

美国房地产市场复苏和经济增长前景

谭小芬

【内容提要】自2006年以来,虽然调整已持续四年多,但无论从供给面、需求面还是房地产价格等指标来看,美国房地产市场仍然没有走出低谷。和以往相比,本轮房地产市场复苏明显滞后于经济复苏,从而很大程度上制约了美国经济反弹的强度和力度。房地产市场疲弱成为美国经济复苏的最大障碍。展望2011年,美国房地产市场将在底部震荡中维持微弱复苏,难以构成经济复苏的明显动力。进入2012年,美国房地产市场将会全面企稳,从而推动GDP增幅上升。

关键词: 房地产市场 经济复苏 资产增值抵押贷款

房地产市场泡沫的破裂,是触发本轮美国经济衰退的直接因素,并严重冲击美国金融市场和金融机构。虽然美国的房地产市场已经调整了四年多,但从多项指标来看,房地产市场仍然没有触底回升。历史经验表明,在泡沫破裂并伴随金融危机过程中,房地产市场将会经历更长时间的调整才能走出低谷。预计2011年美国房地产市场将在底部震荡中艰难复苏,从而制约美国经济复苏的强度和力度。

一、美国房地产市场仍将维持低位运行

(一) 美国房地产市场的运行现状分析

从供给面来看,美国住房开工数量从2006年开始下跌,2006-2009年每年分别下跌12.9%、24.8%、33.2%、38.8%,其中2007年美国住房开工数量的跌幅为1980年以来最大年均跌幅,2008年为1974年以来最大年均跌幅,2009年为1959年该指

作者系中央财经大学金融学院副教授。

* 本文得到教育部“国际金融危机应对研究”应急课题(2009JYJR001)、中央财经大学211工程三期科研基金项目 and 中央财经大学青年科研创新团队的资助,感谢匿名审稿人提出的修改意见。

数编制以来最大年均跌幅。经过季节调整的住房开工数量，从2006年1月的峰值227.3万套下跌到2009年1月的谷底48.8万套，持续时间为36个月，累计下跌78.5%，为该指数编制以来的最大累计跌幅。从2009年1月开始，住房开工数量处于微弱复苏之中，缓慢上升到2010年4月的67.9万套之后又开始下跌。截至2010年10月，美国住房开工数量为51.9万套，比1959–2009年的历史平均水平（151.5万套）低65.7%。^[1]历史经验表明，在以往的房地产下行周期中，房屋开工数量到达谷底时，大约从移动平均的峰值水平下降37%，持续时间平均为32个月。美国本轮房地产市场低迷是过去50年里最为严重的一次，房屋开工数量的下行幅度比1984年2月–1991年1月的累计跌幅还要大。截至2010年10月份，美国房价已经下跌78%，房地产下行周期持续了57个月，但是住房开工数量仍然维持低位运行。

从需求面来看，美国房地产市场低迷不振。2006–2009年，新房销售持续下滑，下跌幅度分别为18%、26.3%、37.5%、22.9%；新房销售量从2005年的128.3万套下降到2009年的37.4万套。现房销售在2006–2007年持续大幅下滑，分别下跌8.5%和20.0%，2008年跌幅开始放缓，下跌0.21%，2009年下跌0.33%。现房销售量从2005年的707.6万套下跌到2009年的515.6万套。现房销量恶化程度不如新房销量的原因有二：一是现房价格便宜且前期价格调整更为充分；二是新房供给有限（地产商不愿开工）和较少的选择，2009年底新房销售量只有现房的7.2%。

目前新房销售和现房销售依然低迷。2010年10月份现房销售环比年化降幅为2.2%，同比下降25.9%，折合成成年率计算为443万套。除了中西部地区微幅上升外，美国各地区现房销售都出现了环比下降。东北部地区10月份的成屋销量下降了1.3%，南部地区的销量下降了3.4%，中西部地区销量环比上升了0.1%，西部地区下降了1.9%。10月份美国新房销售下降8.1%，为28.3万套。全美地产经纪商协会（National Association of Realtors）预计，2010全年的现房销量约为480万套，较2009年将下降6.6%，2011年的销量将小幅增加至510万套。

美国住房空置率持续上升，反映房地产市场供求失衡压力依然很大。自有住房空置率从2004年的1.8%上升到2008年的2.9%，2009年下降到2.7%，2010年第三季度为2.5%，不仅远高于过去楼市深度下跌后反弹过程中的自住房空置率平均值1.4%，也高于最近十年的平均水平2.2%。租房空置率从2004年的10%上升到2008年的10.1%，2009年升到10.7%，2010年略降，为10.3%，远高于过去楼市反弹时的平均水平（6%），也高于最近十年的平均水平（9.8%）。^[2]房地产市场充斥大量空置

[1] 数据来源：<http://www.census.gov/const/startsan.pdf>。

[2] 数据来源：U.S. Census Bureau。

房，每天又有新房屋竣工，开发商被迫降价出售房屋，才能保持业务正常运转，这将促使房价面临下滑的压力。标准普尔的 Case-Shiller 十大城市房价指数从 2006 年 4 月的峰值（226.8）下跌到 2009 年 5 月的谷底（152.18），累计下跌 32.8%；2010 年 9 月回升到 159.14，相对谷底水平的房价增加 3.90%。联邦住房企业监督办公室（OFHEO）房价指数从 2007 年 4 月的峰值（223.29）下跌到 2010 年 9 月的 190.47，累计下跌 14.7%，该房价指数基本上回到 2004 年的水平。^[1]OFHEO 房价指数下跌速度虽然已经大幅放缓，但还没有触底反弹的迹象。尽管美国房地产市场的下跌空间可能并不大，但是房地产市场要到 2011 年底或 2012 年初才能企稳，房价下跌的幅度大约为 35%。

（二）美国房地产市场仍将在低谷中徘徊

美国房地产市场目前进入缓慢修复期，在房贷利率上行幅度受限、销量缓慢上行、房屋库存居高不下政策“兜底”的作用和就业市场缓慢恢复的前提下，我们认为 2011 年房地产市场销量上行速度非常缓慢，当年价格将处于缓慢复苏期。

第一，住房市场供过于求形势依然严峻。据历史经验，新房开工与居民家庭数量增长带来的房屋新增需求基本相符。2004 年后，美国新房开工过多带来的过度供给问题变得明显，即使经历了 2006-2010 年新房开工数量的大幅下滑，但由于居民对住房的新增需求出现同步下滑，房屋过度供给的问题也没有明显的改善。2007 年美国现房库存 397.4 万套，按当时销售速度，可支撑 8.9 个月；2008 年现房库存 370 万套，能够维持 10.4 个月的销售；2009 年现房库存为 328.3 万套，库存销售比为 8.8 个月。2010 年，由于大量房屋进入止赎程序，现房库存呈上升趋势。从 2010 年 7 月到 2010 年 10 月，现房库存分别为 400.7 万套、411.7 万套、400 万套和 386.4 万套，分别可维持 12.5、12.0、10.6、10.5 个月的销售。截至 2010 年 10 月，现房库存相对上年年底上升 8.4%，库存销售比上升了 45.8%。^[2]经过季节调整后的美国待售新房数量在 2006 年 7 月达到峰值，为 57.2 万套，此后待售新房数量缓慢下降，2010 年 10 月为 20.2 万套。2008 年 3 月到 2009 年 4 月新房库存销售比均高于 10 个月，在美国政府出台房地产市场救助政策的推动下，2010 年 10 月下降到 8.6，仍然高于历史平均水平（6 个月）。^[3]

第二，房贷违约率和止赎率都上升到历史高点，由于失业率改善程度很低，预计 2011 年抵押贷款拖欠率和违约率仍将居高不下。根据美国抵押贷款协会的统计，2010 年二季度美国抵押贷款中出现拖欠的比例仍高达 9.85%，进入止赎程序的

[1] <http://www.fhfa.gov> 和 <http://www.standardandpoors.com>.

[2] 数据来源: National Association of Realtors.

[3] 数据来源: <http://www.census.gov/const/newressales.xls>.

比例为4.57%，较一季度的10.06%和4.63%几乎没有改善。2010年上半年，美国新增住房止赎案例约165万件，预计全年止赎案例将超过300万件，刷新2009年创下的280万件的历史最高纪录。尽管市场上正式挂牌出售的房屋数量已然处于高位，但可能还只是冰山一角，美国住房市场还存在大量被银行接管但尚未挂牌出售的止赎住房以及正处于止赎程序未来可能被银行接管的住房等。根据全美地产经纪商协会的数据，近期现房销售中有1/3为问题房屋，其中包括止赎房屋和短售房屋。随着止赎房屋不断进入拍卖市场，继续对现房供求关系产生影响，并可能会影响新屋开工和新屋销售数据。根据美国人口普查局（Census Bureau）的数据，2010年第三季度空置房屋1877万套，较上年同期的1880万套虽有所下降，但是占居住房屋总量的比例仍达到14.4%，这将严重压制美国房地产市场的复苏。^[1]

第三，消费者信心下降和信贷紧缩，导致潜在购房者望而却步。根据房利美（Fannie Mae）2010年9月份的调查显示，人们对美国房地产市场触底的信心在下降。25%的人认为2011年美国房价将会上升，相比二季度下降6个百分点；22%的认为房价会继续下跌，相比二季度上升了4个百分点。此外，68%的人认为现在是买房的好时机，相比二季度下降2个百分点，而85%的人认为现在不是卖房的好时机。^[2]银行虽然放松信贷标准，但是购房者却在紧缩债务。根据美联储的资金流量表数据，2010年第二季度美国私人债务经过季节调整后下滑4.75%，超过一季度的0.25%，其中家庭债务下降2.25%，连续第九个季度下滑，住房抵押贷款债务下降2.25%，比上季度4.25%的跌幅有所下降，但是资产负债表的紧缩仍在持续。^[3]

第四，房利美、房地美（Freddie Mac）及其他投资者要求银行回购不良抵押贷款，可能导致未来抵押贷款业务对银行的吸引力下降，阻碍住房市场的复苏。2010年美国银行业遭遇“止赎事件”，相关损失可能达1200亿美元，这将使相关银行在发放新的按揭贷款时会更加趋向谨慎。如果银行以提高抵押贷款发放标准的方式来应对新的外部压力，则会将一批潜在购房者拒之门外，导致住房市场活动再次减少，或至少出现增长放缓。全美地产经纪商协会在最新的抵押贷款问题出现前的一项调查显示，43%的受访者认为，银行住房抵押贷款标准过高是购房的巨大障碍。

第五，商业房地产贷款面临冲击。随着时间推移，由于地产价值下降，办公楼空置率上升，对于许多需要为未来几年抵押贷款进行再融资的业主而言，信贷仍然

[1] 资料来源：<http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/currenthvspress.pdf>.

[2] Fannie Mae, Fact Sheet Fannie Mae National Housing Survey, Third Quarter 2010, <http://www.fanniemae.com/about/housing-survey-112310.html>.

[3] Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Second Quarter 2010, www.federalreserve.gov.

紧张甚至根本无法获得，因此，商业房地产的贷款损失可能会不断攀升。2010年第三季度，商业房地产贷款的拖欠率为15.7%，商业房地产抵押担保证券的拖欠率为9.05%，不良贷款率从2007年的不到1%上升到16%。^[1]2007年商业房地产账面价值约6万亿美元，其中约3.5万亿商业房地产融资，从目前到2014年有1.4万亿贷款到期。^[2]2001-2007年商业房地产价格上涨了90%，目前商业房地产价格已下跌42%，商业房地产价值从2008年初期的6万亿美元下跌到3.5万亿美元。但是债务水平仍然没有减少，2003-2005年的债务在2010-2012年即将到期，资产缩水使得这些债务的违约率将进一步上升。目前写字楼的空置率为17.5%，达到1993年以来的最高水平，仅比1992年的最高点18.7%略低。如果企业不招聘新员工，或者没有新的企业出现，写字楼的空置率在未来五年都将处于高位。购物中心的空置率在9%~11%之间，由于消费者的去杠杆化、薪资增长缓慢、失业率居高不下和零售业饱和，未来几年很多零售店将会倒闭，购物中心的空置率也将难以下降。2010年到期的商业房地产贷款约2700亿美元，2011-2013年每年到期的商业房地产贷款逐年上升，每年约为3000亿美元，2013年达到峰值后才会逐渐下降。在约7000家美国中小型银行中，商业房贷占贷款总额的近一半，商业房贷问题一旦恶化，中小型银行必然首当其冲。由于有毒资产原因，从2009年开始，美国联邦存款保险公司（FDIC）几乎每周都要关闭3家银行。截至11月份，2010年倒闭银行已升至118家，为1992年以来同期最高水平，这一趋势可能一直持续到2012年。

第六，人口方面的因素也将通过降低刚性需求来影响美国房地产市场的走向。首先，目前美国的人口净迁移率一直处于下降趋势。由于美国经济面临长期的结构调整，国内失业率长期维持在9%以上，向美国移民的趋势或将进一步减缓。其次，更长期来看，美国生育率从20世纪90年代初进入持续的下降通道。随着这些人渐成房屋购买的主体，生育率下降对刚性需求的负向影响在未来还将逐渐显现。

第七，危机后更为严格的监管机制使金融机构进一步收缩资本和去杠杆化，导致信贷紧缩持续，对房地产市场形成抑制。危机之后监管机构纷纷强化对系统性风险的防范和控制，所有具有系统重要性的金融机构都被纳入到统一监管机制中，甚至包括那些没有银行业务但其倒闭可能对整个金融系统造成负面影响的金融机构，如大型对冲基金、货币市场基金、结构性投资工具。特别是大型银行将面临更多的规则和监管，美国政府可能会要求银行较大份额的资本以普通股本形式出现，或者

[1] 资料来源:Foresight Analytics.

[2] 商业房地产贷款的平均期限为5~7年，在2001-2007年房地产繁荣时期，每年的商业房地产贷款大约1000亿美元，2004-2007年完成了1.4万亿美元的商业房地产贷款，2007年达到5220亿美元的峰值水平。

是要求大银行在经营状况良好时保持更高的资本水平，比如发行在危机时期能转换为普通股本的或有资本，确保大型银行拥有充足的优质资本。更为严格的监管意味着银行需要更多资本金，导致信贷紧缩持续，进而使得房地产市场复苏缓慢。

（三）美国房地产市场二次探底的可能性不大

目前房屋销售仍呈下跌态势，待售房屋和存货出清时间居高不下，抵押贷款拖欠率和止赎比例没有明显改善，止赎房屋将不断进入市场，严重压制房地产市场的复苏。我们估计，调整至少要持续至2011年底。不过，经历了建筑周期低谷的房地产市场，正处于触底反弹的过程，房地产二次衰退的可能性较小。

其一，目前的房价和按揭成本都处于历史低位，按揭贷款申请数量自2010年2月份以来呈上升趋势^[1]，信贷市场逐渐转向松动。同时，银行在其他金融机构的竞争压力下，普遍采取了放松贷款标准及条件的积极扩张措施，2季度国内银行表示已经基本停止了削减信贷额度的做法。此外，政府的干预有助于防止房价出现二次探底的情景。美国政府利用政府支持企业（GSE）继续积极为受供应过剩和失业率下降速度过于缓慢影响的房地产市场提供支持。至于旨在压低长期贷款利率的定量宽松货币政策，也进一步延长和扩大了资产购买计划。

其二，新房库存接近20世纪60年代以来的最低点，正处于底部震荡的过程。目前美国大中城市房价正在回升，住房市场正在积聚复苏的力量。在前两轮房地产市场调整中，实际房价分别上涨了15%（1979年见顶）和18%（1989年见顶），累计跌幅分别为13.8%和9.7%。在本轮房价波动周期中，实际房价上涨65%，2010年10月，美国实际房价相对2006年峰值水平下降30%。从调整幅度看，美国房价已经见底的可能性很大，2011年底美国房地产市场有望实现复苏。

综合来看，由于经济增长缓慢、止赎众多和失业率高企削弱了市场对过剩房屋的需求，美国2011年房市仍将举步维艰。根据2010年11月份调查报告的预期中值，2010年美国房价可能上涨1.1%，2011年可能上涨1%。

二、房地产市场企稳是美国经济复苏的关键

房价的止跌回稳直接关系到实体经济的需求回升和金融系统的信贷恢复，房地产市场企稳对美国复苏至关重要。房地产通过两种途径影响经济增长，一是通

[1] 不过，从按揭贷款分项指数来看，按揭贷款申请量的增加主要来自于原有贷款人为了获取更低廉融资利率所进行的再融资，来源于购房人的按揭贷款并没有增加。

过家庭的净财富、借款能力和支出水平推动经济扩张；二是通过住房投资带动建筑、建材等相关行业的快速增长，创造与房地产和建筑部门有关的就业机会，推动收入和消费水平上升。从历史数据来看，住房投资占GDP的比例平均为5%，住房服务支出占GDP的12%~13%，住房总体需求占到GDP的17%~18%。因此，房地产对于经济波动具有很大的影响。此外，房地产价格企稳，有助于降低房贷违约率和止赎规模，房贷相关证券减值压力和银行信贷扩张的意愿上升。相反，如果房地产价格长期处于下行通道或低迷状况，将会严重制约经济复苏的力度。

（一）房地产价格稳定对于居民消费稳定至关重要

房地产价格从2009年6月份开始出现了小幅增长，以标准普尔Case-Shiller衡量的房地产价格指数从低谷上涨了3.9%。房地产价格的修复性上涨连同上年股票市场的大幅反弹提升了居民净资产，这是2009年下半年以来开始看到居民消费出现正增长的重要因素。但是，相比美国汽车行业，家具、电器等房地产相关行业的消费需求增长动力明显不足，这主要是由于汽车行业在美国政府出重拳拯救经济的情况下开始好转，而房地产市场却迟迟没有走出衰退，预计2011年房地产市场虽然不会显著拖累经济复苏，但是难以提供增长动力。

第一，房地产已成为美国居民广泛拥有的一项资产，房地产市场走势对美国家庭财富水平的影响非常显著。美国的住房拥有率为66.9%，不仅高于英国、加拿大和日本等其他经合组织国家的自有住房比率，也高于美国持有证券资产的家庭数量比率（50%）。在金融危机爆发前，美国公司证券净值为10.5万亿美元，而住房资产净值达到14万亿美元，住房资产净值（房屋价值减去抵押贷款本金额）在家庭净资产中的占比高于证券资产，因而房地产市场的财富效应高于证券资产。美国人口普查局数据显示，截至2010年10月底，全美超过1000万套住房处于“负资产”状态，房贷余额超过房产价值的美国房主比例，已增至大约23%的水平。因此，房地产市场走势将直接影响美国消费者的财富水平和消费者信心。

第二，房价与居民消费间的巨大财富效应。美国家庭消费在该国GDP中占比达到70%，并通过资产增值抵押贷款（Mortgage Equity Withdrawal, MEW）与房价密切相连。2006年和2007年资产增值抵押贷款约占美国家庭收入的10%，只要房价持续上涨，资产增值抵押贷款就能使居民从其抵押贷款中提取现金用于消费。2005-2007年美国居民获得的净抵押贷款提取值分别为6947亿美元、6882亿美元、4712亿美元，2008年第一季度为487亿美元，第二季度为95亿美元，进入2008年第三季度后变为负值。目前房价在低位徘徊，在很大程度上影响净抵押贷款提取，从而制约经济复苏的力度。

第三，大多数家庭的房产价值（也包括家庭财产净值）在2006-2009年期间被

大幅削减，房地产财富缩水的负面效应还没有消失。2007年美国家庭净财富为64.2万亿美元，2008年下降到51.4万亿美元，2009年一季度下降到48.8万亿美元，蒸发了近16万亿美元，此后美国家庭净财富持续缓慢回升，到2010年第一季度为55万亿美元，但是二季度开始下跌到53.5万亿美元。^[1]美国家庭净财富仍然没有回到2007年的峰值。本次经济衰退中，无论是住房财富净损失，还是家庭财富净损失，都远远超过历次经济衰退时期的水平（表1）。房地产市场尚未出现好转，家庭持有的房地产财富仍然在低位徘徊，这些都使房地产市场无法发挥具有刺激消费作用的财富效应。

表1 历次经济衰退中家庭财富的变化（%）

时间	净财富损失	住房财富净损失
68Q4-70Q1	-7.8	+7.6
73Q1-74Q3	-11.8	-8.3
89Q4-90Q3	-3.9	-3.7
00Q1-02Q3	-13.2	+28.5
07Q2-09Q1	-29.1	-57.8

资料来源：John V.Duca and David Luttrell, Recovering from the Housing and Financial Crisis, Economic Letter, Vol.5, No.7, Federal Reserve Bank of Dallas, July 2010.

第四，住房资产价值下降，导致家庭债务与资产的比率上升，加上获取信贷渠道的匮乏，家庭部门处于去杠杆化进程。2010年一季度美国家庭债务占可支配收入的比为120%，如果将这一比率降至115%，预计家庭需要削减5000亿美元债务；如果降至1990-2000年的平均水平91%，预计家庭需要削减3.22万亿美元的债务，家庭部门的去杠杆化进程尚需时日。在就业、信贷和家庭去杠杆化进程尚未产生趋势性变化之前，美国家庭修复资产负债表导致储蓄率处于高位，消费需求仍显疲弱。美国储蓄率（个人储蓄存款总额占个人可支配收入的比例）在2005年第三季度达到历史低点，仅有1.2%。但自2007年第四季度起，美国储蓄率快速提高，2009年第二季度上升到7.2%，2010年二季度（衰退谷底）回落至6.2%，第三季度进一步下降至5.8%，回到了1993年的储蓄率水平。美国过度依赖负债的消费模式会继续进行调整，家庭的资产负债去杠杆化将会在未来几年中降低消费支出增长率。

第五，房价泡沫破裂引发金融状况紧张。从信贷数据看，2005-2007年消费信贷的增长率在4%~6%，2008年下降到1.5%，2009年为-4.4%。截至2010年第二季

[1] Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Second Quarter 2010, www.federalreserve.gov.

度，美国消费信贷指数连续七个季度收缩，2010年第一季度收缩1.8%，随着政府消费刺激政策效用的递减，二季度消费信贷情况有所恶化，收缩3.2%。^[1]

（二）本轮经济周期中，住房投资支出复苏滞后于经济复苏

住房投资波动与实际房价指数紧密相关。住房投资的变化也是顺周期的，实际房价处于高点时，住房投资规模也相对较高，住房投资的止跌回升往往伴随着实际房价开始上涨。美国住房投资增速和GDP增速高度相关。1970年以来，美国住房投资占私人总投资比重在20%~35%之间，均值为28.4%，美国住房投资占GDP比重在3%~6%之间，均值为4.7%。因此，美国住房投资的波动会导致GDP的波动。根据测算，住房投资增速波动20%往往会导致GDP波动3%左右。原因有两点：一是住房投资增速的下降直接导致GDP增速的相应下降；二是住房投资增速下降会直接影响其他行业（如建材、钢铁等）需求增速的下降，从而间接影响GDP增速的下降。

表2列出了二战后历次住房投资支出低谷与经济走出衰退的时间。从中可以看出，二战后每次经济复苏中，除1975和1991年外，实际住房投资支出都领先于经济出现复苏，2000年实际住房投资只是略有放缓。然而，在本轮经济周期中，经济衰退已于2009年6月结束，经济增长已经持续了四个季度，但是实际住房投资仍然没有触底。美国私人住房投资从2006年第一季度的8133亿美元下滑到2010年第三季度的3293亿美元，累计下降近60%，拖累每年的GDP增长平均减少近一个百分点，成为美国经济陷入衰退的最主要推手之一。2007-2009年住房投资分别拖累GDP增长1.05、1.05、0.74个百分点，2010年一季度，住房投资拖累GDP增长0.32个百分点，二季度在政府救助政策作用下对GDP增长贡献了0.55个百分点，第三季度又拖累GDP增长约0.75个百分点。可以预计，住房空置率居高不下、购房返税政策的到期以及收入和就业的约束，将继续抑制住房投资的周期性反弹，2010年第四季度实际住房投资仍将继续下滑。根据我们的测算，如果累计过度住房供给相对家庭数量的比例回到1%的平均水平，需要消化约100万套房屋库存；如果自有住房空置率回归2004年的水平而租房空置率回归2006年的水平，则需消化约150万套房屋库存，预计至少到2012年方可有效消化。在此期间房地产投资增长将非常缓慢，新屋开工将受到抑制。由于本次危机是由房地产泡沫破灭触发的，住宅投资的恢复远较前几次晚，2009年底和2010年上半年的两次购房税收优惠政策仅短暂地推升住宅投资，而难以改变政策到期后大幅收缩的趋势。作为经济增长的重要驱动，住宅投资引擎的动力不足将抑制经济加速复苏。预计2011年房地产市场虽然不会再明显拖累经济增长，但是对经济复苏的推动作用将微乎其微。

[1] 数据来源：美联储网站，<http://www.federalreserve.gov/releases/g19/current/g19.htm>。

表2 历次经济衰退与住房投资支出低谷的关系

衰退	实际住房投资支出的低谷	领先(+)或滞后(-)的季度
1953.7-1954.5	1953:Q4	+2
1957.8-1958.4	1958:Q1	+1
1960.4-1961.2	1960:Q4	+1
1969.12-1970.11	1970:Q2	+2
1973.11-1975.3	1975:Q1	0
1980.1-1980.7	1980:Q2	+1
1981.7-1982.11	1982:Q3	+1
1990.7-1991.3	1991:Q1	0
2001.3-2001.11	2000:Q3*	--
2007.12-2009.6	2010:Q3**	--

注释：*：住房投资支出没有出现衰退；

**：虽然经济衰退已于2009年6月结束，但是实际住房投资支出仍然还没有复苏。

资料来源：Bureau of Economic Analysis.

（三）房地产市场疲弱将成为美国就业复苏的最大障碍

金融危机期间，房地产相关行业就业人数降幅远远高于整体就业人数降幅。与房地产相关行业（包括房地产中介、建筑材料、家用电器设备销售和制造、建筑施工和家具行业）的所有就业占整个非农就业的8%左右，从2007年12月到2009年6月（美国国家经济研究局宣布经济衰退结束），整体非农就业人数减少了5.3%，而房地产相关行业就业人数下降了16%，远远高于整体就业人数降幅，其中降幅最小的房地产中介业雇员降幅近8%，建筑材料下降9.3%，家用电器设备销售下降12.1%，家用电器设备制造下降12.8%，而建筑施工和家具分别下降21.6%、26.5%，是整体就业人数降幅的4倍。

然而，在经济复苏初期，房地产相关行业就业改善比较缓慢，其就业复苏情况落后于整体以及其他主要行业的就业复苏，这是导致美国失业率居高不下的主要原因。2009年7月—2010年11月，全部非农就业增加0.2%，而房地产相关行业就业人数下降3.1%，其中家用电器设备制造增加0.6%，家用电器设备销售不变，建筑材料下降2.0%，房地产中介下降2.7%，家具下降6.3%，建筑施工下降6.5%。同期其他主要行业就业人数均实现正增长，其中采掘伐木业增速较快，达到11%，专业和商业服务、教育和医疗服务就业人数平均增长3%，房地产相关行业黯淡的就业前景仍将是美国就业市场复苏的最大障碍。

从各行业就业变化可以观察到，就业状况最差的当属建筑业，其次为制造业，服务业中的教育和保健行业就业人数不仅没有下降，反而实现了正增长。服务业扩张将逐渐消化房地产泡沫破灭造成的过剩劳动力，从而使得失业率逐步下降，但是

这个过程会非常缓慢。美国曾在80年代初也经历过10%以上的失业率，但本轮经济衰退后就业市场除了高失业率外表现出了两个不同的特征。第一个特征是高失业率下降非常缓慢，而上一次高失业率回落得较快。1982年12月份10.8%见顶，12个月后失业率已回落了2.5%至8.3%。而本次衰退中，失业率从2009年10月份见顶至2010年10月份，12个月期间仅仅回落了0.6%。根据美联储的预测，2011年失业率仍将在9.0%附近，2012年失业率在8.0%附近，回归自然失业率可能需要数年时间。第二个特征是本次经济衰退后长期失业人口的比重远高于历次经济衰退。80年代初的经济衰退中长期失业人口比重最高为25%，而本次衰退达到了45%，并且持续处于高位，失业时间已经超过6个月，这些失业人员重新找到工作还需要相当长的一段时间。美国就业市场表现出的这两个特征都折射出房地产行业的衰落。

（四）房价下跌冲击美国银行业，造成信贷紧缩

房地产市场企稳有助于避免美国金融业出现进一步的大规模资产减值。自2007年次贷危机爆发以来，美国房地产市场呈现出自由落体式下跌，从而引发信贷紧缩，并最终导致全球经济衰退，为数众多的金融机构累积的资产减值金额庞大并面临破产境地。在美联储大量释放流动性之后，银行金融机构为应对资产减值和维持资本充足率，不敢轻易放贷，大部分流动性都未能进入实体经济。IMF对美国40家银行控股公司进行压力测试后发现，如果房地产价格继续下降，银行需要额外补充130亿美元的资本金，中等规模的银行尤其脆弱。在这种情况下，信贷增长将会受到抑制，2008-2009年信贷平均增长6%，预计2010-2012年信贷平均增长8%~10%，低于历史平均水平。而1993-1996年信贷平均增长率达到23%，1997-2003年信贷平均增长21%，2004-2007年信贷平均增长17%。^[1]因此，房地产市场成为美国经济复苏的关键。如果美国房价持续低迷，可能给美国大银行带来诸多不利影响。据穆迪投资者服务公司表示，住房价格下跌依然是美国银行、花旗集团、摩根大通和富国银行等美国顶级银行面临的最大风险。尽管政府机构和其他投资者要求它们加紧回购在住房市场繁荣时期发放的问题贷款，美国大银行所持的住房按揭贷款比例仍然最高。由于抵押房产所能弥补的损失下降，房价下跌意味着每笔问题抵押贷款的回购成本将上升，目前一些总额仅略高于抵押房产价值的物业套现贷款转为负值，贷款金额和抵押房产价值比接近100%的物业套现贷款最容易发生额外损失。

（五）房地产市场复苏滞后拖累整体经济增长

美国房地产市场有着显著的周期性特征。房地产市场的周期性波动，往往导致

[1] IMF, Risks of a Double Dip in the U.S. Real Estate Markets, Global Financial Stability Report, International Monetary Fund, October 20.

美国经济的周期性波动，而房价也被视为美国经济的领先指标。观察历次经济周期波动中的房屋开工数量和销售数量的变化，可以发现三个特征。

第一，房地产低迷通常领先于经济衰退，尽管房地产低迷不一定会引发经济衰退。过去美国的七次经济衰退，每一次都伴随房地产衰退。唯一的例外是，2001年房地产相对低迷时经济出现衰退，移动平均的房屋开工数量仅下降6%。而且，房地产衰退通常也伴随着经济衰退，唯一的例外是60年代中期的房地产严重衰退（当时移动平均的房屋开工数量下降33%）没有引发经济衰退，只是经济增长明显放缓。1960年以来美国经济衰退和房地产衰退相伴随，但是这并不表明房地产衰退会引发经济衰退。

第二，美国的新房销售在过去50年里领先于GDP的增长，领先时间为平均6个月，单户家庭房屋开工数量的改善领先于经济复苏大约4~5个月。如果新房销售处于历史低位，经济几乎没有例外地增速放缓甚至被拖入衰退的泥潭。新房销售在政府的退税优惠到期以后，趋势掉头向下，因此如果以这个指标判断，经济增速将不可避免地放缓。如果用现房销售来看房地产市场和美国经济的关系，会得到相同的结论，因为二手房销售和新房销售的走势相同，二者之间的相关系数为0.8。

表3 历次经济周期中的房屋开工数量和销售数量（经过季节调整，千套）

经济周期峰值	经济周期谷底	房屋开工峰值	房屋开工谷底	下跌幅度 (%)	现房销售峰值	现房销售谷底	下跌幅度 (%)
1960年4月 (II)	1961年2月 (I)	1959年12月 (1601)	1960年9月 (1097)	31.5	--	--	--
1969年12月 (IV)	1970年11月 (IV)	1969年1月 (1769)	1970年1月 (1085)	38.7	1968年12月 (1710)	1970年3月 (1370)	19.88
1973年11月 (IV)	1975年3月 (I)	1972年10月 (2485)	1975年2月 (904)	63.6	1974年2月 (2380)	1975年1月 (2060)	13.45
1980年1月 (I)	1980年7月 (III)	1979年6月 (1913)	1980年5月 (927)	51.5	1978年11月 (4150)	1980年5月 (2480)	40.24
1981年7月 (III)	1982年11月 (IV)	1981年1月 (1547)	1981年11月 (837)	45.9	1980年9月 (3400)	1982年5月 (1860)	45.29
1990年7月 (III)	1991年3月 (I)	1990年1月 (1551)	1991年1月 (798)	48.5	1988年12月 (3730)	1990年12月 (2620)	29.76
2001年3月 (I)	2001年11月 (IV)	无明显周期性波动,始终稳定在 1600千套左右		无明显 变化	2001年3月 (4830)	2001年9月 (4630)	4.14
2007年12月 (IV)	2009年6月 (II)	2006年1月 (2273)	2010年10月 (519)	77.0(尚未 见底)	2005年9月 (6340)	2010年6月 (3370)	46.85
			2009年1月 (488)	79.0		2010年9月 (3970)	37.38

资料来源：U.S. Census Bureau 和 The National Bureau of Economic Research.

第三，在过去的八次经济衰退中，有七次是依靠房地产复苏带动经济走出经济衰退。但是，这一次经济复苏初期，房地产市场反而抑制了经济复苏（表3）。在美国政府出重拳拯救经济的情况下，受助的金融、汽车等行业都有所好转，而房地产市场却迟迟走不出低谷。

三、房地产市场复苏滞后下的美国经济增长前景

根据历史经验，经济衰退的程度越深，复苏会越强劲。例如，1981-1982年严重衰退之后的两年内，经济平均增速将近6%。除了最近1991年和2001年经济衰退程度比较浅，复苏也比较疲软之外，其他几轮衰退后都出现了强劲复苏，增长率平均超过4.5%。历次经济从衰退走向复苏的动力主要来自四个方面：一是宽松的货币政策和财政刺激政策；二是住房需求和耐用品需求的强劲反弹，除了最近两轮经济复苏和1980年的复苏外，住房投资在此前每轮复苏的第一年至少为实际GDP增长贡献了0.5个百分点，大多数情况下超过了1个百分点。耐用消费品支出的情况也类似；三是投资改善时企业会迅速雇用工人，需求会转化为居民收入，通过乘数效应促进消费增加；四是制造业部门从清理存货转向补充存货。

然而，观察本轮经济复苏，房地产市场并没有起到明显的推动作用。从2009年第三季度到2010年第二季度，美国经济复苏的动力来自政策刺激和企业补充库存。进入2010年中期，随着各项财政刺激计划纷纷到期，企业补库存贡献减少，而私人消费的增速因房地产市场的改善缓慢和刺激政策逐步退出而放缓，美国经济反弹动力减弱。经济增速从2009年第四季度的5.0%和2010年第一季度的3.7%，下滑到2010年第二季度的1.7%和第三季度的2.5%。展望2011年，由于受制于失业率高企、房地产市场复苏缓慢和银行借贷需求不振，私人需求的增长恐将难以抵消政策退出和再库存进程结束对经济的负面影响，美国经济的复苏仍将较为缓慢。

第一，随着家庭融资能力增强、收入上升和信贷形势改善，家庭支出在2011年有望实现更快增长，但是受制于以下因素，消费支出难以实现快速增长。一是就业岗位的大量损失和高失业率，导致家庭可支配收入减少，消费预期减弱，制约了私人消费的复苏，而且，随着政府经济刺激政策效力减弱，美国的消费支出难以出现快速增加。二是家庭财富缩水的负面效应依然挥之不去。家庭资产净值要回到2007年三季度的峰值水平65.3万亿美元，预计还需三年时间。三是危机后美国过度依赖负债的消费模式要进行调整，家庭重建资产负债表将会在未来两年中降低消费支出增长率。有研究显示，如果目前至2018年美国的储蓄率保持在10%的水平，那么家

庭负债占可支配收入的比例将回落至100%，每年的消费增长率将因此下降0.75个百分点。^[1]作为增长引擎的消费部门增长缓慢，美国经济难以出现强劲复苏。

第二，长期失业人口居高不下，美国可能在较长时期处于“无就业复苏”状态，失业率将在高位徘徊很长时间。在经济复苏初期阶段，企业无法预料需求能否持续，因而不愿意大规模招聘。同时，产能过剩抑制了企业的产品定价能力，企业只有通过降低成本来提升利润。其手段是通过延长劳动时间和更多地使用临时工，从现有工人身上挤榨更高的生产率。此外，自衰退开始以来裁减的840万个就业岗位中有约1/4将永久消失，最终需要由增长行业中的其他类型工作取代。

第三，私人投资的大幅增长势头可能放缓。2010年二季度推动美国经济增长的一个重要支点是企业开支的大幅增长，许多美国企业均忙于更新经济衰退期未更换的设备，但是，近期耐用品订单的疲软引发了人们对未来企业投资能否继续保持强势持有疑虑，私人投资对经济增长的贡献逐个季度下滑，2010年第一、二、三季度分别为3.04、2.88、1.51个百分点。同时，受政策拉动的购房需求缺乏持续性，处于较高水平的住宅存量以及大量濒临止赎房产的压力将使房市延续供求失衡局面，抑制房地产投资的周期性反弹，住房业对美国GDP的贡献率将很小。

第四，政策进一步刺激效果有限。一方面，高财政赤字制约美国财政进一步扩张，即便政府采取更多开支措施，短期内刺激就业复苏的可能性也较低。另一方面，美联储主席伯南克虽然承诺将竭尽所能推动美国经济复苏，但在房地产市场不确定性以及高失业率这两大拦路虎面前，美联储似乎心有余而力不足。美联储会不遗余力地为就业增长创造有利条件，但却不能强迫企业增员。

第五，美国经济重新恢复增长需要新的动力。新技术革命让美国告别了20世纪90年代的经济衰退，房地产市场的繁荣使之迅速从IT泡沫破裂后经济衰退中走出。这次危机后美国经济要再次增长，需要新的增长点。目前房地产市场不太可能重振雄风，于是人们寄希望于新能源产业，但一个产业的催生不是短期内可以完成的。很可能的情形是，未来两年没有新的增长点，美国经济只能维持低速增长。

展望2011年，个人消费需求与企业投资需求的上升将继续支撑美国经济增长。消费支出方面，随着收入的增长以及信贷条件的改善，实际消费支出将会继续温和增长；企业投资方面，由于在衰退时期企业推迟了资本支出以及现在企业更新换代的需求，企业对机械设备与软件的投资也会继续增长；外部需求方面，全球经济复苏促进了美国出口增长，从而推动了美国制造业的扩张。然而，受制于以下因素，

[1] Glick, Reuven, and Kevin J. Lansing, "U.S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth", FRBSF Economic Letter 2009-16, May 15, 2009.

美国经济依然步履维艰：财政刺激和存货投资的拉动作用接近尾声；失业率居高不下、收入增长不大、家庭重建资产负债表以及信贷状况仍然紧张，使得消费支出增长艰难；房地产市场仍旧疲弱，高空置率或高赎回率制约房地产投资的周期性反弹和房价的上涨；中小银行体系和商业房地产市场依然脆弱；财政赤字居高不下，财政扩张的空间受到挤压。我们预计，在财政刺激政策与企业再库存进程对经济的支撑逐渐消退后，2011年美国的经济依然低速增长，GDP增速为2.8%左右；进入2012年，在房地产市场企稳的推动下，美国GDP增幅有望达到3.5%左右。▲



苏联真相

——对101个重要问题的思考

对苏联发生的重大事件与出现的重要人物，特别是对20世纪20、30年代形成的、后来不断巩固与发展的苏联—斯大林模式的评价，在国内外一直尚存不同的看法，有些观点是相互对立的。为了使

国人了解一个真实的苏联，对在中国有着争论乃至是非颠倒的、又是人们极为关注的苏联重大问题，《苏联真相——对101个重要问题的思考》根据充足的资料在认真研究基础上作出了回答。全书分六编：十月革命与列宁时期；斯大林时期；赫鲁晓夫时期；勃列日涅夫时期；戈尔巴乔夫时期；苏联剧变的原因与教训。

“历史是最好的老师，无论个人还是国家，都可以从历史的经验和教训中汲取营养。研究历史不仅可以使我们更好地认识过去，也可以使我们更好地把握未来。”（李凤林语）阅读此书，可以帮助读破解过去长期迷惑解的很多问题与澄清不少被歪曲的历史事实：怎样认识斯大林与希特勒签署的条约？战后斯大林缘何不思改革？为什么说外蒙古从中国分离出去是斯大林起了决定性作用？斯大林缘何最后同意打朝鲜战争？“贝利亚事件”的真相如何？赫鲁晓夫下台的真实原因是什么，是中国“九评”批倒的吗？勃列日涅夫时期经济改革停滞不前的原因是什么？缘何在勃列日涅夫时期出现“持不同政见者”？戈尔巴乔夫缘何提出“人道的、民主的社会主义”？苏联特权阶层形成的原因及其对苏联剧变的影响是什么？邓小平对中苏大论战的看法给我们提供什么启示？苏联共产党是个什么样的党，它执政的合法性是如何丧失的？如何评价苏联经济建设的成效？……

（《苏联真相——对101个重要问题的思考》：陆南泉、黄宗良、郑异凡、马龙闪、左凤荣主编，新华出版社2010年10月版，上中下三册，246.00元）

Recovery of the US Auto Market

Chu Haoquan & Su Yingzi

67

During the 2008–09 financial crisis, automotive industry was one of the hardest hit sectors along with the housing and financial industries, which combined to account for three fourths of the economic contraction. The auto industry is the largest and most dynamic consumer–spending sector that had driven US economic recovery in the post–war era. Will it play the same role in driving recovery this time? Will consumer demand for new vehicles stay suppressed in the prolonged de–leveraging process? This article compares the recent performance of the auto–making and real estate sectors and analyzes the fundamental factors that determine the long–term vehicle demand together with factors that drive its cyclical fluctuations. We hold that the recovery of the auto industry is inevitable and it will again become an important driving force for the mid–term US economic recovery due to suppressed demand that will translate into real purchasing power in the future. However, a quick return to pre–crisis level is unlikely given the slow growth of employment and bank lending as well as the possibility of sharp oil price hikes in the coming years.

U.S. Housing Market Recovery and Prospects of its Economic Growth

Tan Xiaofen

79

U.S. housing market has undergone continued correction for more than four years since 2006. However, seen either from the supply side and demand side or home price indicators, there are no signs that U.S. housing market has bottomed out. Compared with past housing market recovery, the housing market recovery has lagged far behind the current round of economic recovery, which has to a large extent affected the overall economic recovery. The housing market is yet to see fundamental improvement. Household wealth measured in housing prices remains at low levels, residential investment continued to decline, and the wealth effect and investment effect continued to be suppressed, making the housing market the biggest drag on U.S. economic recovery. Looking forward, the U.S. housing market will remain weak in 2011, and therefore it is difficult for the sector to become a significant driving force for U.S. economic recovery. But it could stabilize in 2012 to contribute to the U.S. GDP expansion.

The Rise of BRICs' Global Financial Clout and its Implications

Wang Xin

94

The global financial power of the BRIC countries has been rising in recent years, which helps in providing low–cost capital for the international markets, promoting global financial stability and pushing global financial regime reform. However, the financial status of those countries as a whole is not proportionate to their development in real economy and external trade, which is rooted in BRICs' lagging domestic financial development. As a result, they have failed to play a crucial role in international financial governance and global efforts to rebalance the world economy. In the future, BRIC countries should accelerate their domestic financial reform, push forward development of their domestic financial markets, reinforce trade and investment relations within the bloc as well as their relations with other emerging market economies and strengthen coordination to push forward reform of global financial governance and currency regime.

Why has Monetary Cooperation in East Asia Suffered Setbacks?—On the Internationalization of RMB and its Implication for Future Monetary Cooperation in East Asia

Li Xiao

109

Different from the Asian financial crisis in 1997 after which East Asian countries rapidly pushed