

# 美国家庭财富缩水42万亿元，华尔街人士：美股尚未触底

美联储9月9日公布的报告显示，美国家庭净资产第二季度减少6.1万亿美元，降幅为4.1%，此前第一季度减少约1470亿美元。连续两个季度下降之后，美国家庭总资产降至143.8万亿美元，为一年来最低。

今年一季度，美国三大主要股指集体下跌，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数分别下跌4.57%、4.95%、9.1%，这是疫情之后，美股三大指数首次集体出现季度阴线。因美联储为遏制通胀快速上升而采取的激进行动导致二季度股市暴跌，美国家庭净资产二季度降幅创历史纪录。

美国个人投资者协会(AIIF)发布的最新周度投资者信心调查结果显示，截至9月7日的一周，仅有18.1%的受访者表达了看涨情绪，即预期未来6个月美国股市将会上涨，看涨受访者比例九周以来首次跌破20%。过半数受访者看空未来6个月的美股市场，看跌受访者比例升至53.3%。

美国经济在今年一二季度出现了技术性的衰退，连续两个季度出现了负的增长。8月底，白宫已将今年经济增长预测值从3月份的3.8%下修至1.4%。对经济衰退的担忧在二季度大幅上升，这使得标普500指数二季度重挫逾16%。美银援引EPFR Global数据，截至9月7日的一周，美国股票基金流出资金109亿美元，为11周以来最大的资金外流，其中科技股资金流出18亿美元。以哈奈特(Michael Hartnett)为首的美银策略师指出，通胀飙升、俄乌冲突、央行加息导致资金成本上升，助长了市场波动和信用违约，是促使投资者远离股市的原因。

虽然全球经济都在放缓，但由于美国就业市场持续强劲，其放缓的速度似乎更慢。据《财经》记者金焱

随着通胀形势恶化，汽油价格飙升至记录高位，美联储自今年3月以来连续4次加息，刚接近中性利率水平。在近日举办的杰克逊霍尔年会上，美联储主席鲍威尔明确表示，尽管7月份通胀有所回落，现在罢手却言之尚早；汲取历史上过早放松政策的教训，美联储需在一段时间内保持限制性的货币政策立场，即便这可能会导致经济增长放缓和就业市场疲软。美联储持续地从市场撤走流动性导致美股连续数周下跌，二季度美国股市遭受较大打击，拖累一众资产管理机构业绩表现，就连一向表现稳健的美国公共养老基金，在第二季度的回报率中值也损失8.86%。

花旗集团前全球外汇主管、深数宏观(DeepMacro)联合创始人兼CEO杰弗瑞·杨(Jeffrey Young)对《财经》记者说，到现在这个节点，在经济增长已达到峰值且通货膨胀开始下降之后，鲍威尔的立场将有助于巩固达到峰值的进程。基本面已经指向了美联储希望其发展的方向，这一事实对鲍威尔有所助益。

美国家庭净资产最大组成部分包括直接和间接持有的公司股票以及房地产。今年二季度末美国家庭净资产分别有38.6万亿美元和41.2万亿美元。2020年底、2021年底，美国家庭持有的股票市值分别为40.52万亿美元和49.23万亿美元，也就是说美国家庭持有的股票市值已经跌至2020年水平。

美国家庭所持股票价值缩水，但相当一部分华尔街人士倾向于相信美股可能尚未触底，通往下一个牛市还需要一段时间。

美国银行(Bank of America Co., BAC)旗下Bank of America Institute公布的研究报告显示，8月消费者支出继续加速，尽管公用事

业和托儿成本飙升的拖累部分抵消了汽油价格下降对消费者信心的提振。研究显示，8月支出总额同比增长13%，高于7月7%的增幅，数据显示，客户储蓄和支票帐户余额相对于疫情前的水平继续保持在较高位置。与此同时，平均公用事业支出上升了16%，由于近期热浪造成的支出增加可能还没有反映在水电费账单中，9月公用事业支出可能还会继续增长。以美元计算的托儿费用增长了9.7%，原因是价格上涨了约3%，经通胀调整后的支出增长了约7%。该研究称：“经济数据表明，父母，尤其是25-54岁的女性，正在重返劳动力市场，而8月份支付托儿费用的美国银行客户数量几乎达到疫情前的水平，约为2020年1月水平的94%。”另外，在7月15日至8月30日的返校季高峰阶段，返校支出下降了约4%。高物价和劳动力市场紧张对美国未来一年的经济前景构成压力。

美联储报告还披露了美国家庭债务。美国家庭经季节性调整的债务为18.6万亿美元，增长了7.4%，略低于上一季度。房屋抵押贷款债务增长8.8%，而非抵押消费信贷增长8.5%，这得益于信用卡借贷和汽车贷款的持续高额增长。非金融企业债务以7.7%的速度增长，反映了贷款的强劲增长，尤其是来自存款机构的贷款。

美国家庭的房地产市值在不断增加，从2020年底、2021年底的33万亿美元、38.12万亿美元不断增加至最新的41.2万亿美元，家庭持有的房地产价值在二季度上升了1.4万亿美元。不过高通胀和高利率令美国楼市持续降温，美国房价变得益发难以承担，住房市场放缓加剧。自6月以来全美房价以创纪录的速度降温，领先指标7月成屋签约

销售创新疫情爆发以来最低。

美国消费者为省钱而继续降级消费。低收入消费者普遍更无力支付房租和其他债务。据《财经》记者金焱

日前美国抵押贷款利率已连续攀升三周，达到2008年以来最高水平，30年期抵押贷款平均利率一周的时间从5.66%升至5.89%，超越6月的前次高点。借贷成本如过山车般——2021年同期，该利率还不到3%。这对迅速降温的房市又是一记打击。

在过去一个月美国抵押贷款利率上升了近一个百分点，潜在买家因此离场，纽约等地楼市均受到影响。需求减弱已开始对房价构成压力，据Redfin的数据，美国住宅实际平均售价近18个月来首次低于挂牌价。“抵押贷款利率再次上升，为了遏制通胀，货币政策将变得更加激进。”房地美首席经济学家Sam Khater在声明中表示，“虽然抵押贷款利升高，但分散性增强了，意味着借款人可以多问问价，争取一个更好的利率。”美国企业研究所(AEI)高级研究员爱德华·J·平托(Edward J. Pinto)此前是前房地美(Fannie Mae)的执行官，他对《财经》记者指出，美国持续10年的卖方市场仍将持续。如果目前约6%的抵押贷款利率保持不变，预计2022年12月购买率锁定量和房价升值(HPA)将同比放缓至6-8%，因为购房需求将进一步放缓，供应将增加。

8月底，美国全国房地产经纪协会(NAR)表示，占美国房地产市场销售量90%的成屋市场，7月销售总数意外再度不及预期，连续第6个月下降，销售量创下两年多新低。具有领先意义的7月新屋市场数据显示，其销售加速下跌，库存升至2008年地产崩盘时水平。

## 小破站的盈利困境

2022年9月8日盘后，被称作“Z世代第一股”的哔哩哔哩(下称“B站”，9626.HK)发布2022年第二季度未经审计的财务报告，财报数据显示B站仍未走出盈利困境。

2022年第二季度B站净亏损20.1亿元，同比扩大79.14%，2021年同期亏损为11.22亿元。这似乎与B站CEO陈睿提出的2024年实现盈亏平衡的目标差距越来越大。

B站姗姗来迟的财报发布后，B站亏损话题就冲上了热搜，当天晚上，B站美股(BILI.O)跌幅为15%。截至9月9日收盘，B站港币跌16.34%。

2022年年初以来，无论是在美股市场还是港股市场，B站股价都在持续下跌。据Wind数据，截至9月8日，B站在美股年内跌幅为49.09%，在港股跌幅为49.30%。2018年3月在美股上市后，2021年3月B站又登陆港股，两次上市首日B站均出现破发。

B站并不是近两年才亏损的，数据显示成立于2009年的B站，成立了多久就亏损了多久。B站的商业逻辑仍然延续了过去多年互联网公司的商业逻辑——以短期盈利为代价换取高成长率，快速占领市场后实现流量变现。陈睿在此次业绩电话会中提到B站“目前的核心工作是视频和增长”，但是财报数据显示B站的用户规模已经随着不断破圈快速扩大，月活(MAU)及日活(DAU)用户仍在增长，但是似乎变现对于B站而言仍然没那么容易，B站亏损仍在扩大。《巴伦周刊》中文版认为目前B站需要回答的问题是：为何以月活(MAU)及日活(DAU)为核心的规模指标一直增长的B站还处于盈利困境中以及B站还要亏损多久？

游戏业务风光不再

B站主要经营活动围绕弹幕在线视频平台“哔哩哔哩”展开，最开始B站的用户主要是为Z世代(1995-2009年出生的一代)，早前B站被Z世代亲切的称为“小破站”。随着B站不断破圈，如今年龄层已丰富至35岁。

目前B站主要通过游戏、增值服务(主要是付费会员和直播)、广告以及电商业务进行变现。

财报显示，2022年第二季度B站实现营收49.1亿，同比增长9%，环比小幅下降2.8%，延续第一季度疲软态势。2022年第二季度是B站上市以来的营收增速最低的单季度。Wind数据显示，B站2021年第一季度至2022年第一季度营收增速分别为：68.47%、71.73%、61.41%、50.54%、29.56%。

营收减少原因是游戏业务收入发生较

大程度的下滑。2022年第二季度B站游戏业务营业收入为10.5亿元，同比下滑15%，2021年同期为12.33亿元。

此前市场一度看好B站的游戏业务。基于B站的强大的二次元基因及独特的社区调性，游戏业务具有不错的导流效果。上市之初，B站游戏业务一直是B站的第一大收入来源，营收贡献超过八成。

B站游戏业务涵盖独家代理和联合运营两个板块，独家代理业务指B站以发行商的身份从研发商处获取游戏产品，并且负责该游戏产品的上线和日常运营。联合运营是游戏发行商借助B站平台积累的流量开展渠道业务，即游戏用户可通过B站服务器登陆游戏。在两种模式中，B站独家代理贡献了游戏业务营收大头。

2022年B站游戏业务下滑主要是由于2022年上半年缺少推出受欢迎的新独家发行游戏。

德邦证券研报显示，截至2021年末，B站独家代理运营的游戏已由2017年63个降至2021年的59个。

独家代理收入面对增长瓶颈，导致游戏业务整体增速趋缓。B站游戏业疲软态势在更早的时候就有所显现，2018年时，由于独家代理游戏收入增速下滑，B站的游戏业务整体增速趋于平缓。据德邦证券研报分析，其中原因一是B站的独家代理游戏一部分来自于日本市场，而进口游戏版号不断收紧。二是目前国内二次元游戏市场由国产主导，且2018年以来，绝大多数的头部国产二次元游戏都采用了自主发行的模式，客观上进一步挤压了B站的独家代理游戏产品供给。

另外，B站独家代理的《FGO》、《碧蓝航线》和《公主连结 Re:Dive》三款游戏营收表现平平，2018-2020年收入合计为25.2亿元、24.4亿元、28.8亿元。且这三款游戏之后并无新的大体量游戏接档。2021年B站上线的《坎公骑冠剑》、《机动战姬》、《刀剑神域》在2021年第四季度仅突破单位数的增长，并未贡献增量。

随着独家代理业务增速放缓了，联合运营占比则从2018年12%提升至2021年的29%，但目前为止联合运营并未给B站带来新的增量空间。B站的联合运营主要客户为二次元厂商。而二次元游戏厂商今年也处境艰难，多款游戏宣布停服及停止研发。与独家代理相比，联合运营毛利率较低。2022年上半年B站联合运营上线的游戏知名的

也仅有《深空之眼》。

在此背景下B站开始重视游戏自研。B站CEO陈睿也表示代理和联运是过去B站游戏增长的引擎，未来第二个引擎就是自研。公开资料表明，目前B站游戏自研团队的规模已经超过1000人。在2021年的游戏新品发布会上，B站公布了16款游戏新作(6款自研产品，10款独家代理产品)，目前14个游戏并无新动静，2款自研游戏《暖雪》与《碳碳危机》已上市，二季度自研游戏收入占B站游戏总收入比重5%。

B站自研游戏挑战难度较大。2022年监管方三次发放游戏版号，B站并不在此之列。B站自研游戏市场竞争对手不仅有腾讯、网易，也有米哈游、鹰角和莉莉丝等新晋游戏开发商。

此前B站一度高喊“去游戏化”，2018年至2021年年报显示，B站游戏业务由占营业收入比重83%下滑至26%。但实际上B站仍然对游戏业务有所希冀，媒体数据显示，2021年B站投资的游戏公司超过15家，2022年以来，B站先后投资近10家游戏公司。

盈利困境仍在于主站业务变现难。尽管B站仍在亏损，但是活跃度仍然是不错的。

2022年第二季度，B站月均活跃用户数(MAU)达3.06亿，首次超过3亿，同比增长29%，日均活跃用户数(DAU)达8350万。二季度用户日均使用时长达89分钟，社区整体流量同比增长48%。

在付费用户增长上，B站第二季度月均付费用户数达2,750万，同比增长32%，付费率达9.0%。而2021年二季度月均付费用户数同比增长了62%，B站月均付费用户增速也趋缓了。截至第二季度末，“大会员”(付费用户)数量达到2100万，同比增长19%。

用户月活持续增长离不开内容生产上的持续投入。数据显示，今年二季度，B站月均活跃UP主数量达360万，同比增长50%，月均投稿量达到1320万，同比增长56%。但是需要提及的是B站UP主的月活数量相比一季度却减少了，2022年一季度B站月均活跃UP主数量为380万，同比增长75%。

在B站的四项业务中，增值业务和广告业务均是基于月活(MAU)和日活(DAU)数据展开，但2022年二季度增值及广告业务营收增速变缓了。

近年来增值业务逐渐取代游戏业务成为第一大营收来源。2021年B站全年增值服务业务收入达69.3亿元，占营业收入比重

为69.55%，同比增长80%。广告业务2021实现营收45亿元，较上年增长145%。

但成长最快的广告和增值服务业务的增速在2022年第二季度也放缓了，二季度增值服务营收为21.04亿元，同比增长29%，广告营收为11.58亿元，去年同期为10.5亿元，仅同比增长10%。

B站财报中强调在实现用户增长的同时，进行了严格的费用控制，2022年第二季度销售和营销费用同比下降16%。在用户增长及费用支出下降的情况下B站增值业务及广告业务增速放缓，似乎在展示B站主站业务变现仍然很难，仍然还处于盈利困境中。

另外，B站为了调整营收结构，扩大盈利范围，2021年开始开展电商业务。2021年B站电商及其他收入为28亿元，同比增长88%。2022年第二季度这一数据为6.01亿元，去年同期为5.78亿元，仅有4%的同比微增。显然B站的电商业务增速也不理想。

此前，《巴伦周刊》中文版在2021年3月的文章中指出，市场对于B站市值成长的预期中，存在两条线索。一条是以MAU指标为核心的增长预期，一条是以用户认同和社区文化为核心的价值期待。2022年二季度财报显示，月活(MAU)及日活(DAU)用户仍在增长，B站却仍然在亏损，以用户认同和社区文化为核心的价值期待在2022年第二季度的财报上似乎仍有些落空。

此前B站CEO陈睿表示在2023年之前，B站月活用户可达到4亿，此次业绩电话会重申了这一目标。

德邦证券据2021年6月B站CEO陈睿在12周年演讲中提及哔哩哔哩35岁以下的用户占比约为86%，测算出当前哔哩哔哩于35岁以下使用网络视频的网民中的渗透率约为50.4%，以目前的渗透率而言，B站想要完成其4亿月活目标，难度有些大。B站还需要考虑的一个问题是，疫情已经进入第三年，后疫情时代用户规模增长速度及用户使用时长是否仍能保持目前的增长速度。

第二季度财报发布后，由于财报不及预期，美银、交银国际、大和等机构纷纷下调B站目标价。美银将B站目标价由394港元降至323港元；交银国际将B站目标价由268港元降至192港元；大和将B站目标价由45美元下调至38美元。截至周四收盘美股报20.07美元，截至今日收盘B站港股报152.1港元。