

全球比较视角下，“四问”地产长期空间

报告日期: 2022-05-25

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_8 大要素 25 张图看懂 2022 年地方两会》2022-01-28
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_地产需求投资两弱，保障性安居工程能力挽狂澜吗？》2022-03-29
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_百年变局之下，坚定看多中国》2022-04-29
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离 5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_520 降息预示开启稳增长新阶段》2022-05-18

主要观点:

开春以来超过 130 个城市出台地产宽松政策，4 月下旬逐步从三四线城市转向二三线城市，供需两端协同发力，近期的全面“降息”与结构化宽松相结合，进一步打开了各地“因城施策”的空间。但地产宽松能否转化为实际地产消费呢？我们基于全球比较视角，构建四维度框架并对部分指标进行了优化，以此重新审视我国地产长期空间和本轮加杠杆节奏。

● 第一问：地产总量发展有空间吗？

我们基于全球投入产出表，测算了 1995 年至 2020 年 66 个经济体的房地产占名义 GDP 比重，进一步探寻房地产增长趋势和潜在空间。具体来看：

1) 美国城镇化率超过 75% 后地产规模增长放缓，我国城镇化进程仅 63.9%，指向增量时代尚未结束，房地产增长仍有空间；2) 从全球比较来看，2020 年我国房地产占 GDP 比重较 G7 有 5.5% 的空间，与全球平均水平相比亦有 1.7% 的差距，也低于主动调控型国家的平均水平。并且多国来看，即使到了城镇化中后期，随着刚性需求转化为改善性需求，发达国家地产行业并没有陷入停滞，地产总量增长仍高于国民经济部门平均水平；3) 地产总量有空间但更关乎政府态度，负面例子如“欧猪四国”、日本等国家缺乏经济动能、对地产形成路径依赖，正面教材如德国、新加坡、韩国政府积极调控房地产行业并行之有效，此类主动调控型国家其房地产占 GDP 比重长期偏低、偏稳，较契合我国建设完善房地产行业长效机制、向新发展模式转型的政策导向。

● 第二问：居民加杠杆有空间吗？

1) 目前我国的居民杠杆率有 BIS、社科院和央行三种口径，通过详细拆解三大口径，我们给出详细计算公式，可领先于相关机构，得到 2022 年 Q1 居民杠杆率分别为 61.4%、62.1%、71.8%。

2) 剔除经营性债务的居民杠杆率仍有空间。根据央行《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》的解释，我国居民杠杆率的特殊性在于其统计了工商企业经营性贷款，在经济学上属于自偿性债务、具有可持续性，因此在进行国际比较时应予以剔除，经测算 2022 年 Q1 调整后居民杠杆率为 47.4%，较社科院口径的 62.1% 相差 14.7 个百分点，几乎持平新兴经济体的 51.0%，与发达经济体的 75.7%、欧元区的 60.9% 相比仍有一定空间。

● 第三问：居民加杠杆有能力吗？

1) 居民收入增速趋降、与经济增速基本匹配，对居民小幅稳步加杠杆构成支撑。短期看，疫情对居民收入造成了结构性冲击，包括财产性收入增速下滑幅度加大、中等收入群体收入恢复好于低收入群体等，收入差距拉大将制约低收入群体加杠杆能力和意愿；中长期看，居民将小幅稳步加杠杆。我国高储蓄和高首付比例为居民债务提供了安全垫，同时住户部门可支配收入占 GDP 比重稳步抬升，从“十一五”期间平均的 56.0% 上升至“十三五”期间的 59.5%，表明住户部门加杠杆能力强于其他部门。居民收入将延续疫情前增速趋降、与经济增速相匹配的增长形势，对居民小幅稳步加杠杆构成支撑。

2) 居民偿债比率较快上行制约进一步举债空间。参考央行在《中国金融稳定报告（2018）》中的做法，居民债务久期设为 18 年、贷款利率为 5 年期以上贷款基准利率，得到 2021 年末我国住户部门偿债比率为 11.9%，剔除经营贷后住户部门偿债比率为 9.2%，在发达国家中处于平均水平。近年来我国住户部门债务收入比上行，制约了居民端的进一步举债空间，但好的一方面在于我国实施审慎的住房信贷政策，对首付比要求较其他多数国家更为严格，居民部门债务抵押物充足，风险抵御能力较强，整体来看违约风险不高。

● 第四问：居民加杠杆有意愿吗？

1) 相较于央行城镇储户调查的“未来 3 个月预计增加支出占比：购房”，首付与按揭增速差可能是更好的居民购房意愿衡量指标。该指标准确描绘了历史上四轮居民购房意愿回暖周期（尤其是 2021 年上半年），2022 年 4 月该指标为 -11.9%，行将触底回升。

2) 与以往不同，疫情是抑制本轮居民加杠杆意愿的重要变量，预计持续到 6 月中旬。疫情和各地持续严格落实防控一方面降低了居民消费欲望、被动提高预防性储蓄比例以避免，另一方面缩小了居民生活和消费半径、导致部分消费需求无法被满足。以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标，该指标领先 30 城商品房成交面积约 3 周，上周重点十城客运量为 2628.7 万人、出现边际企稳信号，预计疫情防控对地产销售的影响将持续至 6 月。

● 总结与政策建议

我们构建了四维度框架来审视我国地产长期空间，并且对部分指标做了有依据的调整，从而更好进行全球比较。欣喜之处在于我国地产总量增长有空间，居民加

杠杆亦有空间；忧虑之处在于居民收入增速趋降、收入差距拉大、居民债务偿付比率较快上行将制约加杠杆能力。不过，从趋势上看，居民购房意愿行将企稳回升、疫情对地产需求的冲击或于6月见底，本轮地产回暖最快有望从6月启程，大概率呈现出“小幅稳步加杠杆”。

基于本文分析，我们就后续稳地产政策和长期调控思路给出以下建议：**1）推进地产“两步走”战略。**我国城镇化历程尚未结束，加强城市群、都市圈建设，推进以县城为重要载体的建设；随着城镇化水平的提高可继续加大刚需和改善性住房需求支持，为地产在城镇化中后期的发展注入动能；**2）提高居民加杠杆能力。**分子端降低按揭利率，分母端通过稳就业、保市场主体、稳增长等协同发力，保障居民收入平稳、促进偿付能力提升；**3）提高居民加杠杆意愿。**在“房住不炒”基调之下，部分城市降低首付比、有序放开限购限贷均是可选工具；对于高端人群，持续提升住房品质、以高端供给创造高端需求；**4）做好疫情防控与稳定经济的平衡。**稳步推进常态化核酸检测，既能稳住疫情，又能放开居民生活半径和购房场景。

● 风险提示

地产宽松不及预期、疫情超预期反复。

正文目录

第一问：地产总量增长有空间吗？	5
第二问：居民加杠杆有空间吗？	7
第三问：居民加杠杆有能力吗？	11
第四问：居民加杠杆有意愿吗？	13
五、结论与政策建议	14

图表目录

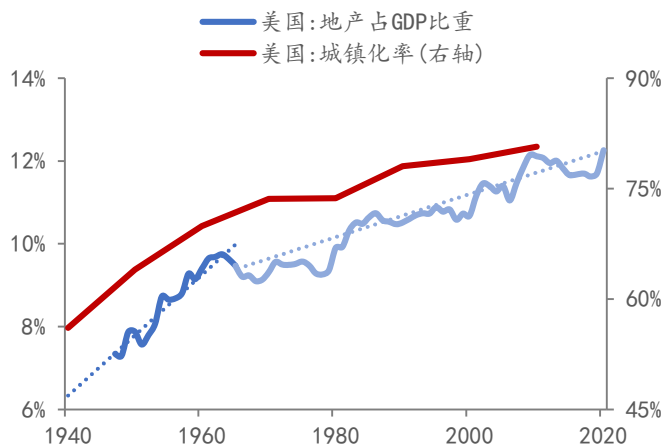
图表 1 美国房地产扩张与城镇化进程较一致	5
图表 2 我国城镇化进程尚未结束	5
图表 3 2020 年全球房地产占名义 GDP 比重	6
图表 4 我国房地产规模较发达国家仍有差距	7
图表 5 主动调控型国家房地产占 GDP 比重偏低偏稳	7
图表 6 缺乏经济动能的国家或较依赖地产	7
图表 7 BIS 口径下，分子为存款类机构住户贷款	8
图表 8 社科院口径下，分子为金融机构住户贷款	8
图表 9 以 2021 年 Q4 为例详细拆解三种口径居民杠杆率	9
图表 10 我国居民杠杆结构	10
图表 11 进行国际比较时，应剔除自偿性债务	10
图表 12 剔除自偿性债务后，我国居民杠杆率较发达经济体有较大空间	10
图表 13 各类经济体居民杠杆率	11
图表 14 居民部门过快加杠杆易暴露风险	11
图表 15 居民收入增速与经济增速基本匹配	12
图表 16 城乡收入差距逐步收窄	12
图表 17 各类经济体居民债务偿付比率变化情况	12
图表 18 2021 年 Q3 各国居民债务偿付比率	12
图表 19 首付与按揭增速剪刀差回升指示居民购房意愿回升	13
图表 20 疫情对地产销售影响或持续至 6 月	14

开春以来超过 130 个城市出台地产宽松政策，4 月下旬逐步从三四线城市转向二三线城市，包括苏州、南京、长沙等强二线城市的密集松绑，5 月 15 日央行、银保监会宣布下调商业性房贷利率，首套房贷利率为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 20 个基点，5 月 20 日 5 年期 LPR 下调 15BP，全面“降息”与结构化宽松相结合进一步打开了“因城施策”的空间。问题在于，地产宽松能否转化为实际地产消费呢？我们基于全球比较视角，构建四维度框架并对部分指标进行了优化，以此重新审视我国地产长期空间和本轮加杠杆节奏。

第一问：地产总量增长有空间吗？

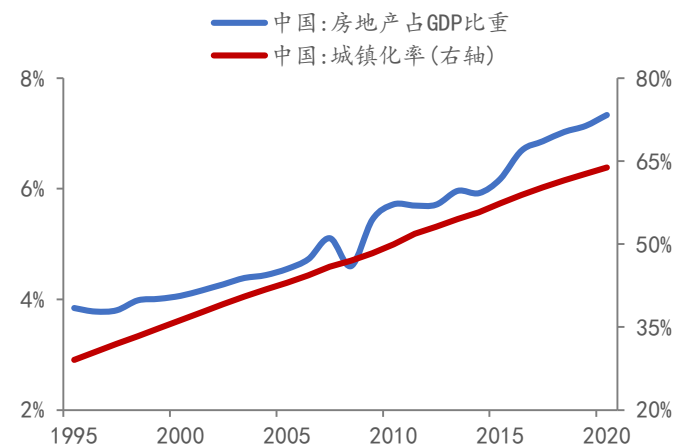
纵观世界经济发展史，城镇化进程是房地产扩张的重要推手。美国过去 80 年大致可以划分为两个阶段，第一阶段是 1900 年至 1970 年，城镇化率快速从 39.6% 升至 73.6%；第二阶段是 1970 年至今，城镇化率从 73.6% 缓慢上行至 80.7%，可以发现在第二阶段房地产占 GDP 比重的增速出现一定下滑。我国 1980 年开启大规模城镇化浪潮，城镇化率从 19.2% 攀升至 2020 年的 64.7%，几乎完成了美国近 100 年的发展进程，现今我国相当于美国 1950 年的水平，曲线尽管陡峭但不改城镇化尚未结束的现实，房地产总量增长仍有空间。

图表 1 美国房地产扩张与城镇化进程较一致



资料来源：BEA，华安证券研究所测算

图表 2 我国城镇化进程尚未结束



资料来源：OECD、ADB，华安证券研究所测算

我们基于全球投入产出表¹测算了 1995 年至 2020 年 66 个经济体的房地产占名义 GDP 比重，进一步探寻房地产增长趋势和潜在空间。

1) 我国房地产占 GDP 比重从全球来看并不是很高，距离 G7 和 66 个经济体仍有空间；并且从全球来看，即便到了城镇化后期，房地产占 GDP 比重仍能平稳增长。2020 年我国房地产占 GDP 比重为 7.2%，从全球比较来看并不是很高的水平，距离 G7 仍有 5.7 个百分点的空间，距离 66 个经济体均值仍有 2.8 个百分点差距。城镇化进入中后期后，受制于人口增长速度趋缓，房地产市场总需求增长通常会进入相对平稳阶段，从刚性需求转向改善型需求。但从全球趋势来看，即使在城镇化后期，发达国家地产行业并没有陷入停滞。1995 年至 2020 年，G7 国家的房地产占 GDP 比重从 11.7% 提升至 12.9%，同期

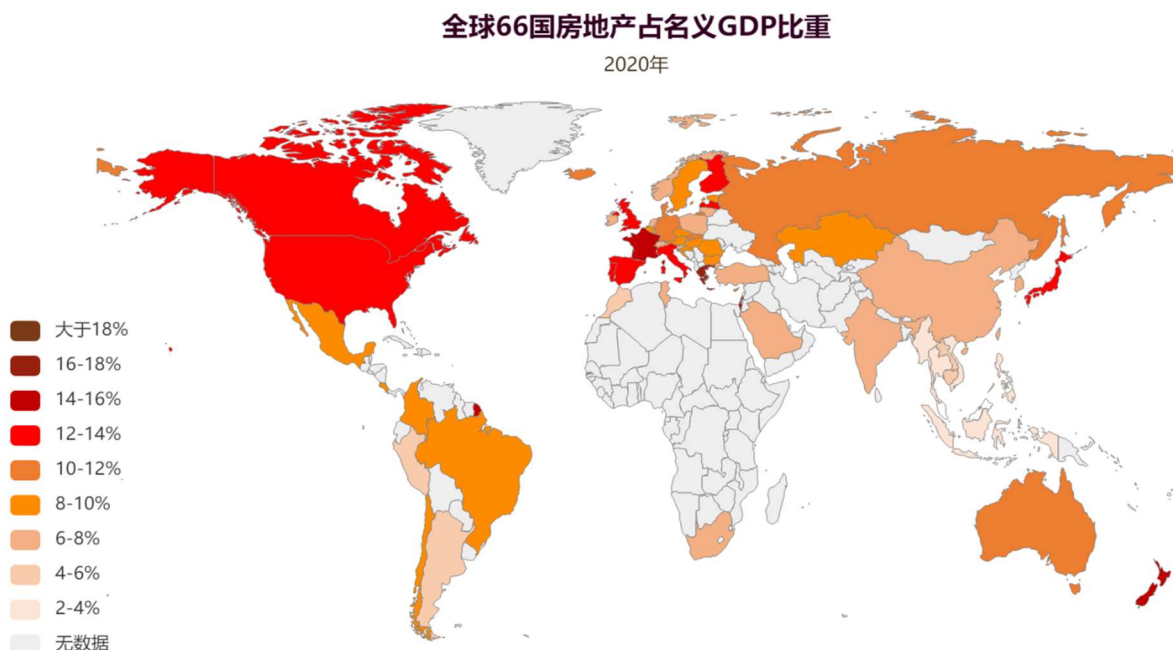
¹ 基于 1960 年至 2020 年全球投入产出表和配套投入产出系数测算

66 个经济体的房地产占 GDP 比重均值从 8.9% 提升至 9.8%，指向地产增速高于地产增速依然高于国民经济部门平均增速，表明在后城镇化时代居民对住房需求尤其是改善性需求仍在增加。

2) 主动调控型国家房地产占 GDP 比重偏低、偏稳。城镇化进入中后期，一方面，各国政府通常会加快完善住房保障体系、增加保障性住房的供给；另一方面，地产作为重要的货币创造部门，与金融市场、经济增长关联紧密，部分国家为防范金融风险、抑制房地产泡沫，积极实施房地产市场调控以促进行业健康有序发展，其中最有代表性的是德国、新加坡、韩国等，在过去 25 年间其房地产占 GDP 比重长期稳定在 9% 左右。德国根据国家人口特征制定了完备的房地产发展规划，通过土地、税收、法律等手段实施规划和调控市场波动，严格管理房价、地价、租价，进一步保障了房地产市场供求基本平衡，在过去 25 年间其房地产占 GDP 比重稳定在 11% 左右；新加坡政府推行“居者有其屋”的组屋制度，对经济收入不同的家庭实行不同的政策，住房公积金保障制度和公有住宅合理配售政策使其成为世界上持房率最高的国家之一，同时在楼市管控上态度坚决，2009 年政府为抑制外资涌入推升房价、连续八年收紧，包括限制还款额度、提高印花税，在过去 25 年间其房地产占 GDP 比重稳于 8.5%，2009 年后政府持续严监管有效抑制房市过热，该比重从 9.0% 再次回到 8.5% 的水平。我们会在下一篇报告中详细阐述各国房地产运行模式和政府调控措施。

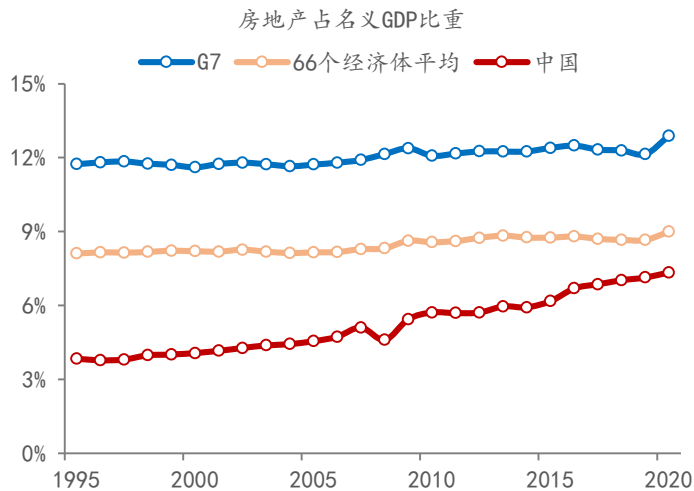
3) 缺乏经济动能的国家或对地产形成路径依赖。一国地产占 GDP 比重较高时，可能有一定程度的经济结构单一、实体经济空心化问题，在危机中债务风险更易暴露。反过来说，缺乏经济动能的国家对地产可能有更强的路径依赖，在经济下行时，放松地产是为数不多的刺激手段。“欧猪四国”、日本均表现出一定此特征。

图表 3 2020 年全球房地产占名义 GDP 比重



资料来源：OECD、ADB，华安证券研究所测算 注：若某国 2020 年未披露数值则以 2019 年数据替代

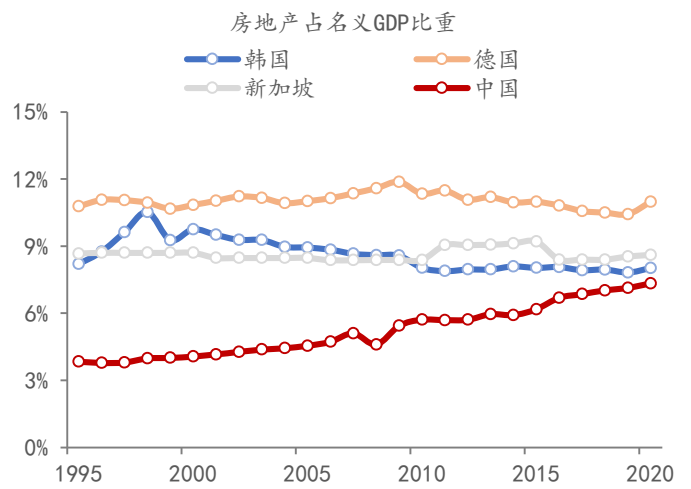
图表 4 我国房地产规模较发达国家仍有差距



资料来源：OECD、ADB，华安证券研究所测算

注：若某国 2020 年未披露数值则以 2019 年数据替代

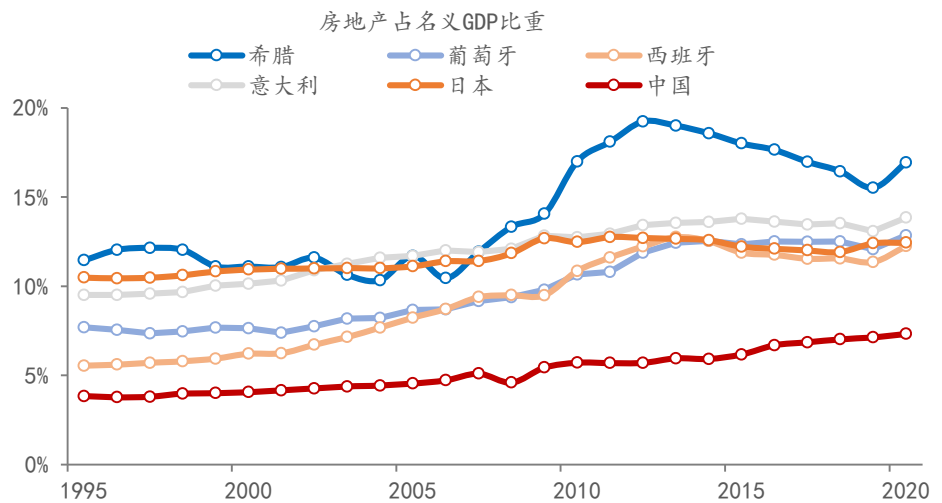
图表 5 主动调控型国家房地产占 GDP 比重偏低偏稳



资料来源：财政部，住建部，华安证券研究所测算

注：若某国 2020 年未披露数值则以 2019 年数据替代

图表 6 缺乏经济动能的国家或较依赖地产



资料来源：OECD、ADB，华安证券研究所测算

注：若某国 2020 年未披露数值则以 2019 年数据替代

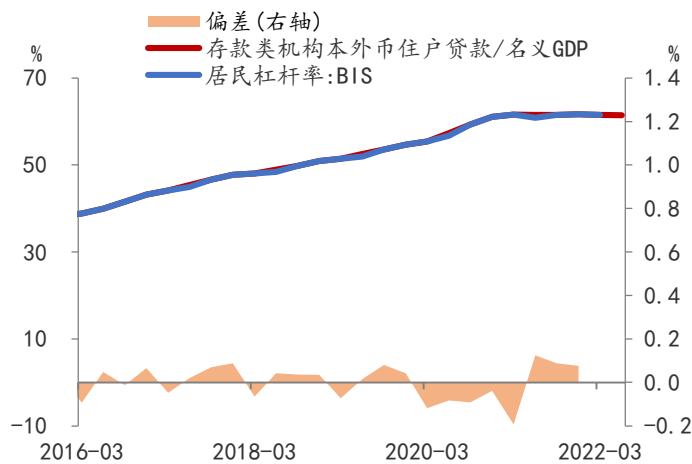
第二问：居民加杠杆有空间吗？

居民杠杆率的计算公式为居民部门债务/名义 GDP 滚动四季度之和，目前我国的居民杠杆率有 BIS、社科院和央行三种口径。2020 年 Q4 三种口径分别 61.8%、62.2%、72.5%²，BIS 使用的居民部门债务指标为“存款类机构：本外币：住户贷款”，社科院使

² 2021 年第一季度金融统计数据新闻发布会，央行人民银行调统司司长指出“去年末住户部门的债务余额是 73.6 万亿，同比增长 14.6%。当中个人贷款余额是 63.2 万亿，同比增长 14.2%。”。

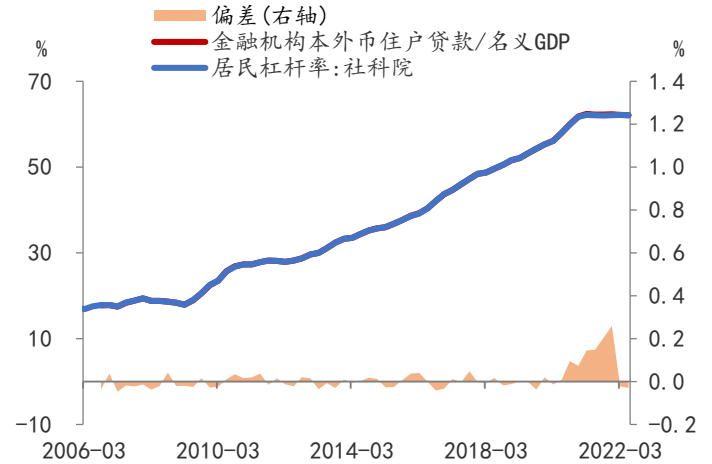
用指标为“金融机构：本外币：住户贷款”，我们用相应指标进行测算，拟合值和实际值的平均绝对偏差分别为 0.0004 和 0.0006，BIS 口径的差异主要在于国际清算银行用汇率对我国名义 GDP 的调整。根据央行人民银行调统司司长的解释，“去年末（2020 年）住户部门的债务余额是 73.6 万亿，当中个人贷款余额是 63.2 万亿”，央行口径的住户部门债务包括住户贷款、个人委托贷款（含公积金）、个人融资融券，更真实反映居民实际的债务负担。我们用住户贷款+公积金贷款+个人融资融券测算的“央行口径居民杠杆率”与实际指标的差异在 1-2 个百分点左右。理解口径的区别后，我们完全可以领先于发布机构，自行计算不同口径下的居民杠杆率，三种口径下 2022 年 Q1 的居民杠杆率约为 61.4%、62.1%、71.8%，较 2021 年 Q4 略有下降。

图表 7 BIS 口径下，分子为存款类机构住户贷款



资料来源：BIS，Wind，华安证券研究所测算

图表 8 社科院口径下，分子为金融机构住户贷款



资料来源：Wind，华安证券研究所测算

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_42350

