



## 宏观专题

# 居民的“钱包”会成为内需的“灵药”吗？

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点：

- **核心观点：**端午假期旅游消费相比五一明显走弱，去年底市场关于“释放超额储蓄、带动消费强劲增长”的期待没有在今年上半年如期兑现，居民部门的就业和收入预期仍弱。但我们认为我国居民部门并没有“资产负债表衰退”，负债水平尚可、资产价格没有暴跌，居民减少支出、增加储蓄的目的也不是为了偿还负债，提前还贷更多是由于存量 and 新增贷款利差较大等原因，这些都与“资产负债表衰退”有本质区别。更值得关注的是居民部门资金流量的变化，疫情三年居民收入增速受损较大，同时刚性消费支出和还本付息支出快速增长，收支两端挤压之下，居民扣除刚性支出的实际可支配收入增速可能不及疫情前的一半。未来居民的“钱包”修复会带来消费的第二轮复苏，但相比年初的第一轮复苏会相对长期而缓慢。
- **居民部门出现资产负债表衰退了吗：**(1) 从三方面特征来看我国居民部门是否出现资产负债表衰退：一是负债水平是否偏高；二是资产价格是否暴跌；三是居民经济行为，是否主动减支增储去杠杆以修复资产负债表。
  - (2) 从债务水平来看，我国居民部门 2019 年资产负债率仅为 10.8% 左右。从杠杆率和债务收入比来看，我国家庭部门负债处于国际比较的中上游位置，高于同一经济水平的发展中国家，但低于大部分发达国家，更是远低于发达国家的历史高点。
  - (3) 我国资产价格并未出现暴跌，近三年房地产和股票价格的回撤均小于 2015 年。居民部门资产负债率预计仅小幅上升 0.6 个百分点左右，没有出现衰退和失衡。
  - (4) 虽然当前居民部门有减少支出、增加储蓄、偿还贷款的倾向，看似符合资产负债表衰退时期的特点，但这三种行为背后的逻辑与资产负债表衰退有着明显不同。居民减少支出、增加储蓄，早在 2020 年就开始出现，而当时居民部门仍在加杠杆。减支增储不是为了偿还负债，而是处于在收入不确定时增加应对风险的预防性储蓄。而近期的提前还贷也并非由于“资产负债表衰退”，更多是受房贷利差驱动，也不是全部居民部门的行为，而是以固定利率贷款的家庭为主。
- **家庭收入和支出有哪些变化：**(1) 从三套数据看疫情后居民收入：可支配收入和城镇非私营单位工资的增速下行至疫情前 70%-80%，而上市公司平均薪酬增速降幅较大，下行至疫情前 40% 左右。

- **(2) 将各行业非私营和私营单位平均工资按照疫情前后的增速不同，分为四个象限：**①约六成（12/19）行业位于左下象限，这部分行业疫情后的薪资增速明显低于疫情前。以整体工资来看，城镇非私营单位疫情后薪资增速是疫情前的 78%左右，而私营单位为 87%。②左下象限中，水利环境和公共设施、教育、房地产三个行业的私营单位工资在疫情后受损最严重，增速仅为疫情前的 6%、15%、21%。③知识密集程度越低的行业，工资增速受损越严重，反之亦然，两个例外是教育业和农林牧渔业。
- **(3) 消费和债务的刚性支出挤占居民收入。**食品和居住两项是刚性消费支出，2020 年以来，刚性支出在消费中的占比整体呈现趋势性上行，今年一季度为 55.1%，较 2019 年同期高 2.1 个点。除了刚性消费支出外，债务还本付息支出也会对居民可支配收入构成侵蚀，2022 年我国居民可支配收入的 15.8% 用于还本付息支出。
- **(4) 综合考虑收入减速和刚性支出扩张两个因素后，居民部门实际可支配收入的增速可能不及疫情前的一半。**资金流量表中居民部门可支配收入增速在疫情前（2014-2019）均值为 8.8%，疫情后（2020-2022）为 6.4%，增速相当于疫情前的七成左右。但考虑到刚性消费支出和还本付息支出的快速增长，侵蚀了居民收入。扣减刚性支出后，居民部门实际可支配收入增速的均值从 8.2% 降至 4.0%，增速不到疫情前的一半。
- **从居民的“钱包”看消费修复：**居民的“钱包”将长期缓慢修复，意味着未来消费仍有进一步复苏空间。第一轮消费复苏动力来自于疫情后人员流动恢复，年初消费复苏快速而强劲；第二轮消费复苏动力来自于居民部门的逐步修复，未来的消费复苏将是相对长期而缓慢的。
- **风险提示：** 青年就业压力较大；出口下行超预期；房地产市场下行超预期。

## 内容目录

1. “超额储蓄”因何未释放? .....	4
2. 居民部门的资产负债表衰退了吗? .....	6
3. 家庭收入和支出有哪些变化? .....	10
3.1. 收入减速: 哪些行业受损更严重? .....	10
3.2. 支出增长: 刚性消费支出+还本付息支出 .....	13
4. 居民的“钱包”何时修复? .....	15
5. 风险提示 .....	16

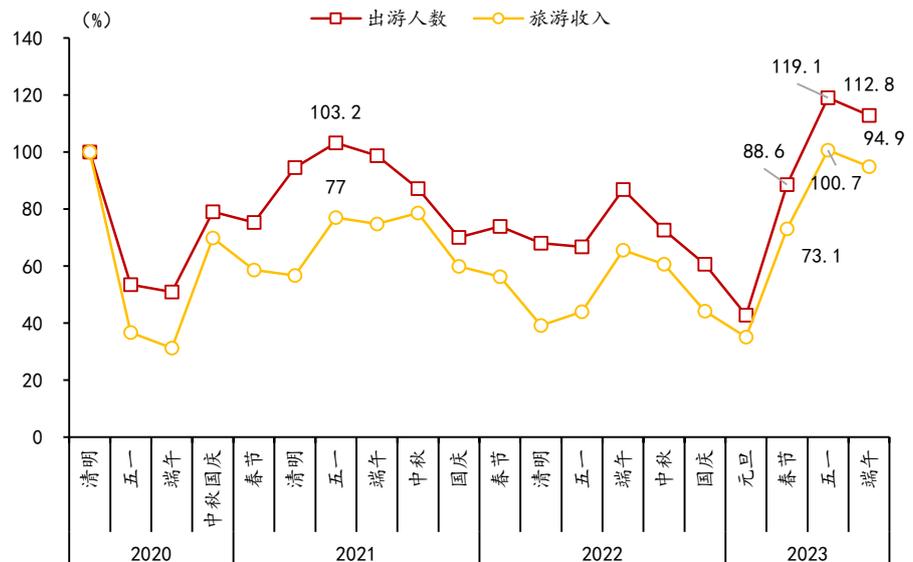
## 图表目录

图 1: 节假日国内出游情况 (恢复至 2019 年同期的%)	4
图 2: 居民储蓄率仅小幅下降	5
图 3: 超额储蓄仍在积累	5
图 4: 前 5 个月社零和商品零售缺口	5
图 5: 前 5 个月餐饮收入缺口	5
图 6: 2021 年主要国家和地区人均 GDP 和居民部门杠杆率	7
图 7: 与我国人均 GDP 相近国家的杠杆率变化	7
图 8: 居民债务收入比和人均 GDP	8
图 9: 2020 年以来居民部门杠杆率大致稳定	8
图 10: 70 城新房和二手房价格	9
图 11: 万得全 A	9
图 12: 2020 年储蓄率上升与居民加杠杆同时出现	10
图 13: RMBS 早偿率	10
图 14: 新增和存量房贷利率差拉大	10
图 15: 房贷利率远高于理财收益	10
图 16: 不同口径的居民收入指标增速	11
图 17: 居民部门收入占 GDP 的比例	11
图 18: 三套收入的区间复合增速	12
图 19: 四类可支配收入的复合增速	12
图 20: 居民财产收入与居住支出、居住 CPI 密切相关	12
图 21: 城镇非私营和私营单位平均工资增速: 疫情前后比较	13
图 22: 刚性支出占比明显抬升	14
图 23: 居民还本付息支出占比	14
图 24: 扣除刚性支出后的居民实际可支配收入增速	14

今年端午假期旅游消费相比五一明显走弱。出游人次恢复至 2019 年同期的 112.8%，较五一下降 6.3 个点；旅游收入恢复至 2019 年同期的 94.9%，即较疫情前同期仍有 5.1% 的缺口，而五一假期该指标较疫情前同期增长 0.7%。

上半年消费复苏明显弱于预期，为何“超额储蓄”没有释放流向消费部门？居民的“钱包”何时才能重新鼓起来？我们将从居民资产负债表以及资金流量（工资收入）等角度对上述问题展开研究。

图 1：节假日国内出游情况（恢复至 2019 年同期的%）



资料来源：Wind，文旅部，德邦研究所

## 1. “超额储蓄” 因何未释放？

去年底市场关于“释放超额储蓄、带动消费强劲增长”的期待没有在今年上半年如期兑现。

居民储蓄率仅小幅下降，仍远高于疫情前。统计局的住户调查数据显示，一季度末居民储蓄率为 38%，较去年同期仅下降 0.2 个点，仍比疫情前 2019 年同期高 3.2 个点。

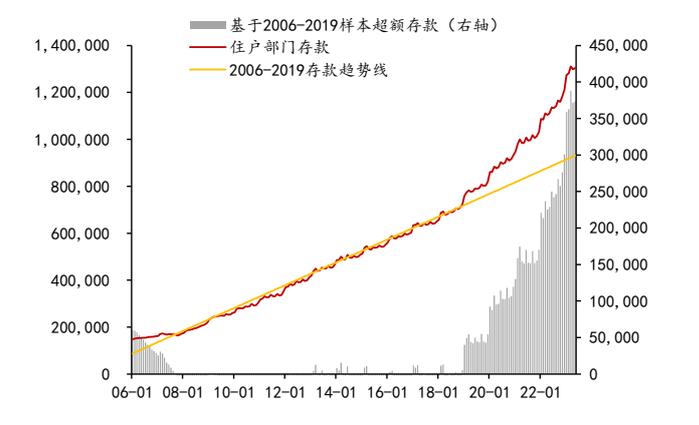
超额储蓄仍在积累，仅在 4 月有所释放。以 2006 年-2019 年设定储蓄增长的趋势值，居民部门“超额储蓄”在 2023 年一季度单季度增长 8.7 万亿，4 月份居民超额储蓄边际回落 1.6 万亿，但 5 月份回升 0.13 万亿至 37.3 万亿规模。

图 2：居民储蓄率仅小幅下降



资料来源：Wind，德邦研究所

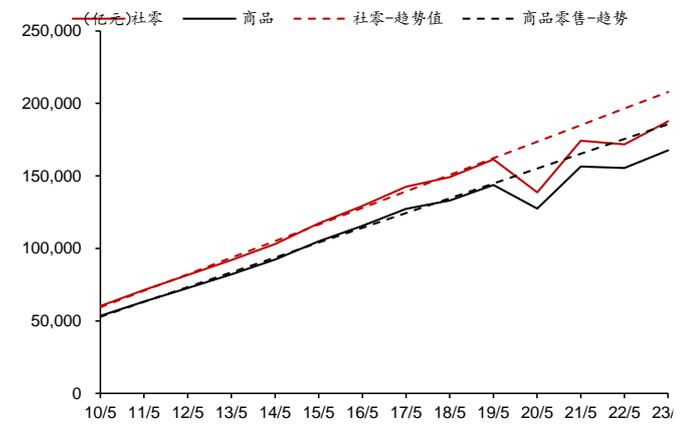
图 3：超额储蓄仍在积累（亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

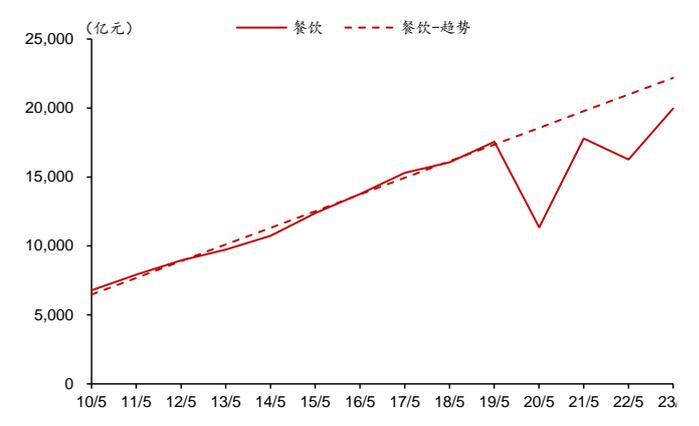
**消费仍存缺口。**今年前 5 月，社零累计值为 18.8 万亿，其中商品零售和餐饮收入分别为 16.8/2.0 万亿。以疫情前趋势水平推算，整体社零/商品零售/餐饮收入的缺口分别为 -9.7%、-9.7%、-10.1%，而 2021 年同期缺口为 -5.8%、-5.3%、-10%，当前社零缺口仍未收敛，距离趋势值的偏离度超过 2021 年。以两年平均增速来看，今年前 5 月社零增速为 3.8%，低于 2021 年末 4.0%。

图 4：前 5 个月社零和商品零售缺口



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：前 5 个月餐饮收入缺口



资料来源：Wind，德邦研究所

**“超储拉动消费”未能兑现，原因主要在两方面。**一是储蓄≠存款，只有储蓄率下降才会带来消费的回补；而我国的“超额储蓄”大多是“超额存款”，其规模增减主要是居民在存款、其他金融资产、房地产等不同资产之间的配置结果，并不一定会流向消费。二是我国居民超额储蓄并非来自收入的超额增长，当前居民部门资产负债表修复较为缓慢，就业和收入的改善滞后于宏观经济的复苏，当前有个别观点认为我国居民部门出现了类似日本 90 年代的“资产负债表衰退”。

## 2. 居民部门的资产负债表衰退了吗？

当前我国居民部门的资产负债表受到了一定的冲击，但远没有到“资产负债表衰退”的地步。

对于居民部门而言，“资产负债表衰退”在经济行为方面，体现为减少支出、增加储蓄，以此偿还债务、降低杠杆率，修复资产负债表。其背后隐含的条件是居民部门债务率偏高，并且由于资产价格暴跌，资产负债率快速上升，引起资产负债表失衡。

因此，我们可以从三方面特征着手研究我国居民部门是否出现资产负债表衰退：一是负债水平是否偏高；二是资产价格是否暴跌；三是居民经济行为，是否主动减支增储去杠杆以修复资产负债表。

从债务水平来看，我国居民部门 2019 年资产负债率仅为 10.8% 左右，家庭总资产约 575 万亿，其中负债仅 62.3 万亿（《中国国家资产负债表 2020》，李扬 张晓晶等著）。资产负债率反映家庭债务的最终清偿水平，而美国在 2008 年金融危机期间家庭部门资产负债率高达 18.9%<sup>1</sup>，相比之下我国家庭债务仍然处于可控水平。

从杠杆率和债务收入比来看，我国家庭部门负债处于国际比较的中上游位置，高于同一经济水平的发展中国家，但低于大部分发达国家，更是远低于发达国家的历史高点。

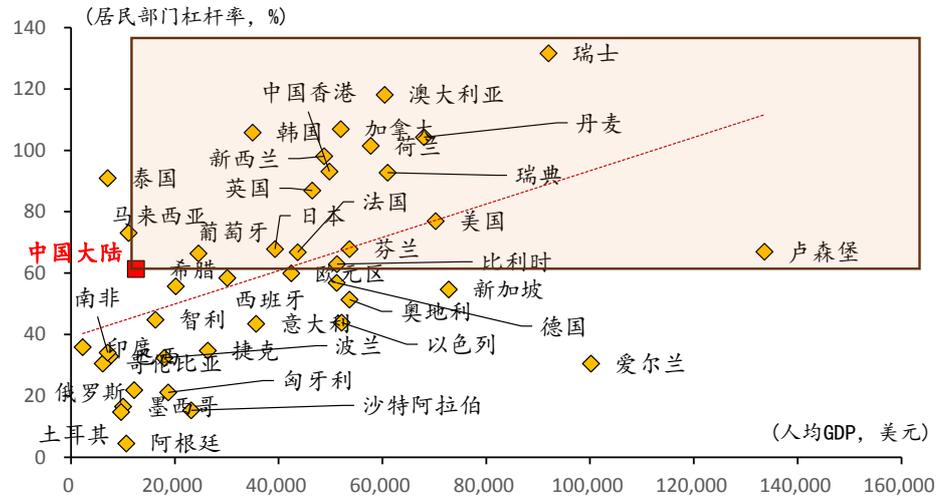
各国居民部门杠杆率与人均 GDP 大致正相关，但我国居民杠杆率高于同等人均 GDP 国家。2021 年我国居民杠杆率为 61.3%，人均 GDP 为 1.26 万美元。阿根廷、智利、墨西哥、马来西亚等国家人均 GDP 与我国较为接近，但居民杠杆率均在 50% 以下，只有马来西亚高于我国，2021 年为 71.3%。

我国居民债务收入比开始超过德美，但仍远低于德美等国的历史高点。除杠杆率之外，债务收入比（居民债务/可支配收入）也能反映居民债务的可持续性。2021 年，我国居民债务收入比为 102.9%，已经超过德美等国（101% 左右），但远低于日韩英法等国。过去二十年，随着房地产市场的发展，我国居民部门进入快速加杠杆时期，而发达国家大多处于居民部门去杠杆阶段。德国、美国在居民加杠杆阶段，债务收入比在 2000 年、2007 年分别达到 118.4%、144.1%，远高于我国当前水平。

因此我国居民部门当前债务水平并不算高，大致处于国际中上游水平。并且 2020 年以来，居民加杠杆速度明显放缓，20Q3-22Q4 居民部门杠杆率仅提高了 0.1 个点，今年一季度提高 1.4 个点。

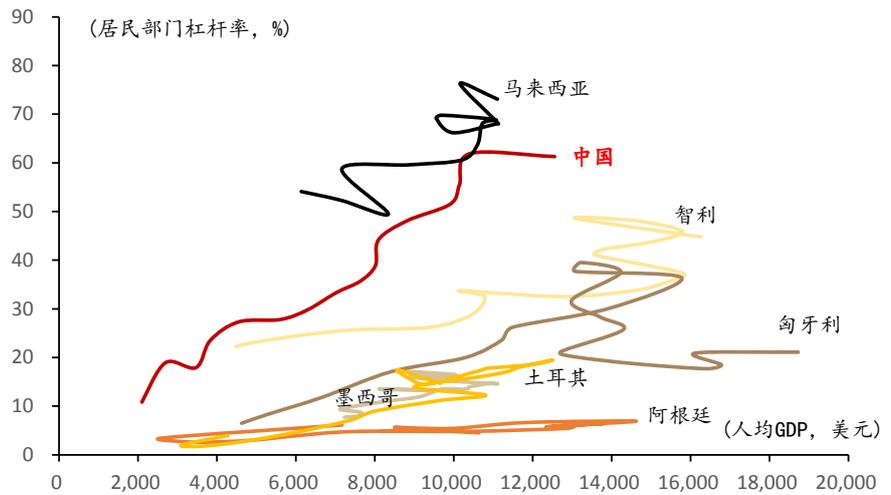
<sup>1</sup> 《中国国家资产负债表 2020》，李扬 张晓晶等著，P50

图 6：2021 年主要国家和地区人均 GDP 和居民部门杠杆率



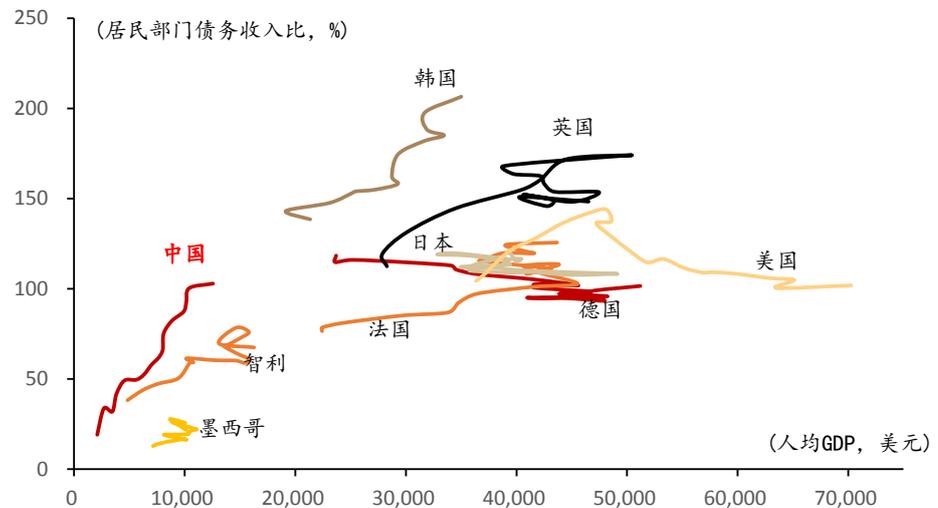
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：与我国人均 GDP 相近国家的杠杆率变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：居民债务收入比和人均 GDP



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2020 年以来居民部门杠杆率大致稳定



资料来源：Wind，德邦研究所

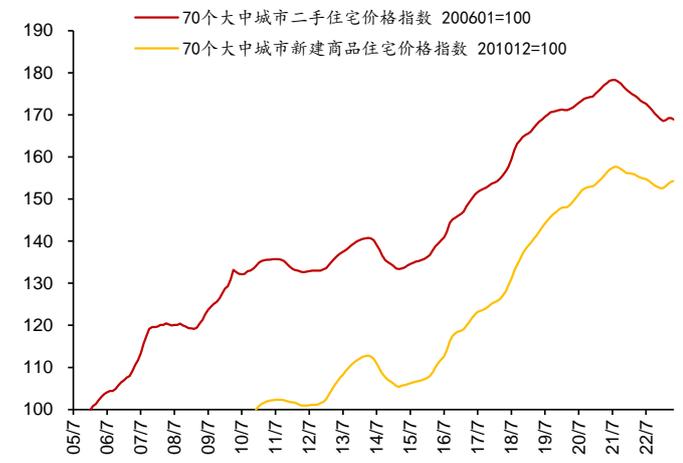
此外，我国居民的资产价格并未出现暴跌，近三年房地产和股票价格的回撤均小于 2015 年。本轮房地产周期中，70 大中城市二手房和新房价格的低点大约在今年 1 月，高点分别在 2021 年 7 月和 8 月，下跌时长持续 19/18 个月，区间最大回撤分别为 5.5% 和 3.3%。上一轮周期尽管持续时长短，但跌幅更深。从 2014 年 4 月到 2015 年 3 月，70 大中城市二手房和新房下跌 5.3%、6.6%。股票市场方面，以月度均值来看，万得全 A 在过去三年的最大回撤约为 20%，跌幅也明显小于 2018 和 2015 年。

居民部门资产负债率预计仅小幅上升 0.6 个百分点左右，没有出现资产负债表衰退和失衡。从资产结构来看，根据社科院资产负债表数据，2019 年我国居民资产中，住房资产占 40.4%，股票和基金占 33%，这两者占到居民部门总资产的七成以上<sup>2</sup>。假设居民资产结构不变，今年 1 月住房资产较高点下跌 4.4% 左右（新房

<sup>2</sup> 2022 年 11 月外发报告《GDP 若要 5%，谁来加杠杆？——2023 年度展望之国内经济篇》

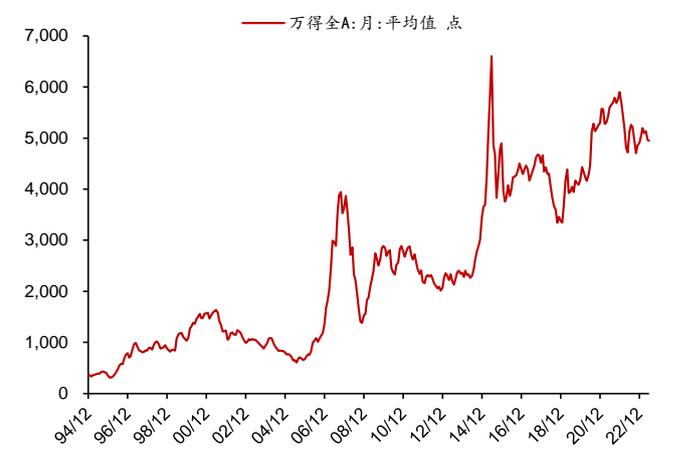
和二手房均值), 同期股票资产下跌 11.1%左右<sup>3</sup>, 总资产下跌约 5.4%。假设负债不变, 居民部门资产负债率从 10.8%上升到 11.4%, 仅提高 0.6 个点, 相比往年增幅并无明显上升, 也不存在资产负债表出现衰退和失衡。当然, 由于具体计算方法和假设与社科院资产负债表不同, 数据其实是无法直接比较的, 但也能说明居民资产规模并未出现大幅下降。

图 10: 70 城新房和二手房价格



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11: 万得全 A



资料来源: Wind, 德邦研究所

此外, 虽然当前居民部门有减少支出、增加储蓄、偿还贷款的倾向, 看似符合资产负债表衰退时期的特点, 但这三种行为背后的逻辑与资产负债表衰退有着明显不同。

首先, 我国当前居民部门减少支出不是为了偿还贷款, 与资产负债表衰退有本质区别。居民减少支出、增加储蓄, 早在 2020 年就开始出现, 而当时居民部门仍在加杠杆。2020 年末居民部门储蓄率较上年提高了 4.2 个点, 而中长期贷款则从 16.8% 上升到 19.9%, 仍提高了 3.1 个点。在资产负债表衰退时, 居民减少支出、增加储蓄的目的是为了偿还贷款, 修复资产负债表。而当前我国居民减少支出、增加储蓄, 更多是在收入不确定时增加应对风险的预防性储蓄, 这一行为从 2020 年初持续至今。

其次, 居民部门提前偿还贷款更多是由于存量和新增贷款利差较大等原因, 而不是因为资产负债失衡。

从 RMBS 早偿率可以看出, 今年上半年提前偿还房贷现象快速增加。RMBS 早偿率一般在 8%-12% 之间<sup>4</sup>, 去年 8 月一度快速上升到 13.4%, 今年年初以来再次上行, 5 月中下旬达到 21.5% 的历史高点, 近期下行至 17% 左右。

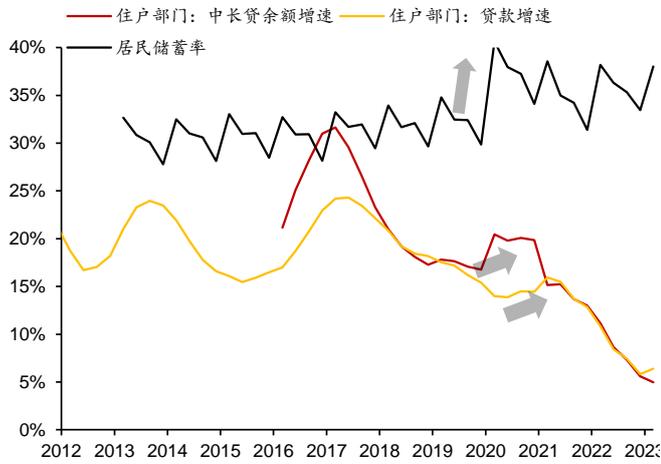
近期房贷利率不断下调是居民部门提前还贷的主要原因。截至今年一季度末, 新增房贷的平均利率为 4.14%, 而 2017 年三季度至 22 年一季度, 房贷利率连续 19 个季度在 5% 以上。2019 年, 贷款利率“换锚”后, 购房者可以选择固定利率或基于 LPR 的浮动利率贷款。对于以固定利率还贷的购房者来说, 房贷利率下调带来的存量房贷和新增房贷之间的巨大利差, 会驱动这部分群体提前还贷。此外, 理财收益逐渐走低也是促进提前还贷的原因之一。

可见, 近期的提前还贷并非由于“资产负债表衰退”, 更多是受房贷利差驱动, 也不是全部居民部门的行为, 而是以固定利率贷款的家庭为主。

<sup>3</sup> 万得全 A 从 21 年 7 月到 23 年 1 月

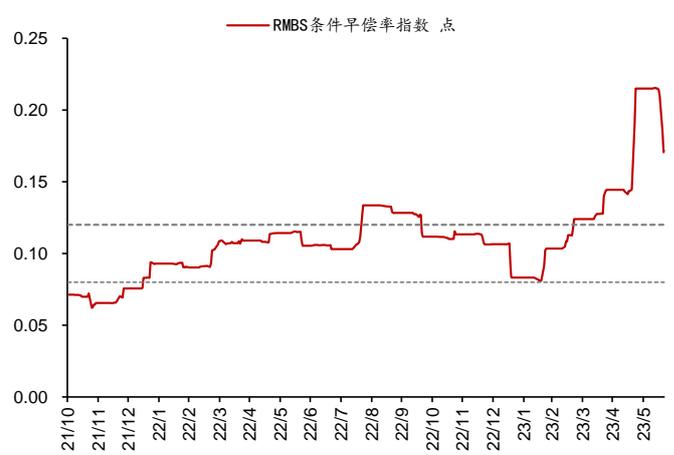
<sup>4</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/SIYs-A83u\\_Jnshw5IDvYAg](https://mp.weixin.qq.com/s/SIYs-A83u_Jnshw5IDvYAg)

图 12：2020 年储蓄率上升与居民加杠杆同时出现



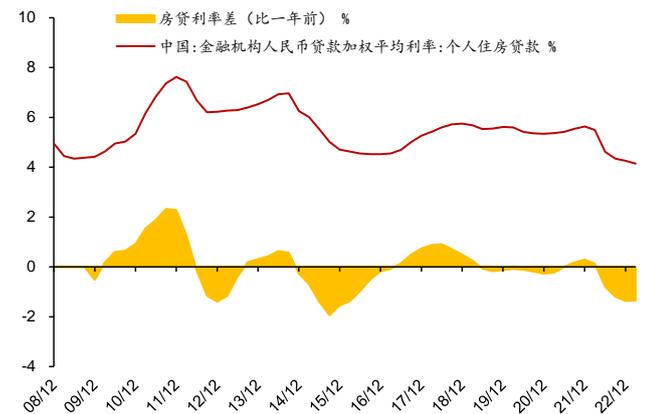
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：RMBS 早偿率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：新增和存量房贷利率差拉大



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：房贷利率远高于理财收益



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 家庭收入和支出有哪些变化？

因此，对于居民部门而言，相比于“资产负债表衰退”，更重要的是家庭资金流量的变化。我们将分别从收入和支出两个部分，来研究居民部门实际可支配收入的变化。

#### 3.1. 收入减速：哪些行业受损更严重？

目前可用的居民收入数据主要有三套：城镇非私营单位工资<sup>5</sup>、可支配收入、上市公司薪酬，各套数据的口径、范围、上报方式均有差别。比如从样本量来看，可支配收入数据则包含全体城乡居民，城镇非私营单位工资数据只包含约 1.7 亿城镇非私营单位就业人员，上市公司员工总数则不到 3000 万人；从收入含义来看，城镇非私营单位工资与上市公司薪酬较为接近，均反映劳动成本角度的工资

<sup>5</sup> 还有城镇私营单位工资数据，与非私营单位形成互补，但数据完整性不如非私营单位

核算，而可支配收入指标不仅包含工资收入，还包含财产、经营、转移等收入。

三套收入数据中，可支配收入和城镇非私营单位工资的增速下行至疫情前70%-80%，而上市公司平均薪酬增速降幅较大，下行至疫情前40%左右。从收入总量来看，我国居民部门可支配收入占GDP的60%左右，城镇非私营单位工资总额占GDP的16%左右。疫情三年，居民可支配收入名义增速为6.3%左右，较疫情前三年下降2.6个点，城镇非私营单位工资增速较疫情前下降2.2个点，增速降幅为两到三成，上市公司平均薪酬增速下降6.7个点，降幅近六成。

四类可支配收入中，财产净收入和转移净收入与疫情前的增速缺口最大，分别为4.3和3.4个点；而经营收入和工资收入的增速缺口相对较小，在2个百分点左右。居民财产净收入增速下行，主要受房租下行影响，如图20，财产净收入与居住支出、居住CPI密切相关。

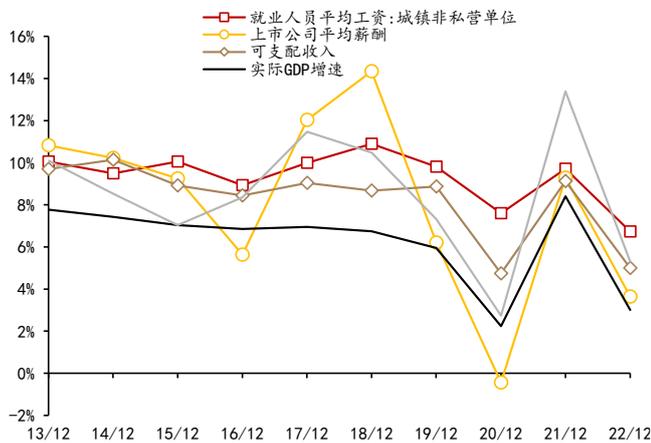
表 1：三套收入数据的异同

	口径	范围	调查方式
城镇非私营单位工资	税前工资，包括单位从个人工资中直接为其代扣或代缴的个人所得税、社会保险基金和住房公积金等个人缴纳部分以及房费、水电费等。	约 1.7 亿城镇非私营单位就业人员	城镇地区非私营法人单位统计调查
可支配收入	包含工资收入、财产收入、经营收入、转移收入四类收入	全体城乡居民	统计局城乡住户调查
上市公司薪酬	应付职工薪酬科目本期增加值	上市公司员工（约 2984 万）	上市公司财报

资料来源：国家统计局，Wind，德邦研究所

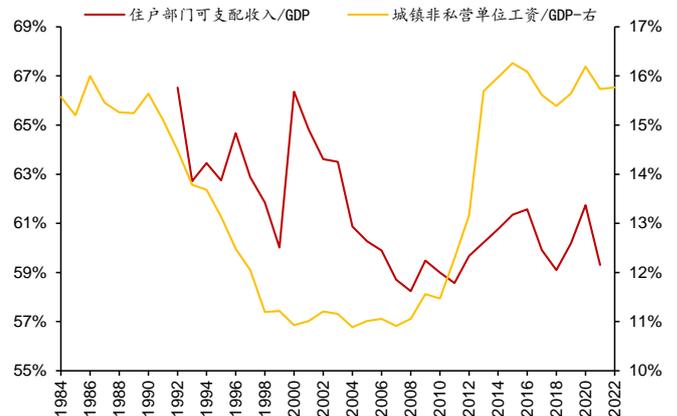
注：（1）还有城镇私营单位工资数据，与非私营单位形成互补，但数据完整性不如非私营单位；（2）上市公司数据截至6月23日；

图 16：不同口径的居民收入指标增速



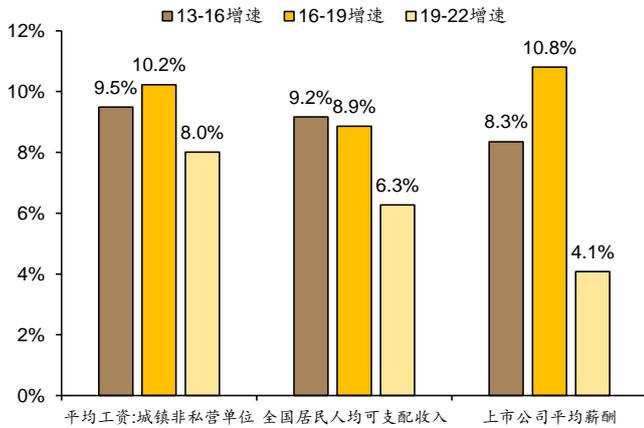
资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：居民部门收入占 GDP 的比例



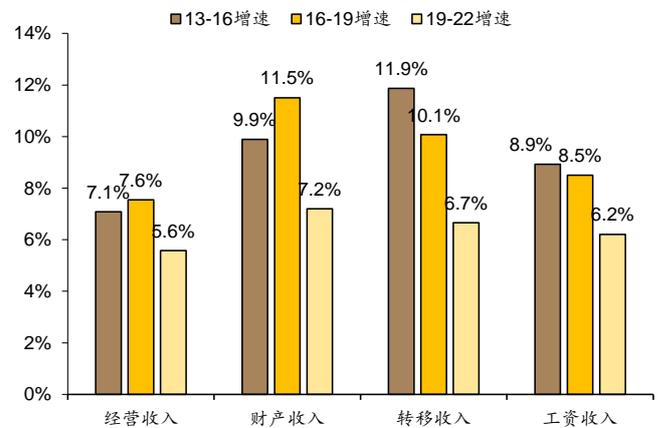
资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：三套收入的区间复合增速



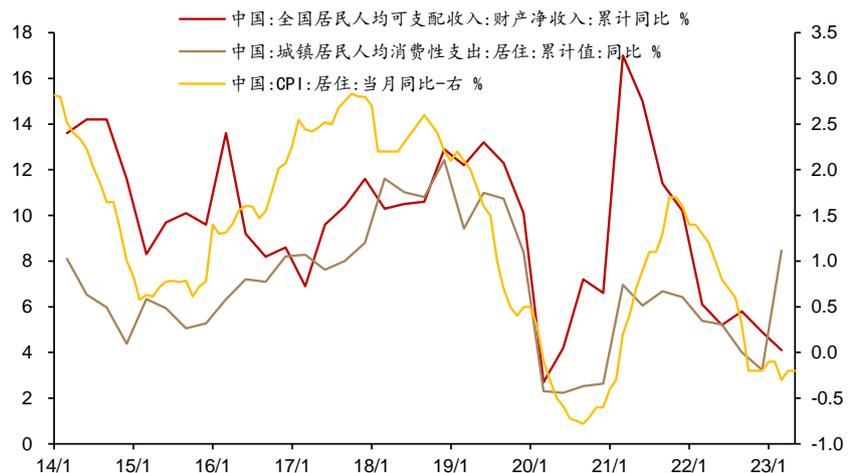
资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：四类可支配收入的复合增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：居民财产收入与居住支出、居住 CPI 密切相关



资料来源：Wind，德邦研究所

工资性收入占居民可支配收入的 56% 左右，对于居民收入影响最大。将各行业非私营和私营单位平均工资按照疫情前后的增速不同，分为四个象限，如图 21：

(1) 约六成 (12/19) 行业位于左下象限，这部分行业疫情后的薪资增速明显低于疫情前。以整体工资来看，城镇非私营单位疫情后薪资增速是疫情前的 78% 左右，而私营单位为 87%。

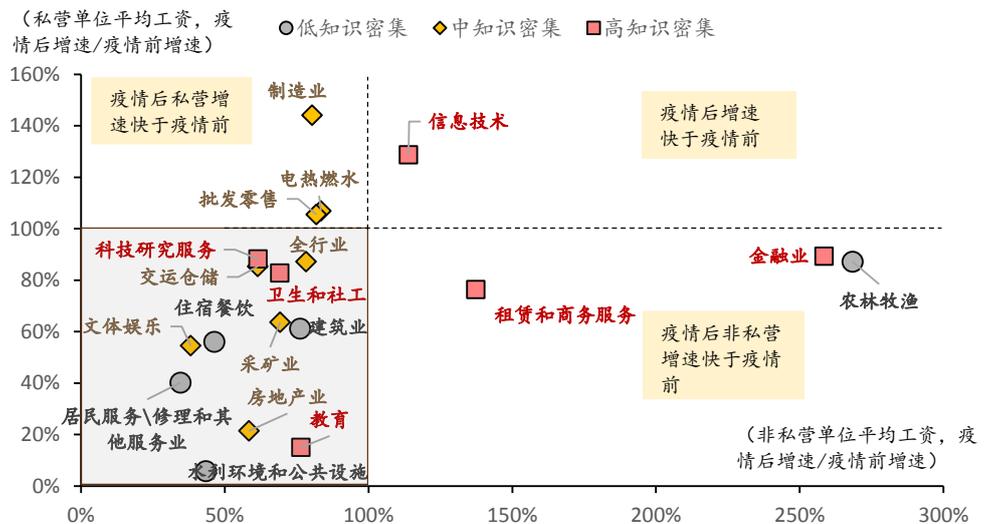
(2) 左下象限中，水利环境和公共设施、教育、房地产三个行业的私营单位工资在疫情后受损最严重，增速仅为疫情前的 6%、15%、21%。其中，房地产行业民企在过去两年经营和资金面均受到较大冲击，因而工资也比非私营的房企受影响更大。对于教育行业，统计局曾指出原因是“教育行业城镇非私营单位多为公立学校，而私营单位中培训机构较多，受经济形势变化和政策调整的影响，在平均工资增速上会表现出较大差别<sup>6</sup>。”

<sup>6</sup> 国家统计局人口和就业统计司司长王萍萍解读 2022 年城镇单位就业人员平均工资数据 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

(3) 其他象限：①左上象限，制造业、批发零售和电热燃水三个行业，私营单位工资在疫情后增速高于疫情前，但非私营工资增速低于疫情前。民企制造业可能受益于过去三年的出口高增速；批发零售业则是由于疫情三年网络购物增速超过实体零售，而相关行业民企更加集中。②右下象限，租赁和商务服务、金融业、农林牧渔三个行业，非私营单位工资在疫情后增速高于疫情前，但私营工资增速低于疫情前。③右上象限，只有信息技术行业疫情后私营和非私营工资增速均高于疫情前。

(4) 知识密集程度越低的行业，工资增速受损越严重，反之亦然，两个例外是教育业和农林牧渔业。背后原因可能是，知识密集程度较低的行业往往集中在生活服务业，更依赖于面对面接触，如住宿餐饮、居民服务、交运仓储等；而知识密集程度较高的行业更多集中在生产服务业，对线下接触的依赖较小，如信息技术、金融业、商务服务等。

图 21：城镇非私营和私营单位平均工资增速：疫情前后比较



资料来源：Wind，德邦研究所

注：(1) 疫情前后分别取 16-19/19-22 两个三年的复合增速；(2) 各行业根据就业人员受教育年限划分知识密集程度，数据来自于《中国劳动统计年鉴》，分类结果来自 5 月外发报告《青年就业：从三因素框架看“疤痕效应”来自何处》

### 3.2. 支出增长：刚性消费支出+还本付息支出

居民部门收入增速下降的同时，刚性支出却在增加。

今年一季度居民刚性消费支出占比较疫情前提高约 2.1 个点。在统计局住户调查中，居民消费支出包括 8 项商品和服务消费。一般认为波动较小的消费项目属于刚性支出。2013 年以来，居民消费支出同比增速的方差为 0.055，在八个分项中，只有食品和居住两项的方差小于 0.055，因此这两项是主要的刚性支出项目。2020 年以来，刚性支出在消费中的占比整体呈现趋势性上行，今年一季度为 55.1%，较 2019 年同期高 2.1 个点。

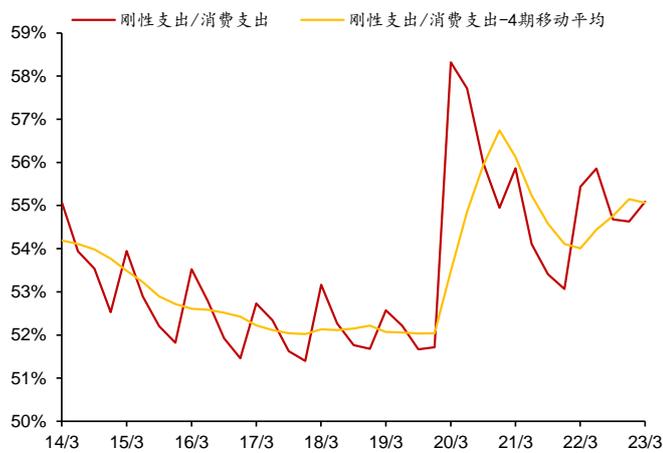
除了刚性消费支出外，债务还本付息支出也会对居民可支配收入构成侵蚀，2022 年我国居民可支配收入的 15.8% 用于还本付息支出<sup>7</sup>。还本付息支出占可支配收入的比例经历了两次明显提速，一次是 2017 年，年均增幅从 2010-2016 年的年均 0.7 个点，增长到 17-19 年的年均 1.0 个点；另一次就是疫情后的 2020 年，20-22 年该比例的年均增幅进一步提高到 1.4 个点。

<sup>7</sup>基于以下假设计算居民还本付息支出：①房贷平均年限为 15 年；②除房贷外的其他中长期贷款平均年限为 3 年；③一年以内的居民短贷可以展期，偿还本金不占用可支配收入；④上述三类贷款利率分别为房贷利率、3-5 年贷款基准利率、6 个月至 1 年贷款基准利率；⑤2022 年资金流量表对应的住户部门可支配收入，根据统计局住户调查的 2022 年居民可支配收入增速推算。

扣减上述两项刚性支出后(刚性消费支出+债务还本付息支出),2018年以来,居民剩余的实际可支配收入增速平均会偏低2.3个百分点左右。比如2021年,资金流量表核算的居民可支配收入同比增长8.9%,但扣减刚性支出后,实际可支配收入仅增长5.5%。

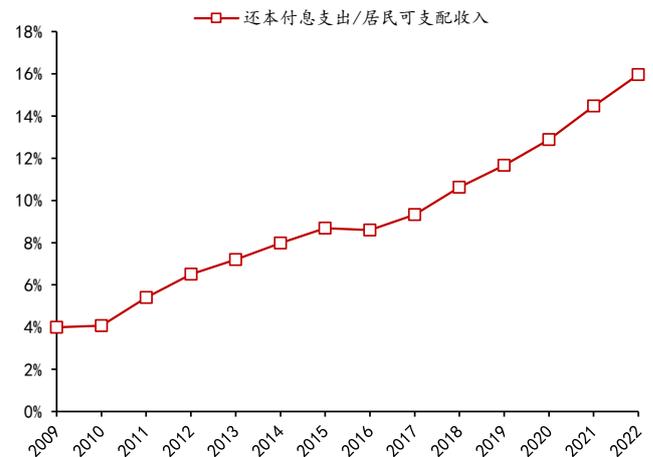
综合考虑收入减速和刚性支出扩张两个因素后,居民部门实际可支配收入的增速可能不及疫情前的一半。资金流量表中居民部门可支配收入增速在疫情前(2014-2019)均值为8.8%,疫情后(2020-2022)为6.4%,增速相当于疫情前的七成左右。但考虑到刚性消费支出和还本付息支出的快速增长,侵蚀了居民收入。扣减刚性支出后,居民部门实际可支配收入增速的均值从8.2%降至4.0%,增速不到疫情前的一半。

图 22: 刚性支出占比明显抬升



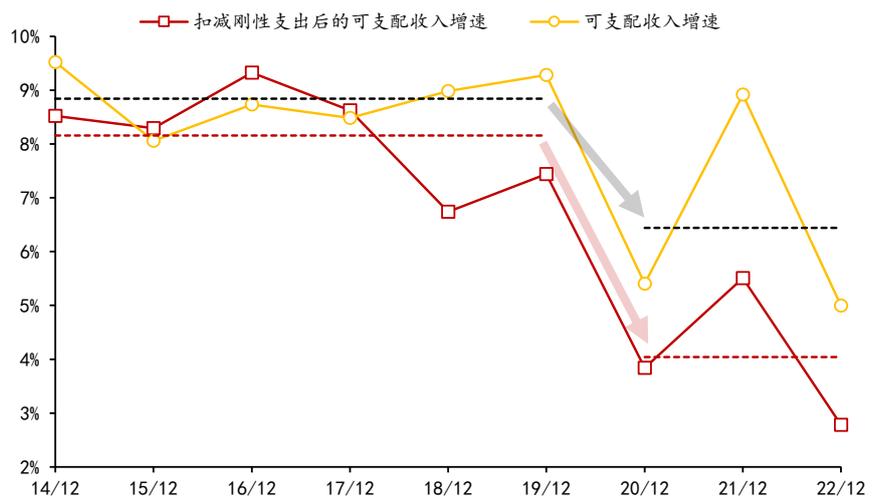
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 23: 居民还本付息支出占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 24: 扣除刚性支出后的居民实际可支配收入增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4. 从居民的“钱包”看消费修复

整体来看，我们对居民“钱包”的长期修复抱有信心，但修复过程并不能一蹴而就。一方面，从工资收入来看，疫情三年受损最大的是接触型服务业，而今年年初以来这些行业正在成为拉动增长的“火车头”，将逐渐带动行业就业和收入的修复，补足短板。另一方面，居民支出端的挤压主要来自刚性消费支出和还本付息支出，而刚性消费支出占比在经济常态化后会有所下降，也会释放出更多的消费能力。但由于预期和信心仍偏弱，企业投资扩产意愿不足，由经济复苏到居民就业收入修复的传导过程可能会被拉长。

居民的“钱包”将长期缓慢修复，意味着未来消费仍有进一步复苏空间。第一轮消费复苏动力来自于疫情后人员流动的修复，年初消费复苏快速而强劲；第二轮消费复苏动力来自于居民部门的逐步修复，未来的消费复苏将是相对长期而缓慢的。

此外，也需要警惕当前经济中存在的一些问题，可能再度对居民部门资金流量和资产负债表造成冲击。一是警惕知识密集型行业的就业收缩，带来青年失业率攀高。我们此前报告发现，青年失业人口中三分之二受过大学教育<sup>8</sup>，因而需要鼓励互联网、金融、教育等知识密集型行业吸纳就业，降低青年失业率。

二是警惕房地产市场进一步下行，可能损害居民资产负债表。2023年房地产市场基本面理应好于2022年，至少有三方面因素在改善：一是疫情冲击结束、人员流动恢复，新增城镇人口将较去年大幅增加。新增城镇人口的数据变化与客运量的变化一致，今年新增城镇人口如果恢复至接近2021年水平，在2022年650万的低基数上将翻倍。二是居民部门就业与收入比有所好转。5月失业率比去年底下降0.3个点，当期就业感受指数和未来就业预期指数相比去年底分别提高6.8/9.3个点。三是购房成本较去年进一步降低。一季度末，个人住房贷款加权平均利率为4.14%，较去年同期、去年底分别降低了135/12BP。6月20日，按揭贷款挂钩的5年期LPR再度下调10BP，购房贷款利率将随之进一步下降，今年的购房成本明显低于去年。

但是房地产市场自4月以来明显走弱，居民资产负债表可能将进一步受损。以房价走势来看，70大中城市新房环比增速从3月的0.4%降至5月0.1%，二手房从0.3%降至-0.2%，再度负增长。如果市场下行趋势延续，由于住房资产占比较高，居民资产负债表将进一步受损。相关政策如何在提振预期和“房住不炒”之间实现平衡，可能是需要进一步观察的。

<sup>8</sup> 5月外发报告《青年就业：从三因素框架看“疤痕效应”来自何处》

## 5. 风险提示

- (1) 青年就业压力较大；
- (2) 出口下行超预期；
- (3) 房地产市场下行超预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。