

分析师： 李冒余 021- 68751691 shennan@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252

联系人： 吴邦栋、沈楠 021-68751256 wubd@cjsc.com.cn

美国 7 月房地产数据评述：销售大幅下滑下的政策判断

报告要点

■ 2010 年 7 月份美国房地产数据

8 月份住房建筑商信心指数连续三个月下滑，创了 09 年 4 月来的新低，降至 13 点。这说明建筑商对于房地产市场的信心愈发低迷。

■ 7 月份成屋销售环比猛降 27.2%，同比下降 25.5%，折合成成年率为 383 万套，降幅远高于 14.1% 的预测值。同时，库存增加压低了价格。分地区来看，全美各个地区成屋销售价格均大幅下跌。美国东北部地区 7 月份的成屋销量下降了 29.5%，南部地区的销量下降了 22.6%，西部和中西部地区的销量分别下降了 25% 和 35%。新屋销售再次下降，7 月新屋销售 276,000 套，环比下滑 12.1%。受销售不畅的情况仍未没有改善，存销比继续大幅攀升，7 月成屋存销比为 12.5，环比飙升 40.45%，7 月新屋存销比为 9.1，环比上升 13.75%。

■ 库兹涅茨周期下房地产市场的弱势本质

从房地产周期的角度来看，自金融危机以来，本轮美国房地产泡沫的破裂已经进入了一个经典的库兹涅茨周期下的调整阶段。回顾之前，上一轮美国建筑业的周期调整还要追溯到储贷危机爆发末期的 1980 年代末和 90 年代初，当时新屋开工在 1990 年末才触底反弹，房屋销售也几乎在同一时期见底，此后尽管价格仍在下跌，但是住宅投资于 91 年 2 季度已经开始出现环比正的增长，且增速较为强劲。以此算来上一轮房地产周期的调整与本轮相差也是 18 年，可以看作是一个典型的库兹涅茨周期。而在这个过程当中，房地产销售出现历史低位水平的下滑，也是可以理解的，并且我们认为快速的大幅度下滑之后，未来继续大幅下行的可能性已经在逐渐的缩小。

■ 单纯针对地产的刺激政策再出台可能不大

在退税政策刺激消退之后的几个月中，美国房地产销售方面出现了持续的下滑，这和我们在年初的判断也是相一致的，不过在程度上，伴随着就业、消费等等主要数据的同步下滑，地产销售下滑的幅度远超出我们、和整个市场的预期。在这样的背景下，在未来是否可能继续重启新一轮的退税刺激政策，或者类似退税的其他刺激房地产市场的计划？总的来说，我们认为即使在未来重新实施类退税的刺激计划，也将难以达到之前两次对房地产的提振效果，因此寄希望于通过政策刺激再去快速拉动房地产市场的景气程度是不太现实的，结合目前处在大周期拐点的判断，地产需求的缓慢恢复是大概率的事件。

■ 警惕库存高位可能给银行业带来的风险

7 月销售大幅下滑之后，现房存销比明显上升，而建筑商的信心也跌至低位，这些都给房价带来了较大的压力，如果出现降价消化库存的局面，那么对本已十分脆弱的美国大型银行来说，金融风险将有可能出现明显的回升，并且目前的违约率和止赎率也依旧处在高位攀升的态势。而由此引出的政府对金融业是否会有新的支持政策也是值得关注的。

近两周美国 7 月份的房地产数据陆续公布:

1、信心: 美国住房建筑商协会 16 日发布的月度调查报告显示, 8 月份住房建筑商信心指数连续三个月下滑, 创了 09 年 4 月来的新低, 降至 13 点。这说明建筑商对于房地产市场的信心愈发低迷。

2、开工: 8 月 17 日, 美国商务部表示, 美国 7 月份经季节性因素调整的新屋开工数折成年率为 546,000 套, 环比上升了 1.68% 并高于市场预期, 较上个月有所回升。7 月份实际新屋开工数从 6 月份的 53,400 套降至 51,200 套, 单户型住宅新屋开工数由 451,000 套下降至 432,000 套, 降幅为 4.21%, 两户或两户以上的多户型住宅开工则大幅反弹, 升 32.56%, 至 114,000 套。此外, 7 月份建筑许可降低 3.1%, 折成年率为 565,000 套。

3、销售: 美国全国地产经纪商协会 24 日表示, 7 月份成屋销售环比猛降 27.2%, 同比下降 25.5%, 折成年率为 383 万套, 降幅远高于 14.1% 的预测值。同时, 库存增加压低了价格。分地区来看, 全美各个地区成屋销售价格均大幅下跌。美国东北部地区 7 月份的成屋销量下降了 29.5%, 南部地区的销量下降了 22.6%, 西部和中西部地区的销量分别下降了 25% 和 35%。新屋销售再次下降, 7 月新屋销售 276,000 套, 环比下滑 12.1%。受销售不畅的情况仍未没有改善, 存销比继续大幅攀升, 7 月成屋存销比为 12.5, 环比飙升 40.45%, 7 月新屋存销比为 9.1, 环比上升 13.75%。

4、房价: 美国 5 月经季节调整标准普尔/Case-Shiller 房价指数较上月上涨 0.4%, 高于 0.1% 的预期。未经季节调整的标准普尔/Case-Shiller 房价指数较上月上涨 0.8%, 同样高于上涨 0.2% 的预期值, 同比涨幅则为 3.8%。7 月现房销售均价上升至 23.2 万美元, 环比上升 0.9565%, 新房均价则下跌至 23.5 万美元, 跌幅增至 5.24%。

7 月美国房地产市场出现了历史性的大幅下滑, 一方面从实体经济上来说, 目前处在 18-20 年的库兹涅茨周期的调整点上, 在失去了政策拉动的情况下, 出现历史低位的情况尽管超过我们及市场的预期, 但仍可理解, 而进一步出现大幅下滑的可能性在不断缩小。另一方面在经历显著地大幅下跌后, 从政策上来说, 再次针对房地产出台刺激性的政策可能性不大, 而且即使出台, 这方面政策对地产销售的提振也相当有限。而我们更加应当关注库存持续上升可能给房价带来的压力, 这将会对银行资产风险产生进一步的威胁, 无论是对金融业的支持政策还是本身银行业风险的变化都更值得跟踪。

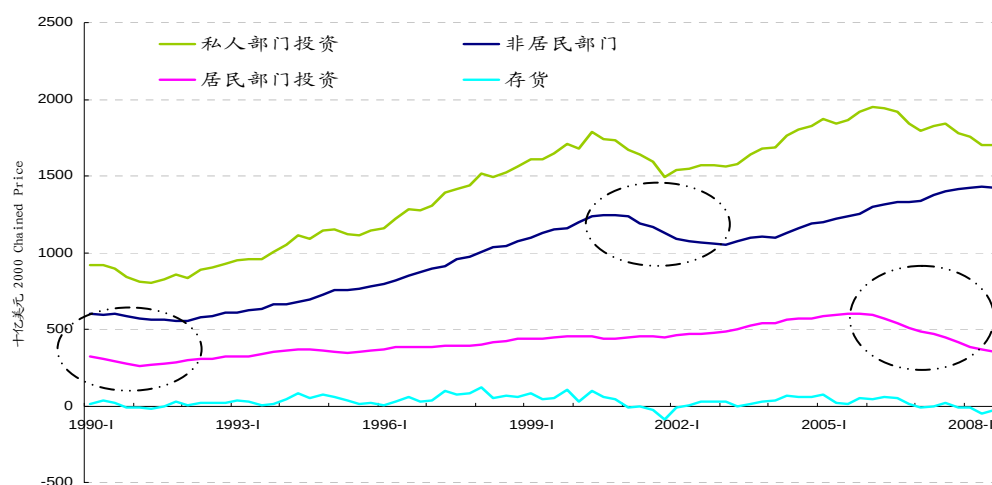
首先, 从房地产周期的角度来看, 自金融危机以来, 本轮美国房地产泡沫的破裂已经进入了一个经典的库兹涅茨周期下的调整阶段。而在这个过程当中, 房地产销售出现历史低位水平的下滑, 也是可以理解的, 并且我们认为快速的大幅度下滑之后, 未来继续大幅下行的可能性已经在逐渐的缩小。美国经济学家库兹涅茨在上世纪 30 年代初曾提出经济运行中存在着一个比较典型的长度在 18-20 年左右的经济波动, 这种波动体现在经济的诸多方面, 但在建筑业中表现的尤为明显, 后来也有人将建筑业或房地产业表现出的长周期现象称为库兹涅茨周期。事实上, 当时美国经济学家霍伊特在对芝加哥地区的土地和房地产建筑活动进行了历史研究后也发现这一长达 18-20 年的房地产周期, 并且该周期的波动要远远大于经济总量 GDP 的波动幅度, 这造成房地产泡沫的破灭通常会对实体经济产生较大的拖累, IMF 在 2003 年也曾对 14 个发达国家的房地产价格做过详细研究, 同样发现房地产两次大的崩溃或萧条 (定义为房价下滑超过 14% 以上) 之间的间隔在 20 年左右。此外, 后续的研究还发现, 房地产危机与金融危机、银行业危机也是息息相关。

表 1: 美国建筑业周期与衰退 1818-1929

建筑业周期高点	经济衰退开始于
1818	1819
1836	1837
1856	1857
1871	1873
1892	1893
1916	1918
1927	1929

资料来源: 长江证券研究部

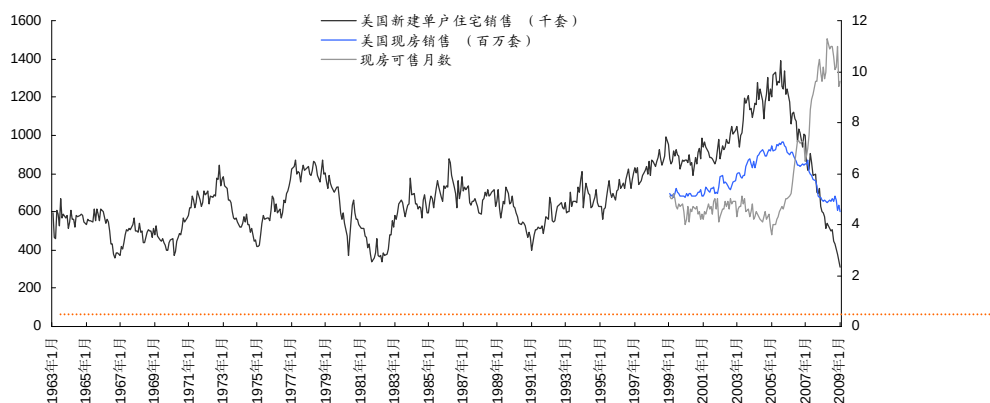
图 1: 美国私人投资额 1990-2008



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

回顾之前, 上一轮美国建筑业的周期调整还要追溯到储贷危机爆发末期的 1980 年代末和 90 年代初, 当时新屋开工在 1990 年末才触底反弹, 房屋销售也几乎在同一时期见底, 此后尽管价格仍在下跌, 但是住宅投资于 91 年 2 季度已经开始出现环比正的增长, 且增速较为强劲。以此算来上一轮房地产周期的调整与本轮相差也是 18 年, 可以看作是一个典型的库兹涅兹周期, 这在下面美国私人投资的分解图中同样可以清晰地看出。

图 2: 美国新房与现房销售量 1963-2009



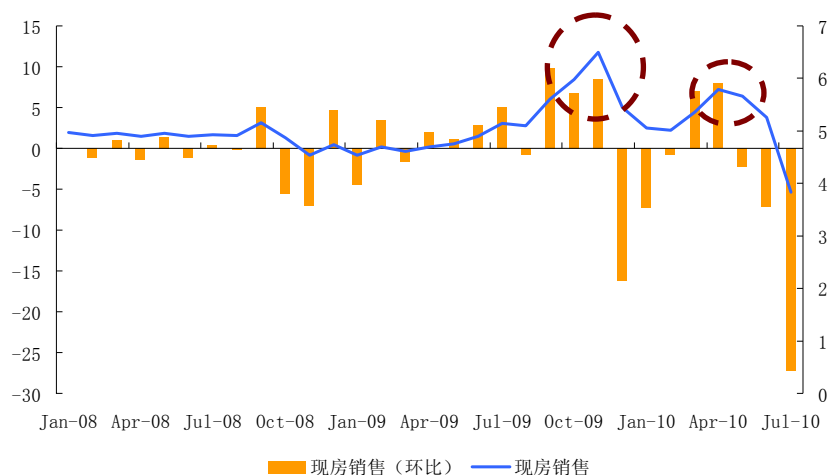
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

其次, 在针对房地产的刺激计划方面, 在退税政策刺激消退之后的几个月中, 美国房地产销售方面出现了持续的下滑, 这和我们年初的判断也是相一致的, 不过在程度上, 伴随着就业、消费等等主要数据的同步下滑, 地产销售下滑的幅度远超出我们、和整个市场的预期。在这样的背景下, 在未来是否可能继续重启新一轮的退税刺激政策, 或者类似退税的其他刺激房地产市场的计划? 总的来说, 我们认为即使在未来重新实施类退税的刺激计划, 也将难以达到之前两次对房地产的提振效果, 因此寄希望于通过政策刺激再去快速拉动房地产市场的景气程度是不太现实的, 结合目前处在大周期拐点的判断, 地产需求的缓慢恢复是大概率的事件。

一方面, 经过两轮的退税政策刺激, 对于原有的购房刚需已经产生了很大程度的释放, 已被透支的住房需求决定了即

使新一轮的刺激计划边际提振的效应也会呈明显递减趋势。在下图中我们对比了，去年开始的两轮退税政策对房地产销售提振的效果。我们可以看到，无论是从环比的拉动情况，还是绝对数量的刺激结果，延续后的退税计划下现房销售的回升情况都明显的弱于首次刺激的过程。这种已有的边际效应减弱事实既表明了刚性的购房需求已经被充分释放甚至有透支的可能性，同时也在政策面上降低了再次出台新的类退税的地产刺激计划。

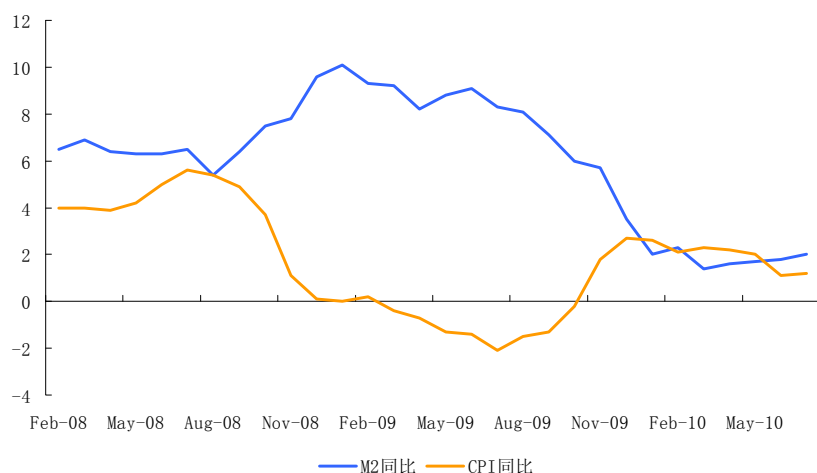
图 3：退税计划对现房销售的影响



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

另一方面，目前就业、消费均处在大幅下滑的势头中时，仅想依靠地产政策就能快速提升销售情况，只是独木难支，经济基本面的支撑很重要。与其类似的，还有已维持较长时间的低利率政策，和大规模的量化宽松政策。扩张性的货币政策目的在于通过降低资金成本来间接刺激投资需求甚至消费需求，但长时间的低利率和大量的货币投放量在当前不仅没有引起显著地通货膨胀局面，甚至仍旧处在通缩的边缘，而通胀在年初时是很多投资者所最担心的问题。之所以没有出现通胀的原因，原因就在于，在就业和消费持续处在弱势的情况下，企业的信心和消费者信心本身并没有发生明显的回升，因此即使很低的成本或者优惠也难以刺激投资和消费，如下图。

图 4：M2 同比与 CPI 同比均处在低位



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

同样的逻辑在房地产市场上同样也适用。我们在分析上半年 3、4 月份退税刺激计划成功的同时，不应忽略了上半年就业、产出和消费等数据起到的作用。同样，在分析未来可能发生第二轮刺激计划的作用时，我们也必须考虑上述经

济指标能否有效地提振房屋购买者的信心。5 月份以来的就业和消费都呈现出持续的下降势头，并且仍未出现筑底的迹象，如图。三大短期因素对经济的刺激效应已经基本消失，在这样“真实收入”难以得到支撑的背景下，即使出台了新的地产刺激政策，其对于房屋销售能够有多大的拉动我们也不抱有积极的态度。房地产市场的复苏可能在第三、第四季度都难以录得良好的表现。

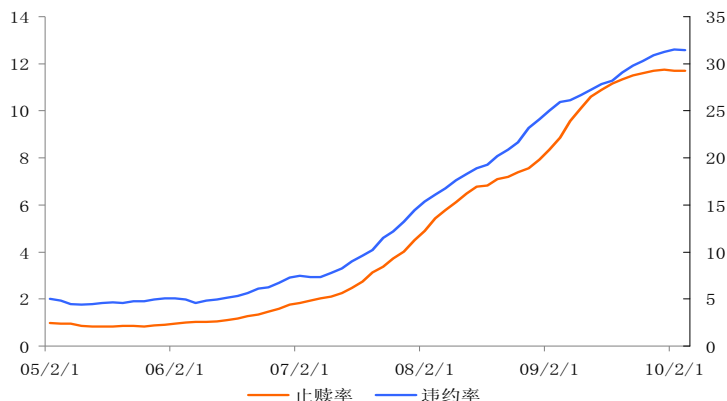
图 5：5 月份以来的就业、消费持续大幅滑落



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

另外，美国政府在财政赤字上的捉襟见肘也令新的地产刺激政策再度出台难以实现。美国政府债台高筑，削减赤字的目标使得再次推出大规模刺激政策的可能性极低。7 月 23 日，奥巴马政府公布了一份评估报告，将对 2010 财政年度联邦预算赤字的预期下调 850 亿美元，同时今年年底联邦赤字降至 1.47 万亿美元，而不是此前预期的 1.56 万亿美元，占 GDP 的比例从预期的 10.6% 降至 10%。17 月 6 日 IMF 在《美国经济观察报告》中称，尽管美国经济的前景已有所改善，但政府削减赤字和公共债务的计划过于乐观，并呼吁美国政府加大降低赤字的幅度，奥巴马政府此份报告是对 IMF 的回应，也表明了继续削减赤字的决心。在就业和消费市场持续低迷的情形下，政府首要解决的是非农就业能否持续增长这个事关全局的核心问题，因此在捉襟见肘的困难局面下刺激房产市场的手段有限。

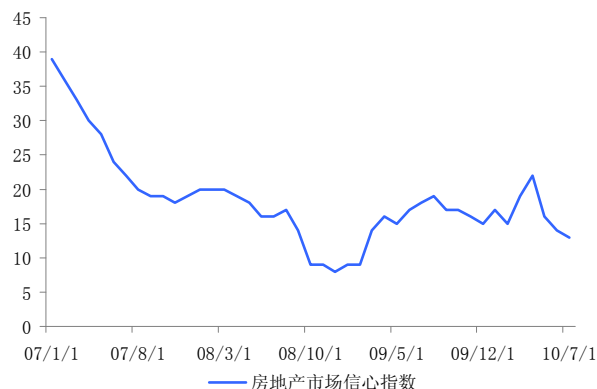
再次，尽管房地产市场方面再进行针对性刺激政策的可能性不大，但是如果地产销售持续性的疲软，那么我们更担心的仍旧是对银行业风险的影响，美国政府对金融领域出台新支持政策的可能性却不容忽视。从公布的 7 月份的成屋销售数据来看，销售量大幅下滑，而存销比也大幅飙升，如图 12。而库存持续的高位以及房地产商对于地产信心的持续低位，这些因素都可能导致地产商通过房价的下跌来消化目前库存的高位情况。而同时面对依旧在高位攀升的房贷违约率和止赎率来说，房价如果持续的下滑，将加大对美国大型银行所面临的资产和金融风险，银行业坏账情况如果再度出现恶化，这将导致政府方面不可能做事不理，因此这方面的政策乃至银行风险的变化，相比较单独针对房地产市场出台刺激政策可能的关注，更值得我们在后期跟踪。

图 6：房贷违约率及止赎率持续高位攀升


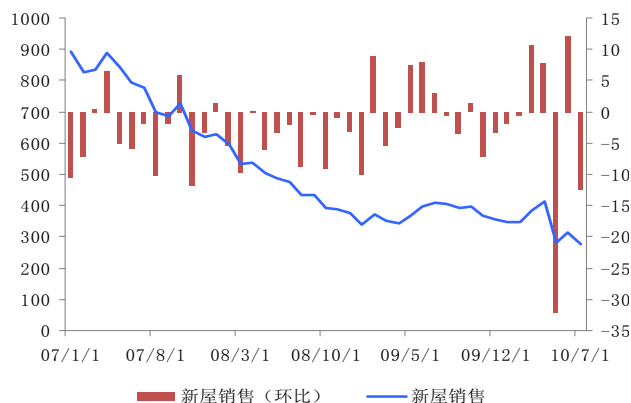
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

最后，在货币政策方面，综合目前更加值得关注的就业和消费数据上的显著下滑，美联储在量化宽松政策上已经开始了一定的放松。在这一次现房销售的继续大幅超预期下滑之后，是否会引起联储在下次的议息会议当中继续放松货币政策？尽管7月的地产下滑幅度相当大，并且创了近27年的历史新低，我们认为，在经济大周期底部拐点的时刻，房地产市场处在低位是可以理解的，并且下半年可能都将会持续在低位的徘徊，但一方面正是由于销售已经快速的接近到了历史区间的底部，下半年大部分的时间内继续下滑的可能性已经较小，另一方面，目前的阶段地产对整个经济的隐患虽然依旧存在，但无论从政府还是联储的角度来看，关注于就业的回升可能是当前更加重要的目标。因此，在货币政策上是否会有进一步的放松，既要看到地产销售下步再下跌的空间有多大，目前是否已经到了一个底部的区域，同时也要看接下来就业乃至消费的数据是否会摆脱近期的短期波动，出现增速放缓甚至向上修复的过程。

总的来说，我们认为由于此次经历的是一个周期的底部拐点，因此出现房地产市场的大幅下滑至历史的底部区域也是合理的，在政策方面，相比于关注地产是否会有一个新的刺激计划，我们更加倾向于提示地产库存大幅上升，信心下滑而给房价造成的持续压力，这可能会进一步打击目前美国脆弱的银行体系，其资产风险的加大也可能会催动政府对此采取一定的变化。而货币政策是否继续放松，仍需要对未来1-2个月内就业、消费数据趋势的确认。

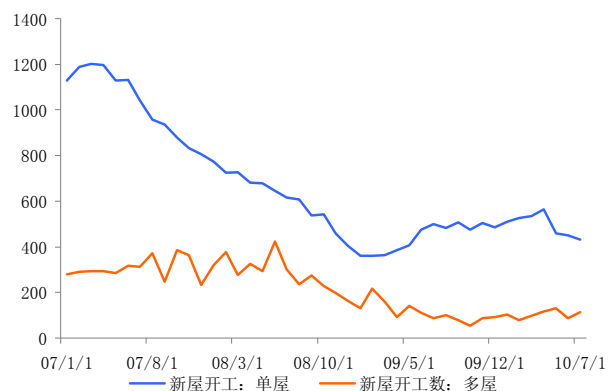
图 7：住房信心指数


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 8：新屋销售


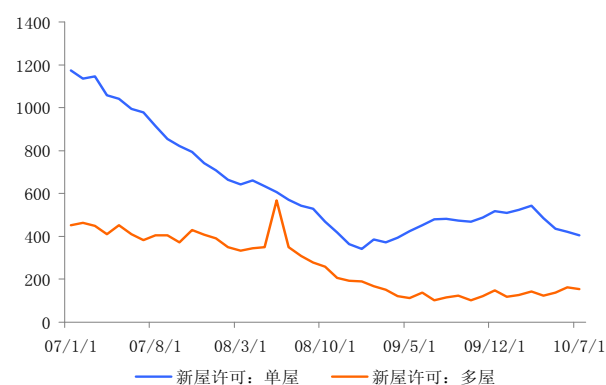
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 9: 新屋开工数



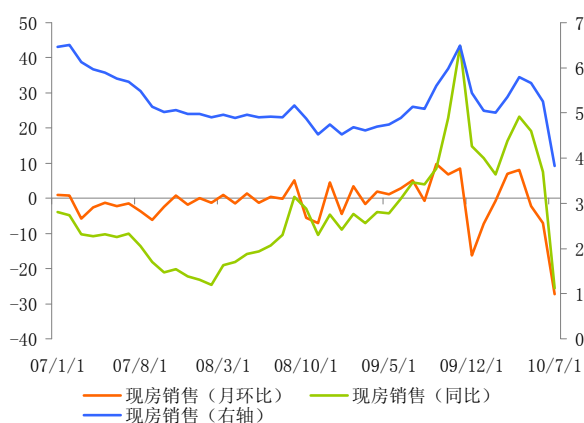
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: 新屋许可



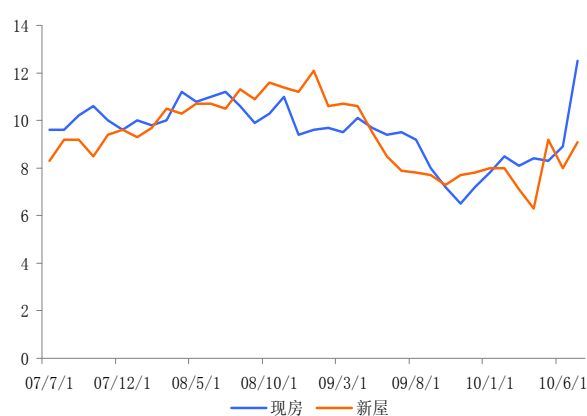
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 11: 现房销售



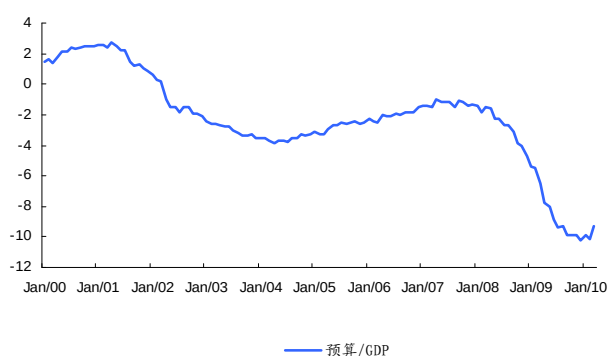
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 12: 现、新房存销比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 13: 美国赤字占 GDP 比重



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。