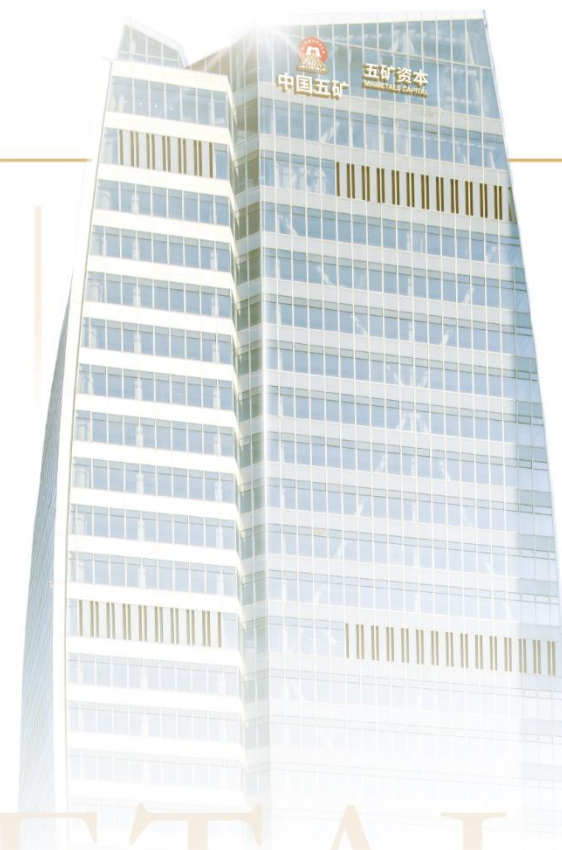




五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

中美房地产市场对比 与启示

2024/06/03



MINMETALS
FUTURES

蒋文斌、程靖茹（宏观组）

☎ 0755-8888888

✉ 123456@wkqh.cn

👤 从业资格号：666666

🏠 交易咨询号：888888

01

国内地产

1、政治局会议政策（4月30日）



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

1. 统筹研究去库存和优化增量供给；
2. 坚持因城施策；
3. 压实地方政府、房企、金融机构各方责任保交付；
4. 抓紧构建房地产发展新模式。

“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”是本次会议的焦点。上一次提及存量房产的去化问题是在 2015 年(2015 年 12 月的“要化解房地产库存”和 2016 年 4 月的“有序消化房地产库存”)。根据克而瑞数据，截至 2024 年 3 月，重点 80 城的去化周期已达 2010 年以来最高值，去库存再度成为行业的重要任务。

2、国务院房地产工作相关会议（5月17日）



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

- 1、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；
- 2、对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于**15%**，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于**25%**；
- 3、央行拟设立**3000亿元**保障性住房再贷款：发放对象为**21家**全国性银行，利率**1.75%** 期限**1年**可展期**4次**；
- 4、何立峰：商品房库存较多城市 政府可酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房；
- 5、自**2024年5月18日**起，下调个人住房公积金贷款利率**0.25**个百分点，**5年以下（含5年）**和**5年以上**首套个人住房公积金贷款利率分别调整为**2.35%**和**2.85%**，**5年以下（含5年）**和**5年以上**第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于**2.775%**和**3.325%**。

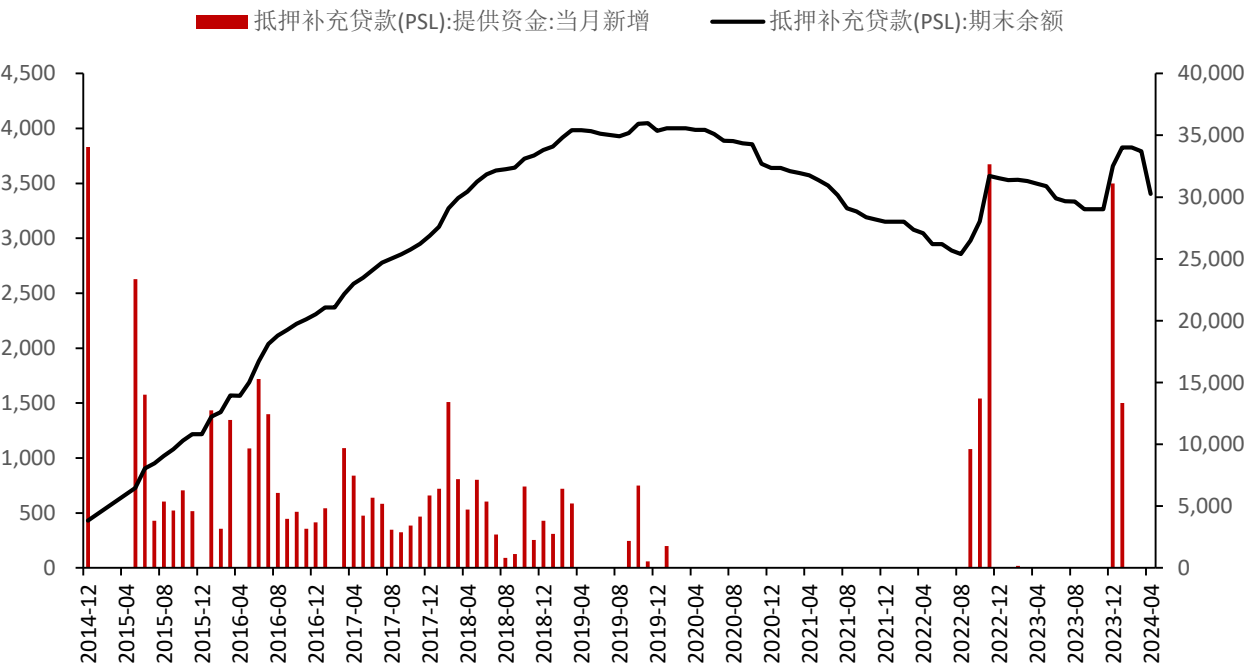
3、上轮去库政策

- ◆ **房贷利息抵扣个税：**允许购房者在计算个人所得税前，将房贷利息作为减除项扣除，减少纳税基数，减轻购房者负担。
- ◆ **政府收购商品房用作保障房：**政府直接收购市场上的商品房，将其转化为公租房、棚改安置房等保障性住房，以消化库存并增加保障房供应。
- ◆ **降低首套首付比例：**多地预期将首套房首付比例从25%降至20%左右，降低购房门槛。
- ◆ **降准降息：**预期央行将进一步降息和降准，以促进信贷流动，降低房贷成本。
- ◆ **税费补贴和优惠：**推出更多楼市税费补贴政策，包括首套房贷利率优惠，以及政府可能直接给予的首套房贷财政支持。
- ◆ **加强货币补贴：**棚户区改造补偿倾向于货币补贴而非实物补贴，即直接给予拆迁居民现金补偿，增加其购房能力。
- ◆ **调整普通住宅标准：**部分城市可能调整普通住宅认定标准，扩大税收优惠覆盖面，刺激市场需求。
- ◆ **发展租赁市场：**鼓励发展住房租赁市场，支持农民工等群体进城购房，增加房屋使用率和流通性。
- ◆ **优化贷款政策：**使用商业贷款的购房者，如果第一套住房贷款未结清，再次使用贷款购买普通自住房的话，首付比例最低为30%。

3、上轮去库政策-棚改

对标上一轮棚改去库存，抵押补充贷款（PSL）是主要资金来源，预计去库存也将获得政策性银行贷款支持。2014年4月央行创设抵押补充贷款工具（PSL），2014年12月开始投放，2016年投放量达到历史高点9750亿，2015、2017和2018年也都维持在 6000亿元以上的投放规模，2019年逐步收缩，2020-2021停止新投放，直至2022年四季度重新投放用于保交楼专项贷款。PSL的运行逻辑为，国开行发放专项贷款定向用于拆迁安置，地方政府拆迁完成后出让土地偿还贷款。

图1：PSL投放及余额（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

4、本轮去库政策

- ◆ **调整优化住房限购政策：**增加购买套数，调整首套房认定标准，缩短社保或个税年限，取消离异购房限制等。
- ◆ **降低首付比例：**除部分一线城市外，首套首付比例降至**15%**，二套降至**25%**，京沪深（首套首付20%，二套30%）。
- ◆ **优化信贷政策：**除部分一线城市外，取消房贷利率下限，京沪深（首套3.5%，二套3.8%或3.9%），降公积金贷款利率，先前降LPR利率，降存量房贷利率；提高公积金贷款额度。
- ◆ **以旧换新：**阶段性采取给予过渡租房、装修搬家等适度补贴措施，支持居住困难家庭住房“以旧换新”，促进改善居住条件。
- ◆ **优化土地和住房供应：**充分发挥城市总规的统领作用，合理把握区域规划时序和开发节奏、结构，提升土地资源配置效率；完善房地联动机制，差异化调整优化中小套型住房面积标准和比例要求，支持区域统筹、总体平衡。
- ◆ **鼓励企业收购存量房产：**支持企业购买小户型二手住房用于职工租住，不再限定购买住房套数；建立健全住房保障体系，探索通过国有平台公司等主体收购、趸租适配房源，优化住房保障供给。目前各地收购政策不一，有按**成本价/备案价/折价**等方式收购。

4、本轮去库政策-控制土地供应



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

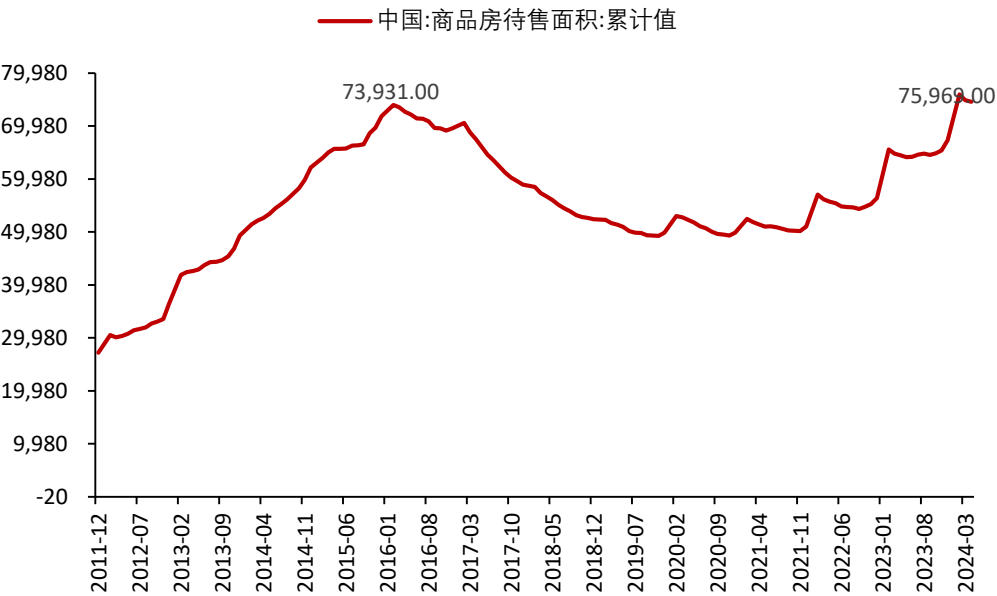
自然资源部4月29日发布《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，通知对新增商品住宅用地供应要求如下：

- ◆ 商品住宅去化周期超过**36**个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量。
- ◆ 商品住宅去化周期在**18**个月（不含）—**36**个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

5、全国库销情况

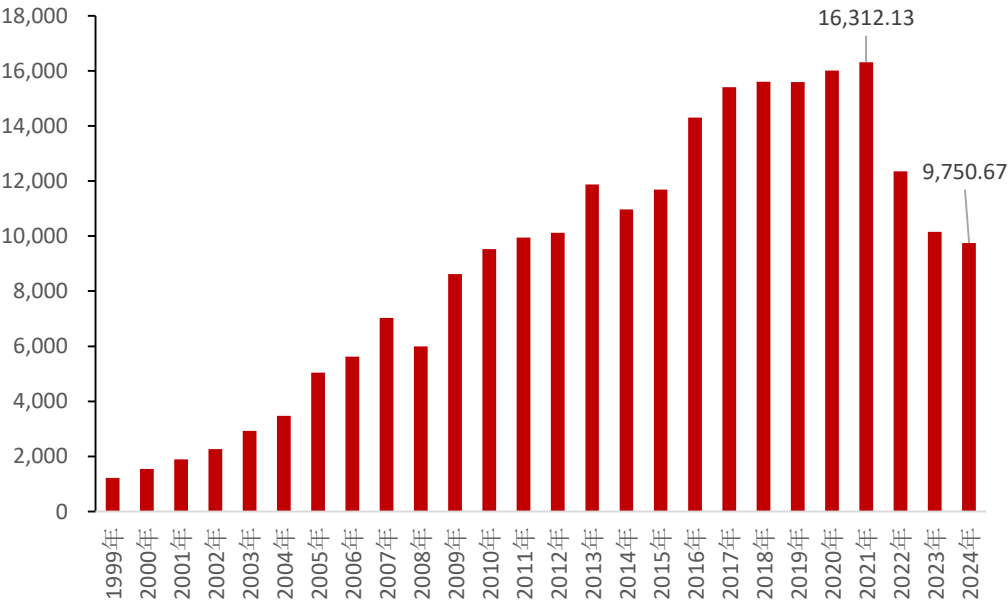
截止到2024年4月份，我国商品房待售面积74553万平，超过上一轮高点73931万平（2016.2）。2023.5-2024.4的月均销售面积为9395.56万平，而2015.3-2016.2的月均销售面积为11905.97。从库存面积看，当下和上一轮库存高点差不多，但月均销售面积仅为上轮库存高点的八成左右。显然当下的行业去库压力更大。

图2：我国商品房待售面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：我国商品房月均销售面积（万平）

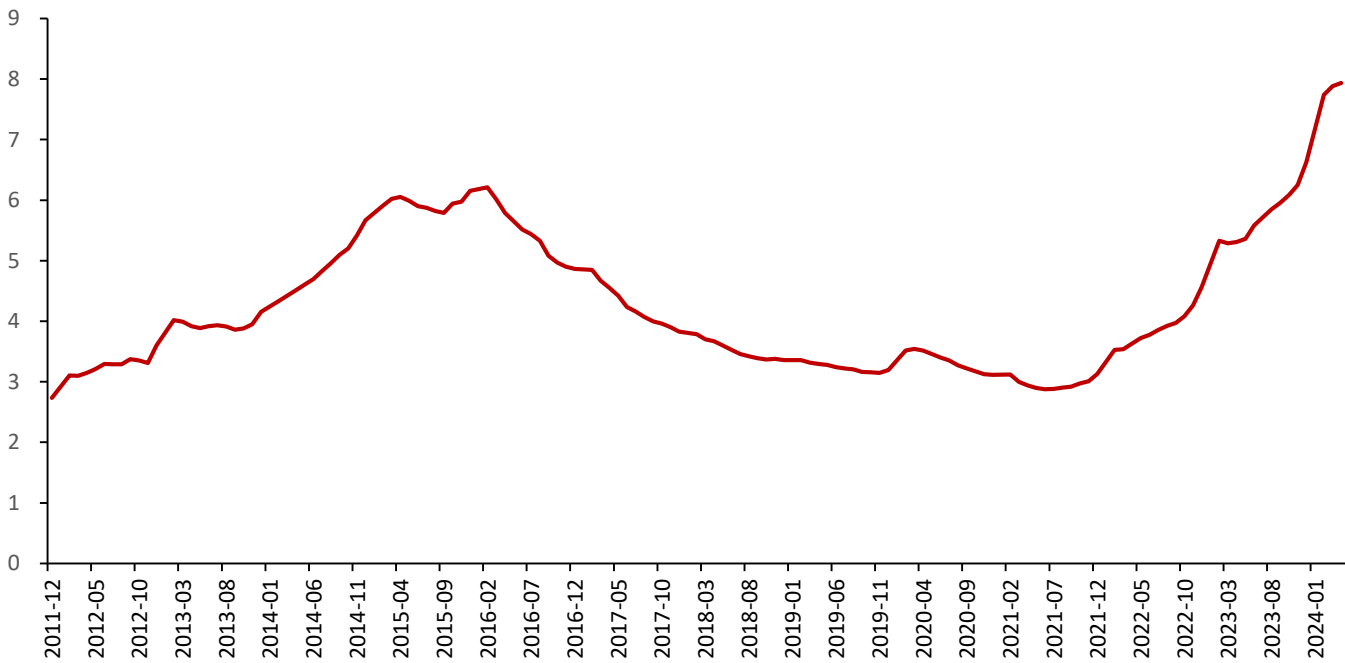


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

6、全国去化周期

根据克尔瑞数据，截止到2024年4月份的可统计107城中，一、二、三线城市的平均去化周期分别为33.53个月、40.05个月、63.05个月；其中去化率低于18个月的城市6个，处于18-36个月的城市29个，高于36个月的城市72个，占比分别为5.61%、27.1%、67.29%。

图4：全国待售面积/月销售面积



资料来源：WIND、五矿期货研究中心 注：数据为全国商品房待售面积/商品房销售面积（MA12）实际去化周期更高

7、去化低于18个月城市

表1：全国去化周期低于18个月城市

城市	商品房供应面积(m²)	商品房成交面积(m²)	商品房库存面积(m²)	商品房去化周期12'(月)
宜宾	0	53900	1510600	11.4
杭州	1100584	596573	11932311	12.1
南昌	314702	213211	3146968	12.3
天津	971904	776314	13554308	12.9
重庆	350648	932878	12654885	13.2
武汉	776414	720003	16737132	15.6

资料来源：克尔瑞、五矿期货研究中心

8、去化处于18-36个月城市

表2：去化处于18-36个月城市

城市	商品房供应面积(m²)	商品房成交面积(m²)	商品房库存面积(m²)	商品房去化周期12' (月)
上饶	26986	38017	1662534	18.1
淮南	29917	49759	1532617	18.3
广安	44887	61325	1433890	21.2
西安	1118419	800956	20724354	22.5
鹰潭	6035	13368	1622696	22.9
济南	718998	678487	20334202	24.1
成都	1457738	1500703	39129786	24.6
青岛	585863	792355	30680665	25.0
乐山	154050	76500	3586491	26.6
温州	711077	490165	15548587	27.3
郑州	401139	342078	14636037	27.5
平顶山	0	152837	3863025	27.6
长沙	637524	355653	12236186	27.8
安庆	28248	95432	1993683	27.8
沈阳	251821	429088	16468658	28.5
宁波	1024078	425391	15374174	28.6
肇庆	257317	193676	7770966	28.8
苏州	278716	309751	13543071	29.1
漳州	97491	74318	2907498	30.5
徐州	213215	368843	20183566	31.0
上海	1224893	1194763	24243128	31.6
黄石	11624	71953	2709137	31.7
岳阳	69233	57374	2050724	32.0
深圳	317895	361400	12274346	32.5
清远	217453	349643	9982029	32.9
合肥	429042	346512	13619514	33.2
咸宁	32902	33490	2546239	33.4
北京	396544	666688	29063286	33.6
淄博	147032	322421	11910557	34.5

资料来源：克尔瑞、五矿期货研究中心

9、去化处于大于36个月城市

表3：去化大于36个月城市

城市	商品房供应面积(m²)	商品房成交面积(m²)	商品房库存面积(m²)	商品房去化周期12'(月)
焦作	38845	24432	1483250	36.3
广州	685384	767295	30432977	36.4
洛阳	93591	74088	3389760	36.5
厦门	149723	179432	6905685	36.6
衢州	50327	15506	1413524	36.6
资阳	0	36175	2006224	36.7
惠州	520606	320808	16579916	37.2
佛山	1385022	843514	19963499	37.5
菏泽	155315	122568	6195558	37.8
舟山	37374	34746	1680221	38.8
绍兴	73704	83235	2650657	39.4
荆门	2502	56971	2603244	39.5
兰州	129210	243469	10018158	40.1
中山	389076	432317	16055093	40.2
六安	54880	53600	2079056	40.5
运城	107846	112379	4277176	40.9
金华	17254	24292	4460309	41.1
南充	273379	80667	5418672	41.1
海口	274306	258115	10052416	41.3
池州	18839	16077	1004764	42.6
福州	191344	456842	17609917	42.7
景德镇	49020	37541	2077704	44.4
威海	51768	154742	6913230	44.4
长春	270268	474667	19618533	44.8

资料来源：克尔瑞、五矿期货研究中心

9、去化处于大于36个月城市

表4：去化大于36个月城市

城市	商品房供应面积(m²)	商品房成交面积(m²)	商品房库存面积(m²)	商品房去化周期12'(月)
湖州	188117	139262	7713545	45.1
黄南藏族自治州	0	8641	384892	45.2
常州	306342	233441	8478845	45.3
丽水	294624	124182	7756889	45.3
东莞	74004	149231	11218637	45.8
西宁	15379	84419	5180946	46.4
淮北	37261	34256	2587466	46.4
赣州	555220	380252	16862688	46.6
呼和浩特	90140	270776	18800789	51.2
汕头	239107	215989	11932039	51.4
赤峰	151282	60480	4971403	52.1
芜湖	157983	87287	3536415	53.5
昆明	670999	382762	26358007	54.0
鹤壁	110779	168323	3121930	55.0
吉林	17679	48355	4078254	55.9
海东地区	61869	81089	5835716	56.7
泉州	72473	78359	4883176	57.2
濮阳	107080	70627	5032993	57.7
海南藏族自治州	0	6596	689893	58.1
烟台	155363	235983	17578176	58.3
南京	395628	495431	30990372	59.0
滨州	123703	74291	5241456	59.5
九江	74501	59957	4693798	60.7
固原	18756	51097	3762737	60.9

资料来源：克尔瑞、五矿期货研究中心

9、去化处于大于36个月城市

表5：去化大于36个月城市

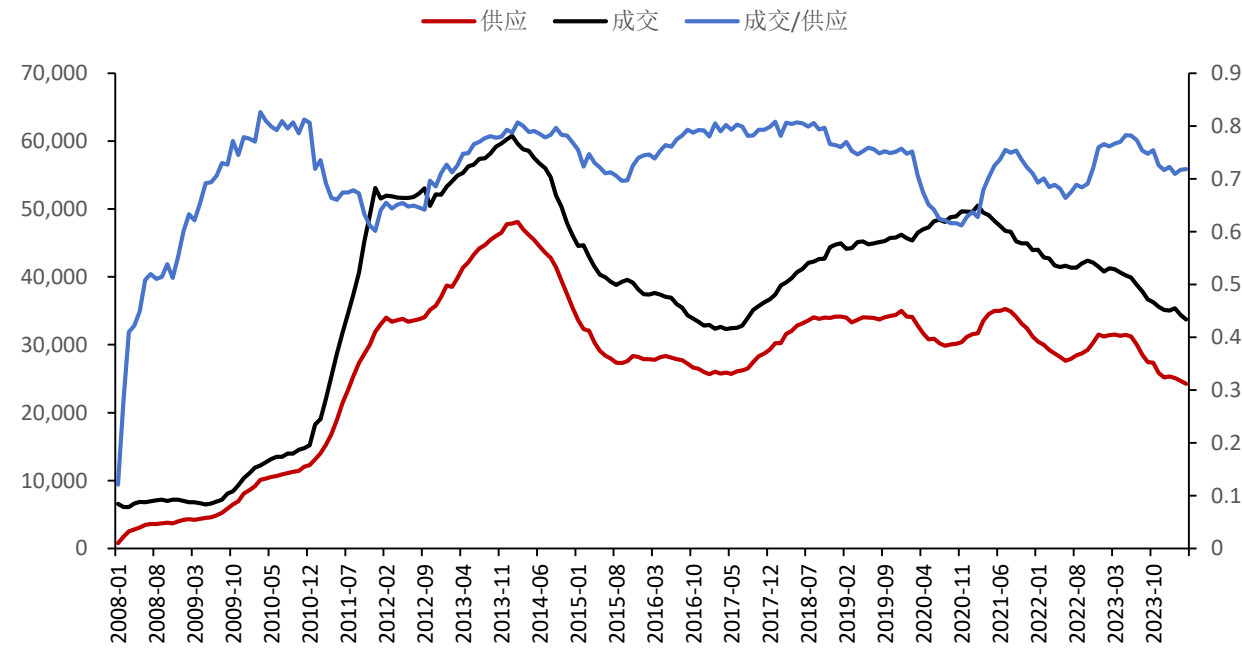
城市	商品房供应面积(m²)	商品房成交面积(m²)	商品房库存面积(m²)	商品房去化周期12'(月)
无锡	152758	211153	14423399	60.9
海北藏族自治州	0	6537	336442	63.5
南宁	273849	319009	27175890	64.1
汉中	86473	79283	6114248	65.8
珠海	480458	149979	13209342	68.2
海西蒙古族藏族自治州	0	6826	722106	71.7
吴忠	27207	81579	9335616	72.6
拉萨	0	30083	4855414	87.1
铜陵	7184	74370	5004177	89.8
渭南	2527	52710	5346017	92.8
泸州	187392	112861	11400435	93.9
哈尔滨	162909	96495	11984998	99.9
平凉	2812	57734	8638936	104.4
中卫	0	28144	3846985	105.6
铜川	0	32134	4087880	112.6
银川	185522	180623	27353991	117.1
东营	135267	77695	13000490	124.9
天水	0	37421	5629019	137.0
嘉峪关	77849	17202	3363533	137.5
德阳	32940	102416	9645076	160.6
儋州	16283	24463	5705210	175.0
阜新	79529	11726	4356652	197.4
宝鸡	255918	104082	22748504	262.6
石嘴山	0	13619	7815326	406.0

资料来源：克尔瑞、五矿期货研究中心

10、土地供应面积影响

根据以上数据统计，以上城市土地供应规划建筑总面积10823.47万平。其中去化周期小于18个月的城市面积786.86万平，去化周期18-36个月的城市面积1963.49万平，去化周期大于36个月的城市面积8073.11万平，占比分别为7.27%、18.14%、74.59%。如果严格执行国土资源部的政策，假设去化周期在18-36的土地供应减少一半，大于36个月的城市全部停止供地，实际影响全部供地面积的约83%。

图5：全国土地供应及成交总面积（MA12）

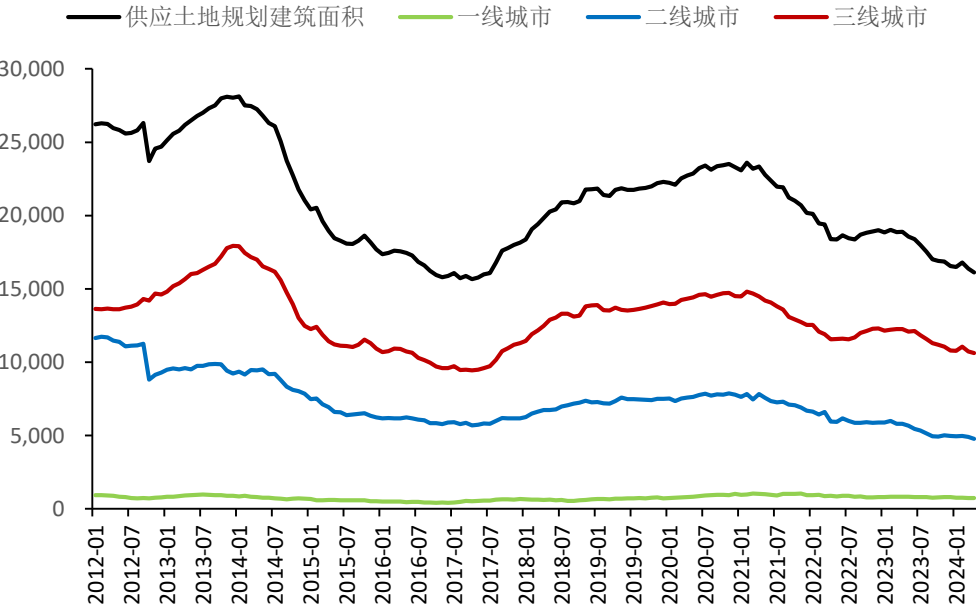


资料来源：WIND、五矿期货研究中心 注：近些年成交面积/供应面积均值约72%

11、供应土地规划建面及新开工面积

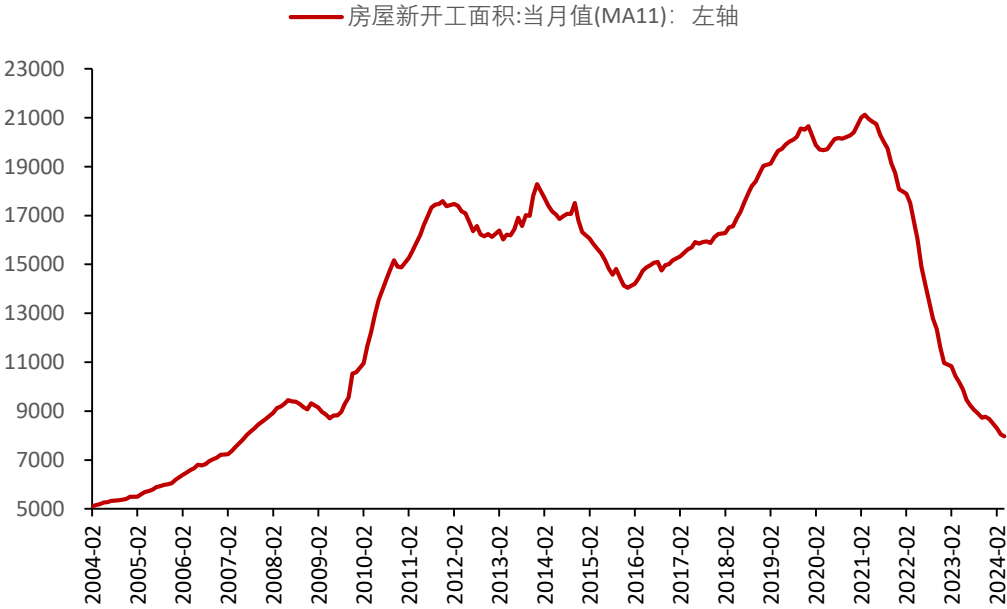
最新的全国月供应土地规划建筑面积（MA12）已接近上一轮低点。较高点回落31.7%，其中一线、二线、三线分别较高点回落28.9%、39.4%、28.4%。而相对全国的土地供应的规划建筑面积，房屋新开工面积跌幅较高点回落62%，已回落至2007年的水平。这也意味着存量土地的开发也有大量闲置未开工，需要盘活存量。
从这个角度看，制约建材需求的是新开工面积，而非土地供应。

图6：供应土地规划建筑面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

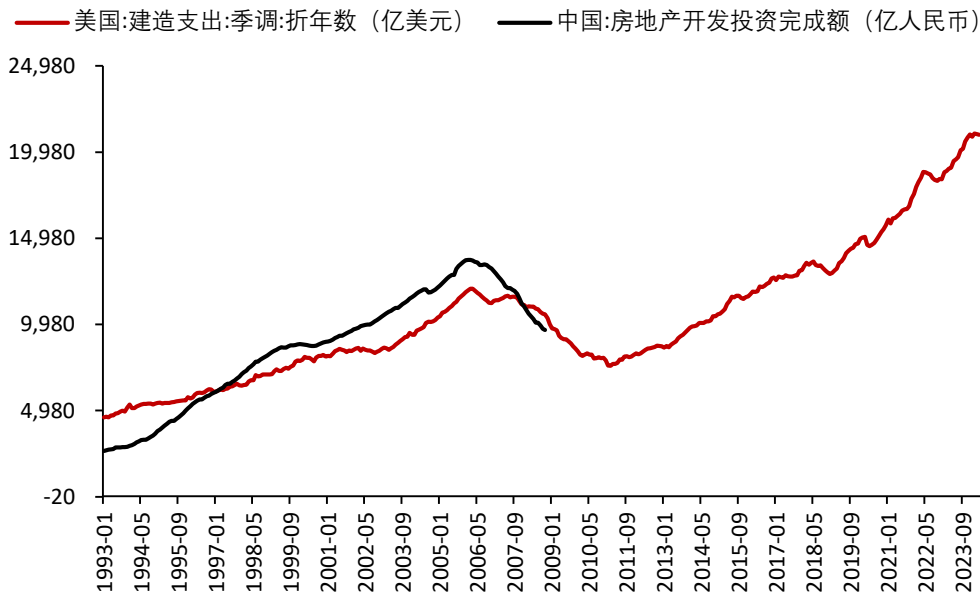
图7：房屋新开工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

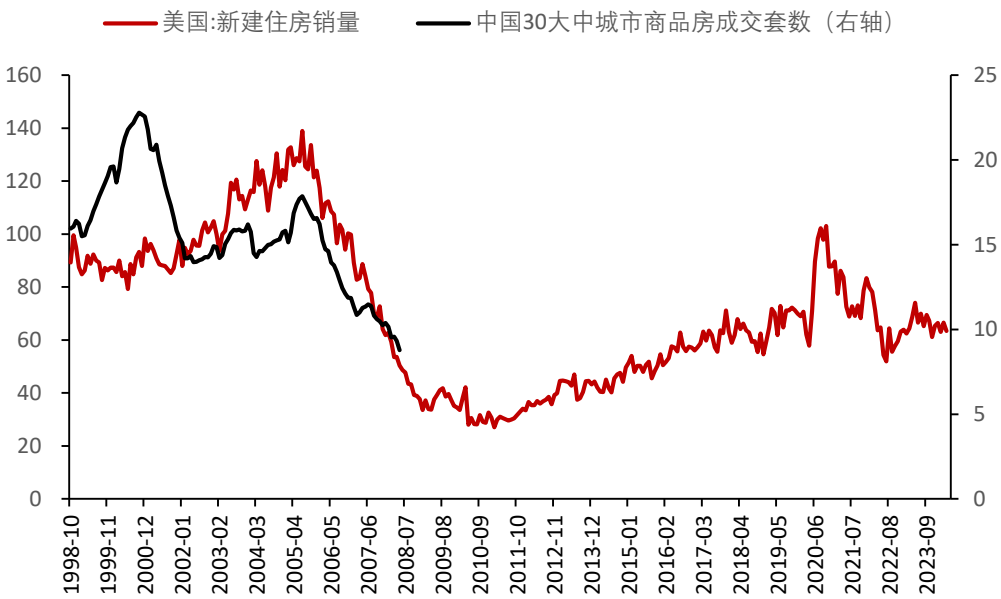
12、中美地产高点对比

图8：美国建造支出及中国房地产开发投资（中国高点对标美国高点）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：中美新房销售套数（万套，中国高点对标美国高点）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

美国建造支出在2006年初见高点，2011年初见底企稳反弹，经历约五年时间，跌幅约37%。中国房地产开发投资额在2021年三季度见顶后，至今约2.75年，跌幅约30%。而从新房销售套数来看，中美调整时间和投资支出差别不大，但美国当时跌幅约80%，如把当前位置和2021年三季度高点比跌幅约50%，和2016年高点比跌幅也接近80%。因此参考美国的调整时间看，中国企稳的时间预计在2026年下半年，但从调整幅度看，中国更快，预计后续下滑的速度会偏缓。

12、数据的不确定性



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

去化周期=（上月末库存面积+本月新增销售面积）/月均销售面积

- 1、去化周期的不确定性，以不同月份的销售数据，去化周期差异较大（目前MA12/MA6较多）；
- 2、未来月均新增销售面积的不确定性；
- 3、前期媒体报道哈尔滨、惠州等城市出现政府公开澄清去化周期未超36个月，该类城市能否执行相关政策存在不确定性；
- 4、去化周期18-36个月的城市执行“盘活多少，供应多少”的供地政策，该类城市相关数据难以确定。

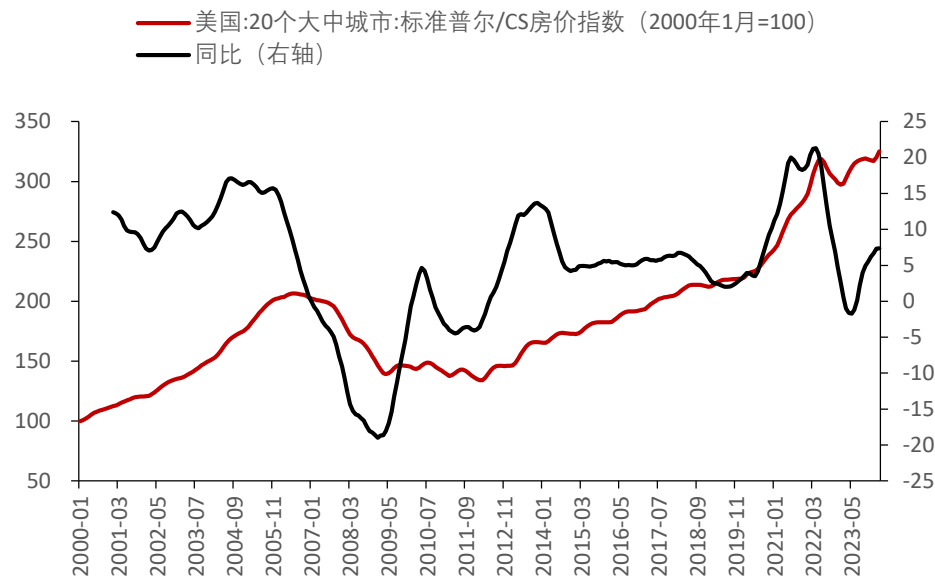
- ◆ 总体来说，本轮地产政策力度强于上一轮，主要体现在首付比例及利率下限方面。但部分政策仍不及上一轮，如契税减免，增值税免征年限、核心城市的限购限售等方面，不少政策仍未做出调整。预计后期会相关政策会有进一步放松预期。
- ◆ 相对上轮的去库行情，本轮库销比更高，去化压力更大。且考虑到居民杠杆率高位，就业市场的不景气，本轮行情的购房信心明显不足。
- ◆ 去化周期的数据相对不固定，且考虑到各城市卖地的需求可能会变相的灵活应对新规，难以确定具体影响的数据。且相比供应土地，新开工面积对建材需求的制约影响更为明显。
- ◆ 若严格执行国土资源部的政策，则政策波及面太大，预计难以完全执行。

02

美国次贷危机后的 救助政策

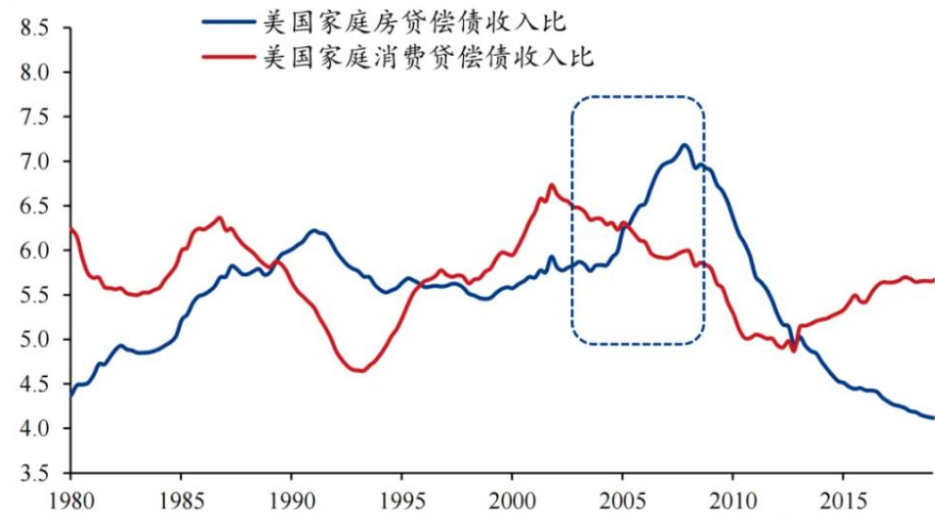
次贷危机的产生背景

图10：美国房价于2006年开始崩溃，进而引爆次贷危机



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11：美国家庭房贷偿债比例在危机前创下历史记录



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

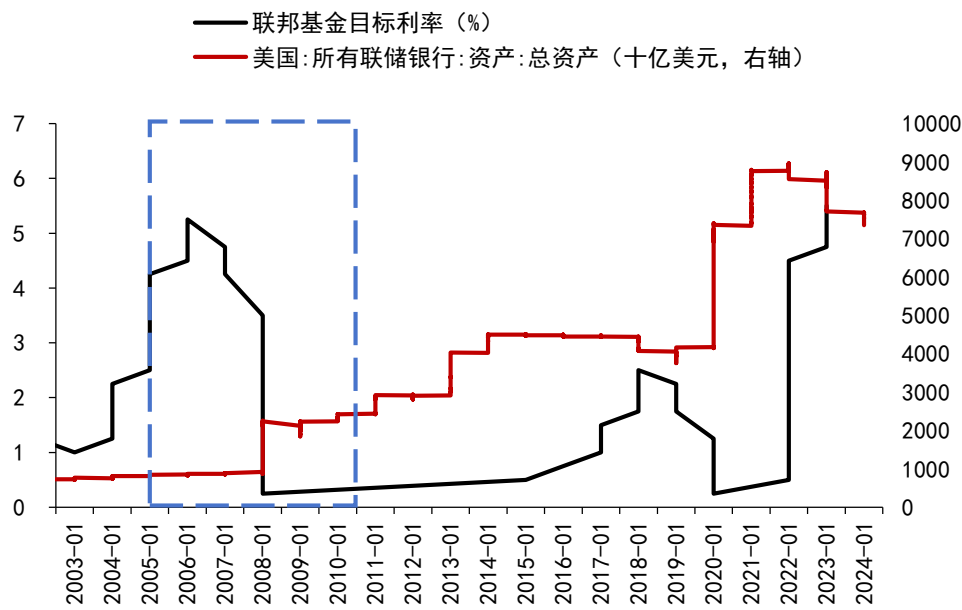
次贷危机背景：美国房地产市场在21世纪初经历了一轮创纪录的高速增长。全美房价指数在1997至2006年之间上涨了85%。但是，供需关系逆转以及美联储加息导致房价在2006年中见顶回落。房价下跌导致次贷违约率显著提升，引发金融机构巨额减值，次贷危机开始发酵。房地产泡沫破裂引发的次贷危机演变成金融恐慌，造成二战以来最为严重的全球性金融海啸，将全球经济拖入深度衰退。

次贷危机下亟待解决的难题：第一，释放大量流动性，拯救崩溃边缘的金融系统。第二，阻止大量房屋抵押贷款止赎，防止大量家庭流失住所。第三，提出全面的金融监管系统改革措施，此外还包括美国三大汽车制造商的经营危机等。从美国次贷危机的政策救助路径来看，也主要围绕上述问题展开。

危机后刺激和救助政策

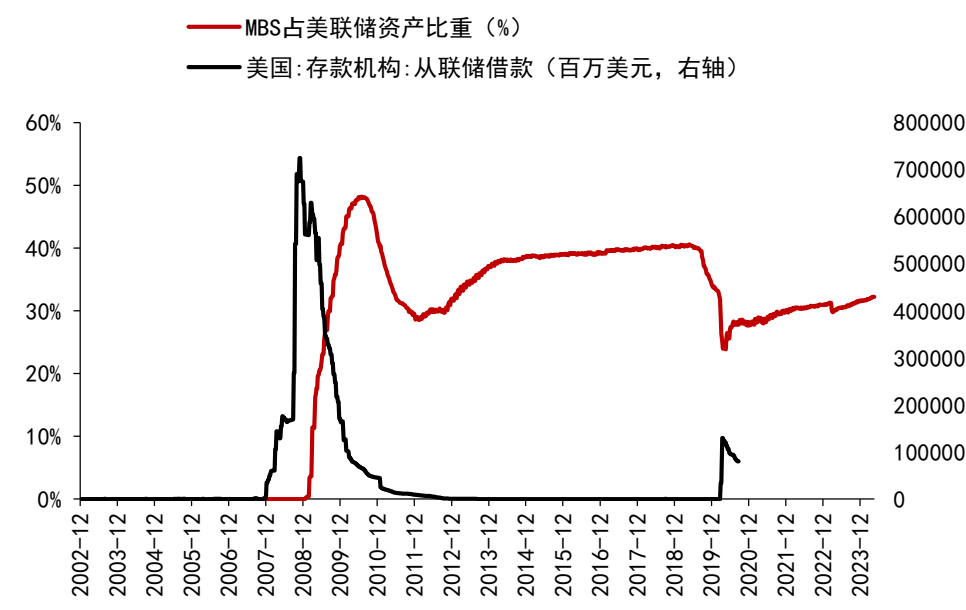
类型	推出时间	方式	结果
货币宽松	2007年9月	<div><div>·2007/9，美联储降息50bp至4.75%</div><div>·2007-2010年，美联储连续降息10次，将联邦基金利率目标区间从5-5.25%,降低至0-0.25%</div><div>·美联储于2007年12月12日创设了定期拍卖工具（TAF），通过匿名定期招标的方式克服贴现窗口的“污点效应”。2008年3月，美联储推出了一级交易商信用工具（PDCF）以及定期债券借贷工具（TSLF），向以投行为主的一级交易商和非银机构提供流动性。2008年9月次贷危机升级之后，美联储更进一步，创设了包括AMLF、CPFF、MMIFF、TALF在内的直接向货币基金、商业票据市场、资产支持证券市场提供流动性的工具。</div></div>	
财政刺激	2008年2月	美国总统签署《经济刺激法案》，通过大幅 退税 刺激消费和投资。该政策一年的预期成本是1500亿美元，约占GDP的1%。	多数美国纳税人收到了一次性的税收返还，单身人士返还300-600美元，已婚人士返还600-1200美元，以及其他商业税收减免。
	2008年10月	美国国会通过了《紧急经济稳定法》，决定出台“问题资产救助计划”（Troubled Asset Relief Program, TARP），主要内容是授予美国财政部7000亿美元资金额度，用于购买和担保金融机构问题资产，以救助当时处于危机中的金融机构，恢复金融市场稳定。 计划通过不久，财政部修改了资金用途，直接向美国银行系统注资。2009年4月以前，TARP资金基本上用于大银行，最大19家银行占全部救助资金的87%。 2012年10月，随着经济改善，美国国会预算署预计，TARP总支出将为4310亿美元，其中已支出4170亿美元，未来仍需140亿美元。接受救助的行业中，银行业占比最大，达59%；汽车行业占比达19%；其余为保险、信用市场和住房市场。	美国国会预算署估计，TARP给纳税人带来的最终成本将为240亿美元，比最初的估计减少了25%。被救助机构的盈利能力改善后，不仅偿还了大部分TARP资金，还为财政部带来了一定回报。美国国会预算署估算，TARP的投资将为财政部带来大约180亿美元利润。但该计划的局限在于，TARP资金并没有真正用于购买金融机构问题资产，而是主要用于给这些机构注资，银行的惜贷问题依然严重，限制了银行对实体经济复苏的促进作用。
	2009年2月	美国国会通过了《美国复苏与再投资法案》，总计7870亿美元，包括2880亿美元减税、1440亿美元用于州及地方政府的医疗与教育开支，以及3550亿美元用于联邦开支与社会项目	使2009财年的联邦预算赤字增加了1830亿美元，使2010财年的联邦预算赤字大幅提升至4050亿美元，2011财年的联邦预算赤字增加额为1450亿美元，随后对赤字的影响减弱。
住房供给	2008年7月	计划向地方政府提供应急基金，用于 购买空置、丧失抵押品赎回权的房产 ，出租或低价出售给低收入家庭	
住房金融机构	2008年1月	美国银行宣布 收购 美国最大的抵押贷款公司Countrywide Financial Corp,帮助其度过信贷紧缩危机	
	2008年7月	美国财政部紧急宣布救助计划，授权美国财政部可以“无限度” 提高房利美和房地美的贷款信用额度 ：承诺在必要时刻美国政府将 出资购买这两家机构的股票 ，改进监管；美联储 接受两家公司的债券为抵押品 ，以保障公司的充足流动性	

图12：美联储下调联邦利率并大幅扩表



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：美联储向存款机构发放贷款，购买MBS

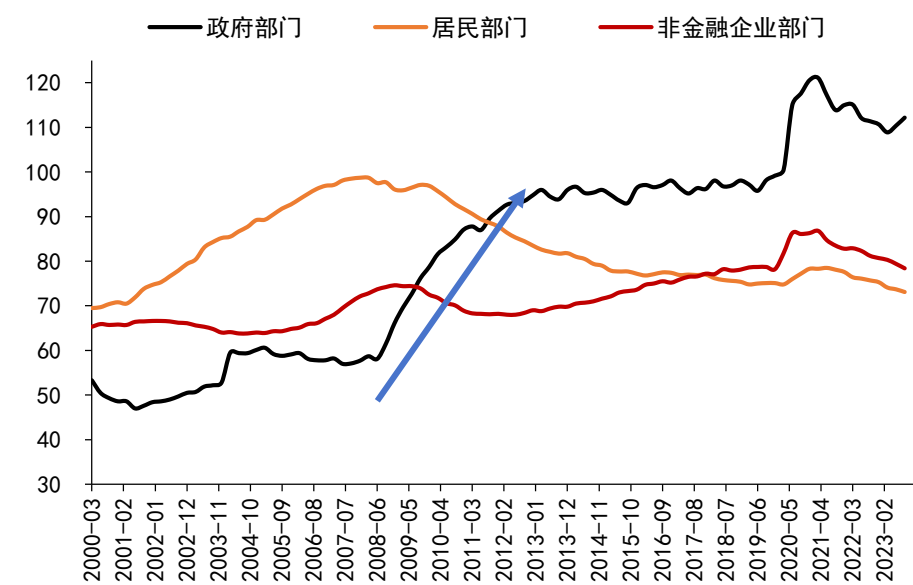


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

货币政策而言，美联储通过天量流动性的释放，在短时间内稳定住了金融市场，具体措施主要包括：

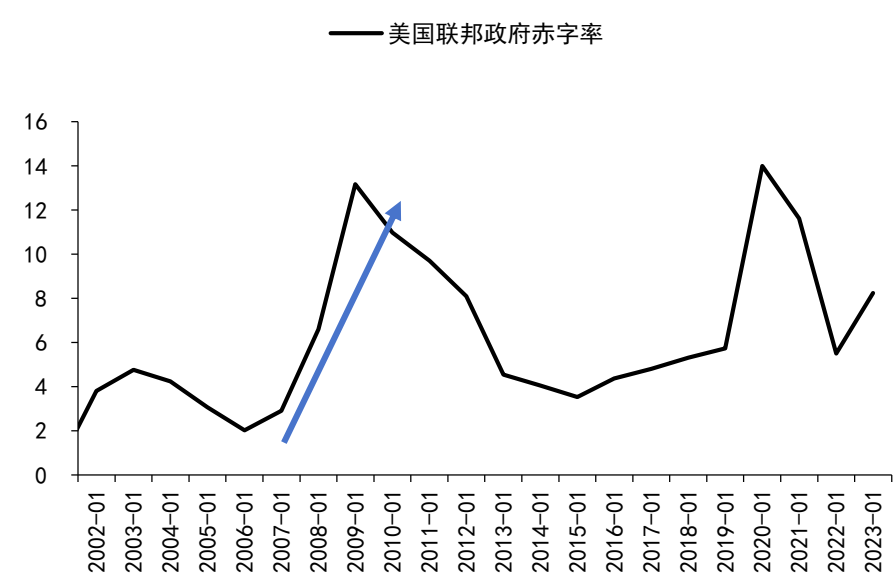
1. 美联储实施大量常规货币政策工具，采取了大幅降低基准利率，加大公开市场投放流动性力度，降低再贴现利率等传统政策手段。
2. 通过非常规政策工具扩张资产负债表，对金融体系进行直接救助。美联储创设了资产支持商业票据货币市场共同基金流动便利（AMLF）、商业票据信贷便利（CPFF）、货币市场投资基金便利（MMIFF）、定期资产支持证券信贷便利（TALF）等。
3. 为了促进更强的经济复苏和确保通胀达到目标，美联储还在2009年开启了三轮量化宽松(QE)政策，通过直接购买国债、企业债和MBS等证券的方式，越过商业银行，直接注入大量流动性。直到2013年5月，美联储才逐步放缓资产购买速度，2014年底才结束了QE进程。

图14：美国三大部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

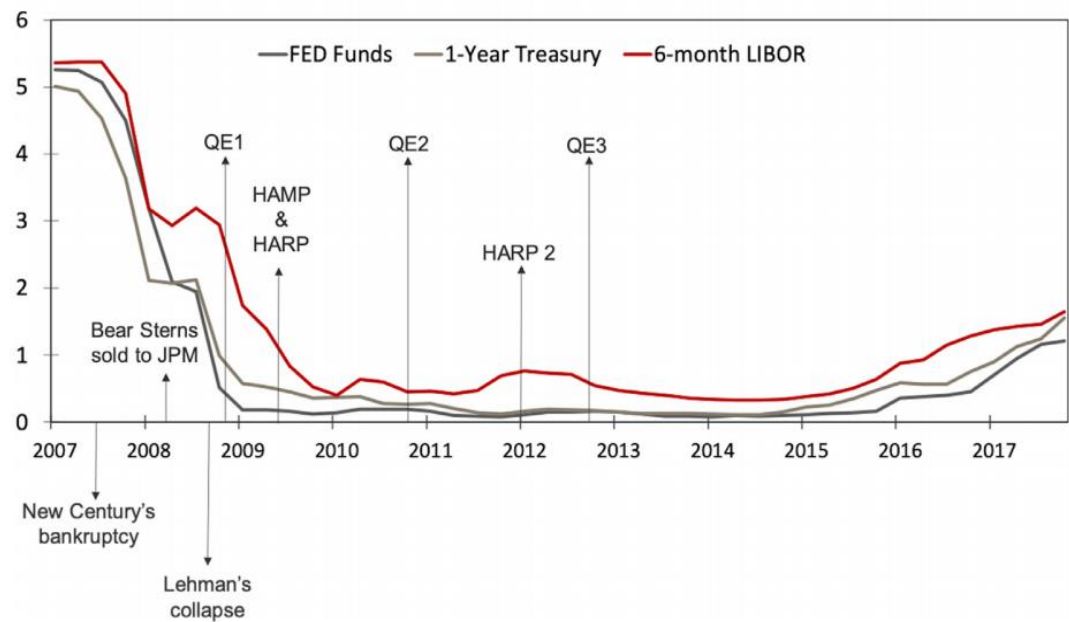
图15：美国联邦政府财政赤字率在危机后大幅提升



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

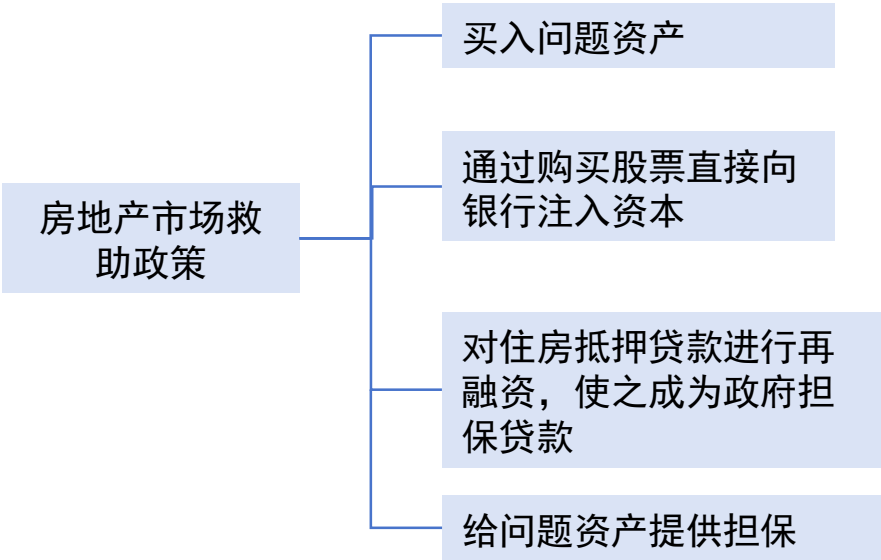
财政政策方面，危机发生后美国政府加大财政支出，采取了注资金融机构、扩大公共支出、减少税收等财政刺激手段。2008年2月，布什政府推出1680亿美元的减税方案，以刺激消费和投资；在雷曼危机时，布什政府又授权财政部推出7000亿美元的救助方案，对问题机构进行救助；而2009年奥巴马政府上台便推出了总额高达7870亿美元的大规模经济刺激方案，该方案35%用于减税，65%用于投资，内容几乎涉及美国经济的各个方面。美联储与财政部施救方案的核心是将居民部门与非金融企业部门杠杆通过各项复杂的新型工具转移为政府杠杆。美国政府杠杆率由危机前的60%左右跳升至危机后的90%以上。

图16：美国地产政策救助时间线



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图17：美国房地产市场主要救助路径

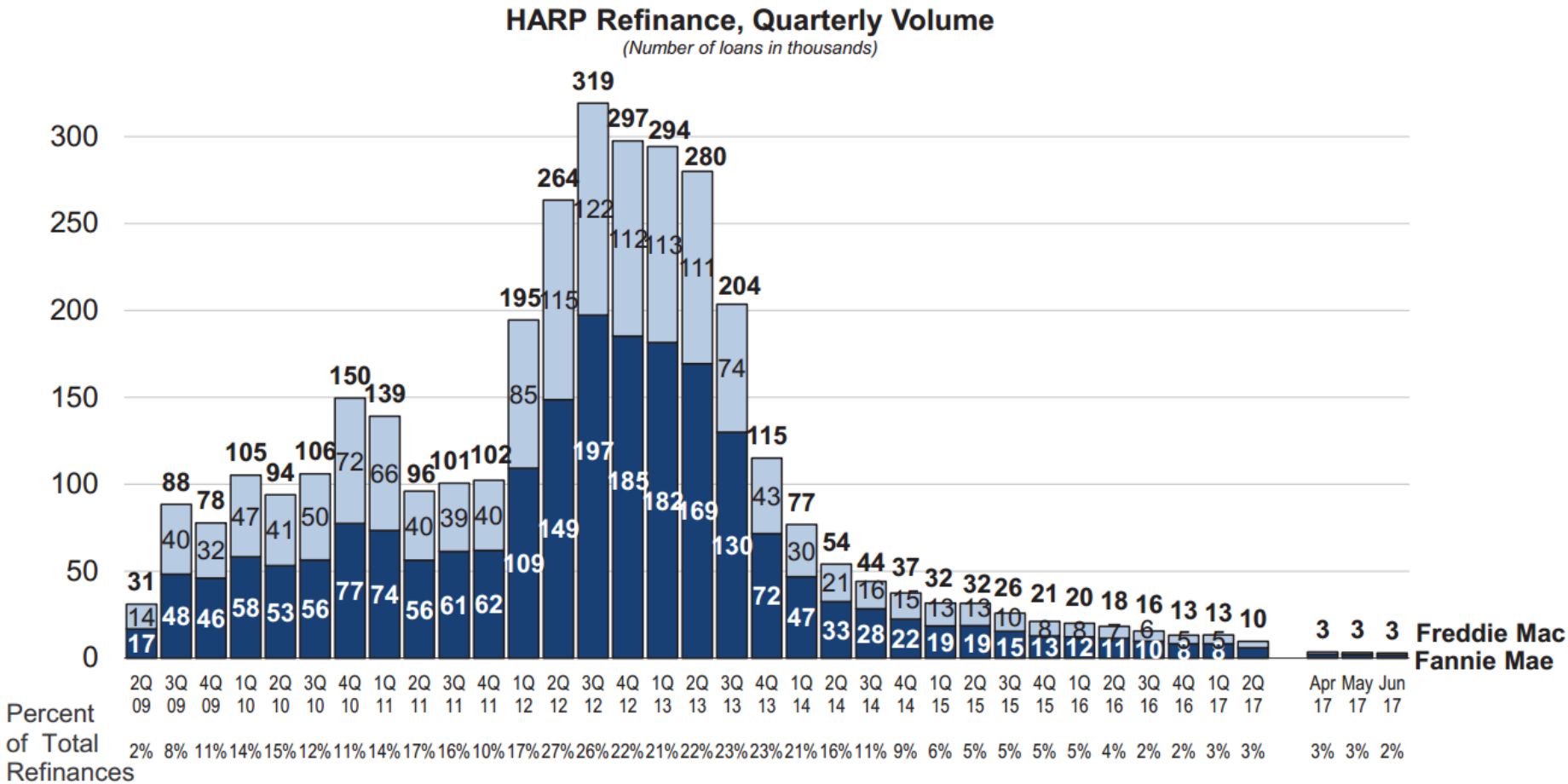


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

美国面临房地产市场问题主要提出了买入问题资产、向银行注入资本、抵押贷款再融资和担保四种政策思路。其中问题资产救助计划主要采取的是向银行注资的方式；针对止赎权问题的救助计划由于巨额费用、产权问题和道德风险问题推进面临阻碍；给问题资产提供担保而非购买的政策选项被加到了问题资产救助计划当中，以安抚众议院的部分共和党人，但这一措施并没有被用到。

房地产市场救助政策

类型	推出时间	方式	结果
按揭贷款	2007年8月	美国房屋管理局(FHA)修改融资计划，为陷入困境的房主 提供FHA担保贷款	
	2007年10月	建立由贷款公司、投资者等机构参与的希望联盟(HOPE NOW Alliance),通过各方的协调、条款修正等方式，以 增加抵押贷款发放	截至2012年3月，在没有政府帮助的情况下，已有 440万 份抵押贷款完成了修改
	2007年12月	对房屋所有人住房按揭贷款减免的同时，进行 税收豁免 援助，增强债务偿付能力	
	2007年12月	美国财政部提出救助计划，“冻结” 2年内发放的浮动利率抵押贷款 ，避免利率进一步上升，减轻房贷还款压力	
	2008年7月	拨款3000亿美元在联邦住宅管理局(FHA)管理下 建立专项基金 ，旨在帮助40万个逾期未还按揭贷款的家庭进行再融资，为其 提供担保贷款，前提是原始贷款人愿意减免原始抵押贷款的部分本金	截至2009年3月，该计划仅帮助一名房主避免了止赎权。房主希望计划在2011年9月终止，总共为 762 间房屋进行了贷款担保
	2009年3月	美财政部推出了公私合营投资计划(PPIP)。该计划旨在鼓励私营部门购买金融机构的问题资产，每筹集到1美元私营资本，财政部都将提供1美元的投资和额外2美元的借款，从而使每1美元私营资本都可以与3美元的政府资金相匹配。通过这种方式，就可以使用 750 亿到 1000 亿美元的TARP资金购买高达 5000 亿美元的问题资产。	随着美国银行业的复苏，市场对公私合营计划的兴趣逐渐减退。最终，私营部门仅筹集到约 60 亿美元，在财政资金和信贷工具的配合下，总共动了约 250 亿美元的资金。
	2009年4月	·美国财政部推出“家庭负担修改计划”(Home Affordable Modification Program,HAMP),帮助存在断供风险的借款人 降低还款负担 ·计划包括将改进后的抵押贷款目标债务偿还比率设为 31% ，设定了较低的贷款利率，以及对参与到条款修订中的抵押贷款服务商实行激励 · 2010年10月 ，财政部开始对计划进行改进。在住房可偿付调整计划本金减免选项下，政府开始鼓励放贷者削减本金。	目标是帮助 300-400 万个受害房主避免止赎，直至 2012年6月 ，在启动的 190 万份贷款的试验修订中只成功修改了 100 万笔贷款。在这些成功的条款修订中，每年节省的花费约为 6400 美元。仅有 6.7 万份抵押贷款修改了削减本金条款。
	2009年4月	·美国住房金融局推出，“家庭负担再融资计划”(Home Affordable Refinance Program,HARP),帮助贷款额超过房屋价值的借款人获得再融资，降低还款负担， HARP 目标在于贷款占住房价值比例超过 80% 的家庭 ·核心是对于坚持支付月供，但由于住房价值下跌无法以较低利率进行再融资的房主，帮助其 抵押贷款进行再融资，所有的抵押贷款由房利美或房地美发放或担保	目标是 400-500 万份抵押贷款再融资，但2009年至 2011 年仅发放 110 万笔， 2012 年约 110 万笔
	2011年12月	由于银行对贷款对象和贷款对象仍然过于严格，政府推出HARP2.0。这些变化主要围绕两个主要思想，一是提高 HARP 对贷方的吸引力，以便银行发放更多贷款；二是降低 HARP 资格标准，以便更多美国房主能够符合资格。该计划允许拥有抵押贷款保险的借款人为其房屋进行再融资。其次，该计划免除了贷款人对之前贷款欺诈行为的任何责任。初始 HARP 计划的贷款价值比限制被取消。房主的贷款价值比不再限制在 125% 。 HARP 计划下的贷款价值比现在不受限制，帮助受灾严重城市的房主实现之前无法再融资的再融资。	2012 年，获得 HARP 贷款的负债房主数量年增长率高达 600% ； 12 年下半年，每月通过 HARP 修改的 100,000 笔贷款中，约有一半的 LTV 超过 105% ，四分之一的 LTV 超过 125%

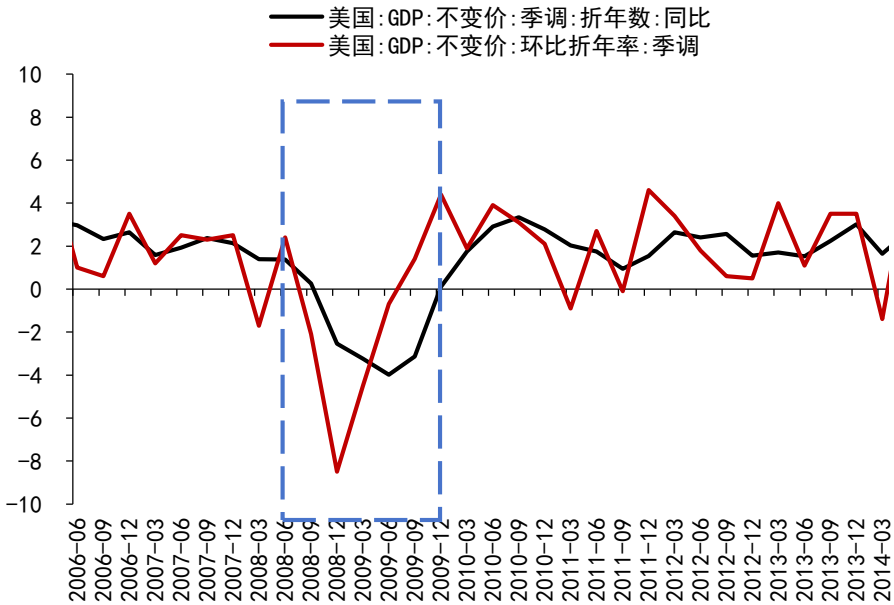


Source: FHFA (Fannie Mae and Freddie Mac)

03

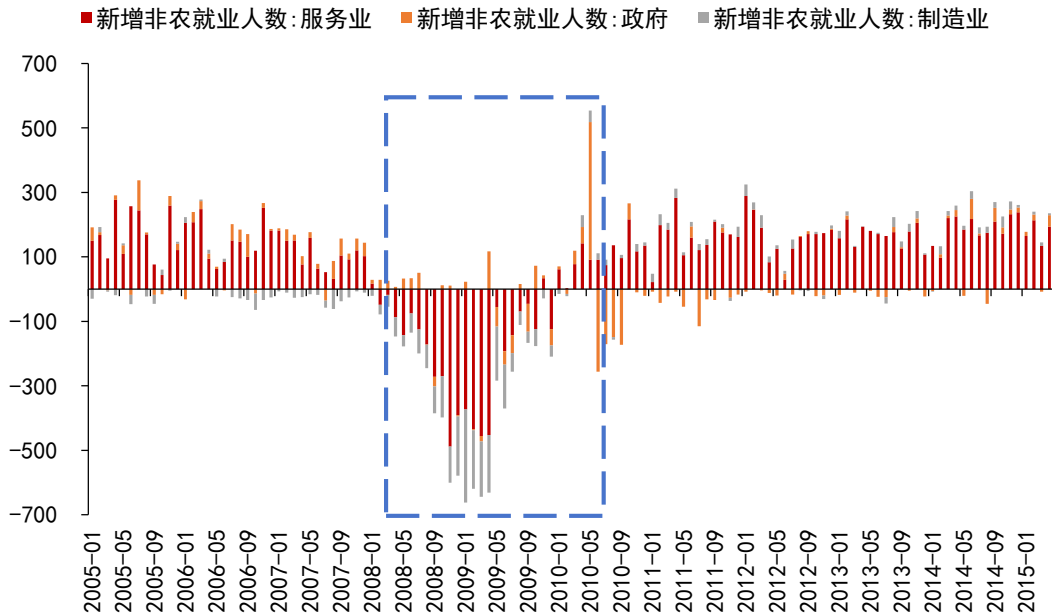
美国次贷危机后的房 地产市场恢复路径

图18：美国实际季度GDP在2009年三季度实现环比正增长



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

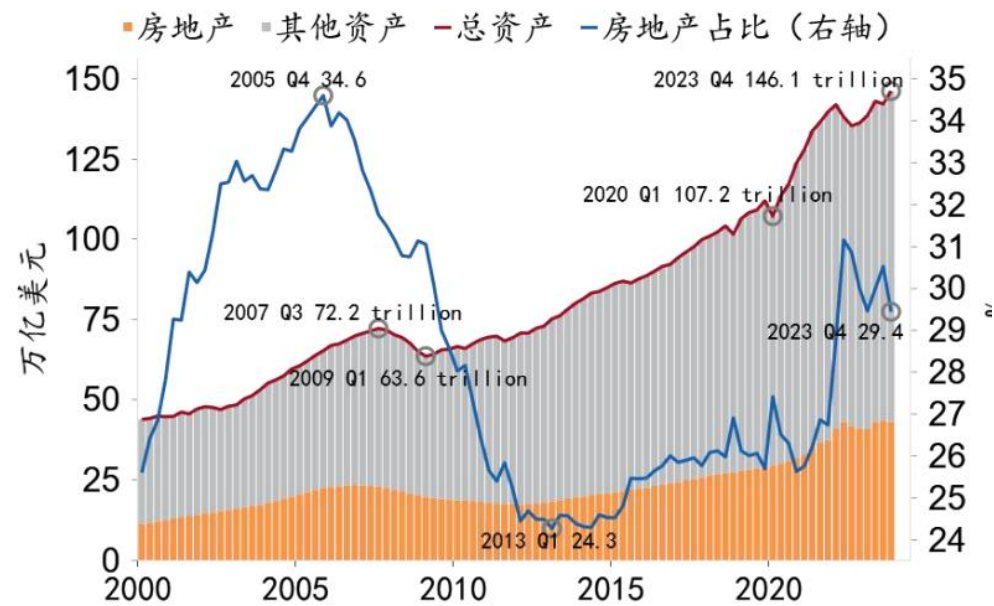
图19：美国新增非农就业于2010年初企稳回升



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

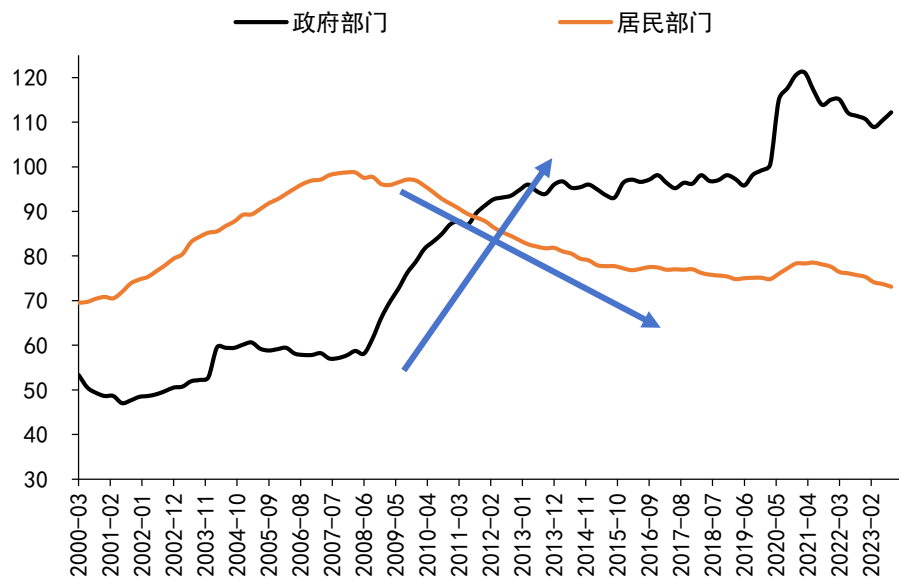
经济整体先于房地产市场恢复。在2009年2月推出《美国复苏和再投资法案》之后，美国经济于当年6月走出衰退，实际GDP在2009年三季度实现环比正增长，同比增速四季度转正。就业方面，非农就业的降幅在09年下半年大幅放缓，并在2010年企稳回升。但是就业回升主要由服务业驱动，制造业流失的就业岗位一直未被回补。房地产市场的恢复则更为缓慢，房屋销售和房价指数2010-2011年才开始回升。

图20：美国居民部门资产及其构成



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：次贷危机后美国居民部门杠杆率持续下降



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

次贷危机后，地产占居民总资产比重大幅下降；随着政策对居民端负债的扶持，居民债务负担持续减轻，资产负债表得以缓慢修复。

图22：2007-2017年美国抵押贷款拖欠和止赎情况（万份，%）

	数量	拖欠率	拖欠数量	止赎率	止赎数量
抵押贷款借款人 （所有）	5629	24. 3%	1371	10. 1%	569
抵押贷款借款人 （拥有单一房屋）	4889	22. 6%	1106	8. 6%	422
抵押贷款借款人 （拥有多套房屋）	740	35. 9%	266	19. 8%	147

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

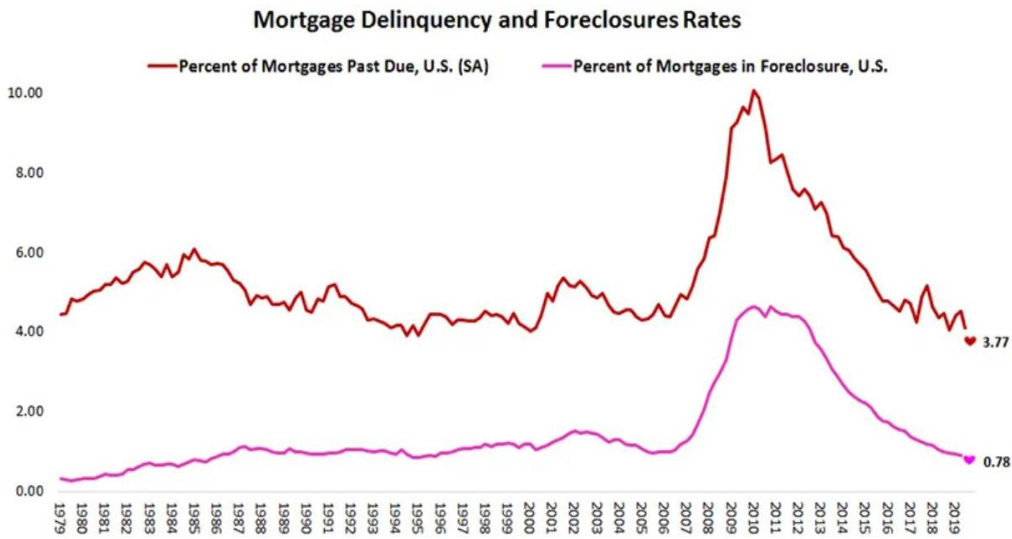
图23：2007-2017年美国经济中违约和止赎的汇总统计数据

贷款人	比例
严重违约(所有消费者)	9. 4%
严重违约(所有抵押贷款借款人)	24. 3%
严重违约(拥有一套住房的抵押贷款借款人)	22. 6%
严重违约(拥有多套住房的抵押贷款借款人)	35. 9%
严重违约(信用后10%的抵押贷款借款人)	71. 7%
止赎(所有消费者)	3. 9%
止赎(所有抵押贷款借款人)	10. 1%
止赎(拥有一套住房的抵押贷款借款人)	8. 6%
止赎(拥有多套住房的抵押贷款借款人)	19. 8%
取消止赎时间(所有丧失抵押品赎回权的借款人)	18. 0个月
取消止赎时间(拥有一套房屋的丧失抵押品赎回权的借款人)	17. 7个月
取消止赎时间(拥有多套房屋的丧失抵押品赎回权的借款人)	18. 8个月
取消止赎时间(信用后10%的止赎借款人)	26. 4个月
重获房屋所有权(止赎者)	22. 7%
重获房屋所有权所需时间	47. 1个月

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

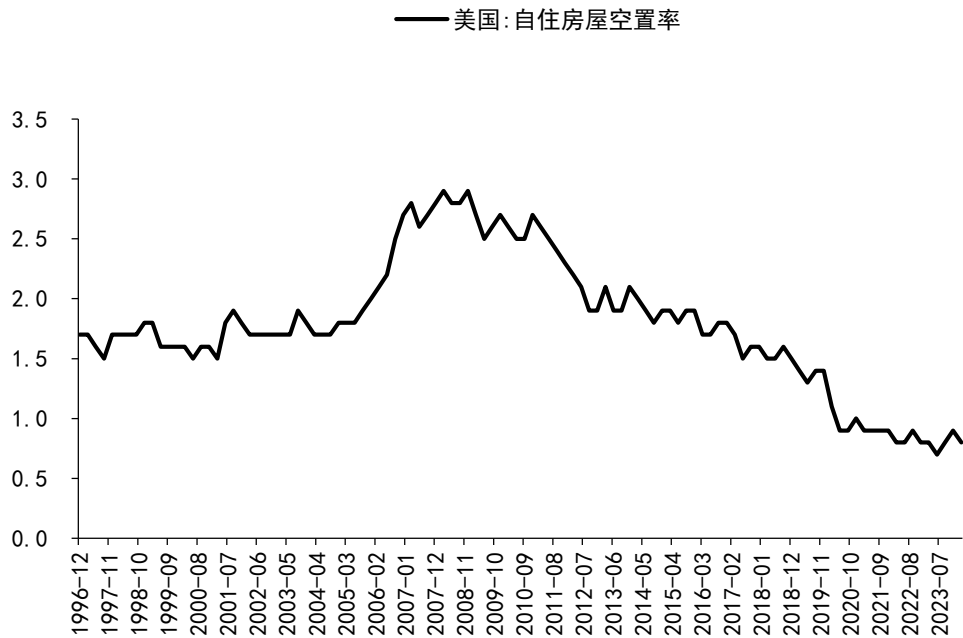
在2007-2017年期间，约有600万起止赎案完成，约十分之一的有抵押贷款的家庭失去了房屋止赎权，并且信用不佳，收入偏低及债务多的家庭更容易遭遇止赎。丧失抵押品赎回权会导致大多数家庭永久失去房屋所有权，只有四分之一的丧失抵押品赎回权的家庭重获房屋所有权，平均需要四年时间。

图24：1979-2019年美国抵押贷款拖欠率和止赎率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图25：美国自主房屋空置率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

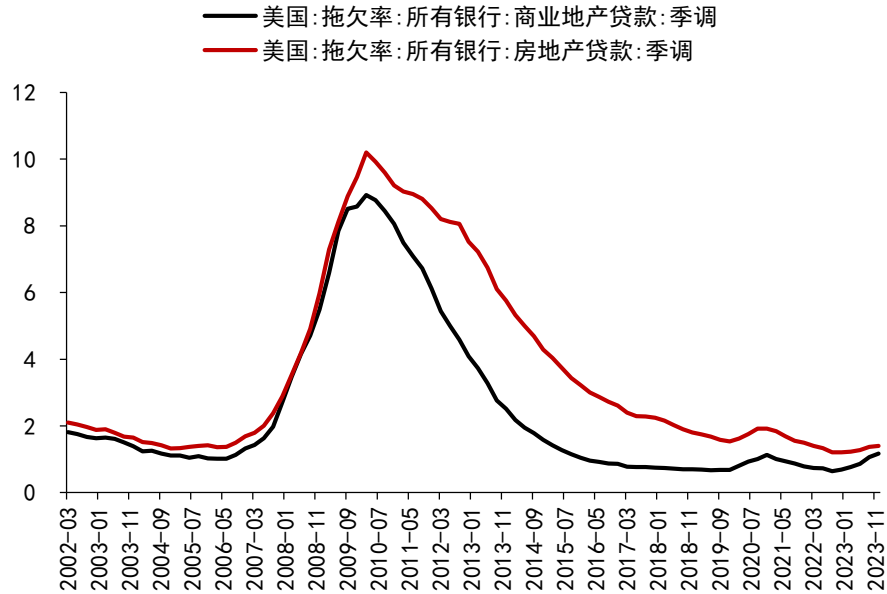
止赎率和拖欠率恢复到危机前的水平相对较慢，需要数年时间。抵押贷款违约和止赎率从2007年开始攀升，2010年开始顶部回落，直到2017年左右回到危机前水平。已有研究表明，这种与止赎相关的房屋所有权的丧失也可能是次贷危机后美国房屋拥有率下降的主要原因。

图26：2007年1月起美国房屋租金同比下滑



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

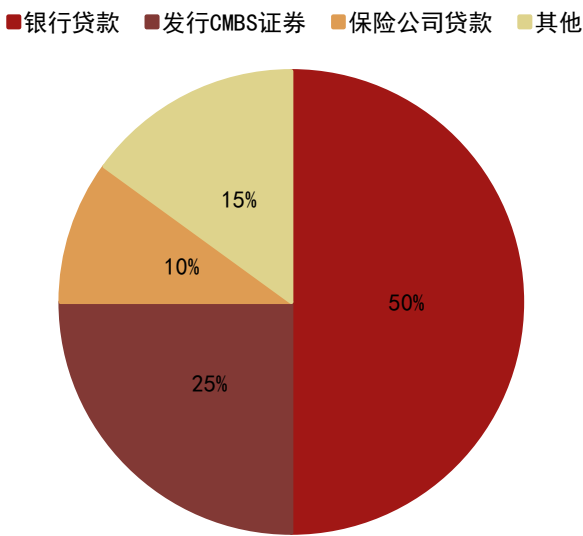
图27：危机时期商业地产贷款违约显著增加



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

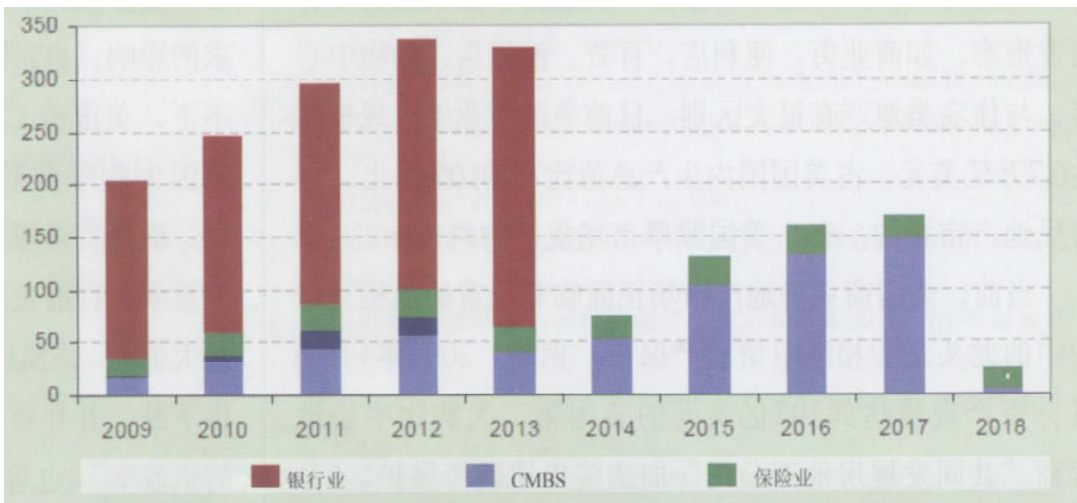
美国商业地产市场主要受失业率和消费者需求的影响。次贷危机后高失业率、低消费意愿直接减少了对商业地产的需求, 推高房屋空置率。空置率的增加将迫使房租下跌, 收入的减少使许多商场、酒店和写字楼的业主开始拖欠银行的按揭商业地产贷款, 贷款违约率开始增加。

图28：美国商业地产融资来源分布



资料来源：蒋卫平（2010）、五矿期货研究中心

图29：从三种渠道融资的商业按揭贷款到期量在各年的分布

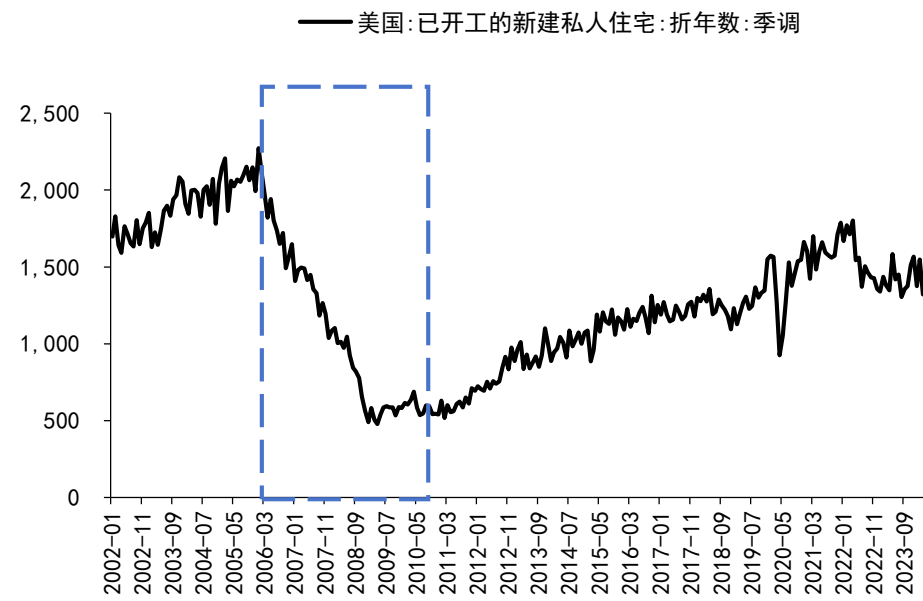


资料来源：蒋卫平（2010）、五矿期货研究中心

商业银行、按揭贷款专业银行或交易商、人寿保险公司是美国商业地产最主要的三个融资渠道。预计至2013年底，商业地产按揭贷款到期金额合计1.415万亿美元，规模庞大的到期商业按揭贷款面临着到期无法通过再融资来偿还到期债务。

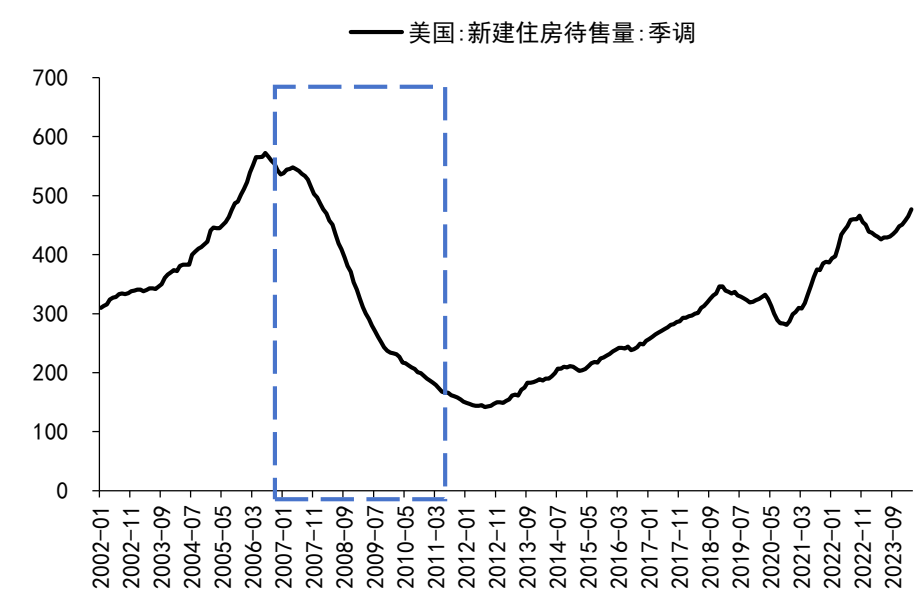
为解决商业地产市场面临的困境，美国政府出台措施主要包括两方面：①将“定期资产抵押证券融资计划（TALF）”贷款范围扩展至商业地产②债务重组。联储希望通过TALF项目向投资者提供资金用于购买CMBS证券，以恢复证券化市场的融资功能，解决总共约有6850亿美元的CMBS商业按揭贷款到期再融资问题。2010年后，商业地产信贷市场呈现长期修复态势，且对经济整体的影响小于住宅地产。商业地产投资仅占GDP的2.2%左右，远低于住房市场的5%；从财富效应看，商业地产市值不到住房市值的一半，因此财富效应也相对较小。

图30：次贷危机重创美国住房供给



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

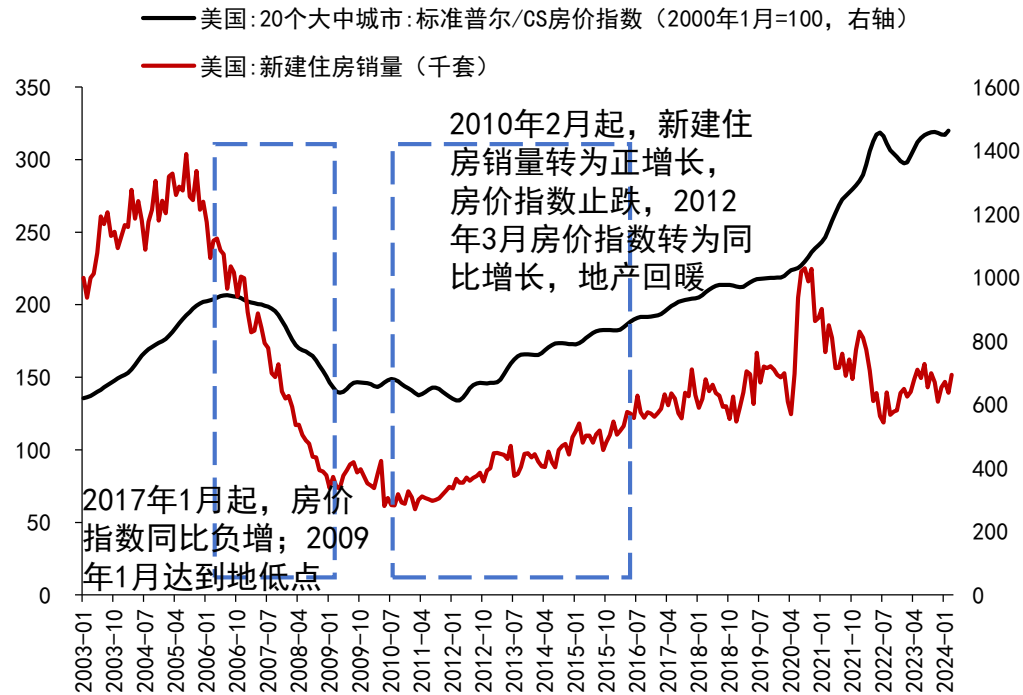
图31：次贷危机后美国住房库存大幅去化



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

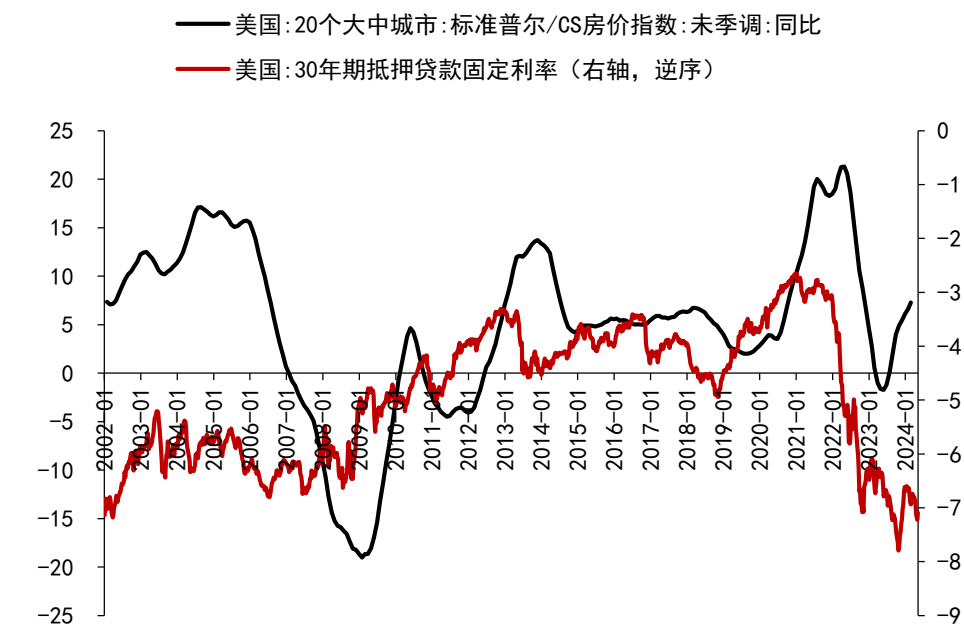
2004年中至2006年中，为抑制过热的经济，美联储持续加息，美国房地产市场因此盛极而衰，新屋开工见顶回落，并在次贷危机的催化下剧烈收缩。危机后，2007年7月至2024年2月，美国房地产总在售库存从439万套跌至145万套，累计跌幅高达68%，总库存规模处于1999年有数据记载以来低位。

图32：美国房地产市场回暖进程



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图33：美国房价走势与利率一致



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

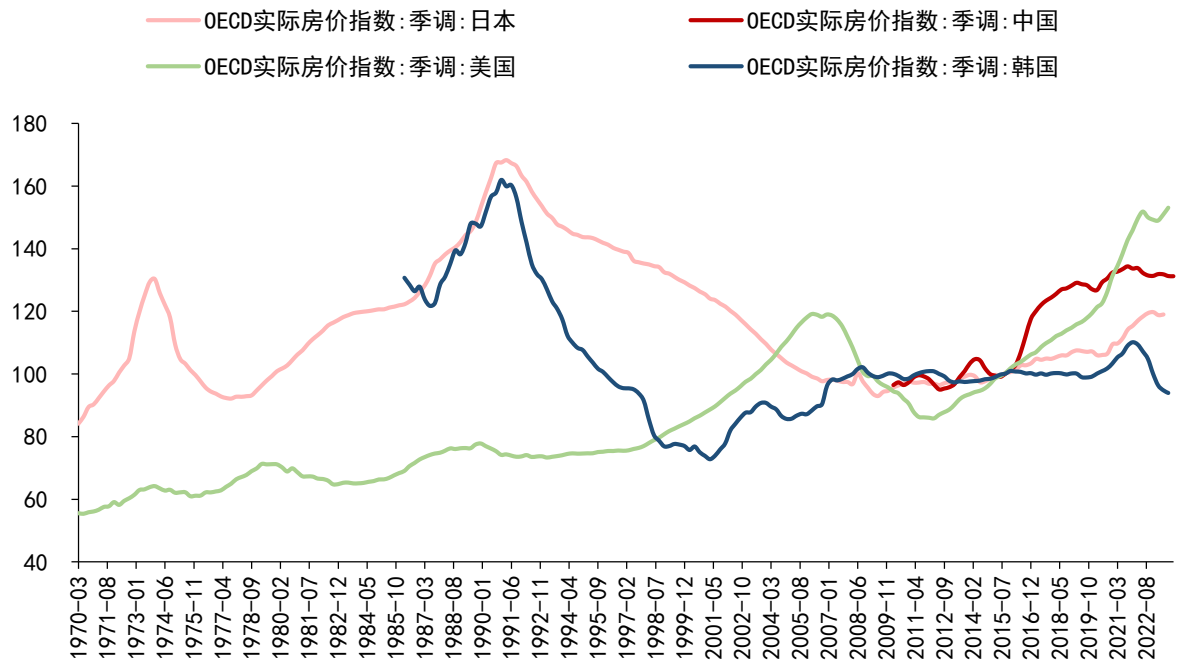
救助政策助力房地产市场复苏。2007年1月美国标普/CS房价指数变为同比负增，加速下跌25个月，2009年1月达到次贷危机以来最大跌幅。2008年11月美联储开启第一轮QE，随着货币财政政策持续发力，房价跌幅逐步收窄，房价指数在1年之后的2010年2月走平，2012年3月开始房地产市场热度明显回升。

04

中美房地产市场的 异同和启示

- **一、债务主体不同。**在美国次贷危机期间，房价停止上涨，抵押贷款违约推动泡沫破灭。美国超过80%的房屋销售是现房销售，而中国的大部分房屋销售是新房销售。美国住房相关债务集中在家庭中，而中国亟需解决的问题则主要在于房地产开发商债务和地方政府化债问题，同时减轻居民端的房贷负担。
- **二、救助思路不同。**美国救助政策重购房家庭，轻房地产企业。美国政府把降低系统性风险放在优先位置，而房地产企业杠杆率并不高，优先救助的主要是是系统性风险更高的居民和金融机构。
- **三、美国地产政策重点并非对房地产行业单独刺激，主要在解决止赎问题。**美国政府针对房地产市场的政策围绕缓解还款困难、降低房产止赎展开，并未对房地产行业单独进行强力刺激。以8000亿美元的《美国复苏和再投资法案》为例，其重点是通过扩大福利支出与税收优惠支撑美国家庭资产负债表，以及增加公共医疗、教育、基础设施等领域的政府投资托底经济。法案中与住房相关的开支仅为147亿，占比不到2%。
- **四、通过刺激整体经济，从总需求传导至房地产市场。**由于美国的房地产市场以二手房交易为主，房地产行业与其他非贸易的服务行业类似，产业趋势受经济增速与居民收入增速的影响较大。通过一揽子经济刺激计划，美国经济得以从2009年中开始走出衰退。经济的逐步恢复带动居民收入企稳回升，房地产市场也在2011年触底反弹。
- **五、美国的政策出台更快且更为激进。**不管是08年金融危机还是20年疫情，危机模式触发马上出台各种救助政策。如大幅提高财政支出及货币供应，另外利率快速下降，联邦基金目标利率由2008年初的4.25%快速下调至0.25%，大幅降低居民房贷利息支出压力。此外，美国具备相对宽松的破产法案，居民可以更从容的应对房价调整压力，也更容易修复资产负债表。

图34： 中美日韩四国实际房价指数（2015年=100）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

- 一、房地产调整一旦开始，往往会持续较长一段时间。从国际经验看，美国调整约5年，日韩则经历了10年（或以上）的调整时间。
- 二、适当发挥杠杆作用。在财政部门提供资金支持的基础上，可以引入中央银行和商业银行，利用其杠杆效应进一步扩大资产购买的规模。
- 三、政府购买问题资产往往需要较长时间准备，在紧急关头需配合其他刺激政策。
- 四、要明确资金规模和解决定价问题，制定资产购买计划还要建立激励机制，调动金融机构的参与积极性。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博