

美国家庭债务扩张溢出多重风险



中国市场学会理事
经济学教授

张锐

在过去两年分别净增1.02万亿美元和1.3万亿美元的基础上，美国家庭部门的债务规模进入今年以来继续快速增长。纽约联储发布的最新数据显示，今年前3个月，美国家庭负债增加了近1500亿美元，环比增加0.9个百分点，债务总量余额达到17.05万亿美元，相比2019年新冠疫情前增加了约2.9万亿美元，同时在历史上首次突破17万亿美元。

债务因借款而成。从大类上分，美国家庭部门的债务分为抵押贷款和消费者信贷，前者主要是住房抵押贷款，后者指向的是个人中短期贷款。根据美联储的统计口径，住房抵押贷款包括初次住房抵押贷款、再融资住房抵押贷款和住房权益贷款等贷款形式，而个人中短期贷款主要包括汽车贷款、教育(学生)贷款以及信用卡为主的非抵押贷款。统计数据表明，截至3月底，住房抵押贷款占美国家庭债务总规模之比约73%，汽车贷款占比为9.1%，学生贷款占比为9.4%，信用卡贷款占比为5.8%，其他债务的占比约为3%。

数据虽然显示住房抵押贷款依然是美国家庭债务的最主要贡献者，但完全不同于以往该类贷款表现为持续净增长，一季度的贷款总额却比2022年第四季度少35%，同比降幅更是高达62%，表明美国消费者的房屋按揭贷款需求锐减，而这种结果完全是美联储过去一年中10次加息引起的住房抵押贷款成本剧增所致。按照房利美估算的数据，受到美联储共计500个基点加息的影响，美国30年期按揭贷款利率从2021年1月的2.65%升至目前的6.4%，住房抵押申请贷款余额在2021年第二季度达到1.22万亿美元的巅峰后持续回落，直至跌至今年第一季度的1210亿美元。

与住房贷款的减速不同，第一季度

从时间纵轴看，美国家庭负债呈持续上升状态并登至目前的最高位置；从空间横轴看，美国绝大部分家庭都背负着不同的债务额度；从生命周期看，除大年龄组之外，18岁以上的几乎所有年龄人群都存在负债并呈上升趋势。”

的学生贷款余额却绝对增加了90亿美元，贷款总量升至1.6万亿美元。与此同时，汽车贷款增加100亿美元至1.56万亿美元。另外，虽然信用卡贷款在今年第一季度仅环比增加40亿美元至9900亿美元，却突破了新冠疫情前所创下的9270亿美元的最高纪录，而且与往年一季度信用卡贷款余额总是呈现下降的趋势截然不同，今年第一季度是二十年来首次未现下滑，显示更多美国家庭面对物价上涨所承受的支出压力加大，相应地选择用信用卡借贷维持正常生活开销。美国金融服务网站发布的数据显示，美国信用卡的年利率已达20.4%，为该网站记录的历史最高水平，同时背负信用卡债务的美国人增至46%，高于一年前的39%。

结构性特征反映出的是美国家庭负债的宏观概貌，而分布性特征更能清晰地展示家庭部门债务的微观体现。统计数据表明，户主年龄在35-55岁的美国家庭成为负债最大的群组，这类家庭正



李曦子摄

好是购房抵押贷款申请的最主要单元，同时还有学生贷与汽车贷的旺盛需求，而在这类负债家庭中，“千禧一代”(1984年-1995年出生)的负债总额最高，目前超过4.3万亿美元，较新冠疫情前飙升28%，无论是负债比例还是负债增幅都超过了其他年龄组。另外，不同年龄层次所持有的债务种类也不完全相同，户主年龄小于35岁的家庭，借款主要表现为信用卡和汽车贷款，35-55岁的家庭中住房贷款债务的普及率最高，同时信用卡债务的持有比重也超过了55%，而户主年龄在55岁以上的家庭，各项债务的持有比重都在显著下降。

综上，从时间纵轴看，美国家庭负债呈持续上升状态并登至目前的最高位置；从空间横轴看，美国绝大部分家庭都背负着不同的债务额度；从生命周期看，除大年龄组之外，18岁以上的几乎所有年龄人群都存在负债并呈上升趋势。按照债务余额总量，目前一个典型的美国家庭的债务总额为14.3万美元，同时美

联社与芝加哥大学全国民意研究中心的一项最新民意调查发现，超过65%的美国成年人有债务，35%的美国成年人报告说家庭债务比一年前更高。伴随着债务额度的上升以及负债面积的扩大，家庭财务不安全状况也在提升。美联储日前公布的《年度家庭经济决策调查》报告涉及全美超过1.1万名成年人及家人，样本结果显示，感觉财务上还算安全的成年美国人数量降至2016年以来的最低水平，而手头有400美元的现金或等价物支付可能发生意外的人群比重至一季度末同环比降低了5个百分点，另外，在受访人群中，有超40%的人不知道什么时候可以还清欠款，甚至有25%的人预计自己到死都在还债。

家庭债务-消费支出-总需求，这种传递渠道显示的是美国家庭的微观借债行为影响宏观经济增长的基本路径。在美国，消费对经济增长贡献超过70%，尤其是家庭债务引起的家庭消费决策与消费支出对社会总需求与总体经济增长

的贡献强度可能更大，而且近年来家庭债务与消费增长保持着一以贯之的同向度与较高的共振性。不过，按照“存量-流量”效应理论，家庭当期债务流量的增长的确能够增加消费支出与总需求，但随着债务积累与存量规模的不断扩大，家庭部分的偿债要求也会相应地不断加重，同时家庭部门的资产负债表也将持续恶化，家庭融资成本也会随之提高，进而抑制消费支出与总需求的增加；在债务总规模较小与债务增长较慢的时期，消费对家庭债务增长的敏感度较高，家庭债务的小幅增长可引起家庭消费的较大幅度增长，但随着家庭债务的扩张速度不断提高，家庭债务增长在短期内对消费的促进作用减弱，而且在长期内将进一步加重家庭的利息支付负担，从而抑制消费与总需求增长。

在反噬消费动能的同时，家庭债务扩张必然令美国本已加大的贫富悬殊更加恶化。联合国将基尼系数超过0.4视为贫富差距过大的警戒线，而美国目前

的基尼系数达到了0.464，超出了同期其他发达国家0.35的平均水平，且美国基尼系数为所有发达国家之最高。数据显示，目前美国贫困率超过了11%，有3700万人生活在贫困线以下，而据美联储统计，前1%的美国家庭拥有32.3%的社会财富，后50%家庭(约6300万个家庭)仅拥有2.6%的财富。另外，美联储调查还发现，在年收入低于10万美元的美国家庭中，大约每10名成年人中就有4人表示债务增加了，而在年收入超过10万美元的家庭中，这一比例约为1/4。对低收入或者贫困家庭而言，收入增长远远不能覆盖债务成本，且不断降低的信用也必然限制其新的融资借债能力，最终不是违约就是陷入破产境地；而高收入和富裕家庭则不同，他们完全可以通过资产增值收益降低负债压力，最终保持或者走上更为轻松的生活之路。美国居民贫富分化的“马太效应”因不同家庭债务压力的承受与释放差异而变得更为显著。

最后需要强调的是，自家庭与金融机构形成借贷关系起，实际就构造出了多重金融风险传导链条。一方面，借贷机构为了追逐利润和降低自身的债务风险，都会将家庭债务打包成金融衍生品逐级出售，进而导致家庭债务资金链条变长，家庭部门于是很难不成为债务系统中风险的承担者；另一方面，当家庭债务负担加重，家庭部门对于宏观经济条件的波动变得更加敏感，一旦遭遇宏观经济不稳定，如利率上升、收入下降或失业率上升等情况，就会使家庭部门遭受冲击，导致其偿债能力下降，债务负担也会变得更重。同时，高额的家庭债务意味着家庭部门对银行等借贷部门的依存度更高，一旦家庭部门的财务情况发生波动，家庭债务违约率升高，家庭债务的风险就转变成借贷部门的资产风险，当借贷部门遭受过多的损失而导致资产负债恶化时，资金流动性也将出现大幅波动，严重时甚至造成金融系统基础设施中断，并引起全局性风险。对于这一点，15年前美国家庭住房抵押贷款的野蛮增长最终引爆全球金融危机的深刻教训值得警醒。

对交易所交易基金的新理解



王倩
同济大学副教授

近期，交易所交易基金(ETF)整体份额增加，医药、半导体等行业ETF份额创出历史新高。有公募基金人士认为，当前市场处于震荡整理阶段，权益类资产相对而言更具长期增长潜力，近期ETF份额增长较多的医药、半导体、高端制造等板块或具备较好的中长期投资价值。

近年来，国内ETF市场在数量和品类上持续扩容。创新品类方面，各家基金公司不断布局并积极申报。截至目前，首批已获批的8只跨市场政金债ETF中，已有多只陆续发行，还有超过20只已申报。业内人士表示，政金债ETF将进一步完善场内工具型产品的风险梯度，满足投资者多样化的投资需求。

ETF在近几年来逐步成为人们关注的热点，其机理如何，优势何在，又该如何对其进行有效操作？笔者将在文中一一探析。

不同类型ETF各具优势

人们区分ETF种类的方式多种多样，常见且易于理解的有基于国内市场金融头寸的ETF，基于国际市场金融头寸的ETF，固定收益与货币类ETF，杠杆化、逆向与商品类ETF等。

之所以这样区分，原因不单在于其标的头寸互不相同，还在于它们的评估、定价方法是依据此而相互区别的。

对于基于国内市场金融头寸的ETF，由于它们的标的头寸是同互助基金与封闭式基金一样被实时进行定价的，所以它们的价格上下浮动区间总的趋势是被均衡套利的。按照这个道理，ETF、互助基金与封闭式基金若管理策略与头寸类似，它们的定价应当是接近的。从长期趋势来看，相同或类似管理策略的互助基金与封闭式基金，其价格将越来越趋同于管理策略相同的ETF，这是均衡套利的结果。

基于国际市场金融头寸的ETF，它们为投资者打开了不同国家、地域以及行业的敞口，而通常这些敞口对于一个普通投资者来说是很难踏入的。例如，新兴市场国家、前沿国家等，普通投资者通常是没有这些敞口的直接入口的。此外，国际ETF还为来自国际的资产管理者与私人投资者架构了桥梁，使得私人投资者可以很方便地



张力摄

投资来自国际资产管理者的投资策略。

而货币ETF的优点在于为投资者提供了更加广泛的投资空间，更加方便、更低的维护成本。在过去，货币投资对于私人投资者来说，是个很难进入的领域，货币ETF解决了这个问题。这个优点同样适用于固定收益ETF，这些ETF使得人们可以共享市场信息、交易系统、风险管理体系统等。通常情况下，商品类金融产品与杠杆类产品的透明度与易理解程度相对较差，而通过ETF产品，这个缺点能够被战胜。

不同于互助基金

ETF同互助基金的相似之处在于，它们同样为公众投资者提供资产池证券和其他资产的不可分割的收益。但与互助基金不同的是，在ETF中，股份是可以像股票一样在交易所被买卖的。

ETF与互助基金的主要区别在于它们的支出特征不同。一般来说，ETF的支出要远远小于互助基金的支出结构。互助基金通常根据不同特征的投资者有不同的费用收取结构，而ETF的费用收取

结构则是统一的。第二，由于ETF的交易量在不断扩大，有些人开始关注它的买卖息差。通常来说，在交易ETF的时候，窄的息差要好于宽的息差。第三，人们在评估普通互助基金与ETF的时候，对跟踪误差的关注程度是不同的，人们给予ETF更多的跟踪误差关注。

投资者各自是以什么价格来交易买卖ETF与互助基金也是区别之一：互助基金以市净净资产值来被交易，ETF的价格则由市场价格决定，这个市场价格在某些时候可以区别于净资产值。虽然，ETF的价格反映了其标的证券的市场价值，但是这并不排除在基金层面上，ETF的市场价值仍旧受到投资者供需状况的影响。所以，它在净资产值的基础上可以出现上下浮动。

在这个意义上，封闭式基金有些类似于ETF，它们都在交易所被交易，并持有固定的证券池。但是，与ETF有显著区别的是，封闭式基金在净资产值上下浮动的范围要明显高于ETF，有时甚至在30%左右。

投资ETF的注意事项

基金管理者通过跟踪指数或者资产组合标识的方式来管理ETF，采用跟踪

指数方式时，基金经理既可以全值复制，也可以选取指数中的部分样本。ETF的结构允许在对管理中存在现金管理部分，例如分红的再投资、证券出借等。

在购买和持有ETF所属的资产组合的时候，降低其整体相关的成本固然重要，但是需要保证的一点是，要考虑到所有的成本以及准确的测算这些成本。

提及ETF，人们离不开“透明度”的理念。人们需要知道投资目标所涉及的股票、债券和ETF资产组合中其他的敞口。然而，如果能够让组合真正达到合理程度的分散化，即国内与国际的股票、固定收益头寸以及其他的资产类别的分散，那么这个ETF的资产组合达到的头寸个数会有数千个。在这个情况下，由于“透明度”投资者拥有能够分分钟跟踪每个头寸的机会，反而不会有太大帮助。

在资产组合的管理中，人们会有主动管理与被动管理的风格之分。被动管理一般来说就是复制指数，主动管理通常就是战胜指数的基金管理风格。无论是主动还是被动的管理风格，我们需谨记：勇气不是投资策略，希望不是投资政策，规避不必要的费用与成本和税收同样可以提高管理收益，打开思维去积极实践管理基金或许更利于纯粹理想化的方法。