

房地产作为本轮美国复苏亮点短期仍有支撑

主要结论：

一、美国房地产作为本轮经济复苏的亮点，短期仍有支撑

- **美国 9 月新屋开工不及预期：**单户营建许可和开工均为主要提振。成屋销售远超预期和前值：与上月相比，各地区房屋销售连续四个月出现增长。
- **尽管美国经济面临着冠状病毒大流行的挑战，在整体经济复苏并不均衡的背景下，美国房地产市场成为了疫情之后最大的亮点。**具体来看，全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数、美国新屋开工受营建许、成屋销售在经历过 4 月份的低点后，均出现大幅反弹。
- **从价格来看，房屋销售的激增给房屋库存带来了压力，并导致下半年房价加速上涨。**当前数据显示，9 月现房价格中值为 31.18 万美元，接近历史高点。
- **低利率和推迟购买成为了住房需求的两大支持。**首先，推动房市强劲复苏的主要因素之一是抵押贷款利率处于历史低位。其次，随着疫情带来的春季经济和住房市场的停顿，之前的推迟购买导致复工复产后需求激增，对住房市场带来了一次性的提振。
- **从短期来看，房地产有降温的迹象，销售增速可能放缓，但房屋价格仍有上涨空间。**随着三季度自有率的继续回升和房屋空置率的持续回落，意味着住房的需求可能会回落。但根据房利美的预测，抵押贷款利率将保持在 3%，对整体需求形成了一个支撑。库存总量大幅下降+西部地区的大火抬高了木材价格，对房地产价格起到了支撑。
- **居民杠杆仍然处于低位，当前住房市场并未出现明显泡沫迹象。**本次疫情对商业抵押贷款的影响较大，其中住宿和零售贷款受到的打击有最大。相比之下，虽然住房价格最近飙升，但是美国住房抵押贷款的拖欠率并没有出现明显上升，叠加居民杠杆在 08 年之后持续保持一个震荡下行的趋势，目前住房市场仍然保持相对健康。

二、欧美 10 月制造业持续复苏，但服务业出现明显分化

1. **欧元区 10 月制造业持续复苏：**德国制造业指数高于前值，法国制造业回落。
2. **美国 10 月制造业和服务业均好于前值：**10 月份新业务增长的步伐略有放缓，但制造业和服务业的商业信心明显回升。

三、本周重点关注美国和欧元区三季度 GDP 初值

- **财经事件：**欧洲央行公布利率决议。
- **财经数据：**德国 10 月 IFO 商业景气指数、美国 9 月耐用品订单月率、美国第三季度实际 GDP 年化季率和美国第三季度核心 PCE 物价指数年化季率、欧元区第三季度季调后 GDP 季率。

风险提示：

疫情二次爆发，全球经济的不确定性上行；中美冲突进一步加剧，对全球需求和经济产生较大的影响；美国大选的临近，可能会加剧风险资产的波动。

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

yangyifan@gjzq.com.cn

正文如下:

一、美国房地产为本轮经济的亮点，预计短期仍有支撑

美国 9 月新屋开工不及预期。美国商务部公布的数据显示，美国 9 月新屋开工 141.5 万户，低于预期的 146.5 万户，略高于前值修正后的 138.3 万户；美国 9 月新屋开工环比为 1.9%，低于预期的 3.5%，但高于前值的-6.7%；美国 9 月营建许可总数为 155.3 万户，高于预期的 152 万户，高于前值 147.6 万户；美国 9 月营建许可环比为 5.2%，高于预期的 3%，高于前值的-0.5%。**单户营建许可和开工均为主要提振。**分类数据显示，单户住宅营建许可环比为 7.8%，同比为 24.3%；多户开工（2-4 单元）营建许可环比为-15.4%，同比为 22.2%；多户营建许可（5 单元以上）环比为 1.0%，同比为-22.2%。单户住宅开工环比为 8.5%，同比为 22.3%；多户开工环比为-14.7%，同比为-17.4%。整体来看，单户住宅建筑商的信心在十月份上升至历史新高，9 月单户型住宅开工数在整体新屋开工数中的占比达到 78%，为 2010 年以来的最大份额。

成屋销售远超预期和前值。美国 9 月成屋销售年化总数为 654 万户，高于预期的 630 万户，高于前值的 598 万户；美国 9 月成屋销售环比为 9.4%，高于预期的 5%和前值的 2%。分类数据显示，经季节性因素调整后，9 月份独栋房屋销售为 587 万套，较 8 月份的 535 万套增长 9.7%，较上年同期增长 21.8%；共有公寓和合作公寓销量为 67 万套，较 8 月份增长 6.3%，较上年同期增长 13.6%。**与上月相比，各地区房屋销售连续四个月出现增长。**9 月东北地区成屋销售环比增长 16.2%至 86 万套，同比增长 22.9%；中西部地区 9 月份成屋销售环比增长 7.1%至 151 万套，较上年同期增长 19.8%；美国南部 9 月份成屋销售环比增长 8.5%，至 280 万套，较上年同期增长 22.3%。美国西部地区 9 月份成屋销量环比增长 9.6%，达到 137 万套，同比增长 18.1%。

尽管美国经济面临着冠状病毒大流行的挑战，在整体经济复苏并不均衡的背景下，美国房地产市场成为了疫情之后最大的亮点。首先，全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数攀升购买指数自 4 月底降至 30 之后，开始出现大幅反弹，截至 10 月回升到 85，为历史高点。其次，美国新屋开工受营建许可在 5 月快速反弹后紧跟而上，均已超过疫情前的水平。第三，成屋销售在 5 月回落到 391 万套后，在 9 月已经恢复到 654 万套。

图表 1：全美住宅建筑商协会 (NAHB) / 富国银行住房市场指数创历史新高



来源：Wind，国金证券研究所

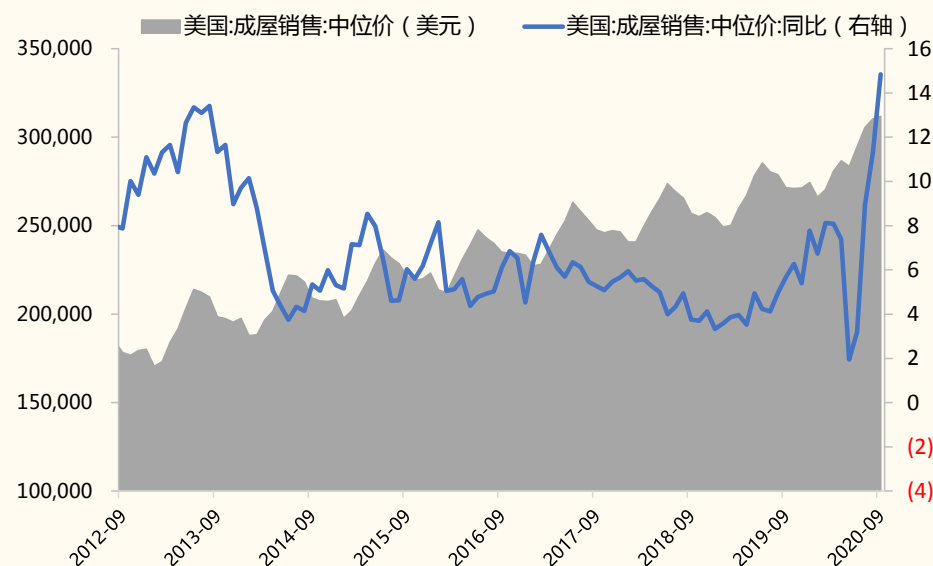
图表 2：美国新屋开工和营建许可在 4 月后快速反弹



来源：Wind，国金证券研究所

从价格来看，房屋销售的激增给房屋库存带来了压力，并导致下半年房价加速上涨。当前数据显示，9 月现房价格中值为 31.18 万美元，比 2019 年 9 月上涨了 14.84%，接近历史高点。其中，北地区房价中值为 35.5 万美元，较 2019 年 9 月上涨 17.8%；中西部地区房价中值为 24.3 万美元，较 2019 年 9 月上涨 14.8%；南部的房价中值为 26.7 万美元，同比增长 13.0%；西部地区房价中值为 47.08 万美元，较 2019 年 9 月上涨 17.1%，9 月份的全国房价上涨标志着连续 103 个月同比上涨。

图表 3：美国成屋销售中位数大幅飙升

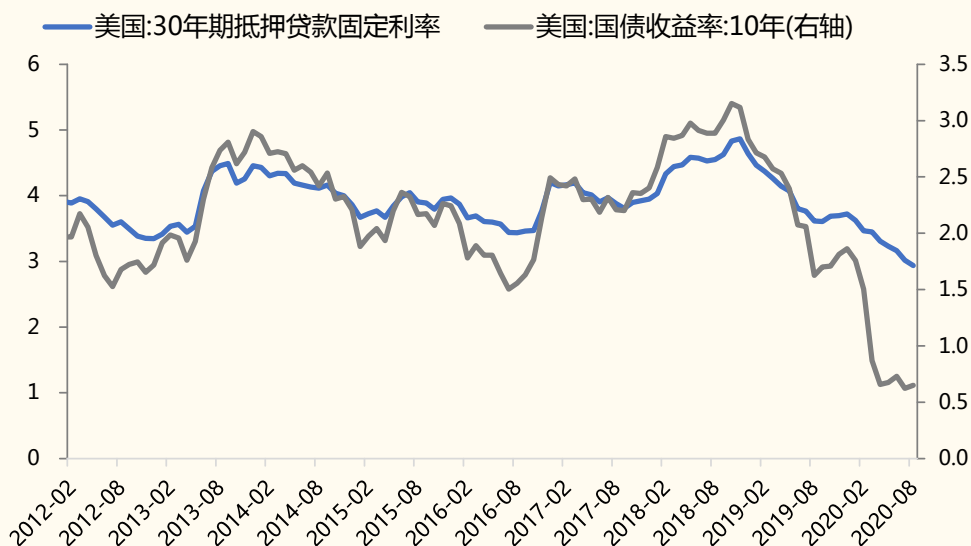


来源：Wind，国金证券研究所

低利率和推迟购买成为了住房需求的两大支持。首先，推动房市强劲复苏的主要因素之一是抵押贷款利率处于历史低位。数据显示，目前 30 年期固定利率抵押贷款的平均利率目前为 2.86%，另外，截至 10 月 15 日当周，抵押贷款利率

跌至 2.81% 的历史新低，这大大降低了月供，让购房者能够进一步扩大预算，带动总需求上升。**其次**，随着疫情带来的春季经济和住房市场的停顿，之前的推迟购买导致复工复产后需求激增，对住房市场带来了一次性的提振。自 7 月份以来，美国度假地区房屋销售强劲加速，9 月份同比增长 34%。对疫情何时结束的不确定性以及加上在家工作的时间变长，提振了夏季度假地区的销售，包括太浩湖、柏斯海滩、默特尔海滩和泽西海岸地区。

图表 4：抵押利率保持低位



来源：Wind，国金证券研究所

从短期来看，房地产有降温的迹象，销售增速可能放缓，但房屋价格仍有上涨空间。首先，虽然需求未来会有所放缓但仍有支撑。疫情导致的需求抑制已经在这几个月集中爆发，数据显示，美国 2 季度住房自有率攀升到 67.9%，而房屋空置率回落到 0.9% 左右，随着三季度自有率的继续回升和房屋空置率的持续回落，意味着住房的需求可能会回落，促使整体房屋销售回落。但根据房利美的数据，从 2020 年第三季度到 2021 年底，鉴于整体经济疲软，美联储 (Fed) 表示其政策利率将保持低位，直到通胀回升，预计明年抵押贷款利率将保持在 3% 不变，对整体需求形成了一个支撑。**其次，房屋市场供应仍然紧张，对价格形成提振。**虽然 7 月和 8 月的建筑业有回升的趋势，建筑业的雇用率招聘率达到 5.5%，几乎回升到了疫情之前的水平，但今年春季和初夏因疫情原因开工放缓或停滞导致明年可供出售的新房屋进一步减少。一方面 9 月房屋库存总量为 147 万套，较 8 月份下降 1.3%，较上年同期 (182 万套) 下降 19.2%。以目前的销售速度，未售库存为 2.7 个月的供应量，低于 8 月份的 3.0 个月和 2019 年 9 月的 4.0 个月的供应量。另一方面，由于西部地区的大火抬高了木材价格，对房地产价格也起到了支撑。

图表 5：房利美对 2020 年和 2021 年房屋市场的预测

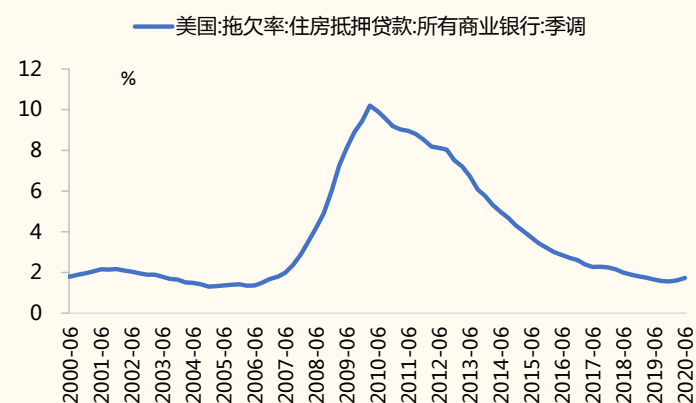
总览 (年度)	2018	2019	2020	2021
30 年期抵押贷款利率	4.6	4.0	3.2	3.0
所有房屋销售 (百万套)	6.0	6.0	6.2	6.1

房屋价格增长 (%)	5.1	4.2	5.5	2.6
总发放 (十亿美元)	\$1,700	\$2,432	\$3,583	\$2,685

来源: BEA, 国金证券研究所

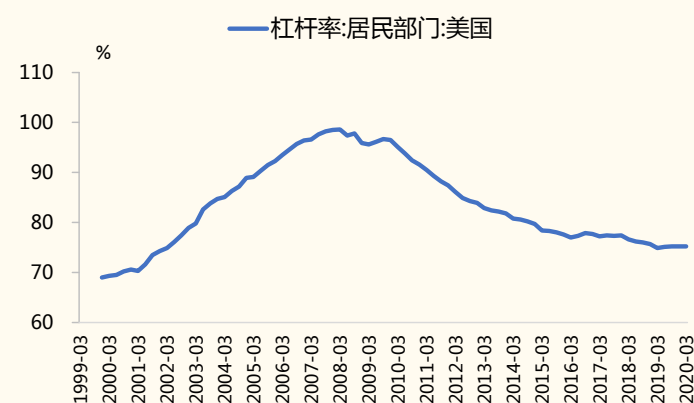
本轮疫情对房屋市场的影响整体有限, 叠加居民杠杆仍然处于低位, 当前住房市场并未出现明显泡沫迹象。相对住房市场而言, 本轮疫情对商业抵押贷款的影响较大。根据数据公司 Trepp 的数据, 衡量逾 30 天逾期付款的 CMBS 拖欠率 6 月份攀升至 10.32%, 其中住宿和零售贷款受到的打击最大, 分别飙升到 24.3% 和 18.07%。相比之下, 虽然住房价格最近飙升, 但是美国住房抵押贷款的拖欠率并没有出现明显上升, 叠加居民杠杆在 08 年之后持续保持一个震荡下行的趋势, 目前住房市场仍然保持相对健康。但需要注意如果未来拜登当选的话, 可能会加快加息的步伐, 为其未来执政的货币政策留下一定的空间, 可能届时会对住房市场形成一定的下行压力。

图表 6: 美国住房抵押贷款拖欠率疫情后没有明显上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 美国居民杠杆自 08 年之后呈下行趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

二、欧美 10 月制造业持续复苏, 但服务业出现明显分化

1. 欧元区 10 月制造业持续复苏, 但服务业大幅回落

欧元区 10 月 Markit 综合 PMI 初值为 49.4, 高于预期的 49.2, 但低于前值的 53.7, 重新进入收缩区间内; 欧元区制造业 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 54.4, 高于预期的 53, 并高于前值的 53.7; 欧元区 10 月 Markit 服务业 PMI 初值为 46.2, 低于预期的 47, 并低于前值的 48。

制造业的加速被服务业的恶化所抵消。调查显示, 各行业的趋势日益分化。制造业产出增速加快至 2018 年 2 月以来的最快水平。相反, 服务业产出连续第二个月下降, 恶化速度是 5 月份以来最严重的。如果排除 3 月至 5 月 COVID19 封锁最严重的那段时间, 服务业产出的降幅是 8 年来最大的。德国经济继续稳步增长, 综合指数仅从 54.7 降至 54.5, 连续第四个月相对强劲增长, 但服务业活动自 6 月以来首次出现下滑。与此同时, 法国的商业活动连续第二个月恶化, 综合指数从 48.5 降至 47.3, 服务业连续第二个月下滑的同时, 工厂产出增长率

也在放缓。虽然欧元区失业率有所下降，但前瞻性指标有所恶化：新业务流入再次下降，对未来一年的商业乐观情绪降至 5 月份以来的最低水平。从价格趋势来看，10 月份通货紧缩压力有所缓解。商品和服务的平均价格连续第八个月下降，但下降速度放缓至这段时期以来的最低水平。

2. 美国 10 月制造业和服务业均好于前值

美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 53.3，持平于预期，高于前值 53.2；美国 10 月 Markit 综合 PMI 初值为 55.5，高于前值 54.3；美国 10 月 Markit 服务业 PMI 初值为 56，高于预期和前值的 54.6。

10 月份新业务增长的步伐略有放缓，但制造业和服务业的商业信心明显回升。经济好转主要是由服务提供商推动的，不过制造业企业也报告产量进一步稳步增长。但制造商和服务供应商的新订单增长放缓，一些公司表示，2019 年冠状病毒(COVID-19)的持续影响对需求造成了压力。其与此同时，外国客户需求的增长明显放缓。由于经济活动的增长速度超过了新订单的增长速度，公司的积压工作的积累速度有所减缓，新增就业增速低于 9 月份。在价格方面，10 月份投入成本上升，尽管增速为 4 个月来最低。最后，制造业和服务业的商业信心明显回升，显示出自 2018 年 5 月以来最大程度的信心。对未来一年的产出前景更加乐观的原因是预期客户需求将持续，选举后政治不确定性将有所缓解，以及希望在未来一年的某个时候结束与 COVID-19 相关的限制。

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_1852

