

美国房地产市场的企稳回升意味着什么？

主要结论：

一、美国房地产市场的企稳回升意味着什么？

- **美国 10 月新屋开工较上月有所回升。**美国中西部，南部和西部地区的单独住宅以及多户住宅开工数有所改善，而东北地区开工数的持续低迷抵消了部分贡献。
- **美国 10 月成屋销售低于预期但高于前值。**10 月份的现房销售在中西部和南部地区上升，另外地区中位数价格均同比上涨，西部地区涨幅最大。
- **最近几个月抵押贷款利率的下降为房地产市场上涨提供了动力。**抵押贷款率下降和健康的就业市场在最近几个月为房地产市场提供了帮助。根据 Wind 数据，截至 2019 年 11 月 22 日当周，美国 30 年期抵押贷款固定利率为 3.66%，远低于上年同期的 4.81%。
- **但房屋库存短缺抬升住房价格仍是房地产市场是否能够持续回暖的一个阻碍。**由于土地短缺和高昂的建筑成本限制了房屋建设，年初至今房屋开工量仍下降了 0.6%，库存的缺乏比工资增长更快地推动了价格的上涨，导致支付能力仍旧疲软。尽管 10 月房屋销量增加，但美国的房屋库存却出现了急剧下降。消费者买房意愿仍然低于去年同期。
- **美国房地产市场的持续好转难以改变四季度美国经济增速进一步放缓的趋势。**由于私人住宅投资占美国 GDP 的比重仅 3.8% 左右，这意味着即使房地产市场率先回暖，房地产投资将继续上行，但在消费者支出降温以及商业投资和制造业持续疲软的情况下，叠加劳动力市场的约束正在阻碍该行业实现更显著的增长，房地产对美国经济的提振有限，难以扭转四季度美国经济进一步放缓的趋势。
- **但美国私人投资的企稳回升，预示整体美国经济的企稳回升也将临近。**本轮美国经济的走弱，主要受到私人投资的拖累，美国的私人消费依然相对稳健。美国的私人投资主要由住宅投资和非住宅投资构成，住宅投资一般领先非住宅投资 4-5 个季度。美国私人住宅投资自 1Q2019 开始逐步改善，预计非住宅投资将从 2Q2020 开始改善。随着美国私人非住宅投资的企稳回升，美国经济在 2Q2020 企稳回升的概率也相对较高。

二、欧元区和美国制造业 PMI 初值高于前值

- **欧元区制造业 PMI 初值高于前值：**其中德国和法国制造业均出现好转。
- **美国制造业 PMI 初值高于前值：**得益于制造业和服务业活动的强劲增长，美国私营部门的产出增长速度加快，扩张速度加快至四个月高位。

三、本周重点关注美国 10 月耐用品订单、个人支出和核心 PCE 物价指数

- **财经数据：**德国 11 月 IFO 商业景气指数、美国 10 月季调后新屋销售年化总数、美国 10 月耐用品订单月率初值、美国 10 月个人支出月率和美国 10 月核心 PCE 物价指数年率。

风险提示：

- 美联储货币宽松力度不及预期，导致经济向下压力的累积。
- 中美贸易摩擦升温，导致全球经济受到负面影响较大。
- 新兴市场动荡拖累全球经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

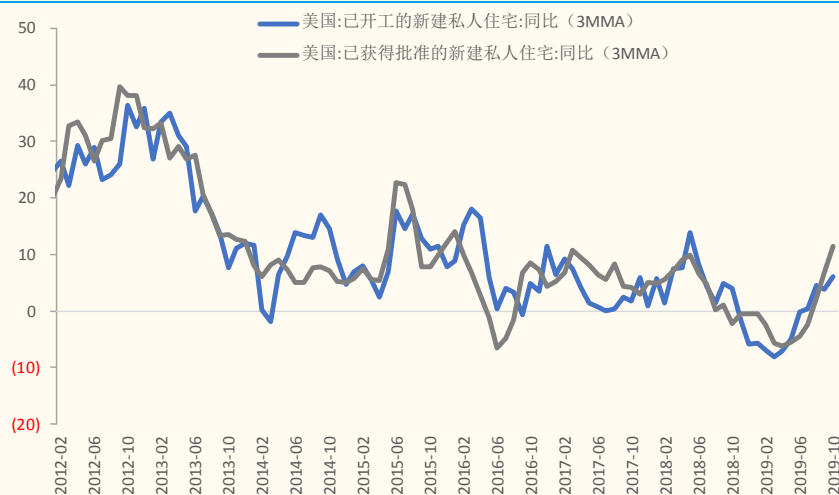
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美国房地产市场的企稳回升意味着什么？

美国 10 月新屋开工继续回升。美国 10 月新屋开工年化月率为 3.8%，低于预期的 5.1%，但较上修后前值-7.9%有所回升；美国 10 月新屋开工年化总数（万户）为 131.4 万户，略低于预期的 132 万户，但高于前值 125.6 万户。美国 10 月营建许可月率（%）为 5%，高于预期的-0.4%，也高于前值-2.4%；美国 10 月营建许可总数（万户）146.1 万户，高于预期的 138.5 万户，也高于前值修正值 139.1 万户。占据住房市场最大份额的独户房屋建筑在 10 月份增长了 2.0%，达到 93.6 万套，为 9 个月以来最高。美国中西部，南部和西部地区的单独住宅以及多户住宅开工数有所改善，而东北地区开工数的持续低迷抵消了部分贡献。10 月份建造单户住宅的许可证持续增加，环比上升 3.2%至 909000 套，多户住房建设许可也持续上升，环比上涨 8.2%至 552000 套。地区上，东北部，西部以及南部地区的整体住房许可都有一定程度的上升，其中东北部地区的整体增长幅度最大，环比增加 19.5 至 141000 套，只有中西部的单户住房许可小幅回落，环比下降 4.0%，但总体表现为增长 1.7%；在开工数方面，东北部地区单户住宅开工数仅为 41000 套，环比下降 32.8%，为今年最低，东北部地区整体表现为环比下降 21.9%至 89000 套，其他三大地区中西部整体开工数增长幅度最大，环比上升 17.6%至 361000 套。上月整体单户住宅开工率持续保持上升，环比增加 2.0%至 936000 套。

图表 1：新屋开工和营建许可持续回升



来源：Wind，国金证券研究所

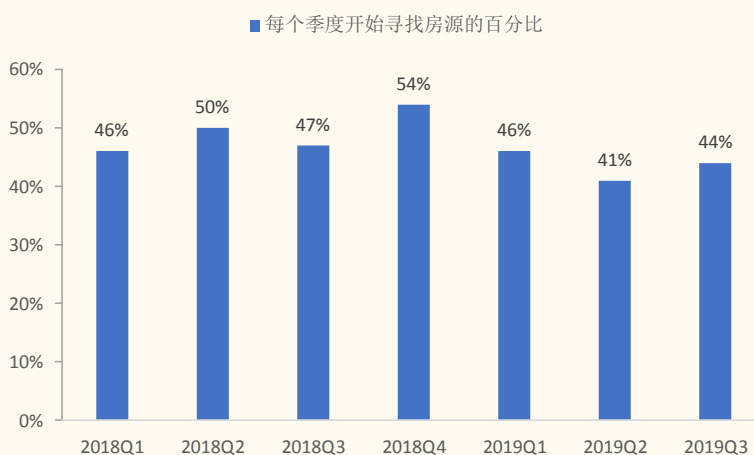
美国 10 月成屋销售低于预期但高于前值。11 月 21 日晚间 NAR 公布的数据显示，美国 10 月成屋销售年化总数为 546 万户，低于预期的 549 万户，高于前值 539 万户；美国 10 月成屋销售年化月率为 1.9%，低于预期的 2.0%，但高于前值-2.2%。10 月份的现房销售在中西部和南部地区上升，另外地区中位数价格均同比上涨，西部地区涨幅最大。分类数据显示，10 月份东北地区成屋销售环比下降 1.4%，东北部地区成屋的中位数价格为 296,700 美元，同比上升 5.7%。

在中西部地区，成屋销售环比增长 1.6%，达到 129 万套，同比增长 2.4%，中西部地区成屋的中位数价格为 209,900 美元，比去年同期增长 6.7%。10 月份南方成屋销售环比增长 4.4%，达到 235 万套，比去年同期增长 7.8%，南方地区成屋的中位数价格为 234,900 美元，同比上涨 6.0%。10 月西部成屋销售环比下降 0.9%，为 113 万套，比去年同期增长 3.7%，西部地区成屋的中位数价格为 410,700 美元，较 2018 年 8 月上涨 7.8%。

最近几个月抵押贷款利率的下降为房地产市场上涨提供了动力。由于住房市场是对利率相对敏感的行业，降息的效果首先对住宅投资有所提振，抵押贷款利率下降和健康的就业市场在最近几个月为房地产市场提供了帮助。根据 Wind 数据，截至 2019 年 11 月 22 日当周，美国 30 年期抵押贷款固定利率为 3.66%，远低于上年同期的 4.81%。抵押贷款利率带动的信心的增长最终反映在第三季度的住宅投资数据上，该数据显示，在连续 6 个季度的收缩之后，3Q2019 美国私人住宅投资同比增速升至 0.2%。

但房屋库存短缺抬升住房价格仍是房地产市场是否能够持续回暖的一个阻碍。自 2012 年市场开始从大萧条中复苏以来，待售房屋的短缺导致价格上涨的速度快于收入的上涨速度。由于土地短缺和高昂的建筑成本限制了房屋建设，年初至今房屋开工量仍下降了 0.6%，库存的缺乏比工资增长更快地推动了价格的上涨，导致购房支付能力仍旧疲软。尽管 10 月房屋销量增加，但美国的房屋库存却出现了急剧下降。NAHB 的报告中显示，54 个住房市场的住房库存同比下降 9%，是自 2018 年 5 月以来最大的下跌。与此同时，10 月份房价中值为 25.4 万美元，较去年同期上涨 8.4%。另外，NAHB 公布的 3 季度《Housing Trends Report》显示，只有 12% 的受访者表示将在未来一年内买房，与上一季度持平，略低于去年同期的 13%，12% 中的 44% 的受访者表示已经在寻找房屋资源，较上一季度有所增加，但比 2018 年第三季度的 47% 仍然有所下降。

图表 2：美国每个季度居民寻找房源的百分比



来源：Wind，国金证券研究所

美国房地产市场的持续好转难以改变四季度美国经济增速进一步放缓的趋势。由于私人住宅投资占美国 GDP 的比重仅 3.8% 左右，这意味着即使房地产市场率

先回暖，房地产投资将继续上行，但在消费者支出降温以及商业投资和制造业持续疲软的情况下，叠加劳动力市场的约束正在阻碍该行业实现更显著的增长，房地产对美国经济的提振有限，难以扭转四季度美国经济进一步放缓的趋势。

但美国私人投资的企稳回升，预示整体美国经济的企稳回升也将临近。本轮美国经济的走弱，主要受到私人投资的拖累，美国的私人消费依然相对稳健。美国的私人投资主要由住宅投资和非住宅投资构成，住宅投资一般领先非住宅投资 4-5 个季度。美国私人住宅投资自 1Q2019 开始逐步改善，预计非住宅投资将从 2Q2020 开始改善。随着美国私人非住宅投资的企稳回升，美国经济在 2Q2020 企稳回升的概率也相对较高。

图表 3：美国私人住宅投资领先非住宅投资 4-5 个季度左右



来源：Wind，国金证券研究所

二、欧元区和美国制造业 11 月 PMI 初值高于前值

1. 欧元区 11 月制造业 PMI 初值高于前值

Markit 公布的数据显示，欧元区 11 月制造业初值为 46.6，高于上修后前值 45.9，为三个月高点；欧元区 11 月 Markit 综合 PMI 初值为 50.3，略低于修正后前值 50.6；欧元区 11 月服务业 PMI 为 51.5，同样略低于修正后前值 52.2，为 10 个月以来低点。由于新订单连续第三个月下降，整体经济增长动力减弱，制造业下滑部分扩大到服务业。订单减少使得企业对招聘依旧采取谨慎的态度，就业增长在 11 月连续第五个月放缓，降至近五年来的最低点；价格压力也达到三年来的最低水平。对未来产出的预期仍远低于今年初的水平，反映出地缘政治不确定性加剧，包括英国脱欧，贸易战和汽车关税，以及对需求放缓的普遍担忧。同时，需求疲软的环境刺激了价格折扣，以此增加其销量，货物和服务的平均价格增速为三年来较低，而平均投入成本通胀率跌至 2016 年 8 月以来的最低水平。较为乐观的是，新订单流入量减速放缓，对未来产出的乐观情绪有所提高。

11 月份的数据显示，法国综合 PMI 略微上升，主要由于法国私营企业商业活动的进一步改善。数据显示，法国综合 PMI 终值为 52.7，低于预期的 52.8，高于前值的 52.6；法国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.6，高于预期的 50.9 和前

值的 50.7；法国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值为 52.9，持平与前值，但低于预期的 53.0。制造商达到 6 月份以来最快的产出增长，服务提供商的产出增长与 10 月份持平。私营部门活动的持续增长得到了 11 月份新业务增加的支持。新工作的增长速度略有加快，达到三个月来的最快速度。随着海外新业务连续二个月增长，更加强劲的国际需求帮助支撑了第四季度的新订单增长。随着商业需求的增加，私营企业在 11 月份继续增加员工数量。此外，最近的就业增长为 2018 年 10 月以来最快。在价格方面，法国私营企业面临的成本负担继续稳步上升，但通胀率从 10 月份开始放缓。总体投入价格的上涨是由服务提供商的强劲增长推动的，而制造业公司的采购价格则连续第三个月下降。最后，各企业对 11 月开始未来一年的商业前景仍持乐观态度，乐观程度为 7 个月来最强；分行业来看，服务提供商的商业信心仍然最高。

德国 11 月综合 PMI 小幅回升，商业活动依然疲软，工厂生产下降放缓。数据显示，德国 11 月综合 PMI 终值为 49.2，低于预测值的 49.3，高于前值的 48.9；德国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 43.8，高于前值 42.1，也高于预期的 42.8；德国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值为 51.3，低于预期的 52，也低于前值的 51.6。11 月的服务业产出增幅是 2016 年 9 月以来的最低水平。新出口业务总量的下滑所缓解，因为制造商的国外需求的改善。同时，11 月份积压订单连续第 13 个月减少。私营企业的就业率几乎没有变化，其中服务业的工作创造降至 43 个月来的最低水平，但仍足以弥补制造商进一步裁员的影响。另外，11 月企业信心有所改善，尽管按历史标准来看仍处于低位，但对一年后产出的预期转为积极。价格方面，11 月通胀与 10 月持平，为 38 个月低点，其中服务价格的上涨与工厂费用的折扣形成鲜明对比。虽然服务企业由于工资增加，营业费用大幅上升，但由于原材料需求下降和供应商之间的竞争激烈，制造业采购价格继续下降。

2. 美国制造业 PMI 初值高于前值

Markit 公布数据显示美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 52.2，略高于修正后前值 51.3，为 7 个月以来高点；美国 11 月 Markit 综合 PMI 初值为 51.9，高于前值 50.9；美国 10 月 Markit 服务业 PMI 初值为 51.6，高于前值 50.6。11 月份美国的商业活动增长加快。数据表明，**得益于制造业和服务业活动的强劲增长，美国私营部门的产出增长速度加快，扩张速度加快至四个月高位。**制造商的新订单稳步上升，为 4 月以来的最大增幅，同时，制造商和服务提供商均表示劳动力数量有所增加。11 月的通货膨胀压力仍然减弱，私营企业仅录得投入价格的小幅上涨和产出费用的小幅上涨。本月的企业信心程度有所减弱，乐观程度从 10 月份持续的 4 个月的高位回落。生产商在 11 月份的运营状况方面有所改善，总体增长率是 4 月份以来最快的，为 10 个月以来高点。制造业健康状况的改善得益于产量和新订单的稳固的增长，生产商还表示出对未来 12 个月的产出前景信心不足，反映其整体对贸易战和地缘政治不确定性的忧虑加剧，以及最近的新客户和新订单销售量的疲软。

图表 4：海外宏观数据跟踪和简评

	美国	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	最新数据简评
增长																	
GDP (环比折年率, %)		3.5			2.2			3.2		2.1			1.9				高于预期, 消费为主要提振
消费																	
个人总收入 (环比折年率, %)		0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1	0.5	0.5	0.4	0.1	0.4	0.3			人利息收入的增加
个人消费支出 (环比折年率, %)		0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9	0.3	0.4	0.3	0.6	0.1	0.2			和前置基本持平
零售销售 (环比折年率, %)		(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6	0.3	0.4	0.4	0.7	0.4	(0.30)	0.30		主要受汽车销售以及汽油价格上升的影响
投资																	
耐用品订单 (环比, %)		0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7	(2.1)	(1.4)	2.1	2.1	0.2	(1.1)			金属产品新订单和运输设备为主要拖累
建造支出 (环比, %)		-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)	(0.1)	(0.8)	(1.3)	0.06	1.3	0.5			建造投资大幅回落
对外贸易																	
出口 (同比, %)		6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3	(0.1)	(1.3)	(2.2)	(0.6)	0.1	(1.8)			海外需求回落
进口 (同比, %)		9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6	0.2	3.3	1.2	0.1	0.0	(2.8)			内需拉动回落
贸易差额 (十亿美元)		-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0	(50.8)	(55.5)	(55.2)	(54.0)	(54.9)	(52.5)			贸易逆差小幅回落
通胀																	
CPI (同比, %)		2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8		能源价格上升为主要提振
核心CPI (同比, %)		2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.4	2.4	2.3		低于前置
核心PCE (同比, %)		1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.8	1.7			商品以及能源产品和服务支出减少
密歇根大学通胀预期 (同比, %)		2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5	2.5	2.9	2.6	2.6	2.7	2.8	2.5	2.5	为2017年下半年以来最低
劳动力市场																	
非农就业新增人数 (千人)		134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0	75.0	224.0	164.0	130.0	136.0	12.8		制造业为主要拖累
失业率 (%)		3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7	3.5	3.6		略高于前置
平均时薪 (环比, %)		0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	(0.0)	0.2		高于前置
职位空缺数 (千人)		7009	7079	6888	7335	7581	7087	7488	7449	7323	7348	7217	7051	7024			零售贸易行业和教育与健康产业为主要拖累。
房地产市场																	
标普/CS房价指数 (同比, %)		5.2	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.0	2.0				房价持平与前置
成屋销售 (折年数, 万套)		515	522	532	499	494	551	521	519	534	527	542	549	538	546		中西部和南部地区上升
新屋开工 (环比, %)		-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3	5.7	-0.9	-0.9	-4.0	12.3	(9.4)	3.8		中西部, 南部和西部地区为主要提振
营建许可 (环比, %)		1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7	0.6	0.7	-6.1	6.9	7.7	(2.7)	5.0		营建许可大幅回升
其他																	
ISM制造业PMI指数		59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7	51.2	49.1	47.8	48.3		生产就业新订单指数均上行
ISM非制造业PMI指数		61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5	56.9	55.1	53.7	56.4	52.6	54.7		服务业小幅回升
工业产能利用率 (%)		78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8	77.9	78.1	77.9	77.5	77.9	77.4	76.7		产能利用率小幅回落
密歇根大学消费者信心指数		100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	100.0	98.2	98.4	89.8	92.0	95.5	95.7	消费者对经济前景的看法表示乐观, 但对个人财务状况的前景却略差
美联储总资产 (万亿美元)		4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	4.016	3.976	3.900	3.870	38.300	38.000	39.100			缩表提前结束
美国联邦基金基准利率		2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.00-2.25	2.00-2.25	1.75-2.0	1.75-1.5	1.75-1.5	10月降息25个基点
美元实际有效汇率指数		101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40	107.40	107.10	106.30	108.40	108.60	107.90		美元实际有效汇率小幅下行
其他发达经济体																	
欧元区																	
GDP (环比折年率, %)		0.6			0.8			1.6		0.8			0.8				欧元区经济疲软
CPI (同比, %)		2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7		通胀小幅回落
核心CPI (同比, %)		0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	1.2	0.8	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1		核心CPI保持稳定
出口 (季调环比, %)		-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)	0.9	(2.5)	1.4	(0.6)	0.6	0.4	0.6			外部需求小幅回升
进口 (季调环比, %)		0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)	2.5	(0.9)	(1.0)	0.3	0.0	(1.2)	1.5			内部需求大幅回升
贸易差额 (十亿欧元)		13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5	17.9	15.3	20.2	17.9	19.0	20.3	18.3			贸易差额回落
Markit制造业PMI指数		53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	47.7	47.6	46.4	47.0	45.7	45.9	46.6	制造业持续好于前置, 德国和法国制造业均出现回暖
Markit服务业PMI指数		54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	52.5	53.6	53.3	53.4	51.6	51.8	51.5	低于前置, 制造业的疲软影响到服务业
德国经济景气指数		112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6	105.1	105.5	102.6	100.2	100.6	99.4	99.2		德国经济景气稳定
工业生产指数 (环比, %)		-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2	-0.3	-0.5	0.9	0.0	(0.4)	0.4	0.1			工业生产指数小幅回落
欧元区总资产 (万亿欧元)		4.62	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69	4.70	4.70	4.70	4.68	4.68	4.68	4.64			逐步退出QE
欧央行主要再融资利率		0.00	0.00	0.00	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0		维持利率不变
英国																	
GDP (环比折年率, %)		2.5			0.7			2.0		(0.8)			1.2				经济大幅回升
CPI (同比, %)		2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1	1.7	1.7	1.5		通胀小幅回落
英央行基准利率		0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	脱欧问题影响货币政策方向
日本																	
GDP (环比折年率, %)		-1.2			1.4			2.1		1.3			0.2				国内经济回落
CPI (同比, %)		1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	通胀保持稳定
日央行总资产 (万亿日元)		545.5	551.8	555.5	552.1	556.9	561.9	557.0	562.0	567.0	565.0	568.3	572.7	569.7	575.6		接近QE的极限
新兴市场GDP增速 (同比, %)																	
巴西		1.2			1.1			0.5		1.0							经济增速回升
印度		7.1			6.5			5.8		5.0							经济增速回落
韩国		2.0			3.2			1.8		2.1			2.0				经济小幅回落
印尼		5.2			5.2			5.1		5.0			5.0				GDP保持稳定
香港		2.9			1.3			0.6		0.5			-2.9				GDP有正转负
台湾		2.3			1.8			1.7		2.4							经济回落
新兴市场CPI (同比, %)																	
巴西		4.2	4.5	4.6	3.8	3.8	3.9	4.6	4.9	4.7	3.4	3.2	3.4	2.9	2.5		通胀大幅回落
俄罗斯		3.1	3.4	3.5	4.3	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	4.7	4.6	4.3	4.0	3.8		通胀小幅下行
印度		5.6	5.6	4.9	5.2	6.6	7.0	7.7	8.3	8.7	8.6	6.0	6.3	7.0			通胀大幅回升
韩国		1.4	1.9	2.0	1.3	0.8	0.4	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6	0.0	-0.4			通胀小幅回落

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_8790

