

近期美国房地产数据的回暖吸引了海内外投资者的普遍关注。作为利率敏感性部门，美国地产缘何能在美联储加息周期尚未明确结束的情况下迎来反弹？这种反弹又能否持续？本文尝试对这两个问题进行解答。

► 地产数据回暖推升美国经济“软着陆”预期

今年年初以来，美国房地产景气度显著修复，主要是地产销售反弹所致。不过，美国地产并非全面复苏，数据仍呈现出明显的结构性特征。

第一，地产销售数据的反弹主要集中在一手房领域。新房销售同比增速大反弹的同时，美国成屋（二手房）销售增速仍然疲软。

第二，地产数据的复苏仍局限于销售端，目前未看到投资端的明显反弹。

历史经验表明，由于地产部门利率敏感度较高、且产业链条较长等原因，**新房销售是美国房地产投资以及经济增长的领先指标，市场投资者因此对美国经济“软着陆”的预期大幅升温。**

► 美国新房销售为何大幅反弹？

对于美国新房销售推动因素的分析，可以简单分为供给-需求两方面。

从数据上看，美国地产正面临“新房库存充足，新房销售火爆，但是新房价格向下；二手房库存不足，二手房销售疲软，但是二手房价格大反弹”的矛盾状况。

我们认为，供给端美国二手房库存太低，以致于无法满足购房者的需求，导致部分二手房需求转移至新房市场，造成了新房销售的火热。

另一方面，去年年末以来美国房贷利率和房价的见顶回落提高了居民对住房的购买力，构成了新房销售在需求端的反弹因素。

► 美国房地产市场销售端的整体需求可能没有明显改善

既然目前美国房地产数据存在“切蛋糕”的情况（二手房需求向新房转移），那么“蛋糕有没有被做大”（即整体需求有没有明显的改善）将十分关键。

然而，当前美国居民的购房能力和购房意愿均为有数据以来最差水平之一。具体来说，当前美国居民住房购买力指数处于近30年来的低位，甚至低于08年次贷危机时期的水平；7月的消费者调查中，74%的人认为“当前并不是一个买房的好时机”，这一比例也远超次贷危机时期，与1970s和1980s年代沃尔克强硬加息时期相仿。

同时，美国房贷相关的高频指标表现也比较一般。美国抵押银行家协会统计的新申请房贷购买指数仍在底部盘旋，商业银行资产端住房抵押贷款规模的增速也已经见顶回落。

► 我们预计，美国目前新房销售的反弹趋势可能也很难持续

一个有意思的历史规律是，在美联储的加息周期末期，美国房地产市场景气度往往会出现与PMI相背离的反弹，比如2000、2007、2019和2023年。这背后的逻辑是：资本市场习惯性地“抢跑”美联储的宽松交易，导致市场中长端利率下行，从而刺激房地产销售及景气度反弹。

这种反弹能不能持续，通常取决于最后美联储是否可以兑现市场的降息预期。目前美联储受制于高通胀，无法兑现此前市场的降息预期。这意味着，这一轮美国地产景气度的反弹，可能是类似于2000年和2007年的“假反弹”。

同时，当下美国中小银行正面临流动性偏紧，且净息差收窄的困境，未来美国发生“信贷紧缩”的概率仍较高。2022年至今，中小银行是美国“宽信用”的主力，且信贷主要投放在房地产领域。**这就意味着，未来美国可能出现的信贷紧缩或将进一步压制房地产市场。**

风险提示：海外地缘政治发展超预期；美国居民地产需求超预期；海外央行货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 2022年12月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17
2. 全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15
3. 超额流动性研究（四）：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12
4. 2022年12月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11
5. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08

目录

1 地产数据回暖推升美国经济“软着陆”预期	3
1.1 2023Q1 开始，美国房地产数据出现明显回暖	3
1.2 房地产数据反弹具有明显的结构性特征	3
1.3 地产数据是美国经济周期的领先指标。	4
2 美国新房销售为何大幅反弹？	6
2.1 供给端：二手房供给不足使部分需求向新房转移	6
2.2 需求端：房贷利率和房价见顶回落提高了居民购买力	7
3 美国地产数据的回暖或难以持续.....	9
3.1 美国房地产市场销售端的整体需求可能没有明显改善	9
3.2 目前新房销售的反弹趋势可能也很难持续	10
4 风险提示	12
插图目录	13

1 地产数据回暖推升美国经济“软着陆”预期

1.1 2023Q1 开始，美国房地产数据出现明显回暖

今年年初以来，美国房地产数据出现了显著的修复迹象。

具体来看，在房屋销售的带动下，美国房地产市场景气度明显回暖。

截至 2023 年 7 月，全美住宅建筑商协会 (NAHB) /富国银行住房市场指数已经从 2022 年 12 月的低点 31 反弹至 56。NAHB 住房市场指数的分项包括：单户型房屋的销售现状、未来 6 个月的销售预期以及潜在买家流量。可以看出，这一指标主要与房屋销售有关，也意味着美国房地产景气的提升主要依靠销售带动。

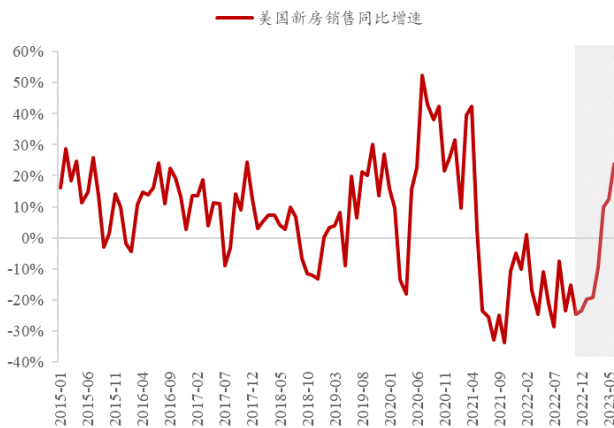
截至 2023 年 6 月，美国新建住房销售同比增速大幅反弹至 23.8%，创下了 2021 年 4 月份以来的新高。

图 1：美国 NABH 住房市场指数反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：美国新房销售大幅反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 房地产数据反弹具有明显的结构性特征

虽然美国房地产数据火热，但是并非全面复苏，数据仍呈现出明显的结构性特征。

第一，地产销售数据的反弹主要集中在一手房领域。

2023 年 6 月，美国新房销售同比增速录得 23.8%，而同期成屋（基本为二手房）销售同比增速仅为 -18.9%。与一手房不同，美国成屋销售同比仍大幅低于疫情前的中枢水平。

第二，地产数据的复苏仍局限于销售端，目前未看到投资端的明显反弹。

追踪美国的房地产投资，一般关注两个指标：住宅建造支出以及 GDP 中的住宅固定资产投资分项。截至 2023 年 5 月，美国住宅建造支出同比增速仅为 -11.38%，仍创下 2009 年以来的新低。2023 年二季度，美国实际 GDP 中住宅固定资产投资分项的同比增速为 -15.8%，虽然较一季度的 -19.0% 小幅反弹，但仍处于历史上的低位。

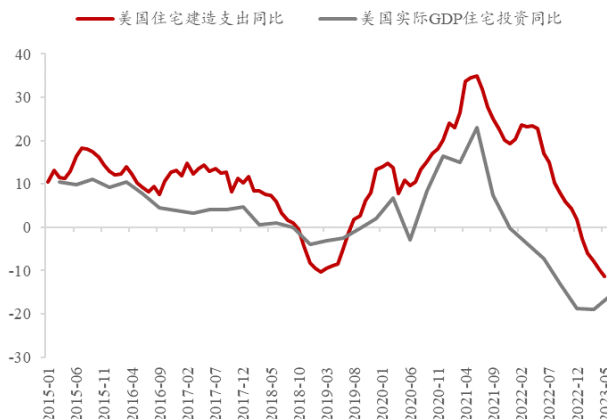
很明显，目前美国房地产数据的反弹仍局限于“前端”的销售数据，尚未传导至投资端。

图 3: 美国一二手房销售增速明显分化 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 房地产数据反弹未传导到投资端 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 地产数据是美国经济周期的领先指标。

市场之所以关注美国地产数据,除了近期的反弹确实亮眼之外,其核心原因在于房地产,特别是地产销售对于美国经济周期的领先作用。这一领先主要体现在两个方面:

首先,美国房地产投资领先于美国的经济增长。

从数据上,我们确实能够看到美国住宅投资同比增速领先于实际 GDP 增速的现象。我们认为,其背后与两个因素有关。第一,从经济周期的角度,一个新的周期的开启往往需要外生力量的推动。在经典的经济周期中,一般是货币政策的宽松。而房地产属于利率敏感性部门,一旦货币政策转向宽松,房地产通常是率先复苏的板块。第二,房地产产业链条较长,一旦地产开始复苏,不仅能拉动上游木材、玻璃等大宗商品行业,也能推升下游家电、家具等板块。

图 5: 美国房地产投资领先于美国的经济增长(单位:%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 6: 货币宽松带动房地产复苏 (单位: %)



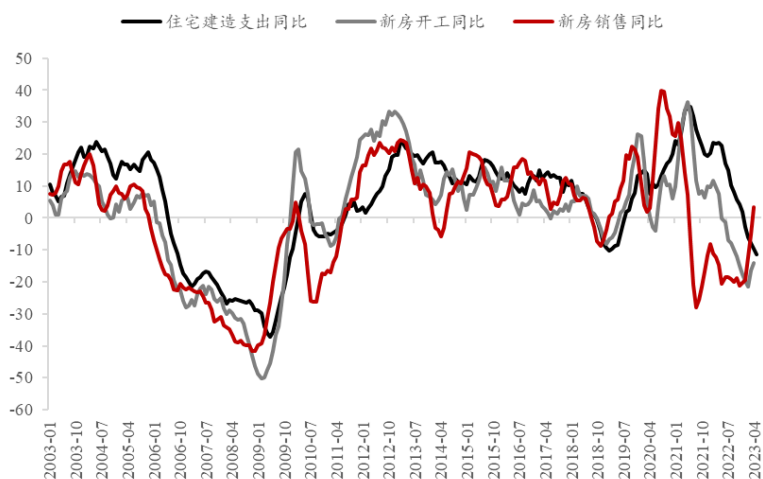
资料来源: Wind, 民生证券研究院

其次,美国地产销售又领先于房地产投资。

需要注意的是,从 GDP 统计的角度,房屋的销售并不计算在经济增长之中。不过,从历史

经验看，一旦美国新房销售反弹，往往会带动新房供给的增加，也就是新房开工，从而推升住宅建造支出（基本可以类比为 GDP 中的住宅投资分项）。也就是说，美国新房销售领先于房地产投资，从而领先于经济增长。

图 7：美国地产销售领先于房地产投资（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

综上，目前美国房地产数据的反弹主要集中在新房销售领域。新房销售是美国房地产投资以及经济增长的领先指标，市场投资者因此对美国经济“软着陆”的预期大幅升温。

2 美国新房销售为何大幅反弹？

2.1 供给端：二手房供给不足使部分需求向新房转移

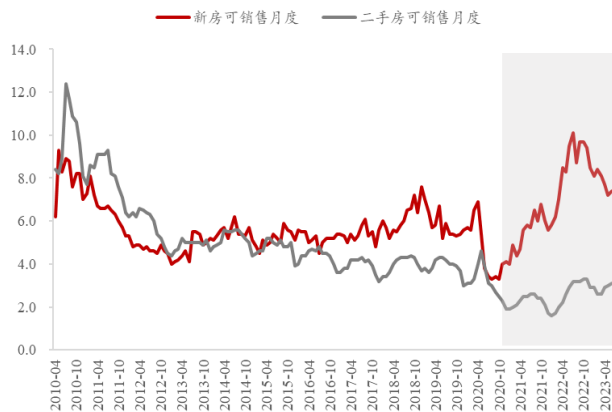
在供给端，我们认为美国新房库存与二手房库存的明显分化是推升新房销售的重要原因。也就是说，二手房库存太少将部分需求推向新房市场。

现在美国新房库存较为充足，但是二手房库存却严重偏低。截至 2023 年 6 月，美国新房可供销售月度（库销比）为 7.4 个月，与上一轮加息周期的高点（2018 年 12 月）相当；而美国成屋销售可供销售月度仅为 3.1 个月，处于历史低位。

另一方面，我们看到在这一轮的地产销售反弹中，二手房销售中位价出现了明显的上涨，新房价格下跌趋势则在延续。以疫情前的房价作为基准期（2019 年 12 月数据为 100），截至 2023 年 6 月，美国新房销售中位价为 126.1，较 2022 年 12 月下跌了 19.5；成屋销售中位价则为 149.4，较 2022 年 12 月上涨了 15.9。

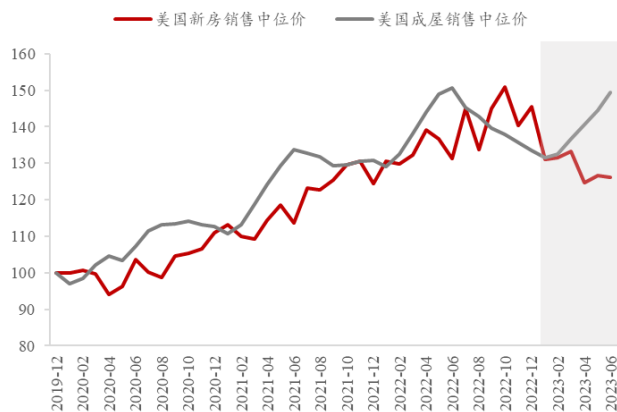
“锁定效应”进一步加剧了美国二手房供给的紧缺。所谓的“锁定效应”指的是当房贷利率偏高时，居民普遍不愿意卖出其持有的二手房（因为置换成本过高）。这就导致了二手房库存过低，并将买家挤出至新房市场。

图 8：美国一二手房库存水平分化（单位：月）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：美国二手房价格较新房强势（2019.12=100）



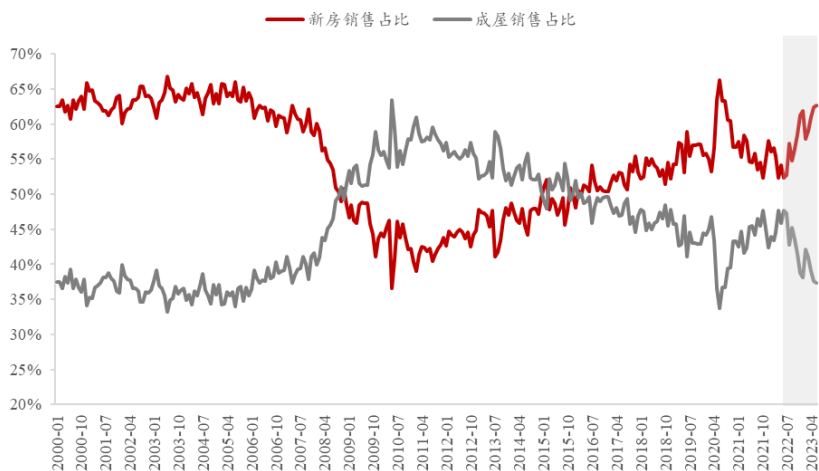
资料来源：Wind，民生证券研究院

很明显，美国房地产市场正面临“新房库存充足，新房销售火爆，但是新房价格向下；二手房库存不足，二手房销售疲软，但是二手房价格大反弹”的矛盾状况。

我们认为，对这一现象的合理解释是当前美国二手房库存太低，以致于无法满足购房者的需求，导致部分二手房需求转移至新房市场，从而造成了新房销售的火热。

近期美国成屋销售占全部住房销售的比例下跌明显，且时间与二手房价格的反弹吻合。这一现象也在侧面印证“需求转移”猜想。

图 10：二手房需求转移至新房市场



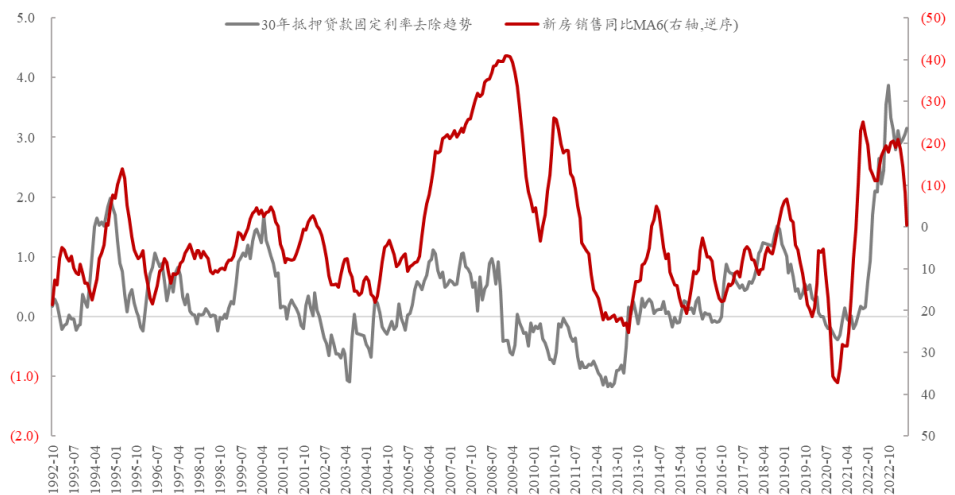
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 需求端：房贷利率和房价见顶回落提高了居民购买力

在需求端，我们认为美国房贷利率和房价的见顶回落是支撑住房销售的两大因素。

历史经验告诉我们，美国新房销售受市场利率的影响巨大。美国 30 年期固定利率抵押贷款利率和美国新房销售同比增速基本同步波动，前者大约领先后者一个季度。观察两者近期的变化，2023 年 Q1 以来美国新房销售增速的反弹，可能和去年年末开始下行的房贷利率有关。美国 30 年期固定利率抵押贷款利率的下行，则来源于同期美国中长端国债利率的下行。

图 11：美国新房销售受市场利率的影响巨大（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

房贷利率和房价的见顶回落，让美国购房者的购房压力有所下降。

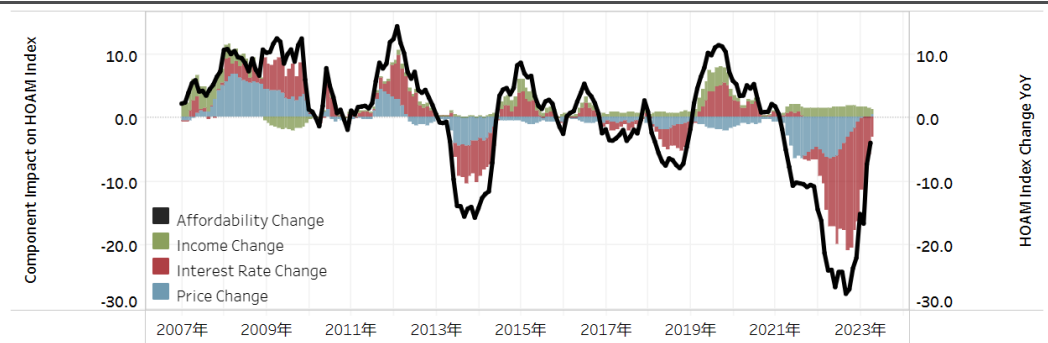
亚特兰大联储每个月会更新“美国住房购买力指数”以衡量位于美国中位数收入水平的家庭购买美国中位数房价住宅的能力。这一指数具体包含中位数居民收入、中位数房价、房贷利

率、房产税率、房产保险、首付比例等因素。

可以看到，从 2022 年开始，美国居民购房能力的大幅下降主要由两个因素驱动：利率上行和房价飙升。同样地，2023 年以来美国居民购房能力的反弹也是受利率和房价两大因素拉动，即房贷利率和房价的见顶回落。

在两段时间里，美国居民收入对购房能力的贡献（绿色柱子）一直维持稳定。可见，利率和房价，而非居民收入，才是近两年美国房地产市场起伏的核心因素。

图 12：房贷利率和房价的回落让美国购房者的购买力反弹



资料来源：亚特兰大联储，民生证券研究院

总的来说，受库存过低所限，美国二手房的供给无法满足市场的需求，导致部分需求被转移至新房市场。同时，由于美国长期房贷利率和新房房价均见顶回落，年初以来美国新房销售增速迅速反弹。

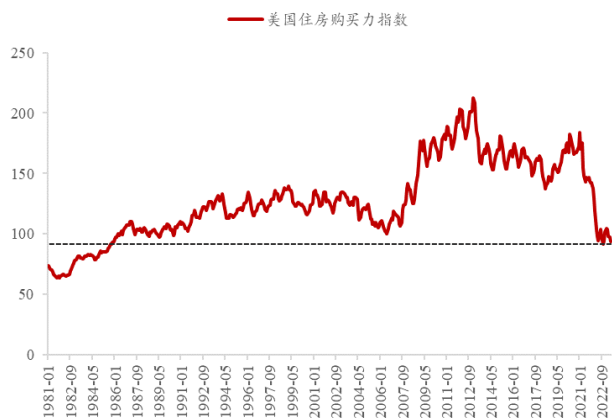
3 美国地产数据的回暖或难以持续

既然目前美国房地产数据存在“切蛋糕”的情况（二手房需求向新房转移），那么“蛋糕有没有被做大”（即整体需求有没有明显的改善）以及新房销售的反弹是否持续将十分关键。

3.1 美国房地产市场销售端的整体需求可能没有明显改善

美国居民住房购买力指数在 2023 年 5 月录得 93.8，处于最近 30 年来的低位，甚至低于 08 年次贷危机时期的水平。在 7 月份密歇根大学消费者调查中，74% 的人认为“当前并不是一个买房的好时机”，这一比例也远超次贷危机时期，与 1970s 和 1980s 年代沃尔克强硬加息时期相仿。也就是说，当前美国居民的购房能力和购房意愿均为有数据以来最差水平之一。

图 13：美国住房购买力指数历史低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：美国居民购房意愿很低（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

与房贷相关的高频指标表现也比较一般。截至 2023 年 7 月，美国抵押银行家协会统计的新申请房贷购买指数仍处于底部，商业银行资产端住房抵押贷款规模的同比也已经见顶回落。

图 15：美国新申请房贷购买指数仍处于底部



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：美国商业银行住房贷款增速见顶回落（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 目前新房销售的反弹趋势可能也很难持续

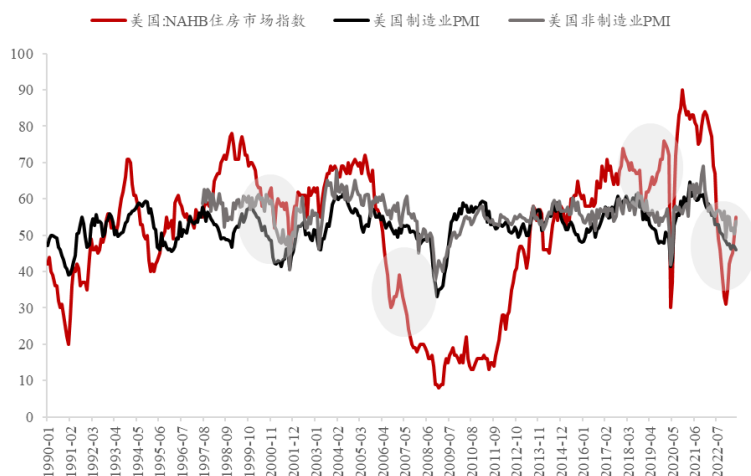
我们在近期美国的房地产市场中似乎看到了历史上加息周期末期典型的房地产“假反弹”的特征。一般来说，美国房地产景气度和美国 PMI 的波动相对一致，两者都可以看作是经济的前瞻指标。但我们发现，在美联储的加息周期末期，美国房地产市场景气度往往会出现与 PMI 相背离的反弹，比如 2000 年、2007 年、2019 年和 2023 年。

这背后的逻辑与资本市场习惯性地“抢跑”美联储宽松交易有关。也就是说，投资者总会在美联储给出降息信号前，预期美联储货币宽松。一旦宽松交易出现，中长端美债利率的下行就会拖累美国房贷利率，从而刺激房地产销售及景气度反弹。

这种反弹能不能持续，通常取决于最后美联储是否可以兑现市场的降息预期。比如说，在 2019 年下半年，随着美联储降息三次，美国地产景气度一度突破了前期的高点；但在 2000 年和 2007 年，由于美联储坚守货币政策立场，房地产景气度最终重回下行趋势，被证实为“假反弹”。

从 2023 年 5 月初至今，根据美国联邦基金利率期货定价，市场对美联储下半年加息路径的预期已经从“下半年降息 2-3 次”调整为“7 月加息 25BP 的同时，年内不降息”。也就是说，受制于高通胀，美联储无法兑现此前市场的降息预期，且最近市场预期已经对此作出了调整。我们也看到 10 年期美债利率从 4 月份的低点 3.3% 反弹至近期的 3.9% 左右。**因此，我们认为这一轮美国地产景气度的反弹，可能是类似于 2000 年和 2007 年的“假反弹”。**

图 17：美联储加息周期末期，房地产市场景气度往往会出现反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

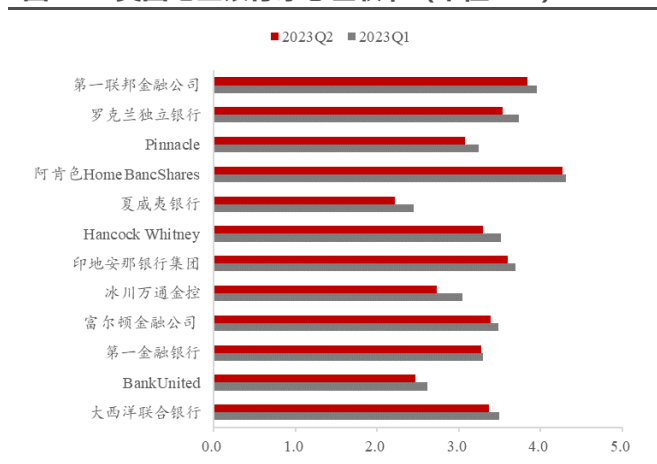
未来美国可能出现的信贷紧缩或将进一步压制房地产市场。

我们在报告《美联储加息的“最后一舞”》中指出，现在美国中小银行为了缓解存款流失情况，开始提高付息存款比例，并提高存款利率；且中小银行仍在通过美联储的紧急贷款工具 BTFP 筹措流动性。这些举措推升了中小银行的负债成本，从而让其净息差在 2023Q2 财报中出现了

集体收窄的现象。目前深度倒挂的收益率曲线可能预示着未来净息差的进一步压缩，并压制银行的信用投放。

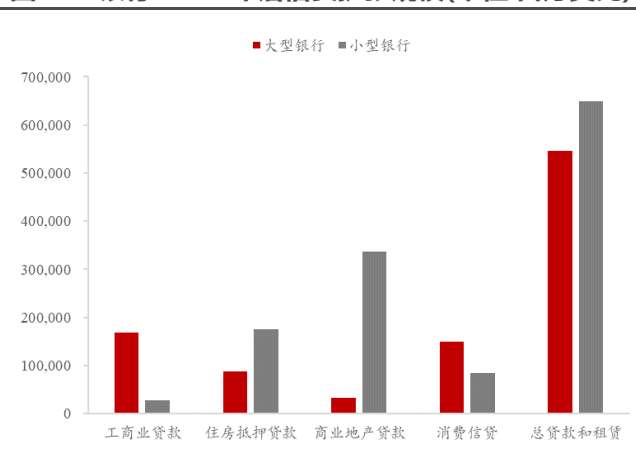
2022 年至今，中小银行是美国“宽信用”的主力。美国小型银行资产端各类贷款的增量高于大型银行，且小型银行明显是房地产领域的信贷扩张主力。这就意味着，美国中小型商业银行的信贷紧缩一旦发生，对房地产领域的负面作用最大。

图 18：美国地区银行净息差收窄（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 19：银行 2022 年后信贷扩张规模(单位:百万美元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

因此，当下美国新房销售的反弹，源于供给端二手房库存不足导致的“需求转移”以及需求端利率和房价的下行。各项指标显示，美国地产总体的需求没有出现明显的改善，近期地产景气度的回暖可能是典型的加息周期末期的房地产“假反弹”。

4 风险提示

1) 海外地缘政治发展超预期。若地缘政治影响范围和时间继续超预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 美国居民地产需求超预期。如果美国居民需求强度大幅超过了货币紧缩的效果，可能会导致房地产数据的持续火热。

3) 海外央行货币政策超预期。若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动增大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

插图目录

图 1: 美国 NABH 住房市场指数反弹	3
图 2: 美国新房销售大幅反弹	3
图 3: 美国一二手房销售增速明显分化 (单位: %)	4
图 4: 房地产数据反弹未传导到投资端 (单位: 亿美元)	4
图 5: 美国房地产投资领先于美国的经济增长(单位:%)	4
图 6: 货币宽松带动房地产复苏 (单位: %)	4
图 7: 美国地产销售领先于房地产投资 (单位: %)	5
图 8: 美国一二手房库存水平分化 (单位: 月)	6
图 9: 美国二手房价格较新房强势 (2019.12=100)	6
图 10: 二手房需求转移至新房市场.....	7
图 11: 美国新房销售受市场利率的影响巨大 (单位: %)	7
图 12: 房贷利率和房价的回落让美国购房者的购买力反弹.....	8
图 13: 美国住房购买力指数历史低位	9
图 14: 美国居民购房意愿很低 (单位: %)	9
图 15: 美国新申请房贷购买指数仍处于底部.....	9
图 16: 美国商业银行住房贷款增速见顶回落 (单位: %)	9
图 17: 美联储加息周期末期, 房地产市场景气度往往会出现反弹	10
图 18: 美国地区银行净息差收窄 (单位: %)	11
图 19: 银行 2022 年后信贷扩张规模(单位:百万美元)	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026