

房地产

当旧地产遇到新市民

证券研究报告

2022年03月29日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

韩笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120006

hanxiaob@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《房地产-行业研究周报:按揭宽松持续加码》 2022-03-27
- 《房地产-行业专题研究:天风问答系列:需求侧出现钝化反应了吗?》 2022-03-21
- 《房地产-行业研究周报:销售投资超预期,房地产税再延期》 2022-03-20

新市民的“前世今生”

新市民最初指的是长期居住在城市并有相对固定工作的农民工,后指代范围逐渐扩大。《关于加强新市民金融服务工作的通知》进一步明确了新市民范围,包括了因各种原因导致的未获当地户籍或获当地户籍不满三年的各类群体,包括但不限于进城务工人员、新就业大中专毕业生等。从群体组成来看,城乡和城城的流动人口仍是新市民主体。从地域分布来看,流动人口主要从东三省向长三角、珠三角、京津冀、成渝等核心城市群迁移,且聚焦一二线城市。从形成原因来看,新市民是我国户籍制度下的特殊产物。能否获得流入地户籍并与当地居民享有同等权利是流动人口转变为“新市民”的重要因素。

新市民住房需求微观拆解:支付能力和户籍政策的双向博弈

新市民群体的住房需求影响因素:1)收入/房价等经济因素;2)户籍制度——教育/医疗/住房/养老等社会福利和权益与户籍紧密绑定,即本、外地居民所享受的公共服务不均等增加新市民定居的隐形成本。因此,新市民群体住房需求的背后,是支付能力和户籍政策的双向博弈。在房价水平高、收入水平低、落户难度大、隐形定居成本高的情况下,流动人口普遍倾向于在流入地租房而不是购房。根据北大光华2019年抽样调查数据,进城务工人员购买住房比例仅为19.5%,考虑到进城务工人员是新市民的绝大部分组成,我们估算目前新市民群体租房/购房比例约为8:2。

新市民住房需求宏观市场:万亿空间的释放可能

据相关研究及团队测算结果,流动人口的消费收入弹性(0.70)显著低于城镇人口的消费收入弹性(0.87),流动人口市民化可以释放该部分人群的消费需求。测算结果显示,乐观情况下,消费弹性在五年内释放完成,带动的消费增量可达2420亿元,约占GDP的0.16%;保守情况下,消费弹性在十年内释放完成,消费增量可达5679亿元,约占GDP的0.29%,对于拉动内需意义积极。从住房模式来看,我们估算目前流动人口的租房/购房比例为8:2,伴随市民化进程带来的流动人口购房意愿提升,在市民化完成后流动人口的租房/购房比例变为7:3和6:4的两种假设下,测算结果显示,乐观情况下购房需求释放带来的金额增量在两种租购比例下分别为14866亿元和29006亿元;保守情况下分别为10016亿元和19180亿元。从住房面积来看,在市民化完成后流动人口的租购比变为7:3和6:4的两种假设下,测算结果显示,乐观情况下流动人口购房需求(面积)增量分别为12.55亿平和25.10亿平;保守情况下分别为13.19亿平和26.38亿平。购房面积增量对应金额远高于住房消费可释放金额增量,新市民理想需求与现实购买力间存在鸿沟。

未来政策空间如何打开:户籍限制的合理放宽和多层次的住房保障

帮助新市民真正融入城市是释放新市民需求、继而弥补其理想需求与现实购买力差异的首要前提。我们认为新市民的住房安排,是从兜底、过渡、安居到改善等一系列的制度框架,传统商品房将针对其改善性需求滞后打开。在当前阶段,放宽公租房申请条件、继续加大保障性租赁住房 and 公租房供给将是满足新市民安居需求的重要抓手;降低新市民获取金融服务难度或为短期内弥补新市民理想需求与现实购买力差异的最可行方法。

把握政策结构性宽松的beta与收并购的alpha

投资建议:未来行业beta取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度;alpha在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。持续推荐:1)优质龙头:金地集团、保利发展、万科A、龙湖集团、招商蛇口;2)优质成长:金科股份、新城控股、中南建设、旭辉控股集团;3)优质物管:碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。

风险提示:行业信用风险蔓延;行业销售下行超预期;因城施策力度不及预期;主观测算风险

内容目录

1. 新市民的“前世今生”	
1.1. 新市民群体画像：流动人口的“旧瓶与新酒”	
1.2. 新市民形成原因：二元户籍的历史使命和新市民的现代担当	
2. 新市民住房需求微观拆解：支付能力和户籍政策的双向博弈	
3. 新市民住房需求宏观市场：万亿空间的释放可能	
3.1. 总消费需求释放：实现市民化对内需的拉动	
3.2. 住房消费需求释放：购房意愿提升下的万亿潜能	1
3.3. 住房面积测算：以购代租下的增量空间渐显	1
4. 未来政策空间如何打开：户籍限制的合理放宽和多层次的住房保障	1
5. 新市民加速都市圈聚集发展，支撑核心城市群住房需求	1
6. 风险提示	1

图表目录

图 1：2010-2020 年常住及户籍人口城镇化率	
图 2：新市民群体组成	
图 3：七普省际人口流动（万人）	
图 4：我国户籍制度演变重要节点	
图 5：房价收入比	
图 6：城镇居民和流动人口平均收入比	
图 7：流动人口长期居留意愿	
图 8：流动人口长期居留与落户意愿	
图 9：流动人口市民化带动的消费增量	
图 10：租购意愿五年转变-流动人口住房结构	1
图 11：租购意愿十年转变-流动人口住房结构	1
表 1：银保监、央行《关于加强新市民金融服务工作的通知》	
表 2：新市民指代范围变化历程	
表 3：我国重要户籍制度政策	
表 4：消费弹性释放测算原理及假设	
表 5：消费弹性在五年内释放完成-测算结果	
表 6：消费弹性在十年内释放完成-测算结果	1
表 7：购房住房消费需求释放测算假设	1
表 8：租购意愿五年转变-购房需求释放金额测算结果	1
表 9：租购意愿十年转变-购房需求释放金额测算结果	1
表 10：购房需求释放（面积）测算假设表	1
表 11：租购意愿五年转变-所需住房面积测算结果	1
表 12：租购意愿十年转变-所需住房面积测算结果	1
表 13：新市民住房保障结构	1

1. 新市民的“前世今生”

2021年3月5日,全国人大四次会议首次在政府工作报告提及了新市民的概念,并提出“尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难”;2022年3月4日,银保监会、央行联合发布《关于加强新市民金融服务工作的通知》,针对新市民在创业、就业、住房、教育、医疗、养老等重点领域的金融需求,鼓励引导银行保险机构因地制宜强化产品和服务创新,提高新市民金融服务的可得性和便利性。2022年3月17日,发展改革委印发《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》,再次强调要着力解决符合条件的新市民、青年人等群体住房困难问题。新市民频频出现在国家级政府文件中,我们尝试从不同角度回答两个重要问题:1、“谁是新市民?”以及2、“新市民能带动多大的住房需求?”。

表 1: 银保监会、央行《关于加强新市民金融服务工作的通知》

通知主要内容

1. 要求银行保险机构始终坚持以人民为中心的发展思想,按照市场化原则,完善金融服务。支持配合各级政府有效发挥引导作用,推动银行保险机构提高金融服务新市民水平
2. **明确新市民范围**,鼓励银行保险机构加强对吸纳新市民较多区域和行业的金融支持
3. 支持鼓励银行保险机构扩大金融产品和服务供给,**促进新市民创业就业**
4. 支持鼓励银行保险机构**优化住房金融服务,助力增加保障性住房供给**,支持住房租赁市场健康发展,满足新市民安居需求
5. 支持鼓励银行保险机构落实相关政策要求,**助力新市民培训及子女教育**
6. 持鼓励银行保险机构加强与政府部门合作,充分发挥商业健康保险的补充作用,**提高健康保险服务水平**
7. 支持鼓励银行保险机构丰富养老金融服务产品,合理满足养老服务机构的融资需求,**加大新市民养老保障力度**
8. 持鼓励银行保险机构优化基础金融服务,**提升基础金融服务的便利性和可得性**,增强新市民获得感
9. 要求银保监会派出机构和人民银行分支机构加强与政府部门的协同,推动金融政策与财政、就业、住房、社保等政策有效衔接,发挥政策合力

资料来源:中国政府网,天风证券研究所

1.1. 新市民群体画像: 流动人口的“旧瓶与新酒”

新市民最初指的是长期居住在城市并有相对固定工作的农民工,后来该名词的指代范围逐渐扩大,成为原籍不在当地、因各种原因来到一个城市的流动人口的统称。从统计口径来看,因城乡二元结构,即以前农村人口为农业人口,在城镇居住的人口为城镇人口,但随着城市化迁移,大量农村人口在城镇打工置业,而户口仍在农村,因此常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率之间长期存在剪刀差,这部分差值普遍被认为是流动人口或新市民。本次《关于加强新市民金融服务工作的通知》进一步明确了新市民范围,即因本人创业就业、子女上学、投靠子女等原因来到城镇常住,未获得当地户籍或获得当地户籍不满三年的各类群体,包括但不限于进城务工人员、新就业大中专毕业生等。

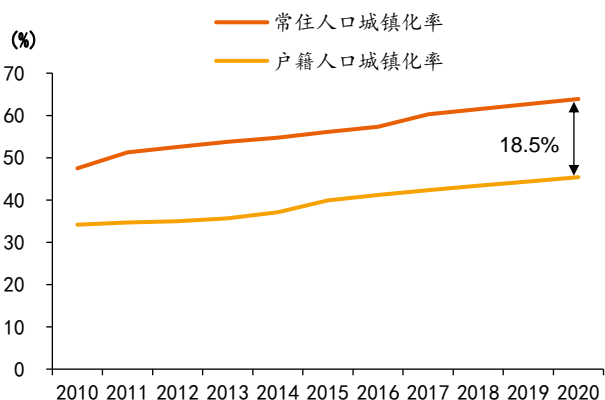
截止2020年底,我国常住人口城镇化率为63.9%,户籍人口城镇化率为45.4%,按14.1亿总人口计算,两者差距为2.6亿人。其中1.7亿为外出农民工,根据贝壳研究院数据,2020年我国城镇流动人口已达8000多万,与外出农民工之和近2.6亿。本次《关于加强新市民金融服务工作的通知》官方口径的新市民约为3亿人,因此流动人口(外出农民工+城镇流动人口)为新市民的主要部分。此外,新市民研究院数据也显示流动人口在新市民中约占91%。**尽管新市民范围有所扩大,从群体组成来看,城乡和城镇的流动人口仍是其主体。**基于这个原因,后续的测算我们主要基于流动人口相关数据。从地域分布来看,根据七普数据,流动人口主要从东三省向长三角、珠三角、京津冀、成渝等核心城市群迁移,且聚焦在一二线城市。

表 2：新市民指代范围变化历程

时间	政策文件	指代范围	具体内容
2006 年 2 月	青岛市政府文件	外来务工人员	青岛政府宣布，120 多万名取得暂住证的“新市民”可享受保险、房贷、购车挂牌、考驾照、子女入学等待遇。
2006 年 8 月	西安市雁塔区《关于规范“新市民”称谓的通知》	外来务工人员/农民工	文件把在辖区生活工作的外来务工人员、农民工统改称为“新市民”。
2014 年 7 月	国务院常务会议	农民工	会议强调，对于长期居住在城市并有相对固定工作的农民工，要逐步让他们融为城市“新市民”，享受同样的基本公共服务，享有同等的权利。不能把他们视为城市的“二等公民”。
2015 年 12 月	中共中央政治局会议	农民工	会议提出，要化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足“新市民”为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场。
2018 年 6 月	《2017 年全国住房公积金年度报告》	农村转移人口、新毕业大学生	报告提到，开户职工中，农村转移人口及新毕业大学生等新市民 966.28 万人，占新开户职工的 52.85%。
2019 年 4 月	发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》	农业转移人口、城市间转移就业人口、高校和职业院校毕业生	文件指出，为了加快农业转移人口市民化，按照尊重意愿、自主选择原则，以农业转移人口为重点，兼顾高校和职业院校（技工院校）毕业生、城市间转移就业人员，加大非户籍人口在城市落户推进力度，推动未落户城镇的常住人口平等享有基本公共服务。
2022 年 3 月	银保监会、央行《关于加强新市民金融服务工作的通知》	进城务工人员、新就业大中专毕业生等	文件规定，“新市民”主要是指因本人创业就业、子女上学、投靠子女等原因来到城镇常住，未获得当地户籍或获得当地户籍不满三年的各类群体，包括但不限于进城务工人员、新就业大中专毕业生等。

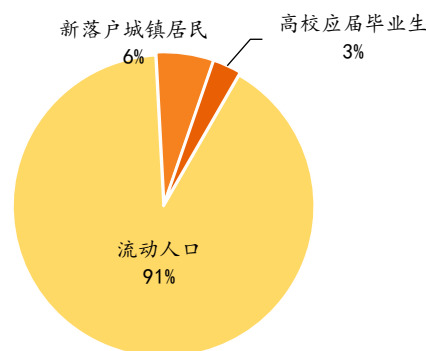
资料来源：中国政府网，央广网，西安市雁塔区人民政府，青岛新闻网，天风证券研究所

图 1：2010-2020 年常住及户籍人口城镇化率



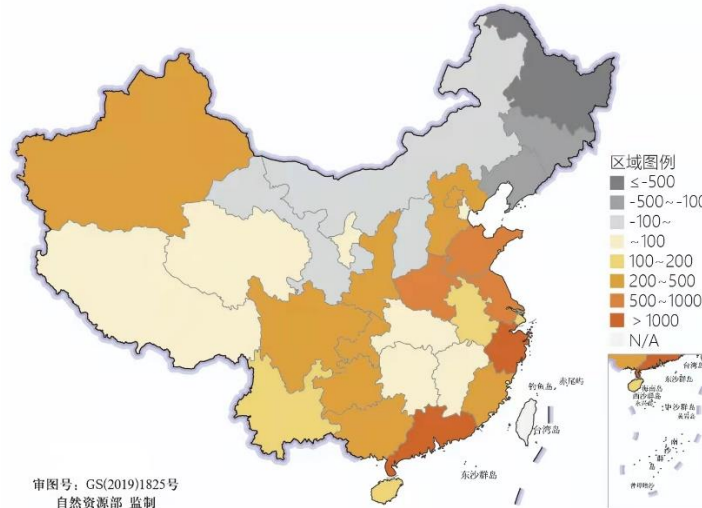
资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

图 2：新市民群体组成



资料来源：新市民研究院，天风证券研究所

图 3：七普省际人口流动（万人）



资料来源：自然资源部、国家统计局，天风证券研究所

1.2. 新市民形成原因：二元户籍的历史使命和新市民的现代担当

流动人口或新市民是我国户籍制度下的特殊产物。在不同的发展时期，针对各个阶段经济社会发展的特点，我国户籍制度不断演进，对流动人口的形成与发展有着深刻影响。为了更好的发挥人口这个经济要素，提高资源配置效率，当下户籍制度的放开与对新市民群体的支持，对激发蛰伏中的经济活力有着重要意义。

户籍制度强化社会控制（1949-1977）：新中国成立伊始，百废待兴、城市秩序混乱，为了建立公共秩序、恢复经济，1951年公安部发布《城市户口管理暂行条例》，开启了“人工维持的秩序”，即户口管理制度。随后计划经济时期，全国粮食和副食品短缺，为了保障农业劳动力，1958年《中华人民共和国户口登记条例》出台，首次将居民户籍划分为“农业户口”和“非农业户口”，其中“非农业户口”附着就业、教育、住房、社会保障等一系列社会福利，在一般情况下“农业户口”不能向“非农业户口”自由转变。自此，城乡二元户籍制度正式确立。

政策调整转向适应浪潮（1978-1991）：改革开放后，伴随着经济农业效率的提升，农村剩余劳动力开始显现，大量农村人口涌入城镇，《关于一九八四年农村工作的通知》等政策出台，允许务工、经商、办服务业的农民自理口粮到集镇落户。然而经济快速发展的同时，“农转非”势头过快，为了限制劳动力盲目流动、加强治安管理，同期相继出台了《关于处理户口迁移的规定》、《关于严格控制农村劳动力进城做工和农业人口转为非农业人口的通知》、《关于严格控制“农转非”过快增长的通知》等规定。

中小试点城镇改革先行（1992-2011）：1992年，我国确立社会主义市场经济体制，全国经济建设热情高涨，而后1994年分税制改革使东西部发展不平衡现象加剧，带动大量农村劳动力流动，为了适应经济发展情况，1997年《小城镇户籍管理制度改革试点方案》出台，开始放开农村人口在试点小城镇的落户，2001年《关于推进小城镇户籍管理制度改革意见的通知》出台后小城镇落户全面放开。

全面放松户籍制度管控（2012-至今）：为了实现公共服务均等化、满足人口流动需求，国家颁布了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》、《关于进一步推进户籍制度改革的意见》等放松户籍制度的文件。其中，2014年国务院《关于进一步推进户籍制度改革的意见》明确，各地将取消农业户口与非农业户口的区分，实施居住证制度，统一登记为居民户口；取消小城市和建制镇落户限制，有序放开中等城市落户限制。

图 4：我国户籍制度演变重要节点

对人口流动实行限制，区分“农业户口”和“非农业户口”。

允许已经在试点小城镇就业、居住并符合一定条件的农村人口办理城镇常住户口。

努力实现1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。



资料来源：中国政府网，国家法律法规数据库，北大法宝，天风证券研究所

户籍管控对流动人口市民化进程有着重要影响，除了登记和管理人口，户籍还与公共服务和社会福利密切相关，即按户口性质和地域分配社会资源，因此不同性质及不同地域的户口在权利上存在不平等性。能否获得流入地城镇市民户籍并享有与当地居民同等权利是决定流动人口是否在真正意义上转变为“新市民”的重要因素。

表 3：我国重要户籍制度政策

时间	文件	主要内容
1949-1977 年，户籍制度强化社会控制		
1958.01	《中华人民共和国户口登记条例》	对人口自由流动实行限制和政府管制，将城乡居民分为“农业户口”和“非农业户口”两种不同户籍。
1977.11	国务院批转《公安部关于处理户口迁移的规定》的通知	严格控制市、镇人口增长；从农村迁往市、镇，由农业人口转为非农业人口的，要严加控制。
1978-1991 年，政策调整转向适应浪潮		
1981.12	国务院《关于严格控制农村劳动力进城做工和农业人口转为非农业人口的通知》	严格控制从农村招工，认真清理企业、事业单位使用的农村劳动力，加强户口和粮食管理。
1984.01	中共中央《关于一九八四年农村工作的通知》	允许务工、经商、办服务业的农民自理口粮到集镇落户。
1989.10	国务院《关于严格控制“农转非”过快增长的通知》	加强对“农转非”的宏观管理，使其增长的速度和规模与国民经济的发展相适应。
1992-2011 年，中小试点城镇改革先行		
1997.06	国务院批转公安部《小城镇户籍管理制度改革试点方案》和《关于完善农村户籍管理制度意见的通知》	允许已经在试点小城镇就业、居住并符合一定条件的农村人口在试点小城镇办理城镇常住户口。
2001.03	国务院批转《公安部关于推进小城镇户籍管理制度改革意见的通知》	全面推进小城镇户籍管理制度改革的改革，在小城镇有合法固定的住所、稳定的职业或生活来源的人员及与其共同居住生活的直系亲属，均可办理城镇常住户口。
2012 年-至今，全面放松户籍制度管控		
2012.02	国务院办公厅《关于积极稳妥推进户籍管理制度改革的通知》	引导非农产业和农村人口有序向中小城市和建制镇转移，逐步满足符合条件的农村人口落户需求，逐步实现城乡基本公共服务均等化。
2013.11	中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》	创新人口管理，加快户籍制度改革，全面放开建制镇和小城市落户限制，有序放开中等城市落户限制，合理确定大城市落户条件，严格控制特大城市人口规模。
2014.07	国务院《关于进一步推进户籍制度改革的意见》	全面放开建制镇和小城市落户限制、有序放开中等城市落户限制、合理确定大城市落户条件、严格控制特大城市人口规模，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。
2018.03	国家发展改革委《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》	全面放宽城市落户条件。中小城市和建制镇要全面放开落户限制，大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，2018 年实现进城落户 1300 万人。
2019.03	国家发展改革委关于印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》的通知	继续加大户籍制度改革力度。在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面开放放宽落户条件，并全面

		取消重点群体落户限制；超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。
2020.04	国家发展改革委关于印发《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》的通知	督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制，推动城区常住人口 300 万以上城市基本取消重点人群落户限制，鼓励有条件的 I 型大城市全面取消落户限制、超大特大城市取消郊区新区落户限制。
2021.04	国家发展改革委关于印发《2021 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》的通知	推动进城就业生活 5 年以上和举家迁徙的农业转移人口、在城镇稳定就业生活的新生代农民工、农村学生升学和参军进城的人口等重点人群便捷落户。城区常住人口 300 万以下城市落实全面取消落户限制政策，实行积分落户政策的城市确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。城市落户政策要对租购房者同等对待，允许租房常住人口在公共户口落户。
2022.03	国家发展改革委关于印发《2022 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》的通知	城区常住人口 300 万以下城市落实全面取消落户限制政策。实行积分落户政策的城市确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。鼓励人口集中流入城市区分中心城区和新区郊区等区域，制定差异化落户政策。推动具备条件的都市圈和城市群内户籍准入年限同城化累计互认。

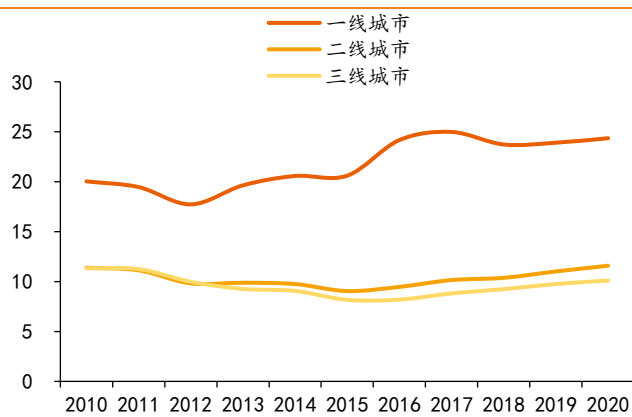
资料来源：中国政府网，国家法律法规数据库，北大法宝，天风证券研究所

2. 新市民住房需求微观拆解：支付能力和户籍政策的双向博弈

新市民群体的住房需求除了被收入水平、住房价格等经济因素影响之外，还受到户籍制度的约束。如前文所述，在现行的户籍制度下，教育/医疗/住房/养老等社会福利和权益与户籍紧密绑定，本、外地居民所享受的公共服务不均等增加了新市民定居的隐形成本。因此，**新市民群体住房需求的背后，是支付能力和户籍政策的双向博弈。**

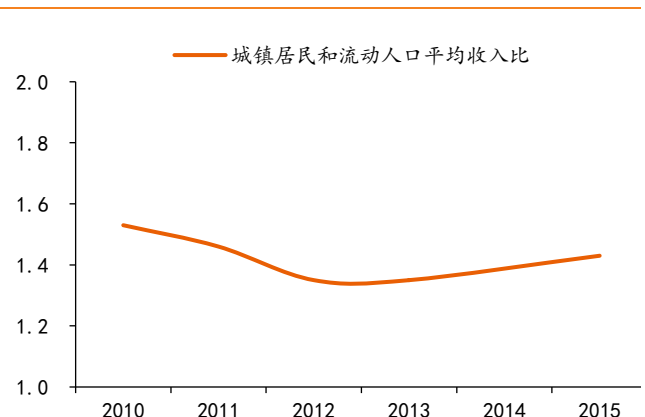
根据 Wind 和《中国流动人口发展报告 2018》数据，从收入水平来看，城镇居民与流动人口收入存在较大差距，历史比值约为 1.4。从房价水平来看，一/二/三线城市 2020 年房价收入比分别为 24.3/11.6/10.1，住房可支付性较差。从居留意愿来看，愿意在当地长期居留的流动人口比例保持在 60%左右；分城市能级拆解，落户意愿的城市间差异显著大于居留意愿：超大城市的居留和落户意愿均为 67%，较大城市的居留意愿为 63%，落户意愿为 34%；中小城市的居留意愿为 58%，而落户意愿仅为 25%。超大城市的户口价值更受流动人口认可，然而其落户限制更严苛；中小城市落户相对容易，然而流动人口意愿不强。落户意愿与实际落户难度的错配会导致人户分离，阻碍流动人口的“市民化”转变，多年之后流动人口仍可能回流到家乡。因此，在房价水平高，收入水平低，落户难度大，隐形定居成本高的情况下，流动人口普遍倾向于在流入地租房而不是购房。根据北大光华 2019 年抽样调查数据，进城务工人员购买住房比例仅为 19.5%，考虑到进城务工人员是新市民的绝大部分组成（高校毕业生仅占新市民群体的 3%），**我们估算目前新市民群体租房¹/购房比例约为 8:2。**

图 5：房价收入比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：城镇居民和流动人口平均收入比

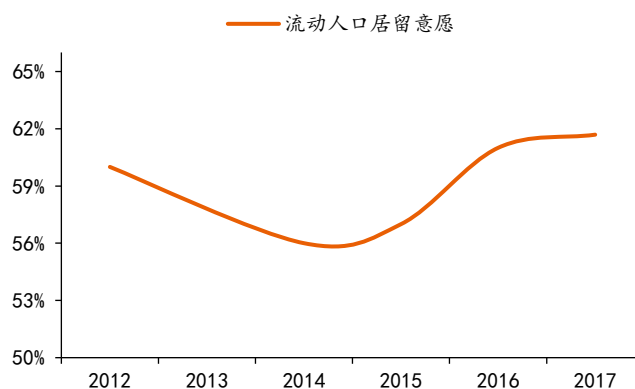


资料来源：《中国流动人口发展报告 2018》，天风证券研究所

注释：流动人口收入采用 CGSS 数据计算的农民工群体收入

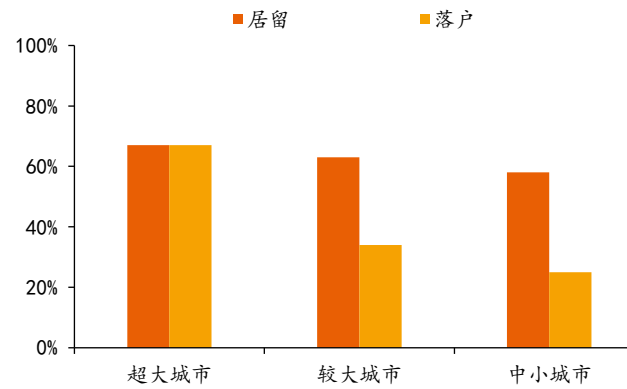
¹ 包括独立租赁住房 and 单位宿舍

图 7：流动人口长期居留意愿



资料来源：《中国流动人口发展报告 2018》，天风证券研究所

图 8：流动人口长期居留与落户意愿



资料来源：《中国流动人口发展报告 2018》，天风证券研究所

注释：超大城市为市辖区人口>1000 万的城市，包括北上广深津；较大城市为 300 万<市辖区人口<1000 万的城市，包括沈宁杭等 32 个城市；中小城市为市辖区人口<300 万的城市。

3. 新市民住房需求宏观市场：万亿空间的释放可能

3.1. 总消费需求释放：实现市民化对内需的拉动

大量研究表明，流动人口中普遍存在“汇款”现象，即将部分外出务工所得寄回流出地以改善留守家庭生活水平，因此流动人口边际消费倾向偏低。为了测算流动人口市民化后可释放的群体消费需求，我们用流动人口和城镇人口的消费收入弹性数据做了模拟估算，结果显示，流动人口的消费收入弹性（0.70）显著低于城镇人口的消费收入弹性（0.87）。其中，消费收入弹性意为收入每变动 1% 可带来的消费变化百分比。

我们假定流动人口市民化可以释放该部分人群的消费需求。在乐观情况下，如果消费弹性可在五年内释放完成，新市民带动的消费增量可达 2420 亿元，约占 GDP 的 0.16%；保守情况下，如果消费弹性可在十年内释放完成，伴随新市民群体数量扩张与收入增加，其带动的消费增量可达 5679 亿元，约占 GDP 的 0.29%。我们认为，新市民消费释放对于拉动内需有着积极意义。

表 4：消费弹性释放测算原理及假设

测算原理

1. 凯恩斯绝对收入假说提出，总消费是总收入的函数，即 $C_t = a + bY_t$ ，其中 C 表示消费，Y 表示收入
2. 消费收入弹性 $\varepsilon = \frac{\Delta C/C}{\Delta Y/Y}$ 可以衡量收入每变动 1% 可带来的消费变化
3. $\ln C = \alpha + \beta \ln Y$ ， β 即为消费收入弹性

关键数据

1. 流动人口消费收入弹性：0.70。采取社科院研究²根据 2010-2017 年流动人口动态监测数据的估算。0.70，即流动人口收入每变动 1%，消费变动 0.7%
2. 城镇人口消费收入弹性：0.87。采取与社科院研究同样的测算方法，根据国家统计局披露的同期数据，计算所得。0.87，即城镇人口收入每变动 1%，消费变动 0.87%

关键假设

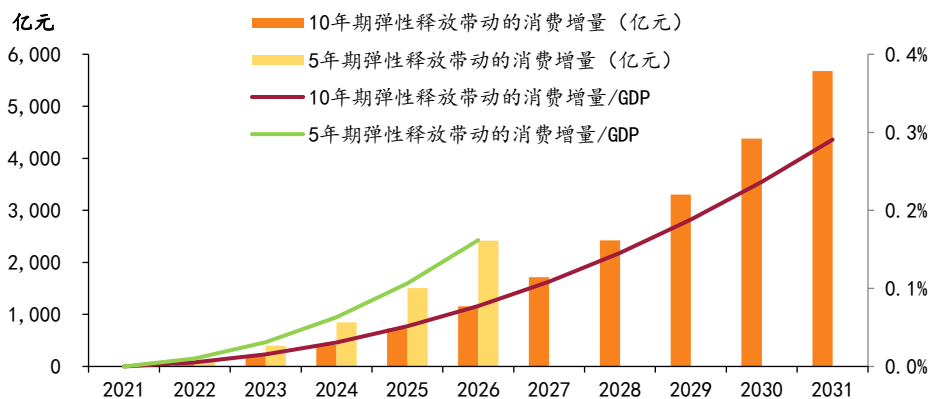
1. 假设新市民消费弹性与流动人口一致
2. 2021 年流动人口消费弹性为 0.70，假设实现市民化转换时，消费弹性增长至 0.87

² 程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》

- 3 两种测算分别假设 2031 年、2026 年完成新市民化
4. 流动人口收入与 GDP 保持相同增速，参照 GDP 增长目标，假设 5.5%
5. 2021 年新市民人口规模 3 亿，假设与城镇化保持相同增速，参考海外国家城镇化率达 60% 以后的增长趋势，每年提高 1%

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

图 9：流动人口市民化带来的消费增量



资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

注释：假设 2031 年完成市民化为 10 年期，2026 年完成市民化为 5 年期

表 5：消费弹性在五年内释放完成-测算结果

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
新市民（亿）	3.00	3.03	3.06	3.09	3.12	3.15
增长系数	1	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01
流动人口消费收入弹性	0.70	0.73	0.76	0.79	0.83	0.87
增长系数	1	1.044	1.044	1.044	1.044	1.044
年均收入（万元）	5.02	5.29	5.59	5.89	6.22	6.56
增长系数	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055
市民化前						
年均消费（万元）	2.41	2.51	2.60	2.70	2.81	2.91
流动人口消费总量（亿元）	72,405	75,933	79,632	83,511	87,580	91,847
市民化后						
年均消费（万元）	2.41	2.51	2.62	2.73	2.85	2.99
流动人口消费总量（亿元）	72,405	76,057	80,030	84,360	89,090	94,267
GDP（亿元）	1,143,670	1,206,572	1,272,933	1,342,945	1,416,807	1,494,731
增长系数		1.055	1.055	1.055	1.055	1.055
弹性释放带动的消费增量（亿元）		124	398	849	1,510	2,420
弹性释放带动的消费增量/GDP	0.00%	0.01%	0.03%	0.06%	0.11%	0.16%

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

表 6：消费弹性在十年内释放完成-测算结果

	2021	2022	2023	2024	2025	2031
新市民（亿）	3.00	3.03	3.06	3.09	3.12	3.31
增长系数	1	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01
流动人口消费收入弹性	0.70	0.71	0.73	0.74	0.76	0.87
增长系数	1	1.022	1.022	1.022	1.022	1.022
年均收入（万元）	5.02	5.29	5.59	5.89	6.22	8.57
增长系数	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055
市民化前						
年均消费（万元）	2.41	2.51	2.60	2.70	2.81	3.52
流动人口消费总量（亿元）	72,405	75,933	79,632	83,511	87,580	116,508
市民化后						
年均消费（万元）	2.41	2.51	2.61	2.72	2.83	3.69
流动人口消费总量（亿元）	72,405	75,994	79,827	83,925	88,309	122,187
GDP（亿元）	1,143,670	1,206,572	1,272,933	1,342,945	1,416,807	1,953,554
增长系数		1.055	1.055	1.055	1.055	1.055
弹性释放带来的消费增量（亿元）		62	196	414	729	5,679
弹性释放带来的消费增量/GDP	0.00%	0.01%	0.02%	0.03%	0.05%	0.29%

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

3.2. 住房消费需求释放：购房意愿提升下的万亿潜能

从住房模式来看，人口流入主要目的地的一线城市普遍限购且房价收入比过高，叠加户籍约束所带来的定居成本增加，流动人口普遍选择租房而不是购房。市民化进程可以逐渐缩小流动人口和城镇居民所享有的公共服务差异，降低流动人口的隐形定居成本，提升其购房意愿，从而改变流动人口的住房结构。如前文所述，我们估算目前流动人口的租房/购房比例为 8:2，市民化进程可带来流动人口购房意愿提升，测算了市民化完成后流动人口的租房/购房比例变化为 7:3 和 6:4 的两种假设情景。

测算结果表明，乐观情况下，如果新市民群体租购意愿在五年内完成转变，**流动人口购房需求释放带来的金额增量在两种租购比例下分别为 14866 亿元和 29006 亿元**，对应购房支出可利用总金额分别为 42420 亿元和 56560 亿元。保守情况下，如果这一意愿转变需要十年，**流动人口购房需求释放带来的金额增量在两种租购比例下分别为 10016 亿元和 19180 亿元**，对应购房支出可利用总金额分别为 27492 亿元和 36657 亿元。

表 7：购房住房消费需求释放测算假设

关键假设

1. 假设新市民消费弹性与流动人口一致
2. 流动人口消费弹性释放假设及测算与前文一致
3. 两种测算分别假设 2031 年、2026 年完成新市民化
4. 参考近年数据，假设城镇居民居住支出占总消费支出的 25%
5. 假设当前流动人口租房/购房比为 8:2，市民化后购房比例逐渐上升，测算期末达到情景①7:3；情景②6:4
6. 假设购房周期为 30 年，因此 2031 年完成新市民化，赋予 3 倍杠杆；2026 年完成新市民化，赋予 6 倍杠杆

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

表 8：租购意愿五年转变-购房需求释放金额测算结果

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
市民化前						
流动人口消费总量 (亿元)	72,405	75,933	79,632	83,511	87,580	91,847
租/购	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
居住支出 (亿元)	18,101	18,983	19,908	20,878	21,895	22,962
租赁	14,481	15,187	15,926	16,702	17,516	18,369
购房	3,620	3,797	3,982	4,176	4,379	4,592
市民化后						
流动人口消费总量 (亿元)	72,405	76,057	80,030	84,360	89,090	94,267
情景①租/购 7:3						
租/购	4.0	3.6	3.2	2.9	2.6	2.3
增长系数	1	0.898	0.8978	0.8978	0.8978	0.8978
居住支出 (亿元)	18,101	19,014	20,007	21,090	22,272	23,567
租赁	14,481	14,873	15,271	15,675	16,084	16,497
购房	3,620	4,141	4,736	5,415	6,189	7,070
市民化带来的购房需求总增量 (亿元)	0	2,069	4,529	7,437	10,859	14,866
情景②租/购 6:4						
市民化后						
租/购	4.0	3.3	2.7	2.2	1.8	1.5
增长系数	1	0.822	0.822	0.822	0.822	0.822
居住支出 (亿元)	18,101	19,014	20,007	21,090	22,272	23,567
租赁	14,481	14,580	14,604	14,544	14,392	14,140
购房	3,620	4,434	5,403	6,546	7,881	9,427
市民化带来的购房需求总增量 (亿元)	0	3,826	8,531	14,225	21,010	29,006

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

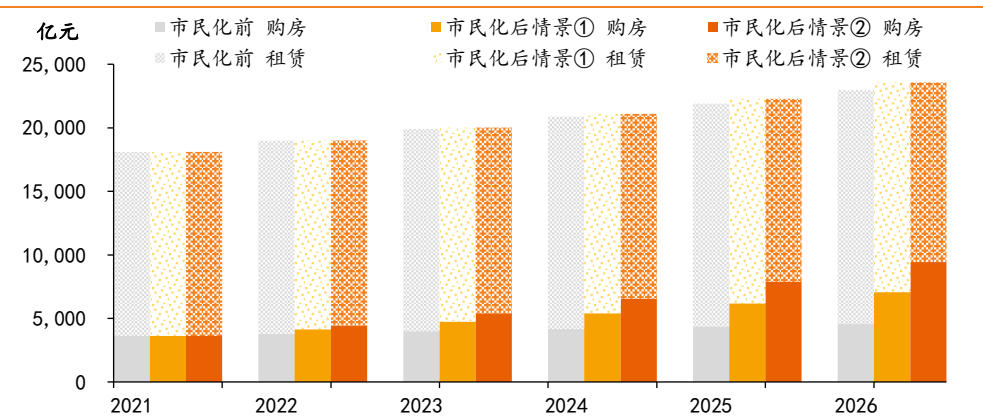
表 9：租购意愿十年转变-购房需求释放金额测算结果

	2021	2022	2023	2024	2025	2031
市民化前						
流动人口消费总量 (亿元)	72,405	75,933	79,632	83,511	87,580	116,508
租/购	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
居住支出 (亿元)	18,101	18,983	19,908	20,878	21,895	29,127
租赁	14,481	15,187	15,926	16,702	17,516	23,302
购房	3,620	3,797	3,982	4,176	4,379	5,825
市民化后						
流动人口消费总量 (亿元)	72,405	75,994	79,827	83,925	88,309	122,187
情景①租/购 7:3						
租/购	4.0	3.8	3.6	3.4	3.3	2.3
增长系数	1	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
居住支出 (亿元)	18,101	18,999	19,957	20,981	22,077	30,547
租赁	14,481	15,041	15,628	16,245	16,892	21,383
购房	3,620	3,958	4,329	4,737	5,185	9,164
市民化带来的购房需求总增量 (亿元)	0	484	1,042	1,683	2,418	10,016
情景②租/购 6:4						
市民化后						
租/购	4.0	3.6	3.2	2.9	2.6	1.5
增长系数	1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

居住支出 (亿元)	18,101	18,999	19,957	20,981	22,077	30,547
租赁	14,481	14,868	15,250	15,623	15,986	18,328
购房	3,620	4,130	4,707	5,358	6,091	12,219
市民化带来的购房需求总增量 (亿元)	0	1,000	2,176	3,547	5,137	19,180

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

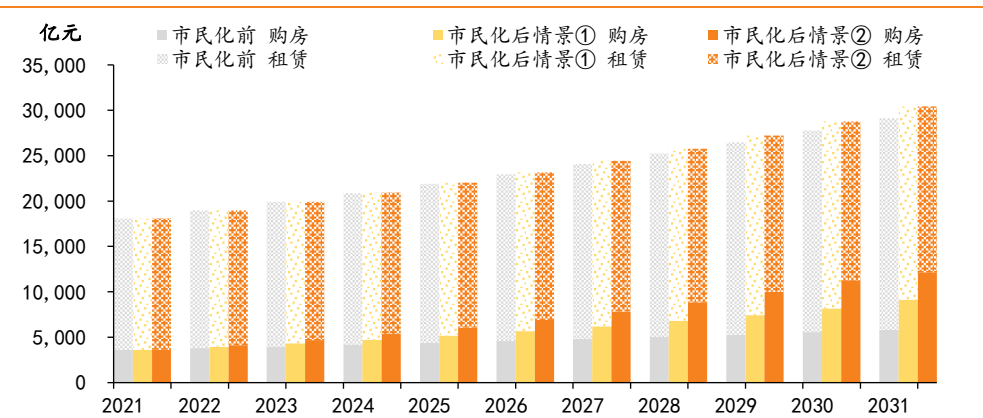
图 10：租购意愿五年转变-流动人口住房结构



资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

注释：假设市民化前租房/购房比例为 8:2，情景①为 7:3；情景②为 6:4

图 11：租购意愿十年转变-流动人口住房结构



资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

注释：假设市民化前租房/购房比例为 8:2，情景①为 7:3；情景②为 6:4

3.3. 住房面积测算：以购代租下的增量空间渐显

在理想情况下，新市民的租购意愿改变将为地产开发带来显著增量，因此，我们也从住房面积角度对流动人口市民化带来的购房增量进行了测算。

在流动人口的租房/购房比例变化为 7:3 和 6:4 的两种假设情景下，测算结果显示，乐观情况下，如果新市民群体租购意愿在五年内实现转变，2021-2026 年间，市民化带来的流动人口购房需求（面积）增量分别为 12.55 亿平和 25.10 亿平。保守情况下，如果这一转变需要 10 年，则在 2021-2031 年间，市民化带来的流动人口购房需求（面积）增量分别为 13.19 亿平和 26.38 亿平。

增量数据背后，是新市民理想需求与现实购买力间的鸿沟。在 10000 元/平的住宅销售均价的假设下，满足流动人口购房面积增量需求所需的金额约在 12.55-26.38 万亿，远高于对应前景下新市民购房可利用资金增量（1.00-2.90 万亿）。

表 10：购房需求释放（面积）测算假设表

关键假设

1. 假设新市民住房需求与流动人口一致
2. 新市民人口测算方法与前文一致
3. 两种测算分别假设 2031 年、2026 年完成新市民化
4. 参考近年数据，假设新市民人均住房面积保持为 39.8m²
5. 假设当前流动人口租房/购房比为 8:2，市民化后购房比例逐渐上升，测算期末达到情景①7:3；情景②6:4

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

表 11：租购意愿五年转变-所需住房面积测算结果

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
新市民（亿）	3.00	3.03	3.06	3.09	3.12	3.15
市民化前						
租房面积（亿 m ² ）	93.12	94.05	94.99	95.94	96.90	97.87
购房面积（亿 m ² ）	23.88	24.12	24.36	24.60	24.85	25.10
市民化后						
情景①租/购 7:3						
租房面积（亿 m ² ）	95.52	94.33	92.97	91.43	89.72	87.84
购房面积（亿 m ² ）	23.88	26.27	28.83	31.59	34.52	37.65
市民化带来的购房面积增量（亿 m ² ）	0.00	2.15	4.47	6.98	9.67	12.55
情景②租/购 6:4						
租房面积（亿 m ² ）	95.52	92.47	88.91	84.83	80.29	75.29
购房面积（亿 m ² ）	23.88	28.12	32.89	38.18	43.96	50.20
市民化带来的购房面积增量（亿 m ² ）	0.00	4.00	8.53	13.58	19.11	25.10

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

表 12：租购意愿十年转变-所需住房面积测算结果

	2021	2022	2023	2024	2025	2031
新市民（亿）	3.00	3.03	3.06	3.09	3.12	3.31
市民化前						
租房面积（亿 m ² ）	93.12	94.05	94.99	95.94	96.90	102.86
购房面积（亿 m ² ）	23.88	24.12	24.36	24.60	24.85	26.38
市民化后						
情景①租/购 7:3						
租房面积（亿 m ² ）	95.52	95.47	95.38	95.25	95.07	92.32
购房面积（亿 m ² ）	23.88	25.12	26.42	27.77	29.18	39.57
市民化带来的购房面积增量（亿 m ² ）	0.00	1.00	2.06	3.17	4.33	13.19
情景②租/购 6:4						
租房面积（亿 m ² ）	95.52	94.38	93.07	91.60	89.97	79.14
购房面积（亿 m ² ）	23.88	26.22	28.73	31.41	34.28	52.76
市民化带来的购房面积增量（亿 m ² ）	0.00	2.10	4.37	6.81	9.43	26.38

资料来源：世界银行，国家统计局，程杰、尹熙《流动人口市民化的消费潜力有多大》，天风证券研究所

4. 未来政策空间如何打开：户籍限制的合理放宽和多层次的住房保障

我们认为，帮助新市民真正融入城市是释放新市民需求、继而弥补其理想需求与现实购买力之间差距的首要前提。

户籍政策方面，如前所述，自 2014 年国务院《关于进一步推进户籍制度改革的意见》以来，我国逐渐进入全面放松户籍制度管控阶段。2018 年，发改委《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》首提“全面放宽城市落户条件……大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年”；2019 年，发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》再度放松，提出“城区人口 300 万以下城市全面取消落户条件；城区人口 300 万-500 万的城市全面放宽落户条件；超大特大城市调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例”。**户籍限制的合理放宽和公共服务均等化将是未来让新市民全面融入城市的重要政策导向。**

住房保障方面，本次《关于加强新市民金融服务工作的通知》提到公租房、保障性租赁住房、共有产权房将是解决新市民住房问题的三大途径。

1) **公租房**：其主要对象是特别困难的低收入新市民，由政府承担兜底责任，且现行公租房申请条件较为严苛。根据暨南大学社会调查中心数据，目前全国流动人口租用公租房的比例仅为 7.1%。

2) **保障性租赁住房**：其主要对象是有一定收入的新市民，由政府加社会力量作为过渡。根据住建部数据，“十四五”期间全国 40 个重点城市总计供应的保障性租赁住房约为 650 万套，较往年有大幅度提升，然而与庞大的新市民群体仍然不够匹配。

3) **共有产权房**：主要面向逐渐立足于城市、收入水平提高、资产增加的群体，意在发挥政府、社会、市场及“一城一策”的作用以实现新市民的安居。但在集中试点开始较晚等历史因素制约下，共有产权房现有库存并不充足。

我们认为新市民的住房安排，是从兜底、过渡、安居到改善等一系列的制度框架。传统商品房在供给侧或将以市场为主导力量，在需求侧面向有较好支付能力的部分新市民，针对其改善性需求滞后打开。在当前阶段，**放宽公租房申请条件、继续加大保障性租赁住房和公租房供给将是满足 3 亿新市民安居需求的重要抓手。**针对新市民理想需求与现实购买力间的鸿沟，我们认为，可以把短期弹性相对较大的金融政策作为突破口，即通过定向降低新市民获取购房金融服务的门槛等，支持和满足新市民购房需求；长期来看，提高新市民群体收入、平抑房价收入比仍是最关键因素。

表 13：新市民住房保障结构

性质	现状	政策空间
公租房	申请条件较为严苛 例：①深圳规定申请人必须具有当地户籍，且需参加社会保险累计缴费 3 年以上，若具有大学本科及以上学历或者中级及以上职称，才可放宽至 1 年以上；②上海规定申请人需具有上海常住户口，且与上海单位签订一年以上劳动合同，或持有上海居住证两年以上，在沪连续缴纳社会保险金达到一年以上，且与上海单位签订一年以上劳动合同	放宽申请条件
保障性租赁住房	数量大幅提升，然而仍显不足	继续加大供给
共有产权房	现有库存不足	继续加大供给

资料来源：中国政府网，人民网，暨南大学社会调查中心，天风证券研究所

5. 新市民加速都市圈聚集发展，支撑核心城市群住房需求

户籍的进一步开放和公共服务均等化将是加速流动人口向“新市民”转变的重要政策支点。来自消费弹性释放的相关测算表明，新市民消费释放对拉动内需有积极意义；新市民租购需求的转变之下，是超万亿元的住房空间增量。面临新市民理想需求与现实购买力间的差异，从公租房兜底、保障性租赁住房过渡、共有产权安居到商品房改善的一系列安排将成为解决住房问题的制度体系。未来短期政策或将以金融政策为突破口，长期则应提高新市民群体收入、平抑房价收入比。

持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口等；2) 优

质成长：金科股份、新城控股、旭辉控股等；3) 优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务等。

6. 风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行周期开始，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 因城施策力度不及预期；
- 4) 流动人口及城镇人口消费弹性、流动人口租购比、新市民住房消费需求释放等测算存在一定前提假设，存在主观测算偏差风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com