

生育率与城市化哪个对房价影响大？

核心观点

对于超大、特大城市，生育率与城市化哪个对房价影响大？城市化影响更甚，大国大城背景下，超大、特大城市房价边际变化取决于高收入人口而非总人口的净流入，美国等发达经济体经验也显示生育率下降并未导致房价下降。

我们认为一线城市房价仍有上涨压力，稳房价政策的关键在于扩大供给，需求侧调控政策只是延缓需求并未导致需求灭失。

□ 我国生育率持续较低，影响短期置换需求和未来新房需求

我国生育率持续较低，体现我国居民生育意愿不足。近年来我国出生人数持续下降，二孩政策虽然阶段性提升出生人数，但未见明显的趋势性反转。我国生育率持续较低、出生人数的下降将导致居民对房地产需求量的提升受限，不仅在短期内会影响居民对住宅的置换性需求，也会对房地产的未来新房需求产生重要影响。

□ 大国大城下，高收入人群增加推升房地产需求

大国大城战略促进生产要素向超大、特大城市集聚，带动经济、产业、社会等领域的发展，与之匹配是高收入人群持续增加，既有净流入增多带来的增量，也有人力资本累计、创业致富等形成的增量，高收入人群持续增加推升超大、特大城市的地产需求，短期有租赁、首套刚需和资产配置需求，长期有改善型需求、养老度假需求等，高收入人群成为决定一线城市房价的核心因素。

□ 超大城市房价边际取决于高收入人口净变化而不是总人口净变化

2017年以后，超大城市中北京、上海开始出现常住人口净流出，即便如此，房价仍常面临阶段性上行压力。2020年，在前几年积累的购房需求持续释放及资产价格上涨带来的财富效应作用下，一线城市二手房房价同比和环比均出现了明显抬升，显著高于二、三线城市。我们认为根本原因在于——高收入群体的净流入才是决定超大城市房价的关键因素。未来超大城市房价上涨压力不能看人口净变化，而要看高收入群体人口净变化。我们计算所得的近几年北京、上海城镇人均可支配收入与全国城镇人均可支配收入比值持续上行，正是由于高收入群体仍然维持净流入，其旺盛需求及购房能力推动城市房价上行。

□ 西方发达经济体特大城市并未因生育率下降导致房价下行

美国的纽约与洛杉矶，英国的伦敦等西方发达经济体的特大城市中，近年来均呈现生育率下降但房价上行的现象。在美国房价和生育率的关系中，房价更多表现为原因，生育率更多表现为结果。对于无房者来说，住房价格上行意味着抚养孩子的成本上升，房价上行会导致无房夫妇推迟或取消生育计划，继而导致生育率下降。西方特大城市在生育率下降的背景下房价持续上升可能源于以下原因：一是供给侧因素，近年来洛杉矶和纽约的房屋数量增速均落后于全美增速。二是产业结构因素，特大城市凭借自身金融或IT等产业结构吸引了大量高净值人群（创造高收入人群），继而产生了在本地的购房需求推升房价。如纽约金融业、洛杉矶金融及娱乐业等。

□ 特大城市房价调控应切实增加供给，改变供给预期

特大城市房价调控应切实增加供给，改变供给预期。大国大城背景下，优秀人才高收入群体进一步向大城市聚集，住房刚性需求不断增加，稳房价最重要的就是切实增加房地产供给，改变房地产市场的供给预期。

风险提示：政策落地不及预期，生育率大幅提升，逆城镇化力量超预期增强

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1 《2021 从再通胀到信用收缩》
2020.12.02

正文目录

1. 我国生育率持续较低，影响短期置换需求和未来新房需求	3
2. 大国大城下，高收入人群增加推升房地产需求	3
3. 超大城市房价边际取决于高收入人口而非总人口的净流入	5
4. 西方发达经济体特大城市并未因生育率下降导致房价下行	7
5. 特大城市房价调控应切实增加供给，改变供给预期	8
风险提示	9

图表目录

图 1: 中国总和生育率处于低位	3
图 2: 2016 年后中国出生人数持续下降	3
图 3: 2015 年至 2020 年北上深常住人口变化，二手房均价涨幅明显，与 GDP 涨幅较为接近	4
图 4: 不同时期人口的购房需求存在差异	4
图 5: 北上深人均居住面积持续提升，有效劳动人口比重高	4
图 6: 北京、上海已经出现常住人口净流出	5
图 7: 2020 年一线城市房价同比明显抬升	5
图 8: 北京、上海人均可支配收入与全国数值比重持续上行	6
图 9: 2017 年以来，主要一线及准一线城市出台了一系列人才引进政策	6
图 10: 美国中大城市生育率（横轴）和房价（纵轴）呈负向关系	7
图 11: 英国伦敦房价（英镑）和生育率（%，右轴）呈负向关系	7
图 12: 德国房价指数保持温和上涨	8

1. 我国生育率持续较低，影响短期置换需求和未来新房需求

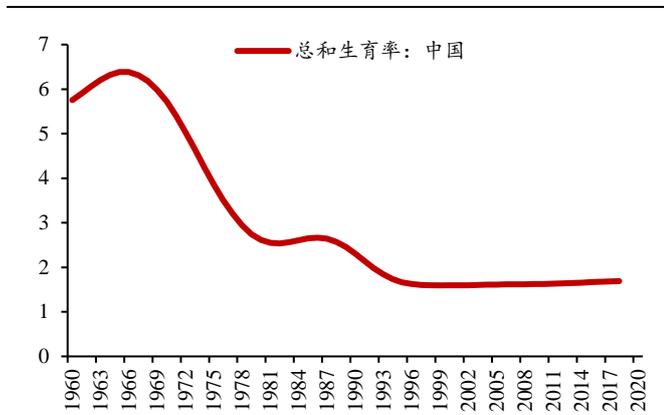
我国生育率持续较低，体现我国居民生育意愿不足。根据世界银行数据，我国总和生育率总体呈现下降趋势，我国总和生育率在上世纪六十年代为 6.1 左右，但在上世纪 80 年代下降至 2.6 左右，并从上世纪末至今处于 1.59 至 1.69 的低位，体现我国近年来居民生育意愿不足。我国居民结婚对数下降、结婚时间推迟，女性受教育水平提高、育儿成本提高等因素使得我国居民生育意愿降低。

近年来我国出生人数持续下降，二孩政策虽然阶段性提升出生人数，但未见明显的趋势性反转。2002 年至 2015 年，我国每年出生人数大约维持在 1600 万人左右的水平。在放开二胎政策推动下，我国每年出生人数在 2016 和 2017 年跃升至 1786 万、1723 万人，但在 2018 年和 2019 年又锐减至 1523、1465 万人，创近七十年以来的新低。

生育率低实际上也是高房价所引发的不良后果之一，尤其在特大超大城市，高房价是使得生育率保持低位的重要原因。第一，高房价使得特大超大城市中适龄男女的结婚成本提高，一定程度上使得平均结婚年龄延后；第二，特大超大城市的高房价会推升各类生活成本，使得育儿成本居高不下，据上海社会科学院城市与人口发展研究所的调查研究，在上海抚养孩子从出生到初中要付出约 80 万元，抚养孩子压力较大。

我国生育率持续较低、出生人数的下降将导致居民对房地产需求量的提升受限，不仅在短期内会影响居民对住宅的置换性需求，也会对房地产的未来需求产生重要影响，但为何我国一线城市的房价总体上保持上涨态势？

图 1：中国总和生育率处于低位



资料来源：世界银行，浙商证券研究所

图 2：2016 年后中国出生人数持续下降

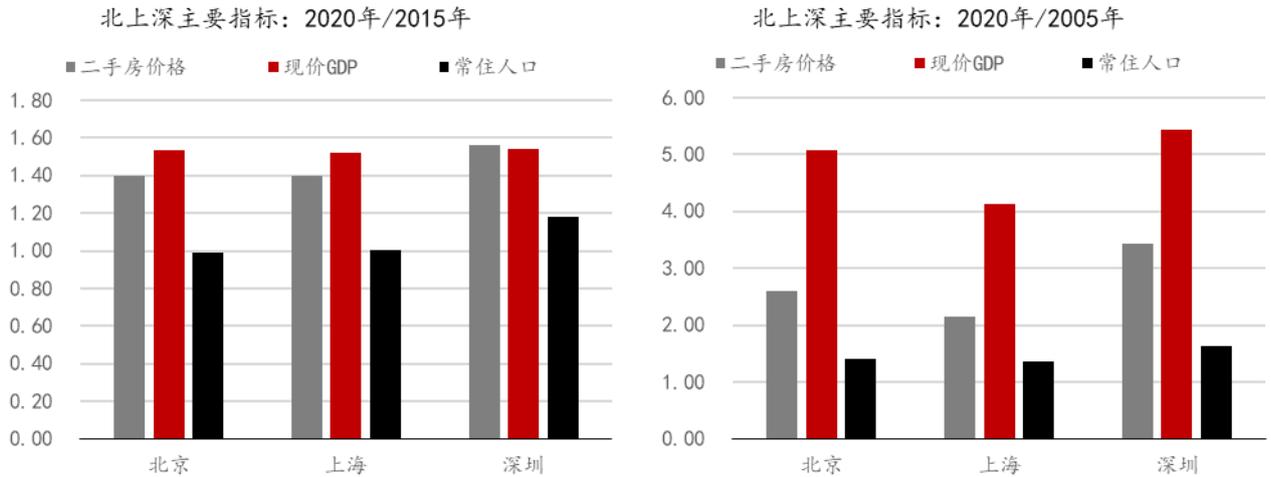


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 大国大城下，高收入人群增加推升房地产需求

新型城镇化背景下实施大国大城战略，促进生产要素向超大、特大城市集聚，带动经济、产业、社会等领域的发展，与之匹配的是高收入人群持续增加，既有净流入增多带来的增量，也有人力资本累积、创业致富等形成的增量，高收入人群持续增加推升超大、特大城市的地产需求，短期有租赁、首套刚需和资产配置需求，长期有改善型需求、养老度假需求等，高收入人群成为决定一线城市房价的核心因素。

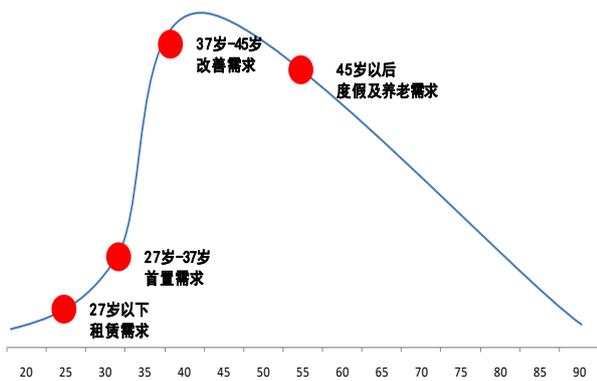
图 3：2015 年至 2020 年北京上海常住人口变化，二手房均价涨幅明显，与 GDP 涨幅较为接近



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

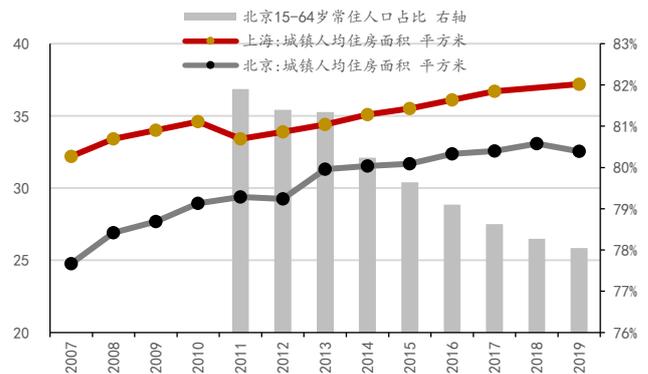
大国大城引领新时代城镇化。2019 年我国常住人口城镇化率 60.6%，仍有进一步提升空间，圆满完成十三五目标后，2019 年和 2020 年前后发布发改规划〔2019〕617 号、发改规划〔2020〕532 号文，下一步城镇化发展方向重点在于坚持以人为本、以提高质量为导向的城镇化道路，增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，完善和落实主体功能区战略，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局，形成高质量发展的动力系统。我们认为大国大城战略将引领城镇化的未来。

图 4：不同时期人口的购房需求存在差异



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：北上深人均居住面积持续提升，有效劳动人口比重高



资料来源：中国政府网, 浙商证券研究所

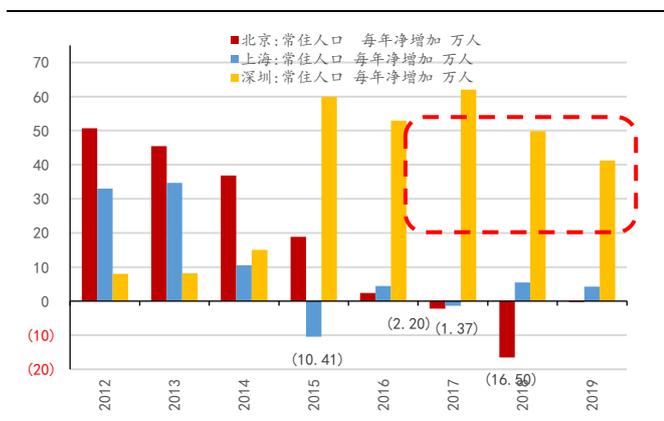
大国大城的新城镇化作用突出，促进高收入人群比例提升。作为我国下一步城镇化发展的重点，大国大城战略具有突出作用，可以促进人口流入应对人口老龄化和少子化带来的有效劳动力不足问题，进一步增强资本原始积累、提升使用效率并实现量变到质变，培育并打造创新动能，促进要素流转提升效率等等。特大、超大城市的快速发展背后是高收入人群比例的提升，一方面源于高收入人群的持续净流入，北京、上海、天津等地区表现显著，另一方面源于伴随着大城市快速发展，通过人力资本累积、创业致富等方式形成的高收入群体，深圳是典型案例。

大国大城背景下，高收入人群推升房地产需求。个人在不同时期的购房需求存在差异，根据年龄阶段可以分为租赁、首套刚需、改善型需求等。在大城大国背景下，超大、特大城市的高收入人群推升地产需求，短期方面，净流入的高收入人群有较强的首套刚需或配置需求（发挥一线城市地产的金融属性），长期来看，高收入人群还会带来改善型需求、养老度假等差异化地产需求。因此，高收入人群规模的增加持续推升一线城市的地产热度，成为决定一线城市价格的核心变量，这也可以解释“为什么 2017 年后北京、上海常住人口出现净流出后，房价依旧持续上行”。

3. 超大城市房价边际取决于高收入人口而非总人口的净流入

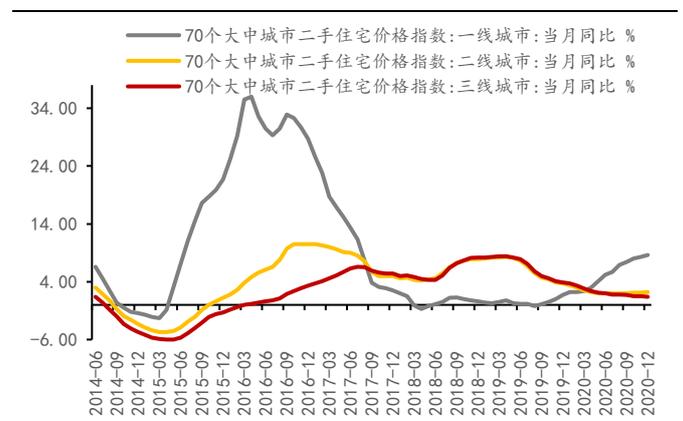
未来超大城市房价上涨压力不能看人口净变化，而要看高收入群体人口净变化。2017 年以后，超大城市中北京、上海开始出现常住人口净流出，2017 年、2018 年北京常住人口分别减少 2.2 万和 16.5 万人，上海也分别在 2015 年和 2017 年减少 10.4 万和 1.4 万常住人口。即便如此，超大城市房价仍常面临阶段性上行压力。2020 年，在前几年积累的购房需求持续释放及资产价格上涨带来的财富效应作用下，一线城市二手房价同比和环比均出现了明显抬升，显著高于二、三线城市。截至 2020 年 12 月，一线城市二手房价当月同比增速达到 8.6%，较 2019 年底大幅提高了 6.9 个百分点，与之相比，二、三线城市同比增速分别为 2.2% 和 1.4%，较 2019 年末继续回落了 1.5 和 2.5 个百分点。

图 6：北京、上海已经出现常住人口净流出



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

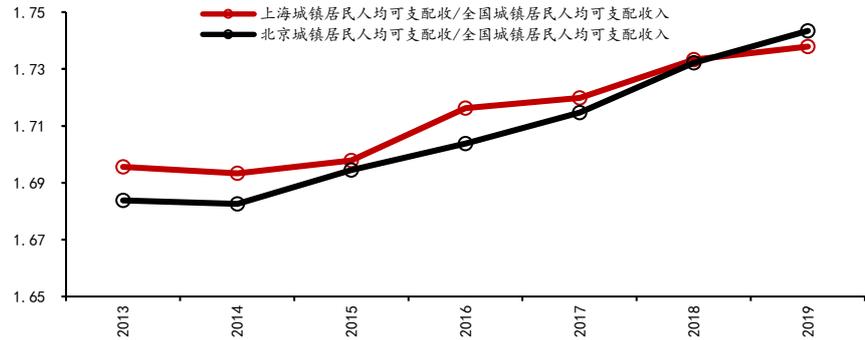
图 7：2020 年一线城市房价同比明显抬升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

我们认为根本原因在于——高收入群体的净流入才是决定超大城市房价的关键因素。不论是基于人才引进等政策吸引还是通过产业发展等方式吸纳，高收入人群流入一线城市的趋势相对持续，这一力量可推动一线城市房价继续上行；另一方面，从资产配置角度来看，一线城市地产具备核心资产的金融属性，作为保值增值标的，也是高收入人群财富管理的重要方式。我们以常住人口开始呈现净流出的北京和上海为例，计算所得的北京、上海的城镇人均可支配收入与全国城镇人均可支配收入比值近年来持续上行，正是由于高收入群体仍然维持净流入，其旺盛需求和购房能力推动城市房价上行。

图 8：北京、上海人均可支配收入与全国数值比重持续上行



资料来源：wind, 浙商证券研究所

在大国大城的政策指引下，2017 年以来各大城市纷纷出台了一系列“抢人才”政策，抢人对象主要以青年大学生、优秀高技术人才、战略性新兴产业从业人员等，在人才引进政策的配合下，优秀人才和高收入群体进一步向大城市集聚。目前来看，部分城市的抢人政策中，已经涉及了“零门槛落户”、人才公寓、租房购房补贴和优惠贷款等政策。

图 9：2017 年以来，主要一线及准一线城市出台了一系列人才引进政策

城市	时间	政策名称
北京	2017 年 12 月 31 日	《关于优化人才服务促进科技创新推动高精尖产业发展的若干措施》
北京	2018 年 3 月 21 日	《北京市引进人才管理办法（试行）》
北京	2020 年 7 月 16 日	《北京市积分落户管理办法》
深圳	2016 年 6 月 15 日	关于促进人才优先发展的若干措施
深圳	2020 年 4 月 3 日	《深圳市人才安居办法》
上海	2018 年 3 月 26 日	《上海加快实施人才高峰工程行动方案》
上海	2020 年 7 月 13 日	修订后《上海市海外人才居住证管理办法》
上海	2020 年 11 月 9 日	《上海市引进人才申办本市常住户口办法》
广州	2020 年 7 月 9 日	《广州市引进人才入户管理办法》
广州	2020 年 10 月 16 日	《广州市增城区医疗卫生高层次人才引进和管理办法（试行）》
广州	2020 年 12 月 25 日	《广州市人力资源和社会保障局关于放宽“双一流”高校大学本科学历人才入户社保年限的通知》
杭州	2018 年 10 月 18 日	杭州市人民政府关于调整完善市区户口迁移政策的通知
杭州	2018 年 12 月 12 日	全日制普通高校硕士及以上学历人才引进
杭州	2019 年 4 月 4 日	《关于贯彻落实稳企业稳增长促进实体经济发展政策举措的通知》
杭州	2019 年 9 月 19 日	余杭区高层次人才购房补贴、租赁补贴操作指引
南京	2019 年 5 月 13 日	市政府关于印发南京市企业博士安居工程实施办法的通知
南京	2019 年 11 月 7 日	《2020 年南京市人才购买商品住房办法（试行）》
南京	2020 年 4 月 8 日	《支持促进高校毕业生在宁就业创业十项措施》
南京	2020 年 4 月 27 日	《关于促进自贸区人才发展、优化升级“创业江北”人才计划十策实施办法》
西安	2018 年 1 月 21 日	西安：学历落户仅需身份证和毕业证
西安	2018 年 4 月 27 日	陕西西安：条件持续放宽 青年创业者可落户
西安	2018 年 5 月 17 日	西安市人社局、财政局关于印发西安市进一步加快人才汇聚若干措施的通知
西安	2019 年 2 月 14 日	我市印发《关于进一步放宽西安部分户籍准入条件的通知》 全国在校大学生均可迁入落户
西安	2020 年 12 月 16 日	《西安市吸引集聚硕博研究生若干措施（试行）》发布
重庆	2017 年 4 月 12 日	关于印发重庆市引进海内外英才“鸿雁计划”实施办法的通知
重庆	2019 年 3 月 22 日	重庆高新区关于加快博士和博士后人才创新发展的若干意见
重庆	2020 年 3 月 26 日	关于印发重庆市户口迁移登记实施办法的通知
武汉	2017 年起	“百万大学生留汉创业就业工程”
武汉	2017 年 10 月 11 日	《关于进一步放宽留汉大学毕业生落户试行政策》
武汉	2017 年 10 月 11 日	《武汉市大学毕业生在汉工作指导性最低年薪标准》
武汉	2019 年 7 月 11 日	武汉市公安局解读最新大学生等人才落户及直系亲属随迁政策
武汉	2019 年 7 月 11 日	《武汉市引才育才年度重点任务及资金安排》
武汉	2019 年 12 月 6 日	《武汉市积分入户管理办法（2019 年版）》文件解读
武汉	2019 年 12 月 30 日	武汉市高层次人才和高技能领军人才住房公积金支持政策暂行办法

资料来源：各地方政府网, 浙商证券研究所

4. 西方发达经济体特大城市并未因生育率下降导致房价下行

西方发达经济体特大城市并未因生育率下降导致房价下行，反而普遍呈现出生育率与房价的负向关系。以美国为例，美国大中城市普遍表现出生育率和房价变化的负向关系。根据美国 Zillow 统计，如果一个县或城市的房价涨幅高于平均水平 10%，则对应生育率普遍下降 1.5%，这一现象在特大城市中表现尤为明显，以洛杉矶与纽约为例：

2010-2016 年间，洛杉矶 25-29 岁女性生育率大幅下降 16.8%（29-44 岁整体生育率下降 9.3%），但同期房价却大幅上涨 31%；2010-2016 年间，纽约 25-29 岁女性生育率下降 19.5%（29-44 岁整体生育率下降 6.7%），但房价上涨幅度高达 51.7%。

除美国外，英国伦敦的房价变化也表现出相同的规律，2010-2018 年间，伦敦房价累计上涨 69%，而伦敦的整体生育率却下降近 14%。

根据美国学术机构研究，在美国房价和生育率的关系中，房价更多表现为原因，生育率更多表现为结果。房价和生育率之间存在两条不同的传导路径：对于无房者来说，住房价格上行意味着抚养孩子的成本上升，房价上行会导致无房夫妇推迟或取消生育计划，继而导致生育率下降；从洛杉矶和纽约的生育率结构也可以看出，25-29 岁女性生育率下降的幅度远大于 29-44 岁区间。对于有房家庭来说，房屋价格上行意味着房主的财富增加可能会推动早育或共生更多孩子，但该传导路径对于多套房家庭作用可能更为明显。对于纽约或洛杉矶等城市而言，新增“务工人口”的流入可能会使得前者的作用更大，继而影响生育率并引发二者间的负向关系。我们认为西方国家的特大城市在生育率下降的背景下房价持续上升可能源于以下原因：

图 10：美国中大城市生育率（横轴）和房价（纵轴）呈负向关系

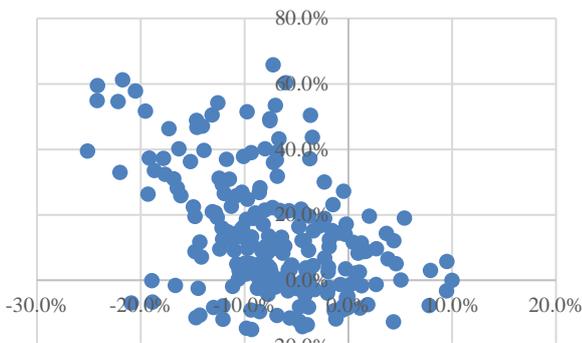
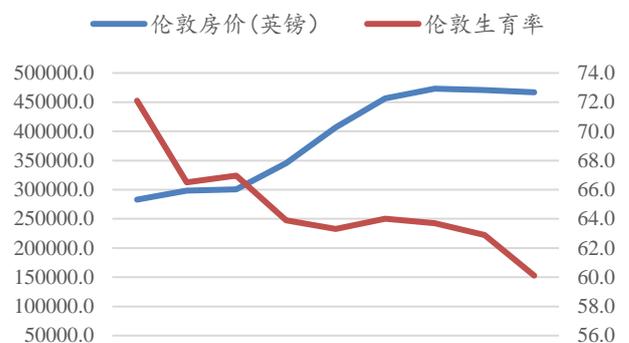


图 11：英国伦敦房价（英镑）和生育率（%，右轴）呈负向关系



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_18217



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>