

## 轮动与空间：详解三大部门资产负债表

### 摘要

- **政府部门：杠杆及债务率上升，中央政府空间较大。**根据《2022年度中国杠杆率报告》，2022年实体经济部门总债务增速回落至9.5%，大致是2000年以来的低点。政府杠杆率上升3.6个百分点，其中中央政府杠杆率上升了1.1个百分点，地方政府杠杆率则上升了2.5个百分点。从财政收支情况看，财政支出幅度较大，地方财政压力较中央更大，财政收支矛盾明显。债务水平看，全国政府债务占GDP的比重呈逐年上升趋势，2022年地方债务增量较大。2023年2月，高层提到要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，后续防风险力度仍大。
- **企业部门：加杠杆意愿较低。**从主要部门杠杆率看，2022年非金融部门杠杆率上升的幅度最大，2022年，非金融部门杠杆率从2021年末的154.1%上升至160.9%。2022年，金融部门的杠杆率略有提升，资产方统计的金融杠杆率上升了1.4个百分点，负债方统计的金融杠杆率上升了2.0个百分点。从企业债务看，企业部门的资金面较为宽裕，杠杆率处于相对高位，但杠杆增速处于多年较低水平，货币的信用派生能力减弱。2022年，尤其是下半年企业整体投资意愿不强，后续仍需时间改善。2022年，私营企业负债率上升幅度明显大于国有企业，压力也更大。
- **居民部门：资产负债表收缩，存款多增。**2022年居民部门杠杆率为61.9%，与上一年持平。从居民债务看，2022年，居民部门债务增速仅为5.4%，为1992年数据统计以来的新低，居民整体资产负债表收缩。按用途看，个人经营性贷款录得16.5%的较高增速，但住房贷款仅增长了1.8%，其他消费性贷款仅增长了2.8%。结构性货币政策的支持及普惠小微贷款力度的加强是个人经营性贷款上升的重要原因。居民存款则在2022年大幅增长，资产负债状况有所改善。从居民收入和支出看，2022年全年居民收入增速回落，消费水平与2021年基本持平。
- **三部门资产负债之间的轮动。**今年三大部门的资产负债轮动将较去年有所变化，居民和企业对于投资、消费、储蓄的态度变化仍需要时间，现阶段除了依靠市场自身的恢复外，政策方面仍然需要加力：其一，积极的财政政策加力提效，增强市场主体信心；其二，有针对性的对小微企业和边际消费倾向较高的中低收入家庭提供支持。
- **风险提示：**国内复苏不及预期，资本外流压力较大。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 全球齿轮转动，数字经济机会详解 (2023-02-03)
2. 2023 房地产长效机制新解——基于对保障性住房的研究 (2023-01-30)
3. 波动与趋势，如何看大宗商品的超级周期？ (2023-01-09)
4. 三年国改收官，新篇章如何续写？ (2022-12-29)
5. 稳中重质，进而求新——2022年中央经济工作会议解读 (2022-12-18)
6. 再出发，正当时——2023年宏观经济展望 (2022-11-27)

## 目 录

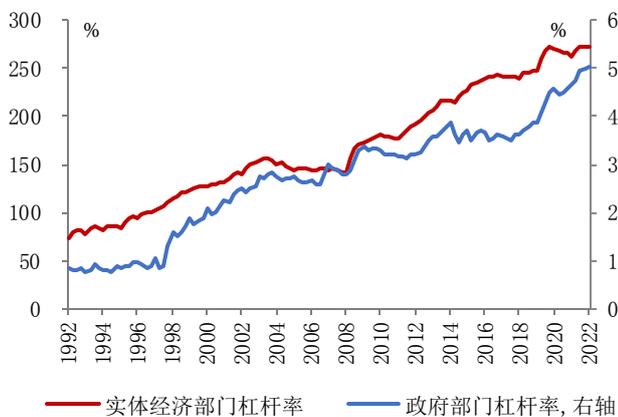
1 政府部门：杠杆及债务率上升，中央政府空间较大.....	1
2 企业部门：加杠杆意愿较低.....	3
2.1 非金融企业部门 VS 金融部门.....	3
2.2 国有企业 VS 私营企业.....	6
3 居民部门：资产负债表收缩，存款多增.....	7
4 三部门资产负债之间的轮动.....	9

疫情以来，宏观政策快速反应、应出尽出，但在房地产市场低迷、多轮散点疫情的冲击下，私人部门的信心和预期都受到较大冲击，这在经济数据及金融数据上都有所反映，市场上也出现资产负债表衰退的讨论。本篇专题我们分别对政府部门、企业部门和居民部门的资产负债表进行梳理，并对后续政策方向作出前瞻预判。

## 1 政府部门：杠杆及债务率上升，中央政府空间较大

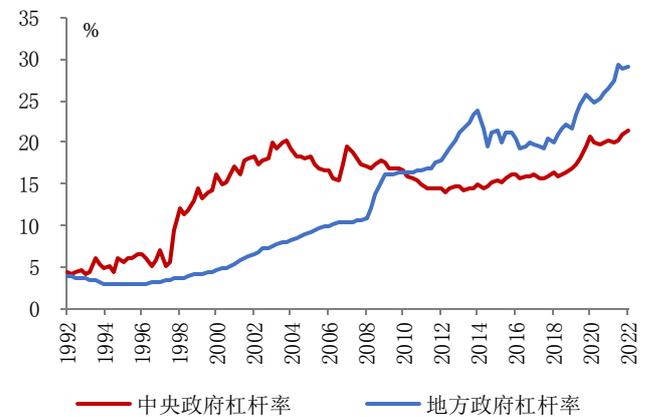
从杠杆水平看，2022年政府部门杠杆率增速继续上升，且地方政府杠杆上升更多。2017年，国务院办公厅印发了《全国和地方资产负债表编制工作方案》，编制全国和地方资产负债表，包括政府、居民、企业、金融机构等机构部门的资产负债信息，摸清“家底”。从资产负债分类来看，全国和地方资产负债表主要包括非金融资产、金融资产、负债三大类项目；从机构部门的分类看，包括非金融企业部门、金融机构部门、广义政府部门、住户部门，四个机构部门，其中广义政府部门包括各级党政机关、群众团体、事业单位、基层群众性自治组织等。宏观杠杆率从2021年末的262.8%升至273.2%，上升了10.4个百分点，四个季度的涨幅分别为4.5、4.6、1.0和0.3个百分点。实体经济部门杠杆率2022年上升10.4个百分点至273.2%，政府杠杆率上升3.6个百分点，由2021年末的46.8%上升至2022年的50.4%，四个季度的涨幅分别为0.5、2.3、0.2和0.6个百分点。其中，中央政府杠杆率上升了1.1个百分点，从2021年末的20.3%增至21.4%，四个季度的涨幅分别为-0.4、0.3、0.7和0.5个百分点；地方政府杠杆率则上升了2.5个百分点，从2021年末的26.5%增至29.0%，四个季度的涨幅分别为0.9、2.0、-0.5和0.1个百分点。从中央和地方政府的杠杆看，地方政府的杠杆率上升更多。

图1：实体经济部门与政府部门杠杆率增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图2：中央政府与地方政府杠杆率对比

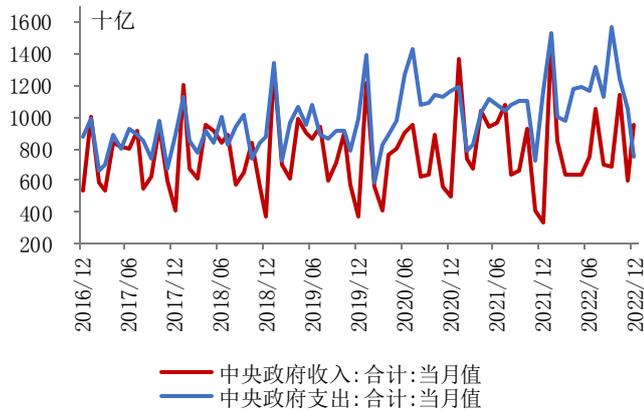


数据来源：Wind、西南证券整理

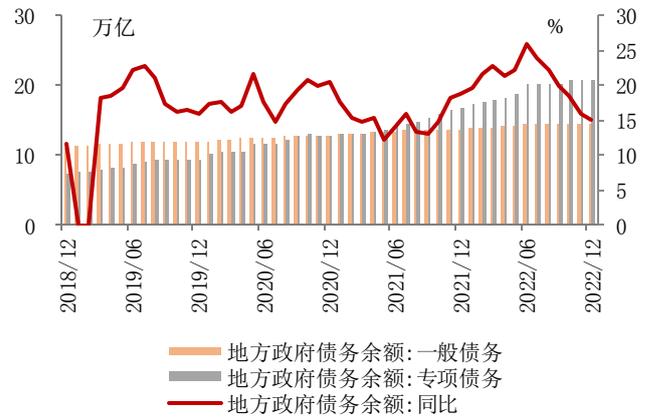
从财政收支情况看，财政支出幅度较大，中央情况优于地方财政。2022年，全国一般公共预算收入比上年增长0.6%，增速较2021年回落10.1个百分点，扣除留抵退税因素后增长9.1%。其中，全国税收收入比上年下降3.5%，较2021年回落15.4个百分点，扣除留抵退税因素后增长6.6%。2022年，预计全年新增减税降费和退税缓税缓费达4.2万亿元，财政政策积极主动作为、留抵退税等政策发挥效用，同时也体现了经济复苏对财政收入的重要影响。财政支出方面，2022年，全国一般公共预算支出260609亿元，比上年增长6.1%，较2021年加快5.8个百分点。其中，中央一般公共预算本级支出比上年增长3.9%，增速较前值加快4个百分点；地方一般公共预算支出比上年增长6.1%，较2021年加快6.1个百分点。

2022年广义财政收入（全国一般公共预算和全国政府性基金预算）约为28.16万亿元，比上一年下滑6.3%，广义财政支出37.12万亿元，比上一年增长3.1%，广义财政支出超出收入8.96万亿元，这一数字超过了疫情暴发的2020年，创历史新高。根据全国各省份2023年度财政预算报告，地方财政在2022年受疫情冲击严重，31个省份中有22个省份财政收入同比下降，扣除留抵退税这一政策性减收因素后，仍有6个省份收入下降，吉林、天津、海南、重庆、辽宁等疫情严重省份的扣除留抵退税影响后收入仍然下降，吉林降幅高达16.5%，仅山西、内蒙古、陕西、新疆四个资源型省份财政收入较快增长，增速在14.9%-21.8%之间，但陕西预算报告指出，地区间财政收入不均衡情况较为突出，产煤县区财政收入高增长掩盖了非产煤县区收入的增长乏力。上海2022年全年财政收入下降2.1%，由于超预期疫情冲击，各季收入出现较大波动，二季度受到疫情和集中留抵退税双重压力，收入下降48.1%，下半年逐步恢复增长，四季度收入增长47.2%；分行业看，住宿餐饮业受疫情影响最大，相关财政收入大降63.4%。此外，从政府性基金收入看，只有海南、上海在2022年保持增长，至少27个省份呈两位数下降，天津政府性基金收入降幅高达62.4%，东三省和青海降幅都超过50%，这主要受到房地产市场低迷的因素影响。根据2023年省级两会及政府工作报告，大多省份对2023年财政收入前景较谨慎，18个省份将2023年财政收入预期增速定在4%-5%左右，部分省份预期增速低于GDP增长目标；海南、吉林、甘肃等则因低基数等原因，将目标设定在两位数，在13%-15%之间。总的看，2022年，地方财政压力较中央更大，财政收支矛盾较大。

从债务水平看，全国政府债务占GDP的比重呈逐年上升趋势，2022年地方债务增量较大。根据《2022年度中国杠杆率报告》，2022年实体经济部门总债务增速回落至9.5%，大致是2000年以来的低点。2022年，全国政府债务同比增速下降到13.6%，低于之前三年的增速，但高于实体经济部门债务同比增速，其中地方政府债务同比增速降至15.07%，较2022年二季度末的高点下降10.91个百分点，中央政府债务同比增速维持在11.7%。然而，从债务占GDP的比重看，近几年此比率处于上升态势，2019至2022年的全国政府债务占GDP的比重分别为38.6%、45.8%、46.8%和50.5%。从新增债务看，2022年国债新增限额2.65万亿，地方政府专项债新增限额3.65万亿，地方一般债新增限额7200亿。从实际全年新增量来看，全年新增国债2.72万亿，新增地方专项债3.97万亿，新增地方一般债6187亿元，新增国债和新增地方专项债都超过年初的新增限额，但在存量上都没超过年末限额，只是限额与余额之间的缺口减小。中央财政债务限额与余额差从2021年末的7811亿下降到7154亿，地方专项债限额余额差从1.47万亿下降到1.15万亿，地方一般债则是从1.34万亿上升到1.44万亿。2022年的新增政府债务超过了新增限额，这也使得政府杠杆率上升。从地方政府债务看，主要增量都体现在上半年，2022年全年发行地方政府债券合计7.37万亿元，其中上半年完成了5.25万亿元，占比71.2%。此外，预计之后化解地方隐性债务风险仍会加力。从省级政府工作报告看，多地把防范化解隐性债务写进相关政府报告，公布隐性债务进度及隐性债务的处置方式，2023年1月，财政部召开2022年度财政收支情况网上新闻发布会时提到，“遏制隐性债务增量，稳妥化解存量，坚决制止违法违规举债行为，规范地方政府融资平台公司管理，牢牢守住不发生系统性风险底线”。2023年2月，高层提到要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。预计此后隐性债务监管和处理力度仍大。

**图 3：中央政府收支情况**


数据来源：Wind、西南证券整理

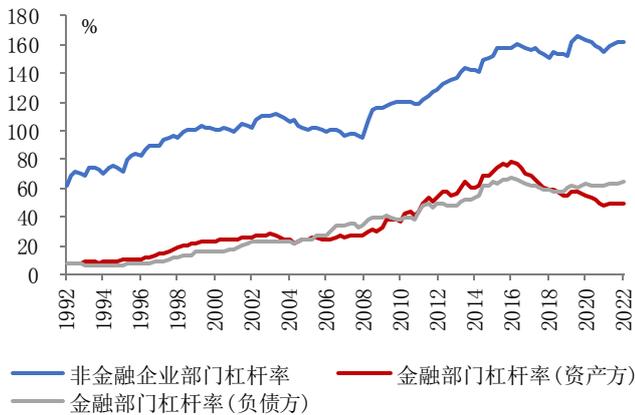
**图 4：地方债务变化情况**


数据来源：Wind、西南证券整理

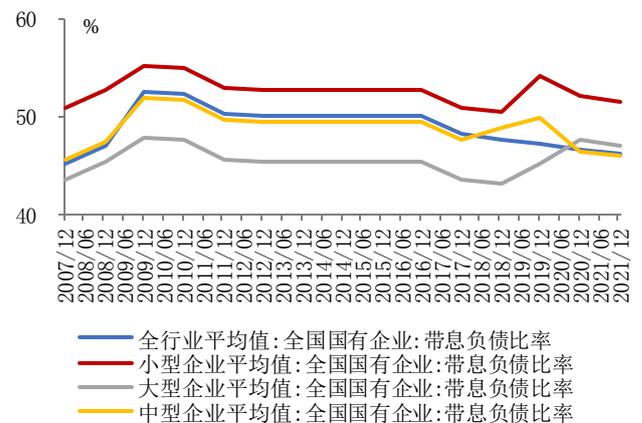
## 2 企业部门：加杠杆意愿较低

### 2.1 非金融企业部门 VS 金融部门

从主要部门杠杆率看，2022 年非金融部门杠杆率上升的幅度最大。2022 年，非金融部门杠杆率从 2021 年末的 154.1% 上升至 160.9%，上升 6.8 个百分点，四个季度的增幅分别为 4.1、2.1、0.7 和 -0.1 个百分点，2022 年上半年企业债务增长的主要因素在于短期票据融资大幅增长，此现象在下半年有所缓解。2015 年，高层提出供给侧结构性改革，2015 年的中央经济工作会议提出“三去一降一补”，非金融部门杠杆率从 2017 年二季度逐渐下降，2018 年四季度较 2017 年二季度降低 8.9 个百分点至 150.5%，2019 年末非金融部门杠杆率为 151.9%，也处于近年较低位，但在疫情的影响下逐渐上升。从不同类型企业看，小型企业的还款压力相对更大，2021 年小型、中型和大型国有企业带息负债比率平均值分别为 51.5%、46.0% 和 47.1%，全行业国有企业带息负债比率平均值为 46.2%。对比非金融部门，2022 年，金融部门的杠杆率略有提升，资产方统计的金融杠杆率上升了 1.4 个百分点，负债方统计的金融杠杆率上升了 2.0 个百分点。资产方金融部门杠杆率主要体现的是银行部门流入非银行金融机构的信用规模，负债方金融部门杠杆率主要体现的是非银行金融机构流入银行的信用规模。自 2017 年金融去杠杆以来，资产方核算的金融部门杠杆率持续下降，反映影子银行信用创造规模的不断下降，从 2016 年四季度的峰值 77.9% 下降至 2021 年四季度的阶段性低点 48.6%，到 2022 年四季度回升至 50%，2022 年的回升主要由于整体信用环境的宽松，再加上金融去杠杆基本接近尾声。负债方金融部门杠杆率在 2016 年末达到峰值 67.4%，到 2019 年二季度跌至阶段性低点 57.6%，后逐渐回升，2022 年四季度为 64.4%。近三年非金融部门杠杆率上升与疫情打击企业经营、政策端发力等因素有关，目前货币政策仍然稳中偏松，对于实体经济的支持力度不减，但疫情的影响逐渐消退，企业经营恢复步入正轨，杠杆大幅度扩张的空间较小。

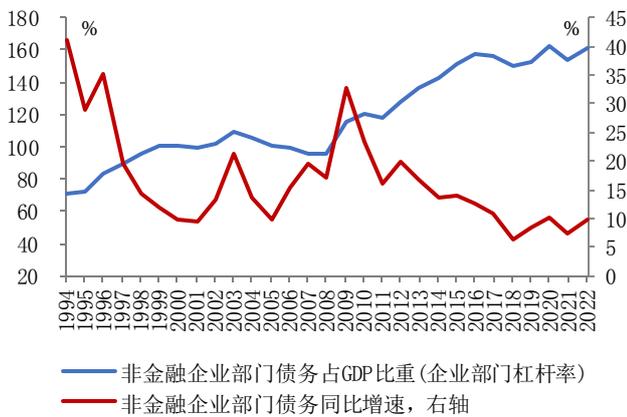
**图 5：金融部门和非金融部门杠杆率变化**


数据来源：Wind、西南证券整理

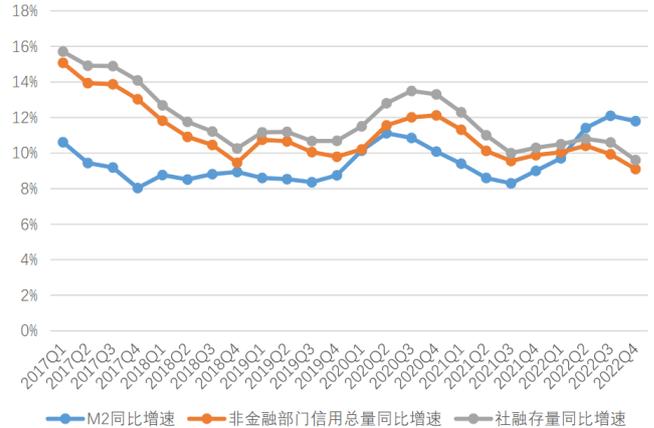
**图 6：不同规模国有企业带息负债比率平均值变化**


数据来源：Wind、西南证券整理

从企业债务看，企业部门的资金面较为宽裕，杠杆率处于相对高位，但杠杆增速处于多年较低水平。2022 年，非金融企业债务同比增长了 9.9%，高于 2021 年，与 2020 年基本持平，增速处于多年较低水平，2006-2017 年的企业债务增速均保持在 10% 以上，高点超过 30%。其中企业贷款同比增长了 13.6%，企业贷款中增速最快的是短期票据融资，同比上涨了 30%，企业债券仅同比增长了 3.6%，2022 年企业债券净融资 2.05 万亿元，同比少增 1.24 万亿元，非金融企业境内股票融资 1.18 万亿元，同比少 376 亿元。贷款利率不断下行的环境下，企业贷款的增速创了 2013 年以来的新高。根据国家金融与发展实验室，2022 年，非金融部门信用总量为 336.7 万亿元，较上年增加 28 万亿元，同比增长 9.1%，处于 2005 年有记录以来最低水平。2022 年末，广义货币 (M2) 余额 266.43 万亿元，较上年增加 28 万亿元，同比增长 11.8%，增速比上年同期高 2.8 个百分点。2022 年末，M2 增速处于 2016 年 5 月份以来的高位，与社融和人民币信贷增速差值由负转正，分别高出 2.2 和 0.7 个百分点。从绝对金额和增速上看，货币与信用增量相当，而广义货币增速明显高于信用增速，此现象也仅在近两年出现，反映了货币的信用派生能力减弱。2022 年，政策利率引导市场利率下行，资金利率、信贷利率、债券利率的利率中枢基本都低于 2020 年水平。2020 年，央行三次降准，一次全面降准、两次定向降准；2021 年央行四次降准，其中两次全面降准；2022 年，央行两次全面降准，大型银行准备金率从 2020 年初的 13% 降至当前的 11%，银行等金融机构的超额准备金率也基本保持稳定。此外，2022 年央行再度重启了抵押补充贷款 (PSL) 操作，向政策性银行净投放五千多亿元用于支持房地产等领域的投资。并且，金融去杠杆导致影子银行信用收缩的负面影响也大幅下降。2022 年，信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票三项表外资产存量相比 2021 年末分别变动了 -6100 亿、3700 亿和 -3500 亿，加总仅下降了 5900 亿，而前几年这几项资产每年的下降规模都会超过 2 万亿元。

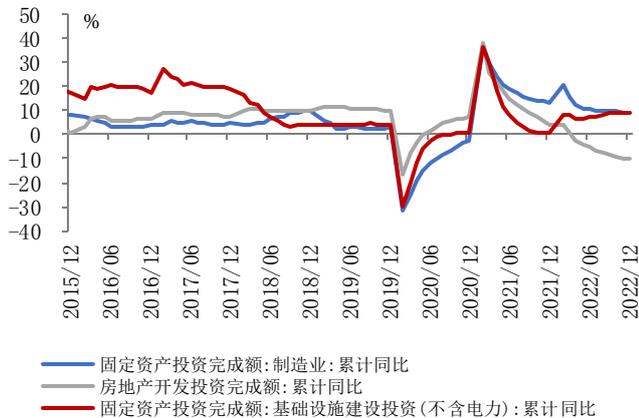
**图 7：非金融企业债务规模及增速变化**


数据来源：Wind、西南证券整理

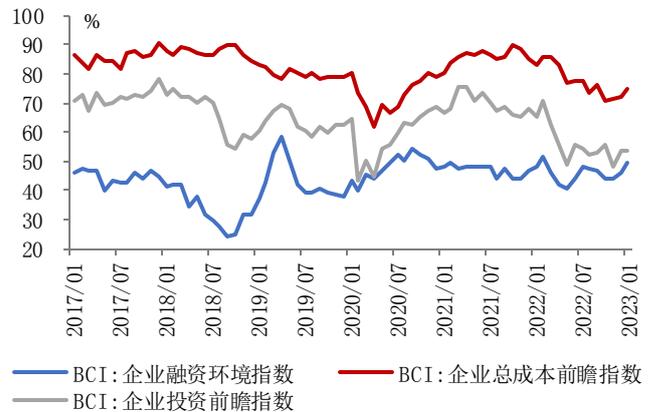
**图 8：非金融部门信用总量与 M2 增速**


数据来源：Wind、西南证券整理

2022 年，尤其是下半年企业整体投资意愿不强，后续仍需时间改善。2022 年末，本外币工业中长期贷款余额 17.06 万亿元，同比增长 26.5%，增速比各项贷款高 16.1 个百分点，比三季度末高 3.2 个百分点，比上年末高 3.9 个百分点，全年增加 3.61 万亿元，同比多增 1.12 万亿元；本外币基础设施中长期贷款余额 32.67 万亿元，同比增长 13%，增速比上年末低 2.3 个百分点，全年增加 3.8 万亿元，同比少增 197 亿元；人民币房地产贷款余额 53.16 万亿元，同比增长 1.5%，比上年末增速低 6.5 个百分点，全年增加 7213 亿元，占同期各项贷款增量的 3.4%。2022 年，固定资产投资增速为 5.1%，略高于 2020 和 2021 年的增速，但仍低于疫情前的增长水平。分产业看，第一产业投资同比增长 0.2%；第二产业投资增长 10.3%；第三产业投资增长 3.0%。其中，2022 年 1-12 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 9.4%，高于整体固定资产投资增速 4.3 个百分点，较 2021 年增速也有所抬升，连续 7 个月增速超过整体固定资产投资，且差距逐渐扩大，下半年基建拖底经济的作用较为显著，基建投资中的水利管理业与公共设施管理业投资的增速都达到两位数；然而，全国房地产开发投资同比下降 10.0%，降幅比 1-11 月继续扩大 0.2 个百分点，虽然 2022 年 11 月份以来，以“金融 16 条”为代表的信贷融资、债券融资、股权融资“三支箭”政策全力保障房企合理融资需求，对市场各方信心有所提振，但在需求端的刺激效果有限，房企拿地热情依然不高，2022 年以来，房地产开发投资、商品房销售、房企到位资金等房地产相关指标几乎都呈现为一条下滑趋势；制造业投资增长 9.1%，较整体固定资产投资增速高 4.0 个百分点，增速不及 2021 年水平，其中电气机械和器材制造业全年增速最高，为 42.6%。企业受到房地产市场及疫情负面影响较大，2022 年 7 月后 BCI 企业融资环境指数一路下滑，从 48.51 下滑至 11 月的 44.05，2022 年 12 月（45.94）和 2023 年 1 月（49.49）有所回升；BCI 投资前瞻指数在 2022 年 11 月达到阶段性低点 47.8 后，回升至 2023 年 1 月的 53.6，但较疫情前比仍处于相对低位。总的来看，2022 年，货币供给增加，流动性宽松，但信用相对萎缩。从存款来看，企业体现为活期存款下降、定期存款高增，活期和定期存款分别减少 1880 亿元、增加 5.1 万亿元，增量较上年同期分别下降 134%、增长 40.4%。

**图 9：三大投资增速变化**


数据来源：Wind、西南证券整理

**图 10：BCI 企业指数主要分项变化**


数据来源：Wind、西南证券整理

## 2.2 国有企业 VS 私营企业

2022 年，私营企业负债率上升幅度明显大于国有企业，相较压力更大。从全行业情况看，2022 年 12 月末，国有企业资产负债率 64.4%，上升 0.4 个百分点；国有企业利润总额 43148.2 亿元，同比下降 5.1%；国有企业营业总收入 825967.4 亿元，同比增长 8.3%。从工业企业看，2022 年末，私营工业企业资产负债率为 58.4%，分别较 2021 年、2020 年及 2019 年上升 0.8、1.0 和 1.0 个百分点，国有工业企业资产负债率为 57.3%，分别较 2021 年、2020 年及 2019 年上升 0.2、持平和下降 0.7 个百分点。相对国有企业，私营企业的负债压力更大。对于央企的主要经营指标考核，2020 年，监管层首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度；2021 年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”；2023 年，按照国务院国资委的要求，由原有的“两利四率”调整为“一利五率”，即用净资产收益率替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，并继续保留资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标。调整后，对于央企的考核更加侧重提高资产使用效率，“质”较“量”更重要。从小微企业看，2022 年末，银行业金融机构用于小微企业的贷款余额 59.7 万亿元，其中单户授信总额 1000 万元及以下的普惠型小微企业贷款余额 23.6 万亿元，同比增速 23.6%；2022 年，新增小微企业（普惠）贷款 4.59 万亿元，较上一年同比多增 4600 亿元，较 2020 年多增 1.07 万亿元。但从中小企业信心指数中的预期指数和信用指数，还未恢复到疫情之前水平，2023 年 1 月，中小企业预期指数和中小企业信用指数分别为 50 和 50.4，较 2022 年 1 月回落 2.2 和 2 个点，较 2019 年 12 月回落 6 和 3.1 个点。

**图 11：国有及私营工业企业资产负债率变化对比**


数据来源: Wind、西南证券整理

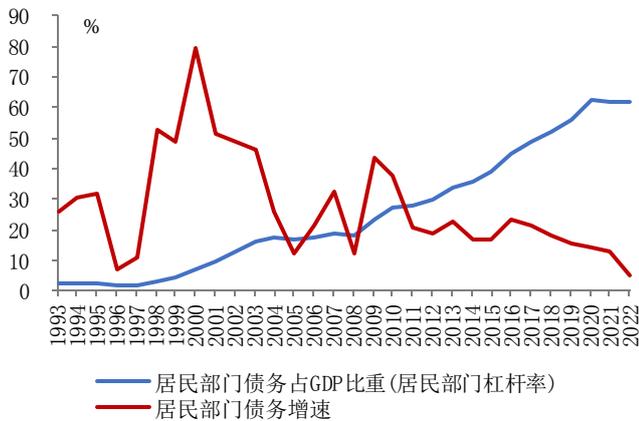
**图 12：小微企业新增贷款增加较多**


数据来源: Wind、西南证券整理

### 3 居民部门：资产负债表收缩，存款多增

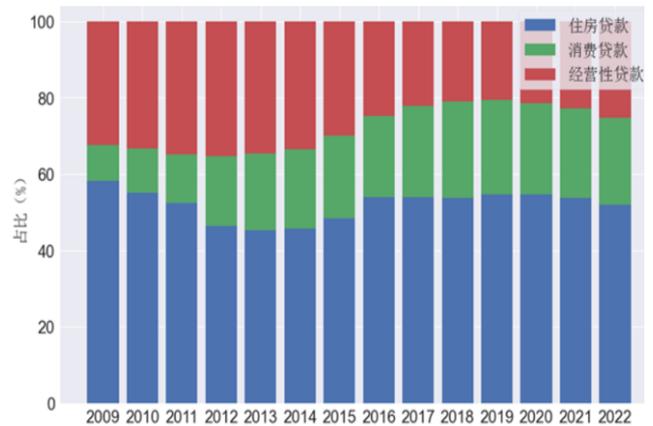
在主要部门中，只有居民杠杆率没有增长，资产负债情况有所改善。2022 年居民部门杠杆率为 61.9%，与上一年持平，四个季度的变动幅度分别为-0.1、0.2、0.1 和-0.2 个百分点。从季度数据看，自 2020 年三季度开始，居民部门杠杆率在 62% 的水平左右波动。从居民债务看，2022 年，居民部门债务增速仅为 5.4%，为 1992 年数据统计以来的新低，居民整体资产负债表收缩。2022 年，住户部门贷款增加 3.83 万亿元，同比少增 4.09 万亿元，其中短期贷款增加 1.08 万亿元，中长期贷款增加 2.75 万亿元，较 2021 年分别同比少增 7600 亿元和 3.33 万亿元。按用途看，个人经营性贷款录得 16.5% 的较高增速，但住房贷款仅增长了 1.8%，其他消费性贷款仅增长了 2.8%。受新冠疫情及收入的影响，居民部门主动去杠杆的意愿增强，抑制了消费增长和购房热情，消费贷和住房贷款增速为历史较低水平。新建住宅价格方面，2022 年百城新建住宅价格自 2014 年后时隔七年再次出现年度下跌，2022 年上半年新房价格整体呈企稳横盘态势，下半年以来，受疫情多点散发、经济下行压力加大、“断供”事件等因素影响，百城新房价格各月环比均下跌。根据中国房地产指数系统百城价格指数，2022 年百城新建住宅价格累计下跌 0.02%，较 2021 年由涨转跌，2022 年的房地产交易规模大幅下降。根据国家金融与发展实验室估算，2022 年末，居民住房贷款达到 39 万亿元，在全部居民贷款中的占比从 2021 年末的 53.9% 降至 52.0%；除住房贷款外的其它消费性贷款达到 17 万亿，在全部居民贷款中的占比也从 2021 年末的 23.3% 下降到 22.8%；而个人经营性贷款规模达到 18.9 万亿，占比则是从 2021 年末的 22.8% 提升至 25.2%。结构性货币政策的支持及普惠小微贷款力度的加强是个人经营性贷款上升的重要原因。2022 年三季度末，在金融机构的贷款投向中，投向小微企业(普惠)的贷款余额达到 23.16 万亿元，同比增长了 24.6%；全部普惠金融领域贷款余额达到 31.39 万亿元，同比增长了 21.6%。小微企业(普惠)贷款余额经营性贷款(非金融企业贷款+个人经营性贷款)中的占比已经达到 14.9%，大型商业银行投向普惠型小微企业的贷款余额达到 8.4 万亿，占到全部普惠小微贷款的 36.4%。普惠经营性贷款中有相当一部分比例是个人经营性贷款，是个人经营性贷款快速增长的重要原因。居民存款则在 2022 年大幅增长，资产负债状况有所改善。2022 年，人民币存款余额 258.5 万亿元，同比增长 11.3%，2022 年全年人民币存款增加 26.26 万亿元，同比多增 6.59 万亿元，其中，住户存款增加 17.84 万亿元，同比多增 7.94 万亿元，占存款增量中的绝对大头。

图 13: 居民部门债务增速及杠杆率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

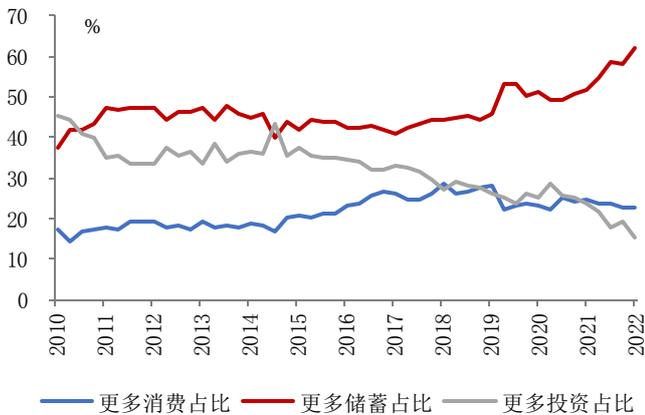
图 14: 居民不同用途贷款情况



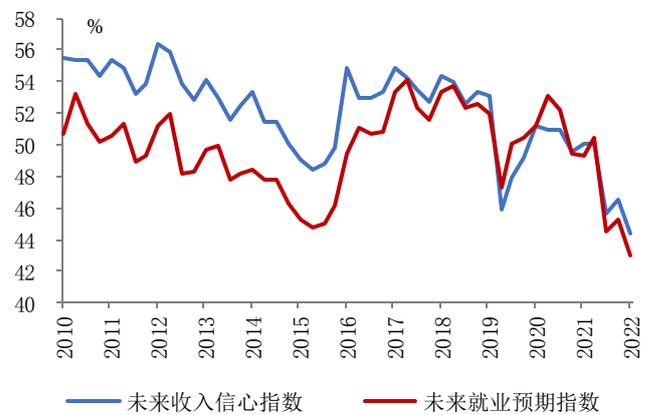
数据来源: 央行、国家资产负债表研究中心、西南证券整理

从居民收入和支出看，2022 年全年居民收入增速回落，消费水平与 2021 年基本持平。从收入来看，2022 年，全国居民人均可支配收入 36883 元，比上年名义增长 5.0%，扣除价格因素，实际增长 2.9%，较 2021 年实际增速降低了 5.2 个百分点。农村居民人均可支配收入名义增速和实际增速分别快于城镇居民 2.4 和 2.3 个百分点。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、转移净收入、财产净收入比 2021 年分别名义增长 4.9%、4.8%、5.5%、4.9%，较 2021 年增速分别降低 4.7、6.2、0.3、5.3 个百分点，工资性、经营净收入和财产净收入较 2021 年增速放缓最多，转移净收入增速较为稳定。从支出看，2022 年全年全国居民人均消费支出 24538 元，比上年名义增长 1.8%，扣除价格因素影响，实际下降 0.2%，实际增速较 2021 年降低了 12.8 个百分点。分城乡看，城镇居民人均消费支出 30391 元，名义增长 0.3%，实际下降 1.7%；农村居民人均消费支出 16632 元，名义增长 4.5%，实际增长 2.5%。分消费支出类别看，2022 年全国居民人均食品烟酒消费支出占人均消费支出的比重最高，为 30.5%，高于 2021 年 0.7 个百分点，同比增长 4.2%；人均衣着消费支出下降 3.8%，占人均消费支出的比重为 5.6%，占比较 2021 年减少 0.3 个百分点，也是主要分项中增速唯一下降的品类。疫情的冲击下，居民更倾向于必需品消费，对于服装等可选消费持谨慎态度。

就业方面，2022 年受超预期因素影响，我国就业面临很大压力，经历了持续调整的过程。全年城镇新增就业 1206 万人，2022 年 12 月份，全国城镇调查失业率为 5.5%，但就业总量压力和结构压力依然存在，青年人失业率仍然处于历史较高水平，2022 年 12 月 16-24 岁劳动力调查失业率为 16.7%。根据 2022 年年 12 月央行发布的四季度城镇储户调查问卷，居民消费倾向处于较低水平，储蓄倾向持续升高，居民第四季度收入感受指数为 43.8%，比第三季度下降 3.2 个百分点；收入信心指数为 44.4%，下降 2.1 个百分点；倾向于“更多消费”的居民占 22.8%，与前值基本持平，但较 2019 年均值低 4.2 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 61.8%，比前值增加 3.7 个百分点，较 2019 年均值高 16.65 个百分点；倾向更多投资的居民占比为 15.5%，较前值回落 3.6 个百分点，更比 2019 年均值低 12.38 个百分点。现阶段，居民预防性储蓄意愿仍然较强。

**图 15：居民更多储蓄占比持续升高**


数据来源：Wind、西南证券整理

**图 16：居民未来收入信心和就业预期指数仍较低**


数据来源：Wind、西南证券整理

## 4 三部门资产负债之间的轮动

从海外看，曾有三较典型的资产负债表衰退，分别是 1929 年-1933 年美国大萧条、20 世纪 90 年代的日本经济衰退和 2008 年美国金融危机。资产负债表衰退时，市场主体的行为由“利润最大化”转向“债务最小化”以尽快摆脱财务困境，导致总需求不足且宽松货币政策失效。大萧条前，美国经济繁荣，企业大量举债，之后资产价格下跌使企业债务约束变大，企业不得不廉价出售资产以清偿债务，并减少生产和投资支出，这使得价格水平进一步下跌，企业资产价值进一步缩水，债务进一步攀升，形成债务增加和通缩的恶性循环。日本的经济衰退主要由于战后日本高速发展，推升了股市和房地产价格，1989 年，日本政府已意识到经济泡沫，连续三次提高贴现利率。日本货币政策的突然转向率先刺破了股市泡沫，之后日本政府出台“地价税”政策，日本房地产市场很快“供大于求”，房地产价格全面快速下跌。而 2008 年美国次贷危机爆发后，日元升值和外需低迷导致日本的出口贸易受到进一步冲击，日本经济下滑速度进一步加快，企业和家庭更关注于还债而借贷不足。从海外经验看，资产负债表衰退的表现是债务最小化，但深层原因是信心的不足与增长动能的减弱。

今年三大部门的资产负债轮动将较去年有所变化，政策端发力仍可期待。从前文对于政府、企业和居民部门资产负债的拆解分析，我们发现，2022 年三个部门间，尤其是企业和居民部门的资产负债表与之前发生了明显的变化，居民资产负债表萎缩，预防性存款增多，流向企业的资金减少；社会流动性较充足，但企业负债增速较弱，信用转化偏弱；政府部门，地方的还债压力较大，中央财政的压力较地方更小。整体企业和居民加杠杆的意愿不强，而目前在疫情影响逐渐消退，经济社会活动正常化后，居民和企业对于投资、消费、储蓄的态度变化仍需要时间，市场主体短期立即扩大投资和消费的概率不大。此外，今年来自海外的压力也较大，2022 年，由于我国和主要发达市场国家货币政策和经济复苏周期都有所分化，中美利差倒挂，我国承受了较大的跨境资本外流压力，2022，我国的非储备性质金融账户逆差为 2767.5 亿美元。所以，现阶段除了依靠市场自身的恢复外，政策方面仍然需要加力。

**其一，积极的财政政策加力提效，增强市场主体信心。**2022年12月，中央经济工作会议指出，“积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”。2023年，随着疫情影响逐渐减弱，财政收入有望呈恢复性增长态势，预算内支出也有望加快。2022年预算赤字率为2.8%，预计2023年财政仍将保持宽松基调，赤字率或将上行至3%左右。地方新增专项债限额预计在3.8万亿元左右，较2022年额度将有所增加，保持在高位。从支出结构，在疫后正常化之下，城乡社区、农林水、节能环保等支出力度或得到恢复，文旅体育、科学技术、交通运输等支出也有望实现不同程度的增长。在此背景下，预计今年政府部门杠杆率将适度上行。此外，结构性货币政策、政策性开发性金融工具也将配合积极的财政政策推出。

**其二，有针对性的对小微企业和边际消费倾向较高的中低收入家庭提供支持。**对于小微企业，普惠贷款、专项再贷款的力度或仍大，小微企业整体受疫情影响更大，有针对性的政策支持利于小微企业在今年较快复苏，这也将拉动企业端和居民端的贷款增长。此外，对于边际消费倾向较高的中低收入家庭，底层逻辑是促进其就业和收入的增长，与企业的发展形成良性循环，收入和预期的改善是居民端扭转其资产负债表收缩趋势，增加消费的基础。这就需要对于就业端给予更多的政策支持。但预计居民资产负债表变化或将慢于企业资产负债表的速度，若就业和收入得到改善，今年居民杠杆将有所上升，企业端杠杆上升空间不大，但结构将有所改善。

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn