

居民杠杆还能修复吗？

报告发布日期

2023年04月20日

研究结论

- 去年以来居民部门在提前还贷的同时大量增加存款，指向居民风险偏好下降、债务增长乏力，考虑到居民杠杆率的绝对水平已经不低，市场普遍认为居民债务重回去增长趋势的难度较大。而进入 2023 年后，1-3 月居民新增中长期贷款已经超过 9000 亿，这一规模超出前期预期，后续提前还贷、超额储蓄与居民资产负债表将如何变化，进一步受到市场关注。本文将分析疫情下居民资产负债端的表现，探讨未来居民杠杆率的趋势。
- 地产是居民资产端最主要的驱动力，占比高，波动大。2022 年商品房销售额下降 27%，降幅超过 2008 年；同时住房价格涨幅也在回落，以至于近年来住房资产升值幅度勉强赶上住房折旧——若以 70 年分摊折旧，则资产价格需要年均上涨 1.4% 才能抵消折旧，2019-2022 年百城住宅价格指数同比年均上涨 2.3%，若剔除处于地产下行周期的 2022 年，则 2019-2021 年百城住宅价格指数同比上涨 3%，而 2011-2018 年年均同比上涨 6%。**若以 2020-2022 年商品房销售额和房价走势线性外推，则 2019-2022 年住房资产的增速分别为 10.9%、9.9%、8.6%和 4.1%，这也意味着 2022 年居民总资产增速显著放缓。**
- **与此同时，2022 年居民债务增速也在同步放缓，根据推算，2019-2022 年居民负债增速分别为 14%、13%、11%和 5%**，以往数据显示居民负债端的增速一般略高于资产端，对应居民资产负债率的持续提升。
- **“超额存款”来自资产搬家，因此对消费能力影响有限。**根据《中国国家资产负债表》测算，包括保本和非保本理财、银行存款在内的存款占居民资产的比重较为稳定，2011 年以来占居民金融资产的比重约 35%、占居民总资产的比重约 20%，但其间银行存款和理财的占比发生了较大变化：2011-2017 年随着表外和资管业务快速发展，居民资产配置更加多元化，居民银行存款由理财规模的 7.5 倍下降至 2 倍；2018 年资管新规发布后，部分业务被进一步规范，居民银行存款规模/理财规模逐步提升，资产配置重回以银行存款为主的传统模式，尤其是“赎回潮”问题突出的 2022 年，该年居民银行存款增加将近 18 万亿，几乎是上一年的两倍，但若将银行理财和银行存款加总来看，2019-2022 年的新增规模分别为 11、14、13 和 16 万亿，并没有显著的超额增长。
- **有关“提前还贷”的市场讨论贯穿 2022 年，且在 2023 年热度不减，然而若从 RMBS 条件早偿率指数来看，住房贷款早偿率的中枢并没有显著抬升。为何该指标会和舆论热度背离？一方面部分银行为“提前还贷”设置了门槛；另一方面是由于此次引发热议的“提前还贷潮”是居民主动偿还未到期房贷，而以前的“提前还贷”通常与二手房交易绑定，“先解押后过户”的交易模式使得居民在二手房交易过程中需要先偿还房贷，这种二手房交易带来的“提前还贷”反映的是房地产景气度的提升而非下降。**利率波动是本轮居民选择提前还贷的主要原因，且短期来看，利差可能继续驱动居民选择“提前还贷”。
- 从居民部门杠杆率和居民债务/可支配收入来看，居民债务整体扩张的空间越发有限，不过今年诸多因素（防疫政策调整、因城施策、保交楼）都在改善，居民债务的增速有望缓慢提升。**即使今年居民杠杆率继续持平，假设名义 GDP 增速为 7%，居民新增贷款也将从去年的 3.83 万亿提高至 5.7 万亿，对社融的拖累将会减弱。**

风险提示

- 居民信心和预期修复不及预期，导致居民风险偏好继续保持低位，加杠杆的意愿偏弱；
- 城镇化、保交楼不及预期，导致居民购房需求改善幅度有限；
- 海外银行业风险扩散，引发金融风险并传导至国内；
- 假设条件变化影响测算结果。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

内需支撑复苏斜率——3月 PMI 点评	2023-04-03
静待需求回暖——1-2月工业企业效益数据点评	2023-03-31
旅游对商场客流的拉动作用趋稳——扩大内需周观察	2023-03-29

目录

住房市场波动之下居民资产、负债增速均显著放缓	4
“超额存款”来自资产搬家，对消费能力改善有限	5
“提前还贷”的主因是利率波动，更多是短期因素	6
居民负债扩张空间有限，预计斜率缓步上升	8
风险提示	10

图表目录

图 1: 居民资产扩张很大程度上由住房驱动.....	4
图 2: 2019 年住房占城镇居民总资产约六成.....	4
图 3: 2019 年以来百城住宅价格指数低速增长.....	5
图 4: 居民债务增速通常高于资产增速.....	5
图 5: 2022 年新增居民银行存款远超往年.....	6
图 6: 2022 年理财+银行存款的规模并未超额增长.....	6
图 7: 存款（含理财）占居民资产比重稳定.....	6
图 8: 资管新规后居民银行存款余额/理财余额提升.....	6
图 9: 近期“提前还贷计算器”的百度搜索指数攀升，与商品房成交数据背离.....	7
图 10: RMBS 条件早偿率指数.....	7
图 11: 个人住房贷款余额增长停滞.....	7
图 12: 房贷利率与理财收益率的利差走阔.....	8
图 13: 首套房贷利率已降至历史低位.....	8
图 14: 吉林省人均归还住房贷款支出在 2018 年跳升.....	8
图 15: 疫情后居民储蓄偏好提升.....	8
图 16: 居民负债/可支配收入的增长趋缓.....	9
图 17: 居民部门杠杆率增长停滞.....	9
图 18: 与海外相比，我国居民负债/可支配收入相对偏高.....	9
图 19: 与海外相比，我国居民杠杆率相对适中.....	9
图 20: 2022 年名义 GDP 增速下滑.....	10
图 21: 居民债务主要由地产驱动.....	10

去年以来居民部门在提前还贷的同时大量增加存款，指向居民风险偏好下降、债务增长乏力，考虑到居民杠杆率的绝对水平已经不低，市场普遍认为居民债务重回去增长趋势的难度较大。而进入 2023 年后，1-3 月居民新增中长期贷款已经超过 9000 亿，这一规模超出前期预期，后续提前还贷、超额储蓄与居民资产负债表将如何变化，进一步受到市场关注。本文将分析疫情下居民资产负债端的表现，探讨未来居民杠杆率的趋势。

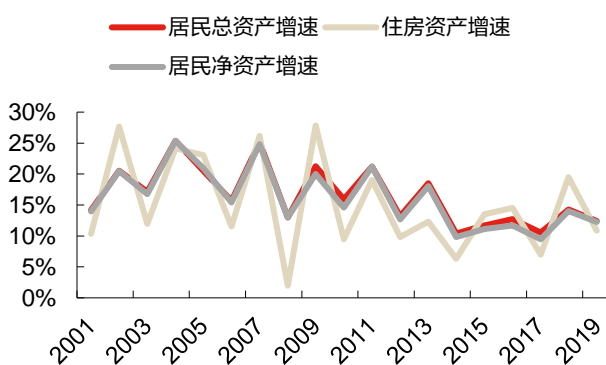
住房市场波动之下居民资产、负债增速均显著放缓

居民总资产的主要驱动力来自住房资产，一方面，住房在居民总资产中的占比较高，城镇的角度，根据 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查，住房在城镇居民总资产中约占六成，全国的角度，根据社科院《中国资产负债表》，住房在全国居民总资产中的占比在 40% 左右；另一方面，相较于存款等其他资产，住房资产价格的波动性也较大，2008 年、2012 年、2014 年商品住宅销售面积同比均大幅负增，社科院口径下住房资产的增速分别比上年下降 24 个百分点、9 个百分点和 6 个百分点，总资产增速分别比上年下降 12 个百分点、8 个百分点和 8 个百分点。

住房资产的增长源于居民购房和房价增长，2022 年商品房销售额下降了 27%，降幅超过 2008 年；同时住房价格涨幅也在回落，以至于近年来住房资产升值幅度勉强赶上住房折旧——若以 70 年分摊折旧，则资产价格需要年均上涨 1.4% 才能抵消折旧，2019-2022 年百城住宅价格指数同比年均上涨 2.3%，若剔除处于地产下行周期的 2022 年，则 2019-2021 年百城住宅价格指数同比上涨 3%，而 2011-2018 年年均同比上涨 6%。若以 2020-2022 年商品房销售额和房价走势线性外推，则 2019-2022 年住房资产的增速分别为 10.9%、9.9%、8.6% 和 4.1%，这也意味着 2022 年居民总资产增速显著放缓。

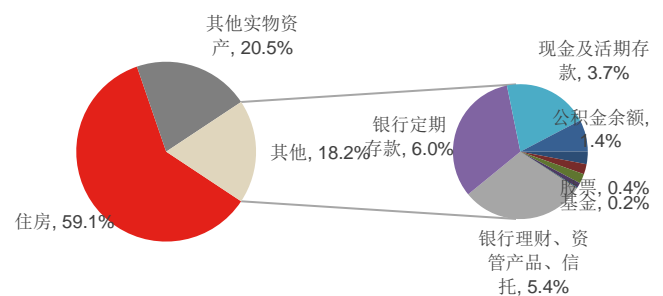
2022 年居民债务增速也在同步放缓，根据推算，2019-2022 年居民负债增速分别为 14%、13%、11% 和 5%，以往数据显示居民负债端的增速一般略高于资产端，对应居民资产负债率的持续提升。

图 1：居民资产扩张很大程度上由住房驱动



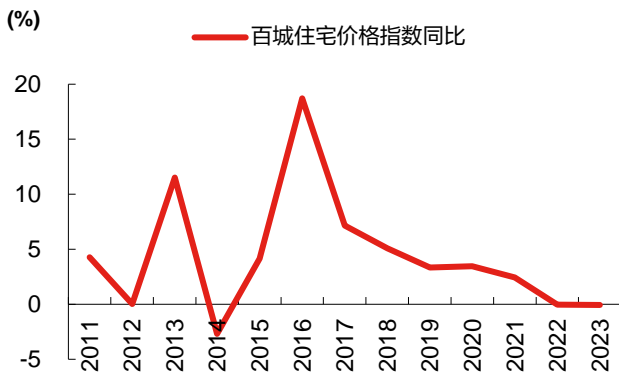
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2019 年住房占城镇居民总资产约六成



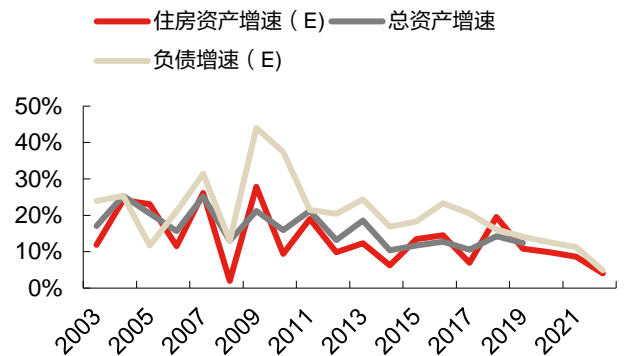
数据来源：央行，东方证券研究所

图 3：2019 年以来百城住宅价格指数低速增长



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：居民债务增速通常高于资产增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

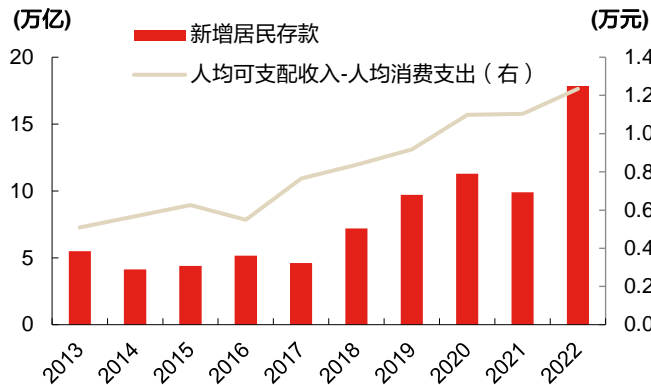
备注：2020-2022年的住房资产和负债增速为预测值，住房资产部分农村住房资产采用线性外推的方式，城镇住房=上年城镇住房*(1-折旧率)*价格指数+商品房销售额；居民负债=上年负债+新增居民贷款

“超额存款”来自资产搬家，对消费能力改善有限

银行存款和理财产品都是居民金融资产配置的主要方向，根据《中国国家资产负债表》的测算，包括保本和非保本理财、银行存款在内的存款占居民资产的比重较为稳定，2011 年以来占居民金融资产的比重约 35%、占居民总资产的比重约 20%，但其间银行存款和理财的占比发生了较大变化：2011-2017 年随着表外和资管业务快速发展，居民资产配置更加多元化，银行理财产品资金余额持续上升，居民银行存款规模由理财规模的 7.5 倍下降至 2 倍；2018 年人民银行会同银保监会、证监会、外管局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，资管业务被进一步规范，之后居民银行存款规模/理财规模逐步提升，资产配置重回以银行存款为主的传统模式，2022 年末理财净值下跌引发的“理财赎回潮”更进一步加速了这一趋势。

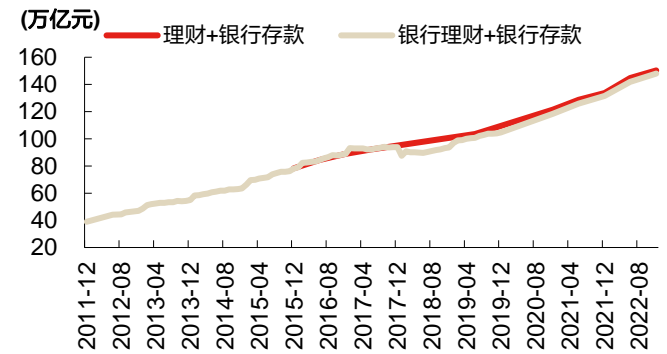
2022 年居民银行存款增加将近 18 万亿，几乎是上一年的两倍，但若将银行理财和银行存款加总来看，2019-2022 年的新增规模分别为 11、14、13 和 16 万亿，2022 年居民存款类（含理财）资产并没有显著的超额增长，因此“超额存款”很大程度上来自理财到存款的“搬家”，而由消费支出下降贡献的“超额储蓄”则较为有限，尽管疫情影响下居民被动缩减了场景消费，消费支出增速显著低于疫情前的趋势，但同时可支配收入增速也在下降，2020-2022 年全国人均可支配收入和人均消费支出的差值年均增长 10.7%，2014-2019 年的年均增速为 10.3%，若以两者的增速差测算超额储蓄，则过去三年累计超额储蓄约 1 万亿，为 2022 年社会消费品零售总额的 2.4%。从该角度来看，超额储蓄释放对今年消费的提振作用较为有限，更何况过去几年住房资产增速放缓对总资产的负面影响大于超额储蓄对总资产的拉动。

图 5：2022 年新增居民银行存款远超往年



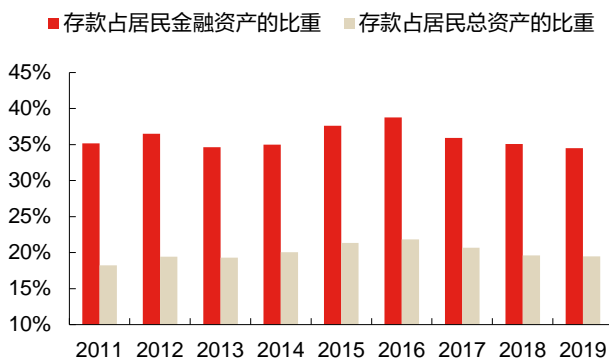
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：2022 年理财+银行存款的规模并未超额增长



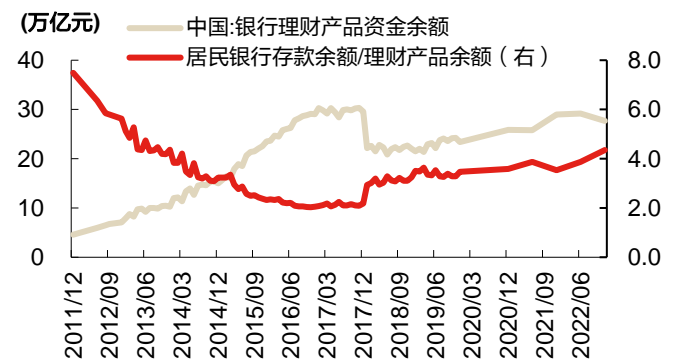
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：存款（含理财）占居民资产比重稳定



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：资管新规后居民银行存款余额/理财余额提升



数据来源：Wind，东方证券研究所

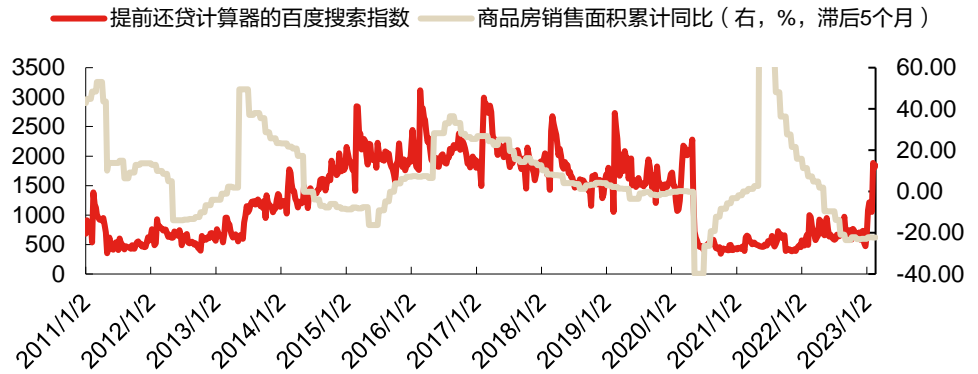
“提前还贷”的主因是利率波动，更多是短期因素

有关“提前还贷”的讨论贯穿 2022 年，且在 2023 年热度不减，然而若从 RMBS 条件早偿率指数来看，住房贷款早偿率的中枢并没有显著抬升。

为何该指标会和舆论热度背离？一方面部分银行为“提前还贷”设置了门槛，不少媒体报道了“房贷提前还款难”的现象；另一方面是由于此次引发热议的“提前还贷潮”是居民主动偿还未到期房贷，而以前的“提前还贷”通常与二手房交易绑定，“先解押后过户”的交易模式使得居民在二手房交易过程中需要先偿还房贷，这种二手房交易带来的“提前还贷”反映的是房地产景气度的提升而非下降，通常带来居民资产负债表的扩张而非收缩。

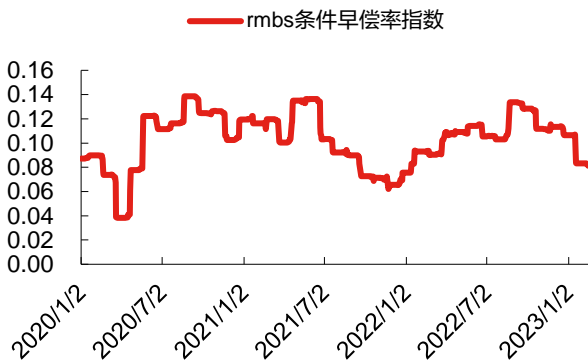
由于提前还贷限制、以及提前还贷混杂了二手房交易，因此难以通过 RMBS 指数等推算提前还贷的具体规模。若从“提前还贷计算器”的百度搜索指数来看，过去该指数与商品房销售面积的走势相似，疫情后该指数大幅回落，但在今年年初再度攀升，与商品房销售情况背离，表明居民在未出售房产的情况下主动还贷的意愿提升。同时，居民部门杠杆率走平，个人住房贷款增长停滞，2022 年下半年个人住房贷款余额缩减了 1000 亿。

图 9：近期“提前还贷计算器”的百度搜索指数攀升，与商品房成交数据背离



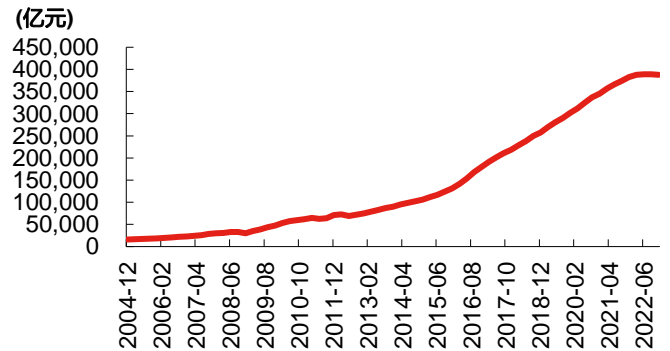
数据来源：百度，Wind，东方证券研究所

图 10：RMBS 条件早偿率指数



数据来源：中国货币网，东方证券研究所

图 11：个人住房贷款余额增长停滞

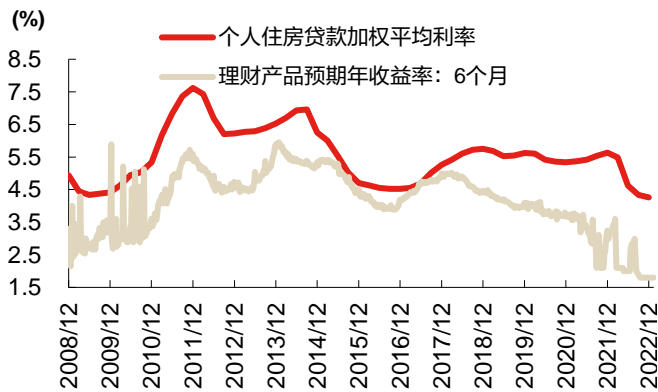


数据来源：Wind，东方证券研究所

居民为何选择提前还贷？利率波动、疫情后居民风险偏好转变等都是推动因素，利率波动可能是最主要的原因，风险偏好改变以及近些年房贷支出占比的增长可能进一步催化了居民提前还贷行为。疫情之前我国居民储蓄偏好相对平稳，2011-2019 年更多储蓄占比的均值为 44%，而疫情之后这一指数的均值抬升至 53%，反映居民风险偏好显著下降，更倾向于降低负债、而非追求收益。此外，随着住房贷款规模持续攀升，住房贷款支出占总收入的比重也在提升，以吉林省为例，2013-2017 年吉林省城镇人均归还住房贷款支出占总收入的比重年均均为 1.5%，2018-2021 年则为 3.2%，在此背景下居民可能更倾向于通过提前还贷减轻房贷负担。

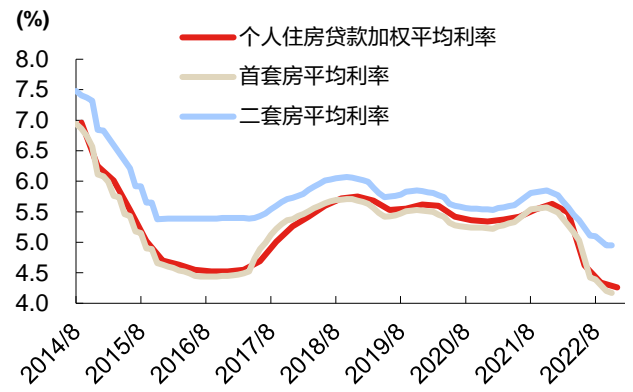
2020 年以来，住房贷款利率和理财收益率双双下行，但理财收益率相对下降幅度更大，尤其是对于 2019-2021 年购房的群体而言，其获得理财收益的“机会成本”与房贷利率的实际成本差距过大，例如 2021 年住房贷款加权平均利率为 5.49%，2021 年至今 5 年期 LPR 下降了 0.35 个百分点，因而 2021 年购房者当前的住房贷款加权平均利率为 5.14%，而 2022 年下半年理财（6 个月）的平均年化收益率仅为 2.27%，两者的利差高达 2.87 个百分点，在此背景下，提前还房贷不失为居民的优先选项。在利差的驱动下，居民可能继续选择“提前还贷”。

图 12：房贷利率与理财收益率的利差走阔



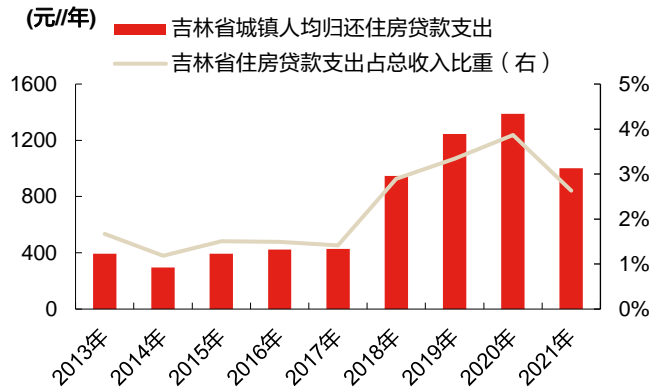
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：首套房贷利率已降至历史低位



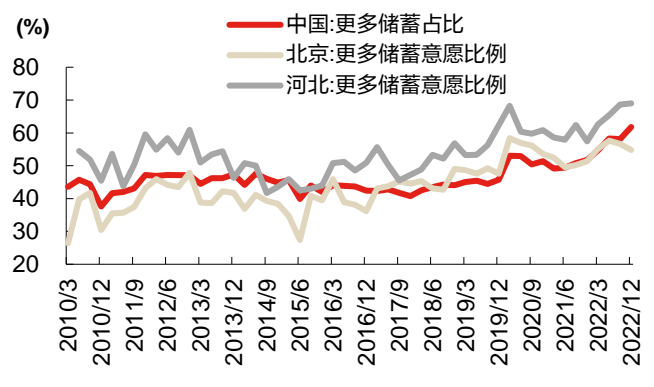
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：吉林省人均归还住房贷款支出在 2018 年跳升



数据来源：吉林省统计年鉴，东方证券研究所

图 15：疫情后居民储蓄偏好提升



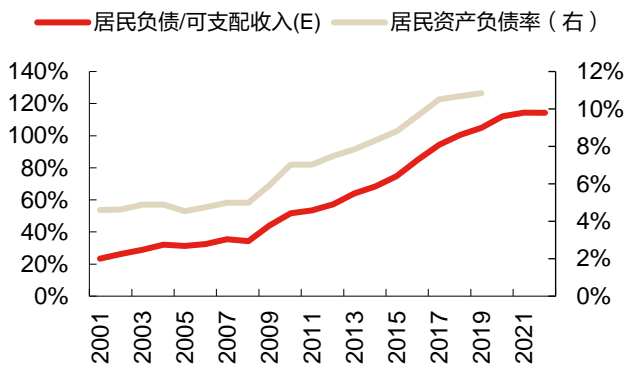
数据来源：Wind，东方证券研究所

居民负债扩张空间有限，预计斜率缓步上升

居民债务在经历了十余年的快速增长后戛然而止，是否意味着居民部门负债已到“极限”？从主要的指标来看，2021-2022 年居民部门杠杆率基本持平，BIS 口径下的杠杆率为 61%左右，与海外对比处于相对适中的水平，处于新兴市场和发达国家之间。央行曾在 2020 年四季度《货币政策执行报告》中指出，我国大约有 20%的居民债务与经营性活动相关，2020 年上半年剔除经营性居民债务后居民杠杆率为 46%，在国际上处于合理水平，同时央行还表示“2011 年末至 2020 年上半年的上升幅度超过 31 个百分点，居民债务继续扩张的空间已非常有限，相关风险值得关注”。

从居民债务/可支配收入来看，2008 至 2021 年我国居民债务/可支配收入从 34%快速上行至 114%，2021 年美国、日本分别为 101%、122%，发展中经济体巴西 2019 年的指数为 45%。不过，无论是居民部门杠杆率还是居民负债/可支配收入的比例都没有绝对的安全标准，经济发展水平、城镇化率很大程度上影响了居民加杠杆的空间。

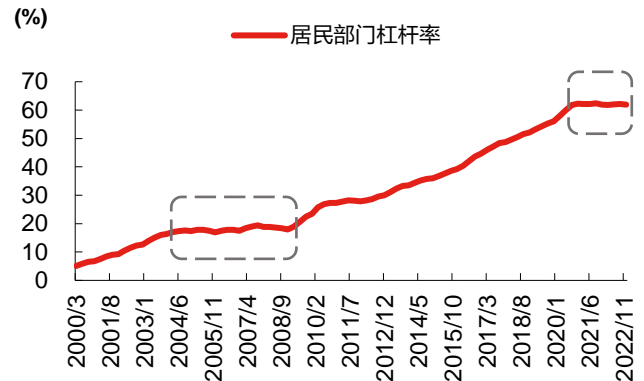
图 16：居民负债/可支配收入的增长趋缓



数据来源：Wind，东方证券研究所

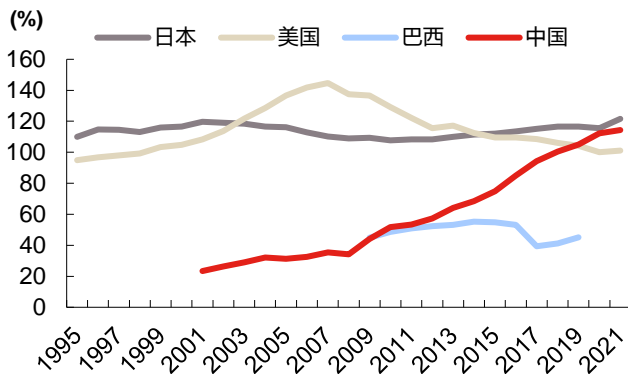
备注：可支配收入使用的是资金流量表下的数据，2020-2022年居民负债和可支配收入为预测值，负债=上年负债+新增居民贷款，可支配收入=上年可支配收入*统计局口径的可支配收入增速

图 17：居民部门杠杆率增长停滞



数据来源：Wind，东方证券研究所

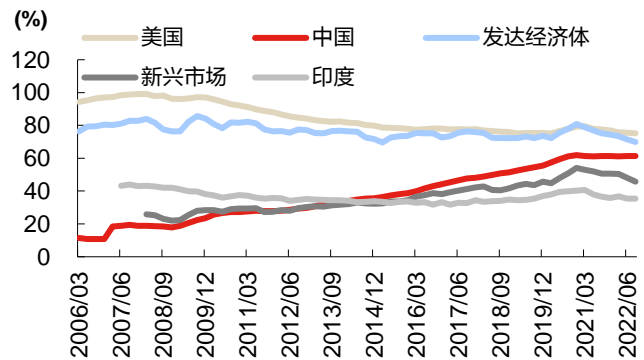
图 18：与海外相比，我国居民负债/可支配收入相对偏高



数据来源：Wind，东方证券研究所

备注：可支配收入使用的是资金流量表下的数据，2020-2022年居民负债和可支配收入为预测值，负债=上年负债+新增居民贷款，可支配收入=上年可支配收入*统计局口径的可支配收入增速

图 19：与海外相比，我国居民杠杆率相对适中



数据来源：Wind，东方证券研究所

过去三年经济增速在疫情影响下放缓，导致衡量居民债务水平的分母端增速下降，约束了居民债务的扩张，2020-2022年名义GDP平均增长7.1%（2016-2019年平均增长9.4%），全国居民可支配收入平均增长6.3%（2016-2019年平均增长9.3%）。若今年GDP增速与两会制定的5%的目标相等，对应名义GDP大概在7%左右，相比去年5.3%显著提升，即使今年居民杠杆率继续持平，居民新增贷款也将从去年3.83万亿提高至5.7万亿，对社融的拖累会有所减弱。其修复动能除了经济修复外，还有来自地产销售回暖的助力，因城施策、保交楼的持续推进有望推动今年地产销售实现温和复苏。

总的来看，居民债务整体扩张的空间相对有限，不过2022年居民债务还面临经济增速下降、地产下行周期等影响，而今年诸多限制因素都已改善，居民债务的增速有望提升，但斜率可能偏缓。一方面，在“房住不炒”的框架下，由住房资产价格上涨带来的总资产扩张幅度可能偏弱，而通常居民负债和资产增速的走势一致；另一方面居民加杠杆的空间相对有限，而且居民风险偏好的修复也需要时间。

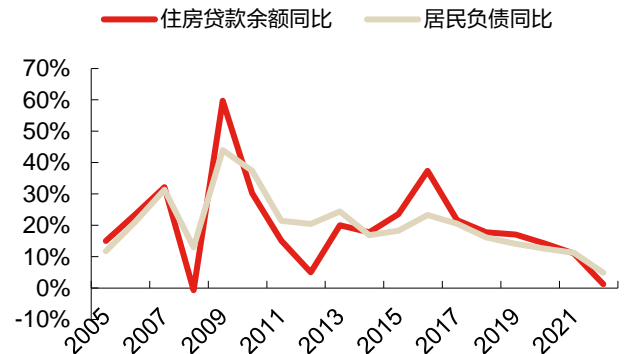
图 20：2022 年名义 GDP 增速下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

备注：2020-2021 年 GDP 增速取两年平均

图 21：居民债务主要由地产驱动



数据来源：Wind，东方证券研究所

备注：2020-2022 年的居民负债为测算值

风险提示

居民信心和预期修复不及预期，导致居民风险偏好继续保持低位，加杠杆的意愿偏弱；

城镇化、保交楼不及预期，导致居民购房需求改善幅度有限；

海外银行业风险扩散，引发金融风险并传导至国内；

假设条件变化影响测算结果，例如住房折旧年限假设变动将影响住房资产增幅的测算、名义 GDP 的假设影响居民负债扩张规模的测算结果。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。