

美國住宅市場開工和銷售兩旺的八個理由

此報告中所有示例均為對各種情況的虛擬解釋，僅作說明之用。此報告中的觀點僅反映作者的看法，未必是芝商所或其關聯機構的看法。此報告及其中所載資訊不應視為投資建議或實際市場經驗的結果。

自2007年和2008年崩盤以來，美國住宅市場一直時快時慢地復甦。雖然住宅價格、開工率和銷售額已擺脫低位，與我們的預測相符（請參閱《2012年美國住宅市場前景好轉》，作者Blu Putnam），但進展並不順利。開工率和新房銷售額表現尤為明顯，仍然比2005年的高位低50%以上（圖1和圖2）。不過，有幾點理由令人相信住宅市場在今後幾年或許會迎來更強勁的復甦。

理由1：需求旺盛

需求旺盛是第一個理由，也是最重要的理由：無論是新房開工率，還是銷售額，都跟不上人口增長速度。就其本身而言，人口增長並非住宅市場繁榮的必要先決條件或充分先決條件，但卻是諸多因素中的重要條件之一。在2008年和2009年的大蕭條期間，很多大學畢業生和其他人負債累累，找不到工作，只能回去與父母同住，現在他們中的很多人已經開始找工作。在大蕭條之前，每年有150萬對新人成家。在大蕭條之後，該數字減少大約一半。不管他們多喜歡住在地下室，也不管他們多喜歡與室友同住，大多數年輕人遲早總會成家立業。在今後十年的前五年，他們中的許多人將成為潛在的買房者，至不濟也會租房來住。我們在這裏想表達的重點是，就業率上升和收入增加將有助於新人成家立業，然後得出我們的第二個理由。

圖 1.



圖 2.



理由2：勞動市場快速好轉

隨著勞動收入增加，或許會增強部分個人和家庭的買房願望。出租性住宅的開工需求也隨之水漲船高。大蕭條過後，復甦的早期階段艱難而緩慢，勞動市場尤其如此。但在2014年，勞動市場好轉速度顯著加快（圖3和圖4）。

在考慮住宅市場的需求時，最重要的是全美勞動收入的整體情況，過於關注勞動市場的個別指標難免會以偏概全。平均小時工資年比增長率為2.0%，幅度相當平緩。平均工作小時數增長0.6%，意味著勞工的平均收入增長 $2.0\% + 0.6\%$ ，即2.6%，增長幅度較為明顯。但這個數字還可以更高。勞工人數年比增長2.4%。也就是說，勞動總收入增長 $2.6\% + 2.4\%$ ，即5.0%，增長幅度相當明顯。此外，消費物價數據顯示通脹溫和。按實際購買力計算（即調整通脹影響），勞動總收入增長超過4%，高於全美實際國內生產毛額（GDP）增長率，有可能為住宅開工率和銷售額的增長奠定基礎。

圖 3.



圖 4.



理由3：存量減少

新舊住宅存量顯著減少。據商務部統計，待售新房數量為大約218,000套，相當於大約五個半月的銷售額。住宅存量於2012年探底，為142,000套，目前存量雖然較高，但供應增長仍然相當平緩。待售住宅存量於2006年登頂，超過五十萬套，1999-2001年期間的存量通常為大約300,000套（圖5），此後開始真正形成房地產泡沫。另請注意，自2000年以來，人口增長超過10%。基本預判：如果銀行增加放貸，並且更多的消費者開始借貸，新房銷售額將上升，待售新房存量離警戒水準尚遠，有充足的增長空間。

現房存量也從2006-2008年的高位減少近一半。月供應量此時也恢復到危機前的水準（圖6），其計算方法是將待售住宅數量除以每月銷售額。租賃物業和備售物業的空置率也有所下降（圖7）。

圖 5.

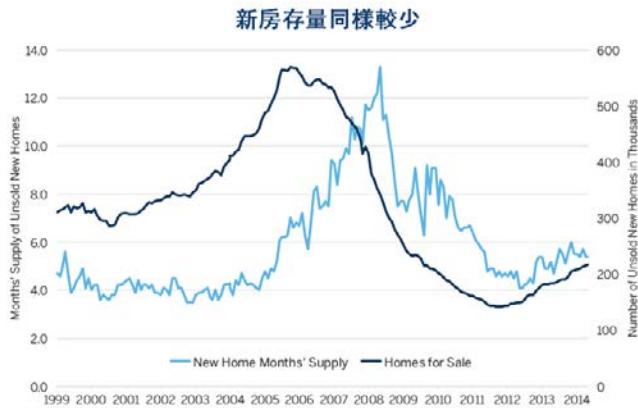
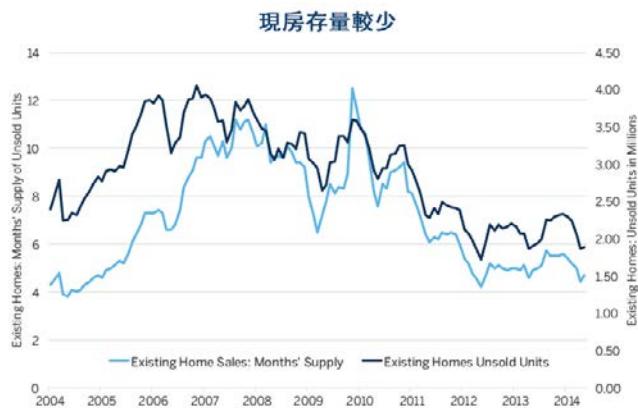


圖 7.



圖 6.



理由4：信用品質改善

自2008年底以來，隨著美國家庭清理資產負債表，消費者債務從GDP的大約95%降至大約80%。這種改善從住宅相關統計數據中也可以看出。2012年1月，35%的已售住宅斷供，其中大約22%被法拍¹。2015年1月，只有11%的已售住宅斷供，其中大約8%被法拍（圖8）。按揭拖欠率也大幅下降，但並未恢復到危機前的水準。據抵押貸款銀行協會統計，拖欠率於2010年第1季度達到頂峰，拖欠還款的借款人略高於10%。到2014年第4季度，拖欠率降至5.7%，略高於危機前的4.0%-5.5%（圖9）。隨著消費者資產負債表改善、斷供物業減少、按揭拖欠率下降，加上消費者收入增加，抵押貸款機構的放貸願望理應會增強。

¹ 「去槓桿化？何謂去槓桿化？」(Deleveraging? What Deleveraging)，經濟政策研究中心 Luigi Buttiglione、Philip R. Lane、Lucrezia Reichlin和Vincent Reinhart撰文。

² 全美房地產經紀商協會(National Association of Realtors)

³ 抵押貸款銀行協會(Mortgage Bankers Association)

圖 8.



圖 10.



圖 9.



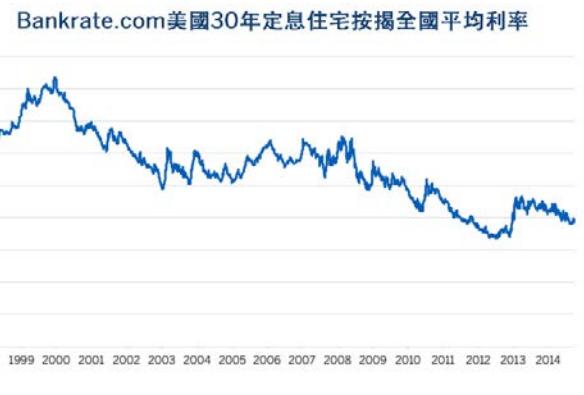
原因之五：銀行系統被重新注資

在今後十年的前五年，需要修復資產負債表的並不只是家庭。為了符合巴塞爾III協定及其他規定，銀行系統透過發售股份、減少派息/自留盈餘以及減少新貸款發放（圖10），已經籌募龐大的資本。事實上，過去幾年核發的新按揭貸款數量比2005年和2006年減少大約60%，與20世紀90年代中期的數量持平。由於美國銀行資產負債表的改善，我們推測他們將在今後幾年開始放寬對潛在買房者的信貸，住宅市場前景將更為樂觀。

理由6：按揭利率很低

即使銀行願意放貸，但如果沒有買房者，按揭貸款數量也不會增加。不過，由於按揭利率很低，或許會誘使潛在買房者躍躍欲試。目前，30年按揭貸款的平均利率回歸4%以下。雖然這並非歷史最低利率，但與歷史水準相比仍然很低，並且是自2013年中期以來的最低利率（從買房者立場來看）（圖11）。

圖 11.



理由7：買得起房

按揭利率低是消費者買得起房的重要因素。另一個因素是房價。由於有強勁的國際需求，紐約和舊金山的房價極高，除此之外，其他地區的房價仍然顯著低於2006年以來的高位。總體而言，按名義價格計，20個城市的標準普爾凱斯席勒房價指數(S&P Case-Shiller Home Price Index)比2006年7月的高位低16%，相當於收復危機期間的大約一半損失。如果調整通脹因素，房價下跌幅度更大(圖12)。事實上，調整通脹之後，房價僅比1987年高大約40%，凱斯席勒10城房價指數(Case-Shiller 10 City Index)便是在當時設立。據聖路易聯邦儲備銀行統計，實際人均收入從1987年的34,114美元增長到2011年的48,282美元，因此同期通脹調整房價的上漲似乎不足為慮。在底特律和拉斯維加斯等部分市場，房價低於20世紀90年代早期的通脹調整房價，並且仍然低於全美幾乎所有市場的通脹調整最高房價(圖13)。由於房價處於合理水準，加上房價在按揭利率較低的情況下有望上漲，且勞動市場不斷改善，種種指標預示潛在買房者可能提前出手，不再等待觀望。

圖 12.

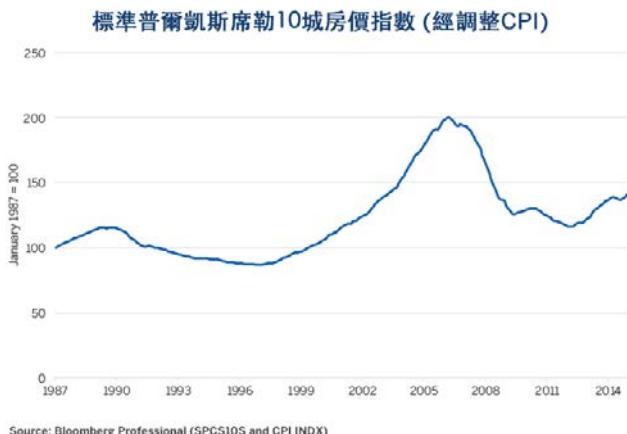
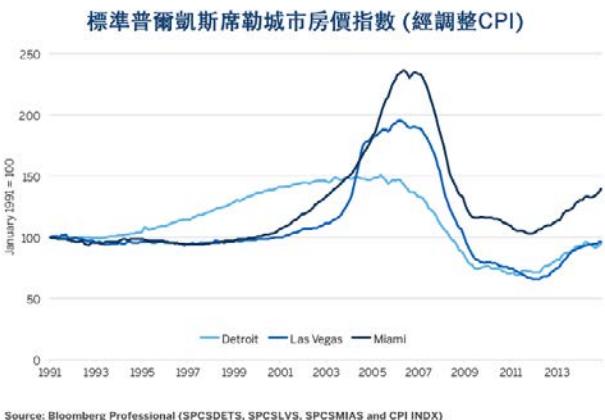


圖 13.



理由8：投入成本下降

與任何其他產品一樣，開發住宅需要勞動力和資本。資本包括鋁、銅(主要用於配線)和木材等原物料，以及將這些商品運送到指定地點所需要的能源。

鋁價自2011年初以來下跌超過30%，而銅價和原油價格下跌超過40%或以上(圖14)。按照邊際效應，原物料成本下降應當會激勵住宅開發商建造更多住宅，這反過來會抑制房價，使買房者買得起房。

圖 14.



建造住宅的另一種重要原物料是木材。木材價格近期跌破每千板呎300美元。雖然離歷史低位尚遠，但與1992年至2005年期間木材價格罕見上漲達到的歷史高位相比，仍然低大約30%。即便在最近的2013年，木材交易價格也高於每千板呎400美元。

木材價格有時與全美住宅開發商協會(NAHB)住宅指數的走向相當一致(圖15)。如果今後幾年住宅市場繁榮，可能意味著木材價格大幅上漲。此外，即使中國的需求繼續疲軟，這也能支撐鋁和銅的價格。

圖 15.



當然，我們的基本預判也有風險。主要風險因素涉及利率、能源價格和新人成家率。

聯儲局(Fed)或開始收緊政策(最早可能在6月，也可能在9月)。我們認為短期利率的小幅上調不會對買房決定產生很大影響，但浮動利率貸款的月還款額會增加，可能導致違約率上升。

能源價格居低，有助於增加消費者和房屋業主的收入。如果能源價格意外上行，可能導致消費者收入的復甦延緩。

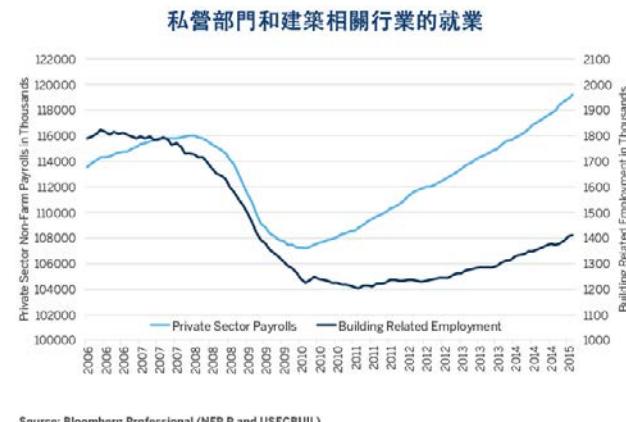
新人成家率仍然增長緩慢。年輕一代對大蕭條的反應很有意思。千禧年一代目睹父母的房屋價值在2007-2008年暴跌，他們或許不太熱衷於將買房作為創造財富的主要手段。

雖然有上述風險，但我們整體上對美國住宅市場的復甦仍持樂觀態度。如果住宅市場今後幾年果如我們預想的方式發展，不僅

會為鋁、銅和木材的價格提供一定支撐，更會在兩到三年內提振GDP增長。假如住宅開工率和建築許可證在二至五年內從從目前的一年一百萬出頭增長到大約一年一百二十五以上，我們不會感到意外。與此同時，到2016年或2017年，新房銷售額可能會從近期的380,000套到480,000套恢復到800,000套。

在此過程中，住宅行業在大蕭條期間失去的一些工作機會或許會恢復，為美國經濟增添活力。勞工統計局(Bureau of Labor Statistics)的僱主調查顯示，建築施工相關行業的就業人數於2007年達到頂峰，勞工人數為大約180萬人。然後在2007-2009年住宅市場崩盤期間，該行業裁減大約600,000個工作機會，相當於裁減三分之一的職位。到目前為止，其中只有大約200,000個就業機會已經恢復(圖16)。我們相信就業市場會繼續按這個速度復甦，甚至更快，到目前為止尚未從經濟復甦中獲益的人將看到機會。

圖 16.



綜合以上所有理由，鑑於勞動市場堅挺，加上信用品質乃至銀行放貸等諸多阻礙住宅銷售的因素消失，我們有理由相信住宅市場將在2015年下半年至2016出現改善。在美國以往的諸多經濟週期中，通常總是住宅產業引領全國走出衰退。而這一次，卻是住宅產業將全國推入衰退，因此經濟復甦過程顯得冗長、緩慢且不均衡。不過，自大蕭條以來，我們已經連續六年取得增長，住宅市場前景越來越樂觀，預示經濟邁入長期的擴張階段。

亞洲地區免責聲明

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為杠桿投資，由於只需要具備某合約市值壹定百分比的資金就可進行交易，所以損失可能會超出最初為某期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不會影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有壹部分可投入某筆交易。

本資料中所含信息與任何資料不得被視作在任何司法管轄區買入或賣出金融工具、提供金融建議、創建交易平臺、促進或吸收存款、或提供任何其它金融產品或任何類型金融服務的要約或邀請。本資料中所含信息僅供參考，並非為了提供建議，且不應被解釋為建議。本資料並未考慮到您的目標、財務狀況或需要。您根據本資料採取行動前，應當獲得適當的專業建議。

本資料中所含信息均如實提供，不含任何類型的擔保，無論是明示或暗示。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔責任。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的註冊商標。此商標未經所有者書面批准不得修改、複製、儲存在可檢索系統里、傳遞、複印、發佈或以其它方式使用。

額外免責事項——資料裏提及到CME規則：

所有關於規則與細節之事項均遵循正式的CME、CBOT和NYMEX規則，並可被其替代。在所有涉及合約規格的情況裏，均應參考當前的規則。

CME、CBOT和NYMEX均分別在新加坡註冊為註冊的認可市場運營商以及在香港特區註冊為認可的自動化交易服務提供者。除上述內容之外，本資料所含信息並不構成提供任何境外金融工具市場的直接渠道，或《金融工具與交易法》(1948年第25條法律，修訂案)界定之境外金融工具市場交易的清算服務。CME歐洲交易所股份有限公司註冊及受權的服務並不含蓋以任何形式在亞洲任何管轄區內(包括香港、新加坡及日本)提供金融服務。芝商所實體在中華人民共和國或台灣概無註冊、獲得許可或聲稱提供任何類種的金融服務。本資料在韓國及澳大利亞境內根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款及相關規則、《2001年企業法》(澳洲聯邦)及相關規則的規定，將發佈受眾僅限於“職業投資者”；其發行應受到相應限制。

2015年CME Group©和芝商所版權所有，保留所有權利。