

研究所:

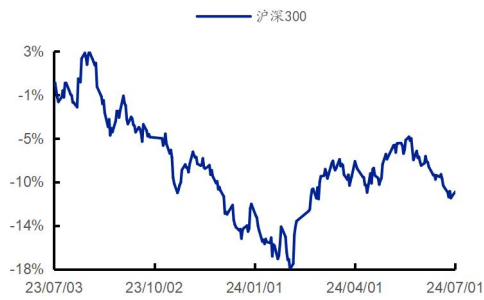
证券分析师:

夏磊 S0350521090004

xial@ghzq.com.cn

如何衡量房地产对经济的贡献?

最近一年走势



相关报告

《寻找房价周期之锚——一个日本视角*夏磊》——2024-06-25

《房地产与新质生产力*夏磊》——2024-04-25

《开年看地产系列：一线城市房地产市场怎么走*夏磊》——2024-03-18

《构建“人房地钱”联动的房地产发展新模式*夏磊》——2024-03-05

《2024年房地产市场怎么走（政策篇）*夏磊》——2023-12-25

《2024年房地产市场怎么走——需求篇*夏磊》——2023-12-21

《2024年房地产市场怎么走（供给篇）*夏磊》——2023-12-19

《能生万物是春风——2024年宏观经济形势与政策展望*夏磊》——2023-12-17

《城中村改造对房地产销售和投资的影响有多大？*夏磊》——2023-09-25

《城中村改造的四大经济意义*夏磊》——2023-08-27

《当前房地产如何破局？*夏磊》——2023-07-01

《地方政府如何破解债务难题——财政专题研究报告之二*夏磊》——2023-06-26

《债务管理的国际经验——财政专题研究报告之一*夏磊》——2023-06-10

《三四线房地产市场怎么走？——开年看地产系列*夏磊》——2023-04-16

《什么是房地产新的发展模式*夏磊》

当前，房地产行业正处于向新发展模式过渡之际，新模式仍在构建，传统模式还未完全脱离，房地产对经济的贡献有所下降。近三年的房地产业增加值同比增速明显低于名义GDP，2023年房地产业增加值占GDP的比重为5.8%，较2020年7.2%下降1.4个百分点，市场不乏“房地产拖累经济”的声音。

随着房地产业新发展模式逐步建立，未来房地产对经济的贡献将从增量扩张向存量运营服务转移，旧范式下的统计制度不足以完全反映房地产业对经济的贡献。现行的房地产业如何进行核算？新发展模式下房地产业促进经济增长的潜力空间有哪些？本报告重点围绕这些问题进行探讨。

■ 房地产业核算制度随行业发展模式调整而不断完善

房改前，我国房地产业统计范围仅涉及开发和销售环节。1986年建设主管部门率先建立了商品房开发统计制度，这是房地产业统计的雏形；1988年国家统计局开始建立由购买方统计的商品房购置统计制度；1990年改为按卖方即建房方填报统计，正式建立商品房统计制度；1993年开始土地被正式列入统计范畴，商品房屋建设统计报表改为房地产开发统计报表，统计范围扩大到各种经济类型的房地产开发企业和单位；1995年，基于国家统计局、计委、建设部、工商局联合开展的“房地产开发建设及经营情况快速调查”，国家统计局将房地产开发统计从投资统计制度中分离出来，单独制定了房地产开发统计制度。

1998年正式启动房改，房地产日益成为国民经济支柱产业。1998年23号文正式终结了单位福利分房制度，全面推行住房市场化改革；2002年国土资源部11号令，要求经营性用地必须以“招拍挂”方式出让；2003年8月，国务院正式明确了房地产的支柱产业地位。

房改后，房地产业统计制度逐步建立和完善起来。1999年国家统计局进一步明确和规范了房地产开发统计内容；同年8月，正式上线了全国3000家重点房企联网直报信息系统；2004年第一次全国经济普查开始将物业管理、中介服务和其他房地产业纳入房地产领域，房地产业统计纳入国家统计调查制度范围；2005年，房地产开发统计制度从固定资产投资统计制度中单列出来，成为独立的一套统计制度。2012年正式上线房地产开发企业“一套表”，实现联网直报。

——2023-04-03

《二线房地产市场怎么走？——开年看地产系列*夏磊》——2023-03-17

《一线房地产市场怎么走？——开年看地产系列*夏磊》——2023-02-16

《2023年房地产市场展望（政策篇）*夏磊》——2023-01-09

《2023年房地产市场展望（需求篇）*夏磊》——2022-12-23

《2023年房地产市场展望（供给篇）*夏磊》——2022-12-21

《曙光乍现——2023年中国宏观经济政策展望*夏磊》——2022-12-10

《房地产这十年——六普七普数据对比*夏磊》——2022-09-22

《下半年房地产政策展望*夏磊》——2022-06-23

《再论房地产的八大行业价值*夏磊》——2022-05-29

《从政策松到市场稳要多久？*夏磊》——2022-03-13

《开年看地产：三四线城市房地产市场韧性如何*夏磊》——2022-02-14

《开年看地产：一线城市房地产市场韧性如何*夏磊》——2022-02-12

《开年看地产：二线城市房地产市场韧性如何*夏磊》——2022-02-08

《预售资金如何才能良性循环*夏磊》——2021-12-20

《发展保障性租赁住房对投资有多大拉动？*夏磊》——2021-12-08

《开发的落寞，物业的崛起——房地产行业年度策略报告*夏磊》——2021-11-30

《房地产税有什么征收效果？——国际版本研究*夏磊》——2021-11-01

《房地产税征收会有什么影响？——首批房产税试点效果回顾*夏磊》——2021-10-24

《房地产税要推出了吗？*夏磊》——2021-10-17

《实现共同富裕的房地产路径*夏磊》——2021-10-10

《房企债务周期形成及演化*夏磊》——2021-09-23

■ 传统发展模式下的房地产业如何进行核算？

全面房改后的房地产业增加值大幅增加，由1998年的3428亿元增至2023年的7.4万亿元，增长了20倍、年均增长13.1%，较同期名义GDP年均增速高1.7个百分点。当前，在生产法核算产出时，房地产业包括五类：

1、开发经营业

房地产开发经营业按房地产开发经营业企业和其他行业附属的房地产开发经营业产业活动单位两部分计算总产出。其中，房地产开发经营业企业的产出采用主营业务收入减去成本，这两个指标均来自房企财务报表；其他行业附属开发经营产出为法人单位所属产业活动单位情况综合表里面的经营性收入。截至2022年末，我国共有10.3万家房地产开发企业。2023年，全国商品房销售额11.7万亿元、销售面积11.2亿平方米，房地产开发投资达11.1万亿元。

土地出让活动不计入GDP，但土地交易中介机构提供的服务计入。根据统计局对生产范围的界定，土地出让是土地使用权这种无形资产与金融资产之间的交易，并未创造新的货物和服务，因此这类活动本身不属于生产活动范围，所获得的收入不应计入GDP，即土地购置费不形成固定资本形成总额。但为完成土地出让提供服务的机构，其服务活动属于生产活动，产生的价值计入GDP。

新房销售增值部分计入GDP。在支出法核算中，居民购买住房支出和建设住房支出按投资处理，商品房销售价格与成本之间的增值部分构成固定资本形成总额而计入GDP。在生产法核算中，假设房企新房当年建成并售出，则房款和相关生产税作为产出，扣掉建设房屋过程中间消耗及房地产销售企业的中间消耗后得到增加值。

2、物业管理业

物业管理业总产出为物业管理业企业和其他行业附属的物业管理业产业活动单位的产出之和。其中，物管企业产出数据来自于物业管理业、中介服务及其他房地产业企业生产经营状况表的主营业务收入；其他物管业产业活动单位产出数据来自于法人单位所属产业活动单位情况综合表中的经营性收入。

物管行业发展势头良好。根据弗若斯特沙利文测算，中国物业管理服务公司的在管总建筑面积由2016年的309亿平方米增至2021年的372亿平方米，年复合增长率为3.8%。预计到2026年，在管总建筑面积将达447亿平方米，2021-2026年的复合增长率为3.7%。

未来物业管理业仍有较大增长空间，主要来自三个方面：一是提升存量老旧小区的物业管理渗透率。根据2021年住建部数据，全国2000年以前建成的老旧小区约22万个、涉及居民近3900万户。一

方面是推动未配备物业的小区逐步引入物业管理服务；另一方面是原有物业服务升级，推动服务范围窄、服务水平低的小区引入专业化物业。二是新房销售带来的增量物业管理面积。城镇化仍有较大空间，自住房需求仍旺盛。三是非住宅物业增量空间。随着城镇化率持续提升，商业办公、公共服务等各类配套物业需求仍较大。

3、中介服务业

房地产中介服务业包括房地产中介服务业企业、其他行业附属的房地产中介服务业产业活动单位提供的中介服务和个体经营户的房地产活动三个部分。其中，房地产中介服务业企业产出取自房地产物业管理业、中介服务及其他房地产业企业生产经营活动表的主营业务收入；其他行业附属的房地产中介服务业产业活动单位产出来自产业法人单位所属产业活动单位情况综合表的经营性收入；房地产业个体经营户产出取自个体经营户经营情况综合表的营业收入。当前房地产中介行业已初具规模，根据贝壳年报数据，截至 2023 年底，贝壳平台上的门店数为 4.4 万个、经纪人数达 42.8 万人、总交易额达 3.1 万亿元。除了贝壳之外，中介服务行业还有我爱我家、中原地产、易居、房多多、世联行、58 同城等规模较大的公司。

二手房交易属于非生产活动不计入 GDP，但交易过程中的中介服务产出则计入。根据统计局对生产范围的界定，二手房交易是双方资产交换，没有创造出新的货物和服务，因此不属于生产活动，所获得的收入不计入 GDP。但在交易过程中如果有中介机构提供经纪服务，其活动属于生产活动，相应的产出与价值计入 GDP。

未来房地产中介服务仍有较大发展空间，主要支撑因素有：一是存量房交易占比有望继续提升。根据住建部数据，2023 年 1-11 月，全国二手房交易比重达到了 37.1% 的历史新高，全国已经有 7 个省和直辖市二手住宅的交易量超过了新房交易量。二手房交易存在信息不对称、资金风险高、交易流程杂等痛点，需要中介提供服务。**二是中介渗透率有进一步提升空间。**根据 CIC 数据，2016-2020 年中介渗透率由 43.2% 增至 46.9%，未来有望持续提升。尤其是新房市场的中介渗透率有较大的潜力提升空间，2020 年仅为 25.2%。

4、居民自有住房服务业

居民自有住房服务业总产出包括城镇和农村居民两部分，按成本价格计算，包括修理维护费、物业管理费和虚拟折旧三部分，农村的不含物业管理费。其中，修理维护费按人均维修用建筑材料、人均维修服务费等成本项乘以居民总人口数；城镇居民物业管理费=人均物业管理费×城镇居民人口×上述四项比重；虚拟折旧为居民自有住房价值乘以折旧率，居民自有住房价值=人均住房建面×居民总人口×单位面积造价，虚拟折旧率按农村 3%、城镇 2% 计算。以上单项数据来自城市居民家庭住房基本情况调查表、城镇居民家庭消费支出调查表、统计局人口调查资料、农村居民家庭收入与支出表、

农村居民家庭概况表、固定资产投资统计年报各地区城镇房屋建筑面积和造价表等。

成本法核算下的我国居民自有住房服务虚拟价值对经济贡献不高。世界范围看，居民自有住房服务价值的虚拟计算多有两种方法：一种是市场租金法，即按地段、面积和质量等属性接近的住房的市场租金来估算，适用于租赁市场规范的经济体。另一种是成本法，即按居民自有住房服务的成本来估算，适用于住房租赁市场不太规范的经济体。我国以成本法计算居民自有住房服务的虚拟价值，随着房地产市场的快速发展，居民自有住房价值与实际市场价值相差较大，导致其经济贡献被低估。而多数发达经济体按市场租金法计算其虚拟价值，即根据不同城市、不同区域、不同房屋类型等具体情况，以市场价为基础、以周边住房的租金为参考，虚拟计算居民自有住房服务而计入 GDP，其经济贡献率显著高于我国。

以青岛市为例进行测算，2020 年全市虚拟租金约为 213 亿元，占 GDP 的 1.7%。假定城镇与农村居民自有住房服务增加值之比为 4 : 1，可得青岛城镇居民自有住房服务的虚拟价值为 170.5 亿元。利用城镇常住人口、人均住房建筑面积、商品房销售均价粗略估算青岛市城镇居民住房市价为 3.5 万亿元。假定住房自有率为 75%，可粗略算出青岛市 2020 年居民自有住房的虚拟租金收益率仅为 0.66%，显著低于全国重点 40 城 1.9% 的平均租金收益率。

5、其他房地产活动

其他房地产活动包括其他房地产活动企业、执行行政事业会计制度的其他房地产活动法人单位和其他行业附属的其他房地产活动产业活动单位的生产活动三部分。其中，其他房地产活动企业总产出和其他行业附属的其他房地产活动产业活动单位产出计算方法和资料来源与上述物业管理一致；执行行政事业会计制度的其他房地产活动法人单位产出包含经常性业务支出、固定资产折旧、经营性结余三部分，经常性业务支出是维护部门正常运营的必要支出，固定资产折旧按 4% 的折旧率计算，资料来源于行政事业单位财务状况表。

■ 新发展模式下的房地产业促进经济的潜力空间在哪里？

房地产行业是国民经济的重要组成部分，对生产、投资、消费都有重要影响。1998 年房改后，房地产日益成为经济增长的重要推动力，行业增加值占 GDP 比重开始稳步上台阶，由 1998 年的 4.0% 逐步提高至 2007 年的 5.1%。受国际金融危机冲击，2008 年这一比重短暂下降至 5% 以下后，2009 年再次回到 5% 以上，并保持至今，2020 年达到 7.2% 的最高点，近三年有所回落，2023 年为 5.8%。房地产产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益和经济社会发展大局。在生产方面，拉动上下游水泥、钢铁、玻璃、有色、机械制造等 50 多个行业。利用投入产出表计算，2022 年房地产业完全拉动上下游行业增加值 14.1 万亿元，占 GDP 的 11.7%；直接拉动上下

游行业增加值 5.6 万亿元，占 GDP 的 4.6%。在投资方面，房地产投资是固定资产投资的重要组成部分，最终形成固定资产形成总额来带动经济。2019-2023 五年房地产业投资占固定资产投资的平均比重为 22.1%，2010-2021 年扣除土地购置费的房地产开发投资与 GDP 之比均超 9%、均值 10.4%，但近两年有所降低。在消费方面，房地产业直接带动居住类消费支出，包括房租、住房维修管理费、水电煤气费用和自有住房虚拟支出。2023 年城镇居民用于居住的支出占人均消费支出的 23.7%。同时，房地产能够带动建材、家电家具等上下游产品消费。

与典型发达国家相比，我国房地产业在物业管理、中介服务和居民自有住房服务等方面对经济的贡献率显著偏低，有较大提升空间。

对于物管、中介等房地产服务活动，目前我国房地产市场正处于存量增量并重的阶段，物管、中介等房地产服务活动增加值对经济贡献相对不高。以石家庄、大连市为例，2017 年物业管理及房地产中介服务增加值在全市 GDP 中占比分别仅 0.3%、0.5%。相对而言，发达国家多进入住房存量阶段，其物管、经纪与代理等房地产服务更为成熟，经济贡献率更高。以英国为例，2023 年基于收费或合同基础上进行的房地产服务活动增加值为 269.8 亿英镑，占当年 GDP 的 1.0%。随着我国房地产市场中存量房占比逐步增加，物管中介等房地产服务活动对经济的贡献将更大。

对于居民自有住房服务，由于统计方法差异，我国居民自有住房服务业增加值占 GDP 的比重与发达国家预计相差甚至超过 5 个百分点。以石家庄、大连为例，2017 年居民自有住房服务增加值在全市 GDP 中占比仅 2.7%、3.5%。与国际比较，美国 2022 年虚拟租金核算值 2.0 万亿美元，与 GDP 的比值为 7.9%；日本 2013-2022 年居民自有住房服务虚拟价值占 GDP 比重均值为 9.0%。如果调整核算制度，可继续使用成本法，调整固定资产折旧中“住房造价”为“住房市价”；或采用市场租金法，与多数发达经济体保持一致。无论采取哪种调整思路，居民自有住房服务虚拟价值都会有所增加，相应带动房地产业增加值、居民可支配收入和居民消费支出增加，进而提升第三产业的比重、居民可支配收入占国民可支配收入的比重和居民消费率。

过去房地产对经济的主要贡献在于大规模开发投资建设，依赖于增量扩张；随着住房制度改革完善和行业新发展模式的逐步建立，未来房地产对经济的主要贡献将向存量运营服务转换，物业管理、房地产中介、居民自有住房服务等活动有望成为新的经济增长点。

- **风险提示** 全球经济放缓，国内经济超预期波动，产业政策不确定性，国际贸易摩擦，地缘政治，国际经验不具完全可比性等风险。

内容目录

1、 房地产业核算制度跟随发展模式调整而不断完善	8
2、 传统发展模式下的房地产业如何核算?	10
2.1、 房地产开发经营业	11
2.2、 物业管理业	13
2.3、 房地产中介服务业	14
2.4、 居民自有住房服务业	14
2.5、 其他房地产活动	16
3、 新发展模式下的房地产业促进经济的潜力空间在哪里?	17
3.1、 房地产行业是国民经济的重要组成部分	17
3.1.1、 在生产方面	18
3.1.2、 在投资方面	19
3.1.3、 在消费方面	22
3.2、 与国际相比,在物管、中介和居民自有住房服务等方面具有较大潜力空间	23
3.2.1、 对于物管、中介等房地产服务活动	24
3.2.2、 对于居民自有住房服务	26
4、 风险提示	28

图表目录

图 1: 1981-1993 政府工作报告中提及多项住房领域重要改革	8
图 2: 1998 年房改方案	9
图 3: 1997 年以来我国房地产开发企业数量变化	12
图 4: 2010-2020 年人均住房建筑面积增长情况	12
图 5: 我国房地产业增加值占 GDP 比重变化	17
图 6: 我国房地产业增加值与现价 GDP 同比变化	18
图 7: 房地产关联众多上下游产业	18
图 8: 我国固定资产投资的组成结构	20
图 9: 扣除土地购置费的房地产开发投资与 GDP 的比值变化	22
图 10: 2005 年城镇居民消费支出构成	23
图 11: 2023 年城镇居民消费支出构成	23
图 12: 钢材水泥产量	23
图 13: 家用电冰箱、洗衣机、彩电和空调产量	23
图 14: 济南市物业管理业增加值及其 GDP 比重变化	24
图 15: 石家庄物业管理业增加值及其 GDP 比重变化	24
图 16: 大连物业管理业增加值及其 GDP 比重变化	24
图 17: 济南房地产中介服务业增加值及其 GDP 比重变化	25
图 18: 大连和石家庄房地产中介服务业增加值及其 GDP 比重变化	25
图 19: 中国物业管理和房地产中介服务业营业收入规模及占服务业营收比重	25
图 20: 英国基于收费或合同基础上进行的房地产服务活动增加值占 GDP 比重变化	26
图 21: 石家庄居民自有住房虚拟租金核算情况	26
图 22: 大连居民自有住房虚拟租金核算情况	26
图 23: 美国居民自有住房服务的虚拟价值及其与 GDP 比值变化	27
图 24: 日本居民自有住房服务的虚拟价值及其占支出法 GDP 比重变化	27
表 1: 我国房地产业 GDP 核算按五个行业进行	10
表 2: 我国房地产市场发展迅速	11
表 3: 中国房地产中介服务业发展现状	14
表 4: 2020 年青岛市居民自有住房虚拟租金收益率测算	16
表 5: 2022 年房地产业拉动作用测算	19
表 6: 房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法 GDP 的比重推算	21

当前，房地产行业正处于向新发展模式过渡之际，新模式仍在构建，传统模式还未完全脱离，房地产对经济的贡献有所下降。近三年的房地产业增加值同比增速明显低于名义GDP，2023年房地产业增加值占GDP的比重为5.8%，较2020年7.2%下降1.4个百分点，市场不乏“房地产拖累经济”的声音。

随着房地产业新发展模式逐步建立，未来房地产对经济的贡献将从增量扩张向存量运营服务转移，旧范式下的统计制度不足以完全反映房地产业对经济的贡献。现行的房地产业如何进行核算？新发展模式下房地产业促进经济增长的潜力空间有哪些？本报告重点围绕这些问题进行探讨。

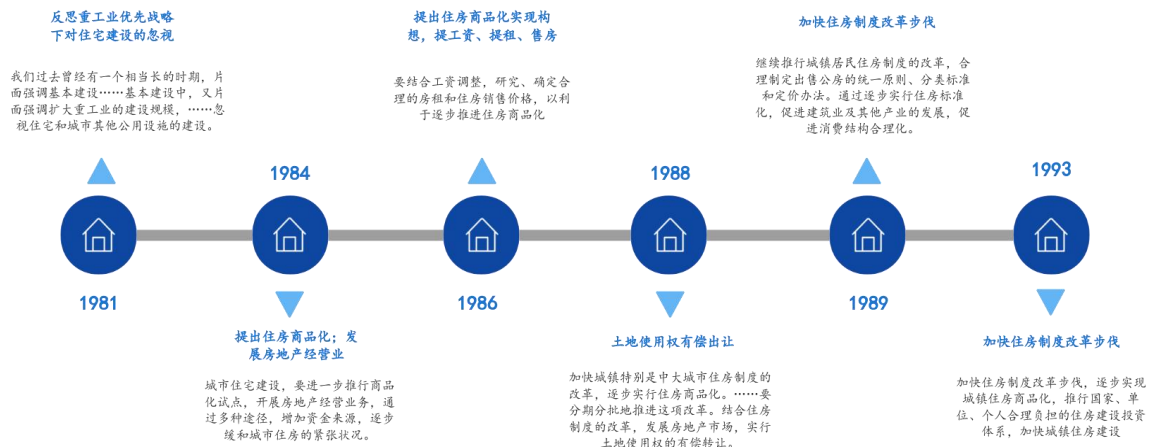
1、房地产业核算制度跟随发展模式调整而不断完善

我国现行的房地产业统计制度历经商品房购置统计、房地产开发统计、房地产业统计的发展历程。

房改前，我国房地产业统计范围仅涉及开发和销售环节。

1986年开始探索建立房地产业统计制度。20世纪80年代，住房制度改革相关的实践陆续展开。1979年10月15日，中国第一个商品住宅项目——广州“东湖新村”获批；1980年1月8日，中国第一家房地产公司——深圳经济特区房地产公司成立；同年，原国家建筑工程总局和建设银行总行联合筹办中国房屋建设开发公司，是中国第一家全国性房地产开发公司。1983年深圳率先引入商品房预售制度，并通过《深圳经济特区商品房质量管理规定》进行规范；1985年4月，建设银行深圳分行向南油集团85户“人才房”发放我国第一笔个人住房按揭贷款。在此背景下，1986年建设主管部门率先建立了商品房开发统计制度，这是房地产业统计的雏形。1988年国家统计局开始建立商品房购置统计制度，因当时购房主体为集体和单位，主体数量不大，故由购买方统计。

图 1：1981-1993 政府工作报告中提及多项住房领域重要改革



资料来源：中国政府网，国海证券研究所

1990年正式建立由房企填报的房地产开发统计制度。20世纪90年代初，房地产市场蓬勃发展，1991年全国商品房销售额237.9亿元，1992增至426.6亿，增长0.8倍，1993年再增长1.0倍，房地产投资主体多元化、资金来源多样化，购房者数量急剧增加，按“买方统计”已经不具备可操作性。1990年商品房统计方法改为按卖方即建房方填报统计，正式建立商品房统计制度。1993年开始房企填报商品房统计表时增加了“土地开发投资额”指标，土地被正式列入统计范畴，商品房屋建设统计报表改为房地产开发统计报表，统计范围扩大到各种经济类型的房地产开发企业和单位。

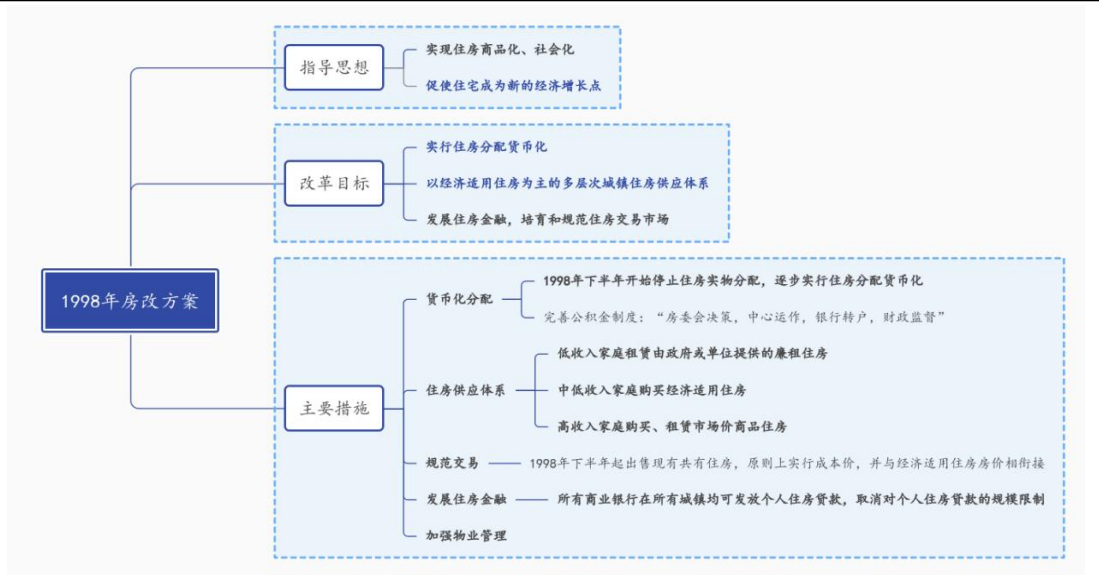
1995年房地产开发统计从固定资产投资统计中独立出来单独统计。1994年国务院《关于深化城镇住房制度改革的决定》（43号文），标志着住房市场化改革正式启动。1995年，基于国家统计局、计委、建设部、工商局联合开展的“房地产开发建设及经营情况快速调查”，国家统计局将房地产开发统计从投资统计制度中分离出来，单独制定了房地产开发统计制度，1996年起开始执行。

1998年正式启动房改，房地产日益成为国民经济支柱产业。

1998年，国务院印发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》（23号文），正式终结了单位福利分房制度，全面推行住房市场化改革。23号文提出“高收入家庭购买或租赁商品房、中低收入家庭购买经济适用房、最低收入家庭租赁廉租房”，形成住房商品化、适度住房保障与调控管理相结合的供应制度；2002年国土资源部11号令，要求经营性用地必须以“招拍挂”方式出让；2003年8月12日，国务院下发《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发（2003）18号），明确指出“房地产业关联度高，带动力强，已经成为国民经济的支柱产业”。

在房地产统计制度改革方面，1999年国家统计局编印《房地产开发统计工作手册》，进一步明确和规范了房地产开发统计内容。同年8月，正式上线了全国3000家重点房企联网直报信息系统，2006年起扩展到5000家。

图 2：1998 年房改方案



资料来源：住建部，国海证券研究所

房改后，房地产业统计制度逐步建立和完善起来。

2002年5月9日，国土资源部签发《招标投标挂牌出让国有土地使用权规定》，叫停已沿用多年的土地协议出让方式，要求经营性用地必须以“招拍挂”方式出让。2004年第一次全国经济普查结果正式发布，在房地产领域，开始将物业管理、中介服务和其他房地产业纳入统计，房地产业统计纳入国家统计局调查制度范围。2005年，房地产开发统计制度从固定资产投资统计制度中单列出来，成为独立的一套统计制度，统计指标体系日趋完善。2012年正式上线房地产开发企业“一套表”，实现了每月全国10万家房企、9万个项目的联网直报。

2、传统发展模式下的房地产业如何核算？

全面房改后的房地产业增加值大幅增加，由1998年的3428亿元增至2023年的7.4万亿元，增长了20倍、年均增长13.1%，较同期名义GDP年均增速高1.7个百分点。

根据国家统计局解释，**GDP核算的生产范围包括四个部分**：一是生产者提供或准备提供给其他单位的货物或服务的生产；二是生产者用于自身最终消费或固定资本形成的所有货物的自给性生产；三是生产者为了自身最终消费或固定资本形成而进行的知识载体产品的自给性生产，但不包括住户部门所从事的类似的活动；四是自有住房提供的住房服务，以及雇佣有酬家庭服务人员提供的家庭和个人服务的自给性生产。

当前，在生产法GDP核算时，房地产业核算范围包括五类：房地产开发经营业、物业管理业、房地产中介服务业、居民自有住房服务业和其他房地产活动。房地产业总产出即为以上五类分项总产出之和。

表 1：我国房地产业 GDP 核算按五个行业进行

类别	主要构成	计算方法
房地产开发经营业总产出	房地产开发经营业企业总产出	主营业务收入-主营业务成本
	其他行业附属的房地产开发经营业总产出	经营性收入
物业管理业总产出	物业管理业企业总产出	主营业务收入
	其他行业附属的物业管理业总产出	经营性收入
房地产中介服务业总产出	房地产中介服务业企业总产出	主营业务收入
	其他行业附属的房地产中介服务总产出	经营性收入
	房地产业个体经营户总产出	营业收入
居民自有住房服务业总产出	城镇居民自有住房服务业总产出	修理维护费
		物业管理费
	农村居民自有住房服务业总产出	虚拟折旧
		修理维护费
其他房地产活动总产出	其他房地产活动企业总产出	同物业管理业总产出
	执行行政事业会计制度的其他房地产活动法人单位总产出	同行政事业单位总产出
	其他行业附属的其他房地产活动总产出	同物业管理业总产出

资料来源：国家统计局，国海证券研究所

2.1、房地产开发经营业

房地产开发经营是指房地产开发企业在城市规划区内国有土地上进行基础设施建设、房屋建设，并转让房地产开发项目或者销售、出租商品房的行为。根据经济普查资料，按照房地产开发经营业企业、其他行业附属的房地产开发经营业产业活动单位两部分计算总产出。

其中，其他行业附属的房地产开发经营业产业活动单位总产出用经营性收入代替。即：**房地产开发经营业总产出 = 房地产开发经营业企业总产出 + 其他行业附属的房地产开发经营业产业活动单位总产出**。其中，房地产开发经营业企业总产出 = 主营业务收入 - 主营业务成本；其他行业附属的房地产开发经营业产业活动单位总产出 = 经营性收入。主营业务收入和主营业务成本资料来源是房地产开发企业财务状况表，经营性收入来源于多产业法人单位所属产业活动单位情况综合表。

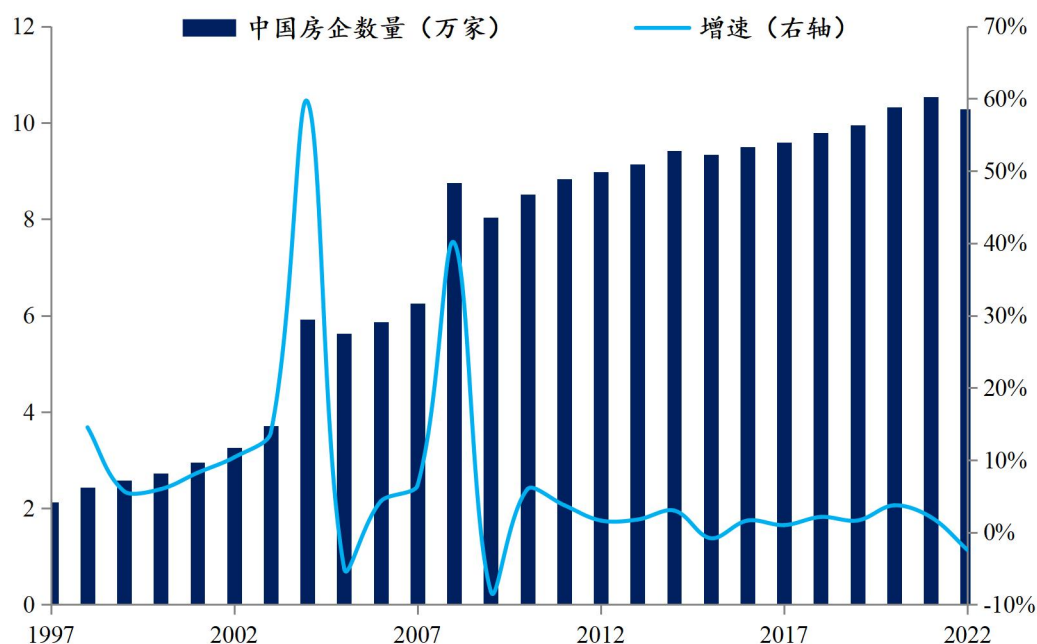
截至 2022 年末，我国共有 10.3 万家房地产开发企业。2023 年，全国商品房销售额 11.7 万亿元、销售面积 11.2 亿平方米，房地产开发投资达 11.1 万亿元，TOP100 房企全口径销售金额 6.0 万亿元、市占率为 51.5%。

表 2：我国房地产市场发展迅速

时间	房地产开发投资额 (亿元)	全国商品房销售面积 (万平方米)	全国商品房销售额 (亿元)	TOP100 房企全口径 销售金额(亿元)	TOP100 房企 市场占有率
2014	95036	120649	76292	28826	37.8%
2015	95979	128495	87281	34955	40.0%
2016	102581	157349	117627	52707	44.8%
2017	109799	169408	133701	74053	55.4%
2018	120264	171654	149973	100073	66.7%
2019	132194	171558	159725	116039	72.6%
2020	141443	176086	173613	130462	75.1%
2021	147602	179433	181930	123843	68.1%
2022	132895	135837	133308	72942	54.7%
2023	110913	111735	116622	60064	51.5%

资料来源：Wind，国海证券研究所

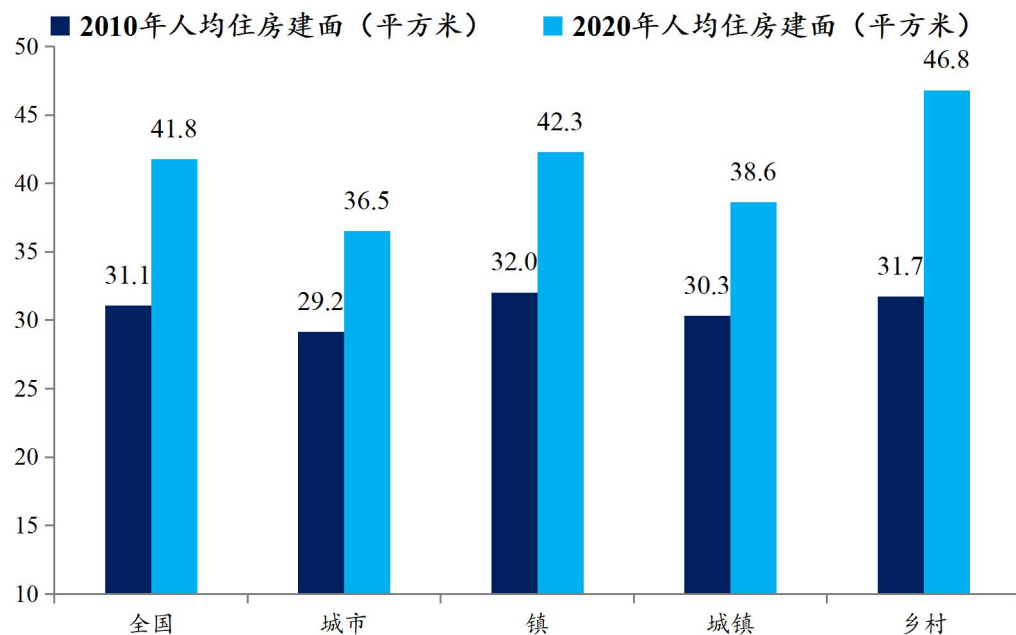
图 3：1997 年以来我国房地产开发企业数量变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

居民住房条件显著改善。根据统计局数据，全国家庭户人均住房建筑面积平方米数由 2010 年的 31.1 提升至 2020 年的 41.8，增加了 10.7 平方米。其中，乡村家庭户人均住房建面平方米数增加最多，由 31.7 增至 46.8，增加了 15.1；镇次之，由 32.0 增至 42.3，增加了 10.3；城镇由 30.3 增至 38.6，增加了 8.3；城市由 29.2 提升至 36.5，增加了 7.3。随着我国经济社会高质量发展，居住面积提高明显。

图 4：2010-2020 年人均住房建筑面积增长情况



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

土地出让活动不计入 GDP，但土地交易中介机构提供的服务计入。根据最新版本的《国民账户体系 2008》(2008 年 SNA)和《中国国民经济核算体系(2016)》对生产范围的界定，土地出让是土地使用权这种无形资产与金融资产之间的交易，并没有新的货物和服务被创造出来，因此这类活动本身不属于生产活动范围，所获得的收入不应计入 GDP，即土地购置费不形成固定资本形成总额。但为完成土地出让提供服务的机构，其服务活动属于生产活动，产生的价值计入 GDP。

新房销售增值部分计入 GDP。在支出法 GDP 核算中，居民购买住房支出和建设住房支出按投资处理，商品房销售价格与成本之间的增值部分构成固定资本形成总额而计入 GDP。在生产法 GDP 核算中，假设房企新房当年建成并售出，则房款和相关生产税作为产出，扣掉建设房屋过程每一个生产环节中间消耗及房地产销售企业的中间消耗后得到增加值。

2.2、物业管理业

物业管理业包括物业管理业企业和其他行业附属的物业管理业产业活动单位的生产活动。即：**物业管理业总产出 = 物业管理业企业总产出 + 其他行业附属的物业管理业产业活动单位总产出。**

其中，物业管理业企业总产出 = 主营业务收入；其他行业附属的物业管理业产业活动单位总产出 = 经营性收入。主营业务收入资料来源是房地产物业管理业、中介服务及其他房地产业企业生产经营状况表，经营性收入来自多产业法人单位所属产业活动单位情况综合表。

物管行业保持良好发展势头。根据中国物业管理协会数据，预计 2023 年末全国物管行业营收规模将达到 1.69 万亿元，总管理面积将达约 391 亿平方米。根据中指研究院《2024 中国物业服务百强企业研究报告》，2023 年百强企业管理面积均值达 6798.1 万平方米，同比增速为 6.2%；百强企业 TOP10 管理面积均值达 4.5 亿平方米，同比增长 13.0%。根据弗若斯特沙利文测算，中国物业管理服务公司的在管总建筑面积由 2016 年的 309 亿平方米增至 2021 年的 372 亿平方米，年复合增长率为 3.8%。预计到 2026 年，在管总建筑面积将达 447 亿平方米，2021-2026 年的复合增长率为 3.7%。中国社区空间居住消费服务市场总收入已由 2016 年的人民币 2.1 万亿元增至 2021 年的人民币 3.3 万亿元，年复合增长率 9.5%。预计 2026 年将达到人民币 5.3 万亿元，2021-2026 年的复合增长率为 9.9%。

未来物业管理业仍有较大增长空间，主要来自三个方面：一是提升存量老旧小区物业管理渗透率。根据 2021 年住建部数据，全国 2000 年以前建成的老旧小区约 22 万个、涉及居民近 3900 万户。一方面是推动未配备物业的小区逐步引入物业管理服务；另一方面是原有物业服务升级，推动服务范围窄、服务水平低的小区引入专业化物业。**二是新房销售带来的增量物业管理面积。**城镇化仍有较大空间，自住房需求仍旺盛。**三是非住宅物业增量空间。**随着城镇化率持续提升，商业办公、公共服务等各类配套物业需求仍较大。

2.3、房地产中介服务业

房地产中介服务业不仅包括房地产中介服务业企业、其他行业附属的房地产中介服务业产业活动单位提供的中介服务,还包括房地产业个体经营户的房地产活动。由于个体经营户从事的房地产活动主要是中介和出租活动,因此将房地产业个体经营户活动全部计入房地产中介服务业。即: **房地产中介服务业总产出 = 房地产中介服务业企业总产出 + 其他行业附属的房地产中介服务产业活动单位总产出 + 房地产业个体经营户总产出。**

其中, 房地产中介服务业企业总产出 = 主营业务收入; 其他行业附属的房地产中介服务业产业活动单位总产出 = 经营性收入; 房地产业个体经营户总产出 = 营业收入。房地产中介服务业企业主营业务收入取自房地产物业管理业、中介服务及其他房地产业企业生产经营状况表, 其他行业附属的房地产中介服务业产业活动单位经营性收入取自多产业法人单位所属产业活动单位情况综合表, 房地产业个体经营户营业收入取自个体经营户经营情况综合表。

中介服务业发展空间大。根据 CIC 灼识咨询数据, 2016-2021 年有中介参与服务的中国住宅市场和租房市场 GTV 从 7.6 万亿元增至 12.7 万亿元, 中介渗透率由 43.2% 增至 49.8%。随着行业渗透率的进一步提升, 中介服务的佣金规模将进一步增加。

表 3: 中国房地产中介服务业发展现状

类别		2016	2017	2018	2019	2020	2021
总成交额	新房成交额 (万亿元)	9.9	11.0	12.6	13.9	15.5	16.3
	二手房成交额 (万亿元)	6.6	6.0	6.5	6.7	7.5	7.0
	住房租赁成交额 (万亿元)	1.1	1.3	1.5	1.7	1.5	2.2
	住房交易总额 (万亿元)	17.6	18.3	20.6	22.3	24.5	25.5
中介机构渗透程度	新房成交额 (万亿元)	1.4	1.9	2.7	3.6	3.9	5.2
	新房渗透率	14.1%	17.3%	21.4%	25.9%	25.2%	32.1%
	二手房成交额 (万亿元)	5.7	5.2	5.7	5.9	6.5	6.2
	二手房渗透率	86.4%	86.7%	87.7%	88.1%	86.7%	88.9%
	租赁成交额 (万亿元)	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2
	租赁渗透率	45.5%	46.2%	53.3%	52.9%	73.3%	55.9%
	中介参与交易总额 (万亿元)	7.6	7.7	9.2	10.4	11.5	12.7
	综合中介机构渗透率	43.2%	42.1%	44.7%	46.6%	46.9%	49.8%

资料来源: CIC, 国海证券研究所

二手房交易属于非生产活动不计入 GDP, 但交易过程中的中介服务产出则计入。根据统计局对生产范围的界定, 二手房交易是双方资产交换, 没有创造出新的货物和服务, 因此不属于生产活动范围, 所获得的收入不计入地区生产总值。但在交易过程中如果有中介机构提供经纪服务, 其活动属于生产活动, 相应的产出与价值计入 GDP。

2.4、居民自有住房服务业

在 GDP 房地产业核算时，对于居民自有住房，就像对外出租的房屋一样收取租金一样，以自收自付的形式进行虚拟核算，这是国际核算惯例。

居民自有住房服务业总产出区分为城镇居民和农村居民两部分计算。即：**居民自有住房服务业总产出 = 城镇居民自有住房服务业总产出 + 农村居民自有住房服务业总产出**。居民自有住房服务业包括出租服务和虚拟服务两部分，受资料来源的限制，两部分总产出均采用成本价格计算。

(1) 城镇居民自有住房服务业总产出

城镇居民自有住房服务由城镇居民具有房屋产权的住房中原有私房、房改私房、商品房和租赁私房四部分组成，总产出按成本价格计算，包括修理维护费、管理费和虚拟折旧三部分。计算公式为：**城镇居民自有住房服务业总产出 = 修理维护费 + 管理费 + 虚拟折旧**。其中，

修理维护费 = [(城镇居民人均维修用建筑材料 + 城镇居民人均维修服务费) × 城镇居民年平均人口] × (原有私房比重 + 房改私房比重 + 商品房比重 + 租赁私房比重)

管理费 = (城镇居民人均物业管理费 × 城镇居民年平均人口) × (原有私房比重 + 房改私房比重 + 商品房比重 + 租赁私房比重)

虚拟折旧 = 城镇居民自有住房价值 × 折旧率 (2%) = [(城镇居民人均住房建筑面积 × 城镇居民年平均人口 × 城镇住宅单位面积造价) × (原有私房比重 + 房改私房比重 + 商品房比重 + 租赁私房比重)] × 折旧率 (2%)

城镇居民人均维修用建筑材料、人均维修服务费、人均物业管理费、人均住房建筑面积、原有私房比重、房改私房比重、商品房比重和租赁私房比重来自城市居民家庭住房基本情况调查表和城镇居民家庭消费支出调查表，人口数据来自人口司人口调查资料，城镇住宅单位面积造价来源于固定资产投资统计年报各地区城镇房屋建筑面积和造价表。

(2) 农村居民自有住房服务业总产出

农村居民住房全部作为自有住房，总产出按住房服务成本价格计算，包括房屋修理维护费和虚拟折旧。即：**农村居民自有住房服务业总产出 = 修理维护费 + 虚拟折旧**。其中，修理维护费 = 人均维修生活用房材料 × 农村居民年平均人口；虚拟折旧 = 农村居民自有住房价值 × 折旧率 (3%) = [(农村人均住房面积 × 农村居民年平均人口) × 农村居民住房单位面积价值] × 折旧率 (3%)。人均维修生活用房资料来源于农村居民家庭收入与支出表，人口相关数据来自人口司人口调查资料，人均住房面积、居民住房单位面积价值来源于农村居民家庭概况表。

成本法核算下的我国居民自有住房服务虚拟价值对经济贡献不高。世界范围看，居民自有住房服务价值的虚拟计算多有两种方法：一种是市场租金法，即按地段、面积和质量等属性接近的住房的市场租金来估算，适用于租赁市场规范的经济体。另一种是成本法，即按居民自有住房服务的成本来估算，适用于住房租赁市场不太规范的经济体。我国以成本法计算居民自有住房服务的虚拟价值，随着房地产

市场的快速发展，居民自有住房价值与实际市场价值相差较大，导致其经济贡献被低估。

以青岛市为例进行测算。根据青岛市统计局数据，2020年全市居民自有住房服务业增加值为213.1亿元，占GDP的1.7%。假定213.1亿元约等于居民自有住房虚拟租金总额，如果城镇与农村居民自有住房服务增加值之比按4:1计算，可得青岛城镇居民自有住房服务的虚拟价值为170.5亿元。利用城镇常住人口、人均建面、商品房销售均价粗略估算青岛市城镇居民住房市价为3.5万亿元。假定住房自有率为75%，可粗略算出青岛市2020年居民自有住房的虚拟租金收益率仅为0.66%，显著低于贝壳研究院2020年测算的全国重点40城1.9%的平均租金收益率。

表 4：2020 年青岛市居民自有住房虚拟租金收益率测算

青岛市	2020 年
常住人口（万人）	1010.6
城镇化率	76.3%
城镇人均住房建筑面积（平方米）	33.4
居民自有住房服务业增加值（亿元）	213.1
假定农村：城镇为 2：8	-
城镇居民自有住房服务虚拟价值（亿元）	170.5
农村居民自有住房服务虚拟价值（亿元）	42.6
平均房价（根据 2020 年商品房销售数据计算，元/平）	13406.5
城镇住房市场总价值（亿元）	34544.6
居民住房自有率假定为 75%	75%
城镇居民自有住房市场价值（亿元）	25908.5
虚拟租金收益率（虚拟价值/总市值）	0.66%

资料来源：Wind，青岛市统计局，青岛新闻网，国海证券研究所

2.5、其他房地产活动

其他房地产活动包括其他房地产活动企业、执行行政事业会计制度的其他房地产活动法人单位和其他行业附属的其他房地产活动产业活动单位的生产活动。即：
其他房地产活动总产出 = 其他房地产活动企业总产出 + 执行行政事业会计制度的其他房地产活动法人单位总产出 + 其他行业附属的其他房地产活动产业活动单位总产出。其中，

其他房地产活动企业总产出和其他行业附属的其他房地产活动产业活动单位总产出计算方法和资料来源同物业管理业总产出；执行行政事业会计制度的其他房地产活动法人单位总产出 = 经常性业务支出 + 固定资产折旧 + 经营性结余。其中，

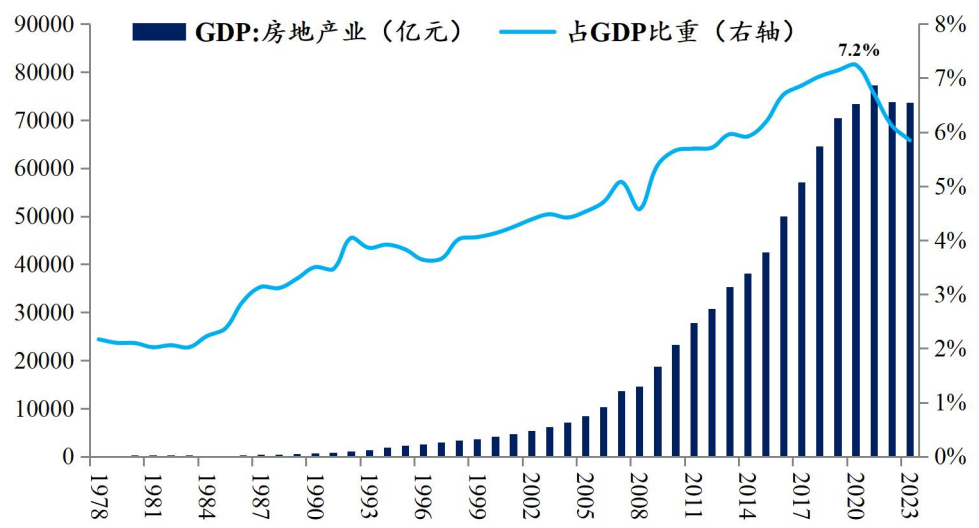
经常性业务支出 = 人员支出 + 公用支出 + 对个人和家庭补助支出 - 助学金 - 抚恤和生活补助 - 就业补助费 - 各种设备、交通工具及图书资料购置费；固定资产折旧 = 固定资产原价 × 折旧率（4%）；经营性结余 = 收支结余 × [(经营收入 + 事业收入) ÷ 本年收入合计]。细项资料来源于行政事业单位财务状况表。

3、新发展模式下的房地产业促进经济的潜力空间在哪里？

3.1、房地产行业是国民经济的重要组成部分

改革开放以来，房地产业对经济的贡献日益增加。从1978年改革开放后到住房制度改革启动之前的1986年，房地产业占GDP比重一直低于3%，剔除1986年的2.9%以外，其余年份均低于2.5%、均值2.1%。1987年12月1日，全国首次土地使用权公开拍卖会在深圳举行，住房制度改革正式开启。从1987年住房制度改革开启到1997年，房地产业占GDP比重稳步提升至3%以上，这11年均值为3.6%。

图5：我国房地产业增加值占GDP比重变化

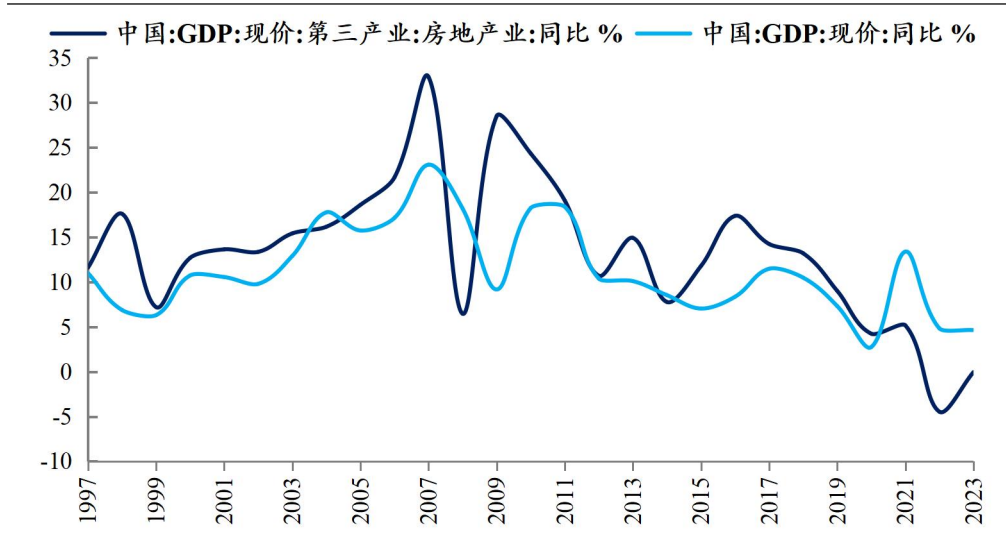


资料来源：Wind、国家统计局，国海证券研究所

2009年以来房地产业增加值占GDP比重稳定在5%以上。1997年下半年亚洲金融危机爆发，中央提出了实施积极的宏观经济政策以扩大内需的应对之策。房地产作为扩大内需的重要抓手，市场化改革全面提速。1998年23号文正式终结了单位福利分房制度，开始在全国范围内启动商品房市场化改革。在土地制度上，进一步明确所有权和使用权“两权分离”，为市场化改革打下基础；在价格制度上，提出“三价”出售方案，即向高收入家庭出售公有住房实行市场价，向中低收入家庭出售公有住房实行成本价，确有困难的实行标准价；在金融制度上，在全国建立住房公积金制度，商业银行住房贷款业务全面推开。在住房商品化改革推动下，房地产业增加值占GDP的比重开始稳步上台阶，由1998年的4.0%逐步提高至2007年的5.1%。2007年开始美国爆发次贷危机，并在2008年逐步演化为了一场全球性的金融危机。中国也遭受危机冲击，从2008年第三季度开始，出口大幅下滑，经济增速放缓。受此影响，2008年我国房地产业增加值占GDP的比重降至5%以下。面对危机，从2008年6月开始，政府及时调整宏观经济政策，实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策来扩大内需，2009年这

一比重迅速回到 5% 以上，并保持至今，2020 年达到 7.2% 的最高点，2023 年降到 5.8%。

图 6：我国房地产业增加值与现价 GDP 同比变化



资料来源：Wind、国家统计局，国海证券研究所

房地产产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益和经济社会发展大局，主要从投资、生产和消费三个方面促进经济增长。

3.1.1、在生产方面

房地产行业能够拉动上下游 50 多个行业，是实体经济的重要组成部分。其中，房地产开发投资有力拉动钢铁、有色金属、机械制造、化工等上游制造业和建筑业；房地产销售，既拉动与住房有关的家电、家具、建材等制造业和装饰装修行业，也带动金融、交通运输、互联网等第三产业；房地产使用，持续拉动着公用事业、居民服务业的发展。

图 7：房地产关联众多上下游产业



资料来源：国海证券研究所

利用统计局最新公布的 2020 年投入产出表计算，2022 年房地产业完全拉动上下游行业增加值 14.1 万亿元，占 GDP 的 11.7%。其中，住宅房屋建筑、房地产分别完全拉动上下游行业增加值 10.6、3.5 万亿元，分别占 GDP 的 8.8%、2.9%；住宅房屋建筑、房地产分别直接拉动上下游行业增加值 5.6 万亿元，占 GDP 的 4.6%，其中，住宅房屋建筑、房地产分别直接拉动上下游行业增加值 3.6、2.0 万亿元，占 GDP 的 3.0%、1.6%。

表 5：2022 年房地产业拉动作用测算

类别	数值
房地产业完全拉动上下游行业增加值及占 GDP 比重	14.1 万亿元，11.7%
其中，房地产完全拉动行业增加值及占 GDP 比重	3.5 万亿元，2.9%
住宅房屋建筑完全拉动行业增加值及占 GDP 比重	10.6 万亿元，8.8%
房地产业直接拉动上下游行业增加值及占 GDP 比重	5.6 万亿元，4.6%
其中，房地产直接拉动行业增加值及占 GDP 比重	2.0 万亿元，1.6%
住宅房屋建筑直接拉动行业增加值及占 GDP 比重	3.6 万亿元，3.0%

资料来源：国家统计局，国海证券研究所

注：地方本级财政收入=地方本级一般公共预算收入+地方本级政府性基金收入；行业拉动作用测算基于统计局公布的 2020 年投入产出表。

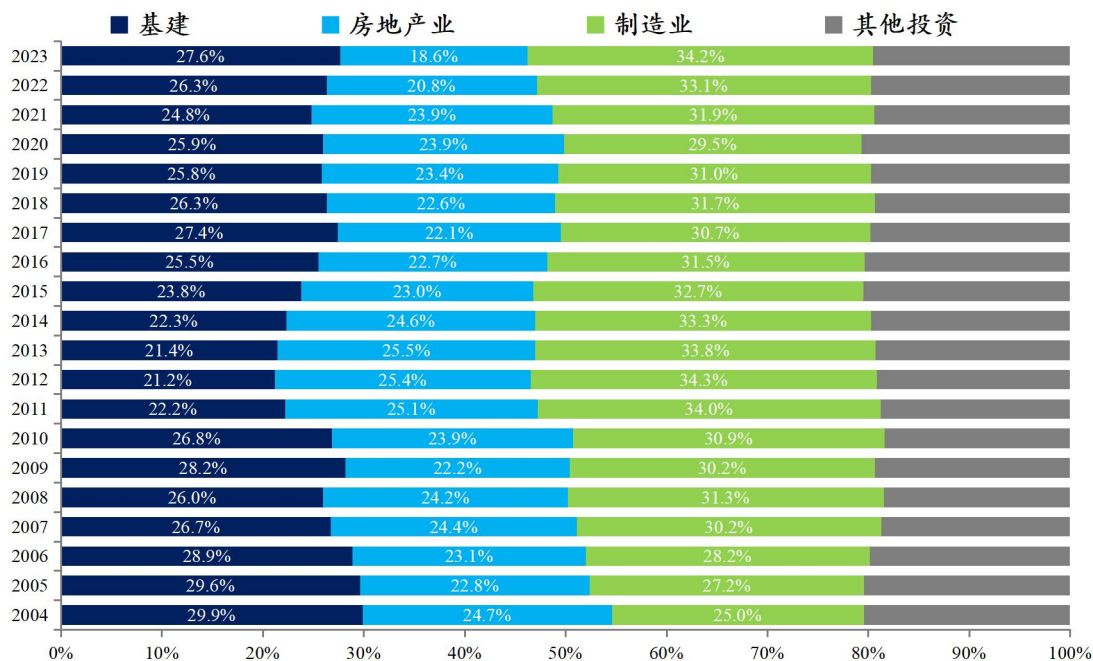
3.1.2、在投资方面

房地产投资是固定资产投资的重要组成部分，最终形成固定资产形成总额来带动经济。

固定资产投资是反映投资规模、结构和发展速度的综合性指标。从广义口径上是由固定资产投资（不含农户）和农户固定资产投资两部分组成，从狭义口径上一般指固定资产投资（不含农户），包括计划总投资 500 万元以上的固定资产投资及所有房地产开发项目投资两个部分。

房地产业投资是固定资产投资的重要组成部分。固定资产投资主要由房地产业、基建和制造业投资组成，2015-2023 年三者占固定资产投资的比重平均值为 80.1%。其中，这期间房地产业投资占固定资产投资的平均比重为 22.3%。

图 8：我国固定资产投资的组成结构



资料来源：Wind，国海证券研究所

房地产业固定资产投资完成额与房地产开发投资有区别。固定资产投资中的房地产业是按照国民经济行业分类标准划分的一个行业，不仅涉及房地产开发经营，还包括物业管理、房地产中介服务、自有房地产经营活动和其他房地产业生产活动，2011年起统计起点提高到500万元；房地产开发投资统计范围覆盖全部房地产开发企业，由开发企业统计人员上报，不设统计起点。

资本形成总额是反映投资需求的经济指标，包括固定资本形成总额和存货变动两部分。其中固定资本形成总额占绝大部分比重，2015-2023年固定资本形成总额占资本形成总额的比重平均值为97.7%。固定资本形成总额则是支出法GDP的组成部分，是拉动经济的“三驾马车”之一，2015-2023年固定资本形成总额占支出法GDP的比重平均值为42.1%。

固定资产投资是计算固定资本形成总额的重要基础资料。基本计算方法为：固定资本形成 = 固定资产投资 - (土地购置费、旧建筑物和旧设备购置费) + 500万元以下建设项目的固定资产投资 + 矿藏勘探、计算机软件等无形固定资产投资 + 商品房销售增值。从公式上看，两者既有交集也有区别，**最主要的区别体现在统计范围上。**一是投资500万元以下建设项目完成的投资不计入固定资产投资中，但包含在固定资本形成总额中。二是固定资产投资包括土地购置费、旧建筑物和旧设备购置费，但计算固定资本形成总额中需要扣除。

客观认识房地产开发投资对经济增长的贡献。正因为土地购置费不计入固定资本形成总额，因此在计算房地产开发投资对GDP增长的贡献率时，要剔除土地购置费，否则会错误估计房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法GDP比重。从推算结果看，2002-2009年，房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法GDP的比重稳定在7.1%左右；2010年开始这一比重有所上升，

2011-2013 年均值为 7.6%；随后 2014-2023 年这一比重呈下降态势，但 2019-2021 三年略有回升。

表 6: 房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法 GDP 的比重推算

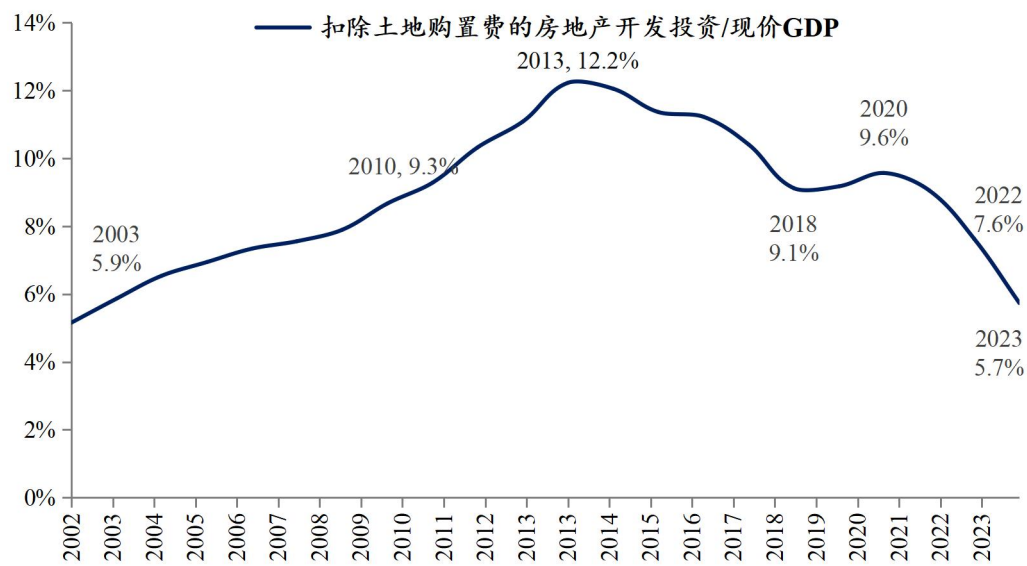
指标名称	房地产开发投资 (亿元)	土地购置费 (亿元)	固定资产投资 (亿元)	GDP:支出法 (亿元)	固定资本形成总额 (亿元)	扣除土地购置费的房地产开发投资/固定资产投资	固定资本形成总额/支出法 GDP	扣除土地购置费的房地产开发投资形成的固定资本形成总额/支出法 GDP
公式	A	B	C	D	E	$F=(A-B)/(C-B)$	$G=E/D$	$H=F*G$
2002	7736	1459	32942	121327	42672	19.9%	35.2%	7.0%
2003	10106	2046	42643	137147	52574	19.9%	38.3%	7.6%
2004	13158	2574	58620	161356	63975	18.9%	39.6%	7.5%
2005	15909	2904	75096	187658	73852	18.0%	39.4%	7.1%
2006	19423	3318	93472	219598	84979	17.9%	38.7%	6.9%
2007	25289	4873	117414	270499	102345	18.1%	37.8%	6.9%
2008	31203	5996	148167	318068	124701	17.7%	39.2%	7.0%
2009	36242	6024	194139	347650	152691	16.1%	43.9%	7.1%
2010	48259	10000	241415	408505	181041	16.5%	44.3%	7.3%
2011	61797	11413	301933	484109	214017	17.3%	44.2%	7.7%
2012	71804	12100	364835	539040	238321	16.9%	44.2%	7.5%
2013	86013	13502	436528	596344	263980	17.1%	44.3%	7.6%
2014	95036	17459	502005	646548	282242	16.0%	43.7%	7.0%
2015	95979	17675	551590	692094	289970	14.7%	41.9%	6.1%
2016	102581	18779	596501	745981	310145	14.5%	41.6%	6.0%
2017	109799	23169	631684	828983	348300	14.2%	42.0%	6.0%
2018	120264	36387	668953	915774	393848	13.3%	43.0%	5.7%
2019	132194	41675	705077	990708	422451	13.6%	42.6%	5.8%
2020	141443	44452	725524	1025628	430625	14.2%	42.0%	6.0%
2021	147602	43505	761075	1145283	482119	14.5%	42.1%	6.1%
2022	132895	41030	799890	1205017	507958	12.1%	42.2%	5.1%
2023	110913	38617	823886	1258647	521112	9.2%	41.4%	3.8%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 2018 年开始固定资产投资值按各细分行业同比增速推算值加和

从扣除土地购置费的房地产开发投资与 GDP 比值看，从 2002 年持续增加至 2013 年 12.2% 的最高值，随后缓慢回落至 2018 年的 9.1%，2019、2020 年有所反弹，但近两年降低较快，2022 年这一比值已降至 7.6%，2023 年进一步降至 5.7%，回到 2003 年左右的水平。

图 9：扣除土地购置费的房地产开发投资与 GDP 的比值变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.1.3、在消费方面

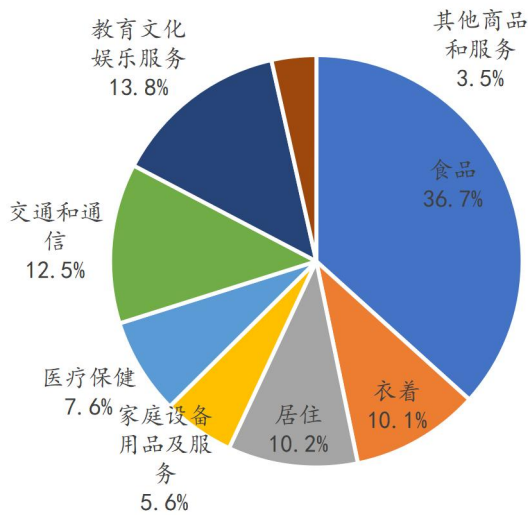
房地产业直接带动居住类消费支出，包括房租、住房维修管理费、水电煤气费用和自有住房虚拟支出。

房地产推动居民住房消费实现了多层次升级。衣食住行是居民基本生存需求，在消费中优先满足。2005 至 2023 年，我国城镇居民用于吃、穿、用的人均支出由 4161.4 元升至 13285.0 元，占比由 52.4% 下降至 40.3%，下降了 12.1 个百分点；而城镇居民用于居住的人均支出由 808.7 元升至 7822.0 元，占比从 10.2% 上升至 23.7%，提高了 13.5 个百分点。住房消费是居民消费升级的重要内容。

一是带动居民购房观念升级。1998 年前买公房，解决“有房住”的问题，此时消费者的观念是有房就行，多数公房没有成熟规范的小区。1998 年后买带小区的商品房，实现对便民化居住服务的需求。物业管理行业也从无到有、逐渐发展成熟。进入 21 世纪购买品质住宅，对园林绿化、建材品质、一体化装修、绿色智能化水平等提出更高要求，追求更有视野更有品质的生活理念，实现“住好房”。

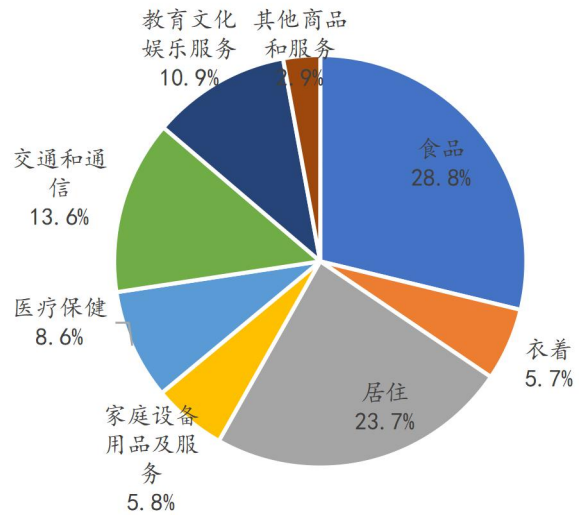
二是促进居民住房消费区域升级。居民住房消费在城市之间，由低能级城市向高能级城市升级，由中小城镇向区域内核心城市和城市群都市圈升级；在城市内，由老区旧宅向新区新房升级。

图 10: 2005 年城镇居民消费支出构成



资料来源: Wind, 国海证券研究所

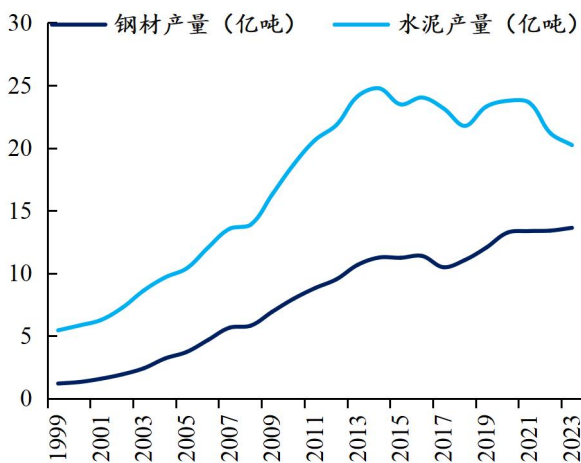
图 11: 2023 年城镇居民消费支出构成



资料来源: Wind, 国海证券研究所

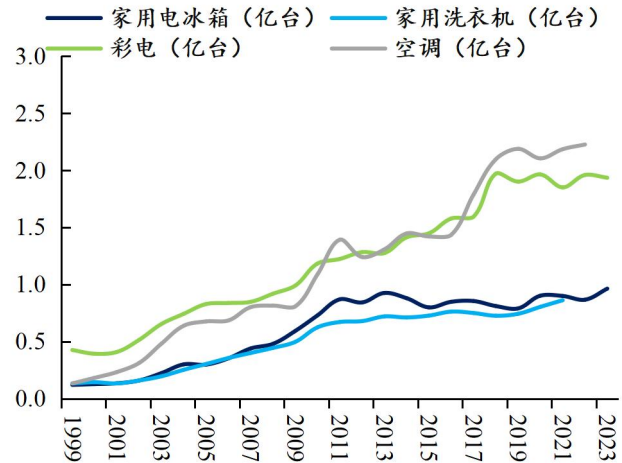
同时, 房地产有力带动了建筑建材、家电家具等上下游产品消费。商品房销售催生了建材装饰以及家用电器等上下游产品购置需求, 1999 以来, 商品房销售面积由 1.3 亿平方米增长至 2021 年的最高值 17.9 亿平方米, 2023 年为 11.2 亿平方米, 带动水泥和钢材总产量由 1999 年的 6.6 亿吨增长至 2020 年的最高值 37.0 亿吨, 2023 年为 33.9 亿吨; 带动家用电冰箱、洗衣机、彩电和空调总产量由 1999 年的 0.8 亿台增长至 2021 年的 5.8 亿台。

图 12: 钢材水泥产量



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 家用电冰箱、洗衣机、彩电和空调产量



资料来源: Wind, 国海证券研究所

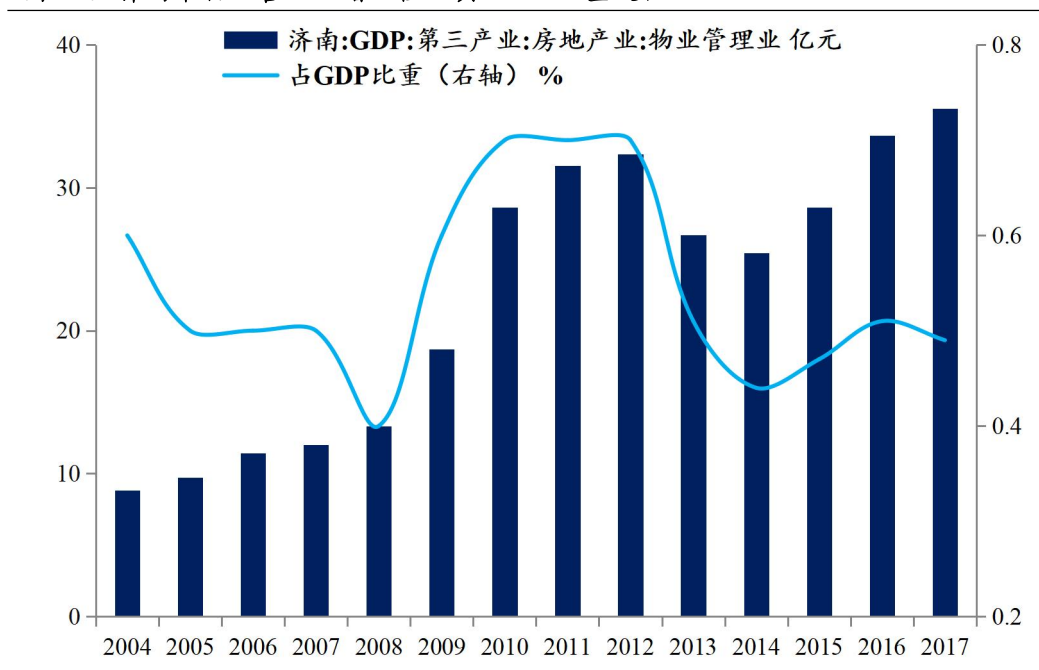
3.2、与国际相比, 在物管、中介和居民自有住房服务等 方面具有较大潜力空间

与典型发达国家相比, 我国房地产业在物业管理、中介服务和居民自有住房服务等方面对经济的贡献率显著偏低, 有较大提升空间。

3.2.1、对于物管、中介等房地产服务活动

在物业管理方面，当前物管对经济贡献相对较低。以石家庄为例，2018 年物业管理业增加值仅为 20.4 亿元，占全市 GDP 的 0.4%。再如济南、大连，2017 年物业管理业增加值分别为 35.6、23.9 亿元，分别在全市 GDP 中占比为 0.5%、0.3%。

图 14：济南市物业管理业增加值及其 GDP 比重变化



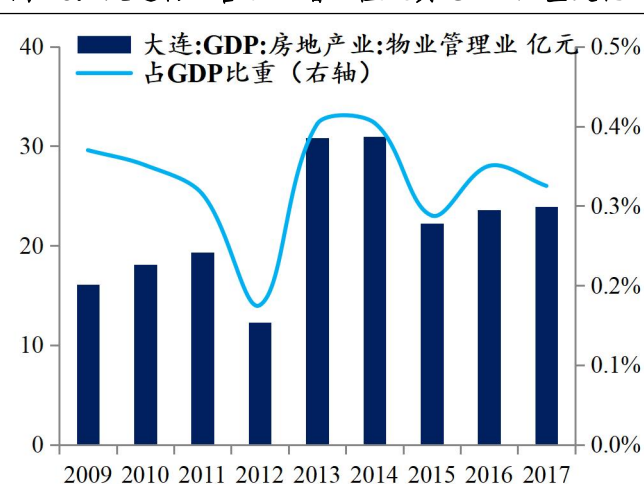
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 15：石家庄物业管理业增加值及其 GDP 比重变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

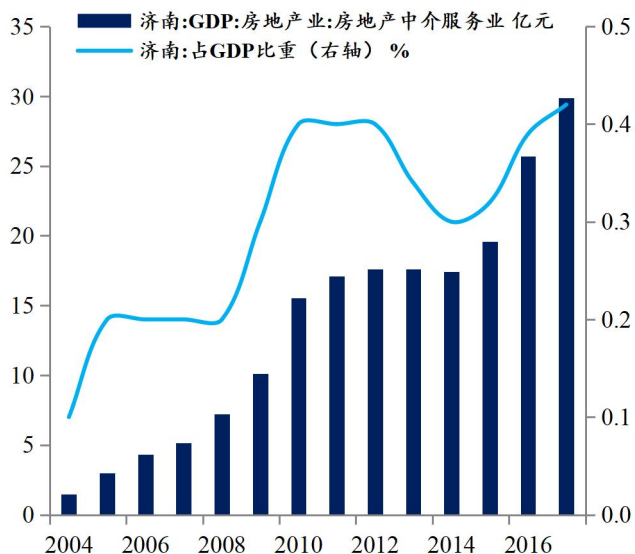
图 16：大连物业管理业增加值及其 GDP 比重变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

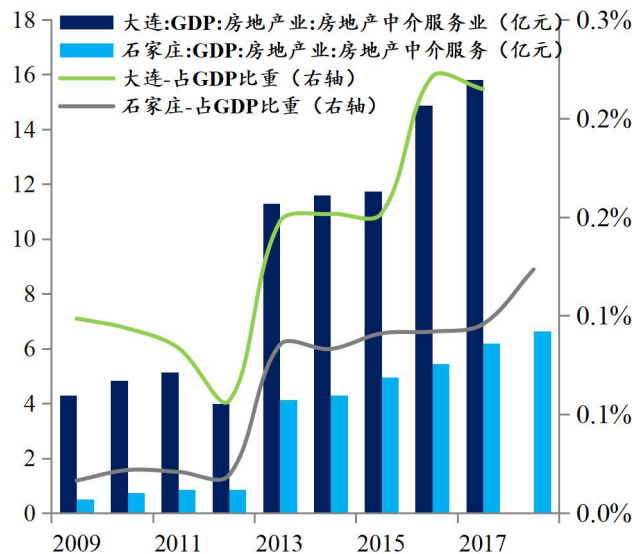
在房地产中介服务方面，目前房地产中介服务业增加值对经济贡献不高。以济南、大连、石家庄三市为例，2017 年的增加值分别为 29.9、15.8、6.2 亿元，分别占各市 GDP 的 0.4%、0.2%、0.1%。

图 17: 济南房地产中介服务业增加值及其 GDP 比重变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

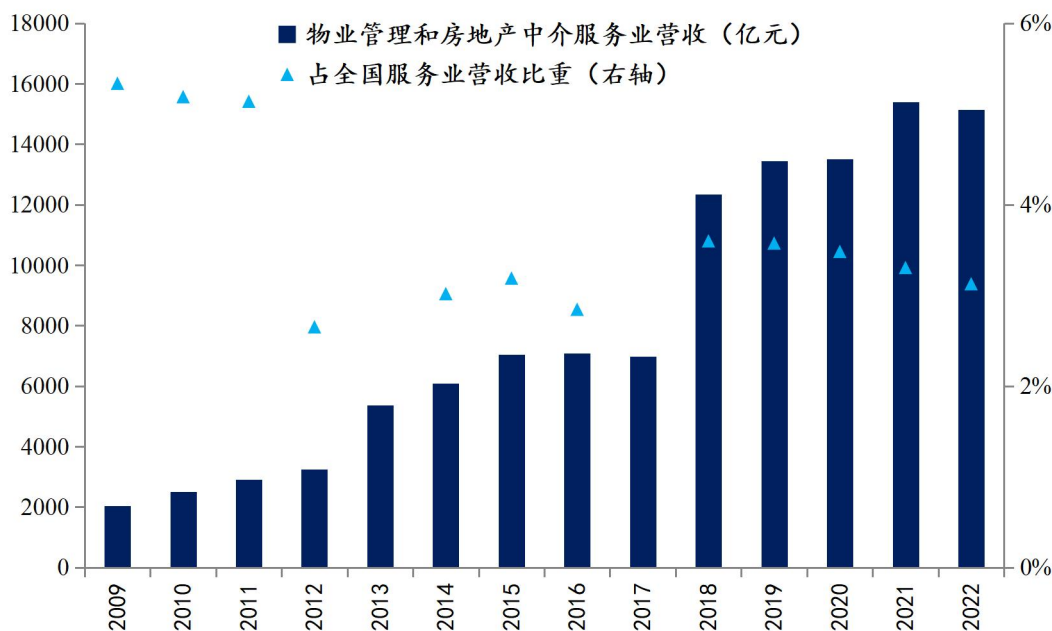
图 18: 大连和石家庄房地产中介服务业增加值及其 GDP 比重变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

从全国物业管理和房地产中介服务业营业收入看, 2022 年为 1.5 万亿元, 仅占全国服务业营收的 3.1%。

图 19: 中国物业管理和房地产中介服务业营业收入规模及占服务业营收比重



资料来源: Wind, 国海证券研究所

从国际对比看, 发达国家多进入住房存量阶段, 其物管、经纪与代理等房地产服务更为成熟, 经济贡献率更高。以英国为例, 2023 年基于收费或合同基础上进行的房地产服务活动增加值为 269.8 亿英镑, 占当年 GDP 的 1.0%。而我国房地产市场正处于存增并重阶段, 房地产服务活动增加值对经济贡献相对不高。以石家庄、大连市为例, 2017 年物业管理及房地产中介服务增加值在全市 GDP 中占比分别仅 0.3%、0.5%。

图 20: 英国基于收费或合同基础上进行的房地产服务活动增加值占 GDP 比重变化



资料来源: Wind, 英国统计局, 国海证券研究所

根据统计局七普数据, 全国基本已经实现人均一个房间, 全国家庭户人均住房间数由 2010 年的 1.0 间增加至 2020 年的 1.2 间。其中, 城镇家庭户由 0.9 间增加至 1.1 间; 城市由 0.9 间增加至 1.0 间。房地产市场供求关系已经改变, 大开发建设时代已经过去, 随着房地产市场中存量房占比逐步增加, 物业管理、中介等房地产服务活动对经济的贡献将更大。

3.2.2、对于居民自有住房服务

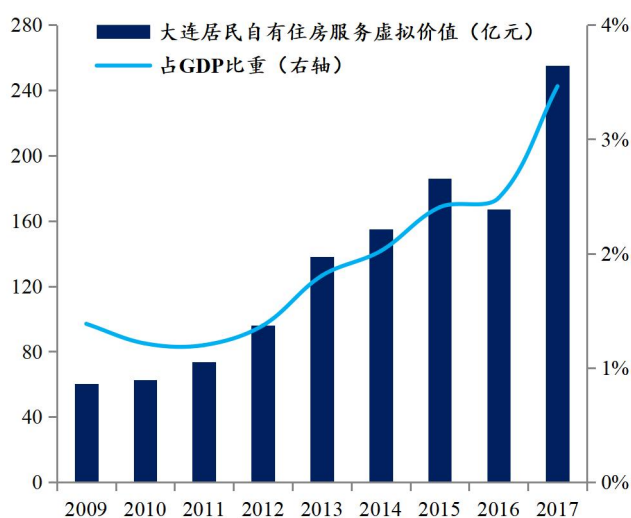
由于统计方法差异, 我国居民自有住房服务业增加值占 GDP 的比重与发达国家预计相差甚至超过 5 个百分点。以石家庄、大连为例, 2017 年居民自有住房服务增加值在全市 GDP 中占比仅 2.7%、3.5%。

图 21: 石家庄居民自有住房虚拟租金核算情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 大连居民自有住房虚拟租金核算情况

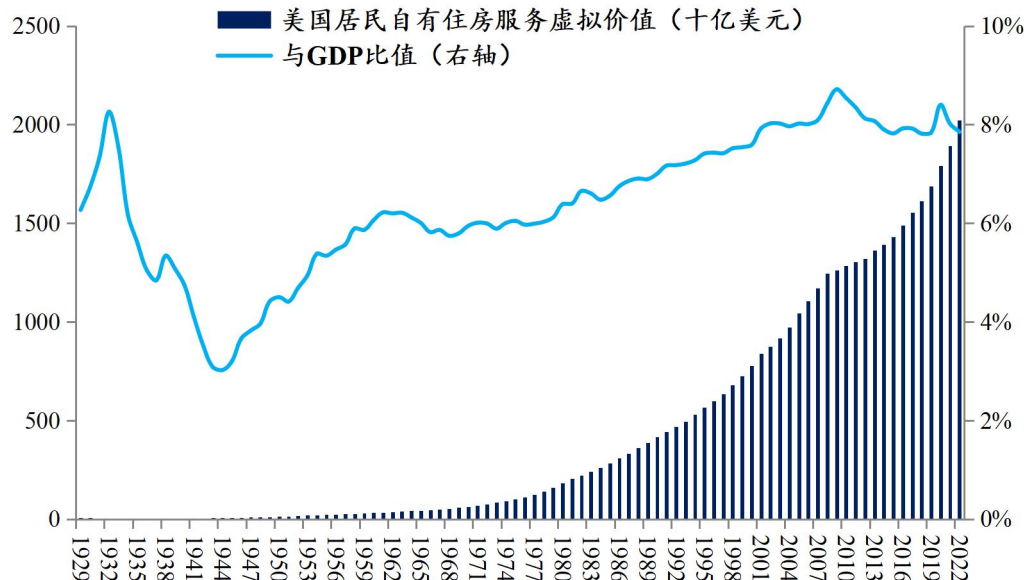


资料来源: Wind, 国海证券研究所

多数发达经济体按市场租金法计算其虚拟价值，即根据不同城市、不同区域、不同房屋类型等具体情况，以市场价为基础、以周边住房的租金为参考，虚拟计算居民自有住房服务而计入 GDP。从结果上看，发达国家虚拟租金对经济贡献大幅高于我国。

以美国为例，2022 年美国虚拟租金核算值 2.0 万亿美元，与 GDP 的比值为 7.9%。

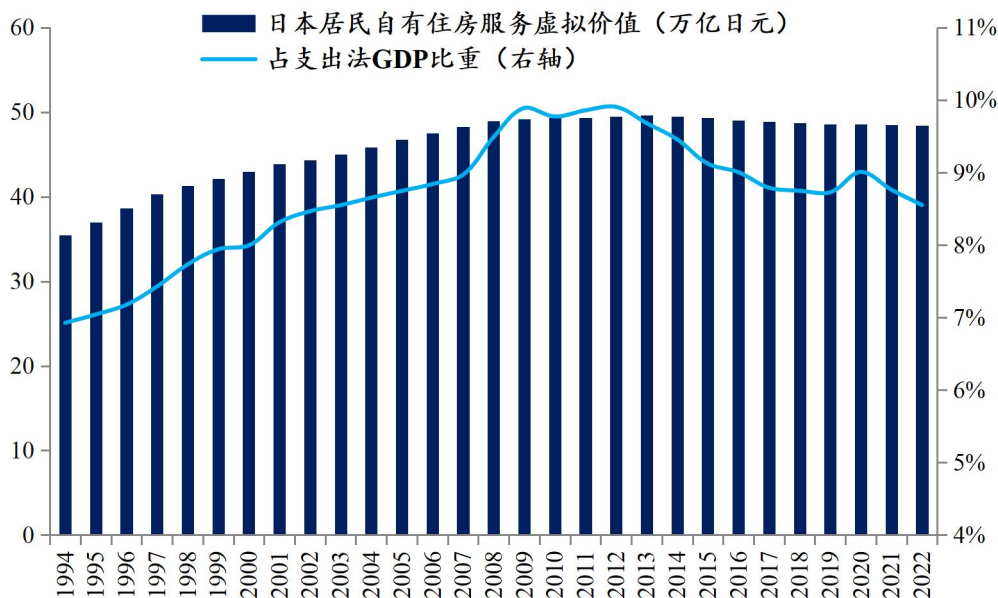
图 23：美国居民自有住房服务的虚拟价值及其与 GDP 比值变化



资料来源：Wind，圣路易斯美联储，国海证券研究所

再看日本，根据内阁府数据，2022 年日本居民自有住房服务的虚拟价值为 48.4 万亿日元，占支出法 GDP 的 8.5%；2013-2022 年居民自有住房服务虚拟价值平均值为 48.9 万亿日元，占 GDP 比重均值为 9.0%。

图 24：日本居民自有住房服务的虚拟价值及其占支出法 GDP 比重变化



资料来源：日本内阁府，国海证券研究所

如果调整核算制度，可继续使用成本法，调整固定资产折旧中“住房造价”为“住房市价”；或采用市场租金法，与多数发达经济体保持一致。无论采取哪种调整思路，居民自有住房服务虚拟价值都会有所增加，相应带动房地产业增加值、居民可支配收入和居民消费支出增加，进而提升第三产业的比重、居民可支配收入占国民可支配收入的比重和居民消费率，真实体现新模式下的房地产业对国民经济的贡献。

1998年房改至今的二十多年时间里，中国房地产市场经历了繁荣时代向理性时代的转变。在过去，房地产对经济的主要贡献在于大规模开发投资建设，依赖于增量扩张；展望未来，随着住房制度改革完善和行业新发展模式的逐步建立，房地产对经济的主要贡献将向存量运营服务转换，物业管理、房地产中介、居民自有住房服务等活动有望成为新的经济增长点。

4、风险提示

全球经济增速放缓带来的风险。据国际货币基金组织等机构预测，今后几年世界经济可能维持中低速增长，总体低于疫情前水平。

国内经济超预期波动风险。世界百年变局正在加速演进，俄乌冲突仍在持续，外需持续性、内需提振都存在不确定性。

产业政策不确定性风险。特定产业发展方向、成本、技术前沿等方面具有不确定性，政策因地制宜动态调整促进产业健康发展，同样具有不确定性。

国际贸易摩擦风险。单边主义、贸易保护主义抬头，经济全球化遭遇逆流。

地缘政治风险。国际政治纷争和军事冲突多点爆发，全球发展和安全形势错综复杂，乌克兰危机和加沙冲突延宕。

国际经验不具完全可比性等风险。国内国际在人口、文化、经济等方面有差异，并不完全一致，国际相关经验仅供参考。

【政策研究小组介绍】

夏磊，国海证券首席经济学家
易炜林，国海政策&地产分析师
庞欣，国海政策&地产分析师

【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。