

2022 年 2 月，新增居民中长贷历史首次录得负值，并且 4 月再次录得负值。市场开始讨论中国居民资产负债表是否面临衰退。我们从地产销售出发，构建一套居民信贷估测框架，推算下半年居民信贷力度，继而展望后续居民杠杆空间。

### ➤ 评估居民信贷主要看地产市场走势。

按央行统计口径，住房贷款主要统计在消费贷中，而居民信贷与房地产冷热状况高度相关，尤其是房地产销售同比，与居民信贷同比高历史相关性极高。可以得到结论，居民部门信贷主体是居民房贷，居民房贷又几乎被地产市场冷热牵引。

### ➤ 如何估测居民信贷？我们的一个测算框架。

首先观察到一个有趣的经验现象：近五年居民信贷极其稳定（每年新增信贷 7-8 万亿），每年销售面积也相当稳定（新房加二手房累计年销售 21 亿平米），这就意味着近五年每平方米地产销售对应的新增居民信贷规模非常稳定。

**初步测算，2017-2021 年，每平米房屋成交带动新增居民信贷稳定在 0.4-0.45 万元。**此现象背后是近五年房地产平均销售价格、贷款比例以及存量贷款偿还量，均非常稳定，最终我们能够观察到新增房贷和商品成交面积，这里两个变量的关系极为稳定。由此可见，估测未来新增房贷的关键在于估测商品房成交面积。

### ➤ 估测今年下半年居民信贷规模。

基于基准、乐观、悲观三种情形假设地产销售情况，可以测得全年新增居民信贷。全年新增居民信贷 6.2 万亿（基准情形）、5.3 万亿（悲观情形）、7.5 万亿（乐观情形），较去年分别少增 1.7 万亿、2.6 万亿、0.4 万亿。

而今年 1 至 5 月新增居民信贷累计 1.3 万亿，较去年同期少增 3.4 万亿。

**展望下半年，地产销售大概率会好于上半年。**递延需求释放、政策刺激效果落地等因素，都将推动下半年房地产销售同比增速将好于上半年，这也意味着居民信贷规模回升。

**下半年居民信贷大概率好于上半年。**基准、乐观、悲观三种情形下，今年下半年居民信贷同比增速均显著优于今年 1 至 5 月新增居民信贷同比。

### ➤ 后续居民杠杆怎么看

居民是否还愿意加杠杆，当下最关键的因素在于地产能否回温，地产销售能否反弹。根据我们测算，下半年房地产销售同比较上半年改善。与之对应，居民信贷也同步改善，居民杠杆将有企稳，由此可见，今年居民杠杆不会因为居民收入不足而彻底“躺平”。

本轮地产经历的并非是普通的小周期，中国地产面临的是一次系统性的下台阶。2017 年以来年均销售（新房）17 亿平米的历史或将过去，2017 年以来年均 7-8 万亿居民信贷也将成为历史。中国居民快速加杠杆的黄金时期或许也将过去。

**当地产渡过了一个长周期的繁荣阶段，居民信贷与地产相关性必将减弱。未来地产或许还是居民信贷影响因素，但重要性将趋于下降。未来评估中国居民信贷，地产应该不再是唯一重要因素。**

### ➤ 风险提示：疫情发展超预期；数据测算有误差；地产政策超预期或不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

# 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 前言 .....                        | 3  |
| 1 居民杠杆取决于地产走势 .....             | 4  |
| 1.1 住房贷款主导居民信贷走势 .....          | 4  |
| 1.2 居民贷款与地产周期同步 .....           | 4  |
| 2 以地产销售判断居民信贷 .....             | 6  |
| 2.1 居民信贷与地产销售的“另类”规律 .....      | 6  |
| 2.2 影响居民信贷的因素在过去 5 年内保持平稳 ..... | 6  |
| 2.3 地产销售增速可以拟合居民信贷增速 .....      | 8  |
| 3 全年新增居民信贷测算 .....              | 10 |
| 3.1 年内居民杠杆的三种情景测算 .....         | 10 |
| 3.2 下半年居民信贷好于上半年 .....          | 11 |
| 4 居民杠杆“躺平”了么？ .....             | 12 |
| 5 风险提示 .....                    | 14 |
| 插图目录 .....                      | 15 |

## 前言

**疫情挫伤居民收入，地产行业遭遇寒冬，近期居民杠杆似乎正在“躺平”。**

2021 年下半年以来，地产销售持续低迷，居民信贷增长显著放缓。因缺乏及时有效的政策对冲，加上疫情干扰，今年 2 月和 4 月，居民中长期贷款甚至出现了历史罕见的负向融资。

居民没有能力再进行负债融资，居民信贷空间有限，居民杠杆就此“躺平”，市场对居民杠杆存在悲观情绪。

**居民杠杆空间几何，还关系下半年中国信用条件能否有效扩张。**

按照通行的杠杆率概念，居民杠杆等于居民信贷除以 GDP。居民未来是否还能加杠杆，关键是居民信贷未来还能否扩张。

中国社融主体是基建和地产融资，地产融资主要内容是居民信贷融资。中国居民能否加杠杆，还关系下半年中国信用能否扩张，能在多大程度扩张。

可见居民信贷空间测算非常重要。然而颇为遗憾，目前缺乏有效的居民信贷测算体系。

我们认为当前居民杠杆的真正影响因素在于地产市场景气度，而非居民收入高低。从房地产销售出发，我们构建居民信贷估算体系，并给出下半年房地产销售和居民信贷测算结果。

# 1 居民杠杆取决于地产走势

居民信贷一般通过住户贷款来衡量，虽然住户部门的概念略大于居民，包括住户和为其服务的非营利机构，但相比而言，后者数量可以忽略不计。而居民信贷表现出明显的特征：以住房贷款为主，与地产周期同步性强。

## 1.1 住房贷款主导居民信贷走势

按央行口径，居民贷款分为消费贷款和个人经营贷款两类，而前者占比近7成。

消费贷款主要包括用于购买住房、住房装修、旅游、教育、购买大件耐用消费品等生活消费用途的贷款，其中住房贷款是消费贷款的主要构成分项。

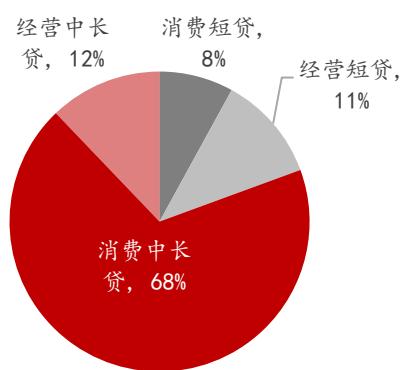
个人经营性贷款包括小微企业主、个体工商户用于生产经营的贷款，这类贷款的用途并不局限于经营，往往在房地产市场热度高时，存在违规流向楼市的情形。

根据14个省市公布的数据汇总，截至2021年年底，消费性贷款占比总计达76%（消费中长贷占比68%，消费短贷为8%）；经营性贷款占比23%（中长贷为12%，经营短贷为11%）。

居民信贷增速几乎约等于消费贷款增速。

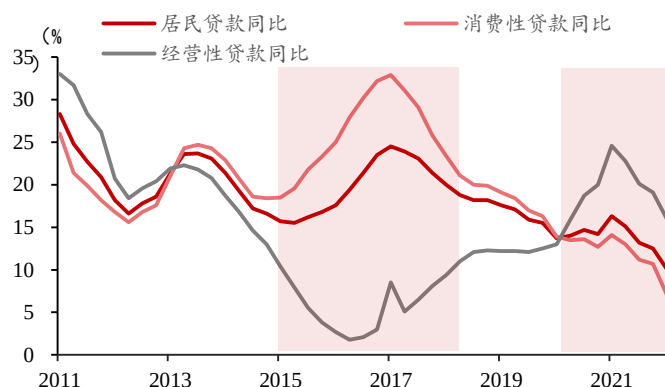
2015 年之前，消费贷款增速与整体居民贷款增速相差约在 2-3 个百分点，但在 2015 年之后，消费贷款规模增速开始大幅高于居民信贷规模。原因是 2014 年开始房价增速开始提升，个人住房贷款开始激增，2017 年大量消费短贷违规流入房地产市场，此时消费贷款增速与居民信贷增速的差值也来到了最高点，后续随着房价上涨速度放缓，违规流入楼市的资金监管趋严，居民贷款增速开始逐步下滑，居民信贷增速与消费贷增速偏差重新收敛。

图 1：2021 年消费中长贷在居民信贷中占比最高



资料来源：wind，民生证券研究院 注样本为 14 个省市，约占全国居民信贷 50%

图 2：消费贷款和居民信贷几乎同步



资料来源：wind，民生证券研究院

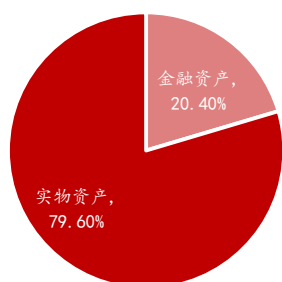
## 1.2 居民贷款与地产周期同步

长期以来，居民信贷与地产周期具有强相关关系，本质上是来自于居民资产配置的微观行为所决定的。

首先，居民信贷的主要来源是购买住房，而这几乎是居民加杠杆的唯一渠道。

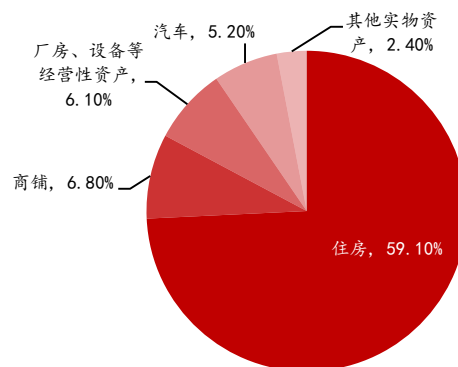
我国消费贷并不发达，而住房贷款作为规模大，且有坚实的抵押物的信贷，几乎成为了居民唯一的加杠杆渠道。我国居民大量的资产配置在房产上，根据央行 2020 年 4 月发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国城镇居民资产配置住房中的比例达到 59.1%，而美国仅为 30.6%。

图 3：2019 年居民资产配置集中在实物资产



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

图 4：2019 年实物资产中以住房为主

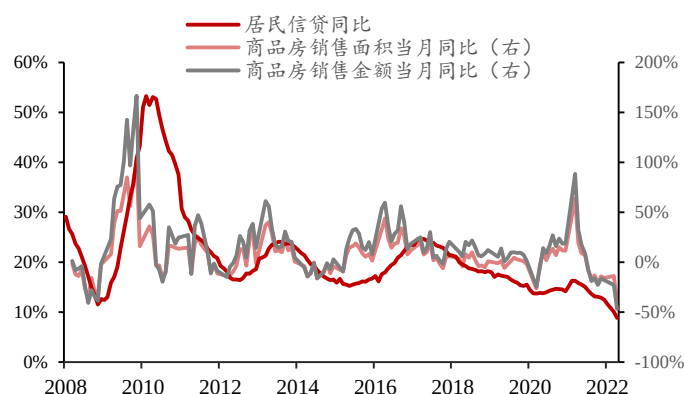


资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

其次，房价上涨对于居民的购房预期的正向反馈机制，奠定了信贷与地产周期同步的基础。

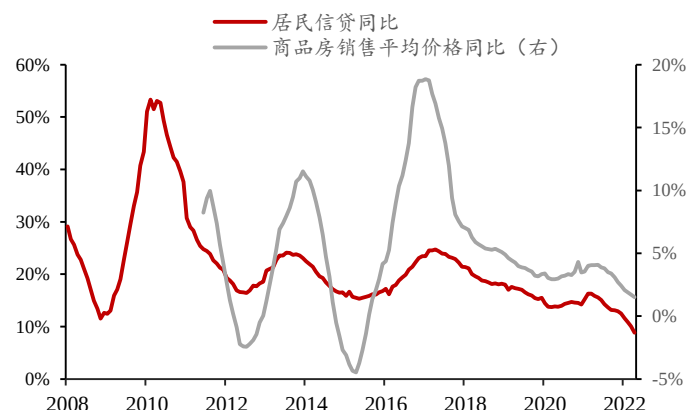
2012 年以来，全国商品房销售平均价格的同比与居民信贷同比的高点与低点完全重合，这背后其实是商品销售循环：房价上涨——居民预期改善——居民购房加快——房价进一步上涨，在这种循环下地产周期与居民信贷周期几乎一致。

图 5：居民信贷与房地产销售状况保持一致



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：房价同比与居民信贷同比高度一致



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 以地产销售判断居民信贷

既然从逻辑上，地产周期与居民信贷周期高度一致，那么我们是否可以通过地产的数据去捕捉居民信贷的情况呢？答案是可以。

### 2.1 居民信贷与地产销售的“另类”规律

先来回顾一下居民信贷的基本概况。

自 2015 年以来，居民信贷逐年增长，近 5 年每年新增规模稳定在 7-8 万亿之间，主要原因在银行信贷额度数量往往是固定的，在实施房地产贷款集中度管理后，房地产相关类贷款的额度更是被严格监管。

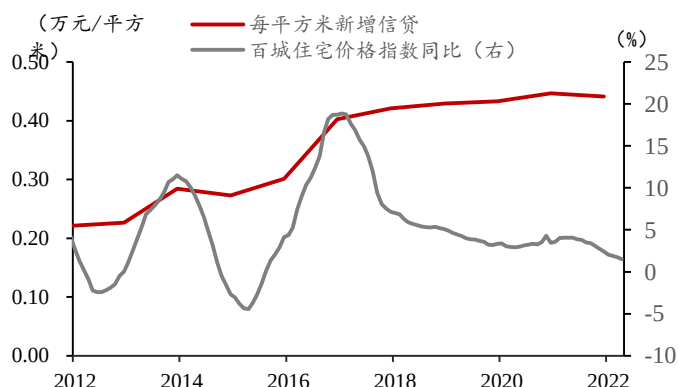
对比地产销售情形，将新增居民信贷除以每年新增的商品房成交面积，我们可以得到一个“另类”的规律：

**近年单位地产销售面积对应的新增居民信贷规模非常稳定（约 0.4 万元/平方米）。**

2017-2021 年，每平米房屋成交带动新增居民信贷分别是 0.42、0.43、0.43、0.45、0.44 万元/平方米。

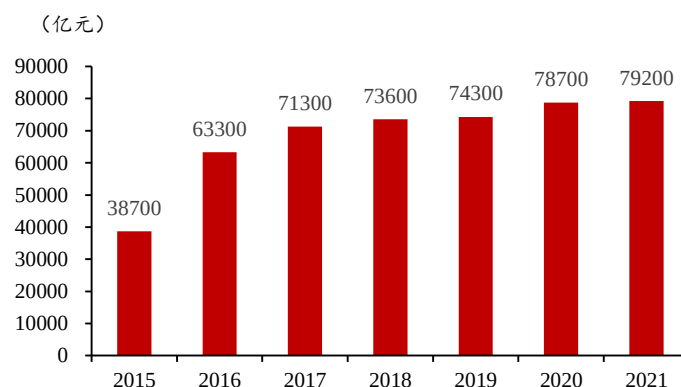
以新增房贷 = 商品房成交面积 X 平均价格 X 贷款比例 - 存量贷款偿还量公式来看，近年单位房地产销售面积对应的信贷稳定，意味着近年房地产价格相对平稳，并且信贷比例和存量还款行为也相对稳定。

图 7：样本银行首套房首付比例



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：各年度新增居民贷款



资料来源：wind，民生证券研究院

### 2.2 影响居民信贷的因素在过去 5 年内保持平稳

**第一，过去五年间商品房成交面积稳定在 21 亿平方米左右。**

商品房成交面积商品房成交主要包括一手房和二手房的成交。

统计局公布的商品房销售是来自于房地产企业上报编制而成，所以只包含一手房销售数据，



2017 年至今，成交面积基本稳定在 17 亿平米左右。

而根据公开数据显示，二手房成交面积在 4 亿平米左右。

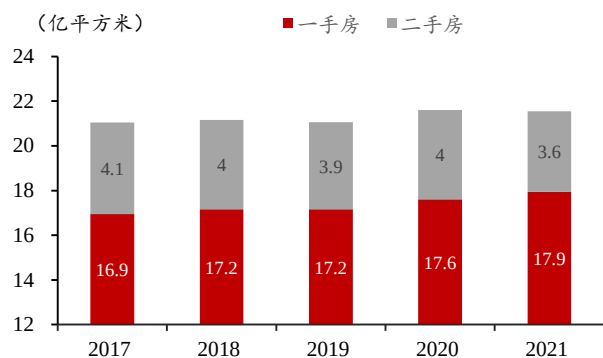
## 第二，过去五年房地产价格增速稳定

过去 5 年一手房价格从 0.76 万每平方米到 1.04 万每平方米，平均每年涨幅在 0.06 万每平方米。

二手房成交价格从 2017 年均价 1.45 万每平方米到 1.94 万每平方米，平均每年涨幅在 0.1 万元/每平方米。

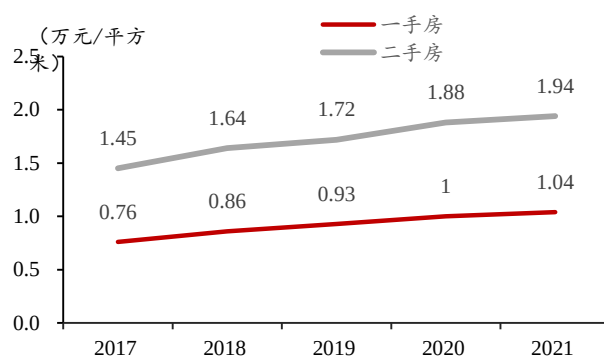
一手房价格涨幅低于二手房，体现近年限价措施较为有效。

图 9：2017-2021 年住宅成交面积



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：商品房成交价格



资料来源：wind，民生证券研究院

## 第三，过去五年首套房贷和二套房贷的比重较为稳定，基本维持在 9：1。

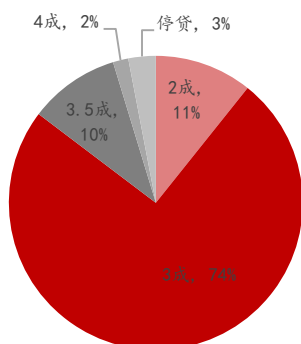
根据 2021 年 7 月银保监会公布的信息来看，个人按揭贷款存量中，首套房占比达到 92%。而以广东省（除去深圳）为例，2021 年新增居民信贷的首套房贷款占比超过九成。我们可以假设新增购房中，至少全国有 90% 为首套房。

首套房比例达到 90%，这一比例看似不符合直观感受。实际上早在 2014 年 9 月，央行就曾明确拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，再次申请贷款购买普通商品住房执行首套房贷款政策。

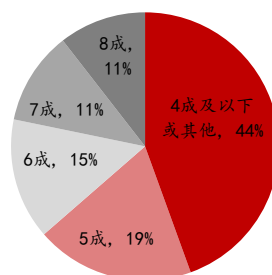
实际执行过程中，各地住对“认房”还是“认贷”所对金融机构做出规定，但其中一线城市和二、三线城市的执行标准会有不同，往往一线城市的执行会从严，但是在全国总成交中占比很低。

图 11：2019 年 6 月样本银行首套房首付比例

图 12：2019 年 6 月样本银行二套房首付比例



资料来源：wind，民生证券研究院



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 其四，过去五年首套房和二套房的实际首付比例较为稳定。

根据 2019 年 6 月样本银行首套房和二套房首付比例，首套房首付主要集中在 3 成（当时大多数地区最低首付要求为 30%）。二套房首付比相对较为分散，主要是 4 成及以下的情况偏多。

最低首付比是房地产调控政策重要工具，导致实际首付比例会随着政策变化而改变，通过计算样本银行首套房加权首付比例，加权首付比例在调控中实际差别可能相差 1 成，这也与实际的政策调控情况相符。

图 13：样本银行首套房首付比例

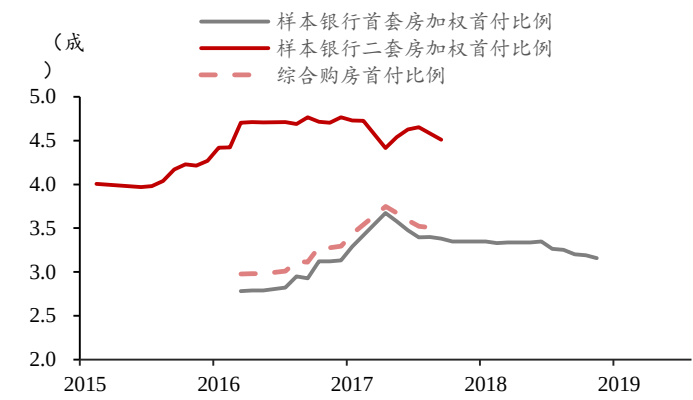


图 14：全国层面的首付比例调整政策

| 首付比例                                   |                         |
|----------------------------------------|-------------------------|
| 首套房                                    | 二套房                     |
| • 2008. 10 央行调整最低首付比例至20%              | 2010. 01 二套房首付款比例不低于40% |
| • 2014. 09 央行、银监会明确最低首付比30%            | 2010. 01 二套房首付款比例不低于50% |
| • 2014. 09 原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点 | 2012年首付款比例不低于60%        |
|                                        | 2015. 03 首付款比例不低于40%    |

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_43211](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43211)

