

## 证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

邮箱: lu\_xy@tebon.com.cn

## 联系人

赵梧凡

电话: 021-68761616-6319

邮箱: zhaowf@tebon.com.cn

蔡一炜

电话: 021-68761616

邮箱: caiyw@tebon.com.cn

## 相关研究

## 人口渐老，杠杆难加

## ——宏观杠杆率系列报告（一）

## 摘要：

- **近年来，中国居民部门贷款水平快速扩张。**2013年年底，中国居民贷款总额仅为19.9万亿元，而截止到2017年年底，中国居民贷款已经增长至40.5万亿元。从结构看，我国居民贷款主要为住房按揭贷款，2015年一系列政策的刺激下，我国房地产市场表现火热，我国很大一部分居民资产向房地产市场流动。同时，近期以互联网为媒介的金融服务—小额贷款、P2P等新的金融业快速发展，从2017年起，小额贷款规模又呈现逐步上升趋势。我国当前居民整体的资产负债结构相对比较激进，居民部门的债务压力也在快速集聚，杠杆率持续攀升。
- **居民杠杆水平高企的原因。**第一，居民部门可支配收入占比在逐年下降。从最终成果分配角度来看，近年居民部门可支配收入占比在逐年下降，企业和政府部门收入占比正在逐年上升，同时由于受到房地产市场需求拉动，居民部门是加杠杆主力，导致居民部门杠杆率快速上升。第二，居民消费行为的变化。全球次贷危机以后，经济增长总体放缓，需求不振，国家运用各种手段刺激内需，促使消费结构和消费潜力进一步释放，居民消费率有明显的提升。第三，金融产品多元化。中国在2018年经历P2P“爆雷潮”，反映出在金融产品多元化的背后，居民财富并没有能够得到足够保护，债务水平居高不下。
- **居民杠杆率水平总量尚属可控，增量更值得关注。**居民杠杆率总量方面，中国在新兴国家里排名靠前，但相对于发达国家，中国居民部门杠杆率仍有上行空间。在相同发展时期，中国居民杠杆率总量超过了当时美日韩等国的水平。从增量来看，近年来中国居民部门杠杆率上升速度飞快。根据BIS公布的数据，自中国2006年有数据以来，居民部门债务占GDP比例由11.5%飙升至2018年第三季度的51.5%。从地域角度来说，整体呈现一线城市居民杠杆率小幅高于全国平均水平，而热点二线城市因为房地产市场吸引居民贷款，导致居民杠杆率较高。
- **未来居民部门杠杆再增加空间有限。**展望下一步，人口因素所带来的储蓄率下降也会导致加杠杆动力不足。中国储蓄率自2011年持续下滑，也将制约债务的扩张空间。从美日韩等国的经验来看，国民储蓄率也与劳动人口呈现正相关性，人口老龄化进程会导致储蓄率的持续下降。
- **居民部门杠杆率过高，会压制消费需求，甚至导致系统性风险。**居民杠杆率对于消费行为具有重要影响，主要是由于高负债水平将压缩居民可支配收入，进而挤压消费，尤其是教育、娱乐等非必须消费品。此外，居民的负债水平快速上升，往往伴随着房价的大幅上涨，这虽然可以在短期内刺激消费和房地产投资，但后果很可能导致资源向房地产行业的过度集中，带来房价泡沫和系统性风险的集聚。
- **目前中国经济偏弱的背景下，建议考虑从以下方面控制居民部门杠杆率。**加大科技投入，拉动经济增长。这能提升生产效率，企业盈利能力提高，这就会吸引企业部门加杠杆，同时金融机构也会增加对企业部门的放贷力度，相对地减少对居民部门的信贷投放。提升居民可支配收入。减税降费将令居民部门在保持原有消费水平变化不大的基础上，增加储蓄，从而降低杠杆率。货币政策不宜过度紧缩。在对待居民部门杠杆率偏高的问题上，货币政策过紧或过松都不利于金融稳定，保持松紧适度，寻找理想的平衡点是政策的立足点。加强房地产市场调控。近年来，我国居民部门杠杆率持续上升，主要源自于房地产市场吸引资金流入，因此还需要采取房地产市场调控政策，严格控制房地产信贷。
- **风险提示：**经济加速下行，房地产政策超预期。

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 居民部门杠杆率的发展变迁.....         | 5  |
| 1.1 如何衡量居民债务风险.....          | 5  |
| 1.1.1 核心债务/GDP.....          | 5  |
| 1.1.2 偿债比率.....              | 5  |
| 1.1.3 存贷比.....               | 5  |
| 1.3 居民杠杆率变化的原因.....          | 8  |
| 1.3.1 居民收入增长.....            | 8  |
| 1.3.2 消费行为的变化.....           | 8  |
| 1.3.3 金融产品多元化, 居民财富增长有限..... | 9  |
| 2. 居民杠杆率总量与增速.....           | 9  |
| 2.1 国际比较.....                | 10 |
| 2.2 地域比较.....                | 12 |
| 2.3 人口老龄化、储蓄率变化可能导致空间变小..... | 14 |
| 3. 居民部门杠杆率过高的风险.....         | 19 |
| 3.1 居民杠杆率过高压制消费需求.....       | 19 |
| 3.2 系统性金融风险可能增加.....         | 20 |
| 4. 建议.....                   | 20 |
| 4.1 加大科技投入拉动经济增长.....        | 20 |
| 4.2 提升居民可支配收入.....           | 21 |
| 4.3 货币政策不宜过度紧缩.....          | 22 |
| 4.4 加强房地产市场调控.....           | 23 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1 居民部门贷款 .....                      | 5  |
| 图 2 各国杠杆率比较 .....                     | 6  |
| 图 3 小额贷款情况 .....                      | 7  |
| 图 4 P2P 情况 .....                      | 7  |
| 图 5 可支配收入与居民杠杆率 .....                 | 8  |
| 图 6 可支配收入占比：按部门分 .....                | 8  |
| 图 7 消费率与储蓄率 .....                     | 9  |
| 图 8 居民资产负债表：金融资产 .....                | 9  |
| 图 9 44 个国家和地区居民部门杠杆率（%） .....         | 10 |
| 图 10 中美日韩居民部门杠杆率（%） .....             | 10 |
| 图 11 中美日韩 GDP 不变价同比增速（%） .....        | 11 |
| 图 12 各国自 2006 年以来居民部门杠杆率增量（%） .....   | 11 |
| 图 13 居民贷款中短贷及中长期贷款占比（%） .....         | 12 |
| 图 14 各省居民贷款/GDP（%） .....              | 13 |
| 图 15 各城市居民贷款/GDP（%） .....             | 13 |
| 图 16 近三年部分城市居民部门杠杆率变化（%） .....        | 13 |
| 图 17 国民总储蓄率与 IMF 预测值（%） .....         | 14 |
| 图 18 各国国民储蓄率（%） .....                 | 15 |
| 图 19 三大部门储蓄百分比占比（%） .....             | 15 |
| 图 20 中国居民储蓄率（%） .....                 | 15 |
| 图 21 中国 15-64 岁人口占总人口比例与储蓄率（%） .....  | 16 |
| 图 22 日本总储蓄率与 15-64 岁人口占总人口比重（%） ..... | 16 |
| 图 23 韩国总储蓄率与 15-64 岁人口占总人口比重（%） ..... | 17 |
| 图 24 美国总储蓄率与 15-64 岁人口占总人口比重（%） ..... | 17 |
| 图 25 日本国民总储蓄率与公共投资同比（%） .....         | 17 |
| 图 26 美国国民总储蓄率与国内私人投资总额同比（%） .....     | 18 |
| 图 27 中国人口出生率（%） .....                 | 18 |
| 图 28 中国国民总储蓄率、投资率和 GDP 不变价同比（%） ..... | 19 |
| 图 29 中国城镇居民人均消费性支出（元） .....           | 19 |
| 图 30 美国居民部门杠杆率和非金融企业部门杠杆率（%） .....    | 20 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 31 个税起征点和月平均工资（元） .....          | 21 |
| 图 32 CPI、GDP、M2 增速比较（元） .....      | 22 |
| 图 33 M2 增速与 CPI、GDP 增速的差异（%） ..... | 22 |
| 图 34 个人购房贷款增速和房价涨幅增速（%） .....      | 23 |
| 表 1 居民部门贷款情况.....                  | 6  |
| 表 2 居民住房贷款规模及变化趋势.....             | 7  |

## 1. 居民部门杠杆率的发展变迁

作为国民经济重要组成部分之一的居民部门，不仅是作为消费者，还是投资者，都是社会资金的主要供给者。居民的消费、储蓄和投资行为对整个经济社会的发展都具有很大影响。研究居民部门负债的风险有多大、资产负债状况如何，对于把握宏观经济状况和指定经济政策有重要意义。

### 1.1 如何衡量居民债务风险

我们通过研究居民的债务风险，可以更好地诊断风险，应对危机。一般来说，国际上有以下三种衡量方式：

#### 1.1.1 核心债务/GDP

首先我们从居民资产负债表的负债方分离出广义债务和核心债务。广义债务是指负债方非股权和投资基金之外的全部负债。核心债务主要是贷款、债券以及影子银行所形成的债务融资，不包含非息负债与居民部门内部的互助贷款。国际上对债务率的衡量也大多使用核心债务/GDP 这一指标

#### 1.1.2 偿债比率

偿债比例，即偿还债务本金与利息/住户部门可支配收入也是国际通用的衡量居民负债率的指标之，可以直观反映居民的偿债能力。

#### 1.1.3 存贷比

此外，存贷比也是衡量居民债务的一种方式，即使用住户贷款余额/住户存款余额。但是以存款代表居民部门资产，有一定局限性。尤其是现在，随着资产扩张和金融深化，居民的负债变得多样起来。住房贷款余额不能够完全衡量居民的负债水平。

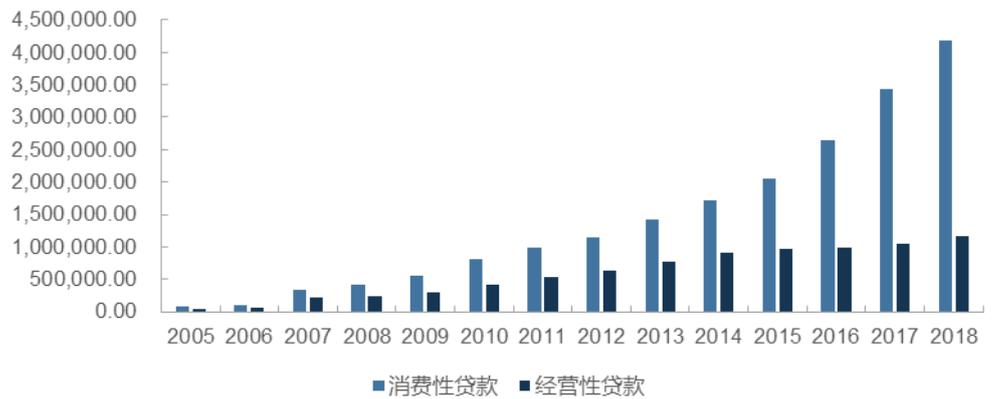
因此，综上所述，这三个通用的指标当中，考虑到通用和统一性，我们使用核心债务/GDP 作为衡量居民负债水平的指标。

### 1.2 居民部门杠杆率的发展与变迁

长期以来，由于中国金融体系不发达，社会保障体系不健全等缺陷，中国居民的资产负债表一直较为保守。1997年，通货和存款在居民金融资产中的占比高达88.7%，整体储蓄率较高，负债比例较低。

不过随着财富积累和资产扩张，居民部门在20世纪90年代开始逐渐积累负债。由于我国居民部门中包含大量的农户和城镇个体户，因此居民部门的贷款包括经营性贷款和消费性贷款。在过去很长一段时间，居民部门的贷款主要都是生产经营性贷款。但是从1998年开始，我国开始大力发展消费信贷，从此之后居民部门的消费贷款迅速增长，一举成为居民部门贷款中最大的一部分。

图1 居民部门贷款



资料来源：德邦研究，WIND

2013年年底，中国居民贷款总额仅为19.9万亿元，约占居民可支配收入的55.6%，占GDP的33.4%。而截止到2017年年底，中国居民贷款已经增长至40.5万亿元，占居民可支配收入比重高达83.5%，占GDP比重为49.4%。可以说近几年，我国信贷扩张的主要动力就来自于居民部门。

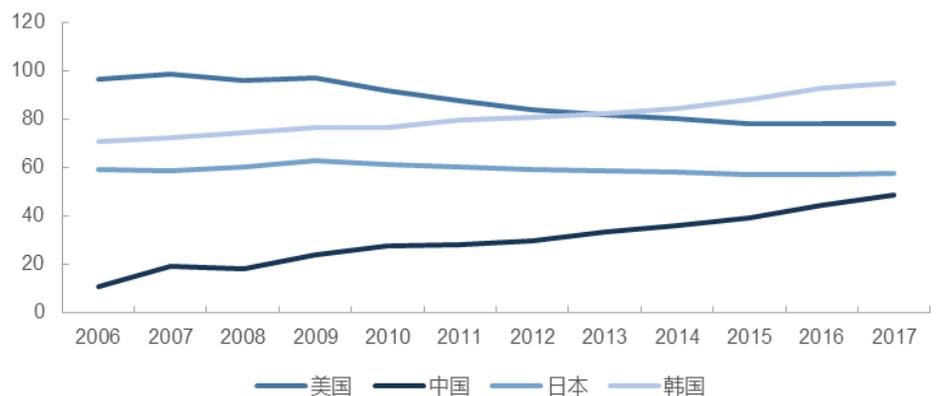
表1 居民部门贷款情况

|                 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| 居民贷款/GDP(%)     | 33.3 | 36.0 | 39.2 | 44.9 | 49.0 |
| 居民储蓄率(%)        | 27.8 | 28.1 | 28.5 | 28.2 | 29.5 |
| 居民贷款/居民可支配收入(%) | 55.6 | 59.2 | 64.0 | 72.6 | 83.5 |

资料来源：德邦研究，WIND

不过从国际比较层面来看，我国居民杠杆率还处在较低水平，截止到2017年年底，我国居民杠杆率为48.4，而同期美国、日本和韩国的居民杠杆率分别为77.8、57.2和94.8。不过尽管目前我国居民杠杆率水平较低，但是近几年来上升趋势明显，居民成为目前债务风险的主要来源部门。

图2 各国杠杆率比较



资料来源：BIS, 德邦研究

另外，通过和国际比较，我们发现我国以贷款进行日常消费的情况在中国还处在比较低的水平。我国居民贷款主要为住房按揭贷款，也就是说我国居民债务风险很大程度上集中在住房市场及与之相关的金融活动上。

不过，从2008年以来，我们看到尽管住房按揭贷款规模增长很快，但是在居民消费性贷款中的比重在逐年下降，直到2015年才重新上升。同时，我国的住房贷款不良率也是维持在0.3%的位置长达四年，也是从2015年才开始重新上升。

这样的信贷数据和我国房地产政策也是相匹配，2015年一系列政策的刺激下，我国

房地产市场表现火热，我国很大一部分居民资产向房地产市场流动。同时从数据走向我们也发现，尽管近两年国家积极推出限贷、限购政策，但是依旧不改居民部门对于房地产的热情。大部分的居民非经营性贷款还是流向了房产市场。

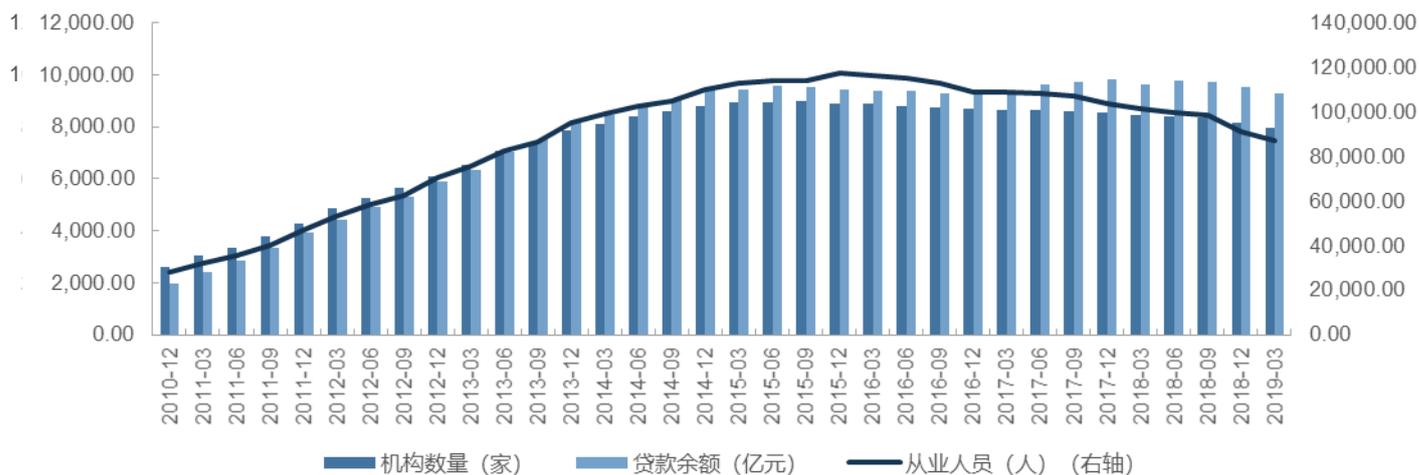
表 2 居民住房贷款规模及变化趋势

|                   | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 住房按揭贷款(亿元)        | 29800 | 44200 | 57300 | 66000 | 75000  | 90000  | 106000 | 131000 | 179000 |
| 居民消费性贷款(亿元)       | 37235 | 55366 | 75108 | 88778 | 104439 | 129819 | 153759 | 189617 | 250585 |
| 住房按揭贷款/全部消费性贷款(%) | 80    | 79.8  | 76.3  | 74.3  | 71.8   | 69.3   | 68.9   | 69.1   | 71.4   |
| 住房贷款不良率(%)        | 0.9   | 0.6   | 0.4   | 0.3   | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.4    |

资料来源：中国人民银行，德邦研究

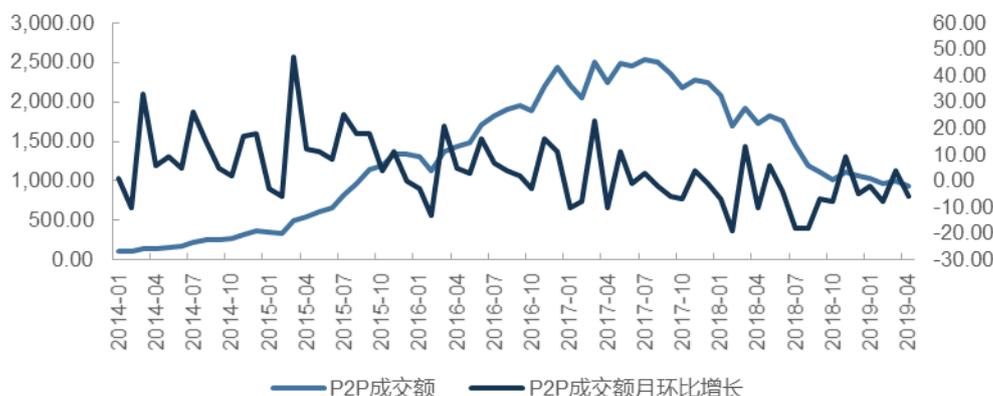
同时，近年来，我国居民贷款结构又出现了一些新变化，以互联网为媒介的金融服务—小额贷款、P2P 等新的金融业快速发展。因为不受地域限制，经营灵活，在 2011 年开始小额贷款无论是机构数量、从业人员还是贷款余额都蓬勃发展。不过，从 2016 年期，关于互联网金融的监管政策相继推出，从而限制了小额贷款的发展速度。但由于小额贷款门槛较低，监管难度较大，所以很难短期控制住其发展。再加上近年来消费主义盛行，过度消费和透支消费成为很多年轻人的常态。这时候对于借款人资信要求极低，甚至无要求的小额贷款得到快速发展。因此从 2017 年起我们看到，小额贷款规模又开始逐步上升。

图 3 小额贷款情况



资料来源：德邦研究，WIND

图 4 P2P 情况



资料来源：WIND,德邦研究

总而言之，我国当前居民资产负债表较以往出现了较大变动，整体的资产负债结构相对比较激进。同时，居民部门的债务压力也在快速集聚，杠杆率持续攀升，虽然说当

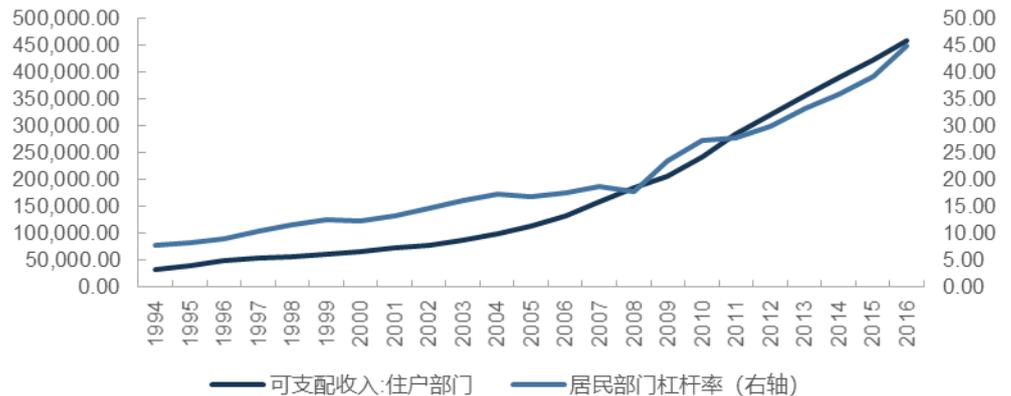
前的风险水平尚属可控，但是未来还是需要警惕。

### 1.3 居民杠杆率变化的原因

#### 1.3.1 居民收入增长

居民财富的增长影响到居民对于财富的分配，如果居民收入增长快，那么居民加杠杆的意愿则更加强烈。我们从增速上看，居民杠杆率增速与居民可支配收入的增长基本保持一致。

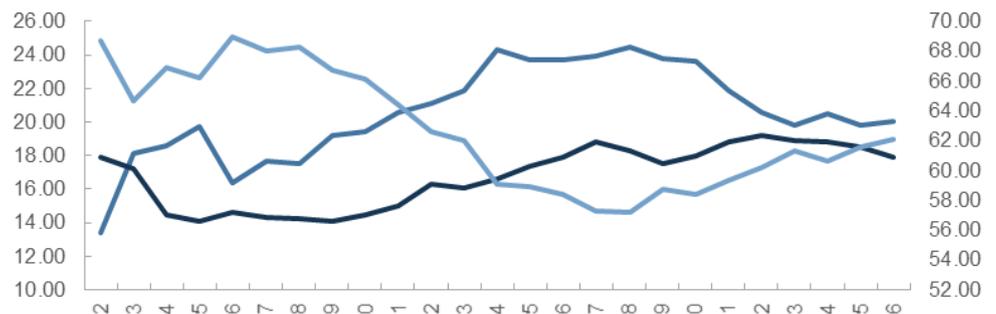
图 5 可支配收入与居民杠杆率



资料来源：德邦研究，WIND

不过近些年，居民部门可支配收入占比在逐年下降，企业和政府部门收入占比正在逐年上升。居民部门收入占比的下降，会导致居民部门收入增速的降低，长期下去将会影响居民部门的资产负债结构，很有可能会积攒负债风险。

图 6 可支配收入占比：按部门分



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\\_12174](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12174)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn