

辞旧方能迎新——告别地产基建刺激的老路

引言：近一段较长时间，房地产和基建一直是我国经济发展中的核心力量，依靠这两架马车，我国经济高速发展，但资金过度集中于这些领域导致了资本回报率长期低迷，形成了较多结构性问题和系统性风险。本文认为：从长期视角看，告别旧的经济增长模式，寻求转型是当下我国实现高质量增长的必经之路，同样也是第二次改革开放的核心落脚点。

1、为什么不走“地产拉经济”的老路？现阶段，我国几乎所有部分都与房地产有着不可分割的联系，剔除土地购置，我国房地产投资占 GDP 总量 10%左右，远超日本、美国 3-4%水平，房地产对我国经济增长贡献巨大。但是，由于我国居民杠杆率已升至较高水平（2007年 18%升至 2019年 53%）、房价涨幅位居全球前列，房地产泡沫风险至今仍未有效释放，反而不断加深。此外，过去 10 年房地产行业资产收益率高且稳定（房地产 ROE 稳定在 10%，A 股企业 ROE 中位数 7%），对其他实体投资具有强挤出效应。这些诸多问题意味着未来依靠地产拉动经济的老路不可持续。

2、为什么不走“基建拉经济”的老路？2005 年以来，基建投资占 GDP 比重由 10%升至 20%，成为过去托底经济的重要手段。但基建项目的一个突出属性是：资金量大但回报率低，因此难以得到社会资本的青睐，需要政府资金引导。于是，基建开始作为过去地方政府打造优秀政绩的“法宝”，但同时也引致了诸多难以磨灭的债务问题。2014 年底地方政府债务余额为 15.4 万亿元，或有债务余额为 8.6 万亿元，合计 24 万亿。2009-2014 年，地方政府杠杆率上升 13 个百分点。因此，杠杆率偏高、债务压力导致基建拉动经济的老路也是千沟万壑。

3、告别老路，增长转型，迈向创新、消费驱动型经济。当前我国经济增长的核心问题在于资本回报率低迷，以非金融上市公司 ROE 中位数衡量资本回报率水平，该值由 2007 年 14%降至当前的 7%以下。造成这一现象的根本原因在于过去依靠房地产和基建拉动经济的旧增长模式对制造业等投资具有挤出效应，资金过于集中在基建和地产，导致企业缺乏创新动力，资本回报率不断下滑。根据国际经验的比较研究，我们判断我国未来有望逐步迈向创新和消费驱动型经济。从新经济的视角看，2018 年新经济占 GDP 总量的 16.1%，较前一年提升 0.4 个百分点，虽然新经济在经济总规模中占比相对较小，但是对于经济的拉动作用比较明显。从消费视角看，我国居民消费率为 39.3%，美国、日本等均在 50%以上，消费率较其他国家明显偏低，但反过来，这也意味着未来成长空间巨大。综上，新兴产业和消费有望迎来跨越式发展，而它们也将作为未来的核心资产全面带动我国技术创新和全要素生产率提升。告别老路意味着旧的经济增长模式退出历史舞台，经济增速将会下行，但在新兴产业和消费的引领下经济发展质量将显著提升。

4、如何实现增长转型？重构政府、企业、居民和金融四大部门关系。政府部门：加大力度减税降费，让利于民；企业部门：国企改革等，坚持竞争中性，提高企业效率；居民部门：完善社会保障体系，提高消费率；金融部门：打破银行垄断，提高直接融资占比，提高金融供给质量。我们认为实现增长转型要坚持以效率为抓手，通过提高全要素生产率，实现经济发展方式的转型升级。

5、财政货币政策的长短期视角。长期视角下，财政政策应保持积极，聚焦中央政府加杠杆，货币政策应灵活适度、边际宽松。短期视角下，财政空间相对有限，一个可能的方向是财政货币形结合的准财政工具 PSL，货币政策的空间同样有限，更应关注到量的宽松。

风险提示：房地产下行风险、通胀超预期上行风险、债务违约风险、中美贸易摩擦升温、经济超预期下行风险等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

一、被房地产绑架的中国经济	4
1、房地产投资对经济增长贡献高	4
2、居民财富多数为房产，银行与房地产高度绑定	4
3、卖地收入撑起地方财政，多数产业终端是房地产	5
二、为什么不走“地产拉经济”的老路？	5
1、加不起的居民杠杆	5
2、房价涨幅过快，房地产泡沫化风险上升	6
3、房地产资产收益率高而稳定，对其他实体投资具有挤出效应	8
三、逆经济周期的基建	8
1、基建占 GDP 比重高，成为过去托底经济的重要手段	8
2、资金量大，回报率低，难以撬动社会资本	9
四、为什么不走“基建拉经济”老路？	9
1、地方政府大规模发展基建，杠杆率攀升，债务积聚	9
2、基建稳增长边际效用递减	10
3、工业产能过剩	11
五、告别老路，迈向创新、消费驱动型经济	12
1、创新驱动	12
2、消费驱动	13
六、转变增长方式：重构政府、企业、居民和金融四大部门关系	14
1、政府部门：减税降费，让利于民	15
2、企业部门：国有企业改革，提高企业效率	15
3、居民部门：完善社会保障体系，提高居民消费率	16
4、金融部门：打破银行垄断，提高金融供给质量	17
七、财政货币政策的长短期视角	18
1、长期视角	18
2、短期视角	19

图表目录

图表 1：房地产投资对经济增长的贡献大	4
图表 2：中国房地产投资占 GDP 比重大	4
图表 3：住房资产在居民资产中占比高（万亿元）	5
图表 4：个人住房贷款在五大行中占比均较高	5
图表 5：卖地收入撑起地方财政	5
图表 6：多数产业终端是房地产	5
图表 7：中国居民部门杠杆率已升至较高水平（%）	6
图表 8：OECD 实际房价指数（2015 年=100）	6

图表 9: 70 个大中城市二手房住宅价格同比.....	6
图表 10: 美国房价上涨过快造成经济衰退.....	7
图表 11: 日本房价上涨过快造成经济衰退.....	7
图表 12: 全面上涨的房价 (万元)	7
图表 13: 主要代表城市的涨幅.....	7
图表 14: 房地产 ROE 高于多数行业 (%)	8
图表 15: 房地产信用利差低于多数行业 (BP)	8
图表 16: 基建投资占 GDP 比重高.....	9
图表 17: 基建投资对 GDP 拉动.....	9
图表 18: 基建投资回报率低.....	9
图表 19: 政府资金占比上升, 社会资金占比下降.....	9
图表 20: 基建投资回报率低.....	10
图表 21: 政府资金占比上升, 社会资金占比下降.....	10
图表 22: 基建稳增长边际效用递减.....	11
图表 23: 2010-2016 年产能过剩	11
图表 24: 走老路造成资本回报率长期低迷.....	12
图表 25: 90 年代美国新经济时期 (%)	13
图表 26: 90 年代美国信息通信技术为核心行业 (%)	13
图表 27: 新经济对我国 GDP 的拉动作用	13
图表 28: 与美国、日本、德国相比, 我国居民消费率偏低.....	14
图表 29: 2014 年以来农村居民消费支出增速高于城镇.....	14
图表 30: 2010 年以来, 农村居民收入增长明显高于城镇.....	14
图表 31: 重构政府、企业、居民和金融四大部门的关系.....	15
图表 32: “四本账”收入占 GDP 比重较高	15
图表 33: 我国综合税率高于大部分发达国家	15
图表 34: 近年来国有企业效率有所提高, 但私营企业效率持续下滑.....	16
图表 35: 我国居民消费支出占 GDP 比重依然偏低	16
图表 36: 我国金融业增加值占 GDP 比重较高.....	17
图表 37: 银行利润占比较高.....	17
图表 38: 改革开放: 全面提高全要素生产率.....	17
图表 39: 财政支出与收入产生缺口.....	18
图表 40: 中央政府具有加杠杆空间.....	18
图表 41: 企业实际利率被动抬升	19

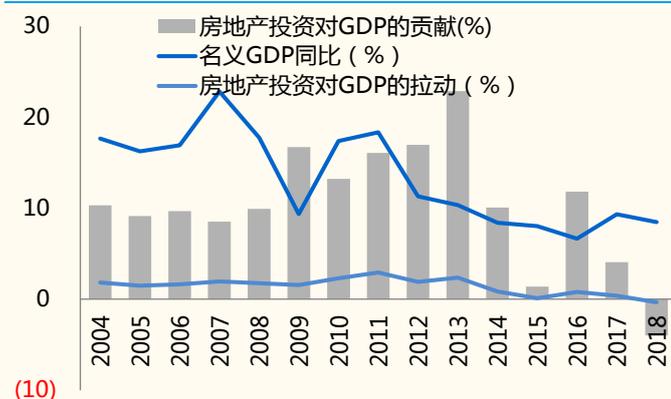
引言：改革开放 40 年，我国经济增长取得巨大成就，房地产和基建发挥着至关重要的作用。但现阶段地产和基建引致的问题愈发严重，资本回报率低迷成为我国经济增长的核心问题。因此，告别老路、寻求新的发展模式实现高质量增长成为我国当务之急。本文以此为切入点，提出了未来经济转型可能的发展方向。我们认为，未来应摆脱依靠地产和基建拉动经济增长的老路，转型为依靠创新和消费驱动的新经济发展模式。当然这一过程将导致经济增速下一个台阶，不过，这种转型从历史角度看是必要的、也是必需的，多数国家从此走上高质量增长之路，迎来了新旧发展模式的新平衡。未来新兴产业和消费有望迎来跨越式发展，它们也将作为未来核心资产全面带动我国技术创新和全要素生产率提升，这也是我们提出第二次改革开放的核心落脚点。

一、被房地产绑架的中国经济

1、房地产投资对经济增长贡献高

过去 40 年，我国经济增长高度依赖房地产。从占比上看，剔除土地购置费的房地产投资额占 GDP 比重的 10% 左右，最高点达到 12%，远高于日本和美国 3%-4% 水平，日本 1985-1990 年地产泡沫破灭前私人住宅投资才占到 GDP 的 6%，美国 2008 年次贷危机之前，最高点私人投资占到 GDP 的 7%，因此，从国际视角的对比来看，我国经济增长高度依赖房地产。从对经济的拉动上看，房地产投资对名义 GDP 增长的拉动在 0-3% 之间。考虑到诸多产业终端对应房地产（如工程机械、钢铁、家电、装潢等），因此实际房地产对经济增长的贡献应高于此。

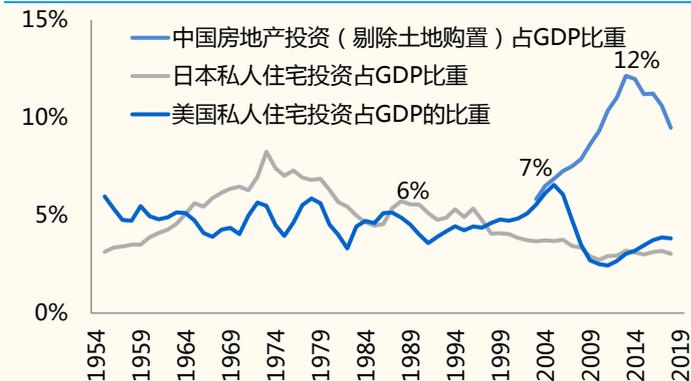
图表 1：房地产投资对经济增长的贡献大



(10)

来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：中国房地产投资占 GDP 比重大



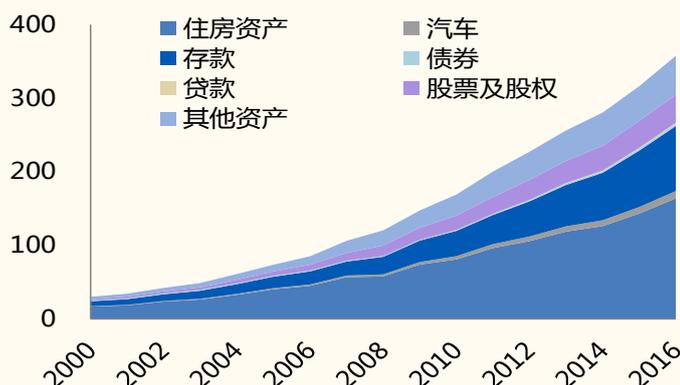
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、居民财富多数为房产，银行与房地产高度绑定

居民财富中住房资产占比高。我国居民资产负债一直处于扩张当中，从结构上看，主要持有的资产包括住房资产、存款、股票及股权。以 2016 年为例，居民 358 万亿资产中，住房资产 164 万亿，占 46%，遥遥领先排名第二的存款（88 万亿）将近一倍，说明居民财富多数为房产。

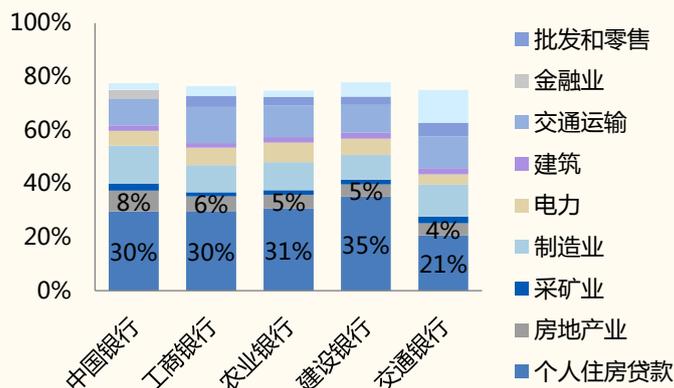
银行资产中个人住房贷款和房地产业资产占比高。居民财富中的住房资产对应银行资产当中的个人住房贷款，从 5 大国有银行数据看，和房地产相关的贷款（个人住房贷款以及房地产）占比较高，约为 30% 以上，若房价下跌将很可能导致出现银行系统的系统性风险。现阶段，银行与房地产已高度绑定。

图表 3：住房资产在居民资产中占比高（万亿元）



来源：社科院，Wind，国金证券研究所

图表 4：个人住房贷款在五大行中占比均较高



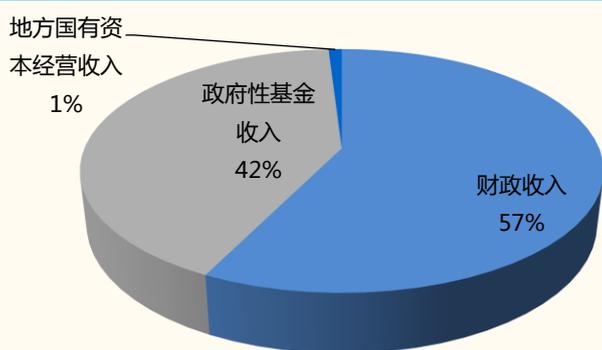
来源：上市公司公告，Wind，国金证券研究所

3、卖地收入撑起地方财政，多数产业终端是房地产

地方财政对土地出让依赖度高。地方政府收入主要有两块，一是财政税收收入，二是地方政府性基金。2018年财政部统计地方政府财政收入9.8万亿（占政府收入的57%），地方政府基金收入为7.1万亿（占政府收入的42%），其中国有土地使用权出让收入6.5万亿，因此地方政府性基金收入中90%以上都是国有土地使用权出让收入，说明地方财政对卖地收入依赖度高。

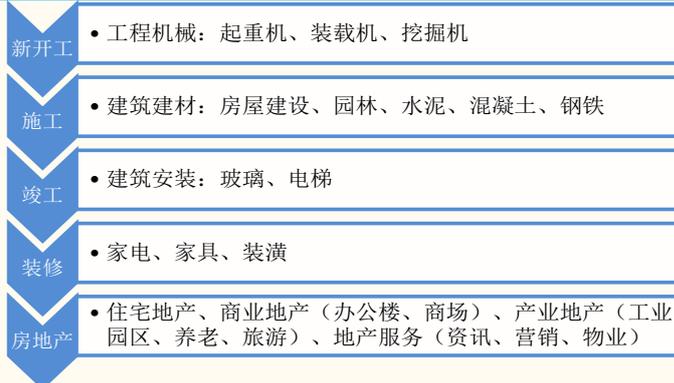
多数产业终端需求在房地产。从房地产产业链看，从上游钢铁、水泥，中游工程机械（起重机、装载机、挖掘机等），再到下游家电、家具、装潢等，房地产连接着诸多制造业和服务业，是最终端需求。虽然房地产投资占GDP的17%左右，但房地产涉及到的行业和产业将使其对GDP的影响远不止于此，当终端地产出现下跌，对我国经济的影响非常之大，拉动可能超过数据显示的3%。历史上，当房地产投资下滑，钢铁、水泥价格也同时出现下滑，而家电、家具装潢等也存在景气度下行。

图表 5：卖地收入撑起地方财政



来源：财政部，Wind，国金证券研究所

图表 6：多数产业终端是房地产



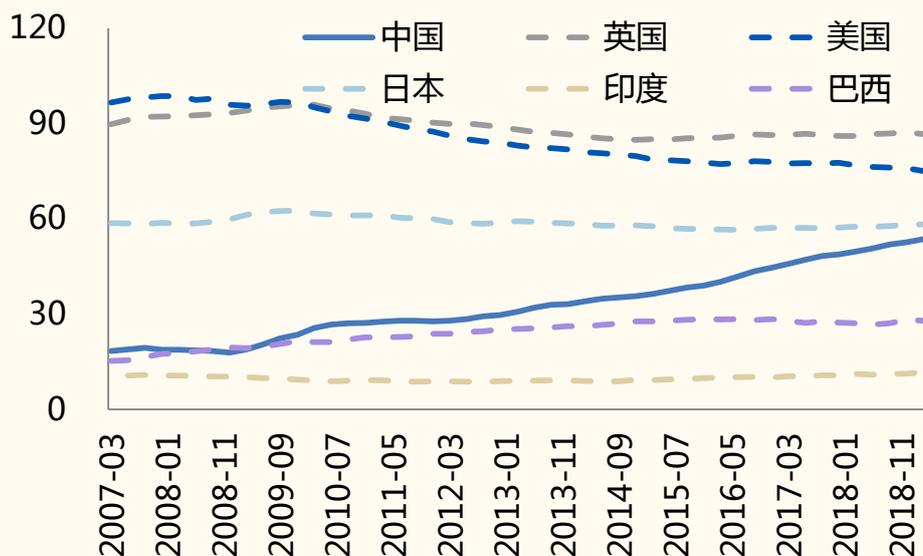
来源：国金证券研究所

二、为什么不走“地产拉经济”的老路？

1、加不起的居民杠杆

居民部门杠杆率已升至较高水平。中国居民部门杠杆率水平从 2007 年 18% 升至 2019 年的 53%，从发展中国家水平升至发达国家水平。此段时间，其他国家居民杠杆率却表现比较平稳，甚至有所下降，例如美国居民部门杠杆率由 2009 年的 94% 降至 2019 年 75%，英国居民部门杠杆率由 2009 年的 95% 降至 2019 年 87% 等。我国居民部门杠杆率却逐渐攀升主要是地产政策宽松，居民举债买房所致，2013-2014 年出现 1, 2 线城市房价上涨，16-17 年出现 3, 4 线城市房价上涨。因此，如果进一步通过居民加杠杆的方式举债买房将使得系统性金融风险进一步升高。

图表 7：中国居民部门杠杆率已升至较高水平 (%)

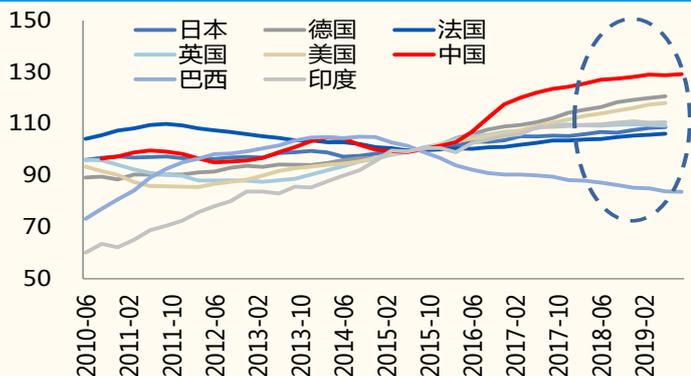


来源：国际清算银行，Wind，国金证券研究所

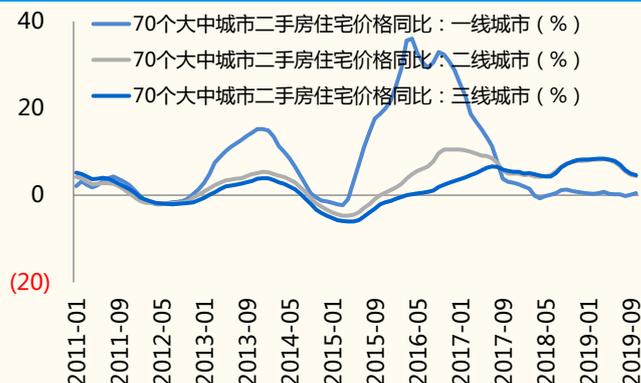
2、房价涨幅过快，房地产泡沫化风险上升

我国房价涨幅过快，房地产泡沫化风险上升。我国房地产价格经历了 13-14 年，16-17 年的大涨，如今房地产泡沫已较为严重。从 OECD 实际房价指数上看，我国房价近几年增速已经超过多数国家。以 2015 年作为 100，2019 年 6 月中国已涨至 129，同期巴西只有 83，而美国、英国、日本只分别上涨 118，109，109。从曲线斜率来看，中国也是自 2010 年以来，实际房价上涨最快的国家。

图表 8：OECD 实际房价指数 (2015 年=100)



图表 9：70 个大中城市二手房住宅价格同比



来源：Wind，国金证券研究所

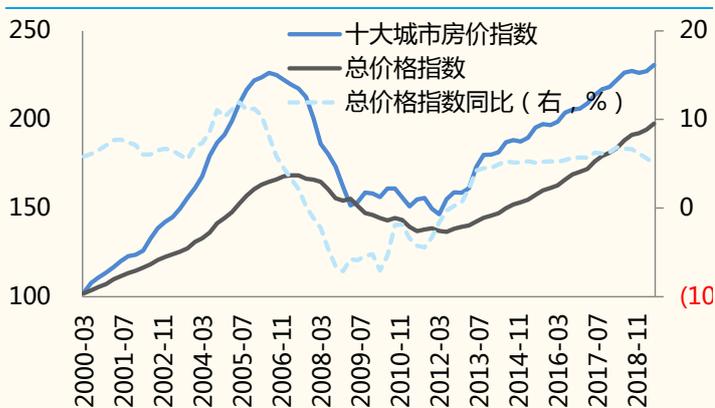
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

美国、日本房价上涨过快后的泡沫破裂造成经济硬着陆。历史证明，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。从逻辑上而言，房价上涨超过当地经济发展水平就会形成泡沫，若泡沫不加以遏制将最终对经济形成硬着落。

美国的经验：2000-2007年，美国房价上涨约50%，大城市房价更是上涨100%多，最终导致次贷危机。2000年以来美国洛杉矶房价在2007年最高点上涨了273%

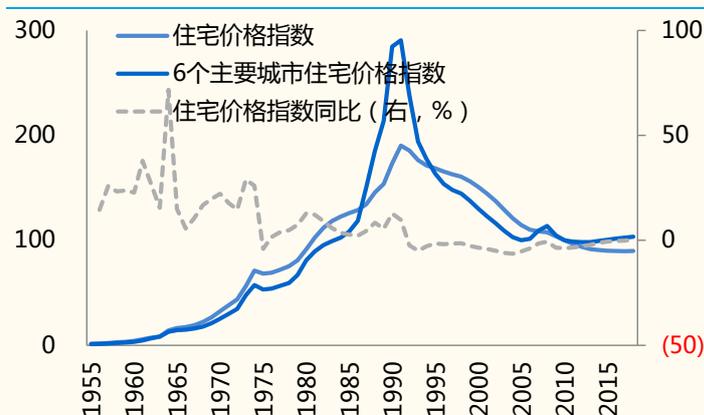
日本的经验：1985-1995年，日本签订广场协议后，股市、房市大幅上涨，但随后则是长达20多年的经济衰退。

图表 10：美国房价上涨过快造成经济衰退



来源：Wind，国金证券研究所

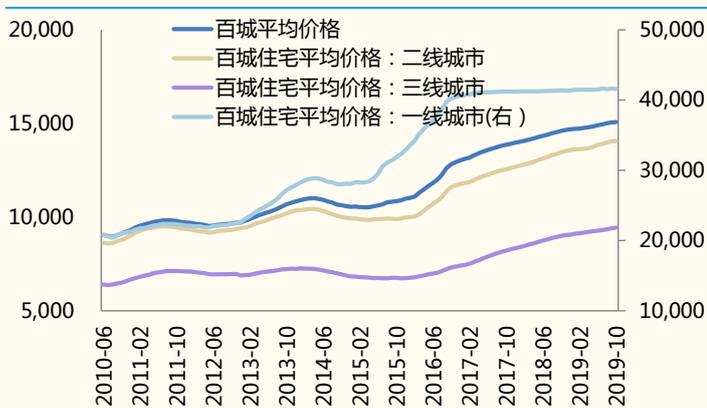
图表 11：日本房价上涨过快造成经济衰退



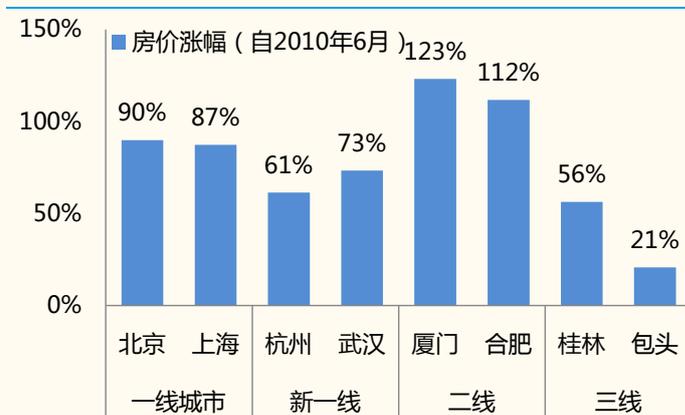
来源：Wind，国金证券研究所

中国不像美国、日本当年的地产泡沫，房价已是全面上涨。我国房价是一个全面上涨的态势。美国以及日本当年房价上涨主要集中在一线城市，其他城市房价相对涨幅较弱，但现如今中国在经历2016-2017年“棚改货币化”去库存后，已出现全国房价整体全面上涨的局面。若现阶段依靠房地产拉动疲软的经济，无疑将会不断放大泡沫，增加系统性金融风险发生的概率。（图表13主要代表城市的涨幅似乎没有大家想的那么大，主要原因可能是统计了城市周边地段的房价数据，拉低了整体价格）

图表 12：全面上涨的房价（万元）



图表 13：主要代表城市的涨幅



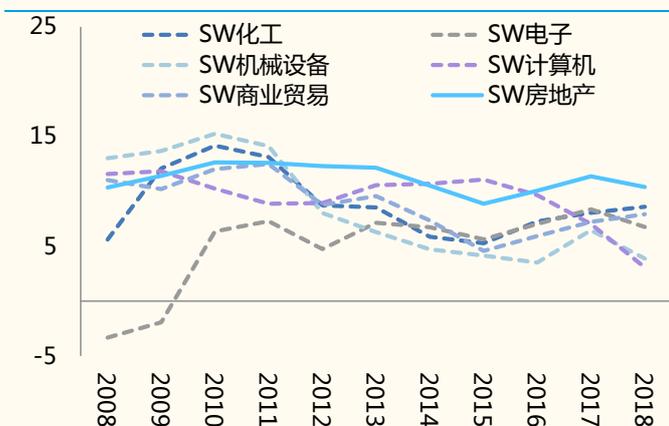
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

3、房地产资产收益率高而稳定，对其他实体投资具有挤出效应

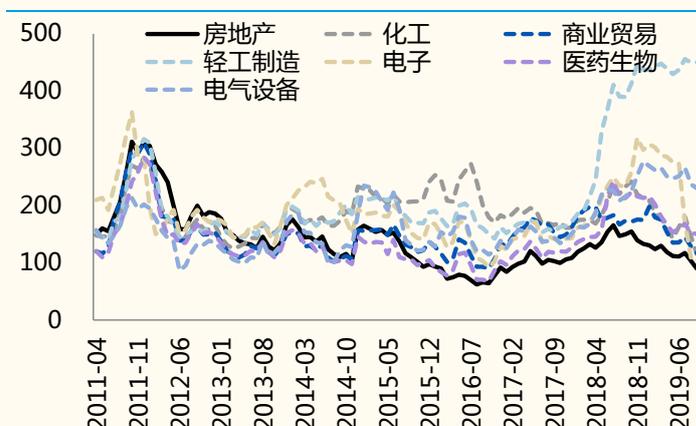
房地产投资挤出实体经济投资。从 ROE 的角度来看，房地产企业净资产收益率 10%左右，高于多数行业且较为稳定，整体 A 股非金融上市公司的 ROE 中位数在 7%左右。从违约风险的角度来看，房地产企业地产项目有抵押物，政府平台项目有政府隐形信用，所以其信用利差较低，违约风险较低，地产信用利差基本维持在 100BP 左右，其他行业均高于地产，轻工制造 2018 年达到 400BP。总体来看，在市场化的投资体系当中，资金一定更加青睐高 ROE 低风险的地产行业，而摒弃其他产业，从而导致了房地产对实体中其他产业（例如制造业）的挤出。

图表 14：房地产 ROE 高于多数行业 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：房地产信用利差低于多数行业 (BP)



来源：Wind，国金证券研究所

三、逆经济周期的基建

1、基建占 GDP 比重高，成为过去托底经济的重要手段

基建投资占 GDP 比重高。2005 年以来，基建投资占 GDP 比重呈现逐年上升的趋势，由 10%升至 20%。基建投资在过去发挥重要的稳增长作用。2005 年以来，基建投资增速基本名义 GDP 增速背离，在 2009 年金融危机时期对经济增长的贡献高达 54%，而在经济恢复到较高增长水平时，基建投资对经济增长的贡献显著下降。2014 年名义 GDP 同比升至 10%，而其基建投资占 GDP 增

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_7639

