



从跨国比较来看我国房地产市场容量

联合资信 工商评级一部 冯磊

自 2022 年以来，我国房地产市场一直处于下行期。尽管自 2024 年四季度以来，一线和强二线城市市场出现了不少积极的企稳迹象，但三四线城市交易量仍未明显回升。

接下来的市场走势如何判断？要准确判断拐点是非常困难的事情，但我们可以研究部分发达国家的房地产市场，以此为基础来判断我国房地产市场的容量和周期内的高点和低谷。

我们选取了美国、日本和德国三个国家的房地产市场作为参照物，并通过 2008 年金融危机之后的交易套数作为比较的基准。通过比较我们得出结论，当 2040 年进入成熟期后，我国房地产市场容量可能为 200 多万套，具体成交量在 100-300 万套之间波动。下行的驱动力主要来自人口数量及结构的变化、商品房占比的下降、市场结构由新房为主向存量房为主的转变等。受此影响，房地产企业也需要改变经营和财务战略，以适应新的行业发展。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



房地产行业经过了前几年的大起大落之后，目前好像又走到了分叉点。房企拿地热情似乎有起色，部分城市房贷利率开始上调。虽然三四线城市成交还没有回升，但不少一线和强二线城市的二手房成交量已经创出近 3、4 年新高。一二线市场回暖也带动了房企的拿地热情，根据克而瑞的数据显示，2025 年 1 月，重点监测 30 家房企单月投资金额（全口径）接近 638 亿元，同比增长 186%，显著好于去年同期。

接下来，市场是延续复苏，还是延续几年来的颓势？政策发力是否已经足够？

短期的市场走势难以预测，但最少我们可以参考国外成熟市场，类比一下看我国的房地产市场的容量到底有多大。确定了市场容量也就是中枢，市场围绕中枢尽管有波动，我们就有了参照系，有了定量的锚，也有了分析的出发点。

一、参照样本选择

首先要确定选取哪些国家作为参照标准。我们选取美国、德国、日本作为样本。

为什么选取成熟国家作为参照系？因为我国目前来看房地产市场已经不再具有高速发展特征，正在快速进入成熟期，目前我国的大中城市无论从居民收入、人口结构还是房屋成交结构都类似于成熟市场。而上述发达国家房地产市场发育成熟，其状况可以给中国房地产市场提供较好的参考。当然上述国家房地产市场也有跟中国差异较大的地方，我们会在下文中阐述。

此外还要确定价格和成交量哪个更有可比性。价格会涉及通胀、汇率等因素，可比性较差，而成交量指标方面单位统一，可比性较强。而成交面积因为涉及到人均居住面积在不同国家差异较大的问题，因此选用套数来做跨国比较更为合理。

从数据的时间序列来说，考虑到 2008 金融危机影响，因此直接选取 2009 年以来的数据作为比较基准，基本能够覆盖一个房地产周期，不会因为房地产的周期性而导致取样偏差。

房地产行业的需求因素受很多因素影响，但从套数的角度来看，长期主要看城镇人口。因此我们从人口总数和城镇化率来计算城镇人口，以新住房成交量作为房地产市场的容量，然后计算每万人成交套数作为参考量来外推中国房地产市场的未来中枢。

考虑到中国的大国粮食安全、农业生产条件、地理条件等，中国城市化率很难达到国外的水平，我们取 75% 为中国成熟期城市化率，根据联合国人口基金驻华代表处预计，2040 年中国人口预计 13.62 亿人，而《中国人口预测报告 2023 版》在中预测假设下（生育率维持在 1.1 左右的水平）预计 2040 年中国人口将为 13.13 亿人，综合两种预测，我们设定大约在 2040 年中国人口为 13.5 亿人，对应城市人口为 10.13 亿人。

二、参照样本分析

（一）美国

要做跨国比较，美国是一定绕不开的国家。作为自由资本主义的代表和第一大经济体，美国房地产市场化率很高，数据丰富齐全。中国在经济体量上已经成为第二大经济体，而且在住房市场的体制上来说，中国与美国类似，都是保障房占比很低，主要依靠市场机制解决住房供需问题的典型。同时，美国与中国相同之处还在于人口的流动性强。因此我们首先来看美国的情况。

基本数据如下：

图表 1 美国人口及新房成交情况

年份	人口（亿人）	城镇化率（%）	成交套数（万套）	城镇人口（亿人）	每万人年成交套数
2009 年	3.07	80.61	37.43	2.47	15.12
2010 年	3.09	80.77	32.13	2.50	12.87
2011 年	3.12	80.94	30.64	2.53	12.13
2012 年	3.16	81.12	36.81	2.56	14.36
2013 年	3.18	81.30	42.98	2.59	16.62
2014 年	3.21	81.48	44.00	2.62	16.82
2015 年	3.23	81.67	50.26	2.64	19.05
2016 年	3.26	81.86	56.05	2.67	21.00
2017 年	3.28	82.06	61.50	2.69	22.85
2018 年	3.30	82.26	61.40	2.71	22.62
2019 年	3.31	82.46	68.48	2.73	25.09
2020 年	3.32	82.70	83.10	2.75	30.27
2021 年	3.33	82.90	77.00	2.76	27.89
2022 年	3.34	83.10	63.70	2.78	22.95
2023 年	3.36	83.30	66.50	2.80	23.76

数据来源：wind，世界银行公开数据，tradingeconomics.com

由上表的数据我们可以得出下表：

图表 2 由美国数据计算所得中国住宅新房需求量

	美国住宅成交量（套/万人）	对应中国住宅成交量（万套）
最大值	30.27	306.59
最小值	12.13	122.91
中位数	21.00	212.76
平均值	20.23	204.91

但美国人口在计入移民后仍呈正增长态势，与我国目前人口已经进入负增长区间具有较大差异。同时，美国住房金融极为发达，购房难度小于我国。同时，美国社会流动性较强，有购房能力的人群流动性高于我国，这些都是美国新房市场较我国更活跃发达的因素。

但美国作为世界大国和中国的战略竞争对手，从产业的完整性和国土面积、甚至人口(美国为发达国家中人口数量最多的国家)等来看，都与中国具有较强的可比性。

(二) 日本

日本与中国最大的相似之处在于人口结构、经济结构、经济发展过程方面，也是最具有参考意义的国家。从人口来看，日本已进入深度老龄化，2023 年 9 月，日本 65 岁以上老年人在总人口中所占比例达到 29.1%。而根据《中国老龄化报告 2024》，从老龄化程度看，2022 年、2023 年我国 65 岁及以上老年人口占比分别为 14.9%、15.4%，已经进入深度老龄化社会，预计到 2040 年我国 65 岁及以上老年人口占比将到达 27.19%。

从经济发展过程和经济结构上来看，日本和中国都是以外向型经济为发展导向发展起来的，第二产业在经济结构中占据重要地位。而在第二产业的产业链上，中国正沿着日本走过的道路往高端攀登。如果顺利的话，在 2040 年中国可能与日本相似，在高端制造业上占据一定地位。

日本的数据如下：

图表 3 日本人口及新房成交情况

年份	人口 (亿人)	城镇化率 (%)	成交套数 (万套)	城镇人口 (亿人)	每万人年成交套数
2009 年	1.28	89.99	7.96	1.15	6.91
2010 年	1.28	90.81	8.47	1.16	7.28
2011 年	1.28	91.07	8.66	1.16	7.44
2012 年	1.28	91.15	9.39	1.16	8.07
2013 年	1.27	91.23	10.53	1.16	9.06
2014 年	1.27	91.30	8.32	1.16	7.16
2015 年	1.27	91.38	7.81	1.16	6.72
2016 年	1.27	91.46	7.70	1.16	6.63
2017 年	1.27	91.54	7.74	1.16	6.66
2018 年	1.27	91.62	8.03	1.16	6.91
2019 年	1.27	91.70	7.07	1.16	6.09
2020 年	1.26	91.78	5.99	1.16	5.17

2021 年	1.26	91.82	7.74	1.15	6.71
2022 年	1.25	91.96	7.30	1.15	6.34

数据来源：wind，世界银行公开数据，日本不动产经济研究所。2023 年成交套数数据未获得。

由日本的数据我们可以得出下表：

图表 4 由日本数据计算所得中国住宅需求量

	日本住宅成交量（套/万人）	对应中国住宅成交量（万套）
最大值	9.06	91.74
最小值	5.17	52.36
中位数	6.82	69.04
平均值	6.94	70.29

但日本与中国不同的是，国土狭小，人口过度集中于大都市，根据日本总务省 2020 年人口普查数据，日本东京、大阪和名古屋三大都市圈人口占比达 52.6%，如此集中的居住必然加大购房难度，抑制日本的房地产需求。此外，日本社会分配较为平均，且社会保障较为发达，也对于房地产市场需求产生抑制。同时，日本的住宅因为处于地震多发带，故都较为坚固，更新需求较弱，对新住宅市场较为不利。

因此，我们认为，以日本的成交量来推算中国房地产市场容量，存在低估的可能。

（三）德国

德国某种意义上来说是我国经济结构和房地产市场调整升级的参照国。从经济结构上来说，德国也是以高端制造业为主导的经济结构，而且以高端材料产业、机械产业等为特点，与我国的产业升级方向有一定相似之处。

同时，德国为社会资本主义的典型国家，在主要经济大国中属于二次分配中的优秀生，其房地产市场发展一直不温不火，没有对经济发展造成明显的影响。其房地产市场租赁和出售市场发展均比较充分，而保障房业务发达，人民住房负担处于较轻的水平。这对于我国改变经济发展方式，加大保障房覆盖面等方面都具有较强的指导意义。

由于数据的可得性，我们使用住宅新开工数据代替住宅成交数据，但该数据存在高估问题，即该数据为包含城市和乡村的总体数据，而德国的特征在于城市化率在成熟经济体中处于较低位置，目前只有 78% 不到，而且城市的规模差异较小，因此，我们用总人口来计算每万人年成交套数。

德国的数据如下：

图表 5 德国人口及房地产成交情况

年份	人口（亿人）	城镇化率（%）	住宅新开工（万套）	城镇人口（亿人）	每万人年成交套数
2009 年	0.82	76.77	17.79	0.62	21.73
2010 年	0.82	76.97	18.77	0.63	22.94
2011 年	0.80	77.16	22.84	0.63	28.44
2012 年	0.80	77.17	23.95	0.63	29.78
2013 年	0.81	77.18	27.04	0.63	33.54
2014 年	0.81	77.19	28.49	0.63	35.17
2015 年	0.82	77.20	30.87	0.63	37.78
2016 年	0.82	77.22	37.56	0.63	45.64
2017 年	0.83	77.26	34.81	0.62	42.10
2018 年	0.83	77.31	34.73	0.62	41.89
2019 年	0.83	77.38	36.06	0.62	43.39
2020 年	0.83	77.40	36.84	0.63	44.28
2021 年	0.83	77.50	38.09	0.63	45.78
2022 年	0.84	77.60	35.44	0.64	42.04
2023 年	0.85	77.77	26.01	0.64	30.70

数据来源：wind，世界银行公开数据，tradingeconomics.com

由德国的数据我们可以得出下表：

图表 6 由德国数据计算所得中国住宅需求量

	德国住宅开工量（套/万人）	对应中国住宅成交量（万套）
最大值	45.78	463.78
最小值	21.73	220.09
中位数	37.78	382.74
平均值	36.35	368.20

德国实行社会主义市场经济，其房地产作为广义上社会保障和福利的一部分，其市场结构与实行房地产行业市场化政策的中国存在较大不同，同时德国的城乡差异较小，人口并未过度向城市集中，且作为一体化欧洲的一部分和领头羊，德国面临的外部环境也好于我国。

但德国经济非常依赖于俄罗斯的低价能源和中国的制造能力，在目前欧盟与俄罗斯关系异常紧张，中美脱钩背景下作为美国盟国与中国关系存在不确定性的情况下，其经济发展可能受到较大影响。

同时，德国从人口上来看并不属于大国，但其属于欧盟体系内最发达的国家，房地产市场需求会在某种意义上被欧盟所放大，其需求更类似于国内一二线城市而非全国平均。

因此，如果以德国的数据来推算中国房地产市场容量，可能存在一定的高估。

三、结论

根据以上三个国家的数据，我们可以计算得到：在成熟期，我国住宅市场年成交量最大值平均数为 287.37 万套，最小值平均数是 131.79 万套，中位数也就是中枢大概在 221.51 万套。

如果按照经济体量、国土面积、城市和乡村结构、房地产市场结构等方面来考虑，美国房地产市场参考性最强，最大值是 306.59 万套，最小值为 122.91 万套，中位数也就是中枢为 212.76 万套。

综上所述，我国房地产市场的成熟期中枢将大概在 200 万套左右，以一套房 100 平方米计算，对应面积为 2 亿平方米左右，而波动的上下限约在 300-100 万套间，也就是成交面积可能在 1 亿-3 亿平方米左右波动。

这是在我国经济能够持续发展，房地产市场能够顺利实现双轨，保障性住房覆盖面达到发达国家的水平的理想状况下的结论。如果仍旧保持目前需求主要由商品房满足的市场结构，需求可能大于上述测算值。同时，如果房地产市场成功实现双轨运行，则商品房市场将集中于中高端，其价格将有所提高。

根据国家统计局数据，2024 年，我国新建商品房销售面积为 9.74 亿平方米，由此可见，在中长期内，新商品房市场的容量中枢将处于下行通道中。而下行的驱动力主要来自人口数量及结构的变化、商品房占比的下降、市场结构由新房为主向存量房为主的转变等。人口方面，我国人口自 2021 年达到峰值后便处于下降状态，而且从人口年龄结构上来看，新生人口虽有波动但处于下降通道中，老龄化程度不断加深。人口绝对数量的下降主要影响对于住房的绝对需求量，而新生人口自 2016 年以来进入快速下行通道，从 1883 万人下降到 2024 年的 954 万人，将在未来较为严重地影响新房的需求量。住房市场的双轨制推进，将加大保障房的覆盖面，对商品房形成负面影响。而随着以前房地产市场的快速发展，存量房已经整体能够满足城镇居民的住房需求，我国房地产市场将进入存量为主的阶段，对于新建商品房的需求也将下降。

那么，这种趋势将会对行业内企业产生何种影响呢？

首先，随着市场容量的缩小，房地产企业必须摒弃在行业高速发展阶段采取的高周转模式。市场状况已经不支持房地产项目的快速去化，市场风险也呈上升趋势，高

周转高杠杆的旧模式已经成为过去式，未来只有加厚自己的安全垫的房地产企业才能幸存，房地产企业的负债率将有明显的下降，周转率也将随之下降。其次，市场容量的缩小将加剧房地产企业的竞争，促使房地产企业打磨自己的产品，提高自己的产品力，产品有特色的房地产企业将从中受益。第三，保障房覆盖率提升，将使商品房市场向中高端转化，郊区大盘的开发模式将被中小地块的精品模式所取代，而主力客群将集中于高收入群体，客户的价格敏感度将下降。高产品力高质高价的房地产企业将受益，而主打性价比的房企可能受负面影响更大。

不能及时调整战略，适应新时期下房地产市场变化的企业，将会被淘汰出局。而部分开发实力不强的房地产企业，可能走上为保障房提供代工服务的道路。

考虑到房地产行业与宏观经济的强相关性，可能影响房地产行业的长期需求的关键因素在于经济结构的调整。如果新质生产力能够快速发展并成为新的主导产业，我们可以成功越过中等收入陷阱，经济增长的改善和收入的提升将有效提高对于房地产的需求，房地产市场的长期容量将明显提高。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenxy@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。