

## 美国房地产：软着陆到底是不是伪命题？

2023年07月23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

《财政半年报：“优”还是“忧”？》

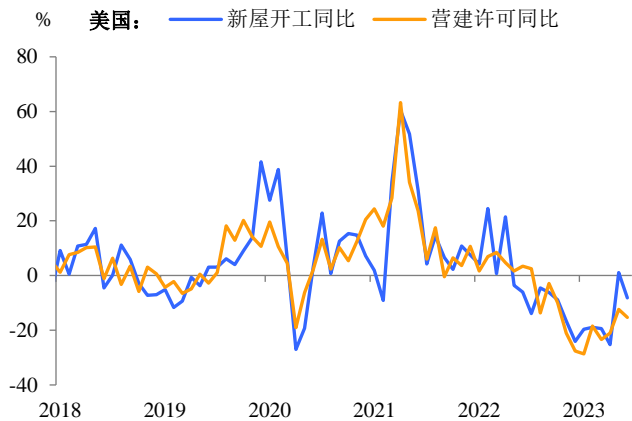
2023-07-20

《5.5%：下半年增长和政策如何角力？》

2023-07-17

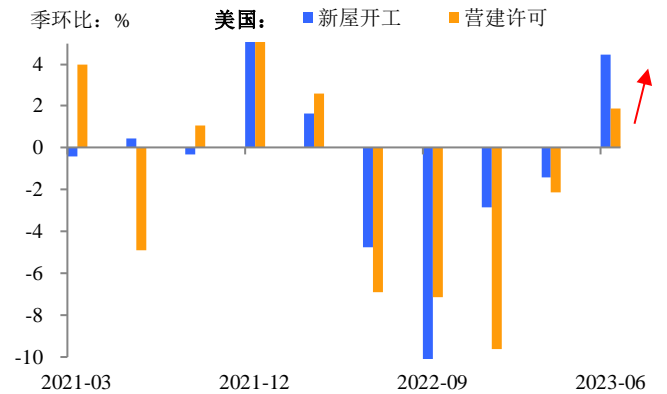
- 这周美国地产的部分数据似乎有点“熄火”，市场不禁要问地产回暖到底是真还是假？5月美国楼市一系列指标的回暖似乎让美国经济“软着陆”有迹可循。然而本月新屋开工数及营建许可的不及预期（6月新屋开工环比下降8%、营建许可下跌4%），似乎再次给美国地产是否真的企稳、今年美国衰退的警报是否解除画上问号。
- 我们在之前的报告中提出，如果住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正，美国陷入衰退则会变得“不容易”。我们依旧认为这将成为今年年内的基准情形，但是特殊之处在于本轮美国楼市的反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。
- 其实从季度的角度来看，二季度数据并不差。对于单月不及预期的数据不必过于担忧。纵向看经过2022年的大幅调整，2023年第二季度，无论是发放的新屋许可证数量还是开工量（经过季调后的数据）均为去年以来首次转正（图2）。这意味着房地产市场的反弹整体向好。
- 从供给端看，低库存和供应链改善是开发商乐观的主要源头。根据之前的报告，我们提出“弱供给”是当前房产乐观的主要理由。因为从历史上看，4次房价崩溃的相似之处都是加息周期中累积了过量的库存（图3-4）。而当前处于历史低位的地产库存，让地产商对于未来销售的信心明显反弹：NAHB开发商乐观指数反弹已持续7个月，连续2个月回到50上方（图5-6），此外供应链持续改善、建材大幅价格下降，也让地产商有更多的腾挪空间（图7）。
- 不过从需求端看，房价及利率的“双高”抑制美国居民购房需求。“史诗级”加息后，由图8-9可以看出，居民对“房价高”、“利率高”的抱怨是过去4次衰退前的最高水平。这反映出的结果是负担能力难以与之匹配，申请抵押贷款的人数接近10年以来的最低点（图10-11）。
- 有房者“安于现状”导致现房供给“稀缺”。已经锁定了低抵押贷款利率（3-4%）的美国居民，在当前7%的更高利率水平下，除非迫不得已，不然极不可能出售现房转而购买新房。所以在当前环境下，现房业主并不乐于换房，致使房屋空置率处于历史最低水平。因此市场呈现出，待售二手房库存稀缺、销售低迷的情况（图12-13）。
- 新屋销售向好，但整体房屋销售仅是企稳，尚未出现明显反弹。在二手房库存短缺的情况下，刚需性购房者不得不购买新房。因此4-5月新屋销售同涨12.2%，实则是购房者无奈之举的结果（图14）。
- 综合而言，供给不足是美国地产当前的主要矛盾。集中体现为美国主要城市的房价开始企稳，成屋价格稳步抬升（图15-16），从历史规律来看，这意味着今年底或者明年初房租可能再次成为CPI持续下行的重要阻碍。
- 政策含义：不影响今年加息，但影响明年转向。一方面，地产相关需求的反弹受高利率的限制依旧明显；另一方面，在6月整体通胀显著下台阶后，倘若楼市供不应求的现状持续，房价的后续上涨无疑会增加通胀压力。在此基础上，美联储或将强化“higher for longer”的必要性——这也许不会改变今年年内的加息节奏，但是会让明年美联储降息的节奏和预期更加纠结。
- 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: 6月地产开工数据不及预期



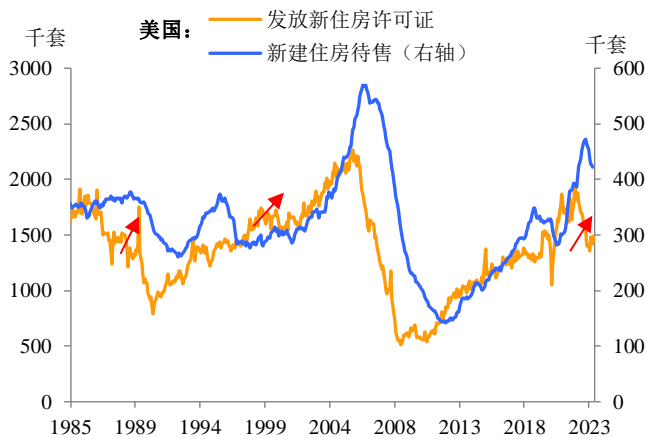
注：数据已季调  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 二季度美国地产开工自2022年以来首次环比正增



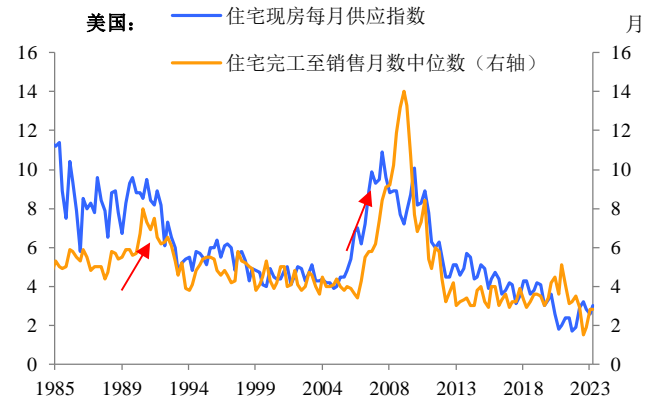
注：数据已季调  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 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4: 加息导致房地产供过于求



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5: 本轮地产回暖，库存去化是主要原因

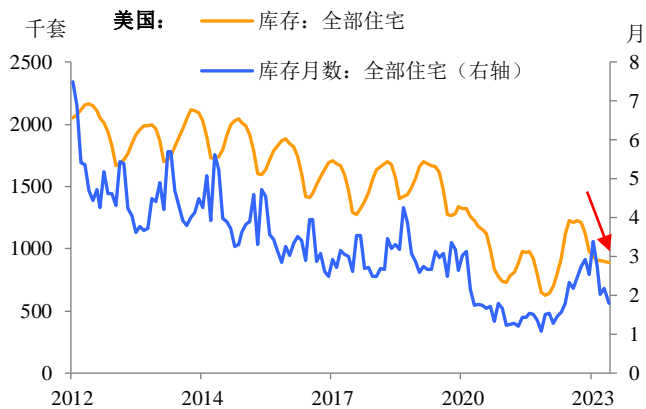
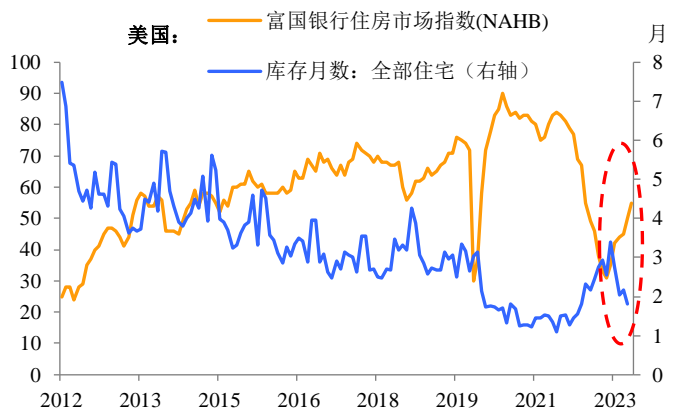


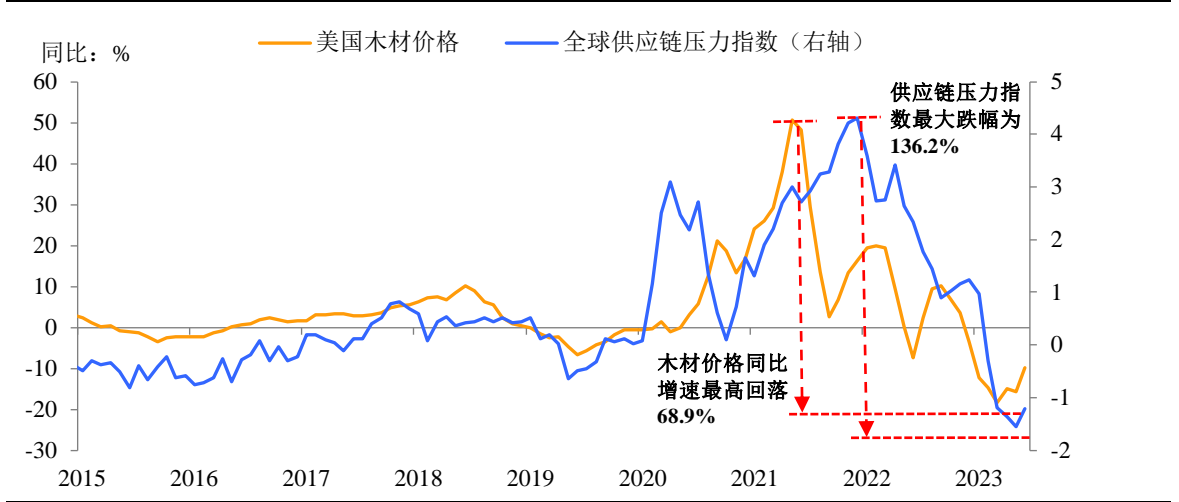
图6: 低库存是开发商乐观的主要原因之一



数据来源：Wind，东吴证券研究所

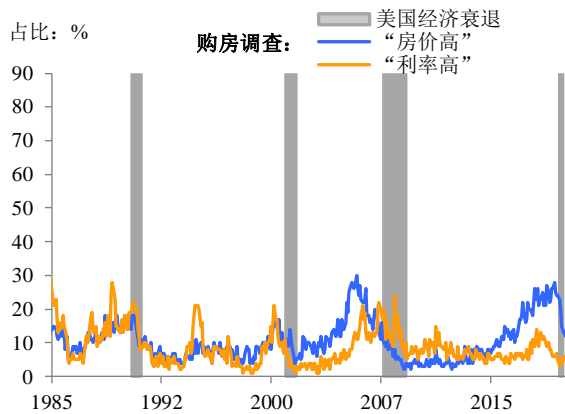
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图7：全球供应链压力改善，木材价格大幅走软



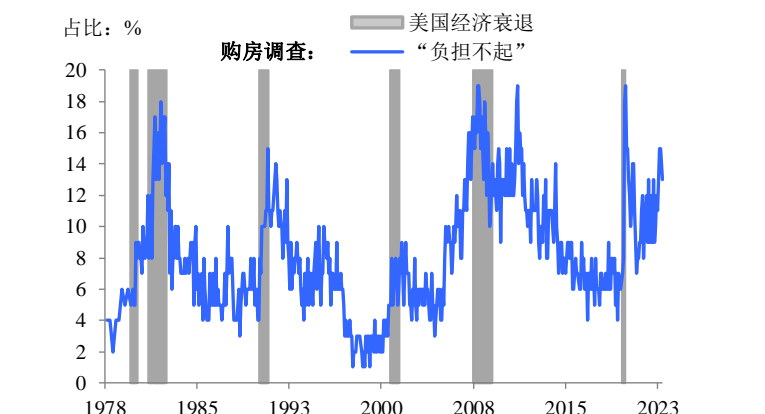
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：购房调查中“负担不起”的占比居高不下



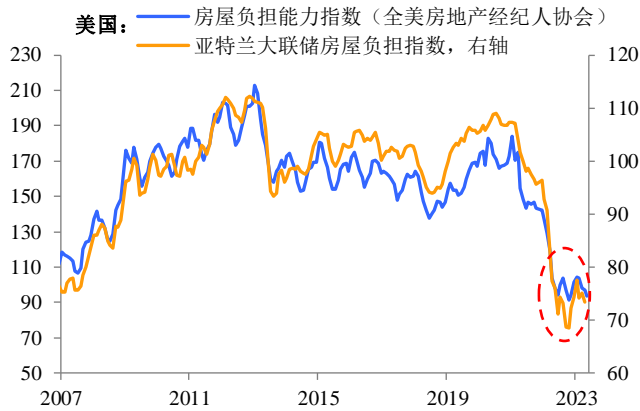
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图9：购房调查中“利率高”、“房价高”的抱怨很高



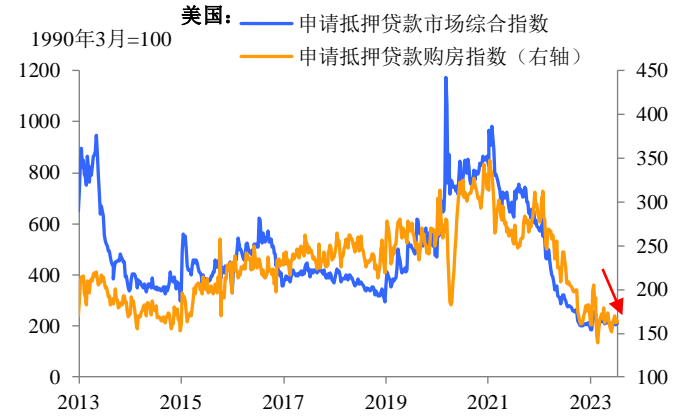
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图10: 美国居民购房能力很差



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 申请抵押贷款的人数低位徘徊



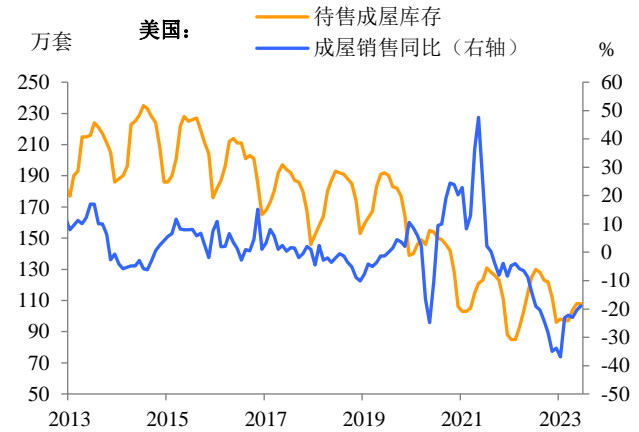
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 美国房屋空置率处历史最低水平



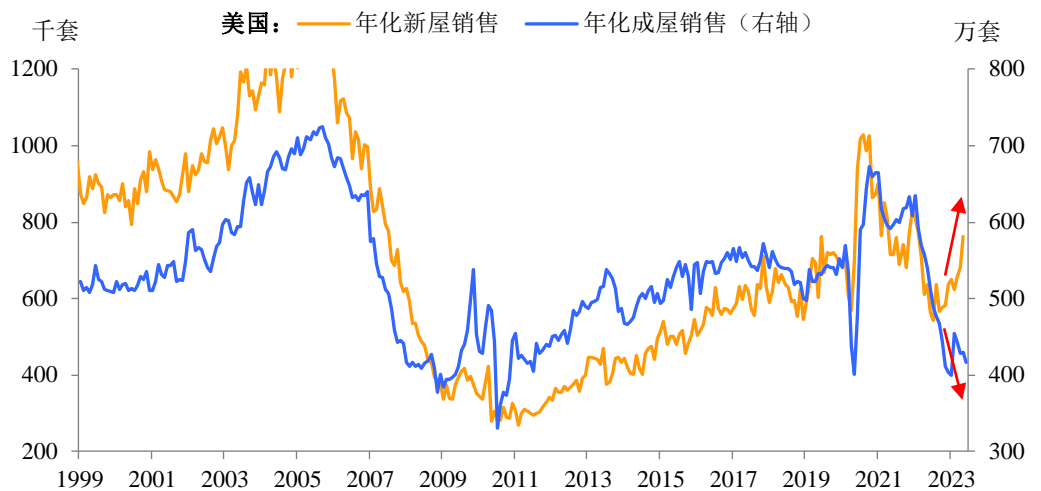
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 库存不足制约现房销售



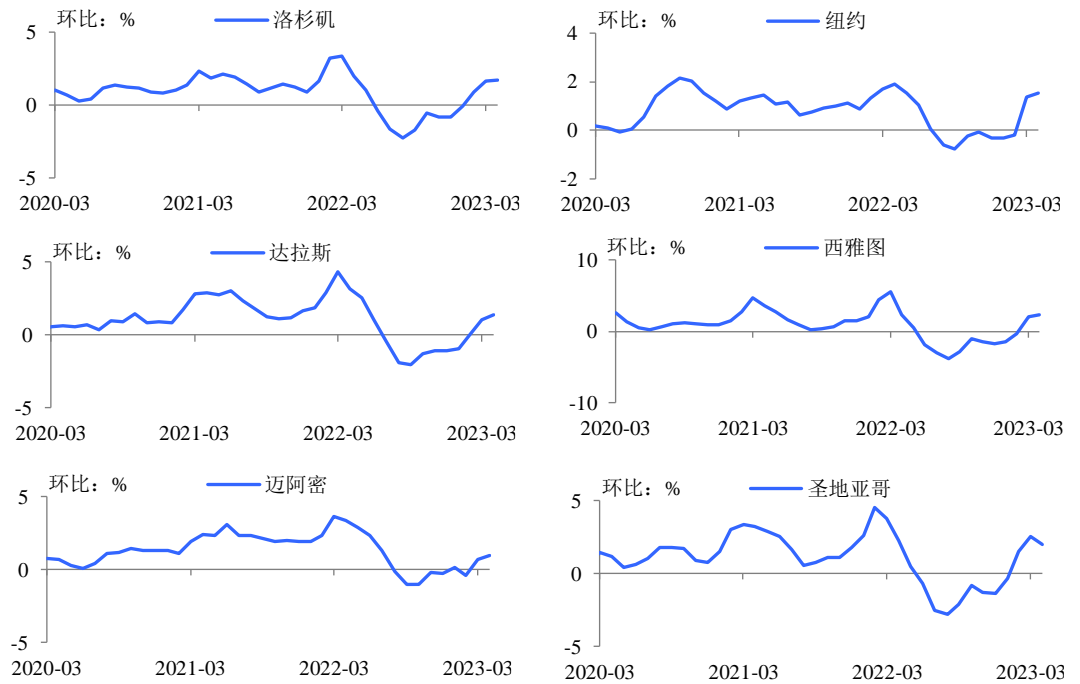
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 新房销售向好并不等于需求转强



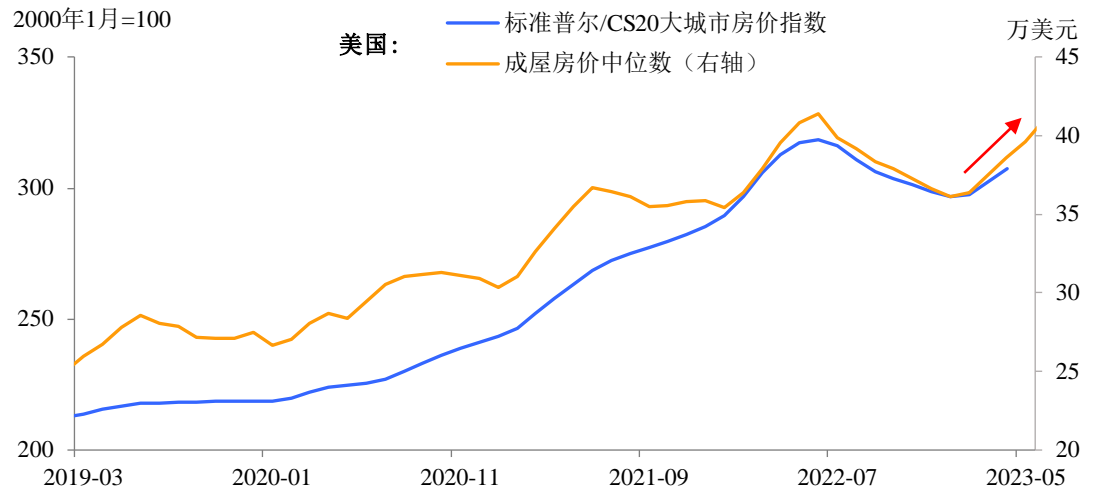
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 美国主要的几大城市房价开始企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 房价及成屋销售中位数回升



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>