

【宏观专题】

酒饮微醺，过犹不及——论地产不可承受之重 & 数论经济系列九

- ❖ **前言：**今年政府的几次定调看，去地产化，逐步减轻经济对地产的依赖，或将成为未来一段时间内的经济发展思路。我们认为，去地产化之路，方向正确，过程痛苦，需把握好调控节奏。正确之处，在于地产对社会的负面影响正逐渐放大，这一负面影响至少在消费、金额稳定、社融、收入分配等层面有较为明显的体现。痛苦之处在于，地产增速下行，经济增长、财政支出、就业等方面将面临压力。多方因素制约之下，调控节奏的把握需如工笔画般，讲究精雕细琢，张弛有度。
- ❖ **一、经济增长：**地产对经济的贡献既体现在销售端，也体现在建筑安装端。2000年以来，地产占GDP之比逐年上升，至今占15%左右。但值得注意的是，2019年，建安与销售增速首次同时低于名义GDP增速，地产的权重开始有所回落。参考国外，地产对GDP的贡献同样不低，但多集中在地产服务这一端。**展望未来，若控地产继续，建安及销售增速回落至0%，则影响名义GDP 1%左右。行业层面看，则涉及的面较广。**
- ❖ **二、财政收入：**将中国财政两本账（一般预算与政府性基金）合并后，财政支出的资金大概有22%-29%来自于土地出让及房地产税收。参考其他地方，土地公有制地区中，新加坡与越南仅5%左右；私有制国家中，房产税占税收之比10%左右，均低于中国。展望未来，若地产增速下行，则需增加债务以平衡财政收入。**未来十年，政府部门杠杆率或快速上行，上行幅度高于过去20年每10年10%的上行。政府利息支出占新增GDP之比也将持续上行。**
- ❖ **三、金融稳定：**国际经验来看，居民杠杆率快速攀升易引发金融危机。如美国的2008年以及日本的1990年。**截止2018年中国的居民杠杆率为53%，但到2028年，不同的地产增速下，居民杠杆率将上行至70%-90%左右。控地产有望放缓居民杠杆率的上升斜率，降低金融风险发生的概率。**
- ❖ **四、消费：**自2009年以来，社零增速明显下行，既有名义GDP增速下行的原因，也有居民杠杆率快速上行的原因。**我们的计量模型显示，居民杠杆率每上升1个百分点，社零增速下行0.2个百分点。参考国外，日韩在经济换挡期杠杆率上升影响消费的情况同样较为明显。降低居民杠杆率上升的斜率，有望减轻对消费的挤出影响。**
- ❖ **五、收入分配：**地产的快速发展，全国收入分配上产生两个问题。**1) 行业层面，朝地产业集中。以地产业营业利润与工业企业利润的比值来看，2000年为1.7%，到2018年上行至27.9%。2) 个人与企业层面，利润更多的朝企业集中。与工业企业相比，地产业的企业盈余与劳动者报酬之比更高。由于地产企业多为民企，随之而来的结果是地产业诞生了越来越多的富豪。**
- ❖ **六、社融：**地产占据了多大债务？从存量角度看，截止2018年年底，43%的贷款用于住户部门及地产开发，20%的信托资金投向房地产，10%的信用债来自房地产。从增量角度看，到2016年以后，每年50%左右的新增贷款用于住户及地产开发。**考虑到地产较低的不良率，地产信托较低的风险发生率及较高的收益率，若不控地产，资金将始终偏好于地产，难以流入其他行业。**
- ❖ **七、就业：**中国建筑业从业人员人数较多，截止2018年年底，达到5563万人。2015年至今，建安投资保持低位，相对应的是建筑业从业人员数增长势头明显放缓。2019年，建筑业从业人员数负增长，若未来建安投资继续下行，建筑业从业人员数将继续下行。
- ❖ **八、行业影响：**行业层面的影响至少有两点：**1) 集中度持续提升。**这一趋势在过去已较为明显。展望未来，若融资持续收紧，则中小地产商或将进一步退出，集中度将进一步提升。**2) 行业的转型较为迫切。**从2016年开始，上市公司数据看，长期股权投资快速增长。行业集体在地产之外寻求布局。
- ❖ **风险提示：**
经济下行；地产政策调整。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

电话：010-66500987

邮箱：luyinbo@hcyjs.com

执业编号：S0360519100003

相关研究报告

《【华创宏观】非对称鹰式降息，货币政策框架的再审视——9月FOMC会议点评》

2019-09-19

《【华创宏观】降息概率何时还会再背离？——详解FED Watch与WIRP计算方法&数论经济系列八》

2019-09-26

《【华创宏观】全球不确定因素降温 风险资产表现亮眼——9月大类资产月报》

2019-09-30

《【华创宏观】净存款外流印证Q2资本外流压力加大——跨境资本季度跟踪第3期》

2019-10-07

《【华创宏观】利率“四驱车”驶向何处？——宏观四视角框架》

2019-10-10

目录

核心观点.....	5
一、去地产化影响一：经济阵痛中下行.....	5
1.1 地产贡献多少 GDP?	5
1.2 其他国家什么情况?	6
1.3 去地产化对经济影响多大?	6
二、去地产化影响二：政府举债力度加大.....	7
2.1 财政多大程度上依赖地产?	7
2.2 其他国家或地区什么情况?	7
2.3 去地产化，对财政的影响在哪?	8
三、去地产化影响三：明显降低金融风险的发生.....	9
3.1 怎么看中国当前的金融风险?	9
3.2 怎么看中国未来的金融风险?	9
四、去地产化影响四：消费挤出影响减弱.....	10
4.1 怎么看地产对消费的挤出效应?	10
4.2 其他国家怎么看?	11
五、去地产化影响五：改善收入分配状况.....	12
六、去地产化影响六：缓解地产对资金的虹吸效应.....	13
6.1 地产吸纳了多少信贷?	13
6.2 怎么看地产的虹吸效应?	14
七、去地产化影响七：就业或受明显冲击.....	15
八、去地产化影响八：行业层面的影响.....	16

图表目录

图表 1	地产占 GDP 的权重持续上升	6
图表 2	历史来看，地产经历了四个阶段	6
图表 3	各国地产与 GDP 的贡献	6
图表 4	广义财政支出中，土地与地产是较为重要的收入来源	7
图表 5	公有制地区或国家财政收入中土地与地产占比	8
图表 6	土地私有制国家房产税占税收的份额	8
图表 7	美国 2008 年金融危机时居民杠杆率在 96%	9
图表 8	日本 1990 年爆发危机时居民杠杆率在 70%	9
图表 9	全球主要国家居民杠杆率	9
图表 10	中国各省居民杠杆率	9
图表 11	居民部门新增债务与 GDP 的比值快速攀升	10
图表 12	三种情形下的居民杠杆率预测	10
图表 13	杠杆率对社零的影响主要在 2009 年以后	11
图表 14	阶段二的回归明显各项系数都显著	11
图表 15	分省来看，居民杠杆率同样负向影响社零增速	11
图表 16	日本 1970-1992 年经济增速下行	12
图表 17	日本泡沫之前，杠杆率提升挤压消费	12
图表 18	韩国 1989-2003 年经济增速下行	12
图表 19	韩国 1989-1997 年，杠杆率提升挤压消费	12
图表 20	地产业获得的利润越来越多	13
图表 21	上市公司数据：地产获得的利润越来越多	13
图表 22	地产业的利润主要分配给企业	13
图表 23	福布斯中国富豪榜中有 100 人业务涉及地产	13
图表 24	居民部门与非金融企业部门杠杆率	14
图表 25	实体部门债务结构：信贷为主	14
图表 26	地产贡献了近 40% 的债务存量	14
图表 27	每年新增贷款中用于地产及住户的比例较高	14
图表 28	地产不良率较低	15
图表 29	信托风险事件中涉及地产的较少	15
图表 30	信托资金收益率：分行业	15
图表 31	建筑业从业人员与建安投资占比同向变动	16
图表 32	建安业从业人数与建安投资同向变动	16
图表 33	地产行业集中度逐年上升	16

图表 34 地产业规模更大的公司，评级也越高..... 16

图表 35 2017 年开始，地产业长期股权投资快速上行..... 16

图表 36 地产资产总规模仅次于银行、保险..... 16

核心观点

怎么看政府的去地产化的决心？从7月30日政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。”，到9月4日国常会做好“六稳”工作的部署中强调“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。”或许，这一次的经济下行周期下，我们将看到明显不同于以往的逆周期调控，既要稳增长，又要控地产。

怎么评价去地产化这条路？方向正确，过程痛苦，需把握好调控节奏。正确之处在于，地产对社会的负面影响正逐渐放大，这一负面影响至少在消费、金融稳定、社融、收入分配等层面有较为明显的体现。对于消费而言，快速攀升的杠杆率正明显对消费形成挤压。这一现象在日本、韩国增速换挡期时同样较为明显，与日韩不一样的是，过去十年国内居民杠杆率攀升速度明显过快，导致消费回落幅度过快。对于金融稳定，隐忧同样来自居民杠杆率，动态视角来看，十年之后，我国居民杠杆率高则达到90%，低则达到70%，上升的斜率取决于未来十年地产发展的速度。国际而言，越高的居民杠杆率，往往潜伏着较高的金融风险。从地区来看，浙江的居民杠杆率已经高达70%以上，超过多个发达国家的水平。对于社融，由于地产及住户部门较低的不良率，地产信托资金不错的收益率及较低的风险发生率，地产及住户部分对于信贷及信托资金吸引力极大，资金难以流入其他实体部门，每年新增信贷的50%流入地产及住户部分，实体企业融资较为困难；对于收入分配，地产部门与工业部门相比，2000年时利润之比仅1.7%，至2018年，攀升至28%。地产部门享受了较多的利润，诞生了更多的富豪，正不断加剧国内的贫富分化。

痛苦之处在于，地产增速下行，经济增长、财政支出、就业等方面将面临较为明显的压力。对于经济增长，仅从狭义的地产来看，建安与地产销售合计贡献GDP的15%左右。这一比值与主要发达国家相近。但不一样的是，发达国家主要集中在地产的服务端，即物业、中介、自有住房服务等；我们更侧重于建安投资对经济的拉动，因而地产涉及的上游行业更多。一旦地产下滑，经济将在阵痛中下行；对于财政，每年广义财政支出22%-29%左右来自土地出让及地产业的税收。带来的好处在于过去20年，政府部门的杠杆率（不含隐形债务）上升速度极其缓慢，每十年仅上升10%左右。若地产及土地出让增速下行，未来10年政府部门将不得不加大举债。我们预计未来十年，政府部门杠杆率将上升35%左右。到2028年，每年的政府利息支出占新增GDP的50%左右。对于就业，建安投资的下滑会导致建筑从业人数的下滑，这一趋势在2015年以后已经有所体现。

调控节奏的把握较为关键。美好的愿景与骨感的现实之间总是存在巨大的鸿沟。既要坚定信心，也要适度而行。多方因素制约之下，地产调控节奏的把握需如工笔画般，讲究精雕细琢，张弛有度。

一、去地产化影响一：经济阵痛中下行

1.1 地产贡献多少GDP？

怎么计算地产对GDP的贡献（权重的计算）？地产对GDP的贡献分两块。第一，房地产的建筑、安装活动计入建筑业的产值。第二，房地产的销售活动，按照差价计入房地产业的产值。“房地产开发经营业中的房屋销售活动总产出按照房屋销售差价收入计算。”（统计局《2016年国民经济核算体系》）。根据投入产出表，可以使用支出法计算房地产对GDP的贡献值。其中，建筑业根据建安投资占建筑业的产值予以调整。2015年，地产贡献当年名义GDP总量的15.3%。其中建安投资贡献了GDP的9%，销售活动贡献了GDP的6%。建安的重要性高于销售活动。

从地产对GDP的贡献来看，可分为四个阶段。1) 2000年-2010年，这一阶段地产保持高速增长。无论是建安的增速还是地产销售的增速，多数年份均超过了名义GDP的增速。地产对GDP的贡献迅速上升，从2002年的8.4%提升到2010年的13.5%。2) 2011-2014年，这一阶段销售较弱，建安依然保持较快的增长。整体而言，地产对GDP的贡献依然在缓慢上升。3) 2015年-2018年，这一阶段销售强劲，但建安非常疲软。2018年甚至仅有-3.3%的增速。从2015年到2017年，地产对GDP的贡献略有回落。4) 2019年。从上半年的运行情况看，建安增速与销售增速均低于名义GDP的增速，历史首次。但相比2018年，地产对GDP增速的贡献要更高一些。原因是今年建安的情况好于2018年，而建安相比销售活动，占GDP的权重更高一些。

今年贡献多少 GDP? 粗略测算, 今年上半年 8% 的名义 GDP 增速中, 大概 1% 来自地产。(建安与地产销售大概都在 6% 左右的增速。)

图表 1 地产占 GDP 的权重持续上升

单位: 亿元	2002年	2005年	2007年	2010年	2012年	2015年	2017年
增加值合计(名义GDP)	121,859	185,019	266,044	403,649	536,800	680,254	823,216
建筑业:总产出	28,133	39,944	62,722	102,343	138,613	201,904	228,786
建筑业:最终使用	27,380	39,835	60,187	98,498	129,685	180,110	218,869
地产建安投资	5,151	10,872	17,191	33,085	52,036	71,196	78,578
建安投资最终使用预计	5,013	10,842	16,496	31,842	48,685	63,511	75,172
房地产业:总产出	7,354	10,250	14,775	30,122	41,909	58,214	78,253
房地产业:最终使用	5,264	8,640	10,971	22,773	30,075	40,369	46,023
建安最终使用/GDP	4.1%	5.9%	6.2%	7.9%	9.1%	9.3%	9.1%
房地产业最终使用/GDP	4.3%	4.7%	4.1%	5.6%	5.6%	5.9%	5.6%
(建安+房地产业最终使用)/GDP	8.4%	10.5%	10.3%	13.5%	14.7%	15.3%	14.7%

资料来源: WIND, 华创证券

图表 2 历史来看, 地产经历了四个阶段

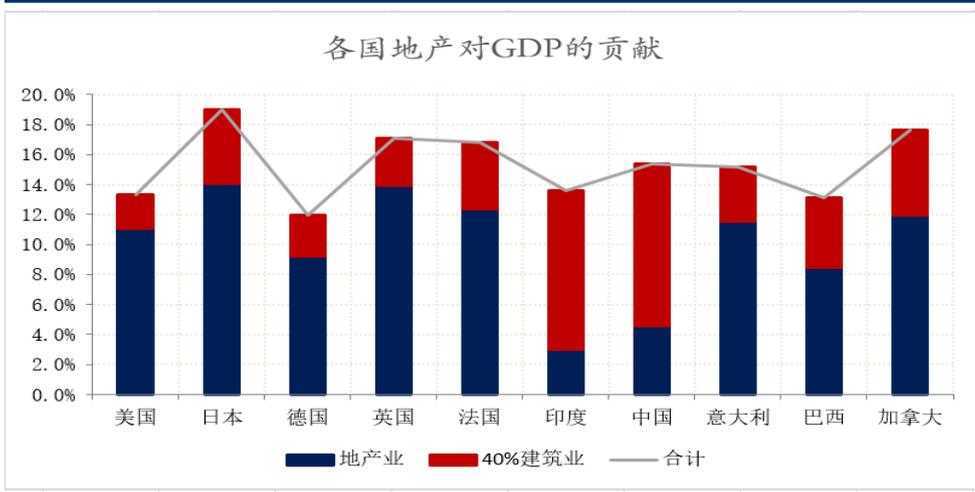


资料来源: WIND, 华创证券

1.2 其他国家什么情况?

我们使用 WIOD 提供的全球主要国家的投入产出表数据 (更新至 2014 年), 考察全球 GDP 总量靠前的几个国家, 发现各国地产对 GDP 的贡献同样在 12%-20% 之间, 计算方法与 2.1 类似。但与中国不一样的是, 发达国家地产对 GDP 的贡献主要集中在房地产业, 即房屋销售、中介业务、租赁业务、物业管理、自有住房服务等, 而非新建住宅带来的地产投资。新兴国家中印度的情况与中国较为类似, 建安投资贡献了较多的 GDP。

图表 3 各国地产与 GDP 的贡献



资料来源: WIOD, 华创证券 注: 2014 年数据, 假设建筑业的产出中 40% 来自地产投资

1.3 去地产化对经济影响多大?

从数字上看, 若地产销售增速以及建安投资从目前 6% 左右降为 0%, 影响名义 GDP 1% 左右。但考虑到与欧美发达国家不一样的是, 中国的房地产业涉及的行业更多, 牵扯的面更广 (如后文提及的财政、信贷、就业等), 实际对经济的冲击可能更大。

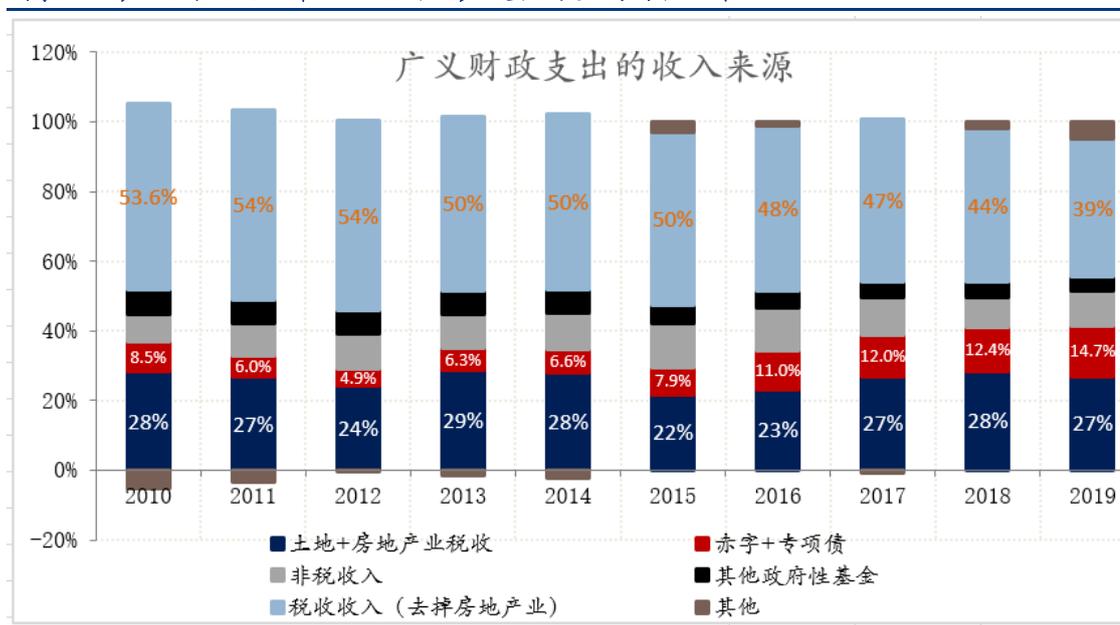
二、去地产化影响二：政府举债力度加大

2.1 财政多大程度上依赖地产？

怎么看中国的财政支出？两本账，一是一般公共预算，二是政府性基金。两本账的支出相加可以理解为中国每年的广义财政支出。

财政支出的钱从哪来？地产贡献多少？两本账合并后，钱从六个地方来。1) 地产相关，可以用土地出让收入以及房地产业的税收收入来估计，合计占每年财政支出的 22%-29% 左右。2) 去掉地产后的税收收入，占财政支出的比值逐年下降。2010 年有 53% 左右，到 2018 年下降到 44%。2019 年税收收入整体可能 0 增长，但房地产业销售额仍然增长较高，去掉地产后实际可能税收负增长，占财政支出的比值预计下滑到 39% 左右。3) 非税收入。4) 财政赤字以及专项债；5) 其他政府性基金；6) 其他，主要是往年的结转结余。

图表 4 广义财政支出中，土地与地产是较为重要的收入来源

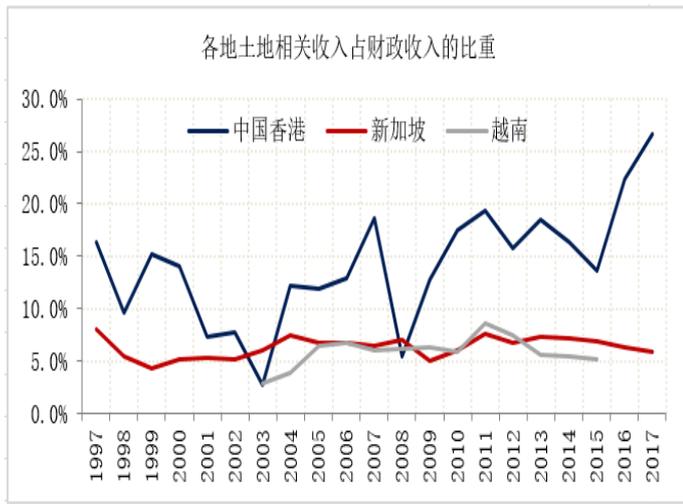


资料来源：WIND，华创证券注，2019 年为华创宏观预计值

2.2 其他国家或地区什么情况？

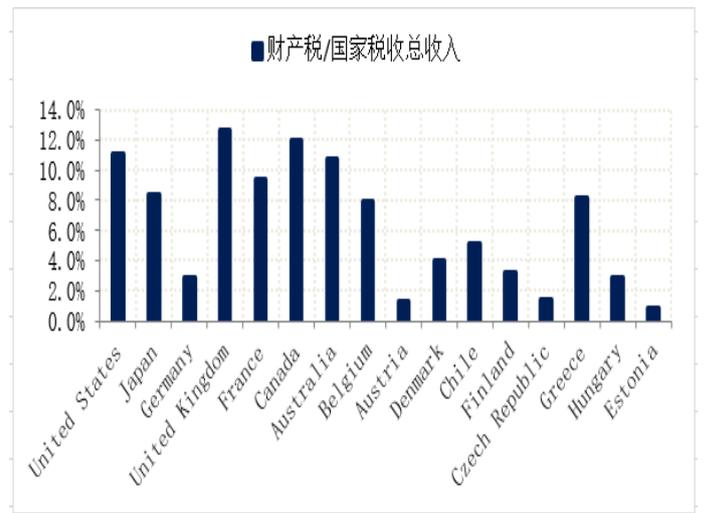
全球对于土地区分公有制与私有制。公有制下，土地出让成为财政收入中较为重要的来源。全球来看，实行公有制的国家或者地区有中国大陆地区、中国香港地区、新加坡、越南、古巴和朝鲜。其他国家或地区基本均实行私有制。与大陆类似的是香港地区，土地及地产对财政收入贡献较高，2017 年达到 25% 以上。但新加坡与越南，则对土地的依赖较小，财政收入中仅 5% 左右来自于此。私有制下，地产对财政的贡献主要体现为房产税，但房产税在税收中的份额并不高，美国、英国、法国、加拿大较高，但也仅 10% 左右。德国则只有 2% 左右。

图表 5 公有制地区或国家财政收入中土地与地产占比



资料来源: WIND, 华创证券

图表 6 土地私有制国家财产税占税收的份额



资料来源: OECD, 华创证券注, 2016 年数据

2.3 去地产化, 对财政的影响在哪?

对于财政而言, 六项来源中, 仅财政赤字及专项债有上行空间, 上行的幅度取决于财政支出的力度以及地产相关收入增长的幅度。

我们做一个简单的测算, 基本的假设如下: 1) 假设 2019-2020 年名义 GDP 增速为 8%, 2021-2025 年为 7%, 2026-2028 年为 6%; 2) 广义财政支出增速, 2019 按照年初预算来, 2020 年高于名义 GDP 增速 2 个百分点, 之后与名义 GDP 保持一致; 3) 除地产外其他行业的税收收入, 2019 年由于减税降费假设 0 增长, 2020 年及以后与名义 GDP 增速保持一致; 4) 非税收入与其他政府性基金, 2019 年预计占比为 13.9%, 历史最高占比超过 17%, 假设 2020-2022 年逐步提升至 17%, 此后稳定在 17% 的占比; 5) 其他收入, 即来自历年的结转结余, 2019 年占比较大, 预计达到 5%, 假设到 2022 年降为 0%;

核心变量, 地产及土地贡献的财政收入, 三种情形如下: 1) 情形一, 地产仍保持较快的增长幅度, 土地与地产贡献的财政收入增速, 从 2020 年开始仍保持 5% 左右的增幅。2) 情形二, 地产有所降温, 土地与地产贡献的财政收入增速, 从 2020 年开始保持每年 2% 左右的增幅; 3) 情形三, 地产受到压制, 土地与地产贡献的财政收入增速, 从 2020 年开始保持每年 0% 的增幅。

据此测算, 预计每年需要新增的政府债务、政府部门的杠杆率、每年政府部门的利息占新增 GDP 的比重。

预计未来十年政府部门杠杆率上升幅度或明显加大。根据社科院计算的政府部门杠杆率, 不考虑隐形债务的情况下, 2018 年为 36.95%, 至 2028 年, 政府部门杠杆率或明显上行, 上行幅度超过以往。此前从 1998 年到 2008 年, 政府部门杠杆率仅从 15.9% 上升至 28.06%; 从 2008 年到 2018 年, 政府部门杠杆率从 28.06% 上升至 36.95%, 每十年上升幅度为 10% 左右。未来十年, 上升幅度或将加速。此外, 越低的地产增速, 意味着越高的上行幅度。若考虑隐形债务, 按照《华创宏观 穿越迷雾系列一: 隐性债务知多少? 从资金端和资产端的估算》, 假设 2018 年中国的隐性债务为 24 万亿, 则政府杠杆率这一数字将会更高。

预计未来十年, 政府部门利息支出占新增 GDP 比重将明显上行。假设国债每年利息支出为 3%, 地方政府债为 4%, 显性债务的利息成本取二者均值, 按 3.5% 计算利息; 隐形债务按 5% 计算利息。则到 2028 年, 政府部门利息支出将占 GDP 增量的较高比重。

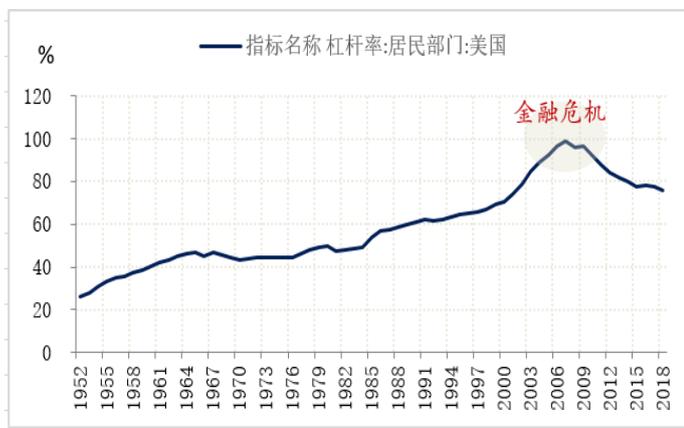
三、去地产化影响三：明显降低金融风险的发生

3.1 怎么看中国当前的金融风险？

地产快速增长的背后是居民杠杆率的快速提升。对于居民杠杆率，国际经验来看，居民杠杆率越高，金融风险越大。美国 2008 年金融危机发生时，居民杠杆率高达 96%，此后再没有超过这一水平。日本 1990 年发生金融危机时，居民杠杆率达到 70%，此后基本也开始缓慢下行。

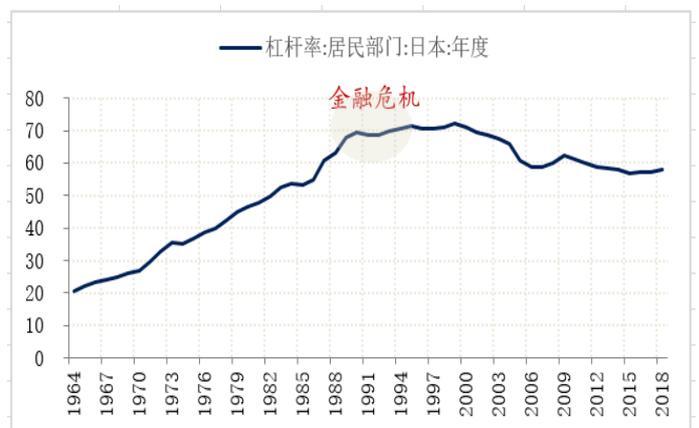
怎么看中国的居民杠杆率？静态看不算高，但也不算低。截止 2018 年，中国的居民部门杠杆率为 53.2%。与其他国家相比，中国比新兴市场国家整体要高一些，比发达国家整体要低一些。但已经较为接近德国、日本、新加坡、法国等发达国家的水平。分省市来看，浙江、上海、广东最高，均超过了 60%。其中浙江高达 76%，超过美国。

图表 7 美国 2008 年金融危机时居民杠杆率在 96%



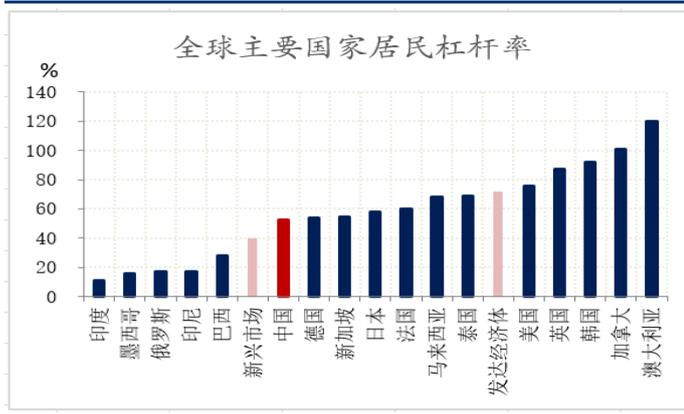
资料来源: WIND, 华创证券

图表 8 日本 1990 年爆发危机时居民杠杆率在 70%



资料来源: WIND, 华创证券

图表 9 全球主要国家居民杠杆率



资料来源: WIND, 华创证券

图表 10 中国各省居民杠杆率



资料来源: WIND, 华创证券

3.2 怎么看中国未来的金融风险？

我们如下的测算表明，不同的情形下，十年后的居民杠杆率或者快速上行至 90%，或者缓慢上行至 70%。放缓地产增速，将有效减缓居民杠杆率的上升斜率，从而降低金融风险的发生。

基准假设如下：2019-2020 年名义 GDP 增速为 8%；2021-2025 年名义 GDP 增速为 7%；2026-2028 年名义 GDP 增速为 6%。

情形一：居民每年新增债务维持 2018 年 7.4 万亿的水平。则到 2028 年，新增债务与 GDP 之比降至 4.2%，回到 2009 年以前。此时对应的居民杠杆率缓慢攀升至 70%。

情形二：居民新增债务与 GDP 的比值维持在 2018 年 8.2% 的水平。则到 2028 年，居民杠杆率快速攀升至 90%；

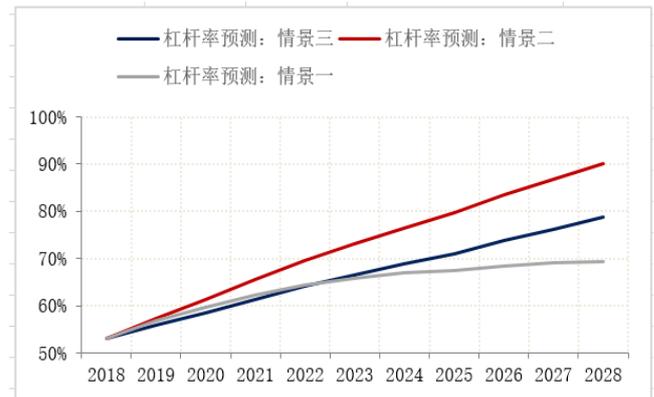
情形三：居民新增债务与 GDP 的比值维持在 6.7%（2009-2018 年的平均值）。则到 2028 年，居民杠杆率攀升至 79%。

图表 11 居民部门新增债务与 GDP 的比值快速攀升



资料来源：WIND，华创证券

图表 12 三种情形下的居民杠杆率预测



资料来源：WIND，华创证券

四、去地产化影响四：消费挤出影响减弱

4.1 怎么看地产对消费的挤出效应？

根据中国人民银行发布的《中国区域金融运行报告》，“计量分析结果表明，控制人均可支配收入、社会融资规模等因素后，居民杠杆率水平每上升 1 个百分点，社会零售品消费总额增速会下降 0.3 个百分点左右。”（注：原文人均可支配收入与社融均不显著，实际只考虑了居民杠杆率对消费的影响）。

我们自己测算，从 2009 年开始，居民杠杆率水平每上升 1 个百分点，对社零的负面影响大概在 0.2 个百分点左右。选择名义 GDP 增速与居民杠杆率两个指标。前者代表居民收入，相比城镇居民人均可支配收入质量更高且数据维度更长一些。后者代表居民杠杆的使用。但回归模型需要区分两个阶段。

阶段一：在 2008 年以前，由于经济增长较快，同时杠杆率提升较慢，社零主要受经济增长的影响，计量模型显示，这一阶段，名义 GDP 增速每上升 1 个百分点，可以提高社零增速 0.86。杠杆率度社零的影响，尽管系数为-0.2，但统计上并不显著。

阶段二：在 2009 年以后，经济增速开始下行，同时杠杆率提升较快，社零一方面受经济增长的影响，另一方面，受杠杆率提升的影响。计量模型显示，这一阶段，名义 GDP 增速每上升 1 个百分点，可以提高社零增速 0.37 个百分点；居民杠杆率每上升 1 个百分点，可以降低社零增速 0.2 个百分点，所有系数在统计上均较为显著。

图表 13 杠杆率对社零的影响主要在 2009 年以后



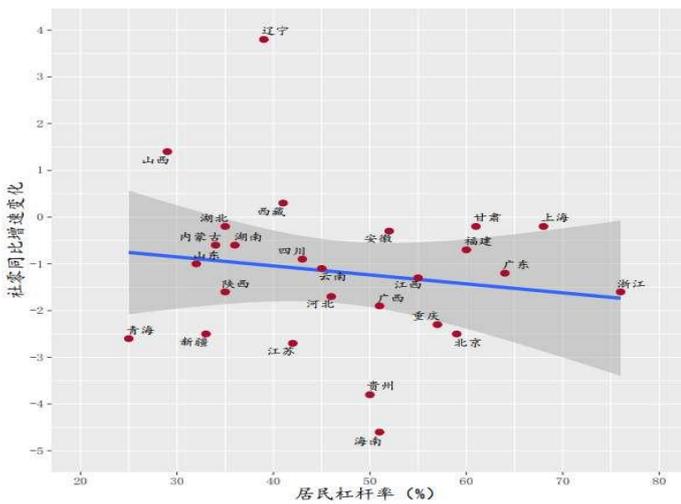
资料来源：WIND，华创证券

图表 14 阶段二的回归明显各项系数都显著

阶段一：回归结果				
时间区间		样本个数 R_square		
2000年-2008年		36 0.7		
变量名称	系数	t值	P值	
截距项	2.74	0.79	0.44	
居民部门杠杆率	-0.20	-0.55	0.59	
名义GDP增速	0.86	4.26	0.00	
阶段二：回归结果				
时间区间		样本个数 R_square		
2009年-2019年6月		42 0.96		
变量名称	系数	t值	P值	
截距项	16.48	29.90	0.00	
居民部门杠杆率	-0.21	-20.27	0.00	
名义GDP增速	0.37	14.40	0.00	

资料来源：WIND，华创证券

图表 15 分省来看，居民杠杆率同样负向影响社零增速



资料来源：WIND，华创证券；

4.2 其他国家怎么看？

日韩情况大体类似。经济增速换挡期，杠杆率每上升 1 个百分点，影响消费 0.2-0.3 个百分点左右。日本经济在 1970-1992 年经济增速明显下行，其中 1987-1991 年居民杠杆率快速上升，经济明显上行，泡沫破裂之前迎来短暂的繁荣。我们分析 1981-1986 年数据发现（1981 年之前的消费数据缺失），居民杠杆率每提升一个百分点，控制经济增速这一变量后，对消费的积压在 0.3 个百分点左右。韩国的经济在 1989-2003 年增速明显下行，其中 1998-1999 年经济波动较大，带来较大的扰动，若分析 1989-1997 年数据，则居民杠杆率每上升 1 个百分点，影响消费 0.2 个百分点。

图表 16 日本 1970-1992 年经济增速下行



资料来源: WIND, 华创证券

图表 18 韩国 1989-2003 年经济增速下行



资料来源: WIND, 华创证券

五、去地产化影响五: 改善收入分配状况

地产对收入分配的扭曲体现在两方面。第一, 从行业角度, 地产业获得的利润份额持续扩大。地产业的盈利持续快速增长, 其增速远超工业。作为对比, 在 2000 年, 房地产开发企业的营业利润与工业企业之比仅为 1.7%, 到 2018 年, 快速攀升至 27.9%。第二, 从劳动者报酬与企业盈余角度, 与工业相比, 地产业获得的盈利更多分配给了企业而非劳动者。根据投入产出表, 工业企业营业盈余与劳动者报酬之比较为稳定, 2002 年为 65%, 至 2015 年, 也仅为 73%。地产业则不然, 2002 年为 70%, 至 2015 年, 从高处回落, 仍高达 117%。作为结果, 地产业相比其他行业, 产生了更多的富豪。

图表 17 日本泡沫之前, 杠杆率提升挤压消费

回归结果			
时间区间	1981年-1986年	样本个数	24
		R_square	0.97
变量名称	系数	t值	P值
截距项	20.645	4.821	0.0001
日本:GDP:现价:当季同比	0.101	0.840	0.4103
杠杆率: 居民部门: 日本	-0.305	-3.876	0.0009

资料来源: WIND, 华创证券

图表 19 韩国 1989-1997 年, 杠杆率提升挤压消费

回归结果			
时间区间	1989年-1997年	样本个数	36
		R_square	0.80
变量名称	系数	t值	P值
截距项	16.32	4.65	0.0001
杠杆率: 居民部门: 韩国	-0.21	-3.24	0.0027
韩国:GDP:现价:当季同比	0.64	9.11	0.0000

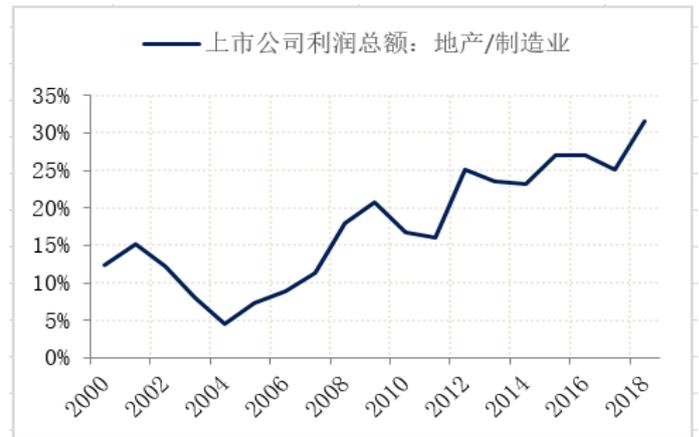
资料来源: WIND, 华创证券

图表 20 地产业获得的利润越来越多



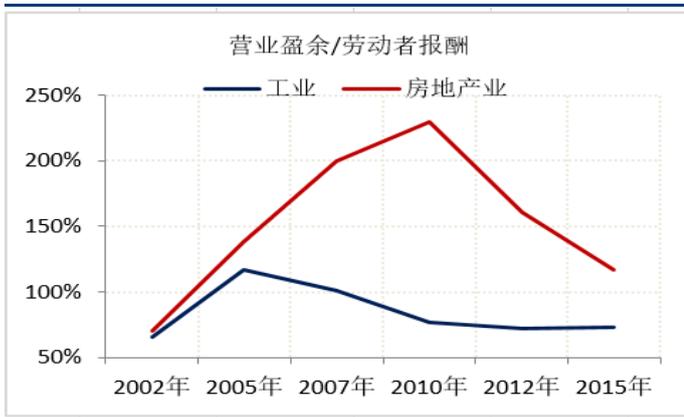
资料来源：WIND，华创证券

图表 21 上市公司数据：地产获得的利润越来越多



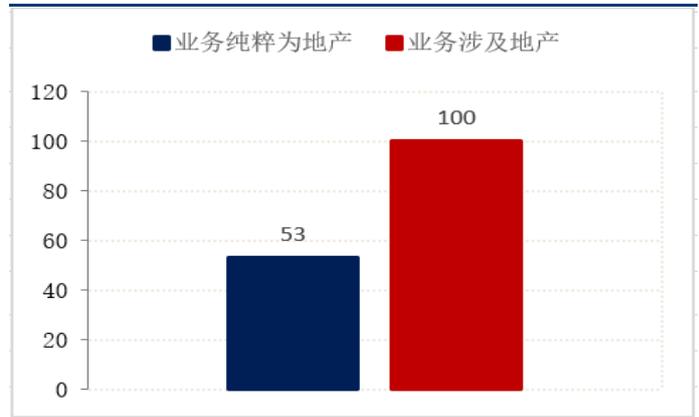
资料来源：WIND，华创证券

图表 22 地产业的利润主要分配给企业



资料来源：WIND，华创证券

图表 23 福布斯中国富豪榜中有 100 人业务涉及地产



资料来源：福布斯中国，华创证券

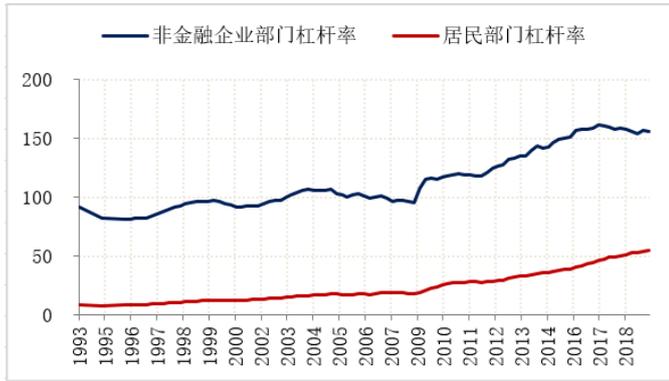
六、去地产化影响六：缓解地产对资金的虹吸效应

6.1 地产吸纳了多少信贷？

实体部门当前债务存量是多少？对于实体部门（注：住户部门+非金融企业部门，不考虑政府部门）而言，获得融资的途径主要有信贷、债券、信托贷款、委托贷款以及股权融资，其中前四类基本组成实体部门的债务总和。以 2018 年年末为例，实体部门宏观杠杆率合计为 206%（住户部门 53.2%+非金融企业部门 153.55%），**据此测算，实体部门债务存量是 186 万亿**。结构拆分来看，贷款余额为 136.3 万亿，是实体部门加杠杆的主要源泉。其他有信托余额（去掉投向金融及证券部分）13.7 万亿、信用债（去掉金融债，仅计算公司债、企业债、中票、短融、定向工具及资产资产证券这六类）20.5 万亿、委托贷款 12.4 万亿（取自社融）。

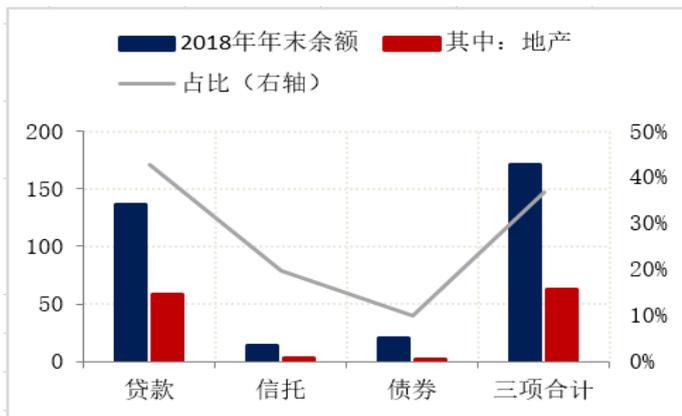
地产占据了多少债务？从存量角度看，截止至 2018 年年底，43% 的贷款用于住户部门及地产开发，20% 的信托资金投向房地产，10% 的信用债来自房地产，三项合计来看，地产占据了 37% 的存量债务。**从增量角度看**，以贷款为例，每年新增贷款中，用于住户及地产开发的比例逐年提高，2005 年仅 20%，**到 2016 年以后，每年有 50% 左右的新增贷款用于住户及地产开发**。

图表 24 居民部门与非金融企业部门杠杆率



资料来源: WIND, 华创证券

图表 26 地产贡献了近 40% 的债务存量



资料来源: WIND, 华创证券 注: 住户负债计入地产的贷款

6.2 怎么看地产的虹吸效应?

对于信贷部门而言,不良率是个较为重要的放贷指标。无论是个人贷款还是地产业的贷款,不良率均处于一个较低的水平。以工行数据为例,截止 2018 年年末,个人贷款不良率为 0.71%,房地产业不良贷款率为 1.66%,远低于其他较为市场化的行业,如制造业、批发零售业。因而,信贷部门天然愿意房贷给地产和个人贷款。

对于信托投资者而言,收益率与信托风险较为重要。从信托资金三大主要投向的收益率看,投向地产的信托在 2015 年收益率明显高于工商业及基础产业;2015 年之后,三类投向收益率相差不大。从信托资金的风险事件来看,2018 年主要集中在工商企业和金融业,涉及地产的信托事件较少。因而,对于信托投资者而言,投向地产的信托,有着较高的收益率、较低的风险,自然备受青睐。

图表 25 实体部门债务结构: 信贷为主

	2018年	2018年	
居民部门(来源: 杠杆率 *GDP)	47.9	贷款余额 (来源: 金融机构人民币信贷收支表)	136.3
非金融企业部门(来源: 杠杆率 *GDP)	138.2	信托余额 (来源: 去掉投资证券与金融机构)	13.7
		债券余额 (来源: 公司债+企业债+中票+短融+定向工具+资产证券化)	20.5
		委托贷款 (来源: 来自社融数据)	12.4
		其他(误差项)	3.3
负债总额合计	186.1	负债来源合计	186.1

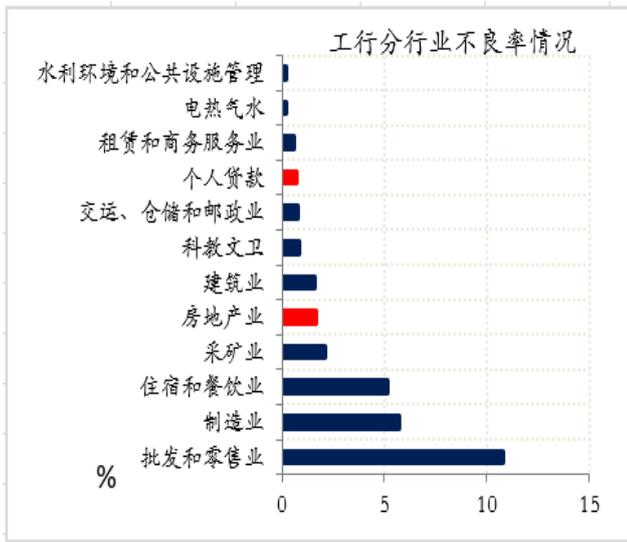
资料来源: WIND, 华创证券

图表 27 每年新增贷款中用于地产及住户的比例较高



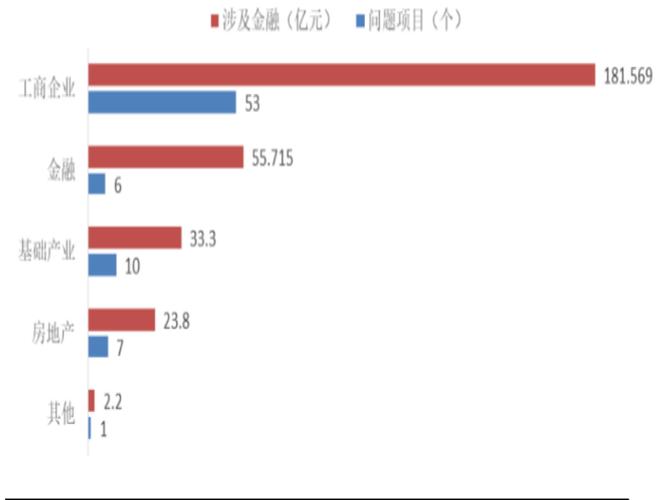
资料来源: WIND, 华创证券

图表 28 地产不良率较低



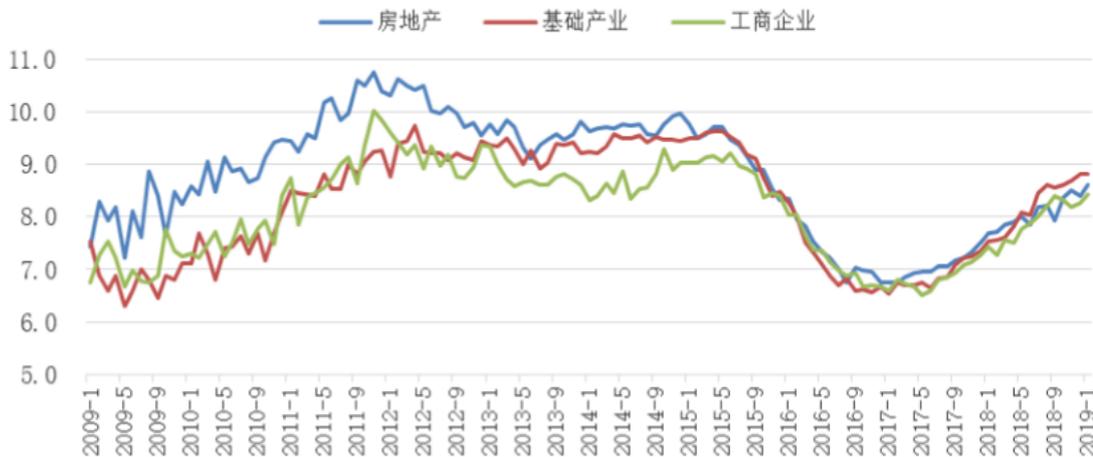
资料来源：工商银行 2018 年年报

图表 29 信托风险事件中涉及地产的较少



资料来源：用益金融信托研究院

图表 30 信托资金收益率：分行业

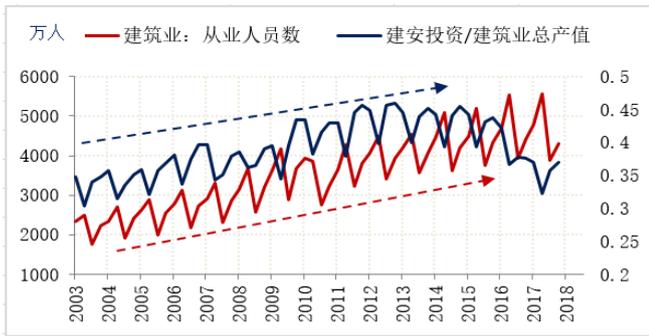


资料来源：用益信托金融研究院

七、去地产化影响七：就业或受明显冲击

中国建筑业从业人员人数较多，截止 2018 年年底，达到 5563 万人。地产对就业的影响，分两个阶段。1) 2003-2014 年，建安投资维持在高位，建安占建筑业产值之比持续上行，这一阶段建筑业从业人员数持续上行，甚至从业人员数的同比增长情况基本与建安投资增速保持同步；2) 2015 年至今，建安投资保持低位，2018 年甚至出现负增长，这一阶段建安投资于建筑业的产值之比持续下行，相对应的是建筑业从业人员数增长势头明显放缓。2019 年，建筑业从业人员数负增长，截止上半年，同比减少 109 万人。若未来建安投资继续下行，建筑业从业人员数将继续下行。

图表 31 建筑业从业人员与建安投资占比同向变动



资料来源: WIND, 华创证券

图表 32 建安业从业人数与建安投资同向变动

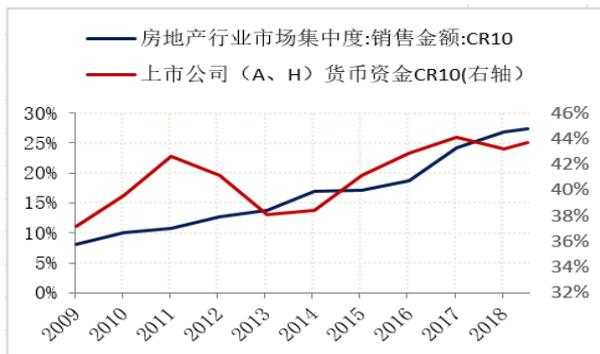


资料来源: WIND, 华创证券

八、去地产化影响八：行业层面的影响

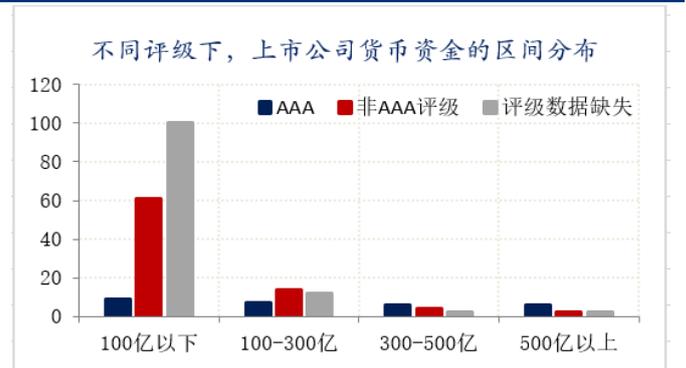
行业层面的影响至少有两点：**1) 集中度持续提升。**这一趋势在过去已经较为明显。展望未来，若持续的融资收紧，则中小地产商或将进一步退出。集中度带来进一步提升。**2) 行业的转型较为迫切。**从2016年开始，上市公司数据看，长期股权投资快速增长。行业集体在在地产之外寻求布局。

图表 33 地产行业集中度逐年上升



资料来源: WIND, 华创证券

图表 34 地产业规模更大的公司，评级也越高



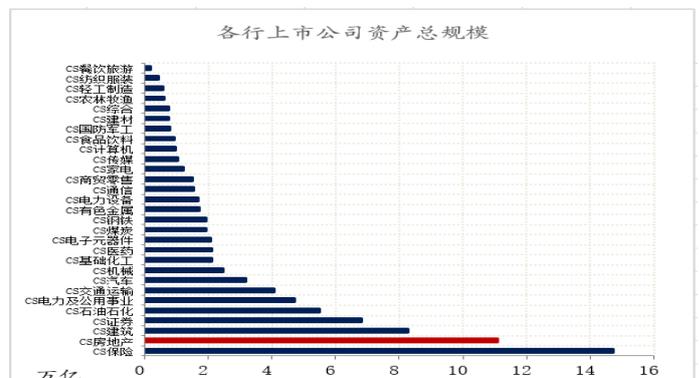
资料来源: WIND, 华创证券

图表 35 2017年开始，地产业长期股权投资快速上行



资料来源: WIND, 华创证券

图表 36 地产资产总规模仅次于银行、保险



资料来源: WIND, 华创证券

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。

研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500