

# 宏观经济专题研究

## 国内房地产中长期增长趋势与短期困境分析

### 核心观点

**中国房地产业现价 GDP 占比低于海外发达国家，后续仍有上升潜力。**我们将第三产业增加值金额作为交易费用的计量，第三产业增加值金额占比相当于达到相应产出规模时所投入“促成交易”相关成本的占比。房地产业 GDP 占比的经济含义也是如此。

经济规模越大，交易数量越多，交易成本就会越大，因此经济规模对房地产业 GDP 占比的影响应当很大。由于韩国、巴西的经济规模较小，因此在房地产业 GDP 占比方面与中国更可比的经济体应该是美国、英国、德国、日本。

2021 年中国房地产业现价 GDP 占比约为 6.8%，明显低于海外发达国家 11% 以上的占比水平，即使针对中国房地产业 GDP 中的自有住房虚拟租金进行再评估，当前中国房地产业现价 GDP 占比仍低于海外发达国家的水平，这意味着后续较长一段时间内中国房地产业 GDP 占比很可能会进一步上升，中国房地产业 GDP 同比增速平均来看仍会持续高于整体 GDP 同比增速。

**历史上国内房地产业 GDP 同比低于整体 GDP 同比均在经济下行期发生。**2021 年二季度至 2022 年一季度，国内房地产业现价 GDP 同比增速连续四个季度明显低于整体现价 GDP 增速，明显偏离上述分析的房地产业中长期增长趋势。

1998 年以来中国历史上出现的 5 次房地产业 GDP 同比持续低于整体 GDP 同比情形的共同特征：在此期间现价 GDP 同比增速均处于下行趋势中。

考虑到现价 GDP 同比与居民的名义收入增速密切相关，因此这个现象背后的经济逻辑可能是：现价 GDP 同比增速持续下行带动居民收入增速放缓，而居民收入增速的放缓会显著影响居民购房需求从而明显降低国内房地产业 GDP 增长速度。

**第三产业增速放缓与需求调控或是当前国内房地产业陷入短期困境的重要因素。**2014 年以后第三产业成为国内新增就业人口主要去处，因此新增房地产刚性需求主要来自第三产业就业人员。2020 年爆发新冠疫情后第三产业持续低迷，特别是 2021 年之后国内疫情持续反复，国内第三产业的修复持续被打断，这使得相关从业人员的就业与收入预期的不确定性增加，这无疑明显抑制了房地产刚性需求的增长。疫情爆发后，虽然第二产业增长非常快（以及部分第三产业），相关从业人员收入增长也比较多，但这些人员中潜在的房地产需求可能更多是投资和改善需求而非刚性需求，在投资和改善需求被房地产需求调控政策所限制的情况下，这些人员收入的上升无法很好地形成实质的购房需求，因此国内房地产需求与整体收入走势出现了罕见的反向运行态势。

**国内房地产业的短期困境或还与金融机构缩贷有关。**国内房地产业的短期困境可能还与金融机构缩贷有关。一个非常直接的证据是 2019 年以来国内个人住房贷款加权平均利率持续上升并持续高于整体贷款加权平均利率，而在 2018 年之前，国内是个人住房贷款加权平均利率均低于整体贷款加权平均利率。购房需求的回落没法带动个人住房贷款利率的上升，这很可能是金融机构缩贷导致相关贷款供不应求导致的。

**风险提示：**政策调整滞后，经济增速下滑。

### 经济研究 · 宏观专题

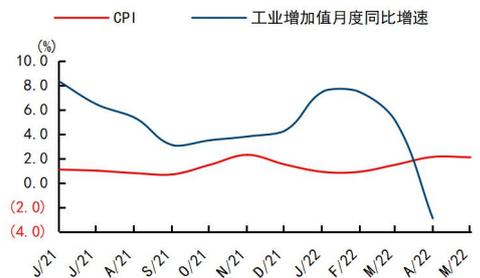
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	6.80
社零总额当月同比	-11.10
出口当月同比	16.90
M2	11.10

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济专题：农产品对 CPI 的影响与联动》——2022-04-11
- 《宏观经济专题研究-疫情冲击下 GDP 的再评估》——2022-03-28
- 《宏观专题：从“预期衰退”到“超预期复苏”》——2022-03-08
- 《宏观经济专题：2022 年一季度 GDP 增速 4.8%：冷暖分界线》——2022-02-21
- 《国信证券-宏观专题-商品市场的两个“异象”如何破局》——2022-02-16

## 内容目录

中国房地产业现价 GDP 占比明显低于海外发达国家.....	4
中国自有住房虚拟租金与房地产业 GDP 占比的再评估.....	7
历史上国内房地产业 GDP 同比低于整体 GDP 同比均在经济下行期发生.....	9
第三产业增速放缓与需求调控或是当前国内房地产业陷入短期困境的重要因素.....	10
国内房地产业的短期困境或还与金融机构缩贷有关.....	15
2022 年下半年国内房地产业现价 GDP 增速有望超过整体现价 GDP 增速.....	16
风险提示.....	16
免责声明.....	17

## 图表目录

图 1: 中国房地产业现价 GDP 占比与海外国家相比明显偏低.....	4
图 2: 中国与海外国家房地产业 GDP 占比走势一览.....	5
图 3: 2021 年海内外现价 GDP 规模一览.....	5
图 4: 当前中国人均 GDP 水平明显低于海外发达国家.....	6
图 5: 当前中国城镇化率也明显低于海外发达国家.....	7
图 6: 当前中国城镇化率低于 1994 年的日本, 也低于 2012-2019 年的美国.....	9
图 7: 中国与海外国家房地产业 GDP 占比一览.....	10
图 8: 中国 2021 年四季度现价 GDP 当季同比增速已开始企稳.....	11
图 9: 2014-2015 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	11
图 10: 2011-2013 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	11
图 11: 2007-2009 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	12
图 12: 2003-2006 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	12
图 13: 1998-2000 年房地产业 GDP 增速与整体 GDP 增速.....	12
图 14: 和疫情前 2019 年相比, 疫情后国内经济修复在结构上明显失衡.....	13
图 15: 2021 年四季度国内第二产业 GDP 增速止跌回升, 第三产业继续下行.....	13
图 16: 2014-2015 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 17: 2011-2012 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 18: 2007-2009 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 19: 2003-2006 年房地产业 GDP 增速与分产业 GDP 增速.....	14
图 20: 2014 年以来, 国内净新增就业人员基本都集中在第三产业.....	15
图 21: 2019 年以来, 国内个人住房贷款平均利率持续高于整体贷款平均利率.....	16

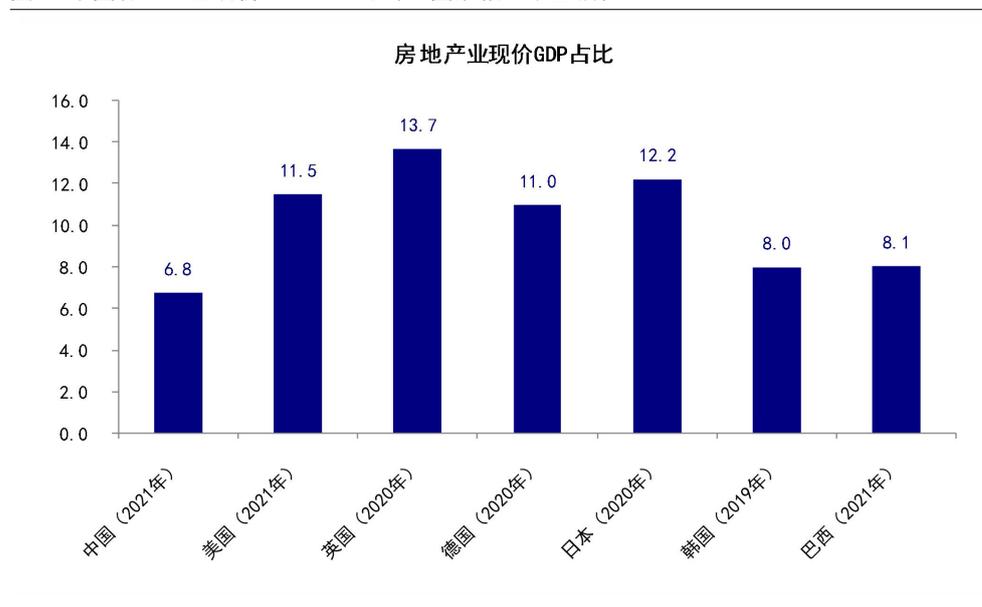
## 中国房地产业现价 GDP 占比明显低于海外发达国家

2021 年中国房地产业 GDP 占比约为 6.8%，而美国、英国、德国、日本、韩国、巴西的房地产业现价 GDP 占比分别为 11.5%、13.7%、11.0%、12.2%、8.0%、8.1%（2020 年和 2021 年有个别国家数据未公布，此处韩国是 2019 年，英国、德国、日本是 2020 年的数据），中国房地产业现价 GDP 占比明显低于海外国家。

从房地产业现价 GDP 占比走势来看，2000 年以来，美国、英国、德国、日本这几个国家的房地产业现价 GDP 占比一直维持在 10% 以上，韩国维持在 8% 左右，巴西从 10% 回落至 7% 左右后再上升至 8% 以上。

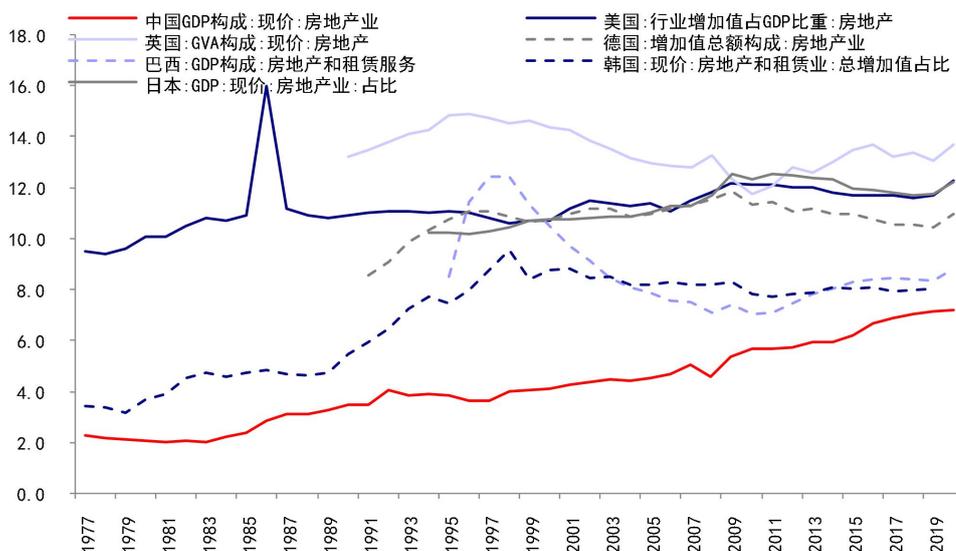
2000 年以来中国的房地产业现价 GDP 占比则呈现持续上升态势，2020 年达到 7.2%，2021 年回落至 6.8%。

图1：中国房地产业现价 GDP 占比与海外国家相比明显偏低



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：中国与海外国家房地产业 GDP 占比走势一览

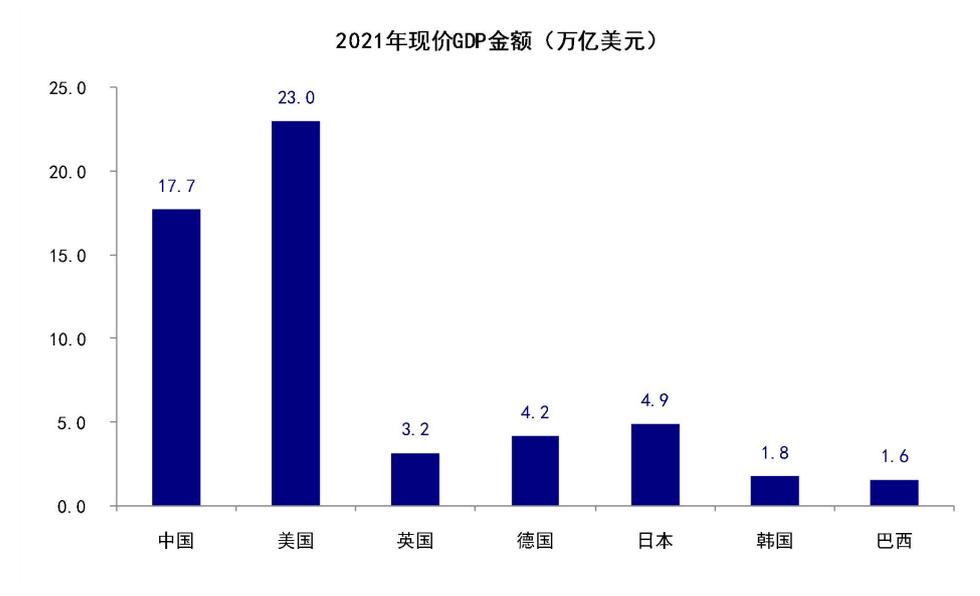


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

由于可以将第三产业增加值金额作为交易费用的计量（详见报告《国信证券-宏观经济专题：“十四五”产业发展背后的经济逻辑-20201120》），第三产业增加值金额占比相当于达到相应产出规模时所投入“促成交易”相关成本的占比。房地产业 GDP 占比的经济含义也是如此，房地产业 GDP 占比可用来衡量达到相应产出规模时房地产相关领域的交易成本占比大小。

经济规模越大，交易数量越多，交易成本就会越大，因此经济规模对房地产业 GDP 占比的影响应当很大。由于韩国、巴西的经济规模较小，因此在房地产业 GDP 占比方面与中国更可比的经济体应该是美国、英国、德国、日本。

图3：2021年海内外现价 GDP 规模一览



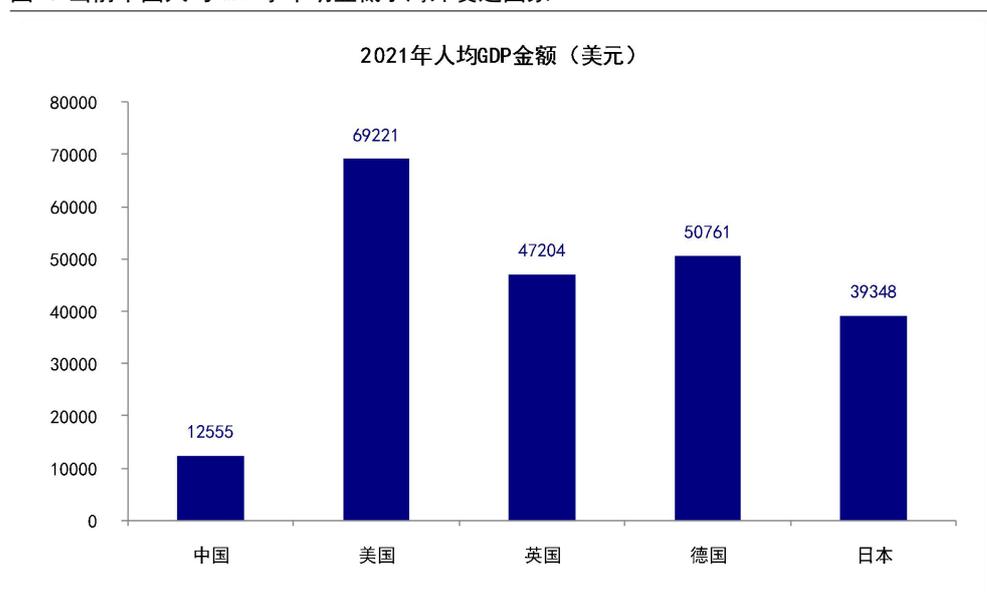
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

当前中国房地产业现价 GDP 占比在 7%左右，而美国、英国、德国、日本的房地产业现价 GDP 占比均在 11%以上，中国房地产业现价 GDP 占比明显偏低。

这并非不合理，因为房地产业现价 GDP 可衡量整个经济运转过程中房地产相关领域的交易费用，而交易费用无疑和交易数量和交易复杂程度相关，经济发展水平越高，交易复杂程度就越高，相关交易费用占比就会越高。当前中国经济发展水平仍明显低于海外发达国家，城镇化率也明显低于海外发达国家，因此我们可以推断当前中国国内房地产相关的交易费用占比也应当低于海外发达国家。

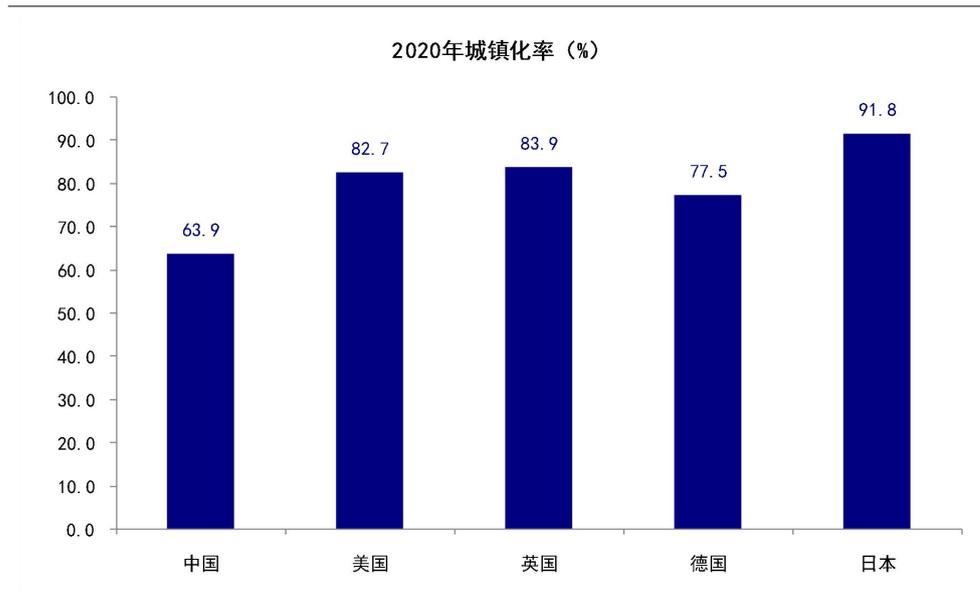
因此，若中国经济能继续稳健增长，经济发展水平持续上升，国内房地产业现价 GDP 占比将随之提高，在此情况下，未来较长一段时间内，中国房地产业 GDP 同比增速平均来看仍会持续高于整体 GDP 同比增速。

图4: 当前中国人均 GDP 水平明显低于海外发达国家



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图5: 当前中国城镇化率也明显低于海外发达国家



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 中国自有住房虚拟租金与房地产业 GDP 占比的再评估

值得注意的是, 不管是中国还是海外其他国家, 房地产业 GDP 都包含了自有住房虚拟租金 (或自有住房服务增加值), 但海外国家和中国自有住房虚拟租金的计算方法有所不同, 海外一般采用租金法, 中国采用成本法。

我们参考了《世界主要经济体自有住房服务核算主要方法及实践》(国家统计局国际统计信息中心, 吕璐、张旭, 2022 年) 中的数据, 2012-2019 年美国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例稳定在 64%-68% 之间, 平均值约为 66%; 1994-2003 年日本自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例从 69% 上升至 85% 左右, 2009-2011 年日本自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例则稳定在 79%-81% 之间。

由此可见, 自有住房虚拟租金在海外发达国家的房地产业 GDP 统计中非常重要, 占比非常高。

中国国内的自有住房虚拟租金数据鲜有公布, 但在《中国国内生产总值核算历史资料 (1952-2004)》中“第一次全国经济普查年度 (2004 年) 分行业增加值及构成”部分披露过。

根据 2004 年披露的数据, 中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 的比例约为 56%, 该比例虽然低于美国和日本, 但绝对数值并不小。

由于采用成本法很可能低估自有住房虚拟租金, 因此我们想针对中国的自有住房虚拟租金做一个再评估: 评估中国若和美国、日本一样采用租金法统计的话, 中国国内自有住房虚拟租金可以提升多大幅度。

房地产业 GDP 不仅包含自有住房虚拟租金, 也包含房地产开发增加值等内容, 其

中自有住房虚拟租金主要与存量房产数量和自有住房比例相关。由于城镇化率越高，存量房产数量就会越多，自有住房比例也应当越高，因此房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金的占比应该与城镇化率呈现正相关关系：城镇化率越高，房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金的占比就会越高。

2004 年中国的城镇化率水平仅约为 41%，而 1994 年的日本城镇化率已高达 78%，2012 年的美国城镇化率水平已高达 81%，因此 2004 年中国自有住房虚拟租金比例低于 1994 年的日本和 2012 年的美国是很符合经济逻辑的。

2021 年中国采用成本法，其房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金数据并未公布，但我们认为不管采用成本法还是租金法，房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金占比与城镇化率的正相关关系应当是大致成立的，因此 2021 年成本法下中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例很可能不会低于 2004 年的 56%。

为了尽量不低估国内自有住房虚拟租金，我们假设 2021 年成本法下中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 比例持平 2004 年 56% 的水平而不是高于 2004 年的水平。

考虑到 2021 年中国的城镇化率水平仍明显低于 1990 年之后的美国和日本，因此 2021 年中国即使采用租金法，其房地产业 GDP 中自有住房虚拟租金占比大概率仍低于 1994 年日本的 69% 和 2012 年美国的 65%。

同样为了尽量不低估国内自有住房虚拟租金，我们进行如下假设测算：（1）若 2021 年中国自有住房虚拟租金采用租金法评估，中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 的比例可以从 56% 提升至 65%，与 2012 年的美国相仿，可测算得到中国自有住房虚拟租金采用租金法会比成本法提高约 46%；（2）若 2021 年中国自有住房虚拟租金采用租金法评估，中国自有住房虚拟租金占房地产业现价 GDP 的比例可以从 56% 提升至 70%，与 1994 年的日本相仿，可测算得到中国自有住房虚拟租金采用租金法会比成本法提高约 82%。

因此我们可以进一步测算得到：若参考美国，2021 年采用租金法后中国房地产业现价 GDP 占整体现价 GDP 的比例会从 6.8% 抬升至 8.4%；若参考日本，2021 年采用租金法后中国房地产业现价 GDP 占整体现价 GDP 的比例会从 6.8% 抬升至 9.6%。但不管参考美国还是日本，2021 年中国房地产业现价 GDP 占整体现价 GDP 的比例仍低于海外发达国家 11% 以上的水平。

因此，即使采用租金法，未来中国房地产业 GDP 占比仍很可能继续提升，未来较长时间内中国房地产业 GDP 同比增速平均来看仍会持续高于整体 GDP 同比增速的结论不变。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_43017](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43017)

