

2019-08-12

宏观研究报告

“消失”的房地产周期

——太平洋证券经济周期系列之三

核心观点：

2005 至 2015 的 11 年间，中国的房地产市场经历了 3 次持续时长 3-4 年的完整周期，而 2015 年至今的房地产周期却打破历史规律，房地产各项数据之间的关系和各线城市都出现分化。房地产周期真的消失了么？房地产周期消失后，整个房地产市场又以什么样的形式运行？本文通过对我国房地产市场需求的估算以及参考美国的历史经验给出了这些问题的答案。

房地产需求主要由城镇化需求、二胎需求、结婚需求以及改善性需求组成。经测算，我国房地产市场需求短期内依旧疲软，2022 年后受到改善性需求的拉动可能开始缓慢回升。未来十年，在人口因素（老龄化日益严重，出生率一路下行）、社会因素（结婚率持续走低）以及政策因素（棚改、限购等政策趋严趋稳）的三重压力下，我国房地产的总需求大概率会步入一个相对稳定的时期，即使按照最乐观的方式估计，未来的房地产总需求仅可能出现小幅上涨。

根据美国经验，二十世纪七十年代前后，在人口增长减速、新生儿减少、城市化放缓的综合作用下，美国的房地产周期也经历了较大变化，主要表现在：持续时间从稳定的 4-6 年逐渐拉长，周期内走势由之前的“快上快下”变为“慢牛”与厚尾并存，房地产周期与经济周期的相关性逐渐减弱。

根据我国房地产总需求的测算并参考美国的相关经验，我们认为未来中国房地产市场可能出现以下情况：

一，房地产周期仍然存在，但持续时长会逐渐从短期（3-4 年）过渡到中长期（8-10 年）甚至超长期（10 年以上）。

二，房地产市场可能经历长期的缓慢上/下行，本轮房地产周期的下行可能持续至 2022 年左右。

三，房地产市场走势与整体经济走势分化，但缓慢积累的房地产泡沫可能成为衰退的源泉。

风险提示：新增人口不及预期

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

《2015-2018 年房地产周期对经济周期的冲击与影响——太平洋证券经济周期系列之一》

《2019 年房地产各线城市销售和投资建议——太平洋证券经济周期系列之二》

目录

一、长期房地产需求测算	5
(一)、人口数量、城镇化率与人均居住面积预测	5
(二)、未来房地产需求估算	8
1、城镇化需求	8
2、二胎需求	9
3、结婚需求	11
4、改善性需求	13
5、总需求估算	14
二、美国的房地产周期	17
(一)、1960 年后美国房地产市场运行情况	17
(二)、美国房地产短周期消失后的经验	20
三、未来中国房地产市场走势预测	21

图表目录

图 1 中国房地产市场走势.....	4
图 2 未来人口总量走势预测.....	6
图 3 各国城镇化进程.....	6
图 4 未来人均居住面积预测.....	7
图 5 城镇化需求估算.....	9
图 6 日韩出生率走势.....	10
图 7 二胎需求估算.....	11
图 8 未来结婚人数预测.....	12
图 9 结婚需求估算.....	12
图 10 改善性需求估算.....	14
图 11 房地产总需求估算.....	15
图 12 估算总需求与实际销量对比.....	16
图 13 2014 年开始棚改数量大幅上升	16
图 14 美国的房地产周期.....	18
图 15 美国出生率以及人口增长率.....	19
图 16 美国的城镇化率.....	19
图 17 美国 GDP 增长率与房地产市场走势.....	21
表 1 城镇化率、人口数量以及人均住房面积预测	8
表 2 房地产各分项需求及总需求测算.....	15

均衡是经济学中最重要、最常被讨论的概念之一，但在现实生活中我们鲜少观察到均衡的存在。因此我们的视角转向了稳定的、具有规律的周期理论，而当稳定的周期现象也消失后，又会产生什么现象呢？**不可否认的一点是，在各种或大或小、或内生或外生的冲击下，周期或多或少总是存在的。**

中国经济周期必然要从房地产周期着手，房地产周期的变动影响经济周期走势。

2005 至 2015 的 11 年间，中国的房地产市场经历了 3 次持续时长 3-4 年的完整而规律的周期。而 2015 年开启的房地产周期打破了历史规律，本应于 2015 年开始至 2018 年前后结束的房地产周期并未出现，各项数据之间的关系和各线城市的表现都出现分化。如果说房地产走势的分化只是偶然现象，那么近几年来疲软的投资、不断寻底的开工与销量则将这种偶然变成了一种必然：本轮房地产周期打破了历史规律。

然而房地产周期真的消失了么？房地产周期消失后，整个房地产市场又以什么样的形式运行？**本文通过对房地产市场需求的估算以及参考美国的历史经验给出了这些问题的答案。**

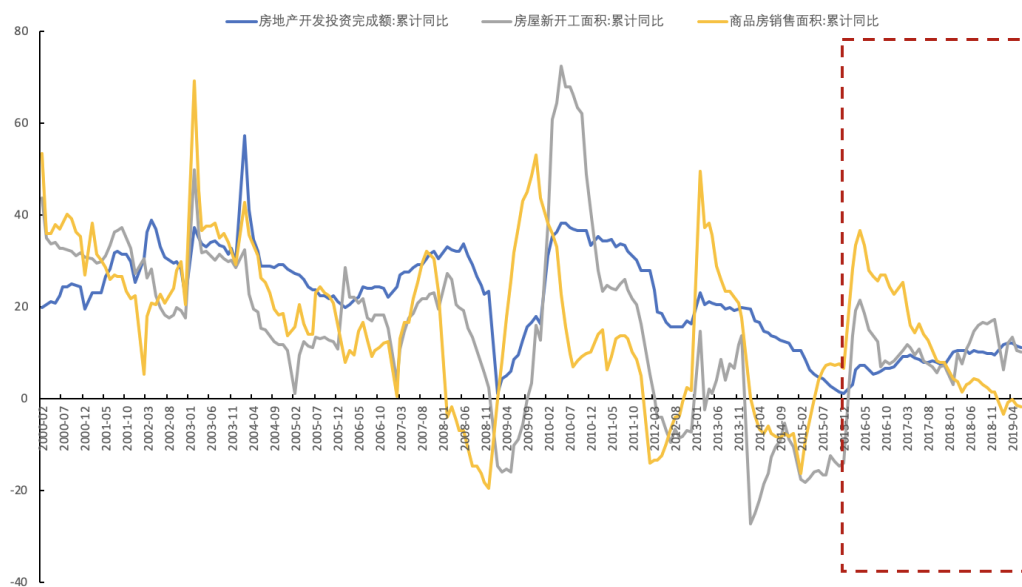
通过我们的测算发现，目前中国房地产市场总需求快速上涨的阶段已经结束，未来随着城镇化进程的放缓、新生儿数量的下降以及结婚人数的减少，短期内需求依旧疲软，中长期在改善性需求的拉动下可能出现小幅回升。同时参考美国上世纪六七十年代的经验本文做出了以下三点预测：

首先，房地产周期仍然存在，但持续时长会逐渐从短期（3-4 年）过渡到中长期（8-10 年）甚至超长期（10 年以上）。

其次，房地产市场可能经历长期的缓慢上/下行，本轮房地产周期的下行可能持续至 2022 年左右。

最后，房地产市场走势与整体经济走势分化，但缓慢积累的房地产泡沫可能成为衰退的源泉。

图 1 中国房地产市场走势



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

一、长期房地产需求测算

中长期房地产需求主要取决于人口、城镇化进程以及人均居住面积的改善等相关指标。在此我们先给出人口数量、城镇化率以及人均居住面积的预测,进而估计房地产需求的四个组成部分:城镇化需求、二胎需求、结婚需求以及改善性需求,最后将四部分加总并调整得到对未来房地产总体需求的估计。

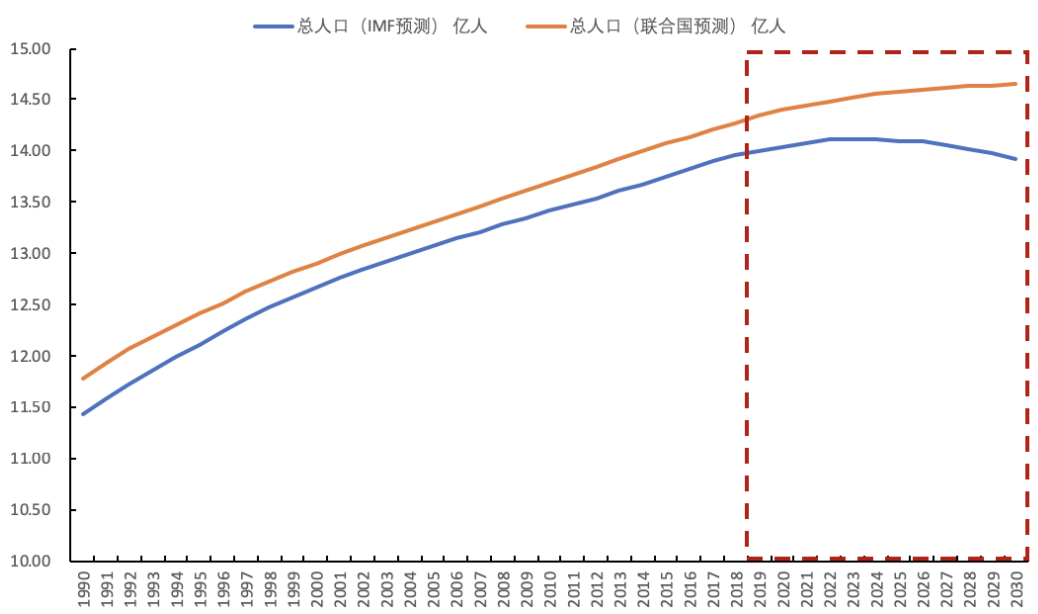
(一)、人口数量、城镇化率与人均居住面积预测

人口数量预测: 本文使用了 IMF 和联合国的估计数据, IMF 人口预测使用中国统计局的发布数据, IMF 预测中国可能于 2022 年达到人口峰值,而联合国对于中国人口总量存在一定高估,其对于人口数量的统计大概高于国家统计局数据 3000-5000 万人左右,联合国估计中国人口峰值可能于 2029-2030 年出现,学术界对于人口峰值和上下限的预测也都位于二者估计的区间内。本文我们使用 IMF 的估计数据作为人口预测的下限,联合国估计数据作为上限进行估算。

城镇化率预测: 我国 2018 年的城镇化率为 59.58%,国务院发布的《国家人口发

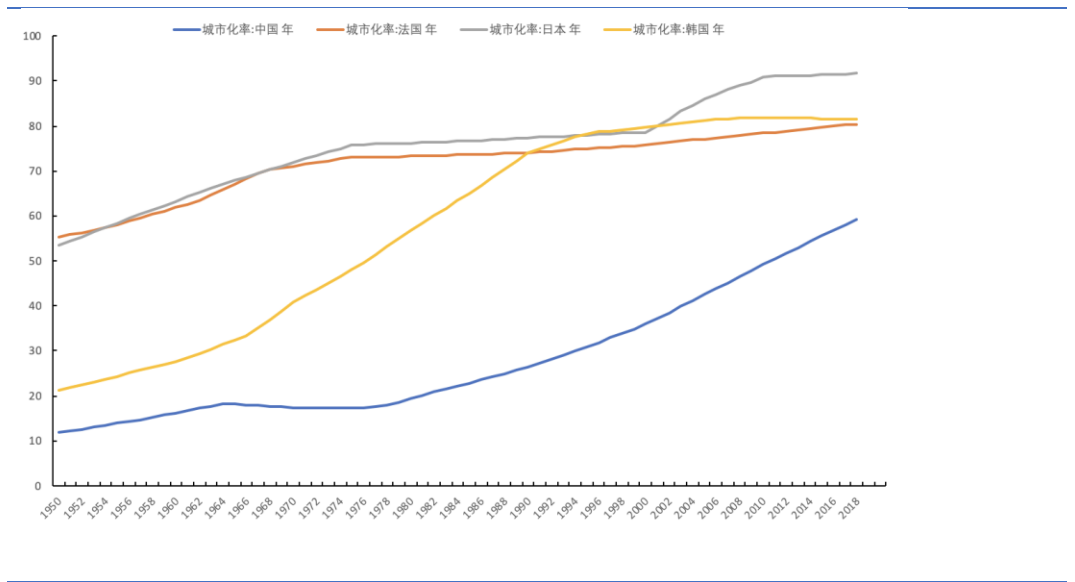
展规划（2016-2030 年）》中提出，2030 年我国的城镇化率目标为 70%。根据发达国家经验来看，城镇化率 60%-70%时城镇化进程仍处于较快发展阶段，当城镇化率超过 70%时则会显著变慢，而城镇化率从接近 60%提升到 70%各国时长为：美国 15 年左右，日本 12 年，法国 11 年，韩国 7 年，且在该进程中各国城镇化率增长都较为稳定（可以看出近似为线性增长），因此本文预计 2019-2030 年中国城镇化率将会稳步上升至 70%。

图 2 未来人口总量走势预测



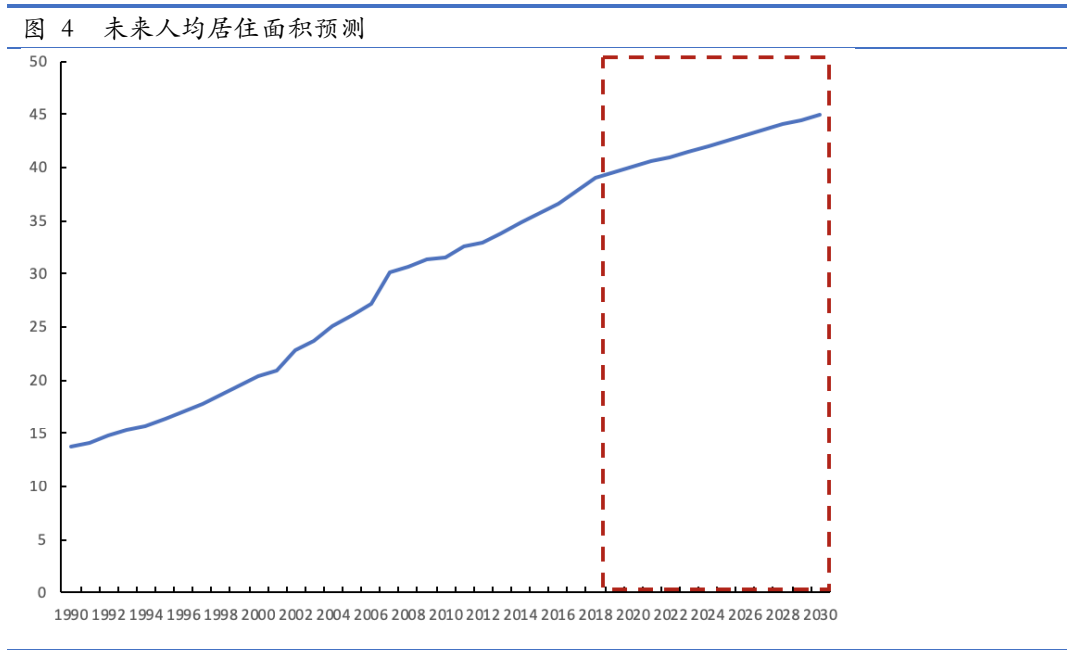
资料来源：联合国《世界人口展望2019》，IMF，太平洋研究院整理

图 3 各国城镇化进程



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

人均住房面积预测：除美国外，其他主要发达国家人均居住面积均在 35-50 平方米之间，根据我国统计局数据，2018 年我国人均居住面积已达 39 平方米，未来提升空间相对较小,因此我们估计至 2030 年我国人均居住面积将会稳步提升至 45 平方米。



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

表 1 城镇化率、人口数量以及人均住房面积预测

时间	总人口:城镇比重(城镇化率)	总人口 (IMF 预测)	总人口 (联合国预测)	城市人均住房面积	时间	总人口:城镇比重(城镇化率)	总人口 (IMF 预测)	总人口 (联合国预测)	城市人均住房面积
单位	%	亿人	亿人	m2	单位	%	亿人	亿人	m2
1991	26.94	11.58	11.93	14.17	2011	51.27	13.47	13.76	32.65
1992	27.46	11.72	12.07	14.79	2012	52.57	13.54	13.84	32.91
1993	27.99	11.85	12.19	15.23	2013	53.73	13.61	13.92	33.83
1994	28.51	11.99	12.30	15.69	2014	54.77	13.68	13.99	34.76
1995	29.04	12.11	12.41	16.29	2015	56.10	13.75	14.07	35.68
1996	30.48	12.24	12.52	17.03	2016	57.35	13.83	14.14	36.60
1997	31.91	12.36	12.62	17.80	2017	58.52	13.90	14.21	37.80
1998	33.35	12.48	12.72	18.66	2018	59.58	13.95	14.28	39.00
1999	34.78	12.58	12.82	19.42	2019	60.45	14.00	14.34	39.50
2000	36.22	12.67	12.91	20.30	2020	61.32	14.04	14.39	40.00
2001	37.66	12.76	12.99	20.80	2021	62.18	14.08	14.44	40.50
2002	39.09	12.85	13.07	22.79	2022	63.05	14.11	14.48	41.00
2003	40.53	12.92	13.15	23.70	2023	63.92	14.11	14.52	41.50
2004	41.76	13.00	13.23	25.00	2024	64.79	14.11	14.55	42.00
2005	42.99	13.08	13.31	26.11	2025	65.66	14.10	14.58	42.50
2006	44.34	13.14	13.38	27.10	2026	66.53	14.09	14.60	43.00
2007	45.89	13.21	13.46	30.10	2027	67.39	14.06	14.62	43.50
2008	46.99	13.28	13.54	30.60	2028	68.26	14.02	14.63	44.00
2009	48.34	13.35	13.61	31.30	2029	69.13	13.98	14.64	44.50
2010	49.95	13.41	13.69	31.60	2030	70.00	13.92	14.64	45.00

资料来源: wind, 太平洋证券研究院整理

(二)、未来房地产需求估算

1、城镇化需求: 人口拐点决定下行压力

城镇化需求大致等于当年新增城镇化人口与当年人均居住面积的乘积, 考虑到当年新增城市人口购房需求的释放可能存在一定滞后以及住房自有率等问题, 我们在此采用以下公式计算城镇化需求:

T 年的城镇化需求=T 年城镇新增需求人口*T 年人均住房面积

T 年城镇新增需求人口=T 年新增城镇人口*0.3+(T-1) 年新增城镇人口*0.1+(T-2) 年新增城镇人口*0.1+ (T-3) 年新增城镇人口*0.1

按照 IMF 与联合国对于总人口的不同估算, 我们可以大致得出未来中国城镇化

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_10738

