

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、数字化和液态化方向开拓创新。

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）。

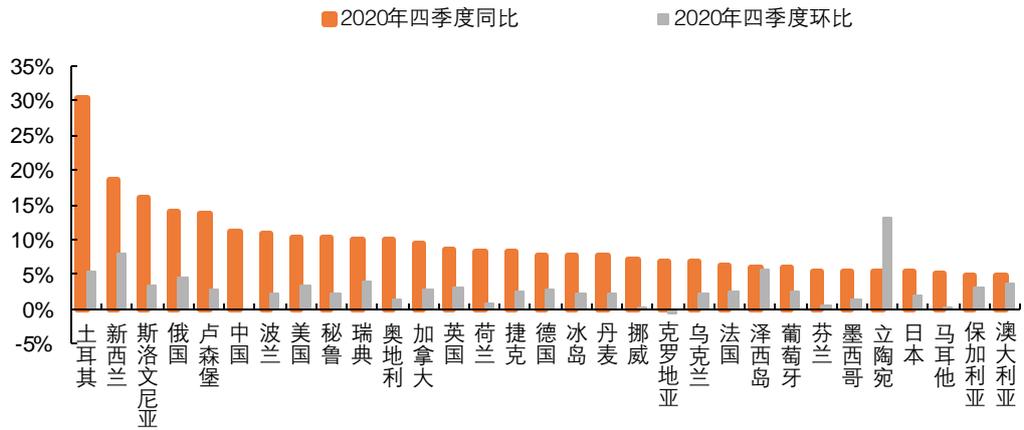
3) 美国非常规货币政策和激进财政政策的组合，经由充沛的流动性、低利率环境和财富效应，成为燃爆美国房地产市场的导火索。但未来 30 年期抵押贷款固定利率将伴随 10 年期国债收益率上行，拜登还会采取对富人加税等政策，美国房地产价格将因此受到抑制。

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

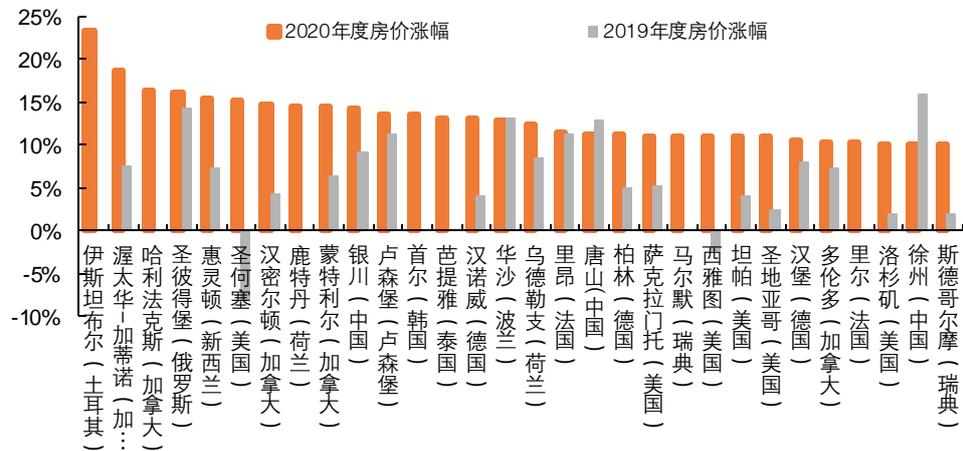
新冠疫情令全球经济遭受重创，然而全球众多国家和地区的房地产市场却异常繁荣。据国际房地产咨询公司莱坊（The Knight Frank）最新发布的《全球房价指数》统计，2020 年四季度全球房价平均上涨了 5.6%，超越了 2019 年 5.3% 的涨幅。新兴市场国家如土耳其房价增长最为强劲，涨幅高达 30%，美国房价以 10% 的涨幅位居第八位，而欧洲房地产价格出现分化，奥地利（10%）、德国（8%）和法国（6%）均保持稳定增长，南欧如意大利（1%）、西班牙（-2%）等基本上停滞不前（图表 1）。无独有偶，2020 年房地产价格涨幅最大的城市伊斯坦布尔来自土耳其，而美国的圣何塞和中国银川位列前十。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



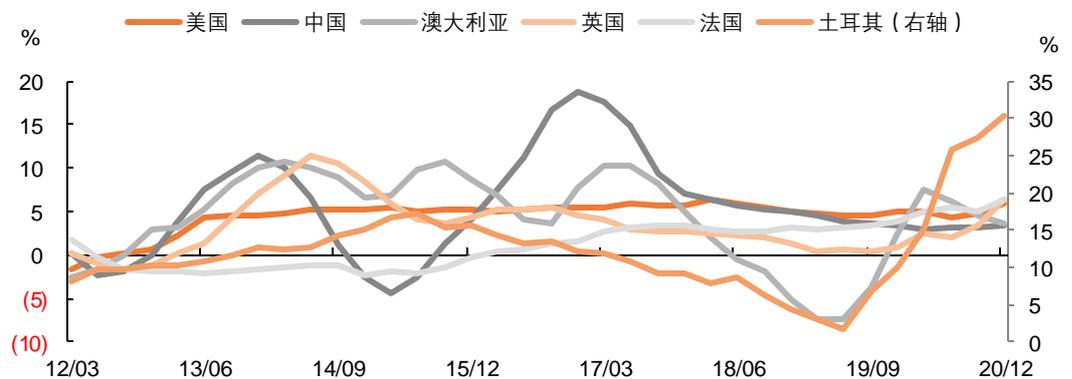
资料来源: The Knight Frank Global House Price Index, 平安证券研究所

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

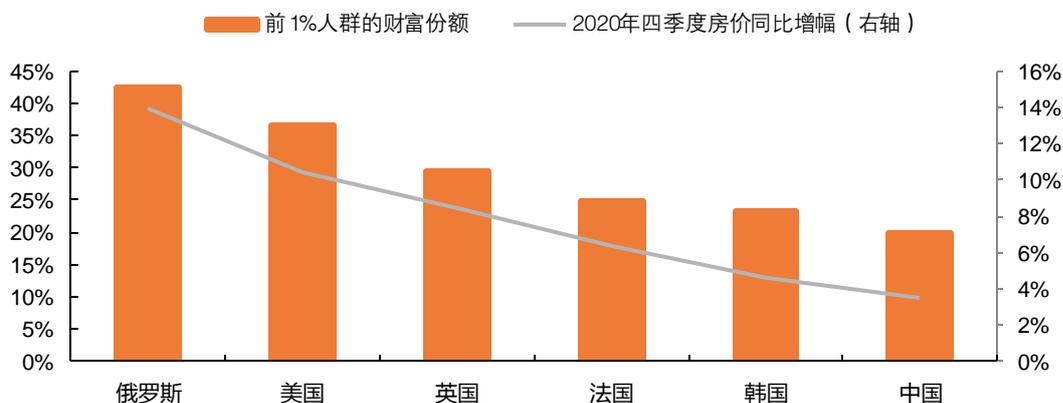
图表3 主要国家房地产价格指数同比增幅比较



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。

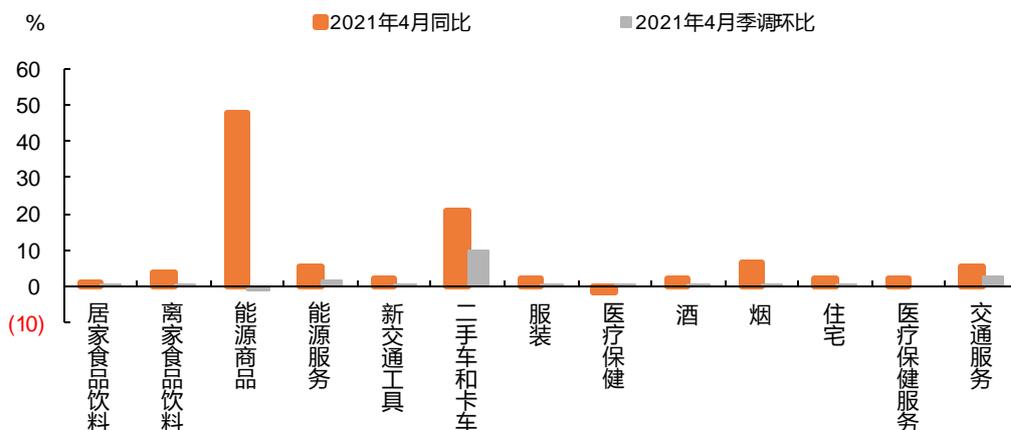
图表7 美国 CPI 分项权重

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



资料来源：Fred,平安证券研究所

备注：房价与房租比率 (Price to rent ratio) 是使用标普CS 房价指数与业主住房等价租金指数的比值计算而得

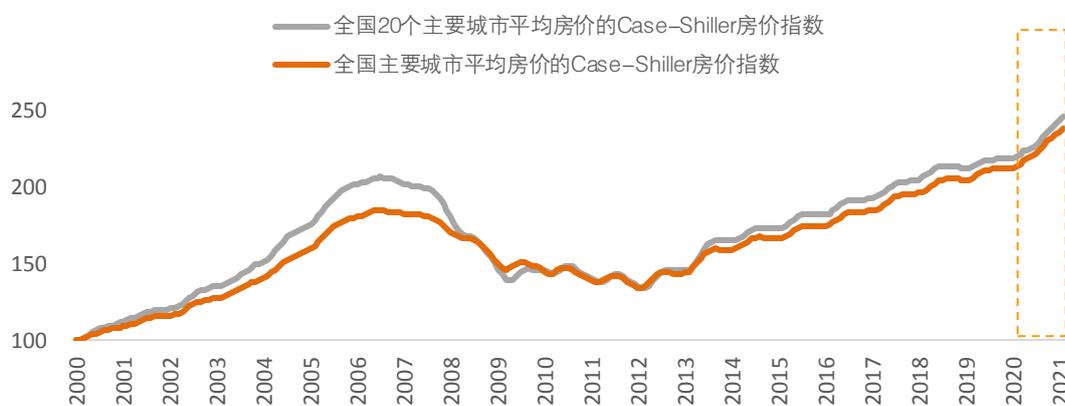
那么本轮美国房价从何时开始上涨，现在涨到什么程度呢？

次贷危机后，美国房地产价格自 2012 年开始了新一轮的上涨。用来衡量全美主要城市平均房价的 Case-Shiller 房价指数 (S&P CoreLogic Case-Shiller National Home Price Index) 从 2012 年 2 月的最低点到 2021 年 2 月的 9 年中上涨了 78.2%。但新冠疫情爆发后，美国房价呈加速上涨的趋势

(图表 10): 2012-2019 年间, 该指数年复合增长率 (CAGR) 为 5.9%, 而 2020 年该指数年复合增长率为 10.3%。据全美房地产经纪公司 Redfin 的数据, 美国房屋销售价格中位数在 2021 年 5 月同比增长 23.6%, 达到 35.3 万美元, 创下历史新高 (图表 11)。从城市层面来看, 全美 20 个主要城市中的绝大多数, 其房价在 2020 年的年复合增长率较 2000-2019 年出现显著上升 (图表 12)。租金方面, 援引 Realtor.com 的报告, 今年 3 月全美最大的 50 个房屋市场, 月租中位数同比上涨 1.1%, 至 1463 美元/月。虽然与房价急升相比相形见绌, 但这也是自去年夏天以来, 租金增长速度首次加快。

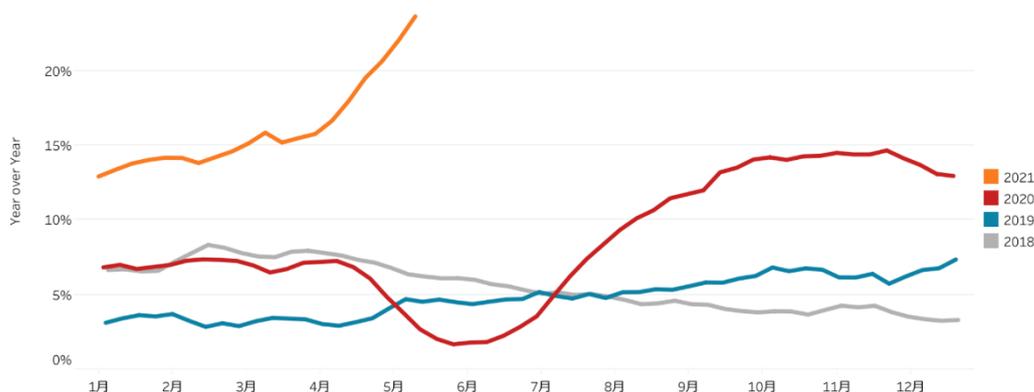
房价上涨会间接造成房租上涨的压力, 进而通过租金分项推升通胀水平。此外, 房租上升也会提高企业的成本, 从而导致商品价格的进一步攀升。值得一提的是, 自 1983 年起, 美国劳工统计局便将房价排除在消费者物价指数成分之外, 而代之以业主等价租金 (Owner Equivalent Rent)。该项是通过业主调查得来的, 掺杂了众多急欲减少持有成本的投机业主所报告的偏低租金, 所以美国真实的通胀水平可能远高于当前统计的 CPI。

图表 10 新冠疫情爆发后美国房价加速上涨



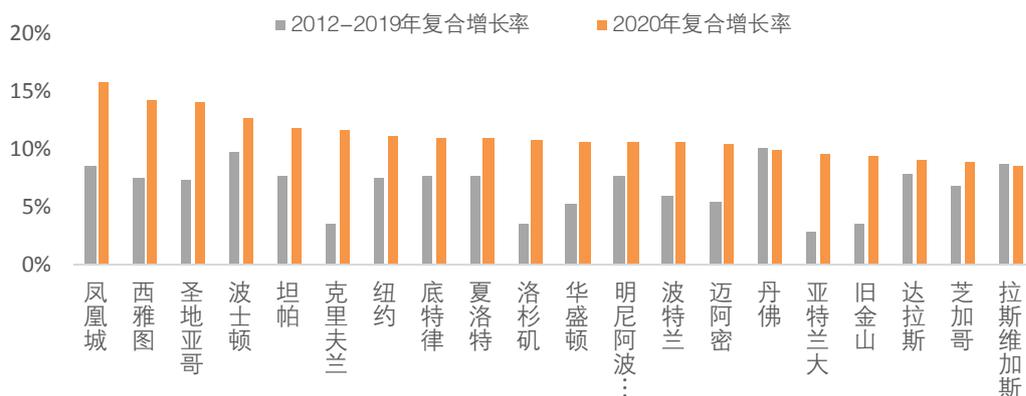
资料来源: S&P Global, 平安证券研究所

图表 11 美国房屋销售价格中位数同比增幅继续攀升



资料来源: Redfin, 平安证券研究所

图表12 2020年绝大多数美国城市房价上涨加速



资料来源：S&P Global, 平安证券研究所

三、美国“双松”政策燃爆房地产市场

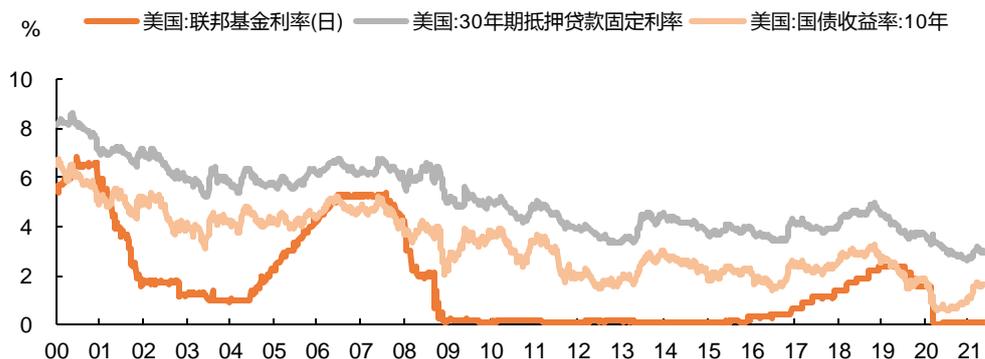
Homer Hoyt 曾认为，住房制度是一国房地产市场的基因密码，有因必有果。住房制度与政策决定一国房地产市场运行结果，市场运行推动制度实践演变。我们认为，2020年美国房地产市场的火爆，正是因为美国政府点燃了宽松货币政策+宽松财政政策组合的导火索，释放了此前被压抑以及当下被激发的住房需求。

1、非常规货币政策“保驾”房地产市场

美国房地产价格自2012年持续上涨，离不开次贷危机后超宽松货币政策的推波助澜。而**疫情爆发后美国房地产价格加速攀升的重要原因之一，也是受到美联储紧急降息、资产购买等量化宽松政策的影响**。2020年3月以来，在美联储推出零利率+巨量QE之后，美国10年期国债收益率快速下降，30年期抵押贷款固定利率往往以10年期国债收益率为锚，于是也迎来了历史低点，在2020年12月末降至2.66%（图表13）。低利率下，偿付压力锐减，购房成本降低还会在美国居民中产生FOMO（Fear of Missing Out）现象，因此迅速燃爆了美国房地产市场，导致量价双升。近期美国30年期抵押贷款固定利率回升至3%左右，截至2021年5月27日达2.95%，仍处于历史低位。

我们曾在《美债收益率下一步》中分析，本轮美债收益率上行的高点在2.5%左右，时间预计在2023年之前；下一波上行最快的阶段或在2021年下半年，之后上升斜率放缓。那么，伴随10年期国债收益率的上行，30年期抵押贷款固定利率也将回升。根据房地美（Freddie Mac）预测，30年期抵押贷款固定利率在2021年均值为3.2%，在2022年升至3.7%。

图表13 美国 30年期抵押贷款固定利率创下历史新低

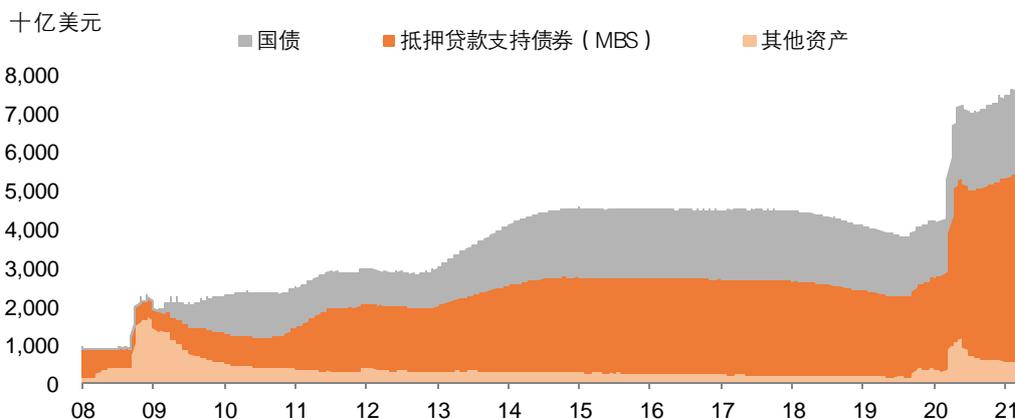


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2020年3月,美元“融资荒”造成全球金融市场动荡后,美联储宣布将无限量按需买入美债和抵押贷款支持证券(MBS),并将MBS范围扩大到机构商业资产抵押债券(CMBS)。这与2008年次贷危机后所采取的量化宽松措施并无二致。抵押贷款支持证券(MBS),为美国住房专业银行及储蓄机构(如房利美、房地美等)将所贷出的住房抵押贷款,重组为抵押贷款群组,并向证券机构出售的资产。2014年10月末美联储持有MBS规模1.7万亿美元,而截至2021年5月26日规模已经升至2.2万亿美元,美联储已成为美国MBS和房地产市场的支柱力量(图表14)。这不仅刺激了居民的购房需求,而且也提振了抵押贷款公司对新购房的抵押贷款发放,抵押贷款再融资规模也随之大幅上升(图表15)。

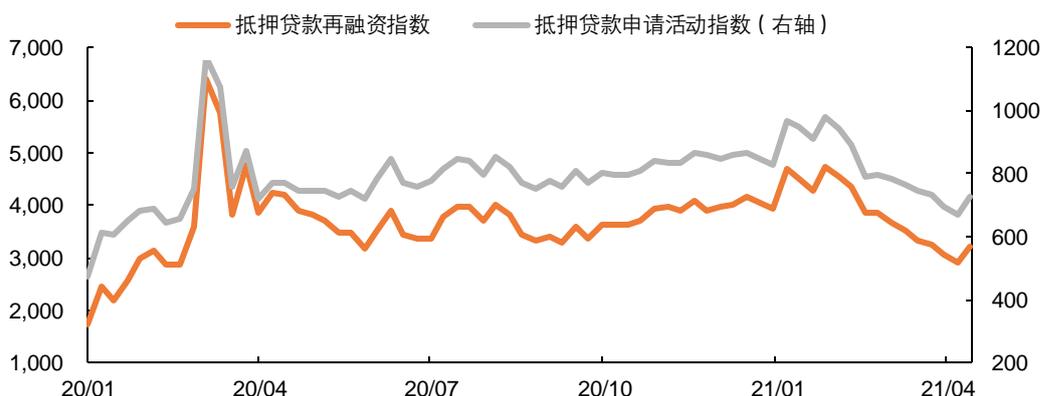
疫情爆发伊始,信贷市场动荡,住房市场掀起违约潮,并蔓延到了美国银行业。观察美国抵押贷款的还贷情况,可以发现抵押贷款的严重违约比率在疫情期间的高点十分接近次贷危机时的高点(2020年二季度迅速飙升至6.8%,与2009年四季度高点7.1%仅差0.3个百分点)。可见,美联储及时大规模购进MBS也是权宜之计,防止当时房地产市场的动荡进一步演化为第二次次贷危机。美国抵押贷款严重违约率在2020年三季度开始回落,虽然四季度(5.2%)仍明显高于疫情前水平,但维持下降趋势(图表16),预计未来这一趋势仍将延续。

图表14 美联储大规模购进MBS



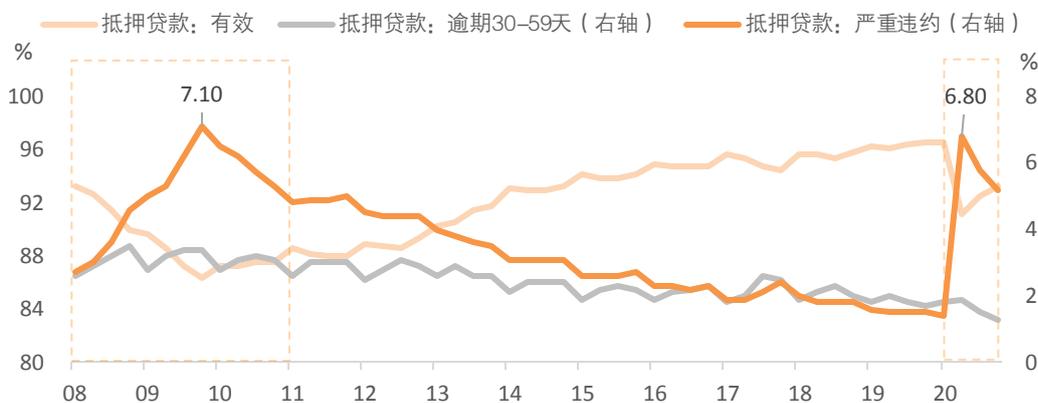
资料来源: Wind, Fed, 平安证券研究所

图表15 美国抵押贷款再融资规模居高不下



资料来源: Mortgage Bankers Association, 平安证券研究所

图表16 美国抵押贷款严重违约率已由高点回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、积极财政政策助推房地产市场

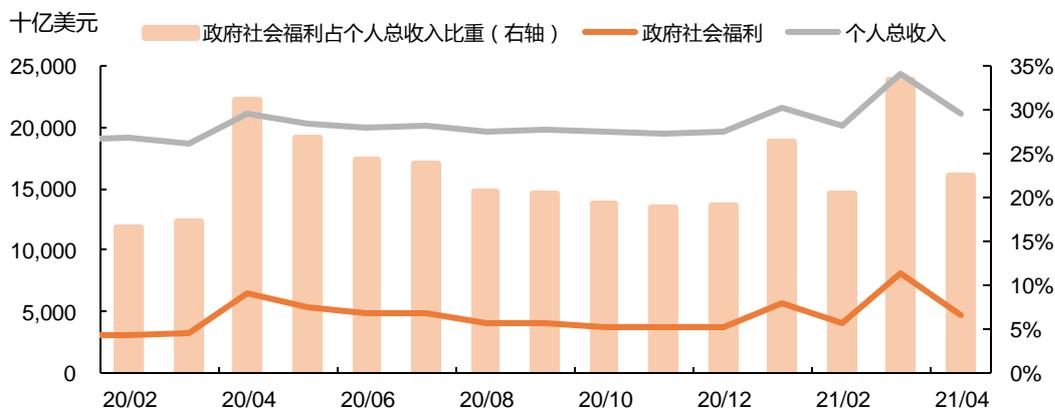
2020年3月,美国联邦政府颁布了《新冠病毒援助、救济和经济安全阀》(简称“关爱法案”, CARES Act)。该法案旨在将前期的经济刺激和失业福利落实到个人,对拖欠租金的房客暂停驱逐,并要求抵押贷款服务商给予借款人12个月的还款宽限期。这些政策有助于缓解房地产市场的压力,减少止赎,并帮助人们熬过因经济活动大量停顿而造成的艰难时期。

然而,《关爱法案》却为抵押贷款服务商的融资增加了压力。于是2020年4月,吉利美宣布了一项为其提供本金及利息预付款融资的计划。同月,联邦住房金融局(Federal Housing Finance Agency)宣布,抵押贷款服务商只需向政府赞助企业(GSE)垫付4个月的逾期贷款。而超级宽松的货币政策,促使抵押贷款利率保持在极低水平,刺激住房需求,使抵押贷款服务商的现金流和利润显著增长。最终,抵押贷款拖欠和申请还款宽限的情况大大好于预期,图表16即印证了这一事实。

在失业救济、《关爱法案》等政策的共同作用下,美国居民个人总收入显著走高。2020年4月至12月,美国个人总收入月均增速达6.1%,2021年3月增速更高达30%。其中,政府福利转移支付收入占个人总收入的比重从疫情前(2019年12月)的16.5%,大幅上升至2021年3月高点33.3%(图表17)。个人总收入的增加,提振了包括房地产在内的消费支出,财富效应亦激发了房地产购

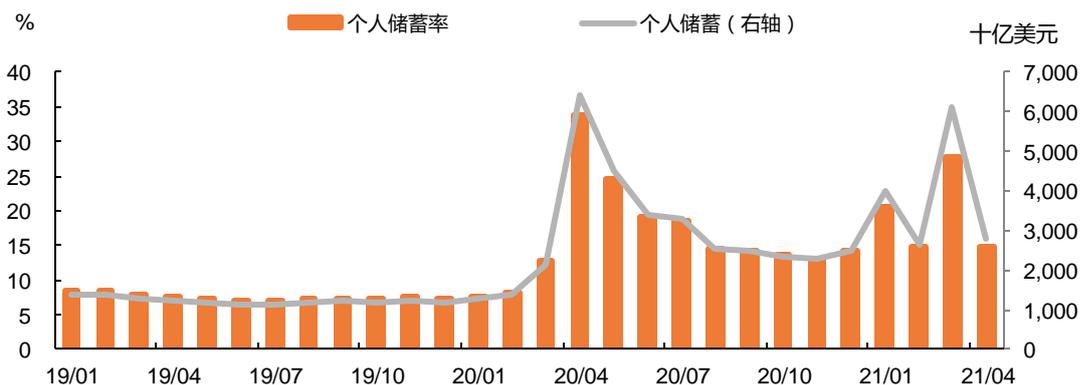
买的热情。在此期间，美国居民储蓄率也急速攀升，在 2021 年 3 月时高达 27.7% (图表 18)，成为可能涌入美国房地产的巨大“蓄水池”。

图表 17 财政政策助力美国个人总收入明显增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

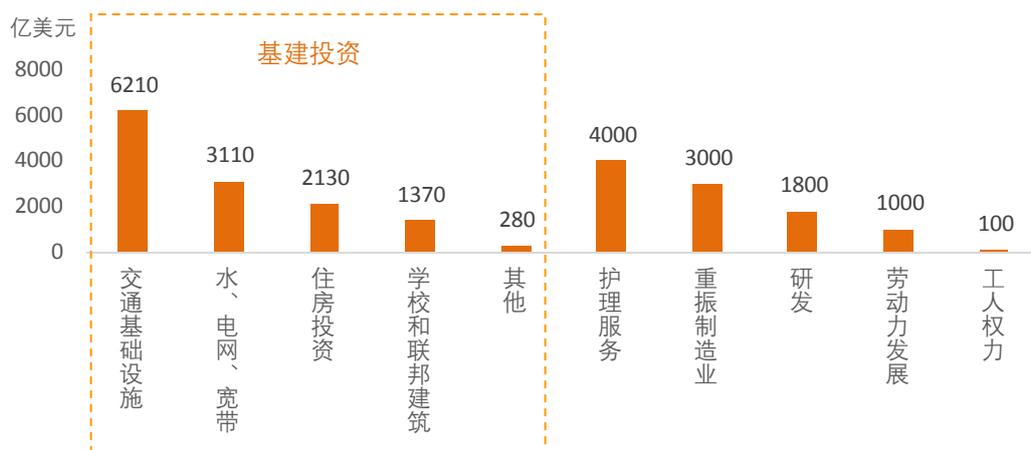
图表 18 美国居民储蓄及储蓄率疫后飙升



资料来源: Fred, 平安证券研究所

值得指出的是，“拜登新政”对美国房地产市场的影响将是双面的。有利的方面是，相关政策如若成功落实，将利好中低收入家庭购买首套房和租房。3月 31 日，拜登在“钢铁之城”匹兹堡宣布了《美国就业计划》(The American Jobs Plan) 第一部分，总投资超过 2.3 万亿美元，其中基建投资占比高达 57%，住房投资占比 9.3% (图表 19)。可负担住房 (Affordable Housing) 是拜登新政的重要组成部分，拜登计划 10 年内筹资 6400 亿美元来改善美国房地产市场的现状，力求实现“居者有其屋”。也就是说，还有额外的 4270 亿美元可能落地。另外，税收优惠曾在以提高住房自有率为目标的“美国梦”中扮演了重要角色，其在拜登政府的规划中亦不可或缺。拜登将为首次购房者提供高达 15000 美元的首付减免政策 (实施方式为税务减免)，并投入 1000 亿美元的基金用于兴建可负担住房，这无疑对低收入家庭提供了强有力的保障。拜登还将修改房东和租客的权利法案，尽量保证每月支付的房租少于个人收入的 30%，而对租金超过收入 30% 的租客实行减税政策。

图表19 《美国就业计划》中住房投资占比9%



资料来源: The White House, 平安证券研究所

不利的方面是，相关政策也可能削弱高收入家庭或个人投资房地产的热情。在拜登提出的房地产相关政策中，“取消或限制 1031 交换 (1031 Exchange)” 饱受争议。“1031 交换”是指一套投资房产与另一套投资房产的互换，允许资本利得税延期缴纳。具体来说，房产持有者可以选择将卖出房屋后的本金和利润再投资，购买等价于或高于本金的房产，之前所得利润不会被课税，直到最后卖出房产，不再投资为止。而“取消或限制 1031 交换”则意味着投资者每次再投资时都需要缴税。因此，该项政策对于想要依靠买卖房产获益的投资者来讲或是不太乐观的消息。另外，拜登拟向美国富人开启“历史性”的增税行动，例如，对于年收入超过 100 万美元的人，资本利得税率将提高近一倍，达到 39.6%，若再加上现有 3.8% 的投资收益附加税，意味着联邦资本利得税率最高将达 43.4%。而富人是美国房地产市场的重要参与群体，若该增税政策最终落地，也将侧面打击富人对房地产市场的投资热情。

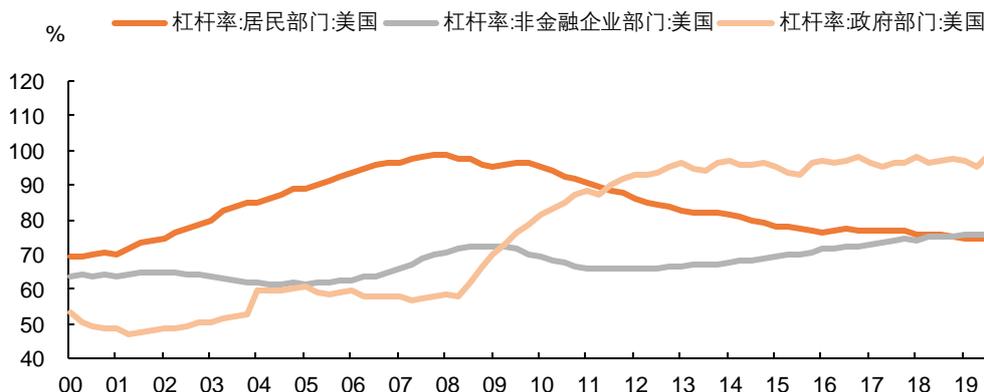
四、美国房地产是否存在泡沫？

在财政货币“双松”政策的助推下，美国房地产市场释放了自次贷危机以来被压抑或新近被激发的需求。但房市的持续火热和房价的日渐高企也引发了市场疑虑。对此，我们倾向于认为，美国房地产市场有泡沫化倾向，但可能最终不会以崩盘、而是以降温结束。

原因之一是，疫情期间美国居民杠杆率轻微抬升，这直接反映在房市的量价齐升上，但拉长长时间线会看到美国居民杠杆率仍位于次贷危机以来的低位。

次贷危机后，美国政府和金融企业的杠杆率均明显攀升，唯独居民杠杆率逐步下降（当然后续伴随着极其漫长和痛苦的居民部门资产负债表修复过程）。新冠疫情爆发后，在低利率的刺激下，美国居民开始主动加杠杆，这和房地产市场的繁荣彼此呼应。截至 2020 年三季度，美国居民杠杆率由一季度的 74.6% 升至 78%，而政府和金融企业部门杠杆率则由 100.8% 和 79.1%，升至 118.9% 和 83.5%（图表 20）。一般来说，居民杠杆率高到何种程度会导致房地产泡沫破裂，很难说有一个绝对的临界值，瑞士、挪威、丹麦居民杠杆率都超过 110%，但并未出现房地产危机的迹象。但居民杠杆率快速提高却往往伴随房地产的泡沫化，且房价高点通常领先于居民杠杆率的高点。以当前美国居民杠杆率仍在历史低位来判断，美国房地产市场仍有上行空间。

图表20 美国居民杠杆率处于次贷危机后的低位

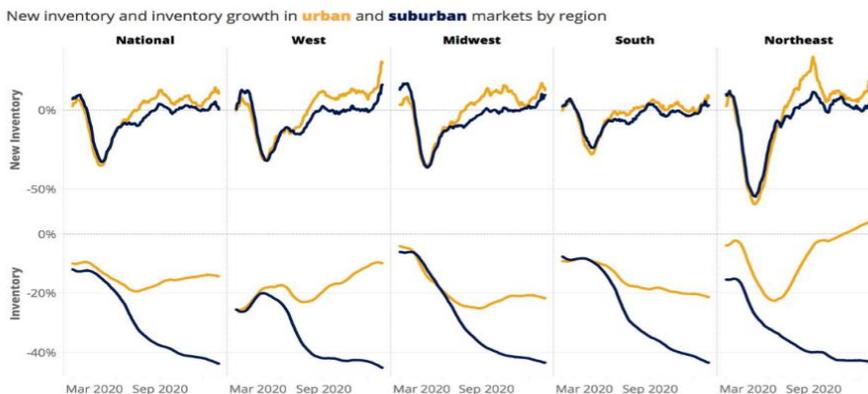


资料来源: Wind,平安证券研究所

原因之二是,此轮美国房价上行的主要原因是“供不应求”,而非纯粹的投机。但美国房地产补库存已初露端倪,且将伴随经济复苏而加速补库,这将对房价高增带来平抑作用。

首先,疫情爆发后,公共卫生问题使人们对高密度主城区敬而远之,而倾向于改善住房条件,购置低密度郊区的房屋,远程办公更使繁碌的上班族搬去郊区成为可能(图表21)。2021年4月,Coldwell Banker 房地产公司在调查美国居民购房意愿后发现,约40%居民有住房改善性需求,约30%因原有住房升值而考虑出售并赚取利润,还有约30%受远程办公影响希望搬去远离市区价格便宜的地方。

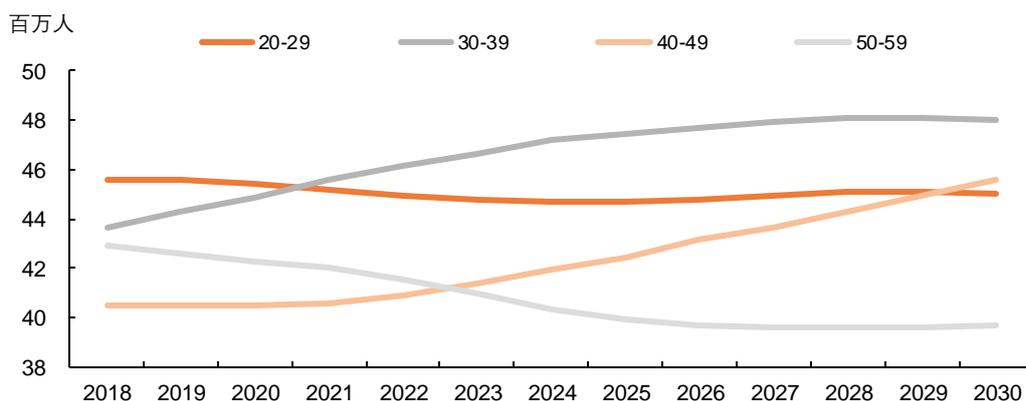
图表21 美国郊区房屋库存较城区更明显地下降



资料来源: Zillow,平安证券研究所

其次,主要购房群体 30-49 年龄段人群步入正增长阶段,成为住房需求的重要动力来源。根据 OECD 预测,美国 30-49 岁的适龄置业人口处于上升期,并将在未来 10 年持续增加(图表 22),房地产市场的刚性需求也将随之增加。新冠疫情期间资金充裕,偿债压力较低,为该购房群体带来了千载难逢的机遇,因此成为房地产购置热潮的重要推手之一。

图表22 美国 30-49 岁年龄层人口步入上升期



资料来源: OECD, 平安证券研究所

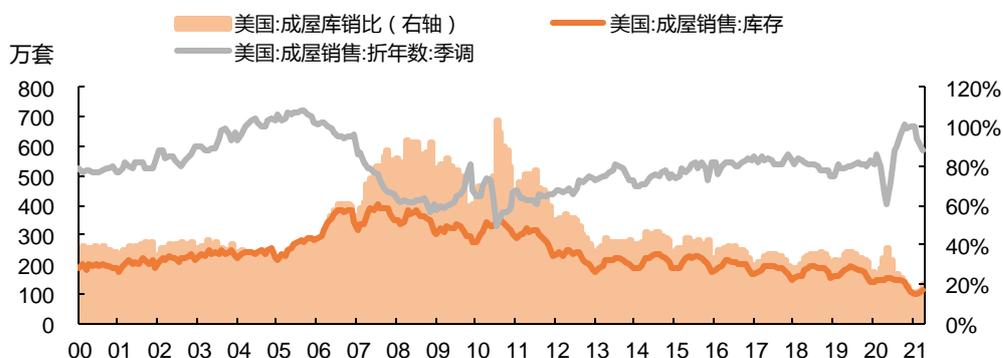
最后, 次贷危机以来, 美国住房供给热情始终不足, 新冠疫情进一步影响新开工, 导致库存严重短缺。然而伴随需求端热度高涨和供给侧逐渐恢复, 美国房地产补库存已经初露端倪。

根据美国人口普查局的数据, 自 1959 年以来, 美国每年平均新建 150 万套住房。受次贷危机影响, 在过去十年里, 每年建造的住房数量却仅有 90 万套。因而在面对疫情期间日益高涨的购房需求时, 美国的住房库存供给显得格外紧张 (图表 23)。

从图表 24 中可以看出, 美国新屋销售领先于新屋开工和营建许可, 新屋开工与营建许可领先于建造支出。由于新屋销售疫情期间率先反弹, 美国新屋开工和营建许可数据均在 2020 年末开始回升。截至 2021 年 4 月, 美国新建住房销售同比增幅为 51.4%, 除却基数效应的两年平均为 18.6%。与此同时, 新建住房开工和营建许可同比增幅分别为 68.0%和 62.6%, 两年平均增速为 20.7%和 21.3%。即便去除基数效应, 三个指标仍均处于次贷危机以来的较高位置。这表明美国房地产市场已经迈进补库存阶段, 此前供弱于求的局面有望得到改善。

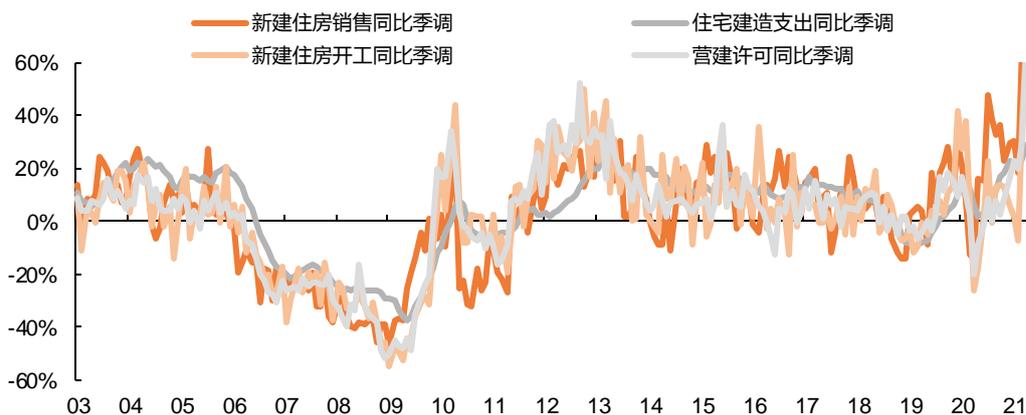
但是, 仍存在一些不利于供给侧的因素。从美国全国房屋建筑商/富国银行协会房屋市场指数 (NAHB / Well Fargo Housing Market Index, 该指数追踪房屋建筑商对当前和未来单户房屋销售以及潜在购房者每月交易量的信心) 来看, 经季节性因素调整后该指数由 2020 年 11 月高点 90, 降至 2021 年 4 月的 83 (图表 25), 这意味着单户住宅销售预期逐渐下降。NAHB 主席查克·福克 (Chuck Fowke) 将其归因于成本高居不下, 尤其是软木木材。这加剧了因房价飞涨和销量上升导致的库存压力, 成为房价继续上涨的潜在伏笔。

图表23 美国成屋库存严重短缺



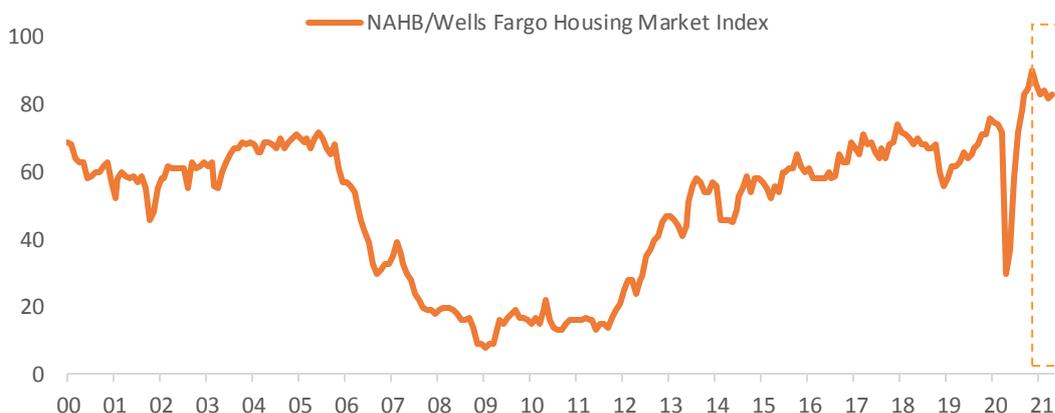
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 美国房地产市场迈进补库存阶段



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 美国单户住宅销售预期高位回落



资料来源: NAHB, 平安证券研究所

原因之三是, 美国实际失业率已经显著下行, 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, 从而支撑房贷偿还而非刺破泡沫。但是, 就业意愿不强在长期可能会影响美国房价上涨的可持续性。

在《美国的“慢就业”与“快通胀”》一文中, 我们曾研究发现新冠疫情后美国个人总收入显著增加, 但美国个人雇员报酬收入同比增速却不及疫情前。这种怪相可归因为美国的几轮财政刺激, 是政府社会福利收入推高了个人总收入水平(图表 26)。我们知道, 美联储当前最关注的是平均通胀目标和充分就业, 可想而知失业救济不会一直持续。而一旦福利效应消退, 政府失业救济对个人总收入的强力助推也会消退。但若接近或实现了充分就业, 则个人总收入和雇员报酬的正相关关系可能重新建立, 工资收入增长将继续支持贷款偿付, 为后续房地产价格带来支撑。

2021 年一季度末, 美国实际失业率(失业人口/劳动力人口)为 6%, 高出自然失业率(充分就业下的失业人口/劳动力人口) 1.5 个百分点(图表 27)。美国财长耶伦在 2021 年 3 月 23 日的美国金融服务委员会上发言指出, “美国经济将在大流行中复苏实现不断增长, 可能在 2022 年实现充分就业”。相比次贷危机后美国实际失业率历时近 9 年才恢复至自然失业率的水平, 此次新冠疫情后美国就业市场的恢复速度令人惊异, 这从实际失业率下行的陡峭程度便可知晓。

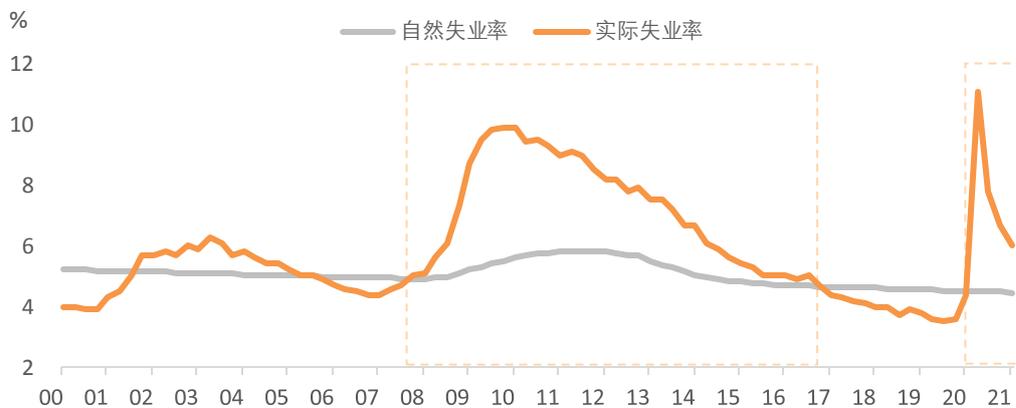
需要注意的是，虽然美国职位空缺率正显著上升，但就业意愿却表现不强。美国劳动力参与率（劳动力人口/适合工作人口）连续 10 个月围绕 61.5 的水平双向轻微波动，与疫情爆发前 2020 年 1 月峰值 63.4 相比，仍有 1.9 个百分点的差距(图表 28)。当然，我们不应过度担心这一趋势，因为这并非疫情后的新特征。次贷危机后美国劳动参与率和职位空缺率整体上呈现出反向相关的关系，而新冠疫情加剧了这一趋势。此外，2012 年-2019 年间，美国房价并未因为就业意愿不强而下降，反而呈现逐步上升的趋势。

图表 26 美国政府失业救济推高个人总收入



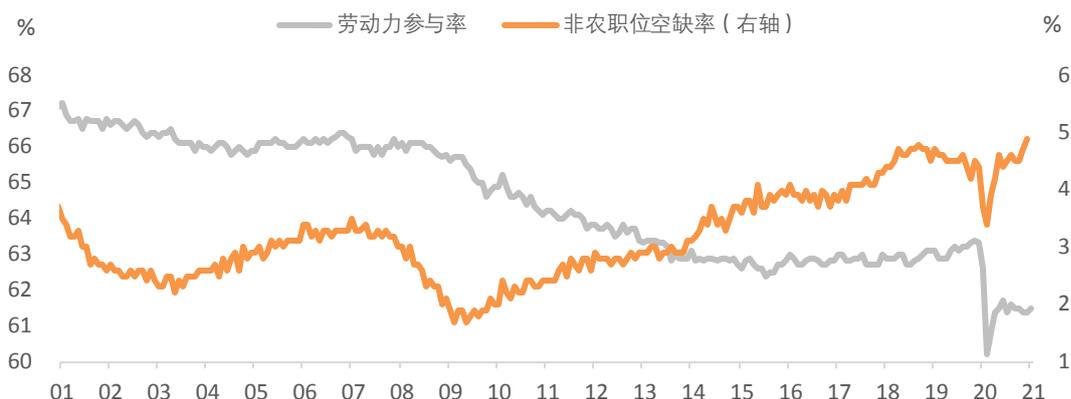
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 27 美国实际失业率仍高于自然失业率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 美国职位空缺增加，但就业意愿不足



资料来源: Wind, 平安证券研究所

原因之四是，美国 30 年期抵押贷款固定利率预计上升，叠加 MBS 投资机构的“凸性对冲”可能短期推动 10 年期美债利率上行，并进一步影响抵押贷款利率相随，美国房价或将由加速上升转为降温。

正如前文所述，伴随 10 年期美债收益率的上行，30 年期抵押贷款固定利率也将有所回升。根据房地美 (Freddie Mac) 预测，美国 30 年期抵押贷款固定利率在 2021 年均值为 3.2%，在 2022 年升至 3.7%。这对房价上行会带来一定程度的抑制。

此外，不同于美联储持有 MBS 较少考虑利率风险，诸如商业银行等 MBS 投资机构，在管理 MBS 资产组合时均需考虑利率风险带来的负凸性问题。负凸性问题是指在利率下降时，由于提前偿还房贷的概率增大，持有 MBS 资产将无法全面享受资产价格上升的溢价；但在利率上升时，却需要承担更多资产价格下降的损失。面对该问题，投资者通常采取“凸性对冲”(Convexity hedging)的方式，即当利率上升时，采取卖出国债或利率互换的操作。这就使得 MBS 市场和美债市场在技术层面上具有联动效应。参考 2003 年的“凸性事件”(Convexity event)，较为集中的凸性对冲行为明显助推了美债收益率上行(图表 29)。而且，“凸性对冲”也很可能是 2020 年 2 月起美债收益率骤增的一个助推器(2021 年 2 月末，美国银行估计以 10 年期美债等值计算，美国 MBS 市场上存在超过 600 亿美元的凸性对冲需求)。但根据 2015 年国际清算银行(BIS)的研究(Aytek Malkhozov, Philippe Muelle, Andrea Vedolin and Gyuri Venter《Mortgage risk and the yield curve》)，“凸性对冲”造成美债上行的持续时间较为短暂，一般不会超过一年，不构成美债收益率方向长期变化的主导力量。总之，10 年期美债收益率与“凸性对冲”的短期联动，及其对美国房地产市场的传导是值得关注的。但与此同时，也应注意到，较为集中的“凸性对冲”或“凸性事件”发生的概率也是很小的。

图表29 2003年“凸性对冲”对10年期美债收益率的影响



资料来源: Wind, 平安证券研究所

基于以上分析,我们认为美国房地产具有泡沫化倾向,但本轮房价上涨逻辑与次贷危机后截然不同。美国贷款机构的态度愈加谨慎,抵押贷款严重违约率的高点已然过去,适龄置业人口攀升、个人总收入增加、失业率继续下降则意味着刚需和薪资仍将支撑房市正常运行。特别是,次贷危机后,美国居民杠杆率始终位于相对低位,这进一步打消了房地产市场“泡沫”短期内会被刺破的担忧。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,预计总体呈现出温和上行的趋势。这从市盈率的视角可以进一步得到证实,2021年S&P房地产子指数的市盈率预计将低于2020年,但相比其他行业其市盈率明显更高,达49.5倍(图表30)。

经济学家 Homer Hoyt 在其著作《芝加哥百年地价》(1933年出版)中发现,在1830-1933这103年中,建筑活动事件(即毛租金开始迅速上涨、准备兴建新建筑、土地繁荣、市场疲软、停滞期和丧失抵押赎回权等20个事件)按照先后顺序重复发生六次,平均事件间隔长达18-20年。我们采用耶鲁大学 Robert Shiller 更新的美国实际房价指数数据,延续 Homer Hoyt 的周期划分后发现,1934年-2012年间,美国共有4次房地产周期,周期仍为20年左右,即1934-1954、1955-1974、1975-1993和1994-2012。由上文可知,2012年,美国房地产行业从次贷危机中复苏,房价逐渐攀升,直至2021年,房地产仍处于上行期(图表31)。因此,美国房地产上行周期或将维持1-2年,而美联储 Taper 或将成为本轮周期的拐点。Robert Shiller 近期在 CNBC 访谈中也表示:“按实际价格计算,(美国)房价从来没有这么高过,但房地产价格当前有很大的上升动力,所以房价在一年内或将不会下降。”

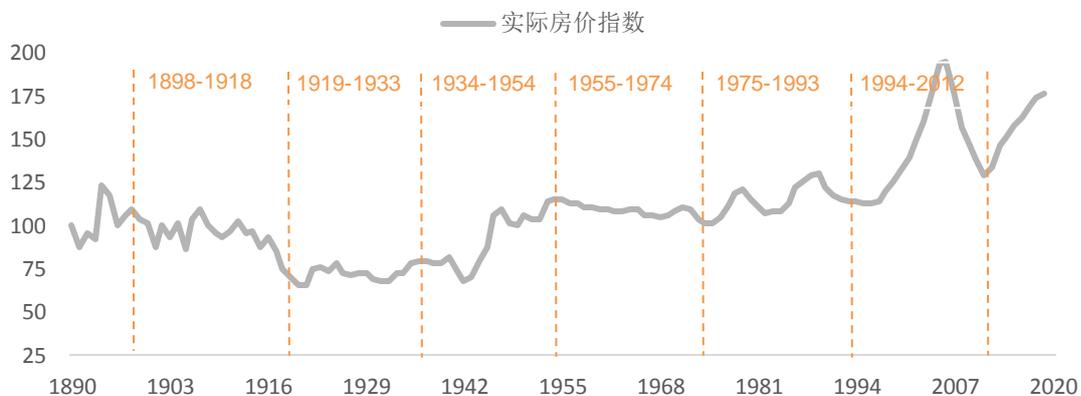
图表30 2021年标普500房地产子指数市盈率预计高于其他行业

	2018	2019	2020	2021E
S&P500 指数	21.5	26.8	34.4	22.5
可选消费	22.3	35.0	48.8	35.5
必须消费	21.5	23.8	22.6	21.6
能源	40.2	24.2	-14.1	20.0
金融	17.5	14.5	19.3	14.2
医疗保健	21.2	25.8	24.8	18.0
工业	21.1	24.1	65.2	28.5
信息技术	21.9	38.6	35.8	26.5
材料	22.1	32.1	34.5	19.8
通信	16.3	31.2	35.5	23.0

公共服务	18.4	21.1	21.1	19.1
房地产	36.4	38.6	51.2	49.5

资料来源：S&P,平安证券研究所

图表31 美国房地产周期的划分



资料来源：Robert Shiller Blog,平安证券研究所

参考美国房地产走势，全球各国会或领先或滞后收紧流动性，而使房地产市场降温，颇有寰球共此冷暖的味道。过滤房地产价格对政策和市场的短期扰动，从长期来看，全球房地产又会有哪些发展趋势呢？新冠疫情又带来了何种改变？结合仲量联行近期的一篇调查报告，我们认为主要有以下几个趋势：

- 1、**零碳排放将成为全球房地产优化的新趋势。**根据联合国的估计，房地产为全球 GDP 贡献了 40%，占世界能源消费的 40%，碳排放量的三分之一。国际能源署数据显示，自 2019 年开始的 40 年内，全球建筑面积将增加 2800 亿平方米，剔除拆除率后，相当于每年平均增加 65 亿平方米的新增建筑面积。这将导致全球建筑能耗和相关的温室气体排放量持续上升，并持续数十年。因此，有效利用现存建筑面积并削减新增建筑面积可能对环境的可持续性产生重大影响。2020 年 8 月 19 日，世界绿色建筑委员会表示，在过去一年里承诺零碳建筑物的企业数量从 50 个增加到 100 个。那么，在全球协力应对气候变化的背景下，优化资产和空间的配置利用，推进绿色可持续的基础设施设计（如屋顶雨水花园、实现自然供暖和制冷等），借用先进技术实现建筑改进和优化等措施，均会为房地产的长期发展带来根本性的改变。
- 2、**房地产数字化转型将成为第二增长曲线（第一增长曲线是关于房地产的投资属性）。**新冠疫情冲击也加速了房地产行业的数字化转型，数字经济价值在房地产行业正在加速凸显。毕马威跟踪调查发现，目前房地产行业对提升自身管理和业务拓展的数字化需求非常强烈，有些企业甚至寄望于通过数字化来“弯道超车”。2014-2020 年，全球地产科技投融资事件超过 2000 起，累计金额超过 200 亿元。尤其自 2020 年以来，地产科技经历了指数级增长，包括大数据、云计算、AI 等技术进步取代了业内专业人士的许多手动流程。数字化已然成为了未来房地产发展的关键词，也将催生出巨量新赛道，如智能住宅社区、商业零售科技、智能物流仓储或地产数据公司等。
- 3、**液化办公推动不动产转型。**液化办公模式是一种更为灵活的办公方式，办公位置是变动不居的，像流体一样。近年来，移动办公呈现逐年增长的态势，全球移动办公者由 2001 年的 3.75 亿增长到 2019 年的近 10 亿。Cisco 在 2019 年对 13 个国家的 2600 名上班族及 IT 人士进行调查，询问他们对移动办公的态度。调查结果显示，有 66% 的人表示他们更愿意从事一份虽然薪水较低，但在使用设备、接触社交媒体、移动性等方面灵活度高的工作，而不是一份缺乏这种

灵活度的高薪工作；60%的人认为，要保证工作效率，并不一定非要待在办公室。新冠疫情后，员工期望远程办公的频率达到了 2.4 天/周，较 2019 年增加约 40%。33%的全球房地产负责人表示，将扩大联合办公或灵活空间在后疫情时代的应用。**液态化办公模式有利于分散人员，这会推动商业地产和住宅的组合转型，利好郊区不动产的发展和扩张，而这可从美国版的“逃离北上深”中一窥端倪。**

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033