

2022年已处在人口结构关键转折点，这或许是我们理解中国地产，所有宏观问题的起点。呼应7月政治局会议判断，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，我们理解这一判断不同以往而又颇具拐点意义。

➤ **往回看四十年，往后推演三十年，我们可以把握中国地产的两大历史事实。**

**第一个事实，中国地产销售将是一个巨大的倒U型曲线。**

中国房改启动偏晚，住房需求在短期内集中迸发。过去几代人（50后-80后）同时释放住房需求。2021城镇居民户均1套房，存量住房既无短缺，也不过剩。这就意味着，2023年以后购房主体会更纯粹，几代人一起买房时代过去，新成立的年轻家庭才是购房主体。

中国人口结构规律是1990年之后出生人口趋势下降，故而未来三十年中国商品住宅销售中枢或趋势性走低。只不过未来地产下行速度并非线性，而是十年一阶段，梯次下移。

**第二个事实，中国地产销售顶点或在2021年，历史高峰落在2016-2021年。**

2016-2021年，中国商品住宅销售达到了历史高峰期（年均销售15亿平）；2021年商品住宅销售15.6亿平，为历史顶点。

刚需人口高峰（1985-1990年出生人口支撑2016-2021年刚需）、二胎政策驱动（2016年放开二胎）、棚改货币化（2015年启动棚改货币化）三重因素共振，最终我们在2016-2021年见证了史诗级高峰。直至2053年，这三大因素不再重来，销售高峰或难再现。

➤ **展望未来，中国地产销售中枢下移的过程中还将迎来四个关键趋势。**

**趋势一，商品住宅从总量供给不足到供需基本平衡。**2021-2022年，中国家庭户终于实现“户均一套房”。2021年户均1.01套商品住宅，2022年户均1.03套。正因如此，我们将2022年判定为中国商品住宅的重要历史拐点。这也意味着“房地产市场供求关系发生重大变化”，2022年以后，总量商品住宅持续二十余年的供给短缺，宣告结束。

**趋势二，未来十年将是商品住宅的大分化时代。**充分考虑中国的人口结构和商品住宅结构，未来高低能级城市、人口流入流出城市，房地产供需状态存异，地产价格迎来分化。2021年后不同地区城市地产价格分化，已对这一趋势开始预演。

未来高低品质住宅供需同样面临分化——高品质住宅仍受80甚至90后置业需求追捧；低品质住宅持有主体（60-80后）多，刚需主体（90后）少，低品质住宅或面临折价。

**趋势三，大部分商品住宅将褪去金融属性，回归正常消费属性。**房改之后二十余年，商品住宅供给赶不上需求。短缺衍生出“稀缺”假象，而稀缺性又是金融定价的底层逻辑，这也是为何过去二十余年，中国绝大部分商品房均带有金融属性，通俗来说就是房价普涨。未来绝大部分地区的绝大部分类型住宅，供需格局逆转，所以绝大部分住宅之前因为短缺而带来的金融属性，或将消退。除了少量住宅，绝大部分商品住宅注定重拾消费属性。

**趋势四，未来中国地产或有能动空间在于人口持续流入地区的城市更新。**2003年之前建造的老旧住宅，包括城市自建房、公有住房等类型住宅，仍占据一定总量住宅比例。如何能够有效改善这部分住宅质量，或许是未来刚需之外的或有增量。这一部分体量几何，我们需要更进一步观察。

➤ **理解当前所处宏观状态、资产定价和政策逻辑。**

地产长期趋势背后，决定因素在于人口结构规律。2016-2021年中国棚改货币化加速城镇化，最终中国地产在2021年达到历史高点，2022年或迎来历史拐点。

近两年，国内最重要的宏观主线莫过于地产供需格局转变、中枢下移。把握这一主线之后，我们能够更加理解当前政策以及流动性宽松的内在逻辑，也能更好地理解资产定价主脉络。

➤ **风险提示：**地产政策调控超预期；地产供需变动超预期



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

## 相关研究

- 1.中国出口新纪元系列（一）：中国出口的升级之路-2023/08/22
- 2.2023年8月LPR下调点评：为何5年期LPR岿然不动？-2023/08/21
- 3.全球大类资产跟踪周报：美元再度走强-2023/08/20
- 4.2023年二季度货币政策执行报告点评：央行关注什么？-2023/08/18
- 5.2023年7月经济数据点评：关注利率下行和分母驱动逻辑-2023/08/15

# 目录

引言 .....	3
1 2022 年或是历史级别的大拐点 .....	4
2 2016-2021 经历了空前绝后的销售高峰 .....	5
3 拐点前后地产供需格局发生根本转变 .....	6
4 大拐点之后中国地产将迎来四个趋势 .....	8
5 风险提示 .....	11
插图目录 .....	12

## 引言

宏观定价的影响因素众多，可以说每年都有一个宏观定价最重要的影响因素，我们不妨称之为年度宏观大变量。

如果说去年宏观大变量是疫情走势，那么 2023 年宏观大变量应该是地产，确切来说是地产销售量价。地产销售量价决定了居民资产配置行为，从而影响金融体系流动性走向，最终决定股、债、大宗等大类资产定价走势。

市场对地产销售走势保持密切关注，从 5 月下旬以来就高度博弈政策。

7 月政治局会议罕见地不再提及“房住不炒”，并且鲜明提出，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。

那么该如何理解未来中国地产走势呢？我们认为要从一个更加深刻也更加持久的问题出发——中国地产销售的未来会将如何，会是过去历史的重复，还是迎来一个截然不同以往的地产新时代？

## 1 2022 年或是历史级别的大拐点

2022 年，正当国内聚焦于疫情之时，国内已经悄然迎来一个重要拐点，住宅销售结束了 2021 年 15.6 亿平的销售高峰，以近-30%的同比增速下降。

**2022 年商品住宅销售面积回落至 11.5 亿平，与 2015 年相当 (11.2 亿平)。**

我们估测，未来十年 (2023 年至 2033 年) 商品住宅销售面积潜在中枢持续下降，商品住宅销售面积将会从 10.4 亿平/年 (2023 年) 走向 7.8 亿平 (2033 年)。未来十年期间，年均地产销售 9 亿平米。

**未来三十年中国商品住宅销售中枢或进一步走低。只不过下行速度并非线性，而是十年一阶段，梯次下移。**

中国住房商品化改革历史并不长，回顾历史并展望未来三十年，我们能够清晰发现一条倒 U 型曲线。曲线高峰期 2016-2021 年 (年均 15 亿平)，顶点是 2021 年 (15.6 亿平)。

这条时间跨度接近百年的倒 U 型曲线可分为四个阶段：

**阶段一，青涩期 (改革开放至 1998 年)。**分界线是 1998 年住房商品化改革时点。在此之前，中国城镇化率速度缓慢，商品住宅销售尚未“觉醒”。

**阶段二，扩张期 (1999 年至 2015 年)。**分界线是 2015 年棚改货币化启动前夜。棚改货币化之前，中国城镇化速度偏快但不是最快，最快时期是棚改货币化启动之后的六年。1999 年至 2015 年，商品住宅销售从 1.2 亿平 (1999 年) 扩张至 11.2 亿平。

**阶段三，高峰期 (2016 年至 2021 年)。**分界线是 2021 年下半年“三档红线”、“两集中”等政策收紧，政策旨在去化地产金融属性。棚改货币化之后，地产政策收紧之前，中国地产销售在较高水平维持了相当一段时间的稳态。2016-2021 年，中国商品住宅年均销售约 15 亿平，2021 年商品住宅销售达到高潮 (15.7 亿平)。

**阶段四，分化期 (2022 年至 2033 年)。**刚性住宅需求对应的人口 (主要是 1993 年之后出生人口) 较之前年份 (1980 年代出生人口) 减少。加上中国城镇化最快时期已经过去，中国地产销售中枢下移。改革开放以来，这一时期可能是中国首次面临地产销售中枢下移，并且地产将经历肉眼可见的大分化。

**阶段五，平稳期 (2034 年至 2047 年)。**刚性住宅需求对应的人口主要是 2004 年至 2017 年出生人口。这段时期出生人口偏平稳，中国地产进入一个供需几乎持平的稳定期。

**阶段六，下降期 (2048 年以后)。**2018 年二胎政策红利退却，出生人口下降。2020-2022 年疫情强化了人口下行趋势。2024 年及以后出生人口几何，我们尚不

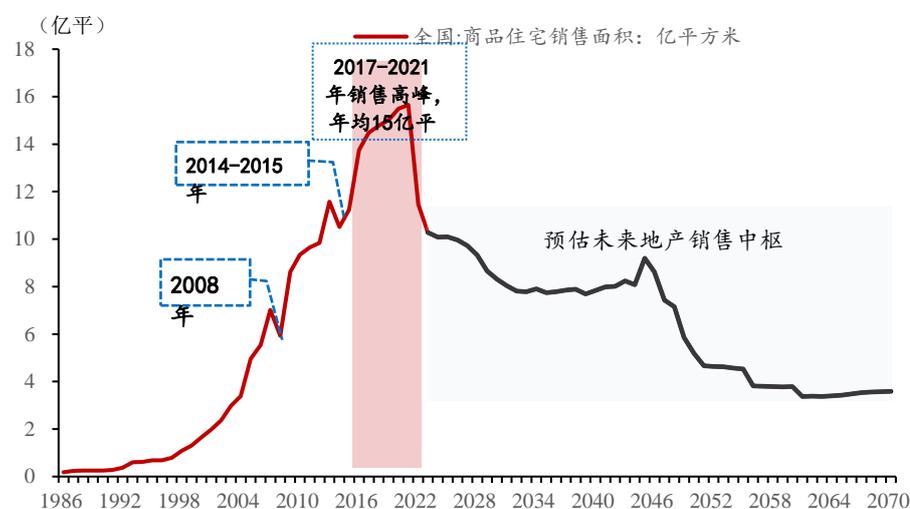
可知。按照目前的总和生育率线性外推，预计 2018 年以后出生人口大概率较 2004-2017 年下降。2048 年之后，中国地产销售中枢将再度下移。

**改革开放至 2038 年，我们已能窥见中国地产的大轮廓，两点较明确：**

**2021 或是中国商品住宅销售高点，2022 年或是中国商品住宅销售的拐点，也是行业供需格局拐点。**

**2016-2021 年是中国商品住宅高峰期，而我们预计直至 2053 年，商品住宅销售都不会再度重现 2016-2021 年均 15 亿平的销售高峰。**

**图1：预计中国商品住宅销售高峰期是 2016-2021 年**



资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 2 2016-2021 经历了空前绝后的销售高峰

为什么三十年难得的地产大拐点会落在 2022 年？解答这一问题，我们不妨先来回答另一个问题：

**为什么我们如此确定 2016-2021 年是中国地产的顶峰时期？因为这一阶段有三个历史原因不可复刻。**

**第一，刚性住宅需求迎来高峰。**

中国首婚年龄 29 岁（《中国人口普查年鉴-2020》），较 2010 年推后四岁。今年江苏、湖北等省公布 2020 年婚姻登记情况，初婚平均年龄约 30 岁。按此推算，2016-2021 年刚需购房主体是 1987-1992 年出生人口。

中国历史上有两波出生人口高峰，第一波人口出生高峰在 1964 年-1970 年，年均出生人口约 2800 万；另一波人口出生高峰在 1985-1997 年，每年出生人口超过 2000 万，年均约 2400 万，其中 1987 年更是达到了 2550 万顶峰。

2016-2021 年中国房地产市场迎来一轮少有的刚需购买力。

### 第二，二胎政策提振短期内刚需需求。

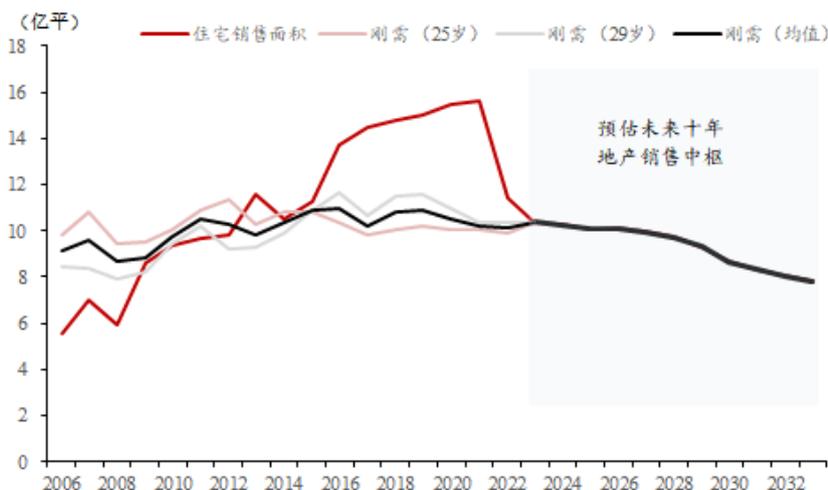
2016 年中国放开二胎，提振 2016-2021 年购房需求，尤其是改善型住房需求。2016 年出生人口从原来的 1600 多万跃至 1883 万，但二胎效应下降较快，2018 年出生人口回落至 1400 万左右，此后出生人口持续下降。

### 第三，棚改货币化加快中国城镇化。

2015 年中国实施棚改货币化安置，即所谓的棚改货币化。2015 年下半年中国地产销售企稳回升，并且随后中国年均商品住宅销售面积攀升至 15 亿平，2021 年达到历史高点，商品住宅销售面积接近 16 亿平。

回顾中国地产行业发展历史，刚需人口高峰、二胎政策驱动、棚改货币化三重因素叠加，最终带来 2016-2021 年的销售高峰。

图2：2016-2021 年商品住宅销售面积达到高峰，原因是三重因素叠加



资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：刚需（25岁）指以25岁人口为刚需所对应的商品住宅销售面积；刚需（29岁）则是以29岁人口为刚需所对应的商品住宅销售面积

## 3 拐点前后地产供需格局发生根本转变

2022 年地产下行，市场将此归为疫情压制，毕竟地产交易需要线下交易互动。然而疫情退却之后，餐饮、酒店等出行经济活动迅速回温，地产政策也在持续放松，然而地产销售却与宽松政策脱敏，今年 2-3 月阶段性反弹之后，地产销售再度陷入低迷。4 月至今，地产销售同比甚至低于去年同期。

令市场困惑的还有一个问题。发达国家经验显示，地产价格下行往往缘起于货

币收紧，利率抬升。然而中国地产销量快速下滑伴随着货币政策连续宽松，甚至地产政策也在连续宽松。

### **2021 年中国地产尚处于前后五十年的销售顶峰，为何 2022 年地产冷热状态发生大转折？**

我们认为中国地产之所以在 2021 年达到销售顶峰，然而 2022 年大幅下滑，并且持续降温，主要有两点原因。

#### **第一，经过 2016-2021 为期 6 年的持续高速城镇化率，2022 年末中国家庭已经基本实现户均一套房。**

中国城镇化加速是从 1998 年开始，伴随着住房商品化改革。这也意味着过去三十年左右时间，大部分中国家庭“先成家，后置业”。1960、1970 年代出生人口最为典型，他们结婚时并未有太多商品住宅可供购买（主要在 2005 年之前）。而这些 70 后置需求混同 80 后刚需，一起撬动千禧年之后的商品房需求大迸发。

**户均一套房意味着，1993 年以前出生人口（包括 60 后、70 后、80 后）在大概率上已经成家立业，并且拥有一套住房，毕竟中国目前首婚年龄 29 岁。**

**户均一套房还意味着，2022 年以后，新增住宅需求主要由新婚置业需求驱动，即 1993 年以后出生人口。**

1993 年以后出生人口显著低于 1980 年代，尤其低于 1985-1990 年出生人口（也是 2016-2021 购房主力）。

住宅商品化改革以来，多年龄段叠加的刚需住宅需求有如潮水涌动，而这一水位高涨时期落在了 2016-2021 年，终于 2022 年迎来下降。

#### **第二，疫情冲击年轻人未来收入预期，影响 2022 年之后刚需人口杠杆意愿。**

房地产带有较强的杠杆属性，未来收入预期影响居民杠杆意愿和杠杆空间。

中国地产销售高峰期的 6 年（2016-2021 年），居民收入预期稳定，杠杆节奏偏快。

2022 年之后，疫情疤痕效应挫伤工资收入预期。2023 年疫情过后，中国经历着消费低迷，生产偏弱的内在有效需求不足。收入预期偏低，适婚刚需人口（主要是 1993 年以后出生人口）的杠杆意愿自然也就低于以往时期。

**人口角度回溯中国商品住宅历史，我们能够非常清楚的理解，为何 7 月政治局会议对当下地产形势给出全新判断，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。这一判断不同以往而又颇具拐点意义。**

我们以两个时点将 98 年住宅商品化改革以来的地产发展历史分为三段时期。

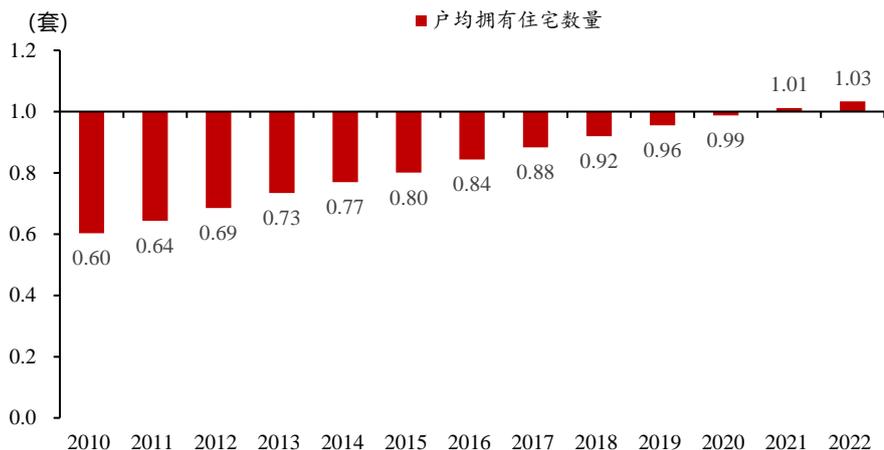
**2016 年之前 (供不应求时期)。**商品住宅供给赶不上需求，地产行业供不应求。

**2016-2021 年 (需求放量, 供给更快扩张时期)。**当时迎来中国最旺刚需，主因新婚置业人群是历史高峰 (1985-1990 年出生人口为历史高峰)。这一时间商品住宅供给也在加快推进。最终刚需住宅销售面积大于往年 (住房商品化改革以来表现)，然而新房供给以高于刚需的水平放量。

值得注意的是，经过供给超额放量，2021-2022 年，中国家庭户终于实现了户均一套房。2021 年户均 1.01 套商品住宅，2022 年户均 1.03 套。**正因如此，我们将 2022 年判定为中国商品住宅的重要历史拐点。**

**2023 年及以后 (供需收敛于新稳态时期)。**人口规律结构决定了这一时期刚需人口小于以往。存量住房刚好覆盖已有家庭户需求，所以 2023 年及以后商品住宅需求低于以往时期，供给同步收敛。

图3：2021 年中国刚好达到户均一套房



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 大拐点之后中国地产将迎来四个趋势

如果说 2021 年户均一套房之前，中国商品住宅市场总体呈现的格局是供不应求；2022 年及以后，户均一套房的前提之下，中国商品住宅供需格局转变。在可预见的 2050 年之前，我们认为中国地产将迎来新发展期，有四大趋势值得关注。

### 趋势之一，商品住宅供需中枢下移。

新中国成立之后人口出生率偏高，而在启动住房商品化改革之前，住宅刚需一直处于压抑状态。住房商品化改革之后，商品住宅供给释放，刚需迸发。短短三十年不到的住房商品化市场中，几代人 (60-80 后) 的商品住宅需求共振表达。这是

房改之后房地产市场持续高景气的关键原因所在。

展望未来，城镇居民户均一套房，未来刚需人口较之前有明显下降。如果说 2021 年户均一套房，意味着房改以来地产行业持续高热状态结束，那么 2022 年以后我们会迎来一个销售中枢下移，房地产行业进入一个温和发展时代。

### **趋势之二，商品住宅中枢下移同时地产将迎来大分化。**

考虑地产供需并由此展望中国未来地产分化趋势，我们需要充分考虑中国的人口结构和商品住宅结构。

若未来人口流向是集聚，朝着核心城市集中，那么高能级城市仍有相对需求优势。三四线城市，尤其是经济发展程度偏低，没有太多产业优势的三四线城市，未来或面临人口持续流出。

### **未来高能级城市 and 经济发展程度偏低的低能级城市，房地产供需或截然不同。2021 年后不同地区城市地产价格分化，已对这一趋势开始预演。**

2001 年至 2021 年，中国经济经历了一轮快速的扩张期，中国地产也在 2016-2021 年迎来高热时期。这一阶段住宅销售攀至顶峰，不同城市、板块的商品住宅迎来普涨。印证指标是，2016-2021 年新增居民信贷持续稳定在 7.5~8 万亿，商品房销售绝对价格持续走高，直到房价高点。

2021 年中国城镇居民已经达到了户均一套房，2021 年之前家庭户主要是 1990 年之前出生人口组建，即为通俗意义上的 50 后、60 后、70 后和 80 后。目前存量住房（包含“老破小”等低品质住宅）主要被 1990 年代出生之前人口持有（主要是 1970 和 1980 年代出生人口）。

目前持有低品质住宅的 70、80 后，欲将手中持有的低品质住宅置换为高品质住宅，此时面临一个现实约束，低品质住宅的潜在购买力相对不足。因为低品质住宅的潜在需求来自首套刚需（对应 1993 年以后出生人口），这部分人群数量小于 1980 年代出生人口。

### **未来高低品质住宅的供需状态截然分化——高品质住宅仍有 80 甚至 90 后需求，低品质住宅 80 后试图出让但 90 后购入意愿及数量均偏低。这也意味着未来十年，中国将面临着不同品质住宅的定价大分化。**

### **趋势之三，大部分商品住宅将褪去金融属性，回归正常消费属性。**

户均达到 1 套房之前，中国商品住宅普遍处于供不应求状态。这种情况下商品住宅价格持续走高。房地产作为居民重要的投资品，供不应求释放的信号是“稀缺性”，而稀缺性又会引发资产定价展现出“金融属性”。

**过去三十年房价持续走高，不完全反映商品住宅供不应求格局，还反映居民对房子“稀缺性”的定价；更反应居民对房子作为投资品，价格持续上涨的稳定预期。**

2021 年达到户均一套房，房地产供需格局从原来持续多年的供不应求进入到供需平衡。供不应求格局发生变化，意味着金融属性开始消退，绝大部分房子不再有稀缺性，这些房子的稀缺性将会减退。尤其是潜在供给大于需求的城市、板块、房型，原先三十年行业景气所带来的金融属性，消退更为明显。

反之，能够反应土地稀缺性的商品住宅，金融属性或有增强。当意识到只有少量房子未来才具备金融属性，可能当前地产投资需求会重新定价，追逐未来真正具备稀缺性板块的地产。

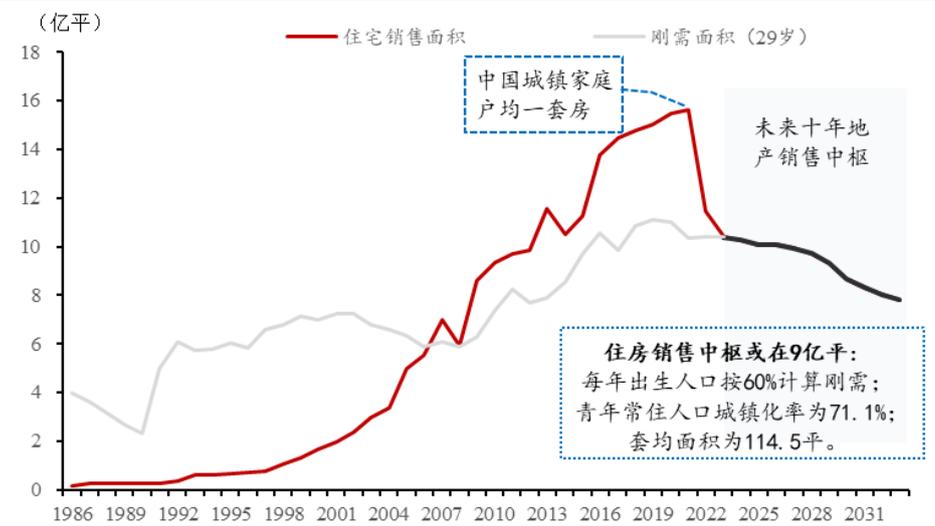
#### 趋势之四，未来中国地产或有能动空间在于人口持续流入地区的城市更新。

2021 年中国家庭户达到户均 1 套房，未来十年中国潜在销售需求主要依靠 1993 年以后出生人口的刚需驱动。我们测算这一中枢均值是 9 亿平。

现在有一个新的问题，未来中国地产行业规模，还有没有其他增量规模？我们认为答案在城市更新。我们理解这也是为何今年 7 月政治局会议提到城中村改造。

2003 年之前建造的老旧住宅，包括城市自建房、公有住房等类型住宅，仍占据一定总量住宅比例。如何能够有效改善这部分住宅质量，或许是未来刚需之外的或有地产增量。

图4：中国商品住宅销售的历史进展



资料来源：Wind，民生证券研究院测算

## 5 风险提示

1) **地产政策调控超预期。**若地产政策调控超预期，房地产市场供需格局演绎可能超出本文分析范围。

2) **地产供需变动超预期。**若地产供需格局发生变动，本文相关测算和结论与实际情况会有偏差。

## 插图目录

图 1: 预计中国商品住宅销售高峰期是 2016-2021 年.....	5
图 2: 2016-2021 年商品住宅销售面积达到高峰, 原因是三重因素叠加.....	6
图 3: 2021 年中国刚好达到户均一套房.....	8
图 4: 中国商品住宅销售的历史进展.....	10

## 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