

私人部门再平衡

束加沛¹袁方²

2023 年 01 月 31 日

内容提要

2022 年中国居民风险偏好大幅下降，在消费和资产配置行为上显著偏离均衡水平。对比美日居民资产负债表衰退的情况，中国在居民资产配置行为、房地产市场状况和经济冷热均有显著差异，中国居民是基于预期而非现实的缩表，这一偏离不会长期持续。另一重启示是企业行为可能对长期经济影响更大。尽管美国居民受创更大，缩表幅度和时间更长，但企业很快恢复信用扩张，而日本企业经营目标转向负债最小化，投资不再增长。

研判未来中国居民的消费倾向和资产配置行为的变化需要从微观视角出发。参考海外国家，消费倾向的恢复幅度与政府的补贴力度紧密相关，防控放松对居民风险偏好是边际提振。考虑到中国居民情况，预计预防性储蓄还将长期存在，风险偏好改善速度不宜过高估计，居民部门再平衡是一个相对漫长的过程。

2022 年中国民企资本开支显著偏强，与多种因素有关，2023 年的可持续存疑。能否在高增长、技术进步快的领域吸引更多的资本开支，并且宏观上有较好的回报，或许是未来长期发展的关键。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

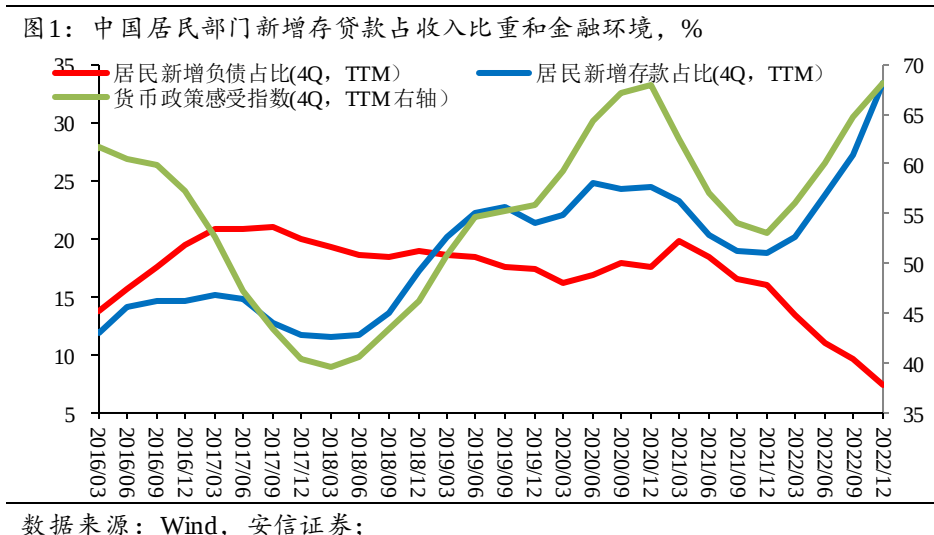
2宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、基于预期而非现实的“资产负债表衰退”

2022 年，权益市场在流动性环境偏宽松的状态下反而出现大幅下跌，是相当少见的。我们倾向于认为，出现这一情况的根本原因是居民部门的风险偏好大幅下降，从现金流量表的角度，较以往显著增持存款、货币基金等安全型资产，减持股票、权益型公募基金、房地产和贷款等风险型资产。

首先观察存款和贷款方面，我们使用居民部门在银行体系的存款和贷款的变化占可支配收入的比例来衡量这一变化。居民新增存款始终处于极高水平，同时，提前还贷和贷款需求偏弱共同造成贷款余额增长异常缓慢，

如下图 1 所示，2022 年以来，居民部门多增存款，减少贷款的现象是同时发生。而且更为重要的是，这一行为发生的背景是流动性环境总体偏宽松，资金利率总体处于低位。此外，央行对银行家的问卷调查也显示货币政策感受指数不断上升，融资条件不断宽松。

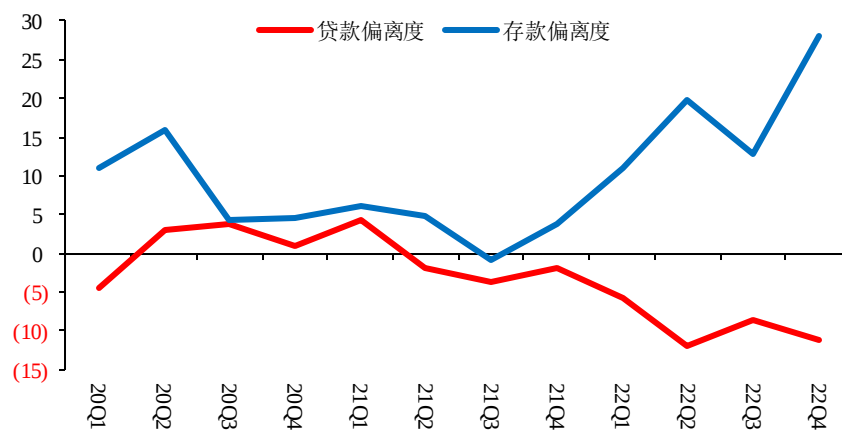


值得一提的是，尽管可以认为二季度存款多增、贷款少增可以部分归因于疫情反复和封控带来的恐慌，但在疫情好转的三季度，这一现象仅仅出现边际改善。

下图 2 中的数据反应了扣除季节性因素后存贷款当季的情况。

尽管三季度的偏离程度较二季度出现显著改善，居民部门提供给银行体系的存款相对于正常水平上升幅度从 20 个百分点下降到 13 个百分点，从银行体系融入的贷款相对于正常水平下降幅度从-12 个百分点回升到-9 个百分点，但仍然显著较一季度恶化，这一情形在四季度还在延续。

图2：住户部门新增贷款和存款/可支配收入偏离度，%



数据来源：Wind，安信证券；

注：使用 2020 年以来当季值减去 2013-2019 年均值得到偏离度

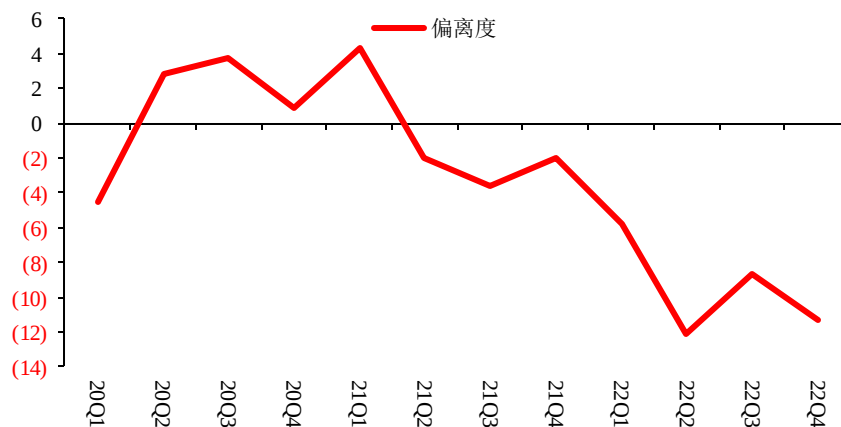
特别需要注意的是贷款少增和存款多增同时发生是相当异常的。贷款少增，意味着居民流入的现金大幅减少；存款多增，意味着居民流出现金增多。考虑到 2022 年以来居民储蓄率较以往季节性偏离幅度最高在 3% 左右，居民必然在资产配置方面进行了剧烈的调整，大量减少其他类别的资产配置，才能在贷款少增的情况下实现存款多增。

我们发现居民大幅削减了风险资产的配置比例，房地产和权益公募基金的数据如下图 3 和 4 所示。二季度后，住房和公募基金上，居民部门削减了占收入比重约 20% 的配置，考虑到居民在股票、实物资产和货币基金的配置也会调整，这

一比例比较可靠。

合并而言，中国居民 2022 年以来的缩表是一种主动行为，在货币政策宽松的条件下减少负债、减持风险资产、增持安全资产。

图3：住户部门购房支出/可支配收入季节性偏离度，%



数据来源：Wind，安信证券；

注：使用 2020 年以来当季值减去 2013-2019 年均值得到偏离度

图4：权益型公募基金新增资金估算值/可支配收入，%



数据来源：Wind，安信证券；

注：基金新增资金=基金当季份额变化*（当季末单位净值+上季末单位净值）/2
 基金单位净值=当期基金规模/基金份额，数据更新截至 Q3

对于中国居民 2022 年以来增持安全资产、减持风险资产的行为，部分投资者类比为日本 90 年代房地产泡沫后居民缩表的行为。经过仔细对比数据，我们认为，

中国居民部门 2022 年以来的行为和真正的资产负债表衰退存在巨大的差异。

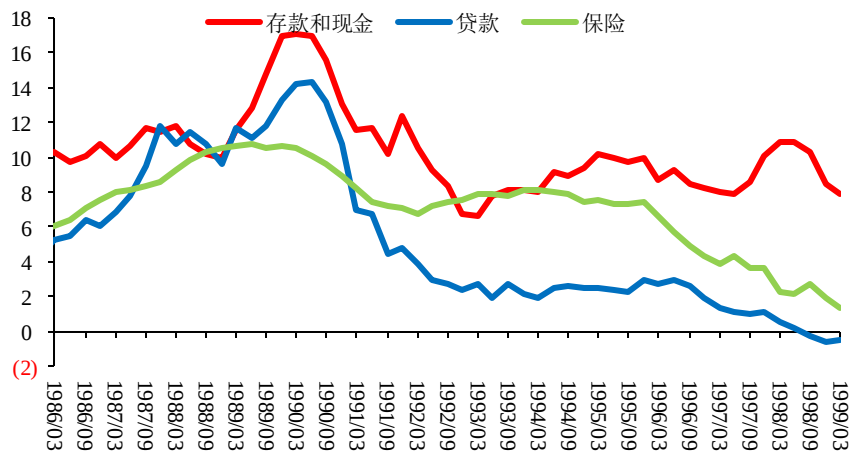
首先观察日本居民在房地产泡沫前后资产配置行为的变化，我们同样使用现金流量表的视角进行观察。

如下图 5 所示，日本居民在房地产泡沫破灭后行为和中国居民 2022 年以来的行为存在巨大差异。

首先，日本居民的存款占收入比重下降和贷款占收入比重下降是同时发生的，资产和负债同时的减少才是缩表，这和中国居民的情况存在巨大差异。

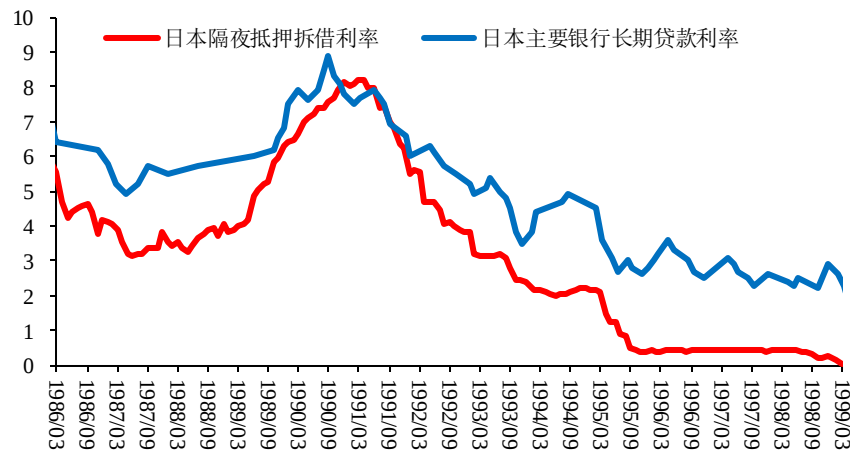
其次，日本居民是在货币政策收紧的阶段开始缩表，货币政策的收紧对信贷的价格和可得性产生负面影响，进而导致日本居民贷款少增。

图 5：日本居民部门资产配置占收入比重（4Q，TTM），%



数据来源：日本银行，安信证券；

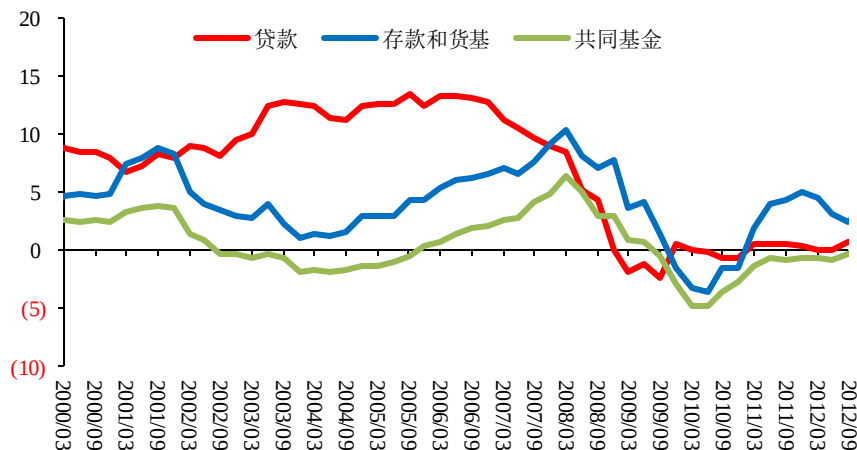
图6：日本隔夜利率和贷款利率，%



数据来源：Wind，安信证券；

美国居民在金融危机前后现金流量表的变化也可以观察到类似的现象。如下图7所示，在2008年一季度后，美国居民同样出现减持贷款、广义存款和共同基金的行为，和日本泡沫破灭期间居民行为一样。

图7：美国居民部门资产配置占收入比重（4Q，TTM），%



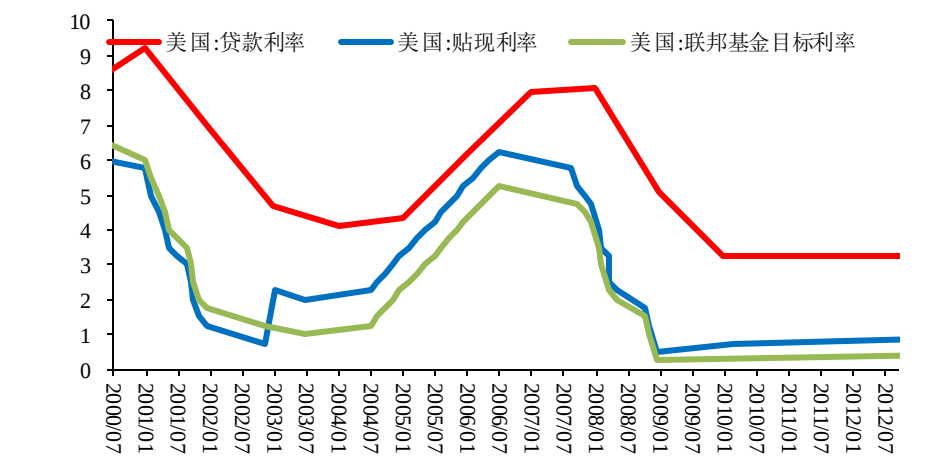
数据来源：CEIC，安信证券；

差异存在于2006年至2007年这一段时间，可以观察到贷款少增、存款和货币基金多增的现象。从表面上看，这和中国当下情况接近，但实质是完全不同的。美国居民这一行为的背景是加息进程开启，金融收紧，居民的融资可得性下降，进而

导致贷款下降。与此同时，加息导致资金利率迅速上行，货币基金的吸引力大增，居民进行增持。

更重要的一个判据是这一阶段美国居民显著增持共同基金，增加了对权益市场的配置比例。这反应了此刻美国居民的风险偏好上行，并没有像中国上半年减持风险资产的行为。

图8：美国政策利率和贷款利率，%

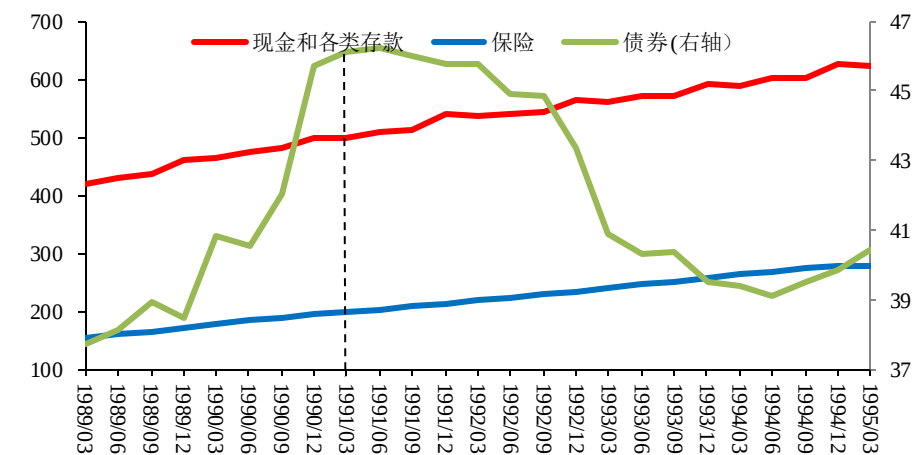


数据来源：Wind，安信证券；

再观察美国和日本居民在危机后资产负债表的情况。

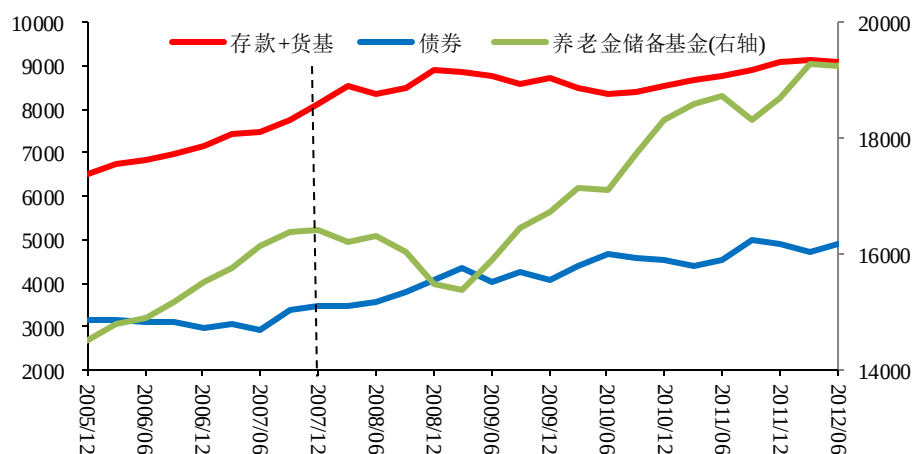
首先观察安全资产的情况，同样可以确认在危机开始后，美国（2007Q4）和日本（1991Q1）居民部门的安全资产并未出现显著增长，和中国居民在 2022 年以来的表现存在巨大差异。

图9：日本居民安全型金融资产，万亿日元



数据来源：日本银行，安信证券；

图10：美国居民安全型金融资产，十亿美元



数据来源：CEIC，安信证券；

从美日居民部门现金流量表、资产负债表可以看出，危机后由于资产价格大

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_51794

