

# 中国不同城市房地产风险比较研究

◎林采宜 程丹

**摘要：**随着本轮房地产调控的深化，房地产价格正走入涨幅放缓甚至下行区间。2018年往后，我国房地产市场将面临诸多宏观风险。本文从供给、需求、房价泡沫水平三个方面，选取租金收入比、年化租售比、房价收入比、常住人口增速、老年人口占比、居民可支配收入增速、居民负债率以及土地财政依赖度和投资销售增速差9个维度的指标，对国内24个主要大中城市房地产风险水平进行评估分析。得出以下主要结论：一线城市的房地产风险要高于二线城市，一线城市接近房价下行拐点，二线城市房价涨势放缓；北京、上海人口下降将导致消费性需求减弱，投资性需求取决于限购条件；成都、重庆和长沙是目前房地产风险指数较低的城市，受到一线城市溢出效应以及人口往中心城市集中的影响，这些城市的潜在购房需求相对较大。

**关键词：**房地产风险 房价泡沫水平 周期性拐点 人口结构变化

## 一、中国房地产已经进入周期性拐点

随着本轮房地产调控的深化，房地产价格正走入涨幅放缓甚至下行区间。2018年往后，我国房地产市场将面临诸多宏观风险。

---

作者林采宜系华安基金首席经济学家，程丹系上海财经大学硕士研究生。

(一) 由城镇化和人口增长所产生的刚需和改善型需求逐步减弱

2016年和2017年,在全面放开二孩的情形下,人口出生数量只比“十二五”期间增长12%。由此推算,即便实施二孩政策,我国育龄女性的生育率也只有1.18<sup>①</sup>,低于日本和韩国,由于“90后”生育人口基数的减少,新生人口数量将相应有所下降。

(二) 逐年升高的负债水平将进一步加大房地产市场的风险

从2006年到2017年,城镇居民总负债占可支配收入的比例从18.52%上升至79.42%,与此同时,可支配收入增长率却从14.5%下降至8%。随着可支配收入增长率的逐年下降和债务率的上升,我国居民在房屋购置方面的支付能力相应下降。

(三) 流动性宽松的货币环境已不复存在

美联储紧缩政策的溢出效应,导致全球利率中枢上行,人民币利率也不例外。同时,由于新增就业人口减少,稳增长压力减小,去杠杆成为主旋律,这个宏观调控基调也决定了流动性的中性偏紧。

(四) 房地产调控进一步深化

住宅用地的“供给侧改革”将改变市场对未来房地产供给的预期,从而降低因土地稀缺而导致住宅供给紧张预期。2017年8月28日,国土资源部与住房和城乡建设部联合发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》的通知,宣布郊区集体建设用地进入租赁市场,不仅大幅增加住宅的土地供给,还大幅降低住宅开发建设的成本。2018年3月5日,十三届全国人大一次会议开幕,李克强总理做《政府工作报告》时指出:“2018年将深化财税体制改革,健全地方税体系,稳妥推进房地产税立法。”稳妥推进房地产税立法成为今年的重点工作之一。房地产税不仅将增加房屋

---

① 独生子女政策下,我国育龄女性生育率为1.05。

持有成本，更重要的是改变投资者对未来房价的预期，对于住房需求和整个房地产市场都将产生重大影响。

## 二、不同城市的房地产风险指数不一样

在相同的宏观经济环境下，由于各个地区的经济发展水平、老龄化程度、居民负债水平以及地方政府对土地财政的依赖程度不同，不同城市面临的房地产潜在风险水平也不尽相同。本文将从供给、需求、房价泡沫水平三个方面，选取租金收入比、年化租售比、房价收入比、常住人口增速、老年人口占比、居民可支配收入增速、居民负债率以及土地财政依赖度和投资销售增速差9个维度的指标，对国内24个主要大中城市进行房地产风险水平分析，并评估其风险指数。

### （一）房价泡沫水平指标：租金收入比、年化租售比、房价收入比

租金收入比、年化租售比、房价收入比是衡量房屋价格泡沫水平的一般性指标。“租金收入比”显示了一个城市房租上涨的潜力。通常而言，大学毕业生平均工资收入的40%~45%是市中心普通公寓租金的上限，所以“租金收入比”越低，说明该城市房租上涨的潜力越大（租房的需求方具有支付能力），反之则相反；年化租售比是房地产作为一种资产的收益水平，正常情况下应该略高于无风险收益（存款、国债）；房价收入比显示该城市居民购买住房的支付能力，房价收入比越高，该城市居民的购房能力越低。由以上三个指标构成的房价泡沫指数直接影响居民对房地产的投资性需求，属于快变量，笔者赋予50%的权重，其中，房价收入比对泡沫水平的反映最为直观，笔者赋予其30%的权重。

### （二）消费需求指标：常住人口增长、老年人口占比、居民可支配收入增长和负债水平

从需求的角度来看，房地产具有消费和投资双重属性。消费需求即自住

需求，其主要取决于当地常住人口规模的增长速度、居民可支配收入增长速度以及当地居民的负债水平。其次，当地人口结构、尤其是老年人口的占比对住房需求也有一定影响。因此，笔者把这四个维度的指标作为住房消费需求的重要考量。消费性需求对房地产市场的影响周期较长，属于慢变量，笔者赋予35%的权重。其中，人口增速及居民负债水平分别被赋予10%、15%的权重。

### （三）供给端指标：投资销售增速差、土地财政依赖度

房屋供给是房地产价格非常直接的影响因素，比较直观的指标是地产投资增速。若地产投资增速远大于销售增速会产生大量过剩存量房，同时引起地产企业资金周转紧张，从而引发价格下跌风险。因此笔者将地产投资销售增速差（地产投资增速-地产销售增速）作为供给端的重要指标来考量。同时，地方政府的调控政策可以在短时间内影响当地房地产价格，土地财政依赖程度越高的城市和地区，地方政府越倾向于维护高房价。因此笔者把“土地财政依赖度”也作为考量当地房地产风险的重要指标。供给因素同样属于慢变量，笔者分别赋予投资销售增速差、土地财政依赖度5%、10%的权重。

根据上述指标的权重和各个城市的统计数据，笔者计算后得出不同城市的风险指数（见表1）。

从房价泡沫水平来看，2017年房价泡沫水平最高的城市依次为北京、厦门、深圳、上海、三亚，房价收入比均达到20倍以上。租金收入比较高的城市依次为三亚和北京，为40%左右，已经没有太多的上涨空间（根据全球各大城市经验数据显示，租金的上限最高不会超过大学毕业生薪酬总额的45%）。24座城市的年化租售比都在3%以下，低于无风险收益。低租金收益率反映了居民对房地产的投资主要是为了价格上涨的资本利得，一旦房价上涨的预期改变，投资性房产将遭到大量抛售，当地房地产价格面临下行压力。

表1 不同城市房地产风险指数测算结果

权重	房价泡沫水平			消费性需求因素				供给因素		风险指数
	50%			35%				15%		
	10%	10%	30%	10%	5%	5%	15%	5%	10%	
	租金收入比 <sup>①</sup>	年化租售比 <sup>②</sup>	房价收入比 <sup>③</sup>	常住人口增速	老年人口占比	可支配收入增速	居民负债率 <sup>④</sup>	投资销售增速差 <sup>⑤</sup>	土地财政依赖度 <sup>⑥</sup>	
北京	39.8%	1.5%	23.5	0.11%	24.0%	9.0%	124%	-14.3%	51%	84
上海	32.7%	1.5%	20.2	0.19%	30.0%	8.5%	123%	55.1%	22%	84
厦门	25.8%	1.1%	22.1	1.55%	14.4%	8.1%	201%	21.9%	64%	83
深圳	34.0%	1.4%	21.5	4.66%	6.6%	8.8%	259%	-13.4%	24%	82
福州	20.6%	1.3%	14.5	0.93%	16.5%	8.3%	154%	20.9%	61%	68
三亚	40.3%	1.8%	20	0.67%	13.0%	8.3%	54%	-92.0%	91%	64
杭州	27.4%	1.8%	14.1	1.89%	21.6%	7.8%	163%	24.7%	140%	63
广州	25.8%	1.6%	14.3	4.02%	17.8%	8.8%	156%	17.4%	73%	61
南京	25.4%	1.6%	14.3	0.41%	20.0%	9.1%	158%	2.4%	134%	61
天津	20.5%	1.4%	13.8	0.97%	23.4%	8.7%	63%	12.3%	43%	61
苏州	16.8%	1.7%	9	0.78%	25.2%	8.2%	150%	30.2%	49%	60
青岛	18.6%	1.5%	11	1.18%	20.6%	8.2%	84%	8.5%	30%	58
温州	22.4%	1.7%	12.1	0.64%	17.0%	8.5%	115%	-39.4%	88%	55
大连	19.3%	2.5%	7	0.34%	24.1%	6.7%	86%	45.5%	27%	55
合肥	15.7%	1.7%	8.2	1.01%	17.6%	9.0%	146%	34.3%	87%	52
武汉	19.9%	1.8%	9.9	1.53%	18.9%	9.2%	121%	-5.7%	106%	49
石家庄	13.7%	1.4%	9.2	0.78%	16.5%	8.9%	70%	-20.8%	48%	49
郑州	19.0%	2.1%	8.1	1.60%	15.0%	8.5%	109%	-9.3%	79%	46
济南	16.6%	1.5%	10	1.42%	20.5%	8.2%	58%	-17.9%	129%	46
西安	17.1%	2.5%	6.1	1.45%	15.5%	8.2%	91%	-14.4%	53%	42
南昌	13.9%	2.1%	6.1	1.29%	16.3%	8.8%	97%	-4.7%	75%	41
长沙	18.1%	2.9%	5.7	2.87%	19.7%	8.3%	85%	-6.2%	16%	41
重庆	15.7%	2.6%	5.4	1.06%	19.8%	8.7%	90%	0.7%	55%	41
成都	17.6%	2.0%	7.9	8.60%	21.4%	8.4%	96%	-29.0%	103%	35

资料来源：笔者根据Wind、中国房地产业协会、各地方统计局和财政局、中指数据、CCFEI研究相关资料整理得出。

- ① 租金收入比=月每平方米租金×人均住房面积/月收入, 人均住房面积=36.6平方米。
- ② 年化租售比=(每平方米月租金×12个月)/每平方米房屋价格。
- ③ 房价收入比=房屋均价×83平方米/(月工资×12个月×两人)。
- ④ 居民负债率=2016年各市居民负债/(人均可支配收入×常住人口数)。
- ⑤ 投资销售增速差=2017年住宅竣工面积同比-2017年住宅销售面积同比。
- ⑥ 土地财政依赖度=2017年市本级土地转让收入/2017年地方一般财政收入。

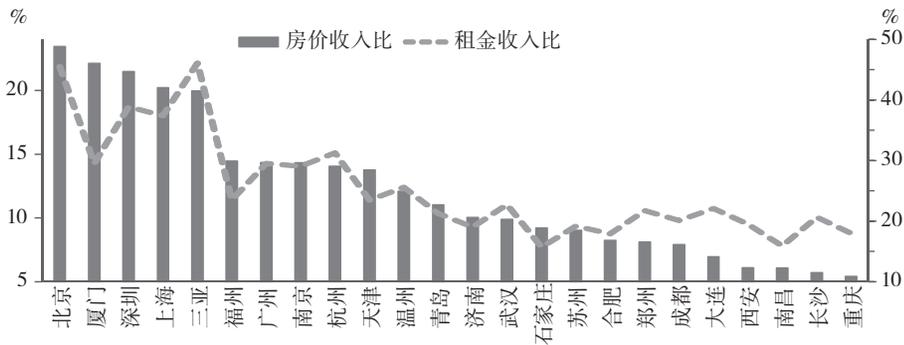


图1 国内主要城市房价泡沫水平

资料来源：笔者根据Wind、CCEF研究相关资料整理得出。

总体来看，2016年人口增长最快的是以广州、深圳为中心的珠江三角洲地区，常住人口增速超过4%。其次为中西部地区核心城市，如成都、长沙、郑州等，常住人口增速高达8.6%。京津冀地区常住人口增速低于1%。老龄化最严重的是上海，老年人口比重超过30%；深圳老年人口占比只有6.6%。同等人口规模情况下，老年人口比重高的城市对住房需求相对较弱。

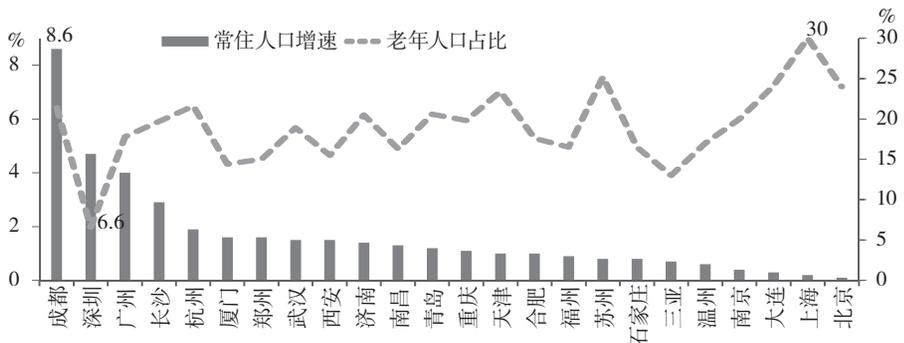


图2 国内主要城市常住人口增速及老年人口占比

资料来源：笔者根据Wind、CCEF研究相关资料整理得出。

从居民负债水平来看，最高的是深圳、厦门，居民负债超过可支配收入两倍以上，其次为杭州、南京、广州、福州、苏州，负债率达到150%以上。

2017年，人均可支配收入增速最快的城市为武汉、南京，达到9.2%左右，24座城市收入增速均值为8.5%，杭州、大连则低于8%。显然，当前的收入增速低于负债增速，负债水平不断提高将进一步加大房地产市场的风险。

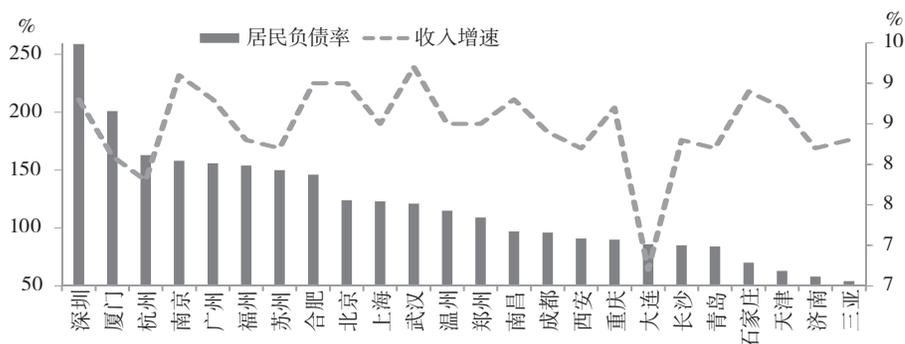


图3 国内主要城市居民负债水平（负债/可支配收入）

资料来源：笔者根据Wind、CCEF研究相关资料整理得出。

从供给端因素来看，目前土地财政依赖水平最高的城市分别为杭州、南京和济南，均超过130%，依赖度最低的是深圳、上海和长沙，小于25%。上海、大连、合肥、苏州投资增速超过销售增速30%以上，三亚投资增速远落后于销售增速，超过90%。

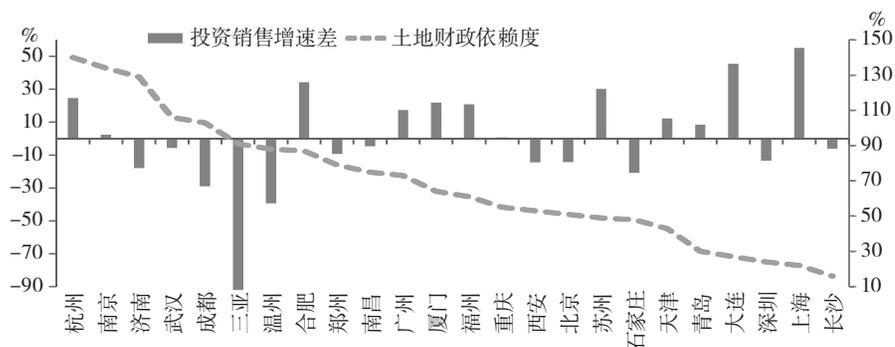


图4 国内主要城市投资销售增速差和土地财政依赖度

资料来源：笔者根据Wind、CCEF研究相关资料整理得出。

### 三、基本结论

#### (一) 一线城市接近房价下行拐点，二线城市房价增速放缓

综合各类因素的考量，风险指数达到80以上的城市包括为北京、上海、厦门、深圳，风险指数在60~70之间的城市包括为福州、三亚、杭州、广州、南京、天津。总体来看，一线城市的房地产风险要高于二线城市。实证数据显示，本轮小周期中，一线城市房价增速下降的时间拐点及幅度均快于二线城市（见图5）。

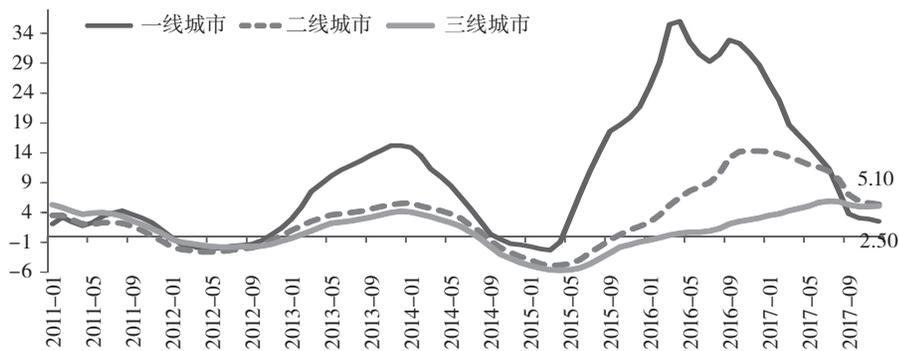


图5 70个大中城市二手住宅价格指数：一线、二线、三线同比

资料来源：笔者根据 Wind、CCEF 研究相关资料整理得出。

#### (二) 北京、上海人口下降将导致消费性需求减弱，投资性需求取决于限购条件

观察北京、上海、广州、深圳四座一线城市人口变化，北京、上海外来人口增速逐年下滑，甚至出现负增长，深圳、广州人口增速相对较高。2017年北京、上海常住人口同时下降，为1978年以来首次。一方面跟人口老龄化有关，另一方面也跟超大城市的人口控制有关（根据规划，到2020年，北京常住人口将控制在2300万人以内，上海到2035年常住人口控制在2500万人左右）。同时，考虑到我国户籍制度、学籍制度对人口往大城市集中的限制，

以及城市民工在进入老龄化后多会选择回农村养老，未来一线城市，尤其是北京、上海，靠人口迁移拉动的消费性住房需求将逐步减少。

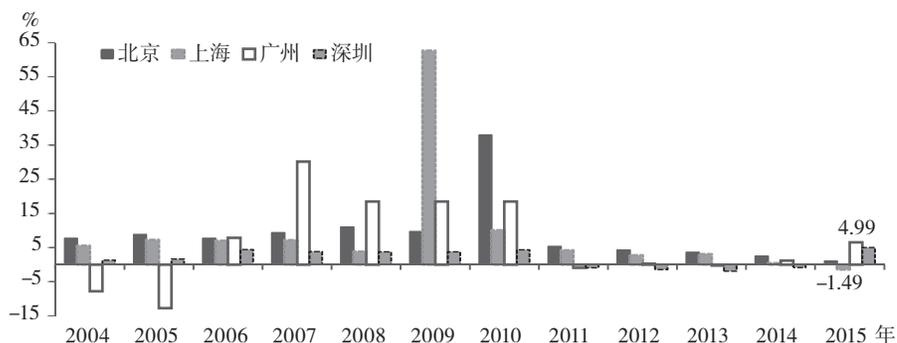


图6 外来人口增长率对比

资料来源：笔者根据Wind、CCEF研究相关资料整理得出。

### (三) 成都、重庆和长沙是目前房地产风险指数较低的城市

从综合数据的比较来看，目前成都、重庆、长沙三个城市的房地产风险指数较低。受到一线城市溢出效应以及人口往中心城市集中的影响，这些城市的潜在购房需求相对较大。

## A Comparative Study of Real Estate Risk in Different Cities in China

LIN Caiyi

(Hua An Fund Management)

CHENG Dan

(Shanghai University of Finance and Economics)

**Abstract:** The deepening of this round of real estate regulation has curbed the skyrocketing trend in real estate price, and has even led the price entering into a downlink interval. Since 2018, our real estate market has been facing numerous macroeconomic risks. This article estimates real estate risk levels of 24 main large and medium-sized cities from three perspectives, including supply, demand, and real estate bubble. Based on this methodology, 9 indicators are selected accordingly, namely rent-to-income ratio, annualized price-to-rent ratio, housing price-to-income ratio, permanent resident population growth rate, proportion of elderly population, residents' disposable income growth rate, residents' liability ratio, degree of dependence on land finance, and growth rate discrepancy between investment and sales. The estimation results convey several underlying messages: First tier cities have arrived at a turning point on the downward spiral, yet speed of housing price growth in second tier cities has been slowed down; the trend of demographic contraction in Beijing and Shanghai would be continuously weakening local consumption demand, while investment demand depends on future stringency of house purchase restrictions. Chengdu, Chongqing and Changsha are estimated to have lower real estate risk levels currently. As population has been gradually migrating from first tier cities, while these cities carry the characteristics of central cities, they would probably have the highest potential demand of house purchase in the future.

**Key words:** Real Estate Risks, Housing Bubble, Inflection Point in an Economic Cycle, Demographic Changes