

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

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

降息周期遇上执政周期，美国地产将走向何方？

2025年2月28日

- 美国启动降息之后，恰好碰上美国总统换届，2025年是美国降息周期遇上执政周期的一年，在“双周期”叠加之下部分变量可能发生逆转，此时美国地产将走向何方？
- 单独看降息周期，本轮美国新增抵押贷款利率出现“逆行”，但未阻止新旧房产市场的供需结构出现改善。美联储在去年9月宣布首次降息之后，迄今美国降息已达100bp。然而，美国房地产市场的抵押贷款利率并未跟随政策利率的下调而明显下调，反而出现上升。从销售端看，成屋和新屋销售量之间的走势差距仍较大，但今年年初两个市场的库存可供月份都较前几年同期上升，结合来看，我们认为今年年初的月度供给反映新屋和成屋的供需格局正踏上“改善”的大道上。
- 单独看执政周期，在移民问题上，特朗普政府倾向于减少总量。在2021-2024拜登执政时期，美国人口增长率逐步上升；在2017-2020特朗普执政时期，美国人口增长率逐步下滑，不同执政人领导的执政周期，对人口变量的影响不言自明。2024年美国人口增长率将近1%，是2008年以来最快的人口增速。究其根本，2024年人口高增长率的主要原因在于净移民激增。执政周期切换后，这一变量或会迎来变化。美国国土安全部表示，新总统上任第一个月已经逮捕了超2万名非法移民，参考特朗普1.0时期的表现，在削减合法移民途径、大规模驱逐非法移民下，移民变量可能发生逆转，美国今年的净移民数量大概率拐头向下。
- 双周期叠加下，新增抵押贷款利率难降，房屋需求总量可能回落，2025年房价涨幅或不及2024年。由于早期房价上涨尚未体现至通胀中，这一房租滞后效应可能会让再通胀持续。基于此，展望今年来看，全年下调的整体幅度相对有限。新增贷款利率难降之下，大部分成屋将很难释放出来，高利率中的部分居民可能会流转，我们认为今年成屋库存的回升斜率并不高，而新屋库存则主要看新开工的影响。受移民总量限制，房屋总需求量可能回落。基于两个市场更加趋向于供需平衡，原先供不应求的紧局面得到缓解，2025年房价涨幅或不及2024年。
- 风险因素：地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目 录

一、降息周期下，抵押贷款利率出现“逆行”	3
二、执政周期下，移民总量趋于减少	5
三、今年全年房价涨幅或不及去年	7
风险因素	10

图 目 录

图 1：降息后，抵押贷款利率“逆行”	3
图 2：美国密歇根通胀预期上升	4
图 3：成屋和新屋销售之间的走势差距仍较大	4
图 4：2025 年初，新房的供需格局有改善	5
图 5：2025 年初，成屋的供需格局也有改善	5
图 6：2024 年人口增长率是 2008 年以来的最高值	6
图 7：净移民激增是 2024 年人口高增长率的主要原因	6
图 8：新增和存量贷款利率差距仍有约 200bp	7
图 9：存量房贷利率高于 5% 的比例继续上升	8
图 10：存量房贷利率高于 6% 的比例已经上升了 10 个百分点	8
图 11：去年美国房屋价格较前四个季度上涨	9

2025 年是美国降息启动之后恰好碰上美国总统换届的一年，在双重周期叠加之下，部分变量可能发生逆转，我们认为今年的美国地产房价涨幅可能不及 2024 年。

一、降息周期下，抵押贷款利率出现“逆行”

迄今为止，距离美国启动最新一轮首次降息的时点，已有将近半年时间。但在降息周期之下，美国抵押贷款利率与美联储的降息路径呈方向相反的走势，出现“逆行”。

启动首次降息至今，抵押贷款利率不降反升。美联储在去年 9 月宣布首次降息后，迄今美国政策利率区间从 5.25%-5.50% 下降至 4.25%-4.50%，美国降息幅度已达 100bp，然而美国房地产市场的抵押贷款利率却不降反升。今年以来，美国 30 年期抵押贷款利率仍处在 6%-7% 的区间，甚至在今年 1 月中旬曾突破 7%（图 1）。

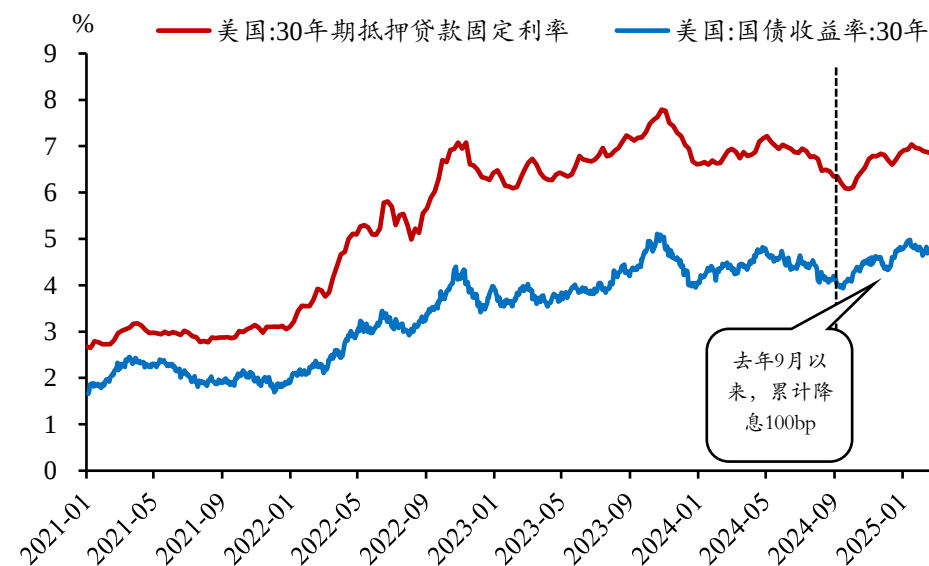
我们认为抵押贷款利率之所以出现“逆行”，是因为市场对持续通胀的担忧情绪升温，推动了美债收益率飙升，抵押贷款利率追随其涨势一路上行。

首先，美联储的降息行动主要影响联邦基金利率等短期利率，这些短期利率又影响着信用卡、汽车贷款和抵押贷款等一系列借贷成本。美国新增抵押贷款中近 90% 的贷款利率是 30Y 固定利率，因此抵押贷款利率与长期债券收益率的相关性更高并不奇怪。

其次，短期利率和长期债券收益率虽然都受宏观经济环境的影响，但它们有时并不会同步变动。比如，美国降息后 3 个月美债收益率和 30 年美债收益率的走势变动并不相同。短期和长期收益率之间的脱节，就可能导致即使美联储试图降低政策利率，抵押贷款利率却仍在上升的情况。

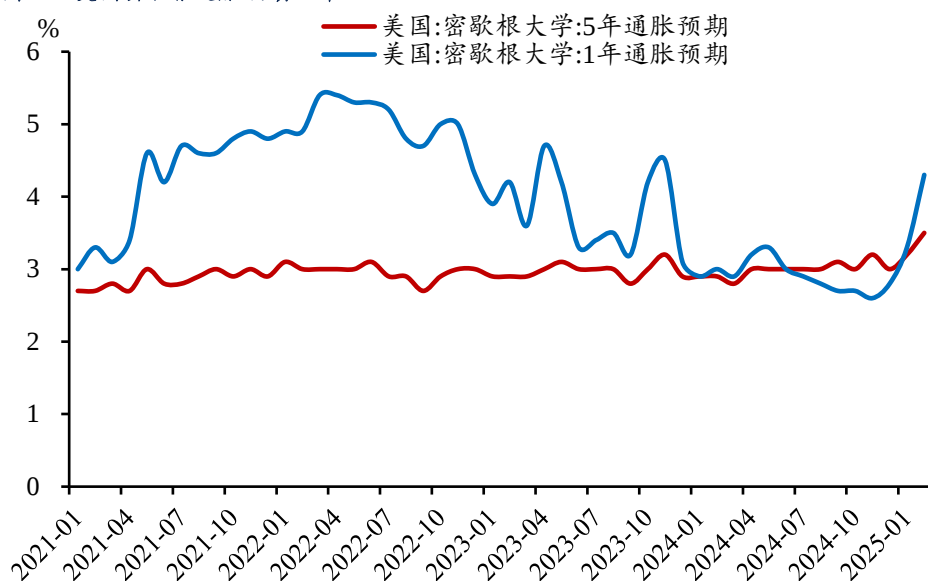
我们认为，这背后的原因或是对持续通胀的担忧导致美国国债收益率长短期的脱节和抵押贷款利率的“逆行”。

图 1：降息后，抵押贷款利率“逆行”



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

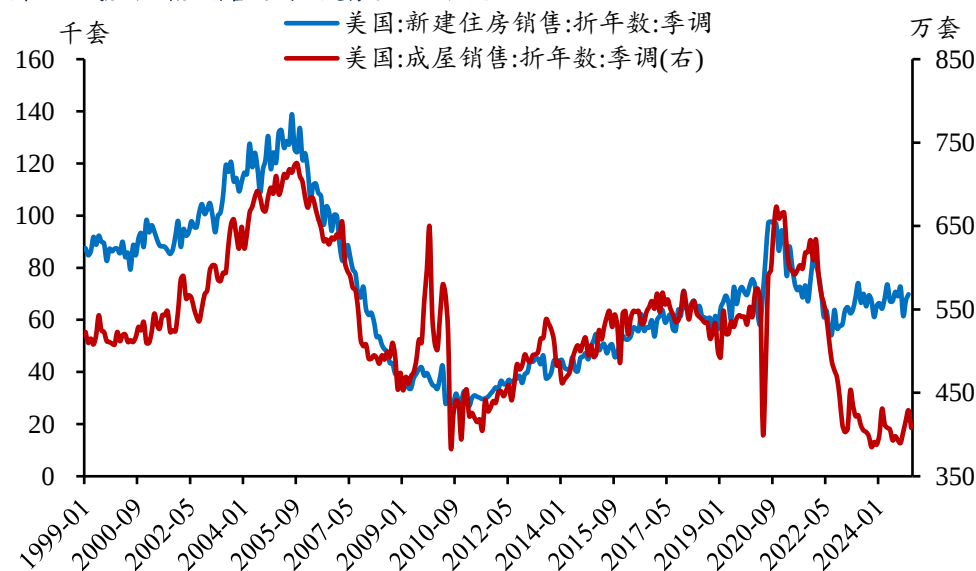
图 2：美国密歇根通胀预期上升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

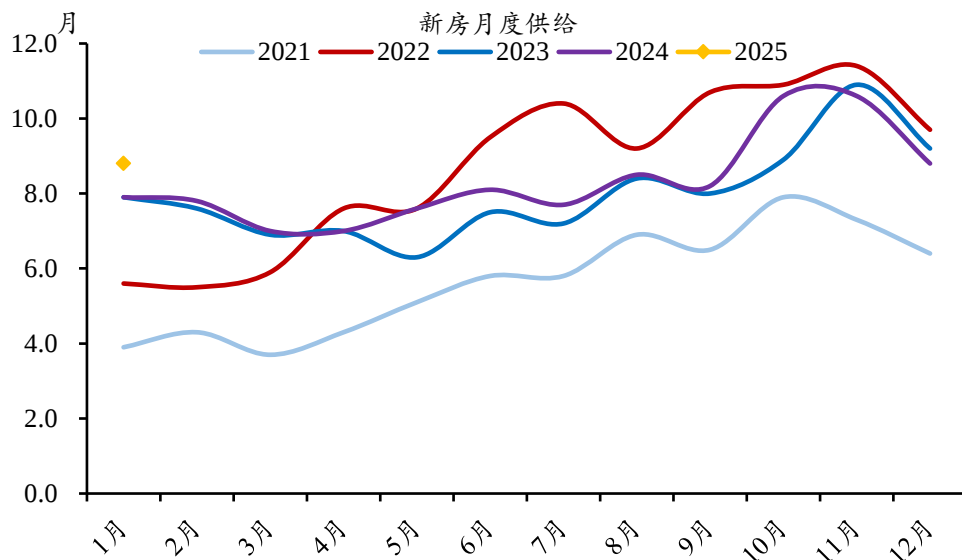
尽管成屋和新屋销售量之间的走势差距仍较大，但今年年初两个市场的供需格局都有改善。从成屋和新屋的销售表现来看，二者的走势往往基本一致。然而，2023-2024年期间，二者销售端的表现开始呈现出差异，其中成屋销售创下新低后一直在底部徘徊，新房销售量虽不及2020年的峰值，但却和疫前的销售量水平基本一致。销售端看，两个市场之间的走势差距仍较大。从月度供给来看，今年1月，新房库存可供销售时间是8.8个月，成屋库存可供销售的时间3.5个月，两个市场的库存可供月份都较前几年上升（图4-图5），而房价增速最高的2021年其月度供给处于低位（图11）。结合来看，我们认为今年年初的月度供给反映新屋和成屋的供需格局已在“改善”的路上。

图 3：成屋和新屋销售之间的走势差距仍较大



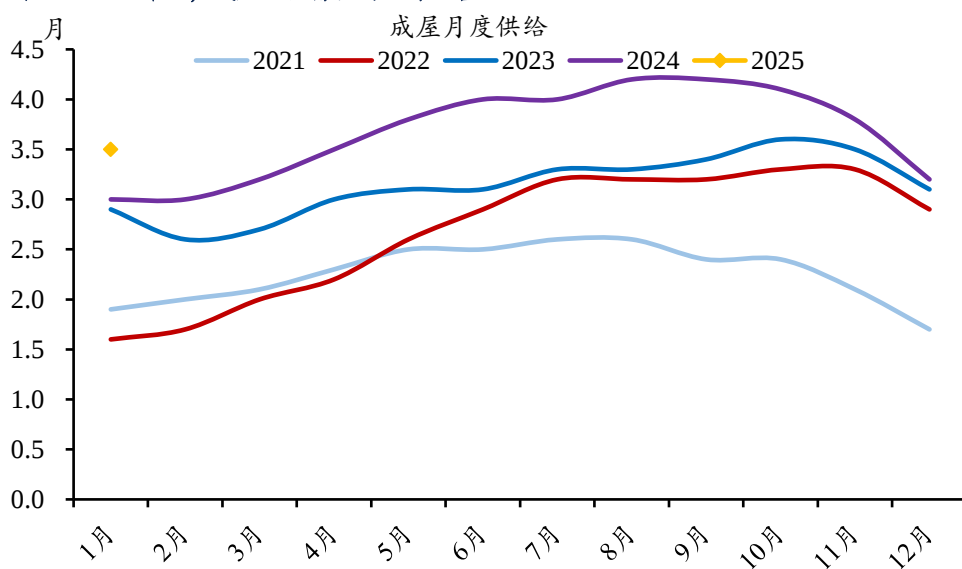
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：2025 年初，新房的供需格局有改善



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：2025 年初，成屋的供需格局也有改善



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、执政周期下，移民总量趋于减少

今年是执政周期切换的第一年，美国总统换届导致很多政策方针或政策方向发生改变。特朗普政府在 2.0 时期主张三大纲领：关税、移民和减税，而当下美国地产的变化主要有两个关键变量：抵押利率和人口。

前面我们已经讨论了降息周期下，美国抵押贷款利率的表现；而在执政周期下，地产主要的影响途径就是人口变量，从这不难看出特朗普三大纲领中对地产影响最大的莫过于限制移民的政策主张。

在 2021-2024 拜登执政时期，美国人口增长率逐步上升，分别为 0.20%、0.56%、0.83%和 0.91%。

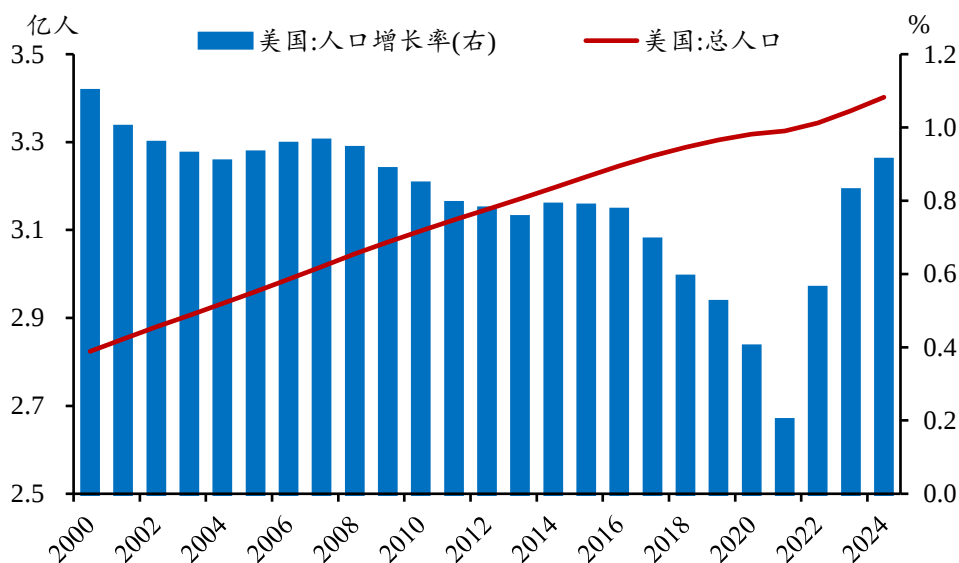
在 2017-2020 特朗普执政时期，美国人口增长率逐步下滑，分别为 0.69%、0.59%、0.52%和 0.40%（图 6）。

不同执政人领导的执政周期，对人口变量的影响不言自明。2024 年美国人口增长率将近 1%，是 2008 年以来最快的人口增速。究其根本，2024 年人口高增长率的主要原因在于净移民激增。执政周期切换后，这一变量或会迎来变化。特朗普自第一任期以来，他对非法移民的态度十分清晰明了，在第二任期开始前，其大规模驱赶移民的政策主张就已“先声夺人”。美国国土安全部表示，特朗普就任总统的第一个月内逮捕了 2 万多名无证移民。

参考特朗普 1.0 时期的表现，在削减合法移民途径、大规模驱逐非法移民下，我们认为移民变量可能会发生逆转。

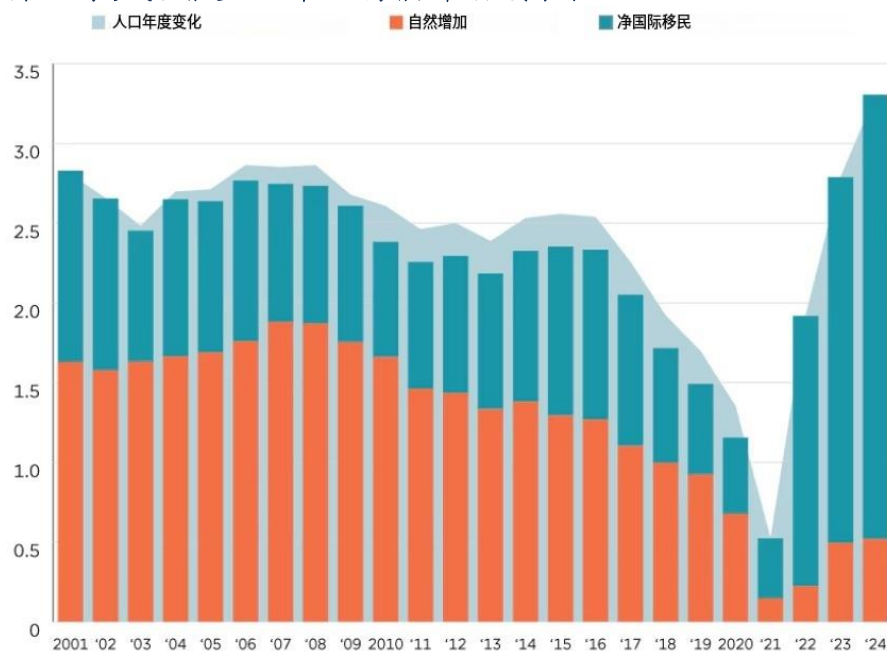
移民人口减少导致人口增量减弱，新增的购房需求或将减少。尽管移民减少可能也会在一定程度上导致建筑人员的缺乏，但基于新房的占比不大，我们认为由此带来的供给减少远不及需求的变化。

图 6：2024 年人口增长率是 2008 年以来的最高值



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：净移民激增是 2024 年人口高增长率的主要原因



资料来源: Census, 信达证券研发中心, 单位是百万人

三、今年全年美国房价涨幅或不及去年

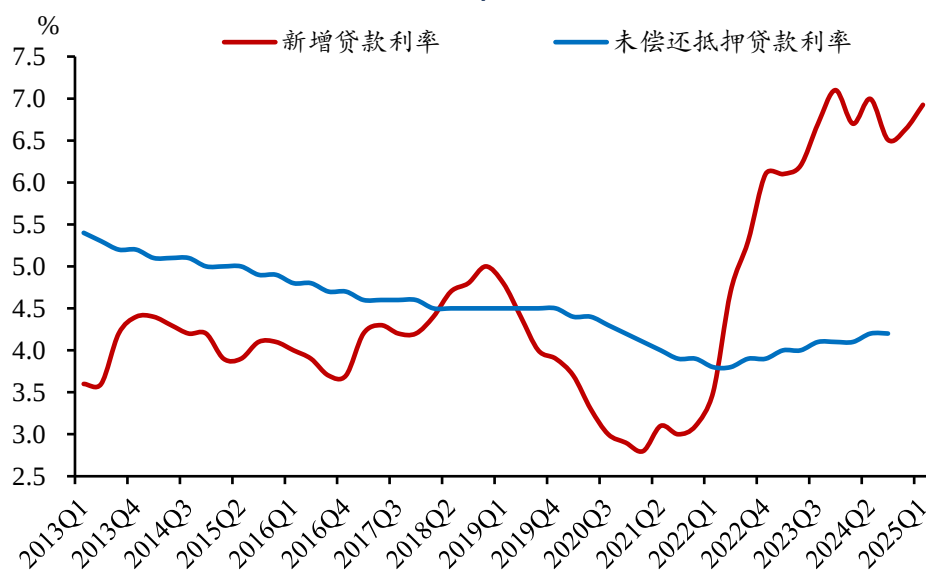
在今年双周期叠加之下，新增抵押贷款利率难降，房屋需求总量可能回落，2025 年房价涨幅或不及 2024 年。

在降息周期启动至今，抵押贷款利率出现“逆行”且仍处于较高水平。由于早期房价上涨尚未体现至通胀中，这一房租滞后效应可能会让再通胀持续。基于此，展望今年来看，上半年政策利率继续出现下调的概率并不大，全年来看下调的整体幅度相对有限。

较高存量利率部分流转，但大部分成屋供给仍受利率“锁定效应”影响。在超低利率期间，美国居民大多数都通过再融资锁定了较低的存量贷款利率，从 FHFA 的最新数据来看，存量抵押贷款利率低于 6% 的部分仍超 80%（图 9）。截至去年 Q3，存量抵押贷款利率高于 6% 的比例上升至 17.2%，这是自 2016 年以来的最高比例，已经较 2022 年的低点上升了 10 个百分点（图 10）。结合降息后介于 6% 到 7% 之间的新增抵押贷款利率来看，居民存量贷款中利率较高的成屋库存可能流转，但是大部分居民手里的存量贷款利率仍不具备流转的条件。因此今年成屋库存可能上升，但上升斜率不大。

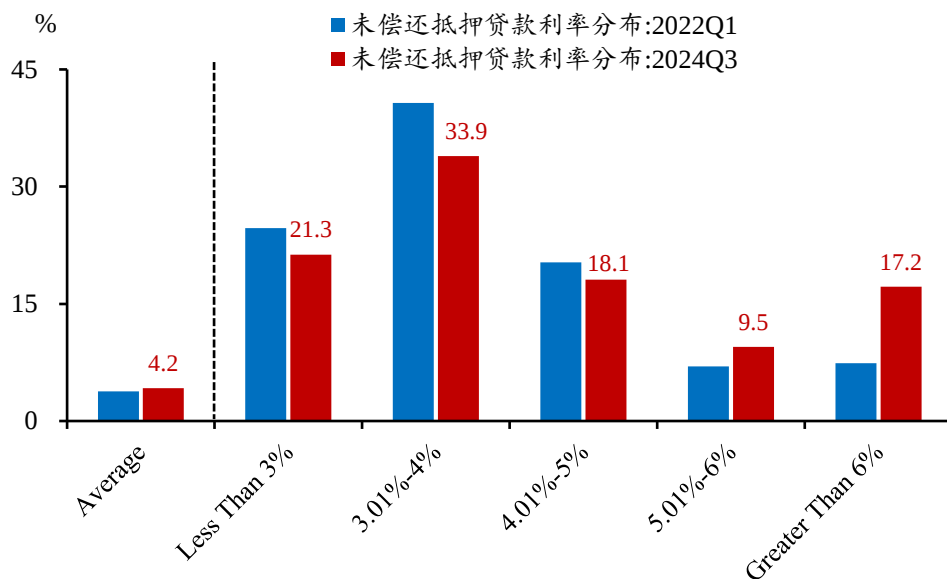
过去，利率压制下房价能出现上涨的原因主要是供不应求，我们预计今年移民变量可能发生逆转，房屋需求总量可能回落，供不应求的紧局面或有缓解。2024 年美国房价上涨的又一年，涨幅为 4.5%（图 11），由于美国居民手中存量的抵押贷款利率被锁定，成屋供给难以流转，购房者面临持续的供应短缺。即便面对利率高企的重压，2024 年美国房价仍在上涨。我们认为，今年全年利率下调幅度有限，新增抵押贷款利率低于 5% 的可能性较小，成屋供给大量释放难以出现，而小幅流转下库存的提升斜率不大。我们认为，需求放缓和供给边际增加正在缓解房地产的供需紧平衡，今年全年房价的涨幅或不及去年。

图 8：新增和存量贷款利率差距仍有约 200bp



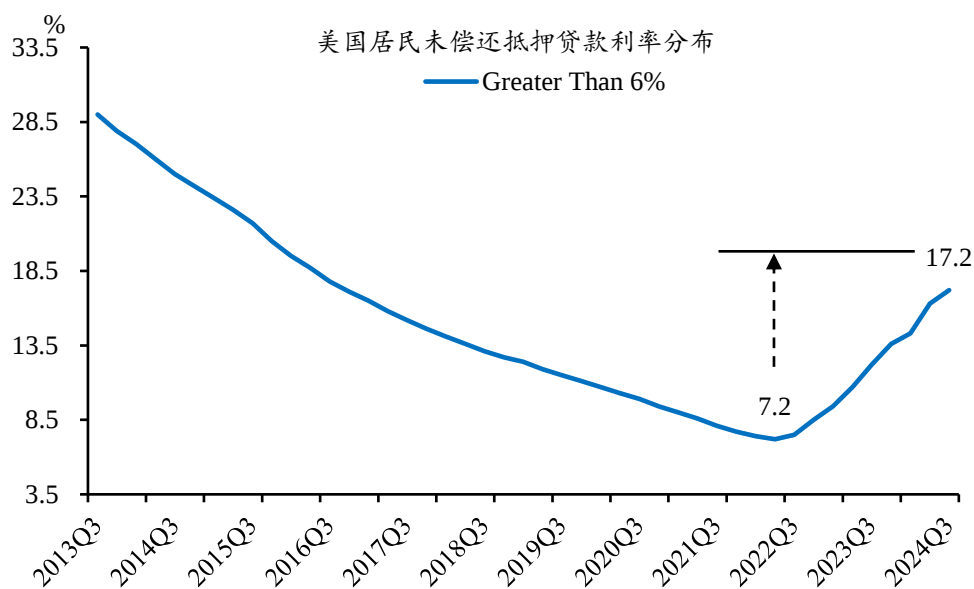
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 2025Q1 截至 2025.2.24

图 9：存量房贷利率高于 5% 的比例继续上升



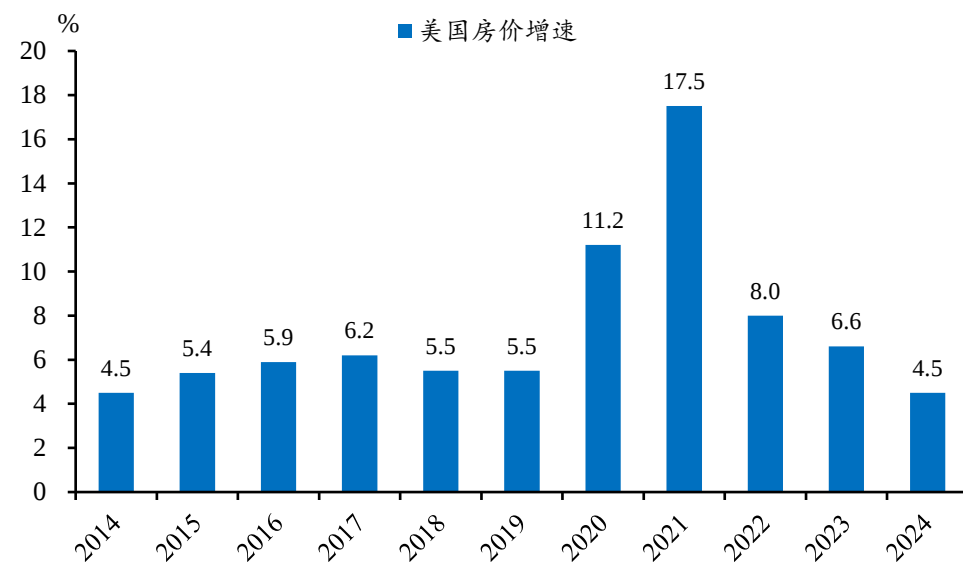
资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

图 10：存量房贷利率高于 6% 的比例已经上升了 10 个百分点



资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

图 11：去年美国房屋价格较前四个季度上涨



资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21 世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

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%~20%；	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。