

2019 年 05 月 06 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

居民部门加杠杆之路通向何方？

——人口与去库存政策拐点之后的地产需求初探 2

投资要点：

相关报告

《人口与去库存政策拐点之后的地产需求初探：梦想能否照进现实？》——2019-03-18

《2 月经济数据前瞻：经济增速仍然下行但预期改善》——2019-02-28

《论 2019 年经济的拐点：中国经济会出现资产负债表型衰退吗？》——2019-01-23

《12 月经济数据前瞻：短期总需求仍然疲弱》——2019-01-01

《2019 年中国宏观经济展望：山重水复与柳暗花明》——2018-12-04

- 如果房价上涨能够被遏制，居民部门杠杆率上升的风险仍然可控。虽然多数客户认同我们《梦想能否照进现实——人口与政策拐点之后的房地产需求初探》深度报告观点——中国高质量住宅供给仍显著不足，潜在需求非常巨大，但是不少客户质疑在房价高企的情况下，居民部门是否有购买能力支撑这样的需求。实际上，一季度房地产销售经历小阳春之后，居民部门的杠杆率持续高位增长，引发广泛关切。我们的测算表明，如果房地产价格的上涨可控，在未来若干年维持 2018 年房地产投资规模，中国居民部门的负债上升到 2023 年占 GDP66%左右之后就会拐头向下，风险仍属可控。
- 中国经济仍面临房价上涨、经济增长与金融稳定不可兼得的“新不可能三角”。然而，我们的模型也显示在基准情形下，中国居民部门最高的杠杆水平已经会短暂的超过 IMF 居民部门杠杆率 65%的金融风险红线。如果房地产价格持续上涨，决策者或者必须接受居民部门杠杆水平显著超越警戒红线带来未知的金融风险，或者必须允许房地产销售投资大幅下滑，影响经济增长。在面对这个“新不可能三角”的情况下，明智的政策选择应当是不言而喻的。
- 房地产市场“买涨不买跌”可能言过其实。如果房价不涨，是否会降低房地产的销量？这是对我们上一篇深度报告客户的另一个普遍疑问。我们的多因子计量经济学模型显示，在控制了人口与收入增长之后，无论在房地产小周期的上升还是下降阶段，房地产需求对于价格的弹性是负的。这意味着，在其它条件不变的情况下，中国的住宅符合价格越低需求越高的普通商品需求曲线——基于线性预期买涨不买跌的行为在中国房地产市场上不起主导作用。房地产市场出现的“量价齐升”的现象更多的是在短期供给弹性有限，房地产需求在政策调控放松之后大幅扩张同时拉动成交与价格的结果。
- 无需过度担忧对于房地产价格的调控。我们认为针对房地产价格而非需求的调控——包括限价、增加土地供给、传递政府遏制房价上涨的信号等——不仅不会降低房地产需求，反而会增加购房者的购买力。我们对 2019 年房地产销售持审慎乐观态度。

风险提示：经济、地产下滑及中美关系恶化超预期，政策不达预期

内容目录

1、 引言：客户的反馈和担忧	4
2、 居民部门加杠杆之路：通向何方？	5
2.1、 模型简介和预测结果	5
2.2、 关于模型参数设定的说明	7
2.3、 二手房交易的影响	10
2.4、 对于中国居民杠杆率预测的评估：新不可能三角	12
3、 “买涨不买跌”的迷思	13
3.1、 量价齐涨的现象	14
3.2、 “买涨不买跌”言过其实	14
3.3、 如何看待未来房地产调控和房地产需求？	19
4、 风险提示	19

图表目录

图表 1: 居民部门负债余额同比增速	4
图表 2: 居民自付房款占可支配收入比重和预测值	5
图表 3: 居民可支配收入占 GDP 比重及预测	6
图表 4: 基准假设下（房屋销售面积下降 3%，房价涨幅控制在 3%）中国居民部门杠杆率的估计	7
图表 5: 中国住户部门杠杆率和预测	7
图表 6: 名义 GDP 增速和预测	8
图表 7: 我国的房贷利率和预测值	8
图表 8: 全国商品房价格年度涨幅和设定涨幅	9
图表 9: 居民房贷和非房贷余额同比增速及预测值	10
图表 10: 住户部门负债余额增速及预测	10
图表 11: 包含二手房交易且二手房交易与一手房交易完全没有联动情况下对于居民部门负债的估算	12
图表 12: 环京楼市成交	13
图表 13: 环京楼市价格（元/平方米）	13
图表 14: 商品房销售的量价关系：二线城市	14
图表 15: 商品房销售的量价关系：三线城市	14
图表 16: 2014-2017 年的房地产周期：下行，回升和再度回落	15
图表 17: 一二线城市房价增长与房地产需求关系：2014	16
图表 18: 一二线城市房价增长与房地产需求关系：2015	16
图表 19: 一二线城市房价增长与房地产需求关系：2016	16
图表 20: 一二线城市房价增长与房地产需求关系：2017	16
图表 21: 商品房存量面积于价格水平的关系：控制人口和收入（2017 年）	17
图表 22: 投机性需求存在的证据：房价的涨跌影响商品房需求价格弹性	18

1、引言：客户的反馈和担忧

我们的深度报告《梦想能否照进现实——人口与政策拐点之后的房地产需求初探》（3月18日）发布之后，得到许多客户的积极反馈。虽然大部分客户认同中国住房供给——特别是扣除了农民房和1998年以前城镇住房之后的高质量供给——仍然显著不足，商品房的潜在需求仍然巨大，但是客户对于中国居民真实购买力是否能够在未来持续支撑房地产的销售（2018年已达14.7亿平，12.7万亿人民币）仍持怀疑态度。

实际上，近期以来伴随着政策的调整，中国一二线房地产市场出现了一些成交回暖的迹象并带动3月份房地产销售由负转正。但是在住房价格难以显著下行的情况下，2019年一季度末中国居民部门按揭贷款余额已经上升到26.9万亿人民币，而整体负债余额的增长也维持在将近18%的高位，大大高于一季度名义GDP的增速（7.8%），也引发了广泛的关切和担心。

图表1：居民部门负债余额同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

如果按照我们在上篇深度报告的基准预测，房地产价格保持基本稳定（或略有上涨），包括今年在内的房地产销售面积趋势性的每年仅轻微下滑并持续到2030年前后，中国居民部门的杠杆率（居民债务/GDP）将何去何从？是否会上升到不可持续的地步并产生严重金融风险？我们这篇报告将通过模型和测算对此做出回应。

我们也在这篇报告中回应另外一个客户的重要的反馈和质疑：如果房价不涨，居民会买房吗？房地产市场“买涨不买跌”似乎是一个基本常识，而数据似乎也显示我国商品房销售增速和价格有正相关性。按照我们上一篇报告提出的基准预测——政府贯彻房住不炒的原则并让未来十年房价基本保持平稳，稳房价似乎不利于房地产销售。落实到2019年，4月政治局会议重提“房住不炒”，似乎在打消市场关于房价近期会重新上涨的预期，那么小阳春之后的房地产销售会显著回落吗？如何看待调控之下的2019年房地产销售呢？

2、居民部门加杠杆之路：通向何方？

在上一篇深度报告中，我们曾提出一个基准假设：2030 年前住房价格基本稳定而商品房销售面积每年平均下行约 3%，房地产投资金额大体可以维持稳定——仍可以是中国的重要支柱。但是中国居民的购买力可以支撑这个预测吗？

我们的模型显示，在我们的基准假设情形下中国居民部门的杠杆率（负债/GDP）可能会从 2018 年底的 53% 上升到 2023 年的 66% 左右，然后就会拐头向下。考虑到我们的参数设置相对保守，我们认为基准预测下居民部门的杠杆风险仍然是可控的。

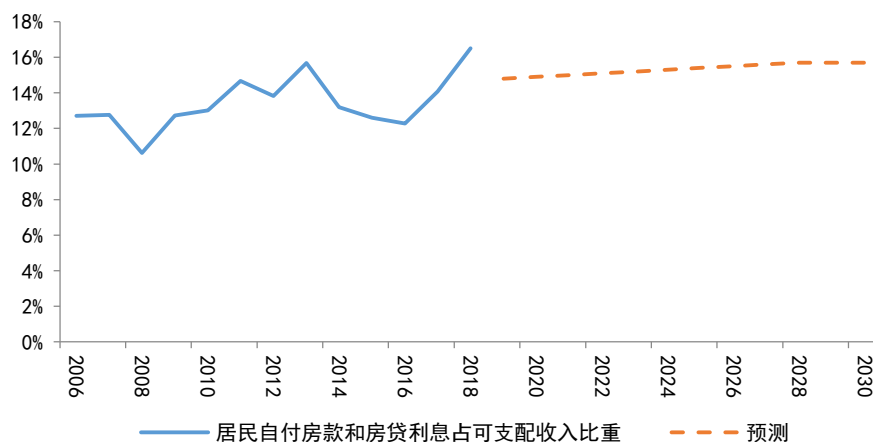
但是，房地产价格继续上涨则很大程度上会导致居民部门杠杆率的进一步上升。中国经济目前已经存在一个房价继续上涨、金融稳定和经济增长稳定三者只能选其二的“新不可能三角。”明智的政策应该怎么选择应该是不言而喻的。

2.1、模型简介和预测结果

商品住宅销售金额由两部分构成：居民自付（首付、全款）的部分和借款（按揭贷款）的部分。例如 2016 年商品住宅销售约 9.9 万亿人民币，全年新增按揭贷款约 5.0 万亿人民币，则居民自付部分约 4.9 万亿人民币。

当然，居民直接的购房资金支出不仅仅是自付部分，同时也包括了房贷的利息。房贷利息可以用房贷余额和利率水平的乘积获得，例如，2015 年房贷余额 14.2 万亿元，2016 年 5 年期以上贷款政策基准利率为 4.9%，2016 年房贷利息约 6900 亿元。我们发现从近几年数据来看，自付房款与房贷利息之和占居民可支配收入的比重是比较稳定并略有上升¹的（如 2016 年为约 12.3%）²。而居民可支配收入占 GDP 的比重长期而言也可以视作是稳定的。

图表 2：居民自付房款占可支配收入比重和预测值

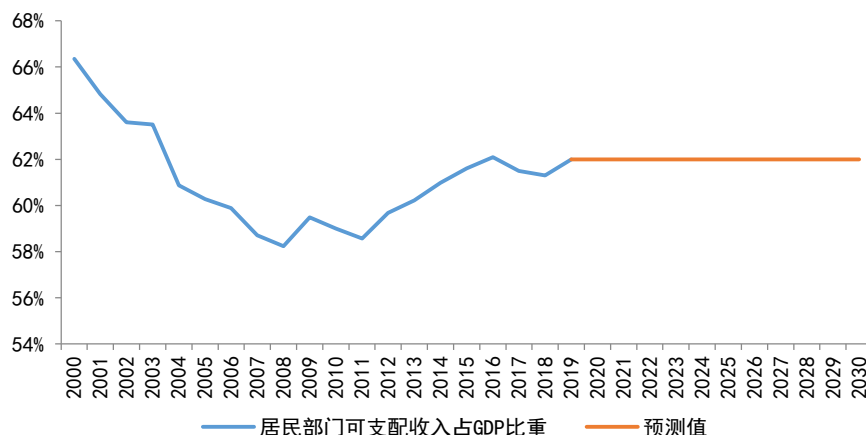


资料来源：Wind，国海证券研究所估计

¹ 我们认为这种上升反映出了住房作为经济学意义上的“优质商品”的含义。

² 我们用资金流量表中的住户部门可支配收入计算。这个数据高于统计局公布的人均可支配收入乘以人口。详细的区别见注释 4。

图表 3: 居民可支配收入占 GDP 比重及预测



资料来源: Wind, 国海证券研究所

给定名义 GDP 的增速和居民可支配收入占 GDP 的比重, 就可以按比例推算未来居民可支配收入中可以用于自付房款和支付房贷利息的资金(购房直接支出资金)。然后设定房贷利率, 依据上一年的房贷余额就可以得出未来每年的房贷利息支出总和。购房直接支出资金扣除房贷利息则是居民可以用于自付房款的资金。

设定每年商品房销售面积和价格水平的涨幅——按照我们上一篇深度报告中设置的参数(房屋销售面积平均每年下降 3%, 房价微涨 3%)——就得出商品房销售金额。再从总的销售金额中减去居民自付房款的资金, 则可以得到每年居民部门需要借入的新按揭贷款, 并可结合上一年的房贷余额计算得到当年的房贷余额。

我们同时发现, 居民部门的非住房贷款余额与房贷余额的同比增速高度相关。我们可以因此推出非住房贷款余额, 从而估算居民部门整体的负债, 并估算出居民部门的杠杆率水平。

按照我们的基准假设, 我们对居民部门杠杆率未来的估计如下:

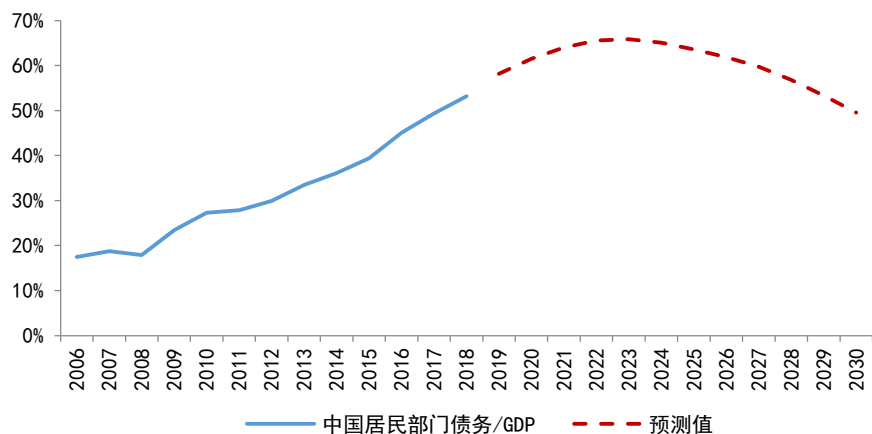
图表 4: 基准假设下 (房屋销售面积下降 3%, 房价涨幅控制在 3%) 中国居民部门杠杆率的估计

	名义 GDP 增速	名义 GDP (亿元)	居民可支配收入占 GDP 比重	居民可支配收入 (亿元)	居民自付房款和房贷利息支出占可支配收入	房贷利率	每年支付的房贷利息 (亿元)	商品房销售面积同比增速	商品房销售单价同比	商品房销售金额 (亿元)	新增房贷 (亿元)	房贷余额 (亿元)	房贷余额增速	居民非房贷负债余额增速	居民非房贷负债余额	居民杠杆率
2030	4.0%	1,801,172	62.0%	1,116,727	15.7%	5.39%	28,583	-3%	3%	126,393	-20,350.8	509,941	-3.8%	-2.8%	382,136	49.5%
2029	4.5%	1,731,897	62.0%	1,073,776	15.7%	5.39%	29,279	-3%	3%	126,393	-12,911.6	530,292	-2.4%	-1.4%	393,296	53.3%
2028	4.5%	1,657,317	62.0%	1,027,537	15.7%	5.39%	29,568	-3%	3%	126,393	-5,363.0	543,203	-1.0%	0.0%	398,787	56.8%
2027	4.5%	1,585,950	62.0%	983,289	15.6%	5.39%	29,436	-3%	3%	126,393	2,436.0	548,566	0.4%	1.4%	398,698	59.7%
2026	5.0%	1,517,655	62.0%	940,946	15.5%	5.39%	28,926	-3%	3%	126,393	9,471.8	546,130	1.8%	2.8%	393,015	61.9%
2025	6.0%	1,445,386	62.0%	896,139	15.4%	5.39%	28,040	-3%	3%	126,393	16,427.6	536,658	3.2%	4.2%	382,440	63.6%
2024	6.5%	1,363,572	62.0%	845,414	15.3%	5.39%	26,758	-3%	3%	126,393	23,801.7	520,231	4.8%	5.8%	367,174	65.1%
2023	6.5%	1,280,349	62.0%	793,816	15.2%	5.39%	25,096	-3%	3%	126,393	30,828.4	496,429	6.6%	7.6%	347,063	65.9%
2022	6.5%	1,202,206	62.0%	745,367	15.1%	5.39%	23,104	-3%	3%	126,393	36,946.6	465,601	8.6%	9.6%	322,486	65.6%
2021	7.0%	1,128,831	62.0%	699,876	15.0%	5.39%	20,828	-3%	3%	126,393	42,239.0	428,654	10.9%	11.9%	294,187	64.0%
2020	8.0%	1,054,983	62.0%	654,089	14.9%	5.39%	18,283	-3%	3%	126,393	47,216.1	386,415	13.9%	14.9%	262,829	61.5%
2019	8.5%	976,836	62.0%	605,638	14.8%	5.39%	15,468	-3%	3%	126,393	52,226.0	339,199	18.2%	19.2%	228,707	58.1%
2018	9.7%	900,310	61.3%	551,890	16.5%	4.90%	11,757	2.2%	12.2%	126,393	47,031.4	286,973	19.6%	16.2%	191,870	53.2%
2017	10.9%	820,754	61.5%	504,764	14.1%	4.90%	9,379	5.3%	5.7%	110,240	48,541.6	239,942	25.4%	16.1%	165,104	49.4%
2016	7.9%	740,061	62.1%	459,535	12.3%	4.90%	6,948	22.4%	11.3%	99,064	49,600.0	191,400	35.0%	10.7%	142,215	45.1%
2015	7.0%	685,993	61.6%	422,629	12.6%	6.15%	7,085	6.9%	9.1%	72,753	26,600.0	141,800	23.1%	10.5%	128,414	39.4%
2014	8.1%	641,281	61.0%	391,110	13.2%	6.55%	6,419	-9.1%	1.4%	62,411	17,200.0	115,200	17.6%	15.6%	116,210	36.1%
2013	10.1%	592,963	60.2%	357,113	15.7%	6.55%	5,306	17.5%	7.7%	67,695	17,000.0	98,000	21.0%	25.2%	100,504	33.5%
2012	10.4%	538,580	59.7%	321,399	13.8%	7.05%	4,741	1.5%	8.4%	53,467	13,752.6	81,000	20.5%	16.8%	80,300	29.9%
2011	18.4%	487,940	58.6%	285,773	14.7%	6.40%	3,641	3.9%	6.0%	48,619	10,349.1	67,247	18.2%	23.6%	68,764	27.9%
2010	18.2%	412,119	59.0%	243,122	13.0%	5.94%	2,491	8.3%	6.0%	44,121	14,955.3	56,898	35.7%	39.7%	55,644	27.3%
2009	9.2%	348,518	59.5%	207,302	12.7%	5.94%	1,675	45.4%	24.7%	38,433	13,737.5	41,943	48.7%	38.1%	39,844	23.5%
2008	18.2%	319,245	58.2%	185,926	10.6%	7.83%	1,943	-15.5%	-1.9%	21,196	3,396.8	28,205	13.7%	11.6%	28,853	17.9%
2007	23.1%	270,092	58.7%	158,559	12.8%	6.84%	1,247	26.5%	16.9%	25,566	6,580.4	24,809	36.1%	28.9%	25,844	18.8%
2006	17.1%	219,439	59.9%	131,426	12.7%	6.12%	1,018	11.8%	6.2%	17,288	1,601.4	18,228	9.6%	34.1%	20,057	17.4%

注: 红色参数为主观设定参数, 粉色为我们的估计值³, 蓝底黑字部分为模型推算值。资料来源: Wind, 国海证券研究所估计

居民部门的杠杆率会从 2018 年 53% 左右的水平上升到 2023 年的 66%, 然后就会拐头下行。

图表 5: 中国住户部门杠杆率和预测



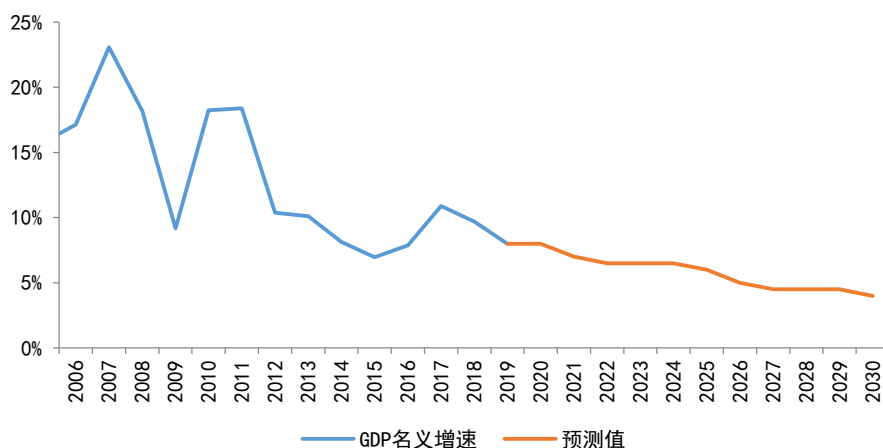
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、关于模型参数设定的说明

名义 GDP 的增速: 2019 和 2020 为 8%, 2021-2025 平均为 6.5%, 2026-2030 平均为 4.5%。

³ 详细的估算和对原始数据的修正见后文

图表 6: 名义 GDP 增速和预测



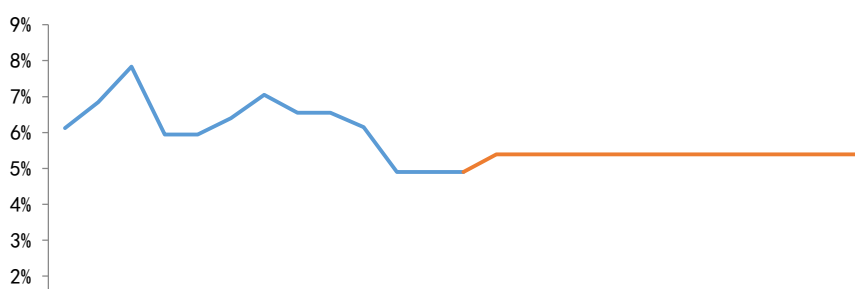
资料来源: Wind, 国海证券研究所

居民可支配收入占 GDP 比重: 2006-2016 年的数据来自资金流量表中的住户部门可支配总收入⁴/名义 GDP。2017-2018 年的比重用 2016 年的比重为基础, 结合统计局公布的 2017 年和 2018 年人均可支配收入和人口总数推算。2019 年由于减税的因素, 略微上调占比到 62%并保持稳定 (参见图 2)。

居民自付房款金额: 用当年商品房销售金额减去当年住房抵押贷款的增量。

房贷利率: 2006-2018 年取每年年初人民银行 5 年期贷款基准利率, 因为房贷利率大部分随基准利率浮动。2019-2030 年取当前 5 年期贷款基准利率的 1.1 倍。

图表 7: 我国的房贷利率和预测值



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_12766

