

宏观报告

证券研究报告

2024年03月19日

美国房地产市场的五大特点

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-从出口份额看中国制造竞争力变化》2024-03-17
- 2 《宏观报告：宏观-金融数据中的几点信息》2024-03-17
- 3 《宏观报告：宏观-价格战对物价水平的影响》2024-03-13

2023 年以来，美国地产市场表现出较强韧性：整体价格保持高位震荡，抵押贷款违约率并未大幅上升。

2024 年美国货币政策路径变化依然扑朔迷离，如果演进中的地产周期推动价格反弹，美联储的降息预期可能进一步推迟；而走向尾声的去库周期亦会在地产周期的带动下刺激地产后周期商品补库，加速中国相关出口的改善。

当前美国地产呈现出五大特点：

第一个特点：地产销售分化，新屋销售稳步回升，成屋销售仍在探底。

第二个特点：整体房屋供给仍紧，房屋空置率处历史低位。

第三个特点：租金调整幅度有限，整体租售回报率有所增加。

第四个特点：月均还款中位数快速上行，全款购房人数增加，但违约率保持稳定。

第五个特点：独栋住宅（single-family）与多户住宅（multiple-family）的开工数明显分化。

总的来看，美国房地产市场已经较早在加息周期中完成了衰退，不仅没有出现房地产危机，反而在高利率背景下展现出了韧性。

由于整体供给偏紧，较低的空置率、提升的租金回报率以及回落的利率水平，都会成为房价反弹的动力。

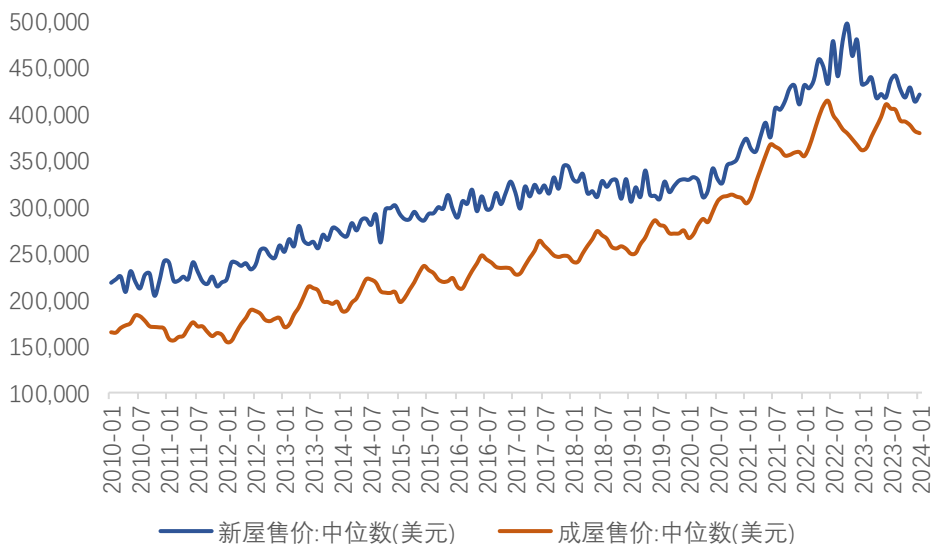
房价反弹又会推动美国核心通胀的反弹，从而延缓美联储货币政策宽松的节奏。

风险提示：美国房地产抵押贷款质量迅速恶化；美国就业超预期下行；美国大型建筑商流动性风险。

2023 年以来，美国地产市场表现出较强韧性：整体价格保持高位震荡，抵押贷款违约率并未大幅上升。

2024 年美国货币政策路径变化依然扑朔迷离，如果演进中的地产周期推动价格反弹，美联储的降息预期可能进一步推迟；而走向尾声的去库周期亦会在地产周期的带动下刺激地产后周期商品补库，加速中国相关出口的改善。

图 1：美国新屋与成屋平均售价保持高位震荡



资料来源：Wind，天风证券研究所

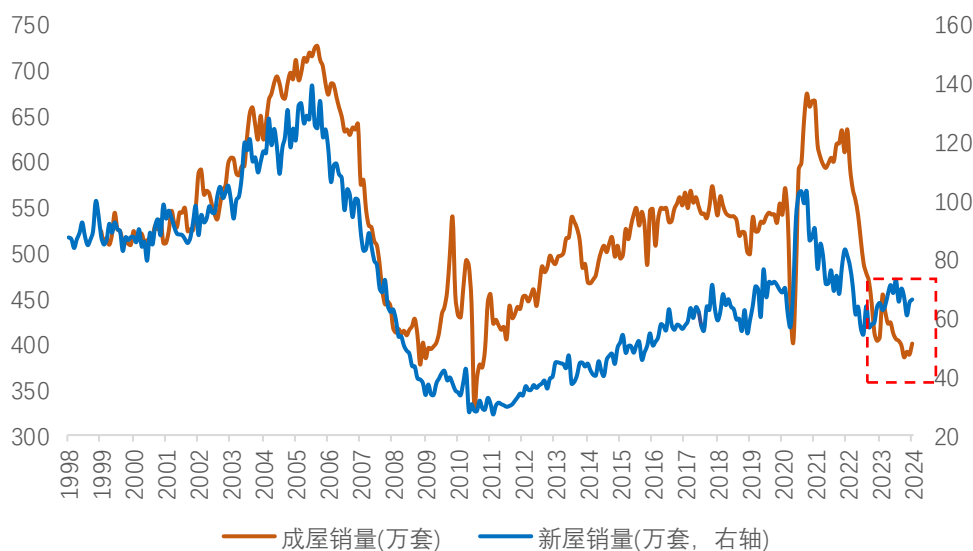
因此，我们认为厘清当前美国房地产市场现状十分重要。

总的来说，当前美国房地产市场呈现出五大特点：

第一个特点：地产销售分化，新屋销售稳步回升，成屋销售仍在探底。

在快速加息的压制下，新屋和成屋销售共同下行至 2022 年底。随后开始分化，**新屋销售稳步回升，成屋销售持续探底。**

图 2：美国新屋与成屋销售出现分化



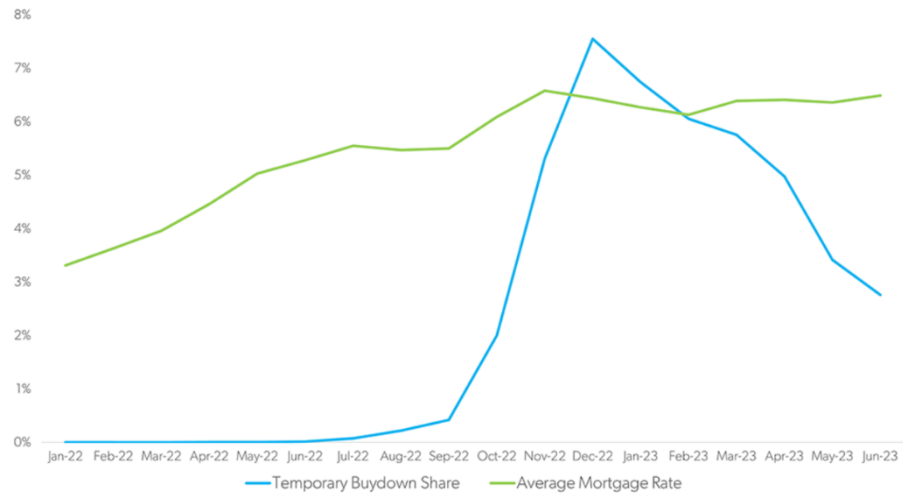
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为分化走势背后有两个原因：

首先，开始加息后，新屋开发商流动性压力增大。为了尽早的回收资金，开发商以提供暂时性利率买断(Temporary Rate Buydown)的形式对新屋利率优惠。

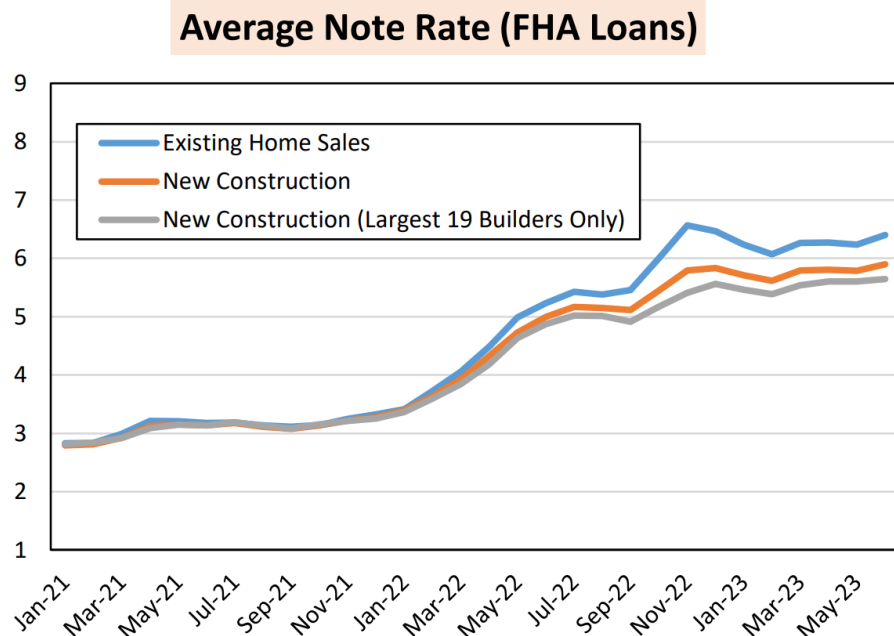
根据房地美的估算，暂时性买断占比从 2022 年下半年起迅速上升，新屋利率低于成屋利率约 0.6pp（最近数据截止于 2023 年 6 月）；且大型建筑商提供的利率优惠更高。

图 3：暂时性买断占比自 2022 年下半年起迅速上升



资料来源：房地美，天风证券研究所

图 4：美国新屋利率明显低于成屋利率



资料来源：AEI，天风证券研究所

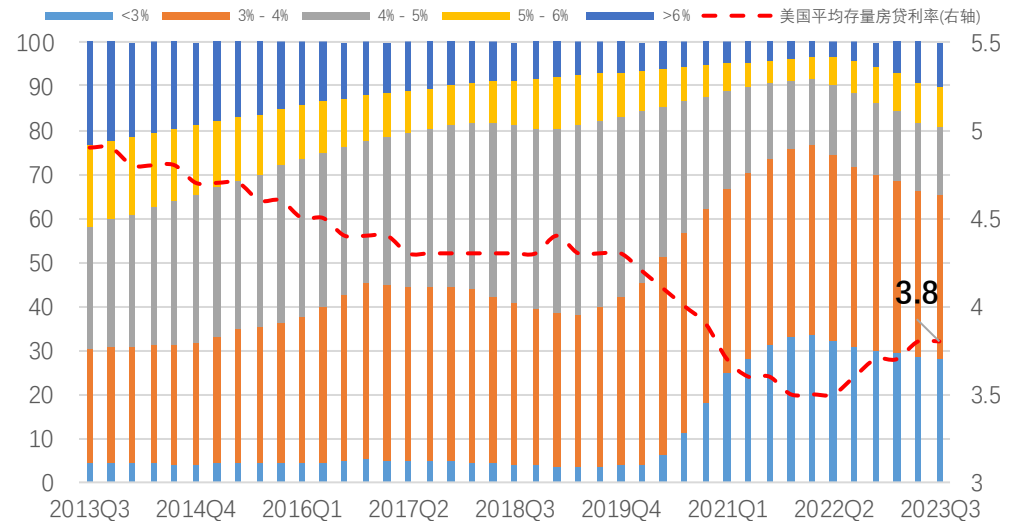
其次，疫情初期大量业主再融资锁定了十分低的房贷利率，购房者被迫转向新屋市场。

总的来看，2020Q2 至 2021Q4 美国经历了 2003 年以来最大的再融资潮，大约 1400 万份房贷在此期间进行了再融资，其中约 64%是利率再融资，36%是现金再融资。

2020Q4 美国 30 年期抵押贷款利率平均为 2.76%，是有史以来最低水平。

如此急而多的再融资将美国存量房贷利率从疫情前的 4.3% 拉至最低约 3.5%，截止 2023Q3 也仅为 3.8%。其中，约 28.1% 的房贷利率低于 3%。房贷利率高于 4%（薪资增速）的占比为仅 34.6%，远低于 2013-2019 年 61.8% 的平均水平。

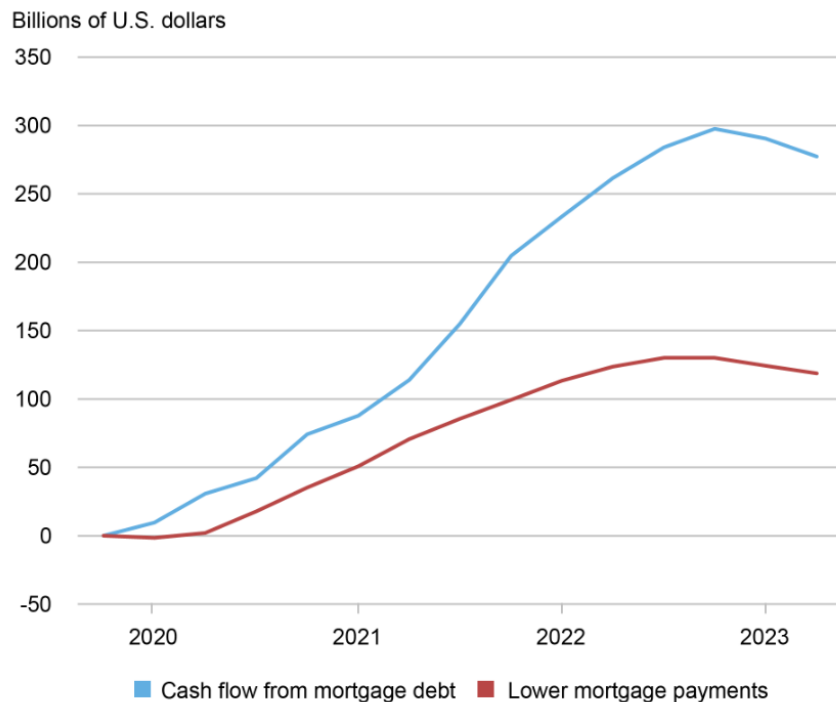
图 5：美国存量房贷利率依然低于疫情前水平



资料来源：FHFA，天风证券研究所

而从 2020Q1 到 2023Q2，通过房贷现金再融资的方式，美国居民部门共获得了约 3000 亿美元的现金流。这些现金再融资也明显压制了成屋供给意愿。

图 6：通过现金再融资，美国居民部门获得了约 3000 亿美元现金流



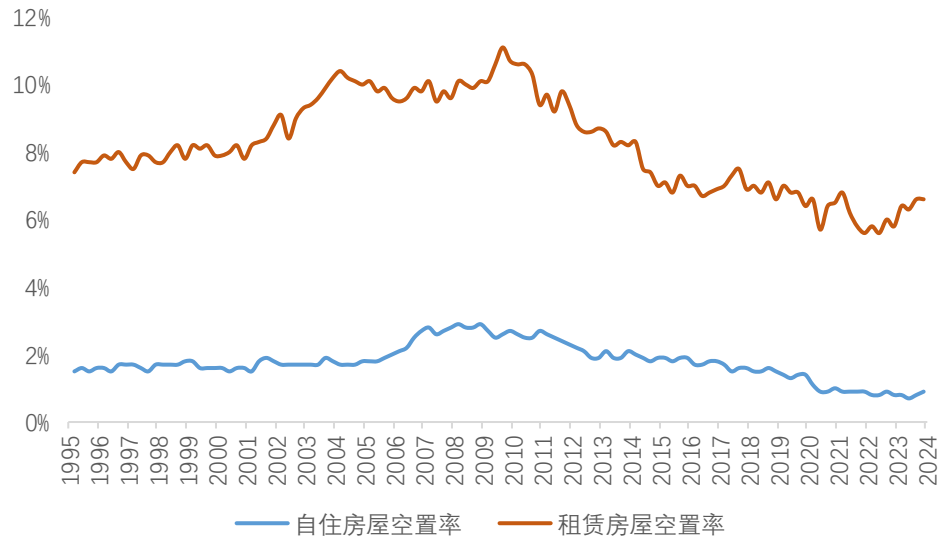
资料来源：纽约联储，天风证券研究所

第二个特点：整体房屋供给仍紧，房屋空置率处相对低位。

当前美国地产供给依然偏紧，Realtor.com 显示总挂牌数为 100 万套，仅为 2017-2019 年的 70%左右，且自住房屋空置率与租赁住房空置率也处于相对低位。

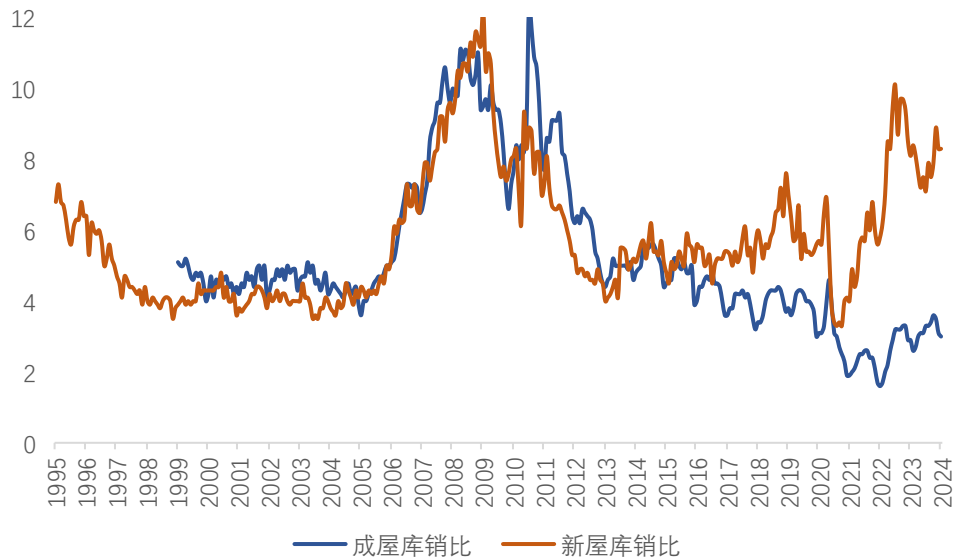
整体库存周期在 4.1 个月，但新屋与成屋的库存周期也出现分化。新屋库销比自 2023 年中以来持续走高，2024 年 1 月录得 8.3 个月，已经高于疫情前水平。而成屋库销比仅为 3 个月，进一步反映出成屋供给尤其空缺。

图 7：美国房屋空置率处相对低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：新屋库销比有所提升，成屋库存依旧紧张

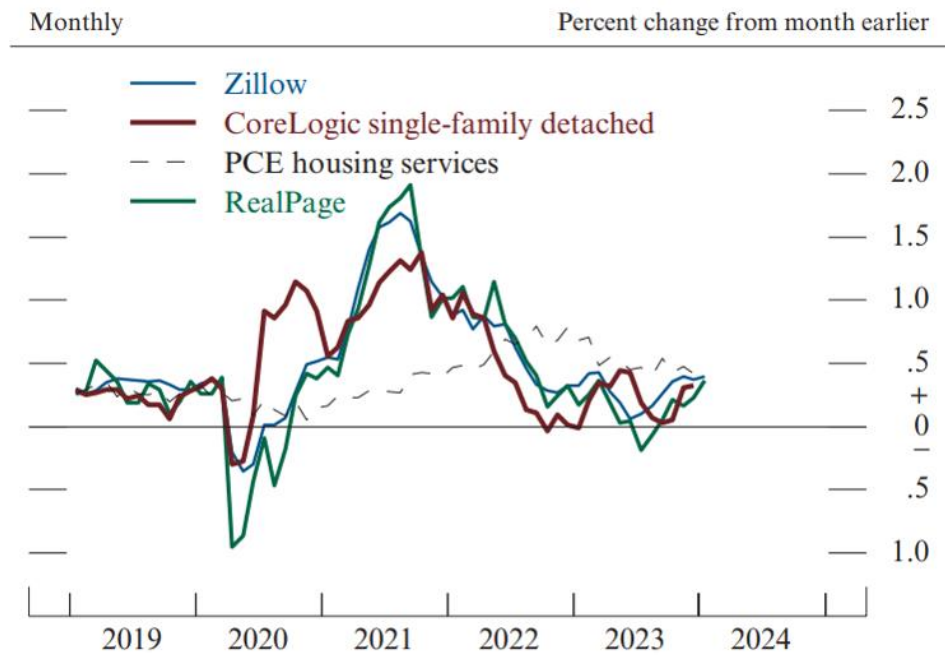


资料来源：Wind，天风证券研究所

第三个特点：租金调整幅度有限，整体租售回报率有所增加。

因为租期锁定的原因，整体的租金价格变动幅度相对有限。且近半年来，相较于波动较大的销售价格，各口径下观测到的新租金并未明显降温。

图 9：美国住房租金环比增速依然保持在约 0.5% 水平

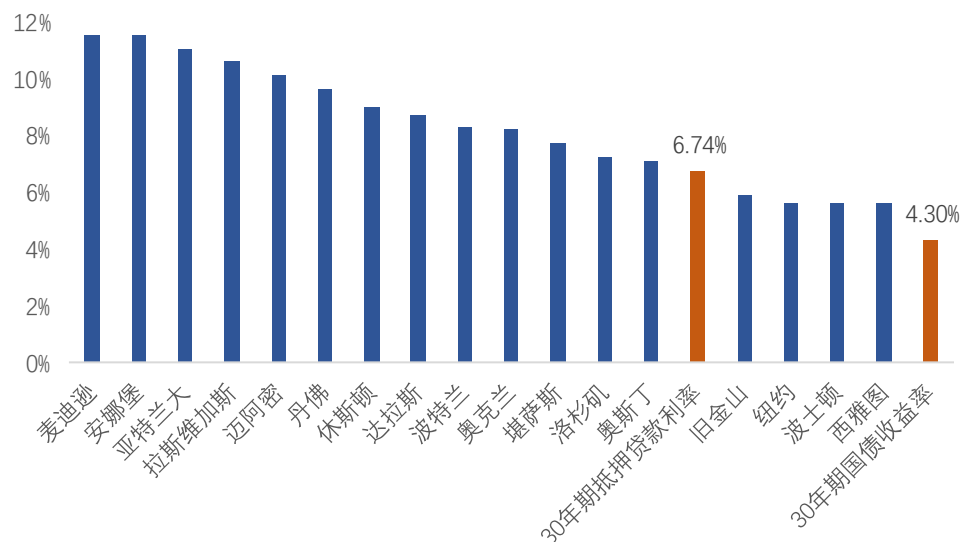


资料来源：BEA, CoreLogic, Zillow, RealPage, FED, 天风证券研究所

租金的相对粘性推高了美国整体的租售比。大部分主要城市的租售比高于当前 30 年期抵押贷款利率（基准成本），而几乎所有主要城市租售比都高于 30 年期国债收益率（无风险机会成本）。

而租金回报率的提升或将进一步带来更多的购房需求。

图 10：美国部分主要城市租售回报率高于 30 年期抵押贷款利率



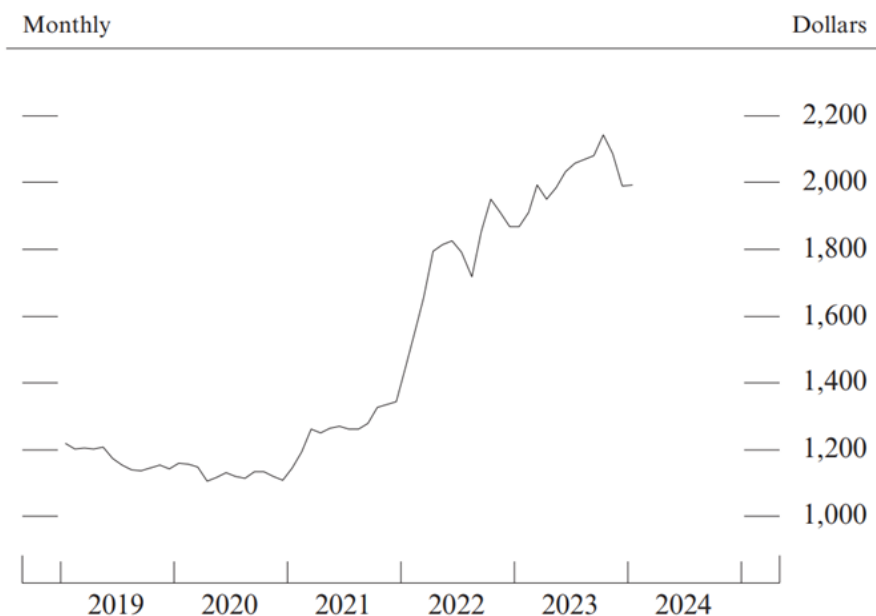
资料来源：Numbeo, Wind, 天风证券研究所

第四个特点：月均还款中位数快速上行，全款购房人数增加，但违约率保持稳定。

在高利率影响下，美国新房贷的月均还款中位数从 2020 年初的约 1200 美元上升至 2022

年初的 1400 美元，随后进一步上升至 2024 年初的约 2000 美元，4 年间上涨 67%。

图 11：美国新房贷月均还款中位数约为 2000 美元

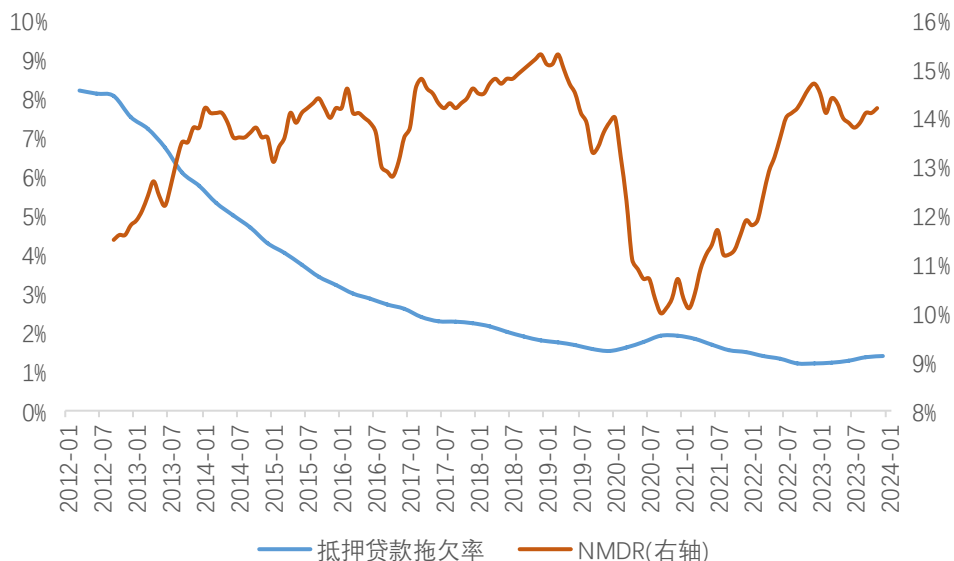


资料来源：Optimal Blue LLC, Optimal Blue Mortgage Price Data, FED, 天风证券研究所

美国全款购房比例从 2020 年的约 15% 上升至 2023 年的约 25%；同时美国人口统计局数据显示，美国约有 40% 的屋主没有房贷。

全款购房的增加以及存量利率的稳定对冲了部分高利率的影响，当前整体地产的违约率趋于稳定。无论是 FHA 的 Stress National Mortgage Default Rate (NMDR，以 2007 年金融危机强度为背景进行压力测试)，还是从广义居民部门来看的房贷逾期率，都并未大幅上升。这体现出美国房地产市场的韧性。

图 12：美国抵押贷款违约率以及整体地产风险并未升高



资料来源：FHFA, Wind, 天风证券研究所

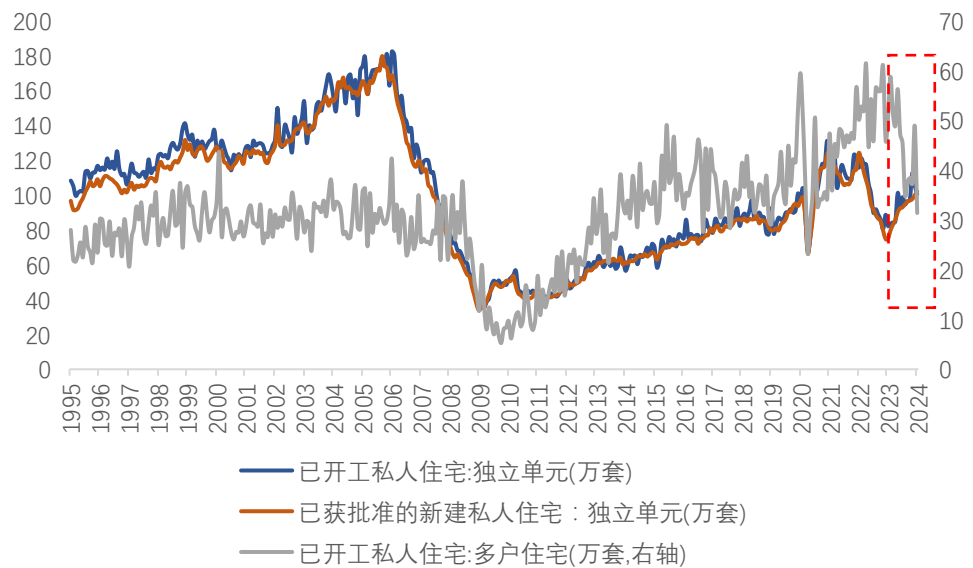
第五个特点：独栋住宅 (single-family) 与多户住宅 (multiple-family) 的开工数明显分化。

随着新屋销售在 2022 年底一起反弹的还有住宅建造许可数（permit）和独栋住宅新开工数等先行指标。住宅建造许可数已持续反弹 14 个月，独栋住宅开工数也同时震荡反弹至今，但多户住宅的开工数仍然还在下行，两者出现明显分化。

其背后主要原因是多户住宅本质上更类似商业地产：建造周期长，多用于出租，可以把高利率成本转嫁给租金，因此对高利率不敏感，对经济环境的反应更慢。

2021-2022 年间大量开工的多户住宅将陆续竣工，我们认为未来这一分化或将加剧；多户住宅也将会增加租房市场供给，新租金价格或有望降温。

图 13：美国抵押贷款违约率以及整体地产风险并未升高



资料来源：Wind，天风证券研究所

总的来看，美国房地产市场已经较早在加息周期中完成了衰退，不仅没有出现房地产危机，反而在高利率背景下展现出了韧性。

由于整体供给偏紧，较低的空置率、提升的租金回报率以及回落的利率水平，都会成为房价反弹的动力。

房价反弹又会推动美国核心通胀的反弹，从而延缓美联储货币政策宽松的节奏。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com