

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：
021-60338170

靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
姜雅芯 S0350119080005
jiangyx@ghzq.com.cn

德国篇：两德合并带来新热潮（1980-1995）

——全球房地产市场历史专题之十三

相关报告

《河南信用债深度挖掘系列之七：数据看河南：2020年区县层面有什么新变化？》——2021-07-29

《河南信用债深度挖掘系列之六：数据看河南：最近有什么新变化？》——2021-07-22

《信用债风险观察系列之三：2021年上半年，城投债市场有哪些变化？》——2021-07-07

《江苏省信用债深度挖掘系列之七：宿迁城投平台深度解读》——2021-06-03

《本轮金融监管周期将走向何方？》——2021-06-02

投资要点：

- 1980年前后，在波斯湾动荡局势的影响之下，石油价格暴涨，全球经济陷入通胀危机，西德工业产出和经济活力开始出现快速的下滑，失业人数攀升。在经济下行的背景下，西德房地产市场也难以为继。在滞胀危机之下，政府和地产商不敢轻易举债建设住宅楼，住宅建设速度随之进一步放缓，加上房屋购置需求低迷，西德房地产市场开始进入萧条期。
- 1982年，随着基民党领导人科尔上台，西德经济发展出现转折点。与施密特政府从需求端刺激的政策方向不同，科尔在《施政纲领》中提出将经济政策转向供给侧，推进产业结构升级。
- 20世纪80年代，高尔夫汽车的推出引领了全球汽车企业的发展方向，成为当时德系汽车企业改革的典型代表，反映出当时西德经济改革的成果。除此之外，西德的资本市场也随着经济改革的成效而走向繁荣。在这一时期，随着经济的复苏，房地产市场交易热情也开始重启，新的住房缺口产生，房价也随之迎来了新一轮的反弹。
- 1990年前后，德国先后出台了“复兴贷款计划”和“促进计划”对住房进行改造，原有住宅体系的舒适度得到大幅的提升，房价开始上涨。
- 两德合并后，东德人口大量涌入西德，西德住房缺口迅速扩大。一批地产商抓住契机，大肆收购地皮，修建住宅和办公楼，进一步助推了德国房价的上涨。
- 为了满足更多的住房需求，德国政府放开了住房合作社的盈利限制，开启新一轮建筑浪潮。随着人们对房价走势的逐渐回归理性，房地产泡沫也即将破灭。
- **风险提示：**市场波动风险。

1、1980-1990 年：低迷与复苏

自石油取代煤炭成为全球第一大能源以后，中东地区就像造血机一样，为 global 经济发展源源不断的输送新生血液。1980 年前后，中东波斯湾附近局势开始紧张，伊朗和伊拉克两国之间边境摩擦不断，不久后两伊战争便拉开了序幕。在波斯湾动荡局势的影响之下，中东地区石油断供一触即发。

事实上，两伊战争爆发前夕，边境的摩擦就已经使得石油产量开始锐减。三万七千名石油炼油工人的罢工，直接导致了伊朗的石油日产量从 600 万桶骤降至 150 万桶。两伊战争正式打响后，石油田在炮火之下遭到了破坏，石油运输管网也受到了不同程度的袭击。富藏石油的波斯湾口石油供应一度停滞，石油市场原有的平衡也被打破，全球市场每天面临大约 500 多万桶的石油缺口。

1.1、石油危机下的魅影

波斯湾旁的局部战争的影响下，石油价格暴涨，全球经济陷入通胀危机，西德也不例外。早在第一次石油危机，西德经济就经历了短暂的滞胀，西德政府当时花费了 500 亿马克，用于扩大财政支出，刺激消费需求。在宽松的财政政策刺激之下，西德的经济和房地产市场，都在较短的时间内恢复了稳定。

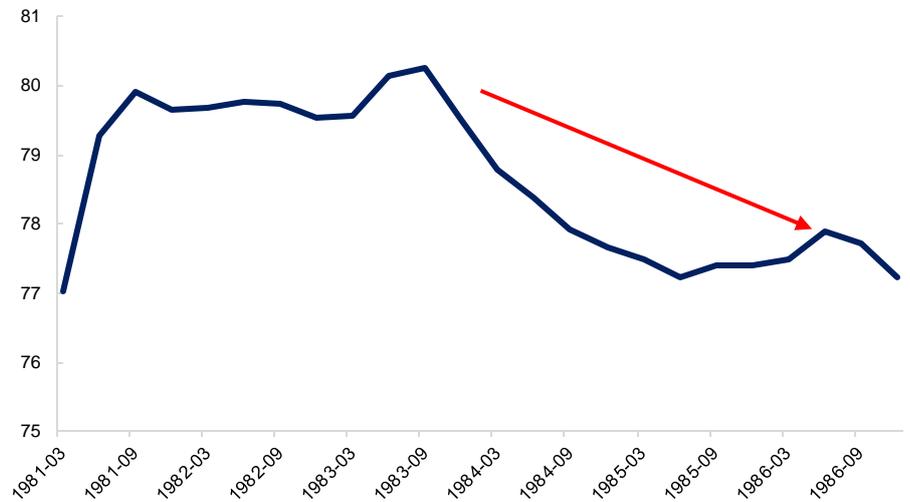
但是。在第二次石油危机的冲击下，西德经济陷入了更深的泥潭，工业产出和经济活力开始出现了快速的下滑。在 1980 年后的四五年时间里，西德 GDP 的平均增长率降低至 0.8%，工业生产总值也持续下滑，失业人数攀升。

在经济下行的背景下，西德房地产市场也难以为继，住房交易市场门可罗雀。“婴儿潮”一代在 1980 年左右进入了婚育年龄，但是在经济萧条的影响下，婚育行为大幅延迟。于是，在缺少婚育行为带来的硬性购房需求刺激下，西德住房交易数量不断下降。此外，在经济低迷带来的失业潮下，大量下岗工人丧失了收入来源，房地产市场也因此变得更加冷清。

除此之外，连续 34 个月的滞胀危机，也让西德房地产建设进程进一步放缓。事实上，20 世纪 70 年代中后期，西德福利住房建设速度就已经放缓，当时户均住宅拥有量已经达到 1.21 套，住房缺口整体上已经得到有效的解决，政府也就放慢了住房建设规划的脚步。

而在滞胀危机之下，政府和地产商也不敢轻易举债建设住宅楼，住宅建设速度随之进一步放缓。因此，20 世纪 70 年代末到 80 年代初，西德每年新建成的住宅量非常少，每年大约只有 20-30 万套左右。建设速度最慢时，整个西德曾一年仅新建了 10 万套住宅。建筑热潮不再，加上房屋购置需求低迷，西德房地产市场开始进入萧条期（见图 1）。

图 1：1981 年-1986 年西德房地产指数（2010 年=100）



资料来源：CEIC、国海证券研究所

1.2、改革与反弹

为了应对石油危机下经济的“滑铁卢”，各国政府都设法以各种举措走出阴霾。西德此时在施密特（Helmut Schmidt）¹政府的领导下，试图以宽松的货币政策和财政政策刺激需求，但是收效甚微。因为施政效果的不佳，施密特政府焦头烂额。当时，西德人也将经济的难以为继，归咎于施密特政府的无能，施密特也因此遭到了被罢免²。

1982 年，随着基民党领导人科尔（Helmut Kohl）³上台，西德经济发展出现转折点。与施密特政府从需求端刺激的政策方向不同，科尔在《施政纲领》中提出将经济政策转向供给侧，推进产业结构升级。于是，在科尔政府相关政策的指导下，各行各业都如火如荼的开展了供给侧改革。

作为西德经济发展支柱的汽车产业，在这一时期也开始了新一轮的生产转型。石油供应停滞导致燃料能源严重短缺，西德汽车销量因此下滑了 20%。为了降低对石油的依赖程度，汽车厂商纷纷开始转型生产小排量和低油耗的轿车，大众集团当时便新推出了一款名为“高尔夫”的新车型。

与大众之前生产的车型相比，“高尔夫汽车”将后轮驱动转变为前轮驱动。除此之外，高尔夫汽车在保证动力不减的情况下，实现了小排量和低油耗。因此，在

¹ 赫尔穆特·施密特，1918-2015 年，德国社会民主党政治家，在 1974 年-1982 年期间担任西德（联邦德国）总理。

² 施密特也因此成为德国历史上第一次，也是唯一一次，由“建设性的不信任投票”所罢免的总统。

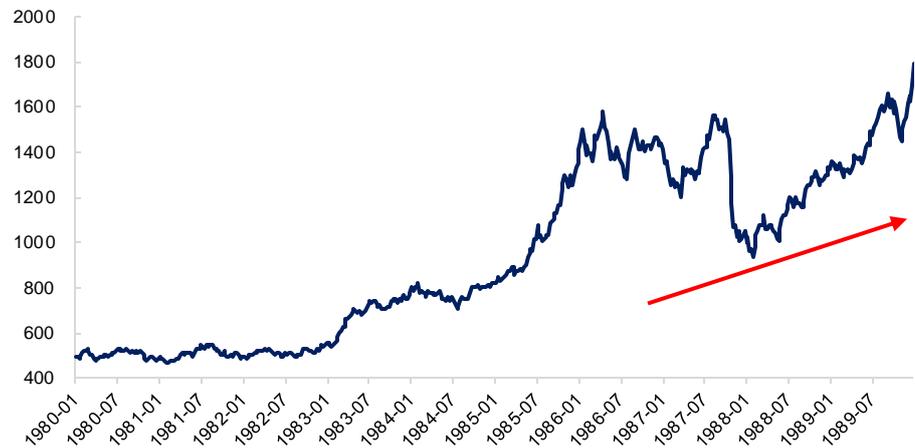
³ 赫尔穆特·科尔（Helmut Kohl，1930 年 4 月-2017 年 6 月），基民党领导人，1982 年-1998 年期间担任联邦德国和德国领导人，被认为是 20 世纪后期最具影响力的领导人之一。

石油价格大幅上涨的 20 世纪 80 年代，高尔夫汽车一经推出，便成为年轻一代购车者的首选。当时，美国汽车买家也越来越倾向于购买高尔夫这种低油耗的汽车，大众汽车的销量也因此很快恢复到石油危机之前的水平。可以说，高尔夫汽车在石油危机之后，成功取代了之前甲壳虫汽车所拥有的“国民神车”地位，并引领了全球汽车企业的发展方向，成为当时德系汽车企业改革的典型代表。

汽车产业的新生也从侧面反映出了当时西德经济改革的成果，西德 GDP 增速在改革之下也触底回升。改革后的第一年，西德 GDP 增速便回归到了 1.57%，而到了 1990 年，GDP 增速已经提升至 5.26%。

除了汽车产业之外，西德的资本市场也随着经济改革的成效而走向繁荣。供给侧改革后的 7 年时间里，西德上市企业数量持续增加，DAX 指数在这一期间更是增长了 2.6 倍（见图 2）。在资本市场的蓬勃发展之下，法兰克福的金融中心也热闹非凡。

图 2：德国 DAX 指数走势

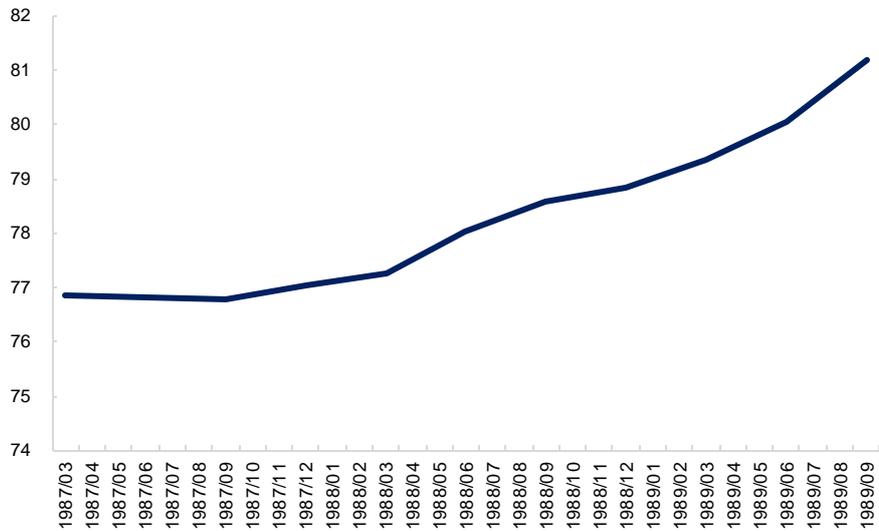


资料来源：Wind、国海证券研究所

紧接着，各大金融机构也争相修建自己的办公大楼，德意志银行当时也开始总部大楼的修建。各大金融机构的大楼先后亮相法兰克福的天际线，中央商务区的地价也随着最高建筑记录的刷新而不断创新高。

当然，在这一时期，随着经济的复苏，房地产市场交易热情也开始重启。但是 20 世纪 80 年代初期的滞胀危机中，西德的房屋建设进程放缓，新增住房量非常少。正如罗马不是一日建成的，政府和房地产商即使全力兴建住宅，也难以在短时期内实现大量的房屋供应。因此，20 世纪 80 年代中后期，户均住房拥有量从 1978 年的 1.21 套减少至 0.96 套，新的住房缺口产生，房价也随之迎来了新一轮的反弹（见图 3）。

图 3: 德国房地产市场出现复苏



资料来源: CEIC、国海证券研究所

2、1990-1995 年：新热潮

1989 年，对于东德和西德而言，都是历史上重大的转折点。这一年，随着苏联局势的动荡变化，苏联和美国的冷战形势也开始由剑拔弩张进入了缓和阶段。与此同时，两德政府之间也针对东西柏林之间的人口流动展开了多次会谈，口风随之开始松动。不过，柏林墙的彻底倒塌以及两德之间的正式合并，说起来还要归功于当时东德社会主义统一党的非官方发言人--贡特·沙博夫斯基（Günter Schabowski）的乌龙回应。

1989 年 11 月 9 日，东德的中央委员会通过新的临时旅行许可决议，决议中指出东德公民可以在不满足先前旅行要求的情况下提出出国申请，也可以提交东西柏林之间永久移民申请。随后在新闻发布会上，没有参加决议的沙博夫斯基错误的理解了议案，面对记者对决议生效时间的提问，他给出的回答是“这项取消所有外游限制的议案立即生效”。但实际上，当时的东德政府并没有立即执行决议的打算。

然而，这场发布会当时受到了东德最大电视台和西德最大广播台的转播，沙博夫斯基的乌龙解读几乎立刻传遍了东西德。于是，当天晚上，成千上万的柏林人前往柏林墙沿线的边境口岸，要求士兵放行。虽然东德政府无意立即取消外游限制，但由于前往柏林墙的民众越来越多，形势越发难以控制，只好将其中的一个边境口岸打开。随着东西德人民对合并的期盼越来越浓烈，东德政府也逐渐开放了更多的边境口岸。到了 1990 年 10 月，柏林墙已经完全被拆除，东德也正式并入西德。

而战后，原本位于同一起跑线上的东西德在不同体制下选择了两条大相径庭的发展道路。在苏联模式的影响下，东德长期以军工业和重工业为主，忽视了消费产业的发展。可以说，在合并之后，东德在多个方面迎来了西德的冲击。

2.1、普拉滕堡的改造

在房屋建筑上，东德和西德也存在着诸多差异。当时，东德建筑主要为 Plattenbau -- “普拉滕堡”，是一种由大型预制混凝土楼板构成的建筑。二战后，东德住房大面积遭到破坏。与西德二战后面临的问题一样，东德当时的经济实力也难以在短时间内解决住房紧张的问题。

当时，苏联首都莫斯科也面临同样的住房短缺问题，传统的建筑一般由人工层层砖砌起来，成本高、耗时长，无法快速满足城市的住房需求。为了在短期内解决严重的住房短缺，苏联建筑师对如何降低建筑成本和压缩建筑时间进行了大量的研究。在赫鲁晓夫的要求下，当时苏联的建筑师对楼房的设计精确到了平方厘米，对厨房、卫生间和门厅的建筑面积都进行了严格的控制，内部也取消了拱门、柱廊等装饰性设计，以经济实用性为设计目标。

为了达到赫鲁晓夫降低成本和缩短工期的要求，这种小户型的住宅楼一般采用预制板结构，在预制场生产加工成型的混凝土预制件，完成后直接运到施工现场进行安装。这种预制板住宅就像搭积木一样，只要把完整的各个部件直接安装组合好，就可以快速搭建一套住宅楼。**每一套住宅都可以在工厂中完成工业化生产，最终由起吊机组装起来。只要有一片空地，便能快速组成形成一幢幢 5 层高、外观相同的住宅群，预制板式住宅楼也因此成为当时苏联特色的建筑风格。**由于当时这一新的住宅风格是在赫鲁晓夫当政期间形成的，因此也被人们亲切的称为“赫鲁晓夫楼”。

1950-1960 年前后，在苏联的影响下，当时的东德也采用了类似的建筑方案来解决住房问题。虽然这种住宅楼在东德被称为“普拉滕堡”，但本质上和赫鲁晓夫楼没有区别。这种简易式、可快速完成搭建的住宅楼，很大程度上解决了当时的住房问题。

但是随着时间的推移，当时为了成本和效率而建造的普拉滕堡，弊端也逐渐暴露了出来。为了缩减成本，普拉滕堡的空间比较小，内部布局不合理，几个人如果同时挤在一个房间内的话，活动都会变得很困难，也会很容易碰到桌椅。普拉滕堡的设计虽然让每家每户都拥有了独立的厨房，但是并没有预留电梯和垃圾通道，高层住户只能通过楼梯出入，搬运大件家具非常不方便。

除此之外，普拉滕堡住宅楼的隔音效果很差，更让东德人苦恼的是，普拉滕堡一半以上的住宅没有洗浴设备或是独立卫生间，能用上热水的住宅楼不超过 25%。随着时间的推移，在 1990 年前后，普拉滕堡也开始出现了墙体开裂、屋顶渗水等问题，住户苦不堪言。两德合并后，来自西德的住宅冲击更是加剧了东德人对普拉滕堡的不满，东德对普拉滕堡的改造势在必行。

针对普拉滕堡的改造工作，德国先后出台了“复兴贷款计划”和“促进计划”，由政策性金融机构—德国复兴信贷银行集团（KfW Group）等机构负责牵头。KfW 等机构重点改造了普拉滕堡的厨房和卫生间，为原有的老住宅铺上了新的水、电、燃气和供热管网，可用住房面积也得到了扩大。与此同时，德国政府也对普拉滕堡的周边配套措施进行了升级，原有的道路被翻新和拓宽，同时在小区内新增了绿地和公共场所，并在小区周边配套购物中心。

在一系列的改造之下，普拉滕堡舒适度得到了大幅的提升，房价也开始上涨。不过，还是有很多的东德人追求个性化的新建住宅，于是，很多东德人开始举家迁往西德。

2.2、热潮再现

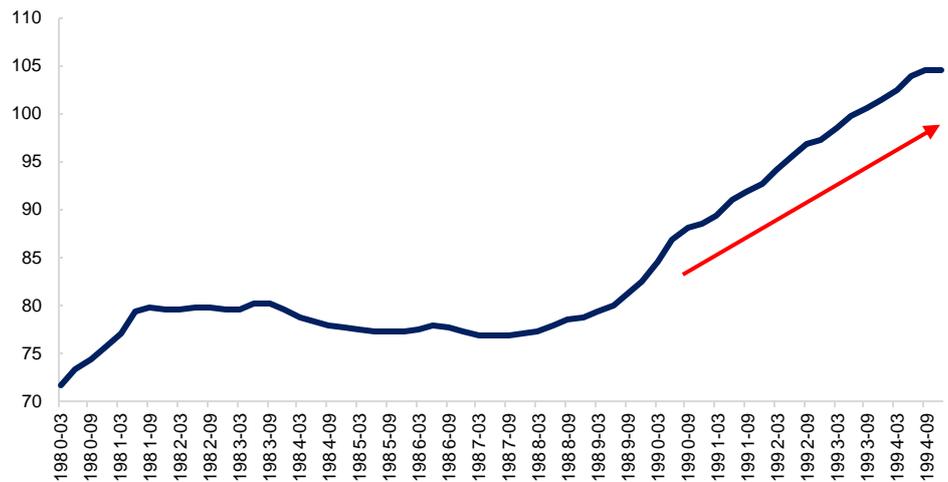
在 20 世纪 80 年的滞涨危机影响下，西德的住房缺口已经产生。面对东德大量的人口涌入，西德的住房缺口进一步扩大。于是，西德迎来了一轮新的建筑热潮。一批独具慧眼的建筑商也顺势抓住了这次浪潮，大肆囤地、建造高级住宅楼，这其中就包括了当时号称德国“建筑业大王”（German Construction King）的尤尔根·施耐德（Jurgen Schneider）。

1981 年，尤尔根·施耐德和他的妻子共同创立了尤尔根·施耐德集团（Juergen Schneider AG）。早在柏林墙倒塌之前，施耐德便嗅到了商机。在滞涨危机的复苏之中，施耐德的建筑公司刚好赶上一波“房荒”，其购买的地皮在房荒中大涨，开发的楼盘价格也随之上涨，施耐德夫妇因此赚到了第一桶金。

随着两德的合并，施耐德认为两德合并后带来的移民潮势必会继续推动德国的房价不断走高，经济的增长也将促进商业用地租金的大幅上扬。于是，施耐德开始大肆囤地，在各大城市的市中心地段疯狂收购地皮，大肆修建高端住宅和办公大厦。

在多次的一掷千金之后，施耐德集团声名鹊起，商业银行都争相与其合作。在银行的助力之下，施耐德集团囤积的土地越来越多，进一步助推了德国房价的上涨（见图 4）。

图 4：1980-1994 年德国地产价格走势（2010 年=100）



资料来源：CEIC、国海证券研究所

然而，这些房地产商囤积的土地多用于写字楼或是商业公寓的开发，房价产价格的大幅上涨，也导致了很多人难以负担高额的租金，人口涌入带来的房荒并没有得到根本的解决。而此时，战后由德国政府牵头组建的福利住房外形单一，配置一般，随着居民生活水平的提高，大同小异的福利住房越来越难以满足德国人的需求。在这样的背景下，德国开始掀起了自住房建设浪潮，住房合作社又一次登上了历史的舞台。

德国的住房合作社制度其实由来已久，最早可以追溯 19 世纪。当时，住房合作社的设立是为了解决城市白领阶层的住房需求，这些白领阶层的工作一般对城市的发展比较重要，他们也有着比较稳定的收入来源。但是，他们却又难以承担高级商业公寓的租金。因此，在房价大涨的 20 世纪 90 年代初，住房合作社又一次成为住房建设市场的重要力量。

住房合作社一般采用会员制，成员在加入合作社时需要缴纳会费，会费作为日后住房合作社的运营资金。除了社员的会费外，政府也会向住房合作社提供长期的无息或低息贷款。一般来说，政府给住房合作社批准的住宅用地会低于市场价格，贷款期限在 30-40 年左右，但最长可以达到 60-65 年的时间。

住房合作社负责建造住宅楼，建成后按会员入会的先后顺序向会员分配住房，住房面积一般由入会时缴纳会费所对应的标准决定。住宅楼的所有权归住房合作社集体所有，社员对合作社建造的住房只享有终身使用权。但是在住房的使用年限之内，使用权只能继承，不能够转让。社员每月向合作社支付住房房租，但是房租一般会低于市场价。如果在向已缴纳会费的社员分配住房后仍有空置住房，合作社也可以将剩余住宅出租给非会员。

当时的住房合作社由于本质上属于不具有营利性质的组织，不能通过投资房地产来获取收益。然而，住房合作社在竞拍土地的时候，却需要与商业地产公司按照市场化的原则公平竞争。而随着东西德合并后地价的飞涨，商业地产公司财大气

粗，住房合作社相比之下财力较弱，竞争力乏乏。

于是，为了满足更多的住房需求，德国政府放开了住房合作社的盈利限制，住房合作社可以接受纯投资目的的社员入会，实现商业化运营。在这样的政策背景下，住房合作社获得了更多的资金，一批批住宅楼也在住房合作社的运营之下拔地而起。

在这新一轮的建筑浪潮中，德国新建了很多住宅楼，仅在 1994 年新建的住宅就已经达到 48 万套。但是，地产商对房价走势的判断却过于乐观，随着人们对房价走势的逐渐回归理性，房地产泡沫也即将破灭……

风险提示：市场波动风险。

【固定收益研究小组介绍】

靳毅，首席分析师，北京大学理学硕士、经济双学士。曾累计参与管理债券规模超 1000 亿，2016 年加入国海证券。

吕剑宇，乔治华盛顿大学统计学硕士，目前主要负责宏观、利率方向研究。

张赢，上海财经大学应用统计硕士，目前主要负责可转债、银行研究。

姜雅芯，武汉大学金融硕士，目前主要负责信用债、可转债研究。

周子凡，伊利诺伊大学厄巴纳-香槟分校金融硕士，目前主要负责海外宏观方向研究。

【分析师承诺】

靳毅，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的

判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。