



居民杠杆警钟敲响

今年开始对于居民杠杆的控制来自两方面原因。一是对于中国居民杠杆水平高低的认识更加全面、准确，二是近两年来居民杠杆的突飞猛进让过去的乐观心态失去了存在的基础。

文 | 唐杰

进入 2018 年，在防范化解重大风险攻坚战中，银行业监管进一步升级加码。1 月 25 日至 26 日，中国银监会召开的 2018 年全国银行业监督管理工作会议明确表示，要努力抑制居民杠杆率，重点是控制居民杠杆率的过快增长，打击挪用消费贷款、违规透支信用卡等行为，严控个人贷款违规流入股市和楼市。不仅如此，3 月 9 日

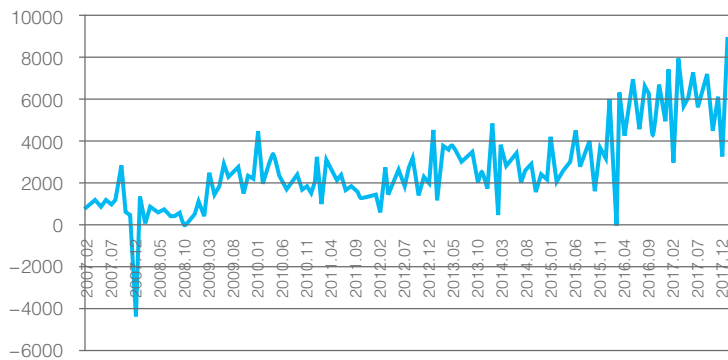
人民银行副行长潘功胜在全国人大记者招待会上表示，我们关注到个人住房贷款、家庭部门杠杆率增长速度有点快。和以前相比，人民银行、银监会对于居民杠杆有了新判断，值得注意。

居民加杠杆的逻辑

2015~2016 年，人民银行高层认为中国个人

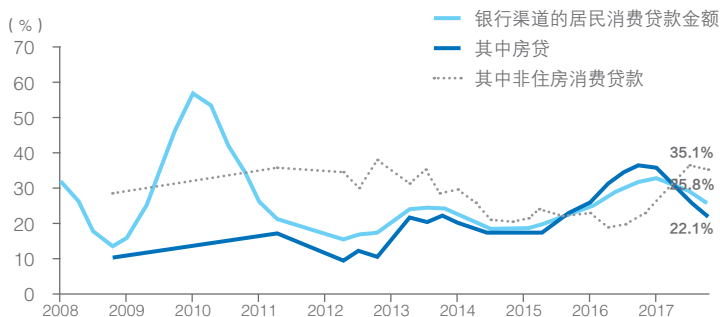
居民每月新增贷款

(亿元)



2016年4季度房贷增速见顶

2016年下半年以来非住房消费贷款增速大幅加快



数据来源：CEIC，中金公司研究部

住房贷款在银行总贷款的比重是偏低的，有的国家占到40%~50%，中国只有百分之十几，所以对于银行还是比较安全的产品，有很大的发展机会。此时中国要想去杠杆，关键是要降低企业以及地方政府的杠杆率。居民部门不仅不需要去杠杆，还有加杠杆的空间。居民部门的加杠杆可以抵消企业、地方政府去杠杆对于经济的影响，保持经济稳定增长。

2015年9月30日，人民银行、银监会发布

通知，要求在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例由原来的30%调整为不低于25%。2016年2月2日，人民银行、银监会再次发布通知，允许各地可将上述的25%向下浮动5个百分点。在半年之内两次调整购房首付比例，这在历史上是没有过的。

这些政策的效果可谓立竿见影。一方面，包括个人住房贷款在内的居民债务总额迅猛增长。2016年年末，个人住房贷款余额18万亿元，比上年增加4.9万亿元，增幅达38.1%，是2004年以来的第二高，仅次于2009年的43.1%。另一方面，在天量资金推动下，房价快速上升，北京等地房价在一年左右时间内接近翻番。很多人后悔不迭，当初没有仔细阅读人民银行的政策。

权威人士的看法

2016年5月9日，《人民日报》的一篇文章引起了大量关注和讨论，题目是“开局首季问大势”，提出了很多新判断。

该文认为，经济面临下行压力，同时实体经济高杠杆，如果急于克服下行压力，杠杆率就会进一步提高，看似面临两难。实际上，我国经济下行不到哪里去，但高杠杆必然带来高风险，控制不好就会引发系统性金融危机，导致经济负增长，甚至让老百姓储蓄泡汤。在利用货币扩张刺激经济增长边际效应持续递减的情况下，要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长、做大分母降杠杆的幻想。不能也没必要用加杠杆的办法硬推经济增长。

在房地产这个问题上，该文提出，房子是给入住的，要通过人的城镇化“去库存”，而不应通过加杠杆“去库存”。言下之意是，通过人的城镇化带来的房地产需求是真实需求，而通过加杠杆带来的房地产需求是透支未来的需求。

在该文发出后一段时间，个人住房贷款继续

飙升，直至 2016 年国庆前夕，以北京为代表，各地纷纷出台房地产调控措施，可以说是执行了“开局首季问大势”的主张。北京要求，购买首套普通自住房的首付款比例不低于 35%；购买首套非普通自住房的首付款比例不低于 40%；对拥有 1 套住房的居民家庭，购买普通自住房的首付款比例均不低于 50%，购买非普通自住房的首付款比例不低于 70%。

2017 年 3 月 17 日，北京继续加大房地产调控力度，再次提高首付比例：居民家庭名下在本市已拥有 1 套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于 60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于 80%。

高低之辨

对于中国居民杠杆率高低的判断，决定了政策选择：如果中国居民杠杆率较低，就还有较多加杠杆的空间；如果中国居民杠杆率较高，那么抑制居民杠杆率攀升就成为当务之急。居民杠杆率的不同计算公式会得出不同的结果，争论双方都有自己的证据。

对于中国家庭部门的债务杠杆率从全球比较来讲还不算高这一观点，支持的证据是中国居民债务与 GDP 的比例。2017 年年底，人民银行公布的住户贷款余额 40.5 万亿元，再加上住房公积金贷款余额为 4.5 万亿元左右，二者合计有 45 万亿元。这里所计算的居民债务还不包括民间借贷以及互联网平台的借贷。

按照上述数字计算，2017 年中国居民债务与 GDP 之比为 55% 左右。放眼望去，美国居民部门债务与 GDP 的比例最高是在 2007 年，接近 100%，但随着房地产泡沫破灭，逐步下降到了当前 80% 左右的水平；日本居民部门债务占 GDP 的比重也在 70% 以上。与美日相比，中国的居民债务还不算高，基本等同于国际平均水平。

这一指标面临的问题之一是，中国和美国、日本的发展历史和发展水平相差很大。经济越发展则债务越多。如果说美国、日本相当于老年人，中国就相当于青年人。以美日为标准来衡量债务高低，就相当于以老年人血压为标准衡量血压高低。中国居民债务与 GDP 之比远超同为金砖国家的印度的 11%，巴西的 22%，俄罗斯的 16%。

这一指标面临的问题之二是，各国居民可支配收入在 GDP 的比重会有显著差异。比如中国居民可支配收入在 GDP 中的比重较低，而美日较高。以 GDP 为分母，容易低估中国居民债务的水平。因此，一个更准确的指标是居民债务与居民可支配收入之比。从该指标来看，2017 年中国已超过 90%，而 2016 年美国为 99.4%。可见，中美之间的差距已经较小。

从增量来看，中国居民债务问题更加严重。不论是 2016 年还是 2017 年，居民新增贷款在总新增贷款中的比重都超过 50%，分别是 50.1% 和 52.8%。居民新增贷款与 GDP 的比例已在 9% 左右，接近美日最高水平。居民新增贷款与居民可支配收入的比例则大幅超过美日最高水平。

还有其他衡量居民债务的指标，比如居民债务与居民存款之比以及居民债务与居民资产之比等。不过存款指标在不同国家之间难有可比性，受到金融体系是直接融资占主导还是间接融资占主导的影响。居民资产的主要组成部分是房地产，在房价剧烈变化的情况下，居民资产也会剧烈波动，进而影响到居民债务水平的衡量。

今年开始对于居民杠杆的控制来自两方面原因。一是对于中国居民杠杆水平高低的认识更加全面、准确，二是近两年来居民杠杆的突飞猛进让过去的乐观心态失去了存在的基础。控制居民杠杆的政策手段包括提高购房首付比、提高利率等，这些将会对房地产业、金融业产生重要的影响。E

（作者系本刊编委）

居民资产的主要组成部分是房地产，在房价剧烈变化的情况下，居民资产也会剧烈波动，进而影响到居民债务水平的衡量。