

总量研究

居民资产转移浪潮开启，A股估值中枢有望重塑

——《人口峭壁》系列第七篇

要点

核心观点：

疫后居民超额储蓄的形成，主要源于疫情冲击下消费的减少与前期地产信用风险下居民投资支出的减少。此前市场的关注点在于超额储蓄能释放多少消费，而因投资减少形成的超额储蓄，涉及到居民资产配置的深度调整，未来如何转移或对市场的长期影响更大。

结合美日经验来看，地产后周期时代，居民在地产上的配置占比持续下降，但能否转移至权益资产，短期地产企稳至关重要，长期则倚赖长期资金的入市节奏。数字经济、安全发展、国企改革等概念板块的估值中枢或更具提升空间。

房地产在居民资产负债表中的角色与地产市场的发展变革密切相关

1998-2009年，是我国房地产市场发展的黄金时期，一系列地产扶持政策渐次出炉，房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一，但由于工业贡献仍高，房地产并未成为宏观调控的主要抓手。这一阶段居民配置房产的偏好开始持续提升，但在居民资产负债表中房产更多还是满足居住属性的实物资产。

2010-2020年，随着潜在经济增速触顶、而后开始趋势性下滑，总需求不足的问题逐步显现，为刺激总需求，房地产也一度成为宏观逆周期调控的主要抓手。该阶段房价大幅上涨与地产周期性的特征，大幅推升了居民对住房的投资需求，央行调查显示2019年我国居民资产中住房资产占比达到59.1%，显著高于美国的25.2%与日本的34.7%，居民债务也持续上升。

2020年以来，房地产的供给侧改革加速推进，注重以长效机制稳定房地产市场各方的预期，平衡长期供需，至此房地产正式进入平稳发展的后周期时代。这一阶段房地产在居民资产负债表中的“投资”属性被大幅削弱，居民资产配置或迎来拐点，未来金融资产、尤其是权益资产的占比将大幅提升。

美日经验看，地产后周期时代，居民在地产上的配置占比迎来拐点

美国方面，居民资产更多转向权益。二战结束至次贷危机前夕，美国房地产市场经历60年繁荣，以次贷危机为界线，美国居民资产配置从地产逐步转向金融资产。次贷危机后，美国房地产配置比重快速由2006年的32.3%下降至2011-2015年的24.4%，此后稳定在25%左右，股票和基金的配置占比则上升至26.5%。

日本方面，居民资产更多转向现金和存款。房地产泡沫破裂后，股市也自此陷入长时间低迷。地产与权益资产的大幅贬值，叠加日本人口结构的深度变化，日本居民的资产配置结构也发生较大转变，现金与存款占比持续提升，1994-2021年，现金存款在日本家庭总资产的占比从21.7%升至32.4%。

结合美日经验，我们发现：其一，进入地产后周期，居民配置到房产上的占比在持续下降，即使后续房价有所企稳也并未改变这一趋势；其二，居民资产负债表收缩，而政府杠杆率则持续攀升。其三，经济的复苏、股市的持续反弹仍然需要以地产企稳为特征，这一点是美日居民资产配置结构差异的重要根源。

未来居民资产配置到权益资产是趋势，短期看地产企稳，长期与长期资金有关

疫后三年居民积累巨量超额储蓄，一方面与疫情冲击下消费减少有关，另一方面与居民地产投资支出减少有关，涉及居民资产配置的深度调整。地产后周期时代，未来我国居民资产如何转移或对市场的长期影响更大。结合海外经验看，我国居民资产配置到权益资产是趋势，短期地产企稳至关重要，长期则倚赖长期资金的入市节奏。数字经济、安全发展、国企改革等概念板块的估值中枢更具提升空间。

风险提示：地产销售不及预期，疫情反复超预期，政策落地不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523780

yangkang6@ebsecn.com

相关研报

2023年财政预算草案的六大看点——2023年财政预算草案点评（2023-03-06）

共促发展合力，经济蓄势待发——2023年政府工作报告精神学习（2023-03-05）

如何看待货币政策发力增量空间——2022年四季度货币政策执行报告点评兼光大宏观周报（2023-02-26）

当前市场，买方怎么看？——《他山之石》系列报告第一篇（2023-02-19）

黄金：短期承压，中长期趋势仍然向上——光大宏观周报（2023-02-19）

延迟退休，能否释放二次人口红利？——《人口峭壁》第六篇（2023-02-16）

社融增速稳了吗？——光大宏观1月金融数据点评兼周报（2023-02-11）

如何看待核心通胀上行风险？——2023年1月价格数据点评（2023-02-10）

产业政策催化下，2023年制造业投资仍大有可为——《产业视角看中国式现代化》系列第二篇（2023-02-06）

从地方两会看经济工作重点——2023年全国两会前瞻兼光大宏观周报（2023-01-28）

中期选举变盘后，美国对乌援助可持续吗？——《大国博弈》系列第三十七篇（2023-01-19）

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

四季度GDP大超预期，成色几何？——2022年12月经济数据点评（2023-01-17）

2023年，期待的报复性消费能否到来？——经济复苏的系列第二篇（2023-01-17）

目 录

一、房地产在我国居民资产负债表中的角色演变	4
1.1 1998-2009 年，地产政策扶持阶段，房地产市场高速发展，城镇化加速推动居民配置地产偏好大幅提升	4
1.2 2010-2020 年，地产政策调控阶段，地产销售周期波动，居民配置地产占比持续高位	6
1.3 步入地产后周期时代，居民资产配置或迎来拐点	8
二、美国：居民资产配置由地产转至权益	10
三、日本：居民资产配置由地产转至现金和存款	13
四、居民资产配置转移浪潮开启，短期地产企稳至关重要	15
4.1 地产后周期时代，美日的经验特征	15
4.2 地产配置占比下降之后，居民资产配置转移至何方？	17
五、风险提示	19

图目录

图 1：1998 至 2009 年，房地产业在我国经济中的占比持续抬升	6
图 2：2009 年，商品房销售额占 GDP 的比重升至 12.7%	6
图 3：2008-2010 年间，商品房销售波动较大，走过了三轮小周期	7
图 4：2010-2020 年间，全国实际房价涨幅达 34%	8
图 5：房价上涨的同时，居民杠杆率也大幅提升	8
图 6：2010-2017 年，居民中长期贷款上升较快	8
图 7：分不同城市住宅成交价格变化情况	8
图 8：2018 年之后，劳动年龄人口占比跌破 70%	9
图 9：2020 年之后，30-40 岁人口规模开始回落	9
图 10：1975-2006 年，美国名义房价指数持续上升	10
图 11：1959~2006 年，美国新开工住房表现持续活跃	10
图 12：1946-2006 年，私人投资尤其私人住宅投资，对美国经济增长的贡献显著	10
图 13：房地产市场火热带动家具等耐用消费品支出增加	10
图 14：1946 年起，美国居民在住宅上的资产配置占比显著增加	11
图 15：1947-2006 年，美国居民部门杠杆率持续抬升	11
图 16：美国居民不同资产配置的占比变化趋势	11
图 17：次贷危机后，美国居民资产配置重心转向金融资产	11
图 18：2008 年后，美国劳动人口占比开始持续回落	12
图 19：1990 年以来，美股经历过两轮长达 10 年的牛市	12
图 20：美国 DC 计划与 IRA 计划投向共同基金比例	13
图 21：2010 年以来，美国居民持有股票的比例持续上升	13
图 22：日本居民不同资产配置的占比变化趋势	13
图 23：地产泡沫破裂后，日本住宅价格指数持续下降	13

图 24: 地产泡沫破裂后, 日本股市陷入长期低迷	14
图 25: 20 世纪 90 年代后, 日本劳动人口占比持续回落	14
图 26: 1994 年起, 日本居民持有现金和存款占比大幅提升	14
图 27: 1990-1999, 日本居民杠杆率持续处于高位震荡	14
图 28: 次贷危机后, 美国居民持有房产占比持续回落	15
图 29: 地产泡沫破裂后, 日本居民把资产配置到现金和存款上	15
图 30: 次贷危机后, 美国政府加杠杆, 居民降杠杆	16
图 31: 次贷危机后, 日本政府加杠杆, 居民降杠杆	16
图 32: 次贷危机后, 美国地产经过短暂调整变迅速企稳	16
图 33: 地产泡沫破裂后, 日本地产经历较长时间的低迷	16
图 34: 地产后周期, 日本的老龄化程度更为严重	17
图 35: 次贷危机后, 美股经历长达十年的牛市	17
图 36: 沪深 300 估值水平显著低于标普 500 估值	18
图 37: 中证 1000 估值水平显著低于纳斯达克综合指数估值	18
图 38: 当前我国社保、保险等长线资金持股比例仍然较低	19
图 39: 国企上市公司估值长期处于低位	19

表目录

表 1: 1978 年至 2006 年, 房地产政策的改革历程	5
---------------------------------------	---

一、房地产在我国居民资产负债表中的角色演变

地产在居民资产负债表中的角色与地产市场的发展变革密切相关。

1998-2009年，是我国房地产市场发展的黄金时期，一系列地产扶持政策渐次出炉，房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一，但由于工业贡献仍高，房地产并未成为宏观调控的主要抓手。这一阶段城镇化加速，居民配置房产的偏好开始持续提升，但在居民资产负债表中，房产更多还是满足居住属性为主的实物资产。

2010-2020年，随着潜在经济增速触顶、而后开始趋势性下滑，总需求不足的问题逐步显现，宏观逆周期调控的重点也变为以刺激总需求、调整供需结构为主，房地产调控也一度成为主要抓手。该阶段房价大幅上涨与地产周期性的特征表现，大幅推升了居民投资房产的偏好，导致居民资产过度集中于房产。央行调查显示，2019年我国居民资产中住房资产占比达到59.1%，显著高于美国的25.2%与日本的34.7%，居民房产债务也持续上升，2010-2020年区间杠杆率上升幅度达36.6个百分点。

2020年以来，房地产的供给侧改革加速推进，注重以长效机制稳定房地产市场各方的预期，平衡长期供需，至此房地产正式进入平稳发展的后周期时代。这一阶段房地产在居民资产负债表中的“投资”属性大幅削弱，居民资产配置或迎来拐点，未来金融资产，尤其是权益资产的占比将大幅提升。

1.1 1998-2009年，地产政策扶持阶段，房地产市场高速发展，城镇化加速推动居民配置地产偏好大幅提升

1998年以前，我国房地产改革在摸索中前行。1958年至1977年，在新中国成立以后的很长一段时期内，我国实行“统一管理，统一分配，以租养房”的公有住房实物分配制度，这一时期并不存在严格的房地产业。1978年，房改问题提出后，正式开启住房制度改革的道路，当年发布的《关于加快城市住宅建设的报告》指出，住宅建设要发挥国家、地方、企业和个人的四个积极性；1980年，国家城建总局召开全国城市房产住宅工作会议，提出加强住宅工作建设，组织私人建房，试行住宅出售。

1984年，国务院发布123号文件《关于改革建筑业和基本建设管理体制若干问题的暂行规定》，规定建立城市综合开发公司，推进住宅商品化，采取全价出售、补贴出售或议价出租的办法；1988年，国务院召开全国住房制度改革工作会议，对全国房改工作作了部署，要求用三年时间全面铺开；1994年，国务院下发《关于深化城镇住房制度改革的决定》，开启城镇住房制度改革之路，将房改的基本内容概括为“三改四建”。

表 1: 1978 年至 2006 年, 房地产政策的改革历程

时间	政策名称	主要内容
1978 年	《关于加快城市住宅建设的报告》	住宅建设要发挥国家、地方、企业和个人的四个积极性
1980 年	《关于加强住宅建设工作的意见》	提出加强住宅建设的意见, 要广开门路, 加快住宅建设, 组织私人建房, 试行住宅出售
1982 年	《城市住宅的几个理论问题》	住宅是商品, 住房不能作为福利事业, 要多种途径解决住宅问题, 要发挥四个积极性
1984 年	《关于改革建筑业和基本建设管理体制若干问题的暂行规定》	建立城市综合性开发公司, 推进住宅商品化
1994 年	《关于深化城镇住房制度改革的决定》	确定房改的根本目的, 将房改的基本内容概括为“三改四建”
1998 年	《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》	停止住房实物分配
2000 年	《关于房地产中介服务收费的通知》	对房地产咨询费、房地产价格评估费、房地产经纪费的收取额度作了明确规定
2003 年	《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》	将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一
2004 年	《商业银行房地产贷款风险管理指引》	规定建筑上不得为开发商垫资建楼
2005 年	《国务院办公厅关于切实稳定住房价格的通知》、《关于做好稳定住房价格工作的通知》	提出了八条稳定住房价格的政策（老国八条）；要求各地区、各部门要把解决房地产投资规模过大, 价格上涨幅度过快等问题作为当前宏观调控的一项重要任务（新国八条）
2006 年	《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》	提出了六条意见以进一步加强市场引导和调控, 把调整住房供应结构、控制住房价格过快上涨纳入经济社会发展工作的目标责任制, 促进房地产业健康发展（国六条）

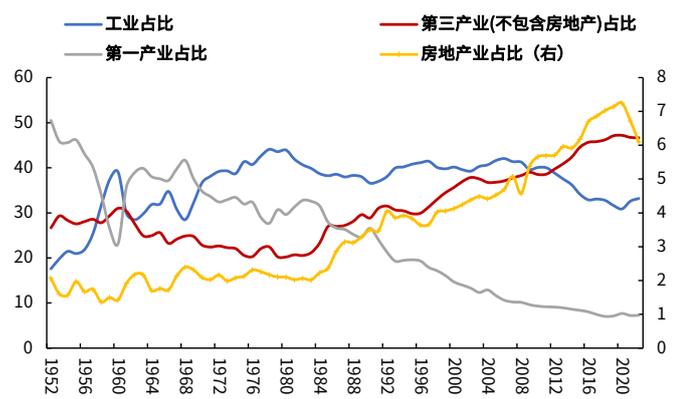
资料来源: 中国政府网, 住建部, 《房地产宏观调控政策及有关法规汇编》, 光大证券研究所整理

1998 年至 2009 年, 房地产进入政策扶持阶段, 被定位为国民经济的支柱产业。1998 年 7 月 3 日, 国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》, 进一步确定了深化城镇住房制度改革的目标, 并开始停止住房实物分配; 2000 年, 《关于房地产中介服务收费的通知》, 对房地产中介各项收费作出明确规定; 2002 年, 《招标投标挂牌出让国有土地使用权规定》, 地产拍卖走向“阳光化”; 2003 年, 《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》, 将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一; 2005 年至 2006 年, 针对住房价格过快上涨的问题, 国务院联合各部门出台多项通知稳住住房价格, 促进房地产市场健康发展。

1998 年 2009 年, 是房地产市场发展的黄金时期, 房地产业在我国国民经济中的占比持续抬升, 但并未成为宏观调控的主要抓手。从商品房销售规模来看, 1999 年, 商品房销售额占 GDP 的比重为 3.0%, 至 2009 年这一比例已升至 12.7%, 提升了 9.7 个百分点; 房地产开发投资也成为固定资产投资的重要组成部分, 其占 GDP 的比例由 1999 年的 4.4%, 升至 2009 年的 10.4%, 并于 2020 年升至 14.0%。但这段时间, 全球总需求快速扩张, 我国经济依赖外向型出口加工, 工业增加值对经济的贡献依然远高于地产建筑和服务业, 房地产并未成为宏观调控的主要抓手。

政策扶持下, 这一时期的房地产市场发展较快, 城镇化加速, 使得居民配置地产的偏好迅速提升。根据社科院公布的资产负债表数据, 2000-2009 年, 中国居民住房资产从 16.72 万亿升至 73.91 万亿, 增幅达 342%; 同期受益于资本市场的逐步发展, 金融资产也提升较快, 从 13.78 万亿升至 75.33 万亿, 增幅达 447%, 2000 至 2009 年, 中国居民住房资产占总资产的比例持续在 50% 左右震荡, 平均值达 50.3%。

图 1：1998 至 2009 年，房地产业在我国经济中的占比持续抬升



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年，单位：%）

图 2：2009 年，商品房销售额占 GDP 的比重升至 12.7%



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年，单位：%）

1.2 2010-2020 年，地产政策调控阶段，地产销售周期波动，居民配置地产占比持续高位

2010-2020 年，进入地产政策调控阶段，房地产调控也一度成为了逆周期对冲工具箱的主要抓手。2010 年之后，随着潜在经济增速触顶¹、而后开始趋势性下滑，总需求不足的问题逐步显现，经济从“供不应求”变为“供大于求”，宏观逆周期调控的重点也变为以刺激总需求、调整供需结构为主，房地产调控也一度成为了逆周期对冲工具箱的主要抓手，并且成为影响宏观经济周期的重要组成部分。

一方面，次贷危机后全球总需求回落，工业增加值占我国经济比重逐步回落，另一方面随着我国经济发展水平提升，城镇化率提升，房地产和服务业占经济的比重逐步提升。从房地产在国民经济的份量来看，2010-2020 年，虽然占比有所波动，但整体保持上行态势，2020 年，商品房销售、房地产开发投资占名义 GDP 比例分别为 17.1%、14.0%，较 2009 年分别提升 4.4、3.6 个百分点。

从这一时期的地产政策脉络来看，房地产调控往往与当期经济景气表现相关。房地产调控政策主要包括对于销售端的限购、限贷、限售、调整购房利率，和对于供给端的商品房预售标准、开发商土地成交款缴纳、土地拍卖规则调整等方面。观察这一时期，房地产调控往往与当期经济景气表现相关，当经济存在下行压力的时候，往往会有放松限购、下调购房利率等扩张型的政策出台以对冲经济下行；而房地产行业景气度快速上行的时候，普遍也是经济情况较好的时期，往往会有有限购限贷等紧缩性政策出台。

第一阶段：2008 年至 2011 年，次贷危机后，为对冲经济下行，我国推出一揽子逆周期对冲政策，并以基建和地产作为主要抓手。2008 年 12 月，“国十三条”出炉，放宽个人购二套普通自住房贷款比例，满足房地产企业合理融资需求。货币政策也同步启动，2008 年 9 月至 12 月，央行执行了五次降息。2009 年下半年开始，商品房销售增速和房价增速快速上行。为了防止房价过快上涨，2010 年国务院发布“新国十条”，实行更为严格的差别化住房信贷政策，并上调首套房首付比例至三成；2011 年 1 月，国务院再次发布“新国八条”，继续上调购房首付比例和贷款利率，调控出台后，效果立竿见影，房价环比增速迅速回落。

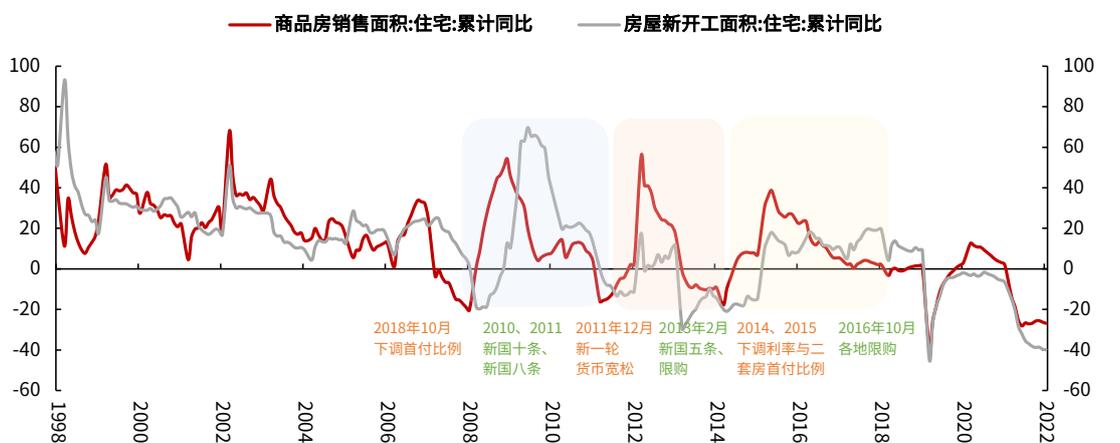
¹ 中国潜在经济增速达峰时间存在争议，但普遍认为这一时间点出现在“十二五”前后。从 GDP 数据来看，2010 年之前经济增速波动向上，自 2010 年后，GDP 增速持续趋势性下滑，因此我们把 2010 年作为经济潜在增速达峰的时间点。

第二阶段：2012年至2014年，2012年初开始，潜在经济增速回落，房地产投资快速下滑，为对冲经济下行压力，新一轮货币宽松周期启动。2012年初，随着房地产销售持续回落，房地产投资在2012年初快速下跌，GDP增速从2011年四季度的8.8%也快速回落至2012年二季度的7.7%。为对冲经济下行压力，央行开启了新一轮货币宽松周期，地产销售应声回暖，房价也同步快速上升。为了遏制新一轮房价快速上涨，2013年“新国五条”发布，要求各地及时采取限购和差别化住房信贷等措施。政策影响下，房地产销售增速再次回落，至2014年一季度，全国房地产销售面积增速出现负增长。

第三阶段：2014年底至2018年，2014年起，美联储紧缩性的货币政策引发了全球范围的经济低迷，为对冲经济下滑压力，我国房地产行政调控出现小幅放松，分别在2014年9月及2015年3月下调贷款利率和二套房首付比例，各地也陆续跟进调整了限购政策。调控政策放松后，全国商品房销售面积增速快速上行，房价也随之上涨。随着房价上涨迅速蔓延，2016年10月起，多个城市集中出台了升级了限购、限贷、限售、限价等政策，此后全国房地产销售增速、房价和房地产开发投资增速快速回落。

2016年，政府再次对地产行业进行了新的“官方定位”，即“房子是用来住的，不是用来炒的”、“促进房地产市场平稳健康发展”。2016年以来，调控政策持续生效，和监管层对融资渠道“打补丁式”的监管，使得房地产行业在2016至2021年的6年内没有出现大起大落的周期性波动。在该阶段，房地产行业调控更为注重“因城施策”和“以稳为主”，注重精准化调控。

图3：2008-2010年间，商品房销售波动较大，走过了三轮小周期



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至2022年12月，单位：%）

从这一时期居民的资产配置来看，虽然房价波动较大，但从较长时间来看，房价实现了较高涨幅，居民住房资产占比持续处于高位，杠杆率也居高不下。2010年至2020年，中国实际房价指数由96.9升至129.8，涨幅达34%，期间名义住宅土地价格指数涨幅达162%。分不同城市来看，一线城市房价涨幅明显高于二三线城市，2010至2020年间，一线城市住宅价格指数上涨102.4%，而同期二三线城市涨幅分别为64.4%、50.2%。

房价大幅上涨与周期性的特征表现，也推升了居民投资房产的偏好，这一时期居民的住房资产配置占比持续处于高位。根据2019年央行家庭资产负债的调查数据，住房是中国居民家庭资产的重要构成，2019年居民住房资产占家庭总资产的比重为59.1%。根据社科院的数据，截至2019年中国居民住房资产占家庭总

资产的比重为 40.4%²，虽然相比 2000 年的 52.3% 已大幅下降，但对比美国（2019 年为 25.2%，美联储数据，详细分析见第二章）、日本（2019 年为 34.7%，涵盖土地价值），我国居民资产配置呈现出过度集中房产的特征。

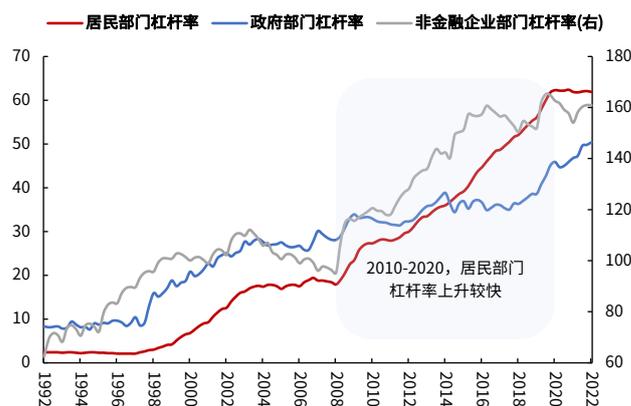
居民争相配置房产也使得居民房产债务持续上升，最终表现为居民杠杆率的快速上行。央行数据显示，2010-2017 年，居民中长期贷款上升较快，但同期居民存款规模变动不大，可以侧面论证这一时期居民相当比例的资产配置流向房产；2017 年之后，居民中长期贷款开始回落，相应地存款规模开始快速回升。从居民杠杆率来看，2010 年至 2020 年期间是居民杠杆率上升最快的一段时期，区间上升幅度达 36.6 个百分点。与之对比的是，美国房地产火热时期（1997-2007 年）居民部门杠杆率上升幅度为 33.1 个百分点。

图 4：2010-2020 年间，全国实际房价涨幅达 34%



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年 12 月）

图 5：房价上涨的同时，居民杠杆率也大幅提升



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年 12 月，单位：%）

图 6：2010-2017 年，居民中长期贷款上升较快

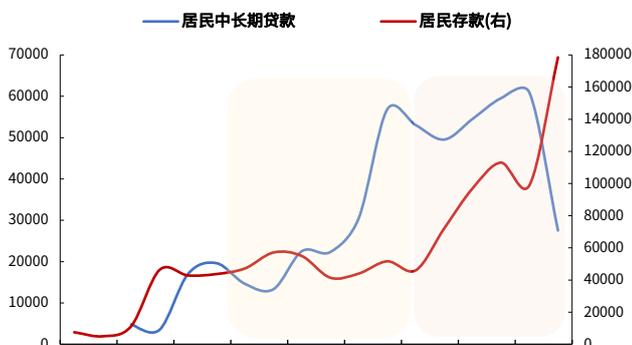
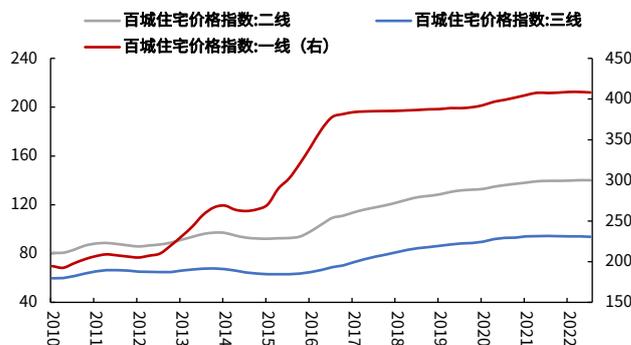


图 7：分不同城市住宅成交价格变化情况



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_53073

