

沉舟侧畔千帆过¹

高善文²

2021 年 12 月 24 日

内容提要

本文讨论了两个方面的内容。

在房地产方面，我们认为中国房地产市场占经济总量的比重，已经步入长期下滑的过程中。考虑到城镇住房渗透率、以及新增城镇人口等因素，商品房销售面积的历史顶部可能已经出现。由于去杠杆等政策的影响，当前房地产行业进入了剧烈的供给侧调整期，行业的高周转模式正在终结。

在中国经济转型方面，我们研究了工业企业和上市公司的结构变化，发现过去十年在传统制造业衰落的同时，新型服务业和高端制造业正在兴起。

在兴起的高端制造业中突出的特征是，中国企业在出现快速技术变革的领域，正在实现弯道超车，例如在计算机通信设备、新能源和新能源车等领域；但是在成熟的制造业领域，我们从价值链的中低端向上攀爬的成效不尽如人意。

在资本市场上，从长期来看，这些正在兴起的行业总体上为投资者带来了积极的回报，而衰落行业的长期回报为负值。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 本文根据作者在 2021 年 12 月 14 日安信证券 2022 年度策略会上的演讲发言整理而成。

² 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

一、中国房地产市场面临转折

（一）房地产市场需求见顶

在过去 20 多年的时间里，中国房地产市场总体保持了高速增长的势头，并成为中国经济增长最为重要的支柱之一。理论上讲，居民旺盛的购房需求不外乎来自三个方面的力量。

一是新增城市人口的住房需求，二是现有城市居民改善性的住房需求，三是现有住房寿命到期后形成的置换性住房需求。

结合近期房地产市场的一系列变化来看，需要回答的问题是，改善性住房需求在多大程度上已经得到满足？过去高速增长的房地产市场未来会走向何处？

我们试图从自上而下的角度，基于宏观数据的观察和推算，对以上问题提出一些看法和判断。基于中国的情况，我们提出三个工作假定。

第一个假定是，置换性住房需求难以出现大幅度增长。中国房地产的市场化改革是从 1998 年开始，房地产市场的蓬勃增长大约是进入 2000 年以后才正式展开的；1998 年之前形成的城市住房存量较小，其自然淘汰过程是大体稳定的。考虑到房屋的使用寿命，2000 年之后的大规模新建房屋在 2050 年之前不会进入大规模的淘汰过程。

第二个假定是，在极限条件下，城市现有居民的住房渗透率已经饱和，即有能力、有意愿购房的城市居民均已经购房。

第三个假定是，新增城市人口的住房渗透率较为稳定。

在接受这些工作假定的条件下，住房需求增长在极限条件下，就等于新进入城市的人口数量增长。而住房需求的实际增速，在长期内将逐步收敛和逼近到这一极限水平。

为了观察新进入城市的人口数量增长，我们使用了两个指标：

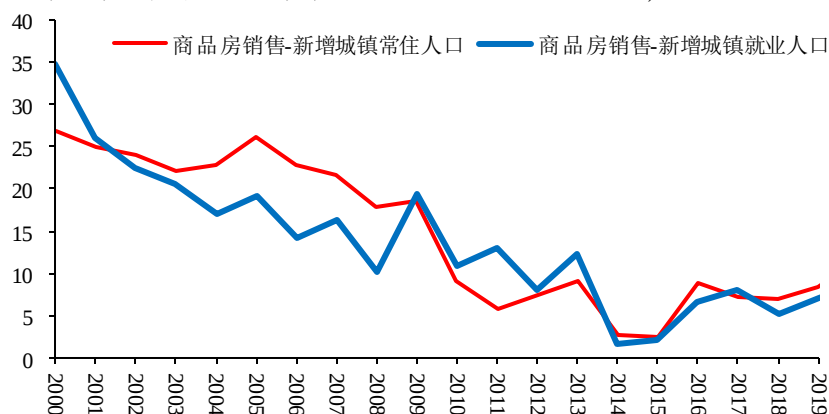
第一个指标是城镇常住人口数量，可以将其每年的变化理解为城市人口的净增加。

第二个指标是城镇新增就业人口数量，该数据清晰易得，数据序列长，主要反映了城市工作机会的增长。

以此为基础，再计算商品房销售面积的增长，分别对照两套人口数据的趋势计算差值，那么在理论上这一差值应该向 0 轴收敛。

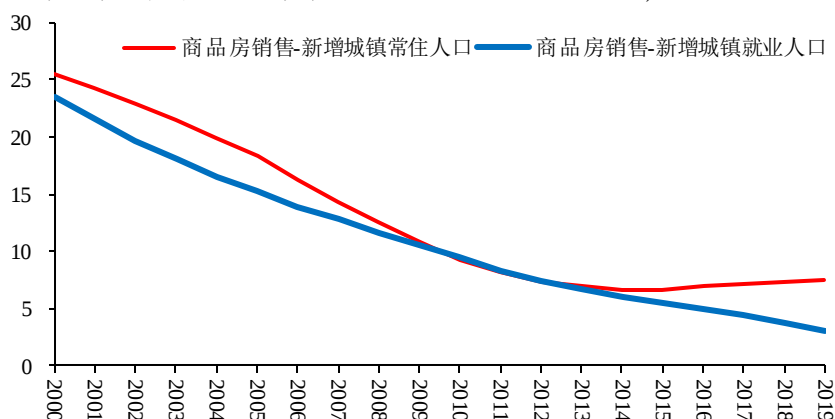
实际计算结果如图 1、2 所示，与前述预测大体接近。

图1：商品房销售与新增城镇常住、就业人口增速之差（%，5YMA）



数据来源：Wind，安信证券

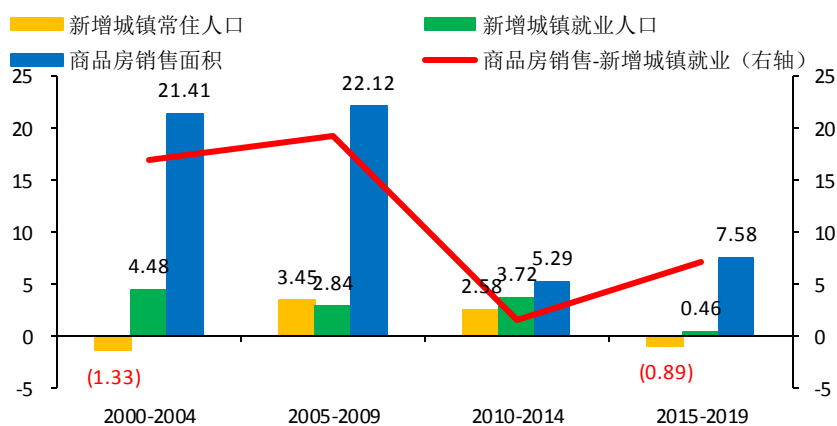
图2：商品房销售与新增城镇常住、就业人口增速之差（%，HP 滤波）



数据来源：Wind，安信证券

在此基础上，我们对数据做一些更仔细的观察：处理方法是每五年计算一次房地产销售面积以及新增城镇人口的平均增速，将二者作差后观察其变化。

图3：新增城镇常住、就业人口与商品房销售面积增速（%，5年平均）



数据来源：Wind，安信证券

2000-2004 年期间新增城镇常住人口平均增速主要受 2004 年增速-9.72%的拖累，若剔除则为 0.77%。

如图 3 所示，在 2010-2014 年，这一差值就已经下降不到 2%的水平，而在 2015-2019 年期间，这一差值相比此前收敛的趋势出现明显的背离和上升。

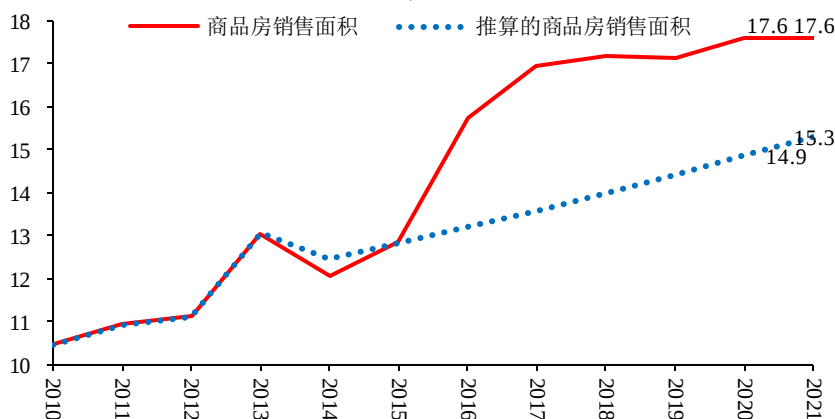
一个重要的解释也许是：2016-2018 年期间，着眼于房地产去库存的需要，大规模棚改货币化扰动了后期的数据。这一政策一方面加速了存量住房的淘汰过程，一方面将许多安置需求推送到商品房市场。

此后 2019 年货币条件的放松，以及特别是受新冠疫情影响下的 2020 年货币信贷条件的异常宽松，可能也刺激了房地产市场的短期需求。

如果这些解释是正确的，那么 2015 年-2020 年房地产销售数据对历史趋势的背离就可以认为是一次性的，除非未来持续加快棚户区改造，并大规模使用货币化手段。

从长期来看，商品房销售面积将逐步回归到长期趋势水平，甚至在一段时间内低于长期趋势，以实现过去透支的修正。

图4：商品房销售面积真实值与估计值，亿平方米



数据来源：Wind，安信证券

考虑到未来新增城镇就业人口增长可能已经停滞，以及前述背离的存在，基于对历史趋势的推算，2020 年和 2021 年中国商品房销售面积 17.6 亿平方米的水平，将是未来数年内中国商品房销售面积的顶部，也可能是一个长期的历史峰值。

对于这一结论，是否有其他的证据支持呢？

我们考察了东亚经济体在长期的经济增长和发展过程中，其房地产市场的趋势变化。

两年前我们提出了一个基本的对比研究东亚经济体的思路，即将中国的经济增长放到其他东亚经济体的历史增长中进行对标。这样做的假设在于，经济增长和发展的过程基本上是一种重复。尤其是对于追赶型经济体而言，其经济增长和发展的历程，是对已经实现长期高增长、人均收入达到高水平的经济体所经历的增长过程的一种重复。

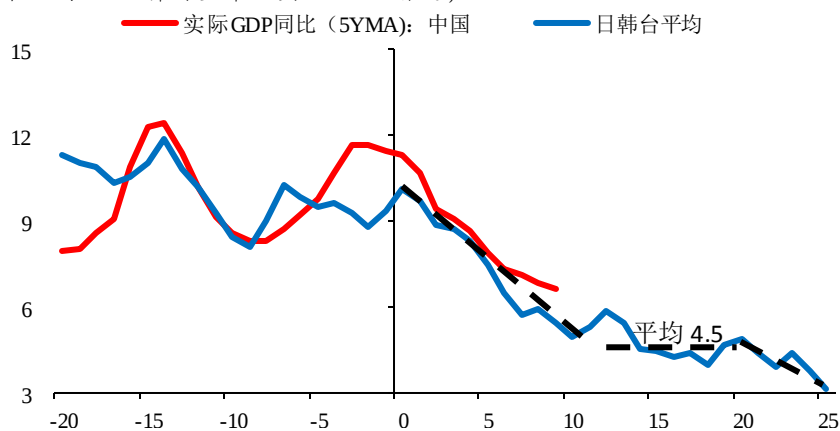
沿着这样的思路出发，通过人均 GDP、第二产业相对第三产业占比等指标，我们发现中国 2010 年的经济发展程度，相当于 1968 年前后的日本、1991 年前后的韩国和 1987 年前后的中国台湾。在这样的条件下，我们把中国的 GDP 增长率，与其他东亚经济体进行对比，其表现的趋势是比较接近的。

表 1：中国发展阶段与日本、韩国以及中国台湾的对标

	中国	日本	韩国	中国台湾
对标基准	2010	1968	1991	1987

数据来源：安信证券

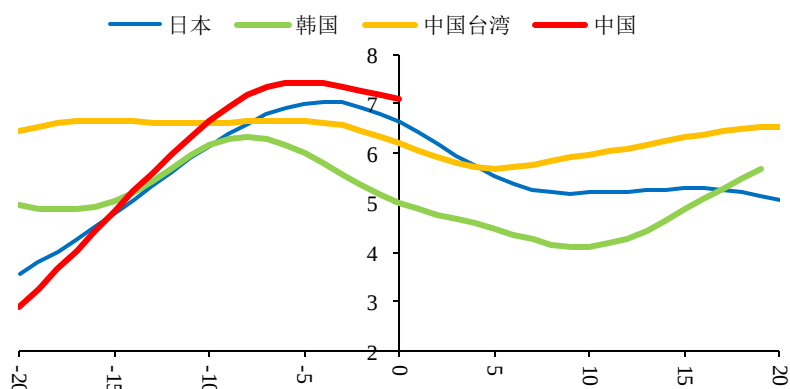
图 5：东亚经济转型中的实际 GDP 增速，%



数据来源：Wind，安信证券

按照相似的方法，进一步对比东亚经济体的住宅投资占 GDP 比重，观察该指标在各经济体见顶的时间。如表 2 所示，平均来看，其他东亚经济体在转型开始大约 4 年后，住宅投资占 GDP 的比重见顶。而中国的表现也较为相似，即在对标时点的 5 年后，也就是 2015 年到达顶点。

图6：东亚经济体：住宅投资/GDP（%,HP 滤波）



数据来源：Wind，安信证券

为增加数据的时间跨度，将对标原点全部推后 10 年，即：日本 1978 年、韩国 2001 年、中国台湾 1997 年、中国 2020 年。

表 2：东亚经济体：住宅投资/GDP 的顶点以及触顶时点（%）

原始数据	顶点占比（%）	触顶年份（年）	与对标年份的差距	HP 滤波	顶点占比（%）	触顶年份（年）	与对标年份的差距
日本	8.26	1973	+5	日本	7.05	1974	+6
韩国	8.07	1991	0	韩国	6.32	1993	+2
中国台湾	7.69	1993	+6	中国台湾	6.67	1991	+4
中国	8.33	2013	+3	中国	7.44	2015	+5

数据来源：Wind，安信证券

对标年份：日本 1968 年、韩国 1991 年、中国台湾 1987 年、中国 2010 年。

因此从数据来看，对中国房地产市场长期的估算，不仅是基于对中国自身数据趋势的推断，而且放到国际对标的情况下进行比较之后，这些数据也共同指向一个结论，即：中国住宅投资占 GDP 的比重，大概在 2015 年前后已经见顶；考

考虑到中国 GDP 增长处在长期减速之中，而住宅投资占比也将持续下降，因此推算出的住宅投资以及销售数据的增速将会长期处在较低的水平。

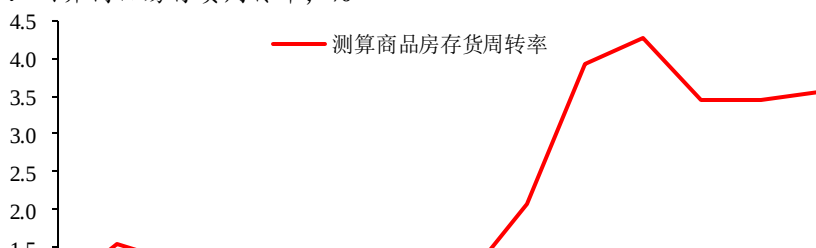
（二）房企面临商业模式转型压力

近两年政府推出了越来越多督促房地产企业去杠杆的政策，这些政策对房地产企业的融资能力产生了显著影响，也与今年下半年房地产行业出现的流动性压力存在关联。

在此背景下，我们从自上而下的角度，对房企商业模式的历史转变做一些简要的回顾。

从商品房存货（我们这里定义的存货是指累计的已开工未销售面积）周转率的数据来看，如图 7 所示，2015 年是重要的分水岭，在此之前，行业总体上存货周转率较低，而在此之后，存货周转率的中枢大幅提升。

图7：测算商品房存货周转率，%



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31789

