

地产长周期拐点后的产业结构变化

——宏观专题报告

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

专题内容摘要

核心观点：

在地产长周期拐点之后，随着地产相关的需求出现回落，其对 GDP 的贡献也有明显下滑。那么，在地产的占比下降之后，是什么行业的需求和产出上升，对冲了地产的下行，并支撑了经济的增长？从需求结构看，主要是制造业投资的上行弥补了地产投资占比的下滑。从产出结构看，新兴服务业、制造业的增加值占比上升，对冲了地产、建筑业增加值占比的下降。从就业结构看，其变化与产出结构的变化基本一致。

支出法视角下的需求结构变化

从地产拐点前的 2020 年到 2023 年，消费、投资、净出口在总需求中的占比基本保持了稳定（+0.0、-0.1、+0.1pct），说明地产投资的下行可能主要导致了投资需求内部的结构变化。固定资产投资中，制造业投资的占比（+4.8pct）与绝对规模都出现了明显的上行，基建投资也略有提升（+0.5pct）。其中，多数制造业行业占固定资产投资的权重都有所上升，包括电气机械制造、计算机通信、化学原料及制品、专用设备制造等等。

生产法视角下的产出结构变化

从地产拐点前的 2020 年到 2023 年，第一、二、三产业增加值在 GDP 中的比重基本保持稳定，说明结构变化可能发生在第二、三产业内部。在第三产业内部，房地产行业增加值比重的下滑（-1.2pct）很大程度为另外一些第三产业的占比上升所弥补，包括信息软件服务业、批发零售、交通运输、商务服务业等（+0.9、+0.3、+0.3、+0.3pct）。在第二产业内部，建筑行业占比的下行（-0.4pct）被工业（含制造业）比重的上升（+0.2pct）所对冲。

就业结构的变化

考虑数据可得性，我们通过城镇非私营单位的就业人员数分析就业结构的变化。我们发现，就业结构的变化与产出结构的变化基本一致。地产拐点后，地产相关行业的就业都出现了明显的调整，相较 2020 年，2022 年建筑业、房地产就业占比分别下滑 1.65、0.02 个百分点。服务业、制造业的就业占比则普遍回升，其中新兴服务业就业占比上升最为明显，包括商务服务、信息软件、科研和技术服务（+0.6、+0.3、+0.2pct）等。

大宗商品价格与经济的相关性下降

在地产拐点之后，中国经济与大宗商品的相关性也出现了明显下降。对比 2020 年以前的 10 年，2021 年以后中国 GDP 的环比增速与 RJ/CRB 指数的拟合优度从此前的 0.47 大幅下降至 0.02。近两年来，GDP 名义同比增速与粗钢产量同比增速也出现了明显背离。

风险提示：经济与政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化

相关报告

- 1、《外需改善带动 1-2 月出口明显增长：——对 1-2 月外贸数据的思考与未来展望》2024.03.08
- 2、《2 月 PMI 继续好于季节性：——对 2 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望》2024.03.04

正文目录

1. 支出法视角下的需求结构变化.....	3
1.1 “三驾马车”对 GDP 贡献较为稳定.....	3
1.2 投资领域的结构变化.....	4
1.3 制造业投资的结构变化.....	5
2. 生产法视角下的产出结构变化.....	8
2.1 三大产业增加值占比相对稳定.....	8
2.2 细分行业的增加值占比的变动.....	9
3. 其他的视角：就业与大宗价格的变化.....	11
3.1 服务业、制造业就业占比上升.....	11
3.2 细分行业的就业结构变化.....	13
3.3 地产相关大宗品与经济增速脱轨.....	14
4. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: GDP 中消费、投资与净出口的占比走势.....	3
图表 2: 2020 与 2023 年三大需求占 GDP 比重的对比.....	3
图表 3: 三大需求的绝对规模.....	4
图表 4: 固投中制造业、基建与地产的占比走势.....	5
图表 5: 2020 与 2023 年三大投资占固投比重的对比.....	5
图表 6: 固定资产投资规模（季调）.....	5
图表 7: 占固定资产投资权重上升的制造业行业（19 个）.....	6
图表 8: 占固投比重增加最大的 10 个制造业行业（2023vs2020）.....	6
图表 9: 制造业及其细分行业占固定资产投资的比重变化.....	7
图表 10: 第一、二、三产业增加值占比.....	8
图表 11: 三大产业增加值的绝对规模.....	8
图表 12: 第一、二产业增加值占比.....	9
图表 13: 第三产业增加值占比.....	9
图表 14: 各行业增加值占 GDP 比重的变动：2023vs2020.....	9
图表 15: 各行业增加值的绝对规模：2023vs2020.....	10
图表 16: 中国城镇就业总人数（单位：万人）.....	11
图表 17: 各行业城镇非私营就业人员占比变动：2022vs2020.....	12
图表 18: 各行业城镇非私营就业人员数：2022vs2020.....	12
图表 19: 三次产业就业人员占比走势.....	13
图表 20: 细分行业城镇非私营就业人员占比变动：2022vs2020.....	14
图表 21: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均（2010-2019）.....	14
图表 22: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均（2021-3Q23）.....	14
图表 23: 粗钢产量增速与 GDP 增速出现背离.....	15

引言

在中国地产走过长周期拐点后，随着地产相关的需求出现回落，其对 GDP 的贡献也有明显下滑。那么，在地产的权重下降之后，是什么行业需求与产出的上升对冲了地产的下行，并支撑了经济的增长？我们试图在中观与微观的层面，勾勒逐步摆脱对地产依赖的中国经济新周期（《从 4Q 上市工业企业利润超预期到新周期的正循环》）的结构图景。

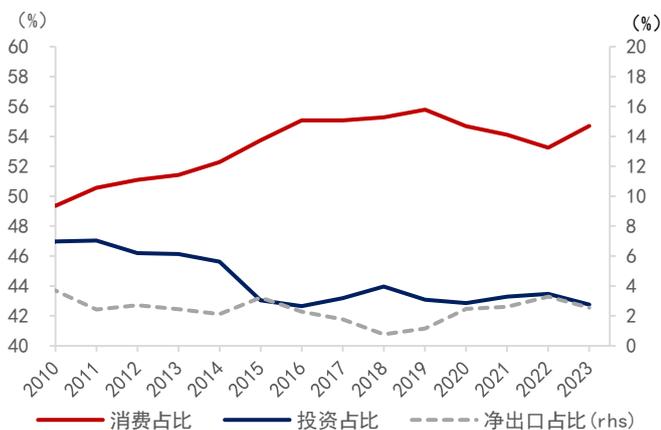
1. 支出法视角下的需求结构变化

从地产拐点前的 2020 年到 2023 年，GDP 支出法的三大需求（消费、投资、净出口）在总需求中的占比基本保持了稳定，说明地产投资的下行可能主要导致了投资需求内部的结构变化。固定资产投资中，制造业投资的占比与绝对规模都出现了明显的上行，基建投资也略有提升。其中，多数制造业行业占固定资产投资的权重都有所上升，包括电气机械制造、计算机通信、化学原料及制品、专用设备制造、农副食品加工、通用设备制造等等。

1.1 “三驾马车”对 GDP 贡献较为稳定

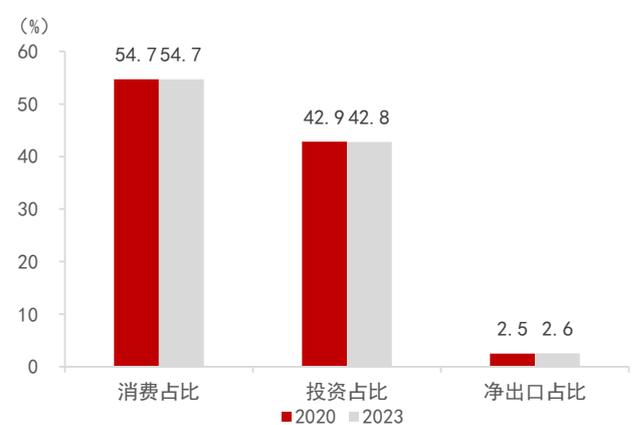
从支出法的三大需求来看，GDP 的构成在地产拐点后并没有出现非常大的变化。具体而言，对比地产拐点前的 2020 年，2023 年消费在 GDP 中的比重基本保持不变，投资的占比略有下滑（-0.1pct），净出口的占比则稍有上升（+0.1pct）。

图表1：GDP 中消费、投资与净出口的占比走势



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：2023 年的支出法 GDP 根据不变价 GDP 同比增速推算得到（下同）。

图表2：2020 与 2023 年三大需求占 GDP 比重的对比

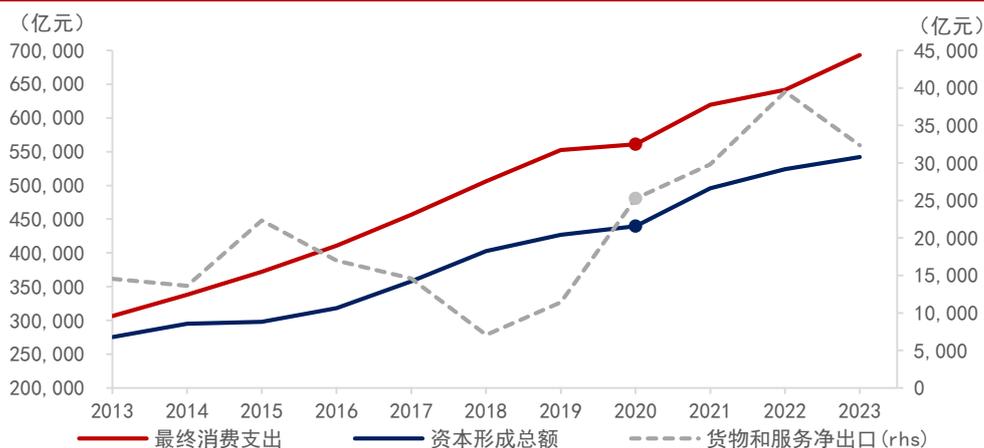


资料来源：Wind，国联证券研究所

从绝对规模来看，三大需求在地产拐点后也都有进一步的增长。其中，除了净出口波动较大外，消费与投资的斜率似乎也没有出现特别明显的转折。

这可能意味着，地产拐点后，总的投资需求还是保持了相对稳定。需求结构的变化可能要从更中观的产业、行业层面来观察。

图表3：三大需求的绝对规模



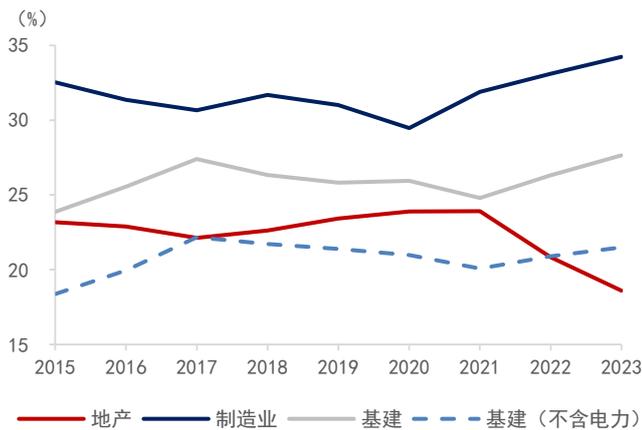
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 投资领域的结构变化

尽管投资在总需求中的占比基本保持了稳定，但投资中的需求结构还是在地产拐点后发生了非常明显的变化。

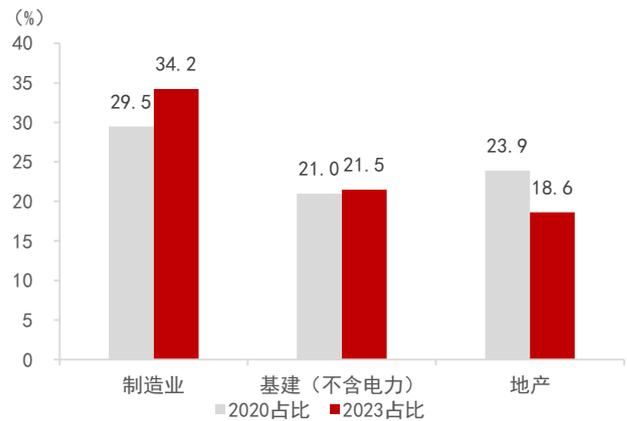
从固定资产投资的三大领域大类来看，制造业投资份额的上升（+4.8pct）对填补地产投资占比的下行（-5.3pct）作出了主要贡献，此外基建投资占比的上升（+0.5pct）也有少量贡献。

图表4：固投中制造业、基建与地产的占比走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

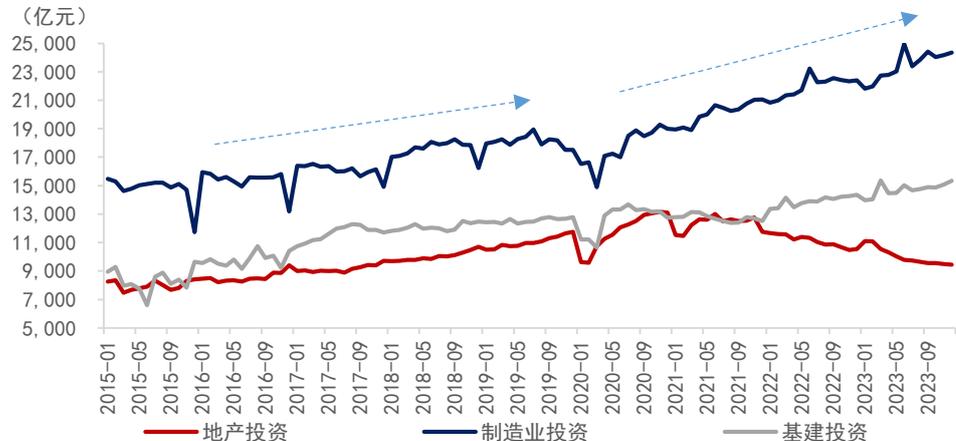
图表5：2020与2023年三大投资占固投比重的对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

从季节性调整后的绝对规模也显示，制造业投资的加速上行，在很大程度上对冲了地产投资回落的影响。

图表6：固定资产投资规模（季调）



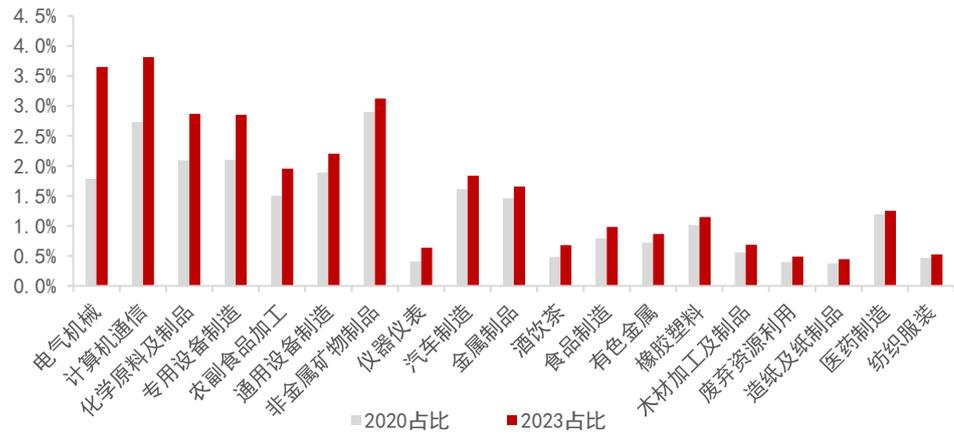
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 制造业投资的结构变化

既然制造业投资是对冲地产投资下行的主要动力，那么制造业投资中，哪些行业的投资出现了更明显的上升呢？

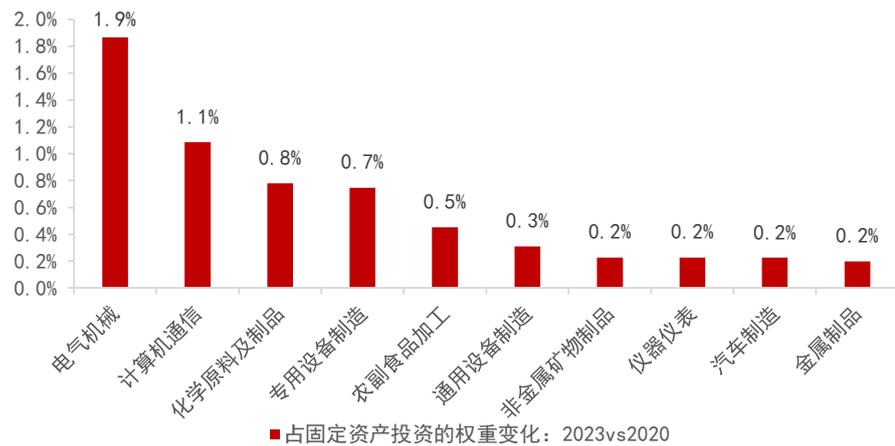
30个制造业细分行业中，多数行业占固定资产投资的权重都有所上升。其中，上升最为明显的行业包括：电气机械制造业、计算机通信设备制造业、化学原料及制品制造业、专用设备制造业、农副食品加工业、通用设备制造业、非金属矿物制品业、仪器仪表制造业、汽车制造业、金属制品业。

图表7：占固定资产投资权重上升的制造业行业（19个）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：占固投比重增加最大的10个制造业行业（2023vs2020）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：制造业及其细分行业占固定资产投资的比重变化

制造业行业	2023占比	2020占比	2023-2020
制造业	34.2%	29.5%	4.8%
电气机械	3.6%	1.8%	1.9%
计算机通信	3.8%	2.7%	1.1%
化学原料及制品	2.9%	2.1%	0.8%
专用设备制造	2.9%	2.1%	0.7%
农副食品加工	2.0%	1.5%	0.5%
通用设备制造	2.2%	1.9%	0.3%
非金属矿物制品	3.1%	2.9%	0.2%
仪器仪表	0.6%	0.4%	0.2%
汽车制造	1.8%	1.6%	0.2%
金属制品	1.7%	1.5%	0.2%
酒饮茶	0.7%	0.5%	0.2%
食品制造	1.0%	0.8%	0.2%
有色金属	0.9%	0.7%	0.1%
橡胶塑料	1.1%	1.0%	0.1%
木材加工及制品	0.7%	0.6%	0.1%
废弃资源利用	0.5%	0.4%	0.1%
造纸及纸制品	0.4%	0.4%	0.1%
医药制造	1.3%	1.2%	0.1%
纺织服装	0.5%	0.5%	0.1%
体育和娱乐用品	0.3%	0.3%	0.0%
铁路船舶航空	0.4%	0.4%	0.0%
化学纤维制造	0.2%	0.2%	0.0%
纺织	0.9%	0.9%	0.0%
皮革羽毛	0.3%	0.3%	0.0%
机械设备修理	0.0%	0.0%	0.0%
烟草制品	0.0%	0.0%	0.0%
黑色金属	1.0%	1.0%	0.0%
印刷复制	0.2%	0.2%	0.0%
家具制造	0.5%	0.5%	0.0%
石油煤炭加工	0.3%	0.5%	-0.2%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 生产法视角下的产出结构变化

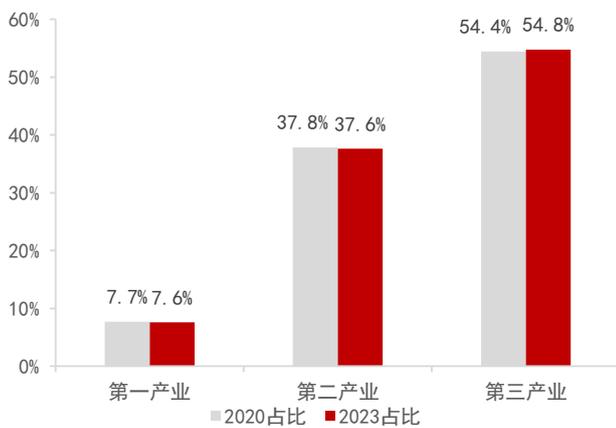
从 GDP 生产法下的三大产业增加值来看，地产拐点之后，第一、二、三产业在 GDP 中的比重基本保持稳定。这意味着在第三产业内部，房地产行业增加值比重的下滑很大程度为另外一些第三产业的占比上升所弥补，包括信息软件服务业、批发零售、交通运输、商务服务业等。反过来，在第二产业内部，建筑行业占比的下行被工业（含制造业）比重的上升所对冲，但幅度相对第三产业内部对冲的幅度稍小一些。

2.1 三大产业增加值占比相对稳定

从增加值占比来看，地产拐点之后，第一、二、三产业在 GDP 中的比重也基本保持稳定。其中，第三产业的增加值占比有所回升，第一、二产业增加值的占比有所回落。相较于 2020 年，2023 年第三产业增加值占比仅上升 0.4 个百分点，第一、二产业占比分别下降 0.2、0.1 个百分点。

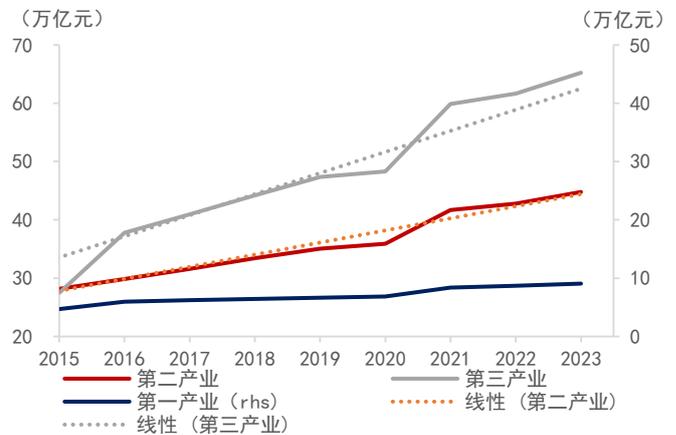
从绝对规模来看，第二、三产业的增加值也均保持了持续增长。

图表10：第一、二、三产业增加值占比



资料来源：Ifind，国联证券研究所

图表11：三大产业增加值的绝对规模



资料来源：Ifind，国联证券研究所

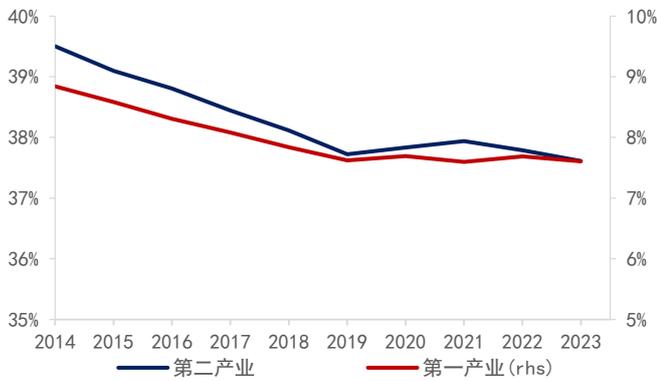
当然，需要注意的是，疫情对于线下服务消费与海外供应链的影响，可能改变了三大产业增加值的长期走势。

2020 年以前，第一、二产业的增加值占比长期来看存在总体下降的趋势，第三产业增加值处于持续增长的轨道之中。2020 年以来，这一趋势发生了明显的改变。

这一方面，可能是因为疫情影响了部分服务业的增长，另一方面也与疫情扰动下，中国供应链保持稳定，吸引了更多的出口订单，中国在全球出口市场的份额上升，带

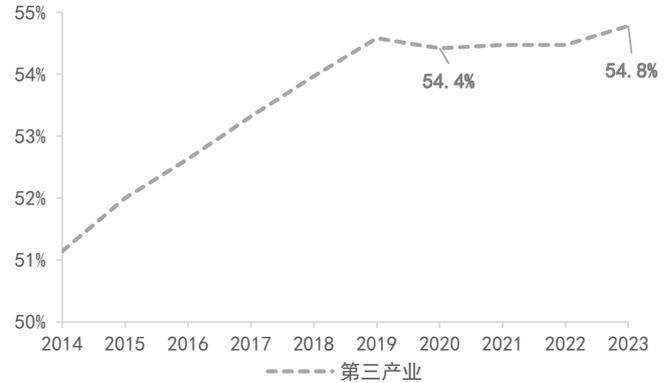
动了出口相关的制造业增长有关。

图表12：第一、二产业增加值占比



资料来源：IifinD，国联证券研究所

图表13：第三产业增加值占比



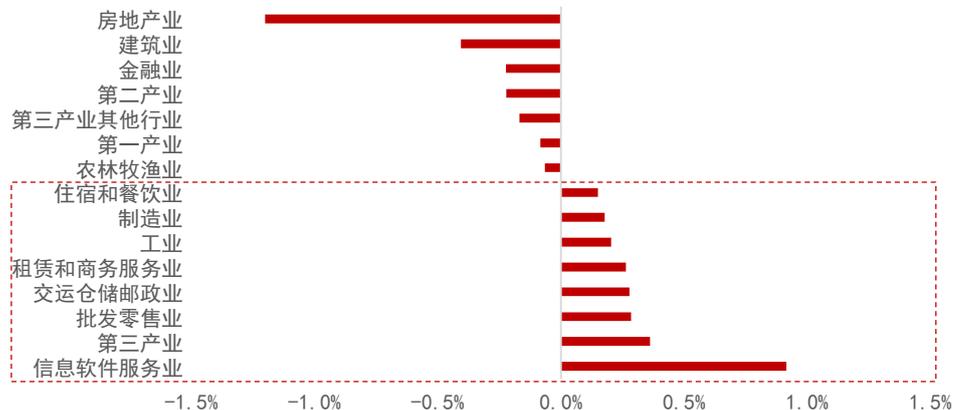
资料来源：IifinD，国联证券研究所

2.2 细分行业的增加值占比的变动

从细分行业来看，相较 2020 年，2023 年房地产与建筑行业的增加值比重下滑最大，而一些第三产业的占比上升最为明显，工业部门占比也有一定回升。

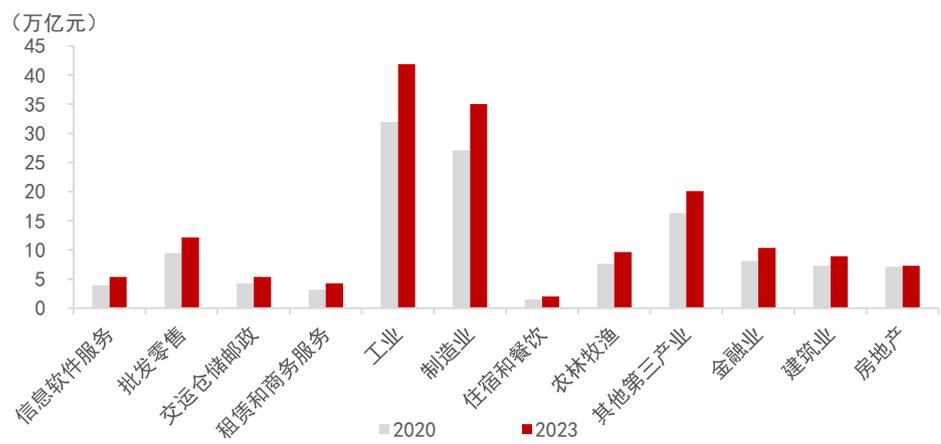
首先，增加值占比上升最为突出的是信息软件服务业，其增加值比重上升了 0.9 个百分点。其次，批发零售、交通运输、商务服务业的增加值占比也有较大幅度的上升（均为 0.3pct）。第三，工业与制造业的比重也有一定上升（均为 0.2pct），但幅度相对较小。最后，住宿和餐饮服务业增加值的占比也有所上升（0.1pct）。

图表14：各行业增加值占 GDP 比重的变动：2023vs2020



资料来源：IifinD，国联证券研究所

图表15: 各行业增加值的绝对规模: 2023vs2020



资料来源: I find, 国联证券研究所

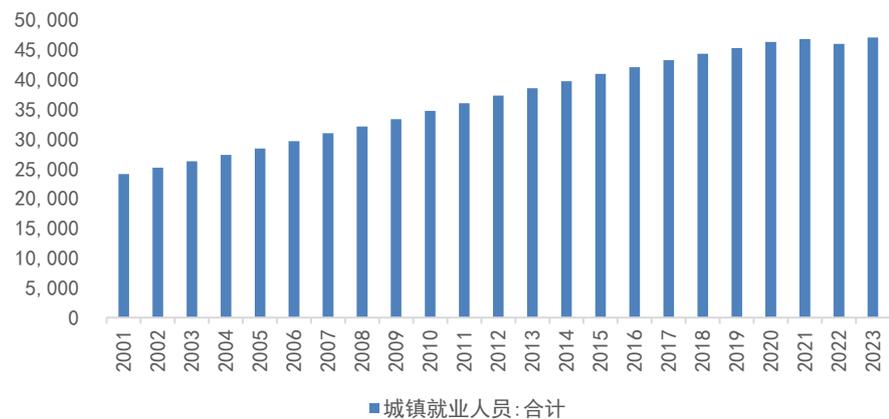
3. 其他的视角：就业与大宗价格的变化

与增加值的结构变动相一致，地产拐点之后，房地产业、建筑业就业比重下滑，服务业与制造业就业比重增加。此外，一些地产相关的大宗原材料价格与我国经济增长速度的相关性也有所下降。

3.1 服务业、制造业就业占比上升

考虑数据可得性，我们通过城镇非私营单位的就业人员数分析就业结构的变化。由于数据只到 2022 年，我们需要关注当年的疫情可能对就业造成了较大影响。例如，2022 年城镇就业整体规模出现了历史上罕见的下降，城镇非私营就业的数据可能也受到了一定影响，所以我们这里的分析主要关注非私营就业内部的结构性变化。

图表 16：中国城镇就业总人数（单位：万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所

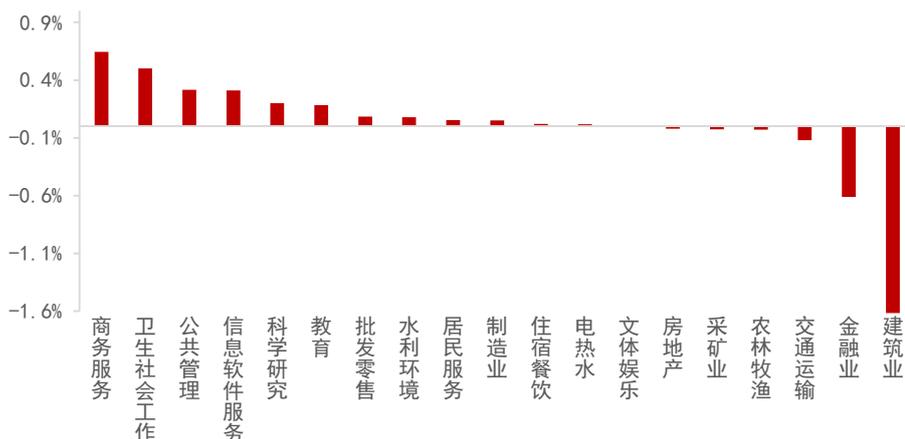
具体而言，地产拐点之后，地产相关行业的就业都出现了明显的调整。其中，建筑业就业人数占比下降幅度最大，2022 年较 2020 年下滑 1.65 个百分点；房地产业就业占比下降 0.02 个百分点；金融业就业人数也在 2022 年较 2020 年出现了明显的下滑 (-0.61pct)，可能部分与地产相关的投融资收缩有关。

与此同时，服务业、制造业的就业占比普遍回升。19 个大的行业门类中，除了公益性质的卫生、公共管理相关的行业外，新兴服务相关行业的就业人数比重上升最为明显，包括租赁和商务服务业 (+0.64pct)、信息传输、软件和信息技术服务业 (+0.31pct)、科学研究和技术服务业 (+0.20pct)。此外，教育、批发零售业、居民服务与制造业就业占比也都有所上升，在 2022 年分别较 2020 年增加 0.18、0.08、

0.05、0.05 个百分点。

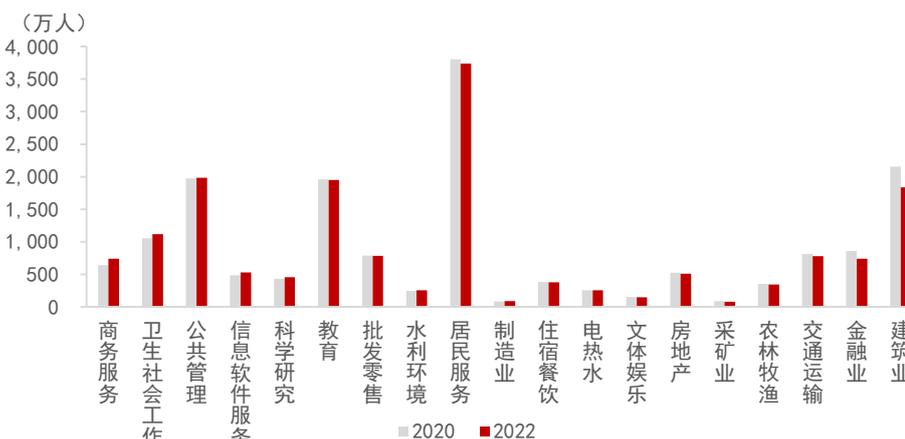
从以信息技术服务业为首的新兴服务业就业比重增加，房地产业、建筑业、金融业就业比重下滑的情况来看，分行业就业结构的变化与分行业增加值的变动基本保持一致。

图表17：各行业城镇非私营就业人员占比变动：2022vs2020



资料来源：Wind，国联证券研究所

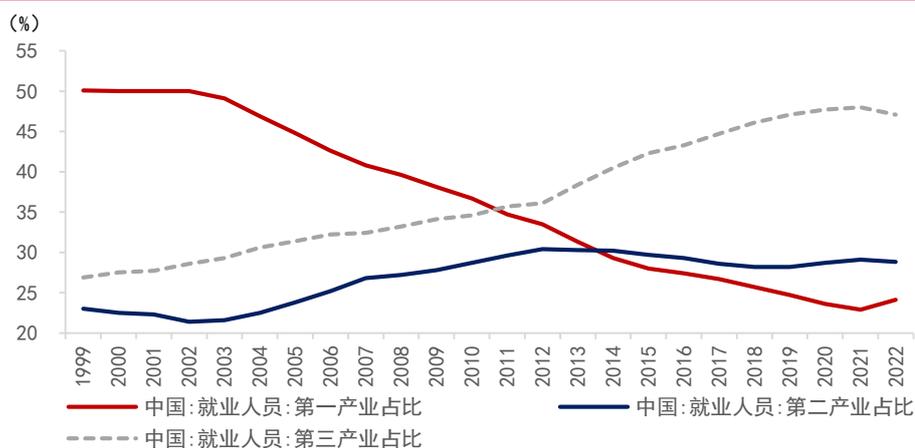
图表18：各行业城镇非私营就业人员数：2022vs2020



资料来源：Wind，国联证券研究所

当然，从长期趋势来看，第三产业就业占比本就在持续上升，第二产业就业占比相对而言较为稳定，第一产业就业占比总体下行。只是 2022 年本身出现了第一产业就业回升的现象——推测与疫情因素有关。

图表19：三次产业就业人员占比走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 细分行业的就业结构变化

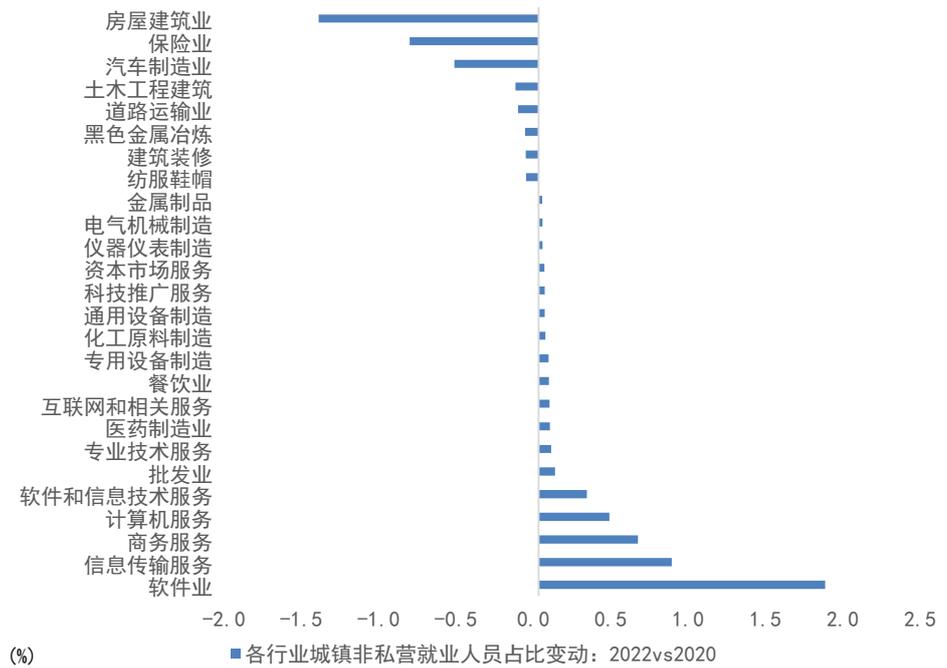
从近 100 个细分行业来看，新兴服务业就业的占比上升最为明显。其中，软件业、电信和其他信息传输业、商务服务业的就业比重增加最多，分别较 2020 年上升了 1.85、0.86 和 0.64 个百分点。其次，计算机服务、软件和信息技术服务业的比重也有显著增加。

一些制造业就业的占比也有明显上升，包括医药制造、设备制造、化工原料制造、仪器仪表、电气机械、金属制品制造等。

传统服务业在就业市场中的比重有所分化，比如餐饮业就业占比上升了 0.07 个百分点，住宿业就业占比下降了 0.04 个百分点。

而房屋建筑业的就业占比下降幅度最大。相较 2020 年，2022 年房屋建筑业人员就业在总体就业中的比重下滑 1.42 个百分点。

图表20：细分行业城镇非私营就业人员占比变动：2022vs2020



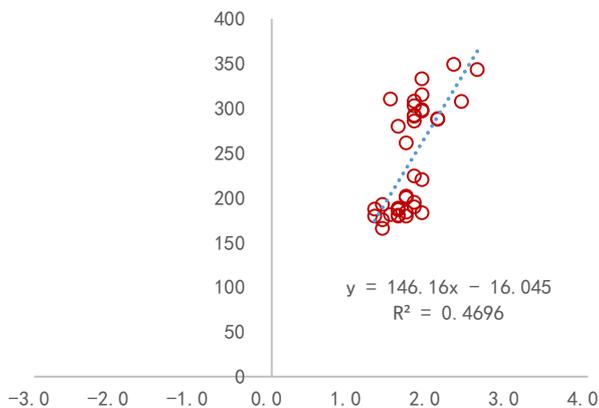
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.3 地产相关大宗品与经济增速脱轨

我们发现，在地产拐点之后，中国经济与大宗商品的相关性也出现了明显下降。

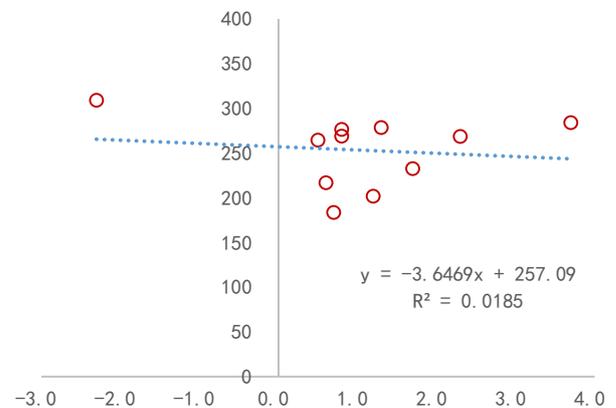
- 对比 2020 年以前的 10 年，2021 年以后中国 GDP 环比增速与 RJ/CRB 指数的拟合优度从此前的 0.47 大幅下降至 0.02。

图表21：中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均（2010-2019）



资料来源：Wind，国联证券研究所

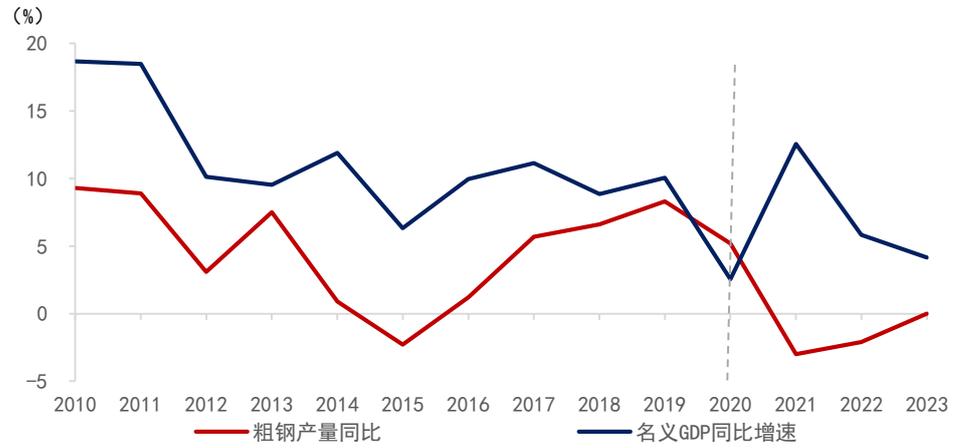
图表22：中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均（2021-3Q23）



资料来源：Wind，国联证券研究所

- 近两年来，GDP 的同比增速与粗钢产量增速也出现了明显背离。

图表23: 粗钢产量增速与 GDP 增速出现背离



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 风险提示

经济与政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼