



Research and
Development Center

房价弱，但股市强的海外案例分析

2025 年 4 月 20 日



证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
邮箱：lichang@cindasc.com

房价弱，但股市强的海外案例分析

2025 年 4 月 20 日

核心结论：

- **美国 2009-2011 年：房地产磨底，消费回升驱动牛市。（1）房地产磨底未影响经济企稳回升，驱动股市走强。**次贷危机后美国房价从 2006 年中开始下降，到 2012 年初持续下降了近 6 年的时间。2009-2011 年美国房地产只是短暂企稳，房价下降速度放缓，没有出现明显改善。不过次贷危机之后，美股熊市只持续了 1 年左右，美国 GDP 从 2009 年 Q3 开始回升，美股底部反转略领先 GDP 回升 1 个季度。
（2）股市上涨的驱动因素：个人消费的恢复、制造业和出口的复苏。美国个人消费支出在 2009-2010 年显著回升，成为拉动美国 GDP 增长的主要力量。2011 年之后个人投资接力拉动经济上行。制造业和出口的复苏也为经济增长提供了动力。
- **日本 2012-2013 年：房地产小改善，政府投资和量化宽松驱动牛市。（1）房地产小反弹但经济走出长期低迷，股市开启长牛。**2012 年末，伴随着安倍晋三执政后推出“安倍经济学”，打出了量化宽松、财政刺激和结构性改革“三支箭”。东京等核心城市房价在 2012 年末开始企稳，日本股市也在 2012 年末开启了新一轮长牛。2013 年日本部分房地产数据出现小幅反弹。
（2）股市上涨的驱动因素：公共投资增长、日本央行购买风险资产。2013 年日本实施大规模财政投资政策，财政支出超 10 万亿日元，重点用于基础设施修复和灾后重建，拉动公共投资增长。另一方面，日本央行直接购买 ETF 等风险资产的行为为市场注入了较为充裕的流动性，并有效提振风险偏好。
- **德国 2022-2023 年：房价下跌，全球化和流动性驱动牛市。（1）房价下跌经济衰退，但未影响股市走牛。**2022 年-2023 年德国房地产受利率上升带来需求收缩影响，房价指数下跌。受能源价格上涨，俄乌局势紧张等因素影响，2022-2023 年德国经济增速持续下滑。制造业和建筑业表现疲弱。
（2）股市上涨的驱动因素：企业全球化、流动性较好。在房地产和经济增速下行背景下，德国股市涨幅较大，我们认为主要原因在于，第一，德国 DAX 指数成分股企业全球化程度较高。第二，德国股市流动性较好，交易较活跃。第三，德国 DAX 指数成份的行业分布中，科技和金融股市值占比居前，与德国 GDP 贡献度较高的汽车、公用事业等行业差异度较大，在国内经济增速下行阶段能够保持相对稳健的业绩。
- **房地产磨底，消费、投资、流动性可能成为 A 股牛市的驱动力。**
（1）A 股历史上，2014-2015 年是典型的资金驱动型牛市，政策放松并未马上带来房地产和经济的回升，确认经济企稳回升是 2016 年以后，但股市牛市已经在政策全面转向的 2014 年下半年就展开了。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编：100031

居民资金的流入容易推动股市走牛。(2) 房地产下降阶段或已完成，未来即使没有回升，大概率能够进入磨底阶段。考虑到美国贸易政策变化以及未来的不确定性，企业全球化进程可能受阻，消费反弹、投资回升、增量流动性可能成为未来驱动 A 股牛市的动力。

- **风险因素：**宏观经济下行风险，房地产市场下行风险，全球经济超预期冲击恶化风险，历史数据不代表未来。



目录

一、美国 2009-2011 年：房地产磨底，消费回升驱动牛市	5
1.1 房地产磨底未影响经济企稳回升，驱动股市走强	5
1.2 股市上涨的驱动因素：个人消费的恢复、制造业和出口的复苏	6
二、日本 2012-2013 年：房地产小改善，政府投资和量化宽松驱动牛市	10
2.1 房地产小反弹但经济走出长期低迷，股市开启长牛	10
2.2 股市上涨的驱动因素：公共投资增长、日本央行购买风险资产	12
三、德国 2022-2023 年：房价下跌，全球化和流动性驱动牛市	15
3.1 房价下跌经济衰退，但未影响股市走牛	15
3.2 股市上涨的驱动因素：企业全球化、股市流动性较好	17
四、房地产磨底，消费、投资、流动性可能成为 A 股牛市的驱动力	19
4.1 A 股 2014-2015 年牛市：房地产和经济仍下降，流动性宽松驱动股市走牛	19
4.2 房地产磨底，消费反弹、投资回升、增量流动性或成为未来 A 股牛市的驱动力 ..	21
风险因素	23

图目录

图 1：2009 年 3 月-2012 年 2 月，标普 500 涨幅超过 100%（单位：点）	5
图 2：美股底部反转略领先 GDP 回升 1 个季度（单位：点，%）	6
图 3：2009-2011 年房价下跌，销售磨底（单位：万户，点）	6
图 4：2009 年 Q4-2011 年个人消费支出对 GDP 的贡献率较高（单位：%）	7
图 5：2009 年下半年-2011 年美国 PCE 同比增速整体走强（单位：%）	7
图 6：个人非住宅投资在 2009 年下半年-2011 年对 GDP 的贡献率较强（单位：%）	8
图 7：美国制造业 PMI 在 2009-2010 年持续回升（单位：%）	8
图 8：美国汽车新订单额 2009 年下半年开始持续攀升（单位：百万美元）	8
图 9：美国出口同比增速从 2009 年下半年也开始从底部回升（单位：%）	9
图 10：东京房价在 2012 年末企稳，与股市牛市基本同步（单位：点）	10
图 11：2013 年之后日本 GDP 温和复苏（单位：点，%）	11
图 12：2013 年 CPI 转正，GDP 平减指数回升（单位：%）	11
图 13：2012 年之后部分房地产指标有小幅反弹（单位：户，件）	12
图 14：2013 年公共投资增长较快（单位：%）	12
图 15：2013 年日本商业销售额增速有反弹（单位：%）	13
图 16：2013 年日本出口增速降幅收窄（单位：%）	13
图 17：2013 年后日本居民金融资产配置股票占比提升	14
图 18：2013 年之后日本央行持有 ETF 资产规模持续大幅上升（单位：亿日元）	14
图 19：2022-2023 年德国房价跌，股市涨（单位：点）	15
图 20：2022-2023 年德国居民住房贷款利率快速上升（单位：%）	15
图 21：2022-2023 年德国住宅建筑许可证数量持续下降（单位：件）	16
图 22：2022-2023 年德国经济增速持续下滑（单位：点，%）	16
图 23：2022-2023 年德国通胀水平处于高位（单位：%）	17
图 24：DAX 指数成份收入构成中海外占比大幅高于国内占比（单位：%）	17
图 25：德国交易所的年度成交金额在欧洲部分主要证券交易所中居前（单位：百万美元） ..	18
图 26：DAX 指数成分股行业分布（单位：%）	18
图 27：14-15 年是最典型的流动性牛市（单位：点数，%）	19
图 28：2014-2015 年投资持续下行（单位：%）	20
图 29：2014-2015 年 GDP 增速也在下滑（单位：点，%）	20
图 30：2014-2015 年居民资金较为活跃（单位：亿元）	20
图 31：2014-2015 年融资余额/流通市值比例快速上升（单位：点，%）	20
图 32：新房销售下滑的趋势可能已经触底（单位：万平方米）	21
图 33：地产施工和竣工负值存在收敛迹象（单位：%）	21
图 34：2025 年 3 月社零增速继续回升（单位：%）	22
图 35：制造业投资有韧性，基建投资也有所回升（单位：%）	22
图 36：2025 年融资余额上升的速度变慢（单位：点，亿元）	22
图 37：2025 年 ETF 基金份额增长速度放缓（单位：亿份）	22

一、美国 2009-2011 年：房地产磨底，消费回升驱动牛市

1.1 房地产磨底未影响经济企稳回升，驱动股市走强

美国房价从 2006 年中开始下降，过程中还受到次贷危机的影响，到 2012 年初持续下降了近 6 年的时间，但美股熊市仅持续 1 年半即开始企稳回升。2006 年中-2012 年初，受次贷危机影响，美国房价持续下降了 6 年，但标普 500 熊市出现在 2007 年 10 月-2009 年 3 月，仅持续了一年半的时间。2009 年 3 月-2012 年 2 月，美国房价指数虽然下降速度放缓，但仍在小幅下跌，没有出现明显改善，但标普 500 指数涨幅超过 100%。

图 1：2009 年 3 月-2012 年 2 月，标普 500 涨幅超过 100%（单位：点）

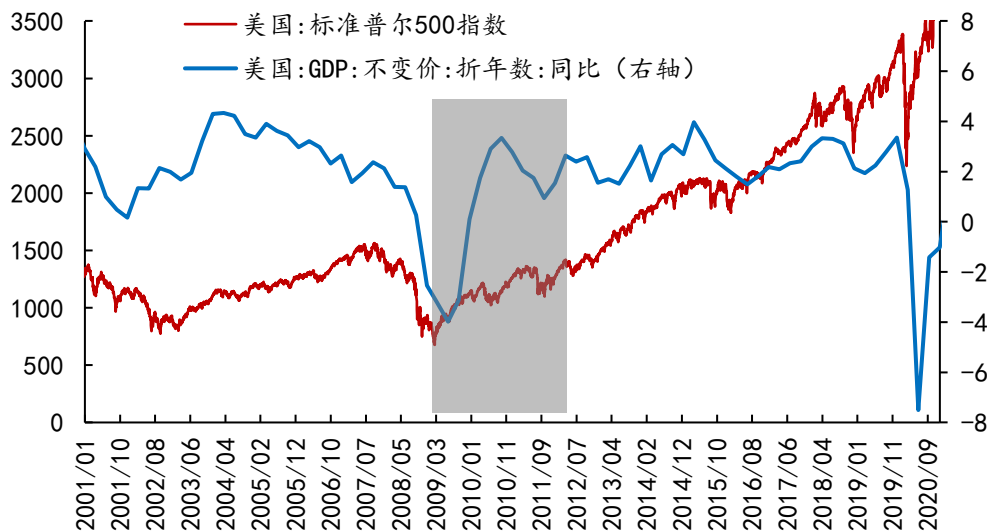


资料来源：万得，信达证券研发中心

次贷危机之后，美国 GDP 从 2009 年 Q3 开始回升，美股底部反转略领先 GDP 回升 1 个季度。整体来看，2009 年 Q3-2011 年美国整体经济表现较强。2008 年 11 月美联储宣布启动 QE1，并于 2009 年 3 月宣布加快 QE1 步伐并扩大融资抵押品范围以压低长端利率。QE1 一直持续到 2010 年 4 月，总计购买政府支持企业债券及相关抵押贷款支持证券 1.725 万亿美元。2009 年 2 月，奥巴马政府出台“金融稳定计划”，并签署 7870 亿美元的《美国复苏与再投资法案》。美国 GDP 增速 2009 年 Q3 从负值快速回升，并于 2009 年 Q4 转正。2010 年为了对冲欧债危机升级的影响，2010 年 11 月美联储正式开启 QE2 并维持至 2011 年 6 月。2010 年 Q3 美国 GDP 增速达到 3.34% 的高点，之后伴随着经济刺激政策的退出，美国经济增速有所放缓，整体维持低速增长。



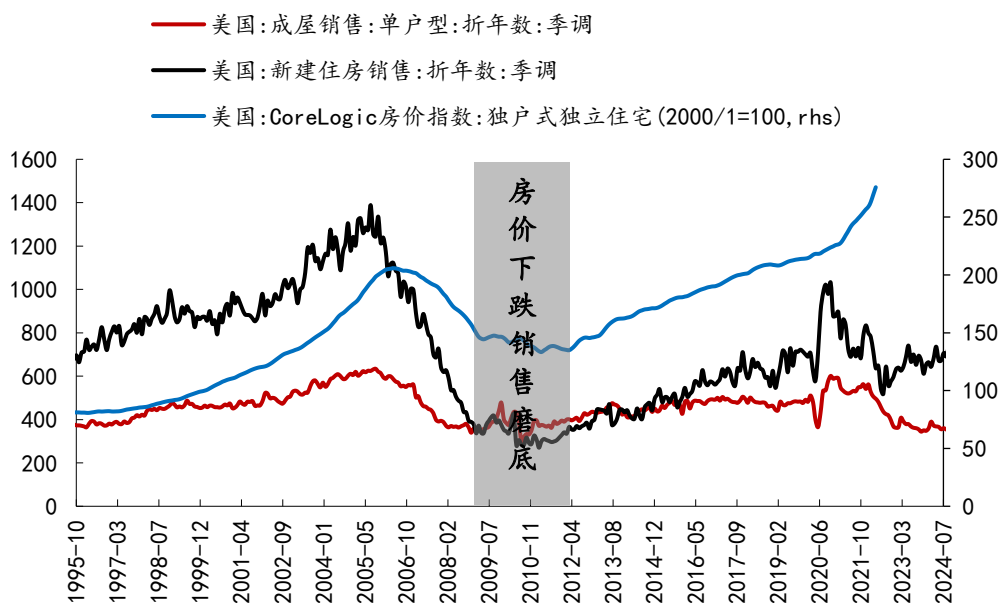
图 2：美股底部反转略领先 GDP 回升 1 个季度（单位：点，%）



资料来源:万得, 信达证券研发中心

虽然美国的量化宽松政策和财政政策的着力点均在美国房地产市场能否止跌企稳。但 2009-2011 年美国房地产只是短暂企稳，房价下降速度放缓，没有出现明显改善。二手房销售先是磨底，2010 年下半年才开始回升。新房销售 2011 年开始回升。

图 3：2009-2011 年房价下跌，销售磨底（单位：万户，点）



资料来源:万得, 信达证券研发中心

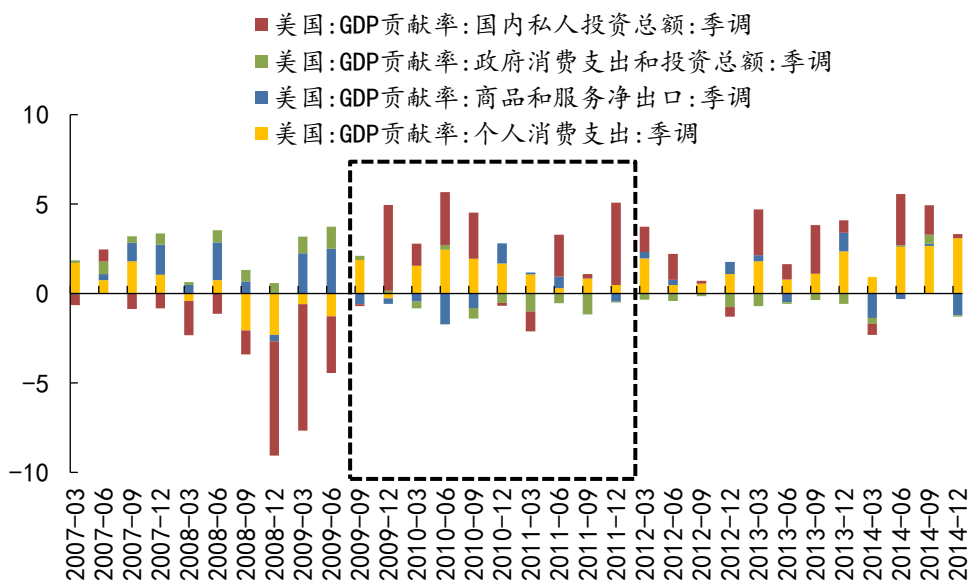
1.2 股市上涨的驱动因素：个人消费的恢复、制造业和出口的复苏

2009 年 Q3 经济回升后，随着就业市场的逐步改善和居民收入的恢复，美国个人消费支出在 2009-2010 年显著回升，成为拉动美国 GDP 增长的主要力量。个人消费支出同比增速在 2009 年下半年开始反转上行，到 2011 年从-1.47%上行到 3.02%的高点。2009 年 Q3-2010 年个人消费支出大部分时间是 GDP 贡献率最高的分项。2011 年之后个人消费支

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

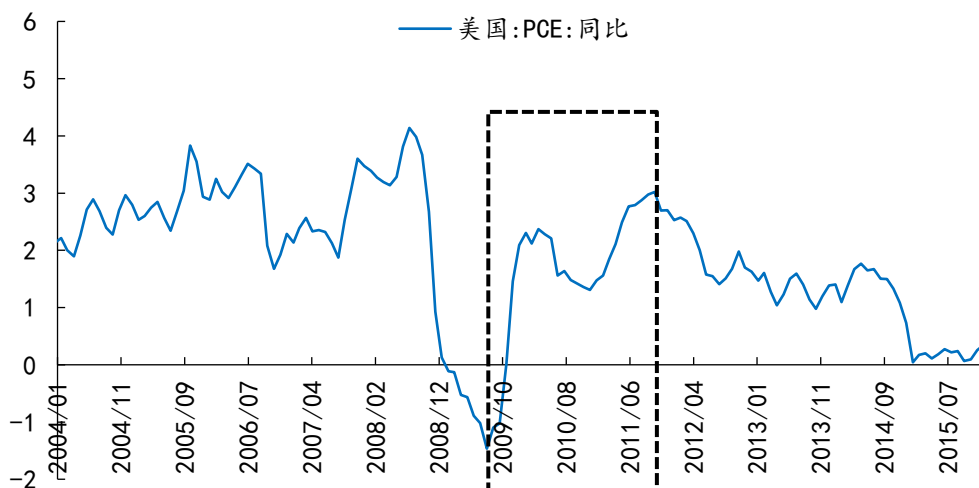
出有所走弱。

图 4：2009 年 Q4-2011 年个人消费支出对 GDP 的贡献率较高（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：2009 年下半年-2011 年美国 PCE 同比增速整体走强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2011 年之后，国内私人投资成为拉动经济增长的重要支撑。国内私人投资增速从 2009 年下半年开始快速回升，在 2009 年下半年-2011 年对 GDP 的贡献率较高，2011 年个人消费支出走弱后，国内私人投资成为拉动经济增长的重要支撑。其中非住宅固定资产投资较强，住宅投资则较弱。

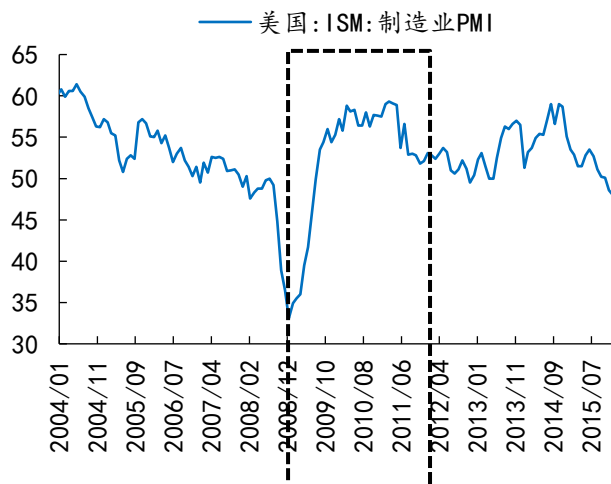
图 6：个人非住宅投资在 2009 年下半年-2011 年对 GDP 的贡献率较强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

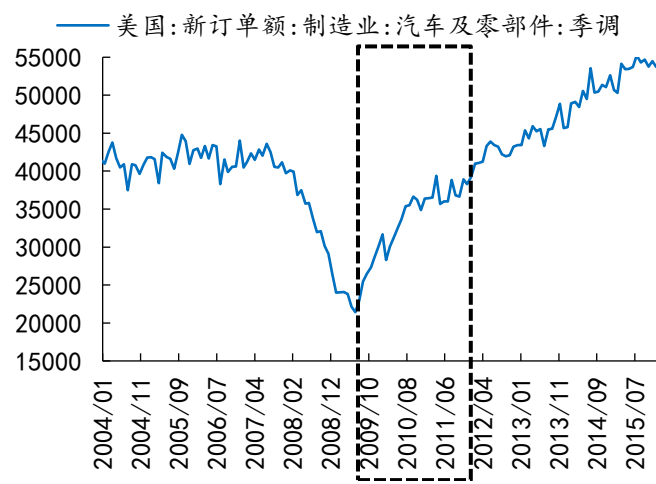
制造业和出口的复苏也为经济增长提供了动力。美国制造业 PMI 在 2009-2010 年持续回升，2011 年 3 月开始有所走弱，但始终在荣枯线上。尤其是汽车等行业新订单快速增长，表现突出。受益于美元贬值和全球需求恢复，美国出口同比增速从 2009 年下半年开始从底部回升，到 2010 年 5 月回升至 20% 的高点。净出口对 GDP 的贡献率在 2010 年 Q4 转正。

图 7：美国制造业 PMI 在 2009-2010 年持续回升（单位：%）



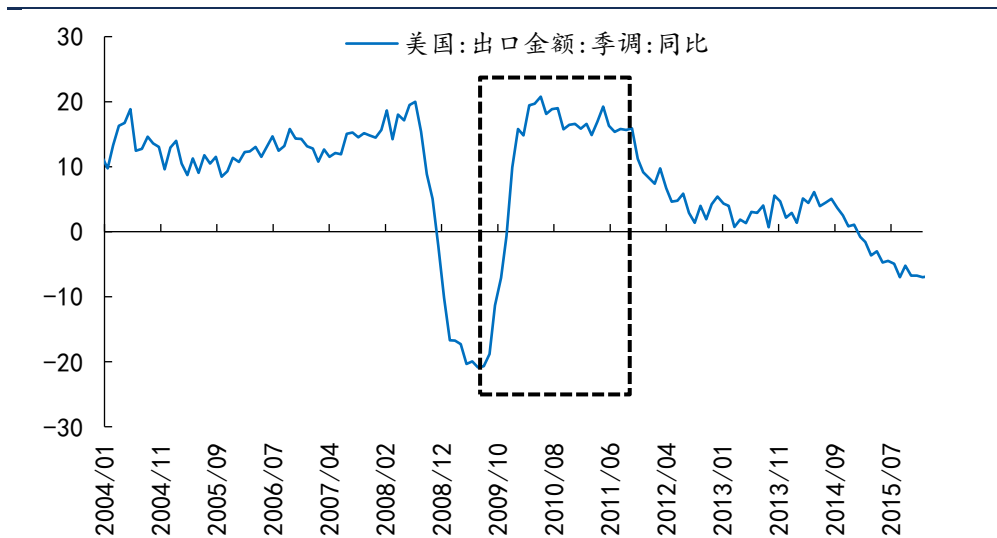
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：美国汽车新订单额 2009 年下半年开始持续攀升（单位：百万美元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：美国出口同比增速从 2009 年下半年也开始从底部回升（单位：%）



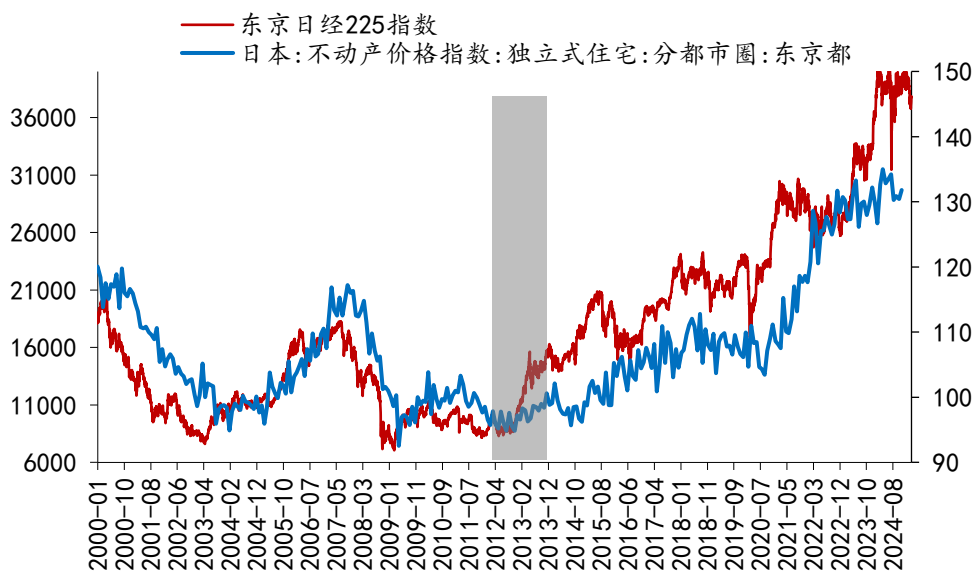
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、日本 2012-2013 年：房地产小改善，政府投资和量化宽松驱动牛市

2.1 房地产小反弹但经济走出长期低迷，股市开启长牛

日本房地产市场自 1991 年泡沫破裂后连续下跌 20 年，到 2009 年初有反弹迹象，但 2011 年又再次下行。直到 2012 年末，伴随着安倍晋三执政后推出“安倍经济学”，采取大胆的货币政策、灵活的财政政策和重点刺激民间投资的产业政策为核心的政策框架，打出了量化宽松、财政刺激和结构性改革“三支箭”，对扭转低通胀、经济长期下行的局面意义重大。东京等核心城市房价在 2012 年末开始企稳，日本股市也在 2012 年末开启了新一轮长牛。

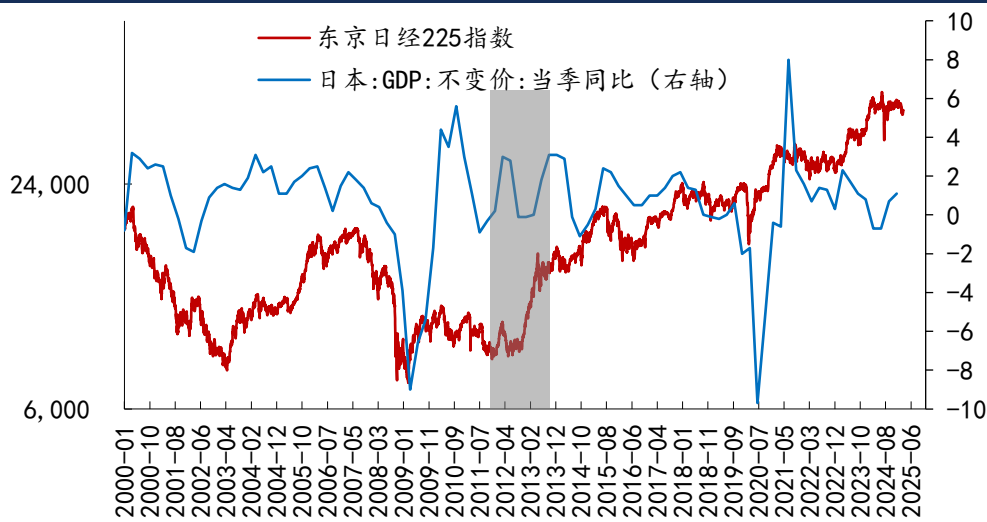
图 10：东京房价在 2012 年末企稳，与股市牛市基本同步（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

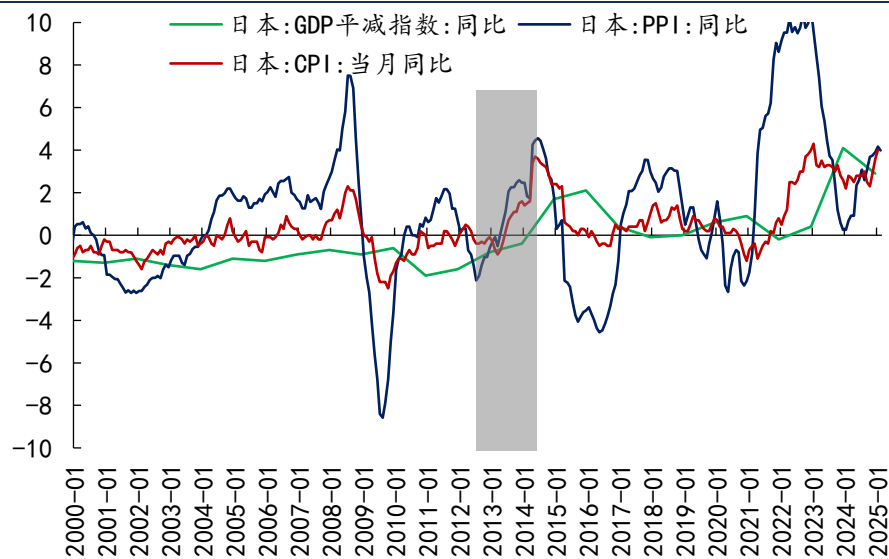
2013 年日本股市与经济复苏同步上行。从经济增速来看，2012 年日本 GDP 增速高开低走，一季度 GDP 增速 3%，但之后受钓鱼岛争端、日元升值及全球需求疲软等影响，2012Q3-Q4 当季 GDP 增速再次陷入负值，全年实际 GDP 增速降至 1.4%。不过“安倍经济学”的推行带动了日本经济温和复苏。2013 年开始，日本 GDP 增速达到 2%，逐渐摆脱长期低迷的状态。通胀方面，CPI 从 2013 年 6 月后转正，GDP 平减指数 2014 年开始转正。

图 11：2013 年之后日本 GDP 温和复苏（单位：点，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

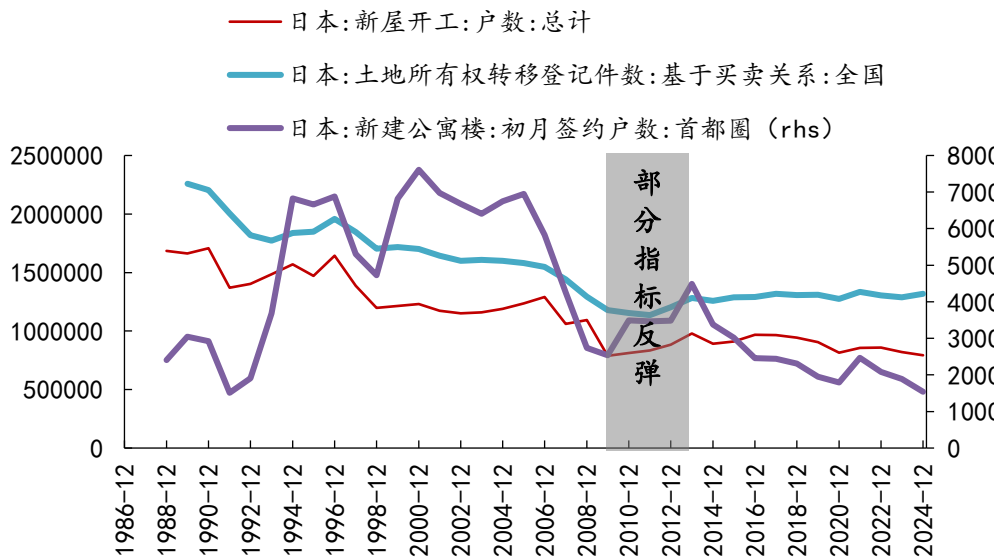
图 12：2013 年 CPI 转正，GDP 平减指数回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2012 年之后部分房地产指标有小幅反弹，新开工数据在 2010-2013 年反弹，销售数据 2012-2013 年反弹。

图 13：2012 年之后部分房地产指标有小幅反弹（单位：户，件）

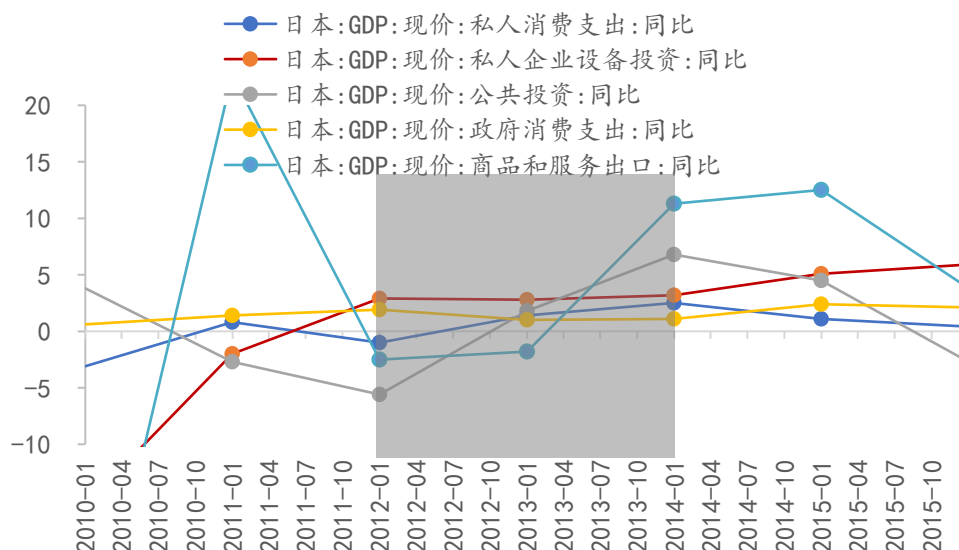


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 股市上涨的驱动因素：公共投资增长、日本央行购买风险资产

2012-2013 年公共投资增长较快。2013 年日本实施大规模财政投资政策，财政支出超 10 万亿日元，重点用于基础设施修复和灾后重建，拉动公共投资增长。2013 年四季度公共投资对实际 GDP 同比的拉动达到 0.7 个百分点。

图 14：2013 年公共投资增长较快（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2012-2014 年日本消费数据有小幅改善。日本零售的年增速从 1992 年至 2022 年维

持在-3.3%至 2.7%的低位区间波动，但 2012 年 9 月-2014 年 3 月商业销售额增速有小幅反弹。

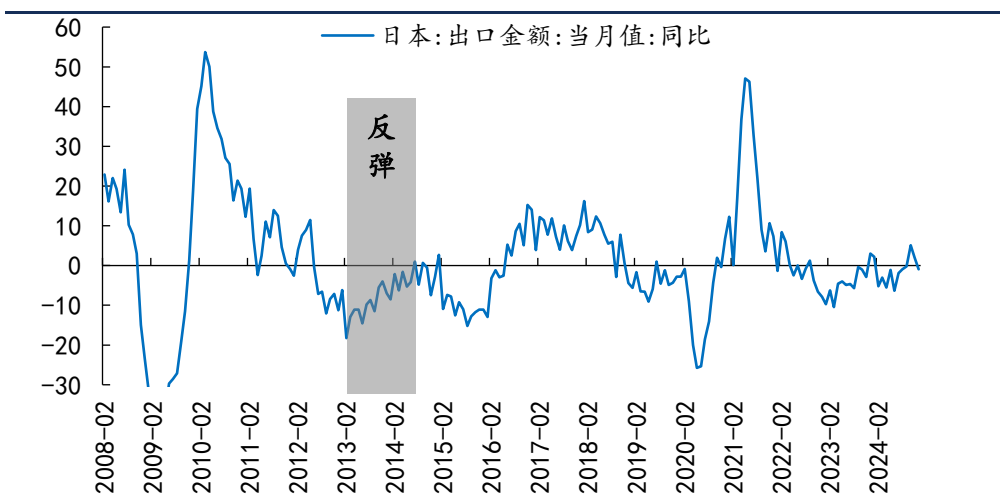
图 15：2013 年日本商业销售额增速有反弹（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

出口增速降幅收窄。2013 年，美国经济复苏、欧洲债务危机缓解、中国经济增长带动日本出口增速降幅收窄。同时日本央行通过量化宽松压低日元汇率，推动出口增长。但由于进口成本上升导致贸易逆差扩大，净出口对 GDP 仍有拖累，但对 GDP 的负拉动较 2012 年有所收窄。

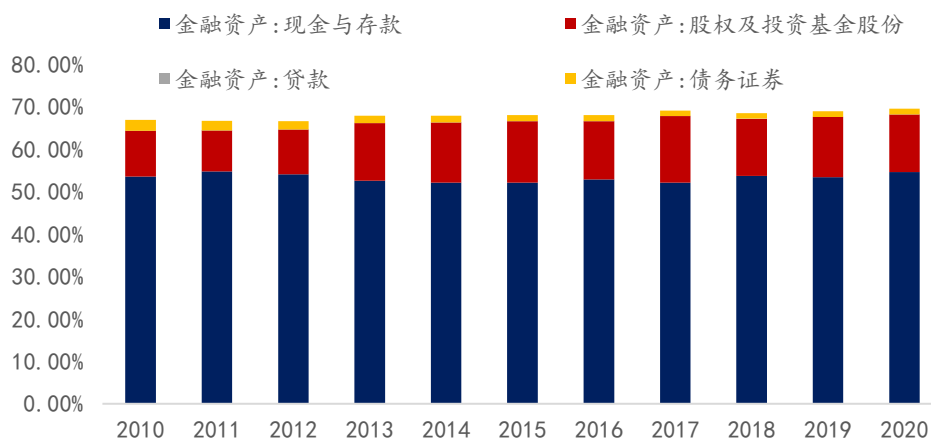
图 16：2013 年日本出口增速降幅收窄（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

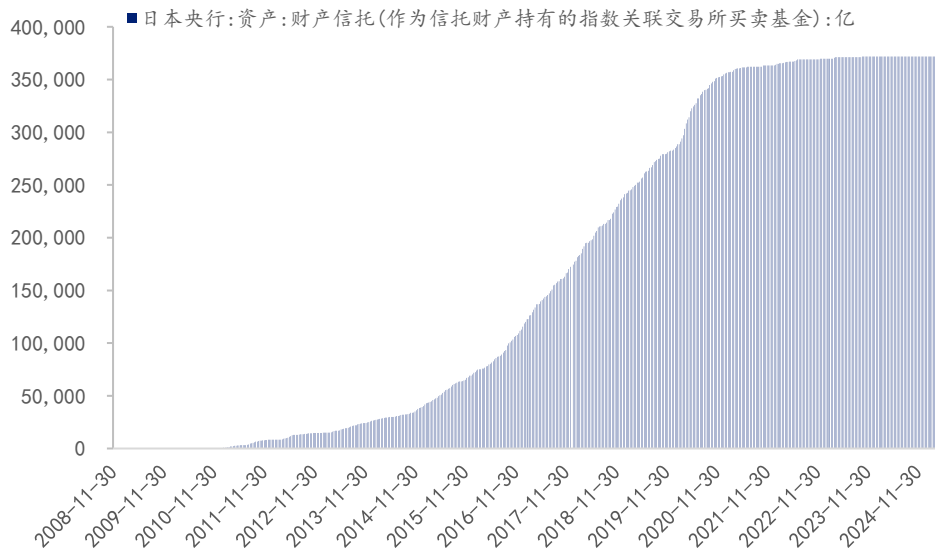
另一方面，2012 年底开始的日股牛市，与 QQE 背景下日本央行直接购买风险资产，提振市场情绪有关。2012 年以来日本股市上涨除经济复苏、盈利改善驱动外，资金层面的影响同样明显。2013 年 4 月，日本央行推出“量化与质化金融宽松政策（QQE）”，其主要内容是：扩大基础货币供给量并在两年内实现翻倍、增加国债和风险资产的购入量、延长国债持有期间，从而压低中长期贷款利息，促进民间投资。日本央行直接购买 ETF 等风险资产的行为为市场注入了较为充裕的流动性，并有效提振风险偏好。

图 17：2013 年后日本居民金融资产配置股票占比提升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：2013 年之后日本央行持有 ETF 资产规模持续大幅上升（单位：亿日元）



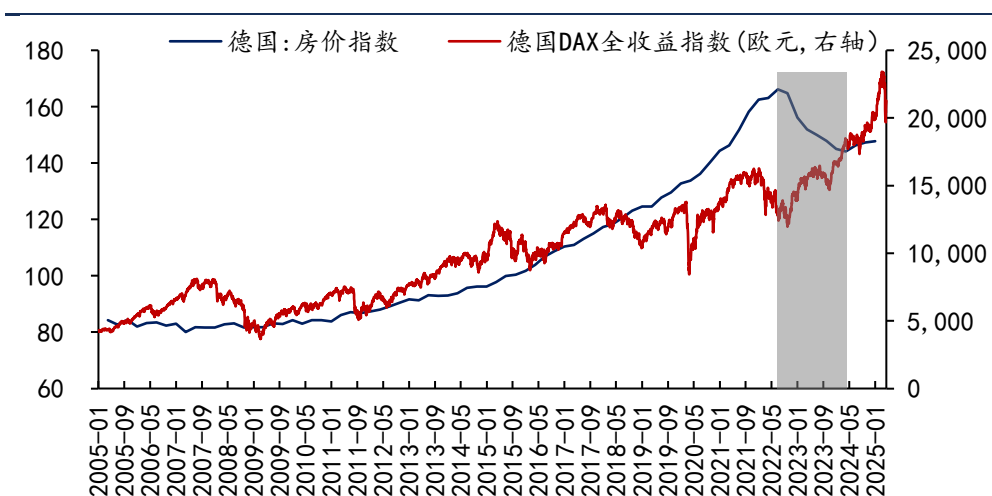
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、德国 2022-2023 年：房价下跌，全球化和流动性驱动牛市

3.1 房价下跌经济衰退，但未影响股市走牛

2022 年-2023 年德国房地产受利率上升带来需求收缩影响，房价指数下跌。长期来看，德国住房租赁制度较为成熟，政策补贴和保障房建设较完善，德国房价指数长期来看处于稳定上升的状态。但 2022 年美联储加息周期开启后，德国房贷利率持续上升，导致购房成本显著增加。例如，居民住房贷款有效利率从 2021 年 1.2% 左右的低点，快速上升到 2023 年 Q3 的 4.1%。德国政府为了抑制通胀持续缩表，也进一步推高了借贷成本。

图 19：2022-2023 年德国房价跌，股市涨（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

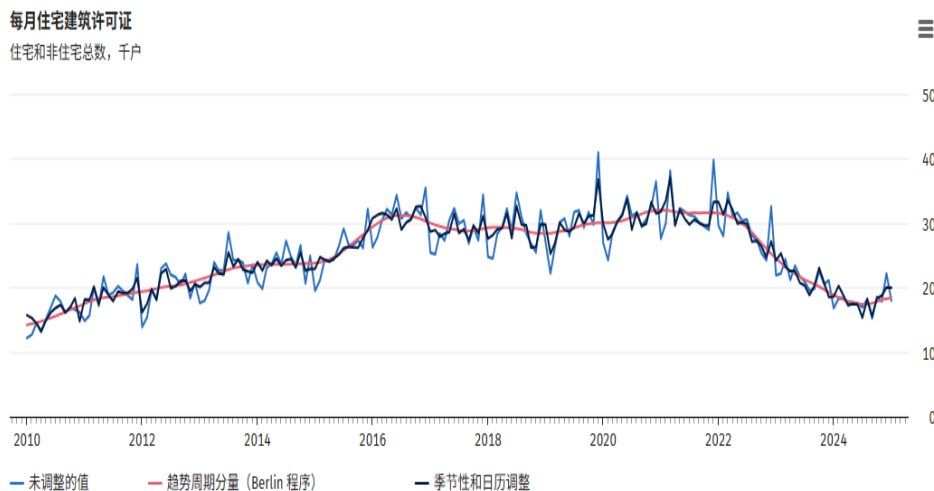
图 20：2022-2023 年德国居民住房贷款利率快速上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

另外，受建筑用地和材料成本上升的影响，德国住房建筑持续低迷，住房供应出现结构性短缺。例如，2022-2023 年德国住宅建筑许可证颁发数量持续下降。2022-2023 年的住宅竣工数量持续低于德国政府制定的每年建造 40 万套的目标。

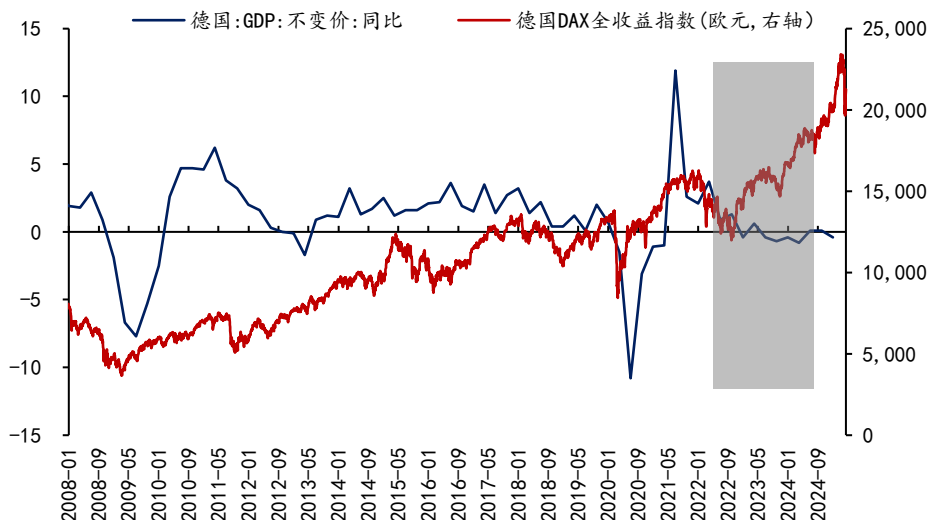
图 21：2022-2023 年德国住宅建筑许可证数量持续下降（单位：件）



资料来源：德国联邦统计局，信达证券研发中心

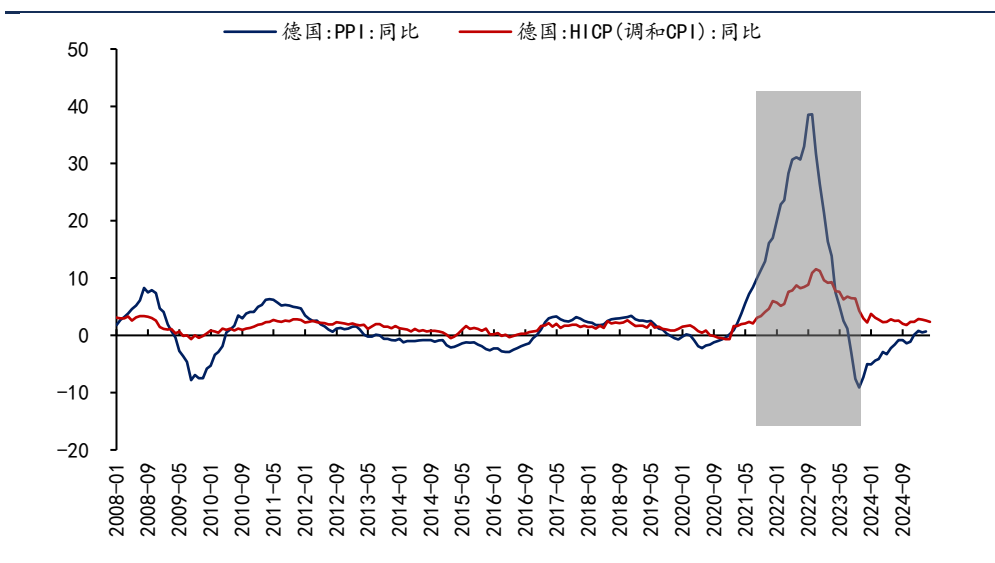
2022-2023 年德国经济增速持续下滑。2022 年受能源价格上涨，俄乌局势紧张等因素影响，全年德国 GDP 同比增长 1.9%，已经表现出疲软的态势。2022 年 Q4 的当季 GDP 同比增速下滑到-0.4%的水平。虽然私人消费有所复苏，但 CPI 在 2022 年底大幅上升到 11.6%的历史高位。2023 年全年德国 GDP 增速继续下降到 0.3%，通胀水平仍处于高位，能源成本高企，制造业和建筑业表现疲弱。

图 22：2022-2023 年德国经济增速持续下滑（单位：点，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：2022-2023 年德国通胀水平处于高位（单位：%）

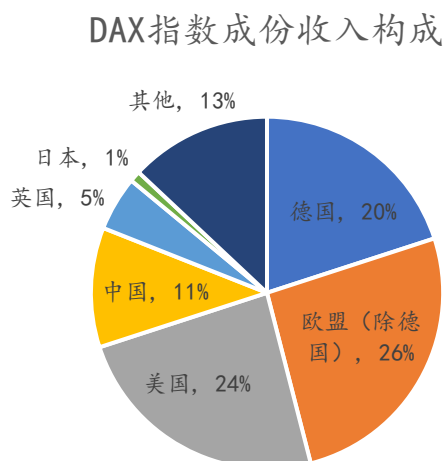


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 股市上涨的驱动因素：企业全球化、股市流动性较好

虽然 2022-2023 年德国房地产市场和经济整体低迷，但德国 DAX 指数在 2022 年 Q3-2024 年 Q1 房价下跌期间，仍然取得 42% 的涨幅。我们认为主要原因在于，第一，德国 DAX 指数成分股企业全球化程度较高。从收入构成来看，DAX 指数成分股公司收入来自于国内需求的部分仅占 20%，来自美国的部分占比 24%，来自中国的部分占比 11%，来自除德国以外的欧盟成员国的部分占比 26%。这使得这些公司在国内经济疲软的情况下，仍然能够通过全球化布局分散风险。

图 24：DAX 指数成份收入构成中海外占比大幅高于国内占比（单位：%）

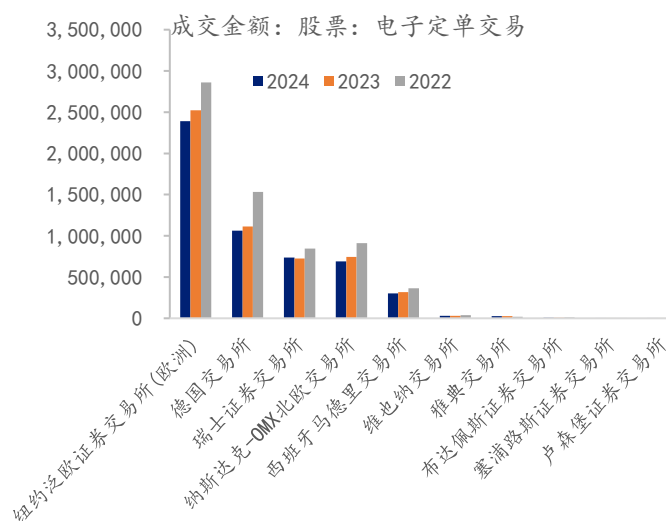


资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，德国股市流动性较好，交易较活跃。在欧洲主要证券交易所中，德国交易所的股票交易活跃度处于前列。从 2022-2024 年的数据来看，德国交易所的年度成交金额在欧洲主要证券交易所中居前，同时股票换手率大部分时间也居于前列。

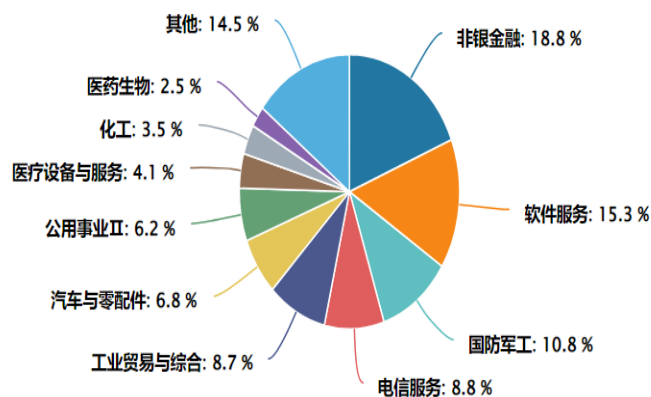
第三，德国 DAX 指数成份的行业分布中，科技和金融股市值占比居前，在国内经济增速下行阶段能够保持稳健的业绩。DAX 指数成份中龙头公司集中度较高，从行业分布来看，非银金融市值占比 18.8%，软件服务市值占比 15.3%，国防军工市值占比 10.8%。而德国 GDP 贡献度较高的行业，如汽车市值占比仅 6.8%，公用事业市值占比 6.2%。德国 DAX 指数的行业分布和德国经济依赖度高的行业存在较明显的差异，因此在国内经济增速下行阶段也能够保持相对稳健的业绩。

图 25：德国交易所的年度成交金额在欧洲部分主要证券交易所中居前（单位：百万美元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：DAX 指数成分股行业分布（单位：%）



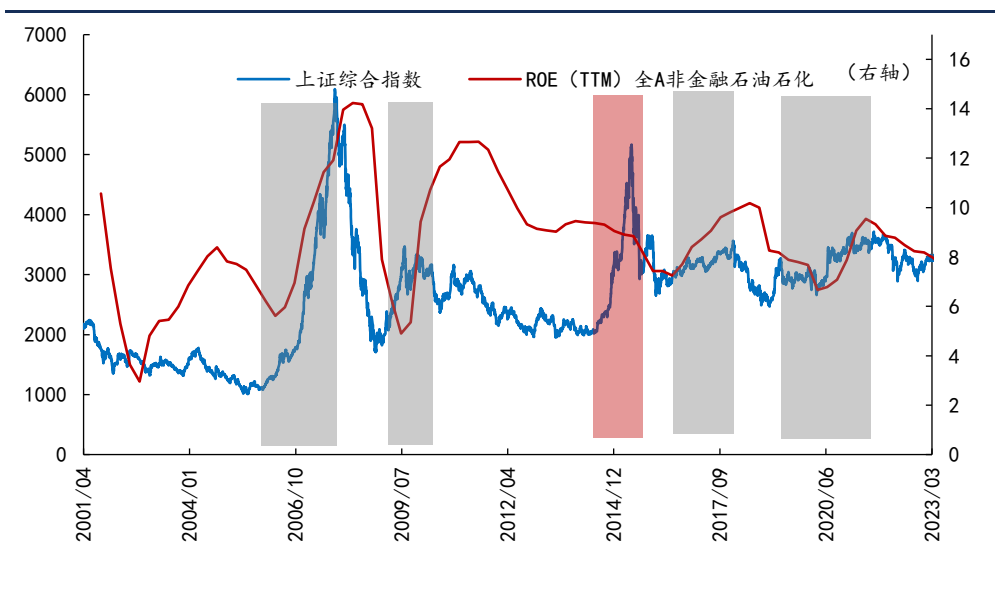
资料来源：万得，信达证券研发中心

四、房地产磨底，消费、投资、流动性可能成为A股牛市的驱动力

4.1 A股 2014-2015 年牛市：房地产和经济仍下降，流动性宽松驱动股市走牛

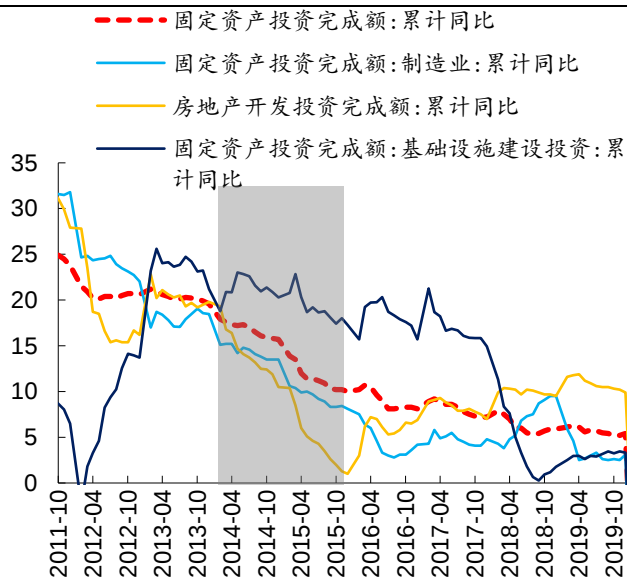
A股历史上，2014-2015年是典型的资金驱动型牛市，宏观经济并没有回升，甚至大部分行业 ROE (TTM) 加速下行。2014 年 Q2 开始货币、财政、房地产等宏观政策已经开始转向宽松。2014 年 4 月起，央行两次定向降准，1 次降息。15 年央行 5 次降准 5 次降息。2015 年 3 月，政府工作报告提出“将赤字率从去年的 2.1% 提高到 2.3%，允许地方政府发行专项债”，财政政策加力提效。2014 年 7 月央行向国开行提供 1 万亿元抵押补充贷款 (PSL)，2014 年 8 月国务院发文进一步加强棚户区改造工作。2014 年 9 月下调了首付比例、调整贷款利率下限。

图 27：14-15 年是最典型的流动性牛市（单位：点数，%）

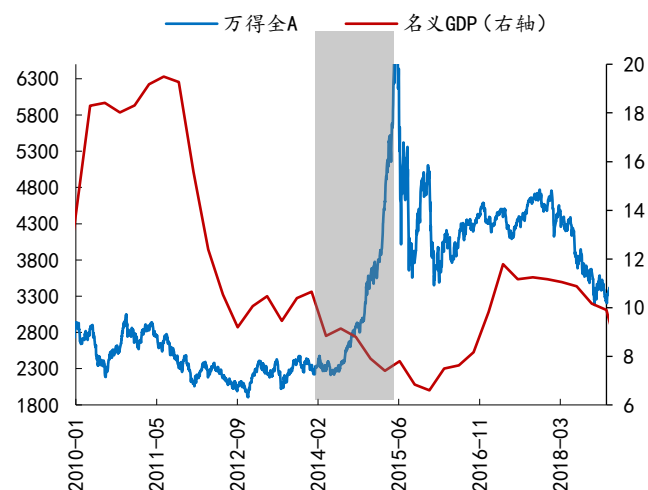


资料来源：万得，信达证券研发中心

但是政策放松并未马上带来房地产和经济的回升，确认经济企稳回升是 2016 年以后，但股市牛市已经在政策全面转向的 2014 年下半年就展开了。房地产投资从 2014 年上半年开始大幅下滑，到 2015 年 12 月达到 1% 的低点才触底回升。由于 2015 年之前地方政府融资仍存在一定约束，基建投资累计同比持续下滑到 2016 年 2 月。产能过剩影响下制造业投资到 2016 年下半年才触底回升。总体上，2014-2015 年 GDP 增速持续下行，实际 GDP 增速下滑到 7% 以下。

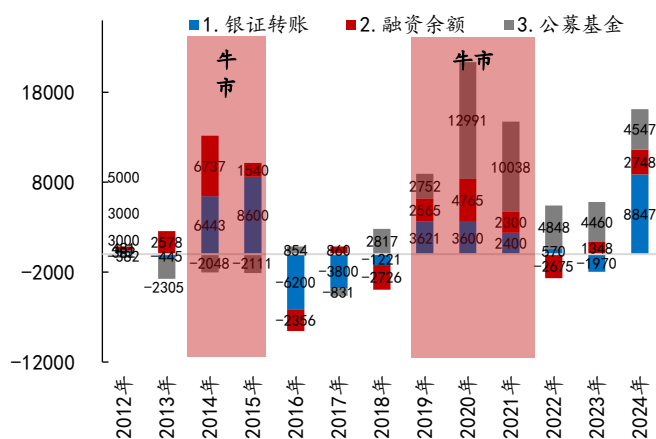
图 28：2014-2015 年投资持续下行（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

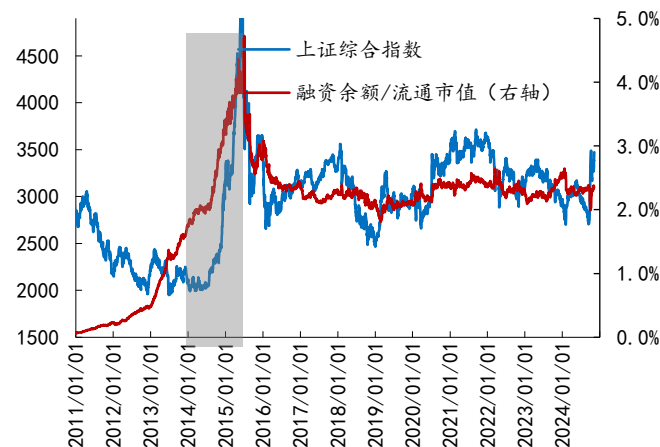
图 29：2014-2015 年 GDP 增速也在下滑（单位：点，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

2014-2015 年驱动牛市的核心力量之一是居民资金的流入。从历史经验来看，A 股的投资生态中居民资金影响大于机构资金的影响。我们把银证转账+融资余额+公募份额变化等汇总起来，能够看到，在 2014-2015 年的牛市中，以上数据汇总起来能连续达到万亿以上。2019-2021 年的牛市也是如此。与此同时，2014-2015 年融资余额/流通市值比例快速上升，居民资金加杠杆活跃，也推升了 2014-2015 年的流动性牛市。

图 30：2014-2015 年居民资金较为活跃（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

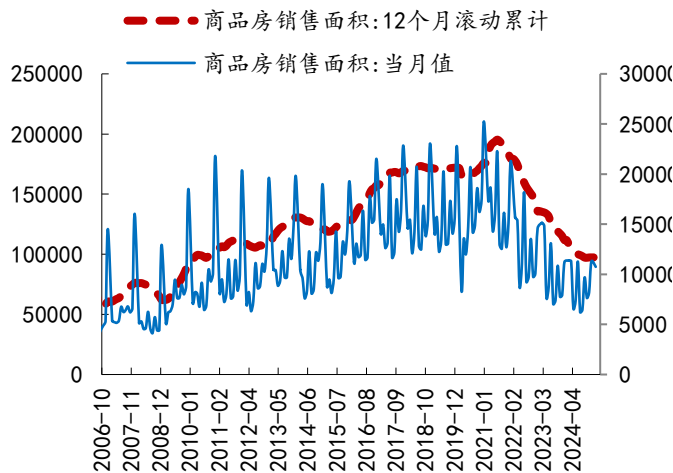
图 31：2014-2015 年融资余额/流通市值比例快速上升（单位：点，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 房地产磨底，消费反弹、投资回升、增量流动性或成为未来 A 股牛市的驱动力

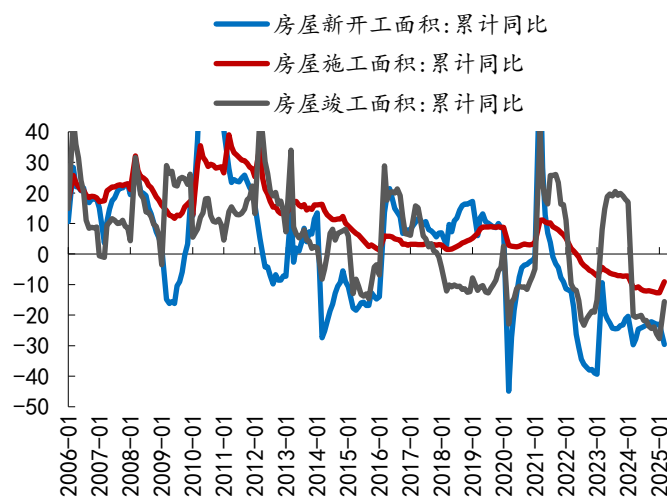
房地产快速下降阶段或已完成，未来即使没有回升，大概率能够进入磨底阶段。继 2024 年二手房销售改善后，新房销售也开始底部企稳。我们认为，虽然新房销售的绝对值并没有回升，但下滑的趋势可能已经结束。投资增速依然偏弱，不过施工和竣工负值存在收敛的迹象。

图 32：新房销售下滑的趋势可能已经触底（单位：万平方米）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 33：地产施工和竣工负值存在收敛迹象（单位：%）

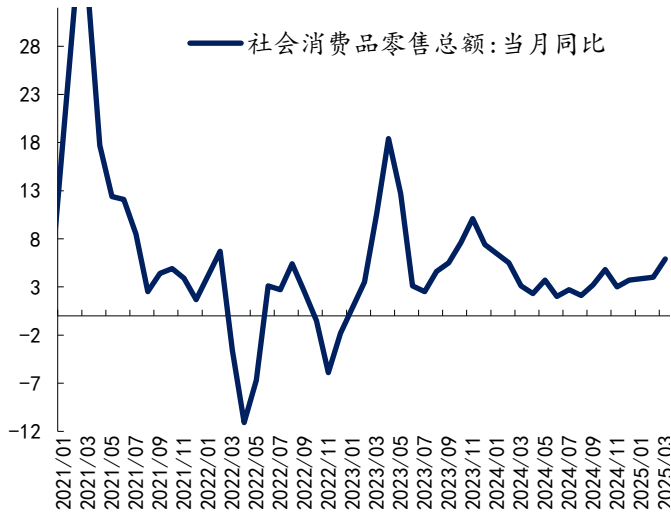


资料来源：万得，信达证券研发中心

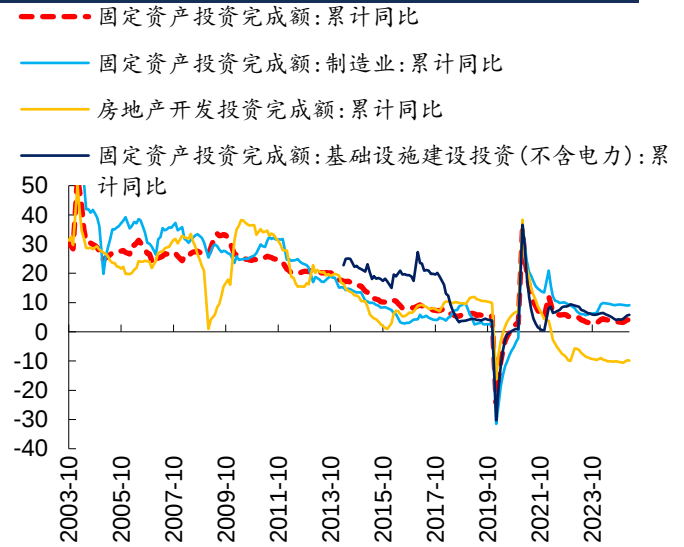
消费反弹、投资回升、增量流动性可能成为未来驱动 A 股牛市的动力。从美、日、德历史上地产弱，但股市强的案例经验来看，在房地产仅企稳或下跌的背景下，可能驱动股市走强的因素有：消费反弹、政府投资回升、流动性充裕、企业全球化。考虑到当前美国贸易政策变化以及未来具有较大不确定性，企业全球化进程可能存在一定阻碍，我们认为可以从前三个因素观察可能发生的积极变化。

消费方面，我们认为可关注“以旧换新”、服务消费扩容等一系列促消费政策的落地与效果。今年以来，各部门围绕促消费出台了如《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》、《优化消费环境三年行动方案(2025—2027 年)》、《关于增开银发旅游列车，促进服务消费发展的行动计划》、《提振消费专项行动方案》等一系列政策举措。社会消费品零售总额 3 月同比增长 5.9%，较 2025 年 2 月增幅继续扩大 1.9 个百分点。

投资方面，我们认为可关注制造业投资的韧性，财政支出对基建投资的支持落地情况。2025 年 1-3 月固定资产投资完成额累计同比增长 4.2%，较 2025 年 1-2 月扩大 0.1 个百分点。制造业投资累计同比增长 9.2%，较 2025 年 1-2 月继续提升 0.2 个百分点。制造业投资继续在高位基础上提升，显示出较强的韧性。基建投资（不含电力）累计同比增长 5.8%，较 2025 年 1-2 月扩大 0.2 个百分点。3 月政府工作报告指出“财政政策更加积极，更大力度支持“两重”建设”，我们认为可以继续观察后续积极财政政策的加码和落地情况。

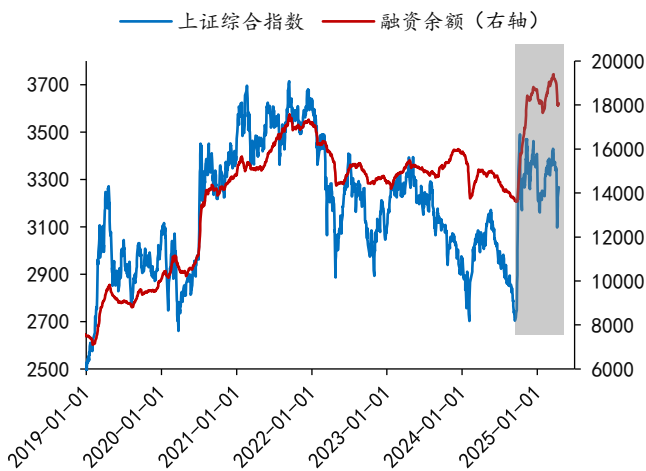
图 34：2025 年 3 月社零增速继续回升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

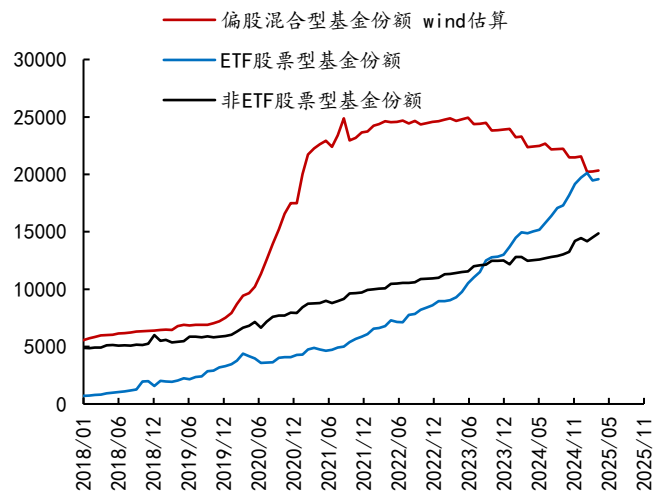
图 35：制造业投资有韧性，基建投资也有所回升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

居民资金流入速度目前依然低于 2014-2015 年的速度，等待新的积极变化驱动增量资金流入。2024 年 9-10 月在大力度稳增长和股市支持政策的催化下，居民资金流入速度较快。但之后伴随着指数震荡，居民资金流入的速度也开始放缓。2025 年以来，融资余额上升的速度变慢，同时，ETF 资金流入速度也有所减慢，甚至有阶段性的小幅流出。我们认为，后续可能需要等待政策、产业或盈利等方面新的积极变化出现，驱动增量资金再次流入。

图 36：2025 年融资余额上升的速度变慢（单位：点，亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 37：2025 年 ETF 基金份额增长速度放缓（单位：亿份）


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

房地产市场下行风险：房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

全球经济受超预期冲击恶化风险：美国关税政策具有较大不确定性，有可能扰乱区域及全球贸易、投资和供应链，从而引发全球经济受到超预期冲击而出现恶化。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%～15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。