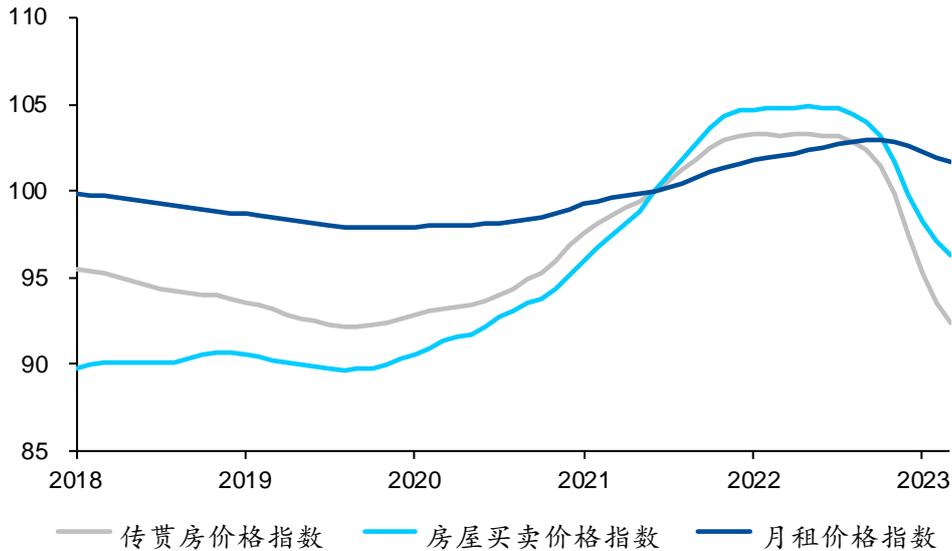




韩国：传贯房——利率“加速器”

韩国传贯房价格在 2022 年下半年开始快速下行



数据来源：Korea Real Estate Board, 国泰君安国际

- 近期关于韩国房地产的一系列新闻引发了市场的关注。韩国的加息周期启动较早，这也使得韩国的流动性问题最早出现——在 2022 年下半年韩国就已经爆发过“乐高乐园”的流动性危机；另一方面，核心通胀二次抬升后开始高于整体通胀，这意味着当前的高利率环境很难改变。
- 韩国独特的住房体系也值得研究。其通过租约形式存在的“传贯房”体系，在很大程度上将长期限的金融风险“短期化”和“显性化”。这种特性也让“传贯房”成为了利率的加速器，即在利率上行期间，“传贯房”是一个反向加速器；在利率下行期间，“传贯房”又将转变成一个正向加速器。因此韩国房地产市场的未来走势也变得更加“惊心动魄”。
- “传贯房”租赁合约的双方都是房地产这场“鱿鱼游戏”的参与者。虽然租户与业主之间的优劣势关系已经发生转变，但是一旦房地产价格崩塌，这场游戏将没有胜者。
- 韩国家庭债务占 GDP 的比重冠绝全球，这也让加息带来的冲击显得更加“强烈”和“直接”。
- 随着时间的推移，全球主要发达经济体陆续提高了对于核心通胀水平和持续时间的预期，这也意味着利率将在较长时间内居高不下。虽然美联储等央行纷纷表态高利率引发的银行业第一轮危机已经过去，但是韩国用实例传达出这样一个信号：加息的“潘多拉魔盒”并没有合上，资产价格和杠杆的压力仍然会让很多投资者夜不能寐。

近期关于韩国房地产的一系列新闻引发了市场的关注。对于投资者而言，首先需要了解韩国房地产体系的特殊性，与此同时，也需要理解其在利率周期过程中的“繁荣”和“衰退”逻辑。理解了这样的“共同”和“特殊”之后，我们其实在韩国独有的传贯房体系中看到了罕见的长期贷款转换为短期借贷的民间操作实例——理论上，这样的利率互换通常只会通过专业金融机构完成。这样的一个平民版“利率互换”的未来走向，值得我们去进一步观测。但与此同时，我们也看到，在面临资产贬值和债务问题时，普通的韩国民众的应对。时至今日，我们看到的是巨大的金融风险，但与此同时，风险仍然只是风险。

“传贯房”是什么

韩国的房地产市场与其他主流国家不尽相同。在传统的租房与买房之外，存在第三种方式——传贯房（Jeonse），这是一种介于月租和所有权之间的选择。在传贯房租约最开始，租户需缴纳当前房产市场价值 50%-80%（具体由合约双方协议）的单一保证金，其后在整个租约期间无需支付其它租金。合约通常为 2 年，并可再续约两年，房东需在合约期满后退还所有押金。租约期间押金的利息收入与租户无关，归房东所有，房东可将其作为收入。

传贯房作为韩国特有的产业，它是租赁和金融工具的“结合体”。根据韩国政府的统计口径，传贯房一方面是租户与房东的私人贷款合约；另一方面，这也是一种金融工具，对于房东来说，租户的存款可以作为抵押品，对于租户来说，租赁的房屋也可作为抵押品，这可以在一定程度上提高租赁双方的杠杆水平。

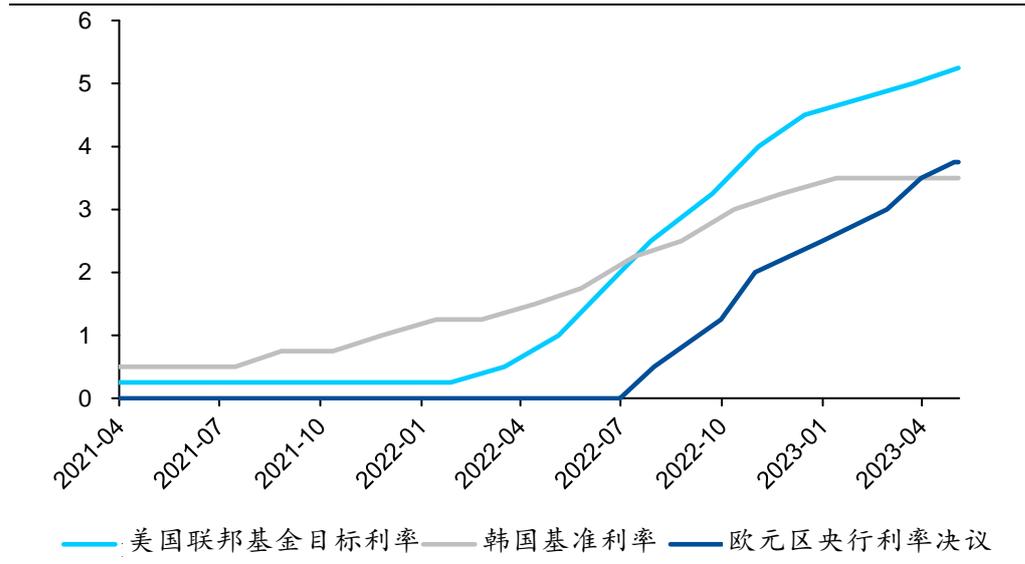
传贯房的起源甚至可以追溯到一个多世纪之前，但是开始流行于 20 世纪末，这期间传贯房也经历过繁荣和萧条。在 2008 年金融危机后，韩国央行大幅调低了基准利率，这推动了租户对传贯房的再度青睐。在低利率时期，一方面租户可以通过银行贷款用低于普通房租的成本住进同级别住宅；另一方面，房东可以将收取的大额押金投资于资本市场，或者购入新的房产并以传贯房的方式继续出租。在这种方式下，租客节省了开支，房东增加了个人资产，即使利率较低，银行业也通过庞大的业务规模获取了不菲的利差收入。这样一个三赢的局面推动了传贯房在过去几年间价格大幅上涨。

“鹰派”央行拿走酒杯

很显然，这样的一个“三赢”状态在通胀和利率上升的环境中不再有效。在全球发达经济体普遍面临几十年来的超高通胀之际，韩国央行身先士卒，最早开启了加息周期。

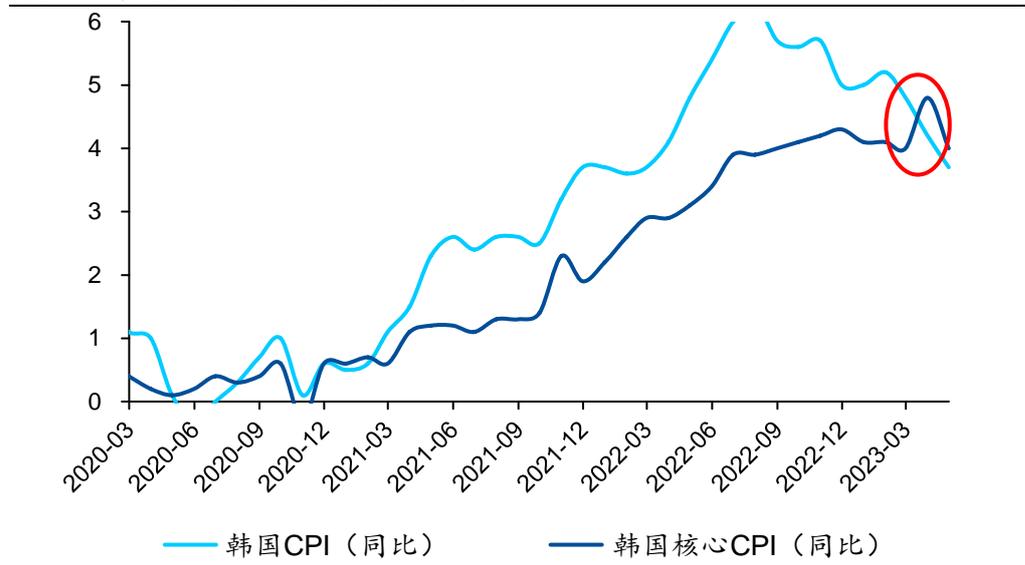
值得指出的是，韩国央行一直具有“鹰派”的 DNA，这意味着在通胀得到明显缓解前，韩国央行很难作出实质性的宽松举措。无独有偶，韩国的核心通胀走势也相当“鹰派”，在 2023 年 3 月较 2 月提高 0.8 个百分点，增速首次超过整体通胀，达 4.8%。

图 1：韩国加息周期领先于美国和欧洲



数据来源：Choice, 国泰君安国际

图 2：韩国核心通胀增速超过整体通胀



数据来源：Choice, 国泰君安国际

韩国房地产的“鱿鱼游戏”

在绝大多数国家或者金融体系中，家庭单位贷款绝大部分集中于住房贷款，基于以下原因，高利率风险在住房贷款中的传导是缓慢的：

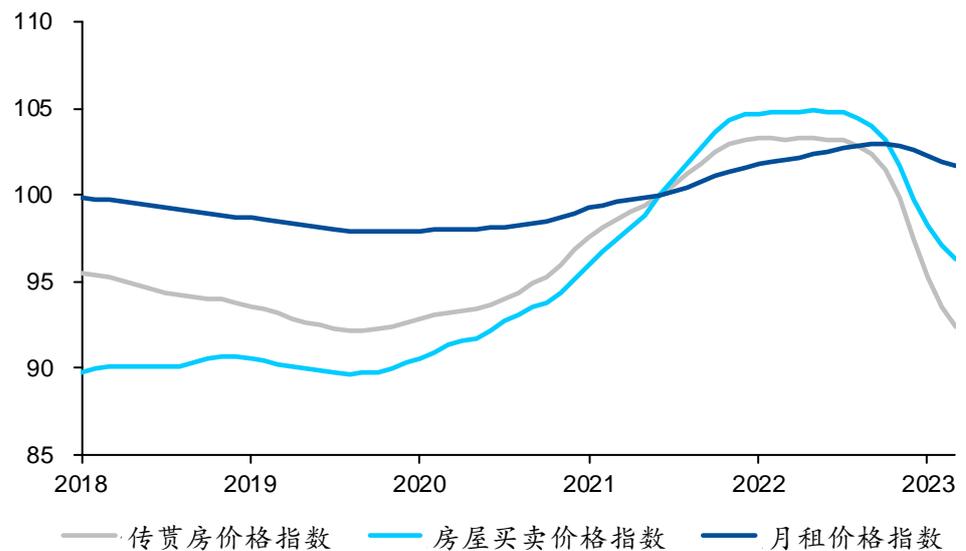
- (1) 很多住房贷款采取长期固定利率，这代表在未来较长一段时间内（15 年、30 年或者更久）贷款利率锁定不变，短期内的利率变动不会对整个贷款市场产生立竿见影的效果；
- (2) 由于重新定价周期的存在，即便是对浮动利率而言，利率的变动也需要一定时间才能在整个贷款市场中显现；
- (3) 银行具有非常严格的风险管理标准，在发放贷款时已经将一定幅度内的利率波动考虑在风控标准中，以确保贷款的安全性；
- (4) 在极端的情况下，政府可以采取保护措施，如调整贷款政策、提供补

贴或者实施宏观审慎政策，以降低高利率对住房贷款市场影响。对韩国而言，由于传贯房的存在，利率骤然抬升后风险传导更为“直接”。由于超过房价一半的“巨额”传贯房租金是以短期浮动利率贷款的方式存在，这就意味着原本长周期的抵押贷款通过传贯房租金变成了一个短期贷款。与很多国家的房贷每隔数年会重新对利率定价、但无需还本的情形不同，租客支付传贯房租金而取得的贷款一旦终止，意味着贷款合同终止，此时是需要还本的。

因此，传贯房带来了非常多有趣的草根金融实践，首先，买卖双方均可通过传贯房来增加杠杆，同时通过传贯房租金事实上将长期贷款转为短期贷款，而且这一贷款是可以“跳出”的，即租客可以选择退出租约、并要求房东退还押金，租客以此归还贷款的本金。

伴随着利率上升，传贯房相关的金融风险被放大，这导致了“接盘侠”变少，当从银行贷款的成本高于普通租房成本时，原本的三赢局面不复存在，越来越多的租客开始从传贯房转向普通月租房。数据显示韩国2022年成交的房屋租赁合同中，普通月租房的数量第一次超越了传贯房。

图 3：韩国传贯房价格在2022年下半年开始快速下行



数据来源：Korea Real Estate Board，国泰君安国际

在对传贯房需求下降的同时，部分房东不得不出售手中的房产以归还租客押金，这就导致了韩国的房价加速下行。与此同时，仍有相当一部分房东无力偿还租客押金。因此韩国出现了一个有趣的现象，在房价大幅下跌的情况下，即使有新的租户愿意接盘传贯房，收到的押金也很难偿还原租户的全部押金，房东为了挽留原租户以避免资金链断裂，甚至开始向租户倒贴房租。

另一方面，根据韩国最高法院的数据，因强制拍卖而改变所有权的住宅数量已经急剧增加。在2022年前10个月，因强制拍卖而所有权发生变化的公寓、别墅和住宅办公楼的数量为4,805例，比此前一年增加了25.3%，而这仅仅是韩国房价下行的开始。

巨额的家庭债务

与此同时，韩国巨额的家庭债务，也让我们更利于考察高利率环境对于家庭资产负债表的影响。在利率上行期间，负债越高则金融系统的不稳定性越大，在加息已经开始暴露金融系统脆弱环节之际，我们可以通过审视韩国家庭超高负债水平下的风险传导过程来观测高利率对于经济和金融体系的冲击。

根据国际金融研究所（IIF）发布的报告，韩国 2022 年第二季度家庭债务占 GDP 的比重高达 104.3%，是所调查 36 个主要经济体中的最高水平，其余所有被调查的经济体家庭负债水平均低于 100%；CEIC 的数据显示在 2022 年第三季度末家庭债务占名义 GDP 的比重甚至为 108.8%。

根据 IIF 报告，韩国的家庭债务主要由抵押贷款构成，近四分之三的家庭财富与房地产关系紧密，其中超过 70% 的未偿贷款则基于浮动利率（作为对比，美国的住房抵押贷款的固定利率比例约为九成）。自本轮加息以来，韩国央行已经将基准利率从 0.5% 上调至 3.5%，利率的上行已经给对利率敏感的房地产行业造成了严重的影响。

另一方面，在高额的家庭债务背后，传贯房租金却并未被包含在内。韩国政府以传贯房租金是房主和租户之间的“私人金融”为由（可能存在双重计算），并未将其纳入家庭负债表的统计中（仅将租户从银行的传贯房贷款计算入家庭负债表）。如果将其纳入家庭负债，那么韩国的家庭债务与 GDP 的比例将增至 157%。

图 4：韩国传贯房贷款占韩国家庭债务10%



传贯房贷款为2022年10月数据，其余数据为2022年9月数据
数据来源：韩国央行，国泰君安国际

乐高乐园事件：沙塔开始倒塌？

在房价下跌的同时，韩国已经出现了开发商的部分违约案例，这其中较为典型的是乐高乐园开发商违约。在 2022 年 11 月，韩国乐高乐园开发商出现了一笔 2,050 亿韩元（约合 1.55 亿美元）的债务违约。该笔债务原本由韩国地方政府进行担保，违约发生后，地方政府并没有履行担保职责。这在韩国金融市场引发了巨大的惶恐，并引发了韩国 1,690 万亿韩元信用市场自 2008 年金融危机以来的最大跌幅，随后韩国政府被迫紧急提供 50 万亿韩元以防止流动性危机再升级。虽然在政府的干预下，乐高乐园危机告一段落。但站在现在的时间节点回看该事件，房地产市场

可能已经开始出现局部报警。

加息风险的“二次”释放

虽然传贯房是韩国独有的房屋租赁模式，但是对于租户和业主而言，其双方都因此而承担更大的金融风险。在硅谷银行及瑞士信贷事件引发的流动性危机暂告一段落后，韩国传贯房价格的下行在某种程度上展示了高利率环境可能带来的第二波风险——资产价格下行。

从经济运行原理角度出发，利率和资产价格具有负相关性：利率上行可能导致借款成本增加，从而降低资产购买需求，供需失衡下资产价格将进入下行区间。与此同时，如果高利率环境短期内没有改变迹象，这可能在某种程度上进一步推动资产价格下行的速度。

随着时间的推移，全球主要发达经济体陆续提高了对于核心通胀水平和持续时间的预期，这也意味着利率将在较长时间内居高不下。虽然美联储等央行纷纷表态高利率引发的银行业第一轮危机已经过去，但是韩国用实例传达出这样一个信号：加息的“潘多拉魔盒”并没有合上，资产价格和杠杆的压力仍然会让很多投资者夜不能寐。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6 至 18 个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6 至 18 个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com