

房地产的支柱作用到底有多强？

证券研究报告

2022 年 12 月 29 日

——房地产对经济的影响（上）

从总量角度看，房地产目前仍是我国的支柱产业。

贡献 17% 的名义 GDP。2017-2021 年，广义房地产拉动的增加值在名义 GDP 中的占比基本保持在 17% 左右，其中投资活动 10% 左右，服务活动 7% 左右；对名义 GDP 增速分别拉动 1.90、0.59、1.45、0.98、1.10 个百分点。考虑到通过土地购置对基建、通过后周期对居民消费的间接支持后，房地产对经济的影响将超过 17%。

贡献 20% 的企业营业盈余。2020 年，广义房地产业共拉动各行业盈余 5.6 万亿元，占比达 22.7%；盈余率为 13.5%，盈余率高出社会平均水平 4.4 个百分点，但盈余率及盈余占比在 2018 年以来均出现边际回落。

贡献 12% 的劳动者报酬。尽管广义房地产业带动的经济体量较大，但由于劳动报酬率不高，导致其对薪酬的贡献相较拉动的经济增长而言相对偏低。2020 年，广义房地产业合计拉动劳动报酬 6.5 万亿元，占全社会劳动总报酬的 12.2%，较 2018 年提升 0.6 个百分点。由于投资活动、服务活动的劳动报酬率均低于全社会平均水平，因此广义房地产业劳动报酬率同样相对较低，2020 年约为 15.6%，低于全社会平均劳动报酬率 4 个百分点。

尽管房地产在经济活动中的占比边际回落，同时潜在购房需求也将持续下降，经济“去地产化”可能是中长期趋势。但就目前而言，房地产业仍然是我国的支柱产业。“房住不炒”、“不强刺激”与稳地产并行不悖，短期内通过因城施策的方式继续支持房地产供需两端同时软着陆仍有较大的必要。

风险提示：文中测算依赖部分假设，可能会导致测算结果存在误差，仅供参考；房地产政策可能会影响房地产周期趋势，进而影响本文的结论；本文未考虑土地购置、地产后周期对经济的间接影响，可能会低估实际影响。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：日本央行意外加息的影响 - 日本央行意外加息的影响》 2022-12-23
- 2 《宏观报告：风险定价-复苏交易迎来挑战-12 月第 4 周资产配置报告》 2022-12-21
- 3 《宏观报告：美股的业绩底有多低？ - 美股的业绩底有多低？》 2022-12-20

内容目录

一、广义房地产业包括上游投资活动和中游服务活动.....	3
二、房地产投资活动贡献 10%的名义 GDP.....	4
三、房地产投资活动对名义 GDP 的贡献先升后降，2012-2017 年是顶峰.....	7
四、房地产服务活动贡献 7%的名义 GDP.....	9
五、广义房地产贡献 17%的名义 GDP，2016-2017 年是房地产经济的顶点.....	11
六、房地产业贡献了 12%的劳动报酬.....	15

图表目录

图 1：房地产产业链较长，上下游涉及多个行业.....	4
图 2：2007 年以来，全社会固定资产投资平均资本转化倍数小于 1 倍.....	6
图 3：2018 年以来，房地产投资活动拉动的增加值占名义 GDP 的 10%左右.....	8
图 4：房地产投资活动对 GDP 增速的拉动与房地产建安设备投资增速高度相关.....	8
图 5：2016-2021 年，房地产建安设备投资增长 1 个百分点，拉动名义 GDP 增速约 0.1 个百分点.....	9
图 6：房地产业在 GDP 中的占比呈持续提升趋势，但对名义 GDP 增速的拉动在下降.....	9
图 7：房地产业名义 GDP 增速与商品房销售额增速相关性较高.....	10
图 8：不同阶段，房地产业名义 GDP 与商品房销售额增速的相关性并不一致.....	11
图 9：2016-2017 年是广义房地产对名义 GDP 贡献的顶点，之后稳定在 17%左右.....	11
图 10：房地产投资活动对 GDP 的影响相对更大.....	12
图 11：房地产建安设备投资对广义房地产拉动的增加值影响较大.....	12
图 12：房地产投资活动相关的盈余率长期低于全社会平均水平.....	13
图 13：房地产服务活动的盈余率在 2017 年出现了明显的跃升.....	14
图 14：近年来，广义房地产业对社会总盈余的贡献超过 20%.....	14
图 15：2017 年以后，服务活动对房地产业盈余的贡献明显提升.....	15
图 16：2015 年以后，房地产投资活动拉动的薪酬占比趋势性回落.....	15
图 17：房地产服务活动对劳动报酬的贡献相对较小.....	16
图 18：2020 年，广义房地产贡献 12%的劳动报酬.....	16
图 19：2020 年，投资活动拉动的劳动报酬在广义房地产业中占 75%.....	17
表 1：2020 年房地产投资活动相关部门产出的使用情况（单位：亿元）.....	5
表 2：建筑业中间投入的固定资本形成倍数（“固定资本形成/中间投入”）.....	6
表 3：2017-2020 年房地产投资活动对 GDP 影响的测算.....	7
表 4：2017-2021 年房地产服务活动对 GDP 影响的测算.....	10
表 5：2016-2021 年广义房地产对 GDP 影响的测算.....	12

尽管从潜在需求角度来看，经济“去地产化”可能是中长期的大趋势。但就短期而言，房地产业仍然是我国的支柱产业。“房住不炒”、“不强刺激”与稳地产并行不悖，短期内通过因城施策的方式继续支持房地产供需两端同时软着陆仍有较大的必要。

一、广义房地产业包括上游投资活动和中游服务活动

房地产链条较长，涉及行业众多，厘清产业链分布是分析房地产对宏观经济影响的前提。由于相关测算依赖于统计局披露的投入产出表，我们基于统计局的中国国民经济核算体系以及国民经济行业分类，来对房地产产业链进行划分。

相比于业界，统计局对房地产业的定义更加狭窄。业界通常所称的房地产业，既包括房地产本身的经营开发等相关服务活动，也包括上游的拿地、施工等投资活动。而在统计局的定义中，房地产被划分在了第三产业（服务业）中，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房地产业等具有服务性质的经济活动。

因此，按照业界普遍使用的广义房地产概念，对应到统计局的经济核算口径下，房地产产业链应当包括：

1) 上游投资活动：

主要包括房企通过建安设备投资（建筑工程投资+安装工程投资+设备工器具购置）直接参与的房屋建筑、建筑安装、建筑装饰和装修等建筑业，以及间接影响宏观经济的房企土地购置行为。

以 2019 年修订后的《2017 年国民经济行业分类》以及最新的投入产出表（2020 年）数据精度为准，房地产建安设备投资活动具体对应：住宅房屋建筑业，体育场馆和其他房屋建筑业，建筑安装业，建筑装饰、装修和其他建筑服务业，采矿、冶金、建筑专用设备制造业。其中，后三项中仅包括与住宅、商业营业用房、办公楼等商品房相关的活动。

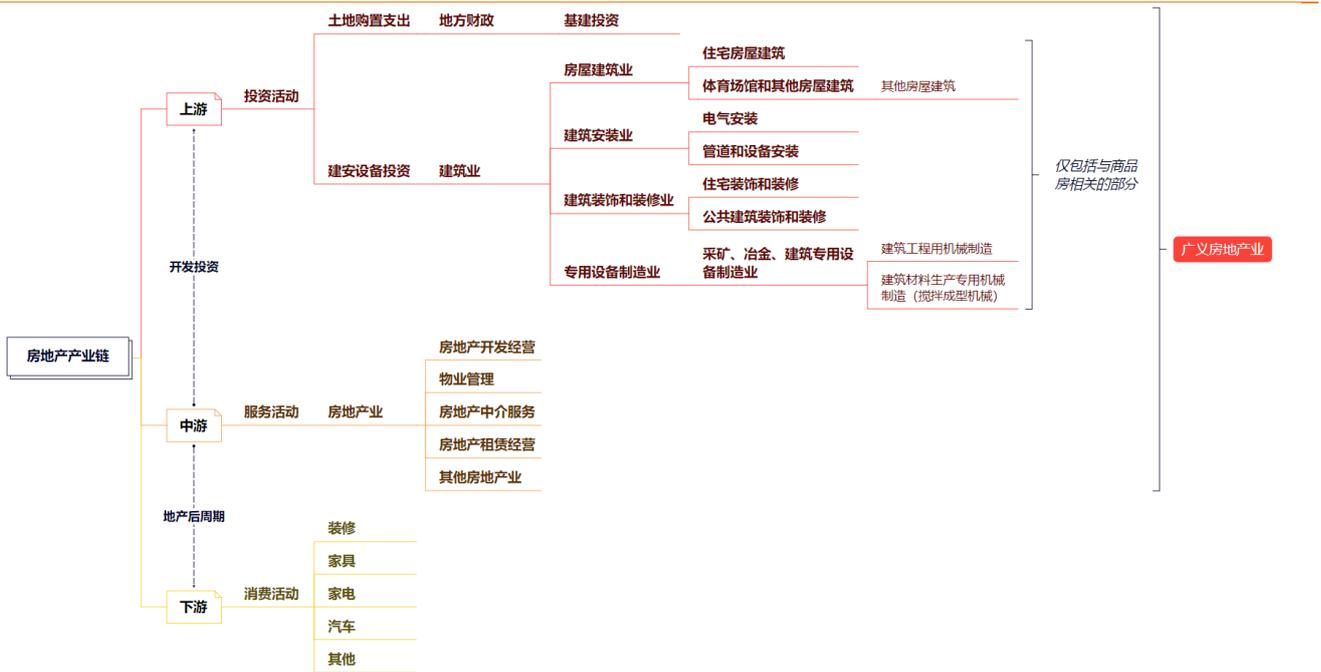
2) 中游服务活动：

即统计局口径中的房地产业，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房地产业。

此外，由于商品房的竣工交付也会带动如装修、家具、家电、汽车等的消费，因此在更加宽泛的概念下考虑房地产对经济的影响，也应考虑对房地产后周期的拉动。

基于数据的可得性，本文在后续分析中主要讨论对宏观经济有直接影响的建筑施工活动以及服务活动，不包括土地购置和房地产后周期。并且，本文将建筑施工活动定义为房地产投资活动，主要包括房地产建筑活动和房地产安装活动，分别对应于经济核算体系中的房屋建筑业和建筑安装业；将经济核算体系下的房地产业定义为房地产服务活动。

图 1：房地产产业链较长，上下游涉及多个行业



资料来源：国家统计局，天风证券研究所整理

二、房地产投资活动贡献 10% 的名义 GDP

我们参考统计局前副局长许宪春等（2015 年）在论文《房地产经济对中国国民经济增长的作用研究》¹中的处理方法，利用投入产出表构建房地产投资活动对宏观经济影响的测算模型。

首先对可能导致测算结果出现误差的数据口径问题进行梳理。

五方面因素导致投入产出表中涉及房地产投资的数据与市场通常使用的房地产投资完成额之间存在差异：

1) 是否形成固定资本：

房地产投资完成额中的其他费用主要为土地购置费、旧建筑物购置费，而这两项并不计入固定资本形成，因而也不在投入产出表中予以直接体现。²

2) 总产出中作为最终使用和中间品的比例：

逻辑上讲，房地产建筑工程投资还涉及部分装饰装修活动，设备工器具购置涉及建筑专用设备的采购，也会对 GDP 产生影响。但由于无法确认这两部分支出作为建筑业中间品使用和形成各自行业固定资本的比例，因此会导致测算结果存在误差。

3) 是否包含商品房销售增值：

房地产投资完成额从房企支出的视角进行统计，其中建筑工程投资、安装工程投资是房企进行建筑安装时付出的成本。而在用支出法做经济核算时，房企的建筑安装投资最终体现为建筑业的固定资本形成，相较房地产投资完成额还多包括了因商品房销售产生的增值。

4) 统计角度：

¹许宪春, 贾海, 李皎, 等. 房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J]. 中国社会科学, 2015(1):18.

² [固定资产投资和固定资本形成两个指标之间有何不同? \(stats.gov.cn\)](http://stats.gov.cn)

投入产出表从行业划分的角度进行统计，而房地产投资完成额从房地产企业角度进行统计，导致了投入产出表相较于房地产投资完成额还额外包括了非房企进行的房地产投资活动，如城投平台进行的房地产开发。

5) 数据精度:

由于数据披露精度的问题，投入产出表中部分行业的数据还包括了房地产投资以外的活动。如，2020 年投入产出表中的“体育场馆和其他房屋建筑”不仅包括房地产投资中的商业营业用房、办公楼的建筑活动，还包括了不计入房地产投资的体育场馆、厂房、仓库等的建筑活动，而数据披露精度尚不支持做更进一步地拆分，从而会产生一定的误差。

表 1：2020 年房地产投资活动相关部门产出的使用情况（单位：亿元）

部门名称	涉及地产投资的环节	中间使用	消费支出	资本形成	出口	最终使用合计	进口	总产出
采矿、冶金、建筑专用设备	设备工器具购置	5,535	0	5,574	1,012	6,586	273	11,848
住宅房屋建筑	建筑工程（住宅）	0	0	116,341	490	116,831	313	116,518
体育场馆和其他房屋建筑	建筑工程（商业营业用房、办公楼）	0	0	20,091	42	20,133	27	20,106
建筑安装	安装工程	0	0	29,484	46	29,530	30	29,501
建筑装饰、装修和其他建筑服务	建筑工程	14,999	0	8,104	42	8,146	27	23,119

资料来源：国家统计局，天风证券研究所整理

针对这些口径问题，我们采取以下方法进行处理：

1) 针对土地购置费、旧建筑物购置费不形成固定资本：

我们在测算时从房地产投资完成额中剔除掉“其他费用”，仅考虑建安设备投资。

2) 针对形成固定资本和作为中间品投入比例的问题：

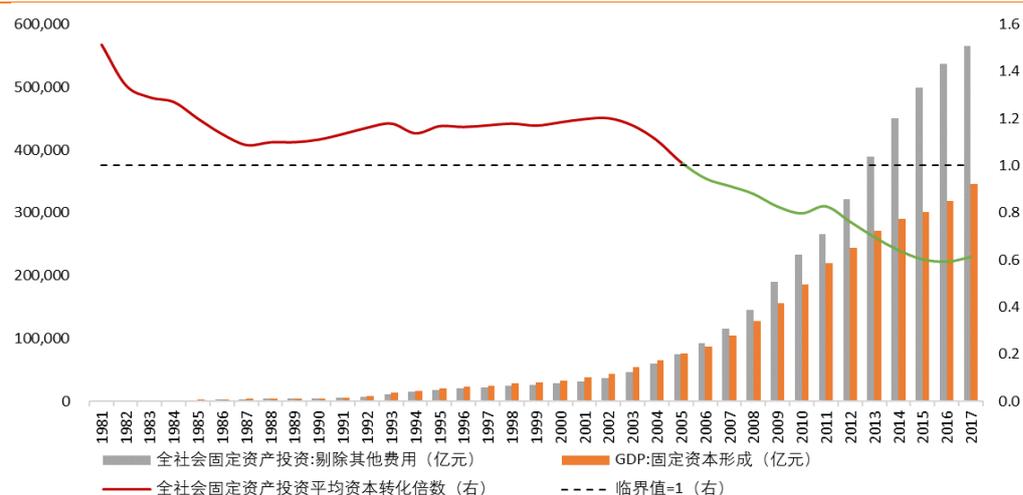
考虑到装饰装修、设备工器具购置在房地产投资中的占比较小（2017-2021 年，设备工器具购置占房地产投资比例的均值仅为 1.2%，而逻辑上讲，商品房销售前的装饰装修并非房企主要投资方向），对最终结果的影响有限，我们假设装饰装修、设备工器具购置均体现为建筑工程的中间品投入。

3) 针对房地产投资完成额中未包括销售增值的问题：

我们需要将房地产建安设备投资转换为经济核算口径下的固定资本形成。

在经济核算体系下，固定资本形成按购买者价格计算，在所有权发生变化时记录，因此固定资产的交易行为会产生固定资本形成价值的重估；而制造业、基建相关的建筑物、设备在交易过程中往往会发生贬值，从而会减少固定资本形成总额。因此，使用“房地产建安设备投资 ×（固定资本形成总额/剔除其他费用后的全社会固定资产投资）”来估计房地产投资所增加的固定资本形成，会造成明显的低估。

图 2：2007 年以来，全社会固定资产投资平均资本转化倍数小于 1 倍



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

注：全社会固定资产投资平均资本转化倍数=固定资本形成/全社会固定资产投资（剔除其他费用）

我们借助投入产出表，通过“固定资本形成/中间投入”分别计算房屋建筑业、建筑安装业中间投入的固定资本形成倍数，再假设房地产建筑工程投资（包含设备工器具购置）、安装工程投资分别对应房屋建筑业、建筑安装业的中间投入，进而计算房地产建安设备投资带来的固定资本形成。

结果显示，2012-2020 年，房屋建筑业每增加 1 单位的中间投入，可以带来约 1.33 单位的固定资本形成，而建筑安装业每增加 1 单位的中间投入，可以带来 1.31 单位的固定资本形成。

表 2：建筑业中间投入的固定资本形成倍数（“固定资本形成/中间投入”）

年份	建筑业	房屋建筑业	住宅房屋建筑业	体育场馆和其他房屋建筑	土木工程建筑业	建筑安装业	建筑装饰、装修和其他建筑服务业
	$A=B+C+D+E$	$B=B1+B2$	$B1$	$B2$	C	D	E
2020	1.26	1.31	1.31	1.35	1.33	1.34	0.52
2018	1.25	1.32	1.32	1.31	1.29	1.29	0.54
2017	1.26	1.32	-	-	1.28	1.31	0.53
2015	1.15	-	-	-	-	-	-
2012	1.27	1.35	-	-	1.31	1.29	0.39
2010	1.27	-	-	-	-	-	-
2007	1.22	-	-	-	-	-	-
均值	1.24	1.33	1.31	1.33	1.30	1.31	0.50

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

4) 针对统计角度的问题：

在处理第三个问题的过程中，我们用房地产投资统计口径下的建筑工程投资（包含设备工器具购置）、安装工程投资分别替代经济核算体系中房屋建筑业、建筑安装业的中间投入，实际上已经将统计角度统一到房地产投资统计口径下。

5) 针对数据精度的问题：

由于数据可得性受限，无法对数据精度做进一步处理，因此我们忽略由数据精度引起的误差。

最后，基于投入产出表对房地产投资活动对宏观经济的影响进行测算。

参考许宪春等（2015年）³，利用竞争型投入产出表，可以构建以下投入产出开放模型：

$$X = [I - (I - \hat{M})A]^{-1}(I - \hat{M})F$$

$$V = X \times var$$

其中： X 是各部门总产出列向量； F 是各部门最终使用列向量； \hat{M} 是各部门进口系数（进口额/国内需求）对角化形成的矩阵； A 是直接消耗矩阵，其中的元素反映生产一单位 j 产品需要直接投入的 i 产品的价值量； var 是各部门的增加值率，即增加值占总产出的比例； V 是各部门的增加值。

如果不考虑各部门的进口，模型中的 $[I - A]^{-1}$ 为列昂惕夫逆矩阵，也即完全需要系数矩阵，其中的元素代表考虑各产品的间接投入后， j 产品每增加一单位最终使用时，对 i 产品的完全需要量。而引入 $(I - \hat{M})$ 则进一步剔除了生产过程中通过进口满足的中间投入。

根据每年住宅、非住宅在房屋建筑业中间投入中的占比，将房地产建筑工程投资拆分为住宅类和非住宅类。结果显示，2020年房地产建安设备投资共8.9万亿元，其中住宅类建筑工程投资（含设备）、非住宅类建筑工程投资（含设备）、安装工程投资分别为7.1、1.2、0.6万亿元，对应的固定资本形成分别约为9.3、1.6、0.8万亿元。

将以上结果分别代入到2020年投入产出开放模型中，结果显示，2020年8.9万亿元的房地产建安设备投资，共拉动了各行业增加值10.4万亿元，占当年名义GDP的10.2%，对GDP增长的贡献率为19.2%，拉动GDP增速0.67个百分点。

三、房地产投资活动对名义GDP的贡献先升后降，2012-2017年是顶峰

采取同样的方法对2007、2010、2015-2019、2021年房地产投资活动对GDP的拉动进行测算。其中，由于缺少2016、2019、2021年投入产出表，我们综合2015和2017年投入产出开放模型对2016年数据进行测算，综合2018、2020年投入产出开放模型对2019年数据进行测算，利用2020年投入产出开放模型对2021年数据进行测算。此外，2007、2010、2015、2017年投入产出表中，没有对房屋建筑业做进一步区分，我们直接将房地产建筑工程投资代入模型进行计算。

表3：2007-2020年房地产投资活动对GDP影响的测算

年份	房地产建安设备投资增速	名义GDP增速 (支出法)	房地产投资拉动的增加值占GDP比重	房地产投资对名义GDP增长的贡献率	房地产投资对名义GDP增速的拉动
	%	%	%	%	pct
2007	28.8%	23.2%	6.7%		
2010	18.9%	17.5%	8.9%		
2012	17.1%	11.4%	11.6%		
2015	0.8%	7.0%	10.9%		
2016	7.4%	7.8%	11.5%	18.4%	1.43
2017	3.0%	11.1%	11.2%	8.5%	0.95
2018	-3.3%	10.5%	9.8%	-3.0%	-0.32
2019	8.0%	8.2%	9.9%	10.0%	0.82
2020	6.6%	3.5%	10.2%	19.2%	0.67
2021	7.2%	11.2%	9.8%	6.5%	0.73

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

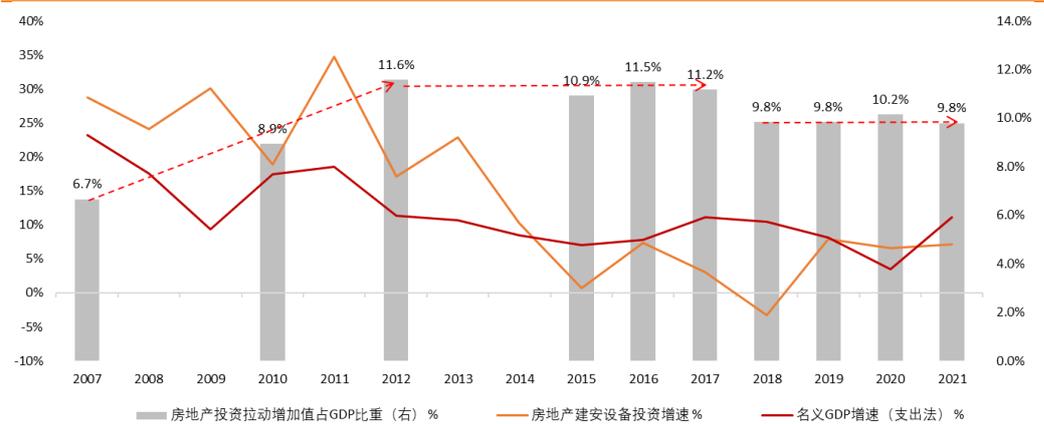
注：2016年房地产投资活动拉动的增加值分别根据2015、2017年模型计算，2019年根据2018、2020年模型计算，2021年根据2020年模型计算。

³ 许宪春, 贾海, 李皎, 等. 房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J]. 中国社会科学, 2015(1):18.

从房地产投资活动对名义 GDP 的贡献来看，2007 年以来先升后降，大致可以划分为三个阶段：

- ①2007-2012 年：房地产投资活动对 GDP 的贡献持续提升，其拉动的增加值在名义 GDP 中的占比由 6.7%提升至 11.6%。
- ②2012-2017 年：房地产投资活动对 GDP 的贡献进入平台期，稳定在 11.3%左右。
- ③2018-2021 年：2018 年，房地产投资活动拉动的增加值在名义 GDP 中的占比下滑至新的平台，近年来稳定在 10%左右。

图 3：2018 年以来，房地产投资活动拉动的增加值占名义 GDP 的 10%左右



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

同时，从 2016 年以来的连续数据来看，房地产建安设备投资对名义 GDP 增速有稳定的拉动作用，房地产建安设备投资每增长 1 个百分点，可以拉动名义 GDP 增速提升约 0.1 个百分点。

图 4：房地产投资活动对 GDP 增速的拉动与房地产建安设备投资增速高度相关



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

图 5：2016-2021 年，房地产建安设备投资增长 1 个百分点，拉动名义 GDP 增速约 0.1 个百分点



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

尽管我们预计 2023 年房地产投资增速可能会进一步下滑至 -11% 左右（详见报告《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》），但由于对 GDP 产生直接影响的房地产建安设备投资在中性预测下有望实现 +1.5% 的增长，较 2022 年预计回升 11 个百分点。如果按照 2017、2018、2020 年投入产出模型来看，建安设备投资的回升有望对明年名义 GDP 增速带来 0.15 个百分点左右的拉动。

四、房地产服务活动贡献 7% 的名义 GDP

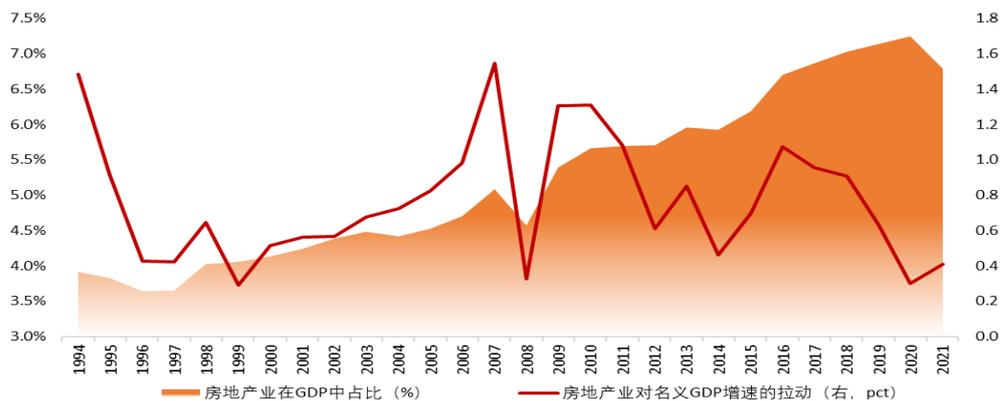
与房地产投资活动不同，房地产业在经济核算体系中隶属于第三产业，涵盖房地产相关的服务性质的经济生产活动，主要由两个部分组成：一是房地产行业提供的商业性服务活动，如商品房销售、物业管理、中介服务等；二是全社会住房提供的住房服务，既包括租赁住房提供的服务，也包括居民自有住房提供的服务。

近年来，房地产业在名义 GDP 中的占比在 7% 左右。

统计局披露了各年生产法下房地产业 GDP，因此我们可以从生产法角度来测算房地产业对宏观经济的影响。从生产法下的经济核算来看，房地产业在 GDP 中的占比呈现持续提升的趋势，近年来占 GDP 的比重在 7% 左右。2021 年，生产法下房地产业增加值为 7.7 万亿元，占支出法 GDP 的 6.7%，占比较 2020 年回落 0.5 个百分点；对名义 GDP 增长的贡献率约为 2.8%，回落 8.2 个百分点；拉动名义 GDP 增速 0.37 个百分点，较 2020 年提升 0.07 个百分点。

不过，当前的经济核算体系可能会低估房地产服务活动对 GDP 的贡献。我国居民自有住房服务价值采用成本法核算，而近年来房价的上涨带来了存量自有住房的升值，以成本法核算并未考虑房屋升值部分对 GDP 的影响。

图 6：房地产业在 GDP 中的占比呈持续提升趋势，但对名义 GDP 增速的拉动在下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们将房地产业增加值代入到前文构建的投入产出开放模型以后，得到的测算结果与上述方法一致。原因在于，房地产业直接、间接消耗的中间产品的增加值，通过生产过程转移到了房地产业上，因此利用“房地产业增加值/名义 GDP”实际上已经全面衡量了房地产业对 GDP 的影响，包括房地产业自身及对其他行业的拉动。

表 4：2017-2021 年房地产服务活动对 GDP 影响的测算

年份	房地产业增加值增速 (生产法)	名义 GDP 增速 (生产法)	房地产业增加值占名义 GDP 比重	房地产业对名义 GDP 增长的贡献率	房地产业对名义 GDP 增速的拉动
	%	%	%	%	pct
2017	14.2%	11.5%	6.9%	8.3%	0.95
2018	13.2%	10.5%	7.0%	8.6%	0.91
2019	9.0%	7.3%	7.1%	8.7%	0.63
2020	4.2%	2.7%	7.2%	11.0%	0.30
2021	5.2%	13.4%	6.7%	2.8%	0.37

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

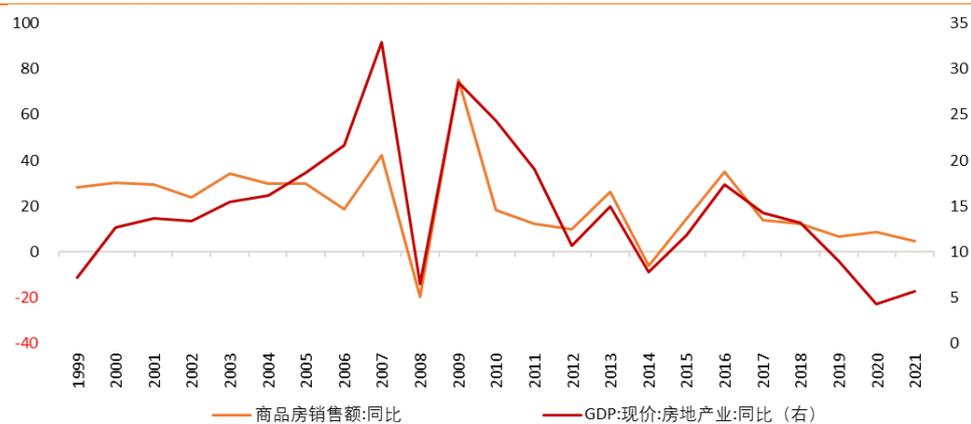
注：由于统计资料不同，生产法、支出法对 GDP 的核算存在统计误差。⁴

商品房销售对房地产业 GDP 影响较大。

从逻辑上来讲，无论是房地产开发经营服务，还是中介服务，都主要围绕着商品房的销售活动展开。

从数据上来看，房地产业名义 GDP 增速与商品房销售额增速之间确实存在相对较高的正相关性，但不同阶段的相关程度并不一致。2000-2007 年二者的相关系数为 0.46，2008-2017 年进一步提升至 0.84，但 2018 年以来相关性有所下降，2018-2021 年相关系数仅为 0.66。

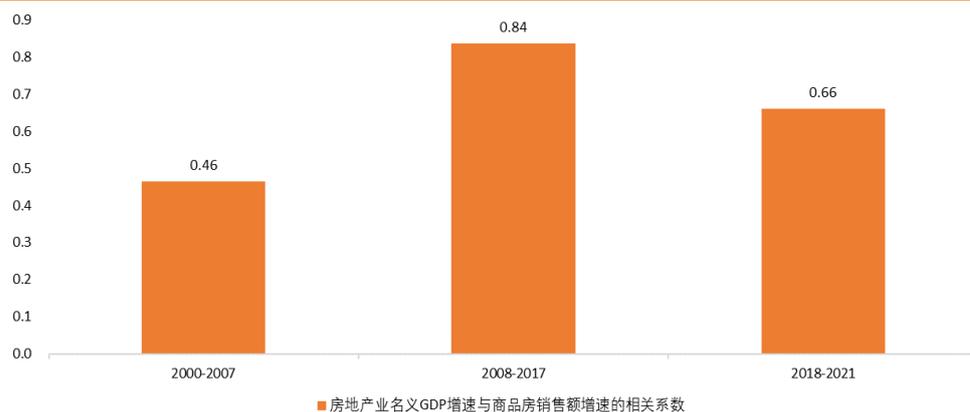
图 7：房地产业名义 GDP 增速与商品房销售额增速相关性较高



资料来源：WIND，天风证券研究所

⁴ http://www.stats.gov.cn/ztc/zthd/lhfw/2021/rdwt/202102/t20210225_1814027.html

图 8：不同阶段，房地产业名义 GDP 与商品房销售额增速的相关性并不一致



资料来源：WIND，天风证券研究所

但房地产服务活动中，物业管理、保障性住房相关服务、房屋租赁服务、自有住房提供的服务受当年商品房销售的影响较小，并且自有住房服务产生的增加值目前按照成本法计算，因此商品房销售虽然是影响房地产 GDP 的主导因素，但并非唯一影响因素。

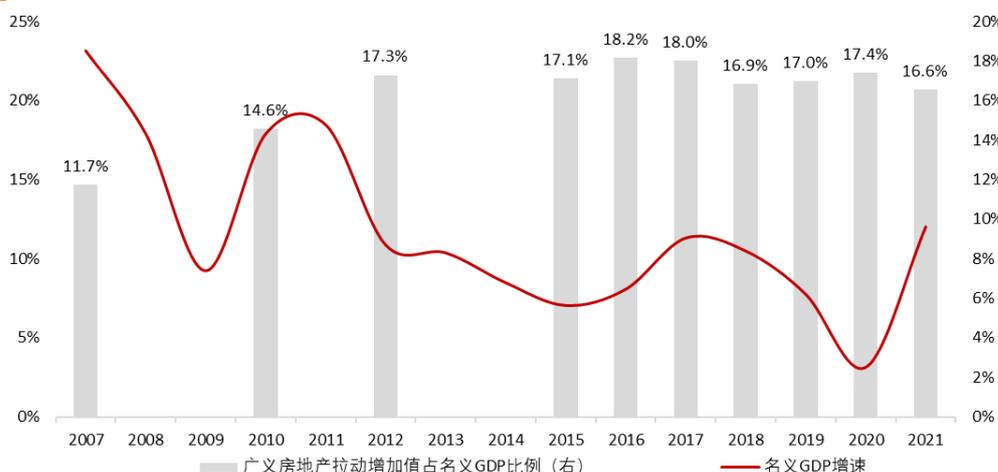
五、广义房地产贡献 17% 的名义 GDP，2016-2017 年是房地产经济的顶点

综合对房地产投资活动、服务活动拉动经济增长的测算来看，房地产对宏观经济存在较大的影响。

近年来，广义房地产拉动的增加值在名义 GDP 中的占比基本稳定。2007-2016 年，广义房地产拉动的增加值在名义 GDP 中的占比整体呈现提升的趋势，由 2007 年的 11.7% 提升至 2016 年的 18.2%。2018 年以来，广义房地产对名义 GDP 的贡献小幅下滑，但基本能够稳定在 17% 左右；对名义 GDP 增速分别拉动 0.59、1.45、0.98、1.10 个百分点。

但实际上，广义的房地产行业对 GDP 的贡献不止 17%。一方面，商品房的销售还会带动居民增加对装潢材料、家电、家具以及汽车的消费，也会间接的拉动经济增长，但这部分的影响难以从各消费品的需求中进行有效地分离。另一方面，房地产投资过程中还涉及到土地购置，对地方财政存在直接的影响，对城投平台、基建投资产生的经济增长存在间接的影响；土地财政如果长期降温，将会持续弱化财政对基建的撬动能力（详见报告《基建的长期问题》）。此外，居民自有住房服务产生的增加值以成本法核算，也会导致低估广义房地产对经济的贡献。

图 9：2016-2017 年是广义房地产对名义 GDP 贡献的顶点，之后稳定在 17% 左右



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

表 5：2016-2021 年广义房地产对 GDP 影响的测算

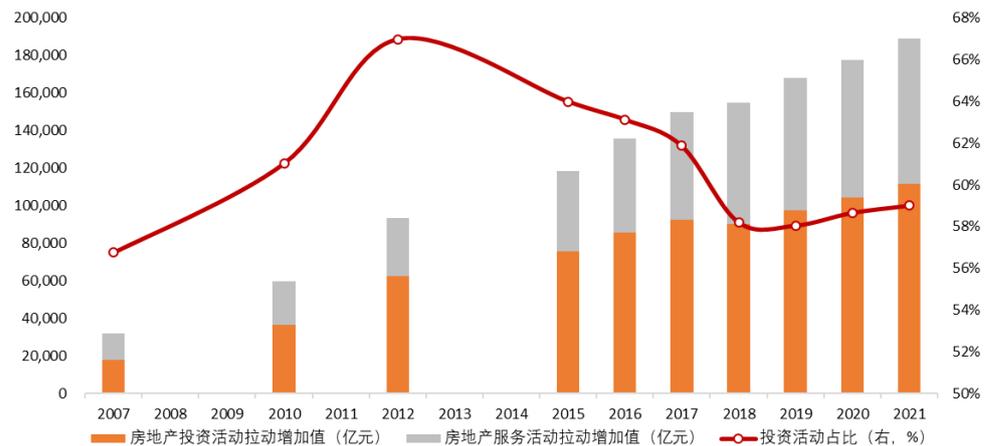
年份	名义 GDP 增速	广义房地产拉动的增加值增速	广义房地产拉动的增加值占名义 GDP 比例	广义房地产对名义 GDP 增长的贡献率	广义房地产业对名义 GDP 增速的拉动
	%	%	%	%	<i>pct</i>
2016	8.1%	14.6%	18.2%	31.1%	2.51
2017	11.3%	10.5%	18.0%	16.8%	1.90
2018	10.5%	3.3%	16.9%	5.7%	0.59
2019	7.7%	8.6%	17.0%	18.7%	1.45
2020	3.1%	5.8%	17.4%	31.2%	0.98
2021	12.3%	6.3%	16.5%	9.0%	1.10

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

注：名义 GDP 增速的计算经过对生产法、支出法 GDP 求均值的处理；2019 年房地产投资活动拉动的增加值根据 2018、2020 年投入产出模型综合计算，2021 年房地产投资活动拉动的增加值根据 2020 年投入产出模型计算。

从结构上看，房地产投资活动对 GDP 影响更大，但 2012 年以来存在回落的趋势。2007-2012 年，在房地产市场快速发展的阶段，投资活动对 GDP 的影响持续提升，其拉动的增加值在广义房地产业中的占比由 2007 年 57% 提升至 2012 年的 67%。此后，房地产投资活动仍然是房地产影响宏观经济的主要途径，投资活动拉动增加值在广义房地产业中的占比仍能保持在 60% 左右，但较 2012 年的峰值有所回落。

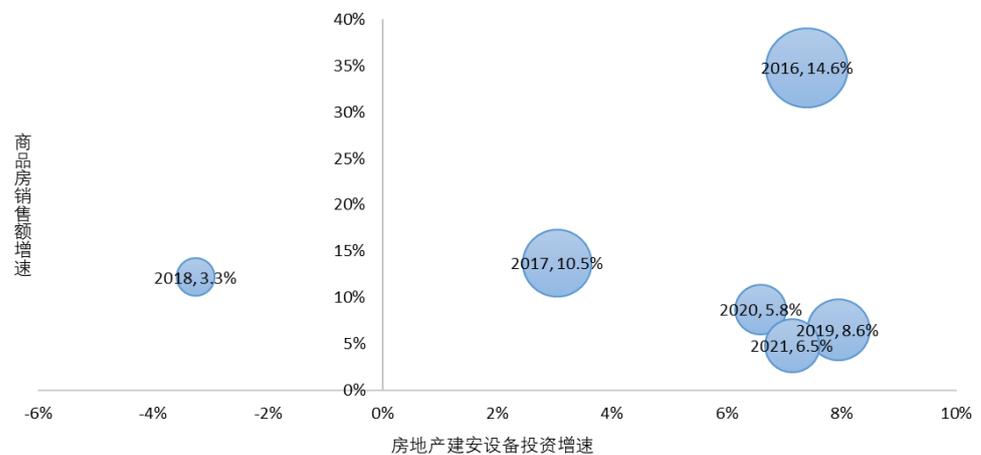
图 10：房地产投资活动对 GDP 的影响相对更大



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

由于房地产投资活动带来的增加值更多，因此房地产建安设备投资对广义房地产拉动的增加值有更大的影响，对 GDP 的影响也相应更大。

图 11：房地产建安设备投资对广义房地产拉动的增加值影响较大



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

注：气泡面积大小代表广义房地产拉动增加值的增速。

根据投入产出表中的“营业盈余/总产出”，可以从收入法角度计算出各行各业的盈余率，即每单位产出中可以贡献多少营业盈余，再利用上述计算出的房地产对各行业产出拉动情况，可以进一步计算出房地产行业对全社会盈利拉动的情况。

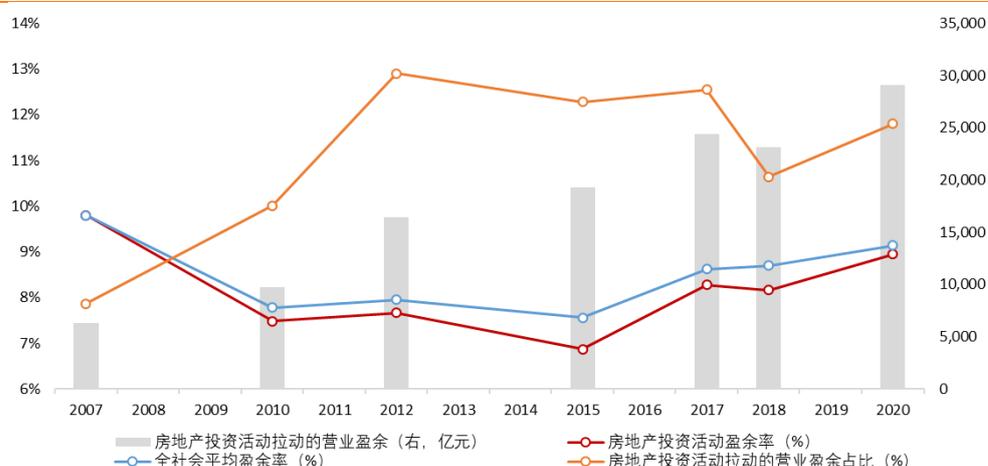
投资活动：规模大，利润薄。

2020年，房地产投资活动共拉动各行业产出33万亿元，其中贡献企业盈余2.9万亿元，占当年全社会营业盈余的11.8%。

从贡献率角度看，2012年以前，房地产投资活动拉动的盈余在全社会总盈余中的占比持续提升，由2007年的7.9%提升至2012年的12.9%；2012年以后，房地产投资活动对总盈余的贡献呈现边际回落的趋势，但基本稳定在12%左右。

从盈余率角度看，尽管房地产投资活动影响的产业规模较大，但利润率并不算高。2010年以来，房地产投资活动的盈余率始终保持在小幅低于全社会平均盈余率的水平，可能是因为与房地产投资关联较高的建筑、建材业的利润率偏低。

图 12：房地产投资活动相关的盈余率长期低于全社会平均水平



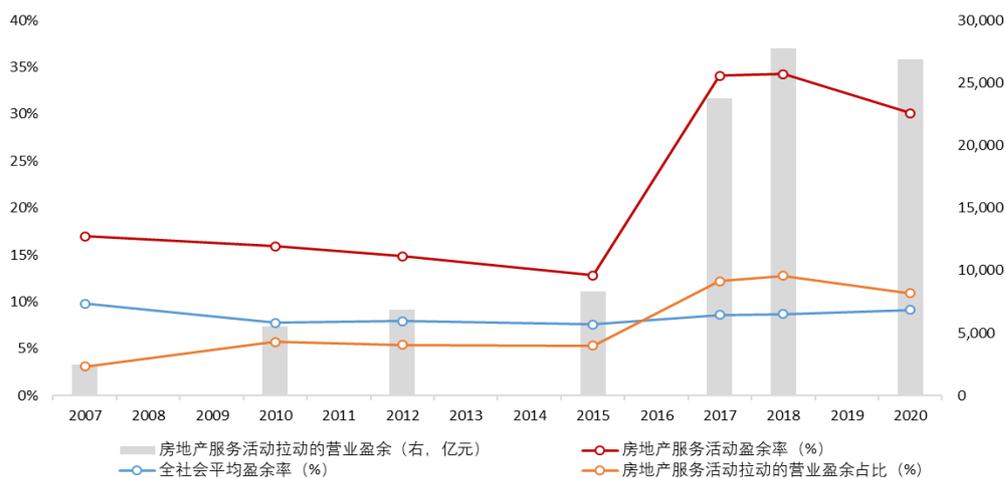
资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

服务活动：2017年盈余率出现跃升。

相较于投资活动，归属于第三产业的房地产服务活动的盈利能力更强。2020年，房地产服务活动带动各行业盈余合计2.7万亿元，占全社会总盈余的10.9%，盈余率高达30.1%，超出全社会平均盈余率21个百分点。

2017年可能是房地产业的一个重要转折点。2017年房地产服务活动盈余率达到34.1%，较2015年大幅提升21.3个百分点，此后均保持在30%以上。从2015、2017年投入产出表的对比来看，引起房地产服务活动盈余率大幅提升的主要原因在于房地产业的固定资产折旧率大幅下降，从而推升了其盈利水平。但从近年来的变化来看，房地产服务活动的盈余率有边际下滑的趋势。

图 13：房地产服务活动的盈余率在 2017 年出现了明显的跃升

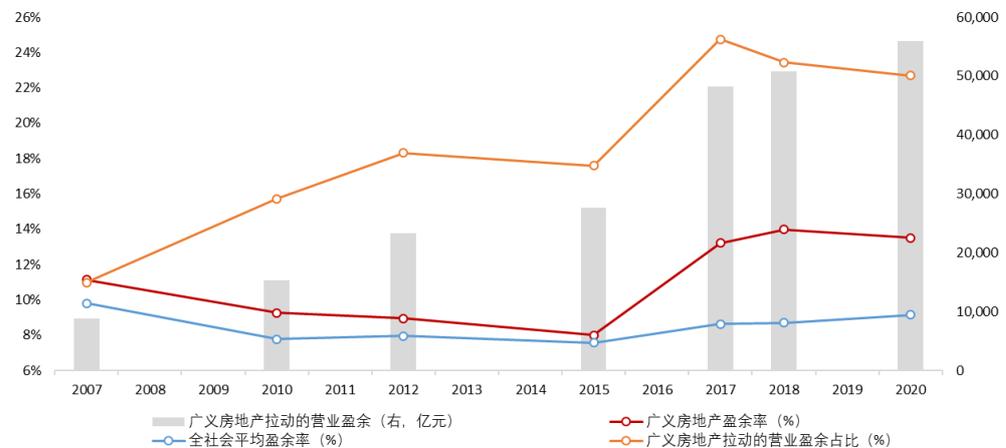


资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

综合投资活动和服务活动，广义房地产业对社会总盈余的贡献在近年来超过 20%。

2020 年，广义房地产业共拉动各行业盈余 5.6 万亿元，占比达 22.7%，盈余率为 13.5%，盈余率高出社会平均水平 4.4 个百分点，但盈余率及盈余占比在 2018 年以来均出现边际回落。

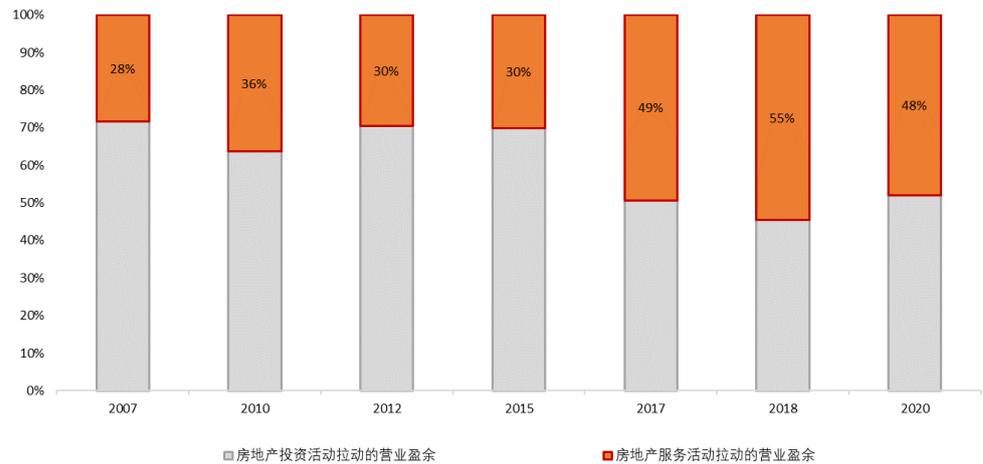
图 14：近年来，广义房地产业对社会总盈余的贡献超过 20%



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

从广义房地产业内部的盈利贡献来看，2017 年同样是个分水岭。2017 年以前，投资活动是贡献盈利的主要分项，占比在 30%左右；而 2017 年以后，服务活动对盈利的贡献明显提高，目前二者基本接近。

图 15：2017 年以后，服务活动对房地产业盈余的贡献明显提升



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

六、房地产业贡献了 12% 的劳动报酬

根据投入产出表中“劳动报酬/总产出”，可以计算出各行业的劳动报酬率，进而也可以计算出房地产对从业员工工资收入的拉动作用。

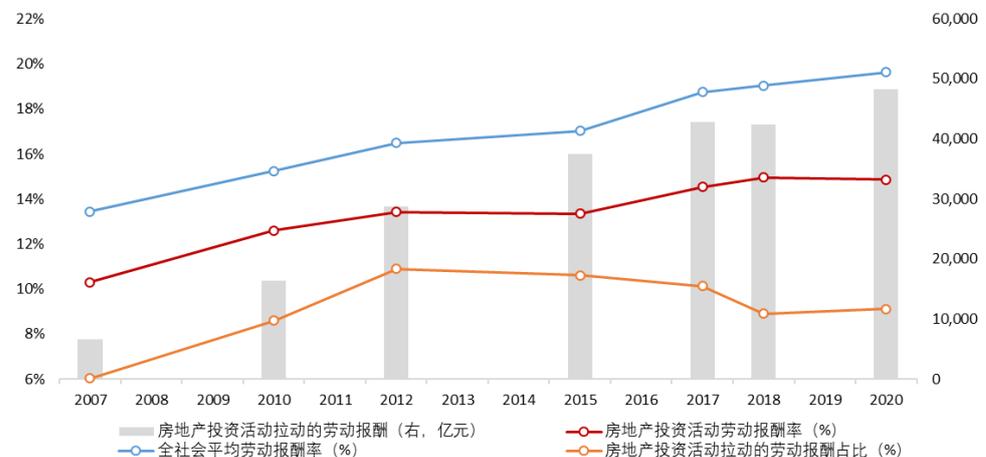
投资活动：对薪酬的贡献先升后降。

2020 年，由房地产投资活动直接、间接拉动的劳动报酬合计 4.8 万亿元，占全社会劳动总报酬的 9.1%。

2007-2012 年，房地产投资活动对全社会劳动报酬的贡献持续攀升，占比从 6.0% 提升至 10.9%，房地产的快速发展对扩大居民收入产生了显著的效果。而 2015 年以来，随着房地产投资活动对 GDP 的贡献边际回落（图 3），房地产投资活动对全社会劳动报酬的贡献也开始了趋势性的下滑，2015、2017、2018、2020 年的占比依次为 10.6%、10.1%、8.9%、9.1%。

房地产投资活动的劳动报酬率并不算高。2007 年-2020 年，房地产投资活动的劳动报酬率在 10%-15%，尽管随着全社会整体的劳动报酬率在同步提升，但持续低于全社会平均水平；2020 年，房地产投资活动的劳动报酬率约为 14.8%，低于全社会平均水平 4.7 个百分点。

图 16：2015 年以后，房地产投资活动拉动的薪酬占比趋势性回落



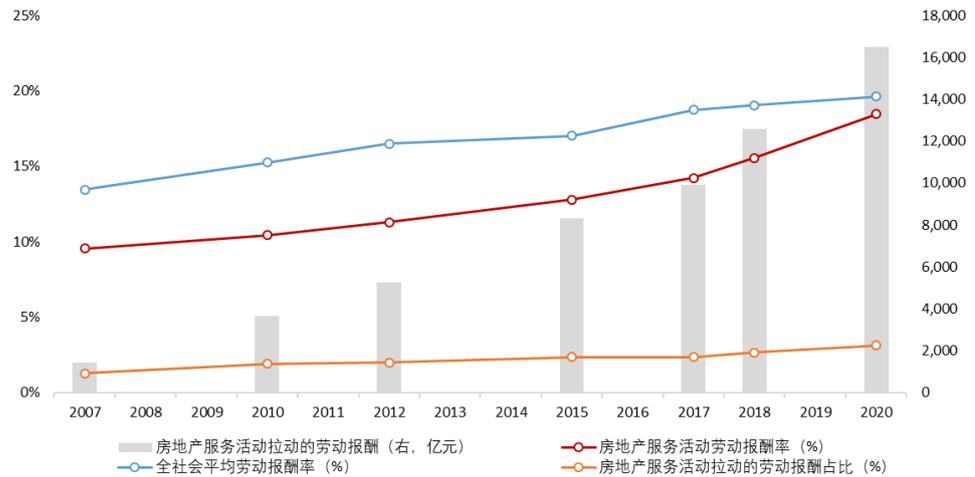
资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

服务活动：对薪酬的贡献相对较小。

相比于投资活动，房地产服务活动对居民收入的贡献更少。2020年，房地产服务活动拉动各行业劳动报酬合计1.6万亿元，仅占全社会劳动总报酬的3.1%，与其对名义GDP7%左右的贡献率相比，明显偏低。

此外，房地产服务活动的劳动报酬率也持续低于全社会平均水平，但缺口在逐渐收敛。2020年，房地产服务活动劳动报酬率约为18.5%，较全社会平均水平低1.1个百分点，但劳动报酬率较2018年提升了2.9个百分点。

图 17：房地产服务活动对劳动报酬的贡献相对较小



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

综合来看，尽管广义房地产业带动的经济体量较大，但由于劳动报酬率不高，导致其对薪酬的贡献相较拉动的经济增长而言相对偏低。

2020年，广义房地产业合计拉动劳动报酬6.5万亿元，占全社会劳动总报酬的12.2%，较2018年提升0.6个百分点。由于投资活动、服务活动的劳动报酬率均低于全社会平均水平，因此广义房地产业劳动报酬率同样相对较低，2020年约为15.6%，低于全社会平均劳动报酬率4个百分点。

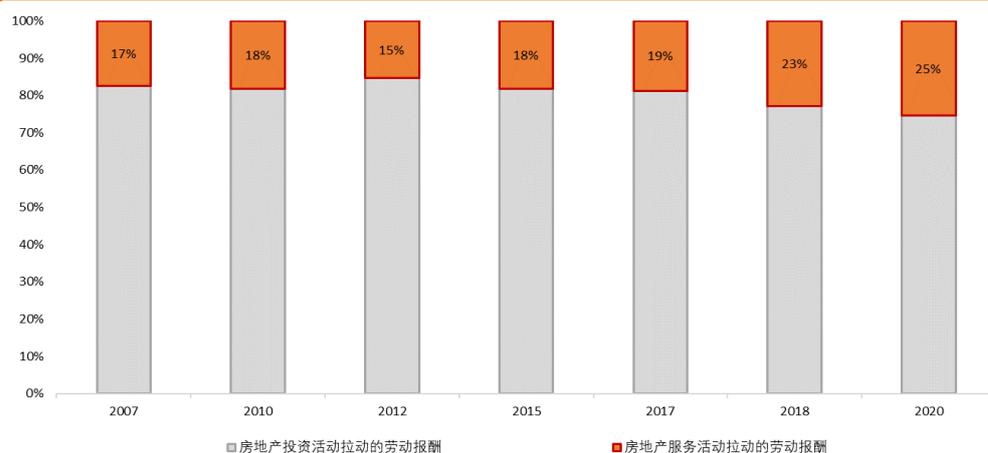
图 18：2020 年，广义房地产贡献 12%的劳动报酬



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

从结构上看，尽管服务活动拉动的劳动报酬占比从2007年以来持续提升，但相比投资活动仍然偏低，投资活动是房地产业提供劳动报酬的主要渠道。2020年，投资活动拉动的劳动报酬在广义房地产业中占75%。

图 19：2020 年，投资活动拉动的劳动报酬在广义房地产业中占 75%



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

尽管房地产在经济活动中的占比边际回落，同时潜在购房需求也将持续下降（详见报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》），经济“去地产化”可能是中长期趋势。但就目前而言，对经济增长贡献超过 17%，对企业利润贡献超过 20%，对劳动报酬贡献超过 12%，房地产业仍然是我国的支柱产业。“房住不炒”、“不强刺激”与稳地产并行不悖，短期内通过因城施策的方式继续支持房地产供需两端同时软着陆仍有较大的必要。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com