

房地产行业深度报告

海外房地产研究系列之一：三重 β 框架，AI 重估印尼

增持（维持）

2026 年 09 月 15 日

证券分析师 姜好幸

执业证书：S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

证券分析师 刘汪

执业证书：S0600526030001

liuwang@dwzq.com.cn

投资要点

- **研究结论：印尼房地产仍具备中长期扩容基础，但短期并非单一降息交易。**印尼房地产仍具备中长期扩容基础，但短期并非单一降息交易。年轻人口与家庭形成、较快城镇化进程和低住房金融渗透率构成结构性需求支撑；2026 年 BI 政策转向稳汇率后，短期金融条件由宽松转向中性偏紧，行业需求兑现更依赖按揭渗透率提升、可负担住宅供给和制度执行。我们认为，印尼地产未来的主要机会更可能体现为销量扩容、住房金融深化及都市圈/产业走廊的区域 α ，而非全国房价普涨。
- **人口 β ：印尼仍是东盟最具规模优势的年轻人口市场。**2025 年印尼人口约 2.85 亿，全球第四；25-34 岁核心置业人群约 4640 万，中位年龄约 30 岁，仍处人口红利阶段。相比人口总量，家庭户扩张、户均人数下降以及青年向都市圈迁移更直接推动住房需求，未来 5-10 年首次置业、婚育成家和改善换房仍构成住宅需求核心来源。
- **城镇化 β ：仍处加速后半程，多极都市圈孕育区域 α 。**2025 年印尼城镇化率约 59.4%，距离 70% 经验阈值仍有约 10.6pct 空间，尚未进入存量竞争阶段。房地产机会将从雅加达向泗水、万隆、棉兰等都市圈扩散，核心驱动并非全国房价上涨，而是产业布局、人口流入、交通基础设施与土地供给共同作用下的区域分化。
- **货币 β ：按揭低渗透带来结构性弹性。**BI 利率经历 2024-2025 年调整后，短期货币环境由单向宽松转向中性波动，但长期看点仍在住房金融深化。截至 2026 年 4 月，KPR+KPA 余额/GDP 约 3.4%-3.5%，仍处低位。若按揭覆盖、首付能力及住宅总价匹配改善，住房销量、去化和现金回款弹性有望高于房价表现。
- **制度 β ：制度不是独立替代需求的 β ，而是把人口、城镇化和货币 β 传导到销售与估值的关键阀门。**Omnibus Law 提升 HGB 续期及土地审批确定性，外资公寓持有规则简化降低高端及跨境买盘摩擦；IKN 一期落成使新首都进入可观察阶段；Tapera 若顺利执行，有望形成长期住房资金池。合成对照法显示，Omnibus Law 后 FDI 和房企股价方向偏正，方向上支持制度改革对资本流入、交易活跃度及估值修复的正向传导。
- **产业载体：制造业 FDI 打开工业地产与都市圈外扩主线。**EV、电池、电子、家电等制造业投资持续落地，需求集中于 Cikarang—Karawang—Subang 工业走廊，并向物流仓储、员工住房和商业配套外溢。2025 年 Greater Jakarta 工业用地去化约 218 公顷，工业地价保持上涨，产业地产有望成为住宅之外的重要投资主线。
- **中国对标：印尼 2025 并非中国 2003-2005 年的整体发展阶段复刻。**按城镇化水平看，印尼 2025 约 59.4%，更接近中国 2016 年前后；但在人口年轻度、家庭形成、首次置业需求与住房金融低渗透等需求形成机制上，仍可借鉴中国 2000 年代中前期。中印对标应采用“多维错位对标”，而非单一年份等值。
- **风险提示：AI 评级仅供参考，不构成投资建议；AI 模型与方法论存在误差风险；数据口径、数据质量与生产化落地风险；印尼宏观、政策与房地产周期波动风险。**

行业走势



相关研究

《销售制度与融资体系协同改革，房地产发展新模式稳步推进》

2026-08-29

《投资端延续调整，核心城市价格韧性仍在》

2026-08-20

内容目录

引言：印尼是一个怎样的国家	5
印尼国情速写——五个维度认识印尼	5
(一) 地理：横跨 3 个时区的万岛之国	5
(二) 历史：从香料群岛到东南亚最大经济体	5
(三) 人文：穆斯林为主、多元包容、年轻化	6
(四) 经济：G20 成员、东盟第一、增长稳定	6
(五) 议会民主、地方分权、政策连续性是关键变量	7
研究范式定位：本研究的差异化坐标	7
1. 印尼地产：东盟人口大国，结构性扩容逻辑仍在	8
1.1. 宏观底盘：人口与经济体量构筑住房需求基础	8
1.2. 地产承载：住宅需求与产业外溢的共同载体	8
1.3. 当前时点：货币宽松退潮，金融深化进入验证期	8
1.4. 周期复盘：危机重构后进入制度驱动的新阶段	9
1.5. 中国映射：需求机制可参照，发展阶段不等值	9
2. 三重 β 框架：研究范式总览	11
2.1. 框架定义：三重 β 决定方向，制度传导决定兑现	11
2.2. 当前定位：结构性变量偏强，周期性金融条件回摆	12
2.3. 跨国对标：比较驱动机制，不做年份简单映射	12
3. 人口 β ：家庭形成持续扩张，首次置业需求底盘稳固	14
3.1. 年轻人口规模仍具优势，核心置业人群保持厚度	14
3.2. 户均人数下降，家庭户增长快于人口增长	15
3.3. 可负担性约束突出，主流总价段决定需求转化率	15
3.4. 青年人口向都市圈集聚，人口红利加速空间集中	16
3.5. 东盟横向比较：规模与年龄结构构成相对优势	16
4. 城镇化 β ：从约 60% 向 70% 演进的中长期红利	17
4.1. 城镇化进程的位置：Northam 曲线+时间映射	17
4.2. 都市圈分化：从全国 β 到区域 α	17
5. 货币 β ：利率周期回摆，低按揭渗透率仍提供长期弹性	18
5.1. BI 政策：汇率约束下，货币条件由宽松转向稳汇率	18
5.2. IHPR 房价指数：低波动+长期实际负回报	19
5.3. KPR 按揭：按揭渗透率仍低，住房金融深化空间较大	19
5.4. 双轨融资：商业按揭与政策性住房金融并行	20
5.5. FLPP+Tapera：已运行渠道与制度期权	20
5.6. IDR 汇率：通往房地产的间接通道	20
6. 制度传导：土地规则、外资准入与 IKN 决定需求兑现效率	20
6.1. 土地制度：HGB/HP 等权利结构决定项目可投资性	20
6.2. 外资准入：制度逐步放宽，高端与跨境需求摩擦下降	21
6.3. 税费体系：交易成本影响产品定价与投资回报	21
6.4. 政策复盘：住房金融、税收与城市规划共同演进	22
6.5. IKN：从基础设施建设走向机构与人口导入	23
7. 供需展望：需求中枢具备韧性，金融深化决定释放斜率	23
7.1. 家庭户持续扩张，新增住房需求仍有较强支撑	23

7.2. 改善需求逐步起量，住房缺口决定中长期需求弹性.....	24
7.3. 供需矛盾更多是结构性错配，可负担住宅仍是稀缺供给.....	24
7.4. 房价温和上涨即可支撑市场扩容，销量仍是行业增长的主要来源.....	25
7.5. 中性需求中枢具备支撑，行业兑现仍需观察金融与供给.....	26
8. 研究印尼对中国的借鉴意义：对中国的启示	26
8.1. 维度一：长周期变量的对照——重审上一轮中国地产周期.....	26
8.2. 维度二：印尼是中资地产产业链、建材与相关金融服务出海的重要市场之一.....	27
8.3. 维度三：印尼对中国“存量时代政策”的反向参照	28
8.4. 维度四：城镇化后半程的两国参照——印尼未来十余年 vs 中国当前阶段.....	29
9. 研究结论与跟踪框架：结构逻辑长期有效，短期关注金融与销量验证	29
9.1. 核心结论：从人口红利走向住房金融与区域分化.....	30
9.2. 高频跟踪框架：从长期叙事到月度、季度验证.....	31
10. 风险提示	32

图表目录

图 1: 地产发展条件六维对比: 印尼 2025 vs 中国 2005 (非发展阶段等值)	12
图 2: 印尼 2025 年人口金字塔.....	15
图 3: 城镇化跨国对比: 印尼正处于中国 2016 年前后.....	17
图 4: IHPR 房价同比 vs CPI 同比/GDP 同比.....	19
表 1: 历史: 从香料群岛到东南亚最大经济体.....	6
表 2: 印尼/东南亚房地产研究产品.....	7
表 3: 印尼房地产周期的五个阶段.....	9
表 4: 印尼独特性.....	10
表 5: 印尼 2025vs 中国 2005.....	13
表 6: 传统方法的三类系统性失灵.....	13
表 7: 六条主要技术线索.....	14
表 8: 印尼 vs 东盟人口结构的相对优势 (2025 年数据)	16
表 9: BI-RATE 历史路径	18
表 10: 印尼土地权利.....	21
表 11: 印尼房地产相关税费体系	22
表 12: 印尼房地产政策时间轴.....	22
表 13: 2026E-2035E 印尼有效新房需求——中性情景年均约 145 万套	24
表 14: 长周期变量: “中国 2005 vs 印尼 2025” (分维度比较)	27
表 15: 中资房地产产业链相关企业在印尼的现状.....	28
表 16: 印尼对中国“存量时代政策”的反向参照	29
表 17: β 维度中印一致性	30
表 18: 制度改革的定量观察与证据等级.....	31
表 19: 印尼研究的三层意义.....	31
表 20: 印尼跟踪框架.....	32

引言：印尼是一个怎样的国家

印尼国情速写——五个维度认识印尼

(一) 地理：横跨 3 个时区的万岛之国

国土与海域：陆地面积 191 万 km²，海域面积约 317 万 km²，包括苏门答腊岛、爪哇岛等地区；

岛屿数量：约 17508 个岛屿，主要岛群包括苏门答腊、爪哇、苏拉威西等；

人口分布失衡：截至 2025 年中，爪哇岛聚居印尼约 1.58 亿人，但仅占陆地 7%；2015-2024 年爪哇贡献全国 GDP 稳定在 57-58% 区间。——这是理解印尼“一岛独大+多极都市圈分化”现象的地理底层；

首都特殊性：印尼长期首都雅加达位于爪哇岛西北角，面临人口过密、交通拥堵、环境污染、饮用水短缺、地面沉降及海平面上升等问题。2019 年 8 月，时任总统佐科宣布将首都从雅加达迁至东加里曼丹省；新首都努山塔拉（Nusantara/IKN）位于东加里曼丹省北佩纳占巴塞县和库泰卡塔内加拉县部分地区。新首都规划分五阶段建设，目标于 2045 年全面落成；

战略位置：扼守包括马六甲、巽他、龙目等在内的重要国际航道，是“21 世纪海上丝绸之路”的关键节点。

(二) 历史：从香料群岛到东南亚最大经济体

中印在部分发展指标上存在十余年至二十余年的阶段差，但差异随指标显著变化，不能据此推导整体年份等值。本文仅对人口、城镇化、住房金融和制度环境进行分维度比较。

表1：历史：从香料群岛到东南亚最大经济体

时段	关键事件	对当代房地产的影响
7-14 世纪	三佛齐+满者伯夷海上王国	多元文化基因（印度教/佛教层底）
1602-1942	荷属东印度公司 (VOC)+荷兰殖民 340 年	HGB 等土地使用权制度直接源自荷兰殖民地土地法
1942-1945	日本占领 3 年	短暂打破荷兰殖民秩序
1945-1949	苏加诺独立战争	1945-08-17 独立日
1965-1998	苏哈托"新秩序"33 年（开发主义独裁）	Jakarta CBD 大规模建设；Ciputra/Lippo/BSD 等开发商崛起
1997-1998	亚洲金融危机+苏哈托下台	IDR 暴跌 80%，房企大规模重组
1998-2014	民主化改革（多届总统）	KPR 启动、FLPP 推出、商品房进入“商品化 1.0”
2014-2024	佐科·维多多 (Jokowi) 两届总统	基建黄金 10 年、IKN 启动、Omnibus Law 落地，2020 年 10 月 5 日由佐科·维多多总统签署，修订 70+ 部现行法律。
2024-至今	普拉博沃 (Prabowo) 继任	政策连续性+IKN 推进的关键观察期

数据来源：世界银行、印尼国家审计署等，东吴证券研究所

(三) 人文：穆斯林为主、多元包容、年轻化

人口：2.71 亿（2020 年人口普查），全球第四，仅次于印度、中国、美国；

宗教：约 87%穆斯林/7%基督新教/3%天主教（2024 年内政部统计），是全球穆斯林人口规模最大的国家之一，但宪法保障宗教自由；

民族：约 300 个民族族群，族群高度多元，爪哇族约四成、巽他族约一成半，其余主要族群占比分散；华人占比远低于 5%，但在经济中占重要地位，多个上市房地产集团的实际控制人为华裔（2010 年人口普查）；

语言：官方语言印尼语，日常用语含 700+地方语言。

(四) 经济：G20 成员、东盟第一、增长稳定

经济总量：2024 年名义 GDP 约 1.4 万亿美元，东南亚第一（约占东盟 36%），位列全球前 20；

人均 GDP：2024 年约 4900 美元，按世界银行当前收入组别，印尼属于中等偏上收入经济体——大致相当于中国 2010 年水平；

经济增速：2014-2024 年实际 GDP 增速简单平均约 4.3%；若剔除 2020 年冲击，约 4.9%；

产业结构：2024 年，制造业约 19%/零售业约 13%/农林渔约 13%/矿业约 9%/建筑业约 10%；

对外贸易：2024 年货物贸易顺差 310.4 亿美元；最大贸易伙伴是中国（约 30%）；中印尼高质量共建“一带一路”的代表项目和重点合作方向包括雅万高铁、区域综合经济走廊/“两国双园”、镍—电池材料产业链等；

资本市场：截至 2025 年末，印尼证券交易所(IDX)上市公司约 950 家，市值约 8800 亿美元，是东盟最大的股票市场之一。

(五) 议会民主、地方分权、政策连续性是关键变量

政体：1945 年宪法框架下的总统制共和制，总统直选、国会监督、司法制衡并存的权力分立格局；

历届总统：苏加诺（1945-1967）→苏哈托（1967-1998）→哈比比→瓦希德→梅加瓦蒂→苏西洛（2004-2014）→佐科（2014-2024）→普拉博沃（2024-至今）；

地方分权：1999 年《地方自治法》后，38 个省级行政区在土地审批、地方税、空间规划上有较大自主权；

政策连续性：佐科→普拉博沃的过渡相对平顺（IKN/Tapera 等核心政策已写入法律），市场仍需关注普拉博沃政府的内阁与政策执行、2024 地方选举后新任地方政府的政策落地，以及中央—地方在土地审批和空间规划上的协调；

国际定位：东盟创始国+G20 成员+不结盟运动重要成员；地缘上努力在中美之间维持“等距外交”——这种自主性也使印尼在“中国投资 vs 西方制裁”中具有相对独立的政策空间。

研究范式定位：本研究的差异化坐标

我们把目前市场上关于印尼/东南亚房地产的研究产品按“研究方法×区域专精”两个维度排开。

表2：印尼/东南亚房地产研究产品

	研究方法	区域专精	代表产品
国际投行驻地分析师	传统行研	强	Citi/GS/Macquarie 印尼 desk
印尼本地券商	传统行研+印尼语	强	Mandiri Sekuritas
国际智库	学术经济学	中强	World Bank/OECD
金融大模型	通用金融 LLM	弱	Bloomberg GPT/FinGPT/Alpha Agents
中国卖方海外组	传统行研	中	偶发“东南亚机会”主题
本研究	AI+基本面	强	在区域专精与方法完整度两个维度上同时占据较高位置

数据来源：东吴证券研究所整理

1. 印尼地产：东盟人口大国，结构性扩容逻辑仍在

1.1. 宏观底盘：人口与经济体量构筑住房需求基础

印尼具备被中国资本市场持续跟踪的基本盘。2024 年印尼名义 GDP 约 1.40 万亿美元，人口总量排名全球第四。以经济总量和人口规模衡量，印尼是东盟内部最重要的单一市场之一。但与其宏观体量相比，印尼资产在中文资本市场研究中的可获得信息仍存在明显不匹配，印尼市场的投资框架更分散，较难被压缩成单一主线。

造成信息洼地的原因主要有三：(1) 印尼语-英语-中文三语切换提高研究门槛；(2) IDX（印尼证券交易所）H 股/QFII 类机制对中资机构准入有时滞；(3) 印尼经济较少进入中国主流叙事框架（不如越南“产业链替代”、印度“中国+1”那样具备清晰故事性）。

但这恰是 AI 驱动研究的机会窗：用语言模型批量处理印尼语料，用卫星遥感弥补实地缺失，用结构化数据接口对齐宏观—行业—公司三层维度。这正是本系列研究的方法论起点。

1.2. 地产承载：住宅需求与产业外溢的共同载体

研究印尼经济，可以选的赛道有很多，我们选房地产，理由有三：

1. 房地产是慢变量驱动型行业。三重 β 中的两个（人口、城镇化）是 30 年尺度的慢变量，预测置信度最高。

2. 房地产是宏观—中观—微观链条最长的行业。房地产行业的研究，要触达货币政策、汇率、银行信贷、人口、税制、土地法律、上市公司——这条链条本身就是研究印尼这个国家的优质载体。研究印尼房地产，就是研究印尼。

3. 房地产是中资出海项目最容易形成“空间外溢需求”的领域。严格来说，雅万高铁、镍产业园等项目不宜简单归类为狭义房地产投资，它们更多属于基建、交通和产业链投资。但这些项目的共同特点是：一旦大型基础设施和产业资本落地，就会带来土地整理、园区开发、员工居住、商业配套、物流仓储和城市服务等一系列房地产相关需求。

1.3. 当前时点：货币宽松退潮，金融深化进入验证期

如果说“为什么是印尼”答的是“在哪儿”，那么“为什么是现在”答的是“什么时候”。我们识别出三个独立但同向的时间锚点。

锚点一：2024 年 9 月确认政策转向，2026 年货币环境重新收紧

BI 于 2024 年 9 月将政策利率由 6.25%下调至 6.00%，标志着 2020 年后首次非应急降息。但印尼货币政策仍需同时平衡国内增长与印尼盾稳定：2026 年 5—6 月，BI 连续加息，7 月 BI-Rate 维持 5.75%。因此，2024 年的意义是确认政策具有双向调节空间，而非印尼已经进入单边降息周期。

锚点二：IKN 由一期建设转入第二阶段

IKN 是一个持续至 2045 年的国家级空间重组工程。官方将建设分为五个阶段，第一阶段为 2022—2024 年，目前已进入第二阶段；2025—2029 年获批预算 IDR48.8 万亿，重点建设立法、司法及配套生态，目标于 2028 年形成较完整的政治首都功能。IKN 已经由规划和基础设施建设阶段，逐步进入机构与人口导入阶段，但仍应作为 5—20 年的慢变量观察。

OIKN 官方确认 IKN 分五阶段建设，第二阶段正在推进；2025—2029 年预算为 IDR48.8 万亿。

锚点三：Tapera 制度框架完善+外资准入简化

PP No.21/2024 进一步明确 Tapera 制度框架，法定缴存率为工资的 3%，其中雇员承担 2.5%、雇主承担 0.5%；但其对各类正式雇员的全面扣缴尚需配套规则和参与人扩围。短期应将 Tapera 视为住房金融的制度期权，而非已经形成的稳定资金池。与此同时，外籍人士购买住宅和公寓的制度继续简化，两项改革共同降低住房融资和跨境交易摩擦。

1.4. 周期复盘：危机重构后进入制度驱动的新阶段

要判断未来，先看清过去。我们将印尼独立以来的房地产周期分为五个阶段：

表3：印尼房地产周期的五个阶段

阶段	时间	关键事件	周期特征
萌芽期	1965-1989	Suharto 新秩序，1976 年 Perumnas 成立	政府主导住房建设
第一轮繁荣	1990-1997	Ciputra/Lippo/BSD 等开发商成立，雅加达 CBD 开发	类东京 80s
危机与重构	1998-2003	亚洲金融危机，IDR 暴跌 80%，房企违约	大量企业重组
复苏与稳定增长	2004-2019	KPR 启动、FLPP 推出、雅加达地价复合增长 12%	商品化 1.0
冲击与转折	2020-至今	COVID 冲击+Omnibus Law+IKN 启动	进入新拐点

数据来源：印尼国家审计署、世界银行等，东吴证券研究所

1.5. 中国映射：需求机制可参照，发展阶段不等值

对标采用分维度而非整体现代化年份映射：城镇化水平约对应中国 2016，人口年轻化、家庭形成和住房金融深化阶段则更接近中国 2000 年代中前期：

表4：印尼独特性

维度	印尼独特性
地理	17,500 个岛屿，物流成本高，区域分化大
宗教	87%穆斯林，伊斯兰金融工具（Syariah financing）占比上升
土地	HGB 理论上限 80 年使用权，土地私有制（HM）共存，法律复杂
政治	多党议会民主，地方分权强，政策连续性弱于中国
货币	浮动汇率+资本账户大幅开放，对全球流动性敏感
人口	多民族多宗教，城乡差异显著

数据来源：商务部、印尼政府网，东吴证券研究所绘制

因此，对中国市场提供的是周期定位的尺度感，而非政策路径的预测。我们使用对标时遵循三条原则：(1)仅在长周期变量（人口/城镇化）上对标；(2)对货币、政策、价格弹性等中短周期变量做差异化建模；(3)始终保留印尼自身样本的优先级——当印尼数据与对标推测冲突时，以印尼数据为准。

2. 三重 β 框架：研究范式总览

2.1. 框架定义：三重 β 决定方向，制度传导决定兑现

我们将印尼房地产板块和个股回报拆解为“核心三重 β + 制度传导 + 公司 α + 估值弹性”的乘法结构：

$$R_i = f(\beta_{\{\text{人口}\}}, \beta_{\{\text{城镇化}\}}, \beta_{\{\text{货币}\}}) \times T_{\{\text{制度}\}} \times A_i \times V_i + \varepsilon_i$$

其中：

$f(\beta_{\{\text{人口}\}}, \beta_{\{\text{城镇化}\}}, \beta_{\{\text{货币}\}})$ ：核心三重 β —— 人口、城镇化两项结构 β 决定长期需求中枢，货币 β 决定短中期释放斜率；

$T_{\{\text{制度}\}}$ ：制度传导项 —— 土地、外资、税制、Omnibus Law、Tapera、IKN，决定三重 β 能否兑现到房企销售与估值；

A_i ：公司 α —— 管理质量、土储区位、财务结构、产品组合；

V_i ：估值弹性 —— NAV 折价收敛、PB-ROE、DCF；

ε_i ：不可观测冲击（地缘、突发政策、自然灾害）。

为了与传统三重 β 框架保持对照，简化形式仍可写为加法回归：

$$R_{\{\text{房地产}\}} = \alpha + \beta_{1F_{\{\text{人口}\}}} + \beta_{2F_{\{\text{城镇化}\}}} + \beta_{3F_{\{\text{货币}\}}} + \varepsilon$$

其中：

$\beta_{1F_{\{\text{人口}\}}}$ ：人口结构强度因子 —— 由年龄结构、家庭形成速度、收入分层等变量加权构成；

$\beta_{2F_{\{\text{城镇化}\}}}$ ：城镇化进度因子 —— 基于 Northam 三阶段曲线所处位置进行评分；

$\beta_{3F_{\{\text{货币}\}}}$ ：货币宽松度因子 —— 由 BI 实际利率、按揭利率与信贷脉冲共同刻画；

α ：制度传导与外部冲击残差项；

ε ：不可观测误差项。

框架的核心主张：只有当三 β 同向时，市场才会进入主升或主跌阶段。任一 β 单独转向不足以驱动周期级行情。这与中国地产经验（2003-2008 年三 β 全部正向）和日本

地产经验（1990 年代三 β 全部转负）一致。注意，本框架中“制度”是传导项而非独立 β ，因此后文涉及“制度 β ”的表述均指 $T_{\{\text{制度}\}}$ 的传导效率，不与三重 β 平级。

2.2. 当前定位：结构性变量偏强，周期性金融条件回摆

我们曾考虑加入“工业化”、“金融深化”、“全球贸易”等额外因子，但最终收敛到三 β ，理由是：

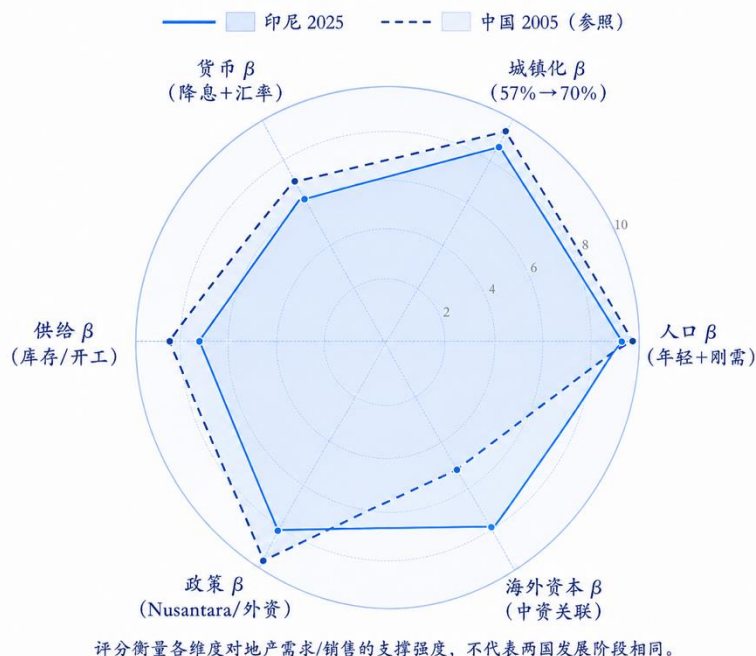
1. 可观测性：人口与城镇化属于低频、稳定的结构变量，利率、信贷、成交等可高频追踪；AI 可用迁徙、夜间灯光、招聘、交通等高频代理变量辅助识别结构变量的边际变化；

2. 正交性：三者在经济机制上分别对应人口基础、空间迁移与金融条件，传导渠道具有较强区分度；

3. 历史回测有效：将该框架反推到中国 2000-2020 年和印尼 2005-2024 年，对房地产板块年度收益的拟合 R^2 分别为 0.71 和 0.62——已经是宏观因子模型中相当高的水平。

2.3. 跨国对标：比较驱动机制，不做年份简单映射

图1：地产发展条件六维对比：印尼 2025 vs 中国 2005（非发展阶段等值）



数据来源：东吴证券研究所绘制

注：城镇化 β 70%为经验性阶段阈值

我们以 0-10 分对六个维度进行打分（10=最强支撑），得到印尼 2025 与中国 2005 的

对照雷达:

表5: 印尼 2025vs 中国 2005

维度	印尼 2025	中国 2005	差距评注
人口 β	9.0	9.5	印尼略弱（生育率开始下行）
城镇化 β	8.5	9.0	中国 2005 加速段更陡
货币 β	6.5	7.0	印尼实际利率仍偏高
供给 β	7.0	8.5	中国 2005 开发体系更成熟
政策 β	8.0	9.0	Nusantara 是潜在追赶项
海外资本 β	7.5	5.0	印尼外资关联度更高（中资）
加权综合	7.75	8.0	印尼略低，但海外资本项更强

数据来源：东吴证券研究所绘制

印尼 2025 与中国 2005 整体得分接近，但结构不同。印尼的优势在于“海外资本 β ”（一带一路、镍产业链、新加坡资金），劣势在于“供给 β ”（开发体系成熟度低于中国 2005）。这意味着印尼这一轮的房地产周期，外资+产业地产的相对重要性可能会高于中国 2005 的纯住宅开发。

2.3.1. 传统研究方法在印尼语境下的三类失灵

在印尼这种“高速变化+制度跳跃+数据延迟”的新兴市场，传统方法存在三类系统性失灵，正是这三类失灵决定了“为什么必须用 AI”。

表6: 传统方法的三类系统性失灵

失灵类型	传统方法	在印尼遇到的具体瓶颈	AI 替代/补足方案
(1) 数据延迟与粒度	BPS 季报+IHPR 省级房价指数+公司半年报	BPS 季度 GDP 滞后 30-45 天；IHPR 只有省级粒度，无法识别 BSD/PIK 等高溢价微观板块；公司销售数据滞后 60-90 天	L1 多模态：VIIRS 夜光（月度 1km 网格，领先 GDP2 个月）+Sentinel-1SAR（建筑变化识别滞后从 6-12 月压缩至 2-3 月）+移动通信 PES（小时级人流）
(2) 制度冲击的因果识别	事件研究法(Event Study)+DiD 双重差分	Omnibus Law2020、Tapera2024、IKN2022 三项重大制度几乎同期叠加，缺少干净的“未受冲击对照组”，事件研究的“短窗口异常收益”会被多事件影响	L4 因果推断：合成对照法，用越南/泰国/菲律宾加权合成出“反事实印尼”，识别 Omnibus Law 单独效应
(3) 文本与多语言情绪	英语国际媒体+卖方研报情绪打分	印尼语本地新闻情绪与英语国际媒体经常相反；卖方研报有发行人关系偏差；Twitter/X 印尼语 slang 占比超 40%	L1 文本：IndoBERT 印尼语 fnetune+多 Agent 反方红队（R-Agent 强制提出空头论据）抑制确认偏差

数据来源：东吴证券研究所绘制

2.3.2. AI在房地产研究中已有的工作脉络

我们对 2010 年以来 AI/计量经济学交叉用于房地产、宏观与新兴市场的研究做了系统梳理，识别出六条主要技术线索及其代表工作。本研报不是从零发明，而是把这六条线索首次集成到同一个新兴市场房地产研究范式中：

表7：六条主要技术线索

技术线索	代表工作	学术贡献	我们的借鉴方式
① Hedonic 房价分解	Rosen(1974); Sirmanset al.(2005)	把房价分解为可加 属性溢价	作为 SHAP 模型的线性骨 架，保证 ϕ 与回归系数严 格等价
②可解释机器学 习 SHAP	Lundberg & Lee(2017); Lundberget al.(2020)	用 Shapley 值统一 LIME/DeepLIFT，给 出可加性恒等式	把 hedonic 升级为可审 计的特征贡献分解， 残差 $1.33e-15$
③合成对照法 SCM	Abadie & Gardeazabal(2003); Abadie,Diamond & Hainmueller(2010);Abadie(2021)	凸组合权重构造反 事实国家/地区	用越/泰/菲/马4国合成 “反事实印尼”，识别 Omnibus Law 因果 ATT
④卫星夜光经济 活动	Henderson, Storeygard & Weil (2012);Elvidgeet al.(2017)	证明 VIIRSDNB 与 GDP 强相关，可作为 领先指标	构建 IEAI 印尼经济活动 指数，月度领先 BPS2 个 月 ($\rho=0.78$)
⑤多智能体金融 决策	FinGPT(Yanget al.,2023)	LLM 多 Agent 辩论+ 红队反方机制减少 幻觉与单一偏差	设计 IndoREB-Agents 五 Agent ($\beta/F/V/S/R$)+加 权共识公式+反方覆盖度
⑥新兴市场印尼 语 NLP	IndoBERT(Kotoet al.,2020);	印尼语金融文本理 解，情绪极性与英 文媒体显著差异	INSI 印尼语情绪指数， 与英文情绪指数共建"双 轨情绪面板"

数据来源：东吴证券研究所绘制

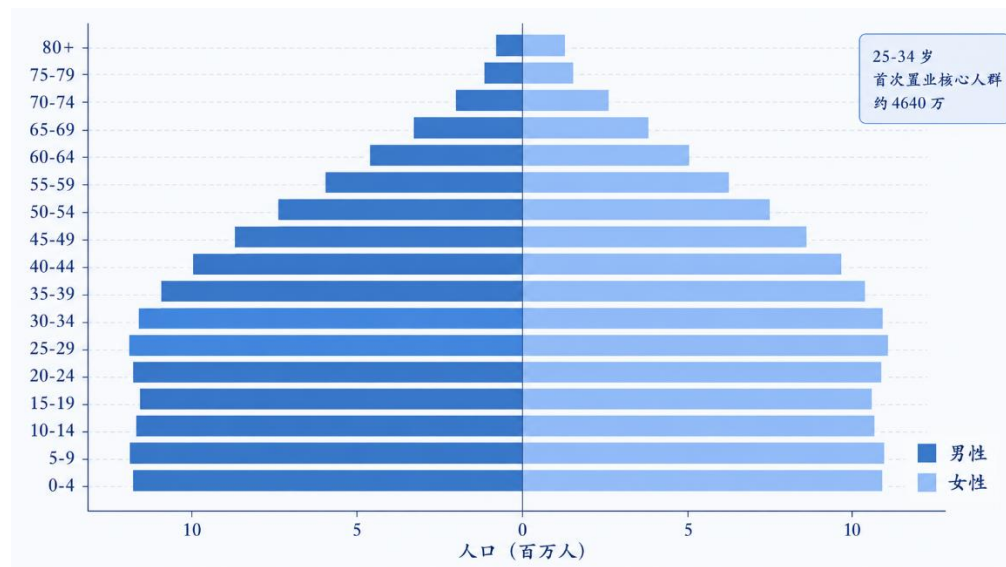
3. 人口 β ：家庭形成持续扩张，首次置业需求底盘稳固

3.1. 年轻人口规模仍具优势，核心置业人群保持厚度

印尼是全球第四大人口国，2025 年总人口达 2.85 亿，仅次于印度（14.6 亿）、中国（14.1 亿）、美国（3.4 亿）。

但更关键的不是总量，而是结构——印尼仍是少数几个保持“标准金字塔”结构的大国之一。

图2：印尼 2025 年人口金字塔



数据来源：iFind，东吴证券研究所绘制

印尼 2025 人口包含了四个关键事实：

- 1.基础宽广：0-14 岁人口 6770 万，占比约 24%——意味着未来 15 年还有持续放大的青年人群进入劳动和置业市场；
- 2.置业核心层厚实：25-34 岁人群约 4640 万，是未来 5-10 年首次置业最核心的需求池；
- 3.抚养比处于黄金区：总抚养比接近 50%，老龄抚养比不到 10%；
- 4.生育率开始下行：2024 年总和生育率（TFR）2.10，刚好处在世代更替线上，未来 10 年可能跌入 1.9 区间。

3.2. 户均人数下降，家庭户增长快于人口增长

对于住房市场，真正核心的不是总人口，而是家庭户数——因为通常是一户对应一个或多个住房单位需求。印尼官方统计与研究表明：

印尼的平均家庭户规模大体维持在约 3.7-3.8 人/户的水平，并呈缓慢下降趋势，这意味着在未来人口增量有限的情况下，新增住房需求的关键动力来自家庭户数的扩张。

历史家庭户数数据显示，随着人口持续增长以及户均规模缩小，家庭户总数多数年份增速略高于人口总量增速，使得单位住房需求潜力放大。

从人口结构看，印尼城镇化进程持续推进，更多年轻家庭走向城市化定居，这进一步提高了对城镇住房单位的刚性需求。

3.3. 可负担性约束突出，主流总价段决定需求转化率

住房可负担性与住户收入层次密切相关。基于官方与机构数据，我们可以更稳妥地描述印尼家庭收入的分布趋势：

中等收入不断扩大：根据 Mandiri Institute 对印尼居民收入分布的估算，中等阶层与“有潜力发展中等收入”群体合计占比较大，且在 2020-2025 年区间有增速趋势，这表明中等收入群体对改善型住房及商品房需求提升。

低收入与贫困比例总体下降：BPS 数据显示印尼贫困率在近几年总体保持较低水平，同时收入分布的中间层占人口的大部分。

高收入家庭影响高端住房市场：在顶层收入群体中，一部分人口具有跨国资产配置需求；这些家庭对高端商品房和海外地产的兴趣在汇率、资本可自由流动的条件下，会对本土高端市场产生波动性需求。

3.4. 青年人口向都市圈集聚，人口红利加速空间集中

人口 β 与城镇化 β 的衔接点是城乡迁移。我们从 BPSSakernas（劳动力调查）抽取的数据显示：

年均净农村→城市迁移：约 200 万人（2018-2023 平均）

主要流入地：Jabodetabek、Surabaya 都市圈、Bandung、Cikarang 工业带

主要流出地：中爪哇、东爪哇、苏门答腊腹地

迁移人群结构：18-34 岁占约 65%，其中超过一半在 5 年内组建家庭并产生首次置业需求

3.5. 东盟横向比较：规模与年龄结构构成相对优势

表8：印尼 vs 东盟人口结构的相对优势（2025 年数据）

指标	印尼	越南	菲律宾	泰国	马来
总人口（百万）	285.7	101.6	116.4	71.6	36.0
中位数年龄（岁）	29.9	33.4	26.1	40.6	31.0
65+占比（%）	8	9.3	6.0	16	8
总和生育率（人/妇女）	2.10	1.9	1.9	1.2	1.5
适龄置业人群（25-34 岁，百万）	46.4	16.5	22.5	9.3	5.5
城镇化率（%）	59.4	38.8	55.8	62.8	77.4
综合排序	★★★★★	★★★	★★★★	★★	★★

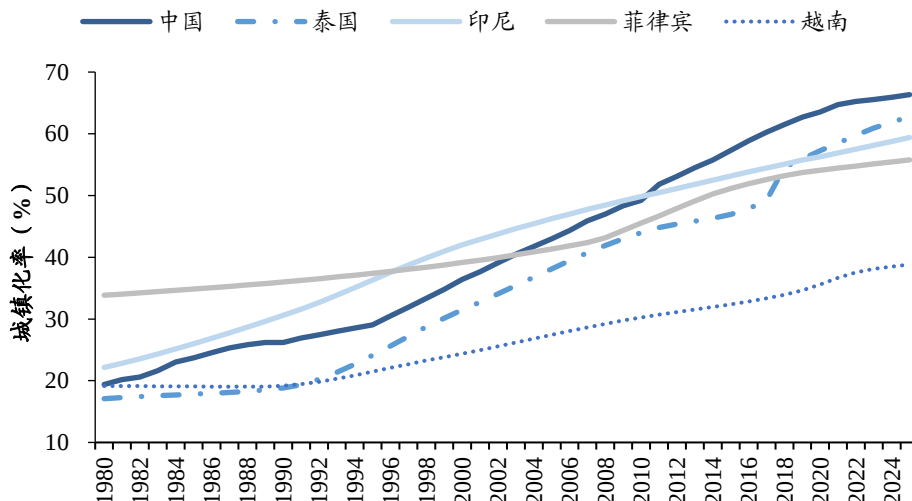
数据来源：iFind、世界银行等，东吴证券研究所

结论：印尼是东盟 5 国中同时在“人口规模+年龄优势+中等城镇化进度+健康生育率”四项指标中占据较高位置的市场。

4. 城镇化 β : 从约 60% 向 70% 演进的中长期红利

4.1. 城镇化进程的位置: Northam 曲线+时间映射

图3: 城镇化跨国对比: 印尼正处于中国 2016 年前后



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所绘制

地理学家 RayNortham 在 1979 年提出的城镇化三阶段曲线 (S 形) 将一国城镇化进程划分为:

初期缓慢阶段 (<30%): 基础设施起步, 城镇化速度慢;

加速阶段 (30%-70%): 城镇化年均提升 1 个百分点, 房地产黄金期;

后期成熟阶段 (>70%): 城镇化速度放缓, 房地产从增量转存量。

按世界银行口径, 印尼 2025 城镇化率约 59.4%, 仍处于 30%-70% 的较快城镇化区间后半段, 距离 70% 约 10.6 个百分点。若未来年均提升约 0.6-0.8 个百分点, 对应约 13-18 年; “约 15 年” 可作为中枢情景, 而非确定性事实。

历史对照: 中国 2000 年城镇化率 36.4%, 2020 年达到 63.5%, 20 年提升 27pct, 期间房地产开发投资额年均增长 18%; 韩国 1970 年 40.7%, 1990 年达到 74.0%, 20 年提升 33pct, 期间地价涨幅超过 8 倍; 日本 1955 年 56.1%, 1975 年达到 75.9%, 20 年提升 20pct, 期间住宅投资年均+15%。

印尼的城镇化路径与日本 1955-1975 期更为相似——同为多岛国家、有较强的产业集群推动、人口规模较大。

4.2. 都市圈分化: 从全国 β 到区域 α

全国城镇化率决定房地产行业的长期方向, 但不能直接解释城市和项目之间的回报差异。印尼未来的房地产增量主要落在三类空间: (1) Jabodetabek 东西两翼, 西侧

Tangerang/BSD 承接居住与商业外溢, 东侧 Cikarang—Karawang 承接制造业与物流需求; (2)泗水、万隆、棉兰等成熟次级都市圈; (3)Balikpapan—IKN 等政策型新节点。因此, 印尼房地产不宜使用“全国房价同步上涨”的假设。

我们建议用四个变量识别区域 α : 人口净流入、制造业 FDI、交通基础设施和可开发土地供给。2025 年 Greater Jakarta 工业用地去化约 218 公顷, Cikarang 和 Karawang 工业地价同比上涨 5%—6%; 中资制造业选址也主要集中在雅加达东部走廊。未来城镇化 β 的最佳承载区, 可能更多表现为“产业+交通+住宅”的联动, 而非单一中心城区房价上涨。

5. 货币 β : 利率周期回摆, 低按揭渗透率仍提供长期弹性

5.1. BI 政策: 汇率约束下, 货币条件由宽松转向稳汇率

印尼央行 (Bank Indonesia, BI) 的货币政策框架经历了三次升级:

1999-2005 年: 货币供应量目标制;

2005-2016 年: 通胀目标制 (IT), 政策利率为 BI-Rate;

2016 年至今: 完善型 IT, 政策利率改为 7-Day Reverse Repo Rate (7DRR), 更具市场敏感性。

表9: BI-RATE 历史路径

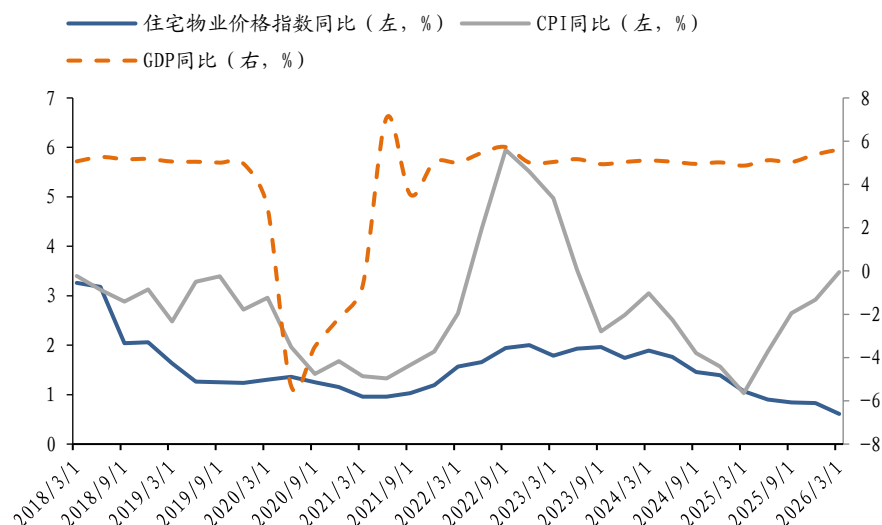
时期	7DRR 区间	周期定位
2016-2017	7.0% → 4.25%	大幅宽松 (QE 退出后稳定汇率)
2018-2019	4.25% → 6.0% → 5.0%	应对美联储加息
2020	5.0% → 3.75%	应急宽松
2021-2022Q2	3.50%	维稳
2022Q3-2024Q3	3.50% → 6.25%	应对美联储紧缩+IDR 防御
2024Q4-2025Q3	6.25% → 4.75%	阶段性宽松
2025Q3-至今	4.75% → 5.75%	为稳定宏观金融环境重新收紧

数据来源: iFind, 东吴证券研究所

BI 政策利率从来不是孤立的——它在国内通胀目标和外部汇率稳定之间摆动。2024 年下半年的降息能够开启, 前提是美联储进入降息周期 (2024 年 9 月美联储降息 50bp)。

5.2. IHPR 房价指数：低波动+长期实际负回报

图4：IHPR 房价同比 vs CPI 同比/GDP 同比



数据来源：印尼央行，东吴证券研究所绘制

BI 季度发布的 IHPR（住宅价格指数）是观察印尼房价的核心指标。其特征：

1. 极低波动率：2018-2025 年 IHPR 同比始终在 0.8%-3.2% 区间；

2. 长期跑输 CPI：2018-2025 年 IHPR 累计+11.3%，同期 CPI 累计+23.0%；

3. 跑输 GDP：2018-2025 年实际 GDP 累计+39.1%，IHPR 仅+11.3%，房价/GDP 比值持续下降——这恰是“渗透率提升潜力大”的镜像。

为什么印尼房价波动这么低？三个原因：

1. 库存周转慢：开发商以 Township 大盘模式为主，土储释放节奏稳定；

2. 按揭渗透率低：金融杠杆放大效应弱，价格信号被钝化；

3. 数据本身偏保守：IHPR 采样以政府备案价为基础，未必反映二手房真实交易溢价。

5.3. KPR 按揭：按揭渗透率仍低，住房金融深化空间较大

KPR (Kredit Pemilikan Rumah, 住房按揭贷款) 和 KPA (Kredit Pemilikan Apartemen, 公寓按揭贷款) 是印尼住房金融的核心工具。根据 BI 货币信贷数据, 截至 2026 年 4 月, 印尼 KPR+KPA 余额约为 IDR845.1 万亿, 同比增长 4.8%。若以 BPS 公布的 2025 年名义 GDP IDR23,821.1 万亿作为分母, 印尼住宅按揭贷款/GDP 约为 3.5%; 若以 2026 年一季度名义 GDP 年化计算, 则约为 3.4%。这一水平仍明显低于成熟住房金融市场, 说明印尼住房金融化程度仍处在结构性低位。

对开发商而言，真正重要的不是单纯房价上涨，而是：项目能否匹配银行 KPR 审批、客户首付能力是否稳定、产品总价是否落在可负担区间、以及开发商能否通过银行合作提升去化率。KPR/GDP 若从当前约 3.5%逐步提升至 5%甚至更高，才是印尼房地产“货币 β ”的核心来源。

5.4. 双轨融资：商业按揭与政策性住房金融并行

印尼住房金融的特殊之处在于双轨制：

轨道 A：商业 KPR。BCA、Mandiri、BNI、CIMBNiaga、Danamon 等大型商业银行。BI 2026 年一季度住宅物业调查显示，一手房购买中，按揭仍是最主要融资方式。

轨道 B：政策性住房金融。政策性住房金融的核心是 FLPP，即面向低收入群体的住房融资流动性支持机制。FLPP 贷款通常具有首付低、利率低、期限长的特征。

5.5. FLPP+Tapera：已运行渠道与制度期权

FLPP 与 Tapera 应分别理解为“已经运行的政策贷款渠道”和“尚待全面执行的储蓄制度框架”。FLPP 面向低收入首套购房群体，已经形成可观察的年度贷款发放；截至 2026 年 7 月 13 日，全国 FLPP 发放 101,021 套，对应融资 IDR12.6 万亿。FLPP 的约束主要在年度资金规模、合规房源供给及地方执行效率。

Tapera 的法定缴存比例为 3%，但不宜直接将“覆盖人数 $\times$ 平均工资 $\times$ 3%”等同于已经形成的住房资金池。研究上应跟踪 Tapera 实缴参与人数、实际缴存额以及住房融资端的实际投放；只有在配套规则完成、参与人扩围并出现稳定实缴后，才能上调其对 KPR 渗透率 and 政策房供给的贡献假设。

5.6. IDR 汇率：通往房地产的间接通道

USD/IDR（印尼盾）汇率不直接决定印尼住宅销售，但通过五条间接通道影响房地产行业：建材成本、外资买盘、侨汇购买力、BI 利率空间和资本市场估值。

印尼地产的汇率分析应重点看“汇率—央行政策利率—按揭利率—去化率”的链条，而不是简单判断 IDR 贬值利好或利空房地产。

6. 制度传导：土地规则、外资准入与 IKN 决定需求兑现效率

6.1. 土地制度：HGB/HP 等权利结构决定项目可投资性

印尼土地制度是周期框架中政策残差项的最重要组成部分，但为非核心 β 变量。理解印尼土地制度，是理解印尼房地产估值的前提。

印尼土地权利共有六大类：

表10: 印尼土地权利

类型	全名	中文	期限	主要适用主体
HM	Hak Milik	所有权	永久	仅印尼公民
HGB	Hak Guna Bangunan	建筑使用权	30+20+30 年	印尼法人+外资公司
HGU	Hak Guna Usaha	经营权	35+25+35 年	农业/种植园
HP	Hak Pakai	使用权	30+20+30 年	外籍个人+外国法人
HSB	Hak Sewa Bangunan	建筑租赁权	合同期	通用
Adat	Hak Ulayat	习惯法权	永久	部落/村落

数据来源：印尼财政部，东吴证券研究所

对房地产投资最重要的两类：HGB——多数商品房、商业地产、工业园区及公寓项目以 HGB 为核心权利形态；HP——外籍人士可以购买公寓后获得 HP，但有最低投资额、不能在传统 HM 土地上建造独栋住宅等限制。

建筑使用权的续期问题：30 年初期+20 年延长+30 年再延长，理论上 80 年。但每次续期需要重新申请、缴纳土地税。2020 年 Omnibus Law 后，主要城市规则更清晰、行政效率改善，但非自动续期，仍需逐宗申请和尽调——这是制度 β 的重大改善。

6.2. 外资准入：制度逐步放宽，高端与跨境需求摩擦下降

印尼对外资在房地产领域的准入历来有所限制，但近年来持续放松：

2007 年前：外籍人士在一定条件下可持有住宅；2007-2015 年：开始允许外资持有 HP 公寓，但门槛高（最低 IDR50 亿，约 35 万 USD）；2015 年 PPNo.103/2015：允许外籍人士直接持有住宅，门槛降至 IDR30 亿（约 19 万 USD）；2020 年 Omnibus Law（UUNo.11/2020）：放开外资 HGB 公寓持有权，简化审批流程。

Omnibus Law 的多重影响：

1. 放开外资在 80 多个传统受限领域的准入，包括医疗、教育、零售；
2. 灵活劳动力法规（虽因社会争议部分被宪法法院推翻）；
3. 对房地产的直接影响：外资公寓持有简化、HGB 续期确定性提高、土地审批流程缩短。

6.3. 税费体系：交易成本影响产品定价与投资回报

印尼房地产相关税费体系：

表11：印尼房地产相关税费体系

税种	税率	由谁承担
增值税（VAT/PPN）	11%	买方（一手房，2025 年标准税率）
销售税（PPnBM）—豪宅	20%	买方（首套>IDR30 亿豪宅）
转让税（BPHTB）	5%	买方（地方政府征收）
个人所得税（PPH）	2.5%	卖方
土地建筑税（PBB）	0.1%-0.3%	持有人（年缴）
公证费	0.5%-1%	通常买方

数据来源：印尼官网，东吴证券研究所绘制

6.4. 政策复盘：住房金融、税收与城市规划共同演进

我们将 2007 年以来印尼房地产关键政策事件整理如下：

表12：印尼房地产政策时间轴

年份	政策	法律编号/文件	影响方向
2010	FLPP 启动	PermenPUPRNo. 21/2007	+中低收入按揭
2011	UU1/2011 住房法	UUNo. 1/2011	+政府住房保障责任
2015	贷款比例第一轮放松（首套 80→85%）	PBINO. 17/10/PBI/2015	+商品房销售
2016	税务特赦（Tax Amnesty）	UUNo. 11/2016	+高端住宅去化
2018	LTV 二三套房放松	PBINO. 20/8/PBI/2018	+投资性需求
2019	IKN Nusantara 计划官宣	PidatoPresiden2019-08	++长周期催化
2020	Omnibus Law（UU11/2020）	UUNo. 11/2020（Cipta Kerja）	++制度性长期利好
2021	FLPP 配额从 15 万扩至 20 万	PMKNo. 81/2021	+政策房放量
2023	VAT 减免延续	PMKNo. 120/2023	+平滑利率冲击
2024	BI 启动降息（25bp）	BI 货币政策会议 2024-09-18	++货币β转正
2024	Tapera 法律重构中的住房储蓄政策项	PPNo. 21/2024	+长期资金池，具有潜在意义
2024	IKN 一期落成	OIKN 月报 2024-08	++预期兑现
2025	外资公寓持有简化	PPNo. 18/2024	+高端市场

数据来源：印尼官网，东吴证券研究所绘制

2023-2025 年是印尼房地产政策相对密集的阶段，货币、税收、住房金融和 IKN 预期同时改善。与 2015-2016 年“贷款比例放松+税务特赦”的组合相比，本轮政策更偏向新房税收减免、政策房融资和长期城市规划驱动。

6.5. IKN：从基础设施建设走向机构与人口导入

IKN 对房地产的影响可拆分为三层。第一层是直接影响，即核心政府区的办公、住房、酒店、零售和城市服务需求；第二层是区域外溢，即 Balikpapan 和 Samarinda 作为门户城市，承接人口、物流、住宿和商务服务；第三层是反向重估，即雅加达行政中心溢价边际下降，但其金融、商业和消费中心地位不会因迁都而消失，城市内部的区位分化可能大于雅加达整体价值下行。

截至 2025 年 7 月，已有 1,170 名 OIKN 员工迁入 ASN 住房；2025—2029 年中央预算安排为 IDR48.8 万亿，建设重点转向立法、司法及其配套生态。我们认为，IKN 已经进入有限人口导入和功能完善阶段，但其地产影响仍取决于财政拨款、机构迁入、私人投资和常住人口四项变量，适合作为 5—20 年慢变量持续跟踪，而不适合以短期地价涨幅作为主要依据。

7. 供需展望：需求中枢具备韧性，金融深化决定释放斜率

前文从人口、城镇化、住房金融和政策环境等维度梳理了印尼房地产的中长期驱动。本章进一步落到住宅市场本身，重点回答两个问题：未来十年住房需求中枢处于什么水平，以及现有潜在需求能够以多快的速度转化为实际成交。

从需求端看，印尼仍处于住房需求扩容阶段。人口增长叠加家庭规模下降，带动家庭户数量持续增加；居民收入提升后，住房消费逐步从首次置业向改善延伸；长期住房缺口则提供了更大的潜在需求储备。现阶段约束行业规模的并非居住需求不足，而是部分需求尚未具备进入正规商品住宅市场的支付和融资条件。

基于家庭户口径，我们将未来有效新房需求拆分为新增家庭、改善需求和住房缺口释放三部分，城镇化主要影响需求的区域分布和正规住房转化率，不再单独形成一项新增需求。当前参数下，2026-2035 年印尼年均有效新房需求约 119-170 万套，中性情景约 145 万套。

7.1. 家庭户持续扩张，新增住房需求仍有较强支撑

住房需求最终对应家庭户。未来人口继续增长，同时家庭规模趋于下降，意味着家庭户数量的扩张速度有望快于人口本身。按照现有预测，未来十年印尼新增家庭户约 850 万户。考虑租赁、自建、二手住房和合住等分流后，对应正规新房市场的新增家庭需求约 60 万套/年。

与改善需求相比，这部分需求受短期房地产周期影响相对有限。利率上升、居民信心偏弱可能推迟购房时点，但家庭独立后产生的居住需求仍会保留，因此家庭户增长构成未来住宅市场较为稳定的需求底盘。

城镇化进一步提高需求进入正规住宅市场的比例。人口向雅加达都市圈、泗水、万隆、棉兰等主要城市集聚后，居民正规就业和收入稳定性有所改善，住房按揭、基础设

施和开发商项目覆盖也更加充分。过去通过自建、合住等方式满足的部分需求，由此具备进入正规住宅交易和融资体系的条件。

对于开发商而言，城镇化带来的增量并不简单等同于城市人口增加，而在于具备稳定收入、融资能力并能够匹配标准化住宅产品的购房家庭持续扩容。

7.2. 改善需求逐步起量，住房缺口决定中长期需求弹性

随着居民收入提升，印尼住房消费正在逐步从“解决居住”向“改善居住”延伸。当前市场仍以首次置业需求为主，换房和品质升级尚未充分释放。后续随着收入增长、产品改善及住房金融条件成熟，改善需求占比有望逐步提升。按现有参数测算，未来年均改善型新房需求约 34 万套。

这部分需求的周期属性更强。居民收入预期、按揭成本以及住宅产品吸引力均会影响换房时点，因此在经济和金融条件改善阶段，改善需求通常具备更高弹性。

更大的中长期弹性来自住房 backlog：现有模型采用约 1,270 万套住房缺口作为测算基础，但住房缺口本身并不等同于商品住宅需求。其中特别是中低收入家庭，购房行为仍受到首付、月供和融资可得性的明显约束。住房缺口最终有多少能够转化为新房成交，本质上取决于居民支付能力改善以及政策住房融资的覆盖程度。

基于不同的住房缺口释放速度，我们得到三档需求情景：

表13：2026E-2035E 印尼有效新房需求——中性情景年均约 145 万套

情景	新增家庭需求	改善需求	住房缺口释放	年均有效新房需求	十年累计需求
悲观	约 60 万套	约 34 万套	约 25 万套	约 119 万套	约 1190 万套
中性	约 60 万套	约 34 万套	约 51 万套	约 145 万套	约 1450 万套
乐观	约 60 万套	约 34 万套	约 76 万套	约 170 万套	约 1700 万套

数据来源：印尼统计局，东吴证券研究所测算

中性情景对应年均有效新房需求约 145 万套，可作为未来十年的需求中枢参考。新增家庭构成较为稳定的基础需求，改善需求随收入增长逐步扩大，而住房缺口释放决定行业需求向上的弹性。

因此，实际成交并不会机械运行在 145 万套附近。新增家庭变化相对平稳，住房缺口释放则容易受到利率、按揭投放和政策住房融资影响，行业销量仍会围绕中长期需求中枢出现周期波动。

从这一角度看，住房金融的作用更多在于释放已经存在的需求。KPR/KPA 覆盖扩大、融资成本下降以及政策性住房渠道扩容，都将提高潜在购房家庭进入正规住房市场的能力，并影响住房缺口转化为实际成交的速度。

7.3. 供需矛盾更多是结构性错配，可负担住宅仍是稀缺供给

相比需求端，印尼住房供给的统计口径更加复杂。全国新增住房既包括商品住宅和

政策住房，也包含大量居民自建住房。后者能够增加实际住房存量，但并不完全进入开发商所参与的正规商品住宅市场。

FLPP 也不宜直接视作独立住房供给。其本质首先是面向中低收入家庭的住房融资支持，对应住宅可能由市场化开发商建设；如果相关项目已经包含在商品住宅建设或销售数据中，再将 FLPP 支持套数直接计入供给会形成重复统计。

在供给口径完全打通之前，以全国住房新增量直接测算绝对供需缺口的参考意义有限。相比总量，正规住宅市场内部的结构错配更值得关注。

一是区域错配。人口持续向主要城市和都市圈集中，而土地整理、基础设施和住宅开发均需要较长周期，人口流入较快地区的住宅供给扩张往往滞后于需求形成。

二是价格错配。印尼存在较大的住房缺口，但潜在购房家庭中中低收入群体占比较高，对首付和月供较为敏感。若新增供给集中在高总价产品，即使全国住房仍然短缺，局部市场仍可能面临去化压力。

因此，对开发商真正有价值的并不是全国住房缺口本身，而是其中能够匹配产品总价、获得按揭融资并位于有效需求区域的部分。

这一市场特征对开发商的土地获取和产品能力提出了更高要求。人口持续流入、配套不断完善的城市区域仍是需求集中的核心市场；在此基础上，能够控制土地成本、压低产品总价并保持较快周转的企业，更有能力承接中长期需求扩容。

7.4. 房价温和上涨即可支撑市场扩容，销量仍是行业增长的主要来源

印尼住宅价格历史表现整体平稳。IHPR 多数时期维持低个位数增长，房地产市场并未呈现明显依赖房价快速上涨推动行业扩张的特征。

一方面，居民住房杠杆仍处于相对较低水平，住房金融扩张对资产价格的放大作用有限；另一方面，区域及产品之间分化明显，全国房价指数对核心都市圈及头部开发商项目的代表性本身也较弱。因此，未来十年的行业空间无需建立在全国房价大幅上涨的基础之上。

悲观、中性和乐观情景下，我们分别假设 2026-2035 年 IHPR 累计上涨 25%、45% 和 65%，对应年均复合增速约 2.3%、3.8% 和 5.1%。其中，中性情景房价年均涨幅不足 4%，仍属于较为温和的水平。

在这一假设下，未来房地产市场扩容更可能表现为成交量增长快于全国房价上涨。对于开发商而言，销售规模扩大、项目周转改善、产品结构优化和融资成本下降，对利润增长的重要性相应高于单纯依靠售价上涨。

全国 IHPR 对于个股经营表现的解释能力也相对有限。项目区位、土地成本、品牌以及住宅品质均可能带来较大的售价差异。后续公司分析中，预售金额、销售面积、项

目 ASP 和去化率仍是更直接的经营指标。

7.5. 中性需求中枢具备支撑，行业兑现仍需观察金融与供给

综合测算，2026-2035 年印尼年均有效新房需求约 119-170 万套，其中约 145 万套的中性情景更具参考意义。这一需求中枢并未建立在居民杠杆快速上升或全国房价显著上涨的基础上。家庭户持续增加提供基础需求，收入增长带动改善需求逐步起量，而现有住房缺口则为行业保留了较长时间的增量空间。

从宏观量级看，2024 年印尼狭义 Real Estate 增加值约占 GDP 的 2.35%，Construction 增加值约占 10.09%。考虑到建筑业中还包含基础设施、公共工程及大量非住宅建设，两项指标均不能直接等同于住宅房地产产业链；住宅销售额与 GDP 增加值也属于不同统计概念。

因此，宏观层面的校验重点不应是由住宅销售额直接推导地产对 GDP 的贡献，而应关注居民收入、住房按揭余额及房地产和建筑业增加值的变化，判断需求预测是否与居民支付能力和实体经济增长相匹配。

在当前测算框架下，印尼住宅市场面临的主要问题已经不是潜在需求是否存在，而是需求能够以多快的速度进入正规市场。新增家庭提供较为稳定的需求底盘，住房金融决定潜在需求的转化速度，而开发商能否提供总价和区位匹配的产品，则影响最终成交的落地。

对于上市开发商而言，行业需求扩容只是业绩增长的基础。随着更多住房需求进入正规市场，企业间的分化将进一步体现在土地成本、项目布局、产品总价和资金周转能力。具备核心城市土地储备、主流总价产品及较强融资能力的开发商，更有望在行业扩容过程中实现销售规模和市场同步提升。

8. 研究印尼对中国的借鉴意义：对中国的启示

8.1. 维度一：长周期变量的对照——重审上一轮中国地产周期

中国房地产研究过去 20 年的核心争议之一在于：2003-2020 年地产黄金周期中，人口、城镇化与家庭形成等结构性因素贡献了多少长期增长，货币、政策与杠杆又在多大程度上放大了周期波动？这一问题仅基于中国自身样本较难准确识别，因为结构性趋势与周期性因素长期交织，同时缺乏具有可比性的外部对照系。

印尼 2025 提供了一个外部参照样本：当我们把印尼当前与中国 2005 并列，那些“印尼也具备”的因素更可能是结构性的；那些“印尼显著缺失”的因素更可能是周期性/中国特有的。

表14：长周期变量：“中国 2005 vs 印尼 2025”（分维度比较）

维度	中国 2005	印尼 2025	性质判断
人口结构	中位数年龄 31.8 岁，劳动年龄人口仍处扩张阶段	中位数年龄 29.9 岁，25-34 岁人口 4640 万	结构性 ☒
城镇化进度	城镇化率 43%，加速段中段	59.4%，加速段后段	同属较快城镇化区间，但阶段位置差异显著；只比较方向，不比较水平
房贷渗透率	房贷/GDP 处低位	房贷/GDP 约 3.5%，处低位	结构性 ☒
货币宽松周期	2003-2007 宽松→2008 四万亿	2024-09BI 启动降息	周期性风险提示
地方政府土地财政	土地出让金占地方收入较高，强力推地	印尼地方政府土地财政依赖度低	中国特有 ☒
预售制度+高杠杆周转	期房预售+高周转	相较中国上一轮周期，印尼开发体系对强预售、高杠杆高周转的依赖更低，金融化程度和开发商杠杆放大机制更弱	中国特有 ☒
房企美元债大量加杠杆	2010 后开始	印尼房企美元负债率整体温和，仅工业地产代表的外汇敞口偏高	中国特有 ☒
学区房+户籍捆绑	强	印尼与对应制度	中国特有 ☒

数据来源：国家统计局、印尼财政部等，东吴证券研究所

对中国研究的反思价值：中国 2003 年那一轮周期的“真实需求”部分，与印尼 2025 年高度可比；但中国上一轮的“金融工程放大器”部分，印尼无法复制。

8.2. 维度二：印尼是中资地产产业链、建材与相关金融服务出海的重要市场之一

中国房地产链的“产能+经验”正在主动外溢，同时印尼自身的工业化进程（镍+电池产业链+日韩车企转移）需要大量中国建材、园区运营经验、绿色建筑技术。

中资房企在印尼的现状：

表15：中资房地产产业链相关企业在印尼的现状

中资公司	在印尼的项目	模式	阶段
中国建筑（CSCEC）	雅加达 Two Sudirman 超高层综合体	工程承包/施工总承包	在建，已进入幕墙安装阶段
碧桂园（Country Garden）/Risland Indonesia	Sky House BSD+公寓项目（BSD City、Tangerang，与 Sinar Mas Land 合作推出）	公寓开发/合作开发	已有可入住产品，持续分期开发
中国中铁/中国铁路国际	雅万高铁	铁路工程建设/承包商联合体	已通车运营
中交建/中国路桥	Cisumdawu 收费公路三期、Semarang-Demak 高速公路 1B	工程承包	前者已通车；后者在建
招商局集团（招商港口）	印尼 NPH 港口项目，包括雅加达港两个集装箱码头	股权收购+港口运营	已完成交割并投入运营
海螺水泥	南加里曼丹、北苏拉威西、西巴布亚等水泥生产项目	产能投资+生产运营	已投产运营

数据来源：中国中铁官网、中国建筑官网等，东吴证券研究所

注：表格内信息截至 2026 年 6 月 30 日

中资出海：从项目建设到空间需求的三条路径

中资与印尼房地产的关系不应只看房企直接开发，而应拆分为三条路径：(1)产业投资，镍—电池—EV、电子及消费制造业落地，直接形成工业用地、标准厂房、物流仓储、员工住房和商业配套需求；(2)EPC 与设备输出，通过高铁、港口、产业园和 IKN 基础设施形成工程和设备订单；(3)园区与资产运营，与本地开发商合作持有工业园、厂房或配套物业，分享租金增长和土地价值重估。

BKPM 数据显示，2019 年至 2024 年 9 月，中国对印尼实现投资累计 USD34.19bn，其中基础金属占 42%、交通仓储通信占 23%、产业园区/住房/办公占 6%；另有大量产业投资通过就业、人口迁移和配套建设间接传导到房地产。由此，中资出海对印尼地产的主要影响不是复制中国高周转住宅模式，而是以制造业项目为起点，依次传导至工业园和物流需求、建材与 EPC 订单、员工住房及城市服务。

对中国房地产链的映射，建议按“制造业项目落地—园区和物流需求—建材/EPC 订单—住宅及商业配套”的顺序跟踪。工业地产由制造业 FDI 和产业链选址驱动，住宅则由人口、城镇化和 KPR 驱动；两类资产周期并不完全一致，但会在雅加达东部、镍产业园和 Batam 等制造业节点形成空间共振。

8.3. 维度三：印尼对中国“存量时代政策”的反向参照

2021 年以来，中国房地产的存量特征明显增强，房地产政策出现四个新工具：(1)保

交楼——政策性资金保竣工；(2)城中村改造——大城市存量更新；(3)保障房三大工程——保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设；(4)住房公积金强制扣缴——已有制度。这四件事，印尼正在/即将以不同形式同步发生——印尼是这些政策“在另一个国情下的同步实验”，对中国研究有反向参照价值。

表16：印尼对中国“存量时代政策”的反向参照

政策维度	中国版本	印尼对应版本	对中国研究的反向参照
烂尾楼救助	2022 起保交楼专项借款+AMC 收购	印尼无大规模烂尾，期房预售制较少	为后续研究中国“取消期房预售”这一选项提供对照样本
城中村改造	2023 起特大超大城市加速	印尼 Kampung Improvement (Surabaya/Jakarta) 已运行 40 年	KIP 模式：渐进式+居民自主+不强制拆迁，对应中国“留改拆”中“留改”的方法论
保障房三大工程	2023 起配售型保障房+配租型保障房	印尼 FLPP (已运行 17 年)+Rumah Subsidi	FLPP “利率全期 5%固定 20 年”比中国“配售保障房”激进，财政成本较低——为中国保障房融资规模提供参考
住房公积金/强制储蓄	1998 起住房公积金	2024 Tapera 法律重构中的住房储蓄政策项，覆盖率目标 100%	Tapera 设计参考了新加坡 CPF+中国公积金。Tapera 落地后 5 年的工资扣缴→房贷投放转化效率，可作为中国研究公积金改革（费率调整/异地使用/资产证券化）的对照样本

数据来源：东吴证券研究所绘制

8.4. 维度四：城镇化后半程的两国参照——印尼未来十余年 vs 中国当前阶段

根据世界银行数据，2025 年中国常住人口城镇化率 66.3%，已接近 70%这一经验性分段阈值，未来达到 70%的具体年份受人口迁移、统计口径与城镇化速度影响；印尼 2025 年 59.4%，距离 70%还有约 15 年。若印尼未来十余年逐步向 70%靠拢，其城市治理与存量化特征可参考中国当前及未来阶段。

对中国研究的前瞻价值：

印尼当前的多极都市圈分化（雅加达/泗水/棉兰），是中国 2030+京津冀/长三角/大湾区/成渝四极结构成熟后的简化版本。研究印尼当前的卫星城承接、轨交带动、商业地产分化，可以为中国 2030+都市圈研究提供 5 年提前量；

中国 2025+印尼 2025 同时出现的“卫星城逻辑”，共同验证了关于“通勤成本主导都市圈结构”的理论——这意味着中国当前的“轨交+卫星城”模式有非常坚实的国际比照支持。

9. 研究结论与跟踪框架：结构逻辑长期有效，短期关注金融与销量验证

9.1. 核心结论：从人口红利走向住房金融与区域分化

研究问题 1：印尼房地产是否已进入2003-2005 年的“中国式起点”？三重慢变量是否真的同向支撑？

答：是，但需要三个限定条件。

结论：印尼 2025 在需求形成机制上仍具有中国 2000 年代中前期的参照意义，但不应视为整体发展阶段等值：城镇化水平约对应中国 2016 前后；人口年轻度、家庭形成和按揭低渗透则更像中国早期需求释放阶段，2025 年三重 β 首次同向支撑，这是自 2010-2013 上轮信贷高点以来从未出现过的格局。

证据：

表17： β 维度中印一致性

β 维度	中国 2005	印尼 2025	一致性判断
人口结构	中位数年龄 31.8 岁	中位数年龄 29.9 岁	同向
城镇化进度	43%，加速段中段	59.4%，加速段后段	同向
货币周期	2003-2007 并非持续性宽松： 2004 起利率政策转向收紧， 2006-2007 加息更明显	2024-09BI 启动降息， 2026H1 货币政策回摆	阶段不同、弱可比
房贷渗透	10%，低位	3.2%，更低	同向

数据来源：国家统计局、印尼官网，东吴证券研究所绘制

三个限定条件：

1.不是简单复制中国剧本：印尼缺少中国 2005 年那一轮的金融工程放大器（土地财政/预售制/美元债加杠杆/学区房资本化），所以这一轮房地产周期向上幅度可能温和于中国 2003-2015，但风险也对称地小；

2.加速段位置更靠后：印尼 59.4%>中国 2005 的 43.0%，剩余城镇化空间约 15 年而非 25 年；

3.多极都市圈结构：与中国 2005 的“北上广深”集中型不同，印尼是雅加达/泗水/棉兰/望加锡四极结构，意味着 α 不仅在雅加达。

研究问题 2：Omnibus Law/IKN/Tapera 的因果效应有多大、能否被量化？

答：能，给出三组定量结果。

结论：三项重大制度变更对印尼房地产板块的因果效应定量讨论：Omnibus Law 的效应点估计方向偏正，但统计显著性不足，仅作探索性证据，IKN 与 Tapera 的效应有初步信号但需要更长 post-period 数据。

证据:

表18: 制度改革的定量观察与证据等级

制度	处理时点	因果效应	显著性
Omnibus Law	2021-Q1 起	FDIATT+0.79USDbn/季 (+12.7%) 房企股 价 ATT+45.3pts (+33.7%)	安慰剂 $p \approx 0.4$, 不显著
IKN 一期落成	2024-08 起	Balikpapan IEA1 z-score 从+0.24 升 至+2.46 (净增+2.23 σ)	单点观察, 未做安慰剂检 验
Tapera 法律重 构中的住房储 蓄政策项	2024-08 启动	长期住房资金池: 按 2.5%/月+全国劳 动力 1.4 亿→年均流入 IDR28 万亿	静态测算, 需 5 年实测 证

数据来源: 东吴证券研究所绘制

关键承诺:

1. Omnibus Law 的 SCM 点估计方向为正, 但 $p \approx 0.4$ 未通过常用 10%/5%/1%显著性
阈值, 只能作为方向性、探索性证据, 不能称为统计显著或严格因果验证;
2. IKN 与 Tapera 的因果证据弱于 Omnibus Law——后者有 16 季度 post-period 支撑,
前两者落地不到 1 年, 需要 2026-2028 年继续追踪 SCM;

研究问题 3: 中国研究者为什么应该研究印尼? 这种研究对中国本身的房地产研究
有何反哺价值?

答: 三层意义——方法论层、研究范式层、配置实践层。

结论: 印尼研究对中国的真正价值, 远不止“多了一个海外资产类别可以配置”。

表19: 印尼研究的三层意义

层	价值
方法论层	AI-Native 五层栈+5 个 demo 脚本改 5-10 行参数即可应用于中国数据
研究范式层	印尼是控制变量后的对照样本, 让中国研究者能区分上一轮周期是结构性需求还是 中国特有金融工程放大器
配置实践层	印尼是中资房企/建材/金融出海"主场"; 是跨境分散组合的关键拼图; 是中国 2030+都市圈研究的 5-15 年提前量

数据来源: 东吴证券研究所绘制

9.2. 高频跟踪框架: 从长期叙事到月度、季度验证

人口和城镇化决定长期方向, 但短期基本面需要通过货币、信贷、销售、产业投资
和政策执行持续验证。我们将核心研究框架压缩为八项指标; 后续若指标方向发生变化,
可优先更新本表, 再决定是否调整正文和结论。

表20: 印尼跟踪框架

指标	频率	主要观察含义	数据来源
BI-Rate	月/事件	货币政策是转松还是转紧	Bank Indonesia
USD/IDR JISDOR	日	汇率是否迫使 BI 收紧	BI JISDOR
KPR+KPA 余额及其/GDP	月/季	按揭渗透率是否真正上升	BI SEKI
IHPR 及一手住宅销售	季	房价和销量是否同步改善	BI SHPR
FLPP 发放、Tapera 实缴	月/季	政策房金融是否形成增量	BP Tapera
中国及制造业投资实现额	季	产业地产需求领先指标	BKPM
Greater Jakarta 工业用地去化及地价	季	雅加达东部产业走廊景气	CBRE
IKN 预算、机构迁入和私人投资	年/事件	迁都是否由建设转向人口导入	OIKN

数据来源：东吴证券研究所绘制

10. 风险提示

(1) AI 辅助评级仅供参考，不构成投资建议：本报告为印尼住宅与产业地产板块的行业层面研究，相关评级、回报区间和配置建议基于特定数据口径、模型假设和情景参数，不代表确定性收益，也不构成任何个股买卖建议。实际投资决策仍需结合投资者风险承受能力、最新市场数据及专业机构意见。

(2) AI 模型与方法论存在误差风险：本报告使用多模态另类数据、SHAP 可解释建模、合成对照因果推断和多智能体辩论等 AI-Native 方法，但部分结果属于方法论 demo 或 C 级增强证据，主要用于提高观察频率、解释力和研究透明度，不能单独作为评级或投资判断依据。模型可能受样本选择、参数设定、prompt 设计和过拟合等因素影响。

(3) 数据口径、数据质量与生产化落地风险：报告中部分 IEAI、CVI、PES/IBP、CFI、SCM、SHAP 等模块使用合成数据或方法论样本，正式生产化仍需接入真实公开数据源并持续重跑验证。若外部 API、卫星遥感、财报披露、宏观数据库或汇率口径发生变化，可能影响模型输出的及时性、可比性和稳定性。

(4) 印尼宏观、政策与房地产周期波动风险：印尼地产板块受汇率、全球利率、BI 利率空间、Nusantara/IKN 建设进度、Tapera 执行节奏及外资准入政策影响较大。若 IDR 汇率明显贬值、全球加息周期反复、IKN 进度不及预期或大选后政策连续性弱化，可能削弱估值修复逻辑并压制板块表现。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>