

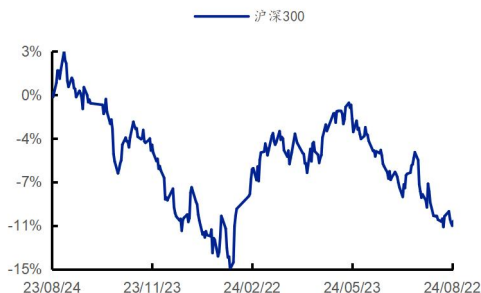
2024 年 08 月 25 日

宏观深度研究

研究所：
证券分析师：夏磊 S0350521090004
xial@ghzq.com.cn

历史回顾：美联储降息初期居民房地产配置规律

最近一年走势



相关报告

- 《7 月 PMI 数据点评：PMI 指数季节性回落*夏磊》
——2024-08-02
- 《三中全会哪些经济领域改革值得期待？*夏磊》
——2024-07-23
- 《如何衡量房地产对经济的贡献？*夏磊》——
2024-07-03
- 《寻找房价周期之锚——一个日本视角*夏磊》——
2024-06-25
- 《3 月 PMI 数据点评：PMI 重回扩张区间*夏磊》
——2024-04-01

核心观点：

美联储货币政策是当前影响全球资本市场的最重要的因素之一。截至 2024 年 8 月 13 日，根据芝加哥商品交易所 FedWatch 最新数据显示，美联储 9 月降息 25 个基点的概率为 52%，降息 50 个基点的概率为 48%。市场对降息期待已久，预期货币政策转向一方面能刺激居民信贷需求，改善房地产销量；另一方面，改善房企现金流，促进新开工好转。本文通过详细梳理历史上美国降息初期房价、住房销量和居民资产配置变动情况，结合当前美国房地产市场的主要特征，分析降息周期下美国居民房地产配置的主要特征。

■ 如何界定降息初期？

本文以美联储 1982 年转向联邦基金利率目标制后，经历的 1984 年 9 月-1986 年 8 月、1989 年 6 月-1992 年 9 月、2001 年 1 月-2003 年 6 月、2007 年 9 月-2008 年 12 月、2019 年 8 月-2020 年 3 月 5 轮相对完整的降息周期为例，将降息开启后一年内作为降息初期时间节点，主要对比降息前 6 个月、降息开启后 6 个月、此后紧接着 6 个月三个时间区间内，房地产主要指标的变动趋势。

■ 降息初期居民房地产配置要从哪些维度去观测？

维度一：基本面。主要分析降息初期经济、通胀情况，以及主要财税、地产等相关政策情况，对居民收入、居民地产配置等产生的影响。**维度二：居民端。**一是分析时间区间内新建住房销量、成屋销量，以及房价的变动情况；二是分析时间区间内居民的住房购买能力、杠杆水平、贷款负担以及居民资产配置中房地产占比变动。**维度三：企业端。**主要分析新开工、在建、库存等情况，反映新房和成屋的供应能力，并进一步影响房价和销量。

■ 五轮降息历史回顾

第一轮 1984 年 9 月降息。维度一：经济恢复、人口增长、财政减税叠加金融自由化，为第一轮降息后房地产快速发展提供有力支撑。1984 年 5 月大陆伊利诺斯银行出现破产危机，此后经济开始出现放缓迹象，降息主要为预防经济放缓压力，实际未出现明显衰退。此外，受益于 60 年代婴儿潮、里根政府大规模减税以及“新自由主义”

下宽松的金融监管，为房地产发展提供了较好的环境。**维度二：居民住房购买力提升、主动加杠杆，房地产销量增加，房价上涨。**第一轮降息前、中、后6个月平均住房购买力指数分别为86.25%、86.85%和91.62%，居民部门杠杆率由1984年Q3的48.4%上升至1986年Q4的56.6%，前、中、后6个月新建住房平均月销量为61.9、64.5、69.7万套，平均新房售价为8.04、8.11、8.36万美元。1983-1986年美国居民房地产资产配置占比由28.5%升至30.6%。**维度三：企业新开工提前改善，新房供应总体充足。**从1982年下半年开始，随着房价回升美国新开工迅速好转并保持较快开工。降息前，美国新建住房空置率已经开始回升，库存也相对减少，降息后新开工改善相对滞后。

第二轮1989年6月降息。维度一：储贷危机、石油危机、海湾战争影响下，经济陷入实质性衰退，刺破此前房地产泡沫。1988年储贷危机爆发，GDP环比折年率由1988年二季度的5.4%持续下行至1990年四季度的-3.6%，此后布什政府着手金融监管改革，房地产泡沫随着经济衰退破灭。**维度二：居民住房购买力指数下降，还本付息压力较大影响下贷款违约率明显上升，房地产占家庭资产配置比重持续下降，房价、销量持续下滑。**第二轮降息前、中、后6个月平均住房购买力指数分别为108.68%、105.07%和108.05%，按揭还本付息占个人可支配收入的百分比上升，分别是5.79%、5.95%和6.03%。1991年二季度住房按揭贷款拖欠率升至阶段性高点7.37%，较降息前1989年二季度上升2.61个百分点。1987-1993年，居民家庭资产配置中房地产占比由30.98%下降至27.93%。1989年4月至1991年4月，房价同比由7.3%降至-2.22%，1991年1月新建住房销量同比降至阶段性低点-35.32%。**维度三：企业获批、在建、新开工持续下滑，库存先降后升。**第二轮降息前、中、后6个月平均新开工年化数持续减少，分别为145、136.6、133.1万套。新建住房可供销售月数先减少后增加，分别为7.2、6.7和7.65个月，1991年1月升至阶段性高点9.4个月。

第三轮2001年1月降息周期。维度一：虽在互联网泡沫危机影响下经济发生实质性衰退，但持续降息叠加小布什政府“居者有其屋”计划有力促进了此后地产周期持续上行，也助长了地产泡沫滋生。2001年一季度GDP环比折年率由正转负为-1.3%，此后二季度好转为2.5%，“911”事件后三季度继续下滑至-1.6%。为刺激经济，小布什政府推出“零首付倡议”、大规模减税等多项支持政策，贷款条件不断放松，促进了此后房地产的繁荣。**维度二：居民住房购买能力持续增强，房地产总体“量价齐涨”。**第三轮降息前、中、后6个月内平均住房购买力指数分别为122.1%、130.88%和129.13%。从销量来看，仅在2021年三季度受经济衰退和911事件影响稍显疲软，此后整体保持较强增长态势。新建住房前、中、后6个月新建住房平均月销量为90.7、91.9和89.6万套；成屋前、中、后6个月平均月销量为521、530、535万套。房价同比由2000年12月的9.31%降至2002年1月的6.64%，但整体仍保持快速增长，且此后增速继续加快。2000-2003年居民家庭资产配置中房地产占比由27.23%提

升至 31.56%。**维度三：企业新开工持续偏强，库存整体充足。**第三轮降息前、中、后 6 个月平均新开工年化数分别为 152.4、161.8、158.5 万套；新建住房可供销售月数分别为 4.1、3.9 和 4.2 个月；成屋可供销售月数为 4.5、4.5 和 4.7 个月。

第四轮 2007 年 9 月降息周期。**维度一：次贷危机引发全球经济衰退，房地产进入长期下行周期。**在大规模救助计划、宽松财政和货币政策等作用下房地产市场经历漫长的修复期。2008 年四季度 GDP 环比折年率降为-8.5%。**维度二：居民还本付息压力较大，违约率明显上升，房地产量价齐跌。**降息初期 2007 年四季度，按揭还本付息占个人可支配收入的百分比升至历史最高点 7.25%。住房抵押贷款拖欠率持续升高，由 2006 年一季度的 1.36% 最高升至 2010 年一季度的 10.2%。第四轮降息新建住房前、中、后 6 个月平均月销量为 80.5、64.9、49.6 万套；成屋降息前、中、后 6 个月平均月销量为 518、436、414 万套。房价同比最低降至 2009 年一季度的-12.58%，直至 2012 年才开始企稳转正。2005 年居民资产中房地产占比最高达 33.48%，2013 年仅为 23.89%，下降约 10 个百分点。**维度三：企业获批、新开工、在建持续减少，库存明显增加、空置率上涨。**第四轮降息前、中、后 6 个月新开工年化数分别为 142.2、114.5、96.7 万套。新建住房可供销售月数分别为 8.13、9.28 和 10.67 月，成屋可供销售月数为 8.85、10.03 和 10.68 个月。前、中、后 6 个月平均租赁住房空置率分别为 9.7%、9.8% 和 9.98%。

第五轮 2019 年 8 月降息周期。**维度一：为预防经济放缓和疫情冲击，启动新一轮量化宽松和大规模财政刺激。**本轮周期特殊之处在于财政刺激力度较大，对地产的促进作用更强。2019 年四季度受中美贸易摩擦影响，美国 GDP 环比折年率小幅放缓至 2.6%（前值 4.6%），此后受疫情影响，迅速转负最低至 2020 年 2 季度-28%。除降息和新一轮量化宽松外，2020 和 2021 年美国进行了三轮财政救助，共计约 5 万亿美元，大规模的财政刺激明显改善了居民收入，加速启动了地产周期。**维度二：财政刺激明显改善了居民收入，房地产量价齐升。**第五轮降息前、中、后 6 个月按揭还本付息占个人可支配收入的百分比分别是 4.18%、4.15% 和 3.9%，整体负担较轻。2022 年房地产占居民资产配置的比重为 28.63%，较 2019 年 25.08% 明显提升。新建住房降息前、中、后 6 个月平均月销量为 67.9、70.7、75.5 万套，在财政刺激下 2020 年 10 月单月新房销量最高升至 103.1 万套；成屋前、中、后 6 个月平均月销量为 531、542、502 万套。房价指数同比由 2019 年 9 月的 3.19% 最高升至 2022 年 3 月的 20.76%。**维度三：企业新建住房获批、新开工、在建总体偏强，空置率下降。**除疫情影响 2020 年 4-6 月新开工放缓外，整体开工较 2018、2019 走强。

■ 降息后居民房地产配置有哪些规律？

一是降息有助于提高居民房地产配置积极性。降息有助于减轻居民还款负担，提高居民住房购买能力，从而提高居民房地产资产配置

积极性。如 1984 年 9 月降息、2001 年 1 月降息后，居民房地产资产占比明显升高。

二是除降息外，居民配置房产会考虑未来房价的变动趋势。如 1986 年石油危机破灭后，经济发生实质性衰退、房价下行，1989 年 6 月降息短期内并未挽救房价下行趋势，直至 1991 年 5 月后房价同比开始逐步回升，同时 1987-1993 年居民房地产资产配置占比同步下滑。又如次贷危机期间，2005 年 10 月房价增速同比开始放缓，2007 年 3 月房价指数同比转负，2007 年 9 月降息后房价指数同比持续为负，直至 2012 年 5 月同比增速转正，同时 2005-2013 年居民房地产资产配置占比下降。因此在房价下跌时，降息也不能刺激居民房产配置需求。

三是即使降息，居民决策还会参考贷款条件、收入预期、还款能力等多方面因素。2001 年互联网泡沫破灭后，一方面美联储连续多次降息刺激经济复苏，另一方面美国政府推行“居者有其屋”计划，金融机构盲目向低收入群体发放贷款，居民贷款条件明显放宽，催生大量次级贷款，在促进居民房地产配置占比快速提升的同时，也滋生了严重的地产泡沫。2007 年次贷危机期间，在极宽松贷款条件下，居民按揭还本付息负担不断增强，还本付息占可支配收入占比最高上升到 7% 以上，同时住房抵押贷款拖欠率从 2006 年二季度开始攀升，即使降息居民也缺乏继续加杠杆的能力。又如 2020 和 2021 年疫情期间美国进行了三轮财政救助，明显改善了居民收入预期，加速启动了新一轮地产周期。

四是降息后，居民房产配置决策还需考虑其他可替代资产价值变动情况。股票与地产、股票与债券在家庭资产配置中多数情况下呈现此消彼长的变动趋势。从前四次降息来看，降息后债券资产配置占比明显提升、股票资产配置占比下滑，而第五次降息后反而债券资产配置占比明显下滑、股票资产配置占比上升。疫情期间美股暴涨，2020 年、2021 年纳斯达克指数分别上涨约 43.6%、21.4%，股市繁荣一定程度制约了居民债券、房地产配置倾向。

■ 本轮降息后居民房地产配置会有什么表现？

从当前周期积极因素来看，一是移民人数增多、财富增长推动房地产需求较强，降息有助于需求释放。据美国国会预算办公室数据，2023 年美国的净移民人数约 330 万人，较 2022 年继续大幅增长。二是当前全款购房比重上升，降息有助于释放部分借贷购房需求。根据全美房地产经纪人协会报告显示，美国当前约 28% 购房采用全款方式。2023 年底美国按揭还本付息占个人可支配收入的百分比为 4.03%，处于较低水平。三是当前市场整体逾期率、违约率不高，居民资产负债表仍比较健康，后续仍有加杠杆空间，房地产基本面整体较健康。截至 2023 年 6 月，逾期 30-59 天抵押贷款占比约为 1.3%，处于相对较低的水平。截至 2023 年 Q4，美国居民杠杆率是 72.9%，

距历史高点（2007 年 Q4 的 98.7%）下降超 25 个百分点。

从当前周期不利因素来看，一是长时间维持高利率的滞后效应还未完全显现，当前住房可负担性较低。从最新数据来看，房地产销售放缓，2024 年 6 月成屋销售年化总数 389 万户，环比下降 5.4%。截至 2024 年 8 月 1 日，美国 30 年期抵押贷款固定利率为 6.73%，虽较 2023 年 10 月阶段性高点 7.79% 小幅下降约 1.06 个百分点，但较 2021 年 1 月初阶段性低点 2.65% 上升约 4.08 个百分点。根据 Attom 报告显示，2024 年二季度美国拥有一套典型住房的成本消耗平均工资的 35.1%，是 2007 年以来最高比例。二是商业地产价格持续下行，中小银行等金融机构风险仍存。据 MSCI 统计，截至 2023 年 12 月，美国不良资产中约 41% 是写字楼，金额高达 860 亿美元。以美国合众银行为例，2023 年第四季度的信贷损失准备金同比增长近 28%，主要与商业地产项目有关。三是居民超额储蓄消耗殆尽，家庭收入增长不确定增强。2024 年 7 月份美国消费者信心指数降至 66.4%，创去年 12 月以来新低。四是房地产补库周期下，若供应端改善好于需求端，则会在一定程度上抑制房价涨幅。2024 年 6 月成屋库存可售 4.1 个月，较阶段性低点 2022 年 1 月的 1.6 个月有所回升。同时，6 月新开工同比降至 -4.4%，绝对水平不高。

- **风险提示** 美联储超预期降息；美国金融风险超预期；美国通胀超预期；全球地缘政治冲突；历史经验适用性风险。

内容目录

1、 如何界定降息初期？	8
2、 降息初期居民房地产配置要从哪些维度去观测？	9
2.1、 基本面	9
2.2、 居民端	13
2.2.1、 销量和房价维度	13
2.2.2、 居民购买力和资产配置角度	14
2.3、 企业端	16
3、 五轮降息历史回顾	17
3.1、 第一轮 1984 年 9 月降息	17
3.1.1、 基本面	17
3.1.2、 居民端	18
3.1.3、 企业端	19
3.2、 第二轮 1989 年 6 月降息	19
3.2.1、 基本面	19
3.2.2、 居民端	20
3.2.3、 企业端	21
3.3、 第三轮 2001 年 1 月降息	22
3.3.1、 基本面	22
3.3.2、 居民端	22
3.3.3、 企业端	23
3.4、 第四轮 2007 年 9 月降息	23
3.4.1、 基本面	23
3.4.2、 居民端	24
3.4.3、 企业端	25
3.5、 第五轮 2019 年 8 月降息	25
3.5.1、 基本面	25
3.5.2、 居民端	26
3.5.3、 企业端	27
4、 降息后居民房地产配置有哪些规律？	27
5、 本轮降息后居民房地产配置会有什么表现？	27
6、 风险提示	28

图表目录

图 1: 1982 年后美国经历 5 轮完整降息周期.....	8
图 2: 美国房地产和租赁业占 GDP 比重.....	9
图 3: 房地产周期与经济周期.....	10
图 4: 房价变动领先于通胀.....	10
图 5: 稳定物价是美联储货币政策的主要目标之一.....	11
图 6: 美国实际利率水平受通胀影响.....	11
图 7: 美国财政收入和支出.....	12
图 8: 美国政府部门杠杆率（名义）.....	12
图 9: 美国国债余额及占比.....	12
图 10: 次贷危机期间圣路易斯金融压力指数飙升.....	13
图 11: 新建住房销量和成屋销量变动.....	14
图 12: 美国房价指数变动情况.....	14
图 13: 美国居民住房购买力指数变动.....	15
图 14: 美国居民部门杠杆率及贷款负担.....	15
图 15: 美国居民资产配置比重.....	16
图 16: 新开工与销量变动情况.....	16
图 17: 美国 80 年代经济增速及通胀变动.....	17
图 18: 美国二战后婴儿潮促进 80 年代地产行业发展.....	17
图 19: 80 年代美国房价指数.....	18
图 20: 80 年代美国新建住房销量.....	18
图 21: 1980-1986 年美国居民家庭房地产资产配置.....	19
图 22: 1975-1986 年美国居民杠杆率.....	19
图 23: 80 年代美国新开工.....	19
图 24: 80 年代美国库存及空置率.....	19
图 25: 储贷危机期间美国银行倒闭和救援数量明显增加.....	20
图 26: 美国 90 年代初期陷入经济衰退.....	20
图 27: 1988-1995 年美国新建住房销量变动.....	21
图 28: 1988-1995 年美国房价指数变动情况.....	21
图 29: 1988-1995 年美国住房按揭贷款拖欠率.....	21
图 30: 1987-1994 年美国居民房地产资产配置占比.....	21
图 31: 2001 年美国经济增长下滑.....	22
图 32: 2001 年降息后美国房屋销量较快增长.....	23
图 33: 2001 年降息后美国房价保持较快增长.....	23
图 34: 美国 90 年代初期陷入经济衰退.....	24
图 35: 次贷危机期间美国房价指数.....	25
图 36: 次贷危机期间美国居民房地产资产配置.....	25
图 37: 美国财政刺激收入增长和消费恢复.....	26
表 1: 第一轮降息期间房地产居民端表现.....	18
表 2: 第二轮降息期间房地产居民端表现.....	21
表 3: 第四轮降息期间房地产居民端表现.....	24
表 4: 美国三轮经济援助增加居民收入.....	26

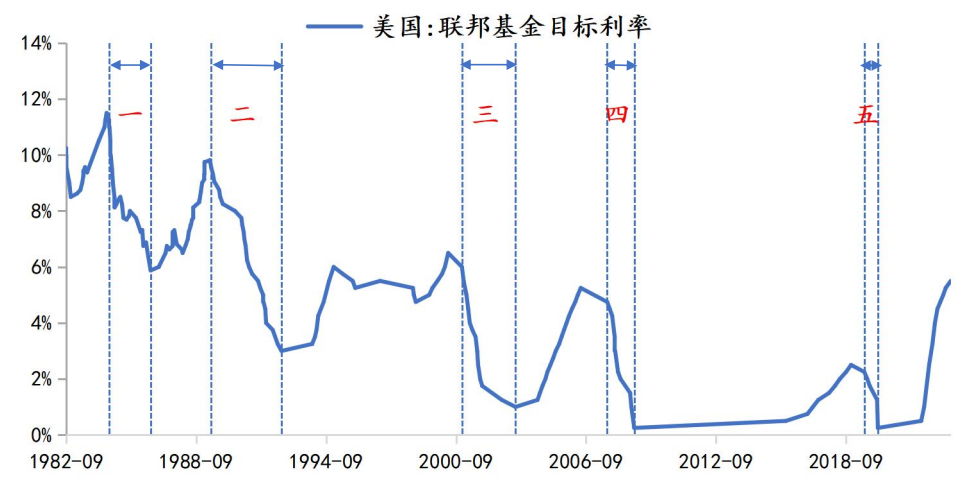
美联储货币政策是当前影响全球资本市场的最重要的因素之一。截至 2024 年 8 月 13 日，根据芝加哥商品交易所 FedWatch 最新数据显示，美联储 9 月降息 25 个基点的概率为 52%，降息 50 个基点的概率为 48%。市场对降息期待已久，预期货币政策转向一方面能刺激居民信贷需求，改善房地产销量；另一方面，改善房企现金流，促进新开工好转。本文通过详细梳理历史上美国降息初期房价、住房销量和居民资产配置的变动情况，结合当前美国房地产市场的主要特征，分析降息周期下美国居民房地产配置的主要特征。

1、如何界定降息初期？

20 世纪七八十年代，美国陷入严重滞胀。1979 年 10 月开始，时任美联储主席的沃尔克主要将货币供应量增长率作为美联储货币政策中介目标，但由于金融创新的迅速发展等原因，货币供应波动明显加大。1982 年为应对经济衰退压力，美联储调控目标转向准备金，利率的变动开始趋于稳定，直至 1993 年 7 月格林斯潘正式宣布将联邦基金利率作为主要政府调控目标。本文主要以 1982 年联邦基金目标利率开始趋于稳定后为研究区间。

1982 年后，美联储主要经历 1984 年 9 月-1986 年 8 月、1989 年 6 月-1992 年 9 月、2001 年 1 月-2003 年 6 月、2007 年 9 月-2008 年 12 月、2019 年 8 月-2020 年 3 月 5 轮相对完整的降息周期，以降息开启后一年内作为降息初期时间节点，主要对比降息前 6 个月、降息开启后 6 个月、此后紧接着 6 个月三个时间区间内，房地产主要指标的变动趋势。

图 1：1982 年后美国经历 5 轮完整降息周期



资料来源：wind，国海证券研究所

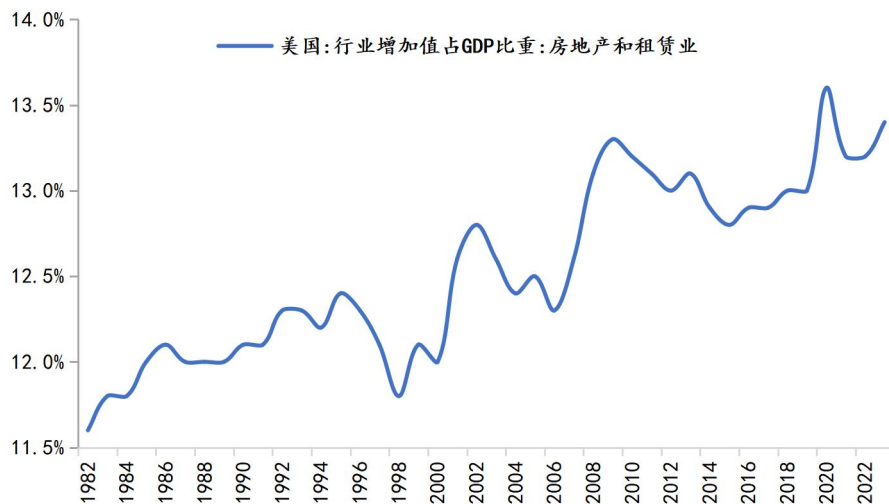
2、降息初期居民房地产配置要从哪些维度去观测？

2.1、基本面

2.1.1 经济增速

房地产周期与经济周期存在一定的相关性。房地产是 GDP 的重要组成部分，2023 年美国房地产和租赁业占 GDP 的比重约为 13.4%，房地产繁荣能带动相关产业链快速发展，有助于促进经济繁荣。同时，经济繁荣时期，居民收入预期好转情况下，加杠杆意愿增强，也会促进房地产市场繁荣。因此，房地产周期与经济周期在特定时期出现同步变动的趋势。

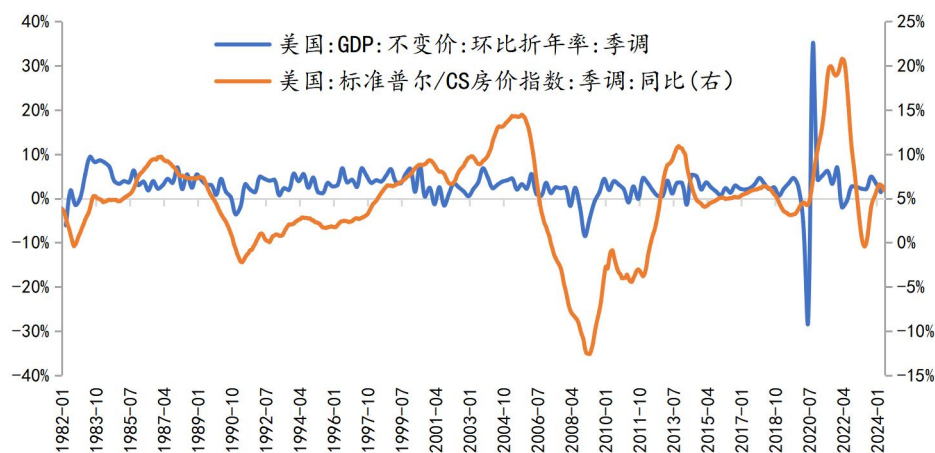
图 2：美国房地产和租赁业占 GDP 比重



资料来源：wind，国海证券研究所

但房地产周期的节奏与经济周期并不完全同步。在杠杆等因素作用下，房地产上行速度往往快于经济周期，如 1991 年 4 月-2005 年 9 月，美国房价指数同比由 -2.2% 升至 14.4%，GDP 环比折年率由 1991 年一季度 -1.9% 升至 2005 年第三季度的 3.2%，美国房价指数涨幅明显高于 GDP 增速。同时，房地产下行的速度也往往更快。如 2005 年 9 月-2009 年 3 月，美国房价指数同比由 14.4% 降至 -12.6%，明显快于同期 GDP 环比折年率变动，由 3.2% 降至 -4.5%。

图 3：房地产周期与经济周期

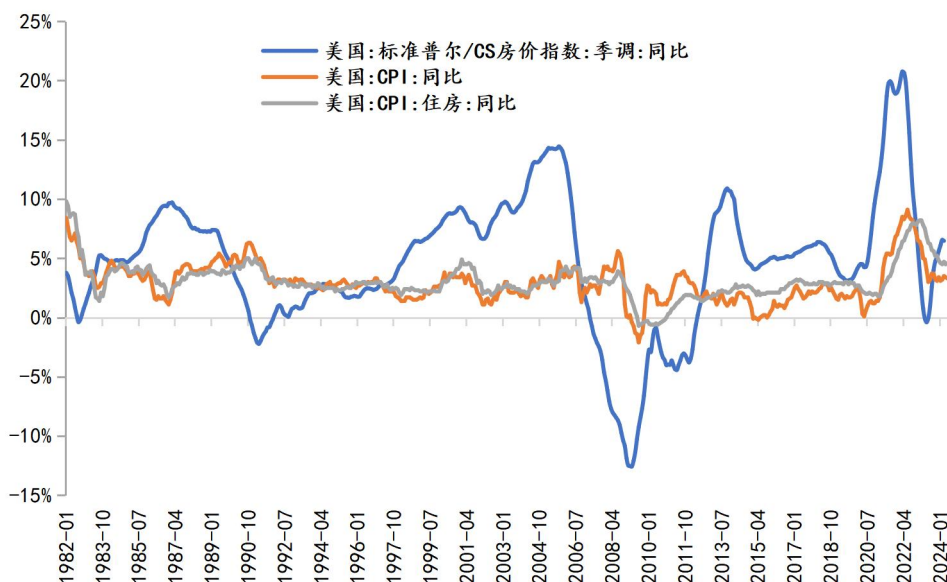


资料来源：wind，国海证券研究所

2.1.2 通胀水平

房价上涨是通胀形成的重要原因之一，美国住房 CPI 和 CPI 基本同步变动。受租房合同续签滞后于房价变动影响，美国房价指数变动往往领先于通胀变动。如 2005 年 9 月美国房价指数同比登顶 14.44%，2008 年 7 月 CPI 登顶 5.6% 和住房 CPI 登顶 3.9%。2022 年 3 月美国房价指数同比登顶 20.76%，CPI 同比 2022 年 6 月登顶 9.1%，住房 CPI 2023 年初登顶 8.2%。

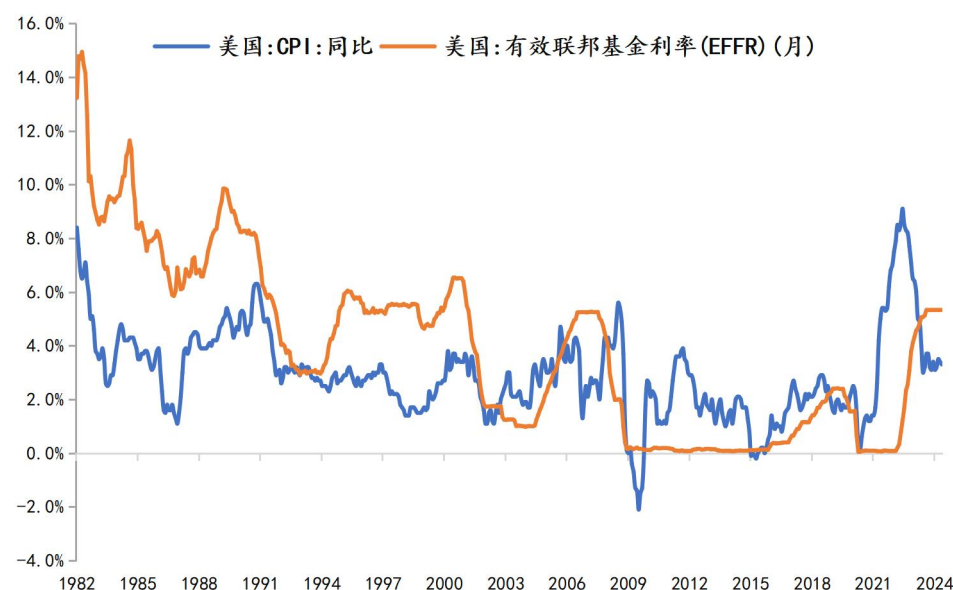
图 4：房价变动领先于通胀



资料来源：wind，国海证券研究所

根据《美国联邦储备法》，美国货币政策目标是控制通货膨胀，促进充分就业。美国加息周期开启通常与通胀有关，如 1983 年 3 月-1984 年 8 月加息，主要应对 80 年代初期通胀压力。2004 年 6 月-2006 年 6 月，美联储将联邦基金利率上限目标从 1% 上调至 5.25%，同样也是为了应对房价快速上涨等带来的通胀压力。

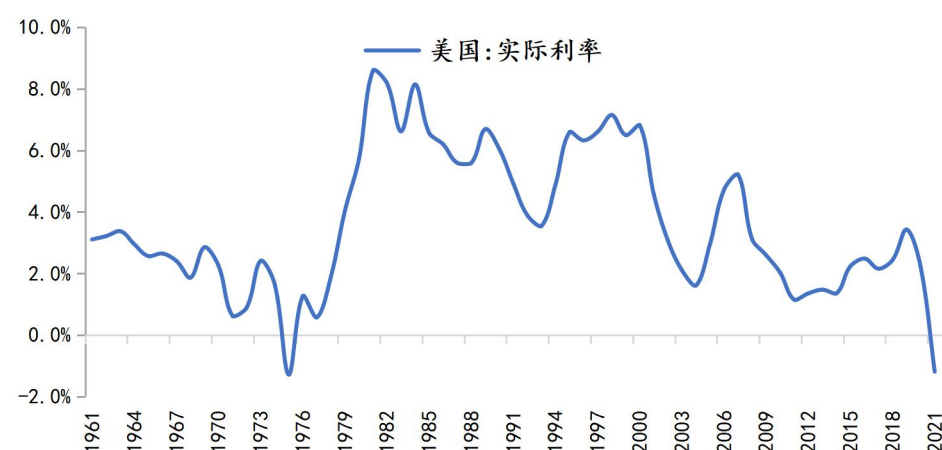
图 5：稳定物价是美联储货币政策的主要目标之一



资料来源：wind，国海证券研究所

此外，通胀和名义利率共同影响美国的实际利率水平，并进一步影响居民加杠杆的意愿和能力。2021年后，由于通胀居高不下叠加流动性宽松影响，实际利率转负。

图 6：美国实际利率水平受通胀影响



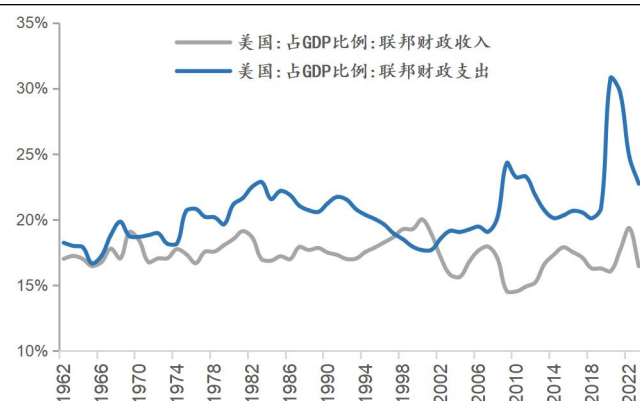
资料来源：wind，国海证券研究所

2.1.3 财政政策

减税、增加支出等财政政策，有助于影响居民收入，促进经济恢复，促进房地产发展。里根政府时期，奉行减税、压缩政府开支等政策，1981、1986 年推行了两轮大规模的减税政策，1981-1986 年联邦财政收入占 GDP 的比重由 19.13% 最低降至 16.99%，同时财政支出占比由 1981 年 21.65% 降至 1989 年 20.59%。老布什政府任期主张要削减财政赤字，但实际 1989 年-1992 年政府杠杆率仍处上升趋势（见图 8）。1993-2000 年克林顿时期进一步增税减支，减少财政赤字，

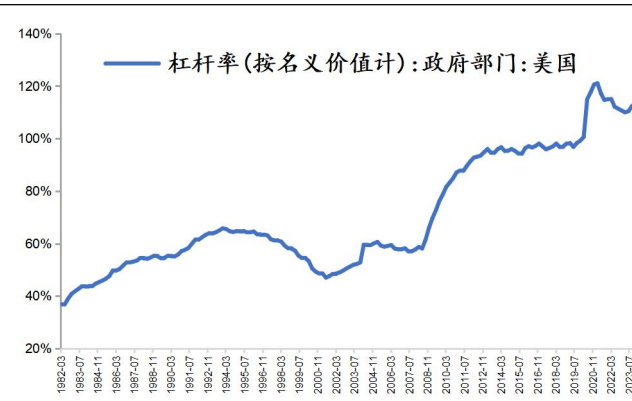
财政收入占 GDP 比重由 17.04% 升至 20.02%，财政支出比重由 20.8% 降至 17.68%。2001-2008 年小布什时期为刺激经济繁荣，执行减税、扩大财政支出的财政政策，财政收入比重由 18.92% 降至 17.06%，财政支出比重由 17.7% 升至 20.16%，积极的财政政策为房地产市场繁荣提供了动力，但财政收支压力明显加重。2009-2016 年奥巴马当选总统后，推行大规模经济刺激计划，在经济持续恢复支撑下，财政收入比重由 14.55% 升至 17.53%，财政支出比重由 24.32% 降至 20.67%，同时美国国债规模迅速飙升。特朗普和拜登政府都主张扩张性的财政政策，直至疫情期间，财政支出占比大幅提升，最高至 2020 年 30.78%。

图 7：美国财政收入和支出



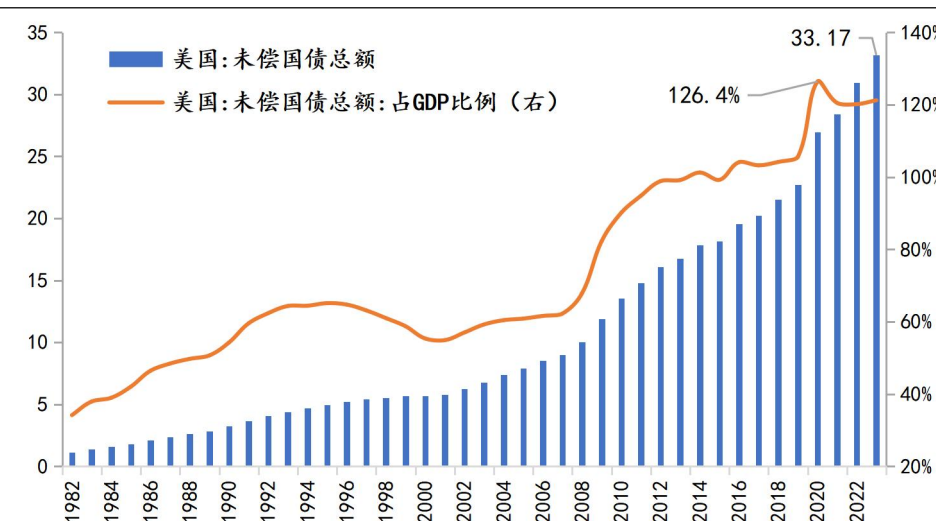
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：美国政府部门杠杆率（名义）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：美国国债余额及占比



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：万亿美元

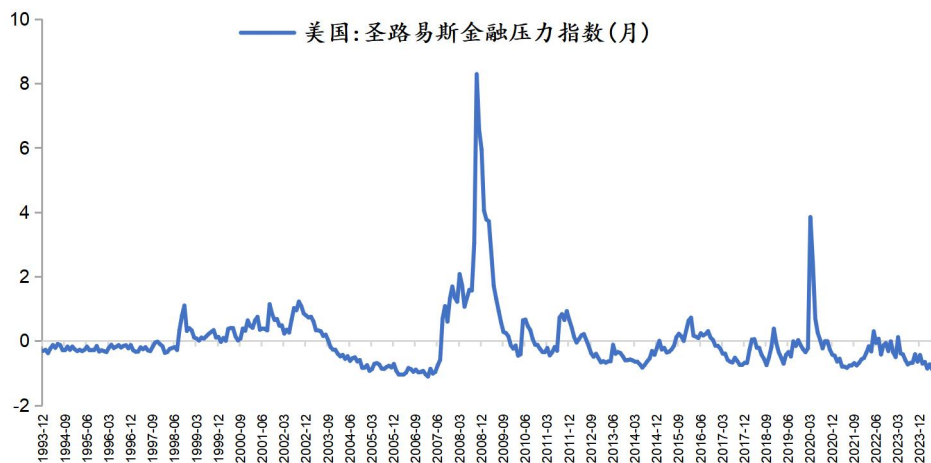
2.1.4 金融监管政策

20 世纪 80 年代以来，美国金融管制经历了放松管制、加强管制等阶段交替。1980 年《存款机构放松管制和货币控制法案》、1982 年《存款机构法案》出台，取消存款利率上限要求，鼓励银行间差异化竞争。90 年代《联邦存款保险公司改进

法》针对现有监管空缺加强管制。1999 年《金融服务现代化法》消除银行分业经营限制。次贷危机后，2010 年《多德-弗兰克法案》出台，美国金融监管体系发生重大变革。2018 年，特朗普签署《经济增长、放松监管和消费者保护法》，金融监管重新放松。

在放松管制期间，通常伴随着金融工具创新与金融自由化发展，房地产贷款条件更宽松。如 1990 年 Q1，美国居民部门杠杆率仅 60.2%，随着金融创新的持续发展，2007 年 Q4 居民部门杠杆率高达 98.7%，2008 年 10 月金融压力指数达到 8.29。次贷危机期间，金融高杠杆助推了房地产泡沫滋生。

图 10：次贷危机期间圣路易斯金融压力指数飙升



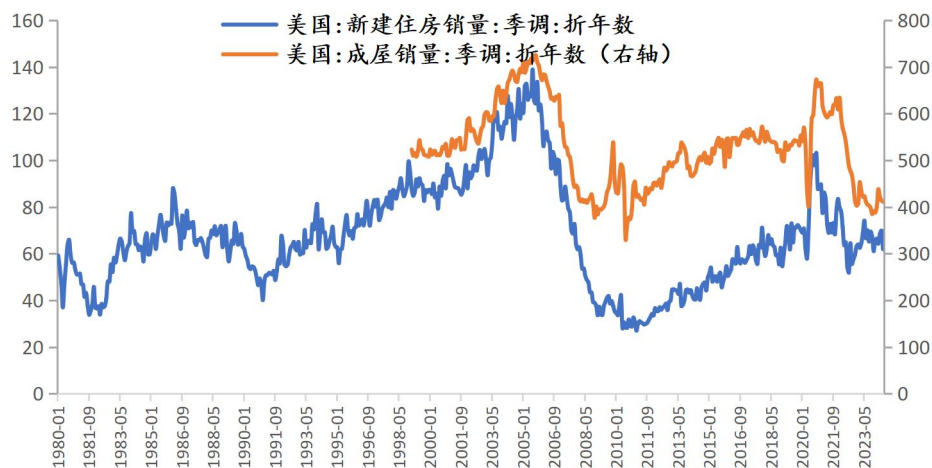
资料来源：wind，国海证券研究所；单位：1993=0

2.2、居民端

2.2.1、销量和房价维度

美国新建住房销量变化与成屋销量变化基本呈同步趋势，新建住房销量于 2005 年 7 月登顶 138.9 万套，成屋销量于同年 9 月登顶 725 万套。同时，美国房地产销量存在明显周期性变化。

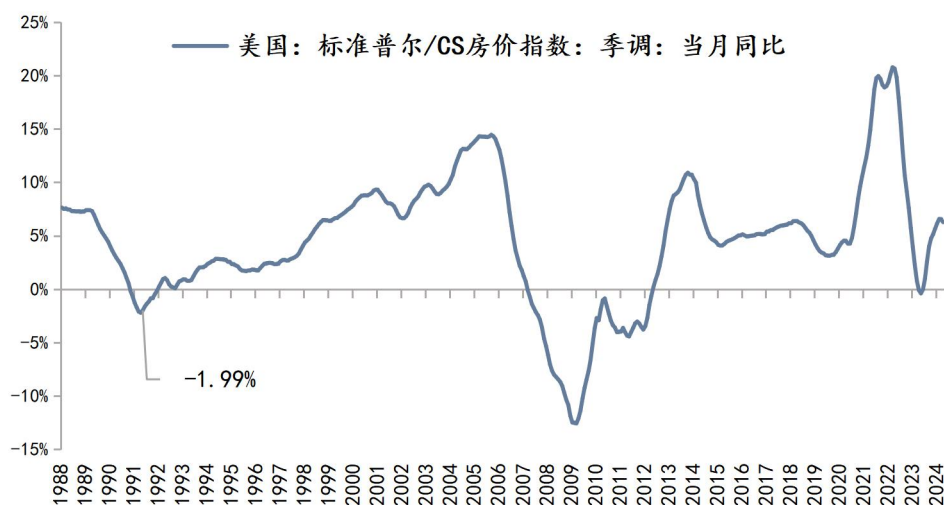
图 11：新建住房销量和成屋销量变动



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：万套

1991 年 5 月起，美国房价指数同比增速持续增长，于 2005 年 9 月达到 14.44% 后增速放缓，2007 年 3 月房价指数同比由正转负，并于 2009 年 3 月触底-12.58%。美国通过使用创新的流动性管理工具、金融监管体系改革、出台《住房和经济恢复法案》《紧急经济稳定法案》等多种方式应对危机，2012 年初美国房价指数同比开始回升。2022 年 3 月疫情期间，同比增速最高升至 20.76%。

图 12：美国房价指数变动情况

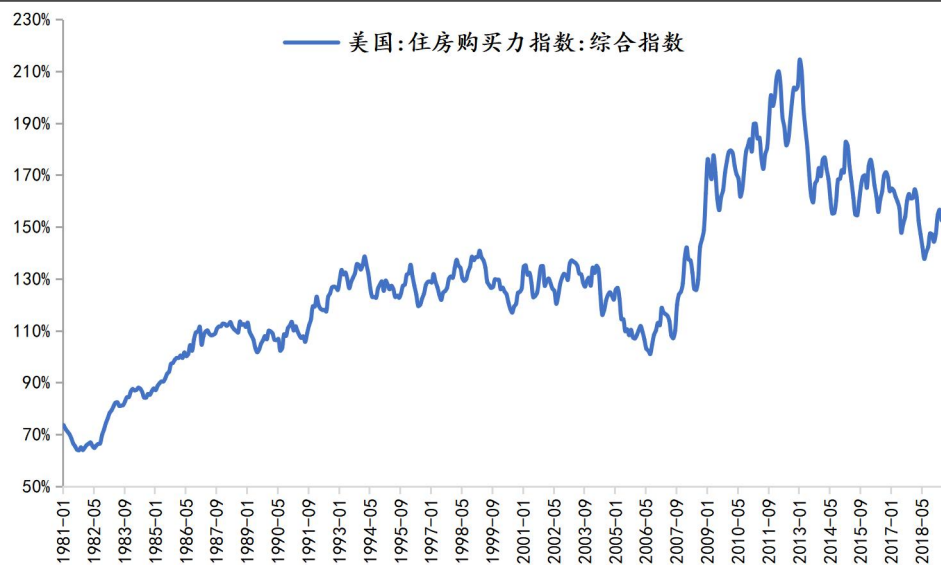


资料来源：wind，国海证券研究所

2.2.2、居民购买力和资产配置角度

居民住房购买力指数反映了中位数居民家庭收入在 20% 首付比例下对代表性住宅按揭贷款月供的覆盖能力，指数越高说明居民收入购房能力越强。购买力指数与房价、居民收入、财政刺激等因素相关，比较典型的是次贷危机后随着房价持续下跌，居民住房购买力指数不断提升。

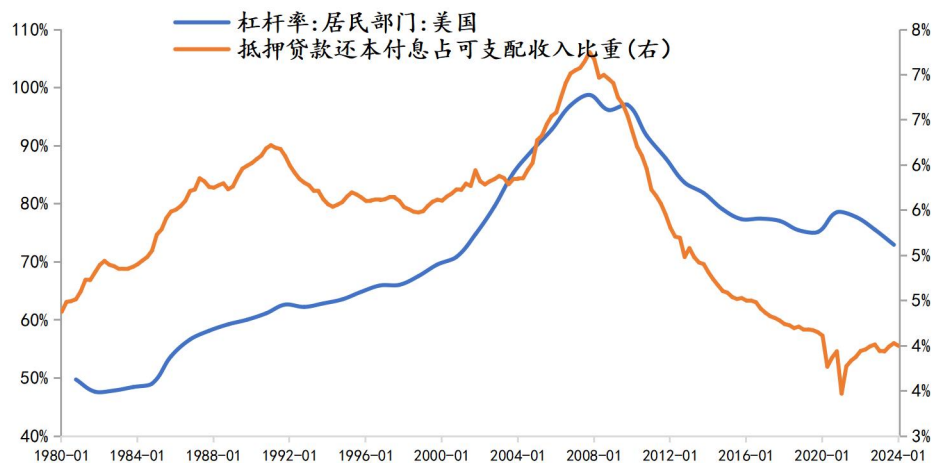
图 13：美国居民住房购买力指数变动



资料来源：wind，国海证券研究所

美国居民部门杠杆率和美国居民按揭还本付息占个人可支配收入百分比变化趋势基本一致。从 1982 年起，美国居民部门杠杆率呈增长趋势，于 2007 年 Q4 登顶 98.7%，按揭还本付息占个人可支配收入百分比也在同期登顶，次贷危机后开始逐渐回落。从贷款负担角度，当前居民按揭还本付息压力较轻。

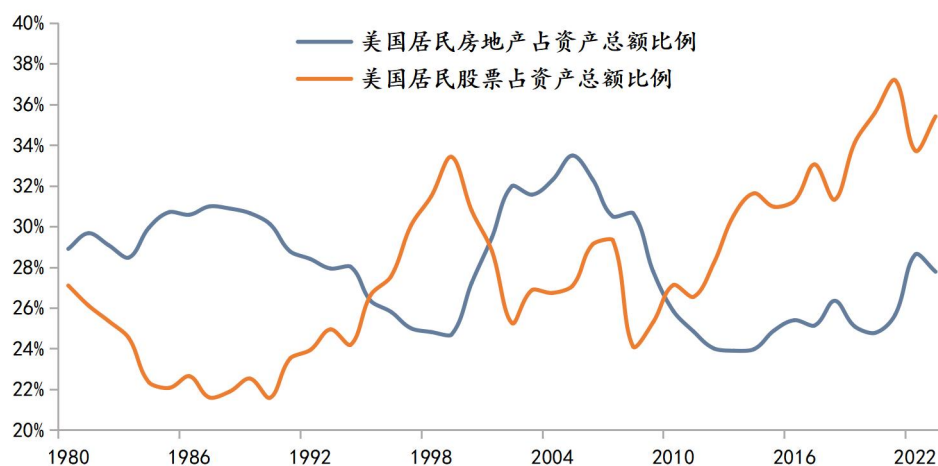
图 14：美国居民部门杠杆率及贷款负担



资料来源：wind，Fred，国海证券研究所

美国居民房地产与股票资产配置的比重部分时间存在一定此消彼长的关系，比如 90 年代美国居民资产中股票占比多数提升，房地产占比多数下行。但也存在股票与地产占比同向变动的情况，比如 2021 年美国居民房地产、股票占比同时上升。

图 15：美国居民资产配置比重

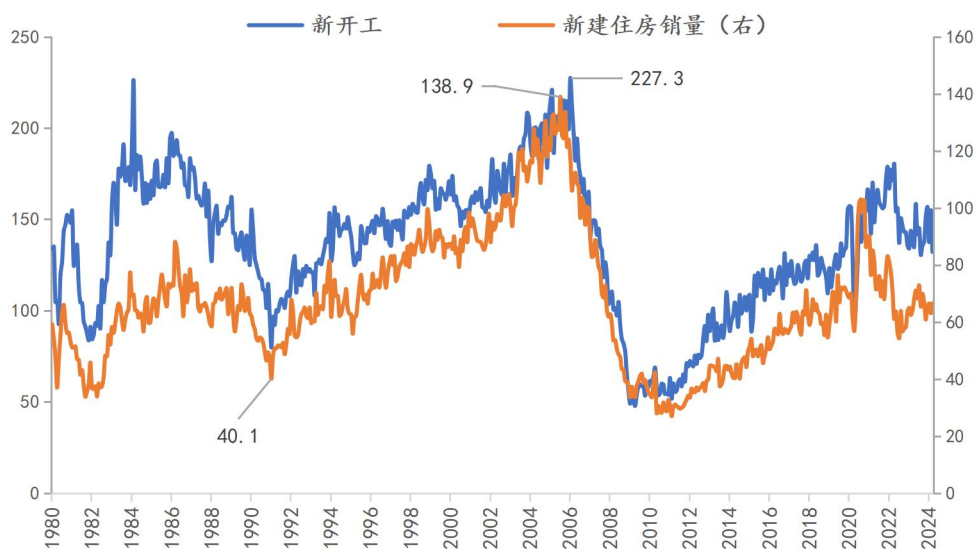


资料来源：wind，国海证券研究所

2.3、企业端

企业端主要分析新开工、在建、库存等情况，反映新房和成屋的供应能力，并进一步影响房价和销量变动。部分情况销量和新开工之间存在同步变动关系，如 1991 年 1 月新开工和新建住房销量同时达到阶段性低点。部分情况，销量领先于新开工变动，如 2005 年 7 月单月销量达到阶段性高点，2006 年 1 月新开工达到阶段性高点。

图 16：新开工与销量变动情况



资料来源：wind，Fred，国海证券研究所；单位：万套

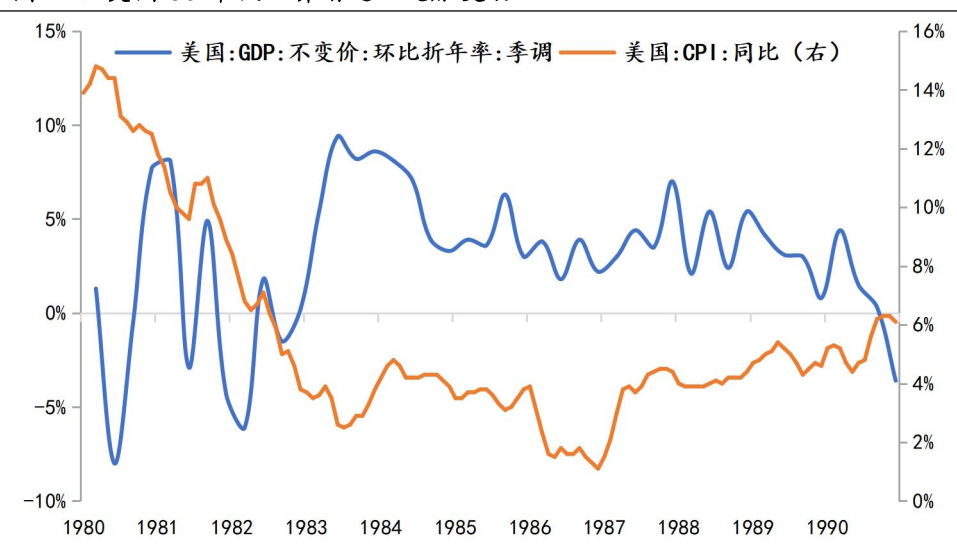
3、五轮降息历史回顾

3.1、第一轮 1984 年 9 月降息

3.1.1、基本面

1982 年末起美联储持续加息，1984 年 8 月联邦基金利率上限目标值升至 11.5%，同期美国 CPI 由 1980 年的 13.5% 降至 1983 年的 3.2%，通胀压力明显缓解。1984 年大陆伊利诺斯银行出现破产危机，在高利率偏紧金融环境下，经济有效放缓迹象，1984 年三季度 GDP 环比折年率由前值二季度 7.1% 降至 3.9%。降息主要为预防经济放缓压力，实际未出现衰退。

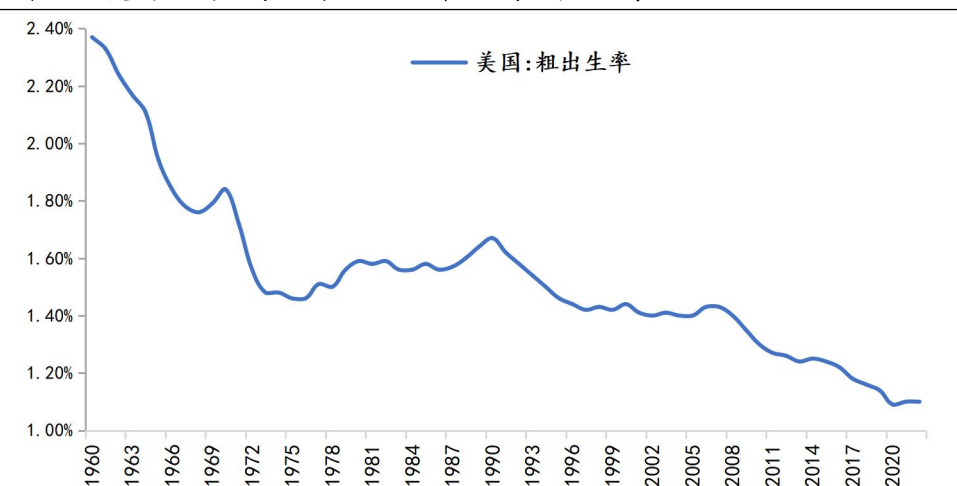
图 17：美国 80 年代经济增速及通胀变动



资料来源：wind，国海证券研究所

此外，受益于美国二战后婴儿潮影响，70-80 年代战后婴儿潮步入成年，房地产需求较旺盛。

图 18：美国二战后婴儿潮促进 80 年代地产行业发展



资料来源：wind，国海证券研究所

1981年里根上台后，奉行“小政府”理念，先后通过《1981年经济复兴税收法案》和《1986年税收改革法案》，大幅减少个人和企业所得税，通过减少政府干预、放松市场管制等方式，让美国成功走出滞胀困境。同时，金融领域新自由主义兴起，通过取消存款利率最高限额、打破金融机构经营范围的地域和业务种类限制、放宽对资本流动的限制等方式，鼓励多种形式的金融创新。

经济恢复、人口增长、财政减税叠加金融自由化，为第一轮降息后房地产快速发展提供有力支撑。

3.1.2、居民端

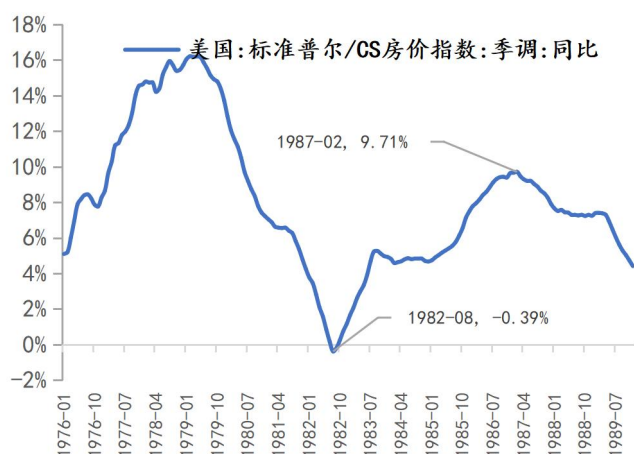
第一轮降息前、中、后6个月平均住房购买力指数分别为86.25%、86.85%和91.62%，居民部门杠杆率由1984年Q3的48.4%上升至1986年Q4的56.6%，前、中、后6个月新建住房平均月销量为61.9、64.5、69.7万套，平均新房售价为8.04、8.11、8.36万美元。1983-1986年美国居民房地产资产配置占比由28.5%升至30.6%。

表 1：第一轮降息期间房地产居民端表现

时间区间	新建住房销量	新建住房售价：中位数	住房购买力指数	按揭还本付息占个人可支配收入的百分比
1984.3-1984.8	61.85	80433.3	86.25%	4.95%
1984.9-1985.2	64.5	81116.7	86.85%	5.10%
1985.3-1985.8	69.72	83600	91.62%	5.32%

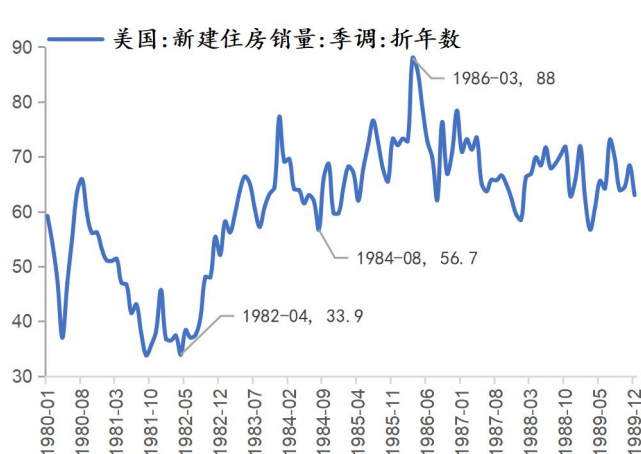
资料来源：wind，FRED，国海证券研究所；单位：万套、美元；备注：按揭还本付息占比为季度数据，复制为月度数据并计算平均值，其他月度指标直接计算算术平均值

图 19：80 年代美国房价指数



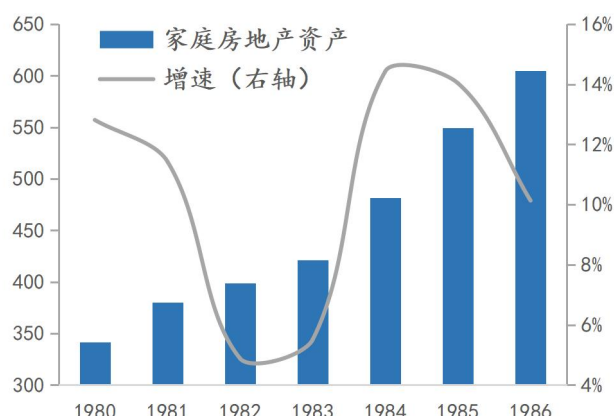
资料来源：wind，国海证券研究所

图 20：80 年代美国新建住房销量



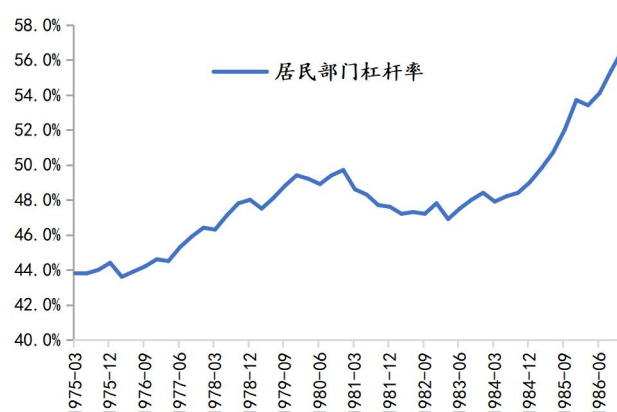
资料来源：wind，国海证券研究所；单位：万套

图 21：1980-1986 年美国居民家庭房地产资产配置



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：百亿美元

图 22：1975-1986 年美国居民杠杆率

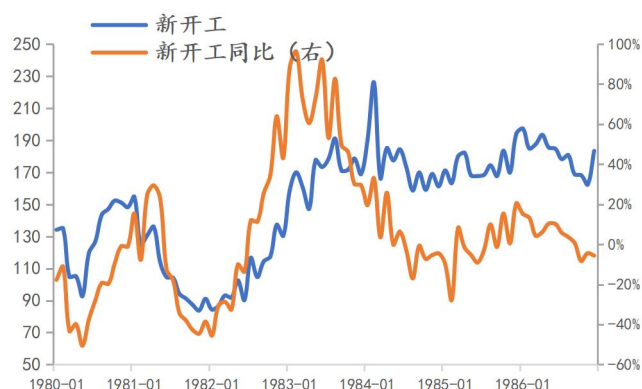


资料来源：wind，国海证券研究所

3.1.3、企业端

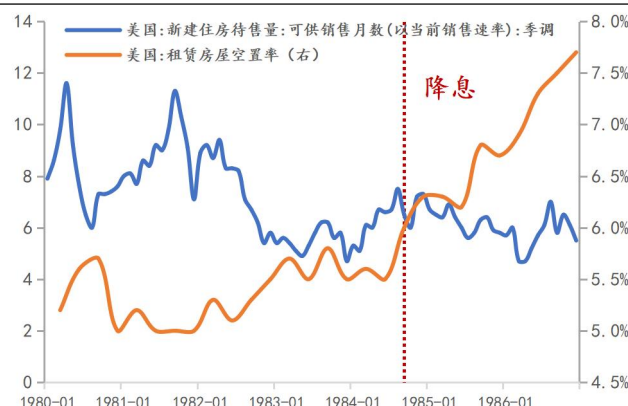
从 1982 年下半年开始，随着房价回升美国新开工迅速好转并保持较快开工。降息前，美国新建住房空置率已经开始回升，库存也相对减少，降息后新开工改善相对滞后，第一轮降息前、中、后 6 个月新开工年化数平均为 174.15、165.53、173.4 万套，直至 1985 年 12 月新开工开始出现明显改善。

图 23：80 年代美国新开工



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：万套

图 24：80 年代美国库存及空置率



资料来源：wind，国海证券研究所

3.2、第二轮 1989 年 6 月降息

3.2.1、基本面

储贷危机、石油危机、海湾战争影响下，经济陷入实质性衰退，刺破此前房地产泡沫。80 年代放松金融管制影响下，银行业资产负债结构发生了明显变化，在放松利率管制过程中银行面临资金成本上升、贷款投向风险上升、业务创新下风险聚集等问题。1988 年储贷危机爆发，1988、1989 年美国银行倒闭和救援的数量分别达到 470、534 家。同时，海湾战争影响下，国际石油供应中断，石油

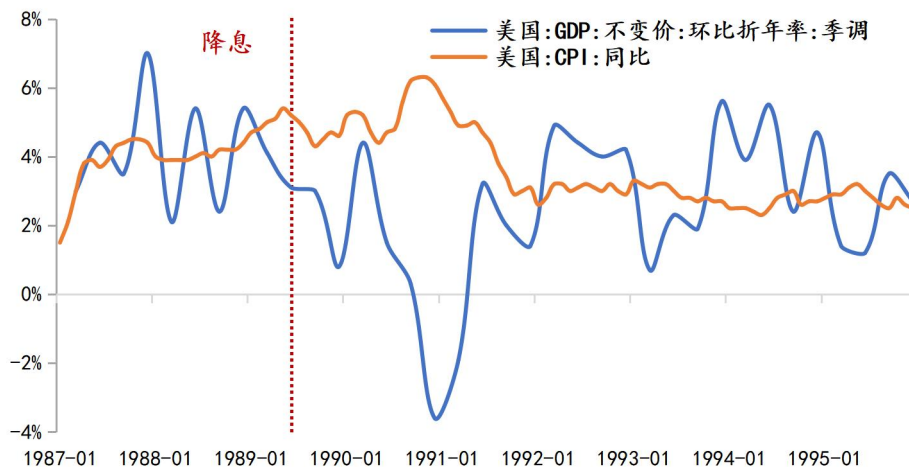
价格飙升，美国作为石油消费大国面临通胀高企、经济放缓等压力。GDP 环比折年率由 1988 年二季度的 5.4% 持续下行至 1990 年四季度的 -3.6%，同时通胀于 1990 年 10 月达到阶段性高点 6.3%，此后布什政府着手金融监管改革，房地产泡沫随着经济衰退破灭。

图 25：储贷危机期间美国银行倒闭和救援数量明显增加



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：家

图 26：美国 90 年代初期陷入经济衰退



资料来源：wind，国海证券研究所

3.2.2、居民端

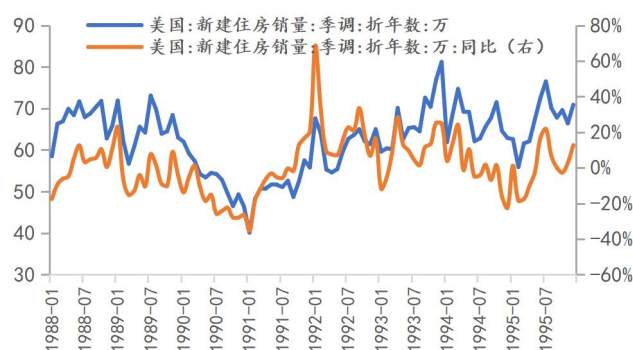
居民住房购买力指数下降，还本付息压力较大影响下贷款违约率明显上升，房地产占家庭资产配置比重持续下降，房价、销量持续下滑。第二轮降息前、中、后 6 个月平均住房购买力指数分别为 108.68%、105.07% 和 108.05%，按揭还本付息占个人可支配收入的百分比上升，分别是 5.79%、5.95% 和 6.03%。1991 年二季度住房按揭贷款拖欠率升至阶段性高点 7.37%，较降息前 1989 年二季度上升 2.61 个百分点。1987-1993 年，居民家庭资产配置中房地产占比由 30.98% 下降至 27.93%。1989 年 4 月至 1991 年 4 月，房价同比由 7.3% 降至 -2.22%，1991 年 1 月新建住房销量同比降至阶段性低点 -35.32%。

表 2：第二轮降息期间房地产居民端表现

时间区间	新建住房销量	新建住房售价:中位数	住房购买力指数	按揭还本付息占个人可支配收入的百分比
1988.12-1989.5	63.83	118450	108.68%	5.79%
1989.6-1989.11	67.3	121616.67	105.07%	5.95%
1989.12-1990.5	58.18	125250	108.05%	6.03%

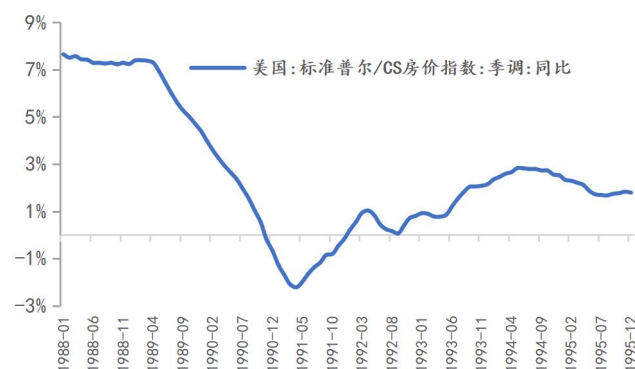
资料来源: wind, FRED, 国海证券研究所; 单位: 万套、美元; 备注: 按揭还本付息占比为季度数据, 复制为月度数据并计算平均值, 其他月度指标直接计算算术平均值

图 27：1988-1995 年美国新建住房销量变动



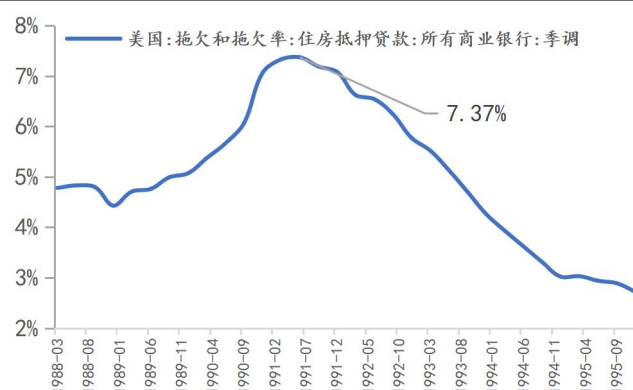
资料来源: wind, 国海证券研究所; 单位: 万套

图 28：1988-1995 年美国房价指数变动情况



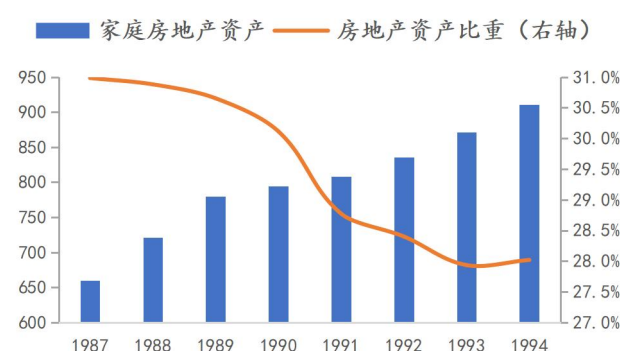
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 29：1988-1995 年美国住房按揭贷款拖欠率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 30：1987-1994 年美国居民房地产资产配置占比



资料来源: wind, 国海证券研究所; 单位: 百亿美元

3.2.3、企业端

企业获批、在建、新开工持续下滑，库存先降后升。第二轮降息前、中、后 6 个月平均新开工年化数持续减少，分别为 145、136.6、133.1 万套。新建住房

可供销售月数先减少后增加，分别为 7.2、6.7 和 7.65 个月，1991 年 1 月升至阶段性高点 9.4 个月。

3.3、第三轮 2001 年 1 月降息

3.3.1、基本面

在互联网泡沫危机和“911”事件影响下经济发生实质性衰退。2001 年一季度 GDP 环比折年率由正转负为-1.3%，此后二季度好转为 2.5%，“911”事件后三季度继续下滑至-1.6%。

图 31：2001 年美国经济增长速下滑



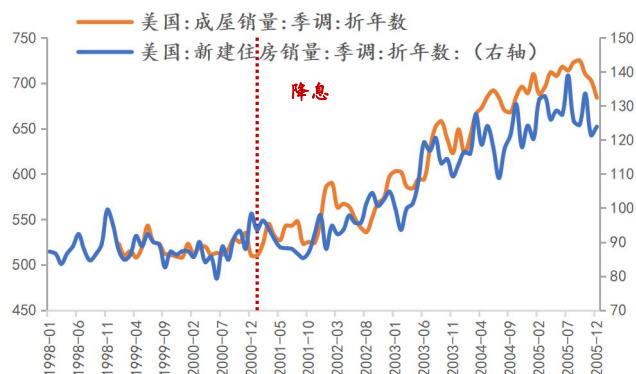
资料来源：wind，国海证券研究所

持续降息叠加小布什政府“居者有其屋”计划有力促进了此后地产周期持续上行，也助长了地产泡沫滋生。2001 年 5 月，美国国会通过 1.35 万亿元大规模减税议案，2003 年 12 月小布什总统签署《美国梦首付款法案》，每年向低所得家庭提供总额 2 亿美元的补贴，可使大约 4 万个家庭受益，平均每个家庭可得补贴 5000 美元。此后，2004 年推出《零首付法》降低 FHA 保险贷款的最低首付比例。

3.3.2、居民端

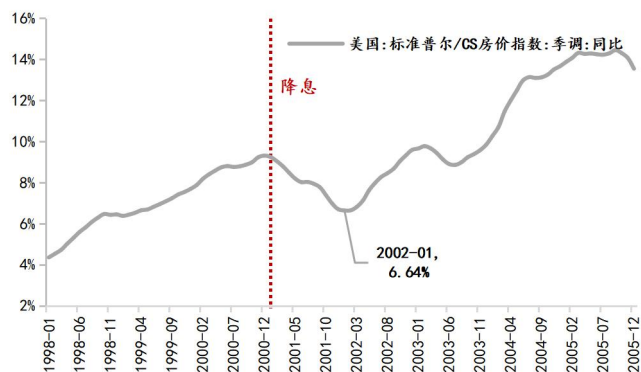
居民住房购买能力持续增强，房地产总体“量价齐涨”。第三轮降息前、中、后 6 个月内平均住房购买力指数分别为 122.1%、130.88%和 129.13%。从销量来看，仅在 2021 年三季度受经济衰退和 911 事件影响稍显疲软，此后整体保持较强增长态势。新建住房前、中、后 6 个月新建住房平均月销量为 90.7、91.9 和 89.6 万套；成屋前、中、后 6 个月平均月销量为 521、530、535 万套。房价同比由 2000 年 12 月的 9.31%降至 2002 年 1 月的 6.64%，但整体仍保持快速增长，且此后增速继续加快。2000-2003 年居民家庭资产配置中房地产占比由 27.23%提升至 31.56%。

图 32：2001 年降息后美国房屋销量较快增长



资料来源：wind，国海证券研究所；万套

图 33：2001 年降息后美国房价保持较快增长



资料来源：wind，国海证券研究所

3.3.3、企业端

企业新开工持续偏强，库存整体充足。第三轮降息前、中、后 6 个月平均新开工年化数分别为 152.4、161.8、158.5 万套；新建住房可供销售月数分别为 4.1、3.9 和 4.2 个月；成屋可供销售月数为 4.5、4.5 和 4.7 个月。

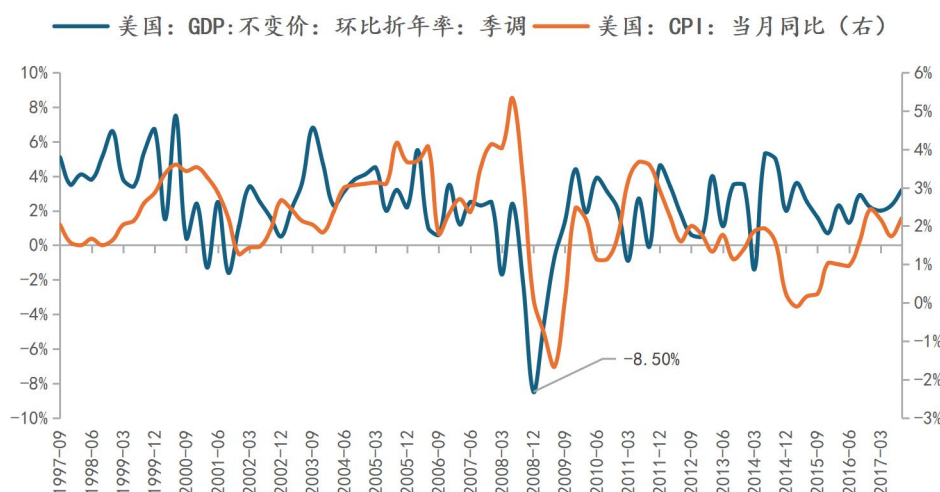
3.4、第四轮 2007 年 9 月降息

3.4.1、基本面

次贷危机引发全球经济衰退，房地产进入长期下行周期。在大规模救助计划、积极财政政策、持续货币宽松等作用下房地产市场经历漫长的修复期。2001 年美国互联网泡沫破灭后，积极的货币、财政政策叠加宽松的贷款条件，刺激了低收入人群的购房需求，房价一路飙升，2005 年 9 月同比最高至 14.44%，市场也出现了大规模投机需求。货币政策收紧后，次级贷款违约率增加，2005 年末房价增速放缓，证券化产品潜在风险逐步暴露。2007 年 9 月，美联储将联邦基金利率上限目标下调 50 个基点至 4.75%，降息周期开启。

美国投行雷曼兄弟倒闭后，美联储将联邦基金目标利率区间降至 0% 至 0.25% 的超低水平。同时美联储通过大规模购买美国国债、创新抵押贷款支持证券等货币政策工具，不断向市场注入流动性。2008 年 3 月、9 月美国 GDP 环比折年率为负，2008 年 12 月触底 -8.5%，于 2009 年 9 月重回增长轨道。

图 34：美国 90 年代初期陷入经济衰退



资料来源：wind，国海证券研究所

3.4.2、居民端

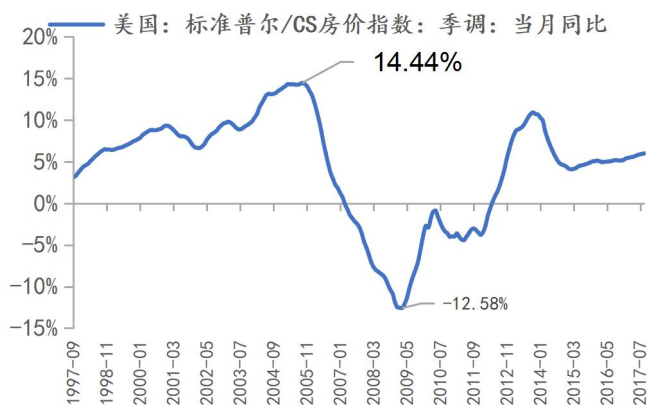
居民还本付息压力较大，违约率明显上升，房地产量价齐跌。降息初期 2007 年四季度，按揭还本付息占个人可支配收入的百分比升至历史最高点 7.25%。住房抵押贷款拖欠率持续升高，由 2006 年一季度的 1.36% 最高升至 2010 年一季度的 10.2%。第四轮降息新建住房前、中、后 6 个月平均月销量为 80.5、64.9、49.6 万套；成屋降息前、中、后 6 个月平均月销量为 518、436、414 万套。房价同比最低降至 2009 年一季度的 -12.58%，直至 2012 年才开始企稳转正。2005 年居民资产中房地产占比最高达 33.48%，2013 年仅为 23.89%，下降约 10 个百分点。

表 3：第四轮降息期间房地产居民端表现

时间区间	新建住房销量	新建住房售价：中位数	住房购买力指数	按揭还本付息占个人可支配收入的百分比
2007.3-2007.8	80.53	244716.7	111.9%	7.09%
2007.9-2008.2	64.88	238183.3	129.5%	7.21%
2008.3-2008.8	49.57	232933.3	131.4%	7.01%

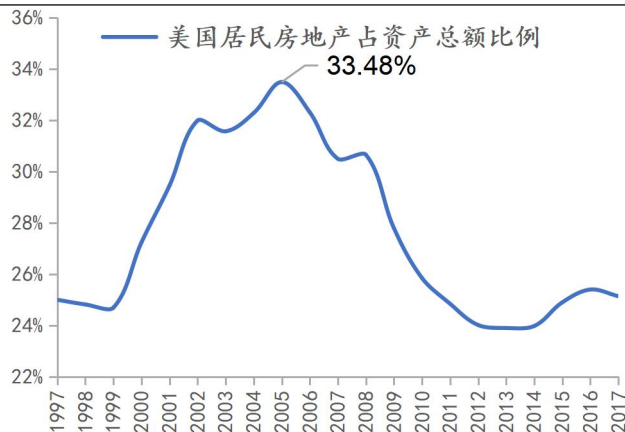
资料来源：wind，FRED，国海证券研究所；单位：万套、美元；备注：按揭还本付息占比为季度数据，复制为月度数据并计算平均值，其他月度指标直接计算算术平均值

图 35：次贷危机期间美国房价指数



资料来源：wind，国海证券研究所

图 36：次贷危机期间美国居民房地产资产配置



资料来源：wind，国海证券研究所

3.4.3、企业端

企业获批、新开工、在建持续减少，库存明显增加、空置率上涨。第四轮降息前、中、后 6 个月新开工年化数分别为 142.2、114.5、96.7 万套。新建住房可供销售月数分别为 8.13、9.28 和 10.67 月，成屋可供销售月数为 8.85、10.03 和 10.68 个月。前、中、后 6 个月平均租赁住房空置率分别为 9.7%、9.8%和 9.98%。

3.5、第五轮 2019 年 8 月降息

3.5.1、基本面

为预防经济放缓和疫情冲击，启动新一轮量化宽松和大规模财政刺激。本轮周期特殊之处在于财政刺激力度较大，对地产的促进作用更强。2019 年四季度受中美贸易摩擦影响，美国 GDP 环比折年率小幅放缓至 2.6%（前值 4.6%），此后受疫情影响，迅速转负最低至 2020 年 2 季度-28%。除降息和新一轮量化宽松外，2020 和 2021 年美国进行了三轮财政救助，共计约 5 万亿美元，大规模的财政刺激明显改善居民收入，加速启动了地产周期。

表 4：美国三轮经济援助增加居民收入

时间	名称	规模(美元)	资金用途
2020. 03. 27	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	2.2 万亿	包括对个人进行直接支付、加强失业保险、对企业贷款和补助、为医院、州和市政当局提供更多的医疗资源等。
2020. 12. 27	《新冠纾困法案》	9000 亿	包括进行新一轮小企业援助、失业救济金提供、向美国成年人和儿童刺激性付款，以及学校新冠病毒检测和疫苗分发等。
2021. 03. 11	《美国救援计划》	1.9 万亿	包括向个人分发支票、延长失业保险、向州和地方政府拨款、提高疫苗接种和检测能力等。

资料来源：美国国会网站，美国白宫网站，中国经济网，第一财经，光明网，国家发改委，国海证券研究所

图 37：美国财政刺激收入增长和消费恢复



资料来源：wind，国海证券研究所；单位：十亿美元

3.5.2、居民端

财政刺激明显改善了居民收入，房地产量价齐升。第五轮降息前、中、后 6 个月按揭还本付息占个人可支配收入的百分比分别是 4.18%、4.15%和 3.9%，整体负担较轻。2022 年房地产占居民资产配置的比重为 28.63%，较 2019 年 25.08%明显提升。新建住房降息前、中、后 6 个月平均月销量为 67.9、70.7、75.5 万套，在财政刺激下 2020 年 10 月单月新房销量最高升至 103.1 万套；成屋前、中、

后6个月平均月销量为531、542、502万套。房价指数同比由2019年9月的3.19%最高升至2022年3月的20.76%。

3.5.3、企业端

企业新建住房获批、新开工、在建总体偏强，空置率下降。除疫情影响2020年4-6月新开工放缓外，整体开工较2018、2019走强。

4、降息后居民房地产配置有哪些规律？

一是降息有助于提高居民房地产配置积极性。降息有助于减轻居民还款负担，提高居民住房购买能力，从而提高居民房地产资产配置积极性。如1984年9月降息、2001年1月降息后，居民房地产资产占比明显升高。

二是除降息外，居民配置房产会考虑未来房价的变动趋势。如1986年石油危机破灭后，经济发生实质性衰退、房价下行，1989年6月降息短期内并未挽救房价下行趋势，直至1991年5月后房价同比开始逐步回升，同时1987-1993年居民房地产资产配置占比同步下滑。又如次贷危机期间，2005年10月房价增速同比开始放缓，2007年3月房价指数同比转负，2007年9月降息后房价指数同比持续为负，直至2012年5月同比增速转正，同时2005-2013年居民房地产资产配置占比下降。因此在房价下跌时，降息不能刺激居民房产配置需求。

三是即使降息，居民决策还会参考贷款条件、收入预期、还款能力等多方面因素。2001年互联网泡沫破灭后，一方面美联储连续多次降息刺激经济复苏，另一方面美国政府推行“居者有其屋”计划，金融机构盲目向低收入群体发放贷款，居民贷款条件明显放宽，催生大量次级贷款，在促进居民房地产配置占比快速提升的同时，也滋生了严重的地产泡沫。2007年次贷危机期间，在极宽松贷款条件下，居民按揭还本付息负担不断增强，还本付息占可支配收入占比最高上升到7%以上，同时住房抵押贷款拖欠率从2006年二季度开始攀升，即使降息居民也缺乏继续加杠杆的能力。又如2020和2021年疫情期间美国进行了三轮财政救助，明显改善了居民收入预期，加速启动了新一轮地产周期。

四是降息后，居民房产配置决策还需考虑其他可替代资产价值变动情况。股票与地产、股票与债券在家庭资产配置中多数情况下呈现此消彼长的变动趋势。从前四次降息来看，降息后债券资产配置占比明显提升、股票资产配置占比下滑，而第五次降息后反而债券资产配置占比明显下滑、股票资产配置占比上升。疫情期间美股暴涨，2020年、2021年纳斯达克指数分别上涨约43.6%、21.4%，股市繁荣一定程度制约了居民债券、房地产配置倾向。

5、本轮降息后居民房地产配置会有什么表现？

从当前周期积极因素来看，一是移民人数增多、财富增长推动房地产需求较强，降息有助于需求释放。据美国国会预算办公室数据，2023年美国的净移民人数约330万人，较2022年继续大幅增长。二是当前全款购房比重上升，降息有助

于释放部分借贷购房需求。根据全美房地产经纪人协会报告显示，美国当前约28%购房采用全款方式。2023年底美国按揭还本付息占个人可支配收入的百分比为4.03%，处于较低水平。**三是当前市场整体逾期率、违约率不高，居民资产负债表仍比较健康，后续仍有加杠杆空间，房地产基本面整体较健康。**截至2023年6月，逾期30-59天抵押贷款占比约为1.3%，处于相对较低的水平。截至2023年Q4，美国居民杠杆率是72.9%，距历史高点（2007年Q4的98.7%）下降超25个百分点。

从当前周期不利因素来看，**一是长时间维持高利率的滞后效应还未完全显现，当前住房可负担性较低。**从最新数据来看，房地产销售放缓，2024年6月成屋销售年化总数389万套，环比下降5.4%。截至2024年8月1日，美国30年期抵押贷款固定利率为6.73%，虽较2023年10月阶段性高点7.79%小幅下降约1.06个百分点，但较2021年1月初阶段性低点2.65%上升约4.08个百分点。根据Attom报告显示，2024年二季度美国拥有一套典型住房的成本消耗平均工资的35.1%，是2007年以来最高比例。**二是商业地产价格持续下行，中小银行等金融机构风险仍存。**据MSCI统计，截至2023年12月，美国不良资产中约41%是写字楼，金额高达860亿美元。以美国合众银行为例，2023年第四季度的信贷损失准备金同比增长近28%，主要与商业地产项目有关。**三是居民超额储蓄消耗殆尽，家庭收入增长不确定增强。**2024年7月份美国消费者信心指数降至66.4%，创去年12月以来新低。**四是房地产补库周期下，若供应端改善好于需求端，则会在一定程度上抑制房价涨幅。**2024年6月成屋库存可售4.1个月，较阶段性低点2022年1月的1.6个月有所回升。同时，6月新开工同比降至-4.4%，绝对水平不高。

6、风险提示

美联储超预期降息：美联储降息预期摇摆，对全球金融市场波动产生影响。

美国金融风险超预期：在高利率环境下，要持续关注美国金融体系的脆弱性。

美国通胀超预期：美联储决策需参考通胀及就业数据变动，近期美国通胀持续回落，但仍有反复风险。

全球地缘政治冲突：俄乌冲突已持续了一年多时间，美国、欧盟等经济体参与其中，巴以冲突持续，世界格局演变存在不确定性。

历史经验适用性风险：当前市场现场与历史并不具有完全可比性，相关数据仅供参考。

【政策研究小组介绍】

夏磊，国海证券首席经济学家

易炜林，国海政策&地产分析师

庞欣，国海政策&地产分析师

【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。