



张明

zhangming@cass.org.cn

警惕居民杠杆率的过快上升

中国传统文化向来把节俭持家与未雨绸缪作为一种美德。居民部门高储蓄也是长期以来推动中国投资驱动型经济增长的重要基础。然而，过去 10 多年以来，随着房地产价格的飙升以及借贷消费文化的兴起，中国居民部门杠杆率呈现出快速上升的态势。

根据国家金融与发展实验室的数据，截至 2014 年底，中国全社会杠杆率（国民总负债与 GDP 的比率）达到 236%，其中居民部门、政府部门、金融机构与非金融企业的杠杆率（也即各部门负债与 GDP 的比率）分别为 36%、58%、18% 与 123%。不难看出，中国居民部门杠杆率显著低于非金融企业杠杆率以及政府部门杠杆率，似乎没有什么可以担心的。然而，从 2008 年到 2014 年短短六年间，中国居民部门杠杆率就从 18% 上升至 36%，整整增长了一倍，其增长速度远高于非金融企业与政府部门杠杆率。

更令人担忧的是，随着中国房地产市场在 2015 年下半年至 2017 年迎来一波新的牛市，中国居民杠杆率依然呈现快速攀升态势。例如，截至 2016 年年底，金融机构对居民部门债权存量达到 33 万亿元，其占当年 GDP 的比率已经上升至 45%。而根据海通证券姜超团队的估算，中国居民部门杠杆率在 2017 年底甚至可能达到 50%。

有一种观点认为，即使中国居民部门杠杆率已经达到 50%，但考虑到当前美

国与日本的居民部门杠杆率约在 70-80%左右，这意味着中国居民部门依然有进一步加杠杆的空间。然而，用家庭部门负债与 GDP 相比，仅仅是衡量家庭部门杠杆率的一种方法。我们还可以使用另外两种方法来衡量家庭部门杠杆率，一种是用居民部门负债与居民部门收入之比，另一种是用居民部门负债与居民部门流动性资产（可以用居民存款作为衡量居民流动性资产的狭义指标）之比。

如果用金融机构对居民部门债权存量来除以中国居民部门可支配收入，则该比率由 2007 年的 46%一路攀升至 2015 年的 77%。尤其是在 2010 年至 2015 年期间，该比率差不多每两年就上升 10 个百分点。按照这一速度推算，到 2017 年底，中国居民部门负债与居民部门可支配收入的比率可能将会达到 87%左右。鉴于目前美国与日本的居民部门负债与居民可支配收入之比也就在 100%上下。因此，如果从负债与收入之比的视角来看，则中国居民部门加杠杆的空间已经不大。

中国居民部门贷款与居民储蓄存款的比率，已经由 2007 年的 25%左右上升至目前的 60%以上。而中国的居民部门年度新增贷款与年度新增存款的比率，则由 2005-2007 年期间的年均 50%上升至 2014-2016 年的 97%。2016 年更是出现了居民存款增量低于居民贷款增量的现象。换言之，从负债与狭义流动性资产之比来看，中国居民部门继续加杠杆的空间也越来越有限了。

这里必须要指出的是，上述估算全部是基于总量数据。事实上，中国居民杠杆率的分布，存在严重的分布失衡。例如，农村居民的杠杆率事实上很低，因此居民杠杆率主要集中在城市。又如，与三四线城市的居民相比，由于一二线城市的房价收入比要高得多，导致一二线居民的杠杆率可能显著高于三四线城市。再如，如果考虑到城市中年轻人买房除了向银行贷款之外，通常还会向父母、亲戚、朋友借钱，那么这些年轻家庭的真实杠杆率，将会高得吓人。总而言之，那些一二线城市中被迫以各种形式举债购房的中产阶级年轻人，很可能是中国社会中杠杆率最高的群体，他们的金融脆弱性也是最强的。不要说房地产价格崩盘，就是一个其他国家常见的中幅房价波动，就可能使得他们失去对新购房产的所有权。

笔者在之前曾经多次撰文指出，那种试图通过激活资产价格（包括股市与房市），由此来诱导居民部门加杠杆，以帮助企业部门（尤其是国有企业）去杠杆的做法，是非常短视且危险的做法。考虑到中国居民部门收入分配的失衡以及各线城市房价的巨大差距，简单地把中国居民杠杆率与发达国家居民杠杆率对比的

做法也是值得商榷的。近期中国政府通过加强金融监管来抑制资产价格泡沫、通过加强各方面调控来抑制房价上涨的做法是值得赞赏的，然而如何构建监管与调控的长效机制，却依然面临一定的不确定性。

在金融系统性风险上升与金融风险显性化的环境下，如何克服对资产保值增值的焦虑（克服“不上船就贬值”的心魔），根据自身的实际情况来合理配置资产，避免过高使用金融杠杆，也是未来中国的每个中产阶级家庭不得不直面的挑战。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

IWEP MACRO 简介：“世经政所宏观研究”是中国社会科学院世界经济与政治研究所的宏观研究小组的研究成果，主要关注的研究领域为中国宏观经济和国际宏观经济。成员包括姚枝仲、张斌、张明、东艳、徐奇渊、肖立晟、郑联盛、苏庆义、杨盼盼、王碧珺、贾中正、常殊昱、张弛、崔晓敏、崔秀梅。主要的研究产品分为财经评论和工作论文。

声明：本报告仅供内部讨论，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。报告内容仅代表作者个人学术观点。