

居民拒绝债务，是插曲还是序幕？

——居民资产负债表系列研究之二

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢钰

相关报告

1 宏观专题 20220220：战火之下，
大类资产有何表现？

2 宏观专题 20220301：“两会”需要
关注什么？——全国“两会”前瞻

3 宏观专题 20220305：5.5%的经济
增长如何实现？——《政府工作报告》
九大看点

4 宏观专题 20220308：防疫放松需
要满足什么条件？

5 宏观专题 20220315：持而盈之，
不如其已——宏观经济和资本市场
春季展望

6 宏观专题 20220329：高油价一定
会带来高通胀么？

7 宏观专题 20220407：金融稳定保
障基金如何运行？

8 宏观专题 20220419：食品价格上
涨还会加速么？——物价系列报告
之一

9 宏观专题 20220502：关于缩表，
需要担心什么？

10 宏观专题 20220517：特别国债
会如何安排？

11 宏观专题 20220526：疫情后居
民财富有何变化？

12 宏观专题 20220608：加征关税
取消，美国通胀能回落多少？

投资要点

今年以来，我国居民部门新增贷款呈现疲弱态势，而存款保持了较高增长，居民部门呈现出“资产负债表衰退”的迹象。那么，我国居民部门债务率究竟有多高？居民部门是否还有加杠杆的空间？本报告对此展开分析。

■ **居民还有加杠杆空间么？**我国居民部门杠杆率全球适中，远低于发达经济体水平，更显著低于美、日在危机时期的峰值。就全球处于相似发展阶段的经济体而言，我国居民部门杠杆率略显偏高。从杠杆率的增量角度来看，近年来我国居民部门的债务扩张速度在全球名列前茅。进一步结合居民收入来看，我国居民债务收入比已超日、美、德等发达经济体，居民偿债比率也已居于中等偏高水平。不过，在全球来看，明显偏高的我国居民债务水平有其特殊原因。央行曾经指出，我国居民部门债务之中，有相当部分是具有自偿性的经营性债务，其实质类似于企业债务。如果剔除经营性债务的影响，我国居民杠杆率在全球处于合理水平，债务收入比在全球也属于中等偏下。因此，从全球比较的视角来看，我国居民部门仍然具备着一定的举债空间。

■ **居民杠杆率在制约消费么？**虽然事实上，我国居民部门仍然存在着加杠杆的空间，但是今年以来，居民杠杆率似乎正在朝着相反的方向变化，居民举债显著下降。在疫情的负面影响加深下，居民融资意愿疲弱，反过来也制约着经济的恢复。近来居民贷款特别是中长期贷款疲弱，而存款被动增加的情况，确实与经济学家辜朝明提出的“居民资产负债表衰退”较为类似。不过在相似的居民杠杆率水平之下，我国居民消费倾向远低于全球主要经济体的平均水平。这意味着居民杠杆率的快速上升可能并非制约消费的主要原因，疫情冲击造成的影响或并不具有很强的持续性。

■ **以日为鉴：资产负债表因何衰退？**为制止资产泡沫扩大，日本货币政策急速紧缩，高利率下居民资产大幅缩水、负债不断增长。伴随着股市和房市的崩溃，居民和企业部门压缩投资和消费，需求收缩的问题日益凸显。自1991年以来，日本央行不断推出宽松的货币政策以刺激内需，但效果均不明显，主要原因是资不抵债的情况下，市场主体宁愿选择偿债也不愿新增债务。信贷市场的萎缩也使得投资、消费难以改善。因此，在融资主体缺失的情况下，宽松的货币政策失灵。尽管之后企业和个人的资产负债表逐渐修复，但举债意愿仍然不强，实体部门已经形成“债务抵触综合症”。

■ **重蹈日本覆辙？我国不会发生。**虽然我国居民部门呈现出资产负债表衰退迹象，但我们认为，大概率很快会在疫情后走出阴霾，主要原因有三：首先，资产价格的调整并不过度，居民资产受损有限；其次，商业银行的信贷供给尚显充足，贷款不良率也相对可控；最后，货币和财政政策仍有较大的发力空间和回旋余地，各项举措对于经济刺激看起来依然有效。综合考量中日两国城镇化水平、经济发展阶段以及宏观调控政策的空间都有明显差异，我国居民资产负债表持续衰退的风险不大，但如果任其发展而不着力扭转，也很可能会使经济滑出合理增长的区间，我们认为，当前最为有效的措施就是政府加杠杆。

■ **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 居民还有加杠杆空间么？	- 4 -
2. 居民杠杆率在制约消费么？	- 7 -
3. 以日为鉴：资产负债表因何衰退？	- 9 -
4. 重蹈日本覆辙？我国不会发生	- 12 -

图表目录

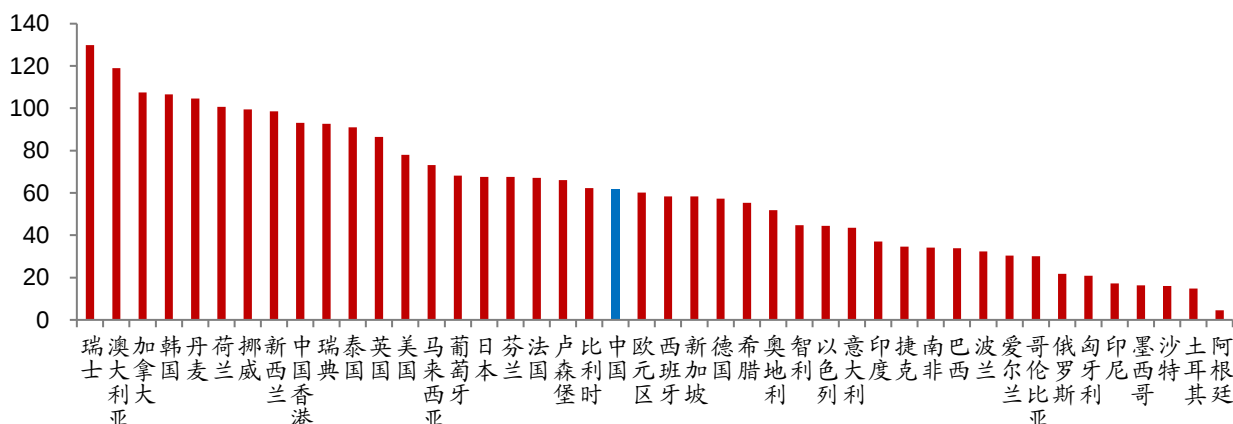
图表 1: 2021 年末各经济体居民部门杠杆率 (%)	- 4 -
图表 2: 各国经济发展阶段及居民杠杆率 (%)	- 5 -
图表 3: 各国近十年居民杠杆率增量 (%)	- 5 -
图表 4: 部分国家居民债务收入比 (%)	- 6 -
图表 5: 中国和部分发达经济体居民偿债比率 (%)	- 6 -
图表 6: 剔除经营性债务后的我国居民杠杆率 (%)	- 7 -
图表 7: 居民部门杠杆率和住户贷款与存款的比值 (%)	- 7 -
图表 8: 居民新增中长期贷款历年同期值 (亿元)	- 8 -
图表 9: 阴阳经济阶段与资产负债表衰退	- 8 -
图表 10: 全球主要经济体居民杠杆率与消费倾向 (%)	- 9 -
图表 11: 日本 M2、股价和房价同比增速 (%)	- 9 -
图表 12: 日本企业和居民部门债务率 (%)	- 10 -
图表 13: 日本地价变化 (以 1991 年为基准 100)	- 10 -
图表 14: 日本失业率和国民可支配收入增速 (%)	- 10 -
图表 15: 日本贴现率水平 (%)	- 11 -
图表 16: 日本未清偿贷款规模和贷款利率变动	- 12 -
图表 17: 日本各类型工业企业销售收入 (十亿日元)	- 12 -
图表 18: 不同原因引起的经济衰退持续时间和产出损失	- 13 -
图表 19: 各国城市化率水平	- 13 -
图表 20: 日本政府部门持续加杠杆 (%)	- 14 -
图表 21: 贷款需求指数和居民增加购房支出的占比调查	- 15 -
图表 22: 城镇家庭人均年转移性收入占年总收入比重	- 15 -

今年以来，我国居民部门新增贷款呈现疲弱态势，月均同比减少近 5000 亿元，甚至有两个月居民部门新增中长期贷款录得负值。而与此同时，新增居民存款规模保持了较高的增长，居民部门在一定程度上呈现出“资产负债表衰退”的迹象，这也拖累了消费增速在疫情后的修复。那么，我国居民部门债务率究竟有多高？居民部门是否还有加杠杆的空间？本报告对此展开分析。

1. 居民还有加杠杆空间么？

我国居民部门杠杆率全球适中。从居民部门债务与 GDP 的比值来看，根据 BIS 的统计，截至 2021 年末，发达经济体居民部门杠杆率普遍偏高，澳大利亚、韩国和加拿大等国均达到 100% 以上，美国也有接近 80%，而发展中经济体居民部门杠杆率大多低于 50%。我国居民部门负债率录得 61.6%，在全球处于中等水平，略高于新兴市场的平均水平，但仍远低于发达国家的平均水平 75%，更显著低于日本、美国在危机时期的峰值。

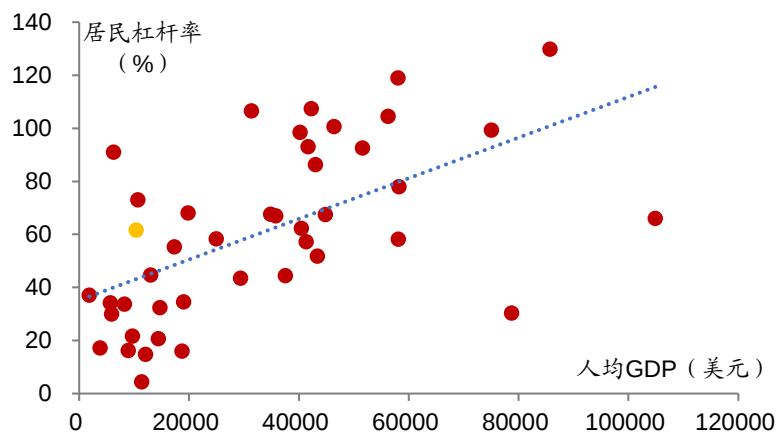
图表 1：2021 年末各经济体居民部门杠杆率（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

考虑发展阶段，杠杆率确显偏高。考虑到各国经济发展阶段的差异性，我们结合人均 GDP 的情况来考察居民部门杠杆率水平。按照我国当前的人均 GDP 水平来看，居民部门杠杆率确实略显偏高，就全球处于相似发展阶段的经济体而言，我国居民杠杆率要高出平均水平 18 个百分点左右，不过，这可能是东南亚经济体中较为普遍的现象，如同我国发展阶段相近的马来西亚和泰国，其居民部门杠杆率就要高于我国水平。

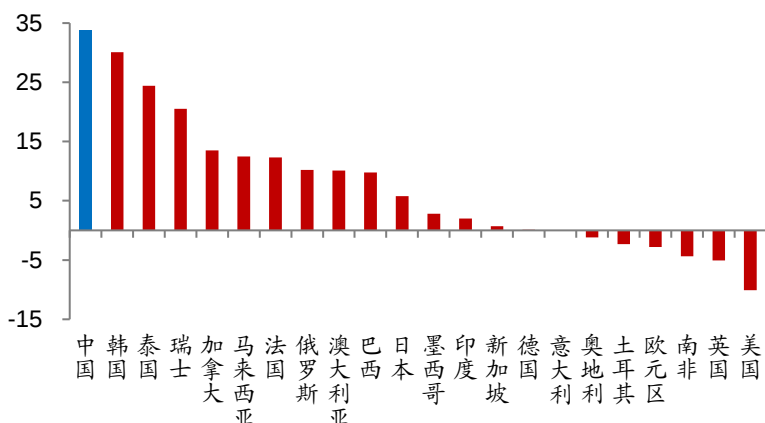
图表 2：各国经济发展阶段及居民杠杆率（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

上升速度很快，排名全球前列。从杠杆率的增量角度来看，近年来我国居民部门的债务扩张速度在全球名列前茅。2011-2021 年间，受住房类贷款快速增长的影响，我国居民部门杠杆率共计上行 33.8 个百分点，增幅在全球居于首位。而同时，欧元区、美国等地区的居民部门处于去杠杆的阶段，杠杆率趋于下行，因此我国与发达经济体居民部门杠杆率的差距近来逐年收窄。

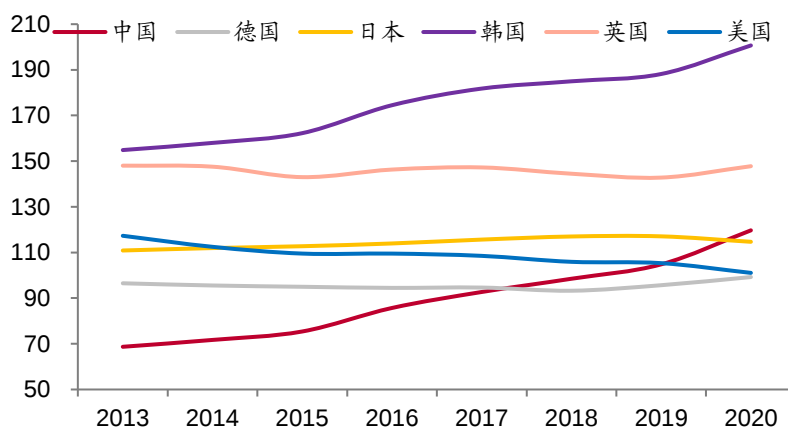
图表 3：各国近十年居民杠杆率增量（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

债务收入比看似较高，已超部分发达国家。由于不同经济体国民收入分配的差异较大，居民部门杠杆率水平可能并不足以充分反映居民的债务负担，我们结合收入情况对居民债务做进一步的审视。我国居民债务收入比从 2013 年的 68.7% 一路上行至 2020 年的 119.7%，并且已经超过日本、美国和德国等发达国家的水平。这看似意味着，我国居民的债务扩张速度已经远超收入增速，居民端的负债压力不断增长。

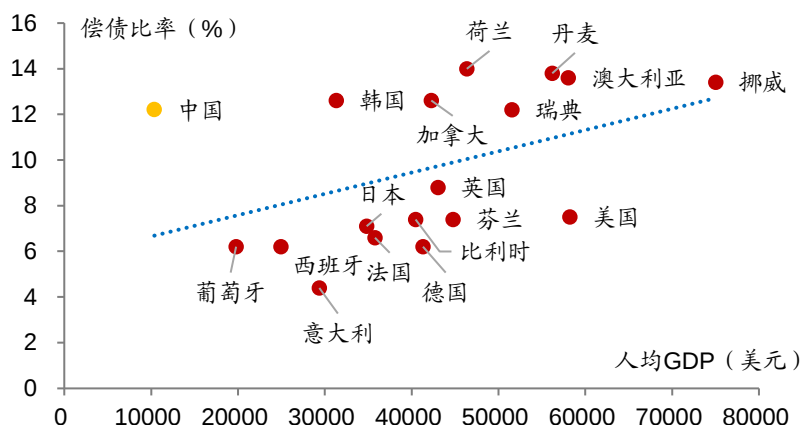
图表4：部分国家居民债务收入比（%）



来源：OECD，中泰证券研究所

债务增长速度较快，偿债比率中等偏高。而与杠杆率上升的情况类似，相比于收入水平而言，我国居民的债务增长速度较快。从居民部门的偿债比率¹来看，我国在全球已居于中等偏高水平。自2008年金融危机以来，发达经济体居民部门偿债比率整体呈下降态势，而我国居民偿债比率快速上行，至2021年末已达到12.2%，超过英、美、日、德等发达经济体。

图表5：中国和部分发达经济体居民偿债比率（%）

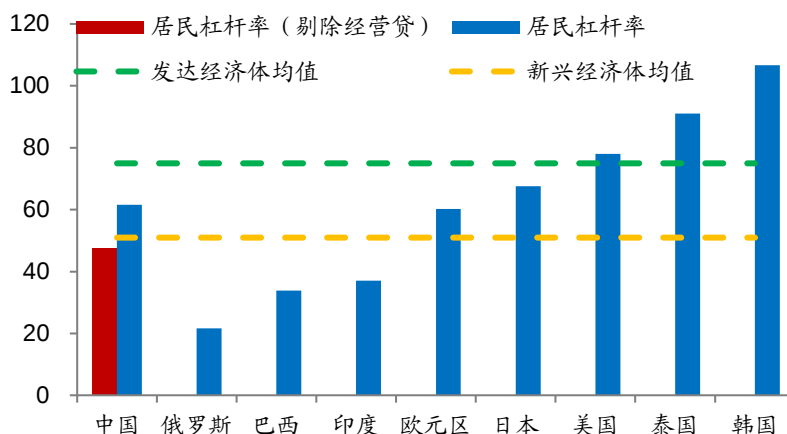


来源：WIND，中泰证券研究所

剔除经营性债务，居民债务处合理水平。不过，在全球来看，明显偏高的我国居民债务水平有其特殊原因。央行曾经指出，我国居民部门债务之中，有相当部分是具有自偿性的经营性债务，其实质类似于企业债务。如果剔除经营性债务的影响，2021年末我国居民部门杠杆率仅有47.4%，在全球来看处于较为合理的水平，而居民债务收入比也约为96%左右，不及英美日德等发达经济体水平，在全球也属于中等偏下。因而，事实上，从全球比较的视角来看，我国居民部门仍然具备着一定的举债空间。

¹ 居民部门当年应还债务本金与利息之和与可支配收入的比值。

图表 6：剔除经营性债务后的我国居民杠杆率（%）

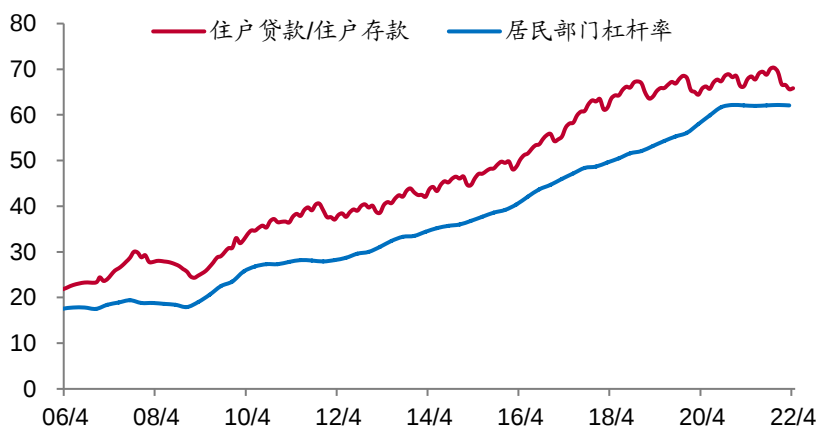


来源：WIND，中泰证券研究所

2. 居民杠杆率在制约消费么？

加杠杆之势放缓，举债明显下降。虽然事实上我国居民部门仍然存在着加杠杆的空间，但是今年以来，居民杠杆率似乎正在朝着相反的方向变化。根据国家金融与发展实验室的数据，2020 年四季度以来，我国居民部门杠杆率保持平稳，加杠杆之势明显放缓。今年一季度我国居民部门杠杆率较去年四季度下降了 0.1 个百分点至 62.1%。从住户贷款与存款之比来看，今年居民部门举债也是显著下降。

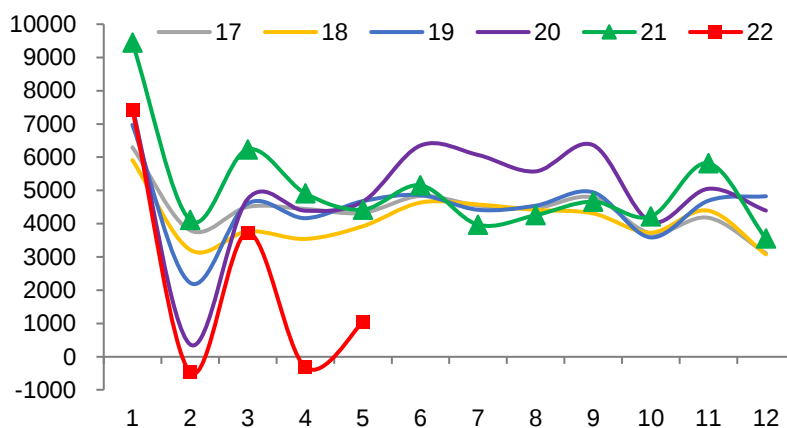
图表 7：居民部门杠杆率和住户贷款与存款的比值（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

预期有所走弱，中长期贷款意愿不足。在疫情的负面影响不断加深下，今年前 5 个月居民部门新增中长期贷款规模仅约 1.1 万亿元，较去年同期少增近 1.8 万亿元。在受疫情冲击影响最大的 4 月，居民住房贷款减少 605 亿元，同比少增 4022 亿元，这与持续低迷的地产销售增速互为印证。居民融资意愿的疲弱反过来又在很大程度上制约着经济的恢复。

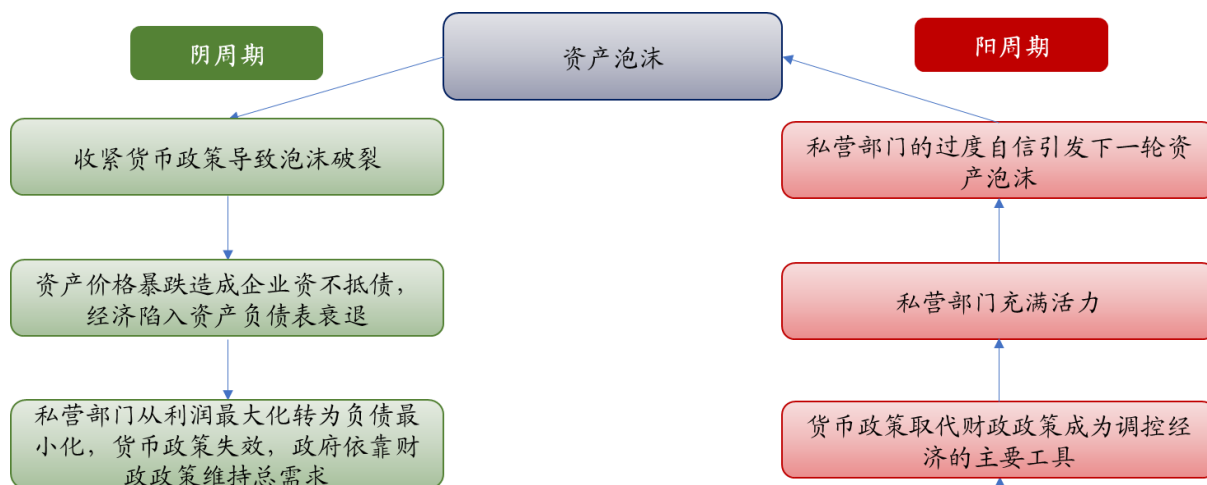
图表 8：居民新增中长期贷款历年同期值（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

居民资产负债表衰退，表现的确较为类似。今年以来我国居民部门债务的变化，使得人们不禁将其和“居民资产负债表衰退”联系起来。这一概念最早是由经济学家辜朝明提出，描述的是企业和家庭部门，因为资产负债表严重受损，不得不通过增加储蓄来归还债务和去杠杆，从而减少消费和投资乃至引起经济衰退的情况。我国近来居民贷款特别是中长期贷款疲弱，而存款被动增加的情况与这一概念的描述的确较为类似。

图表 9：阴阳经济阶段与资产负债表衰退



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_43232

