

总量研究

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业

——流动性洞见系列七

要点

核心观点：住房市场化改革以来，房地产行业经过近 30 年的蓬勃发展，已经成为影响和拉动经济增长的核心产业链。根据 2020 年投入产出表的投入产出关系测算，2016 年—2020 年，广义房地产部门年均拉动约占 GDP 22.9% 的增加值产出，年均拉动不变价 GDP 增速 1.2 个百分点，创造的相关信贷占信贷余额的 39.1%，年均拉动信贷增速 6.7 个百分点，拉动了约 11.4% 的城镇非私就业。

考虑到房地产产业链在经济结构中仍有举足轻重的作用，因而，在经济结构转型的过程中，针对房地产行业的调整，“以稳为主，渐进优化”则显得尤为重要。2020 年 8 月以来，针对房地产领域融资端的调控，已经明显弱化了一些潜在风险。预计房地产领域的后续政策调控仍将坚持“房住不炒”的主基调，但会更加注重支持刚性和改善性住房需求，房地产行业有望在供需两端迎来更大范围的因城施策”式放松。

经济：广义房地产部门约能拉动 1.2pct 的经济增速

根据 2020 年国家投入产出表，2016 年至 2020 年，广义房地产部门直接创造的增加值年均约 7.9 万亿元，年均拉动不变价 GDP 增速约 0.5 个百分点；通过对产业链上、下游行业的涟漪效应，间接创造的增加值年均约 11.2 万亿元，年均拉动不变价 GDP 增速约 0.7 个百分点。因而，广义房地产部门综合创造的增加值年均约 19.1 万亿元，占不变价 GDP 的比重约为 22.9%，年均拉动不变价 GDP 增速约 1.2 个百分点，对不变价 GDP 增速的综合贡献率达 20.9%。

信贷：广义房地产部门约能拉动 6.7pct 的信贷增速

2021 年末房地产贷款余额约占信贷余额的 27.1%。2016 年至 2020 年，房地产贷款增速平均高于国内信贷增速 5.9 个百分点，房地产部门年均新增贷款约占年均新增信贷的 38.2%。投入产出表视角下，2016 年至 2020 年，广义房地产部门直接和间接拉动的贷款余额约占信贷余额的 39.1%，年均拉动信贷增速 6.7 个百分点，对信贷增速的年均贡献率约为 51.8%。

就业：广义房地产部门对就业具有较强的吸纳弹性

广义房地产部门直接拉动的城镇非私营单位就业人数约为 1770 万人，间接拉动的就业人数约为 176 万人，合计约为 1945 万人，约占城镇非私营单位就业人数的 11.4%。另外，2011 年至 2020 年，广义房地产部门拉动的新增就业人数，年均约占当年城镇非私营单位新增就业人数的 20.8%。

涟漪：广义房地产部门低迷，约对一季度 GDP 增速形成了 1.4pct 的拖累

如果我们以 2016 年至 2019 年广义房地产部门的实际复合增速，作为广义房地产部门的潜在增速水平，则可以在 2021 年一季度广义房地产部门增加值的基础上，大概测算出 2022 年一季度广义房地产部门的潜在增加值。然后用潜在增加值减去实际增加值，作为 2022 年一季度广义房地产部门的缺口，进而通过 2020 年国家投入产出表测算出的拉动系数，测算出 2022 年一季度 GDP 的缺口。GDP 缺口与 2021 年一季度实际 GDP 的比值，便是由于广义房地产部门萎缩，所带来的实际 GDP 损失。

风险提示：经济结构的年度变动较大，行业间的 GDP 平减指数差异较大，较强的传导链条放大了测算误差。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebsecn.com

相关研报

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？——流动性洞见系列四（2022-01-25）

货币微松能为稳增长做些什么？——光大宏观周报（2022-01-16）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构——2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二（2021-09-02）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、房地产业链是国民经济的核心产业链	3
2、房地产部门约能拉动 1.2pct 的经济增速	5
3、房地产部门约能拉动 6.7pct 的信贷增速	9
4、房地产部门对就业具有较强的吸纳弹性.....	11
5、房地产部门约拖累 2022 年一季度 GDP 增速 1.4pct.....	12
6、风险提示.....	13

图目录

图 1：2011 年以来历次房地产调控，均在一定程度上去化了房地产行业的金融风险.....	3
图 2：房地产行业产业链涉及上下游 144 个行业	4
图 3：狭义和广义房地产部门在国内经济核算中的口径	6
图 4：广义房地产部门增加值占 GDP 的比重约在 9.5%左右	6
图 5：广义房地产部门对 GDP 增长的直接贡献率波动较大.....	6
图 6：广义房地产部门单位增加值对各行业增加值拉动效应的测算	7
图 7：广义房地产部门间接拉动 13.5%左右的不变价 GDP	8
图 8：广义房地产部门对 GDP 增速的间接贡献率约在 12.9%左右	8
图 9：广义房地产部门拉动的综合增加值约占 GDP 的 22.9%.....	8
图 10：广义房地产部门年均拉动 GDP 增速 1.2 个百分点	8
图 11：2021 年房地产行业贷款余额约占国内信贷的 27.1%.....	9
图 12：房地产贷款与国内信贷余额增速差走阔	9
图 13：2021 年房地产行业新增贷款约占国内新增信贷的 28%.....	10
图 14：房地产行业综合创造的贷款余额约占 39.1%	10
图 15：房地产行业对信贷增速的综合拉动约为 6.7 个百分点	10
图 16：房地产行业直接拉动了 10.6%的城镇非私营单位就业.....	11
图 17：2020 年房地产行业综合拉动的就业人数约占 11.4%.....	12
图 18：2011 年至 2020 年，房地产业新增就业约占 20.8%	12
图 19：广义房地产部门今年一季度约拖累 GDP 增速 1.4 个百分点	12

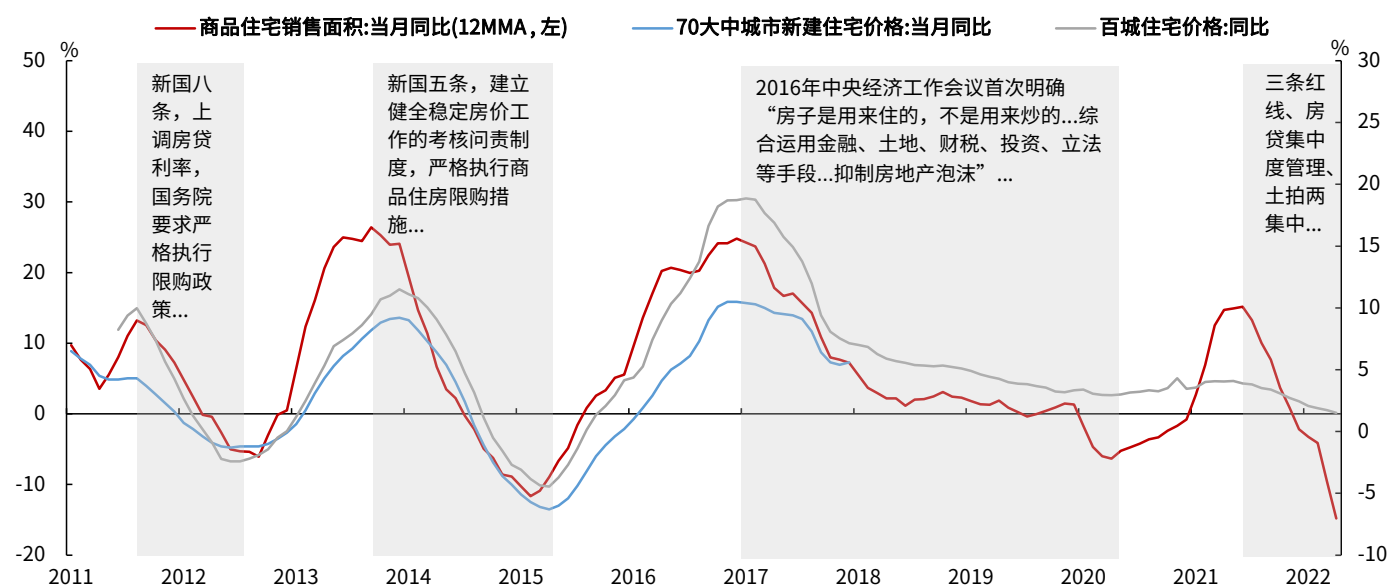
1、房地产产业链是国民经济的核心产业链

作为国民经济的支柱产业，房地产开发链条涵盖拿地、施工、销售、竣工、交房、装修和配套服务等 7 个主要环节，涉及 144 个上、下游行业。2022 年 4 月政治局会议要求“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展”，房地产行业预计将会迎来更多支持性政策，继续在促进国民经济增长方面发挥积极作用。

2020 年疫情期间，连续降准、降息下充裕的流动性环境，带来了房地产市场的非理性繁荣，期间，上海商品住宅成交均价由 2020 年 1 月的 5.4 万元/平方米，上涨至 2020 年 5 月的 6.3 万元/平方米。另外，深圳等区域甚至出现了多起经营贷违规流入楼市的违规事件，房地产市场的异常迅速引起了政策监管层的警觉，房地产调控再次转向紧缩。

2020 年 8 月，央行等部委联合出台了重点房地产企业资金监测和融资管理规则（三线四档），年底又推出了对商业银行信贷占比做出明确规定的“房贷集中度管理”，大幅提升了房地产行业的融资难度，致使房地产行业持续多年的“高负债、高杠杆、高周转”模式受到挑战。同时，监管机构还针对居民端，开启了严厉打击经营贷违规入市，以及各地开始陆续收紧限购限贷措施。随着该轮房地产调控的迅速升温，房地产行业的各项指标开始降温，房地产行业前期所积累的金融风险明显去化。

图 1：2011 年以来历次房地产调控，均在一定程度上去化了房地产行业的金融风险



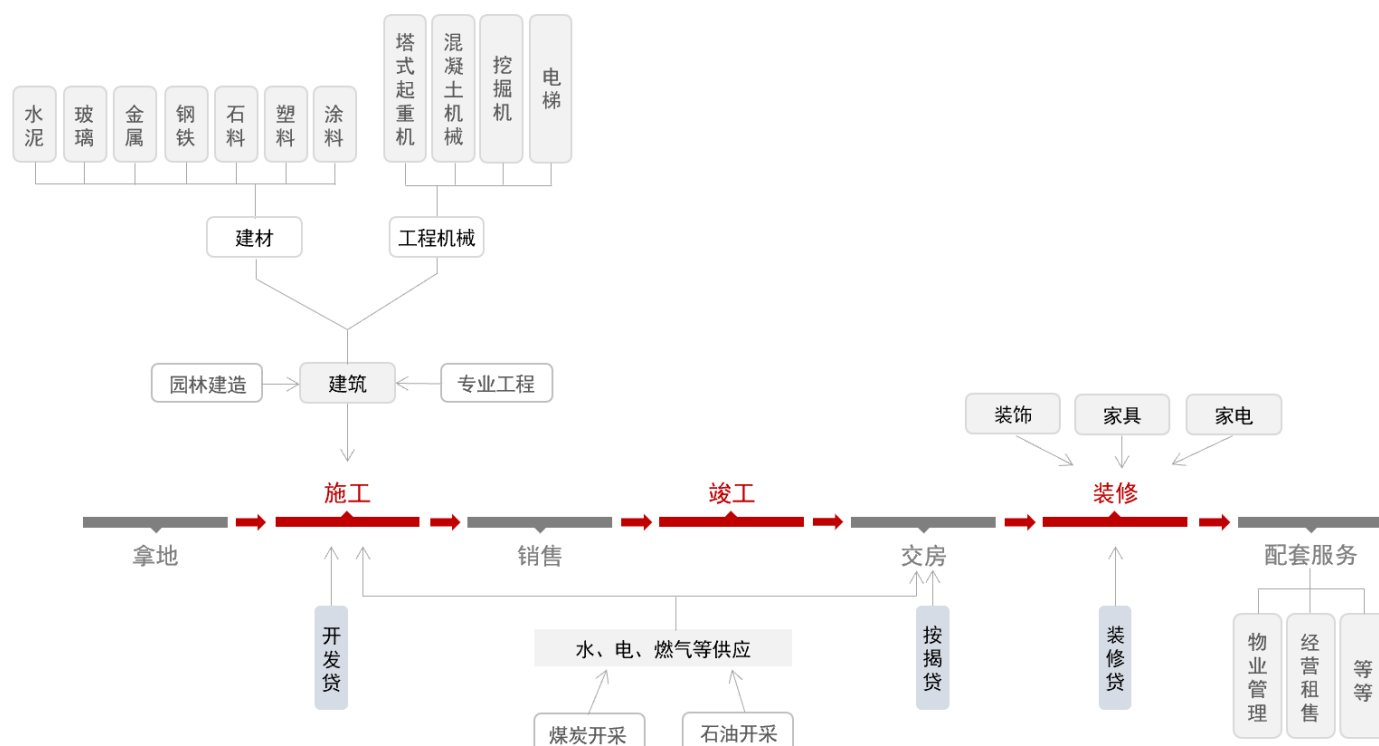
资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 4 月

房地产行业作为国民经济的支柱行业，产业链景气度的持续下行，在去化金融风险的同时，也会对产业链上、下游行业产生明显影响。从房地产行业的开发链条来看，可以分为拿地、施工、销售、竣工、交房、装修和配套服务 7 个主要环节。其中，施工环节对上游原材料和工程机械的依赖程度较高，会明显带动水泥制品、

玻璃制品、金属制品以及各类工程机械等行业的增加值产出；装修环节则对装修、家具和家电等下游行业的依赖程度较高；而基本全部环节均对货币金融和其他金融服务具有明显的依赖效应。如果我们按照 2020 年国家投入产出表的行业分类及投入产出关系来看，房地产行业全产业链一共涉及上、下游 144 个行业。

图 2：房地产行业产业链涉及上下游 144 个行业



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

4 月政治局会议释放积极信号，更大范围因地制宜的房地产调控放松正在路上。4 月政治局会会议提出，要坚持房住不炒，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。与去年 12 月的中央经济工作会议定调“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”相比，会议强调要“各地要从实际出发”，赋予了各地房地产调控政策更大的自主性，表明目前的房地产调控在城市范围和政策力度上仍有发力空间。

那么，房地产行业的进一步放松，会对国内经济增长、信贷融资和城镇就业产生多大的影响呢？

2、房地产部门约能拉动 1.2pct 的经济增速

根据 2020 年国家投入产出表，2016 年至 2020 年，广义房地产部门直接创造的增加值年均约 7.9 万亿元，年均拉动不变价 GDP 增速约 0.5 个百分点；通过对产业链上、下游行业的涟漪效应，间接创造的增加值年均约 11.2 万亿元，年均拉动不变价 GDP 增速约 0.7 个百分点。因而，广义房地产部门综合创造的增加值年均约 19.1 万亿元，占不变价 GDP 的比重约为 22.9%，年均拉动不变价 GDP 增速约 1.2 个百分点，对不变价 GDP 增速的综合贡献率达 20.9%。

我们先来探讨一下，房地产业对国内经济增长的综合影响有多大？为了回答这个问题，我们将房地产业对国内经济增长的综合影响拆分成两个部分，第一个部分是直接影响，也就是，房地产业本身所直接产生的增加值，在国内经济中的占比以及对国内经济增长的拉动效应；第二个部门是间接影响，也就是，房地产业通过对上、下游产业链的拉动对国内经济增长的间接作用。在这里，我们选择在生产法的视角下，借助 2020 年国家投入产出表，对这两个部分进行量化测算。

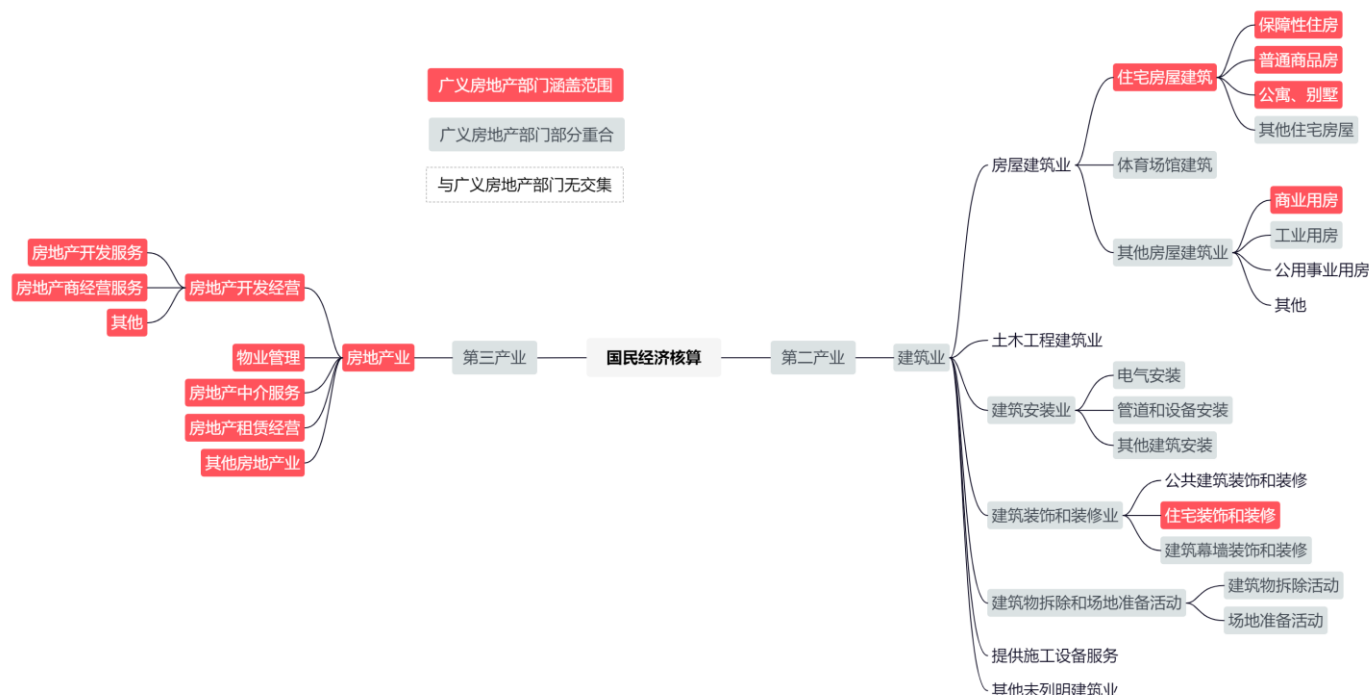
首先，我们先来测算一下，房地产业本身对国内经济增长的直接拉动作用。在 2020 年国家投入产出表中，国内经济核算被拆分成了 153 个经济部门。其中，有一个部门就是房地产部门(部门代码：70129)，但是这个房地产部门的核算口径仅仅包含房地产开发经营、物业管理、房地产中介服务、房地产租赁经营以及其他房地产业等 5 个经济子部门。也就是说，生产法下房地产部门的核算，更多倾向于核算第三产业中房地产业所产生的增加值，而房屋主体工程的施工活动、建筑物内各种设备的安装活动、施工中的线路敷设和管道安装活动，以及建筑工程后期的装饰、装修、维护和清理活动，这些与房地产开发投资相关活动产生的增加值，则都被纳入建筑业部门进行核算。

为了更贴合我们日常生活和投资研究中对于房地产业的理解，我们不妨将生产法核算的房地产部门定义为狭义房地产部门，将在房地产部门(部门代码：70129)基础上，再纳入与房地产开发投资活动相关的建筑业子部门，定义为广义房地产部门。同时，考虑到接下来的测算全部基于 2020 年国家投入产出表，因而，对于广义房地产部门的构建，我们也以 2020 年国家投入产出表的部门分类为依据。广义房地产部门的具体涵盖范围，可以表达为下面所展示的公式：

$$\text{广义房地产部门}^1 = \text{房地产} + \text{住宅房屋建筑} + \text{体育场馆和其他房屋建筑} \times 70\% \\ + \text{建筑安装} \times 70\% + \text{建筑装饰、装修和其他建筑服务} \times 70\%$$

¹ 由于体育场馆和其他房屋建筑、建筑安装以及建筑装饰、装修和其他建筑服务部门的增加值，并非全部与广义房地产部门相关，因而，我们在此对其与广义房地产部门相关的部门进行了粗略估计，将其 70% 的增加值纳入广义房地产部门。

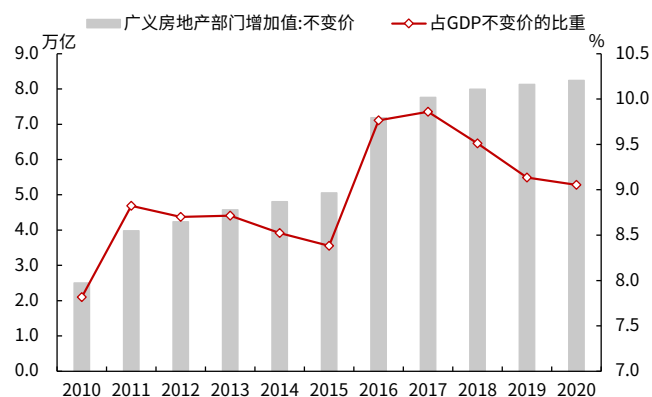
图 3：狭义和广义房地产部门在国内经济核算中的口径



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

在上述广义房地产部门的定义之下，结合 2010 年—2020 年国家投入产出表，我们便可以大概匡算出，广义房地产部门在国内经济中的占比，以及对国内经济增长的拉动作用。可以看到，2016 年-2020 年，广义房地产部门增加值占 GDP 比重的均值约在 9.5% 左右，对不变价 GDP 增速拉动的均值约为 0.5 个百分点，对不变价 GDP 增速的贡献率约为 8.0%。

图 4：广义房地产部门增加值占 GDP 的比重约在 9.5% 左右

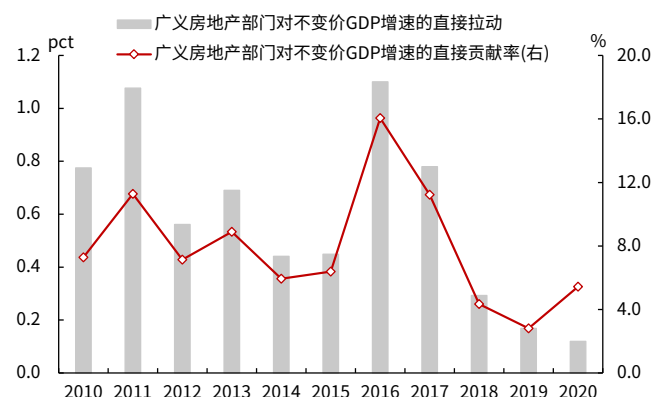


资料来源：国家统计局，光大证券研究所；

数据截至 2020 年

注：标题中数值的统计区间为 2016 年-2020 年，图 5/图 7-10 同

图 5：广义房地产部门对 GDP 增长的直接贡献率波动较大



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

数据截至 2020 年

其次，我们再来测算一下，广义房地产部门对国内经济增长的间接拉动作用。在 2020 年国家投入产出表中，国内经济核算被拆分成了 153 个经济部门，其中，有 118 个经济部门与广义房地产部门具有直接投入产出联系，有 144 个经济部门与广义房地产部门具有间接投入产出联系。为了计算广义房地产部门对国内经济增长的间接拉动作用，我们先通过 2020 年国家投入产出表，计算出广义房地产部门对这些产业链上、下游经济部门的拉动作用。

从测算结果来看，狭义房地产部门所创造的单位增加值，对金融业、租赁和商务服务业以及制造业部门的增加值拉动效应最为明显，分别为 0.14、0.04 和 0.03 个百分点；住宅建筑部门所创造的单位增加值，对制造业、农林牧渔业和批发零售业部门的增加值拉动效应最为明显，分别为 0.99、0.54 和 0.35 个百分点；体育和其他建筑部门所创造的单位增加值，对制造业、农林牧渔业和批发零售业部门的增加值拉动效应最为明显，分别为 0.84、0.50 和 0.30 个百分点；建筑安装部门所创造的单位增加值，对制造业、农林牧渔和科技地质勘探部门的增加值拉动效应最为明显，分别为 0.86、0.39 和 0.33 个百分点；装饰装修部门所创造的单位增加值，对制造业、农林牧渔业和批发零售业部门的增加值拉动效应最为明显，分别为 0.66、0.35 和 0.28 个百分点。

图 6：广义房地产部门单位增加值对各行业增加值拉动效应的测算

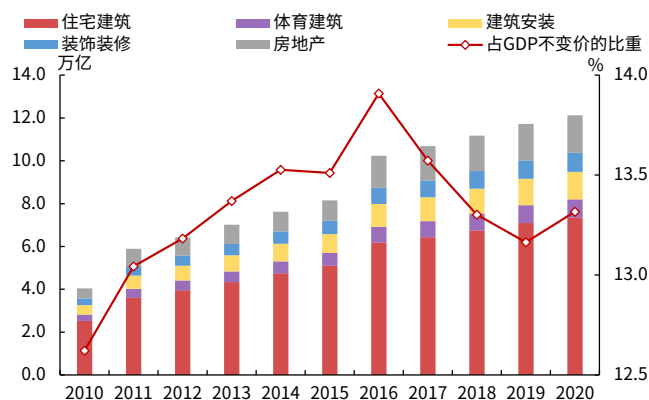
	单位产出对各行业产出的拉动					单位增加值对各行业增加值的拉动				
	住宅建筑	体育建筑	建筑安装	装饰装修	房地产	住宅建筑	体育建筑	建筑安装	装饰装修	房地产
农林牧渔业	0.2361	0.2383	0.1856	0.2108	0.0426	0.5401	0.4991	0.3895	0.3489	0.0294
采矿业	0.1940	0.1940	0.1435	0.1611	0.0172	0.2368	0.2193	0.1448	0.1265	0.0056
制造业	0.9210	0.8577	0.9200	0.9156	0.1089	0.9936	0.8429	0.8579	0.6583	0.0346
电燃水生产供应业	0.1014	0.0999	0.1408	0.0787	0.0200	0.1356	0.1210	0.1759	0.0753	0.0085
建筑业	0.0359	0.0302	0.0230	0.0225	0.0151	0.0502	0.0384	0.0302	0.0225	0.0069
批发零售业	0.1289	0.1243	0.1101	0.1440	0.0193	0.3470	0.3040	0.2776	0.2789	0.0171
交运邮政业	0.1061	0.1001	0.0973	0.1009	0.0224	0.1754	0.1503	0.1482	0.1185	0.0114
住宿餐饮业	0.0231	0.0214	0.0257	0.0186	0.0129	0.0332	0.0279	0.0347	0.0194	0.0062
信息软件业	0.0496	0.0535	0.0348	0.0231	0.0204	0.0979	0.0970	0.0600	0.0308	0.0127
金融业	0.1010	0.0978	0.0979	0.0725	0.1391	0.3016	0.2668	0.2731	0.1522	0.1392
租赁服务业	0.0780	0.0761	0.0832	0.0812	0.0936	0.1149	0.1029	0.1137	0.0850	0.0418
科技地勘业	0.0495	0.0487	0.2255	0.0254	0.0028	0.0755	0.0677	0.3288	0.0275	0.0014
公共设施业	0.0030	0.0027	0.0028	0.0027	0.0015	0.0054	0.0044	0.0046	0.0034	0.0008
居民服务业	0.0153	0.0124	0.0181	0.0140	0.0044	0.0312	0.0231	0.0343	0.0201	0.0029
教育	0.0013	0.0011	0.0012	0.0011	0.0009	0.0038	0.0030	0.0032	0.0022	0.0008
卫生社服业	0.0014	0.0012	0.0013	0.0011	0.0002	0.0028	0.0022	0.0024	0.0016	0.0001
文体娱乐业	0.0049	0.0044	0.0053	0.0039	0.0034	0.0105	0.0085	0.0103	0.0059	0.0024
公共管理和社会组织	0.0009	0.0008	0.0008	0.0009	0.0016	0.0022	0.0018	0.0018	0.0016	0.0013

资料来源：国家统计局 2020 年国家投入产出表，光大证券研究所；单位：pct

通过对广义房地产各子部门历年不变价增加值的估算，叠加其对上、下游行业增加值的拉动效应，便可以测算出历年各个子部门间接拉动的增加值。可以看到，与房地产开发投资相关的住宅建筑，对国内经济增加值的拉动作用最为明显。2016 年—2020 年，广义房地产部门所拉动的增加值，约占历年不变价 GDP 的

13.5%左右，对不变价 GDP 增速的拉动约在 0.7 个百分点左右，贡献率约在 12.9%左右。

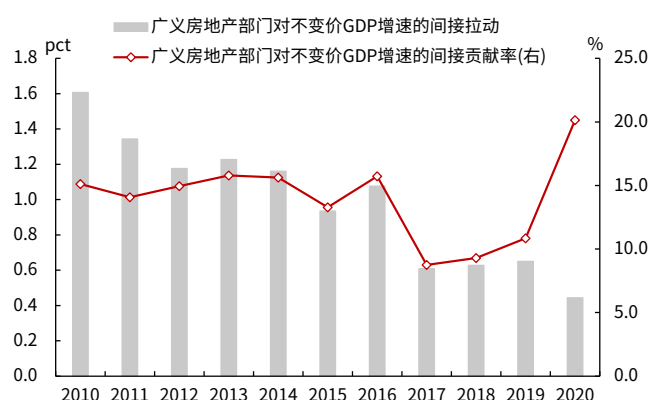
图 7：广义房地产部门间接拉动 13.5%左右的不变价 GDP



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

数据说明：柱状图数据为，广义房地产的各子部门间接拉动的增加值，数据截至 2020 年

图 8：广义房地产部门对 GDP 增速的间接贡献率约在 12.9%左右



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

数据截至 2020 年

综合考虑广义房地产部门对国内经济的拉动作用，可以看到，在剔除实体经济遭遇疫情突然重创的 2020 年后，广义房地产部门直接和间接创造的增加值，在国内生产总值中的比重呈现出趋势性下行走势，同时，广义房地产部门对 GDP 增速的综合贡献率也呈现出下行走势。

以疫情前的 2019 年以来看，广义房地产部门直接和间接创造的不变价增加值达 19.9 万亿元，占当年国内生产总值的 22.3%；对当年不变价 GDP 增速的拉动为 0.8 个百分点，综合贡献率为 13.7%。

以 2016 年至 2020 年均值水平来看，广义房地产部门直接和间接创造的不变价增加值年均达 19.1 万亿元，年均占当年国内生产总值的 22.9%；年均拉动当年不变价 GDP 增速约 1.2 个百分点，年均综合贡献率约为 20.9%。

图 9：广义房地产部门拉动的综合增加值约占 GDP 的 22.9%

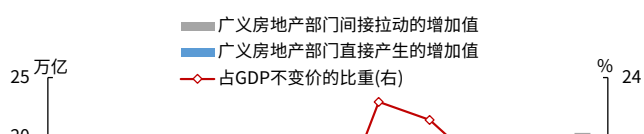
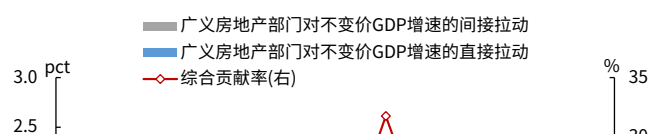


图 10：广义房地产部门年均拉动 GDP 增速 1.2 个百分点



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_42165

