



美国房地产市场研究及对我国的借鉴意义

联合资信 工商一部 杨哲 李想

本文回顾了美国房地产市场发展历程、分析美国房地产的特征以及长期繁荣的关键因素以及现阶段美国房地产市场的竞争格局，并与我国房地产业发展现状进行比较分析，结合美国房地产业的发展历程以及稳态特点，尝试对我国房地产行业未来发展做出判断。

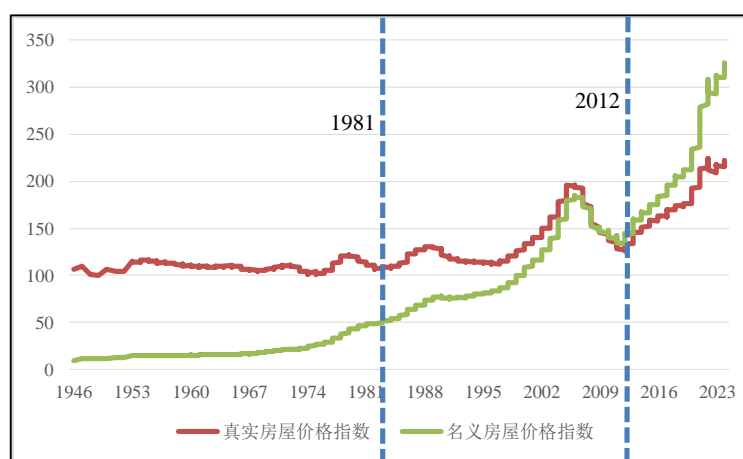


联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、美国房地发展历程回顾

二战后世界格局重塑，美国迅速崛起为全球政治和经济的主导力量。美国战后繁荣亦是房地产行业黄金时代的开端，伴随美国钢铁、汽车、电子、信息技术和互联网等产业的变迁及城市化进程推进，房地产行业历经沉浮，从高速波动的发展逐步趋于成熟稳定的格局。我们将战后美国房地产近 60 年的发展依据房屋真实价格指数大致分为 3 个阶段，第一阶段为战后繁荣至危机四伏（1946—1981 年），此阶段需求与供给同步发展，真实房屋价格指数由平缓逐步趋于波动；第二阶段为新经济泡沫的催生及破灭（1982—2012 年），此阶段房屋真实价格指数波动显著增强，房地产与金融市场绑定加深，房价走向非理性增长并在泡沫破灭后急转直下，2007 年到 2009 年次贷危机中房屋价格指数下降 20% 以上；第三阶段为后危机时代（2013 年至今），在货币和财政政策刺激下真实房屋价格指数逐步修复上行，但新增需求增速放缓，以存量交易和运营为主的行业格局确立。

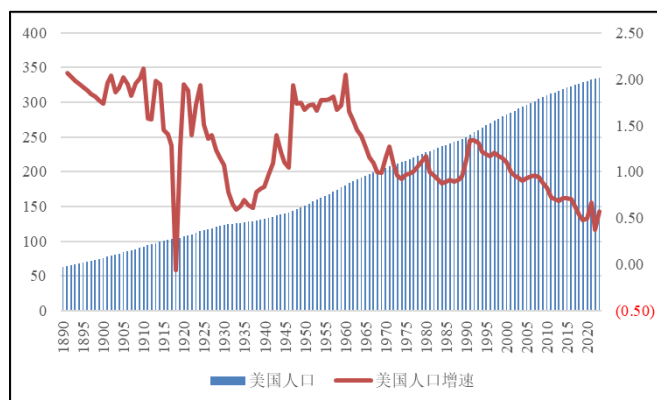


注：真实房价指数以 1890 年为基准（100），通过名义房价指数除以 CPI 指数计算
资料来源：Robert Shiller《Irrational Exuberance》、S&P CoreLogic Case-Shiller

图 1.1 美国房屋价格指数

（一）战后繁荣至危机四伏（1946—1981 年）

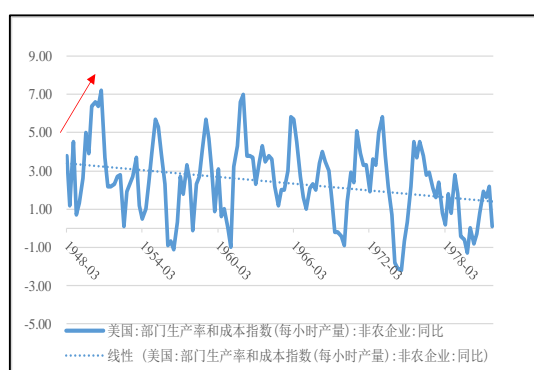
1945 年 8 月，日本天皇宣读《终战诏书》标志着二战的落幕，近美国人口十分之一的美国士兵回归家庭，而统制经济时期的新建房屋量远满足不了归国士兵的购房需求，住房短缺影响下，1946 年至 50 年代中期房屋真实价格有所抬升。与此同时，美国迎来未来持续约 20 年的婴儿潮，家庭规模的扩大促使家庭住房面积的要求提升，为后续房地产发展提供了良好的人口基础，1946—1950 年成为美国房地产繁荣的开端。



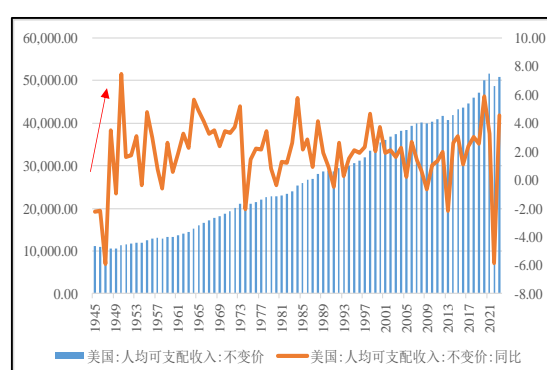
资料来源：美国人口普查局

图 1.2 美国人口数量及增速（百万人、%）

战后繁荣二十年背后离不开美国制造业发展的支撑。彼时英法德日等工业国家遭受战争重创，唯美国保留着完好的工业实力，在绝对优势下以美国为中心的贸易与货币体系确立。美国以钢铁和汽车工业为主导的制造业在旺盛的战后重建需求下快速发展，同时美国于战争中积累的科技储备在战后开始推向民用领域，以 IBM 为代表的美国电子产业巨头掀起第三次科技革命序幕，企业生产效率快速提升，人均可支配收入快速增长，购房主力中产阶级崛起。



资料来源：Wind

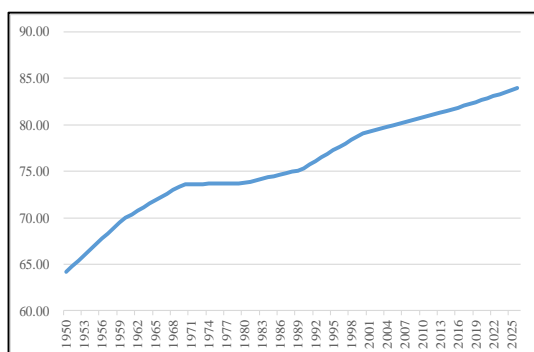


资料来源：Wind

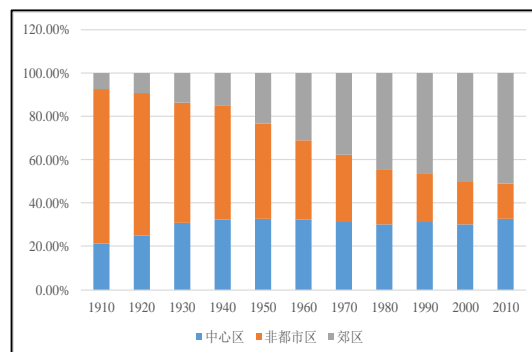
图 1.3 1948—1981 年美国企业生产效率（%）

图 1.4 美国人均可支配收入（美元、%）

二次工业革命完成及二十世纪初欧洲移民潮影响下，美国二战前完成城市化快速增长期，1950年美国城市化率已达到64.15%。伴随政府加快城市道路交通建设、汽车产业发展带动家庭出行方式转变、房屋价格上涨及家庭规模扩大等因素，美国人口向城市中心集聚的传统城市化模式发生变化，战后新型城市化模式形成，大都市中心区人口逐步向郊区转移，从1950到1970年，美国居住郊区的人口比例从23%上涨到37%。



资料来源：Wind



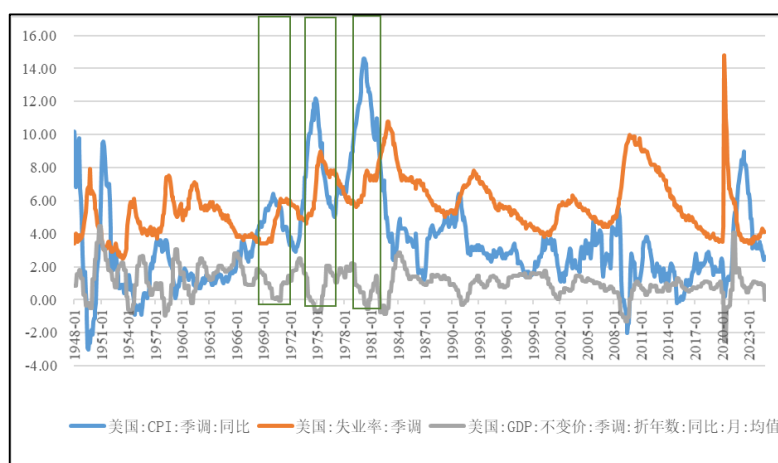
资料来源：美国人口普查局

图 1.5 美国城市化率 (%)

图 1.6 美国郊区人口比例变化

美国政府战后延续了罗斯福新政指定的住房保障体系框架，由美国退伍军人事务部（VA）与联邦住房管理局（FHA）一同提供房贷保险，以政府信用背书降低购房首付比例，1950 年早期政府保险覆盖的住宅占到新开工住宅一半以上，政府福利提供房价上涨动力。1949 年起政府同步开启廉价的公共住房建设，其随后进入市场有助于稳定房屋价格，50 年代后半段至 1960 年，房屋价格基本保持平稳。

在战后看似生生不息的繁荣下，危机开始涌动。60 年代初期，冷战格局下越南战争爆发，美国国内消灭贫困的“伟大社会”福利计划给政府带来较大财政负担，通货膨胀压力抬升。同时，美国电子产业革命在 60 年代开始遇到技术更新瓶颈，企业生产效率增速下降，而德国、日本等工业实力在战后逐步恢复，在汽车等领域赶超美国，对美国制造业形成冲击，60 年代末的美国在未来 10 余年经历了 3 次显著滞涨。



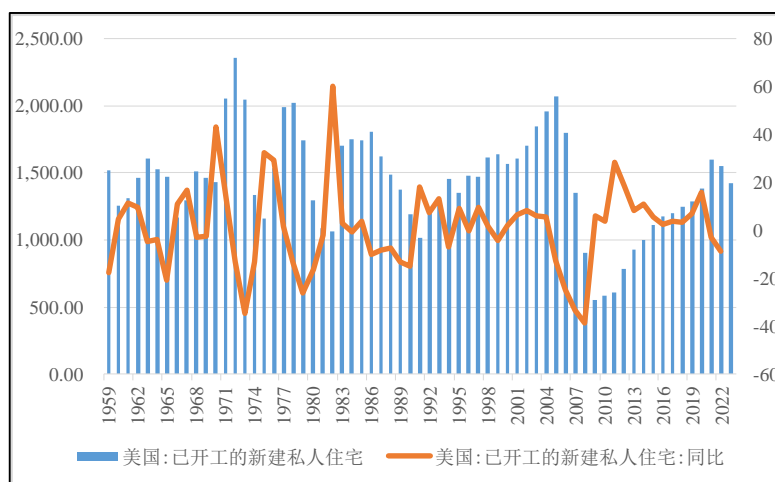
资料来源：Wind

图 1.7 六十年代末至八十年代初美国的三次滞涨 (%)

20 世纪 60 年代末,美国政府对房利美进行私有化改革,使其脱离政府预算束缚,并随后成立了房地美,两房在二级市场大规模购买无政府保险的房屋贷款余额,住房福利政策惠及力度和范围扩大,推升居民住宅购买热情和房屋价格。

1970 年,美国国内通胀压力严峻,美元失去价值支撑,布雷顿森林体系崩溃,美元贬值推升购入房屋保值的市场情绪,1973—1974 年第一次石油危机爆发,原油价格跳升加剧美国通胀压力,美国政府出台石油限价后本土石油企业生产动力不足,对进口原油依赖加深,因而 1979 年爆发的第二次石油危机对美国造成更大冲击,美国滞胀压力再度升级。经济衰退下,美国失业率从 1969 年的 3.5%上行至第二次危机时代的 10.1%,中产阶级房屋购买力迅速下降。名义房屋价格在通胀压力下延续走高,但真实房屋价格和开工量在 1973 年和 1979 年两次转向快速下行,伴随滞胀及房地产行业的波动下行,美国城市化进程进入平台期,1980 年城市化率 73.74%较 1970 年的 73.60%基本没有变化。

战后繁荣带动美国房地产行业在 1960 年开始进入黄金增长期,开工量在 1970—1980 年间迎来高峰,在第二次石油危机后回落至战后低点。在此后数十年里,美国房地产开工量迎来 3 次上行期,但其高点及增速均落后于新建住宅市场飞速发展的 20 世纪 70 至 80 年代。



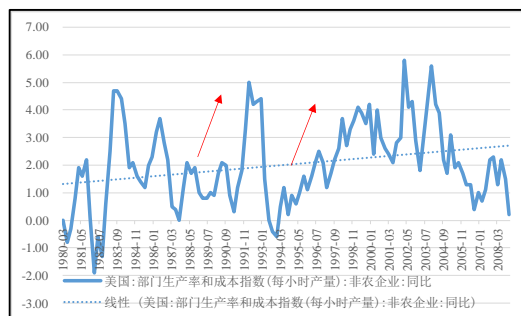
资料来源: Wind

图 1.8 美国已开工新建私人住宅数量及增速(千套、%)

(二) 新经济泡沫的催生及破灭(1982—2012 年)

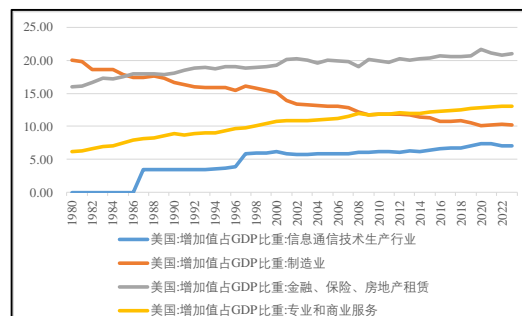
20 世纪 80 年代,以苹果为代表的企业相继推出了个人电脑,计算机在工作环节中得以普及,推动了美国新一轮计算机产业革命;90 年代,在电脑硬件发展的基础上,微软等软件开发公司掀起美国互联网革命的序幕,企业生产效率大幅提升。信息

技术革命使美国进入新经济时代，推动了美国西海岸西雅图至旧金山、硅谷等信息产业城市兴起。60 年代中后期婴儿潮尾部出生的人口逐步进入工作，人口红利持续释放，同时来自于 1989 年美国移民法案改革后的年轻移民流入，为新经济时代繁荣提供劳动力基础，80 年代中后期美国城市化迎来新一轮增长。



资料来源：Wind

图 1.9 信息技术革命下企业生产效率



资料来源：Wind

图 1.10 新经济时代美国产业结构变化

1981 年里根政府采取“减税赤字”的积极财政政策，同时采取较为鹰派的货币政策，并进行恢复自由市场等改革。房地产政策思路也发生转变，从过去增进供给转向需求端补贴，同时政府对两房收购中低收入家庭贷款比例做出最低规定，以支持中低收入家庭购房，1993—2007 年，住房与城市发展部对两房下达的收购中低收入家庭贷款的比例指标从 30% 上升至 55%。

金融行业在监管松绑下迎来自由化浪潮，80 年代以来各大银行和金融机构投身于房地产金融创新，一级市场加大房贷投放并迅速将贷款出售给两房，两房将贷款打包证券化后出售后端金融机构，二级市场对证券产品进行多种衍生创新，但与此同时金融风险开始累积。

伴随科技革命、财政货币政策改革、住房保障体系改革、金融自由化发展，1982 年以来美国经济逐步走出滞胀，真实房屋价格和房屋开工量在 1982—1983 年显著回暖。同时 80 年代以来，美国产业结构逐步完成蜕变，美国由制造业立国转向服务业、金融业立国。

80 年代中后期，在美联储连续加息、国际石油暴跌及政府对储贷行业放松管制等多重因素影响下，储贷危机爆发。储蓄与贷款协会业务为吸收短期小额存款，并向个人提供长期固定利率住房抵押贷款，1982—1983 年，储贷协会资产规模房地产复苏下快速增长，但在美联储加息周期下其“借短贷长”模式受到冲击，负债端成本上升、资产端风险和减值压力同时增长，叠加 1986 年国际石油暴跌引发美国以德克萨斯州为代表的能源州经济和房地产崩盘，区域储贷机构破产并降风险迅速蔓延全国，1988—1991 年间大量储贷机构倒闭破产，美国经济和房地产随之进入衰退周期，房

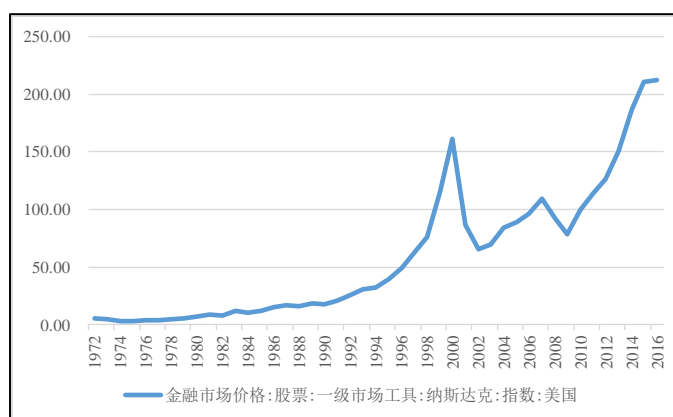
屋价格和开工量于 80 年代末期转向下行，真实房屋价格于 1991 年触底。



资料来源：Wind

图 1.11 美国政策利率和房贷利率变化 (%)

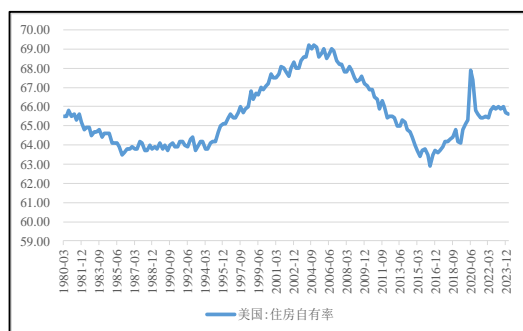
1989 年美国开始着力处理破产倒闭的储贷机构并加强金融监管，同时开启为期 3 年的降息周期，银行信贷逐步修复，90 年代上半叶美国真实房屋价格整体平缓。1995 年美国走出储贷危机，经济增速、真实房屋价格及开工量重新进入上行通道。



资料来源：Wind

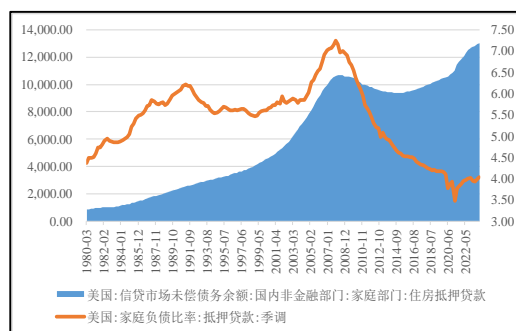
图 1.12 纳斯达克指数变化 (%)

90 年代中后期，在互联网浪潮下美国经济实现了中高速增长。90 年代苏联解体、日本经济崩盘，美国竞争优势突出，吸引各路资本蜂拥而至，1995—1999 年纳斯达克指数上涨 5 倍，资本过热下互联网泡沫逐渐形成，2000 年纳斯达克指数达到顶点并于后续 2 年半飞速下跌，互联网泡沫就此破灭。本轮互联网泡沫破灭未对房屋价格产生明显冲击，房地产市场仍在升温，住房自有率上涨至 69.2% 的极高水平，同时伴随住房抵押贷款余额走高，家庭抵押贷款收入比快速上升，房地产风险逐步积累。



资料来源：Wind

图 1.13 美国住房自有率 (%)



资料来源：Wind

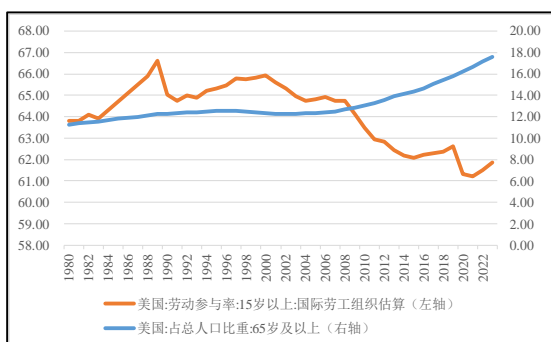
图 1.14 •美国家庭住房贷款余额和偿债收入比
(十亿美元、%)

“911”事件和互联网泡沫破灭后科技投资热情消退，企业生产效率增速减慢，战后婴儿潮出生人口陆续退休，美国面临人口老龄化压力。为应对经济衰退风险，美联储货币政策转向全面宽松，《美国梦首付法》出台进一步降低中低收入者购房门槛计划，叠加金融自由化浪潮，房贷余额、住房抵押贷款证券余额规模暴涨，2004—2006年每年新发放的次级贷款接近 6000 亿美元，持续放大的金融风险被房屋价格的非理性上涨掩盖。2006 年美联储面对市场过热开始收紧货币政策，过度上涨的房屋价格急转直下，次贷危机爆发并引爆全球金融危机，在经济大萧条下美国房屋价格一路下跌，房屋开工量于 2009 年跌至二战前水平。

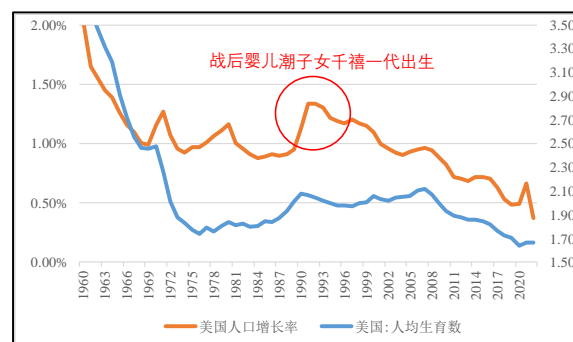
（三）后危机时代（2013 年至今）

金融危机后，奥巴马政府出台了强力经济刺激政策，美联储实行零利率政策并通过 3 轮量化宽松，在宽松的流动性和低利率环境下，美国房屋价格终于在 2012 年触底反弹并延续上升。但在人口红利消退、经济增速放缓、城市化基本完成及贫富分化的时代背景下，美国房地产市场需求已逐步趋于平稳，以存量为主的行业格局日渐成熟，2013 年后美国成屋销售占比大致处于 85%水平，受供给影响有所波动。

人口方面，美国人口红利逐步消退，老龄化加速。90 年代初美国移民政策放宽及战后婴儿潮的子女千禧一代出生让美国人口增长率在 90 年代迎来一波高潮，进入 21 世纪后婴儿潮在金融危机中陆续退休，而千禧一代面对经济萧条和养育成本上升，生育意愿下降，美国老龄化压力逐步上升。在移民政策下，目前美国人口问题虽不及日本西欧等国家严重，但人口增速放缓已是必然趋势，美国房地产长期需求增长动力不足。



资料来源：Wind



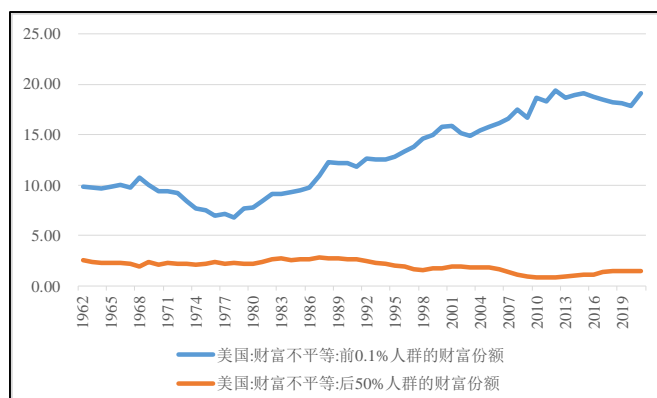
资料来源：Wind

图 1.15 美国劳动参与率和 65 岁人口比重

图 1.16 美国人口增长率和人均生育数（人）

城市化及产业发展方面，美国的城市化离不开工业化发展和产业变迁，1870—1920 年第二次工业革命带动美国城市化率由 25.7% 快速增长至 51.2%；二战后美国人口向郊区转移，同时汽车等制造业发展，使得城市规模扩张，形成以五大湖区为代表的城市群，1970 年美国城市化率已到达 73.6%；90 年代互联网革命浪潮下人口向西雅图、硅谷为代表的信息产业城市聚拢，美国城市化率在 2006 年突破 80% 后斜率趋向平缓。在美国去工业化的进程中，以汽车、钢铁、化工为支撑的东北五大湖区逐步凋零，传统工业城市低收入、失业和治安等问题逐步显现，具备先进产业优势的城市人口流入多以落后产业区域人口流出为代价，而在疫情后美国远程办公趋势加速下，旧金山、洛杉矶等高新技术密集城市人口逐步向南部德克萨斯州、佛罗里达州等税收优惠、生活成本低的区域转移，传统大都市房地产市场有所下行，后危机时代区域房地产市场活跃度呈轮动变化，而基于城市人口总量的需求增长有限。产业方面，金融危机后美国科技周期复苏缺乏技术革新推动，企业产业效率增速整体放缓，美国 GDP 长期处于低速增长区间，城市人口及房地产需求的阶梯性增长缺少新科技周期带来的产业基础。

此外，美国财富分配机制下，富人阶层依靠资本收入所掌握的财富份额持续增长，自 80 年代以来美国贫富差快速扩大，且目前仍无明显转向。自 1850 年来，美国房地产年均实际投资回报率（5.62%）低于权益市场（8.75%），高净值家庭投资房产意愿不高。而美国住房自有率在金融危机爆发前触达 69% 顶点后回落，预示中低收入者购房需求已在房地产泡沫下过度透支，在租赁市场同步发展下，目前美国住房自有率稳定于 65% 左右，贫富分化格局下中低收入者购房能力不足，美国房地产市场结构性需求接近饱和。



资料来源: Wind

图 1.17 美国前 0.1%和后 50%人群财富份额 (%)

二、美国房地产市场特征以及长期繁荣的因素

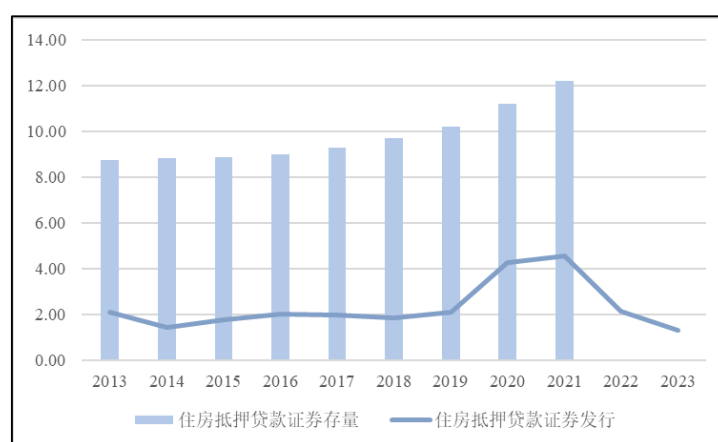
从长周期视角看,自 1945 年以来至 2007 年次贷危机,美国房地产市场实现了长达 60 余年的长期繁荣,期间,名义房价指数持续增长,累计上涨了 24 倍,年均增速达 5%以上,剔除通货膨胀因素,实际房价指数累计上涨 121%,部分核心城市的房价涨幅更大。而次贷危机后,美国房地产市场在经历 2 年的调整后,房地产和美国经济在 2009 年走出衰退,进入复苏周期,此后美国房地产市场进入了新一轮长周期上行期并延续至今。那么为何美国房地产市场能够长期繁荣?其房地产市场特征和长期繁荣驱动因素有哪些?

(一) 发达的房贷金融市场

美国的住房金融市场可以分为一级市场(即房贷发放市场)及二级市场(房贷证券化和交易市场)。一级市场的参与者包括借款人、房贷经纪人、抵押贷款发放机构和抵押贷款保险公司。通常情况下,借款人通过房贷经纪人找到抵押贷款发放机构取得贷款,如果需要,也可以向抵押贷款保险公司申请贷款保险,在支付一定保费的同时换取更低的首付比例。美国的抵押贷款机构可以分为银行、信贷联盟和非存款性按揭公司,多元化的贷款机构为借款人提供了多样化的贷款用途和贷款产品,除传统的购房贷款外,美国家庭还可以申请住房改善贷款或再融资贷款,住房改善贷款可用于房屋的改造更新等,再融资贷款是借款人以新的贷款替代原有未到期的抵押贷款,以获取更低的利率或付款方式等。美国房贷市场另一个重要特点是引入了抵押贷款保险机构,通常而言,美国住房抵押贷款的合规贷款比例是 20%,但若通过购买贷款保险或其他方式增信,则首付比例可以低于 20%。对于首付不足的购房人而言,购买房贷

保险是实现首付比例最重要的方式，此时首付比例可低至 3%。根据美国房地产经济商协会的数据，2021 年美国购房者实际首付比例的中位数是 12%。

二级市场方面，金融机构对于已发放的抵押贷款转售给其他投资者就形成了住房抵押贷款的二级市场。大部分的贷款机构依赖于二级市场转让贷款以获得流动性，并继续发放新贷款，仅有少数贷款留在表内，2016 年，美国金融机构将 85% 的新发放贷款转让。抵押贷款二级市场核心的运行模式是抵押贷款资产证券化，发行方式是多笔抵押贷款打包或根据风险水平分级后按份额出售。美国住房抵押贷款证券每年发行规模在 2 万亿美元上下，截至 2021 年，存量规模超 12 万亿美元。

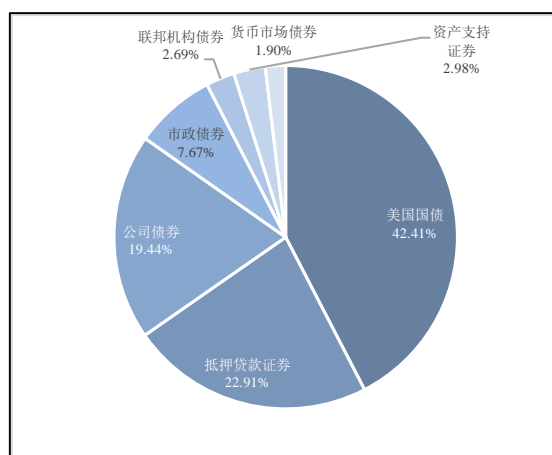


注：住房抵押贷款证券存量数据截至到 2021 年

资料来源：SIFMA（美国证券业及金融市场协会），联合资信整理

图 2.1 住房抵押贷款证券发行和存量规模（万亿美元）

2021 年，美国债券市场存量 53 万亿美元，其中抵押贷款相关证券占比约 23%，是仅次于国债的第二大债券品种。美国债券市场存量结构见图 2.2。



资料来源：SIFMA，联合资信整理

图 2.2 截至 2021 年底美国债券市场构成

抵押贷款相关证券面向资本市场，持有者以长期资本为主。资本市场的参与，为贷款机构提供了巨量与房贷久期相匹配的长期资金，同时降低了贷款机构的期限错配风险，并将贷款风险分散给不同投资者。

（二）以市场为主导的保障房制度

美国的保障房政策起源于 20 世纪 30 年代，1934 年成立了“联邦储蓄贷款保险公司”和“联邦住宅管理局”；1937 年《公共住房法案》正式出台，该法明确了联邦政府和地方政府在公共住房领域的责任，标志着美国保障性住房制度的建立。20 世纪 50 至 70 年代，为解决战后移民大量涌入而产生的住房短缺问题，美国迎来了公共住房的建设高峰。然而，进入上世纪 90 年代后，公共住房建设几乎停滞。为减少公共住房的维护和运营开支，政府开始出售部分公共住房，目前公共住房数量减少至约 120 万套。

当前美国联邦政府对低收入者提供的住房支持主要包括四种形式：一是支持具体的住房工程建设；二是提供租金补贴帮助低收入家庭获得私人市场的住房；三是为州及地方政府提供资金，资助发展地方住房项目；四是家庭购买住房提供金融和税收支持，主要包括贴息贷款、担保和贷款利息在个人所得税税基中予以抵扣等。其中，第四种是美国联邦政府采取的最为普遍的支持模式，每年联邦财政用于此方面的资金要远远高于其他方面。

在金融领域，美国保障房体系也是主要发达国家中运用金融工具最多的，美国先后通过了 1934 年生效的《国民住宅法》、1937 年生效的《公共住宅法案》、1977 年生效的《社区再投资法》等涵盖了公共住房补贴、房租补贴、消除贫民窟等领域保障公民“住房权”的法律法规。同时这些法律条款明确了如何运用金融工具以及财政货币工具支持住房的建设、针对中低收入人群的各式住房补贴以及住房困难人群“住房权”的实现。

（三）以私人所有为主的土地制度

从土地所有权制度看，美国的土地以私有为主，据美国国会研究服务部在 2020 年的一份研究报告显示，私人所有的土地约占美国国土面积的 60.9%，联邦政府拥有的土地占 27.6%，联邦政府的土地一般由下属的各部门管理，这些土地主要用于动植物、河流、湖泊等自然保护，能源、矿产、森林等资源开发，国防安全等国家和公共利益用途。州及地方政府拥有的土地约占 8.5%，还有 3%是印第安人的保留地。

表 2.1 美国土地所有权情况

所有权类型	占比	主要管理或持有机构
私人所有	60.9%	私人个体或组织自行管理
公有一联邦政府所有	27.6%	土地管理局（BLM）、鱼类及野生动物管理局（FWS）、国家公园管理局（NPS）、林务局（FS）、国防部（部分土地）等
公有一州及地方政府所有	8.5%	各州及地方政府相关部门
印第安人保留地	3%	印第安事务管理局（参与相关事务管理）

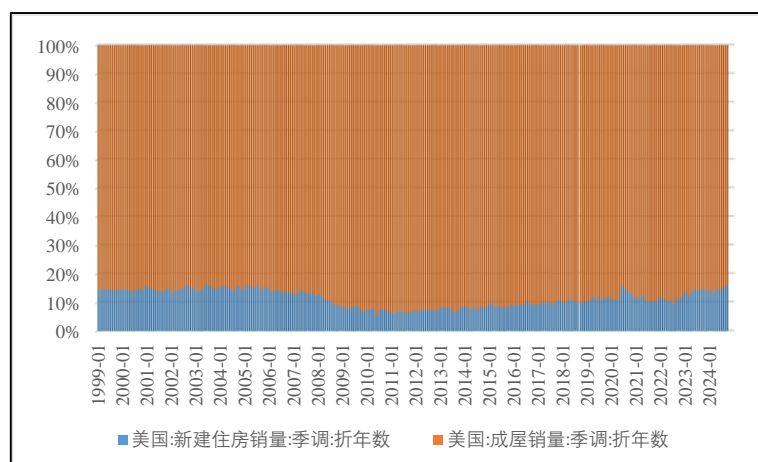
资料来源：美国国会研究服务部(CRS)，联合资信整理

美国所有土地都实行有偿使用，土地可以买卖或出租，在政策许可的范围内，土地可以自由买卖、出租、抵押和继承。私有土地之间买卖手续十分简单，在双方自愿签订协议之后，只需向政府缴足规定的税金，进行登记即可。除了对土地买卖投机这些行为进行必要的监管之外，政府主要为市场提供服务。

从土地供应角度看，美国 937 万平方米的土地，以农、牧、林用地为主，居住用地共 56 万平方公里，其中约四分之一为城镇居住用地，四分之三为农村居住用地，占国土面积的 6.2%，人均居住用地面积达 1728 平方米，可以看出，美国人居居住用地相对充足。

（四）以存量交易为主的房地产对经济贡献大

1960 年代，美国的城镇化率已超过 70%，对应到房地产市场上，美国房地产市场已经较为成熟，1999 年以来的房屋交易中，成屋（二手房）销售面积占 85%以上，占绝对主导地位。

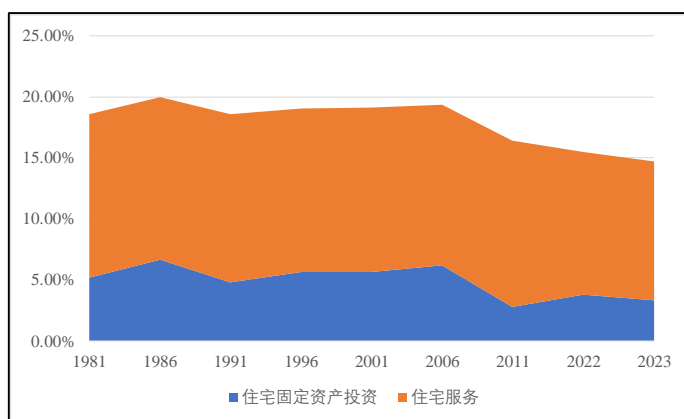


资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 美国房地产市场交易情况

在存量房交易为主导的市场，房地产运营和居住服务相关的产业价值和就业占据产业链主导地位，对购房人来说，居住体验比能够住得起更为重要，倒逼开发商将居住体验融入到开发业务前端，由规模化同质化的产品向高品质个性化开发转变。此外，在存量房市场中，购房人能够选择的标的较多，拥有更多的议价能力，有助于规范开发商的经营行为。

对于产业链而言，存量房主导下的房地产市场以服务业为主，美国房地产业影响的前 5 大行业分别为金融保险、专业和技术研发活动、行政支持、房地产服务和零售商贸。由此可见，存量房房下的房地产市场对制造业的拉动作用较小。从对 GDP 的贡献看，根据美国住宅建筑商协会（NAHB）的研究，在支出法口径下，美国房地产部门在 GDP 中的构成，可以分为住宅投资（即土地开发和房屋建造）、住宅服务（即房地产租赁、房地产代理和经纪以及房地产相关业务）的消费两部分，住宅投资约占 GDP 的 3%~5%，住宅服务的消费支出约占 GDP 的 12~13%，消费属性大于投资属性。



资料来源：NAHB，联合资信整理

图 2.4 美国房地产业对 GDP 的贡献

同时在存量房市场下，美国房地产业专业化分工更为明显，细分领域多，以小企业为主。美国房地产行业可以划分为住宅地产、商业地产和工业地产三类，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三大细分领域。美国的住宅开发由小企业主导，市场集中度低，据美国住宅建商协会数据，80%以上的建商为个人独立承包商，2021 年其营收的中位数仅 330 万美元。同时，不同的建商有其不同深耕的房屋类型，如单户独栋、多户独栋、高层公寓和旧房翻新等。人口净流入的加州、德州和佛州是住宅开发商主要的市场，一些大型开发企业业务集中在这几个都市区，大型开发企业如霍顿（D.R.Horton）、莱纳（Lennar）和普尔特（PulteGroup）

的营收规模大约在 320 亿美元左右。总体看，美国的房地产开发市场规模较小，住宅建筑也不是美国房地产市场的主流产品。

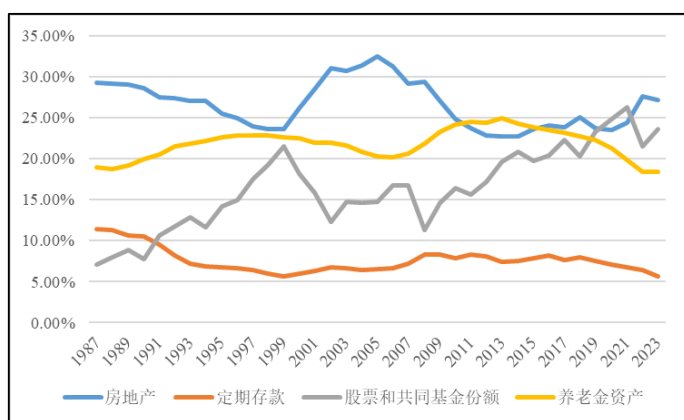
（五）美国房地产市场长期繁荣的因素

美国房地产市场自二战结束以来，经历了长达 60 年的繁荣，即使经历了次贷危机，在短期回落后仍能够实现修复，重新繁荣。我们认为美国房地产市场长期牛市的主要原因有如下几点。

1、消费属性强于投资属性

对于美国居民而言，其资产配置选择面更广，除房地产外，股票市场也是其重要的投资选择。据美联储数据，截至 2023 年底，美国居民资产负债表构成中，主要资产分别为房地产（占 27.16%）、股票和共同基金（占 23.58%）、养老金（占 18.42%）和定期存款（占 5.69%）。从历史上看，美国居民的房地产资产占总资产的比例大致在 20%~30%之间，主要影响因素为房价相对于股票和其他资产的相对价格关系，20 世纪 90 年代以来，随着美国的科技革命，美国股市迎来牛市，股票资产占比持续上升，2000 年随着互联网泡沫破灭叠加货币宽松，美国房地产在资产中的占比持续走高，于 2005 年达到顶峰 32.49%，此后随着次贷危机大爆发，房地产价值大幅缩水，而疫情以来超宽松的货币政策和财政政策刺激下，美国房地产的价值占比上升。

从投资角度看，据美联储的研究，1950 年以来，美国权益市场的年均实际投资回报率为 8.75%，高于房地产投资的年均回报率（5.62%）。据美联储数据，美国财富前 1%家庭资产配置中，股票和共同基金占 43%，房地产占 13%，前 1%~10%财务的家庭中股票和共同基金占 22%。房地产占 21%，说明美国高净值家庭的投资偏好更倾向于股票投资，房地产的投资属性要弱于股票市场。



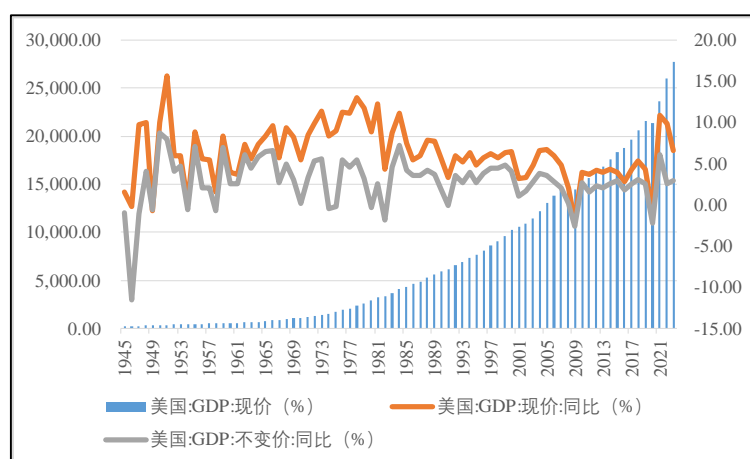
资料来源：美联储，联合资信整理

图 2.5 美国家庭资产主要构成

此外，从经济贡献和地方政府收入角度来看，由于成屋销售占主导地位，美国房地产销售对下游消费的拉动意义更大，尤其是对房地产相关的服务以及下游家装和耐用消费品行业拉动明显，而不是建设开发带来的固定资产投资需求。同时，美国土地大部分在私人部门手中，地方政府不能通过卖地获得财政收入，美国地方政府通过征收房地产税作为收入来源，没有动机通过限制土地供给推高房价，以获得更高的卖地收入。2017 年，房地产税占地方政府收入的 72.1%，是地方政府收入的最主要来源。

2、经济持续增长，人口持续净流入

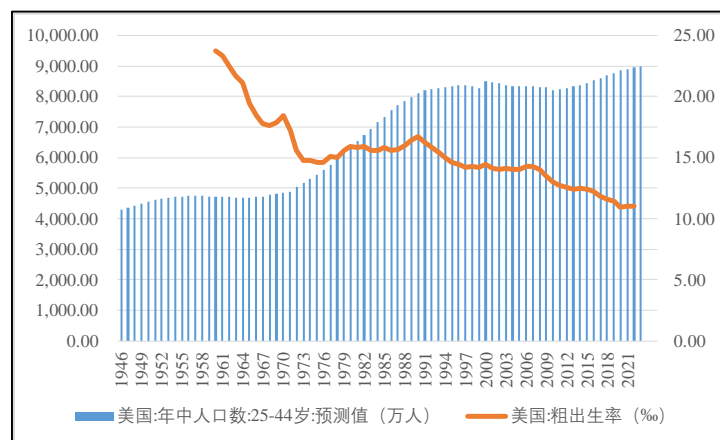
二战结束以来，美国 GDP 保持较快水平，1946—2006 年，美国 GDP 年均名义和实际增速分别为 7%和 3.1%，保持在较快水平。2009 年美国因次贷危机当年 GDP 出现负增长，但 2010 年后即恢复较快增长。稳定且持续的经济增长为房地产发展提供了良好的外部环境。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 美国 GDP 变动情况

从人口角度看，美国 25~44 岁的主要置业人口呈增长态势，从二战后的 4200 万人提升至 2023 年的近 9000 万人，其中 20 世纪 70 年代至 90 年代 25~44 岁的人口数量大幅增长，主要是二战后的婴儿潮进入年轻一代，2000 年以来增速有所放缓，但稳定在 8000 万以上，2010 年后增速有所增长。美国作为移民国家，其自身人口出生率虽然持续下降，但外来人口大幅流入，支撑新房和成屋的长期销量，为房地产市场的长期繁荣提供基础。

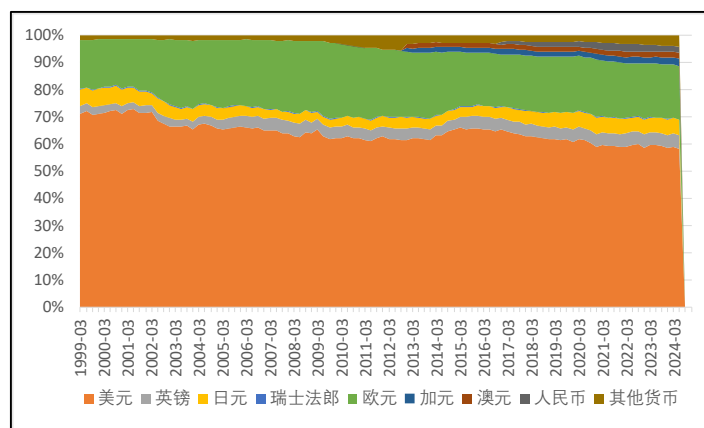


资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.7 美国置业人口情况

3、金融霸权下的量化宽松

二战结束后的布雷顿森林体系奠定了美国国际货币地位，美元超越英镑成为新的国际结算货币，在该体系下，实施固定汇率制，其他主要货币紧盯美元，而美元则按固定比例兑换黄金。此后，20 世纪 70 年代以来，随着布雷顿森林体系的瓦解以及牙买加体系的建立，美国依靠其强大的军事、政治和经济实力，将美元和石油挂钩，尽管世界各国拥有汇率自主权，但多数国家仍以美元为主要的货币锚，使得美元仍占据主导地位。在全球外汇储备中，美元储备最高时超过 70%，此后呈下降趋势，截至 2023 年底，美元占比仍超过 54%，是全球第一大储备货币；同时，在全球贸易中，有 40%以上的交易用美元结算，此外，美元还是大宗商品、证券和金融衍生品的主要计价货币。牙买加体系下对储备货币的发行缺少约束，美元作为最主要的储备货币发行国，享有铸币税特权，通过发行美元为政府债务赤字和经常项目逆差融资，流动性过剩和通胀压力则被全球其他国家吸收，因此美元发行自由和主要货币地位构成了美元金融霸权的基础。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.8 全球外汇储备主要货币占比变动情况

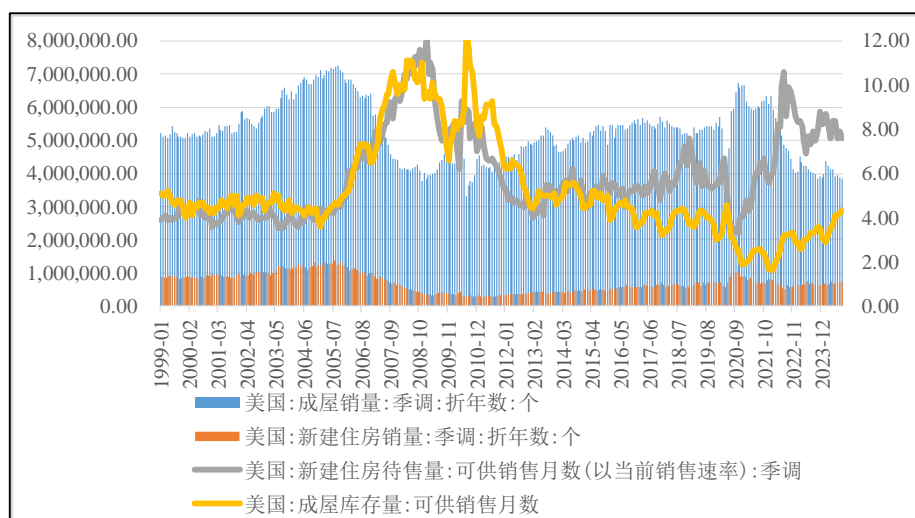
基于金融霸权，美国可以在危机后推出强力的财政刺激政策托底经济并采用量化宽松政策托底金融市场。即使美国政府债务不断攀升，政府可以通过发行国债不断融资，美联储也可以通过量化宽松政策发行大量货币，而不用担心发生债务危机和信用破产。如在次贷危机中，美国启动了大规模的量化宽松政策，通过美联储直接购买国债、企业债和住房抵押贷款证券等方式直接向金融体系注入流动性，阻止了市场的持续崩盘，最后走出了金融危机，对美国经济仅产生了短期影响，金融市场得以复苏，美国房地产市场于 2012 年开始复苏，并在 2017 年基本回到次贷危机前的水平。

总体看，美国主要置业人口的持续增长为房地产市场的长期繁荣奠定了基础，而较弱的投资属性使得美国居民更倾向于投资股票市场，房地产对居民财富的影响有限。此外，美元的中心货币地位赋予了美国征收铸币税的权利，其金融霸权使得其在面对危机时可以启动大规模的量化宽松和财政政策来渡过危机，为房地产危机后的复苏提供了强力支撑。

三、美国房地产市场竞争格局

（一）现阶段美国房地产市场规模

2022 年以来，在美联储加息环境下，居民购房意愿不足，且前期锁定低利率购房的居民不愿因为换房增加付息成本，导致成屋供应不足，2023 年美国总房屋销售 477 万套，同比下降 16.6%，连续 2 年下降，整体市场成交量位于近十年底点位置。其中新建住房成交 67 万套，同比增长 4.9%，整体表现回升至疫情前水平；成屋销售 410 万套，同比下降 19.3%，降幅较上年扩大，销售表现不佳。

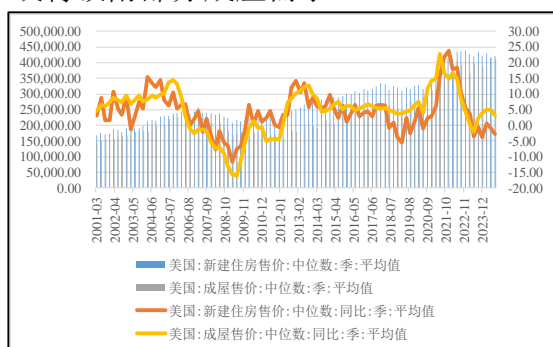


资料来源：Wind

图 3.1 美国新建住房和成屋销量及去化周期（套、月）

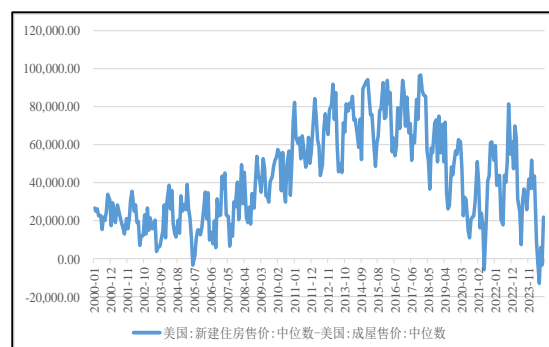
从库存周期看，截至 2023 年末，美国总房屋库存 145.3 万套，其中新建住房库存 45.3 万套，对应去化周期 9.2 个月；成屋销售库存为 100.0 万套，对应去化周期为 3.2 个月，美国整体总房屋库存偏紧，尤其成屋供应的供给短缺对部分需求形成抑制。

从价格看，在本次加息周期，美国新建住房价格自高位有所回落，成屋受供给短缺影响价格回落后有所反弹。2023 年 12 月，美国新建住房成交价格中位数为 41.3 万美元/套，美国成屋成交价格中位数为 28.3 万美元/套。2017 年以来美国新建住房和成屋成交价差整体呈下降态势，甚至于 2024 年部分月份出现倒挂，新屋价格优势增强或将吸附部分成屋需求。



资料来源：Wind

图 3.2 美国新建住房和成屋售价中位数及增速（美元、%）



资料来源：Wind

图 3.3 美国新建住房和成屋售价差走势（美元）

2024 年三季度，虽然美联储进入降息周期，但截至 2024 年 11 月 14 日，30 年期固定利率房贷平均利率仍处于 6.78% 高位。在通胀预期下，未来一段时间美国新增房

贷款利率下降空间有限，成屋供给短缺问题预将延续，不利于美国房屋成交量的回升。中长期来看，美国房地产需求中枢受制于人口、产业周期及贫富差距等因素制约，整体上移幅度有限。

（二）主要房地产企业及其业务

如前文所述，美国房地产已形成较为成熟的存量开发与运营为主导的行业格局，销售环节以二手房（成屋）销售为主，房地产产业链企业分工明确、专业化程度高且规模普遍较小，按照分工可大致分为建商、房地产运营和服务以及房地产信托投资三大领域，其中房地产运营和服务相关产业占据了房地产价值链的主导。

二手房市场方面，美国超 85% 二手房销售由独立房地产经纪人代理完成，美国房地产经纪人大部分为全美房地产协会会员，人数庞大，占美国总人口比例约为千分之五。除此之外，美国房地产经纪公司如 Redin、Zillow Group、Keller Williams、RE/Max 等提供包括二手房销售、新房销售、物业管理和租赁等较为全面的服务。

新建住宅市场方面，美国建商主要承担国内传统地产开发商的角色，美国建商行业集中度较高，根据公开数据统计，2022 年美国前十大建商在都会区市场份额接近 40%，其中前三大建商分别为霍顿、莱纳和普尔特，新建住宅市场份额分别约占 11%、10% 和 7%，前三大建商均为纽交所上市的大型全国性建筑商。尽管美国建商行业的市场集中度较高，但美国以本地经营为主的中小型开发商数量众多，据统计超过 80% 建商为个人独立承包商，2021 年建商营收中位数为 330 万美元，而前三大建商 2021 年营收分别为 278 亿美元、271 亿美元和 139 亿美元，表明美国建商行业呈现大型开发商占主导、众多中小型开发商在区域市场活跃的特点。

以三大建商为例梳理美国头部建商的经营特点，我们发现：1、头部建商均为私人创立的上市公司，股权结构分散，大型资产管理公司持股较多；2、头部建商注重规模效应，三家建商均通过大规模收并购实现全国布局，其中不乏过于激进的反面案例，如普尔特在 2009 年以 31 亿美元收购 90 年代全美销量第一建商桑达克斯 (Centex)，此次收购增加了其资金压力和债务风险，拖累后续数年经营表现；3、除区域扩张外，三大建商均采用细分市场战略抢占市场份额，产品实现对首次购买者、升级购房者、活跃成人市场（55 岁及以上）、豪宅市场等全面覆盖；4、头部建商主业清晰，即使早期多元经营的莱纳也已回归至单纯住宅建商定位，三大建商住宅建设收入占比均 90% 以上，其他业务均配置了房地产相关金融服务，包括提供按揭贷款、产权保险和结算服务等以简化客户购房流程；5、头部建商多以土地期权形式控制土地资源，且其期权形式管理的土储比例近年来不断提升，通过土地期权建商可以在初期支付较少的期权保证金（通常为土地款的 10%~20%），从而获得在未来某个时间点以事先确定的

价格购买土地的权利（有效期通常为 8 年），但没有购买的义务，土地期权降低了企业债务杠杆率并提升资本周转效率；6、注重成本管理，通过标准化设计、模块化组建、规模化采购、数字化管控等手段控制建造成本，同时注重经营效率，住宅建造周期普遍在 6—8 个月；7、在周期底部果断出售资产以回笼流动性，如霍顿在 2008 年 6—9 月以 2 亿美元出售 18 亿美元账面价值土地，全年通过出售存货迅速回流 8.4 亿美元现金，早期最为多元化发展的莱纳也在金融危机中出售基金公司和长租业务；8、大型建商主要通过资本市场直接融资，债券多为 5—10 年期长期债券，银行循环信贷额度仅作为备用融资，三家建商 2023 财年末循环贷款余额均为 0。

表 3.1 美国三大建商基本信息及 2023 财年部分经营财务数据

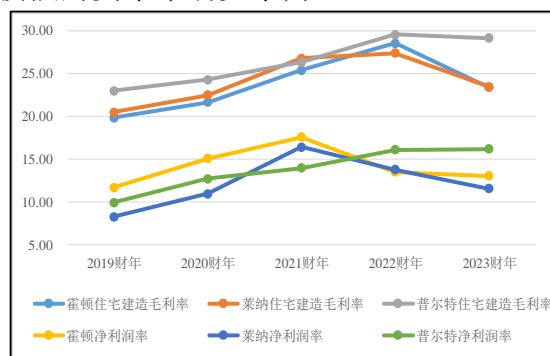
项目	霍顿	莱纳	普尔特
基本信息			
成立时间	1978 年	1954 年	1956 年
上市时间	1992 年	1972 年	1972 年/1983 年
创始人	Donald R. Horton	Leonard Rales、 Mortimer J. “Mickey” Lerner	William J. Pulte
成立地	德克萨斯州达拉斯	佛罗里达州迈阿密	密歇根州底特律
市场份额	11%	10%	7%
布局范围	33 个州 118 个市场	22 个州	26 个州 46 个市场
业务范围	住宅建造、出租、 土地出售、金融服务、 非住宅设施维护服务	住宅建造、出租、金 融服务、科技投资	住宅建造、出租、 金融服务
2023 财年部分经营财务数据			
收入（亿美元）	354.60	342.33	160.62
住宅建造收入占比	90%	95%	98%
期权控制的土地储备占比	75%	76%	53%
净利润（亿美元）	47.95	39.61	26.02
资产总额（亿美元）	325.82	392.34	160.78
所有者权益（亿美元）	231.38	267.02	103.83
应付票据（亿美元）	50.95	28.16	19.62
经营性净现金流（亿美元）	43.04	51.80	21.97

注：霍顿 2023 财年指 2022/10/01 - 2023/9/30，莱纳 2023 财年指 2022/12/01 - 2023/11/31，普尔特 2023 财年指 2023/01/01 - 2023/12/31

资料来源：根据各企业财报、公开信息整理

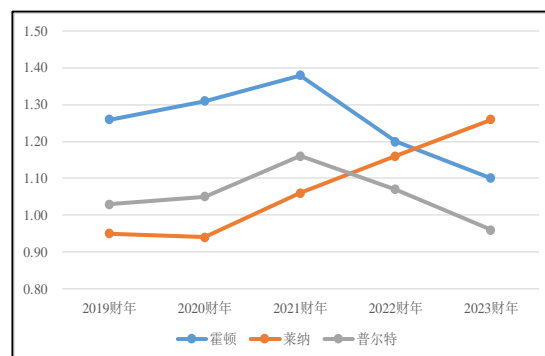
财务方面，三大建商财务呈合理利润率、高周转效率、低杠杆水平的特征。盈利指标方面，近五年来三大建商毛利率水平整体位于 23%~28%区间，净利润率整体位

于 10%~16% 区间，2022 年以来在加息环境下居民购房动力不足，建商对主要布局区域的房屋售价有所下调，同时通货膨胀致使生产成本有所上升，霍顿和莱纳毛利率和净利润自 2021 财年以来均有所下行，而普尔特重点布局的佛罗里达州区域市场景气度较好，房屋价格仍有所上升，因此毛利率和净利率呈小幅波动增长。经营效率方面，三大建商存货周转速率整体处于 1.0 次~1.3 次，由于美国住宅形态多为独栋、联排等小规模建筑，建商基本可实现当年销售、当年开发、当年回款和当年结算，且随着土地期权的使用，经营效率进一步提升，尤其近年来大幅提升土地期权比例、加速去存货的莱纳存货周转速率上升很快，霍顿使用土地期权比例亦较多，但由于疫情后霍顿采取增加土储并收购区域建商的扩张策略，存货周转速率有所下降。债务杠杆方面，金融危机后三大建商均形成较强的债务风险意识，持续推进降杠杆进程，2023 财年三大建商全部债务资本化比率均处于 20% 以下，而土地期权在三大建商降杠杆过程中作用关键，极大减少存货对资金的占用。三大建商在执行稳健的财务政策下，经营策略灵活而高效，同时规模效应带来的成本等优势明显，ROE 处于较高水平，保持了较强的资本市场竞争力。



资料来源：各企业财报

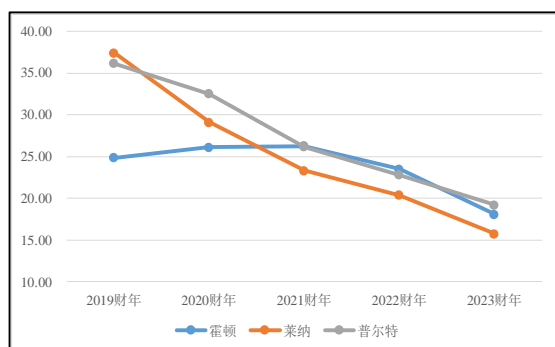
图 3.4 三大建商毛利率和净利润率 (%)



注：存货周转速率=住宅建造成本/平均存货净额

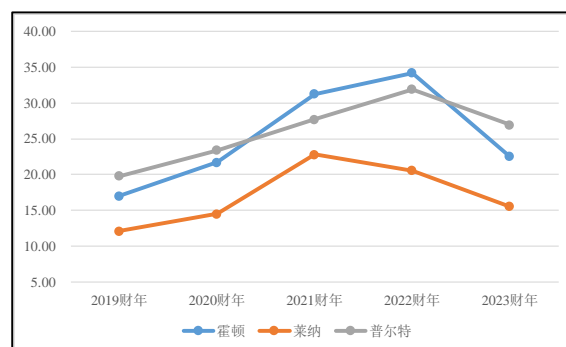
资料来源：各企业财报

图 3.5 三大建商存货周转速率 (次)



资料来源：各企业财报

图 3.6 三大建商全部债务资本化比率 (%)



资料来源：各企业财报

图 3.7 三大建商 ROE (%)

四、对我国房地产行业的启示

从二战后的美国房地产市场发展历程可以看出，美国依靠其制度特点以及世界军事、政治和经济的中心地位，吸引着全世界的人口和财富，并凭借其金融霸权维持其世界中心货币地位，带动房地产市场长期繁荣，即使出现危机也能够很快复苏。

对比来看，美国城镇化率已达到顶峰，存量房占房地产行业的主导地位，而我国的房地产行业仍处于发展阶段，以新房为主的增量市场是房地产行业的主流，且城镇化率仍有一定提升空间；在土地所有权方面，美国以土地私有制为主，而我国土地为公有制，所有权掌握在地方政府手中。此外，美国与中国分别为世界第一第二大经济体，但我国在经济和政治影响力方面仍存在差距，虽然人民币国际化程度不断提高，但在国际外汇储备中的占比仍较低，无法与美元相提并论，不能通过无限的货币宽松来渡过房地产危机；同时美国的房地产市场投资属性弱于我国，居民财富中股票和房地产同样重要，消费属性要大于投资属性，而房地产占我国居民财富的大头，具有很强的投资属性，一旦经济下行，房地产价格下行带来的财富收缩效应较进一步加剧经济下行。

虽然中美两国的房地产存在较大差异，但房地产都是中美两国经济发展的支柱性产业，对于 GDP 有着举足轻重的作用。但由于经济发展的阶段不同，房地产对经济发展的作用和影响方式不同。当前的美国处于后工业化时代，房地产行业更多的是为居民提供居住服务，其对经济的贡献主要体现在对房地产下游服务业的拉动上。自 1994 房改以来，我国房地产市场进入了快速发展阶段，叠加 2001 年加入 WTO，经济发展迅速，GDP 增速多年保持在 10% 以上，在这个过程中，地方政府通过土地财政和土地金融，筹措了城镇化和工业化所需要的资金，为经济发展做出了重要贡献，可以说过去 20 年是房地产行业的繁荣支撑了中国经济的高速发展。美国房地产行业

的长期繁荣值得我们借鉴，其发展特点和模式有几点启发。

(1) 随着我国新建商品房销售金额由高峰期的 18 万亿迅速下滑至 2023 年的 11 万亿左右，预计 2024 年将在 9—10 万亿之间，房地产的发展模式已发生根本性变化，未来存量房交易将逐渐占据主导地位，在以服务为中心的模式下，房地产企业的产品必须兼具个性化和质量，才能获得消费者的青睐，这意味着原来的以规模为目标的粗放式发展方式将不再适应新的发展阶段，房地产企业的精细化和专业化分工将是未来的主流趋势。

(2) 长期以来，我国居民在投资方面更倾向于房地产市场，对资本市场的热情较小。在当前我国房地产市场供求关系出现重大转变的形势下，加快住房抵押贷款二级市场的发展，不但能够拓展居民的投资渠道，保障居民财产性收入的稳定，而且有助于居民将投资重点从房地产转移至资本市场，从而削弱房地产的投资属性，降低房地产在居民财富中的占比，提升其抗风险能力，也能增强房地产行业的稳定性。

(3) 我国房地产业正处于从增量主导向增量与存量并存过渡的阶段，在此过程中，房地产行业的稳定有助于经济的稳定发展，房地产投资的下降需要通过房地产消费服务和运营服务来对冲。首先，在从增量向存量转型过程中，购房者对房屋品质的要求日益提高，品质不佳的存量房流通困难，这意味着旧房翻新、城市更新存在较大空间，有助于缓解房地产投资的下滑速度。其次，从市场风险与行业发展来看，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，房地产越能更快的复苏。促使一些已经出现风险，模式陈旧的房企快速破产出清，可以有效消除行业风险，提升行业韧性。

参考美国房地产的发展历程以及当前竞争格局，并结合 2023 年联合资信发布的《日本房地产市场研究及对我国的借鉴意义》，我们尝试对我国房地产行业的发展做出如下判断。

(1) 从房地产周期角度看，美国房地产市场虽经历了长达 60 年的繁荣发展，但 1946—1982 年间，真实房价指数波动幅度较小，主要由二战后的人口增长以及制造业的发展推动，1982 年至 2012 年间房地产价格指数波动幅度较大，经历了繁荣到衰退的完整周期，期间个人计算机技术以及信息技术的发展和金融自由化推动了房价指数显著上行。次贷危机中，美国主要通过量化宽松和积极的财政政策应对经济下行，2012 年后美国经济走出危机，房地产市场开始复苏，下行周期约为 5 年，期间房价指数跌幅约 20% 左右。而我国的房地产市场于 2015 年后受棚改货币化推动，进入新一轮繁荣期，后于 2021 年下半年进入下行期，本轮下行期已持续 4 年，期间刺激政策频出，全国主要城市二手房价格下降 15% 以上，房地产销售规模从 18 万亿下降今

年的 9—10 万亿（预计）。借鉴美国房地产的下行期表现，我国的房地产市场下行期或已进入底部，但仍未出现复苏迹象，宏观经济的改善或将是房地产市场复苏的前提。

（2）从经济贡献角度来看，房地产行业产业链条长，上游涵盖钢铁、水泥、建材等原材料供应，中游包括建筑施工、设计规划等环节，下游涉及家电、家居、装饰装修等众多产业。参考美国房地产行业对 GDP 的贡献在 15%~18% 左右，从长期来看，即使进入存量房市场，考虑到对上下游产业链的拉动作用，房屋的翻新改造、维修保养等活动依然会对上下游产业产生持续的需求拉动，房地产行业仍将是中国经济增长的重要支柱之一。

（3）从行业发展方向看，随着城镇化率的不断提高以及自有住房率的提高，房地产行业进入存量阶段，对住房的需求不再局限于简单的居住功能，更加注重房屋的品质、环境、配套设施以及物业服务等居住体验。这促使房企更加注重产品质量的提升和创新。同时房地产市场竞争加剧，不同类型的房企根据自身优势在不同领域进行专业化和精细化发展，如美国房地产企业主要由 REITs、住宅建筑商和房地产服务商构成，分别代表美国房地产行业的三种业态：运营、开发和服务。随着中国房地产行业进入成熟期，专业化分工或将是趋势，一些房企专注于高端住宅开发，注重产品设计和品质把控；一些房企则在商业地产领域深耕，打造大型购物中心、写字楼等商业综合体等。

（4）从市场竞争格局来看，随着房地产行业规模的下降，在市场竞争和行业调整过程中，大型房企凭借其资金、品牌、资源等优势，通过并购、合作等方式不断扩大市场份额，行业集中度逐渐提高。尽管大型房企占据主导地位，但一些小而美的房企在特定的细分市场仍具有较强的竞争力。这些房企通常专注于某一区域或某一特定类型的房地产项目，通过精准的市场定位、个性化的产品设计和优质的客户服务，满足特定客户群体的需求。

（5）从经营模式来看，在《日本房地产市场研究及对我国的借鉴意义》中，日本的三井不动产、三菱地所和住友不动产在危机后不约而同的由重资产向轻资产转变，从开发型向服务型转变，而美国的大型开发商，霍顿、莱纳和普尔特通过土地期权控制土地，持有的资产规模较小，同时通过标准化等加快资产周转速度，并在金融危机后持续降低财务杠杆，增强抗风险能力。当前我国房地产开发商仍以重资产为主，参考日本和美国的房地产开发企业，我们认为未来轻资产或将成为行业发展趋势，同时在经历本轮房地产周期下行期后，降低财务杠杆或将成为行业主流，有助于增强抗风险能力。

参考文献

- [1] 崔裴.中美房地产业比较研究：内涵、属性与功能：Comparative study of real estate industry between China and America：composing, character and function[M].光明日报出版社,2010.
- [2] 贾生华,窦军生.美国房地产周期波动规律及其启示[J].中国房地产, 2010(03):44-48.DOI:CNKI:SUN:GFCD.0.2010-03-019.
- [3] 罗高波.美国房地产百年发展历程及其启示[J].中国房地产金融, 2024(4):26-32.
- [4] 夏磊,任泽平.全球房地产[M].北京:中信出版集团,2020.

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

相关研究

[日本房地产市场研究及对我国的借鉴意义](#)

[我国房地产行业未来发展方向和政策走向—基于香港地产市场比较研究](#)

[德国房地产市场研究及对我国的借鉴意义](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。