

# 宏观视点

2021年2月3日

## 渐行渐远的出生人口与房价

人口问题影响深远，把握出生人口趋势对判断经济潜在增长率以及利率水平都有重要意义。近两年来，我国出生人口与房价走势出现明显背离。究其原因，人口是个慢变量，而房价是个快变量，短期内房价会受到其他因素的扰动，如政策、流动性等。房价上涨可能会抑制居民的生育意愿，近期房地产政策收紧，加之“房住不炒”的方针，出生人口和房价的背离最终可能会以房价的回落而收敛。

中长期角度，人口增长是支撑经济发展和地产需求的核心要素，其本质源于结婚生子的刚性需求和人口流入带来的新增需求。除严控房价外，继续开放生育政策、提供生育补贴、减免教育费用以及医疗费用等海外经验也值得借鉴。

**关键词** | 人口 房地产

**研究员** | 陈健恒 李雪 吴慧敏

本文参考2021年1月30日中金公司研究部陈健恒、韦璐璐、东旭、朱韦康和李雪已发布的《紧一紧，控杠杆；等一等，莫要愁》

近些年我国出生人口出现了明显回落。理论上，人口增长是支撑经济发展和地产需求的核心因素之一，如果人口趋势性回落，购房需求也难以支撑。但近两年，尤其是 2020 年人口数据下滑的背景下房价依然火爆，出生人口和房价形成鲜明对比。

为探寻人口与房价渐行渐远的原因，我们需要理清几个问题：1) 人口为何下滑，是否会趋势性下滑？2) 为何在人口回落情况下，去年以来全国各地房价仍出现上涨？3) 长期来看出生人口下滑会对地产、消费、经济以及房价产生怎样深远的影响？

## 一、出生人口下滑是否已经形成趋势？

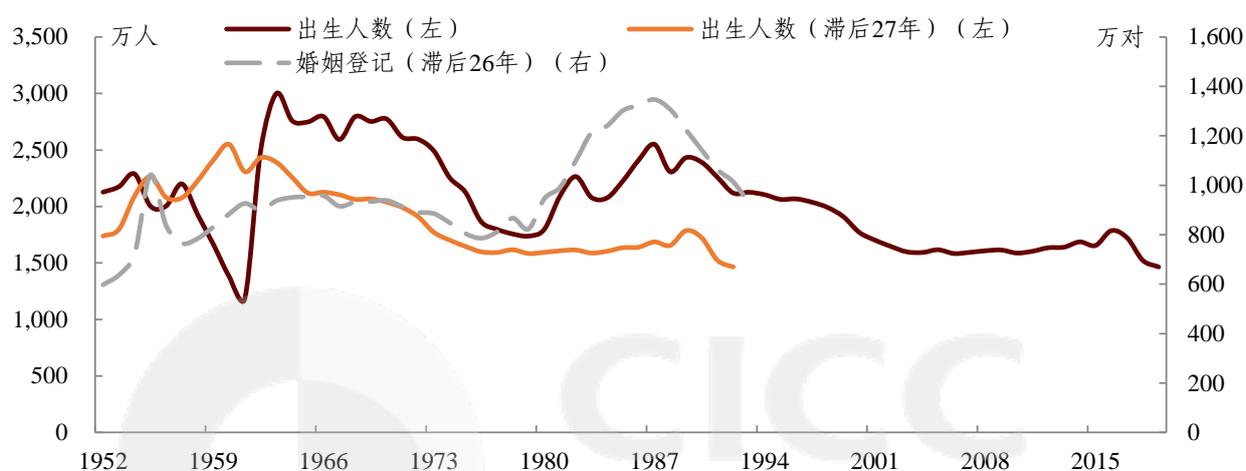
导致人口下滑的因素有很多，其中有一些短期的客观因素，如生肖选择和疫情扰动等。但更需关注中长期视角下人口的影响因素，因为短期的出生人口波动可能会最终消退或者被熨平，但如果出生人口下滑成为趋势性的现象，那么对于地产、经济都会产生深远的影响。

由于结婚一般是生育的前提，因此最直观的影响出生人口的因素是结婚率的下滑。目前来看，我国结婚率下降可能是适婚人口基数下滑以及结婚意愿降低两方面的共同影响。

- 从适婚人口基数的角度看，滞后26年的出生人数跟结婚登记数的相关性较强，可能与我国的平均初婚年龄在25至26岁有关。80年代末开始，我国出生人数开始出现下降的趋势，因此2014年以后我国结婚率也开始回落，并且这个趋势可能仍将持续。此外，人口性别比例失衡也可能造成结婚更加困难。
- 从结婚意愿的角度看，近几年我国适婚人口的结婚意愿下降，初婚年龄以及平均生育年龄普遍后移，其本质是体现了高房价和高生育成本对居民生育意愿的挤出，这个特征在房价和养育成本更高的一线城市更为突出。此外，生育政策也会对育龄人口的生育意愿产生影响。2016年全面开放二胎以来，我国二孩出生人数在2017年出现了明显增长，

一定程度上对冲了一胎人数的下滑。但随着二胎生育需求的逐渐释放以及一孩出生人数持续回落，我国出生人口总数在2016年短暂企稳之后持续下行。因此，开放生育政策对于出生人口的提振效果可能是在边际减弱的。

图表1：结婚和生育受到人口结构的滞后影响



资料来源：万得资讯，中金公司研究部，中金研究院

## 二、为何人口下滑的背景下短期内房价仍上涨？

出生人口回落的背景下房价仍在上涨的原因可能在于人口是个慢变量，但房价是个快变量。影响房价的因素不仅有供给因素，也有需求因素，而需求因素又包括真实的住房需求和投资性需求。因此在短期内，房价容易受到其他因素的干扰。我们认为去年下半年以来房价上涨的逻辑可能有以下几点：

- 疫情导致海外投资需求下滑，进而转化为国内的资产配置需求。
- 全球范围内的疫情难以完全消除，出国留学需求转化为国内的教育需求，因此学区房上涨幅度较大。
- 房贷发放较多，推动了居民加杠杆。但由于政策开始发力落实房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理，严防资金违规流入房地产市场，居民继续加杠杆的能力也会受到制约。目前沪广深等多

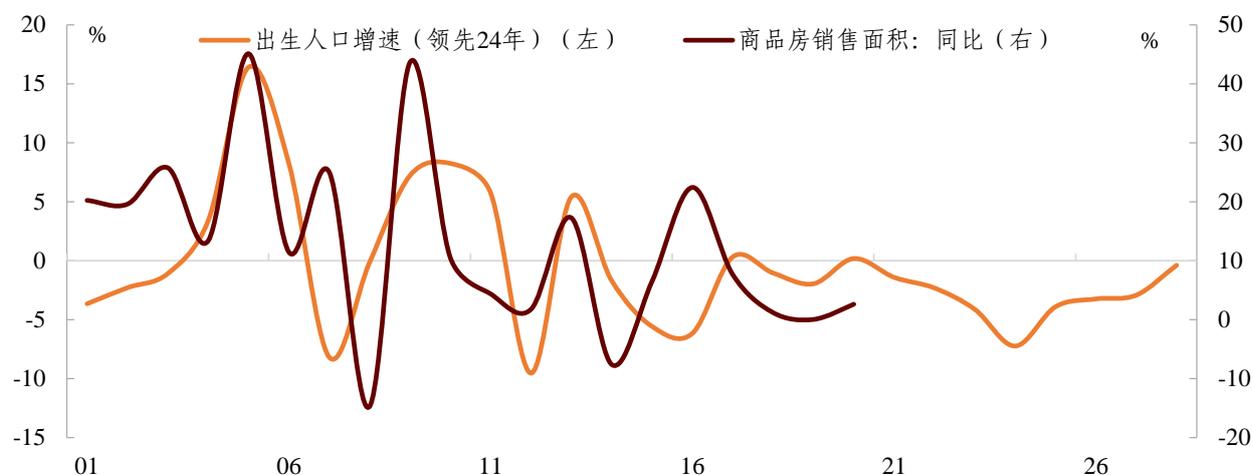
地已经开始收紧房贷，预计今年房地产贷款对于地产支撑将开始减弱。

然而房价上涨势必会对居民购房能力造成更明显的挤出，进一步打压居民的生育意愿，压低出生人口数量。这种房价反噬出生人口也违背了我国坚持的“房住不炒”长期基本方针。因此，如果出生人口下滑，但房价持续上涨，政策也可能会出手抑制房价，这也是近期各级监管以及地方频频出手打压房价，并且把推动公租房建设纳入“十四五”规划的原因之一。

### 三、中长期角度看人口与地产

由于人口主要影响地产的需求端，因此我们从需求端入手分析中长期角度下人口与地产的关系。居民的住房需求分为结婚生育带来的刚性购房需求，以及随着年龄增长和财富积累带来的改善和置换型的居住需求，其中刚需在居民住房需求中占据主导地位。历史上来看商品房销售面积增速与24年前出生人口增速存在一定的相关性，这体现了结婚生子的刚需购房需求的满足。因此如果用领先24年的人口增速推测，未来几年的商品房销售面积增速的中枢可能也将波动下行。

图表2：领先24年的出生人口增速与商品房销售面积走势较为一致



资料来源：万得资讯，中金公司研究部，中金研究院

而从结构上来看，人口流动会对不同区域的房地产市场产生深远影响。既然人口支撑了地产需求，那么理论上人口净流入的地区，房价上涨也会较快。这是因为人口净流入会带动区域的消费、生产等各个维度的经济增长，而且人口流动往往主要体现在20-44岁的劳动人群中，这部分群体会因追求更好的就业机会、教育资源以及医疗条件迁入资源条件更优越的地区，而20-44岁这个年龄段的人口，也是买房的主力军。过去十年，一线城市人口净流入的原因也在于一线城市在教育、医疗、产业资源等较为丰富，吸引了大量的劳动力，因此一线城市过去十年房价累积涨幅也远超过二三线城市。

一个有趣的现象是，北京、上海等一线城市的人口在近几年出现了净流出，而部分二线城市，尤其是都市圈的人口净流入开始加快。这主要是因为北京和上海经济增长主要由金融、互联网等新经济产业驱动，因此近些年政策疏解了较多与目前超大城市定位不匹配的中低端从业者。由于这部分从业者薪资收入水平偏低，购房能力偏弱，因此人口净流出并未对北京和上海经济增长以及房价水平造成明显影响。与此同时，部分一线城市，例如深圳，以及二线城市，例如合肥、武汉等通过加大人才引入力度，支撑了本地新经济产业的快速发展，其经济增速和房价增长在近些年都明显加快。因此从本质看，人口对房价的支撑的原因在于人口流动带来的劳动力支撑了当地的经济实力增长。

从另外一个维度来看，地产也会反过来影响人口。高房价对于出生人口会造成挤出，这也是一线城市，如北京、上海生育率低于三四线城市的原因。因此，高房价也给一线城市人口增长带来的新的挑战，可能这也是近些年一线城市房地产调控难以放松的原因之一。

#### 四、解决人口问题可能还需要更多政策发力

人口问题影响深远，在中长期视角下，出生人口下滑会带动地产的景气度回落，目前人口和房价的背离最终也会因房价的回落而收敛。由于人口下滑会带动地产以及融资需求，以及相关的消费品（如母婴产品、地产后周期的家电、

家具、建材等)需求的下降,经济潜在增长率和利率水平也将长期下行。因此,政策需及时发力应对出生人口下滑,具体来看:

### **(一) 严控房价过快上涨,防止地产泡沫化**

自我国坚持“房住不炒”的定位以来,政策持续发力严控地产泡沫化,尤其是今年以来部分城市如深圳、上海等房价上涨过快,地产调控也全面收紧,严防房价上涨。政策坚定压制房价,可能一定程度上也是因为人口下滑压力下,需通过抑制房价,降低居民的养育成本,这样才能提高居民的生育意愿。

### **(二) 进一步放开生育政策**

对生育政策进行进一步调整,可能也是政策的发力方向之一。近期已经有部分政策陆续出台,例如我国“十四五”规划中提出“优化生育政策,增强生育政策的包容性”,而全国人大也提出“清理各地不合时宜计生法规,停止执行过严处罚处分”。据此我们预计我国生育政策可能会进一步放开。

### **(三) 积极吸取海外国家应对人口老龄化的宝贵经验**

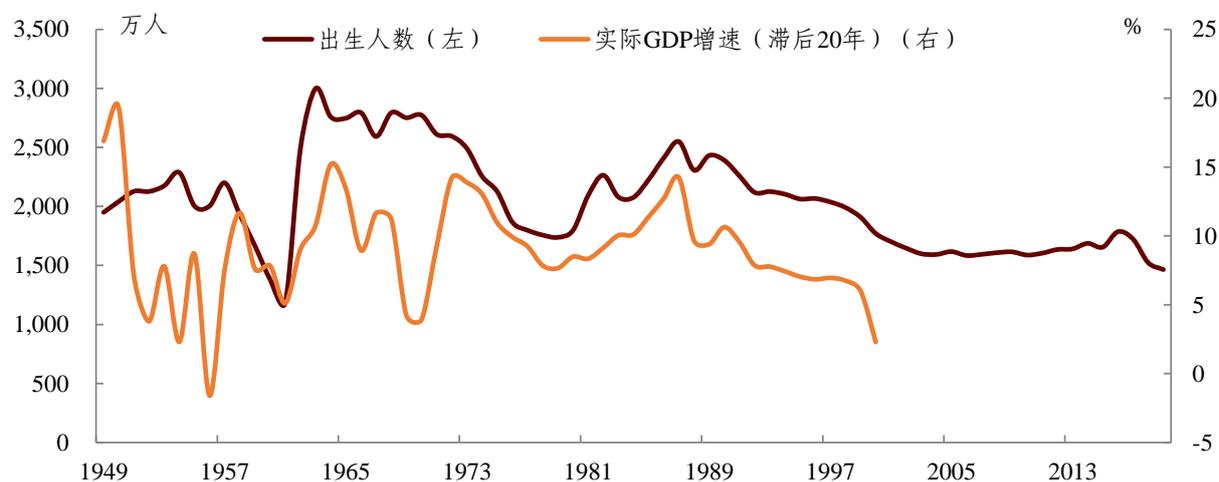
由于日韩等海外国家较我国更早进入老龄化社会,其生育政策可能对我国有一定借鉴意义。总结来看,日韩的生育鼓励政策涵盖以下几个方面:

- 直接补贴: 包括生育补贴、育儿补贴等。
- 针对住房问题: 为低收入的新婚夫妇提供保障性住房,为多子女家庭提供公租房资源等。
- 针对降低教育成本: 日本提出幼儿园教育阶段免费,韩国免收低收入家庭的第三及以上子女的大学学费等。
- 针对降低生育成本: 提出降低新生儿的医疗费用等。
- 其他措施: 出台政策保护孕产期的女性在职场上享有应有的权益。

尽管日韩生育政策并未提振国内出生率,但出生率下滑的斜率有所放缓。

因此，日韩的生育政策可能也为我国后续人口刺激政策的展开提供了一些思路。

图表3：出生人口领先实际GDP增速20年左右



资料来源：万得资讯，中金公司研究部，中金研究院



## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为本文章出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。