

论地产调整下半场消费修复的潜力

华泰研究

2025年3月25日 | 中国内地

深度研究

研究员

SAC No. S0570520100005

SFC No. AMH263

易垣

evayi@htsc.com

+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570524090005

SFC No. BVN199

吴宛怡

wuwanyi@htsc.com

+(86) 10 6321 1166

去年经济工作会议和今年两会提振消费在宏观政策中的站位明显提升，促消费已经成为稳增长最重要的着力点。今年春节后，总体可选消费量、价的走势好于去年同期，但总体仍呈现分化、仍需观察。我们认为，消费增长是否能持续修复，周期自身的力量可能更关键且更持久。他国的经历表明，地产周期调整阶段，随着收入增长和通胀预期下调，居民储蓄率往往上升、同时消费倾向回落；而当地产调整周期进入后半段、即成交量开始“磨底”、名义GDP/收入增速趋稳后，居民消费倾向有望边际修复，此前延迟和压抑的消费需求部分释放。继我们对地产市场底部区域研判的几篇分析后（参见《近期中国地产行业的一些积极变化》，2025/2/2）和《本轮地产周期何时会初现曙光？》，2024/5/31），本文讨论地产价格预期止跌，消费倾向是否有温和修复的内生动力——从逻辑和他国经验推断，答案似乎是肯定的。

1. 地产周期对通胀预期、消费倾向和内外需平衡的影响

宏观意义上，生产总值=总需求=总收入。不被当期消费的收入定义为储蓄或投资——储蓄率越高、消费倾向越低。当国内储蓄高于投资时，多余储蓄被投资于海外，形成经常项目顺差。

地产价格调整期间，通胀和收入增长预期下调，真实利率上升，带动储蓄率上升、消费倾向回落。值得注意的是，提前还（房）贷也定义为储蓄。2021年中地产去杠杆周期开启以来，居民狭义（存款）储蓄从81万亿上升至144万亿，更广义地，储蓄率上升、以可支配收入衡量的消费倾向从70%降至2024年3季度的68%。与此同时，零售占比下行，零售增长结构性下降——虽然期间消费倾向受到2020-22年疫情的冲击，但2023年疫后地产调整和通胀回落影响犹存，国内储蓄率持续偏高。地产下行周期投资和内需总体偏弱，而在硬币的另一面，贸易顺差占比持续扩张，货物贸易顺差占GDP比例从2019年的2.9%扩大至2024年的5.2%。

2. 他山之石：地产调整周期消费倾向的“微笑曲线”

房地产周期调整过程中，美国、日韩等国消费倾向均走出了“先抑后扬”的微笑曲线：当地产调整进入下半段，名义GDP增速企稳，地产成交额磨底、房价下行势能减弱时，消费倾向往往先于地产成交额和地产投资企稳。我们梳理历史上经历过地产调整周期的美国、韩国、日本等国家数据，均呈现这一规律。诚然，名义GDP和地产调整周期互为因果，在地产调整周期中，逆周期政策也往往加码，所以名义增长往往率先见底，但居民收入增长通常并不立刻转化为储蓄或地产投资，而是释放此前被延迟或压抑的消费需求。

3. 若地产进入分化、磨底阶段，此前延迟和压抑的可选消费需求或有所释放

2025年，中国增长开局较为积极，在外需不出现超预期收缩的环境下，名义增长有望企稳回升，且地产调整周期进入第四年，出现早期的成交量“磨底”迹象（参见《2025：中国增长能否回升》（2025/2/26），地产最新一篇）。总消费温和回升外，结构可能出现“去商务、重体验，求品质”的特点。中国趋势增长本就更高的个人服务消费、在疫情后更是和全球体验式、情绪价值消费兴起的趋势形成合力。逻辑上，此前防御式储蓄上升时期被延迟和压抑的消费需求有望较快回升，如置换周期被拉长的可选消费品类、以及被暂时压抑的体验式消费等。

风险提示：外需冲击大于预期阻碍名义增长企稳，逆周期政策力度不足。

正文目录

一、2025年：总需求增长开局较为积极，节后消费走势分化但总体优于去年同期	4
二、回顾本轮地产调整阶段通胀预期、消费倾向和内外需平衡的影响	6
三、他山之石：地产调整周期消费倾向的“微笑曲线”	10
四、若地产进入分化磨底阶段，此前延迟和压抑的可选消费需求或有所释放	14
风险提示	18

图表目录

图表 1：央行城镇储户调查问卷显示消费者信心指数在今年 1 月企稳回升	4
图表 2：2024 年以来，居民人均可支配收入占 GDP 的比例回升	4
图表 3：44 城新房成交额同比仍较有韧性	4
图表 4：22 城二手房成交额同比增速仍在高位	4
图表 5：全国酒店均价有所企稳	5
图表 6：根据航旅纵横统计，国内航班均价同比降幅较 2 月有所收窄	5
图表 7：近期 18 城地铁客运量同比回升	5
图表 8：3 月以来百城拥堵指数同比回暖	5
图表 9：去年 1 季度以来，名义 GDP 中社零占比下行	7
图表 10：2024 年居民消费倾向仍未恢复到疫情前平均水平	7
图表 11：截至 2025 年 2 月、居民存款较趋势值多增约 21 万亿元	7
图表 12：早偿率数据显示 2023 年以来居民提前还贷比例提升	7
图表 13：季调后全国商品房住宅年化销售面积从高点累计回落 48.2%	7
图表 14：季调后全国商品房住宅年化销售额从高点累计下跌 49.9%	7
图表 15：70 个大中城市房价指数显示 2021 年 10 月以后新房及二手房价格均有所回落	8
图表 16：二三线城市二手房房价回落至 2018 年水平、而一线城市在 2025 年以来价格有所企稳	8
图表 17：截至 2023 年，中国家庭资产负债表中地产的占比超过 6 成	8
图表 18：中国居民储蓄率在疫情后上升，而在疫情影响消退后亦有上行	8
图表 19：以金融机构加权平均利率衡量的真实利率在 2022 年后走高，去年下半年以来有所回落	8
图表 20：以 10 年期国债收益率衡量的真实利率水平亦在较高水平，近期有所回落	8
图表 21：实际房贷利率在 2022 年之后走高，但近期有所回落	9
图表 22：净出口占 GDP 比重与地产销售呈现“此消彼长”	9
图表 23：地产周期企稳，是内需和通胀预期企稳的关键	9
图表 24：美国 2006-2012 年的地产调整周期中、储蓄率先升高后降、意味着消费倾向出现“先抑后扬”	11
图表 25：美国二手房和新房成交量分别于 2010 年/2011 年触底	11
图表 26：日本 1990 年后储蓄率趋势性下行、但地产下行时期储蓄率有阶段性回升	11
图表 27：日本新开工在 2009 年下行至阶段性底部、截至 2024 年 1 季度仍未回升	11
图表 28：韩国在 1997 年储蓄率上行、但当房价趋稳、储蓄率回落、对应消费倾向先于房价回升之前改善	12
图表 29：西班牙在 2007 年储蓄率上升、但此后储蓄率先于房价企稳前回落	12
图表 30：美国在 2007 年大幅下调政策利率、财政赤字显著扩张	12



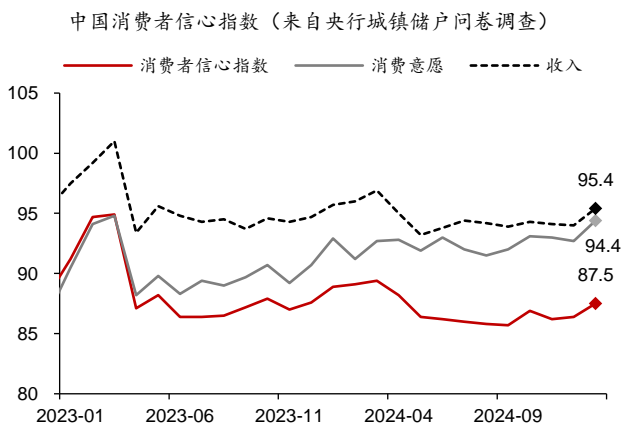
图表 31: 日本在 1990 年地产调整期间, 政策利率一路下调、同时采取扩张性财政政策	12
图表 32: 城镇储户调查问卷数据显示, 疫情以后, 房价下跌预期对消费的拖累或有所“钝化”	15
图表 33: 在 2015-2019 年的全国房价上涨周期中, 居民的消费倾向更多与房价预期呈现正相关	15
图表 34: 截至 2023 年底, 全国平均首付占可支配收入比例已经回至 2008 年水平	15
图表 35: 目前北京和上海首套房的首付比例均有一定的下调空间	15
图表 36: 全国层面, 房价收入比已经回落至 2016 年的水平	15
图表 37: 截止 2023 年底, 全国房贷月供支出占城镇居民可支配收入比例降至 2018 年水平	15
图表 38: 国有土地出让权收入占名义 GDP 的比例从 2020 年的 8.1% 逐步回落至 2024 年的 3.6%	16
图表 39: 国有土地出让权收入亦是地方财政收入的重要部分	16
图表 40: 2020 年以来, 五大地产相关税种 (房产税、契税、耕地占用税、土地增值税和城镇土地使用税) 及土地使 用出让金收入占全国公共财政收入的比例高位回落	16
图表 41: 政府消费增速较 16-19 年水平亦回落	17
图表 42: 截至今年 2 月, 社零总额仍距离疫情前的趋势值差 2 成以上	17
图表 43: 截至今年 2 月, 餐饮零售额较趋势值水平约有 22.5% 的差距	17
图表 44: 截至今年 2 月, 限额以上零售额较趋势值水平约有 8.3% 的差距	18
图表 45: 截至今年 2 月, 限额以下零售额较疫情前趋势值的水平差距超过 3 成	18
图表 46: 家电类零售额在去年以旧换新政策的提振下, 较疫情前趋势值的差距有所缩窄	18
图表 47: 家具零售额较疫情前趋势值的差距仍有接近 3 成	18
图表 48: 今年春节假期国内出游人次/总花费同比呈现较快增长	18

一、2025年：总需求增长开局较为积极，节后消费走势分化但总体优于去年同期

总量层面，1-2月经济活动数据呈现总需求筑底的特征，一些部门出现边际回暖的早期迹象。尤其是考虑到去年闰年，今年1-2月的工作日同比少2天，表现增速数据可能低估回升幅度——社会消费品零售总额名义同比增速从12月的3.7%边际上行至4%，剔除汽车后的社零增速则从12月的4.2%上行至4.8%，显示年初消费需求有所企稳、尤其是餐饮等服务类消费回升更为明显（参见《2025 开局较为积极——1-2月经济数据点评》，2025/3/17）。从央行城镇储户的调查问卷来看，虽然整体消费信心指数仍在低位、但今年以来边际改善（图表1）。

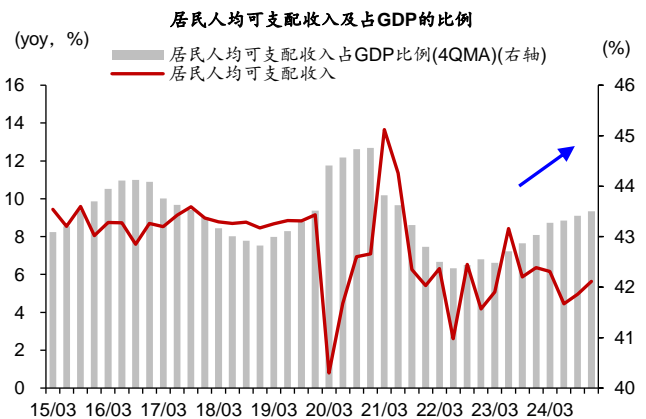
而从中观层面数据上、部分消费领域亦出现早期企稳的迹象，尤其在出行、体验式消费等层面。相较于去年春节假期后消费需求及价格指标走弱，今年部分消费量价有边际企稳——3月以来，百城拥堵指数、地铁客运量同比上行。3月1-16日，乘用车日均零售销量同比上行16.8%、或显示以旧换新政策的提振。3月以来，二手房成交同比仍在高位、尤其一线城市在高基数下继续回升，或显示大城市居民购房需求偏强。价格指标层面，机票、酒店价格同比降幅亦有所收窄。3月1-16日，全国整体酒店平均每日房价（ADR）环比上行1%左右，同比降幅收窄至1%，国内航线均价同比回落5.2%，但最新一周航线均价开始回升，环比上行3.2%（图5-6）。考虑到去年二季度社零同比回落至2.7%的低基数水平，或对3-4月同比形成一定支撑。

图表1：央行城镇储户调查问卷显示消费者信心指数在今年1月企稳回升



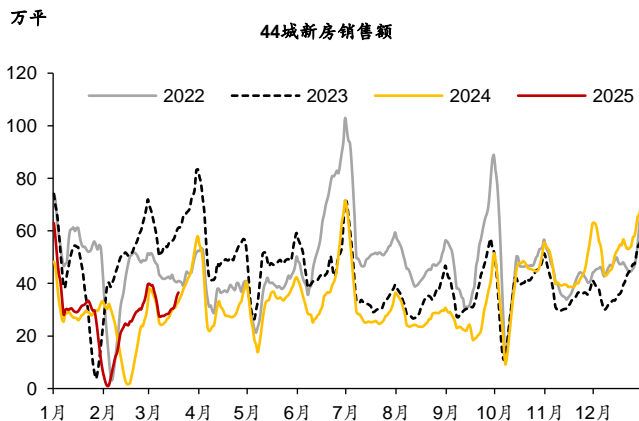
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：2024年以来，居民人均可支配收入占GDP的比例回升



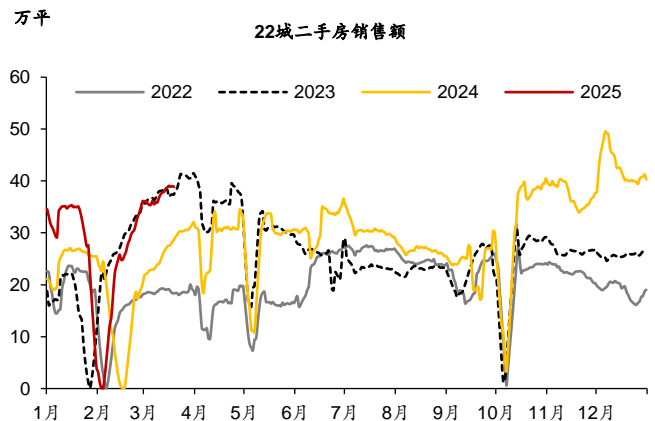
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：44城新房成交额同比仍较有韧性



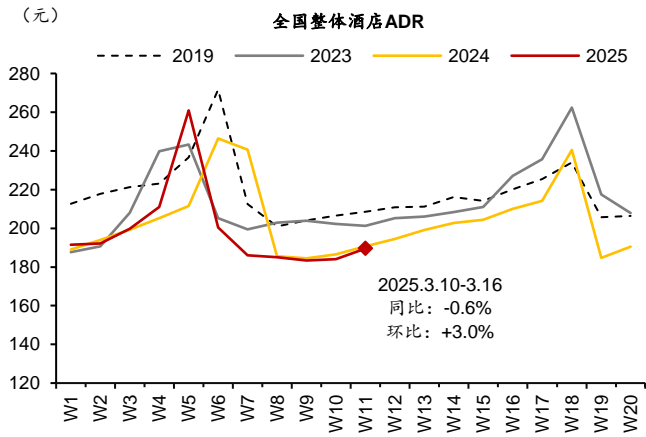
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：22城二手房成交额同比增速仍在高位



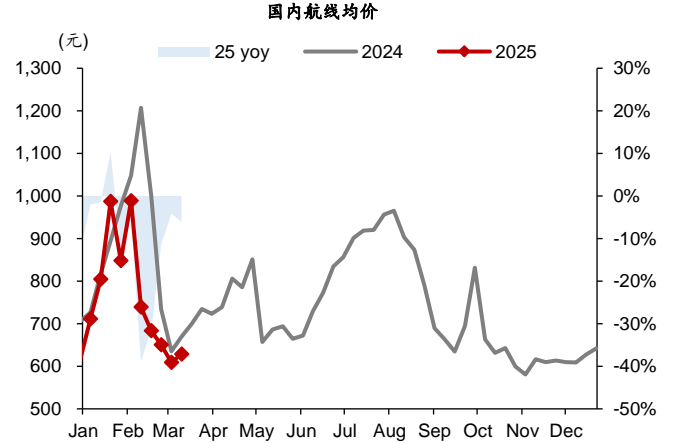
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：全国酒店均价有所企稳



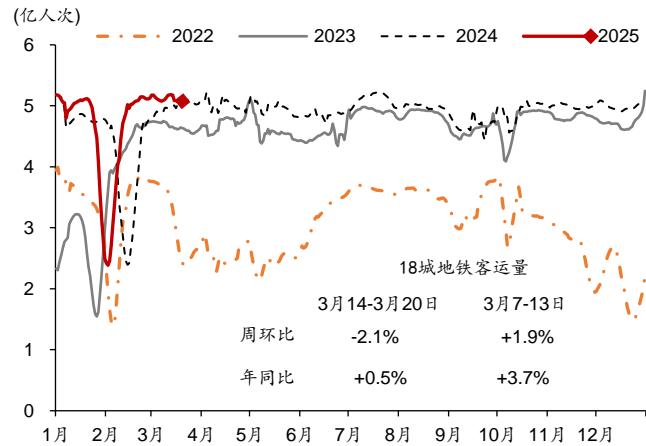
资料来源：酒店之家，华泰研究

图表6：根据航旅纵横统计，国内航班均价同比降幅较2月有所收窄



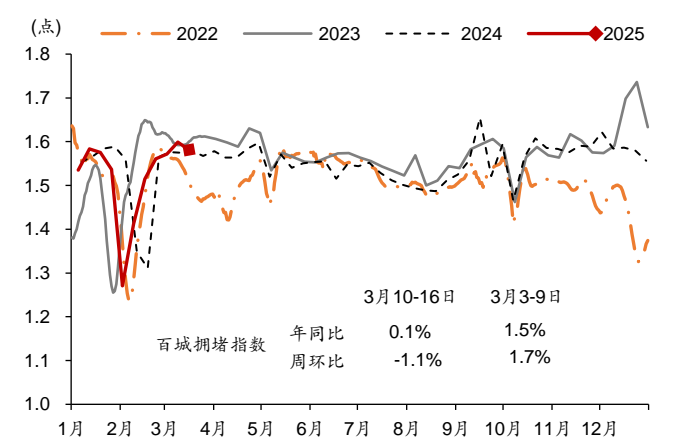
资料来源：航班管家，华泰研究

图表7：近期18城地铁客运量同比回升



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：3月以来百城拥堵指数同比回暖



资料来源：Wind，华泰研究

二、回顾本轮地产调整阶段通胀预期、消费倾向和内外需平衡的影响

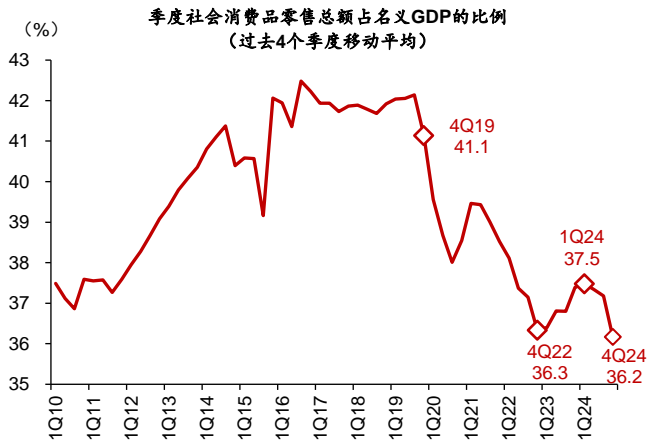
宏观意义上，生产总值（GDP）=总需求=总收入。而不被当期消费的收入定义为储蓄或投资——储蓄率越高、消费倾向越低。一方面，地产价格下行期间，居民净资产市值缩水，通胀和收入增长预期下调，真实利率上升，带动储蓄率上升、消费倾向回落。值得注意的是，提前还（房）贷也定义为储蓄。2021年中地产去杠杆周期开启以来，居民狭义（存款）储蓄从约81万亿上升至144万亿（图表11-12），更广义地，储蓄率上升、以可支配收入衡量的消费倾向从70%降至2024年68%的均值。虽然期间消费倾向受到2020-22年新冠疫情的冲击，但2023年疫后地产调整和通胀回落的影响犹存（图表10），2023-24年间，即使受到疫后低基数的提振，但年均零售也从疫情前（2015-19年）的9.5-10%的趋势增速回落至2024年的3.5%。

- 截至2023年，地产作为我国居民财富中占比超6成的资产（图表17），也是企业及政府部门信用扩张的重要载体，地产价格预期较大影响了居民对未来收入增长预期，即在短期会扰动居民储蓄以及消费行为。地产周期的回落将部分用于购房的开支转变为了居民的储蓄存款，对地产链相关消费支出（家具、家电、建筑装潢等）带来直接冲击。此外，地产通过金融渠道对经济增长的间接影响亦可能影响居民预期——截至2021年3季度末地产直接相关融资占除政府债社融的22%，开发商负债占上市非金融企业负债29.4%。地产+地方政府融资占社融存量35%。因此，在疫情影响基本消退后的2023年，储蓄率水平约为36%，高于2019年的水平34%左右，对应消费倾向亦低于疫情前水平。
- 伴随着地产周期调整，真实利率亦上行，对总需求增长形成压制。当实际利率较高时，消费者可能更倾向于储蓄而减少当前消费，以获取未来更高的回报。而当实际利率较低时，消费者可能会更愿意提前消费。而不论以GDP平减指数、还是以统计局公布CPI、以及等价租金调整后CPI来衡量，地产周期调整以来，真实利率水平回升，对居民消费及投资需求形成抑制，而在去年下半年稳增长政策逐步落地后，呈现边际改善，近期开始有所下降（图表19-21）。

另一方面，当国内储蓄高于投资时，多余储蓄被投资于海外，形成经常项目顺差。地产周期在某种程度上成为内需的映射、其在GDP中的占比与贸易顺差“此消彼长”，当储蓄上升快于国内投资，导致经常项目顺差扩大。

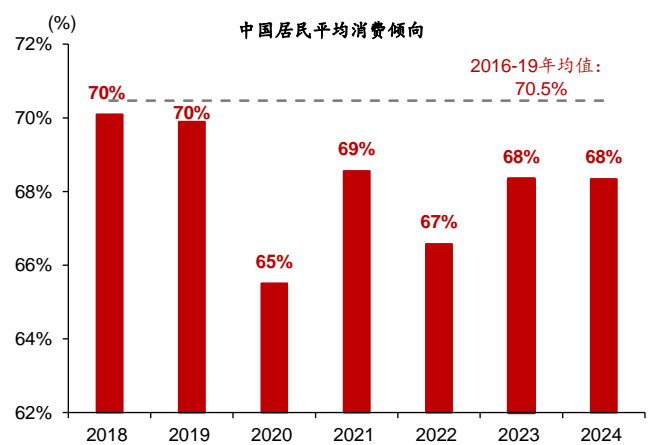
- 2015年以来地产销售占GDP的比重从10.3%上行至2019年的18.2%，而对应实际净出口占GDP的比重则从6.3%回落至2.9%，2021年以后，地产成交回落、占GDP的比重亦回落至7.8%。与此同时，贸易顺差占GDP的比例从2019年的2.9%扩大至2024年的5.2%，总额从4211亿美元攀升至9918亿美元（图表22）。
- 通常而言，当经常项目顺差大幅扩大时、有望推动本币升值来抑制出口、鼓励进口，从而实现贸易平衡；但如果顺差扩大伴随着国内物价低于趋势水平，国内“供给总体大于需求”、往往会出现进口持续偏弱，使得出口下降并未能调整贸易平衡、甚至助推顺差上涨。

图表9：去年1季度以来，名义GDP中社零占比下行



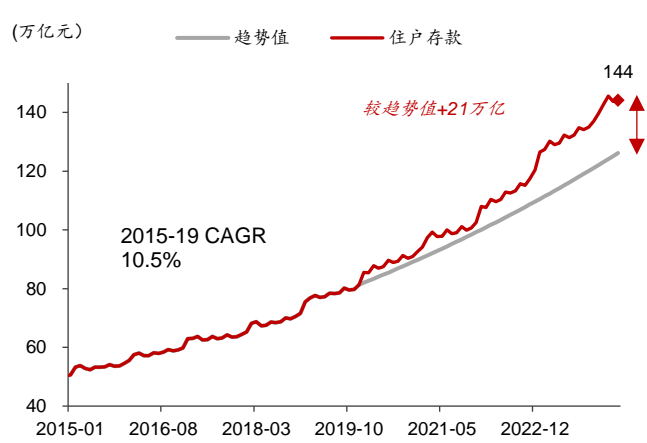
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：2024年居民消费倾向仍未恢复到疫情前平均水平



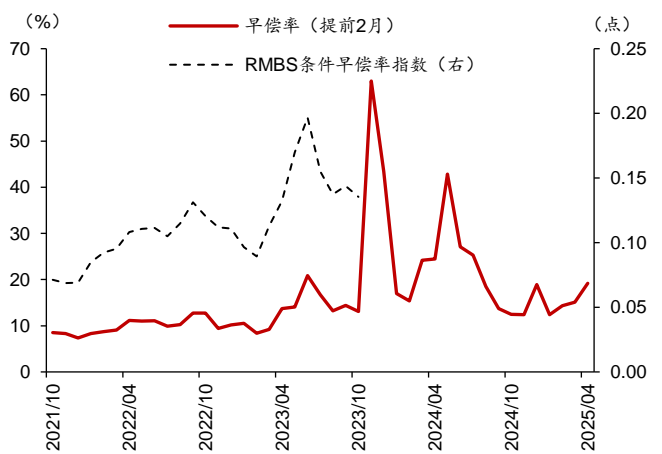
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：截至2025年2月，居民存款较趋势值多增约21万亿元



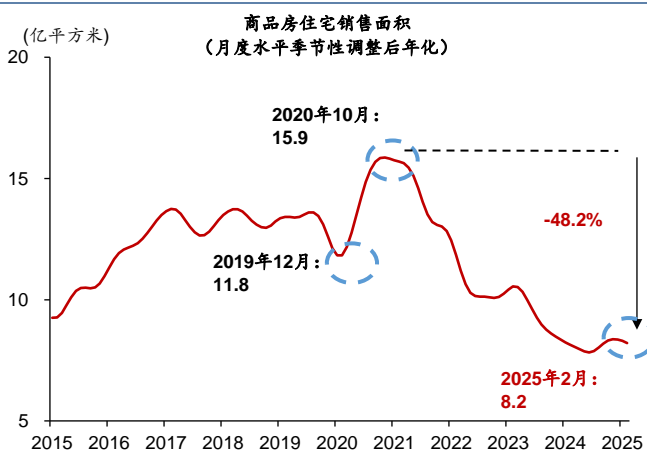
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：早偿率数据显示2023年以来居民提前还贷比例提升



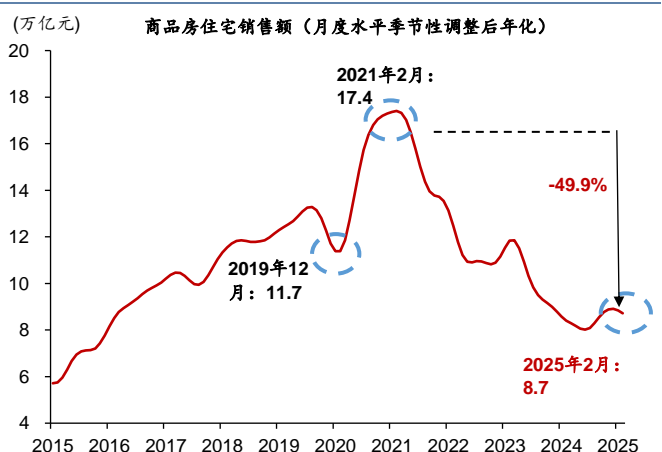
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：季调后全国商品房住宅年化销售面积从高点累计回落48.2%



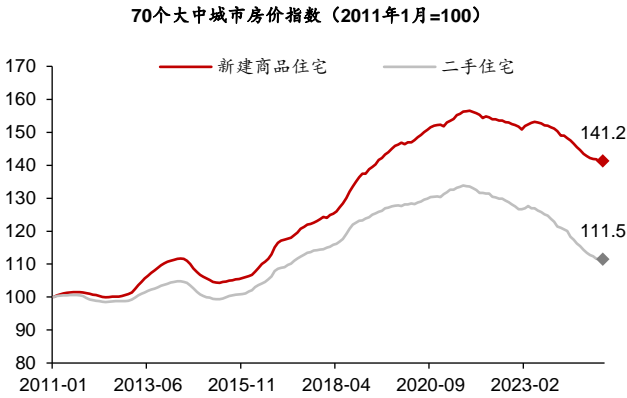
资料来源：Wind，华泰研究

图表14：季调后全国商品房住宅年化销售额从高点累计下跌49.9%



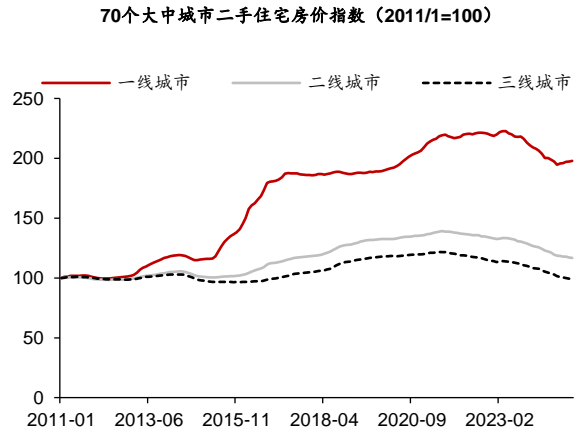
资料来源：Wind，华泰研究

图表15: 70个大中城市房价指数显示2021年10月以后新房及二手房价格均有所回落



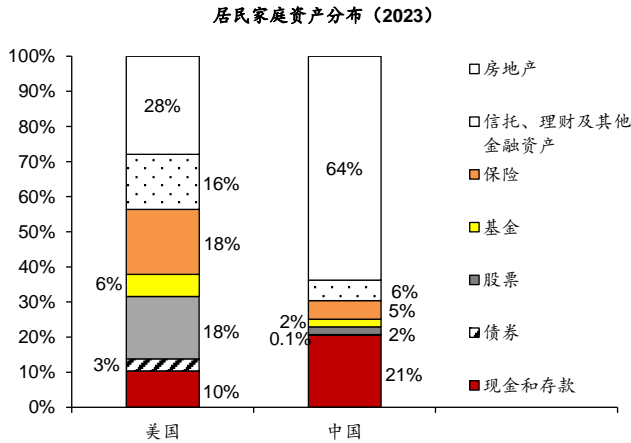
资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 二三线城市二手房房价回落至2018年水平, 而一线城市在2025年以来价格有所企稳



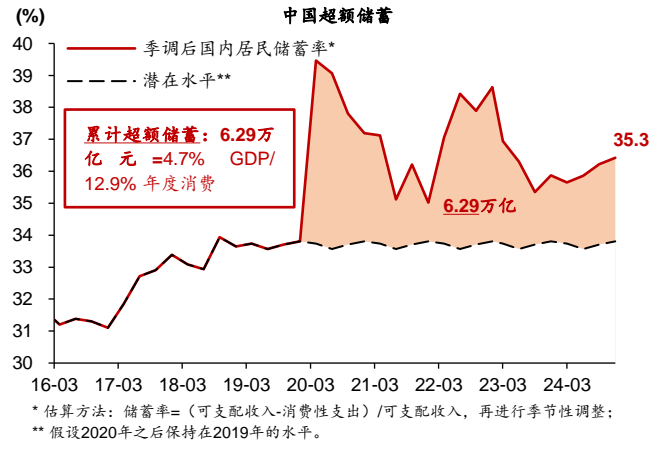
资料来源: Wind, 华泰研究

图表17: 截至2023年, 中国家庭资产负债表中地产的占比超过6成



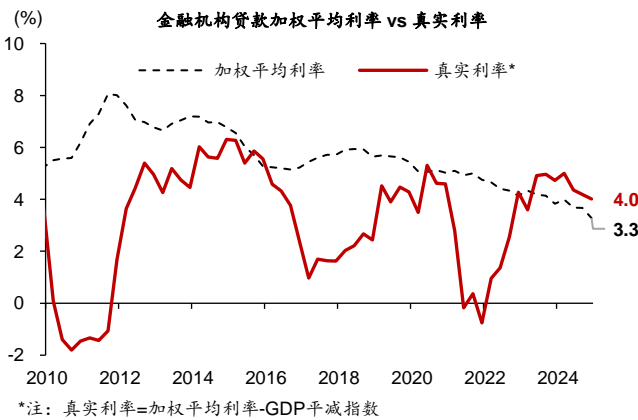
资料来源: Wind, 华泰研究

图表18: 中国居民储蓄率在疫情后上升, 而在疫情影响消退后亦有上行



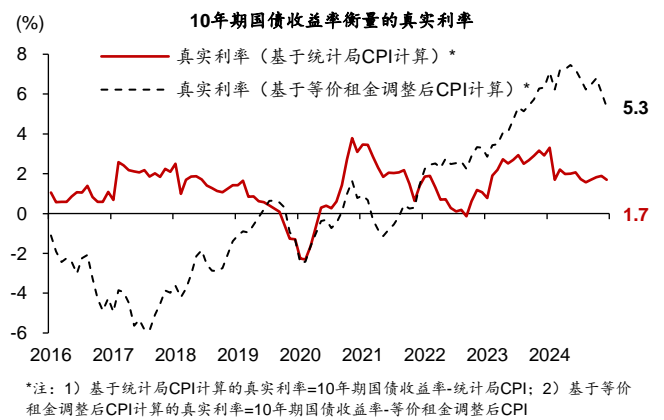
资料来源: Wind, 华泰研究

图表19: 以金融机构加权平均利率衡量的真实利率在2022年后走高, 去年下半年以来有所回落



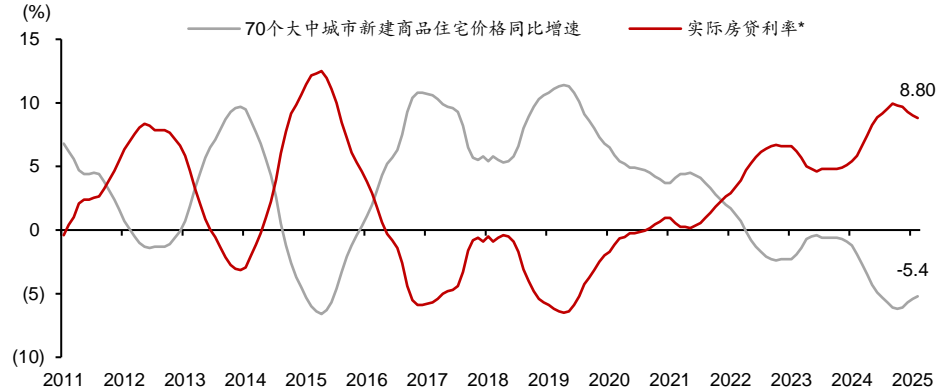
资料来源: Wind, 华泰研究

图表20: 以10年期国债收益率衡量的真实利率水平亦在较高水平, 近期有所回落



资料来源: Wind, 华泰研究

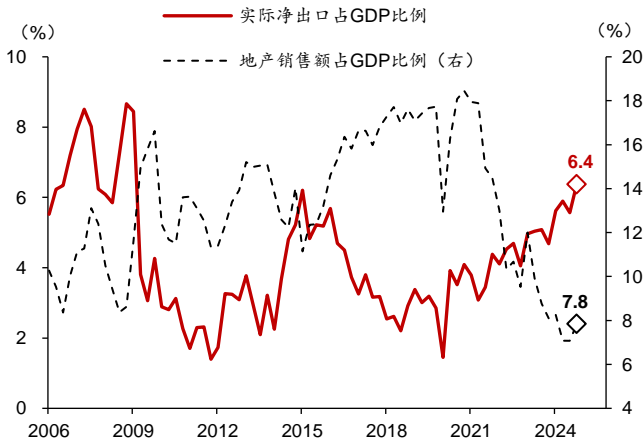
图表21：实际房贷利率在2022年之后走高，但近期有所回落



* 2019年8月之前使用5年以上贷款基准利率减去70城房价同比增速，之后使用5年期以上LPR报价减去70城房价同比增速。

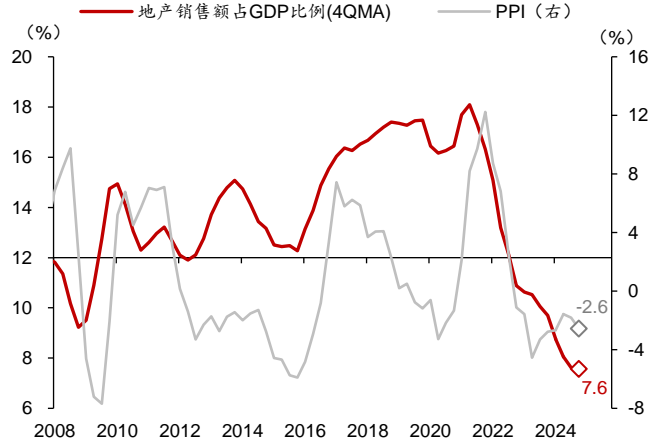
资料来源：Wind，华泰研究

图表22：净出口占GDP比重与地产销售呈现“此消彼长”



资料来源：Wind，华泰研究

图表23：地产周期企稳，是内需和通胀预期企稳的关键



资料来源：Wind，华泰研究

三、他山之石：地产调整周期消费倾向的“微笑曲线”

我们梳理历史上经历过地产调整周期的国家数据，发现房地产周期调整过程中，消费倾向均走出了“先抑后扬”的微笑曲线——当地产调整进入下半段，名义 GDP 增长企稳，地产成交额磨底、房价下行势能减弱时，消费倾向往往先于地产成交额和地产投资企稳。这是因为地产调整周期往往伴随着收入增长和通胀预期下降（由此，存款和房贷真实利率上升），居民往往会相应减少消费支出、提前增加防御性储蓄、降低投资风险偏好、并提前还贷以规避较高的真实利率等。

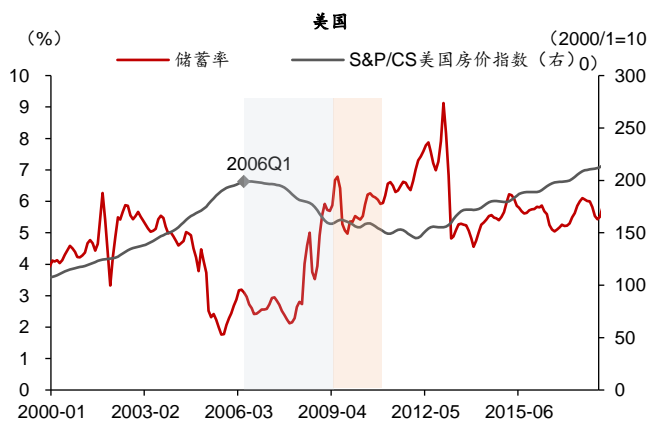
这一现象可能有以下几个互相影响和关联的因素驱动：1) 地产对金融和经济周期的直接影响开始下降；2) 地产供给侧进行有效调整；3) 逆周期调节政策在地产调整阶段对经济的托举效应更为明显；从而，4) 名义收入增长和通胀预期相比地产调整前半段有所趋稳。诚然，名义 GDP 和地产调整周期互为因果，在地产调整周期中，逆周期政策也往往加码，所以名义增长往往率先见底，但居民收入增长通常并不立刻转化为储蓄或地产投资，而是释放此前被延迟或压抑的消费需求。

具体看，美国、日本、韩国、西班牙等国家在地产调整周期中，消费倾向出现了“先抑后扬”的微笑曲线。在地产成交量和价格调整的前半段，国内消费倾向往往下降、储蓄率跳升。这可能是由于地产周期下行往往伴随着收入增长预期下调、通胀预期下降（房贷真实利率上升）、且预期收益下行带来持有地产的机会成本上行，居民往往会相应减少消费支出、提前增加防御性储蓄、降低投资风险偏好、并提前还贷以规避较高的真实利率等。然而，当房价下行速度放缓、趋近底部时，消费倾向往往先于地产周期企稳。

- 美国：回顾 2006-2012 年的地产调整周期，房价指数从 2006 年触顶、随后一路走低，对应居民部门储蓄率于 2007 年末跳升、虽然房价指数直到 2012 年 2 季度才触底，但从 2009 年 2 季度起、储蓄率便有所回落、对应消费倾向边际改善、虽然储蓄率仍结构性的高于 2009 年之前、但回升斜率明显放缓。美国房价从 2006 年至 2008 年末，衡量 20 个大中城市的标准普尔/CS 房价指数下跌 24.5%，而失业率在 2009 年达到 9.3%，当年的工资水平亦较前一年下降超过 4%，收入增速下行冲击了居民消费。在此期间，成屋销售在 2009 年末一度开始回升、同期储蓄率亦有大幅回落、此后虽然小幅回升、但截至 2011 年新房销售触底、居民储蓄率水平低于房价下行时的高点。
- 日本：根据日本统计局，日本土地价格于 1990 年末到达高点，随后开启下跌进程，日本抚养比亦不断回升或趋势性拉低储蓄率，但从周期性变化层面，地产周期下行阶段性推升储蓄率、而房价趋近企稳时、消费倾向明显回升。从趋势性角度看，日本总抚养比从 1991 年的 43.3% 逐步上行至 2001 年的 48.4%，此后继续攀升至 22 年的 71.1%，整体推动储蓄率趋势性下行，但从周期性角度看，在地产周期下行的初期、1991-1993 年储蓄率跳升、随后转为下行，而从 1990 年的高点截至 2015 年，所有城市住宅用地平均价格跌幅为 53%，在此之后日本经济增速及 CPI 均下台阶，到 2011 年、房价指数趋近底部、但新开工仍在回落、地产周期对经济的拖累亦持续，但消费倾向止跌回升，对应储蓄率从 2011 年 4 月的 4.5% 下行至 2013 年底的 -3%。

- **韩国：1997年韩国地产降温、而储蓄率呈现先上后下的走势、即消费倾向呈现“微笑曲线”。**1998年当年韩国房价下跌9.2%，住宅建筑面积亦下跌50%，与此同时，居民储蓄率从1997年的35.1%跳升至1998年的40.7%、储蓄率的上升亦伴随着对消费倾向的压制，而在1998年至2001年，虽然彼时房价仍未回升、但对应储蓄率已经回落至33.1%、甚至低于地产市场调整前，显示消费倾向有明显改善。
- **西班牙：2004-2008年西班牙经历了地产的“黄金时期”，5年之内房价上涨44%，也推升了西班牙地产价格，在2008年的房地产市场调整直接冲击银行业和建筑业、拖累GDP在2009年实际增速转负至-3.8%，房价的下跌持续到2013年，而居民储蓄率则是在地产市场调整的前2年从5.4%提升至11.2%、但在2010年以后逐步回落，显示居民消费倾向呈现企稳回升。**

图表24：美国2006-2012年的地产调整周期中、储蓄率先升高后降、意味着消费倾向出现“先抑后扬”



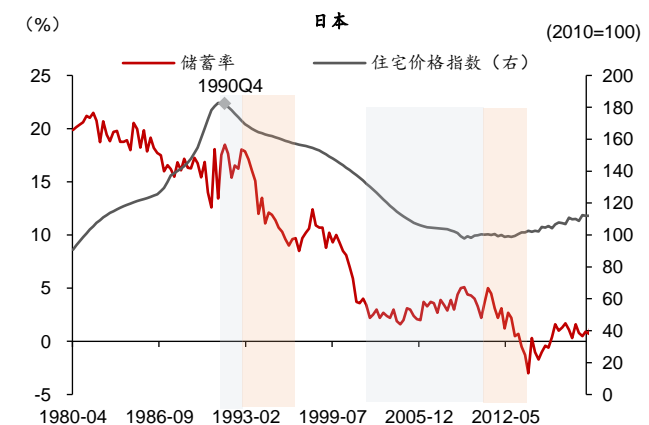
资料来源：Wind，华泰研究

图表25：美国二手房和新房成交量分别于2010年/2011年触底



资料来源：Wind，华泰研究

图表26：日本1990年后储蓄率趋势性下行、但地产下行时期储蓄率有阶段性回升



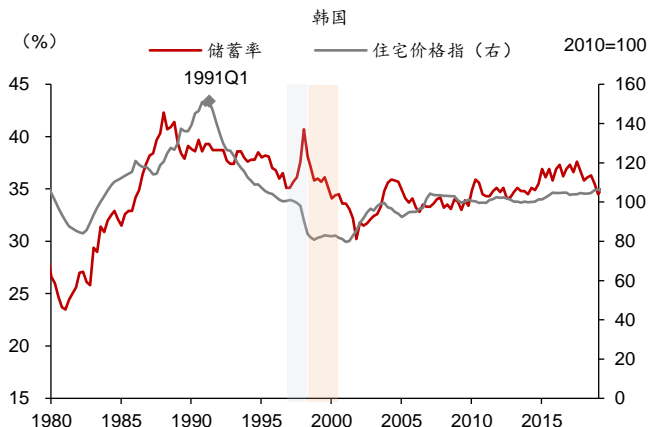
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：日本新开工在2009年下行至阶段性底部、截至2024年1季度仍未回升



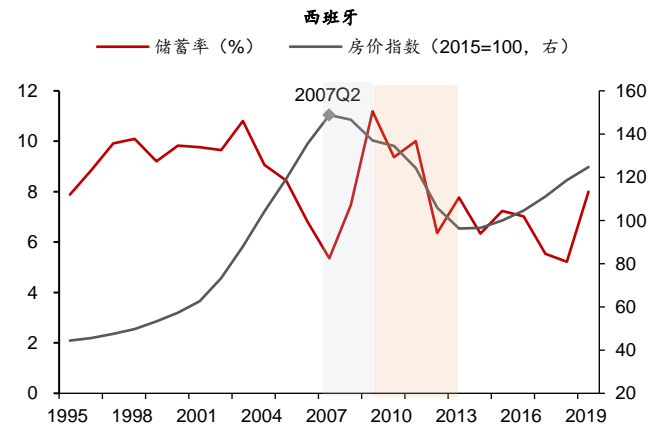
资料来源：Wind，华泰研究

图表28: 韩国在 1997 年储蓄率上行、但当房价趋稳、储蓄率回落、对应消费倾向先于房价回升之前改善



资料来源: Wind, 华泰研究

图表29: 西班牙在 2007 年储蓄率上升、但此后储蓄率先于房价企稳前回落

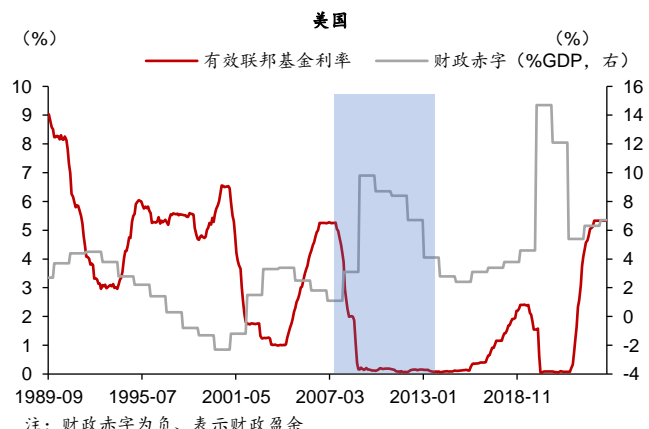


资料来源: Wind, 华泰研究

值得注意的是, 由于地产周期的宏观影响较大, 在地产周期调整的过程中, 其他国家也往往采取较为激进的货币和财政宽松政策以对冲地产调整的影响, 支撑名义收入增长, 一定程度上助推消费回升。

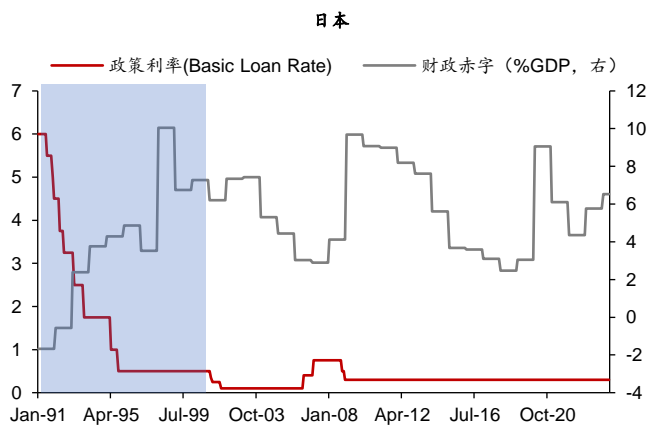
- 比如 2007 年美联储执行宽松的货币政策缓解信贷紧缩, 通过公开市场业务增加市场的流动性, 2008 年美联储通过公开市场操作累计向市场注入了 8600 多亿美元的流动性, 并在 2007 年 9 月降息 50 个基点, 而至 2008 年 12 月 16 日, 联邦基金利率已降至 0-0.25% 的低位, 同时, 美国政府亦采取了大幅的财政扩张, 财政赤字率从 2007 年 12 月的 1.1% 扩张至 2009 年 4 月的 9.8% (图表 30)。
- 比如在 1997 年后日央行采取了超常规的货币政策来配合财政的大规模刺激。1995 年以后, 日本的贴现率和隔夜利率已降至 0%-0.5% 的低水平, 为了配合财政政策进一步刺激经济 (图表 31), 日央行采用了一定的超常规货币政策, 包括接受公司债券等作为抵押物、日央行扩大资产的购买范围等。此后日央行大幅扩表, 资产规模从 98 年的 91 万亿日元扩到 06 年的 155 万亿日元。

图表30: 美国在 2007 年大幅下调政策利率、财政赤字显著扩张



资料来源: Wind, 华泰研究

图表31: 日本在 1990 年地产调整期间, 政策利率一路下调、同时采取扩张性财政政策



资料来源: Wind, 华泰研究

海外国家地产周期的文献亦对上述逻辑形成佐证，房价下跌可能会减少家庭的净资产，从而通过财富效应、借贷约束、风险规避等因素促使家庭增加储蓄、减少消费，而在地产调整周期中，当房价下行速度放缓、趋近底部时，预期的修复往往伴随着消费倾向的企稳。当房价由涨转跌时，一些因素可能促使居民储蓄率呈现上行——1) 财富效应：房价下降导致家庭财富减少，家庭会减少当前的消费，增加储蓄来补偿永久收入的减少。2) 借贷约束：房价下降可能影响家庭的借贷能力，特别是对于那些依赖房产作为抵押品的家庭，导致需要增加储蓄以备不时之需。3) 风险规避：房价下降可能增加了家庭对未来经济状况的不确定性预期，促使家庭增加储蓄以防范未来风险。而当房价下行接近底部时，大量文献发现储蓄率不再上行、消费倾向亦有所企稳，可能的影响因素包括：1) 家庭财务状况趋于稳定，以及 2) 房价企稳后，经济前景逐渐明朗，预防性储蓄动机减弱；3) 货币和财政政策加码、促进消费恢复。影响途径方面：

- 文献发现多国经历地产周期下行时期、居民的储蓄及消费行为均受到较大影响，储蓄率呈现上行。Sietsma (2018) 对荷兰 1993 年至 2017 年期间家庭储蓄和消费数据的研究发现，房价变化对家庭储蓄有显著影响，且这种影响随着房价水平的上升而增强。而在房价下跌期间，家庭可能会减少房屋支出、同时增加储蓄。Andreu (2014) 研究了 2003 年至 2013 年期间荷兰的家庭数据，发现房主会通过增加储蓄来补偿意外的房屋净值下降，并且这种效应随着家庭年龄的增加而增强。Walden (2012) 探讨了美国 2007-2009 年金融危机对个人财务的冲击以及家庭储蓄行为的变化，发现房产价值的下跌导致家庭财产净值下降，这促使家庭增加了储蓄率。
- 而当房价调整接近底部时候，家庭财务压力有所缓解，有助于消费回暖。比如日本在长期房地产调整后，家庭财务压力缓解，消费得以逐步恢复 (Shirakawa, 2010; Saito 和 Ueda, 2016)；韩国在房价接近底部时，家庭财务压力减少，消费逐渐回升 (Kim 和 Renaud, 2016)；中国香港、美国房价接近底部时，家庭财务状况趋于稳定从而推动消费回暖 (Wong, 2015; Case, Quigley 和 Shiller, 2016)。Carroll 等 (2006) 等人对美国市场的研究发现，房价下跌减少了家庭净资产和可能的抵押贷款从而减少居民消费，但拆解房价下行周期的不同的阶段，房价趋近底部时居民消费倾向亦有明显改善。
- 亦有研究认为房价下行放缓后的经济增长预期改变，预防性储蓄动机减弱，均对消费有所提振：Shirakawa 和 Masaaki (2012) 讨论了日本长期的去杠杆化过程和房价下跌对消费的影响，指出房价下跌在通胀预期下行的背景下可能会暂时抑制消费，但在通胀预期回升后，消费可能会得到促进；韩国房价趋于稳定时，经济环境改善，预防性储蓄减少，消费倾向增强 (Park, 2018)；中国香港房价稳定后，预防性储蓄减少，消费倾向增强 (Chou, 2017)。
- 此外，在地产周期下行接近底部时、行之有效的货币及财政政策刺激亦有望促进消费恢复：Muellbauer 和 Murphy (2008) 关于美国的研究指出，房价下跌可能导致利率下降，降低贷款成本，从而促进耐用品消费和其他大额支出；Ito 和 Ueda (2012) 对日本的研究发现，在房价下跌期间，信贷市场往往会提供更多优惠贷款条件，吸引消费者贷款进行大额消费，如汽车、家具等耐用品。这种信贷市场的反应在一定程度上促进了消费；Yoshino 和 Hirayama (2014) 通过对日本银行信贷数据的分析，指出 2011 年之后，日本的低利率环境和宽松的信贷政策在房价下跌期间发挥了重要作用，促使消费者贷款进行大额消费；Kim 和 Park (2019) 分析韩国银行贷款数据发现，低利率和宽松的贷款条件在房价下跌期间促进了消费者的贷款需求，特别是在汽车和高端电子产品等大额消费品上的支出增加。

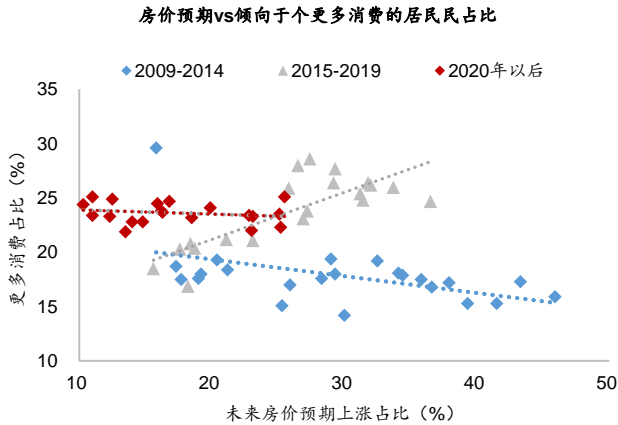
四、若地产进入分化磨底阶段，此前延迟和压抑的可选消费需求或有所释放

2025年，中国增长开局较为积极，在外需不出现超预期收缩的环境下，名义增长有望企稳，且地产调整周期进入第四年，出现早期的成交量“磨底”迹象。如我们在《中国地产：分化中的积极信号及其宏观涵义》（2025/3/24）中分析，统计局数据显示中国新房成交量年化水平从2021年中的高点逐步回落，而百强房企和60城商品房口径的累计降幅已接近其他国家地产调整区间上限。

目前地产周期出现分化磨底早期迹象，可持续性仍待观察。地产周期对中国宏观走势仍较为关键，若房价和租金的降幅收窄甚至企稳，将有助于推升居民对通胀的真正“体感”和通胀预期，并促进消费倾向回升。

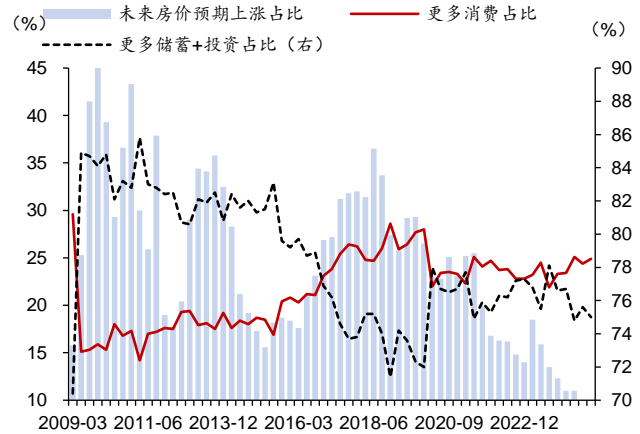
- 虽然地产带动投资、消费的品类广、链条长，但购置房产在宏观意义上仍是投资、而非消费行为。只是因为地产和经济上行周期往往同步，地产周期和居民消费增长在很多时段呈现正相关的特性。对中国而言，此前在房价上涨预期背景下，居民净资产有较强升值预期，其投资属性一定程度上对冲了地产对消费的“挤出”效应。根据央行的城镇储户调查问卷数据显示，在不同阶段，预期房价上涨的居民占比和对应选择增加消费的占比的相关性有所不同，在2009至2014年期间主要呈现负相关关系，即预期房价上涨或导致更多居民减少消费，而在2015-2019年，房价涨幅较高的时段，整体呈现正相关关系，即房价对居民净资产的财富效应驱动居民选择更多消费，然后在2020年以后、房价上涨预期明显回落，而居民选择是否更多消费则与之基本不相关，即房价对消费的影响或有所“钝化”。
- 由于中国地产成交量较大，且在2015-2022年房产首付门槛较高，所以，相比其他国家，中国居民可支配收入被地产投资分流的比例更大，尤其以年度首付计算，随着房贷存量的上升，房贷占可支配收入的比例也逐年上升，在大城市尤甚。房价收入比衡量了居民购房能力的绝对水平，通常随着居民收入的较快增长而下降，如2010-15年间50大中城市的房价收入比持续下行至9.9倍，而随着房价的较快上涨而上升，如2016-20年50大中城市的房价收入比持续上行至12.4倍。房贷支出占可支配收入的比例衡量了居民现金流对购房的可负担能力。“5.17地产新政”取消了全国层面的房贷利率下限，此后包括上海、广州、深圳、武汉在内的重点城市纷纷跟进，全国平均的房贷支出占可支配收入比重已低于2018年水平，但北京、上海在内的一线城市目前降幅较为有限。
- 房贷利率、首付比例下降、推迟购房决策等均边际上减轻购房者购房支出压力、在收入增速趋稳的背景下有望减少地产的“挤出效应”。对购房者而言，房贷利率、首付比例的调整有望边际降低房贷压力。从房价收入比及还贷现金流的视角看，中国居民购房的负担能力可能已经与2015-16年左右水平相当；而从购房首付“门槛”看，居民买房负担能力亦已录得近年来较高水平。随着稳地产政策持续加码，尤其是2024年9月底以来，包括首付比例、房贷利率、地产相关税收等在内的地产金融政策已放松至历史最低水平（图表34-37）。近期出台的收储、回收闲置土地等政策有助于边际缓解开发商现金流压力。2021年以来，虽然居民收入增速边际放缓，但房价调整推动房价收入比持续下行，居民购房首付比例下调后，首付占收入比例亦降至历史最低水平。房贷支出占城镇居民可支配收入水平亦随着房贷利率下调有所降低。随着房贷利率不断下降，居民还贷现金流压力得到边际缓解。根据贝壳主流房贷利率数据，目前我国平均的首套房贷利率已经回落至3.19%的历史低位，与此同时，2024年居民房贷支出占可支配收入的比例亦已下降至低于2017年的水平。
- 从GDP中的分配视角看，土地出让金作为财政收入的重要组成部分，2024年占地方财政收入（政府性基金收入）的85%、占总财政收入（一般公共预算+政府性基金）的接近3成。地产市场的调整，土地出让金收入占名义GDP的比例从2020年的8.1%逐步回落至2024年的3.6%。

图表32: 城镇储户调查问卷数据显示, 疫情以后, 房价下跌预期对消费的拖累或有所“钝化”



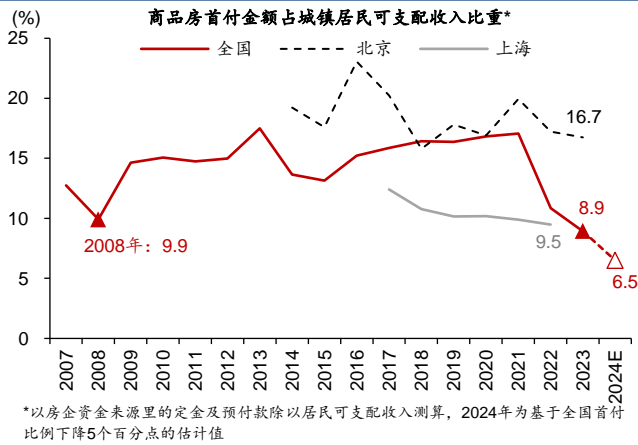
资料来源: Wind, 华泰研究

图表33: 在 2015-2019 年的全国房价上涨周期中, 居民的消费倾向更多与房价预期呈现正相关



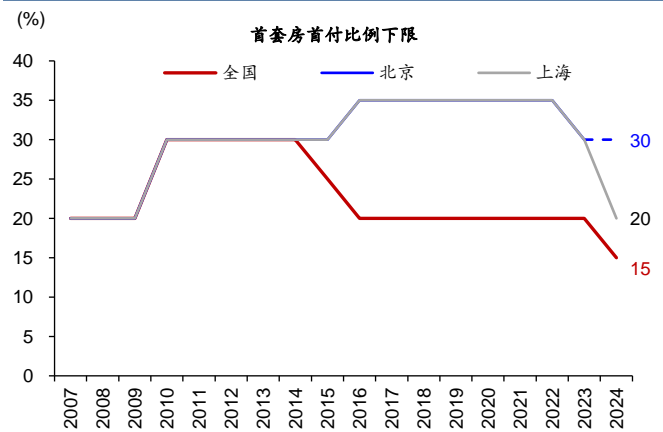
资料来源: Wind, 华泰研究

图表34: 截至 2023 年底, 全国平均首付占可支配收入比例已经回到 2008 年水平



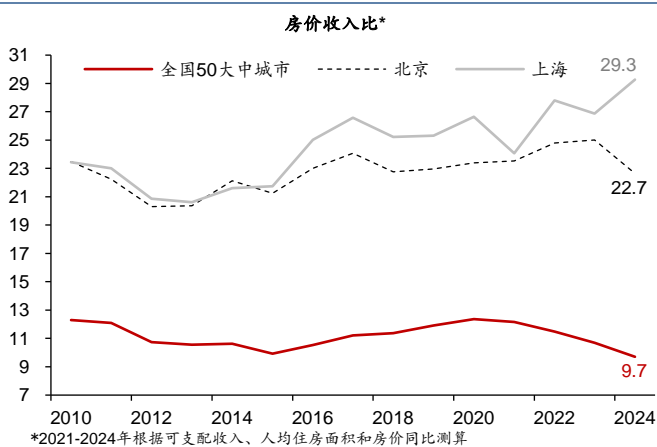
资料来源: Wind, 华泰研究

图表35: 目前北京和上海首套房的首付比例均有一定的下调空间



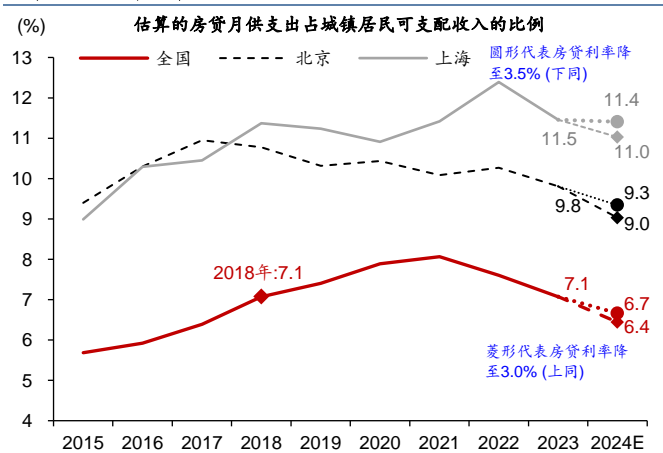
资料来源: Wind, 华泰研究

图表36: 全国层面, 房价收入比已经回落至 2016 年的水平



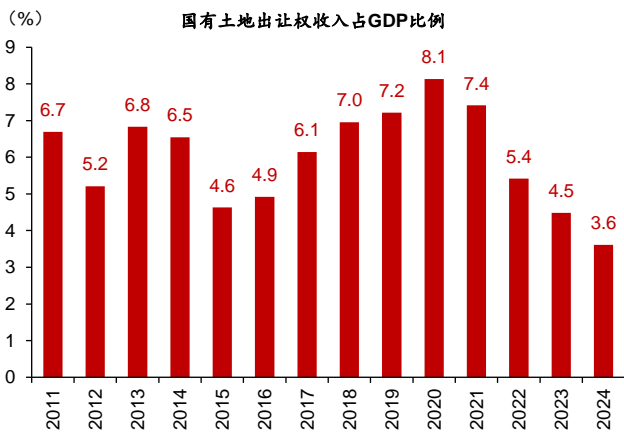
资料来源: Wind, 华泰研究

图表37: 截止 2023 年底, 全国房贷月供支出占城镇居民可支配收入比例降至 2018 年水平



资料来源: Wind, 华泰研究

图表38：国有土地出让权收入占名义GDP的比例从2020年的8.1%逐步回落至2024年的3.6%



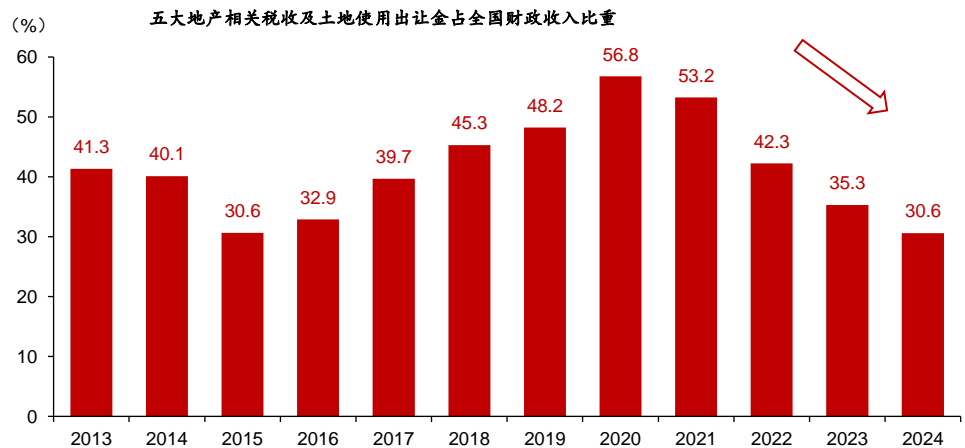
资料来源：Wind，华泰研究

图表39：国有土地出让权收入亦是地方财政收入的重要组成部分



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：2020年以来，五大地产相关税种（房产税、契税、耕地占用税、土地增值税和城镇土地使用税）及土地使用出让金收入占全国公共财政收入的比例高位回落



资料来源：Wind，华泰研究

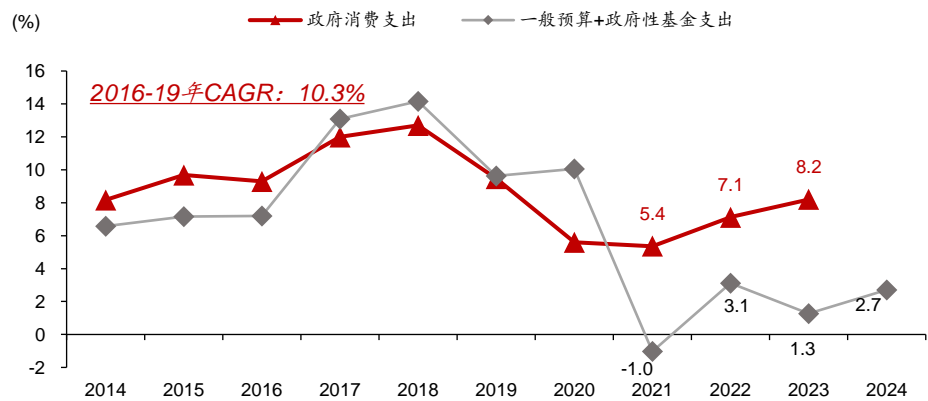
总消费温和回升外，结构可能出现“去商务、重体验，求品质”的特点。回顾其他国家的经验，地产调整周期后，消费总量趋稳的背景下、消费结构的变化或带来结构性增长机会。消费出现“去商务”的特点，中国可能更明显——鉴于此前政府消费占比较高。而个人服务消费、在疫情后更是和全球体验式、情绪价值消费兴起的趋势形成合力。逻辑上看，此前防御式储蓄上升时期被延迟和压抑的消费需求可能更快回升，如置换周期被拉长的可选消费品类、以及被暂时压抑的体验式消费等。

- 整体而言，截至今年2月，社零消费总额仍距离疫情前趋势值有2成以上的差距，显示此前受到抑制的消费需求或部分延迟。其中，餐饮消费距离趋势值的降幅约为22.5%。此外，限额以上和限额以下消费呈现明显分化，限额以下消费额较疫情前趋势值差距超过3成，相对而言，限额以上消费距离趋势值的差额不到1成。而限额以上消费分品类来看，家电在去年以旧换新政策的提振下降幅明显收窄，从23年底的3成左右差距收敛至今年2月的2成左右。
- 一方面，置换周期延长的耐用品可能受益于消费倾向的改善，同时，随着消费者更加专业和理性，对品质需求可能易升难降。叠加“以旧换新”政策扩围亦可能推动家电、数码产品等“焕新潮”。我们估算，以旧换新政策增量扩围有望拉动社零年化增速1个百分点左右。根据商务部统计，2024年以旧换新补贴1,500亿元共计拉动1.3万亿相关产品销售额，而今年补贴总额拟将增加到3000亿，1月初已下达810亿元。我们估算，若补贴总额扩大至3,000亿元，考虑递减效果假设带动额外消费额的拉动系数在1.5-2左右，

“以旧换新”或带动社零年化增速0.9-1.2个百分点（参见《展望今年“以旧换新”政策效果》，2025/1/12）。而从品类层面，新增手机、平板、智能手表（手环）补贴，汽车报废范围扩展，家电增加品类（+净水器、洗碗机、电饭煲和微波炉），同时允许地方自主增加品类；继续给家装厨卫材料“焕新”给予补贴，鼓励地方探索以装修合同为依据开展补贴。

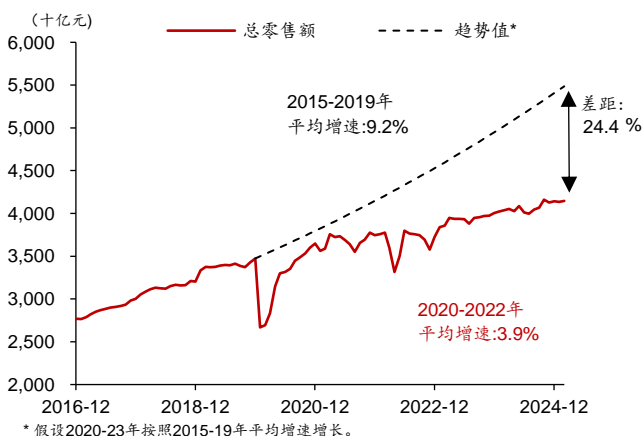
- 另一方面，体验式、情绪价值等可选消费亦有望呈现结构性增长。如我们在《自上而下观察中国消费新趋势》（2023/11/8）中观察日本1990年-2010年的消费品类结构变化：服装及鞋类消费自1991年见顶以后持续下行，2010年下降至接近1989年一半的水平，食品与家具和家用器具支出也下行，但医疗保健类、交通出行通讯、教育文化和娱乐等延续上行态势。同时，后疫情时代消费更关注精神需求、追求情绪价值，消费者对于服务消费、体验式消费或有相对更高的支付意愿。比如今年春节期间全国国内出游人次同比增长5.9%，旅游总花费同比增长7%。且根据文旅部统计，春节期间城乡居民出游意愿52.9%，较去年同期增长3.8个百分点（参见《春节消费关键词：文旅、焕新、入境游》，2025/2/4）。

图表41：政府消费增速较16-19年水平亦回落



资料来源：Wind，华泰研究

图表42：截至今年2月，社零总额仍距离疫情前的趋势值差2成以上



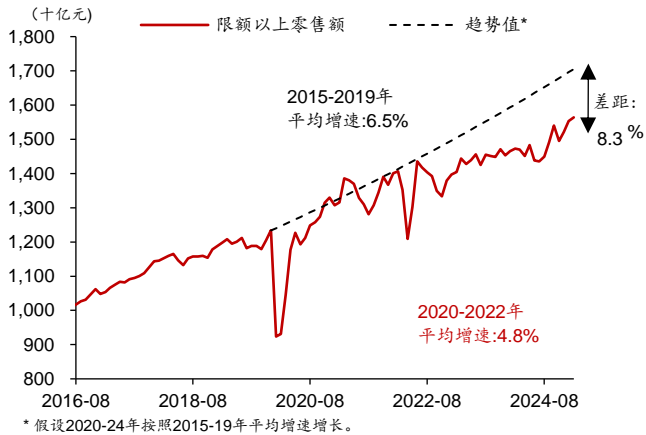
资料来源：Wind，华泰研究

图表43：截至今年2月，餐饮零售额较趋势值水平约有22.5%的差距



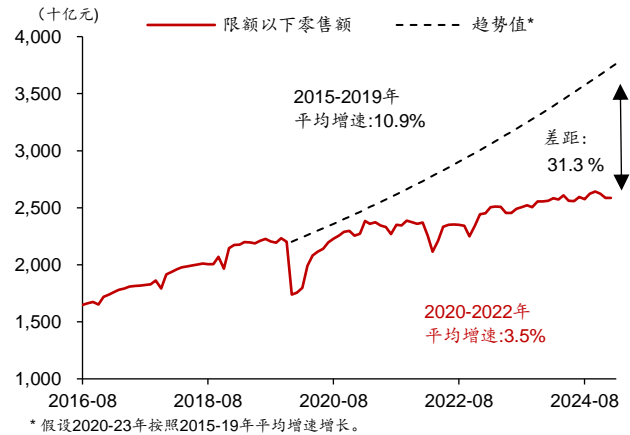
资料来源：Wind，华泰研究

图表44：截至今年2月，限额以上零售额较趋势值水平约有8.3%的差距



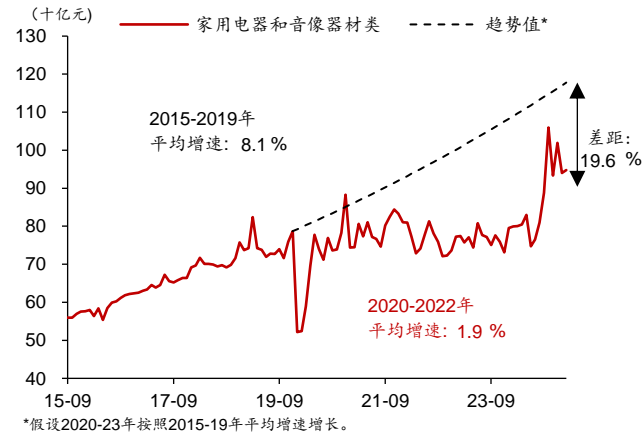
资料来源：Wind，华泰研究

图表45：截至今年2月，限额以下零售额较疫情前趋势值的水平差距超过3成



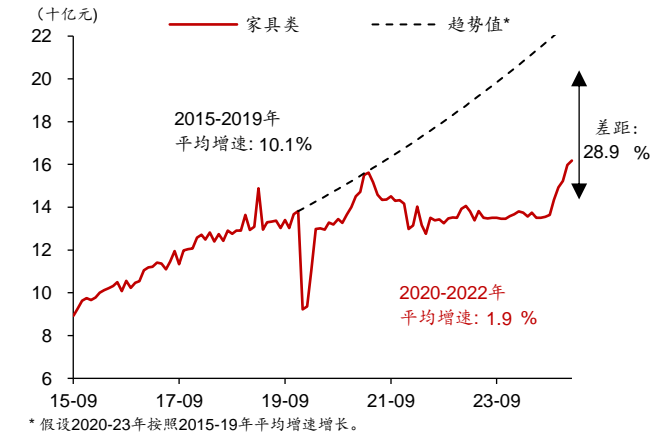
资料来源：Wind，华泰研究

图表46：家电类零售额在去年以旧换新政策的提振下，较疫情前趋势值的差距有所缩窄



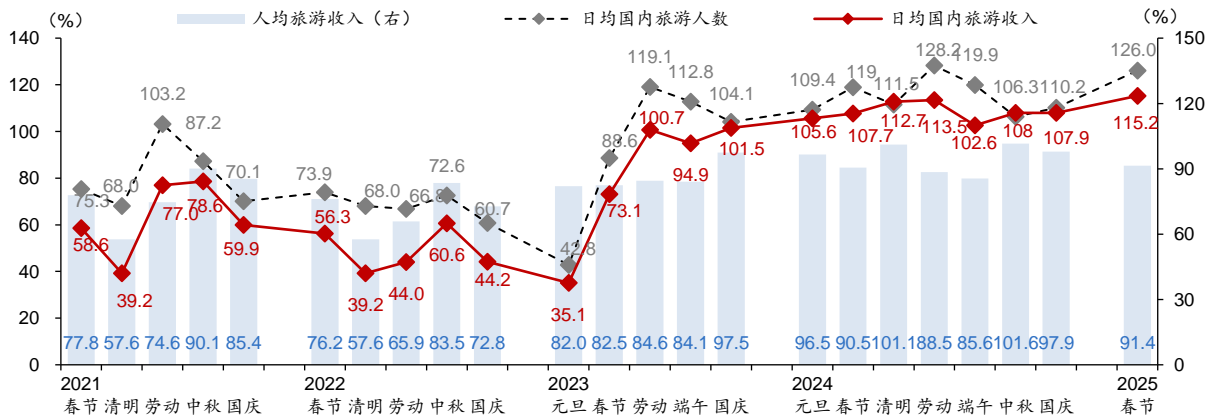
资料来源：Wind，华泰研究

图表47：家具零售额较疫情前趋势值的差距仍有接近3成



资料来源：Wind，华泰研究

图表48：今年春节假期国内出游人次/总花费同比呈现较快增长



资料来源：文旅部，华泰研究

风险提示

- 1) 关税政策仍有不确定性，外需冲击大于预期可能阻碍名义增长企稳；
- 2) 逆周期政策力度不足，周期回升动能不足。

免责声明

分析师声明

本人，易峘、吴宛忆，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峘、吴宛忆本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国国价证券指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司