

中国地产的另一个大时代

宏观经济

核心观点

中国房地产已经从一个大时代（投资品时代）迈向另一个时代（消费品时代）。

当前中国处于投资品时代向消费品时代切换过程，这一时期地产将迎来四大趋势：（一）房地产和土地重定价；（二）房地产销售投资量下台阶；（三）房地产快速分化；（四）房地产和土地牵引的资产负债再平衡。

理解中国地产现实之后，我们关注地产收储政策的三个问题：

第一，关注这次中央层面召开会议给出的信号意义。尤其关注未来地产收储规模是否增扩，落地方式是否更加多元。

第二，地产收储政策的初衷是为稳定地产，所以我们预期短期内不会有大量新增供给推进。

第三，真正需要关注的是此次地产收储过程中，政策将如何解决保交楼以及行业供给重塑。

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

发布日期： 2024 年 05 月 20 日

相关研究报告

- | | |
|------------|---|
| 2024-05-19 | 【中信建投宏观研究】：关注地产政策——全球大类资产跟踪周报（11） |
| 2024-05-09 | 【中信建投宏观研究】：中日比较：出口到出海的决定因素——中国企业出海系列（二） |

5 月 17 日，房地产收储制度引发市场异动。当日股债汇总表现各异，显然市场对地产收储政策存在分歧。

未来政策如何演绎，地产收储能否成为中国地产转向的政策风向标？

回答这些问题之前，我们首先需要厘清中国地产的现实。理解中国地产的本质，我们不妨从一个朴素而有趣的问题开始，为何总有 1-2 代亚洲人民，需要承担偏高的房价压力？

一、中国地产的过去：供不应求框架下的投资品时代

日本、韩国、中国等亚洲经济体，它们在经济快速增长同时，房价收

入比极快攀升。 这些亚洲国家总有 1-2 代人（十年为一代人）， 享受高增长同时， 承担远高于常规经验的房价压力。例如 1950-1980 年代日本、 1980-1990 年代的韩国、 2001-2020 年的中国。

我们认为“亚洲现象”的底层逻辑是， 战后亚洲经济体依次承接欧美国家工业体系， 用 20-40 年时间快速实现工业化。工业化驱动城镇化， 人口快速迁移城镇， 带来 20-40 年时间维度的房地产供需缺口。

供需缺口会推涨房价上行预期，未来涨价预期迅速兑现到当下房地产定价，最终表现为城镇化快速推进，房价快速拉涨，并且涨幅显著偏离通胀。享受快速城镇化红利的居民，也必然需要承担偏高的房价压力。

未来涨价预期兑现到当下定价，便是投资品定价逻辑。中国 1998 年开启住宅商品化改革，2001 年加入世贸组织，此后中国工业化和城镇化进程惊艳世界。但繁荣的另一面是房地产供不应求，投资品定价逻辑下地产涨价难以避免。这就是过去 20 年中国地产的本质逻辑。

二、中国地产的未来：供需平衡框架下的消费品时代

市场讨论未来中国地产时，直觉性放大人口对地产的负面影响。事实上我们观察日本经验后，发现人口并非房地产的单一解释变量。

2009 年之后日本总人口持续负增长，房屋空置率高于 10%且持续攀升，说明房屋总量过剩。但有趣的是，2009 年之后日本新房销售每年都稳定在一个均衡水平，日本地产更是结束 20 多年的价格连续下行，终于在 2012 年迎来价格指数反弹。

日本一面人口负增长，一面房价上行；一面房屋闲置，一面新房购置。这些矛盾告诉我们，2009 年之后日本地产已经处于消费品时代。

将房屋视为普通消费品，我们才能理解日本地产现象，人口负增长与房屋涨价并存，房屋闲置与新房购置并立。

一旦房屋供给制造能力能够顺利满足当下需求，即房地产已不再供不应求。此时老龄人口逝去之后，房屋随之空置；然而新成立家庭的年轻人能够轻松（也更偏好）从新房市场购置房产。这一阶段的房屋涨价不会偏离物价太多，因为房地产不再供不应求，那么房地产投资品属性消退，消费品属性成为主流定价逻辑。

我们用套户比（城镇居民拥有房屋总量除以城镇居民总家庭户数）衡量中国房地产供需格局。

我们发现 2021 年之前，中国城镇居民套户比小于 1，2021 年套户比大于 1。这也意味着 2021 年中国房地产供需格局转变元年，2021 年之前房地产供不应求，2021 年之后房地产供需基本平衡。

自此之后，我们不能再用投资品视角看待中国地产，中国地产的未来趋势是终将步入消费品大时代。

三、中国地产的当下：投资品向消费品时代转变

理解当下中国地产现实，理解中国地产政策方向，我们都需要充分关注到，中国房地产已经从一个大时代（投资品时代）迈向另一个时代（消费品时代）

投资品时代，房地产行业格局底色是供不应求。这一阶段中，我们观察到房地产四个显性趋势：地产供需量旺，房价显著高于物价，地产市场并未展现出明显的结构分化，房地产企业和居民部门快速加杠杆，利率上行。

宏观动态报告

消费品模式下， 房地产供需格局更趋均衡。这一阶段中， 房地产趋势是： 地产供需下台阶， 房价涨幅向物价涨幅靠拢， 房地产链上的企业规模扩张有限， 居民杠杆速度趋缓， 利率中枢平稳， 地产大分化（少数真正具备稀缺性的地产仍保留一定投资属性）。

从投资品时代进入到消费品时代， 宏观层面会迎来四个必然趋势， 而这也是我们理解当下中国地产及或有政策的出发点。

趋势一， 房地产价格以及土地定价重塑。投资品时代下的“投机”定价成分将被挤水分， 房价和土地价格中枢下台阶， 价格波动率收敛。

趋势二， 房地产销售投资量下台阶。

趋势三， 房地产经历快速分化。

趋势四， 房地产和土地牵引的资产负债再平衡。

四、从中国地产大趋势理解地产收储政策

清晰中国当前地产的过去、现在和未来， 再来理解 5 月 17 日发布的地产收储制度，我们可以从三个角度理解政策或有进展及效果。

第一，我们关注这次中央层面召开会议给出的信号意义，尤其关注未来地产收储涉及规模是否扩大，落地方式是否更加多元。

第二，地产收储政策的初衷稳定地产，所以我们推测短期内不会有大量新增供给推进。

第三，真正需要关注的是此次地产收储过程中，政策将如何解决保交楼以及行业供给重塑。

如果能够在收储政策上推进行业供给出清，推进行业资产负债表再平衡，这对资本市场而言，无疑是一次重要的风偏利好。

风险提示： 消费复苏动力不足，地产周期改善有限，欧美紧缩货币政策的影响或超预期，地缘政治扰动。

目录

引言	1
一、中国地产的过去： 供不应求框架下的投资品时代	2
（一）亚洲人民为何需要承担高房价？	2
（二）快速城镇化时期为何会推高房价？	3
二、中国地产的未来： 供需平衡框架下的消费品时代	4
（一） 日本经验显示人口负增长与房价上涨可以并存	4
（二） 日本经验显示地产驱动力并非简单的人口数量	5
（三） 城镇化时期之后房地产进入消费品大时代	6
三、中国地产的当下： 投资品向消费品时代转变	8
（一） 2021 年中国房地产宣告结束投资品时代	8
（二） 投资品向消费品时代转变的四大趋势已至	9
四、从中国地产大趋势理解地产收储政策	11
风险分析	14

图目录

图 1: 不同国家房价收入比	3
图 2: 日本房价指数/人均 GDP（作为房价收入比的代理指标）	4
图 3: 人口是重要因素，但不是房价的直接因素	5
图 4: 1998 年之后，日本房屋空置率跨上新台阶	6
图 5: 2012 年之后日本迎来房价上涨	6
图 6: 日本和中国城镇化率对比	8
图 7: 中国套户比快速攀升	9
图 8: 中国不同城市套户比显著分化	11
图 9: 地产泡沫危机过去之后，日本地产价格再未明显反弹	11
图 10: 2021 年套户比跨上 1 之后，中国地产模式迎来根本性转变	12
图 11: 近期新房销售面积为历史同期新低	14

引言

上周新一轮地产政策面市。除去需求端政策持续放松之外，本轮地产政策有了新变化，尝试在供给端给出地产稳定措施。

5月17日，全国切实做好保交房工作视频会议上，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰表示，“商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”，市场将此解读为中国地产政策调控开始关注供给端，政策不仅限于需求端。

市场也将地产收储政策，视为地产调控进入到一个新纪元。

当日地产股迅速拉涨，大宗涨价，表达市场对地产收储政策的惊喜之意。相较之下，债市表现偏平淡，日内债市利率震荡后归于平稳。大类资产对此次地产收储政策及效果评估，存在分歧。

未来政策如何演绎，地产收储能否成为中国地产转向的政策风向标？

回答这些问题之前，我们首先需要厘清，中国地产当下正在经历怎样一个阶段，当前亟需解决什么问题。

只有了解中国地产内在逻辑，我们才能够相对准确评估，地产收储政策将带来怎样的市场影响。

一、中国地产的过去：供不应求框架下的投资品时代

理解中国地产的本质，我们不妨从一个朴素而有趣的问题开始，为何亚洲人民总要承担偏高的房价压力？

（一）亚洲人民为何需要承担高房价？

数据反馈这样一条经验规律，亚洲国家房价收入比普遍高于欧美发达经济体。不仅如此，日本、韩国、中国等亚洲经济体，它们在经济快速增长同时，房价收入比极快攀升。譬如 1950-1980 年代日本、1980-1990 年代的韩国、2001-2020 年的中国。

房价收入比高，说明居民承受的房价杠杆压力偏大。以日本、韩国为例的亚洲经济体，它们在快速增长时期，会有 1-2 代人，他们需要承担偏高的房价。

这一经验规律引发广泛讨论，其中一个问题引人深思，亚洲人民为何总有 1-2 代人承担偏高的房价压力？

曾有一些解释，将此现象归为农耕文明历史，亚洲人民对土地更有情感，普遍更愿持有地产，也愿意承受较高房价。我们认为这一解释缺乏足够证据。

从追赶经济体视角出发，我们认为战后亚洲经济体轮次房价收入比高涨，战后亚洲经济体迎接欧美发达国家的工业体系，用 20-40 年实现快速工业化。

工业化带动城镇化，在这 20-40 年时间里，1-2 代人能够享受工业化带来的快速财富积累，但也需要承受城镇化过程中偏高的房价。

图 1: 不同国家房价收入比

	美国	加拿大	英国	法国	德国	日本	中国	韩国
2009	8.9	7.1	14.7	11.7	3.8	10.5	15.0	21.3
2010	2.7	6.2	12.0	12.7	4.3	13.6	17.1	16.3
2011	2.8	5.6	7.4	11.9	5.1	10.4	29.6	20.8
2012	2.9	5.1	6.8	10.6	5.2	18.9	29.8	11.6
2013	2.2	5.1	6.7	8.4	4.8	7.0	25.0	11.5
2014	2.4	5.6	7.7	10.3	5.6	8.3	26.1	11.4
2015	2.6	5.5	8.6	9.7	6.6	9.2	26.4	11.0
2016	3.4	6.1	9.3	11.9	3.8	20.2	25.0	14.9
2017	3.3	6.4	10.0	11.6	3.0	12.7	23.3	12.4
2018	3.3	6.1	14.7	9.9	8.0	12.6	28.2	14.0
2019	3.6	7.7	9.2	12.9	9.0	11.2	29.1	17.6
2020	3.5	8.0	10.0	13.0	9.4	13.0	29.1	17.4
2021	4.0	7.5	9.6	13.5	9.1	13.0	29.0	23.6
2022	4.0	7.5	8.9	9.9	8.9	11.0	29.0	29.4
2023	4.5	9.4	8.3	11.8	10.7	10.3	34.6	26.0

数据来源: NUMBEO, 中信建投

(二) 快速城镇化时期为何会推高房价?

现在又有一个问题, 为何快速城镇化进程中, 房价攀升速极快, 1-2 代人必须承担偏离常规的杠杆压力?

房地产是居民部门持有期限最长的耐用消费品。长期耐用消费品意味着一段较长时间内, 房地产消费属性稳定。简单来说就是, 今年买的房子, 5-10 年内住房体验不会有太大变化。

一种商品如果消费属性偏稳定, 且预期未来一段时间内该商品持续供不应求, 那么未来涨价预期会迅速计入当前价格之中, 当前时期价格便会飙升。这种预期涨价, 提前兑现到当下价格之中, 便为投资品定价逻辑。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

快速城镇化时期， 房地产供不应求， 投资品定价是这一时期房地产定价的主要逻辑。

快速城镇化过程中， 人口从农村向城镇迁移， 速度快， 规模大， 城镇住房因此供给赶不上需求。城镇化快速推进时期， 也必然是城镇住房供需不足时期。

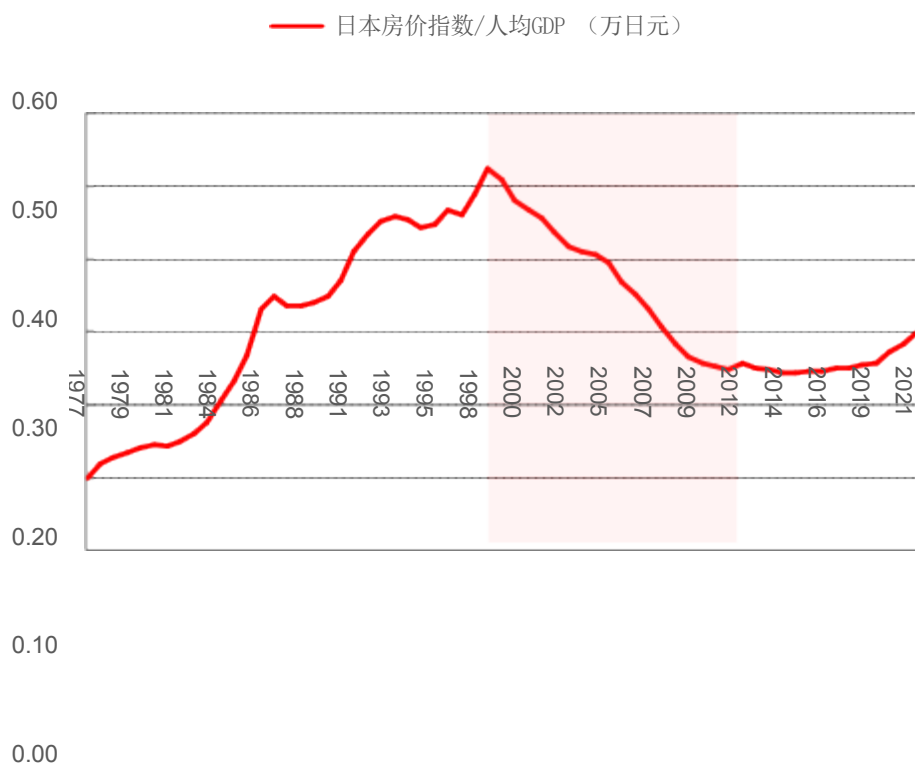
既然供需不足在一段时间内存在， 那么房地产涨价预期也就会在一段时间内持续。而房地产消费属性偏稳特征， 会让涨价预期兑现到当下价格， 房价涨幅偏快。

我们再来捋一下逻辑链条： 战后亚洲经济体依次接受欧美国家工业体系， 迎来快速工业化， 工业化驱动城镇化， 人口快速迁移带来房地产供需缺口。快速工业化时期也是快速城镇化时期， 供需缺口推高房价上涨预期， 最终房地产计入投资甚至投机属性， 房价涨速偏快。享受快速城镇化红利的这一代亚洲居民， 必然需要承

担偏高的房价压力。

这一现象我们可以在以下国家不同时间找到印证，分别是 1950-1980 年代的日本，1980-1990 年代的韩国，2001-2020 年的中国，近年的越南。

图 2: 日本房价指数/人均 GDP（作为房价收入比的代理指标）



数据来源: Wind, 中信建投

注: 日本房价指数单位为2010=100, 人均GDP 为不变价。

二、 中国地产的未来：供需平衡框架下的消费品时代

既然中国过去房价快速上涨与快速城镇化有关，那么分析中国未来地产走势，是否也必须落脚到城镇化率，才能够看清中国地产未来？我们先不着急这样做，还是先来看日本经验。

（一）日本经验显示人口负增长与房价上涨可以并存

1980 年代末、1990 年代初房价快速下行，此后经历了漫长的通缩时期。通缩时期中，日本房价持续下行。直到 2012 年，日本房价才有明显回升。当然，2012 年之后日本也迎来广泛意义上的通胀修复。难道说 2012 年日本再度迎来城镇化扩张时期么？显然不是。

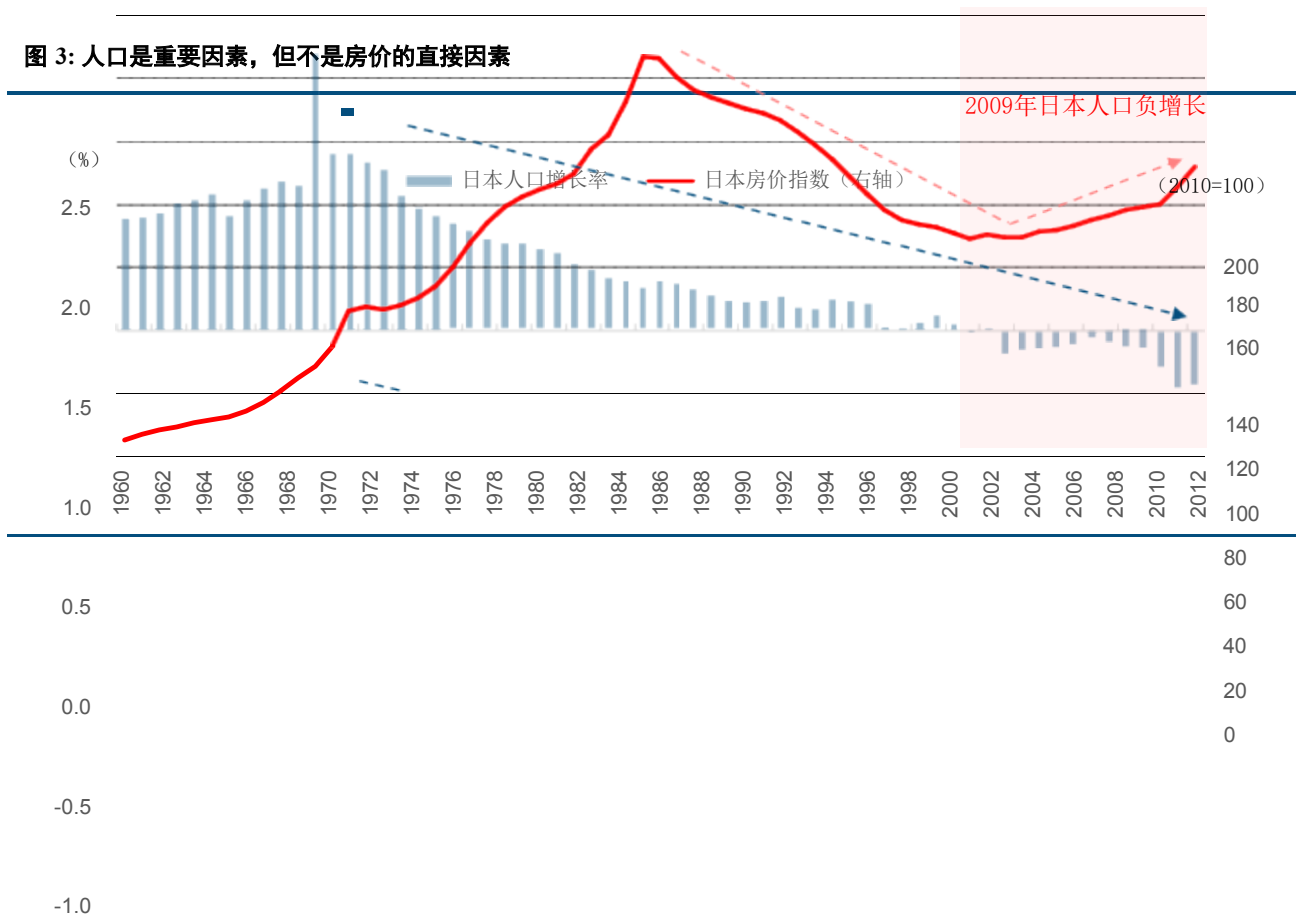
日本 2009 年之后绝对人口负增长，然而 2012 年日本却迎来房价企稳上行，这一现象有悖于直觉感受。人口负增长，房子冗余，房价应该一蹶不振才是。恰恰相反，日本反而在 2012 年之后迎来房价上行，结束了整整 30 年房价持续下降。

2009 年之后，日本便进入了人口绝对负增长，典型指标是人口净增长小于零。这一趋势下，我们是否还

需要再讨论 2012 年日本城镇化速度？答案显然是否定的。

一旦快速城镇化时期已经过去，影响地产市场、观察地产市场，最重要变量不再是城镇化指标。

图 3: 人口是重要因素，但不是房价的直接因素



数据来源: Wind, 中信建投

(二) 日本经验显示地产驱动力并非简单的人口数量

我们再来看另外几组有趣的指标数据。

宏观动态报告

第一组是日本房屋空置率。日本在 1993 年时期，房屋空置率接近 10%，这也是国际通行标准，衡量一个国家房子是否真的冗余。一般而言，10%以下空置率，被视为房地产买卖以及租赁市场正常交易摩擦所需数值。空置率高于 10%，说明房地产市场存在一定冗余。1993 年以后日本房屋空置率一路走高，2012 年以后甚至高于 12%，说明 2012 年以后（也是日本房价指数上行时期）日本的确存在房屋冗余。

第二组数据是日本新建住宅面积。直觉感受是人口负增长之后，房屋冗余（空置率超过 10%并持续扇形），市场不在有新房销售需求，毕竟房屋供给大于需求。现实恰恰相反，2009 年人口持续负增长之后，日本不仅没有迎来新房销售持续下降，日本新建住宅面积反而稳定在一个均衡水平。这一水平是日本房地产高峰期（1990 年代初期）一半左右。

2009 年之后日本人口、地产、房价，三组数据并未按照人的直观感受展现。这也说明，理解地产，不能依赖直觉，需要更深层次理解地产底层的宏观驱动力。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/268106012124006071>