

美国房地产：长期特征与短期展望

团队成员

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

投资要点：

美国房地产是美国经济重要组成部分，二手房为主导的市场结构下，其消费属性较强，占居民资产比重与股票相当：（1）**经济地位**：房地产部门占GDP比重在15%-18%之间，住宅投资、住宅服务的消费支出分别占GDP的3%-5%、12%-13%，消费属性大于投资；（2）**市场结构与产业关联**：超高城镇化率下，美国地产销售中二手房占比超80%，而中国不到四成。二手房为主的市场结构下，美国房地产对服务业拉动较为明显，而中国房地产对服务业、制造业均有带动；（3）**居民资产负债表地位**：美国房地产占居民资产比重为25%、与股票相当，而同期中国房地产占比35%、远远领先股票；（4）**资产收益率**：1972-2023年，美国房地产复合收益率5.3%，明显落后REITs（9.2%）和美股（11.4%），而2005年以来中国房地产则跑赢A股；（5）**景气周期**：90年代以来美国房地产先后经历五轮周期：（1）1991-2005H1（二战后最长的上行周期）1991-2005H1（二战后最长的上行周期）、2005H2-2008（次贷危机）、2009-2019（金融危机后的温和复苏）、2020-2021（疫情期间的V型反转）、2022-今（加息周期引发的调整）；（6）**需求主导因素**：美国25-44岁主力置业人口数量持续提升，“人口红利”为房地产销售带来长期支撑；利率是短期住房需求的主导因素，领先地产销售1-2个季度。

2023.11以来美国房地产触底回升，2024年基本面仍相对稳健，偏紧的供需格局、美联储降息的潜在利好以及主力置业人口规模持续增长，对应2024年美国地产有望继续修复：（1）**景气度**：2023年11月以来，受益于金融条件改善，美国住房市场景气度边际回升；（2）**需求**：2023年以来销量同比降幅持续收窄，新屋销量增速好于成屋；（3）**供给**：成屋库存处于低位，新屋待售相对较高；（4）**房价**：2023年开始美国房价再度上行、已创历史新高，而在高房价和加息作用下，住房购买力仍相对较低；（5）**后续展望**：往后看美国房地产基本面仍相对稳健，偏紧的供需格局、美联储降息的潜在利好以及主力置业人口规模持续增长，对应2024年地产有望继续修复，但需警惕地产上行→二次通胀风险→降息时点推迟、幅度下降的负反馈机制。

美国地产若温和修复，中国地产链出口通常受益：（1）历史经验看，美国地产上行周期，通常带动家具家居、家电、木材等地产链产品进口需求提升，进而推动中国相应出口；（2）截至2024年初，美国地产链商品库存增速已处于历史偏低位置，且初步呈现补库迹象，同样对中国地产链出口带来提振。

风险提示：美联储表态偏鹰；美国利率下行偏缓；金融风险事件爆发等。

相关报告

- 1、《宏观周报：关注美国房地产周期变化》—2024.03.25
- 2、《警惕降息预期的“假摔”——3月FOMC会议点评》—2024.03.21
- 3、《海外库存周期走到哪了》—2024.02.28

正文目录

1 美国房地产的长期特征.....	4
1.1 经济地位：占 GDP 比重在 15%-18%之间	4
1.2 市场结构与产业关联：二手房占主导，对下游服务业拉动大	4
1.3 居民资产负债表：占居民资产比重为 25%、仅次于股票	6
1.4 资产收益率：累计收益跑输美股，REITs 相对领先	7
1.5 景气周期：90 年代以来经历五轮周期	8
1.6 需求主导因素：长期看人口，短期盯利率.....	9
2 美国房地产周期的当下位置与未来展望	11
2.1 景气度：2023.11 以来触底回升	11
2.2 需求：2023 年以来销量同比降幅持续收窄	11
2.3 供给：成屋库存处于低位，新屋待售相对较高	12
2.4 房价：继续创新高，或对美联储降息带来掣肘	13
2.5 展望：基本面仍稳健，2024 地产有望继续修复	14
3 美国地产若温和修复，中国地产链出口有望受益	16
3.1 美国地产上行周期，国内地产链出口通常受益	16
3.2 极低库存水位下，地产链商品逐步向补库迈进	17
4 风险提示	18

图表目录

图表 1：房地产占美国 GDP 比重在 15%-18%之间	4
图表 2：地产占投资、消费比重分别为 18.1%、16.6%	4
图表 3：1960 年代美国城镇化率已超 70%	5
图表 4：截至 2023 年，美国成屋销售面积占比 85%	5
图表 5：美国房地产对服务业拉动较为明显	5
图表 6：中国房地产对服务业、制造业均有带动	5
图表 7：美国居民资产中房地产和股票比重接近	6
图表 8：中国居民资产中房地产占比领先股票	6
图表 9：按揭占美国居民负债比重在 60%以上	7
图表 10：按揭占中国居民负债比重在 45%-60%间	7
图表 11：美国房地产累计收益跑输美股和 REITs	7
图表 12：中国房地产累计收益跑赢 A 股	7
图表 13：以 2013 为分界线，2013 年后房地产板块跑输标普 500	8
图表 14：90 年代以来，美国房地产先后经历五轮周期	9
图表 15：美国 25-44 岁人口与住宅存量持续提升	10
图表 16：25-44 岁人口数量提升，支撑新房销量	10
图表 17：按揭贷款利率跟随美联储政策利率变动	10
图表 18：按揭贷款利率领先房屋销售 1-2 个季度	10
图表 19：2023.11 以来，美国住房市场景气度持续回升	11
图表 20：2023 年以来房屋销量增速降幅持续收窄	12
图表 21：成屋库存仍在低位，新屋库存略有回升	12
图表 22：2023 年下半年库存月数环比提升	12
图表 23：2023 年下半年美国房价同比再度上行	13
图表 24：2023.11 开始住房购买力环比回升	13



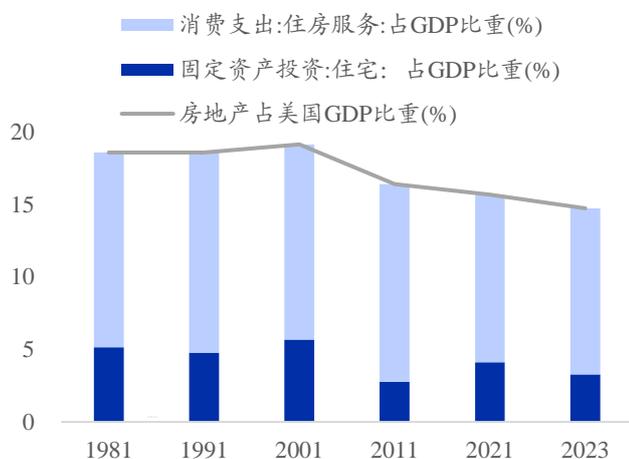
图表 25: 美国租赁房屋空置率略有回升但仍较低.....	14
图表 26: 2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升.....	14
图表 27: 新屋库存略有改善, 但成屋库存仍在低位.....	14
图表 28: 市场隐含全年降息 75BP 预期.....	15
图表 29: 2035 年前美国 25-44 岁人口有望持续增加.....	16
图表 30: 中国地产链产品出口与美国房屋销量.....	16
图表 31: 中国灯具出口与美国房屋销量.....	16
图表 32: 中国家具出口与美国房屋销量.....	17
图表 33: 中国胶合板出口与美国房屋销量.....	17
图表 34: 截至 2024.01, 美国地产链商品库存增速呈现触底反弹迹象.....	17
图表 35: 地产链商品库存分位数处于历史偏低位置.....	18

1 美国房地产的长期特征

1.1 经济地位：占 GDP 比重在 15%-18%之间

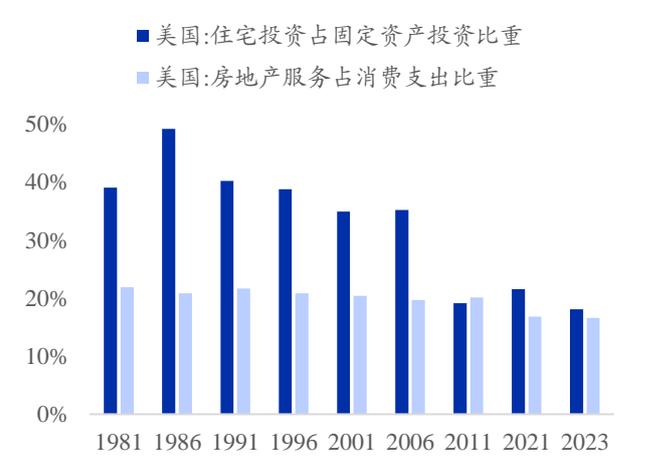
美国房地产部门占 GDP 比重在 15%-18%之间，消费属性大于投资。参照 NAHB 的研究，支出法口径下，美国房地产部门在 GDP 中的构成，可以分为住宅投资、住宅服务的消费支出两部分，其中住宅投资约占 GDP 的 3%-5%，住宅服务的消费支出约占 GDP 的 12%-13%，其消费属性大于投资。2010 年以来，房地产占美国 GDP 比重边际下降，由 2001 年的 19.1% 高点降至 2023 年的 14.7%，房地产投资占固定资产投资比重由 30% 以上降至 2023 年的 18.1%，房地产消费占消费支出由 20% 附近降至 16.6%，尽管边际下滑，但整体上仍然是美国经济较为重要的部门构成。

图表 1：房地产占美国 GDP 比重在 15%-18%之间



来源：NAHB、华福证券研究所

图表 2：地产占投资、消费比重分别为 18.1%、16.6%

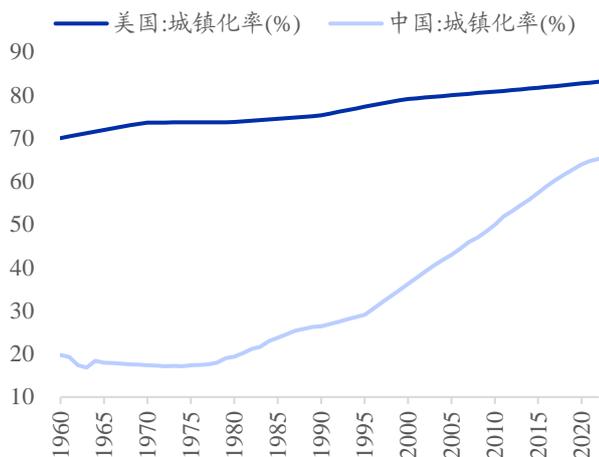


来源：NAHB、华福证券研究所

1.2 市场结构与产业关联：二手房占主导，对下游服务业拉动大

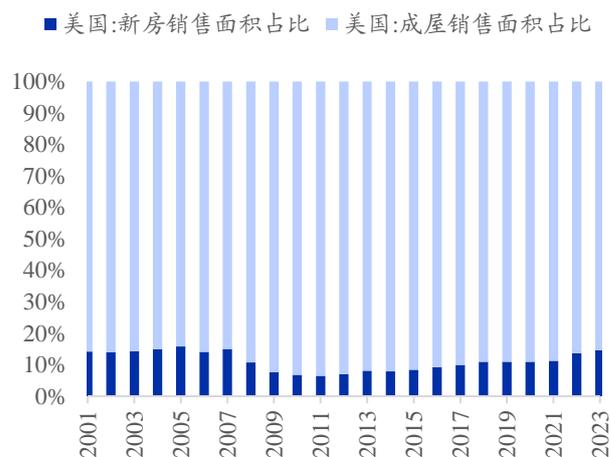
超高城镇化率下，美国地产销售中二手房占比超 80%，而中国不到四成。1960 年代美国城镇化率已经超 70%，进入纳瑟姆曲线的高度城镇化阶段。对应到房地产市场上，美国房地产市场已经较为成熟，截至 2023 年，成屋（二手房）销售面积占比为 85%，占据绝对主导地位。而与之相对应，根据国家统计局的数据，截至 2023 年底，中国二手房、新房销售面积占比分别为 38.8%、61.2%，二手房占比创历史新高，但总体仍然是新房占据主导。

图表 3：1960 年代美国城镇化率已超 70%



来源：Wind、华福证券研究所

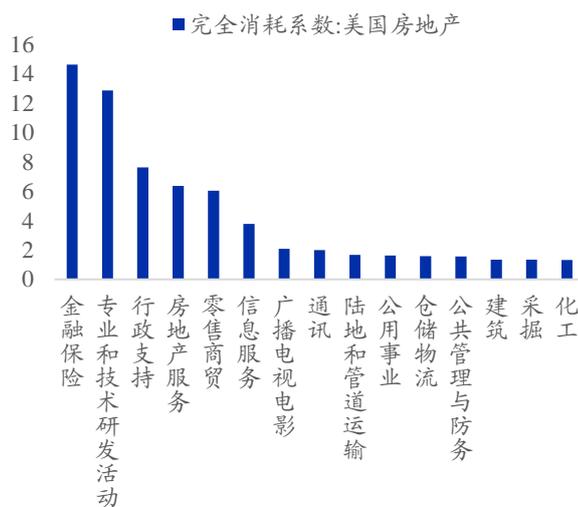
图表 4：截至 2023 年，美国成屋销售面积占比 85%



来源：Wind、华福证券研究所

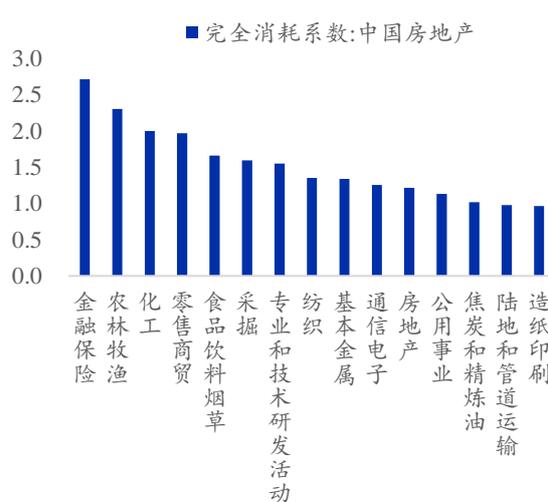
二手房为主的市场结构下，美国房地产对服务业拉动较为明显，而中国房地产对服务业、制造业均有带动。我们利用 OECD 的 2020 年投入产出表数据，计算美国和中国房地产行业的完全消耗系数，可以用于衡量房地产对其他行业的拉动情况。美国房地产业影响的前 15 行业除建筑、采掘和化工外，其余均为服务业，其中金融保险、专业和技术研发活动占据绝对大头，显示地产与金融在内的服务业关系较为紧密。与之对比，中国房地产业影响程度最高的前 15 个行业中，4 个为服务业，其余 11 个为制造业。其中，与美国类似，金融是地产拉动最明显的行业，而农林牧渔、化工、纺织等主要涉及房屋建造和装修等流程，其对制造业和上游原材料的影响更为明显。

图表 5：美国房地产对服务业拉动较为明显



来源：OECD、华福证券研究所

图表 6：中国房地产对服务业、制造业均有带动

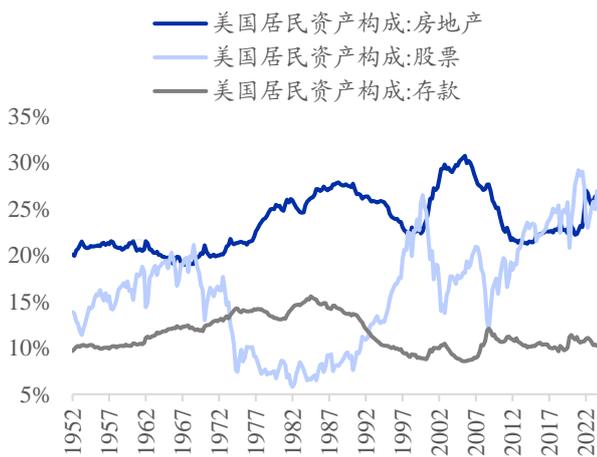


来源：OECD、华福证券研究所

1.3 居民资产负债表：占居民资产比重为 25%、仅次于股票

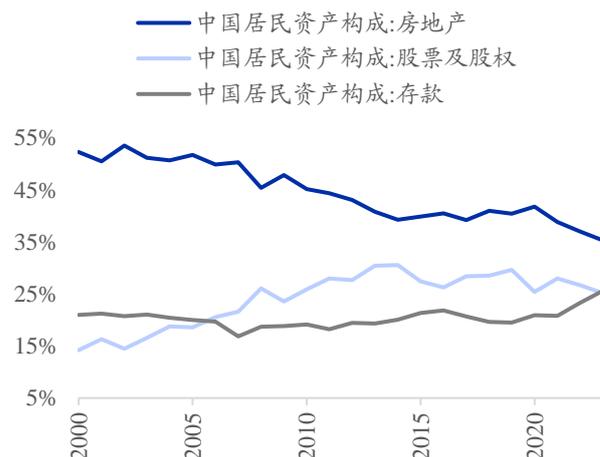
美国房地产占居民资产比重为 25%、与股票相当，而同期中国房地产占比 35%、远远领先股票。截至 2023 年底，美国居民资产构成中，房地产占比为 25.4%，仅次于股票（26.9%），为美国居民第二大资产构成。从历史演变看，其占居民资产比例大致在 20%-30% 区间波动，主要影响因素为房价相对股价及其他资产的比价关系。90 年代的美股牛市使得美国房地产占比明显下降，而 2000 年科网泡沫破灭后叠加宽松的货币和监管政策，美国地产占比在 2005 年底达到顶峰（30.7%），后续随着次贷危机爆发，房地产财富大幅回撤，在金融危机后的美股十年慢牛行情中地产占比相对平稳，而疫情以来超宽松的货币和财政政策+低库存的共振下，美国房地产占居民资产比重再度上升，但离次贷危机前的顶峰尚有较大差距。对于中国而言，参考社科院的统计口径，截至 2023 年房地产占中国居民资产比重为 35.3%、为居民部门最重要资产，存款（21.0%）超过股票和股权（14.2%）提升至第二位。总体看，与中国相比，美国房地产在居民资产中的地位相对更低，但也是仅次于美股且差距较小。

图表 7：美国居民资产中房地产和股票比重接近



来源：美联储、华福证券研究所

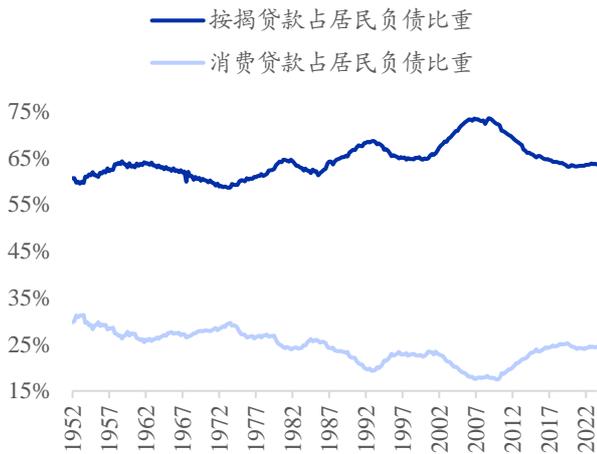
图表 8：中国居民资产中房地产占比领先股票



来源：社科院、华福证券研究所

房地产贷款占美国居民资产负债比重在 60% 以上，高于中国水平。从居民部门的负债端看，美国居民最大的负债敞口为按揭贷款，占居民负债比重在 60% 以上，远高于第二名消费贷，主要源于美国居民的首要购房渠道为按揭贷款。由于地产在居民负债中的较高比例、及其与金融系统高度关联的作用机制，在房地产出现大幅波动时，通常意味着美国经济面临压力，最典型事件为 2007 年由美国地产问题引发的次贷危机及 2008 年蔓延的全球金融危机。与此相比，按揭贷款占中国居民负债比重在 45%-60% 之间波动，其趋势与地产周期高度相关，但总体水平低于美国。

图表 9：按揭占美国居民负债比重在 60%以上



来源：美联储、华福证券研究所

图表 10：按揭占中国居民负债比重在 45%-60%间

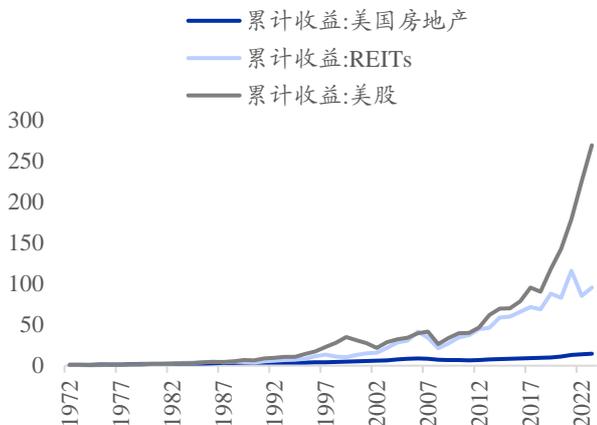


来源：Wind、华福证券研究所

1.4 资产收益率：累计收益跑输美股，REITs 相对领先

1972-2023 年，美国房地产复合收益率 5.3%，明显落后 REITs (9.2%) 和美股 (11.4%)，而 2005 年以来中国房地产则跑赢 A 股。运用标普/席勒房价指数作为美国房价的代理变量，1972-2023 年其复合收益为 5.3%，总体跑赢通胀 (4.0%)。而与之相应地，美股复合收益为 11.4%，作为实物资产的房地产收益率显著跑输美股，这也在很大程度上解释了为何美股的关注度较美国房地产更高。与此同时，受监管放松叠加股权属性较强，REITs 类资产在 70 年代开始大幅扩容，且取得 9.2% 的年化收益，远远领先实物的房地产价格增速。而对于中国而言，2005 年以来一线地产复合收益为 10.3%，领先沪深 300 全收益衡量的 A 股收益 (8.6%)，从而能较好地解释为何中国房地产的关注度较 A 股更高。

图表 11：美国房地产累计收益跑输美股和 REITs



来源：Bullion Vault、Portfolio Visualizer、华福证券研究所

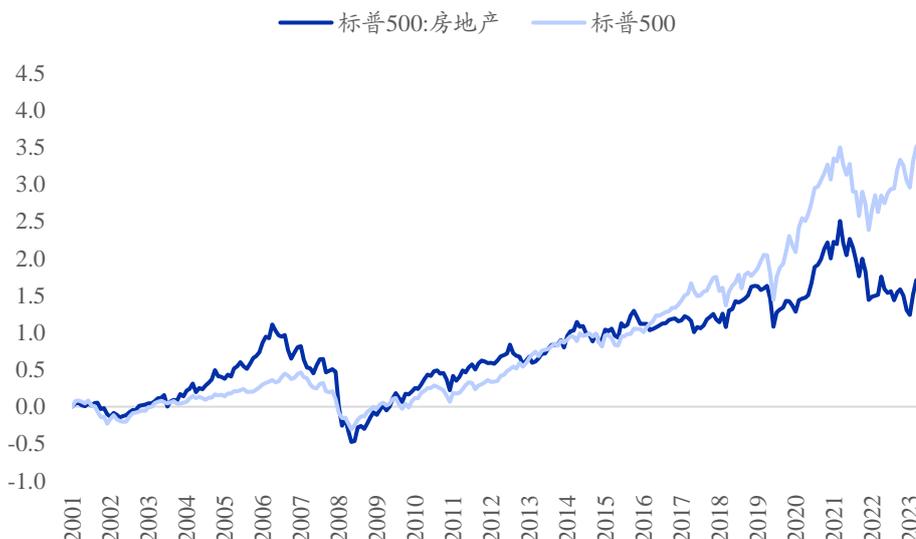
图表 12：中国房地产累计收益跑赢 A 股



来源：Wind、华福证券研究所；A 股收益选取沪深 300 全收益

2001-2013 年房地产板块跑赢标普 500，其后整体跑输。映射到股票市场上，2001-2013 年标普 500 中房地产板块明显跑赢基准，尤其是 2002-2006 年美国房价大幅上涨，带动房地产超额收益显著，2007 年次贷危机蔓延，房地产大幅回撤，2009 年开始随着系列救助政策，房地产板块再度大幅反弹，且累计收益相对大盘的优势持续至 2013 年。2013-2019 年后在美股的十年慢牛行情中，房地产跑输基准，主要源于房价涨幅较慢，地产类公司收益明显不及以 FAANG 为代表的科技类企业。2020 年下半年至 2021 年，伴随着超宽松货币政策+美国房地产景气度持续提升，房地产板块同样大幅上行，但在 2022 年加息周期开启后经历明显回撤。

图表 13：以 2013 为分界线，2013 年后房地产板块跑输标普 500



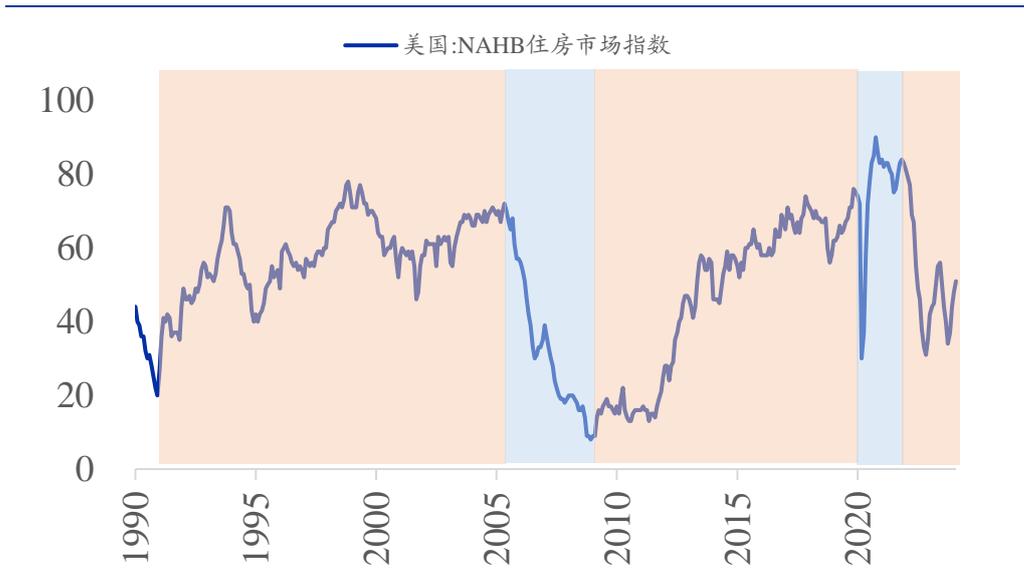
来源：GFD、华福证券研究所

1.5 景气周期：90 年代以来经历五轮周期

从景气周期视角看，1990 年代以来美国房地产先后经历五轮周期：**(1) 1991-2005H1 (二战后最长的上行周期)**：这一阶段，美国经历二战以后时间最长、幅度最大的房地产上行周期，其中 90 年代主要受益于“新经济”带动下美国经济进入高增长、低通胀、低赤字和低失业率“一高三低”的繁荣阶段，以及美联储货币政策偏温和、带动利率中枢进一步下移，而 2000-2005 年美国地产受益于 2001-2003 年的持续降息以及房地产信贷条件的持续放松，房地产销售和房价持续提升，到 2005 年达到顶峰；**(2) 2005H2-2008 (次贷危机)**：为应对经济过热，美联储在 2004-2006 年持续加息，对于房地产的负向冲击从 2005 年下半年开始显现。2007 年美国房地产市场泡沫破灭，引发美国次贷危机，并最终演变为 2008 年席卷全球的金融危机。这一阶段，房地产经历两年半的下行，且泡沫破灭引发严重的经济危机；**(3) 2009-2019 (金融危机后的温和复苏)**：2008 年底为应对危机，美国政府一方面通过降低利率、延长贷款期限、提供再融资等形式救助购房家庭和房企，另一方面通过积极的财政政策大力刺激需求，最终使得房地产和美国经济在 2009 年走出衰退，进入复苏周期，并在置业人口数提升的推动+长期低利率的刺激下，经历 10 年左右的上行周期；**(4) 2020-2021**

(疫情期间的V型反转): 2020年新冠疫情爆发后,美国房地产在2020Q2经历大幅冲击,但随着疫情形势边际好转+超宽松货币和财政政策刺激,到Q3景气度已恢复至疫情前水平,房地产市场繁荣持续至2021年底,美国整体房价创历史新高;**(5) 2022-今(加息周期引发的调整):** 2022年美联储加息周期开启后,美国地产市场同样受到冲击,地产销量大幅下挫、房价环比涨幅收窄,其中30年房贷利率一度突破7%,远超2020年的2.7%低点。但受益于置业人口的长期支撑以及偏低的库存水平,美国住房市场表现出较强韧性,2023.11以来触底回升。后续若2024H2降息周期如愿开启,有望带动美国房地产市场再度上行。

图表 14: 90 年代以来, 美国房地产先后经历五轮周期

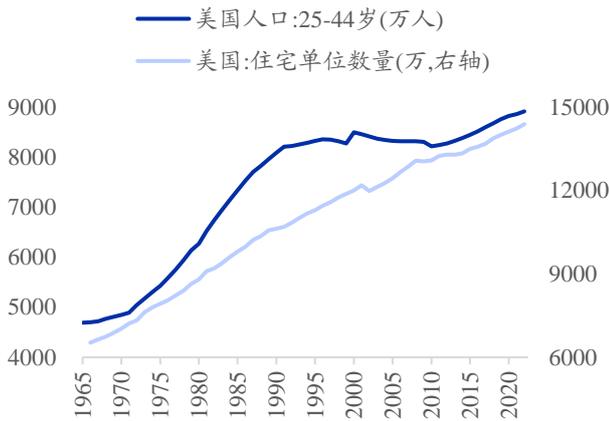


来源: Wind、华福证券研究所

1.6 需求主导因素: 长期看人口, 短期盯利率

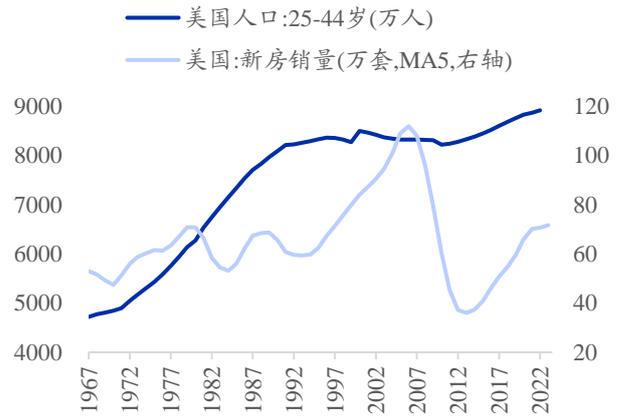
美国 25-44 岁主力置业人口数量持续提升,“人口红利”为房地产销售带来长期支撑。从人口视角看,美国 25-44 岁主力置业人口数从 60 年代的 4700 万人提升至 2022 年的近 9000 万人,其中 1970-1990 年代 25-44 岁人口大幅提升,源于二战后婴儿潮一代进入年轻阶段,2000-2010 年稳定在 8000 万人口以上,但 2010 年后再度加速,目前尚未到达拐点。美国 25-44 岁置业人口的持续提升,一方面源于其生育率尽管边际下滑但在欧美国家中仍相对靠前,另一方面则源于外来人口的大幅流入,补充了年轻劳动力。人口效应体现在住房市场上,一方面美国住房存量持续提升,另一方面面对新房和成屋销量长期带来支撑,为地产销售持续带来“人口红利”。

图表 15: 美国 25-44 岁人口与住宅存量持续提升



来源: Wind、CEIC、华福证券研究所

图表 16: 25-44 岁人口数量提升, 支撑新房销量



来源: Wind、华福证券研究所

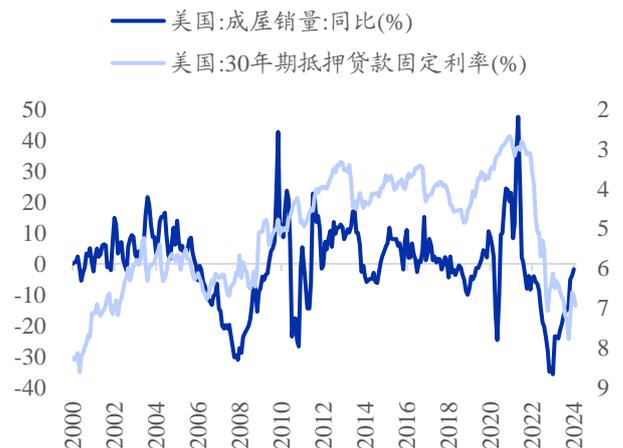
利率是短期住房需求的主导因素, 领先地产销售 1-2 个季度。由于美国地产偏消费属性, 且居民大部分通过按揭形式购房, 因此房贷利率对短期住房需求的领先性较为明显。历史经验看, 美国 30 年期抵押贷款固定利率跟随美联储政策利率和 10 年期美债利率波动。在长端利率下台阶的背景下, 30 年按揭利率也由 80 年代最高的近 15% 降至 2020 年的 2.7% 附近。2022 年加息周期启动以来, 30 年按揭利率一度升至 2023 年 10 月的 7.8%, 截至 3 月中旬降至 6.7% 附近, 但仍处于偏高水平。而从其与成屋销量的关系看, 房贷利率一般领先销售增速 1-2 个季度。

图表 17: 按揭贷款利率跟随美联储政策利率变动



来源: Wind、华福证券研究所

图表 18: 按揭贷款利率领先房屋销售 1-2 个季度



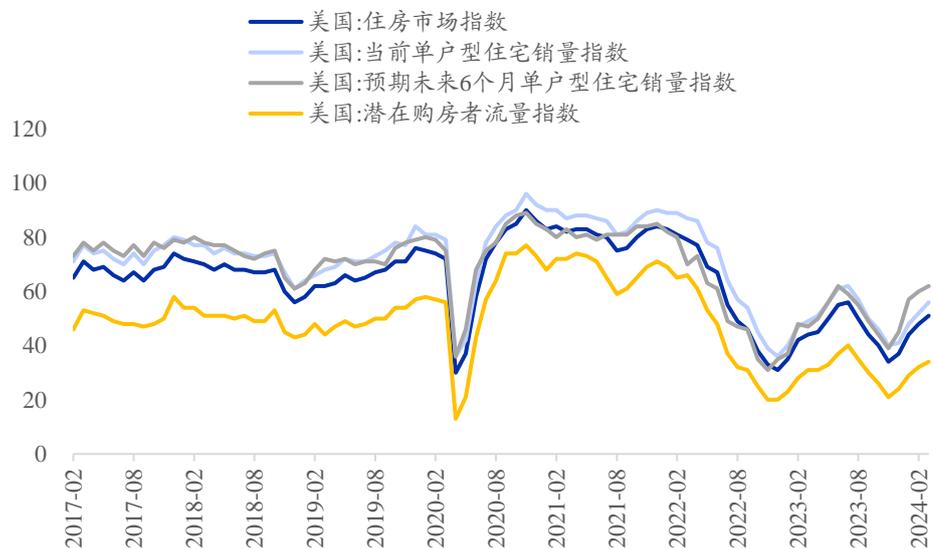
来源: Wind、华福证券研究所

2 美国房地产周期的当下位置与未来展望

2.1 景气度：2023.11 以来触底回升

2023 年 11 月以来，受益于金融条件改善，美国住房市场景气度边际回升。以 NAHB 公布的住房市场指数看，2022 年加息周期开启后大幅回落，2023 年上半年伴随美国硅谷银行事件发酵、金融条件边际放松，景气度边际回升，2023.08-2023.10 随着美债利率再创新高，住房市场景气度大幅回落，11 月以来在宽松预期作用下景气度连续 4 个月回升，其中对预期未来 6 个月住宅销量指数提升幅度好于当前销量指数，表明市场对未来预期相对乐观。

图表 19：2023.11 以来，美国住房市场景气度持续回升



来源：Wind、华福证券研究所

2.2 需求：2023 年以来销量同比降幅持续收窄

2023 年以来房屋销量同比降幅持续收窄，新屋销量增速好于成屋。截至 2024 年 2 月，美国成屋销量降幅由 2023 年 1 月的-35.8%（2010 年以来最低增速）提升至-3.3%，新屋销量同比在 2023H2 大幅回落，到 24 年 2 月回落至 5.9%附近。由于成屋销量占美国住房市场的八成以上，住房销量合计增速与成屋销量增速接近。

图表 20：2023 年以来房屋销量增速降幅持续收窄

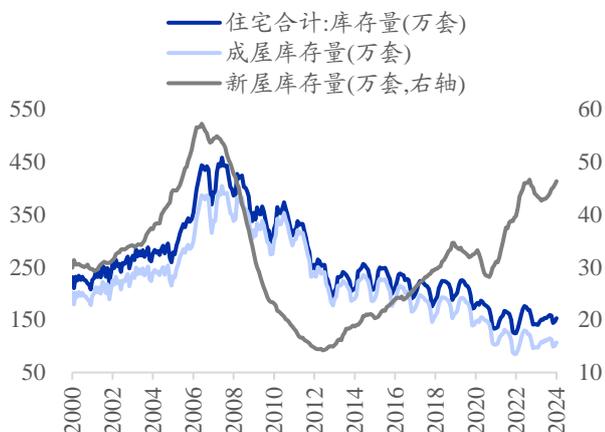


来源：Wind、华福证券研究所

2.3 供给：成屋库存处于低位，新屋待售相对较高

成屋库存处于低位，新屋待售相对较高。截至 2024 年 2 月，美国成屋库存量约为 107 万套，处于 2000 年以来极低水平。2008 年后美国成屋库存就已经在持续下滑过程中，而 2022 年以来按揭贷款利率攀升，使得潜在卖家“卖旧换新”的意愿受阻，进一步拉低了库存水平。而在成屋库存处于低位的同时，越来越多购房者转向新房市场。体现在库存上，2021 年以来新屋库存量大幅提升，目前仍处于相对较高水平。但合计看，由于成屋库存占据绝对主导，美国住房库存总体仍在极低水平，远远未达到 2008 年前水平。从库存月数的数据看，截至 2024 年 2 月，全部住宅的库存月数为 2.7 个月，较 2023.06 提升明显，但仍显著好于 2012 年以来的历史平均水平。

图表 21：成屋库存仍在低位，新屋库存略有回升



来源：Wind、华福证券研究所

图表 22：2023 年下半年库存月数环比提升

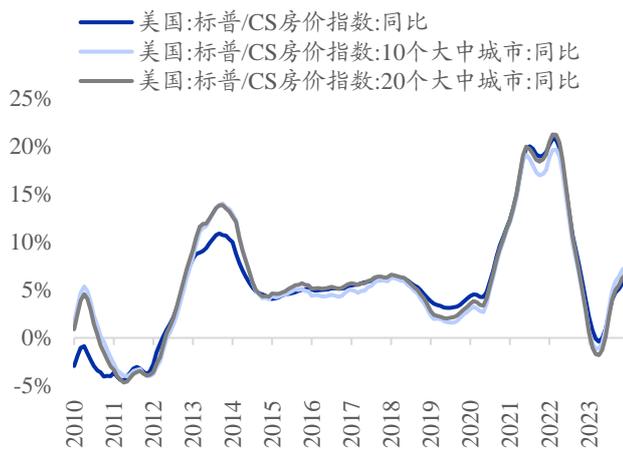


来源：CEIC、华福证券研究所

2.4 房价：继续创新高，或对美联储降息带来掣肘

2023 年开始美国房价再度上行、已创历史新高，而在高房价和加息作用下，住房购买力仍相对较低。2023 年开始随着美国房地产市场边际回暖+供需紧平衡，美国房价再度开始上涨趋势，标普/CS 房价指数 2023 年全年上涨 5.6%，截至 2024 年 1 月，已创有数据统计以来新高。体现在住房购买力上，美国住房购买力指数自 2021 年以来伴随着房价快速上涨以及随后美联储启动加息大幅回落，2013.10 后伴随金融条件松紧边际回升，但较疫情前比仍处于偏低水平。

图表 23：2023 年下半年美国房价同比再度上行



来源：Wind、华福证券研究所

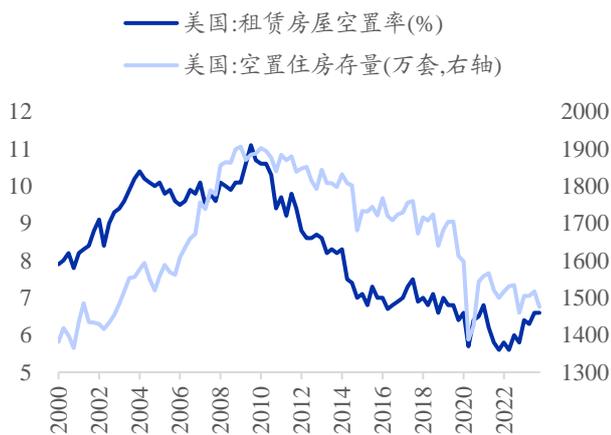
图表 24：2023.11 开始住房购买力环比回升



来源：Wind、华福证券研究所

2023 年房价再度上升，叠加房屋销售和租房市场仍然偏紧，或带动美国 CPI 中住宅项在 2024H2 再度上升，构成二次通胀风险，或对美联储开启降息带来掣肘。现阶段美国房屋销售和租房市场总体供需关系偏紧，租赁住房空置率 2022H2 以来边际回升，但总体处于历史偏低水位，租房市场仍相对火热。而从历史数据看，房价对 CPI 中住宅项约领先一年左右，2023H2 美国房价同比再度提升，意味着 2024H2CPI 住宅项或二次回升，而后者占美国 CPI 比重为 45%，或导致美国 CPI 二次通胀风险抬升，从而对美联储降息带来掣肘。现阶段市场预期美联储最早或 6 月降息，但若高房价带动住宅项不降反升，美国通胀或较难达到 2% 目标，美联储降息时点可能推后。

图表 25: 美国租赁住房空置率略有回升但仍较低



来源: Wind、华福证券研究所

图表 26: 2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升



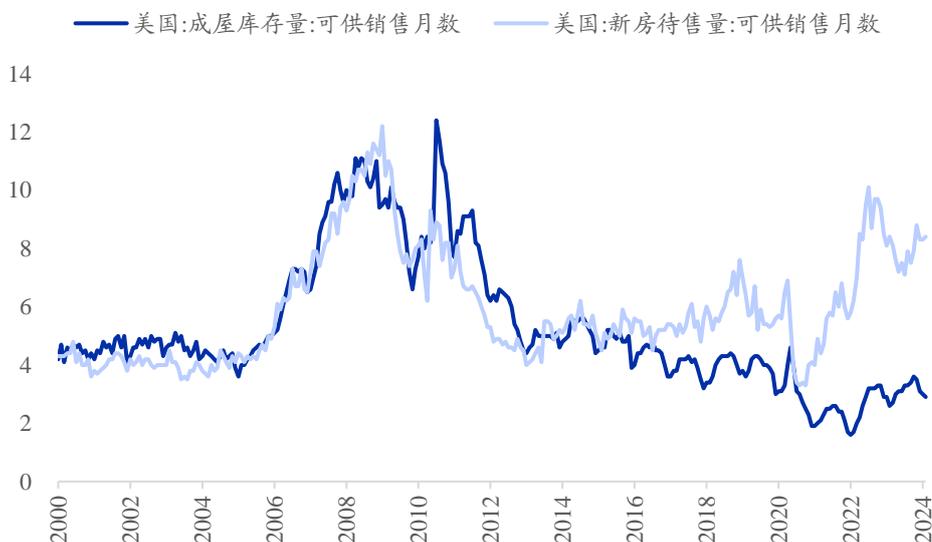
来源: CEIC、华福证券研究所

2.5 展望：基本面仍稳健，2024 地产有望继续修复

往后看美国房地产基本面仍相对稳健，偏紧的供需格局、美联储降息的潜在利好以及主力置业人口规模持续增长，对应 2024 年地产有望继续修复，但需警惕地产上行→二次通胀风险→降息时点推迟、幅度下降的负反馈机制。

供需关系仍然偏紧，尤其是成屋库存仍然处于历史极低水位，供给端大幅增加的概率偏小，对应 2024 年美国房地产偏紧的供需格局有望延续。截至 2024 年 2 月，美国成屋库存、新房待售量分别为 2.9 个月、8.4 个月，新房库存相对偏高，后续有望缓解部分需求压力。但由于美国房产销售超 80%为成屋销售，现阶段成屋库存仍处于历史极低水平，在美联储实质降息或美国金融条件明显放松前，利率对成屋供应的压制大概率持续显现，紧平衡格局有望继续演绎。

图表 27: 新屋库存略有改善，但成屋库存仍在低位



来源: Wind、华福证券研究所

利率层面看，美联储降息渐近，市场或持续交易宽松预期，高利率对地产需求抑制或逐步削弱，但需警惕地产上行→二次通胀风险→加息时点推迟的负反馈机制。3月美联储 FOMC 维持利率不变，但点阵图显示全年仍有 75BP 降息空间。基于美联储指引以及美国经济温和回落的判断，年内美联储降息仍是大事件。而在美联储实际降息前，市场或反复交易宽松预期，金融条件有望边际松紧，高利率对地产需求的抑制或逐步削弱。但正如房价部分所指出的，若房价持续上行，租金为核心的核心服务项在 2024H2 有触底回升趋势，对美国 CPI 带来支撑，通胀下行速率放缓甚至不排除上扬可能性。若后续通胀下行低于预期，则前期过于乐观的流动性预期可能阶段性受阻，届时地产上行动力可能阶段性受到冲击，具体需持续关注。

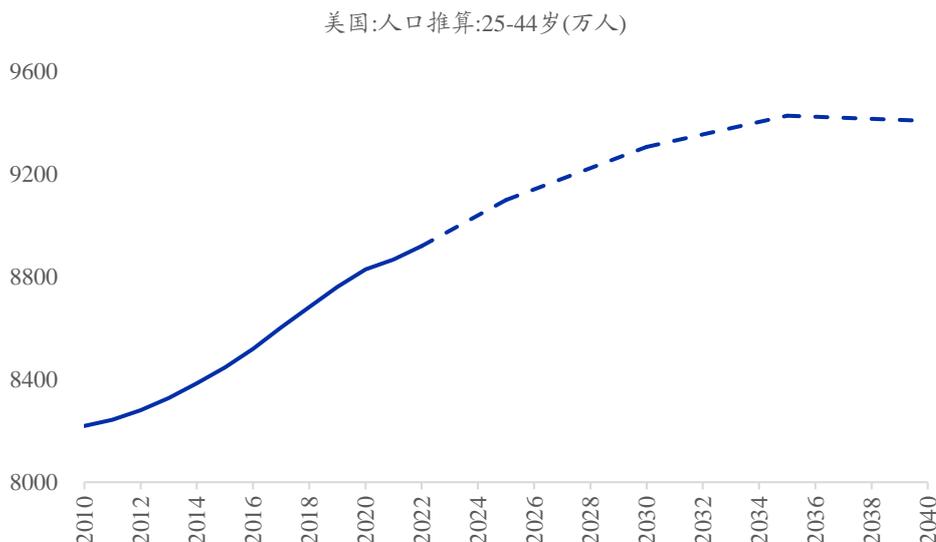
图表 28：市场隐含全年降息 75BP 预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	91.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	64.0%	29.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	31.2%	49.2%	16.9%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	23.8%	44.5%	25.3%	4.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	12.3%	33.6%	35.5%	15.4%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.6%	8.6%	26.8%	34.9%	21.8%	6.5%	0.7%
2025/1/29	0.0%	0.3%	4.5%	17.5%	30.7%	28.5%	14.4%	3.7%	0.4%
2025/3/19	0.2%	2.7%	11.9%	25.0%	29.5%	20.5%	8.3%	1.8%	0.2%
2025/4/30	1.2%	6.4%	17.1%	26.8%	25.9%	15.6%	5.7%	1.2%	0.1%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所；选取时点为 3 月 27 日。

人口层面看，25-44 岁人口有望持续增加，中长期为美国地产带来支撑。根据美国人口普查局的预测，2022-2035 年美国 25-44 岁人口有望从 8900 万左右提升至 9400 万附近，年均新增近 40 万。人口的持续增长，意味着住房需求尚未达峰，在中长期维度为美国地产带来支撑。

图表 29：2035 年前美国 25-44 岁人口有望持续增加



来源：Wind、美国人口普查局、华福证券研究所

3 美国地产若温和修复，中国地产链出口有望受益

3.1 美国地产上行周期，国内地产链出口通常受益

历史经验看，美国地产上行周期，通常带动家具家居、家电、木材等地产链产品进口需求提升，进而推动中国相应出口。现阶段，中国地产链产品的出口中，美国仍然是最重要目的地之一，2023 年中国家具寝具灯具、电气设备（含家电）、木制品出口中，对美出口占比分别为 25%、14%、19%。而美国地产销量增速基本领先中国地产链出口增速约 1-2 个季度，仅在 2018-2019 受中美贸易战影响略有背离。2023 年 1 月以来美国地产销量触底回升，带动地产链相关产品出口自 2023.06 触底反弹，并在年底大幅转正。往后看，若后续美国地产温和修复，对应地产链出口或持续受益。

图表 30：中国地产链产品出口与美国房屋销量



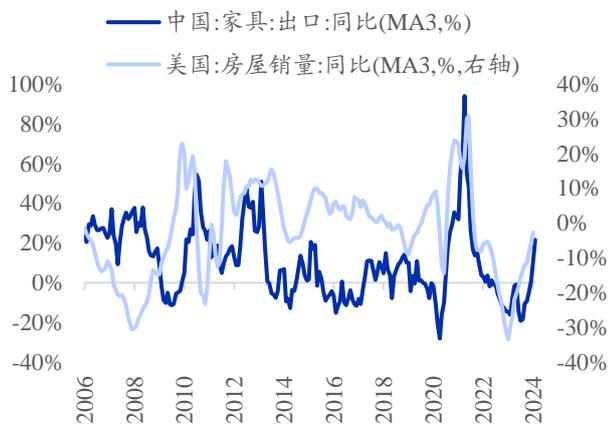
来源：Wind、华福证券研究所

图表 31：中国灯具出口与美国房屋销量



来源：Wind、华福证券研究所；家电只统计空调、冰箱、洗衣机等大件

图表 32: 中国家具出口与美国房屋销量



来源: Wind、华福证券研究所

图表 33: 中国胶合板出口与美国房屋销量

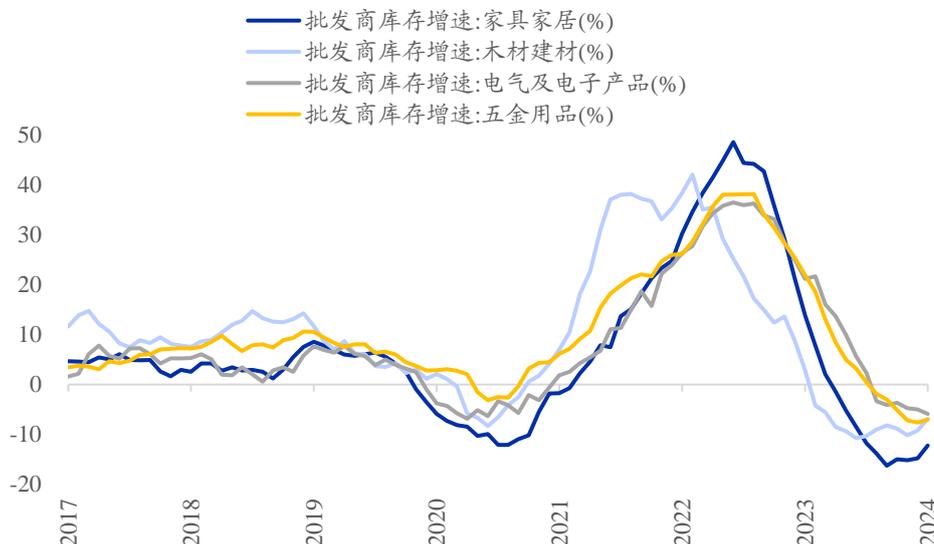


来源: Wind、华福证券研究所

3.2 极低库存水位下，地产链商品逐步向补库迈进

截至 2024 年初，美国地产链商品库存增速已处于历史偏低位置，且初步呈现补库迹象，同样对中国地产链出口带来提振。截至 2024.01，批发商口径下，家具家居木材建材、电气及电子产品、五金用品自 2022H2 开始去库，已持续近一年半左右时间，库存增速处于历史极低分位数，五金用品、家具家居、电气及电子产品、木材建材等地产链相关品类的历史分位数(2000 年以来)分别为 4.8%、5.5%、9.6%、11.7%。从库存增速看，2023Q4 开始，去库较为彻底的家具家居、木材建材已低位反弹、初步呈现补库特征。往后看，后续随着美国地产链逐步进入补库周期，有望对地产链出口带来提振。但由于现阶段仍处于加息周期中，叠加美国房地产需求远未达到 2021 年高度，对应后续补库弹性或相对有限，后续需持续跟踪。

图表 34: 截至 2024.01，美国地产链商品库存增速呈现触底反弹迹象





来源：Wind、华福证券研究所

图表 35：地产链商品库存分位数处于历史偏低位置

	历史分位值 (2024.01)	历史分位值 (2023.01)	相对变化
服装	1.0%	96.5%	-95.5%
纸制品	1.3%	68.9%	-67.6%
非耐用品	1.7%	85.1%	-83.4%
化学品	2.4%	76.5%	-74.1%
石油产品	4.4%	59.3%	-54.9%
五金用品	4.8%	94.4%	-89.6%
家具家居	5.5%	89.3%	-83.8%
农产品	5.5%	18.9%	-13.4%
酒	7.2%	97.5%	-90.3%
食品	9.3%	81.3%	-72.0%
电气及电子产品	9.6%	94.4%	-84.8%
木材建材	11.7%	36.5%	-24.8%
金属及矿产	19.3%	42.4%	-23.1%
专业及商业设备	20.0%	57.9%	-37.9%
耐用品	27.2%	95.1%	-67.9%
电脑设备	31.7%	13.4%	18.3%
药品	34.4%	80.3%	-45.9%
汽车及零部件	76.2%	97.9%	-21.7%
机械设备	85.5%	99.6%	-14.1%

来源：Wind、华福证券研究所

4 风险提示

美联储表态偏鹰；美国利率下行偏缓；金融风险事件爆发等。

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn