

## 疫情后居民财富有何变化？

### ——居民资产负债表系列研究之一

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：谢钰

#### 相关报告

1 宏观专题 20220116: 缩债还有缩表, 美债由谁来买?

2 宏观专题 20220125: 地方经济工作焦点何在?

3 宏观专题 20220207: 应该担心人民币汇率贬值么?

4 宏观专题 20220213: 美国劳动参与率能恢复到什么程度?

5 宏观专题 20220220: 战火之下, 大类资产有何表现?

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

7 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

8 宏观专题 20220308: 防疫放松需要满足什么条件?

9 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

10 宏观专题 20220329: 高油价一定会带来高通胀么?

11 宏观专题 20220407: 金融稳定保障基金如何运行?

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

13 宏观专题 20220430: 关于缩表, 需要担心什么? ——海外经济系列之一

14 宏观专题 20220515: 特别国债会如何安排? ——财政系列研究之一

#### 投资要点

消费对于我国经济增长的贡献率平均来看至少要在六成以上, 但新冠疫情冲击过后, 我国消费恢复的进程明显偏慢。这背后固然有着疫情反复的原因, 但也同居民资产增速的走低息息相关。那么, 疫情以来我国居民资产负债表有何变化? 又该如何逆转居民财富增长的放缓趋势, 进而提振消费? 本报告对此展开分析。

■ **消费恢复分化, 资产增速背离。**自新冠疫情以来, 我国消费的恢复速度相比于美国略显缓慢。从居民资产负债表的角度来看, 两国居民资产增速走势的背离, 或是造成消费分化的主要原因。我国居民部门总(净)资产增速自2019年以来持续下行, 而疫情冲击加剧了增速下行趋势; 美国居民总资产增速则在疫情后大幅上行。之所以美国居民资产在疫情后增长速度较快, 一方面, 这和政府支持下的纾困政策密不可分, 现金补贴政策使得美国居民的可支配收入不降反升, 储蓄和消费双双增长。另一方面, 疫情后美联储开启“无限量”宽松, 低利率和充足的信贷供给也刺激了居民的购房需求, 利率的大幅下行也降低了耐用品的信贷成本, 美国耐用品消费成为提振疫后消费的主要力量。

■ **谁在拖累居民财富的积累?**事实上, 我国居民部门资产增速早在2010年后就已逐渐趋于下行。而在新冠疫情的冲击下, 居民资产的增长受到明显的干扰, 资产增速回落至个位数水平。从总量来看, 我国居民资产增速与经济增长水平紧密相关, 随着GDP增速中枢的降低, 居民总资产的增速同步回落。从结构来看, 疫情使得居民部门以地产为主的实物资产增速走低, 进而拖累了居民部门总资产增速。具体来看, 房屋价格对于住房资产增长的贡献明显下降, 贡献率由2019年的58.3%降至2021年的41.6%。考虑到住宅面积增速的稳定, 房屋价格增长趋缓或是导致居民住房资产增速下行的主要原因。金融资产方面, 疫情后居民部门存款增速与疫情前大体持平, 而银行理财资金增速明显回落, 不过今年以来居民存款增长较快。居民持有的现金增速在疫情后也显著上行, 在投资和消费都趋于萎缩的背景下, 存款和现金增速的上行反映出居民储蓄被动增长。

■ **如何避免财富缩水?**根据我们的测算, 截至今年4月底, 居民部门持有的住房资产规模相比于去年年底下滑约4.2个百分点, 居民实物资产价值面临着重估压力, 总资产规模有继续缩水的风险。2019年以来, 商品房价格的增速对于销售额的贡献逐年递减, 而面积的贡献日益增长。我们认为靠房价大幅上行来带动居民资产规模快速扩张的时代或已过去, 居民住房资产的拉动可能主要由面积增长提供。从先行指标来看, 居民和企业对于房价上涨的预期均较弱, 在“房住不炒”定位的前提下, 短期房价同比增速或将保持稳定态势, 而地产结构升级或将成为本轮地产恢复的主要特点, 这将带动居民实物资产重回增长通道。对于金融资产而言, 如何将居民手中的存款和现金转换为有效需求, 是亟待解决的问题。消费券等刺激政策的提振效果更偏短期, 关键仍然是保障居民对于收入的增长预期, 在此背景下, 减税政策的作用或进一步凸显。

■ **风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 消费恢复分化，资产增速背离 ..... - 4 -
2. 谁在拖累居民财富的积累？ ..... - 7 -
3. 如何避免财富缩水？ ..... - 11 -

## 图表目录

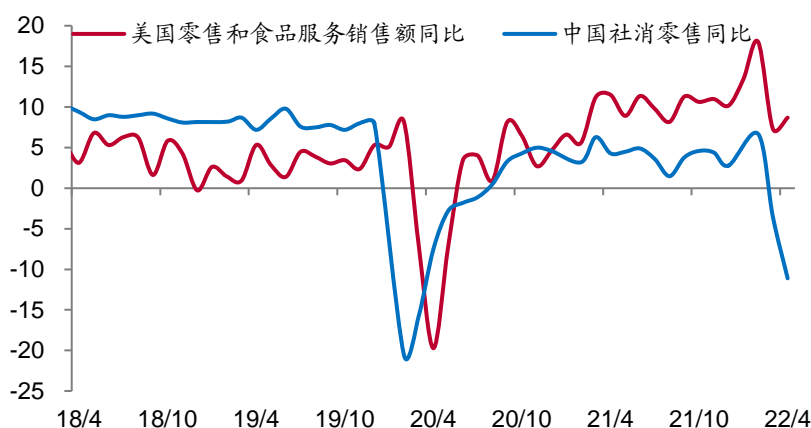
图表 1: 美国疫情后消费的恢复快于中国 (%)	- 4 -
图表 2: 中美两国居民总资产增速 (%)	- 5 -
图表 3: 美国居民资产 2021 年较 2019 年增量构成 (%)	- 5 -
图表 4: 美国居民收入中转移支付及其余部分增速 (%)	- 6 -
图表 5: 美国居民现金补贴用途 (%)	- 6 -
图表 6: 美国单家庭按揭贷款发放规模和房贷利率	- 7 -
图表 7: 我国居民部门总资产规模和增速	- 7 -
图表 8: 2021 年我国居民部门资产结构 (%)	- 8 -
图表 9: 居民总资产增速和名义 GDP 增速 (%)	- 8 -
图表 10: 居民实物资产增速及实物和金融资产对总资产拉动之差 (%)	- 9 -
图表 11: 疫情前后居民部门资产规模年均增速 (%)	- 9 -
图表 12: 居民住房资产增速中房屋价格和住房面积贡献率 (%)	- 10 -
图表 13: 居民储蓄率和倾向于更多消费的居民占比 (%)	- 10 -
图表 14: 居民部门持有股票资产增速和上证综指涨跌幅 (%)	- 11 -
图表 15: 居民部门住房资产规模及增速	- 11 -
图表 16: 商品房销售额增速中面积和均价的贡献 (%)	- 12 -
图表 17: 房价预期上涨比例和 100 城成交土地溢价率 (%)	- 12 -
图表 18: 美国个人储蓄存款占可支配收入比例 (%)	- 13 -

消费对于我国经济增长的贡献率平均来看至少要在六成以上，但新冠疫情冲击过后，我国消费恢复的进程明显偏慢。这背后固然有着疫情反复的原因，但也同居民资产增速的走低息息相关。那么，疫情以来我国居民资产负债表有何变化？又该如何逆转居民财富增长的放缓趋势，进而提振消费？本报告对此展开分析。

## 1. 消费恢复分化，资产增速背离

**疫后消费恢复，速度不及美国。**今年以来我国消费恢复再度受到疫情干扰，4月社消零售总额同比增速跌至-11.1%的低位，和武汉疫情时期增速有所接近。自新冠疫情以来，我国消费的恢复速度相比于美国略显缓慢。我国先于美国遭受新冠疫情的冲击，而美国消费增速在20年6月率先转正，之后美国商品消费增速加快恢复并超过疫情前水平。而我国社消零售增速直到20年8月才升至0.5%，较2019年12月仍低7.5个百分点，与疫情前仍有不小的差距。

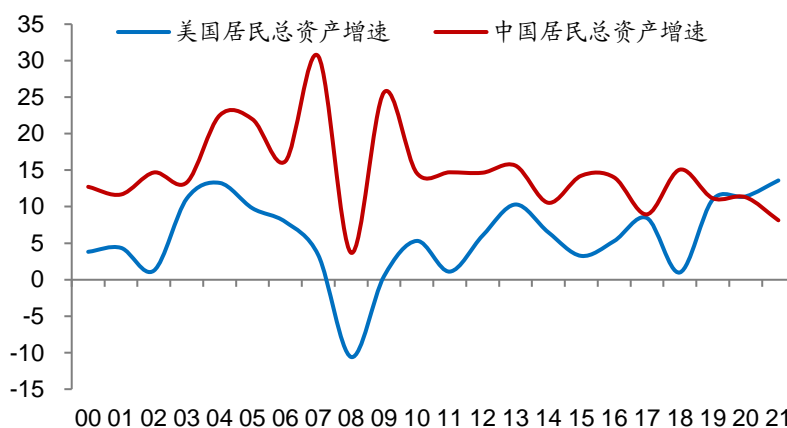
**图表 1: 美国疫情后消费的恢复快于中国 (%)**



来源：WIND，中泰证券研究所，2021年均为两年年均增速

**消费分化背后，资产增速背离。**从居民资产负债表的角度来看，中美两国居民资产增速走势的背离，可能是造成消费分化的主要原因。根据我们的测算，我国居民部门总（净）资产增速自2019年以来持续下行，而疫情冲击加剧了增速下行趋势，2021年增速已由过去的双位数增长降至个位数水平。与之相对应的，美国居民总资产年复合增速由2018-2019年的6%大幅上行至疫情后的12.7%。

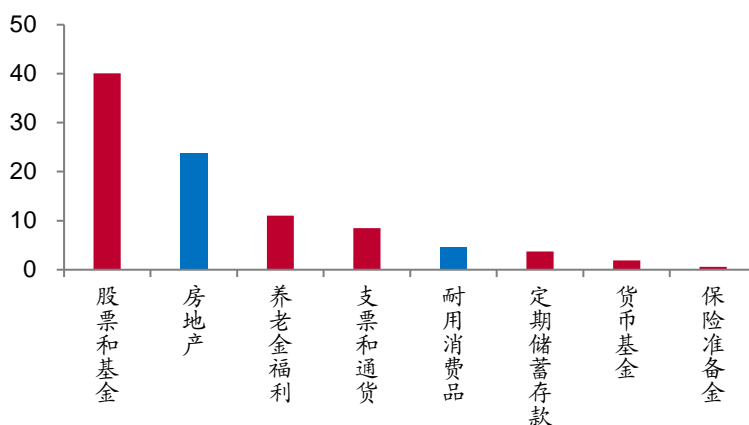
**图表 2: 中美两国居民总资产增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**多数资产均有贡献。**从美国居民各类资产来看,对于资产价值的增长均有贡献。具体来说,实物资产年复合增速从 2018-2019 年的 5.4%上行至疫情后的 12.7%,金融资产增速则从 2018-2019 年的 6.2%同步走高至 12.8%,两者在疫情后均呈现加速增长的态势。从疫情后各类资产增量上来看,股票和基金、房地产以及养老金贡献了约 75%,这三者也是美国居民部门资产最主要的构成部分,占总资产的比例合计超过 70%。

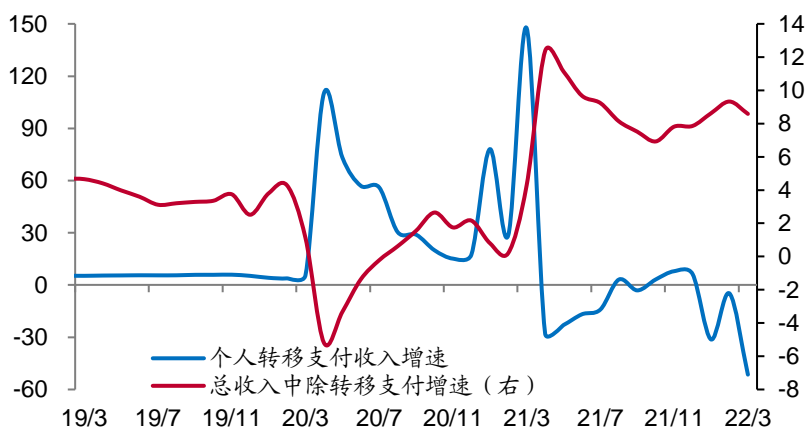
**图表 3: 美国居民资产 2021 年较 2019 年增量构成 (%)**



来源: 美联储官网, 中泰证券研究所, 蓝色为实物资产、红色为金融资产

**支持模式区别, 财政补贴居民。**之所以美国居民资产在疫情后增长速度较快, 和政府支持下的纾困政策密不可分。为了应对疫情对居民收入和消费带来的冲击, 美国进行了多轮财政刺激, 其中均包括了对居民的现金转移支付。以 2020 年 4 月为例, 美国个人转移支付占总收入比例从 2019 年的平均 16% 飙升至 29%, 反映了 CAREs 法案中现金支出的部分。而我国则采用了不同的政策路径, 财政发力更多地在于企业端, 如针对中小企业减税降费 and 发放定向补助等, 我国的工业生产也因此先于消费得到修复。不过, 在今年外需可能逐渐放缓的态势下, 给我国经济增长也带来了一定压力。

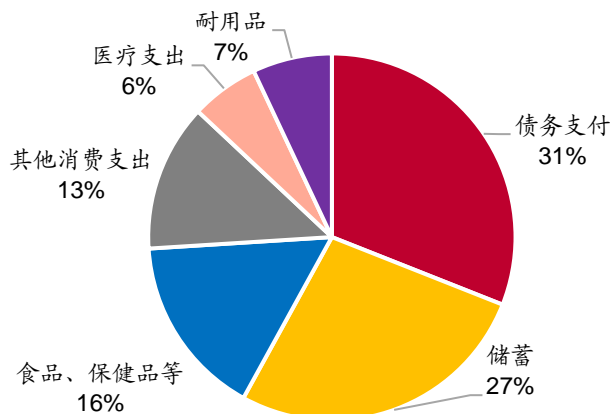
**图表 4: 美国居民收入中转移支付及其余部分增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**改善居民资产，四成用于消费。**在大规模的现金补贴下，美国居民资产负债表在疫情期间保持了比较健康的状态，根据 NBER 的调查，美国居民将 31% 的现金补贴用于支付债务、27% 用于储蓄，而剩下 42% 用于消费，现金补贴政策使得美国居民的可支配收入不降反升，储蓄和消费双双增长，使得美国居民资产状况在疫情后并未明显受损，反而存在一定程度的改善。

**图表 5: 美国居民现金补贴用途 (%)**



来源: NBER, 中泰证券研究所

**货币“不限量”宽松，房地产市场繁荣。**此外，疫情后美联储开启“无限量”宽松，低利率和充足的信贷供给也刺激了居民的购房需求。2020 年 11 月，美国 30 年期固定利率贷款的利率降至 2.72% 的低位，同比大幅下行 103BP，美国房市录得量价齐升。利率的大幅下行也降低了耐用品的信贷成本，美国耐用品消费成为提振疫后消费的主要力量。同期我国货币政策相对较为克制，在“房住不炒”总基调下，房贷利率下降的幅度有限，不及美国房地产市场的显著繁荣。而资产价格的上涨带动美国居民资产增速随之“水涨船高”。

**图表 6: 美国单家庭按揭贷款发放规模和房贷利率**

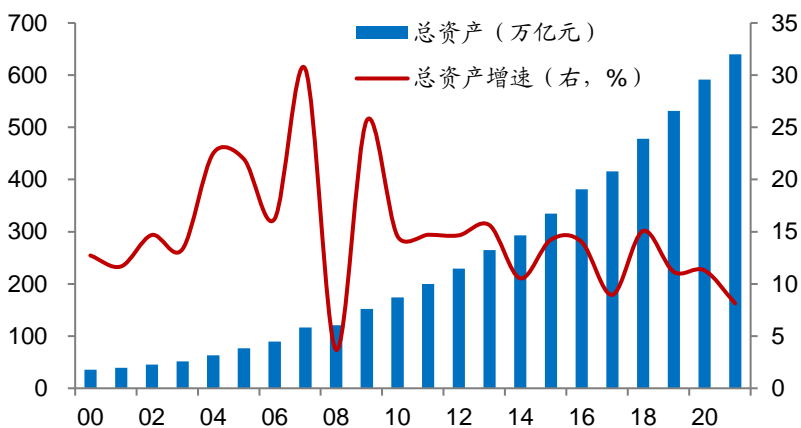


来源: HUD, 中泰证券研究所

## 2. 谁在拖累居民财富的积累?

**增速渐趋下行, 疫后加快回落。**事实上, 我国居民部门资产增速早在 2010 年后就已逐渐趋于下行。2008 年以前, 我国居民总资产增速中枢接近 20%, 而 2011 年至 2019 年, 居民总资产年复合增速降至 13% 左右。如果将居民资产作为居民财富的代理变量, 这意味着我国居民财富的积累速度逐步放缓。根据我们的测算, 在新冠疫情的冲击下, 居民资产的增长受到明显的干扰, 资产增速回落至个位数水平。

**图表 7: 我国居民部门总资产规模和增速**

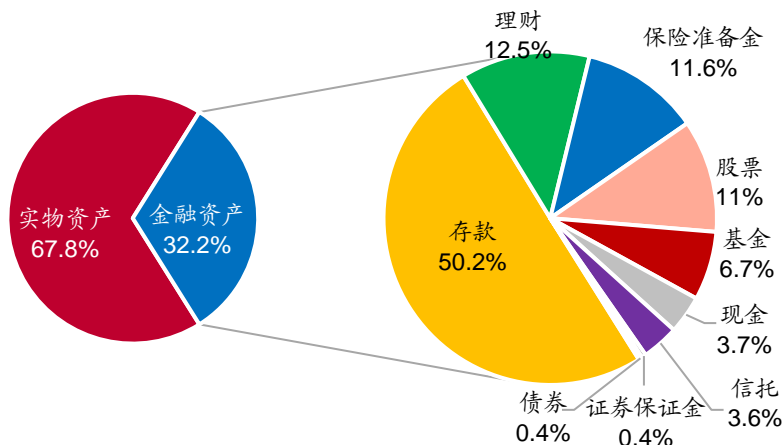


来源: WIND, 中泰证券研究所

**实物资产住房为主, 金融资产存款近半。**具体来看, 我国居民资产可分为实物资产与金融资产两类。其中实物资产以房地产为主, 还包括其它如汽车和生产性固定资产等类别。截至 2021 年末, 实物资产规模占我国居民总资产比重约为 68%, 而房地产占总资产的比例就高达 64%。而我国居民持有的金融资产主要包括现金、存款、债券、股票、基金、保险准备金、银行理财和信托等, 金融资产规模占我国居民总资产的比例为 32%。其中存款占据金融资产的半壁江山, 2021 年末居民存款规模约占居民金融资产的 50%、占居民总资产的 16.1%, 紧随其后的是银行代客理财、保险准备金和股票,

占居民金融资产的比例分别为 12.5%、11.6%和 11%，占总资产的比例分别为 4%、3.7%和 3.5%，而证券投资基金、本币通货、信托权益、证券保证金和债券等其他金融资产规模和占比较低。

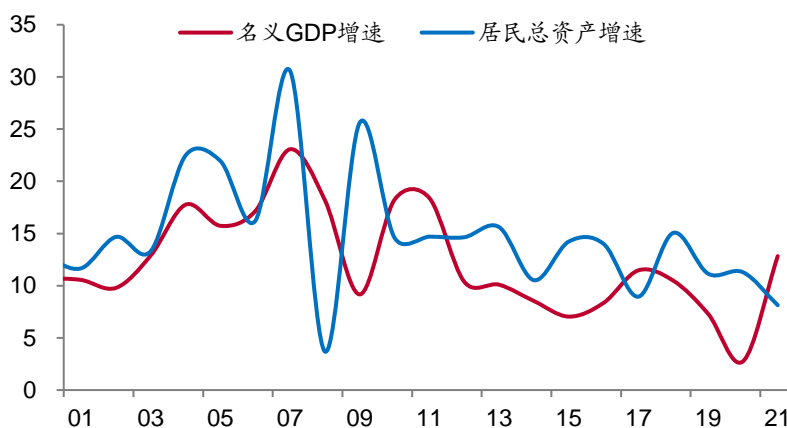
**图表 8: 2021 年我国居民部门资产结构 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**居民资产增速, 跟随经济走势。**从总量上来看, 我国居民资产增速与经济增长速度紧密相关。2000 到 2007 年, 我国名义 GDP 年均增速达到 15.2%, 同期居民资产均增速也有 18.5%左右。而 2010 年以后, 我国经济增速中枢明显降低, 2011 年至 2021 年, 名义 GDP 年均增速下滑至 8.9%, 居民总资产的年均增速同步回落至 12.3%, 较前期也有明显下降。

**图表 9: 居民总资产增速和名义 GDP 增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**实物资产贡献下滑, 金融资产较为稳定。**从结构上来看, 我们发现, 自 2010 年后, 金融资产对于总资产增速的贡献较为稳定, 而实物资产对于居民资产增速的贡献开始明显下滑, 与金融资产贡献的增速之差也越来越小。2021 年, 居民部门总资产增速约为 8.1%, 其中实物资产贡献 4.3 个百分点, 金融资产贡献 3.8 个百分点, 两者差距已经不大; 而在 2011 年时, 实物资产贡献的增速约是金融资产的 3 倍。



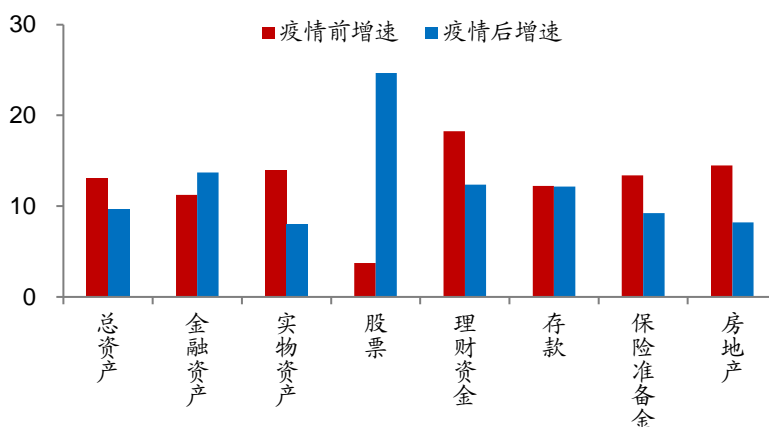
图表 10: 居民实物资产增速及实物和金融资产对总资产拉动之差 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

疫后分化更为明显，实物资产明显走低。特别是疫情发生后的几年，在居民部门总资产增速下行的背景下，实物资产增速的下滑幅度远大于总资产增速，与之形成鲜明对比的是，金融资产的增速其实有所上行。我们发现，疫情后居民部门实物资产年复合增速由疫情前的 13.9% 降至 7.9%，而金融资产增速则由 11.2% 进一步升至 13.7%，由此可见，疫情使得居民部门以地产为主的实物资产增速走低，进而拖累了居民部门总资产增速。

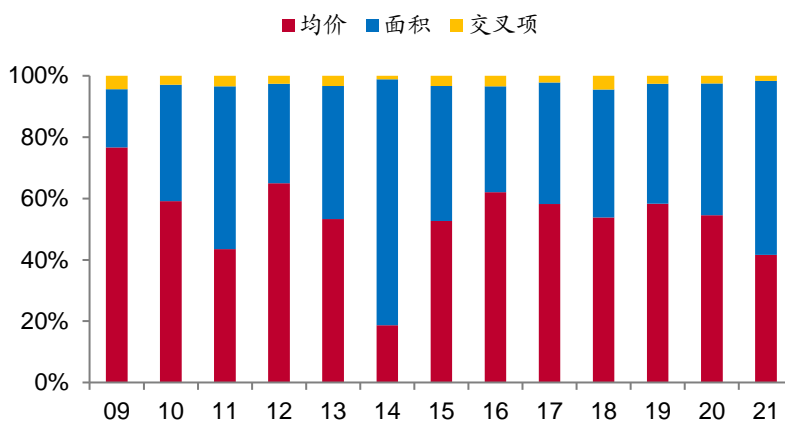
图表 11: 疫情前后居民部门资产规模年均增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所, 图中仅选取 2021 年末规模占总资产超过 3% 的资产

房价上涨放缓，增速贡献下降。在我国居民住房资产构成中，城镇住房资产规模约占 90%，而农村住房仅占 10% 左右，近年来随着城镇化率不断提升的背景下，两者的差距更是有所拉大。而通过对城镇住房资产增速的分拆，我们发现，房屋价格对于住房资产增长的贡献明显下降，贡献率由 2019 年的 58.3% 回落至 2021 年的 41.6%。考虑到住宅面积增速的稳定，房屋价格增长趋缓或是导致居民住房资产增速下行的主要原因。

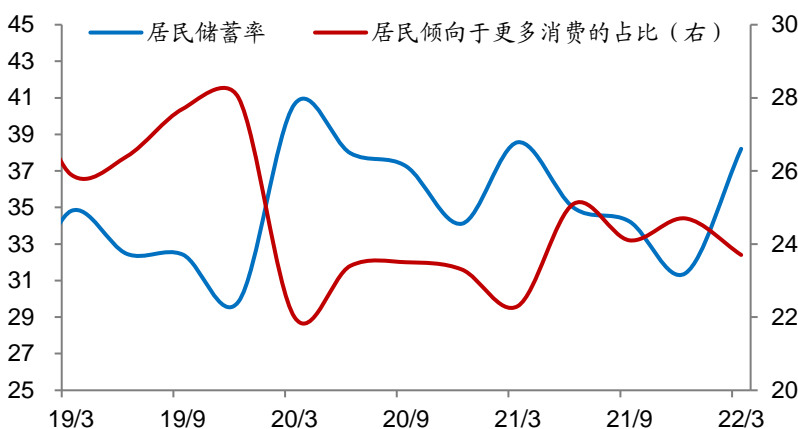
**图表 12: 居民住房资产增速中房屋价格和住房面积贡献率 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**理财资金降速, 倾向更多储蓄。**疫情后居民部门金融资产中存款的年复合增速与疫情前大体持平, 而银行理财资金增速明显回落。不过今年以来居民存款增长较快, 前四个月新增居民存款超过7万亿元, 远高于历年同期水平。居民持有的现金增速在疫情后也有显著上行, 在投资和消费都趋于萎缩的背景下, 存款和现金增速的上行反映出居民储蓄被动增长, 不过, 由于二者占居民总资产的比例不到20%, 对总资产的影响远不及房地产。

**图表 13: 居民储蓄率和倾向于更多消费的居民占比 (%)**

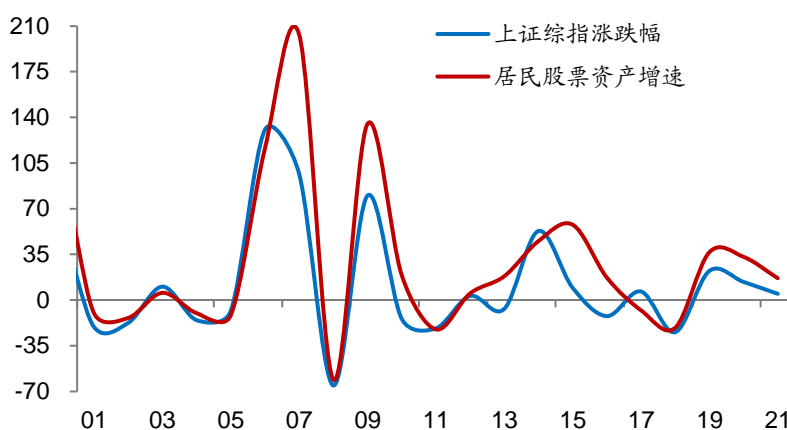


来源: WIND, 中泰证券研究所

**股票资产规模扩张, 疫后市场表现尚可。**居民金融资产中, 股票资产的增长在疫情后整体而言存在明显加速。从过往经验来看, 股票、基金和理财等金融资产规模与市场表现息息相关。随着疫情后2020年和2021年股市的两年接连上涨, 居民部门持有的股票资产价值较疫情前显著上行。

总结来看, 疫情过后我国居民住房资产规模增长的放缓, 拖累了居民财富的累积速度, 这其中主要是受到房价上涨趋缓的影响。而尽管金融资产规模较疫情前增长有所加快, 但这是由于在居民财富增速下降的背景下, 居民部门的预期明显转弱, 制约了消费意愿从而带来储蓄规模被动上升所致, 高增的金融资产并没有转化为有效需求。

图表 14: 居民部门持有股票资产增速和上证综指涨跌幅 (%)

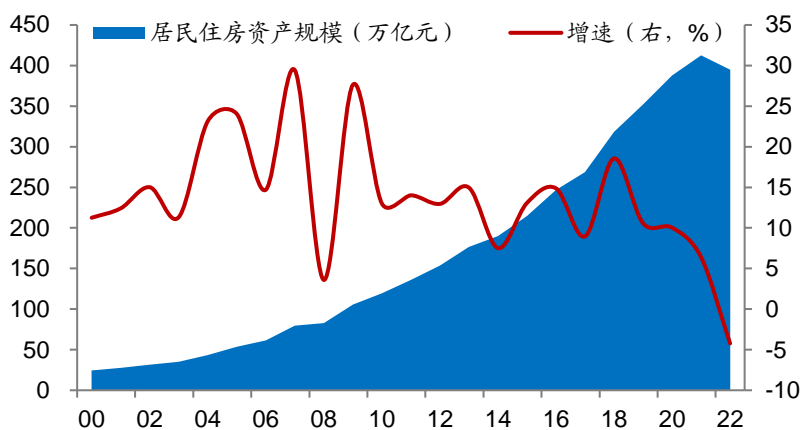


来源: WIND, 中泰证券研究所

### 3. 如何避免财富缩水?

**资产缩水态势未止。**受到疫情的再度冲击,今年以来,我国居民部门资产规模面临继续缩水的风险。在地产销售持续低迷的背景下,实物资产价值面临着重估压力。根据我们的测算,截至今年4月底,居民部门持有的住房资产规模相比于去年年底下滑约 4.2 个百分点。不过在金融资产方面,被动储蓄大幅上升,4月底,我国居民部门现金和存款较去年底分别上行 5.3%、6.9%。

图表 15: 居民部门住房资产规模及增速



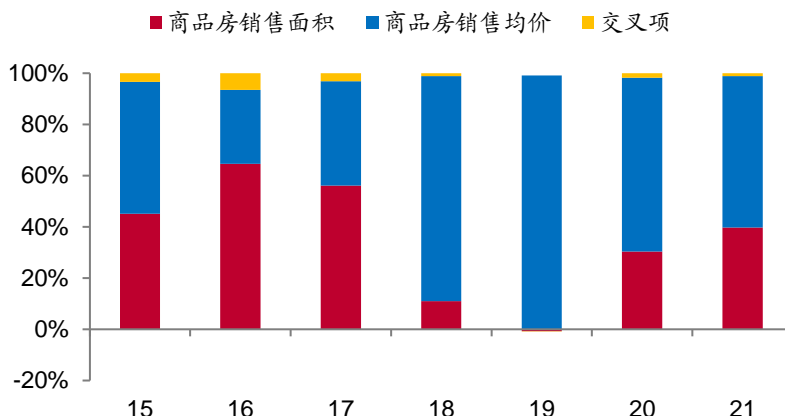
来源: WIND, 中泰证券研究所, 2022 年为截至 4 月底数据

如何扭转居民资产增速下滑的态势?短期来看,疫情态势如果能够得到实质性转好,则封控措施逐渐解除后,消费应该会迎来一定程度的反弹,但是最终消费的修复程度还是取决于居民资产负债表的状况。

**房住不炒之下,面积带动增长。**近几年在“房住不炒”的政策基调之下,商品房销售均价增速有了明显放缓。2019 年以来,尽管商品房价格的增速整体仍高于销售面积的增速,但其对于销售额的贡献逐年递减,而面积的贡献日益增长。据此,我们认为靠房价大幅上行来带动居民资产规模快速扩张的

时代或已过去，居民住房资产的拉动可能主要由面积增长提供。

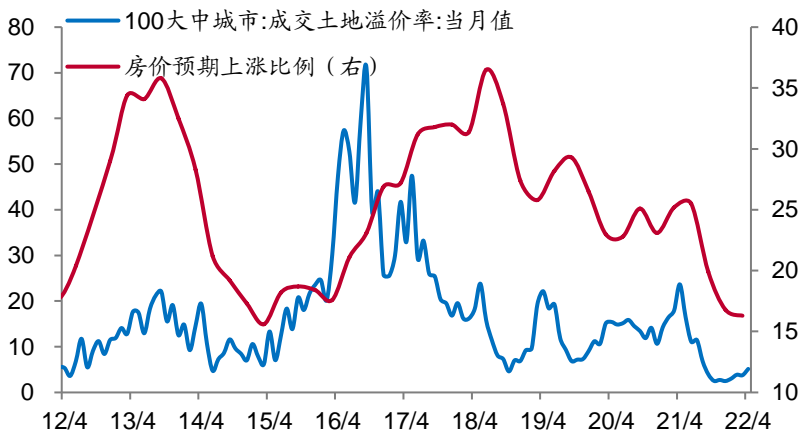
**图表 16: 商品房销售额增速中面积和均价的贡献 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**房价增速仍较稳定，结构升级或是主线。**从房价的先行指标来看，能够反映房企对房价上涨预期的 100 城成交土地溢价率仍处在较低位，而一季度央行公布的城镇储户调查问卷中的“房价预期上涨比例”也延续下行，可见居民和企业对于房价上涨的预期均较弱。在政治局会议仍然强调坚持房住不炒定位的前提下，短期房价同比增速或将保持稳定态势，而地产结构升级或将成为本轮地产恢复的主要特点，这将带动居民实物资产重新回到增长通道。

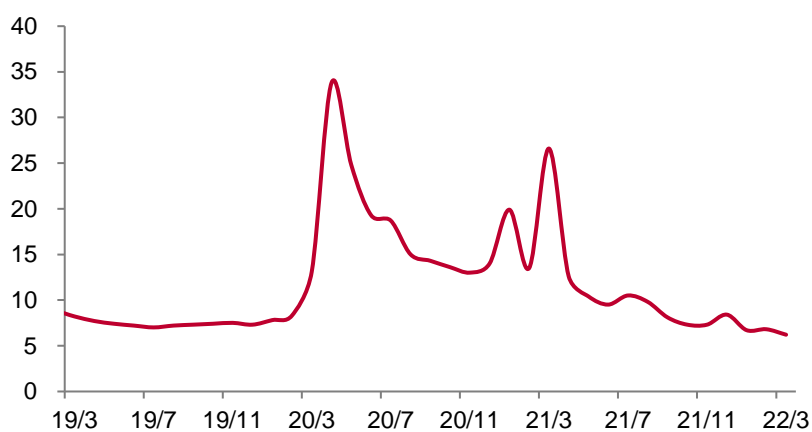
**图表 17: 房价预期上涨比例和 100 城成交土地溢价率 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**提高收入更为关键。**对于金融资产而言，如何将居民手中的存款和现金转换为有效需求，是亟待解决的问题。虽然消费券等刺激政策有着一定的合理性，但对于消费的提振效果更偏短期。以美国为例，随着财政刺激逐渐退出，高储蓄率对消费的支撑趋于减弱，今年 3 月，美国居民个人储蓄占可支配收入比重降至 6.2%，已经低于疫情前的水平。我们认为，刺激消费的关键仍然是保障居民对于收入的增长预期。在此背景下，减税政策能够发挥很大的作用，可以通过分配结构调整来促进居民收入的恢复性增长并改善消费。

图表 18: 美国个人储蓄存款占可支配收入比例 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。