

结合内外因素寻找确定性

行业评级：看好

2024年10月10日

分析师 杨凡
邮箱 yangfan02@stock.com.cn
电话 13916395118
证书编号 S1230521120001
研究助理 吴贵伦

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

C O N T E N T S

01 外部环境分析

02 政策思路变化分析

03 总结和思考

01

外部环境影响分析

- 1980年以来美联储先后经历了6次完整的货币政策周期，4次是预防式降息，2次是纾困式降息，2024年9月再次进行降息
- 美联储降息对美股和美债走势的影响取决于美国金融市场多因素的净作用；
 - 美联储基于不同原因的降息对美国金融市场可能存在质的影响：
 - ① 预防式降息：“在尚未发生明显的经济问题，但存在潜在风险时采取的货币政策，其主要目标是通过降息来提振信心和促进投资，以防范未来的经济衰退风险”。
 - ② 纾困式降息：“在经济出现明显衰退、金融危机或其他不利因素导致经济急剧下滑时采取的货币政策，其主要目标是通过降低利率来刺激经济活动和稳定金融市场，以应对已发生的经济衰退风险”。

表：美联储历次降息背景

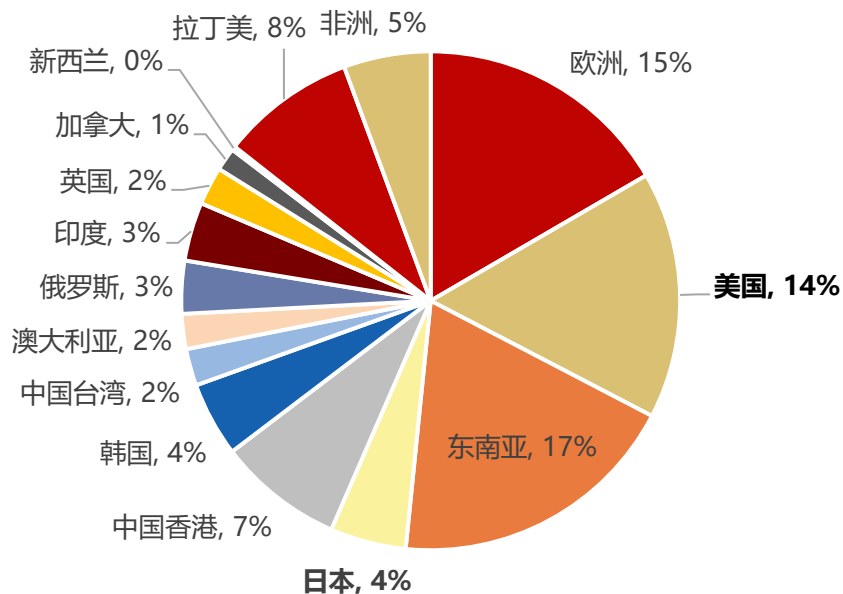
首次降息时间	失业率	核心CPI同比	降息背景	经济衰退起始时间	降息方式
1984.9	7.3%	5.1%	通胀稳定，预防衰退	未衰退	预防式
1989.6	5.3%	4.5%	通胀稳定，预防衰退	1990.8	预防式
1995.7	5.7%	3.0%	通胀稳定，预防衰退	未衰退	预防式
2001.1	4.2%	2.6%	互联网泡沫危机	2001.4	纾困式
2007.9	4.7%	2.1%	次贷危机	2008.1	纾困式
2019.8	3.7%	2.4%	通胀稳定，预防衰退	2020.3	预防式
2024.9	4.1%	3.2%	-	-	-

1.2 为何美国和日本对中国影响值得重点研究

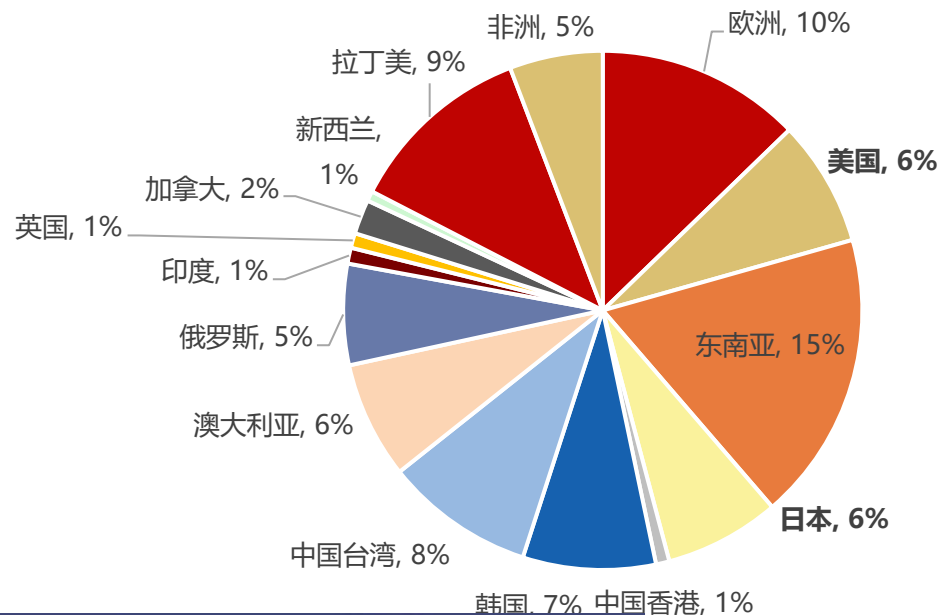
利率和汇率推动的资金流动对楼市和股市的影响值得研究，美国和日本是中国进出口贸易的重要对象

- 房地产资金量相对其他行业来说较大，小到居民资产大到宏观经济都受其波动影响。美国和日本是中国重要的贸易伙伴，因此三国的利率和汇率推动的资金流动对楼市和股市的影响值得研究。
- **美国和日本占中国出口额18%**：2024H1，中国对五眼联盟（美国、英国、加拿大、澳大利亚和新西兰）、欧洲和日本的出口贸易额占总出口贸易总额的35%，**美国和日本分别占比14%和4%**。东南亚、拉美、非洲、中国台湾和中国香港的出口额占比39%，且2014年以来大致维持在38-40%左右的比重。东南亚出口额占比17%，是我国出口额占比最高的，拉美占比8%、香港7%、非洲5%、台湾2%。**如果从单个国家占比来看，美国和日本的占比位于前三。**
- **美国和日本占中国进口额12%**：2024H1中国进口贸易额占比中**美国占比6%、日本占比6%，合计占比12%**。东南亚占比15%，中国台湾占比8%，韩国占比7%，中国香港占比1%。**出口贸易额单个国家来看美国和日本占比也是在所有国家中偏高的。**

图：2024年1-6月中国出口贸易占比



图：2024年1-6月中国进口贸易占比

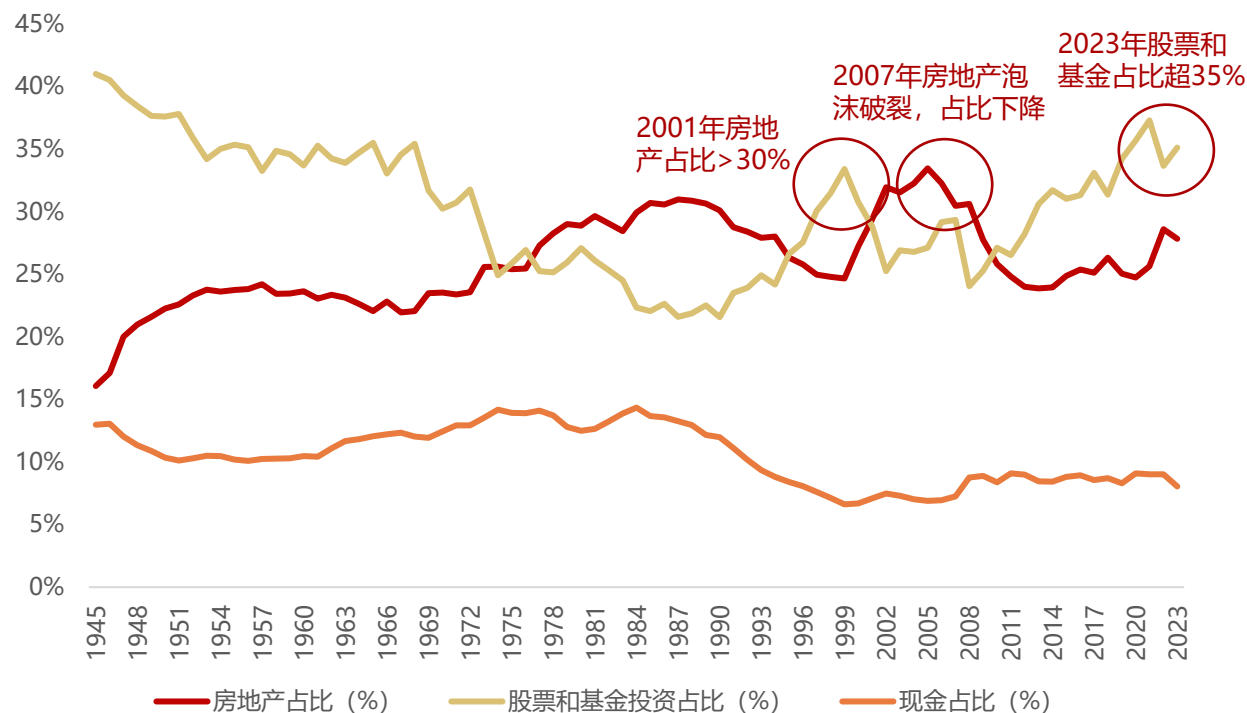


1.3 美国和日本居民财富分配

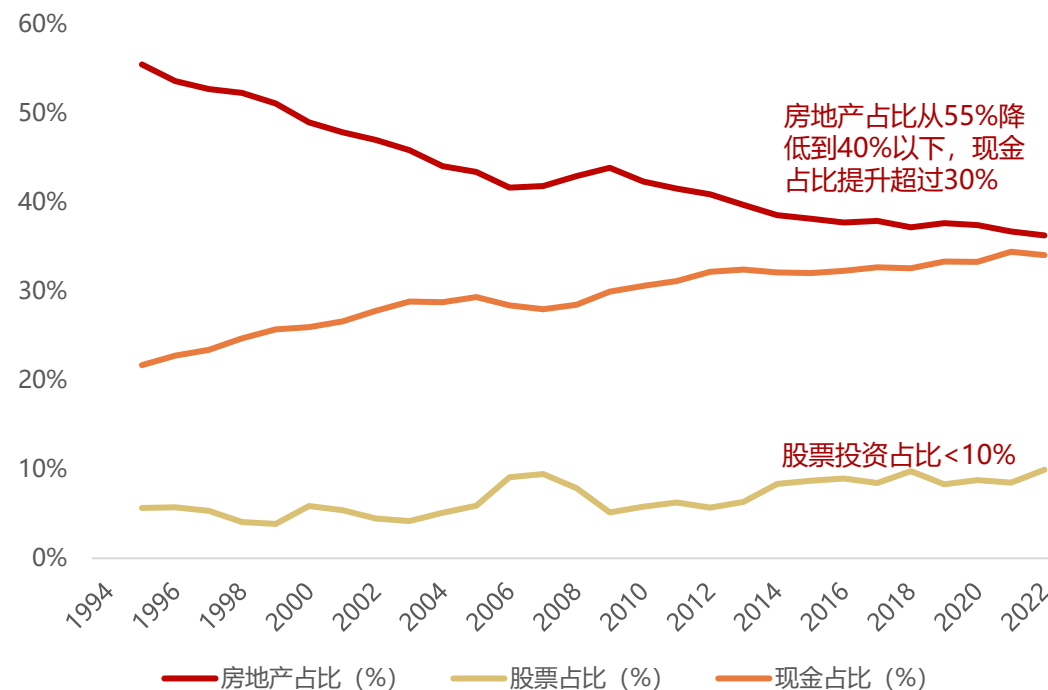
美国和日本居民财富分配不同

- 美国2001年前后房地产占居民资产比重超过30%，高于股票和基金投资占比，2007年房地产泡沫破裂后该比重迅速降低，美国居民储蓄中现金比重长期不足20%。2023年美国居民资产中，股票和基金投资占比超过35%，高于2001年占比和2007年房地产资产占比。虽然美国房地产占总资产比重不高，但美国居民负债中超过60%是房贷。
- 日本1990年代房地产占居民资产比重从55%降低到40%以下，现金占比持续提升超过30%，股票投资占比长期不足10%。

图：美国居民和非营利机构部门资产结构



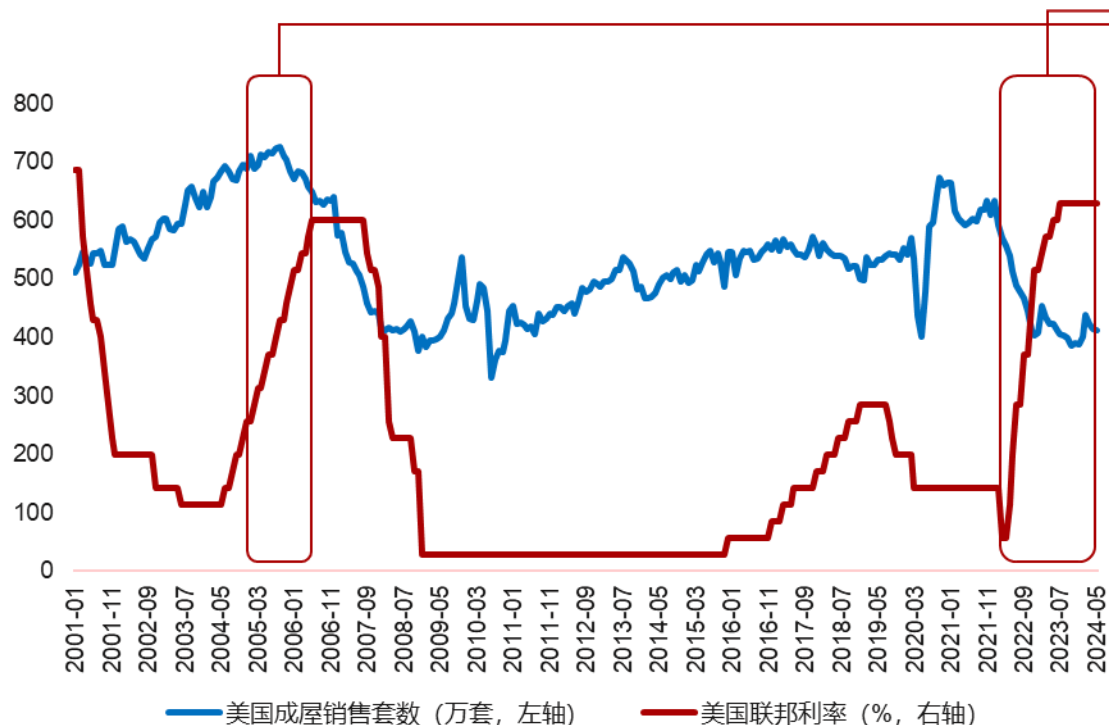
图：日本居民和私人非公司组织资产结构



2007年-2022年传导链条：美国地产周期-->影响利率周期-->影响汇率

- 美国2000年居民资产中股票占30%，2002年受互联网泡沫破裂影响降至25%，与此同时美国房地产价格持续上涨导致居民资产中房地产占比从2000年27%升至2002年32%。2001-2004年美国持续降息，美国房地产成交和房价持续走强，直到2005-2006年房地产市场量价走势背离，成交量开始下跌，但房价仍在上涨。2007年次贷危机爆发后美国降息救市，2011年底美国房价开始修复，2015年美国开始加息，同期美元对人民币和日元汇率走强。2007年美国的纾困式降息和2015年加息与美国楼市周期紧密相关。2023年美国楼市成交量和房价再次出现显著背离。
- 整体来看，美国加息和降息影响美国经济，进而影响美元进入贬值通道还是升值通道。

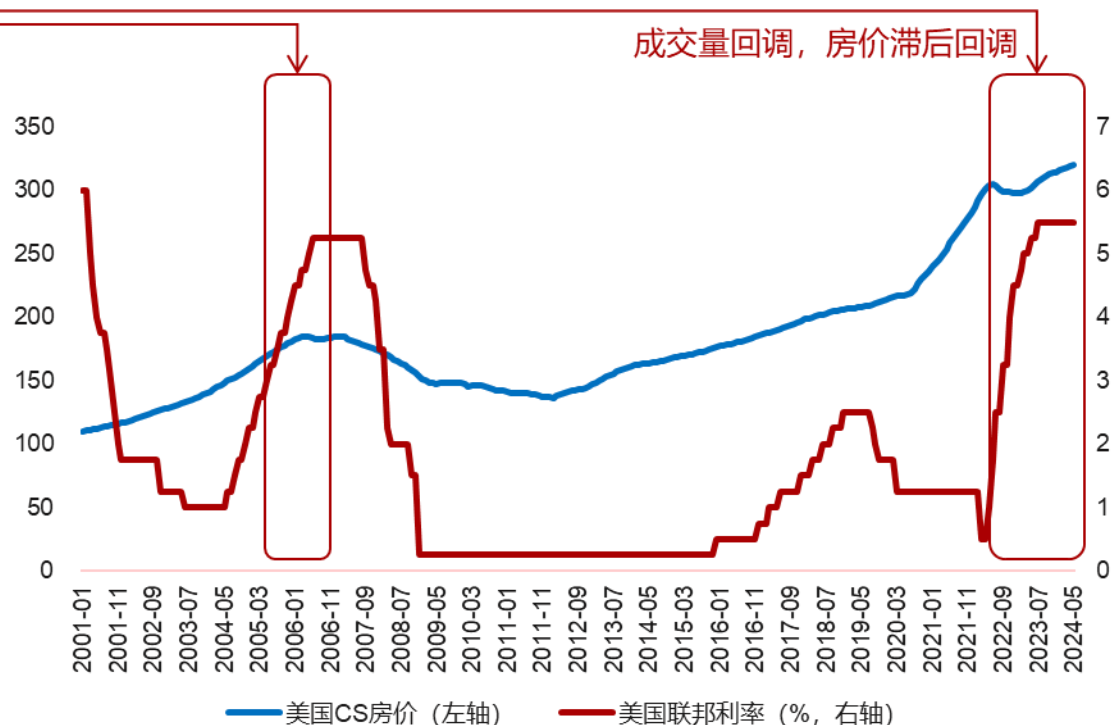
图：美国成屋销售套数及利率



美元贬值

美元升值

图：美国CS房价指数及利率



美元贬值

美元升值

1.4 利率、汇率和楼市

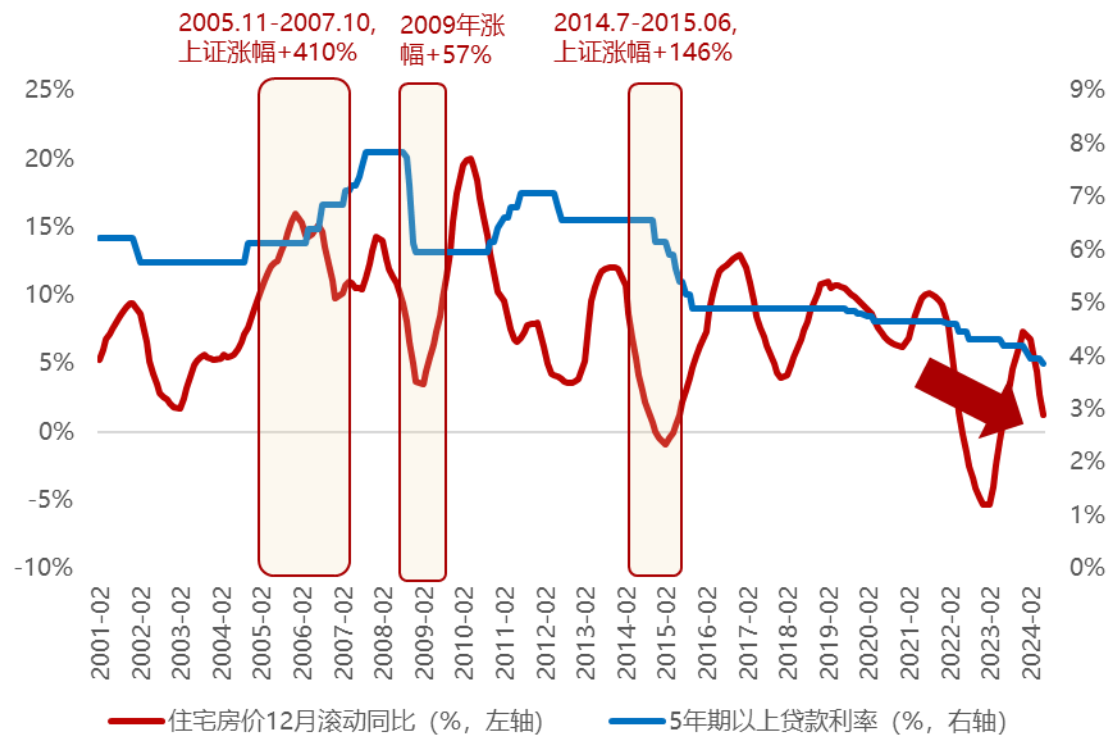
国内地产走弱，人民币贬值压力增加

- 2005-2009年美国次贷危机导致美国2007年下半年开始降息，美元贬值，日元和人民币相对美元升值。虽然2008年日本和中国先后降息，但是经济已经受到冲击，中美日三国纾困式降息期间，楼市和股市双双下跌，上证指数2008年波动为-66%。中国楼市2009年房价降幅触底反弹，股市2009年出现恢复，上证综指2009年涨幅为+80%。
- 2014年中国楼市走弱，中国先于日本降息，降息期间上证指数涨幅最大为+146%，降息后人民币相对美元贬值。
- 2021-2024年中国地产走弱，中国持续降息稳定国内市场，人民币贬值压力增加。

图：美元与日元及人民币兑换比率



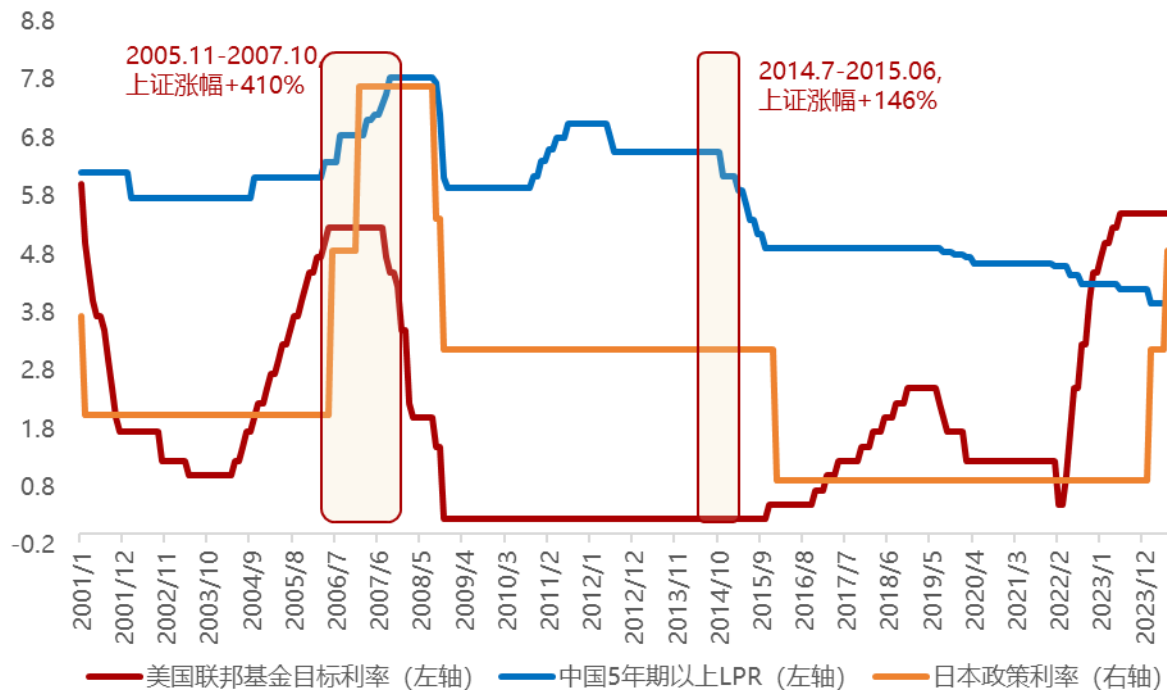
图：中国房价月同比及5年期以上LPR利率



套息交易影响短期资金

- 美国从2004年8月开始加息，到2006年6月高点后日本才开始加息，日本加息滞后2年。日本开始加息15个月后美国从2007年9月开始降息，日本晚了近一年从2008年10月开始降息。2005-2007年日元相对美元升值，2007年日本开始降息后日元相对美元贬值。美国从2015年底逐步加息到2019年8月，随后利率受疫情影响开始下行，到2022年5月开始继续升息。日本2024年3月才开始升息，滞后10个月。日元在2015-2019年美国加息期间小幅升值，2021年开始持续贬值。
- 2005年11月-2007年10月美日利率开始降息前，日元弱而人民币强代表了当时资金流向，上证指数在此期间累计涨幅+410%。2014年中国宏观经济压力仍在，资本市场改革和官媒持续发声扭转预期，上证指数在2014年10月降息前大概7月左右开始启动，到2015年6月累计涨幅+146%。

图：中国、美国及日本利率情况



图：美元与日元及人民币兑换比率

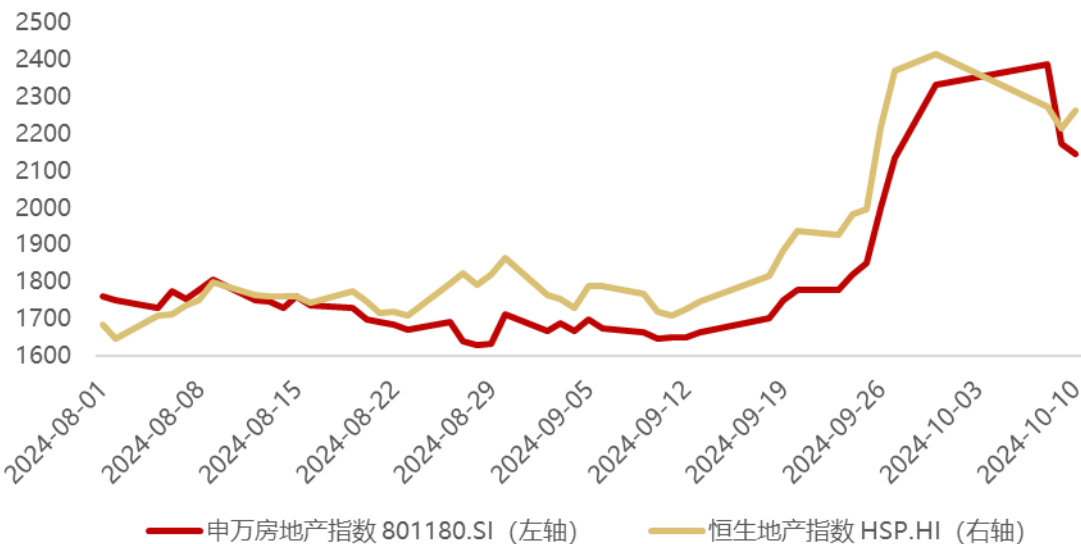


1.5 24年9月行情复盘

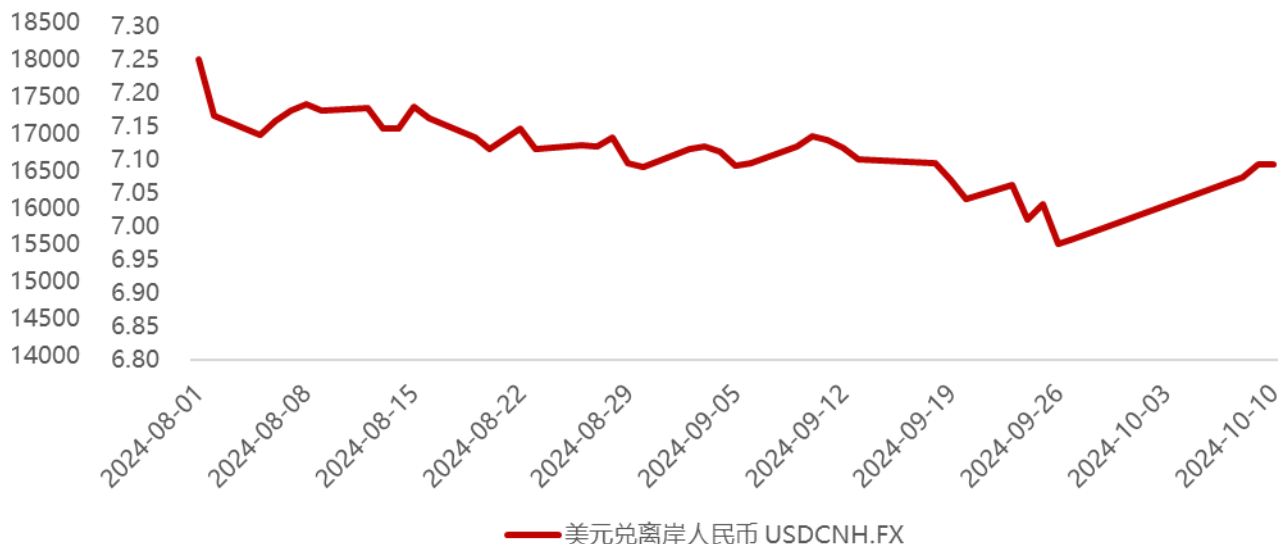
内外因共同作用，AH股差异推动价格趋同

- 2024年9月AH房地产股行情和5月行情有相似之处，都是内外因共同促进的结果。港股对汇率敏感度比A股更高，AH股走势差异会促进一方补涨或补跌。

图：申万房地产指数与恒生地产指数走势



图：美元兑换离岸人民币比率



时间	9月房地产市场相关重要事件
9月19日	美联储发布9月议息声明，将联邦基金利率的目标区间下调50个基点至4.75%-5%，为4年来的首次降息。8月24日美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年度会议上发表讲话，提及“现在是调整政策的时候了。前进的方向很明确，降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡”。
9月24日	央行新闻发布会上，央行行长明确包括调整存量利率、首付比例降低和优化收储资金政策等。
9月26日	政治局会议明确“会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。”
9月30日	广州、深圳、上海、北京接连放松本地限购政策。

02

政策思路变化分析

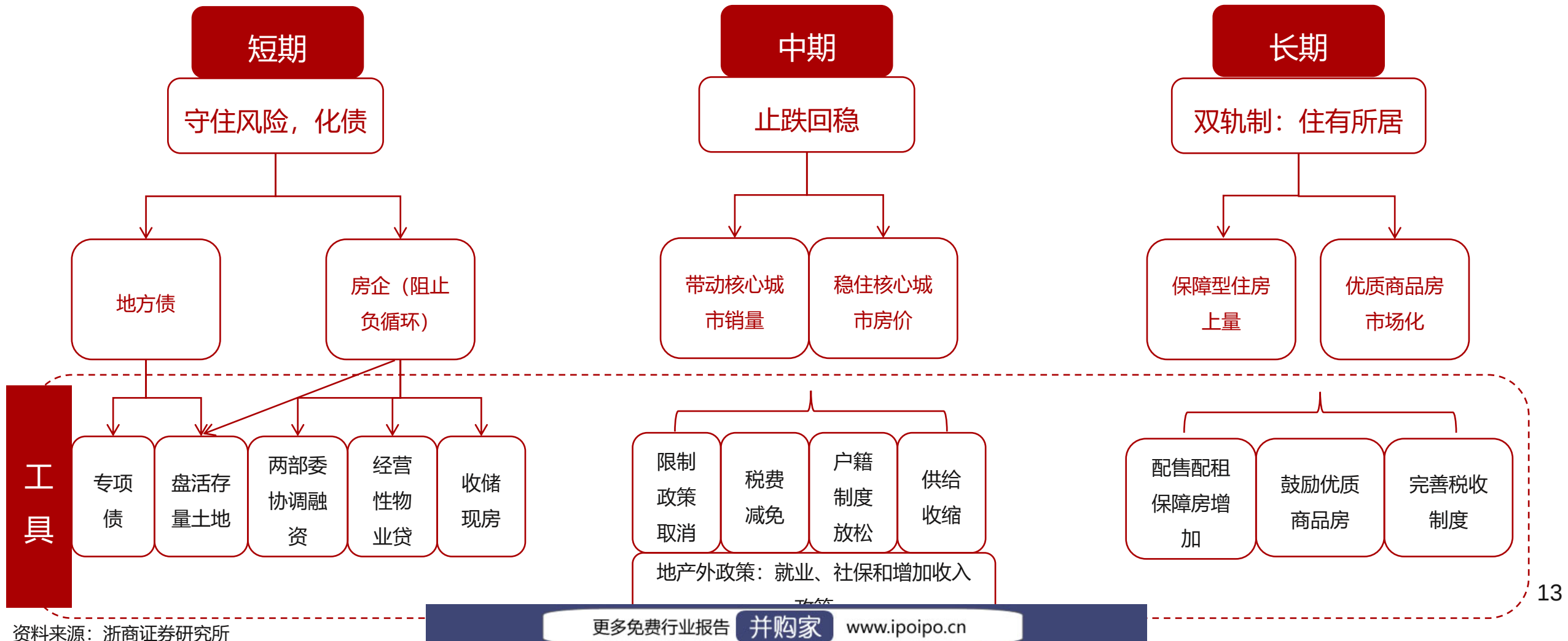
政策逐步推进：三大工程-->融资协调机制-->收储-->盘活存量土地



2.2 政策目标明确

政策方向明确，政策工具和效果需要动态观察

- 2024年7月三中全会对地产中长期发展方向给予明确指示。政策随事态发展而调整力度和具体政策工具，逐步实现房地产软着陆和转向高质量发展。政策方向明确，政策工具和效果需要动态观察。



2.2 政策目标明确

稳资产价值既需要地产政策，也需要就业、工资、促销费等政策共同发力

- 房地产本质上是居民的财富沉淀，如果收入水平不断提高，人们对更好地段和更高质量的住房需求也就越突出。房价合理位置是多少，长期来看需要评估租金水平，租金折现决定了房产价值，而**租金和整体居民收入水平挂钩**。
- 央行在2024年二季度报告提出“**资产有价值，是因为会带来未来现金流收益。理论上，住房的价值主要受未来房租折现的影响，房子的居住属性和总体稳定的房租折现决定了房产的底价和基础，同时也会受未来房价涨跌预期的影响**”。
- **我们认为，中期实现稳住资产价值的目标，既需要地产政策，也需要就业、工资、促消费等相关政策共同发力。**（可参见2024年7月外发报告《从三国个税收入看房价支撑》）。

表：关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见

序号	部分要点
1	把高质量充分就业作为经济社会发展优先目标，纳入国民经济和社会发展规划。
2	扩大理工农医类专业招生规模，将就业状况作为办学资源配置、教育质量评估、招生计划安排的重要依据。
3	引导资金、技术、劳动密集型产业从东部向中西部、从中心城市向腹地有序转移。
4	积极应对人工智能等新兴技术快速发展对就业的影响。
5	大力开展职业技能培训，全面推行企业新型学徒制培训。
6	推广失业保险、工伤保险、住房公积金向职业劳动者广覆盖。
7	支持灵活就业健康发展，建设区域性行业性零工市场、功能化便捷化零工驿站。
8	促进劳动报酬合理增长。
9	建立全国统一的就业信息资源库，推出全国就业公共服务平台。

图：湖南工资“普调”

湖南工资迎来“普调”！

闽南网 2024-10-08 08:33

10月6日，湖南省人社厅发布2024年湖南省工资指导价，其中湖南省企业工资指导价基准线为6%，下线为3%，上线为9%。湖南人社跟进政策解读，更好帮助理解和执行政策。

2024年工资指导价适用于湖南省城镇各类企业和按照企业经营方式进行经营活动的各类机构、团体。

工资指导价是政府向企业发布的年度工资增长水平的建议，属于指导性信息，主要为企业工资增长的指导线和参考线，无强制性。企业应根据自身的情况，依据工资指导价进行工资集体协商，合理确定本企业的职工工资水平。对工资水平偏高、工资增长过快的国有企业，按照有关规定从严控制其工资增长。

2024年工资指导价适用于湖南省城镇各类企业和按照企业经营方式进行经营活动的各类机构、团体。各类企业应当以工资指导线为重要参考，结合自身实际合理安排工资增长。

03

总结和思考

资金流动和预期的变化先于基本面，“美国衰退”逻辑可能促进中概股和中国资产价格修复

- 美国2006年以来利率周期受其房地产产业影响较大，地产债务周期推动2005-2015年期间利率走势。2015年美国升息，汇率走强，美国房价走强，股市走强，居民财富效应走强。参考2016-2017年美日套利交易，美日套利加速美国2023年股市泡沫形成。如果美股掉头向下就会影响居民资产价值和还债能力，进而会影响美国房价走势。**值得注意的是美国成屋销售套数和房价已经出现走势背离。11月美国大选加剧了年底外围环境和美国对华政策的不确定性。**
- 如果美国降息先于美国内部风险暴露，经济实现软着陆，2025-2026年对其他国家冲击有限。
- 如果美国降息滞后于美国国内风险暴露（或出于自身经济问题或出于政治问题激化矛盾），美国迫于经济压力降息，会使得发展中国家短期一同受到冲击。在此情形下，为刺激经济复苏，美国降息力度或加大，则美元将进入贬值通道，日元和人民币进入升值通道，这种情形下会长期利好资产价格恢复。
- **2024年中国房地产和地方债务风险化解未完成，政策还有释放空间，发力还有时间窗口，股市机会大于风险。**
- **资金流动和预期的变化先于基本面。2024年阶段性出现交易“美国衰退”逻辑，中概股和中国资产价格（尤其是港股）出现修复。我们认为，可以高频跟踪美国失业金初次领取人数数据，跟踪“美国衰退”逻辑的情况。“美国衰退”逻辑还体现在预期美联储降息上，对美联储降息预期加强，也会增加对国内降息的预期，利好地产板块股价回升。我们认为，市场预期美国降息或美国开始降息，都会推动AH的地产股的股价修复。美国降息导致的美元贬值对AH地产股会有短期利好。中国房地产属于人民币资产，美元汇率贬值对地产股有提升估值的作用，尤其是港股对此较为敏感。**

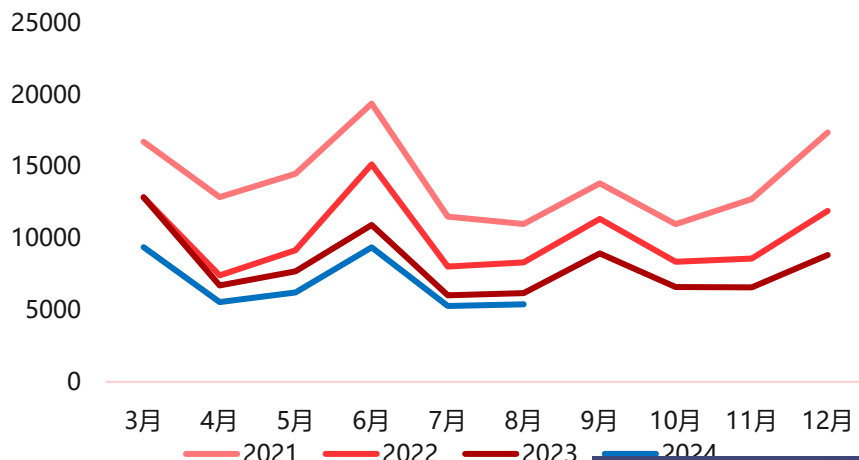
11月美国大选确定人选后，美国宏观政策更清晰，中国使用什么政策工具以及力度如何会更清晰

- 我们倾向于中国的逆周期调节政策在年底加码，例如降息、增加地产政策的资金支持量等。具体来看可分为以下几个方向：

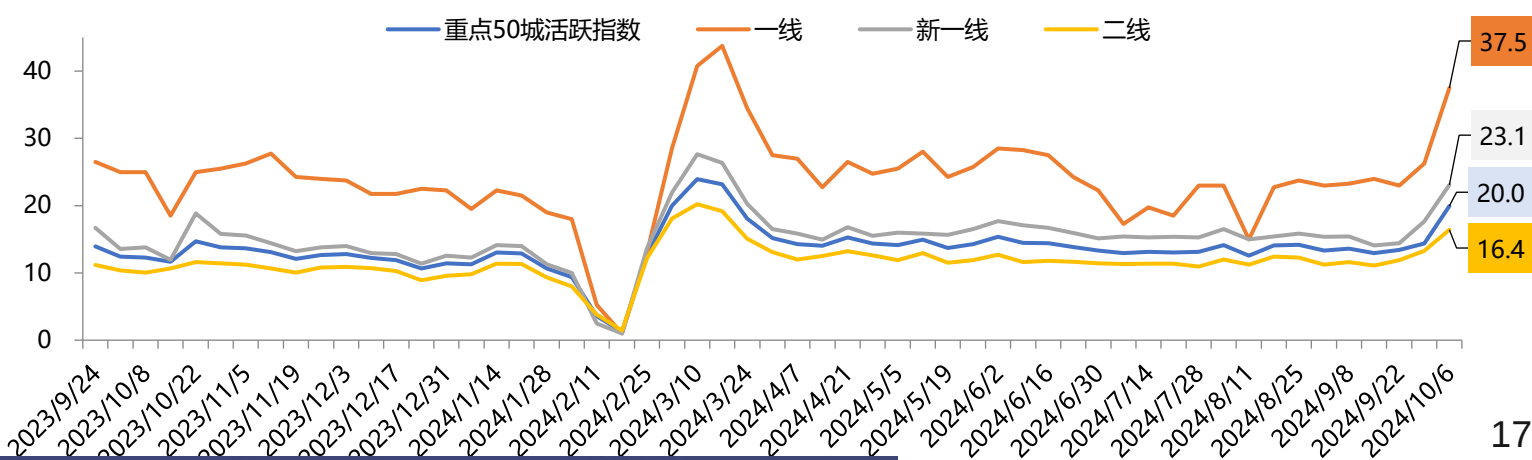
- ① 收储条件放松和加大资金支持。收购现房及土地，不仅能起到供需调节的作用以外，还能起到给房企直接融资的作用。我们判断若2024H2发生政策变化则会推动地方加快收储的落地速度，这对新房的销售数据也会起到积极的作用。土地收购案例可见我们更早发布的报告《以史为师，90年代海南市场周期带来的启示》。土地收购不仅能够缓解房企资金压力，也有利于缓解依赖土地财政的地方政府财政压力。此外，由于土地的非标性弱于现房，我们认为土地收购的速度可能会快于现房收储。
- ② 一线城市限制性政策的持续放松，有望推动地产基本面修复和市场预期修复。
- ③ 税收减免可以降低购房成本或者是改善房企现金流，例如降低购房者契税税率、提升房贷抵扣个税的空间、降低房企部分税收。
- ④ 为了增强二手房交易频次，城市间人口流动限制需逐步放开（推理过程可见报告《打破负循环，探寻行业修复路径》）。2024年7月28日国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，要求常住人口城镇化率提升至接近70%。我们测算每提升1个百分点的城镇化率带来约5亿平的住房需求，加上2000年以前置换需求每年至少4亿平，则年度房地产市场需求在9-10亿平左右。

- 对年底房地产基本面有信心。四季度通常是房地产年内销售的第二高峰期，尤其是11-12月，销售高峰期叠加政策发力，我们认为对年底的销售表现应该有些信心。从前瞻数据来看，冰山活跃指数9月显著提升，这预示着未来一个月的成交表现大概率出现升温。

图：2021-2024年住宅月度销售面积（万平）



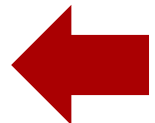
图：2023-2024年重点50城冰山活跃指数



图：保利发展PB估值（倍）



Price

• 资金
• 情绪

第一阶段

净资产

• 利润率
修复
• 拿地权
益比提
升

第二阶段

周期底部看PB选择标的，PB提升先分子后分母。以龙头房企【保利发展】为例：

- 估值修复第一阶段：房企稳定经营有保证，但资产仍能降价销售。PB=0.8x（参考2023H2保利降价销售阶段PB均值）
- 估值修复第二阶段：基本面出现企稳，房价止跌且开始进入修复通道。PB在1x-1.5x区间（参考下行周期开始前PB估值）
- 估值修复第三阶段：供给侧出清带来行业集中度提升，房企竞争压力减少，利润率修复，拿地权益比提升，净资产提升。PB在1.5左右，资金面推动PB可能会触到2x（参考2018年小周期高点）

当PB在1倍以上时，股价弹性取决于基本面修复斜率，基本面修复斜率取决于财政发力力度。

2024年10月地产板块回调即是机会，继续看好地产板块估值修复。

9月30日之前地产板块普涨阶段过后，10月将进入分化阶段，分化阶段的选股思路主要有两条：

• **思路1：提前布局政策收益标的**

- 三中全会和九月政治局会议都提及土地盘活，应该着重关注相关政策的落地。我们认为土地盘活既是对房企也是对地方财政资金压力的缓解。相关受益标的我们认为包括**地方国企、城投平台和城市运营模式的开发商（例如华夏幸福和中国金茂）**。详见附录列表。

• **思路2：布局能够适应房地产长期新模式发展的优质股**

- **长期房地产市场将呈现出存量超过增量、双轨制推进和新房供给侧持续出清的趋势，看好三类公司：**

- ① 消费+地产，危中有机，关注：**万科A、金地集团、新城控股（母公司港股新城发展）、龙湖集团**；
- ② 龙头中介，24Q4业绩有望超预期，关注：**贝壳-W、我爱我家**；
- ③ 改善型开发商，未来细分领域长牛，关注：**保利发展、招商蛇口、华润置地、中国海外发展、建发国际集团、滨江集团、绿城中国**。

04

附录

附录1：24Q4地产板块配置策略

备注: 1)黑色为央企国企, 蓝色为民企, 红色为混合所有制企业。 2)开发商优选PB<1				1. 地方层面政策				2.全国层面政策放松		3.已出政策加强				4. 过剩产能出清政策 (主要为支持并购重组)
				1.1 限购放松			1.2 非普取消	2.1 房贷政策放松 (利率+贷款期限)	2.2 交易税费减免	3.1 城中村改造政策升级	3.2 收购现房资金量增加	3.3 向地方收购土地	3.4 向开发商收购土地	
				北京	上海	深圳								
头部优胜	保利发展	600048.SH	0.61	√	√	√		√		√				
	招商蛇口	001979.SZ	0.98	√	√	√		√		√				
	华润置地	1109.HK	0.65	√	√	√		√		√				
	中国海外发展	0688.HK	0.40	√	√	√		√		√				
	绿城中国	3900.HK	0.55	√	√			√						
	建发国际集团	1908.HK	1.30	√	√			√						
	建发股份	600153.SH	0.52	√	√			√						
	滨江集团	002244.SZ	1.16		√			√						
危中有机	万科A	000002.SZ	0.45					√			√			
	金地集团	600383.SH	0.36					√			√			
	新城发展	1030.HK	0.33					√			√			
	新城控股	601155.SH	0.51					√			√			
	龙湖集团	0960.HK	0.55					√			√			
中介	贝壳	2423.HK	2.58	√	√		√	√						
	我爱我家	000560.SZ	0.82	√	√		√	√						
	世联行	002285.SZ	1.56			√	√	√	√					

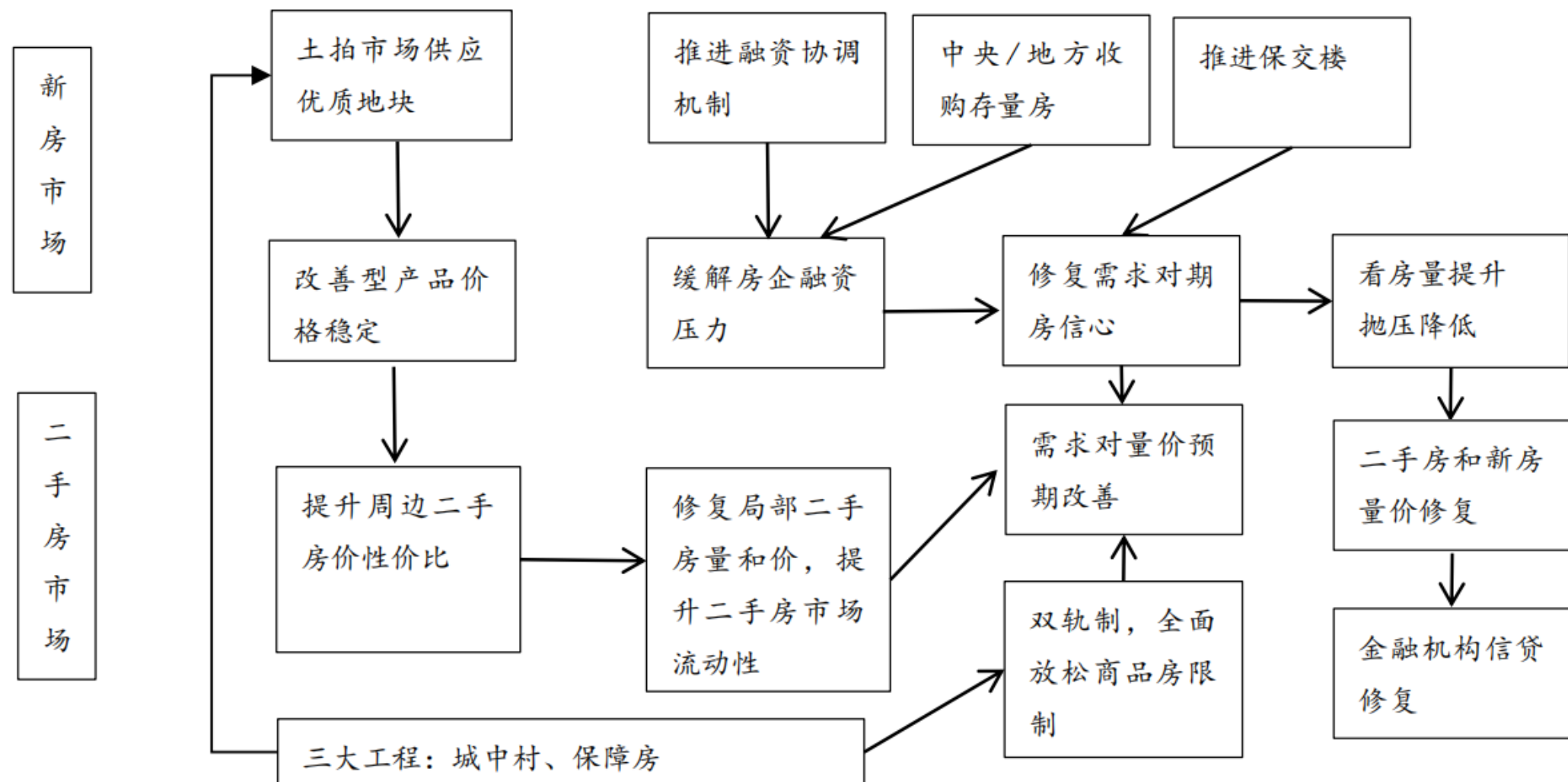
附录1：24Q4地产板块配置策略

备注: 1)黑色为央国企, 蓝色为民企, 红色为混合所有制企业。 2)开发商优选PB<1				1. 地方层面政策			2.全国层面政策放松		3.已出政策加强				4. 过剩产能出清政策 (主要为支持并购重组)
10月10日 PB (倍) (LF)				1.1 限购放松		1.2 非普取消	2.1 房贷政策放松 (利率+贷款期限)	2.2 交易税费减免	3.1 城中村改造政策升级	3.2 收购现房资金量增加	3.3 向地方收购土地	3.4 向开发商收购土地	
				北京	上海	深圳							
北京国企	城建发展	600266.SH	0.57	√			√		√		√	√	
	首开股份	600376.SH	0.44	√			√				√	√	√
	京投发展	600683.SH	2.12	√			√				√	√	
	京能置业	600791.SH	2.45	√			√				√	√	
	北辰实业	601588.SH	0.47	√			√				√	√	√
	大龙地产	600159.SH	1.09	√			√				√	√	
	空港股份	600463.SH	2.93	√			√				√	√	
	电子城	600658.SH	0.63	√			√				√	√	
	金隅集团	601992.SH	0.42	√			√				√	√	
	信达地产	600657.SH	0.46	√			√				√	√	
上海国企	城投控股	600649.SH	0.59		√		√		√		√	√	
	中华企业	600675.SH	1.24		√		√				√	√	
	上实发展	600748.SH	0.57		√		√				√	√	√
	光明地产	600708.SH	0.46		√		√				√	√	√
	浦东金桥	600639.SH	0.96		√		√				√	√	
	张江高科	600895.SH	3.14		√		√				√	√	
	外高桥	600648.SH	1.03		√		√				√	√	
	上海临港	600848.SH	1.48		√		√				√	√	
	绿地控股	600606.SH	0.34		√		√				√	√	

附录1：24Q4地产板块配置策略

备注: 1)黑色为央国企, 蓝色为民企, 红色为混合所有制企业。 2)开发商优选PB<1				1. 地方层面政策			2.全国层面政策放松		3.已出政策加强				4. 过剩产能出清政策 (主要为支持并购重组)
10月10日 PB (倍) (LF)				1.1 限购放松		1.2 非普取消	2.1 房贷政策放松 (利率+贷款期限)	2.2 交易税费减免	3.1 城中村改造政策升级	3.2 收购现房资金量增加	3.3 向地方收购土地	3.4 向开发商收购土地	
				北京	上海	深圳							
深圳国企	天健集团	000090.SZ	0.68			√	√		√		√	√	
	华侨城A	000069.SZ	0.38			√	√				√	√	√
	深振业	000006.SZ	1.06			√	√				√	√	√
	沙河股份	000014.SZ	1.43			√	√				√	√	√
其他国企	中国金茂	0817.HK	0.35				√		√		√	√	
	合肥城建	002208.SZ	0.81				√		√		√	√	
	越秀地产	0123.HK	0.41				√		√		√	√	
	中新集团	601512.SH	0.79				√				√	√	
	南京高科	600064.SH	0.65				√				√	√	
	苏州高新	600736.SH	0.72				√				√	√	
旧改民企	绿景中国地产	0095.HK	0.20				√		√	√		√	
	福星股份	000926.SZ	0.32				√		√	√		√	
出险民企1) 土储布局核心	融创中国	1918.HK	0.33				√			√		√	
	中骏集团控股	1966.HK	0.08				√			√		√	
	合景泰富	1813.HK	0.13				√			√		√	
	旭辉控股集团	0884.HK	0.20				√			√		√	
出险民企2) 土储布局非核心	华夏幸福	600340.SH	1.18							√		√	
	碧桂园	2007.HK	0.06							√		√	
	宝龙地产	1238.HK	0.06							√		√	

附录2：本轮房地产周期修复路径



房地产销售面积长期中枢下行但2026年前合理需求在10亿平左右，超跌带来总量反弹

住房市场缩量是必然趋势

- 人口增速放缓对市场整体形成长期压降效应。中国人均面积高于日本，日本人均面积从2000年人口负增长以及GDP增速趋0%开始出现长期下滑。
- 中国城镇化率偏低、人口仍然持续增长、GDP增速维持在5%左右，住房改善需求仍然存在，人均居住面积还有提升空间。
- 不考虑政策调控挤压需求延后满足的影响，城镇化进程对冲人口增速下行，2024-2027年面积增速基本保持稳定，2028年进入负增长。2030年总量下滑至2023年的66%。

假设

- 1) 国家统计局城镇居民人均居住面积2017年37平方米，2019年39平方米，年均涨1平方米，该趋势延续到人口出现负增长，人口负增长后年均降1平方米。
- 2) 每年人口增速减少0.03%
- 3) 每年城镇化率提升1个百分点，70%以后每年提升0.8%。
- 4) 2022年城镇化带来新增城镇人口新增住宅需求比例为24%，2023年达到44%，假设24年维持23年水平，此后购房情绪转暖逐渐恢复至35%。

长期需求端支撑主要看人口，短期政策波动不改长期趋势。

中国会更像日本还是美国？

- 日本长期人口移民占比1.5%以下，美国长期人口移民占比在12-15%。美国人口增长受益于移民流入，增速持续保持正增长。

- 若不开放移民限制，中国人口增速发展趋势可能更像日本。

行业短期受供给量减少缩量，长期受需求影响缩量

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总人口（万人）	141212	141260	141175	140967	140717	140425	140092	139717	139302	138846	138350
人口增长（%）	0.14%	0.03%	-0.06%	-0.15%	-0.18%	-0.21%	-0.24%	-0.27%	-0.30%	-0.33%	-0.36%
城镇人口（万人）	90220	91423	92074	93264	94506	95714	96888	98026	98849	99636	100387
城镇化率(%)	63.89%	64.72%	65.22%	66.16%	67.2%	68.2%	69.2%	70.16%	70.96%	71.76%	72.56%
城镇人口增长（万人）	1794	1203	651	1189	1242	1208	1174	1138	823	787	751
人均居住面积(平米)	40.4	41.4	42.4	41.4	40.4	39.4	38.4	37.4	36.4	35.4	34.4
新增住房需求（万平）	72492	49809	27597	49242	50168	47607	45072	42567	29955	27867	25826
城镇化新增人口占总需求比例（%）	47%	32%	24%	44%	45%	43%	41%	39%	37%	35%	35%
住宅成交面积（万平）	154878	156532	114631	111735	111484	110715	109932	109147	80961	79620	73790
住宅面积增速（%）	3.15%	1.07%	-26.77%	-2.53%	-0.22%	-0.69%	-0.71%	-0.71%	-25.82%	-1.66%	-7.32%

附录4： 2000-2002年三国利率、汇率和股市、楼市

美国1994年2月从3.25%升息，随后在2001年之前没有低于4.75%，2001年1月联邦基础利率从6%下降到2001年12月1.5%，12个月降低450bps。日本政策利率2000年8月从0%升息到0.25%，2001年2月0.15%降息到2001年3月0%，直到2006年7月才开始升息。2000年9月日元开始贬值到2002年1月，贬值幅度约为20%。

股市

标普500 -37%
纳斯达克 -66%
上证指数 -3%
日经指数 -55%

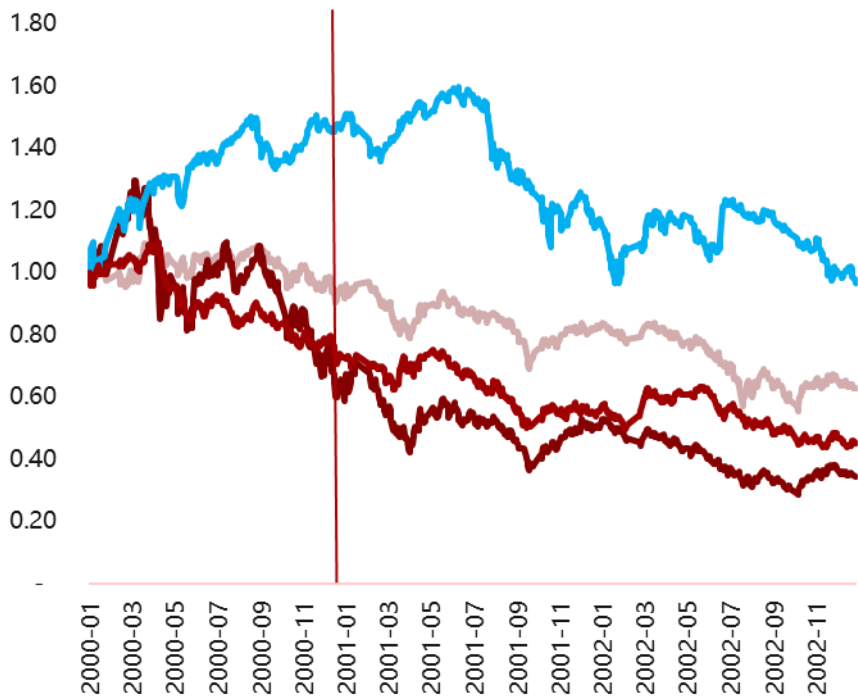
楼市

OECD
美国房价指数
日本房价指数
中国房价指数 (统计局数据)
(2015=100)

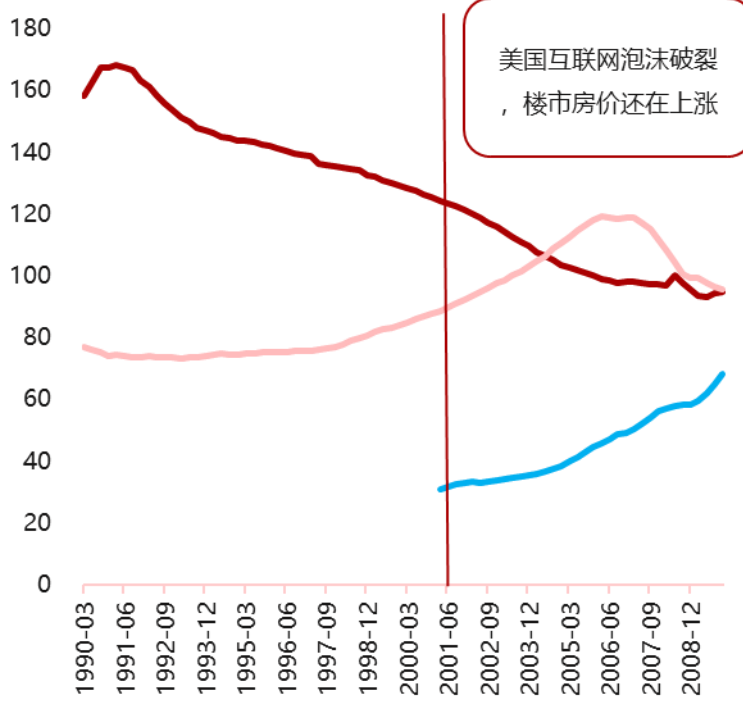
汇率

USD JPY
USD RMB

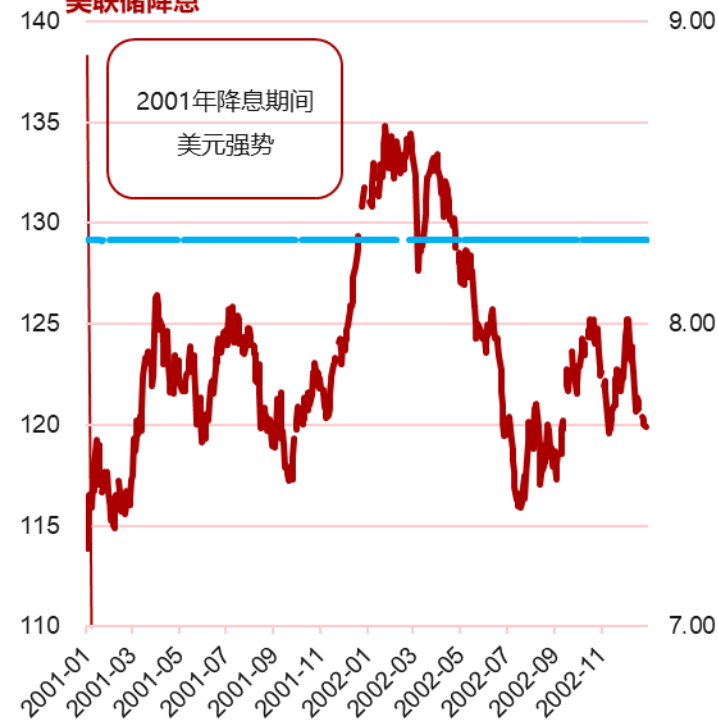
美联储降息



美联储降息



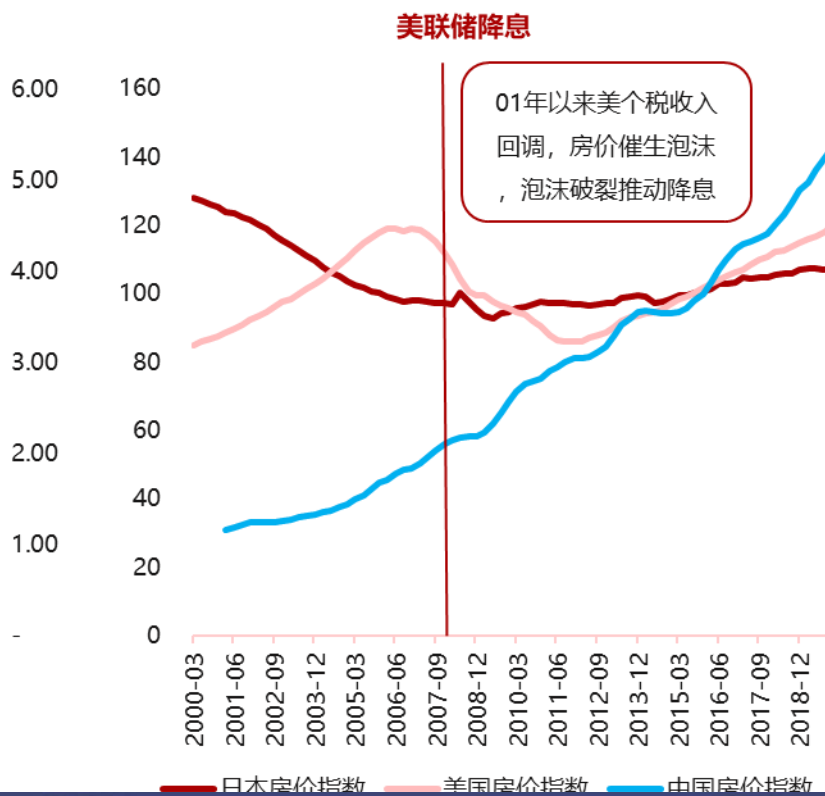
美联储降息



附录4：2006-2008年三国利率、汇率和股市、楼市

美国2004年6月联邦基础利率从1.23%升息到2006年6月5.25%，2007年9月4.75%降息到2008年12月0.25%，16个月降450bps。日本政策利率2006年5月从0%升息到0.25%，2006年7月升息到0.5%，2008年10月降息到0.3%，2008年12月降息到0.1%，2016年才降到-0.1%。日本在美国降息前半年加息，04-07年日元贬值接近20%，07年9月美国开启降息而日本滞后一年08年10月降息，日元在此期间升值25%。

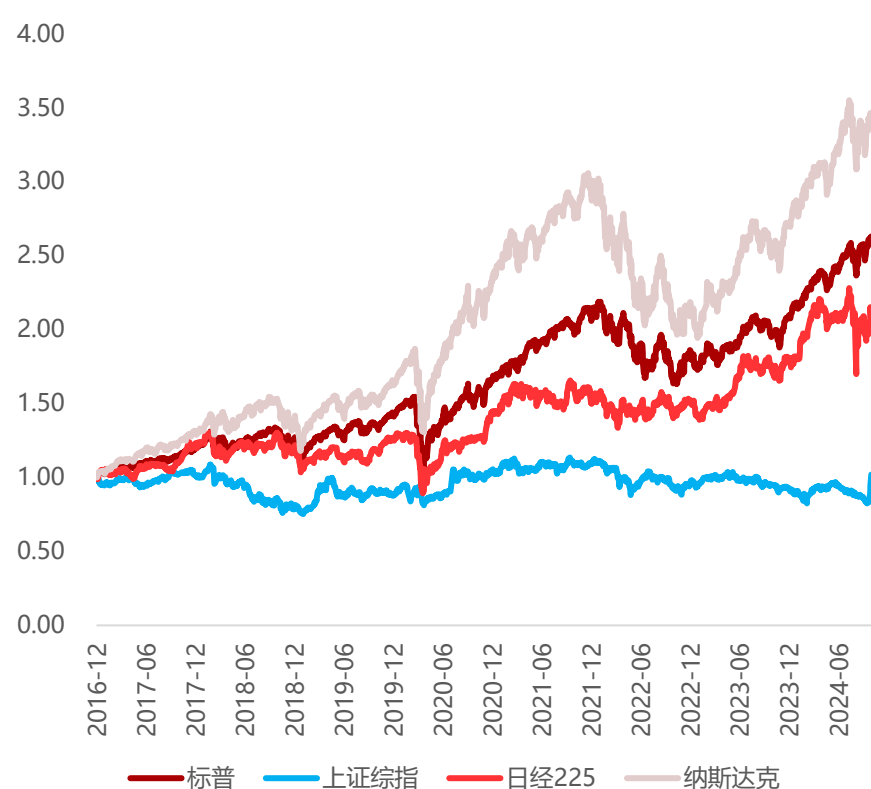
股市	标普500 -29% 纳斯达克 -30% 上证指数 +54% 日经指数 -46%	楼市	OECD 美国房价指数 日本房价指数 中国房价指数 (统计局数据) (2015=100)	汇率	USD JPY USD RMB
----	---	----	--	----	--------------------



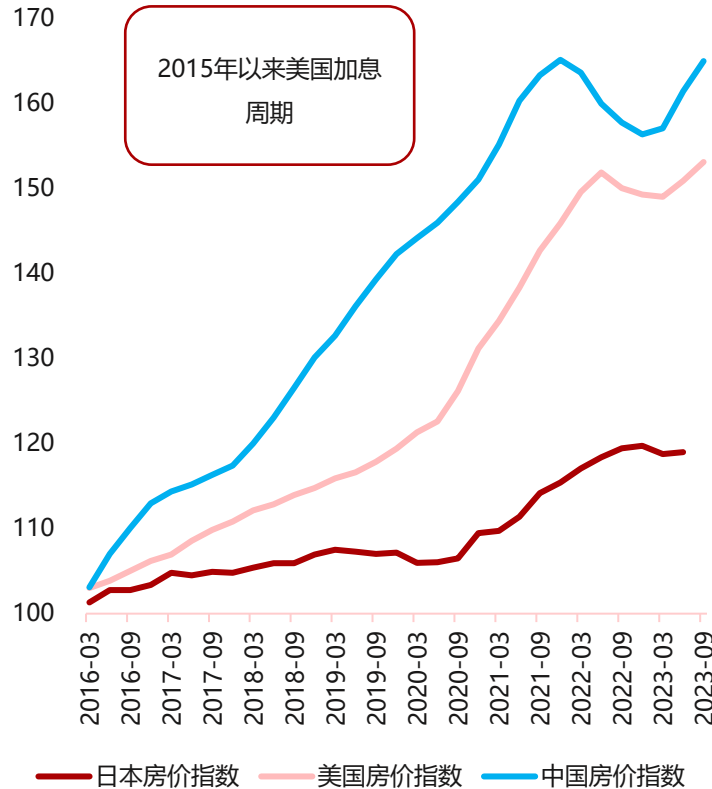
附录4：2016-2024年三国利率、汇率和股市、楼市

美国利率从2022年3月0.5%升息到2023年5月5.5%。日本利率从2024年3月从-0.1%升息到0.1%，24年月7升息到0.25%。日元从2022年初至今持续贬值，累计贬值约为30%。（2001、2007年日本贬值幅度在20%左右）

股市	标普500	+163%
	纳斯达克	+246%
	上证指数	+2%
	日经指数	+105%



楼市	OECD
	美国房价指数
	日本房价指数
	中国房价指数 (统计局数据)
	(2015=100)



汇率	USD JPY
	USD RMB



风险提示

- 1) 行业销售量价修复不及预期；
- 2) 融资端政策的落地效果不及预期；
- 3) 收储资金支持和推进速度不及预期。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>