

2021年10月18日

中国市场策略

房地产变局,人口老龄化对于共同富裕的意义

\(\text{\begin{align} 城镇化一直是中国增长模式的重要支柱,但也伴随了城乡之间不平衡日益加深--随着农村人口不断往城镇迁移并为制造业发展提供源源不竭的劳动力,城市收入的快速增长实际上加剧了收入差距。随着农村剩余劳动力逐步枯竭,中国在2010年前后到达了"刘易斯拐点",而收入分配不平衡的趋势开始缓和,但中国的基尼系数仍然处于高位。

继续依靠衔枚疾进的城镇化发展和随之而来迅猛的房地产投资增长,已经不太可能进一步缩小城乡发展的鸿沟了,也将开始有悖于"共同富裕"的目标。近日,《求是》杂志发表的内部讲话强调要在"共同富裕"的总体规划中重视农村的经济发展。当一国跨过"刘易斯拐点"后,其增长模式的再平衡是宏观政策的影响之一。

中国对房地产的需求被普遍认为是"刚需",这一共识源自对"潜在需求"高达 160 至 220 亿平方米规模的失真的估测。然而,通过对二手房交易、贷款收入测试和新增城镇人群的收入阶层进行一些合理限制假设,我们得出的"有效需求"仅仅比供应多 10 亿平方米,约为全国一年的新房销售总量。

中国的人口统计数据预示着购房群体和房价的上涨势头都很快将达到峰值。国际经验也印证了这两个宏观变量的相关性。然而,中国家庭在房地产上的资产配置是美国和日本的逾两倍多,中国房地产总值占 GDP 的比例亦同样居高不下。在房地产需求远不及共识预想中的规模、房地产价格涨势逐渐触顶之际,过高的房地产配置显得越来越不合时宜。过度依赖房地产的经济增长模式不仅不符合"共同富裕"的目标,也很难再像过去那样维持高速增长。

② 2010年是中国宏观经济在人口结构、投资、货币政策、收入分配不平衡以及资本市场等方面的分水岭。中国在这一年跨过了"刘易斯拐点"。如果我们不再把人口统计数据简单当作冰冷的数字,而是当作有血有肉有需求的人来看待,我们可以看到,这种人口结构的转变是经济发展、收入增长、城镇化进程和教育进步,以及由此产生的社会和文化变迁所共同作用的果实。因此,对于前景的判断并不能简单地从冰冷的统计数字中推论。

中国面临的真正挑战,是如何在面对短期成本的前提下调整其未来的经济增长模式。人口老龄化和投资放缓意味着未来消费将愈发重要;在房价触顶之际,高比例房地产配置预示着资产配置向诸如股票等其他资产的再调整;城镇化进程放缓意味着城乡再平衡行稳致远,最终迈向共同富裕的康庄大道。当然,挑战总是与机会并存,但改革开放这么多年了,我们都早已学会了摸着石头过河。

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com (852) 3766 1802

研究部主管

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com (852) 3766 1825

罗为腾

sophia.luo@bocomgroup.com (852) 3766 1843



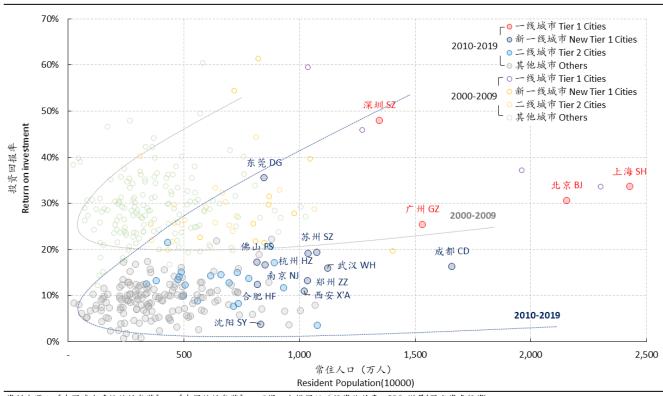
高杠杆模式里,收益下行,成本攀升

多年来,中国的房地产市场一直被经济学家们冠以"泡沫"的称谓。然而过去数年间,中国房价可谓是涨声一片,房屋销售屡创新高,楼市热闹非凡。在部分一线城市,房价甚至攀升到令一众浸润西方经济学理论多年、训练有素的观察人士所大惑不解的水平。近乎所有国内主要城市的房价与收入比居高不下,冠绝全球。这成为一个莫衷一是的难题:究竟中国房地产市场果真存在价格泡沫,还是经济学家们对此的认知是错误的?

近日,全球市场都在屏息以待,关注着恒大集团的债务违约风险和部分中国房 企面临的问题。在我们看来,虽然恒大事件是中国房地产困局的征兆和写照, 但贸然断言这是一场系统性的风险和全局性的危机显然过于草率。

在这份报告中,我们对官方机构发布的公开数据和信息进行分析,通过一些合理的假设,试图回答这个困扰经济学界多年的难题。关于这一问题长期存在尖锐的分歧,往往成为亲朋好友间激烈辩论甚至不休争吵的导火索。辩论各方的观点总是充斥着主观色彩。因置业与否分属不同阵营的人群对该问题所持立场迥然各异,乃至针锋相对。

图表 1: 城镇化带来的投资回报在各个城市中均呈下降态势



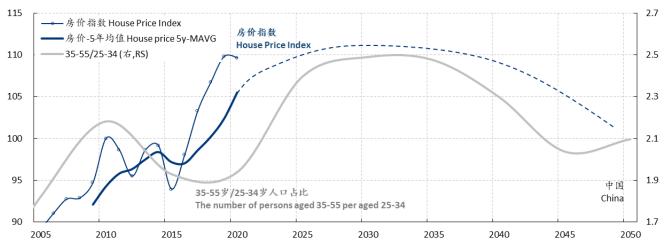
资料来源:《中国城市建设统计年鉴》,《中国统计年鉴》,万得,交银国际(投资收益率=GDP 增量/固定资产投资)



对我们来说,自 1998 年住房改革启动以来(98 年房改)中国房价一路高歌猛进其实不足为奇。毕竟,生产率的提高和经济增长都转化为收入增长的强劲动力,进而创造出房地产行业的一派繁荣景象。在此背景下,在价格节节攀升的基础资产上加杠杆的操作可以实现收益最大化。然而,只要资产价格上涨的速度快过加杠杆的融资成本,万事大吉--直到价格上涨的进程戛然而止,高杠杆所垒筑的百丈危楼随即摇摇欲坠,甚至土崩瓦解。

中国的房价过去为何能以如此强劲的态势扶摇直上并非问题所在。我们试图探究的是,地产商应该放慢举债扩张的脚步、甚至开始去杠杆操作的拐点将何时出现。我们的数据分析显示,现在正处于或者接近这样一个拐点。图表1显示2000-2009 年和2010-2019 年的两个十年间,城镇化的平均投资回报率近乎折半,尽管一线城市的程度相对较小。与此同时,开发商的融资成本却并没有降低,并且可能因近期包括"三条红线"在内的一系列旨在遏制开发商债务的政策出台而飙升。例如,恒大在过去数年间发行了大量高收益债券。因此,城镇化后期,房地产投资回报率不断走低,而融资成本却持续上扬--这正是酿成杠杆负效应的罪魁祸首。

图表 2: 中国 35-55 岁/25-34 岁人群与房价的对比——似乎接近或处于峰值



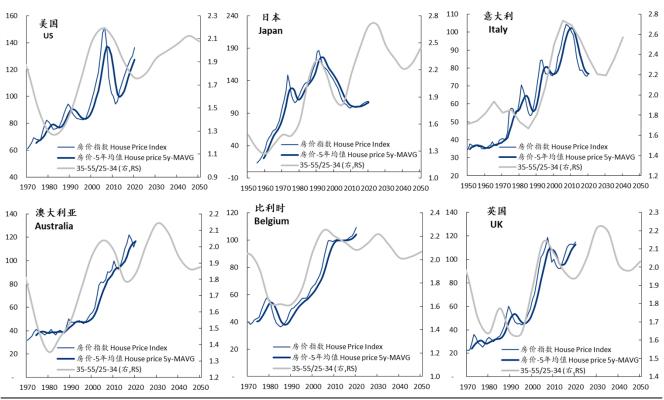
资料来源:国际清算银行,美联储,经济合作与发展组织,联合国,彭博,万得,交银国际

此外,我们可以用数据分析展示房地产价格与中国人口结构的高度相关性。具体而言,这一人口指标是 35-55 岁人口与 25-34 岁人口的比率。35-55 岁人群正处于购置房产的最佳年龄,而 25-34 岁人群仍在为攒下首付而勉力工作(图表2)。我们可以将 35-55 岁人群称作购房群体。

全球其他国家的观察结果也具有类似的相关性--购房群体占比越高,房价也水涨船高,而反之亦然(图表3)。中国潜在的人口结构预示着购房群体比例很可能在未来5到10年间触顶,房价上涨最衔枚疾进的阶段可能将成为不复可见的前尘往事。

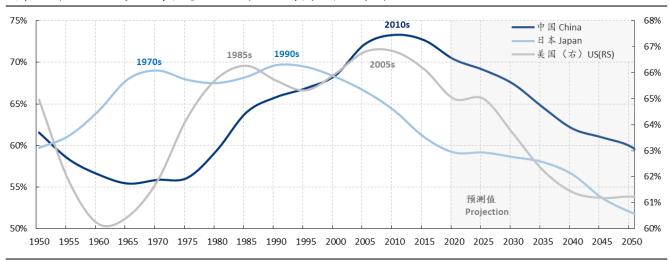


图表 3: 35-55 岁/25-34 岁人群与房价的对比 —美国,日本,意大利,澳大利亚,比利时,英国



资料来源:国际清算银行,美联储,经济合作与发展组织,联合国,彭博,交银国际

图表 4: 中国 15-64 岁人群占总人口百分比,与美国和日本的比较



资料来源:联合国,万得,交银国际



我们注意到中国的人口结构与西方存在一处重要差异。由于"独生子女"政策,中国的人口结构转变表明,国内劳动年龄人口可能在 2010 年前后已经达到顶峰,部分学者将这一年视作中国的"刘易斯拐点"。这不同于日本和美国存在的劳动年龄人口双驼峰的走势曲线,其得益于在第一个峰值时期出生的人群步入育龄阶段,开始生育而形成第二个人口峰值(图表 4)。因此,相较于垂垂老矣的西方国家,中国或面临着更为严峻的人口结构挑战,而中国的房价涨势很可能难有第二个峰值。我们将在报告稍后章节对中国的人口结构进行详尽论述。

与美国和日本等人口结构日益老化的国家相比,中国家庭在房地产上的资产配置确实是一骑绝尘(图表5)。更重要的是,如此之高的房地产配置出现在国内购房群体比例即将触顶之际。

我们可以通过一个粗略估算来直观展现中国的房地产资产配置相对于美国有多高。按照全国每平方米约1万元的房屋均价标准,14亿总人口中有约63%生活在城镇区域,人均居住面积接近40平方米,我们不难计算出中国住宅地产的总价值在400万亿元左右。这一数字之巨堪比中国国内生产总值(GDP)的4倍,而该数字在美国不到GDP的2倍,在日本约为GDP的3倍。

100% ■其他金融类 ■保险 ■ 保险 ■其他余融类 90% 90% 90% 90% 23% ■股票/基金 ■保险 保险 ■股票/基金 6% 80% 80% 80% ■股票 ■股票/基金 ■貸款 ■贷款 70% ■基金 22% ■债券 22% ■债券 ■债券 ■ 貸款 60% 60% 33% 60% 貸款 60% 通货和存款 通货和存款 17% 5% ■债券 50% 50% 50% | 現金和存款 50% 4% 15% 其他非金融 13% ■其他非金融 - 存款 ■其他非金融 40% 通货 ■房地产 ■土地 14% 30% 30% 30% 30% 其他非金融 6% ■固定资产 ■住房資产 41% 20% 20% 20% 20% 10% 31% 25% 10% 10% 10% 10% 14% 14% 0% 日本 美国 中国 2005s 2020s 1990s 2020s 2010s 2020s

图表 5: 家庭资产配置-美国、日本和中国;中国拥有最高比例的房地产配置

资料来源: 联合国,万得,交银国际

总而言之,中国的人口统计数据表明其购房群体可能已经见顶。而这样的触顶往往预示着房价的涨势在未来一段时间内将达到、或已经达到峰值。此外,不同于西方国家的经历,其人口结构中劳动人口占总人口比例的走势曲线存在两个峰值,因为独生子女政策的影响,中国劳动人口的占比曲线只在 2010 年前后出现过唯一的峰值。因此,房价上涨的火热势头可能已经见顶。与此同时,在房价即将触顶之际,中国家庭的房地产配置规模是美国的两倍和日本的三倍之多。



另外,房价涨势见顶可能是中国城镇化投资回报下降的原因之一。以高负债杠杆撬动规模的操作对于开发商而言不再有利可图,而且事实上甚至可能岌岌可危--部分房企现在对此应该深有感触。

房地产的真实需求

那么中国的房地产需求到底有多大?"刚需"是房地产领域被广泛引用的一个术语。"刚"在中文里意即"坚强的","不屈不挠的"和"不动摇的",它的含义远不止于"刚"。

对房地产需求的普遍描述一向是只涨不跌。这种对中国房地产的看涨情绪从何而来其实不难理解。自上世纪 90 年代到 2010 年,也就是在中国到达"刘易斯拐点"之前,中国以全球其他地区前所未见的速度,历经了一场势如破竹的城镇化进程。在此期间,中国的城镇化率从 26%上升至 50%。迅猛的城镇化进程,加之人口和经济的增长,意味着强劲的房地产需求。

即便如此,需求必须结合供给一并分析,才能审视潜在的供需不平衡。仅仅对等式一边进行分析只能得出对需求的片面理解,从而引致错误的结论。此前,普遍一致的做法是将人均居住面积和新增城镇人口肆意简单相乘,从而计算出房地产的潜在需求。中国人口众多,地大物博,使这样简单粗暴的计算毫无疑问得到了一个天文数字。

18 9 需求-供给(右轴) Demand-Supply (RS) 16 8 一潜在需求面积 Potential demand area 14 一潜在供给面积 Potential supply area 7 12 6 十亿平方米 Billion square meters 10 5 8 6 3 4 2 2 1 0 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2025 2030 2035

图表 6: 不考虑人口结构、收入和住房拥有率的限制条件,对潜在住房需求的共识估计是巨大的

资料来源:联合国,经济合作与发展组织,世界银行,美联储,CEIC,万得,交银国际

不难想象,这样的计算会产生何等庞大的房地产需求。截至 2020 年的二十年间,需求累积达到约 150 亿平方米,一个令人叹服的规模。相较于 50 亿平方米的在建住宅面积,100 亿平方米的过剩潜在需求,也就是 150 亿平方米潜在需求减去 50 亿平方米在建住宅面积,远低于市场专家所引述的 160 到 220 亿平方米这一数字(图表 6)。



这样为共识所接受的计算表明,城镇化进程和生活质量的改善,即通过增加人均居住面积,是潜在房地产需求的关键驱动力。但是,即使有这般大胆的假设,由于城镇化最突飞猛进的阶段已经落下帷幕,快速城镇化对潜在需求的贡献在未来数年间将开始放缓(图表7)。

预测值 Projection ■人口 Population ■人均居住面积 Average floor area per capita ■城镇化Urbanization 100% 17% 90% 21% 31% 33% 36% 36% 80% 39% 38% 40% 39% 38% 42% 42% 46% 46% 48% 48% 50% 70% 61% 67% 66% 67% 60% 50% 40% 64% 58% 62% 57% 55% 63% 46% 30% 41% 45% 56% 50% 28% 25% 26% 20% 10% 0% -10% 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2025 2030 2035

图表 7: 共识认为城镇化是住房需求的主要驱动因素 1

资料来源:联合国,经济合作与发展组织,世界银行,美联储,CEIC,万得,交银国际

此外,这种潜在的房地产需求是否真实存在?中国房地产市场果真存在 100 亿平方米的过剩需求吗?

答案当然是否定的。从直观上看,只要城镇化增速和居住面积增速之和快过住宅建设的增长,那么累积的过剩需求就会在以在建面积来衡量的供给之上持续积聚增加。在这种不切实际的假设下,中国的房地产热潮将永无止境。然而,随着中国经济日臻成熟,并且跨过刘易斯拐点,中国的城镇化进程正在减速。

之前讨论的"潜在需求"是中国房地产需求的理论上限。我们可以对这个房地产需求的理论上限加上一些假设限制条件,得到一个更全面的估算结果--有效需求。然后,我们将这个结果同中国国家统计局公布的在建住宅面积相比较。我们提出的假设如下:

- 1) 新增城鎮人口40%的房产需求由现有的二手房库存来满足。现有住房存量将满足新增城镇人口的部分住房需求。目前,二手交易占总交易面积的40%(新房交易+二手交易)。新增的需求将由一手市场和二手市场共同来满足,而并非像某些共识所认定的那样只靠一手市场。对新建房屋潜在需求将立即减少40%。
- 2) 新增城鎮人口收入处于现有城鎮人口收入的较低百分位。新增城镇人口收入远低于现有城镇人口收入。在公共统计数据中,农村和城市的收入差距是众所周知的。很难说仅仅通过改变居住地域就能轻松改变新增城镇人口的收入阶层。我们假设新增城镇人口的收入是城镇收入的第25百分位数。诚然,我们无从得知新增城镇人口收入的准确情况。但若不考虑到此



前拥有较低农村收入的新增城镇人口而进行收入调整,那无疑是大错特错的。

在一些极端情况下,我们甚至可以说,这些新增的城镇化农村人口在一段时间内将无法购房置业。如果在中国的许多城市里,已经高不可攀的房价延续目前摧枯拉朽的升势,并且房价上涨的速度令收入增长难望其项背,那么这部分人口将永远无法实现居者有其屋。如是,所谓的潜在需求会几乎蒸发殆尽。

3) 40%的收入用来支付按揭贷款。银行的贷款惯例规定其不会贷款给那些按 揭还款占当前收入很大比例的申请人。目前,我们的数据分析显示在中国 许多城市中这一占比平均约为 40%。尽管诸如深圳等部分一线城市,被用 作按揭还款的收入占比要远高于这一数字(我们将会在附录中展示主要城 市的收入房贷还款比例)。

确定了对按揭还款的假设,我们就可以反推这些新增城镇人口所能负担的平均贷款规模这一问题。之后,我们可以用贷款的额度除以每平方米房屋的平均售价,我们就得到了新增城镇人口真正买得起的面积。我们将这个数字称之为"有效需求"。

的确,我们的估算依赖了多个假设,并且我们的估算对相关假设颇为敏感。因此,它注定只能是模糊的正确。但若不施加这些限制来估算潜在需求,那所得结论只能是确定的错误。

7 需求-供给(左) 有效需求 潜在供给 实际销售 Demand - Supply (LS) Effective demand Potential supply Actual sale 6 2 5 4 1 3 0 2 1 -1 0 十亿平米 贷款占可支配收入比例=40% Mortgage % Disposable Inc = 40% Billion sq m 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020

图表 8: 受人口结构、收入和现有住房拥有率的限制,有效住房需求远远小于共识估计的规模 2

资料来源:联合国,CEIC,万得,交银国际

我们估计有效需求略高于60亿平方米,远远低于共识所估计的160-220亿平方米的规模(图表8)。这一数字与约50亿平方米的在建住宅面积对比,我们由此估算过剩需求略高于10亿平方米--依然处于高位。但值得注意的是,去年一手住宅销售总面积为15亿平方米,每平方米约1万元,换言之总销售额为15万亿元。我们估算的10亿平方米的过剩需求大约相当于一年的销售额--



这与共识普遍认为的、百亿平米级别的潜在需求大相径庭(我们将会在附录中 展示主要城市的有效需求)。

值得注意的是,在我们的估算中,我们可以看到有效需求在 2016 前后出现过一次陡升的现象(图表 8)。那年,中国国家开发银行大幅扩表以支持棚户区改造计划的开展。考虑到 2015 年中国股市从 5000 点高点下行,殷鉴不远,这一举措是可以理解的。当时,在政策的加持下,收入效应对于房地产需求得以释放,刺激了有效需求的扩大。但城镇化是一个慢进的过程,短期政策对于有效需求的影响远不及长期城镇化因素显著,更比不上人口结构所能施加的影响力。因此,有效需求难以轻易被短期因素所改变(图表 9)。

这一政策还扭转了 2008 年的 4 万亿刺激计划在 2010 年停止后出现的房地产需求的不足。回想一下,2010 年至 2016 年期间,房地产市场的确不温不火,房价也相对温和。随着棚户区改造的计划下需求回暖,2017 年也是恒大开始进军全国扩张的一年。

■收入Income ■人口Population ■城镇化率Urbanization 因子对有效需求贡献率 Factor contribution to effective demand 100% 90% 80% 44% 44% 45% 52% 55% 55% 55% 59% 70% 64% 70% 68% 69% 71% 72% 71% 75% 76% 60% 79% 91% 95% 50% 12% 40% 9% 13% 10% 30% 12% 50% 11% 15% 50% 16% 11% 12% 12% 20% 12% 12% 36% 36% 32% 32% 32% 23% 10% 18% 16% 129 8% 0% 10% -10% 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020

图表 9: 在这一情景下,城镇化是更为重要的驱动因素

资料来源:联合国,CEIC,万得,交银国际

城镇化对于共同富裕意味着什么?

"搞社会主义,一定要使生产力发达,贫穷不是社会主义。我们坚持社会主义,要建设对资本主义具有优越性的社会主义,首先必须摆脱贫穷。"--邓小平

如果我们相信中国发展模式的前提是消除贫困,最终实现"共同富裕",那么中国的城镇化进程及其对收入不平等的影响,以及其政策含义都是绕不开的讨论议题。城镇化被普遍认为是经济增长的关键驱动力之一。通过引用库兹涅茨曲线,学者们认为在城镇化刺激经济快速增长的同时,也在城镇化的初期导致了收入不平等。



但城镇化对于收入分配的效应远比理论复杂得多。例如,快速的城镇化进程给东亚国家带来了截然不同的结果。比如在韩国,城镇化对减少收入不平等大有助益。但在巴西等拉美国家,城镇化的确加剧了不平等。

在中国,数据表明其城镇化进程对收入分配的影响分不同的阶段—正如基尼指数所显示的那样,在城镇化的早期,它加剧了收入分配的不平衡,随后这个影响就开始放缓了。我们可以将中国的基尼系数随着城镇化率的变化与全球其他国家进行比较。我们可以证明,与国际经验相比,在城镇化的初期,中国基尼系数的升势相对于国际经验更明显,但在2010年后逐渐稳定下来(图表10)。中国风驰电掣的经济发展可能加速了其库兹涅茨曲线的形成和发展。

70 ● 均值 Mean 中国 China 低等收入Lowincome 60 中低收入 Lower middle income 中高收入 Upper middle income 高等收入 High income 50 基尼指数 GINI Index 09 30 20 10 20 30 50 60 70 80 90 100 城镇化率(%) Urbanization rate(%)

图表 10: 在全球范围内,快速城市化往往伴随着不平等的加剧

资料来源:联合国,世界银行,国际货币基金组织,万得,交银国际

有学者认为,国家统计局住户调查的抽样方法对最高和最低收入群体取样不足,从而使收入分配的统计结果比实际的情况显得更平等。然而,2010年之后收入分配不平衡的势头逐渐趋稳的观察,与国内外研究机构关于收入不平等的众多研究结论是相符的(图表 11)。因此,2010年前后一定有某些重要的宏观变化改变了中国收入分配不平衡的走势。

学者估计,收入份额从城市人口向农村人口每转移1个百分点,全国总体基尼系数就会降低0.007,或1.5%(Riskin & Kahn)。如果是这样的话,这一估测表明,城镇化进程加剧了中国收入分配不平衡--城镇化速度越快,收入不平等就越高(图表11)。这一估算还显示,中国的收入不平等也是城市和农村之间分化的体现。如是,那些有利于农村发展的政策,如减轻农村税负,土地所有权改革和户口改革,都将有助于缓解因城乡差距造成的收入不平等。

那么 2010 年到底发生了什么?为什么那一年之后,中国的收入分配不平衡的现象的确有所改善,尽管改善的程度轻微?

在我们 2019 年 9 月 20 日发表的研究报告《中国市场预测权威指南》中,我们观察并讨论了 2010 年作为中国资本市场分水岭的观点。作为经济周期领先指



标,上证综指的 850 日移动均线在 2010 年之后在 3,400 点附近就一直停滞不前。2010 年是一个特殊的巧合吗?还是说,中国股市只是反映出某种正在潜移默化的基本面趋势的根本改变?

250 2.9 ——中国最高与最低工资比(左) China top 10% income/bottom 10% income (LS) 2010 230 ■■ 城乡收入比 Urban income/Rural income 2015 210 2005 2.5 190 2.3 170 2000 150 2.1 1995 130 1.9 110 1.7 90 中国城镇化率(%) 1.5 70 1985 China urbanization rate (%) 50 20 25 30 35 40 45 50 55 60 65

图表 11: 中国快速的城镇化与日益加剧的收入分配不平衡密切相关,但似乎在 2010 年达到顶峰

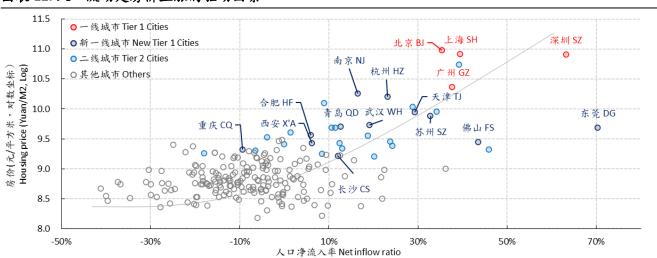
资料来源:世界发展指标,万得,交银国际

研究中国经济的老手一定还记得,2010年前后那场关于"刘易斯拐点"的争论。当时,学者们发现,中国可能已经因制造业的高速发展,在很大程度上耗尽了农村剩余劳动力。因此,中国的低成本粗放式增长模式是时候要改变了。值得注意的是,在图表 11 中,城乡收入之比以及最高收入与最低收入之比皆在2010年前后见顶并开始缓慢地回落。这个迹象表明,农村收入正在迎头赶上,要么是由于到达刘易斯拐点之后,农村剩余劳动力耗尽并推高了劳动力成本,抑或是因为中国城镇化进程的减速缓解了城市和农村收入的失衡,再或者是源于中国步入与全球供应链相融合的后期阶段--这一过程为城乡之间收入的不平衡按下暂停键。总之,2010年很显然是中国宏观经济至关重要的一年之

学术研究进一步表明,在城市和农村群体中,收入来源对收入不平等的作用是 迥然不同的。对于农村不平等,来自非农活动的货币收入是收入不平等的主要 根源;而对于城市不平等,来自住房的收入是关键驱动因素(Gustaffson & Li)。

我们自己的数据分析显示,以人口净流入这一城镇化代表指标所衡量的人口流动,是城市房价的重要驱动因素之一(图表 12)。人口净流入越大,城镇化率越高,房价越高。而较高的城市房价直观地转化为房东较高租金估算收入,从而加剧了城市收入不平等。

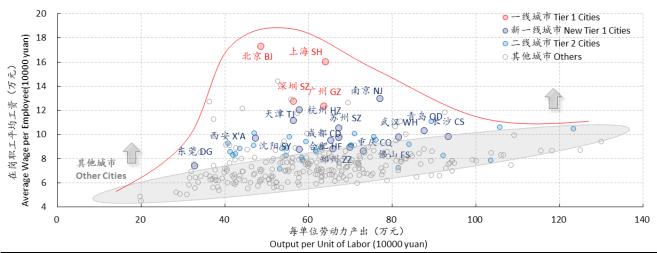




图表 12: 人口流动是房价上涨的驱动因素

资料来源:安居客,《中国城市建设统计年鉴》,万得,交银国际

总之,学术研究表明,城市收入向农村转移有助于减轻收入分配失衡。随着中国在 2010 年达到了"刘易斯拐点",制造业所需的农村剩余劳动力开始枯竭,城镇化速度放缓,农村收入增长相对于城镇反而开始收敛,收入分配失衡自此得到改善(图表 13)。



图表 13: 城镇化程度高的一线城市拥有更高的工资水平;其它城市将向它们聚敛

资料来源:《中国城市建设统计年鉴》,万得,交银国际

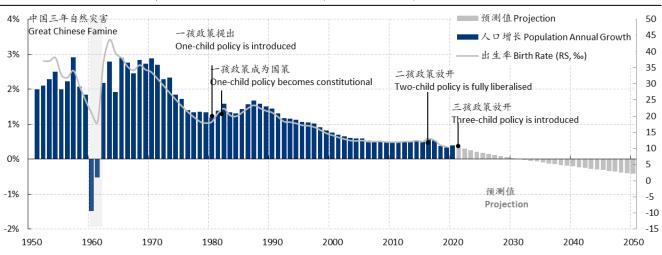
中国的发展模式是以"共同富裕"为前提的,需要统筹城乡发展。虽然城镇化还有一定的发展空间,但像 90 年代那样快马加鞭地推动城镇化进程事实上会加剧城乡不平衡,与"共同富裕"的目标不符。近日,《求是》杂志发表了内部讲话,强调农村经济发展如何与"共同富裕"的总体规划相得益彰。中国自身的城



镇化与伴随的收入分配失衡,以及拉丁美洲的城镇化经历,都是无可辩驳的有力证据。随着城镇化进程减速,住房需求和房价理应同步放缓。

中国的人口挑战

本应在4月上旬发布的中国第七次全国人口普查结果受到了媒体的高度关注。普查数据的延迟引发了对结果是否不够理想而无法公开的广泛猜测。虽然最终公布的结果平息了谣言,但这次人口普查数据确实揭示了一些令人不安的趋势。结合联合国的数据,以目前的人口结构和出生率,中国的人口总数将在未来10年左右开始下降。在图表14中,我们根据联合国对中国人口的预测,绘制了中国人口未来的增长路径。



图表 14: 在"独生子女政策"提出之前,中国的出生率已经开始下降

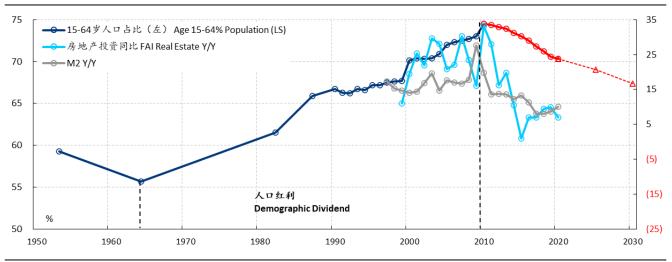
资料来源:联合国,万得,交银国际

尽管许多人将中国目前的人口困境归咎于独生子女政策,但公开数据显示,中国的出生率实际上在独生子女政策成为国策之前就已经开始下降了。二十世纪80年代出生率的小幅上升是由于60年代出生的人群达到了生育年龄,因此这波升势并不足为奇。事实上,人口统计数据是公开透明的,而人口发展的趋势变化是缓慢而明确的。因此,根据现有的观察结果做出合理的假设来进行预测,并不是一件困难的事情。

人口结构的变化对宏观经济的运行也有着深远的影响。随着中国劳动人口占总人口的比例在 2010 年左右达到峰值,我们观察到房地产投资增速和广义货币供应量的增速也几乎同步见顶(图表 15)。随着劳动人口占比在 2010 年跨过拐点并开始持续下降,投资和货币的增速也在达到峰值后逐渐放缓。在前面的章节中,我们讨论了中国如何在 2010 年达到"刘易斯拐点",以及其对农村剩余劳动力和中国增长模式的影响。而图表 15 为我们更加直白地展现了人口形势变化对宏观经济的显著影响。



图表 15: 中国 ——15-64 岁人口占比与房地产投资和 M2 增速的对比; 2010 年似乎是一个拐点



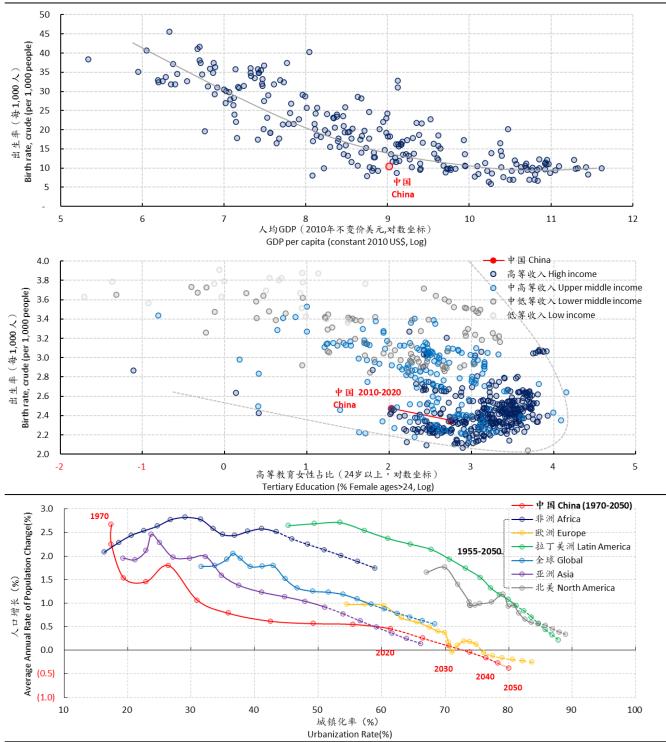
资料来源:联合国,万得,交银国际

随着中国女性收入和教育水平持续改善,中国出生率不太可能出现根本性的修复,并且很可能会长期徘徊在低位(图表 16)。尽管独生子女政策可能加剧了出生率的下滑,但并不是引发出生率下降的真正原因。因此,生育政策的改变本身也许将有助于减缓,但也不太可能扭转生育率的下行趋势。

对美国的研究表明,为了提高出生率而采取鼓励生育的政策的结果是令人失望的一出生率仍在下降,而且这一趋势似乎与人们的收入水平无关:因为在所有收入阶层、种族、民族和教育水平的人群中,出生率都在下降。无论从经济、社会还是政策因素,学者们都尚未能确定导致出生率下降的根本原因。最后,学者们推测,近年来越来越多适龄生育人群的"人生目标的变化",反映了人们的生育意愿、人生抱负和教育标准发生的变化,这可能是生育率下降的原因所在(Kearney, Levine & Pardue)。我们对中国人口数据的分析表明,类似的社会因素正在导致出生率的下降。



图表 16: 出生率与经济发展、女性教育水平和城镇化负相关



资料来源:联合国,中国统计局,世界银行,万得,交银国际

2021年10月18日

中国市场策略

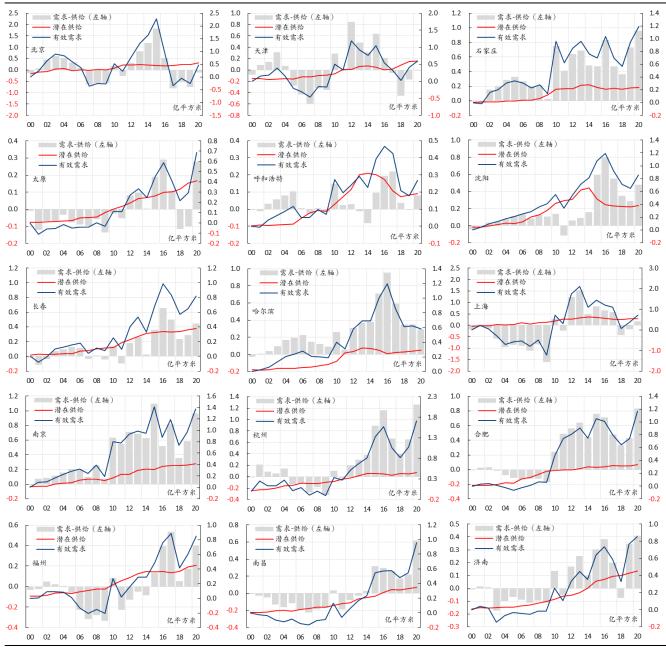


总而言之,中国的人口挑战并不在于它将在未来某个时刻面临的人口总数的下降。从现有的人口统计数据来看,未来总人口的下降几乎已成定局,并且可能没有足够的时间来修复。而其他国家也面临着类似的命运。然而与此同时,中国人民的生活质量正在显著提升。如果我们不再将人口统计数据视为简单的数字而将其视为有血有肉的人,那么这种人口变化的趋势启示是经济发展、收入增长、城镇化和教育进步,以及随之而来的社会和文化变迁的结果。这并不是一个不好的结果,而是社会发展的必然成果。

当下,中国面临的真正挑战是,在这样的人口前景下,中国必须采取什么样的最优发展模式来应对未来。显然,继续依赖快速城镇化和房地产投资来驱动增长的旧模式已经不再适用。许多大城市的房价已经很昂贵,而来自城镇化、收入增长和生活质量改善的需求将放缓。房地产价格快速上涨的时代很可能已经过去了。然而,中国居民对房地产资产的配置比例仍然过高,并且地产存量的估值也十分昂贵。在这个阶段,实现城乡之间的再平衡是达成"共同富裕"目标的必经之路。这篇论文提出了一些观察和建议,将得到适时的检验。我们并没有确切的答案。然而,我们必须"摸着石头过河"。



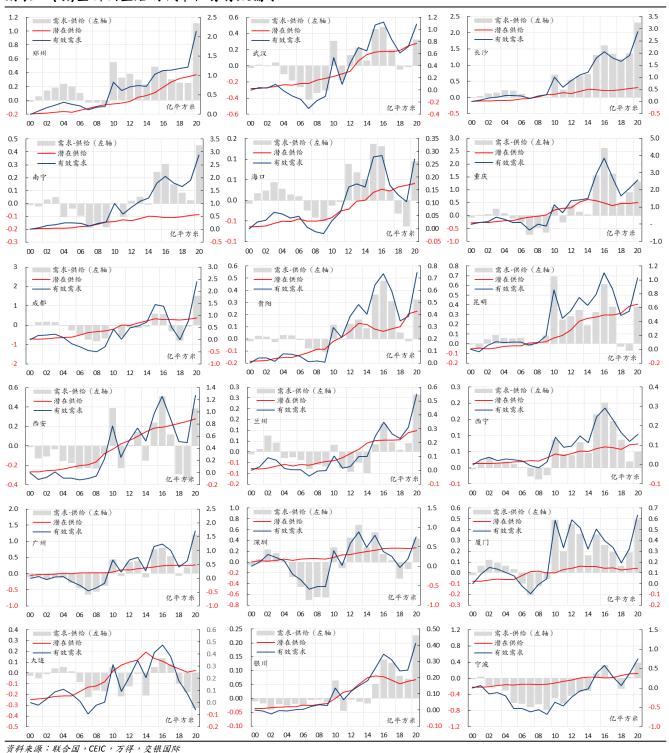
附表 1: 重新调整后的城市住房有效需求



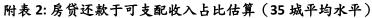
资料来源:联合国,CEIC,万得,交银国际

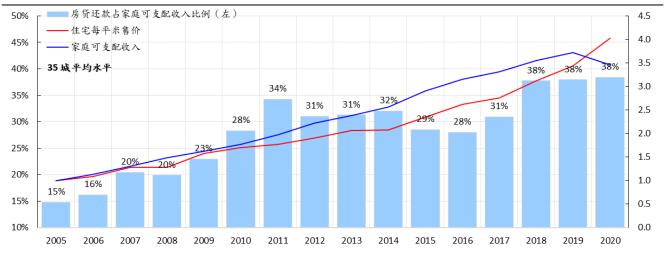
交銀國際 BOCOM International

附表 1: (续)重新调整后的城市住房有效需求





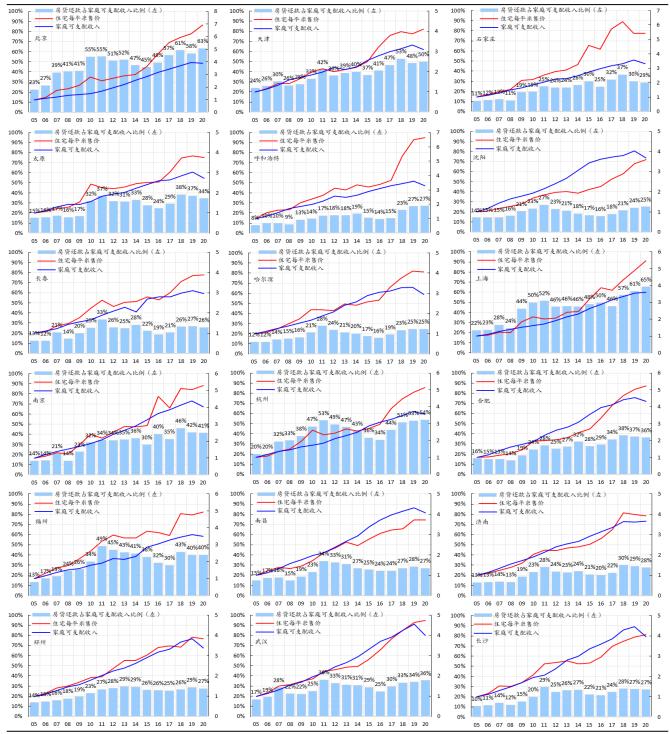




资料来源:CEIC,万得,交银国际



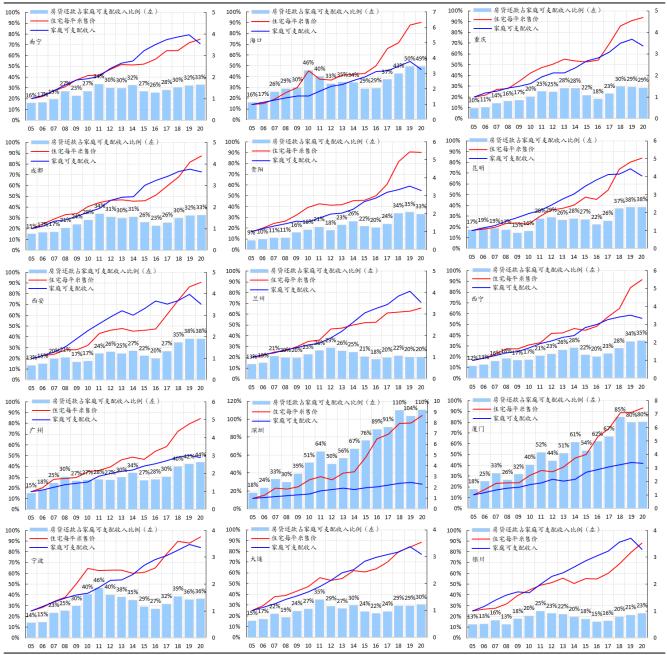
附表 3: 房贷还款于可支配收入占比估算(分城市)



资料来源:CEIC,万得,交银国际



附表 3::(续) 房贷还款于可支配收入占比估算(分城市)



资料来源:CEIC,万得,交银国际



近期报告			
20151026	央行双降,市场抉择的时刻	20181119	2019 展望:峰回路转
20151109	重启 IPO:魔鬼的细节	20190201	峰回路转:狗年的教诲
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件	20190301	融资牛路在何方
20151130	市场的三个极端	20190311	谁在买?谁会再买?
20151209	2016 年展望: 资产慌	20190322	市场确认了一个重要的拐点
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化	20190408	卖方研究员的自我修养
20160105	熔断机制:伤的最深的是第一次	20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20160103	熔断机制暂停又如何?	20190506	策略的沉思
20160106	超卖的修复	20190500	"战争"与和平
20160113			2019下半年展望:贸易摩擦的代价
	软弱的对手盘	20190530	
20160125	稳定一个不稳定的市场	20190628	投票的艺术
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪	20190920	中国市场预测权威指南
20160217	历史性的贷款后,三个重要的上限	20191111	展望 2020:静水流深
20160301	增长乏力,则股市疲软	20191230	展望十年:长波中的退潮
20160307	两会周期小阳春	20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20160321	历史性的市场分歧	20200210	新冠肺炎疫情进入拐点;隔离的经济成本
20160418	周期的假像	20200224	放水符
20160503	蚂蚁金服:独角兽的点睛之笔	20200228	瘟疫咒
20160606	市场见底:何时何地	20200302	周期之末,诡异的风险对冲策略
20160613	伟大的中国泡沫:周年的领悟和展望	20200303	周期的韵律
20160627	脱欧后,如何交易中国	20200305	市场危机中,你应该问的问题
20160817	深港通,中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是"避风港"吗?
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告:价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017年展望:微妙的平衡	20200320	希望和奢望
20170124	鸡年大吉:顺流,逆流?	20200323	型 是美联储黔驴技穷,还是市场挣扎寻底?
	* * * * * * * * * * * * * * * * * * * *		
20170307	再通胀交易早已落幕;准备开启防御性轮动	20200330	估测中国失业率 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8
20170324	中国经济周期权威指南	20200406	周期已经见顶,帷幕缓缓而落
20170413	市场价格失灵	20200409	桑德斯的传奇
20170524	新监管下的风险重新定价	20200416	社会的割裂
20170609	下半年展望:要命的不漂亮,漂亮的不要命	20200420	亚洲强国:市场运行至一个历史性转折点;中国将开 始长期跑赢
20170621	A 股入摩:历史性时刻后的思考	20200428	创业板注册制又是一次重要的市場改革
20170714	突破"三套牢"	20200610	2020 年下半年展望:潜龙欲用
20170828	中国经济周期权威指南之二-新高	20200616	美联储垃圾回收计划
20170829	"心"周期	20200706	牛市归来了吗?
20171114	破译低通胀的密码:主要矛盾、社会进步和市场脆弱性	20200713	与牛共舞
20171204	 2018 年展望:无限风光	20200720	3500
20180131	狗年:2017 年的领悟	20200727	政策的信号
20180207	市场危机	20200803	新世界格局里的"双循环"
20180323	非常规贸易战	20200003	中美角力对股市的影响
20180326	1987	20200817	节约粮食的意义
20180409	因战而战	20200824	创业板历史性改革:如何交易,及其意义
20180423	大国博弈	20200909	美股继续暴跌
20180521	2018年下半年展望:乱云飞渡	20200924	美股继续暴跌;美联储称"已尽人事"
20180614	中国投机权威指南	20201120	展望2021:价值王者归来
20180703	何处是底	20210327	价值王者归来进行时
20180723	反弹和见底	20210415	为什么经济跑赢,股票跑输?
20180813	向政策再借一命	20210525	大宗商品的长波:来自三个世纪的证据
20180903	中美周期的冲突	20210607	2021 下半年展望:价值依然王者归来
20181029	救市会成功吗?	20210825	"共同富裕"对中国股市意味着什么?



交银国际

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼 总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义:

买入:预期个股未来12个月的总回报高于相关行业。

中性:预期个股未来12个月的总回报与相关行业一致。

沽出: 预期个股未来12个月的总回报低于相关行业

无评级:对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较,分析员并无确信观点。

分析员行业评级定义:

领先:分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。

同步:分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数一致。

落后:分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。

香港市场的标竿指数为恒生综合指数,A股市场的标竿指数为MSCI中国A股指数,美国上市中概股的标竿指数为标普美国中概股50 (美元)指数



分析员披露

本研究报告之作者,兹作以下声明:i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点幷无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者,他们幷无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认: i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益,除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示幷保证其根据下述的条件下有权获得本报告,幷且同意受此中包含的限制 条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密,幷且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存,或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、幷可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外,交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担当或争取担当幷提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务,或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时,应该留意任何或所有上述的情况,均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此,交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用,而幷非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务 状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关 投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,交银国际证券 亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖 区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写,两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处,则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。