

宏观点评 20230627

房地产软着陆后，美国经济衰退还有戏吗？【勘误版】

2023年06月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《房地产软着陆后，美国经济衰退还有戏吗？》

2023-06-27

《重返 2015？-地产政策历史回顾》

2023-06-26

■ **当前种种迹象表明美国房地产正先于经济软着陆。**尤其是二季度以来，以新屋开工和成屋销售为代表的一系列指标持续回暖，亚特兰大联储最新预测在连续 8 个季度下滑后，住宅投资有望在今年二季度为美国 GDP 贡献正增长。鉴于美联储一年多来已累计加息 500bp，住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正，显然是有悖于历史经验的（图 1）。

■ **历史来看，在 GDP 的组成部分中，住宅投资的负增长历来是美国经济衰退的最佳预警信号（图 2）。**因此，如果当前的美国房地产正率先软着陆，是否意味着美国经济已经躲过了衰退？这对于美联储的货币政策又有何影响？

■ **对此，我们考察了自 1990 年以来的 4 次高利率导致美国房市大崩溃的原因。**如图 4 所示，由于不同程度的紧缩作用，美国房地产最终“闪崩”的原因都是供需失衡，其中需求端的因素更加关键。

■ **疲软需求，加息幅度和利率水平都重要。**在不断走高的利率下，购房需求放缓的传导路径是：高利率—高抵押贷款利率—高利息支付率—购房意愿及需求疲软。具体来看，从加息周期开始，消费者认为买房是个“错误选择”的想法就越来越强烈（图 5）。

其中 2008 年为历次以来影响最剧烈的一次：大幅加息 425bp 过程中，申请抵押贷款人数最大跌幅为 63%，新屋销售快速下滑 76%。而如果加息是从低利率水平开始，则对购房需求的削弱便不太明显：2018 年不仅加息起点低，且加息幅度也不大，所以对地产的影响就较小，房屋销量温和回落 23%（图 6-7）。

■ **超额供给，是原因也是结果。**历史上 4 次房价崩溃的相似之处都是在加息周期中累计了过量的库存。前期过量的发放房屋建筑许可导致待售房屋数量激增（图 8-9）。过去 4 次平均增加许可证发放量 73%，带动了 64% 的待售房屋数量。

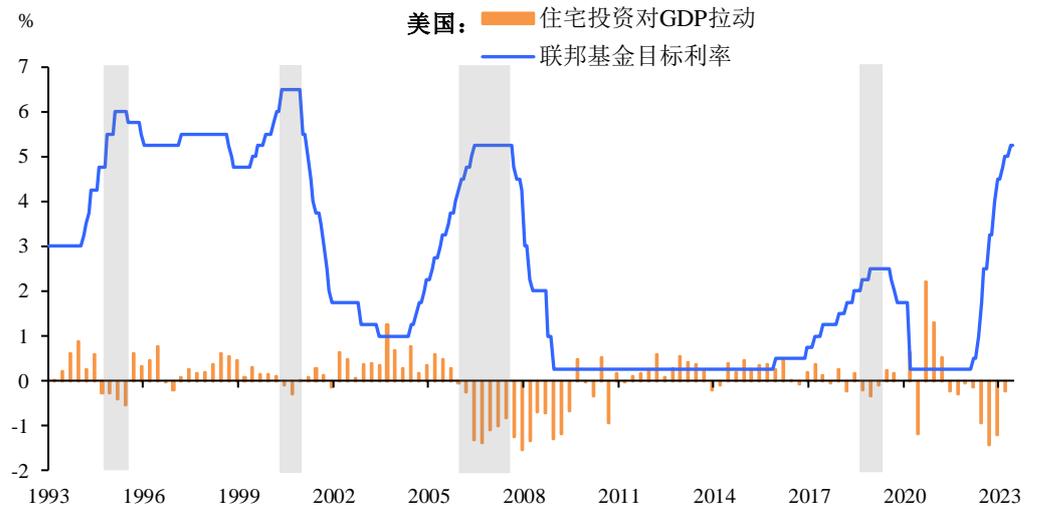
■ **从历史经验看，需求比供给对地产的影响更重要。**2018 年，房屋许可证发放数量增加 176%，带领待售房屋数量激增 146%。但是，由于 2018 年加息起点低（从 0 利率开始）+加息幅度并不极端（累计 225bp），美国居民购房需求并未被严重削弱。最终在需求的支撑下，房产快速回暖，也帮助美国避免了一次衰退。

■ **这次有何不同？需求经受住了加息的冲击，而供给弱成为乐观的主要理由，这一次美国经济陷入衰退“不容易”。**需求端，在经历了“史诗级”加息后，根据调查数据显示，居民对于“负担不起”的抱怨仍明显低于此前衰退前的高位。这与疫情后美国家庭资产负债表明显改善以及就业保持韧性有关。而居民认为当前最主要的限制因素不是房价而是利率（图 10-11），随着加息接近尾声，需求指标都开始触底反弹（图 12）；二是供给端，低库存加强开发商的建筑信心，无论是营建许可还是新房开工均开始边际好转（图 13）；除此之外，从国际对比上看，美国住宅投资以及房价的上涨幅度上，远不及加拿大及瑞典，在其他两国地产尚未出现问题时，我们可以不用太担心美国（图 14-15）。

■ **但值得注意的是，房地产软着陆让通胀及就业的“隐忧”再起。**美国通胀压力迟迟未解，如果房地产成功软着陆，那么美联储抗击通胀及就业的难度无疑将再进一步（图 16）。在此基础上，政策转向则不会太早，也为未来经济和市场平添变数。

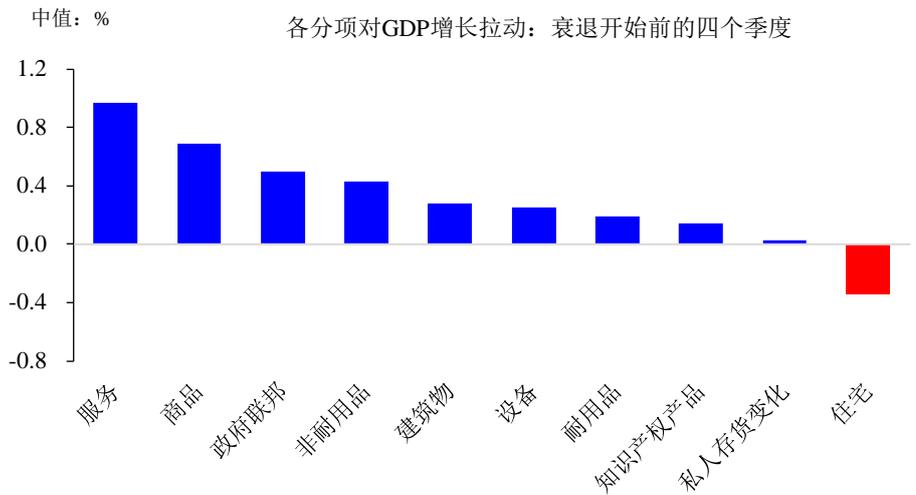
■ **风险提示：**地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；美联储超预期紧缩导致美国金融体系再次出现危机。

图1：历次美联储加息周期后期，住宅投资往往持续拖累 GDP 增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：住宅投资往往在美国经济衰退前一年内率先负增长



注：衰退时间区间选取为1947年二季度至2022年一季度。

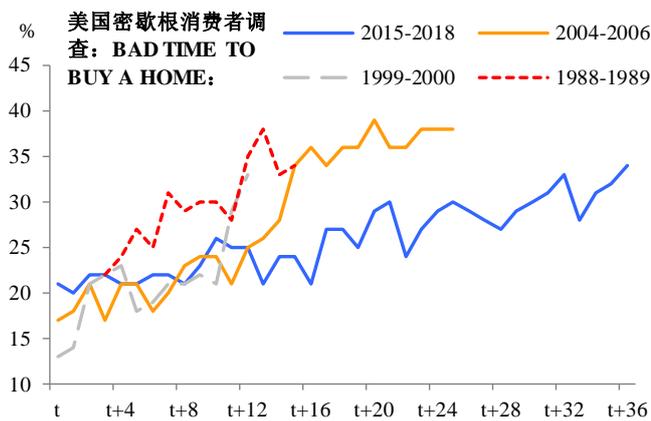
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 历次房地产大跌造成衰退的变化情况汇总

历次房地产下跌相关指标变动情况								
时间	利率		房地产	需求		供给		是否衰退
	加息 (bp)	抵押贷款利率 (%)	房地产指数 (%)	新屋销售 (%)	抵押贷款申请 (%)	营建许可 (%)	库存月数 (月)	
2022-2023	500	2.9	-30.4	-25.4	-42.2	42.0	0.5	?
2020.1-2020.3	--	-0.2	-60.5	-18.6	-26.7	15.3	0.9	是
2018	225	0.6	-24.3	-23.2	-14.3	175.6	1.0	否
2008	425	0.5	-88.9	-75.8	-63.0	44.6	10.6	是
2001	175	1.2	-40.3	-14.1	-31.7	28.3	1.5	是
1990	300	1.2	-43.7	-39.6	--	40.5	2.5	是

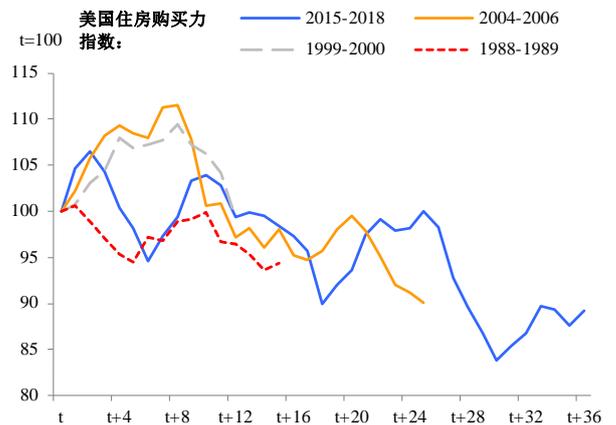
注: 加息为每轮累计加息幅度; 抵押贷款利率为加息前后的变化; 需求端及房地产指数均为加息后最大跌幅, 供给端指标为加息前后最大变化幅度
 数据来源: Wind, CEIC, Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 消费者认为买房是“错误选择”的想法增强



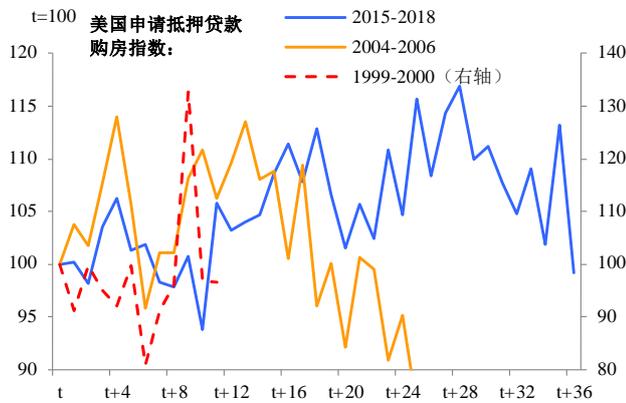
注: t 表示加息周期开始月份。
 数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 加息使居民房屋购买能力下降



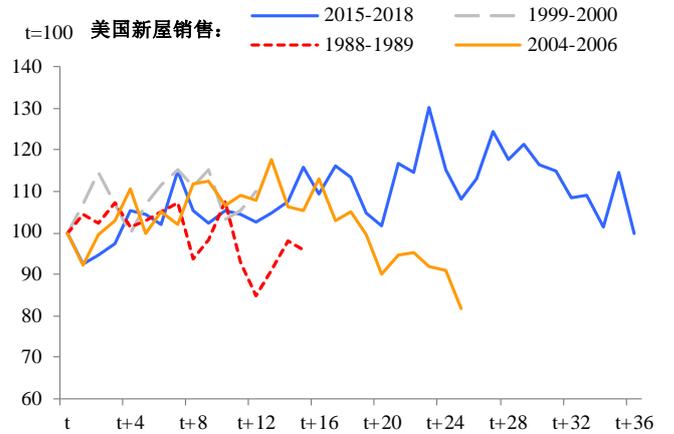
注: t 表示加息周期开始月份; t 时刻标准化为 100。
 数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 申请抵押贷款人数随加息开始下滑



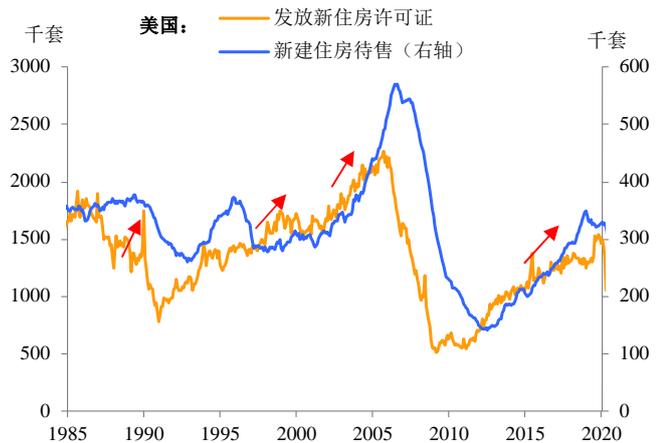
注: t表示加息周期开始月份; t时刻标准化为100。
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图7: 新屋销售数量下降



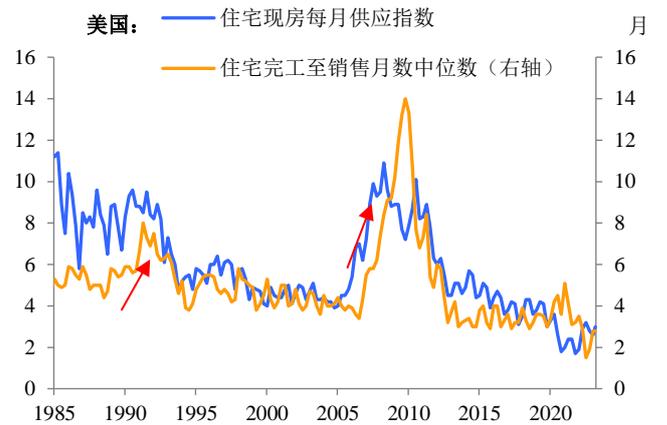
注: t表示加息周期开始月份; t时刻标准化为100。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 供给侧未出售房屋数量积压是主因



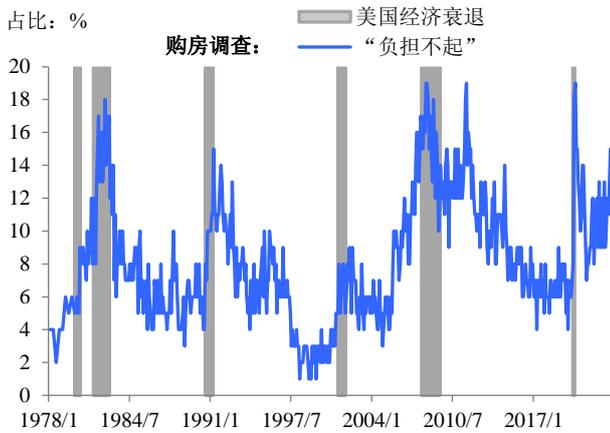
数据来源: Wind, Fred, 东吴证券研究所

图9: 加息导致房地产供过于求



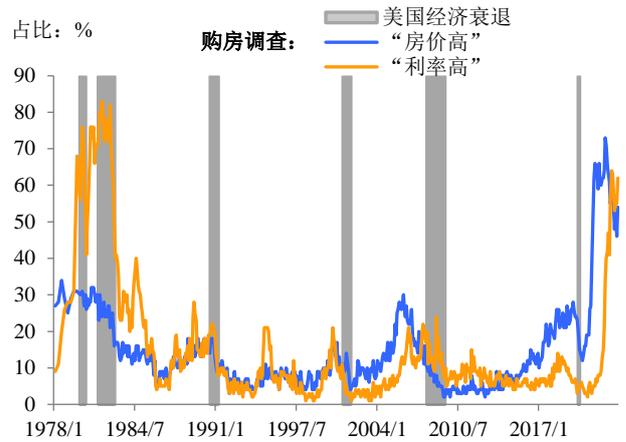
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 购房调查中“负担不起”的占比当前并不极端



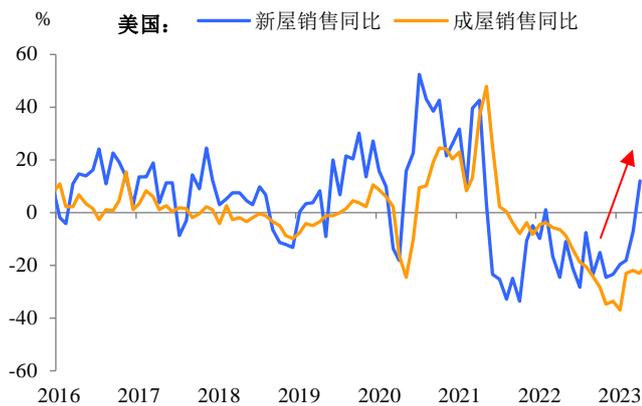
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图11: 购房调查中“利率高”的占比超过“房价高”



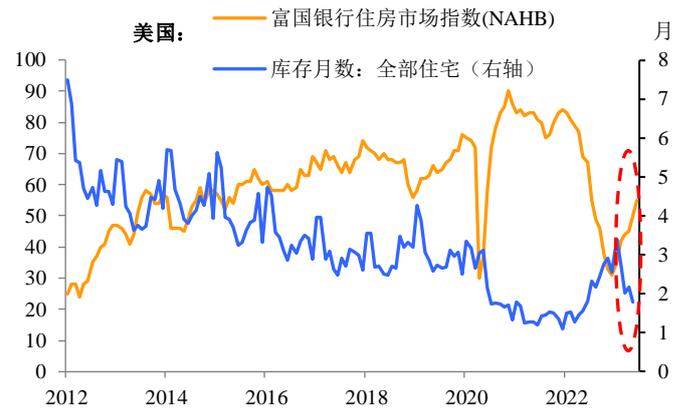
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图12: 住房需求边际回暖



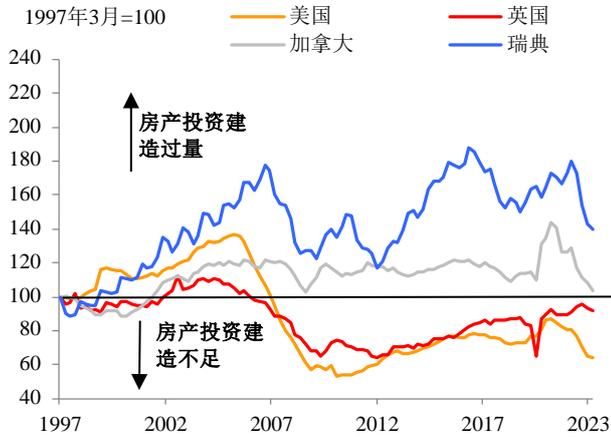
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图13: 房产开发商信心足



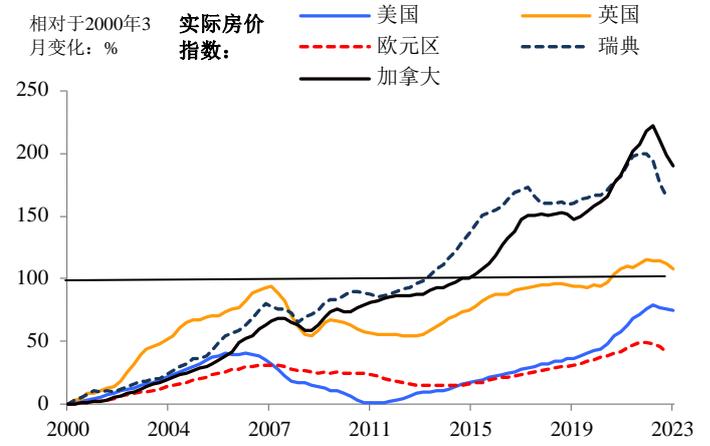
数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图14: 美国住宅投资相较于其他国家仍不足



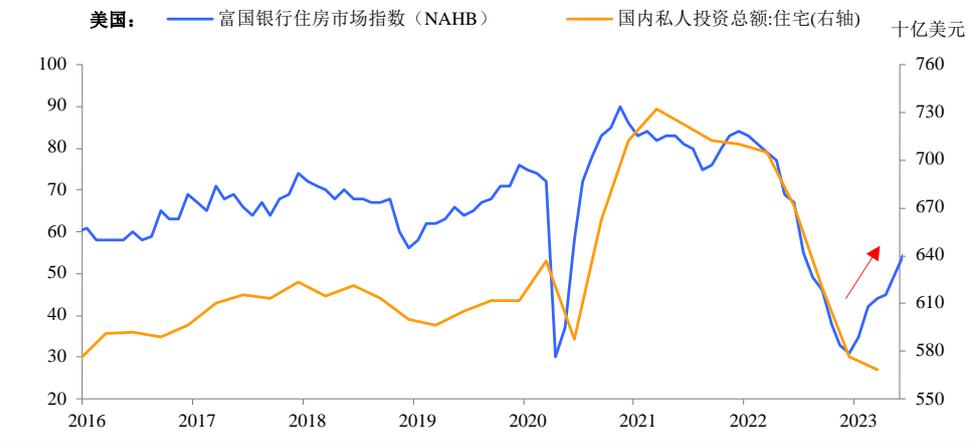
注: 数据为实际投资住宅投资/GDP; 各国数据以1997年3月=100为基数进行标准化, 瑞典的数据标准化后, 变化采用半年移动平均
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图15: 房价水平相对较低



数据来源: OECD, 东吴证券研究所

图16: 地产回暖或将带动美国经济回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

