

2022年中国总人口减少85万，为1962年以来首次人口负增长。面对人口负增，直觉反应是地产销售同步转负。这一直觉反应让市场更加忧虑中国地产前景。

观察日本、德国、韩国等发达国家，我们发现总量人口与新房销售投资的相关性比较复杂。日本案例显示，即使户户有房，总人口负增长，反直觉的是仍有新增地产销售。

这为我们理解中国未来新房销售中枢提供启示。更为重要的是，通过测算未来地产销售潜在中枢，我们能够更加清晰的判断，本轮中国地产下行空间并大致判断销售前景。

➤ 目前中国城镇居民户均1套房，“人人有房”并不意味着未来新增住宅销售归零。

即便中国城镇人口户均1套房，但存量住宅市场发展并不是停滞的。

每年有新增住房需求，也有老房因折旧退出市场。若退出市场的老宅大于新增住宅，则新增住宅需求无法在既有存量房中得到满足，这种情况下新增住宅需求需要建造新房来匹配。故而新房需求也是未来潜在的新增商品房销售量。

(一) 当下中国城镇居民户均刚好1套房。我们曾经测算，截止2022年，中国城镇居民刚好户均1套房，其中0.6套是商品房，0.4套非商品房。城镇居民户均1套房意味着，即便未来总量人口不变（这只是一组用作说明逻辑的极端假设），退出市场老宅数量足够多，那么新增住宅需求便不能在存量房中找到需求对应，此时催生新增住房销售。

(二) 新增住房需求主要被结婚人口决定。按照初婚年龄30岁来测算，未来十年新增住宅需求来自1993年-2003年出生人口。这部分人口中71%（也是当下青年城镇化率）住宅需求会落在城镇，并创造60%新增住房需求（这一假设复合中国当下现实）。

(三) 每年有一定数量老房子“折旧”。这里折旧的真正含义，并不是说老宅推倒重建，而是房龄足够大之后，可贷年限受约束，老宅很难在交易市场上流通。退出市场的老宅占总存量的比例，便为住宅折旧率。海外经验显示，住宅折旧率一般在2%~2.5%。

➤ 未来中国新房销售面积：未来十年年均9亿平米；未来五十年年均3.4~5.2亿平。

按照2%~2.5%的折旧率匡算，未来中国每年有9.5亿平米左右房地产退出市场。

1993年-2003年中国每年新生人口在1599万~2126万区间，往后三十年，这部分人口达到成家立业年龄时，是2023-2033年刚性住房需求的主要群体。

给定两组数据，一是适婚年龄人口有60%的新增住宅需求，二是青年常住人口城镇化率达71%，测算得到**2023-2033年每年刚性住房需求在9亿平米，这也是未来中国十年每年地产销售面积的潜在中枢。**

再用类似方法测算未来五十年新房销售面积潜在中枢。保守假设未来二十年中国每年出生人口在700万-900万区间，这也是未来五十年刚性住房需求主体。测算得到**未来五十年，中国每年潜在的新增刚性住房需求为3.4-5.2亿平米。**

➤ 测算未来销售面积中枢的意义，中国地产尚未过剩，中国地产的未来或是大分化。

我们测算未来中长期房地产销售面积中枢，直观的朴素逻辑是老宅退出市场，适婚年龄住房需求需要新增销售面积来匹配。这里暗含两个关键推论：

第一，若城镇化率进一步走高，则中国未来住房销售面积或高于我们测算值。

第二，未来达到适婚年龄的年轻人，他们的流向决定了新增住宅需求在哪些地区表达出来。若未来年轻人口进一步向发达经济带或高能级城市集聚，恰逢这些城市老宅折旧较多，那么这些地区的房地产供需矛盾或相对明显。

风险提示：人口普查对住宅统计存在偏差；实际折旧率或低于2%；出生人口或超预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 2023年6月财政数据点评：财政定力的解释-2023/07/20
2. 宏观专题研究：黄金定价：老框架和新变量-2023/07/18
3. 2023年6月经济数据点评：GDP“保五”和下半年重点-2023/07/17
4. 全球大类资产跟踪周报：海外重回宽松交易-2023/07/16
5. 2023年6月出口数据点评：出口没有崩-2023/07/14

目录

引言	3
1 国际经验表明人口负增长不代表新房需求停滞	4
2 住宅折旧和老房可贷年限导致新房需求	6
2.1 出生人口代表着潜在的刚性住房需求	6
2.2 住宅折旧带来的新房建造需要	8
2.3 老房可贷年限有约束，会逐步退出流通市场	9
3 快速城镇化之后中国地产销售稳态估算	11
3.1 住宅更新空间或对应年均 7.3~9.5 亿平新增住宅销售	11
3.2 未来十年，每年新增住房需求在或超 9 亿平	12
3.3 未来五十年，每年新增住房刚需在 3.4-5.2 亿平	14
4 如何评估中国地产销售的未来之锚	15
5 风险提示	17
插图目录	18

引言

2022 年中国人口减少 85 万，这是中国自 1962 年以来首次出现人口负增长。

人口负增，直觉性反应就是地产销售同步负增。这一直觉性反应让市场颇为忧虑中国地产前景。恰逢今年 4 月中下旬以来地产销售量价再度走弱。截至目前，高频数据显示地产销售仍在下滑，地产现状放大市场对未来地产销售的担忧。

当下地产正在经历下修，但中国地产未来的销售应该锚在哪一阶段水平？人口负增长，是否真的意味着新房销售就此停滞，甚至销售转负？

为了解答上述问题，我们暂且略过短期地产下滑现实，眺望更长期中国地产发展趋势，把握稳定增长趋势之下，中国地产销售应该锚在怎样的水平。

1 国际经验表明人口负增长不代表新房需求停滞

世界银行数据显示，德国总人口增长率自 2015 年趋势下行，从 0.87% (2015 年) 降至 0.04% (2022 年)。然而反直觉的是，人口下降同时，新房数量 (住宅新建套数) 却从 26.8 万套增长至 33.7 万套，涨幅达 25.5%。

不单德国如此，美国、新加坡和法国均有类似表现，即总人口逼近“零增长”区间，然而新屋销售却仍维持正增长。

再来看日本和韩国，这两大被视为总量人口增长乏力的经济体，现实是：尽管人口的负增长，但日本和韩国的新房需求并没有停滞，销售量依旧相对稳定。

2009 年日本人口彻底陷入负增长，然而最近十年，日本新屋销售单元数却一直保持稳定。

二战结束后，日本人口在 1950-1970 年经历了较快增长，人口增长率在 1971 年达到巅峰，此后人口增长率持续下降，于 2009 年后持续保持负增长趋势。

1990 年日本新屋销售数量达到峰值 (38 万单元)，随后一直下滑。2009 年日本新屋销售滑至最低点 (16.9 万单元)，较 1990 年峰值跌去一半。

然而有意思的是，2012 年起日本新屋销售数量进入稳态，保持在年销售量约 25 万单元。

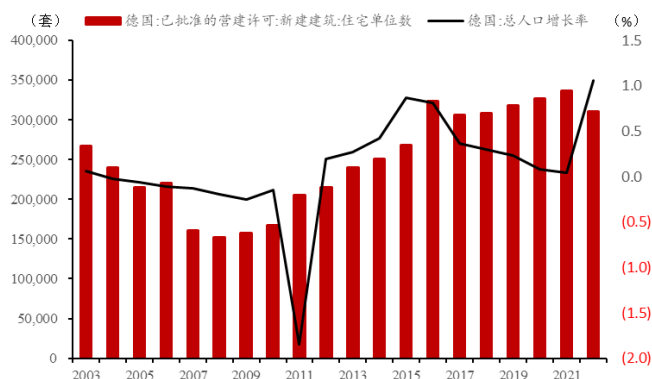
2011-2022 年韩国出生人口数腰斩，但住宅开工面积仅下降 7.9%。

2011 年韩国人口增长率 0.77%，为 2001 年以来高点。此后人口增长率一直下行，于 2021 年转负。2022 年韩国出生人口仅 24.9 万，相较 2011 年的 47.1 万，近乎腰斩。

韩国的住宅开工面积在 2011 年为 3764 万平方米，2022 年为 3468 万平方米，较 11 年前仅下降 7.9%。

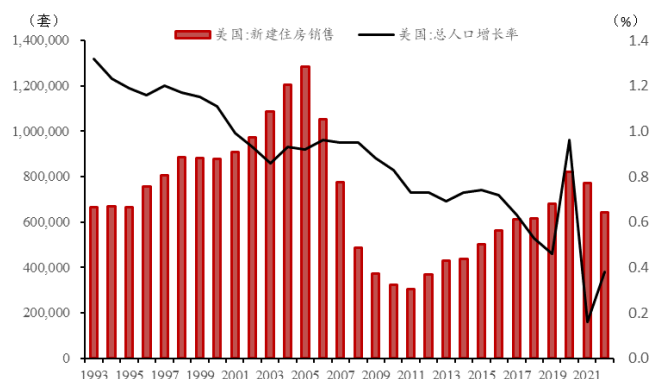
比较发达经济体新房销售和总人口增长率的变化趋势，我们发现一个规律：**尽管发达经济体的总人口增长率在下行，但新房销售量依旧保持稳定，甚至仍维持一个正增长。**

图1：德国总人口增长率下行，新屋销售在增长



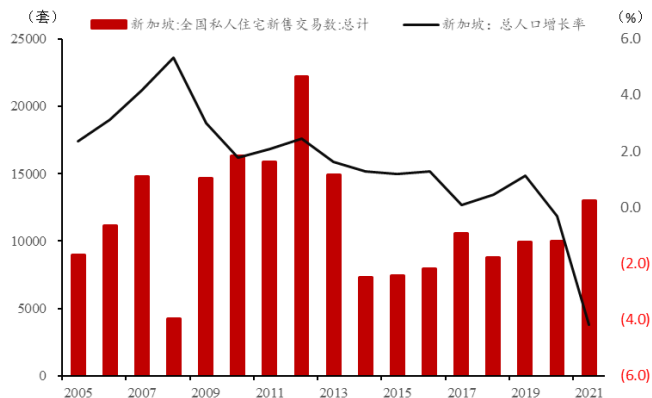
资料来源：wind，民生证券研究院。注：2022 年德国人口增长率走高主要源于非本国人口涌入。

图2：金融危机后，美国总人口增长率延续下行趋势，而住房销售恢复正增长



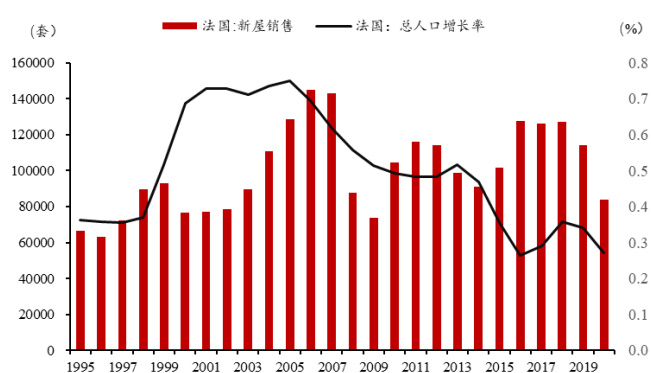
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：新加坡人口增长率接近 0，但住宅销售仍在增长



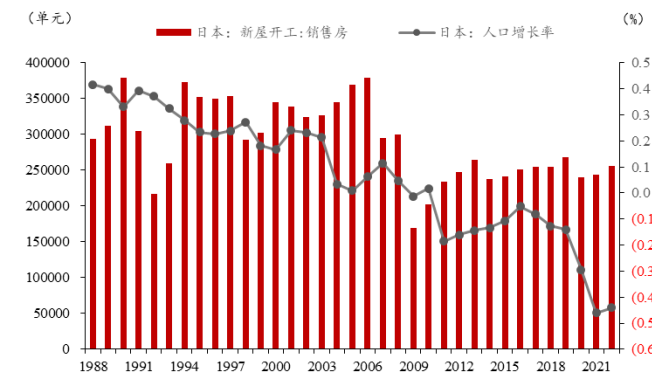
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：法国人口增长率下行，而新屋销售量保持稳定



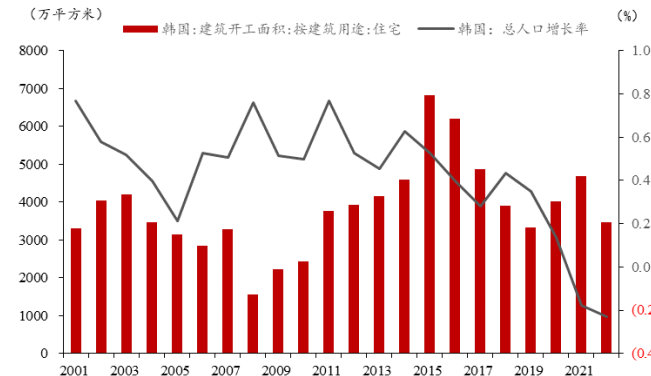
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2012 年后，日本新屋销售单元数保持稳定



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图6：韩国人口负增长，但住宅新开工面积趋于稳定



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

2 住宅折旧和老房可贷年限导致新房需求

2.1 出生人口代表着潜在的刚性住房需求

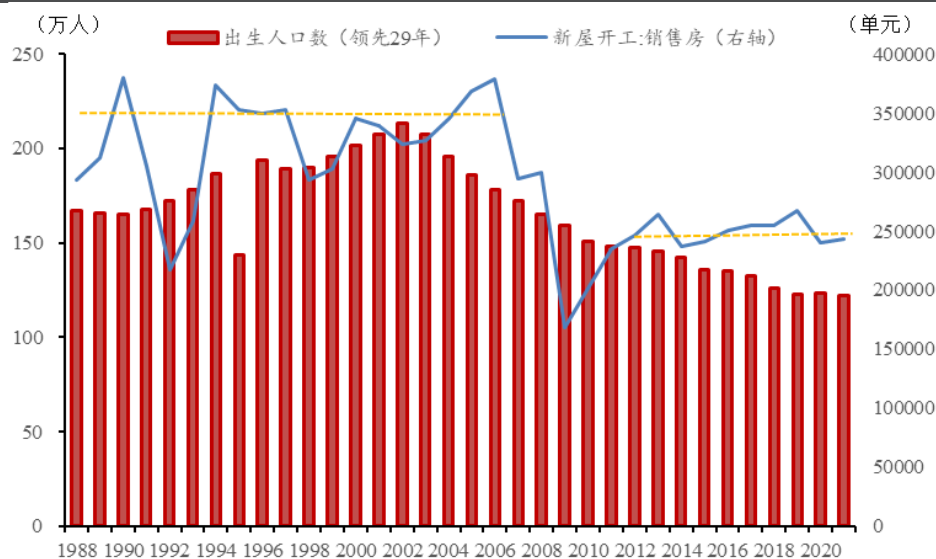
出生人口达到成家立业年龄时，会结婚生育带来刚性住房需求。

日本经验显示，29年之前的出生人口数与当下新屋销售量走势较为一致。韩国同样有类似之处，24年前出生人口数与住宅开工面积走势也在偏趋同。

再看中国，1998年开启住房市场化改革，住宅供应不足导致住宅销售面积迅速增长。商品化住房改革启动早期，中国进入快速城镇化时期，商品房的新增住房的建筑和销售面积跟新增人口并未体现出明显的相关性。

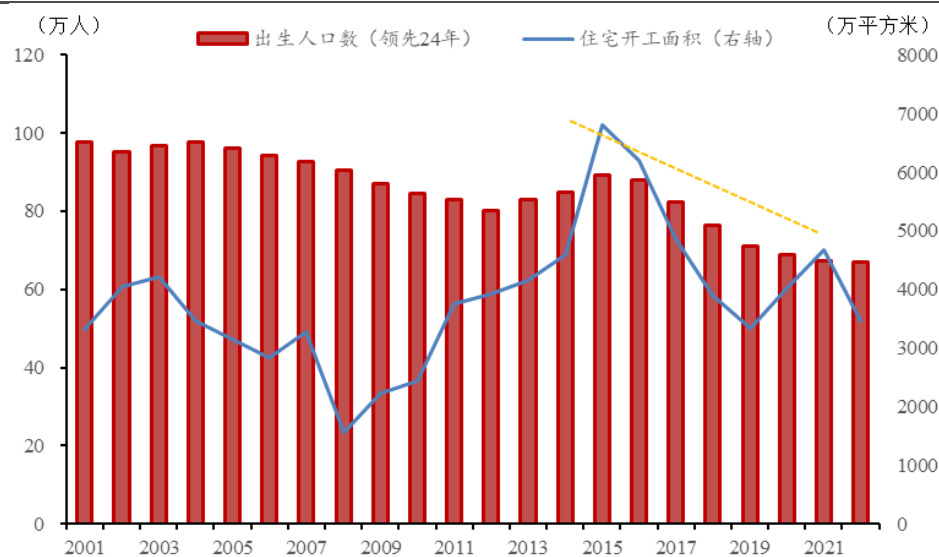
2016年起，23年前的出生人口增速与住宅销售面积的走势较为一致，存在一定关联，这也意味着新增人口到达一定年龄之后，刚需会支撑起新房需求。

图7：领先29年的日本出生人口数与新屋销售单元数的走势较为一致



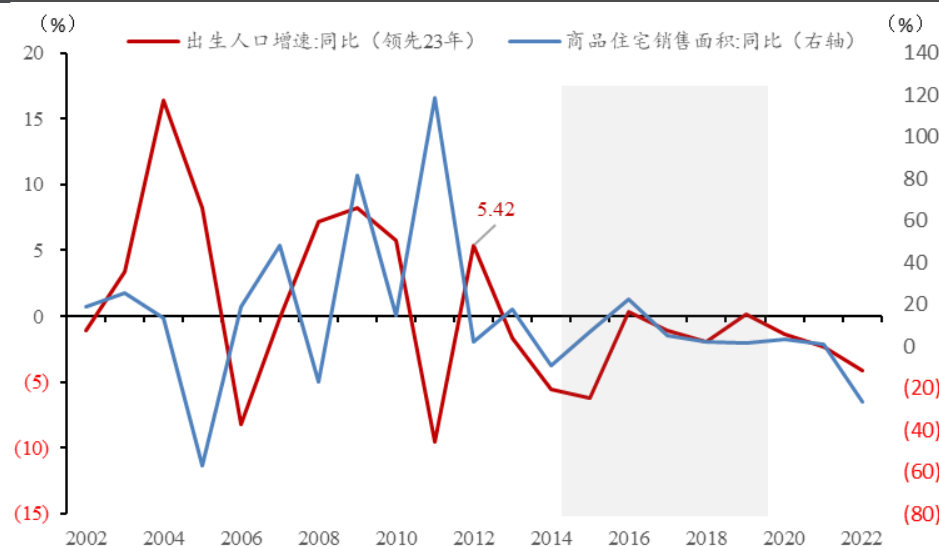
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图8：领先 24 年的韩国出生人口数与住宅开工面积的走势较为一致



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院。注：韩国未公布新屋销售套数，只公布了住宅开工面积。

图9：2016 年起，中国 23 年前的出生人口增速与住宅销售面积走势较为一致



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院。

2.2 住宅折旧带来的新房建造需要

房龄越大，住宅质量和性能越低。基础设施老化会影响居民正常生活，如供电线路老化会存在安全隐患，自来水管老化影响日常用水，下水管道老化容易造成堵塞。

第六次和第七次普查数据显示，建造时间越久的住宅被更新替换的越多，也就是说房龄越大的住宅占总存量的比例快速下降，这表明居民在选择住房时更愿意选择房龄较低的房子。

第六次普查（2010年）显示仍有27.8%家庭住在1989年及以前建造住房，而到第七次普查（2020年）时，仅有11.62%的家庭还住在1989年及以前建造的住房。

住宅折旧率是指住宅随时间推移而减值的比例。随着折旧年限的增加，住宅的价值和使用效能都会下降。超过折旧年限的住宅，本身价值扣减至0，购买者不会为此支付，因此不再具有交易属性。

即便户户有房，新增刚性需也无法对接存量老宅，故而户户有房时代仍需要新房供给。

在《中国户均几套房》报告中，我们测算得到中国城镇居民户均拥有一套房。出生人口在达到成家立业年龄时，因结婚生育会新增的刚性购房需求。但由于超过折旧年限的住宅不会在二手房交易市场流通，因此这部分新增刚性购房居民只能买新房或折旧年限以内的住宅。

成熟房地产市场中，住宅折旧年限在25-50年之间，折旧率为2%-4%。

安永会计师事务所发布的《全球资本和固定资产指南（2022年）》从固定资产税收折旧角度，给出各国住宅折旧年限和适用税收的折旧率。

发达经济体的住宅折旧年限基本上都在25-50年之间，其中德国的住宅折旧年限最长，为50年，对应折旧率为2%。

图10：建造时间越久的住宅被更新替换的越多

住房建造时间	2010年六普	2020年七普	十年里户数 累计变化值	十年里户数 变化同比	十年里户数 变化均值
1989年及以前	27.8%	11.6%	-16.2%	-58.2%	-1.6%
1990-1999年	34.4%	19.7%	-14.7%	-42.8%	-1.5%
2000-2009年	37.9%	32.0%	-5.8%	-15.4%	-0.6%
2010-2019年	-	36.7%	36.7%	-	3.7%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图11：各国住宅折旧年限大都在 25-50 年之间

国家	住宅折旧年限	适用税收的折旧率
日本	3 到 50 年	2%-33.4%
德国	50 年	2%
韩国	20 年（砖木结构） 40 年（钢结构）	5%（砖木结构） 2.5%（钢结构）
法国	20 年（工业建筑） 20-50 年（办公建筑）	5%（工业建筑） 2%-5%（办公建筑）
美国	39 年（非住宅） 27.5 年（租赁住宅）	2.5%（非住宅） 3.6%（租赁住宅）
澳大利亚	25 年或 40 年	2.5%或 4%
芬兰	25 年	4%
希腊	25 年	4%
意大利	18.18 年	5.5%
加拿大	25 年	4%
俄罗斯	30 年以上	1.8%
瑞典	20-50 年	2%-5%

资料来源：安永《Worldwide Capital and Fixed Assets Guide》，民生证券研究院

2.3 老房可贷年限有约束，会逐步退出流通市场

除了需要考虑住宅折旧外，可贷款年限也是居民在购房时必须要考虑的因素。

大多数居民是通过贷款来购买住房的，全款购房只占少数。由《中国消费者报》联合贝壳研究院展开的 2021 年消费者置业信心问卷调查显示，**受调群体中全款购房比例仅 18.1%**。

银行贷款期限或期供计算期最长不超过 30 年。目前部分大城市将贷款期限加房龄由最长不超过 40 年调整至 50 年。但不论如何，房贷都有一个最长期限。

购买二手房时要考虑抵押房屋房龄，新房可贷款年限更长，这就促使想要贷款购房的居民去购买新房。

人口普查数据显示，新增购房需求中以买新房为主，约占三分之二。

2010-2020 年这十年新增的住房需求中，有 72.5% 的居民选择购房，其中以买新房为主，占比为 68.1%，只有 31.9% 的居民选择购买二手房和经济适用房。

图12：二手房贷款有贷款年限和额度的限制

贷款年限、额度与房龄	
北京	住房公积金个人住房贷款期限一般最短为1年，最长为25年。 若购买二手住房，还需根据所购房屋的剩余使用年限计算出能够贷款的年限，即 建筑物耐用年限(砖混的为50年、钢混的为60年)减建筑物已使用年限再减3年 。
上海	购买一手住房的，公积金贷款期限不超过30年； 购买二手住房的： (1) 所购住房房龄在5年以下(含5年)的，公积金贷款期限不超过30年； (2) 所购住房房龄在6年至19年之间的，公积金贷款期限不超过35年与房龄之差； (3) 所购住房房龄在20年以上(含20年)的，公积金贷款期限不超过15年。
广州	二手房贷款最长期限参由20年调整至30年， 楼龄加贷款年限由不超过40年调整至50年 。
西安	二手房贷款期限与房屋建成年限之和 不超过30年
杭州	二手房房龄加贷款年限总和限制从40年 放宽到50年 ，最低首付比例降到20%。
武汉	存量房贷款比例按房屋房龄(以建成年份为准)分为三个等级： 第一级房屋 房龄在10年(含10年)以内的，贷款最高比例不超过房屋总价的70% (建筑面积不超过144平方米的，贷款最高比例不超过房屋总价的80%)； 第二级房屋 房龄在11-20年(含20年)以内的，贷款最高比例不超过房屋总价的60% ； 第三级房屋 房龄在21-30年(含30年)以内的，贷款最高比例不超过房屋总价的50% 。其中房屋总价的认定以房屋评估价格、实际成交价格 and 交易计税价格中的最低价格为准。
苏州	(1) 新建住房的贷款年限最长不超过30年； (2) 存量成套住房、建造住房、翻建住房的 贷款期限最长不超过20年 ，且存量成套住房的贷款期限不得超出所购住房的剩余使用年限。
中国银行	个人二手住房贷款期限最长不超过30年，且房龄加贷款年限之和最长 不超过30年 。
中信银行	贷款期限最长30年。如房屋已使用年限超过10年，贷款期限与房屋已使用年限之和 不超过40年 。

资料来源：各地住房公积金管理中心及银行官网，民生证券研究院

图13：居民购房以新房为主

居民住房来源	2010年	2020年	变化数值	十年里新增住房需求的流向
租赁廉租住房	2.4%	3.4%	1.0%	5.1%
租赁其他住房	18.6%	17.7%	-0.9%	13.5%
自建住房	31.5%	21.0%	-10.5%	—
购买商品住房	21.7%	31.9%	10.2%	49.4%
购买二手房	4.6%	10.1%	5.5%	20.5%
购买经济适用房	4.1%	3.8%	-0.3%	2.6%
购买原公有住房	12.9%	6.1%	-6.8%	—
继承或赠与		0.9%	1.8%	8.9%
其他	4.1%	5.0%		
合计	100.0%	100.0%	0.0%	100.0%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院。注：十年里新增住房需求的流向是指2010-2020年十年间新增住房需求选择租赁廉租房、其他住房，购房商品房、二手房、经济适用房，以及通过继承或赠与获得房子的比例。

3 快速城镇化之后中国地产销售稳态估算

3.1 住宅更新空间或对应年均 7.3~9.5 亿平新增住宅销售

2022 年末，中国城镇居民住宅 3.2 亿套，共计 308 亿平方米。

我们曾经测算过 2022 年中国商品住宅已经累计销售近 2.0 亿套，并且中国商品住宅占居民住宅的比例为 62.8%。中国城镇居民累计拥有住宅 3.2 亿套，城镇住宅存量房面积达 308.2 亿平方米。

中国商品住宅折旧率并不能按照 70 年产权来计算。

中国普通住宅产权年限为 70 年，但因住宅可贷款年限存在限制，房龄与贷款年限成反比，房龄越大，贷款年限就越短。中国商品房每年的折旧率要高于 1.4% (1/70)。

目前部分城市和银行认可的房龄和贷款年限之和基本上都在 40-50 年之间。**市场评估住宅折旧年限为 40-50 年，对应折旧率为 2%-2.5%**。这一房屋折旧年限与发达经济体住宅折旧年限 (25-50 年) 一致 (安永评估报告)。

根据商品住宅的销售面积和套数，我们计算每年住宅销售的套均面积。

2014 年至今，住宅套均面积从 104.1 平增长至 114.5 平。若公摊面积占比以 20% 计算 (即实际得房率在 80%)，实际套均居住面积为 91.6 平米。

以 114.5 平的套均面积、2% 的折旧率计算，每年住宅更新空间为 636.4 万套，7.3 亿平。

目前我国城镇居民人均住宅建筑面积为 39.5 m²，去除 20% 公摊，可使用面积为 31.6 m²。对比发达国家人均住宅面积，美国为 67 m²，瑞士、日本、德国和英国都高于 40 m²，我国较发达国家仍有一定的差距。

2022 年底的中央经济工作会议明确指出支持住宅改善等消费。“住上更大房子”的需求将继续增加，套均面积也将进一步增长。

假设套均面积为 120 平，对应 96 平的套内面积，折旧率按 2.5% 计算，每年住宅更新空间为 795.5 万套，9.5 亿平。

图14：每年旧宅更新空间约为 7.3 亿-9.5 亿平

	折旧率 2%	折旧率 2.5%
套数	636.4 万	795.5 万
套均面积 114.5 平 (套内 91.6 平)	7.3 亿平	9.1 亿平
套均面积 120 平 (套内 96 平)	7.6 亿平	9.5 亿平

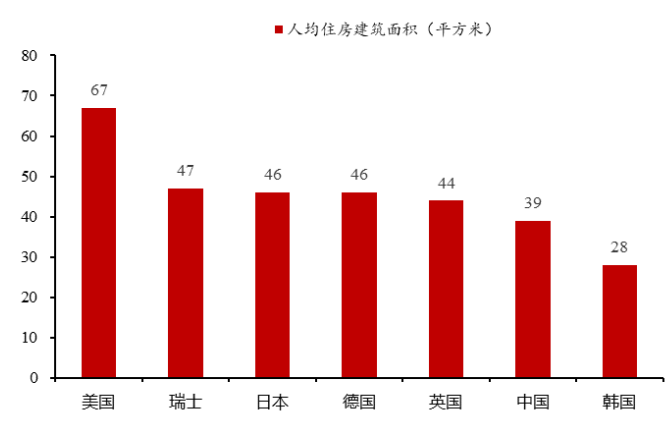
资料来源：民生证券研究院测算

图15：套均面积在不断增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图16：发达国家人均住宅建筑面积多在 40 平方米以上



资料来源：各国统计局，民生证券研究院

3.2 未来十年，每年新增住房需求在或超 9 亿平

《中国人口普查年鉴-2020》数据显示，2020 年中国平均初婚年龄较 2010 年推后四岁，涨至 29 岁。今年 2 月，江苏、湖北等省公布 2020 年婚姻登记情况，初婚平均年龄大都在 30 岁左右。

1993-2003 年期间的出生人口往后 30 年，即为 2023-2033 年的刚性住房需求。

随着结婚率持续降低，一人户占比上升，人口小家庭化趋势继续延续，新增家庭户数也将随之增加，导致新户住房需求扩张。

根据中国青年报社社会调查中心联合问卷网的调研数据显示，67.1% 青年成家时想要属于自己的住房。

第七次人口普查数据表明，2020 年中国城镇居民住房自有率为 78.9%，其余 3.4%的家庭租赁廉租房，17.7%的家庭租赁其他住房。中国居民的住房自有率远高于发达经济体（60%左右），美国为 65.1%，日本为 61.9%，英国为 64.2%。

因此，在 1993-2003 年期间的出生人口，我们按 60%的比例来计算 30 年后的刚性住房需求，比较符合现实情况。

根据《新时代的中国青年》白皮书，青年常住人口城镇化率已达 71%，计算出 1993-2003 年出生人口对应 2023-2033 年每年刚性住房需求都在 9 亿平以上。

与日本 92%和美国 83%的城镇化率相比，中国 65%的城镇化率、71.1%青年常住人口城镇化率都还有进一步提升空间，每年刚性住房需求或大于 9 亿平。

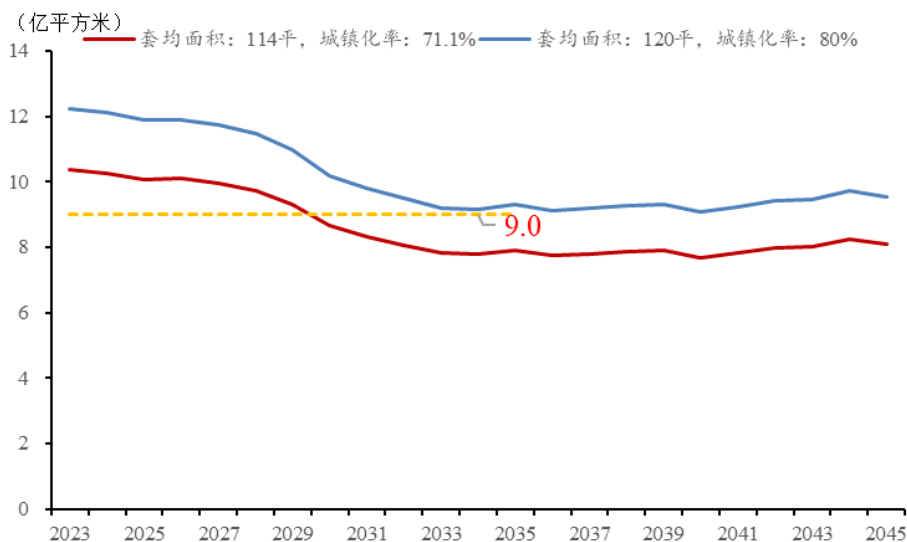
未来十年，即在 2033 年之前中国每年刚性住房需求中枢或在 9 亿平米以上。

值得注意的是，我们匡算的每年 9 亿平新增住房需求，本质上描述的是**可以撬动的潜在住房需求**。如果这些潜在住房需求都能够通过新增购房需求，那么这就意味着未来每年都有 9 亿平米以上的新增房地产销售。

当然，若未来用租赁住房来满足这一部分需求，那么每年 9 亿平的住房需求并不一定完全转化为新增的商品房销售面积。

更准确表达，本文测算的 9 亿平米，是未来十年每年可供撬动的新增住房需求，同时也是每年潜在的新增房地产销售面积。

图17：未来十年，每年刚性住房需求都在 9 亿平以上



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院。

3.3 未来五十年，每年新增住房刚需在 3.4-5.2 亿平

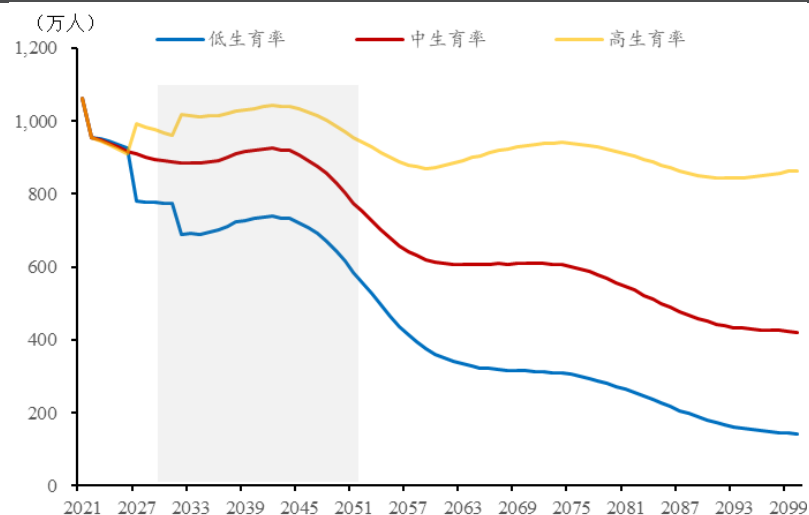
联合国《世界人口展望 2022》分别在高、中和低生育率假设下对中国出生人口进行了预测。

联合国统计的中国人口数据与国家统计局数据存在偏差，我们使用历史数据对联合国预测数据进行调整。经调整后出生人口预测结果显示，中国出生人口在各阶段会呈现波动下行趋势。

以最悲观数据进行展望，假设未来二十年中国每年出生人口落在 700 万-900 万区间。对应五十年后，中国潜在的每年新增刚性住房需求在 3.4-5.2 亿平。

每年 700 万-900 万的出生人口规模，青年常住人口城镇化率按 71.1%或 80% 计算，并考虑一人户占比在不断提升，按 60%计算新增住房需求，每年在 3.4 亿-5.2 亿平。

图18：未来二十年，保守假设中国每年出生人口在 700 万-900 万



资料来源：联合国《2022 年世界人口展望》，民生证券研究院

图19：2070 年前后，每年刚性住房需求约在 3.4-5.2 亿平

出生人口 (万人)	青年常住人口 城镇化率	套均面积 114 平 (亿平方米)	套均面积 120 平 (亿平方米)
700	71.1%	3.4	3.6
	80.0%	3.8	4.0
900	71.1%	4.4	4.6
	80.0%	4.9	5.2

资料来源：民生证券研究院测算

4 如何评估中国地产销售的未来之锚

展望未来十年中国地产销售之锚，我们关键是要评估本轮地产下行，潜在的销售底部在哪里。通过测算，我们发现，

第一，当下新增人口增速下行不意味着新增住房需求大幅缩减。

日本、韩国、德国等发达国家经验显示，新增人口减少，哪怕总量人口负增长也不代表新增住房销售归零。

这提示我们，人口总量或者新增人口与新房销售的关系较为复杂。我们不盲目判断人口增速下行便意味着新增住房需求大幅下降。

第二，测算中国未来新房销售中枢，关键是老房折旧叠加新增人口住宅需求。

潜在新房销售的含义是指，新增住房需求全部用新房销售来满足。

潜在新房销售的匡算有赖于三个要素共同起作用。

(一) 户均刚好 1 套房。我们曾经测算过，截至 2022 年，中国城镇居民刚好户均 1 套房，其中 0.6 套是商品房，0.4 套非商品房。户均 1 套房意味着，即便未来总量人口不变（这只是一组用作说明逻辑的极端假设），新增住房需求取决于新增住宅需求（需求增多）是否大于折旧的老房数量（供给减少）。

(二) 每年有一定数量老房子“折旧”。需要强调的是，这里折旧所指的真实含义，并不是说老宅推倒重建，而是房龄足够大之后，老宅不在交易市场上流通。所以折旧意味着，存量地产每年可供市场交易的房子总量不断减少（减少的比例就是折旧率）。

(三) 每年有新增住房需求，并且新增住房需求全部用新房投资和销售来满足，而非简单的通过租赁市场解决。毕竟一定年限之后老宅退出交易市场，但老宅依然可以用作出租。

第三，未来十年，中国潜在的每年新房销售需求或可达 9 亿平米。

支撑中国未来十年新房销售的主要是未来达到婚育年龄的年轻人。这部分人口刚好是 1993 年至 2003 年出生。这段时间每年出生人口保持在 1599 万（2003 年）~2126 万（1993 年），均值为 1910 万。

国内外经验表明，给定适婚年龄人口 60% 的新增住宅需求，比较符合实际情况。此外，青年人城镇化率超过 70%（实际情况为 71.1%），我们借此推算中国未来十年每年新增住房需求或在 9 亿平米。

第四，若城镇化率进一步抬升，二手房加速退出交易市场，中国未来每年销售面积或超过 9 亿平米。

目前中国城镇化率不到 65%，对比发达国家，若中国城镇化率进一步推进，

则城镇住宅需求会进一步扩张。

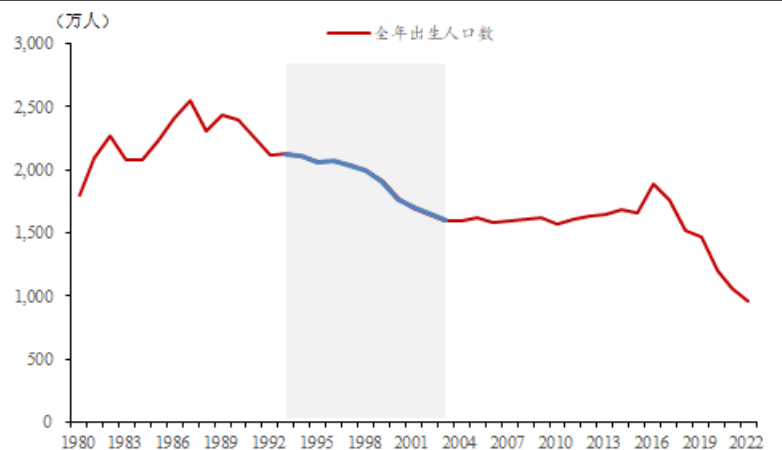
但随着楼龄增长，住房折旧在加速。二手房会逐渐推出住房流动市场，潜在的购房需求催生出新房建造需要。

第五，区域经济资源分配和年轻人口区域流向分化，未来新增住房需求面临分化，房地产市场也将面临分化。

中国经济板块分化日益明显，资源和生产要素向经济带、都市圈中心城市流入，也吸引着年轻人纷纷涌入，寻求就业和机会，力图实现发展跃迁。

年轻人是未来人口流动的核心群体，也是潜在的城市化红利推动者。随着年轻人向经济带和都市圈的中心城市流入，不同城市和区域之间房地产市场分化也将势必来临。

图20：中国的出生人口数量



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院。

5 风险提示

1) **人口普查对住宅统计存在偏差。**人口普查数据调查的是人，并不是针对住宅，因此可能存在统计偏差。

2) **实际折旧率或低于 2%。**2%-2.5%为住房市场均衡时的折旧率。但是中国住房市场从 2010 年到 2020 年的十年间迅速发展，2000 年以前建造的住宅平均每年减少 3.1%，这造成目前存量房整体房龄较小。因此未来十年因折旧更新的住宅比例较低，导致测算结果较真实值偏大。

3) **出生人口或超预期，**导致测算结果有偏差。

插图目录

图 1: 德国总人口增长率下行, 新屋销售在增长.....	5
图 2: 金融危机后, 美国总人口增长率延续下行趋势, 而住房销售恢复正增长.....	5
图 3: 新加坡人口增长率接近 0, 但住宅销售仍在增长.....	5
图 4: 法国人口增长率下行, 而新屋销售量保持稳定.....	5
图 5: 2012 年后, 日本新屋销售单元数保持稳定.....	5
图 6: 韩国人口负增长, 但住宅新开工面积趋于稳定.....	5
图 7: 领先 29 年的日本出生人口数与新屋销售单元数的走势较为一致.....	6
图 8: 领先 24 年的韩国出生人口数与住宅开工面积的走势较为一致.....	7
图 9: 2016 年起, 中国 23 年前的出生人口增速与住宅销售面积走势较为一致.....	7
图 10: 建造时间越久的住宅被更新替换的越多.....	8
图 11: 各国住宅折旧年限大都在 25-50 年之间.....	9
图 12: 二手房贷款有贷款年限和额度的限制.....	10
图 13: 居民购房以新房为主.....	10
图 14: 每年旧宅更新空间约为 7.3 亿-9.5 亿平.....	11
图 15: 套均面积在不断增长.....	12
图 16: 发达国家人均住宅建筑面积多在 40 平方米以上.....	12
图 17: 未来十年, 每年刚性住房需求都在 9 亿平以上.....	13
图 18: 未来二十年, 保守假设中国每年出生人口在 700 万-900 万.....	14
图 19: 2070 年前后, 每年刚性住房需求约在 3.4-5.2 亿平.....	14
图 20: 中国的出生人口数量.....	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026