



# 我国居民杠杆风险需严控

防范居民部门债务风险主要从两方面入手，也就是在控制居民部门总量杠杆水平的基础上，推动杠杆水平结构优化。

文 | 刘学智

当前我国居民部门杠杆率低于发达经济体平均水平，但显著高于发展中国家整体水平，因而控制风险迫在眉睫。鉴于以中长期债务为主的杠杆结构，我国居民部门杠杆率如果进一步上升，短期内会对经济增长带来刺激，但将对未来消费增长和经济结构转型形成抑制。

## 杠杆水平处于高位

近几年来，我国居民部门杠杆水平持续提升，2019年三季度末达到56.3%。杠杆率是什么？是负债占经济总量的比重。2018年我国GDP规模为91.93万亿元，2019年将达到100万亿元左右，也就意味着我国居民部门债务量

已经达到 56 万亿 ~60 万亿元，相当于近 20 个上海市年度总产值。

实际上不仅在我国，居民部门杠杆水平上升是全球性现象，无论发达国家还是发展中国家都是如此。截至 2019 年三季度末，发达经济体居民部门杠杆率为 72.8%，比 2018 年年末提升 1 个百分点；新兴经济体居民部门杠杆率为 42.3%，比 2018 年年末提升 2.5 个百分点。我国作为发展中国家，居民部门杠杆率为 56.3%，低于发达经济体平均水平，但显著高于发展中国家整体水平。

与主要发达国家相比，我国居民部门杠杆水平已经高于德国的 54%，逐渐接近日本的 58.7%（按照央行口径计算已经超过日本）。当然，离美国的 75% 还有一段距离，原因在于美国是以消费为主的经济体，而我国是以投资和出口为主的经济体。

在主要发展中国家中，我国居民部门杠杆水平处于高位。除了泰国、马来西亚等少数发展中国家居民部门杠杆率高于中国以外，其他发展中国家的居民部门杠杆率普遍远远低于中国。例如，印度、巴西、阿根廷、印尼居民部门杠杆率分别为 11.6%、28.3%、5.6%、17%。

### 来自宏观和微观的影响

从宏观层面来看，影响居民杠杆率的主要因素是经济结构和经济增长方式。

当经济增长以投资拉动为主时，居民部门杠杆率相对较低，而企业部门杠杆率较高。过去我国经济增长主要以投资拉动，投资主体主要有企业（国企、外企、民企）和政府（中央、地方）。投资的内容主要有三大块，基建、制造业、房地产。基建投资主要以政府部门为主，会推升政府部门杠杆水平。2009 年 4 万亿元基建投资计划出台以后，地方融资债务规模不断扩大，近几年已经出现城投债等违约事件。

不过政府部门杠杆率仍然低于居民部门，整体风险基本可控。制造业和房地产的投资则显著拉动企业部门杠杆水平上升，我国企业部门杠杆水平超过 150%，特别是国有企业杠杆率已经非常高。

当经济增长以消费拉动为主时，居民部门杠杆率相对会高一些，而企业部门杠杆率应该适当降低。随着经济结构转型升级，消费在经济增长中的比重逐渐提升，居民部门杠杆水平可能还会逐渐上升，逐渐向发达经济体水平靠近。但我国杠杆率转变与经济结构转型有所脱轨，可能孕育系统性风险。这几年我国经济增长的主要动能是消费，投资的拉动作用已经减弱，然而企业部门杠杆率仍然处于高位。

从微观层面来看，影响居民部门杠杆水平的因素有消费倾向、收入水平、社会保障、文化习俗等多个方面。近几年我国居民部门杠杆率上升的主要影响因素是消费倾向，增长的杠杆债务大部分用于住房消费。如果把购房行为看作个人投资，那么就是个人投资倾向，并不完全是消费行为。为了抑制过度的个人投资行为，防范房地产泡沫风险，在“房住不炒”的政策总基调下，有助于居民杠杆水平增长势头趋缓。

### 增速与结构风险

一是增长过快。近年来我国居民部门杠杆水平呈直线上升态势，杠杆率增长速度远远快于其他国家。10 年前我国居民部门杠杆水平还只有 20% 左右，而现在已经逐渐逼近 60%，几乎比 2012 年翻了一倍。按照当前增长速度，用不了太长时间我国居民杠杆水平必将赶上美国，可能出现未富先衰的境况。近几年我国居民部门杠杆水平上升非常快，而经济增长速度是在放缓的，也就是产出水平跟不上债务增长水平。

在主要发展中国家中，我国居民部门杠杆水平处于高位。

近几年我国已经在着力加大消费增长力度，一方面将提升居民消费质量和生活水平，另一方面将推动经济结构转型升级。

二是杠杆结构不合理。我国居民部门杠杆增长主要集中于中长期住房类信贷，这点与美国等高消费、高负债国家不同。美国的高杠杆主要集中于中短期信贷，为带动消费起到重要作用。我国形成中长期高负债，通过举债的行为使资金流入房地产。一方面不断抬升房价，带来房地产市场的虚假繁荣，加重居民居住成本；另一方面导致债务泡沫风险上升，20世纪90年代的日本是值得注意的前车之鉴。

因此，防范居民部门债务风险主要从以上两方面入手，也就是在控制居民部门总量杠杆水平的基础上，推动杠杆水平的结构优化。首先，要控制总量杠杆增长速度。这就必须要对债务增长有所控制，否则可能出现系统性债务泡沫风险。其次，要控制杠杆结构风险。有效防控居民债务水平杠杆上升，重点是控制中长期杠杆水平的上升。而对于消费贷款的政策应适度支持，要与经济运行相匹配，要与经济增

长从投资向消费转型相匹配。

### 拉动还是抑制消费

关于居民部门杠杆率对消费是拉动还是抑制的问题，近些年有过不少较为激烈的讨论。笔者认为，笼统地分析杠杆率与消费的关系很难有确切结果，而是要把杠杆率中债务结构有所区分，这会得出不一样的结果。最简单的二分法，就是把居民部门举债分为短期和长期来看。

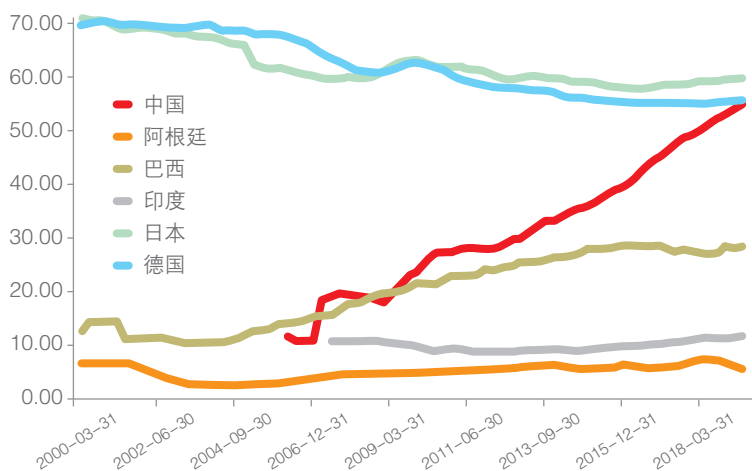
从短期来看，居民部门杠杆水平增长必定增加当前个人可使用资金，会促进当前消费增长。如果是短期贷款，很明显主要用于消费，直接带动消费增长。即便是住房按揭贷款等中长期举债行为，在短期也可能拉动消费。贷款购房之后，紧接着将带来装潢、家具、家电等一系列消费行为。

从长期来看，如果居民部门杠杆偏重于长期负债，那么将影响长期消费增长。居民部门中长期的举债行为可能是“一时贷款一时爽”，对当前经济增长注入了一支强心剂。但对未来消费增长和经济结构转型可能就是一剂毒药，拖垮了未来经济增长动力源。中长期举债行为必将透支未来的收入用作还贷款，对未来的消费形成抑制，这样的影响短则10年、长则30年。

我国中长期住房按揭贷款比重较大，而短期的消费贷款的比重偏低。发展了多年的消费信贷效果不理想，甚至出现P2P等各种乱象。为了拉动消费增长，在控制住居民部门整体杠杆水平的前提下，可以适度加大消费信贷发展速度。近几年我国已经在着力加大消费增长力度，一方面将提升居民消费质量和生活水平，另一方面将推动经济结构转型升级。与此同时，要提升社保水平、居民收入水平，加强养老、医疗、教育保障，才能增强居民愿消费、可消费、敢消费的能力。□

（作者系交通银行金融研究中心高级宏观研究员）

多国居民杠杆率变动情况



> 数据来源：Wind