

# 物转星移又一秋<sup>1</sup>

高善文<sup>2</sup>

2022 年 12 月 20 日

## 内容提要

本文主要讨论了三个方面的内容：

一是过去三年的疫情给经济主体带来了心理性和财务性的疤痕效应，前者影响承担风险的意愿和对未来的预期，后者造成了资产负债表的失衡。疤痕效应的修复与政策干预联系紧密，在自然条件下的修复需要一定时间。

二是中国房地产行业正在经历的流动性危机反映和暴露了高周转模式的内在脆弱性，并由于去杠杆政策和疫情冲击而扩散和加剧。从供应过剩、价格弹性、潜在存货等角度来观察，房地产市场的调整与日美曾经经历的泡沫破灭多有不同。随着政策的调整，房地产行业将转入违约压力的有序出清和商业模式的渐进转型。

三是我们提出了以安全维度为纵轴、以增长维度为横轴的四象限分析框架，试图理解政府日益上升的安全关切对资本市场估值体系与结构的影响。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险；（3）政策调整超预期

<sup>1</sup> 本文根据作者在 2022 年 12 月 13 日安信证券年度策略会上的演讲发言整理而成。题目意指中国资本市场估值体系步入新阶段，股票市场处于压制因素解除后的抬升过程中。

<sup>2</sup> 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

## 一、疫情留下的疤痕

伴随近期中国疫情防控政策的持续优化，我们正在迎来与奥密克戎变异毒株长期共存的全新生活方式。或许再经过一段时间的不便与混乱之后，在 2023 年二季度的晚些时候，我们的经济和社会生活能够基本恢复到相对正常的状态。对三年疫情留下的疤痕做一次检视，无疑是必要的。

### （一）伤疤在哪里？

过去三年，经济社会生活难以正常展开，收入的不稳定性空前增加，收入增速与疫情之前相比、总体上经历了比较明显的下降。在此背景下，居民和企业的资产负债表受到了不小的损害，需要一些时间来进行修复。

此外，疫情冲击给民众的心理也留下了一些疤痕。民众对于风险的容忍和承受能力、相比疫情之前可能出现了不小的下降。其对未来收入增长的确定性、可得性、以及未来收入增速能够维持的水平等方面的预期，也都变得更加保守。

那么，这样的疤痕效应在数据之中是如何体现的呢？

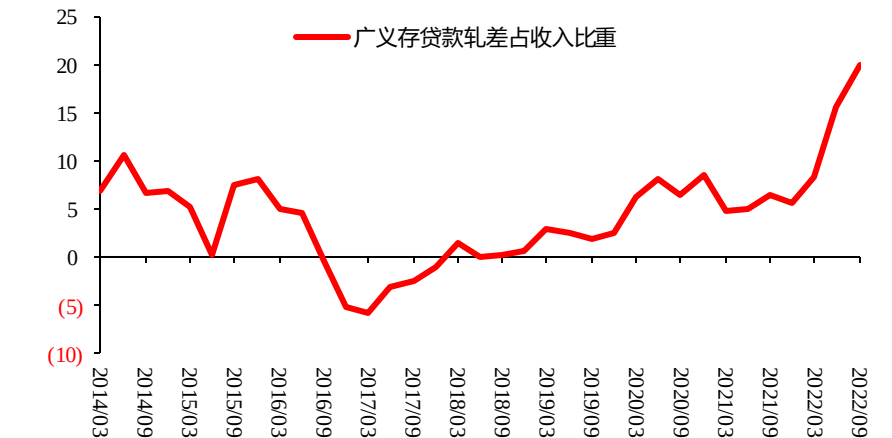
我们知道，理论上居民部门获得的收入之中，一部分用于消费，一部分以银行存款或货币基金的形式存储起来。此外，当居民考虑买房或经营商业时，在以收入为支撑的条件下，还会从银行获取贷款。

据此我们可以构造一个比值，其分母端是居民部门一段时间（例如一个季度）的总收入，分子端则是居民资产负债表中的存款增量与贷款增量之差，即：存贷款轧差，其中存款包括储蓄存款和货币基金，贷款包括购房以及经营所需的贷款。

如图 1 所示，自今年 3 月以来，相对于居民收入而言，居民所持有的存贷款轧差占比出现了大幅上升。即使这一比例在 2021 年底、就已处于过去七八年时间里相对较高的水平，但是自 2022 年以来，这一比例在已经较高的基础上，仍

继续出现历史罕见的大幅度单边上行，总体上表明居民部门在资产配置上变得非常保守，不愿意承担风险，对未来的预期变得较为悲观。

图1：居民户新增广义存贷款轧差/居民部门总收入（4Q，TTM），%



数据来源：Wind，安信证券

注：广义存款包括存款和货币基金

一般来讲，储蓄倾向是指一段时间之内居民所获得的收入，减去其中用于消费的部分（比如购买食品、烟酒、汽车等商品或理发等服务）之后，剩余的部分就被定义为储蓄，储蓄可以用于投资、购买房产等活动。

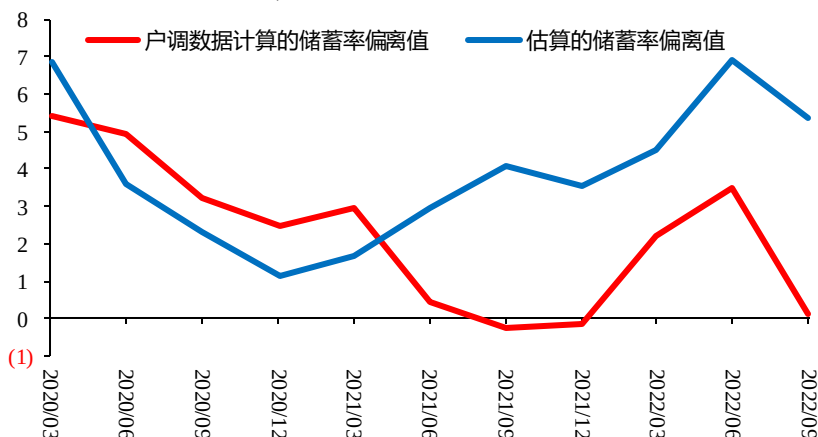
如图 2 所示，我们可以从两个数据口径观察居民储蓄倾向的变化。

（1）红色的线使用的是入户调查数据，可以发现：每一次出现比较明显的疫情冲击时，均导致居民户部门储蓄率出现异常的上升。在这样的上升之中，一部分是因为部分线下消费的不可得，进而形成了被动储蓄；另外一部分，也可能是来源于居民对未来收入的信心下降，因此需要积累更多的储蓄来进行预防性应对。

（2）蓝色的线是我们基于宏观经济数据中的国民收入和社会消费品零售数据所反推出来的居民户部门储蓄率。可以看到，其与红线所代表的户调数据有一定的差别，特别是自疫情以来在走势方向或绝对水平上差别较大，甚至越来越大。

如果以宏观数据估计为基础，总体上我们看到的是，居民部门的储蓄率在趋势上不断上升，消费倾向越来越低。

图2：居民户储蓄率偏离值，%



数据来源：Wind，安信证券

估算方法：用名义 GDP 和社会消费品零售数据分别估计居民的收入和消费，进而推算得到储蓄率。

在其他因素不变的情况下，疤痕效应很大程度上解释了2022年为什么包括房地产市场、股票市场等经历了幅度较大的单边下跌。过往出现类似情形所伴随的宏观环境，例如明显的通货膨胀、监管收紧、流动性紧缩、货币信贷利率显著上升等因素在今年均不存在或不明显。

## （二）疤痕效应的修复与政策干预紧密关联

一般认为，在人类经历自然灾害后心理上都会产生一些疤痕。随着灾害的过去，疤痕的影响会减弱，但依然会维持一段时间。它突出的特点则是人们对风险的容忍度下降，行为变得更加保守，更加不愿意冒险。

但是，对于这样一般性的总结而言，看起来似乎也存在一些例外。

第一个例子是，2002年德国易北河岸发生了一次严重的洪水灾害。洪灾过后，

一些学者专门调查了受到洪水影响的家庭的收入和开支行为。基于可得的地理数据，他们发现在发生洪水的时候，并不是所有家庭都受到了洪灾影响。有一部分家庭受灾，还有一部分家庭没有受灾，因此在同样的地理区域内，没有受灾的家庭的收入和开支行为就可以作为很好的对照样本。

结果显示，在易北河洪水之后，受到洪灾影响的这部分家庭的收入和开支行为，相比对照组而言并没有显著差异，这与我们一般想象的疤痕效应存在一定的出入。但是，这些学者有一个倾向性的解释，就是德国具有强大的社会保障体系，在这些地区发生洪灾以后，民众所遭受到的损失由政府及时足额提供补偿。在这样的政策干预之下，洪灾无论是在财务层面、还是在心理层面，均没有给当地民众留下明显的持续影响，他们的生活在洪水过去以后就迅速恢复正常了。

第二个例子是，尽管美国经历了较大规模的疫情冲击，但是今年以来在美国居民部门储蓄率的变动上，也看不到很明显的疤痕效应。因为如果有明显的疤痕效应，其储蓄率至少应该相对疫情之前的水平明显更高。但实际上我们所看到的是更低的储蓄倾向和更高的消费倾向，而这与美国经济数据的持续强劲、以及较大的通货膨胀压力之间，可能也是有一些关系的。

从美国的案例来看，疤痕效应快速弱化的原因可能在于，在疫情肆虐时期，美国政府针对居民提供了大量补贴和转移支付，较好地保护了居民部门的财务状况和资产负债表，减弱了居民部门在心理层面所承受冲击的强度和持续时间，所以在疫情缓解过后，他们的生活能够迅速恢复到相对比较正常的状态。

但是，从比较多数的自然灾害条件下人们行为变化的研究、以及迄今为止中国的经济生活情况来看，在我们的经济社会生活逐步恢复正常以后，疤痕效应可能还会持续一段时间。

## 二、房地产行业转向有序出清和渐进转型

2022年中国房地产市场经历了幅度很大的调整，销售和新开工下降幅度十分惊人，房价也出现了一定幅度的下跌，整个房地产行业显示出现较为广泛的违约压力。一些看法悲观地认为，中国正在经历房地产泡沫的破灭，基于对历史上日本和美国房地产泡沫破灭案例的观察，这些看法认为泡沫破灭是不可逆的，并且将会在未来较长时间里对于经济增长形成负面影响。

下面我们试图从意愿库存、供应过剩和价格弹性等方面提供一些差异化的视角。

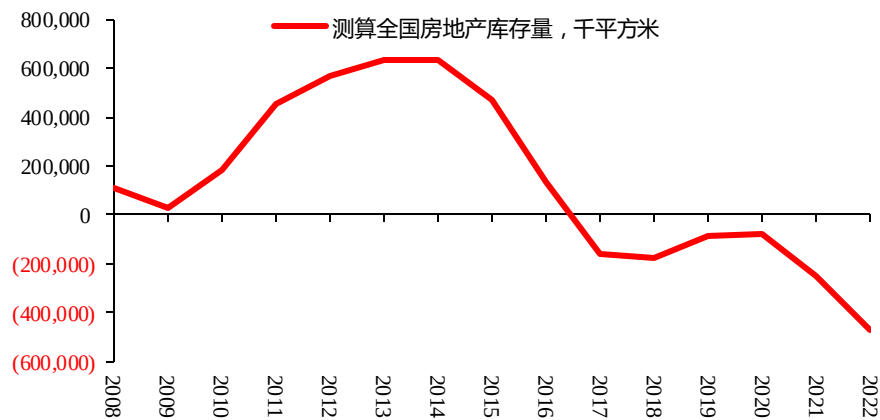
### （一）商品房非意愿库存

首先，可以观察一个我们这些年所追踪和估算的数据，叫做房地产企业所持有的、非意愿的商品房存货。如图3所示，这里的零轴不是意味着存货是零，而是代表着房地产企业的存货、与房地产企业意愿持有的水平是一致的。

从估计结果来看，毫无疑问的是在2013年至2014年前后，房地产行业曾经积累了大量的超额存货，但是到了2018年以后，这些存货基本已经下降到完全正常的水平。从这一估计来看，2021年和2022年房地产行业所持有的非意愿存货，放在历史上看都处在异常低的水平。



图3：测算全国商品房非意愿库存，千平方米



数据来源：Wind，安信证券

注：2022 年数据截至 10 月

我们知道所谓的房地产泡沫，它的形成通常有几个条件：

第一是大量民众和金融机构对未来、至少是对房地产行业的未来，抱有强烈的、不可动摇的信心和信念，认为房价一定会一直上涨。

第二是金融条件和金融环境异常宽松，当他们试图参与房地产市场投机的时候，总是可以在比较低的资金价格上获得贷款。持续的信贷流入叠加对房价具有很强的一致预期等因素，推动了房地产泡沫的形成和房价的快速上升。

第三是房价的快速上升会刺激房地产供应的扩大，开发商面对涨价积极地在房地产市场提供更多住房，进而使得房地产供应大幅增长。

但是，等到房地产泡沫破灭的时候，就会发生两个方面的问题。

一方面，在泡沫化过程中，房地产市场供应的扩大从长期历史来看是不正常的。这些过剩的、不正常的供应需要较长时间来消除和消化，这对房地产投资以及很多相关行业的需求，形成了中长期的负面影响。

另一方面，在消化这些供应的过程之中，由于市场在泡沫破灭后存在明显的供过于求现象，泡沫破灭后房地产价格又会下跌，对银行和居民的资产负债表造

成了很大的损害。

这一损害迫使银行又要去修复自身的资产负债表，采取诸如紧缩信贷、提高信贷发放标准、重新筹集资本、甚至隐藏坏账等方式。与此同时，居民部门在投机性购买过程中所积累的大量的银行债务，在房价下跌过程中资产负债表也会受到很大的损害，此后也需要花很长的时间去修复。

## （二）房地产开发投资占GDP比重

因此造成具有持续严重影响的房地产泡沫，通常应该有一个关键特征，就是房地产投资出现了异常的扩大。

以这样的模式来看日本房地产数据可以发现，如图4所示，日本在1985年之前房地产投资占整个经济的比重大约在8%左右。在1987年房地产市场开始泡沫化以后，这一比例迅速从8%上升到超过10%的水平。而这一过程意味着在市场上房地产供应的扩大。

到了1991年房地产泡沫破灭以后，日本房地产投资占GDP比重开始经历长期的下跌过程。下跌的早期反映的是对于前期过剩供应的消除过程，而下跌的后期也许更多的与日本快速老龄化存在更密切的联系。

图4：日本房地产投资占 GDP 比重，%

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\\_50351](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50351)

