本轮美国房地产复苏对中国家具行业出口影响几何？

——基于对美国地产周期的供需分析

引言：疫情以来，美国经济受到较为严重的冲击，导致消费、投资和进出口均出现了不同程度的回落。值得注意的是美国房地产市场虽然受到了波及，但后续新屋开工和成屋销售均表现亮眼，美国房地产行业景气程度已超过疫情前的高点水平。我们将影响美国房地产周期的供需因子作为切入点，深入研究本轮美国房屋市场为何大涨，以及后续是否仍存上涨动力，高点会在哪里？以此作为基础，进一步探究本轮美国房地产的复苏对我国家具出口行业的影响。

一、美国房地产周期供需分析框架。从房地产属性来看，它既是消费品也是投资品，这意味着房地产不仅受到供需的影响，还存在一定的金融属性。供给端通常是影响房地产价格的短期因子，而需求端通过对时间维度的区分，对房地产的影响可以分为短、中、长期因子。房地产在需求端变动的时候，其金融属性效应也被放大。具体来看，利率是决定房地产市场的短期因素，居民杠杆率是决定美国房地产市场的中期主要因素，以人口变化为主的社会因素是影响房地产市场的长期因子。

二、本轮美国房地产受“供需”双向提振。首先，零利率以及无上限量化宽松是本轮房地产市场火热的原因之一。美国 30 年期抵押贷款固定利率跟随着 10 年美债收益率同步下降，极低的贷款成本刺激了居民的购房需求，促进成屋销售。**其次，从供给端来看，受疫情影响，房地产上游受到严重冲击，成本上升带动下游地产价格上涨。**一方面，建筑商正面临木材和其他建材的供应限制、缺乏可负担起的土地材料，存在供应周期延长从而导致供应不足的风险；另一方面，建筑业仍然面临劳动力不足以及短缺，从供给端对房价形成上行压力。**第三，从需求端来看，疫情过后，房地产市场火热体现的是房屋空置率持续下降、住房自持率持续上升，表明房地产上升主要来源于真实购房需求。**疫情影改变了居民对于房产的需求，特别是对独立住宅的需求。

三、后续美国房地产市场“支撑”仍存，但“大幅提振”有限。短期来看，利率仍然维持低位，加上美国房地产库存告急，供需两端支撑房地产市场。但美国房地产销售增速在 2020 年年底开始放缓，预计房地产价格有望上行到 2021 年年末。**从中期来看，**居民杠杆率处于低位，房地产市场泡沫程度并不高，能够支撑房地产进一步的繁荣。**从长期来看，**美国 20-64 岁人口在 2021 年触底之后，有望开启新的一轮上行趋势，对房地产周期形成支撑。不过，**中长期视角下，我们认为在房地产上升的阶段仍然有两点需要注意：1）**随着财产性收入带来的贫富加剧的拉大，虽然中期对房地产的支撑将更加广泛，但是中高产阶级家庭往往以他们的房屋作为主要资产进行高杠杆化，这意味着他们特别容易受到房地产市场价格波动的影响。**2）**若房地产过热，将刺激住房商品需求向投资需求的切换，从而导致美国金融杠杆攀升，不利于金融市场稳定。

四、我国家具贸易出口将迎来一轮共振复苏。美国新屋开工领先中国对美国家具出口 3 月左右，中国家具出口仍存进一步上涨空间。虽然拜登上台对中国的态度强硬，但是贸易政策方面料不会更激进。对美家具制造业出口的提振有望增加企业订单，叠加人民币短期存在贬值压力，利好该行业的企业盈利。

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人

内容目录

一、美国房地产周期供需分析框架.....3
二、本轮美国房地产受“供需”双向提振.....6
三、后续美国房地产市场“支撑”仍存，但“提振”有限.....8
四、我国家具出口将迎来一轮共振复苏.....14

图表目录

图表 1：2008 年之后利率走势通常和房价走势相反.....4
图表 2：居民杠杆率若大幅攀升，不利于房地产市场.....5
图表 3：人口和房地产销售相关性较显著.....5
图表 4：影响房地产市场的因子整理.....6
图表 5：30 年国定抵押贷款利率回落.....7
图表 6：美国建筑业仍未恢复到疫情之前的水平，劳动力市场短缺.....7
图表 7：美国住房自有率和房屋空置率反比，表明实际需求上行.....8
图表 8：美国名义实际利率均已经上行.....9
图表 9：美国成屋销售库存回落.....9
图表 10：美国成屋销售和新屋销售同比领先营建许可 3 个月左右.....10
图表 11：营建许可同比领先 20 大中城市房价同比 6 个月左右.....10
图表 12：美国住房自有率处于历史高位.....11
图表 13：美国家庭债务还款占个人可支配收入处于低位.....11
图表 14：08 年之后美国居民杠杆率回落.....11
图表 15：美国家庭债务还款占个人可支配收入处于低位.....12
图表 16：美国 20-64 岁人口在 2021 年触底之后，有望开启新的一轮上行趋势.....12
图表 17：1967-2019 年平均五分位数家庭收入变化.....13
图表 18：美国金融杠杆情况良好.....14
图表 19：若后续房地产市场仍进一步攀升，那么金融系统性风险也将放大.....14
图表 20：中国家电用品累计同比上行.....15
图表 21：疫情后半场，中国对美国家具出口得到了提振.....16
图表 22：出口带动企业利润回升.....17

正文如下：

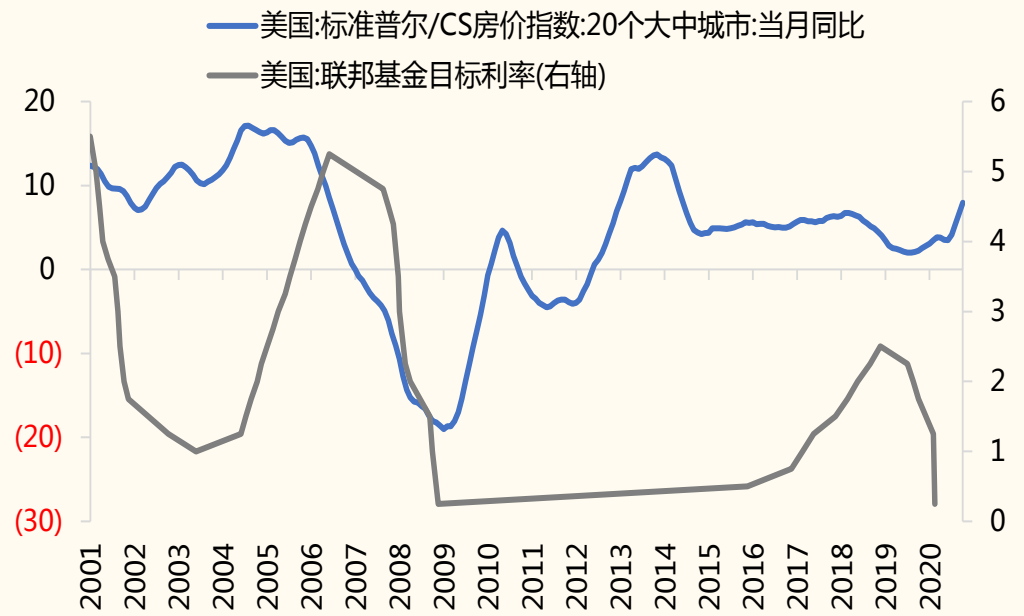
引言：疫情以来，美国经济受到较为严重的冲击，导致消费、投资和进出口均出现了不同程度的回落。值得注意的是美国房地产市场虽然受到了波及，但后续新屋开工和成屋销售均表现亮眼，美国房地产行业景气程度已超过疫情前的高点水平。我们将影响美国房地产周期的供需因子作为切入点，深入研究本轮美国房屋市场为何大涨，以及后续是否仍存上涨动力，高点会在哪里？以此作为基础，进一步探究本轮美国房地产的复苏对我国家具出口行业的影响。

一、 美国房地产周期供需分析框架

从房地产属性来看，它既是消费品也是投资品，这意味着房地产不仅受到供需的影响，还存在一定的金融属性。从供给端来看，劳动力、建筑成本、信贷可得性以及土地开发限制的变化均会决定房屋成本，若这些总和成本上行程度高于房地产价格增速的时候，就会导致房企利润下降，那么就会削弱房企拿地继续增加房地产供给的积极性，通过降低房地产的供给来进一步推动房地产价格上行。**从需求端来看，**相比供给端，需求端对房地产价格的影响因子则更为复杂，供给端通常是影响房地产价格的短期因子，而需求端通过对时间维度的区分，对房地产的影响可以分为短、中、长期因子。**房地产在需求端变动的时候，其金融属性效应也将被放大。**

利率是影响房地产市场的短期因素。在经济周期发生转变时，政府通过调整利率对市场进行干预，进而重新进行资源分配。利率对房价传导机制的原理是通过改变房地产的供应量和需求量，使得价格均衡点发生移位，进一步使得房价发生改变。一方面，利率可以通过供给端影响房地产价格；当利率下行的时候，房地产开发商的融资成本下行，资本边际效益上升，盈利的推升开发商的积极性，从而增加房地产的供给量，若此刻需求端保持恒定量的话，那么房地产价格就会下降。另一方面，从需求端来看，若是出自于投资需求，利率的下降带动贷款成本的回落就会导致房地产投资收益率上行，当房地产投资收益高于其他资产且供给端保持恒定不变时，短期内通过投机买卖房地产货的价差收益上升，房地产价格则会被动抬升；若是出于消费需求的话，虽然利率的下降会降低购房的融资成本，居民的购房负担能力上行，但由于消费品的弹性较弱，利率波动对房价的影响相对较弱。

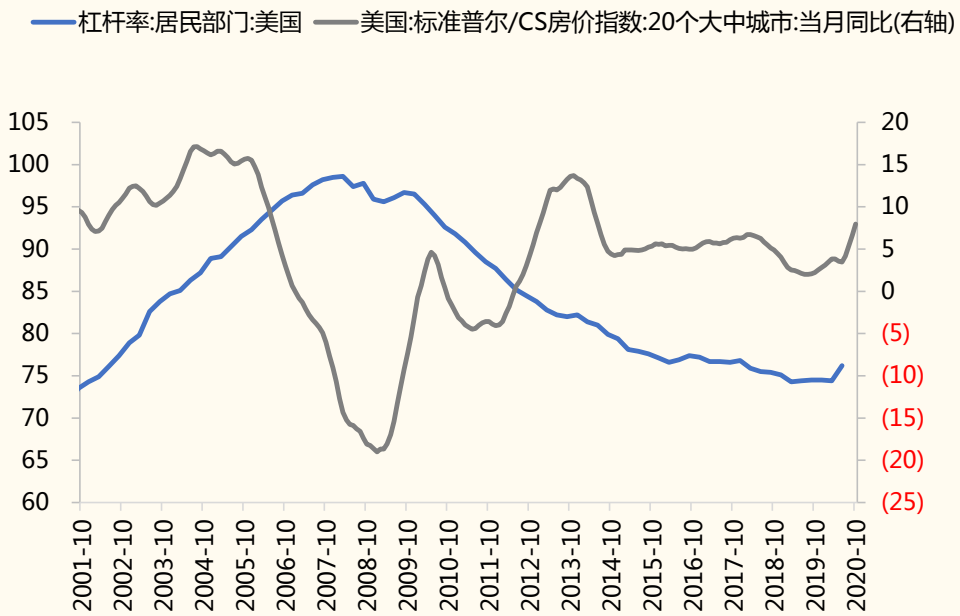
图表 1：2008 年之后利率走势通常和房价走势相反



来源：Wind，国金证券研究所

居民杠杆率是决定美国房地产市场的中期主要因素。虽然居民杠杆率对房地产价格的影响有限，但是它是衡量房地产市场整体的健康状况一个重要指标。房地产市场与信贷扩张之间存在双向的相互驱动机制。由于房地产存在金融属性，在现代自由主义经济下，较高的居民杠杆意味着引发金融系统风险的可能性上行，房地产市场将面临回调风险。只有居民负债/可支配收入处于合理区间内波动，才能维持房地产市场的健康。具体来看，居民负债会影响到整体生活水平和偿债压力，而居民的收入会直接影响居民的实际支付能力，两者只有保持均衡区间，才能够对房地产产生“有效的需求”。债务/可支配收入如果在阈值区间下，那么即使债务/可支配收入上行，对房地产市场也存在正反馈，优化家庭资产负债表，增加家庭消费。反之，债务/可支配收入如果在阈值区间之上，出现攀升过快且过度透支未来的预期收入，在居民负担持续加重的背景下，消费将被首先抑制，进一步削弱家庭财务的可持续性，而房地产作为家庭消费的最大支出，势必也会引致危机式急剧调整。

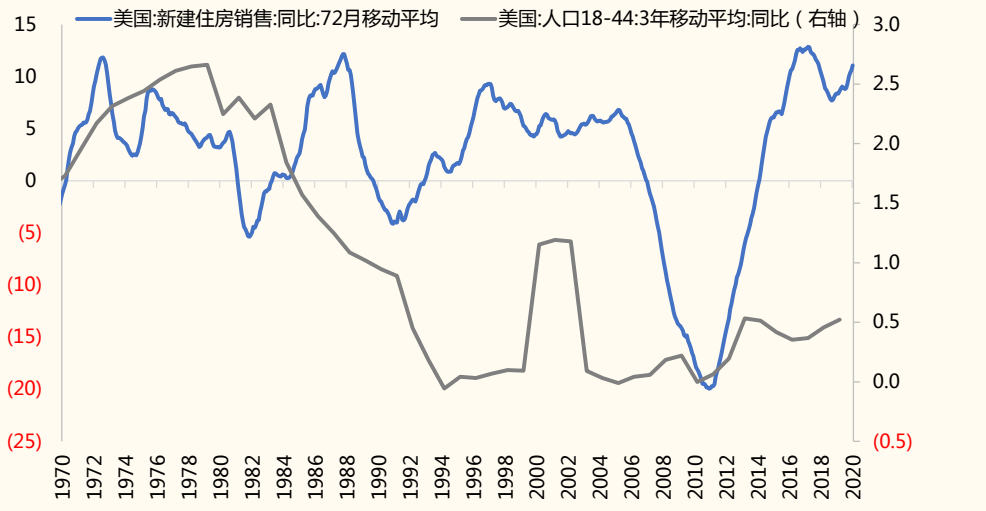
图表 2：居民杠杆率若大幅攀升，不利于房地产市场



来源：Wind，国金证券研究所

以人口变化为主的社会因素是影响房地产市场的长期因子。首先，人口是房地产市场发展的一个基本支撑，人口的自然增长从需求端会对房地产价格产生新的需求，由于相比较人口长周期的特点，短期的供给端变化的变动几乎可以忽略，所以就会出现新人口流入大中型城市产生的房地产刚性需求和房地产供给不足而产生的“供给缺口”，进而推动房地产价格中枢上行。**其次，**人口的经济属性也会自然而然地影响房价。人口的迁移往往是从农村向城市的集中，随着产业结构的升级使得周围的基建、教育体系以及治安的上行会继而吸引更多的购房者，也会显著推动当地住宅价格上行。

图表 3：人口和房地产销售相关性较显著



来源：Wind，国金证券研究所

加上其他决定房屋市场的因子，我们认为决定房地产市场主要包含四个因素，分别为成本因素、房地产政策因素、经济周期因素和社会因素，然后通过时间维度，进一步区分，得出：

图表 4：影响房地产市场的因子整理

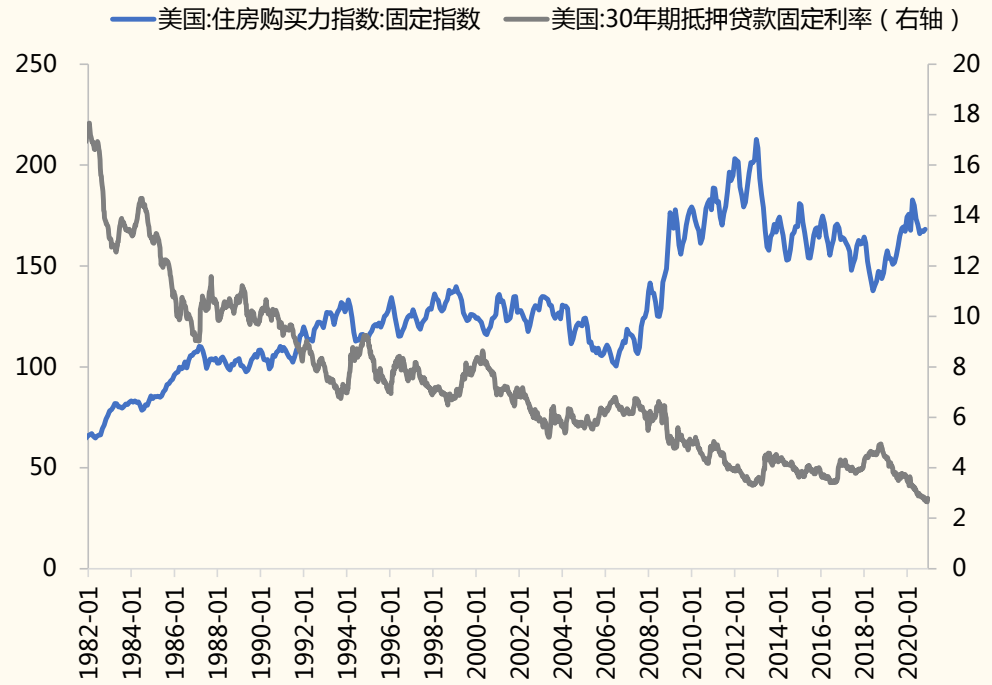
短期因子	利率
	税收
	成本
中长期因子	收入
	居民杠杆率
长期因子	人口
	城市产业结构
	教育资源

来源：国金证券研究所

二、本轮美国房地产受“供需”双向提振

零利率以及无上限量化宽松是本轮房地产市场火热的主要原因。从历史来看，2001 年美国为应对互联网泡沫以及“911 事件”带来的经济下行的压力，多次下调联邦基金利率，相对应的房地产市场价格指数持续上升；2008 年金融危机冲击下，美联储再次下调联邦利率并在长时间内保持低利率的水平，但由于金融危机是由房屋次级贷款说引发的，房地产市场收到严重冲击导致该行业复苏时间拉长，以至于到了 2012 年底，长期的低利率对房地产的拉动才显现。本轮疫情后，为了缓解美元流动性危机和刺激受新冠疫情影响的美国经济，美联储从 3 月开始将联邦利率降至 0%-0.25%的区间，推动 10 年期美国国债的收益率下行。美国 30 年期抵押贷款固定利率锚定的是 10 年期美国国债收益率，因此，30 年期抵押贷款固定利率同步下降，极低的贷款成本刺激了居民的购房需求，促进成屋销售。房屋销售在 5 月见底后大幅上涨。数据显示，美国 11 月成屋销售 669 万户，同比上涨 25.75%；美国新屋销售同样大幅上涨，11 月销售 841 万户，同比上涨 20.83%。

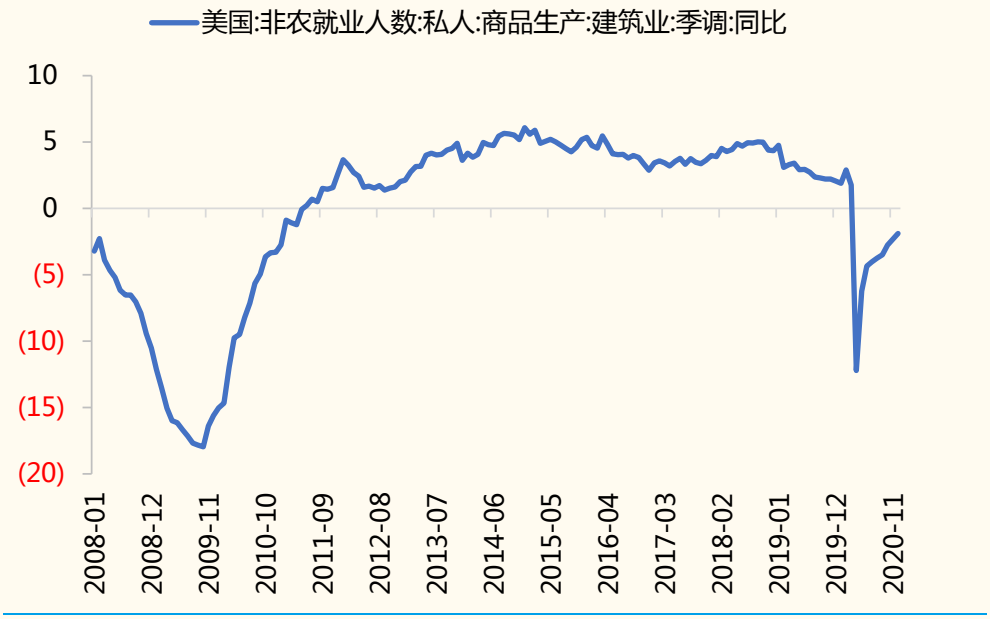
图表 5：30 年国定抵押贷款利率回落



来源：Wind，国金证券研究所

从供给端来看，受疫情影响，房地产上游受到严重冲击，成本上升带动下游地产价格上涨。疫情影响下，原材料成本和劳动力短缺两个方面对供给端形成冲击。一方面，建筑商正面临木材和其他建材的供应限制、缺乏可负担起的土地材料，存在供应周期延长从而导致供应不足的风险；另一方面建筑业仍然面临劳动力不足以及短缺，从供给端对房价形成上行压力。

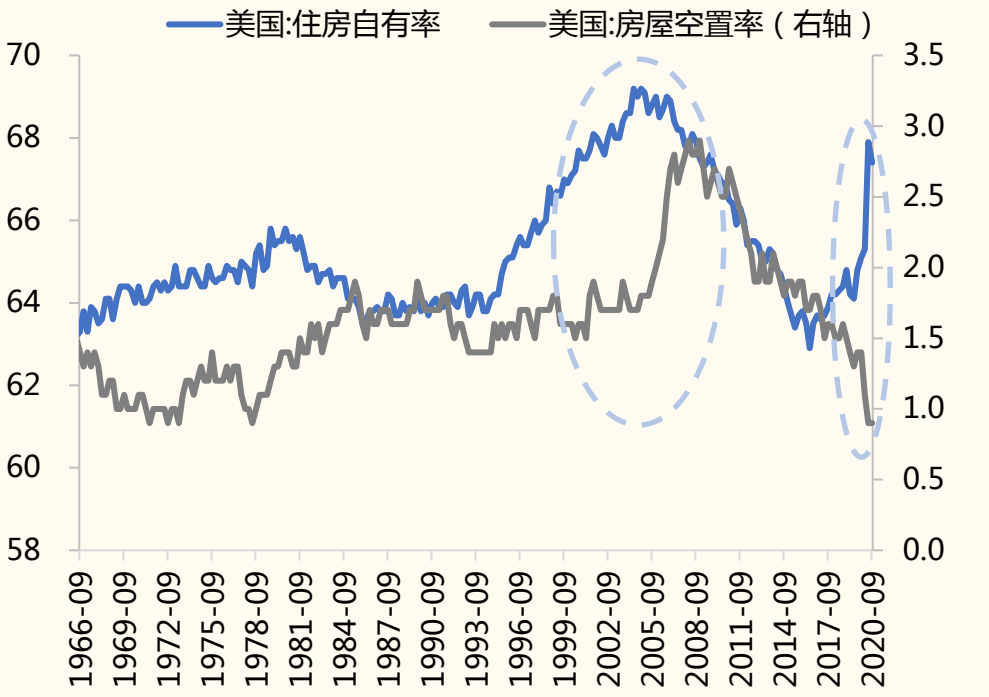
图表 6：美国建筑业仍未恢复到疫情之前的水平，劳动力市场短缺



来源：Wind，国金证券研究所

疫情改变了居民购房的住房需求，奠定了房价上涨的基础。21 世纪后美联储宽松的货币政策不但刺激住房刚需，更加重了房地产市场的投机心理，促使市场形成房价会继续上涨的预期，羊群效应加剧非理性抢购狂潮，引发 08 年次贷危机之前房价呈现螺旋式攀升，具体体现在：虽然住房自有率上升，但房屋空置率也同步上升。但疫情过后房地产市场火热的表现是房屋空置率持续下降。数据显示，截至 9 月份美国房屋空置率已经降至 0.9%。与此同时，美国住房自有率持续上升，表明房地产上升主要来源于真实购房需求。原因可能在于疫情影响人们生活方式和工作方式，进而改变了居民对于房产的需求上升，特别是对独立住宅的需求。根据 NAR 公布的数据，自 2020 年 5 月开始，独立住宅库存持续下降，到 11 月份仅为 2.2 个月供应量，同比下降 40.5%，相对应的独立住宅的销售价格同比上涨 15.1%，明显高于合作公寓的价格上涨水平（9.5%）。究其原因，我们认为可能主要在于疫情影响下，包括白领、高收入工作者或是自营职业者在内的居民或因为可以远程办公而从生活成本较高以及密集度较高的地区搬迁至成本较低、人口分布较松散的地区。

图表 7：美国住房自有率和房屋空置率反比，表明实际需求上行



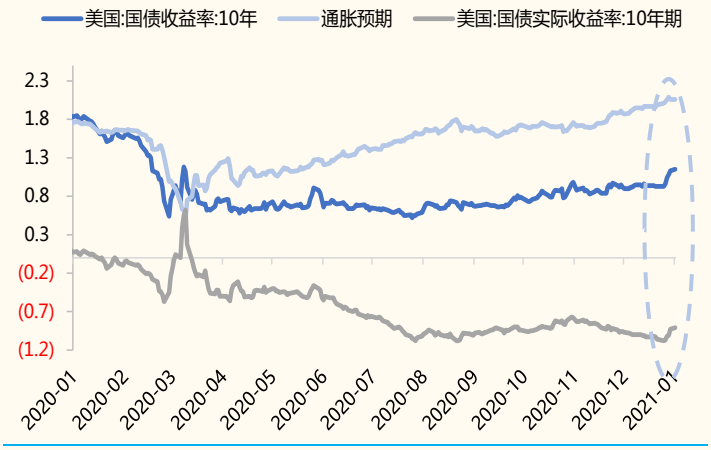
来源：Wind，国金证券研究所

三、后续美国房地产市场“支撑”仍存，但“提振”有限

从短期来看，利率仍然维持低位，加上美国房地产库存告急，供需两端支撑房地产市场。首先，美国短端利率在今年不会有明显的起色，虽然 1 月中旬少数的美联储官员演讲偏鹰，表示可能提早减少购债规模，加息可能会提前到 2022 年，但是在疫情疫苗不够明朗、经济内部复苏结构不均衡的背景下，即使财政政策加码，对整体经济的中枢提振也有限，这就约束了货币政策退出的时间和幅度。**其次，**房地产市场的供需格局依然较好。2020 年第四季度美国住宅总销

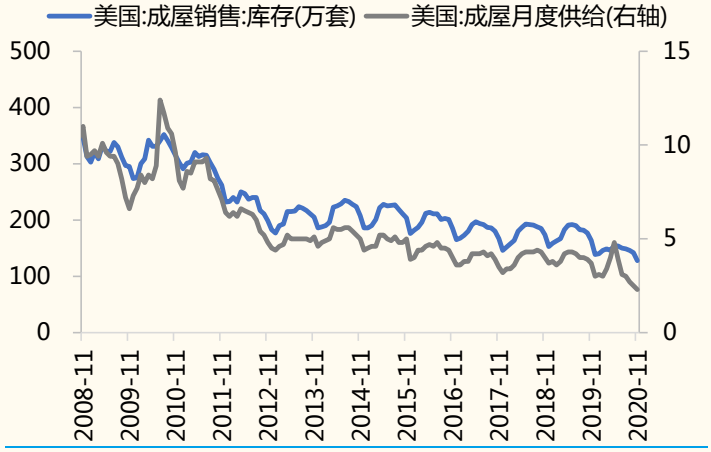
量达到了 760 万套，二手房和新房的销售都表现强劲。房地美预测 2021 年第一季度的房屋销售总额将达到 680 万套，2021 年全年的平均销售量将达到 650 万套，虽然较今年出现回落，但是整体需求依然保持强劲。从供给端来看，房屋销售激增令房屋库存承压，在此基础上房地美预测，2021 年和 2022 年，房价涨幅仍然分别为 1.3%和 0.7%。

图表 8：美国名义实际利率均已经上行



来源：Wind，国金证券研究所

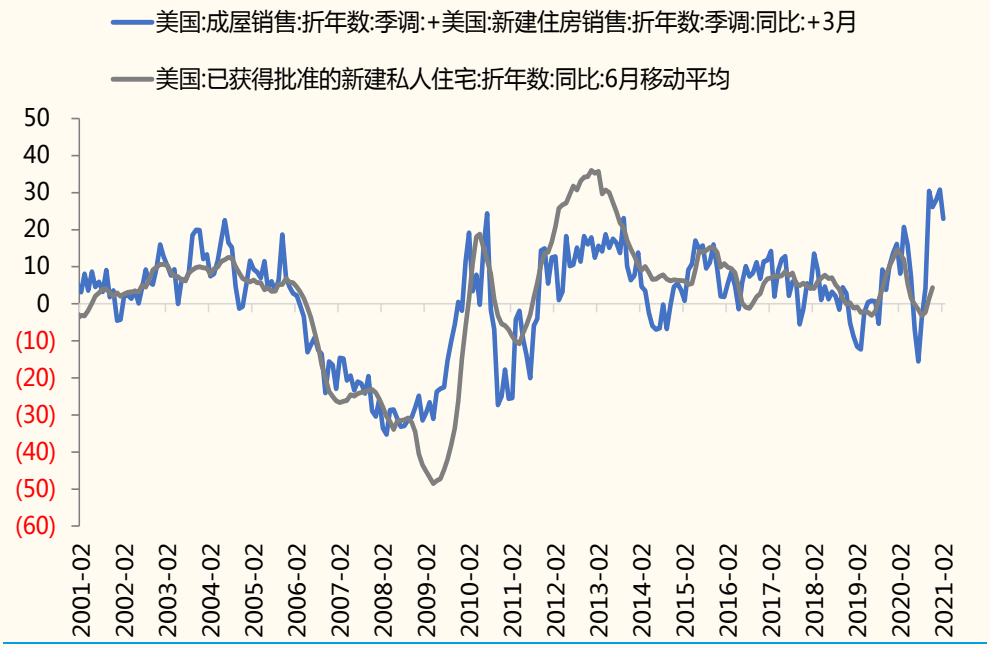
图表 9：美国成屋销售库存回落



来源：Wind，国金证券研究所

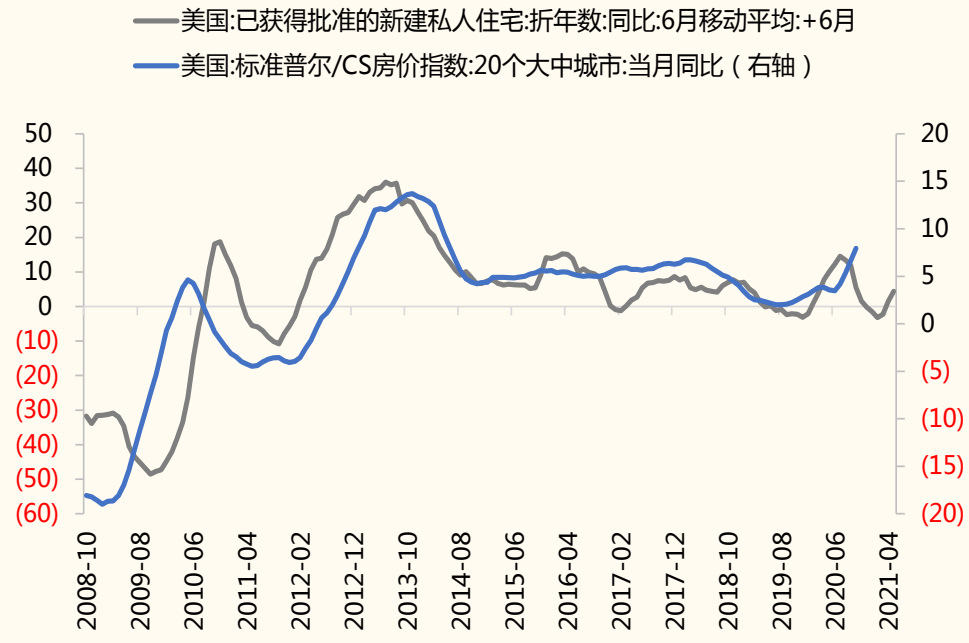
不过，美国房地产销售增速在 2020 年年底开始放缓，预计房地产价格指数有望上行到 2021 年年末。首先，短端利率没有进一步下降的空间，长端实际利率触底回升概率较高。长端利率受到通胀预期和期限溢价的影响，最近明显回升，虽然回升的幅度有限，但也意味着 30 年固定抵押贷款利率也将有所上行，将会对房屋市场产生抑制。**其次，从投资端来看，地产销售作为领先指标在去年 12 月已经从高点回落。**通常当房地产销售较好的时候，随着企业盈利的上行，房企会加紧施工并增加新开工面积，我们把美国成屋房销售和新建住房销售相加计算出房企市场整体销售额之后，其同比增速领先营建许可 6 个月平均移动同比增速 3 个月左右，而营建许可 6 个月平均移动同比增速领先美国 20 大中城市房价指数 6 月左右。但是去年年底房屋销售的拐点已经显现，那么房地产价格指数随后也将跟随回落。**第三，从需求端来看，住房自有率处于历史高位。**数据显示，美国住房自有率从 2016 年 6 月低点的 62.9%上行到 2020 年 9 月份的 67.4%，虽然较去年 2 季度有所下滑，但是仍然处于历史高位，表明住房需求刚性基本已经得到满足。**当前美国总房地产销售在 2020 年年底拐点已显，地产投资改善有望持续到 2021 年年底。**

图表 10：美国成屋销售和新屋销售同比领先营建许可 3 个月左右



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：营建许可同比领先 20 大中城市房价同比 6 个月左右



来源：Wind，国金证券研究所

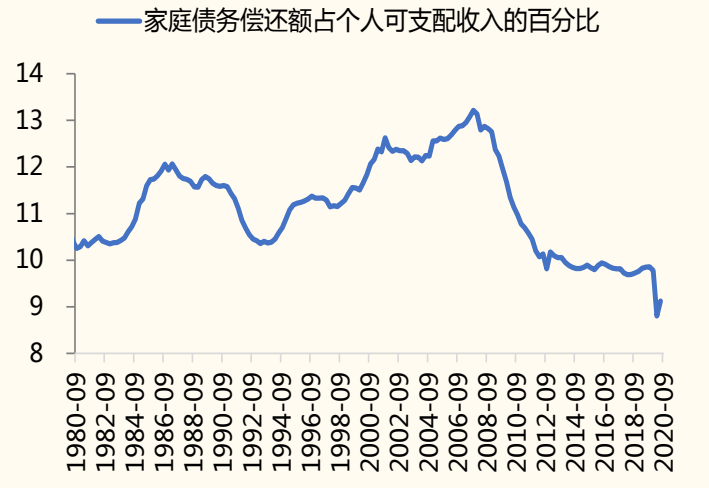
图表 12：美国住房自有率处于历史高位



来源：Wind，国金证券研究所

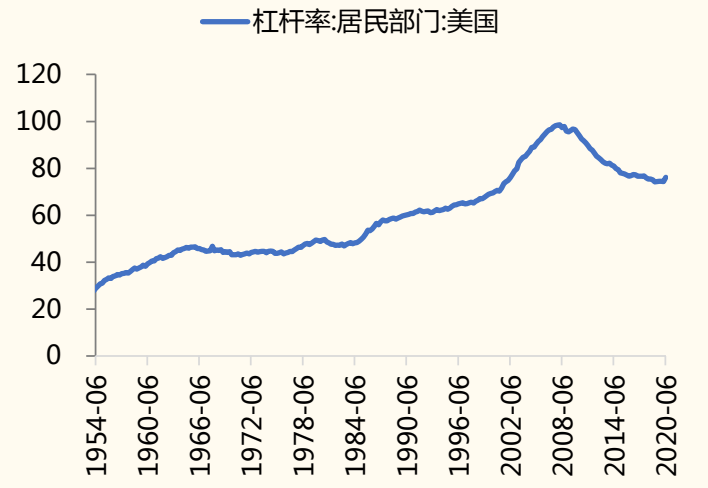
从中期因素来看，美国居民杠杆率处于低位，房地产市场泡沫程度并不高，能够对美国房地产形成支撑。2006 年，美国次级贷款高达 6400 亿美元，占到了美国全国房贷市场总规模的 20%；且金融公司、对冲基金手中以次贷抵押的债券总值达到了 1 万亿美元。2008 年次贷危机全面爆发后，美国房地产价格下跌导致贷款人手中的房屋资产快速缩水；且由于金融危机对劳动力市场的影响，使得部分居民无法支付高房贷，只能拖欠贷款，美国居民部门杠杆率（债务/GDP）持续下降。相比较之下，疫情过后大量的资金进入了房地产市场，使得居民杠杆率出现一定的回升；截至 2Q2020 的数据显示，美国居民杠杆率从 1 季度的 74.4%上升到 2 季度的 76.2%，虽然快速上行但绝对水平并不高，表明房地产泡沫并不严重，房地产市场的健康程度能够支撑房价进一步上涨。

图表 13：美国家庭债务还款占个人可支配收入处于低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：08 年之后美国居民杠杆率回落

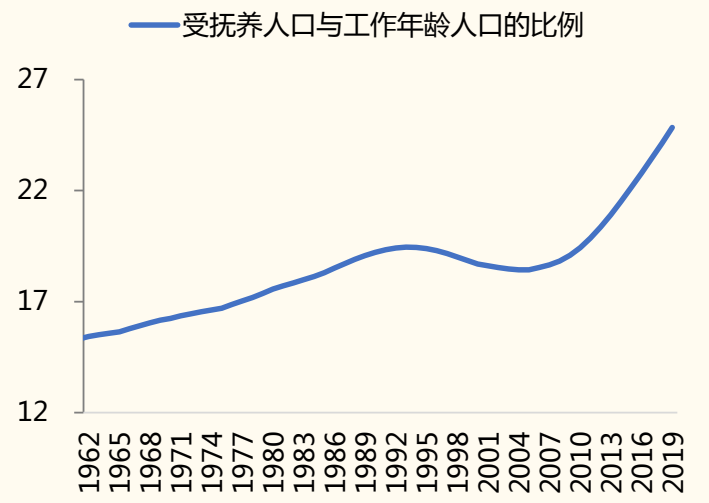


来源：Wind，国金证券研究所

从长期来看，美国 20-64 岁人口在 2021 年触底之后，有望开启新的一轮上行趋

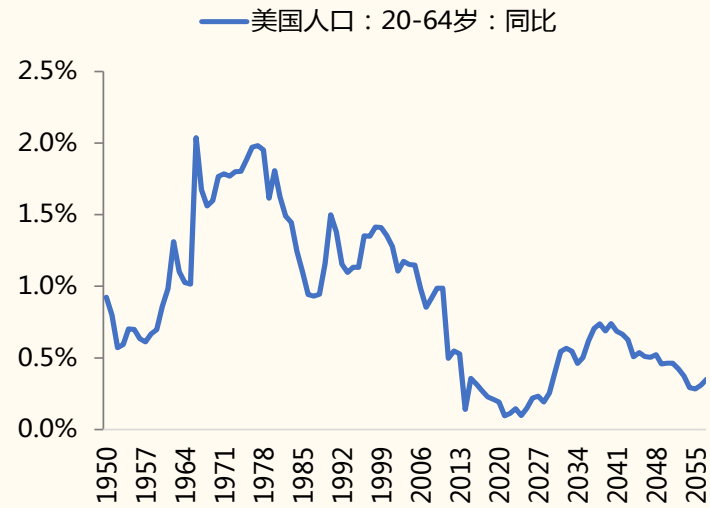
势，对房地产周期形成支撑。人口红利带来的房地产效应是指当劳动力人口占比较大且抚养率比较低的时候，由于对房产的新需求上行，以及收入带动追逐资产保值，进而带动房地产价格上行；越是劳动力流入充足的地域，带来的产业结构升级使得当地房地产需求扩张效应就越明显。20 世纪 90 年代后，美国房地产市场持续蓬勃发展主要受益于 70 年代美国的婴儿潮。当前数据显示，美国 20-64 岁的人口同比增速在 2021 年触底之后，将迎来一波上行趋势，那么房地产的未来潜在需求是有保障的。

图表 15：美国家庭债务还款占个人可支配收入处于低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：美国 20-64 岁人口在 2021 年触底之后，有望开启新的一轮上行趋势

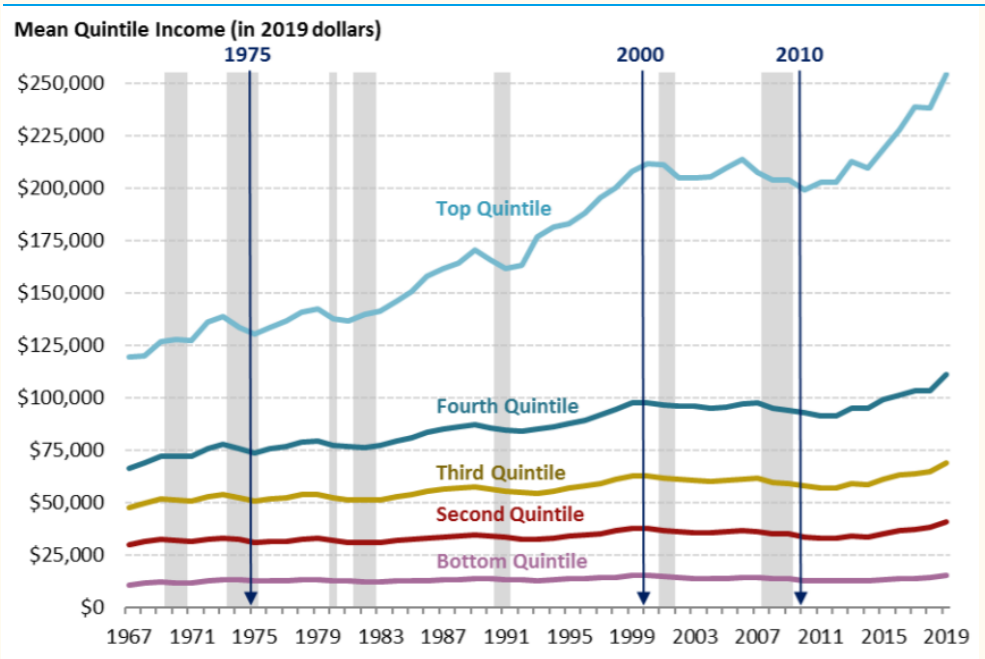


来源：Wind，国金证券研究所

但是从长期来看，我们认为美国房地产上升的阶段仍然有几个点需要注意：

第一，随着财产性收入带来的贫富加剧的拉大，虽然中期对房地产的支撑将更加广泛，但是中高产阶级家庭往往以他们的房屋作为主要资产进行高杠杆化，这意味着他们特别容易受到房地产市场价格波动的影响。自 20 世纪 70 年代以来，贫富差距在美国有所加强，且在这段时期内，收入不平等的加剧主要是由顶端收入相对较快的增长所驱动的。根据 Congressional Rersearch Serivce 公布的数据显示，1975 年，收入分配最高的 1/5 家庭的平均收入是收入分配最低的 1/5 家庭的平均收入的 10.3 倍；但是截至 2019 年，两者之间的倍数扩到了 16.6 倍。居民资产收入端的主要来源就是财产性收入和劳动报酬，而房地产资本的二次分配机理将使得贫富差距进一步扩大。中高产阶级通过资产优先占有和投机渠道，将多余购买房屋出租给低阶层居民，低阶层者把一部分劳动行性收入以租金的形式转移给了较富者，高收入家庭通过资产衍生更多的收益。在经济结构失衡以及资本逐利的背景下，投资者更愿意将资本单边流向了收益较高的资产中，而房地产收益率远高于现金，当房屋的供给端出现边际回落的时候，持有房屋市场的中高阶级更能够通过对房市形成垄断时获得定价权，促进房价继续上升。这种贫富差距的分化可能会较之前更容易出现房地产价格上升速度加快、泡沫破裂加速的情形，所以如何防范货币过度流向楼市以致房价“失控”逐渐成为后续关注焦点。

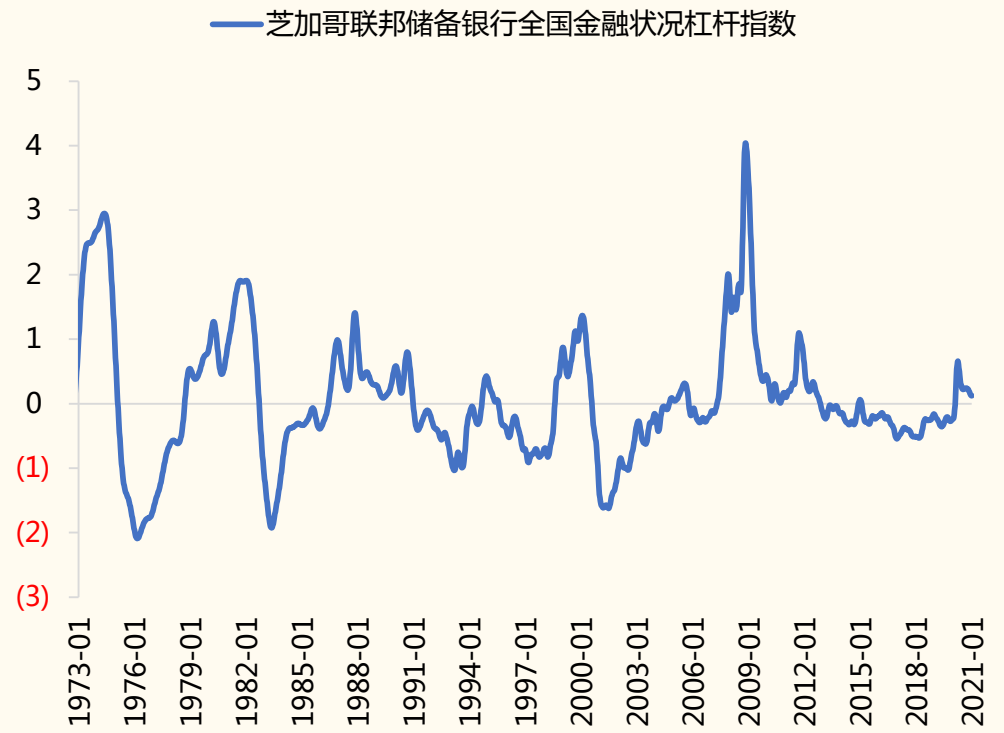
图表 17：1967-2019 年平均五分位数家庭收入变化



来源：Congressional Rersearch Serivce，国金证券研究所

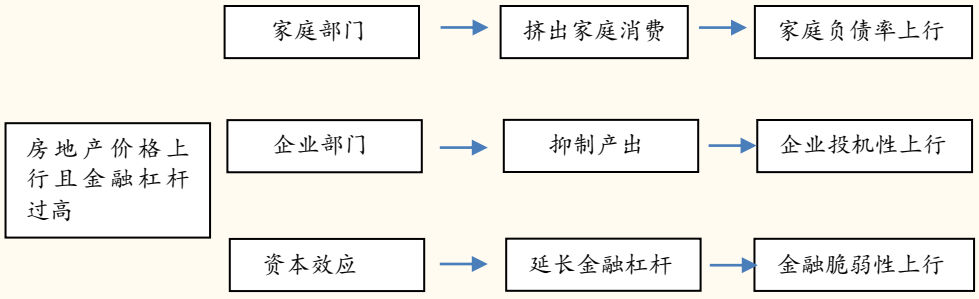
第二，若房地产过热，将刺激住房商品需求向投资需求的切换，从而导致美国金融杠杆攀升，不利于金融市场稳定。从房地产价格来看系统性金融风险，两者呈现非线性特征。房地产作为抵押贷款的主要标的物，如果在适当的经济杠杆下，那么就会增加了银行抵押贷款的信心，使得资金流动性加强。房地产金融属性的优势也有利于市场盘活资金，通过优化社会资源，对银行资产负债表形成利好。但是若金融市场处于过高杠杆的水平，一方面，对家庭消费形成挤出；另一方面，通过投机属性的虹吸效应吸引投资者进一步向房地产注入资金，“脱实向虚”导致经济经济虚拟化加重，使得金融风险不断累计，银行面临风险系统性风险的概率上涨、金融内生脆弱性暴露。从芝加哥联储公布的 NFCI 指标来看（NFCI 的三个子指数包括风险，信用和杠杆，来检测美国货币市场、债市市场、股票市场、传统银行和“影子”银行系统的金融状况），当前美国金融体系内部的杠杆仍然较低，表明当前美国金融市场的健康程度良好，但是未来仍需持续关注房地产持续火热对金融杠杆的影响。

图表 18：美国金融杠杆情况良好



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：若后续房地产市场仍进一步攀升，那么金融系统性风险也将放大



来源：Wind，国金证券研究所

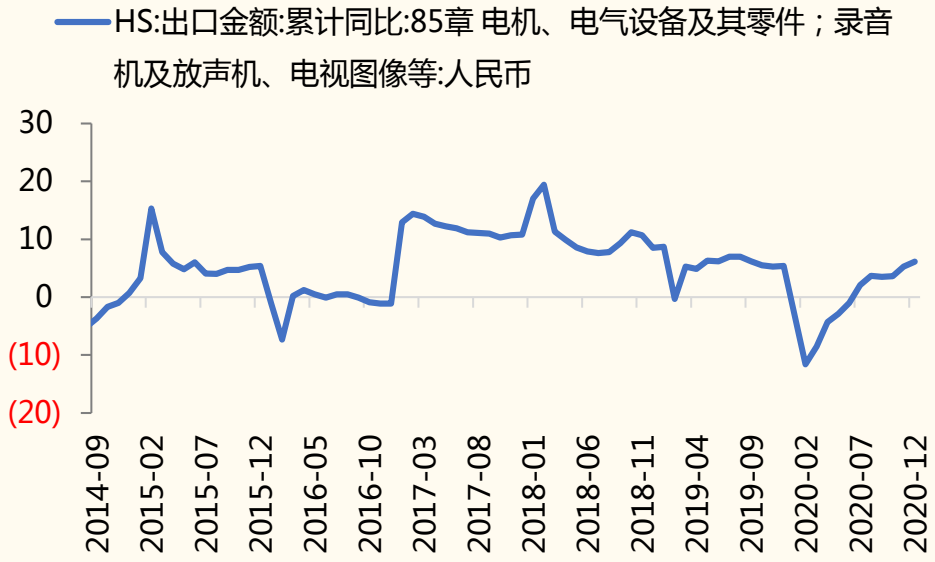
四、我国家具出口将迎来一轮共振复苏

自美国前任总统特朗普执政以来，强调“美国优先”的原则，贸易保护主义导致中国家具出口受到较较严重的负面影响。特朗普奉行的贸易保护主义对中国等经济体征收了高额的惩罚性关税。特朗普政府于 2018 年 9 月开始对出口家具到美国征收入口税 10%，并在 2019 年 1 月 1 日起入口税提高到 25%，使得家具行业深受其困。**但是近期的美国地产行业复苏有望对中国家具形成正向提振，具体来看：**

首先，美国的地产销售上升有望改善中国的加剧需求。从历史数据来看，美国新屋开工的同比增速在大部分情况下和中国对美国家具等出口呈现正向移动。

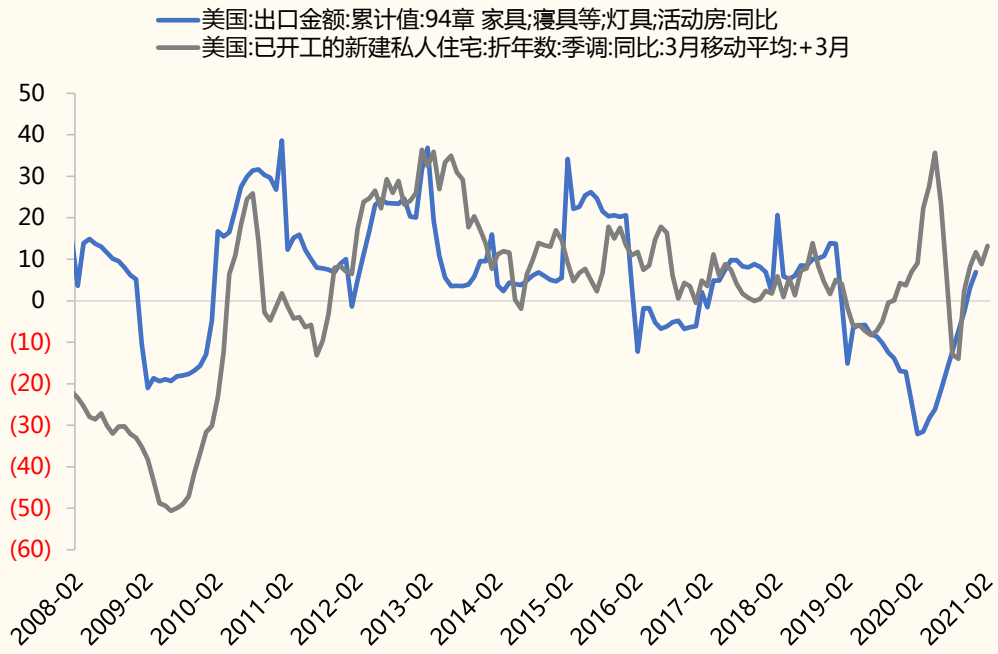
两者去年在年初的背离主要由于 3 月份，美联储放水之后推动 30 年固定抵押贷款利率下行，带动美国房地产需求上行。而我国家具企业通常是民营企业，规模并不大，企业资金周转往往比较困难，同时融资能力也存在着诸多的障碍，在年初疫情的严峻的背景下，一方面面临着经济压力大、消费推迟的考验，另一方面疫情导致的出口供应链中断对美出口进一步回落，使得家具企业雪上加霜。但是随着中国复工复产的推进，**首先，**生产供给恢复顺畅，后续配合着外需的回暖以及航运通畅程度上行，之前累积的积压订单有所释放，带动中国家具、家电和建筑装潢等地产后周期产品对美国出口大幅回升。**其次，**疫情期间居家生活明显提高了民居对耐用品的需求，减少了服务业的支出。由于居家时间比较长，对于家电的使用频率明显出现上涨，进一步促进了家电的出口。**我们之前提到，本轮美国房地产周期在 2021 年年底见顶，那么意味着美国房地产投资对中国的家具制造业等出口在 2021 年和 2022 年上半年仍然存在着一定的拉动作用。**

图表 20：中国家电用品累计同比上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：疫情后半场，中国对美国家具出口得到了提振

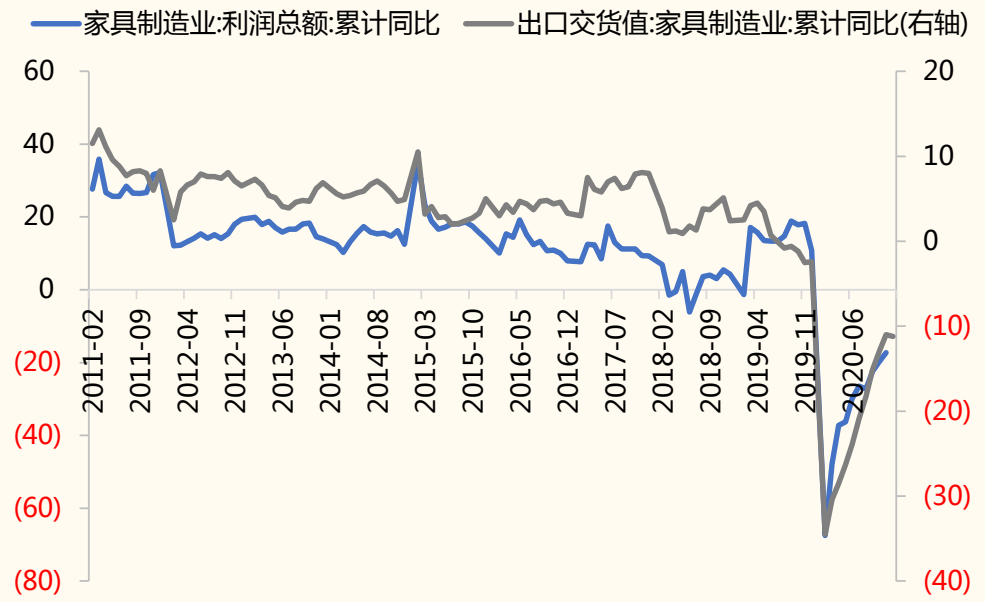


来源：Wind，国金证券研究所

其次，虽然拜登上台对中国的态度强硬，但是对贸易政策料不会更激进。首先，从经济角度来看，拜登上台颁布的口罩强制政策，虽然不一定能改变美国的疫情，但是至少不会恶化，经济逐步复苏的方向是确定，那么就会带动全球需求进一步回暖。从外贸政策角度来看，拜登虽然不会立即采取行动去取消特朗普政府对中国出口美国近一半产品征收 25%关税的措施，但是也不会提高现有的关税，毕竟拜登政府主导多边贸易框架，不认可特朗普单方加征，更希望通过联合盟友来提高自身的竞争力来制衡中国。

对美家具制造业出口的提振有望增加企业订单，叠加人民币短期存在贬值压力，利好该行业的企业盈利。首先，四季度以来欧美主要经济体消费和生产景气持续出现错配，随着美国财政财政刺激的落地，有望对消费形成弥补，对家具类产业链制造业产成品需求形成提振，进而带动企业订单上行，提振企业盈利。**其次，**美元指数在今年预计温和上行，人民币短期存在的贬值压力，意味着人民币计价的生产成本下降，企业净有效汇率回落对企业利润整体影响为正，促进本国出口的竞争力加强，给出口企业带来更大利润。

图表 22：出口带动企业利润回升



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH