



高瑞东：居民资产转移浪潮开启，A 股估值中枢有望重塑



要点

核心观点：

疫后居民超额储蓄的形成，主要源于疫情冲击下消费的减少与前期地产信用风险下居民投资支出的减少。此前市场的关注点在于超额储蓄能释放多少消费，而因投资减少形成的超额储蓄，涉及到居民资产配置的深度调整，未来如何转移或对市场的长期影响更大。

结合美日经验来看，地产后周期时代，居民在地产上的配置占比持续下降，但能否转移至权益资产，短期地产企稳至关重要，长期则倚赖长期资金的入市节奏。数字经济、安全发展、国企改革等概念板块的估值中枢或更具提升空间。

房地产在居民资产负债表中的角色与地产市场的发展变革密切相关

1998-2009 年，是我国房地产市场发展的黄金时期，一系列地产扶持政策渐次出炉，房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一，但由于工业贡献仍高，房地产并未成为宏观调控的主要抓手。这一阶段居民配置房产的偏好开始持续提升，但在居民资产负债表中房产更多还是满足居住属性的实物资产。

2010-2020 年，随着潜在经济增速触顶、而后开始趋势性下滑，总需求不足的问题逐步显现，为刺激总需求，房地产也一度成为宏观逆周期调控的主要抓手。该阶段房价大幅上涨与地产周期性的特征，大幅推升了居

民对住房的投资需求，央行调查显示 2019 年我国居民资产中住房资产占比达到 59.1%，显著高于美国的 25.2%与日本的 34.7%，居民债务也持续上升。

2020 年以来，房地产的供给侧改革加速推进，注重以长效机制稳定房地产市场各方的预期，平衡长期供需，至此房地产正式进入平稳发展的后周期时代。这一阶段房地产在居民资产负债表中的“投资”属性被大幅削弱，居民资产配置或迎来拐点，未来金融资产、尤其是权益资产的占比将大幅提升。

美日经验看，地产后周期时代，居民在地产上的配置占比迎来拐点

美国方面，居民资产更多转向权益。二战结束至次贷危机前夕，美国房地产市场经历 60 年繁荣，以次贷危机为界线，美国居民资产配置从地产逐步转向金融资产。次贷危机后，美国房地产配置比重快速由 2006 年的 32.3%下降至 2011-2015 年的 24.4%，此后稳定在 25%左右，股票和基金的配置占比则上升至 26.5%。

日本方面，居民资产更多转向现金和存款。房地产泡沫破裂后，股市也自此陷入长时间低迷。地产与权益资产的大幅贬值，叠加日本人口结构的深度变化，日本居民的资产配置结构也发生较大转变，现金与存款占比持续提升，1994-2021 年，现金存款在日本家庭总资产的占比从 21.7%升至 32.4%。

结合美日经验，我们发现：其一，进入地产后周期，居民配置到房产上的占比在持续下降，即使后续房价有所企稳也并未改变这一趋势；其二，居民资产负债表收缩，而政府杠杆率则持续攀升。其三，经济的复苏、股市的持续反弹仍然需要以地产企稳为特征，这一点是美日居民资产配置结构差异的重要根源。

未来居民资产配置到权益资产是趋势，短期看地产企稳，长期与长期资金有关

疫后三年居民积累巨量超额储蓄，一方面与疫情冲击下消费减少有关，另一方面与居民地产投资支出减少有关，涉及居民资产配置的深度调整。地产后周期时代，未来我国居民资产如何转移或对市场的长期影响更大。结合海外经验看，我国居民资产配置到权益资产是趋势，短期地产企稳至关重要，长期则倚赖长期资金的入市节奏。数字经济、安全发展、国企改革等概念板块的估值中枢更具提升空间。

风险提示：地产销售不及预期，疫情反复超预期，政策落地不及预期。

一、房地产在我国居民资产负债表中的角色演变

地产在居民资产负债表中的角色与地产市场的发展变革密切相关。

1.1 1998-2009 年，地产政策扶持阶段，房地产市场高速发展，城镇化加速推动居民配置地产偏好大幅提升

1998 年以前，我国房地产改革在摸索中前行。1958 年至 1977 年，

在新中国成立以后的很长一段时期内，我国实行“统一管理，统一分配，以租养房”的公有住房实物分配制度，这一时期并不存在严格的房地产业。1978年，房改问题提出后，正式开启住房制度改革的道路，当年发布的《关于加快城市住宅建设的报告》指出，住宅建设要发挥国家、地方、企业和个人四个积极性；1980年，国家城建总局召开全国城市房产住宅工作会议，提出加强住宅工作建设，组织私人建房，试行住宅出售。

1984年，国务院发布123号文件《关于改革建筑业和基本建设管理体制若干问题的暂行规定》，规定建立城市综合开发公司，推进住宅商品化，采取全价出售、补贴出售或议价出租的办法；1988年，国务院召开全国住房制度改革工作会议，对全国房改工作作了部署，要求用三年时间全面铺开；1994年，国务院下发《关于深化城镇住房制度改革的决定》，开启城镇住房制度正式改革之路，将房改的基本内容概括为“三改四建”。

表 1：1978 年至 2006 年，房地产政策的改革历程

时间	政策名称	主要内容
1978 年	《关于加快城市住宅建设的报告》	住宅建设要发挥国家、地方、企业和个人四个积极性
1980 年	《关于加强住宅建设工作的意见》	提出加强住宅建设的意见，要广开门户，加快住宅建设，组织私人建房，试行住宅出售
1982 年	《城市住宅的几个理论问题》	住宅是商品，住房不能作为福利事业，要多种途径解决住宅问题，要发挥四个积极性
1984 年	《关于改革建筑业和基本建设管理体制若干问题的暂行规定》	建立城市综合性开发公司，推进住宅商品化
1994 年	《关于深化城镇住房制度改革的决定》	确定房改的根本目的，将房改的基本内容概括为“三改四建”
1998 年	《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》	停止住房实物分配
2000 年	《关于房地产中介服务收费的通知》	对房地产咨询费、房地产价格评估费、房地产经纪费的收取额度作了明确规定
2003 年	《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》	将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一
2004 年	《商业银行房地产贷款风险管理指引》	规定建筑上不得为开发商垫资建楼
2005 年	《国务院办公厅关于切实稳定住房价格的通知》、《关于做好稳定住房价格工作的通知》	提出了八条稳定住房价格的政策（老国八条）；要求各地区、各部门要把解决房地产投资规模过大，价格上涨幅度过快等问题作为当前宏观调控的一项重要任务（新国八条）
2006 年	《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》	提出了六条意见以进一步加强市场引导和调控，把调整住房供应结构、控制住房价格过快上涨纳入经济社会发展工作的目标责任制，促进房地产业健康发展（国六条）

资料来源：中国政府网，住建部，《房地产宏观调控政策及有关法规汇编》，光大证券研究所整理

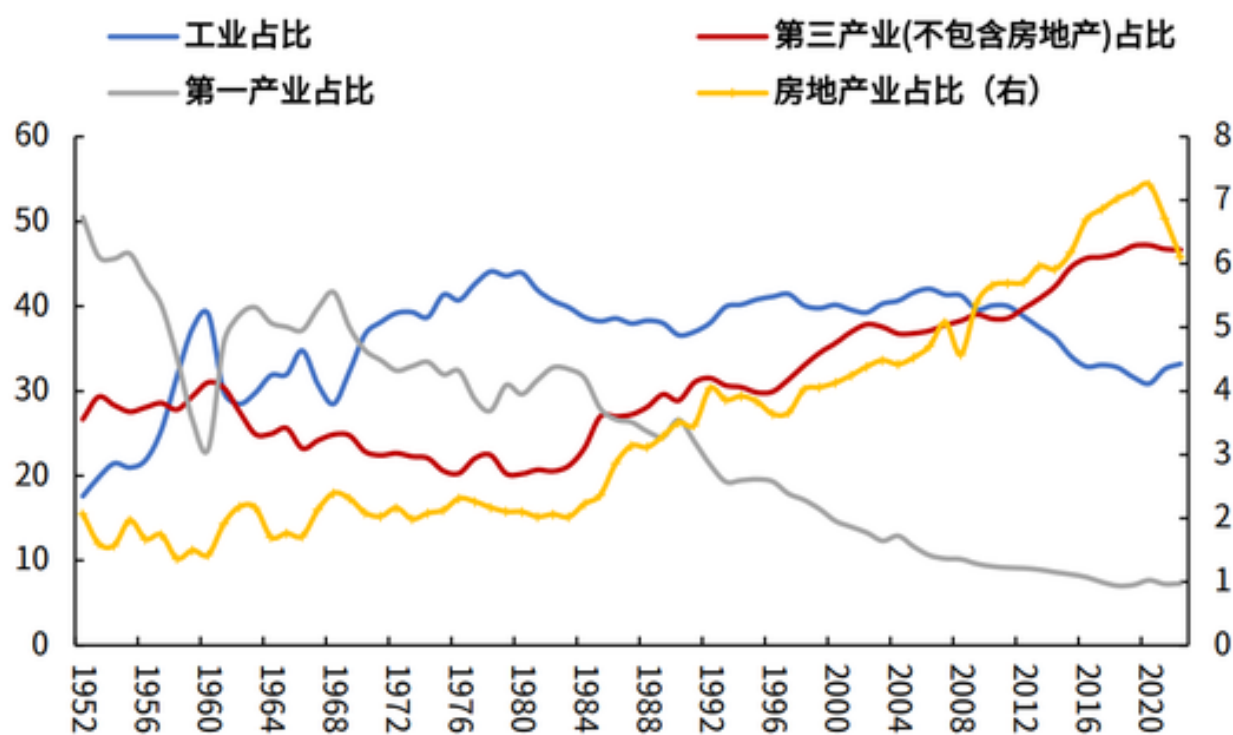
1998 年至 2009 年，房地产进入政策扶持阶段，被定位为国民经济的支柱产业。1998 年 7 月 3 日，国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，进一步确定了深化城镇住房制度改革的目标，并开始停止住房实物分配；2000 年，《关于房地产中介服务收费的通知》，对房地产中介各项收费作出明确规定；2002 年，《招标投标挂牌出让国有土地使用权规定》，地产拍卖走向“阳光化”；2003 年，《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一；2005 年至 2006 年，针对住房价格过快上涨的问题，国务院联合各部门出台多项通知稳住住房价格，促进房地产市场健康发展。

1998 年 2009 年，是房地产市场发展的黄金时期，房地产业在我国国民经济中的占比持续抬升，但并未成为宏观调控的主要抓手。从商品房销售规模来看，1999 年，商品房销售额占 GDP 的比重为 3.0%，至 2009 年这一比例已升至 12.7%，提升了 9.7 个百分点；房地产开发投资也成为固定资产投资的重要组成部分，其占 GDP 的比例由 1999 年的 4.4%，升至 2009 年的 10.4%，并于 2020 年升至 14.0%。但这段时间，全球总需求快速扩张，我国经济依赖外向型出口加工，工业增加值对经济的贡献依然远高于地产建筑和服务业，房地产并未成为宏观调控的主要抓手。

政策扶持下，这一时期的房地产市场发展较快，城镇化加速，使得居民配置地产的偏好迅速提升。根据社科院公布的资产负债表数据，2000-2009 年，中国居民住房资产从 16.72 万亿升至 73.91 万亿，增幅达

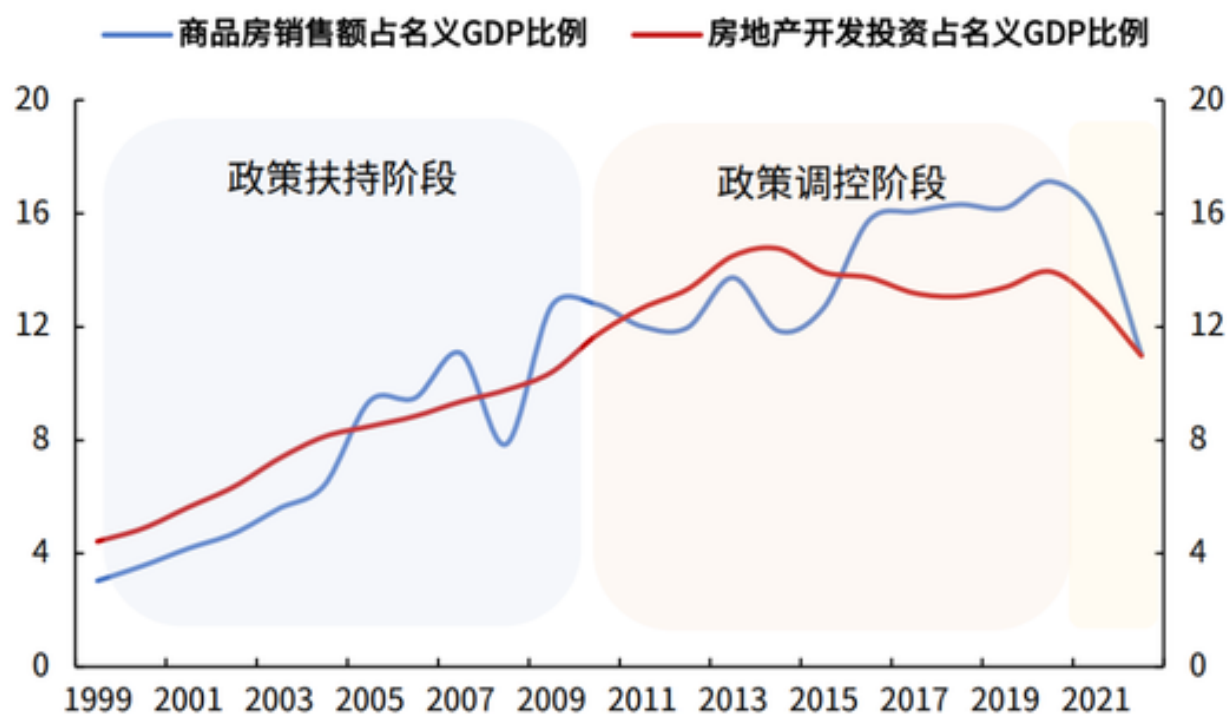
342%；同期受益于资本市场的逐步发展，金融资产也提升较快，从 13.78 万亿升至 75.33 万亿，增幅达 447%，2000 至 2009 年，中国居民住房资产占总资产的比例持续在 50%左右震荡，平均值达 50.3%。

图 1：1998 至 2009 年，房地产业在我国经济中的占比持续抬升



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年，单位：%）

图 2：2009 年，商品房销售额占 GDP 的比重升至 12.7%



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年，单位：%）

1.2 2010-2020 年，地产政策调控阶段，地产销售周期波动，居民配置地产占比持续高位

2010-2020 年，进入地产政策调控阶段，房地产调控也一度成为了逆周期对冲工具箱的主要抓手。2010 年之后，随着潜在经济增速触顶[1]、而后开始结构性下滑，总需求不足的问题逐步显现，经济从“供不应求”

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_53329

