



Research and
Development Center

美国地产触底回升： 特征、展望与影响

2024年4月3日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

美国地产触底回升：特征、展望与影响

2024年4月3日

- **美国地产库存与销售双低。**目前，美国房地产现状有三个特征：一是房价同比增速触底回升，二是地产正经历自2010年以来最严重的房屋销售低迷，新旧市场略有分化，三是存量房贷利率远低于新增房贷利率。从购房人群的特征来看，第一，低利率下存量购房者再融资偏多，而高利率下新增购房者主要是首次购房者；第二，2020年降息后美国购房居民平均负债能力先改善，2021年后逐步变弱；第三，居民信用评分质量差的占比上升，但现在的信用评分结构或是在向疫前结构靠拢。
- **美国地产或将迎来一轮温和上行。**我们认为，当前高利率政策下，整体房屋销售低迷而新房销售维持在疫前水平，美国地产价格同比仍能实现触底反弹，这些或与移民增长带来的增量购房需求、利率锁定导致成屋流转偏弱均有关联。展望今年年内美国地产的走势，我们认为美国地产可能将迎来温和上行。首先，今年年内美国开启降息概率较大，抵押贷款利率回落下，地产或随着利率锁定效应减缓而改善。其次，降息早期主要的再融资需求不直接释放额外新增购房需求，大选年中移民或成为拜登拉选票的工具，宽松移民政策也可能出现收紧，移民带来的增量购房支撑或有减弱。
- **美国地产触底回升的影响。**在美国地产回暖后，1) 对出口链而言，美国房屋销售回升往往伴随着美国国内地产后周期消费品的回暖，由于美国家具进口约三成源自中国，我们认为地产回升或将带动中国地产链相关出口好转。2) 对美国通胀而言，当前服务通胀中住房通胀贡献较大，但美国地产回暖对房租通胀的影响略有滞后，上一轮降息期间房价与房屋通胀的表现就是很好的例子。因此我们认为即使今年美国地产温和上行，基于其滞后性，今年住房通胀继续回落的趋势或不会受很大影响。
- **风险因素：**地缘政治风险超预期；海外经济放缓超预期。

目录

一、美国地产经历库存与销售双低.....	4
1.1 美国地产经历库存与销售双低.....	4
1.2 美国居民购房人群特征.....	7
二、美国地产或将迎来温和上行.....	10
2.1 过去移民增长带来美国增量购房需求.....	10
2.2 利率锁定效应导致房屋供给不足.....	12
2.3 美国地产或将迎来一轮温和上行.....	13
三、美国地产触底回升的影响.....	17
3.1 中国地产后周期出口链或迎来利好.....	17
3.2 地产触底回升或不影响住房通胀继续回落.....	18
四、附录.....	20
风险因素.....	23

表目录

表 1: 美国四届政府入境移民政策变化比较.....	11
表 2: 降息期间, 抵押贷款固定利率回落幅度.....	16
附表 1: 美国新增抵押贷款占比梳理.....	20
附表 2: 美国家庭总债务余额与抵押贷款债务余额梳理.....	21
附表 3: 美国未偿还抵押贷款债务余额期限占比梳理.....	22

图目录

图 1: 美国各房价指数走势.....	4
图 2: 美国各房价指数同比增速走势.....	4
图 3: 美国成屋销售水平远低于疫情前 2019 年水平.....	5
图 4: 美国新屋销售水平几乎回到疫前 2019 年水平.....	5
图 5: 美国未偿还抵押贷款利率多分布在 5% 以下.....	6
图 6: 美国抵押贷款发放额高峰集中在联邦基金目标利率极低区间.....	6
图 7: 美国抵押贷款债务余额小幅回落后继续上升.....	7
图 8: 购房和再融资目的占比此消彼长.....	8
图 9: 购房目的中, 首次购房贷款的比重上升.....	8
图 10: 2020 年以来, 美国平均 DTI 先降后升.....	9
图 11: 美国购房居民 DTI > 43% 的比例在增加.....	9
图 12: 美国购房居民信用评分结构与疫前 2019 年相类似.....	10
图 13: 拜登政府和特朗普政府下的净移民走势截然相反.....	10
图 14: 美国房贷存量利率和新增房贷利率对比.....	12
图 15: 美国成屋销待售水平.....	12
图 16: 美国新屋待售水平.....	13
图 17: 美国房屋销售和美联储政策利率相反.....	13
图 18: 新屋开工数量一直在增长.....	14
图 19: 市场的降息预期.....	14
图 20: 美国 MBA 抵押贷款再融资和购买申请情况.....	15
图 21: 美国 MBA 抵押贷款申请活动表现.....	15
图 22: 抵押贷款利率会随联邦基金目标利率的调整而调整.....	16
图 23: 美国房价跟随加息、降息周期而变动.....	17
图 24: 美国房屋销售和家具进口走势相同.....	17
图 25: 中国家具出口增速和美国房屋销售增速相关.....	18
图 26: 住房通胀滞后于美国房价增速.....	18
图 27: 2020 年降息后, 房价增速未立即带动房屋 CPI 上涨.....	19
图 28: 2023 年美国房价涨幅甚至高于疫情前的 2019 年.....	19

一、美国地产经历库存与销售双低

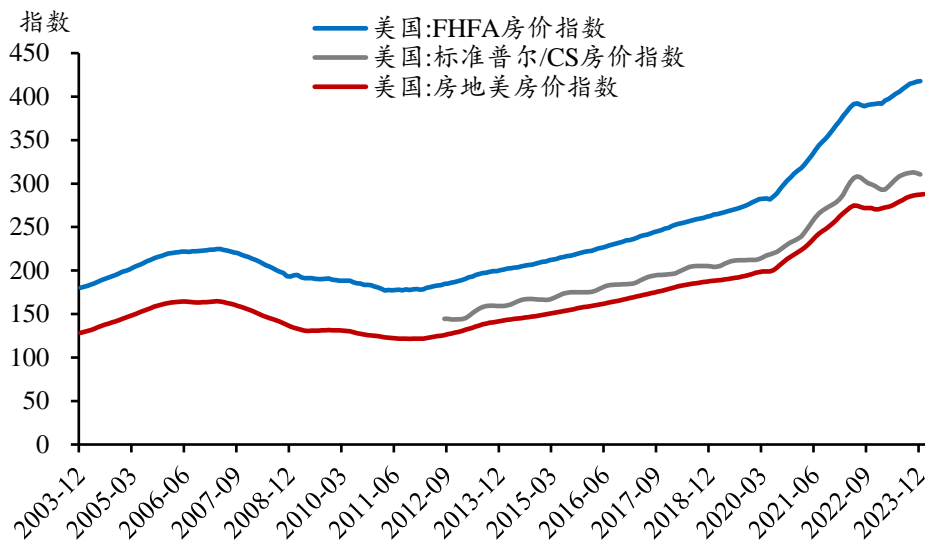
1.1 美国地产经历库存与销售双低

美国高政策利率已维持 8 个月，当前市场正讨论美国首次降息的具体时点，而房地产作为利率敏感型部门，现状如何？我们将从美国房价、房屋销售、居民房贷三个方面回顾当下美国地产的现状：

1) 房价方面：美国房价同比增速低位回升，呈触底回升趋势。

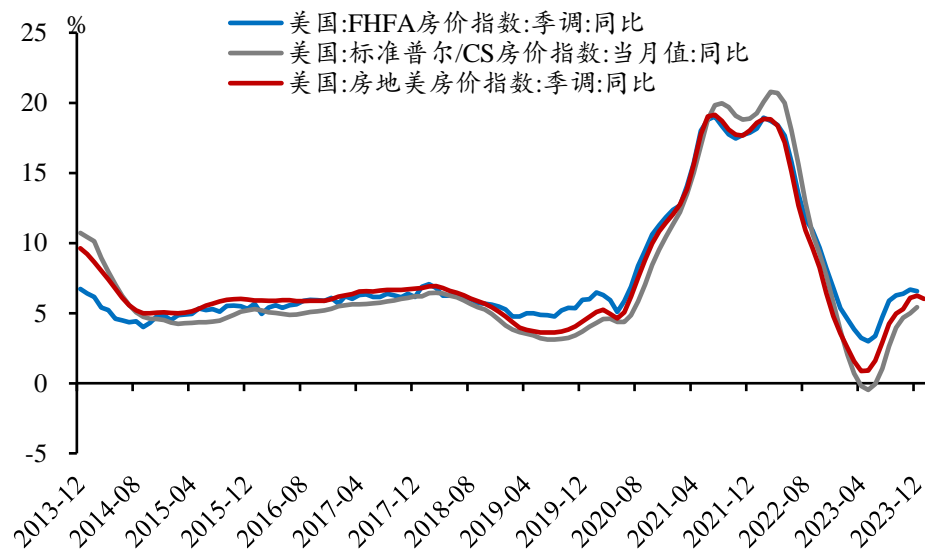
过去很长一段时间（2014 年-2019 年），美国地产价格同比增速的走势都比较平稳。而自 2020 年美国降息以来，低利率导致美国房价指数经历快速上行阶段，在过去四年里（2020 年-2023 年）地产房价同比增速经历了完整的上升和下降。目前来看，美国房价同比增速已经自低位回升。

图 1：美国各房价指数走势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：美国各房价指数同比增速走势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2) 房屋销售方面：美国房地产市场正经历自 2010 年以来最严重的房屋销售低迷，但新旧市场有结构性分化。

第一，成屋市场销售降幅远高于新屋销售水平。成屋市场在美国房地产市场当中占主导地位，但从 2022 年开始，美国成屋销售水平一直处于下降态势，截至 2024 年 1 月，美国成屋销售总数年化为 400 万套，这一成屋市场的住房销售水平远远低于疫情前的销售水平。

第二，新屋市场销售几乎恢复至疫情前，和成屋销售表现大有不同。截至 2024 年 2 月，美国新屋市场的住房销售水平几乎与 2019 年的水平相一致，新屋销售总数年化为 662 千套。

图 3：美国成屋销售水平远低于疫情前 2019 年水平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：美国新屋销售水平几乎回到疫前 2019 年水平



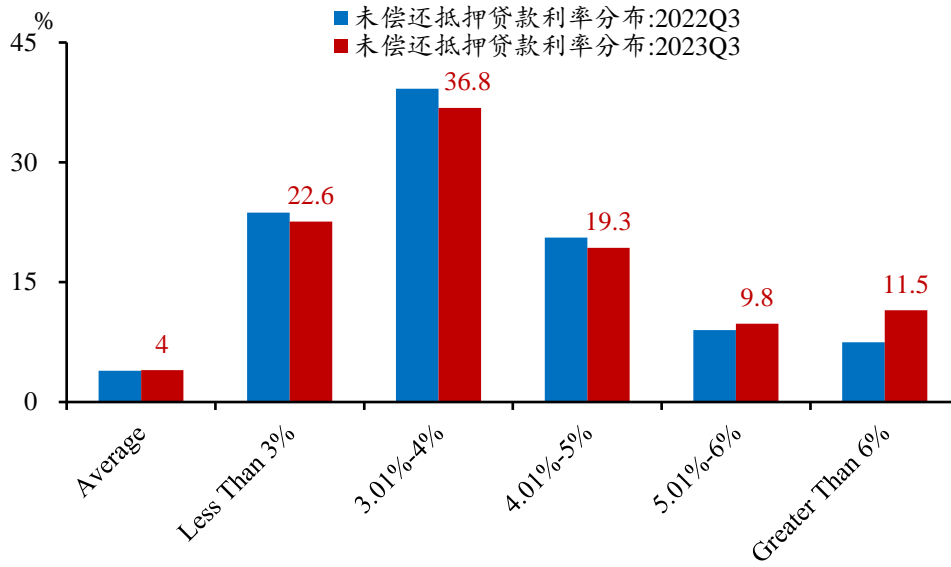
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3) 居民房贷方面：美国居民存量房贷利率较低，而新增房贷利率过高。

首先，低利率时期，大多美国居民已将存量抵押贷款利率锁定在 5% 以下。从美国未偿还抵押贷款利率的分布情况来看，截至 2023 年 Q3，美国近 80% 的未偿还抵押贷款利率锁定在 5% 以下，近 20% 的未偿还抵押贷款利率高于 5%。我们认为，高政策利率下美国居民现有存量房贷利率还比较低的原因在于，前期低利率将大量居民房贷锁定在较低水平。

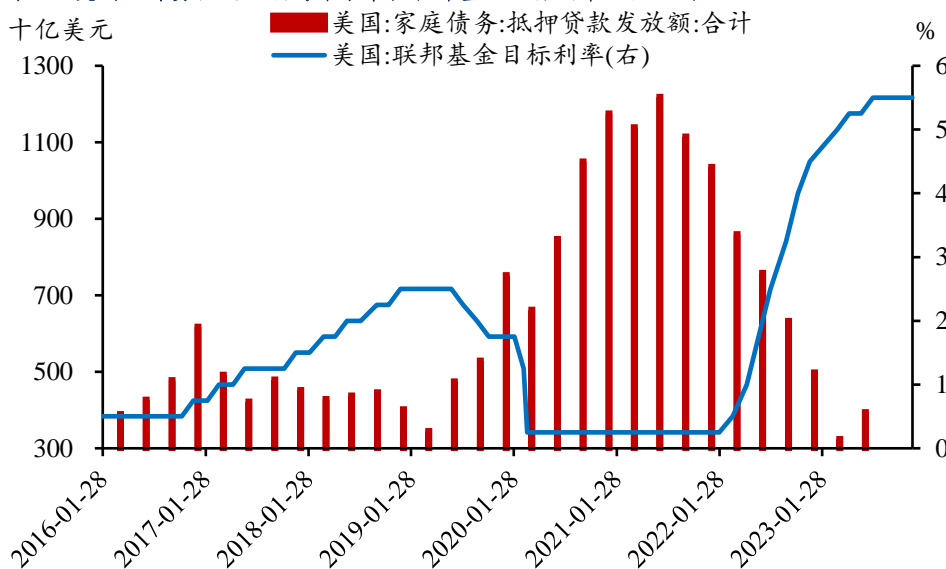
过去，美国联邦基金目标利率和抵押贷款发放额的走势相反，而抵押贷款发放额快速增长时期集中在利率较低阶段，这充分显示了当前美国居民低存量抵押贷款利率正来自于疫情早期降息和放水的影响。

图 5：美国未偿还抵押贷款利率多分布在 5% 以下



资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

图 6：美国抵押贷款发放额高峰集中在联邦基金目标利率极低区间



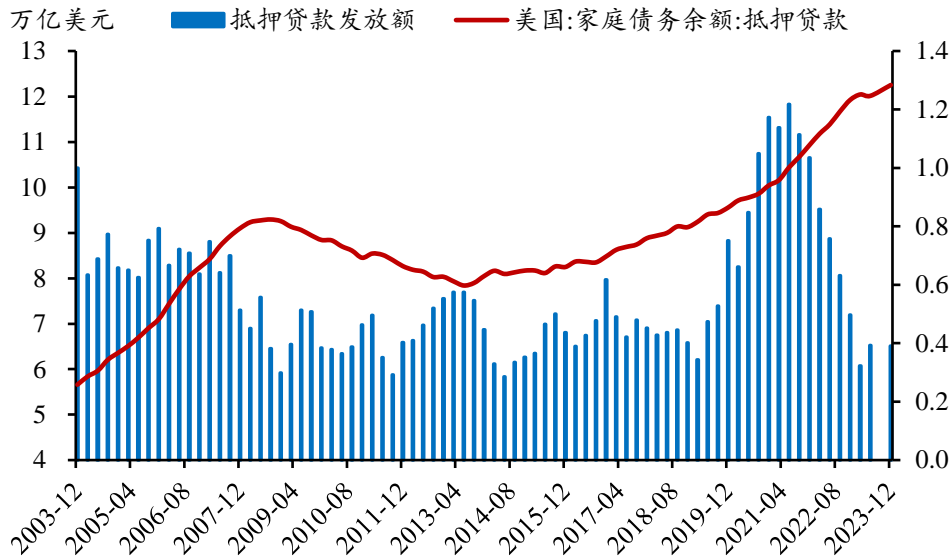
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 右轴为联邦基金目标利率

1.2 美国居民购房人群特征

从美国房价、房屋销售和房贷利率表现来看，美国居民处于低销售和低存量利率的阶段。

当前，美国抵押贷款发放额仍有新增，其债务余额亦在增长。与前期低利率时相比，美国抵押贷款发放额已有明显收敛，但发放额仍有新增，债务余额亦在增长，这显示仍有部分居民在购房，这与新屋市场的房屋销售表现相一致。

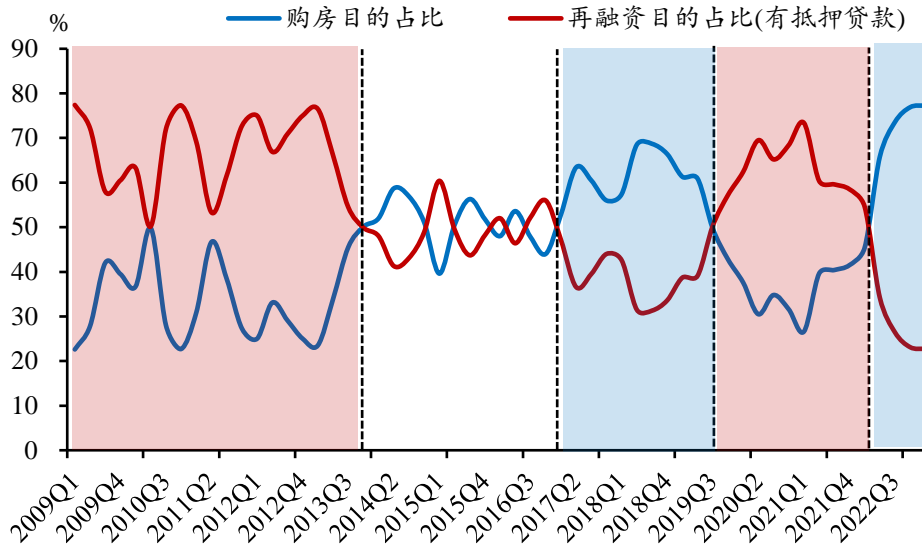
图 7：美国抵押贷款债务余额小幅回落后继续上升



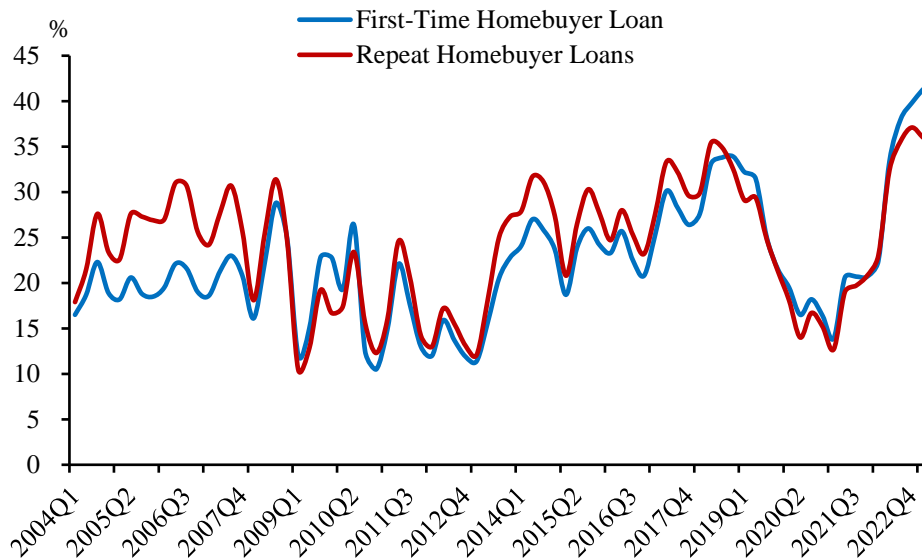
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 抵押贷款发放额为右轴

如果居民偿债能力较强，居民能承担存量房贷付息压力直至美联储降息；但如果居民偿债能力不足，降息时点拖延越久，抵押贷款偿还风险越大。这些无不取决于美国购房居民的特征如何，而美国存量购房者主要具有以下几个特征：

第一，低利率下存量购房者再融资偏多，而高利率下首次购房者占主导地位。在美国房地产的抵押贷款市场中，贷款申请者往往被划分为两种类型：购买目的与再融资目的。购买目的为贷款申请主要用于购买新房屋，再融资目的为贷款申请主要用于优化现有贷款条件。从贷款利率占比情况来看，2020 年美国降息时，低利率下的美国居民以再融资目的的贷款为主，而现在高抵押贷款利率下美国居民以购买目的的贷款为主。而且在近期购买贷款目的中，更多的是首次申请抵押贷款的居民，即贷款记录显示这些居民之前并未申请过抵押贷款。

图 8：购房和再融资目的占比此消彼长


资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

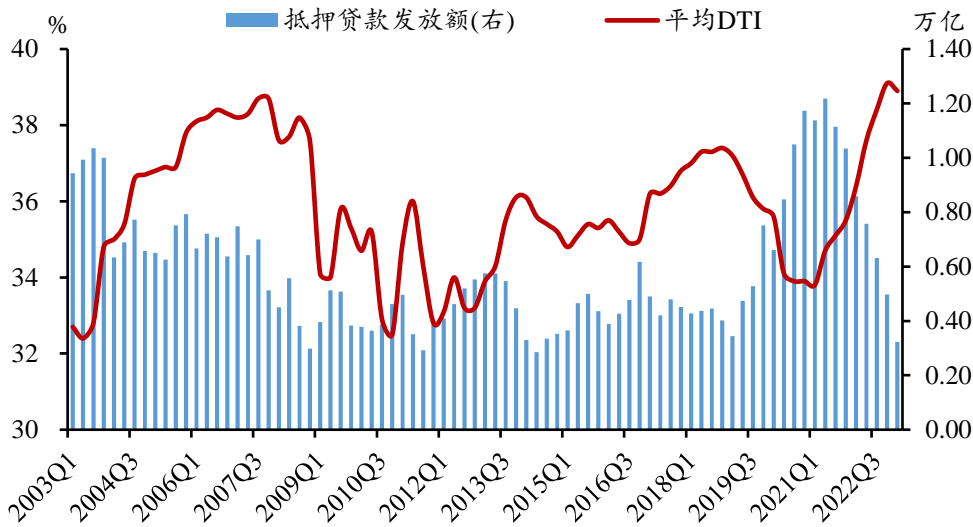
图 9：购房目的中，首次购房贷款的比重上升


资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

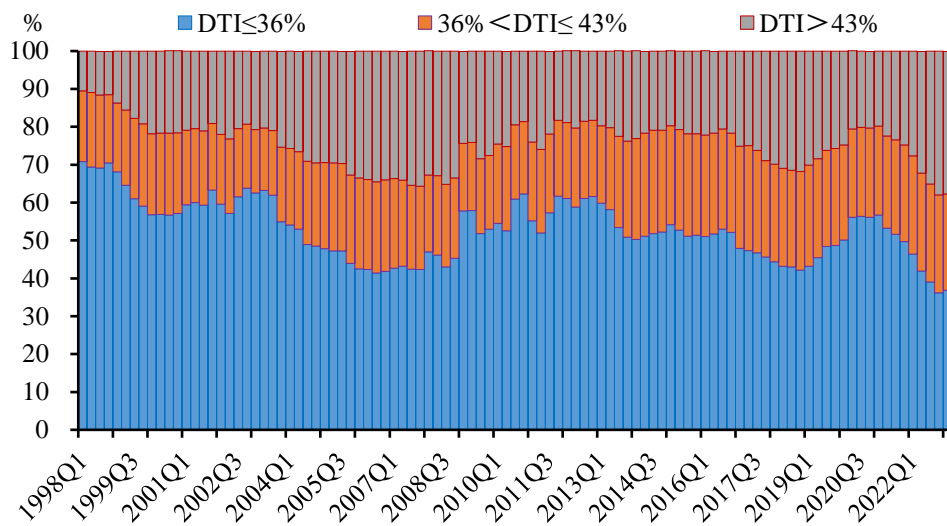
第二，自 2021 年起，美国购房居民平均负债能力变弱。 债务收入比 (DTI, Debt to Income Ratio) 是常用来衡量居民负债能力的指标，居民偿还债务在居民收入中的比重越高，风险越大。自疫情以来，美国平均 DTI 先降后升。结构上，在 2020 年时，美国负债能力较强 (DTI \leq 36%) 的购房居民约占 1/2，如今已回落至 1/3 左右；而美国负债能力较弱 (DTI $>$ 43%) 的购房居民占比由 2020 年近 1/5 的水平上升，截至 2023Q1 已超 1/3。

第三，美国购房居民信用评分结构与疫前类似。 美国抵押贷款市场中，信用评分较好的部分占据近六成，尽管信用评分比例较差的占比略有上升。但与疫情前 2019 年对比来看，现在的信用评分结构或是在向疫前结构靠拢。

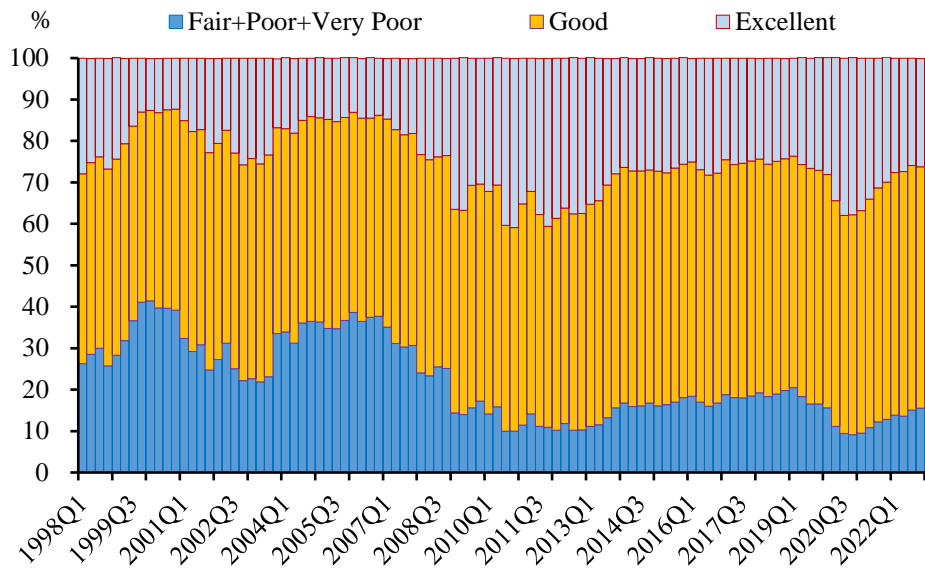
总体来看，美国购房居民由一开始的再融资转为购买目的，虽然购房居民负债能力有所减弱，但整体的信用结构与疫情前相类似，显示当前居民信用结构尚未明显恶化。

图 10：2020 年以来，美国平均 DTI 先降后升


资料来源: FHFA, ifind, 信达证券研发中心

图 11：美国购房居民 DTI>43% 的比例在增加


资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

图 12：美国购房居民信用评分结构与疫前 2019 年相类似


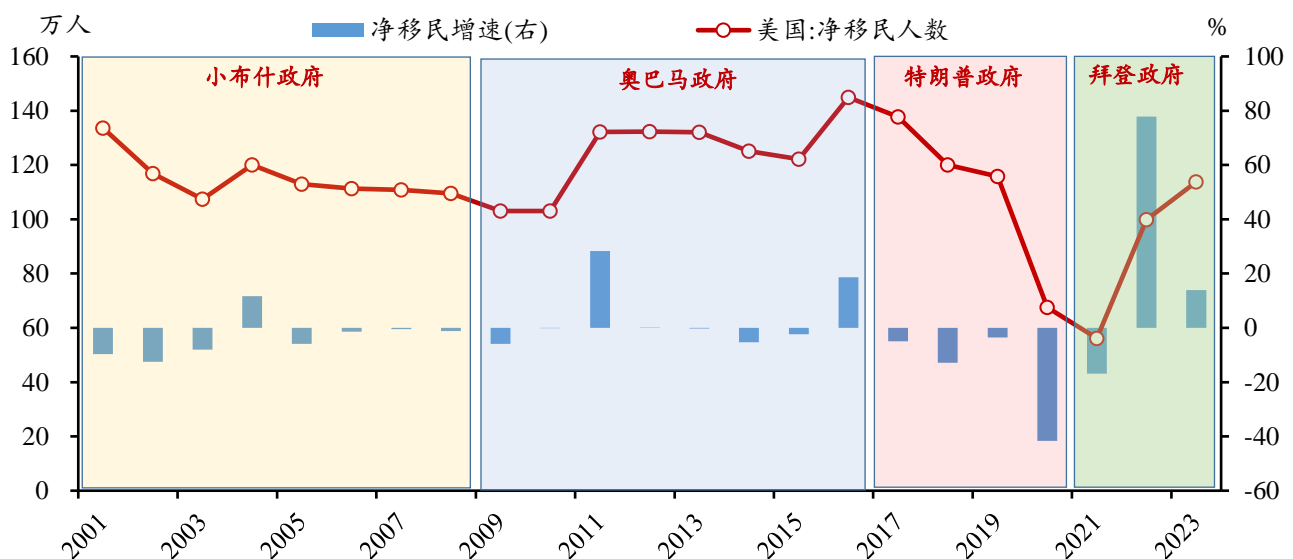
资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

二、美国地产或将迎来温和上行

我们认为，当前高利率政策下美国地产价格同比仍能实现触底反弹、新房销售依旧能维持在疫前水平，这些或与移民增长带来的增量购房需求、利率锁定导致成屋流转偏弱均有关联。我们预计，今年美国地产或将迎来一轮温和上行。

2.1 过去移民增长带来美国增量购房需求

过去几年，美国人口的增长备受瞩目，尤其是移民的增长。因为自拜登政府上台以来，他逆转了特朗普政府的多项移民政策，如：阻止将资金用于边境墙建设、扩大移民合法入境机会等。在拜登政府移民入境新政下，美国移民人数不断增多，与特朗普时期的移民走势明显相反。拜登宽松移民政策下的移民增长，带来了整个市场额外的购房需求。

图 13：拜登政府和特朗普政府下的净移民走势截然相反


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 1：美国四届政府入境移民政策变化比较

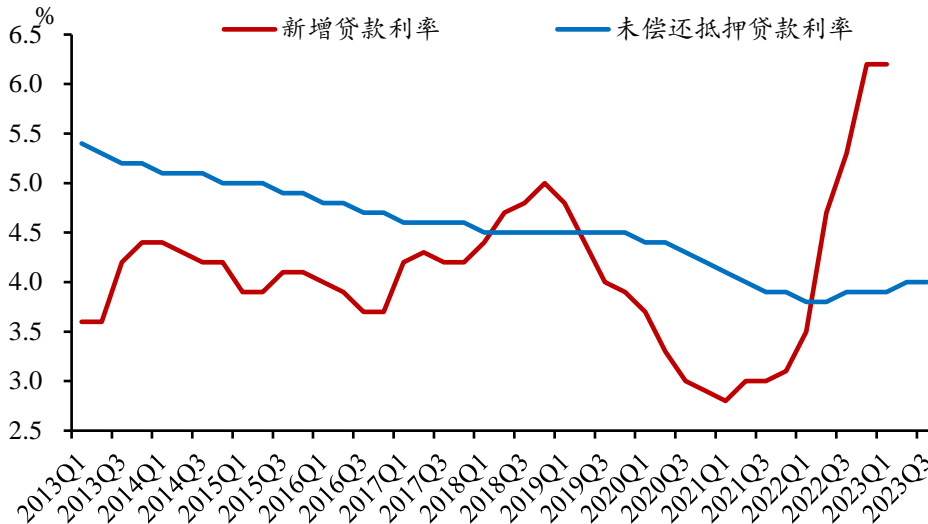
政府	出台年份	政策变化	政策工具	目标群体	限制性
小布什政府	2001	《爱国法》	机构能力	所有移民	更多↑
			技术能力	国际学生	更多↑
			入境签证	所有移民	更多↑
	2002	《加强边境安全法》	入境签证	特定国籍	更多↑
			入境签证	国际学生	更多↑
			机构能力	非法移民	更多↑
	2006	《国土安全法》	机构能力	所有移民	更多↑
2006	《安全围栏法》	技术能力	偷渡者	更多↑	
奥巴马政府	2009	加强边境管理	技术能力	偷渡者	更多↑
	2010	加快遣返	驱逐出境	滞留者	更多↑
	2012	暂缓遣返	合法化	部分滞留者	更少↓
	2014	签证便利	入境签证	高技术移民；投资移民；高校毕业生	更少↓
特朗普政府	2017	增加执法人员	技术能力	偷渡者	更多↑
		加快遣返滞留者	驱逐出境	滞留者	更多↑
		限制流入难民	入境签证	难民	更多↑
		限制穆斯林移民	入境签证	特定国籍	更多↑
	2018	增加执法人员	机构能力	偷渡者	更多↑
	2019	推动实体边境墙	技术能力	偷渡者	更多↑
拜登政府	2021	遣返滞留者	驱逐出境	滞留者	更少↓
		停实体边境墙	技术能力	偷渡者	更少↓
		扩大难民的流入	入境签证	难民	更少↓
		放宽 H-1B、H-2B 签证	入境签证	工人	更少↓
		取消“禁穆令”	入境签证	特定国籍	更少↓
	2023	限制非法入境	驱逐出境	偷渡者	更多↑

资料来源：黄日涵等《利益集团、政党与美国的入境移民政策变迁》，信达证券研发中心

2.2 利率锁定效应导致房屋供给不足

美国存量房贷利率远小于新增房贷利率。自 2012 年房市复苏以来，美国存量房贷利率的平均值仅为 4.0%（图 14），对比之下，当前 6%-7% 的房贷利率给居民购房增加了不少的压力。从微观角度来看，2020 年-2021 年美国联邦基金目标利率处于较低水平（图 17），新增购房者享受了历史上的低利率，而拥有未偿还房贷的购房者为置换利率选择再融资，导致整个市场的抵押贷款利率基本锁定在 4% 及以下。

图 14：美国房贷存量利率和新增房贷利率对比



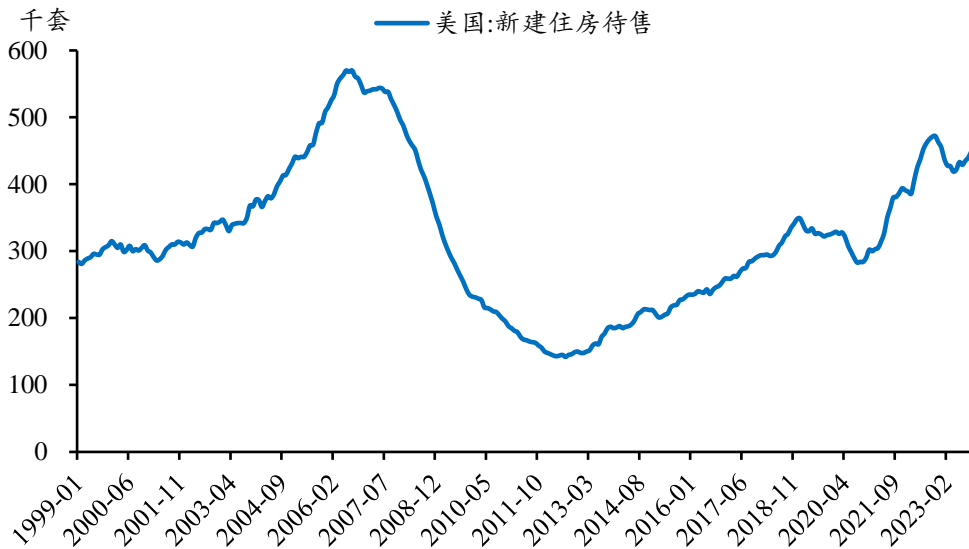
资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

利率锁定效应下，成屋市场库存供给持续走低。由于两年来房贷利率连续调升，而大部分房主在低利率时期贷款置产，现在的高利率持续抑制房主在市场上出售房屋的意愿。房地产市场的“锁定效应”下，美国居民或不愿在当前利率水平进行交易，导致成屋市场的房屋库存仍相对较少。数据显示，成屋供给自 2011 年以来呈下降趋势，而当前新屋供给处于 2011 年以来的相对高位。但新屋市场库存占比较小，成屋库存占据美国房地产近七成的份额，因此成屋供给不断下降，拖累整个市场的成交量也不断下降。

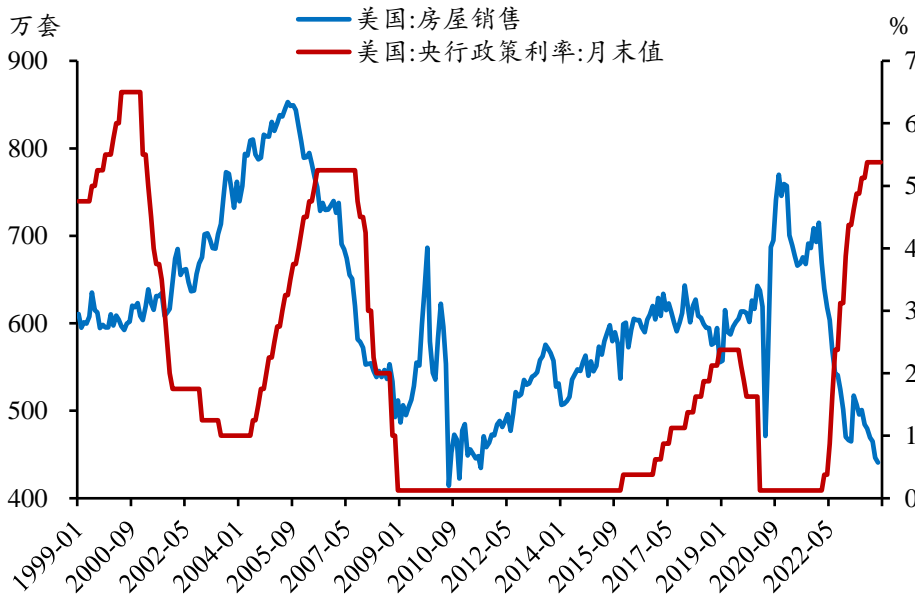
图 15：美国成屋销售待售水平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 16: 美国新屋待售水平


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 17: 美国房屋销售和央行政策利率相反


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 右轴为央行政策利率

2.3 美国地产或将迎来一轮温和上行

展望未来, 我们认为美国地产或将迎来上行趋势, 并且是一轮温和上行。

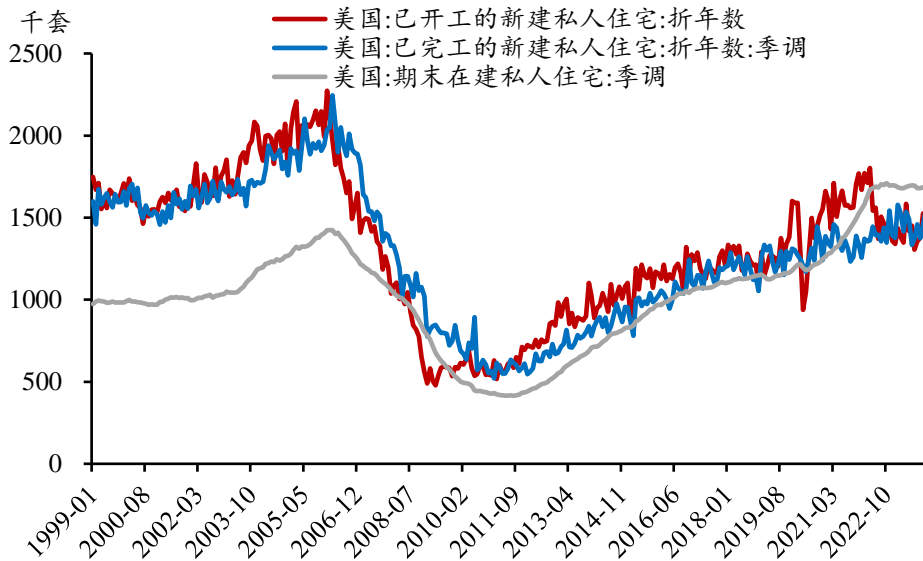
美国地产或将迎来上行趋势, 原因有二:

第一, 年内美国房地产的库存不足问题或将继续存在。从房屋供给的角度上来看, 目前美国房地产正面临着房屋供给紧缺的问题, 虽然美国房屋开工数量有提升, 新房库存也一直在增加, 但根据新屋和成屋在整个房地产交易中的占比来看, 相比于整个二手房库存缩减的数量来说, 新房库存的增长较小, 难以弥补成屋库存的短缺问题, 这意味着今年美国房地产的房屋短缺问题或将继续存在。

第二, 随着今年降息启动, 购房需求会因抵押贷款回落而出现改善。CME 数据显示, 市场预期美联储将于 6 月启

动降息，全年降息3次，联邦基金目标利率回到4.50%-4.75%。历史来看，每一轮加息或降息操作都会带动30年抵押贷款固定利率上升或下降。我们认为，按全年降息3次的预期来看，抵押贷款固定利率中枢也会随之而调降，而美国居民的购房需求或也会随着抵押贷款利率的回落而进一步改善。

图 18：新屋开工数量一直在增长



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

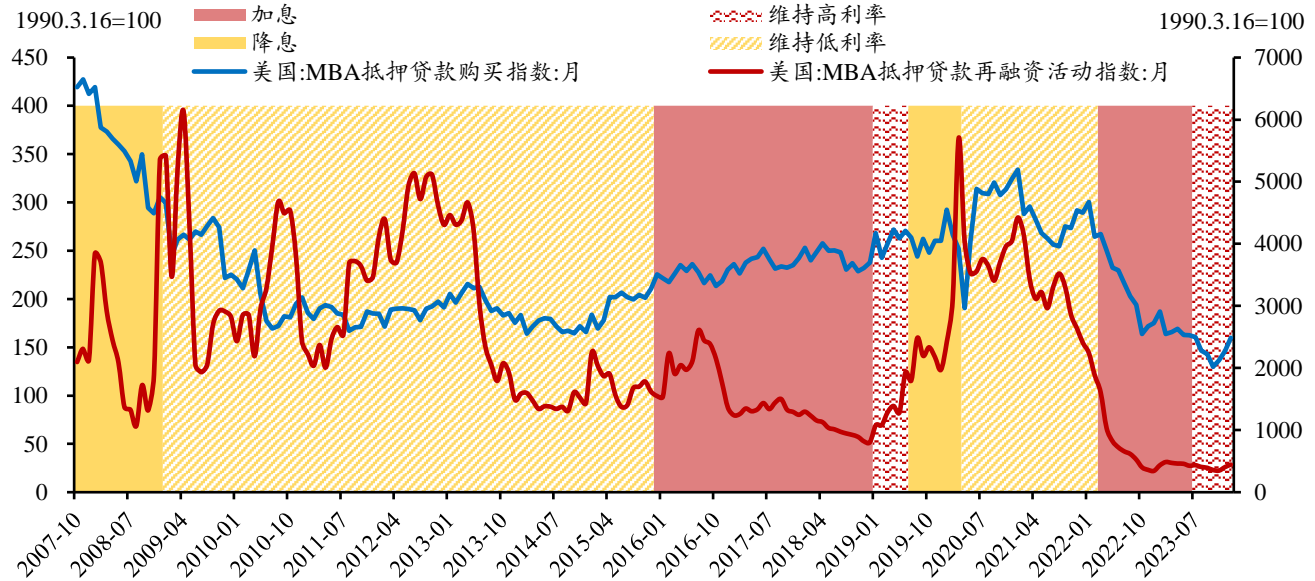
图 19：市场的降息预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	92.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	64.4%	30.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	31.0%	49.6%	17.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	23.5%	44.7%	25.6%	4.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	12.1%	33.6%	35.6%	15.5%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.6%	8.4%	26.6%	35.0%	22.1%	6.6%	0.8%
2025/1/29	0.0%	0.3%	4.6%	17.7%	30.9%	28.4%	14.2%	3.6%	0.4%
2025/3/19	0.2%	2.6%	11.7%	24.9%	29.5%	20.6%	8.4%	1.9%	0.2%
2025/4/30	1.1%	6.3%	17.0%	26.8%	25.9%	15.7%	5.8%	1.2%	0.1%

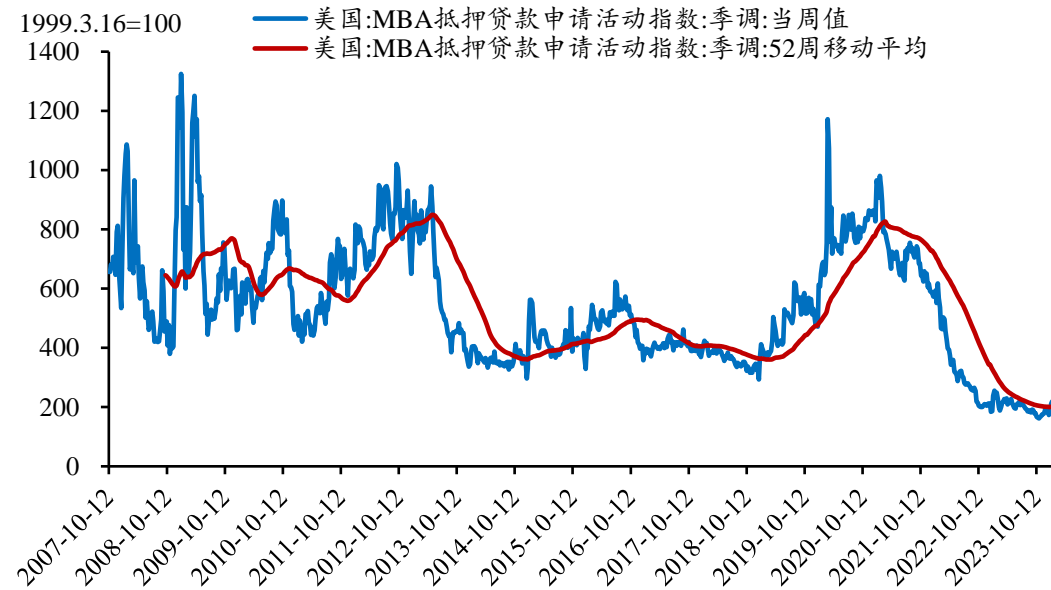
资料来源: CME, 信达证券研发中心, 数据截至 2024 年 3 月 26 日

但从幅度上看，我们认为这次地产回升或呈温和上行趋势。

首先，降息后再融资是主要需求，其释放的额外购房需求或有限。美国存量房贷利率数据显示（图 5），房贷利率低于 5% 以下的比例高达 80%，这也是高抵押贷款利率下二手房置换意愿较低的关键。今年是启动降息的关键时间节点，参考历史走势，在降息期间抵押贷款利率走低时，居民再融资需求往往较活跃（图 20），再融资占比也高于购买占比（图 8），但再融资并不直接带来购房需求的增长，因此我们认为，降息后再融资需求影响，其释放的换房需求或有限。

图 20：美国 MBA 抵押贷款再融资和购买申请情况


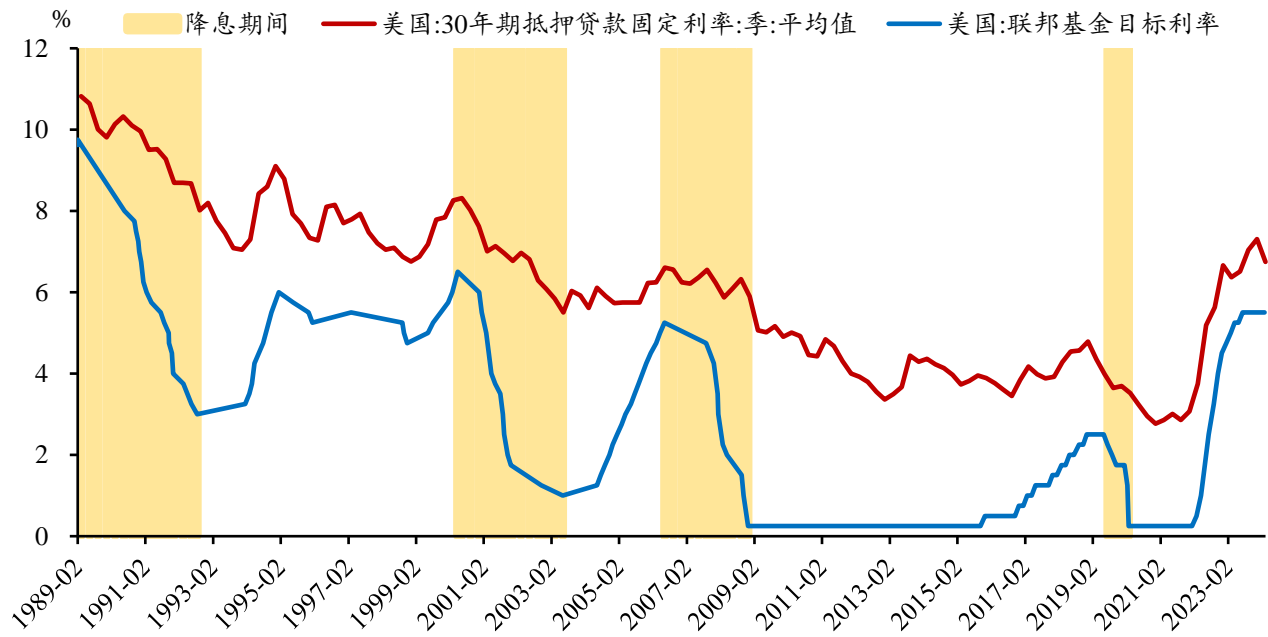
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 21：美国 MBA 抵押贷款申请活动表现


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

其次，移民问题或成为拜登在大选年竞选的政治筹码。拜登在移民问题上的态度并不如特朗普激进，但 2024 年是大选年，尽管仍属于拜登任期，但截至今年 3 月 13 日，美国政治新闻网《政客》指出，拜登的支持率落后于特朗普。拜登政府在 2023 年的政策变化显示，其已出现收紧移民宽松政策的迹象（表 1）。我们认为，为了赢取选票，拜登在今年或会继续象征性收紧对移民问题的宽松态度，这或导致移民增长不再如 2022 年、2023 年快速增长，与此相对应，移民对地产购房需求的支撑或会有所减弱。

综合来看，我们认为，今年房地产的表现或会比去年的表现要好，房价表现也会进入回升阶段，但回升幅度或较为温和。

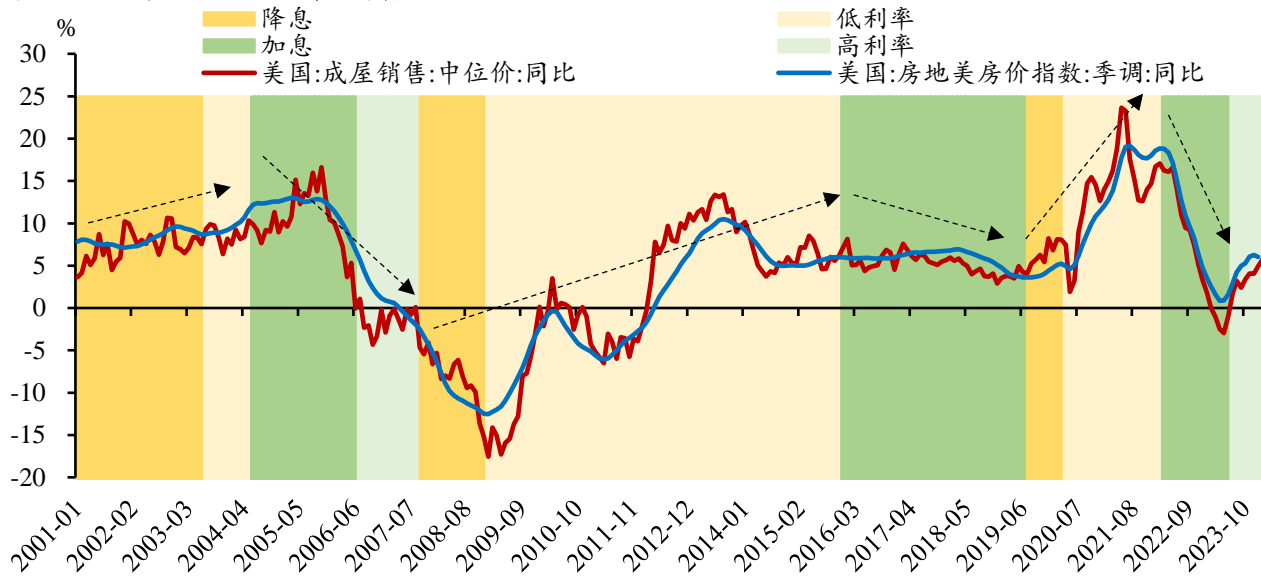
图 22：抵押贷款利率会随联邦基金目标利率的调整而调整


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 2：降息期间，抵押贷款固定利率回落幅度

时间	联邦基金目标利率变动区间	联邦基金目标利率回落幅度	30Y抵押贷款固定利率回落幅度
1989-02至1992-09	[9.75%→3.00%]	675 bp	280 bp
2000-05至2003-06	[6.50%→1.00%]	550 bp	275 bp
2006-06至2008-12	[5.25%→0.25%]	500 bp	70 bp
2019-07至2020-03	[2.25%→0.25%]	200 bp	46 bp

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 23：美国房价跟随加息、降息周期而变动


三、美国地产触底回升的影响

3.1 中国地产后周期出口链或迎来利好

对中国出口链而言，我们认为美国地产回升或将利好我国地产后周期相关的出口链。美国房屋销售的回升往往会带动美国国内地产后周期消费品（如：家具、家居用品）的回暖，历史数据显示，美国房地产房屋销售变化领先于家具家居商品进口额的走势。若房屋销售能在降息启动后回暖，这意味着居民或增加其对家具家居的消费需求。再加上，美国家具进口额约有 31% 来源于中国，这意味着美国房地产的回升或能较为明显的体现在中国对美出口的家具家居商品上。

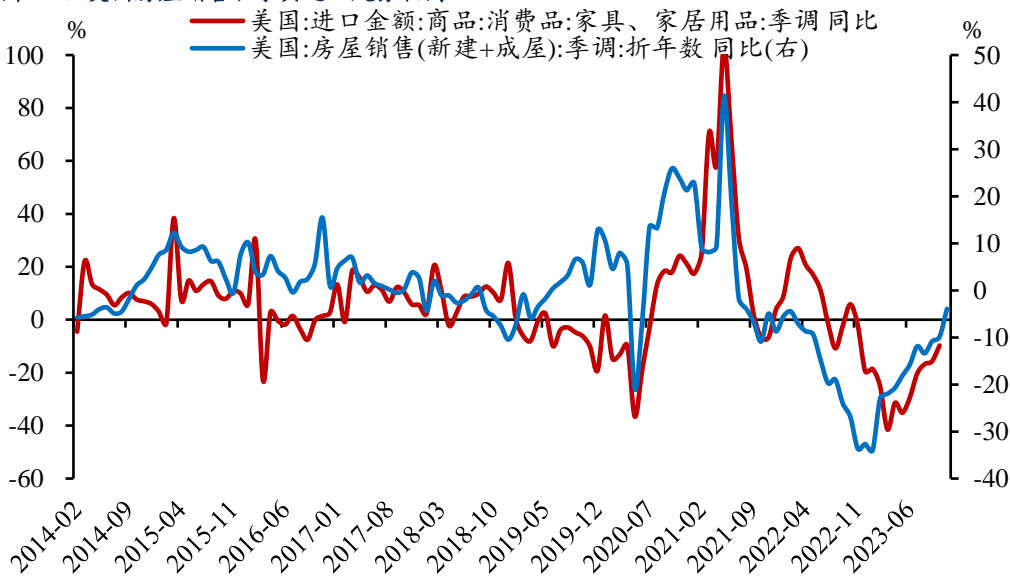
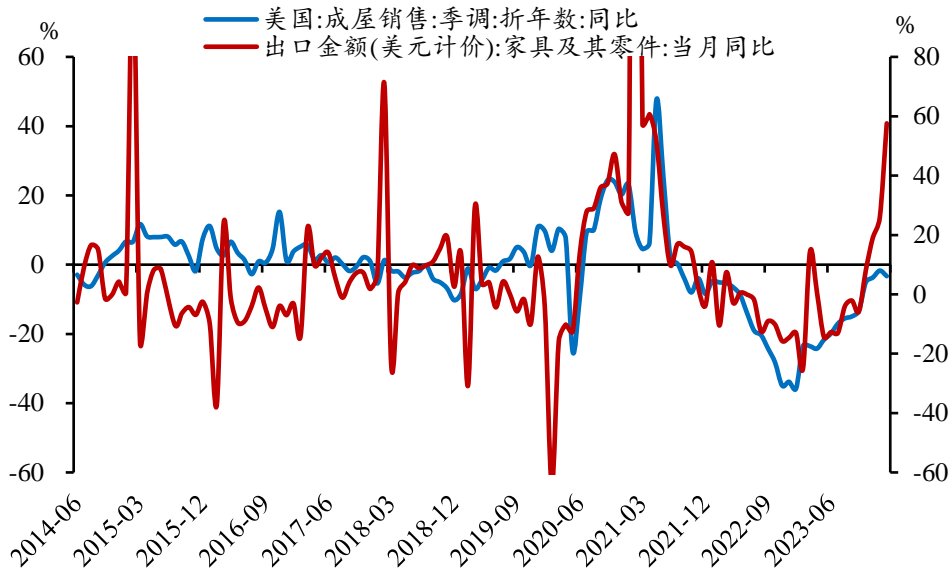
图 24：美国房屋销售和家具进口走势相同


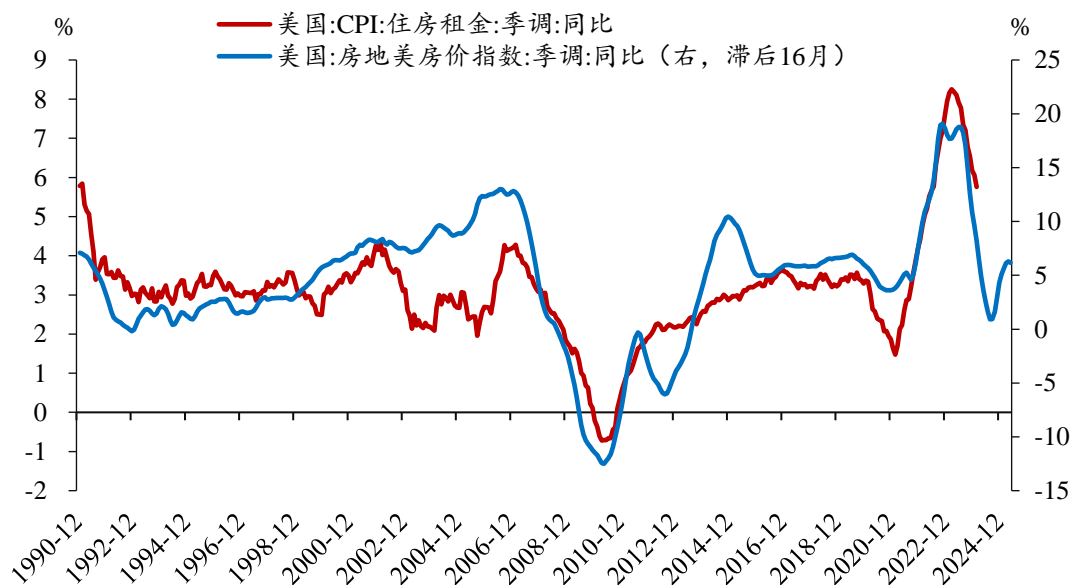
图 25：中国家具出口增速和美国房屋销售增速相关


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 家具出口为右轴

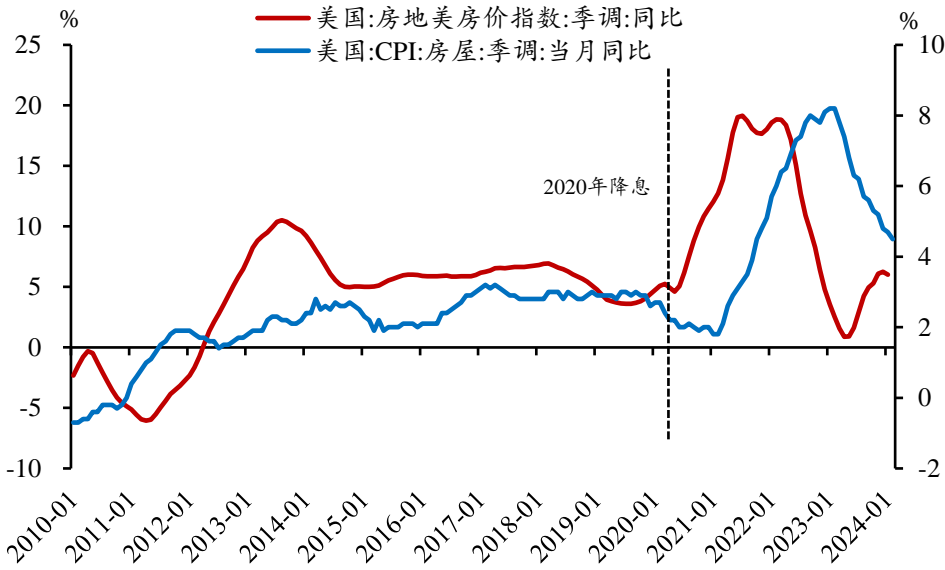
3.2 地产触底回升或不影响住房通胀继续回落

今年 2 月，美国 CPI 同比出现小幅反弹，而美国核心 CPI 持续回落，商品通胀继续下降的空间或已非常有限，未来通胀走势的关键在于服务通胀的回落。而当前服务通胀贡献中，与非住房服务通胀相比，住房通胀贡献较大。地产触底反弹后，住房成本可能成为阻碍通胀达到目标的最大项。但我们认为，即使美国地产触底反弹，或也不会影响住房通胀继续回落。

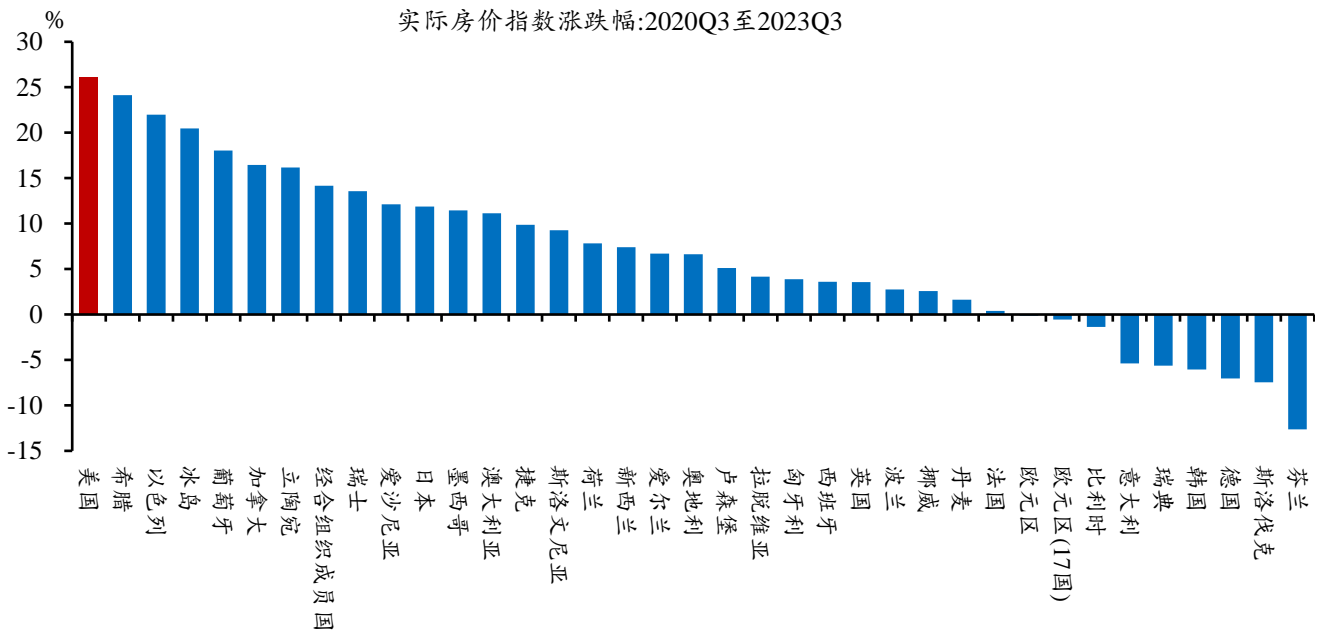
我们认为，地产对 CPI 的影响主要是租金价格，而住房租金价格滞后于美国房价指数。以上一轮降息表现为例，2020 年降息后，房价增速回升并未立即带动房屋 CPI 上涨，因此我们认为即使今年美国地产温和上行，基于其滞后性，今年住房通胀继续回落的趋势或不会受很大影响。

图 26：住房通胀滞后于美国房价增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：2020 年降息后，房价增速未立即带动房屋 CPI 上涨


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 28：2023 年美国房价涨幅甚至高于疫情前的 2019 年


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 不包含土耳其

四、附录

附表 1：美国新增抵押贷款占比梳理

单位	购买目的贷款占比			再融资目的贷款占比		
	1)首次购买	2)重复购买	总占比	1)现金再融资	2)利率和期限再融资	总占比
2018Q1	27.6	29.9	57.4	24.0	18.6	42.6
2018Q2	33.1	35.4	68.5	20.5	11.0	31.5
2018Q3	33.8	34.9	68.7	21.4	9.9	31.3
2018Q4	33.9	32.5	66.4	22.6	11.0	33.6
2019Q1	32.2	29.1	61.3	23.6	15.1	38.7
2019Q2	31.5	29.4	60.9	22.1	17.0	39.1
2019Q3	25.0	24.8	49.7	23.0	27.3	50.3
2019Q4	21.5	21.3	42.8	25.8	31.4	57.2
2020Q1	19.5	18.1	37.6	23.8	38.6	62.4
2020Q2	16.5	14.0	30.5	21.8	47.7	69.5
2020Q3	18.2	16.7	34.8	20.7	44.5	65.2
2020Q4	16.4	15.2	31.6	23.3	45.1	68.4
2021Q1	13.9	12.7	26.6	23.3	50.1	73.4
2021Q2	20.6	19.0	39.6	26.1	34.3	60.4
2021Q3	20.7	19.7	40.4	29.4	30.2	59.6
2021Q4	20.7	20.8	41.5	32.2	26.4	58.5
2022Q1	22.4	23.0	45.4	35.1	19.5	54.6
2022Q2	33.4	32.4	65.8	26.7	7.5	34.2
2022Q3	38.0	35.6	73.6	21.7	4.7	26.4
2022Q4	39.8	37.1	76.9	18.1	5.0	23.1
2023Q1	41.3	36.0	77.3	17.2	5.5	22.7

资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

附表 2：美国家庭总债务余额与抵押贷款债务余额梳理

	美国:家庭债务余额:抵押贷款	美国:家庭债务余额:合计	美国:家庭债务账户数:抵押贷款
单位	万亿美元	万亿美元	百万个
2018Q1	8.94	13.21	79.90
2018Q2	9.00	13.29	79.72
2018Q3	9.14	13.51	80.26
2018Q4	9.12	13.54	79.35
2019Q1	9.24	13.67	79.92
2019Q2	9.41	13.86	80.72
2019Q3	9.44	13.95	80.77
2019Q4	9.56	14.15	80.94
2020Q1	9.71	14.30	81.10
2020Q2	9.78	14.27	80.77
2020Q3	9.86	14.35	80.44
2020Q4	10.04	14.56	80.60
2021Q1	10.16	14.64	80.41
2021Q2	10.44	14.96	80.78
2021Q3	10.67	15.24	80.75
2021Q4	10.93	15.58	80.96
2022Q1	11.18	15.84	81.51
2022Q2	11.39	16.15	81.37
2022Q3	11.67	16.51	82.13
2022Q4	11.92	16.90	83.42
2023Q1	12.04	17.05	84.00
2023Q2	12.01	17.06	83.62
2023Q4	12.25	17.50	84.17

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

附表 3：美国未偿还抵押贷款债务余额期限占比梳理

	ARM 占比	15Y ARM 占比	30Y ARM 占比
单位	%	%	%
2018Q1	5.5	14.1	80.4
2018Q2	4.7	12.0	83.3
2018Q3	4.3	11.8	83.9
2018Q4	5.7	12.5	81.8
2019Q1	5.2	12.5	82.2
2019Q2	3.8	12.0	84.2
2019Q3	3.2	13.0	83.8
2019Q4	4.0	14.5	81.5
2020Q1	3.5	14.2	82.3
2020Q2	2.1	17.8	80.1
2020Q3	1.4	17.7	80.9
2020Q4	1.3	16.8	81.9
2021Q1	1.3	17.9	80.8
2021Q2	1.7	18.7	79.5
2021Q3	2.0	17.6	80.4
2021Q4	2.2	16.0	81.8
2022Q1	2.5	14.9	82.6
2022Q2	3.3	10.7	86.0
2022Q3	3.3	8.7	88.1
2022Q4	4.9	8.3	86.8
2023Q1	2.0	9.4	88.6
2023Q2	5.5	14.1	80.4
2023Q4	4.7	12.0	83.3

资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险超预期；海外经济放缓超预期

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。