

结构性调整下，细说房地产对经济的影响

摘要

- **房地产周期与经济周期的关联度在 2012 年前后分化。**我国房地产市场主要经历“经济下行-政策放松-经济回升-政策收紧”的周期，我们对历史上房地产周期以及经济周期进行梳理，发现 2012 年以前房地产周期与经济周期具有较强的一致性，而 2012 年之后我国经济潜在增速下行，周期波动减少，房地产周期性波动与经济周期的关联度有所下降。
- **透过投入产出表分析房地产业对经济的带动效应。**(1) 从房地产增加值对经济的贡献来看，自上世纪 80 年代以来，房地产业增加值占 GDP 比重一直呈现波动上行的趋势，2021 年有所回落，与发达国家相比仍有一定差距；(2) 2020 年投入产出表显示，若将前向完全关联和后向完全关联相加，每增加 1 单位房地产业的产值，带动全产业增加 1.71 个单位的产值，每增加 1 单位广义房地产业对于产业的总带动效应约为 1.94 个单位。其中广义房地产业对于钢压延产品、电力热力、金属制品等传统制造行业的总带动效应逐渐减弱，对金融、批发零售、商务服务等服务业的总带动效应逐步增强；(3) 横向对比来看，基础设施建设也起到推动国民经济发展的作用，2020 年每增加 1 单位的基础设施建设，带动其他产业增加 2.07 个单位左右，其中基建对专业技术服务、钢压延产品、货币金融和其他金融服务、电力、热力生产和供应以及金属制品的总带动效应更强。汽车消费对于家庭来说是仅次于住房支出的消费，2020 年每增加 1 单位汽车整车的产值可以对总产值形成 2.63 个单位的带动，高于房地产和基建对经济的带动作用。
- **三种预期下，展望房地产行业对今年经济的拉动。**在上半年房地产行业面临较大的下滑风险背景下，假设 2022 年狭义和广义房地产增加值实现同样的增长，在悲观、中观及乐观三种预期下同比增速分别为-2%、1%和 2%，狭义房地产增加值分别对支出法 GDP 形成-0.11、0.05 和 0.11 个百分点的拉动，广义房地产增加值的拉动作用为-0.36、0.18 和 0.36 个百分点，若叠加我们通过 2020 年投入产出表计算的对总产业的带动效应，预计狭义房地产增加值对 2022 年 GDP 的拉动作用分别为-0.18、0.09 和 0.18 个百分点，广义房地产则拉动-0.70、0.35 和 0.70 个百分点。除了直接对产业的带动作用外，房地产业还具有两大重要的对经济的间接作用，包括“土地财政”以及对居民消费的负面影响作用。
- **房地产行业正面临结构性转换节点，主要发展方向有三。**通过对比日本和美国的房地产业发展周期以及城镇化、人口结构变动等要素，整体来看，我国房地产行业正面临阶段转换的重要节点，后续我国房地产行业将逐步结束粗放式的高增长模式，转而进入结构优化、质量提升的精细化发展阶段。目前，我国房地产行业的发展主要有以下三个方向：一是加快发展保障性租赁住房，二是城市更新升级，三是增加热点城市住房供给。
- **风险提示：**疫情蔓延超预期，政策落地不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：刘彦宏
电话：010-55758502
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

1. 半程交卷，基建、消费有亮点——二季度经济数据点评 (2022-07-16)
2. 国内基建布局深化，海外加息浪潮蔓延 (2022-07-15)
3. 三个关键词主导：疫情、价格、政策——二季度贸易数据点评 (2022-07-14)
4. 政策效果显现，结构逐渐向好——6月社融数据点评 (2022-07-12)
5. 需求回暖迹象现，后势如何看？——6月通胀数据点评 (2022-07-10)
6. 国内安全与开放并举，地缘政治风险仍有变数 (2022-07-08)
7. 黄金：三面之下何时闪光？ (2022-07-04)
8. 稳与进并举，绿色与数字化的机会 (2022-07-01)
9. 双叠加下复苏后劲如何？——6月PMI数据点评 (2022-06-30)
10. 交响曲：两轮疫情后贸易个中变换与机会 (2022-06-26)

目录

1 房地产周期与经济周期的关联度在 2012 年前后分化.....	1
2 透过投入产出表分析房地产业对经济的带动.....	2
2.1 房地产增加值对经济的贡献逐步提升，2021 年有所下滑.....	2
2.2 房地产对传统制造业带动作用减弱，对服务业带动能力增强.....	3
2.3 横向对比，房地产业总带动效应弱于基建和汽车.....	6
3 三种预期下，展望房地产行业对经济的拉动.....	7
4 房地产行业正面临结构性转换节点，主要发展方向有三.....	9

我国房地产行业在受到疫情、政策调控、房企债务等多重因素影响出现阶段性下滑，作为国民经济的重要产业之一，房地产行业的走弱对我国经济发展有着重要影响。我们首先分析了房地产周期与经济周期的关联性，发现 2012 年前房地产周期波动与经济波动有着较强关联度，但之后的关联性有所下降。其次，通过对投入产出表的分析，得出狭义以及广义房地产行业对其他产业的带动作用，其中对服务业的带动作用在增强，对传统制造业带动作用逐渐减弱，同时也与基建和汽车产业进行了横向对比。然后，我们根据悲观、中观、乐观三种预期对 2022 年房地产业对经济的拉动进行测算。最后，通过对比日本和美国的房地产业发展路径以及人口结构，对我国房地产业未来三大发展方向进行前瞻分析。

1 房地产周期与经济周期的关联度在 2012 年前后分化

自 1998 年商品房制度建立以来，我国房地产市场主要经历“经济下行-政策放松-经济回升-政策收紧”的周期，我们对历史上房地产周期以及经济周期进行梳理，发现 2012 年以前房地产周期与经济周期具有较强的一致性，而 2012 年之后我国经济潜在增速下行，周期波动减少，房地产周期性波动与经济周期的关联度有所下降：

1998 年 -2007 年：1998 年亚洲金融危机爆发，不变价 GDP 同比增速由 1997 年的 9.24% 回落至 7.85%，经济形势较为严峻。我国住房分配由实物转为货币化，房地产行业开启市场化的序幕，1998 年商品房销售面积同比大幅增长 34.8%，随后房地产市场进入了高速增长期，房地产开发投资同比增速自 2001 年至 2008 年均维持在 20% 左右。同时，国内经济增速也在快速回升，从 1998 年的 GDP 同比 7.85% 上升至 2007 年的 14.23%。2003 至 2007 年进入地产调控期，2003 年，国务院明确将房地产行业作为国民经济的支柱产业，为抑制房价的过快上涨，2005 年国务院颁布了“旧国八条”，2006 年也推出了调控房地产市场的“国六条”，2007 年房地产市场的政策调控力度继续加大，年内共加息六次。

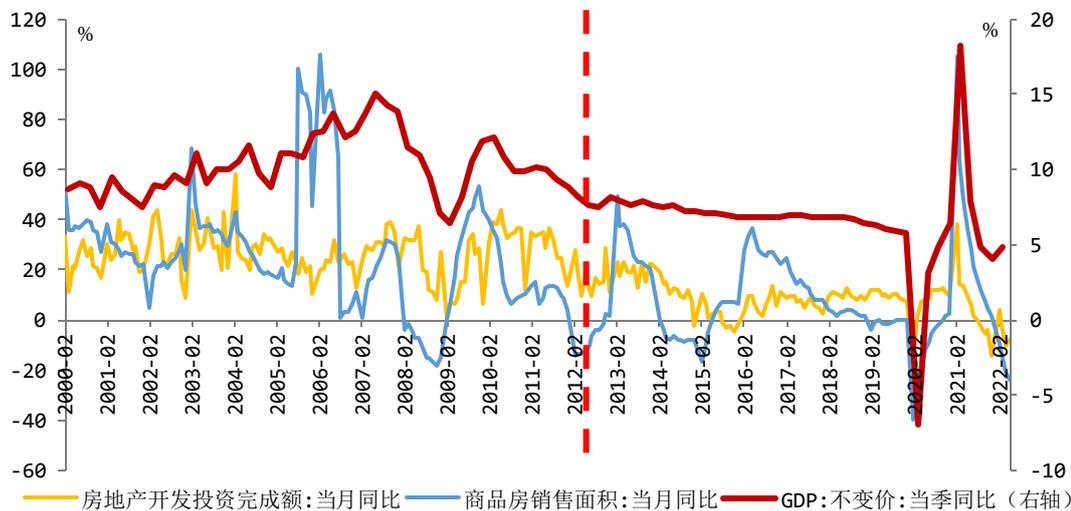
2008 年-2013 年：2008 年国际金融危机爆发，GDP 较前年下滑 4.58 个百分点至 9.65%，经济增速出现大幅下滑，房地产景气度也出现下滑，商品房销售面积在 2008 年同比大幅下降 19.7%。在这一时期货币政策连续降息 5 次，房地产政策方面，10 月央行宣布扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度，最低首付款比例调整为 20%，同时下调个人住房公积金贷款利率。12 月国务院出台《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，将个人住房转让免征营业税的规定由 5 年改为 2 年。在政策的刺激下，楼市于 2009 年第二季度开始回暖，房企拿地意愿回升，土地价格屡创新高，经济增速也由 Q1 的 6.4% 升至 Q2 的 7.3%。然而，为遏制部分城市房价过快上涨的势头，“国四条”于 2009 年 12 月推出，拉开新一轮地产调控的序幕，除 2012 年地产政策有小幅松动外，2010、2011 及 2013 年，分别出台“国十一条”、新“国八条”、“国五条”，持续调控房市。

2014 年-2019 年：2014 年经济开始加速下行，GDP 增速由 2013 年的 7.7% 下行至 7.4%，同时房价进入下行区间，商品房销售面积由 2013 年的上涨 17.3% 转为下降 7.6%，房地产开发投资增速也回落 9.3 个百分点至 10.5%。2014 年 9 月央行和银监会出台“930 新政”，2015 年楼市政策主要集中于“去库存”，棚改补偿由实物安置转为货币化安置。2015 年 6 月商品房销售面积累计同比增速开始转正，2016 年房地产开发投资同比增速由 1.0% 上升至 6.9%。而 2016 年 GDP 同比增速仍较 2015 年下滑约 0.2 个百分点，但下滑的程度较 2014 和 2015 年有所收窄。2016 年下半年，地产调控主要采取分类调控、因城施策的思路，多个城市开始收紧楼市政策，包括提高购房资格或贷款门槛等，2016 年年底中央

经济工作会议首次提出“房住不炒”，为 2017 年继续加码楼市调控定调，2018 至 2019 年虽然部分季度政策略有放松，但整体调控力度并未大幅降低。

2020 年至今：2020 年受到新冠疫情的冲击，一季度 GDP 同比增速转为下降 6.9%，商品房销售面积和房地产开发投资分别同比下降 26.3% 和 7.7%。各地出台应对疫情挑战的房地产政策，包括推动房企复工复产、因城施策地放松调控政策等，但总体的放松程度仍较谨慎。而下半年随着疫情好转，同时出台一系列流动性宽松政策，经济增速于 Q3 由同比下降转为回升，房地产市场也逐步恢复，房地产开发投资及商品房销售面积分别于 6 月和 11 月转为正增长。地产调控政策在下半年由适度宽松转为收紧，国务院 7 月 24 日召开房地产工作座谈会，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，房企的“三道红线”出台，随后不少城市也出台了调控收紧的政策。2021 年“房住不炒”依然是调控的主基调，继房企融资“三道红线”后，还出台了银行房贷“两道红线”、“两集中”供地等。但在 2021 年下半年，经济受到疫情二次脉冲，Q4 房地产销售明显转弱，地产调控再次进入宽松周期。

图 1：2012 年以前房地产周期性波动与经济波动具有较高关联性，2012 年之后关联度有所下降



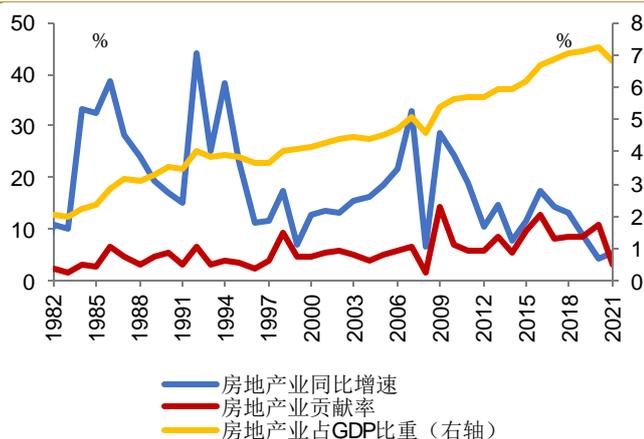
数据来源: wind, 西南证券整理

2 透过投入产出表分析房地产业对经济的带动

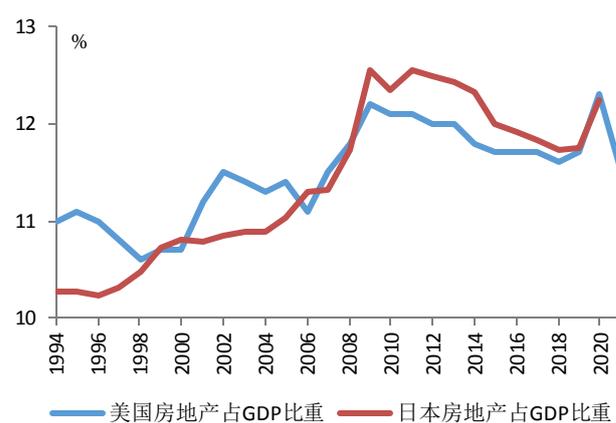
2.1 房地产增加值对经济的贡献逐步提升，2021 年有所下滑

2021 年我国房地产增加值为 77560.8 亿元，同比增长 5.6%，受地产调控政策影响，房地产业增加值自 2016 年来同比增速进入下行通道，发展增速放缓。但从房地产增加值对经济的贡献来看，自上世纪 80 年代以来，房地产业增加值占 GDP 比重一直呈现波动上行的趋势，从 1980 年 2.1% 的比重上升至 2021 年的 6.8%，但 2021 年这一比重较 2020 年下滑 0.46 个百分点左右。横向对比来看，日本和美国房地产业增加值占 GDP 比重自 2000 年来均在 10% 以上，2020 年日本和美国房地产业占 GDP 比例均在 12.3% 左右，我国房地产业发展与发达国家相比仍有一定差距。2000 年至 2007 年，房地产行业对 GDP 的平均贡献

率¹在 5.6%左右，2008 年至 2021 年的平均贡献率升至 7.3%，可以看出房地产行业在国民经济中的重要性仍在逐步提升，然而 2021 年贡献率由 2020 年的 11.0%大幅下滑至 3.2%左右。但统计局对于房地产增加值的统计范围主要是第三产业，据《2017 国民经济行业分类注释》，房地产业门类主要包括房地产开发经营、物业管理、房地产中介服务、房地产租赁经营及其他，涉及到的均是与房地产业有关的服务。2003 年国务院发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，明确房地产业已经成为国民经济的支柱产业，并且具有关联度高、带动性强的特点，探讨其对其他产业的带动效应具有必要性。

图 2：1980 年来房地产占 GDP 比重持续上行


数据来源：wind、西南证券整理

图 3：1994 年以来日本和美国房地产占 GDP 比重走势


数据来源：wind、西南证券整理

2.2 房地产对传统制造业带动作用减弱，对服务业带动能力增强

我们采用投入产出表的模型来衡量中国房地产业对其他产业的带动作用。投入产出表是由列昂惕夫于上世纪三十年代提出，主要反映国民经济各部门的投入和产出的情况，包括四大象限，第一象限横轴和纵轴分别为中间使用和中间投入，反映各部门之间相互提供、相互消耗产品的联系，第二象限主要是统计各部门最终使用的情况及构成，包括各部门最终形成的消费、投资及出口，第三象限反映各部门最初投入的情况，也就是增加值，包含劳动者报酬、生产税净额、固定资产折旧、营业盈余，第四象限为空白。在进行投入产出分析时，会用到直接消耗系数、直接分配系数、完全消耗系数、完全分配系数、影响力系数、感应度系数等。总体来看，2020 年，影响力系数靠前的包括计算机、视听设备、广播电视设备等中下游行业，房地产业的影响力系数仅为 0.57，在 153 个部门中排名 151，说明房地产业对其他部门产生的需求波及程度低于社会平均水平，对其他产业的需求拉动作用较弱。但从感应度系数来看，2007 年后房地产业的感应度系数开始高于影响力系数。2020 年感应度系数居前列的包括开采辅助活动和其他采矿产品、石油和天然气开采产品、有色金属矿采选产品等上游行业，房地产业的感应度系数约为 0.74，在 153 个部门中排名 108，表明房地产行业对其他产业的推动作用要大于拉动作用，在产业链上具有相对偏中游的属性，并且 2012 年及之后，房地产业的推动作用提升十分明显，而其拉动作用仍偏弱。

¹ 房地产业对经济的贡献率=房地产业增加值的增长量/GDP 的增长量

表 1：投入产出表的四象限模型

投入 \ 产出		中间需求				最终需求	总产出
		1	2	… …	n		
中间投入	1	Q11	Q12	… …	Q1n	Y1	X1
	2	Q21	Q22	… …	Q2n	Y2	X2
	… …	… …	… …	… …	… …	… …	… …
	n	Qn1	Qn2	… …	Qnn	Yn	Xn
初始投入		Z1	Z2	… …	Zn		
总投入		X1	X2	… …	Xn		

数据来源：《房地产与中国经济》，西南证券整理

表 2：房地产业影响力系数、感应度系数

	2002	2007	2012	2017	2018	2020
总部门数	122	135	139	149	153	153
房地产业影响力系数	0.62	0.48	0.52	0.55	0.56	0.57
房地产业影响力系数排名	120	134	138	147	151	151
房地产业感应度系数	0.56	0.54	0.57	0.72	0.73	0.74
房地产业感应度系数排名	108	117	113	104	106	108

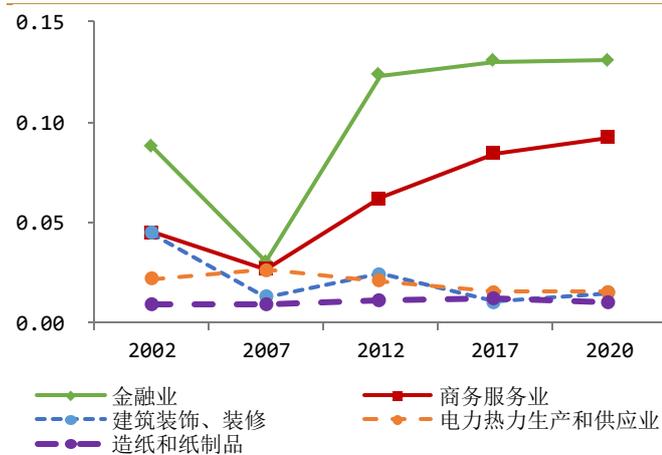
数据来源：统计局，西南证券整理

房地产业与各行业存在广泛且密切的联系，从 2020 年的投入产出表来看，房地产业对 153 个部门中 106 个部门产生了需求的拉动，对 148 个部门有推动作用。对房地产业与其他行业进行关联分析，主要分为后向和前向两类关联关系。**后向联系是指某部门在生产过程中对于其他部门投入的需求**，主要通过直接消耗系数和完全消耗系数来判断该部门对其他部门的直接拉动和完全拉动的效应，这两个系数值越大说明对其他产业的拉动作用越强；前向联系是指某部门的产出对其他部门的供给，主要由直接分配系数和完全分配系数来代表，反映该部门对其他产业的推动作用。

后向关联方面，通过对直接消耗系数分析，可以看出 2020 年房地产对货币金融和其他金融服务、商务服务业、房地产业、建筑装饰、装修和其他建筑服务以及电力热力生产和供应业具有较强的直接拉动作用。除 2007 年，金融业、商务服务业以及房地产业受到的拉动作用在不断增强，而房地产业对建筑装饰、装修和其他建筑服务以及电力热力生产和供应业的拉动有所减弱。完全消耗系数不仅包括房地产业对其他部门的直接拉动，还包括间接的拉动作用，2020 年房地产业后向完全关联最密切的行业类型与直接关联较接近，货币金融和其他金融服务、商务服务业、房地产业、建筑装饰、电力热力生产和供应业以及装修和其他建筑服务系数排名靠前。其中，金融业、商务服务业、房地产业等服务业受到的拉动作用呈上升态势，建筑业、电力热力生产供应业等传统物质型产业受到的拉动作用在逐渐下行；前向关联方面，房地产业对服务业的直接推动作用明显更强，2020 年房地产业对货币金融和其他金融服务、零售、商务服务、批发、房地产业以及居民服务的直接分配系数居前列，这六个部门中，货币金融和其他金融服务于 2020 年受到的直接推动作用有所下降，其他服务业受到的推动作用呈现上升态势。若加上间接的推动作用，2020 年房地产业的完全分配系数在商务服务、货币金融和其他金融服务、批发和零售、房地产业、软件服务公共管理和社会组织、房屋建筑等部门居前，从纵向的变化来看，批发和零售、房地

产业和软件服务受到的全部推动作用呈上升态势，货币金融和其他金融服务业于 2020 年有所下滑，公共管理和社会组织于 2007 年大幅下滑，但后续也呈温和上行趋势，而房屋建筑受房地产业的推动作用在 2002 年后相对而言更平稳；若将前向完全关联和后向完全关联相加，2020 年房地产业的总带动效应之和约为 1.71，意味着每增加 1 单位房地产业的产值，带动全产业增加 1.71 个单位的产值。货币金融和其他金融服务、商务服务业、房地产业、批发零售业以及软件服务业受到房地产业的总带动效应居 153 个部门前列，而在 2002 年受房地产完全带动效应较大的分别为金融业、公共管理和社会组织、批发和零售贸易业、建筑业、商务服务业。总体来看，房地产对于我国服务业的带动效应在逐步增强，而对于传统物质型产业的带动作用在逐步减弱。

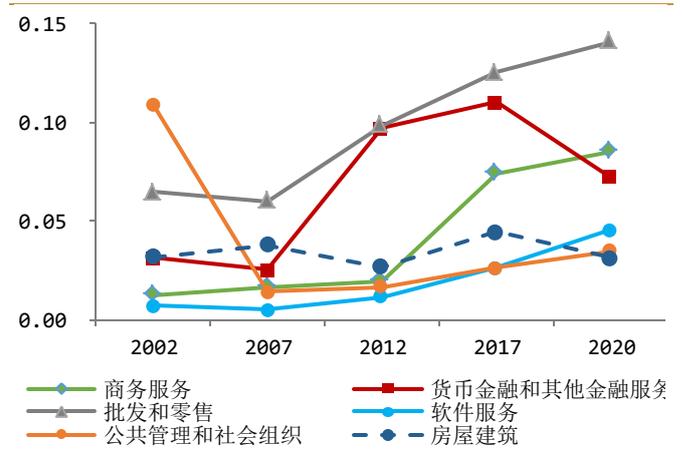
图 4：房地产业完全消耗系数的变化



数据来源：统计局，西南证券整理

注：2002、2007 年数据类别为金融业、建筑业

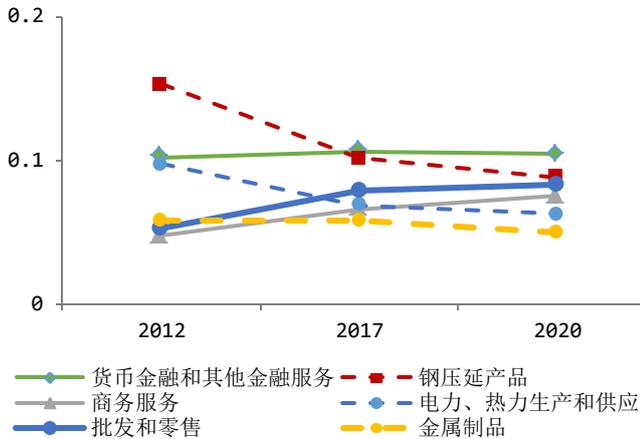
图 5：房地产业完全分配系数的变化



数据来源：统计局，西南证券整理

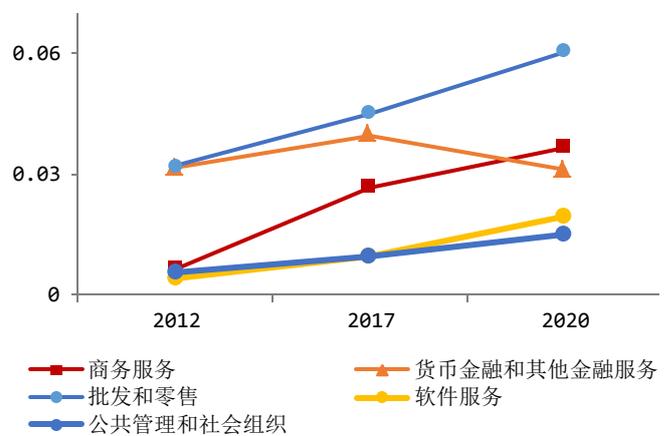
注：2002 年为计算机服务和软件业、建筑业，2007 年为软件业、建筑业，2017 和 2020 系数为批发加零售之和

上述房地产业仅为狭义的房地产，属于第三产业，而广义房地产业包含了建筑业的一部分。我们采用 2020 年投入产出表中的住宅房屋建筑、体育场馆和其他房屋建筑以及房地产业，2012 和 2017 年的房屋建筑和房地产业作为广义的房地产业，2020 年广义房地产业影响力系数在 151 个产业中排名为 116，感应度系数排名为 132。广义房地产业主要拉动的是金融、商务服务等服务业，以及钢材、水泥、建材等传统制造业，而金融、商务服务、批发零售等服务业受到的推动作用更强。时间动态来看，广义房地产业对于金融、商务服务、批发零售等服务业的拉动效应在逐步增大，而对电力热力供应、钢压延产品以及金属制品等行业拉动作用在逐渐减弱。对服务业推动作用明显提升，但其中对金融业的推动在 2020 年有所下滑。若将前向完全关联和后向完全关联相加，2020 年每增加 1 单位广义房地产业对于产业的总带动效应约为 1.94 个单位，其中带动货币金融和其他金融服务 0.14 个单位。对比 2012、2017、2020 年的投入产出表，发现广义房地产业对于钢压延产品、电力热力、金属制品等传统制造行业的总带动效应逐渐减弱，对金融、批发零售、商务服务等服务业的总带动效应逐步增强。

图 6：广义房地产业完全消耗系数的变化


数据来源：统计局、西南证券整理

注：2017 和 2020 系数为批发加零售之和；虚线为传统制造业，实线为服务业

图 7：广义房地产业完全分配系数的变化


数据来源：统计局、西南证券整理

注：2017 和 2020 系数为批发加零售之和

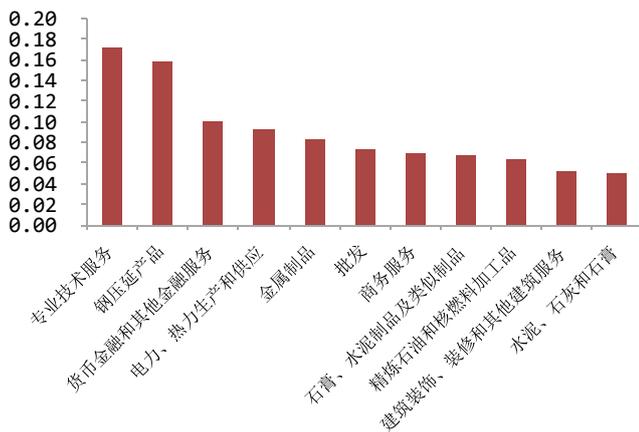
2.3 横向对比，房地产业总带动效应弱于基建和汽车

我国基础设施建设投资也起到推动国民经济发展的作用，曾是我国经济的重要引擎之一。2022 年 4 月，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。在专项债等资金的撬动下，1-5 月我国基建投资同比增长 6.7%，增速较 1-4 月继续加快，比全部投资增速高 0.5 个百分点。在 2020 年的投入产出表中，我们采用铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑、水利管理和其他土木工程建筑三个部门之和作为基础设施建设部门。2020 年，基建的影响力系数约为 1.07，而感应度系数仅为 0.35，说明基建部门对于其他产业的需求拉动作用是更强的。从直接拉动上看，基建对于专业技术服务、钢压延产品、石膏、水泥制品及类似制品、建筑装饰、装修和其他建筑服务及金属制品等产业的拉动作用较强，加上间接的拉动作用，基建对于专业技术服务、钢压延产品、货币金融和其他金融服务、电力、热力生产和供应以及金属制品的完全拉动作用更强；从直接推动上看，基建对于水的生产和供应、电力、热力生产和供应、农产品、造纸和纸制品以及钢压延产品等的推动力较大，加上间接的推动作用，电力、热力生产和供应、水的生产和供应、农产品、造纸和纸制品以及广义房地产等部门受到基建的推动作用较大。若将前向和后向的完全联系相加，2020 年每增加 1 单位的基础设施建设，带动其他产业增加 2.07 个单位左右，其中基建对专业技术服务、钢压延产品、货币金融和其他金融服务、电力、热力生产和供应以及金属制品的总带动效应更强。与房地产业对比，基础设施建设的总带动能力更强，且主要体现在需求拉动作用上，结构上两者对金融业的带动能力均比较大，而基础设施建设部门对传统制造业的拉动作用强于房地产业。

2022 年 7 月 5 日，商务部等 17 部门发布《关于搞活汽车流通扩大汽车消费的若干措施》，围绕支持新能源汽车购买使用、活跃二手车市场等 6 方面提出 12 项政策措施。汽车消费对于家庭来说是仅次于住房支出的消费，在社会消费品零售总额中占比在 10% 左右，提振汽车消费对促进经济增长有着重要作用。同时汽车的生产的产业链长，涉及产业范围广，对其他部门具有较强的带动作用。通过对 2020 年投入产出表进行分析，汽车整车的的影响力系数约为 1.22，感应度系数仅为 0.40，汽车对于其他产业的需求拉动更加有效。2020 年汽车整车对产业的总带动效应为 2.63，意味着每增加 1 单位汽车整车可以对总产值形成

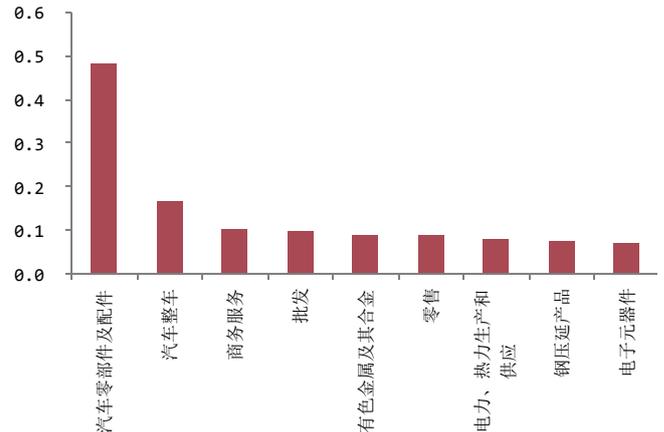
2.63 个单位的带动，高于房地产和基建。具体来看，汽车整车对于汽车零部件及配件、商务服务、批发、有色金属及其合金及零售的拉动作用更强，对于采矿冶金建筑专用设备、道路货物运输、汽车零部件及配件、物料搬运设备等其他行业推动力度更大。总体上对汽车零部件及配件、商务服务、批发零售、有色金属及其合金、电力热力生产和供应等产业的带动效应更强。

图 8：2020 年基础设施建设总带动效应较大的部门



数据来源：统计局、西南证券整理

图 9：2020 年汽车整车的总带动效应较大的部门



数据来源：统计局、西南证券整理

3 三种预期下，展望房地产行业对经济的拉动

受到疫情、监管力度不减、房企债务问题等多重因素影响，房地产市场整体呈现低迷的态势。统计局数据显示，2022 年 1-5 月，全国商品房销售面积为 50738 万平方米，同比下降 23.6%，其中，据中指研究院表示，重点百城新建商品住宅月均成交面积约 3099 万平方米，同比下降 42%，上半年百城新建住宅价格累计上涨 0.15%，为 2016 年以来同期最低水平。房企拿地意愿也有所下降，易居研究院数据显示，上半年全国百城土地成交金额仅 1.13 万亿元，环比下降 50%，同比降 55%，尤其是三四线城市土地市场成交偏弱。房地产市场的转冷也通过房企预期传导到投资端，1-5 月房地产开发投资同比增速为 -4.0%，投资增速连续 2 个月负增长，创 2020 年 4 月以来新低，但 5 月份由于疫情形势边际好转，房地产开发投资出现环比回升 14.0% 左右。从政策端来看，今年上半年各省市因城施策，出台了发放购房补贴、降低首付比例、降低房贷利率、提高公积金贷款额度、放松“三限”等方面的调控趋松政策。5-6 月，随着疫情形势好转，房地产市场边际有所改善，重点百城成交面积同比降幅收窄，环比保持增长，但仍有待继续提振，且下半年疫情反复仍具有一定风险。在上半年房地产行业面临较大的下滑风险背景下，我们对今年狭义和广义房地产增加值（支出法）进行了弹性预测，假设 2022 年狭义和广义房地产增加值实现同样的增长，在悲观、中观及乐观三种预期下同比增速分别为 -2%、1% 和 2%，狭义房地产增加值分别对支出法 GDP 形成 -0.11、0.05 和 0.11 个百分点的拉动，广义房地产增加值的拉动作用为 -0.36、0.18 和 0.36 个百分点，若叠加我们通过 2020 年投入产出表计算的对总产业的带动效应，预计狭义房地产增加值对 2022 年 GDP 的拉动作用分别为 -0.18、0.09 和 0.18 个百分点，广义房地产则拉动 -0.70、0.35 和 0.70 个百分点。

表 3：三种假设预测 2022 年房地产增加值对经济的带动作用

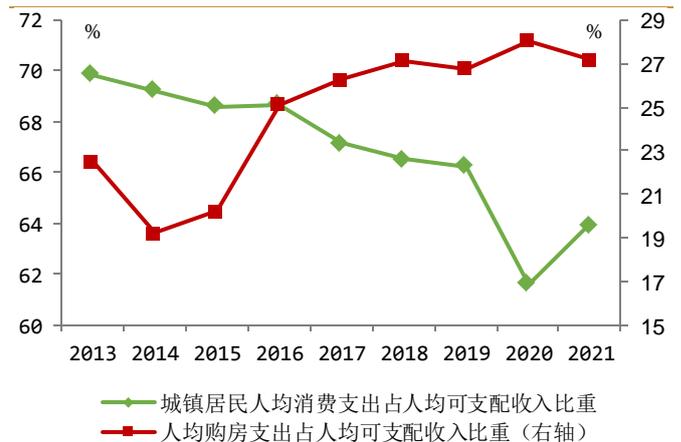
三种假设和预期	2022 广义房地产同比增速假设	
悲观假设	-2%	
中观假设	1%	
乐观假设	2%	
对 GDP 的拉动作用（个百分点）	广义房地产	狭义房地产
悲观预期	-0.36	-0.11
中观预期	0.18	0.05
乐观预期	0.36	0.11
悲观预期（乘以总带动效应系数）	-0.70	-0.18
中观预期（乘以总带动效应系数）	0.35	0.09
乐观预期（乘以总带动效应系数）	0.70	0.18

数据来源：wind、统计局、西南证券整理

除了直接对产业的带动作用外，房地产业还具有两大重要的对经济的间接作用，首先，地方政府通过出售土地获得土地使用权出让收入，作为政府性基金收入来源的重要部分。2021 年国有土地使用权出让收入 87051 亿元，占全国政府性基金预算收入 88.8%。政府性基金专项用于支持特定基础设施建设和社会事业发展等方面的收入，因而“土地财政”对于地方基础设施建设具有重要的贡献。据《2015 年全国土地出让收支情况》，2015 年用于城市建设、农业农村和保障性安居工程等非成本性支出为 6883.19 亿元，占土地出让金支出总额 20.4%。2022 年 1-5 月，国有土地使用权出让收入 18613 亿元，比上年同期下降 28.7%，土地财政的低迷或对基建有一定拖累；其次，由于房地产市场的繁荣以及房价的攀升，居民投资买房意愿不断增强，成为居民投资的主要途径。2013 年至 2020 年全国城镇居民人均消费支出占人均可支配收入比重呈持续下降态势，而人均购房支出占人均可支配收入逐步上行。因此，房地产业的过度繁荣或助长非理性的房地产投资，虽然短期对三架马车中的“投资”有所拉动，但对于居民消费形成了挤占，对经济也会产生一定负面作用。

图 10：2015-2020 年土地出让金占全国政府性基金比重上升


数据来源：wind、西南证券整理

图 11：2013-2020 年居民购房支出比重上升，消费支出下行


数据来源：wind、西南证券整理

注：人均购房支出=商品房销售额/总人口

4 房地产行业正面临结构性转换节点，主要发展方向有三

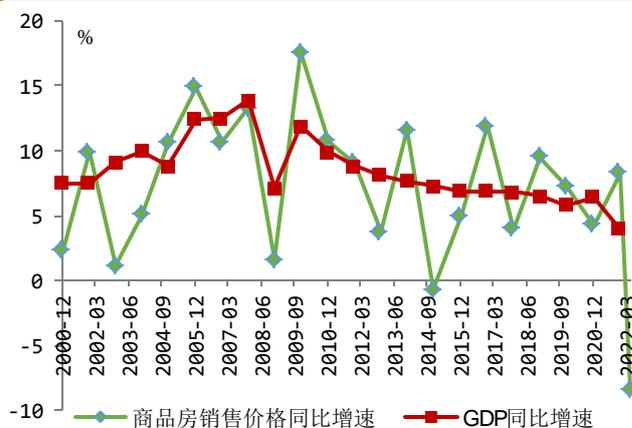
推动我国房地产行业在过去高速发展的原因主要包括城镇化率不断提升、置业人群增加、居民收入持续增长以及政策因素等，但主要是粗放式发展，追求速度的同时也面临着结构性问题。从长期影响因素看，2021 年我国城镇化率已经达到 64.7%，2020 年我国青年常住人口城镇化率已经达到 71.1%，城市化的发展已经接近后期的稳定阶段；1989 年之后我国出生人口数进入快速下行通道，而主力购房的人群年龄普遍在 30-40 岁左右，再加上我国老龄化程度不断加深，后续购房人口基数或将不断减少；2013 年我国城镇居民人均可支配收入增速由上年 12.6% 降至 9.7%，此后几乎一直维持在 10% 以下，且 2020 年新冠疫情的蔓延对居民收入再度形成冲击。短期来看，近两年，我国房地产行业整体表现较为低迷。销售端来看，我国商品房销售面积自 2016 年“去库存”后连续五年放缓，2021 年全国商品房累计销售面积为 17.9 亿平方米，同比增长 1.9%，增速较 2020 年有所下滑，商品房销售额达 18.2 万亿元，同比增长 4.8%。然而在 2022 年商品房销售面积及金额累计同比逐月下滑，5 月分别累计同比下降 23.6% 和 31.5%，楼市销售的景气度较低；投资端来看，2021 年全国房地产开发投资约 14.8 万亿元，比上年增长 4.4%，而 2022 年投资增速也呈现逐月下降态势，在新一轮的疫情冲击下，4、5 月房地产开发投资同比增速转负；土地端来看，2022 年购置土地面积累计同比降幅每月均在 40% 以上，由于销售市场的冷淡，房企拿地意愿偏低，土地市场也比较萧条；从房价来看，若以统计局公布的销售额除以销售面积来计算房价，2021 年 3 月至 2022 年 4 月房价呈连续下行的态势。

图 12：出生人数在 1989 年之后呈下降态势



数据来源：wind、西南证券整理

图 13：2020 年后房地产市场进入相对冷淡期



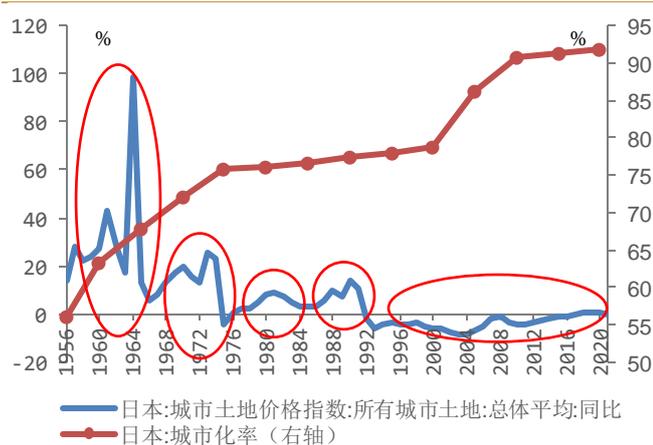
数据来源：wind、西南证券整理

日本经济在战后主要经历了高速增长期（1955-1973 年）、低速增长期（1973-1990 年）以及泡沫破灭后的萧条期（1991 年至今）三个阶段。同时，房地产行业在二战后也相应地经历第一轮高速增长期（1956-1966 年）、第二轮高速增长期（1967-1975 年）、稳定期（1975-1986 年）以及泡沫期（1986-1991），随后房地产市场陷入长期的衰退。从城镇化的角度来看，日本 1945 年之后进入城市化快速发展的阶段，大量人口从农村进入城市，从而带动房地产行业的高速增长，因此日本房地产行业在二战后分别经历了两轮高速增长期，经济在这一时期也同步实现快速上行。但在 1970 年日本城市化率达到 72.1% 左右，1975 年进入城市化放缓的阶段，由于环境污染、房价高企等问题，三大都市圈的人口流入开始减少，“逆城市化”情况出现，同时，在石油危机的冲击下日本的经济在这一阶段出现滞胀，房地产行业的增长也进入了相对平稳的阶段。直到二十世纪八十年代，“广场协议”导致日

本房价开始暴涨，日本房地产行业进入泡沫期，然而此时日本经济处于相对低迷的周期。90年代日本泡沫经济破灭，日本房地产市场陷入困境。尽管2000至2011年日本城市化率重新开始高速增长，但主要原因是“市町村大合并”的施行，被动抬升城市化率，因此房地产行业未能随之重新进入高速增长期。中国目前的城镇化率与日本上世纪六十年代的城镇化率均处于接近70%的水平，随后日本房地产行业在1975年结束了高速发展的阶段，中国房地产行业目前也进入了城镇化的后半程，后续增速或进入放缓期。

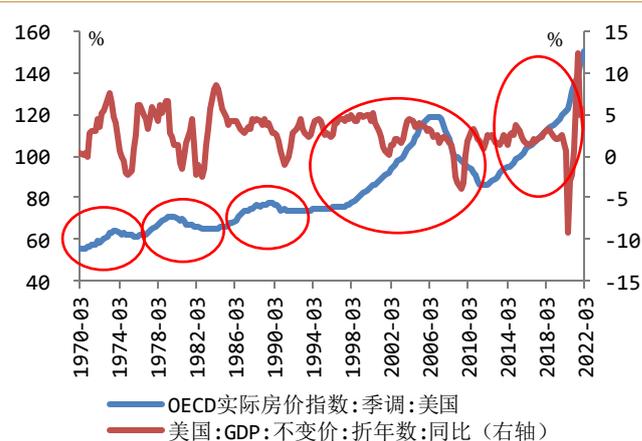
与日本相似的是，美国在1960年城镇化率便达到了70%，但之后美国房地产行业呈现周期性波动。1970年至1989年美国房地产市场波动振幅较小，持续时间较短，周期大约在5-10年左右，其中1973年和1979年分别出现两次小高峰，1973年石油危机导致能源短缺，美国经济以及房地产市场均出现下滑，1979年的房价上行主要受到美国战后“婴儿潮”进入置业年龄，但在伊朗石油禁运、美联储加息对抗通胀下，经济出现衰退，房价也开始下跌。1998年至2006年，美国的长期贷款利率处于低位，货币政策维持宽松，并且90年代大量移民进入美国，美国房地产市场快速膨胀。但2007年次贷危机爆发，经济再次陷入衰退，美国房地产价格开始大幅下跌。在经过六年左右的跌势后，2012年美国房价在美联储超宽松货币政策下开始触底反弹，2020年新冠疫情再次推升了美国的房地产价格。可以看出，美国房地产行业的周期波动与人口、经济周期以及金融政策的相关度较高。

图 14：二战后日本房地产行业经济了五轮周期



数据来源：《日本1956-1993年房地产发展周期分析及对中国的启示》、wind、西南证券整理

图 15：1970年后，美国房地产市场已经历四轮周期

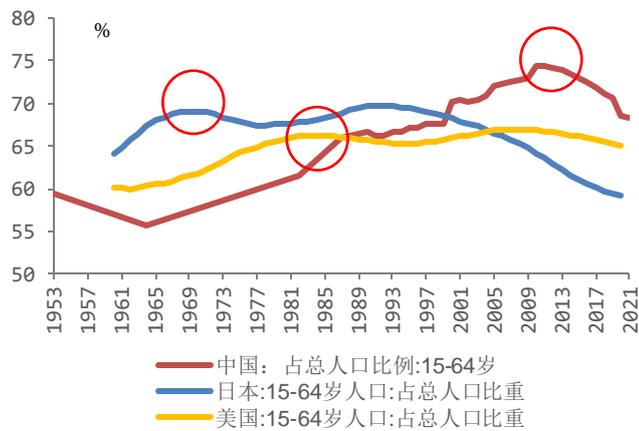


数据来源：wind、西南证券整理

对比之下我国未来房地产行业的发展方向：从人口结构来看，我国15-64岁劳动年龄人口的比重在2010年左右出现拐点，日本的第一次劳动年龄人口拐点出现在1970年左右，第二次拐点在1991年左右，而美国该年龄段的人口比重拐点首次出现在1983年左右，第二次在2008年。日本房地产行业在劳动年龄人口出现第一次拐点后逐渐结束了高速增长期，进入相对稳定的增长周期，我国房地产行业自2012年以后房地产开发投资增速也相对此前有所放缓，因此从人口这一长期影响因素来看，我国房地产行业应进入到稳步发展的阶段。从人均住房面积来看，统计局数据显示，2020年我国人均住房建筑面积达到41.76平方米，若按0.8系数计算套内面积，大约在33.4平方米左右，高于新加坡等亚洲国家但低于欧美国家。但是我国房产供应在区域上仍分布不均，比如广东、上海、北京等经济相对发达的省市人均住房建筑面积均在35平方米以下，低于全国平均水平，人房矛盾仍较突出。据《2017中国城镇住房空置分析》报告显示，我国住房空置率约为21.5%，高于美国、日本、新加坡等国家，我国房地产行业此前粗放型的发展导致尤其是三四线城市的囤积大量空房，

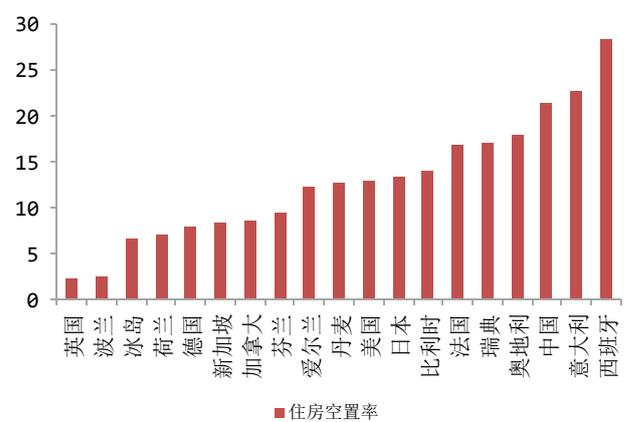
而一、二线城市的住房供应仍较紧缺。整体来看，我国房地产行业正面临阶段转换的重要节点，后续我国房地产行业将逐步结束粗放式的高增长模式，转而进入结构优化、质量提升的精细化发展阶段。目前，我国房地产行业的发展主要有以下三个方向：一是，加快发展保障性租赁住房，目前我国每年城镇新增就业人口超过 1100 万人，住房刚需仍然比较旺盛，保障性租赁住房能有效解决大城市人房矛盾突出的问题；二是，城市更新升级，我国城镇化已进入下半程，房地产行业由增量建设转变为存量的提质升级，提高土地利用率及价值的同时，改善居民生活条件；三是，增加热点城市住房供给，一线城市房价过快上涨主要源于供不应求，落实“稳地价”增加土地供应，从而增加住房供应，是稳定大城市房地产市场的需要。

图 16：我国劳动年龄人口拐点与日本、美国对比



数据来源：wind、西南证券整理

图 17：我国住房空置率高于多数国家



数据来源：《2017 中国城镇住房空置分析》、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn