

宏观深度报告

美国房地产市场的“理性”繁荣

相关研究报告

《宏观动态跟踪*海外宏观*美国的“慢就业”与“快通胀”》 2021-03-08

《宏观动态跟踪*海外宏观*美债收益的下一步》 2021-03-03

《宏观深度报告*全球经济复苏之路走到哪了？》 2021-05-25

《宏观周报*海外宏观*四个信号增加美联储讨论 Taper 的概率》 2021-05-31

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号

S1060120100009

zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



截至 2021 年 5 月，美国房屋销售价格中位数同比增长 23.6%，达到 35.3 万美元，创下历史新高。越来越多的购房者开始担忧美国房地产市场正处于泡沫之中，而泡沫可能即将破裂。那么，此次美国房地产的繁荣和造成 2008 年次贷危机的房地产泡沫是否可以相提并论呢？

1. 全球众多国家房地产市场在新冠疫情冲击下呈现异常繁荣的局面，或是一种全球货币大放水后的蓬齐过程。美国是本轮全球货币超发当仁不让的源头，相比已采取加息和购房新政的国家，美国政府及美联储却还是“边走边看”的态度。市场有怀疑美国是否在资产泡沫上“裸泳”，近期诺贝尔经济学家获得者凯斯·席勒教授也对美国房地产的过热迹象发出警告。
2. 房地产是支撑本轮美国经济回升的重要支柱之一，但疫情爆发后美国房价与租金比快速攀升值得关注。因房地产价格过快上涨可能提高租金和增加企业成本，间接、滞后地抬升美国通胀（房租在美国核心 CPI 中的权重接近 1/4）。
3. 美国非常规货币政策和激进财政政策的组合，经由充沛的流动性、低利率环境和财富效应，成为“燃爆”美国房地产市场的导火索。但未来 30 年期抵押贷款固定利率将伴随 10 年期国债收益率上行，拜登还会采取对富人加税等政策，美国房地产价格将因此受到抑制。
4. 我们认为本轮美国房地产市场的超高景气具有泡沫化倾向，但与次贷危机的房市逻辑截然不同，最终可能不会导致崩盘，而是以降温结束。主要原因在于：美国居民杠杆率仍处历史低位；新冠疫情后的公共卫生问题和远程办公滋生新的住房需求；30-49 岁人口的住房刚需将成为主要动力；次贷危机以来美国住房供给热情始终不足，新冠疫情进一步影响新开工导致库存严重短缺；美国实际失业率显著下行因此即便失业救济开始退出，也不会对个人收入来源造成过度冲击。然而，伴随 30 年期抵押贷款固定利率的预期上行，美国房价上涨速度或将放缓。2021 年以来 S&P 房地产子指数的市盈率达到 49.5 倍，相比其他行业明显更高，后续的估值调整或不可避免。
5. 总的来说，美国房地产市场呈现某种“理性”繁荣的特征，因此本轮美国房价上行的主要原因是“供不应求”，而非纯粹的投机。预计美国房地产上行周期还可能持续 1-2 年，而美联储 Taper 或将成为房地产市场运行的拐点。从长期来看，全球房地产均将向低碳化、数字化和液化化方向开拓创新。

正文目录

一、	全球房地产市场形成蓬齐效应.....	4
二、	美国房地产对美国的影响.....	6
	1、房地产是美国经济回升的重要支柱.....	6
	2、房价持续上涨或抬升通胀水平.....	7
三、	美国“双松”政策燃爆房地产市场.....	10
	1、非常规货币政策“保驾”房地产市场.....	10
	2、积极财政政策助推房地产市场.....	12
四、	美国房地产是否存在泡沫？	14

图表目录

图表 1	2020 年四季度全球房地产同比涨幅 Top30 国家	5
图表 2	2020 年全球房价年度涨幅 Top30 城市	5
图表 3	主要国家房地产价格指数同比增幅比较	5
图表 4	一国收入分配差异越大，房价涨幅越高	6
图表 5	2020 年住宅投资对美国经济具有直接拉动作用	7
图表 6	房地产业增加值占美国 GDP 比重为接近 13%	7
图表 7	美国 CPI 分项权重	7
图表 8	住宅不是近期美国通胀急升的主要驱动因素	8
图表 9	美国房价与房租比率快速攀升	8
图表 10	新冠疫情爆发后美国房价加速上涨	9
图表 11	美国房屋销售价格中位数同比增幅继续攀升	9
图表 12	2020 年绝大多数美国城市房价上涨加速	10
图表 13	美国 30 年期抵押贷款固定利率创下历史新低	11
图表 14	美联储大规模购进 MBS	11
图表 15	美国抵押贷款再融资规模居高不下	12
图表 16	美国抵押贷款严重违约率已由高点回落	12
图表 17	财政政策助力美国个人总收入明显增加	13
图表 18	美国居民储蓄及储蓄率疫后飙升	13
图表 19	《美国就业计划》中住房投资占比 9%	14
图表 20	美国居民杠杆率处于次贷危机后的低位	15
图表 21	美国郊区房屋库存较城区更明显地下降	15
图表 22	美国 30-49 岁年龄层人口步入上升期	16
图表 23	美国成屋库存严重短缺	16
图表 24	美国房地产市场迈进补库存阶段	17
图表 25	美国单户住宅销售预期高位回落	17
图表 26	美国政府失业救济推高个人总收入	18
图表 27	美国实际失业率仍高于自然失业率	18
图表 28	美国职位空缺增加，但就业意愿不足	19
图表 29	2003 年“凸性对冲”对 10 年期美债收益率的影响	20
图表 30	2021 年标普 500 房地产子指数市盈率预计高于其他行业	20
图表 31	美国房地产周期的划分	21

截至 2021 年 5 月，美国房屋销售价格中位数同比增长 23.6%，达到 35.3 万美元，创下历史新高。越来越多的购房者开始担忧美国房地产市场正处于泡沫之中，而泡沫可能即将破裂。Google 的搜索数据体现出了人们的这种警惕。在 4 月的第一周，对“楼市何时崩盘”的搜索兴趣较前一个月跃升 2450%。那么，此次美国房地产的繁荣和造成 2008 年次贷危机的房地产泡沫是否可以相提并论呢？

本文的基本结论如下：

1) 全球众多国家房地产市场在新冠疫情冲击下呈现异常繁荣的局面，或是一种全球货币大放水后的蓬齐过程。美国是本轮全球货币超发当仁不让的源头，相比已采取加息和购房新政的国家，美国政府及美联储却还是“边走边看”的态度。市场有怀疑美国是否在资产泡沫上“裸泳”，近期诺贝尔经济学家获得者凯斯-席勒教授也对美国房地产的过热迹象发出警告。

2) 房地产是支撑本轮美国经济回升的重要支柱之一，但疫情爆发后美国房价与租金比快速攀升值得关注。因房地产价格过快上涨可能提高租金和增加企业成本，间接地、滞后地抬升美国通胀（房租在美国核心 CPI 中的权重接近 1/4）。

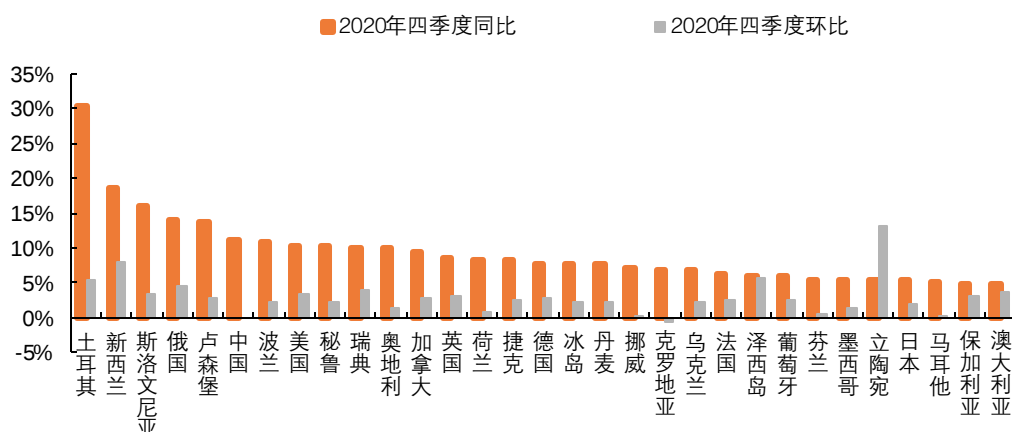
3) 美国非常规货币政策和激进财政政策的组合，经由充沛的流动性、低利率环境和财富效应，成为燃爆美国房地产市场的导火索。但未来 30 年期抵押贷款固定利率将伴随 10 年期国债收益率上行，拜登还会采取对富人加税等政策，美国房地产价格将因此受到抑制。

4) 本轮美国房地产市场的超高景气具有泡沫化倾向，但与次贷危机后的房市逻辑不太相同，最终可能不会导致崩盘，而是以降温结束。主要原因在于：美国居民杠杆率仍处历史低位；新冠疫情后的公共卫生问题和远程办公滋生新的住房需求；30-49 岁人口的住房刚需将成主要动力；次贷危机以来美国住房供给热情始终不足，新冠疫情进一步影响新开工导致库存严重短缺；美国实际失业率显著下行因此即便失业救济开始退出，也不会对个人收入来源造成过度冲击。然而，伴随 30 年期抵押贷款固定利率的预期上行，美国房价上涨速度或将放缓。2021 年以来 S&P 房地产指数的市盈率达到 49.5 倍，相比其他行业明显更高，后续的估值调整或不可避免。预计美国房地产上行周期还可能持续 1-2 年，而美联储 Taper 或将成为房地产市场运行的拐点。

一、全球房地产市场形成蓬齐效应

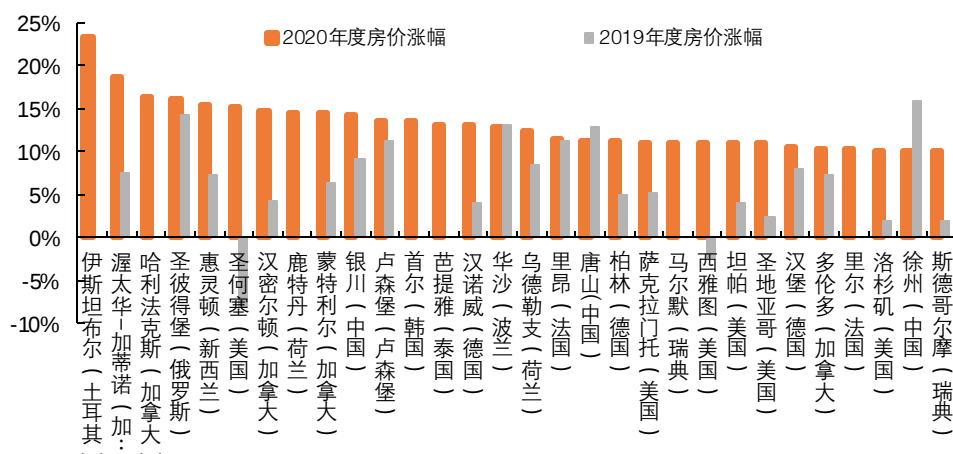
新冠疫情令全球经济遭受重创，然而全球众多国家和地区的房地产市场却异常繁荣。据国际房地产咨询公司莱坊（The Knight Frank）最新发布的《全球房价指数》统计，2020 年四季度全球房价平均上涨了 5.6%，超越了 2019 年 5.3% 的涨幅。新兴市场国家如土耳其房价增长最为强劲，涨幅高达 30%，美国房价以 10% 的涨幅位居第八位，而欧洲房地产价格出现分化，奥地利（10%）、德国（8%）和法国（6%）均保持稳定增长，南欧如意大利（1%）、西班牙（-2%）等基本上停滞不前（图表 1）。无独有偶，2020 年房地产价格涨幅最大的城市伊斯坦布尔来自土耳其，而美国的圣何塞和中国银川位列前十。总体上，大多数城市 2020 年房价涨幅明显高于 2019 年（图表 2）。纵向来看，除了土耳其房价突飞猛涨，美国、英国和法国的房价同比涨幅均在近 5-10 年中呈现逐步攀升的趋势（图表 3）。因此，房价上涨的现象并非“斯须之作”。

图表1 2020年四季度全球房地产同比涨幅 Top30 国家



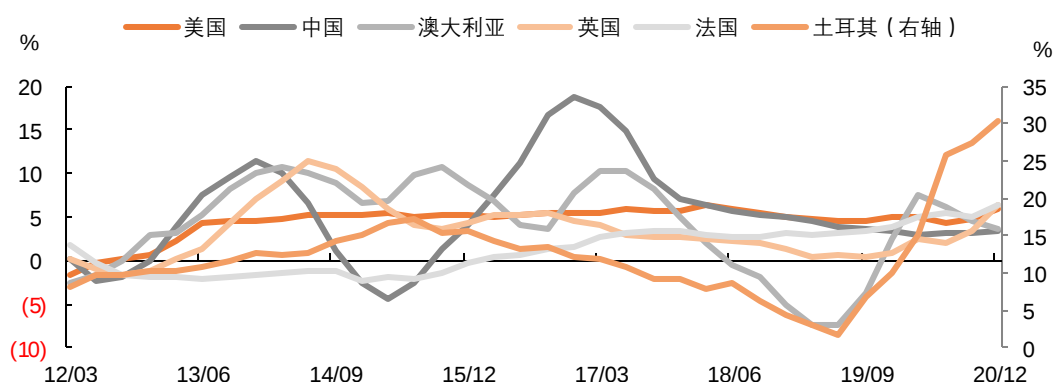
资料来源: The Knight Frank Global House Price Index, 平安证券研究所

图表2 2020年全球房价年度涨幅 Top30 城市



资料来源: 胡润研究院, 平安证券研究所

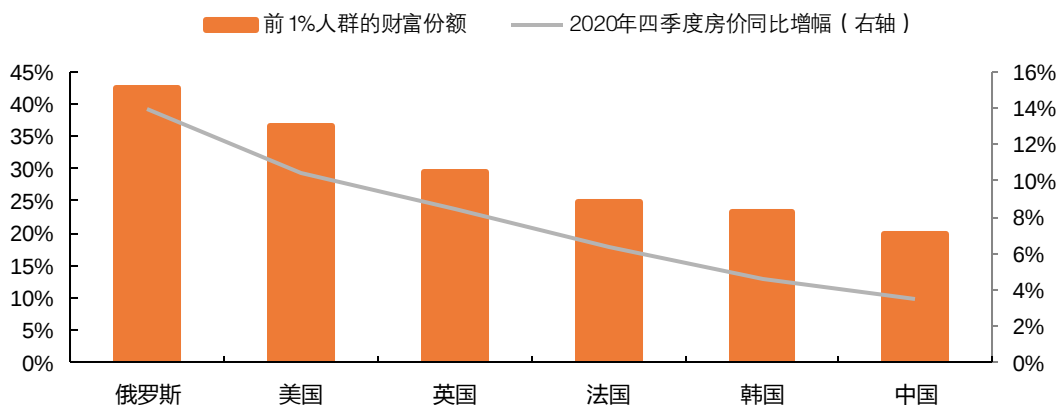
图表3 主要国家房地产价格指数同比增幅比较



资料来源: Wind, 平安证券研究所

本轮全球房价的再繁荣呈现出收入分化越严重、房价涨幅越高的特征。IMF 此前表示，2020 年的收入不平等比以往任何一次经济危机都更加严重。伦敦政治经济学院教授 Paul Cheshire 和 Christian Hilber 对疫情期间伦敦房地产市场进行一项专题研究后发现，伦敦房价上涨的原因，几乎完全是由于富人在伦敦市中心购买了大型独立式住宅。通过对代表国家的比较，我们发现 2020 年四季度一国房价同比涨幅与富人财富份额之间存在显著的正相关性（图表 4）。

图表4 一国收入分配差异越大，房价涨幅越高



资料来源：世界银行，平安证券研究所

于是，部分国家陆续颁布新政，以抑制房价过快上涨。2021 年 2 月，韩国政府颁布住房调控新政，计划四年内新增包括公共住宅等形式的住房 83.6 万套，目前部分区域的房价开始出现下降迹象。2021 年 3 月 23 日，新西兰政府宣布推出一系列住房调控措施，包括重新引入贷款房价比限制，使炒房客的首付比达到 30% 等。此外，还拨出 38 亿新西兰元的补助金，鼓励开发商圈地建房，并承诺向首次购房者提供更多支持。英国在去年 7 月 8 日颁布的“印花税假期”（临时将住宅印花税的起征点上调至 50 万英镑，这使大部分购房者免于缴纳）也将于 2021 年 6 月 30 日到期。

这或是一种全球货币大放水后的蓬齐过程：即房价上涨增强了投资者的信心和期望，促使投资者进一步入市购房抬升房地产价格，而房价上涨带来的财富幻想又进一步吸引更多的投资者，这种反馈环（Feedback loop）会不断进行下去。最终也许唯有依赖政府政策才能挽救房地产于水火之中。美国是本轮全球货币超发当仁不让的源头，相比已采取加息和购房新政的国家，美国政府及美联储却还是“边走边看”的态度。市场也在怀疑美国是否在资产泡沫上“裸泳”，近期诺贝尔经济学家获得者凯斯·席勒教授也对美国房地产的过热迹象发出警告。

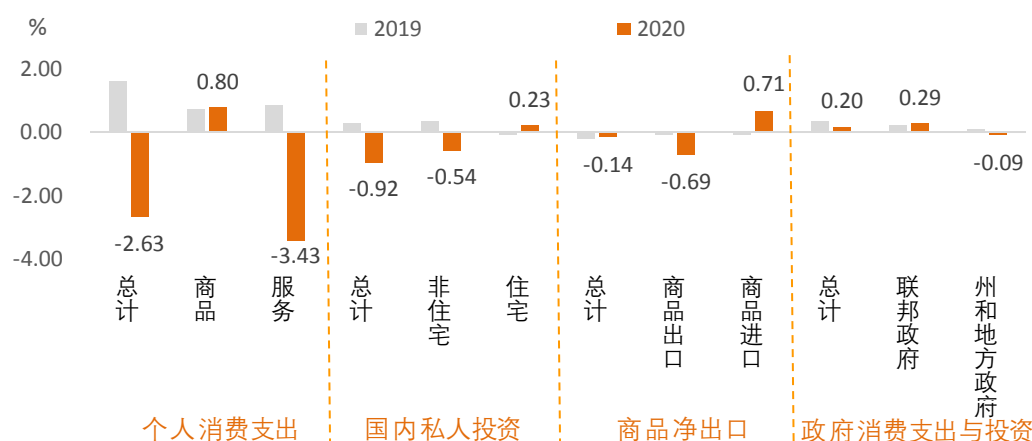
下面，我们从多个维度对美国房地产市场进行深入分析，以探寻背后的真相。

二、美国房地产对美国的影响

1、房地产是美国经济回升的重要支柱

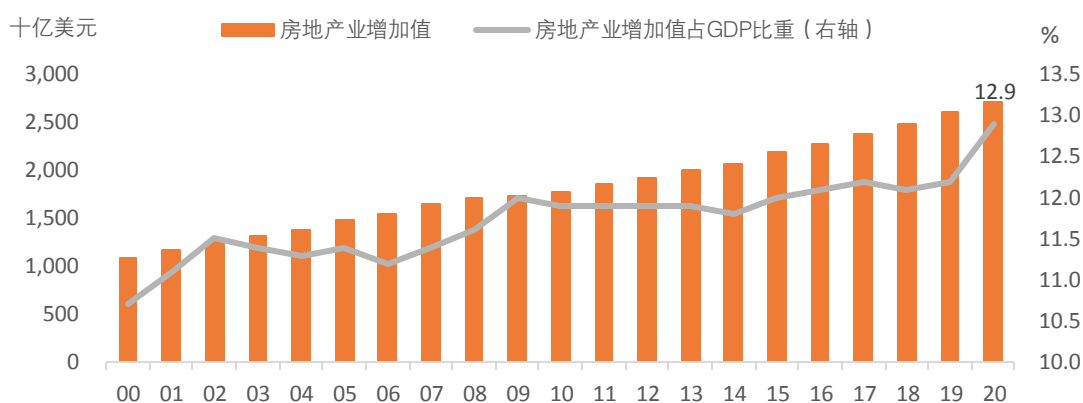
疫情之下，美国房地产市场领先大部分经济指标复苏，对美国经济具有直接拉动作用。2020 年，美国 GDP 实际增长率为 -3.5%，住宅投资对实际 GDP 正向拉动 0.23 个百分点，在私人投资领域是“一枝独秀”的表现（图表 5）。房地产业增加值占美国 GDP 的比值在 2020 年攀升至 12.9%，较 2019 年提升 0.7 个百分点（图表 6）。

图表5 2020 年住宅投资对美国经济具有直接拉动作用



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 房地产业增加值占美国 GDP 比重为接近 13%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、房价持续上涨或抬升通胀水平

按美国劳工统计局 (BLS) 最新公布 (2018 年) 的 CPI 调整权重, 狭义住房项目占比约为 33.2%, 其中, 租金占比 7.8%, 业主住房等价租金 (即租户愿意支付的租金或业主希望从租房中获得的租金) 占比 24.1% (图表 7)。所以, 房价变化会通过影响租金间接影响美国通胀表现。

观察 2021 年 4 月美国 CPI 分项数据, 可以发现其主要驱动因素为能源商品、二手车及卡车、烟、交通服务及能源服务价格, 而非住宅 (图表 8)。这是由于, 房价对房租的传导受到长期合同等约束有一定的时滞性。高盛分析指出, 5% -15% 的房价攀升会在数年时间内传导至通胀。当前, 美国房价与房租比率仍位于历史较高位置, 远超 2000 至今的均值水平 62% (图表 9)。这究竟是疫情冲击下永久性的偏离 (即房价租金比的中枢自此系统抬升), 还是暂时性的扰动 (即经由房租的滞后攀升该比率最终向长期均值水平回归), 仍需观察。但不应忽视房价经由房租的滞后影响推升通胀的可能, 毕竟房租在美国核心 CPI 中的权重接近 1/4。

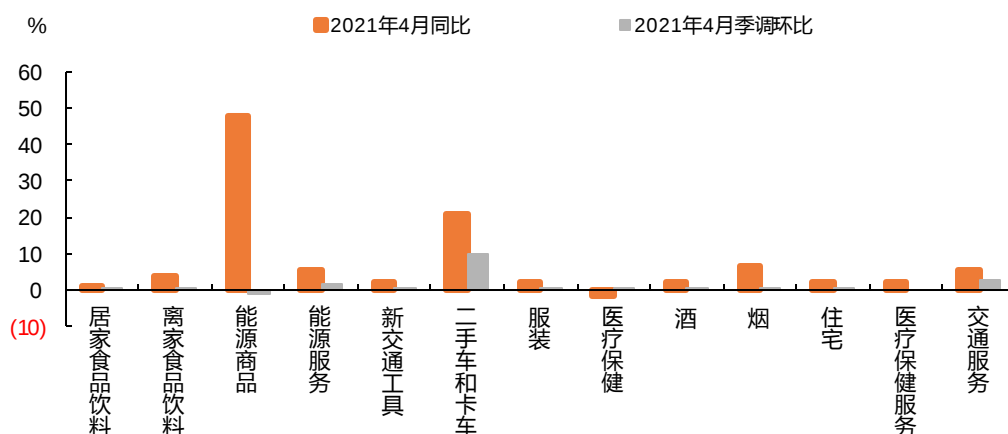
图表7 美国 CPI 分项权重

CPI 分项	分项权重 (%)
食品饮料	14.79
住宅	42.11

租金	7.79
业主等价租金	24.07
服装	2.81
交通运输	15.74
医疗保健	8.83
烟+酒	5.82
交通服务	6.77
其他商品与服务	3.13

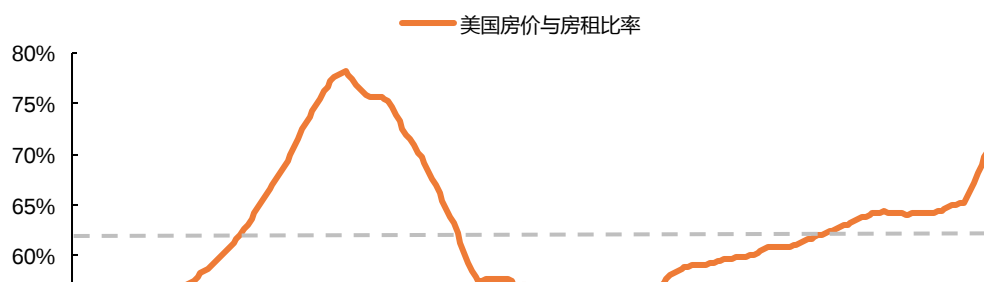
资料来源：美国劳动统计局, 平安证券研究所

图表8 住宅不是近期美国通胀急升的主要驱动因素



资料来源：美国劳动统计局, 平安证券研究所

图表9 美国房价与房租比率快速攀升



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_19917

