

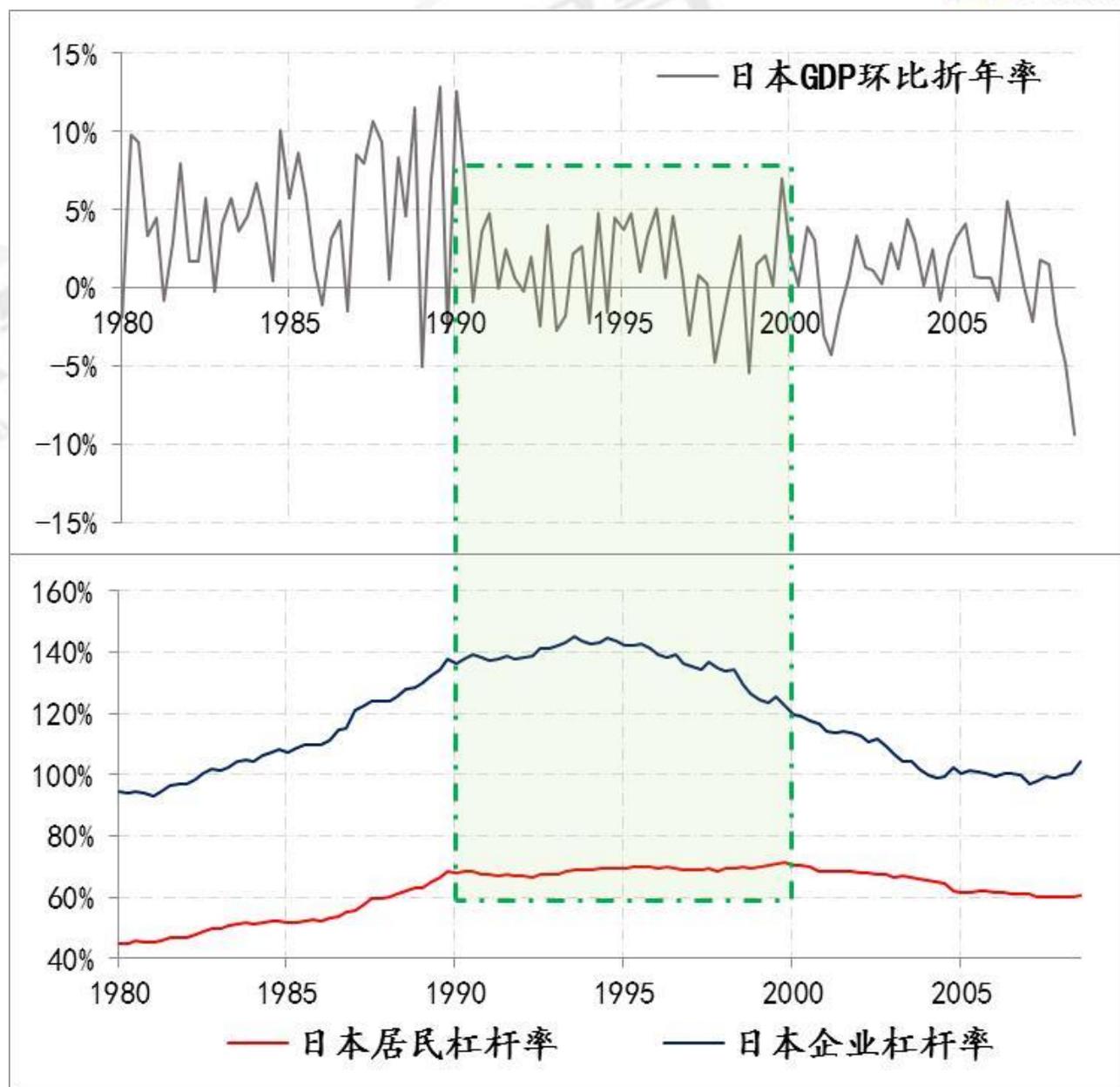


居民去杠杆②：居民债务的四个显著变化



从近期居民存贷款数据的变化，我们观察到居民已经开始通过提前还债、不借新债等主动减债的方式来调整资产负债表，反映出居民预期存在趋势性下降的风险（参见《居民去杠杆①：扭转居民预期为什么最为重要》）。然而，即便居民已经开始自发地去杠杆，居民债务对整体经济体系的影响依然存在很大不确定性，按照国际货币基金组织(IMF)的研究，如果居民杠杆率（居民债务余额与 GDP 比值）超过 65%，金融稳定就可能受到不利影响。而在 20 世纪 90 年代初，与日本居民杠杆率由快升期转入平缓期同步，日本经济增速开始趋势性下降，之后日本企业和居民又相继转入趋势性去杠杆，企业杠杆率由 145%降至 100%，居民杠杆率由 71%降至 60%（企业比居民要早 6 年开始去杠杆），此情况被辜朝明描述为“资产负债表衰退”，为扭转此局面，日本政府耗费了多年的精力和资源。

图 1：日本经济的资产负债表衰退



而若参照上述日本企业去杠杆领先居民去杠杆 6 年的经验数据，鉴于中国企业的杠杆率是于 2016—2017 年期间达峰 161% 上方后开始降杠杆，相应推演中国居民大致会在 2021-2022 期间开始去杠杆。我们确实已经观察到居民开始调整资产负债表，与此同时中国经济增速也由 2016—2017 年期间的 7% 降至 2021-2022 期间的 2% (GDP 季度环比折年率)。那么，如果经济下行、企业降杠杆直至居民去杠杆的链条一旦成形，类似日本当

年出现的“资产负债表衰退”风险还是有显化的可能，而其中最为脆弱和难以逆转的无疑就是居民债务的持续性，为此，需要对居民债务的现状进行梳理。

首先，居民债务的可持续性已经开始承压。

按照央行口径，居民债务包括银行贷款、个人委托贷款和个人融资融券等。截至 2021 年末，该口径下的居民债务余额为 82.6 万亿，占 GDP 比重 72.2%。如果再考虑车贷、小贷公司贷款、民间借贷等，2021 年末居民的债务规模已接近 90 万亿元，占 GDP 比重超过 78%，较 2016 年末的 46 万亿近乎翻了一番，由此居民每年的利息支出也在快速上升。疫情以来，居民每年的利息支出还曾一度超过居民可支配收入年增长规模，即“入不敷出”。若再考虑到个人住房按揭贷款和公积金贷款等债务项目不仅要支付利息，还要按约定比例还付本金，居民每年因债务产生的实际支出规模还要更高。因此，居民债务的可持续性已面临较大压力。

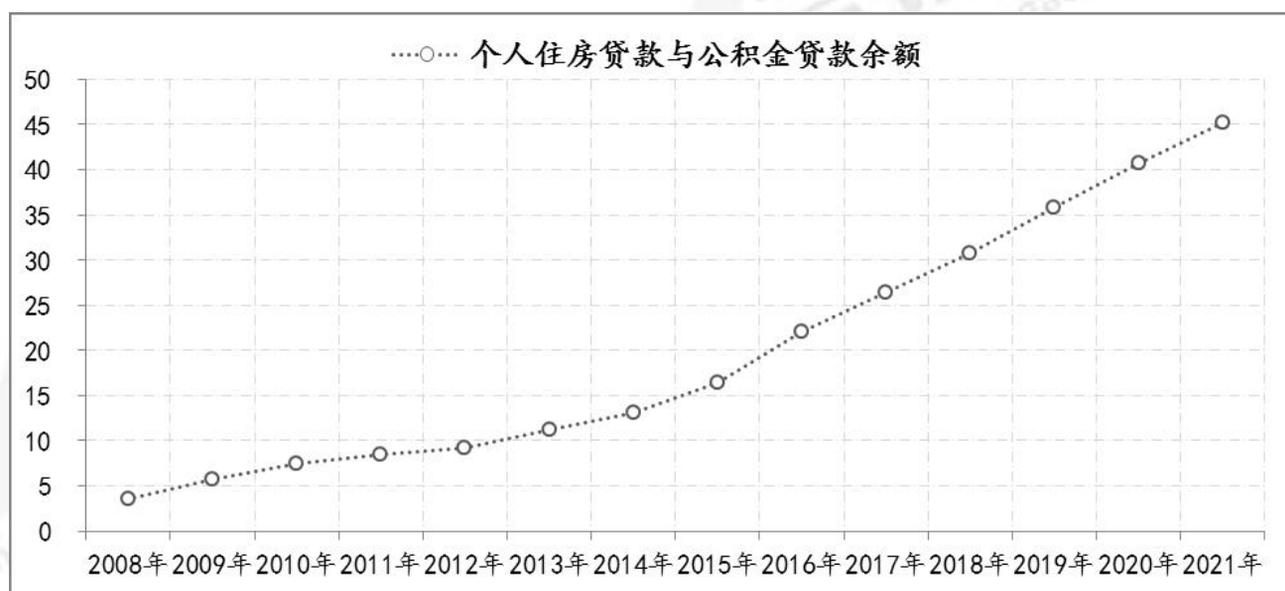
图 2：居民年利息支出和可支配收入年增长规模（万亿）



其次，快速增长的房贷令居民债务链条吃紧。

房贷作为居民债务的主要构成部分，是多数国家的共性。截至 2021 年末，中国的按揭贷款与公积金贷款合计的居民房贷余额已达 45.21 万亿元，占居民债务总规模的一半以上。

图 3：居民房贷余额（万亿）



房贷之所以成为居民的主要负债，一方面源自城镇化水平的提升、产业结构变化下人口流动，以及人口自身周期等因素推动居民住房需求的上升，另外，房产兼具消费和投资双重属性，是居民重要的投资标的，最典型的例子就是学区房。房产具有较好的抵押物品质，令居民更易凭此来融资。在多因素推动下，房产的金融属性十分明显，且围绕房产的金融活动呈现出较强的周期性。目前居民房贷占可支配收入的比重已升至 66.7%，若再考虑其他进入楼市的信贷资金，居民房产债务占可支配收入的实际比重会更高。

20 世纪日本房地产泡沫事件和本世纪的美国次贷危机均表明，房贷的快速增长最终会以危机方式击垮居民的债务链条，而近年来断供增多、法拍房激增以及停贷等信号，反映出居民房贷及整体债务链条的吃紧。

再次，居民债务代际间分布不均衡。

目前，中国对于居民贷款仍有较为明确的年龄规定，例如年龄高于 65 岁的人群基本就丧失了申请贷款和信用卡的资格，因此中国住户部门债务在代际间的分布是不均衡的，即债务的主要承担者集中在适龄劳动力人群，

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_45100

