瑕瑜互现：回溯次贷危机美国房地产市场风险处置经验与教训

董士君　彭　龙

摘　要　房地产行业投资规模较大、产业链条较长，房地产市场的周期性波动往往会对宏观经济运行造成显著影响。近年来，我国经济步入高质量发展阶段，房地产行业正在不断调整建立“人、房、地、钱”要素联动的行业发展新机制。此时，研究美国房地产市场在次贷危机后的复苏历程，或将为国内未来一段时期内房地产行业乃至宏观经济的发展提供借鉴与参考。回溯次贷危机后美国房地产市场及龙头企业的恢复过程，本文提出以下政策参考：①房地产行业属于强周期性行业，房地产开发商重视自身杠杆率与现金流的合理管控是保障行业长期平稳健康发展的基本前提。②市场“无形的手”与政府“有形的手”同等重要，即使在行业下行期，也要重视充分发挥市场的作用。③通过财政刺激托底经济总需求是危机期间的必要之举，长期需转变发展方式，做大做强实体经济以摆脱对“地产投资拉动经济增长”的路径依赖。

关键词　房地产泡沫　经济周期　次贷危机　新发展模式

一、美国房地产泡沫的形成与破裂

（一）1994—2005 年，政策与市场的合力，夯实了美国房地产市场繁荣的基础

从政策因素看，在克林顿、小布什任职美国总统期间，两任总统均致力于提高美国居民的住宅自有率。为提高住宅自有率，克林顿（任期为 1993—2001 年）推出的政策措施包括建造更多经济适用房、改善公共住房供给、为收入困难的家庭发放住房券、增加低收入群体的住房税收抵免、提高联邦住房管理局（FHA）保险对购房者争取抵押贷款资格的支持、为购买首套房的群体提供资金支持等。[①] 而小布什（任期为 2001—2009 年）推出的政策措施包括继续扩大经济适用房的供给、联合私营部门加大对少数族裔提高住宅自有率的支持、帮助部分家庭支付首付和过户费用、允许 FHA 对没有首付的首套房购房群体提供抵押贷款保险、扩大对农村居民以及低收入群体的购房融资支持等。[②] 1994—2004 年，历经两任美国总统的政策推动，美国居民的住宅自有率由 63.8% 提高至 69.2%，创下迄今历史最高纪录

董士君，西南财经大学中国金融研究院博士生；彭龙，东南大学经济管理学院教授，原西南财经大学副校长。

① https://clintonwhitehouse4.archives.gov/textonly/WH/Accomplishments/housing_accomps.html; https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/0000-00-00%20HUD-%20The%20National%20Homeownership%20Strategy-%20Partners%20in%20the%20American%20Dream.pdf.

② https://georgewbush-whitehouse.archives.gov/infocus/achievement/chap7.html.

（图 1[①]）。

从市场因素看，住宅销售的量、价分别与人口增长及家庭形成、居民可支配收入密切相关。在人口方面，自 20 世纪 50 年代至 21 世纪前 10 年，美国人口每 10 年增速始终维持在 9.5% 以上；除 2008 年外，自 1985 年至今美国历年家庭住户数量长期维持正增长。在居民收入方面，自 20 世纪 90 年代初至 2007 年次贷危机爆发，美国家庭实际收入中位数上升约 15%；即使在 21 世纪初的互联网泡沫破裂期间，美国家庭实际收入中位数也仅小幅下降不足 3%。高速增长的人口与家庭数量、持续提高的居民收入为同期美国房地产市场繁荣创造了良好基础（图 2）。

最终，在“房价上升-经济发展-房价进一步上升”的传导链条下，房价上涨带来的财富效应推动次贷危机前美国房地产市场持续繁荣（图 3）。**一方面，**住宅建设对美国 GDP 产生了较为明显的直接贡献，例如，在 2001 年美国互联网泡沫破裂期间，美国住宅投资规模仍然略有上升，房地产市场对托底经济增长起到了一定作用。**另一方面，**房价上升推高了住宅净值（“住宅市场价值减去存量融资”），因此通过抵押贷款套现住宅净值帮助美国居民提高可支配现金流，进而刺激消费支出。即使对不需要依赖套现住宅净值以提高消费能力的富裕阶层美国居民而言，在某种意义上，住宅资产的保值增值至少也降低了这类群体出于对自身财务状况可能恶化而提高储蓄水平的倾向。参考穆迪公司研究，在这段时期内，美国住宅财富每增长 1 美元便会带来同期美国居民约 7 美分的额外支出。[②]

（二）2005—2007 年，购房需求旺盛与抵押贷款证券化助长了美国楼市“泡沫化”

从购房需求看，凭借相对较高的投资回报率与相对较低的投资波动，住宅投资成为一段时期内美国居民较为青睐的大类资产配置选项。如果以上一年 S&P CoreLogic Case-Shiller 美国房价指数的同比增速作为当年住宅投资的收益预期、以年初 10 年期美国国债收益率作为当年固定收益资产投资的收益预期，那么 2001—2007 年，美国住宅投资连续 7 年跑赢固收投资的收益预期（图 4）。与此同时，美国股市呈现出剧烈波动的市场特征，标普 500 指数同比增速由 2001 年的 18.5% 下降至 2004 年的 –21.3%（图 5）。考虑到住宅投资较固定收益投资预期收益更高、较股票投资预期波动更小，因此自 2001—2007 年，住宅投资成为美国居民较为青睐的大类资产配置选项。但与此同时，美国住宅空置率从 2001 年末的不足 12% 上升至 2007 年三季度的 14%（图 6），美国房地产市场的泡沫化倾向有所显现。

参考美国房价收入比与房价租金比的历史表现，2005 年第二季度至 2007 年第二季度是美国房地产市场由“有序繁荣”步入“无序泡沫化”的重要拐点。房价收入比与房价租金比是衡量一国房地产市场是否发生过热的代表性指标。例如，瑞银

① 图1~17、表3~4见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

② https://www.bocusa.com/zh-hans/qianximeiguozhuzhaifangdechanshichangduihongguanjingjizhouqideyingxiang; https://www.economy.com/home/products/samples/2006-10-01-housing-at-tipping-point.pdf.

全球房地产泡沫指数在编制时选取房价收入比、房价租金比、城乡房价比、抵押贷款占 GDP 的比重变化、建筑业占 GDP 的比重变化 5 个指标进行加权平均再予以标准化。[①] 自 2005 年第二季度至 2007 年第二季度，美国住宅市场的房价收入比、房价租金比均屡次刷新历史新高，相关指标的短期快速攀升反映出住宅价格增速大概率已超出合理水平，市场泡沫化倾向较为明显。

从购房资金的可得性看，影子银行、MBS、CDO 等“金融创新”提高了美国金融业对购房群体的资金支持力度。在美国，抵押贷款发放机构可以在发放抵押贷款后，通过二级市场的抵押贷款支持证券（MBS）“出售”抵押贷款；为了出售 MBS 中偿还顺序相对靠后的“夹层”，金融机构创设了担保债务凭证（CDO），借助分散投资于众多 MBS 的“夹层”降低投资风险，评级机构对这类风险分散也给予了高度认可，许多 CDO 获得了 AAA 评级。在 CDO 的基础上，金融机构还依托 CDS 等产品开展衍生品投资。为了提高杠杆水平进而增厚收益，以货币市场基金、对冲基金、投资银行等机构为代表的美国影子银行体系借助回购协议（Repos）、资产支持商业票据（ABCP）两大核心工具不断融取短期资金来投放次级贷款。上述运作模式在次贷危机爆发前推动了次级抵押贷款的发放规模持续增长（图 7），2006 年，美国次级贷款投放规模约为 6 000 亿美元，占当年抵押贷款总投放规模的约 23.5%，其中大部分次级贷款最终被证券化。[②] 在次贷危机爆发后，也导致金融风险从美国金融机构向全球金融体系迅速传导。

最终，在美国房地产市场泡沫破裂后，全球房地产市场、金融市场均受到了严重冲击。在债券市场，自 2007 年中至 2009 年初，美联储连续下调联邦基金目标利率下限至接近零利率下限水平。在股票市场，标普 500 指数自 2007 年 10 月 9 日的阶段性高点 1 565 点持续下跌至 2009 年 3 月 9 日 676.53 点的阶段性低点，下跌幅度高达 56.8%；直至 2013 年 1 月 25 日，标普 500 指数才重新恢复至 1 500 点以上。在房地产市场，自 2006 年 7 月触及 184.61 点的阶段性高点后，S&P Core-Logic Case-Shiller 美国房价指数的下跌趋势一直持续至 2012 年 2 月（134.00 点），其间下跌幅度高达 27.41%；直至 2017 年 1 月，S&P CoreLogic Case-Shiller 美国房价指数方才突破 2006 年 7 月实现的前高点位（图 8）。

二、美国如何应对房地产泡沫破裂？

（一）美联储政策应对侧重尽快恢复金融市场流动性

次贷危机初期，美联储主要通过公开市场操作、贴现窗口两类传统流动性支持工具缓解系统性恐慌。2007 年 8 月 9 日，法国巴黎银行以“美国证券化市场的某些细分市场流动性完全蒸发，无法对某些资产进行公允估值”为由暂停旗下 3 只底层资产为美国次级按揭贷款的基金赎回，次贷危机正式爆发。为应对资产支持商业票据等细分市场的流动性快速枯竭，美联

① https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/2024/global-real-estate-bubble-index.html.
② https://fraser.stlouisfed.org/title/financial-crisis-inquiry-report-5034?page=440.

储通过公开市场操作（OMO）、贴现窗口（Discount Window）两类工具缓解金融市场的系统性恐慌，自 2007 年 8 月起，美联储调低贴现窗口利率与市场利率之间的价差，并延长贷款期限（图 9）。

伴随定期拍卖工具的设立，美联储开始创造临时货币政策工具以改善细分金融市场的流动性困难。贴现窗口采用的是惩罚性高利率，因此申请用款的金融机构可能面临流动性困难的进一步加剧，即“污名效应”。在传统流动性支持工具使用效率不高，难以满足细分市场流动性提振需求的前提下，美联储被迫开始创造新的临时货币政策工具（表 1）。

① 2007 年 12 月，美联储设立定期拍卖便利（TAF）。通过拍卖形式提供贴现窗口借款的模式，TAF 实现了规模可控、去污名化的目标，同时有助于美联储通过观察 TAF 的投标情况判断银行系统融资压力。

② 2008 年 3 月，美联储设立定期证券借贷便利（TSLF）。借助该工具，美联储突破了传统意义上以商业银行为核心的央行最后贷款人职能，开始向非银金融机构提供流动性，这一工具帮助恢复了以证券交易所证券为抵押品的三方回购市场的流动性。同月，美联储还设立一级交易商信贷便利（PDCF），其目的同样是为提高一级交易商向证券市场参与者提供融资的能力。

③ 2008 年 9 月，在雷曼兄弟宣布破产后，货币市场共同基金行业的脆弱性被充分暴露，为了支持货币市场共同基金通过出售资产支持商业票据（ABCP）以回笼现金，进而满足赎回等流动性需求，美联储设立资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（AMLF）。次月，美联储还设立货币市场投资人融资便利（MMIFF），用以支持机构从美国货币市场共同基金等机构购买合格资产，促进货币市场工具的二级交易并进一步满足货币市场共同基金的流动性需求。

④ 2008 年 10 月，考虑到金融市场仍处于雷曼兄弟宣布破产后的事件冲击期，商业票据一级市场的认购情绪低迷，一般工商企业难以续作到期债务导致债务违约风险激增。因此，美联储设立商业票据融资便利（CPFF），通过对商业票据的发行人提供认购资金，CPFF 帮助商业票据市场尽快恢复了融资职能。次月，美联储联合财政部共同设立定期资产支持证券贷款便利（TALF），以提振投资人对 ABS 的一级认购需求，帮助 ABS 市场尽快恢复融资职能。

为应对零利率下限的约束、降低长期利率以进一步刺激经济增长，美联储开始采用量化宽松、前瞻性指引等超常规工具。2008 年四季度，美联储成为首个将货币政策短期目标利率降至接近零利率水平的全球主要央行。为引导市场预期，美联储还动用“前瞻性指引”工具，公开声明疲软的经济增长预期“可能在一段时间内导致联邦基金利率维持在极低水平”。当名义利率已经触及零利率下限时，为进一步扩大货币政策的刺激力度，2008 年 11 月，美联储开始实施量化宽松（QE），即直接购买抵押贷款相关资产（如 FNMA、FHLMC、GNMA 发行或担保的 MBS）或长期限国债，最终降低长期限利率（图 10）。

（二）美国国会与财政部政策应对侧重提振经济长期增长潜力

2008—2009 年，美国国会与财政部密集出台多个法案刺激经济发展。代表性法

表 1　次贷危机爆发后，为应对零利率下限，美联储创造了大量临时货币政策工具

政策工具	设立机构	设立时间	失效时间
定期拍卖便利（TAF）	美联储	2007/12/12	2010/3/8
央行流动性互换	美联储	2007/12/12	2010/2/1
定期证券借贷便利（TSLF）	美联储	2008/3/11	2010/2/1
一级交易商信贷便利（PDCF）	美联储	2008/3/16	2010/2/1
资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（AMLF）	美联储	2008/9/19	2010/2/1
商业票据融资便利（CPFF）	美联储	2008/10/7	2010/2/1
货币市场投资人融资便利（MMIFF）	美联储	2008/10/21	2009/10/30
政府支持机构 MBS 购买计划	美联储	2008 年 11 月	2010 年 3 月
定期资产支持证券贷款便利（TALF）	美联储、美国财政部	2008/11/25	2010 年 6 月
降低联邦基金利率	美联储	—	—
量化宽松（QE）	美联储	—	—
货币市场共同基金流动性便利（MMMF）	美联储	—	—
压力测试	美联储、美国财政部	—	—

资料来源：美联储。

案包括 2008 年 2 月推出《经济刺激法案》，2008 年 10 月推出《紧急经济稳定法案》，以及 2009 年 2 月奥巴马政府就任后推出《美国复苏与再投资法案》，相关刺激的总规模超过 1.46 万亿美元（图 11）。

2008 年 2 月，美国国会颁布《经济刺激法案》。其主要政策措施包括，一方面提高对个人的退税补贴与商业投资补贴。如修改《国内税收法》以对个人纳税人增加退税补贴，退税额度取所得税净负债或 600 美元中的孰低值。为符合条件的纳税人按照每名子女 300 美元的额度退税。为收入不低于 3 000 美元的纳税人最低退税 300 美元，但如果纳税人的调整后总收入超过 75 000 美元，那么下调该退税金额 5%。在 2008 年，将可折旧商业资产的免征额上调至 25 万美元。另一方面，放松对住宅 GSE 及 FHA 贷款的限制。如提高 2007 年 7 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日期间发放的，可由房利美或房地美购买的抵押贷款的最大原始本金债务的法定上限；以及提高在特定地区的 FHA 抵押贷款担保上限。[①] 但从使用结果看，根据 NBER 的研究，在总规模高达 1 520 亿美元的《经济刺激法案》中，超过 2/3 是发放给 1.3 亿个家庭的经济刺激款项，而消费者调查结果显示，仅有 1/5 的受访者表示上述退税会增加支出，大部分受访者表示将把退税款用于偿还存量债务或直接储蓄。[②]

2008 年 9 月，美国财政部启动货币市场基金临时担保计划。该计划由财政部对所有申请加入该计划并支付了相关费用的

① https://www.congress.gov/bill/110th-congress/house-bill/5140.
② https://www.nber.org/digest/mar09/did-2008-tax-rebates-stimulate-spending.

符合条件货币市场共同基金份额的净值提供担保，如果持有人持有的资产净值低于0.995美元（“破发”），财政部担保将被触发，后者提供担保的资金来自经修订后1934年《黄金储备法》设立的外汇稳定基金，总规模约为500亿美元。在收费标准方面，截至2008年9月19日收盘时，每份额资产≥0.9975美元的共同基金需要支付0.01%（1 bp）的预付费，<0.9975美元但≥0.995美元的共同基金需支付0.015%（1.5 bps）的预付费，但每份额净资产<0.995美元的共同基金不得参与该计划。①

2008年10月，联邦存款保险公司（FDIC）开启临时流动性担保计划（TLGP）。该计划主要分为两个部分：一是FDIC将通过“债务担保计划”对某些新发行的优先级无担保债务提供担保；二是FDIC将通过“交易账户担保计划”对某些无息交易账户提供担保。②

2008年10月，美国国会颁布《紧急经济稳定法案》（EESA）等法案，授权财政部部长制订“问题资产救助计划”（TARP）。TARP原定规模上限高达7 000亿美元③，但2010年7月被下调至4 750亿美元。④值得注意的是，该计划在推出之初便明确不得增加财政赤字的基本原则。⑤截至2023年9月，美国财政部收回TARP最后一笔投资，该计划正式宣告终止。在长达15年的时间内，TARP累计使用4 440亿美元的资金，考虑从金融机构等机构获得的股息、利息、资本收益后，美国国会预算办公室（CBO）测算美国政府承担的最终成本约为310亿美元，大体位于计划启动前测算的最终成本区间的较低水平。⑥细分来看，TARP重点支持下列四个领域的交易（表2）。

①支持房地产领域：TARP最终花费成本约310亿美元，财政部最初承诺使用TARP项下500亿美元的资金用于帮助房主避免被强制法拍，其中约100亿美元通过重灾区基金（Hardest Hit Fund）向某些州的住宅融资机构提供赠款支持，以及用于FHA的短期再融资计划。

②救助汽车行业：TARP最终花费成本约120亿美元，主要用于对通用汽车、克莱斯勒这两家主体的定向支持。⑦

③支持金融机构：TARP最终获得净收益约90亿美元。除去对AIG、花旗集团、美国银行3家主体的定向支持外，TARP支持金融机构的核心路径是资本购买计划（CPP）。借助CPP，美国财政部认购了707家金融机构的2 050亿美元优先股。由于上述优先股需要在前5年支付5%的股息、此后进一步上调至每年支付9%的股息；同时，优先股附有认股权证，允许政府认购相当于优先股投资规模15%的普通股⑧；此外，金融机构还需要在高管薪酬、股息支付政策、普通股回购方面接受限制，

① https://home.treasury.gov/news/press-releases/hp1161.
② https://www.govinfo.gov/app/details/FR-2008-10-29/E8-25739/summary.
③ https://www.congress.gov/bill/110th-congress/house-bill/1424/text.
④ https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf.
⑤ https://www.congress.gov/bill/110th-congress/house-bill/1424/text.
⑥ https://www.cbo.gov/taxonomy/term/2/recurring-reports#8.
⑦ https://home.treasury.gov/data/troubled-assets-relief-program/about-tarp.
⑧ 非上市公司不提供普通股，而提供等额的优先股。参见：https://www.cbo.gov/system/files/2022-05/58029-TARP.pdf。

表 2　TARP 的现金支付及补贴成本测算

用途	已支付本金（亿美元）	CBO 测算的最终成本（净收益以负数列示，亿美元）
1. 支持金融机构	3 130	–90
其中：资本购买计划（CPP）	2 050	–160
其中：对 AIG 集团的额外支持	680	150
其中：对花旗集团、美国银行的额外支持	400	–80
其中：社区发展资本倡议（CDCI）	10	*
2. 救助汽车行业	800	120
3. 支持房地产领域	310	310
4. 为资产证券化市场提供流动性支持	190	–30
其中：定期资产支持证券贷款便利（TALF）	*	–10
其中：公私投资计划（PPIP）	190	–30
其中：SBA7（a）证券购买计划	*	*
合计	4 440	310

资料来源：美国国会预算办公室，美国财政部。

注：数据截至 2023 年 9 月 30 日。* 代表该数值介于 –5~5。

因此美国财政部最终通过 CPP 计划获得不菲收益。[①]

④为资产证券化市场提供流动性支持：TARP 最终获得净收益约 30 亿美元。**一是**美国财政部支付 1 亿美元以弥补美联储设立定期资产支持证券贷款便利（TALF）的潜在损失，TALF 用于对认购底层资产为汽车贷款 / 信用卡贷款 / 学生贷款 / 小企业管理局（SBA）担保商业贷款的高评级资产支持证券的投资人提供融资支持。**二是**美国财政部设立公私投资计划（PPIP），财政部向公私投资基金（PPIF）初始投入 221 亿美元，进而撬动私营部门基金参与，最终共同投向符合条件的金融机构非流动资产。**三是**美国财政部还制订 SBA7（a）证券购买计划，认购 SBA 担保的 17 个行业的中小企业贷款支持证券，以刺激企业增加借贷的积极性，资产购买最高可达 10 亿美元。

2009 年 2 月，美国国会颁布《美国复苏与再投资法案》（ARRA）。ARRA 的理论基础来自凯恩斯主义，即在经济衰退期间可通过政府支出的增加对冲私人支出的减少，进而维持就业水平以避免经济进一步恶化。[②] 据 CBO 在 2015 年 2 月估算，ARRA 将在 2009—2019 财年累计花费 8 360 亿美元（表 3），其中，超过 95% 的预算影响将发生在 2014 年底之前。从实际结果看，ARRA 实施 5 年后，该计划促成 2014 年美国实际 GDP 增长 0.2%~1%、失业率下降 0.2%~1%、就业人数增加 10 万~30 万人。在具体政策方面，ARRA 提出的条款众多，但大体可被概括为四方面。[③]

①向地方政府提供资金，例如，增加对医疗补助计划、教育领域、交通领域的财政支持；②为有需要的居民提供支持，例如，扩大失业救济金的支持范围，增加

① TARP项下另设有社区发展资本倡议（Community Development Capital Initiative，CDCI）。美国财政部通过CPP认购的优先股在前5年的股息率为5%，但通过CDCI认购的优先股在前8年股息率仅为2%，随后上调至9%（与CPP一致）。美国财政部通过CDCI累计向相关金融机构投资了5.7亿美元，最承担了约7 000万美元的净成本，规模相对较小。参见：https://www.cbo.gov/system/files/2022-05/58029-TARP.pdf。

② https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/1.

③ https://www.cbo.gov/publication/49958.

补充营养援助计划（原食品券计划）的救济金支持；③政府直接加大商品与服务购买，例如，加大可能需要数年时间才能完工的重大投资项目的资金支持；④为个人和企业提供临时税收减免，例如，扩大税收抵免的支持力度，增加对企业设备折旧的抵税扣除，以及将抚养 3 名及以上子女的纳税人所得税抵免率提高至 45%、将首次购房者的税收抵免额提高至 8 000 美元、允许某些小企业纳税人将净经营亏损结转五年等。

2009 年 2 月，为避免系统性金融机构大规模国有化对财政、金融、经济体系产生的不利影响，美国多个监管部门联合执行了监管资本评估计划。在 2009 年初，虽然美国问题资产救助计划的资金使用几近过半，但系统性金融机构倒闭的风险依然广泛受到担忧。考虑到通过国有化的形式继续救助金融体系，反而有可能加剧对剩余机构的挤兑，最终导致更多机构不得不被国有化。因此美联储与其他金融监管部门联合推动“压力测试”（监管资本评估计划）的落地。该计划通过对每家大型银行在类似大萧条的经济衰退场景下的损失测算，给予每家当前资本水平不足以吸收预估损失的机构 6 个月的时间补充资本，如果特定机构无法通过市场渠道融取额外补充资本，那么该机构将获得问题资产救助计划的资金支持。由于 2009 年 5 月美联储发布的按机构与贷款类型划分的预估损失数据较为可信，且测试结果较为乐观，在 19 家大型金融机构中有 9 家机构资本充足、有能力应对极端不利情形；剩余 10 家机构需要补充的资本规模仅为 750 亿美元，因此许多投资人的风险担忧获得缓解，许多机构在结果公布数周后便补足了所需资本，唯一一家无法筹措到足够市场化投资资金的通用汽车金融服务公司也获得了问题资产救助计划的资金支持。

历经货币、财政、产业政策的共同刺激后，自 2010 年起，美国失业率开始进入下行通道，以 PCE 价格指数（剔除食品、能源）衡量的通胀目标也开始恢复至美联储能够接受的 2% 水平。2010 年，美国 GDP 增速由负转正。从主要贡献行业看，耐用品制造业、批发贸易业、科技服务业是当年美国经济好转的主要因素。尤其值得一提的是，2010 年耐用品制造业增加值同比增长 17%，较上年同比下滑的历史表现明显改善；同时，受益于移动互联科技革命带来的产业机遇，美国信息通信技术业恢复两位数的增长趋势。不过，同期在美国 22 个主要行业中，有 6 个行业增加值同比仍呈下滑，例如，房地产与建筑业增加值同比下滑达 3.2%。[①] 自 2016 年末起，美国失业率延续下行趋势（图 12），但通胀水平超出政策目标（2%）的幅度持续扩大，因此美联储开始进入加息周期，自 2016 年 12 月至 2018 年 12 月，美联储分 8 次累计上调联邦基金目标利率 2 个百分点。

次贷危机转眼已过去十几年，尽管伯南克、盖特纳和保尔森等时任美国政要均认为当时的“灭火”策略是必要的，但也承认当时的政策并不完美。例如，初期的退税和消费券政策对于房地产市场风险化解的作用微乎其微，而大规模救助金融机构的时候缺乏预期管理，市场对救助雷曼、

① https://www.bea.gov/news/2011/revised-statistics-gross-domestic-product-industry-2010.

贝尔斯登和 AIG 的不同策略多有非议。除此之外，更长远来看，美国屡次应对危机都延续了“直升机撒钱”策略，这样的策略虽然能将美国国内经济从危机中暂时解除，但是留下了财富差距拉大、回避美国经济结构性问题、对其他国家经济造成冲击等隐患。

三、美国房地产市场风险处置如何影响房企主体？——以 D.R. Horton 为例[①]

D.R. Horton 是美国最大的住宅开发商之一，公司股票在纽交所上市（DHI.N）并被纳入标普 500 指数成分股，公司在次贷危机期间所做出的努力或值得当前中国房地产公司参考借鉴。截至 2023 财年，公司主营业务分为住宅开发、土地销售、物业租赁、金融服务 4 类，其中住宅开发是核心主业，2023 财年实现营业收入 316.41 亿美元，占公司营业总收入的 89%（图 13）。[②] 从住宅产品类型看，D.R. Horton 提供了从入门级住宅（总价低于 30 万美元）到豪宅（总价超过 50 万美元）的各类产品条线，其中总价低于 40 万美元的住宅成交占到公司总成交的 68%（图 14）。[③]

从股价表现上看，自 21 世纪初以来，D.R. Horton 的发展历程大致可分为 4 个阶段。分别为，2000 年初至 2006 年 1 月大举并购扩张、2006 年 1 月至 2008 年 11 月开源节流应对地产泡沫破裂、2008 年 11 月至 2017 年 9 月业务正常化并重启拿地、2017 年 9 月至今审慎扩大市场份额。在上述 4 个阶段内，公司股价分别上涨约 190%、下跌近 90%、上涨超过 660%、上涨近 380%（图 15）。由于截至 2017 年 9 月，公司股价基本恢复至美国房地产市场泡沫破裂前高点水平，因此本文重点讨论为 2000—2017 年，公司完整经历房地产周期时的 3 个阶段的经营战略及业绩表现。

（一）2000 年初至 2006 年 1 月，公司大举并购扩张，股价上涨约 190%

2000—2006 财年，D.R. Horton 总资产规模从 23.62 亿美元攀升至 148.21 亿美元，与 1999 财年相比，公司 2006 财年总资产规模增长高达 528%（图 16），公司的高速扩张与对外大规模收并购关联密切。例如，在 2003 财年前的 10 年间，公司累计收购了 17 家住宅开发商。其中，仅在 2001—2002 财年，公司便累计斥资约 20.68 亿美元收购了 Fortress-Florida（2001 年 5 月斥资 0.53 亿美元收购）、Emerald Builders（2001 年 7 月斥资 1.936 亿美元收购）、Schuler Homes（2002 年 2 月斥资 18.214 亿美元收购）3 家住宅开发商。在收购过程中，D.R. Horton 灵活采用了股权或债权融资工具，例如，在收购 Schuler Homes 的过程中，公司按照 30.93 美元 / 股发行了 20 079 532 股普通股股票，总价高达 6.21 亿美元。因此，在通过收并购大举扩张资产规模的同时，公司资产负债率并非发生明显上行。[④] 即使在 2009 年公司资产负债率达到最高点时，该指标也仅为 66%，显著低于国内代表性房地产企业负债率水平。

① https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=882184&owner=exclude.
② https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0000882184/000088218423000115/dhi-20230930.htm.
③ https://investor.drhorton.com/news-and-events/presentations/presentations-2023.
④ https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/882184/000095013403016601/d10877e10vk.htm.

（二）2006 年 1 月至 2008 年 11 月，公司开源节流应对地产泡沫破裂，股价重挫 90%

2006 财年，当美国房价增长势头放缓后，购房需求减少与住宅、土地库存增加随之而来，包括 D.R. Horton 在内的住宅开发商不得不通过价格优惠等措施刺激销售。D.R. Horton 的经营战略由扩张转为收缩，具体措施包括刺激销售，大幅削减拿地支出，就土地认购合同重新谈判或直接取消；降低业务开发的采购成本及严格管控费用率等。

如果说 D.R. Horton 2006 财年对应着美国房地产市场低迷的开端，那么公司的 2007 财年则对应着美国房地产市场进入崩溃阶段。在新房与二手房库存高企、销售订单取消率增加（Elevated Cancellation Rates）、销售吸收率减少（Low Sales Absorption rates）等房地产市场的不利因素以外，2007 年爆发的次贷危机进一步削弱了美国潜在购房群体的购房能力与消费信心。持续下降的房价及开发商被迫推出的房价优惠导致 D.R. Horton 的利润率承压，价格下跌预期削弱了新房购买需求，最终形成了恶性循环。叠加公司对存货、商誉大幅计提减值准备等因素，D.R. Horton 在 2007 财年净利润由盈转亏。

2008 财年，美国房地产市场面临的挑战达到了阶段性顶峰，除持续存在的房地产市场不利因素外，抵押贷款市场萎缩、取消赎回权的房屋数量激增与金融市场流动性不足进一步加剧了住宅开发行业所面临的挑战。流动性短缺导致投资人对许多金融机构的可持续经营能力产生怀疑，进而冲击了本就已十分疲软的经济增长势头，最终引发了各界对经济长期衰退的广泛担忧。为了应对进一步下滑的销售规模及毛利率，D.R. Horton 在 2008 财年第四季度出售了大量土地用以回笼现金流（图 17），上述交易促使公司能够将亏损结转至 2009 财年，进而将大部分递延税资产货币化，即公司预期能够获得更大规模的预期退税。公司在经营战略方面基本延续了 2006、2007 财年的选择，加大促销力度回笼资金，同时强调保持良好的现金储备，维护公司流动性健康（表 4）。

2009 财年，美国房地产市场持续下滑的趋势开始缓和。尽管一方面取消赎回权的房屋数量激增不仅增加了待售库存，还限制了新房的销售价格；另一方面经济衰退导致失业率居高不下，消费者支出与信心受到重挫。但持续下降的住宅价格使得潜在购房群体的购房能力有所提高，这为市场恢复时住宅需求的增加创造了良好条件。在经营战略方面，D.R. Horton 重新开始签订新的已完工地块认购期权合同（Finished Lot Option Contracts），即公司开始适当增加土地储备以应对可能发生的市场回暖。同期美国资本市场也对住宅开发商的潜在复苏给予了积极回应，D.R. Horton 从资本市场获得了一定现金流支持，成功发行 5 亿美元可转债，债券利率仅为 2%。

（三）2008 年 11 月至 2017 年 9 月，公司业务正常化并重启拿地，股价反弹超过 660%

2010 财年，借助联邦购房者税收抵免政策，D.R. Horton 实现了自 2007 年以来的净销售订单首度同比增长，但在财年第三、第四季度，由于 2010 年 4 月联邦购房者税收抵免政策已到期失效，公司净销售订单同比再次转入下滑趋势。在没有

政策支持的前提下，住宅需求的市场化自发回升仍有待时日。不过整体而言，美国房地产市场已开始进入缓慢复苏通道，促成这种积极转变的有利因素包括：住宅价格下降使居民负担能力提高、新房库存下降、抵押贷款的长期低利率环境、联邦政府出台的货币财政措施刺激了置业需求。

2011 财年，一方面存货减值、土地期权成本核销、抵押贷款追索权及再保险费用下降提高了 D.R. Horton 的税前收入；另一方面连续数年经营战略的调整促成了公司降本增效，最终在 2011 财年住宅成交量与 2009 财年基本持平的前提下，D.R. Horton 仍然实现了 56.9 亿美元的税前收入增量（相对于 2009 财年）。同年，公司在经营战略中对产品线的设计从“提供居民可负担的住宅产品”变更为“提供满足各个市场消费者需求的产品”，经济复苏促成中高端产品线的需求有所恢复，D.R. Horton 住宅成交均价结束了 2008 年以来的连续下降趋势。

2012—2016 财年，D.R. Horton 的住宅开发收入逐年提高，成交均价整体也呈上升趋势，住宅开发业务的毛利率逐步提高至 20% 以上。其中，2013 财年，美国住宅供给未能充分满足市场需求，许多市场的新房价格大幅上涨，D.R. Horton 推出了“Emerald Homes”品牌，以扩大公司在高档住宅、豪华住宅的产品范围。2014 财年，公司推出了“Express Homes”品牌，以向入门级购房者提供更多经济实惠的住宅选择。为了扩大市占率，自次贷危机后公司首次在经营战略中提出在理想市场中可择机收购住宅开发企业，扩大土地储备、更好地满足新房市场需求。可以说，D.R.Horton 依靠良好的现金流管理，终于挺过长达 6 年的市场调整，维持并巩固了自己的龙头地位。

四、政策参考

近几年房地产市场的下行，给经济增长带来一定压力，市场开始思考“后地产时代”的经济转型之路。解铃还须系铃人，土地改革仍是经济体制改革中最能释放活力的一部分，转变经济发展方式也需要房地产发展模式做出对应改革。通过深入学习领会党的二十届三中全会重要部署，深刻领会和把握进一步全面深化改革的重大举措，回溯次贷危机后美国房地产市场及龙头企业的恢复过程，本文对推进房地产行业平稳健康发展提出政策参考。

房地产行业属于强周期性行业，房地产开发商重视自身杠杆率与现金流的合理管控是保障行业长期平稳健康发展的基本前提。参考 D.R. Horton 的财报数据，自 1999 年至今公司资产负债率最高仅为 66%，即使在次贷危机爆发前的高速并购扩张期，由于大量采用权益融资手段，因此公司资产负债率也未出现明显增长。近年来，公司持续强化对自身杠杆水平、现金流安全的管控，资产负债率长期维持在 40% 以下。考虑到房地产行业不可避免地会面临周期性波动，因此房地产企业应当切实落实主体责任，重视自身杠杆率与现金流的合理管控。此外，建议住建部门和金融监管部门尽快优化房地产行业监管主体制度，合理管控行业杠杆水平。

市场“无形的手”与政府“有形的手”，即使在行业下行期，也要重视充分发挥市场的作用。次贷危机爆发后，美国政府并未针对特定房地产开发商出台特定的“保

主体”措施，相关企业的现金流改善很大程度上来自出售住宅与土地存货、获得税收优惠、通过可转债等工具获得资本市场支持。在房地产行业下行期，由于市场情绪低迷，因此政府“有形的手”似乎显得格外重要。但事实上，政府不能长期承担连带责任、财政支持首先要保护纳税人的合法权益。2023 年 10 月，中央金融工作会议便曾提出，要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道，优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能。未来，通过疏解各个市场的关键堵点，充分发挥市场的作用可能是更加重要的应对举措。

深入推进土地制度改革，提升土地要素配置效率，推进房地产市场平稳健康发展。国内部分房地产开发商过去奉行“高周转”策略与土地价格上涨一致预期较强关联密切，而后者是我国城镇化水平快速提高带来的特定产物。落实党的二十大提出的“构建全国统一大市场，深化要素市场化改革，建设高标准市场体系”，适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系发生重大变化新形势，未来在土地改革顶层设计中可考虑“土地指标跟着需求走”。各级政府也要尽快摆脱对土地财政的依赖，做好住房发展计划，科学安排土地供应、引导配置金融资源，促进房地产市场供需平衡、结构合理，共同构建“人、房、地、钱”联动的房地产发展新模式。

通过货币财政刺激托底经济总需求是危机期间短期必要之举，但长期来看，必须“跳出地产看地产”，依靠新质生产力迭代摆脱地产拉动经济增长的旧模式。房地产泡沫破裂带动企业负债表与财富效应同时收缩，导致经济螺旋下行风险。打破这一恶性循环的关键短期在于针对性扩大经济总需求，及时恢复居民、企业的发展信心，而这离不开货币和财政政策的大力支持。参考次贷危机爆发后的美国政策应对，通过退税、直接“发钱”等措施虽然能够提高居民的可支配收入，但由于收入预期、就业前景短期难以扭转，大部分增量资金被居民用于储蓄或偿还存量债务，最终未能有力提振总需求。长期来看，经济总需求内生增长离不开居民就业与收入水平的长期提高，后者需要综合各类政策支持实体经济发展，不断提高实体企业的全球竞争力。当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，我们必须积极推动新产业、新模式、新动能发展，同时营造良好的宏观政策环境，真正摆脱对地产拉动经济增长的依赖，全方位提升国家竞争力、坚实保障国家安全以及促进提高人民生活质量。N

学术编辑：韦燕春

A Look at the Subprime Crisis and the Lessons Learned from the Risk Management Experience in the U.S. Real Estate Market

DONG Shijun[1] PENG Long[2,1]

(1.China Institute of Finance, Southwestern University of Finance and Economics;
2.School of Economics and Management, Southeast University)

Abstract The real estate sector,with its large investment scale and long industrial chain,has had an outsized impact on the macroeconomy.It also is highly cyclical,and over the years its cyclical fluctuations have had a corresponding influence on the nation's economic performance.In recent years,however,China's economy has entered the stage of high-quality development,and the real estate sector has had to adjust by establishing a new development mechanism that more closely coordinates four critical factors:people,housing,land and money.In this new phase of development, it is useful to examine the U.S. real estate market in the wake of the subprime crisis as a reference for the domestic industry in China.This paper makes a number of recommendations that reflect the experience of the period after the U.S. subprime crisis.This paper concludes that real estate developers need to ensure they have adequate controls over leverage and cash flow levels to ensure stable long-term growth.It is also important that the "invisible hand" of the market and the "visible hand" of the government have equal importance,even during market downturns.This is essential to creating a bigger and stronger economy that avoids heavy dependence on real estate-driven growth.

Keywords Real Estate Bubble, Economic Cycle, Subprime Crisis, New Development Modell

JEL Classification D92 E32 E61