

美国 24Q4 居民信贷状况小幅恶化

2025 年 02 月 20 日

- **1.美国居民信贷情况:** 据纽约联储, 24Q4 美国居民信贷违约率略有上升 (3.6%, 前值 3.5%), 其中信用卡、车贷的严重违约率上升较为明显, 11.35%信用卡贷款逾期 90 天以上, 为 2011 年以来最高水平; 车贷则接近 2020 年的高点; 学生贷款、房贷等仍处于低位。
- **2.大选后的企业资本开支意愿:** 不同调查显示, 美国企业在大选后普遍提高了资本支出计划。
- **3.关税与劳动生产率的相关性:** NBER 的研究发现, 在 1870 年至 1909 年间的镀金时代, 美国对进口制成品征收的关税水平与其国内工业劳动生产率的变动呈现出负相关。
- **4.联邦政府裁员的前景:** 特朗普正与马斯克的政府效率部门合作, 力求大幅缩小联邦政府的规模。联邦雇员比例最高的 100 个国会选区中, 过半数由共和党议员代表。目前, 受到裁员明显影响的华盛顿特区则主要是民主党代表的选区。
- **5.变革性人工智能的经济影响:** 研究显示, 在过去的 15 年里, 用于训练尖端 AI 系统的计算资源每年增长四倍, 人工智能的发展速度非比寻常; 变革性人工智能或将推动产出出现 10 倍以上增长、工资持续暴跌的情况。
- **6.美国社保可持续性:** 马斯克管理的 DOGE 发现, 美国社保局数据库中约有 2100 万 100 岁以上人群, 而根据美国人口普查数据, 2020 年仅 80000 名美国人年龄在 85 岁以上, 占总人口 0.02%。但事实上, 即使不考虑这一问题, CRFB 测算预计社保支出将达到应税工资的 21% 左右, 但社保收入仅占应税工资的 12%, 收支之间的差距说明这一现状不可持续。
- **风险提示:** 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦祎

执业证书: S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书: S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

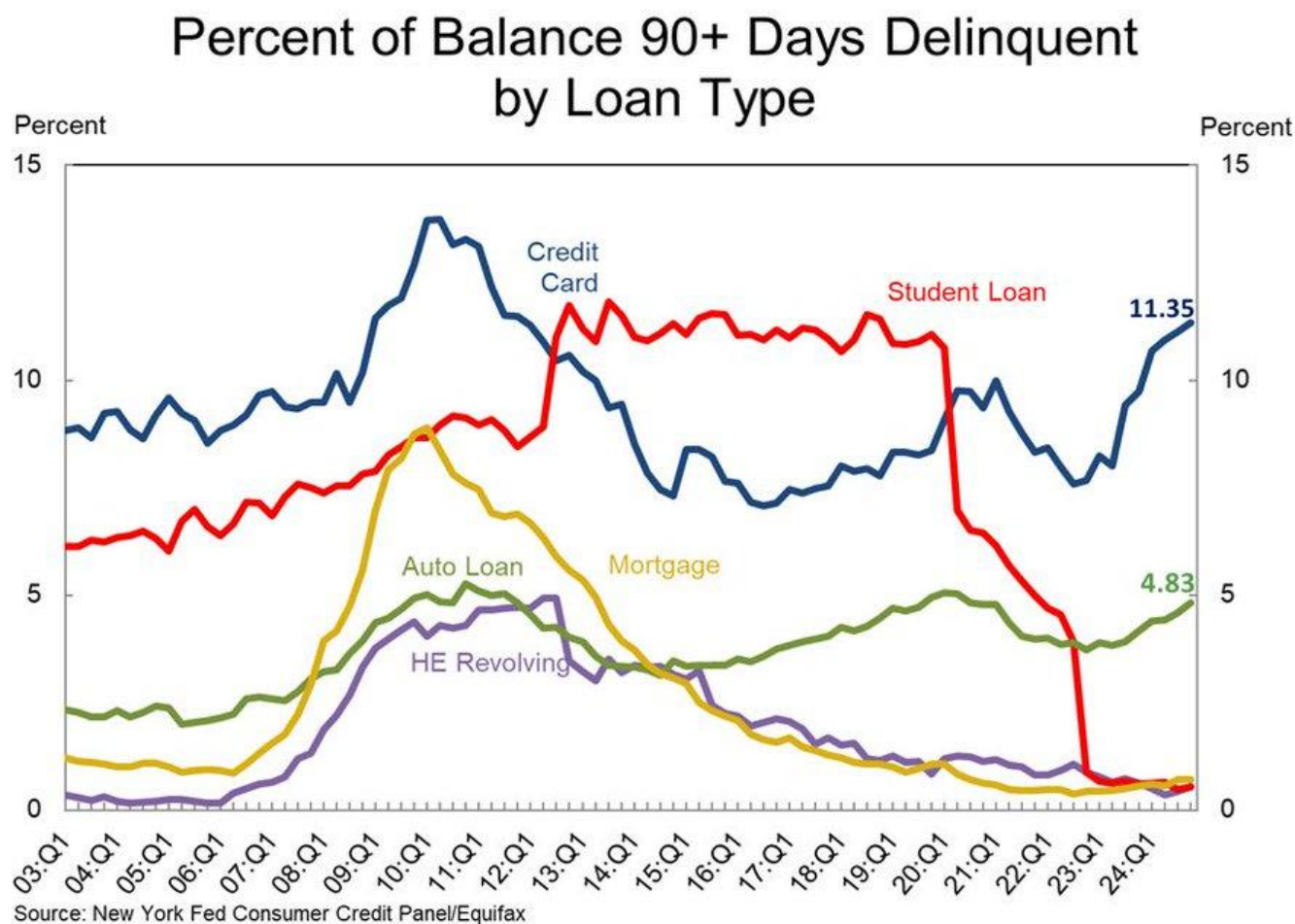
《从全球价值链洞察对华关税影响》

2025-02-19

《“科特估”重塑估值体系初见成效》

2025-02-18

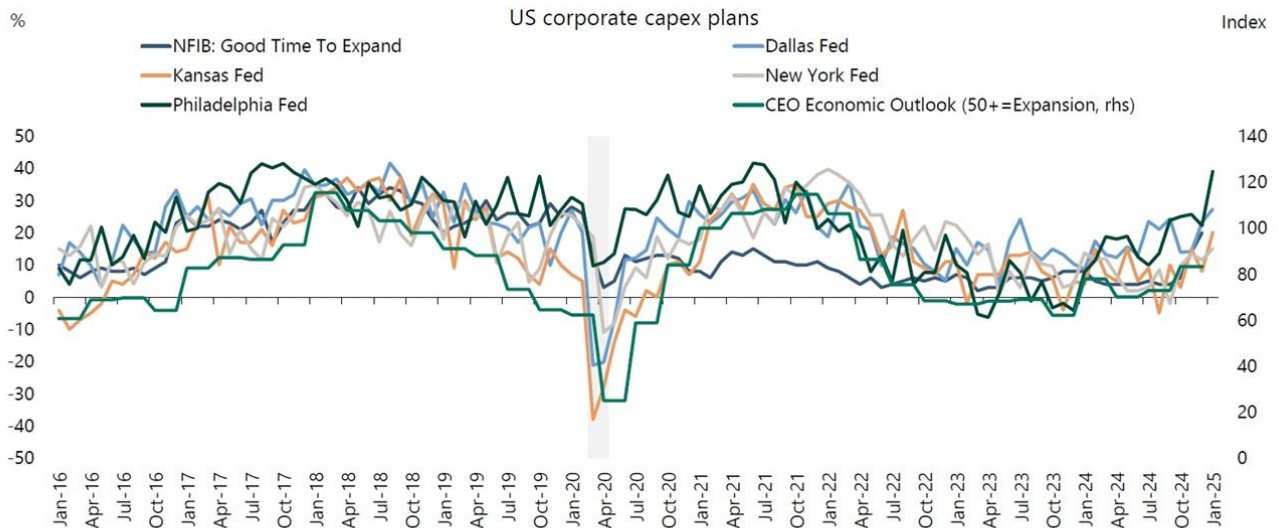
图1：美国居民信贷状况：据纽约联储，24Q4 美国居民信贷违约率略有上升（3.6%，前值 3.5%），其中信用卡、车贷的严重违约率上升较为明显，11.35%信用卡贷款逾期 90 天以上，为 2011 年以来最高水平；车贷则接近 2020 年的高点；学生贷款、房贷等仍处于低位。



数据来源：NY Fed、东吴证券研究所

图2：不同调查显示，美国企业在大选后普遍提高了资本支出计划。

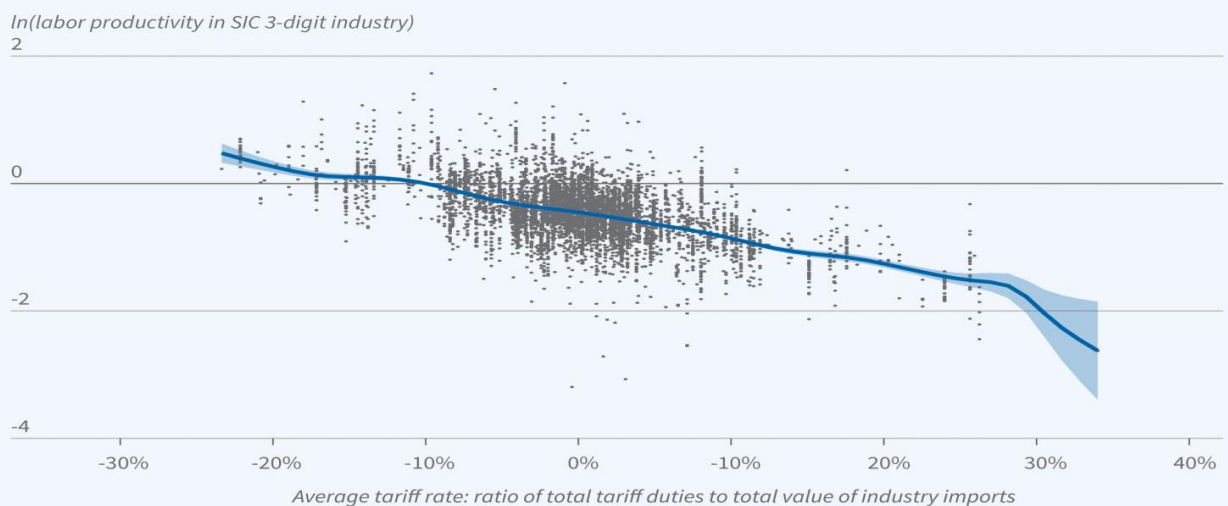
Corporate capex spending plans



数据来源：Apollo、东吴证券研究所

图3：NBER 的研究发现，在 1870 年至 1909 年间的镀金时代，美国对进口制成品征收的关税水平与其国内工业劳动生产率的变动呈现负相关。

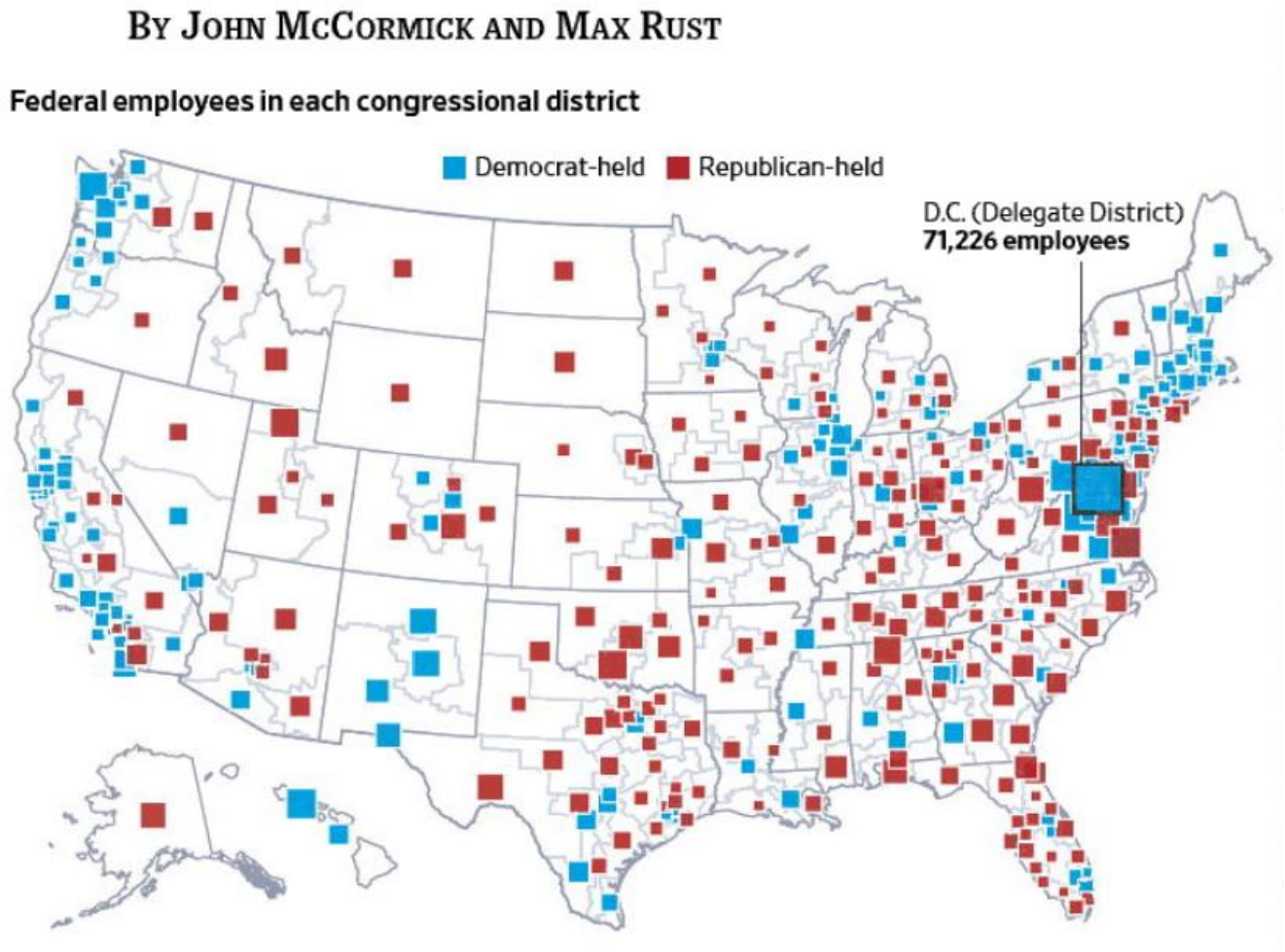
Tariffs and Labor Productivity, 1880–1909



Shaded area represents 95% confidence intervals.
Source: Researchers' calculations using data from multiple sources and surveys.

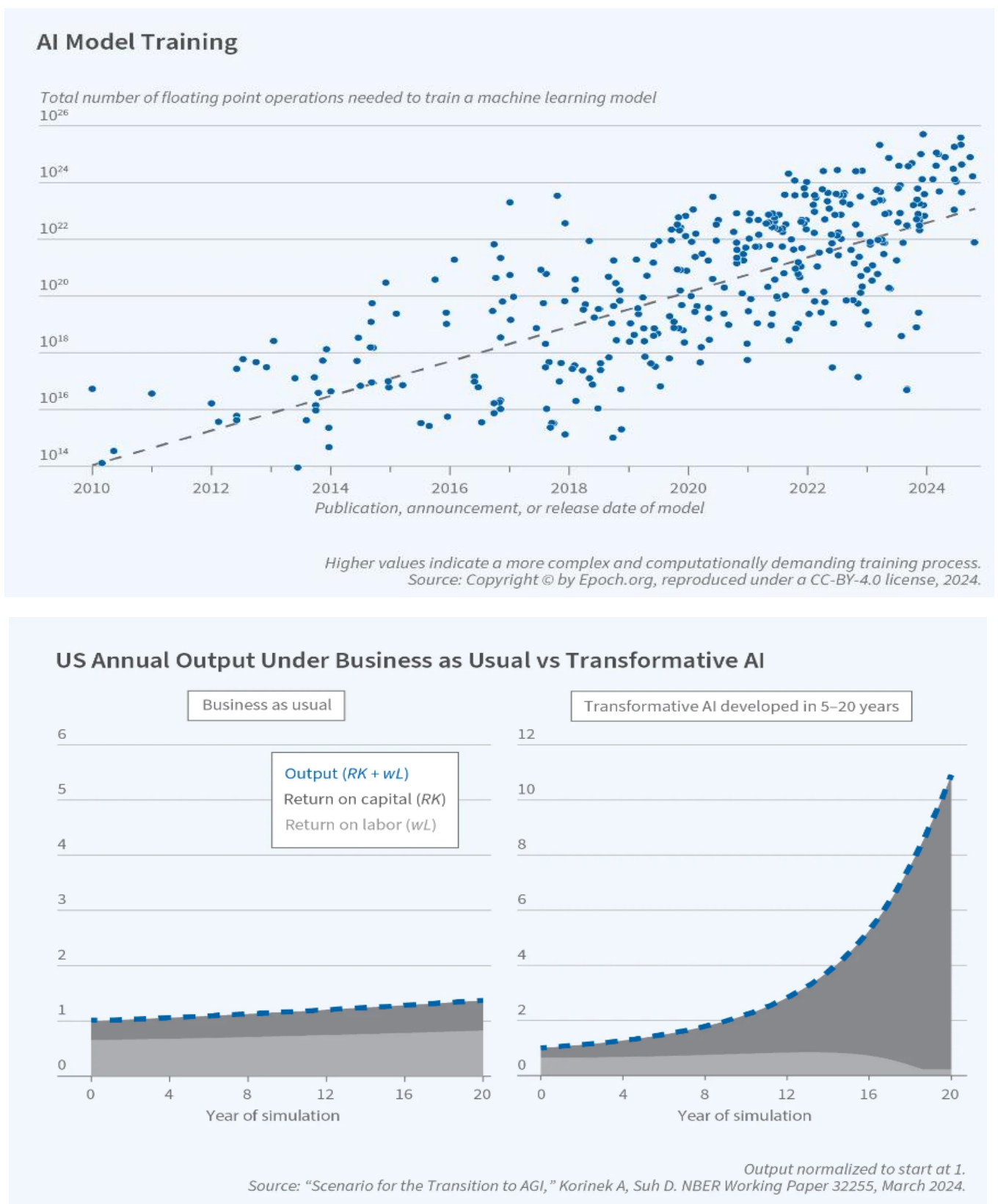
数据来源：NBER、东吴证券研究所

图4：特朗普正与马斯克的政府效率部门合作，力求大幅缩小联邦政府的规模。联邦雇员比例最高的 100 个国会选区中，过半数由共和党议员代表。目前，受到裁员明显影响的华盛顿特区则主要是民主党代表的选区。



数据来源：The Wall Street Journal、东吴证券研究所

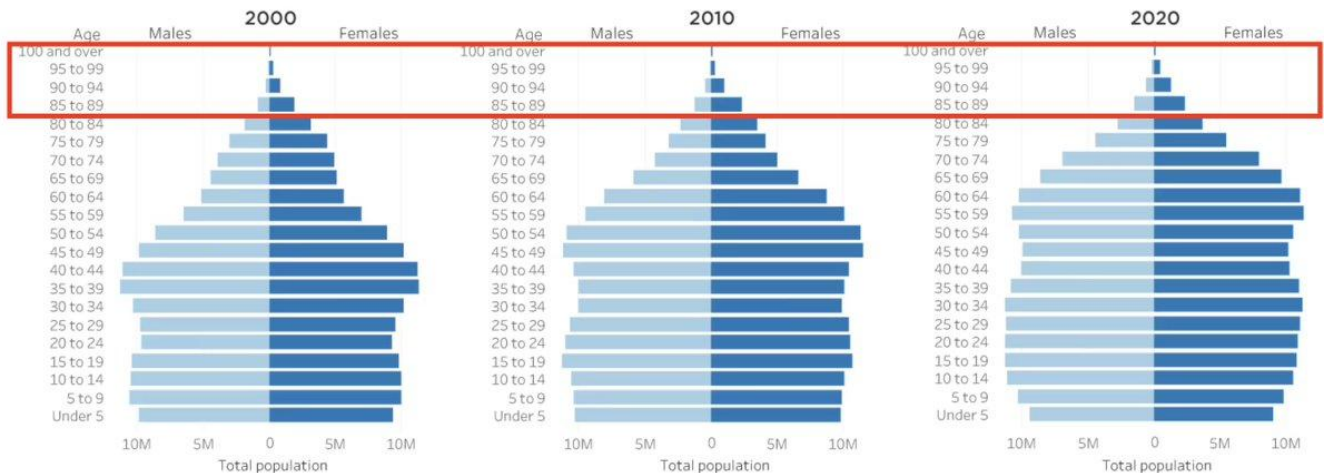
图5: 研究显示, 在过去的 15 年里, 用于训练尖端 AI 系统的计算资源每年增长四倍, 人工智能的发展速度非比寻常; 变革性人工智能或将推动产出出现 10 倍以上增长、工资持续暴跌的情况。



数据来源: NBER、东吴证券研究所

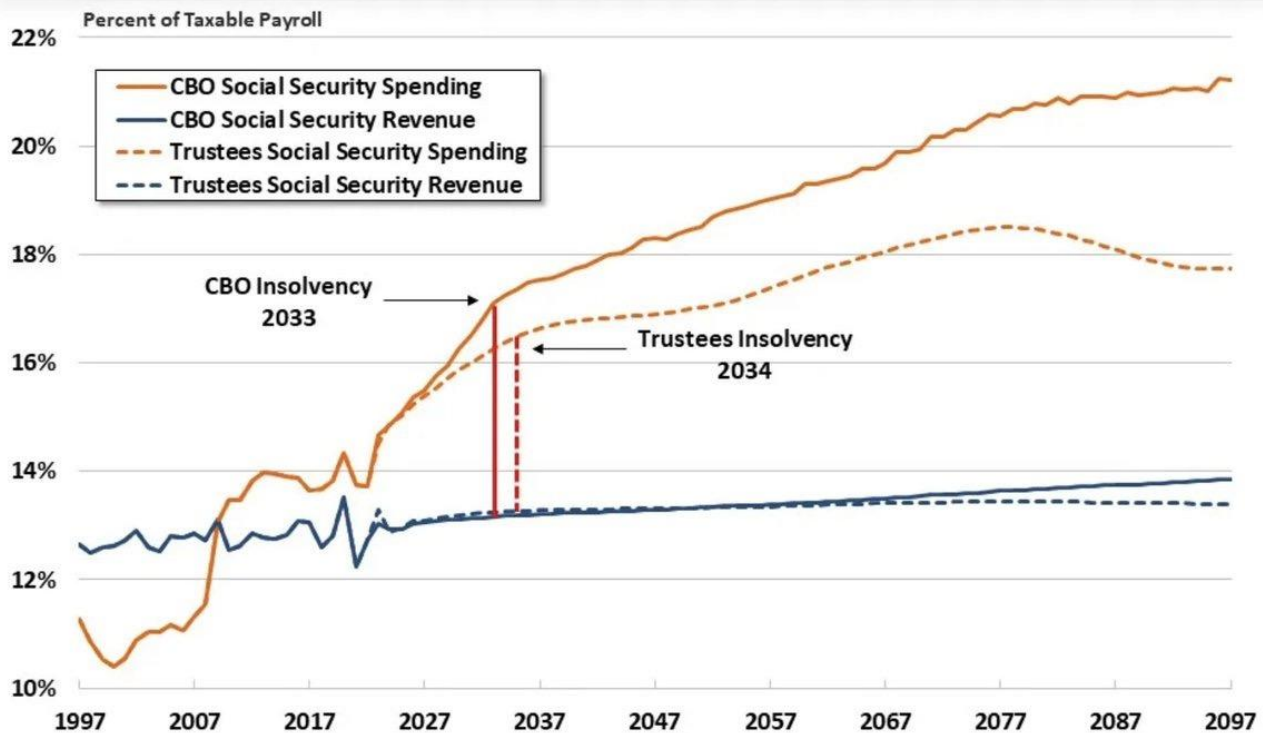
图6: 马斯克管理的 DOGE 发现, 美国社保局数据库中约有 2100 万 100 岁以上人群, 而根据美国人口普查数据, 2020 年仅 80000 名美国人年龄在 85 岁以上, 占总人口 0.02%。但事实上, 即使不考虑这一问题, CRFB 测算预计社保支出将达到应税工资的 21% 左右, 但社保收入仅占应税工资的 12%, 收支之间的差距说明这一现状不可持续。

Figure 2.
Population Pyramids for the United States: 2000, 2010 and 2020
 (In millions)



Source: U.S. Census Bureau, Census 2000 Summary File 1 (SF1), 2010 Census Summary File 1 (SF1) and

Social Security's Shortfall Grows Over the Long Term



数据来源: U.S. Census Bureau、CRFB、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>