

“重估中国”系列报告

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

房地产链的“起”与“落”

房地产链与经济之间的依赖关系有何变化，背后驱动逻辑是什么，未来将如何演绎？本文梳理，供参考。

地产业链条长、影响面广，对国民经济贡献大，但近年来影响趋弱

地产业链条长、影响面广，横跨多个产业部门。由建筑业和房地产业定义的广义地产与 39 个国民经济部门存在关联，对经济周期运行影响较大。其中，建筑活动依赖上游原材料和设备投入、直接消耗系数合计大于 0.7，与工业部门联系紧密；房地产业活动的更依赖于自身投入、直接消耗系数合计不到 0.3，与服务业部门联系更深。

房地产对财政、金融、经济增长和就业均有重要贡献，但近年来影响趋弱。土地出让收入和房地产相关税对地方广义财政贡献达 60%、但近年来增长已趋于下行；金融周期与地产周期共振、仍影响一半以上的固定资本形成；地产链 GDP 占比一度超 12%、但近年来经济贡献率已降至 5% 以下；房地产建筑吸纳就业下降，但房地产业就业保持稳定增长。

房地产链影响趋弱背后，经济驱动逻辑和行业驱动逻辑发生变化

房地产链与第三产业的联系增强、与第二产业的联系减弱。2012 年以来，房地产链对生产性服务的完全消化系数增大、对上游原材料的完全消耗系数变小。与此同时，上游原材料对房地产链的完全分配系数也逐年变小、而生产性服务对房地产业的完全分配系数则大幅提升。投入产出关系调整下，房地产建筑活动对上游工业品的拉动明显减弱。地产依赖关系调整或主要缘于经济驱动逻辑和行业驱动逻辑的变化。消费对经济增长贡献不断提升、推动第三产业扩张、2020 年占 GDP 比重一度升至 54% 以上。房地产开发活动也趋势性走弱，投资占比由高点的 27% 回落至 23%、绝对规模也由 14.8 万亿元收缩至 13.3 万亿元。金融监管升级也加速了调整，地产信托余额和债券净融资额不断下行。

大周期向下，房地产链传统业务面临“天花板”、服务化转型增量空间大

地产大周期向下叠加人口结构调整，房地产链传统业务面临“天花板”。金融对房地产的刺激效果不如以往、房地产开发贷款净增额和个人住房贷款净增额均明显回落。人口结构深度调整，25-44 岁人口数量较 2015 年回落 4000 万人、未来刚需或进一步压缩。需求压制下、我国商品房库存水平持续提升，房企大幅减少拿地、开发活动更为保守。城市更新、产业升级和老龄化驱动下，地产服务需求激增，房地产链转型空间大。我国城镇化率已经突破 65%，进入存量为主的第二阶段；国家级产业园区创造了约 25% 的 GDP，未来产业地产开发体量可达 76 亿平方米、租金规模达 17000 亿元；老龄人口占比已达 13.5%、而养老服务的供给仍处于较低水平，距离发达国家水平差距较大。

风险提示

政策效果不及预期，行业风险加大，疫情反复。

内容目录

一、房地产链条长、影响面广，对国民经济贡献大，但近年来影响趋弱.....	5
(一) 房地产链条长、影响面广，横跨多个产业部门.....	5
(二) 房地产对财政、金融、经济增长和就业均有举足轻重的影响，但近年来影响趋弱.....	7
二、房地产链影响趋弱背后，经济驱动逻辑和行业驱动逻辑发生变化.....	11
(一) 房地产链与第二产业的联系减弱、与第三产业的联系增强，对经济整体拉动趋弱.....	11
(二) 房地产链结构调整或主要缘于经济驱动逻辑和行业驱动逻辑的变化.....	13
三、大周期向下，房地产链传统业务面临“天花板”、服务化转型增量空间大.....	15
(一) 地产大周期向下叠加人口结构调整，房地产链传统住宅业务面临“天花板”.....	15
(二) 城市更新、产业升级和老龄化驱动下，地产服务需求激增，房地产链转型空间大.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：地产行业链条长、影响面广.....	5
图表 2：广义房地产与 39 个经济部门存在后向关联.....	5
图表 3：建筑业中间投入使用占比较房地产业更高.....	6
图表 4：房地产业与第三产业部门关联更紧密.....	6
图表 5：建筑业与第二产业部门关联更紧密.....	6
图表 6：房地产业对经济的溢出效应更弱.....	6
图表 7：房屋新开工影响水泥的产量.....	7
图表 8：房屋施工对钢材产量影响较大.....	7
图表 9：商品房销售带动洗衣机、冰箱等家电产量.....	7
图表 10：竣工和玻璃价格相关性较高.....	7
图表 11：地产对地方财政的支持依然较强.....	8
图表 12：土地出让收入占比小幅下降.....	8
图表 13：2015 年后，金融周期和地产周期背离增多.....	8
图表 14：近年来，房地产贷款余额占比见顶回落.....	8
图表 15：房地产链资本形成规模仍保持高位.....	9
图表 16：2020 年地产投资拉动情况.....	9
图表 17：2012 年，前十五大经济部门增加值占比.....	9
图表 18：2020 年，前十五大经济部门增加值占比.....	9
图表 19：2015 年后，地产投资对经济的拉动明显下降.....	10
图表 20：近年来，广义地产对经济的贡献也有所减弱.....	10
图表 21：2012 年以来，建筑从业人数不断下降.....	10

图表 22: 房地产建筑就业萎缩	10
图表 23: 房地产业就业人数稳定增加	10
图表 24: 疫情前上市房企员工总数稳定增长	10
图表 25: 房地产建筑对第二产业的拉动减弱	11
图表 26: 房地产业对第三产业的拉动增强	11
图表 27: 钢压延产品对土木工程建筑的依赖增强	11
图表 28: 砖瓦石材对土木工程建筑的依赖增强	11
图表 29: 金融对房地产业的依赖增强	12
图表 30: 商务服务对房地产业的依赖增强	12
图表 31: 2020 年房地产建筑对中间投入的拉动情况	12
图表 32: 2012 年房地产建筑对中间投入的拉动情况	12
图表 33: 2020 年房地产业对中间投入的拉动情况	12
图表 34: 2012 年房地产业对中间投入的拉动情况	12
图表 35: 消费对经济的贡献趋势性提升	13
图表 36: 2012 年以来, 第三产业 GDP 超过第二产业	13
图表 37: 2012 年以来, 第三产业就业占比趋势性上行	13
图表 38: 传统上游制造业投资不断趋弱	13
图表 39: 房企拿地和新开工增速趋势下行	14
图表 40: 近年来, 房地产开发活动明显回落	14
图表 41: 房地产开发投资占比见顶回落	14
图表 42: 期房销售占比下降、新开工-竣工缺口收敛	14
图表 43: 监管收紧后, 房地产信托余额快速下降	14
图表 44: 房地产债发行也受限、多用于借新还旧	14
图表 45: 地产大周期换挡下行	15
图表 46: 供需两端房地产贷款均下行	15
图表 47: 降息对销售的刺激效果不如以往	15
图表 48: 房价低迷、预期上涨比例处于历史低位	15
图表 49: 主力购房人群减少	16
图表 50: 总抚养比快速上升	16
图表 51: 高能级地区人均住房面积改善有限	16
图表 52: 高能级地区流入人口比例依然较高	16
图表 53: 百城商品房可售面积口径库存水平持续提升	17
图表 54: 房企拿地集中于高能级城市	17
图表 55: 我国城镇率快速提升、已进入下半场	17
图表 56: 2022 年各地老旧小区更新改造情况	17
图表 57: 产业园区对 GDP 的贡献逐年增大	18

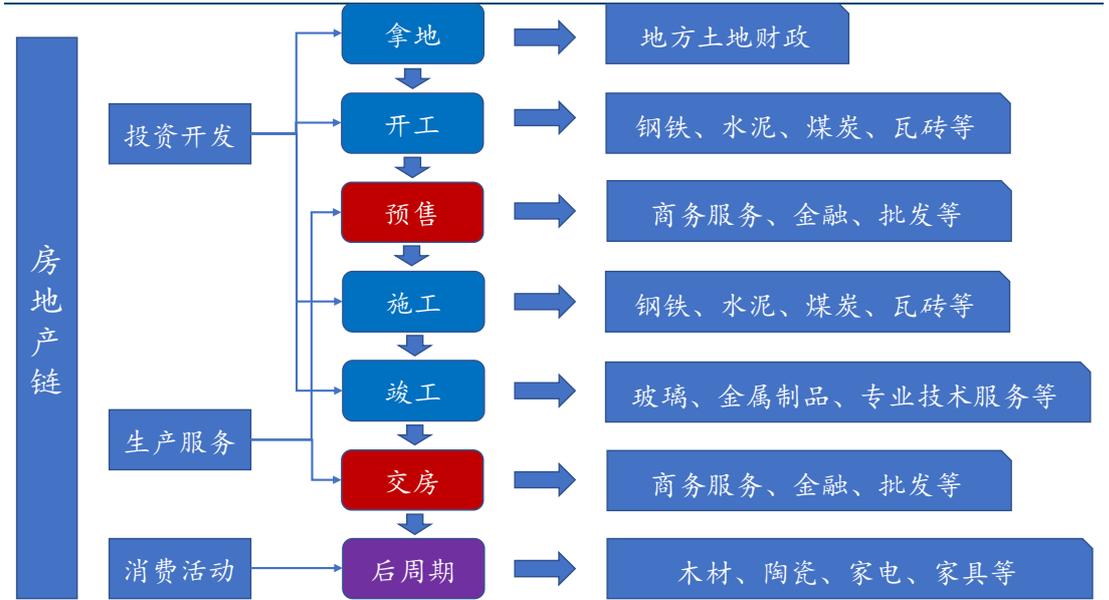
图表 58: 地方政府对产业园区的支持也不断增强.....	18
图表 59: 2022 年全国各地开发区分布情况.....	18
图表 60: 园区开发的潜在体量大、回报可观.....	18
图表 61: 人口老龄化已经来临.....	19
图表 62: 我国养老服务供给水平较低.....	19

一、房地产链条长、影响面广，对国民经济贡献大，但近年来影响趋弱

(一) 房地产链条长、影响面广，横跨多个产业部门

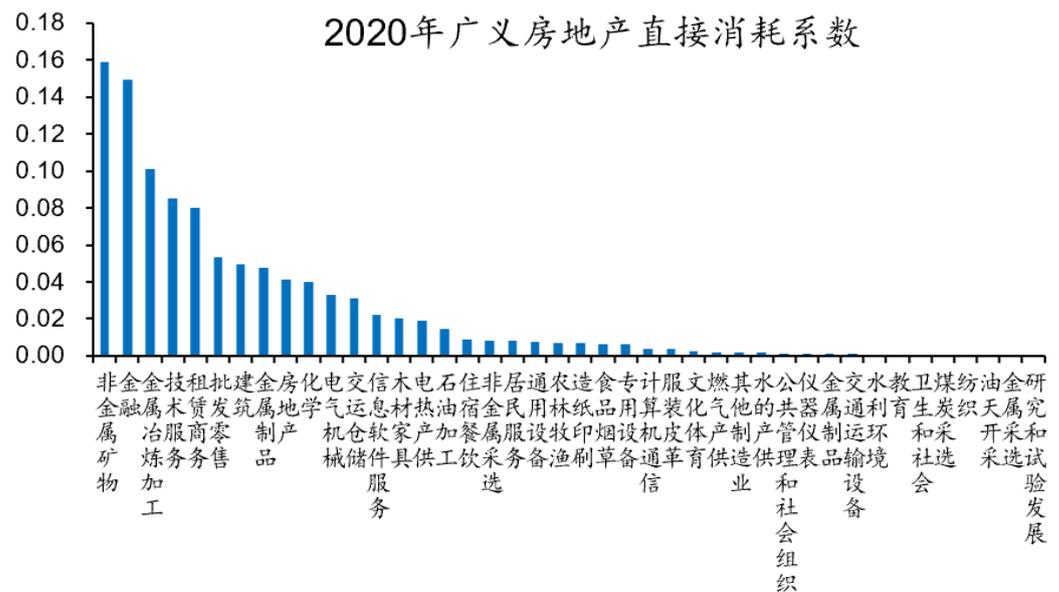
房地产链贯穿投资、生产、消费等环节，与多数国民经济行业存在关联。典型的房地产开发链条包括拿地、开工、预售、施工、竣工、交房等流程。其中，开工、施工和竣工与房地产建安和安装活动相关、对上游原材料和中游设备投入需求较大；拿地、预售、交房与房地产业相关、对服务投入需求较大。由建筑业和房地产业定义的广义地产与 39 个国民经济部门存在后向关联、对经济影响广泛。

图表 1: 地产行业链条长、影响面广



来源：国金证券研究所

图表 2: 广义房地产与 39 个经济部门存在后向关联

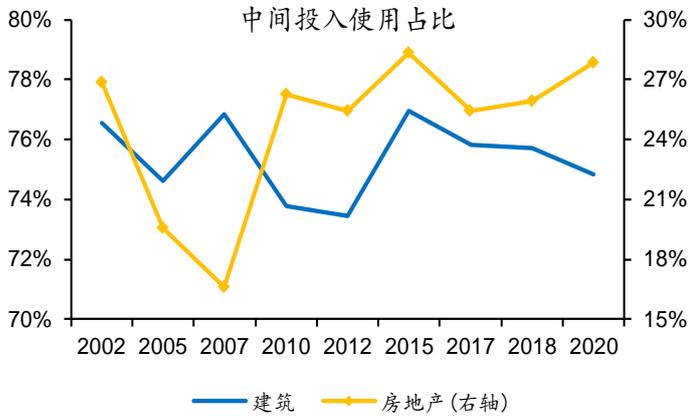


来源：国家统计局、国金证券研究所

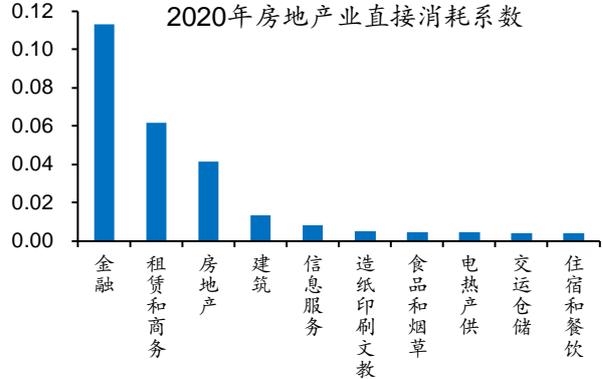
房地产链依赖传统工业品和生产性服务等中间投入。广义地产包括建筑活动和房地产业服务活动，其中建筑活动依赖上游原材料和设备投入，中间投入使用占比高、直接消耗系数合计大于 0.7，与非金属矿物、金属冶炼加工等工业部门联系紧密；房地产业活动

的更依赖于自身投入，中间投入使用占比低、直接消耗系数合计不到 0.3，与金融、租赁和商务等服务业部门联系更深。相较建筑业，房地产业主要影响短链条的服务业、间接溢出效应更弱，完全消耗系数加总仅 0.6、远低于建筑业的 2.1。

图表 3: 建筑业中间投入使用占比较房地产业更高



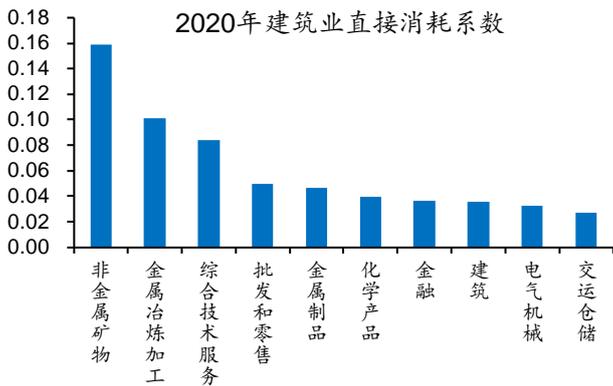
图表 4: 房地产业与第三产业部门关联更紧密



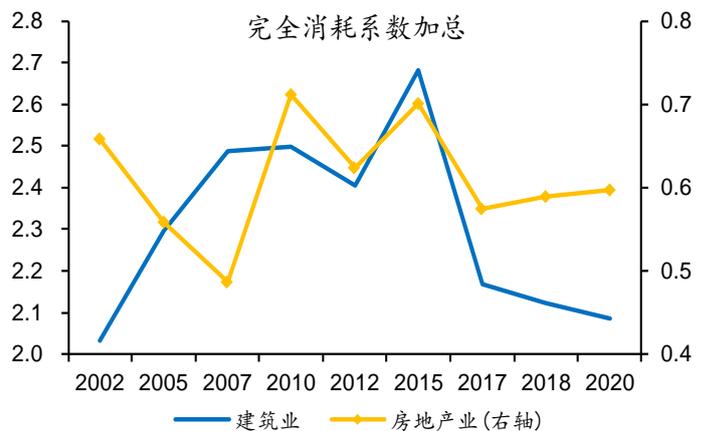
来源: 国家统计局、国金证券研究所

来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 5: 建筑业与第二产业部门关联更紧密



图表 6: 房地产业对经济的溢出效应更弱

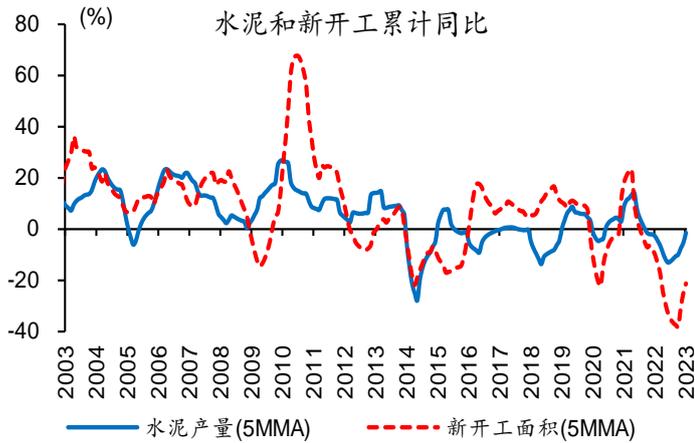


来源: 国家统计局、国金证券研究所

来源: 国家统计局、国金证券研究所

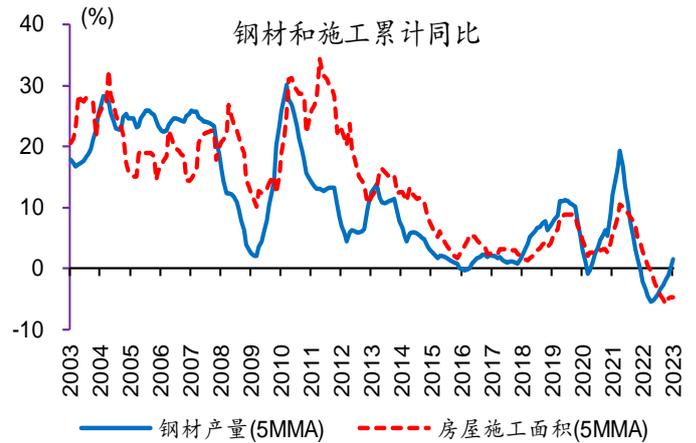
房地产活动带动主要工业品和消费品的需求、驱动传统周期运行。在高速城镇化的过程中，房地产活动很大程度上决定了水泥、钢铁、玻璃等大宗原材料产品的供求格局，地产后周期进一步带动家电、家具等下游耐用消费品的消费，进而驱动经济周期循环。区分环节看，新开工面积影响水泥的产量、而施工面积对钢材产量的影响较大，竣工面积与玻璃价格相关性较高，商品房销售面积与洗衣机、冰箱等家电产量走势高度同步。

图表 7: 房屋新开工影响水泥的产量



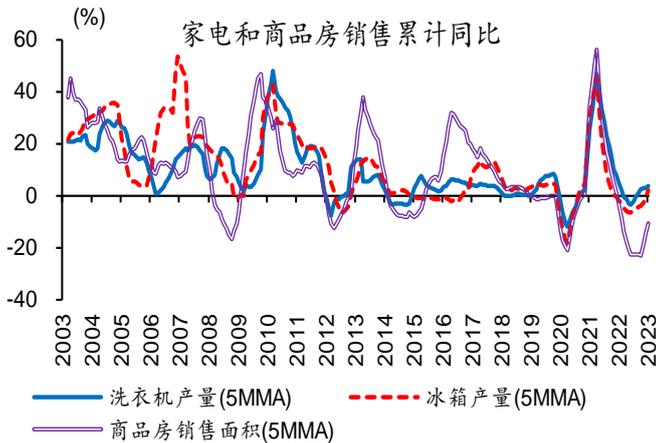
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 房屋施工对钢材产量影响较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 商品房销售带动洗衣机、冰箱等家电产量



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 竣工和玻璃价格相关性较高

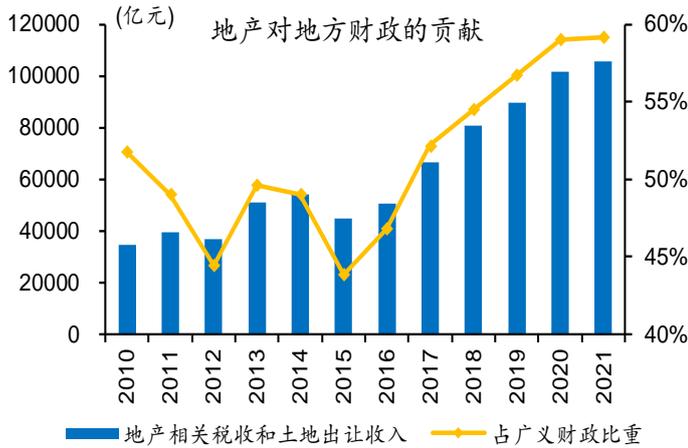


来源: Wind、国金证券研究所

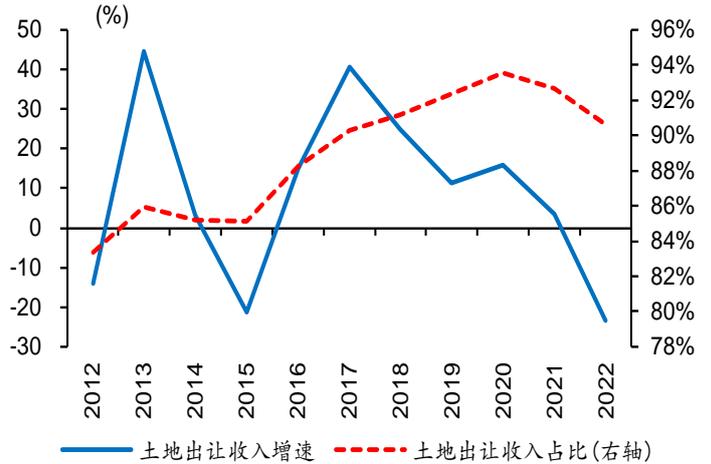
(二) 房地产对财政、金融、经济增长和就业均有举足轻重的影响，但近年来影响趋弱

棚改货币化安置后，房地产链对地方财政的贡献不断扩大，但土地出让相关收入已开始回落。房地产活动主要在拿地和交易两个环节形成财政收入，其中国有土地使用权出让金的贡献最大、土地增值税和契税的规模也不低，2021 年土地出让收入和相关税费占广义财政的比重达 60%。近年来，伴随房地产逐步迈入下行周期，土地出让收入增速也趋于下行、2022 年更是大幅负增长；土地出让收入占地方政府性基金比重也开始见顶回落。

图表 11: 地产对地方财政的支持依然较强



图表 12: 土地出让收入占比小幅下降

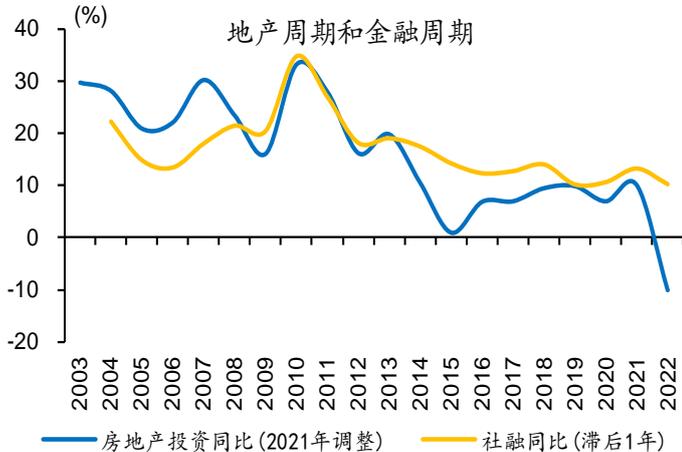


来源: Wind、国金证券研究所

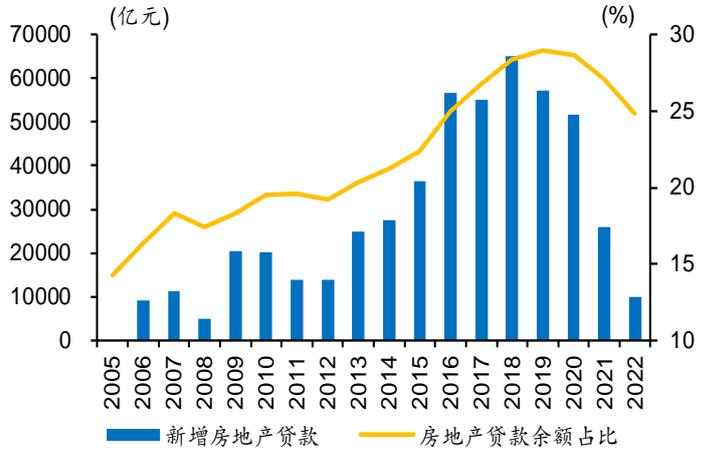
来源: Wind、国金证券研究所

金融周期与地产周期共振、影响国民经济一半以上的固定资本形成。过去社融领先房地产开发投资一年左右、金融周期与地产周期走势高度一致，但近年来两者相关性明显走弱、房地产贷款余额占比也由 29% 的高点回落至 25%。通过金融放大器效应，广义地产影响的固定资本形成规模占整个经济的比重超过 60%，其中大部分固定资本形成主要与房地产建筑活动相关、房地产业相关的固定资本形成占比不足 1%。

图表 13: 2015 年后，金融周期和地产周期背离增多



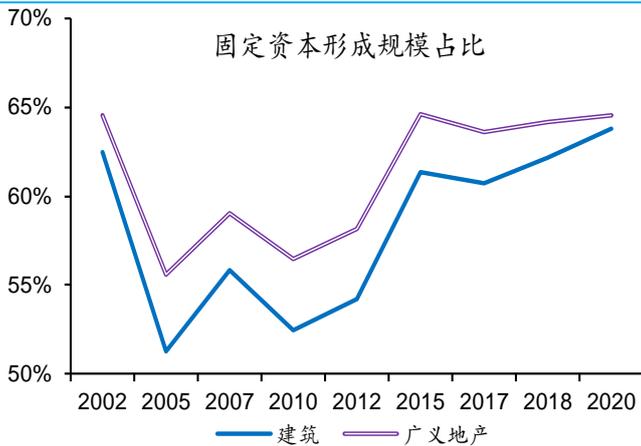
图表 14: 近年来，房地产贷款余额占比见顶回落



来源: Wind、国金证券研究所

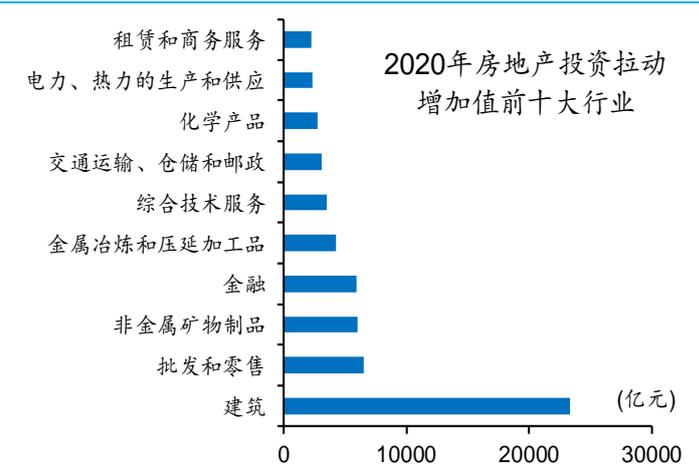
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 房地产链资本形成规模仍保持高位



来源: 国家统计局、国金证券研究所

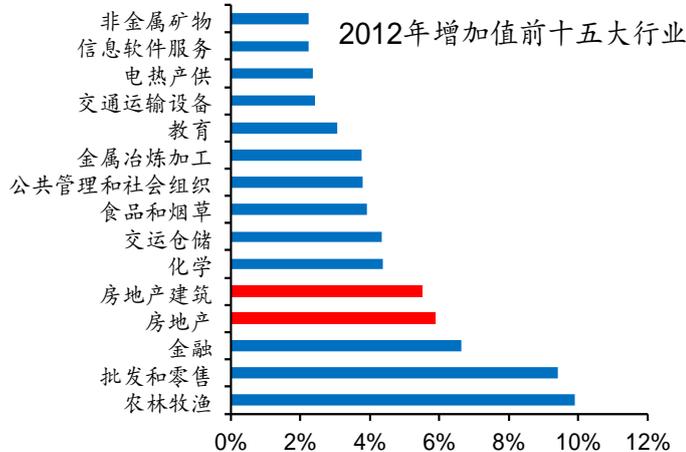
图表 16: 2020 年地产投资拉动情况



来源: 国家统计局、国金证券研究所

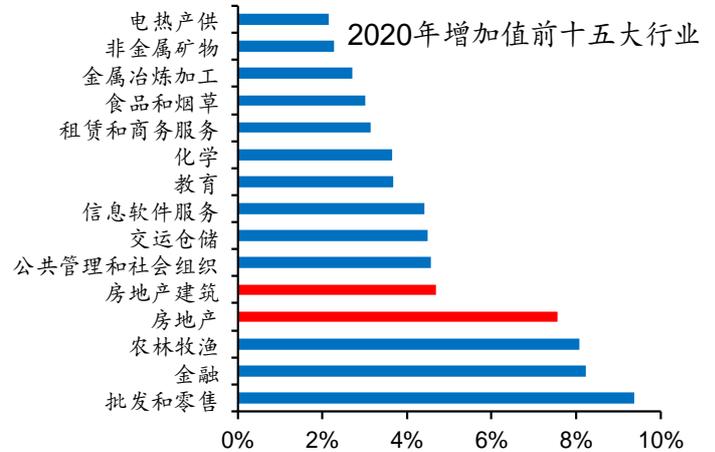
房地产链国民经济占比高、曾经是经济增长的发动机,但近年来贡献率有所下降。信用扩张助力下,房地产链占 GDP 的比重不断攀升、2020 年一度合计占比约 12%,其中房屋建筑业增加值占比由 2012 年的 5.6% 下降至 4.4%、房地产业增加值则由 5.8% 升至 7.6%;广义地产对经济增长的贡献率也由过去 20 年平均 10% 以上下降至 5% 以下。与此同时,房地产开发投资对经济拉动效果也不如以往,2020 年地产投资拉动了约 8% 的 GDP、较 2012 年下降了 1 个百分点,对建筑、批发和零售、非金属矿物、金融等行业拉动规模较大。

图表 17: 2012 年,前十五大经济部门增加值占比



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 18: 2020 年,前十五大经济部门增加值占比



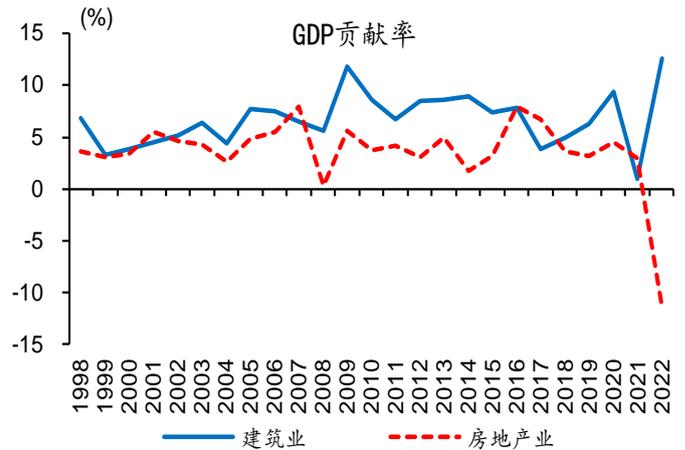
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 19: 2015 年后, 地产投资对经济的拉动明显下降



来源: Wind、国金证券研究所

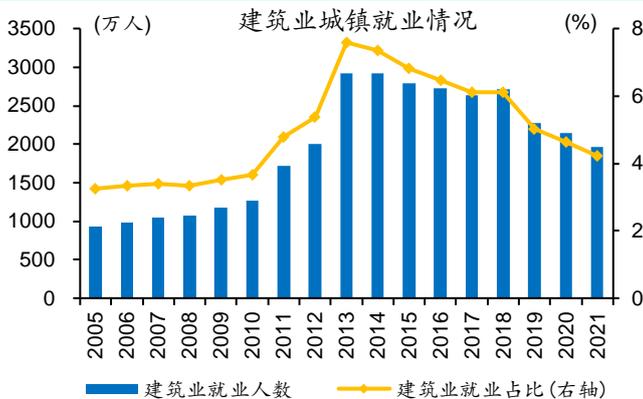
图表 20: 近年来, 广义地产对经济的贡献也有所减弱



来源: Wind、国金证券研究所

房地产链同时也吸纳了大量就业, 其中建筑活动和服务活动的就业有所分化。2012 年以后, 建筑业吸纳的城镇就业人数不断下滑、城镇就业占比由 2013 年的 7.6% 下降至 2021 年的 4.2%。剔除基建影响后, 建筑业从业人数的回落或主要缘于房地产建筑活动的走弱。全就业口径下, 2020 年房地产建筑薪酬占建筑业整体比重由 80% 下降至 60%, 但同期建筑业从业人数增长了约 10%。与此同时, 房地产业从业人员依然保持稳定增长, 吸纳的城镇就业人数由 2005 年的 150 万人增至 2021 年的 520 万人。

图表 21: 2012 年以来, 建筑从业人数不断下降



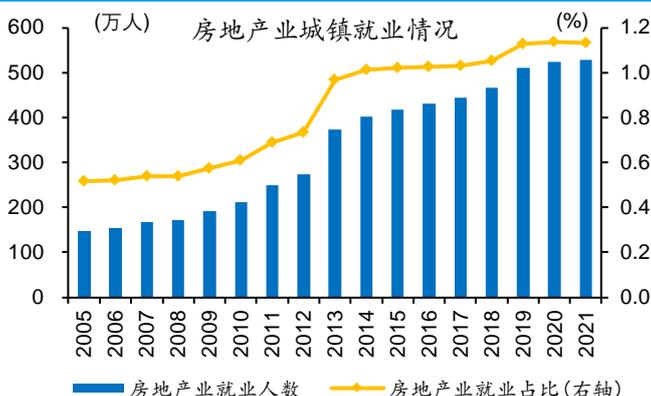
来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 房地产建筑就业萎缩



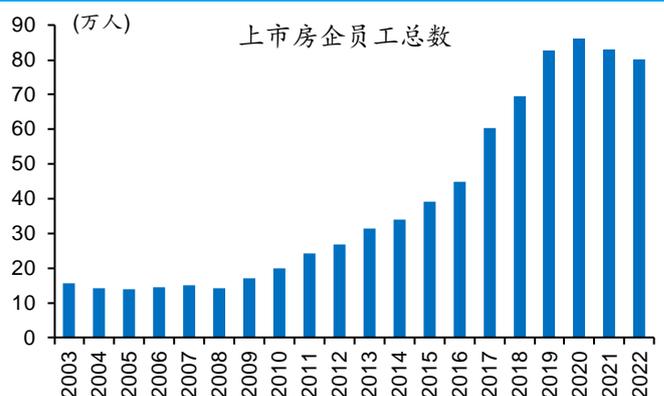
来源: 国家统计局、Wind、国金证券研究所

图表 23: 房地产业就业人数稳定增加



来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 疫情前上市房企员工总数稳定增长



来源: Wind、国金证券研究所

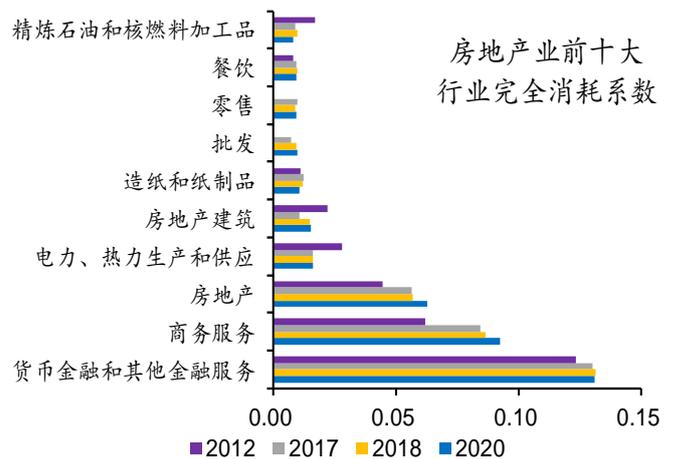
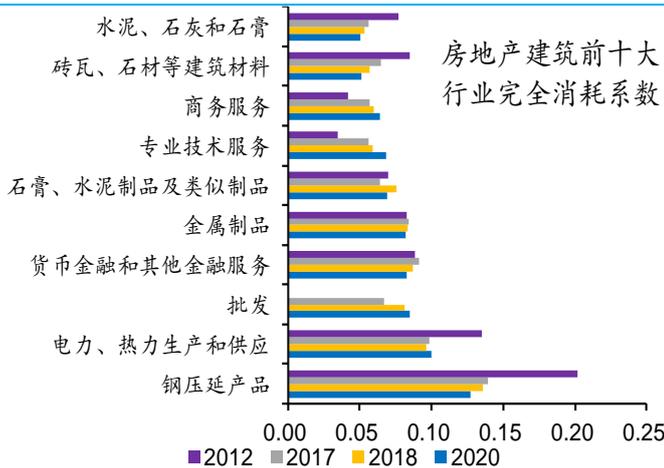
二、房地产链影响趋弱背后，经济驱动逻辑和行业驱动逻辑发生变化

(一) 房地产链与第二产业的联系减弱、与第三产业的联系增强，对经济整体拉动趋弱

房地产链对第三产业拉动能力增强、对第二产业拉动能力减弱。2012年以来，房地产业对金融、商务服务和自身部门的完全消化系数增大，房地产建筑对批发、专业技术服务和商务服务的完全消化系数增大。与此同时，房地产建筑对钢压延产品、电热产供、瓦砖石材、水泥石灰石膏等产品的完全消耗系数明显变小。

图表 25: 房地产建筑对第二产业的拉动减弱

图表 26: 房地产业对第三产业的拉动增强



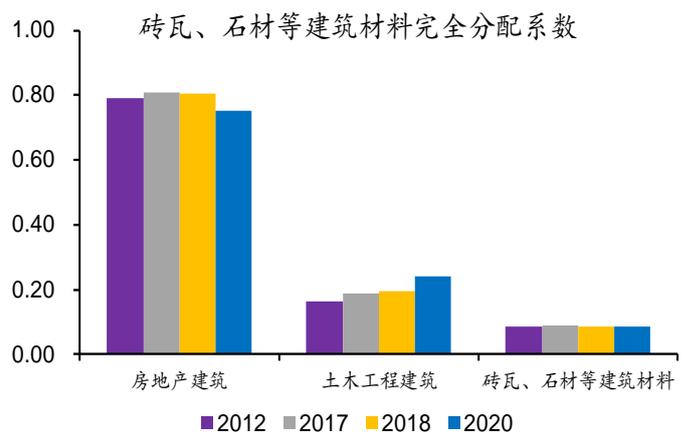
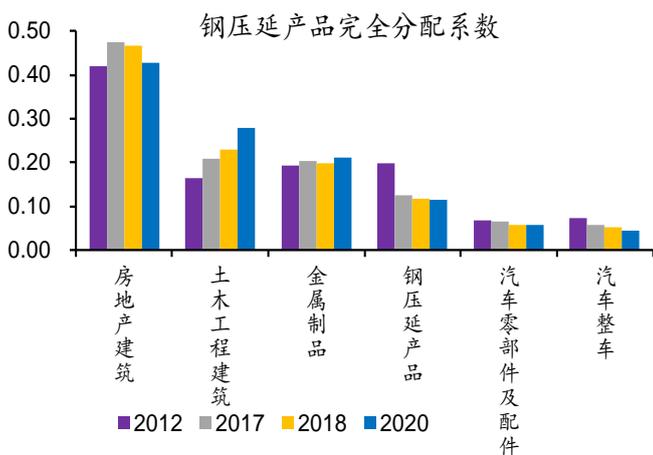
来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：国家统计局、国金证券研究所

与此同时，第二产业对房地产链的依赖也有所减弱、第三产业对房地产业的依赖增强。以黑色、非金属矿物为代表的上游周期产业对房地产建筑活动的依赖减弱，钢压延产品和砖瓦石材等对房地产建筑的完全分配系数在 2017 年后逐年变小；基建对地产形成了补位，上游原材料对基建的依赖提升、对土木工程建筑的分配系数逐年增大。服务业对房地产活动的依赖关系分化，对房地产业的依赖明显提升、但对房地产建筑活动的依赖有所下降，金融和商务服务对房地产业的完全分配系数大幅提升、对房地产建筑则变小。

图表 27: 钢压延产品对土木工程建筑的依赖增强

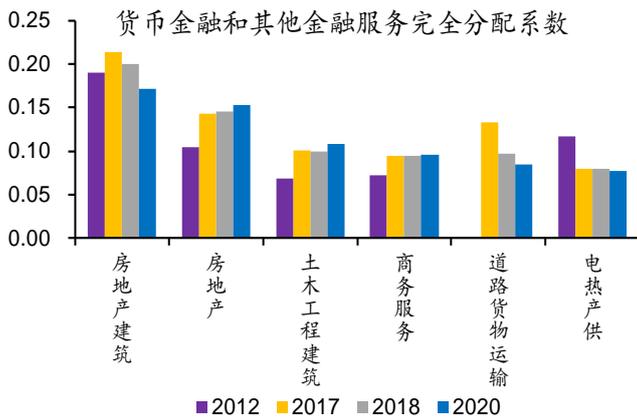
图表 28: 砖瓦石材对土木工程建筑的依赖增强



来源：国家统计局、国金证券研究所

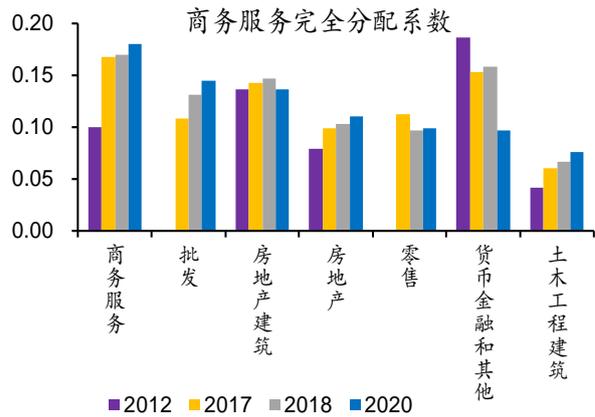
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 29: 金融对房地产业的依赖增强



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 30: 商务服务对房地产业的依赖增强



来源: 国家统计局、国金证券研究所

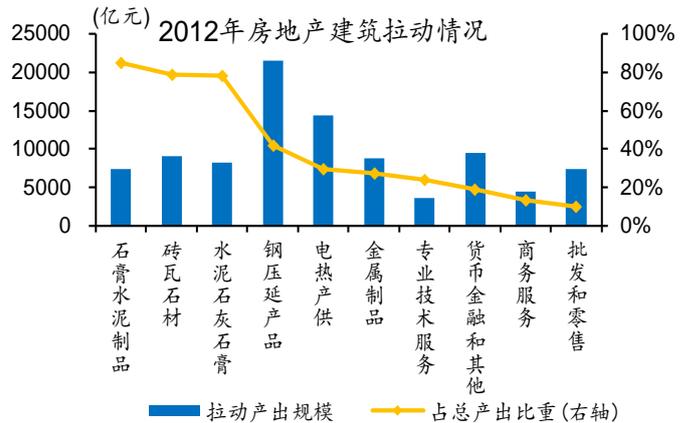
投入产出关系调整后, 房地产链对经济整体拉动弱于以往。2020 年, 房地产建筑活动对砖瓦石材、石膏水泥制品、水泥石灰石膏等产品的完全拉动规模占比较 2012 年均下降 10 个百分点以上; 对批发和零售、专业技术服务完全拉动规模分别增长 470%和 250%、完全拉动规模占比均增加 7 个百分点。与此同时, 房地产业对货币金融、商务服务等服务业的拉动规模占比小幅提升, 2020 年完全拉动规模分别超过 12000 亿元和 8400 亿元。

图表 31: 2020 年房地产建筑对中间投入的拉动情况



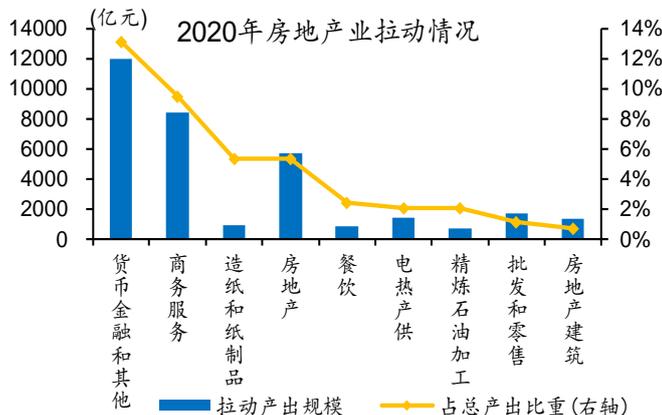
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 32: 2012 年房地产建筑对中间投入的拉动情况



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 33: 2020 年房地产业对中间投入的拉动情况



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 34: 2012 年房地产业对中间投入的拉动情况

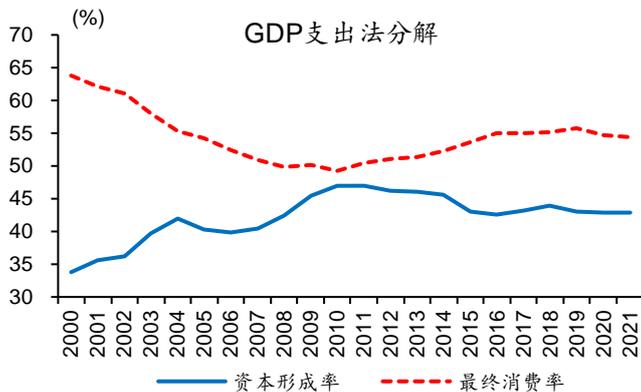


来源: 国家统计局、国金证券研究所

(二) 房地产链结构调整或主要缘于经济驱动逻辑和行业驱动逻辑的变化

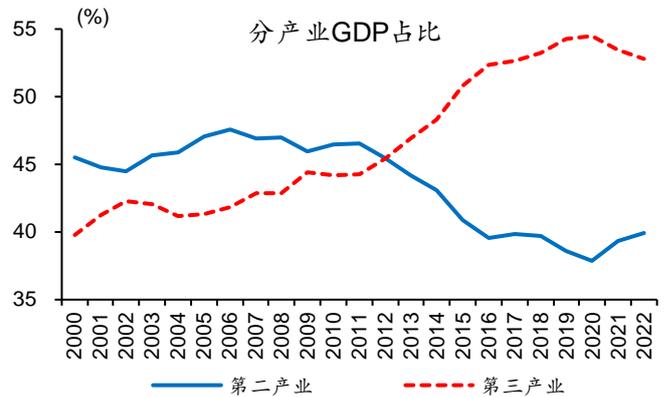
国民经济产业结构发生深刻变化，第三产业占比趋势性提高。伴随投资效率下降，消费对经济增长的贡献不断提升、最终消费率回升至约 55%。消费扩张助推第三产业发展，2012 年第三产业占 GDP 比重超过第二产业、2020 年一度升至 54%以上；第三产业就业占比不断攀升、2021 年升至 48%。与此同时，第二产业内部也在进行结构调整，与房地产建筑更为相关的上游制造业不断趋弱、2022 年制造业投资占比下降至 27%左右。

图表 35: 消费对经济的贡献趋势性提升



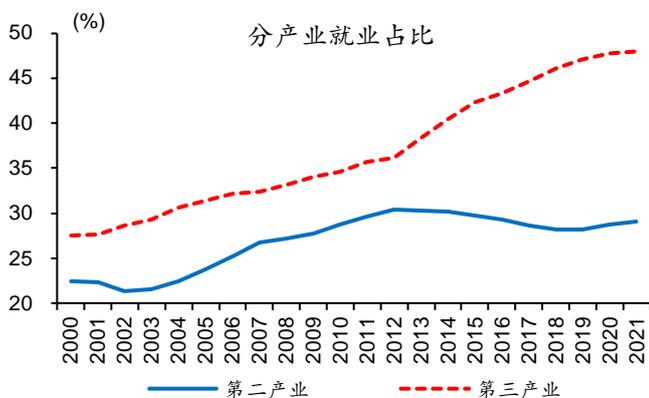
来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 2012 年以来, 第三产业 GDP 超过第二产业



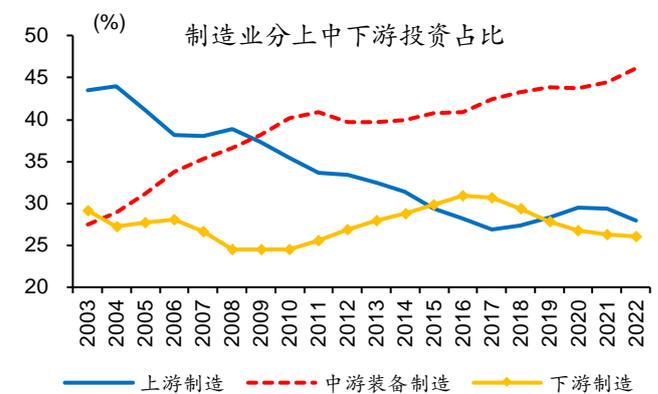
来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 2012 年以来, 第三产业就业占比趋势性上行



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 传统上游制造业投资不断趋弱



来源: Wind、国金证券研究所

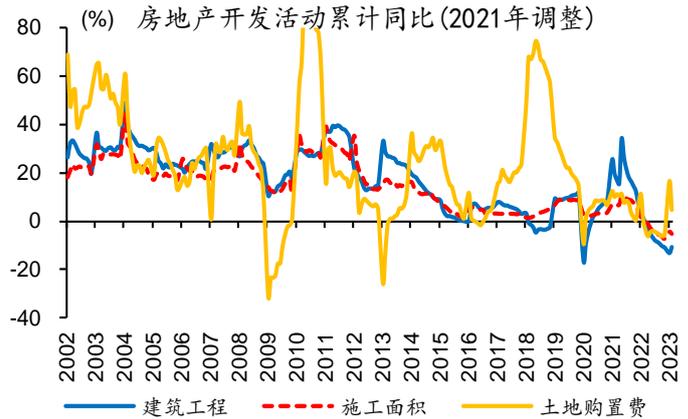
房地产开发活动也趋势性走弱，对整体投资的贡献见顶回落。2012 年以前，房企拿地和施工活动均保持高速增长、房地产开发投资占固定资产投资的比重超过 20%；2015 年棚改货币化启动后，库存快速去化、房企掀起拿地潮、地产投资占比则再度回升至 20%以上。近年来，伴随房地产风险持续出清，房地产投资占比由高点的 27%回落至 23%、绝对规模也由 2021 年的 14.8 万亿元萎缩至 2022 年的 13.3 万亿元，而同期固定资产投资仍保持正增长。2020 年以来，期房销售占比见顶回落、已连续下行三年，进一步对房地产开发活动形成压制，未来房地产或转向存量开发为主。

图表 39: 房企拿地和开工增速趋势下行



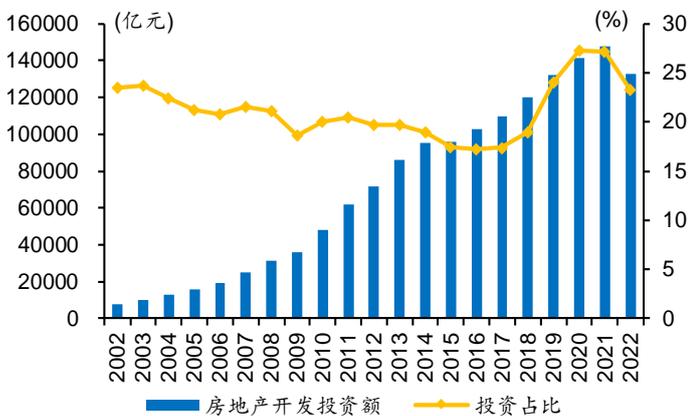
来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 近年来, 房地产开发活动明显回落



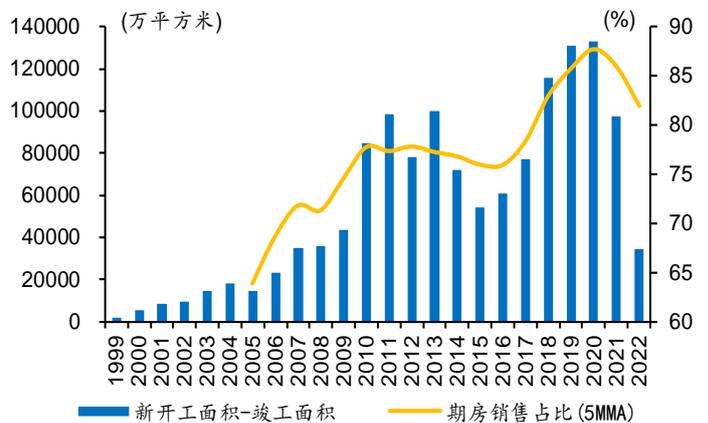
来源: Wind、国金证券研究所

图表 41: 房地产开发投资占比见顶回落



来源: Wind、国金证券研究所

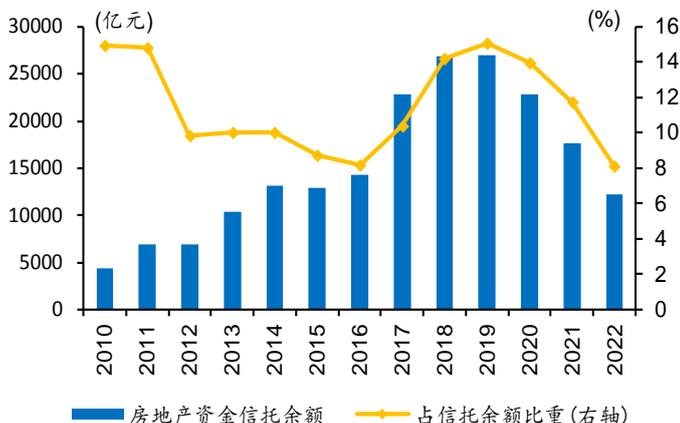
图表 42: 期房销售占比下降, 新开工-竣工缺口收敛



来源: Wind、国金证券研究所

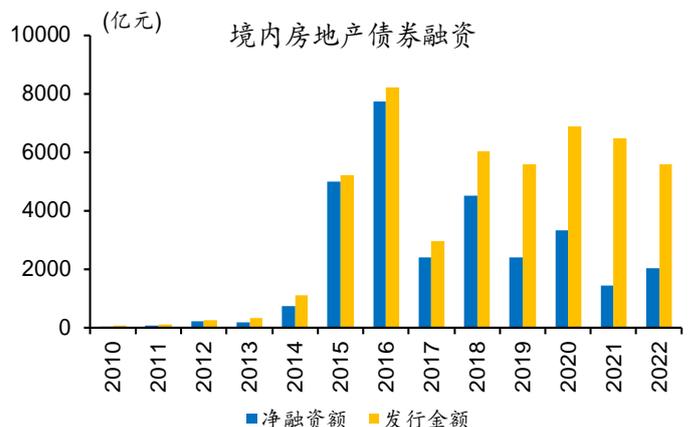
金融监管升级、不断收紧房地产融资, 也促进了房地产加快调整。自 2019 年 23 号文发布后, 信托对房地产的支持明显减弱、2022 年房地产资金信托余额由高峰期的近三万亿元回落至 12000 亿元左右。房地产债也类似, 2016 年交易所开始对房地产公司债实施分类监管、房地产发债规模有所回落; 2020 年监管对房地产发债借新还旧比例作出限制, 房地产净融资额进一步下降、2022 年保持 2000 亿元左右的低水平。

图表 43: 监管收紧后, 房地产信托余额快速下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 44: 房地产债发行也受限, 多用于借新还旧



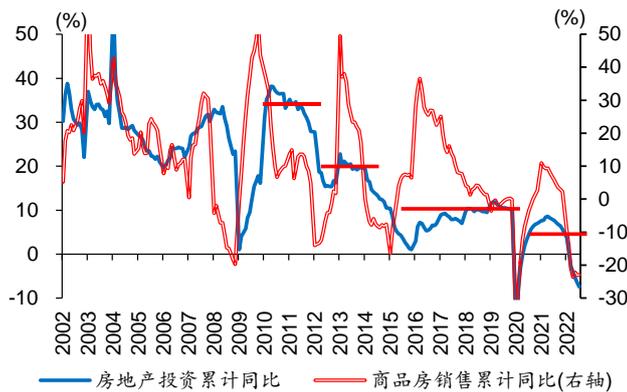
来源: Wind、国金证券研究所

三、大周期向下，房地产链传统业务面临“天花板”、服务化转型增量空间大

(一) 地产大周期向下叠加人口结构调整，房地产链传统住宅业务面临“天花板”

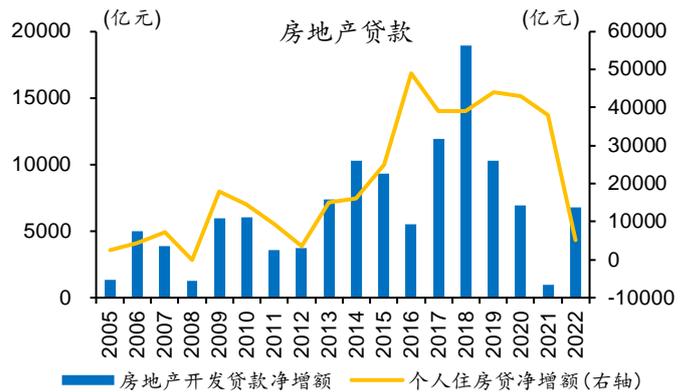
大周期换挡下行，地产的金融属性减弱、房价预期逆转。进入下行通道后，金融对房地产的刺激效果不如以往、住宅销售面积同比仍未回正；房地产开发贷款净增额和个人住房贷款净增额均明显回落。与此同时，购房群体对房价的预期也发生趋势性变化。央行调查显示，2018年以来居民预期房价上涨的比例不断下行、2022年最低仅录得14%，房价增速也趋势性回落、2023年仅一线城市房价同比回正。

图表 45: 地产大周期换挡下行



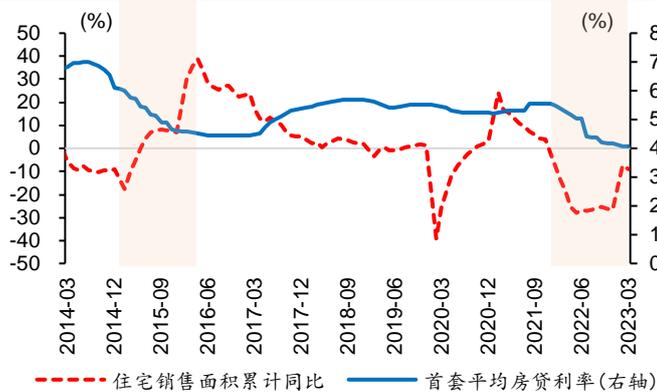
来源: Wind、国金证券研究所

图表 46: 供需两端房地产贷款均下行



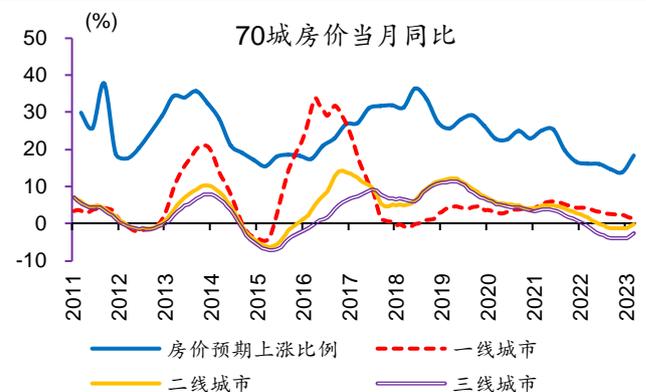
来源: Wind、国金证券研究所

图表 47: 降息对销售的刺激效果不如以往



来源: Wind、国金证券研究所

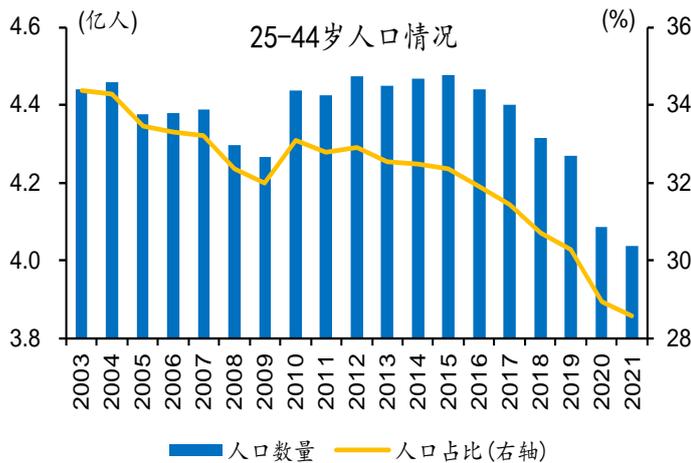
图表 48: 房价低迷、预期上涨比例处于历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

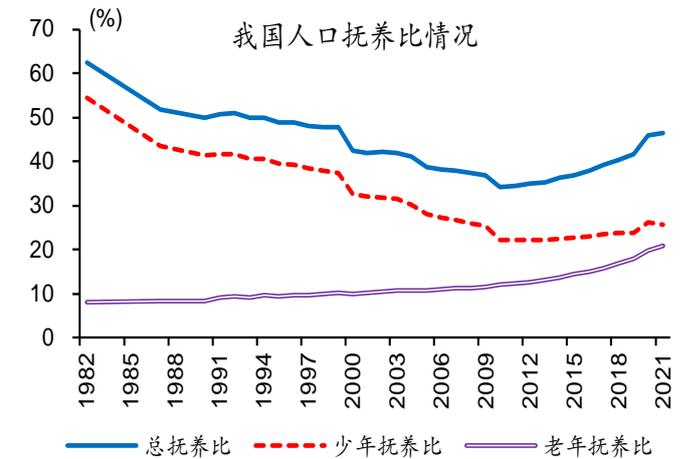
人口拐点已经来临，购房需求再难上行，地区分化或加剧。人口结构深度调整、主力购房人群规模同样进入下行通道，2021年25-44岁人口数量较2015年回落4000万人，总抚养比快速上升、未来刚需或进一步减少。与此同时，高能级地区人口流入和住房供给的错配依然存在、低能级地区需求回落会更快，地区间需求分化或进一步加大。

图表 49: 主力购房人群减少



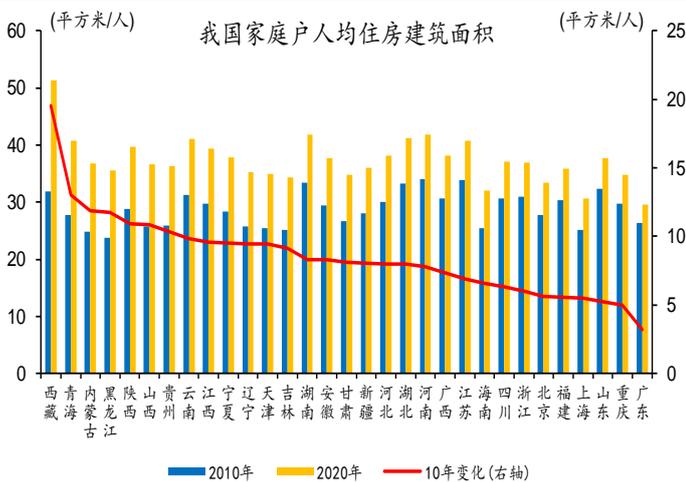
来源: Wind、国金证券研究所

图表 50: 总抚养比快速上升



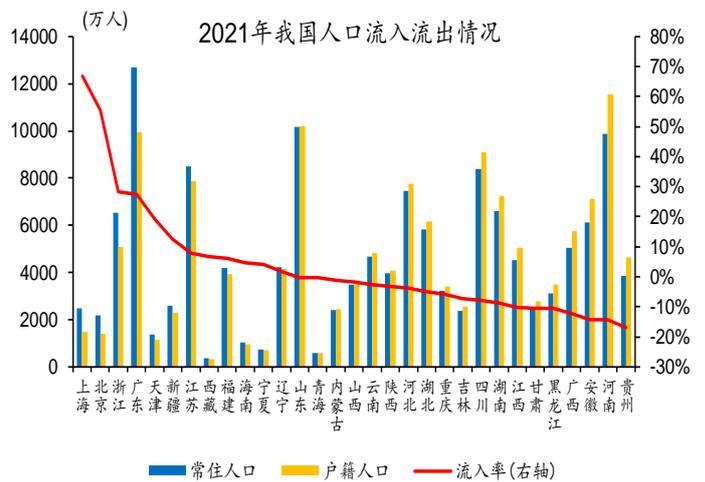
来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 高能级地区人均住房面积改善有限



来源: 国家统计局、国金证券研究所

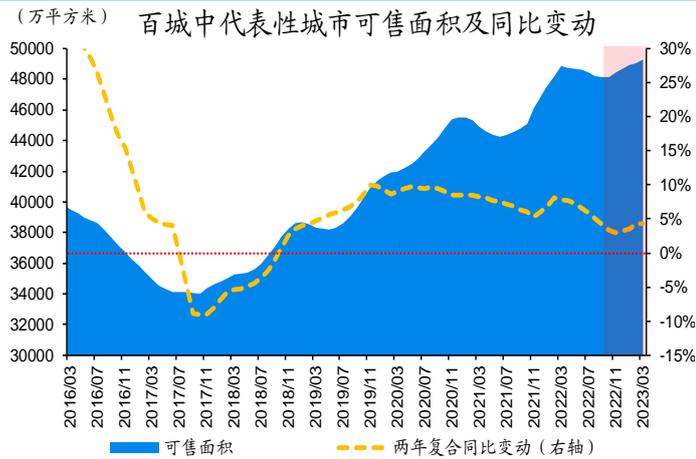
图表 52: 高能级地区流入人口比例依然较高



来源: 国家统计局、国金证券研究所

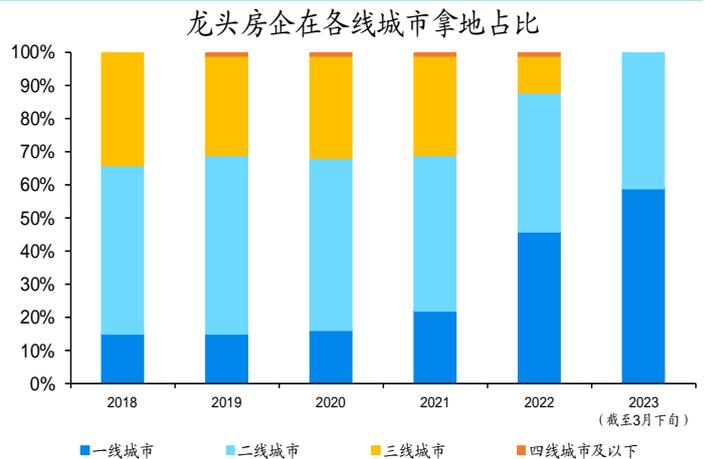
需求压制下、库存水平持续提升，房企大幅减少拿地。2017 年以来，我国商品房库存水平持续提升，截至 2023 年 3 月全国 23 个代表性城市商品房可售面积近 5 亿平方米、为过往最高水平。与此同时，房企拿地更加集中于去化和回款更快的一线城市，头部房企在二线和三线城市拿地占比明显下降、在四线以下城市几乎不拿地。

图表 53: 百城商品房可售面积口径库存水平持续提升



来源: CREIS、国金证券研究所

图表 54: 房企拿地集中于高能级城市

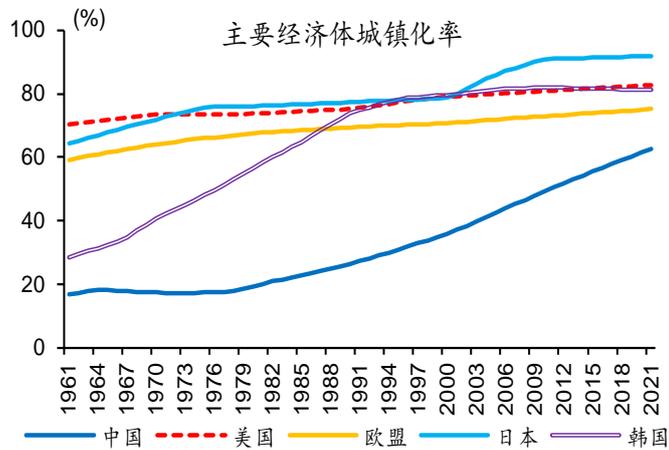


来源: CREIS、国金证券研究所

(二) 城市更新、产业升级和老龄化驱动下，地产服务需求激增，房地产链转型空间大

城镇化进入新阶段，房地产链需适应性调整。快速城镇化后，2022 年我国常住人口城镇化率已经突破 65%、与发达国家水平已然相去不远 (80%)，进入存量为主的第二阶段。在这一阶段，城市更新成为新型城镇化的重要内容。据住房和城乡建设部披露，2019 年全国需改造的老旧小区达到 17 万个，涉及建筑面积 40 亿平米；2022 年全国新开工改造城镇老旧小区 5.25 万个、涉及居民 876 万户，2023 年还将新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个以上。伴随城市转向存量开发，房地产也逐步转向存量开发，以适应经济发展需要。

图表 55: 我国城镇率快速提升，已进入下半场



来源: 世界银行、国金证券研究所

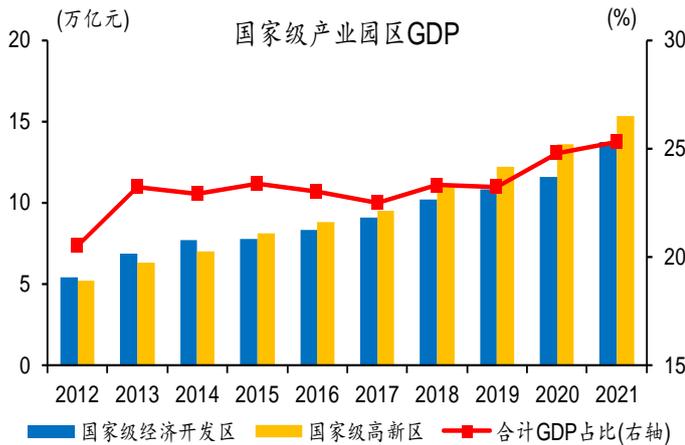
图表 56: 2022 年各地老旧小区更新改造情况



来源: 住房和城乡建设部、国金证券研究所

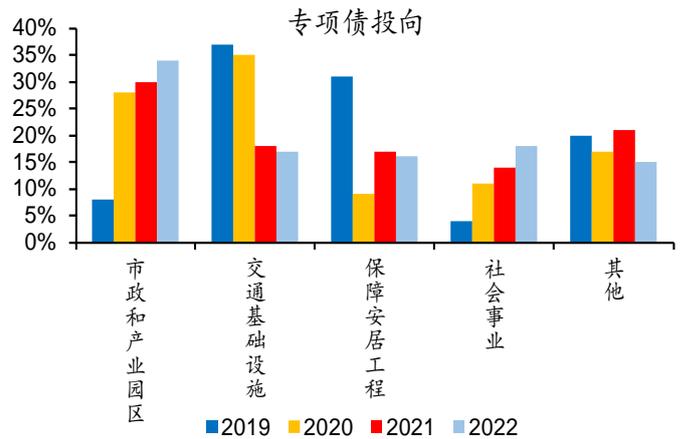
产业升级带动大量配套服务需求，产业地产发展空间巨大。产业园区具有引导产业转型升级的区位功能、近年来扩张速度有所加快。2021 年国家经开区和高新区创造的 GDP 规模分别达 13.7 和 15.3 万亿元，合计占 GDP 比重 25.3%、较 2019 年提升 2.1 个百分点。政府也在不断加大产业园区相关的投入，2022 年专项债投向市政和产业园区的比例为 30%、占比大幅提升，东部地区开发区数量较多。园区开发伴生的市场规模巨大，到 2030 年，预计产业地产开发体量可达 76 亿平方米、租金规模达 17000 亿元。

图表 57: 产业园区对 GDP 的贡献逐年增大



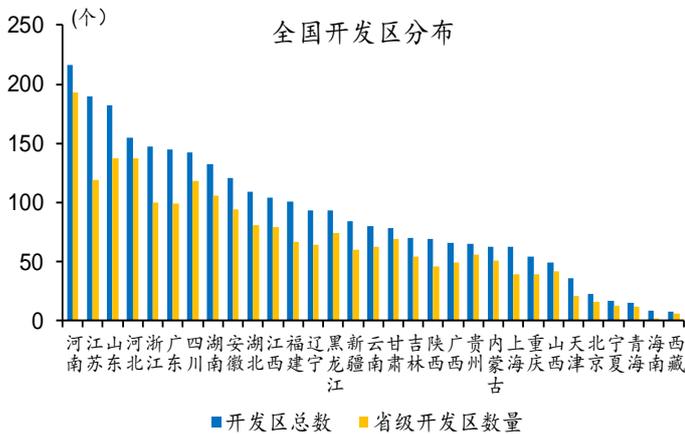
来源: 赛迪顾问、国金证券研究所

图表 58: 地方政府对产业园区的支持也不断增强



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

图表 59: 2022 年全国各地开发区分布情况



来源: 各地政府网站、国金证券研究所

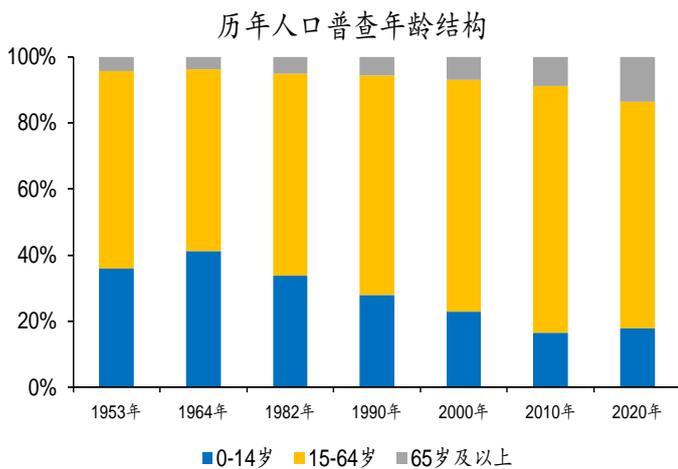
图表 60: 园区开发的潜在体量大、回报可观



来源: 金地威新产业研究院、国金证券研究所

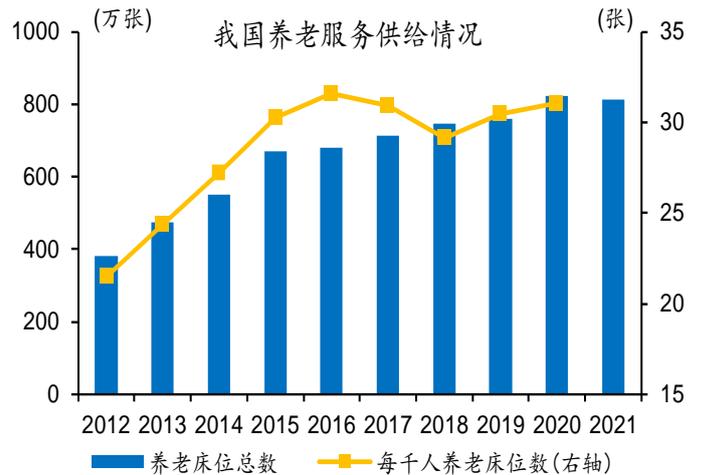
人口老龄化加速，养老地产发展前景广阔。第七次人口普查显示，2020 年我国老龄人口（65 岁及以上）占比已达 13.5%，距离深度老龄化的国际标准（14%）仅一步之遥。与此同时，我国养老服务的供给仍处于较低水平，2021 年养老床位总数 813.5 万张、每千人养老床位数刚刚超过 30 张，距离发达国家每千人 50-70 张的水平差距较大。随着我国第二轮“婴儿潮”走向退休、养老服务的供给缺口凸显，养老地产发展潜力巨大。

图表 61: 人口老龄化已经来临



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 62: 我国养老服务供给水平较低



来源: 国家统计局、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

1. 地产业链条长、影响面广, 对国民经济贡献大, 但近年来影响趋弱: 1) 房地产链条长、影响面广, 横跨多个产业部门。2) 房地产对财政、金融、经济增长和就业均有举足轻重的影响, 但近年来影响趋弱。
2. 房地产链影响趋弱背后, 经济驱动逻辑和行业驱动逻辑变化: 1) 房地产链与第二产业的联系减弱、与第三产业的联系增强, 对经济整体拉动趋弱。2) 经济驱动逻辑和行业驱动逻辑的变化是房地产链结构调整背后的主要原因。
3. 大周期向下, 房地产链传统业务面临“天花板”、服务化转型增量空间大: 1) 地产大周期向下叠加人口结构调整, 房地产链传统住宅业务面临“天花板”。2) 城市更新、产业升级和老龄化驱动下, 地产服务需求激增, 房地产链转型空间大。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。生育放开政策不及预期, 年轻人生育意愿降低等。
- 2、行业风险加剧。房地产市场风险防范化解不佳、市场出清偏慢等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402