



美国房地产市场分析（一）住宅现状及历史比较

2024 年 5 月 28 日

铜专题报告

摘要：

房地产作为全球资产类别中规模最大的市场，其对经济活动的影响不言而喻。其既有着商品属性，在生产建设过程中带动上下游产业链持续产出，同时作为载体满足消费者生产生活中的新增需求；也有着金融属性，位置固定、不易灭失以及租赁变现等特点令房地产成为良好的投资品，是融资抵押、投资交易的重要选择。此外也是传导财政政策与货币政策重要工具。

美国作为全球最大的经济体，房地产占居民资产比重约 25%，与股票相当。自疫情以来，美国房地产市场再度出现火热的情形，国内房价快速拉升，不禁令人想起 2000 年代美国的房地产泡沫，不过对比来看，二者的主要驱动因素并不相同。

创元研究

相关报告：

《新能源汽车用铜分析》

《湿法冶金的技术与发展现状》

创元研究有色组

研究员：田向东

邮箱：tianxd@cyqh.com.cn

从业资格号：F03088261

投资咨询号：Z0019606

目录

一、住宅建筑类型	3
二、美国住宅现状	3
三、美国房地产繁荣时期比较.....	4
四、近十年美国房地产市场发展主要影响因素	8

一、住宅建筑类型

全球住房存量分为单户和多户类型：

单户住宅是指建筑物只有一个家庭居住，由一个住房单元组成，通常建在比建筑结构更大的地块上，即在房屋周围增加一个院子。

多户住宅是指包含多个单立住房单元的建筑物，单元可以并排，也可以堆叠，例如公寓、共管公寓、联排别墅等。

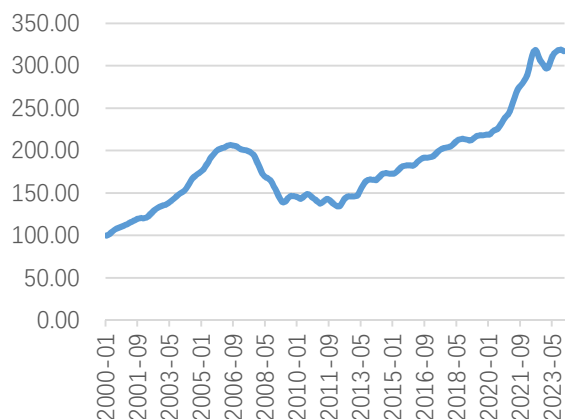
根据 Research And Market 研究统计，2023 年，单户住宅占全球住房存量的 62%，是农村地区最普遍的住房类型。因此，农村人口比例较大的地区，例如亚洲/太平洋和非洲/中东地区的许多地区，单户住宅的比例很高。例如，在越南，单户住宅占住房存量的 96%，因为该国的农村自建房屋比例很大。

每平方公里人口密度低的工业化国家（例如澳大利亚、加拿大和美国）也往往拥有更大的单户住宅比例，因为较低的人口密度通常使土地更便宜、更容易获得，即使在城市地区也是如此。

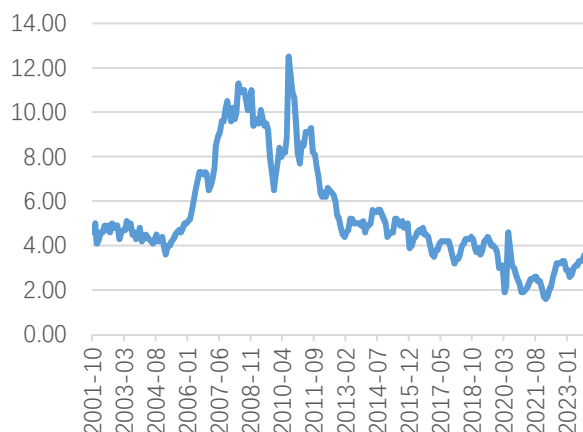
二、美国住宅市场现状

美国地区，单户住宅无论是从数量还是总面积上都占据着绝对的地位。2022 年，美国单户住宅竣工套数 1022 千套，多户住宅竣工套数 368 套。其中单户住宅每户平均面积为 233 平方米，多户住宅每户平均面积为 99.6 平方米。2022 年单户住宅竣工总面积 23822 万平方米，多户住宅竣工总面积 3665 万平方米。可以看出，单户住宅在数量上占比在 70% 左右，在总面积上占比约 85%。

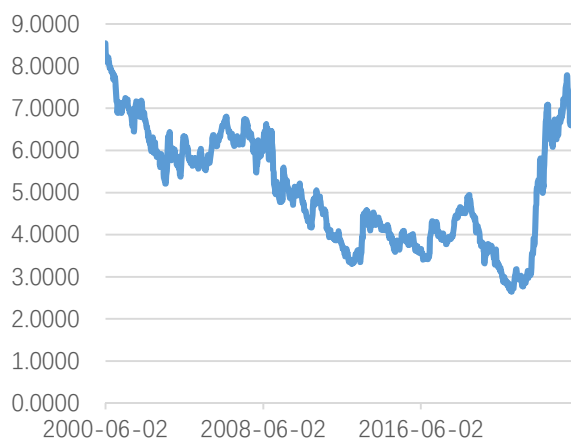
自 2020 年下半年开始，美国房价在供不应求的局面下快速增长，自 2021 年 6 月开始，连续 12 个月同比增速维持在 19% 以上，创下近 30 年的记录。高需求、低库存以及快速增长的价格也推动了新建房屋开工数量的快速增长，2021 年新开工住宅数量为 1601 千套，同比增长了 16%。不过伴随着抵押贷款利率的跃升，购房成本的大幅增加令房地产市场交易开始降温，加上此前的高基数，新开工数量自 2022 年开始回落。

图 1：美国标准普尔房价指数（2000 年 1 月=100）


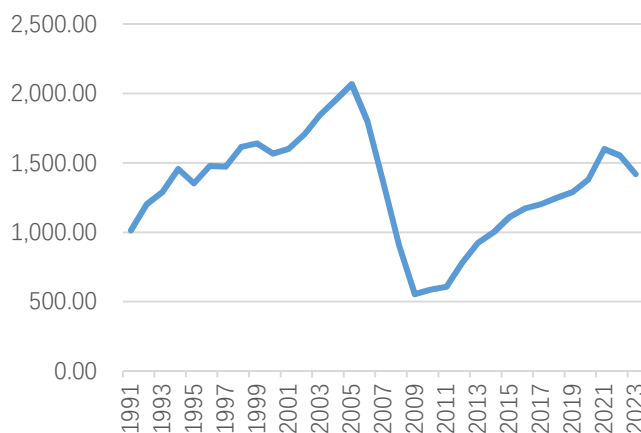
资料来源：CENSUS，创元研究

图 2：美国成屋月度供给：月


资料来源：CENSUS，创元研究

图 3：30 年期抵押贷款固定利率：%


资料来源：CENSUS，创元研究

图 4：美国年度新开工住宅：千套


资料来源：CENSUS，创元研究

三、美国房地产繁荣时期比较

可以看到，美国房地产在二十一世纪有两次繁荣期，一次是 2002 年~2006 年，另一次就是 2020 至今。但是推动两次美国房价增长的根本原因并不相同，第一次主要是由增长预期推动的，第二次则是由供需情况推动的。我们可以从房价、租金、空置率以及家庭数量的变化来对比两个时期房价增长背后的异同。首先我们看到 2002-2006 年房价指数到最高点涨幅超过 70%，2020 年至今房价指数上涨约 40%，目前仍尚未出现明显回落。但从租金上看，2002-2006 年租金变化幅度较小，虽仍有上升，但月度涨幅未超过 3%，而 2020 年以来，租金指数同比增长速度一度高达 8%，至今虽有回落，但也

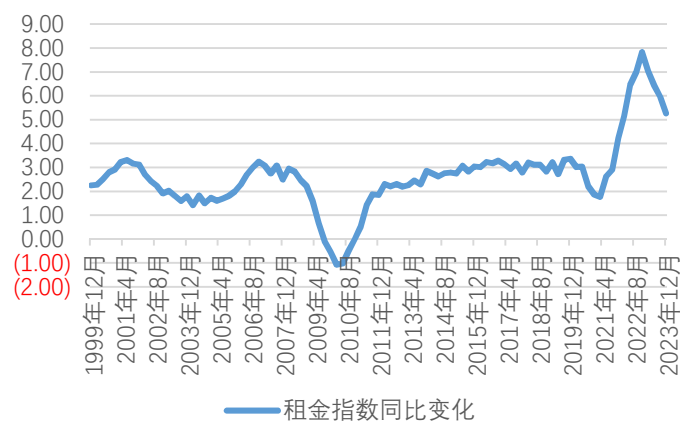
仍在 5%以上。通常来说，房屋的租金代表了该时期房屋可以提供的居住功能被市场认可的价值，类似股票的股息。那么我们可以认为房租涨幅反映的是市场居住需求的变化。而 2002-2006 年这一时期，房租涨幅有限，则可以理解为当时的市场居住需求并未发生激增。同时从空置率以及家庭数量的变化上也可以看出，2002-2006 年伴随着住房存量的快速增长，房屋空置率也逐渐走高，并在较长时间内保持在高位，而 2020 年以来，房屋空置率缺持续创下历 30 多年的新低，这则意味着更高比例的住房存量作为家庭全年居住，即 2020 年代房屋的建设是由当下居住需求未能满足所推动。而 2000 年代空置率的上升意味着建造住房单元时预期未来住房需求会很高，而不是因为当时的需求很高。

我们都知道的是在 2000 年代的房地产泡沫时期，低利率催生流动性，美国银行及信贷公司为了争夺贷款市场放宽了对贷款人的信用资质要求，加上资产证券化的推动，进一步放大了风险，伴随美联储紧缩政策的开启，违约潮袭来，引发了全球性的金融危机。但是我们也应该明确的一点是，次级贷款并不是引发危机的根本原因，因为信贷扩张也是一种结果。实际上，对未来房价较高的增长预期是推动信贷扩张的根本原因以及为危机埋下了伏笔。对房价上涨的预期使投资者更愿意使用证券化市场和非传统抵押贷款产品——因为随着房价上涨，这些市场和产品为投资者带来了最大的利润。或者用另一种说法来表示，即 2000 年代住房更多地被看作投资资产而不是居住消费品。

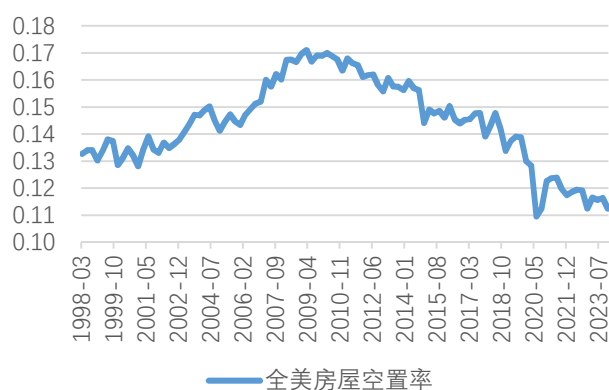
那么什么是促使了这样的观念的产生呢？1997 年 8 月 5 日克林顿政府颁布了《纳税人救助法案》(Taxpayer Relief Act of 1997)，该法案对出售个人住宅的任何资本收益最高 50 万美元免税，且无次数限制，但其他投资市场例如股票、债券等仍有着最低 20% 的资本利得税征收。税法的改革促使许多美国人开始将他们的房子更多地视为一种投资，而非居住的地方。而随后 2000 年的股市互联网泡沫的破灭也再度助推房地产市场在投资中的地位进一步抬高。此后一系列的宽松政策，例如美联储历史性的低利率以及政府放松监管带来的金融机构更宽松的贷款资质标准，都为房地产泡沫的产生提供了直接工具。自此引发了美国 2000 年代的房地产泡沫。可以看到目前为止，美国家庭的抵押贷款债务率并不高，仅为 4% 左右，而在 2000 年代始终维持在 5.5% 以上，甚至一度冲高至 7.2%。这也反映了当前家庭继续偿还抵押贷款债务的能力较 2000 年代比要良好的多。

图 5：美国家庭负债比率—抵押贷款：%


资料来源：美联储，创元研究

图 6：美国所有房屋租金指数同比变化：%


资料来源：CENSUS，创元研究

图 7：全美房屋空置率：%


资料来源：CENSUS，创元研究

图 8：美国居住房屋五年年化增长率：%

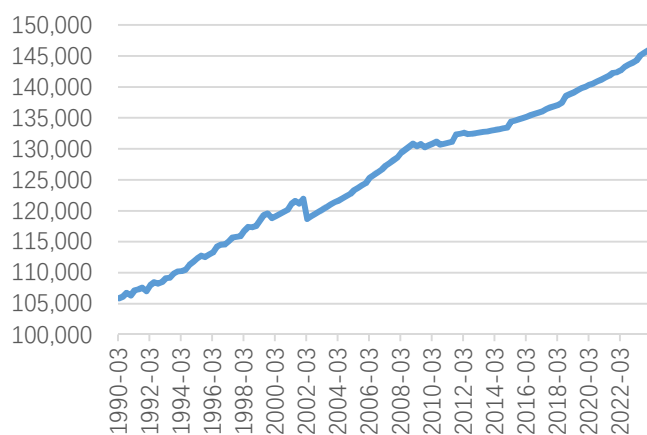

资料来源：CENSUS，创元研究

我们也可以很直观的看到,2000 年代单户住宅的新开工数量迅速增长,而多户公寓的建设始终平静,但 2020 年代,多户住宅新开工出现了明显增长,2020-2022 三年年均增速 11%,远高于单户住宅的 4%。这也反映了当下美国房地产市场居住需求的旺盛。因为多户住宅通常以租赁为主,无论是建设初期的目的还是进入市场流通后的用途,多户住宅始终是租赁的主力。过去十年间,美国多户住宅竣工总量中,租赁占比始终保持在 90%以上。截止 2022 年,美国房屋存量约 1.44 亿套,其中单户住宅 0.97 亿套,多户住宅 0.38

亿套，其他类型 0.08 亿套。存量住宅中出租总计 4810 万套，单户占比 32%，多户占比 68%，即约 3270 万套。

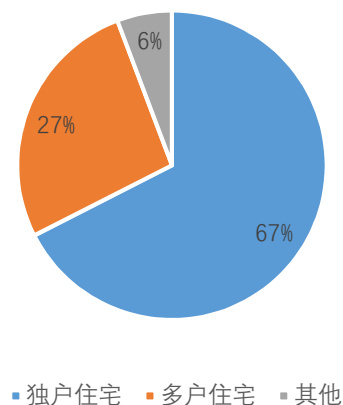
在美国个人投资者是最大的租赁住房业主群体，其次是有限合伙企业（LP）、有限责任公司（LLC）和有限合伙企业（LLP）等商业实体。个人投资者主要拥有单户出租房屋和小型公寓房产（2-4 单元/幢为主），而有限合伙人、有限责任公司和有限合伙企业则拥有大部分大型公寓房产（5 单元/幢及以上）。根据 2015 年 RHFS 调查显示，在所有出租单位 4710 万套中，个人投资者业主占比 48%，其中单户住宅单位中个人投资者占比较高为 75%，多户住宅则仅占 31%。

图 9：美国房屋存量：千套



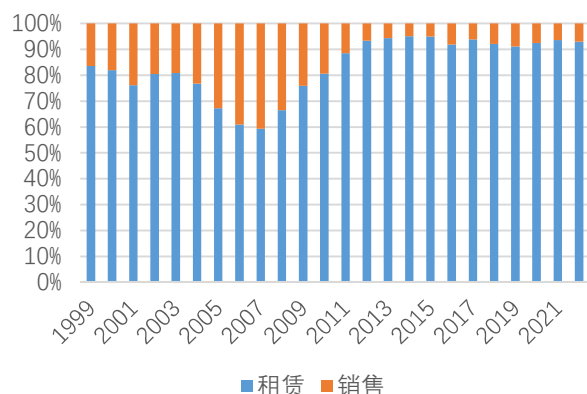
资料来源：CENSUS，创元研究

图 10：2022 年美国存量住房结构



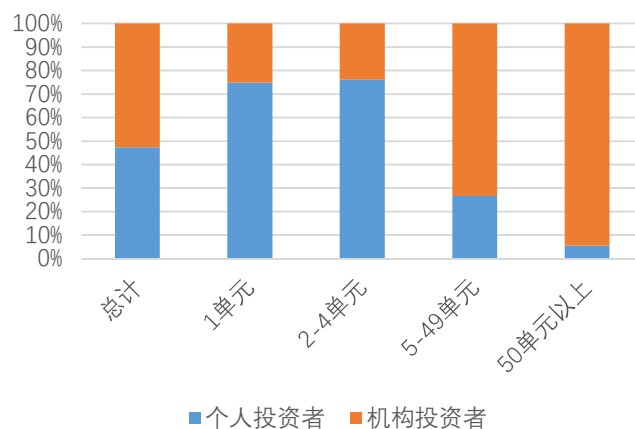
资料来源：CENSUS，创元研究

图 11：美国多户住宅竣工租赁与销售比例



资料来源：CENSUS，创元研究

图 12：美国租赁住房数量非个人房主比例：%



资料来源：CENSUS，创元研究

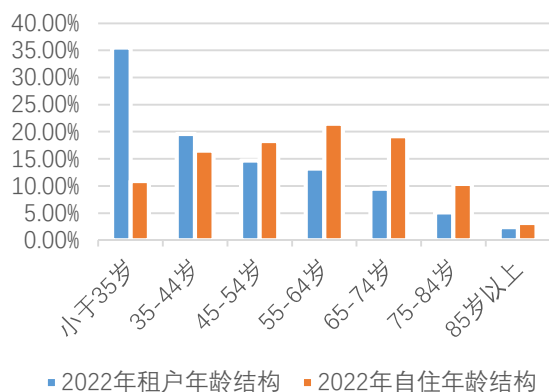
四、近十年美国房地产市场发展主要影响因素

人口因素是影响美国近十年房地产市场发展的主要因素，进入 2010 年代以来，推动单户以及多户住宅开工快速建设的原因则是美国人口结构的变化。从年龄结构上看，租房者的年龄多在 35 岁以下，2022 年该年龄段群体占租房者的 35%，而对于自住来说，55-74 岁为主力军，合计占比 40%。这种现象的形成主要有两个原因，一个是年龄越小，成家的比例就越低，对住房的拥有迫切程度不高，同时该年龄段的人通常处于刚进入社会的阶段，经济收入水平要么不高，要么不稳定，对房屋的购买力不强。此外，伴随着年龄的增加，行动力的下降，对房屋的舒适性以及便利性有着更高的要求，而单户住宅相比高层的公寓来说更符合老年人的需求。

所以我们可以清晰的看到，进入 2010 年代之后，伴随着千禧一代（1980~1996）的成长，美国的多户住宅开工在 2010 年触及低点之后快速回升并超过了 2000 年代房地产泡沫时期的水平。同时由于千禧一代自进入劳动力市场以来的平均经济增长速度比美国历史上任何其他一代人都慢，同时更高水平的教育也加大了这一代人的教育债务。根据 GAO 在 2019 年的一项研究显示千禧一代家庭的学生贷款与收入比率高达 100%，而 X 一代和婴儿潮一代该数值不到 40%。千禧一代（25~34 岁）家庭的平均净资产和中位数净资产（20000 美元）显著低于相同年龄下的 X 一代（31000 美元）和婴儿潮一代（22000 美元）。此外危机过后，信贷要求收紧，获得抵押贷款变得更加困难。经济能力的下滑、晚婚晚育以及购房门槛的提高推迟了千禧一代的购房行为，2019 年千禧一代的住房拥有率仅 43%，低于相同年龄下的 X 一代 51% 和婴儿潮一代 48%。

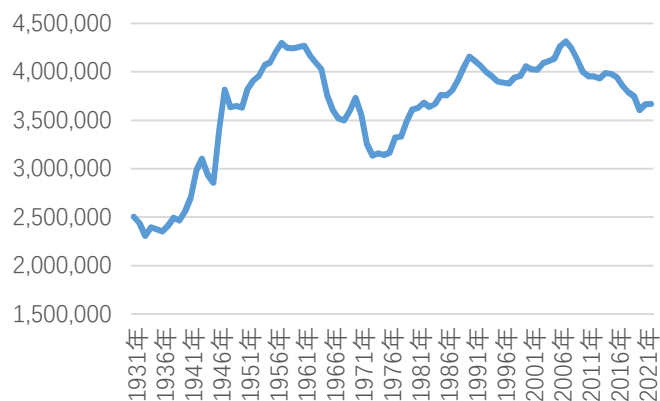
与此同时婴儿潮一代（1946~1964）正逐渐推动 50 岁以上的人口增长，这也意味着单户住宅的购买主力正逐渐扩大。同时老年人的快速增长也在影响着住房需求结构，具有无障碍设施类型的住宅将逐渐扩大的市场份额。并且，伴随年龄增长，对护理服务和公共事业服务需求的增加，也增加了老年家庭的经济压力。这意味着，单立、隐私、更方便活动的单户（小型）住宅将受到青睐。多项研究发现，老年人口的增加与单户小型住宅的价格上涨有关，但与公寓和大型住宅的价格无关。在庞大的居住需求推动下，可以看到，美国的房屋空置率正逐渐创下历史新低。

图 13：2022 年美国住户主年龄结构



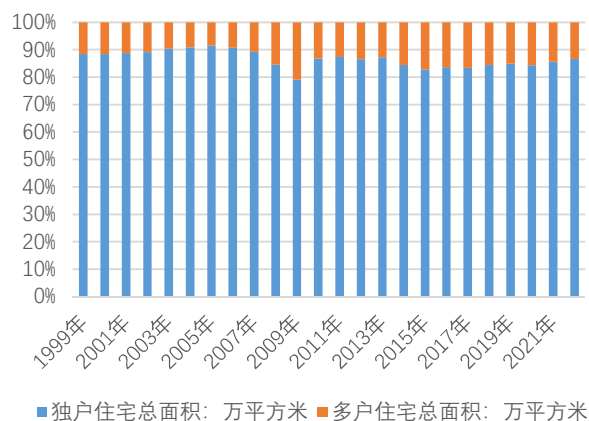
资料来源：CENSUS，创元研究

图 14：美国历年出生人口：人



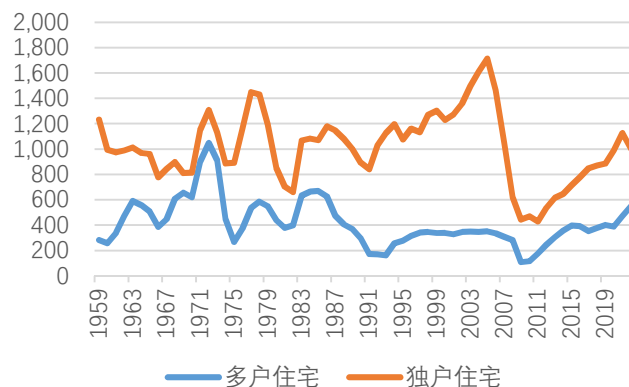
资料来源：CENSUS，创元研究

图 15：美国住宅类型面积比例



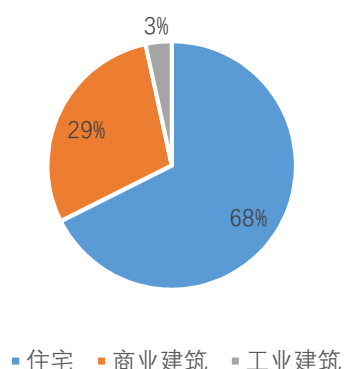
资料来源：CENSUS，创元研究

图 16：美国住宅类型新开工情况：千套



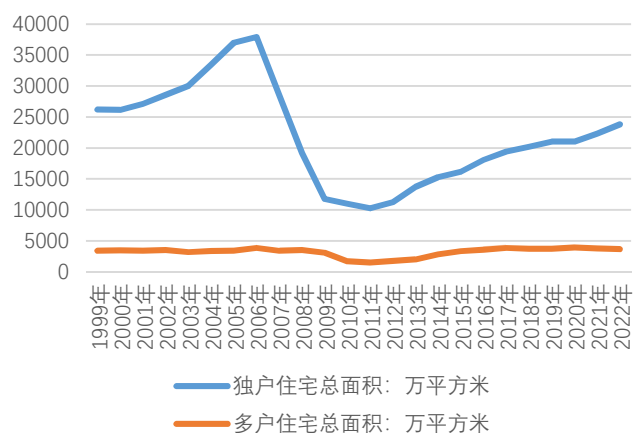
资料来源：CENSUS，创元研究

图 17：2020 年美国存量建筑类型面积比例



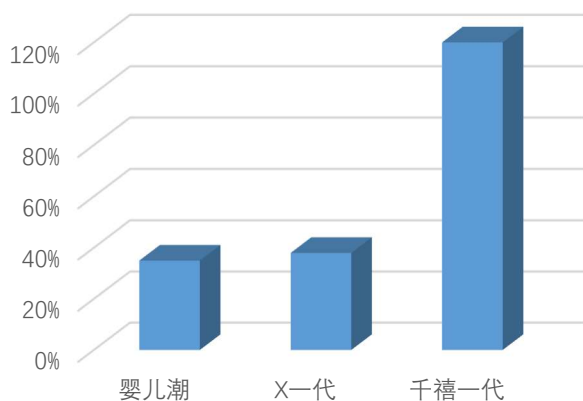
资料来源：CENSUS，创元研究

图 18：美国住宅类型年度竣工面积：万平方米



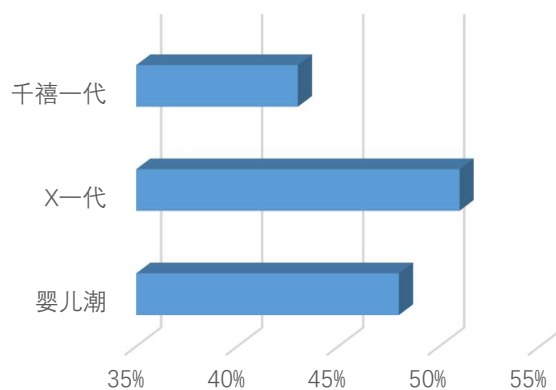
资料来源：CENSUS，创元研究

图 19：学生贷款与收入比率



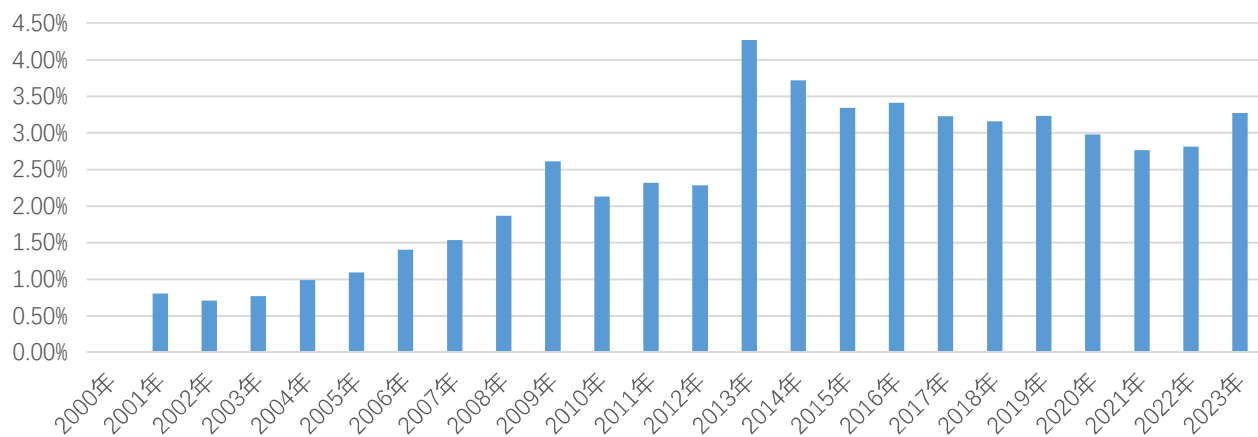
资料来源：GAO，创元研究

图 20：不同世代 23-38 年龄段住房拥有率



资料来源：GAO，创元研究

图 21：美国 65 岁以上人口增长率



资料来源：CENSUS，创元研究

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10 年以上期货研究经验，5 年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获 2013 年上海期货交易所铝优秀分析师、2014 年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

何焱，创元期货研究院贵金属期货研究员，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

创元有色金属组：

夏鹏，创元期货研究院有色金属组组长、镍与不锈钢期货研究员，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，创元期货研究院铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，创元期货研究院铝期货研究员，致力于铝上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

创元黑色建材组：

陶锐，创元期货研究院黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

徐艺丹，创元期货研究院钢矿期货研究员，天津大学金融硕士，专注铁矿及钢材基本面，善于发掘黑色金属产业链行情逻辑演绎。（从业资格号：F3083695；投资咨询证号：Z0019206）

杨依纯，创元期货研究院铁合金与工业硅期货研究员，致力于工业硅、锰硅、以及硅铁的上下游产业链分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

韩涵，创元期货研究院纯碱与玻璃期货研究员，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

创元能源化工组：

高赵，创元期货研究院能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析 PE、PP 等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F30564463；投资咨询证号：Z0016216）

常城，创元期货研究院橡胶与 PTA 期货研究员，东南大学国际商务硕士，致力于橡胶、PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

金芸立，创元期货研究院原油期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注原油基本面的研究，善于把握

阶段性行情逻辑。(从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187)

白虎，创元期货研究院苯乙烯和沥青研究员。从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。(从业资格号：F03099545)

安帅澎，创元期货研究院液化石油气、液化天然气期货研究员，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注液化天然气上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03115418)

创元农副产品组：

张琳静，创元期货研究院农副产品组组长、油脂期货研究员，有七年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。(从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616)

再依努尔·麦麦提艾力，创元期货研究院棉花期货研究员，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。(从业资格号：F03098737)

陈仁涛，创元期货研究院玉米与生猪期货研究员，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03105803)

赵玉，创元期货研究院豆粕期货研究员，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03114695)

创元投资咨询团队介绍：

刘钊含，创元期货投资咨询总部负责人、股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。(从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686)

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
客户服务中心	400-700-0880	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
信息技术管理总部	0512-68288206	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	0512-68292842	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
投资咨询总部	0512-68656937	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
资产管理总部	0512-68363010	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
结算风控总部	0512-68293758	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
合规稽核总部	0512-68017927	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68276671	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
风险管理子公司	0512-68286310	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 30 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区庐山路 168 号 1107 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金域万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)