美国房地产市场形势如何？

主要结论：

一、美国房地产市场形势如何?

- 2008 年金融危机以来，尽管建筑业仍在缓慢复苏，但是住房价格已从经济衰退时的最低点大幅回升，引发了人们对住房负担能力的新一轮担忧。
- 从单月数据来看，4 月美国成屋销售和新屋销售均表现不佳，美国房地产市场依然疲软。
- 但是我们预计美国房地产市场不会进一步大幅走弱，原因包括以下几点：
  - 第一，从整个市场来看，5 月的货币政策指引，叠加国债收益率曲线倒挂，暗示美联储降息概率加大。
  - 第二，住房按揭贷款利率转向下行，抵押贷款申请的稳定对房地产市场形成支撑。
  - 第三，成屋销售的领先指标开始企稳回升。
  - 第四，另一个前瞻性指标——住宅建筑商信心有所改善，攀升至七个月高位。
- 整体来看，美国经济下行压力虽然加大，但房地产市场或不是主要驱动力。

二、美国 4 月核心 PCE 物价指数符合预期

1．美国 4 月核心 PCE 物价指数符合预期：分项来看，商品支出为主要提振。

三、本周重点关注美联储公布经济状况褐皮书和劳动力市场指数

- **财经事件：**特雷莎·梅打算第四次向议会提交脱欧协议、美联储发布经济状况褐皮书和欧洲央行公布利率决议
- **财经数据：**美国 4 月工厂订单月率(%)、美国 5 月 ADP 就业人数(万)和美国 5 月季调后非农就业人口变动(万)。

风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储加息周期被迫中断。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

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

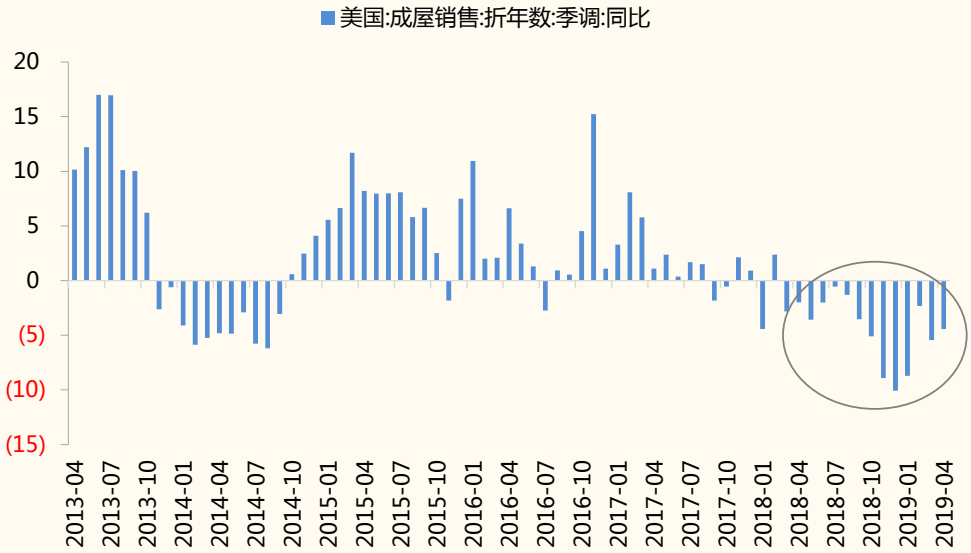
正文如下：

一、 美国房地产当前形势如何?

2008 年金融危机以来，尽管建筑业仍在缓慢复苏，但是住房价格已从经济衰退时的最低点大幅回升，引发了人们对住房负担能力的新一轮担忧。自 2013 年房价触底以来，由于经济衰退后期抵押贷款利率处于历史最低水平，房价以每年超过个人收入 3% 的速度上涨。2018 年，抵押贷款利率的稳步上升，抑制了居民的购房意愿，地产销售开始下降，房屋建筑商转向降价，同时建筑成本飙升也挤压了其本已微薄的营运利润。2017 年的税收改革还取消了关键的税收优惠政策，限制了州和地方的税收减免，并提高了标准扣除额。这些变化导致美国高税收和高成本的沿海房地产市场转向疲软。

从单月数据来看，4 月美国成屋销售和新屋销售均表现不佳，美国房地产市场依然疲软。5 月 21 日，据全美地产经纪商协会（NAR）统计，今年 4 月美国成屋销售年化总数为 519 万户，逊于预期的 535 万户和 3 月前值 521 万户，4 月成屋销售总数年化环比下降 0.4%，市场预期为增长 2.7%，前值为环比降幅 4.9%。这一数据在 4 月的同比降幅为 4.4%，是连续第 14 个月录得同比跌幅。与此同时，美国 4 月新屋销售 67.3 万户，低于预期 67.5 万户，并低于前值 69.2 万户；美国 4 月新屋销售环比 -6.9%，大幅低于预期 -2.5%和前值 4.5%。

图表 1：成屋销售同比连续 14 个月为负值



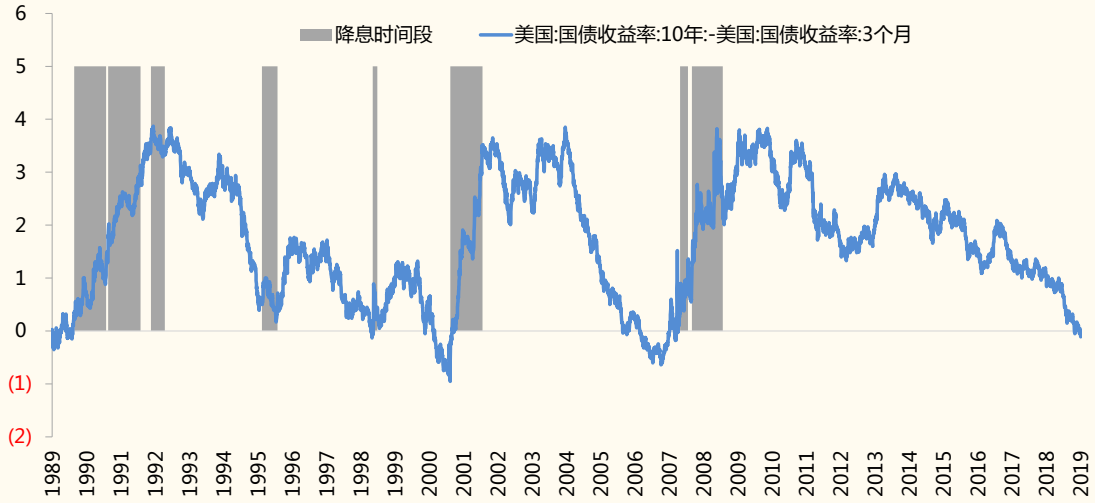
来源：Wind，国金证券研究所

但是我们预计美国房地产市场不会进一步大幅走弱，原因包括以下几点：

第一，从整个市场来看，5 月的货币政策指引，叠加国债收益率曲线倒挂，暗示美联储降息概率加大。首先，5 月之前，美国经济学家表示美联储会议纪要可能听起来很强硬，但当时美国和中国之间似乎正在达成协议。现在，会谈已经破裂，中美对抗的升温，正在对全球经济形成较大影响，这可能会推动美联储降息。虽然美联储当前正处于观望状态，但联邦基金利率期货蕴含的 9 月份和 12 月份降息的概率有所增加。**其次，**对于通货膨胀，美联储出现了一定忧虑。

去年底以来，美国通货膨胀率持续保持低迷。美国劳工部数据显示，从去年年底以来，CPI 同比增速连续 3 个月下滑，至 2019 年 2 月降至 1.5%，虽然在 4 月略有反弹（4 月 CPI 同比升 2.0%），但是依然不及预期值 2.1%，表明美国潜在通胀压力依然温和。**另外，**从历史上来看，美国 10Y-3M 的收益率倒挂之后的 1-2 个季度内美联储就会施行降息操作，叠加美联储将在 4Q 开始增持美债，利率曲线倒挂压力也将迫使美联储降息。

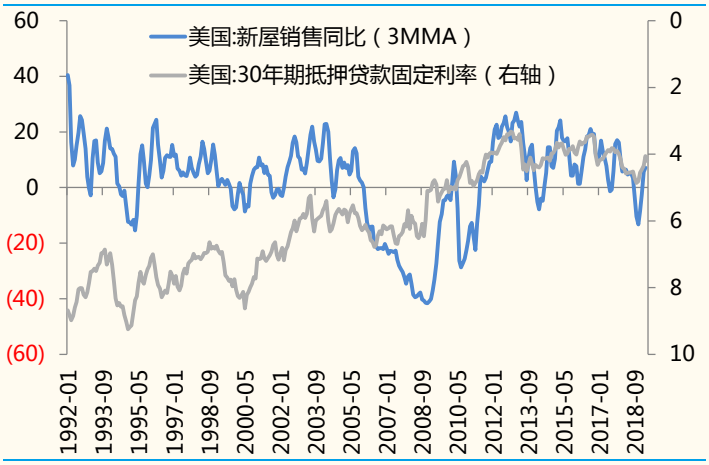
图表 2：10 年国债收益率-3 年国债收益率倒挂之后美联储通常会选择降息



来源：Wind，国金证券研究所

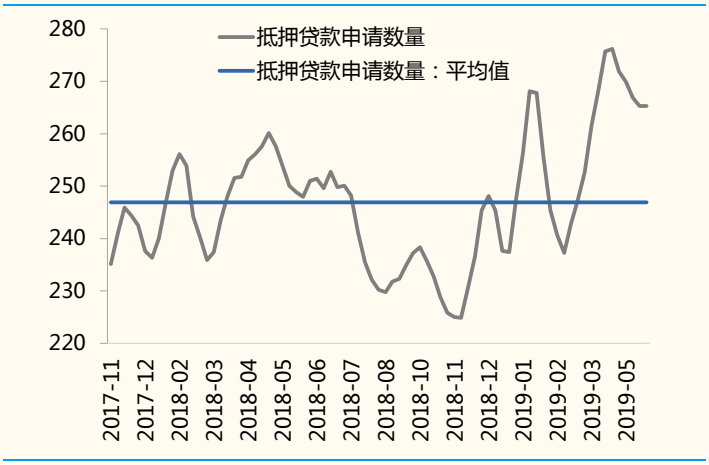
第二，住房按揭贷款利率转向下行，抵押贷款申请的稳定对房地产市场形成支撑。30 年期固定抵押贷款的平均利率在去年 11 月初达到接近 5%，但随后开始下降并在 3 月急剧下滑至 4%左右，为 2018 年 1 月以来的最低点，这支撑了买家的购买力。从历史上来看，30 年抵押贷款利率领先新屋销售。随着抵押利率的回落，新屋销售有望在四季度企稳。同时，根据抵押贷款银行家协会每周报告显示，购买抵押贷款申请一直在增加。虽然截至 2019 年 5 月 24 日一周的调查数据显示，抵押贷款申请比一周前减少了 3.3%（主要反应了对欧洲经济增长的担忧，以及对中欧贸易战的持续不确定性），但由于抵押贷款利率较低，购买抵押贷款申请在 1 月开始同比增长较快。数据显示，从 3 月下旬到 5 月初，购买抵押贷款申请的四周滚动平均数比去年同期增长了两位数，增幅从 10%到 21%不等。

图表 3：30 年抵押贷款利率同比领先新屋销售



来源：Wind，国金证券研究所

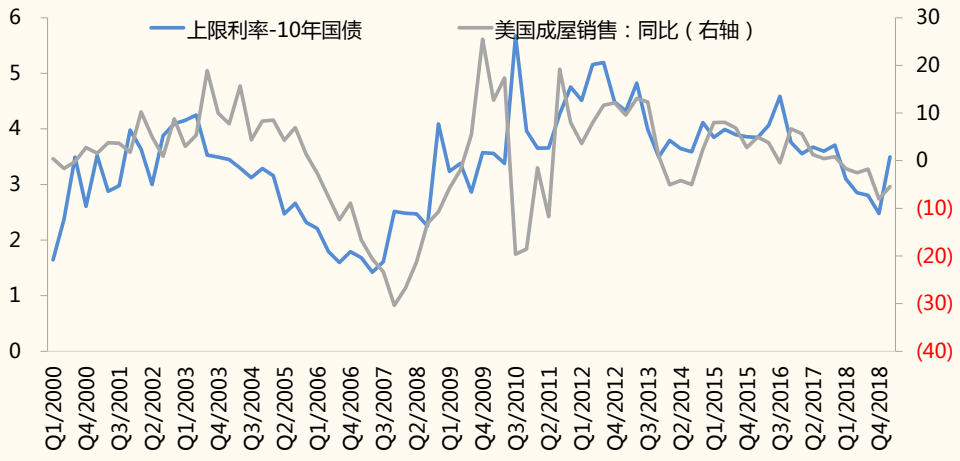
图表 4：抵押贷款申请数量从年出以来持续上涨



来源：Wind，国金证券研究所

第三，成屋销售的领先指标开始企稳回升。当前上限利率和 10 年国债之间的差值出现回升，此指标通常领先于成屋销售 1-2 季度。商业地产的资本化率，通常被称为“上限利率”，用来表示房地产投资资产预期产生的收益率（基于财产预期产生的净收入计算）。一般来说，上限利率越低，房产价格越高；上限利率越高，房产价格越低。数据显示，上限利率在 2017 年 4Q 的时候从 6.08%回落到 2018 年 4Q 的 5.52%，而 10 年国债收益率从 2017 年 4Q 的 2.37%上升到了 2018 年 4Q 的 3.04%，导致上限利率-10 年国债收益率从 2017 年 4Q 的 3.71%下行到了 2018 年 4Q 的 2.48%。由于 2018 年上限利率回落、美国国债收益率上升压缩了美国房地产的可用溢价，导致上限利率和 10 年美国国债之间的差距低于长期预期，与上次经济衰退后迅速吸引资本的巨大息差形成鲜明对比。从历史上看，通常上限利率-10 年国债收益率领先于美国成销售 1-2 个季度左右。当前房地产息差已经低到足以对上限利率构成上行压力。另外，一旦美联储在年底开启降息，促使两者之间的息差走阔，将对房地产销售形成支撑。

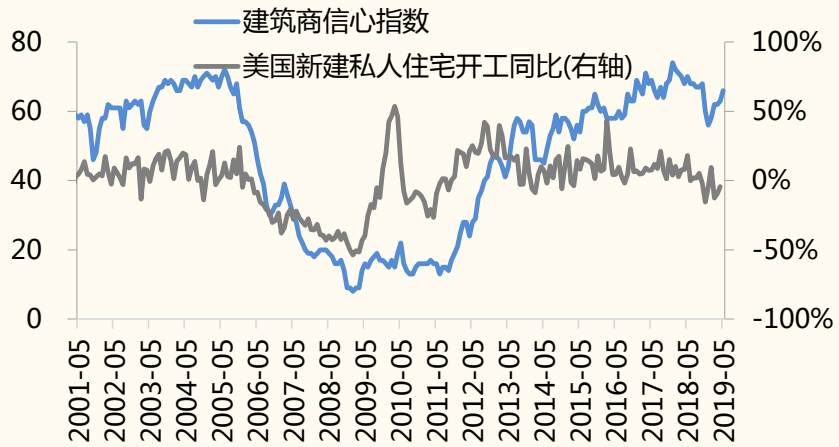
图表 5：上限利率-10 年国债收益率领先于成屋销售 1-2 个季度左右



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

第四，另一个前瞻性指标——住宅建筑商信心有所改善，攀升至七个月高位。住宅建筑商的信心在去年年底跌至 2015 年以来的最低水平，但劳动力市场抵押贷款利率持续走低，建筑成本趋缓，使得今年单户住宅建设的前景变得明朗起来。与上月相比，该指标所有三个指数子组成部分都有所改善。数据显示，目前单户住宅销售的指数从 4 月的 69 上升到 72；未来六个月房屋销售指标从 4 月的 71 上升至 72，潜在买家从 4 月的 47 上升至 49。住宅建造商情绪数据的上升表明新屋开工将会回升。

图表 6：建筑商信心有所改善对新屋开工形成支撑



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

整体来看，美国经济下行压力虽然加大，但房地产市场或不是主要驱动力。美国房屋价格指数自 2007 年到达峰值，此后一路下行走低，到 2013 年触底后反弹，当前房屋价格指数已经突破 2007 年峰值，以及之前抵押贷款利率稳步上升导致成屋销售与新屋销售数量逐渐下滑，叠加美国经济处于下行趋势，促使人们对美国房地产市场的前景充满了担忧。然而从美联储货币政策和一些与房地产有关的前瞻性经济指标来看，我们认为未来美国房地产市场并不是美国经济此轮走弱的主要驱动力。随着美联储降息概率增加，货币政策将趋于宽松，住房按揭贷款利率转向下行，抵押贷款申请数将增加，这些指标和趋势预示着美国房地产并不是驱动美国经济增速加速下滑的主要动力。

二、美国 4 月核心 PCE 物价指数符合预期

1、美国 4 月核心 PCE 物价指数符合预期

5 月 31 日美国经济分析局公布的数据显示，美国 4 月 PCE 物价指数同比增长 1.5%，高于前值 1.4%，低于预期 1.6%；美国 4 月核心 PCE 物价指数同比增长 1.6%，持平于前值和预期值。环比数据方面，美国 4 月 PCE 物价指数增长 0.3%，高于前值 0.2 %，持平于预期值；美国 4 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.2 %，高于前值 0%，持平于预期值。 美国 4 月个人消费支出环比上升 0.3%，高于预期的上升 0.2%，低于前值由 0.9%修正至 1.1%。

分项来看，商品支出为主要提振。商品支出主要受汽油和其他能源商品支出的

增加影响，但服务业支出有所减少，主要受家庭用电的拖累。美国 4 月实际个人消费支出环比 0%，预期 0%，大幅前值由 0.7%修正至 0.9%，美国 4 月个人收入环比上升 0.5%，高于预期上升 0.3%，并高于前值上升 0.1%。作为美联储首选的通胀指标，核心 PCE 指数在 2018 年 3 月触及 2%的目标后一直“不达标”，而且 4 月通胀还在放缓，9 月美联储降息的概率在不断加大。

图表 7：海外宏观数据跟踪和简评

美国	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	最新数据简评
增长															
GDP（环比折年率，%）			4.2			3.5			2.2			3.2			高于预期和前值，但消费和固定资产投资均显疲软
消费															
个人总收入（环比折年率，%）	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1	0.5		高于预期和前值
个人消费支出（环比折年率，%）	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9	0.3		分项来看，商品支出为主要拖振。
零售销售额（环比折年率，%）	0.3	1.2	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6	(0.2)		建筑材料、园林设备和物料店为主要拖累。
投资															
耐用品订单（环比，%）	-1.7	-1.1	0.9	-1.2	4.7	0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7	(2.1)		主要是飞机和汽车订单减少所致
建造支出（环比，%）	1.7	0.7	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)			建造投资大幅回落
对外贸易															
出口（同比，%）	9.2	10.8	8.8	7.5	6.5	6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3			海外需求回落
进口（同比，%）	7.3	7.4	7.7	8.7	9.3	9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6			内需拉动回升
贸易差额（十亿美元）	-45.7	-42.8	-46.2	-50.4	-53.7	-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0			贸易逆差扩大
通胀															
CPI（同比，%）	2.5	2.8	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0		食品价格拖累CPI
核心CPI（同比，%）	2.1	2.2	2.3	2.4	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1		剔除能源和食品因素后，略高于前值
核心PCE（同比，%）	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6		持平前值和预期
密歇根次年通胀预期（同比，%）	2.7	2.8	3.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5		消费前景持高于前值
劳动力市场															
非农就业新增人数（千人）	164	223	213	157	201	134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0		专业和商业服务为主要提振
失业率（%）	3.9	3.8	4.0	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6		低于于预期和前值
平均时薪（环比，%）	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2		低于预期但高于前值
职位空缺数（千人）	6840	6659	6822	7077	7293	7009	7079	6888	7335	7581	7087	7488			多行业就业增加
房地产市场															
标普/CS房价指数（同比，%）	6.7	6.5	6.4	5.9	5.5	5.2	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0	2.7			房价持续回落
成屋销售（折年数，万套）	545	541	538	534	533	515	522	532	499	494	551	521	519		东北部和南部地区销售为主要拖累。
新屋开工（环比，%）	-3.8	4.2	-11.4	0.6	8.1	-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3	5.7		美国东北部和中西部的新屋开工量提振
营建许可（环比，%）	-0.9	-4.6	-0.7	0.9	-4.1	1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7	0.6		营建许可上行
其他															
ISM制造业PMI指数	57.3	58.7	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8		制造业指数回落
ISM非制造业PMI指数	56.8	58.6	59.1	55.7	58.5	61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5		服务业小幅回落
工业产能利用率（%）	78.2	77.5	77.8	78.0	78.5	78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8	77.9		产能利用率小幅回升
密歇根大学消费者信心指数	98.8	98.0	98.2	97.9	96.2	100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	102.4	当前状况指数没有变化，低于去年3月创下的周期性峰值
美联储总资产（万亿美元）	4.433	4.404	4.367	4.337	4.266	4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	4.016	3.976		缩表在9月结束
美国联邦基金基准利率	1.5-1.75	1.5-1.75	1.75-2.0	1.75-2.0	1.75-2.0	2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50		2019年暂停加息
美元实际有效汇率指数	95.50	98.10	99.60	99.94	101.00	101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40		美元实际有效汇率上行
其他发达经济体	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	简评
欧元区															
GDP（环比折年率，%）			1.5			0.6			0.8						欧元区经济疲软
CPI（同比，%）	1.3	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7		通胀小幅回升
核心CPI（同比，%）	0.8	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	1.2		核心CPI继续回落
出口（季调环比，%）	0.3	0.2	1.7	-0.9	2.1	-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)	0.9			外部需求大幅回升
进口（季调环比，%）	1.3	0.9	2.0	1.5	-0.4	0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)	2.5			内部需求大幅回升
贸易差额（十亿欧元）	17.8	16.6	16.5	12.3	16.8	13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5	17.9			贸易差额回落
Markit制造业PMI指数	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	47.7	低于预期和前值
Markit服务业PMI指数	54.7	53.8	55.2	54.2	54.4	54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	52.5	保持稳定
德国经济景气指数	112.6	112.7	111.9	112.8	112.7	112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6	105.1		德国经济景气小幅回落
工业生产指数（环比，%）	-0.6	1.4	-0.7	-0.8	1.1	-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2	-0.3			工业生产指数大幅回落
欧央行总资产（万亿欧元）	4.53	4.56	4.57	4.59	4.61	4.62	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69	4.70	4.70		逐步退出QE
欧央行主要再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00		维持利率不变
英国															
GDP（环比折年率，%）			1.6			2.5			0.7						经济大幅回升
CPI（同比，%）	2.4	2.4	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1		通胀小幅回升
英央行基准利率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75		脱欧问题影响货币政策方向
日本															
GDP（环比折年率，%）			3.0			-1.2			1.4						国内经济回升
CPI（同比，%）	0.6	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9		通胀大幅回升

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12219