



火热的房地产市场：从政策角度看疫情对美国房地产市场的影响

The Red Hot Housing Market: The Role of Policy and Implications for Housing Affordability

克里斯托弗·J·沃勒

联邦公开市场委员会（FOMC）密切关注房地产走势，因为其关系到美联储最大就业和价格稳定的目标。房地产对国内生产总值（GDP）有很大贡献，包括房地产投资和住房服务消费支出，后者即租户和业主为住房及相关设施支付的费用。房地产对通货膨胀影响也很大。住房服务约占个人消费支出（PCE）价格指数的15%，在消费者价格指数（CPI）中所占份额更大。房地产也是一个被广泛持有的大类资产，对于美联储维持金融稳定的目标也十分重要。因此，美联储理事会和FOMC对房地产市场正在和将要发生的事情很感兴趣。

众所周知，自新冠疫情引发经济衰退以来，火热的美国房地产市场成为了体现货币扩张政策的一个独特特征。全国的房价和租金同时出现显著上涨，而出租和自住房的空置率下降。

租金可以提供住房可负担程度的最直接信息，下面从租金展开讨论。疫情初期，过去很多年轻人和家人、朋友集中租住的人口密集地区，租房需求下降，租金增长放缓。然而，最近租金急剧上涨。根据CPI追踪的价格，2020年1月以来，租金净上涨了6.5%。这与过去五年CPI中租金上涨的速度并无二致，但有充分的理由认为这个数字并不能完全反映租金上涨的程

克里斯托弗·J·沃勒（Christopher J. Waller），美联储理事。本文根据作者在“近期财政货币政策对美国和以色列房地产市场的影响”会议上的演讲整理，原文链接：<https://www.bis.org/review/r220325c.pdf>。徐恒革编译。



度。CPI衡量的是人们目前支付的租金，其租约反映市场状况的速度可能较慢。过去两年中，同期市场租金指标增长了6.5%以上。例如，CoreLogic单户住宅租金指数在截至2021年12月的12个月里上涨了12%；RealPage多户型住宅单元租金要价在截至2022年2月的12个月里上涨了15%。根据租金要价的各种衡量标准，最近的一些研究表明，2022年CPI中的租金通胀率将翻一番，租金作为通胀指标的一部分，其加速上涨将对货币政策产生影响。

对许多家庭来说，房租占每月支出的很大一部分，尤其是低收入家庭将大部分预算用于住房，因此租金上涨对这些家庭的打击更大。2019年，收入最低五分之一的家庭将41%的支出用于住房，而前五分之一的家庭只花费28%。对于低收入租房者来说，好消息是他们倾向于居住的社区租金涨幅并没有太大。具体来说，RealPage数据显示，2020年1月—2022年2月，中低收入社区的租金价格上涨了16%，与高收入社区相同。

以上是租金的情况。购房的负担能力如何？根据Zillow住宅价值指数，疫情至今，房价累计上涨了35%。这一增长速度比前五年快得多，甚至比21世纪第一个十年中期的房地产繁荣时期还要快。回顾过去两年，人们可能认为房价的大幅上涨会让租房者首次购房更加困难。令人惊讶的是，这方面的证据还未显现。2021年购置

住宅的20—45岁租房者的比例达到了大萧条以来的最高水平。可能是疫情防控期间在家中度过更多时间使租房者对购房更感兴趣，部分从家人或朋友那里获得首付，有些选择购买较小的房屋。不管出于什么原因，首次购房者的增加是显而易见的。

疫情防控期间，少数族裔家庭的购房也很强劲。2020年，7.3%的自住房购房贷款发放给黑人家庭，这是自2007年以来的最高水平，远高于2013年4.8%的低点。不过，少数族裔和白人之间的住宅持有率差距仍然很大。此外，根据人口普查局的数据，2021年，黑人和西班牙裔家庭的住宅持有率似乎有所下降。这些趋势可能反映出少数族裔不成比例地感受到了疫情大流行的负面经济影响。事实上，研究表明，少数族裔比白人房主更有可能拖欠抵押贷款并进入抵押贷款宽限期。虽然联邦和私营部门的宽限计划帮助许多家庭保住了自己的房产，但遭受更长期或更严重收入损失的家庭可能不得不卖掉自己的住宅，失去房产所有权。

家庭的购房能力也是借贷成本的函数。货币政策对抵押贷款利率产生显著影响。美联储的主要工具，即联邦基金利率的目标区间，于2020年3月降至有效下限。而且，预计政策利率维持低位，直到经济平稳渡过疫情冲击。这一目标区间的设定及前瞻指引，对短期及长期利率，包括抵押贷款利率，均构成下行压力。美联



储还购买了美国国债和机构抵押贷款支持证券（MBS），以促进市场平稳运行并支持宽松的金融条件。研究显示，为应对新冠肺炎疫情冲击，机构购买MBS的边际效应使抵押贷款利率下降了约40个基点。2020年1月—2021年1月，30年期抵押贷款利率净下降约1个百分点，这有助于抑制同期房价上涨的成本。

在2021年的大部分时间里，30年期抵押贷款利率稳定地保持在3%左右或更低，然后在年底开始上涨。目前30年期抵押贷款利率远高于4%，比疫情开始时略高。这种增长可以部分归因于美联储的信息沟通和行动。具体而言，2021年底美联储的信息传递出，随着经济大幅复苏和通胀抬升，货币政策将不再宽松。首先，美联储减少并停止资产购买。其次，2022年3月早些时候，美联储将联邦基金利率的目标区间上调至有效下限之上，并暗示未来可能会出台更多收紧政策。由于这些信息传递，抵押贷款利率在2021年末开始上升。因此，虽然较低的利率可能在疫情初期使购房变得更实惠，但最近抵押贷款利率的反弹和价格的持续上涨使越来越多的购房者难以负担。

简而言之，疫情防控期间，住房成本（以租金或房主平均每月支付房贷衡量）大幅增加。从经济学角度，不断增长的需求和对住宅供给的限制共同推动了这一变化。下面依次讨论这些因素。

疫情防控期间，人们对居住空间的需求特别强烈。封控以及远程办公和在线上学促使人们寻找空间更大的住宅，造成人们对更大和更好住宅需求的增加。事实上，新单户住宅的平均面积在2021年有所增加，扭转了2015—2020年的下降趋势。疫情防控期间，建材供应商零售额激增，因为房主为提高房屋质量进行了空间扩大或其他改进。2022年1月，这项支出比2019年平均水平高出42%，即便对建材价格涨幅进行调整，同比仍上涨19%。将Zillow住宅价值指数按住宅类型进行比较，就可以明显看出人们在换房。自2020年1月以来，单户住宅指数的涨幅超过了公寓。此外，第二套房购买增加。2014—2019年，第二套住房贷款平均约占购房贷款的3.5%，但在2021年约占5%。2021年的占比与上一次房地产繁荣期间的峰值一致。

与此同时，过去一年左右，家庭结构的变化可能是住宅需求增加的原因。尽管在疫情的最初几个月，随着年轻人回到父母的住宅，许多家庭的规模有所增加，但到2021年底，这种变化在很大程度上发生了逆转。18—30岁的成年人中，身为户主的比例已回到2017—2019年平均水平附近。家庭数量激增使本已较低的住宅空置率进一步下降。疫情防控期间，住宅空置率大幅下降，2021年四季度达到了自1980年以来的最低点。



与疫情大流行相关的租赁和自有住宅需求的变化，与某些地区居住需求的长期增长同时发生。在过去的几十年里，对高薪工作和设施完备的城市生活需求激增，推高了这些地区的居住成本。1990—2019年，在当地居住需求位于前四分之一的都市中，人口增长了80%，单户住宅价格上涨超过110%。而整个国家人口仅增长了32%，房价仅上涨了59%。

尽管向城市集聚的趋势多年来一直支撑着商业地产的需求和价格，但在疫情之后，越来越多的人在家工作，对办公空间的需求也相应下降，尤其是在市中心地区。城市写字楼刷卡比疫情前的水平下降了50%，全国写字楼空置率从2019年的12%上升到2021年四季度的16%。城市的空置率上涨更多，特别是沿海大城市的闹市区。现在看看人们是否继续在家办公。虽然新冠感染率下降可能会促使一些人返回办公场所，一些可能半居家，而另一些可能根本不回到办公场所，因为许多公司已经进行了调整，可以有效地与远程人员一起工作。

供给侧也朝着同样的方向推动，即趋紧的住宅市场和更昂贵的住宅。最近美国住宅供给可能比二战结束以来的任何时候都更加紧张。一种估计是，目前新住宅单位供给的增长，比家庭组建和改善需求增长趋势的单位供给约少10万套/年。由于计划和建设需要时间，供给对经济变化的调

整比需求慢。而且工人居家和供给瓶颈，导致许多建筑材料的生产和进口受疫情影响出现下降。供给短缺造成建设投入成本飞涨。2022年1月，包含在生产者价格指数（PPI）中的木材价格比2019年的平均水平高出92%。即使材料成本增加，供应商也无法满足需求。目前木材销售量比2021年8月高出150%以上，同样高于过去十年的平均量。

劳动力也是住宅建设的关键投入。与其他行业一样，建筑劳动力的供给受到提前退休等疫情特定问题的抑制。一项衡量建筑业劳动力市场紧张的指标从2010年到2019年稳步上升，而在2021年，这一数字是21世纪第一个十年中期建筑热潮期间记录水平的两倍多。

过去几十年里，地方土地使用法规也在限制住宅供给方面发挥了作用。可能并非偶然，这些法规在住宅需求高的地区往往更加严格。关于地方住宅建设限制的公开辩论越来越多，不仅在市民层面，也在行政长官和立法机构之间。虽然一些地方性法规已经改变，允许在需求旺盛地区建造更多的住宅，但产生效果需要时间，这些法规变化带来的供给增加是否足以满足当地需求还有待观察。

前文提到了货币政策对房地产市场的影响，接下来谈谈财政政策的作用。2020年国会通过的救援计划，包括财政刺激、向小企业提供维持工资的补助金和补充失



业救济金，无疑帮助许多在疫情防控期间失去收入的人继续支付房租和房贷。拖欠租金仅在疫情第一年有所增加，而且尽管未支付抵押贷款的人数大幅增加，但仍远低于大萧条时期的水平。疫情早期阶段使用的非常有效的另一个政策工具是贷款宽限。拥有政府支持和联邦保险抵押贷款的借款人获得了长达18个月的宽限期，许多私人贷方也提供了宽限期。证据表明，为借款人争取的额外时间有很大帮助。许多在2021年宽限期届满的借款人得以恢复付款，或者在火热的房地产市场上出售房产获现离场。对其他借款人而言，简单的抵押贷款修改计划帮助抵押贷款服务机构快速、轻松地修改抵押贷款，帮助人们以较低的月供保住自己的房子。

需要记住的一点是，抵押贷款宽限的另一端是机构。抵押贷款支持证券池中的服务商必须继续向持有这些证券的投资者付款，即使没有收到借款人的付款。银行已做好充分准备向借款人提供宽限期，它们能够获得一系列流动性来源，例如存款、联邦住房贷款银行系统和美联储的贴现窗口。此外，由于全球金融危机后作出的改变，许多银行以强大的资本状况和优化后的风险管理能力迎接疫情。然而，超过一半的抵押贷款由非银行机构提供服务，这些机构无法获得和银行相同的流动性支持。因此，2020年的宽限政策引起了人们对非银行机构流动性的严重担忧。值

得庆幸的是，一大波抵押贷款再融资为非银行服务机构提供了所需的流动性。此外，吉利美为非银行服务机构提供的贷款安排，以及对政府支持企业贷款所需预付款数量的限制，都有助于进一步缓解流动性问题。最终，宽限期未达到许多分析师预期的高水平。但是，展望未来，这一经验表明了从事抵押贷款和服务的非银行机构中建立韧性的重要性。

另一个值得密切关注的重要问题是住房价格急剧持续增长是否对金融稳定构成风险。笔者的回答是，与21世纪第一个十年中期的房地产泡沫和崩盘不同，最近的增长似乎是由于前述的实质性供需问题——而不是因过度杠杆、宽松的贷款标准或金融投机。事实上，疫情发生时抵押借款人的资产负债表比21世纪第一个十年中期更强健，因此比上一次房地产低迷时更能应对房价下跌。至于银行，大型银行比二十年前更具韧性。2021年的压力测试设定发生了房价下跌超过20%的全球经济严重衰退，预计即使在承受了超过4 700亿美元的损失之后，大型银行总体上仍可以将资本充足率维持在最低要求的两倍以上。

笔者希望因疫情特定因素推高的房价和租金可以在2023年左右开始回落。2021年竣工的新住宅单元数量高于2007年以来的任何时期。对家庭额外空间的需求可能会趋于稳定，在疫情缓解时，如果人们再



次花更多时间外出，对空间的需求甚至可能逆转。尽管如此，材料价格仍在继续上涨，尽管供给大大增加，木材价格已经超过了令人瞠目的2020年峰值。

长期来看，许多问题将继续对房价和租金上行构成压力。在住房供给紧张的城市，居住需求可能会维持强劲。部分地区的供给限制政策可能开始放松，但将持续存在并继续限制许多高需求地区的住宅建设。虽然木材和其他材料的价格可能会下降，但经济已处于就业最大化，熟练工人却仍然短缺，劳动力供给短缺可能会继续

阻碍新建设步伐。

随着居住成本不断增加，住房支出占家庭预算的比例可能越来越高。这不是最近出现的情况。1972—1973年，家庭平均将24%的支出用于租金或估算的租金。这一比例在20世纪80年代后期上升至27%，到2019年上升至35%，毫无疑问2022年还会更高。随着居住成本在美国人经历的通货膨胀中所占的比重越来越高，美联储将更加密切地关注房地产来判断货币政策的适当立场。^[N]

学术编辑：陈俊君

