

地产链的再定位

证券研究报告

2023 年 01 月 07 日

各行业对房地产的依赖度正在发生变化

占名义 GDP 比重超过 17%，房地产业仍然是我国经济的支柱产业，房地产周期的变化对宏观经济和相关行业依然有不可忽视的影响。但是相关行业与房地产的关联并非一成不变。

中国有句谚语，“贫居闹市无人问，富在深山有远亲”，描述的是人际关系随着富有程度发生变化，产业之间的相关性同样存在这个规律。

在房地产上行周期，相关行业加速向房地产聚集，放大了房地产对经济的影响；而在房地产下行周期，房地产的赚钱效应减弱，相关行业会寻找新的需求增长点，从而降低对房地产的依赖，弱化房地产下行对宏观经济的影响乘数。

2017-2020 年，多数行业对房地产投资活动的依赖度出现了下降。而从各行业完全分配系数来看，部分行业在降低对房地产依赖的同时，要么提升了对土木工程建筑业（即基建）、建筑安装业、装饰装修业等其他建筑业的依赖，要么在新兴行业寻找突破。

而各行业对房地产服务活动的依赖度不降反升，我们认为可能揭示了房地产公用事业化、物业管理化等新的发展模式。

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；本文结论依赖对历史数据的分析，对未来的研判可能存在偏差。

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：宏观-PMI 数据的最后一跌？》2022-12-31
- 2 《宏观报告：宏观-超额储蓄能否转化成超额消费？》2022-12-31
- 3 《宏观报告：复苏交易集中到大盘风格上——22 年 12 月-23 年 2 月资产配置报告》2022-12-31

内容目录

一、房地产对哪些行业的需求大？	3
二、哪些行业对房地产的依赖高？	3
三、各行业的地产依赖度如何随时间变化？	5

图表目录

图 1：相关行业对房地产投资活动的依赖度受房地产周期影响较为明显（单位：%）	5
图 2：相关行业对房地产服务活动的依赖度受房地产周期影响相对较小（单位：%）	6
图 3：2017-2020 年，部分行业降低对房地产投资依赖度的同时，在新兴行业寻找了需求增长点	7
表 1：2020 年房地产完全消耗系数排前十的行业	3
表 2：2020 年对房地产投资活动依赖度排前十的行业	4
表 3：2020 年对房地产业依赖度排前十的行业	4
表 4：2017、2018、2020 年，对房地产投资活动前十大高依赖行业依赖度及变化情况	6
表 5：2017、2018、2020 年，房地产服务活动前十大高依赖行业依赖度变化情况	6

“房地产是国民经济的支柱产业”——静态来看，房地产在经济中的占比仍然较大，房地产短周期的修复强弱，对经济复苏产生较明显的直接影响。然而，动态来看，房地产在经济中的位置并非一成不变，随着房地产长期进入下行阶段（详见《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》），经济也将逐渐“去地产化”。在这个过程中，地产链上的各行业也将在房地产的新发展模式中新定位，寻找行业内生增长的新均衡。

本文将从地产对行业的需求和行业对地产的依赖出发，从各行业的地产依赖度随地产周期下行而变化的视角，探寻地产链行业的转型趋势。

一、房地产对哪些行业的需求大？

我们利用投入产出模型来计算房地产对其他行业的完全消耗系数，进而衡量房地产对其他行业的需求，即**房地产每增加一个单位的最终使用时，需要直接、间接消耗多少其他行业的产出**。其中，对于广义房地产业和产业链，延续我们在报告《房地产的支柱作用到底有多强？——房地产对经济的影响（上）》中的定义和划分标准。

房地产投资活动对钢压延产品制造业的需求明显较大，2020年完全消耗系数在各行业中排第一，为0.137；对电力、热力生产和供应业，石膏、水泥制品及类似制品制造业，批发业，货币金融和其他金融服务业的需求量相对较大，2020年完全消耗系数分别为0.086、0.083、0.081、0.078。

其中，**建筑活动对建材的需求较大**，钢压延产品制造业，石膏、水泥制品及类似制品制造业2020年的完全消耗系数分别为0.142、0.088，位居前二；**安装活动则对专业技术服务、电力、热力生产和供应的需求较大**，2020年的完全消耗系数分别为0.218、0.120，明显领先其他行业。

房地产服务活动则主要拉动服务业的需求，2020年完全消耗系数排前三的分别是货币金融和其他金融服务业（0.129），商务服务业（0.088），房地产业（0.062）。

综合投资活动、服务活动来看，广义房地产业目前主要体现金融属性，其次体现建筑属性。2020年，广义房地产业对货币金融和其他金融服务业的完全消耗系数为0.095，位居第一；对钢压延产品制造业的完全消耗系数为0.092，位居第二。

表 1：2020 年房地产完全消耗系数排前十的行业

排序	部门	广义房地产业	部门	房地产投资活动	部门	房地产服务活动
1	货币金融和其他金融服务	0.0949	钢压延产品	0.1370	货币金融和其他金融服务	0.1285
2	钢压延产品	0.0923	电力、热力生产和供应	0.0857	商务服务	0.0875
3	商务服务	0.0653	石膏、水泥制品及类似制品	0.0828	房地产	0.0617
4	电力、热力生产和供应	0.0619	批发	0.0812	建筑装饰、装修和其他建筑服务	0.0150
5	批发	0.0571	货币金融和其他金融服务	0.0783	电力、热力生产和供应	0.0138
6	石膏、水泥制品及类似制品	0.0555	金属制品	0.0763	造纸和纸制品	0.0089
7	金属制品	0.0531	水泥、石灰和石膏	0.0580	零售	0.0088
8	水泥、石灰和石膏	0.0389	砖瓦、石材等建筑材料	0.0569	批发	0.0086
9	砖瓦、石材等建筑材料	0.0382	商务服务	0.0543	餐饮	0.0084
10	房地产	0.0379	专业技术服务	0.0528	互联网和相关服务	0.0074

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

二、哪些行业对房地产的依赖高？

我们根据各行业由房地产拉动的产出规模在该行业总产出中的占比，来衡量各行业对房

地产的依赖度。

房地产投资活动对各行业产出的影响较大，有 17 个行业对房地产投资的依赖度超过 20%。建材及相关行业对房地产投资活动的依赖度明显偏高，排前十的行业均与建材高度相关，有三个行业的依赖度超过或接近 50%。2020 年，砖瓦、石材等建筑材料制造业对房地产投资活动的依赖度为 51.5%，位居第一；其次是石膏、水泥制品及类似制品制造业（49.3%），水泥、石灰和石膏制造业（47.4%），陶瓷制品制造业（40.9%），耐火材料制品制造业（36.7%）。

进一步细分来看，对其他行业产生影响的主要是房地产建筑活动，而安装活动的影响力则明显偏小。2020 年，对房地产安装活动依赖度在 1% 及以上的行业仅有 20 个，而依赖程度最高的专业技术服务业，其依赖度也仅有 4.1%。

表 2：2020 年对房地产投资活动依赖度排前十的行业

排序	部门	房地产投资活动	部门	房地产建筑活动	部门	房地产安装活动
1	砖瓦、石材等建筑材料	51.5%	砖瓦、石材等建筑材料	50.5%	专业技术服务	4.1%
2	石膏、水泥制品及类似制品	49.3%	石膏、水泥制品及类似制品	48.9%	耐火材料制品	3.7%
3	水泥、石灰和石膏	47.4%	水泥、石灰和石膏	46.5%	电线、电缆、光缆及电工器材	2.9%
4	陶瓷制品	40.9%	陶瓷制品	40.5%	输配电及控制设备	2.2%
5	耐火材料制品	36.7%	非金属矿采选产品	33.6%	泵、阀门、压缩机及类似机械	1.8%
6	非金属矿采选产品	34.6%	耐火材料制品	33.0%	合成材料	1.6%
7	钢压延产品	28.5%	钢压延产品	27.4%	租赁	1.4%
8	石墨及其他非金属矿物制品	26.3%	石墨及其他非金属矿物制品	25.5%	仪器仪表	1.4%
9	黑色金属矿采选产品	25.9%	黑色金属矿采选产品	24.9%	电力、热力生产和供应	1.3%
10	电线、电缆、光缆及电工器材	25.4%	林产品	23.8%	金属制品	1.3%

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

相比于投资活动，各行业对房地产服务活动的依赖度并不算高。2020 年，对房地产服务活动依赖程度最高的是货币金融和其他金融服务业，依赖度为 8.2%；其次分别是商务服务业（5.7%），印刷和记录媒介复制业（3.8%），建筑装饰、装修和其他建筑服务业（3.8%），房地产业（3.4%）。

综合投资活动和服务活动来看，由于房地产投资活动对 GDP 的影响更大，对广义房地产业依赖度较高的仍以建材相关行业为主，与对房地产建筑活动的依赖度基本接近。

金融业对广义房地产业的依赖度相对较高，2020 年货币金融和其他金融服务业的依赖度为 18.2%，其中对投资活动依赖度为 10.0%，对服务活动依赖度为 8.2%。需要注意的是，由于本文的测算未包括房企拿地行为，而且房企拿地过程中也存在大量的融资行为，因此当前测算一定程度上低估了金融业对广义房地产业的依赖程度。

表 3：2020 年对广义房地产业依赖度排前十的行业

排序	部门	广义房地产业	部门	房地产投资活动	部门	房地产服务活动
1	砖瓦、石材等建筑材料	51.8%	砖瓦、石材等建筑材料	51.5%	货币金融和其他金融服务	8.2%
2	石膏、水泥制品及类似制品	49.4%	石膏、水泥制品及类似制品	49.3%	商务服务业	5.7%
3	水泥、石灰和石膏	47.6%	水泥、石灰和石膏	47.4%	印刷和记录媒介复制业	3.8%
4	陶瓷制品	41.5%	陶瓷制品	40.9%	建筑装饰、装修和其他建筑服务	3.8%
5	耐火材料制品	37.1%	耐火材料制品	36.7%	房地产业	3.4%
6	非金属矿采选产品	34.9%	非金属矿采选产品	34.6%	造纸和纸制品	2.9%
7	钢压延产品	28.7%	钢压延产品	28.5%	其他制造产品	2.8%
8	石墨及其他非金属矿物制品	26.7%	石墨及其他非金属矿物制品	26.3%	精制茶	2.6%
9	电线、电缆、光缆及电工器材	26.2%	黑色金属矿采选产品	25.9%	燃气生产和供应	2.5%

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

三、各行业的地产依赖度如何随时间变化？

占名义 GDP 比重超过 17%，房地产业仍然是我国经济的支柱产业，房地产周期的变化对宏观经济和相关行业依然有不可忽视的影响。但是相关行业与房地产的关联并非一成不变。

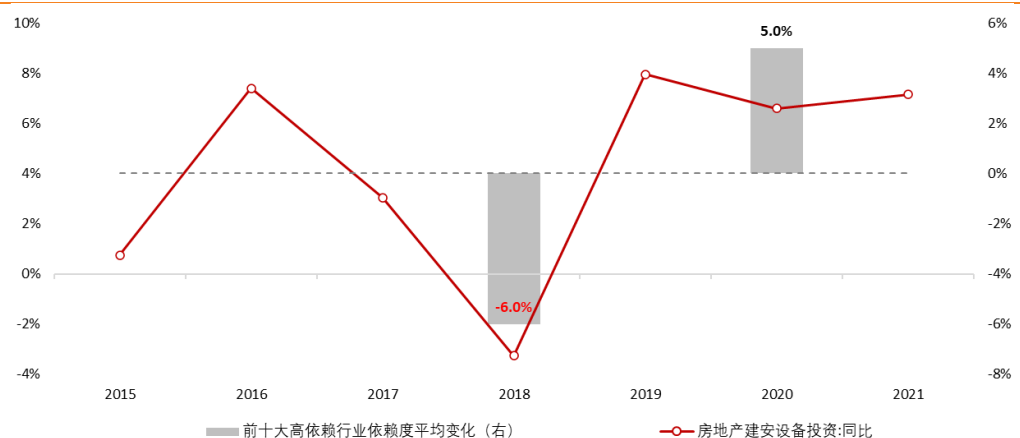
中国有句谚语，“贫居闹市无人问，富在深山有远亲”，描述的是人际关系随着富有程度发生变化，产业之间的相关性同样存在这个规律。

基于 2017、2018、2020 年投入产出表，我们分别测算了相关行业在 2017、2018、2020 年对房地产的依赖度，进而观察变化趋势。

从相关行业对房地产依赖度的变化来看，在房地产上行周期，相关行业加速向房地产聚集，放大了房地产对经济的影响；而在房地产下行周期，房地产的赚钱效应减弱，相关行业会寻找新的需求增长点，从而降低对房地产的依赖，弱化房地产下行对宏观经济的影响乘数。

相关行业的地产依赖度变化在房地产投资活动中体现的较为明显。2018 年，房地产投资活动处于下行周期，建安设备投资增速录得-3.3%，增速较前一年回落 6.3 个百分点。而对房地产投资活动依赖程度较高的前十大行业，其依赖度在 2018 年平均回落了 6 个百分点，其中依赖度最高的砖瓦、石材等建筑材料制造业回落幅度高达 7.6 个百分点。2019、2020 年房地产投资活动重新进入上行阶段，建安设备投资增速分别为 8.0%、6.6%，而 2020 年前十大高依赖行业的依赖度则相对 2018 年平均提升了 5 个百分点。

图 1：相关行业对房地产投资活动的依赖度受房地产周期影响较为明显（单位：%）



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

注：2020 年依赖度变化的计算基准为 2018 年，2018 年计算基准为 2017 年。

对比 2017、2018 与 2020 年，可以看出地产链行业正在经历“去地产化”的过程。在 149 个细分行业中，尽管经历了 2017-2018-2020 年地产投资周期的先下后上，但仍有 96 个行业对房地产投资活动的依赖度在 2020 年低于 2017 年，行业占比超过 64%。对房地产投资活动依赖度排前十的行业中，除了砖瓦、石材等建筑材料制造业和石膏、水泥制品及类似制品制造业以外，其余 8 个行业对房地产投资活动的依赖度从 2017 年到 2020 年均出现了下降，其中耐火材料制品制造业，电线、电缆、光缆及电工器材制造业，钢压延产品制造业的依赖度下降幅度相对较大，分别下降 3.4、1.9、1.6pct。

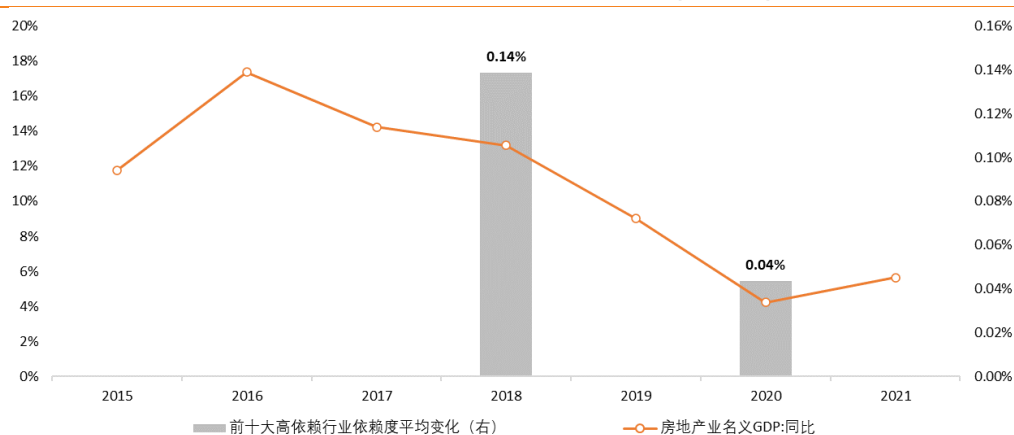
表 4：2017、2018、2020 年，对房地产投资活动前十大高依赖行业依赖度及变化情况

排序	部门	对房地产投资活动依赖度			依赖度变化 2020-2017
		2020	2018	2017	
1	砖瓦、石材等建筑材料	52.4%	44.1%	51.7%	0.66%
2	石膏、水泥制品及类似制品	48.9%	41.5%	48.8%	0.11%
3	水泥、石灰和石膏	46.5%	40.5%	47.4%	-0.87%
4	陶瓷制品	40.8%	35.3%	41.3%	-0.56%
5	耐火材料制品	37.2%	31.8%	40.6%	-3.42%
6	非金属矿采选产品	33.8%	28.1%	34.4%	-0.58%
7	钢压延产品	28.5%	25.4%	30.1%	-1.55%
8	石墨及其他非金属矿物制品	26.6%	21.9%	26.6%	-0.05%
9	电线、电缆、光缆及电工器材	26.0%	23.7%	27.8%	-1.86%
10	黑色金属矿采选产品	25.6%	23.5%	27.0%	-1.41%

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

而在房地产服务活动中，相关行业对房地产依赖度的变化则并不显著。2017 年以来，房地产业名义 GDP 增速持续回落，但相关行业依赖度的变化相对较小。2018 年，房地产业名义 GDP 增速录得 13.2%，回落 1 个百分点，但对房地产服务活动前十大高依赖行业的依赖度平均提升了 0.14 个百分点。2020 年，房地产业名义 GDP 增速进一步下滑至 4.2%，而前十大依赖行业的依赖度平均提升了 0.04 个百分点。尤其是对房地产服务活动依赖度最高的货币金融和其他金融服务业，其依赖度在 2018、2020 年均未出现明显变化。

图 2：相关行业对房地产服务活动的依赖度受房地产周期影响相对较小（单位：%）



资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

注：2020 年依赖度变化的计算基准为 2018 年，2018 年计算基准为 2017 年。

表 5：2017、2018、2020 年，房地产服务活动前十大高依赖行业依赖度变化情况

排序	部门	对房地产服务活动依赖度			依赖度变化 2020-2017
		2020	2018	2017	
1	货币金融和其他金融服务	8.2%	8.2%	8.2%	-0.03%
2	商务服务	5.7%	5.6%	5.6%	0.16%
3	印刷和记录媒介复制品	3.8%	4.1%	4.0%	-0.24%
4	建筑装饰、装修和其他建筑服务	3.8%	3.5%	2.9%	0.89%
5	房地产	3.4%	3.2%	3.3%	0.11%
6	造纸和纸制品	2.9%	2.8%	2.7%	0.18%
7	其他制造产品	2.8%	2.8%	2.7%	0.16%
8	精制茶	2.6%	2.5%	2.2%	0.35%
9	燃气生产和供应	2.5%	2.9%	2.7%	-0.24%
10	城市公共交通及公路客运	2.5%	2.1%	2.0%	0.47%

资料来源：国家统计局，WIND，天风证券研究所

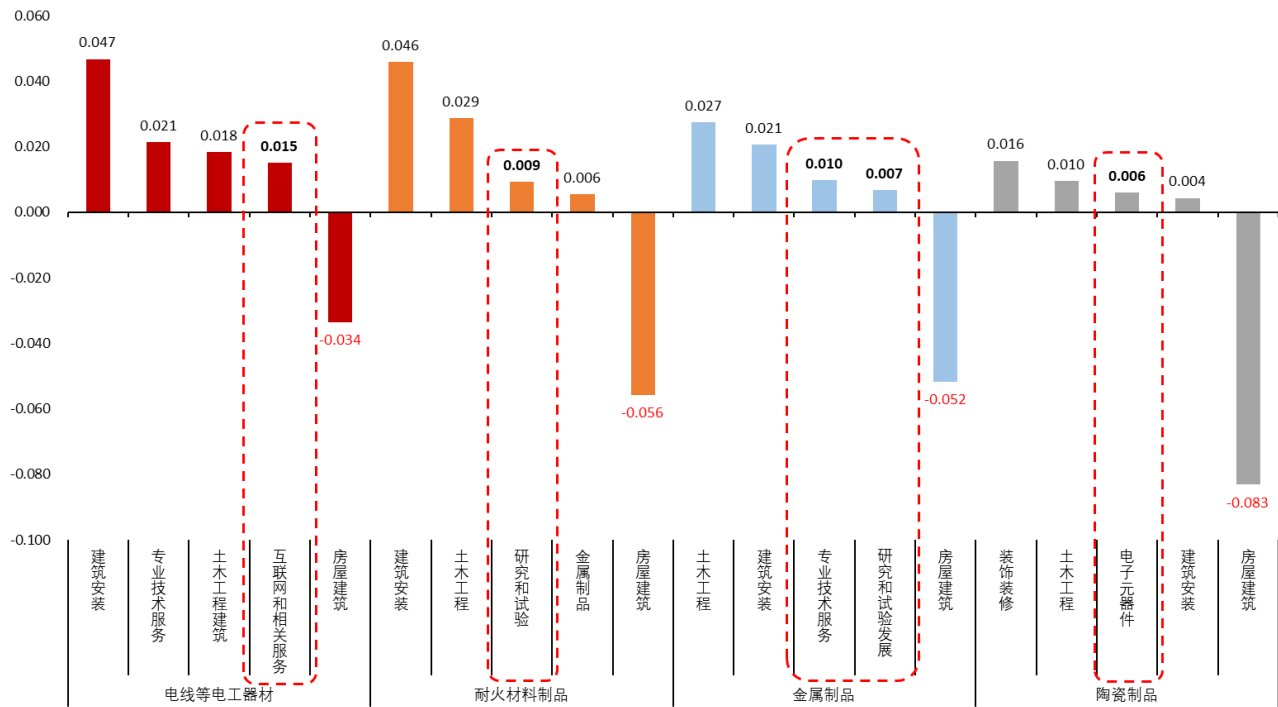
注：房地产服务活动指经济核算中的房地产业。

未来在房地产潜在需求长期下降的情况下（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》），房地产周期也将长期下行。在这个过程中，各行业需要在房地产新发展模式中重新找到各自的均衡定位。

从上面结论来看，我们预计与房地产投资活动有关的相关制造业，对房地产的依赖度将持续回落，相关行业会寻找新的需求增长点，从而降低对房地产的依赖。从各行业完全分配系数（代表某行业单位产出中直接、间接分配给另一行业用于生产的部分）来看，部分行业在 2017-2020 年降低对房地产依赖的同时，要么提升了对土木工程建筑业（即基建）、建筑安装业、装饰装修业等其他建筑业的依赖，要么在新兴行业寻找突破。

例如，陶瓷制品制造业对房屋建筑业（房地产投资活动）的完全分配系数下降了 0.083，但对电子元器件制造业的完全分配系数提升了 0.006；电线电缆等电工器材制造业对房屋建筑业的完全分配系数下降了 0.034，但对互联网和相关服务业的完全分配系数提升了 0.015；耐火材料制品对房屋建筑业的完全分配系数下降了 0.056，但对研究试验发展服务业的完全分配系数提升了 0.009；金属制品对房屋建筑业的完全分配系数下降了 0.052，但对专业技术服务业和研究试验发展服务业的完全分配系数分别提升了 0.010、0.007。

图 3：2017-2020 年，部分行业降低对房地产投资依赖度的同时，在新兴行业寻找需求增长点



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

注：横轴主标签为 2017-2020 年对房地产投资依赖度出现下降的行业；横轴副标签为 2017-2020 年主标签行业完全分配系数提升幅度排前四的行业及房屋建筑业；柱状图高度表示从 2017 年-2020 年完全分配系数的变化情况。

而在 2017-2020 年间，各行业对房地产服务活动的依赖度不降反升，这也代表了房地产的新发展模式的趋势——轻资产化、物业运营、公用事业化，物业管理、保障性住房服务、房屋租赁、自有住房服务等房地产服务活动，受地产周期的影响较小。根据《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》¹中指出“完善住房保障基础性制度和支持政策，以人口净流入的大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给”、“完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利”，保障性住房、房屋租赁等在未来会受到更多的政策支持，或将成为房地产服务活动的增长点。

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2022-12/14/content_5732067.htm

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