

2019 年 03 月 18 日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

梦想能否照进现实？

——人口与去库存政策拐点之后的地产需求初探

投资要点：

相关报告

《2 月经济数据前瞻：经济增速仍然下行但预期改善》——2019-02-28

《论 2019 年经济的拐点：中国经济会出现资产负债表型衰退吗？》——2019-01-23

《12 月经济数据前瞻：短期总需求仍然疲弱》——2019-01-01

《2019 年中国宏观经济展望：山重水复与柳暗花明》——2018-12-04

《全球真实利率中期有趋势性回升可能：格林斯潘困境的终结》——2018-11-23

- **2019 年经济企稳地产投资是关键。**今年下半年经济是否能够企稳仍存在较大争议。悲观者一般从金融周期、人口周期的角度认为房地产投资理应已经走过历史高点，叠加近两年去库存的政策进一步透支了市场需求，在政策退出之后房地产投资可能会出现超预期的下滑。确实，中国地产的需求未来还有多少不仅仅事关短期经济企稳，对于中长期的中国经济的总需求分析也有重要意义。
- **我们估计截至 2017 年底中国城镇房地产存量可达 286 亿平米，人均 35.2 平米，但潜在需求仍然庞大。**横向比较，中国人均住房面积和发达经济体有较大差距——包括被普遍认为人多地少的日本。而从存量的结构来看，1998 年前的城镇住宅和农民带房入城的住宅面积占现有城镇房屋存量的近 40%，低质量的住宅比例很高。在我们基准预测情形下，如果中国人均住宅面积在 2030 年能够达到日本今天的水平，且低质量房屋折旧维持过去 20 年的水平，2018-2030 年间每年对于商品住宅的需求约 11.7 亿平。这意味着城镇商品住宅的销售面积可能从 2017 年 14.4 亿平的水平上以每年 3% 左右的速度下滑。考虑到通胀的影响，很难造成房地产投资断崖式下跌的后果。
- **当然，房地产的需求和供给弹性都很大。**在乐观假设下，考虑到大规模旧房改造的需求，2018-2030 年间中国商品房的年均销售面积甚至可以达到 16.4 亿平，当前的房地产投资还远未见顶。然而，房价如果维持高企且与收入增长进一步背离可能使得住房潜在需求难以转化为有购买力真实支撑的需求，悲观假定下实际的房地产投资也可能大幅低于我们的基准预测。政府的财政改革、土地供给政策可能是决定居民改善居所“梦想能否照进现实”的决定性因素。
- **我们认为 2019 年房地产投资下行会比较温和。**考虑到居民部门对于住房的较大的潜在需求和住房供给中比例较高的低质量房屋供给，我们认为即使 2019 年调控政策在一二线核心城市有所放松，适度释放居民的购房需求并刺激相关的房地产投资、造成房地产供给过剩和资源错配的风险仍然非常有限。现在就断言中国的房地产供给已经显著的供过于求可能还为时过早。

风险提示：经济、地产下滑及中美关系恶化超预期，政策不达预期

内容目录

1、 引言：房地产投资影响长、短期经济大势	4
2、 中国住宅存量估计	6
2.1、 住房存量数据的几个官方来源和数据缺陷	6
2.2、 估算住宅存量的基本方法	6
2.3、 2017 年我国存量住宅 286 亿平	11
2.4、 住房空置的讨论	11
3、 存量住宅供给的结构	13
3.1、 大量低质量的住宅仍然存在	13
3.2、 一二线城市人均住宅面积略低于三四线城市	14
4、 住宅需求的估计：基准预测	15
4.1、 居民年龄与房地产需求	15
4.2、 年龄结构变动和城镇化对于住宅需求的影响	16
4.3、 城镇人均住宅面积扩张的影响	18
4.4、 三四线那些“收缩的城市的”影响	19
4.5、 结论：2018-2030 年均住宅销售面积或下降 3%	22
5、 梦想能否照进现实？房地产需求的上限和下限	23
5.1、 旧城改造和乐观预期	23
5.2、 购买力的约束与悲观预测	23
5.3、 梦想能否照进现实？	24
6、 风险提示	25

图表目录

图表 1: 房地产销售和房地产投资单月同比	4
图表 2: 第六次人口普查城乡人口和人均住宅建筑面积	7
图表 3: 城镇地区其它自建房建筑面积 (万平方米)	8
图表 4: 我国新增城镇常住人口 (万人)	8
图表 5: 因为自然增长而增加的城镇人口净增量 (万人)	9
图表 6: 我国外出农民工数量 (万人)	10
图表 7: 我国高等教育毕业生人数	10
图表 8: 第五次人口普查人口和居住面积统计	10
图表 9: 中国官方对于住房空置率的权威数据	12
图表 10: 我国 2017 年底 286 亿平城镇住宅的供应结构	13
图表 11: 人均住宅面积	14
图表 12: 我国 35-49 岁主力购房年龄人口变动 (千人)	15
图表 13: 人口年龄与住宅需求: 城乡整体	16
图表 14: 人口结构与住宅需求: 城镇地区	16
图表 15: 2017 年城镇居民各个年龄段人均住房面积 (平方米/人)	16
图表 16: 中国的城镇化率、城镇人口和预测	17
图表 17: 维持 2017 年各年龄段对应住房标准假设: 中国新增住宅需求 (亿平米)	17
图表 18: 城镇人口自然增长带来的城镇人口增量 (万人/年)	18
图表 19: 我国商品房住宅销售面积 (亿平米)	18
图表 20: 城镇人均住宅套内使用面积的国际比较 (平米)	19
图表 21: 2000 年与 2010 年人口密度对比	20
图表 22: 2000-2010 年间收缩的城市	20
图表 23: 部分收缩城市的人口平均增速和城市规划中人口增长率	21
图表 24: 东北某低等级城市住房售价	21
图表 25: 基准预测条件下 2030 年中国住房的供给结构 (亿平米)	23
图表 26: 按照套内使用面积 90 平米计算的全球核心城市的房价收入比	24

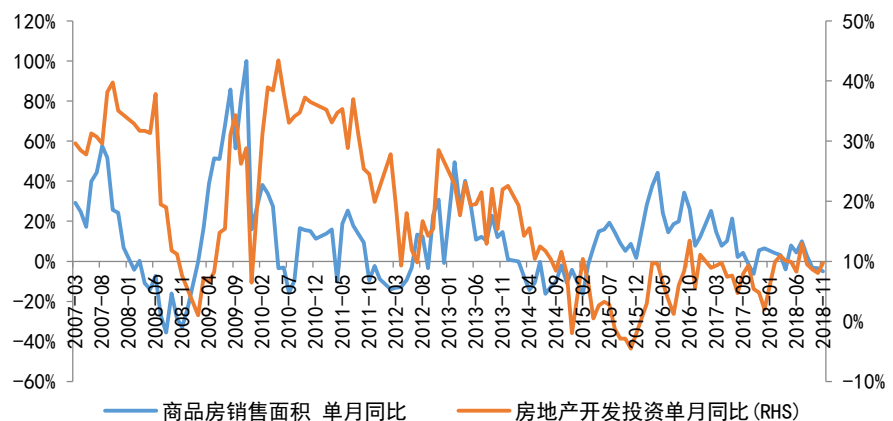
1、引言：房地产投资影响长、短期经济大势

2019 年房地产投资何去何从是下半年宏观经济是否能企稳的关键因素。虽然乐观者认为一二线城市的回暖有望部分对冲三四线城市面临的销售和下行压力，也有不少投资者从“房地产长期看人口”的一致预期分析框架出发，认为伴随着中国人口结构走过拐点，叠加近几年以来去库存政策（含棚改货币化）又过度透支了本来就该出现趋势性下行的需求，2018 年中国住宅销售（14.8 亿平）和对应的投资可能已经是中国房地产的大顶，从长期趋势上看，未来房地产投资的大幅下行可能不可避免。

如果中国房地产基本面的长期需求已经“青山遮不住，毕竟东流去”，那么即使利用一二线城市调控放松稳住了短期的需求，也会在未来面临更剧烈的调整，而且还会进一步加剧资产泡沫，资源错配和金融风险。最优的政策选择则应当是让房地产投资顺应长周期下行的调整。在这种情况下，2019 年下半年经济企稳与否的确存在较大的不确定性。

实际上，中国的房地产投资是否确实已经走过趋势性拐点？未来下行压力到底有多大？这些问题不仅仅对于短期中国经济的政策选择和经济走势有重要影响，也事关中长期中国经济的总需求分析。我们通过推敲房地产的各方面历史数据并对未来需求做出预测以期对这个问题做出尝试性的回应。

图表 1：房地产销售和房地产投资单月同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

我们的结论是：

- 尽管 2017 年底中国的人均住宅建筑面积已经达到了 35.2 平米，基本告别了住宅短缺，但是国际横向比较和发达国家（甚至是人多地少的日本）还有较大差距。同时，从现有的供应结构上来看，1998 年以前的城镇存量住房和城中村等低质量房屋总面积占比接近 4 成。居民部门仍有巨大的住房改善的潜在需求。
- 我们的基准预测是到 2030 年中国人均住房建筑面积能到达日本今天的水平，低品质住房的折旧维持过去二十年的水平，中国 2018-2030 年每年对于商

品住房的需求大约为 11.7 亿平，较 2017 年 14.4 亿平的水平相比，未来房屋销售面积平均每年回落 3%。考虑到通货膨胀的影响，对于房地产投资需求可能断崖式下跌的担忧可能有些言过其实。

- 然而，房地产需求和供给的弹性很大。如果考虑到旧房改造的需求，乐观情形下未来 13 年年均商品住宅的需求可能可以进一步上升到平均 16.4 亿平/年，房地产投资和销售甚至现在还没有见顶。反过来，如果房价持续高企而居民收入增长难以匹配，潜在的住房改善需求无法转化为有购买力支撑的真实需求，悲观情形下未来对于住房的需求也有可能较我们的基准预测大幅下滑。政府在财政制度、土地供给方面的改革和选择则是中国居民能否实现居住条件改善梦想的关键因素。
- 就 2019 年而言，考虑到居民部门对于住房的较大的潜在需求和住房供给中比例较高的低质量房屋供给，我们认为即使政策在一二线核心城市有所放松，适度释放居民的购房需求并刺激相关的房地产投资造成房地产供给过剩和资源错配的风险仍然非常有限。现在就断言中国的房地产供给已经显著的供过于求可能还为时过早。

2、中国住宅存量估计

我国房地产住宅包括商品房（含一般商品房，出于商业目的的农民房和城市居民的拆迁还建房，企业自持的商业租赁房、以及开发商为政府建造的保障房等）和自建房。自建房包括个人自建房（主要是农民“带房入城”的城中村——行政区划调整之后农村住房直接变成了城市住房）和其它自建房。其它自建房包括了政府直接开发的保障房、企业自建，军产房、小产权等其它自建住房。

我们以 2010 年的人口普查数据为基础进行估算，截至 2017 年底我国城镇住房建筑面积约 286 亿平方米，城镇人均住宅建筑面积为 35.2 平方米。

2.1、住房存量数据的几个官方来源和数据缺陷

估计中国住宅存量有四个最主要的官方数据来源，但是使用时也都存在比较明显的缺陷。估算中国的住宅存量需要对于各类数据去粗取精、去伪存真，反复比对。

- “五普”（2000 年）和“六普”（2010 年）公布的城镇人均住宅建筑面积数据质量最好。但是人口普查仅仅公布家庭户的数据，没有公布集体住所¹的人均住宅面积（2010 年集体住所人口近 8000 万）。需要对此进行估计才能得到完整的结果。
- 国家统计局公布的城镇人均住房建筑面积数据可能存在高估（例如 2016 年为人均 36.6 平米）。国家统计局基于约 16 万住户的全国城乡住户一体化调查给出某一年度的城镇人均住宅面积。但是取样中间对于外来人口、无房产等可能存在低估，导致整体住宅存量可能被高估。例如 2010 年依据统计局数据计算的住宅存量显著高于基于六普数据估计的住宅存量。
- 住建部依据地方逐级上报也统计有人均住房建筑面积，比如在《中国统计年鉴 2008》公布 1978-2006 年城市人均情况。但是数据只包括城市，建制镇的数据不包括，而且人均的选取也并不是常住人口²。
- 国家统计局公布的商品房住宅竣工面积偏低。由于种种原因，许多住宅完工销售之后并没有报竣工，不仅仅使得竣工面积偏低，也导致了住宅施工面积偏高。

2.2、估算住宅存量的基本方法

由于人口普查的数据最准确，我们以 2010 年第六次人口普查的数据为基础，按

¹ 集体住所与集体户口不同，主要指实际按照没有家庭成员关系、以集体方式居住的人口及对应的建筑面积，包括高中及以上学生的宿舍（高中以下住校算家庭户常住人口）、建筑工地工棚、白天是营业场所晚上是居住场所的饭馆、虽然是民居但是被公司租赁作为集体宿舍等等类型。

² 如 2006 年前以户籍人口为基数计算

照集体户人均住宅建筑面积为家庭户 35%³来估计 2010 年的全国住宅存量。

在此基础上，我们还需要知道 2011-2017 年新增的住房面积。我们用商品房销售面积以及施工和竣工面积估计 2011-2017 年的商品房竣工面积；我们用统计年鉴中的自建房竣工面积来计算 2011-2017 年企业、政府等直接建成的其它自建房面积；我们用农村人均住宅面积和每年因为行政区划调整划入城市的农村人口估算农民带房入城的“城中村”面积；最后，我们用六普和五普估算住宅面积差额中不可解释的部分来估算拆迁折旧率并用该比例估算 2011-2017 年拆迁折旧的面积。将上述数据汇总，我们得出 2017 年全国城镇住房的存量面积。

2.2.1、2010 年全国住宅存量面积的估算

按照第六次人口普查的数据，全国城市家庭、建制镇家庭和城镇集体人口数分别为 3.5 亿，2.4 亿和 0.8 亿。城市人均住宅建筑面积分别为 29.2 和 32.0 平方米，城镇集体户口的人均建筑面积按照城市家庭人均的 35%来计算，为 10.2 平方米。

图表 2：第六次人口普查城乡人口和人均住宅建筑面积

	城市家庭	建制镇家庭	城镇集体	农村家庭	农村集体
人口	348,460,610	241,662,903	79,882,033	649,857,737	12,947,586
人均住宅建筑面积（平方米）	29.2	32.0	--	31.7	--

资料来源：国家统计局，国海证券研究所

我们估计 2010 年底全国城镇地区住宅存量为 187.1 亿平方米，城镇人均住宅建筑面积为 27.9 平方米。

2.2.2、2011-2017 年商品房面积估算

考虑到统计局公布的商品住宅竣工面积偏低，我们用商品房销售面积来近似估计 2011-2017 年建成的商品房面积。

由于我国住房销售的大部分是期房，期房一般在 1 年半左右就能完成交付。综合考虑我们认为从 2010 年到 2016 年销售的商品房大致是 2011-2017 年交付的住宅。同时，考虑到政府还委托开发商承建约 5%左右的保障性住房，我们估计开发商建成的住宅总面积可达 79.7 亿平方米。

我们同时用住宅在建面积*0.85⁴+历年竣工面积-真实在建面积（用近期住房销售面积代替）换一个方式估计了开发商建成的住宅面积。一个基本的考虑是虽然竣工被低报了，但是这一部分低报的面积存留在了在建面积之中。我们的估算显示 2011-2017 年开发商建成的面积约 77.5 亿平。

³参考任泽平等《中国的住房是短缺还是过剩》，2019 年 2 月；同时，该文指出全国唯一公开的宁波鄞州区集体户住房数据样本显示集体住户人均住宅面积为居民户的 35%。

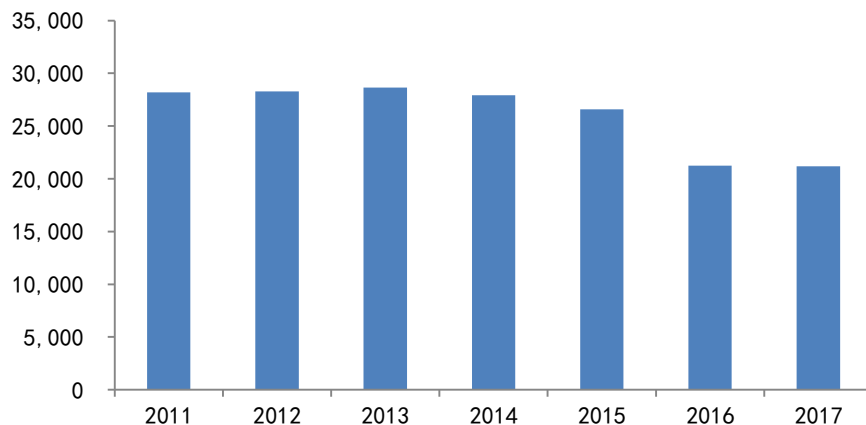
⁴ 0.85 的系数主要是考虑了人防工程、居委会、车库等公共设施的面积。

我们最终估计 2011-2017 年开发商完成住宅建筑面积为约 78 亿平方米。

2.2.3、2011-2017 年其它自建房（不含农民带房入城）面积估算

此外，按照《中国统计年鉴》的数据，2011-2017 年城镇地区其它自建住宅竣工建筑面积总计约 18.2 亿平方米。

图表 3：城镇地区其它自建房建筑面积（万平方米）



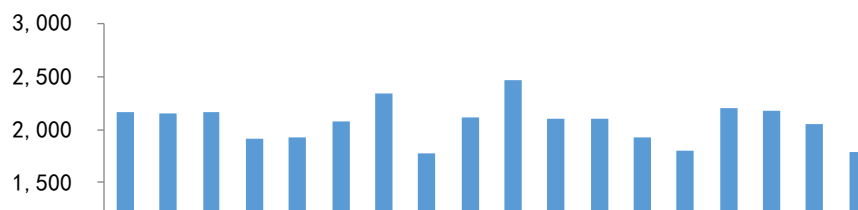
资料来源：《中国统计年鉴》，国海证券研究所

2.2.4、2011-2017 年个人自建房——农民带房入城的估计

农民带房入城的面积由带房入城的人口和人均住房面积的乘积获得。

我们首先估算行政区划调整以后划入城镇常住人口的农村人口。近些年以来我国城镇化的进程较快，2011 年-2017 年新增城镇常住人口约 1.43 亿。

图表 4：我国新增城镇常住人口（万人）



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_13631

