

当前房地产库存和存量的测算

——房地产研究系列之一

宏观专题报告

2019年05月13日

报告摘要:

● 为什么要测算房地产库存和存量?

房地产行业举足轻重，清晰地认识中国房地产行业的周期特征对把握中国经济的整体波动至关重要。截至2018年，房地产业增加值占GDP比重为6.6%，而房地产开发投资占GDP比重达到了13.4%，而根据国际货币基金组织在2017年的测算，中国房地产市场的投资比重占据GDP的24%左右。

● 房地产库存的测算

截至2018年末，我国狭义住宅房地产库存（商品住宅待售面积）为2.5亿平方米，去化周期仅为0.18年。而对于市场上更为关心的广义住宅房地产库存，我们的测算结果为28亿平方米左右，去化周期为1.97年。

● 房地产存量的测算

我国城镇房地产存量约为300亿平方米，从实际人均住房面积看，房地产存量仍有较大上升空间。考虑空置住房（12-21%）后，我国城镇房地产存量在349-390亿平方米之间。

● 中国的房地产市场还有多少增长空间?

未来10年或将成为房地产行业的“白银时代”。到2025年基本实现城镇化的70%，城镇住房总量将达到406亿平方米。在城镇住房空置率为12%的情况下，那么增长空间将达到71-112亿平方米，而过去10年的累计房屋竣工面积为95.4亿平方米。

● 风险提示:

逆周期调节不及预期，全球政治经济形势发生变局。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

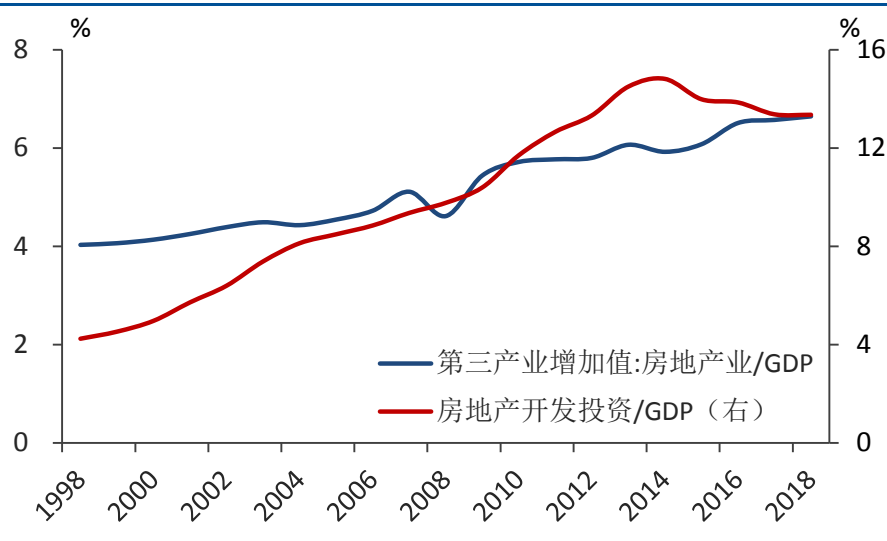
邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

1、为什么要测算房地产库存和存量？

房地产行业举足轻重，清晰地认识中国房地产行业的周期特征对把握中国经济的整体波动至关重要。1998年7月，国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，中国城镇住房制度发生了根本性的转变。20年间我国房地产业迅速发展，成为经济增长的重要支柱性产业之一。截至2018年，房地产业增加值占GDP比重为6.6%，而房地产开发投资占GDP比重达到了13.4%，而根据国际货币基金组织在2017年的测算，中国房地产市场的投资比重占据GDP的24%左右。

图1：20年间房地产行业已经成为国民经济的支柱产业



资料来源：Wind，民生证券研究院

但事实上，我国房地产库存和存量是一笔糊涂账，缺乏全面的统计数据。虽然我国每十年就要进行一次普查，但对居民住房进行入户调查涉及到对居民财产清查等敏感问题，在此前住房信息未实现全国联网的情况下难以有效展开。考虑到统计数据的可得性和有效性，本文力求在已有官方数据基础上，最大程度地描述中国房地产库存和存量情况。

2、房地产库存的测算

(一) 房地产库存计算方法的梳理

由于官方统计数据的缺位，目前对房地产市场库存估算，大致可以分为两大类四种方法。第一类为“待售面积法”及其衍生方法。首先是“待售面积法”，住宅商品房待售面积主要指已经竣工但还未销售的房子，本文将其定义为狭义住宅房地产库存，即现房库存。待售面积法

的计算公式为：房地产库存 = 累计住宅商品房待售面积的累计值。用这种方法描述住宅房地产库存简单直接，数据便于获取，但是仅仅反映了现房库存情况，忽略了期房库存，因此并不能反映我国房地产市场的真实库存水平。

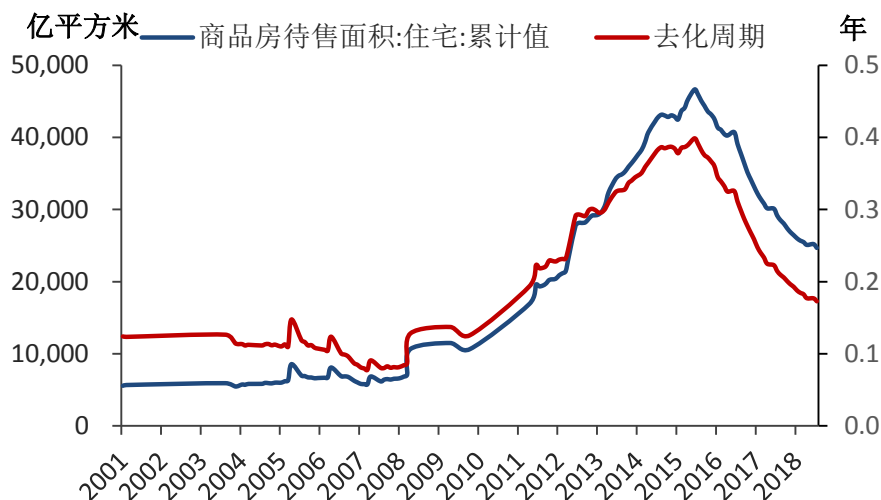
在“待售面积法”的基础上有两种主流优化方法。第一种优化方法是“待售+施工面积”法，从房地产开发商的存货角度看，其存货是由建成未售项目和在建项目两部分构成，因此该方法计算公式为：房地产库存 = 待售面积 + 施工面积。这种方法虽然考虑了期房库存，但是会导致重复计算和过量计算，高估商品房库存量。因为施工面积不仅包括本期新开工施工面积，同时也包含了上年开发跨入本期继续施工的房屋面积，以及已经预售的商品房面积。因此，对第一种优化方法进行调整，将“待售面积+施工面积-未拿到预售许可证的面积-预售面积-竣工面积”定义为广义住宅房地产库存，其中“未拿到预售许可证的面积”用新开工面积衡量。用这种方法不仅同时考虑了现房库存和期房库存，还避免了重复计算和过量计算。

第二类方法与第一类方法思路完全不同，通过每年“新开工面积”和“销售面积”的差额便可计算出每年的新增库存，从 t=0 时期开始累加求和，便可以直接得到广义住宅房地产库存。我国住房体制改革开始于 1988 年的《关于在全国城镇分期分批推行住房制度改革的实施方案》，成熟于 1998 年国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，因此我国商品房市场基本于 90 年代开始建立，而从 1999 年开始国家统计局每月公布“新开工面积”和“销售面积”，但通过在 1992~1998 年期间国家统计局每月公布的“新开工面积”和“销售面积”同比增长，可以间接得到具体数值，忽略 1992 年前的商品房市场便可以粗略计算出广义住宅房地产库存。

（二）狭义住宅房地产库存的测算

我国狭义住宅房地产库存为 2.5 亿平方米。住宅房地产库存作为“四万亿”的产物被清晰地反映在了住宅商品房待售面积的变化上，我国狭义住宅房地产库存从 2010 年的 1.06 亿平方米开始飙升，到 2016 年达到峰值 4.7 亿平方米，7 年间增长幅度达到 338%，年化达到 23.5%（图 2）。从 2016 年狭义住宅房地产库存开始回落，到 2018 年末降至 2.5 亿平方米，由此可见供给侧结构性改革的“三去一降一补”成果斐然。由于待售面积仅统计已建成房屋的库存，而我国房地产管理借鉴了香港的预售制度，据此前住建部数据，我国商品房销售的 80% 以上采用预售模式，因此待售面积（仅考虑现房库存）明显低估了商品房库存（现房库存+期房库存）的情况。

图 2：狭义住宅房地产库存在 2016 年达到峰值，此后伴随“去库存”的推行一路下

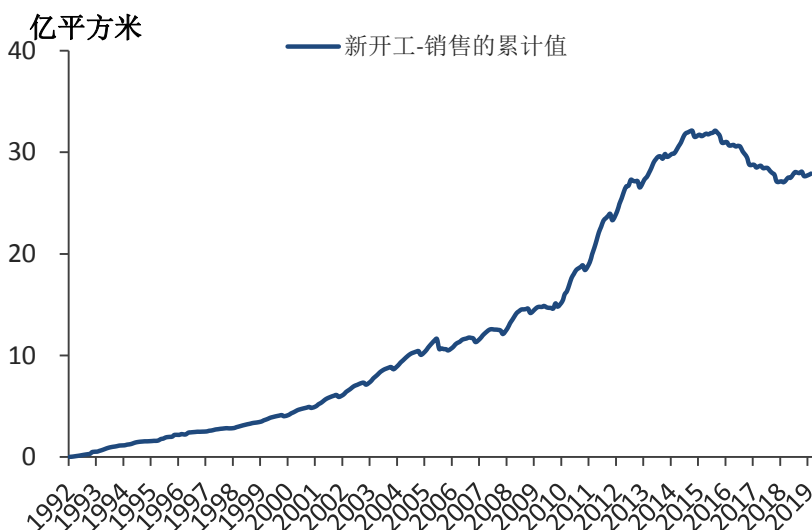


资料来源：Wind，民生证券研究院

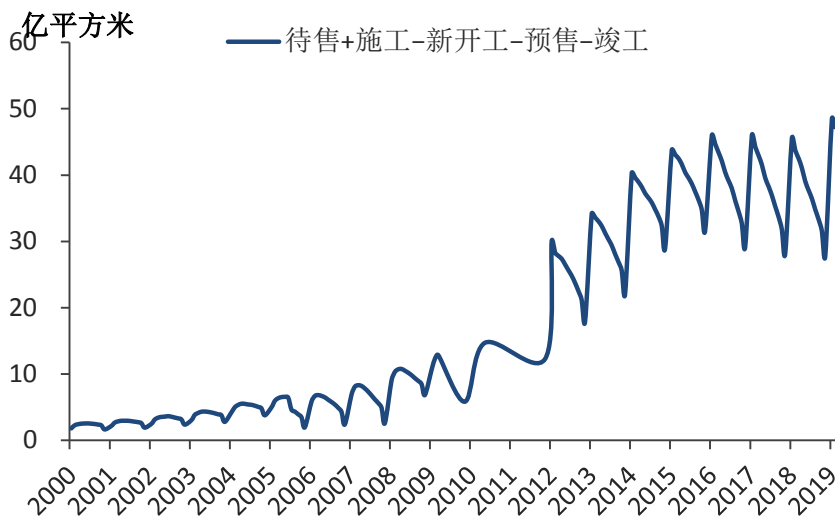
（三）广义住宅房地产库存的测算

我国广义住宅房地产库存约为 28 亿平方米左右。通过将 1992~2018 年“新开工面积-销售面积”累计求和，得到截至 2018 年末我国广义住宅房地产库存的为 27.9 亿平方米（图 3）。为了对上述广义住宅房地产库存的数据进行验证，本文通过对狭义库存进行调整，用另一种广义住宅房地产库存的测算方法进行补充计算——“待售面积+施工面积-未拿到预售许可证的面积-预售面积-竣工面积”，得出的我国广义住宅房地产库存为 27.8 亿平方米。综合来看，两种方法的测算结果偏差几乎可以忽略，我国广义住宅房地产库存约为 28 亿平方米左右，广义库存去化周期约为 1.97 年，处于一个相对较低的水平。（注：库存去化周期=库存/销售面积，2014~2018 年年均销售面积为 14.2 亿平方米）

图 3：广义房地产库存：“新开工面积-销售面积”累计求和



资料来源：Wind，民生证券研究院

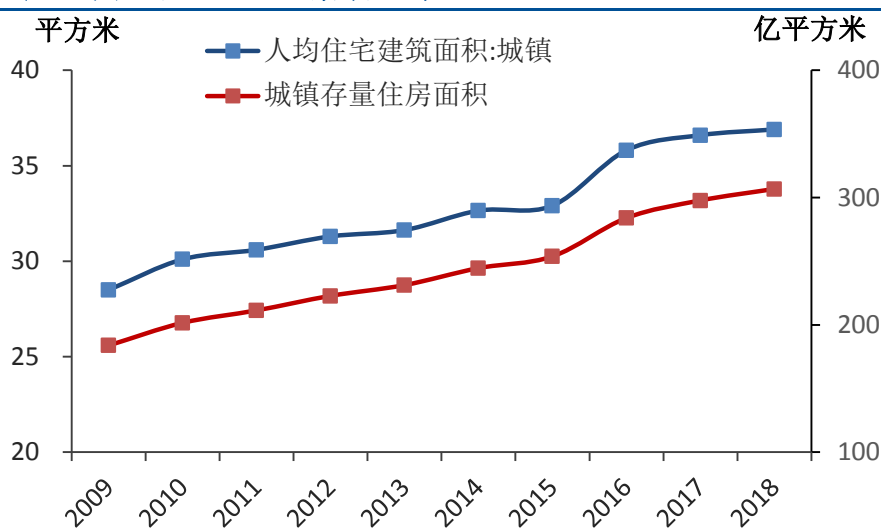
图 4：广义房地产库存：“待售面积+施工面积-新开工面积-预售面积-竣工面积”


资料来源：Wind，民生证券研究院

3、房地产存量的测算

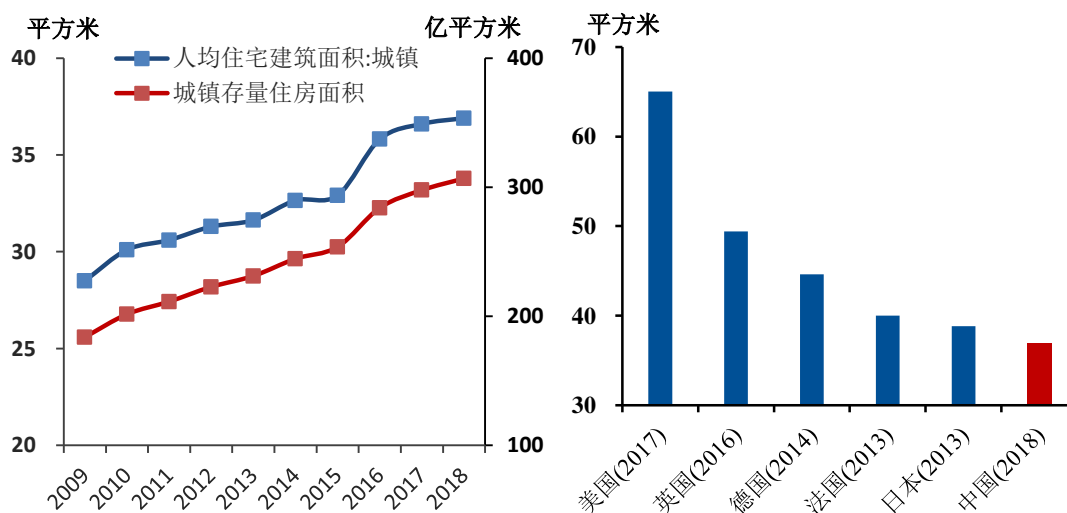
我国城镇房地产存量约为 300 亿平方米，从实际人均住房面积看，房地产存量仍有较大上升空间。本文探讨的房地产存量是指城镇房地产存量面积，但是该指标同样也没有直接统计数据。本文将“城镇常住人口*人均居住面积”，作为城镇房地产存量的粗略计算结果。截至 2018 年，我国城镇常住人口为 83,137 万人，城镇人均住宅建筑面积为 36.9 平方米，我国城镇存量住房面积约为 306.8 亿平方米（图 4）。但是从人均住房面积的国际对比来看，我国城镇人均住宅建筑面积与英美德法等西方主要发达国家有较大差距。但考虑到中国独有的公摊面积后，假设套内使用面积仅为建筑面积的 70%，也就是说，中国实际城镇人均住房面积仅为 25.83，甚至远低于同处东亚文化组的日本。因此从实际城镇人均住房面积这个角度来看，我国房地产存量仍有较大上升空间。

图 5：我国人均住宅面积和城镇存量住房面积



资料来源：CEIC，民生证券研究院

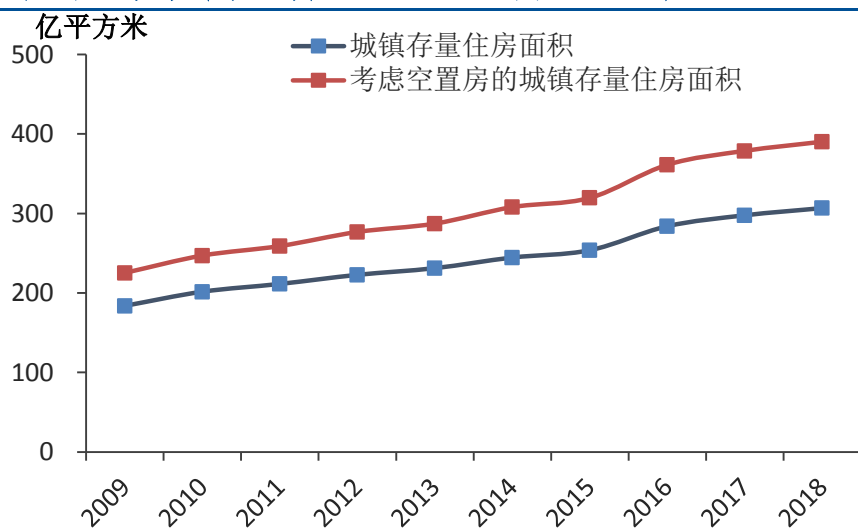
图 6：城镇存量住房面积约为 300 亿平方米，人均住宅面积仍有提升空间



资料来源：CEIC，各国统计局，民生证券研究院

考虑空置住房后，我国城镇房地产存量在 349~390 亿平方米之间。从严格意义上讲，“城镇常住人口*人均居住面积”只是城镇人口使用的存量面积，未包含空置住房，因而不能准确地反映全部存量住房的情况。而目前无论是学术界还是业界对中国房屋的实际空置率都有着较大的争议，国家统计局也没有专门统计空置房的指标。本文首先参考了西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的调研数据，2011、2013、2015 和 2017 年的总体空置率分别为 18.4%、19.5%、20.6%和 21.4%，截至 2018 年末城镇空置房屋面积为 83.5 亿平方米，考虑空置住房的我国房地产存量达到 390 亿平方米。此外，国家电网将一年一户用电量不超过 20 度的住房视为“空置”，据此测算，2017 年中大城市房屋空置率为 11.9%，小城市房屋空置率为 13.9%，按保守的 12%房屋空置率来测算，截至 2018 年末城镇空置房屋面积为 41.8 亿平方米，考虑空置住房的我国房地产存量达到 349 亿平方米。

图 7：广义房地产库存：“待售面积+施工面积-新开工面积-预售面积-竣工面积”



资料来源：CEIC，各地统计局，民生证券研究院

中国的房地产市场还有多少增长空间？未来 10 年或将房地产行业的“白银时代”。如果要到 2025 年基本实现城镇化的 70%，人口保持基本稳定增长到 14.5 亿，那么城镇人口将达到约 10.15 亿，假设城镇居民人均住房建筑面积达到 40 平方米（实际住房面积 28 平方米，仍然远低于日本），所需要的城镇住房总量将达到 406 亿平方米。在不存在空置住房的情况下，仍有 16~57 亿平方米的增长空间；考虑 2025 年城镇住房空置率为 12%，那么增长空间将达到 71~112 亿平方米，而过去 5 年的年均竣工面积为 10.2 亿平方米，而过去 10 年的累计房屋竣工面积为 95.4 亿平方米，未来 10 年房地产行业或将进入“白银时代”。

风险提示

逆周期调节不及预期，全球政治经济形势发生变局。

插图目录

图 1: 20 年间房地产行业已经成为国民经济的支柱产业	2
图 2: 狭义住宅房地产库存在 2016 年达到峰值, 此后伴随“去库存”的推行一路下降	4
图 3: 广义房地产库存: “新开工面积-销售面积”累计求和	4
图 4: 广义房地产库存: “待售面积+施工面积-新开工面积-预售面积-竣工面积”	5
图 5: 我国人均住宅面积和城镇存量住房面积	6
图 6: 城镇存量住房面积约为 300 亿平方米, 人均住宅面积仍有提升空间	6
图 7: 广义房地产库存: “待售面积+施工面积-新开工面积-预售面积-竣工面积”	7

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

毛健，民生证券研究院宏观固收组研究助理。上海财经大学经济学博士。4年央企汽车装配工艺设计经验，1年金融科技战略规划经验，2年股票私募投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。