



房地产之中长期③——

韩国：地产调控的失效

■ 本报告为“房地产中长期”系列报告的《韩国篇》。同样作为成功的追赶型国家，韩国相较日本显得“幸运”一些，其发展虽遭遇波折但趋势保持向好。它是唯一从世界最贫困国家之一迈入排名全球前十发达经济体的国家，这与其作为美国扶持的分界线国家特殊政治战略地位是分不开的。因此，韩国的经济产业发展往往能受到“外部优待”。但是，其内部政府对金融业和财阀体制的弱势导致阶层极致分化，居民杠杆率已经达到全球前列，房地产泡沫不断升级，隐患巨大。

■ 韩国经济产业、货币信贷、房地产的相互作用逻辑：1) 前半部分是高速发展的经济和不稳定的资金基础。韩国快速腾飞主要依靠两个条件：有利的外部环境（汇率长期贬值、日美贸易摩擦给予韩国产业卡位机会）、举国之力的资金支持（国内给予出口产业巨大的资金利息补贴、大量借助外债）。1961年开始，韩国开启“汉江奇迹”近四十年的高增长，但是此模式的资金基础不稳固，为后续埋下了巨大的隐患。2) 后半部分是漂亮的国家宏观数据和膨胀的地产泡沫。1997年外债问题导致韩国遭遇国家破产危机，在被迫接受IMF的苛刻条件，对金融系统进行刮骨疗伤式的改革后，韩国经济迅速修复。并且借助信息技术产业优势，韩国综合实力反而更强了。但是，获得IMF“抢救”的代价是外资对韩国金融、电子等重要产业的持股上升，特别是银行业的外资持股一度高达66%，极大的弱化了韩国政府对国内金融业的管控能力，导致其对后续地产泡沫应对乏力、居民加杠杆近乎失控。

■ “弱政府”调控无力、全球货币宽松、奇特租房体系是韩国地产泡沫的主要原因。韩国房价在城镇化后期仍持续暴涨，原因主要有三：1) “弱政府”管控能力有限，且难以一以贯之。1990s后，韩国财阀当权逐渐明显，偶有个别政府致力于房地产调控，但仅在5年任期内很难有作为，而多数政府代表了财阀集团利益，主要出台的是偏放松的支持措施。2) 自亚洲金融危机后，韩国开启住房金融市场化，全球货币大宽松的环境下房地产调控面临掣肘。韩国近二十年来的两轮房价大涨，均发生于美联储货币宽松时期。2004-2006年、2020-2022年韩国房价分别上涨14%、26%。3) 全租房制度推升房价及居民杠杆。该模式下，租户预付房产市场价值50%-80%的保证金，期间无需支付其它租金。期间房东获得保证金的支配权，而大部分保证金都流入房地产市场，这相当于房东向租户“借杠杆”。而韩国传贯房保证金规模巨大，大致与家庭抵押贷款规模相当。若考虑传贯房保证金，韩国居民杠杆率将达156%，位列全球第1。

杨侦誉

行业研究员

招商银行研究院

☎: 0755-82947832

✉: sunyzy@cmbchina.com

夏雪

行业研究员

招商银行研究院

☎: 0755-83165382

✉: xiaxue001@cmbchina.com

目录

一.概况和作用逻辑：韩国经济腾飞和金融自由化带动房价持续上涨，居民杠杆高居全球前列	1
1.1 国际比较视角下韩国地产情况：历史趋势、当前水平、区域结构	1
1.1.1 历史房价走势：持续上涨，几乎没有发生大幅度的调整	1
1.1.2 当前房价水平：相较于主要国家的重点城市，韩国房价、房价收入比处于较高水平，居民杠杆率全球领先	2
1.2 作用逻辑：韩国依靠内外举债和长期贬值开启“汉江奇迹”近 40 年高增长，1997 年“国家破产危机”后政府控制力弱化、房价继续高涨	4
二.“急行军式”经济追赶：仅用两个 20 年，完成从一穷二白到工业体系初建，再到转型升级卡位全球产业链高端	6
2.1 发展阶段：①动荡重建-②政府主导型工业化-③供给侧改革及转型升级-④信息产业超长红利期，1997 年增速换挡但地产泡沫持续累积	6
2.2 “汉江奇迹”和代价：实现近 40 年的高增长，但依赖非可持续性资金的发展模式集聚巨大外债隐患	8
2.2.1 “汉江奇迹”：从一穷二白到工业强国，“举国之力+借助外债”驱动政府主导型工业化	8
2.2.2 “优待”的外部环境：货币长期贬值，美国对日欧的贸易摩擦给予韩国产业卡位机会	9
三. 外债和“国家破产危机”：巨量短期外债引发危机，IMF 救助虽然使得经济快速修复，但是国家对金融的控制力大大下降	11
3.1 金融开放与巨量外债：1990s 初期不当的金融开放导致外债过快增长，埋下了金融危机隐患	11
3.2 “国家破产危机”的代价：被迫接受 IMF 救助，外商持股比例大增，政府对金融的控制权下降	13
3.3 危机后的经济修复：超长信息产业红利贡献了韩国近十余年来的 GDP 主要增长	14
四. 地产泡沫和调控失效：全球货币超发助长韩国楼市，而“弱政府”对地产调控力不从心	16
4.1 量价回顾：韩国房价五次暴涨，仅 1992-1999 年趋势性价格下跌，量保持高位震荡	16
4.2 地产调控失效：三轮调控仅成功一次，近 20 年未能成功一次	18
4.2.1 亚洲金融危机前：供应长期短缺导致调控失败，仅卢泰愚采取扩大供给政策调控有效	19
4.2.2 亚洲金融危机后：地产走向金融化道路，全球宽松背景下调控面临掣肘，且政府政策缺乏一贯性	21
4.3 信贷和奇特租房体系：1998 年开启住房金融市场化，“全租房”租赁体系成为居民加杠杆推手	23
4.3.1 现代住房金融：1998 年逐渐放宽商业住房贷款，此前以限制为主，地产在商业信贷中的占比相对不高	23
4.3.2 奇特的全租房制度：租赁与金融工具的“结合体”，对居民杠杆及房价有推波助澜作用	25

图目录

图 1: 主要国家房价走势分化.....	2
图 2: 全球主要城市房价和房价收入比-按中心区房价降序排列.....	3
图 3: 1997 年是韩国经济发展分界线.....	4
图 4: 韩国战后 4 个发展阶段的经济、货币、城镇化、地产概览.....	7
图 5: 1950 年以来的韩国工业化进程和 GDP 三大产业情况.....	9
图 6: 韩元除 1993-96 年外长期贬值.....	10
图 7: 韩国经常性账户从 1998 年至今保持盈余.....	10
图 8: 1997 年金融危机前后韩国的季度国际收支、外债和外汇储备情况: 亿美元、%.....	12
图 9: 1990s 中后期韩国 DRAM 产量居全球第一.....	15
图 10: 韩国信息产业对经济增长的贡献: %.....	15
图 11: 韩国战后地产的 5 次上涨、3 次强管控、1 次下行.....	16
图 12: 韩国历届政府对地产政策管控.....	19
图 13: 20 世纪 90 年代以来的韩国房价与美元指数.....	22
图 14: 韩国商业和专业银行的抵押贷款占其整体贷款余额的比例.....	24
图 15: 亚洲金融危机前后韩国抵押贷款余额及构成情况.....	25
图 16: 韩国家庭负债构成.....	26
图 17: 全球主要国家居民杠杆率.....	26

表目录

表 1: 主要国家城市的房价、房价收入比、人均 GDP 和居民杠杆情况.....	3
表 2: 2005 年 11 月七家全国银行的外资股份.....	13
表 3: 韩国内外资银行的业务情况对比.....	13



在《首篇》报告中，我们建立了国际比较视角下基于工业化和金融化两大主线的房地产中长期研究框架，并选取与我国类似的房地产相对市场化的经济体日、韩、美三国作为对照比较，厘清了工业化和金融化对房地产量价的主要影响机制。下面我们将通过“日本泡沫破灭的教训”、“韩国地产调控的失效”、“美国房价修复的魔力”三篇报告，分别详述该国经济产业、货币金融、房地产的发展脉络和相互作用机制，全面剖析不动产泡沫累积、破灭、修复的原因。在此基础上，梳理我国发展条件和所处阶段的异同，形成对当前我国房地产泡沫程度的定位和中长期展望。

以下为《韩国篇》。同样作为成功的追赶型国家，韩国相较日本显得“幸运”一些，其发展虽遭遇波折但趋势保持向好。它是唯一从世界最贫困国家之一迈入排名全球前十发达经济体的国家，这与其作为美国扶持的分界线国家特殊政治战略地位是分不开的。因此，韩国的经济产业发展往往能受到“外部优待”。但是，其内部政府对金融业和财阀体制的弱势导致阶层极致分化，居民杠杆率已经达到全球前列，房地产泡沫不断升级，隐患巨大。

一. 概况和作用逻辑：韩国经济腾飞和金融自由化带动房价持续上涨，居民杠杆高居全球前列

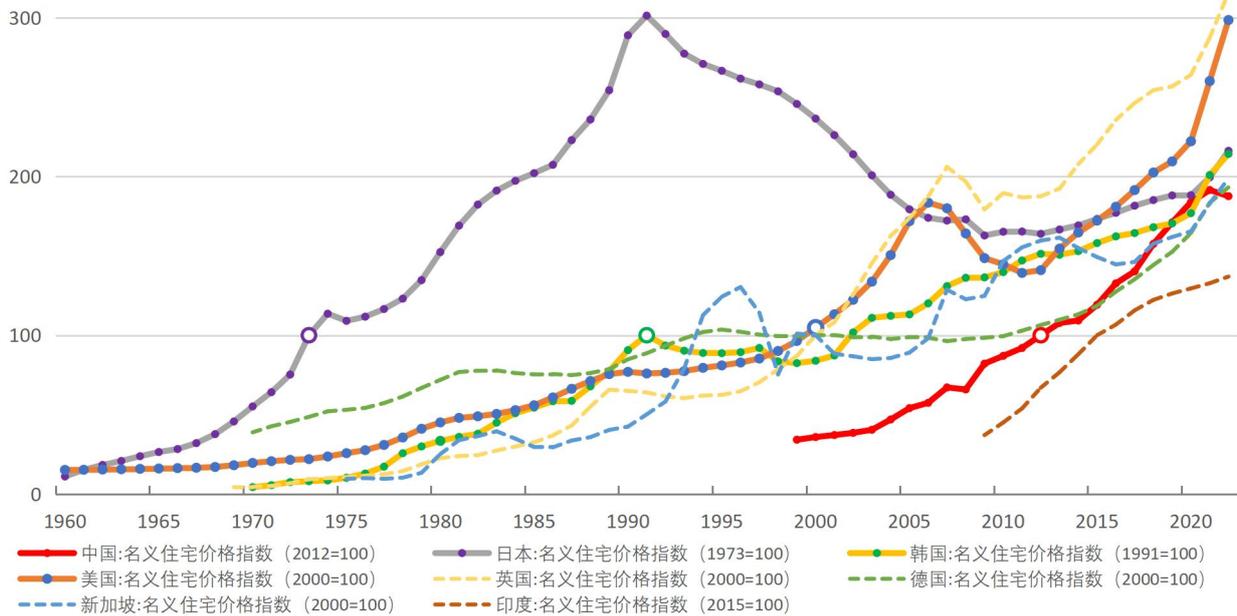
1.1 国际比较视角下韩国地产情况：历史趋势、当前水平、区域结构

1.1.1 历史房价走势：持续上涨，几乎没有发生大幅度的调整

20世纪中叶以来，除日本外的多数发达国家的房价大多呈现持续上涨或稳定的态势。美、英、法、韩呈上涨趋势，新加坡房价指数呈现波动上涨，德国房价相对平稳。

虽然与大多数的发达国家趋势类似，但是韩国的特殊之处在于，其在上涨过程中几乎没有发生大幅度的调整。除20世纪90年代以外，韩国的房价基本一路上涨。即使在90年代韩国房价下跌的8年中，累计调整也仅18%。在2008年次贷危机期间，多数发达国家房价经历了大幅调整（如美国2008-2011年累计下跌超3成），韩国的房价仍维持上涨。

图 1：主要国家房价走势分化



资料来源：CEIC，招商银行研究院

1.1.2 当前房价水平：相较于主要国家的重点城市，韩国房价、房价收入比处于较高水平，居民杠杆率全球领先

从当前房价的绝对值和相对值来看，根据 NUMBEO 的统计，2023 年首尔中心区的房价约为 20926 美元/平米，房价收入比约 29 左右，处于主要国家重点城市的较高水平。主要发达国家重点城市的中心区房价中位数约为 13000 美元/平米，房价收入比约 11 左右。

另外，东亚的重点城市房价绝对值水平整体高于全球主要发达国家，这可能与东亚几国的快速城镇化模式和置业文化观念有关。与东亚主要国家的重点城市相比，首尔的房价仍处于较高水平，仅次于中国香港；房价收入比处于中等水平，主要是我国一线城市当前的水平高于首尔。如果考虑到工业化和城镇化的发展阶段不同，一般来说，中后期阶段房价涨幅将慢于收入涨幅，对比同处转型时期（韩国 1990s VS. 中国 2020s）的两国房价收入比来看，韩国当时是远高于我国当前水平。

从居民宏观杠杆率来看，韩国 2022 年为 107%，处于全球的极高水平，远高于欧美发达国家当前的水平，并略高于次贷危机前的欧美发达国家水平。

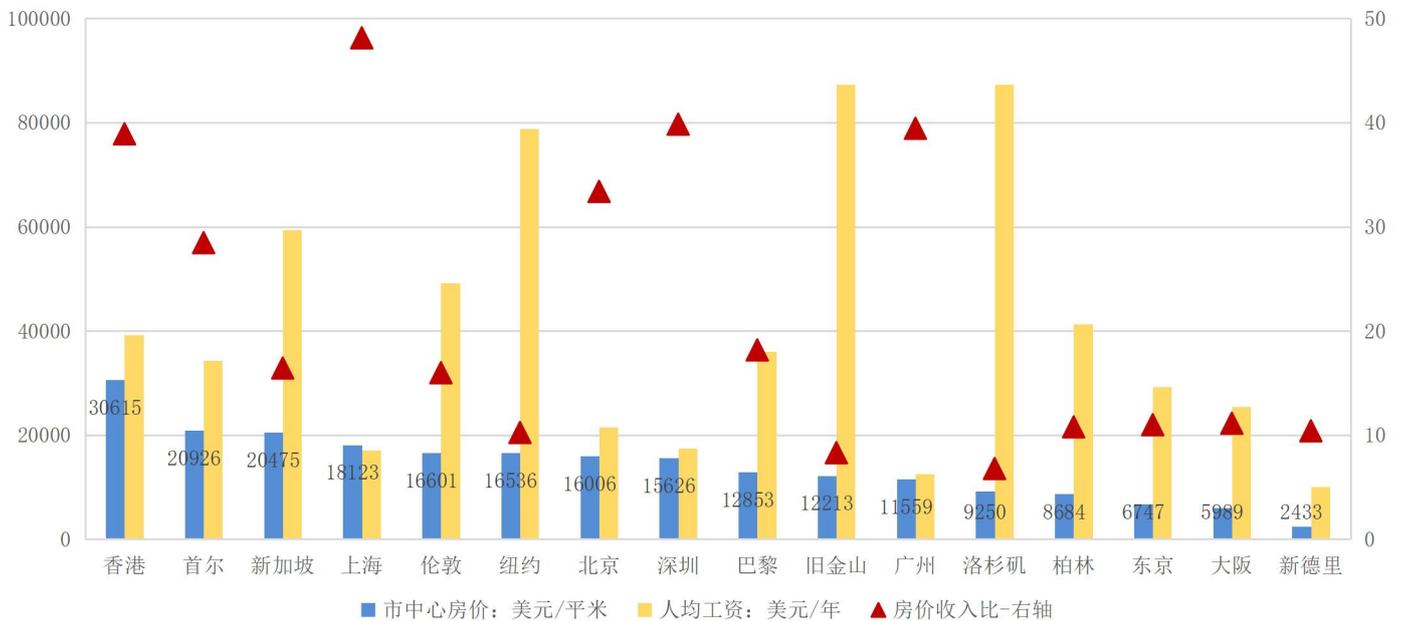
从韩国的区域房地产情况来看，自本世纪开始出现明显分化，表现为首尔“一城独大”持续暴涨，但其他如釜山、光州等城市涨幅放缓甚至下降。主要原因是韩国近一半的人口、70%的 GDP 均集中于首尔。

表 1：主要国家城市的房价、房价收入比、人均 GDP 和居民杠杆情况

主要国家及城市	城市		市中心	市郊	国家/地区		
	房价收入比	人均工资： 美元/年	房价： 美元/平米	房价： 美元/平米	GDP 现价： 万亿美元	人均 GDP： 美元	居民部门 杠杆率
中国	北京	33.4	21499	16006	18.0	12733	61.6%
	上海	48.1	17043	18123			
	深圳	39.9	17466	15626			
	广州	39.5	12475	11559			
	香港	38.9	39214	30615			
日本	东京	11.0	29280	6747	4.2	33947	67.6%
	大阪	11.1	25384	5989			
韩国	首尔	28.5	34329	20926	1.7	32410	106.6%
新加坡	新加坡	16.4	59396	20475	0.5	82794	
印度	新德里	10.4	10077	2433	3.4	2452	35.5%
美国	旧金山	8.3	87353	12213	25.5	77172	78.0%
	洛杉矶	6.8	72362	9250			
	纽约	10.2	78878	16536			
英国	伦敦	16.0	49200	16601	3.1	45580	86.0%
法国	巴黎	18.2	36075	12853	2.8	40534	66.5%
德国	柏林	10.8	41288	8684	4.1	48648	55.7%

资料来源：《房地产市场调控政策国际比较研究》，NUMBEO，CEIC，世界银行，招商银行研究院。注：1. 对标各国重点城市；2. 房价收入比、月均工资、房价来自 NUMBEO 2023 年 10 月数据。其中房价收入比=房屋总价中位数除以家庭可支配收入中位数，家庭收入中位数=1.5*年平均工资（大致意味着家庭女性的劳动参与率为 50%）；房屋面积中位数为 90 平方米，即房屋总价中位数=90*市中心与市郊房价均值。；3. GDP 现价来自世界银行 2022 年各国 GDP；人均 GDP 来自 CEIC2022 年各国数据，其中印度人均 GDP 为 2023-03 数据。

图 2：全球主要城市房价和房价收入比-按中心区房价降序排列

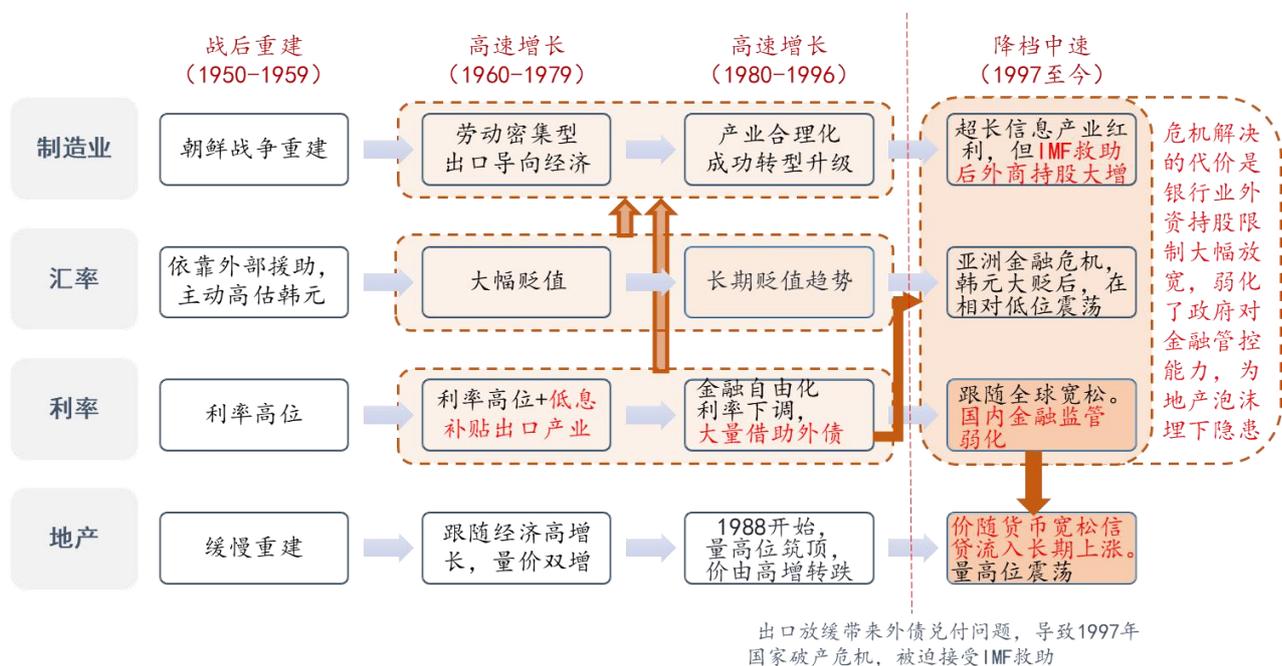


资料来源：NUMBEO, 招商银行研究院

1.2 作用逻辑：韩国依靠内外举债和长期贬值开启“汉江奇迹”近40年高增长，1997年“国家破产危机”后政府控制力弱化、房价继续高涨

韩国在1997年以前走的是与日本一样的发展道路。发展伊始，韩国的产业基础和资源禀赋远不及日本，要想从一穷二白走追赶型经济的赶超之路，主要依靠两个方面：有利的外部条件（汇率长期贬值、1980s日美、欧美贸易摩擦给予韩国卡位机会）、举国之力的资金支持（给予出口产业巨大的资金利息补贴、大量借助外债）。韩国从1960年开启了近40年的高速增长。

图3：1997年是韩国经济发展分界线



资料来源：招商银行研究院

然而，这种高速增长模式的资金基础是不稳定的。一方面，国内资金的非市场化供给。另一方面，国外债务的扩张过快，特别是80年代韩国威权统治向民主改革转向后，外债规模愈加增长。一旦美元加息，出口创汇受阻，叠加资金回流美国，外债兑付成为大问题（外债问题也是新兴国家的通病）。至此，韩国的“汉江奇迹”就是故事的前半段：**高速发展的经济和不稳定的资金基础。**

1997年外债问题导致韩国遭遇国家破产危机，在被迫接受IMF的苛刻条件，对金融系统进行刮骨疗伤式的改革后，韩国经济迅速修复，并在2001年提前偿还了IMF的最后一笔贷款。同时借助信息技术产业优势，韩国综合实力反而“出乎意料”的更强了。但获得IMF“抢救”的代价是外资持股上升，特别是银行业的外资持股上升（韩国全国性商业银行的外资持股一度高达



66%)，这极大的弱化了韩国政府对国内金融业的管控能力，使其对后续膨胀的地产泡沫应对乏力、居民加杠杆近乎失控。这是韩国故事的后半段：**漂亮的国家宏观数据和膨胀的地产泡沫。**

因此，韩国的房地产泡沫问题，很大层面可归结为**1997**年后韩国“弱政府”对金融的管控能力问题。本报告的第二到四章，将在梳理韩国宏观经济阶段的基础上，分别从“汉江奇迹”、外债和“国家破产危机”、地产泡沫和调控失效三个部分具体展开。



二. “急行军式”经济追赶：仅用两个 20 年，完成从一穷二白到工业体系初建，再到转型升级卡位全球产业链高端

2.1 发展阶段：①动荡重建-②政府主导型工业化-③供给侧改革及转型升级-④信息产业超长红利期，1997 年增速换挡但地产泡沫持续累积

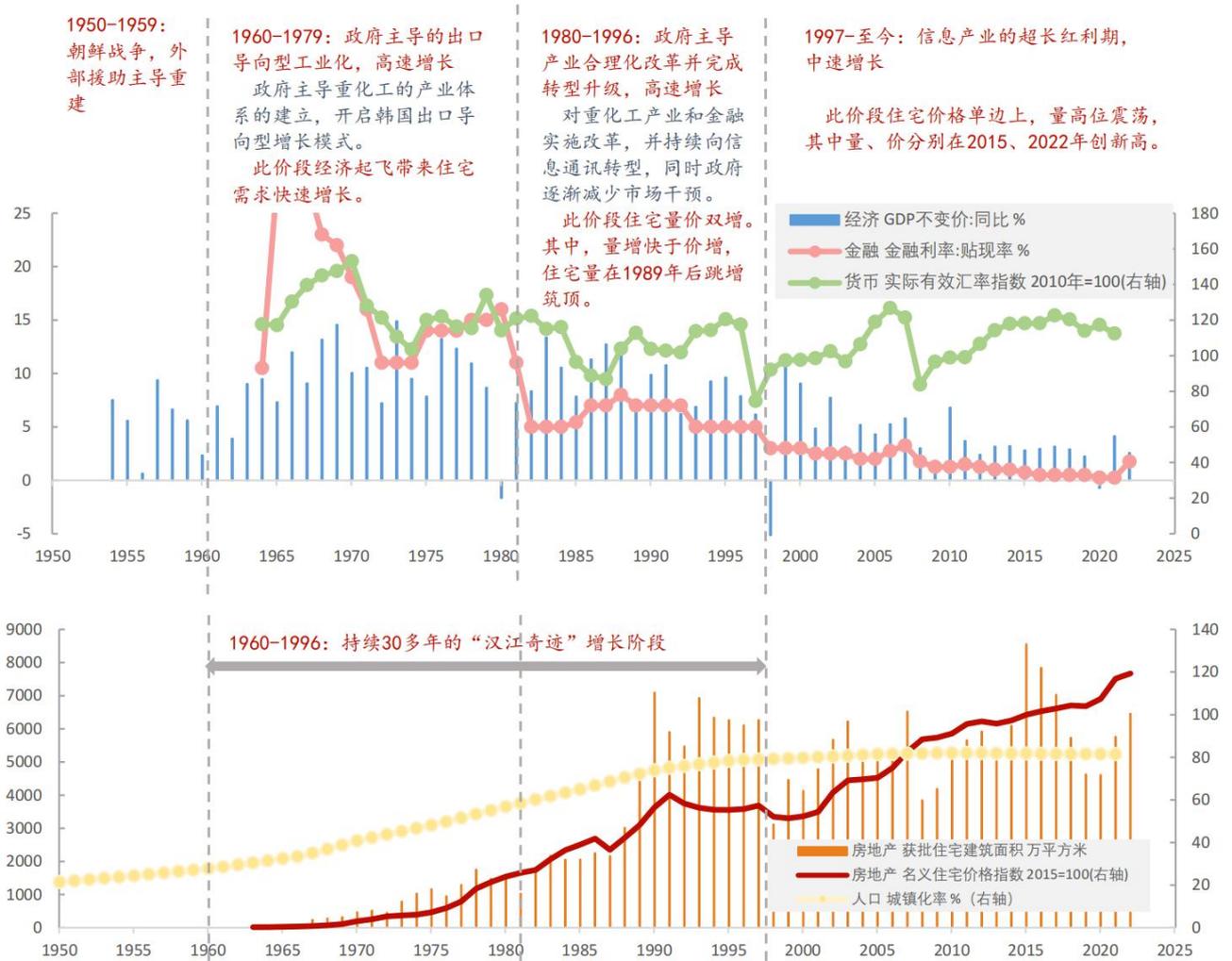
韩国 1950 年后按经济发展主线可分为 4 个阶段，分别是“战后政经体制重建”“政府主导型工业化”“供给侧改革及转型升级”“信息产业超长红利期”，分别对应经济增长的低速、高速、高速和中速阶段，这里中间的两个阶段 1960-1996 年就是著名的“汉江奇迹”时期。1997 年亚洲金融危机对韩国产生了深远影响，这些影响延续至今。

1960-1979，政府主导的出口导向型工业化带来高速增长。韩国在 1960s 前是世界上最贫穷的国家之一，其资源禀赋和工业基础远远落后于亚洲的大部分国家，收入来源和社会需求品基本依靠外部援助和进口。随着 1963 年朴正熙上台，在威权政府的带领下，韩国经济起飞，开启长达近四十年的“汉江奇迹”高增长。伴随着 1960、1961 年三次货币贬值，韩国消除了韩元汇率的高估，使其出口迅速扩大。通过政府对市场进行有力、广泛的干预，1960s 纺织、食品等劳动密集型产业得到大力发展。在 1967 年韩国加入关贸总协定（WTO 前身）后，1970s 政府开始实施重化工行业政策。此阶段由政府主导的出口导向型工业化，为韩国带来高速增长，GDP 年均增长达 9.7%。

1980-1996，政府主导产业合理化改革并完成转型升级，继续高速增长。韩国对重化工产业和金融实施改革，同时随着 20 世纪 80 年代后一系列金融、资本的自由化政策，政府逐渐减少市场干预。此阶段韩国全面实行市场化以顺应国内政治经济形势的变化和全球化带来的影响，韩国完成产业向半导体、信息通讯、等技术密集型产业的转型，GDP 年均增长达 8.8%。与其他转型经济体不同，韩国的产业升级节奏较快、主导产业过渡平稳，产业升级过程中并未出现经济增速“平台式”下跌等严重问题。根本原因是得益于这一期间韩国所处的外部环境，一是在韩国国内产业转型的同时，日本和欧洲对美贸易冲突加剧，美元弱势使得盯住美元汇率的韩元相对日元马克贬值，对韩国对外出口形成一定支撑；二是韩国持续大量借助外债来发展本国出口导向经济，使其转型期间的表现增长相对平稳，但也为其后金融危机埋下巨大隐患。

韩国在上述两个阶段，即是著名的“汉江奇迹”时代，房地产量价亦迎来高速增长。在 1989 年后，量价跳增进入一个相当高位的平台筑顶期。

图 4：韩国战后 4 个发展阶段的经济、货币、城镇化、地产概览



资料来源：WIND, CEIC, 招商银行研究院；注：1962-1975 年为 12 个城市土地价格增速，此后为国际清算银行统计名义房价数据

1997 年亚洲金融危机是韩国经济和社会的巨大转折点，这些影响至今依旧延续。90 年代初韩国开放资本账户后，外资以银行贷款为主要方式进入韩国。韩国企业和银行不仅向国内举债，也从外资银行贷款。1997 年亚洲金融危机由南向北席卷，到期的外国债务无力偿还，而境外债权人拒绝给韩国企业和金融机构信用展期。韩国大型工业企业接二连三地破产，前三十家财阀有六家宣告破产。当年 12 月底，外汇储备急降到不足 100 亿美元的韩国政府已无力回天，被迫接受 IMF 的苛刻条件¹来获得贷款援助。亚洲金融危机之后，韩国通过进一步推进贸易自由化与产业结构调整较快修复了经济，其中以信息通讯技术为代表，还包括汽车、造船、化工、炼油等关键产业，均在改革中受益，陆续成功实现转型升级和创新发展。但韩国整体增长开始放缓，1997-2007 年

¹ IMF 要求包括韩国开放其金融市场，改革监管手段，开放外资投资持股比例等。结果导致韩国主要的企业都被外资收购，如三星、现代、SK 等集团。



GDP 降至 5.3% 的中速增长。2008 年全球金融危机后，韩国经济增长继续降档至 3% 左右的中低增速，基本与全球发达国家水平类似。

此阶段虽然经济增长放缓，但韩国房价仍保持高速增长，并且住宅建设量也保持在高位震荡，韩国房地产正在积聚一个巨大的资产泡沫。

2.2 “汉江奇迹”和代价：实现近 40 年的高增长，但依赖非可持续性资金的发展模式集聚巨大外债隐患

韩国经济发展之初的基础差，能快速腾飞得益于政府主导的资金支持和持续有利的外部条件，包括汇率长期贬值、20 世纪 80 年代末 90 年代初日美贸易摩擦给予韩国卡位机会。有力的外部条件主要得益于其“分界线国家”国际政治战略地位，由于韩国作为“分界线国家”的国际政治战略地位，在外部经济环境发展中一直受到以美国为代表的全球化经济的“优待”。同时，其国内人口少、地理面积小，只能发展出口导向型经济，经济体量的上限有限，因此受到贸易摩擦的困扰相对小，贸易优待相对多。综合来看，韩国经济的成功，除却自身努力之外，本质上韩国是用国际战略位置交换国内经济产业发展的特色经济体。

2.2.1 “汉江奇迹”：从一穷二白到工业强国，“举国之力+借助外债”驱动政府主导型工业化

纵观 1960s 以来的韩国产业发展，“汉江奇迹”仅用短短 30 余年，使韩国从农业国家快速崛起，完成了现代工业体系的建立、转型和成熟，最终成为一个在信息通讯技术等领域居于世界前列的工业强国。从城镇化来看，韩国仅用 30 年左右就完成了城镇化初级阶段到成熟阶段的跃升，城镇化率从 1961 年的 28% 上升至 1989 年的 72%。如此快速的工业化和城镇化进程，与韩国政府强力主导工业化是分不开的。

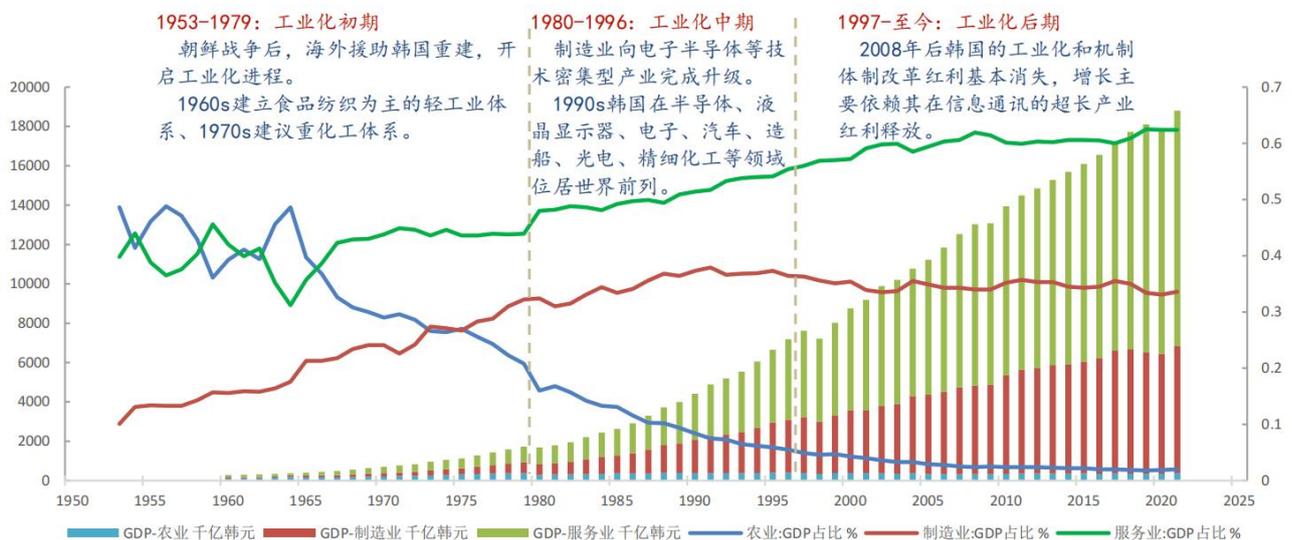
朝鲜战争后，韩国接受了大量的其他国家的转移支付，这帮助韩国政府在公共基础设施上大举投资，如建设发电厂、高速公路、港口等，为出口驱动型工业化奠定了基础。70 年代后政府又主导向重工业化转型，完成了现代工业体系的初步建立。受两次石油危机的影响，70 年代末期韩国重化工业出现产能过剩和投资收益率下行的问题，80 年代政府启动“产业合理化措施”，对发电机、汽车、重型电机等产业进行合并和压缩过剩产能，旨在提升相关产业的竞争力。在资金方面，威权政府时期，利率长期向出口产业倾斜，1973 年到 1991 年间政府优惠贷款平均占国内信贷的比例超过 40%。政府不仅向特定企业和产业长期提供低息贷款，而且对他们进行临时保护。在外部总需求大量减少时，国家对金融市场的控制使得符合产业政策的企业在财务出现脆弱时

获得必要的金融支持，促成了大企业集团以更快的速度进行资本积累。直到80年代后期，政府逐渐减少对市场的直接干预，更多采用间接性和功能性手段（如科技研发等），以加强市场机制的配置功能。

整体来看，虽然“政府干预”天然会存在一定的过剩、寻租、垄断等弊端，但是韩国政府在以经济发展为最优先的策略下，强力主导并较为成功的完成了工业化与产业升级，这是其它追赶型经济体值得借鉴的。

另一个更加值得注意的问题是，“政府主导”背后的驱动实际上是金融信贷对出口产业的倾斜，上述这些出口产业发展的资金来源是“举国之力”的国内储蓄和大量外债（国外储蓄）。过度依赖债务杠杆，特别是外债杠杆，这对其1997年的金融危机埋下巨大隐患。

图5：1950年以来的韩国工业化进程和GDP三大产业情况



资料来源：WIND, 招商银行研究院；注：工业化初期、中期、后期阶段划分标准参考经济学家钱纳里、西蒙库兹涅茨等研究。

2.2.2 “优待”的外部环境：货币长期贬值，美国对日欧的贸易摩擦给予韩国产业卡位机会

韩元的长期贬值为其出口份额的扩大提供了基础，利于韩国壮大其出口产业。对比日本先后遭遇的长达十多年美日贸易战以及1985年“被迫”签署《广场协议》日元升值，1980s中期的韩美贸易摩擦显得“相对轻微”。

在20世纪80年代以前，韩国出口的急剧增长主要得益于韩元贬值。60年代初期的三次韩元贬值，使得韩国经济具有了劳动密集型制造业的出口优势。这一期间由于韩国对能源矿产的进口额同样较高，导致其经常性账户一直处于赤字状态。

在 20 世纪 80 年代后期韩国经济转型基本完成，从高能耗的石化、钢铁等资本密集型产业转向更高附加值的造船、汽车、半导体等技术密集型产业，韩国的经常性账户开始实现盈余。1993-1996 年是韩元唯一升值的时期²，期间韩国出口下滑，经常性账户出现连续赤字（这也是 1997 年韩国爆发金融危机的直接原因）。但从 1998 年至今，韩国经历了金融危机后痛苦的经济转型，经常性账户持续出现盈余，并在 2012 年以后全球移动互联网兴起和发展的带动下，以电子半导体为最大项的韩国出口大幅增长，经常性账户盈余显著扩大。

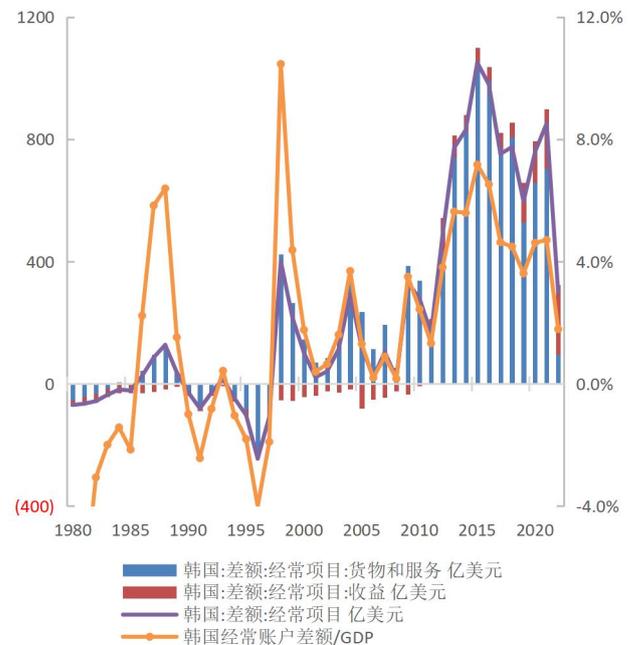
虽然韩国贸易顺差不断增长，但是并没有引起类似日本的非常激烈的贸易摩擦或是汇率战。韩元不断贬值，加大了其在半导体产业的出口优势，特别是相对日元的长期贬值，对其与美、日的半导体产业竞争的最终胜出有莫大关联。

图 6：韩元除 1993-96 年外长期贬值



资料来源：WIND，招商银行研究院

图 7：韩国经常性账户从 1998 年至今保持盈余



资料来源：WIND，招商银行研究

² 按韩元实际有效汇率。1980s 中后期，虽然韩元兑美元升值，但是韩元兑日元贬值，综合来看经常性项目表现为顺差。

三. 外债和“国家破产危机”：巨量短期外债引发危机，IMF 救助虽然使得经济快速修复，但是国家对金融的控制力大大下降

3.1 金融开放与巨量外债：1990s 初期不当的金融开放导致外债过快增长，埋下了金融危机隐患

1990s 以前韩国基本实行“官制金融”³，政府将金融业作为执行宏观经济计划和产业政策的工具，直接控制银行的信贷经营。在“汉江奇迹”中所提到的政府主导型工业化，其在金融领域的表现就是以银行为基础，对出口产业进行大力低息补贴，同时执行严格的资本管制，相当于“举国之力（储蓄）”发展出口，为韩国创造了几十年经济快速发展奇迹。虽然韩国在 20 世纪 80 年代初期进行金融自由化改革，但是到 1990 年，外国银行业务仍非常有限，一些国外开发性或政策性贷款只是国家执行产业战略计划的低成本融资工具，国外贷款主要通过国有银行体系流入韩国，银行的投放以政策性贷款为主，并受到国家信用的支持。

但是，1990s 初期，不当的金融自由化和金融开放直接导致了韩国后续的金融危机。1993 年开始，韩国逐步开放金融市场⁴。除对长期贷款和股权投资仍然保留管制外，对资本流入特别是国外短期信贷进行了放开。这一举措的初衷是鼓励企业财团更容易获得国际融资并成为国际化企业。但受传统政府担保的思维惯性的影响，管制的放松导致企业过度借贷，外国银行在没有政府信贷担保的情况下向大企业和银行借贷，导致韩国外债特别是短期外债急剧增加。1993 年到 1997Q3，韩国外债从 440 亿美元增长到 1643 亿美元，占 GDP 的比重从 11% 上升至 29%，占外汇储备的比重从 220% 上升至 550%。特别是在危机爆发前的 1997 Q3，韩国的短期外债巨大，达 744 亿美元，占到外债总额近 5 成，与外汇储备的比重已达到 251%。同年 11 月，韩国几乎用尽了全部外汇储备，由于无力偿还外债，不得不向 IMF 申请高达 570 亿美元的援助；并被迫放弃固定汇率，韩元暴跌，12 月韩元兑美元贬值 40%；1998 年韩国经济衰退 5.1%，失业率接近 7%。

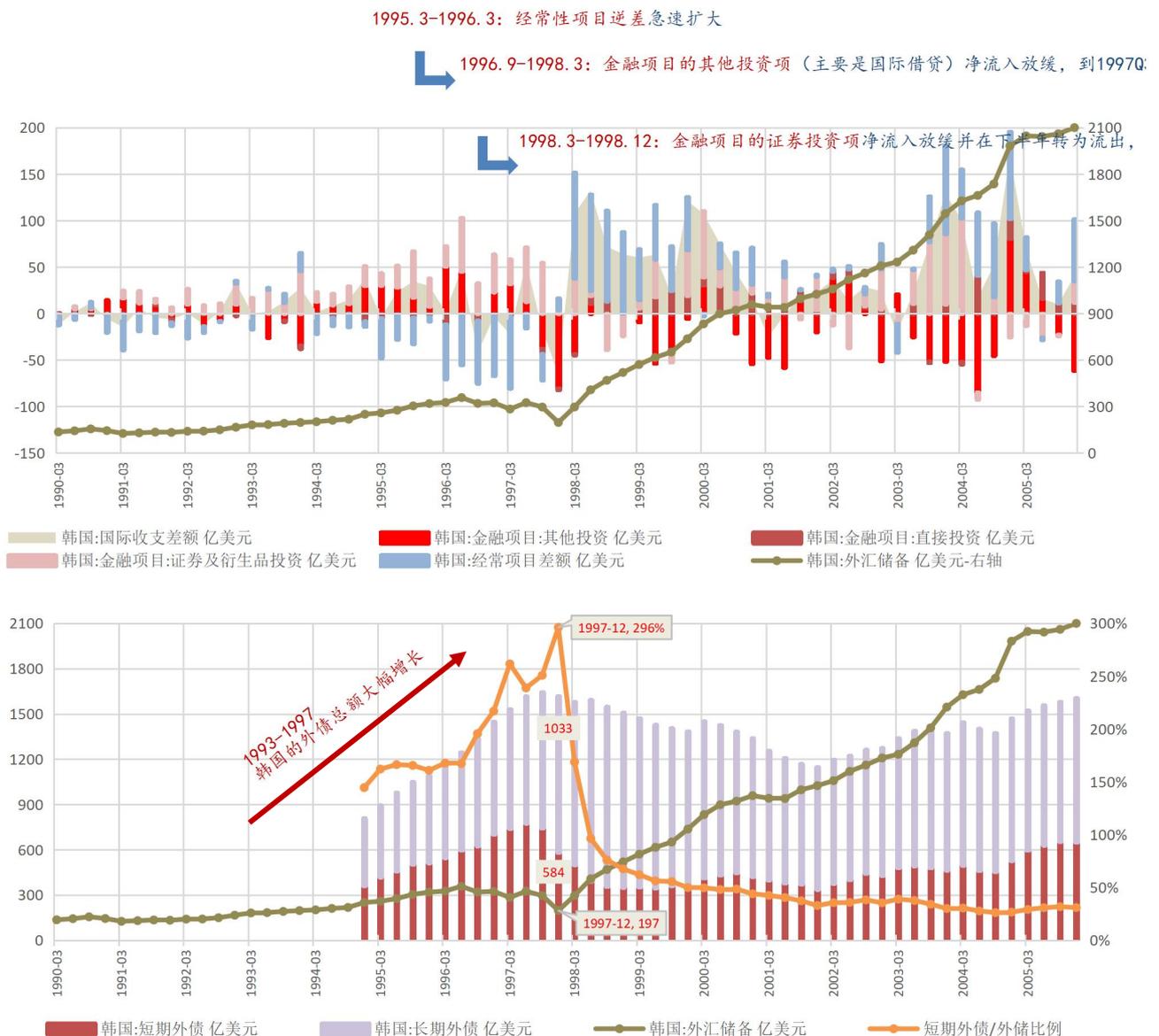
韩国 1997 年国家破产危机的直接原因是短期外债过大，根源还是其依赖外债驱动的出口导向型经济模式。一旦出口放缓，其利用出口创汇来偿还外债的模式就会发生逆转，导致外债偿付压力激增，倒逼国内大型企业和银行破产，

³ 曲凤杰《韩国金融开放的经验和教训》，2006

⁴ 上世纪 80 年代末，以美国为代表的七国集团政府向韩国施压，就金融开放开始双边谈判，积极推动韩国开放金融市场。国内方面，1987 年《六二九民主化宣言》标志着韩国军政独裁统治结束，韩国开始向民主选举政府转型，国内自由经济和自由市场的理念也逐步占了上风。直到 1993 年金泳三当选总统上台后，韩国施政战略由保护国内产业体系转向促进经济的全球化，同年韩国申请并于 1996 年成为 OECD，同意向发达国家投资者逐步开放金融市场。

而大型企业的破产又将进一步引发资本外逃，外汇储备不足以兑付外资的流出，进而导致金融危机和汇率崩盘。外债问题可能是新兴国家普遍存在的问题，1997年的韩国、泰国，2001年的阿根廷以及2018年土耳其等，均发生了以过度外债、汇率贬值为典型现象的经济危机。韩国的经验表明，国家主导型的模式在取得不错的经济发展业绩的同时，几十年的金融抑制，一旦开始自由化和金融开放，必将面临监管滞后和过度杠杆的问题，对金融体系稳定将是巨大的压力测试。

图 8：1997 年金融危机前后韩国的季度国际收支、外债和外汇储备情况：亿美元、%



资料来源：韩国央行，招商银行研究院

3.2 “国家破产危机”的代价：被迫接受 IMF 救助，外商持股比例大增，政府对金融的控制权下降

1997 年初韩宝钢铁，真露、起亚集团相继倒闭，加上贸易逆差的扩大，引发了资本密集外逃。而汇率贬值进一步加剧了企业债务负担和银行坏账率，韩国企业和银行面临巨大的外债偿付压力。无奈之下，韩国被迫接受了 IMF 苛刻的贷款条件。IMF 等多边金融机构以贷款为条件提出一系列“改革方案”，同时韩国国内资产被贱卖给外资，外资对韩企和银行持股大增。虽然韩国以此避免了国家破产的命运，但是实质上出让了国家对经济金融的控制权。然而这些权利的让渡，可能是韩国此后地产长期畸形上涨的重要原因。

从韩国的金融控制能力来看，危机前后经历了阶梯式下降。1990s 以前韩国基本实行“官制金融”，虽然 80 年代韩国对国内银行做了一定私有化，但是国家的控制力仍比较强。随着 1991-1996 年不成熟的金融开放，积累了巨大外债风险，被迫接受 IMF 的要求，韩国大幅放开了外资持股和资本账户管制。1999 年 12 月，韩国第一银行卖给一家美国基金新桥资本；2000 年 11 月，Koram 银行卖给了美国投资基金 Carlyle，2003 年 9 月，韩国外汇银行卖给了美国 Lone Star 投资基金。从 2001 年开始，韩国银行部门的外国证券投资迅猛增加。到 2005 年末，在剩余的七家全国性银行中，有六家的外国股权比率超过 50%。总体来看，外国投资者拥有韩国商业银行的股权比率高达 66%，比 1998 年提高 46 个百分点。

外资进入后，政府的管控能力明显下降。例如，2003 年韩国爆发信用卡泡沫破裂，信用卡公司形成 90 亿美元的赤字。在政府解决信用卡危机的过程中，尽管外国银行参与了信用卡公司的借贷，但却拒绝与政府合作完成解救计划。信用卡事件反映出在遇到金融混乱或危机的时候，外资银行不会像内资银行那样与政府合作，共渡难关。

外资进入也使得韩国银行信贷的结构发生了改变，表现为公司贷款降低、私人贷款增加。这对经济的可持续增长将形成负面影响，其意味着金融对企业部门，特别是中小企业部门的支持减弱，不利于实体经济的创新发展。而居民部门不断提高负债，韩国家庭金融的脆弱性持续加剧。监管当局要求银行减少抵押贷款，但效果不佳。从后续由政府管控来看，危机后的韩国政府在房地产金融领域几乎无法出台强有力的管控措施，特别是在抑制房价上升中的信贷管控手段都显著偏弱（详见 4.2 节）。

表 2：2005 年 11 月七家全国银行的外资股份

	外资股份
韩国国民银行 Kookmin	85.8%
新韩银行 Shinhan Holding	64.0%

表 3：韩国内外资银行的业务情况对比

		2000	2001	2002	2003	2004
公司贷款/全	内资	67.92	59.90	56.05	56.55	55.94

韩亚银行 Hana	76.6%
友利金融控股 Woori Holding	11.7%
韩国第一银行	100%
韩国外汇银行	74.3%
韩国花旗银行 Citybank	100%

资料来源：曲凤杰《韩国金融开放的经验和教训》，招商银行研究院；

部贷款 (%)	外资	56.67	52.63	47.06	45.96	41.62
	内资	55.05	52.41	50.54	52.92	51.15
中小企业贷款 (%)	内资	40.18	32.19	36.9	37.42	34.55
	外资	27.21	36.71	41.43	40.86	39.38
家庭贷款/全部贷款 (%)	内资	32.81	44.26	50.73	52.22	56.57
	外资					

资料来源：曲凤杰《韩国金融开放的经验和教训》，韩国银行，招商银行研究

3.3 危机后的经济修复：超长信息产业红利贡献了韩国近十年来的 GDP 主要增长

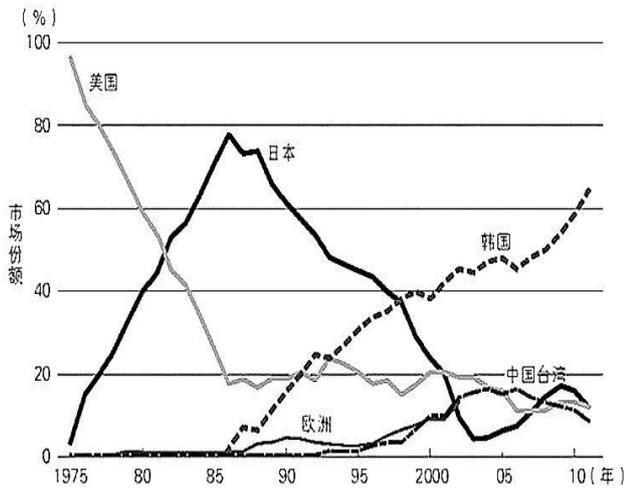
危机后韩国经济产业快速修复。一方面得益于韩国接受 IMF 救助后主动对其国内经济金融机制进行的“刮骨疗伤”式改革，激发了市场效率。另一方面是韩国“幸运”的踩中了信息产业，特别是移动互联网的红利（手机芯片），这是近 20 年来全球最好的赛道（市场最大、发展最快）。

从 20 世纪 80 年代开始，韩国加大了信息产业的发展，紧随美国、日本之后，处于第二梯队。例如，1978 年第一台个人电脑由 IBM 公司制造，但是个人电脑在美国的大规模普及要到 1981 年才开始。而在仅仅两年之后的 1983 年，三星电子公司就开始在韩国发布拥有自主知识产权的个人电脑。随着 20 世纪 90 年代，日本因泡沫破灭进入“失落的二十年”，而韩国在 1997 年金融危机后外资持股大增，带动美日的先进技术流向韩国，加之韩国国内始终重视科技研发，积极承接了全球半导体产业的转移。例如，金融危机中岌岌可危的三星电子，在政府支持下，调整经营方向，专注于科技研发，成功于 1998 年宣布成为世界上第一个生产 265 兆位动态随机存取芯片（DRAM）的企业，为后来三星成为全球存储芯片市场占有率排名第一的企业打下坚实基础。最终，20 世纪 90 年代末韩国逐渐确立了其信息产业强国的地位，形成了三星电子、SK 海力士、LG 电子等世界一流的半导体企业和产业集群，其中三星电子 2017 年的营业收入首次超过英特尔成为全球最大半导体公司。近十年来，韩国在存储芯片领域一直居世界第一、显示屏取得多年世界第一、高端手机常年居世界前三。目前两者相继被中国超越。

韩国信息产业的崛起是韩国工业发展的重要里程碑，代表着韩国从引进先进技术进行加工生产升级为自研核心技术的高端制造模式，产业竞争力逐步达到世界先进水平。可以说，近十余年来，韩国工业化推进和体制机制改革的红

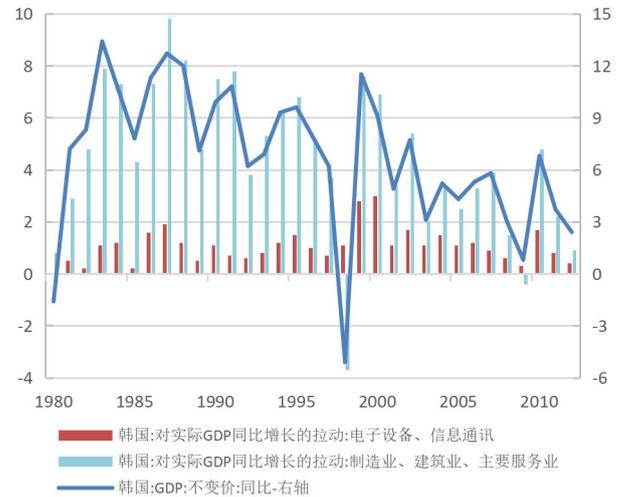
利已基本消失，而经济仍能保持 3% 左右的增长，主要驱动来自于信息通讯产业的超长红利释放。

图 9：1990s 中后期韩国 DRAM 产量居全球第一



资料来源：高德纳（2015），招商银行研究院

图 10：韩国信息产业对经济增长的贡献：%



资料来源：WIND，招商银行研究；注：主要服务业指商贸、金融、房地产、信息通讯

四. 地产泡沫和调控失效：全球货币超发助长韩国楼市，而“弱政府”对地产调控力不从心

4.1 量价回顾：韩国房价五次暴涨，仅 1992-1999 年趋势性价格下跌，量保持高位震荡

回顾 1960s 以来的韩国房地产市场，从 1965-2022 近 60 年间，除了 1992-1995 年以及 1998-1999 年亚洲金融危机期间以外，韩国的房价基本一路上涨。从规律来看，韩国大约以十年为一个周期经历一次房价的暴涨，时间较为集中，呈现所谓“阶梯式上涨”结构。特定时期的价格暴涨，使韩国房地产留下了投机盛行、泡沫风险大的印象。

图 11：韩国战后地产的 5 次上涨、3 次强管控、1 次下行



资料来源：WIND，CEIC，招商银行研究院；注：房地产名义住宅价格增速指标在 1962-1975 年为 12 个城市土地价格增速，此后为国际清算银行统计名义房价数据



韩国**第一次**房地产投机风潮要追溯至 1960s，当时朴正熙政府上台正积极开展经济开发五年计划。随着经济步入高速增长阶段及城市化进程突飞猛进，以京釜高速公路的兴建为契机催化出房地产投机行为。根据韩国国土开发研究院统计，1965-1969 年，全国房价年平均增长为 38.2%，12 个城地价年均涨幅达到 50.1%。1970s 上半期，受经济不景气和第一次石油危机的影响，韩国地产价格涨幅有所下降，但仍具较高水平趋于稳定。1970-1974 年 12 个城市地价年均涨幅约 19.2%。

第二次房价暴涨发生在 1975-1979 年。随着朴正熙政府实施大规模城市开发政策，城市化全面开展。同时，韩国人奔赴中东地区的建设热潮使大量外汇涌入韩国。期间韩国房价年均涨幅达到 30.6%，5 年内房价飙升近 3 倍。最疯狂的 1978 年，全国房价增速达 49%，首尔的地价更是上涨了 136%。随后，朴正熙总统去世，出口低迷，宏观经济指标恶化，拖累房地产景气持续冷却至 1980s 中期，住宅建筑面积持续减少。

第三次住房投机热潮发生于 20 世纪 80 年代后期。1988-1990 年，韩国房价年平均涨幅为 15.6%。在地产投机达到顶点的 1989 年，全国地价年均上涨 32%，首尔地价则上涨了 33.5%。直接原因是 1986 年亚运会和 1988 年奥运会召开的契机，韩国进行了大规模基础设施开发建设。此外，全斗焕政府的住房刺激政策以及宏观经济指标改善后突显的住房供应不足问题也是此轮韩国房价暴涨的原因。

20 世纪 90 年代，韩国经历了唯一一轮房价下行。第三轮的房价猛增对低收入阶层住房形成严重打击，而此时正是韩国政治民主化、自由化的重要时期，无住房民众对社会的不满情绪直接威胁到韩国的国家体制。迫于危机，卢泰愚政府制定了强力的调控政策，总体思路是增加住房供给以及引入“土地公有制”。期间年均住房建设从过去的 20-25 万套大幅增加到 50-60 万套，一共建设 215 万套，相当于当时住房库存总量 645 万套的三分之一。供给激增带动 20 世纪 90 年代初韩国房价首次下跌，1992-1994 年分别下跌 6.5%、3.4%、1.5%。随后 1997-1998 年爆发的亚洲金融危机导致韩国经济整体陷入衰退，使得地产再度出现急剧降温。1998 韩国房价下跌 9.2%，住宅建筑面积亦出现 50% 的下跌。

韩国在 2001-2007 年经历了**第四次**房价暴涨。与此前三次有所不同，此次房地产热潮发生于韩国城镇化后期，首都圈主导房价的上涨。2001-2007 年首尔房价上涨了 91%，而全国房价涨幅为 56%。首尔房价涨幅远高于其它主要城市，在卢武铉执政期内（2003-2007 年），首都圈涨幅最低的区域达到 61%（坡州市），最高为 94.5%（京畿道）。而仁川市等六大城市房价涨幅却仅有 11.4%。此时的韩国地产已走上金融化道路，在低利率环境下难以控制房价上涨。同时，首都圈人口高度集中，住房供应短缺问题也再次显现。



2018-2022年韩国房价第五次大涨。首尔继续成为全国房地产投机中心，2018-2022年首尔房价上涨45%，全国房价涨幅为30%。2022年首尔中心区域平均房价超过2万美元/平米，位居全球第二（第一是香港）。此次房价上涨的直接原因是长期低利息环境下热钱流入房地产市场。2016年韩国出口受欧债危机蔓延影响，国内开始下调利率，基准利率在长达3-4年的时间维持2%以下。2020年疫情暴发后，政府为刺激经济增加市场流动性，再度大幅降低基准利率，2020年5月基准利率降至0.5%，并在如此低的水平维持15个月。

随着近两年全球加息，信贷环境变化，韩国房价面临调整。2021年8月美联储向市场释放加息预期，为保持汇率稳定，韩国央行随即率先加息，截至2023年1月份已累计加息300个基点，基准利率上调至3.5%。居高不下的利率对地产需求造成打击，韩国房价自2022年7月起出现连续下跌。

4.2 地产调控失效：三轮调控仅成功一次，近20年未能成功一次

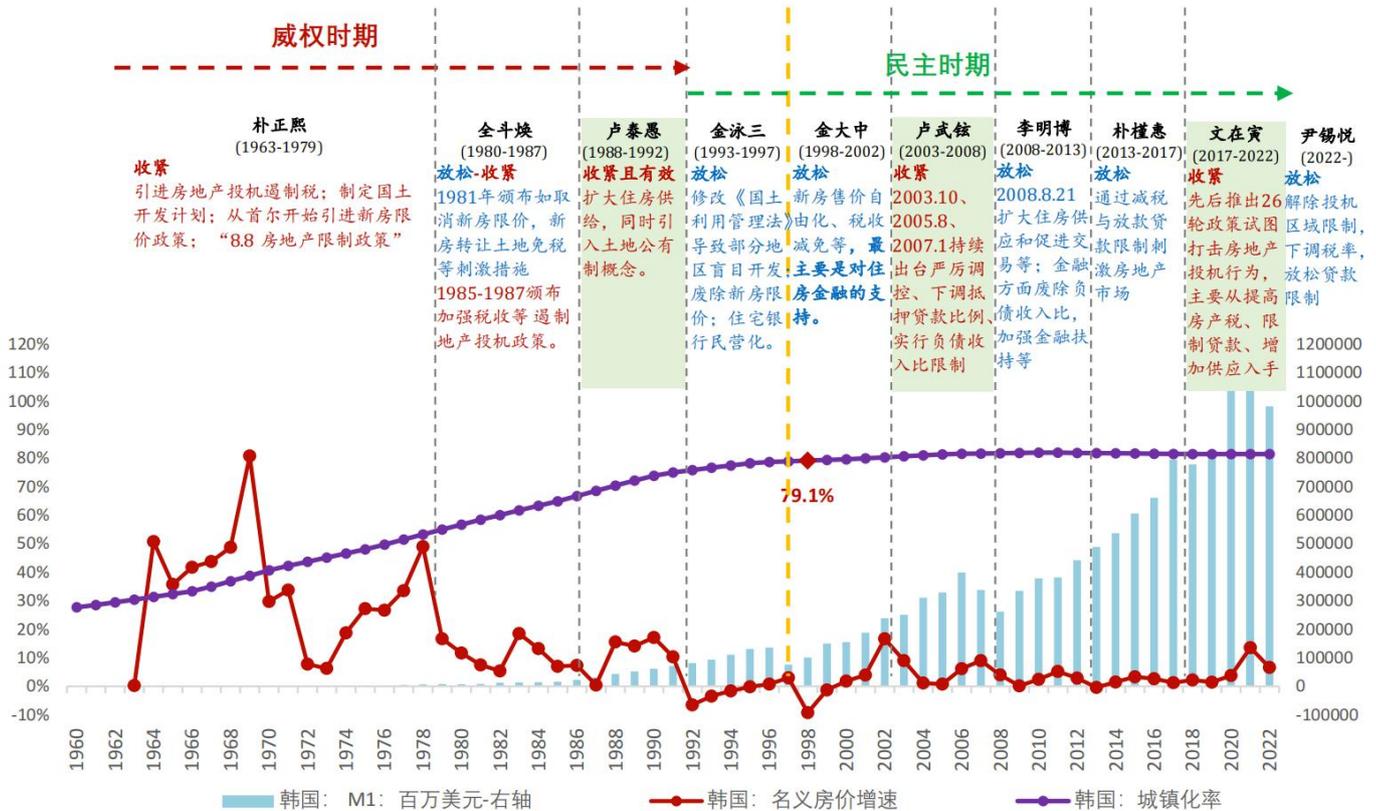
从1960s开始，韩国政府即以“稳定住房价格”为目的出台多种政策介入住房市场，但仅在20世纪90年代实现效果。

1990年之前，韩国开启政府主导型经济产业追赶，举全国之力发展出口经济，资源资金更倾向于向企业配置。因此，虽然韩国经济高速发展带动城镇化需求快速提升，但是房地产获取的政府支持和金融支持受限，土地使用限制政策“僵硬死板”，房地产表现为供小于求带来的多轮房价上涨。政府也推出了较多需求端的限制措施以调控房价，不过在供给瓶颈存在的前提下，需求端的限制政策无法从根本上发挥作用。

80年代末90年代初，韩国政治从威权政府向民主政府过渡，无住房民众对社会的不满情绪直接威胁到韩国的国家体制。迫于危机，卢泰愚政府制定了强力的调控政策，总体思路是增加住房供给以及引入“土地公有制”，“强政府”带来的韩国唯一一次成功的房价调控。

随着1997年亚洲金融危机爆发，韩国面临国家破产危机。在此背景下，为走出亚洲金融危机影响，韩国政府选择大力发展房地产业，但此时韩国已处于城镇化中后期，因此韩国房地产逐渐走上了金融化道路。后续也有两届政府致力于调控房价，但是期间全球货币宽松，加之“弱政府”在行政执行落地和金融领域管控受限，使得调控措施所能发挥的效果十分有限。

图 12：韩国历届政府对地产政策管控



资料来源：WIND, CEIC, 韩国统计局，招商银行研究院；注：房价增速在 1962-1975 年为 12 个城市土地价格增速，此后为国际清算银行统计名义房价数据

4.2.1 亚洲金融危机前：供应长期短缺导致调控失败，仅卢泰愚采取扩大供给政策调控有效

自 1961 年开始经济改革到 1997 年金融危机爆发的近 40 年里，韩国经历了快速城市化进程，为解决住房供给与房价上涨问题，韩国政府广泛干预。大体思路是住房景气过高时加强管控，在景气萧条时刺激市场。然而，早期韩国房地产的主要问题在于包括首都圈在内的大城市长期住房供应不足。朴正熙、全斗焕时期各种顽固保守的土地使用及开发相关限制，使得房屋供给弹性下降。而遏制投机又主要以抑制需求为主，难以控制房价上涨，仅卢泰愚执政期间思路转变为扩大房屋供给，相对有效的控制了房价上涨。具体看城镇化中早期四位总统的地产政策：

朴正熙总统执政时，就已认识到城镇化快速发展助长了韩国房价的上涨，因此在执政期内颁布了多项控制房价上涨的政策。1967 年，为防止江南地区的土地投机，引进了“房地产投机遏制税”。1972 年，制定了第三次国土开

发综合计划及《住房建设促进法》⁵，为未来住房政策提供了大框架。其中“只把全部国土的 1.3%指定为住房用、商业用和销售用大楼的用地”导致了韩国土地供应长期过度短缺问题，为房价暴涨继续埋下隐患。1977 年又引入新的政策，从首尔开始引进对新房售价的限制⁶，为了让更多中低收入居民获得住房，在住房开发时又将小平房住房供应义务化⁷。随着城镇化全面开展，韩国经历了第二次房价暴涨。政府于 1978 年实行了强力遏制投机的政策——“8.8 房地产对策”⁸。

全斗焕政府上台时，受强力政策及宏观经济指标恶化影响，房地产景气持续冷却。因此 1981 年及颁布了多种刺激住房景气的政策。包括扩大由公共部门供应的宅基地、部分废除对新房供应价格的管制、废除对国民住宅规模以下（85 平方米和 60 平方米）住房建设义务、为新建住房转让土地时免税等；金融方面，成立国家住房基金，为公共住房开发机构和制定建筑商提供资金支持，同时为中低收入家庭提供中小型住宅的购买和租赁低息贷款。随着第三次房价暴涨，1985-1987 年全斗焕政府又出台抑制投机的多项政策。包括加强转让税征管、引进综合土地税、对非业务用房和大型住房征重税等。

1988-1992 年卢泰愚执政期间制定了强力且有效的调控政策。总体思路是加大住房供应，并推行土地公有概念制度。对于住房供应，公布了首都圈 5 个新城市建设和 200 万套住房建设五年计划，全国性住房供应不足问题在一定程度上得到了缓解。住房普及率从 1985 年的 69.8%提升至 1991 年的 74.5%。在扩大住房供应的同时，卢泰愚政府在 1988 年引入“土地公有制概念”，并通过了《宅地所有上限制》⁹、《土地超额利润课税制》¹⁰、《开发利益回收制》¹¹三个法案。

1993 年成立的金泳三政府在房价下跌的情况下又颁布了放开土地利用限制和刺激房地产市场的政策。1994 年修改《国土利用管理法》，增加了由民间供应的住房和工业用地，不过也导致了部分地区的盲目开发问题。1995 年分阶段废除新房限价政策。1997 年随着韩国住宅银行民营化，金融在居民住房领域的作用有所加强。

⁵ 政府在土地和新房供应方面广泛介入。中央政府规划大规模开发项目，通过用途变更和征用进行土地供应，征收价格和供应价格直接由中央政府决定，地方政府仅旅行建筑许可证签发和竣工验收职责。

⁶ 新房价格由建筑费加上建设商的利润来决定，由此决定的价格大部分低于市场价格。

⁷ 在新房开发时，所有建筑数量的 60%以上为 85 平方米以下的住房，20%以上为 60 平方米以下住房。

⁸ 包括土地交易申报和许可制、对法人的非业务用房征重税、提高房地产转让所得税等。

⁹ 规定了在特别市、直辖市的个人宅地上限为 200 平，对超出上限的部分征税，1998 年因违宪废除。

¹⁰ 对闲置土地地价上涨部分征税的制度。对上涨地价最高可以征税 50%，1998 年因违宪废除。

¹¹ 对开发土地而产生的预期利润征税 50%（2001 年 1 月下调为 25%）。

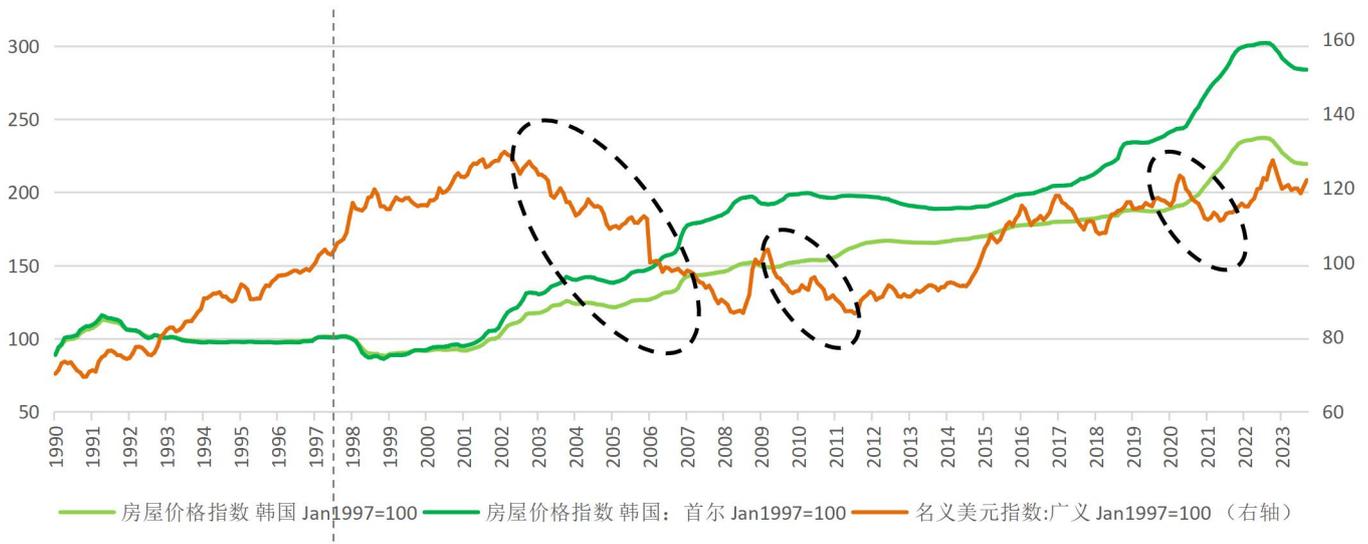


4.2.2 亚洲金融危机后：地产走向金融化道路，全球宽松背景下调控面临掣肘，且政府政策缺乏一贯性

1998年爆发的亚洲金融危机导致韩国经济陷入衰退，成为了韩国房地产市场的转折点。此后的韩国房地产金融发展快速。金大中政府选择发展房地产市场作为吸引外资、克服危机的主要手段，使得韩国地产彻底走上了金融化的道路。而此时韩国的城镇化率已接近80%，步入城镇化后期。此后的历届政府中，卢武铉政府（2003-2007年）、文在寅政府（2018-2022年）致力于调控房价，但是两者执政期间均遇到美国货币宽松时期，反而房价出现暴涨，分别上涨29%、30%。而其余政府代表了财阀集团利益，以支持地产发展为主，主要出台的是放松调控的措施。

21世纪以来的全球货币宽松，是韩国房价上涨的原因之一。2002-2005、2009-2010、2020-2021是21世纪以来的三轮大宽松，触发因素分别是互联网泡沫破灭和“911”事件、2008年全球金融危机、2020年全球新冠疫情。期间美元指数分别从129下降至97、从101下降至87、从123下降至112，降幅分别达25%、14%、9%。从韩国的M1货币规模来看，2004-2006、2020-2022的增长明显，特别是韩国的M1在2020年后出现跳升。这两个时期韩国房价也迎来了暴涨，2004-2006年全国房价、首尔房价分别上涨14%、25%，2020-2022年全国房价、首尔房价分别上涨26%、25%，这也是韩国近二十年来的最大两轮上涨。这也是韩国21世纪唯二的两任致力于房价调控的总统执政期，但均以失败而告终。卢武铉政府（2003-2007年）、文在寅政府（2018-2022年）任内全国和首尔房价分别上涨24%和40%、25%和39%。

图 13：20 世纪 90 年代以来的韩国房价与美元指数



资料来源：WIND，CEIC，招商银行研究院

韩国政府在民主时期，政府管控能力下降，同时财阀当权逐渐明显，政府对房地产的调控难以一以贯之，也是其房价上涨的重要原因。总体基调以放松为主，个别民主代表上台的总统，虽然出台严厉的调控政策，但是仅仅 5 年的任期内，政策落地和效果均大打折扣。以下为 21 世纪以来的韩国历届政府对房地产的政策措施：

为走出 1998 年金融危机，金大中实施了多种刺激住房景气政策，包括新建住房售价自由化、减免转让税等税收支持，允许境外人士拥有房地产等。其中，最主要的是在金融领域对地产的支持，将商业银行住房贷款自由化，住房抵押贷款证券化，同时引进房地产投资信托基金（REITs）。自此，韩国住房抵押贷款急剧增长。

卢武铉上台后，又采取了地产管控政策。仅在 2003 年就发布了三次调控政策，最为综合的是“10.29”¹²住房稳定政策。2005 年的“8.31”房地产综合政策中对房地产综合税征收标准实现标准化，所有的交易税征收都以实际交易价格为基准（此前大概为市场价格的 70%-80%征收），也是韩国地产调控史上又一严厉的政策。2007 年政策基调从遏制需求转换到扩大供应，出台了“1.31”对策。此外，金融政策也是卢武铉政府的重要调控手段。2003 年政府下调投机区域和投机过热区域的住房抵押贷款的最高贷款比例，从 60% 下调到 50%。2006 年，在投机区域对购房者实行了“负债收入比”限制，并在 2007 年扩大到全国范围。

¹² 在江南区制定“投机区域”和“投机过热区域”，对这些区域实行限制公寓房认购权转售、极强对房地产保有税的征收管理、提早实行综合房地产税等措施。

受美国次贷危机波及，为刺激经济 2008 年成立的李明博政府在地产领域出台了和卢武铉政府完全不一样的政策。于 2008 年 8 月 21 日发布了“加强住房供应基础和提高建设景气方案”，政策主要包括刺激首都圈的交易、扩大开发首都圈新城等。在金融方面以刺激住房金融为主，废除此前的“负债收入比”限制（由银行自主决定），加强对住房需求端的金融支持等。

朴槿惠延续了李明博政府时期的刺激政策，主要思路是减税及金融支持。减税方面，对于新购住房在以后转让时不征收转让税，对于首次购房者实行购置税减免政策。金融方面，为购房家庭提供低息贷款，同时放宽增加贷款总量限制。

文在寅执政期间推出史上“最严房价调控政策”，共推出 26 轮政策试图打击房地产投机行为，抑制房价上涨过快。如提高房地产综合税，对于多套房产持有者的综合房产税由 3.2% 上调至 6%，转让持有时间不满一年的住宅时，税率从 40% 调至 70% 等；金融方面主要收紧对购房者贷款限制，如住房抵押贷款的最高贷款比例从 70% 降至 40%，禁止对价值超过 15 亿韩元的房产进行抵押贷款等；在住房供应方面，着眼于解决首尔长期住房的供需矛盾，计划在首尔附近的高阳和富川建造新型卫星城。然而，卫星城引入产业失败，而产业与居住地的不匹配让该计划难以为首尔区域提供有效住房供给。与此同时，韩国地产与金融已高度绑定，低息环境下韩国资金仍不断涌入房地产市场，文在寅的调控最终以失败告终。

最新上任的总统尹锡悦基本松绑了此前的大部分房地产政策。如解除首尔四大热门区域以外的交易限制区域，大幅下降持有多套房的税率，下调住房交易税率等。同时在金融端也放松了多套持有者的贷款限制。

4.3 信贷和奇特租房体系：1998 年开启住房金融市场化，“全租房”租赁体系成为居民加杠杆推手

4.3.1 现代住房金融：1998 年逐渐放宽商业住房贷款，此前以限制为主，地产在商业信贷中的占比相对不高

韩国现代意义上的商业住房金融体系发展得较晚。亚洲金融危机之前，为实现经济的赶超发展，韩国把大量的金融资源集中在工业发展上，对住房金融推行限制政策，这使得商业银行对于居民住宅抵押贷款的供给很少。限制的主要手段是利率，亚洲金融危机之前的这段时间，韩国的利率一直保持在较高水平上。对于出口导向的大企业采取低利率，而无法享受低利率优惠的中小企业及购房者会承担较重的债务负担。

图 14：韩国商业和专业银行的抵押贷款占其整体贷款余额的比例



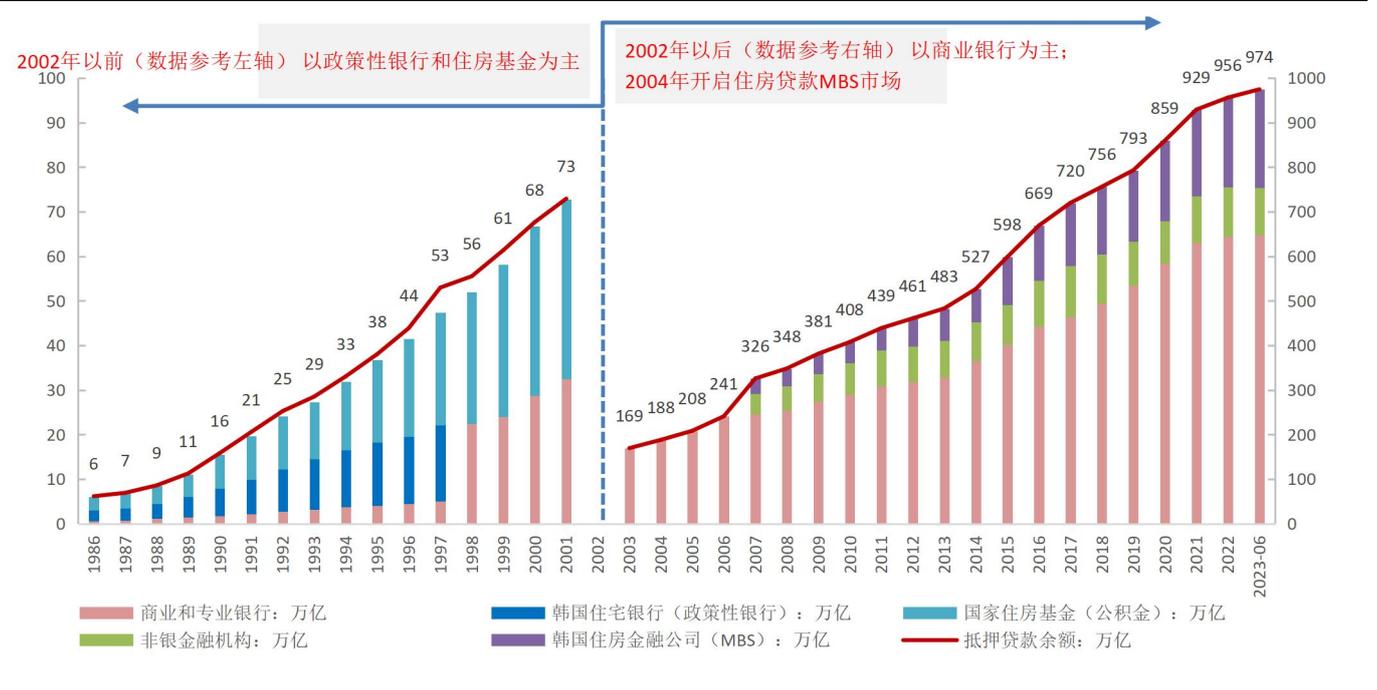
资料来源：CEIC，招商银行研究院；注：1. 1998 年商业银行的抵押贷款占整体贷款比例跳升，主要原因是韩国国民银行受政府要求合并政策性银行的韩国住宅银行，成为韩国第一大商业银行。合并带来商业银行的抵押贷款规模抬升；2. 2003 年抵押贷款口径更改。

1998 年逐渐放宽商业住房贷款，此前以限制为主。早期韩国 80% 以上的抵押贷款由政策性金融机构——韩国住宅银行（KHB）¹³及国家住房基金（NHF）¹⁴提供，商业银行占比仅 10%。1998 年，为克服金融危机韩国放宽了住房金融，走上市场化道路。之前垄断性较高的住房抵押贷款开始了激烈竞争，不仅商业银行抵押贷款规模增长迅速，非银金融机构也异常活跃。此外，二级市场住房抵押贷款证券（MBS）市场也得到了快速发展。具体来看：随着 2000 年开始允许商业银行发放住房信贷，商业性金融机构开始在住房信贷市场发挥重要作用。商业和专业贷款的抵押贷款规模从 1980s 仅几万亿韩元增加到 2023 年 6 月的 647 万亿韩元，成为住房抵押贷款主要供给方；非银金融机构抵押贷款余额在 2017 年达到 114 万亿韩元最高规模，截至 2023 年 6 月仍有 106 万亿韩元。2004 年韩国政府成立了韩国住房金融公司（KHFC），承担起 MBS 的主要发行工作，扩展打开了住房贷款与资本市场联系，大大增加了住房信贷资金的供给。从规模来看，截至 2023 年 6 月，韩国抵押贷款中有 22.6% 实现了证券化。

¹³ 韩国住宅银行 1962 年成立，国营为主。主要面向高收入群体提供 10-15 年商业住房抵押贷款，存在信贷配额管制。普通居民最高贷款额度不得超过 30%。1998-2001 年与韩国国民银行合并，实施私有化经营。

¹⁴ 国家住房基金成立于 1981 年，属于政策性住房金融（类似于我国公积金）。面向中间收入家庭提供低于市场利息的购房贷款或押租贷款。

图 15：亚洲金融危机前后韩国抵押贷款余额及构成情况



资料来源：CEIC, 招商银行研究院；注：非银金融机构包括信托公司、互助储蓄银行、信用社、互惠信贷、社区信用合作社等

4.3.2 奇特的全租房制度： 租赁与金融工具的“结合体”，对居民杠杆及房价有推波助澜作用

与其他国家不同，韩国在传统租房与买房之外，还存在特有的“免费”租房模式——全租房租赁。全租房租赁模式是韩国早期对于住房利率管控下的特殊产物，已不是单纯的住房租赁市场，而是演化的民间融资。具体看租赁模式，全租房租赁合同期限一般为 2-2.5 年，合同中规定承租人要向住房所有者预付住房价值 50%-80% 的保证金，待承租期满后，住房所有者将保证金归还给承租人，而承租人无需再支付任何租金。对于房东而言，全租保证金可以看作免息贷款，可继续支付首付叠加贷款购买新的房子。对于租户而言，银行可以提供全租的保证金，在低息的环境下，租赁成本下降。

从发展来看，韩国全租房经历过三轮暴涨，需求仅在近期利率上涨背景下有所下滑。第一次是 20 世纪 80 年代随着韩国城市化进程的加快及政府正式将全租房制度合法化，全租房租赁迎来快速发展；第二次是 2005 年在政府倡导下银行业纷纷向租赁市场提供租金，拉动了全租房房价的上涨；第三次是 2008 年经历短暂下行后，低利率环境叠加房价持续上涨，越来越多人选择投资房屋及租赁全租房。

因此，韩国与其他国家的居民家庭负债构成也不同，除了住房贷款及消费贷，还有全租房保证金。具体来看，根据韩国银行统计，2022 年末韩国家庭

信贷规模为 1867 万亿韩元，其中抵押贷款为 956 万亿韩元，约占家庭信贷的 51%，而央行统计的家庭信贷中并未包含全租房租金（韩国政府考虑到全租房租金可能存在双重计算，并未将其纳入家庭负债表统计中）。根据韩国经济研究院的估算，2022 年全租房保证金为 1058 万亿，规模超过了居民抵押贷款，大幅增加家庭负债规模至 2925 万亿韩元。从居民杠杆率来看，2022 年韩国居民杠杆率为 107%，在全球主要国家或地区中位列第 3，仅低于瑞士、澳大利亚。而全租房成为居民加杠杆的主要推手，若将全租房保证金包含在家庭负债中，韩国居民杠杆率将高达 156%，位列全球第一。

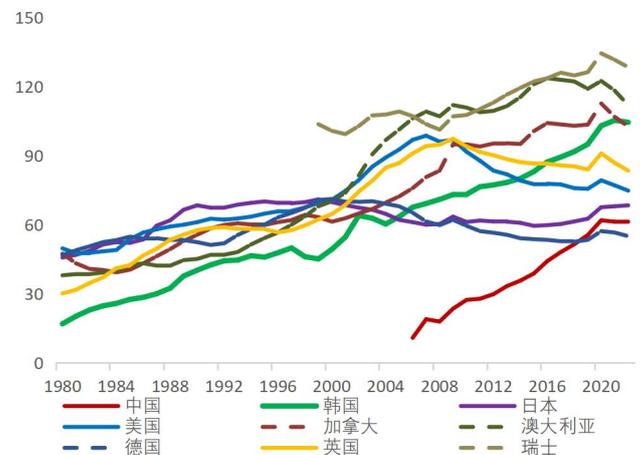
此外，全租房加剧了韩国地产的波动性。一方面，更多资金流入房地产领域，因为韩国“房价不灭”的信仰，房东收到的全租房保证金大部分也都再次进入房地产市场，进一步推高韩国房价的上涨。另一方面，全租房租金是以短期浮动贷款利率方式存在的，通常 2-3 年会重新定价。一旦利率上升，贷款成本高于普通月租成本时，租客会选择将全租房转为普通月租房，并要求房东退还押金。在全租房需求下降时，房东不得不选择出售房产归还租客押金，这会引发韩国房价的加速下行。

图 16：韩国家庭负债构成



资料来源：CEIC，韩国经济研究院，招商银行研究院

图 17：全球主要国家居民杠杆率



资料来源：国际清算银行，招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇