

怎么看“销售热”过后的美国地产及其影响？

证券研究报告

2021年09月08日

● 核心结论

疫后（去年5-12月）美国地产销售热背景。去年7-10月新屋销售同比增速均值为1984年后最高，表明疫后美国地产销售热实属异常。原因有二：首先，疫情极大地刺激了民众改善型住房的需求，加上远程办公成为可能，也会有很多人愿意在郊区购房；此外，远程居家办公、工作节奏放缓以及无法出行等因素将大大缩短疫后中高收入群体的购房周期。进一步看，疫后全球多数国家及地区均出现地产销售热亦有类似原因。

三指标证明美国地产尚无泡沫迹象。截至2020Q4非金融私人部门信贷缺口尚未触及预警值（10%）、抵押贷款组合结构仍优、居民杠杆率有所回升但远低于2008年高点。

年内美国地产销售或持续降温，但新屋开工或仍积极。今年2月以来美国地产销售数据回落，三点原因：**1）**改善型住房需求大概率已基本兑现；**2）**就业恢复令有购房能力的中高收入群体的购房周期被重新拉长至疫前水平；**3）**成屋“无房可卖”亦令地产销售被动降温。总言之，今年销售回落是向合理趋势水平回归的结果。往后看，唯有基数切换才能遏制降温势头。此外，与地产销售不同，疫后美国新屋开工数据上行势头相对温和。加上库存仍偏低、景气度仍不低、房价仍强劲，预计新屋开工仍相对积极。

长期而言，美国地产正处于10年上升周期前半程尾声，明年进入后半程。人口因素和城镇化率是决定地产长周期走势的基本面因素，居民杠杆率反映居民部门购房能力，利率水平则仅是波动因素。目前看城镇化率与居民杠杆率对美国地产是中性偏积极因素，而20-49岁购房年龄段人口增速仍处于2016-2026年上升趋势之中。因此，当下美国地产仍处于十年上升周期的前半程，明年则将进入后半程。

如何看待地产上升周期的影响？助力美国通胀及利率中枢上移，未来数年互联网科技股等长久期资产将跑输，但并非看多商品的核心逻辑。美国早已告别城镇化率加速阶段，人口总量不足中国的1/4，因此美国地产上升周期之于全球只是温和的积极变量。但拜登新政本就将推升美国通胀中枢，地产上升周期也将助力通胀回升。此外，缩小贫富差距诉求下美国40年的估值红利期结束，未来10Y美债收益率或将进入小步慢跑的上行阶段。进而，美国互联网科技股等长久期资产将跑输、核心消费等短久期资产有望跑赢。从短期来看，Q4加税靴子落地概率极高，美股亦将面临调整。换言之，短中长期逻辑均不利于美国长久期资产，美股已经处于风格切换过程中。但温和的美国地产与基建需求不足以支撑商品牛市逻辑。

风险提示：美国疫情变化超预期；美国人口结构变化超预期；美国货币政策超预期；美国信用环境变化超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、疫后美国地产销售热背景.....	4
(一) 疫后美国地产销售陡增与改善型住房需求和购房周期缩短等因素有关.....	4
(二) 疫情同样推动全球部分地区出现地产销售热.....	6
二、三指标说明销售热并未引发美国地产泡沫.....	7
三、2月以来地产销售降温是向合理水平回归的结果.....	9
四、新屋开工数据受疫情影响有限，Q4或仍积极.....	9
五、美国地产仍有长期基本面支撑.....	12
(一) 依据宏观驱动力差异，60年代以来美国地产可分为四个阶段.....	12
(二) 美国地产：今年仍处10年上升周期的前半程；明年进入后半程.....	13
六、如何看待美国地产上升周期的影响？.....	14
(一) 美国地产周期属于重要但温和的变量.....	14
(二) 助力美国通胀中枢上移，未来数年互联网科技股等长久期资产将跑输.....	14
(三) 美国地产与基建不足以支撑商品牛市逻辑.....	16
七、风险提示.....	16

图表目录

图 1：美国新屋销售折年数（千套）.....	4
图 2：美国成屋销售折年数（万套）.....	4
图 3：美国新屋开工折年数（千套）.....	4
图 4：全美住宅建筑商协会/富国银行美国住房市场指数.....	4
图 5：美国地产（新屋及成屋）销售总额及其同比增速.....	5
图 6：美国每栋住宅在线看房同比.....	5
图 7：美国 30 年期固定抵押贷款利率与 10 年期美债收益率.....	6
图 8：欧元区建筑产出指数及其同比.....	6
图 9：美国成屋销售折年数（万套）.....	6
图 10：韩国房价同比与新开工面积同比.....	7
图 11：日本新屋开工及其同比.....	7
图 12：美国新增住房抵押贷款规模与地产销售金额之比.....	7
图 13：美国私人非金融部门信贷缺口.....	8
图 14：美国抵押贷款组合结构.....	8
图 15：美国居民部门杠杆率.....	8
图 16：美国地产（新屋及成屋）销售总套数及其同比增速.....	9
图 17：美国住房自有率.....	9

图 18: 美国成屋库存去化周期.....	10
图 19: 美国新屋库存去化周期	10
图 20: 美国新屋及成屋销售价格同比	11
图 21: 美国标普/CS 20 个大中城市房价指数当月同比	11
图 22: 美国新屋开工折年数	11
图 23: 美国新屋开工与居民按揭贷款增速	12
图 24: 美国新屋开工与购房年龄段 (20-49 岁) 人口增速.....	13
图 25: 美国城镇化率	14
图 26: 美国 20-49 岁年龄段人口增速	14
图 27: 美国 20-64 岁年龄段人口增速及其预测.....	15
图 28: 大萧条以来美国政府杠杆率与 10 年期美国国债收益率	15
图 29: 美国 18-64 岁人口增速与 10 年期美债收益率	16

一、疫后美国地产销售热背景

(一) 疫后美国地产销售陡增与改善型住房需求和购房周期缩短等因素有关

2020年4-5月美国开始推动复工,5-6月各项经济指标环比改善显著,但同比多数为负值。此间美国地产一枝独秀,5月美国新屋销售已经出现两位数同比增长(13.7%),7月更高达52.8%并连续4个月同增保持在40%上下,该情况在1984年以后从未出现。此外,2020年7月成屋销售同比转正,9-12月同增保持在20%左右;6月美国新屋开工同比转正、7月更高达22.3%;6月美国NAHB房地产市场指数重回荣枯线上方,随后一路攀升,11月达到历史最高点90。根据估算2020年10月美国地产(新屋及成屋)销售总金额创历史新高,约为2035.5亿美元,同比增幅亦高达44.3%。

图1: 美国新屋销售折年数(千套)



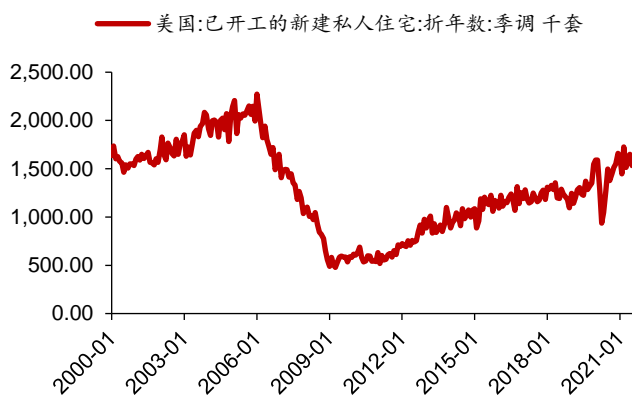
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图2: 美国成屋销售折年数(万套)



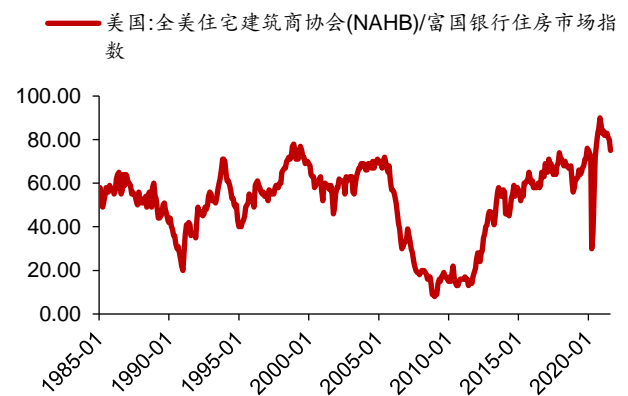
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图3: 美国新屋开工折年数(千套)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图4: 全美住宅建筑商协会/富国银行美国住房市场指数



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图5：美国地产（新屋及成屋）销售总额及其同比增速

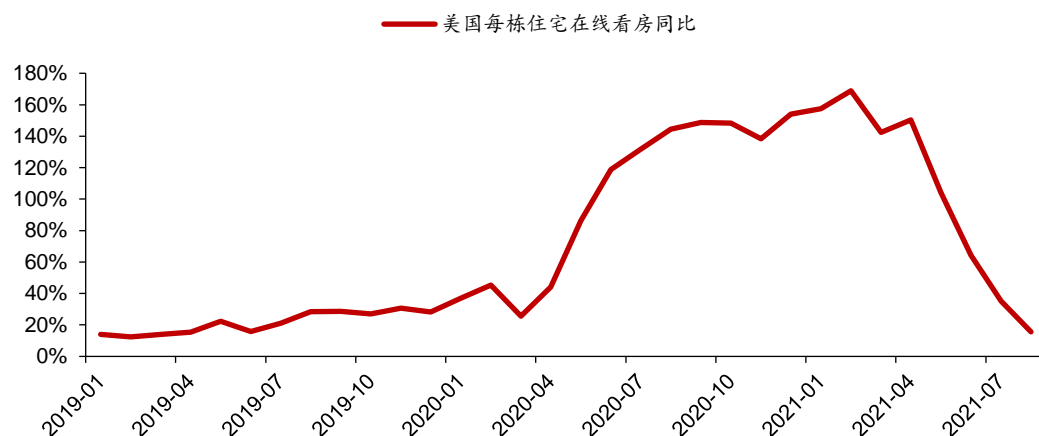


资料来源：Wind，西部证券研发中心

去年 5-12 月美国地产销售斜率明显高于疫前，说明疫情对美国经济产生了极大的结构性影响并加速了地产销售。疫情点燃地产销售热或有两条逻辑。首先，疫情极大地刺激了民众改善型住房的需求，加上远程办公成为可能，也会有很多人愿意在郊区购房；其次，疫后远程居家办公、工作节奏放缓以及无法出行等因素又大大缩短了有购房能力的中高收入群体的购房周期。我们观察到去年 5-12 月美国在线看房数量激增，即可证明疫后购房者的看房时间明显增加。

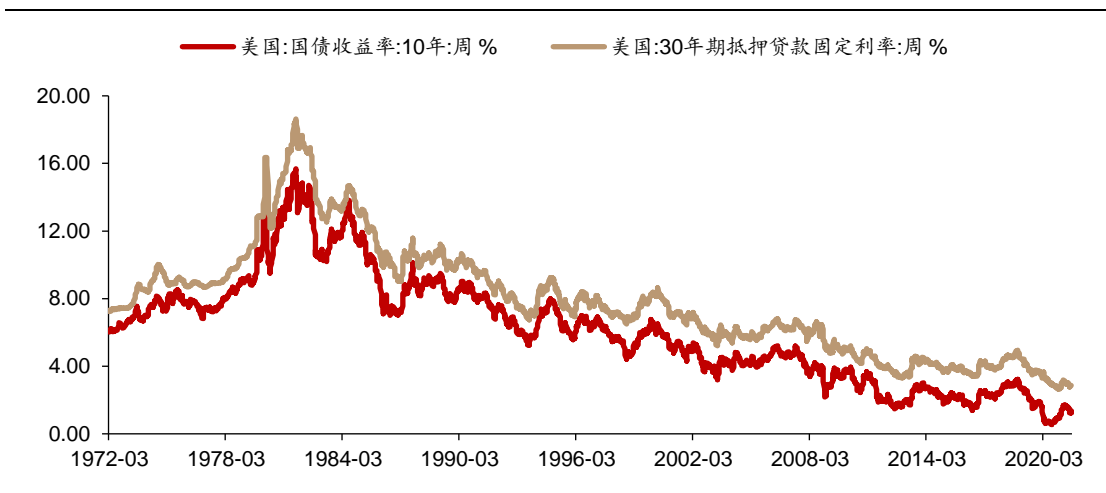
当然，不能否认疫后 10 年期美债收益率中枢下移并带动 30 年期固定抵押贷款利率下行亦对美国地产销售产生提振，但我们在后文可以看出去年美国住房抵押贷款规模占销售总额比重上浮并不多，因此该因素并非核心矛盾。

图6：美国每栋住宅在线看房同比



资料来源：Realtor，西部证券研发中心

图7：美国30年期固定抵押贷款利率与10年期美债收益率

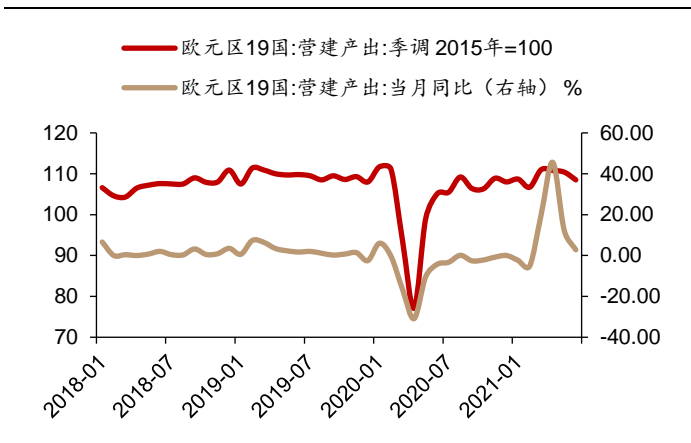


资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）疫情同样推动全球部分地区出现地产销售热

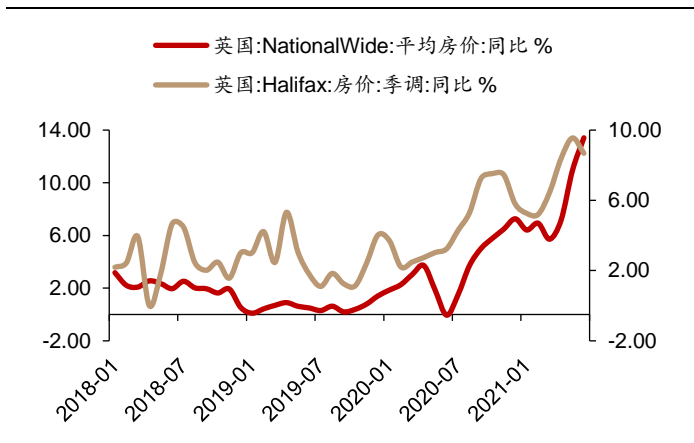
事实上，疫情暴发以来地产销售热并不仅限于美国，而是在全球很多国家、地区均有所体现。由图8-10可知，疫情后欧元区、英国及韩国等地房地产景气度也很高，均与疫后改善型住房需求和购房周期被压缩等因素有关，当然无风险利率中枢下移也会提振地产销售。但图11显示的日本地产数据偏弱，这种反差或与原定于去年的奥运会令2018-2019年日本房地产已有“过热”迹象，而去年奥运会落空则对日本地产部门造成打击有关。

图8：欧元区建筑产出指数及其同比



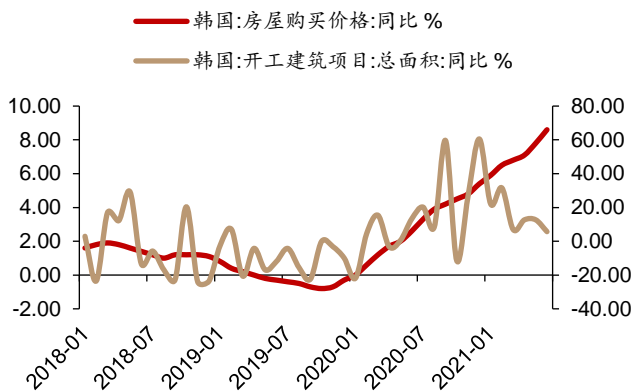
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图9：美国成屋销售折年数（万套）



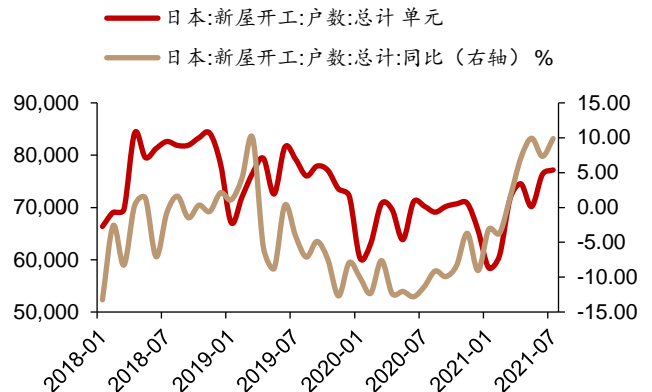
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10: 韩国房价同比与新开工面积同比



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 11: 日本新屋开工及其同比

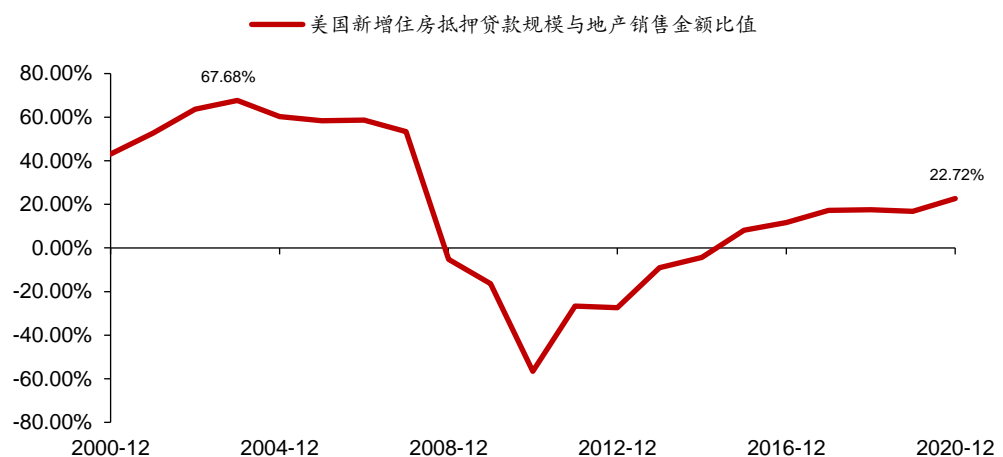


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

二、三指标说明销售热并未引发美国地产泡沫

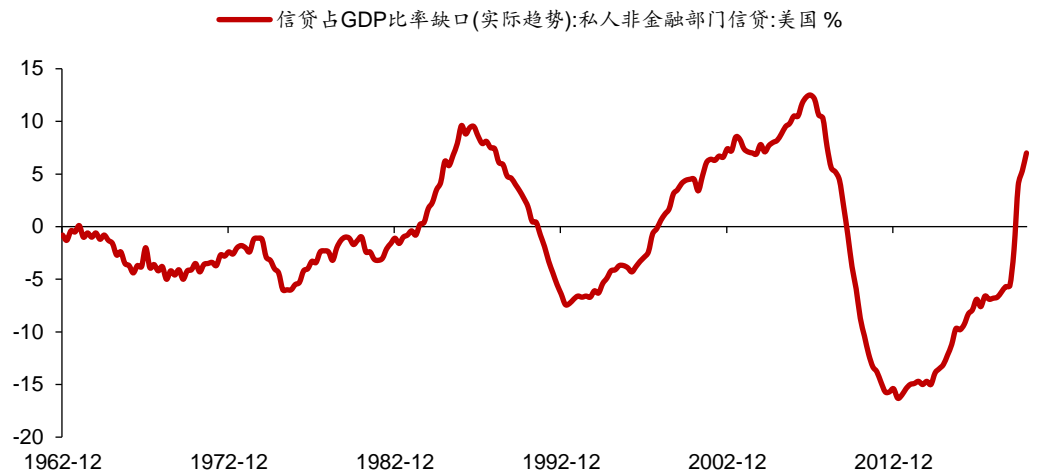
首先, 我们可利用国家清算银行 (BIS) 的非金融私人部门信贷缺口评估各国是否存在地产泡沫。根据 BIS 定义, 10% 为非金融私人部门信贷缺口预警值。70 年代以来所有经历过地产泡沫破灭的国家 (地区), 其地产泡沫破灭前信贷缺口均超过预警值。2020Q4 该指标为 7.0%, 由于目前美国地产销售已有所降温 (详见下文), 因此该指标破 10% 暂无可能。其次, 美国抵押贷款的借款人信用质量仍优。截至 2021 年 Q1, 美国抵押贷款组合中优级占比 94%, 次优级、次级和其他均占比 2%。最后, 尽管美国居民杠杆率 (信贷占 GDP 比重) 也有所反弹, 从 2020 年 Q1 的 74.6% 升至 2020 年 Q4 的 79.5%, 但目前水平仍远低于 2008 年高点 98.6%。

图 12: 美国新增住房抵押贷款规模与地产销售金额之比



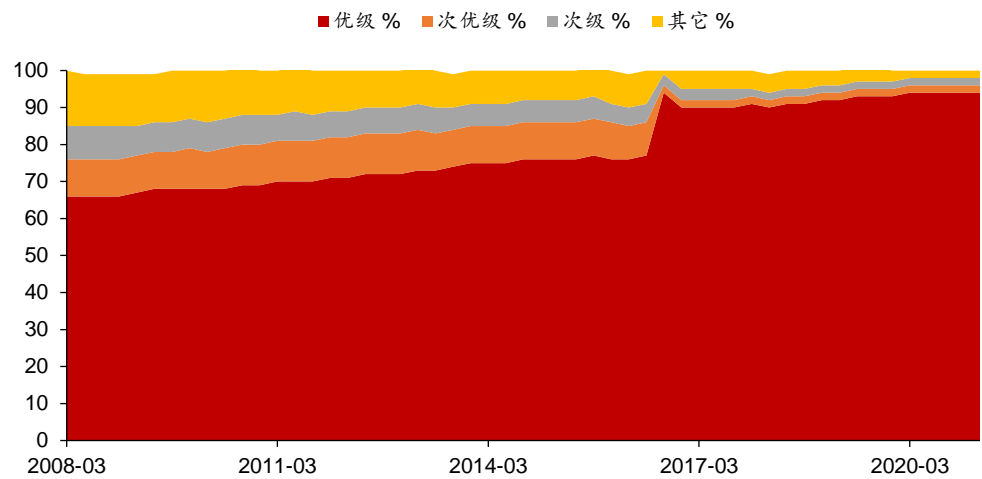
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 13: 美国私人非金融部门信贷缺口



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 美国抵押贷款组合结构



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 15: 美国居民部门杠杆率

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_26258

