

## 如何看待当前美国房地产市场？

### 核心观点

美国房屋销售回暖主要源于利率下行周期的需求复苏，2022年12月便已启动。本轮住宅销售复苏新屋增速明显领先成屋，主要源于居家办公和成屋供给相对不足。

美国建造支出中商业地产占比明显高于住宅，在本轮住宅复苏周期中，居家办公兴起在提振住宅销售的同时也在透支商业地产的需求，非住宅地产和住宅地产周期错位下，不宜过分高估住宅复苏对需求的拉动作用，整体建设支出增速短期难有大幅改善。

通胀方面，CPI住房项落后房价趋势约12-15个月左右，当前地产价格回暖可能在一定程度上影响通胀预期但对即期CPI影响较小。

#### □ 美国房屋销售回暖主要源于利率下行周期的需求复苏，去年12月便已启动

5月美国地产数据超预期引发市场关注，5月美国新房销售同比增速达到20.0%（前值11.3%），自2022年12月以来连续6个月反弹，并于4月回归正增长；成屋销售方面，5月同比增速-20.4%，相较前值-23.0%小幅反弹，自2023年1月以来整体延续修复趋势。

我们早在2022年10月发布的《万里风云，峰回路转》中便指出：“美国房贷利率挂钩同期限美债利率，因此美国房屋销售和长期美债利率有较强的负相关性。考虑到2023年全年利率趋于下行，预计将连带房贷成本重回下行区间，新屋及成屋销售数据将有所起色，并带动耐用品消费修复（美国成屋销售对耐用品增速有较好领先性）。”

当前美国住宅地产市场走势也完全符合我们前期判断，伴随10年期美债利率于2022年10月见顶，实际新屋销售于同年12月便已进入新一轮反弹周期，今年以来新屋、成屋销售的持续性回暖主要源于本轮利率下行周期下的地产需求复苏，未来也将带动住宅相关的资本开支增长。

本轮住宅地产销售的复苏存在两大特征：一是本轮住宅销售复苏主要以富人购房为主；二是新屋销售复苏增速明显领先于成屋。

#### □ 本轮住宅销售复苏富人购房贡献大幅提升，延续疫后高端化、城郊化购房特征

本轮地产销售复苏富人购房比例大幅提升，总价50万美元以上的高价房销售对2022年下半年以来新屋销售的整体贡献率超过41%，高于疫情前（17%）和疫情期间（26%）水平。其中经济发达区域（东北、西部）超过64%，中西、南部经济发展偏弱区域分别为27%、34%。

一是这一特征延续了疫后美国居民高端化、城郊化的购房习惯特征，2020年以来新冠疫情在美国的反复在一定程度上改变了部分居民的住房习惯，美国居民开始从城市中心的公寓楼迁出并将房屋置换为郊区的独户房屋、别墅，在提升居住品质的同时远离人群密集区域（详细请参考前期报告《美国的房地产热潮会持续推升通胀吗》）；此外，疫后居家办公比例的增加也提升了居民对居住品质的要求。

二是购房可能成为高收入群体消耗超额储蓄的渠道之一。我们曾于前期报告指出最低收入和最高收入群体是本轮美国超额储蓄消耗的主力（详细请参考前期报告《水到渠成，股债双牛》等），我们认为最低收入群体消耗储蓄的主要途径是在回归就业岗位之前支持日常消费；高收入群体消耗储蓄的方式之一可能是购房。

#### □ 新屋销售复苏增速明显领先成屋，主要源于居家办公和成屋供给相对不足

本轮新屋销售复苏增速明显领先于成屋，我们认为原因主要源于居家办公和成屋供给相对不足。新屋销售增速由2022年11月-24.6%的低点反弹至5月的20.0%，成屋销售增速由2023年1月-36.9%的低点反弹至5月的-20.4%。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

一是疫后多数企业开启“居家办公”模式，提升住房购置需求。MBA 协会（抵押贷款银行家协会）近期指出，在 2023 年以来新房销售的反弹中，首次购房者是其中主力，我们认为与居家办公盛行后美国年轻一代购房需求攀升有关。NBER 在今年 4 月的论文中同样指出，疫情期间（2020-2022 年）居家办公模式的兴起显著提升了年轻一代家庭组建需求，居家办公人数的数量与占比和房贷月偿还额均存在明显的正相关关系。

二是成屋库存不足推动购房者购买新屋继而对新屋销售形成明显提振。当前新屋去化周期约为 6.7 个月，高于疫前中枢；成屋去化周期约为 3 个月，低于疫前中枢，反映成屋供给明显短缺程度较高，对于新建家庭来说，由于房屋为刚需品，成屋供给不足且价格较高的背景下，推动消费者转向购买新房。

□ 居家办公提振住宅销售的同时也透支商业地产需求，理性看待对需求的拉动

美国建造支出中商业地产占比明显高于住宅，在本轮地产复苏周期中，居家办公兴起在提振住宅销售的同时也在透支商业地产的需求，不宜过分高估住宅市场复苏对需求的拉动作用。

“居家办公”模式兴起在提振新屋销售的同时，也透支商业地产需求。Realtor 数据显示，2023 年 3 月大型城市办公楼占用率均值为 50.1%明显低于疫前水平，空置率上升导致办公楼商业地产的违约率持续反弹。Trepp 数据显示，2023 年 5 月办公用商业地产违约率大幅上行至 4%，为 2018 年以来最高水平（剔除疫情影响）。

综上，住宅销售的回暖一定程度也消耗了商业地产的需求，美国建造支出中商业地产占比明显高于住宅，应理性看待住房市场回暖对经济的拉动作用。美国建造支出主要由住宅分项和非住宅分项构成，其中非住宅分项占比达到 55%（其中以商业地产为主）。我们在半年度策略中曾经提示，当前商业地产面临空置率及违约率上行、中小银行信贷紧缩导致融资难度增加的双重压力，未来商业地产建设支出大概率将拐头下行，可能对住宅建设支出增速的反弹形成对冲；非住宅地产和住宅地产周期错位下，整体建设支出增速短期难有大幅改善。

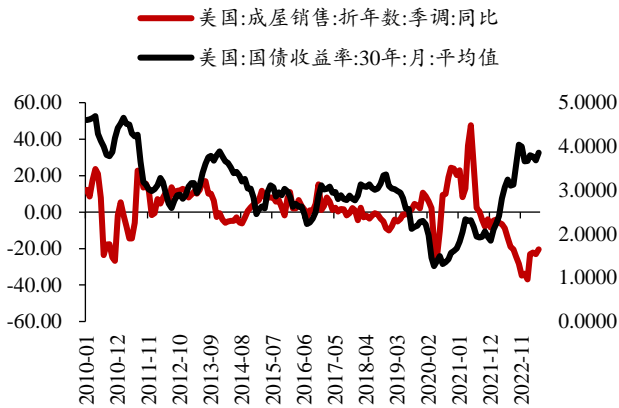
通胀方面，CPI 住房项落后房价趋势约 12-15 个月左右，当前地产价格回暖可能在一定程度上影响通胀预期但对即期 CPI 影响较小。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化，美国经济超预期恶化

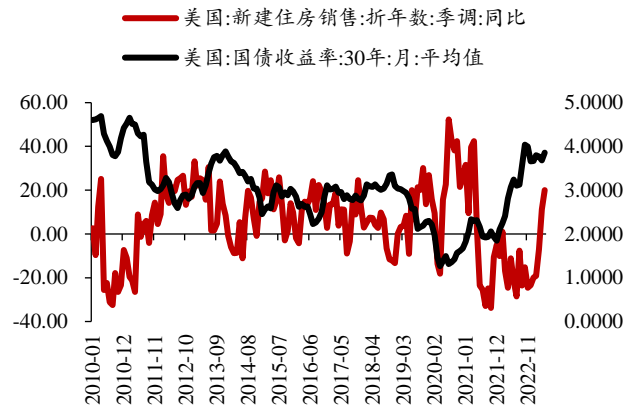
## 1.重要图表

图1: 美国新屋销售对利率高度敏感(%, , 收益率右轴)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 美国成屋销售对利率高度敏感(%, , 收益率右轴)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 居家办公人数占比与房贷月偿还额存在明显正相关关系

	A. Remote work measured based on household head					
	OLS		Reduced Form		2SLS	
	2019	2021	2019	2021	2019	2021
Remote HH head	0.090*** (0.000)	0.045*** (0.000)			0.278*** (0.001)	0.105*** (0.000)
Teleworkable HH head			0.307*** (0.001)	0.100*** (0.000)		
Demographic controls	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PUMA fixed effects	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Observations	35,392,375	35,810,998	35,392,375	35,810,998	35,392,375	35,810,998
Adjusted R <sup>2</sup>	0.425	0.413	0.425	0.413	0.420	0.411

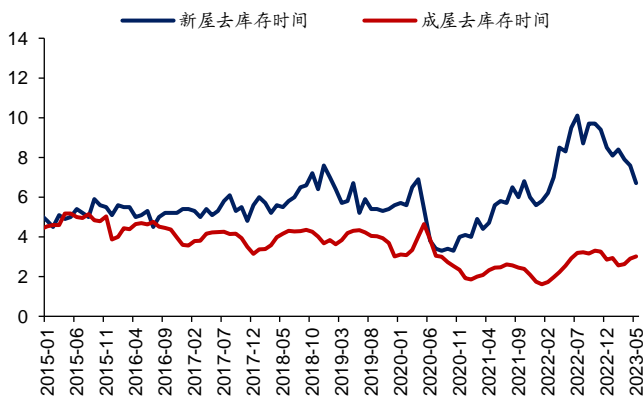
资料来源: NBER, 浙商证券研究所

图4: 家庭居家办公人数数量与房贷月偿还额存在明显正相关关系

	B. Remote work measured based on share of household working remotely					
	OLS		Reduced Form		2SLS	
	2019	2021	2019	2021	2019	2021
Remote share	0.081*** (0.000)	0.067*** (0.000)			0.390*** (0.001)	0.202*** (0.001)
Avg. hh teleworkability			0.329*** (0.001)	0.193*** (0.000)		
Demographic controls	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PUMA fixed effects	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Observations	27,379,844	26,447,298	27,379,844	26,447,298	27,379,844	26,447,298
Adjusted R <sup>2</sup>	0.512	0.501	0.512	0.502	0.500	0.494

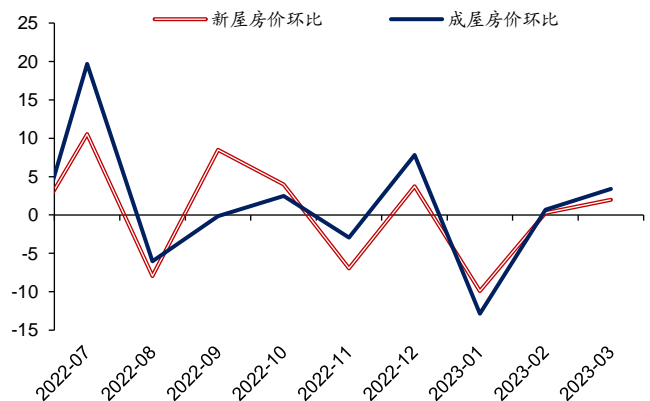
资料来源: NBER, 浙商证券研究所

图5: 成屋库存去化周期明显快于新屋(月)



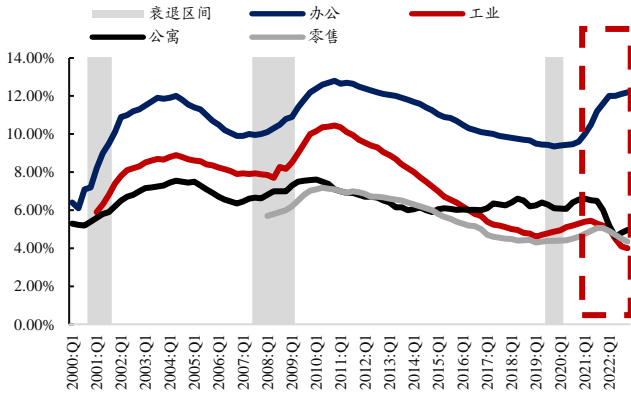
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 美国成屋价格环比反弹幅度大于新屋(%)



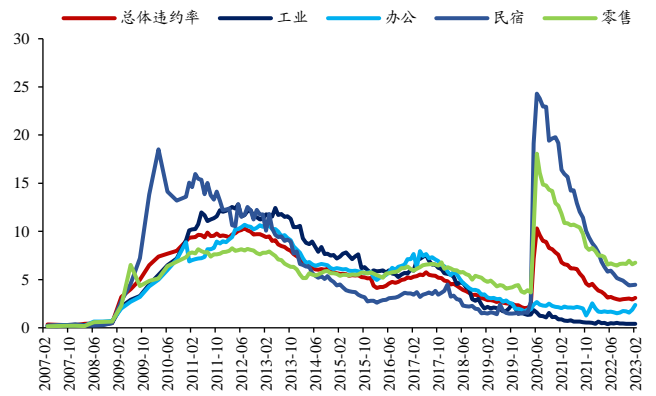
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 疫情以来, 美国办公用商业地产空置率明显上行



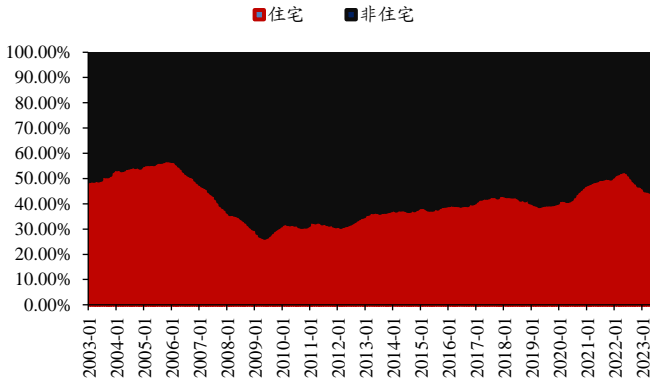
资料来源: Realtor, 浙商证券研究所

图8: 美国商业地产违约率开始上行 (%)



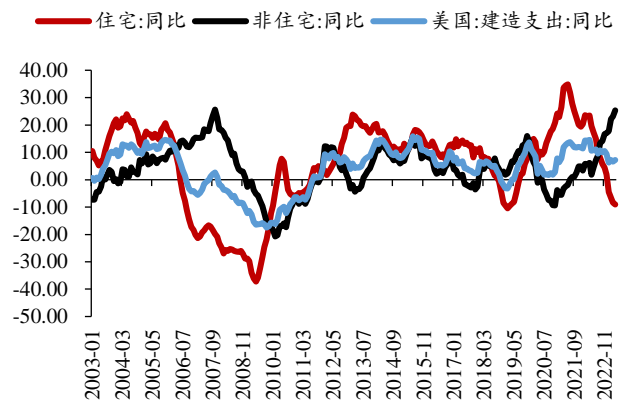
资料来源: Realtor, 浙商证券研究所

图9: 美国建造支出中非住宅项占比更高 (%)



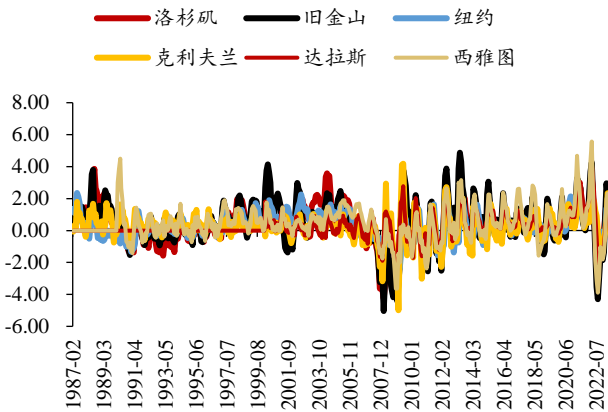
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 美国建设支出以及住宅和非住宅分项增速走势 (%)



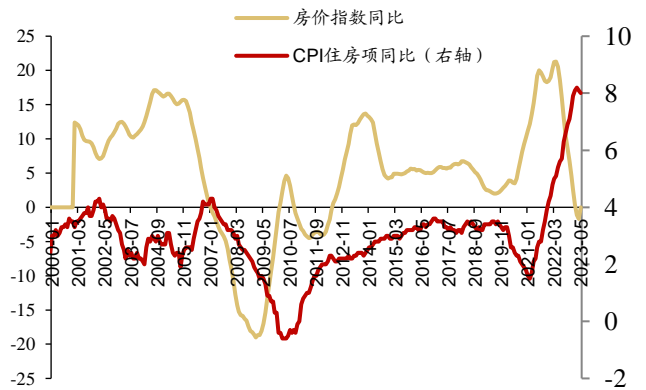
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 美国不同城市地产价格环比走势 (%)



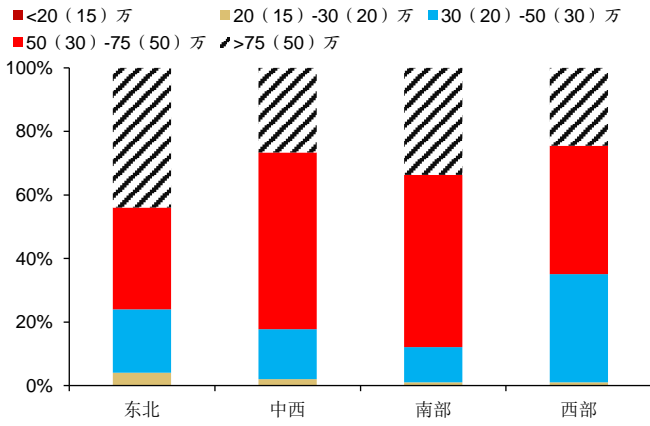
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 房价走势领先 CPI 住房分项约 12-15 个月 (%)



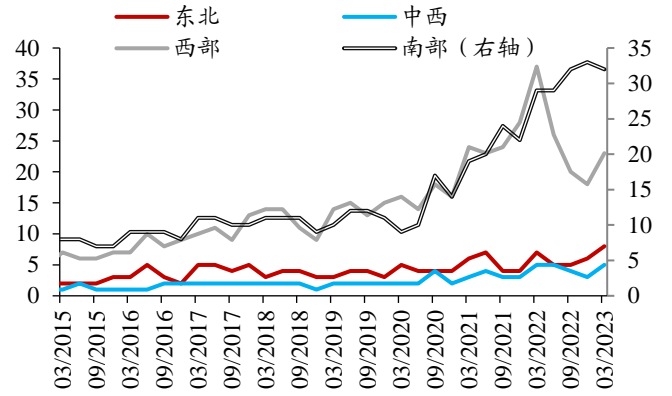
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2022 下半年以来, 新房销售以高价房为主 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 美国不同区域超过 50 万美元房屋销售额 (千套)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>