

挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍需坚持

——房地产深度报告系列之三

宏观专题报告

2019年07月10日

报告摘要：

● 高房价源自高储蓄高货币下的资产保值焦虑

中国居民家庭的收入无法支撑房地产的上涨，高房价主要源自高储蓄高货币下的资产保值焦虑。

● 房地产的拉动效应与挤出效应

房地产对家庭消费的拉动效应小于挤出效应，不利于消费增长。房价上涨的拉动效应主要来自其缓解了信贷约束，促进耐用消费品的消费。然而，较高的房价收入比使得家庭杠杆率快速上升，还贷能力不足使得信贷约束缓解效应下降。首付比要求使得高房价对消费的挤出效应占据了主导地位。2017年末，中国住户部门偿债比率为9.4%，甚至高于通过借贷支撑消费的美国。但美国房价收入比较低，房贷对消费的挤出相对较小。

高房价对企业投资的拉动效应大于挤出效应。房地产是企业融资的重要抵押物，房价上涨有利于缓解企业受到的融资约束，使得资源流向投资回报率高的企业。但是，高房价带来的高成本叠加人口红利消失，使得制造业等产业的企业投资回报率快速下降，投资转向房地产领域，以致于高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应。截至2019年一季度末，A股3600多家上市公司中，共有1726家上市公司持有投资性房地产。自2019年开始，在房地产开发投资维持高位的同时，制造业投资增速不断下行。

当前，中国经济正由投资驱动转向消费驱动和创新驱动。高房价抑制了消费增长和创新创业，不利于中国人口生育率上升和中国经济的转型升级。

● 中国房地产调控屡次让位于稳增长

土地收入是地方政府的重要收入来源，2018年地方政府土地出让收入达65096亿元，占当年地方政府公共财政收入的66.5%。房地产贷款的安全性使其成为银行信贷的重要资产，商业性房地产占各项贷款余额的比例也由2004年底的13.4%升至2019年一季度的28.5%。投入产出分析表明，房地产是中国经济的支柱产业。需求端，房地产开发投资对经济增长的贡献率逐渐下降。生产端，广义房地产对经济增长的贡献率依然较高，2019年一季度达21.69%。房价上涨给居民带来财富增值的幻觉，使得房价下跌可能对经济和社会稳定造成一定冲击。最终，房地产调控屡次让位于稳增长。

● 中国房地产市场未来的发展路径

中国房地产市场发展的社会目标是居民住有所居，财富分配再平衡，培育中产阶级；经济目标是恢复价格体系均衡，防止资源过度流入房地产业，促进经济转型升级。根据国际经验，中国房地产市场的发展方向大概率是将住宅的投资属性与消费属性分离，由政府提供单纯具有消费属性的高性价比住宅，同时调控房地产投资市场，防止房地产泡沫导致资源过度流入。

● 房住不炒对大类资产配置的影响

房住不炒要求中国货币政策维持稳健。随着房价刚性上涨预期被打破，资金流入金融市场，中国有望迎来股债双牛。

● 风险提示：

中美贸易摩擦加剧，财税体制改革遇阻，全球政治经济形势发生变局。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

- 1、建设国际科创中心带来的五大投资机会 20190307
- 2、中国人口变化带来的挑战与投资机会 20190611
- 3、一文看懂房地产投资统计的变迁 20190709

目录

一、高房价源自高储蓄高货币下的资产保值焦虑	4
(一) 中国房价快速上涨.....	4
(二) 房价的三大影响因素：人口、土地、货币.....	5
(三) 中国家庭面临高储蓄与资产保值工具相对匮乏的矛盾.....	7
(四) 中国房价上涨主要源自货币超发带来的资产保值焦虑.....	9
二、房地产的拉动效应与挤出效应	11
(一) 房地产对居民消费的拉动效应与挤出效应.....	11
(二) 房地产对企业投资的拉动效应与挤出效应.....	14
(三) 高房价不利于中国人口生育率上升.....	16
(四) 高房价加剧中国经济波动.....	17
(五) 高房价不利于中国经济转型升级.....	17
三、中国房地产调控屡次让位于稳增长	19
(一) 土地出让是地方政府的重要收入来源.....	19
(二) 房地产贷款是银行信贷的重要资产.....	20
(三) 房地产是中国经济的支柱产业.....	20
(四) 历史上的房地产调控屡次让位于稳增长.....	23
四、中国房地产市场未来的发展路径	25
(一) 人口结构表明中国房地产需求已经越过拐点.....	25
(二) 城镇化和区域经济一体化使得房地产市场分化发展.....	25
(三) 房住不炒的国际经验.....	26
(四) 香港房地产调控的经验教训.....	27
(五) 中国房地产市场的发展方向.....	28
五、房住不炒对大类资产配置的影响	28
(一) 房住不炒要求货币政策维持稳健.....	28
(二) 居民财富配置重心转移，中国有望迎来股债双牛.....	29
风险提示	29
参考文献	30

近些年来，中国出现了住房价格上涨和居民消费水平下降并存的局面。一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平，挤出了家庭消费。更严重的是，新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，使其泡沫化问题更趋严重。

在6月13日的陆家嘴金融论坛上，银保监会主席郭树清同志表示，凡是过度依赖房地产实现和维持经济繁荣的国家，最终都要付出沉重代价。6月24日，中国社科院发布的《中国城市竞争力报告 No. 17: 住房，关系国与家》明确指出，2018年中国房地产对经济净贡献出现了由正转负的拐点。尽管2018年表面上中国房地产投资对经济增长有0.7个百分点的带动贡献，但是其挤出效应已大于带动效应。中国房地产市场存在结构性的价格和数量泡沫风险，房地产金融风险虽总体可控但在快速积累。

我们对以下五个问题进行了研究：为什么中国房价快速上涨？房价上涨对经济有何影响？为什么中国房地产调控未能收到效果？中国房地产市场路在何方？房住不炒对大类资产配置有何影响？

我们认为：中国居民家庭的收入无法支撑房地产的上涨，高房价主要源自高储蓄高货币下的资产保值焦虑。中国的人口红利和高增长带来了高投资高储蓄，然而中国金融市场发展相对滞后使得资产保值工具相对匮乏，住房成为了中国家庭的核心资产。在房地产市场上，定价权属于房地产商，高地价最终会转嫁到购房者身上。由于土地大都为数年前购买，房地产开发商有动力不断主动抬高地价，以提高周边房产的预期售价和回报率，形成“地价涨——房价涨——地价涨”的螺旋式上涨。货币超发的再分配效应加剧了中国家庭的资产保值焦虑，土地供应不足增强了房产的金融属性，使得中国房价快速大幅上涨。

高房价对家庭消费的拉动效应小于挤出效应，不利于消费增长。房价上涨的拉动效应主要来自其缓解了信贷约束，促进耐用消费品的消费。然而，较高的房价收入比使得家庭杠杆率快速上升，还贷能力不足使得信贷约束缓解效应下降。首付比要求使得高房价对消费的挤出效应占据了主导地位。2019年一季度深圳、三亚、上海、北京的租金收入比分别为54.72%、50.66%、46.98%、45.72%，租金严重过高。高额的租金支出势必挤出其他消费支出。2017年末，中国住户部门偿债比率为9.4%，甚至高于通过借贷支撑消费的美国。但美国房价收入比较低，房贷对消费的挤出相对较小。而且，由于中国收入分配不平等程度较高，消费倾向较高的中低收入家庭承担的还贷压力更大，还贷支出对消费的挤出作用较其他国家更大。

高房价对企业投资的拉动效应大于挤出效应。房地产是企业融资的重要抵押物，房价上涨有利于缓解企业受到的融资约束，使得资源流向投资回报率高的企业。但是，高房价带来的高成本叠加人口红利消失，使得制造业等产业的企业投资回报率快速下降，投资转向房地产领域，以致于高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应。2018年末人民币房地产贷款增量占同期各项贷款增量的39.9%。主要金融机构本外币投向中，房地产中长期贷款余额同比增速明显高于服务业与工业。截至2019年一季度末，A股3600多家上市公司中，共有1726家上市公司持有投资性房地产。自2019年开始，在房地产开发投资维持高位的同时，制造业投资增速不断下行。

财富分配不平等加剧了中国经济波动。由于高房价加剧了财富分配不平等，中国只能走出口和投资驱动的经济发展模式，而不是消费与投资均衡的经济发展模式。在投资驱动的同时，没有通过创新增大资本品与消费品两大部门之间的均衡比例，资源错配问题日益严重，因而不时遇到经济下行的挑战。

当前，中国经济正由投资驱动转向消费驱动和创新驱动。高房价抑制了消费增长和创新创业，不利于中国人口生育率上升和中国经济的转型升级。

土地收入是地方政府的重要收入来源，2018年地方政府土地出让收入达65096亿元，占当年地方政府公共财政收入的66.5%。房地产贷款的安全性使其成为银行信贷的重要资产，商业性房地产占各项贷款余额的比例也由2004年底的13.4%升至2019年一季度的28.5%。投入产出分析表明，房地产是中国经济的支柱产业。需求端，房地产开发投资对经济增长的贡献率逐渐下降。生产端，广义房地产对经济增长的贡献率依然较高，2019年一季度达21.69%。房价上涨给居民带来财富增值的幻觉，使得房价下跌可能对经济和社会稳定造成一定冲击。最终，房地产调控屡次让位于稳增长。

人口结构表明中国房地产需求已经越过拐点，城镇化和区域经济一体化使得房地产市场分化发展。人口流入的中心城市房地产需求保持稳定，而三四线城市随着人口的流出房地产市场承压。中国房地产市场发展的社会目标是居民住有所居，财富分配再平衡，培育中产阶级；经济目标是恢复价格体系均衡，防止资源过度流入房地产业，促进经济转型升级。根据国际经验，中国房地产市场的发展方向大概率是将住宅的投资属性与消费属性分离，由政府提供单纯具有消费属性的高性价比住宅，同时调控房地产投资市场，防止房地产泡沫导致资源过度流入。

依赖房地产稳增长将阻碍中国经济转型升级，加大金融体系的系统性风险。房住不炒要求中国货币政策维持稳健。随着房价刚性上涨预期被打破，资金流入金融市场，无风险利率有望下行。上市企业公司治理水平提升。消费增长叠加减税降费对企业盈利的支撑，中国有望迎来股债双牛。

一、高房价源自高储蓄高货币下的资产保值焦虑

（一）中国房价快速上涨

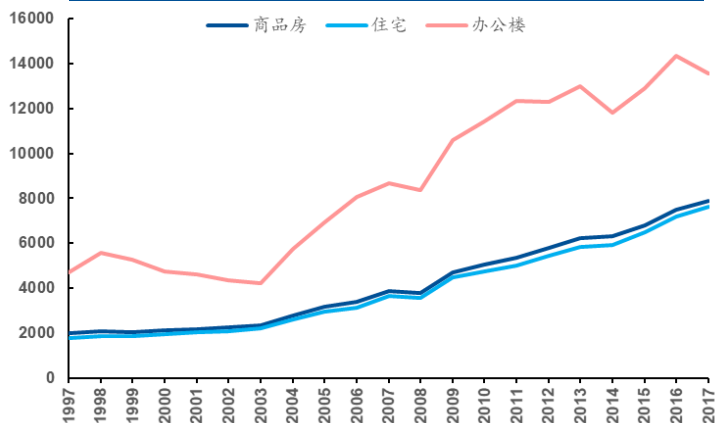
1998年中国取消了住房实物分配，实行货币分配的住房市场化改革。2002年土地“招拍挂”政策出台，各大城市地价不断上涨，地王频出¹，但房地产价格仍相对稳定。国家统计局数据显示，1997~2003年，中国商品房平均销售价格涨幅均低于5%。2009年甚至呈现负增长。但是，2004~2017年，中国商品房平均销售价格累计上涨234.55%，年均上涨9.01%。其中，除2008年下跌1.7%外，其他年份商品房均价涨幅最低也有5.7%，最高则高达23.18%。

分城市来看，不同等级城市房价涨幅有所分化。2010年6月至2019年6月的9年间，

¹ 大江南北 石破天惊出“地王”[J].国土资源,2002(12):16-17.

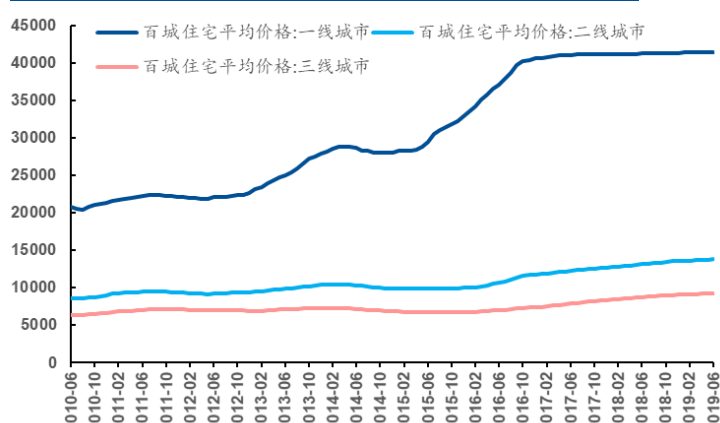
一线城市房价涨幅高达 99.46%，二线城市房价涨幅达 60.44%，三线城市房价涨幅达 45.07%。从 2018 年开始，三四线城市的房价出现全面快速上涨。根据胡润研究院与不动产管理机构斯维登集团联合发布的《斯维登置业·胡润 2018 年度全球房价指数》，2018 年全球房价涨幅最高的 50 个城市共来自 17 个国家，其中中国最多占 22 席。西安、海口、昆明和香港分居三到六位，分别上涨 14.6%、14.3%、14.2%和 13.3%。

图 1：中国房价快速上涨（元/平方米）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 2：不同等级城市房价涨幅有所分化（元/平方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

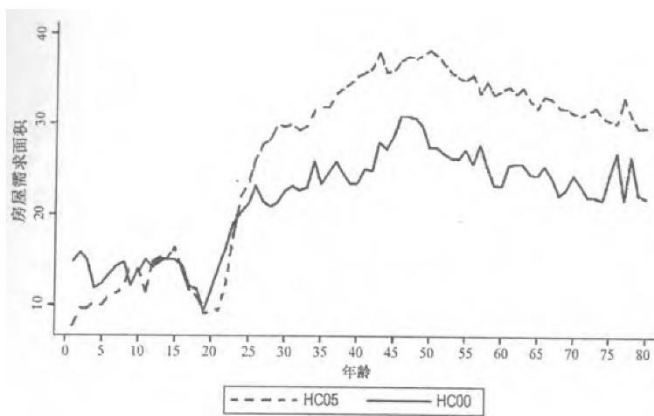
（二）房价的三大影响因素：人口、土地、货币

房地产，尤其是居民住宅具有消费和投资双重属性。一方面，住房可以作为消费品给家庭提供基本的生活要素，满足居住需求；一方面，住房可以作为投资品给家庭带来租金收入和资本增值收益。

1、长期看人口

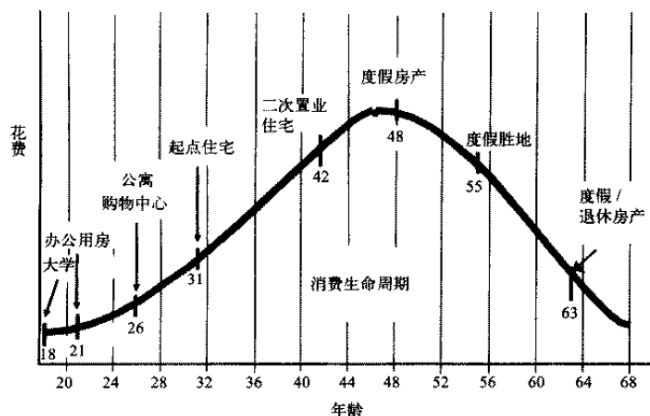
房屋的消费需求具有一定稳定性，因而从长期来看，房价由人口和经济发展水平决定。随着经济发展水平和人均收入提高，人均居住面积上升。当人口流入时，对住房的总需求上升。当需求超过供给时，房价就会上涨。

图 3：中国不同年龄段的房屋面积需求（平方米）



资料来源：徐建炜等（2012），民生证券研究院

图 4：美国房地产生命周期



资料来源：哈瑞·丹特《下一轮经济周期》，民生证券研究院

人口结构也是房价的重要影响因素，不同年龄阶段的人群对房屋面积的需求差别很大。譬如，对中国而言，0~19岁期间房屋面积需求处于低谷，19~45岁期间房屋面积需求迅速上升，45岁左右的房屋面积需求达到最高（徐建炜等，2012）。与中国类似，美国家庭平均在26岁结婚，30岁左右有孩子，因而在26~33岁之间首次购房需求爆发。在37~42岁时，孩子开始进入高中，因此催生了改善性购房需求。因而，人口抚养比与房价具有密切的负相关关系。无论是少年抚养比例还是老年抚养比例的上升，最终都会导致房屋价格下降（徐建炜等，2012）。

2、中期看土地

房产定价主要有成本加成法和市场比较法。成本加成法是指将开发成本加利润分摊到单位建筑面积上来确定房价。市场比较法是指以周边市场同类型物业作参考，定出一个合适价格。

高地价可能导致高房价。当需求旺盛时，开发商将提高房价来弥补地价上涨的成本；当需求平淡时，开发商将减少供给，从而提高房价来抵消地价对其利润的影响（Kim, 2005）。由于地理位置的独特性，房产一般都具有一定的垄断定价权。房地产上依附的功能越多，可替代性越弱，譬如学区房，定价能力越强。根据中梁控股2019年6月27日发布的港股招股说明书，2018年中梁地产房产销售毛利率约为20.83%。其中，土地使用权成本约占房产成本的56.4%，房产售价的44.6%；建设成本约占房产成本的37.2%，房产售价的29.5%；资本化利息成本约占房产成本的6.4%，房产售价的5.1%。

从某个城市或者国家来看，房地产的地理位置独特性大大下降。如果房地产商之间没有形成价格卡特尔的情况下，房价主要由供求决定，而非地价和土地出让方式决定。地价主要由房价决定，而非土地出让方式决定，高房价是地王出现的主因（况伟大，2012）。在价高者得土地拍卖机制中，开发商对土地的最优报价随着预期房价增加而增加，随着建筑成本增加而减少。而一旦开发商竞得土地，势必抬高该地块周边房价，并带来新一轮的地价上涨。当开发商必须揭示自己的真实建筑成本时，限房价竞地价和限地价竞房价机制将降低开发商的期望利润，并转移给消费者（武康平等，2014）。

表1：中国各行业盈利能力（%）

行业	销售毛利率		销售净利率		ROE(扣除非经常损益)	
	本期	上年同期	本期	上年同期	本期	上年同期
金融	49.49	59.31	24.36	25.38	11.14	12.01
房地产	31.90	29.43	12.42	12.62	11.39	10.78
医疗保健	36.56	35.19	7.59	10.10	8.04	9.33
日常消费	30.28	29.41	8.41	8.57	11.44	11.49
公用事业	20.02	19.93	7.69	7.83	5.04	5.63
可选消费	20.64	20.69	4.24	6.51	3.97	8.64
材料	17.14	16.42	6.08	5.79	9.17	8.67
工业	14.12	14.14	3.80	4.84	5.04	6.63
信息技术	19.51	20.20	2.20	4.67	2.38	5.77
能源	20.76	21.84	4.26	3.88	7.70	5.52
电信服务	27.40	25.86	3.27	0.87	3.65	1.19

资料来源：Wind，民生证券研究院

但是,房地产业的销售毛利率与ROE明显高于工业、可选消费,与日常消费行业相当,仅次于具有牌照限制的金融业。表明在房地产市场上,定价权属于房地产商,高地价最终会转嫁到购房者身上。由于土地大都为数年前购买,房地产开发商有动力不断主动抬高地价,以提高周边房产的预期售价和回报率,形成“地价涨——房价涨——地价涨”的螺旋式上涨。

3、短期看货币

房地产的投资价值来源于土地的有限性。倘若将相同条件的房产放到房地产交易市场,隐去区位信息,仅仅根据房屋面积、朝向、房龄等房产信息由交易所自行配对,则相同条件的房产价格相同。但是,由于土地位置不同,产生了级差地租I。倘若不同位置的土地还附有其他功能,如学区,则会形成级差地租II。

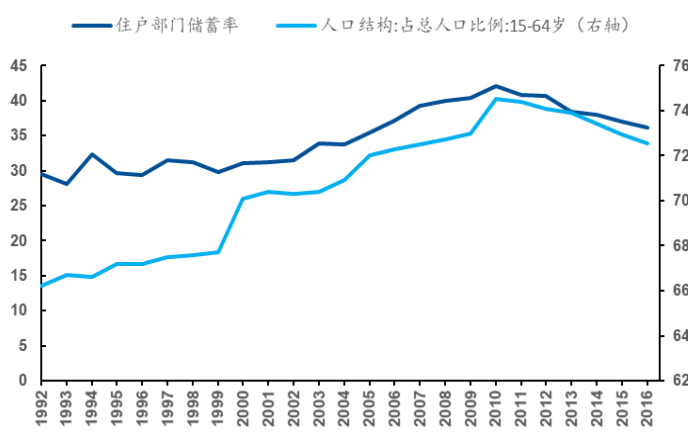
作为保值资产,房地产可以完全对冲通胀(Fama和Schwert,1977)。当货币超发形成流动性过剩时,通胀预期推动资金流入房地产,推动房价上涨。徐忠等(2012)利用中国2005~2011年的数据,通过实证分析发现:中国的流动性对房价和通胀影响显著;中国负利率推升了房价的上涨;货币政策的价格型工具对抑制房价有作用,而且加息对房价的抑制作用超过控制货币供应。

(三) 中国家庭面临高储蓄与资产保值工具相对匮乏的矛盾

1、中国家庭储蓄率过高

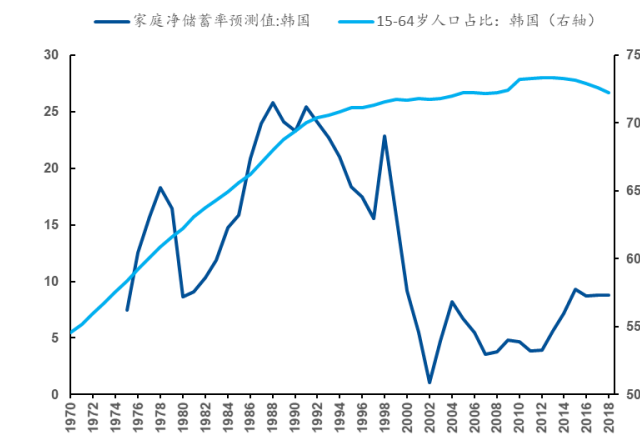
由于人口红利,中国住户部门储蓄率自1992年以来逐步提高,在2010年15~64岁人口占比达到拐点后随之下行。中国家庭储蓄率明显高于同期的韩国、日本、美国。即使是与相同发展阶段的韩国相比,中国家庭储蓄率也明显过高。在1975~1999年期间,韩国家庭储蓄率最高值也仅为25.8%,到2018年下降至8.8%。而中国储蓄率峰值高达42.1%,2016年也仍有36.1%。

图5: 中国住户部门储蓄率随人口结构变化(%)



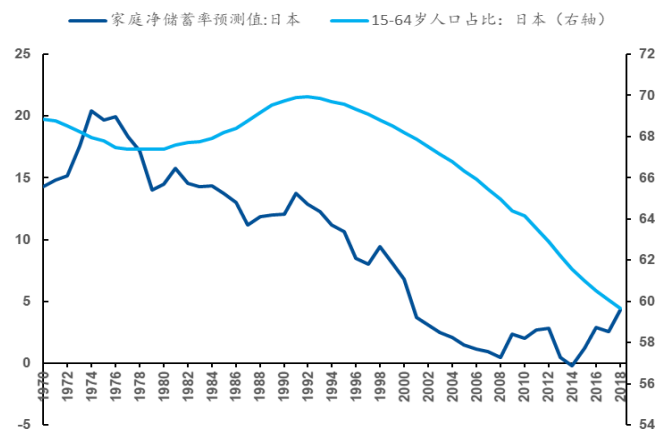
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图6: 韩国家庭储蓄率与人口结构变化(%)



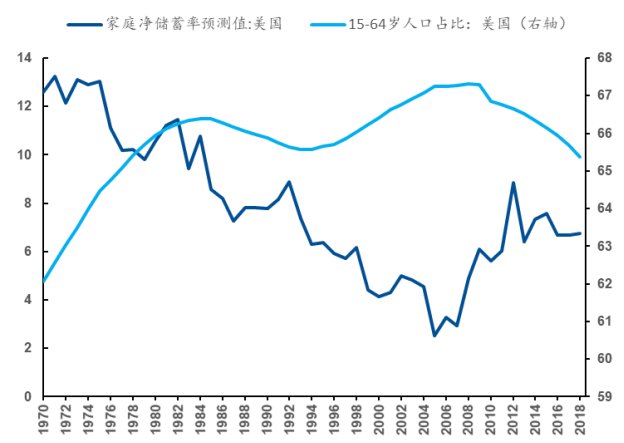
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 7：日本家庭储蓄率与人口结构变化（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：美国家庭储蓄率与人口结构变化（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

中国家庭的储蓄率过高有诸多原因。汪伟（2009）发现市场经济转型带来的经济高速增长与人口政策转变带来的抚养系数下降导致中国储蓄率不断上升。魏尚进（2011）认为，目前中国社会的应婚男女比例出现了一定程度的失衡。在男多女少的环境中，为了提升“婚姻竞争力”，男方家庭会通过提高储蓄率来提高男方婚嫁的“概率”。陈彦斌和邱哲圣（2012）认为，房价的高速增长通过引致富裕家庭投资性住房需求的增加而进一步推高了房价，部分年轻家庭为了追赶房价不得不提高储蓄率。雷震和张安全（2013）发现由于收入不确定性而引起的预防性储蓄至少能够解释城乡居民人均金融资产积累的20%到30%左右，是导致中国城乡居民财富积累的一个重要原因。

2、中国缺乏有效的资产保值工具，房地产成为核心资产

储蓄需求需要相应的金融产品来满足。然而，中国金融市场发展相对滞后，缺乏有效的资产保值工具。袁志刚（2004）认为，中国目前低风险资产的缺乏以及风险资产的广度及深度不能与居民投资目标相匹配，因此产生了强制性银行储蓄。2009~2017年，中国商品房的平均涨幅为8.6%，标准差为5.96%，夏普比例高于除货币基金以外的所有资产；上海住宅更是取得了14.52%的平均收益，位于所有大类资产首位。

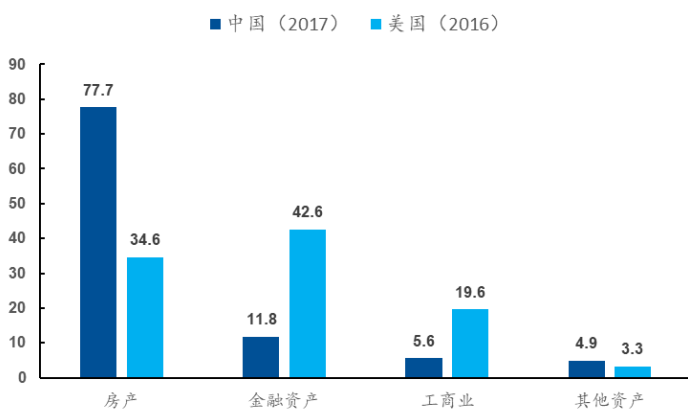
表 2：中国大类资产历年表现（%）

	上海住宅	全国商品房	深证成指	上证综指	大宗商品	黄金	货币基金	债券	美元
2009	52.36	23.18	111.24	79.98	112.70	30.44	1.42	-1.24	-0.09
2010	15.58	7.50	-9.06	-14.31	18.41	21.44	1.82	1.92	-3.01
2011	-5.07	6.46	-28.41	-21.68	-22.79	6.19	3.55	5.68	-4.86
2012	2.24	8.10	2.22	3.17	2.52	4.55	3.97	2.55	-0.24
2013	16.74	7.70	-10.91	-6.75	-10.70	-28.86	3.95	-2.10	-3.00
2014	1.38	1.39	35.62	52.87	-11.08	0.93	4.60	11.23	0.36
2015	30.98	7.42	14.98	9.41	-19.26	-6.44	3.62	8.03	6.12
2016	20.51	10.05	-19.64	-12.31	24.60	17.76	2.61	1.28	6.83
2017	-4.03	5.56	8.48	6.56	6.33	3.30	3.84	-1.20	-5.81
均值	14.52	8.60	11.61	10.77	11.19	5.48	3.26	2.90	-0.41
标准差	18.70	5.96	42.02	33.84	41.37	17.24	1.07	4.56	4.45

资料来源：Wind，民生证券研究院

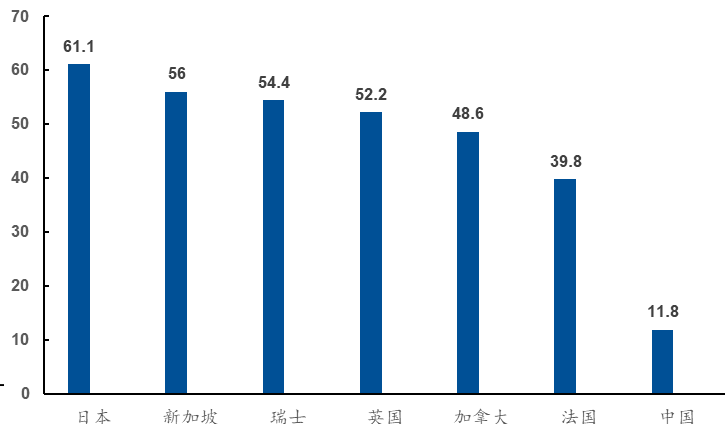
根据《2018 中国城市家庭财富健康报告》，目前中国城市家庭财富管理不够健康，一方面住房资产占比高达 77.7%，远高于美国的 34.6%；金融资产占比仅为 11.8%，远低于美国的 42.6%；工商业资产占比仅为 5.6%，也低于美国的 19.6%。较高的房产比例挤压了家庭的金融资产配置和工商业资产配置。

图 9：中美家庭总资产配置对比 (%)



资料来源：2018 中国城市家庭财富健康报告，民生证券研究院

图 10：各国家庭金融资产配置占比 (%)



资料来源：2018 中国城市家庭财富健康报告，民生证券研究院

(四) 中国房价上涨主要源自货币超发带来的资产保值焦虑

1、租售比不支持通过购房实现消费需求

表 3：50 个典型城市租金收益率

城市	收益率	城市	收益率	城市	收益率	城市	收益率	城市	收益率
西宁	3.7%	宜昌	3.1%	昆明	2.5%	烟台	2.1%	天津	1.8%
乌鲁木齐	3.7%	贵阳	2.9%	呼和浩特	2.4%	温州	2.1%	北京	1.8%
韶关	3.6%	兰州	2.9%	成都	2.4%	杭州	2.0%	上海	1.8%
牡丹江	3.4%	南宁	2.9%	太原	2.3%	大理	2.0%	三亚	1.7%
银川	3.4%	长沙	2.9%	西安	2.3%	合肥	1.9%	南京	1.7%
长春	3.2%	沈阳	2.8%	蚌埠	2.3%	唐山	1.9%	石家庄	1.7%
哈尔滨	3.2%	大连	2.7%	洛阳	2.2%	广州	1.9%	深圳	1.6%
桂林	3.2%	海口	2.6%	武汉	2.2%	无锡	1.8%	福州	1.5%
锦州	3.2%	重庆	2.6%	郑州	2.2%	宁波	1.8%	青岛	1.4%
湛江	3.2%	赣州	2.6%	南昌	2.2%	济南	1.8%	厦门	1.2%

资料来源：易居研究院，民生证券研究院

在消费方面，租房与购房具有可替代性。因而，我们可以用租售比来衡量房地产的消费需求。房屋租售比是指每平方米使用面积的月租金与每平方米建筑面积房价之间的比值。当租售比低于投资的机会成本时，单从消费的角度来看，租房比买房更合算。国际上用来衡量一个区域房产运行状况良好的租售比一般界定为 1:300-1:200。根据上海易居房地产研究院发布《2019 年一季度 50 城租金收益率研究报告》，50 个典型城市的平均租金收益率为 2.4%，北上广深等一线城市更是低于 2%。这意味着靠租金收回成本，一线城市要花

50 多年才能回本，也表明购房主要是基于房价会上涨的投资需求。根据 Global Property Guide、CoreLogic 和 Zillow 等披露的租金收益率来看，伦敦、动机、纽约、洛杉矶、大阪分别为 3.1%、4.3%、4.7%、5.7%、6.0%。与国际上的同类大城市相比，北上广深的租售比明显偏低。

2、房地产给居民带来财富幻觉增加投资需求

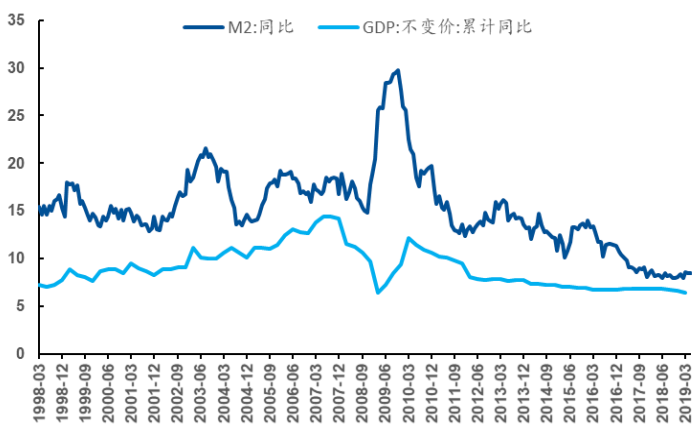
“货币幻觉”最早由费雪提出，它是指人们只是对货币的名义价值做出反应，而忽视其实际购买力变化的一种心理错觉。现实中，投资者还可能对名义财富和实际财富不能进行明确区分，存在财富层面的“货币幻觉”。Shiller 指出，人们大都只记得当前的房价相比几年前买房时的房价的上涨，却常常忘记了其他商品的价格上升，错误地认为房价比其他物价涨幅更大，从而夸大房地产的投资潜力，增加了房地产的需求，这种财富层面的货币幻觉导致的错误逻辑催生了 21 世纪初的美国房地产泡沫（吴晓霖等，2016）。

房产净值增长是家庭财富增长的核心因素。《中国家庭财富调查报告（2018）》显示，2017 年我国家庭人均财富为 194332 元，与 2016 年相比增加了 25255 元，增长幅度为 14.94%。同年，房产净值占家庭财富的 66.35%。从增长幅度看，2017 年房产净值增长了 15.56%，快于家庭财富的增幅。从房产净值增长额占家庭财富的增长额来看，房产净值增长也是家庭财富增长的核心因素。对全国居民而言，2017 年房产净值增长额占到了家庭人均财富增长额的 68.74%。

3、货币超发的再分配效应带来资产保值焦虑

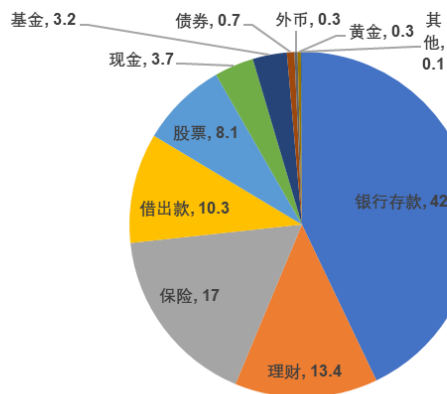
货币政策能直接影响资产价格和利率，从而导致不同经济体之间、不同部门之间、各家庭之间的财富和收入的重新分配。当货币发行量与国内生产总值名义增速相匹配时，其对经济的影响是中性的。但是，当货币发行量超出国内生产总值名义增速较多时，就会形成通胀预期，降低实际利率，拥有抗通胀资产的家庭将因此受益。Ahearne 等（2005）分析 OECD 国家 1970 年以后的货币扩张与房价之间的关系，发现货币供给量扩大会首先带来房屋资产价格上涨，然后才是其他金融资产，最后才会导致一般物价水平上涨，接下来房屋资产价格开始缓慢下降。

图 11：中国 M2 与名义 GDP 增长率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：中国城市家庭金融资产配置结构（%）



资料来源：2018 中国城市家庭财富健康报告，民生证券研究院

大多数金融资产都配置在储蓄存款、货币基金上的中国家庭，则会由于实际利率下降面临资产受损的局面。中国个人可投资资产中，居民储蓄 2008 年占 61.0%，尽管银行理财分流了部分资产，2011 年居民储蓄仍占 51%²，2017 年仍占 42.9%³。倘若房价快速上涨，没有配置房产或者配置的房产位于三四线等涨幅较小城市的家庭，相对一线城市家庭的财富差距也会有所扩大。根据《2018 年中国居民收入与财富分配调查报告》，无论是在全国范围内还是城镇或农村，房产净值对居民财富差距的贡献最大。

二、房地产的拉动效应与挤出效应

（一）房地产对居民消费的拉动效应与挤出效应

1、房地产影响消费的传导机制

房地产价格上升可以通过财富效应、流动性约束缓解效应和信心效应促进私人消费，也可以通过预算约束效应、替代效应抑制私人消费（Ludwing 和 Slok，2002）。

（1）财富效应。对于拥有房地产的消费者来说，房地产价格上涨带来净财富的增加。如果家庭拥有多套房产，可以通过出售房地产的形式兑现资本收益，促进消费。消费支出需要现金流支撑。如果家庭只有一套房产，旨在终生享受其提供的服务，则房价上涨仅仅是账面财富增值，资产负债表效应无法转化为现金流量表效应，财富效应对消费基本无影响。

（2）流动性约束缓解效应。家庭消费时，尤其是购买金额较高的耐用消费品时，可能会受到流动性约束。消费信贷可以为家庭提供流动性，实现家庭消费的跨期配置。但是，当家庭未来收入具有较大不确定性时，贷款会受到一定限制。房地产抵押可以增进个人信用等级，缓解流动性约束。若房价上涨，消费者可以用升值的住房申请更高额度的贷款，获得更大的流动性。若房价下跌，银行可能出于风险管理的角度重估房价，要求借款人提供更多信贷保障，降低信贷额度，加大其流动性约束。

房价上涨虽然可以缓解流动性约束。但是对于仅有一套房子的家庭而已，一般都不会卖房消费。因而，流动性约束转化为消费增长还需要家庭收入的支撑。家庭有房无贷时，流动性约束缓解效应最大。倘若家庭只是付了首付，且购房时房价收入比较高，房地产净值贷款虽然提高了可获得的信贷额度，但巨大的还款压力会使得流动性约束缓解效应降低。

（3）信心效应。由于未来可能发生失业、伤病等意外事件，家庭都需要配置一部分资产用于保险。财富增值可以增强家庭抵御风险的能力，降低预防性储蓄，进而促进消费。

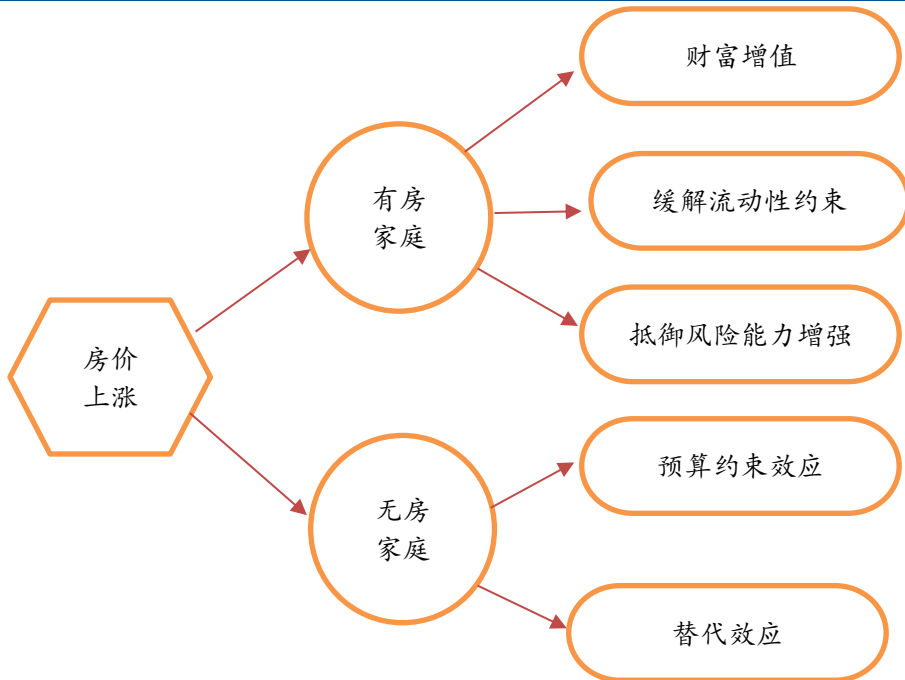
（4）预算约束效应。房价上涨使得计划购房家庭的实际收入下降，消费预算受到影响，因而不得降低其他消费支出。房价上涨，需要支付的首付款增加。在总收入一定的条件下，为了积累首付款，其他消费支出减少。这也可以看作是一种信贷约束。如果房租随房价上涨，其他消费支出将受到挤压。

² 数据来自 wind 建行私人财富报告。

³ 数据来自 2018 中国城市家庭财富健康报告。

(5) 替代效应。无房家庭但又准备购房的家庭面临高房价时可能会放弃购房，转而增加非住房支出的消费。替代效应受到文化传统的影响。鉴于中国“有房才有家”的传统观念，个人拥有住房的欲望强烈，替代效应非常小。

图 13: 房价上涨对居民消费的影响



资料来源：民生证券研究院整理

中国房价上涨对家庭消费的拉动作用不断下降，挤出效应不断上升。随着中国社会保障体系的建立健全，信心效应下降；高房价收入比限制了流动性约束缓解效应；传统文化与馈赠房产给下一代使得财富效应微弱。长期以来，中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。随着房价收入比的提高，挤出效应不断增大。

2、房地产对消费的实际影响

家庭消费金融市场发展程度是决定房地产对消费的影响方向的重要因素。家庭消费金融市场发达的经济体，在房价收入比处于合理区间时，房价上涨可以促进消费。根据美联储的估计，美国家庭通过资产增值抵押借款等方式进行消费的支出比例占 GDP 增长额的 50% 左右⁴。家庭消费金融市场不发达的经济体，房价上涨则会抑制消费。Muel I bauer (2008) 发现信贷市场自由化之后高房价才能促进消费，信贷市场发展滞后时高房价会抑制消费。英国和美国在信贷市场自由化之前房地产没有财富效应，而现在住房抵押效应非常显著，约为股市财富效应的 2 倍。Aron 等 (2012) 发现自 1980 年以来，英国和美国家庭的信贷可得性经历了巨大的变化，但日本家庭没有。英国和美国家庭的按揭贷款约束缓解，房产财富的抵押作用由于住房净值贷款等金融创新得到增强，平均消费倾向提高。在日本，由于没有实现信贷市场自由化，房价对消费支出的效应仍为负。

结合易居研究院发布的《2018 年全国 50 城房价收入比报告》和《2019 年一季度 50

⁴ 陈健, 陈杰, 高波. 信贷约束、房价与居民消费率——基于面板门槛模型的研究[J]. 金融研究, 2012(04): 45-57.

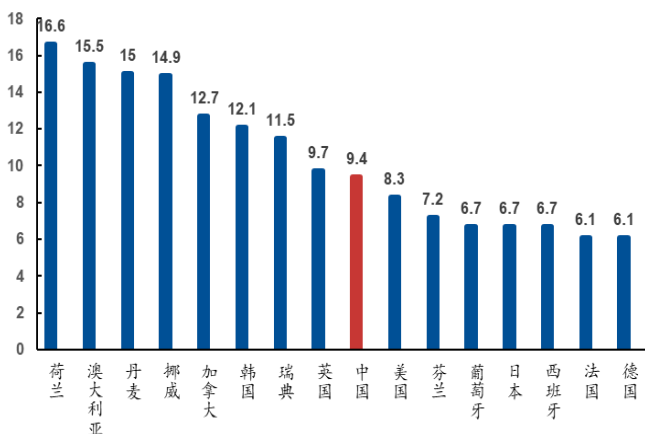
城租金收益率研究报告》，可以大致推测出各城市的房租收入比。2019 年一季度深圳、三亚、上海、北京的租金收入比分别为 54.72%、50.66%、46.98%、45.72%，属于租金严重过高城市。杭州、南宁、广州、福州的租金收入比分别为 36.2%、35.67%、33.25%和 30.6%，租金相对过高。高额的租金支出势必挤出其他消费支出。

表 4：中国房地产对消费影响的文献研究

作者	主要观点	
黄静和屠梅曾（2009）	房地产财富对居民消费有显著的促进作用，房价上涨并没有使中国房地产财富效应增强，反而有所减弱。	样本截至 2006 年，房价相对不高
陈健等（2012）	由于广大居民仍面临较多信贷约束，总体上中国的房价上涨会抑制消费。	
谢洁玉等（2012）	平均而言，房价显著抑制了消费，且该抑制效应在不同群体间差异明显。有未婚男性的家庭，或者已经有房的家庭，特别是现有住房价值较低的家庭，房价对消费的抑制效应更强。	
杜莉等（2013）	近年来上海的房价上升总体上提高了居民的平均消费倾向。“财富效应”使得自有住房家庭的平均消费倾向提高；“替代效应”使得尚无自有房的家庭放弃购房、转而扩大消费，从而其平均消费倾向也显著上升。	可能高房价意味着该区域生活成本高，并导致高消费。
李涛和陈斌开（2014）	家庭住房资产主要呈现出消费品属性，只存在微弱的资产效应，不存在财富效应，住房价格上涨无助于提高我国居民消费。	
李剑（2015）	房价上升对城镇居民的消费具有微弱的财富效应，主要体现在对大额耐用消费品支出以及支配、享受型消费上，对居民日常消费反而起到抑制作用。	忽略了政府消费刺激政策对汽车家电等消费的促进作用。
李江一（2017）	购房动机挤出了 7.4%的家庭消费，且主要挤出了食品衣着、教育文化娱乐支出；偿还住房贷款挤出了 15.8%的家庭消费，且主要挤出了耐用品、住房装修维修支出。购房动机通过降低边际消费倾向而挤出了消费，且预期房价增长速度越快，购房动机对消费的挤出效应越强，有购房动机家庭的边际消费倾向越低，而偿还住房贷款使家庭受到了严重的流动性约束，其表现为住房贷款占收入的比重越高，消费被挤出越严重。	

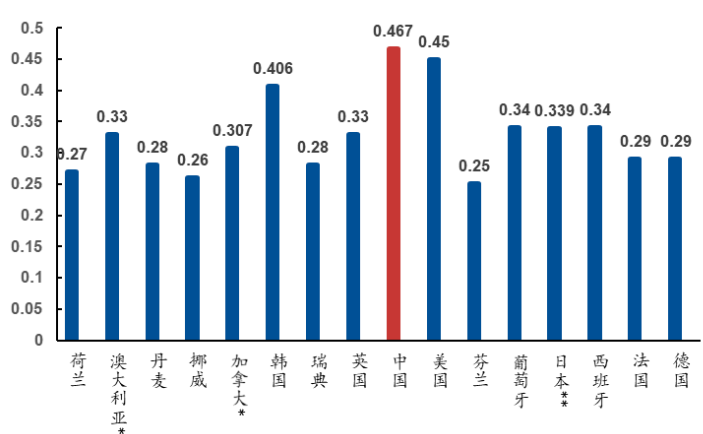
资料来源：民生证券研究院整理

图 14：2017 年部分经济体住户部门偿债比率（%）



资料来源：2018 年金融稳定报告，民生证券研究院

图 15：2017 年部分经济体收入基尼系数（%）

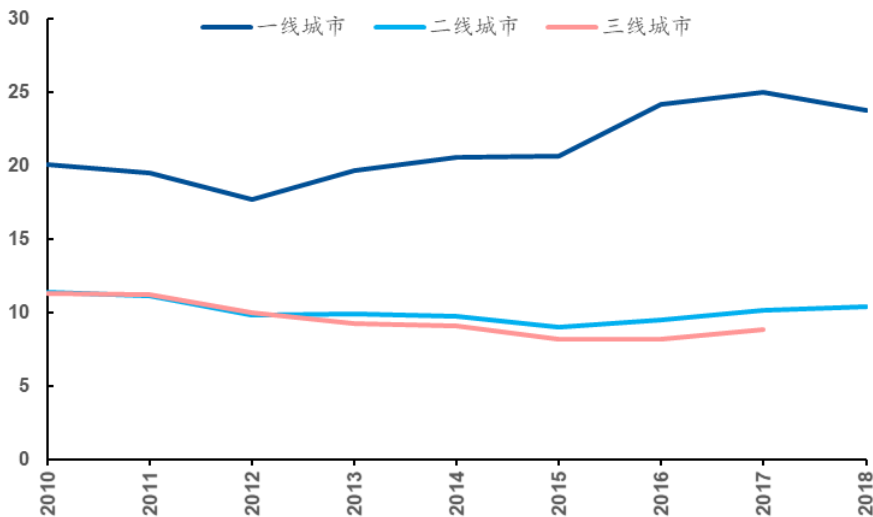


资料来源：Wind, OECD, 民生证券研究院

除了租金支出外，房贷支出也对其他消费支出有较大挤出。2008~2017 年，个人住

房贷款余额从 3.0 万亿元增至 21.9 万亿元，占住户部门贷款余额的比例保持在 45%~54%。虽然，2017 年末，中国住户部门偿债比率⁵为 9.4%，甚至高于通过借贷支撑消费的美国。但美国房价收入比较低，房贷对消费的挤出相对较小。而且，由于中国收入分配不平等程度较高⁶，消费倾向较高的中低收入家庭承担的还贷压力更大，还贷支出对消费的挤出作用较其他国家更大。

图 16: 中国房价收入比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

为什么三四线城市房地产繁荣可以拉动消费? 首先,在三四线城市房价收入比相对合理,2017 年三线城市房价收入比为 8.81,房价上涨可以缓解家庭受到的流动性约束。其次,棚改货币化将房产换成货币,实现了房产增值的财富效应。再次,房地产销售会拉动家电、家具、建材等互补品的消费。但是,随着房价收入比的提高和棚改货币化缩量,拉动效应将逐渐让位于挤出效应。

(二) 房地产对企业投资的拉动效应与挤出效应

1、房地产影响企业投资的传导机制

房地产价格上升可以通过流动性约束缓解效应促进企业投资,也可以通过预算约束效应、流动性约束效应抑制企业投资,还可能通过替代效应使生产性投资下降。

(1) 流动性约束缓解效应。存在信贷约束的情况下,缺乏可以用作抵押品的资产将使得高回报的项目得不到融资。房价上涨可以放松企业的信贷约束,使企业获得更多外部融资。若房价下跌,银行可能出于风险管理的角度重估房价,要求借款企业提供更多信贷保障,降低信贷额度,甚至提前收回贷款,加大其流动性约束。

(2) 替代效应。高房价可以提高房地产业的投资回报率,通过用工成本提高降低其他产业的投资回报率,吸引其他生产性行业的企业进入房地产业。使社会有效投资或者说

⁵ 住户部门当年应还债务本金与利息之和与住户部门可支配收入的比值。

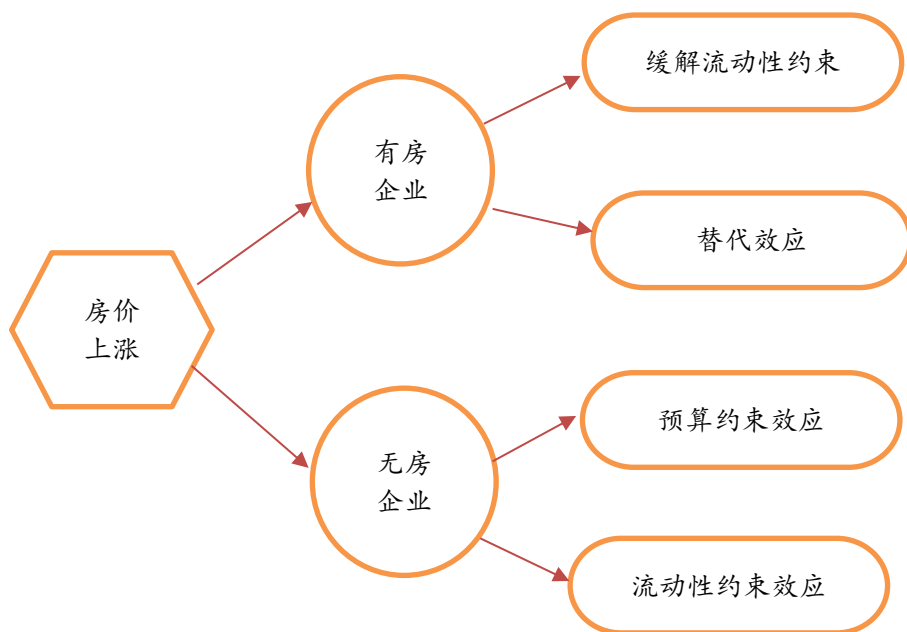
⁶ 图 15 中带*的国家为 2016 年数据,带**的为 2015 年数据。

生产性投资下降，生产部门萎缩，资源配置效率下降。

(3) 预算约束效应。对于没有房产的企业而言，房价上涨使得计划购买办公楼的企业实际收入下降，投资预算受到影响，因而不得降低其他投资支出。如果租金随房价上涨，其他投资支出将受到挤压。

(4) 流动性约束效应。服务性行业一般缺乏自有房产，缺乏可以用作抵押品的资产。房价上涨可以放松重资产企业的信贷约束，使信贷资源流向房企等重资产企业，同时挤占其他行业尤其是服务业企业的信贷资源，加大其流动性约束。

图 17: 房价上涨对企业投资的影响



资料来源：民生证券研究院整理

2、房地产对企业投资的实际影响

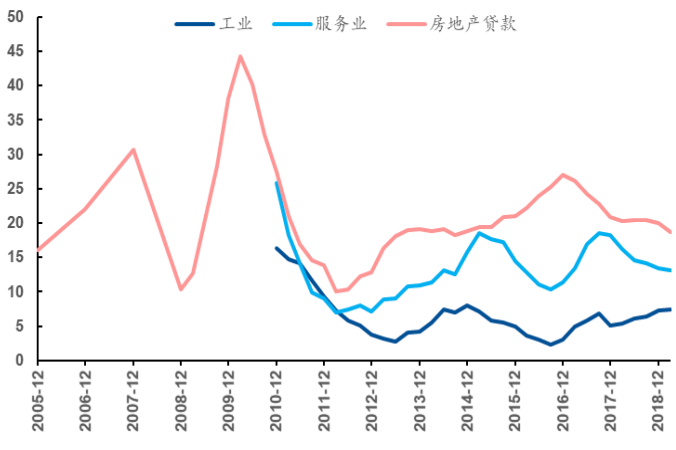
房地产与经济结构影响普遍存在倒U关系。当房价过低时，低端产业能够生存，企业没有压力升级和转移；当房价处在较高但仍合理水平时，企业被迫升级或者转移；当房价过高时，一方面，企业没有能力升级，另一方面，因为房地产业利润丰厚而转向房地产。李畅等（2013）发现，在全国范围内，房地产投资促进制造业的发展，但促进效应表现为“倒U型”且逐渐趋于“临界值”。罗知和张川川（2015）发现房地产投资对制造业投资的挤出是导致制造业资源配置效率显著下降的重要渠道。

日本在 20 世纪 80 年代通过立法和行政命令对不动产投资采取各种优惠政策，并且通过修改证券交易法、放宽企业上市资格标准等举措把民间资金吸引到房地产市场和股票交易市场。日本的地价和股价从 1984 年左右开始上升，地价和股价的上涨又进一步将资金吸引到了股票和房地产市场，投机热潮兴起，生产性投资下降，实体经济部门受到挤压。

近年来中国制造业也出现了持续的“脱实入虚”现象：一方面，社会资金和银行贷款中相当一部分流入了房地产行业，2018 年末人民币房地产贷款增量占同期各项贷款增量

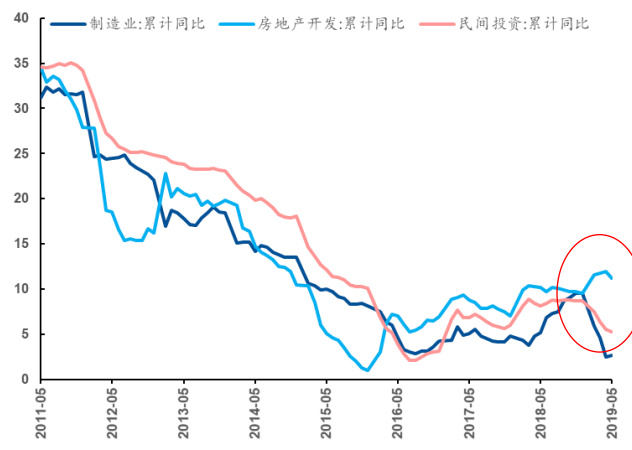
的 39.9%。主要金融机构本外币投向中，房地产中长期贷款余额同比增速明显高于服务业与工业。另一方面，2018 年以来，制造业企业面投资房地产愈演愈烈，截至 2019 年一季度末，A 股 3600 多家上市公司中，共有 1726 家上市公司持有投资性房地产。自 2019 年开始，在房地产开发投资维持高位的同时，制造业投资增速不断下行。

图 18: 主要金融机构本外币中长期贷款余额增长率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 中国固定资产投资增长率 (%)

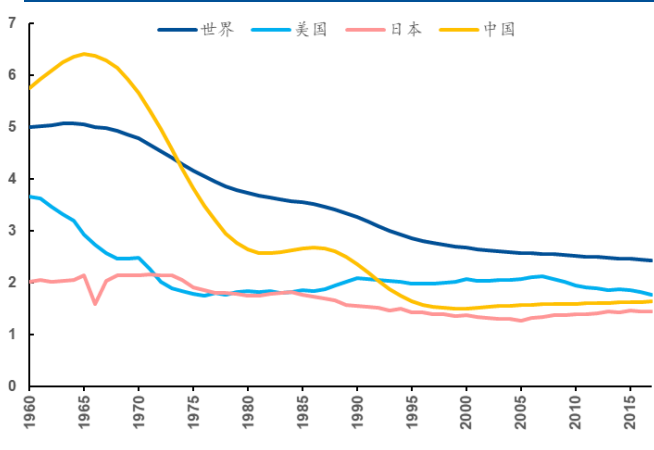


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 高房价不利于中国人口生育率上升

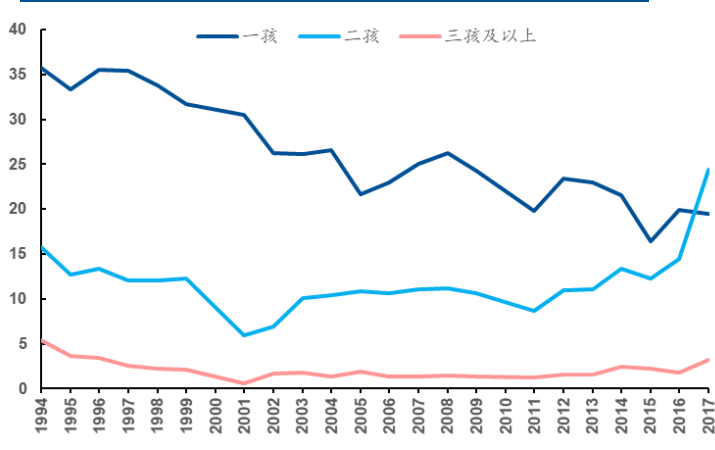
中国的总和生育率自 1992 年开始低于 2.1 的世代更替水平，到 1999 年已经降至 1.49。之后虽缓慢回升，到 2017 年也仅为 1.63。既低于世界平均水平，也低于美国。分孩次生育情况看，三孩生育率一直维持在较低水平，一孩生育率持续走低。虽然二孩总和生育率在 2017 年由 14.48% 大幅上升至 24.36%，总和生育率却仅由 1.62 升至 1.63。低生育率诱致的人口老龄化、少子化和劳动力短缺等诸多问题已经严重影响国家的可持续发展能力。

图 20: 中国总和生育率低于更替水平 (%)



资料来源: 世界银行, 民生证券研究院

图 21: 中国分孩次生育率 (%)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

调查数据显示，中国育龄妇女不打算再生育的前 3 位原因依次是“经济负担重”、“年龄太大”、“没人带孩子”（贺丹等，2018）。易君健和易行健（2008）对香港 1971~2005 年生育率、房价指数、女性劳动参与率、女性与男性实际工资年度序列展开协整分

析，发现房价指数平均上涨 1%，总和生育率将显著下降 0.45%。

表 5：中国育龄妇女不打算再生育的原因

年份	首要原因		第二位原因		第三位原因	
	样本规模 (人)	比例 (%)	样本规模 (人)	比例 (%)	样本规模 (人)	比例 (%)
总计	109972	100	77129	100	57993	100
经济负担重	64760	58.9	15919	20.6	4401	7.6
年龄太大	23934	21.8	16367	21.2	9840	17
没人带孩子	6391	5.8	20814	27	9313	16.1
养育孩子太费心	3738	3.4	10473	13.6	15452	26.6
其他	3579	3.3	764	1	464	0.8
夫妻身体原因	2851	2.6	3616	4.7	3920	6.8
自己还没想好	2005	1.8	2261	2.9	4115	7.1
影响个人事业发展	1103	1	3858	5	5252	9.1
丈夫不想生	823	0.7	1929	2.5	3086	5.3
现有子女不愿意	787	0.7	1128	1.5	2149	3.7

资料来源：贺丹等，2006~2016 年中国生育状况报告——基于 2017 年全国生育状况抽样调查数据分析，民生证券研究院

（四）高房价加剧中国经济波动

财富分配不平等加剧了中国经济波动。由于高房价加剧了财富分配不平等，中国只能走出口和投资驱动的经济发展模式，而不是消费与投资均衡的经济发展模式。在投资驱动的同时，没有通过创新增大资本品与消费品两大部门之间的均衡比例，资源错配问题日益严重，因而不时遇到经济下行的挑战。

举债发展本身是中性的，可以有利于经济长期增长，可以加大经济波动。就像微观上企业举债经营的条件是 ROA 高于资本成本一样，宏观上，只要举债获得的收益高于资本成本，就有利于长期经济增长。熊彼特在其著名的《经济发展理论》中揭示了信贷与资本市场对于经济发展的作用：消费信贷并不构成经济过程中的本质要素，但生产性信贷与资本市场使企业家能够把生产要素转用于新用途，获得比原有用途更多更好的产品，通过经济发展创造并滋养资本市场。

但是，信贷促进创新与推动经济增长之间还需要一个桥梁，那就是合理的分配。劳动、资本等生产要素在消费品与资本品两大部门之间配置，财富在劳动者和资本所有者之间分配，其中，劳动者是主要的消费者，资本所有者是主要的投资者。只有当劳动者的财富增长与消费品部门的产能增长相一致时，才能维持供需平衡，实现经济的可持续发展。当劳动者的财富增长低于消费品部门的产能增长时，该经济体就必须向国外市场输出商品，并不断加大投资品部门的产能。而投资品部门是为消费品生产服务的，二者之间存在着一个由技术水平决定的可以维系平衡的比例关系。一旦投资品部门产能增长到当前技术水平决定的极限，导致资本品过剩；或者国外市场需求下降，导致消费品过剩，企业家就会减少产品生产，经济增长开始下行。

（五）高房价不利于中国经济转型升级

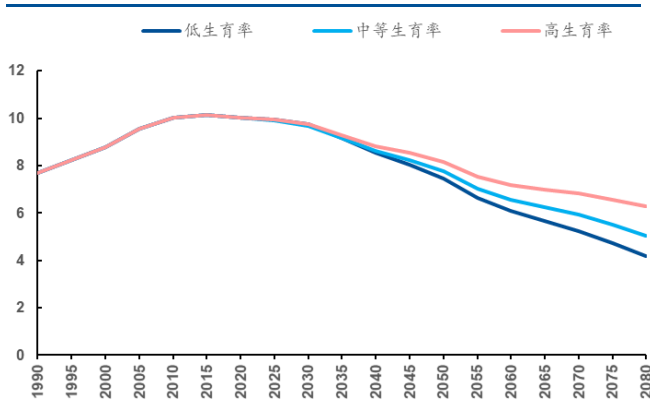
当前，中国经济正由投资驱动转向创新驱动和消费驱动。高房价加剧了财富分配不平

等，抑制了创新创业和消费增长，不利于中国经济的转型升级。

劳动力增长和资本积累是经济外延式增长的基本推动力量。中国劳动年龄人口持续负增长减少了劳动力投入，抚养比上升使得储蓄率下降、投资增速放缓，经济增速下行压力极大。在要素数量受限时，唯有通过创新和技术进步，提高要素使用效率，为经济增长注入新的动力。为此，中国政府强调要坚持走中国特色自主创新道路、实施创新驱动发展战略，科创板也正按计划顺利推进。

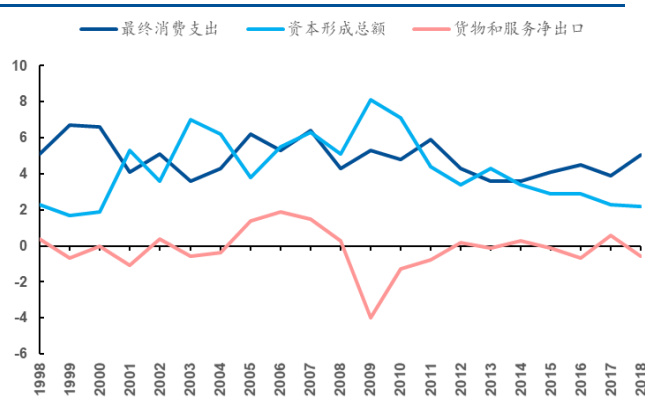
在加入 WTO 的前十年里，经济增长主要依靠外贸和投资，最终消费支出对 GDP 的贡献长期处于低位，最终消费率逐年下滑至 2010 年的最低点 48.45%。2009 年全球金融危机后，中国意识到依赖外需拉动经济增长的不稳定性，着重培养和复苏内需动力，最终消费率逐渐回升，但家庭消费率依旧低于相同发展阶段的韩国。

图 22：中国 15~64 岁人口预测（亿）



资料来源：联合国，民生证券研究院

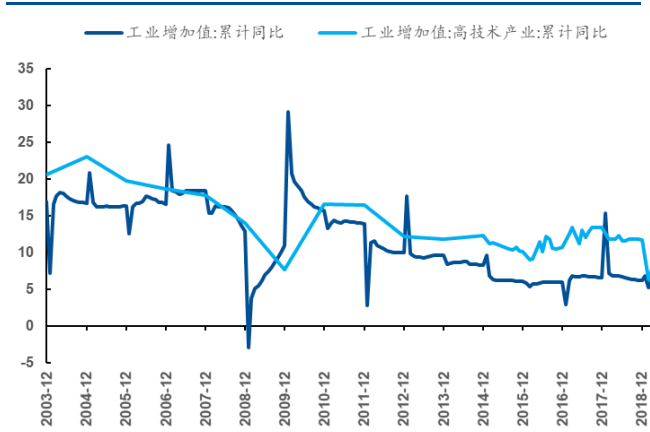
图 23：三大需求对 GDP 增长的拉动（%）



资料来源：联合国，民生证券研究院

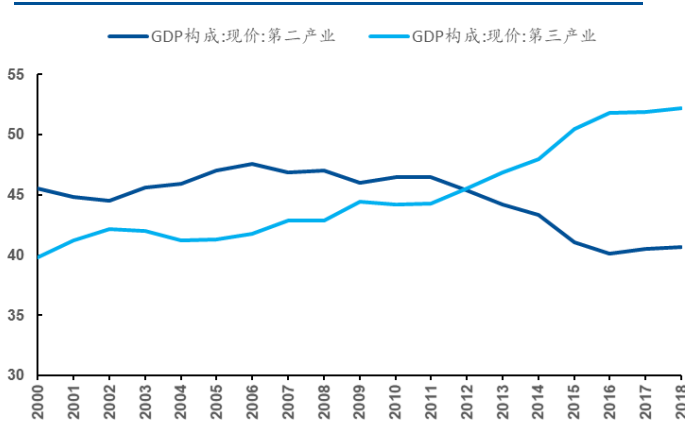
未来中国无论是新生儿还是 25~44 岁人口数量均将持续下行，使得消费需求数量面临下行压力。同时，消费总额随着经济增长和储蓄率下降仍将持续上升，消费者需求将由数量驱动转向品质驱动。消费结构升级要求中国制造业向先进制造业发展，服务业生产不断快速增长。

图 24：中国高技术产业增速（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：中国三大产业构成（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

但是，高房价加剧了财富分配不平等，降低了生产性部门的投资回报率，抑制了创新

创业和消费增长，不利于中国经济的转型升级。王文春和荣昭（2014）发现房价上涨越快，当地企业的创新倾向越弱。吴晓瑜等（2014）发现房价收入比越高，创业可能性越低，而房屋所有权也会显著降低创业的概率。张杰等（2016）发现在那些房地产投资增长越快的省份地区中，创新研发投入和发明专利授权量的增长率越低，且在中国工业部门中这种阻碍作用表现得更为突出。

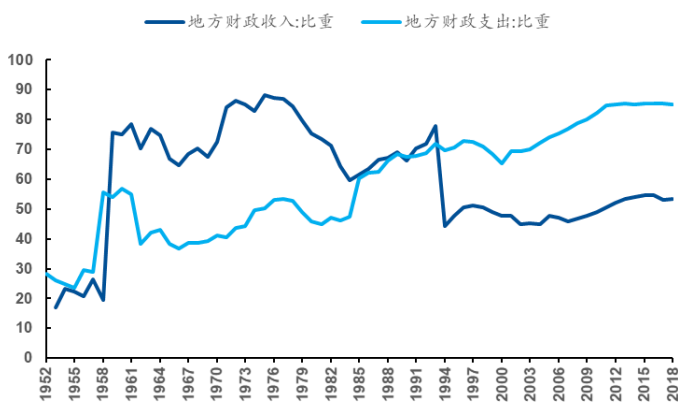
三、中国房地产调控屡次让位于稳增长

（一）土地出让是地方政府的重要收入来源

分税制改革导致地方财权和事权不对等，财政收支缺口巨大。1994 年分税制改革把消费税的全部、增值税的 75% 归为中央财政收入，2002 年以来又把所得税改为中央地方共享。使得地方财政收入占全国总财政收入的比重由 1993 年的 78% 迅速下降到 1994 年的 44.3%，而与此同时地方财政支出比重一直维持在 70% 左右，形成了地方财政几乎 30% 的巨大收支缺口。分税制和所得税分享改革对地方政府造成的压力迫使地方政府通过发展建筑业和增加预算外的收费项目以及非预算资金来寻求新的生财之道。以 GDP 和财政收入为绩效考核指标、地方政府依赖于上级转移支付的“压力型体制”使得地方政府展开支出竞争，加大了融资需求（李郁等，2013）。伴随迅速发展的城市化而兴起的“经营城市”的模式正与这种需求密切相关。经营城市需要大量新增的建设用地，土地征用和出让就成为地方政府获取收入的重要方式（孙秀林和周飞舟，2013）。

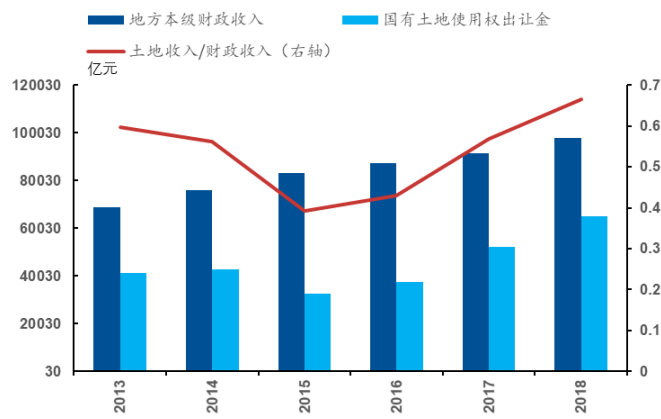
土地出让是地方政府的重要收入来源。地方政府将集体所有制的农业用地征为国有，变成非农用地的过程中，土地资本可呈几倍乃至十几倍增值。据估计，如果土地出让成本价为 100%，则农民只得 5%—10%，村级集体经济组织得 25%~30%，60%~70% 为县、乡（镇）各级地方政府所得。2018 年地方政府土地出让收入达 65096 亿元，占当年地方政府公共财政收入的 66.5%。

图 26：地方财政收支占比（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：土地出让是地方政府的重要收入来源



资料来源：Wind，民生证券研究院

中央政府的土地管理与房地产调控屡次失效。从 1997 年 8 月到 1998 年 8 月短短 1 年间，《土地管理法》中的土地有偿使用费分配方案，由“新增建设用地的土地有偿使用费 100% 上缴中央财政”改为“在中央和地方之间四六分成”，最终审议时，确定为“三七

分成”。中央政府希望通过土地收益分配方案的调整来加强土地管理和耕地保护工作的打算，在这次法律修改过程中遭受挫折。自 2000 年之后，中央政府开始遏制地方政府的土地征用规模与行为，相继出台了一系列法律法规，依然无法遏制地方政府经营土地的冲动（孙秀林和周飞舟，2013）。2004 年以来，中央政府出台了多项房地产调控政策，包括土地、财政税收、信贷、保障性住房和规范交易行为等方面的调控政策。但是，地方政府采取了各种目标替代的非正式规则，如想方设法扩大地方建设用地规模、有限度地增加住宅用地供应、变通执行中央住房用地供应结构调整、不坚决处理闲置土地、不切实控制商品住宅土地出让价格、不积极建设保障房、柔化中央的财政金融调控政策等，导致房地产调控目标难以实现（谢志焜和曹景钧，2012）。

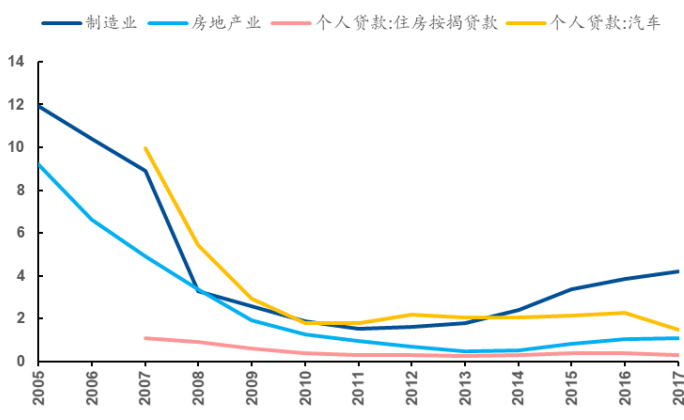
（二）房地产贷款是银行信贷的重要资产

房地产贷款不良贷款率相对较低。房地产受通货膨胀的影响较小，具有较大的增值空间。目前各银行根据不同的土地用途及物业类别执行以下不同的抵押率：土地类别为出让的住宅抵押率最高为 70%；土地类别为划拨的住宅抵押率最高为 60%；别墅类住宅抵押率最高为 50%~60%；商业门面和写字间抵押率最高为 50%。贷款单位或个人一旦违约时，金融机构能够通过拍卖担保房地产的方式，强制收回违约代扣款的本金及利息，贷款的安全性与可靠性较好。

房地产贷款的安全性使其成为银行信贷的重要资产。自 2004 年以来，商业性房地产贷款余额快速增长，由 2004 年底的 2.38 万亿增至 2019 年一季度的 40.5 万亿，增加 16 倍；同期金融机构各项贷款余额则由 17.74 万亿增长为 142.1 万亿，仅增加 7 倍。相应的，商业性房地产占各项贷款余额的比例也由 13.4% 升至 28.5%。

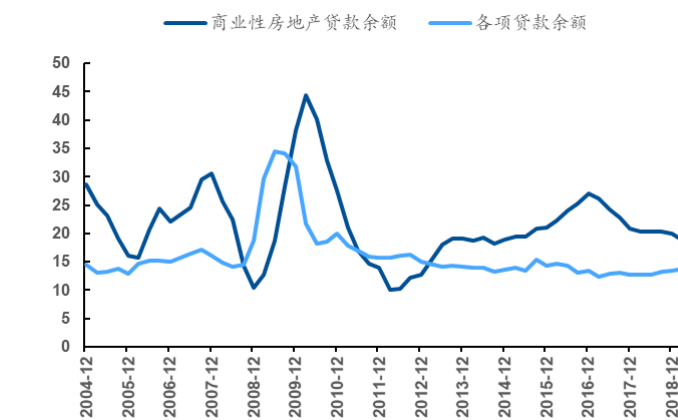
倘若房价大幅下跌，可能使得商业银行贷款难以收回，不良率大幅提升，资本充足率下降，甚至出现流动性危机，并形成系统性金融危机。防风险也成为房地产调控的一大约束条件。

图 28：房地产贷款不良率相对较低（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：房地产贷款快速增长（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）房地产是中国经济的支柱产业

房地产是中国经济的支柱产业。需求端，房地产开发投资对经济增长的贡献率逐渐下降。生产端，广义房地产对经济增长的贡献率依然较高，2019年一季度达21.69%。因此，每当中国经济遇到下行压力，就有人呼吁放松房地产调控。

1、需求端，房地产开发投资对经济增长的贡献率逐渐下降

房地产开发投资是全社会固定资产投资的重要组成部分。房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重一直在17%以上，2016年下降至17.2%以后再度回升，2019年前5月占比升至21.2%。房地产开发投资增长对全社会固定资产投资增长的贡献率在2015年最低，为1.9%；2018年达到最高位，为264.8%。

2009年以来，房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法GDP的比重呈倒U型，总体呈下降趋势。在2011年达到7.83%后逐年下降，2018年降至6.03%。

表 6：房地产开发投资对全社会固定资产投资增长的贡献

年份	房地产开发投资 (亿元)	占全社会固定资产投资 的比重 (%)	对全社会固定资产投资 增长的贡献率 (%)
2009	36,241.80	18.70	11.15
2010	48,259.40	20.00	25.29
2011	61,796.90	20.40	22.21
2012	71,803.79	19.70	16.02
2013	86,013.38	19.70	20.04
2014	95,035.61	18.90	13.77
2015	95,978.85	17.40	1.87
2016	102,580.61	17.20	14.70
2017	109,798.53	17.40	20.52
2018	120,263.51	18.92	264.80
2019.05	46,074.89	21.18	17.75

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7：房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法 GDP 的比重

年份	房地产开发投资占全社会固定 资产投资的比重 (%，扣除土地购置费)	固定资本形成总额占 支出法 GDP 的比重 (%)	房地产开发投资形成的固定资本 形成总额占支出法 GDP 的比重 (%)
2009	16.08	44.80	7.20
2010	16.53	45.25	7.48
2011	17.32	45.20	7.83
2012	16.93	45.21	7.65
2013	17.17	45.38	7.79
2014	16.03	44.82	7.19
2015	14.67	43.13	6.32
2016	14.51	42.66	6.19
2017	14.24	42.85	6.10
2018	14.00	43.05	6.03

资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产开发投资对经济增长的贡献率逐渐下降。资本形成对GDP增长率的贡献率逐年下降叠加房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重下行，房地产开发投资对GDP增长

率的贡献率由2009年的13.45%降至2018年的4.35%。

表 8: 房地产开发投资对 GDP 增长的贡献

年份	房地产开发投资占全社会固定资产投资 的比重 (%, 扣除土地购置费)	固定资本形成总额对 支出法 GDP 增长的贡 献率 (%)	房地产开发投资形成的固定资本 形成总额对支出法 GDP 增长的贡 献率 (%)
2009	16.08	83.6455	13.45
2010	16.53	62.6535	10.36
2011	17.32	43.4742	7.53
2012	16.93	41.5772	7.04
2013	17.17	53.088	9.12
2014	16.03	44.9302	7.20
2015	14.67	40.0608	5.88
2016	14.51	41.68623035	6.05
2017	14.24	32.448	4.62
2018	14.00	31.104	4.35

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、生产端，广义房地产对经济增长的贡献率依然较高

借鉴许宪春(2013)，我们利用投入产出开放模型计算房地产业对其他产业的拉动作用：

$$\Delta X = [I - (I - \hat{M})A]^{-1}(I - \hat{M})\Delta F$$

其中， ΔX 为各部门总产出变化的列向量， ΔF 为国内最终使用变化的列向量， \hat{M} 为各部门进口额占国内需求的比例系数向量($m_1 \cdots m_n$)对角化形成的矩阵。A 为直接消耗系数表。各部门总产出变化的列向量乘以各部门的增加值率就可以算出对增加值的直接影响。

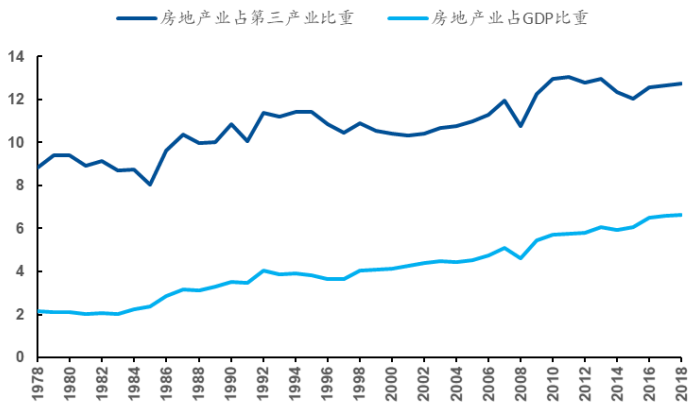
2018 年，房地产开发投资完成额 120263.51 亿元，其中建筑投资 67318.84 亿元，安装工程投资 8673.16 亿元，设备工器具购置 1524.58 亿元，其他费用 42746.94 亿元。其他费用主要包括土地购置费、旧建筑物购置费，不直接形成固定资本，予以扣除。根据上述模型，分析计算房地产开发投资对各行业的拉动作用，可以得到：2018 年，房地产开发投资拉动 GDP 为 67269.40 亿元(含房地产业)，占 GDP 的比重为 7.47%。其中，第一、二、三产业增加值分别为 2543.28 亿元、36985.82 亿元和 27557.75 亿元，占比分别为 3.93%、10.11%和 5.87%。其中，房地产开发投资对建筑业增加值的拉动作用最大，达 16137.11 亿元，占建筑业增加值的比重为 26.11%；对化学产品、非金属矿物制品、金属冶炼和压延加工品、交通运输设备等工业增加值拉动作用明显，拉动全部工业增加值达 20848.71 亿元，占工业增加值比重为 12.12%。对批发和零售、交通运输、信息传输、软件和信息技术服务、金融等第三产业部门也有较强的拉动作用，拉动金融业增加值 6122.47 亿元，占金融业增加值的 8.86%。

2018 年，房地产业增加值为 59846.4 亿元，房地产开发投资拉动的相关行业增加值合计 58644.34 亿元(不含房地产业)，两者合计 118490.74 亿元，占全部 GDP 的 13.16%。

自 1978 年以来，狭义房地产业占 GDP 增加值的比重由 2.17%升至 6.65%，占第三产业增加值的比重由 8.83%升至 12.74%。狭义房地产业对经济增长的贡献率则波动剧烈。2016 年高达

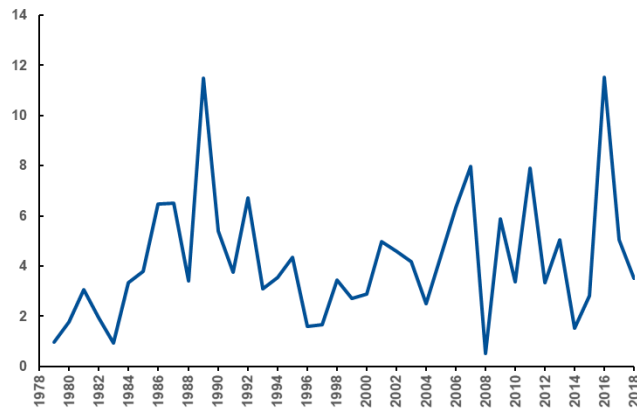
11.51%，2018 年又降至 3.51%。

图 30：房地产业增加值占比提升（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：房地产业对经济增长的贡献率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

广义房地产对经济增长的贡献率依然较高。2018 年一季度，房地产业增加值为 13859.9 亿元，房地产开发投资拉动的相关行业增加值合计 11203.31 亿元（不含房地产业），两者合计 25063.21 亿元，占全部 GDP 的 12.66%。2019 年一季度，房地产业增加值为 14897.4 亿元，房地产开发投资拉动的相关行业增加值合计 12049.33 亿元（不含房地产业），两者合计 26946.73 亿元，占全部 GDP 的 12.63%。房地产业对 GDP 增长的贡献率为 6.69%，房地产相关行业对 GDP 增长的贡献率为 15.01%，两者合计为 21.69%。

（四）历史上的房地产调控屡次让位于稳增长

房地产健康发展关系到民生发展。然而，自 1999 年以来，我国房地产调控仅具备短期效应，在房价过热时实施限售、限价、限购、限贷等短期调控；在房价进入负增长区间后转向放松政策，屡次让位于稳增长。

1999 年，为了配合国家住房制度改革，有效启动房地产市场，促进积压空置商品房的销售，对营业税、契税进行减免。2001 年，为加快消化积压空置商品房，又将“1998 年 6 月 30 日以前建成尚未售出的商品住房”免征营业税、契税的优惠政策延长至 2002 年 12 月 31 日止。

2004 年 3 月国土资源部、监察部又联合发文，严令各地须在当年 8 月 31 日前将协议出让土地中的“遗留问题”处理完毕，否则国土部门有权收回土地，纳入国家土地储备，是为中央政府从土地供给抑制房地产过热的举措。直至 2008 年 8 月，三部委联合印发《2008 年廉租房工作计划》，新增廉租住房保障户数 250 万户，达到 350 万户。央行银监会联合发文要求严格建设项目贷款管理，房地产调控呈收紧状态。

2008 年 9 月，受美国金融危机影响，央行宣布下调一年期贷款基准利率 0.27 个百分点，下调存款准备金率 0.5 个百分点。直至 2009 年 5 月，地方政府自主出台救市政策，房地产迎来一波暴涨。

2009 年 5 月，房地产宏观调控再次卷土重来。到 2014 年，房地产投资增速显著放缓，

房地产销售面积和销售额同比大幅下滑，70个大中城市中房价下跌城市不断增加。随着房地产市场调整的不断加深，各地地方政府从6月开始取消限购，不断放松调控，央行也最终放松首套房认定政策，释放改善性需求。9月下发《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》。10月下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，要求各地放宽公积金贷款条件。

2016年9月30日，北京率先出台房地产收紧政策。此后，上海、广州、深圳等一线城市及部分房价上涨过快的共计20多个城市密集出台针对房地产市场的限购限贷政策。2017年7月，住建部等九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》。直至2019年4月，中央政治局会议再次强调房住不炒定位，落实长效调控机制，房地产调控政策总体维持收紧状态。

表9：房地产调控政策回顾

政策周期	时间	调控政策内容
放松	1999年7月	财政部、国家税务总局：《关于调整房地产市场若干税收政策的通知》
	2001年4月	财政部、国家税务总局：《关于对消化空置商品房有关税费政策的通知》
	2003年8月	国务院发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，将房地产业定位为国家支柱产业
收紧	2004年3月	831大限提高拿地“门槛”，调控开始
	2004年10月	央行10年来首次宣布上调存贷款利率
	2005年3月	房贷优惠政策取消，调控涉及消费层面；国八条出台，调控上升到政治高度(老国八条)
	2006年4月	房贷利率再次上调
	2006年5月	国六条出台，新一轮调控大幕开启
	2007年1-9月	8项政策，5次加息，从金融层面打压房地产
	2008年3-8月	三次上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点；土地闸门再度把紧，商品住宅开发不得超过3年，土地管理不作为将受严惩等10项政策
放松	2008年9月	下调一年期贷款基准利率0.27个百分点，下调存款准备金率0.5个百分点
	2008年10月	系列新政支持房地产，减税降息，地方政府可制定鼓励住房消费的收费减免政策，杭州救市24条，购房入户等
收紧	2009年5月	发改委提出今年将由财政部、税务总局、发改委、建设部负责研究开征物业税
	2009年10月	营业税免征优惠政策终止，国四条出台
	2010年1月	“国十一条”：《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
	2010年4月	“新国十条”：《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
	2011年1月	“新国八条”：把二套房贷首付比例提至60%
放松	2013年2月	“新国五条”：对房价上涨过快的城市及时采取限购措施
	2014年9月	“9.30房贷新政”：《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
	2015年3月	“3.30房贷新政”：《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》
	2015年9月	将不限购城市首套房商贷最低首付比例下调至25%
收紧	2016年3月	“两会”期间，房地产调控定调因城施策去库存
	2016年9月	北京等19个城市重启限购限贷
	2017年7月	住建部等九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》
	2018年3月	“两会”期间强调住房定位，落实地方主体责任，继续实施差别化调控
	2018年5月	住建部：《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
	2018年5-9月	地方政府限价、限购、限售、限贷、限商、限企、限地政策频出
	2018年10月	住建部：《关于巡视整改进展情况的通报》
	2019年4月	中央政治局会议：再次强调房住不炒定位，落实长效调控机制

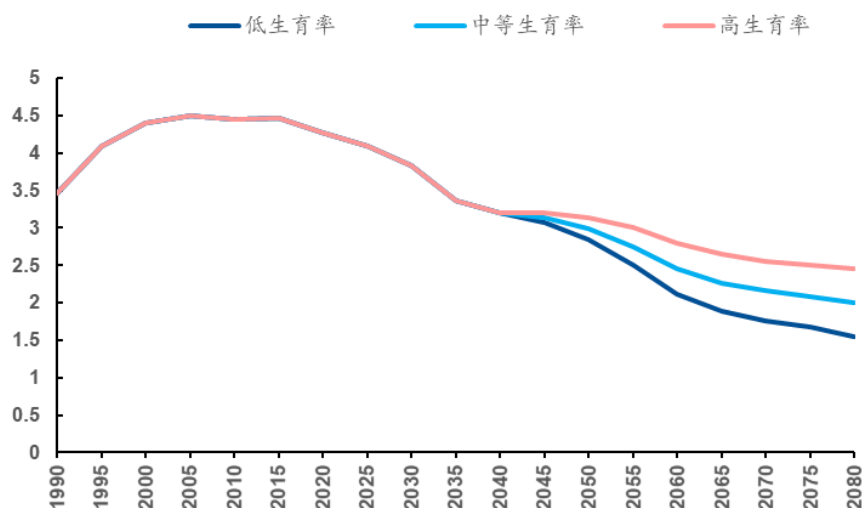
资料来源：民生证券研究院整理

四、中国房地产市场未来的发展路径

(一) 人口结构表明中国房地产需求已经越过拐点

中国 25~44 岁人口数量在 2015 年达到顶峰后进入了下行轨道。25~44 岁人口作为房地产的购买主力，其人数下降也使得房地产需求进入下行周期。

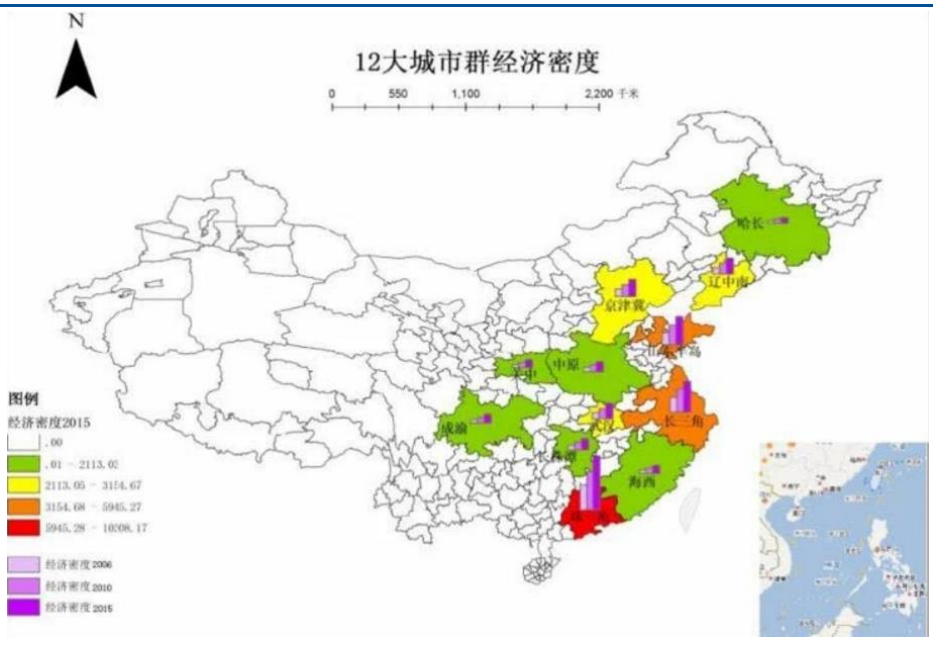
图 32: 中国 25~44 岁人口预测 (亿)



资料来源: 联合国, 民生证券研究院

(二) 城镇化和区域经济一体化使得房地产市场分化发展

图 33: 中国 12 大城市群经济密度



资料来源: 中国城市群一体化报告, 民生证券研究院

城市是生产要素的集聚地和经济发展的主要推动力。城市群 (Urban Agglomeration) 是指以中心城市为核心, 向周围辐射构成的多个城市的集合体。城市群的形成是经济发展

和产业布局的客观反映，并已成为发达国家城市化的主体形态（顾朝林，2011）。通过城市和区域之间的协同分工，这些城市群正成为全球经济的增长极。

在2016年出台的“十三五”规划中，中国提出要建设京津冀、长三角、珠三角世界级城市群和发展16个其他城市群和两个城市圈。近年来，包括京津冀、长三角、珠三角（粤港澳大湾区）在内的城市群发展规划陆续出台，城市群的发展不断加快。

城市群发展的关键在于一体化，资源要素在更大区域范围内的快速流动和优化配置，经济活动和人口向城市群地区集聚。人口的流动使得房地产市场分化发展。人口流入的中心城市房地产需求保持稳定，而三四线城市随着人口的流出房地产市场承压。2015年，12大城市群中，珠三角的经济密度遥遥领先，长三角和山东半岛紧随其后，京津冀、辽中南和武汉城市群居于第三梯队。

（三）房住不炒的国际经验

住房对于每个人来讲都是刚需，房子对于每个人来讲不只是住所，也是家的概念。严格地讲，房地产属于社会领域而非经济领域，如果一定要将其视为经济领域，也是社会属性极强的经济领域（郑永年和付胜南，2019）。因而，国际上，各个国家都根据本国国情采取了不同的政策保障居民的居住需求。比较典型的有新加坡、德国等模式。

1、新加坡模式

新加坡于1960年成立建屋发展局，1964年实行“居者有其屋”计划，让新加坡人拥有自己的住房。目前超过80%的新加坡人住在自己购买的政府公共住房中。2008年，新加坡“居者有其屋”计划获得联合国公共服务奖。

新加坡实施组屋计划，一方面是为了塑造国家认同，一方面是为了培育中产阶级，实现社会的稳定和经济的进一步发展。

“政府组屋”由国家建屋局自行组织实施。建屋局，是新加坡公共住房建设制度的核心，直接由国家发展部负责，司职于全国公共住房的土地储备、建设及运营。组屋市场是政府调控下的市场，价格是由政府控制的。

组屋政策的实行，需要有两个辅助条件，一个是土地，一个是资金。土地方面，新加坡在1966年就通过了土地征收法案，政府可以征用私人土地用于国家建设，而且政府有权调整土地定价。资金一方面来自政府拨款，一方面来自公积金。

为保证组屋计划行之有效，建屋局在各个环节都设立了严密细致的制度规范。根据新加坡的规定，公民工资必须在一定低的限度内（高收入者没有资格申请组屋），才有资格申请组屋，并且这个限度也在不断随着经济社会的发展而调整。每个新加坡人一辈子至少可以买两套组屋，但是不可以同时拥有两套组屋。组屋购买者享有99年的产权，1年之内不能整房出租，5年之内不能转售组屋。组屋卖掉了还是组屋，属于政府，私人之间不能买卖组屋，出卖组屋时组屋的增值部分属于居民所有。

2、德国模式

德国政府将居民住房问题纳入到社会福利与社会保障体系之中，并将“房地产业”的发展纳入法制轨道加以规范和管理，使全体居民的住房问题得到了较好的解决，在社会的稳定与和谐中起到了积极作用（阎金明，2007）。

德国的多层次保障主要有以下几个部分组成：

一是公共住宅的建设与供应。战后，德国面临非常严重的房屋短缺。为此，政府在大力推动低价住宅建设的同时，也从农民手中购买土地，建设房屋提供给居民。

二是立法保证住宅市场相对稳定，确保“居者有其屋”。如在法律上做出规定，严格禁止“二房东”行为，认为这将会“明显引起价格上升的趋势”。每2年公布一次租房市场的平均价格；在立法中将承租人视为弱势一方加以保护；国家和教会控制部分土地甚至住房，优惠提供给低收入群体；通过社会福利与救助体系，让低收入者也可以买得起房；经商用房租价可随行就市，但居住用房的租价受到严格控制。

三是住房储蓄制度。德国住房储蓄制度有三大支柱：（1）固定利率、低息互助。住房储蓄制度独立于德国资本市场，存贷款利率不受资本市场供求关系和通货膨胀等利率变动因素的影响。（2）政府的储蓄奖励。参加住房储蓄的低收入居民可以得到政府的奖励。

（3）政府对住宅价格的有效调控，以及住宅价格的相对稳定，保证了储蓄的住宅购买力不发生大的变化，也是住房储蓄制度得以发展的一个重要因素。

四是购房财政税收政策。政府一般通过财政投入、提供低息或无息贷款、进行基础设施配套建设等手段来对福利房的建设予以扶持。低收入群体、弱势群体则向政府有关部门提出申请，得到福利住房。政府还根据家庭人口、收入及房租支出情况给予居民以适当补贴，保证每个家庭都能够有足够的住房支付能力。

（四）香港房地产调控的经验教训

香港政府自20世纪50年代开始介入房地产市场，推行公共房屋制度。70年代，推出“十年建屋计划”。80年代，推出“居者有其屋计划”、“长远房屋战略”和自置居所贷款计划等，改善了香港居民的住房条件。然而，国际顾问机构 Demographia 发布的《2019年全球城市房价负担能力报告》表明，香港第9次登顶成为全球房价最难负担的城市，居民房价负担难度较2018年再创新高。

历史上，香港政府多次对房地产市场进行调控，然而，却未能解决高房价问题。香港房地产调控的经验教训有（姜鹏和文雯，2015）：

第一，以土地出让收入为主的财政依赖使得政府与房地产形成利益共同体，土地供应不足。当政府意图加大土地供应时，利益集团也会以环保等各种要求反对。同时，由于房产商具有较高的议价能力，土地出让金全部转嫁到购房者身上。房产税作为财产税，可以调节居民财富分配，而土地出让金则使得有房者收益，加剧了财富分配恶化，不利于经济的可持续发展。

第二，交易税抑制了二手房供应。由于没有从源头上改变香港土地投放紧张和住房供应不足的现状，未能打破房价上涨预期，交易成本的上升只是使得卖家提高售价，减少了

二手房的供应。

第三，租金收益率提高助推房价上涨。较高的租金收益率提升了住宅的投资价值，增加了投资需求，减少了二手房的供应量。

（五）中国房地产市场的发展方向

1、中国房地产市场发展的目标

共同富裕才是社会主义，财富分配再平衡经济才能持续发展。中国房地产市场发展的社会目标是居民住有所居，财富分配再平衡，培育中产阶级；经济目标是恢复价格体系均衡，防止资源过度流入房地产业，促进经济转型升级。根据国际经验，中国房地产市场的发展方向大概率是将住宅的投资属性与消费属性分离，由政府提供单纯具有消费属性的高性价比住宅，同时调控房地产投资市场，防止房地产泡沫导致资源过度流入。

2、中国房地产市场的发展路径

中国房地产市场的长效机制的建立有以下几方面内容：

第一，堵疏结合降低房产投资属性。一方面，推进财税体制改革，地方财政收入来源由土地出让为主改为房产税为主。明确房产税推出时点，二套房征收较高的房产税与空置税，增加房产投资成本。一方面大力发展股权市场，改善公司治理，减税降费提高上市公司投资回报率，分流投资资金。

第二，成立政府专门部门提供低价公共住宅。对公共住宅用地和区位进行专门规划，保障公共住宅具有和商品房一样的性价比，通过财政投入、提供低息或无息贷款、进行基础设施配套建设等手段来对福利房的建设予以扶持，同时通过公积金和住房储蓄银行满足资金需求。类似新加坡，公共住宅仅允许回售给政府，但出售者可以享受增值收益。但由于人员的流动性，允许多次购房公共住宅，但不可以同时拥有两套。

第三，立法保证住宅市场相对稳定。严格禁止“二房东”行为，公布租金指导价，抑制租金价格过快上涨。通过严格管控房价，降低房地产行业利润率，防止资源过度流入房地产业。

第四，根据家庭人口、收入及房租支出情况给予居民以适当补贴，保证每个家庭都能够有足够的住房支付能力，缓解房地产对消费的挤出。在打破房价上涨预期之后，降低首付比和贷款利率减轻消费者负担。

五、房住不炒对大类资产配置的影响

（一）房住不炒要求货币政策维持稳健

中国经济有压力有韧性。短期来看，虽然中国经济面临一定的下行压力，地产是支撑经济增长的重要力量，2019年一季度房地产业及房地产相关行业对GDP增长的贡献率合计达21.69%。但是，我们也要看到，房地产对经济的挤出效应已经超越拉动效应，倘若房价继续上涨，可能导致中国经济难以顺利转型升级，金融风险不断加大。同时，中国经

济具有强劲的韧性，不会因为房地产调控增长失速。一是人口红利转向人才红利，创新驱动支撑潜在增长率；二是创新和技术进步提升投资回报率，新兴产业和装备制造业维持高速增长；三是减税降费与消费刺激政策有望逐渐生效；四是区域经济一体化支撑基建和地产需求。

依赖房地产稳增长将阻碍中国经济转型升级，加大金融体系的系统性风险。房住不炒要求中国货币政策维持稳健。全面降准恐将使得中国杠杆率进一步提升。降息虽可部分对冲企业盈利下降，减轻家庭还贷负担。但是，在房价上涨预期没有打破的情况下，降息恐将加剧房价上涨预期，使得居民通过假离婚等各种方式规避监管，投资房产消除资产保值焦虑。最终依然会挤出消费，不利于经济结构调整。货币过于宽松恐将再度推高房价，短期内使得企业盈利能力加速下滑，中长期内将使得中国总和生育率进一步下降，加剧人口老龄化。因而，政府仍需保持定力，维持稳健的货币政策，防止过度刺激；坚持房地产调控基本原则不动摇，防止地产挤压消费、抑制创新，加剧经济失衡，必要时以经济的暂时下行换来长期的健康发展。同时，坚持供给侧结构性改革，坚持改革开放，加大减税降费力度，提高企业投资回报率；充分发挥财政的再分配功能，改善居民财富和收入不平等状况，促进消费增长。加大财政赤字，保持适度的传统基建增速托底经济。

（二）居民财富配置重心转移，中国有望迎来股债双牛

当前，中国家庭大部分资产配置在房地产上，金融资产占比远低于美国。随着房价刚性上涨预期被打破，资金流入金融市场，无风险利率有望下行。倘若科创板能带动中国资本市场健康发展，监管当局加大对上市公司违法违规的查处和惩罚力度，上市企业公司治理水平提升。消费增长叠加减税降费对企业盈利的支撑，中国有望迎来股债双牛。

风险提示

中美贸易摩擦加剧，财税体制改革遇阻，全球政治经济形势发生变局。

参考文献

- [1]Ahearne A G , Ammer J , Doyle B M , et al. House prices and monetary policy: a cross-country study[J]. Social Science Electronic Publishing, 2005(49):65-78.
- [2]Aron J , Duca J V , Muellbauer J , et al. Credit, Housing Collateral, and Consumption: Evidence from Japan, the U.K. and the U.S[J]. Review of Income and Wealth, 2012, 58(3).
- [3]Farhi E, Tirole J. Bubbly Liquidity[J]. Review of Economic Studies, 2012, 79(2):678-706(29).
- [4]Ludwig A, Sløk T. The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries[J]. Social Science Electronic Publishing, 2002, 02(1).
- [5]Muellbauer J . Housing, Credit and Consumer Expenditure[J]. Cepr Discussion Papers, 2008:267- 334.
- [6]Slacalek J. What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth[J]. B E Journal of Macroeconomics, 2009, 9(1): 1-37.
- [7]Tirole J . Asset Bubbles and Overlapping Generations[J]. Econometrica, 1985, 53(6):1497.
- [8]Zhang W X . The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China[J]. Journal of Political Economy, 2011, 119(3):511-564.
- [9]. 大江南北 石破天惊出“地王” [J]. 国土资源, 2002 (12) :16-17.
- [10]陈斌开, 杨汝岱. 土地供给、住房价格与中国城镇居民储蓄 [J]. 经济研究, 2013, 48 (01) : 110-122.
- [11]陈健, 陈杰, 高波. 信贷约束、房价与居民消费率——基于面板门槛模型的研究 [J]. 金融研究, 2012 (04) :45-57.
- [12]陈彦斌, 邱哲圣. 高房价如何影响居民储蓄率和财产不平等 [J]. 经济研究, 2011, 46 (10) :25-38.
- [13]董珍. 高房价降低了中国工业企业 TFP 吗——基于要素成本视角的研究 [J]. 宏观经济研究, 2018 (10) :35-52.
- [14]杜莉, 沈建光, 潘春阳. 房价上升对城镇居民平均消费倾向的影响——基于上海市入户调查数据的实证研究 [J]. 金融研究, 2013 (03) :44-57.
- [15]顾朝林. 城市群研究进展与展望 [J]. 地理研究, 2011, 30 (05) :771-784.
- [16]贺丹, 张许颖, 庄亚儿, 王志理, 杨胜慧. 2006~2016 年中国生育状况报告——基于 2017 年全国生育状况抽样调查数据分析 [J]. 人口研究, 2018, 42 (06) :35-45.
- [17]胡颖之, 袁宇菲. 中国住宅销售价格对居民消费的影响 [J]. 经济学 (季刊), 2017, 16 (03) :1031-1050.
- [18]黄静, 屠梅曾. 房地产财富与消费:来自于家庭微观调查数据的证据 [J]. 管理世界, 2009 (07) :35-45.
- [19]姜鹏, 文雯. 香港楼市近年调控政策得失 [J]. 北京规划建设, 2015 (04) :76-82.
- [20]李畅, 谢家智, 吴超. 房地产投资与制造业:促进效应还是挤出效应——基于非参数逐点回归的实证分析 [J]. 金融经济研究, 2013, 28 (05) :39-48.
- [21]李剑. 住房资产、价格波动与我国城镇居民消费行为——基于传导渠道的分析 [J]. 财经研究, 2015, 41 (08) :90-104.

- [22] 李江一. “房奴效应”导致居民消费低迷了吗?[J]. 经济学(季刊), 2018, 17(01):405-430.
- [23] 李涛, 陈斌开. 家庭固定资产、财富效应与居民消费: 来自中国城镇家庭的经验证据[J]. 经济研究, 2014, 49(03):62-75.
- [24] 李雪松, 黄彦彦. 房价上涨、多套房决策与中国城镇居民储蓄率[J]. 经济研究, 2015, 50(09):100-113.
- [25] 李郁, 洪国志, 黄亮雄. 中国土地财政增长之谜——分税制改革、土地财政增长的策略性[J]. 经济学(季刊), 2013, 12(04):1141-1160.
- [26] 罗知, 张川川. 信贷扩张、房地产投资与制造业部门的资源配置效率[J]. 金融研究, 2015(07):60-75.
- [27] 荣昭, 王文春. 房价上涨和企业进入房地产——基于我国非房地产上市公司数据的研究[J]. 金融研究, 2014(04):158-173.
- [28] 施继元. 美国住房净值贷款发展经验与我国的发展策略研究[J]. 国际金融研究, 2016(10):37-48.
- [29] 孙秀林, 周飞舟. 土地财政与分税制: 一个实证解释[J]. 中国社会科学, 2013(04):40-59+205.
- [30] 王文春, 荣昭. 房价上涨对工业企业创新的抑制影响研究[J]. 经济学(季刊), 2014, 13(02):465-490.
- [31] 王永钦, 高鑫, 袁志刚, 杜巨澜. 金融发展、资产泡沫与实体经济: 一个文献综述[J]. 金融研究, 2016(05):191-206.
- [32] 吴晓霖, 蒋祥林, 苗明. 通货膨胀、财富幻觉与资产定价[J]. 系统管理学报, 2016, 25(06):1009-1015.
- [33] 许宪春, 贾海, 李皎, 等. 房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J]. 中国社会科学, 2015(1):84-101.
- [34] 徐忠, 张雪春, 邹传伟. 房价、通货膨胀与货币政策——基于中国数据的研究[J]. 金融研究, 2012(06):1-12.
- [35] 谢洁玉, 吴斌珍, 李宏彬, 郑思齐. 中国城市房价与居民消费[J]. 金融研究, 2012(06):13-27.
- [36] 谢志岩, 曹景钧. 房地产调控: 从行政控制到利益协调——目标替代的非正式规则与房地产调控模式转型[J]. 公共行政评论, 2012, 5(03):86-112+181.
- [37] 阎金明. 德国、瑞典社会住房制度的特点及启示[J]. 国家行政学院学报, 2007(03):90-93.
- [38] 杨赞, 张欢, 赵丽清. 中国住房的双重属性: 消费和投资的视角[J]. 经济研究, 2014, 49(S1):55-65.
- [39] 易君健, 易行健. 房价上涨与生育率的长期下降: 基于香港的实证研究[J]. 经济学(季刊), 2008(03):961-982.
- [40] 约瑟夫·阿洛伊斯·熊彼特. 经济发展理论[M]. 北京: 商务印书馆, 1990.
- [41] 张杰, 杨连星, 新夫. 房地产阻碍了中国创新么?——基于金融体系贷款期限结构的解释[J]. 管理世界, 2016(05):64-80.
- [42] 郑永年, 付胜南. 重视房地产政策的社会属性——海外学者眼中的中国房地产市场及政策[J]. 治理现代化研究, 2019(02):22-28.
- [43] 中国社会科学院. 中国城市竞争力报告 No. 17: 住房, 关系国与家[R]. 2019.

插图目录

图 1: 中国房价快速上涨 (元/平方米)	5
图 2: 不同等级城市房价涨幅有所分化 (元/平方米)	5
图 3: 中国不同年龄段的房屋面积需求 (平方米)	5
图 4: 美国房地产生命周期	5
图 5: 中国住户部门储蓄率随人口结构变化 (%)	7
图 6: 韩国家庭储蓄率与人口结构变化 (%)	7
图 7: 日本家庭储蓄率与人口结构变化 (%)	8
图 8: 美国家庭储蓄率与人口结构变化 (%)	8
图 9: 中美家庭总资产配置对比 (%)	9
图 10: 各国家庭金融资产配置占比 (%)	9
图 11: 中国 M2 与名义 GDP 增长率 (%)	10
图 12: 中国城市家庭金融资产配置结构 (%)	10
图 13: 房价上涨对居民消费的影响	12
图 14: 2017 年部分经济体住户部门偿债比率 (%)	13
图 15: 2017 年部分经济体收入基尼系数 (%)	13
图 16: 中国房价收入比	14
图 17: 房价上涨对企业投资的影响	15
图 18: 主要金融机构本外币中长期贷款余额增长率 (%)	16
图 19: 中国固定资产投资增长率 (%)	16
图 20: 中国总和生育率低于更替水平 (%)	16
图 21: 中国分孩次生育率 (%)	16
图 22: 中国 15~64 岁人口预测 (亿)	18
图 23: 三大需求对 GDP 增长的拉动 (%)	18
图 24: 中国高技术产业增速 (%)	18
图 25: 中国三大产业构成 (%)	18
图 26: 地方财政收支占比 (%)	19
图 27: 土地出让是地方政府的重要收入来源	19
图 28: 房地产贷款不良率相对较低 (%)	20
图 29: 房地产贷款快速增长 (%)	20
图 30: 房地产业增加值占比提升 (%)	23
图 31: 房地产业对经济增长的贡献率 (%)	23
图 32: 中国 25~44 岁人口预测 (亿)	25
图 33: 中国 12 大城市群经济密度	25

表格目录

表 1: 中国各行业盈利能力 (%)	6
表 2: 中国大类资产历年表现 (%)	8
表 3: 50 个典型城市租金收益率	9
表 4: 中国房地产对消费影响的文献研究	13
表 5: 中国育龄妇女不打算再生育的原因	17
表 6: 房地产开发投资对全社会固定资产投资增长的贡献	21
表 7: 房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法 GDP 的比重	21
表 8: 房地产开发投资对 GDP 增长的贡献	22
表 9: 房地产调控政策回顾	24

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

毛健，民生证券研究院宏观固收组研究助理。上海财经大学经济学博士。4年央企汽车装配工艺设计经验，1年金融科技战略规划经验，曾任私募研究员与投资总监，2019年1月加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。