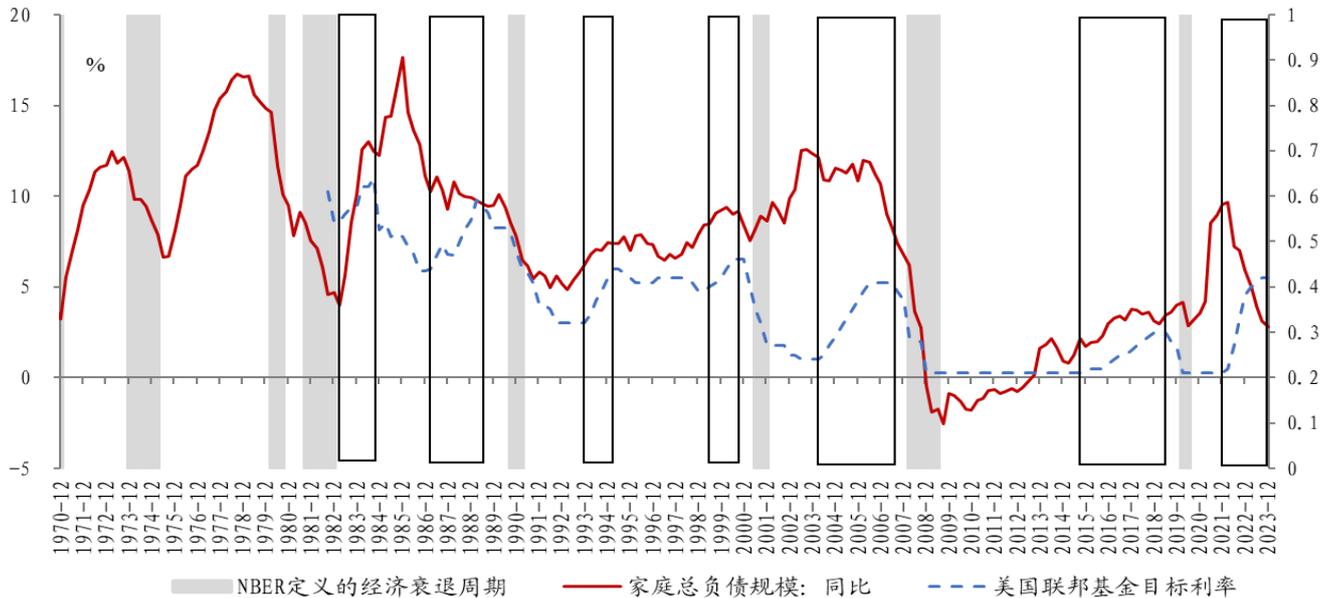
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 家庭负债增速放缓，抵押贷款偿债成本仍在低位

美联储加息后美国家庭负债增速放缓。美国家庭在疫情期间经历短暂的去杠杆后，由于大规模的财政刺激和超宽松货币政策，家庭转而开始加杠杆，负债规模从 2020 年 Q1 的 16.7 万亿美元快速攀升至 2022 年 Q1 的 19.1 万亿美元，扩大了约 2.4 万亿美元，在此期间家庭负债同比增速也从 4% 快速攀升至 9.6%，而后随着美联储加息、家庭借贷成本上升，家庭负债规模增速开始放缓，同比增速从 9.6% 的高位持续下降至 2023 年 Q4 的 2.8%，甚至低于 2019 年的负债增速 4%，负债规模也在 2022 年 Q1 至 2023 年 Q4 期间仅增长了 1.4 万亿美元。从杠杆率来看，美国居民部门的杠杆率从 2019 年 Q4 的 75.1% 升至高点 2021 年 Q2 的 78.5%，而后逐步跌落至 2023 年 Q3 的 73.1%。从历史上看，除了 2020 年疫情冲击下的衰退，1980 年以来的衰退期间及之前都出现了家庭去杠杆的现象，美国家庭负债同比增速均快速走低；然而在历次加息周期中，美国家庭负债增速走势不一。

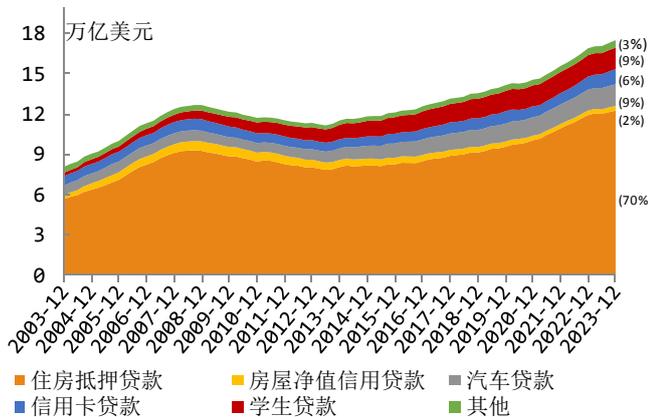
从结构上看，疫情后家庭住房贷款的增长相对消费信贷更快，但在 2022 年后增速均走低，抵押贷款偿债成本仍在低位。住房贷款是家庭负债中最重要的组成部分，其占比从 2020 年 Q1 的 63% 小幅升至 2023 年 Q4 的 64%，其规模也从 10.5 万亿美元持续扩张至 13.1 万亿美元，增加了约 2.6 万亿美元，但住房贷款的增速自 2022 年开始便持续走低，从高位 9.8% 的增速下滑至 2.8%。与其他国家不同的是，美国住宅抵押贷款以 30 年期固定利率住宅抵押贷款为主，自联储收紧货币政策以来美国 30 年期抵押贷款固定利率快速攀升，从 2021 年末的 3.1% 升至 2023 年 11 月的 7.8%，而后呈高位震荡走势。如前文所述，利率上升对新需求 and 住房市场流动性产生了较大负面影响，然而并未对家庭财务有太大冲击，抵押贷款偿债成本仍在低位，抵押贷款偿债比例在 2023 年 Q4 仅为 4% 左右，或主要因为很多家庭在 2020-2021 年便以较低的固定贷款利率购买了新房，偿债成本变化不大，这或与美联储激进加息背景下，居民消费仍保持韧性有关。

图 14：美国衰退期间及之前都出现了家庭负债增速快速走低的现象，但在加息周期中的负债增速走势不一



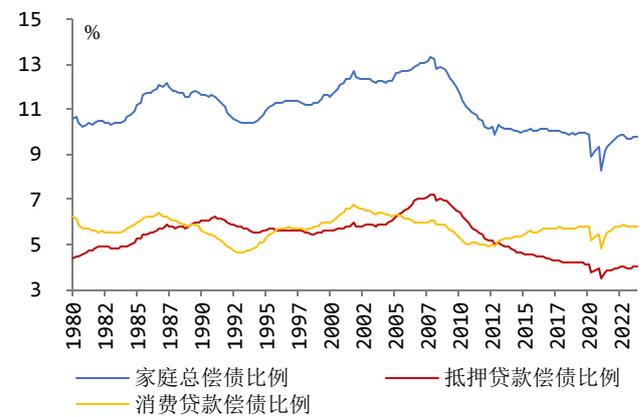
数据来源：FED、Wind，西南证券整理；注：黑框内为美联储历史加息周期

图 15：美国家庭债务结构及变化



数据来源：New York Fed，西南证券整理

图 16：美国家庭总偿债比例依然保持在历史低位



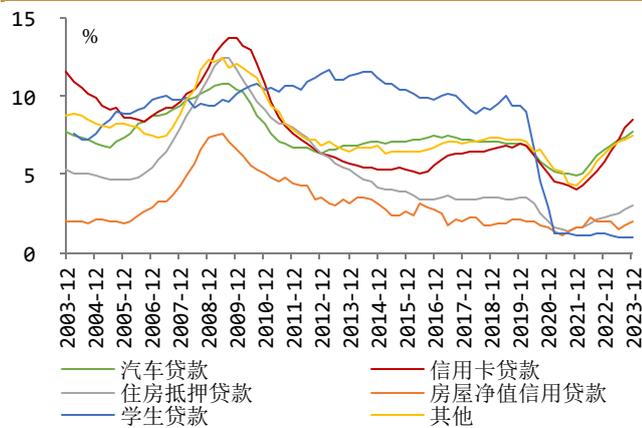
数据来源：Wind，西南证券整理

消费信贷是家庭负债的第二大组成部分，2020 年 Q1 至 2023 年 Q4，消费信贷也从 4.15 万亿美元扩张至 5.02 万亿美元，增加约 0.87 万亿美元，其增速变化与住房贷款类似，也在 2022 年后进入下行区间。然而从偿债压力来看，消费贷款的偿债比例高于抵押贷款，2023 年 Q4 为 5.8% 左右，高于同期抵押贷款的偿债比例，但基本与疫情前水平保持一致，而且自 2013 年以来消费贷款的偿债比例便持续超过了抵押贷款。信用卡和汽车贷款的拖欠率均走高超过疫情前水平，低收入和年轻人的拖欠率上升更快。其中，信用卡贷款在 2021 年下半年左右之后增长快速，其在家庭债务中的占比从 5.3% 提升至 2023 年 Q4 的 6.5%，余额达到 1.129 万亿美元，信用卡拖欠率也在 2023 年快速上升，30 天和 90 天以上的拖欠率分别从 5.87% 和 7.67% 上行至 8.52% 和 9.74%，已经高于疫情前水平。其中，低收入人群以及年轻人的信用卡拖欠率升高得更快；汽车贷款在家庭债务中的比重自 2018 年以来便总体保持平稳，在 2022 年后小幅下滑，总体保持在 9%-9.5% 区间，2023 年 Q4 余额为 1.607 万亿美

元，疫情期间由于供应链短缺导致汽车价格明显上涨，汽车贷款余额也加快攀升，在大流行性通货膨胀期间，由于供应链和芯片短缺限制了生产，机动车辆的价格上涨最为明显和持续。在此期间，汽车贷款余额激增，同比增速达到 6% 以上，但自 2023 年以来增速明显回落，2023 年 Q4 增速仅录得 3.5%。汽车贷款的拖欠率也自 2022 年以来持续走高，从 2021 年 Q4 的 4.96% 升至 2023 年 Q4 的 7.69%，车贷的拖欠率上升或主要受汽车价格的波动影响。美联储公布的贷款官员调查数据显示，收紧信用卡贷款标准的美国银行比例自 2023 年 Q4 以来持续回落，2024 年第一季度下降至 21.2%，而收紧汽车贷款标准的美国银行比例小幅回升至 9.8%，收紧其他消费贷款的比例下降至 13.7%，但同时美联储表示，有相当大比例的银行报告称提高了信用卡贷款的最低信用评分要求，而中等比例的银行报告称对汽车贷款和其他消费贷款业务施行了这项变化。在消费贷款需求方面，较大比例银行表示对汽车贷款的需求减弱，而中等比例银行表示对信用卡贷款和其他消费贷款的需求减弱。

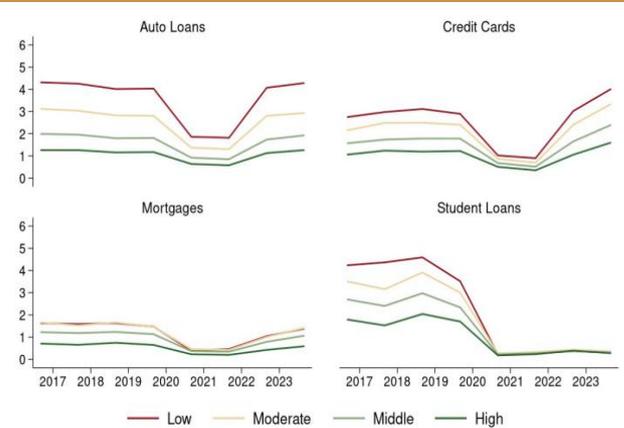
此外，学生贷款是近年来增长得最快的一项，在家庭债务中的占比从 2003 年的 3.1% 提升至 2021 年的 10.1%，但 2022 年美国政府出台减免学生贷款债务的计划后，该比例走低至 2023 年的 9.1%，约 1.6 万亿美元。2023 年 10 月，学生贷款还款恢复，但设定了截止到 2024 年 9 月末的“on-ramp”过渡期，不会将这一时期的未偿还的到期付款列为拖欠，所以 2023 年 Q4 学生贷款的拖欠率数据仍在 0.6% 的低位，而且在过渡期的影响下 2024 年 Q4 之前该拖欠率可能也仍将保持较低水平。根据密歇根大学于今年 1 月份的调查，只有 15% 的消费者恢复了学生贷款的支付，其中 40% 的消费者认为会通过减少支出的方式来应对，其次是减少储蓄 (29%)，所以学生贷款偿还的恢复可能不会对消费者支出产生很大的影响。

图 17：信用卡、汽车和其他贷款 30 天以上拖欠率上升加快



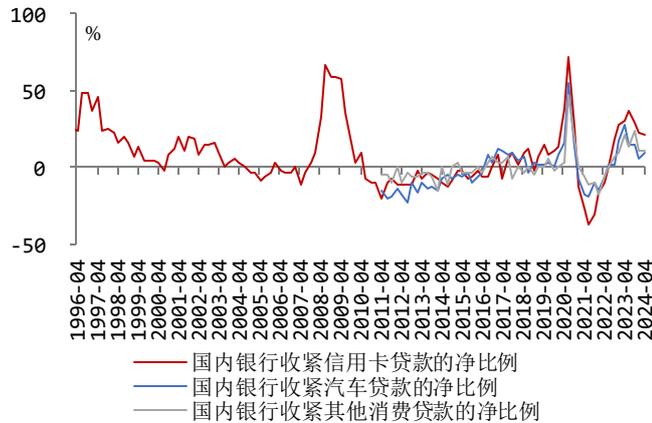
数据来源: New York Fed, 西南证券整理

图 18：美国低收入阶层贷款早期拖欠率较高 (单位: %)



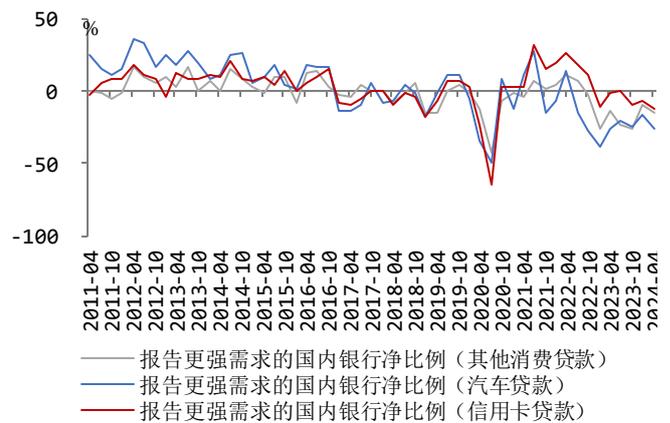
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 19: 美国银行收紧消费信贷标准比例自 2023 年 Q4 以来回落



数据来源: FRED, 西南证券整理

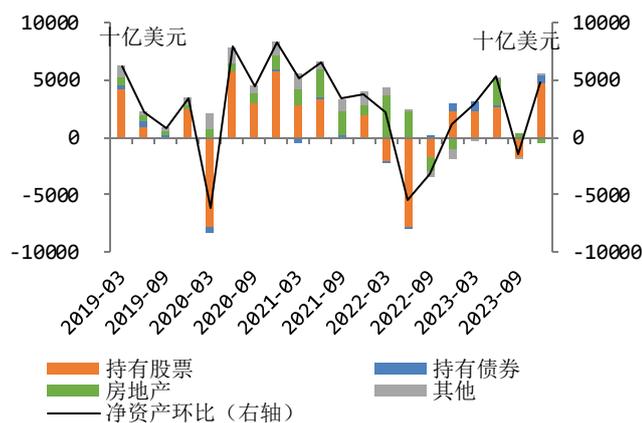
图 20: 美国银行报告更强消费信贷需求比例自 2022 年以来走低



数据来源: FRED, 西南证券整理

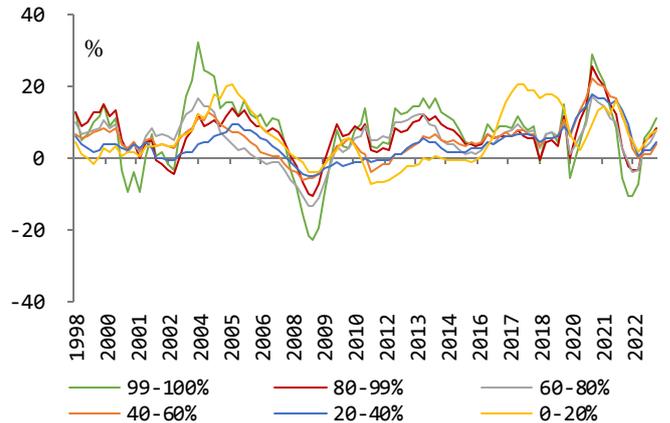
结合家庭资产和负债来看,美国家庭净资产规模在 2022 年 Q2-Q3 经历了下跌,但随后又逐步走高,主要得益于股票、债券和地产价格上涨,净资产的变化通常与居民消费密切相关。2023 年第四季度,家庭净资产环比增加 4.84 万亿美元至 156 万亿美元,环比增量中贡献最大的是股价(4.7 万亿美元),其次是债券收益(0.69 万亿美元)。分收入阶层来看,截至 2023 年末,收入百分位数为 80-99% 的净资产规模最大,占比达 47.4%,其次是百分位数为 99-100% 的收入阶层,占比为 23.2%,2023 年家庭净资产增长最快的包括收入百分位数为 99-100%、80-99%、60-80%、0-20% 的群体,也就是说 2023 年高收入、中高收入和低收入人群的净资产增长较快,中低收入人群的净资产增长偏慢。这或与不同收入阶层持有股票的比重有关,收入百分位数为 99-100%、80-99%、60-80%、40-60%、20-40% 和 0-20% 持有股票和共同基金占资产的比重分别为 38.4%、23%、9.7%、9.2%、4.7% 和 12.9%。

图 21: 美国家庭净资产环比变化及贡献分项



数据来源: FED, 西南证券整理

图 22: 不同收入阶层家庭净资产的同比变化

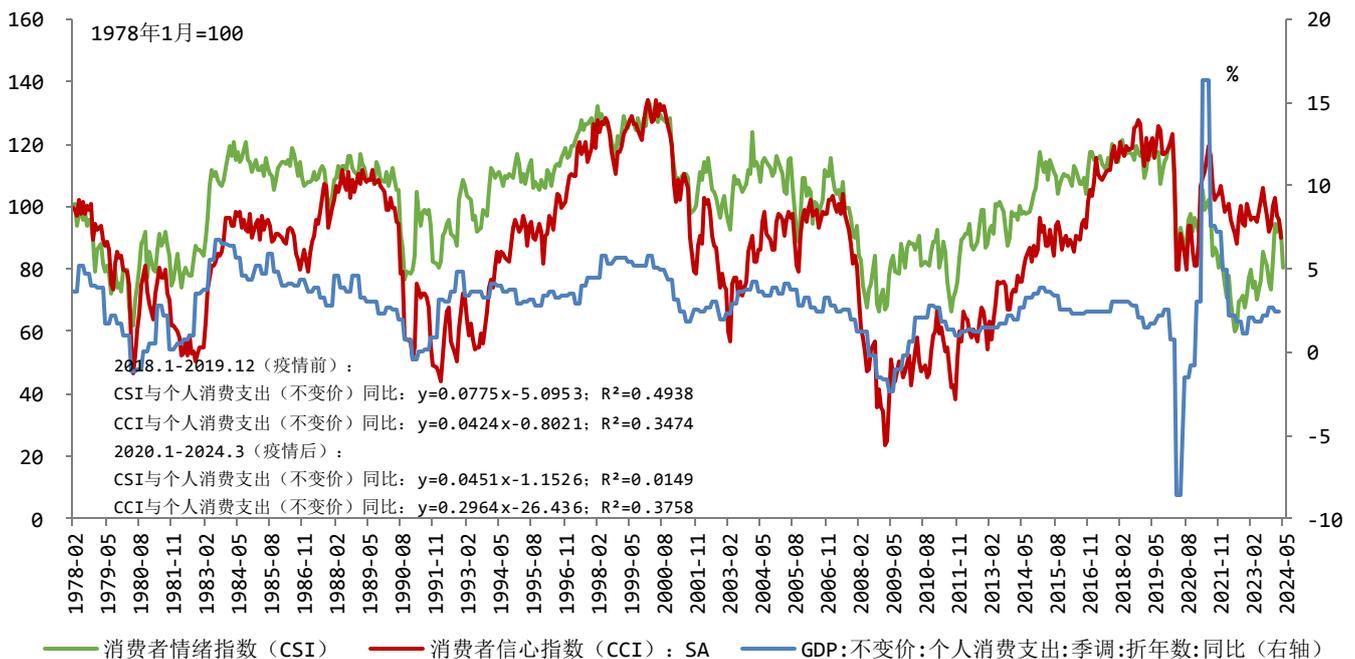


数据来源: FED, 西南证券整理

3 消费者信心指数边际走弱，居民平均消费倾向仍偏高

衡量美国消费者信心的指标主要包括密歇根消费者信心指数（CSI）和谘商会消费者信心指数（CCI）。密歇根消费者信心指数（CSI）是密歇根大学对 500 个家庭进行的一项全国性调查，主要集中在三大领域：消费者如何看待自己的财务状况前景、如何看待短期整体经济前景以及对长期经济前景的看法，涉及的问题大约有 50 个，用来追踪消费者态度和期望的不同方面，调查的核心问题涵盖消费者的个人财务状况、商业状况和购买状况；谘商会消费者信心指数（CCI）由世界大型企业联合会发布，样本大约有 3000 多个，调查通常涵盖五个主要部分：当前经营状况、就业状况的评价，以及对六个月后经营状况、就业状况和家庭总收入的预期。CCI 与 CSI 两个指数的差异自 2021 年 6 月-2022 年 6 月以来不断扩大，但在 2022 年 6 月之后随着美国通胀水平走低，CSI 逐渐回升，CCI 走势保持平稳，两者差距不断收窄。两者走势分化的主要原因或是 CCI 的调查更加侧重于居民的就业和收入，而 CSI 的调查更多体现出居民的实际购买力，也就是与通胀走势有关。其中，疫情前 CSI 与美国个人消费支出（不变价）同比走势相关度更高，但由于 2022 年 CSI 更多受到高价格的负面影响，美国个人消费支出仍因为超额储蓄等因素保持增长韧性，因此相比之下，美国个人消费支出的变化与 CCI 的走势更为相似。

图 23：密歇根消费者情绪指数（CSI）与个人消费支出（不变价）同比走势更加接近

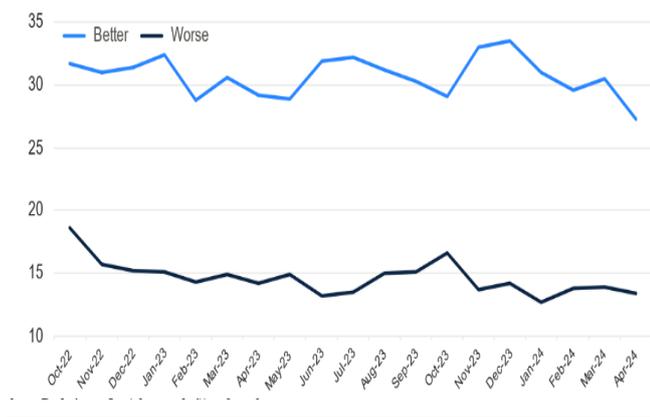


数据来源：Conference Board、University of Michigan、Wind，西南证券整理；注：CSI 和 CCI 的基数统一调整为 1978 年 1 月

最新数据显示，无论是 CCI 还是 CSI，消费者信心都有所减弱。谘商会消费者信心指数（CCI）在 2024 年 4 月进一步下降，达到 2022 年 7 月以来的最低水平，但仍位于历史中性水位。4 月份消费者对短期商业状况前景更加悲观，对短期劳动力市场前景以及短期收入前景的评估恶化，对当前和未来六个月的家庭财务状况的评估也不太乐观。未来六个月消费者计划削减开支以省钱的领域主要是非必需的商品和服务，比如非家用食品、时装、娱乐活动等；5 月密歇根消费者信心指数（CSI）初值为 67.4，创六个月新低，大幅不及预期和前值，消费者现况指数初值由 4 月的 79 降至 68.8，预期指数初值由 4 月的 76 降至 66.5，两大分

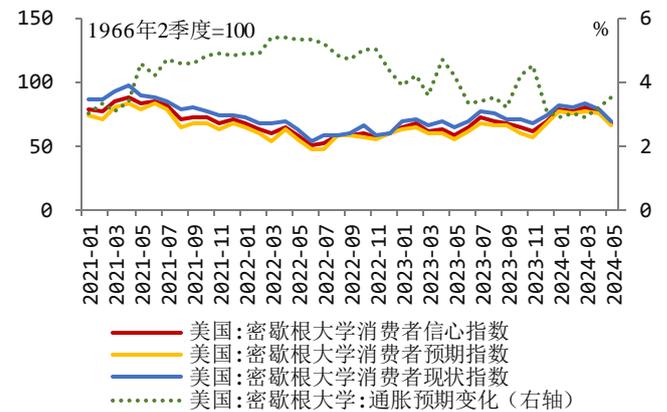
项数据均为六个月低点。通胀预期方面，在成本端的推升下美国通胀韧性较强，5月1年通胀预期初值3.5%，为六个月以来的最高水平，大幅高于预期的3.2%，4月前值为3.2%；5年通胀预期初值3.1%，也高于预期的3%，4月前值为3%。此外，人们对耐用品购买条件的评估降至一年来的最低点。

图 24：美国家庭对未来六个月的财务状况预期更好的比例下降



数据来源：Conference Board，西南证券整理

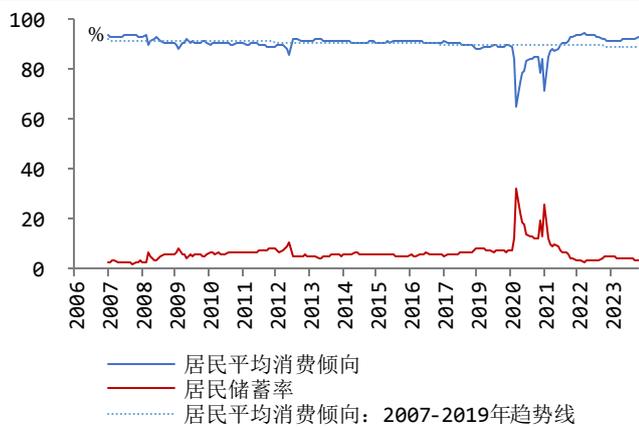
图 25：美国银行报告更强消费信贷需求比例自 2022 年以来走低



数据来源：Wind，西南证券整理

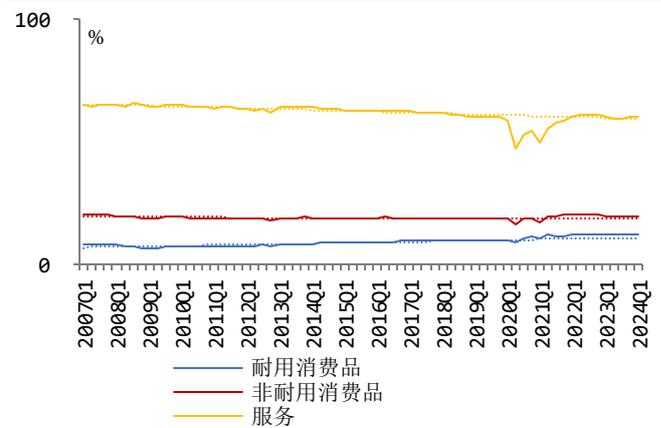
美国居民平均消费倾向在疫情前后表现不同，商品平均消费倾向依然偏高。我们采用美国个人实际消费支出占个人实际可支配收入的比重作为实际平均消费倾向，2007至2019年美国实际平均消费倾向总体呈缓慢下降的态势，从2007年1月的93.5%下行至2019年12月的90.1%。疫情期间居民外出消费受阻，同时美国财政加大对居民收入的补贴，消费倾向大幅下滑，最低仅为65.4%（2020年4月）。疫情之后由于居民拥有大量超额储蓄，消费倾向快速反弹至2022年6月的高点94.4%，至今仍保持在高于疫情前的水平，2024年3月美国实际平均消费倾向为92.9%。消费的另一面是储蓄，2020-2021年居民储蓄率快速攀升，从2007-2019年均值5.7%升至10%以上，最高达到30%多，而后随着超额储蓄的不断消化，2024年3月居民储蓄率降至3.2%，低于疫情前的均值水平。同时，净资产的上升也有可能导致个人储蓄率下降，因为当家庭觉得必须增加财富以实现长期目标时，他们倾向于从当前收入中增加储蓄，但当他们觉得自己的财富已经达到令人满意的水平时，他们愿意从当前收入中减少储蓄。分品类来看，从2007年以来的中长期趋势来看，居民在服务方面的消费倾向总体是趋于缓慢下降的，而耐用消费品的消费倾向缓慢上升，非耐用消费品的消费倾向保持平稳，但疫情之后服务的消费倾向快速反弹。目前服务消费倾向基本回落至疫情前的趋势线上，耐用和非耐用消费品的消费倾向依然高于疫情前趋势。

图 26：美国居民平均消费倾向在疫情后依然表现偏高



数据来源：BEA，西南证券整理

图 27：美国居民服务平均消费倾向基本回落至疫情前趋势，但商品消费倾向依然偏高

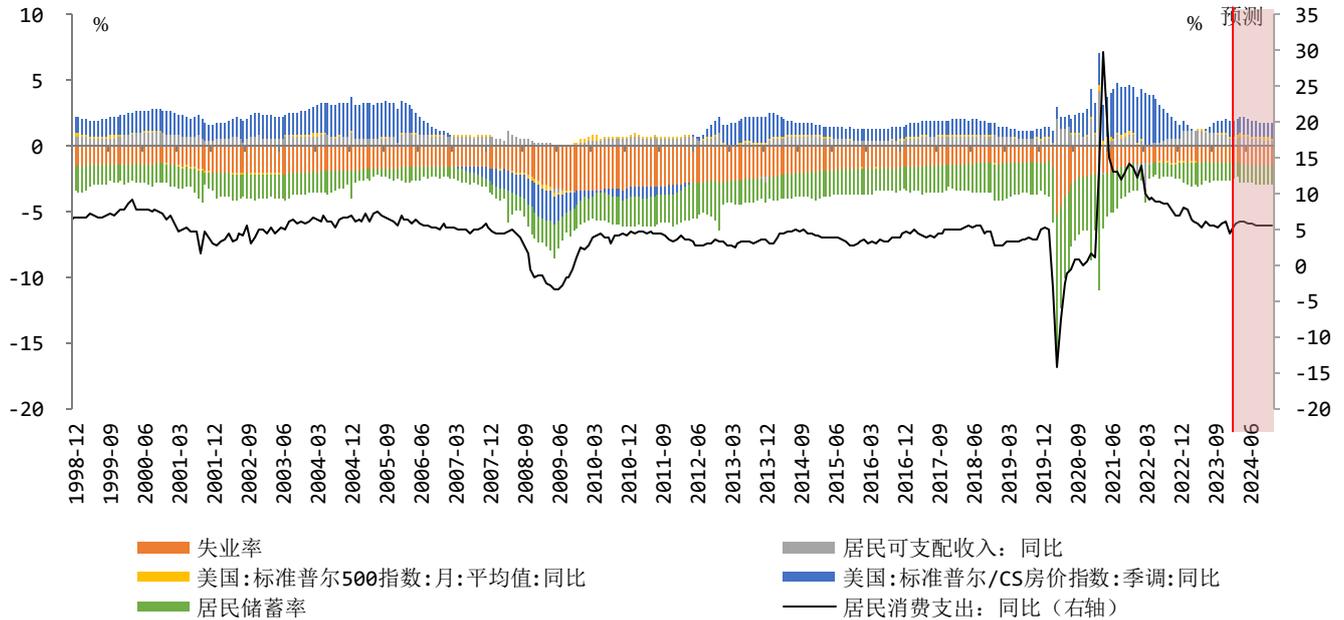


数据来源：BEA，西南证券整理

4 就业市场或将成为主导因素，美国年内消费或中性偏弱

为了衡量就业、收入、资产价格等因素对于美国居民消费影响的程度，我们选用美国失业率、居民可支配收入、标普 500 指数、标普/CS 房价指数以及居民储蓄率作为美国居民消费支出（PCE）的解释变量，时间维度为 1997 年 3 月-2024 年 2 月的月度数据。拟合之后得出的结论是，失业率和储蓄率对美国居民消费的影响程度最大（负相关），其次是房价、可支配收入和股价（正相关）。在美联储 2022 年 3 月开始加息之后，房价快速走低，但同时居民可支配收入回升，以及储蓄率下降（疫情期间超额储蓄消耗），对居民消费形成支撑。进入到 2023 年下半年后，居民可支配收入增长减弱，但房价和股价回升，且超额储蓄尚未用尽（储蓄率仍低于疫情前水平），对居民消费支撑较强。展望后市，随着劳动力市场逐步均衡，居民可支配收入仍将延续下行趋势（假设不增加财政补贴），超额储蓄或在 2024 年上半年用尽，失业率目前也已经出现了上行的苗头，或给居民消费施加下行压力。

根据悲观假设，劳动力市场加快走弱，失业率在年末升至 4.5%，居民可支配收入增速大幅下滑至 2.8%，股价和房价在当前水平上震荡，储蓄率逐渐向疫情前水平回归，升至 4.6% 左右，预计 2024 年末美国名义 PCE 增速降至 4.1% 左右，增速明显下滑；**根据中性假设**，劳动力市场走弱，失业率在年末升至 4.5%，居民可支配收入增速大幅下滑至 2.8%，但股价和房价延续 2023 年以来的上行态势，储蓄率升至 4.5%，预计 2024 年末美国名义 PCE 增速降至 5.4% 左右；**根据乐观假设**，劳动力市场保持韧性，失业率小幅上行至 4%，居民可支配收入增速小幅放缓至 5.2%，股价和房价延续 2023 年以来的增长态势，储蓄率保持平稳在 4.2% 左右，预计 2024 年末美国名义 PCE 增速小幅降至 5.8% 左右，韧性依然较强。

图 28：中性假设下，美国居民消费支出（名义）增速或下滑至 5.4%左右


数据来源：FRED、wind，西南证券整理

复盘历史上美国劳动力市场走弱，但资产价格上涨（尤其是房价）对个人消费支出的影响，比如 1998Q3-1999Q2、2000Q4-2001Q4、2004Q4-2005Q2、2013Q1-2013Q4 和 2015Q1-2016Q2，这五个时期中仅 2001 年美国经历了硬着陆，2015Q1-2016Q2 年个人消费支出增速缓慢下滑，其余三个时期居民消费支出增速都稳中有升，居民消费韧性较强。

1998Q3-1999Q2 期间，居民消费支出较为强劲，实际消费支出增速保持在 5.5%。居民可支配收入增速虽有所下降，但从绝对值上看并不低，基本保持在 4% 以上，股价和房价都保持了上行趋势，尤其是房价明显上涨，新屋和成屋销售在 1999 年达到新高，因此家庭净资产大幅增长，净资产/收入比例升高，消费者支出势头依然保持强劲，而且家庭债务信贷质量的衡量指标普遍得到改善，住房抵押贷款和信用卡拖欠率略有下降；

2000Q4-2001Q4 期间，居民消费支出放缓，2001 年实际仅增长 3%，消费增速走低主要反映了劳动力市场的疲软和相关的收入的减速，居民可支配收入增速逐渐下滑至 2.4%，且 911 事件也对旅游等相关行业消费有所冲击，加之自 2000 年中期以来的股价下跌，家庭财富有所恶化，但房价的持续上涨支持了许多家庭的财富；

2004Q4-2005Q2 期间，消费者支出保持强劲，实际个人消费支出在 2005 年前三个季度保持在 3% 左右。相比 2003-2004 年的 5-6% 的增速，居民可支配收入在 2005 年下滑至 4% 以下，而且实际收入增长也受到能源价格上涨的侵蚀。然而居民实际收入的减速对消费支出的影响，被家庭财富的急剧增加所抵消，美国居民家庭净资产在 2003-2004 年出现了可观的增长，并且随着房价持续攀升和股价小幅走高，家庭净资产在 2005 年进一步上升，净资产/收入比例再度上行；

2013Q1-2013Q4 期间，居民实际消费支出小幅走高，从 1.7% 上升至 2.3%。在此期间，由于财政政策大幅收紧，税收增加，居民可支配收入增速下降。但劳动力市场持续改善，就业人数增加，失业率逐渐下降，家庭债务困境指标也均有所下降。并且，在低抵押贷款利率、

持续就业增长支持下，房地产市场活动持续加强，股票价格也大幅上涨。净资产/收入比例在 2013 年也实现了大幅上升，对消费者支出形成支撑：

2015Q1-2016Q2 期间，居民实际消费支出增速小幅走低，从 4.2% 降至 2.6%，依然保持韧性。2015 年虽然家庭收入增速下降，但高于支出增速，进入到 2016 年后，居民收入增长放缓，但支出增速保持相对韧性，主要因为能源价格下跌提高居民购买力，以及家庭净资产的进一步增加。2015 年尽管股价下跌，但房价上涨，对消费者支出有较高支撑，2016 年上半年房价、股价均走高。家庭净资产/收入比在 2015-2017 年连续升高，且高于历史平均水平。

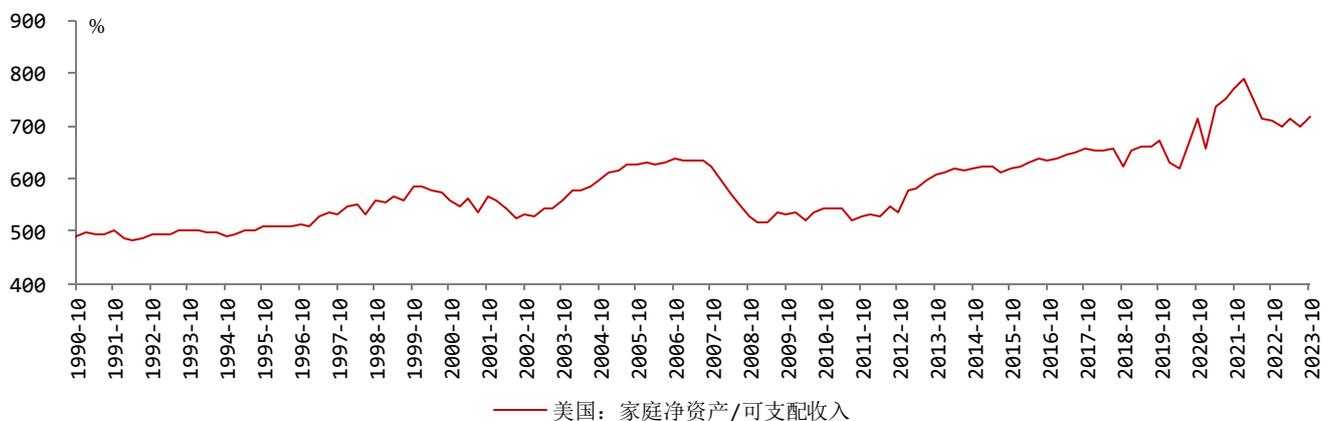
如果与上述几个时期对比，当前美国的宏观环境或类似于 2000Q4-2001Q4，比如失业率上升、收入增速下降、信用卡贷款拖欠率上升以及房地产市场保持活跃等。但此时的美国居民消费表现或好于 2000Q4-2001Q4，主要因为股价上涨为居民提供财富效应，住宅贷款拖欠率保持稳定，家庭财务状况或维持健康。因此我们对年内美国居民消费的判断可能中性偏弱。劳动力市场趋弱或导致美国居民消费在趋势上放缓，但总体在财富效应以及财务状况较健康的背景下美国居民消费有望保持一定韧性。

图 29：对比 1990 年以来可支配收入增速下行、资产价格走高时期，美国居民消费以及影响因素的走势

时期	1998Q3-1999Q2	2000Q4-2001Q4	2004Q4-2005Q2	2013Q1-2013Q4	2015Q1-2016Q2	2023Q2-2024Q1
实际个人消费支出：同比	5.8%-5.4% ↓	5%-2.5% ↓	3.4%-4.1% ↑	1.5%-2.2% ↑	3.5%-2.4% ↓	2.1%-2.4% ↑
货币政策						
联邦基金利率（反向）	5.25%-5% ↑	5%-1.75% ↓	1.75%-3.25% ↑	0.25%-0.25% -	0.25%-0.5% ↑	5%-5.5% ↑
失业率（反向）	4.5%-4.3% ↓	3.9%-5.7% ↑	5.4%-5% ↓	7.9%-6.7% ↓	5.6%-4.9% ↓	3.5%-3.8% ↑
劳动力市场						
亚特兰大联储薪资增长指数：3个月移动平均	5.4-4.9 ↓	5.2-5 ↓	3.7-3.8 ↑	2.3-2.2 ↓	2.9-3.6 ↑	6.4-4.7 ↓
实际可支配收入：同比	6.3-2.9% ↓	5.7%-1.3% ↓	2.4%-1.4% ↓	4.2%-(-2.8%) ↓	4.9%-1.7% ↓	3.7%-1.7% ↓
资产价格						
标准普尔/CS房价指数：涨/降幅	6.80% ↑	9.30% ↑	11% ↑	10.70% ↑	7.20% ↑	6% ↑
标准普尔500指数：涨/降幅	21.10% ↑	-20.10% ↓	6.90% ↑	29.60% ↑	1.90% ↑	27.90% ↑
信贷质量						
住宅贷款拖欠率（反向）	2.12%-1.88% ↓	2.1%-2.3% ↑	1.6%-1.6% -	10%-8.3% ↓	6.5%-4.6% ↓	1.7%-1.7% -
信用卡贷款拖欠率（反向）	4.76%-4.58% ↓	4.5%-4.7% ↑	4.1%-3.7% ↓	2.7%-2.4% ↓	2.2%-2.2% -	2.5%-3.2% ↑
消费意愿						
储蓄率（反向）	6.5%-4.3% ↓	4.1%-3.7% ↓	4.1%-2% ↓	10.9%-4.5% ↓	6%-4.9% ↓	5.2%-3.2% ↓

数据来源：FRED、wind，西南证券整理

图 30：美国家庭净资产/可支配收入的比重自 2013 年后波动上行



数据来源：FRED，西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
