

## 居民还有加杠杆的能力吗？

报告日期：2022-06-11

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

### 主要观点：

● **事件：**2022年5月新增人民币贷款1.89万亿元，预期1.4万亿元，前值6454亿元；新增社融2.79万亿元，预期2.37万亿元，前值9102亿元；M2同比11.1%，预期10.5%，前值10.5%。M1同比4.6%，前值5.1%。

● **一、5月信贷社融总量好、结构差，票据、短贷、政府债券是主要支撑，逆周期特征明显。**

**1、5月信贷、社融总量明显超预期。**其中新增贷款1.89万亿，同比大幅多增3900亿元，较过去三年同期均值多增5033亿元；金融机构各项贷款余额同比回升0.1个百分点至11%。新增社融2.79万亿，同比多增8378亿元，较过去三年同期均值多增5063亿元；社融存量同比增速回升0.3个百分点至10.5%，剔除政府债券的社融存量同比回升0.16个百分点至9.14%。从总量来看，信贷和社融超预期一方面与疫情受控，经济边际好转有关，5月制造业PMI回升2.2个百分点至49.6%，服务业PMI回升7.1个百分点至47.1%；另一方面也与5月23日央行、银保监会召开金融货币信贷形势分析会，要求“从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展”有关。

**2、信贷、社融结构不佳，票据、短贷、政府债券是主要支撑，逆周期特征明显。**信贷结构方面，依然是企业好，居民差；短贷好，长贷差。我们观察顺周期指标（居民贷款+企业中长贷）占比仍然低于逆周期指标（票据+企业短贷）占比，即分别是44.7%和51.7%。不过边际上看，顺周期指标占比较前值回升了37.2个百分点，体现了经济回暖。具体看，居民端，居民中长贷净融资虽由负转正，但绝对数量仍低，5月新增1047亿元，同比少增3379亿元，较过去三年同期均值少增3541亿元。与之对应，地产销售同比仍大幅负增，5月30城商品房成交面积同比下滑48%（1-2月-30%左右，3月-49%，4月-54%）。企业端，企业票据和短贷分别新增7129和2642亿元，同比多增5591和3286亿元，短期融资手段支撑较明显。而企业中长贷新增5551亿元，同比少增977亿元。不过，从季节性的角度来看，5月企业中长贷边际恢复速度尚可，即较过去三年同期均值多增765亿元，环比多增2899亿元。5月票据利率先下后上，指向随着疫情逐渐受控，企业融资需求5月底以来有所改善。社融结构方面，表现亮眼的是新增人民币贷款和政府债券，此外非标融资对社融拖累持续减轻。具体看：1）新增人民币贷款1.82万亿，同比多增3906亿元。2）新增政府债券1.06万亿，同比多增3899亿元，较过去三年同期均值多增3293亿元。wind数据显示，5月地方政府新增专项债券净融资额6274亿元，今年1-5月新增专项债券计发行约2万亿，财政部要求“确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”，意味着剩余1.6万亿以上专项债大部分需要在6月发行。截至6月10日，6月地方政府新增专项债已发行5130亿元，预计6月发行规模破万亿，对社融形成支撑。3）非标融资连续3个月同比少减，对社融拖累减轻。5月非标融资（信托贷款+委托贷款+表外票据）减少1819亿元，同比少减810亿元，净融资降幅也较4月收窄。其中5月委托贷款减少132亿元，同比少减276亿元；信托贷款减少619亿元，同比少减676亿元；而新增未贴现银行承兑汇票仍然较少，可能在实体融资需求不高的背景下，向表内贴现加快。

**3、存款方面：M1降、M2升，财政支出继续加快。**5月M1同比较前值回落0.5个百分点至4.6%，M2同比较前值回升0.6个百分点至11.1%；财政存款同比大幅少增，指向财政支出继续加快。5月M1同比在基数下行的情况下仍然较4月下滑，说明企业活期现金流仍不佳，也与地产销售低迷有关。5月M2同比在基数上行的情况下仍能够回升，一方面受贷款和社融增速上行支撑；另一方面与财政投放加快，财政存款向居民和企业部门转移有关。结构上看，5月居民和企业存款分别增加7393亿元、11000亿元，同比分别多增6321亿元、12240亿元；财政存款增加5592亿元，同比少增3665亿元，财政支出继续加快。

● **二、社融-M2持续下行，表明实体需求差、可能存在资金空转、财政投放加快。**3月以来，社融-M2同比增速持续下行，5月这一数值为-0.6%，缺口再度扩大。前期报告《信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》我们曾分析了社融-M2下行的三大原因，5月这一情况仍在延续。即：第一，通常社融表征实体经济的融资需求，M2表征货币供给。社融-M2同比持续下行，说明实体经济融资需求不高，社会的资金供给超过需求。第二，可能存在资金空转现象，即资金空转的存款体现在M2中（即同业存款、同业存单、非银机构持有的货币市场基金未投入实体部分等），而未体现在社融中（社融不包括非银机构贷款）。第三，财政投放加快，释放流动性，财政存款转化为对实体经济的支撑，进入居民和企业部门，提升M2。不过需要说明的是，与4月不同，5月政府债券发行、财政投放同时提速，因此对社融和M2均形成支撑。

● **三、居民中长贷连续6个月同比少增，今年2月和4月更是罕见净负增，那么未来居民部门还有加杠杆的能力吗？**

**1、存量指标：我国居民部门杠杆率理论上与发达国家仍有15个百分点以上差距。**我们在报告《全球比较视角下，“四问”地产长期空间》中指出，剔除经营性债务的居民杠杆率与发达国家仍有至少15个百分点的差距。根据央行《2020年第四季度中国货币政策执行报告》的解释，我国居民杠杆率的特殊性在于其统计了工商户经营性贷款，在经济学上属于自偿性债务、具有可持续性，因此在进行国际比较时应予以剔除，经测算2022年Q1调整后居民杠杆率为47.4%，较社科院口径的62.1%相

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_社融的内生弱与外生强》2021-12-10
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_测算：LPR还有再降息空间吗？》2022-01-10
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》2022-03-12
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_信贷结构究竟如何？对经济有何启示？》2022-04-12
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度央行货币政策报告的8大关注点》2022-05-10
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》2022-05-14
- 9.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_全球比较视角下，“四问”地产长期空间》2022-05-25

差 14.7 个百分点，几乎持平新兴经济体的 51.0%，与发达经济体的 75.7%、欧元区的 60.9% 相比仍有一定空间，也低于国际货币基金组织和 BIS 认定的 65%-85% 的临界值。

**2、流量指标：我国近五年居民部门偿债比率增长一倍，绝对水平处于国际中间位置。**我国居民部门偿债比率为 9.2% 左右，处于国际中间水平，但近些年上升较快，趋势上与发达国家差异明显。沿用《全球比较视角下，“四问”地产长期空间》中的算法，我们用偿债比率考察住户部门每年用多少收入来偿还债务，即住户部门当年应还债务本金与利息之和与住户部门可支配收入的比值。国际清算银行的计算方法为，住户部门债务余额为 D，可支配收入为 Y，贷款季度利率为 i，贷款剩余期限为 t 个季度（假定各国住户部门贷款剩余期限均为 18 年，即 72 个季度），则偿债比率 =  $\frac{i}{1-(1+i)^{-t}} \times \frac{D}{Y}$ 。我们将久期设为 18 年、贷款利率跟随 5 年期 LPR 利率，得到 2021 年末我国住户部门偿债比率为 11.9%，剔除经营贷调整后住户部门偿债比率为 9.2%。趋势上看，2008 年金融危机以来，发达国家债务偿付比率呈普降态势，但我国住户部门偿债比率近五年几乎翻倍；横向比较，在发达国家中处于中间水平。

**3、存量+流量指标：偿债比率某种程度上是居民杠杆率的先行指标，我国偿债比率接近国际爆发风险的上限区间，将制约居民进一步举债空间。**

**1) 偿债比率领先居民杠杆率大概 2-5 个季度，国际偿债比率上限约为 11%-13%，我国仍低于此水平，但后续空间已有限。**从数据来看，偿债比率似乎比居民杠杆率更快见顶，领先期大约在 2-5 个季度。美国、英国、西班牙、葡萄牙杠杆率见顶对应的偿债率上限落在 11%-13%，荷兰和丹麦为 20% 左右。两个指标间存在线性关系，大致可以用  $y=0.2657x-12.931$  来描述，说明可支配收入占比越高的国家能承受更高的债务水平（北欧国家是典型例子，如挪威、瑞典、瑞士等）。我国 9.2% 的偿债率还未到达金融危机、欧债危机 11%-13% 的临界水平，但我国目前处于线性关系的左边区域，指向居民端偿债压力较为严峻。

**2) 若基于中国国情做误差调整，中国偿债比率或已达国际风险区间。**从公式出发，偿债比率对久期较为敏感。我国的住房高首付比例、普遍存在的“父债子债”现象，决定了我国房贷久期会短于欧美，因此我国实际房贷平均剩余期限可能不足 18 年。有以下两条线索作为印证：其一，根据西南财经大学《中国家庭金融调查报告(2017)》40011 个样本，居民房贷平均期限 16.5 年、平均剩余期限 11.2 年；其二，经济学家韩康教授指出“2020 年中国的居民有 31.12 万亿的房贷没有偿还，还贷的年限平均是 8 年”。若将久期调整为 11.2 年，则居民偿债比率从 9.2% 上升至 12.9%，已经接近经济危机时 11%-13% 的居民偿债水平临界值。

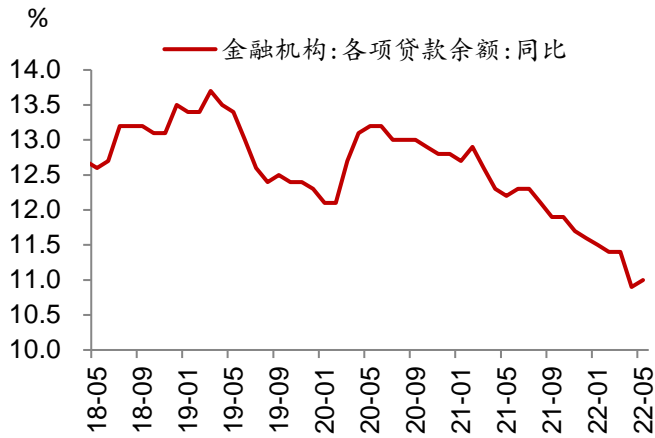
● **四、看待 5 月超预期的社融，留一半清醒留一半醉。**

5 月信贷、社融总量全面超预期，与疫情受控、经济边际回暖有关，也与央行、银保监会指导下的宽信用发力有关。好的一面在于，总量企稳总是领先于结构改善，我们已经看到了总量的“稳”。但需要清醒地认识到，5 月信贷社融结构较差，票据、短贷、政府债券托底信用的逆周期特征非常明显，而与实体融资需求更为相关的居民、企业中长贷表现仍欠佳，指向实体经济需求恢复尚需时日。社融-M2 持续下行，表明社会资金供需存在缺口，那么当下信贷的加速投放存在透支未来的风险，且不排除有资金空转的可能。后续稳增长政策仍需继续加速加码，特别是财政政策发力、地产继续宽松，结构性货币政策进行精准滴灌，社融真正企稳需要结构改善的交叉印证。

● **风险提示**

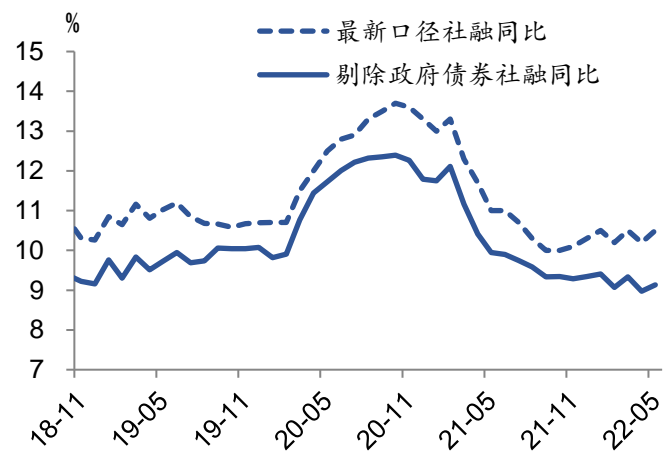
地产下行速度超预期，实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 贷款增速有所回升



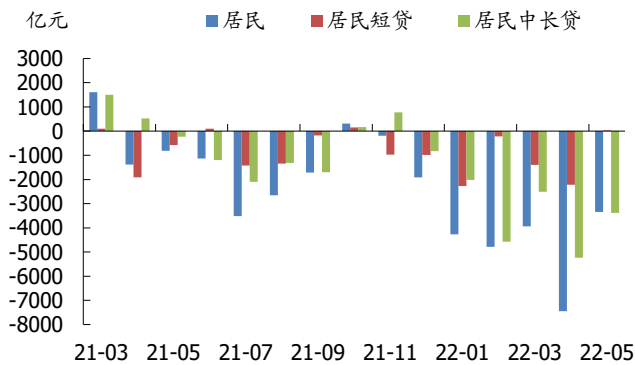
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 社融增速企稳回升



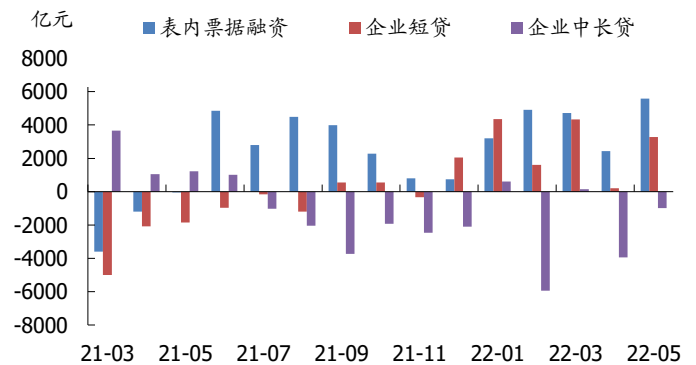
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 居民中长期贷款延续同比少增



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4 企业中长贷同比延续少增



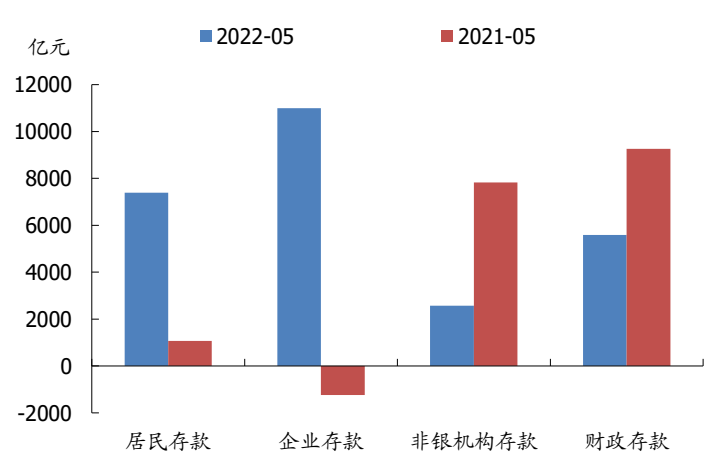
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 5 票据利率先下后上



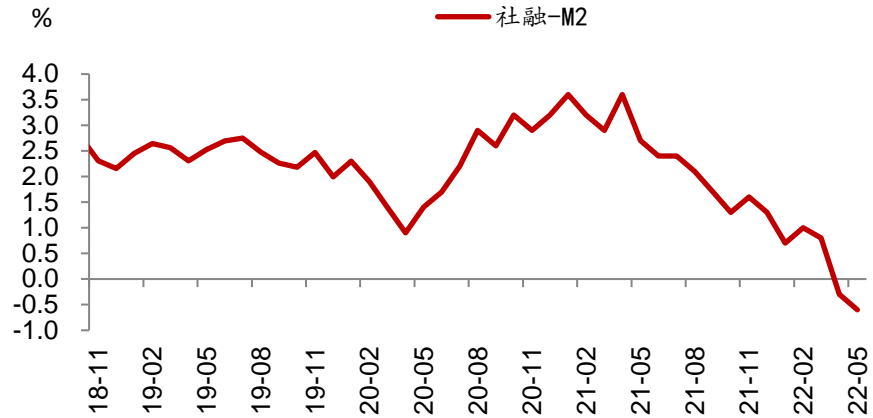
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 财政支出继续加快



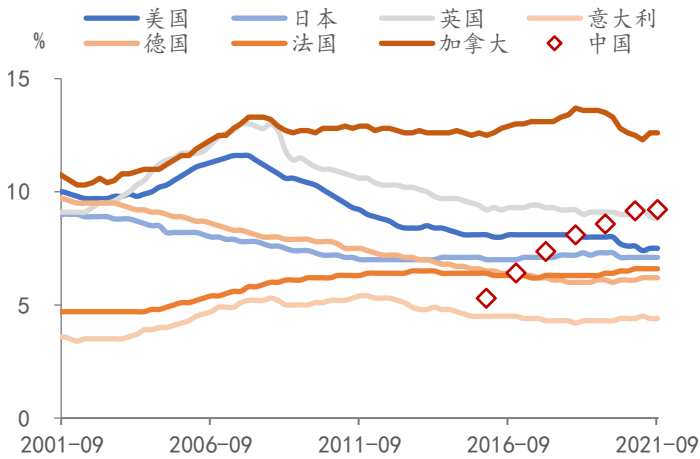
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 社融-M2 增速持续下行



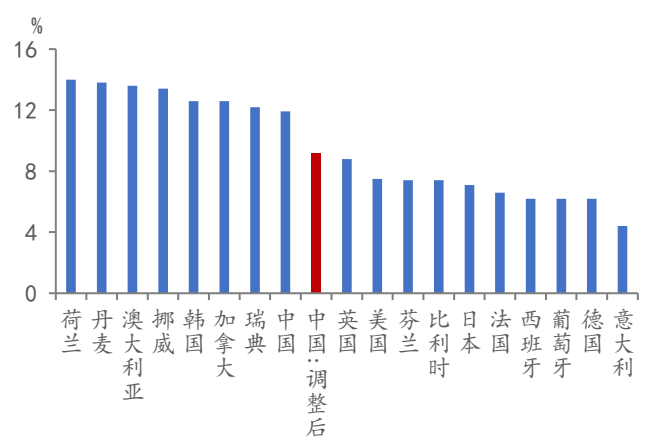
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 各类经济体居民债务偿付比率变化情况



资料来源: BIS、Wind, 华安证券研究所测算

图表 9 2021 年 Q3 各国居民债务偿付比率



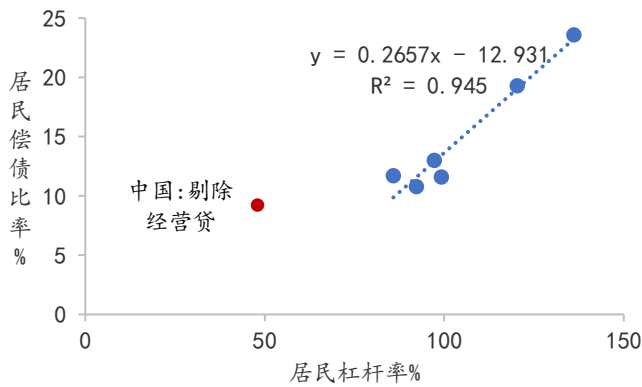
资料来源: BIS、Wind, 华安证券研究所测算

图表 10 爆发危机时债务指标的上限

	美国	英国	西班牙	葡萄牙	荷兰	丹麦	中国:剔除经营贷
居民杠杆率 (%)	99.2	97.2	85.8	92.2	120.3	136.1	48
见顶时点	2007-12	2009-12	2010-06	2009-12	2010-06	2009-09	
债务偿付率 (%)	11.6	13	11.7	10.8	19.3	23.6	9.2
见顶时点	2007-06	2008-09	2008-09	2008-09	2009-12	2008-12	
债务偿付率领先见顶 (季度)	2	5	7	5	2	3	

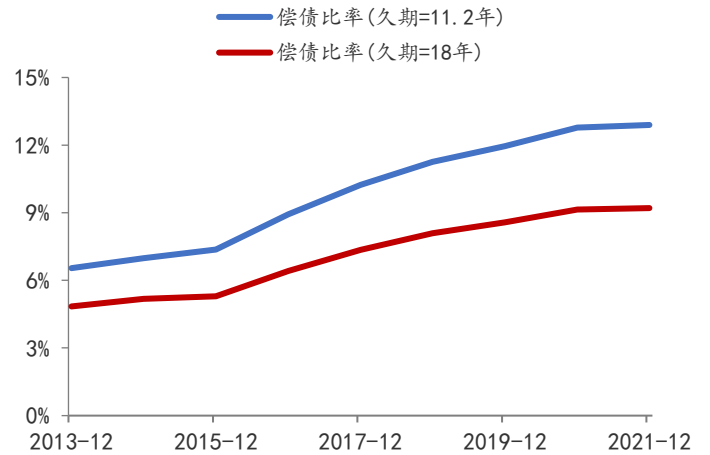
资料来源: BIS, Wind, 华安证券研究所测算

图表 11 线性关系表征居民部门可支配收入占比



资料来源: BIS, Wind, 华安证券研究所测算

图表 12 不同久期下的偿债比率测算



资料来源: BIS, Wind, 华安证券研究所测算

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。