一鲸落而万物生？
——美国房地产金融模式及其对中国的影响和启示

王　礼

摘　要　房地产市场深度调整，没有带来先前一些人士预期的“一鲸落而万物生”，反而成为当前中国经济发展的严峻挑战。房地产金融化被认为是诸多经济社会问题的肇因之一。金融地产成为美国经济中的第一大行业，对实体经济和科技创新产生了深远影响。房地产是美国金融危机的重要源头之一。本文通过对美国房地产金融发展模式的历史比较，以期为中国打造房地产发展新模式和探索金融高质量发展路径提供参考。从美国的经验教训看，房地产金融化有其现实逻辑和发展规律。展望未来，房地产金融将迎来规模缩量，但房地产市场的金融需求将长期存在。房地产金融对实体经济的影响利弊相生，不能一概而论。与美国不同，中国房地产金融风险成因相异且基本可控，但其外溢影响不容忽视，美国应对风险的部分经验值得借鉴。

关键词　美国房地产金融模式　实体经济　金融风险　比较

国内房地产市场仍然处于深度调整期。在市场调整以前，有一种说法不胫而走——“一鲸落而万物生”，指的是房地产市场“落”下去，实体经济、消费内需会迎来万物竞发、生机勃勃的发展新气象。然而自2020年下半年至今，房地产市场下行已经历了四年之久，不仅拖累投资、消费和物价，也影响居民就业、收入、预期和信心，成为中国经济的重要拖累和金融的重大不稳定因素。

盛松成 等（2022）认为，资金密集型的（房地产）行业特征决定了房地产业发展需要金融业的大力支持，需要金融制度的与时俱进、同步创新，两者相互融合共进，形成了事实上的房地产金融业。房地产金融化被认为是造成房价过高、实体经济被“掏空”、消费被抑制、金融风险隐患累积的主要肇因而广为诟病。房地产金融化是不是一种必然现象和必经过程？中国的房地产金融化是怎么发生的？怎么样走出当前的艰困局面？需要我们追根溯源，梳理房地产金融化的深层机理。本文采用历史比较的方法，从美国房地产金融模式的基本情况、发展历程、对实体经济和科技创新的影响，以及房地产金融危机的形成展开分析，以期为中国打造房地产发展新模式和探索金融高质量发展路径提供参考。需要说明的是，美国房地产金融的发展既有好的经验，也有坏的教训，这些经验教训交织在一起，需要我们理性分辨、趋利避害。

一、美国房地产金融的特征事实和发展历程

美国是房地产金融化的“始作俑者”，也是“登峰造极者”。美国的房地产金融在

王礼，中国建设银行《建设银行报》总编辑。

2008 年次贷危机前达到巅峰，近年来出现了一定程度上的回落，但仍是美国经济的重要支柱。

①金融地产成为美国的第一大行业。美国把金融和房地产归并为一个行业：金融地产(Finance, Insurance, Real Estate, Rental, and Leasing)。金融地产已成为美国第一大行业，每年的增加值及利润均占 21%。其中，金融占比约为 8.5%，房地产占比约为 12.8%。当前，美国的城市化率高达 80%，早已告别大拆大建的规模化开发阶段，住房市场以存量交易为主。2000 年以来，新建住房在住宅销售中仅占 11.6%，其余均为成屋（二手房）销售(罗志恒和马家进，2023)。根据美国住宅建商协会（NAHB）数据，超过 80% 的建商为个人独立承包商，而住宅建商营收的中位数在 2021 年仅为 330 万美元，房地产开发商规模普遍较小，也就没有针对大型房企的大额开发贷款。即便如此，房地产依然是美国居民资产的重要构成，占比约为 23.0%，和权益资产 (24.1%) 及养老金 (21.2%) 不相伯仲。房地产金融作为基础性金融服务，有较大的市场空间和较强的发展韧性。

②房地产金融化的另一面是金融的房地产化。美国是房地产金融发展的先驱，房地产金融的一系列创新源自美国。《1934 年国家住宅法》(National Housing Act of 1934）颁布，根据法案要求美国成立联邦住房管理局（FHA），其主要职能是通过抵押贷款保险推动住宅融资体系，为后来按揭贷款的发展铺平道路；1938 年美国成立联邦国民抵押贷款协会（房利美 FNMA），目的是增加抵押贷款资产在二级市场上的流动性，反向赋能一级市场，降低购房成本；1968 年从房利美分拆出吉利美，“利用美国政府的信用和信誉”来支持抵押贷款市场发展，美国第一份 MBS 发行；1970 年又成立了另一家政府支持的私有企业房地美，此后，房利美和房地美购买的抵押贷款范围扩展到非官方担保的抵押贷款，二级市场的繁荣极大地刺激了一级市场上的贷款发放，加速了房地产金融化的进程（韦森 等，2024）。

美国银行业的资产结构和房地产行业深度挂钩，不仅如此，按揭贷款业务被金融业一再“反刍”。2000 年前后美国资产证券化开启大周期，以按揭贷款为底层资产，房地产衍生的 MBS 等金融产品成为美国证券市场重要组成部分，MBS 成为除国债之外最大的固定收益市场，流动性(2020 年底成交占固收市场 30.7%）和规模(2020 年底存量占 22.5%)都仅次于国债。美国不动产投资信托基金（REITs）债务总规模也超万亿美元。房地产通过融资和投资两个渠道，以债务和资产方式同时连接银行、资管机构、房地产开发商、保险以及居民部门（刘刚和王汉锋，2023），在硅谷崛起以前，一直是华尔街上广受欢迎的金融底层资产。

③美国的房地产金融近年来出现“退潮”的现象。1997—2005 年，房地产在美国居民资产中占比从 23.7% 攀升至 32.1%，近年又逐步回落到 23% 左右。银行信贷结构中不动产抵押贷款较 2009 年占比 59% 的高点已跌去约 13 个百分点。金融危机爆发以前，机构 MBS 的规模位于美国投资级别的金融产品（包括美国政府债券）中的第一位，占比达 45%，目前已退居第二。

美国房地产金融的退潮反映在金融结构的变化。美国金融资产净增长的 75% 流出了银行资产负债表，银行业资产份额占

比下降，资管机构等即所谓的“影子银行”兴起。即便是被称为“银行”的金融机构，也不是传统意义上的、以存贷业务为主体的银行机构。以全球市值最高的银行摩根大通为例，截至2024年二季度末，其管理资产总额为3.68万亿美元，是该行总资产（4.14万亿美元）的88.8%，总存款（2.4万亿美元）的153.3%。过去长期被奉为大零售银行标杆的富国银行，在2023年全面退出了住房金融的代理业务，住房贷款发放从2019年的2040亿美元降至250亿美元。与此同时，它在美国投资银行的整体份额从第8位上升至第6位，股票投资研究排名从第10位上升至第7位，正在由一家传统的零售大行转变为综合化程度更高的“商行＋投行”。

二、美国房地产金融化对实体经济的挤压

从美国金融地产的发展轨迹来看，其崛起对应制造业衰落，其回落对应科技产业的转型升级，由此可见其对美国实体经济的供给端可能存在一定的排斥效应和挤压作用。而作为一个消费型社会，美国的内需一直较为红火，这和美国房地产金融的系列特点是分不开的。

①金融地产崛起加快制造业衰落。燕翔等（2020）将美国1948—2018年划分为七个时段，勾勒出制造业与金融地产两大行业之间此消彼长的发展趋势。美国金融市场上只有约15%的资金投资于实体经济，剩下的绝大部分在封闭的金融体系内空转[①]，美国金融部门占所有企业利润的1/4，却只创造了4%的就业机会。从事实体经济的企业无法与金融部门的盈利水平匹敌，将制造业外包给其他国家。金融的房地产化、房地产的泛金融化被认为造成了美国经济的脱实向虚和产业空心化。一个可相佐证的微观案例是，2014年底，通用电气金融积累了超过3 600亿美元的净投资和价值约5 000亿美元的管理资产，使其成为美国最大的金融机构之一，金融业务远超其工程方面的核心业务，为通用电气后来的衰落埋下了伏笔（Daniel，2022）。

也有观点认为，美国制造业并未衰退，其占比下降是经济结构转型升级的必然结果，美国的高端制造业、科技创新领域以及金融服务业的发达，都是其经济高质量增长的重要驱动力。以苹果公司为例，虽然其产品大多在海外生产，但巨额的利润和高端设计、研发等环节都集中在美国，极大地推动了经济的增长和产业的升级。这种观点失之片面，2023年美国货物贸易逆差达到1.05万亿美元。二战以来，美国产业工人在就业人口中的比例从30%以上

① 银行信贷资源集中流向房地产和基础设施建设是全球金融业的普遍现象。英国金融服务局主席特纳发现，英国79%的银行贷款投向了房地产，真正对企业的贷款只占14%左右。为什么银行业务会越来越集中于房地产贷款呢？
特纳给出的解释是，随着信息技术革命，企业对投资的需求也产生了改变，新一代的代表性企业和福特汽车、美国钢铁不一样了，它们不需要太多的实物投资，即“轻资产”。银行业一直沿用的是英格兰银行的“资金流”评价体系，信用评估主要看的是“砖头”，即以固定资产抵押担保，很难对现在的高技术企业，尤其是科创企业做出信用评估，专利、数据、流量等资产对银行来说都是陌生领域。新质生产力企业往往没有可抵押资产，周期长、回报慢，传统信贷模式很难满足其融资需求。

表 1　美国表内金融资产（银行体系）与表外资产（影子银行）

	规模（万亿美元）	2007 年	2010 年	2023 年
表内金融资产（银行体系）	债务和股票市场总额	54.2	55.9	137.2
	美国经纪自营商库存总额	6.2	4.1	4.9
	美国系统重要性银行市值	0.9	0.8	1.4
	美国银行业贷款	6.5	6.6	12.4
	美国银行业流动资产	1.4	2.8	7.6
	美联储总资产	0.9	2.4	7.7
	美联储逆回购总量		<0.1	1.0
表外资产（影子银行）	对冲基金和私募股权管理资产	3.1	2.8	$9.7
	主权财富基金 50 强管理资产	2.7	4.1	12.0
	非银行持有的贷款	15.8	14.3	23.2
	美国货币市场基金	3.1	3.0	6.4
	美国私募股权支持的公司	4.9	6.0	11.3
	美国公开上市的公司	4.6	4.2	4.3

资料来源：FactSet, S&P Global Market Intelligence, Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States H.8 data, Financial Accounts of the United States Z.1 data, World Federation of Exchanges, Pitchbook, Preqin and World Bank。

降到 10%。一系列社会问题的出现，如所谓“铁锈地带”、社会极化都和制造业的流失有关。工业底座被侵蚀以后，高端制造业也必然难以长期保持产业优势。根据联合国工业发展组织最新发布的《工业化的未来》，中国工业产出占全球的三分之一，约等于美国的 3 倍。该组织预测，2030 年中国工业产出将达到全球的 45%，相当于美国的 4 倍。特朗普政府和拜登政府尽管诸多政见严重对立，但在推动“制造业回流”方面均不遗余力，也从侧面反映出美国制造业的衰落是客观事实。

②金融地产回落推动美国科技创新。2008 年金融危机后，美国房地产泡沫破裂，科技创新加快，科技股崛起。房地产金融化的一个最大动力是资产证券化的兴起，资产证券化激发了美国住房金融的二级市场，增加了住房贷款的流动性，降低了期限错配风险，并将贷款的投资收益和信用风险分散给投资者，完成了投资者教育，培育了投资者群体，同时带动了更多创新型金融产品的研发和多样性金融机构的发展。在房地产金融规模触顶、风险出清之后，转而又为科技产业的兴起腾出了空间、转让了金融资源。先是在 2011—2015 年生物科技股领涨，出现了美股历史上的第四次生物科技股浪潮；接着是信息技术股接力，至今方兴未艾。AI 投资狂热成就了芯片行业的惊艳表现，巨大的创富效应带动了美国风险创投市场的火爆、数字技术的迅猛发展和一大批科技“独角兽”的涌现。在美国硅谷的风险投资中，将近一半是由科技巨头进行的，这些科技巨头及其牵头的相关投资基金，不仅深刻理解行业，也具备良好的生态系统来扶持和孵化科创企业。对于美国股市是否存在严重“科技泡沫”的观点不一，特别是在人工智能方面。然而即便是“科技泡沫”，也远胜于“房地产泡沫”的泛滥。

③美国房地产金融的兴盛没有抑制消费。美国是一个内需驱动型的消费社会，房地产金融的蓬勃发展似乎并没有抑制消

费。首先，美国的房地产消费而非投资占据房地产市场主导地位。由于美国资本市场长牛短熊，股市投资回报率远高于房市的实际投资回报率（扣除房产的交易成本和维护成本），美国高净值家庭更愿意炒股而不是炒房，即便是炒房也可以投向长期持有、收益相对稳定的不动产投资信托基金（REITs），对于平抑房价波动有显著影响。其次，房地产消费带动一系列消费。美国房地产发展有三个全盛时期，也都是汽车等大宗消费的黄金时期，房地产繁荣对汽车、家具、建筑零售等行业的带动效果非常明显。最后，美国完善的金融市场降低了美国家庭购房的融资门槛和成本。美国主流的住房抵押贷款产品是30年期、20%首付、固定利率、低成本再融资以及零费用提前还贷。根据美国全国房地产经纪商协会（NAR）的数据，2021年美国购房者实际首付比例的中位数仅为12%。美国许多家庭还利用房屋净值贷款来满足短期消费，再融资贷款也异常普遍，让美国家庭在房产增值、利率走低时获得更优惠的利率、延长还款期限，并将增值的部分及时套现，使房地产增值的“财富效应”发挥更加充分（罗志恒和马家进，2023）。

三、美国房地产金融风险的生成、后果与应对

金融危机在西方国家是一种常见现象且愈演愈烈。在过去的400年里，较大规模的金融危机发生了至少68次，而在过去的100年里，金融危机爆发频次超过前300年的总和。房地产是金融危机的重要源头之一。改变历史走向和国际格局的美国两次大危机——20世纪30年代的“大萧条”和2008年的次贷危机都和房地产有关。20世纪80—90年代的储贷危机也是房地产风险引发的系统性金融危机。其生成机理和后果有其相似性。

①房地产金融风险的生成。金融危机通常反映为“明斯基时刻”的到来，它指的是信贷周期或商业周期中，资产价格大幅下滑引发的危机。之所以频频爆发房地产金融风险，一方面因为房地产是资产大头。另一方面则是缘于房地产金融天然的脆弱性和周期性特征。房地产价格泡沫和金融风险二者彼此间有着加速作用，即过度依赖抵押资产会导致在经济过冷和过热时，由于抵押资产公允价值暴跌和暴涨，从而出现信贷、投资与经济发展之间的恶性循环。

金融管理部门也不能免责。储贷危机爆发之前的20世纪70年代，为了应对通胀压力，美联储大幅收紧货币政策推动短期利率骤升，使得储贷机构出现大面积经营亏损。次贷危机发生前，2001—2004年美联储13次降息，并保持1%的超低利率长达一年。极为宽松的货币环境下，美国信用消费急速增加，家庭债务激增，2004年6月之后，为对抗通货膨胀，又接连17次提高利率，至2006年7月联邦基金利率由1%上升至5.25%。资产价格急剧下挫叠加过度杠杆的压力，导致风险蔓延至整个金融系统。

②房地产金融危机的后果。鉴于房地产在经济中的支柱作用和在家庭、银行资产负债表中的压舱石地位，房地产金融危机通常具有严重的外溢性。在政府债务方面，美国地方政府的主要收入来源是房地产税而不是土地出让金，房地产税作为地方政府收支平衡器的职能清晰，在危机中受到的冲击较小。但化解危机需要政府负

债，美国政府实行大规模扩大财政支出和减税并举的扩张性财政政策，导致财政赤字2009—2012年连续4年超过1万亿美元，从此政府债务成为影响美国经济社会可持续发展的“达摩克里斯之剑”。危机的另一大后果是中小银行纷纷破产。储贷危机本质上是一场由房地产风险引发的中小银行生存危机。[①] 在美国利率市场化改革的过程中，叠加当时房地产市场的大幅下滑，累计破产机构达2 385家。“次贷危机”中美国有483家金融机构破产，其中绝大多数都是中小银行。金融危机中，大型银行“大而不能倒”，小银行则迎来倒闭潮，冲击金融稳定，长期则使得整个金融活力受到抑制。

③房地产金融风险的应对。与20世纪二三十年代的大萧条相比，美国政府在次贷危机爆发后采取了较为积极的举措，及时推出不良资产救助计划（TARP），直接注资接管“两房”，推动收购贝尔斯登、美林证券，为雷曼兄弟等众多机构申请破产提供支持。尽管部分举措广受争议，但这一系列行动及时落地提振了市场信心，抑制了风险扩散。反观日本20世纪90年代初经济泡沫破灭后，日本政府反应迟缓，没有及时出清不良资产，出现了大量效率低下的“僵尸银行”及“僵尸企业”。

美国政府的应对措施不限于金融工具，而是多策并举。针对这一危机的源头，美国对住房市场的救助涵盖了购房的各个环节，除了接管“两房”，根据美国房贷协会的估计，2010年，95%的居民房地产贷款和80%的购房合同不同程度地先获得了优惠政策的支持。在汽车市场方面，对通用汽车和克莱斯勒汽车公司提供总计174亿美元的政府资助，还通过“旧车换现金”计划平均向美国车主提供了3 500~4 500美元的补贴，鼓励淘汰高能耗的旧车，换取低能耗的新车。就业方面提出了3项促进政策，包括雇用新人的税收优惠抵扣；缓解地方政府财政压力，维持州政府在教育、医疗等方面的关键社会服务，增加或保住相关就业岗位；鼓励银行向中小企业提供贷款，从而增加就业等（张育平，2014）。

四、中美房地产金融发展的比较和启示

我国从1998年推行“房改”，房地产发展进入市场化发展阶段，房地产金融迎来了发展热潮。1998—2019年，我国房地产贷款余额由3 160亿元增至444 100亿元，21年间增长了139.5倍，年均复合增长率（26.56%），远高于同期金融机构贷款余额年均复合增长率（14.66%），其中，个人购房贷款规模更是增长了705倍，年均复合增长率达到36.67%，占房地产贷款的比率从1998年的13.48%增长到2019年的67.71%。这一时期大量的金融资源集中投向房地产和基础设施建设，我国建成了世界最大的高速铁路网、高速公路网，机场、港口、水利、能源、信息等基础设施建设取得重大成就，高铁里程世界占比70%，5G网覆盖所有地级市、98%县城城

① 美国的储蓄贷款协会是一个松散的小型银行联盟，在组织机制上与我国的信用联社有相似之处，其基本的经营模式是吸收小额存款，发放中长期住房抵押贷款。全盛时期，全美国储贷协会机构数量多达11844个，资产总额近6000亿美元，是美国重要的金融机构群体。

区和80%乡镇镇区。房地产拉动大规模的基础设施建设是国家经济快速增长的主动能之一。

银行通过把分散的金融资源聚集起来支持了很多重点项目，自身业务也实现了高速增长，银行业总资产达到440万亿元，约为美国银行业的2.5倍，银行业资产占金融资产的90%，但金融资源过度集中在房地产和基建等领域而形成的“资金堰塞湖”，也形成了一定的风险隐患。2023年全国的商品房销售面积较新冠疫情前下滑35%。房企尤其是民营房企面临较大的偿债压力，2023年共有169只房企境内债出现违约，占境内债全部违约数量的73.5%。

美国是研究中国房地产金融问题的一面镜子，初步可推导出如下结论。

①房地产金融化有其现实逻辑和发展规律。考察美国及其他国家的发展历程，可以得出，城镇化和大规模房地产开发、基础设施建设是紧密联系在一起的，其中离不开金融的强力推动。立足当下，中国房地产金融发展已迎来拐点，需要实现“软着陆”，房地产金融将迎来一个长时期的规模缩量和去杠杆化进程，必然带来银行规模增速的下降，乃至金融结构的较大改变。但即便如此，房地产市场的金融需求将长期存在，住房贷款将始终是银行信贷资产中优质、重要的组成部分，也是资本市场重要的底层地产。按揭贷款的巨大存量业务也为银行其他业务的发展提供养分，比如，中国银行业近年来对小微信贷的“减费让利”实际上建立在海量按揭创利“转移支付”的基础之上。

基于房地产市场的变化和对房地产金融的重新认识，2024年以来，国家出台了一系列金融支持房地产政策举措，在供给端，建立城市房地产融资协调机制，坚持市场化原则满足房地产项目合理融资需求；在需求端，取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，引导存量房贷利率批量下调。一系列政策引导下，核心城市房地产市场有所回暖，购房者预期发生积极变化，反映出市场机制逐步发挥作用，正在重建新的平衡。

②房地产金融与实体经济既对立又统一。在制造业发展问题上，美国制造业的相对衰落毋庸置疑，其历程与房地产金融的兴起过程基本对应，当然这并非简单的因果关系。我国金融业要始终坚持服务实体经济的根本宗旨，赋能制造业高质量发展。在科技金融发展方面，近年来，我国高技术制造业中长期贷款、科技型中小企业贷款、“专精特新”企业贷款明显高于各项贷款增速，科技型中小企业获贷率有所提升，但科技类贷款占比仍然仅为6%左右，过于单一的金融市场功能难以满足科创企业的融资需求，资本市场对金融服务科技创新新模式的引领带动作用还未充分体现，科技金融生态亟待优化。巨大的存量金融资源需要盘活、转移到新质生产力的培育上来。银行要加快进化，摒弃“当铺思维”，“不看砖头看专利”“不看报表看未来”，创新“科创评价”体系。更重要的是要发挥资本市场的枢纽作用。在带动内需问题上，既要看到美国经济增长50%以上靠消费拉动的巨大优势，学习美国充分发挥房地产消费属性(而不是投资属性)的经验；也要看到美国金融系统诱使居民不断加杠杆造成金融危机频发的严重后果。此轮房地产市场的深度调整，表明我国房地产市场供求关系发生重大变化，正处于由增量主导转为存量主导的转型阶

段，房地产市场的投资属性将逐步消退，投资者趋于理性，从长远看有利于消费内需的促动。

③防控房地产金融风险重在外溢风险。与美国不同，中国房地产金融的风险隐患主要集中在大型房企的信贷和债券违约上，但总体上这部分资产占比仍然不高，且目前出清的程度较高。相比之下，中国银行业对按揭贷款的审批发放一直坚持较高的首付要求、严格的信贷纪律和对购房人家庭收入等全面的审查标准，贷款质量始终保持优良水平。单纯的房地产金融风险基本可控，但房地产风险有巨大的外溢效应，与地方政府债务和中小金融机构风险有着密切关系。党的二十届三中全会提出“要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”。当前房地产市场仍然处于深度调整阶段，房地产的问题超出了金融层面，需要系统思维与政策合力，推动经济基本面的修复和市场信心的提振。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 刘刚,王汉锋.美国房地产市场：特征、框架与周期演变[R].中金公司,2021-04-29.

[2] 刘鹤.两次全球大危机的比较研究[M].北京:中国经济出版社,2013.

[3] 罗志恒,马家进.美国房地产发展模式及中美对比，启示与借鉴[R].2023-10-12.

[4] 盛松成,宋红卫,汪恒,王伟.房地产与中国经济[M].北京:中信出版集团,2022.

[5] 韦森,等.货币与经济周期[M].北京:商务印书馆,2024.

[6] 张育平.金融危机与改革[M].北京:中信出版集团,2014.

[7] Daniel E.The Great Transition:The Personalization of Finance is Here[J].World Scientific Books,2022.

A Whale Falls and Everything Grows?
—The U.S. Real Estate Finance Model and its Impact and Implications for China

WANG Li

(Chief Editor of Construction Bank Newspaper, China Construction Bank.)

Abstract The deep adjustment of the real estate market has not brought about the "one whale falls and everything grows" as expected by some people,but has instead become a serious challenge to China's economic development. The financialization of real estate is considered to be one of the causes of many economic and social problems. Financial real estate has become the first major industry in the U.S. economy,with far-reaching impact on the real economy and technological innovation.Real estate is one of the important sources of the U.S. financial crisis.This paper provides reference for China to create a new model of real estate development and explore the path of high-quality development of finance through the historical comparison of the U.S. real estate financial development model. From the lessons learned in the United States,the financialization of real estate has its realistic logic and development law. Looking ahead,real estate finance will see a downsizing in scale,but the financial demand of the real estate market will exist for a long time.The impact of real estate finance on the real economy has both pros and cons,and cannot be generalized.Unlike the U.S., the causes of real estate finance risk in China are different and basically controllable,but its spillover impact should not be ignored,and part of the U.S. experience in dealing with the risk is worth learning from.

Keywords U.S. Real Estate Financial Model, Real Economy, Financial Risk, Comparison

JEL Classification R31 G21 E52