



洪灏：过高的房地产配置显得越来越不合时宜，中国的房价涨势很可能难有第二个峰值



文/新浪财经意见领袖专栏作家 洪灏



中国面临的真正挑战，是如何在面对短期成本的前提下调整其未来的经济增长模式。

城镇化一直是中国增长模式的重要支柱，但也伴随了城乡之间不平衡日益加深——随着农村人口不断往城镇迁移并为制造业发展提供源源不断的劳动力，城市收入的快速增长实际上加剧了收入差距。随着农村剩余劳动力逐步枯竭，中国在 2010 年前后到达了“刘易斯拐点”，而收入分配不平衡的趋势开始缓和，但中国的基尼系数仍然处于高位。

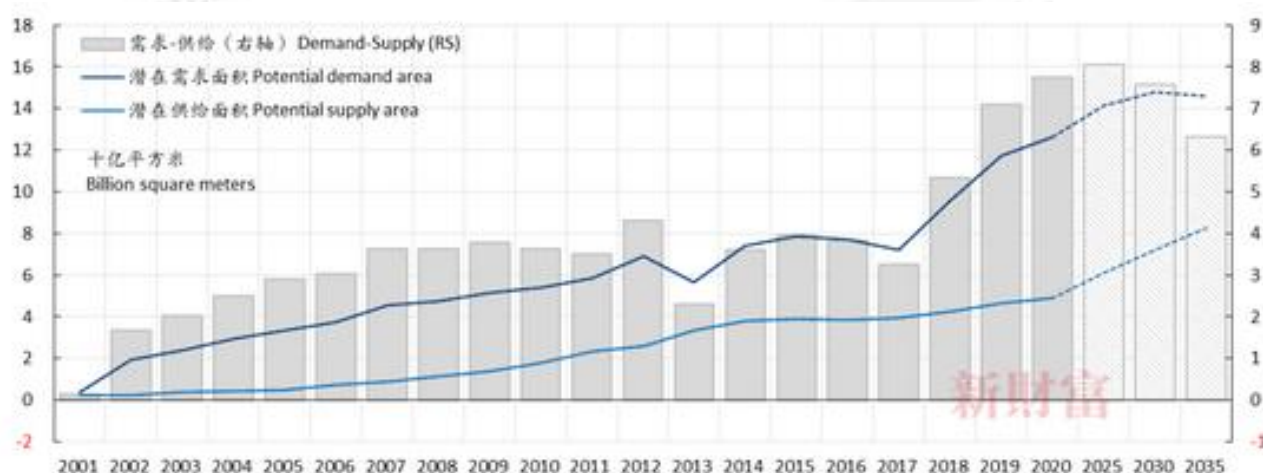
继续依靠衔枚疾进的城镇化发展和随之而来迅猛的房地产投资增长，已经不太可能进一步缩小城乡发展的鸿沟了，也将开始有悖于“共同富裕”的目标。近日，《求是》杂志发表的内部讲话强调要在“共同富裕”的总体

规划中重视农村的经济发展。当一国跨过“刘易斯拐点”后，其增长模式的再平衡是宏观政策的影响之一。

中国对房地产的需求被普遍认为是“刚需”，这一共识源自对“潜在需求”的片面理解和失真估测。此前，普遍一致的做法是将人均居住面积和新增城镇人口肆意简单相乘，从而计算出房地产的潜在需求。

截至 2020 年的 20 年间，需求累积达到约 150 亿平方米，相较于 50 亿平方米的在建住宅面积，得出 100 亿平方米的过剩潜在需求，远低于市场专家所引述的 160 到 220 亿平方米这一数字（图表 1）。

图表 1：不考虑人口结构、收入和住房拥有率的限制条件，对潜在住房需求的共识估计是巨大的



资料来源：联合国，经济合作与发展组织，世界银行，美联储，CEIC，万得，交银国际

这样为共识所接受的计算表明，城镇化进程和生活质量的改善，即通

过增加人均居住面积，是潜在房地产需求的关键驱动力。但是，即使有这一般大胆的假设，由于城镇化最突飞猛进的阶段已经落下帷幕，快速城镇化对潜在需求的贡献在未来数年间将开始放缓（图表 2）。

图表 2： 共识认为城镇化是住房需求的主要驱动因素



资料来源：联合国，经济合作与发展组织，世界银行，美联储，CEIC，万得，交银国际

通过对二手房交易、贷款收入测试和新增城镇人群的收入阶层进行一些合理限制假设，我们得到了一个更全面的估算结果——“有效需求”。我们提出的假设如下。

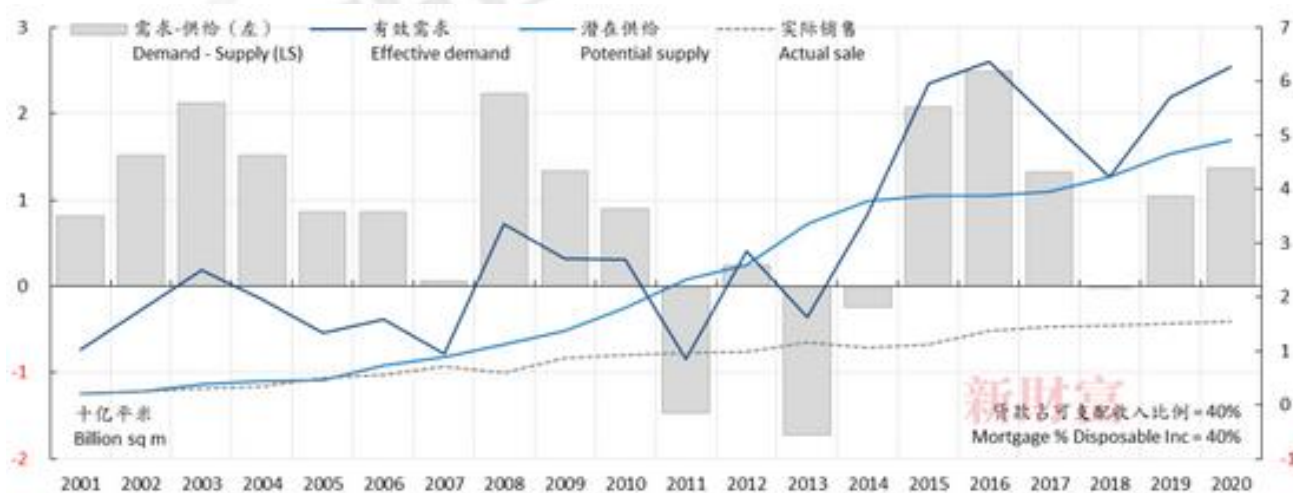
第一，新增城镇人口 40%的房产需求由现有的二手房库存来满足。

第二，新增城镇人口收入是现有城镇人口收入的第 25 百分位数。

第三，40%的收入用来支付按揭贷款。

在此假设下，我们估计有效需求略高于 60 亿平方米（图表 3）。这一数字与约 50 亿平方米的在建住宅面积对比，由此估算过剩需求略高于 10 亿平方米——依然处于高位。但值得注意的是，去年一手住宅销售总面积为 15 亿平方米，每平方米约 1 万元，换言之总销售额为 15 万亿元。即估算出的过剩需求大约相当于 1 年的销售额——这与共识普遍认为的、百亿平米级别的潜在需求大相径庭。

图表 3：受人口结构、收入和现有住房拥有率的限制，有效住房需求远远小于共识估计的规模



资料来源：联合国，CEIC，万得，交银国际

中国的人口统计数据预示着购房群体和房价的上涨势头都很快将达到峰值。我们可以用数据分析展示房地产价格与中国人口结构的高度相关性。具体而言，这一人口指标是 35-55 岁人口与 25-34 岁人口的比率。35-55 岁人群正处于购置房产的最佳年龄，而 25-34 岁人群仍在为攒下首付而勉力工作（图表 4）。我们可以将 35-55 岁人群称作购房群体。

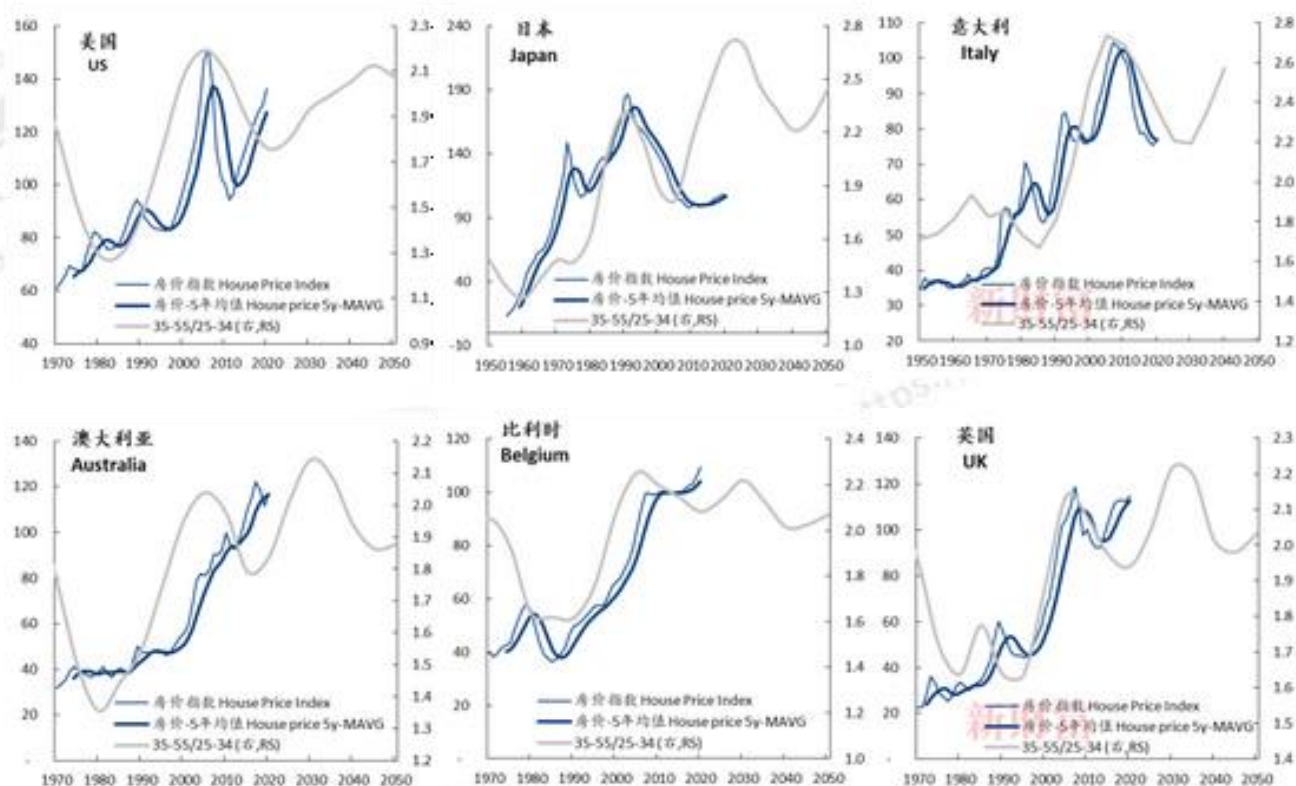
图表 4： 中国 35-55 岁/25-34 岁人群与房价的对比——似乎接近或处于峰值



资料来源：国际清算银行，美联储，经济合作与发展组织，联合国，彭博，万得，交银国际

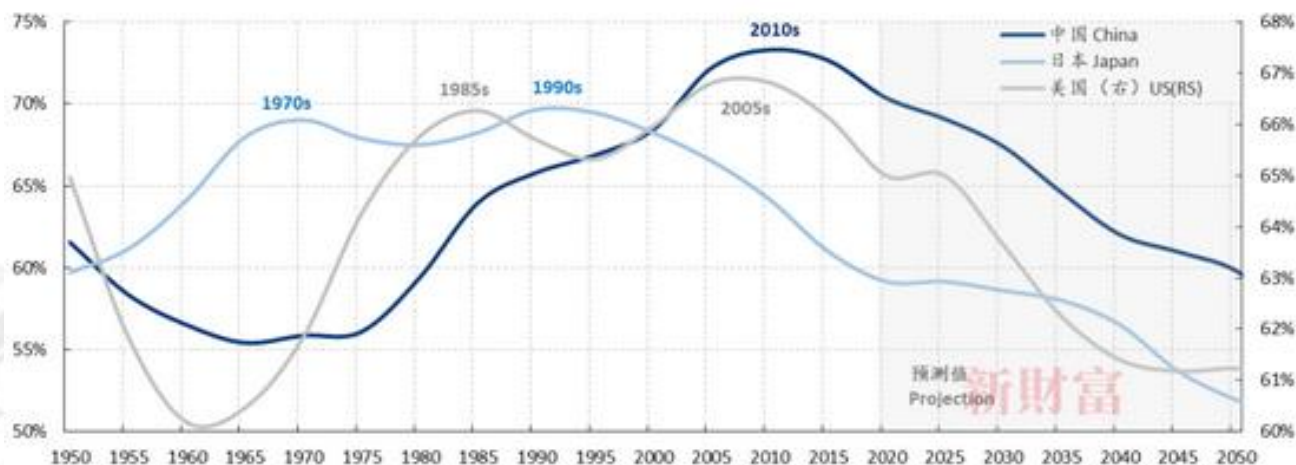
国际经验也印证了这两个宏观变量的相关性——购房群体占比越高，房价也水涨船高，而反之亦然（图表 5）。中国潜在的人口结构预示着购房群体比例很可能在未来 5 到 10 年间触顶。我们注意到中国的人口结构与西方存在一处重要差异。由于“独生子女”政策，中国的人口结构转变表明，国内劳动年龄人口可能在 2010 年前后已经达到顶峰，部分学者将这一年视作中国的“刘易斯拐点”。这不同于日本和美国存在的劳动年龄人口双驼峰的走势曲线，其得益于在第一个峰值时期出生的人群步入育龄阶段，开始生育而形成第 2 个人口峰值（图表 6）。因此，相较于垂垂老矣的西方国家，中国或面临着更为严峻的人口结构挑战，而中国的房价涨势很可能难有第二个峰值。

图表 5: 35-55 岁/25-34 岁人群与房价的对比 — 美国, 日本, 意大利, 澳大利亚, 比利时, 英国



资料来源: 国际清算银行, 美联储, 经济合作与发展组织, 联合国, 彭博, 交银国际

图表 6: 中国 15-64 岁人群占总人口百分比, 与美国和日本的比较



资料来源：联合国，万得，交银国际

然而，与美国和日本等人口结构日益老化的国家相比，中国家庭在房地产上的资产配置确实是一骑绝尘（图表 7）。更重要的是，如此之高的房地产配置出现在国内购房群体比例即将触顶之际。按照全国每平方米约 1 万元的房屋均价标准，14 亿总人口中有约 63% 生活在城镇区域，人均居住面积接近 40 平方米，我们不难计算出中国住宅地产的总价值在 400 万亿元左右。这一数字之巨堪比中国国内生产总值（GDP）的 4 倍，而该数字在美国不到 GDP 的 2 倍，在日本约为 GDP 的 3 倍。

图表 7： 家庭资产配置—美国、日本和中国；中国拥有最高比例的房

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_28809

