

## 恒大研究院研究报告

城市规划

专题报告

2019/10/23

首席经济学家：任泽平

首席城市研究员：熊柴

✉ xiongchai@evergrande.com

研究员：白学松

✉ baixuesong@evergrande.com

南开大学杜光瑜、李哲滔，北京大学周心怡对本文数据整理有贡献

### 相关研究：

- 1.《粤港澳大湾区：引领新一轮开放创新，打造国际一流湾区和世界级城市群》  
2018-06-06
- 2.《城市“抢人大战”：高质量发展、大都市圈战略和土地财政》  
2018-06-07
- 3.《中国人口大迁移》  
2018-07-10
- 4.《全球房价大趋势》  
2018-08-23
- 5.《中国人口大流动：3000个县全景呈现》  
2018-09-17
- 6.《中国住房存量测算：过剩还是短缺？》  
2018-11-21
- 7.《中国城市发展潜力排名：2019》  
2019-04-12
- 8.《中国十大最具发展潜力城市排名：2019》  
2019-05-24
- 9.《十大最具潜力都市圈：中国都市圈报告 2019》  
2019-06-20
- 10.《哪里的房子涨幅大：以北京为例》  
2019-06-23
- 11.《中国城市群发展潜力排名：2019》  
2019-07-23
- 12.《中国住房存量报告：2019》  
2019-08-16

**导读：**当前中国住房市值是多少？在国际处于什么水平？上述问题关系到认清中国房地产市场未来、住房政策调整等。以恒大研究院 8 月报告《中国住房存量报告：2019》为基础，我们首次测算了全国、各省级、各地级单位的住房市值。

### 摘要：

现有住房市值研究均存在明显问题，或夸大其辞，或混淆口径。网文流传“2017 年中国房产市值达 65 万亿美元，超美国、欧盟、日本总和”，在量上错误地把商品房等同于商品住宅，且误以高估的人均住房面积计算导致高估住房存量，在价上把规模庞大、但缺乏流动性的农村住房按商品房价格计算。**本文的研究思路是：**以市价法测算中国不同类别的城镇住房市值，以成本法测算中国农村住房市值，并主要以 OECD 公布的国际住房市值数据为基础推算当前值作为比较。

**中国住房市值有多大？** 1) 2018 年中国住房市值 321 万亿元，是 GDP 的 3.6 倍，占股债房市值的 71%。2000-2018 年，中国住房市值从 23 万亿元增至 321 万亿元，年均增长 15.7%；其中，住房存量增加、房价上涨分别贡献 11%、89%。人均住房市值从 1.8 万元增至 23 万元，年均增长 15.2%，高于人均 GDP 年均增长的 13.8%。住房市值年均增速超过名义 GDP 的 13%，因此住房市值与 GDP 的比例从 233% 增至 356%。住房市值占股债房市值的比例由 75% 波动下降至 71%；2000 年比例较高的主要原因在于当时资本市场初步发展，股市债市规模合计 7.7 万亿元，仅相当于 GDP 的 77%。2) 东部地区住房市值占全国超 6 成，粤京沪苏浙鲁 6 省住房市值占 5 成。分地区看，2018 年东部、中部、西部、东北地区住房市值占比分别为 63.2%、17%、15.4%、4.4%，而对应的住房存量占比分别为 37.9%、29.4%、26.4%、6.3%，东部地区住房市值占比明显超过住房存量主要在于房价较高。分省看，全国 51% 的住房市值集中在广东、北京、上海、江苏、浙江、山东 6 个沿海发达省份；除宁夏外，其余省份的住房市值与 GDP 的比例均大于 150%，北京、上海、浙江、福建、天津等 8 省超过 330%。3) 一线住房市值占全国四分之一，66 城住房市值与 GDP 比例大于 350%。分线看，一线、二线、三四线住房市值占全国比重分别为 25%、31%、44%，而其住房存量占比分别为 4.1%、19.8%、76.1%，住房市值与 GDP 的比例分别为 693%、345%、259%。一二线住房市值高主要源于人口长期集聚下的人地严重错配和货币长期超发，房价明显较高。具体来看，住房市值与 GDP 的比例小于 150%、在 150%-250% 之间、在 250%-350% 之间、大于 350% 的地级单位分别有 47、120、103、66 个。其中，住房市值与 GDP 的比例小于 150% 的城市多在西部地区，经济相对落后，人口总量小且长期外流。住房市值与 GDP 的比例大于 350% 的城市主要分为两类：一是北京、上海、深圳、杭州、南京、厦门等核心城市；二是三亚、丽水、大理、恩施等旅游城

市。可以发现，城市层面住房市值与 GDP 的比例高低与该城市房地产风险大小并无明显联系。

中国住房市值在国际处于什么水平？1) 与发达国家相比，中国住房市值及与 GDP、股债房市值的比例均较高，但人均住房市值低。从住房市值看，2018 年中国为 47 万亿美元，明显大于美国的 26 万亿美元、日本的 10 万亿美元、英法德三国合计的 28 万亿美元。从住房市值与 GDP 的比例看，2018 年中国为 356%，高于美国、日本、德国、英国、法国的 126%、208%、238%、320%、341%。中国住房市值及其与 GDP 比例较高源于人地错配，一二线高房价，三四线高库存，导致全国住房市值高。从住房市值占股债房市值的比例看，2018 年中国为 71%，高于美国的 28%、日本的 37%、英国的 51%、法国的 58%、德国的 66%。但从人均住房市值来看，2018 年中国为 3.3 万美元，远低于美国、日本、英国、法国、德国的 7.9、8.1、13.6、14.1、11.5 万美元。中国住房市值与股债房市值的比例较高还在于中国资本市场发育不成熟，直接融资比例较低，导致股票、债券市值较低。2) 与发达国家相比，中国居民家庭配置房产比例较高。2018 年中国居民家庭住房资产在家庭总资产中占比达到 57%，高于英国的 49%、日本的 37%、美国的 24%、德国的 22%。在中国较高房产比例的另一面，则是较低比例的金融资产配置。2018 年中国居民金融资产配置占比为 40.4%，远低于美国的 70.6%、日本的 63.9%、英国的 53.4%，略高于法国的 39.2%。

**政策建议：**1) 以人地挂钩和金融稳定为核心加快构建房地产长效机制，建立居住导向的新住房制度。包括：以常住人口增量为核心改革“人地挂钩”，优化土地供应；保持房地产金融政策稳定；转变住房供应结构，丰富供应主体；推进房地产税改革，抑制投机型需求。2) 振兴资本市场，促进居民家庭优化资产配置结构。包括：提高直接融资比重，建立市场主导型金融体系；进一步推行注册制，提高机构投资者占比，引导价值投资理念；继续加大证券欺诈的惩处力度，加快修订《证券法》，联动修改《刑法》等相关法律。

**风险提示：**结合城镇住房来源结构假设了各类城镇住房的折价系数；农村住房市值以成本法估算但未考虑折旧。

## 目录

1 如何研究住房市值？ .....	5
1.1 现有住房市值数据真伪识别 .....	5
1.2 研究思路与主要假设 .....	5
2 中国住房市值有多大？ .....	8
2.1 2018 年中国住房市值 321 万亿元，是 GDP 的 3.6 倍，占股债房市值的 71% .....	8
2.2 东部地区住房市值占全国超 6 成，粤京沪苏浙鲁 6 省住房市值占 5 成 .....	8
2.3 一线住房市值占全国四分之一，66 城住房市值与 GDP 比例大于 350% .....	9
3 中国住房市值在国际处于什么水平？ .....	12
3.1 中国住房市值与 GDP、股债房市值的比例在国际均较高，但人均住房市值低 .....	12
3.2 中国居民家庭住房资产在总资产中占比为 57%，高于西方发达国家 .....	13
4 政策建议 .....	14
4.1 以人地挂钩和金融稳定为核心加快构建房地产长效机制，建立居住导向的新住房制度 .....	14
4.2 振兴资本市场，促进居民家庭优化资产配置结构 .....	15

## 图表目录

图表 1: 统计局城镇人均住宅建筑面积存在高估 .....	5
图表 2: 商品房包括住宅、商业用房和其他建筑 .....	5
图表 3: 全国城镇住房来源及均价 .....	6
图表 4: 2000-2018 年中国住房存量 .....	6
图表 5: 2000-2018 年中国住房平均单价 .....	6
图表 6: 2000-2018 年中国住房市值增长 13.7 倍 .....	8
图表 7: 2018 年中国住房市值是 GDP 的 3.6 倍 .....	8
图表 8: 2018 年分地区住房市值 .....	9
图表 9: 2018 年分地区人均住房市值 .....	9
图表 10: 2018 年分省住房市值/GDP .....	9
图表 11: 2018 年分省人均住房市值 .....	9
图表 12: 一线城市住房市值约占全国四分之一 .....	10
图表 13: 分线城市人均住房市值 .....	10
图表 14: 一二线流入三线停滞四线流出 .....	11
图表 15: 一线核心城市土地供给严重不足 .....	11
图表 16: 住房市值超过 2 万亿元的城市 .....	11
图表 17: 住房市值低于 600 亿元的城市 .....	11
图表 18: 人均住房市值超过 30 万元的城市 .....	12
图表 19: 住房市值/GDP 较高的城市 .....	12
图表 20: 1995-2018 年美德英法住房市值/GDP .....	12
图表 21: 主要国家住房市值概览 .....	12
图表 22: 2005-2018 年主要国家住房市值/房债股 .....	13
图表 23: 2018 年主要国家人均住房市值 .....	13
图表 24: 各国宏观法直接融资占比 .....	13
图表 25: 2000-2018 年住房资产占比 .....	14
图表 26: 2018 年中国居民住房资产占比为 56.9% .....	14
图表 27: 主要国家住房资产占比 .....	14
图表 28: 2018 年居民金融资产配置占比 .....	14

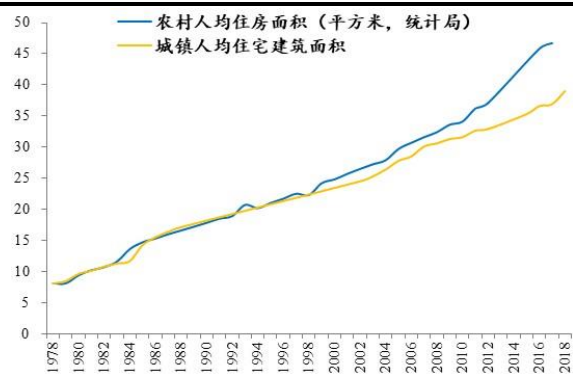
# 1 如何研究住房市值？

## 1.1 现有住房市值数据真伪识别

当前中国住房市值是多少？与 GDP 的比例是否偏高？发达国家的情况又是如何？对上述问题的解答不仅关系到中国房地产市场未来如何发展，也关系到住房政策应如何调整。现有住房市值研究均存在明显问题，或夸大其辞，或混淆口径。

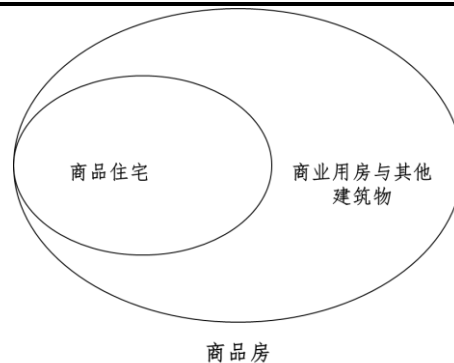
网文流传“2017 年中国房产市值达 65 万亿美元，超美国、欧盟、日本总和”，在量上错误地把商品房等同于商品住宅，且误用高估的人均住房面积从而高估住房存量，在价上把规模庞大、但缺乏流动性的农村住房按商品房价格计算。网文做法为：使用国家统计局公布的“2017 年新建商品房销售金额 133701 亿元”除以“销售面积 169408 万 m<sup>2</sup>”，得到“7982 元/m<sup>2</sup>”。国家统计局公布了“全国总人口 13.95 亿人”、“全国居民人均住房建筑面积 40.8 平方米”。40.8 m<sup>2</sup>/人×13.95 亿人×7892 元/m<sup>2</sup>=448 万亿元人民币，按美元汇率折算，恰好是 65 万亿美元。网络做法主要有以下两方面错误：第一，在量上高估住房存量，错误地把商品房等同于商品住宅，实际上商品房包括商品住宅、商业用房以及其他建筑物。而且，国家统计局公布的人均住房建筑面积数据因抽样偏差可能存在高估。虽然住户调查理论上既包括家庭户，也包括集体户，但由于住户调查样本每五年轮换一次，需保证一定稳定性，实践中抽取样本多为当地有房产家庭，对流动性较大、居住空间较小的常住外来人口、少量居无定所的无房产覆盖不足，因此存在一定高估。第二，由于中国城乡土地二元分割，农村土地不具有市场意义的流通、交易价值，把 2017 年新建住房平均价格当作中国全部房产平均价格是错误的。

图表1：统计局城镇人均住宅建筑面积存在高估



资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表2：商品房包括住宅、商业用房和其他建筑



资料来源：恒大研究院

## 1.2 研究思路与主要假设

鉴于上述情况，我们的研究思路是：以市价法测算中国不同类别的城镇住房市值，以成本法测算中国农村住房市值，并主要以 OECD 公布的国际住房市值数据为基础推算当前值作为比较。在数据处理过程中，剔除了省直辖县。

第一，地级层面不同类型的城镇住房存量乘以相应单价得到地级城镇住房市值，地级层面加总得到各省及全国城镇住房市值。房价使用中国房地产协会旗下房价行情网公布的 2018 年地级层面城镇二手房价格数据。城镇住房面积使用我们 2019 年 8 月的研究报告《中国住房存量报告：2019》测算的全国、各省级、各地级的城镇住房存量。其中，由于城镇

住房类型很多，价格明显差异，因此需先分类假定价格计算不同类型的住房市值再加总。具体做法如下：

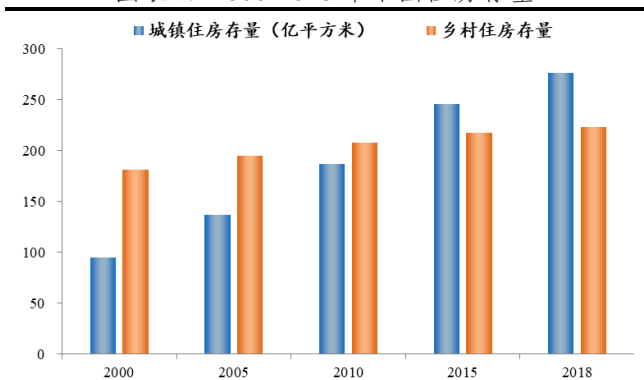
1) 人口普查和“小普查”等资料将城镇家庭户住房按来源分为新建商品住房、二手房、公房、经济适用房及两限房、自建房、租赁廉租房及公租房、租赁其它住房、其他等八类。商品住房、二手房、公房可正常交易，按标准价；廉租房、公租房面向住房困难群体，不可交易，假定按 50% 折价；经济适用房和两限房新房售价比周边同类商品住房低 20%-25%，经济适用房 5 年后可上市交易，届时要按照与同地段普通商品住房差价的一定比例向政府交纳土地收益等相关价款，此类型住房假定按 85% 折价；其余类别假定一半按标准价交易，一半按 50% 折价，即 75% 折价。全国来看，2015 年八类住房比例较 2010 年变化不大，我们使用 2015 年地级住房来源占比代表 2018 年，缺失的地区使用 2010 年数据代替。各地八类城镇家庭户住房存量乘以相应的单价得到地级城镇家庭户住房市值，地级相加得到全国城镇家庭户住房市值。2) 城镇集体户学生宿舍不可交易，按 50% 折价，城镇集体户非学生宿舍按标准价。各地两类城镇集体户住房存量乘以相应的单价得到地级城镇集体户住房市值，地级相加得到全国城镇集体户住房市值。全国城镇家庭户住房市值与城镇集体户住房市值相加得到全国城镇住房市值。3) 全国城镇住房市值除以城镇存量得到当年全国城镇房价。结合 OECD 历年名义房价指数变化得出历年城镇房价，乘以历年城镇存量得出历年城镇住房市值。

图表3：全国城镇住房来源及均价

城镇住房来源		2010 年存量占比	2015 年存量占比	折价系数
城镇家庭户	新建商品房	20.7%	22.5%	100%
	二手房	4.4%	7.0%	100%
	公房	12.3%	10.8%	100%
	经济适用房、两限房	3.9%	2.9%	85%
	自建房	30.1%	32.6%	75%
	租赁廉租房、公租房	2.3%	2.1%	50%
	租赁其它住房	17.8%	13.3%	75%
	其他	3.9%	4.6%	75%
城镇集体户	学生宿舍	2.2%	2.0%	50%
	非学生宿舍	2.3%	2.4%	100%

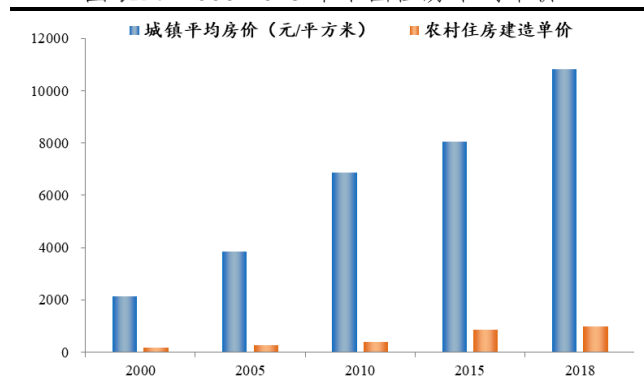
资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表4：2000-2018 年中国住房存量



资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表5：2000-2018 年中国住房平均单价



资料来源：国家统计局，恒大研究院

**第二，农村住房存量乘以农村住房建造单价得到中国农村住房市值。**以人口普查、“小普查”农村家庭户住房数据为基础，通过合理假设集体户人均住房面积与家庭户人均住房面积的比例关系估算农村集体户住房面积，从而得到2000、2005、2010、2015年农村住房存量，进而根据2010-2015年增长趋势推算2018年农村住房存量为224亿平。2012年及之前年份农村住房建造单价数据来源于《中国统计年鉴》，2013-2017年来源于《中国住户统计年鉴》，2018年数据参考2015-2017年变化情况进行推算，农村住房存量乘以农村住房建造单价得到中国农村住房市值。依据同样做法可以得到各省级、地级的农村住房市值。中国城镇和农村住房市值相加即为全国住房市值。

**第三，主要以OECD公布的国际住房市值数据为基础推算当前值作为比较。**国际各国统计部门公布的房地产数据口径并非完全一致。美国经济分析局根据部门类别公布数据，且并未单独公布土地价值数据；英国资产负债表将建筑物分为“住房”、“住房以外的建筑物”、“其他建筑结构”三大类，只公布了土地总价值，没有单独列出各类土地价值；日本总务省公布的“宅地”市值数据指的是建设用地，并非住房所依附的土地。OECD公布了各国1995-2014年住房价值及其所依附的土地价值数据，我们根据相同的口径“住房价值+住房土地价值”，结合OECD公布的各国名义房价指数变化，对OECD2015-2018年缺失数据进行合理估算，进而得到国际各国1995-2018年住房市值。另考虑到日本的两次地产泡沫分别出现在上世纪70年代和90年代初，OECD数据并未覆盖，我们根据日本总务省统计局数据对日本1955-2018年市值进行补充测算。

其中主要有三点需要说明：

**一是假定中国的住房价值包含土地价值。**房地产有广义、中层、狭义三大口径。广义口径包含所有建筑物，比如住房、写字楼、综合体、医院、学校、政府等，中层口径包含住宅和写字楼等商业地产，狭义口径单指住宅。此外，考虑到建筑物依附土地而存在，房地产总市值应该包括建筑价值以及所依附的土地价值。需要明确我们所测算的是狭义口径的房地产市值，即住房市值。大部分欧美主要西方国家单独公布了住房价值和土地价值，而中国土地为公有制，具体价值无法量化，并且官方并未公布住房所依附的土地价值。鉴于房地产开发商在开发过程中缴纳了土地出让金，而土地出让金是住房成本之一，土地价值在房价中得以体现，即我们可以认为中国的住房价值包含了土地价值。

**二是假设农村集体户人均住房面积为家庭户的45%。**根据人口普查规定，初中、小学的住校学生，幼儿园全托孩子，一律视为在家中居住，作为其家庭的现有人口；高中及以上阶段住校生按其实际居住情况登记，作为学校的现有人口。我们基于集体户定义、家庭户居住情况和教育部统计的城镇学生宿舍面积，估算城镇集体户与家庭户人均住房建筑面积比例应在27%-45%之间，并依据唯一公开的宁波鄞州区集体户住房数据样本假设全国城镇平均为35%。中国集体户人口主要在城市，农村集体户人口很少，考虑到农村人均面积大，假设农村集体户人均住房面积为家庭户的45%。我们发现，即使45%的比例有偏，对全国农村住房存量的影响不足2亿平，对结果影响很小。

**三是假设各省内不同地级单位的农村住房建造单价相同。**2018年全国和各省农村住房建造单价来源于《中国住户统计年鉴2018》，其中并未公布地级单位的农村建造单价。考虑到各地建材成本差异不大，而且农村住房建造单价较低，各省处于450-1650元/m<sup>2</sup>区间，绝大部分省份建造单价在900元/m<sup>2</sup>左右，我们假设各省内不同地级单位农村住房建造单价相同。需要注意的是，在使用成本法计算农村住房市值时，我们出于简单未考虑折旧。

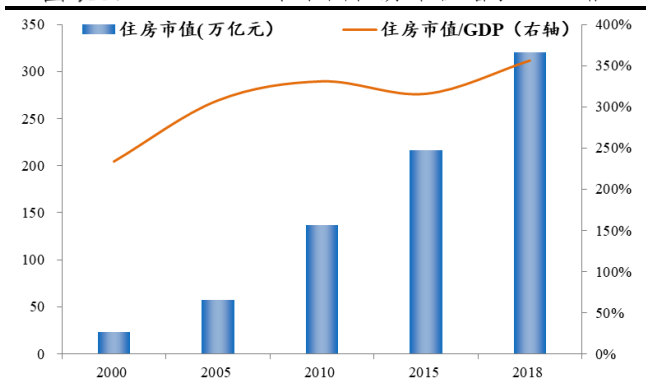
## 2 中国住房市值有多大？

### 2.1 2018 年中国住房市值 321 万亿元，是 GDP 的 3.6 倍，占股债房市值的 71%

2000-2018 年中国住房市值从 23 万亿元增加到 321 万亿元，年均增长 15.7%；其中，住房存量增加、房价上涨分别贡献 11%、89%；人均住房市值从 1.8 万元增加到 23 万元，年均增长 15.2%，高于人均 GDP 的 13.8%。因住房市值年均增速超过名义 GDP 的 13%，住房市值与 GDP 的比例从 234% 增长到 356%。2000 年中国住房市值只有 23.4 万亿元，人均住房市值 1.8 万元，住房市值与 GDP 比例为 233.7%；其中，城镇、乡村住房市值分别为 20.4、3 万亿元，占比分别为 87.2%、12.8%。2010 年中国住房市值为 136.7 万亿元，人均住房市值 10.2 万元，住房市值与 GDP 比例为 331.1%。其中，城镇、乡村住房市值分别为 128.5、8.2 万亿元，占比分别为 94%、6%。到 2018 年，住房市值达到 320.8 万亿元，人均住房市值达到 23 万元，住房市值与 GDP 比例为 356.3%。其中，城镇、乡村住房市值分别为 299.2、21.6 万亿元，占比分别为 93.3%、6.7%。

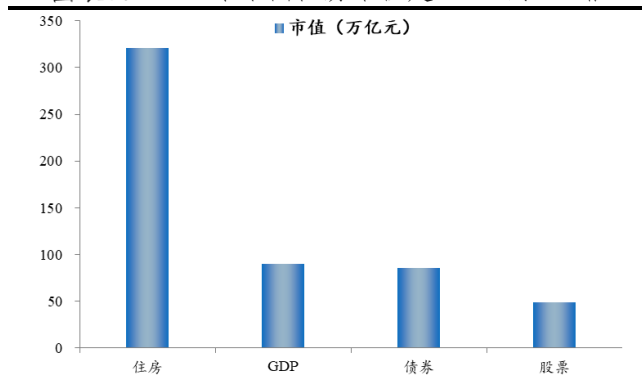
2000-2018 年中国住房市值增长 13.7 倍，股市债市规模合计增长 17.5 倍，住房市值占股债房市值的比例由 75% 波动下降至 71%。2000 年中国股市市值只有 5.1 万亿元，债券（使用债券余额表示债券市场规模）仅有 2.6 万亿元，住房市值占股债房市值的 75.2%。2010 年中国股市市值达到 30.5 万亿元，债券 20.7 万亿元，住房市值占股债房市值的 72.8%。到 2018 年中国股市市值为 48.8 万亿元，债券 85.7 万亿元，住房市值占房债股市值的 70.5%。2000 年住房市值占股债房比例较高的主要原因在于当时资本市场初步发展，股市债市规模合计 7.7 万亿元，仅相当于 GDP 的 77.1%。而到 2018 年，股市债市规模合计达 134.5 万亿元，相当于 GDP 的 149.4%。

图表6：2000-2018 年中国住房市值增长 13.7 倍



资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表7：2018 年中国住房市值是 GDP 的 3.6 倍



资料来源：BIS，国家统计局，恒大研究院

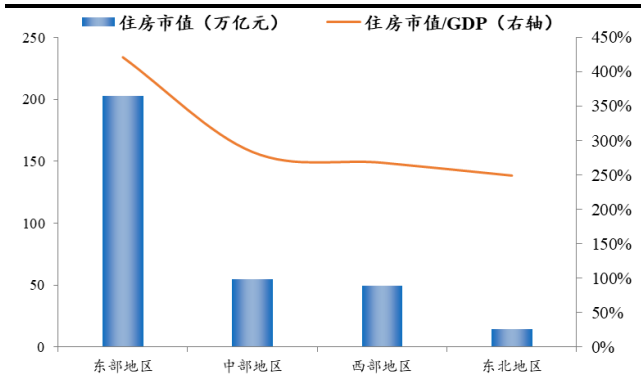
### 2.2 东部地区住房市值占全国超 6 成，粤京沪苏浙鲁 6 省住房市值占 5 成

分地区看，2018 年东部、中部、西部、东北地区住房市值占比分别为 63.2%、17%、15.4%、4.4%，而对应的住房存量占比分别为 37.9%、29.4%、26.4%、6.3%，东部地区住房市值占比明显超过住房存量主要在于房价较高。2018 年东部、中部、西部、东北地区住房市值分别为 202.6、54.6、49.4、14.1 万亿元，分别占全国的 63.2%、17%、15.4%、4.4%；人均住房市值分别为 38.1、14.9、13.1、13.1 万元；住房市值与 GDP 的比例分别为 421.2%、283.6%、249.3%、268%。而对应的住房存量分别为 188.5、146.4、131.1、31.2 亿平，分别占全国的 37.9%、29.4%、26.4%、6.3%。



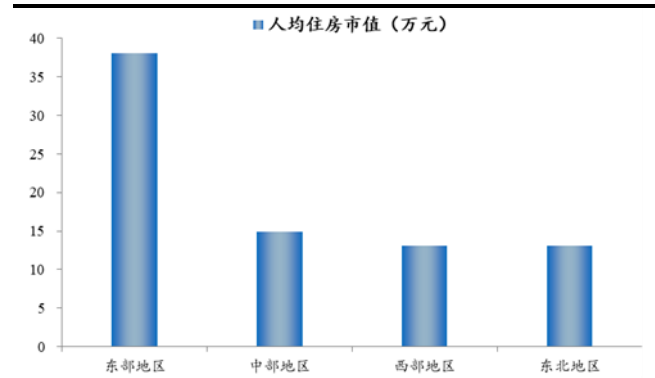
分省来看，当前全国 51% 的住房市值集中在广东、北京、上海、江苏、浙江、山东 6 个沿海发达省份；除宁夏外，其余省份的住房市值与 GDP 的比例都大于 150%，北京、上海、浙江、福建、天津等 8 省超过 330%。从住房市值看，2018 年广东、北京、上海、江苏、浙江、山东 6 个沿海发达省份的住房市值均超过 20 万亿元，合计 164.8 万亿元，占全国的 51.4%。福建、河北、河南、四川、湖北等 14 个省份的住房市值在 5-20 万亿元之间，黑龙江、山西、贵州等 8 个省份的住房市值在 1-5 万亿元之间，青海、宁夏、西藏 3 省不足 1 万亿元。从人均住房市值看，北京、上海、天津、浙江等 8 个省份人均住房市值高于 30 万元，重庆、湖北、山东等 5 个省份人均住房市值介于 15-30 万元，陕西、江西、四川、湖南、河南等 12 个省份人均住房市值介于 10-15 万元，青海、贵州、甘肃等 6 个省份人均住房市值不足 10 万元。从住房市值与 GDP 比例看，北京、上海、浙江、福建、天津等 8 个省份的住房市值与 GDP 比例大于 330%，云南、海南、江西、四川等 13 个省份的住房市值与 GDP 比例在 250%-330% 之间，黑龙江、陕西、山西等 9 个省份的住房市值与 GDP 比例在 150%-250% 之间，宁夏的住房市值与 GDP 比例最低为 139.4%。

图表8：2018 年分地区住房市值



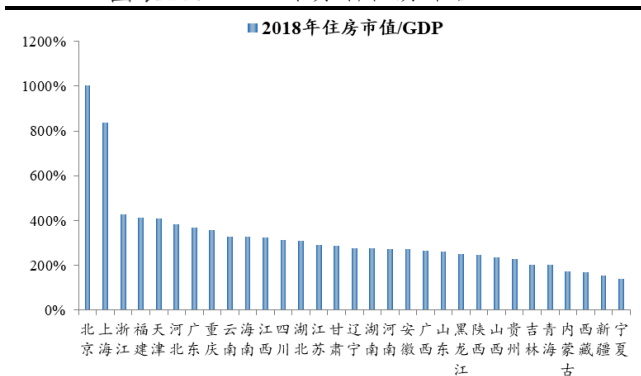
资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表9：2018 年分地区人均住房市值



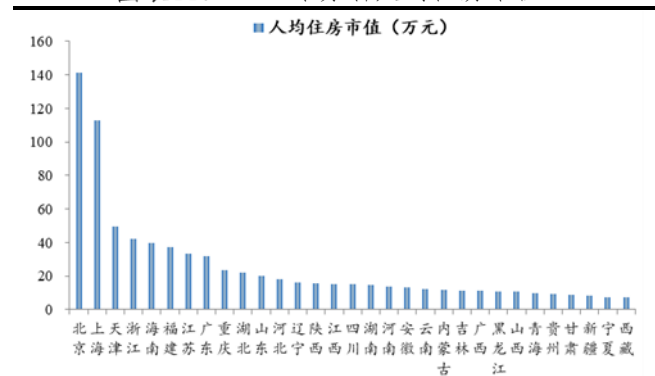
资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表10：2018 年分省住房市值/GDP



资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表11：2018 年分省人均住房市值



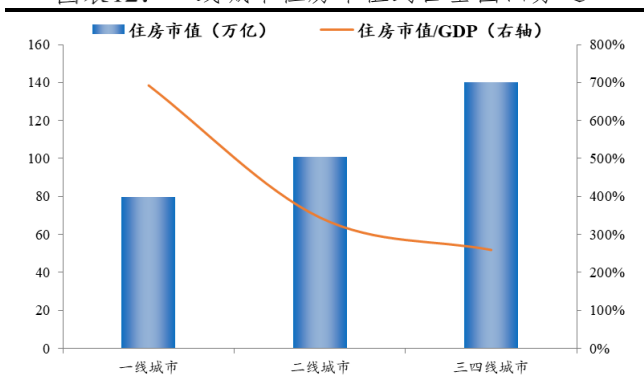
资料来源：国家统计局，恒大研究院

### 2.3 一线住房市值占全国四分之一，66 城住房市值与 GDP 比例大于 350%

分线看，一线、二线、三四线住房市值占全国比重分别为 25%、31%、44%，而其住房存量占比分别为 4.1%、19.8%、76.1%，住房市值与 GDP 的比例分别为 693%、345%、259%。当前一线、二线、三四线城市住房市值分别为 80、101、140 万亿元，占全国比重分别为 25%、31%、44%，而住房存量分别为 20.6、98.4、378.4 亿平，占全国比重分别为 4.1%、19.8%、

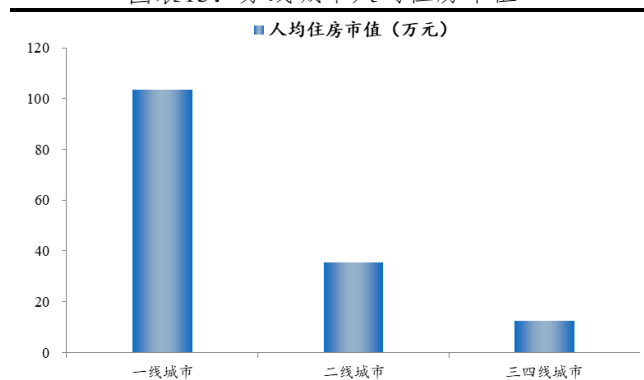
76.1%；人均住房市值分别为 104、35、12 万元，住房市值与 GDP 的比例分别为 693%、345%、259%。其中，北京、上海、广州、深圳四个一线城市住房市值分别为 30.4、27.3、9、13 万亿元，人均住房市值分别为 141.2、112.8、60.2、100.1 万元。

图表12：一线城市住房市值约占全国四分之一



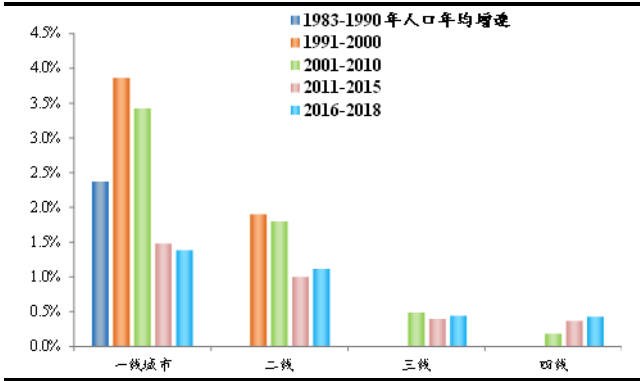
资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表13：分线城市人均住房市值

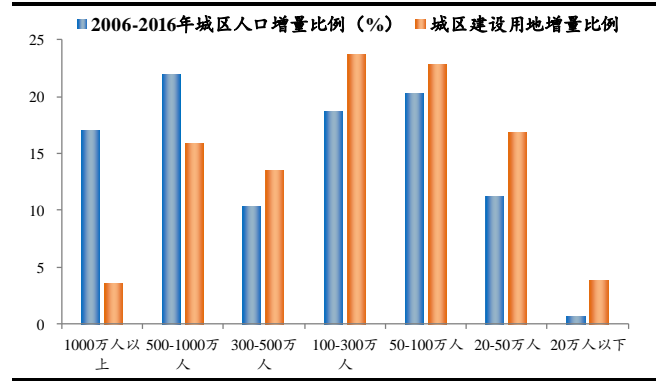


资料来源：国家统计局，恒大研究院

一二线住房市值高主要源于人口长期集聚下的人地严重错配和货币长期超发，房价明显较高。第一，人口长期大量向一二线核心城市集聚。1990-2018 年，一线城市人口占比从 2.8% 增至 5.3%，二线城市人口占比从 16.1% 增至 20.5%，三四线城市人口占比从 81% 降至 74.2%。人口向一二线集聚的背后，是经济的集聚。该时期，一线城市 GDP 占比从 9.4% 增至 12.2%，二线城市 GDP 占比从 23.8% 增至 33.7%，三四线城市 GDP 占比从 66.8% 降至 54.1%。2018 年，一线、二线、三线、四线城市经济-人口比值分别为 2.3、1.6、1.0、0.6，这预示着四线城市人口将继续大幅流出，一二线城市人口将继续集聚。此外，核心城市优质公共资源高度富集，中国特有户籍制度使得公共资源与户口挂钩，而户口基本与房产挂钩的情况更加促进全国高收入人群向核心城市集聚。第二，人地严重错配，一二线城市土地供给严重不足。根据住建部统计，2006-2016 年中国城区人口 1000 万人以上的城市城区人口增量占比 16.9%，而建设用地增量占比仅 3.5%。此外，大城市住宅用地被严格控制，2009-2018 年一线城市住宅类用地供应面积从 2585 万平方米降至 1426 万平方米，占 100 个大中城市住宅类用地比例从 8.0% 波动降至 4.5%；二线城市住宅类用地比例从 45.3% 波动下降至 43.2%；而三线城市从 39.8% 波动上升至 51.3%。第三，货币超发使得广义货币增速多高于名义 GDP 增长，尤其刺激供给短缺、优质公共资源富集的一二线城市房地产价格快速上涨。1998 年以来中国广义货币供应量 M2 年均增速 15.2%，高于名义 GDP 年均增速的 12.5%，全国新建商品住房销售均价年均增速达 7.9%，低于同期 M2 增速 7 个百分点，而一线城市房价基本与 M2 增速持平。

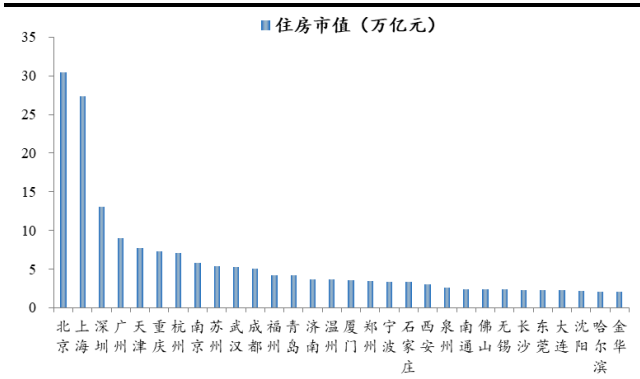
**图表14：一二线流入三线停滞四线流出**


资料来源：各地方统计局，恒大研究院

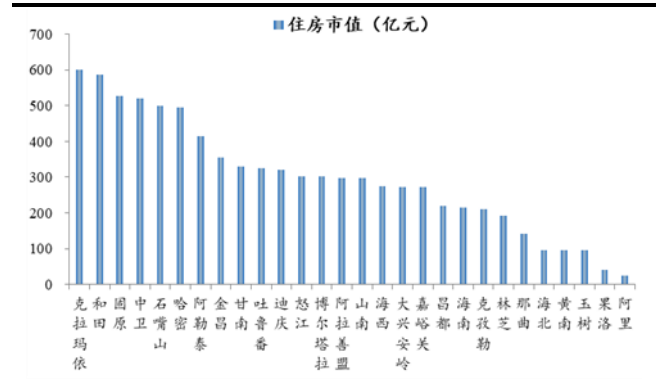
**图表15：一线核心城市土地供给严重不足**


资料来源：住建部，恒大研究院

具体来看，在全国 336 个地级单位中（不含三沙），既有 94 个城市的住房市值小于 0.2 万亿元，也有 30 个城市的住房市值大于 2 万亿元；既有 36 个城市的人均住房市值大于 30 万元，也有 125 个城市的人均住房市值小于 10 万元；既有 47 个城市的住房市值与 GDP 的比例小于 150%，也有 66 个城市的住房市值与 GDP 比例大于 350%。从住房市值看，2018 年有 94 个城市的住房市值小于 0.2 万亿元，占比 28%；有 110 个城市的住房市值介于 0.2-0.5 万亿元，占比 32.7%；有 102 个城市的住房市值介于 0.5-2 万亿元，占比 30.4%；有 30 个城市的住房市值大于 2 万亿元，占比 8.9%。从人均住房市值看，2018 年有 36 个城市的人均住房市值大于 30 万元，占比 10.7%；有 66 个城市的人均住房市值介于 15-30 万元，占比 19.6%；有 109 个城市的人均住房市值介于 10-15 万元，占比 32.4%；有 125 个城市的人均住房市值小于 10 万元，占比 37.2%。从住房市值与 GDP 的比例看，2018 年有 47 个城市小于 150%，占比 14%；有 120 个城市介于 150%-250%，占比 35.7%；有 103 个城市介于 250%-350%，占比 30.7%；有 66 个城市大于 350%，占比 19.6%。其中，住房市值与 GDP 的比例小于 150% 的城市多在西部地区，经济相对落后，人口总量小且长期外流。住房市值与 GDP 的比例大于 350% 的城市主要分为两类：一是北京、上海、深圳、杭州、南京、厦门等核心城市；二是三亚、丽水、大理、恩施等旅游城市。旅游城市气候宜人、景色优美，成为很多人养老休闲置业的选择，提升了当地的住房需求。可以发现，城市层面住房市值与 GDP 的比例高低与该城市房地产风险大小并无明显联系。住房市值与 GDP 的比例低并不意味着该城市地产健康发展，住房市值与 GDP 的比例高并不代表该城市风险较高。

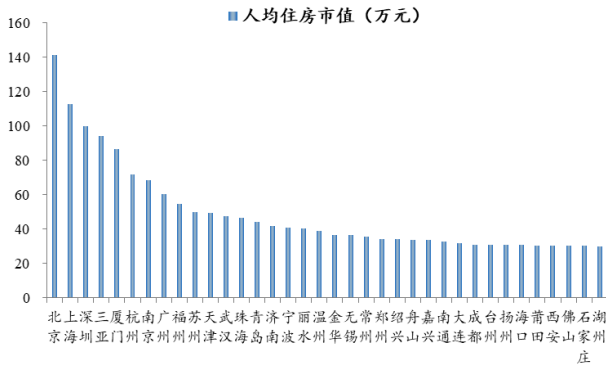
**图表16：住房市值超过 2 万亿元的城市**


资料来源：国家统计局，恒大研究院

**图表17：住房市值低于 600 亿元的城市**


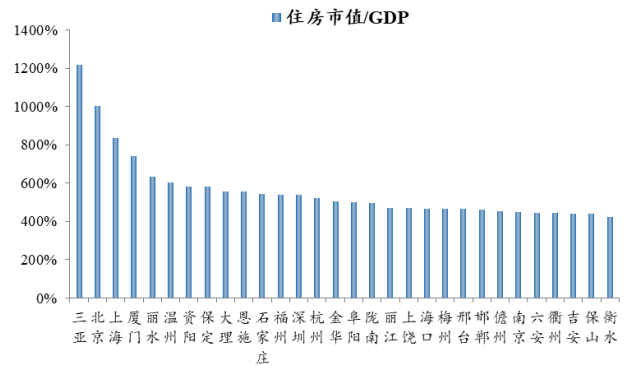
资料来源：国家统计局，恒大研究院

图表18: 人均住房市值超过 30 万元的城市



资料来源: 国家统计局, 恒大研究院

图表19: 住房市值/GDP 较高的城市



资料来源: 国家统计局, 恒大研究院

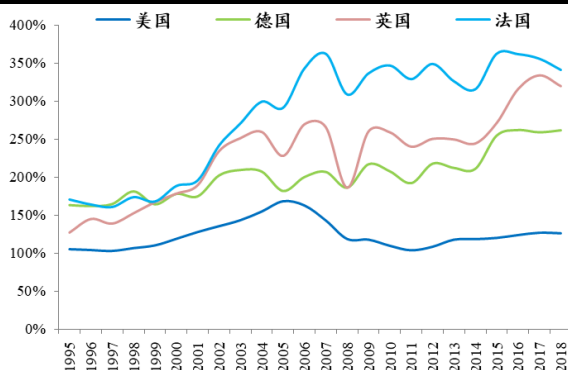
### 3 中国住房市值在国际处于什么水平?

#### 3.1 中国住房市值与 GDP、股债房市值的比例在国际均较高, 但人均住房市值低

住房市值与 GDP、股债房市值的比例可以反映一定的风险, 比例过高说明房价超过了经济发展水平。与国际相比, 2018 年中国住房市值为 47 万亿美元, 明显大于美国的 26 万亿美元、日本的 10 万亿美元、英法德三国合计的 28 万亿美元。从住房市值与 GDP 的比例看, 2018 年中国为 356%, 高于美国、日本、德国、英国、法国的 126%、208%、238%、320%、341%。纵观历史, 主要国家在金融危机或者地产泡沫破灭前, 住房市值与 GDP 的比例达到阶段性的峰值后出现下降趋势, 跌到谷底后逐渐恢复到之前水平。具体来看, 在 2008 年金融危机前后, 美国住房市值与 GDP 比例最高为 169%, 日本为 216%, 德国为 207%, 英国为 269%, 法国为 362%。在 1990 年代, 日本房地产泡沫破灭前, 住房市值与 GDP 比例一度高达 391%。

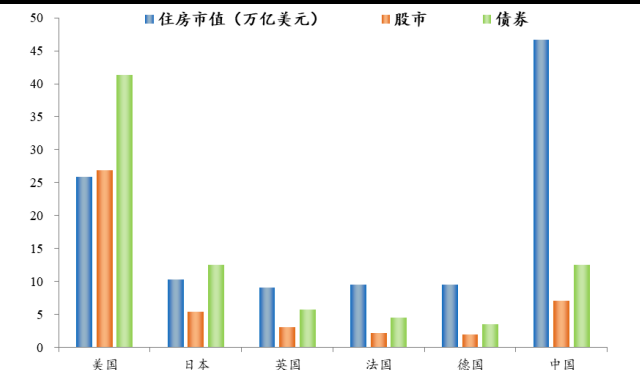
中国住房市值与 GDP 比例较高源于人地错配, 一二线高房价, 三四线高库存, 导致全国住房市值高。中国人口长期大量向一二线核心城市集聚, 但是人地严重错配, 一二线城市土地供给严重不足导致高房价, 三四线城市土地供给较多导致高库存, 进而导致全国住房市值较高。

图表20: 1995-2018 年美德英法住房市值/GDP



资料来源: OECD, 各国统计部门, 恒大研究院

图表21: 主要国家住房市值概览



资料来源: BIS, 各国统计部门, 恒大研究院

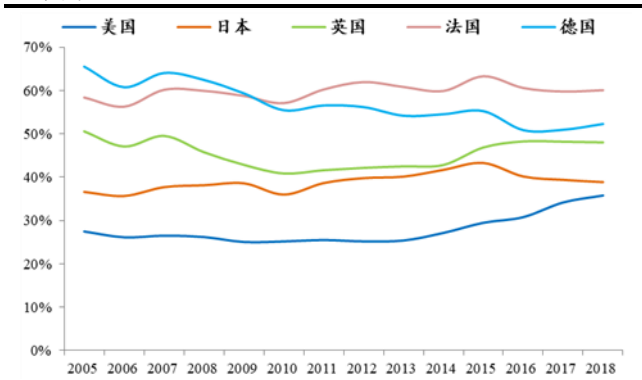
从住房市值占股债房市值的比例看, 2018 年中国为 71%, 高于美国的 28%、日本的 37%、英国的 51%、法国的 58%、德国的 66%。但从



人均住房市值来看，2018 年中国为 3.3 万美元，远低于美国、日本、英国、法国、德国的 7.9、8.1、13.6、14.1、11.5 万美元。

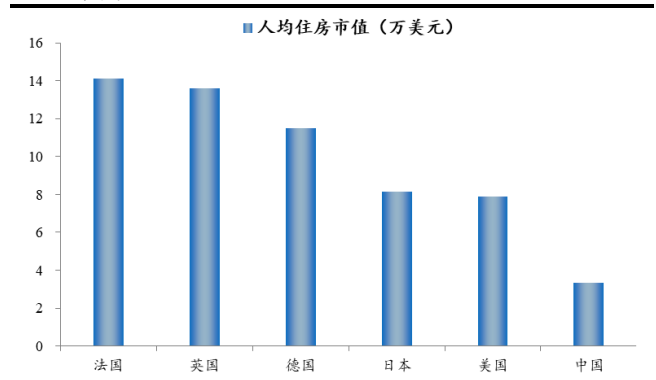
除住房市值高外，中国住房市值与股债房市值的比例较高还在于中国资本市场发育尚不成熟，直接融资比例较低，股票、债券市值较低。中国资本市场整体规模偏小，股票、债券融资占比较低，市场结构亟待改善。改革开放 40 年，中国经济取得举世瞩目的伟大成就，然而股市呈典型的牛短熊长、暴涨暴跌特征，并未成为反映中国经济发展的“晴雨表”。从上证综指来看，2000-2018 年上证综合指数从 2073.5 点波动至 2493.9 点，18 年来仅仅提高了 400 余点。而美国股市基本呈现长牛状况，比如 1950-2018 年道琼斯工业指数从 235.4 点升至 23347.46，上涨约 100 倍。恒大研究院 6 月报告《大国金融体系升级》采用宏观法计算了各经济体 2017 年直接融资占比，中国仅为 37%，远低于美国的 79%、英国的 67%、日本的 57%。

图表22：2005-2018 年主要国家住房市值/房债股



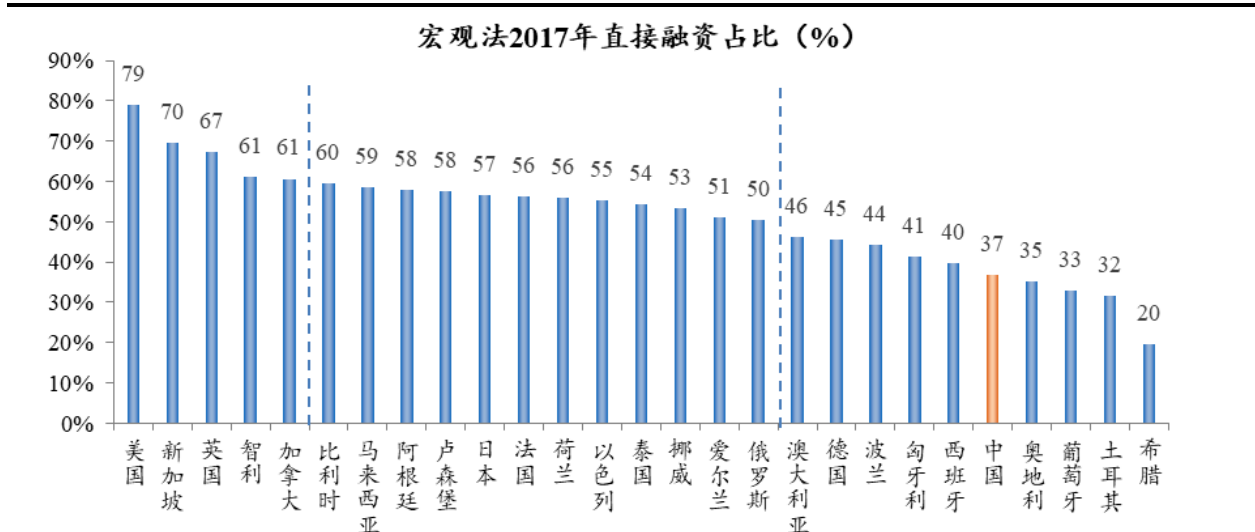
资料来源：BIS，恒大研究院

图表23：2018 年主要国家人均住房市值



资料来源：各国统计部门，恒大研究院

图表24：各国宏观法直接融资占比



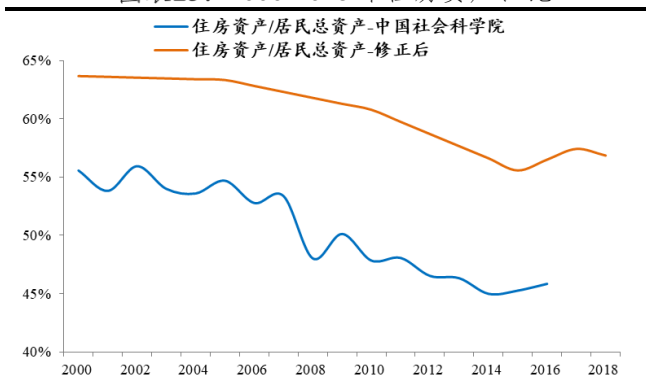
资料来源：世界银行，BIS，恒大研究院

### 3.2 中国居民家庭住房资产在总资产中占比为 57%，高于西方发达国家

2018 年中国居民家庭住房资产在家庭总资产中占比为 57%，高于英国的 49%、日本的 37%、美国的 24%、德国的 22%。中国社会科学院国家金融实验室测算了 1998-2016 年中国居民总资产中的金融资产、非金

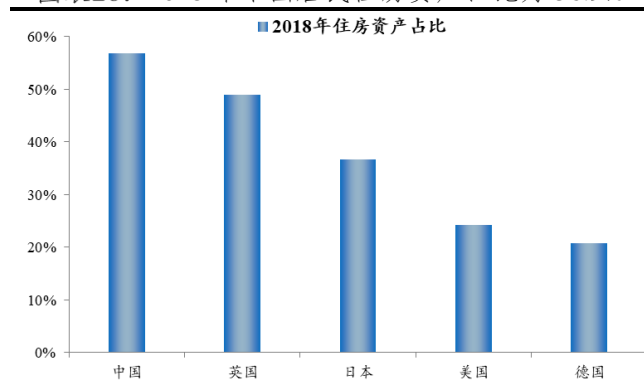
融资产以及非金融资产中的住房资产，其中住房资产占比从 2000 年的 55.6% 降低至 2016 年的 45.8%。但是国家金融实验室低估了住房市值，根源在于采用经折旧调整后的住房面积乘以相应年份的住宅销售均价测算城镇住房市值，实际上使用市价法测算的结果即为城镇住房市值，无需考虑折旧。因此我们用前文测算的住房市值数据代替其住房资产数据，并将其他类别家庭资产根据 2013-2016 年增长趋势推算至 2018 年，以计算中国居民家庭住房资产占比。结果表明，2018 年中国居民住房资产在家庭总资产中占比达到 56.9%，高于英国的 48.9%、日本的 36.7%、美国的 24.3%、德国的 20.8%。需要指出的是此处为粗略估算，我们所测算的住房市值并不全部归家庭所有，部分属于政府、企事业单位等机构。住房资产占比高与中国重视“家”的文化传统以及过去房价基本持续上涨等存在一定关系。在中国较高房产比例的另一面，则是较低比例的金融资产配置。2018 年中国居民金融资产配置占比为 40.4%，远低于美国的 70.6%、日本的 63.9%、英国的 53.4%，略高于法国的 39.2%。

图表25：2000-2018 年住房资产占比



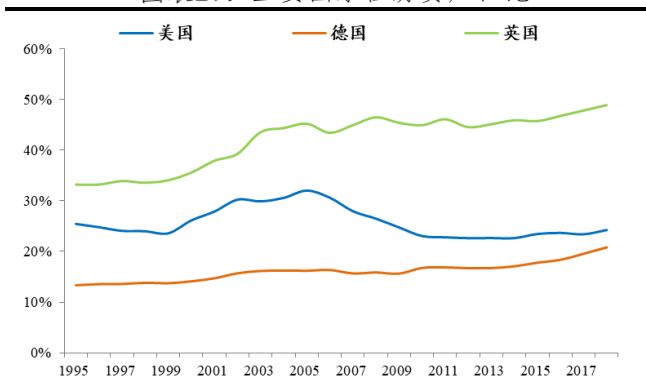
资料来源：中国社会科学院，恒大研究院

图表26：2018 年中国居民住房资产占比为 56.9%



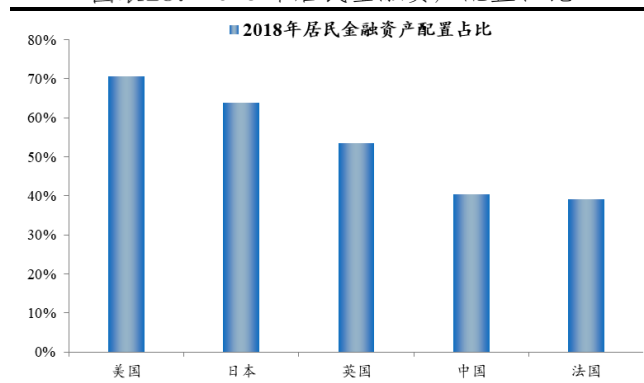
资料来源：各国统计部门，恒大研究院

图表27：主要国家住房资产占比



资料来源：各国统计部门，恒大研究院

图表28：2018 年居民金融资产配置占比



资料来源：各国统计部门，恒大研究院

## 4 政策建议

面对国内外复杂严峻形势，近期针对房地产融资出台了一系列收紧政策，从海外债、信托、信贷等全面收紧。但是当前一方面要防止货币放水刺激房地产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险。目前中国住房市值的绝对水平和相对水平在国际均处于较高位置，如果主动刺破，中美贸易摩擦都不用继续，十次危机九次地产。

### 4.1 以人地挂钩和金融稳定为核心加快构建房地产长效机制，建立居住导向的新住房制度

一是以常住人口增量为核心改革“人地挂钩”，优化土地供应。未来应推行新增常住人口与土地供应挂钩、跨省耕地占补平衡与城乡用地增减挂钩。同时，严格执行“库存去化周期与供地挂钩”原则，优化当前土地供应模式。

二是保持房地产金融政策稳定。实行长期稳定的住房信贷金融政策，稳定购房者预期，支持刚需和改善型购房需求，同时抑制投机性需求。支持房企合理融资需求，规范融资用途，防止过度融资。

三是转变住房供应结构，丰富供应主体。未来供应主体将从以开发商为主转变为政府、开发商、租赁中介公司、长租公司等多方供给；供给形式也将由以商品房为主转向商品房、租赁房、共有产权房等多品类。不过，住房供应结构的探索与政策出台须因地制宜，警惕盲目跟风。

四是推进房地产税改革，抑制投机型需求。目前，房地产税呈现“重增量轻存量、重建设交易轻保有”特点，未来应减少交易环节税费、增加保有环节税费，促进开发建设、交易、保有环节税赋平衡，避免重复征税。

## 4.2 振兴资本市场，促进居民家庭优化资产配置结构

一是提高直接融资比重，建立市场主导型金融体系。适当放开混业限制并建立与之对应的监管体系、丰富资本市场层次，提高直接融资比重。逐步减少对市场的行政干预，降低交易阻力，增强市场流动性，稳定市场预期。

二是进一步推行注册制，提高机构投资者占比，引导价值投资理念。推动 A 股主板发行制度的注册制改革，严格执行相关信息披露和退市制度，让市场逐步选择真正具有价值的企业。同时，适当放宽养老金投资股票市场的净值比例限制，更多引入长期资金，加大投资者教育力度，引导价值投资理念，让价值投资者在 A 股博弈中占优，形成 A 股长牛慢牛发展格局的微观主体基础。

三是继续加大证券欺诈的惩处力度，加快修订《证券法》，联动修改《刑法》等相关法律。在刑事责任方面，对于情节严重的证券犯罪行为，应当适当提升量刑标准，有力打击扰乱市场秩序，操纵价格，违规造假等行为，不断改善我国证券市场的法制环境。

## 恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

## 免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

## 行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

## 联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦17楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com