

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地产市场为何大涨，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个月左右，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
yangyifan@gjzq.com.cn

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：

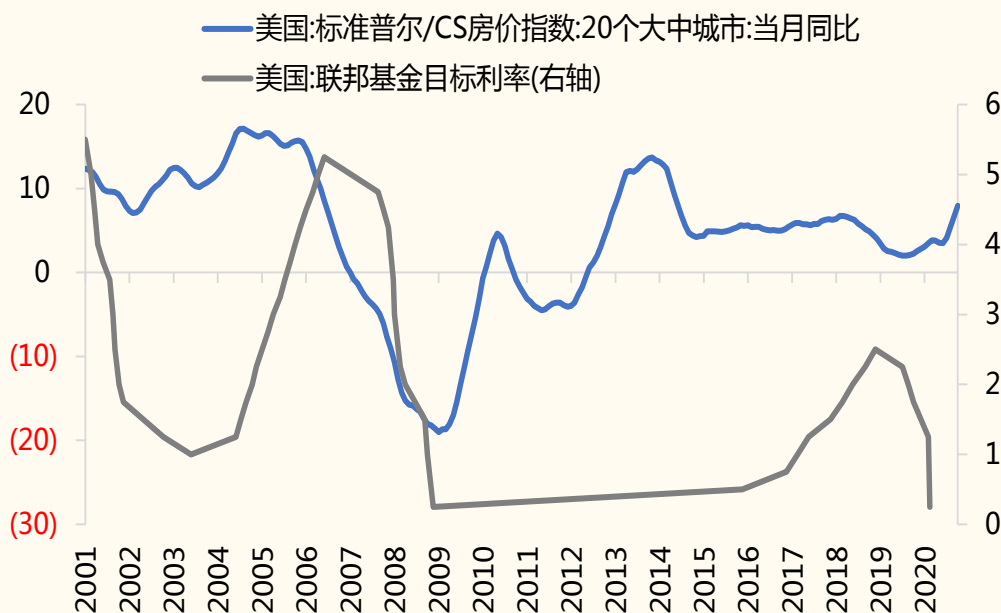
引言：疫情以来，美国经济受到较为严重的冲击，导致消费、投资和进出口均出现了不同程度的回落。值得注意的是美国房地产市场虽然受到了波及，但后续新屋开工和成屋销售均表现亮眼，美国房地产行业景气程度已超过疫情前的高点水平。我们将影响美国房地产周期的供需因子作为切入点，深入研究本轮美国房屋市场为何大涨，以及后续是否仍存上涨动力，高点会在哪里？以此作为基础，进一步探究本轮美国房地产的复苏对我国家具出口行业的影响。

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。

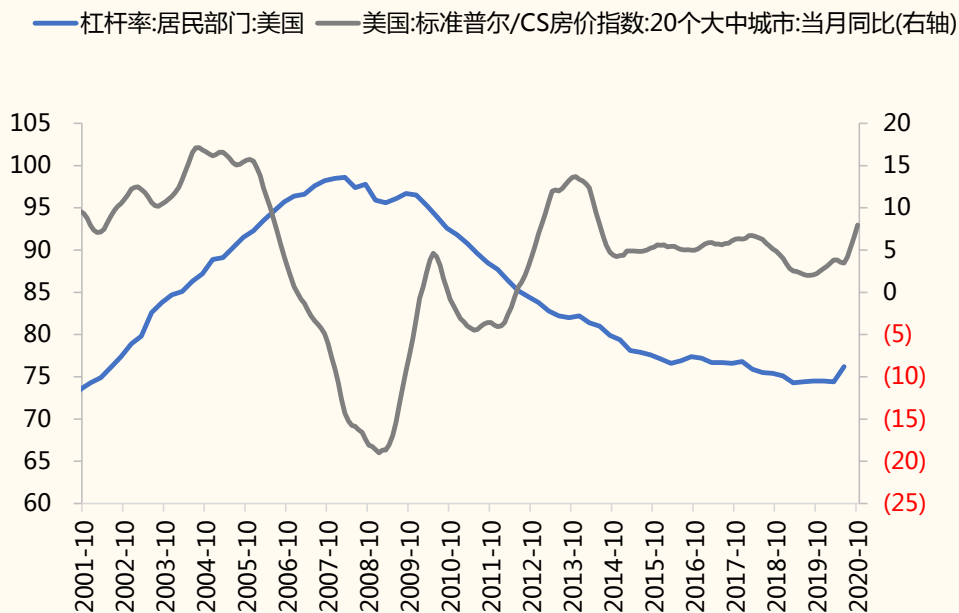
图表 1：2008 年之后利率走势通常和房价走势相反



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。

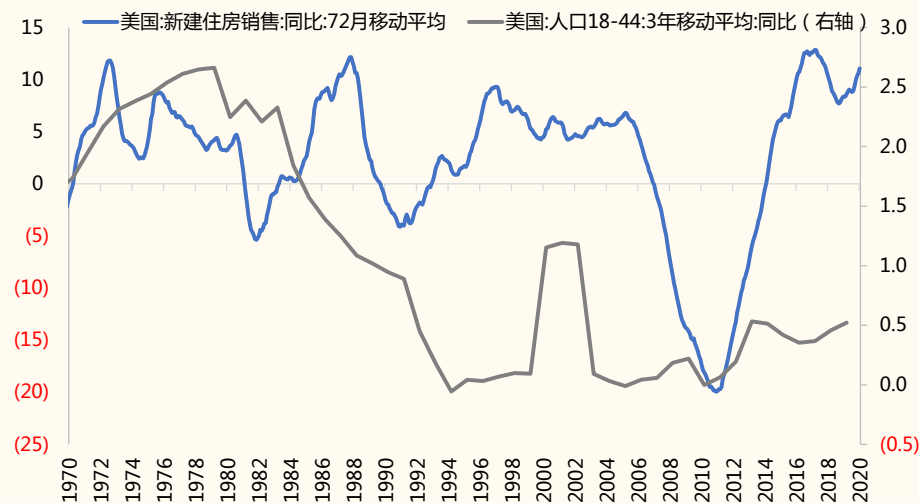
图表 2：居民杠杆率若大幅攀升，不利于房地产市场



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

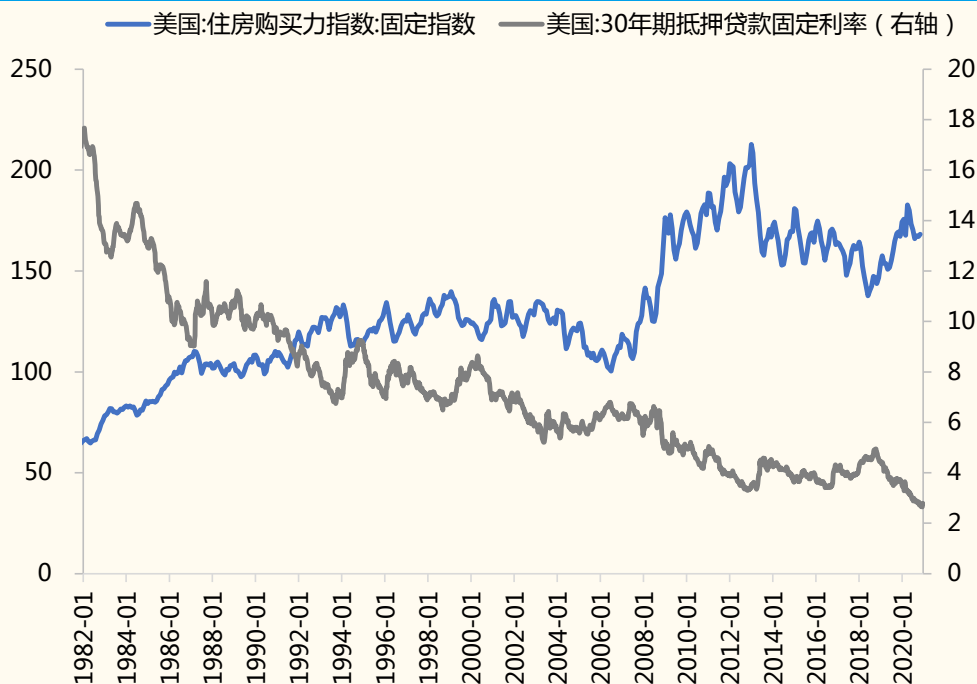
短期因子	利率
	税收
	成本
中长期因子	收入
	居民杠杆率
长期因子	人口
	城市产业结构
	教育资源

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%。

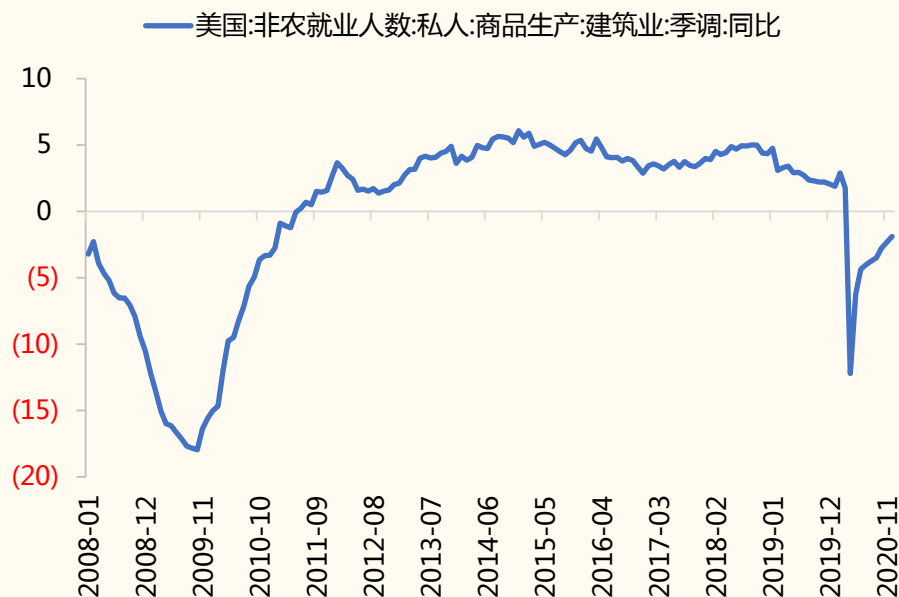
图表 5：30 年固定抵押贷款利率回落



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。

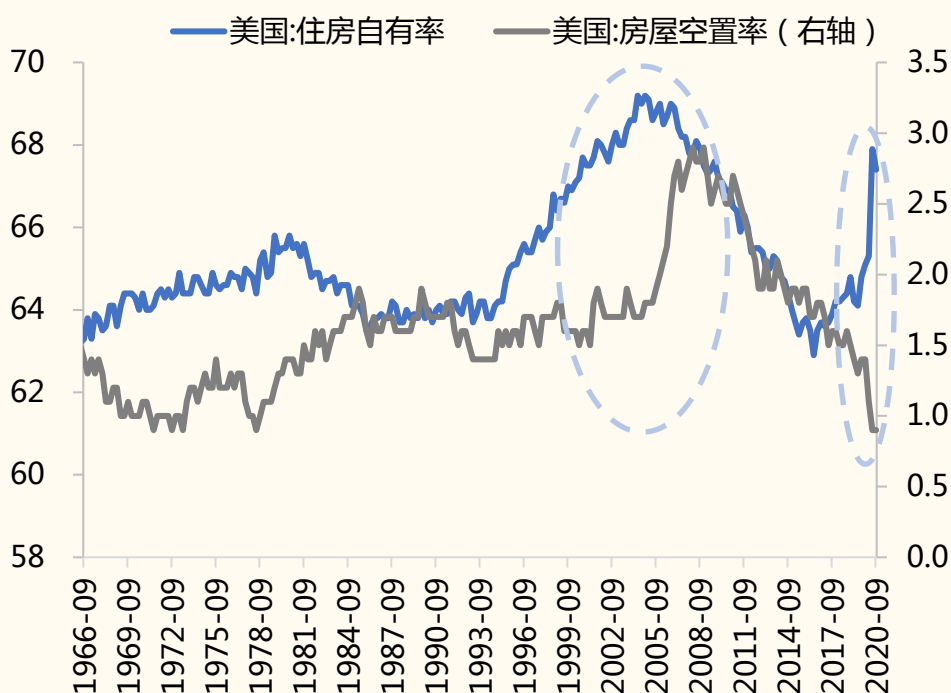
图表 6：美国建筑业仍未恢复到疫情之前的水平，劳动力市场短缺



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



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_18356

