

2019 年 10 月 29 日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师:
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

大幕开启

——中国经济如何摆脱房地产依赖？

相关报告

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（五）：降准能如何缓解包商事件带来的信用紧缩？》——2019-09-16

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（四）：非银机构的流动性紧张何时结束？》——2019-09-04

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（三）：美国银行业常态化退出机制对中国的借鉴》——2019-08-28

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（二）：包商事件监管部门系列公告藏玄机》——2019-08-08

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（一）：买同业存单需要什么信仰？》——2019-07-29

投资要点：

■ 2020 年可能是考验中国经济能否摆脱房地产依赖的关键节点。在三季度 GDP 增速下滑到 6% 存在稳增长的压力时，当前房地产投资 10% 左右的增速仍然远远高于 0% 左右的商品房销售面积增速，这意味着如果政策不调整，2020 年某个时点房地产投资可能向销售增速收敛并进一步拖累增长。然而，中国的房屋供给已经连续偏离我们对中国地产长期需求趋势的估计，进一步放松政策增加住房供给和房地产投资，可能带来房屋供给过剩——起码在当前的价格水平上——的冲击。中国经济可能已经到了必须摆脱对房地产投资过度依赖的时候。

■ 中国经济依赖房地产投资和的根源在于社会保障体制的改变、贫富分化加剧和地方政府激励机制的扭曲。一个经济体的总需求结构取决于政府、家庭、企业在国民收入中的分配份额和各部门对支出的安排。我们的估计，在 2017 年占中国 GNP 60% 的中国居民部门可支配收入中，高达 30% 被用于资本形成（一多半是住房投资），仅有约 64% 用于消费是中国经济过度依赖投资特别是房地产投资的首要直接原因；这样的资本形成占比和消费占比分别显著高于和低于中国在本世纪初的水平以及日本、韩国与中国人均 GDP 类似的发展阶段。此外，政府可支配收入中投资占比上升、消费占比下降和企业部门可支配收入占 GNP 比例上升且偏高也是本世纪初以来中国经济对投资依赖显著上升的重要直接原因。

而上述收入分配和支出结构的异常、根本上讲与社保机制改变且未能健全下居民预防性储蓄上升、贫富分化后居民边际消费倾向的下滑，和地方政府在基于产出的 GDP 考核和税约束下对投资的偏好有关。在各类投资中，居民的房地产投资同时满足了居民储蓄保值增值的需求和地方政府的对 GDP 和税收的需要，形成了完美的储蓄替代，所以在过去 2000 以后的 17 年间增长最为迅猛。

■ 终端需求不足，储蓄过剩并被迫转化为扩大广义再生产而准备的投资产生了一系列扭曲。包括投资回报下降，利率的分裂，金融的风险，折旧费用吞噬了企业利润，广义的产能过剩——包括可能到来的地产供给过剩等等。

■ 中国经济对地产投资的依赖可能下降，但能否降低对投资的依赖有

不确定性。在地产存在过剩的风险之际，我们预计本轮政府即使出于稳增长的考虑，也只会温和放松房地产调控；赤字扩张和基建投资可能发挥更重要作用。从中期而言，如果社保体制进一步健全、贫富差距有所缩小，而对地方政府的激励机制有所改变（目前看都有一定进展），消费需求有望取代投资需求支撑经济——实际上中国居民的消费倾向从 2010 年以后已经略有回升——而全社会中性利率也可能回升。反过来，如果中国经济未能摆脱投资依赖，在继续大规模刺激房地产不太可行的情况下，中国可能走上类似于 1990 年以后的日本的道路：政府被迫以大幅举债投资基建的方式稳定经济增长，在资本过剩的情况下，中性利率会不断下行——但是利好现金流健康的高估值资产。

风险提示：政策不及预期、经济下行超预期，中美关系恶化超预期

内容目录

1、 引言	6
2、 总需求结构与房地产投资：历史的演化	8
2.1、 中国的总需求结构及其分析框架	8
2.2、 中国各部门收入份额	10
2.3、 2000 年以来，消费占比为什么下降？	11
2.4、 投资依赖与房地产投资依赖的来源	11
3、 总需求结构与房地产投资：与日韩的比较	13
3.1、 日本与韩国的总消费率和投资率	14
3.2、 日本与韩国各部门收入分配	14
3.3、 日本与韩国各部门的消费与投资倾向	16
4、 高投资占比：资本稀缺还是投资过剩？	19
4.1、 证据一：低回报的资本	19
4.2、 证据二：广义的产能过剩与需求不足	20
4.3、 证据三：折旧占 GNP 比重较高	22
4.4、 证据四：分裂的利率与金融风险	23
4.5、 证据五：经济增长与居民福利不匹配	24
5、 总需求失衡的深层次解释	26
5.1、 预防性储蓄的影响：不敢消费	26
5.2、 贫富分化的影响：中低收入者没钱消费	26
5.3、 地方政府激励机制的扭曲	27
5.4、 房地产投资依赖可能由三个原因共同构成	28
5.5、 慎言房地产的挤出效应	28
6、 结束总需求对投资依赖的路径	30
7、 房地产政策展望	32
7.1、 短期展望：政策进一步温和宽松	32
7.2、 中期展望：转型成功的场景	32
7.3、 中期展望：投资依赖无法摆脱的场景	33
8、 风险提示	34
附录：对中国资金流量表数据的调整	35

图表目录

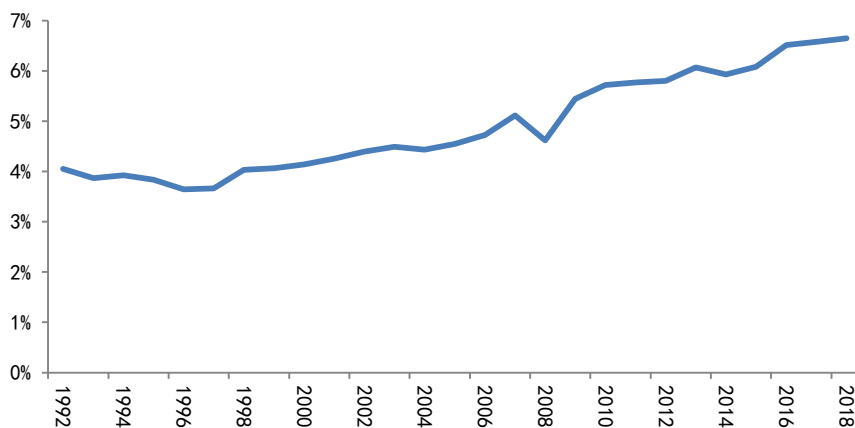
图 1: 中国房地产增加值占 GDP 的比重	6
图 2: 中国房地产投资与销售增速累计同比 (%)	7
图 3: 中国投资、消费、与出口占 GNP 的比重 (%)	9
图 4: 各部门可支配收入来源和去向示意图	9
图 5: 2000-2017 年我国国民总收入的份额分配: 政府、企业和居民	10
图 6: 居民和企业的消费倾向 (消费支出占可支配收入的比重)	11
图 7: 居民和政府的资本形成倾向 (投资支出占可支配收入的比重)	12
图 8: 企业部门的投资倾向	12
图 9: 2012 年不变美元人均 GDP: 日本、韩国和中国	13
图 10: 日本 GDP 支出法构成	14
图 11: 韩国 GDP 支出法构成	14
图 12: 居民可支配总收入占 GNP 的比重: 中日韩	15
图 13: 政府可支配总收入占 GNP 的比重: 中日韩	15
图 14: 企业可支配收入占 GNP 比重: 中日韩	16
图 15: 居民的消费倾向: 中日韩	16
图 16: 居民的资本形成倾向: 中日韩	16
图 17: 日本私人住宅投资占 GDP 比重	17
图 18: 政府消费倾向: 中日韩	17
图 19: 政府投资倾向: 中日韩	17
图 20: 企业的投资倾向: 中日韩	18
图 21: 企业部门资本形成占 GNP 的比重: 中日韩	18
图 22: 中国的投资回报率	20
图 23: 铁路总公司的固定资产周转率	21
图 24: 铁路总公司资本折旧费用	21
图 25: 中国一些代表城市的租金回报	22
图 26: 京沪深租金增长在放缓 (元/平方米)	22
图 27: 日本 (1960-1969) 韩国 (1980-1989) 中国 (2007-2017) 折旧/GNP	23
图 28: 中日韩金融企业可支配收入占 GNP 比重	23
图 29: 地方政府融资平台的债券余额	24
图 30: 房地产: 资产价格上涨与杠杆交易互相促进	24
图 31: 股票市场: 资产价格上涨与杠杆交易互相促进	24
图 32: 中国的总消费率和居民消费率	25
图 33: 中日韩的收入基尼系数比较	27
图 34: 中国收入基尼系数与居民消费倾向	27
图 35: 中国收费高速公路的收入与支出	31
图 36: 中国收费高速公路的支出构成	31
图 37: 房地产存货已经见底回升	32
图 38: 内地省份居民杠杆率偏低 (截至 2018 年 11 月)	33
图 39: 日本中央政府债务占 GDP 的比重	34
图 40: 2000-2017 年政府可支配收入和经修正之后的政府可支配收入 (单位: 亿)	35
图 41: 国有土地使用权收入增速与政府部门非金融资产获得减处置利得同比	36
图 42: 政府消费及投资占政府可支配收入的比重	36
图 43: 政府非金融资产净获取及金融净投资占收入比	36
图 44: 住户部门的金融净投资: 实物交易 VS 金融交易 (单位: 亿)	37

图 45: 商品住宅销售金额和住户部门资本形成显著背离 (单位: 亿)	37
图 46: 经调整住户部门资本形成同比与我国商品住宅销售金额同比.....	38
图 47: 消费和资本形成占住户部门可支配收入比重	38
图 48: 非金融资产获取和净金融投资占住户收入比重	38
图 49: 对企业资本形成估算的调整	39
图 50: 企业可支配收入和经调整之后企业可支配收入	39
图 51: 企业资本形成占可支配收入的比例.....	40
图 52: 企业非金融资产获得减处置及净金融投资/可支配收入.....	40
图 53: 中国最终消费占 GNP/GDP 的比重 (三种方法比较)	41
图 54: 中国资本形成占 GDP/GNP 的比重 (三种方法比较)	41
图 55: 非金融资产获得减处置: 政府、居民和企业 (单位: 亿元)	42
图 56: 净金融投资: 政府、居民、企业和外国部门占 GNP 比重.....	42

1、引言

伴随着三季度中国 GDP 增速滑落到 6%，是否需要稳定经济增长和如何稳定经济增长又成为了市场关注的焦点。2019 年 7 月 30 日政治局会议提出“不把房地产作为短期刺激经济的手段”，在当前经济下行之际是否还能坚持这个政策立场成为市场关注的焦点。过去的二十年间，中国房地产销售和投资的迅猛增长毫无疑问是中国经济在需求端最有力的引擎之一。2018 年中国房地产业增加值占 GDP 的比重达到了历史新高¹。

图 1：中国房地产增加值占 GDP 的比重



资料来源：Wind，国海证券研究所

然而，房地产投资规模和价格的猛烈增长也引发了一系列的担忧：

- 高房价是否迫使普通居民为买房而节衣缩食，挤压了居民部门的消费，损害了社会福利？
- 房地产巨大的投资是否挤出了制造业、乃至高科技的投资？成为了中国经济转型升级的障碍？

一些投资者认为伴随着政府选择摆脱房地产依赖的发展道路——继续采取严厉措施遏制房地产需求，房地产需求回落会带来全社会广谱利率的回落，房地产占用的资金、土地等资源可以释放出来支持高端制造业的发展，为中国的经济转型铺平道路；此外，利率下行之后，股票等资产市场有望迎来长期牛市。

然而，对此持怀疑态度的投资者似乎也不在少数：

- 如果房地产销售回落，不仅仅地产需求回落，地方政府的卖地收入和基建投资也将回落，劳动力市场和消费需求似乎也会受到冲击。在终端需求回落的情况下，制造业投资作为中间投入凭什么可以逆势增加？
- 房地产价格回落，固然买房可以更便宜一点，是否也会因为财富效应缩水拖

¹ 这一比重大幅低于美国日本等发达国家。但是由于国家统计局对于自有住房的租金并没有按照对照市场租金的虚拟租金法进行估计，且一些国企、政府事业单位以低于市场价格的方式给自己的雇员提供住房，中国房地产业的增加值和其他国家不能简单比较。

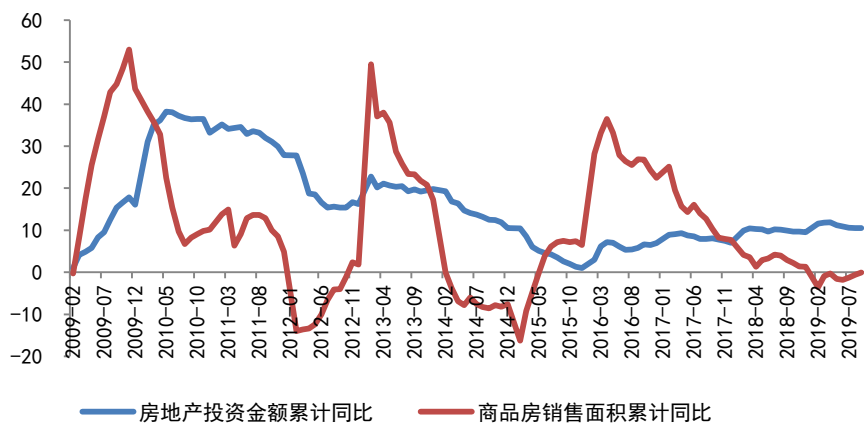
累消费需求？

- 即使真的出现了社会广谱利率的下行，为什么只有股价涨而不会出现房价涨呢？

我们的研究显示，中国可能确实已经到了需要逐步摆脱房地产依赖的时候。根据我们的估计，如果 2030 年中国人均居住面积达到日本的水平，按照 2017 年底中国住宅存量约 286 亿平计算，中国的住房销售面积可能会以每年 3% 左右的水平趋势性下行。如果同时考虑居民部门的杠杆率可控的约束，在新房销售均价每年上升大约不应显著高于新房面积下行的速度。也就是说如果新房均价的涨幅高于 3%，销售面积的下行可能还要更多一点。（《人口和库存拐点之后的房地产投资 1，2》3 月 18 日和 5 月 6 日）。这意味着如果不希望看到中国居民部门杠杆率爆表或者住房供应过剩、房价下跌引发金融风险，从趋势上看，房地产投资对于中国经济增长的贡献可能需要由正转负。

实际上，2020 年可能就是这一转折发生的关键年份。从本轮经济政策周期和房地产周期来看，与过往周期的一个鲜明不同在于本轮稳增长过程中并没有明显放松对于房地产的调控。目前，房地产投资趋势增速在 10% 左右，而销售趋势同比增速则处于 0 或略微偏低的水平。考虑到政府 5 月份以来对于地产商融资的严厉调控有防范地产商增加存货之意，这意味着如果房地产销售面积仍处于当前水平或者回归其长期趋势，房地产投资的增速——特别是与经济增长最相关的建安工程投资——最终需要回落到 0 或稍高一些的水平（考虑价格上涨）。如果政策不调整，2020 年可能就是在这个回落发生的时点。

图 2：中国房地产投资与销售增速累计同比（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

当房地产投资对经济增长的贡献显著下滑之际，对于中国经济意味着什么？中国经济为什么出现了房地产依赖？能否摆脱房地产依赖？又该如何摆脱房地产依赖呢？本文就将对此问题做出回答。

2、总需求结构与房地产投资：历史的演化

中国经济对房地产投资的依赖是总需求结构中对投资依赖症的一部分。理解中国总需求结构过度依赖投资特别是房地产投资，本质上需要理解国民收入在企业、居民、政府各个部门之间是如何分配且各个部门在获得收入之后是如何安排支出的。如果各个部门的收入主要用于投资，则是投资主导型经济增长，如果各个部门的收入主要用于消费，则是消费主导型经济增长。

- 我们发现，从 2000-2017 年整体而言，中国总消费率的下降和总投资率的上升主要与居民部门和政府部门消费倾向（消费支出占可支配收入比例）的显著下降和投资倾向（资本形成占可支配收入的比例）的显著上升有关。同时，也与企业部门收入占 GNP 的比重（企业部门的收入对于消费没有贡献）的上升有关。
- 其中，房地产投资在总需求的比重中不断上升是居民部门可支配收入中用于资本形成的比例从本世纪初的 15% 左右增长到 2017 年的超过 30% 的直接结果。

2.1、中国的总需求结构及其分析框架

从总需求结构上看，2017 年中国总消费率为 53.6%，而总投资率为 44.6%。消费占 GNP 的比重仅仅略高于 50%，而投资占比接近四成半。

从过去 17 年的数据观察，中国的消费率从 2000 年的 61% 下降到了 2007 年的不足 50%，此后，虽然略有回升，但是 2017 年仍然显著的低于 2000 年的水平。与之相对应，投资率在 17 年间整体呈上行趋势，只是在最近几年略有回落，在 2017 年仍然显著的高于 2000 年（34.3%）10% 以上。

其中，在 2000-2007 年间，投资率大体保持稳定，出口弥补了消费下滑之后需求不足的缺口。2007-2011 年，出口开始趋势性下滑，消费虽然略有一点回升，但是不足以弥补出口下降的冲击，投资率出现了大幅上升支撑了总需求。2011 年以后，投资占比略有下降，消费占比回升。

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_9363

