



# 张瑜：疫情如何改变了美国人的收支





## 主要观点

### 1、概览：疫后美国居民有多少钱？钱往哪里去？

流量角度：资金来源上，疫情以来（2020-2021 年），居民的资金来源相较历史趋势值合计多增近 2 万亿美元，其中“超额”可支配收入 1.4 万亿美元（疫情前每年可支配收入约 16 万亿美元，年平均增长 4%），“超额”金融贷款 4000 亿美元（疫情前每年金融贷款约 5100 亿美元，年平均增长 25%）；1.4 万亿美元的超额可支配收入中，2.1 万亿美元来自财政补贴，几乎是疫后“超额”可支配收入的全部来源；而疫情前的可支配收入中 70%则来自雇员报酬。

资金去向上，疫情以来（2020-2021 年），居民的资金去向相较历史趋势值合计多增近 3900 亿美元，其中“超额”现金与货币基金（超额储蓄）累计多增 2.7 万亿美元（疫情前每年现金与货币基金投资约 -2000~2000 亿美元），且现金与货币基金投资在疫情前仅占资金去向的 -1%-3%左右，疫后占比提升至 12%；“超额”耐用品消费累计多增 4000 亿美元（疫情前每年耐用品消费约 1.4 万亿美元，年平均增长 4%），且耐用品消费在疫情前占资金去向的 8%左右，疫后占比提升至 10%；“超额”房地产投资累计多增 1000 亿美元（疫情前每年耐用品消费约 7000 亿美元，年平均增长 8%），且房地产投资在疫情前占资金去向的 4%左右，疫后占比提升至 5%；而债券投资与非耐用品与服务消费则较疫情前累计减少 1.9、1.6 万亿美元。

存量角度：基于美联储发布的 Z.1 表中家庭部门资产负债表（存量、未经季调、考虑价格因素），疫后居民的总资产扩大 34.1 万亿美元至 159.6 万亿美元，其中现金与现金等价物规模扩大 3.5 万亿美元至 6.7 万亿美元；股权投资与共同基金规模扩大 13.6 万亿美元至 42.6 万亿美元；房地产资产规模扩大 8.1 万亿美元至 38.1 万亿美元。疫后居民的总负债扩大 1.8 万亿美元至 17.4 万亿美元，其中住房抵押贷款扩张 1.3 万亿美元。

## 2、“超额储蓄”能否带来更健康居民资产负债结构？健康程度整体改善

对居民部门整体而言，受益于居民持有资产的涨价，居民资产负债结构进一步优化：2019 年末居民资产负债率 12%左右，而 2021 年资产负债

率已降低至 11%左右。

居民部门杠杆率疫后仍在低位，债务风险不大。从 BIS 口径来看，疫情后受分母端（名义 GDP）大幅下滑的影响，杠杆率出现小幅走高，从疫情前 73%左右上行至最高 78%（2021Q1）；但随着 GDP 逐步修复，杠杆率重新回落至 76%左右。对比收入来看，由于疫情后居民可支配收入快速走高，分母端带来以收入角度估算的居民杠杆率在疫后反而有所下降，维持在 94%左右的水平，疫情前 2019 年杠杆率在 96%左右。目前来看，疫后居民杠杆率仍远低于金融危机前水平，居民部门债务风险不大。

对住房抵押贷款而言，抵押贷款虽大幅攀升，但居民地产杠杆仍健康。由于疫情后房价大幅走高，计算居民房地产资产余额/住房抵押贷款余额可见，疫后居民房地产投资的资产负债率持续走低，截至 2021Q4 已降至 31%，相较金融危机前 54%的峰值，目前居民房地产投资的资产负债情况依然健康。同样的，居民房地产投资杠杆率水平在疫后也处于历史低位，远低于金融危机前水平。

### 3、“超额储蓄”能否带来“超额消费”的延续？能但规模有限

“超额储蓄”集中在低边际消费倾向的高收入群体，由于高收入群体的边际消费倾向 MPC 更低，高度不均衡的“超额储蓄”分配结构带来后续储蓄转化为消费的规模或有限。在 2.7 万亿美元的“超额储蓄”中，约 70%集中在收入前 20%的群体中，而后 20%的收入群体在疫后并未获得更多的超额储蓄，储蓄较正常年份的趋势值反而减少 386 亿美元。

另外，超额储蓄并非居民收入，居民将储蓄转化为消费的比例本就更低。英国央行针对疫情期间居民消费的研究认为，居民倾向于将未消费的超额储蓄视为财富而非收入，因此不太可能在短期内花掉，超额储蓄的 MPC 或将远低于正常收入的 MPC。

根据对居民消费倾向的情景假设，2022 年超额储蓄转换为消费对全年消费支出同比增速的拉动在 0.8-5 个百分点，正常年份消费同比增速约 3.8%，2021 年消费同比增速约 12%，超额储蓄虽对消费有所支撑，但 2022 年消费支出增速相较 2021 年或也将显著放缓。

另外，“李嘉图等价”效应可能进一步压制家庭的消费倾向。纽约联储对居民预期的调查显示，居民对未来一年税率的预期值大幅走高。因此对未来更高税率的预期可能会进一步压制家庭对超额储蓄的消费倾向。

风险提示：居民消费倾向超预期

报告目录

一、概览：疫后美国居民有多少钱？钱往哪里去？ .....	6
(一) 资金来源：疫后“超额”可支配收入达 1.4 万亿美元 .....	6
(二) 资金去向：转移支付带来居民“超额储蓄”增长 2.7 万亿美元 .....	8
(三) 存量视角：涨价带来居民资产大幅扩张 .....	9
二、“超额储蓄”能否带来更健康居民资产负债结构？健康程度整体改善 .....	11
(一) 居民部门整体：资产负债率保持偏低水平 .....	11
(二) 住房抵押贷款：抵押贷款虽大幅攀升，但居民地产杠杆仍健康 .....	12
1、住房抵押贷款规模自疫情爆发以来持续偏强 .....	12
2、但居民地产投资杠杆未见大幅抬升，依然健康 .....	13
(三) 消费贷款：信用卡偿还比例提升，居民债务负担弱化 .....	14
三、“超额储蓄”能否带来“超额消费”的延续？能但规模有限 .....	16
(一) “超额储蓄”结构：集中在低边际消费倾向的高收入群体 .....	16
(二) “李嘉图等价”效应可能进一步压制家庭的消费倾向 .....	17

## 报告正文

### 一、概览：疫后美国居民有多少钱？钱往哪里去？

基于美联储发布的 Z.1 表中家庭部门资金流量表（数据为流量、经季调折年数、剔除价格因素），我们可对家庭部门的资金来源（有多少钱）与资金去向（钱去哪儿）进行如下拆分。

图表 1 美国家庭部门资金来源与去向的分解

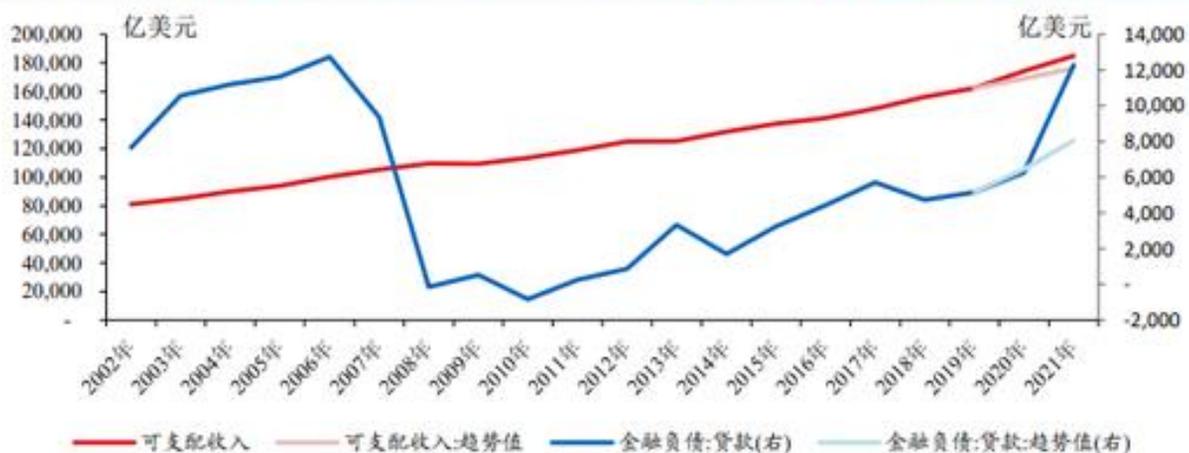
		美国家庭部门-资金来源与资金去向拆分(折年数), 亿美元									
科目		2019年	2020年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
资金来源	可支配收入	162,193	174,320	166,006	182,496	175,957	172,822	194,553	181,374	181,827	182,017
	金融负债: 贷款	5,159	6,255	5,864	-74	9,067	10,165	11,187	13,153	10,712	14,062
	住房抵押贷款	2,929	4,470	3,685	3,172	5,881	5,144	6,086	8,833	8,953	9,207
	消费信贷	1,852	-120	264	-2,347	745	860	1,518	3,370	2,067	3,023
	其他贷款和垫款	379	1,905	1,915	-899	2,442	4,161	3,583	950	-308	1,832
	其他金融负债	53	-36	52	-62	-3	-132	181	25	26	-12
	金融负债: 小计	5,212	6,220	5,916	-136	9,065	10,033	11,368	13,178	10,738	14,050
	资金来源: 合计	167,405	180,540	171,922	182,361	185,021	182,855	205,920	194,552	192,565	196,067
资金去向	个人总支出	128,947	122,935	128,807	114,511	123,809	124,614	127,763	133,508	137,169	139,875
	非耐用品消费与服务消费	14,134	15,125	13,894	13,738	16,405	16,460	18,319	19,576	18,668	19,287
	耐用消费品	6,734	7,385	7,190	6,528	7,529	8,293	8,673	8,566	8,725	9,070
	房地产投资	149,815	145,445	149,892	134,777	147,743	149,368	154,756	161,650	164,562	168,232
	个人总支出: 小计	4,496	21,050	11,918	26,503	6,031	39,749	22,676	20,721	3,123	12,238
	金融资产	5,493	4,893	10,464	25,432	3,090	-19,414	18,279	-3,213	4,545	10,122
	现金与货币基金	2,657	-5,475	1,642	-12,161	-13,588	2,208	-18,075	-3,080	-631	-12,917
	定期储蓄	3,700	4,154	-6,822	8,726	12,801	1,912	12,310	11,863	3,425	1,536
	股票与共同基金	4,375	4,742	4,727	4,419	4,661	5,160	2,010	2,662	4,143	3,739
	养老金	1,156	3,169	9,050	-138	1,249	2,515	152	1,622	3,825	1,754
其他金融资产	21,877	32,533	30,979	52,781	14,244	32,128	37,351	30,575	18,430	16,472	
	金融资产: 合计	171,692	177,978	180,871	187,557	161,987	181,496	192,107	192,225	182,993	184,704
	资金去向合计	171,692	177,978	180,871	187,557	161,987	181,496	192,107	192,225	182,993	184,704

资料来源: 美联储, 华创证券

### (一) 资金来源: 疫后“超额”可支配收入达 1.4 万亿美元

疫后居民部门最主要的“超额”资金来源是可支配收入(占比持续在 90%以上), 受益于财政补贴居民在疫情期间的可支配收入相较疫情前(2019 年)水平累计多增约 3.5 万亿美元, 相较历史趋势值“超额”可支配收入规模约 1.4 万亿美元。疫情前, 居民可支配收入维持每年 4%左右的增长, 2019 年年可支配收入达到 16 万亿美元。在疫情后, 2020Q2 起美国财政大规模发放补贴, 家庭部门年可支配收入提升至 18-19 万亿美元以上, 2021 年居民可支配收入 2 年同比增速提升至 6.8%。与 2019 年末相比, 2020-2021 年居民可支配收入相较 2019 年末累计多增约 3.5 万亿美元, 正常年份中, 两年可支配收入累计增长规模约 2 万亿美元左右; 而相较可支配收入的历史增长趋势值, 2020-2021 年居民“超额”可支配收入规模约 1.4 万亿美元。

图表 2 居民两大资金来源：疫后可支配收入增长更多，金融负债增长更快



资料来源：美联储，华创证券

进一步拆分可支配收入的结构可以看到，疫情以来“超额”可支配收入主要来自财政补贴。疫情前，美国财政每年对居民的转移支付约 3.1 亿美元，而疫后补贴提升至 4-8 万亿美元（折年数），2020-2021 年财政补贴相较疫情前累计多增 2.5 万亿美元，相较历史趋势值的“超额”转移支付规模为 2.1 万亿美元，几乎是疫后 1.4 万亿美元“超额”可支配收入的全部来源。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_42282](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42282)

