



宏观研究

【粤开宏观】美国房地产发展模式对中国的启示：海外房地产系列之一

2023年10月11日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】资本市场表现背后的宏观

线索：8月金融数据解读》2023-09-11

《【粤开宏观】中小银行风险的成因及治理路径：金融风险系列报告之一》2023-09-15

《【粤开宏观】8月经济数据好转背后的真实图景》2023-09-15

《【粤开宏观】专项债全面回顾：结构特征、利弊分析与应对》2023-09-21

《【粤开宏观】城投平台全面梳理：界定、转型与隐性债务测算》2023-09-24

摘要

当前房地产市场持续低迷以及积累的风险已成为我国经济发展的重大拖累，对财政、金融、经济等各方面都产生了重大影响。伴随我国人口总量下行、结构上老龄化率上升，我国房地产市场可能迎来了中长期的下行拐点。有鉴于此，一系列房地产支持政策持续推出，试图从短期稳住房地产市场；一系列房地产制度的中长期变革正在酝酿和构建，试图从中长期促进房地产行业健康发展。他山之石，可以攻玉。我们分别选择美国、日本等发达经济体研究其房地产市场发展模式及其对房地产危机处置的得失，从横向比较和纵向历史发展中寻求启示，以期探寻中国房地产行稳致远发展的良方。

本文从土地、住房、金融和财政四个方面总结美国房地产市场的运行特征，并与中国房地产做比较分析，最后提炼出对中国房地产未来发展的启示与借鉴。

一、土地市场：私有为主、人均建设用地充足，但土地用途管制仍导致住房供给结构性不足

美国的土地市场与中国存在两大显著区别：一是土地所有制不同，美国土地以私有为主，占比高达 60.9%，公有土地占 36.1%，原住民保留地占 3%，且公有土地集中分布在人迹稀少的中西部内陆，主要用于自然资源的保护和开发利用。二是人均建设用地面积不同，美国地广人稀，中国地少人多。根据 OECD 数据，2017 年美国城镇人均建设用地面积 866 平方米；根据 2021 年中国第三次全国国土调查数据，中国城镇人均建设用地面积仅 112 平方米，仅为美国的 1/8 左右。

充足的人均建设用地，以及土地私有制下较为灵活的土地买卖，为美国居民提供了总体相对舒适的居住条件，但也依然存在住房结构性不足的问题，主要源于美国以区划制度（zoning）为代表的土地用途管制导致的住房供给结构与家庭结构错配。区划是把领域内的土地分区，并对每个区块的土地用途以及地上建筑物和配套设施的开发指标给予强制性规定的制度。大量住宅用地基于上世纪五六十年代的家庭规模进行规划，只允许建造独栋住宅，造成存量与新建住房面积过大、价格过高，导致面向年轻家庭与低收入家庭的住房供给不足。

二、住房市场：存量交易为主，运营服务属性大于开发建设属性，房企专业化程度较高、细分领域较多、企业规模较小

美国城镇化率更高、住房市场更加成熟，呈现出与中国不同的三个特征：一是住房销售以存量为主，2000 年以来，新建住房在住宅销售中仅占 11.6%，其余均为成屋（即二手房）销售；二是房地产业以运营服务为主，在存量交



易主导的市场下，美国房地产运营和居住服务相关产业占据了价值链的主导地位，与中国过去增量市场主导下的大规模开发建设为主明显不同；三是**房企专业化程度较高、细分领域较多、企业规模较小**。以地产类型划分，美国房地产行业可分为住宅地产、商业地产和工业地产。从业态来看，每一类地产都有对应的建商、房地产运营和服务、以及房地产投资信托（REITs）三大细分领域。根据美国住宅建商协会（NAHB）数据，超过 80% 的建商为个人独立承包商，而住宅建商营收的中位数在 2021 年仅为 330 万美元。

近年来，我国房地产市场供求关系发生重大变化，正处于由增量主导转向**增量与存量并存的转型期**。虽然全国市场依然以新建住房为主，但一线城市已是存量主导。同时，越来越多的开发商将自己的物业公司剥离出来，独立运营，分拆上市。一部分房企开始尝试长租公寓模式，从短期开发的建设模式向长期持有的运营模式转型，房地产市场专业分工的迹象愈发明显。

三、金融市场：抵押贷款一二级市场联动紧密，房地产风险主要来自于信贷审批标准过低，而非房地产投机性交易

美国住房金融市场发展成熟，抵押贷款一二级市场联动紧密，为住房市场提供充足资金的同时也埋下了次贷危机的隐患。住房金融一级市场为贷款发放市场，二级市场是证券化和交易市场。二级市场的政府担保企业或投资银行购买符合条件的抵押贷款并将其证券化，再卖给投资者。通过资产证券化，贷款发放机构增加了流动性，降低了期限错配风险，并且将贷款的信用风险分散给投资者。但这也导致贷款发放机构容易产生道德风险问题，信贷审批标准过低，使得大量不合格贷款人获得住房抵押贷款，最终引发次贷危机，并深化蔓延为 2008 年全球金融危机。中国住房金融市场以一级市场为主，金融风险集中于银行体系，二级市场规模较小，对保障性租赁住房的金融支持力度较弱。

美国活跃的资本市场也削弱了房地产的投资属性。1950 年以来，美国权益市场的年均实际投资回报率（8.75%）高于房产投资（5.62%）。若考虑房地产交易和持有成本，则房产投资的回报率会更低。从美国家庭的资产配置中可以看出，高净值家庭投资房产的意愿并不高。有能力炒房的美国家庭选择将钱投入到股票市场，房地产的投资属性自然减弱。相较之下，中国居民投资渠道相对有限，房地产成为居民资产保值增值的重要工具，是造成房价过快上涨、贫富差距扩大等的原因之一。

四、财政收支：房地产税是州以下政府的重要收入来源，主要用于提供当地公共服务，以支定收，税率动态调整

财政收入方面，在联邦政府、州政府、地方政府三级财税体制下，房地产税是美国地方政府的主要收入来源，州政府对房地产税的依赖程度较低，联邦政府不征收房地产税。美国各州实际有效房地产税税率的中位数平均在 1% 左右。2018 年，房地产税占地方政府收入的 71.7%，占州政府收入不到 2%。

用途上，房地产税主要用于以教育和公共服务为主的地方政府支出，其中教育支出是房地产税最主要的流向。2020 年美国公立教育收入的 47.5% 来源于州政府，44.9% 来源于地方政府，7.6% 来源于联邦政府。接近一半的中小学



公立教育开支来自于所在学区居民缴纳的房地产税收入。

美国房地产税税率的设定采用“以支定收”的方式，税率每年动态调整。房地产税的主要功用是作为地方政府稳定的收入来源，而房地产税调节经济活动的的能力较弱。“以支定收”模式下，若预算开支不变，房价上升往往意味着经济向好，此时地方政府其他税收收入增加，房地产税税率反而可能下降。从美国的税制设计来看，调节房地产投资的主要工具为房产交易环节的资本利得税，而不是持有环节的房地产税。此外，房地产税税率对当地的商业投资等经济活动基本没有影响。

中国地方政府则较为依赖土地财政和土地金融来筹集财政资金。测算表明，2022年房地产行业相关税收加上土地出让收入占地方政府财政收入比例达到48.7%。相较之下，房地产税占美国州及州以下政府（相当于我国地方政府）收入32%左右。当然，由于房地产税是净收入，而土地出让收入未考虑成本性支出，加上中美统计财政收入口径不同，两个数字无法直接比较。房地产对我国政府可支配财力的影响还体现在以土地为抵押品的政府融资上，地方政府通过融资平台形成大量基础设施的同时也积累了大量隐性债务。

五、房地产也是美国的支柱性产业，但公众的感知度较低

总体看，房地产在中美都是经济的支柱性产业，但在不同发展阶段，房地产对经济的拉动作用和影响渠道不同。土地公有制使得我国政府除了获得相关税收收入外，还可以通过土地财政、土地金融获得大量资金快速实现工业化、城镇化，但同时也通过融资平台积累了大量隐性债务。而美国主要通过房地产税为地方政府筹集收入。在美国后工业化时代，房地产无论是为居民提供居住服务还是为政府公共服务开支提供稳定资金支持，其服务属性体现得更为充分。

2021年美国房地产业占GDP的比重为16.7%，其中住房服务开支占比11.9%，包括新屋建造、旧房翻新、经纪费用在内的住宅投资占GDP比例为4.8%。中国房地产业增加值占GDP比重约在7%左右，若算上土地开发、房屋建造、以及对上下游产业链的拉动，房地产业对GDP的实际贡献应在20%以上。即使美国房地产业占比低于中国，16.7%也仍是一个不小的数值，需要高度重视。

然而公众对此的感知度较低，有以下原因：其一，美国房地产业更偏服务型，相较于中国的开发建设型，波动性更低、对相关产业链的影响更小，因此也不像中国政府这样将房地产作为重要的宏观调控工具；其二，美国地方政府在经济增长中的作用更低，房地产税受房地产市场波动的影响也更小，而中国存在“房地产市场低迷-土地出让收入减少-地方财政紧张-基建投资放缓”的传导链条；其三，土地私有制使得美国地方政府只能通过税收获得房地产相关收入，这与中国地方政府利用土地财政和土地金融“经营城市”的模式存在显著区别，政府干预房地产市场的动力更弱；其四，房地产在美国居民财富中的占比要低于中国，美国相对而言更关心股市，与中国恰好相反。



六、美国房地产市场发展模式对我国的启示

第一，优化土地供给，更好满足居民住房需求。适当调整农村与城市建设用地比例，适当增加人口流入城市住房用地供给，提高住房用地利用率。

第二，促进房地产企业向专业化转型，以适应增量市场向存量市场的趋势转变。

第三，完善金融产品和服务体系，活跃资本市场，增加居民投资渠道，削弱房地产的投资属性。

第四，稳妥处置房地产与地方政府债务的关联风险，防止形成区域性、系统性金融风险。

第五，房地产从增量市场到存量市场的过渡期也是经济增长模式的转换期，既要维护房地产业的稳定，也要加快低效房企出清，提升生产效率。

风险提示：不同历史时期、不同国别经验不完全适用于中国



目 录

一、土地市场：私有为主、人均建设用地充足，但土地用途管制仍导致住房供给结构性不足	1
二、住房市场：存量交易为主，运营服务属性大于开发建设属性，房企专业化程度较高、细分领域较多、企业规模较小	1
三、金融市场：抵押贷款一二级市场联动紧密，房地产风险主要来自于信贷审批标准过低，而非房地产投机性交易	1
四、财政收支：房地产税是州以下政府的重要收入来源，主要用于提供当地公共服务，以支定收，税率动态调整	1
五、房地产也是美国的支柱性产业，但公众的感知度较低	1
六、美国房地产市场发展模式对我国的启示	1

图表目录

图表 1： 美国私有土地占 60.9%，公有土地占 36.1%，原住民保留地占 3%	1
图表 2： 我国与主要发达国家城镇人均建设用地面积(平方米)	1
图表 3： 美国新开工住宅与总人口比例呈长期下滑趋势	1
图表 4： 美国住房交易市场由成屋主导	1
图表 5： 美国住宅建商数量在次贷危机后腰斩	1
图表 6： 美国常见住房抵押贷款产品（2023 年标准）	1
图表 7： 居民住房抵押贷款是美国信贷市场第四大债务种类	1
图表 8： 主要国家大类资产年均实际投资回报率（1950-2015）	1
图表 9： 美国各类资产占总家庭资产比例（2023Q1）	1
图表 10： 按财富分位数划分，美国各资产类别占家庭财富比例（2023Q1）	1
图表 11： 美国各州实际有效房地产税税率中位数在 0.32%到 2.23%之间	1
图表 12： 房地产税收收入占美国公立教育开支 36%	1
图表 13： 美国房地产及相关产业增加值占 GDP 比例	1

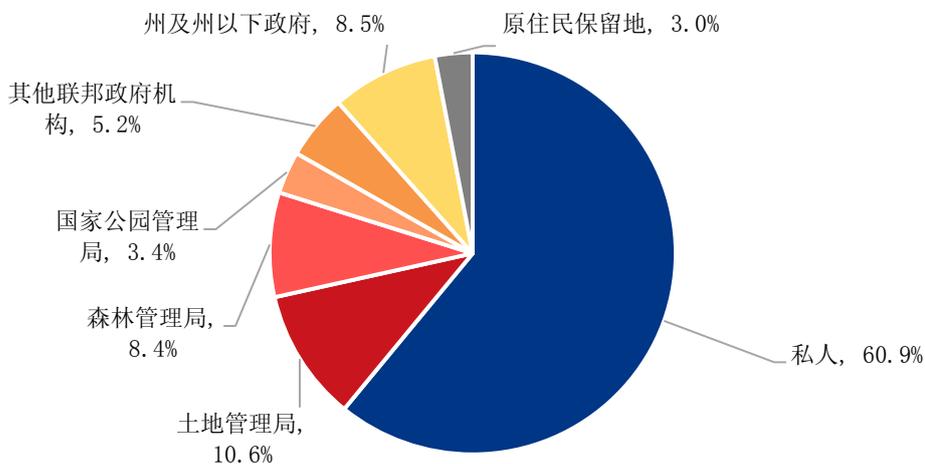


一、土地市场：私有为主、人均建设用地充足，但土地用途管制仍导致住房供给结构性不足

从所有制看，美国土地以私有为主，公有土地主要服务于国防以及自然资源的保护和开发利用。私有土地占美国国土面积 60.9%，联邦政府所有土地占 27.6%，州及州以下政府占 8.5%，原住民保留地占 3%。公有土地看似占比较高，但主要分布在人迹稀少的中西部内陆区域。例如，阿拉斯加州的联邦政府所有土地占比达 60.9%，西部 11 州联邦政府土地占 45.9%，而其他州占比平均只有 4.1%。联邦政府的土地在政府内部也存在多元化的所有形式，内政部下属的土地管理局、鱼和野生动物管理局、国家公园管理局、农业部下属的森林服务局以及国防部各自持有和管理一部分联邦政府土地。从上述管理机构的职能可以看出，公有土地主要服务于国防和自然资源的保护与开发利用。

从供地结构看，美国建设用地供给充足，城镇和乡村建设用地分布合理。根据 OECD 数据，2017 年美国人均建设用地面积 1457 平方米，其中城镇人均 866 平方米，乡村人均面积根据划定范围不同大致在 1900 到 3700 平方米之间，城乡人均面积之比在 1:2.2 到 1:4.3 之间。与之相比，我国人均建设用地面积相对较少。按 2021 年第三次全国国土调查数据，我国耕地面积 19.19 亿亩（127.9 万平方公里），建设用地面积 6.13 亿亩（40.9 万平方公里），其中城镇用地面积 10.35 平方公里，乡村用地面积 21.94 平方公里。2022 年末，我国城镇常住人口 92071 万人，乡村常住人口 49104 万人。据此测算，我国城镇人均建设用地面积 112.4 平方米，乡村人均建设用地面积 446.7 平方米，城乡人均用地面积之比 1:4。美国人均建设用地面积为其他主要发达国家平均值的三倍；剔除美国特例，我国人均建设用地面积仅为发达国家平均水平的 1/2 左右。

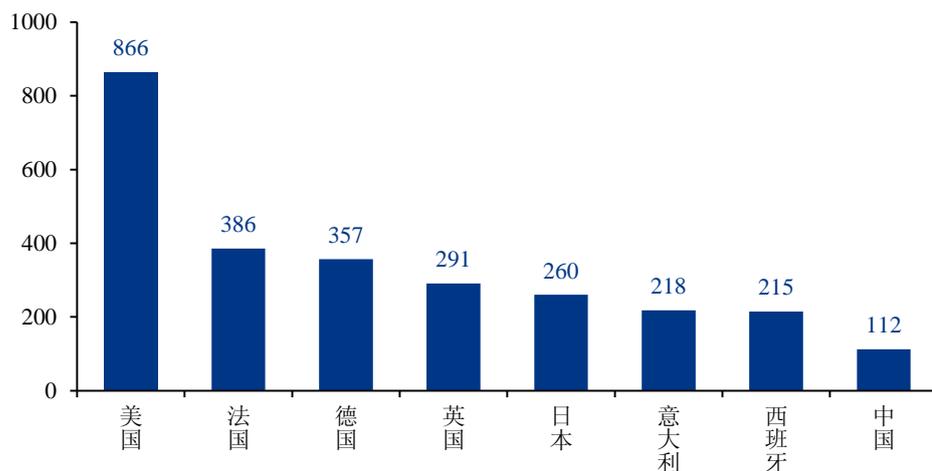
图表1：美国私有土地占 60.9%，公有土地占 36.1%，原住民保留地占 3%



资料来源：CRS、粤开证券研究院



图表2：我国与主要发达国家城镇人均建设用地面积(平方米)



资料来源：OECD、全国土地调查、粤开证券研究院

尽管美国建设用地供给总量充足，但土地用途管制仍导致住房供给存在结构性短缺。据房地美估算，美国 2021 年住房供给短缺达到 380 万套，比 2018 年的 250 万套上涨 52%。在土地供给总量充足的情况下，美国依然存在住房供给不足的问题。

从长期看，以区划制度（zoning）为代表的土地用途管制导致住房供应结构与家庭结构错配，造成面向年轻家庭与低收入家庭的住房供给不足。区划是把领域内的土地分区，并对每个区块的土地用途以及地上建筑物和配套设施的开发指标给予强制性规定的制度。根据美国宪法，区划的权力属于州政府，联邦政府除了通过环境监管、财政、税收等政策间接影响土地利用之外，并无权力直接干预除联邦政府所有之外的土地使用情况。而州政府往往将区划权力下放至郡（county）或市县（city）一级地方政府，根据地方的实际需要进行区划管制。区划制度的优势在于通过合理的规划减少建筑的负面溢出效应，增强城市运行效率，降低城市运行成本。但随着城市人口结构和产业结构发生变化，区划管制过于僵化的问题逐步凸显出来。例如，在许多美国城市，将近 75% 的住宅用地不允许建造除单家庭独栋住宅以外的建筑（Badger and Bui, 2019）。这一规定很大程度上反映的是所谓“美国梦”的一部分，即每个家庭拥有自己的独栋住宅。但现有的独栋住宅区域大多以上世纪五六十年代每个家庭拥有两到三个孩子为标准进行规划。而美国的平均家庭大小已从 1960 年的 3.67 下降至 2022 年的 3.13，即核心家庭平均仅有 1 个孩子。这一方面导致原有的独栋住宅面积过大、价格过高，另一方面建筑商为了提升利润也倾向于在受管制的独栋住宅区建造更大的独栋房子，造成小户型独栋住宅和多户住宅供给不足，年轻家庭与低收入家庭难以找到合适的房子。所以，当区划无法及时随经济结构做出调整，住房供给弹性就会变低，在加剧房价波动的同时也造成结构性的供给短缺。

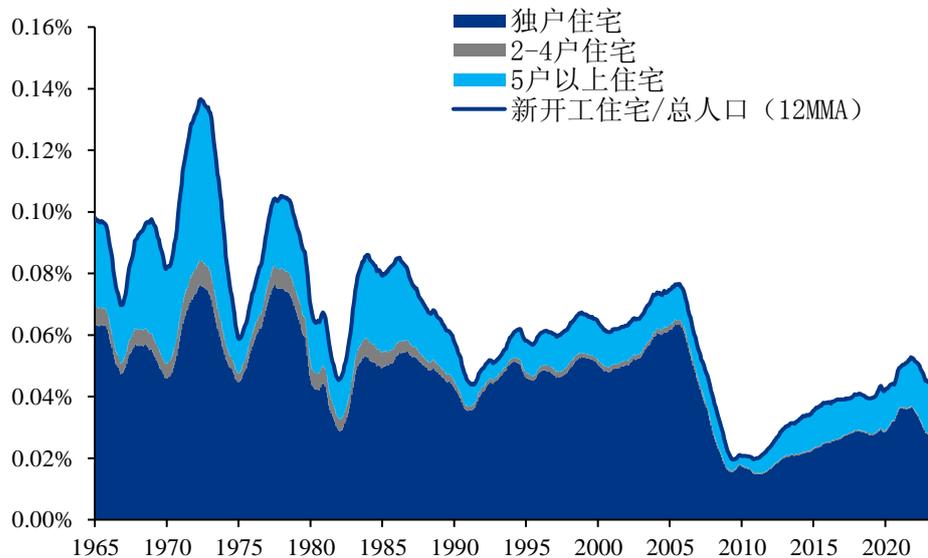
上述美国经验表明，在土地供给总量充裕的情况下，土地用途管制的僵化以及由此造成的供给结构的错配同样会导致住房供应不足。相关研究表明，土地用途管制是美国城镇住房供给弹性的重要决定因素，用途管制越严的城市住房供给弹性越低（Albuquerque et al, 2020）。

当然，我国也存在突出的土地供给结构失衡问题，主要体现在：城镇建设用地在人口流入与流出城市间的供需错配，城市内部住宅用地、商业用地与工业用地的供需错配，以及住宅用地的容积率管制等结构性问题，不但导致我国住房供给整体缺乏弹性，而且



人口规模越大的城市，住房供给弹性反而越低（刘修岩等，2019）。从地方政府角度看，降低土地供给弹性虽然能够提升房价，进而增加土地财政和土地金融所能够带来的收益，但房价过高会导致企业经营压力加大以及购房市民消费能力不足，从长期看反而可能拖累地方政府收入。此外，土地供给弹性不足还会带来区域间要素资源错配的问题，压低我国经济的潜在增速。

图表3：美国新开工住宅与总人口比例呈长期下滑趋势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、住房市场：存量交易为主，运营服务属性大于开发建设属性，房企专业化程度较高、细分领域较多、企业规模较小

结构上看，存量主导是美国住房交易市场的主要特征。2000年以来的住宅销售中新建住房销售仅占11.6%，其余均为成屋（即二手房）销售。围绕存量开展的房地产模式具有以下几个特征：

第一，房地产业的居住服务特征突出，投资开发属性次之。在存量主导市场，房地产运营和居住服务相关产业占据价值链和就业的主导地位，这与我国房地产市场以开发商为中心的模式有很大区别。对消费者来说，住得好比住得起更为重要，这也倒逼开发商将居住体验融入开发前端，由低品质同质化开发向高品质个性化开发转变。

第二，购房者议价能力更强。新房主导的市场往往存在于房地产业发展早期，刚需购房者比例较高，消费者的议价能力较低。在我国，预售制度的存在便是消费者处于弱势地位的体现。新房预售相当于消费者和银行给开发商提供无息贷款，让开发商将风险转嫁到消费者和银行身上。房地产业由新房主导向存量主导转变有利于提升消费者的议价能力，有助于规范开发商的经营行为。

第三，存量主导下的服务型房地产的产业链条较开发型房地产的产业链条更短，对上下游的拉动作用相对更弱。由于服务业的产业链相较建筑业更短，在存量主导的市场中，房地产业对金属、建材、化工等建筑业上游的带动作用较弱。同时，由于新建住房市场本身不大，房地产相关耐用消费品对经济的总体影响也不大。需要注意的是，美国

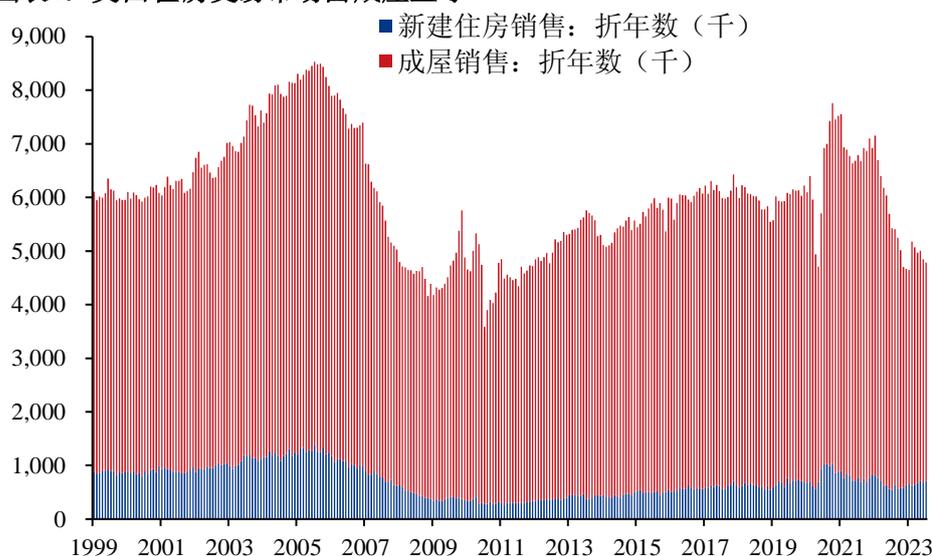


新建住房大多是精装修级别，家用电器厨房用品基本都会配备，家具、家电用品更可能是新房销售的同步甚至领先指标，而不是滞后指标。

此外，美国房地产业专业化程度高，细分领域多，企业规模较小。以地产类型划分，美国房地产行业可分为住宅地产、商业地产和工业地产。从业态来看，每一类地产都有对应的建商、房地产运营和服务、以及房地产投资信托（REITs）三大细分领域。我国房地产开发商经常对标的美国房企，例如霍顿、莱纳与普尔特，属于住宅建商（Home Builder）一类。美国的住宅建商市场由小企业主导。根据美国住宅建商协会（NAHB）数据，超过 80% 的建商为个人独立承包商，而住宅建商营收的中位数在 2021 年仅为 330 万美元。住建市场内部也有高度专业化的分工，大型建商往往会将建筑工作外包给小建商，让自己更专注于前端开发设计和后端销售服务。不同的建商也有各自不同的擅长房屋类型，如单户独栋、多户独栋、临街联排、高层公寓、旧房翻新等。大部分建商专注于单一区域，加州、德州、佛州等人口流入大州是住宅建商的主要市场。而随着一部分建商将业务拓展至全国，住建市场的市场集中度也在逐步提升，前十大建商在都会区的市场份额在 2022 年达到近 40%（Ahluwalia et al, 2022）。即便如此，美国大型住宅建商的营收也低于我国的地产开发商。2022 年，霍顿与莱纳的营收均在 2150 亿人民币（320 亿美元）左右，而碧桂园的营收达到 4300 亿人民币，约为美国最大住宅建商的 2 倍。这表明，一方面住宅建筑并不是美国房地产市场的核心板块，另一方面美国的建商业务类型较为单一，行业体量有限。

近年来，我国房地产市场供求关系发生重大变化，正处于由增量主导转向增量与存量并存的转型期。虽然全国市场依然以新建住房为主，但一线城市已是存量主导。同时，越来越多的开发商将自己的物业公司剥离出来，独立运营，分拆上市。一部分房企开始尝试长租公寓模式，从短期开发的建设模式向长期持有的运营模式转型，房地产市场专业分工的迹象愈发明显。

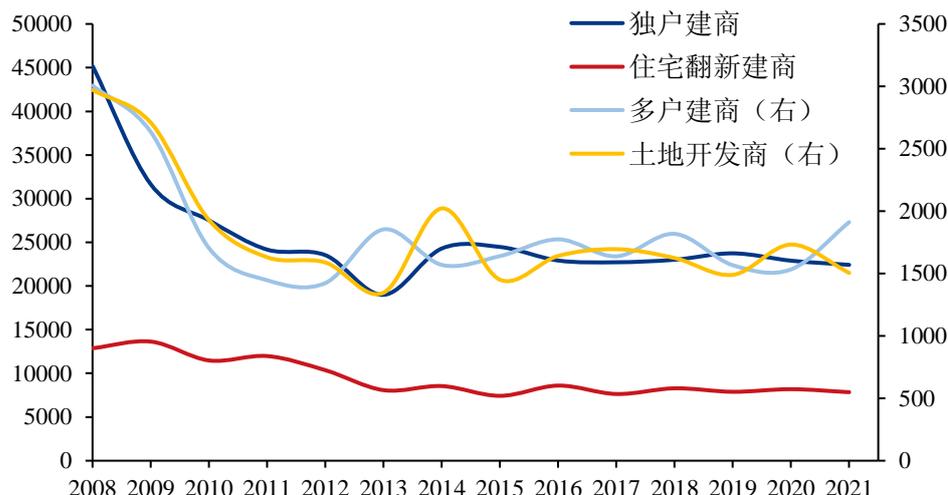
图表4：美国住房交易市场由成屋主导



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：美国住宅建商数量在次贷危机后腰斩



资料来源：NAHB、粤开证券研究院

三、金融市场：抵押贷款一二级市场联动紧密，房地产风险主要来自于信贷审批标准过低，而非房地产投机性交易

房地产的金融属性包括融资属性和投资属性。美国住房市场金融化程度高主要指的是对房产的融资属性利用度高。尤其在需求端，美国发达的住房金融市场为消费者提供了条件优厚的住房抵押贷款产品。

美国最主流的住房抵押贷款产品是 30 年期、20%首付、等额本息、固定利率、低成本再融资以及零费用提前还贷。对消费者而言，该产品比绝大多数国家的抵押贷款产品条件更优惠。此外，若购买贷款保险，常规贷款（conventional loan）的首付可以低至 3%，而满足政府支持贷款申请条件的消费者甚至可以实现 0 首付。根据美国全国房地产经纪商协会（NAR）的数据，2021 年美国购房者实际首付比例的中位数为 12%，远低于其他国家。

美国能够提供条件优厚的住房抵押贷款产品，与其成熟的住房金融市场密不可分。美国住房金融市场分为一级市场（即贷款发放市场）和二级市场（即贷款证券化和交易市场）。一级市场的参与者主要包括借款家庭、房贷经纪人、抵押贷款发放机构以及抵押贷款保险公司。通常情况下，借款家庭通过房贷经纪人找到合适的抵押贷款发放机构取得贷款。如若需要，抵押贷款保险公司为贷款提供保险，借款家庭支付相应保费以换取更低的首付比例。二级市场的参与者主要包括抵押贷款发放机构、政府担保企业（Government-Sponsored Enterprise, GSE）、投资银行、二级市场保险公司以及二级市场投资者。通常情况下，政府担保企业或投资银行会购买符合条件的抵押贷款并将其证券化，再卖给二级市场投资者。根据贷款者的资质以及产品本身的风险，美国的住房抵押贷款主要可以分为四类：优质贷款（Prime），次优贷款（Alt-A），次级贷款（Subprime），以及超额贷款（Jumbo）。GSE 原本只会购买符合其设定条件的优质贷款，这导致次优贷款和次级贷款市场缺乏流动性，低收入家庭获得房贷变得更加困难。为了降低低收入家庭的贷款成本，从九十年代以后，在监管放松和政策引导之下，GSE 也开始购买更多的次优贷款与次级贷款，推动美国住房自有率进一步上升，但也为次贷危机的发生埋下隐患。



通过资产证券化，贷款发放机构增加了流动性，降低了期限错配风险，并且将贷款的信用风险分散给投资者。同时，资产证券化的发展也带动了更多创新性金融产品的研发，让房地产的融资属性被充分开发利用。例如，美国许多家庭利用房屋净值贷款（Home Equity Loan, HEL）来满足短期消费。房屋净值等于房产的市场价值减去剩余贷款。比如，总价 100 万美元、剩余贷款 80 万的房子的净值为 20 万。购房者可以将净值的一部分继续换成贷款（即 HEL）、信用额度（Home Equity Line of Credit, 类似于信用卡）甚至现金（Cash-out Refinance）用于短期消费。许多美国家庭将这一部分钱用于装修、买车或者支付学费。此外，再融资（refinance）贷款也异常普遍，让美国家庭在房产增值、利率走低时可以享受到更优惠的利率，延长还款期限，并将增值的部分及时套现。按美联储分类，居民住房抵押贷款是美国信贷市场中的第四大债务种类，仅次于联邦政府债务、金融部门债务和商业贷款，占比在 10%-20% 之间。而其中再融资贷款占比在房价上涨或利率较低的时期可以高达 60%。

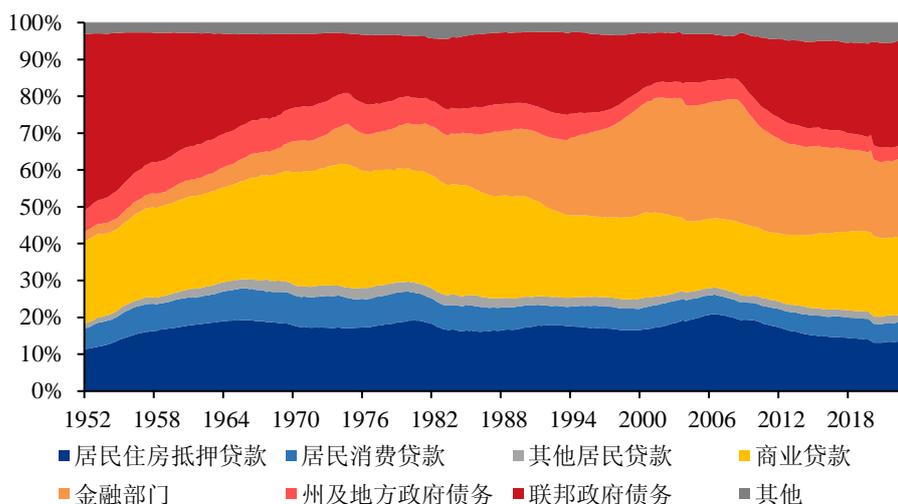
图表6：美国常见住房抵押贷款产品（2023 年标准）

贷款类型		成为政府担保企业 MBS	贷款限额	首付比例	期限	固定或浮动利率	信贷保险	申请费用	最低信用分数
常规贷款	合格常规贷款	可以	72 万-109 万美金	3%-20%	15-30 年	皆可	首付 20% 以下需要，每年 0.5%-1%	无	620
	不合格常规贷款（超额贷款）	不行	需超过 72-109 万美金	10%-20%	15-30 年	皆可	首付 20% 以下需要，每年 0.5%-1%	无	700
政府支持贷款	联邦住房管理局 (FHA) 贷款	可以	47 万-109 万美金	3.5%-10%	15-30 年	皆可	强制需要	2.25%	500
	退役军人管理局 (VA) 贷款	可以	72 万-109 万美金	0%	15-30 年	皆可	不需要	1.25%-3.3%	620
	农业部 (USDA) 贷款	可以	无（根据收入决定）	0%	15-30 年	固定	不需要	第一年 1%，之后每年 0.35%	640

资料来源：粤开证券研究院整理



图表7：居民住房抵押贷款是美国信贷市场第四大债务种类



资料来源：FED、粤开证券研究院

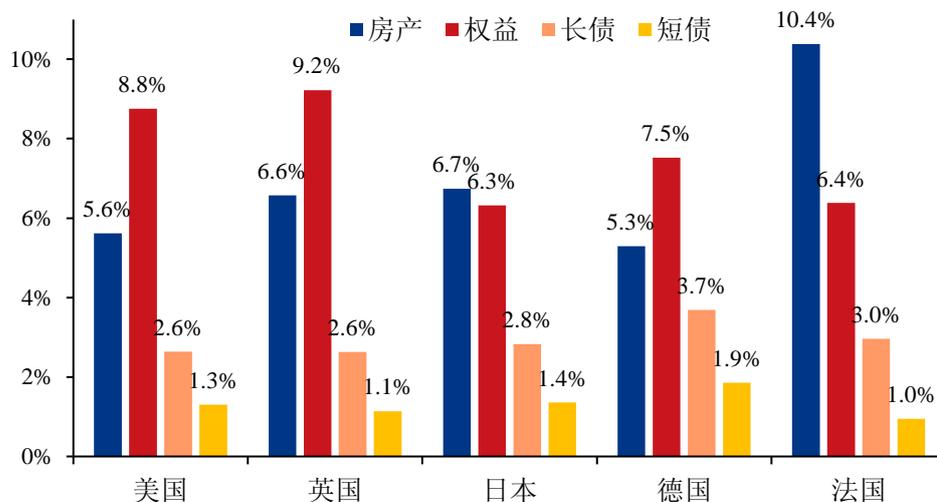
为何在发达的金融体系之下，美国房地产的投资属性并不高？根本原因在于美国房地产的长期投资回报率低于股市的投资回报率。美联储的研究显示，自1950年以来，美国权益市场的年均实际投资回报率（8.75%）高于房产投资的年均实际回报率（5.62%）。在美联储统计的16个国家之中，美国是仅有的5个权益市场回报率明显高于房产回报率的国家和地区之一。若考虑风险调整后的回报率，则美国的房产投资略优于股票投资。但如果把房产的交易成本、持有成本纳入考量，在美国投资房产的风险调整后回报率与投资股票的风险调整后回报率可能大致相当。

从美国家庭的资产配置中可以看出，高净值家庭投资房产的意愿并不高。虽然房产仍然是美国家庭的第一大资产类别，占比达26%，超过股票和共同基金的22%，但按家庭财富分位数来看，越富有的家庭越倾向于将资产配置到股市中，而不是房产。美联储数据显示，美国前1%家庭的财富中，股票和共同基金占43%，房产仅占13%。前1%-10%家庭的财富中，股票和共同基金占22%，房产占21%，加上美国的养老金计划有一大部分相当于基金投资（例如401(k)），美国前10%家庭的资产偏好显然更倾向于股市。也就是说，更有能力炒房的美国家庭选择将钱投入到股票市场，房地产的投资属性自然减弱。

当然，在资金成本足够低的情况下，房地产的投资属性会逐渐上升，由信贷驱动的房地产市场泡沫在历史上屡见不鲜。美国的次贷危机便是实例。但是，与其他国家（例如日本）由信贷驱动的房地产泡沫不同，美国在2000年后的这一轮房地产市场繁荣中，“炒房”“投机”的因素较少。额外的房产需求来自于房贷市场向低收入高风险家庭的渗透。资产证券化浪潮下，贷款发放机构容易产生道德风险问题，信贷审批标准过低，使得大量不合格贷款人获得住房抵押贷款，最终引发次贷危机，并深化蔓延为2008年全球金融危机。

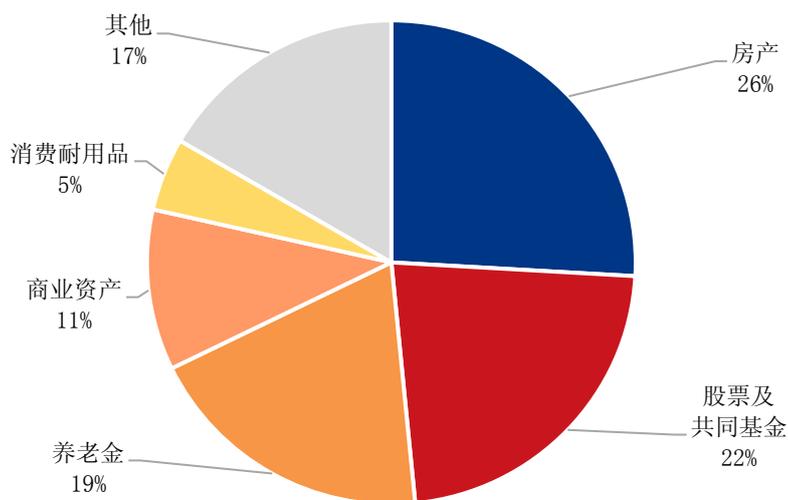


图表8：主要国家大类资产年均实际投资回报率（1950-2015）



资料来源：Jorda et al (2017)、粤开证券研究院

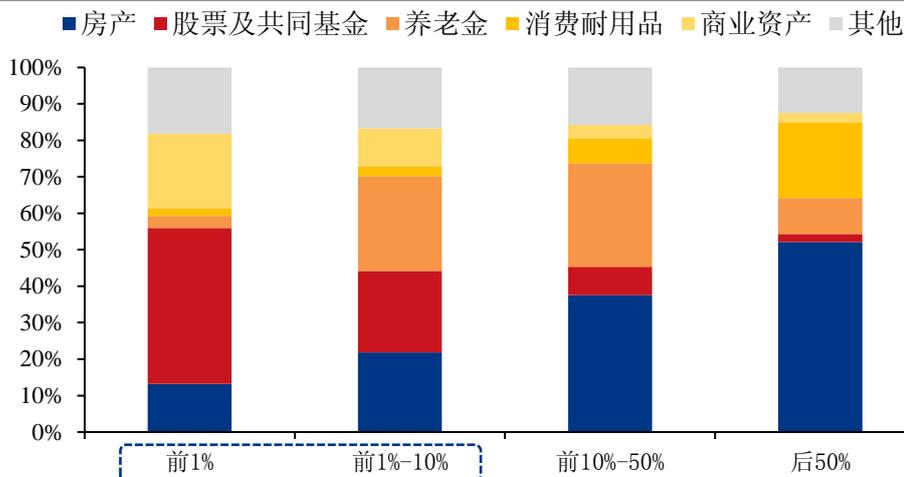
图表9：美国各类资产占总家庭资产比例（2023Q1）



资料来源：FED、粤开证券研究院



图表10：按财富分位数划分，美国各资产类别占家庭财富比例（2023Q1）



资料来源：FED、粤开证券研究院

四、财政收支：房地产税是州以下政府的重要收入来源，主要用于提供当地公共服务，以支定收，税率动态调整

财政收入方面，在联邦政府、州政府、地方政府三级财税体制下，房地产税是美国地方政府的主要收入来源，州政府对房地产税的依赖程度较低，联邦政府不征收房地产税。由于美国财产税（Property Tax）的绝大部分为房地产税，通常在美国提到财产税便是指的房地产税。美国房地产税的征税权集中在州政府和州以下的地方政府，联邦政府通常不征收房地产税。根据美国 Tax Foundation 数据，美国各州实际有效房地产税税率的中位数在 0.32%到 2.23%之间，平均在 1%左右。房地产税收入是地方政府税收的主要来源。2017 年，房地产税占到地方政府收入的 72.1%。州政府的主要收入来源为所得税和消费税，房地产税占州政府收入不到 2%。

用途上，房地产税主要用于地方政府开支，以教育和公共服务支出为主，其中教育支出是房地产税最主要的流向，学区教育投入与当地房地产税收入紧密挂钩。根据 2020 年美国教育数据简报 (Digest of Education Statistics)，美国公立教育资金投入共计 7946 亿美元，其中 47.5%来源于州政府，44.9%来源于地方政府，7.6%来源于联邦政府。由于州政府收入主要用于高等教育，中小学基础教育则主要由地方政府收入支撑，而房地产税是地方政府的主要收入来源。通常情况下，接近一半的中小学公立教育开支来自于所在学区居民缴纳的房地产税收入。

美国房地产税税率的设定采用“以支定收”的方式，税率每年动态调整。“以支定收”意味着房地产税是政府收入需要的被动补充，主要功用是作为地方政府可靠的收入来源，为公共开支提供稳定的资金支持，而房地产税调节房地产投资的能力较弱，对实体经济的影响有限，地方政府根据年度预算草案中的支出确定当年需要的收入，再将收入减去除房地产税以外的收入后得出当年需要的房地产税收入，再除以辖区内的房地产评估价值，得出当年需要的房地产税税率。“以支定收”意味着，房地产税的实际功用主要是分担地方政府的公共服务成本。在预算开支不变的情况下，房价上升往往意味着经济向好，此时地方政府其他税收收入增加，房地产税税率反而可能下降。事实上，美



国经常出现富人区和好学区的房地产税税率远低于贫民区和差学区的房地产税税率的情况。同理，房地产税对房地产投资的调节能力偏低。这主要因为一方面对于购房者来说，房地产税的税负负担并不重，有一半的州实际有效税率在 1% 以下，加上房地产税和房贷利息可以抵扣个税，美国购房者在房产相关税收上的综合支出并不高。另一方面，从美国的税制设计来看，调节房地产投资的主要工具为房产交易环节的资本利得税，而不是持有环节的房地产税。

中国地方政府则较为依赖土地财政和土地金融来筹集财政资金。测算表明，2022 年房地产行业相关税收加上土地出让收入占地方政府财政收入（一般公共预算收入加政府性基金收入）比例达到 48.7%。相较之下，房地产税占美国州及州以下政府收入 32% 左右。但由于房地产税是净收入，而土地出让收入未考虑成本性支出，加上中美统计财政收入口径不同，两个数字无法直接比较。房地产对我国政府可支配财力的影响还体现在以土地为抵押品的政府融资上，地方政府通过融资平台形成大量基础设施的同时也积累了大量隐性债务。

除房地产税之外，美国地方政府对房地产业的依赖度偏低，主要有以下几点原因：

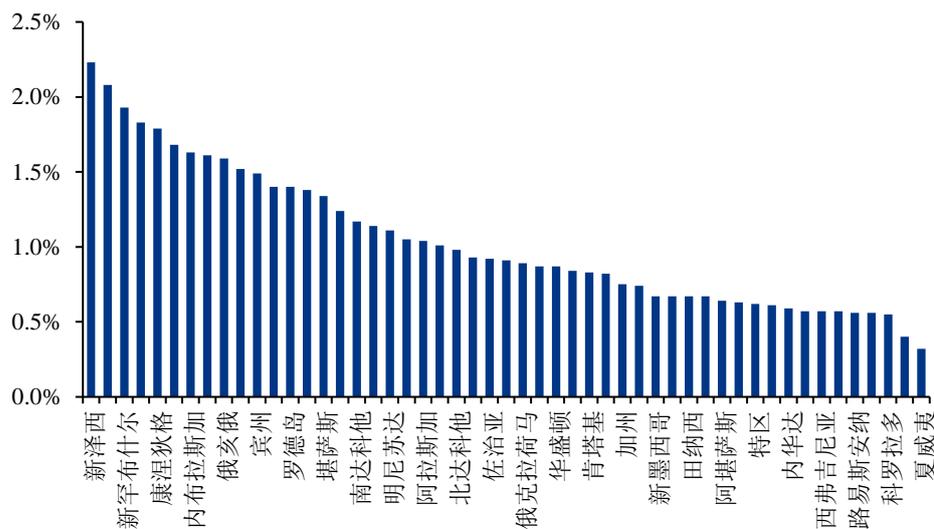
其一，美国政府与市场界限清晰，政府职能偏向为小政府，联邦以下的州和地方政府支出责任清晰，房地产税作为地方政府收支平衡器的职能清晰。美国地方政府主要包括郡 (county) 政府和市政府，不同州的郡、市体制不同。郡政府一般是由州政府成立，而市政府通常是民选机构，所以郡市之间并不存在明显的上下级关系。美国的地方政府通常都有较高的财税自主权，除了可以设定地方税税率，还可以征收新的税种。同时，由于地方政府职能和支出责任清晰，美国地方政府并不需要承担过高的支出义务。而我国政府承担的职能较多，由于上级政府掌控考核权力，地方政府更面临“上级点菜、下级买单”的问题，即事权和支出责任层层下移，导致地方政府不得不依赖土地相关收入弥补收支缺口。

其二，美国地方政府有规范的融资来源。即使房地产税无法弥补政府收支缺口，也可通过发行市政债券支撑合理开支。美国地方政府具有较高的举债自主权，通常被允许发行赤字性市政债以满足财政收支平衡。一般而言，美国的市政债券主要包括一般责任债券 (General Obligation Bonds) 和收益债券 (Revenue Bonds) 两种。一般责任债券由地方政府的税收收入作为支撑，类似我国地方政府的一般债券。而收益债券一般用于某一特定项目，例如港口和高速公路，并且只能以所投资项目的收费或者特定收入作为担保，与我国地方政府发行的专项债有相似之处。但与美国不同，我国地方债发行实行限额管理制度，新增地方债受到限额约束。此外，美国市政债投资者以个人投资者为主，而我国地方债以机构投资者为主。相对成熟的市政债发行体系以及《美国破产法》第九章对债务处置方式的详细规定让美国地方政府能够较为规范地利用债务融资弥补收支缺口。

其三，土地私有制。美国的公有土地集中在人迹稀少的区域，而在人口密度较高的区域，私有土地占到 95% 以上。土地私有制让美国地方政府只能通过税收获得房地产相关收入，这与我国地方政府利用土地财政和土地金融“经营城市”的模式存在显著区别。

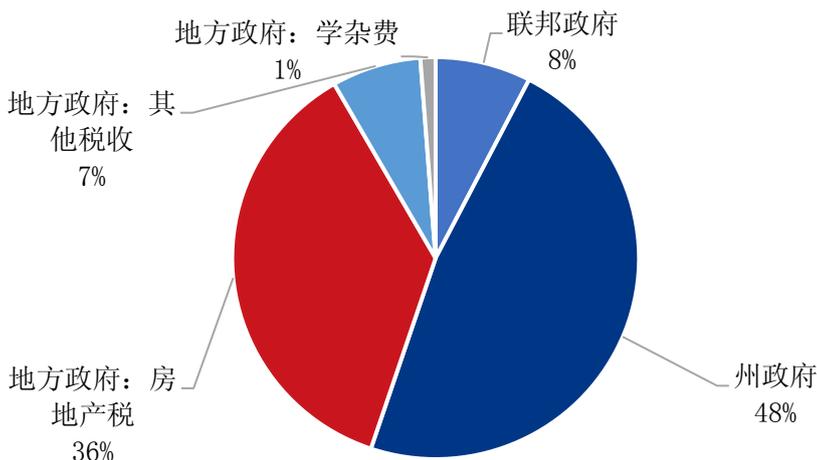


图表11：美国各州实际有效房地产税率中位数在 0.32%到 2.23%之间



资料来源：Tax Foundation、粤开证券研究院

图表12：房地产税收入占美国公立教育开支 36%



资料来源：Education Statistics Digest、粤开证券研究院

五、房地产也是美国的支柱性产业，但公众的感知度较低

总体看，房地产在中美都是经济的支柱性产业，但在不同发展阶段，房地产对经济的拉动作用和影响渠道不同。土地公有制使得我国政府除了获得相关税收收入外，还可以通过土地财政、土地金融获得大量资金来源快速实现工业化、城镇化。而美国主要通过房地产税为地方政府筹集收入，同时在后工业化时代，房地产无论是为居民提供居住服务还是为政府公共服务开支提供稳定资金支持，其服务属性体现得更为充分。

从对经济的直接贡献看，美国房地产业增加值占 GDP 比例在 11%左右，但由于生产法对房地产业核算的主要部分是自住和租住相关服务，广义房地产业对 GDP 的实际贡献应高于此数值。根据北美产业分类体系（NAICS 2022），房地产业包含三个部分：房地

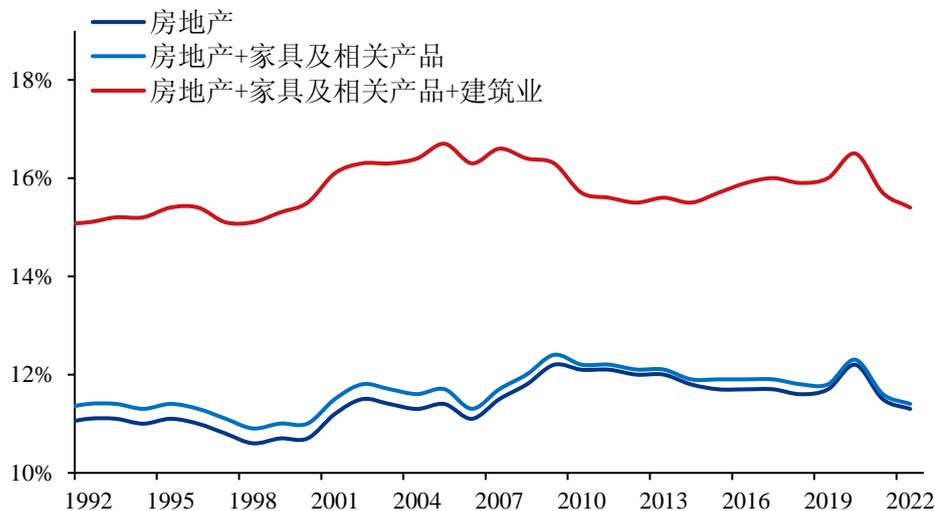


产租赁、房地产代理和经纪、以及房地产相关业务（包括房地产资产管理、估值等）。而土地开发和房屋建造则归类在建筑业之下。按这个统计口径，美国的房地产业是标准的服务业，而估算房地产业对经济的直接贡献还需要把住宅投资考虑进去。根据美国国会研究服务中心（CRS）的数据，2021年美国住房服务开支占GDP比例为11.9%，而包括新屋建造、旧房翻新、经纪费用在内的住宅投资占GDP比例为4.8%，合计占GDP比例为16.7%。

近年我国房地产业增加值占GDP比重约在7%左右，表面上看对GDP的贡献低于美国。但因为我国与美国针对自有住房的统计方法不同，我国房地产业对GDP的贡献存在被低估的可能。根据盛松成、宋红卫等人估算，在市场租金法下测算的我国房地产业增加值对GDP的贡献与美国水平相当。此外，若算上土地开发、房屋建造、房地产对上下游以及居民消费的拉动，我国广义房地产业对GDP的贡献率应在20%以上。即使美国房地产业占比低于中国，16.7%也仍是一个不小的数值，需要高度重视。

然而公众对此的感知度较低，有以下原因：其一，美国房地产业更偏服务型，相较于中国的开发建设型，波动性更低、对相关产业链的影响更小，因此也不像中国政府这样将房地产作为重要的宏观调控工具；其二，美国地方政府在经济增长中的作用更低，房地产税受房地产市场波动的影响也更小，而中国存在“房地产市场低迷-土地出让收入减少-地方财政紧张-基建投资放缓”的传导链条；其三，土地私有制使得美国地方政府只能通过税收获得房地产相关收入，这与中国地方政府利用土地财政和土地金融“经营城市”的模式存在显著区别，政府干预房地产市场的动力更弱；其四，房地产在美国居民财富中的占比要低于中国，美国相对而言更关心股市，与中国恰好相反。

图表13：美国房地产及相关产业增加值占GDP比例



资料来源：Wind、粤开证券研究院

六、美国房地产市场发展模式对我国的启示

第一，优化土地供给，更好满足居民住房需求。我国土地市场与住房市场有较强的相互作用，土地供给数量与价格对住房价格形成了较为直接的传导，而住房价格上涨反过来增强土地的融资属性，进一步激励地方政府囤积土地，降低土地供给弹性。由此形成的循环不仅推高房价，也强化了地方政府对土地金融和土地财政的依赖。在我国土地



市场由政府主导的背景下，要优化土地供给结构，改善土地供给错配问题。美国经验表明，土地用途管制以及由此导致的土地供给结构问题，对住房供给的影响可能超过土地供给总量对住房供给的影响。因此，在我国建设用地总量受限的条件下，适当调整农村与城市建设用地比例，适当增加人口流入城市住房用地供给，提高住房用地利用率，是促进土地市场与住房市场良性发展的可行之策。

第二，促进房地产企业向专业化转型，以适应增量市场向存量市场的趋势转变。随着存量交易逐渐占据主导地位，在以服务为中心的模式下，企业的核心服务产品必须兼具个性化与高附加值，才能获得消费者的青睐。这意味着，房地产企业原本粗放式的发展方式将不再适应市场需要，房地产企业的专业化分工将是未来的主流趋势。

第三，完善金融产品和服务体系，活跃资本市场，增加居民投资渠道，削弱房地产的投资属性。与一级市场居民房贷规模相比，我国住房贷款证券化的规模仍然较小，二级市场发展空间巨大。同时，资本市场是居民财产性收入的重要来源，但我国居民投资长期呈现重房地产市场、轻资本市场的特征。在我国房地产市场供求关系发生重要变化的新形势下，加快资本市场发展，不仅有助于拓宽居民投资渠道、稳定居民财产性收入，也将帮助居民把投资重心从房地产转移到资本市场，削弱房地产的投资属性。

第四，稳妥处置房地产与地方政府债务的关联风险，防止形成区域性、系统性金融风险。我国地方政府可支配财力与房地产市场深度绑定，房地产价格高低直接影响政府土地出让收入与土地抵押融资，进而从分母端与地方政府债务风险紧密关联。因此，解决当前地方政府债务问题的关键在房地产。稳妥处置化解房地产风险有助于加强地方政府自身的救助能力，避免地方政府债务风险进一步扩大。

第五，房地产从增量市场到存量市场的过渡期也是经济增长模式的转换期，既要维护房地产业的稳定，也要加快低效房企出清，提升生产效率。我国的房地产业正处在从增量主导到增量与存量并存的过渡时期，房地产对经济的贡献能否保持平稳取决于房地产投资的减弱和房地产服务消费的上升之间的平衡。一方面加快房地产运营和服务业的发展有助于维持房地产业对经济的贡献；另一方面，在由增量向存量转型过程中，购房者对品质的要求越来越高，品质不高的存量房流通不畅，这意味着旧房翻新、城市更新的空间还很大，有助于减缓房地产投资的下行速度。同时，在系统性风险较低的情况下，市场出清越快，经济调整速度也就越快。让模式老旧、效率低下的房企出清可以快速清除行业风险，提高行业韧性，长期来看更有助于经济和行业行稳致远。

参考文献:

[1] Albuquerque, B, Aastveit, K, and A. K. Anundsen. The Declining Elasticity of US Housing Supply[R], VoxEU.org, 25 February 2020.

[2] Badger, Emily, & Bui, Quoc Trung. Cities Start to Question an American Ideal: A House with a Yard on Every Lot[N], New York Times, June 18, 2019.

[3] Federal Land Ownership: Overview and Data[R]. CRS Report. 2020

[4] Huang, Wenbing. Government Land Regulations and Housing Supply Elasticity in Urban China[J], China & World Economy, 2022, 30(4)



[5] Jordà, Òscar, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, Alan M. Taylor. The Rate of Return on Everything, 1870 - 2015[R]. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2017-25

[6] 刘修岩, 杜聪, 李松林, 自然地理约束、土地利用规制与中国住房供给弹性[J]. 经济研究, 2019(04).

[7] 盛松成, 宋红卫. 中国房地产业对经济增长的贡献被严重低估[R]. <https://cn.ceibs.edu/new-papers-columns/13825>, 2018-05-28



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com