

# 宏观经济专题研究

## 国内房地产中长期增长趋势与短期困境分析

### 核心观点

**中国房地产业现价 GDP 占比低于海外发达国家，后续仍有上升潜力。**我们将第三产业增加值金额作为交易费用的计量，第三产业增加值金额占比相当于达到相应产出规模时所投入“促成交易”相关成本的占比。房地产业 GDP 占比的经济含义也是如此。

经济规模越大，交易数量越多，交易成本就会越大，因此经济规模对房地产业 GDP 占比的影响应当很大。由于韩国、巴西的经济规模较小，因此在房地产业 GDP 占比方面与中国更可比的经济体应该是美国、英国、德国、日本。

2021 年中国房地产业现价 GDP 占比约为 6.8%，明显低于海外发达国家 11% 以上的占比水平，即使针对中国房地产业 GDP 中的自有住房虚拟租金进行再评估，当前中国房地产业现价 GDP 占比仍低于海外发达国家的水平，这意味着后续较长一段时间内中国房地产业 GDP 占比很可能会进一步上升，中国房地产业 GDP 同比增速平均来看仍会持续高于整体 GDP 同比增速。

**历史上国内房地产业 GDP 同比低于整体 GDP 同比均在经济下行期发生。**2021 年二季度至 2022 年一季度，国内房地产业现价 GDP 同比增速连续四个季度明显低于整体现价 GDP 增速，明显偏离上述分析的房地产业中长期增长趋势。

1998 年以来中国历史上出现的 5 次房地产业 GDP 同比持续低于整体 GDP 同比情形的共同特征：在此期间现价 GDP 同比增速均处于下行趋势中。

考虑到现价 GDP 同比与居民的名义收入增速密切相关，因此这个现象背后的经济逻辑可能是：现价 GDP 同比增速持续下行带动居民收入增速放缓，而居民收入增速的放缓会显著影响居民购房需求从而明显降低国内房地产业 GDP 增长速度。

**第三产业增速放缓与需求调控或是当前国内房地产业陷入短期困境的重要因素。**2014 年以后第三产业成为国内新增就业人口主要去处，因此新增房地产刚性需求主要来自第三产业就业人员。2020 年爆发新冠疫情后第三产业持续低迷，特别是 2021 年之后国内疫情持续反复，国内第三产业的修复持续被打断，这使得相关从业人员的就业与收入预期的不确定性增加，这无疑明显抑制了房地产刚性需求的增长。疫情爆发后，虽然第二产业增长非常快（以及部分第三产业），相关从业人员收入增长也比较多，但这些人员中潜在的房地产需求可能更多是投资和改善需求而非刚性需求，在投资和改善需求被房地产需求调控政策所限制的情况下，这些人员收入的上升无法很好地形成实质的购房需求，因此国内房地产需求与整体收入走势出现了罕见的反向运行态势。

**国内房地产业的短期困境或还与金融机构缩贷有关。**国内房地产业的短期困境可能还与金融机构缩贷有关。一个非常直接的证据是 2019 年以来国内个人住房贷款加权平均利率持续上升并持续高于整体贷款加权平均利率，而在 2018 年之前，国内是个人住房贷款加权平均利率均低于整体贷款加权平均利率。购房需求的回落没法带动个人住房贷款利率的上升，这很可能是金融机构缩贷导致相关贷款供不应求导致的。

**风险提示：**政策调整滞后，经济增速下滑。

### 经济研究 · 宏观专题

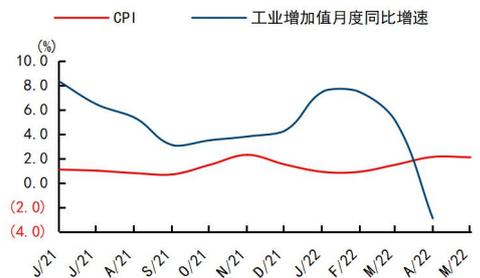
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	6.80
社零总额当月同比	-11.10
出口当月同比	16.90
M2	11.10

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济专题：农产品对 CPI 的影响与联动》——2022-04-11
- 《宏观经济专题研究-疫情冲击下 GDP 的再评估》——2022-03-28
- 《宏观专题：从“预期衰退”到“超预期复苏”》——2022-03-08
- 《宏观经济专题：2022 年一季度 GDP 增速 4.8%：冷暖分界线》——2022-02-21
- 《国信证券-宏观专题-商品市场的两个“异象”如何破局》——2022-02-16

## 内容目录

中国房地产业现价 GDP 占比明显低于海外发达国家.....	4
中国自有住房虚拟租金与房地产业 GDP 占比的再评估.....	7
历史上国内房地产业 GDP 同比低于整体 GDP 同比均在经济下行期发生.....	9
第三产业增速放缓与需求调控或是当前国内房地产业陷入短期困境的重要因素.....	10
国内房地产业的短期困境或还与金融机构缩贷有关.....	15
2022 年下半年国内房地产业现价 GDP 增速有望超过整体现价 GDP 增速.....	16
风险提示.....	16
免责声明.....	17

## 图表目录

图 1: 中国房地产业现价 GDP 占比与海外国家相比明显偏低.....	4
图 2: 中国与海外国家房地产业 GDP 占比走势一览.....	5
图 3: 2021 年海内外现价 GDP 规模一览.....	5
图 4: 当前中国人均 GDP 水平明显低于海外发达国家.....	6
图 5: 当前中国城镇化率也明显低于海外发达国家.....	7
图 6: 当前中国城镇化率低于 1994 年的日本, 也低于 2012-2019 年的美国.....	9
图 7: 中国与海外国家房地产业 GDP 占比一览.....	10
图 8: 中国 2021 年四季度现价 GDP 当季同比增速已开始企稳.....	11
图 9: 2014-2015 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	11
图 10: 2011-2013 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	11
图 11: 2007-2009 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	12
图 12: 2003-2006 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	12
图 13: 1998-2000 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	12
图 14: 和疫情前 2019 年相比, 疫情后国内经济修复在结构上明显失衡.....	13
图 15: 2021 年四季度国内第二产业 GDP 增速止跌回升, 第三产业继续下行.....	13
图 16: 2014-2015 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 17: 2011-2012 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 18: 2007-2009 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 19: 2003-2006 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 20: 2014 年以来, 国内净新增就业人员基本都集中在第三产业.....	15
图 21: 2019 年以来, 国内个人住房贷款平均利率持续高于整体贷款平均利率.....	16

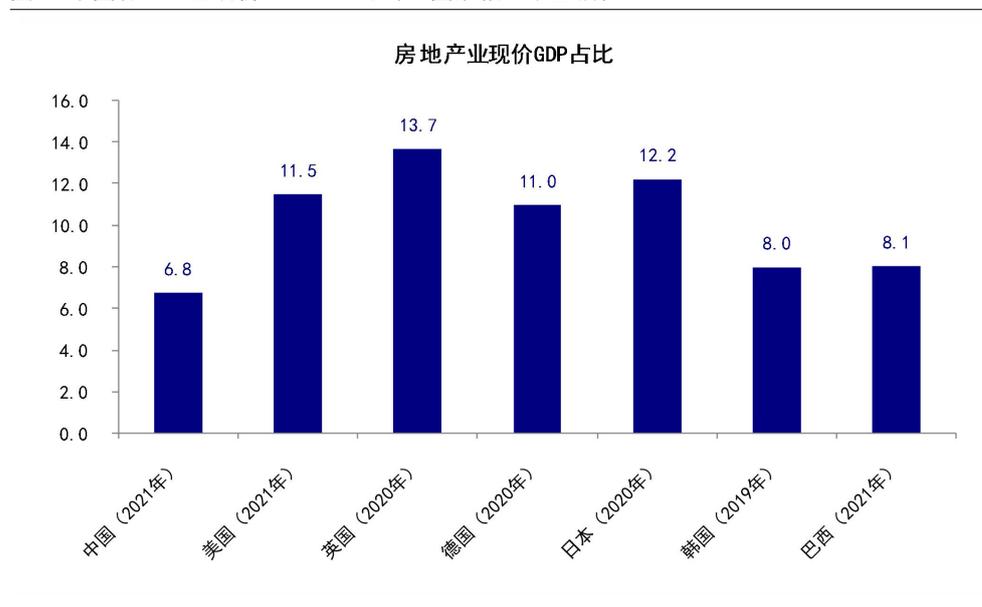
## 中国房地产业现价 GDP 占比明显低于海外发达国家

2021 年中国房地产业 GDP 占比约为 6.8%，而美国、英国、德国、日本、韩国、巴西的房地产业现价 GDP 占比分别为 11.5%、13.7%、11.0%、12.2%、8.0%、8.1%（2020 年和 2021 年有个别国家数据未公布，此处韩国是 2019 年，英国、德国、日本是 2020 年的数据），中国房地产业现价 GDP 占比明显低于海外国家。

从房地产业现价 GDP 占比走势来看，2000 年以来，美国、英国、德国、日本这几个国家的房地产业现价 GDP 占比一直维持在 10% 以上，韩国维持在 8% 左右，巴西从 10% 回落至 7% 左右后再上升至 8% 以上。

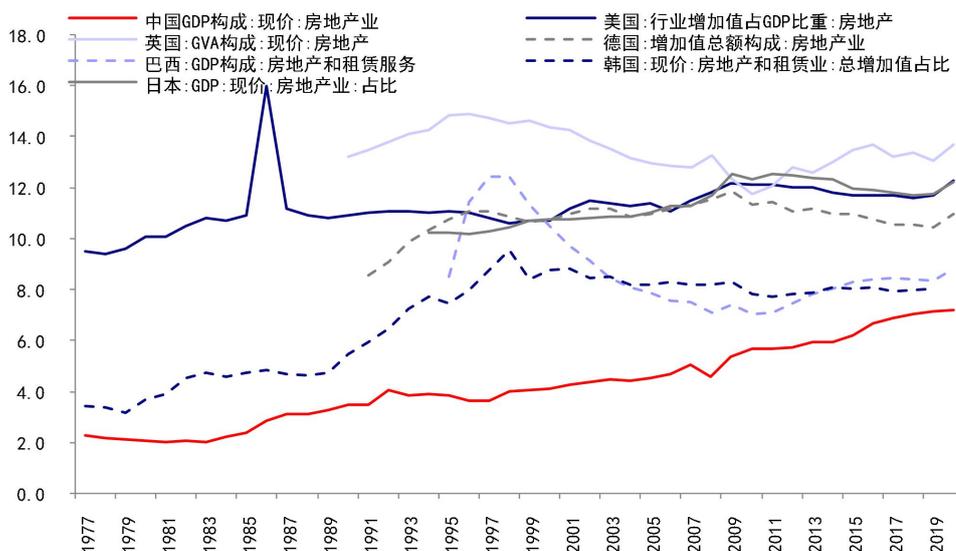
2000 年以来中国的房地产业现价 GDP 占比则呈现持续上升态势，2020 年达到 7.2%，2021 年回落至 6.8%。

图1：中国房地产业现价 GDP 占比与海外国家相比明显偏低



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：中国与海外国家房地产业 GDP 占比走势一览

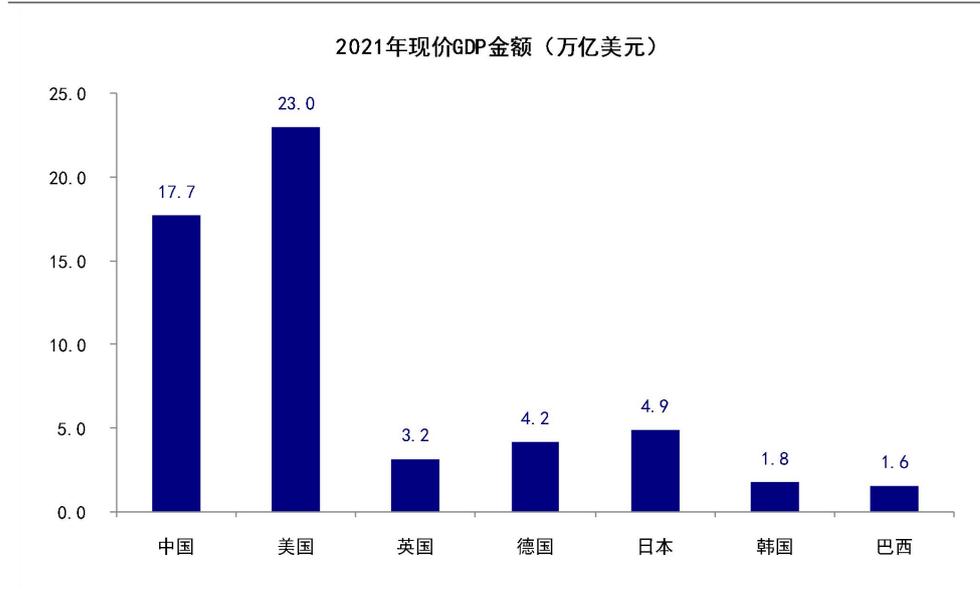


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

由于可以将第三产业增加值金额作为交易费用的计量（详见报告《国信证券-宏观经济专题：“十四五”产业发展背后的经济逻辑-20201120》），第三产业增加值金额占比相当于达到相应产出规模时所投入“促成交易”相关成本的占比。房地产业 GDP 占比的经济含义也是如此，房地产业 GDP 占比可用来衡量达到相应产出规模时房地产相关领域的交易成本占比大小。

经济规模越大，交易数量越多，交易成本就会越大，因此经济规模对房地产业 GDP 占比的影响应当很大。由于韩国、巴西的经济规模较小，因此在房地产业 GDP 占比方面与中国更可比的经济体应该是美国、英国、德国、日本。

图3：2021年海内外现价 GDP 规模一览



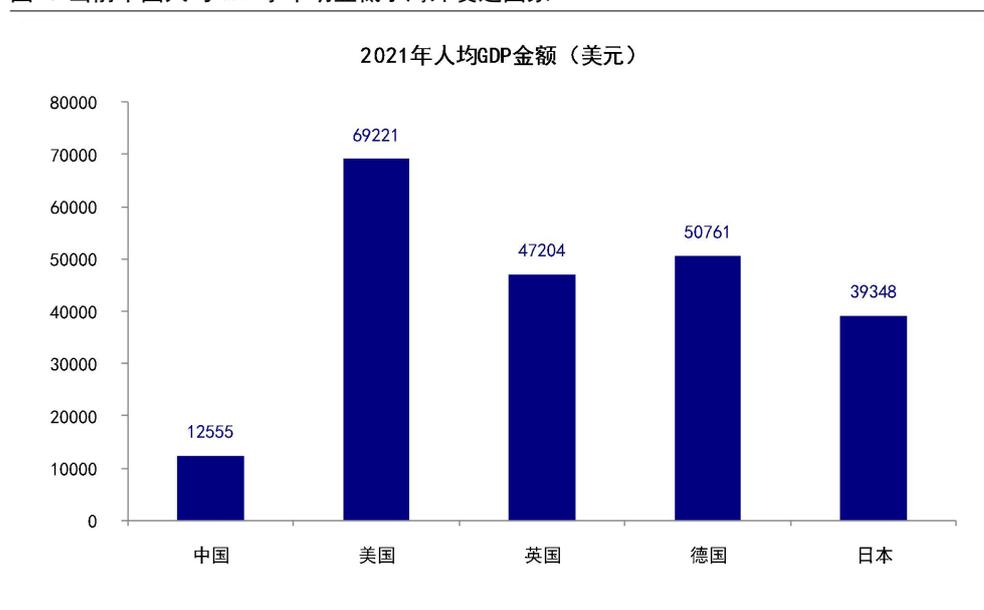
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

当前中国房地产业现价 GDP 占比在 7%左右，而美国、英国、德国、日本的房地产业现价 GDP 占比均在 11%以上，中国房地产业现价 GDP 占比明显偏低。

这并非不合理，因为房地产业现价 GDP 可衡量整个经济运转过程中房地产相关领域的交易费用，而交易费用无疑和交易数量和交易复杂程度相关，经济发展水平越高，交易复杂程度就越高，相关交易费用占比就会越高。当前中国经济发展水平仍明显低于海外发达国家，城镇化率也明显低于海外发达国家，因此我们可以推断当前中国国内房地产相关的交易费用占比也应当低于海外发达国家。

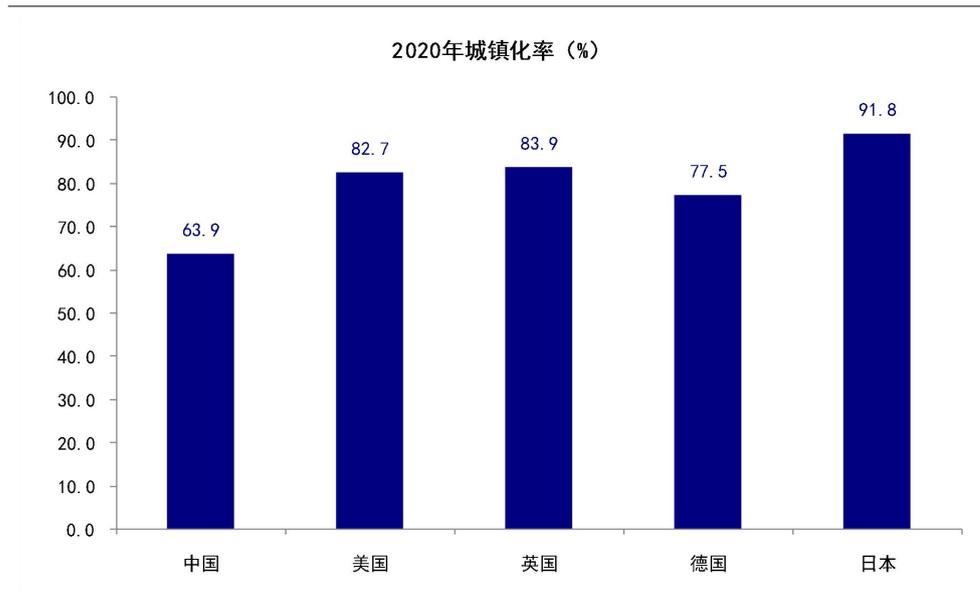
因此，若中国经济能继续稳健增长，经济发展水平持续上升，国内房地产业现价 GDP 占比将随之提高，在此情况下，未来较长一段时间内，中国房地产业 GDP 同比增速平均来看仍会持续高于整体 GDP 同比增速。

图4: 当前中国人均 GDP 水平明显低于海外发达国家



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图5: 当前中国城镇化率也明显低于海外发达国家



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 中国自有住房虚拟租金与房地产业 GDP 占比的再评估

值得注意的是, 不管是中国还是海外其他国家, 房地产业 GDP 都包含了自有住房虚拟租金 (或自有住房服务增加值), 但海外国家和中国自有住房虚拟租金的计算方法有所不同, 海外一般采用租金法, 中国采用成本法。

我们参考了《世界主要经济体自有住房服务核算主要方法及实践》(国家统计局国际统计信息中心, 吕璐、张旭, 2022 年) 中的数据, 2012-2019 年美国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例稳定在 64%-68% 之间, 平均值约为 66%; 1994-2003 年日本自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例从 69% 上升至 85% 左右, 2009-2011 年日本自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例则稳定在 79%-81% 之间。

由此可见, 自有住房虚拟租金在海外发达国家的房地产业 GDP 统计中非常重要, 占比非常高。

中国国内的自有住房虚拟租金数据鲜有公布, 但在《中国国内生产总值核算历史资料 (1952-2004)》中“第一次全国经济普查年度 (2004 年) 分行业增加值及构成”部分披露过。

根据 2004 年披露的数据, 中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 的比例约为 56%, 该比例虽然低于美国和日本, 但绝对数值并不小。

由于采用成本法很可能低估自有住房虚拟租金, 因此我们想针对中国的自有住房虚拟租金做一个再评估: 评估中国若和美国、日本一样采用租金法统计的话, 中国国内自有住房虚拟租金可以提升多大幅度。

房地产业 GDP 不仅包含自有住房虚拟租金, 也包含房地产开发增加值等内容, 其

中自有住房虚拟租金主要与存量房产数量和自有住房比例相关。由于城镇化率越高，存量房产数量就会越多，自有住房比例也应当越高，因此房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金的占比应该与城镇化率呈现正相关关系：城镇化率越高，房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金的占比就会越高。

2004 年中国的城镇化率水平仅约为 41%，而 1994 年的日本城镇化率已高达 78%，2012 年的美国城镇化率水平已高达 81%，因此 2004 年中国自有住房虚拟租金比例低于 1994 年的日本和 2012 年的美国是很符合经济逻辑的。

2021 年中国采用成本法，其房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金数据并未公布，但我们认为不管采用成本法还是租金法，房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金占比与城镇化率的正相关关系应当是大致成立的，因此 2021 年成本法下中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例很可能不会低于 2004 年的 56%。

为了尽量不低估国内自有住房虚拟租金，我们假设 2021 年成本法下中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例持平 2004 年 56% 的水平而不是高于 2004 年的水平。

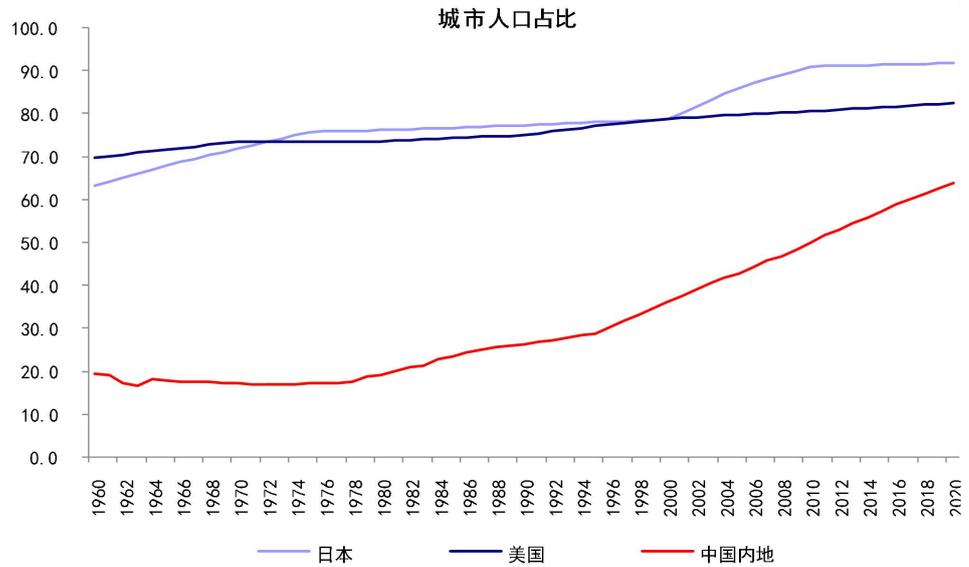
考虑到 2021 年中国的城镇化率水平仍明显低于 1990 年之后的美国和日本，因此 2021 年中国即使采用租金法，其房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金占比大概率仍低于 1994 年日本的 69% 和 2012 年美国的 65%。

同样为了尽量不低估国内自有住房虚拟租金，我们进行如下假设测算：（1）若 2021 年中国自有住房虚拟租金采用租金法评估，中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 的比例可以从 56% 提升至 65%，与 2012 年的美国相仿，可测算得到中国自有住房虚拟租金采用租金法会比成本法提高约 46%；（2）若 2021 年中国自有住房虚拟租金采用租金法评估，中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 的比例可以从 56% 提升至 70%，与 1994 年的日本相仿，可测算得到中国自有住房虚拟租金采用租金法会比成本法提高约 82%。

因此我们可以进一步测算得到：若参考美国，2021 年采用租金法后中国房地产业现价 GDP 占整体现价 GDP 的比例会从 6.8% 抬升至 8.4%；若参考日本，2021 年采用租金法后中国房地产业现价 GDP 占整体现价 GDP 的比例会从 6.8% 抬升至 9.6%。但不管参考美国还是日本，2021 年中国房地产业现价 GDP 占整体现价 GDP 的比例仍低于海外发达国家 11% 以上的水平。

因此，即使采用租金法，未来中国房地产业 GDP 占比仍很可能继续提升，未来较长时间内中国房地产业 GDP 同比增速平均来看仍会持续高于整体 GDP 同比增速的结论不变。

图6: 当前中国城镇化率低于 1994 年的日本, 也低于 212-2019 年的美国



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 历史上国内房地产业 GDP 同比低于整体 GDP 同比均在经济下行期发生

经过上述分析, 我们得到一个结论: 不管是过去二十余年还是未来较长一段时间内, 中国房地产业 GDP 同比平均增速均会持续高于整体 GDP 同比增速。

自 1998 年国内房地产市场改革至今, 国内房地产业现价 GDP 同比增速大部分时间里确实高于整体现价 GDP 同比增速。

1998 年一季度至 2022 年一季度的 97 个季度时间里, 国内房地产业现价 GDP 同比高于现价 GDP 同比的时间有 73 个季度, 占比约 75%; 国内房地产业现价 GDP 同比低于现价 GDP 同比的时间有 24 个季度, 占比约 25%。

2021 年二季度至 2022 年一季度, 国内房地产业现价 GDP 同比增速已经连续四个季度明显低于整体现价 GDP 增速, 明显偏离我们上述分析的房地产业中长期增长趋势, 其背后是什么因素在主导这种偏离呢?

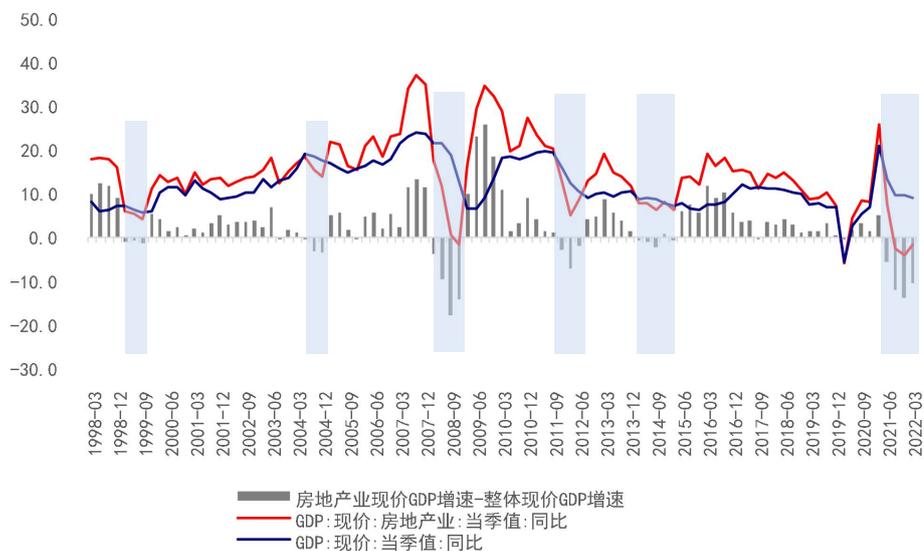
从历史上来看, 1998 年至 2020 年国内房地产业现价 GDP 同比持续低于现价 GDP 同比的现象发生过五次, 分别出现在 1999 年一季度至三季度、2004 年二季度至四季度、2008 年一季度至四季度、2011 年四季度至 2012 年二季度、2014 年一季度至三季度, 持续时间在 3-4 个季度。

在这五次国内房地产业现价 GDP 同比持续低于现价 GDP 同比的时期, 一个很明显的共同特征是现价 GDP 同比增速均处于下行趋势中。因此, 现价 GDP 同比增速持续下行可能是国内房地现价 GDP 同比增速低于整体现价 GDP 同比增速不可缺少的必要条件。

考虑到现价 GDP 同比与居民的名义收入增速密切相关, 因此这个现象背后的经济逻辑可能是: 现价 GDP 同比增速持续下行带动居民收入增速放缓, 而居民收入增

速的放缓会显著影响居民购房需求从而明显降低国内房地产业 GDP 增长速度。

图 7: 中国与海外国家房地产业 GDP 占比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 第三产业增速放缓与需求调控或是当前国内房地产业陷入短期困境的重要因素

从国内现价 GDP 当季同比增速来看, 2021 年二季度和三季度国内现价 GDP 同比增速确实出现了持续两个季度的下行, 因此 2021 年二季度和三季度国内房地产业现价 GDP 同比增速低于整体现价 GDP 增速符合历史经验。

但 2021 年四季度国内现价 GDP 同比增速已经持平三季度, 此外, 考虑到 2022 年 1-2 月国内实际 GDP 同比可能已经达到 6%, 明显高于整体一季度实际 GDP 同比增速 4.8%, 因此 2022 年一季度中的 1-2 月国内现价 GDP 同比增速应当高于 2021 年四季度时的水平, 可见 2021 年四季度至 2022 年 1-2 月国内整体现价 GDP 同比增速呈现企稳上行走势。

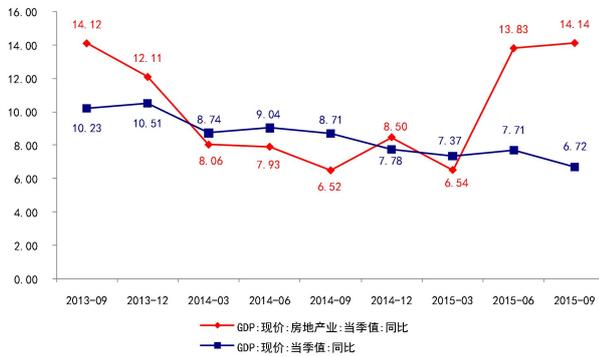
2021 年四季度国内房地产业现价 GDP 同比增速仍然明显低于整体现价 GDP 同比增速且差距较三季度进一步扩大明显脱离了历史经验。历史上出现房地产业现价 GDP 同比增速持续低于整体现价 GDP 同比增速的情形时, 每一次在整体现价 GDP 同比增速企稳回升之前国内房地产业现价 GDP 同比增速均会明显反弹至整体现价 GDP 同比增速上方, 呈现非常明显的领先性, 而 2021 年四季度在整体现价 GDP 同比已经企稳的大背景下国内房地产业现价 GDP 同比增速不升反降的走势明显违背了这一历史经验。

图8: 中国 2021 年四季度现价 GDP 当季同比增速已开始企稳



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 2014-2015 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 2011-2013 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速



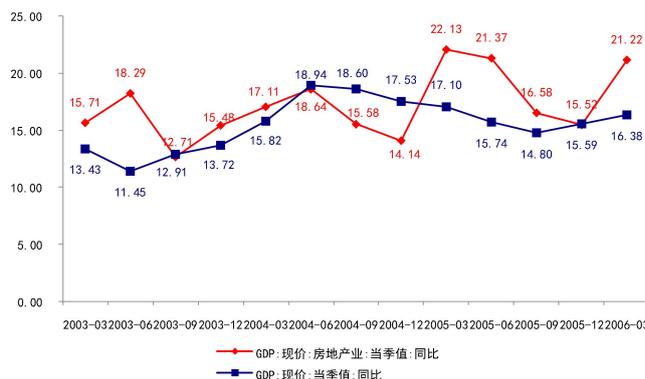
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2007-2009 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速



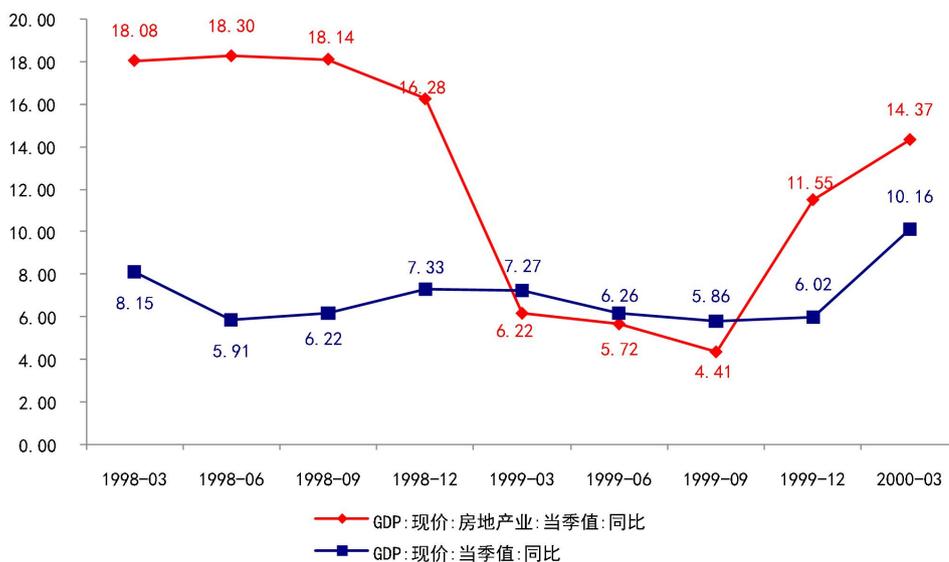
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2003-2006 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 13: 1998-2000 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

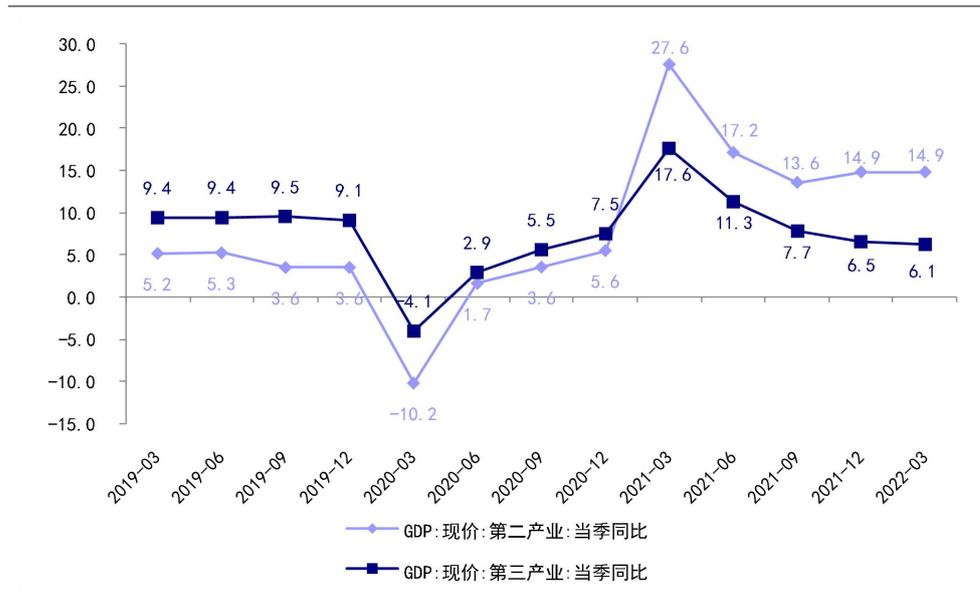
为何 2021 年四季度在整体现价 GDP 同比已经企稳的大背景下国内房地产业现价 GDP 同比增速不升反降呢? 这很可能和当前国内经济的结构分化有关。

和疫情前 2019 年相比, 2020 年一季度爆发疫情后国内经济修复在结构上存在明显失衡: 第二产业 GDP 修复非常快且同比增速持续明显超过疫情前水平, 第三产业修复偏慢且同比增速持续低于疫情前水平。

2021 年四季度国内整体现价 GDP 同比增速企稳主要是第二产业的支撑, 而同期第三产业现价 GDP 同比增速仍在下行, 在此期间国内房地产行业现价 GDP 同比增速亦继续下行。

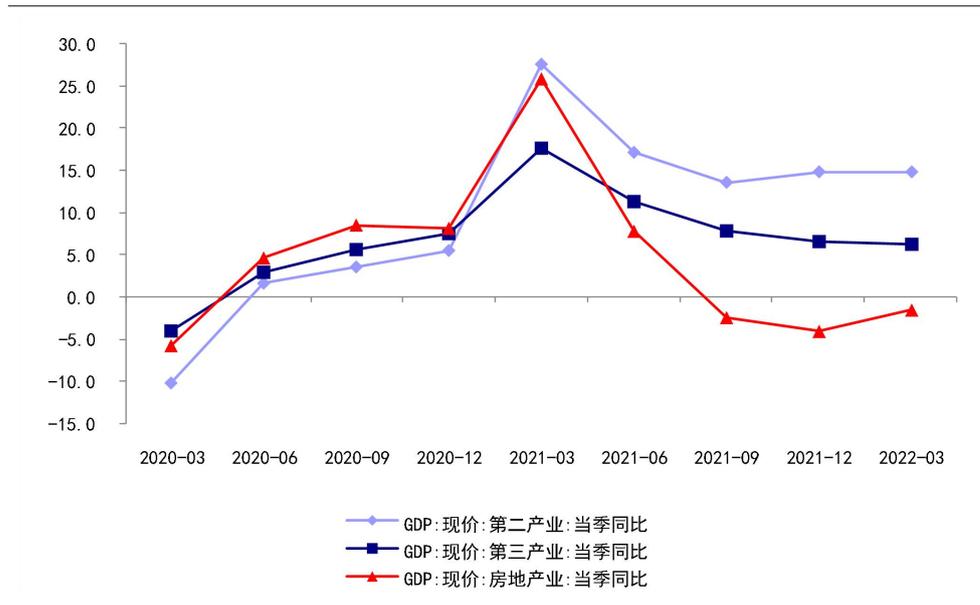
从历史数据来看, 国内房地产行业现价 GDP 同比增速与第三产业现价 GDP 同比增速的相关性明显更高, 与第二产业现价 GDP 同比增速的相关性较弱, 2021 年四季度房地产业现价 GDP 同比增速继续下行并未违背这一历史经验。

图14: 和疫情前 2019 年相比, 疫情后国内经济修复在结构上明显失衡



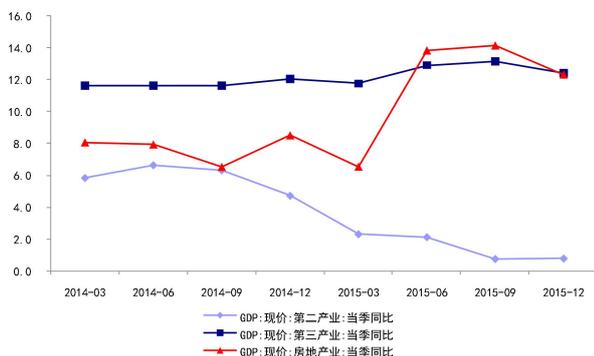
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图15: 2021 年四季度国内第二产业 GDP 增速止跌回升, 第三产业继续下行



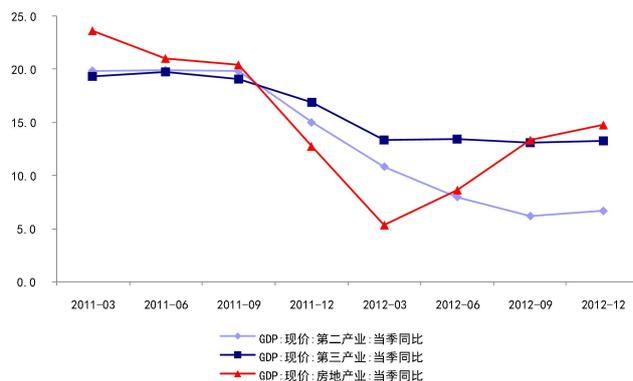
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2014-2015 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速



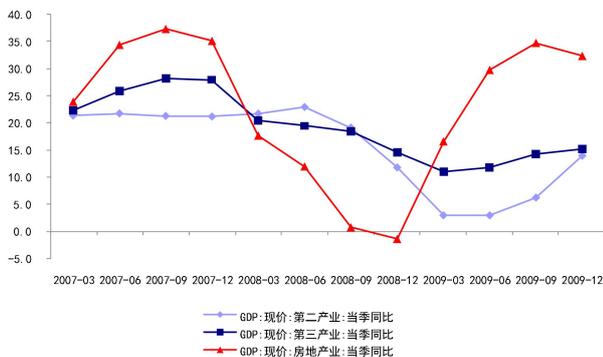
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2011-2012 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速



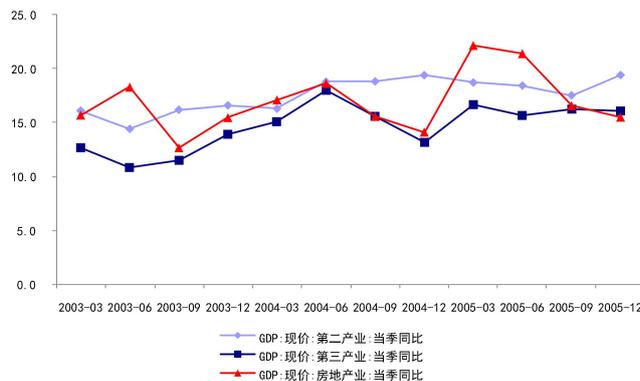
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2007-2009 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2003-2006 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

为何国内房地产业现价 GDP 同比增速与第三产业现价 GDP 同比增速的相关性更高呢? 这可能和第三产业吸纳的就业人数远高于第二产业有关。

统计局的就业数据显示, 随着国内城镇化持续推进, 国内新增就业人口主要就是集中在第三产业, 特别是在 2014 年之后, 第二产业就业人口占比不升反降, 同期第三产业就业人口占比加速上升。截至 2021 年底, 第三产业就业人口占比已经达到 48%, 而同期第二产业就业人口占比仅约为 29%。

为了防止房价过快上涨, 国内一直都存在房地产需求调控政策, 相关调控政策的目标主要是鼓励刚性需求、抑制投资需求。

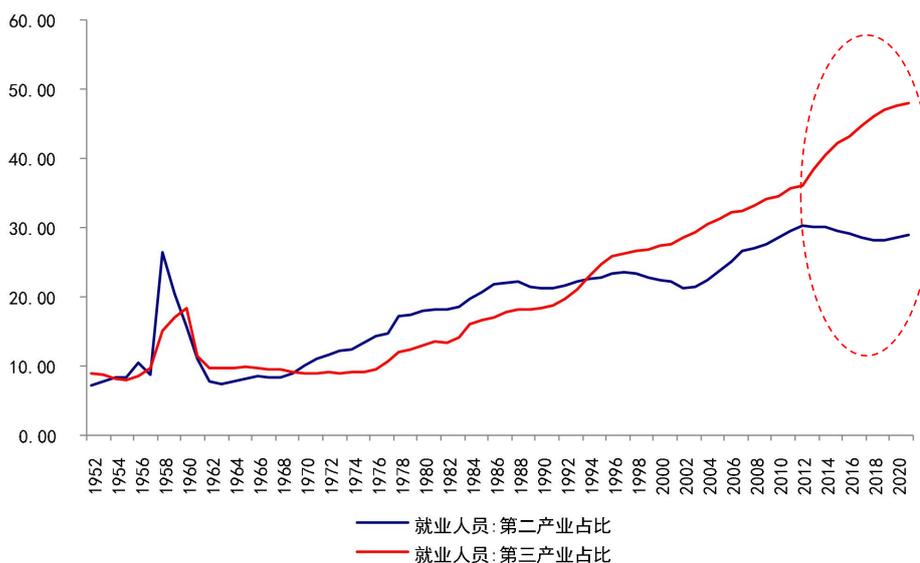
由于第三产业是新增就业人口的主要去处, 因此新增的房地产刚性需求主要就是来自第三产业就业人员。2020 年爆发新冠疫情后第三产业较为低迷, 特别是 2021 年之后国内疫情持续反复, 国内第三产业的修复持续被打断, 这使得相关从业人员的就业与收入预期的不确定性增加, 这无疑明显抑制了房地产刚性需求的增长。

此外, 2020 年疫情爆发后, 虽然第二产业增长非常快 (以及部分第三产业), 相关从业收入增长也比较多, 但这些人员中潜在的房地产需求可能更多是投资和改善需求而非刚性需求, 在投资和改善需求被房地产需求调控政策所限制的情况下, 这些人员收入的上升无法很好地形成实质的购房需求, 因此国内房地产需

求与整体收入走势出现了罕见的反向运行态势。

整体来看，随着中国经济持续升级，国内第二产业吸纳新增就业人口的容量已经很小，因此国内房地产新增需求主要来源于第三产业的发展，2021 年以来，国内疫情持续反复，国内第三产业 GDP 增速随之持续下行，房地产刚性需求增长放缓，国内房地产需求调控政策又限制了改善性需求和投资需求，这很可能构成了当前国内房地产业发展陷入短期困境的关键因素。

图 20: 2014 年以来，国内净新增就业人员基本都集中在第三产业



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 国内房地产业的短期困境或还与金融机构缩贷有关

国内房地产业的短期困境可能还与金融机构缩贷有关，而不仅仅是与第三产业增速放缓带来的房地产刚性需求减少有关。

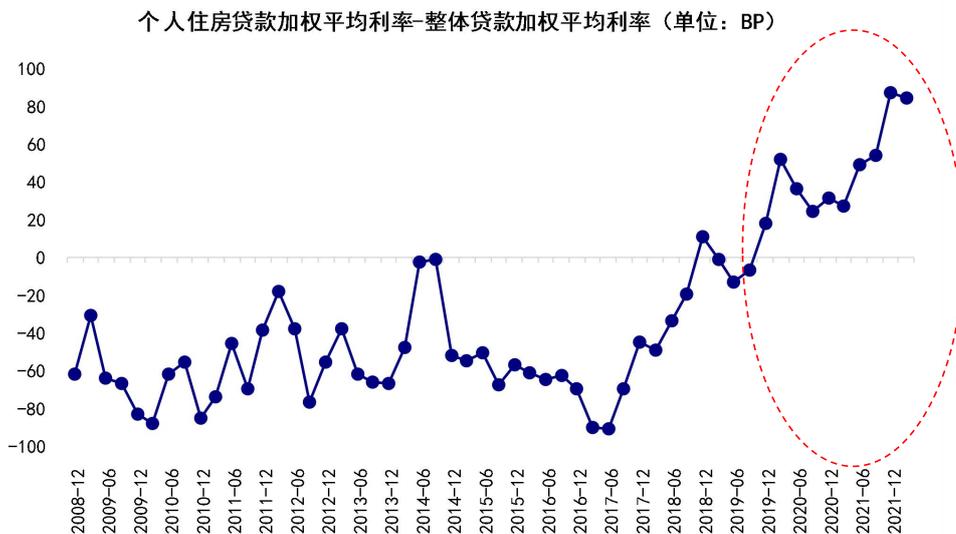
一个非常直接的证据是 2019 年以来国内个人住房贷款加权平均利率持续上升并持续高于整体贷款加权平均利率，而在 2018 年之前，国内都是个人住房贷款加权平均利率持续低于整体贷款加权平均利率。

如果国内房地产业的短期困境仅与第三产业增速放缓带来的房地产刚性需求减少有关，那在个人住房贷款需求减少的情况下，个人住房贷款利率不降反升是非常不符合经济逻辑的。

与这个现象时间轴相吻合的是，2018 年全国两会报告中首次出现“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”的表述。

因此过去一段时间里国内金融机构很可能过于严厉地执行国内的“房住不炒”相关政策，这造成了国内房地产相关贷款供给明显缩减、个人购房融资出现了困难、房地产企业融资也出现了困难，从而明显加大了国内房地产业 GDP 增速的下行幅度。

图 21：2019 年以来，国内个人住房贷款平均利率持续高于整体贷款平均利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 2022 年下半年国内房地产业现价 GDP 增速有望超过整体现价 GDP 增速

4 月国内服务业生产指数同比增速为-6.1%，这大概率是今年的最低点，预计 5 月起国内第三产业将开始向上修复，5 月国内服务业 PMI 较 4 月明显抬升 7.1 个百分点已经很好地验证了这一修复趋势。

后续随着第三产业持续复苏，房地产需求也将回到上升趋势中来，此外，当前国内房地产调控政策已经开始朝着松绑的方向调整，前述提及的房地产业短期困境或能得到极大缓解，此前被抑制的刚性和改善需求将得到释放，加快国内房地产业的复苏速度。

2022 年下半年，在第三产业持续修复、房地产调控政策持续优化的大背景下，国内房地产业现价 GDP 同比增速很可能会再次站上整体现价 GDP 同比增速上方，回到中长期增长趋势中来。

## 风险提示

政策调整滞后，经济增速下滑。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032