

---

# 次贷危机以来美国住房业复苏状况

刘元玲\*

**摘要：**2007年美国房地产泡沫破裂所引发的金融危机使美国实体经济面临大萧条以来的最沉重打击，美国住房业遭受重创。美国宏观经济在2009年触底反弹，其后保持复苏态势并成为当今全球经济体中的亮点。相比之下，接受了政府强力救助的美国住房业，经过危机之后几年的调整与发展，至今呈现缓慢的复苏状态，并一度成为美国经济复苏的拖累。住房业一直受到各方面制约，这种制约促使美国住房业在2015年仍将持续温和复苏。

**关键词：**美国住房业 温和 复苏

2007年由房地产泡沫破灭引发的美国次贷危机，在经历了流动性短缺、信贷紧缩和实体经济萎缩三个阶段后，金融系统爆发全面危机，最终蔓延至整个实体经济，引发美国出现自1929年以来最严重的全面经济衰退。美国住房业在这个过程中遭受沉重打击。尽管目前美国宏观经济早已走出低谷，发展势头良好，但住房业的复苏一直不温不火，并在很大程度上拖累了美国经济复苏步伐。那么，美国住房业在危机期间遭受怎样的打击？目前运营状态如何？什么因素促使美国住房业走向复苏？又是什么因素导致这种复苏一直保持不温不火的缓慢状态？

## 一 住房业在本轮经济危机期间遭受重创

自2007年美国次贷危机爆发以来，美国住房业遭受了大萧条以来最沉重打击。房价大跌、新建住房数量和销售量骤降、贷款拖欠和违约现象上升、资不抵债的房屋和被银行收购的房屋快速积聚、导致房屋空置率上升和住房拥有率下降，数以百万的相关从业人员失业。

1. 房价大幅度下跌，巨额财富消失殆尽。如图1标普&凯斯席勒房价指数显示，美国房价指数在2006年7月达到峰值185后连续六年下跌，跌至2012年2月的134后才开始反弹，降幅28%。根据美国统计局的数据显示，美国现存独户家庭住房售价中位值从2005年21.9万元降至2010年17.3万元，降幅27%。<sup>①</sup>随着房价的下跌，美国私人住房的固定资产市值也从2005年18.3万亿美元下降为2009年17.6万亿美元，四年间蒸发掉7000多亿美元。<sup>②</sup>

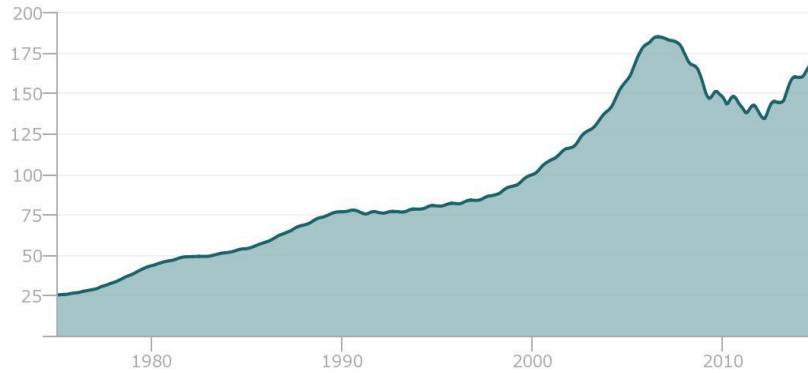
图1 1980年至2014年美国标普&凯斯席勒房价指数变化趋势图

---

\* 刘元玲，中国社会科学院美国研究所助理研究员，主要研究领域为美国经济。

<sup>①</sup> U.S. Department of Commerce, Statistical Abstract of the United States: 2012-2013, 131st Edition, P613.

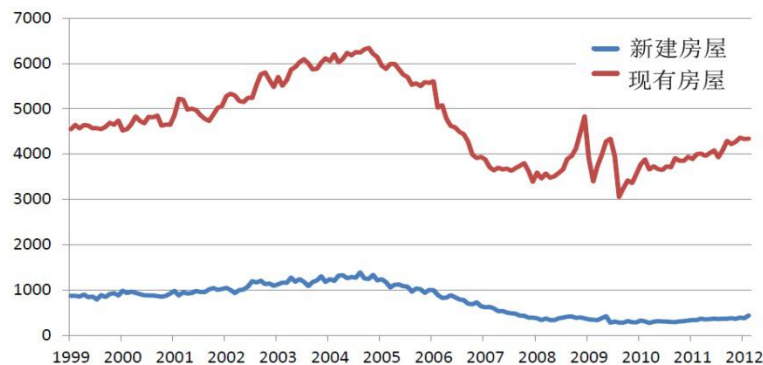
<sup>②</sup> <http://www.bea.gov/national/index.html#fixed> 2015年1月10日检索。



数据来源：<http://asia.spindices.com/indices/real-estate/sp-case-shiller-us-national-home-price-index>

2. 房屋销售锐减，导致空房率和房屋库存上升。如图 2 所示，美国房屋销售在金融危机期间下滑严重，占历史平均销售份额 84% 的现房销售（上面的曲线）下滑更为突出，新房销售（下面的曲线）自 2005 年开始走下坡路。2005 年全美售房总数 708 万套，到 2010 年则降至 491 万套，降幅 31%。<sup>①</sup>美国房地产经纪人协会（The National Association of Realtors, NAR）指出，2007 年美国现存房屋销售量的降幅创过去 25 年来之最。<sup>②</sup>2009 年有 1879 万套房屋空置，空置率高达 10.6%。<sup>③</sup>同时，待售房屋库存增加。2008 年初待售新屋库存是 2007 年 12 月销售量的 9.8 倍，是 1981 年以来的最大涨幅。<sup>④</sup>

图 2 1999 年至 2012 年美国新房和现房销售情况（单位：千）



数据来源：美国统计局和美国房地产经纪人协会

3. 新房开工遭遇寒冬。如图 3 所示，新房开工量（上面的曲线代表所有房屋）从 2006 年开始走下坡路，其中，占新房开工量绝大多数的独户房屋开工量（下面的曲线）也遵循同样的趋势，从 2006 年开始下滑，到 2009 年跌至谷底。2006 年 8 月，美国房屋建造指数环比下降 40%。其中新建私人住房开工数从 2005 年的 216 万套下降到 2009 年的 58 万套，降幅 73%。<sup>⑤</sup>2006 年至 2010 年，已完工的私人住房建筑市值总额从 6137 亿美元降至 2417 亿美元，降幅远超非住宅建筑。<sup>⑥</sup>

图 3 2000 年至 2013 年美国单户房屋与所有房屋开工趋势（单位：千）

<sup>①</sup> [www.realtor.org/research](http://www.realtor.org/research) 2015 年 1 月 20 日检索。

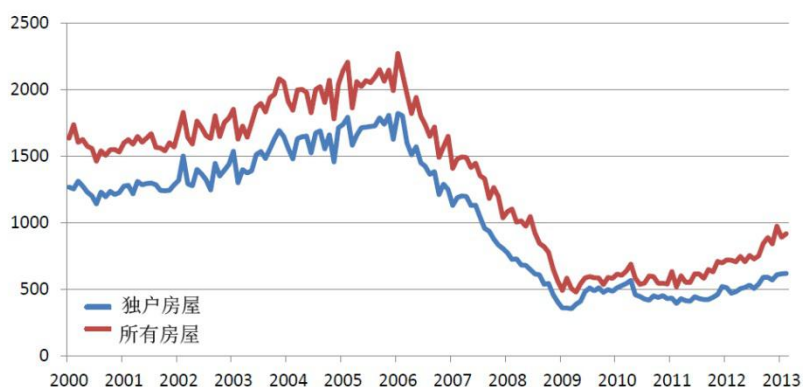
<sup>②</sup> “Biggest Drop in Existing Home Sales in 25 Years”, The New York Times, 2008-01-24.

<sup>③</sup> U.S. Department of Commerce, Statistical Abstract of the United States: 2012-2013 131th edition. P615.

<sup>④</sup> New home sales fell by record amount in 2007 - Real estate. <http://www.nbcnews.com/id/22880294/> 2015 年 1 月 20 日检索。

<sup>⑤</sup> U.S Census Bureau, Construction Reports, “New Residential Construction”, <http://www.census.gov/const/www/newreconsconstindex.html> 2015 年 1 月 13 日检索。

<sup>⑥</sup> [www.census.gov/const/www/c30index.html](http://www.census.gov/const/www/c30index.html) 2015 年 1 月 13 日检索。

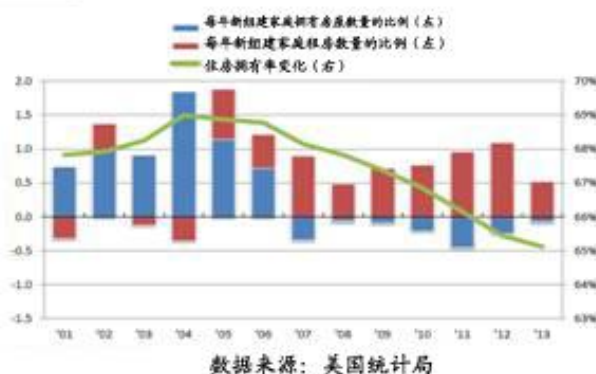


数据来源：美国统计局

4. 止赎率、贷款拖欠及违约率和资不抵债房屋数量大幅上升，大量房屋被银行收回。美国抵押贷款银行家协会（Mortgage Bankers Association, MBA）的统计指出：截至 2008 年底，全美有 540 万抵押贷款购房人出现至少一个月以上还款延期或进入止赎程序；在美国使用次级抵押贷款或浮动利率抵押贷款的房屋业主中，有 48% 的人已经出现还贷延期问题或进入止赎程序，这两个数字都达到历史新高。有些城市处于“深度资不抵债状态”的房主甚至超过半数，例如菲尼克斯 66%、亚特兰大 59%、加州河滨市 51%。加州在 2008 年的“战略性违约”（即具备还款和支付能力的家庭因为房价下跌导致房屋资不抵债而主动选择贷款的拖欠或违约）数量是 2005 年的 68 倍。<sup>①</sup>在这样的背景下，大量房主被迫离开自己的房子返回父母家里同住。根据房利美 2013 年的研究，年龄在 18 到 34 岁之间的美国人，1990 到 2006 年间，和父母同住的平均比例是 27%，次贷危机爆发之后逐年增加，2013 年达到 31%，总数约 2200 万。<sup>②</sup>根据美国全国低收入住房联合会联盟（National Low Income Housing Coalition, NLIHC）的统计，2009 年，因为法拍而面临被赶出住房的所有美国人中 40% 是租户。

（5）住房拥有率下降，至今尚未实现触底反弹。如图 4 所示，根据美国统计局的数据显示，自 2001 年开始美国住房拥有率逐年上升，并在 2004 年达到历史峰值 69%，自此之后开始下降，2014 年底降至 64.5%，是 1994 年以来的最低点。<sup>③</sup>

图 4 2001 年至 2013 年美国房屋拥有率以及家庭组建信息情况



数据来源：美国统计局

<sup>①</sup> <http://www.sinovision.net/portal.php?mod=view&aid=192877>

<sup>②</sup> U.S. Census Bureau, Current Population Survey, March and Annual Social and Economic Supplements, 2013 and earlier. 2015 年 3 月 1 日检索。

<sup>③</sup> 4th Quarter 2014 National Housing Market Summary, [http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly\\_commentary.html](http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly_commentary.html). 2015 年 3 月 25 日检索。

---

## 二 住房市场遭受重创原因分析

关于美国次贷危机爆发的原因，一直以来都有很多不同的解释和论证，得出的结论都不尽相同。笔者认为，有效需求不足与房屋供应过剩并存是导致美国爆发次贷危机的根本原因。其中，有效需求不足的一个重要表现就是美国居民的消费需求严重超过了居民收入和支付能力。“美国经济学家鲁比尼早就指出：60%至70%的美国人实际工资下降，靠借钱维持过去的生活水平；20%的美国人靠借款维持超出其收入水平的生活水平。在房地产价格不断上升的情况下，负债的最常见形式是住房抵押贷款。在此基础上，通过再融资，美国居民进一步扩大了负债。储蓄率的下降和负债率的上升，意味着风险的提高。各种衍生金融工具的出现只能转移风险，并不能减少风险，更不能消除风险。美国货币当局无法令利息率无止境地下降，也无法令住房价格无止境地上升。当次级借款人最终无法偿还贷款（付息）之时，就是美国金融危机爆发之日。”<sup>①</sup>

众所周知，次贷危机是由次级借款人停止缴纳房贷而直接引发的。之所以出现众多的次级借款人，则是源于美国政府一些相关政策的支持鼓励以及金融机构在追逐利润的过程中对买房人信贷标准的放宽。大萧条以来，历届美国政府均在不同程度上对“美国梦=拥有体面住房”加以重视与强调，并相应出台了很多针对低收入者实现有房梦的政策和法案。例如很多金融机构在《社区再投资法案》的压力下放松信贷标准，为日后贷款违约和危机出现买下隐忧。与此同时，对高额利润的追逐使得为数众多的住房金融机构放松了对风险的重视和关注，他们不断扩大次级贷款的规模，最终酿成了系统性风险并导致严重的金融危机。糟糕的是，大量次级借款人通过房屋净值贷款（Home Equity Loan）进行二次抵押贷款，促使风险进一步得到扩大。“住房抵押贷款的创新，一言以蔽之，就是放弃传统的谨慎做法，走上鲁莽之路。抵押贷款一级市场和二级市场，都是如此。”<sup>②</sup>大量金融机构将这些次级抵押贷款为基础发行住房抵押贷款支持证券即RMBS进行出售，然后由通过所谓金融创新创造出名目繁多的债券，即担保债务权证CDO并进行出售，CDO并非证券化的终结者，而是通过不断衍生和再造，层层划分再进行销售，理论上讲这种金融衍生品可以无限开展下去。然而，正是在这些金融衍生品被不断制造过程中，使它们离实体经济越来越远，风险也被逐级加大。

在整个过程当中，原本应该对风险提前预估并加以预防的各类评级机构和监督部门却给这些金融衍生品大开绿灯，使得风险像滚雪球一样越来越大。例如，仅2006年一年，具有百年历史的著名债券评级机构穆迪公司就评出了1万多种AAA级抵押贷款证券。也就是说，穆迪公司每天评出的最高级抵押贷款证券就达30多种（AAA一般意味着风险系数为万分之一）。然而，最终83%的AAA级抵押证券的信用等级都出现下降，这给市场带来灾难性的冲击。<sup>③</sup>

与此同时，低利率和高房价也是维持房地产泡沫的重要推手。从2001年12月到2005年第三季度，美国30年期抵押贷款利率从7.07%下降到5.58%，房价增速达到年均12%，显著高于同期人均可支配收入4%的增幅，只是在联储持续降息的作用下，这一时期美国的月供收入比一直保持在25%以下，与租金收入比相当。然而，低利率和高房价不可持续使得次贷借款人的违约风险不可避免，这种风险又因监督部门的渎职和无能没有被制约，每一个风险主体都在次贷危机的连锁效应中加剧了次贷危机的风险积累。如果说次级借款人的出现是向住房市场投掷的一枚炮弹，那么经过风险的传递和积累，最后美国金融市场和实体经济收

---

<sup>①</sup> 余永定：“美国次贷危机：背景、原因与发展”，《当代亚太》，2008年第5期。

<sup>②</sup> 罗伯特·哈达威：《美国房地产泡沫史：1940—2007》，陆小斌译，海峡出版发行集团，2014年，第104页。

<sup>③</sup> 美国金融危机调查委员会，《美国金融危机调查报告》，中信出版社，2012年，第13页。

获的是一顿炮弹的狂轰乱炸，这使得住房市场面临更加糟糕的外部环境，举步维艰。

总之，在美国居民收入没有相应增长的背景下，靠负债以及信贷扩张所维持的住房业的繁荣是沙上之塔，随着房价不断上升而逐渐膨胀的住房业泡沫终究还是要破裂。在住房价格大跌后，住房市场泡沫被捅破，住房过剩充分暴露出来，紧跟着是大量房主资不抵债，违约止赎频发，大量法拍屋出现，银行收购大量房产进行低价销售，进一步压低住房价格，使得住房市场不可遏制地进入恶性循环，造成美国住房业遭遇大萧条以来最严重的打击。

### 三 美国政府的应对与效果分析

“住宅和房地产，从来都是美国人心灵深处的钟爱，”<sup>①</sup>也是美国政府关注的大事，《美国梦首付款法案》以及“美国梦保护委员会”都是旨在保护美国人的住房梦想。<sup>②</sup>面对住房市场的困境，政府积极伸出援助之手，帮助住房市场走出泥潭。据不完全统计，截止到 2009 年底，美联储、财政部、白宫、国会预算办公室、联邦存款保险公司等机构为应对次贷危机带来的冲击，承诺投放的资金 11 万亿美元，实际投放 3 万亿美元。<sup>③</sup>其中很多直接用来救助美国住房业。尽管住房业泡沫早在小布什政府执政初期就已露端倪（美国住房与城市建设部认为 2002 年美国就开始出现住房泡沫），不过小布什政府时期针对住房业发展的宏观调控措施很少，在 2007 年提出了“希望就在眼前”（Hope Now）的自愿参与计划，旨在调节可变速率次级贷款。<sup>④</sup>另外，2007 年底，美国联邦住房管理局（Federal Housing Administration, FHA）发布了“FHA 保障”计划，为可变速率刺激贷款重新融资。<sup>⑤</sup>

奥巴马政府时期对美国住房业展开了积极全面的救助行动，具体体现在：

（1）2008 年通过了《住房及经济复苏法案》（Housing and Economic Recovery Act, 简称 HERA）。HERA 是面对大量抵押品赎回权丧失的出现，为应对住房业的危机状态并缓解这对金融系统带来的冲击而制定。包含三个主要内容：第一，政府宣布 3000 亿美元的“房主希望”计划，用于帮助陷入困境的所有者。该计划使得借款人能够将可变速率次级贷款转化为 30 年固定利率贷款，而新的贷款额不超过房产价值的 90%。若房产价值的 90% 低于原先的贷款额，那么借款人只能转化等同房价 90% 的贷款。政府计划能帮助 40 万房屋所有者。第二，宣布 39.2 亿美元的社区安定计划，以帮助社区缓解抵押品赎回权丧失带来的负面影响。该计划拨款是为州和地方政府能够及时购买、翻修、出售，甚至拆除被止赎房屋，避免房屋空置和社区荒芜。第三，提出首次购房者享受 8000 美元的税收优惠政策。此外，HERA 也设立新的管理机构去监管房地美、房利美以及联邦住房贷款银行，并授权财政部可以购买政府支持的企业（Government Supported Entrepreneurs, GSEs）的证券等债务，以稳定抵押贷款二级市场投资者的信心。<sup>⑥</sup>

（2）2009 年通过价值 750 亿《可负担住房贷款修改计划》（Home Affordable Modification Program, HAMP）。<sup>⑦</sup>通过申请加入该计划，贷款购房者可以通过修改房贷合同条款，获得

<sup>①</sup> 丹尼尔·迈进恩，《渴求住房：美国人的家庭强迫症》，第 19 页（2008 年），转引自克里斯汀·戴维·亚当：《次级抵押贷款和区别对待贷款：住房所有权—美国人的梦想还是合法幻想？》注 139，《南卡罗来那法律评论》，第 60 卷，第 573 页。

<sup>②</sup> 内斯特·戴维森、罗宾·马洛伊：《美国经济适用房与公司合营关系》，吴春歧、蒋响真、黄卓译，中国建筑工业出版社，2012 年。

<sup>③</sup> <http://money.cnn.com/news/storiesupplement/economy/bailouttracker/index.html>

<sup>④</sup> HUD. A picture of subsidized housing, <http://www.huduser.org/data-sets/assthsg/statedata97/index.html>. 2015 年 2 月 25 日检索。

<sup>⑤</sup> Immergluck, D. 2009, *Foreclosed: High-risk lending, deregulation and the undermining of American's mortgage market*, Ithaca, NY: Cornell University Press.

<sup>⑥</sup> Fischer, D. *National Low Income Housing Coalition, Advocates' guide to housing and community development policy*. pp92-94. <http://nlihc.org/doc/Advocacyguide2009-web.pdf>. 2015 年 1 月 9 日检索。

<sup>⑦</sup> <http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/hudprograms/fhahamp> 2015 年 1 月 25 日检索。

降低贷款利率和延长还贷期限等好处。平均而言，每个房贷者每月可少还 500 多美元房贷，该计划旨在帮助 300 万人。目前已被延期至 2015 年 12 月 31 日。

(3) 2009 年 2 月颁布了 2750 亿美元的《购房者偿付能力与稳定计划》(Homeowner Affordability and Stability Plan, HASP)。该计划主要涵盖两个方面：首先，要求房地美和房利美使用更能承受的条款再融资，并将贷款给 GSEs 全额担保。财政部对“两房”各自持有按揭贷款资产的上限，由 8500 亿美元提高至 9000 亿美元，而对他们的总资金承诺由 2000 亿美元增加至 4000 亿美元。其次，该计划用于减少 400 到 500 万即将面临丧失抵押品赎回权的借款人每月还款额度，这些家庭在接受补贴后的按揭利率为 5.16%，每年减少 2300 美元的还贷。对于 300 到 400 万有违约风险的次级贷款借款人，该计划将这些人每月偿债额度限定在收入的 31%。而对贷款机构，该计划则要求降低利息或减少贷款余额，以保证所有借款人的月偿还额度不超过收入的 38%，并且还需要保证实施的措施持续至少五年。作为激励，联邦政府提供给贷款服务机构每修改一笔贷款获得 1000 美元的奖励。并且，政府鼓励商业银行与借款人协商更改贷款条款。若修改过贷款的借款人在头三年即使能还上每月的债务，那么投资者和服务机构还能在头三年每年获得 1000 美元的额外奖励。该计划也提供借款人不超过 5 年、每年 1000 美元的奖励，以鼓励其不拖欠贷款。所有这些奖励完全是为了减少现存的借款人的贷款余额。<sup>①</sup>

(4) 2009 年 3 月，作为对 HASP 的修订，奥巴马政府公布了一项《居者有其屋》(Making Home Affordable, 简称 MHA) 的住房援助计划。<sup>②</sup>旨在动用部分“不良资产救助计划”资金向购房者提供补贴。通过降低月供，来防止业主因无力还贷而陷入“止赎”困境，试图阻止住房危机给家庭和社区带来破坏性影响。

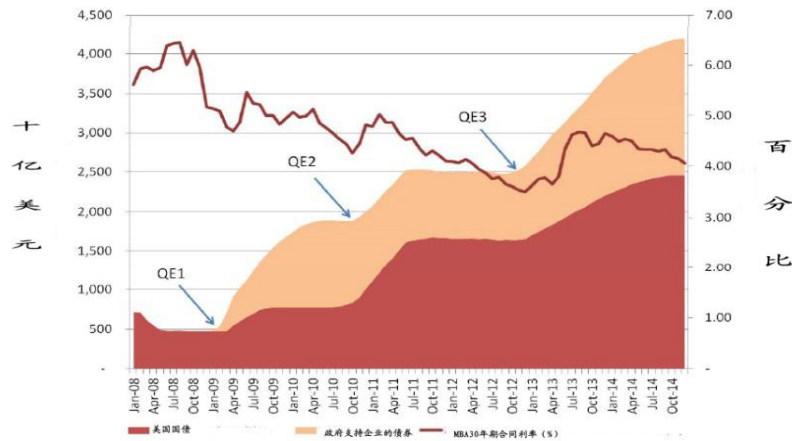
(5) 2010 年 3 月，奥巴马政府针对之前的 HAMP 提出了修订计划，除了原来旨在降低借贷人月供之外，还允许借款人削减按揭贷款本金的措施，以提高还贷积极性。符合条件的房主必须至少 2 个月还不起月供，欠款是他们住房当前市值的至少 1.2 倍。计划帮助的对象包括失业而无钱支付的人以及负资产的拥有者，整个项目总额约 30 亿美元，大约 4.5 万名房主将因此受益。

与此同时，美联储积极行动，针对住房业开展救助。一方面降低住房抵押债券利率来刺激住房业的复苏，在次贷危机爆发后一年半时间内，联邦基金利率由 5.25% 降低至 0-0.25%。另一方面在实行低利率甚至零利率政策后，通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性资金，通过鼓励开支和借贷来刺激经济，这种低利率和大规模的资产购置计划也就是三轮所谓的“量化宽松政策”。

## 图 5 2008 年至 2014 年美联储抵押贷款利率以及所持机构债券情况

<sup>①</sup> Congressional Oversight Panel. 2009 October oversight report: An assessment of foreclosure mitigation effort after six months. <http://cop.senate.gov/documents/cop-100909-report.pdf>.

<sup>②</sup> <http://www.makinghomeaffordable.gov/pages/default.aspx> 2015 年 1 月 25 日检索。



数据来源：美联储和美国抵押贷款银行家协会

由上图可见，从2008年12月至2014年10月，美联储总共向市场投放了三万亿美元的海量救助资金。其中很大一部分直接用来购买各种机构支持抵押债券，像是购买房地美和房利美的住房抵押贷款支持证券。例如，针对住房市场在经济危机之后复苏乏力，美联储在2012年9月15日推出的第三轮大规模资产购置政策，起初规定联储每月采购400亿美元的抵押贷款支持证券。联储期待的是通过购买市场上流通的住房抵押贷款支持证券，即RMBS，达到降低证券市场的有效供给，能够提高其价格和收益率，从而提振美国住房市场的健康发展。

对美国政府的救助措施的评价褒贬不一。美国国内针对联储的量化宽松政策尤其是第二轮和第三轮的批评也颇多。很多评论指出所有这些救助并没有实现最初的目标。布什提出的“希望就在眼前”的救助计划仅被用于3%到12%的可变利率次级贷款的借款人且购房者必须是在获得贷款后的30天内自愿性参加该计划，不涉及贷款机构和服务商，抵押贷款支持证券的投资者也不能被强制参与，因此短期内很少能帮助借款人，实施的效果并不好。有研究指出只有1/5参与该计划的贷款真正减少了贷款偿付额，而2008年超过1/3的调正后贷款在之后的六个月内再次出现了60天以上的拖欠。<sup>①</sup>

奥巴马在早期提出的措施如“FHA保障”参与条件严格，仅适用于为进行利息重新设定前的借款人，帮忙目标范围有限。还有一些救助措施没有考虑到房主流动性紧张的问题，他们甚至难以承受再融资的手续费用以及繁琐的申请程序，因此效果不明显。也有评论指出：奥巴马政府初期针对住房市场的救助主要是应对次级贷款借款人的抵押权丧失的风险，而没有帮助那些负有优质贷款却因为失业以及房价下降等因素等陷入住房危机的借款人。到2010年底，HAMP仅仅援助了不到六十万人。<sup>②</sup>还有人指责救助政策的不公平性促使穷者愈穷，富者愈富，政府将巨额资金投向那些“大而不能到”的金融巨头，对解决住房业中遭受冲击最大的中下层收入群体并没有实质性的帮助。例如，花旗银行自2008年以来从“不良资产救助计划”和其他形式的政府救助中共收到926亿美元的资助，但是仅仅18亿流向那些在次贷危机中被银行欺诈的次级借款人。<sup>③</sup>

即便存在很多的不足，毫无疑问的是，如果政府袖手旁观，美国住房业肯定会比现在的状况更加糟糕。因为，当次贷危机蔓延至金融市场和整个实体经济的时候，市场出现的恐慌情绪以及数量巨大的资金漏洞是任何一家私人部门所不能控制和应对的，尤其是在雷曼兄弟

<sup>①</sup> HUD. A picture of subsidized housing, <http://www.huduser.org/data-sets/assthsg/statedata97/index.html>. 2015年1月22日检索。

<sup>②</sup> <http://www.ftchinese.com/story/001036270#adchannelID=2000>. 2015年1月22日检索。

<sup>③</sup> “Whose Housing Recovery?” <http://www.dollarsandsense.org/archives/2013/0313bondgraham.html>. 2015年1月22日检索。

崩溃之后，大面积的市场恐慌只有在政府出手相救的时候才得以遏制，这种恶劣的宏观经济环境对美国住房业的复苏无疑弊大于利。政府在这个时候出手相助，不仅稳定了市场情绪，为广大陷入困境的房主提供了信心和支援。例如，HAMP 实施五年以来，截止到 2014 年 6 月，已经帮助 130 多万户家庭进行贷款重组，超过 460 户房主得到抵押贷款救助而避免了房屋止赎。HAMP 为更广泛的住房部门提供贷款重组，超过 500 万房主得到私人部门的抵押救助避免了至赎。<sup>①</sup>美国政府通过各种救助措施帮助贷款购房者可以利用低利率对其住房贷款进行再融资，获得降低贷款利率和延长还贷期限，从而保持对房屋的所有权，为美国住房业市场的复苏提供了重要支撑。联储的三轮“量化宽松政策”在实施几年后，尽管在国际上引发了诸多不良的反应，但是就美国国内而言，没有引起美国通货膨胀，美元不但没有贬值反而进入升值的空间，对美国宏观经济复苏具有重要作用，从而为美国住房业的发展提供了有利条件。

需要注意的是，由于美国国内两党政治极化的格局，对如何救市不能很好地达成一致，很多被认为是对住房业复苏有提振作用的措施未能获得通过，一定程度上限制了政府发挥更大的作用。例如奥巴马政府希望除了贷款的再融资和利率的修改之外，还寻求美国《破产法》的改革，以允许法院减少借款人所欠的贷款额。然而授权改革的法案未能获得参议院通过，被排除在计划之外。

#### 四 当前美国住房业运营状态

自 2006 年中期房价下跌导致美国住房市场泡沫破裂以来，美国住房市场库存上升，买卖骤减，违约止赎率猛增，这个过程一路走来，至今已有将近九年多的时间。到目前为止，尽管美国不同地区的住房市场发展步调不一，复苏进程有快有慢，但整体而言是持续了温和复苏的态势。这主要表现在：

第一，房价保持上升势头，反映房价的部分指标甚至已超过危机之前的峰值。截止到 2015 年 1 月，美国新房均价 29.4 万美元，新房中位价 34.8 万美元，均超过危机之前的最高值。<sup>②</sup>不过，根据标普&凯斯席勒房价指数的数据，2006 年 7 月美国房价指数最高达到峰值 185，截止到 2015 年 1 月，该指数为 168，仍比峰值时低约 10%。正如金融危机对美国不同地区的住房市场重创程度不同一样，在恢复阶段，不同地区的发展势头也是区别很大。例如，2014 年间，全美 277 个城市中，有 246 个城市的房价呈现上升趋势，剩余 31 个城市则要么维持不变，要么出现下行走势。<sup>③</sup>

第二，新房开工量曲折中保持上升态势，总体水平尚未恢复到危机之前。新房开工率作为反映建筑业活跃程度重要的经济指标，对金融、建材、家电家具、就业等有很大的相关性，对整个经济发展具有巨大的乘数效应，作为经济周期中的先导性指标，一直备受关注。在经济运行良好的正常年份，美国年均新增住房 170 万套。根据人口统计局的数据显示，新房开工情况自 2006 年达到峰值后，2009 年开始触底反弹。美国房屋开工数量在过去五十年月均 100 万，在经济发展的高峰期曾经达到月均 200 万的数量。次贷危机以来，房屋开工数量在 2009 年曾跌至每月 50 万套，此后反弹速度较慢。<sup>④</sup>根据 HUD 的统计，2014 年新房开工量

<sup>①</sup> Making Home Affordable Program Performance Report Through March 2014  
<http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx> 2015 年 1 月 29 日检索。

<sup>②</sup> <http://www.census.gov/> 2015 年 1 月 29 日检索。

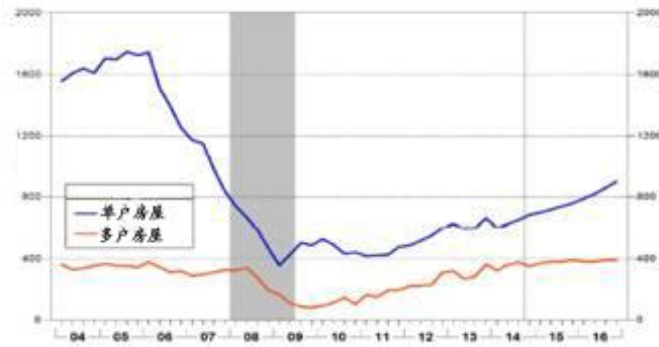
<sup>③</sup> Pat Mertz Esswein, Housing Outlook 2015, Kiplinger's Personal Finance, January 2015. 2015 年 1 月 29 日检索。

<sup>④</sup> Heather Long, "Housing market is a 'crapshoot'",  
<http://money.cnn.com/2014/07/07/investing/housing-market-case/>。 2015 年 2 月 6 日检索。



103 万套，比 2013 年上升 8%，是 2007 年以来的最高水平。<sup>①</sup>

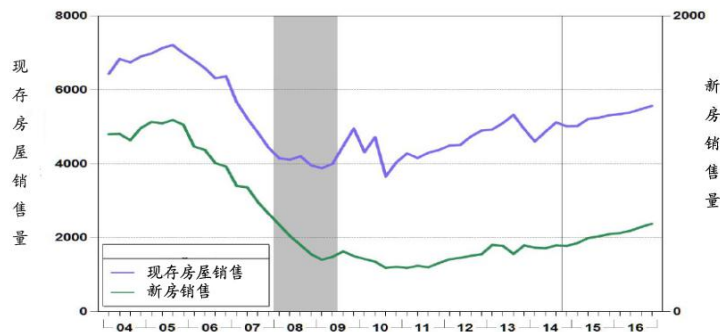
图 6 2003 年以来美国单户和多户房屋开工量走势以及未来预测（单位：千）



数据来源：美国统计局和美国抵押贷款银行家协会

第三，房屋销售情况持续好转，不过仍低于历平均水平。如图所示，房屋销售在金融危机期间降低到低谷，不过金融危机过后，销售量出现了再次走低趋势。根据美国住房和城市建设部的统计，2014 年，美国新房销售增加两个百分点，达到 43.7 万套，低于 2002 年之前年均 97.3 万套的水平，现房销售下降三个百分点，达到 490 万套，低于历史年均 560 万套的水平。<sup>②</sup>值得注意的是，不同地区的发展趋势差别很大，例如就不同的地区而言，截止到 2014 年 12 月，东北地区的新房销售量上升了 53.6%，南部地区是 17.7%，西部地区是 3.1%，中西部地区则下降了 11.5%。<sup>③</sup>

图 7 2003 年以来美国新房和现房销售量走势和预测（单位：千）



数据来源：美国统计局、抵押贷款银行家协会和全国房地产经济人协会

第四，库存房屋被逐步消化，资不抵债的房屋数量在减少。如图 8 所示，2010 年至今初次贷款者的违约率在持续走低。截止到 2014 年第四季度，美国新房库存 21.5 万套，现房库存 186 万套，按照现在销售速度，分别支持 5.4 个月和 4.4 个月的销量，低于经济健康水平时期 6 个月销量的库存。根据 HUD 统计，处于资不抵债状态的房屋数量从 2012 年的峰值 1211 万套下降到 2014 年 510 套，降幅 58%。<sup>④</sup>

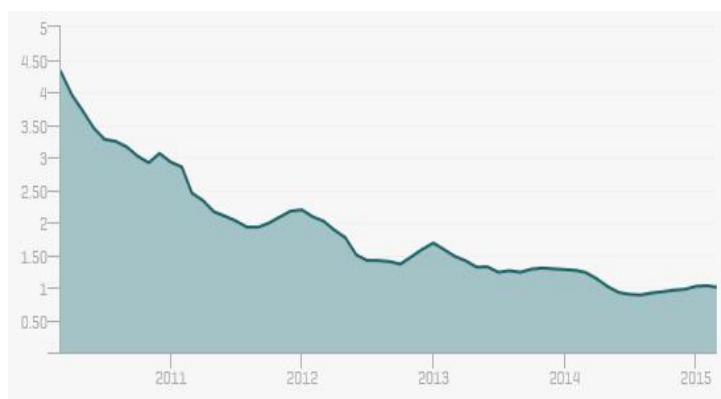
<sup>①</sup> HUD PD&R, “National Housing Market Summary”, [http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly\\_commentary.html](http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly_commentary.html). 2015 年 3 月 20 日检索。

<sup>②</sup> HUD PD&R, “National Housing Market Summary”, [http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly\\_commentary.html](http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly_commentary.html). 2015 年 3 月 20 日检索。

<sup>③</sup> New Home Sales Rise 11.6 Percent in December, [http://www.nahb.org/news\\_details.aspx?newsID=17095](http://www.nahb.org/news_details.aspx?newsID=17095). 2015 年 2 月 9 日检索。

<sup>④</sup> HUD PD&R, “National Housing Market Summary”,

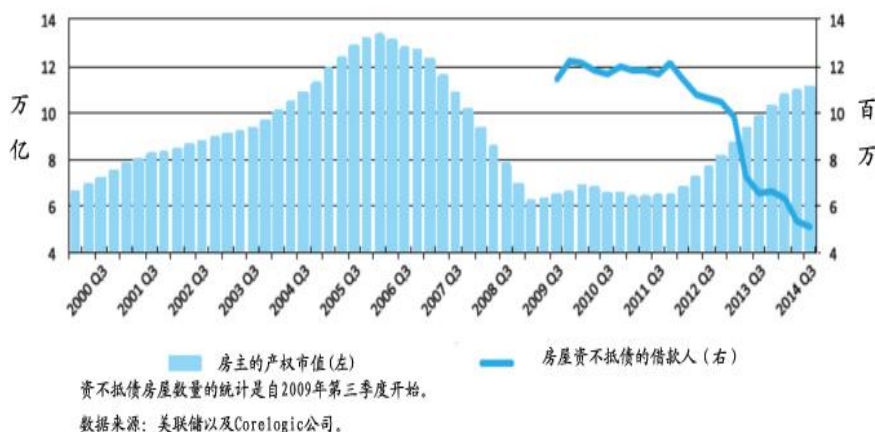
图 8 2010 年至 2015 年美国初次贷款违约率走势



数据来源：<http://asia.spindices.com/indices/specialty/sp-experian-first-mortgage-default-index>

根据美联储的统计，房主所拥有的产权市值在 2014 年第三季度上升了 1680 亿，达到 11 万亿，是 2007 年第二季度以来的最高值。图 9 显示的是美国住房市值的变化趋势，止赎房屋的数量在 2014 年第四季度有所上升，但全年而言是 64.3 万套，环比下降 14%，比 2009 年峰值时期的 214 万套下降 70%。止赎比例连续 11 个季度下降，从峰值的 4.64% 下降到 2014 年 2.27%。被银行收回的法拍屋数量在 2014 年第四季度是 7.7 万套，环比去年下降了 23%。<sup>①</sup>租房的空置率已降至 25 年来的最低并且还在持续下降，租金增长是保持在稳固的 3% 以上并且持续缓慢的增长。房屋空置率也接近经济危机前的低点。<sup>②</sup>

图 9 房主拥有产权市值变化（单位：十亿）以及资不抵债房主的数量走势（单位：百万）、



第五，住房业相关的就业形势表现良好，但仍不及危机前的表现。如图 10 所示，随着 2009 年以来房屋开工量的增加，与住房市场相关的就业人数也随之增加。根据劳工部统计，2006 年美国住房建筑工人高达 101 万，次贷危机爆发后的 2011 年降至 57 万，到 2015 年 2 月，这一数字升值 69 万。从事包括房地产租赁等金融活动的就业人数 2006 年是 217 万，2011 年降至 192 万，到 2015 年 2 月，从业人员上升至 207 万。与此同时，他们的收入水平也在不断提高。失业人数而言，2006 年建筑行业的失业人数是 67 万，失业率 6.7%；2010 年升值 180 万，失业率 21%；到 2015 年 2 月，有 91 万建筑业相关人员失业，失业率 11%。2010 年金融行业失业率 7%，63 万人失业，到 2015 年 2 月金融行业的失业人数降至 30 万，失业率降至 3%。<sup>③</sup>

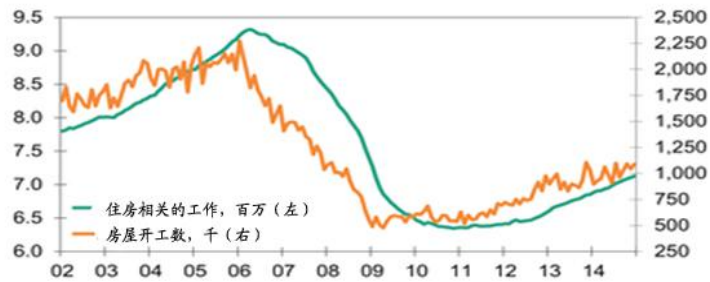
图 10 2002 年以来住房开工率与住房相关的就业岗位走势图

[http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly\\_commentary.html](http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly_commentary.html). 2015 年 3 月 20 日检索。

<sup>①</sup> 同上。

<sup>②</sup> Mark Zandi: U.S. Macro Outlook: Off and Running, The economy is finally breaking free of the Great Recession's dark pull. 2015 年 3 月 1 日检索。

<sup>③</sup> <http://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>. 2015 年 3 月 1 日检索。



数据来源：美国劳工部统计局、穆迪公司

总之，通过对当前美国房屋开工营建、住房价格、销售、问题房屋的现状以及相关的住房拥有率和就业形势的分析，可以判断当前美国住房业处于复苏状态，是在走上坡路，只是由于种种原因，导致这种上坡的速度较慢。至于未来的发展，可以说美国住房业将持续这种缓慢的复苏态势，缓慢复苏仍将是 2015 年美国住房业的基调。正如美国住宅建筑商协会首席经济学家大卫（David Crowe）所说的：2015 年仍将延续 2014 年下半年这种温和复苏的发展趋势。<sup>①</sup>

## 五 美国住房业未来发展的制约因素

近期来看，联储加息与否对美国住房业发展将产生直接的影响。随着 2014 年底量化宽松政策的退出，加息被联储提上议事日程。一旦联储开始加息，势必对尚处于缓慢复苏的美国住房业产生不利影响。有研究指出，与此前几次经济衰退后楼市业务出现强劲反弹不同，较为紧缩的信贷状况令眼下的楼盘开工量欲振乏力。<sup>②</sup>2008 年之后贷款标准急剧收紧，目前利用新的抵押贷款买房的比例处于 10 年以来的最低水平。家庭财务也大有改善，偿债率正在恢复到危机之前的水平。银行也需要通过发放抵押贷款来获得收入。因此，利率的变动将对住房市场产生直接影响。根据房地美 2015 年 1 月的调查，考虑到联储加息的可能，认为目前比较容易获得住房贷款的人数下降到 50%，而认为很难获得贷款的则升至 47%。<sup>③</sup>

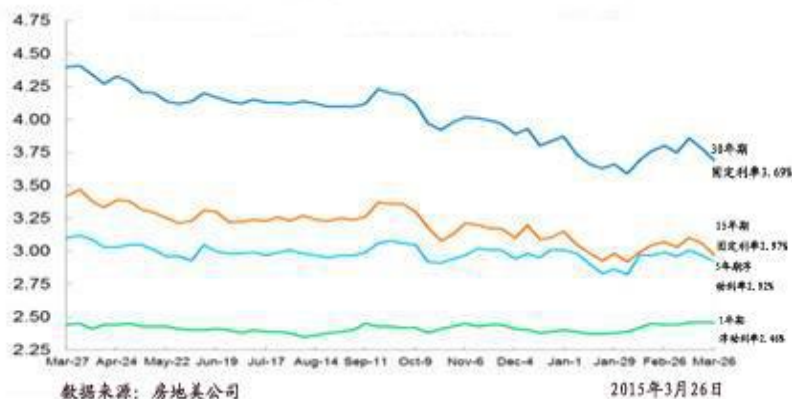
图 11 房地美对 2015 年美国不同贷款利率走势的预测<sup>④</sup>

<sup>①</sup> New Home Sales Rise 11.6 Percent in December, [http://www.nahb.org/news\\_details.aspx?newsID=17095](http://www.nahb.org/news_details.aspx?newsID=17095). 2015 年 2 月 9 日检索。

<sup>②</sup> 吉纳·肖恩，“美联储副主席对全球增长表示悲观”，《金融时报》，<http://www.ftchinese.com/story/001057695#adchannelID=2000> 2015 年 2 月 9 日检索。

<sup>③</sup> Katie Penote, Consumers' Positive Financial Attitudes a Good Sign for Housing <http://www.fanniemae.com/portal/about-us/media/corporate-news/2015/6217.html> 2015 年 3 月 1 日检索。2015 年 2 月 9 日检索。

<sup>④</sup> <http://www.freddiemac.com/pmms/index.html>. 2015 年 2 月 9 日检索。



中期来看, 过于苛刻的银行贷款条件也增大了购房者的融资难度。经历了次级房贷的洗礼后, 美国几乎所有银行对贷款的审查重新变得严格。房地美要求信贷分数需达到 620 分以上, 而房地美则要求是 660 分。根据提供美国在线信用查询服务的公司 CreditKarma.COM 的统计, 放贷者提出 660 分是获得住房抵押贷款、抵押自动贷款和无担保信用卡 (unsecured credit card) 的阈限值。据此, 美国消费者中有 40% 的人信用记录低于 660 分, 那也意味着 2/5 的美国人将会因为信用等级过低而不能获得贷款。<sup>①</sup> 与此同时, 很多为促进住房业的复苏所采取的政策在 2015 年底到期, 很多有利于购房者的优惠政策停止之后, 也将会对美国住房业的发展产生影响。

长期来看, 大量有潜在住房需求的购房者无钱买房, 成为制约美国住房业持续健康发展的重要拖累。尽管国际货币基金组织预计, 从 2012 年到 2017 年, 美国人口将增加 1500 万, 高于过去五年的增幅, 增长最快的群体之一 (婴儿潮一代人的孙辈) 有相当大一部分人即将开始购房。摩根大通也预计, 仅仅为了满足新增人口的需求, 美国就需要在 2017 年之前新增 600 万套住房。但是, 美国购房主体——历史上一直占比 40% 的首次购房者——却因囊中羞涩而只能望房兴叹。目前美国首次购房者占有购房者的份额达到过去三十年来的最低水平。<sup>②</sup> 房地美最近公布的《国家住房业调查》显示超过 90% 的美国年轻人希望他们在未来某个时刻买房。<sup>③</sup> 然而, 根据 HUD 在 2015 年 3 月的统计, 2014 年第四季度, 美国首次购房者占有购房者的比例为 30%, 只比 2013 年上升 1 个百分点。<sup>④</sup> 最新的《美国住房业调查分析》指出: 年轻人 (18 至 34 岁) 和父母住在一起, 除了由于上学的原因之外, 其余的人与父母同住根本原因是没钱。即便这些人当中有一半拥有全职工作。<sup>⑤</sup> 最近公布的联储 2013 年消费者财务调查<sup>⑥</sup> 显示, 在 2010 至 2013 年的复苏期尽管家庭收入总体有所上升, 但家庭收入的中位值实际下降 5%, 增加的收入集中在阶梯的最上层。数据显示 3% 顶端的家庭占收入的份额由 2010 年的 27.7% 上升到 30.5%。下层 90% 家庭的收入所占份额则下降到 52.7%。在年轻的住户中, 只有 36.6% 拥有住宅, 远低于 2007 年时的 40.6%。原因之一在于

<sup>①</sup> Justine Rivero, The New Credit Score Rules, [http://finance.yahoo.com/news/pf\\_article\\_113367.html](http://finance.yahoo.com/news/pf_article_113367.html). 2015 年 3 月 15 日检索。

<sup>②</sup> <http://www.realtor.org/news-releases/2015/01/existing-home-sales-rebound-in-december-2014-to-tal-sales-finish-3-percent-below-2013>. 2015 年 3 月 15 日检索。

<sup>③</sup> Fannie Mae National Housing Survey, What Younger Renters Want and the Financial Constraints They See. <http://www.fanniemae.com/portal/about-us/media/commentary/050514-shahdad.html>. 2015 年 3 月 1 日检索。

<sup>④</sup> HUD PD&R, “National Housing Market Summary”, [http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly\\_commentary.html](http://www.huduser.org/portal/ushmc/quarterly_commentary.html). 2015 年 3 月 20 日检索。

<sup>⑤</sup> Unemployment rate among young adults (age 18-34) was 10 percent in 2013, compared to 7 percent for the total population. Age at first marriage rose from an average of 26 years old during 1990 to 2006 to 28 years old in 2013. Source: U. S. Census Bureau, Current Population Survey, March and Annual Social and Economic Supplements, 2013 and earlier. 2015 年 3 月 1 日检索。

<sup>⑥</sup> <http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/scfindex.html>. 2014 年 9 月 5 日检索。

35 岁以下年青人当房主的家庭，自 2001 年以来其中位收入下降了 20%。可以说，愈演愈烈的贫富分化以及中产阶级收入增长缓慢使得住房市场的有效需求被抑制，住房购买力必然下降。

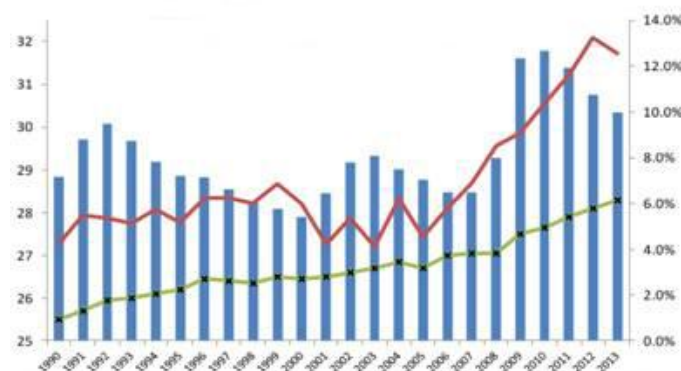
图 12 2008 年以来美国 25—34 岁青年人的 E/P 就业率走势图



数据来源：美国劳工部统计局

与此同时，美国人生活理念的一些变化也对住房发展造成潜在不利影响，根据摩根大通统计显示，从 1958 年到 2007 年，每年新组建的家庭数量稳定在 140 万左右，然而金融危机之后的三年，这一数量降至 50 万以下，出现了大萧条以来美国家庭组建的低潮。如下图所示，1990 年至今，美国人结婚年龄不断被推迟，晚婚和不婚的现象增加，因此也有调查指出“不婚族的兴起也在一定程度上制约了对住房的需求。”<sup>①</sup>

图 13 1990 年至 2013 年美国 18 至 34 岁青年人失业率、结婚年龄以及与父母同住比例的走势



数据来源：美国统计局、当期人口调查

2006 年中期开始，美国房价下跌，住房市场泡沫破裂，次贷危机蔓延开来，最终导致大量房屋库存积压，新房开工率和房屋销售量骤降，空置率上升，数以百万的房主资不抵债，违约止赎，被银行收回甩卖，更加压低住房价格，促使住房市场进入恶性循环。这个过程一路走来，至今已有将近九年的时间。相比美国宏观经济在危机之后的表现，住房业落后于美国宏观经济的发展步伐，甚至一度成为制约经济发展的阻碍因素。随着美国政府以及美联储对住房市场进行了史无前例的巨大救援以及宏观经济形势好转，截止到 2015 年 2 月，反映住房市场发展的各项指标虽然步调不一，但均显示美国住房业仍处于缓慢复苏进程当中。伴

<sup>①</sup> Home buyers and sellers generational trends.  
<http://www.realtor.org/reports/home-buyer-and-seller-generational-trends/> 2015 年 3 月 20 日检索。

---

随美国宏观经济以及就业形势的好转，美国住房市场回暖的条件已经具备，不过由于各种因素的制约，美国住房业距离强劲复苏仍有一定的距离。

（审读 王孜弘）