

宏观深度报告 20250711

房地产对中国经济的影响已明显减弱

2025 年 07 月 11 日

■ 理性看待经济动能转换过程中地产的负增长

- 自 2017 年“三道红线”实施以来，地产及其产业链拉动的增加值占 GDP 比重开始逐渐回落，尤其是 2021 年房地产企业经历调整以来，地产及其相关产业链对于经济增长的拉动作用明显减弱。以投入产出表进行相关测算，2024 年地产行业拉动的 GDP 约为 13 万亿元，占 2024 年 GDP 总量的 9.6%，较 2016 年最高时的 16.9% 回落了近 7.3 个百分点，较 2020 年的 14.5% 也回落了近 4.9 个百分点。作为前期拉动经济发展的重要增长引擎，地产及相关产业的增长放缓甚至下行是近年来 GDP 增长放缓的重要原因之一。
- 尽管当前我国房地产投资和商品房销售面积仍录得负增长，但我们认为在经济增长动能由地产向先进制造转型的过程中，应理性看待两者的负增长，且从趋势来看，地产投资和房地产销售或已接近企稳的时点。

■ 宏观视角：地产投资对经济增长的影响已明显减弱

- 其一，从经济增长的角度，尽管过去几年地产投资维持着 10% 的负增长，但我国经济总量维持着平稳增长，且地产投资对经济增长的影响在逐步减弱。从直接影响来看，今年一季度我国房地产开发投资累计同比增速录得-9.9%，较去年全年的-10.6% 小幅收窄，对经济增长的影响也由去年全年的-0.9% 降至了-0.7%；从间接影响来看，一方面，地产及其拉动相关行业的增加值占 GDP 比重明显降低，其波动对于经济增长的冲击明显减弱。另一方面，在消费品以旧换新以及保交楼等政策的支持下，家电、装潢建材等传统地产后周期行业逐步摆脱了地产投资下行的影响，在地产投资下行的趋势下逆势增长。尽管地产行业增量空间逐渐收缩，但中期来看针对存量市场的改善型需求仍有望带动地产后周期相关行业保持稳定增长。
- 其二，从日本、美国等发达经济体地产行业发展经验来看，住宅投资对 GDP 的贡献在达到峰值后往往会经历一段时间的快速回落，在中长期会逐步向 4% 左右的均值回归。相较于美国和日本，我国住宅投资占 GDP 的比重在峰值明显更高，因此在 2021 年以来我国地产行业的调整过程中，住宅投资占 GDP 比重的回落也更快。截至 2024 年底，我国住宅投资占 GDP 的比重已经回落至 5.2%，已接近住宅投资需求的刚性区间下沿。

■ 供需角度：供给端持续调整推动供需关系改善

- 从供需关系来讲，在经历了供给端的深度调整后，我国地产市场的供需关系正在重新平衡。自存量房收储以及城市更新行动等政策实施以来，地产市场供给结构得到明显优化，叠加需求端的回暖，地产供需关系有所改善。
- 短期来看，截至今年前 5 个月，我国住宅销售面积同比增速录得-2.6%，较 2024 年全年的-14.1% 明显收窄，而住宅竣工面积和新开工面积同比增速分别录得-17.6% 和 -21.4%，供需关系的改善有效推动了商品房去库的进程，截至今年前 5 个月住宅待售面积同比增速录得 6.5%，较去年全年的 16.2% 明显改善。从结构来看，目前一线城市去化周期仍在持续改善，已逐步企稳；二线城市去化周期也保持稳中有降；三四线城市去化周期则仍相对较长，仍存在一定的去化困难。而进入下半年，预计随着专项债收购存量商品房的更大规模落地，地产供给端有望继续“提质缩量”，带动地产供需关系继续改善。
- 中期来看，我们以城镇化带来的刚性需求、居民生活水平提高带来的改善性需求以及城市更新改造带来的更新需求三部分测算我国商品住宅的新增需求中枢。三部分加总来看，预计我国 2025 年到 2030 年间的年均新增住宅需求约为 7.3~8.9 亿平。截至 2024 年底，我国住宅销售面积录得了 8.1 亿平方米，预计随着住宅销售面积同比降幅的收窄，我国住

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书：S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

相关研究

《6 月起预期非农令市场降息预期延后至 9 月》

2025-07-06

《政府债融资多增或推升 6 月社融增速》

2025-07-06

宅销售面积有望逐步向实际需求的下限贴近，在此过程中，应接受供给端的持续调整，以逐步达到供需的平衡点。

■ 微观视角：发债房企信用风险已基本出清

- 从信用利差看，目前仅万科、光大嘉宝等个别主体绝对利差仍相对较高。截至 2025 年 6 月 30 日，国内仍有超过 20 亿元信用债存量（不含 ABS）的非城投房企共计 139 家，存量信用债规模合计约为 1.57 万亿元。剔除已经发生境内外信用债违约、展期、重组等情形的出险房企后，剩余 94 家房企存量信用债规模合计约为 1.17 万亿元。从信用利差分布看，上述未出险发债房企中，仅有 15 家主体的绝对利差超过 100BP，其中万科、光大嘉宝、华侨城股份、天地源 4 家主体的绝对利差超过 200BP。
- 以信用利差最高的万科为例，在深铁不断支持下，万科的企业信用正演化为深圳国企信用的延申，未来信用风险可控。2025 年 1 月 27 日春节前夕，万科公告由股东深铁集团收购自身在红树湾项目所享有的 49% 投资收益权以及其他附属权益、自身持有的深圳地铁万科投资发展有限公司股权，两标的的成交价款合计为 13.50 亿元。自 2025 年 2 月至今，深铁集团对万科的支持形式由收购项目转为提供股东借款，截至目前，深铁分 7 次累计提供了不超过 219.91 亿元的借款。
- 若最新一期披露的深铁 62.49 亿元借款全部投放，那么万科年内实际获得的股东借款总额将高达 218.19 亿元，上述资金主要用于万科公开市场债券本息的到期偿还；叠加今年 1 月项目及股权收购支持，年内深铁对万科的资金支持已高达 231.69 亿元，占万科今年一至三季度需偿还境内外债券总额的 88%。
- 考虑到通过股东借款形式，深铁与万科的信用资质“绑定”较去年更加紧密，因此虽然短期内“并表万科”受冲击深铁财报表现、持股比例仍相对较低等因素制约，快速落地的概率不高；但实质上从资金往来的角度出发，万科的企业信用正演化为深圳国企信用的延申。因此，综合深铁自身融资能力及万科存量债券考虑，万科的信用风险仍基本可控。
- 风险提示：（1）地产销售景气度短期内仍有波动，需警惕再度下行的风险；（2）国内市场短期跟随环境波动，政策推进节奏不及预期；（3）测算基于较多假定，可能存在一定误差。

内容目录

1. 宏观视角下，地产对经济的影响逐步缓释	5
1.1. 体量角度：地产投资对经济增长的影响已明显减弱	6
1.2. 供需角度：供给端持续调整推动供需关系改善	7
2. 微观视角下，发债房企信用风险已基本出清	9
2.1. 目前仅万科等个别主体存量信用债利差相对较高	9
2.2. 存量信用债利差相对较高的主体信用风险基本可控	9
3. 风险提示	11

图表目录

图 1: 地产对经济的拉动作用明显减弱 (%)5

图 2: 商品房销售面积降幅持续收窄 (%)6

图 3: 地产投资对 GDP 的直接影响逐步减弱 (%)6

图 4: 地产后周期消费逆势增长 (%)6

图 5: 住宅投资占 GDP 比重已接近刚性区间下沿 (%)7

图 6: 地产供需结构在持续改善 (%)8

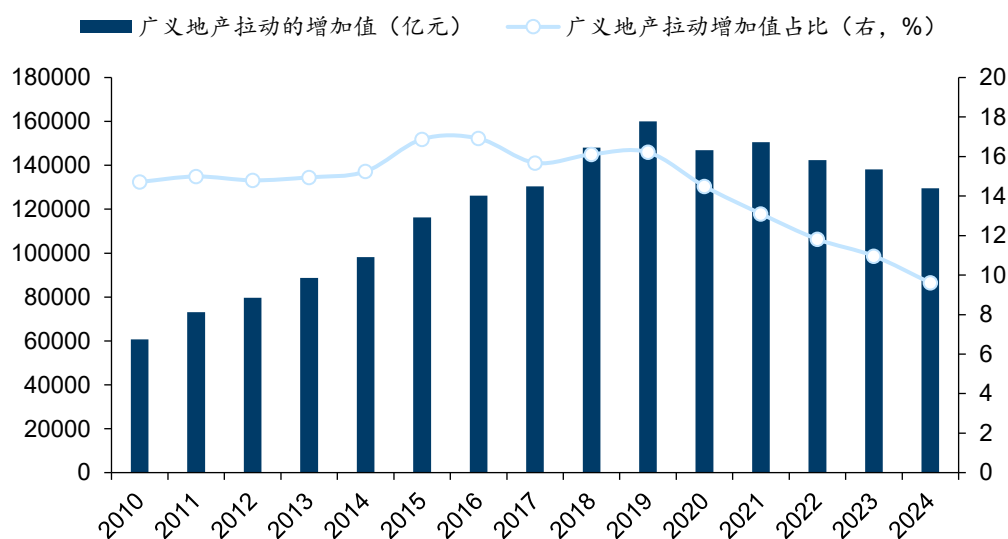
图 7: 存量未出险发债房企中，仅万科、光大嘉宝等主体绝对利差仍相对较高.....9

表 1: 自 2025 年 2 月至 7 月初，深铁向万科累计提供了不超过 219.91 亿元的借款.....10

1. 宏观视角下，地产对经济的影响逐步缓释

自 2017 年“三道红线”实施以来，地产及其产业链拉动的增加值占 GDP 比重开始逐渐回落，尤其是 2021 年房地产企业经历调整以来，地产及其相关产业链对于经济增长的拉动作用明显减弱。以投入产出表进行相关测算，2024 年地产行业拉动的 GDP 约为 13 万亿元，占 2024 年 GDP 总量的 9.6%，较 2016 年最高时的 16.9% 回落了近 7.3 个百分点，较 2020 年的 14.5% 也回落了近 4.9 个百分点。作为前期拉动经济发展的重要增长引擎，地产及相关产业的增长放缓甚至下行是近年来 GDP 增长放缓的重要原因之一。

图1：地产对经济的拉动作用明显减弱（%）

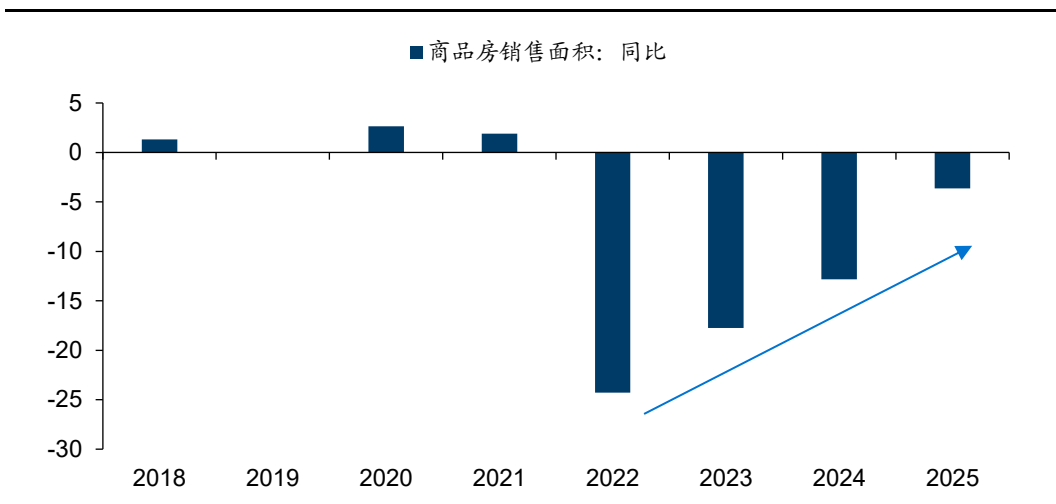


数据来源：Wind、历年投入产出表，东吴证券研究所

但在去年 9 月 26 日中央政治局会议部署促进房地产市场止跌回稳以来，房地产市场出现积极变化。在“四个取消、四个降低、两个增加”等一揽子政策以及“白名单”机制的推进下，地产销售有所企稳，2024 年四季度商品房销售面积录得正增长，截至今年前 5 个月商品房销售面积同比降幅也较过去几年明显收窄。

尽管当前我国房地产投资和商品房销售面积仍录得负增长，但我们认为在经济增长动能由地产向先进制造转型的过程中，应理性看待两者的负增长，且从趋势来看，地产投资和房地产销售或已接近企稳的时点。

图2：商品房销售面积降幅持续收窄（%）



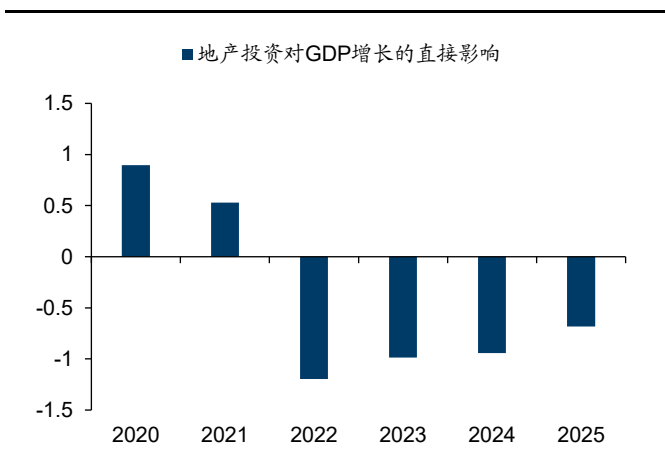
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年数据截至前 5 个月

1.1. 体量角度：地产投资对经济增长的影响已明显减弱

其一，从经济增长的角度，尽管过去几年地产投资维持着 10% 的负增长，但我国经济总量维持着平稳增长，且地产投资对经济增长的影响在逐步减弱。从直接影响来看，今年一季度我国房地产开发投资累计同比增速录得-9.9%，较去年全年的-10.6%小幅收窄，对经济增长的影响也由去年全年的-0.9%降至了-0.7%；从间接影响来看，一方面，地产及其拉动相关行业的增加值占 GDP 比重明显降低，其波动对于经济增长的冲击明显减弱。另一方面，在消费品以旧换新以及保交楼等政策的支持下，家电、装潢建材等传统地产后周期行业逐步摆脱了地产投资下行的影响，在地产投资下行的趋势下逆势增长。尽管地产行业增量空间逐渐收缩，但中期来看针对存量市场的改善型需求仍有望带动地产后周期相关行业保持稳定增长。

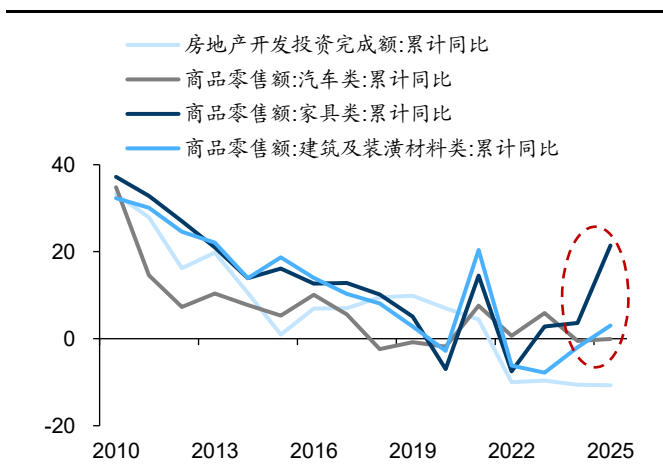
图3：地产投资对 GDP 的直接影响逐步减弱（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年为一季度数据

图4：地产后周期消费逆势增长（%）

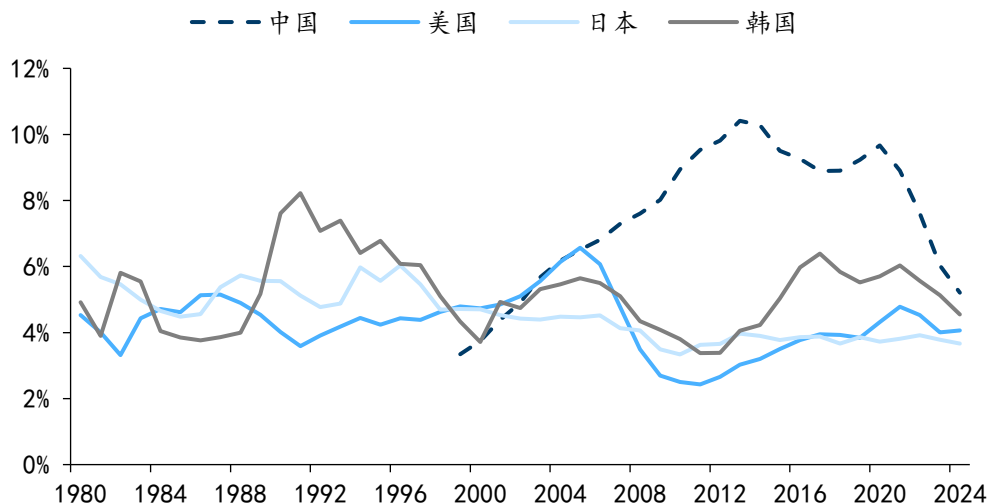


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年为前 5 个月数据

其二，从日本、美国等发达经济体地产行业发展经验来看，住宅投资对 GDP 的贡献在达到峰值后往往会经历一段时间的快速回落，在中长期会逐步向 4%左右的均值回归。相较于美国和日本，我国住宅投资占 GDP 的比重在峰值明显更高，因此在 2021 年以来我国地产行业的调整过程中，住宅投资占 GDP 比重的回落也更快。截至 2024 年底，我国住宅投资占 GDP 的比重已经回落至 5.2%，已接近住宅投资需求的刚性区间下沿。

图5：住宅投资占 GDP 比重已接近刚性区间下沿（%）



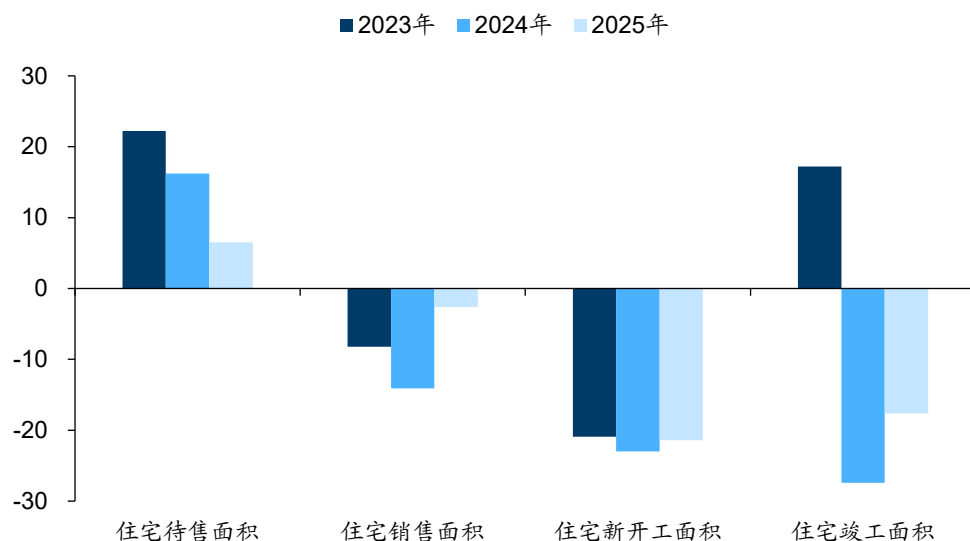
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 供需角度：供给端持续调整推动供需关系改善

从供需关系来讲，在经历了供给端的深度调整后，我国地产市场的供需关系正在重新平衡。自存量房收储以及城市更新行动等政策实施以来，地产市场供给结构得到明显优化，叠加需求端的回暖，地产供需关系有所改善。

短期来看，截至今年前 5 个月，我国住宅销售面积同比增速录得-2.6%，较 2024 年全年的-14.1%明显收窄，而住宅竣工面积和新开工面积同比增速分别录得-17.6%和-21.4%，供需关系的改善有效推动了商品房去库的进程，截至今年前 5 个月住宅待售面积同比增速录得 6.5%，较去年全年的 16.2%明显改善。从结构来看，目前一线城市的去化周期仍在持续改善，已逐步企稳；二线城市去化周期也保持稳中有降；三四线城市去化周期则仍相对较长，仍存在一定的去化困难。而进入下半年，预计随着专项债收购存量商品房的更大规模落地，地产供给端有望继续“提质缩量”，带动地产供需关系继续改善。

图6: 地产供需结构在持续改善 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 指标为累计同比增速, 2025 年为前 5 月数据

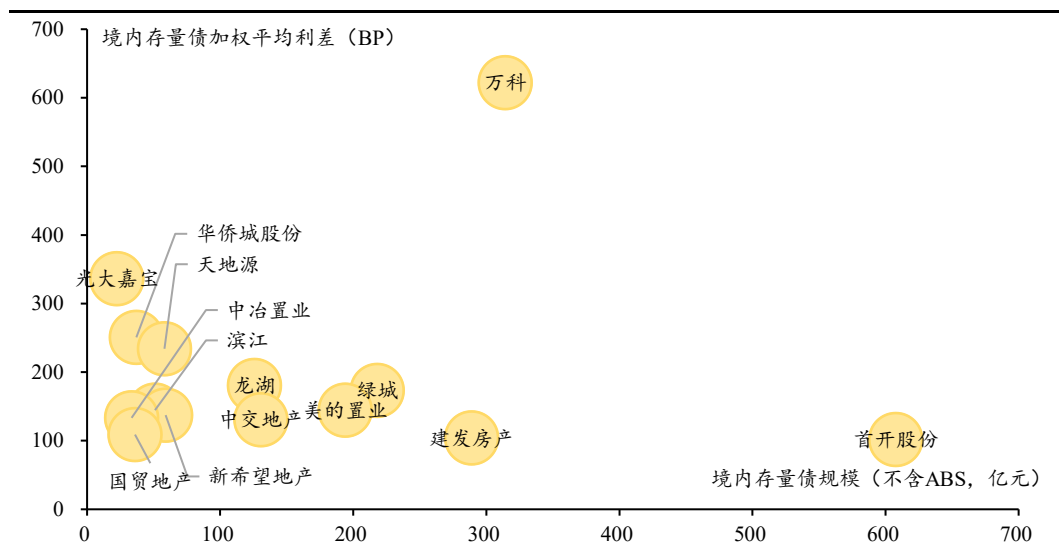
中期来看, 我们以城镇化带来的刚性需求、居民生活水平提高带来的改善性需求以及城市更新改造带来的更新需求三部分测算我国商品住宅的新增需求中枢。刚性需求方面, 假定从 2025 年-2030 年城镇每年新增人口约从 1000 万降至 800 万, 人均住房面积从 40 平以年均增长 0.3 平的速度增长至 41.5 平, 则对应刚性需求约从 4 亿平逐步降至 3.3 亿平; 改善性需求方面, 考虑到改善性需求的边际递减, 假定 2025 年-2030 年人均住房面积改善幅度从 0.35 平逐步降至 0.25 平 (与刚性假设的年均增长 0.3 平相一致), 城镇人口数量从 9.55 亿人逐步增长至 10 亿人 (与刚性假设的年均增长 900 万人相一致), 则对应改善性需求约从 3.3 亿平逐步降至 2.5 亿平; 更新需求方面, 根据第五次和第六次人口普查的相关数据测算, 我国 2000 年和 2010 年城镇存量住房面积分别约为 110 亿平和 194 亿平, 简单假定 2000 年的 110 亿平整体有 1% 的折旧率、2000 年到 2010 年新增的 84 亿平整体有 0.05% 的折旧率, 则对应每年更新需求体量的中枢约在 1.5 亿。三部分加总来看, 预计我国 2025 年到 2030 年间的年均新增住宅需求约为 7.3~8.9 亿平。截至 2024 年底, 我国住宅销售面积录得了 8.1 亿平方米, 预计随着住宅销售面积同比降幅的收窄, 我国住宅销售面积有望逐步向实际需求的下限贴近, 在此过程中, 应接受供给端的持续调整, 以逐步达到供需的平衡点。

2. 微观视角下，发债房企信用风险已基本出清

2.1. 目前仅万科等个别主体存量信用债利差相对较高

从信用利差看，目前仅万科、光大嘉宝等个别主体绝对利差仍相对较高。截至 2025 年 6 月 30 日，国内仍有超过 20 亿元信用债存量（不含 ABS）的非城投房企共计 139 家，存量信用债规模合计约为 1.57 万亿元。剔除已经发生境内外信用债违约、展期、重组等情形的出险房企后，剩余 94 家房企存量信用债规模合计约为 1.17 万亿元。从信用利差分布看，上述未出险发债房企中，仅有 15 家主体的绝对利差超过 100BP，其中万科、光大嘉宝、华侨城股份、天地源 4 家主体的绝对利差超过 200BP。

图7：存量未出险发债房企中，仅万科、光大嘉宝等主体绝对利差仍相对较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 存量信用债利差相对较高的主体信用风险基本可控

以信用利差最高的万科为例，在深铁不断支持下，万科的企业信用正演化为深圳国企信用的延申，未来信用风险可控。2025 年 1 月 27 日春节前夕，万科公告由股东深铁集团收购自身在红树湾项目所享有的 49% 投资收益权以及其他附属权益、自身持有的深圳地铁万科投资发展有限公司股权，两标的的成交价款合计为 13.50 亿元。自 2025 年 2 月至今，深铁集团对万科的支持形式由收购项目转为提供股东借款，截至目前，深铁分 7 次累计提供了不超过 219.91 亿元的借款。

若最新一期披露的深铁 62.49 亿元借款全部投放，那么万科年内实际获得的股东借款总额将高达 218.19 亿元，上述资金主要用于万科公开市场债券本息的到期偿还；叠加今年 1 月项目及股权收购支持，年内深铁对万科的资金支持已高达 231.69 亿元，占万科今年一至三季度需偿还境内外债券总额的 88%。

考虑到通过股东借款形式，深铁与万科的信用资质“绑定”较去年更加紧密，因此

虽然短期内“并表万科”受冲击深铁财报表现、持股比例仍相对较低等因素制约，快速落地的概率不高；但实质上从资金往来的角度出发，万科的企业信用正演化为深圳国企信用的延申。因此，综合深铁自身融资能力及万科存量债券考虑，万科的信用风险仍基本可控。

表1：自 2025 年 2 月至 7 月初，深铁向万科累计提供了不超过 219.91 亿元的借款

公告时间	借款规模 (亿元)	最长期限 (年)	利率水平	增信安排	资金用途
2025/2/11	28	3	1 年期 LPR-76BP，即 2.34%	以万物云市值 40 亿元股票进行质押，质押率 70%	偿还万科公开市场 债券本息
2025/2/22	42	3	1 年期 LPR-76BP，即 2.34%	初始由 3 家全资子公司提供保证担保；3 个月内需完成 60 亿元资产的抵/质押增信置换，抵/质押率 70%	偿还万科公开市场 债券本息
2025/3/20	8.9	原定 60 天，7 月初 公告延期至 2025 年末	1 年期 LPR-76BP，即 2.34%	无	偿还万科公开市场 债券本息
2025/4/30	33	3	1 年期 LPR-76BP，即 2.34%	-	偿还万科公开市场 债券本息
2025/5/15	15.52	3	1 年期 LPR-76BP，即 2.34%	初始未披露，7 月披露以万物云市值 22.16 亿元股票进行质押，质押率 70%	偿还万科公开市场 债券本息
2025/6/7	30	3	1 年期 LPR-66BP，即 2.34%	(未披露，但深铁集团有权要求提供担保)	偿还万科公开市场 债券本息、深铁指 定借款利息
2025/7/4	62.49	3	1 年期 LPR-66BP，即 2.34%	(未披露，但深铁集团有权要求提供担保)	偿还万科公开市场 债券本息

数据来源：万科公司公告，东吴证券研究所

3. 风险提示

- (1) 地产销售景气度短期内仍有波动，需警惕再度下行的风险；
- (2) 国内市场短期跟随环境波动，政策推进节奏不及预期；
- (3) 测算基于较多假定，可能存在一定误差。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>