

美国房市：潜龙在渊

(2012 年 1 月 30 日)

要点：

- 从美国情况来看，经济继续保持稳健复苏。GDP 增速逐季加快，分项指标也持续向好。但政策当局仍谨慎为上，将低利率时间延长，并准备适时推出 QE3。
- 从欧洲情况来看，金融市场和实体经济都出现了喘息之机，特别是一系列景气指标表现良好。但欧债危机的积重难返和经济增速停滞不前，将考验欧洲当局。
- 从亚太地区来看，政策放松成为主流选择。日本央行维持基准利率不变，但对进一步放松政策持开放态度。印度下调存款准备金率，泰国降息 25 个基点。
- 美国房地产市场持续回暖，包括供求形势、止赎数量、消费者信心以及抵押贷款申请等都表现良好，预示着房地产市场可能会从持续近 3 年的底部走出。
- 美国房地产市场复苏将会通过消费渠道、投资渠道以及银行业渠道支持实体经济。与 2010 年依靠政策刺激的人为复苏不同，这次复苏将更为稳健持久，从而为 2012 年的美国经济注入活力。

• 宏观经济研究团队

胡新智 付兵涛
范俊林 王静文
李新祯 李 莉
袁 江 韩 蓓
杨 伟

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

出口如何稳中求进（宏观经济周评，20120116）

2012 年需要重点关注的五个问题（宏观经济周评，20120109）

房价应该如何合理回归？
（宏观经济周评，20111226）

声明：

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

美国房市：潜龙在渊

上周适逢中国传统春节，国内消息面波澜不惊，由于时间冲突，中国领导人甚至缺席了一年一度的达沃斯世界经济论坛。但国际经济却并不平静，欧债危机仍然是焦点话题，主要国家的政策走向也时时牵动市场神经。

从美国情况来看，经济继续保持稳健复苏。美国商务部上周五公布的 2011 年第四季度 GDP 环比折年率增长 2.8%，创下近一年半以来的最大增幅。回望全年，美国经济表现可谓一波三折：一季度 GDP 初值由 1.8% 大幅下修至 0.4%、标普下调美国信用评级以及年中的债务上限争端，都让人对美国经济复苏充满疑虑，但从下半年以来，经济增速却逐季加快，分项数据也持续好转。

从上周公布的其他数据来看，劳动力市场仍有反复，1 月 21 日当周首次申请失业金人数增加了 2.1 万至 37.7 万，但四周移动均值则下降 0.25 万人至 37.75 万，仍处于 40 万人的历史均值之下。美国去年 12 月的耐用品订单环比上升 3.0%，连续第三个月上升，包括企业资本支出在内的各分项指标均持续增长，显示制造业仍保持着复苏势头。上周公布的两个景气指标也表现不俗：世界大型企业联合会公布的 12 月份领先指标上升 0.4%；1 月份的密歇根大学消费者信心指数终值为 75，是近一年来的最好表现。

尽管实体经济出现越来越多的好转迹象，但美国政策当局却仍保持谨慎态度。美联储上周三首次公布的利率水平预测显示，目前接近于 0 的基准利率可能将维持到 2014 年底，比此前预计的 2013 年中要更长。伯南克表示，美联储已做好出台进一步经济刺激举措的准备，这意味着第三轮量化宽松政策（QE3）仍然在决策层的视野之内。在上周的达沃斯论坛上，美国财长盖特纳表示，房地产拖累了美国经济复苏的步伐。但从最新的情况来看，美国房地产市场也开始复苏，在 2012 年可能会有出人意料的表现。下文我们将结合最新数据对此进行分析。

从欧洲情况来看，金融市场和实体经济都出现了喘息之机。尽管三大评级机构仍然在对欧洲国家和欧洲银行业扣动扳机，但市场显然已经出现审美疲劳，并没有表现出过激反应。上周的消息面利好偏多，盖特纳暗示美国可能向 IMF 注资以帮助欧元区摆脱困境，希腊政府与私人债权人的谈判即将达成协议等，都推动市场风险情绪上涨，欧元兑美元继续升值，各国国债收益率均出现下降。但欧元区问题远未解决，面前至少还有三道坎：当务之急是如何应对 2-4 月间出现的再融资高峰，中期内如何通过财政紧缩和结构调整来稳定市场以及重建竞争力，长期内则是如何解决统一货币政策与分散财政政策之间的矛盾。

实体经济方面，欧洲情况也出现一些好转迹象，特别是一系列景气指标。上周一欧盟委员会公布的 1 月份消费者信心指数由 -21.3 上升至 -20.6，近 7 个月以来首次上升，同日公布的 Sentix 投资者信心指数由 -24.0 上升至 -21.1，近 6 个月以来首次上升。上周二 Markit 公布的

制造业 PMI 初值为 48.7%，服务业 PMI 初值为 50.5%，均为连续第 5 个月上升，综合 PMI 初值为 50.4%，连续三个月走高之后再度站上 50% 的荣枯分界线。上周三公布的德国 1 月份 Ifo 商业景气指数由 107.3 升至 108.3，连续第三个月上升，并好于市场预期；上周四公布的德国 2 月 Gfk 消费者信心指数由 5.7 上升至 5.9，连续第 5 个月上升。但是，英国上周三公布的去年第四季度 GDP 环比下降 0.2%，出现近一年来的最大跌幅，而去年第三季度还是 0.6% 的正增长。由此来看，欧元区第四季度出现负增长的可能性较大。市场预计英格兰银行可能会在今年 2 月份扩大量化宽松规模，欧洲央行也有继续降息的可能。

从亚太地区来看，政策放松成为主流选择。上周二日本央行举行了议息会议，决定维持利率在 0-0.1% 的水平不变直至物价稳定，并下调了经济增长的预测值。上周五日本央行公布了 12 月议息会议的纪要，部分委员认为，如果日本经济金融环境恶化，将会进一步放松货币政策。实际上，这也是在日本再度陷入通货紧缩和增长乏力情况下的无奈之举。上周五公布的 12 月份全国核心 CPI 同比下降了 0.1%，连续第三个月下降，由于经济复苏放缓以及日元持续强势，日本很难走出通缩泥潭。同日日本经济产业省公布的 12 月份零售数据同比上升 2.5%，近 3 个月来第二次出现上升，在出口不利的情况下如果内需能够扩张，则日本经济在 2012 年仍有温和复苏的可能。

上周二印度央行将回购利率维持在 8.5% 的水平，在此前连续 13 次加息之后紧缩步伐开始放慢，但由于物价仍处于高位，央行对降息

持谨慎态度，而选择将存款准备金率从 6.0% 下调至 5.5%，以缓解流动性紧张的局面。上周三泰国央行降息 25 个基点至 3.0%，以对冲近期严重洪灾和全球经济放缓造成的冲击，这是去年 8 月份以来泰国的连续第 2 次降息。

上周二 IMF 公布了最新版的《世界经济展望》。在这份每季度更新一次的报告中，IMF 将 2012 年的全球增长预期由 4% 调降至 3.3%，认为欧元区不断加剧的紧张局势和其他地区的脆弱经济将会对全球复苏构成威胁。此外，还对全球多数经济体的增长预测做了下调，而对美国的预测则与上次持平，均为 1.8%。这意味着美国 2012 年的经济增速可能会快于 2011 年（1.7%），无疑将会成为全球经济复苏的中流砥柱。

此前房地产市场是引发本轮金融危机的源头，也是美国经济复苏的主要拖累，但从近期的情况来看，这块短板正在逐渐补齐。经过近三年的低位徘徊之后美国房市已经展现出越来越多的复苏迹象，2012 年或许会有出人意料的表现，从而为美国经济注入动力。

首先，美国房屋供过于求的形势有所缓解。12 月份美国成屋销售环比增长 5.0%，连续第三个月上涨，成屋可售数已经降至 6.2 个月，接近 6 个月的正常去库存化水平；12 月份新屋销售虽然环比下降 2.2%，在连续三个月增加之后有所回落，但新屋可供销售数已经低至 6.1 个月，同样接近历史正常水平。其次，房屋止赎案例数量已经由 2010 年 3 月的 36.7 万套下降至 2011 年 12 月的 20.5 万套，是近一年多以来的最低水平。再次，消费者信心开始回升。房利美 1 月 9 日发布的消

费者调查显示，去年 12 月份预测房价上升的人数自去年 5 月份以来首次超过预测下降的人数，整体预测未来 12 个月房价将会上涨 0.8%，是大半年来的最高水平，认为可以出手买房的人数也在增加。^①最后，抵押贷款申请开始增加。由于美联储将在较长时期内维持接近于零的基准利率，目前长短期的抵押贷款利率均接近历史最低水平，相应的 MBA（抵押贷款银行协会）市场综合指数已经达到 2010 年 11 月份以来的最高水平。这些因素将会支撑房地产市场在 2012 年继续复苏。

房地产业主要通过以下途径对美国经济产生影响：首先，房价的波动会通过家庭净财富、借款能力和支出水平的变动影响消费。其次，住房建设会通过影响建筑、建材等相关行业的支出水平影响投资，进而通过就业市场影响消费。此外，房地产市场波动还会影响房贷违约率和止赎规模，进而影响到银行信贷扩张的意愿。

首先来看消费。近期一个值得关注的数字是美国去年 3 季度的住房自有率由 2 季度 65.9% 上升至 66.3%，这是自 2009 年 3 季度以来的首次上升。住房自有率回升，再加上房价的上涨，将会改善美国家庭的资产负债表，房地产的财富效应也将得以发挥。此外，去年 12 月份美国房地产业的就业人数达到了 2010 年 4 月份以来的次高水平，就业市场也在持续好转。房利美的调查也显示，认为个人金融状况改善的人数明显上升。存量财富和流量收入的增加，将为消费扩张提供基础，从而会带动美国经济增长。作为佐证，美国家庭储蓄率去年 11 月份已

^① 报告全文可参见房利美网站，<http://www.fanniemae.com/portal/research-and-analysis/housing-monthly.html>

经降至 3.5%，是金融危机爆发以来的最低值。

其次来看投资。去年 11 月份美国建筑支出环比上升 1.2%，达到 2010 年 6 月份以来的最高水平；12 月份的新屋开工数虽然环比下滑 4.1%，但开工数量仍然是近 20 个月以来的次高水平，住房投资并未受到削弱。去年建筑和住宅占 GDP 比重约为 4.9%，远低于危机前 10 年接近 9% 的平均水平，这意味着，如果房地产市场继续复苏，相关投资将会有比较大的上升空间。

最后来看银行业。本轮金融危机从房地产业发端，最终席卷整个金融市场，也使银行业遭受重创。房贷违约和止赎率的上升曾经拖垮了无数中小银行。从近期情况来看，止赎率已经开始下降，小银行倒闭数量也明显减少，但银行的不动产抵押贷款量仍未明显增加，仍处于观望状态。预计随着房价继续反弹，银行业的资产负债表会明显改善，放贷能力也将相应提高。

总之，在沉寂三年多之后，房地产市场将会在 2012 年步入复苏通道。与 2010 年那次依靠“购房抵税”政策带来的人为复苏不同，这次复苏将更为稳健和持久。作为一个强周期行业，房地产的启动将会为美国经济增长做出更大的贡献。当 2012 年全球经济继续笼罩在欧债危机的阴影下时，美国可能会有让人眼前一亮的表现。

图 1: 美国新屋与成屋交易量 (万套)

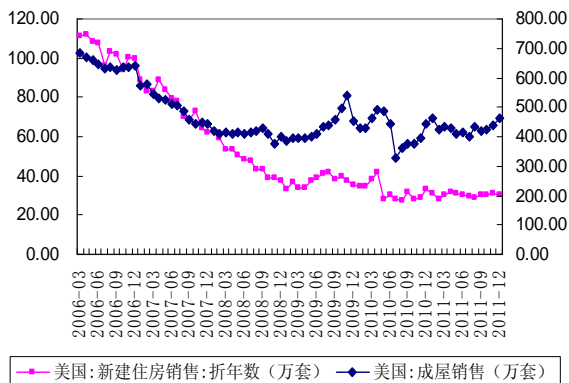


图 2: 美国新屋与成屋库存情况 (月)

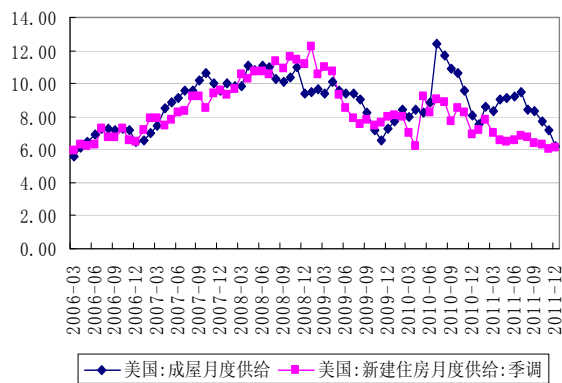


图 3: 美国止赎房屋案例 (件)

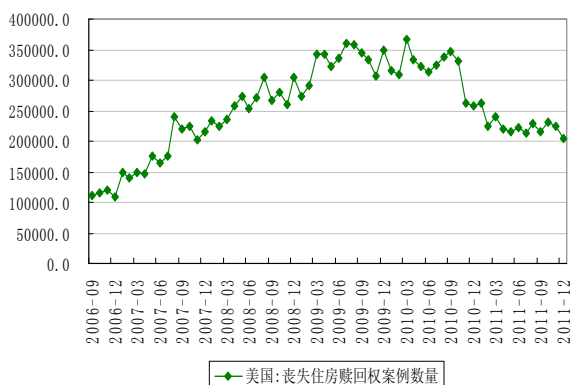


图 4: 房利美调查未来 12 个月房价预期 (%)

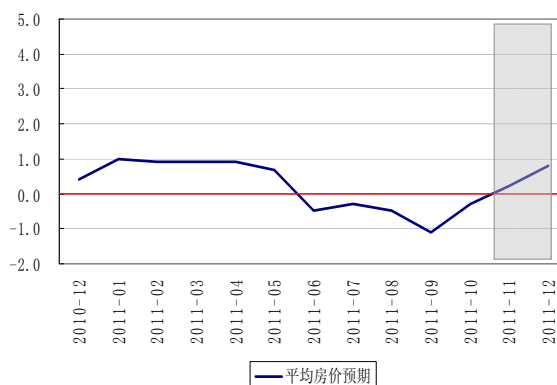


图 5: 美国抵押贷款利率 (%)

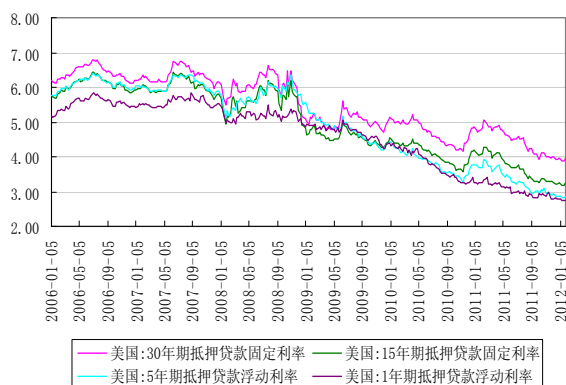


图 6: 美国 MBA 市场综合指数



图7: 美国住房自有率 (%)

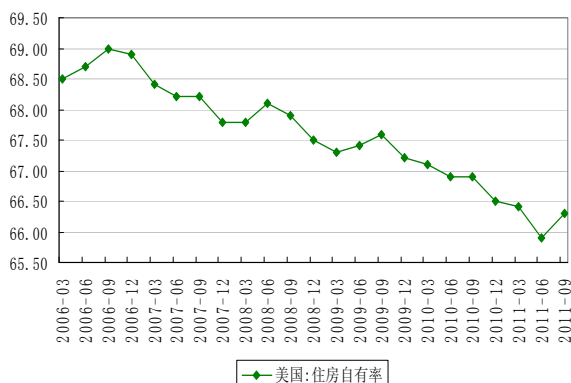


图8: 建筑业就业情况 (千人)

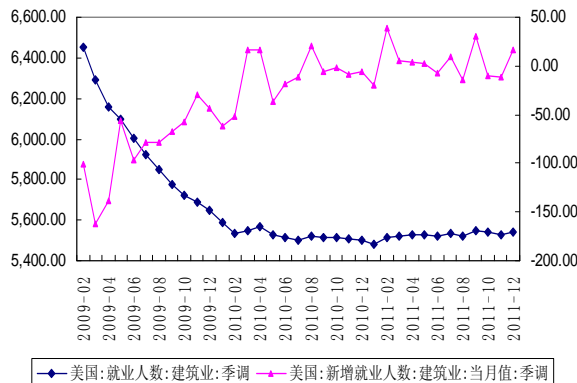


图9: 美国个人储蓄率 (%)

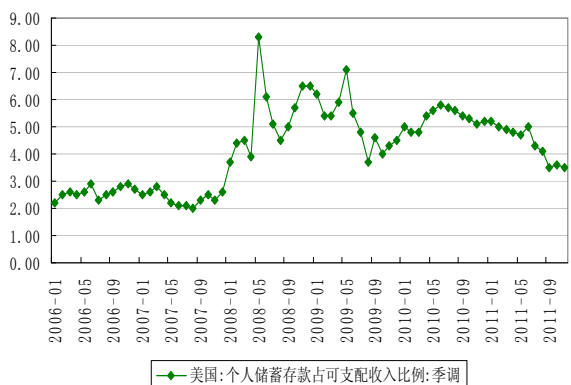


图10: 美国新屋开工数 (千套)

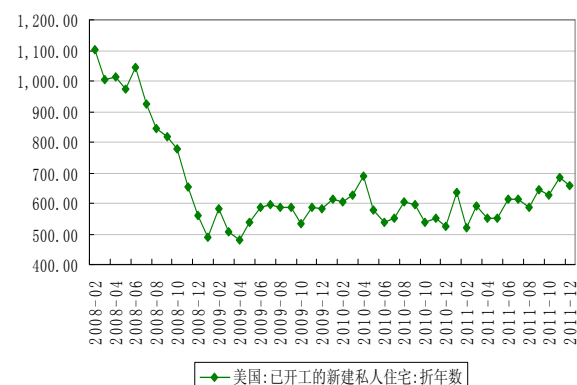


图11: 美国建造支出 (百万美元)

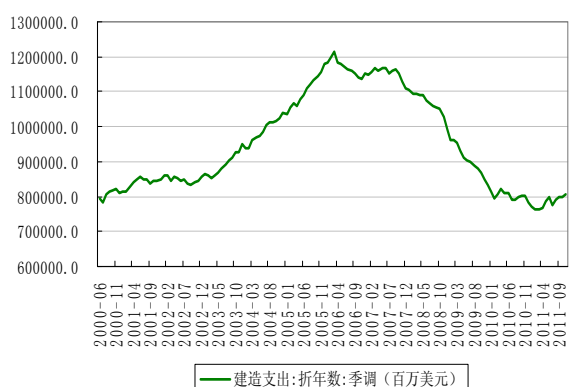
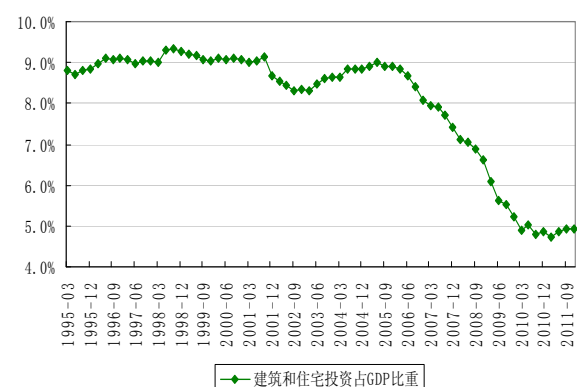


图12: 美国建筑和住宅投资占GDP比重 (%)



注: 以上数据均来自 wind 资讯和农行战略规划部。

附 1：宏观经济主要数据概览

		10-12	11-1	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10	11-11	11-12
国内生产总值 自年初累计														
GDP	人民币, 十亿	40151			9710.1			20578			32122			47156
	同比增长, %	10.4			9.7			9.6			9.4			9.2
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	13.5	-	14.90	14.80	13.40	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8
其中: 轻工业	同比增长, %	13.0	-	13.10	12.80	11.90	12.9	13.9	12.8	13.4	12.8	12.1	12.4	12.6
重工业	同比增长, %	13.7	-	15.60	15.60	14.00	13.5	15.6	14.5	13.5	14.3	13.7	12.4	13.0
消费 当月														
消费品零售	人民币, 十亿	1533	1525	1377	1359	1365	1470	1457	1441	1471	1586	1655	1613	1774
	同比增长, %	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2	17.3	18.1
其中: 城镇	人民币, 十亿	1326	1326	1192	1180	1185	1277	1258	1249	1278	1354	1436	1397	1532
固定资产投资 自年初累计														
固定资产投资	人民币, 十亿	24141	-	1744	3947	6272	9025	12457	15242	18061	21227	24137	26945	30193
	同比增长, %	24.5	-	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.90	24.9	24.5	23.8
房地产投资	人民币, 十亿	4827	-	425	885	1334	1874	2625	3187	3778	4422	4992	5548	6174
	同比增长, %	33.2	-	35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.00	31.1	29.9	27.9
外商直接投资 自年初累计														
实际利用金额	美元, 十亿	105.74	10.03	17.82	30.34	38.80	48.03	60.89	69.19	77.63	86.68	95.01	103.77	116.01
	同比增长, %	17.4	23.4	27.1	29.4	26.0	23.4	18.4	18.6	17.7	16.6	15.9	13.2	9.7
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	154.1	150.7	96.7	152.1	155.6	157.0	161.9	175.2	173.2	169.6	157.4	174.5	174.7
	同比增长, %	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	15.9	13.8	13.4
进口	美元, 十亿	141.1	144.3	104	152	144.3	144.1	139.7	143.6	155.6	155.2	140.5	159.9	158.2
	同比增长, %	25.6	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	17.9	22.9	30.2	20.9	28.7	22.1	11.8
贸易差额	美元, 十亿	13.1	6.5	-7.5	0.08	11.4	13.0	22.2	31.5	17.8	14.5	17.0	14.5	16.5
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数同比, %		4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2	4.1
商品零售价格指数同比, %		4.1	3.7	4.3	4.6	4.7	4.9	5.8	6.1	6.0	6.0	5.3	4.0	3.8
工业品出厂价格指数同比, %		5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7	1.69
货币														
M0	人民币, 十亿	4463	5806	4727	4485	4549	4460	4448	4518	4578	4715	4658	4731	5075
	同比增长, %	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9	12.0	13.8
M1	人民币, 十亿	26662	26176	25920	26626	26677	26928	27466	27055	27339	26719	27655	28142	28985
	同比增长, %	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	11.6	11.2	8.9	8.4	7.8	7.9
M2	人民币, 十亿	72585	73388	73613	75813	75738	76339	78082	77292	78085	78741	81683	82549	85159
	同比增长, %	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9	12.7	13.6
金融机构存款	人民币, 十亿	71824	71283	72602	75284	75620	76733	78643	77973	78680	79410	79188	79511	80937
	同比增长, %	20.2	17.3	17.6	19.0	17.3	17.1	17.6	16.3	15.5	14.2	13.6	13.1	13.5
金融机构贷款	人民币, 十亿	47920	48350	48887	49474	50210	50769	51403	51894	52243	52913	53499	54060	54794
	同比增长, %	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8	15.6	15.8
贷款利率	一年期, %	5.81	6.06	6.06	6.06	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
存款利率	一年期, %	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
汇率(期末)	人民币/美元	6.623	6.589	6.575	6.556	6.499	6.485	6.472	6.442	6.3867	6.3549	6.3233	6.3482	6.3009

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略规划部

本报告中的数据和信息均来自于公开资料, 但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见, 不构成对阅读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。