

城镇化的困境之斗

——我国城镇化区域分化破境研究

核心观点：

- **我国城镇化发展区域间分化明显：**2023 年我国城镇化率已达到 66.16%。根据我们的统计，2022 年我国共有 19 个省/自治区的城镇化率低于 60%。部分国家在城镇化率突破 70%后，城镇化水平提升速度才变缓，因此我们认为我国目前的城镇化率水平距离“瓶颈期”尚有距离。
- **我国城镇化发展面临三角困境：**我们通过城镇化结构分化的特点，发现我国区域间城镇发展不均衡面临如下 3 个主要问题。1) 人口流动不平衡、2) 部分区域人口老龄结构不均并与城镇化率分化基本匹配、3) 产业结构不平衡。**城镇化有待提升的区域面临产业发展水平较弱导致吸引人才能力较低、劳动人口净流出**的问题，城镇化水平提升更加困难，因此该类区域陷入三角困境。在我国城镇化相对较低的区域，房地产的投资同比增速同样较弱，因此在三角困境下，该类区域出现城镇化进程和房地产投资的“错配”。在城镇化水平相对较高后，已进入成熟发展阶段的房地产行业与城镇化水平关联度降低，与信贷规模和宏观经济走势的关联度相对更大。
- **城改是城镇化发展的内生变量：**城镇人口的直接提升或可提升城市自身的发展现状。城中村内房屋以居民自建为主，住户居住环境相对较差。根据我们针对深圳市城中村改造的测算，若改造 1 平方公里的城中村，有望释放 30 万方的购房需求和 3.375 万套左右的租房需求。由于禁止大拆大建，根据近年案例，城改逐渐转向产城融合，因此城市的产业升级同样有望得到带动。以东伦敦为例，经过多次改造，东伦敦由外来人口聚集、环境脏乱的社区逐渐发展成炙手可热的东伦敦科技城经济商圈，2024 年 2 月区域内代表社区的月度租金已超过全市平均水平。
- **产业升级成为城镇化发展的重要切入点：**产业结构升级通常伴随技术革新、机械化水平提升等。1960-1989 年，韩国依次通过出口指向型轻工业发展经济、重化工业为中心的资本集约型的经济发展实现产业结构升级。随着工业化进程的加快，大量人口涌入城市，首尔、釜山等城市持续吸纳人口，1988 年首尔的净吸纳人口达到 10 年间的峰值 18.86 万人。
- **投资建议：**我国城镇化达到一定水平后，区域间的分化逐渐凸显，在部分区域面临“三角困境”的背景下，我们认为通过内生变量和外生变量是解决区域间城镇化水平分化的重要方式。内生变量主要为提升城镇化率本身，即通过城改、城市基础设施建设等方式提高城市自身治理水平进而带动城市的产业升级，释放住房需求。外生变量主要为通过经济发展中的城市产业结构变化带动劳动人口流入，提升当地城镇化率。

我们认为头部房企在城中村改造、辅助城市建设等领域具备丰富的经验，该类公司有望展现优秀的运营能力。我们看好：招商蛇口、保利发展、万科 A、龙湖集团；建议关注：1) 涉及旧改的开发标的：华润置地、中国海外发展、越秀地产、城投控股等；2) 优质商业标的：恒隆地产；3) 代建龙头：绿城管理控股；4) 优质物管标的：华润万象生活、中海物业等。

房地产

推荐 (维持)

分析师

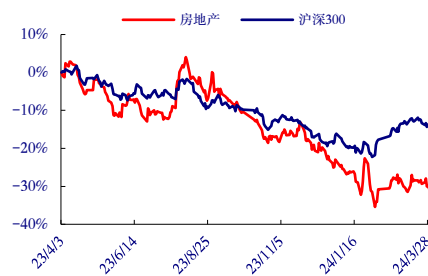
胡孝宇

✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

相对沪深 300 表现图

2024-04-01



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产】销售开工承压，投资降幅有所收窄_2024 年 1-2 月统计局数据点评

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **风险提示：**宏观发展不及预期的风险、政策推进不及预期的风险、城改推进不及预期的风险、产业结构升级不及预期的风险、人口不及预期的风险、物价大幅波动的风险。

目 录

一、我国城镇化发展区域间分化明显.....	4
（一） 我国整体：城镇化率已超 66%	4
（二） 横向对比：我国城镇化水平较瓶颈期仍有距离	5
二、我国城镇化发展面临三角困境.....	6
（一） 什么是城镇化三角困境	6
（二） 城镇化进程与房地产的错配	10
（三） 海外的城镇化与楼市的“错配”	12
三、破境之路 1：城改或为城镇化发展的内生变量.....	14
（一） 城中村是城镇化的灰色地带	14
（二） 深圳每改造 1 平方公里有望释放 30 万方的购房需求	15
（三） 东伦敦城市改造案例	16
四、破境之路 2：产业结构有望成为提升城镇化率的切入点.....	20
（一） 产业升级吸引劳动人口	20
（二） 韩国产业结构升级带动城镇化进程高速发展.....	21
（三） 韩国产业结构带动房地产业发展	25
五、投资建议.....	27
六、风险提示.....	28

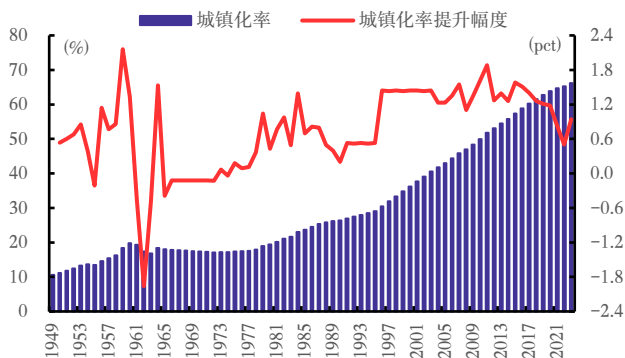
一、我国城镇化发展区域间分化明显

（一）我国整体：城镇化率已超 66%

我国城镇化进程持续推进，城镇化率已超过 66%。2024 年 1 月，统计局指出，“2023 年我国城镇化率为 66.16%；我国的城镇化仍然处在持续发展过程中，近五年城镇化率年均提高 0.93pet，每年都有超过一千万的农村居民进入城镇，新市民的规模较大”。按照城镇人口/总人口计算方法，2022 年、2023 年，我国城镇化率为 65.22%、66.16%，2023 年较 2000 年城镇化率提升 29.94pet。

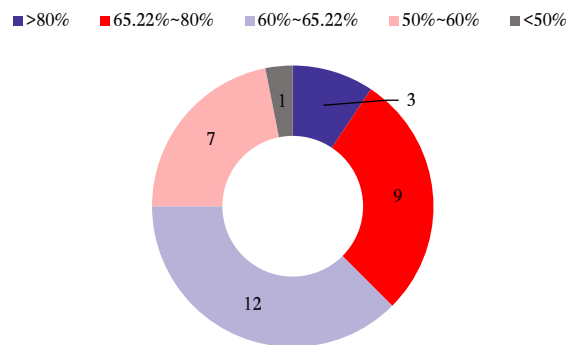
我国 31 个省、自治区、直辖市等区域的城镇化率分化较为明显。2022 年数据显示，80%以上的有三个区域——上海、北京、天津；70~80%区间的有 6 个，分别为广东、江苏、浙江、辽宁、重庆、福建；高于全国整体城镇化率水平但低于 70%的有 3 个区域，分别为内蒙古、宁夏、黑龙江；低于全国整体且高于 60%的有 11 个、城镇化率介于（50%，60%）区间内的有 7 个区域、低于 50%的有 1 个区域。

图1：1949—2023 年我国整体城镇化率及每年城镇化提升程度



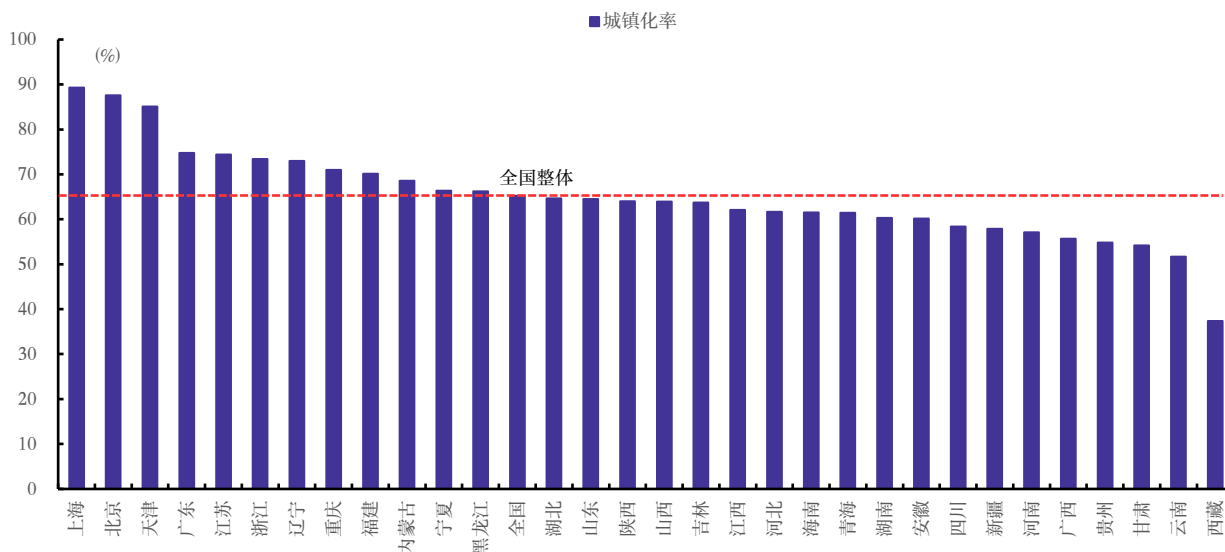
资料来源：，中国银河证券研究院

图2：2022 年不同水平城镇化率对应省份（直辖市）数量



资料来源：统计局，中国银河证券研究院

图3：2022 年各省/自治区/直辖市城镇化率



资料来源：统计局，中国银河证券研究院

注：数据不含港澳台地区

分区域看，华东区域、华北区域、东北区域城镇化率较高，整体高于全国整体 65.22% 的城镇化率水平，华中区域全部低于全国整体水平、西南、西北和华南等区域的大部分区域城镇化水平平均低于全国整体水平。城镇化水平提高空间相对较多的区域为西南、西北、华中等区域，若考虑到少数民族区域，西北和西南两个区域的平均城镇化率不足 60%，华中区域平均城镇化率仅为 60.85%，均具有较高的提升空间。

图4：2022 年按区域划分各省份城镇化率

区域	省份/直辖市	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	城镇化率 (%)
华东	上海	89.33	华北	北京	87.57	东北	辽宁	73	华南	广东	74.79
	江苏	74.42		天津	85.11		黑龙江	66.21		海南	61.49
	浙江	73.38		内蒙古	68.6		吉林	63.72		广西	55.65
	福建	70.11		山西	63.96						
	山东	64.54		河北	61.65						
	平均	74.36		平均	73.378	平均	67.64	平均	63.98		
区域	省份/直辖市	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	城镇化率 (%)	全国整体		
华中	湖北	64.67	西北	宁夏	66.34	西南	重庆	70.96			
	江西	62.07		陕西	64.02		四川	58.35			
	湖南	60.31		青海	61.43		贵州	54.81			
	安徽	60.15		新疆	57.89		云南	51.72			
	河南	57.07		甘肃	54.19		西藏	37.39			
	平均	60.85		平均	60.77		平均	54.65			
									>80		
									66.52~80		
									60~66.52		
									50~60		
									<50		

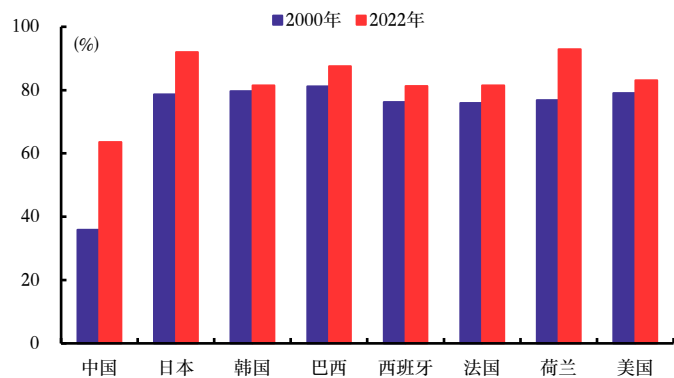
资料来源：统计局，中国银河证券研究院

注：数据不含港澳台地区

（二）横向对比：我国城镇化水平较瓶颈期仍有距离

为了与全球其他国家进行可比口径下的对比，我们选取世界银行披露的数据。2022 年，世界银行口径下我国城镇化率为 63.56%，按照类似水平的城镇化率类比，分别相当于日本 1960 年、韩国 1984 年、西班牙 1967 年、法国 1962 年、荷兰 1976 年的城镇化率。除韩国和荷兰外，日本、西班牙、法国等国家均在第三次工业革命（第三次科技革命）之后。

图5：世界银行口径下部分国家 2000 年、2022 年城镇化率



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

图6：我国目前城镇化率与其他国家相应年份城镇化率比较

国家	城镇化率(%)	年份
中国	63.56	2022
日本	63.27	1960
韩国	63.30	1984
巴西	63.63	1978
西班牙	63.21	1967
法国	63.49	1962
荷兰	63.50	1976
美国*	70.00	1960

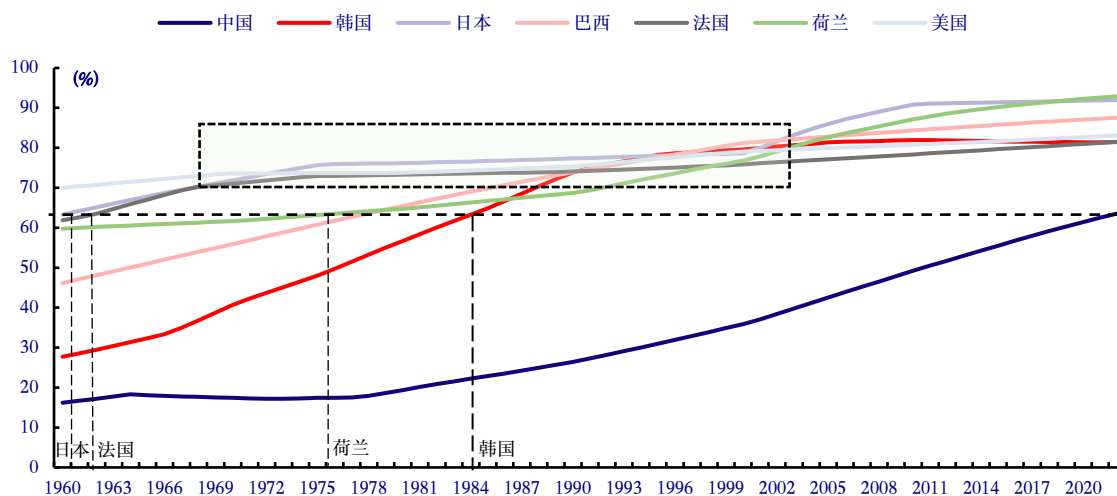
资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

注：美国 1960 年的城镇化率数据与我国目前城镇化率水平相差较多，由于早于 1960 年的数据无法获取，因此将 1960 年数据标注于此

根据 1960 年后的数据，部分国家在城镇化率突破 70% 后，城镇化水平的提升速度显著变缓，尤其在 73%~80% 的区间内，多个国家的城镇化进程推进放缓：如韩国的城镇化率由 60% 突破 70% 耗时 7 年，由 70% 突破 80% 耗时 15 年；法国则分别耗时 9 年、50 年；日本城镇化率由 70% 突破 75% 耗时 8 年，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

由 75%突破 80%耗时 28 年，荷兰的城镇化率由 60%突破 70%耗时 32 年，突破 80%耗时 12 年。**因此，我们认为我国目前的城镇化率水平距离“瓶颈期”尚有距离。**

图7：1960-2022 年部分国家城镇化率



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

二、我国城镇化发展面临三角困境

(一) 什么是城镇化三角困境

按照户籍人口统计，2021 年我国户籍人口的城镇化率为 46.70%，按照同期常住人口统计的城镇化率为 64.72%。常住人口下的城镇化率基于按照居住 6 个月及以上包括一次性居住 6 个月或者一年之内居住过 6 个月以上均为常住人口统计得来。由于劳动力流转加快，农村人口进入城市以后，在城镇打工置业，常住人口口径下统计的城镇化率远高于户籍口径下的城镇化率水平。

我们通过城镇化率结构分化研究人口流动、劳动力人口和产业结构，并发现我国区域间城镇化不均衡的问题较明显。

- 1) **人口流动的不平衡**：城镇化率低的省份人口流出多，城镇化率高的省份人口流入多。由于我国目前人口流动程度较大，常住地址与户籍所在地并不一致。常住人口与户籍人口的差异主要源自人口迁移至其他区域尚未落户，作为外来人口在该区域日常居住。若区域内常住人口超过户籍人口，即外省流入人口多于本省流出人口，因此可视为人口净流入区域；若区域内常住人口不及户籍人口，即本省流出人口多于外省流入人口，因此可视为人口净流出区域。根据 2022 年的人口数据，按照户籍人口/常住人口这一指标，若户籍人口多过常住人口则该区域人口流出：全国共有 18 个省、自治区、直辖市人口净流出，分别是华北区域的内蒙古、山西、河北；东北区域的黑龙江、吉林；华南区域的广西；华中区域的湖北、江西、湖南、安徽、河南；西北区域的陕西、青海、甘肃；西南区域的重庆、四川、贵州、云南。**华东区域各省份人口均为净流入，华中区域、西南区域吸纳人口压力较相对大。**

图8：2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市常住人口与户籍人口比值

区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口
华东	上海	0.607	华北	北京	0.653	东北	辽宁	0.986	华南	广东	0.794
	江苏	0.924		天津	0.852		黑龙江	1.116		海南	0.959
	浙江	0.777		内蒙古	1.010		吉林	1.086		广西	1.138
	福建	0.946		山西	1.018						
	山东	0.998		河北	1.045						
	平均	0.851		平均	0.915		平均	1.06		平均	0.96
区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口			
华中	湖北	1.049	西北	宁夏	0.961	西南	重庆	1.062	<1: 人口净流入 >=1: 人口净流出		
	江西	1.113		陕西	1.034		四川	1.083			
	湖南	1.092		青海	1.004		贵州	1.201			
	安徽	1.162		新疆	0.891		云南	1.029			
	河南	1.169		甘肃	1.115		西藏	0.949			
	平均	1.117		平均	1.001		平均	1.065			

资料来源：，中国银河证券研究院

注：粉色为人口净流入、蓝色为人口净流出，数据不含港澳台地区

我们将 2022 年常住人口和户籍人口数据与各省常住人口的城镇化率共同比较后，发现多数人口净流入的省份具有相对较高的城镇化率，其中人口净流入且城镇化率高于全国当年整体城镇化率 65.22% 的省份/自治区/直辖市有 9 个——华东区域的上海、江苏、浙江、福建，华北区域的北京、天津，东北区域的辽宁，华南区域的广东，西北区域的宁夏。我们到目前城镇化所面临的问题是，城镇化水平较低的区域普遍面临人口净流出的问题。

图9：2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市常住人口与户籍人口比值及城镇化率

区域	省份/直辖市	户籍人口/ 常住人口	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/ 常住人口	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/ 常住人口	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/ 常住人口	城镇化率 (%)
华东	上海	0.607	89.33	华北	北京	0.653	87.57	东北	辽宁	0.986	73	华南	广东	0.794	74.79
	江苏	0.924	74.42		天津	0.852	85.11		黑龙江	1.116	66.21		海南	0.959	61.49
	浙江	0.777	73.38		内蒙古	1.010	68.6		吉林	1.086	63.72		广西	1.138	55.65
	福建	0.946	70.11		山西	1.018	63.96								
	山东	0.998	64.54		河北	1.045	61.65								
	平均	0.851	74.356		平均	0.915	73.378		平均	1.06	67.64		平均	0.96	63.98
区域	省份/直辖市	户籍人口/ 常住人口	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/ 常住人口	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/ 常住人口	城镇化率 (%)				
华中	湖北	1.049	64.67	西北	宁夏	0.961	66.34	西南	重庆	1.062	70.96	户籍人口/常 住人口	人口净流入 人口净流出 >65.22 <65.22		
	江西	1.113	62.07		陕西	1.034	64.02		四川	1.083	58.35				
	湖南	1.092	60.31		青海	1.004	61.43		贵州	1.201	54.81				
	安徽	1.162	60.15		新疆	0.891	57.89		云南	1.029	51.72				
	河南	1.169	57.07		甘肃	1.115	54.19		西藏	0.949	37.39	全国城镇化率 65.22%			
	平均	1.117	60.854		平均	1.001	60.774		平均	1.065	54.646				

资料来源：，中国银河证券研究院

注：粉色为人口净流入或城镇化高于全国平均水平；蓝色为人口净流出或城镇化低于全国平均水平，数据不含港澳台地区

- 2) 部分区域的人口年龄结构不均与城镇化率分化基本匹配。按照老年抚养比=65 岁及 65 岁以上的老年人口数/15~64 岁的劳动年龄人口数的公式，抚养比越高，该区域老年人口占比越高，劳动人口流失越多。2022 年全国整体老年抚养比为 21.83%，其中华中地区、东北地区 and 西北地区的劳动人口占比小、华东区域的上海、江苏、山东同样面临劳动人口占比小的压力。华中区域劳动力流失相对较多同时面临城镇化率较低的问题；西北区域和部分西南区域的省份尽管城镇化率相对较低，但劳动力流失相对较少。

图10：2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市老年抚养比及城镇化率

区域	省份/直辖市	老年抚养比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	老年抚养比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	老年抚养比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	老年抚养比 (%)	城镇化率 (%)
华东	上海	26.09	89.33	华北	北京	20.76	87.57	东北	辽宁	28.77	73.00	华南	广东	13.34	74.79
	江苏	26.29	74.42		天津	24.28	85.11		黑龙江	24.44	66.21		海南	16.19	61.49
	浙江	20.67	73.38		内蒙古	20.40	68.6		吉林	24.84	63.72		广西	20.30	55.65
	福建	17.56	70.11		山西	20.66	63.96								
	山东	25.56	64.54		河北	23.77	61.65								
	平均	23.23	74.36		平均	21.97	73.38		平均	26.02	67.64		平均	16.61	63.98
区域	省份/直辖市	老年抚养比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	老年抚养比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	老年抚养比 (%)	城镇化率 (%)				
华中	湖北	23.85	64.67	西北	宁夏	14.90	66.34	西南	重庆	27.26	70.96	全国老年抚养比 21.83% 比 21.83% 全国城镇化率 65.22%			
	江西	19.42	62.07		陕西	21.42	64.02		四川	27.12	58.35				
	湖南	24.53	60.31		青海	14.70	61.43		贵州	18.71	54.81				
	安徽	23.86	60.15		新疆	11.86	57.89		云南	16.77	51.72				
	河南	22.67	57.07		甘肃	19.80	54.19		西藏	8.49	37.39				
	平均	22.87	60.854		平均	16.54	60.774		平均	19.67	54.646				

资料来源：，中国银河证券研究院

注：粉色为劳动力流失少或城镇化高于全国平均水平；蓝色为劳动力流失多或城镇化低于全国平均水平，数据不含港澳台地区

- 3) 产业结构不平衡问题。城市发展与经济发展密切相关，第二三产业占比的提升带动城市城镇化。若区域第二、三产业占比高，该区域的经济结构更易吸引人才，城镇化进程推进速度加快。按照 2022 年我国不变价 GDP 数据，全国第二、三产业 GDP 占比 92.31%，其中华东区域 5 个省份的第二三产业 GDP 占比均高于全国水平，华中区域、西南区域和西北区域、华南区域、东北区域的多数省份的第二三产业占比不及第二、三产业占比。16 个省份/自治区的第二三产业占比相对较低，并且城镇化率不及全国平均水平。

图11：2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市第二、三产业 GDP 占比及城镇化率

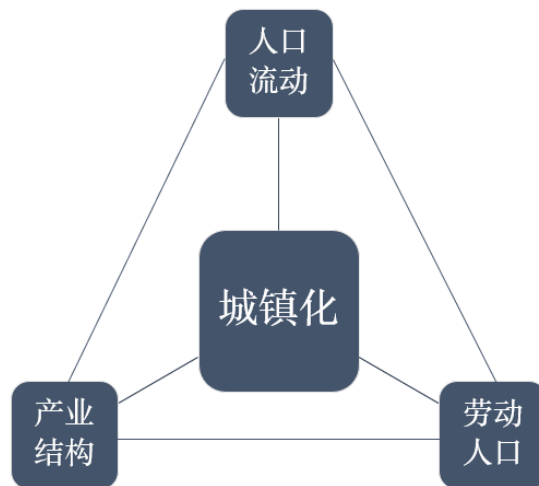
区域	省份/直辖市	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)
华东	上海	99.80	89.33	华北	北京	99.80	87.57	东北	辽宁	91.10	73.00	华南	广东	95.80	74.79
	江苏	96.00	74.42		天津	98.30	85.11		黑龙江	77.30	66.21		海南	79.20	61.49
	浙江	97.00	73.38		内蒙古	88.50	68.6		吉林	87.10	63.72		广西	83.80	55.65
	福建	94.20	70.11		山西	94.80	63.96								
	山东	92.80	64.54		河北	89.60	61.65								
	平均	95.96	74.36		平均	94.20	73.38		平均	85.17	67.64		平均	86.27	63.98
区域	省份/直辖市	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)				
华中	湖北	90.70	64.67	西北	宁夏	92.00	66.34	西南	重庆	93.00	70.96	全国第二三产业占比 92.31% 比 92.31% 全国城镇化率 65.22%			
	江西	92.40	62.07		陕西	92.10	64.02		四川	89.50	58.35				
	湖南	90.50	60.31		青海	89.40	61.43		贵州	85.80	54.81				
	安徽	92.20	60.15		新疆	85.90	57.89		云南	86.20	51.72				
	河南	90.50	57.07		甘肃	86.50	54.19		西藏	91.50	37.39				
	平均	91.26	60.85		平均	89.18	60.77		平均	89.20	54.65				

资料来源：，中国银河证券研究院

注：粉色为第二三产业占比相对低或城镇化低于全国平均水平，蓝色为第二三产业占比相对高或城镇化高于全国平均水平，数据不含港澳台地区

由此，我们认为城镇化率的提升面临“三角困境”。通常，在城镇化率较高的区域，通常第二、三产业占比较高，凭借良好的产业结构、较高的经济发展能力、较好的城市治理能力吸引人才发展，因此劳动人口与老年人口的比例更加健康；在城镇化率较低的区域，产业发展水平相对弱，劳动人口赴其他区域成为流动人口，老龄人口占比相对较高，城市治理和发展能力相对较弱，城镇化提升能力因此较弱。后者陷入困境三角：城镇化有待提升的区域，面临产业发展水平较弱吸引人才能力较低、劳动人口持续流出的问题，导致城镇化水平提升更加困难，因此陷入三角困境。

图12：城镇化三角困境



资料来源：中国银河证券研究院

根据我们整理 2022 年的四维度数据，我们发现 31 个省/自治区/直辖市中 7 个省份陷入城镇化的三角困境，即户籍人口少于常住人口——人口净流出、老年抚养比高于全国均值——劳动力流出、第二第三产业占比不足全国均值——产业结构待升级，包括河北省、吉林省、湖北省、湖南省、安徽省、河南省、四川省，尽管黑龙江省同样面临人口流出、劳动力流出、产业结构待升级的问题，但由于工业化完成较早，区域的城镇化水平相对较高，因此未归类至三角困境中。

图13：2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市城镇化率水平与人口流动、劳动人口流失、产业结构比例

区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	老年抚养比 (%)	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	老年抚养比 (%)	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)
华东	上海	0.607	26.09	99.80	89.33	华北	北京	0.653	20.76	99.80	87.57
	江苏	0.924	26.29	96.00	74.42		天津	0.852	24.28	98.30	85.11
	浙江	0.777	20.67	97.00	73.38		内蒙古	1.010	20.40	88.50	68.6
	福建	0.946	17.56	94.20	70.11		山西	1.018	20.66	94.80	63.96
	山东	0.998	25.56	92.80	64.54		河北	1.045	23.77	89.60	61.65
	平均	0.851	23.23	95.96	74.356		平均	0.915	21.97	94.20	73.378
区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	老年抚养比 (%)	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	老年抚养比 (%)	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)
东北	辽宁	0.986	28.77	91.10	73	华南	广东	0.794	13.34	95.80	74.79
	黑龙江	1.116	24.44	77.30	66.21		海南	0.959	16.19	79.20	61.49
	吉林	1.086	24.84	87.10	63.72		广西	1.138	20.30	83.80	55.65
	平均	1.06	26.02	85.17	67.64		平均	0.96	16.61	86.27	63.98
区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	老年抚养比 (%)	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	老年抚养比 (%)	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)
华中	湖北	1.049	23.85	90.70	64.67	西北	宁夏	0.961	14.90	92.00	66.34
	江西	1.113	19.42	92.40	62.07		陕西	1.034	21.42	92.10	64.02
	湖南	1.092	24.53	90.50	60.31		青海	1.004	14.70	89.40	61.43
	安徽	1.162	23.86	92.20	60.15		新疆	0.891	11.86	85.90	57.89
	河南	1.169	22.67	90.50	57.07		甘肃	1.115	19.80	86.50	54.19
	平均	1.117	22.87	91.26	60.854		平均	1.001	16.54	89.18	60.774
区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	老年抚养比 (%)	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	户籍人口/常住人口					
西南	重庆	1.062	27.26	93.00	70.96		人口净流入	全国老年抚养比21.83%	<21.83		
	四川	1.083	27.12	89.50	58.35		人口净流出		>21.83		
	贵州	1.201	18.71	85.80	54.81		>92.31	全国城镇化率65.22%	>65.22		
	云南	1.029	16.77	86.20	51.72		<92.31		<65.22		
	西藏	0.949	8.49	91.50	37.39						
	平均	1.065	19.67	89.20	54.646						

资料来源：，中国银河证券研究院

注：粉色为人口净流入或劳动力流失少或第二第三产业占比高或城镇化高于全国平均水平，蓝色为人口净流出或劳动力流失多或第二第三产业占比较低或城镇化低于全国平均水平，数据不含港澳台地区

我们根据城镇化三角困境的三要素筛选分类 31 个省份，其中困境因素包括人口流动、劳动人口、产业结构三个因素，若人口净流出、老年抚养比高于全国均值或第二三产业占比低于全国均值，则认为该维度陷入困境。根据以上筛选标准，全国仅有 3 个省份/自治区/直辖市具有良性健康，包括北京、广东、浙江、福建。

图14：城镇化三角困境省份分布

区域	华东					东北			华中					西南				
省份/直辖市	上海	江苏	浙江	福建	山东	辽宁	黑龙江	吉林	湖北	江西	湖南	安徽	河南	重庆	四川	贵州	云南	西藏
区域	华北					华南			西北					省份数量	4	10	9	8
省份/直辖市	北京	天津	内蒙古	山西	河北	广东	海南	广西	宁夏	陕西	青海	新疆	甘肃	困境因素	0	1	2	3

资料来源：中国银河证券研究院

注：困境因素包括人口流动、劳动人口、产业结构三个因素，人口净流出、老年抚养比高于全国均值、第二三产业占比低于全国均值则认为该维度陷入困境，数据不含港澳台地区

（二）城镇化进程与房地产的错配

房地产投资开发与城镇化进程关联度高：1）农业人口居住区域以城郊区域自建房为主，棚改后农业人口需购置商品房或于安置房居住；2）拆迁后的土地重新按居住、工业或商业属性建设，需房地产投资开发建设；3）城市内发展工业、商业需房地产开发建设完成。因此，城镇化水平相对较低的区域，通常会通过房地产投资加速城镇化，既提高经济发展能力，又拉高城镇化率。

由于我国部分区域出现如上文所述的“城镇化三角困境”，城镇化相对较低的区域房地产投资同比增速较弱，因此三角困境下，整体出现城镇化进程和房地产投资的“错配”。根据 2022 年数据，全国整体房地产开发投资同比增速-10%，出现城镇化和房地产投资“错配”即城镇化率水平较高、房地产投资增速相对较高以及城镇化率水平较低、房地产投资增速相对较低的省份有 12 个——上海、江苏、浙江、北京、吉林、海南、广西、江西、河南、青海、新疆、贵州、云南、西藏。

图15：12 省份城镇化进程与房地产投资错配

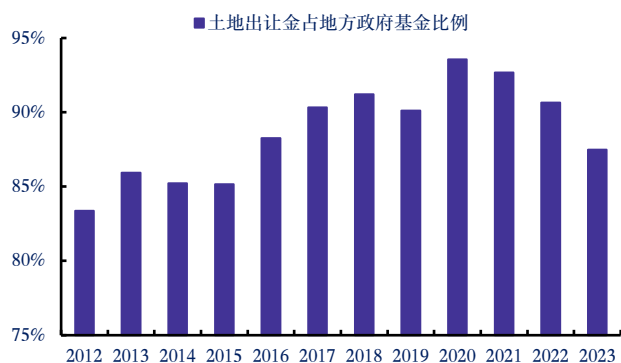
区域	省份/直辖市	房地产投资同比增速 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	房地产投资同比增速 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	房地产投资同比增速 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	房地产投资同比增速 (%)	城镇化率 (%)
华东	上海	-1.10	89.33	华北	北京	1.00	87.57	东北	辽宁	-18.60	73.00	华南	广东	-14.30	74.79
	江苏	-7.90	74.42		天津	-23.20	85.11		黑龙江	-32.80	66.21		海南	-16.00	61.49
	浙江	4.40	73.38		内蒙古	-20.70	68.6		吉林	-34.10	63.72		广西	-38.20	55.65
	福建	-11.00	70.11		山西	-9.30	63.96		平均	-28.50	67.64		平均	-22.83	63.98
	山东	-6.00	64.54		河北	-0.80	61.65								
	平均	-4.32	74.36		平均	-10.60	73.38								
华中	湖北	0.80	64.67	西北	宁夏	-10.10	66.34	西南	重庆	-20.40	70.96	全国	房地产投资同比-10%	>-10	
	江西	-12.60	62.07		陕西	-4.20	64.02		四川	-4.20	58.35		城镇化率	<-10	
	湖南	-4.60	60.31		青海	-33.10	61.43		贵州	-28.90	54.81		全国城镇化率	>65.22	
	安徽	-6.20	60.15		新疆	-22.80	57.89		云南	-26.90	51.72		65.22%	<65.22	
	河南	-13.70	57.07		甘肃	-2.90	54.19		西藏	-57.30	37.39				
	平均	-7.26	60.85		平均	-14.62	60.77		平均	-27.54	54.65				

资料来源：中国银河证券研究院

注：标红为城镇化和房地产开发投资错配省份，粉色为房地产投资同比增速高于全国平均或城镇化水平高于全国平均，蓝色房地产投资同比增速低于全国平均或城镇化水平低于全国平均，数据不含港澳台地区

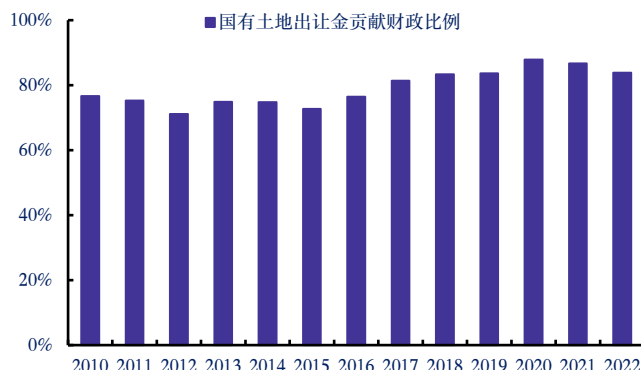
城镇化与房地产投资的错配与地方对土地财政的依赖有密不可分的关系。我们统计按照土地出让金统计土地财政的贡献，按全国口径统计，地方国有土地使用权出让收入占地方本级政府性基金收入比例在 90%左右，全国土地出让金收入占全国政府性基金收入的比例维持在 80%以上。

图16：2012-2023 年土地出让金占地方政府基金比例



资料来源：，中国银河证券研究院

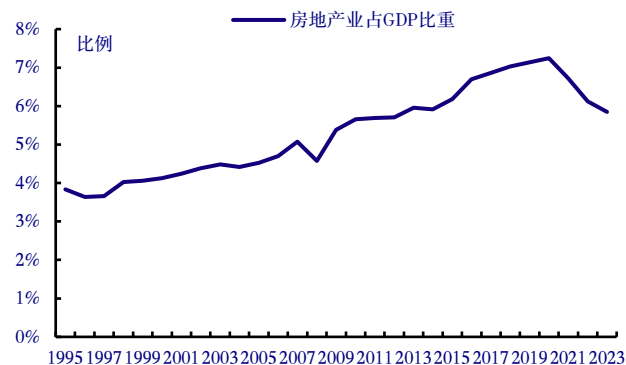
图17：2010-2022 年国有土地出让金贡献财政比例



资料来源：，中国银河证券研究院

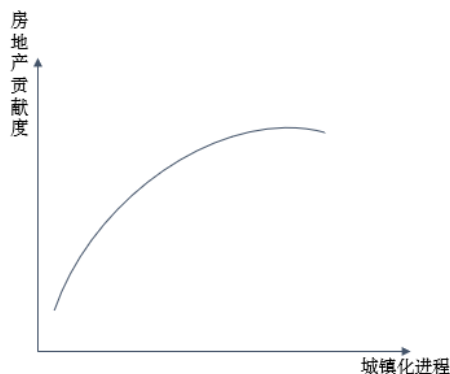
通常城镇化达到一定程度后，房地产对经济的贡献比例应逐渐下降：1）城市城镇化进程中，土地收储（包括拆迁）会形成地一>楼的建设红利，由于待建的收储用地规模逐渐下降，建设红利边际下降。2）城市城镇化进程中，农业产业逐渐转移，工业制造业产值所占比例逐渐抬升，进而第三产业服务业金融业等产业迅速发展，因此土地一>楼市对经济贡献比例触顶下降。

图18：1995-2023 年房地产业占 GDP 比重



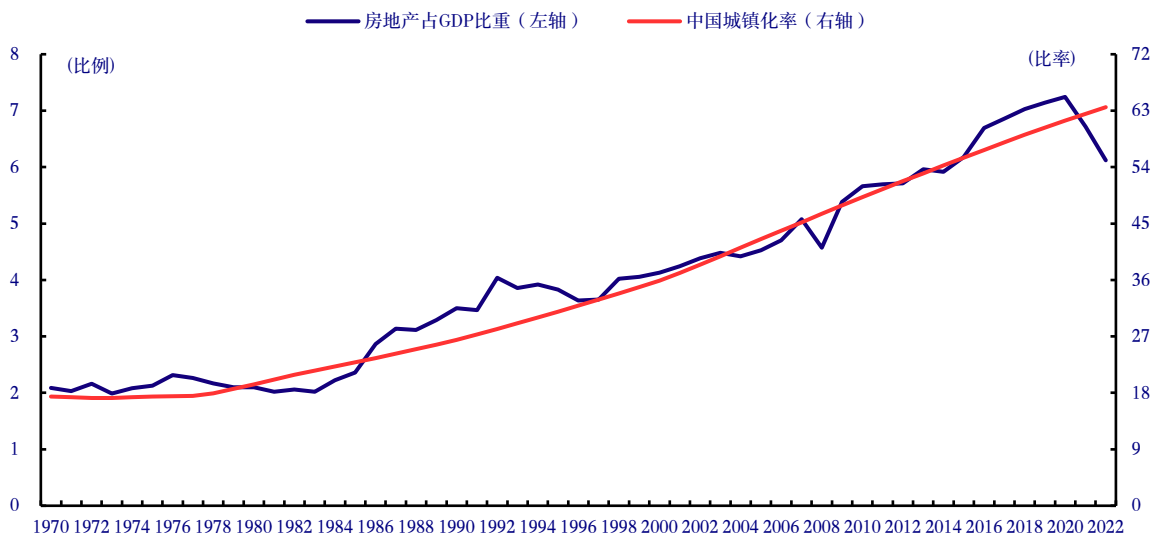
资料来源：，中国银河证券研究院

图19：房地产对经济贡献度与城镇化进程



资料来源：，中国银河证券研究院

图20：中国的房地产占 GDP 比例和城镇化率比较



资料来源：，中国银河证券研究院

注：左轴为房地产占 GDP 比例、右轴为城镇化率

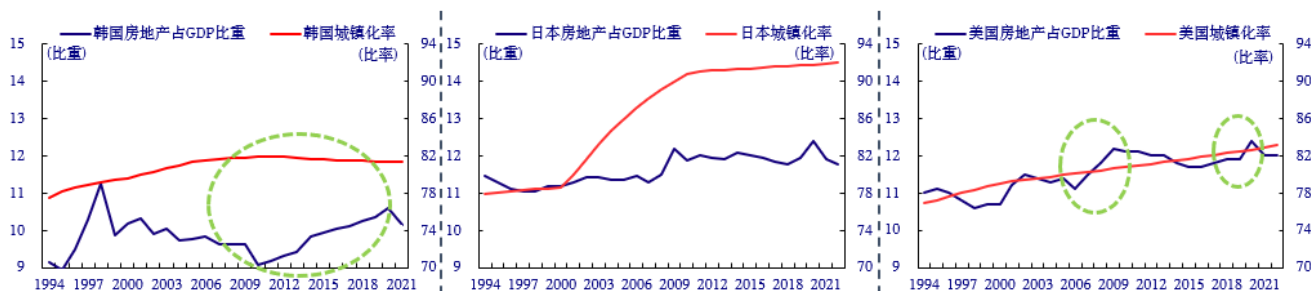
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

11

（三）海外的城镇化与楼市的“错配”

在城镇化发展到较高水平后，房地产与城镇化的关联度下降。我们将我国与海外日本、韩国、美国等国家的城镇化、房地产业占 GDP 比重类比。2022 年我国城镇化率为 63.56%，韩国 1984 年城镇化率为 63.30%，二者对应的当年房地产业占 GDP 比重分别为 6.12%、5.36%。当日本、韩国、美国等国家的城镇化率普遍高于 80% 时，房地产业占 GDP 比例普遍高于 10%，这与我们认为的城镇化达到一定水平后房地产业对 GDP 贡献占比下降有所背离。尤其在韩国、美国城镇化发展较为平稳的阶段（如韩国 2010-2020 年、美国 2006-2009 年、美国 2019-2020 年），房地产占 GDP 比重在经过较长期的下滑后重新走高。

图21：韩国、日本、美国的房地产占 GDP 比例和城镇化率比较

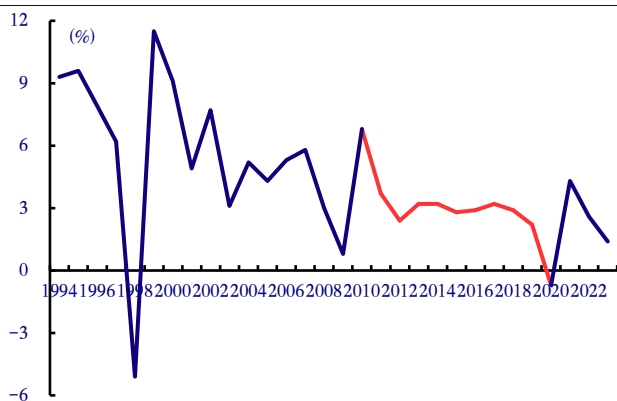


资料来源：，中国银河证券研究院

注：考虑到数据的完整性和可比性，为统一比较周期，周期均选择 1994 年-2022 年，其中韩国的 GDP 相关数据为变价、日本和美国 GDP 相关数据为不变价

将韩国和美国房地产占 GDP 比重与城镇化率错配的时间阶段截出后，我们发现房地产与城镇化错配的时间阶段与 GDP 增速变缓的阶段匹配，即在经济增速放缓下，出现房地产对经济总量的占比提升的情况。针对房地产对经济“贡献度”提升，我们认为或主要由于如下三方面原因导致。1）按照经济发展周期，经济待复苏阶段低利率背景下信贷扩张带动房地产行业供给端增长、经济增速提升居民可支配收入增加需求端增长，因而行业整体快速发展。2）经济发展增速变缓后，房地产的增加产值占比相对提高，但房地产行业增加值并未实现高速增长，仅高于同期 GDP 增速。3）在经济由衰退向复苏转变的年份，如美国和韩国分别在 2010 年和 2021 年实现 GDP 同比增速由负转正的复苏，当年房地产占 GDP 比重下降。

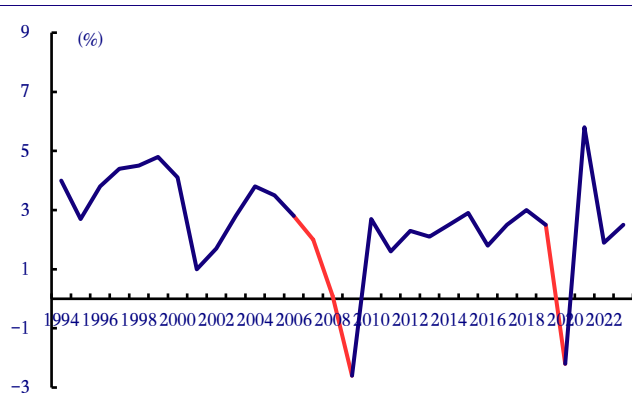
图22：1994-2023 年韩国 GDP 增速



资料来源：，中国银河证券研究院

注：GDP 数据为不变价数据，标红为房地产 GDP 占比与城镇化率错配阶段

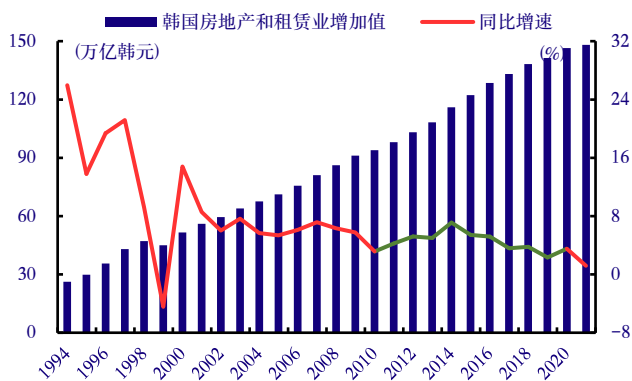
图23：1994-2023 年美国 GDP 增速



资料来源：，中国银河证券研究院

注：GDP 数据为不变价数据，标红为房地产 GDP 占比与城镇化率错配阶段

图24：1994-2021 年韩国房地产业增加值及同比增速

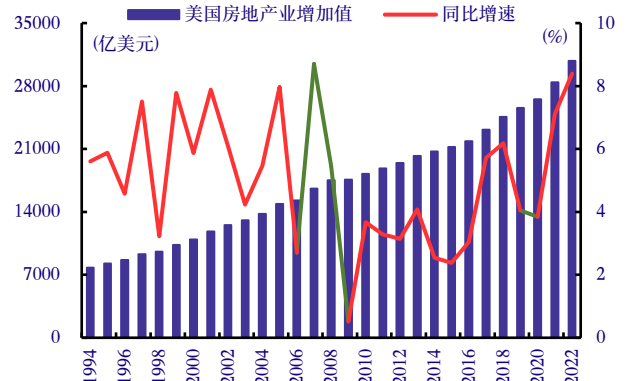


资料来源：，中国银河证券研究院

注：GDP 数据为不变价数据，标绿为房地产 GDP 占比与城镇化率错配阶段

实际上，经济增速放缓下，已进入行业发展成熟期的房地产行业对经济总量的占比提升通常与前期信贷扩张有关。在经济爆发增长的中后期，需求侧：在财富的累积效应下，居民收入增加，居民对房产等投资性资产的购置欲望提升；供给侧：由于房地产行业是重资产的资金密集型行业，因此房地产行业的扩张与收缩通常与信贷挂钩。在信贷扩张期，房企通常加杠杆扩张资产负债表规模，因此房地产行业在信贷较为放松的经济爆发中后期得以实现较快速增长。在 2008 年全球经历金融危机的背景下，各国均开始极度宽松宏观经济政策刺激经济，全球经济因此逐步走出衰退。其中，美国实施量化宽松的货币政策，如在利率降至接近 0 的水平的基础上，通过增加 AMBS（机构抵押支持证券）给住房抵押贷款和住房市场更大的支持等；韩国分别在 2009 年 1 月、2 月下调基准利率 50 个 bp 至 2% 的当时历史最低水平。

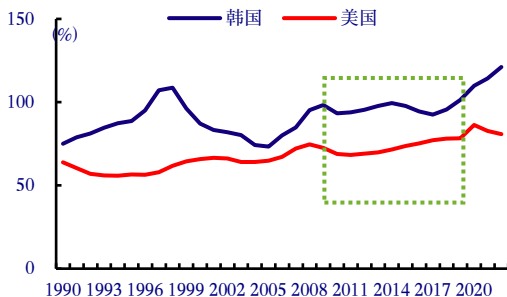
图25：1994-2022 年美国房地产业增加值及同比增速



资料来源：，中国银河证券研究院

注：GDP 数据为不变价数据，标绿为房地产 GDP 占比与城镇化率错配阶段

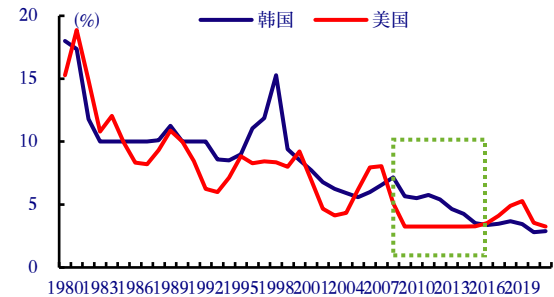
图26：1990-2022 年韩国和美国非金融企业的杠杆率



资料来源：，中国银河证券研究院

因此，在城镇化率达到一定水平后，房地产行业的发展通常与城镇化率的关联度不大，更多与信贷扩张和宏观经济走势有关。

图27：1980-2021 年韩国和美国贷款利率



资料来源：，中国银河证券研究院

图28：进入成熟阶段后的房地产行业与信贷的关系



资料来源：中国银河证券研究院

结合海外国家的发展历程，我们发现城镇化靠外生变量突破主要面临的困境因素包括人口流动不平衡、劳动力结构分配不均衡、产业结构不平衡，其中产业结构或可间接解释人口流动和劳动力结构的现状。城镇化同样可以靠内生变量提升，即城镇人口提升，或提升城市自身发展现状。因此，我们认为城镇化的破境之路主要有两条——城镇自身发展的内生变化、产业结构升级的外生变化。

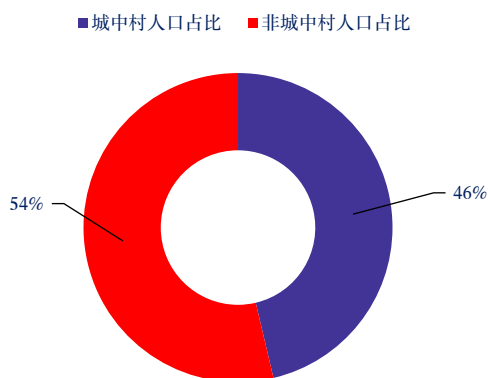
三、破境之路 1：城改或为城镇化发展的内生变量

（一）城中村是城镇化的灰色地带

根据城镇化的计算方式：城镇常住人口/全部人口，其中城镇人口是指居住在城镇范围内的全部常住人口。按照我国《统计上划分城乡的规定》，以我国市镇建制和行政区划为基础，以民政部门确认的居民委员会（社区）、村民委员会即类似村级区域为对象，以政府驻地的实际建设与周边区域连结状况为依据，认定城镇和乡村。而城中村是指城市建成区范围内保留的实行农村集体所有制和农村经营体制的地区，即城市中的村庄，一些村落被划入城市行政范围内。因此，在计算城镇常住人口包含城市行政范围内的城中村人口。

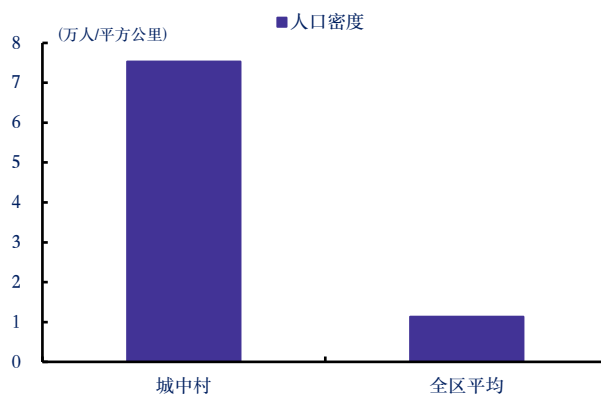
城中村由于居住环境相对较差、租金相对较低，原住民和外来人口密度较大。城中村内居民楼以村民自建为主，目前城中村主要面临的问题是城中村内居住条件与周边环境较差，如各自建房的楼间距狭窄、部分城中村居民用电价格较商品住宅用电高，卫生条件较差等。由于居住环境相对较差，租金相对低廉，城中村内村民自建房的房间多由外来务工人员租住。以深圳市宝安区为例，根据宝安区政协披露，2016 年宝安区的城镇化率达到 100%。根据公开资料数据显示，截至 2020 年 11 月，深圳宝安区共有 432 个城中村，城中村面积 27.6 平方公里，城中村人口 208 万人，人口密度为 7.53 万人/平方公里，城中村人口占全区人口比例 46.3%、城中村人口密度是宝安区全区人口密度 1.13 万人/平方公里的 6.66 倍。假设将城中村人口按照“非城镇人口”处理计算，则 2020 年宝安区的“城镇化率”不高于 53.7%，即从居住环境和人口密度等维度考量，“城镇化”有望持续推进仍然具有可观的提升空间。

图29：2020 年深圳市宝安区城中村人口占比



资料来源：澎湃网，宝安区统计年鉴，中国银河证券研究院

图30：2020 年深圳市宝安区城中村人口密度和全区平均人口密度



资料来源：澎湃网，宝安区统计年鉴，中国银河证券研究院

按照城市能级划分，城中村人口吸纳能力随着城市能级的下降而减弱。高能级城市由于自身的产业结构健康、就业机会丰富且灵活，对流动人口的吸引力大，因此高能级城市的城中村的人口吸纳能力较弱；低能级城市自身面临人口流动的困境，城中村内以留守老人儿童居多，同时外来人口占比比较低，人口吸纳能力有限。

图31：广州海珠区城中村改造图



资料来源：广州市海珠区政府官网，中国银河证券研究院

（二）深圳每改造 1 平方公里有望释放 30 万方的购房需求

在 2023 年 7 月 21 日的《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》中提到，积极推进城中村改造，并提到超大特大城市是当前推进城中村改造的主要范围。由于超大特大城市以一线城市和高能级城市为主，对人口吸纳能力较高，因此在此类城市进行城中村改造有望稳固城市住房需求、产业结构再升级。

以深圳为例，截至 2022 年底，深圳全市以自然村为单位的城中村单元共计 2042 个，总建面 2.2 亿平方米，居住人口占全市人口的 60%，若全部城中村均纳入城中村改造范围内，假设全部常住人口没有外流，则“城镇化率”有望得到较大的上升。

我们假设按照城中村拆迁征地并且安置居民住房需求的方式来测算相应的住房需求。若改造上文提到的深圳市宝安区 1 平方公里的城中村，即对应约 7.5 万人的城中村居民需要解决住房需求，按照人均住房面积 40 平米粗略计算，即 300 万平方米的住房需求被释放。假设城中村内产权所有人：租户住户比例为 1:9，即短期有望释放 30 万平方米的安置房建造以及 270 万平方米的租赁需求。**30 万方安置房建造部分**，按照商品房住宅容积率 3.0 计算，即相当于 2 个中型商品房住宅小区开发项目。

针对租赁需求，2020 年广东省平均家庭规模为 2.83 人/户，考虑到租赁住房多以新市民、青年人为主，家庭规模相对较低，按照家庭规模 2 人/户测算 6.75 万人的租住需求，即 3.375 万套（户），其中单租房间按屋内所有房间合计为整租计算。2022 年，宝安区“十四五”规划重提到全区计划建设筹集保障性租赁住房不少于 7.0 万套（间）、供应保障性租赁住房不少于 3.4 万套（间）。按照如上测算，深圳市宝安区 1 平方公里的城中村改造有望释放 3.375 万套（户）的租赁住房需求，超过“十四五”规划中对于保障性租赁住房的供应计划。

表1：若改造 1 平方公里的城中村改造释放需求预估

	产权所有人	租户
合计居住人数	二者合计 7.5 万人	
改造创造住房需求的人数	0.75 万人	6.75 万人
释放住房需求	30 万平方米	3.375 万套（户）
体量	2 个中型商品房住宅小区	超过宝安区“十四五”规划计划供应保障性租赁住房 3.4 万套（间）

资料来源：澎湃网，宝安区统计年鉴，宝安区住建局，中国银河证券研究院

除了释放居住需求带动地产产业链发展，城改还可以带动产业升级。由于禁止大拆大建，根据近年城中村改造的案例，城中村的改造逐渐向产城融合靠拢，上海浦东塘镇小湾村、暮二村等地块改造自 2023 年 5 月提上日程。这是上海首个以产业项目为主带动的“城中村”改造项目，改造后小湾村有望释放近 100 万平方米产业用地，将全面融入金谷智能终端特色产业园区发展，打造智能制造千亿产业集群，并实现“金谷金城产城融合项目”。

图32：上海浦东新区塘镇规划图



资料来源：浦东发布官方公众号，中国银河证券研究院

（三）东伦敦城市改造案例

1. 英国东伦敦介绍

以英国为例，东伦敦是工业革命的发源地，具有密集的港口和工厂，聚集了大量的外来人口和底层劳工，东伦敦至今已历经多次重要的改造。

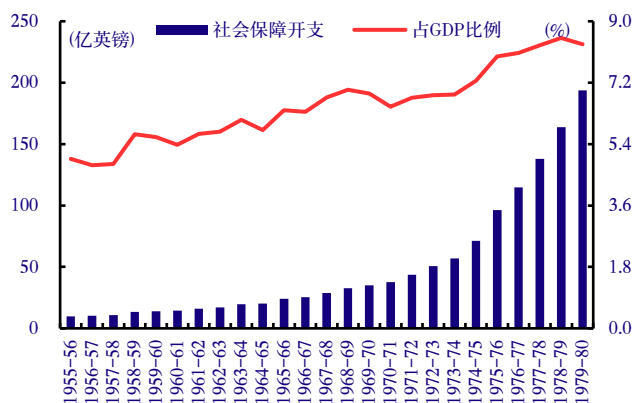
图33：1886-1903 伦敦地区贫困地图



资料来源：LSE，中国银河证券研究院

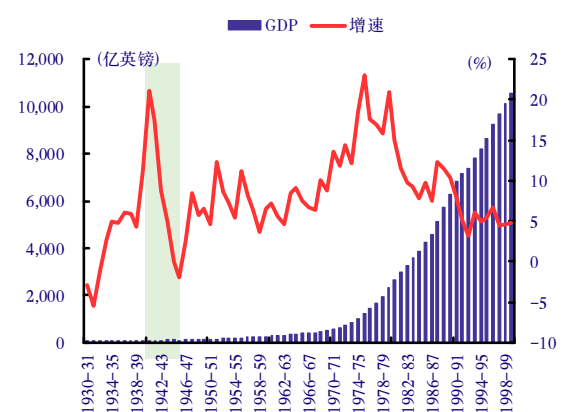
由于二战给英国政府留下了较大的财政压力，1946-1947 年，外债占 GDP 比例接近 250%。随着战争的结束，英国政府将 1945 年后的英国归为福利国家，提高居民福祉并加大医疗、教育、社会福祉等支出，政府开支占 GDP 比重由二战前的 27% 提高到二战后的 42%。在福利国家的前提下，政府开始实施福利政策，如改善居民居住环境。伦敦东区是工业革命的发源地，具有密集的港口和工厂，聚集了大量的外来人口和底层劳工，二战后，东伦敦社区逐渐陷入脏、乱、差的境地。在如上政府为居民提高福利福祉的背景下，20 世纪 50 年代后，政府针对东伦敦进行早期改造。

图34：1955-1980 年英国社会保障开支规模及占 GDP 比例



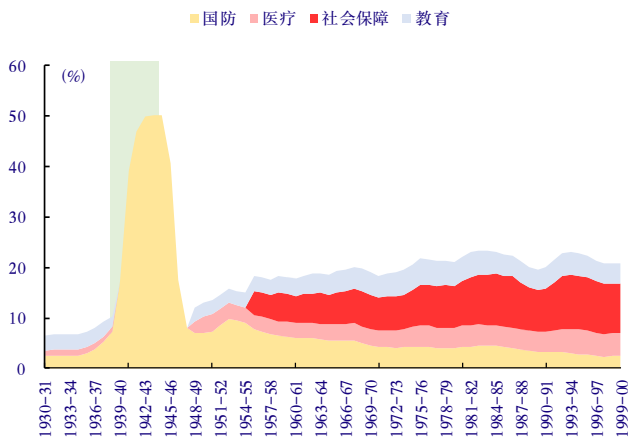
资料来源：OBR，中国银河证券研究院

图35：1930-2000 年英国 GDP 及增速



资料来源：OBR，中国银河证券研究院

图36：1930-2000 年英国政府开支部分科目占 GDP 比例



资料来源：OBR，中国银河证券研究院

图37：东伦敦街头艺术建筑



资料来源：视觉中国，中国银河证券研究院

2.东伦敦改造历程

前期改造主要利用东伦敦街区较低的厂房租金、建筑风格和艺术元素。伦敦政府针对东伦敦的早期更新主要利用社区内厂房低廉租金，吸引艺术家和时尚创业者，东伦敦进而被打造成“艺术圣地”，如打造当地著名的涂鸦文化。此次更新使得东伦敦市容市貌和居民生活条件改善。但是“艺术圣地”的标签对于经济发展的作用较为有限。1997 年开始，对东伦敦的更新一直持续，如吸引设计师搬到伦敦东区，东伦敦原有的印刷厂和服装厂与设计创意工作协同发展，政府一并改造东伦敦的基础设施，提升部分区域的市政配套。在此次改造后，东伦敦内开设工作室、艺术展览馆、“潮牌店”，以及相应的餐厅、酒吧、咖啡馆等，自此东伦敦进入良性循环阶段。

2008 年全球次贷危机爆发，伦敦各区域均受到影响，大量企业裁员倒闭。由于东伦敦的居住成本相对较低，交通便利，生活配套充足，临近伦敦东部的金融城、金丝雀码头等商业区，金融危机后的互联网初创公司在东区驻扎，如 MOO、Redmonk 等，东伦敦逐渐走向科技发展之路。凭借临近金融城的优势，科技城内企业加快资本的集聚，与伦敦金融城合作，实现资本与资产的合作。2010 年，英国政府投入 4 亿英镑打造东伦敦科技城。从“硅谷城”延申开的伦敦科技城遍布成千上万家创业公司，成为伦敦技术创业核心地带，是世界第三大技术企业集群区，位列在旧金山硅谷和纽约之后。2011 年已有 200 多家技术企业把总部落户在此，**思科、英特尔、亚马逊、高通、谷歌**等企业也进驻在此地。2013 年后，政府出台一系列税收政策支持东伦敦科技城发展，东伦敦科技城整合伦敦市各类资源，搭建科技城高科技产业发展生态圈，支撑高科技发展。截至 2019 年，伦敦科技城已吸纳超过 1600 多家企业入驻。东伦敦发展成为伦敦科技城后，房屋租金涨幅可观，2011 年到 2013 年，当地房租由 1.6 英镑/平米上涨到 4.3 英镑/平方米。2021 年 1-7 月，伦敦科创企业共融资 133 亿美元，占欧洲总融资的 20%，其中大额融资企业均是位于东伦敦的初创科技企业。

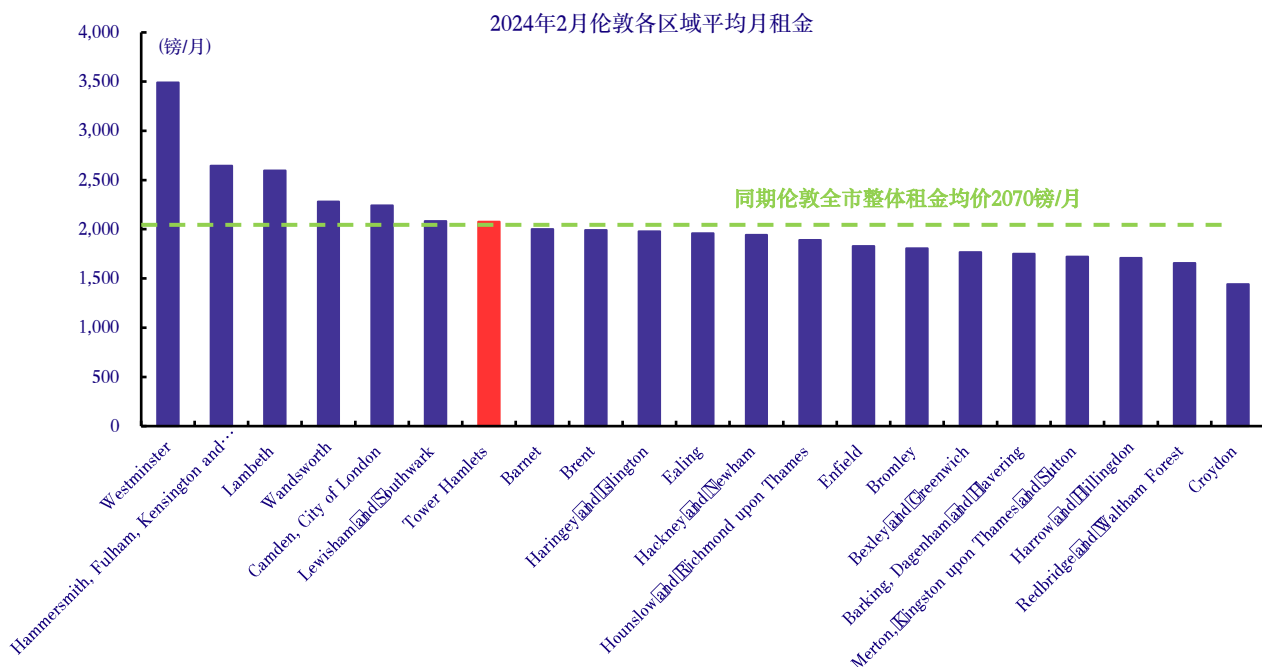
图38：东伦敦科技城与伦敦金融城



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

经过多年的改造，东伦敦已经发展成为炙手可热的经济商圈，按照 2024 年 2 月的月度租金数据，伦敦整体的 2 月平均月度租金为 2070 镑/月，其中按各区域板块的月租金划分，以 Tower Hamlets 为代表的东伦敦月租金在全市各主要板块中排名第五，2024 年 2 月租金为 2077 镑/月，高出全市平均水平。

图39：2024 年 2 月伦敦各区域平均月租金



资料来源：Homelet，中国银河证券研究院

四、破境之路 2：产业结构有望成为提升城镇化率的切入点

（一）产业升级吸引劳动人口

产业升级通常伴随着技术革新、机械化水平提升等。以工业为例，若产业整体由轻工业向重工业升级，则涉及到工人专业度提升，作业机器规模加大，自动化水平提高等。以上通常伴随工人需要经受专业训练和基础教育；作业机器规模加大因此厂房等加工作业场所占地面积较大，为提高机器开工后的工作效率，工人需居住附近增加工作时间；机器自动化水平提高后，生产效率提升。这些有望提升整体的居民的受教育程度，缩短工人在城市工业区附近的生活半径。为缩短通勤距离，在远郊的居民选择搬至工作区域附近生活；为缓解工人短缺以及获得更好的收入，远郊的村民前往城市工作区域打工。因此城镇化率在此过程中得到提升。

图40：产业升级有望带动城镇化



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

根据前文第二部分中“三角困境”的分析结果，产业结构中第二三产业的占比较低的区域城镇化率相对处于低位，因此产业升级对于这些区域提升城镇化率、带动经济发展、吸收人才起重要作用。目前我国产业结构相对落后的区域（按照第二三产业占比低于全国平均值划分），包括内蒙古、河北、辽宁、黑龙江、吉林、海南、广西、湖北、湖南、安徽、河南、宁夏、陕西、青海、新疆、甘肃、四川、贵州、云南等省份，这些省份大多数面临人口流失的问题。若以上区域可以适当提升产业结构，第二三产业占比提升，那么该类区域有望吸引外来技术型人才、留住当地优质人才，从而实现人口、城镇化的均衡发展。

图41：我国各省份产业结构和人口流失关系

区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)
华东	上海	0.607	99.80	89.33	华北	北京	0.653	99.80	87.57
	江苏	0.924	96.00	74.42		天津	0.852	98.30	85.11
	浙江	0.777	97.00	73.38		内蒙古	1.010	88.50	68.6
	福建	0.946	94.20	70.11		山西	1.018	94.80	63.96
	山东	0.998	92.80	64.54		河北	1.045	89.60	61.65
	平均	0.851	95.96	74.356		平均	0.915	94.20	73.378
区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)
东北	辽宁	0.986	91.10	73	华南	广东	0.794	95.80	74.79
	黑龙江	1.116	77.30	66.21		海南	0.959	79.20	61.49
	吉林	1.086	87.10	63.72		广西	1.138	83.80	55.65
	平均	1.06	85.17	67.64		平均	0.96	86.27	63.98
区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)	区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)
华中	湖北	1.049	90.70	64.67	西北	宁夏	0.961	92.00	66.34
	江西	1.113	92.40	62.07		陕西	1.034	92.10	64.02
	湖南	1.092	90.50	60.31		青海	1.004	89.40	61.43
	安徽	1.162	92.20	60.15		新疆	0.891	85.90	57.89
	河南	1.169	90.50	57.07		甘肃	1.115	86.50	54.19
	平均	1.117	91.26	60.854		平均	1.001	89.18	60.774
区域	省份/直辖市	户籍人口/常住人口	第二三产业占比 (%)	城镇化率 (%)					
西南	重庆	1.062	93.00	70.96	户籍人口/常住人口	人口净流入			
	四川	1.083	89.50	58.35		人口净流出			
	贵州	1.201	85.80	54.81	全国第二三产业占比	>92.31	全国城镇	>65.22	
	云南	1.029	86.20	51.72		<92.31	化率65.22%	<65.22	
	西藏	0.949	91.50	37.39					
	平均	1.065	89.20	54.646					

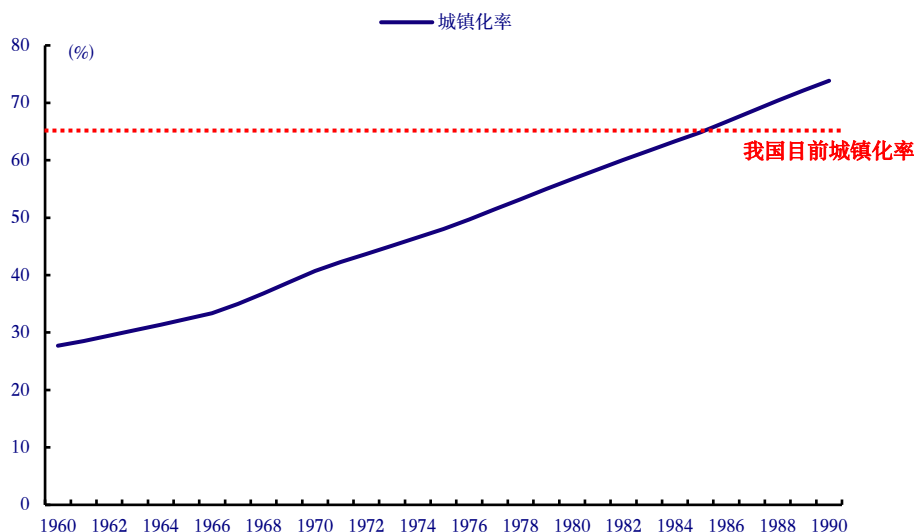
资料来源：，中国银河证券研究院

注：标红为同时面临产业待升级和人口流失的问题，粉色为人口净流入或第二三产业占比高于全国平均水平或城镇化水平高于全国平均水平，蓝色为人口净流出或第二三产业占比低于全国平均水平或城镇化水平低于全国平均水平，数据不含港澳台地区

（二）韩国产业结构升级带动城镇化进程高速发展

1961-1989年，韩国整体城镇化率由28.531%达到72.148%，城镇化进程速度之快远超世界其他国家。与多数国家城镇化发展规律不同的是，韩国的城镇化率由60%提升至70%以上同样维持高斜率，其经济发展过程值得我们参考。

图42：1960-1990 年韩国城镇化率



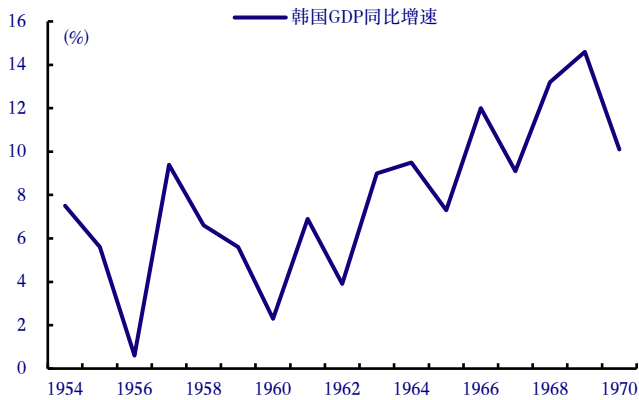
资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

1. 产业结构升级

1948 年，韩国经济较为落后，被认为是全球最贫穷的国家之一。由于产业较为单一，主要经济产业为农业，同时面临难民以及技术工人、专家以及教师流失的问题，韩国的经济发展较缓慢，国民人均收入依然较低，与海地保持在统一水平。在 1953-1961 年期间，韩国主要依靠吸引外资发展经济，但是由于资金分配不妥当、政府政权不稳定等原因，韩国经济没能依靠外资蓬勃发展。在此期间，韩国的经济出口主要由少量的钨、水稻、海带、铁、碳组成。1960 年前，韩国大力发展教育，1945-1960 年，韩国小学的报名人数增长三倍，截至 1960 年，小学学校的适龄儿童的到校比率达到 96%。**在教育普及的作用下，传统农民成为了小型农场主；许多“地主”投资商业或者学校，土地改革引导资本流入商业、工业和教育行业。教育普及为今后的韩国经济蓬勃发展打下坚实基础。**

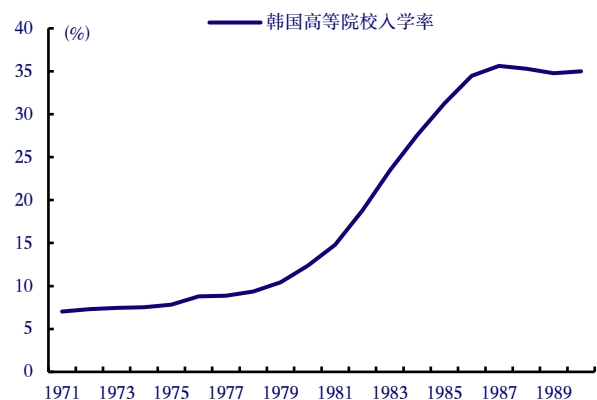
1961 年，韩国政府决定独立自主的发展经济。在此阶段，韩国主要采取以下步骤发展经济：**1) 经济发展的五年规划、2) 将进口经济转向出口指向型的工业发展经济。**韩国政府选择通过技术路线直接引领经济发展，并且通过国家授权银行系统依据经济发展需要对产业提供低利率融资支持。1962-1966 年，通过鼓励轻工业出口，韩国经济发展增速达到平均 8.9% 的水平，超出 1962 年制定的 7.1% 的经济增速目标。自此，韩国经济走向快速工业化的道路。1967 年制定的第二个五年规划更大力度的强调吸引外资提高基础设施建设水平。在吸引的外资中，美日两国是最大的两国投资于韩国的国家，日本的资本和技术与韩国的廉价劳动力完美匹配，因此美国市场、日本的投资和技术有效的促进韩国经济转型。因此 1960-1970 年，轻工业为主的劳动密集型产业大量出口，在此阶段韩国经济成功战略转型为出口导向。

图43：1954-1970 年韩国 GDP 同比增速



资料来源：，中国银河证券研究院

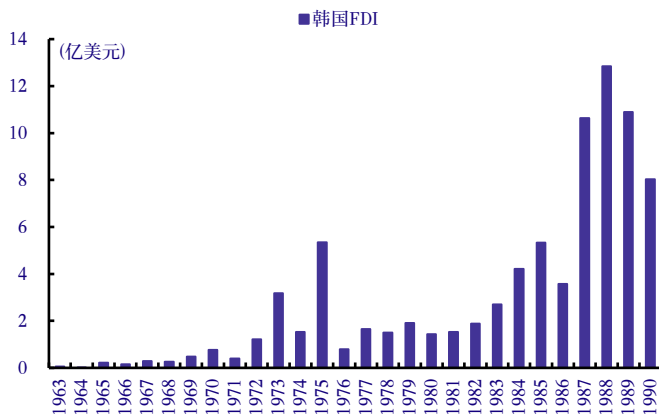
图44：1971-1990 年韩国高等院校入学率



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

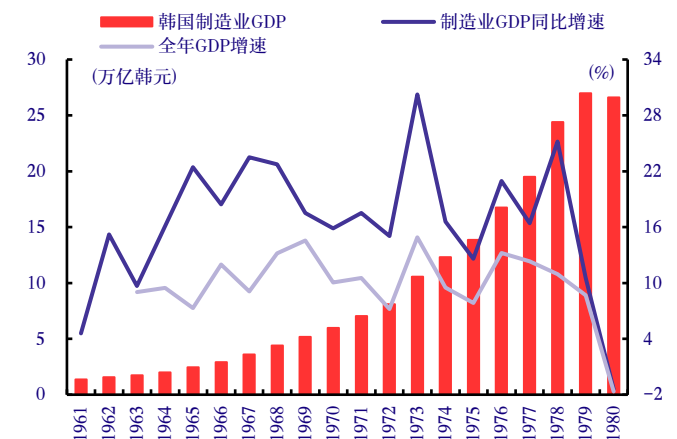
1970-1979 年以重化工业为中心的资本集约型的产业结构经济实现高速增长。由于美国对于韩国的经济支持力度逐渐降低，韩国急于实现经济自给自足，如实现武器和资本物资的自我生产。1973 年，韩国加大力度实现经济自给自足，对于重工业和化工业的转型迫使政府扶持工业发展，包括钢铁、材料、金属、机械、造船、电子业等六个产业。1972-1982 年，钢铁产值增长 14 倍；造船业同样获得了成功，20 世纪 80 年代，韩国成为全球第二大造船国。然而重工业对于能源的依赖较大，作为原料的石油通常依靠韩国驻中东区域的建设公司进口，因此花费了较大外汇储备。在 1979 年，韩国的通胀水平达到 40%。

图45：1963-1990 年韩国 FDI 规模



资料来源：TC，中国银河证券研究院

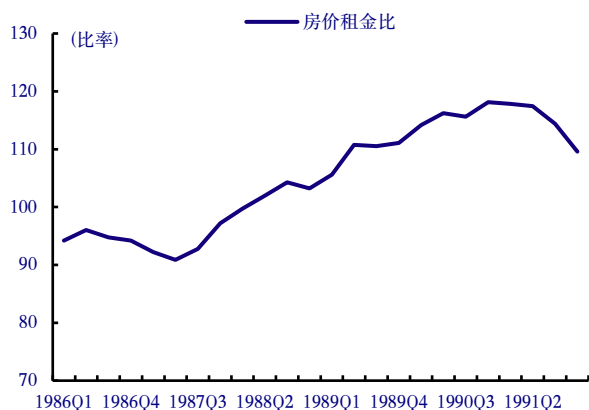
图46：1961-1980 年韩国制造业 GDP 及同比增速 VS 全国全年 GDP 增速



资料来源：TC，中国银河证券研究院

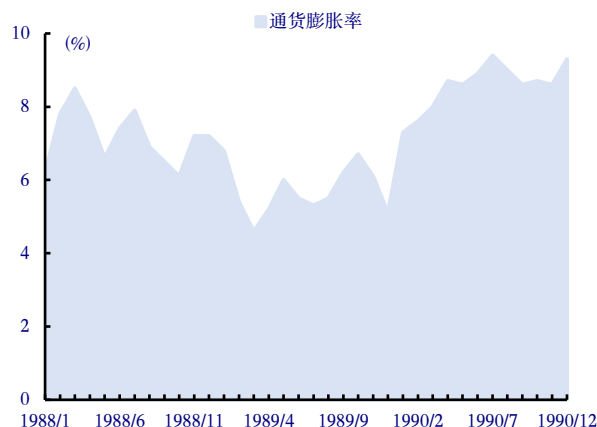
20 世纪 80 年代，韩国 GDP 快速发展，在此阶段，经济结构更加趋向于资本密集型产业，韩国出口货物转为中高端技术品，消费电子、电脑、半导体是出口的主要产品。1986-1988 年韩国实现经济 12% 的年均增长率，是当时全球最高的经济增速。1988-1996 年，韩国的工资水平快速上升，虽然使得居民的可支配收入增加，但是削弱了韩国出口货物的竞争力、韩币升值，并且引发了通货膨胀。随着 1988 年放开出境游限制，韩国整体消费体量上升，一方面进口的高价商品吸引人们的消费，另一方面经过二十年发展出的新中产阶级蜂拥出境。由于财富积累效应，韩国的房价在 20 世纪 80 年代大涨。

图47：1986-1991 年韩国房价租金比



资料来源：TC，中国银河证券研究院

图48：1988-1990 年韩国通胀率

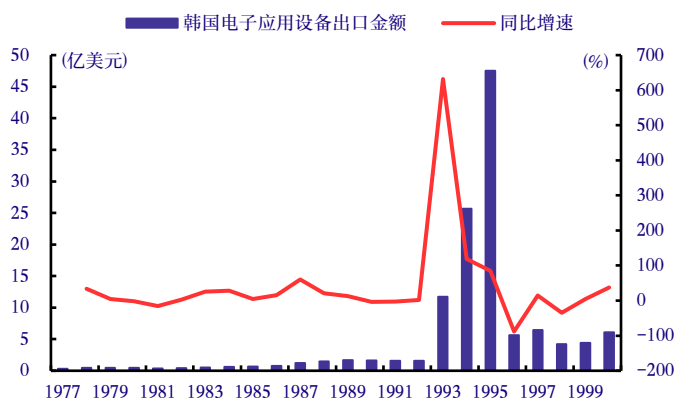


资料来源：TC，中国银河证券研究院

结合韩国城镇化率的变化，我们认为以重工业发展为主的 1970-1979 年城镇化发展速度高于以轻工业发展为主的 1960-1970 年。由于政府为了保证粮食价格维持低位，农民的粮食收储价格过低，数以万计的农民选择前往城镇区域工作，父母将子女留在城镇获得更好的教育，农村户籍人数显著下降。1960 年，韩国农村人口占总人口的 61%，1970 年降至 51%，1980 年降至 38%。

随着制造业的逐渐发展，韩国经济在 1980 年后逐渐进入到成熟阶段。随着产业向资本密集型转型，对劳动力的依赖度逐渐下降。韩国的出口货物种类趋于多样化，出口产品向中高端科技产品转移，20 世纪 80 年代纺织类出口品的占比相对下降。1983 年，第一批现代汽车实现出口，截至 1983 年，韩国已成为全球最大的造船和钢铁出口国之一。韩国持续加大对科技的投入，如政府支持的研究中心取得了科技科学实验的显著成果，因此韩国对于引进的外来技术的依赖逐渐降低，韩国并因此扩大与东南亚、欧洲以及中国的贸易往来。

图49：1977-2000 年韩国电子应用设备出口金额及同比增速



资料来源：，中国银河证券研究院

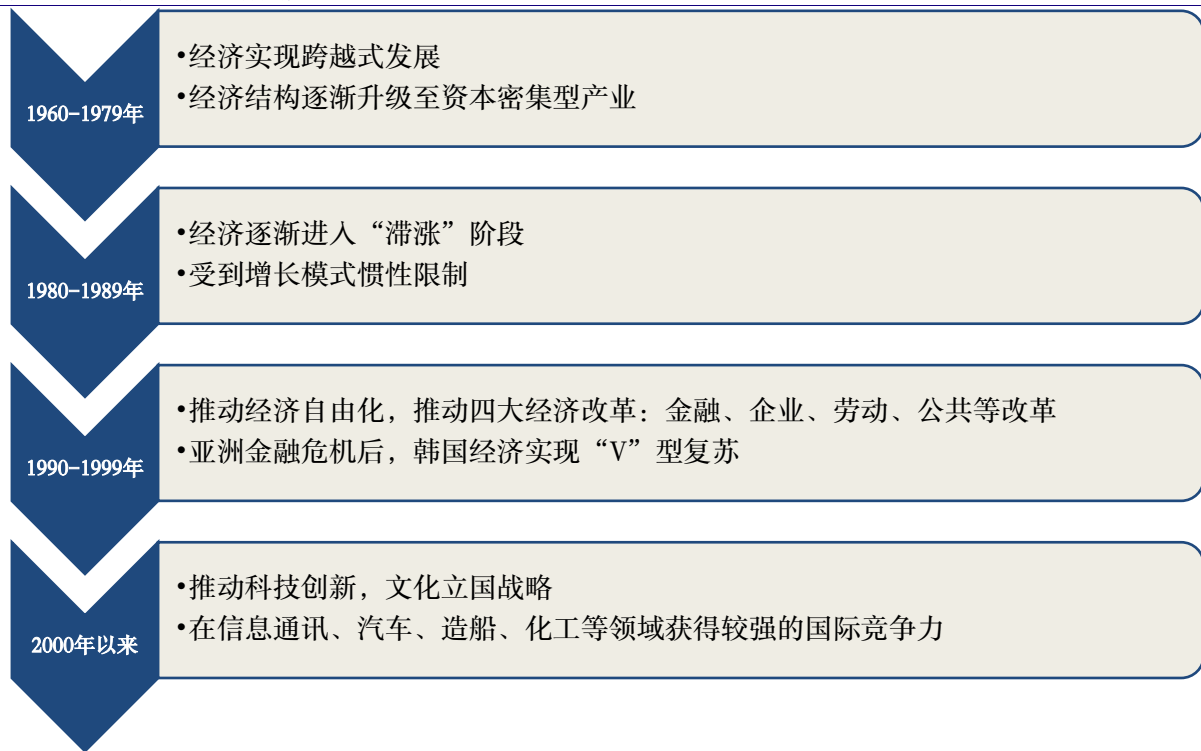
图50：韩国 20 世纪 60 年代后主要的 Chaebol 企业

主要Chaebol企业列表	主业
三星	半导体、消费电子设备等
双龙	汽车等
现代	建筑、造船、汽车等
LG	电子、化学、通讯等
大宇	机械、汽车等

资料来源：《韩国经济发展 1948-1996》Michael J.Seth，中国银河证券研究院

注：Chaebol 为韩国特有词汇，通常译为“财阀”，主要指创办大型家族集团的企业家

图51：1960 年以来韩国经济发展总结



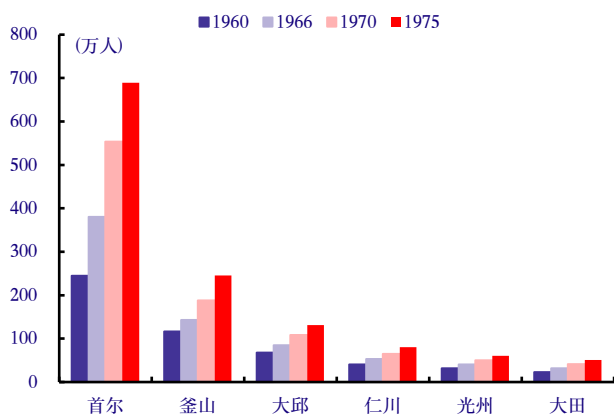
资料来源：国家信息中心，中国银河证券研究院

（三）韩国产业结构带动房地产行业发展

伴随着经济发展，韩国的国土开发计划开始于 20 世纪 60 年代，对应上文中大力发展经济的第一阶段，在这个时期开发国土主要目标是促进经济发展。届时韩国处于产业结构变化的经济发展阶段。由于工业化进程加快，大量人口涌入城市如首尔、釜山，首尔和釜山成为人口最多的两个城市，尤其首尔逐渐成为韩国最大的都市圈，1975 年，首尔人口已达到 688.9 万人，占全国人口的 1.95%。

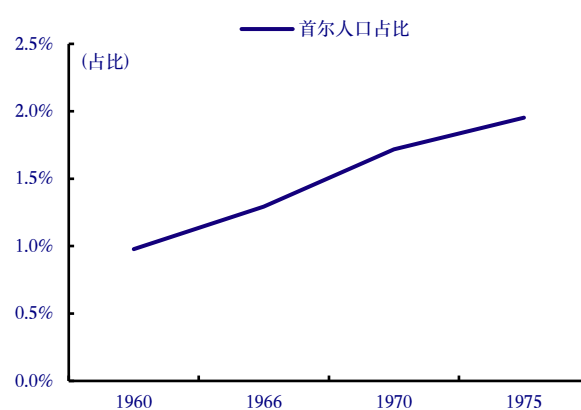
由于首尔作为首都对人口汇聚作用较大，韩国政府为了“全范围地扩大国土开发地可能性，诱导人口向地方流入”，强调首尔和地方的均衡发展，将土地开发逐渐向非首尔地区转移，但投资仍集中在连接首尔-釜山的极轴上。1988 年，首尔陆续举办亚运会和奥运会，首尔与其他地区的开发投资继续拉开差距。

图52：1960-1975 年韩国人口最多的六大城市



资料来源：《韩国城镇化和城市问题 1945-1975》Edwin S.Mills, Byung Nak Song, 中国银河证券研究院

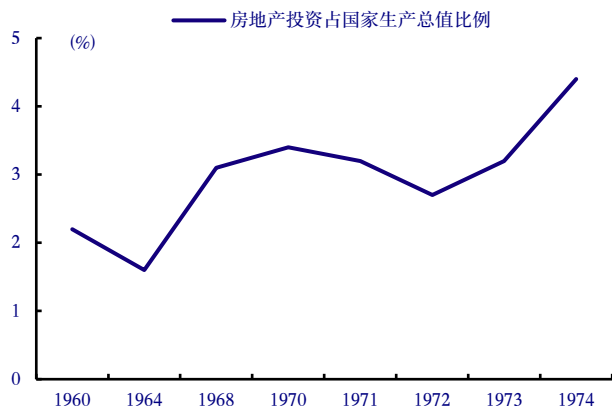
图53：韩国 1960-1975 年首尔人口占全国人口比例



资料来源：《韩国城镇化和城市问题 1945-1975》Edwin S.Mills, Byung Nak Song, 中国银河证券研究院

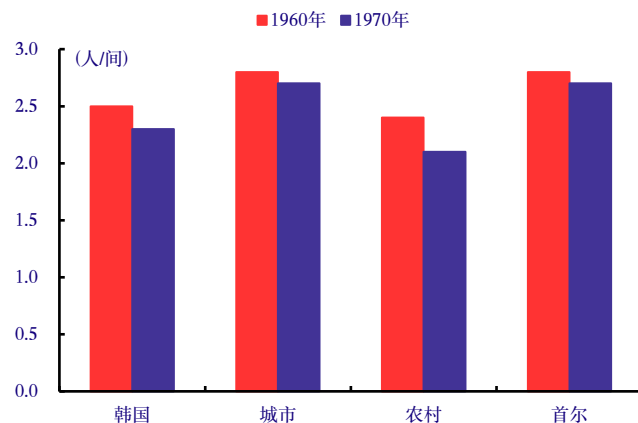
由于经济的蓬勃发展，房地产同样迅速发展。1970 年韩国房地产和租赁业的 GDP 增加值为 1016 亿韩元，1991 年已超过 131803 亿韩元的规模，年复合增长率达到 26.07%。1960 年，韩国住房投资占全国生产总值的 2.2%，1974 年该值翻番至 4.4%。为缓解居民对于住房的迫切需求，房地产快速发展。1960 年韩国的平均每个房间居住人数为 2.5 人，1970 年该值略降低至 2.3 人/间。

图54：1960-1974 年韩国房地产投资额占国家生产总值比例



资料来源：《韩国城镇化和城市问题 1945-1975》Edwin S.Mills, Byung Nak Song, 中国银河证券研究院

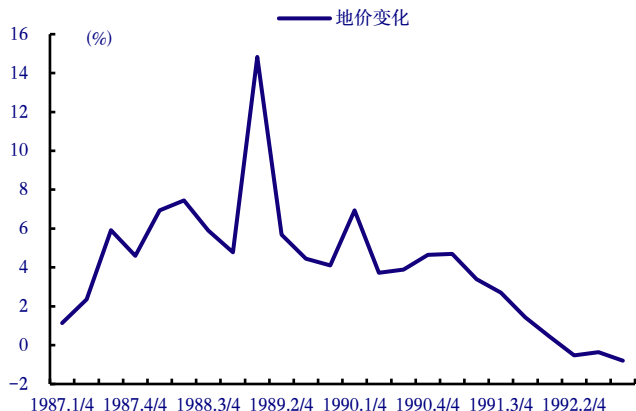
图55：韩国 1960-1970 年韩国每个房间居住人数



资料来源：《韩国城镇化和城市问题 1945-1975》Edwin S.Mills, Byung Nak Song, 中国银河证券研究院

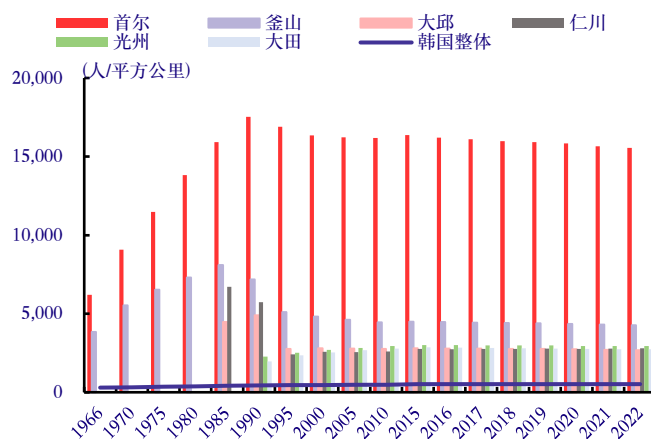
1987 年-1990 年，韩国地价高速上行，在汉城奥运会之后的 1989 年一季度，韩国平均地价同比增速达到 14.83%，楼市热情高涨。工业化和城镇化导致核心城市如首尔、釜山、大邱等城市的人口密度在 1990 年前持续创新高，并远超全国平均水平。1990 年，首尔人口密度达到 17532.2 人/平方公里，韩国全国平均人口密度仅为 437.7 人/平方公里。

图56：1987-1992 年韩国地价变化



资料来源：韩国统计局，中国银河证券研究院

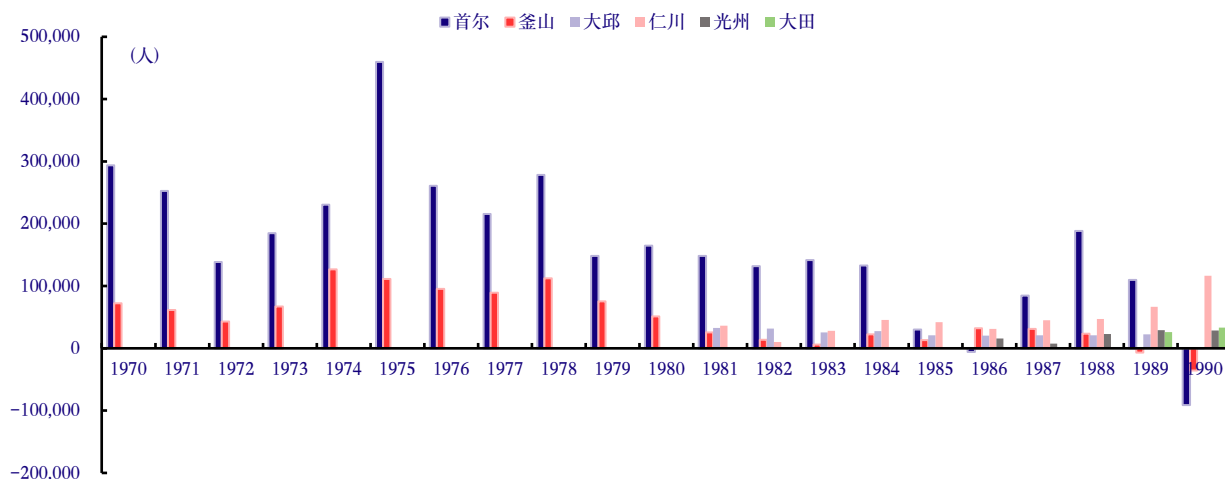
图57：1966-2022 年韩国主要城市人口密度



资料来源：韩国统计局，中国银河证券研究院

由于经济的高速发展，境内人口流动明显提升，韩国首尔、釜山等城市迅速吸纳人口。在 1975 年，正处于工业高速发展时期首尔和釜山净吸纳韩国境内人口 45.96 万人、11.15 万人。随着进入经济滞涨期，大城市人口吸纳能力下降，1986 年首尔的净吸纳人口为负值；1988 年成功举办奥运会的首尔净吸纳人口数量再次达到 10 年间峰值 18.86 万人，这与韩国整体城市化进程基本匹配。

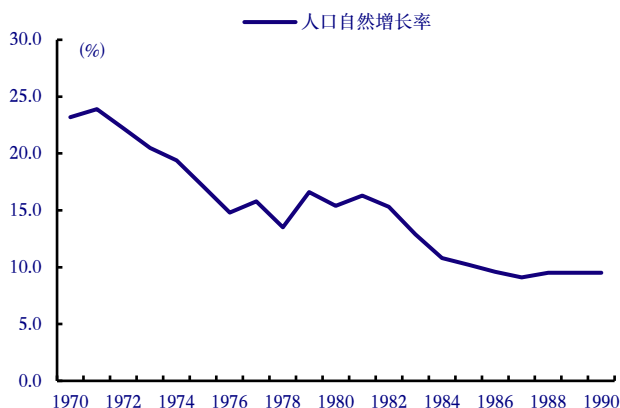
图58：1970-1990 年韩国主要城市人口净吸纳量



资料来源：韩国统计局，中国银河证券研究院

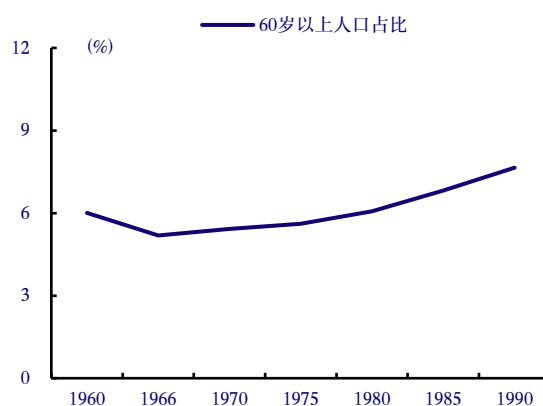
在工业化和城镇化的快速推进下，韩国社会由多代同堂逐渐向小型家庭转变，中产阶级人口增加，妇女得到了更好的教育，韩国的自然增长率由1970年的23.2%下降至1990年的9.5%。尽管人口快速增长，老龄化同样是韩国需要面临的问题。1960年韩国60岁以上人口占比6.01%，1990年该值达到7.65%。

图59：1970-1990 年韩国人口自然增长率



资料来源：韩国统计局，中国银河证券研究院

图60：1960-1990 年韩国老龄化程度



资料来源：韩国统计局，中国银河证券研究院

五、投资建议

我国目前城镇化率已超过65%，超过全球平均水平。尽管我们与大多数发达国家的城镇化率依然有一定的差距，然而我们注意到我国的城镇化发展存在较大的不均衡特征。在拆解城镇化结构的过程中，我们发现人口流动、劳动力人口和产业结构是造成我国区域间城镇化发展不均衡的主要原因——我国的人口流动不平衡、部分区域的人口老龄结构不均与城镇化率分化基本匹配、产业结构发展不平衡。

由此，我们认为城镇化率的提升面临“三角困境”——在城镇化率较低即城镇化率提升空间较大的区域，产业发展水平相对较弱，劳动人口流出，老龄人口占比相对较高，城市治理和发展能力下相对较弱，因此城镇化提升能力相对较弱。经过我们的统计和整理，我们发现全国有7个省份陷入城镇

化的三角困境。城镇化发展到较高的水平后，房地产与城镇化关联度下降，根据部分国家的发展经验，我们认为城镇化率达到一定水平后，房地产行业逐渐进入成熟阶段，其发展周期变化与经济发展和信贷周期关联度更高。

为了摆脱城镇化“三角困境”，我们认为内生变量和外生变量是解决区域间城镇化水平分化的重要方式。内生变量主要为提升城镇化率本身，即提高城市本身治理水平进而带动城市的产业升级，进而释放住房需求，如通过城中村改造、城市基础设施建设等方式提高城市本身竞争力。外生变量主要为通过经济发展中的城市产业结构变化带动劳动人口流入，进而直接提升当地城镇化率，并能提升当地经济发展水平、带动房屋居住需求的释放。

我们认为头部房企在城中村改造、辅助城市建设等领域具备丰富的经验，该类公司有望展现优秀的运营能力。我们看好：招商蛇口、保利发展、万科 A、龙湖集团；建议关注：1）涉及旧改的开发标的：华润置地、中国海外发展、越秀地产、城投控股等；2）优质商业标的：恒隆地产；3）代建龙头：绿城管理控股；4）优质物管标的：华润万象生活、中海物业等。

六、风险提示

宏观发展不及预期的风险、政策推进不及预期的风险、城改推进不及预期的风险、产业结构升级不及预期的风险、人口不及预期的风险、物价大幅波动的风险。

图表目录

图 1: 1949-2023 年我国整体城镇化率及每年城镇化提升程度	4
图 2: 2022 年不同水平城镇化率对应省份（直辖市）数量	4
图 3: 2022 年各省/自治区/直辖市城镇化率	4
图 4: 2022 年按区域划分各省份城镇化率	5
图 5: 世界银行口径下部分国家 2000 年、2022 年城镇化率	5
图 6: 我国目前城镇化率与其他国家相应年份城镇化率比较	5
图 7: 1960-2022 年部分国家城镇化率	6
图 8: 2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市常住人口与户籍人口比值	7
图 9: 2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市常住人口与户籍人口比值及城镇化率	7
图 10: 2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市老年抚养比及城镇化率	8
图 11: 2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市第二、三产业 GDP 占比及城镇化率	8
图 12: 城镇化三角困境	9
图 13: 2022 年按区域划分各省/自治区/直辖市城镇化率水平与人口流动、劳动人口流失、产业结构比例	9
图 14: 城镇化三角困境省份分布	10
图 15: 12 省份城镇化进程与房地产投资错配	10
图 16: 2012-2023 年土地出让金占地方政府基金比例	11
图 17: 2010-2022 年国有土地出让金贡献财政比例	11
图 18: 1995-2023 年房地产业占 GDP 比重	11
图 19: 房地产对经济贡献度与城镇化进程	11
图 20: 中国的房地产占 GDP 比例和城镇化率比较	11
图 21: 韩国、日本、美国的房地产占 GDP 比例和城镇化率比较	12
图 22: 1994-2023 年韩国 GDP 增速	12
图 23: 1994-2023 年美国 GDP 增速	12
图 24: 1994-2021 年韩国房地产业增加值及同比增速	13
图 25: 1994-2022 年美国房地产业增加值及同比增速	13
图 26: 1990-2022 年韩国和美国非金融企业的杠杆率	13
图 27: 1980-2021 年韩国和美国贷款利率	13
图 28: 进入成熟阶段后的房地产行业与信贷的关系	13
图 29: 2020 年深圳市宝安区城中村人口占比	14
图 30: 2020 年深圳市宝安区城中村人口密度和全区平均人口密度	14
图 31: 广州海珠区城中村改造图	15
图 32: 上海浦东新区塘镇规划图	16
图 33: 1886-1903 伦敦地区贫困地图	17
图 34: 1955-1980 年英国社会保障开支规模及占 GDP 比例	17
图 35: 1930-2000 年英国 GDP 及增速	17
图 36: 1930-2000 年英国政府开支部分科目占 GDP 比例	18
图 37: 东伦敦街头艺术建筑	18
图 38: 东伦敦科技城与伦敦金融城	19
图 39: 2024 年 2 月伦敦各区域平均月租金	19
图 40: 产业升级有望带动城镇化	20
图 41: 我国各省份产业结构和人口流失关系	21
图 42: 1960-1990 年韩国城镇化率	22
图 43: 1954-1970 年韩国 GDP 同比增速	23
图 44: 1971-1990 年韩国高等院校入学率	23
图 45: 1963-1990 年韩国 FDI 规模	23

图 46: 1961-1980 年韩国制造业 GDP 及同比增速 VS 全国全年 GDP 增速.....	23
图 47: 1986-1991 年韩国房价租金比.....	24
图 48: 1988-1990 年韩国通胀率.....	24
图 49: 1977-2000 年韩国电子应用设备出口金额及同比增速.....	24
图 50: 韩国 20 世纪 60 年代后主要的 Chaebol 企业.....	24
图 51: 1960 年以来韩国经济发展总结.....	25
图 52: 1960-1975 年韩国人口最多的六大城市.....	25
图 53: 韩国 1960-1975 年首尔人口占全国人口比例.....	25
图 54: 1960-1974 年韩国房地产投资额占国家生产值比例.....	26
图 55: 韩国 1960-1970 年韩国每个房间居住人数.....	26
图 56: 1987-1992 年韩国地价变化.....	26
图 57: 1966-2022 年韩国主要城市人口密度.....	26
图 58: 1970-1990 年韩国主要城市人口净吸纳量.....	27
图 59: 1970-1990 年韩国人口自然增长率.....	27
图 60: 1960-1990 年韩国老龄化程度.....	27

表格目录

表 1: 若改造 1 平方公里的城中村改造释放需求预估.....	15
----------------------------------	----

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，3年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn