

## 从消费信贷看美国家庭资产负债表

### 摘要

- **总：美国复杂的消费信贷市场。**美国消费信贷大致分两类：循环信贷和非循环信贷，2021年4月之后，循环信贷的同比增速快于总的消费信贷增长，再快于非循环信贷的增长速度，从占比看，非循环信贷远高于循环信贷。信用卡、汽车贷款、学生贷款及房屋抵押贷款的透明度较高，但美国个人贷款市场相对较复杂且更灵活。疫情后美国消费市场发生边际变化，消费信贷市场在2021年基本恢复到疫情之前水平后今年有所回落，美国新增消费信贷的变化趋势与美国消费增长较一致。消费的增长趋势与新增消费信贷波动较一致的原因在于美国居民大部分的支付途径为卡支付（信用卡和借记卡），现金支付不占主导，近年非现金支付比例持续提高。
- **分：不同种类的个人消费信贷。**从四大细分类别分别看：信用卡贷款方面，2023年平均信用卡利率继续上升，银行继续收紧放贷条件，但信用卡贷款总额持续增加，信用卡贷款与个人最终消费支出数据相关度较高，信用卡贷款对经济和货币政策的敏感程度较高，利率受货币政策直接影响，但绝对信贷金额表现要根据不同种类消费品支出的变化；房贷方面，今年各类型房贷标准有所收紧，抵押贷款金额变化与利率关系更大，与信用卡贷款金额在2021年4月后一直攀升不同的是，美国房地产抵押贷款在2020年四季度达到峰值后，逐月下降至2023年第一季度为阶段性低点；汽车贷款方面，美国汽车贷款利率在2022年后明显升高，但近期整体汽车贷款条件并未延续收紧态势，目前汽车贷款表现呈现出与房贷不同的趋势，主要由于之前供应链堵塞的问题改变汽车供需格局；学生贷款方面，利率也在增加，但幅度没有其他种类贷款明显，学生贷款在一定程度上对经济有负面作用，学生贷款可能挤出部分住房贷款、抑制消费者支出、且有种族不平等性。
- **美国家庭资产负债表压力逐渐显现。**美国家庭对消费和信贷看法转弱，零售销售数据高而不强，消费者对美国国内政治局势和高利率感到担忧，美联储发布最新经济褐皮书显示，美国经济和就业市场在7月和8月均呈现放缓的趋势。美国超额储蓄存量在2021年第三季度达到峰值2.1万亿美元，之后缓慢减少，但在2022年开始减少加速，平均每月保持在1000亿美元左右。根据旧金山联储测算，到2023年6月，家庭有不足1900亿美元的超额储蓄，三季度超额储蓄可能会耗尽。超额储蓄加快消耗的同时，家庭资产负债表仍在扩张。超额储蓄使得美联储加息对家庭资产的影响滞后，但后续股市风险、利率维持在高位、银行收紧信贷等负面影响或给家庭资产情况带来压力，对后续消费或有负面影响。
- **风险提示：**美国消费下滑超预期，美联储加息超预期。

### 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：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 涵煦徐行，蓄势而动——周期叠加下的转型节点与政策布局（2023-09-01）
2. 国企改革川渝上市央企国企价值发现——国企改革系列专题之二（2023-09-01）
3. 赋能现代化，把握国企重估机遇——国企改革系列专题之一（2023-08-13）
4. 招工 or 招工？中美劳动力市场对比（2023-08-07）
5. 波浪式前行下的调控与部署——7月中央政治局会议解读（2023-07-26）
6. 反以观往，覆以验来——复盘日本经济泡沫破灭后的政策应对（2023-07-12）

## 目 录

1 总：美国复杂的消费信贷市场.....	1
2 分：不同种类的个人消费信贷.....	3
3 美国家庭资产负债表压力逐渐显现.....	7

## 图 目 录

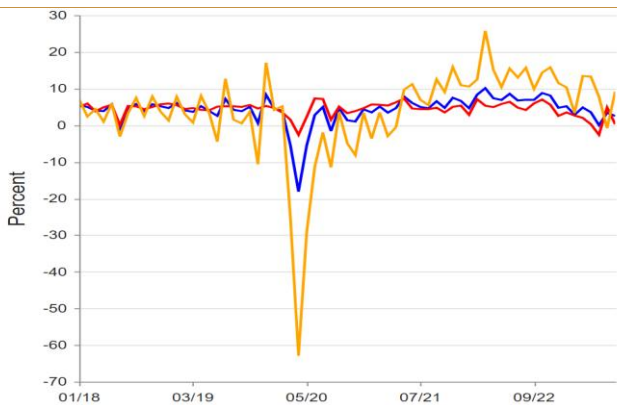
图 1: 美国消费信贷及循环和非循环信贷同比变化.....	1
图 2: 美国个人信贷市场不同机构占比变化.....	1
图 3: 美国商品和服务消费同比变动情况.....	2
图 4: 美国新增消费信贷变化情况.....	2
图 5: 美国消费者选择的支付方式占比.....	3
图 6: 不同收入水平的家庭选择支付方式的比重.....	3
图 7: 美联储及 Investpedia 统计的信用卡平均利率.....	4
图 8: 美国银行愿意放松消费贷款的意愿（净）.....	4
图 9: 不同年龄层信用卡债务违约人数百分比.....	4
图 10: 信用卡及其他循环信贷的绝对金额变化.....	4
图 11: 房地产债务占美国家庭债务大头.....	5
图 12: 美国房地产抵押贷款在 2023 年二季度有所回升.....	5
图 13: 美国发放汽车贷款的机构占比变化.....	6
图 14: 美国银行收紧汽车贷款标准的净比例.....	6
图 15: 美国除房贷外其他贷款绝对值变化.....	7
图 16: 不同类型贷款拖欠超过 90 天的比重.....	7
图 17: 美国家庭预计借贷难度升高比例上升.....	8
图 18: 美国家庭认为财务情况变差的比例上升.....	8
图 19: 美国家庭超额储蓄变动.....	8
图 20: 美国家庭资产负债表在 2023 年扩张.....	8

相较我国,美国消费对经济的拉动作用更强,美国私人消费对 GDP 的贡献程度接近 70% (2023 年第二季度为 68.3%),而这很大部分与美国发达的信贷市场有关。在专题《如何从美国当下的信号,看未来的变化?》中,我们梳理过美国居民资产负债表的结构,并研究疫情后超额储蓄的变化,本篇专题将视角集中在个人消费信贷市场,通过横向和纵向对比,综合研究美国个人消费信贷市场的后续变化及对经济的指引意义。

## 1 总：美国复杂的消费信贷市场

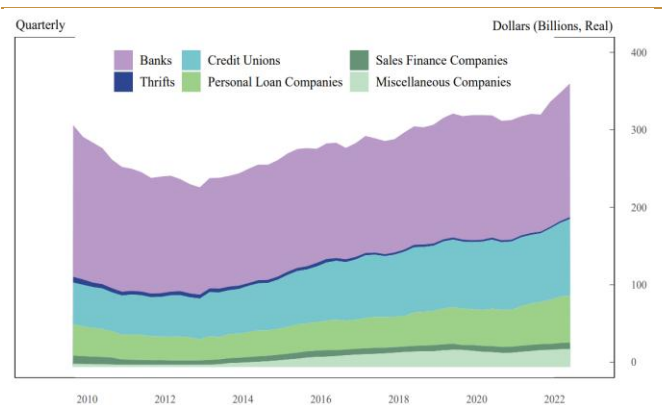
美国消费信贷大致分两类,不同种类间差别较大。消费信贷通常是指购买商品和服务所承担的个人债务。美国的消费信贷监管环境是动态的、多层次的和复杂的,特别是对于非银行发行的个人贷款,各州有充分的灵活性来监管。个人贷款最重要监管因素是利率上限和银行的利率输出能力。此外,在过去十年中,各种事件的发生,如 *Madden v. Midland Funding*、发薪日规则(Payday Rule)或对小额贷款实行上限,也对消费信贷监管产生了影响。从结构看,个人消费信贷主要分为循环信贷和非循环信贷,循环信贷主要指的是开放式贷款,在偿还后还可以重复使用,主要用于日常购买,信用卡是典型的循环信贷形式,此外还有信贷额度(lines of credit)和房屋净值信贷额度(HELOCs);非循环信贷主要指的是封闭式贷款,贷款提供方保留对货物所有权某种形式的控制,直到还本付息完成,一般用于购买金额较大的商品或服务(一次性购买),主要包括汽车贷款、学生贷款、房屋抵押贷款和其他个人贷款(other personal loan)等。循环信用额度只需一次申请,在结清余额后可以再次使用该信用额度,但对于非循环信用额度,一旦付清余额,账户就会关闭,若想重新开启,必须提交另一份申请,并且不能保证会得到同样的条件或利率。2021 年 4 月之后,循环信贷的同比增速快于总的消费信贷增长,再快于非循环信贷的增长速度,到 2023 年 3 月,循环信贷、非循环信贷及总消费信贷同比增速分别为 7.77%、-0.01 和 -2.64%,到 2023 年 7 月,三者的同比增速分别为 9.16%、2.51%和 0.25%。从占比看,非循环信贷远高于循环信贷。2023 年 7 月,非循环信贷(3.71 万亿美元)和循环信贷(1.27 万亿美元)占消费信贷(4.95 万亿美元)的比重分别为 74.51%和 25.49%。此外,按照付款方式分,消费信贷还可以分为分期付款信贷以及非分期付款信贷。信用卡、汽车贷款、学生贷款及房屋抵押贷款的透明度较高,但美国个人贷款市场相对较复杂且更灵活。根据美联储数据,截至 2022 年底,用于各种目的的个人贷款,如债务合并、医疗账单、度假等,达到 3560 亿美元,约占非循环消费信贷的 10%。从机构看,银行、储蓄机构和信用合作社等存款机构主导着个人贷款市场,但向非优质消费者提供贷款的金融公司发放的个人贷款占到总个人贷款比重的近四分之一。

图 1：美国消费信贷及循环和非循环信贷同比变化



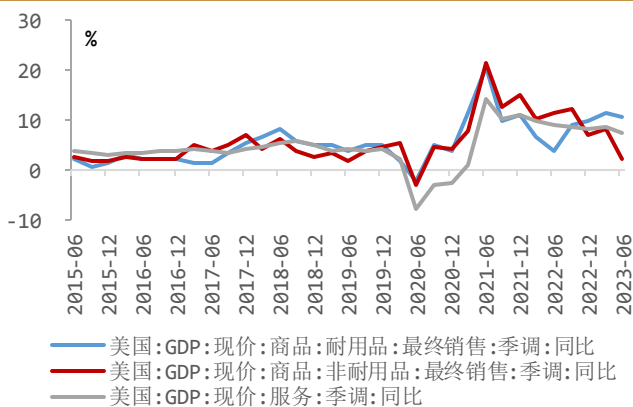
数据来源: 美联储、西南证券整理, 红色线为非循环信贷、黄色为循环信贷、蓝色为消费信贷同比变动情况

图 2：美国个人信贷市场不同机构占比变化

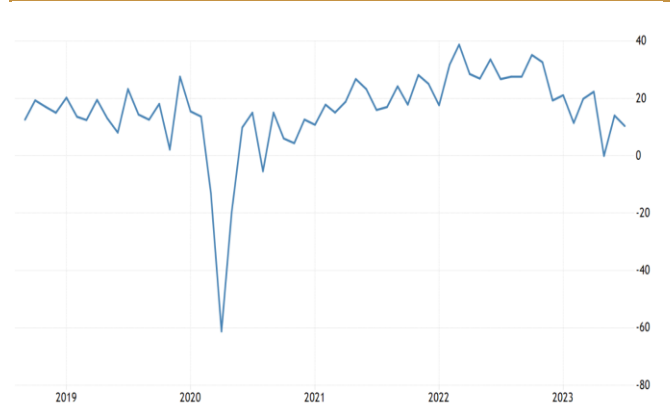


数据来源: 美联储、西南证券整理

疫情后美国消费市场发生边际变化，消费信贷市场在 2021 年基本恢复到疫情之前水平后今年有所回落。美国整体消费对 GDP 的贡献程度接近 70%，受疫情影响，2020 年 4 月时，美国居民消费下滑超过 30%，到 2021 年 4 月，消费者支出基本恢复到疫情前的水平，但在支出类别中产生较大变化，总的来说商品支出高于疫情前趋势，而服务支出低于疫情前趋势，到 2021 年 4 月，商品支出比疫情前的趋势水平高出 11%，从汽车、家具到娱乐用品都出现了较可观的增长，但服务支出比疫情前的趋势水平低 7%，主要由于因为餐馆、旅游和医疗保健等类别仍受到疫情的影响未完全恢复。另外，根据 Opportunity Insights 的数据，受益于政府补贴，低收入家庭的消费增长相对更快，低收入家庭的支出高于疫情前的趋势水平，而高收入家庭的支出恢复较慢。2021 年二季度，商品消费和服务消费增速都达到历史性高点，耐用品消费、非耐用品消费及服务消费同比增速分别为 20.7%、21.69%和 14.2%，之后逐渐回落，到 2023 年二季度，三者的同比增速分别为 10.52%、2.22%和 7.47%。2021 年后，服务消费较商品消费波动更小，且服务消费的复苏韧性更强。从占比看，疫情前（2015 年至 2019 年均值）商品消费占比为 29.71%，服务消费占比为 62.14%，疫情后（2022 年至今均值）商品消费占比有所提升至 31.66%，服务消费占比回落至 60.34%；其中，耐用品和非耐用品在商品消费中的占比差别不大。从美国信用卡债务总额变化来看，信用卡债务总额变化在 2020 年减少后，在 2021 年第二个季度开始回升，根据纽约联储的数据，美国信用卡债务在 2013 年第一季度为 6600 亿美元，增长至 2019 年第四季度的 9300 亿美元，2021 年第一季度该数值为 7700 亿美元，后增长至 2023 年第二季度 1.03 万亿美元；根据 Experian 的数据，2019 年、2020 年、2021 年及 2022 年人均信用卡债务分别为 6194、5315、5221 和 5910 美元，2023 年第一季度，平均每个美国家庭的信用卡债务为 7859 美元；从不同州看，平均信用卡债务最高的州为阿拉斯加 7338 美元，最少为威斯康星州 4808 美元。此外，美国新增消费信贷的变化趋势与美国消费增长较一致，2023 年 7 月，美国消费信贷总额增加 104 亿美元，低于 6 月新增消费信贷为 140 亿美元（此值低于市场预期的增长 160 亿美元）。分类别看，2023 年 7 月，美国信用卡等循环信贷增加了 96 亿美元，同比增长 9.2%；非循环信贷，大部分为汽车和学生贷款，增加了 7.73 亿美元(或 0.2%)。

**图 3：美国商品和服务消费同比变动情况**


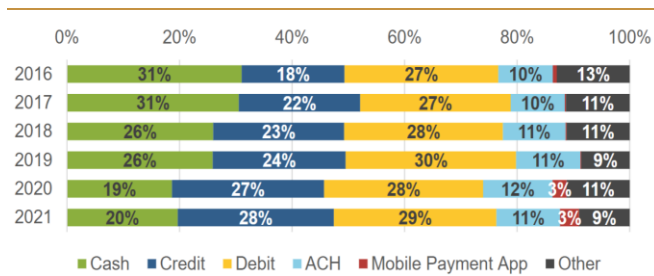
数据来源: Wind、西南证券整理

**图 4：美国新增消费信贷变化情况**


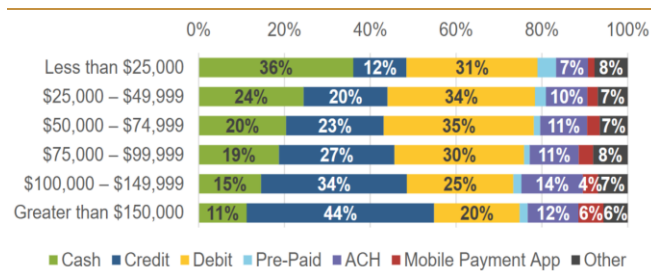
数据来源: 美联储、Tradingeconomics、西南证券整理

消费的增长趋势与新增消费信贷波动较一致的原因在于美国居民大部分的支付途径为卡支付（信用卡和借记卡），现金支付不占主导，近年非现金支付比例持续提高。根据费城联储的统计，2021 年，消费者使用信用卡和借记卡支付占支付总额的 57%（信用卡和借记卡支付比例分别为 28%和 29%），而 2020 年此比值为 55%，2019 年为 54%（信用卡和借记卡支付比例分别为 24%和 30%），2016 年为 45%（信用卡和借记卡支付比例分别为 18%

和 27%)。可明显看出，2016 年后，卡支付的比重明显增高，而 2019 年之后，信用卡支付的比重较之前明显提高。此外，从支付金额看，现金支付的平均交易金额低于卡支付。根据波士顿联储数据，2016 年，现金交易的平均价值为 22 美元，而非现金交易的平均价值为 112 美元，所有交易的平均价值为 84 美元。分收入水平看，收入越高的家庭使用信用卡支付的比重越高。疫情期间及之后，几乎所有家庭收入水平的消费者的现金使用都有所减少，信用卡使用有所增加，唯一的例外是收入低于 2.5 万美元的家庭，他们的现金使用在疫情之前和疫情期间保持一致，这些消费者占美国人口的近 20%。分年龄看，现金支付的下降对于年轻的消费者来说最为显著。2020 年之前，25 岁以下的消费者使用现金支付占比约为三分之一，2019 年至 2021 年间，这一比例下降至 17%，是所有年龄组中变化最大的。

**图 5：美国消费者选择的支付方式占比**


数据来源：费城联储、西南证券整理

**图 6：不同收入水平的家庭选择支付方式的比重**


数据来源：费城联储、西南证券整理

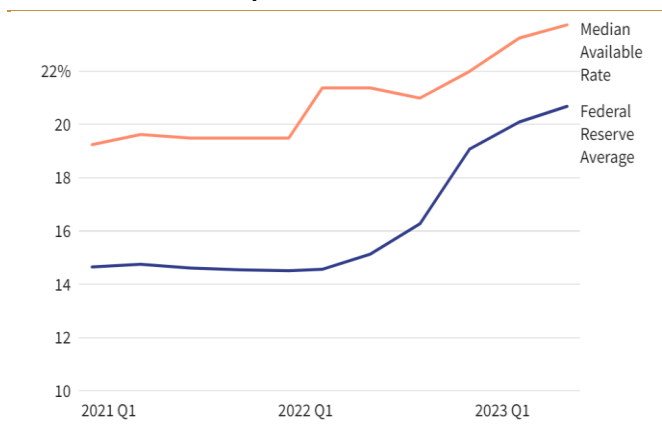
## 2 分：不同种类的个人消费信贷

上文大致梳理了美国个人消费信贷市场，本部分从四大细分类别，信用卡、房地产抵押贷款、汽车贷款和学生贷款，分别分析不同种类信贷的标准变化，对政策和经济波动的敏感程度。

**2023 年平均信用卡利率继续上升，银行继续收紧放贷条件，但信用卡贷款总额持续增加。**2022 年，82% 的美国成年人有信用卡，其中 48% 有余额。根据 Invespedita 统计数据，2023 年第二季度，信用卡平均贷款利率为 24.12%，较 2023 年一季度的 23.24% 进一步上升，较 2021 年二季度的 21.37% 上升 2.75 个百分点。Invespedita 统计的信用卡利率与美联储跟踪的整体信用卡平均利率有较大差异，美联储统计的 2023 年第二季度信用卡平均利率为 20.68%，较 Invespedita 的统计更低，主要原因在于美联储抽样调查的方法不同，且只考虑发卡机构公布的利率区间的下限。由于大多数发卡机构采用与美联储基准利率挂钩的可变利率，随着美联储加息，信用卡利率也持续上行。此外，发卡机构也会根据竞争压力和风险政策，对信用卡利率的下限和上限进行每月调整。不同信用等级的用户所适用的信用卡利率也有不同。根据 FICO 信用评级，信用优秀（信用评分 740-850）、良好（信用评分 670-739）、及格（信用评分 580-669）和不及格（信用评分 350-579）的占比分别为 46%，21%，17% 和 16%，对应的信用卡利率范围分别为 20.24%-25.5%，19.49%-28.49%，24.62%-29.74% 和 25.07%。今年 7 月末，美国联邦储备委员会公布的调查数据显示，美国各银行报告称，第二季度信贷标准收紧，企业和消费者的贷款需求减弱；7 月份公布的最新美联储的季度高级贷款官意见调查（SLOOS）也显示，银行预计将在 2023 年剩余时间内进一步收紧标准。二季度，50.8% 的银行收紧了对大中型企业的商业和工业（C&I）贷款的信贷条款，高于上一次调查的 46%；对于小公司而言，49.2% 的银行表示信贷条款更加严格，而上一次调查中这一比例为 46.7%；更愿意发放消费者分期付款贷款的银行净百分比为 -21.8%，而第一季度

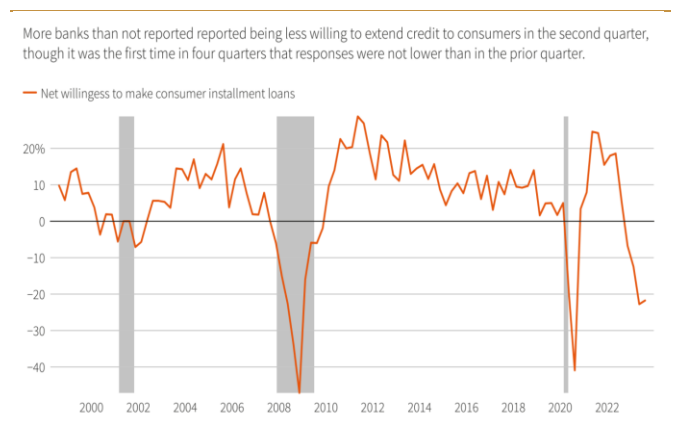
为-22.8%，继续在较低水平。根据美联储数据，2023 年二季度美国的银行收紧信用卡贷款标准的净比例为 36.4%，较一季度比例继续显著升高 8.1 个百分点。从信用卡拖欠（逾期 60 天及以上）情况看，2021 年二季度后，整体拖欠率波动上升，且相对于年长者，年轻人拖欠人数上升地更快。此外，2023 年 6 月，信贷申请人的总体拒绝率增至 21.8%，为 2018 年 6 月以来的最高水平。信用卡贷款与个人最终消费支出数据相关度较高，约 60% 的信用卡支出用于可选消费品，必选消费品约占 20%。且因为紧缩的货币政策一般会伴随支出萎缩，但宽松的货币政策在刺激消费方面收效较小。同时，紧缩的货币政策减少可选消费支出，但对必选消费影响较小，甚至必选消费会适度增加。然而，自 2021 年 5 月后，信用卡贷款的绝对金额持续增加，根据圣路易斯联储的数据，2021 年 4 月 21 日至 2023 年 9 月 13 日，信用卡及其他循环信贷金额从 7363 亿美元上升至 10119.6 亿美元。综合看，信用卡贷款对经济和货币政策的敏感程度较高，利率受货币政策直接影响，但绝对信贷金额表现要根据不同种类消费品支出的变化。

图 7：美联储及 Investpedia 统计的信用卡平均利率



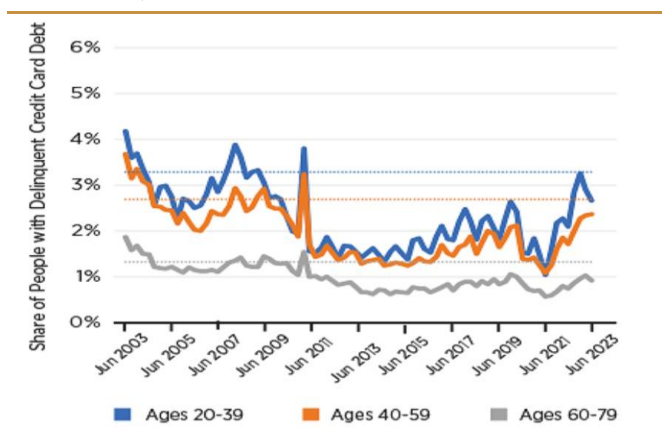
数据来源：Invespedia、西南证券整理

图 8：美国银行愿意放松消费贷款的意愿（净）



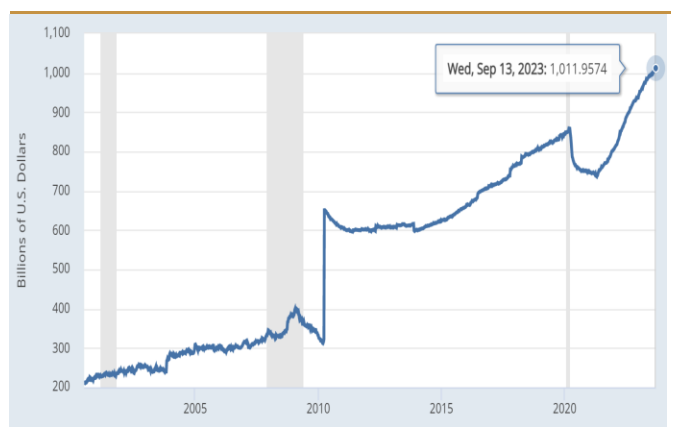
数据来源：美联储、西南证券整理

图 9：不同年龄层信用卡债务违约人数百分比



数据来源：纽约联储、Equifax 消费者信贷小组、西南证券整理

图 10：信用卡及其他循环信贷的绝对金额变化

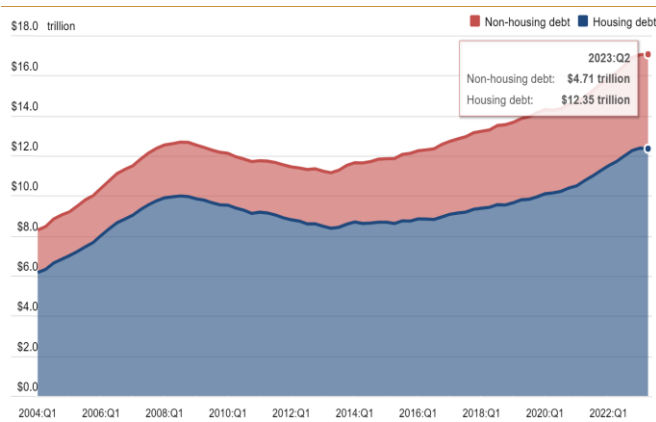


数据来源：圣路易斯联储、西南证券整理

房贷标准也有所收紧，抵押贷款金额变化与利率关系更大。根据美联储的季度高级贷款官意见调查（SLOOS），2023 年第二季度，银行报告已收紧所有类别住户房地产贷款（RRE loan）和 HELOC 的贷款标准，收紧程度因贷款类型而异。大型银行报告称已收紧了非合格抵押的（QM）大额（Jumbo）住宅贷款和 HELOC 的标准，而中型银行报告收紧了 QM 大额、非 QM 非大额、次级和 QM 非大型、非 GSE 合格贷款的标准。此外，只有中型银行报

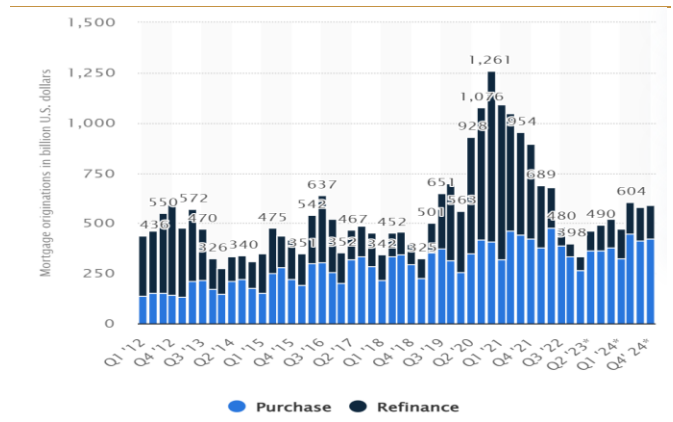
告收紧了 GSE（政府资助企业）和政府贷款的标准。与此同时，大型银行报告称，对 HELOC 和除次级抵押贷款外的所有类型 RRE 贷款的需求减弱。2023 年第二季度，美国抵押贷款余额保持在 12.01 万亿美元，与一季度持平。根据第二季度《美国住宅房地产抵押贷款发起报告》，2023 年的第二季度，美国由住宅房地产担保的抵押贷款总数增加了 156 万笔，虽然与去年同期相比下降了 38%，但与 2023 年第一季度相比上升了 21%，这是两年来的首次增长；二季度，购买、再融资和房屋净值贷款增长 13 个百分点至 29%，其中再融资贷款增长 14%，达到 47.7 万笔，房屋净值信贷额度（HELOCs）增加了 13%，达到 28.5 万笔。2023 年第二季度，贷款机构发行了价值 4940 亿美元的住房抵押贷款，同比下降 41%，但季度环比上升 23%。从结构上看，房贷中购买和再融资用途的占比在疫情前后发生明显变化，2023 年二季度，购买贷款占抵押贷款的一半左右，再融资计划占近三分之一，房屋净值贷款不到 20%；而两年前，再融资交易占抵押贷款的比重约为三分之二，而购买贷款仅占三分之一。与信用卡贷款金额在 2021 年 4 月后一直攀升不同的是，美国房地产抵押贷款在 2020 年四季度达到峰值后，逐月下降至 2023 年第一季度为阶段性低点。疫情期间，随着美国抵押贷款利率降至历史低点，房屋价格和住房活动飙升。美国 30 年期抵押贷款利率在 2021 年 1 月 7 日当周达到阶段低点为 2.65%，后飙升至 2022 年 10 月 27 日当周的 7.08%，此间房屋抵押贷款一直处于下降趋势。房屋抵押贷款利率一方面与基准利率，即美联储货币政策相关，另一方面也与通胀、就业市场及经济增长情况有关。最新数据显示，9 月 21 日当周美国 30 年期抵押贷款利率攀升至 7.13%。综合看，房地产贷款与信用卡贷款相同的是，两者利率都会受到货币政策影响，但房地产贷款与其利率关联度更高。

图 11：房地产债务占美国家庭债务大头



数据来源：纽约联储、西南证券整理

图 12：美国房地产抵押贷款在 2023 年二季度有所回升

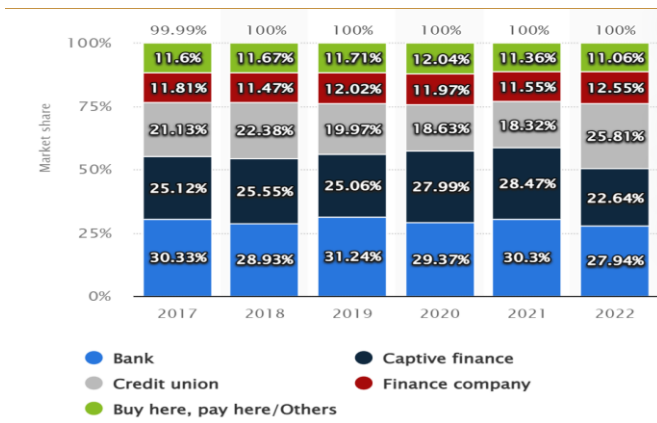


数据来源：Statista、西南证券整理

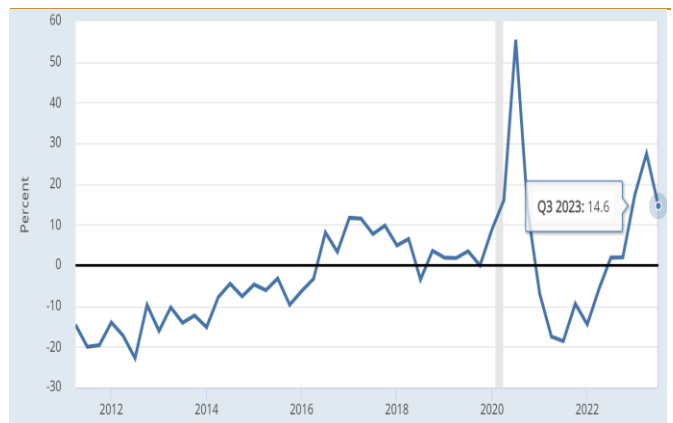
美国汽车贷款利率在 2022 年后明显升高，但近期整体汽车贷款条件并未延续收紧态势。根据美国家庭债务和信贷季度报告，2023 年二季度，美国汽车贷款增加了 200 亿美元（一季度增加 100 亿美元），汽车贷款余额达到 1.58 万亿美元，创历史新高。与信用卡贷款条件明显收紧不同的是，汽车贷款在 2023 年三季度贷款标准未延续二季度的趋紧态势。根据圣路易斯联储的数据，2023 年三季度，美国的银行收紧汽车贷款条件的比例为 14.6%，低于二季度的 27.5%。根据 Statista 的统计数据，2022 年，美国的银行发放汽车贷款的比例显著减少，较 2021 年下滑 2.36 个百分点至 27.94%，此外金控公司发放的比例也有所减少，相应的金融公司和信贷合作社发放汽车贷款的比例有所增加。从种类看，美国汽车贷款大致可以分为 7 种：新车贷款、二手车贷款、汽车再融资贷款、兑现汽车再融资贷款、租赁买断贷款、不良信贷汽车贷款、首次购车贷款，前两种占比较多，新车和二手车贷款期限通常为 3 到 5 年。根据圣路易斯联储数据，新车贷款利率在 2022 年之后明显升高，2018-2021 年，



60个月的新车贷款利率基本在5%左右波动（2018-2021年分别为5.02%、5.31%、5.02%和4.82%），2022年，此利率上升至5.36%，且2022年逐季升高，到2022年四季度，60个月新车贷款利率为6.55%，2023年，此数值快速升高至7%以上，一季度和二季度分别为7.48%和7.81%；根据Experian的数据，二手车的平均贷款利率为11.17%。随着利率的飙升，汽车贷款的拖欠率也有所上升。据Experian的数据，2023年，新车的月平均贷款支付额为725美元，高于2022年的650美元；二手车的平均月付款为516美元，同比增长2%。2023年二季度，新车贷款拖欠率（逾期超过30天）上升至7.3%，高于第一季度的6.9%，也高于疫情前水平。分年龄看，2022年四季度较2020年四季度，18-29岁美国人汽车贷款增加31%，30-39岁增加29%，40-49岁增加23%，50-59岁增加14%，60-69岁和70岁以上都增加11%，年轻人的汽车贷款增加幅度更高。综合看，汽车贷款利率对于货币政策的敏感程度不及信用卡贷款和房贷，但也会受货币政策，尤其是收紧的货币政策影响。目前，汽车贷款表现呈现出与房贷不同的趋势，主要由于之前供应链堵塞的问题改变汽车供需格局。

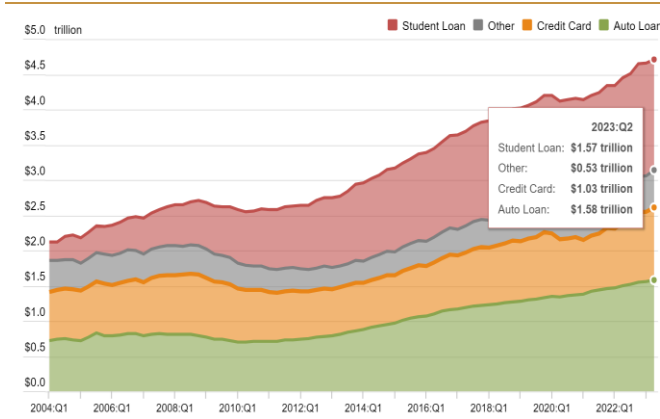
**图 13：美国发放汽车贷款的机构占比变化**


数据来源：Statista、西南证券整理

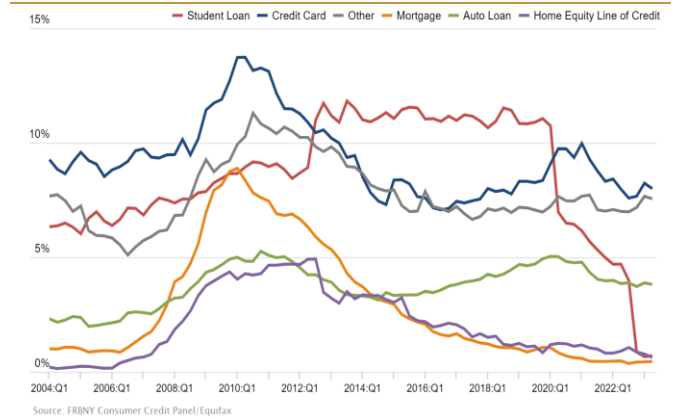
**图 14：美国银行收紧汽车贷款标准的净比例**


数据来源：圣路易联储、西南证券整理

学生贷款的利率也在增加，但幅度没有其他种类贷款明显。2023年二季度学生贷款余额减少350亿美元，至1.57万亿美元。2018年，70%美国高等教育毕业生使用学生贷款支付部分或全部费用，学生贷款总额自2006年以来激增，到2017年，学生债务成为美国家庭最大的非抵押债务，2023年二季度美国学生贷款余额为1.765万亿美元。从种类看，美国学生贷款有联邦学生贷款和私人学生贷款之分，2020年3月，受疫情影响，联邦学生贷款暂时被免除至2023年6月底。从联邦学生贷款的利率看，2020-21学年后逐渐升高，2020-21学年，本科生联邦学生贷款利率为2.75%，研究生为4.3%，2023-24学年，两者数值分别升高至5.5%和7.05%，升至十年来最高水平；私人学生贷款利率有时可能会低于联邦利率，但批准最低利率需要良好的信用。研究表明，学生贷款在一定程度上对经济有负面作用。其一，学生贷款可能挤出部分住房贷款，使得住房拥有率下降。根据教育数据倡议（EDI）的数据，有学生贷款的居民，购买房地产的可能性降低了36%。其二，学生贷款会在一定程度上抑制消费者支出。此外，由于学生贷款在年轻人债务中占比较高，同时年轻人的债务压力相对更大，在面对经济疲软或衰退时，这部分人的财务状况更易出现风险，加剧代际不平等性。其三，学生贷款也有种族不平等性，而这也加大经济风险。一般来讲，黑人大学生比白人大学生承担更多的债务，但黑人毕业后更有可能难以偿还贷款，加大违约风险。

**图 15：美国除房贷外其他贷款绝对值变化**


数据来源：美联储、西南证券整理

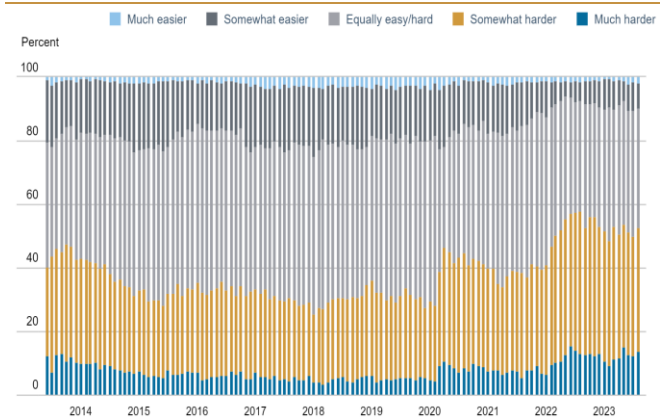
**图 16：不同类型贷款拖欠超过 90 天的比重**


数据来源：圣路易斯联储、西南证券整理

### 3 美国家庭资产负债表压力逐渐显现

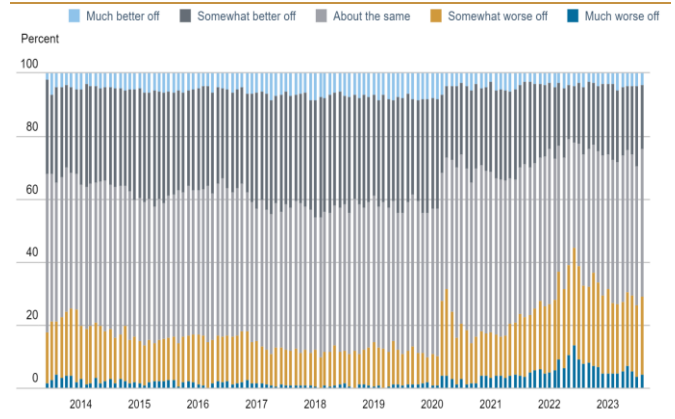
美国家庭对消费和信贷看法转弱，零售销售数据高而不强。9月26日，美国谘商会发布数据显示，受通胀高企等因素影响，美国9月消费者信心指数由8月的108.7降至103，连续第二个月出现下降。谘商会表示，美国消费者目前依旧被高企的商品价格所困扰，特别是食品杂货和汽油的价格，同时，消费者还对美国国内政治局势和高利率感到担忧。美国银行最新民意调查显示67%的受访美国民众表示，当前美国的物价增长速度快于他们的工资增长速度，64%的美国民众正在因自己的财务状况感受到压力。美联储对美国家庭财务状况的最新研究显示，八成美国家庭手头“已无闲钱”，其手头积累的现金比疫情暴发前还少。当地时间9月11日，纽约联储发布8月消费者期望调查表明，通胀预期基本稳定，短期通胀预期和长期预期略有上升，中期通胀预期略有下降；8月份收入增长预期下降，家庭收入预期增长中位数下降0.3个百分点至2.9%，为2021年7月以来的最低水平，对于高中或以下学历的受访者来说，降幅最大；家庭支出增长预期中值下降0.1个百分点至5.3%；失业预期大幅上升至2021年4月以来的最高水平；对当前信贷状况的看法和对未来状况的预期都有所恶化。当地时间9月6日，美联储发布最新经济褐皮书显示，美国经济和就业市场在7月和8月均呈现放缓的趋势，且许多企业亦预测短期内薪资增长将减缓，此外多数地区报告指出整体物价成长有所减缓，特别是在制造业和消费品产业中，减速更为明显。除旅游支出强于预期外，其他零售支出持续放缓，部分辖区认为，消费者可能已经耗尽储蓄，更多依赖借贷来支撑消费。从美国零售销售数据看，8月数据虽然超市场预期，但主要原因在于因汽油价格上涨，整体表现高而不强。美国商务部发布8月美国零售额数据，零售销售环比增0.6%，预期增0.2%，前值自增0.7%修正至增0.5%，其中能源消费占新增零售额近7成；核心零售销售（不含汽车）环比增0.6%，预期增0.4%，前值自增1.0%修正至增0.7%；居民实际消费需求未有明显回暖，8月零售、休闲以及服务消费增速均回落。

图 17：美国家庭预计借贷难度升高比例上升



数据来源：纽约联储、西南证券整理

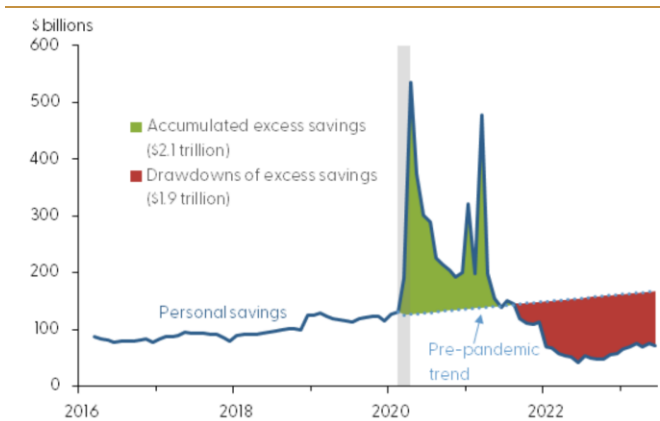
图 18：美国家庭认为财务情况变差的比例上升



数据来源：纽约联储、西南证券整理

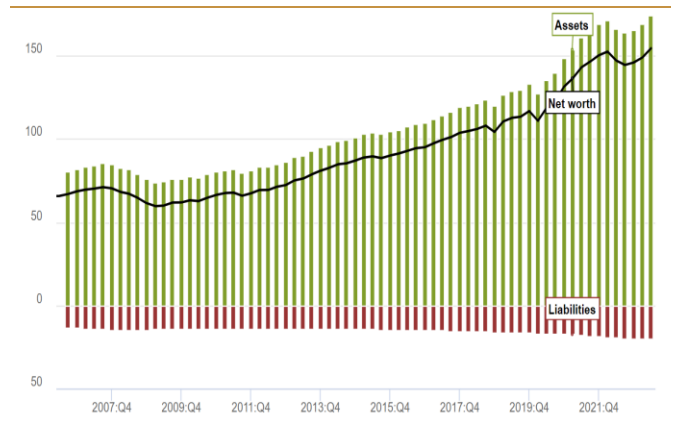
**超额储蓄加快消耗，居民家庭资产负债表仍在扩张。**疫情间，由于政府的财政支持，支出缩减和家庭收入弹性增加，导致世界许多国家的个人储蓄率大幅上升，其中，发达经济体的储蓄率增加了两倍或更多，而新兴经济体的变化则较为温和。根据美联储的测算，美国超额储蓄存量增长更快，在 2021 年第三季度达到峰值 2.1 万亿美元。最初，家庭超额储蓄的减少较缓慢，但在 2022 年开始加速，平均每月保持在 1000 亿美元左右。根据旧金山联储测算，到 2023 年 3 月，家庭仍有 5000 亿美元的超额储蓄，但到 6 月，这个数值下降至不足 1900 亿美元，如果按目前的提款速度（以过去 3、6 或 12 个月的平均速度计算），2023 年三季度，超额储蓄可能会耗尽。超额储蓄加快消耗的同时，家庭资产负债表仍在扩张。根据美联储数据显示，2023 年二季度，美国家庭端资产 175 万亿美元，负债 20.1 万亿美元，较 2023 年一季度资产 169 万亿美元、负债 20 万亿美元继续扩张。与一季度趋势较一致，股市上涨仍是家庭资产扩张的主要因素，二季度美国家庭端资产环比增长 5.52 万亿美元，其中持有公司股票增长 2.26 万亿美元，房地产增长 2.48 万亿美元，负债增长 0.53 万亿美元，但美国家庭持有的现金、支票和定期储蓄存款减少。且从不同收入水平家庭看，低收入水平家庭压力更大，收入分配中最低的两个群体占超额储蓄总量的 4%至 29%，而最高收入群体占 32%至 67%。

图 19：美国家庭超额储蓄变动



数据来源：旧金山联储、西南证券整理

图 20：美国家庭资产负债表在 2023 年扩张



数据来源：美联储、西南证券整理，单位万亿美元

超额储蓄使得美联储加息对家庭资产的影响滞后，但后续股市风险、利率维持在高位、银行收紧信贷等负面影响或给家庭资产情况带来压力。从信贷市场看，主要分类的贷款条件均在收紧，房贷绝对值下降，信用卡和车贷扩张的态势持续性存疑；从股市看，在政府关门未尘埃落定、利率维持高位但部分数据表现仍强劲，美股高位波动，不确定性加强。整体来说，家庭资产负债表扩张态势延续性偏差，对后续消费或有负面影响。

## 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。

公司评级	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
	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
行业评级	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
	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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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