



连平：美国房地产市场可能 遭遇“灰犀牛”



意见领袖 | 连平、马泓

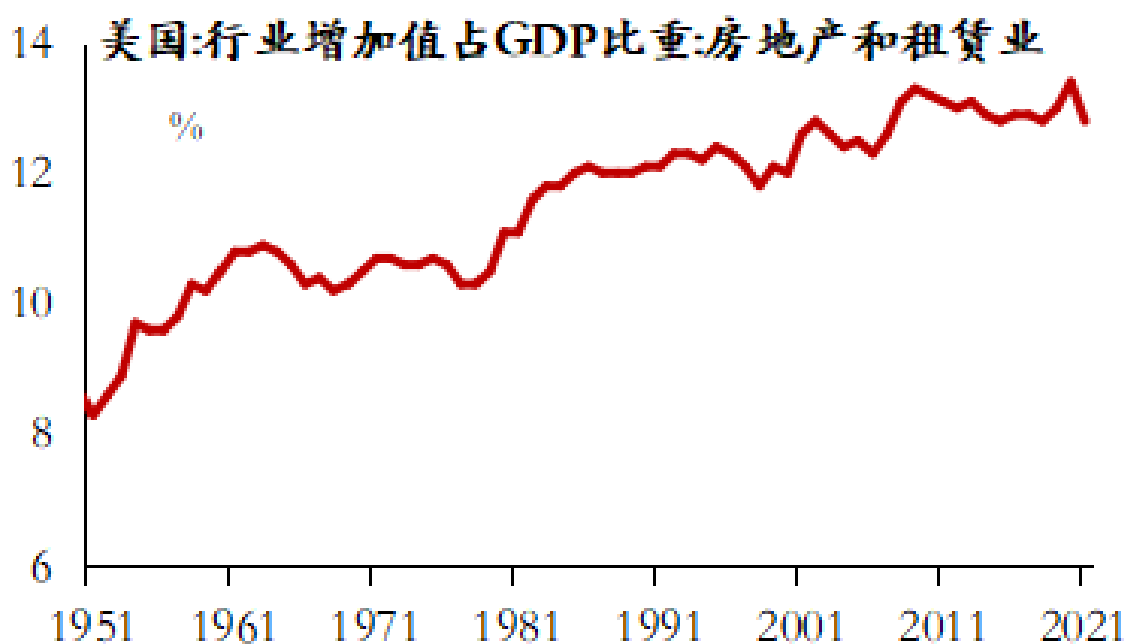
过去两年，美国的房地产市场出现了非理性繁荣。在 2020 年经历了新冠第一轮疫情冲击后，房地产业率先带领美国经济走向复苏。受到财政政策和货币政策“双宽”的影响，美国居民购房需求迅速攀升，无论是传统沿海发达地区，还是内陆欠发达城市，其房价在过去两年时间内都大幅上涨，即便是 08 年全球金融危机爆发之前也未曾有过如此夸张的表现。直到 2022 年 3 月，美联储在时隔 3 年后首次宣布加息。此后在短短的四个多月的时间内迅速加息，将联邦基金目标利率由 0%-0.25% 调升至 2.25%-2.50% 区间；其中 6 月和 7 月均加息 75 个基点，幅度为 1994 年以来所罕见。市场不禁要问，美国的楼市扛得住吗？美国楼市将面临怎样的风险？



一、美国房价大涨的成因

此轮美国经济复苏与房地产兴盛密切关联。2020年上半年，美国经济在新冠疫情的影响下，出现了阶段性衰退的状况，为此美国财政和货币政策采取了“双宽”的方式救助经济。在所有行业中，美国房地产业率先复苏。在大量流动性的支持下，全美住房销售出现了历史上比较罕见的井喷行情，行业景气度在较短的时间内快速上升，房价大幅上涨，并带领其他行业逐步恢复到接近疫情前水平。截止2022年5月，全美联邦住房金融局（FHFA）房价指数同比上涨18.3%，涨幅较2022年2月19.4%的水平稍低一些，但仍处于1992年统计以来最高水平区间。参考统计时间更久远的OECD数据，到2022年一季度末，美国OECD实际房价指数同比11.7%，尽管较2021年三季度13.7%的涨幅有所回落，但两位数的涨幅仍是1970年以来最高水平。

图1 美国房地产业占GDP比重逐年抬升



美国超宽松的财政政策和货币政策是促成此轮房价大涨的重要原因之一。几乎每一轮房价大涨都离不开需求端的刺激。本轮美国疫情主要始于2020年初，为应对疫情冲击，美国财政政策和货币政策迅速采取措施，扩大支出和刺激的力度。2020年美国先后推出了六轮财政支持计划，包括扩大失业补助覆盖人群、增加额外补贴、延长失业保险期限，并一次性发放纾困资金，2020年二季度，美国居民个人总收入增速同比增长10.9%，上一次该指标出现两位数增长还要回到1984年。2020年财年（截至2020年9月末）联邦财政赤字规模较前一年扩大1万亿美元至3.1万亿美元，赤字率达到惊人的14.9%。美联储自2020年3月开始即推行超宽松货币政策，包括下调联邦基金目标利率至0%-0.25%，宣布增持美国国债和住房抵押贷款支持证券（MBS），并创新流动性工具，直接向部分企业和政府部门注入充足的流动性，购买商业票据融资便利（CPFF）、货币市场基金流动性便利（MMLF）和一级交易商信贷便利（PMCCF）等。两年过后，美联储资产负债表从2020年2月的4.2万亿增至2022年3月中旬的9万亿，出现了史上罕见的大扩张。其中，与房地产相关的抵押贷款支持证券MBS存量规模从1.4万亿大幅增至2.7万亿左右，几乎翻了一倍；同期美国30年期长期抵押贷款利率从疫情前3.5%左右水平，最低在2021年7月份一度跌破3%至2.8%附近的历史低位。

图 2 为了应对疫情冲击，美国财政赤字率在 2020 年大幅飙升

美国:财政预算占GDP比重:赤字



与强刺激下需求过快扩张不同，供给端增长依旧缓慢，是导致房价快速上涨的另一个重要因素。疫情之下，建筑材料成本大涨，美国各地房地产建筑业活动受限。在此期间，从木材到建筑装饰材料，涨幅在 50%-200% 不等。2020 年 3 月-2022 年 3 月期间，美国成屋和新屋销售（年化）合计增加 73.6 万套，而同期新屋开工为 57.7 万套，房屋新开工跟不上住房销售的增速。预期预支过快，供需缺口持续扩大，遂成为推动房价上涨的重要因素。而劳动力成本的快速上升，则增加了房地产开发商的成本压力。美国劳工部的数据显示，2017 年-2019 年，非农建筑业员工月度薪资增速在 3% 左右，而疫情过后至今，平均月度薪资增速升至 4%。2022 年 7 月，当月薪资增速已经达到 5.5%。与此同时，可供出售的房产库存却持续下降。美国统计局的数据显示，截至 2022 年二季度末，全美空置房屋库存约 1528 万套；其中，可供出租的房屋为 264.3 万套，与 2020 年一季度末疫情爆发前相比库存水平分别减少了 4.3 和 13.6 个百分点。因此，本轮美国房价

大涨是供需两方面合力促成的，以需求拉动为主。

图 3 疫情后建筑业员工薪资增速逐步抬升

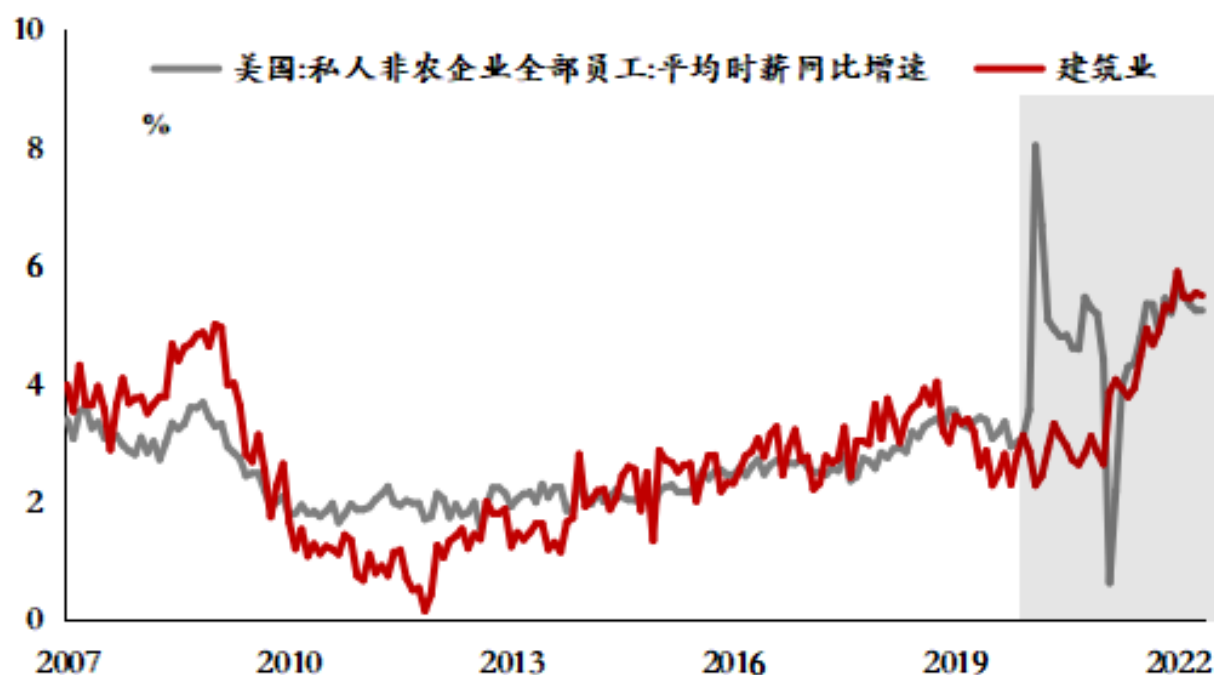
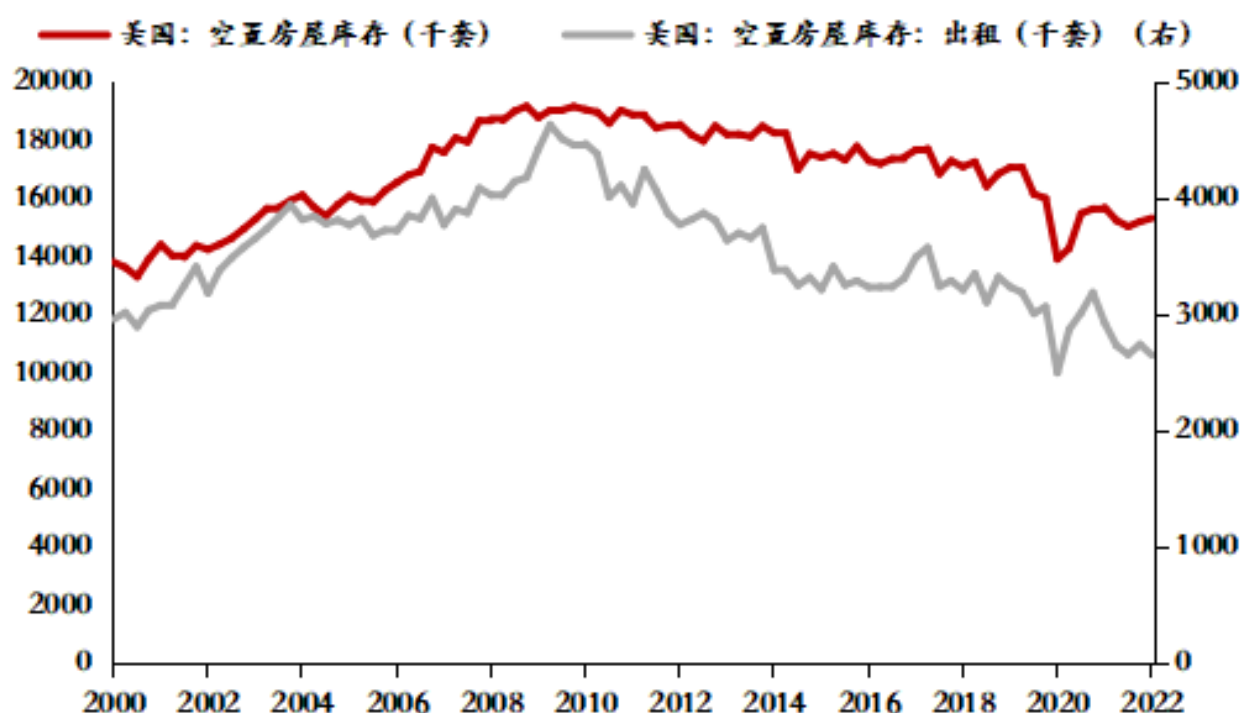


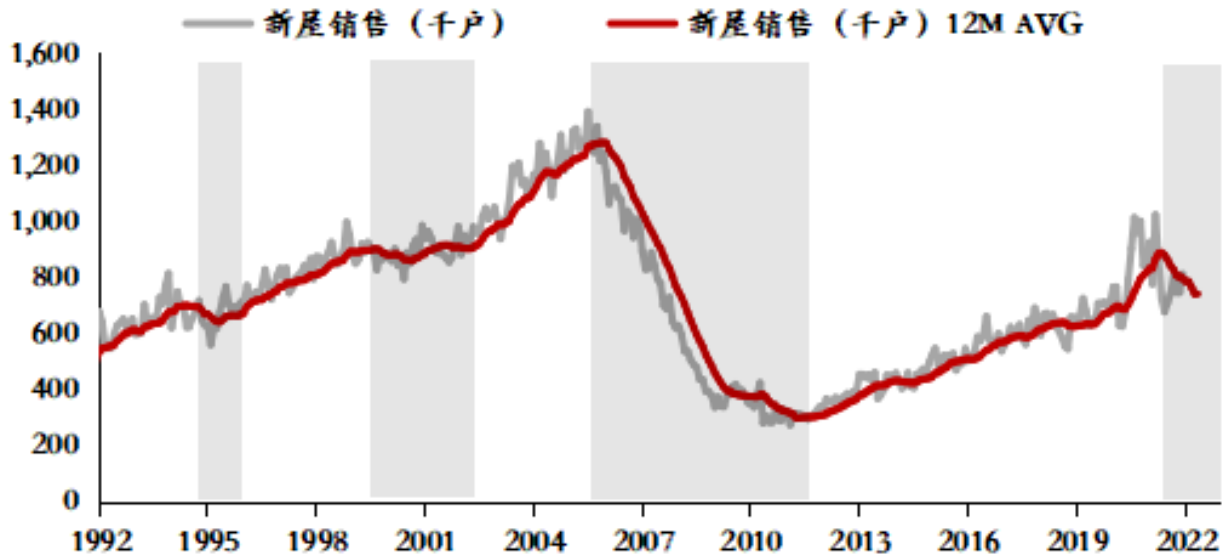
图 4 美国空置房屋库存过去十年持续减少



二、美国楼市“降温”酝酿行业金融风险

自 2021 年三季度开始，在美联储货币政策转向后，美国住宅销售热度触顶后逐步回落。根据美国商务部公布的数据，截止 2022 年 6 月末，全美新屋销售年化为 59 万户，当月同比下降 12.7%，新屋销售月度同比增速已经连续 13 个月出现负增长，成屋销售也基本上反映出同样的状况。按照销售绝对水平来看，自 2022 年 3 月开始当月销售值低于趋势值（12 个月均值）。美联储在 7 月 FOMC 会议纪要中也明确指出，美国房地产市场已经显著走软。供应链短缺造成的建筑材料供给不足也拖累了房地产相关的投资活动。截至 2022 年 8 月，全美建筑商信心指数 NAHB 指数跌至 49，与 20 个月之前 90 的水平相比出现了明显的回落。建筑商在房价大涨的环境下对建筑业持悲观预期，很大程度上与供应链短缺所造成的建筑材料价格、建筑工人薪资水平在较短时间内大幅度上涨有关。

图 5 过去 30 年美国新屋销售，（不包括这次）出现过 3 次比较明显的衰退



加息对抑制房价的效果通常需要 4-6 个季度才能显现。过去三十年，美联储经历了五次加息周期，除了金融危机前夕美国房价出现回落之外，其余四次房价并未出现明显回落，且通常在加息前半段 1-2 年时间内延续着较好的上涨势头，在加息的尾声阶段涨幅才出现回落。最近的一次是在耶伦时代。为了逐步实现货币正常化，美联储从 2015 年 12 月开启了为期三年的加息历程，将联邦基金目标利率区间从 0%-0.25% 提升至 2.25%-2.50% 水平。30 年期抵押贷款固定利率从 4% 左右的水平，逐步攀升至 2018 年末接近 5% 左右的水平，购房利率增加了约 1 个百分点，偿债

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_45573

