

经济下行压力加大，房地产调控会放松么

——房地产深度报告系列之五

宏观专题报告

2019年09月23日

报告摘要：

2019年8月份消费与生产不及预期，经济下行压力加大，市场上降息呼声一片，放松房地产调控的声音也开始出现。那么，当前房地产调控应当放松么？房住不炒应当如何实现？

● 经济下行期应不应该放松房地产调控

为什么市场预期房地产调控可能放松？一是2018年以来房价温和上涨；二是房地产对消费具有拉动作用；三是基建受制于资金来源，恐怕难以托底经济。我们坚持认为房地产调控不应该放松，因为房地产对经济增长的挤出效应已经超越拉动效应。一是中国房价收入比较高，高房价对消费的挤出效应占据了主导地位，降低房贷利率未必能够促进消费。二是高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应。三是房地产投资过高导致潜在经济增长率下滑，不利于中国经济转型升级。四是高房价不利于中国人口生育率回升。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。倘若放松房地产调控，房价上涨预期再次升温，则房地产投资增速提升或将使得经济增速加速下滑。

● 限制房地产企业融资与房住不炒并不矛盾

从需求层面来看，房地产需求总体得到了满足，但城镇化使其存在一定结构性矛盾。从供给层面来看，总量上来看，房地产供应是充足的，但是结构不合理。限制房地产企业融资不等于不发展房地产市场。限制房地产企业融资在长期内可以优化资源配置，短期内也可能导致供求结构性矛盾。政府公共住房建设可以缓解该矛盾，一方面建立住房长效机制，一方面消化房价潜在上涨压力。

限制房地产企业融资不能从根本上解决民营企业和制造业融资难问题。民营企业和制造业融资难的根源一方面在于刚兑使得风险溢价难以得到弥补，一方面在于间接融资不适合高风险高收益的企业。但是，限制房地产企业融资可以部分缓解该问题。

● 如何实现房住不炒

房住不炒可以从五方面来逐步推进：需求层面堵疏结合降低房产投资属性；供给层面，成立政府专门部门提供低价公共住宅；推动财税体制改革和国有企业改革，保障公共住宅建设资金来源；立法保证住宅市场相对稳定；补贴居民，缓解房地产对消费的挤出效应。

● 房住不炒对大类资产配置的影响

大类资产配置方面，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。

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
- 4、挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍应坚持 20190710

目录

一、经济下行期应不应该放松房地产调控	3
(一) 为什么市场预期房地产调控可能放松	3
(二) 为什么我们坚持房地产调控不应放松	5
二、限制房地产企业融资与房住不炒并不矛盾	9
(一) 房地产需求总体得到满足，存在一定结构性矛盾	9
(二) 限制房地产企业融资不等于不发展房地产市场	10
三、如何实现房住不炒	12
(一) 如何实现房住不炒	12
(二) 如何应对可能的房价大幅下跌	12
四、房住不炒对大类资产配置的影响	12
风险提示	13

2019年8月份消费与生产不及预期，经济下行压力加大，市场上降息呼声一片，放松房地产调控的声音也开始出现。那么，当前房地产调控应当放松么？房住不炒应当如何实现？

市场之所以预期房地产调控可能放松，主要有三个逻辑：一是2018年以来房价温和上涨；二是房地产对消费具有拉动作用；三是基建受制于资金来源，恐怕难以托底经济。

但是，我们坚持认为房地产调控不应该放松，因为房地产对经济增长的挤出效应已经超越拉动效应。一是中国房价收入比较高，高房价对消费的挤出效应占据了主导地位，降低房贷利率未必能够促进消费。二是高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应。三是房地产投资过高导致潜在经济增长率下滑，不利于中国经济转型升级。四是高房价不利于中国人口生育率回升。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。倘若放松房地产调控，房价上涨预期再次升温，则房地产投资增速提升或将使得经济增速加速下滑。

限制房地产企业融资与房住不炒并不矛盾。从需求层面来看，房地产需求总体得到了满足，但城镇化使其存在一定结构性矛盾。从供给层面来看，总量上来看，房地产供应是充足的，但是结构不合理。限制房地产企业融资不等于不发展房地产市场。限制房地产企业融资在长期内可以优化资源配置，短期内也可能导致供求结构性矛盾。政府公共住房建设可以缓解该矛盾，一方面建立住房长效机制，一方面消化房价潜在上涨压力。

虽然，限制房地产企业融资不能从根本上解决民营企业和制造业融资难问题。民营企业和制造业融资难的根源一方面在于刚兑使得风险溢价难以得到弥补，一方面在于间接融资不适合高风险高收益的企业。但是，限制房地产企业融资可以部分缓解该问题。

房住不炒可以从五方面来逐步推进：需求层面堵疏结合降低房产投资属性；供给层面，成立政府专门部门提供低价公共住宅；推动财税体制改革和国有企业改革，保障公共住宅建设资金来源；立法保证住宅市场相对稳定；补贴居民，缓解房地产对消费的挤出效应。

大类资产配置方面，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、经济下行期应不应该放松房地产调控

（一）为什么市场预期房地产调控可能放松

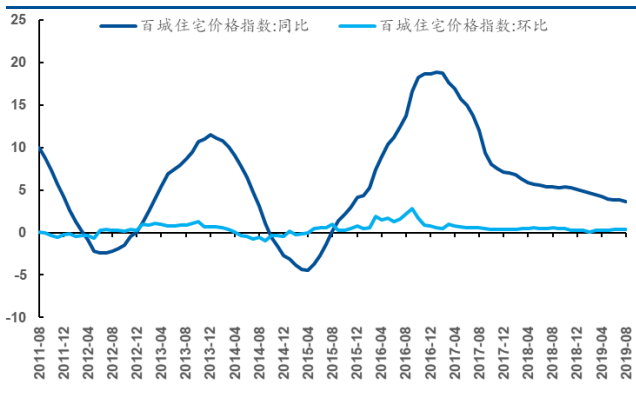
之所以市场预期房地产调控可能放松，主要有三个逻辑：一是2018年以来房价温和上涨；二是房地产对消费具有拉动作用；三是基建受制于资金来源，恐怕难以托底经济。

1、2018年以来房价温和上涨

自2018年以来，中国房价上涨速度不断放缓，同比增速由2018年1月的7.01%降至2019年8月的3.68%。分城市来看，不同等级城市房价涨幅有所分化。2019年8月，一

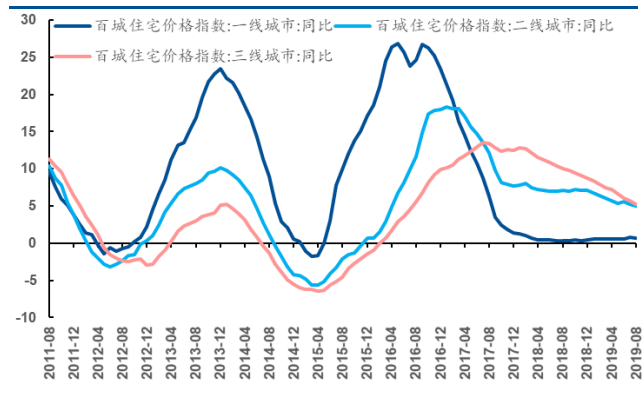
线城市房价同比增速仅为 0.64%，二、三线城市房价同比增速分别为 5.05% 和 5.28%。然而，房价涨幅放缓的背后，是政府调控政策的收紧。2016 年 9 月 30 日，北京率先出台房地产收紧政策。此后，上海、广州、深圳等一线城市及部分房价上涨过快的共计 20 多个城市密集出台针对房地产市场的限购限贷政策。直至 2019 年 4 月，中央政治局会议再次强调房住不炒定位，落实长效调控机制，房地产调控政策总体维持收紧状态。倘若房地产调控放松，在资产荒的背景下，房价是否会再次大幅上涨，不言而喻。

图 1：中国房价涨幅趋缓（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：不同等级城市房价涨幅有所分化（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2、房地产对消费具有拉动作用

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 (Ludwing 和 Slok, 2002)。但是，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¹。家庭消费金融不发达的经济体，房价上涨则会抑制消费。MueIlbauer (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。

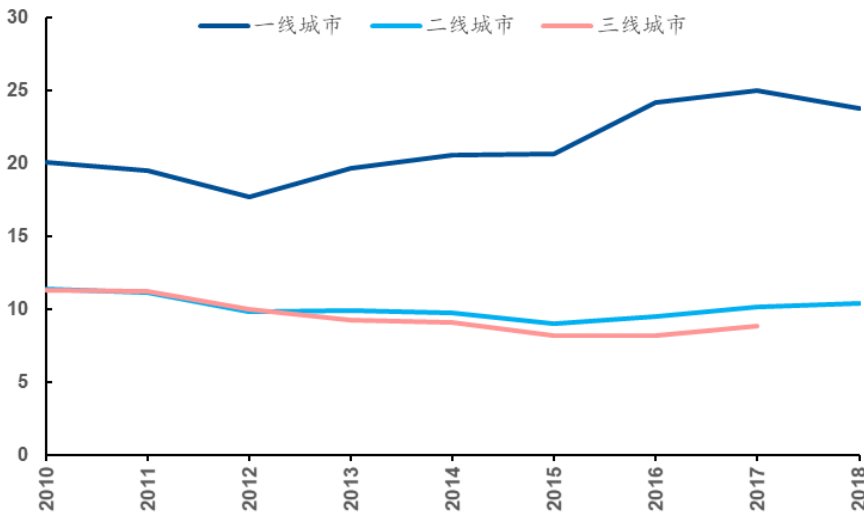
房价上涨带来的财富幻觉不能促进消费。现实中，投资者还可能对名义财富和实际财富不能进行明确区分，存在财富层面的“货币幻觉”。如果家庭拥有多套房产，可以通过出售房地产的形式兑现资本收益，促进消费。消费支出需要现金流支撑。但是，如果家庭只有一套房产，旨在终生享受其提供的服务，则房价上涨仅仅是账面财富增值，资产负债表效应无法转化为现金流量表效应，财富效应对消费基本无影响。

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

¹ 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.

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。

图 3：中国房价收入比



资料来源：Wind，民生证券研究院

3、基建受制于资金来源，恐难托底经济

基建投资资金来源分为五大部分：国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。其中，广义财政成是基建投资资金的主要来源。根据《基建投资资金来源剖析及增速预测》，2018 年末全国地方政府的隐性债务余额大约为 34.11 万亿，加上 19.68 万亿的显性债务，合计共有 53.79 万亿的债务余额，占 2018 年度 GDP 的 59.8%，较 2013 年 6 月末大幅增加，地方政府债务风险上升，使得地方政府举债空间受到限制。而土地出让收入增速下降与减税降费进一步使得基建资金来源受到制约。虽然专项债资本金新政可以部分缓解资金不足，但中性情景下 2019 年度基建投资增速预计仅为 3.4%，乐观情况下也仅为 5.7%。

投入产出分析表明，房地产是中国经济的支柱产业。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%。倘若房地产投资增速下滑较多，消费和基建投资增长难以有效对冲房地产投资下降，恐怕难以确保经济增速维持在 6% 以上。

（二）为什么我们坚持房地产调控不应放松

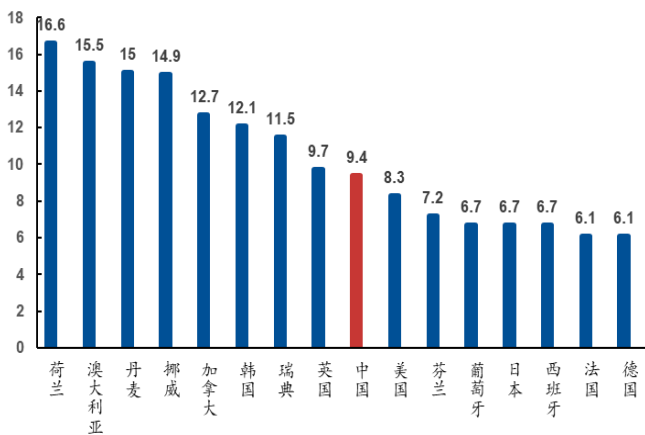
我们坚持认为房地产调控不应该放松，因为房地产对经济增长的挤出效应已经超越拉动效应。一是中国房价收入比较高，高房价对消费的挤出效应占据了主导地位，降低房贷利率总体上无法促进消费。二是高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应。三是房地产投资过高导致潜在经济增长率下滑，不利于中国经济转型升级。四是高房价不利于中国人口生育率回升。

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。与以往不同，房地产对经济的总效果已经不再是正向拉动。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。倘若放松房地产调控，房价上涨预期再次升温，则房地产投资增速提升或将使得经济增速加速下滑。

1、高房价对消费的挤出效应占据了主导地位

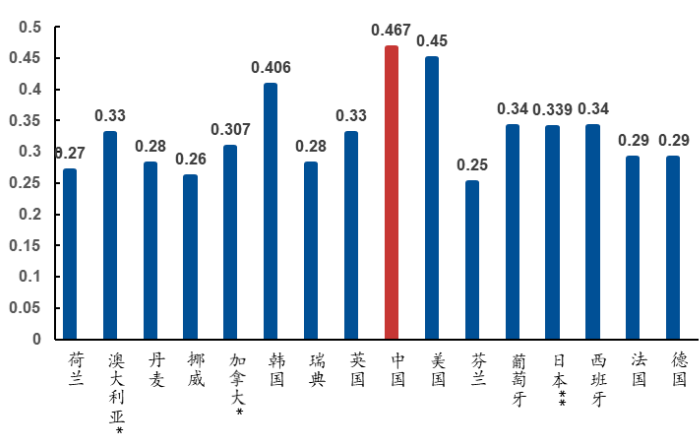
高额的租金支出挤出其他消费支出。结合易居研究院发布的《2018年全国50城房价收入比报告》和《2019年一季度50城租金收益率研究报告》，可以大致推测出各城市的房租收入比。2019年一季度深圳、三亚、上海、北京的租金收入比分别为54.72%、50.66%、46.98%、45.72%，属于租金严重过高城市。杭州、南宁、广州、福州的租金收入比分别为36.2%、35.67%、33.25%和30.6%，租金相对过高。高额租金支出势必挤出其他消费支出。

图4：2017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5：2017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²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³，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。

降低房贷利率未必能够促进消费。房贷支出这么高，降低房贷利率是否可以促进消费？乍一看，房贷利息支出减少了，能消费的钱自然就多了。可是，稍作推敲，就知道这未必是对的。大家都知道居民部门是净储蓄者，倘若房贷利率的下降是以存款利率下降为代价，消费反而可能因此下降。如果降低房贷利率的同时，储蓄者的利息收入能维持不变甚至有所提升，或能促进消费。但可能抑制企业融资，减少供给和劳动收入，效果尚不确定。

2、高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应

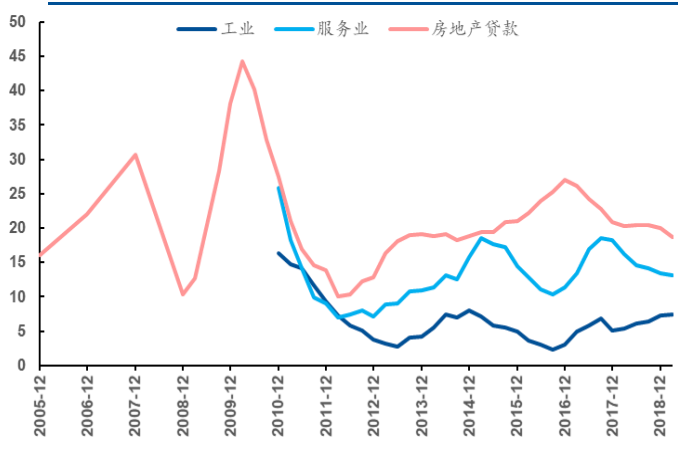
² 住户部门当年应还债务本金与利息之和与住户部门可支配收入的比值。

³ 图15中带*的国家为2016年数据，带**的为2015年数据。

房地产对制造业投资的促进效应呈“倒U型”。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。

高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应。近年来中国制造业出现了持续的“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6：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7：中国固定资产投资增长率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3、房地产投资过高导致潜在经济增长率下滑，不利于中国经济转型升级

房地产投资过高导致潜在经济增长率下滑。徐忠和贾彦东（2019）发现，近年来中国潜在产出增速的趋势性放缓主要源于高投资并未形成有效资本，进而导致有效资本投入对潜在产出的拉动力持续走低。基建投资和房地产投资对其他投资，尤其是制造业投资产生了明显的挤出效应，并造成了资本形成效率下降以及整体技术进步增长的放缓。劳动增长贡献率较低加剧了潜在增速的趋势性放缓，但不是主导因素。

高房价不利于中国经济的转型升级。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。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

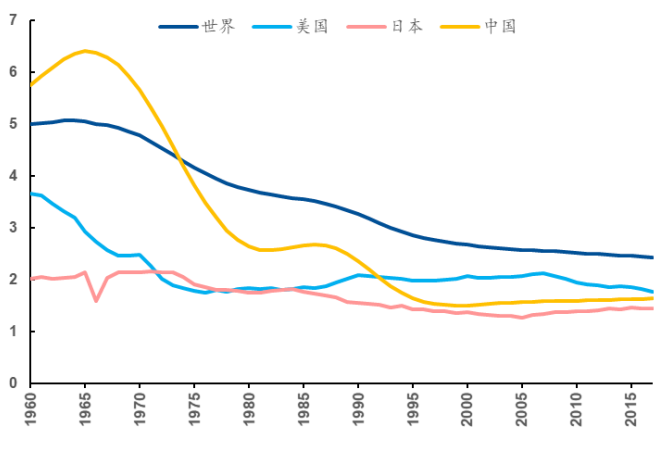
国工业部门中这种阻碍作用表现得更为突出。

4、高房价不利于中国人口生育率回升

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。

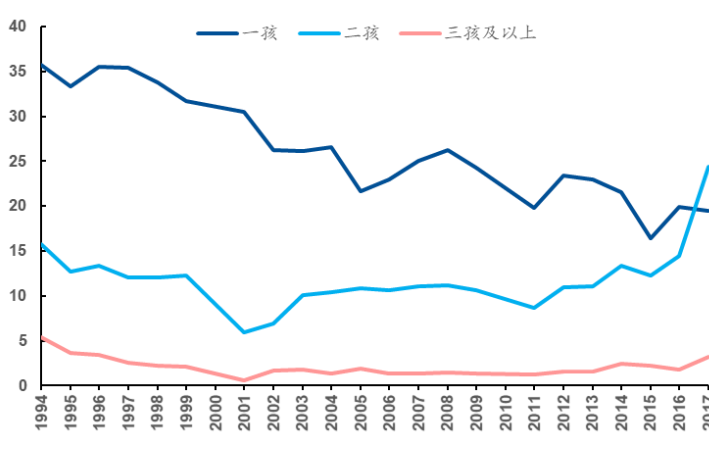
经济负担重制约生育率回升。调查数据显示,中国育龄妇女不打算再生育的前3位原因依次是“经济负担重”、“年龄太大”、“没人带孩子”(贺丹等,2018)。易君健和易行健(2008)对香港1971~2005年生育率、房价指数、女性劳动参与率、女性与男性实际工资年度序列展开协整分析,发现房价指数平均上涨1%,总和生育率将显著下降0.45%。

图8: 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9: 中国分孩次生育率 (%)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

表1: 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 (%)
2011	10000	40	5000	30	5000	20

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_9965



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn