

## 日本房地产调整经验是否对中国有参考意义？

### 核心观点：

- **日本房地产在泡沫破裂时期的“坚挺”：**日本在1990年资产价格泡沫破灭之后，陷入了所谓“失去的二十年”。但数据显示日本房地产新开工和销售在经历了不到两年的调整之后显著回升，并且房地产行业在GDP中的占比相对平稳，并没有出现想象中的大幅回落。我们尝试拆解和梳理当时日本在应对经济下行过程中，各项政策对房地产市场的影响，希望能找到一些对当下优化房地产政策有一定参考价值的内容。
- **日本政策层应对房地产“泡沫”时：**(1) 允许房地产价格快速下跌，房价大幅下跌后激发了潜在需求。(2) 日本对于居民的保护增加，控制企业的破产速度，日本的失业率对比其他国家仍然是相对平稳的。(3) 在居民住宅和商业房地产投资下滑的同时，日本政府房产投资上行，部分补充了房地产行业的下滑，使得经济的下行并未失速。(4) 日本大幅降低利率，使得消费者购买房产的成本下降。
- **中国对日本经验的借鉴：**中国房地产市场有其较大特殊性，房地产是我国居民的主要财产，土地出让是地方政府的主要收入之一，房价大幅下行会对消费和投资形成显著拖累。虽然通过房价在短期内大幅调整来实现房地产市场的出清并不现实，日本在就业保护和政府投资方面的经验具有一定参考价值。7月政治局会议已经把稳就业提高到战略高度，城中村改造和保障房建设将为房地产投资的新增长点。
- **降息是可选项：**在当下经济转型过程中，产能过剩和低通胀现象背后是实际产出偏离潜在产出水平。黄金法则和自然利率锚点调控下，我们测算对应5.5%潜在增长率水平的1年期贷款利率约在3.1%左右。鉴于当下中国经济存在负向产出缺口，央行在政策利率层面也可以适度加大下调力度。未来伴随负向产出缺口弥合，政策利率再逐步回归正常。根据日本房地产市场调整的经验，降息在稳定预期的同时可以有效降低购房者的成本，对房地产市场起到托底的作用。就中国目前的情况而言，降息可以降低地方政府还本付息压力，在一定程度上缓解地方政府债务风险。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

### 日本房地产占GDP的比重平稳



### 风险提示

1. 房地产销售大幅下行的风险
2. 国内政策落实不及预期风险

## 目 录

一、日本 90 年代房地产市场.....	3
(一) 泡沫破裂后房地产市场“稳定” .....	3
(二) 日本稳定房地产的措施.....	3
二、日本政策调控对我国的借鉴意义.....	5
(一) 我国房地产政策不能照搬日本 .....	5
(二) 我国可参考的日本经验.....	6
三、利率下调的空间.....	7
(一) 利率下调是现有框架下最可行的政策.....	7
(二) 我国利率下调空间.....	7
(三) 利率下调更多的经济意义.....	8

日本与我国一衣带水，并且经济发展路径相似。1990 年之后的二十年日本经济增速陷入低迷，被经济学界成为“失去的二十年”，普遍认为这是从 1991 年的日本房地产和股票市场下跌开启的。但让人疑惑的是，1991 年日本地价和房价快速的下落并未带来房地产行业在日本经济中地位的变化，日本房地产行业占 GDP 的比重相对稳定。1991 年价格大幅下跌后，房地产行业占 GDP 的比重反而小幅上行，比重从 1991 年的 11.4% 上行至 1994 年的 12.2%。房地产市场的流动性也并未出现大幅变化，新建房产在 1991 年反而上行。在房价、地价下跌的过程中，日本房地产占比的稳定值得探讨。

日本房地产在处理房地产价格“泡沫”时的经验值得参考。首先允许房地产价格快速下跌，价格下跌后释放了潜在需求。其次，日本对于居民的保护增加，控制企业的破产速度，日本的失业率对比其他国家仍然是相对平稳的。再次，在居民住宅和商业房地产投资下滑的同时，日本政府房产投资上行，部分补充了房地产行业的下滑，使得经济的下行并未失速。最后，日本大幅降低利率，使得消费者购买房产的成本下降。这期间日本住专向低收入居民发放大量住房贷款，进一步推动日本房地产市场流动性。

2021 年我国房地产销售和大幅走低，房地产企业债券违约频发，整个房地产行业处于较为困难的阶段，房地产行业的疲软拖累了我国经济运行。2023 年 7 月份我国政策层开始密集调整房地产政策，放开限购限贷、下调存量房贷利率等方面鼓励消费者购买房产，政策效果仍然在评估中。

房地产市场的调控政策如果见效较慢，房地产销售快速下滑得不到有效控制，就会走入房地产销售持续回落—房地产商回款困难—房地产商新投资和土地购买停滞—房地产商违约、破产，地方政府财政困难—经济进一步萧条—房地产销售再次下滑的恶性循环中，这时需要超预期的调控政策打破循环。

从日本的经验来看，保证房地产市场流动性的措施主要是房价大幅回落、利率降低、防止破产失业、政策专项基金发放贷款和政府投资增加几个方面。我国现阶段保护市场主体和政府投资在持续进行中。降低房价和降低利率的选项中，降低房价可能会产生系统性风险，降低利率会使商业银行利润和汇率承压。如果房地产行业在未来 1-2 个季度下行没有停滞，那么降低利率可能是见效更快、政策压力更小的选项。

## 一、日本 90 年代房地产市场

### （一）泡沫破裂后房地产市场“稳定”

80 年代日本经济持续上行，1985 年开启日元升值，1986 年日本央行货币政策宽松以及税收优惠，使得日本的房地产需求激增。1991 年高峰时刻，日本 6 大城市地价比 1985 年上行了 229.8%，日经 225 指数上行 224.6%。1991 年开始日本房价地价、日经指数出现快速下滑。1992 年日本 6 个主要城市土地价格下跌 15.5%，东京圈和大阪圈房价平均分别下跌 12.1% 和 23.6%，并且这种下跌持续至 1995 年。

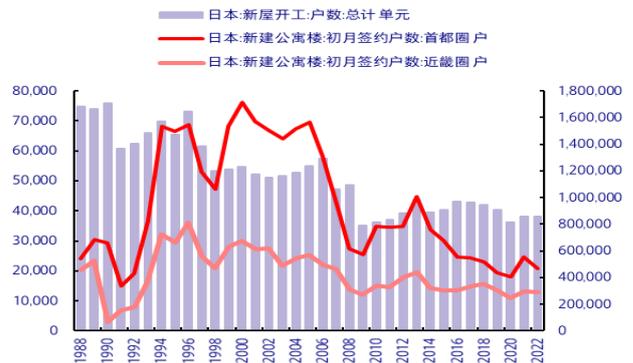
在房价下跌的过程中，日本房产的销售、房产新开工仍然在持续上行。日本房地产行业占 GDP 的比重平稳，并且有小幅回升。日本经济增长的停滞在此后并未避免，但是日本政策层对于房地产的调控有效的避免了房地产市场“崩溃”，避免了最坏结果的出现。

图1：日本房地产占 GDP 的比重（%）



资料来源：WIND 中国银河证券研究院

图2：日本新屋开工和房产销售



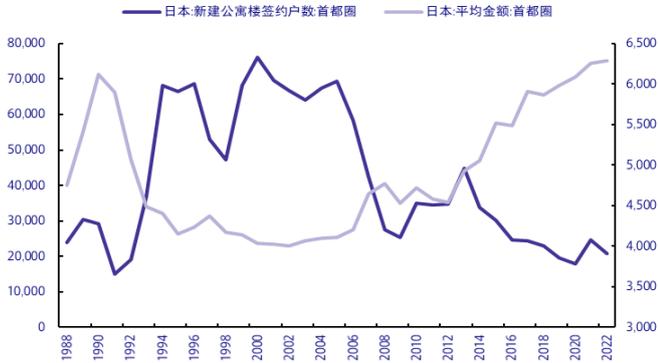
资料来源：WIND 中国银河证券研究院

### （二）日本稳定房地产的措施

日本房地产价格快速下行的过程中，日本房地产政策保持了房地产市场的流动性，为未来房地产回升奠定了基础。

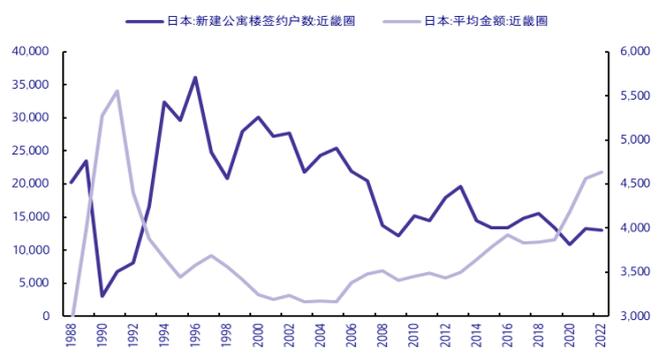
首先，日本房价的快速下跌直接释放了消费市场潜力，使得日本房地产消费随着房价的下跌上行。日本房地产市场的下行是市场行为，价格的下行并未受到控制。日本房价上涨以大城市为主，当房地产价格下跌时，大城市的下跌幅度也超过中小城市。日本房地产市场以大城市为主，首都圈和大阪圈房价的快速下行，使其销售在 1992 年开始持续走高，尤其是首都圈房地产销售直至 2007 年以后才开始回落。

图3：首都圈房价和房屋销售（万日元、户）



资料来源：WIND 中国银河证券研究院

图4：大阪地区房价和销售（万日元、户）

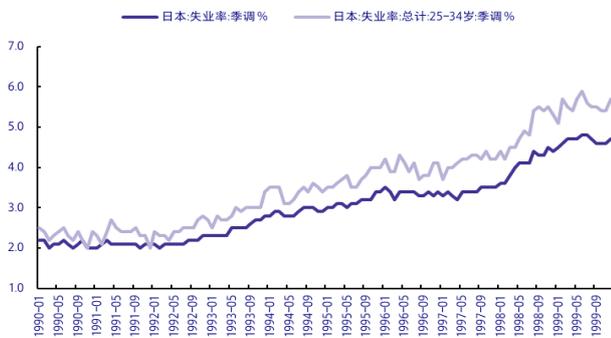


资料来源：WIND 中国银河证券研究院

其次，日本虽然处于房地产泡沫破裂、金融机构倒闭、经济下行的过程中，但日本的失业率始终相对平稳。1991 年到 1994 年日本失业率总体上行 0.8 个百分点，失业人口在 3 年间仅增加了 50 万人。日本的经济政策实现了“没有允许无秩序破产而避免了更大程度的社会混乱”，“就业优先是日本根深蒂固的社会契约”，在日本经济景气严重下降时期，日本失业率也只是缓慢上行。

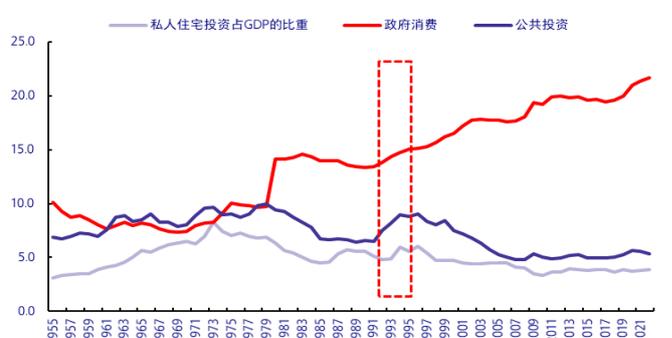
再次，日本政府投资在危机期间大幅上行，补充房地产投资的下行。1991 年开始私人住宅投资出现了短暂的下滑，但是政府公共房产投资上行，弥补了私人住宅投资的下滑。1991 年后下滑速度最快的是私人设备类投资，1992 年和 1993 年分别下降 1.82% 和 2.02%，私人住宅投资仅在 1992 年占比下降 0.34%。1992 年和 1993 年的政府公共投资占比分别上行 0.95% 和 0.74%。

图5：日本失业率（%）



资料来源：WIND 中国银河证券研究院

图6：政府投资和政府消费占 GDP 比重上行（%）



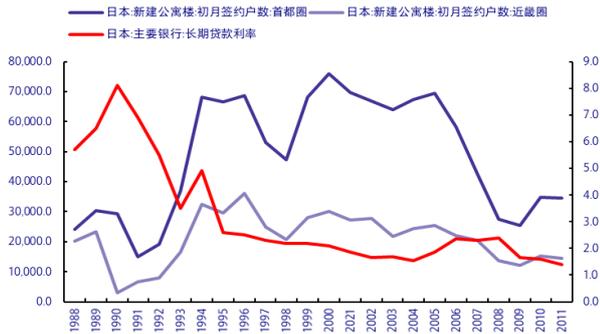
资料来源：WIND 中国银河证券研究院

最后，日本利率的快速下行，助推了房地产市场交易上行。1991 年当年日本银行贴现率下降 1.5%，1992 和 1993 年分别下降 1.25% 和 1.5%，日本贴现率从 1991 年初的 6.0% 迅速下降至 1995 年的 0.5%，5 年间下降了 5.5 个百分点。相应的日本主要银行长期贷款利率也同样快速下滑，1991 年-1993 年下滑了 4.6 个百分点，利率从 8.1% 下滑至 3.5%，1995 年下滑至 2.6%，2000 年下滑至 2.1%。随着利率果断快速的下滑，日本房产销售和土地买卖回升。

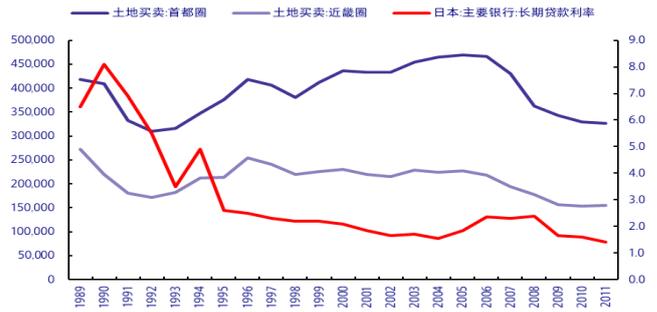
在此期间，由于商业银行机构陷入困难，日本住专金融公司（GHLC）发放贷款大幅增加，主要发放给低收入人群。1990 年之后五年，GHLC 从政府部门借款超过 6 万亿日元，而 1970 年至 1990 年 GHLC 的借款总额不超过 6 万亿。

图7：日本贷款利率与房产销售（%、户）

图8：日本贷款利率和土地买卖（%、宗）



资料来源: WIND 中国银河证券研究院



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

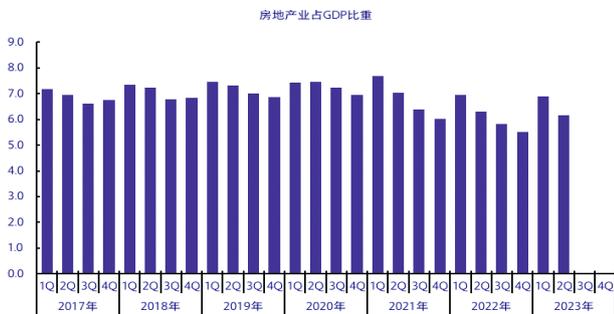
## 二、日本政策调控对我国的借鉴意义

### (一) 我国房地产政策不能照搬日本

日本在房地产价格快速下行的过程中稳定房地产市场,维护房地产市场流动性的措施对我国房地产行业有借鉴意义。相对于 90 年代的日本经济,我国房地产市场对中国经济有更重要的意义,也意味着日本的经验我们不能全盘照搬,需要有选择的借鉴。我国房地产市场关联着政府财政收入和家庭财富积累,房地产市场不稳定会直接打击政府和家庭收入,拉低全社会投资和消费增速。

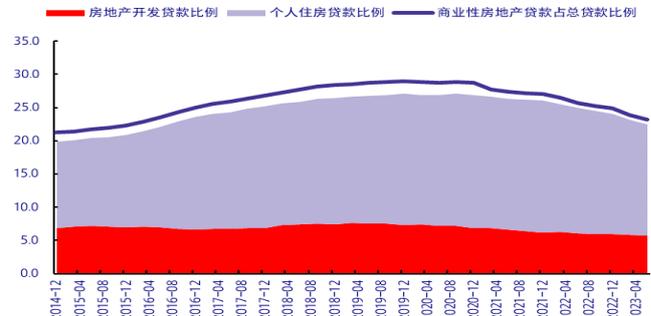
房地产行业在我国的经济地位举足轻重。我国房地产行业占 GDP 比重在 6% 左右,但是房地产行业在中国的经济地位要远高于此。首先,房地产行业相关贷款占总贷款比重的 20% 以上。截至 2023 年 6 月,房地产开发和个人贷款占总贷款额的 23.2%。房地产行业是我国贷款发放的重要渠道,并且房地产行业有中间行业属性,房地产行业的链条相对更长,房地产贷款的货币乘数更高。2022 年房地产行业贷款余额占比降低,带来了我国信用增长的不及预期。

图9: 房地产行业占 GDP 比重 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

图10: 房地产贷款余额占总贷款比重 (%)



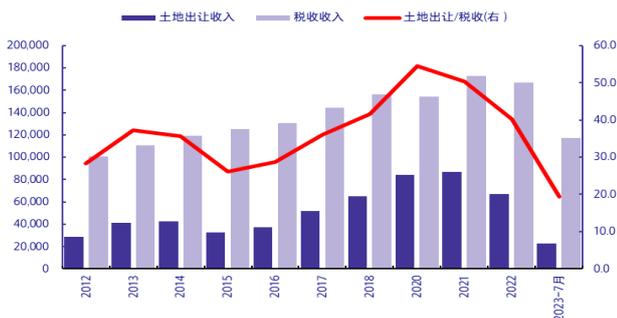
资料来源: WIND 中国银河证券研究院

其次,商品房土地出让收入归于地方政府,土地出让金已经成为地方政府财政收入的主要来源之一。2021 年土地出让收入占税收的一半以上,2021 年后土地出让收入快速下降,带来了地方政府的财政困难。这不仅让地方政府无法有效进行新的项目投资和公共服务,更进一步部分地方政府债券偿还也出现困难。

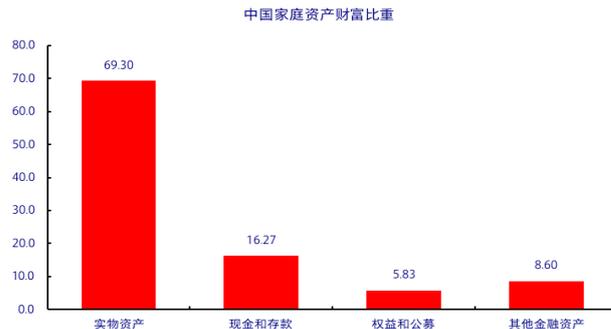
再次,我国家庭财富的主要组成部分是房地产,可以说家庭的主要负债也来自于房地产。2022 年中国财富报告显示房地产占中国家庭资产比重达到 69.3%。房地产价格的涨跌会直接打击居民的资产和负债,带来居民家庭财富的变化,影响居民的家庭支出。另一方面,房产和土地是我国抵押贷款的主要的抵押品。

图11: 土地出让收入 (亿、%)

图12: 中国家庭资产财富比重 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院



资料来源: 中国财富报告2022 中国银河证券研究院

## (二) 我国可参考的日本经验

我国房地产正处于结构转型阶段, 房地产销售和房地产建设持续下滑, 房地产投资的下滑也并未结束。从 2022 年和 2023 年 1-8 月份数据来看, 房地产销售面积分别为-24.3%和-7.1%, 房地产投资额分别下降 10%和 8.8%, 我国商品房市场从未连续两年下滑, 房地产市场的出清没有结束。鉴于房地产在我国的重要地位以及对经济的重大影响, 防止房地产下滑失速是政策关注的重点, 在这方面可以参考日本经验。

日本的房地产出清是快速的, 商业地产虽然恢复的较慢, 但是日本的居民房地产市场恢复的速度更快。日本房地产价格一次性出清、政府对就业的保护、政府投资增加以及日央行利率下行皆是日本居民房地产市场恢复的重要措施, 对我国政策托底房地产市场均有参考意义。

**首先, 房地产价格大幅下行的选项在我国面临困难, 可能会产生系统性金融风险。** 房地产价格大幅下行会带来家庭财富的大幅下滑, 使得民间投资和消费均大幅下行。同时, 房地产开发商经营困难, 土地买卖可能停滞, 地方政府财源受到重大影响, 从而影响地方投资。最为重要的是, 房产和地产是银行最重要的抵押品, 房地产价格大幅折价会带来抵押品价格不足, 补充抵押品不及时会带来银行贷款大幅的违约, 从而带来系统性风险。从理论上讲, 房地产抵押折现率一般为 50%~70% 之间, 房地产价格如果回落超过 30%, 会产生抵押品贬值风险。我国商业银行抵质押贷款占全部贷款比例在 30%~40%, 例如民生银行 2022 年末抵质押贷款占所有贷款比例为 56.48%。2023 年 6 月金融机构本外币贷款余额 235.7 万亿, 抵质押贷款余额可能达到 70.5 万亿~94.2 万亿。**如果按照抵押品 50%为房地产来计算, 房地产抵押会影响到 35.3 万亿~47.1 万亿贷款。**

**其次, 就业保障已经成为我国政策重点, 稳就业已经提高到战略高度。** 就业一直是我国经济运行的重点目标之一。7 月召开的政治局会议直接把“稳就业提高到战略高度通盘考虑”。我国经济增长的“锚”从关注经济增速转向就业。就业长期以来是中央政策的核心, 中央在 2018 年底的中央经济工作会议上首次提出了“就业优先”政策。2023 年 4 月政治局会议上, 中央再次强调了“强化就业优先导向”, 7 月政治局会议上把就业提高到“战略高度”。这意味着, 政府的资金和政策资源会集中在就业更相关的项目。

**再次, 政府投资已经加快, 历史因素投资方向更倾向于基建投资, 未来保障房和城中村改造有望成为重点。** 由于历史因素, 我国商品房市场中政府投资较少, 主要的政府投资均倾向于基建投资。2023 年预计基建投资比 2022 年增加 1.18 万亿, 而房地产投资比去年减少了 2.09 万亿, 基建的速度仍然不足。另一方面, 政府的保障房和城中村改造有望成为未来政府投资发力的重点。

保障房项目需要政策再发力, 现有保障房项目仍显不足。中国住建部住房保障司预计“十四五”期间, 全国计划抽检保障性租赁住房 870 万套, 截至 2023 年 9 月, 已经建设筹集 508 万套。保障房建设保持平稳状态, 2025 年之前仍然有接近 362 万套保障房建设, 预计投资完成额 3705 亿元。

城中村改造有望成为新的重点, 具体措施需要更多细节, 进展需要时间。4 月 28 日中央政治局会议提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。7 月 21 日国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。7 月 28 日, 超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议上指出, 城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程, 要从实际出发, 采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。中债资信预计城中村改造每年可拉动投资约 8000 亿元, 拉动效果较为显著。但由于城中村改造是需要统合的系统工程, 这也就意味着即使预计投资较高, 但是其推进需要时间。

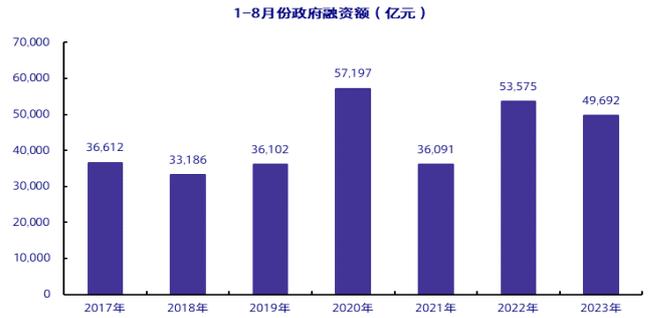
最后, 利率下调一是有助于减少买房人的利息负担, 二是减少社会主体成本, 侧面增加收入。利率下调无需整合过多的政府部门配合, 涉及到的决策主体主要是央行和国务院, 受损的主体主要是商业银行。

图13: 基建单月投资增速 (%)

图14: 政府融资额 (亿)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

### 三、利率下调的空间

#### (一) 利率下调是现有框架下最可行的政策

我国房地产牵一发动全身，而在现有的政策体系下，利率下调可能是最易实现的政策。稳定消费端，增加居民收入，稳定就业的政策已经在逐步推进，政府投资和政府消费也是未来财政发力的重点。前文我们讨论过房地产价格快速下行会遇到困难，而且政策层可能会尽量避免房地产进入价格下行螺旋。也就是说，房地产价格即使下行，也是有控制的、缓慢的下行。所以综合来看，利率的调降是最可行的政策。

本年度利率下行对于房地产的支持力度有限，需要贷款利率继续下行才会有效支持房地产市场。2023 年我国 LPR 利率分别在 6 月份和 8 月份下调，单次利率下调幅度为 10BP，8 月份 5 年期 LPR 利率并未下调。可以看到，两次利率调降之后对于房地产销售影响有限，我们认为贷款利率仍然需要继续走低。

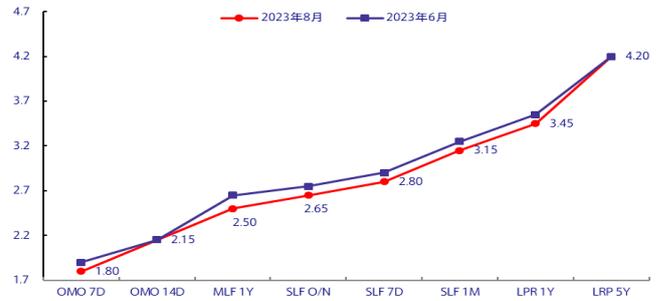
自 7 月份以来，房地产市场的限购限贷放开、存量房利率下调等政策已经陆续推出，现阶段可能处于政策观察期。如果房地产销售并未因此止跌，那么之后的政策选择，利率工具使用频率可能加快。并且我们认为，利率的持续下调效果更为明显。

图15: LPR 利率下行 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

图16: 政策利率曲线 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

#### (二) 我国利率下调空间

央行利率调控遵循着黄金法则和自然利率锚点方法。央行在 2023 年 1 季度货币政策报告上提出“从过去二十年的数据看，我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一“黄金法则”（Golden Rule）水平上”，长期合理利率与潜在增长水平基本匹配，有利于实现宏观均衡，保持物价基本稳定。2021 年易纲在《中国的利率体系与利率市场化改革》一文中提出通过“黄金法则”来衡量合理的利率水平，这其中的关键在于如何衡量潜在增长水平，也即是合理的利率水平要低于潜在经济增速。央行货币政策司 2022 年 9 月发表的文章《深入推进利率市场化改革》表示，坚持以自然利率为锚实施跨周期利率调控，发挥市场在利率形成中的决定性作用，为经济高质量发展营造适宜的利率环境。这是央行首度表示将以自然利率为锚实施跨周期利率调控。

潜在增速决定着我国利率水平变化。我国潜在经济增速一致预期是逐步下滑的，中国潜在增长率均在 5% 以上。白重恩<sup>1</sup>在 2017 年测算提出，中国各年的潜在经济增长率逐年下降：2021~2025 年间降至 5.57% 左右、2026~2030 年间降至 4.82% 左

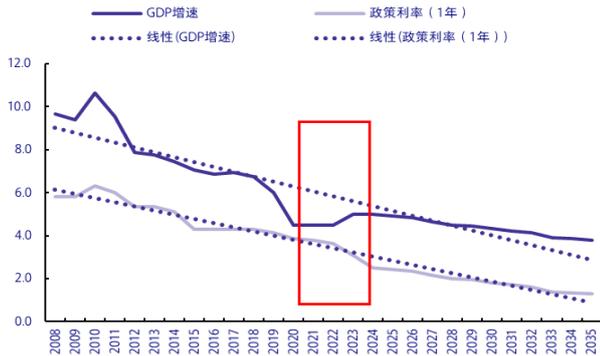
<sup>1</sup> 《中国经济增长潜力预测：兼顾跨国产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析》，2017。

右。2019 年刘世锦<sup>2</sup>预期 2021-2025 年潜在增长率在 5%~6%之间，同年徐忠和贾闫东<sup>3</sup>用潜在产出测算经济潜在增长率约为 5.5%。社科院<sup>4</sup>在 2020 年认为“十四五”期间潜在增长率略低于 5.5%，考虑到疫情的冲击，央行调统司课题组<sup>5</sup>测算我国潜在增长率 2023 年在 5.5%左右，之后下滑。

从实际操作来看，政策利率调整以 LPR 为锚的时期，央行利率变动较为缓慢。2020 年以来我国 1 年期贷款利率 LPR 降低 60bps，无论力度和速度均弱于以往。但从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率 250bps 左右，也就意味着，即使潜在增速在 5.5%，匹配的名义政策利率水平在 3.1%左右。现阶段 1 年期 LPR 利率水平在 3.45%，仍然偏高。

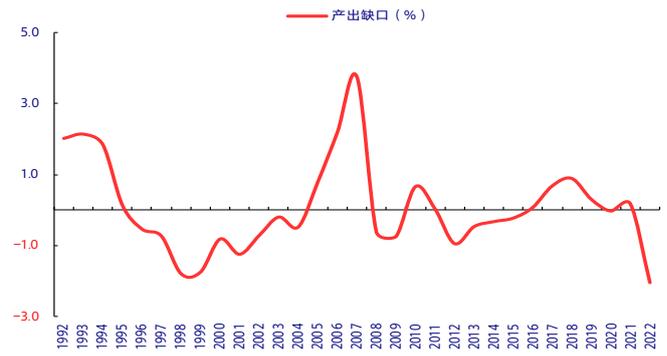
央行政策调控采用的是“缩减原则”，由美国经济学家 W. Brainard 在 1967 年提出，在不确定性较高的环境中，中央银行应采取保守行动并在决策时留出一些回旋余地。而央行现阶段的积累的利率回旋余地仍然较大，如果房地产政策效用较小，仍然有利率空间。

图17: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

图18: 我国产出缺口 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

### (三) 利率下调更多的经济意义

疫情已经影响到了我国的潜在增长率，这种影响是否是永久的，暂时没有定论。疫情后我国 GDP 增速的下滑，使得 GDP 增速和利率水平迅速拉近。OECD 测算我国产出缺口跌到-2.1%，处于较低水平，说明疫情对于经济的伤害并没有结束。如果不能降息推升经济增长回到潜在增长率水平，那么未来利率的下行是不可避免的。现阶段的政策选择反而是应该下调利率以支持经济增长。

我国政府债券发行继续加大，降低利率能有效降低政府的负债。同时降低利率也有助于降低企业的财务成本，为企业减负。截至 2023 年 7 月份，我国财政支持类债券总额达到 88.24 万亿<sup>6</sup>，未来发行额度会持续上行，利率的降低可以节省政府新发债券成本和置换高利率债券。

我国降息之后商业银行的利润受到直接的侵蚀，需要央行给与其他支持。商业银行的资产利润率已经呈现逐年持续下行的趋势。2023 年 2 季度，商业银行的资产利润率已下滑到 0.75%，2011 年以来的最低水平。近年来商业银行的净息差水平也不断下行，2023 年 2 季度净息差下滑至 1.74%，为 2017 年以来的最低值。8 月份央行暂停 5 年期 LPR 下行也同样考虑了商业银行的利润压力。

同样受到利率下行压力较大的是人民币汇率，我国利率下调如跟随美联储同步下调，稳增长效果更好，同时汇率的压力减轻。在美联储加息的过程中，我国央行坚持“以我为主”的货币调整，但调整幅度有限。今年以来人民币汇率也保持着贬值的态势，现阶段压力较大。

<sup>2</sup> 《用刺激政策达到超过潜在增长率的增速是寅吃卯粮[R]》，新京，2019，12.07。

<sup>3</sup> 《中国潜在产出的综合测算及其政策含义[J]》，金融研究，2019，(3)：1-17。

<sup>4</sup> 中国社会科学院宏观经济研究中心课题组：未来 15 年中国经济增长潜力与“十四五”时期经济社会发展主要目标及指标研究，《中国工业经济》2020 年第 4 期。

<sup>5</sup> 中国人民银行工作论文，央行调统司课题组《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》，2021 年 3 月 26 日。

<sup>6</sup> 存量国债 26.18 万亿、地方政府债 37.81 万亿、政策性银行债 22.39 万亿、政府支持机构债 1.86 万亿。

图表目录

图 1: 日本房地产占 GDP 的比重 (%) .....	3
图 2: 日本新屋开工和房产销售 .....	3
图 3: 首都圈房价和房屋销售 (万日元、户) .....	4
图 4: 大阪地区房价和销售 (万日元、户) .....	4
图 5: 日本失业率 (%) .....	4
图 6: 政府投资和政府消费占 GDP 比重上行 (%) .....	4
图 7: 日本贷款利率与房产销售 (%、户) .....	4
图 8: 日本贷款利率和土地买卖 (%、宗) .....	4
图 9: 房地产行业占 GDP 比重 (%) .....	5
图 10: 房地产贷款余额占总贷款比重 (%) .....	5
图 11: 土地出让收入 (亿、%) .....	5
图 12: 中国家庭资产财富比重 (%) .....	5
图 13: 基建单月投资增速 (%) .....	6
图 14: 政府融资额 (亿) .....	6
图 15: LPR 利率下行 (%) .....	7
图 16: 政策利率曲线 (%) .....	7
图 17: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%) .....	8
图 18: 我国产出缺口 (%) .....	8

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn