



## 宏观研究

# 【粤开宏观】美国 2008 年房地产危机的成因、处置和启示——海外房地产系列之二

2023 年 10 月 23 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】库存周期的误区、分歧与辨析》2023-10-22

《【粤开宏观】经济下行压力最大的时刻已经过去：9 月经济数据解读—宏观研究》2023-10-18

《【粤开宏观】特殊再融资债券重启—宏观研究》2023-10-15

《【粤开宏观】关于减税降费的一些认知与思考—宏观研究》2023-10-15

《【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》2023-10-11

## 摘要

2021 年下半年以来，我国房地产市场明显下行，多家房企出现违约风险，对经济增长、金融稳定与民生福利产生了较大影响。近几个月以来，房地产政策持续优化调整，政策产生了一定效果，但是与预期还有一定差距。在上篇《美国房地产发展模式及中美对比》的基础上，本文对美国 2008 年房地产危机的起因经过和处置经验进行全面梳理，以美国为鉴，比较中美房地产风险的差异，提炼防范化解房地产风险的启示，探寻中国房地产业行稳致远之道。

## 一、美国 2008 年房地产危机的始末与成因

## (一) 房地产泡沫的兴起与破裂

美国房地产市场在 21 世纪初经历了一轮创纪录的高速增长。全美房价指数在 1997 至 2006 年之间上涨了 85%，创二战以来之最。独栋新房销售从平均每年 60 万套上涨至 2005 年顶峰时期的 128 万套，涨幅超过 110%。房地产市场持续火热的同时，居民债务负担也在上升。居民债务与可支配收入之比从九十年代的 80% 上涨至 2007 年的 127%。

在连续多年的快速上涨之后，房价于 2006 年开始崩溃，进而引爆次贷危机。供需关系逆转以及美联储加息导致房价在 2006 年中见顶回落。至 2008 年中，全美实际房价平均下跌 25%。至 2011 年，房价已从最高点滑落 40%，回到九十年代末水平。房价下跌导致次贷违约率显著提升，引发金融机构巨额减值，次贷危机开始发酵。

房地产泡沫破裂引发的次贷危机演变成金融恐慌，造成二战以来最为严重的全球性金融海啸，将全球经济拖入深度衰退。

## (二) 房价泡沫是如何催生的？

第一，过度宽松的宏观利率环境。低利率环境一方面刺激了居民通过抵押贷款购买房产的需求，另一方面也加剧了金融机构间的竞争，金融机构争相推销贷款。信贷供需两旺推动房地产市场持续火热，进一步推高房价。

第二，资产证券化等金融工具被滥用。资产证券化、结构化融资、衍生品等新型金融工具既能够增加资产流动性、分散信用风险，也会产生严重的道德风险问题。证券化将抵押贷款的违约风险从贷款发放机构转移到投资者身上。贷款发放机构不再承担违约风险使得信贷审批标准持续降低，产生典型的道德风险问题。同时，证券化意味着贷款发放机构可以快速收回并反复利用同一笔贷款，手续费收入得以大幅提高，信贷规模也随之膨胀，带动房地产市场繁荣。

第三，政策引导失当，次级贷款泛滥。自九十年代初起，美国政府意图通过金融手段提升住房自有率，不断引导金融机构向中低收入家庭提供贷款和补



贴。在宏观环境和政策引导双重利好之下，次贷市场迅速发展。到 2005 年，次贷发行份额已上升至抵押贷款总额的 20%。原本无法申请抵押贷款只能长期租房的中低收入家庭获得买房机会。这部分额外需求将美国房价推至历史新高。

**第四，乐观情绪误判。非理性乐观几乎是所有金融泡沫形成的心理基础。**在美国房地产泡沫的形成过程中，非理性乐观的影响主要体现在两个方面：一是错误通过历史价格对房价的未来趋势进行线性外推，导致投资者盲目相信房价会持续上涨。次贷市场的扩张一定程度上便是基于房价持续上涨这一乐观预期。二是虽然意识到房价会下跌，但低估了房价整体下跌的概率。后一种观点在专业投资者群体中更为普遍。

### （三）房价泡沫破裂何以演变为金融危机？

除美国外的许多发达国家都在本世纪初经历了一轮房地产市场繁荣，个别国家的房价涨幅甚至超过美国，**但为何美国房价泡沫率先破裂并引发严重的金融危机？**

**其一，次级贷款是主要原因。**与优质贷款通常使用固定利率不同，次级贷款借款人往往选择浮动利率抵押贷款（例如 2/28 ARM，即前 2 年较低的固定利率，后 28 年浮动利率），这使得次级贷款对利率高度敏感。美联储在 2004 年到 2006 年期间连续 17 次加息，将联邦基金利率从 1% 提升至 5.25%，导致基于浮动利率的次级贷款月供上涨至少 30%，次级贷款违约率和止赎率显著提升，令房价承压。随着房价下跌与破纪录的抵押贷款违约形成负向螺旋，基于次贷业务的各类金融产品信用风险集中暴露，资产价值大幅缩水，给次贷市场带来重大损失。

**而与美国相比，大部分发达国家几乎不存在次级贷款。**英国次贷份额最高到达 8%，加拿大占 5%，澳大利亚占不到 2%，而其他国家可忽略不计。因此，美国市场中与次贷相关的违约和止赎情况相较其他国家更为严重，也使美国在房地产泡沫破裂时遭受更大损失。

**其二，影子银行滋生，加剧金融系统脆弱性。**到 2007 年，影子银行规模已达到商业银行规模的 125%，而证券化业务占到影子银行业务的 60%。由于没有存款业务，影子银行往往融短投长，同时由于其不受存款准备金和资本充足率的约束，杠杆率也更高，**这些特征决定了影子银行比传统商业银行拥有更高的信用风险和流动性风险。**影子银行规模过大导致美国金融体系抗风险能力下降。当房地产风险集中释放，美国金融系统的脆弱性便立马凸显出来。

**其三，金融工具将次贷风险转移到金融市场的各个角落。**资产证券化、金融衍生品等金融工具可以转移风险，但无法降低风险。如果说次级贷款创造了更多风险，那么上述金融工具就将风险通过复杂的机制转移到金融市场的各个角落，导致原本仅局限于次贷市场的危机迅速波及投行、政府支持企业（GSE）、保险公司等众多金融市场机构。此外，由于基于次贷的金融产品过于复杂，导致包括评级机构在内的市场参与者无法准确判断产品风险，**同时市场参与者也无法判断交易对手的风险敞口有多大，这种不确定性带来的恐慌是导致金融市场流动性枯竭的主要原因。**



## 二、危机的应对：房地产市场、金融市场与实体经济

此轮美国房地产危机经历了“次贷市场—金融市场—实体经济”的演进过程。因此，美国政府救助的先后逻辑总体上也依照次贷市场、金融市场与实体经济这一顺序展开。

### （一）次贷危机时期的房地产市场救助：减少房贷违约是重点

美国政府对房地产市场的救助重点在于通过减轻借款家庭还款压力来减少房贷违约，从而阻止房价下滑。主要方案包括降低利率、削减贷款额、鼓励再融资、延长贷款期限、将浮动利率转换为固定利率等政策。

以 2007 年 12 月出台的《抵押贷款债务豁免法案》为例。该法案旨在为借款家庭再融资以及债务减免提供税收优惠，以鼓励借款家庭和贷款机构针对贷款利率进行重新协商。其他的政策包括给首次购房者提供补贴，以及帮助地方政府购买和翻修已被银行收回的房产等。

总体看，美国政府对房地产的救助呈现以下几个特点：一是重购房家庭，轻房地产企业；二是居民纾困优先于对房地产需求的强力刺激；三是通过刺激整体经济，从总需求向房地产市场滴灌。

### （二）金融危机时期的货币和财政政策

当危机蔓延至整个金融市场，美国政府的救市政策也将重点转移到稳定金融体系和救助实体经济之上。

货币政策方面，为金融市场提供充裕流动性、畅通货币政策传导渠道以及支持实体经济复苏是美联储救助计划的主轴。在传统货币政策工具已无法有效影响实体经济的情况下，美联储通过创设新融资工具和实行量化宽松稳定了市场信心，为经济复苏提供了支撑。

财政政策方面，应对金融危机的联邦政府财政支出总体可分为两类：一类是以社会保险为代表的“自动稳定”项目，在经济下行周期自动扩大开支；另一类是政府相机抉择的支出，是危机期间财政刺激政策的主要组成部分。有估算表明，前者对联邦政府在危机期间赤字增量的贡献占比接近 1/3，后者在 2/3 左右。

从总量上看，联邦政府为应对次贷危机及其衍生的金融危机所动用的财政资源总额达到 1.64 万亿美元，占 2008 年美国 GDP 的 11% 左右。但是横向比较，美国在危机时期的财政干预规模相比其他 OECD 国家并不算高。此外，美国在整个危机期间的财政刺激几乎全由联邦政府承担，州及州以下地方政府的财政支出在这一阶段呈下降趋势，这与其他 OECD 国家存在显著不同。

### （三）救市政策的成效与经验得失

危机导致的经济衰退持续了 18 个月，但经济整体先于房地产市场恢复。美国经济于 2009 年 6 月走出衰退，实际 GDP 在当年三季度实现环比正增长，同比增速也在四季度转正。非农就业在 2010 年企稳回升。房地产市场的恢复则更为缓慢，房屋销售和房价指数要等到 2011 年末和 2012 年初才开始回升。

综合而言，财政政策被普遍认为在深度衰退期间支撑了经济。此外，不少研究表明，支出政策效果要好于减税政策。而在支出政策中，财政支出乘数最高的是针对中低收入家庭社会福利项目的扩充，其支出乘数要高于基建投资。



纵观美国政府在危机期间的应对经验与得失，我们发现：**一是必须迅速介入危机。**虽然美联储较早开始降息，但由于货币政策传导有时滞，且政策没有特别针对房地产市场，导致降息早期效果不佳。同时，财政政策受制于联邦政府权力限制，也未能有效减少房贷违约，导致次贷危机发酵。**二是危机救助需多方协调、共同发力。**危机期间美联储、财政部、证监会、美国国会等部门紧密协调、联合行动对救市政策的有效实施起到了关键作用。**三是需要防范政策过早退出的风险。**虽然在救市政策支撑下，美国经济较早走出衰退，但财政政策退出的时机和速率掌握不当，在一定程度上拖累了经济恢复。而美联储在 2013 年一度造成“缩减恐慌”，引发小型危机。**四是通过改革夯实经济金融稳定发展的基础。**危机发生后，联邦政府迅速成立了金融稳定监督委员会、消费者金融保护局等新的监管机构，同时出台了《多德-弗兰克法案》等一系列改革措施，完善监管体系，奠定了经济增长和金融稳定的基础。

### 三、美国房地产危机对我国的启示

#### （一）美国房地产危机与我国当前面临的房地产风险有何不同？

美国房地产危机的发生经历了“次贷市场大量违约——金融市场恐慌挤兑——实体与金融恶性循环”的演进过程。当前我国房地产市场面临的问题与美国存在显著差异，至少有三点不同：**一是次贷危机由居民债务引发，而我国的债务风险集中在房企，风险传导机制差异较大。****二是当前房企债务风险大多停留在个体层面，向金融系统外溢的可能性不大。****三是金融市场挤兑本质上是信任危机，在政府有强烈干预意愿与强大干预能力的情况下，金融市场发生恐慌性危机的可能性较低。**

**当前更需要关注房地产下行对实体经济的直接影响。**短期看，我国房地产产业链条较长，房企债务风险给产业链上下游带来冲击。此外房企债务违约还可能导致预售房烂尾，购房家庭资产负债表受损。因此，房企纾困与保交楼是我国应对房企债务风险的短期政策重点。长期看，应关注过去十年房地产业快速扩张对生产端造成的资源错配以及对居民端形成的消费抑制等问题。同时，房地产与地方债务的关联风险较高，对政策空间的挤压也不可忽视。

#### （二）美国的经验和教训对我国的启示

**第一，完善金融监管体系，在审慎监管框架下稳步推进金融创新。**

**第二，优化房地产市场风险识别和控制体系。**加强对房地产企业债务的监测，构建针对不同区域不同层级的房地产市场金融风险的识别和控制体系。

**第三，加强优质房企金融支持，分散房地产开发端的金融风险。**加快发展房企直接融资，合理运用 REITs 降低房企在金融体系内的系统性风险。

**第四，扩大保障性租赁住房供给，通过公募 REITs 促进保障性租赁住房发展。**短期内盲目提升低收入、青年群体的住房自有率会增加金融体系信用风险，加剧金融系统脆弱性。短期政策重点应放在保障性租赁住房之上

**第五，从长期看，稳经济才能稳房地产，以高质量发展化解房地产风险。**

**风险提示：**不同历史时期、不同国别经验不适用于中国



## 目 录

一、美国 2008 年房地产危机的始末与成因.....	6
(一) 房地产泡沫的兴起与破裂 .....	6
(二) 房价泡沫是如何催生的? .....	8
(三) 房价泡沫破裂何以演变为金融危机? .....	10
二、危机的应对: 房地产市场、金融市场与实体经济.....	12
(一) 次贷危机时期的房地产市场救助: 减少房贷违约是重点.....	12
(二) 金融危机时期的货币和财政政策.....	12
(三) 救市政策的成效与经验得失.....	14
三、美国房地产危机对我国的启示.....	16
(一) 美国房地产危机与我国当前面临的房地产风险有何不同? .....	16
(二) 美国的经验和教训对我国的启示.....	17

## 图表目录

图表 1: 美国实际住房价格从九十年代中后期开始暴涨 .....	6
图表 2: “沙州”经历了更为迅猛的房价上涨过程 .....	6
图表 3: 美国家庭住房自有率在 1995 年后快速上升.....	7
图表 4: 美国家庭房贷偿债比例在危机前创下历史记录 .....	7
图表 5: 美国实际 GDP 同比增速在 2008 年四季度转负.....	8
图表 6: 失业率自 2008 年四季度开始快速上升.....	8
图表 7: 美国联邦基金利率与抵押贷款利率.....	9
图表 8: 浮动利率贷款申请占比在危机前一度达 50%.....	11
图表 9: 浮动利率贷款申请危机前大幅增加.....	11
图表 10: 美国联邦政府财政赤字率与负债率在危机后大幅提升 .....	13
图表 11: 美国实际季度 GDP 在 2009 年三季度实现环比正增长.....	15
图表 12: 美国新增非农就业.....	15
图表 13: 次贷危机对美国实际 GDP 和潜在 GDP 的影响.....	16

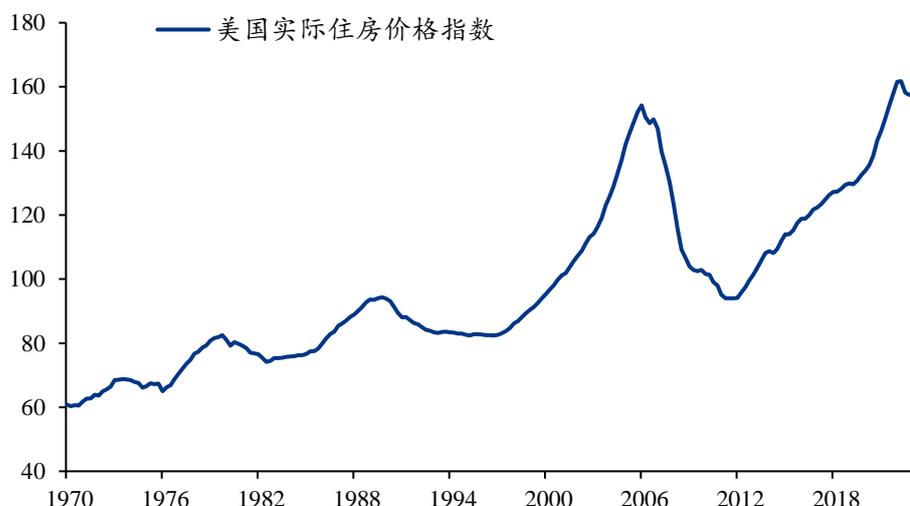


## 一、美国 2008 年房地产危机的始末与成因

### (一) 房地产泡沫的兴起与破裂

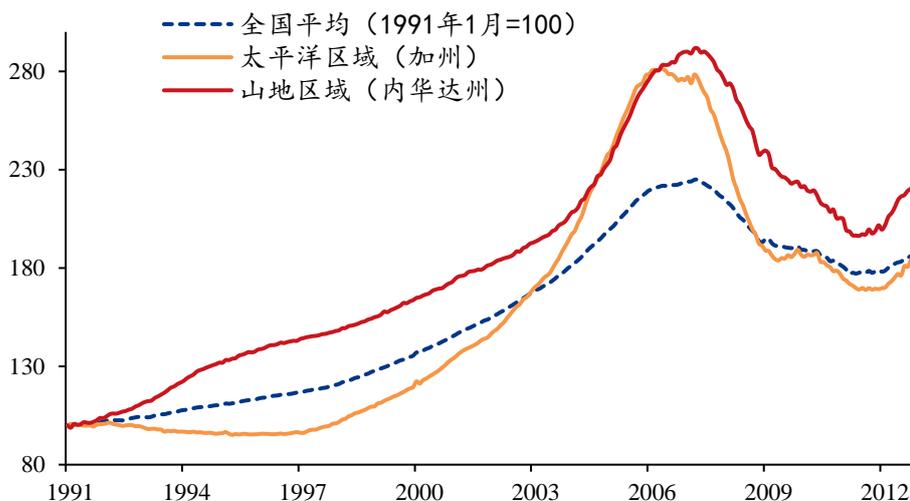
美国房地产市场在 21 世纪初经历了一轮创纪录的高速增长。全美房价指数在 1997 至 2006 年之间上涨了 85%，以加州、内华达州、佛罗里达州为代表的所谓沙州涨幅超过 150%，创二战以来之最。独栋新房销售从平均每年 60 万套上涨至 2005 年顶峰时期的 128 万套，涨幅超过 110%。美国家庭的住房自有率达到 69.2% 的历史最高水平。房地产市场持续火热的同时，居民债务负担也在上升。居民债务与可支配收入之比从九十年年代初的 80% 上涨至 2007 年的 127%。

图表1：美国实际住房价格从九十年代中后期开始暴涨



资料来源：BIS、粤开证券研究院

图表2：“沙州”经历了更为迅猛的房价上涨过程

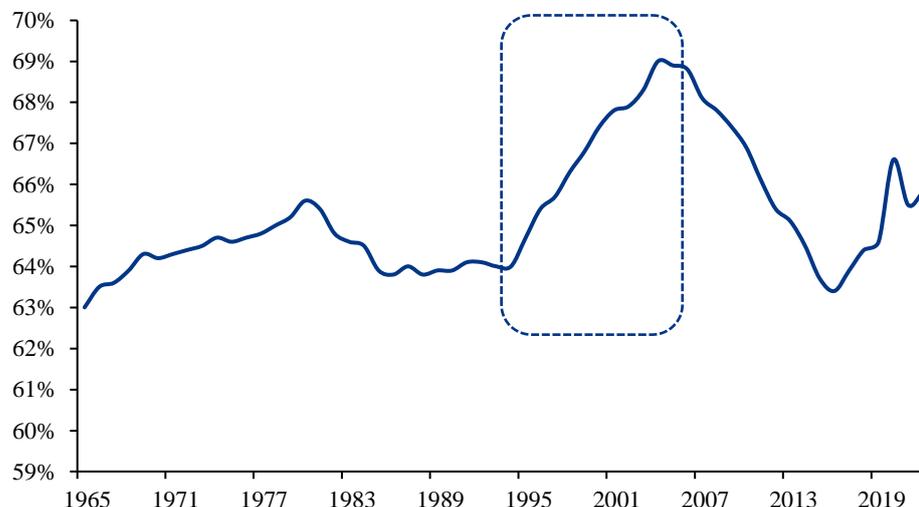


资料来源：FHFA、粤开证券研究院



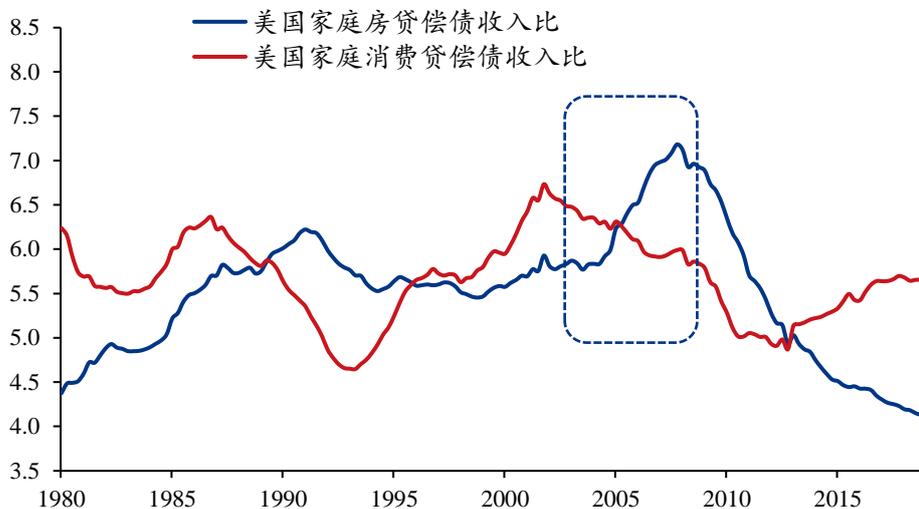
在连续多年的快速上涨之后，房价于 2006 年开始崩溃，进而引爆次贷危机。供需关系逆转以及美联储加息导致房价在 2006 年中见顶回落。至 2008 年中，全美实际房价平均下跌 25%。至 2011 年，房价已从最高点滑落 40%，回到九十年代末水平。房价下跌导致次贷违约率显著提升，引发金融机构巨额减值，次贷危机开始发酵。

图表3：美国家庭住房自有率在 1995 年后快速上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：美国家庭房贷偿债比例在危机前创下历史记录



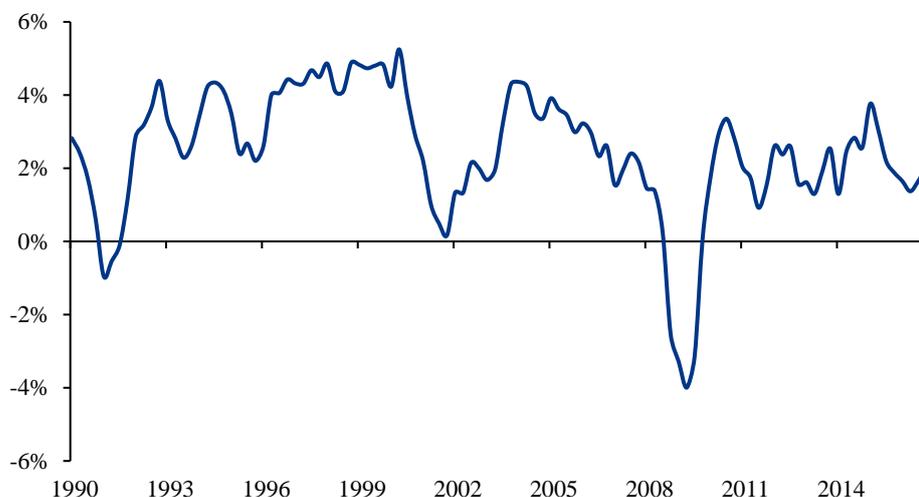
资料来源：Wind、粤开证券研究院

房地产泡沫破裂引发的次贷危机演变成金融恐慌，造成二战以来最为严重的全球性金融海啸，将全球经济拖入深度衰退。2008 年 9 月 15 日，知名投行雷曼兄弟申请了美国历史上企业规模最大的破产。雷曼兄弟的倒闭引发了巨大的金融恐慌，连带实体经济遭遇重挫。2008 年四季度，美国实际 GDP 同比-2.5%，失业率在同年 12 月达到 7.3%，触及 1994 年以来的最高水平。12 月汽车销量同比下滑 30%，制造业产能利用率创 1982 年以来新低。全球经济也陷入深度衰退。金融危机爆发的一年内，全世界一半经济体的经



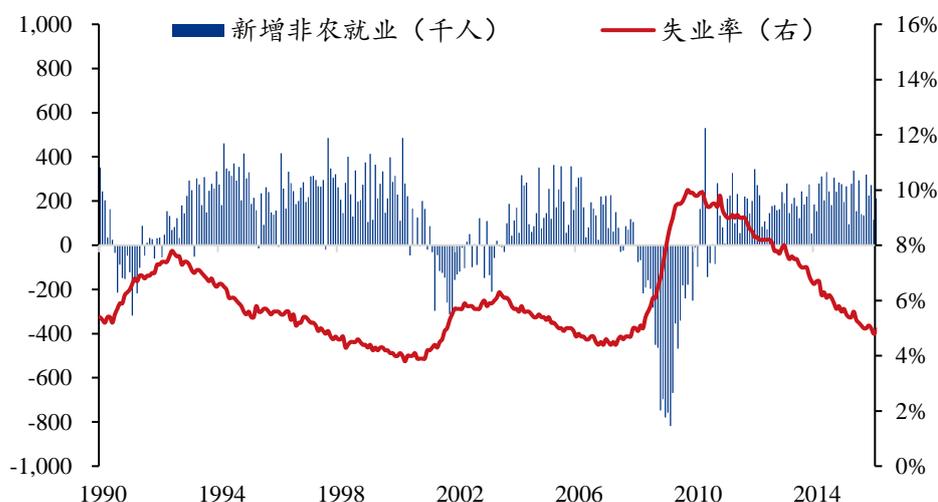
济活动出现下滑。

图表5：美国实际 GDP 同比增速在 2008 年四季度转负



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：失业率自 2008 年四季度开始快速上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## （二）房价泡沫是如何催生的？

第一，过度宽松的宏观利率环境。世纪之交，美国的宏观利率环境发生了两大变化：一是互联网泡沫破裂使美国经济陷入轻度衰退，美联储先发制人快速下调短期利率；二是“全球储蓄过剩”导致实际长期利率不断下滑。两股力量叠加，推动抵押贷款利率创下几十年来的历史新低。

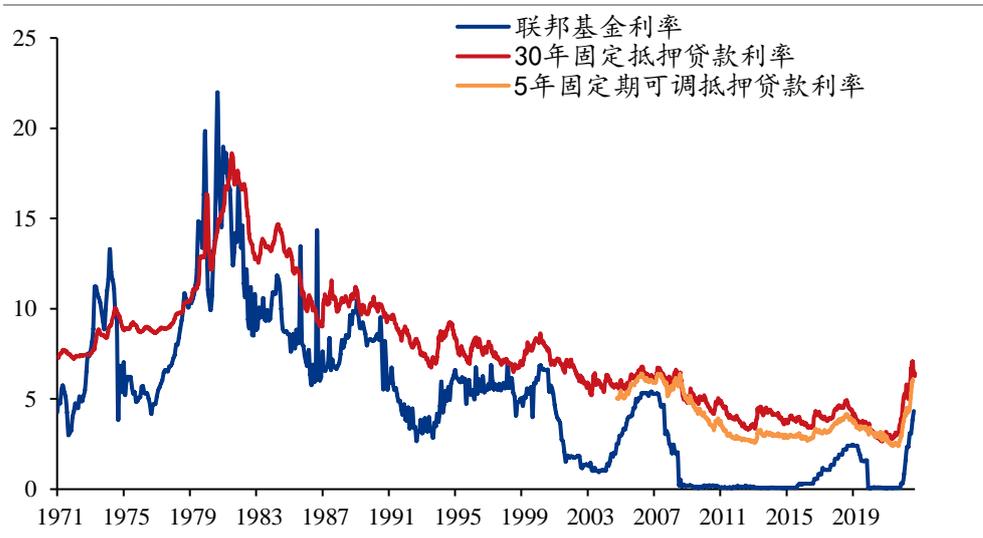
2001 年初，美国经济因互联网泡沫破裂而陷入轻度衰退。虽然失业率为 4%，但为



了刺激消费，美联储先发制人开启了七十年代以来最为迅猛的一轮宽松周期。从 2001 年初开始，联邦基金利率在一年内便从 6.5% 下降至 1.75%。此后美联储分别在 2002 年 11 月和 2003 年 6 月再次下调利率，将联邦基金利率调降至 1%，并在这一历史低位水平保持了一年。与此同时，国外资本开始持续购入美国国债。尤其亚洲金融危机之后，新兴国家开始注重积累外汇储备，而美国国债便成为这些外汇储备的主要投资标的。伯南克的“全球储蓄过剩”理论认为，正是因为国外资本对美国国债的大量需求压低了长期利率。两股力量叠加，推动抵押贷款利率降至 40 年最低水平。到 2003 年，30 年期固定抵押贷款利率降至 5.2%，比 3 年前的高点低 3.4%。

低利率环境一方面刺激了居民通过抵押贷款购买房产的需求，另一方面也加剧了金融机构间的竞争，金融机构争相进行掠夺性放贷。信贷供需两旺推动房地产市场持续火热，进一步推高房价。

图表7：美国联邦基金利率与抵押贷款利率



资料来源：Wind、Freddie Mac、粤开证券研究院

**第二，抵押贷款证券化等金融工具被滥用。**抵押贷款证券化（MBS）是指将银行抵押贷款作为基础资产出售给特殊目的机构（SPV），并由 SPV 通过打包、分层、增信等手段转换成证券，再出售给投资者的过程。**抵押贷款证券化等新型金融工具既能够增加资产流动性、分散信用风险，也会产生严重的道德风险问题。**证券化将抵押贷款的违约风险从贷款发放机构转移到投资者身上。贷款发放机构不再承担违约风险使得信贷审批标准持续降低，产生典型的道德风险问题。同时，证券化意味着贷款发放机构可以快速收回并反复利用同一笔贷款，手续费收入得以大幅提高，信贷规模也随之膨胀，带动房地产市场繁荣。

**第三，政策引导失当，次级贷款泛滥。**自九十年代初起，美国政府意图通过金融手段提升住房自有率，不断引导金融机构向中低收入家庭提供贷款和补贴。1992 年出台的《住房和社区发展法案》明确要求两房购买一定比例的中低收入者贷款以支持中低收入家庭买房。针对中低收入家庭的贷款通常为次级贷款，其风险要高于优质贷款和次优贷款。在法案出台之前，两房几乎只购买优质贷款，而到危机爆发时，两房所持有的非优先级抵押贷款已占到抵押贷款总量的 37%。1995 年修订的《社区再投资法案》进一步要求银行向所服务社区的低收入借款人发放贷款。2003 年出台的《美国梦首付法案》开始为



一部分低收入家庭提供首付补贴。

在宏观环境和政策引导双重利好之下，次贷市场迅速发展。到 2005 年，次贷发行份额已上升至抵押贷款总额的 20%。次级贷款证券化率也从 2000 年的 52% 上升至 2003 年的 63%。原本无法申请抵押贷款只能长期租房的中低收入家庭得以获得买房机会。这部分额外需求将美国房价推至历史新高。

**第四，乐观情绪误判。非理性乐观几乎是所有金融泡沫形成的心理基础。**在美国房地产泡沫的形成过程中，非理性乐观的影响主要体现在两个方面：一是错误通过历史价格对房价的未来趋势进行线性外推，导致投资者盲目相信房价会持续上涨。次贷市场的扩张一定程度上便是基于房价持续上涨这一乐观预期。二是虽然意识到房价会下跌，但低估了房价整体下跌的概率。后一种观点在专业投资者群体中更为普遍。

以次贷衍生品的投资者为例。由于全国性住房金融二级市场的存在从地域上分散了风险，不少投资者认为即便局部地区房价大幅下降也不会造成严重损失，除非全国的房价在短时间内同时大幅下跌，而这一情况自大萧条之后几乎从未发生过。于是，投资者的一致乐观预期不断推高房价。投资者由于过度自信而低估房价下跌概率是催生泡沫的重要原因之一。

### （三）房价泡沫破裂何以演变为金融危机？

除美国外的许多发达国家都在本世纪初经历了一轮房地产市场繁荣，个别国家的房价涨幅甚至超过美国，**但为何美国房价泡沫率先破裂并引发严重的金融危机？**

**其一，次级贷款是主要原因。**与优质贷款通常使用固定利率不同，次级贷款借款人往往选择浮动利率抵押贷款（例如 2/28 ARM，即前 2 年较低的固定利率，后 28 年浮动利率），这使得次级贷款对利率高度敏感。美联储在 2004 年到 2006 年期间连续 17 次加息 25bp，将联邦基金利率从 1% 提升至 5.25%，导致基于浮动利率的次级贷款月供上涨至少 30%，次级贷款违约率和止赎率显著提升，令房价承压。房价下跌造成房产价值低于贷款额，借款家庭无法通过再融资或是卖房自救，次贷违约率进一步上升。随着房价下跌与破纪录的抵押贷款违约形成负向螺旋，基于次贷业务的各类金融产品信用风险集中暴露，资产价值大幅缩水，给次贷市场带来重大损失。

**而与美国相比，大部分发达国家几乎不存在次级贷款。**英国次贷份额最高到达 8%，加拿大占 5%，澳大利亚占不到 2%，而其他国家可忽略不计。因此，美国市场中与次贷相关的违约和止赎情况相较其他国家更为严重，也使美国在房地产泡沫破裂时遭受更大损失。

**其二，影子银行滋生，加剧金融系统脆弱性。**影子银行指的是没有存款业务、不受传统银行业监管，但提供与商业银行类似服务的金融中介机构。投资银行通常是影子银行业务的重要参与者。影子银行起源于上世纪七十年代，早期活跃于商业票据市场和回购市场，其本质是分业经营和利率监管环境下，投资银行对商业银行业务的侵蚀，同时也是商业银行规避监管的工具。从上世纪八十年代开始，随着监管的放松以及资产证券化的发展，影子银行体系逐渐成型，证券化逐渐成为影子银行的核心业务。到 1990 年，影子银行的规模已占到传统银行规模的一半。到 2007 年，影子银行规模超过商业银行 25%，而证券化业务占到影子银行业务的 60%。

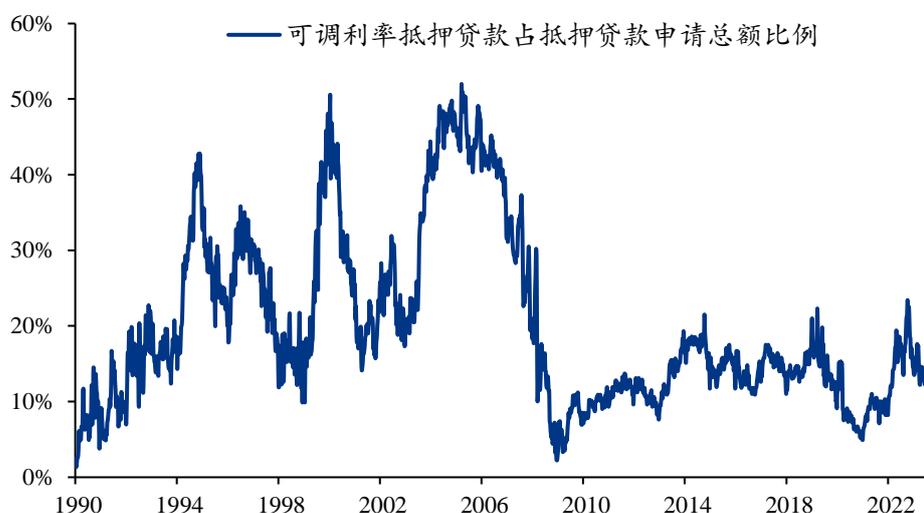
由于没有存款业务，影子银行往往融短投长，同时由于其不受存款准备金和资本充足率的约束，杠杆率也更高，**这些特征决定了影子银行比传统商业银行拥有更高的信用**



风险和流动性风险。影子银行规模过大导致美国金融体系抗风险能力下降。当房地产风险集中释放，美国金融系统的脆弱性便立马凸显出来。

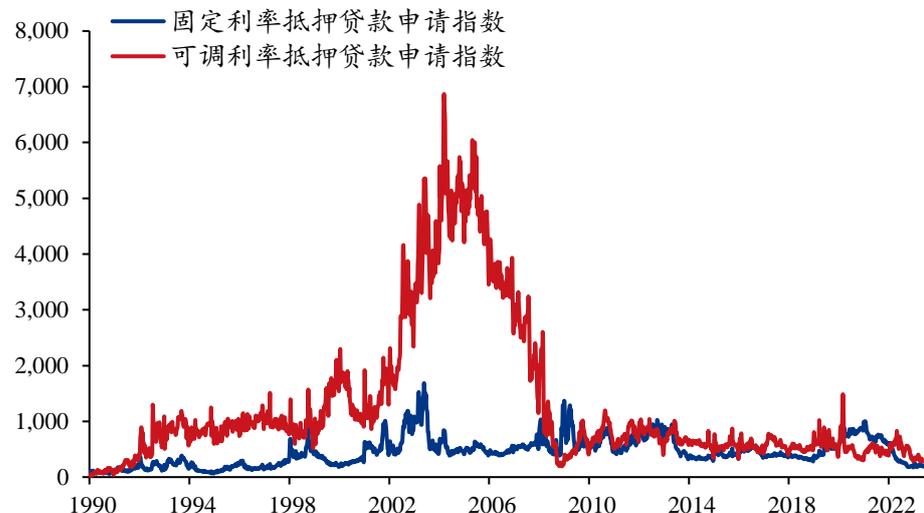
其三，金融工具将次贷风险转移到金融市场的各个角落。资产证券化、结构化融资、金融衍生品等金融工具可以转移风险，但无法降低风险。如果说次级贷款创造了更多风险，那么上述金融工具就将风险通过复杂的机制转移到金融市场的各个角落，导致原本仅局限于次贷市场的危机迅速波及投行、政府支持企业（GSE）、保险公司等众多金融市场机构。此外，由于基于次贷的金融产品过于复杂，导致包括评级机构在内的市场参与者无法准确判断产品风险，同时市场参与者也无法判断交易对手的风险敞口有多大，这种不确定性带来的恐慌是导致金融市场流动性枯竭的主要原因。

图表8：浮动利率贷款申请占比在危机前一度达 50%



资料来源：MBA、粤开证券研究院

图表9：浮动利率贷款申请危机前大幅增加



资料来源：MBA、粤开证券研究院



## 二、危机的应对：房地产市场、金融市场与实体经济

此轮美国房地产危机经历了“次贷市场—金融市场—实体经济”的演进过程。因此，美国政府救助的先后逻辑总体上也依照次贷市场、金融市场与实体经济这一顺序展开。

### （一）次贷危机时期的房地产市场救助：减少房贷违约是重点

美国政府对房地产市场的救助重点在于通过减轻借款家庭还款压力来减少房贷违约，从而阻止房价下滑。主要方案包括降低利率、削减贷款额、鼓励再融资、延长贷款期限、将浮动利率转换为固定利率等政策。

2007年12月推出的《抵押贷款债务豁免法案》旨在为借款家庭再融资提供税收豁免，以鼓励借款家庭和贷款机构针对浮动利率进行重新协商。2008年7月出台的《住房和经济复苏法案》推出一系列政策稳定抵押贷款市场，其中最主要的是政府为价值3000亿美元的再融资贷款提供担保，条件是贷款人需要用30年固定利率的再融资贷款置换原本的贷款，并同意将贷款余额削减10%。但由于法案需要贷款人主动降低贷款余额，该法案并未起到预期效果。其他的政策包括给首次购房者提供补贴，以及帮助地方政府购买和翻修已止赎的房产等。2009年2月，奥巴马政府推出《房主负担力和稳定性计划》。该计划同样旨在帮助房主进行再融资，力图通过各种手段将借款家庭的月供负担降低至家庭收入的31%。

总体看，美国政府对房地产的救助呈现以下几个特点：

**一是重购房家庭，轻房地产企业。** 美国政府的救助思路把降低系统性风险放在优先位置。而房地产企业杠杆率并不高，既非危机的引爆点也不是系统性风险的集中点，优先救助的对象必然是系统性风险更高的居民和金融机构。

**二是居民纾困优先于对房地产需求的强力刺激。** 美国政府针对房地产市场的政策围绕纾解还款困难、降低房产止赎展开，并未对房地产行业单独进行强力刺激。以8000亿美元的《美国复苏和再投资法案》为例，其重点一是通过扩大福利支出与税收优惠支撑美国家庭资产负债表，二是增加公共医疗、教育、基础设施等领域的政府投资托底经济。法案中与住房相关的开支仅为147亿，占比不到2%。

**三是通过刺激整体经济，从总需求向房地产市场滴灌。** 由于美国的房地产市场以二手房交易为主，房地产行业与其他非贸易的服务行业类似，产业趋势受经济增速与居民收入增速的影响较大。从这个角度讲，只要居民收入企稳，房地产市场就会企稳。通过一揽子经济刺激计划，美国经济得以从2009年中开始走出衰退。经济的逐步恢复带动居民收入企稳回升，房地产市场也在2011年触底反弹。

### （二）金融危机时期的货币和财政政策

当危机蔓延至整个金融市场，美国政府的救市政策也将重点转移到稳定金融体系和救助实体经济之上。

货币政策方面，为金融市场提供充裕流动性、畅通货币政策传导渠道以及支持实体经济复苏是美联储救助计划的主轴。

**一是迅速将政策利率调整至零利率下限。** 次贷危机爆发后，利率在2007年底被降至4.25%。但利率下调并未有效地为金融市场提供流动性，也未能打消金融机构的疑虑。2008年一季度，美联储又大刀阔斧降息三次，将联邦基金利率降至2%，并在这一水平上保持了半年。2008年四季度，随着美国经济陷入全面衰退，美联储最终在当年年底将利率降

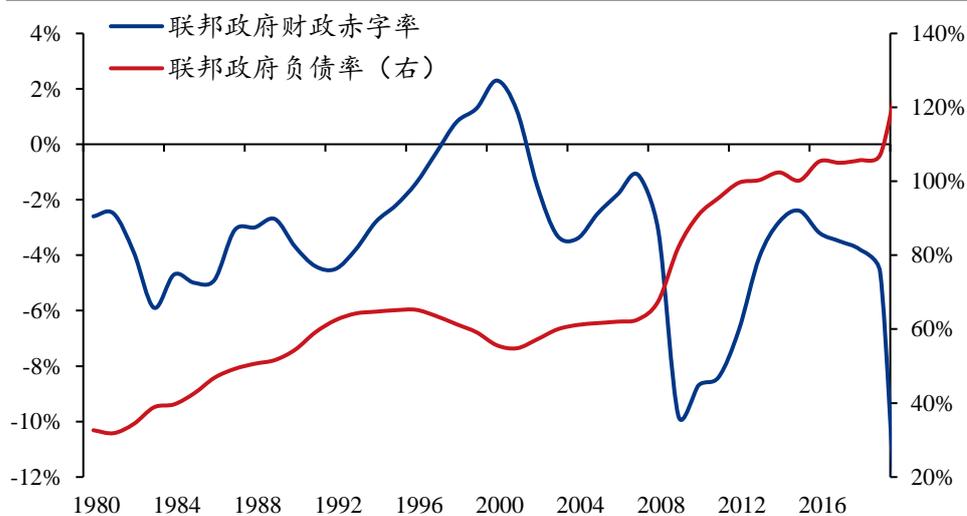


至零利率下限。尽管如此，零利率仍高于泰勒规则所隐含的联邦基金利率目标，加上危机之前短期利率向长期利率的传导效率已有降低迹象，传统货币政策工具已无法再有效影响实体经济。

二是创设定期拍卖工具（TAF）、一级交易商信用工具（PDCF）、定期证券借贷工具（TSLF）、货币互换额度等新融资工具，意图克服传统贴现窗口的“污点效应”，增加信贷市场流动性。贴现窗口是美联储为金融机构提供流动性救助的传统渠道，是美联储最后借款人职能的承载工具。但由于贴现窗口主动权在金融机构，使用贴现窗口会产生“污点效应”，即使用者会被市场认为存在倒闭风险，反而增加市场不信任。因此，美联储于2007年12月12日创设了定期拍卖工具（TAF），通过匿名定期招标的方式克服贴现窗口的“污点效应”。2008年3月，美联储又推出了一级交易商信用工具（PDCF）以及定期债券借贷工具（TSLF），向以投行为主的一级交易商和非银机构提供流动性。同时，由于担心外国金融机构为了囤积美元而抛售美元资产，美联储协调其他央行实施新的“货币互换额度”以帮助外国金融机构获得美元。2008年9月次贷危机升级之后，美联储更进一步，创设了包括 AMLF、CPFF、MMIFF、TALF 在内的直接向货币基金、商业票据市场、资产支持证券市场提供流动性的工具。

三是推出所谓量化宽松（QE）计划，通过大规模资产购买压低长期国债和抵押贷款利率，畅通货币政策从金融市场向实体经济的传导渠道。虽然上述两项举措在一定程度上修复了金融体系内部流动性，但短期利率向长期利率的传导渠道尚未打通，实体经济的通缩和衰退压力尚未解除。2008年11月，在创设最后一项流动性支持工具之后，美联储宣布实施量化宽松（QE），通过大规模资产购买压低长期国债和抵押贷款利率，畅通货币政策传导渠道，支撑实体经济复苏。QE1 于2009年3月正式启动，主要通过购买 MBS、美国国债以及 GSE 债券支撑抵押贷款市场、救助金融机构。2010年11月开始的 QE2 将重点放在引导温和通胀之上。2012年9月，美联储开始实施 QE3，此轮 QE 并未设置明确的时间表，而是依经济实际情况而定（state-contingent），以就业市场的实质性修复为导向。截至2014年10月，3轮量化宽松将美联储资产负债表扩大至4.5万亿美元，达到危机前的5倍。总体来看，尽管政策效果边际递减，但 QE 有效降低了长端利率，稳定了市场信心，为经济复苏提供了支撑。研究表明，如果名义中性利率在2-3%区间，QE 加上前瞻指引可提供约3个百分点的政策空间，在相当程度上抵消掉零利率下限的约束（Bernanke, 2020）。

图表10：美国联邦政府财政赤字率与负债率在危机后大幅提升



资料来源：Wind、粤开证券研究院



财政政策方面，应对金融危机的联邦政府财政支出总体可分为两类：一类是以社会保险为代表的“自动稳定”项目，在经济下行周期自动扩大开支；另一类是政府相机抉择的支出，是危机期间财政刺激政策的主要组成部分。有估算表明，前者对联邦政府在危机期间赤字增量的贡献占比接近 1/3，后者在 2/3 左右。

经济衰退伊始，美国政府就开始出台相应的财政政策。2007 年 12 月，联邦政府推出《抵押贷款债务豁免法案》，为抵押贷款借款家庭再融资提供税收豁免，以鼓励借款家庭和贷款机构针对浮动利率进行重新协商。2008 年 2 月，《经济刺激法案》以减税的形式向中低收入家庭和企业提供了 1680 亿美元。但该计划针对性较差，只是对经济放缓做出温和回应，并未阻止危机蔓延。2008 年 7 月，当两房出现重大亏损，次贷危机的系统性风险威胁逐渐浮出水面，美国国会批准《住房与经济复苏法案》，一方面提供数十亿美元为面临失去房产的次贷借款人提供再融资保险，另一方面成立了对两房新的监管机构，并允许财政部对两房进行救助。2008 年 10 月，在流动性危机的顶峰，《紧急稳定经济法案》获得通过，其中包含了 7000 亿美元的金融机构不良资产救助计划（TARP）。2009 年 2 月，新上任的奥巴马政府推出总额近 8000 亿美元的《美国复苏与再投资法案》（ARRA）。除了减税和家庭救济之外，该方案主要增加教育、能源、科技、医疗、基础设施等实体经济各个领域的政府开支，旨在通过大规模刺激托底经济，终结经济与金融的负向螺旋。

危机期间，联邦政府赤字率从 2007 年的 1.1% 上涨至 2009 年接近 10%，负债率从 2007 年的 62% 上升至 2013 年超过 100%。从总量上看，联邦政府为应对次贷危机及其衍生的金融危机所动用的财政资源总额达到 1.64 万亿美元，占 2008 年美国 GDP 的 11% 左右（Blinder and Zandi, 2015）。但是横向比较，美国在危机时期的财政干预规模相比其他 OECD 国家并不算高，甚至排在后段（Aizenman and Pasricha, 2011）。此外，美国在整个危机期间的财政刺激几乎全由联邦政府承担，州及州以下地方政府的财政支出在这一阶段呈下降趋势，这与其他 OECD 国家存在显著不同。

### （三）救市政策的成效与经验得失

次贷危机导致的经济衰退持续了 18 个月，经济整体先于房地产市场恢复。在 2009 年 2 月推出《美国复苏和再投资法案》之后，美国经济于当年 6 月走出衰退，实际 GDP 在 09 年三季度实现环比正增长，同比增速也在四季度转正。就业市场上，非农就业的降幅在 09 年下半年大幅放缓，并在 2010 年企稳回升。但是，就业回升主要由服务业驱动，制造业流失的就业岗位一直未被回补。房地产市场的恢复则更为缓慢，房屋销售和房价指数要等到 2011 年末和 2012 年初才开始回升。

虽然衰退只持续了一年半，但美国实际 GDP 直到危机十年后的 2019 年才完全填补与潜在 GDP 之间的缺口，而潜在 GDP 也早已偏离危机之前的长期趋势。实际 GDP 与危机前潜在 GDP 趋势的缺口则一直较为稳定，表明次贷危机对美国造成的疤痕效应主要体现在 GDP 总量水平被一次性永久降低，而对长期实际经济增速的影响则较小。

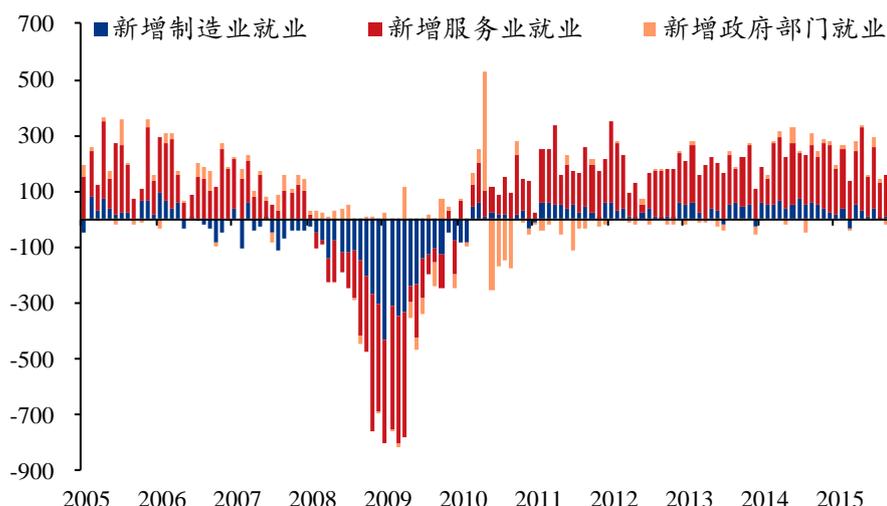


图表11: 美国实际季度 GDP 在 2009 年三季度实现环比正增长



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表12: 美国新增非农就业



资料来源: Wind、粤开证券研究院

美国的救市计划，尤其是财政刺激政策，在美国国内饱受争议。有研究认为，美国的财政刺激政策由于受到公众舆论压力无论是在频率上还是力度上都较为克制，导致美国经济复苏缓慢。但也有研究发现，财政刺激政策虽然在 2009 与 2010 年支撑了经济，但在随后的四到五年时间之中，财政刺激政策退出过慢，以及财政政策退出本身和财政紧缩的开始都在不同程度上拖累经济恢复速度。综合而言，财政干预政策被普遍认为是深度衰退期间支撑了经济。此外，不少研究表明，支出政策效果要好于减税政策。而在支出政策之中，财政支出乘数最高的是针对中低收入家庭社会福利项目的扩充，其支出乘数要高于基建投资。

纵观美国政府在危机期间的应对经验与得失，我们发现：一是必须迅速介入危机。虽然美联储较早开始降息，但由于货币政策传导有时滞，且政策没有特别针对房地产市



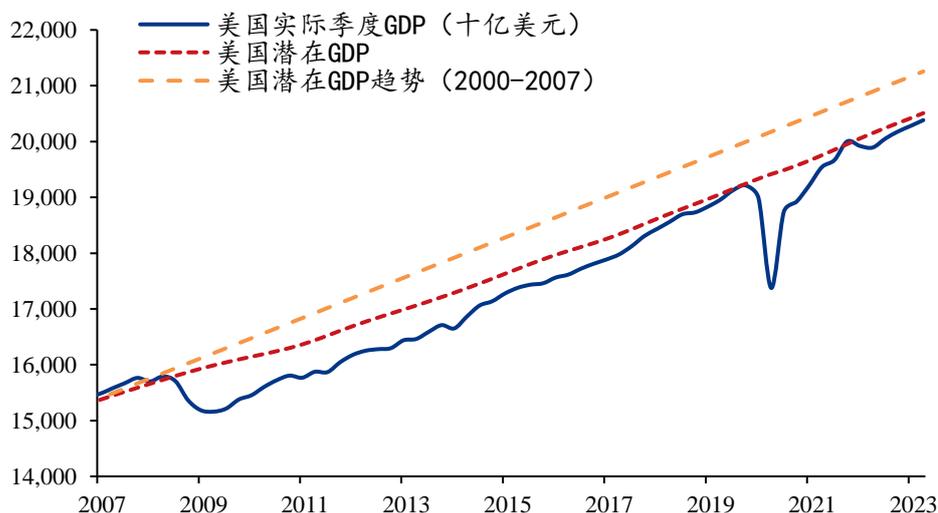
场，导致降息早期效果不佳。同时，政府无法直接干预借贷双方针对房产进行再融资或债务减免，只能通过税收优惠等方式间接鼓励债务协商，政策效果十分有限。联邦政府也只能间接资助州及地方政府购买和修缮面临法拍的房屋，但地方政府意愿不强。种种限制导致政策未能有效减少房贷违约，进而导致次贷危机发酵。

**二是危机救助需多方协调、共同发力。**危机期间美联储、财政部、证监会、美国国会等部门紧密协调、联合行动对救市政策的有效实施起到了关键作用。

**三是需要防范政策过早退出的风险。**虽然在救市政策支撑下，美国经济较早走出衰退，但财政政策退出的时机和速率掌握不当，在一定程度上拖累了经济恢复。而美联储在 2013 年一度造成“缩减恐慌”，引发小型危机。

**四是通过改革夯实经济金融稳定发展的基础。**危机发生后，联邦政府迅速成立了金融稳定监督委员会、消费者金融保护局等新的监管机构，同时出台了《多德-弗兰克法案》等一系列改革措施，完善监管体系，奠定了经济增长和金融稳定的基础。

图表13：次贷危机对美国实际 GDP 和潜在 GDP 的影响



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、美国房地产危机对我国的启示

#### (一) 美国房地产危机与我国当前面临的房地产风险有何不同？

美国房地产危机的发生经历了“次贷市场大量违约——金融市场恐慌挤兑——实体与金融恶性循环”的演进过程。当前我国房地产市场面临的问题与美国存在显著差异。具体来看，至少有三点不同。

**第一，次贷危机由居民债务引发，而我国的债务风险集中在房企，风险传导机制差异较大。**次贷危机的爆发始于居民断供与银行抛售房产所导致的房价下行螺旋，而我国并不存在这一机制的传导条件。一方面即使债务风险蔓延到居民端，我国也不太可能出现“断供潮”，银行收回房产并大规模抛售的概率较低。这是因为，我国购房者需要对房贷承担无限责任，即使房屋被银行收回和法拍，购房者也需要继续承担剩余债务。而美



国有个人破产法，购房者断供后，银行收回房产便终止了与购房者的借贷关系。在同样的情况下，我国购房者选择房贷违约会对自身造成更为严重的不利后果。另一方面，我国政府对房价有较强的管控能力，房价出现螺旋下跌的概率较低。与美国相比，我国的债务风险主要集中在企业端，经由房企、上下游企业、金融机构的链条传导。房企债务危机能否形成系统性风险取决于危机向金融系统的外溢能力。

**第二，当前房企债务风险大多停留在个体层面，向金融系统外溢的可能性较低。**一方面我国房企虽然负债较高，但证券化程度较低，债务风险止于银行与信托，风险传导路径清晰，可控性较高。另一方面，市场上的不同测算都表明，银行涉房贷款、企业债、非标等涉房债务的风险敞口尚在可控范围，即使悲观情景下，违约风险对银行资产负债表的冲击也有限。

**第三，金融市场挤兑本质上是信任危机，在政府有强烈干预意愿与强大干预能力的情况下，金融市场发生恐慌性危机的可能性较低。**

因此，我国不太可能出现由房地产下行引发的金融危机。但是，系统性金融风险概率较低不代表房地产业当前的下行压力不会对实体经济造成影响。

与美国相比，我国房地产业对实体经济具有较强的直接影响力。一是房地产产业链条较长，房企债务风险会对产业上下游带来不小的冲击，从企业端对实体经济形成直接拖累。二是房企违约可能会导致预售房烂尾，购房家庭的资产负债表会因此受到冲击，从居民端对实体经济形成直接拖累。因此，房企纾困与保交楼成为我国应对房企债务风险的短期政策重点。

**长期看，需要关注房地产转型对实体经济的冲击以及房地产与地方债务的关联风险：**

**其一，过去十年房地产行业扩张速度较快，在吸引大量投资与创造大量就业的同时，也在一定程度上挤占了其他行业的投资与就业机会，要素资源的错配拖累生产率进步。**房地产业以建筑业和服务业为主，生产效率本就低于制造业。在房地产业生产率不断下滑以及驱动经济增长的替代行业尚未成熟的背景下，要素资源的错配对生产率和长期经济增长的拖累效应会越来越明显。

**其二，实体经济下行降低居民收入，居民偿债收入比被动上升会抑制居民消费，进一步拖累实体经济。**在美国，房贷繁荣时期往往伴随着居民消费上涨。这是因为房贷繁荣会推高房价，而房屋增值部分又可以通过房屋净值贷款的形式直接输送给居民用以短期消费。但在我国，房价上涨对消费的拉动作用不强，而居民杠杆率的上升反而会抑制消费。尤其当房地产市场的不景气影响到实体经济，导致居民收入下滑、偿债收入比被动上升之时，居民消费增长动能不足的问题便会凸显出来。

**其三，房地产与土地财政和土地金融联结紧密，而地方政府的显性与隐性债务又与银行牵连较深，房地产与地方债务的关联和衍生风险对金融系统形成的威胁或将高于房企债务违约这种单一风险对金融系统的影响。**同时，投入资源化解地方债务会导致政府对经济的逆周期调节能力减弱，压缩政策空间。

## （二）美国的经验和教训对我国的启示

**第一，完善金融监管体系，在审慎监管框架下稳步推进金融创新。**次贷危机的发生暴露了混业经营、分业监管的弊端。在金融业混业经营的发展大趋势下，应建立和完善与之相匹配的金融监管体系，统筹宏观审慎管理和微观审慎监管。同时，一方面金融创新只有在审慎监管的框架下进行，才能保证金融市场行稳致远。另一方面，审慎监管也需要积极支持良性创新，维护金融机构创新发展的积极性和能动性。



**第二，优化房地产市场风险识别和控制体系。**加强对房地产企业债务的监测，优化对房地产市场风险的识别、评估和应对体系。考虑到我国房地产市场呈现结构性分化，应结合各地房地产市场供需情况，构建针对不同区域不同层级的房地产市场金融风险的识别和控制体系，关注房地产风险的区域关联性，确保房地产市场安全平稳发展。

**第三，加强优质房企金融支持，分散房地产开发端的金融风险。**由于我国的房地产金融风险蕴藏在房企开发端，短期看，应加强对优质房企的金融支持，改善房企融资压力，稳定房企经营预期。长期看，防风险也应当与化风险并重。当前我国地产开发商融资渠道较为单一，对银行贷款依赖较高，将房地产市场风险聚集在处于金融业中心的银行之上，不利于金融市场稳定。加快发展房企直接融资，合理运用针对房地产开发商的REITs有助于优化房企融资结构，提高开发效率，减少房企对银行的依赖，降低房企在金融体系内的系统性风险。

**第四，扩大保障性租赁住房供给，通过公募REITs促进保障性租赁住房发展。**美国经验显示，在房价高企的情况下，在短期内盲目提升低收入、青年群体的住房自有率会增加金融体系信用风险，加剧金融系统脆弱性。因此，解决低收入、青年群体的住房困难问题，短期政策重点应放在租赁住房，尤其是保障性租赁住房之上。扩大保障性租赁住房供给，一方面有助于优化住房供给结构，为青年人口解决住房困难问题提供渠道，另一方面不增加居民债务负担，有助于金融市场稳定。同时，加快保障性租赁住房建设，公募REITs是关键要素。公募REITs将有效支持保障性租赁住房市场发展，帮助打通保障性租赁住房的商业闭环，是房地产市场长期健康发展的稳定器。

**第五，从长期看，稳经济才能稳房地产，以高质量发展化解房地产风险。**预期收入水平是房价的根本性驱动因素，房地产市场的长期增长离不开经济和居民收入的持续向好。次贷危机后的经验表明，在防范系统性风险的前提下，稳经济就能稳房地产。虽然我国由于房地产业的发展阶段和在经济中的重要性不同，在一定程度上稳房地产才能稳经济，但从长期看，宏观经济是因、房地产是果的关系依然成立。在当前房地产市场因政策利好边际改善的情况下，经济持续修复是房地产市场真正企稳的关键。

#### 参考文献：

[1] Aizenman, Joshua and Pasricha, Gurnain K. Net Fiscal Stimulus during the Great Recession[J]. Review of Development Economics, 2013, 17: 397-413

[2] Bernanke, Ben S. The New Tools of Monetary Policy[J]. The American Economic Review, 2020, 110(4):943-983

[3] Blinder, Alan S. and Zandi, Mark. The Financial Crisis: Lessons for the Next One[R]. Center on Budget and Policy Priorities, 2015

[4] Financial Crisis Inquiry Commission. The Financial Crisis Inquiry Report[R]. New York, NY: Public Affairs, 2011.

[5] Mian, Atif, and Amir Sufi. The Consequences of Mortgage Expansion: Evidence from the U. S. Mortgage Default Crisis[J]. Quarterly Journal of Economics, 2009, 124 (4): 1449 - 96.

[6] 伯南克，盖特纳，保尔森. 灭火——美国金融危机及其教训[M]，中信出版社，2019



## 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、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)