



联讯证券专题研究

深度解析居民杠杆

2019年02月26日

投资要点

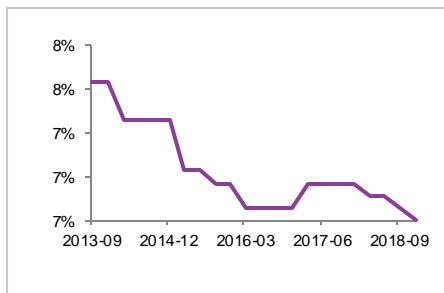
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002  
电话：010-66235770  
邮箱：liqilin@lxsec.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001  
电话：010-66235780  
邮箱：zhangdeli@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

- 《2018年GDP6.6意味着什么》  
2019-01-21
- 《制造业投资高增速还能延续吗？》  
2019-01-27
- 《信用周期70年》  
2019-02-01
- 《天量社融反映了什么》  
2019-02-15
- 《风起普惠，科技先行》  
2019-02-20

深度解析居民杠杆

尽管简单作国际对比，中国目前的居民杠杆率并不高。但考虑到中国目前所处发展阶段，以及近年居民杠杆率的快速上升，其中的风险需要引起关注。

相比于发达国家，更具实际意义的城乡调查口径的中国居民可支配收入，占GDP比例要低些。以居民部门债务/可支配收入、还本付息/可支配收入等衡量的偿债压力，都已经高于美国等多个发达经济体。以债务/总资产、债务/金融资产衡量的居民资产负债率，中国也超过了美国。

更需要注意的是，BIS口径的居民部门债务，统计的只是存款类金融机构信贷收支表中的住户贷款。中国城镇家庭的信贷参与率只有三成，包括农村家庭在内的比例更低，而美国的这一指标接近八成。这意味着，中国实际有银行贷款的家庭，所承担的债务压力，要远大于总量视角下的估算值，也要明显高于美国有银行贷款的家庭。

住房贷款是中国居民部门债务的主要形式，由于高首付比例，使得一部人加杠杆的需求被压制，尤其是在高房价的城市。而购房且有贷款的人群中，据我们测算，贷款比例超过了50%，已经在政策允许的范围内，将杠杆加得比较高了。中国家庭部门实际的债务压力，主要由这个群体承担。

展望未来，我们认为中国家庭部门的杠杆率，将进一步上升。主要是因为，有相当比例的人群，被高首付比例阻挡在加杠杆之外，随着这些人财富的积累，加杠杆的需求将被释放。

对政府来说，需要控制居民杠杆率上升的节奏：

一是坚持“房住不炒”的政策。一方面，降低居民对房价上涨的预期，能够减少投机性和恐慌性的加杠杆需求，房价波动大的时候更容易引起居民举债买房。另一方面，在相同首付比例要求的情况下，房价更高需要举借的债务越多。

二是优化企业面临的制度环境，鼓励创新，使符合经济转型方向的企业增加投资，减少稳增长诉求下对居民加杠杆的路径依赖。美国1993-2000年居民杠杆率上升放缓的经验告诉我们，科技创新等导致企业盈利能力增强后，企业加杠杆的意愿和能力上升，有助于放缓居民加杠杆的节奏。

风险提示：外部环境恶化，政策对居民加杠杆的诉求上升



## 目 录

一、关于居民债务统计口径需明确的几点 .....	5
二、总量视角看居民债务压力 .....	8
(一) 住户部门贷款构成 .....	8
(二) 居民部门杠杆率 .....	10
(三) 偿债负担 .....	13
三、结构视角看居民债务压力 .....	19
(一) 被“平均”的偿债压力 .....	19
(二) 一个关于购房贷款比例的测算 .....	20
(三) 区域角度看居民债务压力 .....	22
四、结论与政策建议 .....	23

## 图表目录

图表 1: 春节消费可以看作是全年消费的领先指标 .....	4
图表 2: 全国首套房和二套房利率都开始下降 .....	5
图表 3: 住房公积金贷款与当年住户贷款之比在 10%左右 .....	6
图表 4: 2018 年 6 月, P2P 贷款余额开始持续收缩 .....	6
图表 5: 中国城镇家庭与美国家庭的信贷参与率对比 .....	7
图表 6: 2013 年开始, 住户贷款中消费性贷款占比持续上升 .....	8
图表 7: 房贷占个人消费性贷款的比例达到七成以上 .....	8
图表 8: 2017 年个人短期消费贷款经历了一轮快速增长 .....	9
图表 9: 住户部门债务水平与房价的关系 .....	9
图表 10: BIS 和社科院两个口径的中国居民杠杆率 .....	10
图表 11: 国际经验显示, 居民杠杆率整体随着经济水平发展而提高 .....	11
图表 12: 处于相同发展阶段时, 中国居民杠杆率在 30 个国家和地区中排第 9 .....	11
图表 13: 金融危机后, 主要发达国家居民部门去杠杆, 中国居民部门加杠杆 .....	12
图表 14: 2008 年末-2018 年 2 季度, 各国家和地区的居民杠杆率增量 .....	12
图表 15: 中国近几年杠杆率增幅, 与美、日危机爆发前的增幅对比 .....	13
图表 16: 国民核算口径的住户部门可支配收入占 GDP 比例, 中国处于国际平均水平 .....	14
图表 17: 近几年住户调查口径的人均可支配收入, 只有国民收入核算口径的 70% .....	14
图表 18: 中国与部分发达国家用家庭部门债务/可支配收入衡量的偿债负担 .....	15
图表 19: 国际对比看, 中国居民的偿债负担 .....	15
图表 20: 两种口径可支配收入下的居民部门偿债比率 .....	16
图表 21: 国际对比看, 中国居民部门的还本付息压力 .....	17
图表 22: 随着剩余债务期限的缩短, 居民偿债比率呈现非线性快速上升 .....	17
图表 23: 中美两国的居民部门债务/总资产对比 .....	18



图表 24: 中美两国的居民部门债务/金融资产对比.....	18
图表 25: 中国家庭资产中住房占比高于美国.....	19
图表 26: 近年新购房有负债家庭的债务收入比, 都要高于总量视角下的测算值.....	20
图表 27: 近几年住房抵押贷款价值比.....	21
图表 28: 各省市自治区住户贷款/存款.....	22
图表 29: 部分城市的 2017 年住户贷款/存款, 以及相比于 2015 年增量.....	23
图表 30: 近年经济发展水平越低的地区, 住户部门贷款增速越快.....	23

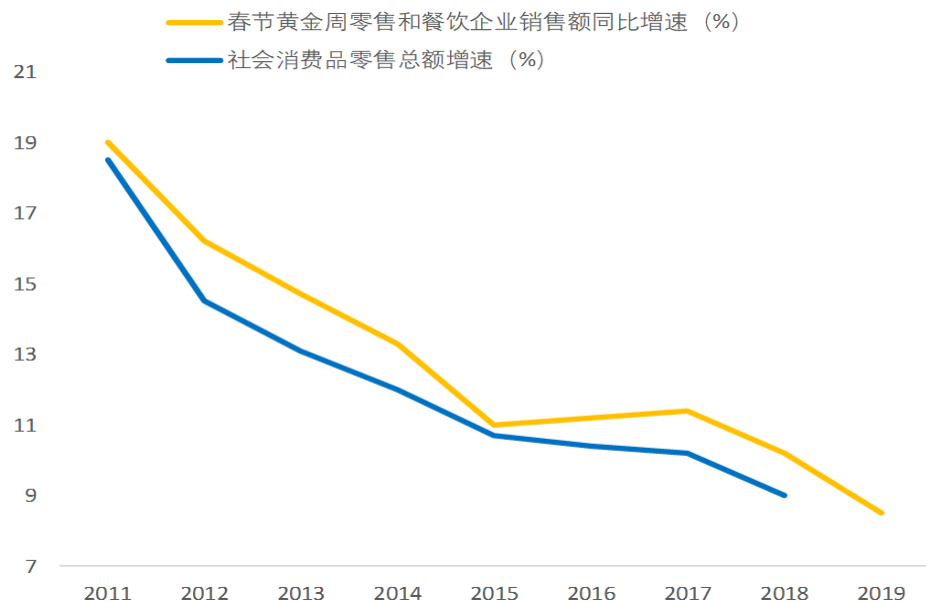


春节期间，国产电影《流浪地球》刷屏朋友圈，很多影迷高呼 2019 年是中国科幻片的元年。但在它被点赞的同时，却是整个电影市场的低迷。根据国家电影局的初步统计，2019 年国内春节档电影票房收入 58.4 亿元，同比仅增长 1.4%，而观影人数只有 1.3 亿人次，相比于 2018 年同期大减了 9.0%。

春节期间的消费数据同样不及预期。商务部数据显示，2019 年春节黄金周零售和餐饮企业销售额同比增长 8.5%，和去年同期的增速相比下降了 1.7 个百分点，也是 2005 年有统计以来首次跌至个位。

春节消费数据可以看作是全年消费的领先指标。作为中国人最重要的节日，这段时期的消费表现，集中体现了居民的消费能力和消费意愿。2011 到 2018 年的数据显示，社会消费品零售总额全年增速，变化趋势和当年的春节消费增速一致，而且在同一年中前者一直低于后者。如果按照历史经验趋势外推，2019 年社会消费品零售总额增速可能继续走低。

图表 1：春节消费可以看作是全年消费的领先指标



资料来源：Wind，联讯证券

实际上，从去年二季度开始，伴随着社会消费品零售增速的下降，关于消费的基调也发生了明显变化。2017 年都在说消费升级，而到了 2018 年，是否出现消费降级的声音多了起来。

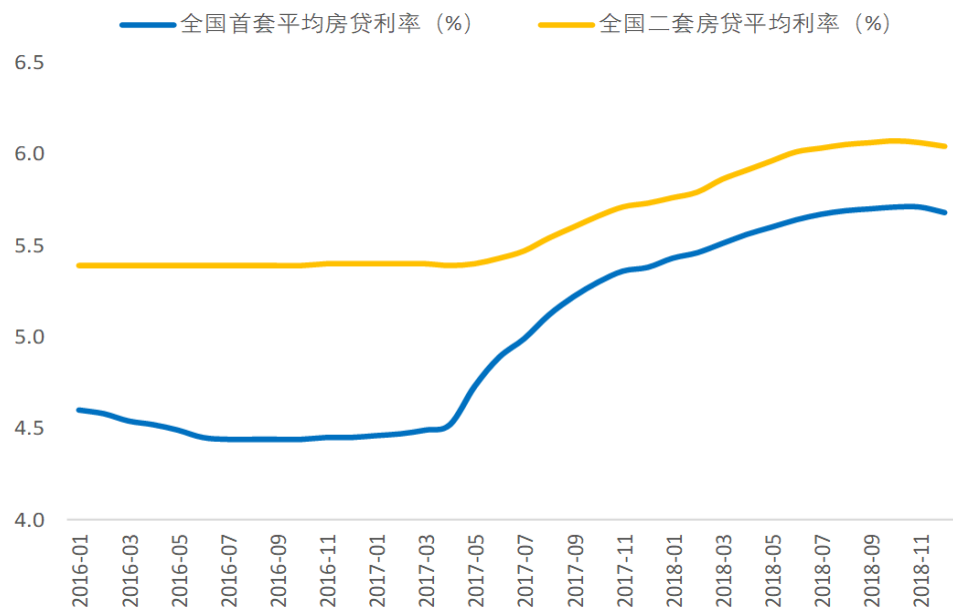
一种观点认为，社消增速的持续走低，源于近几年居民杠杆率快速上升后的压制。在 2018 年年中的那场关于是否出现消费降级的争论中，似乎有不少这一观点的拥护者。

目前对房价的关注度也有所上升，一是因部分城市在“因城施策”框架下放松了地产调控政策，二是融 360 数据显示，新房和二手房的房贷利率都开始下降了。

了解居民杠杆，或者说居民债务的实际情况，以及它未来的趋势，有助于判断消费和房价的中长期走势。



图表 2：全国首套房和二套房利率都开始下降



资料来源：融 360，联讯证券

居民杠杆是本报告的主题，但这篇报告不涉及居民杠杆对消费和房价的影响路径，更多关注居民杠杆本身。主要包括四个部分，一是明确国际清算银行口径居民杠杆率所统计的债务范围，以及还有哪些债务未包括在内；二是总量视角下，对中国居民部门的债务压力做国际对比；三是从结构视角，分析那些实际举债家庭的偿债压力如何；四是给出结论和相关政策建议。

### 一、关于居民债务统计口径需明确的几点

在对居民债务水平做国际对比时，最常用的指标是国际清算银行公布的居民杠杆率，它指的是一国和地区居民部门的债务与 GDP 之比。在居民债务统计口径上，国际清算银行同国际货币基金组织保持一致，采用的是存款类金融机构信贷收支表中的住户贷款。

在实际中，居民部门的借款渠道，除银行贷款外，还包括住房公积金贷款、P2P、民间借贷等。一些研究试图将其它渠道的债务统计在内，以反映居民部门实际承担的债务压力。

在这篇报告中，我们以国际清算银行的债务统计口径为主，而不将其它形式的债务统计进去。选择这样做的原因有几个：

第一，便于做国际横向对比。住房贷款是近几年导致居民杠杆率快速上升的主要债务，在现有住房金融制度下，居民部门还可以获得住房公积金贷款。根据住建部数据，2017 年年末住房公积金贷款余额 45050 亿元，占当年存款类金融机构信贷收支表中住户贷款余额的 11.1%。

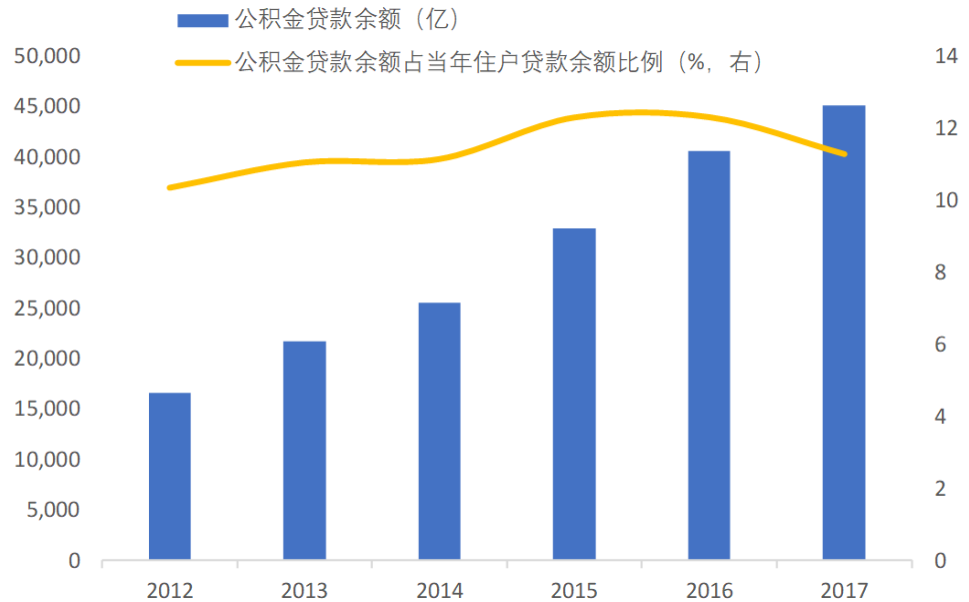
但考虑到许多国家都有住宅金融机构，为了方便做国际对比，在测算中国居民债务负担时并未加上公积金贷款。

比如美国居民购房时，除在商业银行申请贷款外，还可以通过储蓄贷款协会和互助储蓄银行等节俭机构、房地产投资信托公司、人寿保险公司、退休基金等申请贷款。再



比如德国的住房储蓄银行制度，起源于一战后德国的重建时期，目前仍然是德国住宅金融体系的主体构成，据统计超过 1/3 的德国人与住宅储蓄银行签有住房储蓄合同。而新加坡的中央公积金制度对中国人来说并不陌生，因为中国现有的住房公积金制度正是借鉴于它。

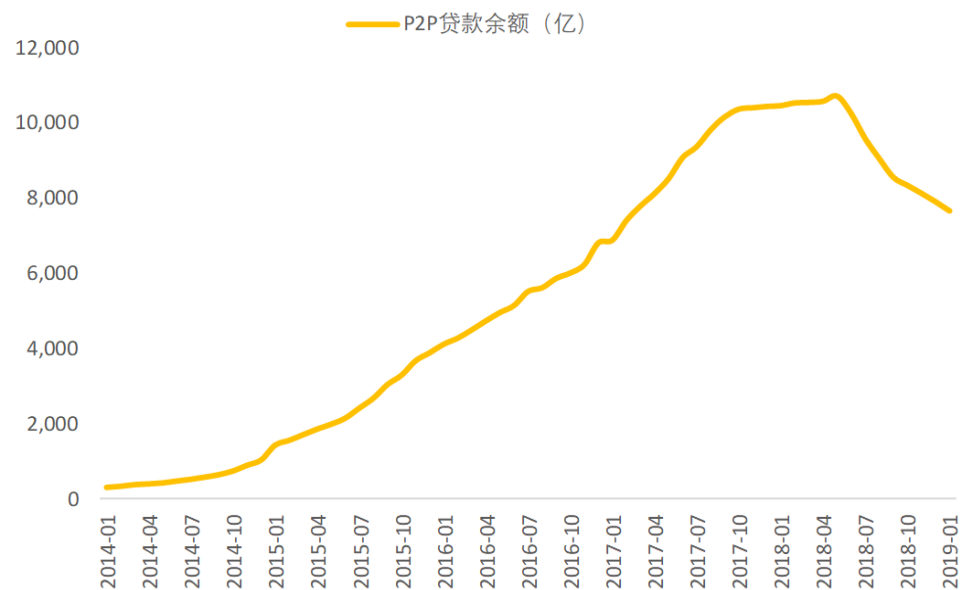
**图表 3：住房公积金贷款与当年住户贷款之比在 10%左右**



资料来源: Wind, 联讯证券

第二，P2P 正在进入收缩期。2013 年起，凭借互联网技术的便利性和低成本，P2P、网络小贷公司等互联网金融机构，提供小额、短期、低门槛的贷款服务，业务迅速扩张，满足了一些在传统金融机构融资难的个人融资需求。但它也带来了平台跑路、恶意催收等问题，监管加强后行业进入规范发展期，2018 年 6 月开始 P2P 贷款余额持续收缩。

**图表 4：2018 年 6 月，P2P 贷款余额开始持续收缩**



资料来源: 网贷之家, 联讯证券

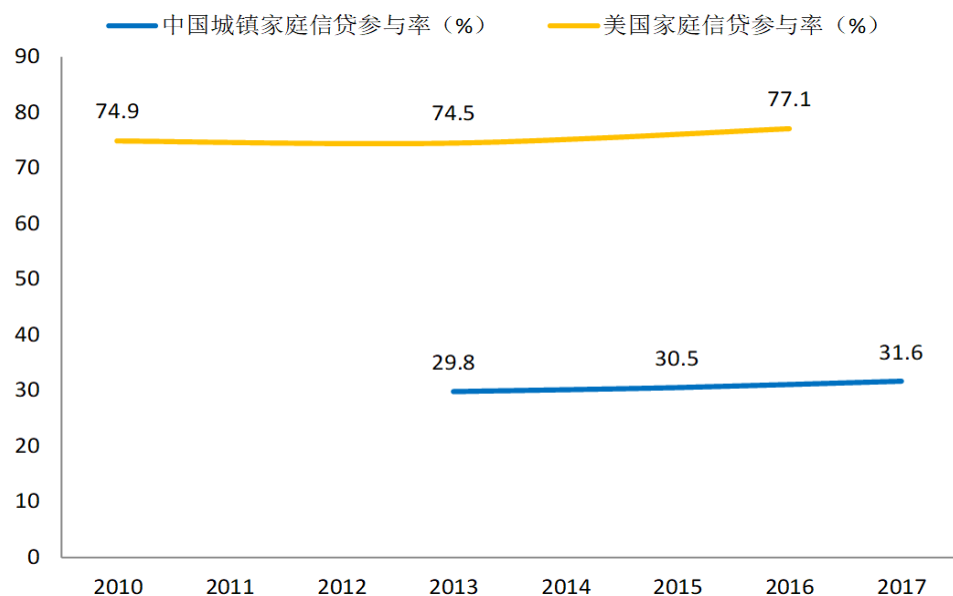


2018 年 12 月，P2P 贷款余额 7890 亿元。网贷之家报告显示，2018 年 3 季度个人信贷占 P2P 贷款余额的 89.5%，据此比例估算，2018 年 12 月 P2P 个人贷款余额 7062 亿元，占同期住户部门贷款余额的 1.5%。

由于相比于纳入统计债务的规模比例较小，而且正处于收缩期，我们也并不考虑 P2P 个人贷款。

第三，中国家庭部门信贷参与率偏低，依赖民间借贷，尤其是低收入群体，但民间借贷规模缺少权威数据。根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心（CHFS）的数据，2017 年中国城镇家庭的信贷参与率 31.6%，如果将农村家庭统计进去，这个比例会更低。而 2016 年美国家庭的信贷参与率为 77.1%，对比来看可以说，中国家庭想要获得贷款比较难。

图表 5：中国城镇家庭与美国家庭的信贷参与率对比



资料来源：CHFS, SCF, 联讯证券

这导致民间借贷活动频繁。根据 CHFS 在 2014 年 1 月发布的《中国民间金融发展报告》，调查样本中，2013 年有 15.7% 的家庭有银行贷款，22.3% 的家庭有其他借款，5.2% 的家庭既拥有银行贷款又拥有其他借款。这里说的其他借款主要是民间金融借贷，即拥有民间借贷的家庭比例，超过了有正规银行贷款的家庭占比。

根据这份报告，2013 年中国家庭民间金融市场规模为 5.28 万亿，这一规模是当年年末存款类金融机构信贷收支表中住户贷款的 26.6%。

但遗憾的是，民间借贷规模缺少权威数据，不同机构估算值分化较大，而且缺少同一机构较长时间序列的数据。将民间借贷纳入到居民债务规模和偿债压力测试中去，存在着较大操作难度。

考虑到国际可比性和数据可得性，我们仅使用住户贷款作为居民部门的债务。但需要明确，居民部门的实际债务规模，要大于纳入统计的值，前者可能是后者的 1.4 倍左右，各种偿债压力指标也都被低估。

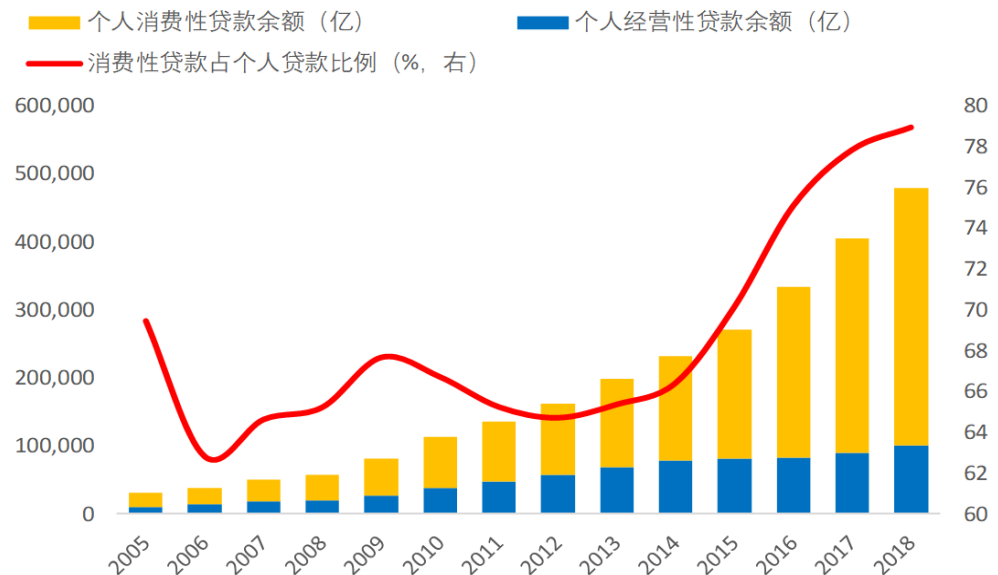


## 二、总量视角看居民债务压力

### (一) 住户部门贷款构成

从构成上看，住户贷款包括消费贷款 and 经营贷款，2018 年末为 47.3 万亿。2013 年开始，消费贷款占住户贷款的比例持续上升，2018 年该比例为 78.9%。

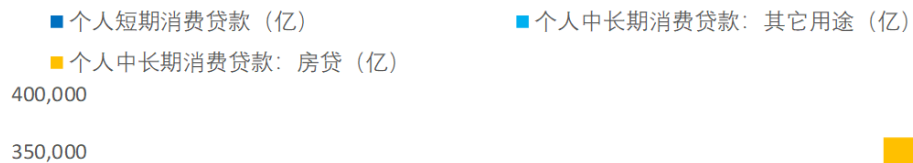
图表 6：2013 年开始，住户贷款中消费性贷款占比持续上升



资料来源: Wind, 联讯证券

消费性贷款根据期限，又可以划分为短期消费性贷款和中长期消费性贷款。短期消费贷款期限在 1 年以内，主要用于消费。中长期消费贷款，可用于房贷和其它用途。个人住房贷款是主体，它在消费性贷款中的比例达到七成以上。

图表 7：房贷占个人消费性贷款的比例达到七成以上



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\\_14050](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14050)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn