

房地产专题研究

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

比较视野下的房地产浪潮及核心城市房地产特征

各国房价浪潮不断趋同，上涨和下跌过程较为对称

基于房地产浪潮的聚集情况，我们将过去五十年的房地产浪潮分为四个阶段。1) 随着时间的推移，不同国家的房地产浪潮趋同性增强：从数量上来看，四段房地产浪潮分别涉及 6、4、8 和 12 个国家，同一阶段经历房地产浪潮的国家数量随时间的推进呈上升趋势；从形态上来看，同一阶段不同国家的房价峰值落入的时间区间也在不断缩小，四段房地产浪潮房价峰值时间区间分别为 8、7、3 和 2 年。2) 大多数房地产浪潮房价上涨和下跌过程对称性较强：在已经结束的前三段房地产浪潮中，10 次房地产浪潮上涨和下跌过程较为对称，8 次上涨明显快于下跌，2 次上涨明显慢于下跌。

核心城市房价与人口和城市发展相匹配，房价和购房负担持续上升

房价：1) 核心城市的房价随着人口持续流入增速大于全国平均水平，2015-2023 年北京、上海和深圳房价复合年增长率分别高于中国平均 0.69%、2.64%和 4.75%。2) 房地产浪潮后，核心城市房价反弹力度大于全国平均水平，次贷危机后英国平均房价和伦敦房价分别上涨了 88.62%和 117.33%。
购房负担：1) 发达国家核心城市的房价与人均 GDP 比大多维持在 10 左右，中国核心城市房价与人均 GDP 比随着时间推移呈上升趋势，2022 年北京上海深圳比例均大于 40。2) 中国和韩国核心城市抵押贷款占家庭收入比超过 200%，美国、日本和德国核心城市该比例低于 100%。

核心城市住房租金上涨平稳，受房价下调的影响较小

1) 不同于房价具有上涨和下跌的波动情况，核心城市的租金大多保持较为稳定的速度持续增长。2) 中国核心城市租金收益率低于无风险收益率，2015 年 7 月-2023 年 10 月，北京、上海、深圳的租金收益率低于 2%，与其他国家核心城市 4%-6%的租金收益率差距较大。

房地产健康稳定发展是经济稳健增长的重要因素之一

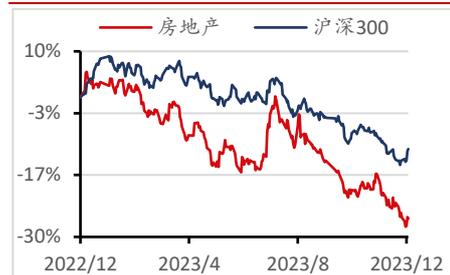
基于各国历史数据挖掘核心城市房价与国家平均房价之间的关联性以及房地产的投资情况，我们认为：1) 历史复盘来看，房地产浪潮末期房价约为最高值的 70%。2) 房地产业链对 GDP 贡献在 10%左右会是一个较为稳定的状态，房地产业会持续成为经济增长的重要动力之一。3) 大多数国家的房地产资产在家庭总资产中占比超过 30%，且随时间的推移该比例较为平稳。

投资建议

通过对海外房地产历史复盘，我们总结了在房地产浪潮过程中不同国家房价变化的共性特征，并分析各国核心城市的房价趋势及背后原因。中国城市正经历从快速增长向更成熟、稳定的市场转变，政府对国内房地产市场的调控相比于海外市场更为严格和直接，有助于房地产市场平稳发展。长期来看，中国核心城市作为经济增长的引擎，持续吸引着投资和人才，推动房地产市场的平稳发展。我们建议重点关注资金实力较强、土储更为优质充裕的国央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。此外二手房市场有效恢复，建议关注存量房龙头企业。

风险提示：行业修复不及预期；政策落地效果不及预期；市场空间测算可能存在偏差。

相对大盘走势



作者

分析师：郭荆璞
执业证书编号：S0590523070003
邮箱：jgguo@glsc.com.cn
分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
邮箱：yanglx@glsc.com.cn
联系人：姜好幸
邮箱：hxjiang@glsc.com.cn

相关报告

1、《房地产：美国房地产市场：开发商期权拿地及风险应对》2023.12.28
2、《房地产：政策持续宽松，基本面边际改善》2023.12.19

正文目录

1.	过去五十年各国房地产浪潮的发生与破裂	4
1.1	不同国家房地产浪潮上涨和下跌过程较为对称	4
1.2	房价泡沫破裂反映大区域的经济变动	8
2.	核心城市房地产发展特征	11
2.1	核心城市住宅价格复盘	11
2.2	核心城市住房情况横向对比	24
2.3	小结	26
3.	房地产健康稳定发展是经济稳健增长的重要动力	27
3.1	房地产浪潮中房价最大跌幅在 30% 左右	27
3.2	具备完善保障性住宅的国家：新加坡	29
4.	投资建议：重点关注资金实力强、土储优质充裕的国央企	34
5.	风险提示	34

图表目录

图表 1:	房地产浪潮测算假设及过程	4
图表 2:	1970 年至今部分国家房地产浪潮房价指数变动	4
图表 3:	1970 年至今的四段房地产浪潮房价指数变动	5
图表 4:	前三段房地产浪潮房价上涨和下跌过程	6
图表 5:	第四段房地产浪潮房价上涨和下跌过程	7
图表 6:	各阶段房地产浪潮对称性（数值越低，对称程度越高）	8
图表 7:	房地产泡沫上涨和下降的原因	9
图表 8:	日本 1974 年能源供给情况	9
图表 9:	英国 1974 年能源供给和进口情况	9
图表 10:	经历第三次房地产浪潮的国家股票指数变动	10
图表 11:	1970-2022 年部分核心城市人口量（万人）	11
图表 12:	北京、上海、深圳以及中国平均房价指数	12
图表 13:	北京二手房价格与人均 GDP 比	12
图表 14:	上海二手房价格与人均 GDP 比	12
图表 15:	深圳二手房价格与人均 GDP 比	13
图表 16:	北京、上海和深圳二手房成交量（万套）	13
图表 17:	2017 年国家和地方出台和实施的重点房地产政策	13
图表 18:	2020 年 7 月-2021 年 7 月深圳重点房地产政策	14
图表 19:	北京、上海、深圳商品房成交量（万套）	15
图表 20:	北京、上海、深圳商品房库存（万套）	15
图表 21:	北京、上海和深圳租房价格指数	15
图表 22:	北京二手房租金及租金收益率	16
图表 23:	上海二手房租金及租金收益率	16
图表 24:	深圳二手房租金及租金收益率	16
图表 25:	北京、上海和深圳二手房租赁供给量（万套）	16
图表 26:	东京和日本平均房价指数	17
图表 27:	东京 70 平米公寓房价与人均 GDP 比	17
图表 28:	东京新建一户建与人均 GDP 比	17
图表 29:	东京都二手房成交量、上新量和库存（万套）	18
图表 30:	东京和日本平均租房价格指数	18
图表 31:	东京公寓年租金以及租金收益率	19
图表 32:	纽约、洛杉矶和美国 20 大中城市房价指数	19

图表 33:	美联储基金目标利率	20
图表 34:	美国房屋销售量 (万套)	20
图表 35:	纽约房价与人均 GDP 比	20
图表 36:	洛杉矶房价与人均 GDP 比	20
图表 37:	纽约二手房上新量及库存 (万套)	21
图表 38:	洛杉矶二手房上新量及库存 (万套)	21
图表 39:	纽约、洛杉矶和美国平均租房价格指数	21
图表 40:	纽约租房年租金及租金收益率	22
图表 41:	洛杉矶租房年租金及租金收益率	22
图表 42:	伦敦和英国平均房价指数	22
图表 43:	1995-2022 年伦敦房屋销售量 (套)	23
图表 44:	2021 年英国不同地区房价与年收入比	23
图表 45:	伦敦房价与人均 GDP 比	23
图表 46:	伦敦和英国平均私人住宅租金价格指数	24
图表 47:	伦敦联排房屋年租金及租金收益率	24
图表 48:	核心城市家庭可支配收入	25
图表 49:	中国和韩国核心城市家庭的住房负担较大	25
图表 50:	核心城市房价与人均 GDP 比	25
图表 51:	核心城市月租金 (美元/月)	26
图表 52:	核心城市租金收益率	26
图表 53:	2007-2021 年美国及核心城市房价下跌约 1/3	27
图表 54:	2007-2009 年英国及伦敦房价下跌约 17%	27
图表 55:	前三段房地产浪潮末期房价与最高房价比	27
图表 56:	中国、美国和日本房地产投资占 GDP 比重	28
图表 57:	房地产业占 GDP 增加值比例	28
图表 58:	部分国家房地产占家庭总资产比例	29
图表 59:	过去 25 年中国购房、城市更新和租房政策梳理	29
图表 60:	新加坡住房类型	30
图表 61:	新加坡公共住房政策	30
图表 62:	新加坡各类房屋占比	31
图表 63:	新加坡公有住宅人口占比	31
图表 64:	新加坡各类房产价格指数	31
图表 65:	新加坡 3-room HDB 二手房价与人均 GDP 比	32
图表 66:	新加坡 4-room HDB 二手房价与人均 GDP 比	32
图表 67:	新加坡二手 HDB 销量 (万套)	32
图表 68:	新加坡租金价格指数	33
图表 69:	2007-2015 年 HDB 和私人住宅租金收益率	33
图表 70:	3-room HDB 租金收益率	33
图表 71:	4-room HDB 租金收益率	33

1. 过去五十年各国房地产浪潮的发生与破裂

1.1 不同国家房地产浪潮上涨和下跌过程较为对称

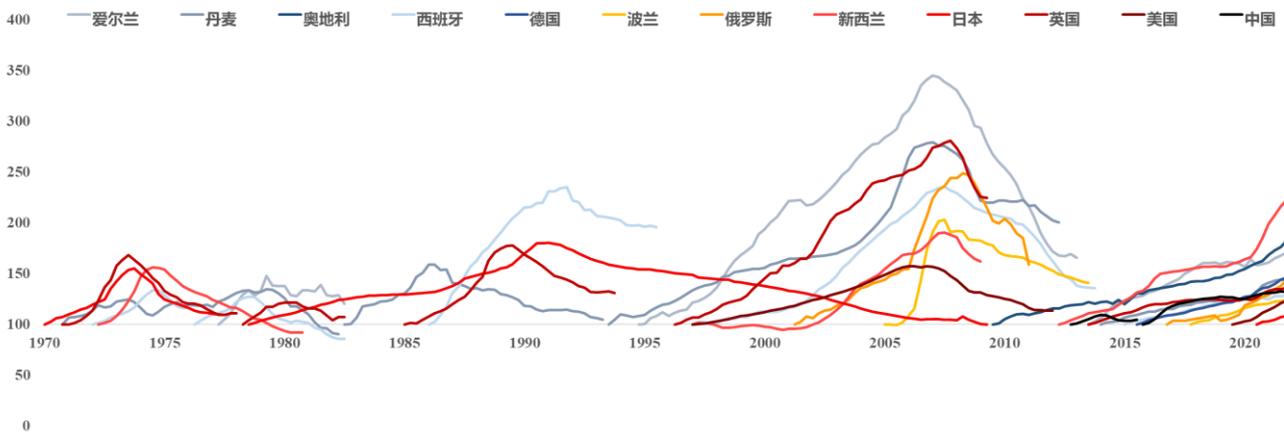
1970 年至今，十二个国家经历了 33 次房地产浪潮，其中，爱尔兰 1994 年到 2013 年的房价指数涨幅最大，在 2007 年第四季度达到顶峰，实际房价为 1994 年第四季度的 3.35 倍，2013 年第一季度结束了这次房地产浪潮，实际房价为 1994 年第四季度的 1.65 倍。2009 年至今，十二个国家陆续进入了最近的一次房地产浪潮，房价都有着一段快速上涨的阶段，部分国家已经进入了房价下跌的阶段，如德国、丹麦和波兰，个别国家还在持续的上涨过程中，如俄罗斯。

图表1：房地产浪潮测算假设及过程

核心假设
1、2015 年实际房价指数 = 100
2、实际房价指数同比增速 $\geq 6\%$ 作为房地产浪潮起始点
3、实际房价指数同比 < 0 作为房地产浪潮的下降阶段
测算过程
房地产浪潮起始点 m 的房价指数 $x = 100$
房地产浪潮位置 n 的房价指数 $y = \text{位置 n 的实际房价指数} / \text{起始点 m 的实际房价指数} * 100$

资料来源：国联证券研究所

图表2：1970 年至今部分国家房地产浪潮房价指数变动



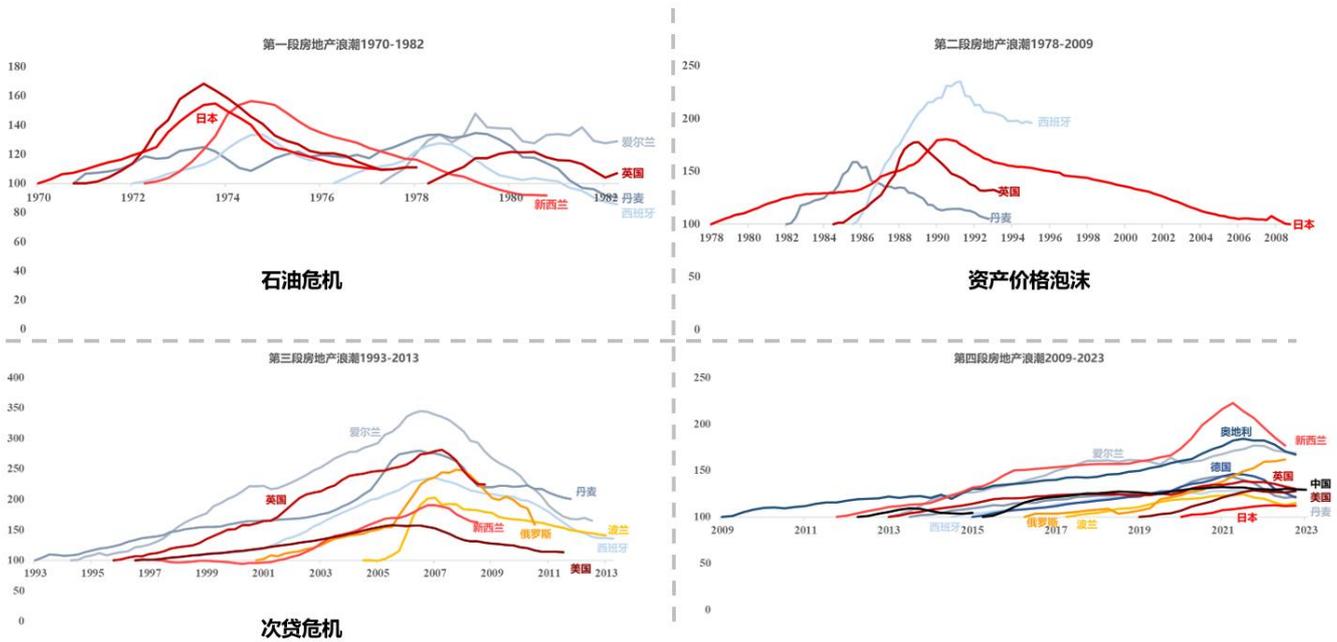
资料来源：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

注：假设每次房地产浪潮的起始点房价指数=100，反映不同时间指数对起始点指数的变动幅度

随着时间的推进，不同国家的房价浪潮趋同性增强。基于房地产浪潮的聚集状态，我们将过去五十年的房地产浪潮分为四个阶段，分别是 1970-1982 年的第一阶段房地产浪潮、1978-2009 年的第二阶段房地产浪潮、1993-2013 年的第三阶段房地产浪潮以及 2009 年至今的第四阶段房地产浪潮。从数量上来看，同一阶段经历房地产浪潮的国家数量随时间的推进呈现上升趋势；从形态上来看，同一阶段不同国家的房价峰值落入的时间区间也在不断缩小，第一阶段不同国家房价峰值分布在 1973-1980 年间，峰值发生的时间间隔较大，第二阶段峰值发生在 1985-1991 年间，第三段峰值

发生在 2006-2008 年间，最后一段峰值发生在 2022-2023 年间。

图表3：1970 年至今的四段房地产浪潮房价指数变动

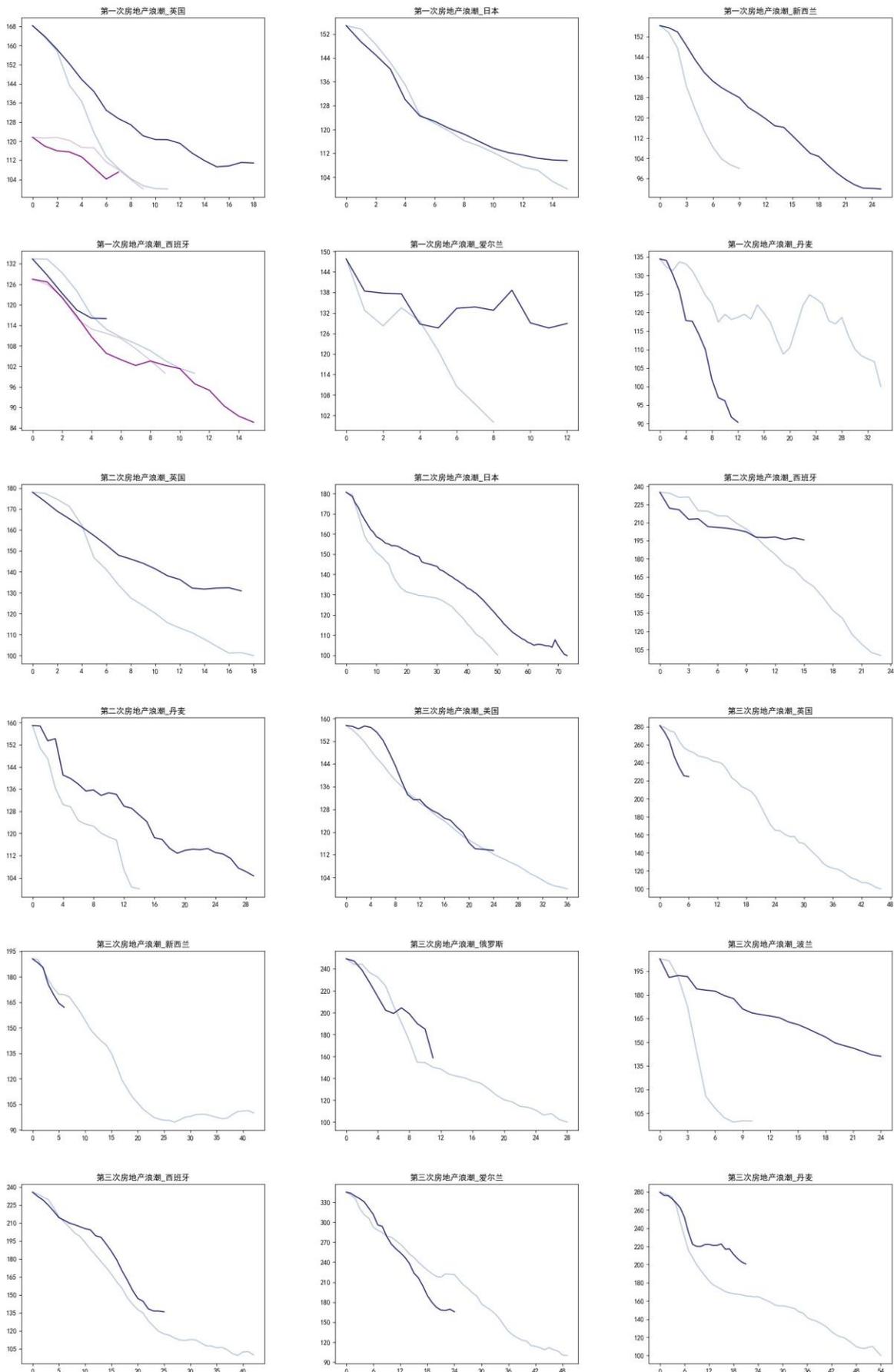


资料来源：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

注：假设每次房地产浪潮的起始点房价指数=100，反映不同时间指数对起始点指数的变动幅度

房地产浪潮中下跌周期一般不超过 6 年，其中第三次房地产浪潮的下降幅度普遍小于上涨幅度。在前三段房地产浪潮中，快速上涨周期从 8 个季度到 54 个季度不等，下跌周期仅有第二次房地产浪潮中日本超过 70 个季度，其余的下跌时长均在 5-28 个季度之间，远低于上涨所需的时长。其中，第三次房地产浪潮房价下降幅度往往远低于房价的上涨幅度，仅有上涨幅度的 1/3 到 2/3，下降的时长大多在 24 个季度以内。

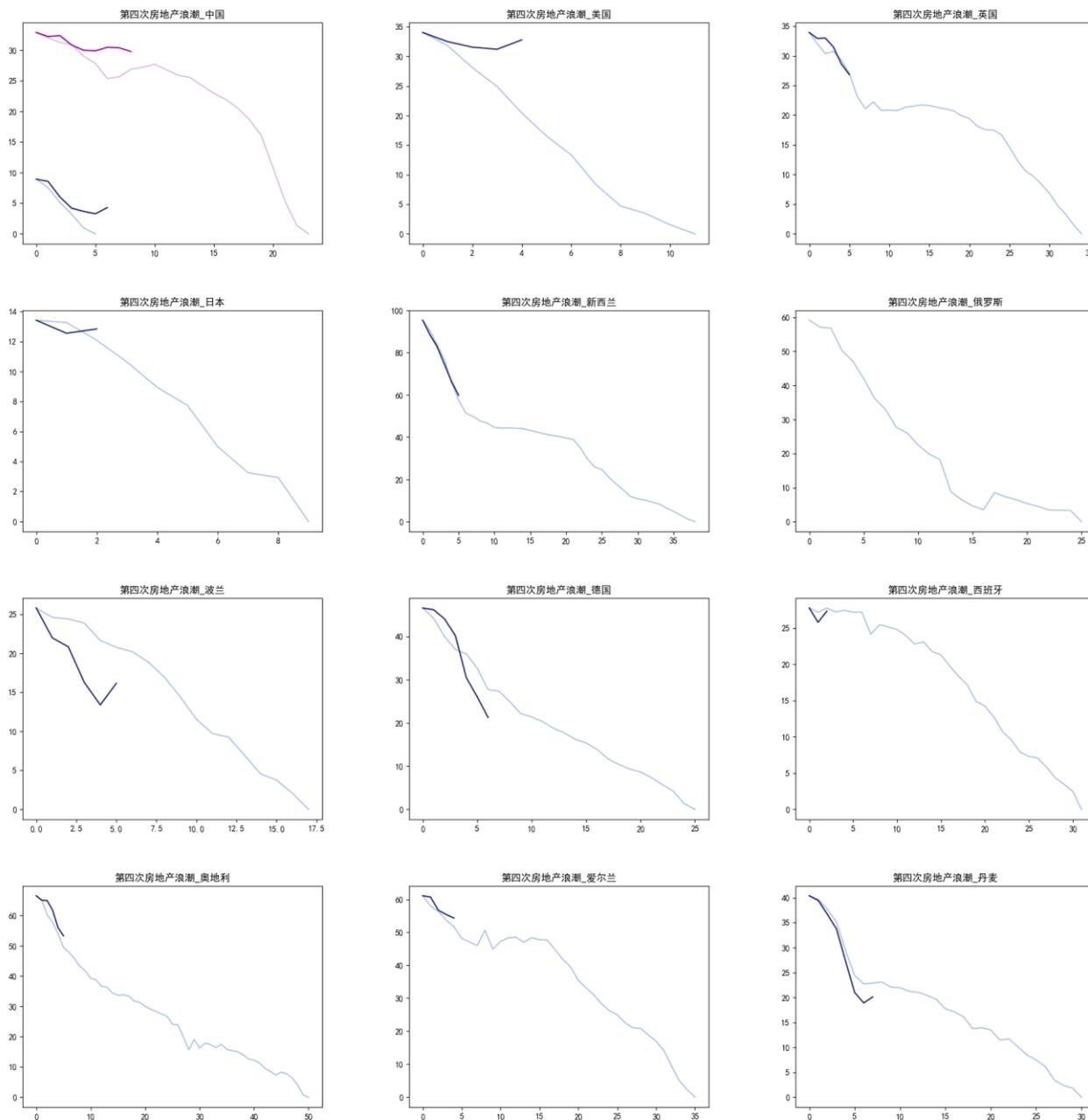
图表4：前三段房地产浪潮房价上涨和下跌过程



资料来源：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

注：浅色曲线为上涨曲线的镜像翻转，深色曲线为下降曲线，横坐标是季度，纵坐标是指数变化

图表5：第四段房地产浪潮房价上涨和下跌过程



资料来源：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

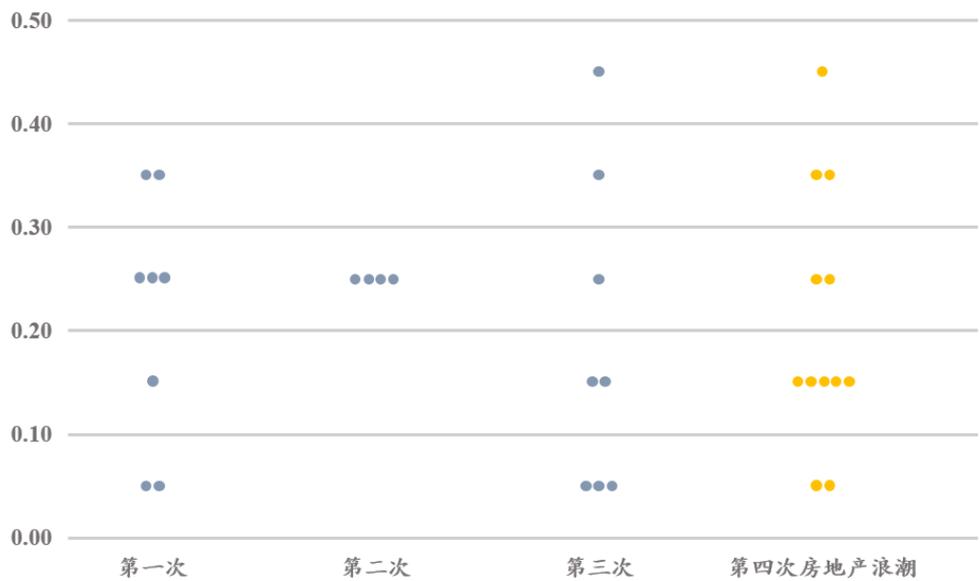
注：浅色曲线为上涨曲线的镜像翻转，深色曲线为下降曲线，横坐标是季度，纵坐标是指数变化

大多数房地产浪潮房价上涨和下跌过程对称性较强。从图表 6 来看，在已经结束的前三段房地产浪潮中，16 次房地产浪潮上涨和下跌过程对称度指数小于 0.3 (英国和西班牙第一段房地产浪潮具有两个上涨下跌过程)，结合图表 4 来看，10 次房地产浪潮上涨和下跌过程明显比较对称，8 次房价上涨明显快于下跌，2 次房价上涨明显慢于下跌。其中，第一次房地产浪潮中英国（紫色阶段）、日本和西班牙（两个阶段）的涨跌曲线较为对称，英国（蓝色阶段）、新西兰和爱尔兰房价上涨速度大于下降速度，丹麦的房价上涨速度小于下降速度；第二次房地产浪潮中仅西班牙的房价上涨和下降过程较为对称，英国、日本和丹麦的房价上涨速度均大于下降速度；第三次

房地产浪潮的 8 个国家中有 5 个国家房价上涨和下跌过程较为对称，波兰和丹麦的房价上涨速度大于下降速度，英国上涨速度小于下降速度。

第四段房地产浪潮的刚刚步入下跌周期，目前大部分国家房价上涨和下跌过程明显对称。所选国家中除了俄罗斯房价还处于上涨过程，其他国家都已经陆续进入了房价下跌的周期，图表 6 中，9 次对称度数值小于 0.3，大部分国家的下跌初期速度与上涨后期速度和形态较为一致。

图表6：各阶段房地产浪潮对称性（数值越低，对称程度越高）



资料来源：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

1.2 房价泡沫破裂反映大区域的经济变动

同一阶段不同国家房价泡沫破裂原因相似。区别于同一阶段房价上涨原因的多样性，同一阶段不同国家房价泡沫破裂的原因大体相同。第一阶段英国和日本受到第一次石油危机的影响，叠加自身存在产能过剩、金融体系泡沫等问题，社会出现严重滞涨导致了房价泡沫的破裂；第二阶段房地产价格快速下跌是日本和英国在资产过热的情况下政府实施的紧缩性货币政策所导致；第三阶段各国房地产泡沫破裂是受到次贷危机的影响，美国 2006 年房价见顶，房价下跌的浪潮随后蔓延至全球其他国家，大部分国家房价在 2007 和 2008 年达到峰值后迅速下降。

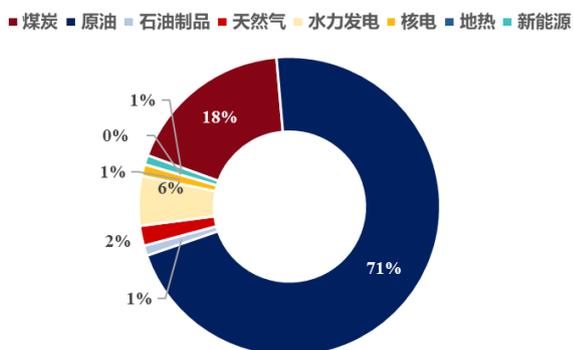
图表7：房地产泡沫上涨和下降的原因

阶段	国家	时间区间	涨幅/跌幅	上涨/下降原因
第一阶段	英国	1970-1973	68.28%	扩张性货币政策、扩张性财政政策
		1973-1978	-34.12%	战争引起的能源危机
	日本	1970-1973	54.94%	需求数量扩张
		1973-1977	-29.30%	战争引起的能源危机
第二阶段	英国	1985-1989	77.94%	扩张性货币政策、扩张性财政政策、投机心理过盛
		1989-1993	-17.92%	实施紧缩的货币政策
	日本	1978-1991	80.68%	扩展性货币政策
		1991-2009	-44.76%	实施紧缩的货币政策
第三阶段	美国	1997-2006	57.54%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准、投机心理过盛
		2006-2012	-27.94%	次贷危机
	英国	1996-2007	181.19%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准、投机心理过盛
		2007-2009	-20.14%	次贷危机
	俄罗斯	2001-2008	149.08%	经济快速增长
		2008-2011	-36.30%	次贷危机
	波兰	2005-2007	102.86%	经济快速增长
		2007-2013	-30.47%	次贷危机
	西班牙	1998-2007	135.72%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准、投机心理过盛
		2007-2013	-42.36%	次贷危机
	爱尔兰	1995-2007	244.99%	扩张性财政政策、宽松的信贷标准
		2007-2013	52.03%	次贷危机
丹麦	1993-2007	179.61%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准	
	2007-2012	28.23%	次贷危机	

资料来源：BuildPlace, ResearchGate, ScienceDirect, The Guardian, 国联证券研究所整理

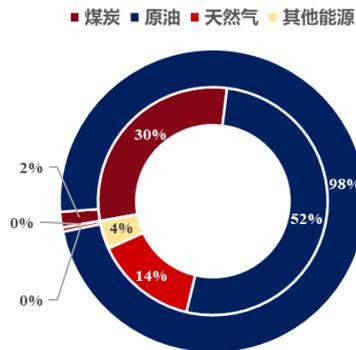
二十世纪七十年代日本和英国对石油的依赖使得两国经济严重受到石油危机的影响。1974年日本和英国分别有71%和52%的能源供给来自原油。在能源进口方面，英国98%的进口能源是石油。因此，石油价格的大幅度上涨对两国经济发展有着严重的负面影响，使得经济基本面发生了一定程度的衰退。

图表8：日本1974年能源供给情况



资料来源：日本统计局，国联证券研究所

图表9：英国1974年能源供给和进口情况

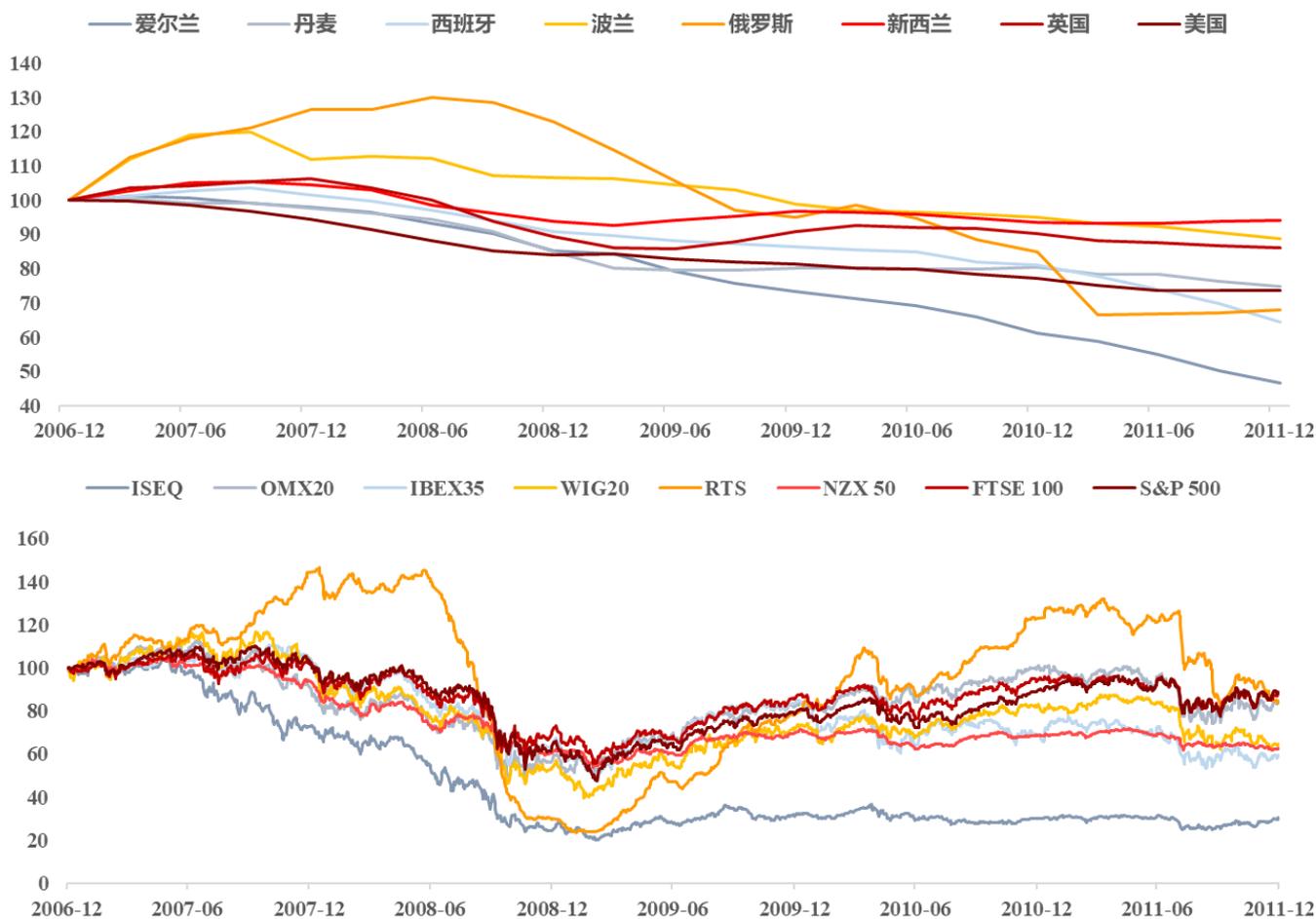


资料来源：能源安全与净零排放部 (DESNZ)，国联证券研究所

次贷危机对全球金融市场的打击，是第三阶段房地产泡沫破裂的直接原因。第三阶段房地产浪潮的8个国家的房价峰值集中在2006-2008年间，房价和股价的下

跌开始时间较为一致，但市场底部比房价底部更快到达，所有国家均在 2009 年初达到了股票市场指数最低点，但这些国家房价见底时间集中在 2012 和 2013 年。

图表10：经历第三次房地产浪潮的国家股票指数变动



资料来源：Bloomberg, 国联证券研究所测算

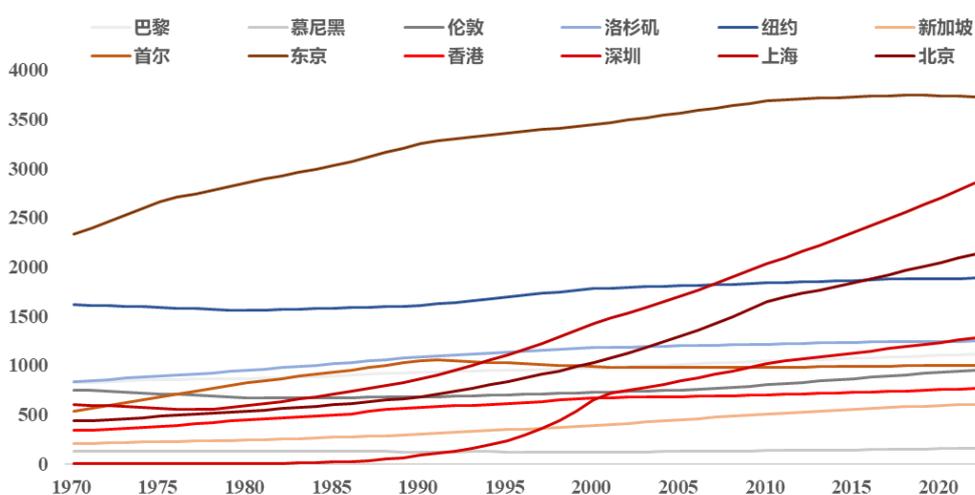
注：假设 2007 年 1 月 1 日所有指数=100，反映不同时间指数对 2007 年 1 月 1 日指数的变动幅度

2. 核心城市房地产发展特征

2.1 核心城市住宅价格复盘

发达国家核心城市人口数量平稳，中国核心城市人口量持续上升。大多数发达国家核心城市人口数量在 1970-2022 年间保持平稳或缓慢上升，东京在 1970-2010 年间人口增速较大，2010 年后增速放缓人口量逐渐趋于稳定。北京、上海、深圳和香港在 1970-2022 年间人口数量持续上涨，北京和上海 CAGR 分别为 3.07%和 3.03%，深圳 CAGR 达到 13.03%。

图表 11：1970-2022 年部分核心城市人口量（万人）



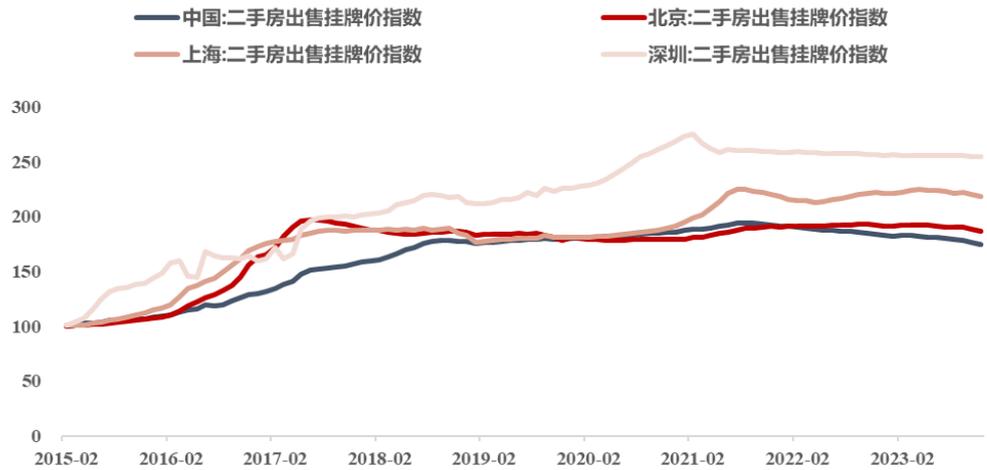
资料来源：联合国，国联证券研究所

2.1.1 北京、上海、深圳

从购房数据来看，中国核心城市二手房挂牌价指数陆续达到平衡状态。北京的二手房挂牌价在 2017 年 6 月达到峰值，2 年 CAGR 为 38.64%，在紧缩的房地产政策落地后，二手房挂牌价格先是经历了半年左右的小幅度下跌，之后价格处于相对稳定状态；上海和深圳的房地产紧缩政策力度小于北京，所以在 2017 年后，两个城市的二手房挂牌价增速有所放缓，但总体还是呈现上升态势，上海和深圳的二手房挂牌价分别在 2021 年 7 月和 2021 年 2 月达到峰值，在短期小幅度下调后保持稳定。

2015 年至今，深圳二手房挂牌价涨幅最大，8 年涨幅超过 150%。2023 年三个城市二手房挂牌价都处于平衡状态，于 2015 年相比，北京二手房挂牌价涨幅约为 85%，上海二手房挂牌价涨幅约为 120%，深圳二手房挂牌价涨幅超过 150%。

图表12: 北京、上海、深圳以及中国平均房价指数

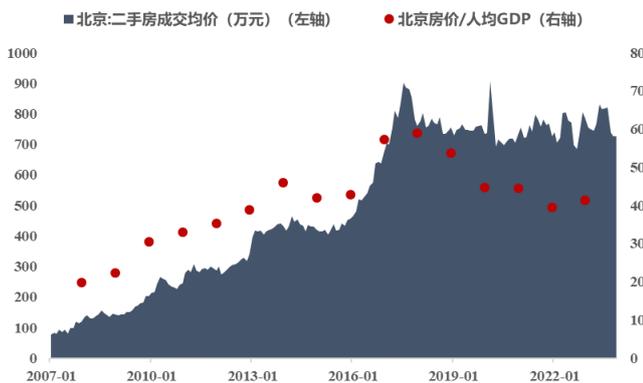


资料来源: WIND, 国联证券研究所测算

注: 假设 2015 年 1 月挂牌价指数=100, 反映不同时间挂牌价对 2015 年 1 月挂牌价的变动幅度

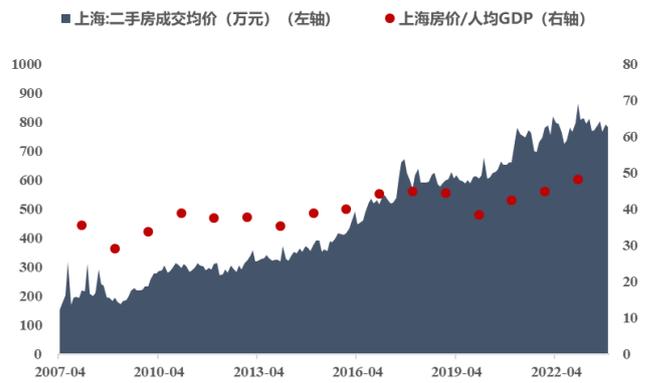
上海二手房成交价格持续上涨, 房价与人均 GDP 比在过去 15 年较为稳定。北京和深圳的二手房价格分别在 2017 年和 2021 年达到顶峰, 之后北京二手房价格较为稳定, 深圳房价经历小幅度下跌后处于稳定状态, 上海在过去十五年间二手房均价持续上涨。从二手房价格于人均 GDP 的比例来看, 北京二手房价格与人均 GDP 比在 2017 年 8 月达到最大值为 68.77, 之后持续下降, 到 2022 年 12 月该比例为 41.30。上海房价与人均 GDP 比在过去十五年间较稳定, 多数时间在维持在 40-50 区间内。深圳房价与人均 GDP 比在 2020 年 12 月达到最大值为 67.30, 之后快速降至 40-50 区间。从成交量来看, 北京和上海二手房成交量持续上升, 深圳 2021 年成交量有所回落。

图表13: 北京二手房价格与人均 GDP 比



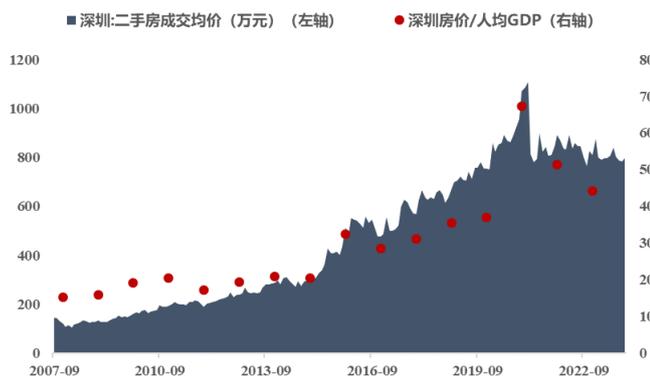
资料来源: 中国房价行情 creprice.cn, WIND, 国联证券研究所测算

图表14: 上海二手房价格与人均 GDP 比



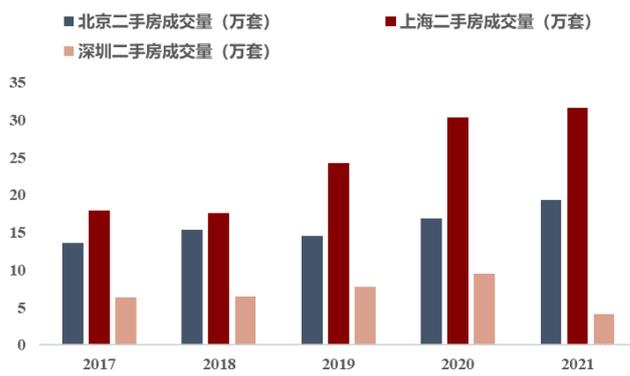
资料来源: 中国房价行情 creprice.cn, WIND, 国联证券研究所测算

图表15: 深圳二手房价格与人均GDP比



资料来源: 中国房价行情 creprice.cn, WIND, 国联证券研究所测算

图表16: 北京、上海和深圳二手房成交量 (万套)



资料来源: WIND, 国联证券研究所

2017年中国核心城市房价的相对稳定得益于中央和地方密集的房地产调控政策的落实。从房价来看, 2017年三个核心城市的房价走势都有着一定的变化。2017年是房地产调控政策密集出台的一年, 中央政府在2016年末的中央经济工作会议中强调了“住房不炒”的房地产长效机制。随后, 各地区因地制宜发布房地产紧缩政策, 从限购、限售、限贷、提高利率等多方面减少民众的购房需求。同时政府完善租房机制和共有产权机制, 推动房地产行业的健康成长。因此, 2017年是北京、上海和深圳房价的拐点时间, 房价增速减弱, 平均价格维持在一个较为稳定的状态。

图表17: 2017年国家与地方出台和实施的重点房地产政策

区域	政策类型	出台部门	时间	主要内容
宏观	宏观政策调控	中央经济工作会议	2016/12/14-2016/12/16	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位, 促进房地产市场平稳健康发展
		住房和城乡建设部	2017/11/21	坚持分类调控、 因城因地施策 , 保持调控政策的连续性稳定性
		中央经济工作会议	2017/12/18-2017/12/20	加快建立多主体供应、多渠道保障、 租购并举 的住房制度
北京	限购、限售、限贷	北京市住建委	2017/3/17	限购 : 企业购买的商品住房再次上市交易, 需满3年及以上提高 首付比例 : 第二套房购买普通和非普通住房首付款比例不低于60%和80% 贷款年限 : 暂停发放贷款期限25年以上的个人住房贷款
		北京市住建委	2017/3/22	非京籍买房按照个税审核的, 其“连续5年”的审核标准由每年1次改为自申请月的上一个月开始往前推算60个月连续缴纳
	北京市人民政府	2017/3/26	全市范围内的商办类房产 限购 , 新建商办只能售给企事业单位	
	利率			多数银行进行了五次首套房利率上调, 从8.5折到9折到基准利率最后到基准利率的1.1倍; 二套房利率上浮20%
	租房	北京市住建委	2017/9/29	强化住房租赁管理服务, 增加租赁住房供应
	共有产权	北京市住建委	2017/9/30	共有产权 政策在9月30日起在北京实施
上海	限售	规划国土资源局	2017/4/21	办公、商业属性土地不得再建类住宅产品
		上海住建委	2017/5/4	新开盘商品住房由公证机构摇号公开销售, 严格落实购房实名制
	利率		2017年8月	部分银行 上调 贷款基准1.1倍, 首套上浮10%
	租房	上海市人民政府	2017/9/27	增加各类租赁住房供应, 促进 租购并举 住房体系建设
深圳	限售	深圳市规划国土委	2017/1/19	预售申报均价不得明显高于周边同类户型在售项目的销售均价

资料来源: 中国政府网, 北京市住房和城乡建设委员会, 北京市人民政府, 上海市人民政府, 上海证券报, 深圳政府在线, 国联证券研究所整理

2021年深圳的房地产价格走势变化与深圳2020年7月开始的持续性楼市收紧调控相关。2020年7月15日深圳住建局出台了《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，随后各项房地产调控的实施严厉打击楼市投机行为，使得深圳的房价得以维持一个较为稳定的水平。

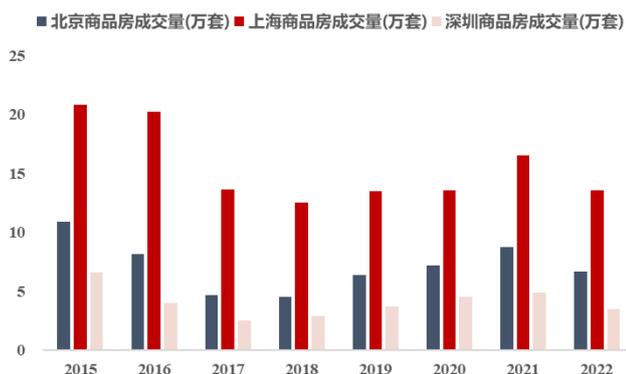
图表18：2020年7月-2021年7月深圳重点房地产政策

政策	出台部门	时间	主要内容
《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	深圳市住建局	2020/7/15	调整商品住房限购年限、完善差异化住房信贷措施、发挥税收调控作用、细化普通住房标准、加强热点楼盘销售管理、推行房屋抵押合同网签管理、加大二手房交易信息公开力度、严厉打击房地产市场违法违规行为
楼市调控“新八条”细则	深圳市住建局	2020/7/30	明确严控中介机构挂牌价格，对于挂牌价格明显高于所在楼盘合理成交价格的，中介机构不得受理并对外发布
《深圳市房地产市场监管办法（修订征求意见稿）》	深圳市司法局	2020/9/17	商品房预售政策调回疫情前水平，并且首次对现售做出要求，另外深圳市主管部门建立存量商品住房买卖的合理价格引导机制，定期发布全市商品住房项目合理成交价格
《关于进一步加强我市商品住房购房资格审查和管理的通知》	深圳市住建局	2021/1/23	严格审查购房人资格
《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》	深圳市住建局	2021/2/8	促进二手住房市场信息透明，理性交易，建立二手住房成交参考价格发布机制
		2021年5月	多家银行上调房贷利率
《关于进一步规范新商品住房和商品公寓销售价格指导工作的通知》	深圳市住建局	2021/5/20	预、现售商品住房和商务公寓的批准销售价格原则上不得超过上一年度至今同地段、同类型新房的网签价格
《深圳市城市更新未签约部分房屋征收规定（征求意见稿）》	深圳市规划和自然资源局	2021/7/30	区人民政府可以对未签约部分房屋实施征收

资料来源：深圳市住房和城乡建设局，深圳政府在线，深圳市司法局，国联证券研究所整理

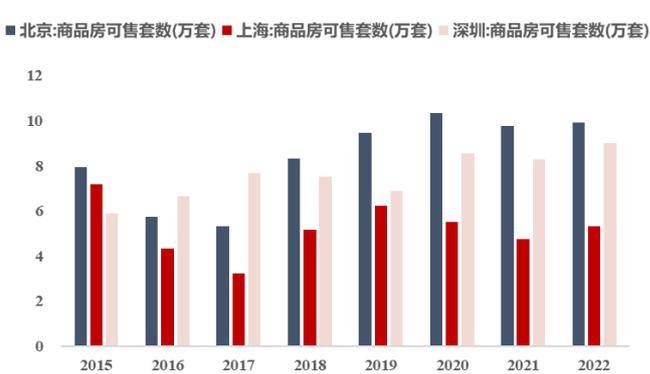
北京、上海和深圳商品房成交量较为稳定，2020-2022年北京和上海商品房屋库存较为稳定，深圳商品房屋库存上升。三个核心城市商品房成交量的走势一致，2015年成交量最高，上海成交20.87万套，北京成交10.89万套，深圳成交6.63万套，2017年和2018年成交量较低，之后呈现缓慢回升的趋势。从库存来看，2020年-2022年，北京商品房屋库存最多，上海商品房屋库存较少，两个城市的商品房屋库存较为稳定，深圳商品房屋库存持续上升。

图表19: 北京、上海、深圳商品房成交量(万套)



资料来源: WIND, 国联证券研究所

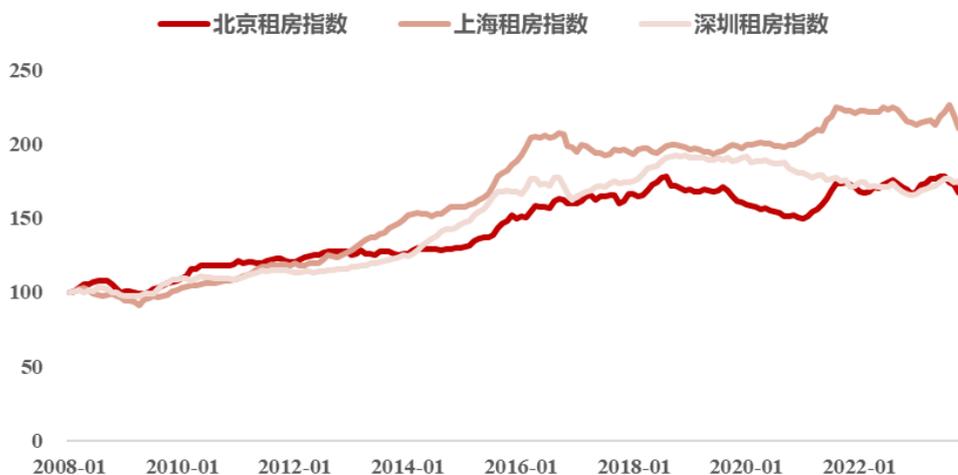
图表20: 北京、上海、深圳商品房库存(万套)



资料来源: WIND, 国联证券研究所

从租房数据来看,北京和上海的租房价格指数变化较为相似,深圳租房价格指数近两年呈现下降趋势。2014-2016年上海租房价格快速上涨,并在2016年初达到第一个顶峰,北京和深圳在2018年达到租房价格的顶峰。2018年之后北京和上海的租房价格变动趋势较为相似,都在2020年末开始有一个较快的增长,并都在2021年中旬达到第二次的顶峰。

图表21: 北京、上海和深圳租房价格指数

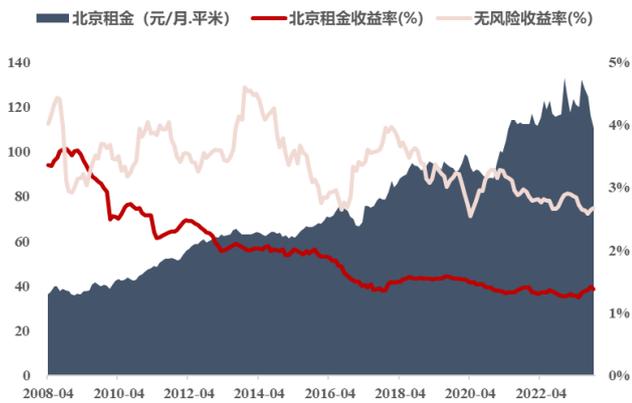


资料来源: WIND, 国联证券研究所测算

注: 假设2008年1月房租指数=100, 反映不同时间房租对2008年1月房租的变动幅度

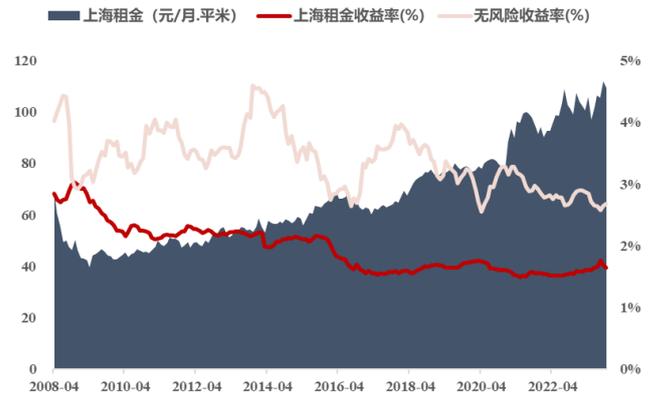
北京、上海和深圳的二手房租金收益率持续走低,远低于无风险利率,二手房的租房供给量在长期下降后有缓慢上升的趋势。基于中原地产二手房租金收益率数据,从2008年至今,北京租金收益率从3.36%下降至1.18%,上海租金收益率从2.84%降至1.64%,深圳租金收益率从3.53%降至1.46%。从2009年开始,3个城市的租金收益率始终低于无风险收益率,截至2023年10月,租金收益率比无风险收益率大约低一个百分点。从租房供给量来看,北京在2015年7月达到最大值为24.42万套,上海在2017年2月达到最大值为30.40万套,深圳在2015年8月达到最大值为17.48万套。近五年三个城市的租房供给量长期走低,每月供给量均在10万套以下,2022年下半年开始三个城市的二手房租房供给量在缓慢上升。

图表22: 北京二手房租金及租金收益率



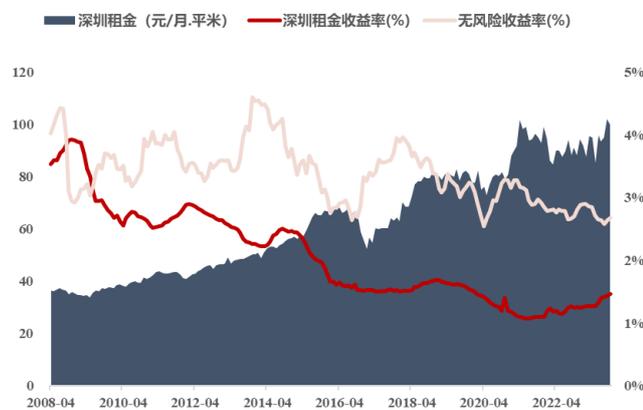
资料来源: 中国房价行情 creprice.cn, 中原地产, WIND, 国联证券研究所
注: 无风险利率为 10 年期国债利率

图表23: 上海二手房租金及租金收益率



资料来源: 中国房价行情 creprice.cn, 中原地产, WIND, 国联证券研究所
注: 无风险利率为 10 年期国债利率

图表24: 深圳二手房租金及租金收益率



资料来源: 中国房价行情 creprice.cn, 中原地产, WIND, 国联证券研究所
注: 无风险利率为 10 年期国债利率

图表25: 北京、上海和深圳二手房租赁供给量 (万套)



资料来源: 中国房价行情 creprice.cn, 国联证券研究所

2.1.2 东京

从购房数据来看, 东京房价指数持续上涨。2002-2023 年, 日本房价指数变化幅度较小, 总体呈现先跌后涨的走势, CARG 为 0.17%, 东京房价指数总体呈现上涨趋势, CAGR 为 1.78%。东京房价在 2005-2008 年快速上涨, 受到次贷危机的影响 2008-2010 年房价快速下跌。2012 年安倍再次当选首相后推行“安倍经济学”, 通过激进货币政策、灵活财政政策和结构性改革实现宏观经济回暖, 同年日本房价反弹, 东京房价上涨速度加快。

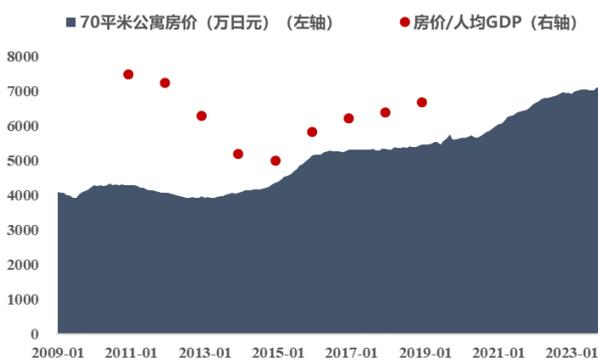
图表26：东京和日本平均房价指数



资料来源：FRED, 日本不动产研究所, 国联证券研究所测算
注：假设 2002 年 1 月房价指数=100, 反映不同时间房价对 2002 年 1 月房价的变动幅度

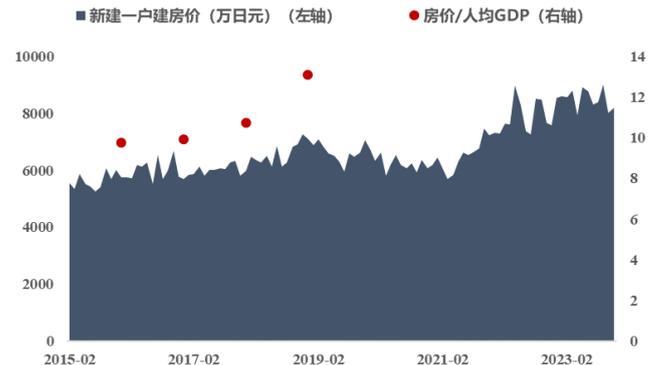
东京公寓与人均 GDP 比先下降后上升, 新建一户建与人均 GDP 比持续上升。2015 年 11 月东京 70 平米公寓的平均房价为 5063 万日元, 2023 年 11 月的平均房价为 7136 万日元, 8 年 CAGR 为 4.38%; 2015 年 11 月东京新建一户建平均房价为 6029 万日元, 2023 年 11 月平均房价为 8082 万日元, 8 年 CAGR 为 3.92%。从房价与人均 GDP 比来看, 东京公寓价格与人均 GDP 比先下降, 在 2014 年达到最低点为 7.52, 后持续上升, 2018 年该比例为 10.03; 东京新建一户建价格与人均 GDP 比从 2015 年起持续上升, 2018 年该比例为 13.10。

图表27：东京 70 平米公寓房价与人均 GDP 比



资料来源：OECD, TOKYO KANTEI, 国联证券研究所测算

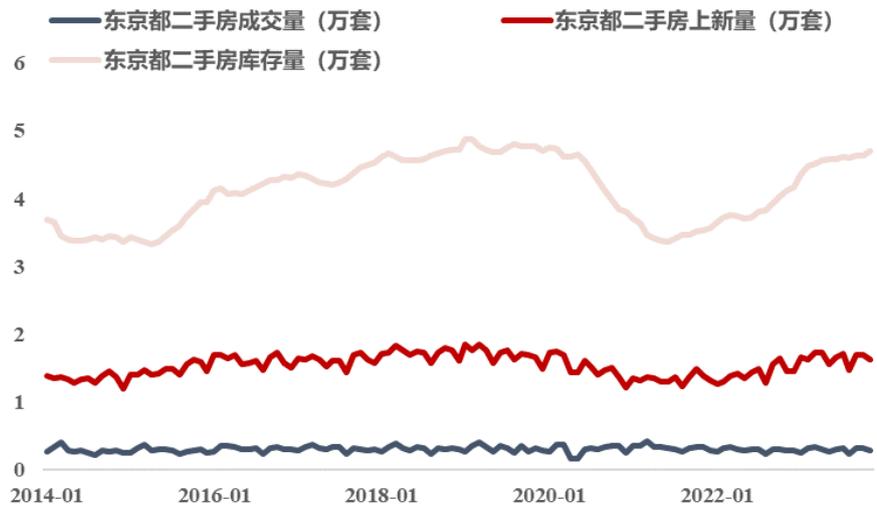
图表28：东京新建一户建与人均 GDP 比



资料来源：OECD, TOKYO KANTEI, 国联证券研究所测算

东京都二手房成交量较为稳定、二手房库存量呈现上升趋势。2014-2023 年东京都的二手房成交量较为稳定, 月交易量维持在 3000 套左右; 二手房上新量维持在一个较为稳定的数量, 月上新量维持在 15000 套左右; 二手房库存量波动较大, 2019 年 1 月达到峰值为 48796 套, 2020 年 5 月开始库存迅速减少, 2021 年 4 月达到底部 34184 为套, 之后二手房库存开始逐步上升。

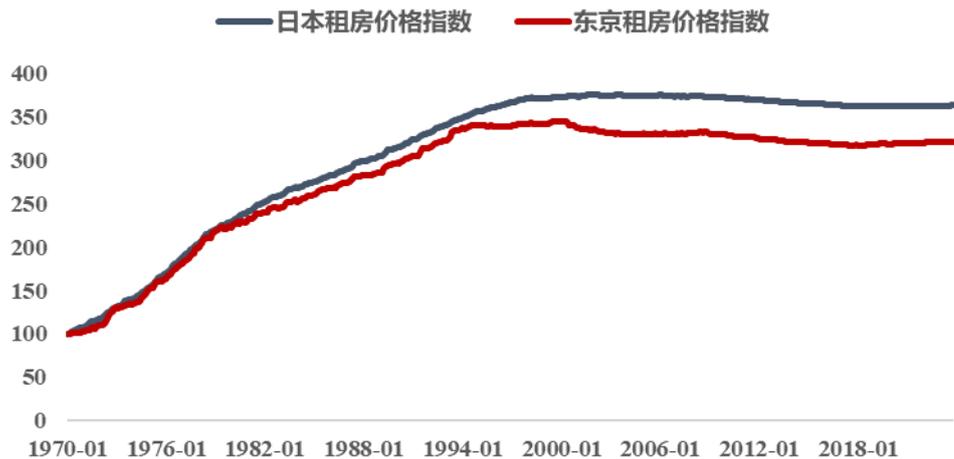
图表29：东京都二手房成交量、上新量和库存（万套）



资料来源：东日本不动产流通机构，国联证券研究所

从租房数据来看，东京租房价格指数在1994年之前保持较高的增速，1999年之后租房价格较为稳定。1970年至2023年东京和日本平均租房价格指数的走势一致，日本平均租房价格指数涨幅略大于东京，1999年房价达到高点后租房价格保持平稳状态。由于日本租房法律的约束，如果房东想要涨租金，需要得到租客同意才行；同时，如果租客按时交租，房东也不能驱赶租客，因此日本租房价格得以长期保持在一个稳定的状态。

图表30：东京和日本平均租房价格指数

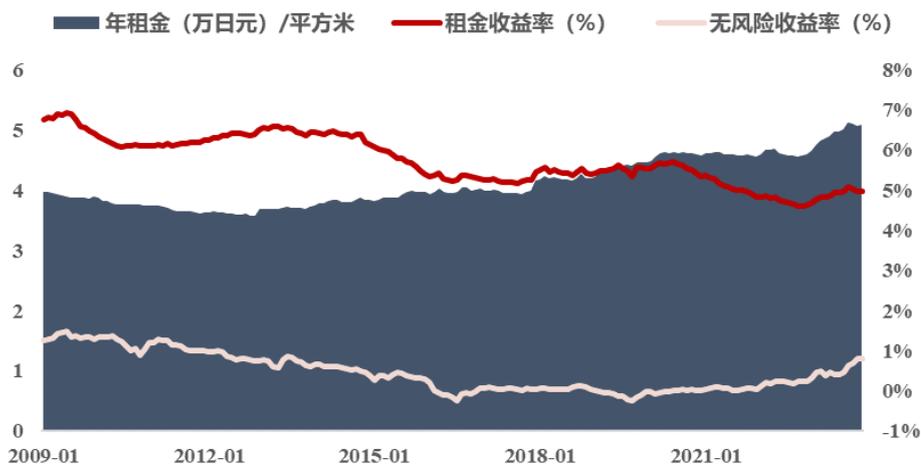


资料来源：总务省统计局，国联证券研究所测算

注：假设1970年1月租房价格指数=100，反映不同时间租房价格对1970年1月租房价格的变动幅度

东京公寓租金收益率呈现下降趋势，且始终远高于无风险收益。东京公寓租金增长缓慢，2009年11月每平方米年租金为3.86万日元，2023年11月每平方米年租金为5.08万日元，CAGR为1.97%。从租金收益率来看，2009年至今租金收益率持续下降，2009年1月租金收益率为6.77%，2023年11月租金收益率为4.99%。日本十年国债利率较低，多年维持在-1%到1%之间，对比来看东京公寓的租金收益率始终远高于无风险收益率。

图表31：东京公寓年租金以及租金收益率



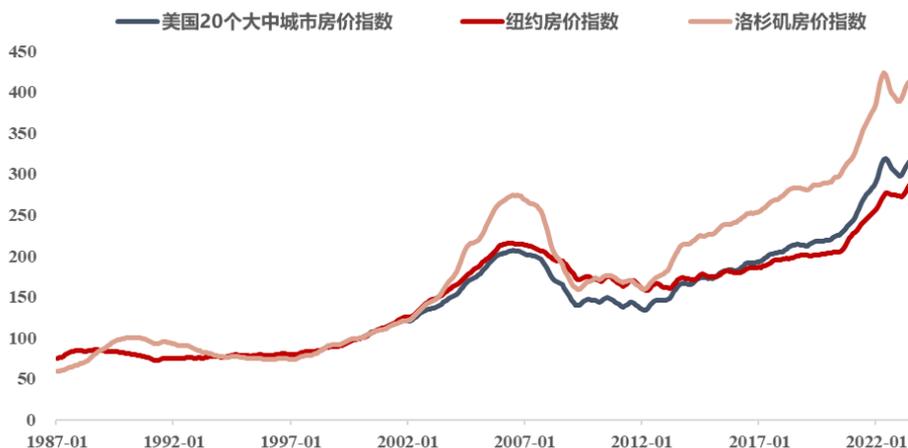
资料来源：TOKYO KANTEI, WIND, 国联证券研究所测算

注：租金收益率=每平方米公寓年租金/单位面积房价；无风险利率为10年期国债利率

2.1.3 纽约、洛杉矶

从购房数据来看，洛杉矶房价指数弹性较大，房价增速大于纽约。美国20大中城市的平均房价、纽约房价以及洛杉矶房价都在2009年下跌至2003年的水平，之后持续上涨。洛杉矶房价指数弹性最大，上涨和下跌速度远高于美国20大中城市的平均水平。纽约房价较为平稳，指数波动较小，2009-2023年房价指数上涨速度略小于美国20大中城市的平均水平。

图表32：纽约、洛杉矶和美国20大中城市房价指数

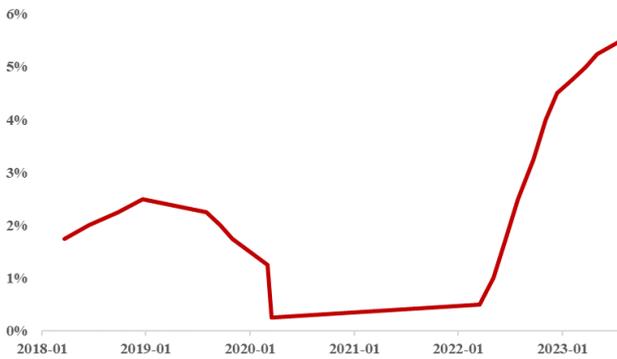


资料来源：S&P Dow Jones Indices LLC, FRED, WIND, 国联证券研究所测算

注：假设2000年1月房价指数=100，反映不同时间房价对2000年1月房价的变动幅度

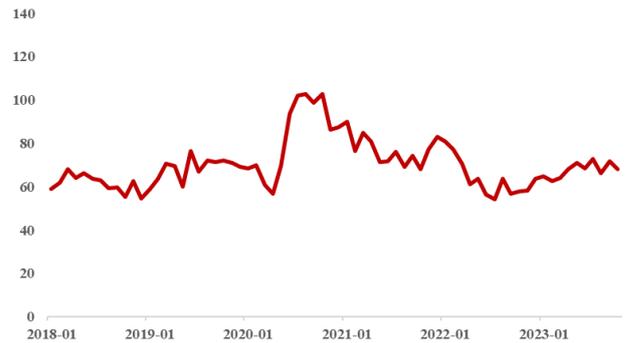
美联储的量化宽松政策是2020-2022年美国房价快速增长的原因。2020年初至2022年第一季度美联储低利率刺激消费，带动了房地产销量的增加。2020年4月美国房屋销售量为56.9万套，2020年7月房屋销售量增加至101.9万套，因此房价在此期间迅速抬升，2022年随着美联储加息和房屋销售量的下降，美国房价也有所下跌。

图表33: 美联储基金目标利率



资料来源: WIND, 国联证券研究所

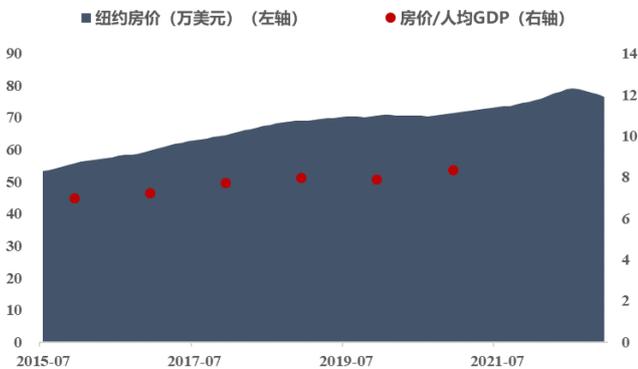
图表34: 美国房屋销售量 (万套)



资料来源: U.S. Bureau of Labor Statistics, FRED, 国联证券研究所

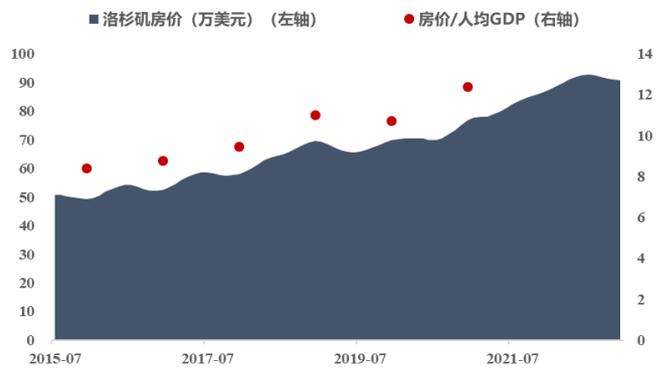
从房价与人均 GDP 比来看, 纽约房价负担较为平稳, 洛杉矶房价负担持续上升。从 2015 年至今, 纽约房价呈现缓慢增长趋势, 洛杉矶房价增长速度较快, 2020 年 9 月洛杉矶平均房价超过纽约, 2022 年 12 月, 纽约平均房价为 76.58 万美元, 洛杉矶平均房价为 90.80 万美元。从房价与人均 GDP 比来看, 2015 年-2020 年, 纽约和洛杉矶该比例持续上升, 纽约房价与人均 GDP 比较小, 2020 年该比例为 8.32; 洛杉矶房价与人均 GDP 比较大, 2020 年该比例为 12.38。

图表35: 纽约房价与人均 GDP 比



资料来源: WIND, Zillow, 国联证券研究所

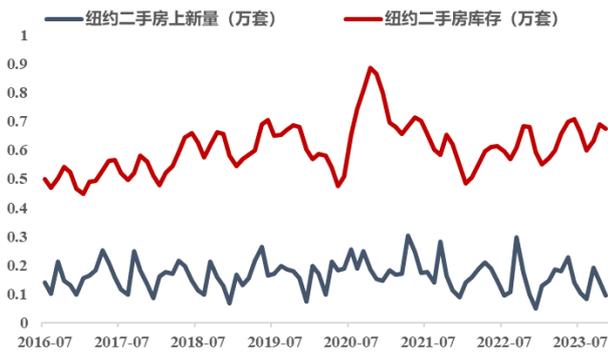
图表36: 洛杉矶房价与人均 GDP 比



资料来源: WIND, Zillow, 国联证券研究所

纽约二手房库存呈上升趋势, 洛杉矶二手房库存呈下降趋势。纽约二手房库存量较小, 二手房上新量保持在每月 1000-2000 套, 二手房库存波动上升。洛杉矶二手房库存量约为纽约的 2-3 倍, 二手房上新量保持在每个月 4000-6000 套, 二手房库存整体呈现下降趋势。

图表37：纽约二手房上新量及库存（万套）



资料来源：realtor.com，国联证券研究所

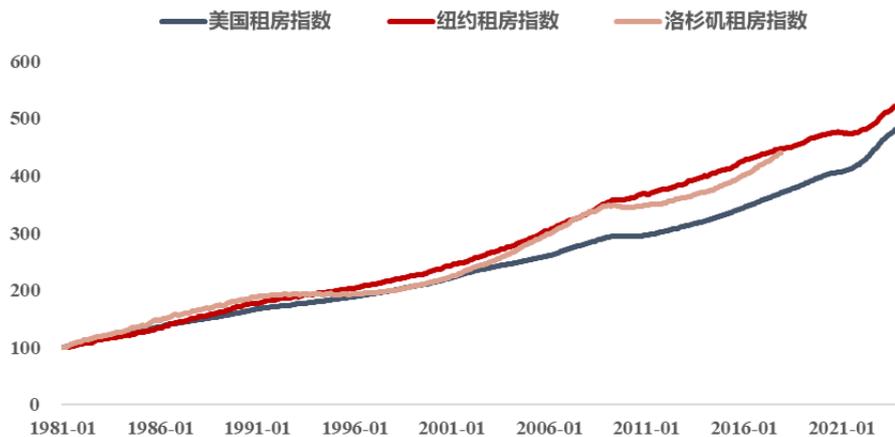
图表38：洛杉矶二手房上新量及库存（万套）



资料来源：realtor.com，国联证券研究所

从租房数据来看，纽约和洛杉矶租房价格持续上升且增速稳定。不同于房价的涨跌变动，美国租房价格的走势在次贷危机中没有收到较大的影响，1981年至2023年始终呈现上涨的态势。纽约和洛杉矶房租价格走势较为统一，高于美国整体的租房价格指数增速。2023年10月，美国整体的租房价格是1981年1月的4.80倍，纽约的租房价格是1981年1月的5.22倍，洛杉矶2017年12月的租房价格是1981年1月的4.40倍。

图表39：纽约、洛杉矶和美国平均租房价格指数



资料来源：U.S. Bureau of Labor Statistics, FRED, 国联证券研究所测算

注：假设1981年1月租房价格指数=100，反映不同时间租房价格对1981年1月租房价格的变动幅度

纽约租房价格高于洛杉矶，租金收益率先下降后上升且始终高于无风险利率，洛杉矶租金收益率持续下降，2023年租金收益率低于无风险利率。2015年7月纽约租房平均年租金为3.30万美元，2023年7月为4.27万美元，8年CAGR为3.29%；2015年7月洛杉矶租房平均租金为2.39万美元，2023年7月为3.45万美元，8年CAGR为4.70%。从租金收益率来看，纽约租金收益率先下降后上升，2021年1月租金收益率最低为4.28%，2023年10月租金收益率为5.80%；洛杉矶租金收益率呈现波动下降趋势，2023年10月租金收益率为3.73%。随着美联储连续加息，2020年-2023年美国无风险收益率持续上升，2023年8月洛杉矶租金收益率首次低于无风险收益率。

图表40：纽约租房年租金及租金收益率



资料来源：Zillow, WIND, 国联证券研究所
注：租金收益率=年租金/房价；无风险利率为10年期国债利率

图表41：洛杉矶租房年租金及租金收益率

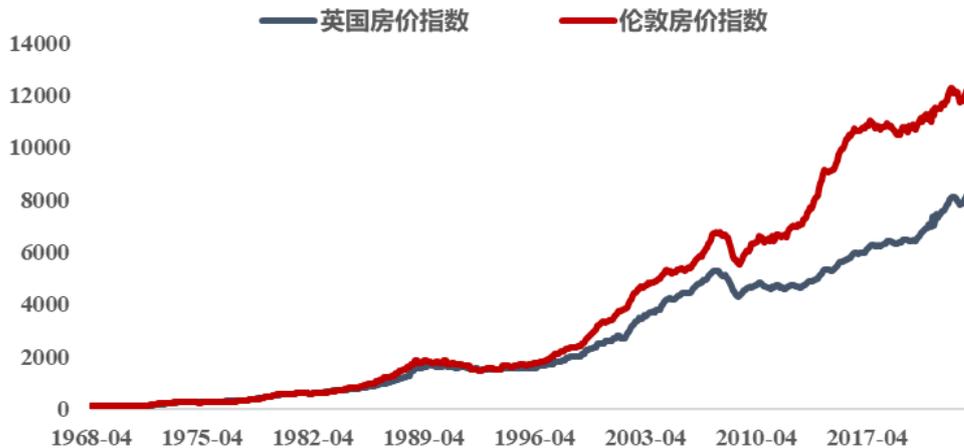


资料来源：Zillow, WIND, 国联证券研究所
注：租金收益率=年租金/房价；无风险利率为10年期国债利率

2.1.4 伦敦

从购房数据来看，伦敦房价指数从二十一世纪起增速超过英国平均水平。二十一世纪之前伦敦和英国平均房价指数增速较为一致，二十一世纪后伦敦房价指数增速远高于英国平均房价增速，随着时间的推移两者差距越来越大。

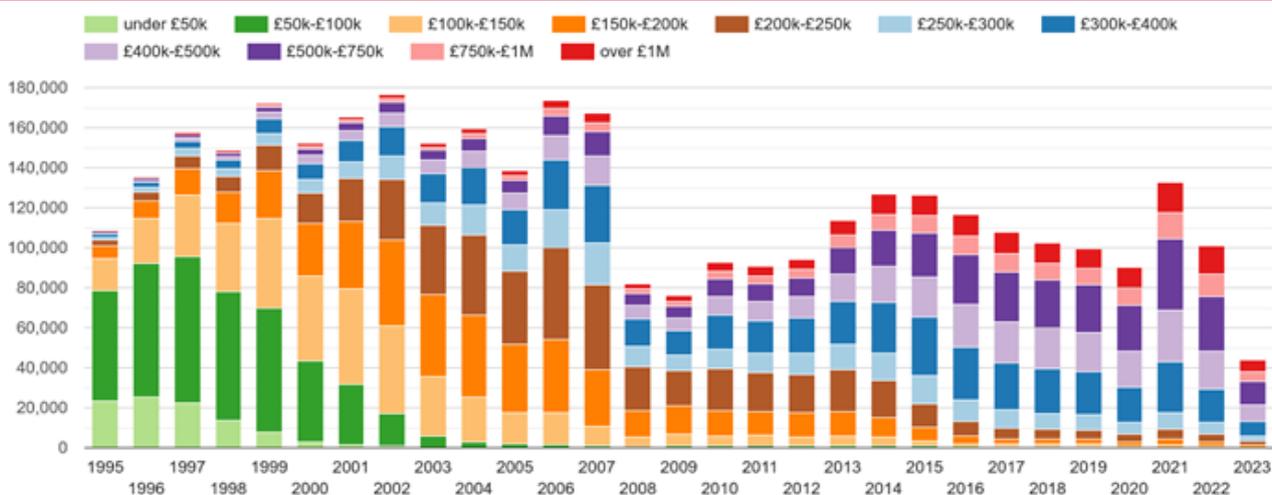
图表42：伦敦和英国平均房价指数



资料来源：英国土地登记处，国联证券研究所测算
注：假设1968年4月房价指数=100，反映不同时间房价对1968年4月房价的变动幅度

伦敦房屋销售量在2008年断崖式下跌，之后维持在每年十万套左右。1996-2007年间伦敦年房屋销售量始终超过十二万套，2008年房屋销售量仅有八万套左右，2009-2015年房屋销售量持续上升超过十二万套后开始了连续五年的销量下滑，2008年之后，伦敦年房屋销售量维持在十万套左右。

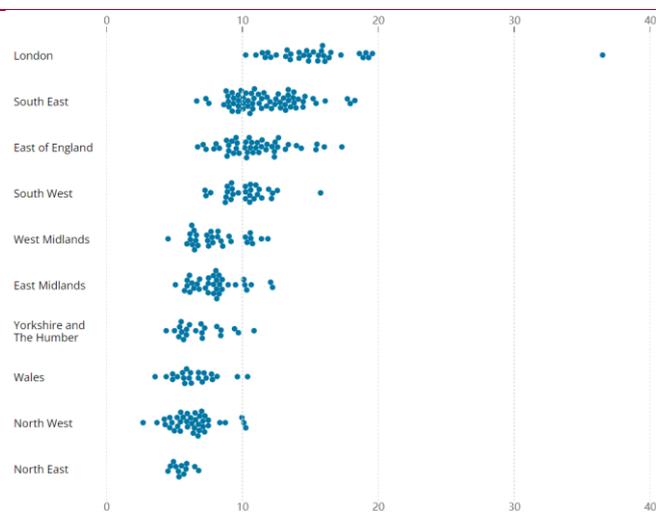
图表43：1995-2022年伦敦房屋销售量（套）



资料来源：plumplot，国联证券研究所

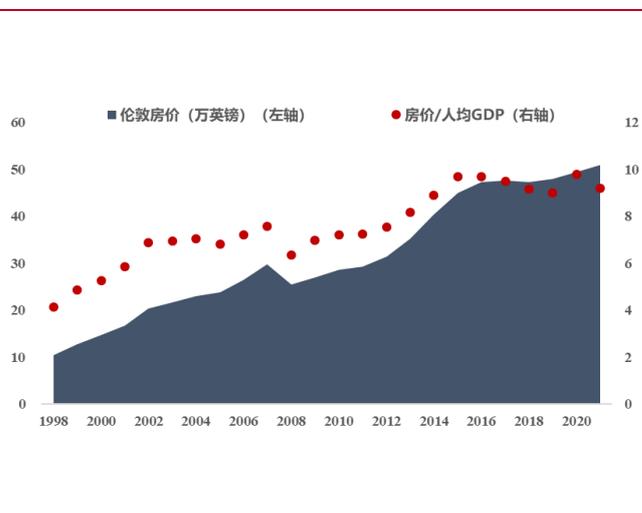
伦敦房价与年收入比率高于英国其他地区，房价与人均GDP比呈现上升趋势。2021年伦敦所有区域的房价与人均年收入比都超过10，其中肯辛顿-切尔西区该比例最高为36.52。从房价与人均GDP比来看，1998-2022年伦敦房价与人均GDP比持续上升，从1998年的4.12上升至2022年的9.19，CAGR为3.55%。

图表44：2021年英国不同地区房价与年收入比



资料来源：英国国家统计局，国联证券研究所

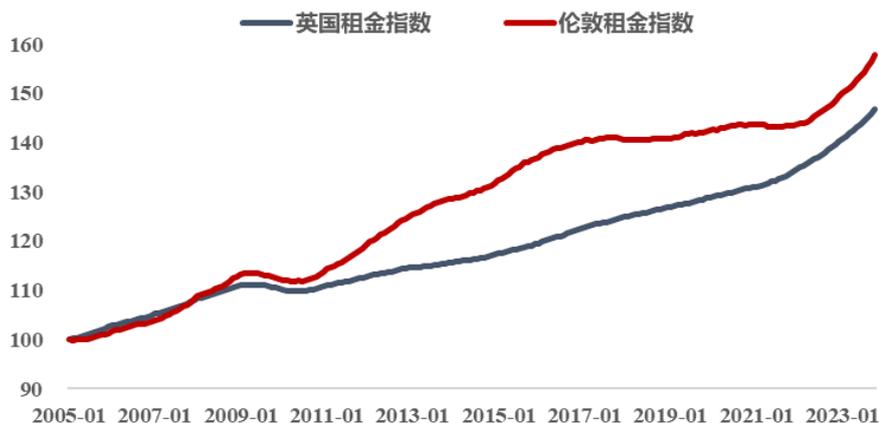
图表45：伦敦房价与人均GDP比



资料来源：英国土地登记处，英国国家统计局，国联证券研究所测算

从租房数据来看，伦敦私人住宅租金指数持续上升，增速略高于英国平均私人住宅租金指数。2023年伦敦租金指数为150.00，是2005年的1.50倍，英国平均私人住宅租金指数为140.10，是2005年的1.40倍。与房价指数不同，伦敦私人住宅租金在过去18年间始终稳定上涨。

图表46：伦敦和英国平均私人住宅租金价格指数



资料来源：英国国家统计局，国联证券研究所测算

注：假设2005年1月租房价格指数=100，反映不同时间租房价格对2005年1月租房价格的变动幅度

伦敦联排租房收益率持续下降，2023年英国加息使得租房收益率低于无风险收益率。2005年10月伦敦联排房屋年租金为1.68万美元，2023年10月伦敦联排房屋平均年租金为2.63万英镑，CAGR为2.51%。从租金收益率来看，伦敦联排房屋的租金收益率呈现下降趋势，2005年1月租金收益率为7.23%，2023年10月租金收益率为4.67%。2021年12月起，英国进行了14次加息，十年期国债利率不断上升，2023年7月无风险收益率超过伦敦联排房屋的租金收益率。

图表47：伦敦联排房屋年租金及租金收益率



资料来源：英国土地登记处，英国国家统计局，Homelet，WIND，国联证券研究所测算

注：租金收益率=年租金/房价；无风险利率为10年期国债利率

2.2 核心城市住房情况横向对比

东亚国家核心城市房价负担压力较大，住房抵押贷款占家庭可支配收入比例较高。在选取的核心城市中，根据NUMBEO的统计数据，在过去的18个月内，东亚国家的房价与家庭可支配收入比较高，北京、上海、深圳和香港该比例超过40，美国房价与家庭可支配收入比较低，纽约和洛杉矶该比例小于10。住房抵押贷款占家庭可

支配收入比的高低和房价与家庭可支配收入比较为一致，北京、上海、深圳和香港该比例超过 250%。

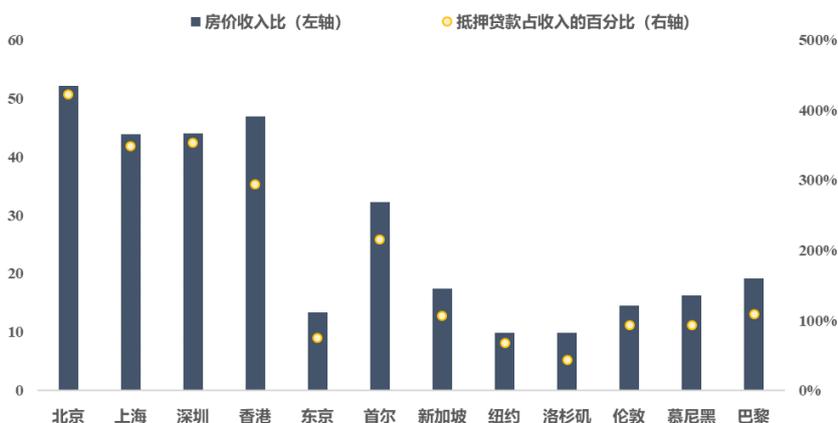
图表48：核心城市家庭可支配收入

城市	家庭可支配收入 (万美元)	城市	家庭可支配收入 (万美元)	城市	家庭可支配收入 (万美元)	城市	家庭可支配收入 (万美元)
北京	3.104208	上海	2.572668	深圳	2.834496	香港	6.222456
东京	4.881438	首尔	5.682474	新加坡	9.36108	纽约	12.381318
洛杉矶	10.906398	伦敦	7.223328	慕尼黑	7.083918	巴黎	5.169906

资料来源：NUMBEO，国联证券研究所

注：NUMBEO 中家庭可支配收入 = 1.5 * 平均净工资（50% 是假设的女性在劳动力中的百分比）

图表49：中国和韩国核心城市家庭的住房负担较大

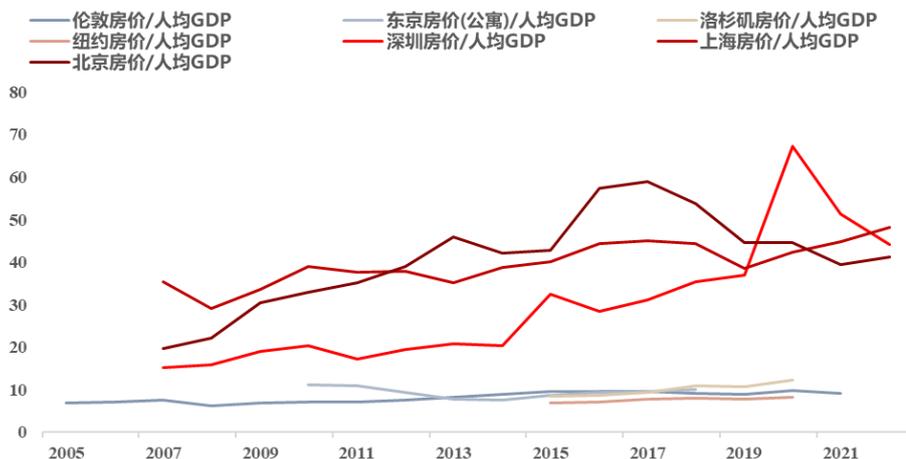


资料来源：NUMBEO，国联证券研究所

注：2022 年 6 月-2023 年 11 月核心城市房价与家庭可支配收入比（左轴）、住房抵押贷款占收入比（右轴）。收入为家庭可支配收入；房价收入比是总房价与家庭每年可支配收入的比率；抵押贷款占收入的百分比是抵押贷款的实际每月成本与每月家庭可支配收入的比率

随着时间推移，发达国家核心城市房价与人均 GDP 比较为平稳，发展中国家该比例呈现上升趋势。纽约、洛杉矶、东京和伦敦房价与人均 GDP 比为 10 左右，且随着时间几乎不变。北京、上海和深圳的房价与人均 GDP 比较大，且随着时间推移呈现上升趋势。

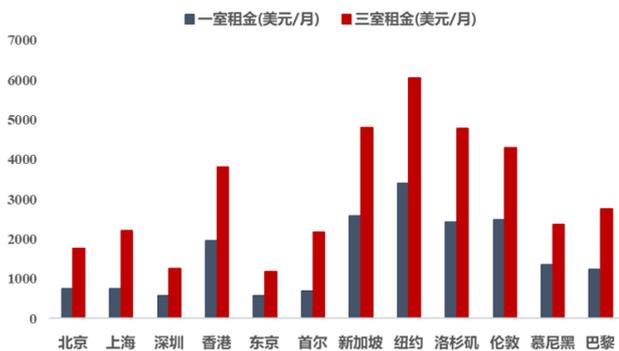
图表50：核心城市房价与人均 GDP 比



资料来源：中国房价行情 creprice.cn, WIND, OECD, TOKYO KANTEI, Zillow, 英国土地登记处, 英国国家统计局, 国联证券研究所测算

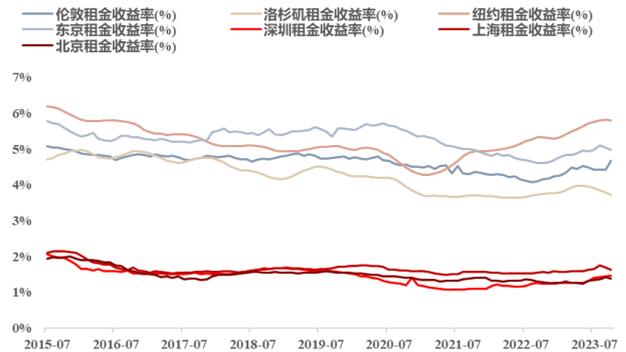
不同国家核心城市租金价格差距大，发达国家核心城市的租金收益率较高。从平均租金水平来看，过去 18 个月纽约三室每月平均租金高达 6050.14 美元，东京三室平均月租金仅为 1178.70 美元，两者相差 4 倍左右。从租金收益率来看，大部分国家核心城市的租金收益率呈现下降趋势，但发达国家核心城市的租金收益率较高，2015 年 7 月-2023 年 10 月，发达国家的租金收益率大多在 4%-5%，中国的三个核心城市租金收益率较低，租金收益率长期维持在 1%-2% 的区间。

图表51：核心城市月租金（美元/月）



资料来源：NUMBEO，国联证券研究所
注：数据统计时间段为 2022 年 6 月-2023 年 11 月

图表52：核心城市租金收益率



资料来源：中国房价行情 creprice.cn，中原地产，WIND，TOKYO KANTEI，U.S. Bureau of Labor Statistics，Zillow，英国土地登记处，英国国家统计局，Homelet，国联证券研究所测算

2.3 小结

核心城市的房价与人口和城市化发展相匹配，房价下调后反弹速度高于平均水平且具有持续走高的趋势。1) 长期来看核心城市的房价在人口持续流入的情况下总体保持一个较为稳定的上涨速度。2) 核心城市的房价走势与全国平均房价走势是相似的，但是房价调整到低点后，核心城市的房价反弹力度更大，上涨速度更快，会在较短时间内到达更高的价格。3) 从较长的时间尺度看，核心城市房价会与全国平均房价的差距越来越大。

核心城市平均房价负担总体呈现上升态势或平稳态势，很少有长期持续下降的情况。1) 从房价与人均 GDP 比来看，发达国家核心城市的房价与人均 GDP 比大多维持在 10 左右，且随时间变化不大，中国核心城市房价与人均 GDP 比较大，且随着时间推移呈现上升趋势。2) 东亚国家的房价与家庭可支配收入比普遍较高，且住房抵押贷款与收入比较高。

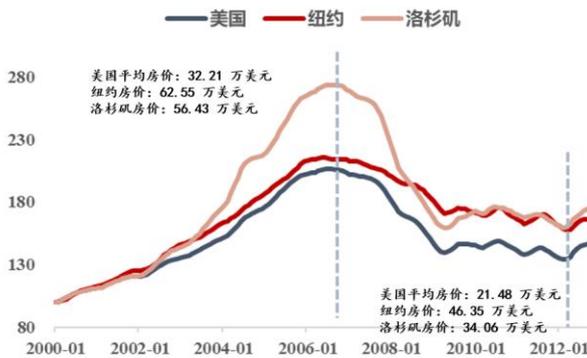
核心城市租金上涨平稳，受房价下调的影响较小；与其他核心城市不同的是，中国核心城市租金收益率低于无风险收益率。1) 不同于房价具有明显的上涨和下跌的波动，核心城市的租金大多保持一个较为稳定的增速持续增长。2) 核心城市的租金上涨速度普遍略高于全国平均租金上涨速度。3) 中国核心城市租金收益率低于无风险收益率，与其他国家核心城市的情况有着较大的差异。

3. 房地产健康稳定发展是经济稳健增长的重要动力

3.1 房地产浪潮中房价最大跌幅在 30%左右

房地产浪潮的下降过程中，核心城市房价跌幅与全国平均水平较为统一。从美国、英国以及两国的核心城市房价指数变化可以看到，核心城市的房价变动方向和时间与国家平均水平相吻合。从跌幅来看，2007 年 1 月-2012 年 1 月，美国平均房价跌幅为 33.30%，纽约房价跌幅为 25.89%，洛杉矶房价跌幅为 39.63%。2007 年 9 月-2009 年 4 月，英国平均房价跌幅为 17.99%，伦敦房价跌幅为 17.79%。

图表53：2007-2021 年美国及核心城市房价下跌约 1/3



资料来源：S&P Dow Jones Indices LLC, FRED, 国联证券研究所测算
注：假设 2000 年 1 月房价指数=100，反映不同时间房价对 2000 年 1 月房价的变动幅度

图表54：2007-2009 年英国及伦敦房价下跌约 17%



资料来源：英国土地登记处, 英国国家统计局, 国联证券研究所测算
注：假设 2006 年 1 月房价指数=100，反映不同时间房价对 2006 年 1 月房价的变动幅度

各国房地产浪潮末期房价约为最高值的 70%。在前三段房地产浪潮的 18 次房地产泡沫中，有一半下跌幅度大于 30%，并且有一半下跌幅度在 20%-40%之间。所以，房地产浪潮末期房价大约为最高房价的 70%。由于核心城市与国家平均跌幅较为一致，因此核心城市房价跌幅也在 30%左右。

图表55：前三段房地产浪潮末期房价与最高房价比

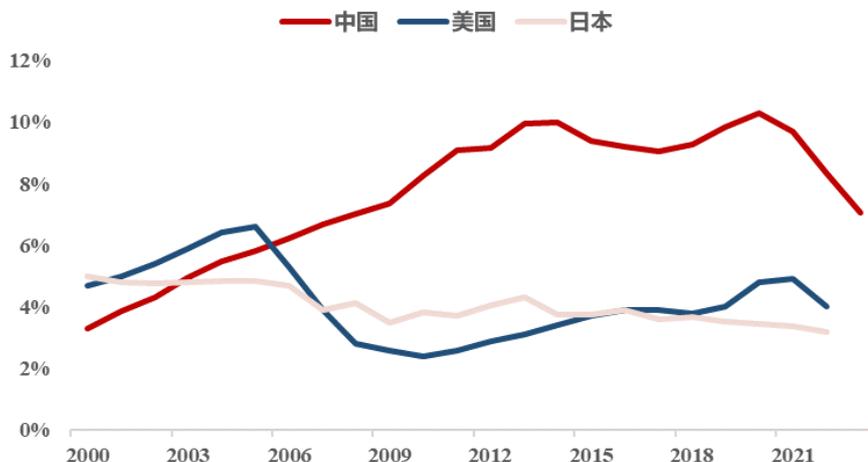
	美国	英国	日本	新西兰	俄罗斯	波兰	西班牙	丹麦	爱尔兰
第一段		70.56%	70.70%	59.76%			67.19%	67.21%	86.32%
第二段		73.54%	56.02%				83.85%	65.86%	
第三段	72.06%	79.86%		85.04%	63.70%	69.53%	57.64%	71.77%	47.97%

资料来源：OECD 实际房价指数, 国联证券研究所测算

美国和日本房地产投资占 GDP 比重近二十年呈现下降趋势，中国房地产投资占 GDP 比重先上升后下降。中国房地产投资占 GDP 比重在 2000-2014 年快速上升，从 3.31% 上涨到 10.00%，CAGR 为 8.22%，2015-2020 年该比重较为平稳，2021 年开始下降，2023 年该比重为 7.07%。美国房地产投资占 GDP 比重先上升后快速下降，主要原因是二十一世纪初信贷宽松增加房地产需求，在经历次贷危机后房地产不断去泡沫使得房地产投资占 GDP 比重迅速下降，后续在经济修复过程中该比例平稳上升，在

上升至 4-5% 趋于平稳状态。相比起美国，日本 2000 年后房地产始终处于一个资产泡沫破裂后的经济持续修复的状态，房地产投资占 GDP 比重以平稳速度缓慢下降。

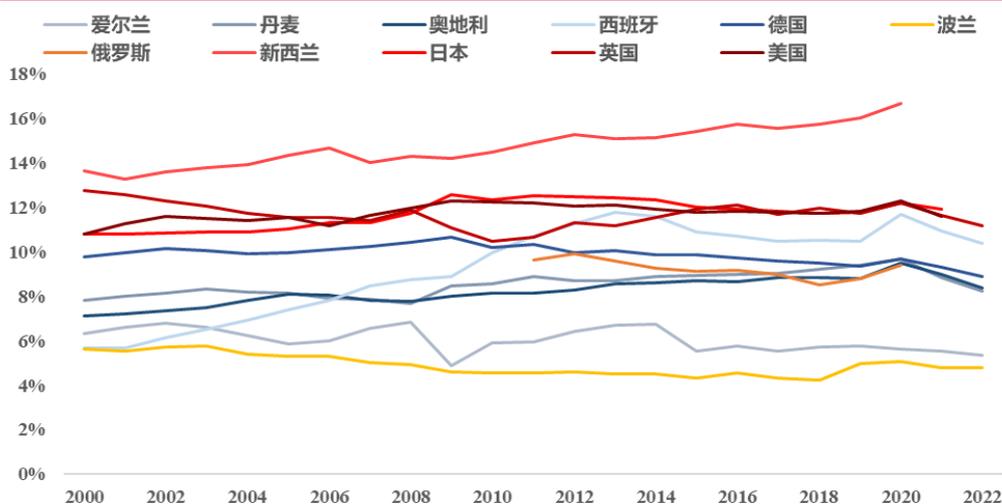
图表56：中国、美国和日本房地产投资占 GDP 比重



资料来源：WIND, FRED, 国联证券研究所

房地产业对经济贡献较高且较为稳定，房地产产业链的发展是经济增长的重要动力之一。美国、英国、日本等国家房地产业对 GDP 的贡献常年维持在 10% 以上，2021 年美国房地产业占 GDP 比重为 11.58%，英国为 11.65%，日本为 11.93%，新西兰 2020 年房地产占 GDP 比重高达 16.67%。德国、西班牙等西欧国家房地产业对 GDP 的贡献常年维持在 8% 以上，2021 年德国房地产业占 GDP 比重为 9.30%，西班牙为 10.95%，奥地利为 8.36%，丹麦为 8.24%。

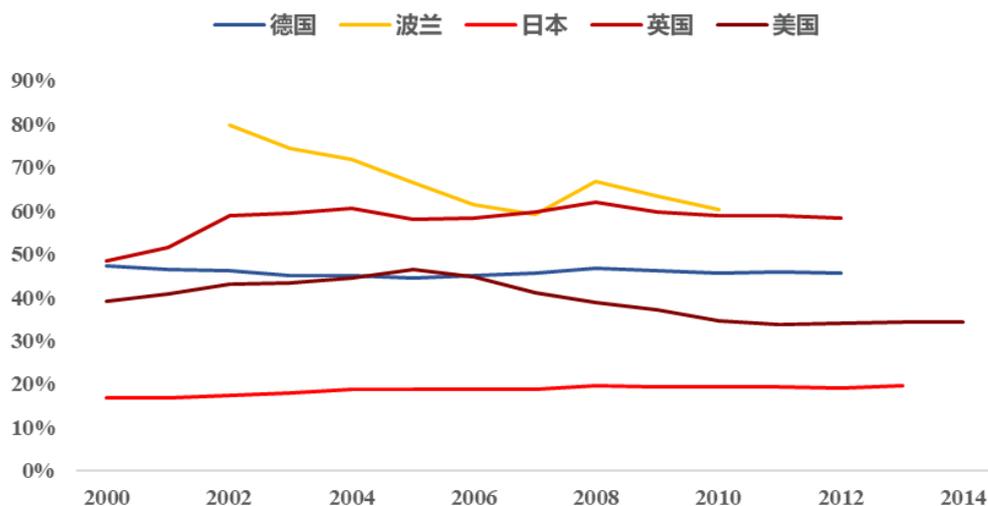
图表57：房地产业占 GDP 增加值比例



资料来源：OCED, 国联证券研究所测算

大部分国家房地产资产在家庭总资产中占比大，且随时间推移该比例较为平稳。除了日本，其他国家房地产占家庭总资产的比例均长期超过了 30%，其中美国房地产约占家庭总资产的 1/3，德国房地产约占家庭总资产的 1/2。

图表58：部分国家房地产占家庭总资产比例

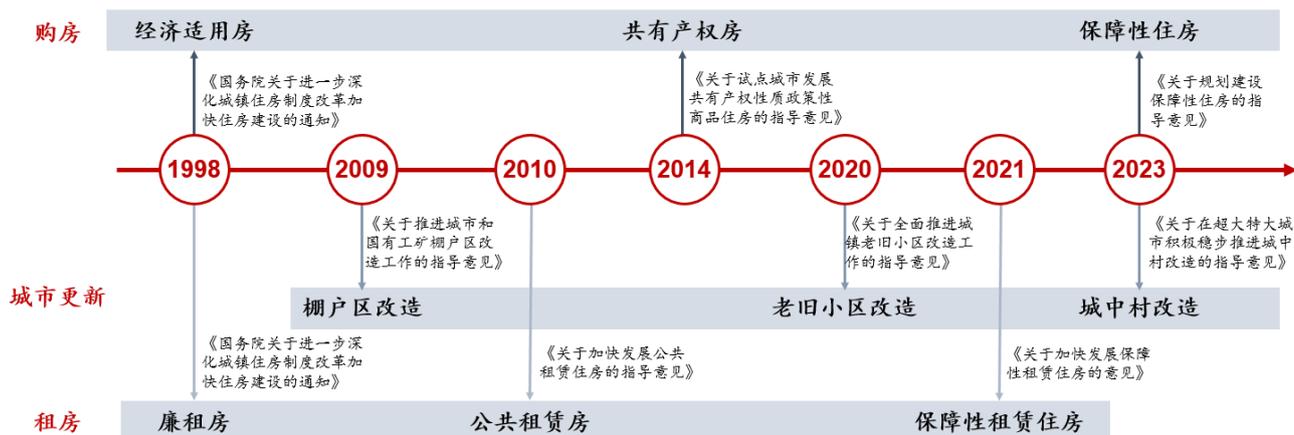


资料来源：OECD, 国联证券研究所测算

3.2 具备完善保障性住宅的国家：新加坡

中国保障房政策密集出台，更完善的保障房体系有望逐步落地。过去二十五年间，中央从购房、城市更新和租房角度不断提出房地产的保障性政策，且随着时间的推移，政策推出的速度也在不断加快。2023 年中央提出了房地产的“三大工程”：面向购房群体的“保障性住房”、面向城市更新的“城中村改造”以及提高城市人性的“平急两用”公共基础设施建设。

图表59：过去 25 年中国购房、城市更新和租房政策梳理



资料来源：中华人民共和国住房和城乡建设部，中国政府网，国联证券研究所整理

新加坡具备完善的公共住房政策，基本实现“居者有其屋”。新加坡超高的居民住房自有率得益于完善的保障性公共住房体系。新加坡的住房类型分为组屋、执行共管公寓、私人公寓和有地住宅，其中组屋作为最大规模的保障性住宅承载了大多数新加坡公民和永久居民的住房需求。1960 年建屋发展局成立，1964 年发布人民置业计

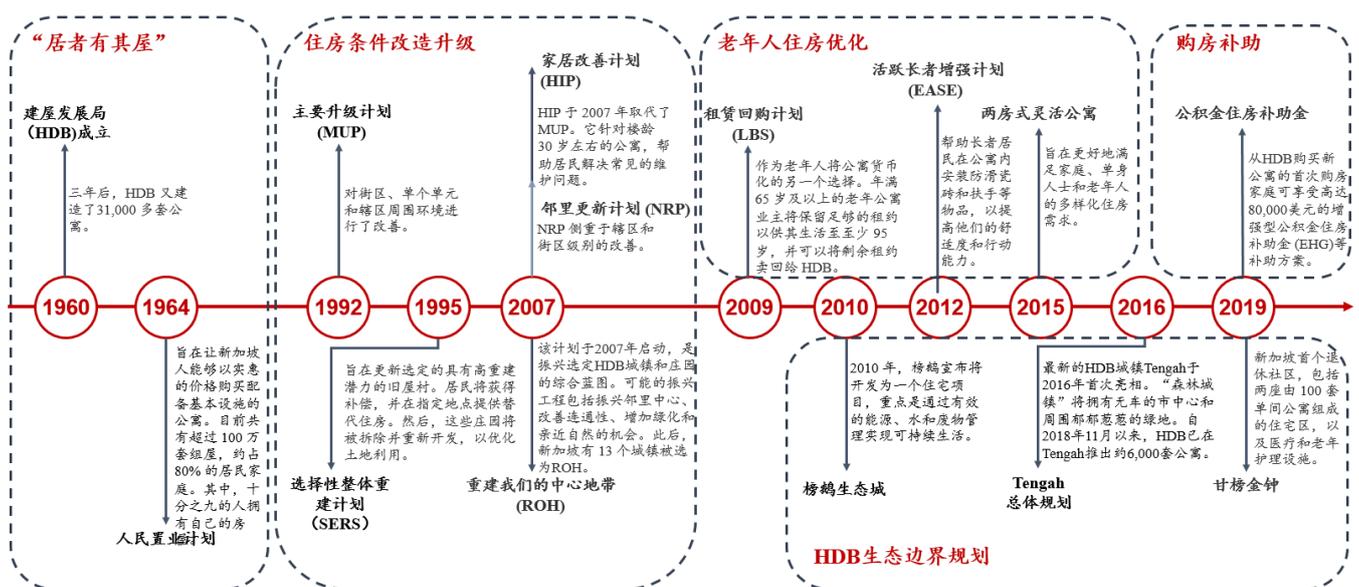
划，使得绝大多数家庭拥有了自己的房屋。二十世纪九十年代到二十一世纪初新加坡政府开始不断升级改造公共住房的居住条件，在改造基础的居住条件后又针对老年人、住宅生态和购房公积金等方面进行了进一步的改进，同时在质和量上保证居民的居住体验。

图表60：新加坡住房类型

房屋类型	土地类别	购入限制条件	转卖限制条件
组屋 (HDB)	公有	新加坡公民和新加坡永久居民，中低收入群体	居住满五年后可转售给新加坡公民和新加坡永久居民
执行共管公寓 (EC)	公私混合	新加坡公民家庭	住满五年以后部分私有化，可以转售给公民，PR 和外籍人士
私人公寓	私有	外籍人士、新加坡公民、新加坡永久居民 PR 都可以购买	无
有地住宅	私有	外籍人士可购买升涛湾别墅，不可购买优质洋房 GCB 和分层地契	与购入限制条件相同

资料来源：国联证券研究所整理

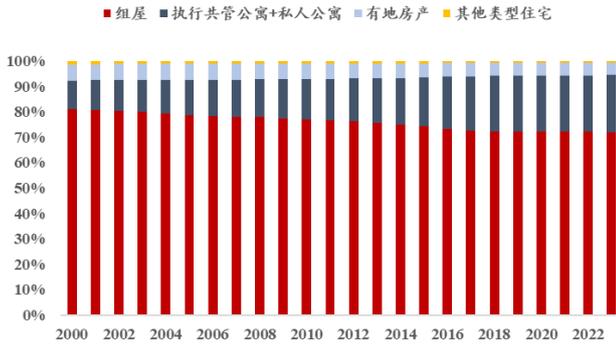
图表61：新加坡公共住房政策



资料来源：新加坡政府机构网站，国联证券研究所整理

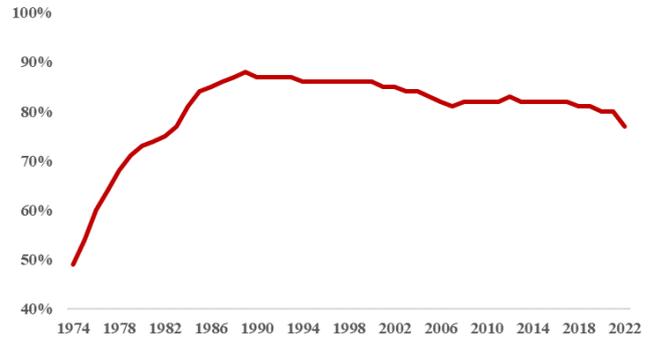
新加坡组屋占比超过 70%，约 80% 的人口居住在公有住宅中。新加坡房地产构成中占比最大的房屋类型是组屋，2000 年组屋数量占到所有房产数量的 81.10%，2022 年该比例下降到 71.99%；其次是共管公寓和住宅公寓，2000 年占比为 11.10%，2022 年该比例上升至 22.46%；有地房产以及其他类型住宅占比较小，2022 年占比不足 6%。从居住在公有住宅的人口占总人口的比例来看，1989 年新加坡住在共有住宅的人口比例为 88%，到 2022 年该比例下降至 77%。

图表62：新加坡各类房屋占比



资料来源：新加坡统计局，国联证券研究所

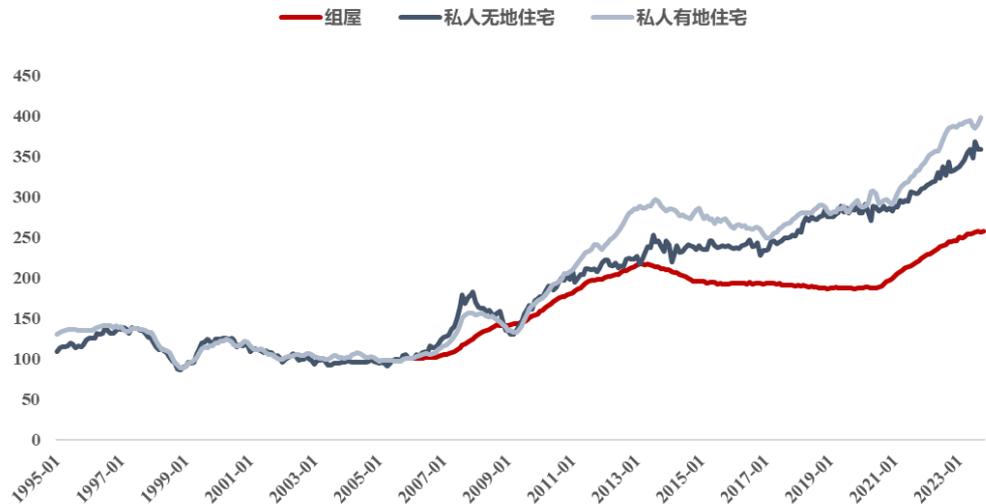
图表63：新加坡公有住宅人口占比



资料来源：新加坡统计局，国联证券研究所

从购房数据来看，新加坡保障性住房的价格比较稳定，商品房价格持续上涨。新加坡房价从 2005 年-2021 年上涨，组屋、私人无地住宅和私人有地住宅房价指数 5 年 CAGR 分别为 13.94%、12.16%和 15.74%，2011 年 12 月政府开始实施额外的卖家印花税后房价较为稳定，组屋房价呈现下降趋势，私人无地住宅和私人有地住宅房价缓慢上涨。2020 年政府采取宽松货币政策刺激消费，房价进行了下一轮的快速攀升，直至 2023 年 4 月政府提高额外印花税，房价增速才有了降低的趋势。

图表64：新加坡各类房产价格指数

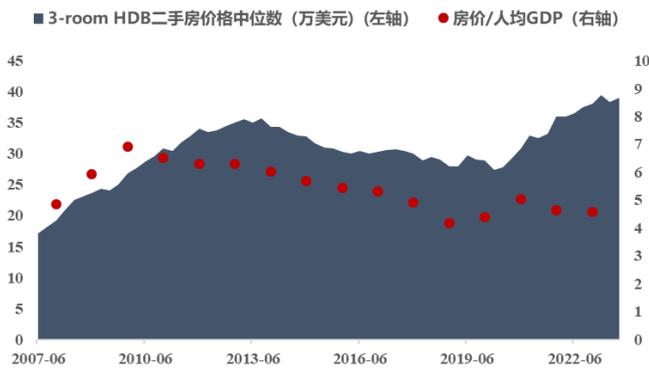


资料来源：SRX，国联证券研究所测算

注：假设 2016 年 1 月房价指数=100，反映不同时间房价对 2016 年 1 月房价的变动幅度

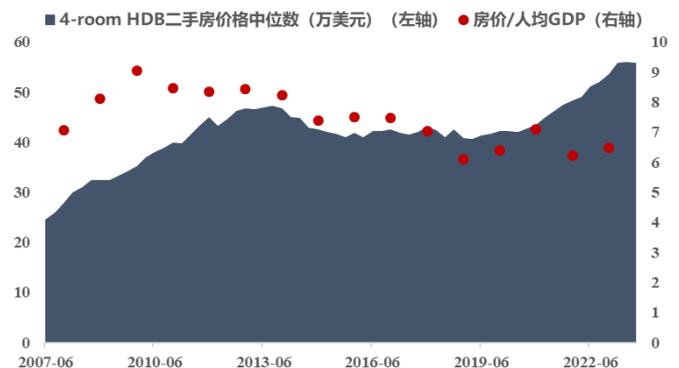
新加坡组屋购房负担较小，组屋房价与人均 GDP 比例呈现下降趋势。新加坡 3-room 和 4-room 的二手组屋房价变化较为一致，总体来说住房负担远小于其他核心城市。3-room 二手组屋房价与人均 GDP 比例在 2009 年达到峰值 6.91 后持续呈现下降趋势，2022 年该比例为 4.59；4-room 二手组屋房价与人均 GDP 比例同样在 2009 年达到峰值 9.04 后持续呈现下降趋势，2022 年该比例为 6.48。

图表65: 新加坡 3-room HDB 二手房价与人均 GDP 比



资料来源: WIND, 新加坡住建局, 国联证券研究所测算

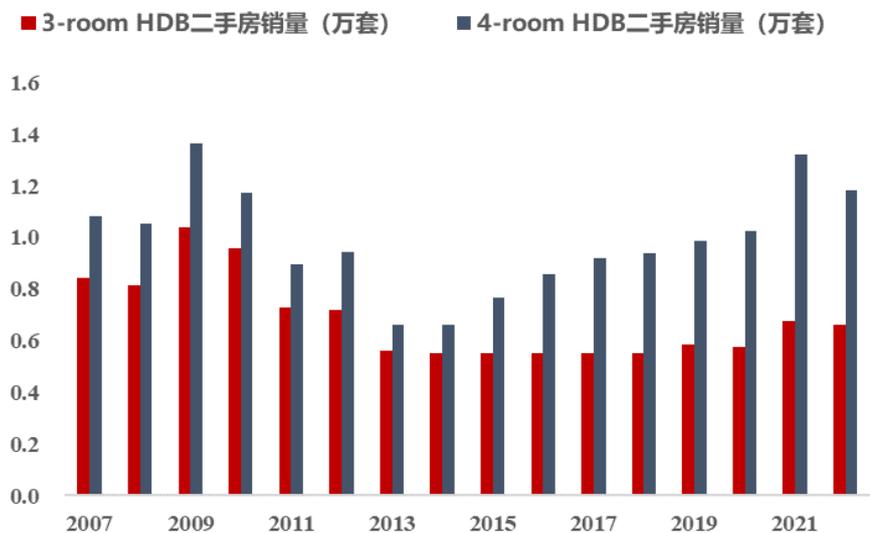
图表66: 新加坡 4-room HDB 二手房价与人均 GDP 比



资料来源: WIND, 新加坡住建局, 国联证券研究所测算

新加坡 3-room 组屋二手房销量较为稳定, 4-room 组屋二手房销量稳步上升。2009 年 3-room 和 4-room 组屋二手房销量都达到了顶峰, 年销售量分别达到了 10394 套和 13663 套, 随着价格的上升和印花税政策的实施, 2010-2013 年组屋二手房销售量持续下降, 2014-2022 年 3-room 组屋二手房销量维持在每年 6000-8000 套, 4-room 组屋二手房销量呈现上升趋势, 2021 年销量达到 13235 套。

图表67: 新加坡二手 HDB 销量 (万套)



资料来源: 新加坡住建局, 国联证券研究所测算

从租房数据来看, 新加坡租金价格总体呈现上涨趋势, 租售比稳定且组屋租售比高于私人有地住宅租售比。与房价指数走势不同的是, 私人有地住宅和组屋的租金价格指数走势较为一致, 组屋租金指数 17 年 CAGR 为 6.50%, 私人有地住宅租金指数 17 年 CAGR 为 5.59%。从租金收益率来看, 组屋租金收益率较为稳定, 约为 6%, 高于大部分国家商品房和二手房的租金收益率; 私人有地住宅租金收益率持续下降, 8 年下降了 1.18 个百分点。

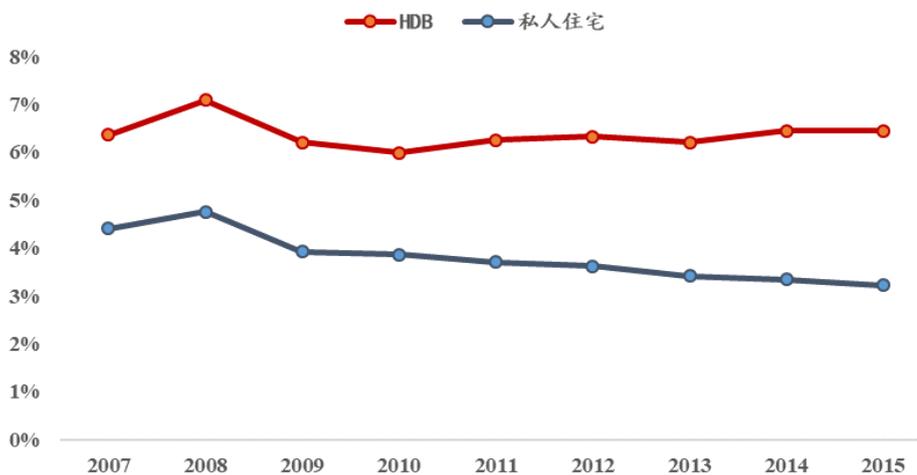
图表68：新加坡租金价格指数



资料来源：SRX，国联证券研究所测算

注：假设2016年1月租房价格指数=100，反映不同时间租房价格对2016年1月租房价格的变动幅度

图表69：2007-2015年HDB和私人住宅租金收益率

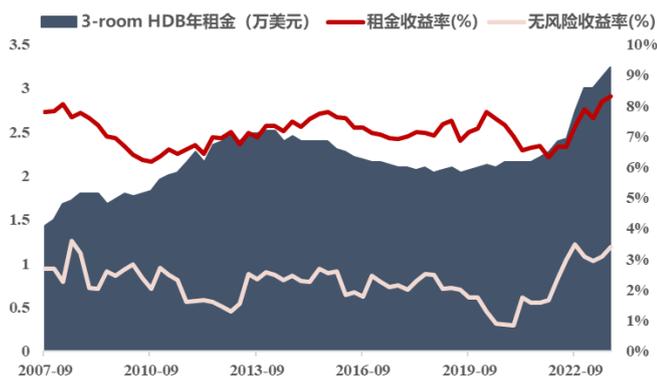


资料来源：SRX，国联证券研究所测算

注：租售比=年租金/房价

新加坡组屋租金收益率较为平稳且远高于无风险收益率。2007年6月-2023年9月，3-room组屋租金收益率维持在6%-9%之间，4-room组屋租金收益率维持在5%-8%之间，无风险收益率在1%-4%之间，租金收益率较为稳定且远高于无风险收益率。

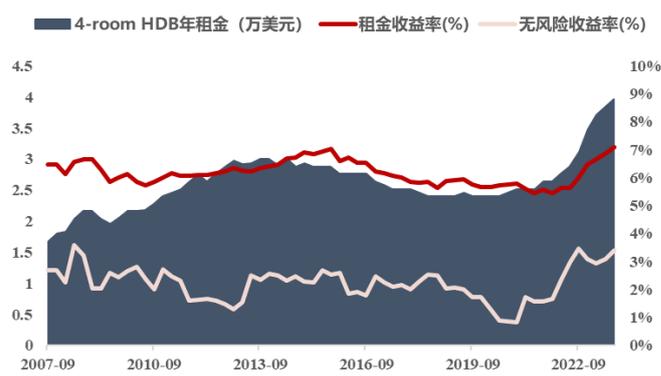
图表70：3-room HDB 租金收益率



资料来源：新加坡住建局，WIND，国联证券研究所测算

注：租金收益率=年租金/房价；无风险利率为10年期国债利率

图表71：4-room HDB 租金收益率



资料来源：新加坡住建局，WIND，国联证券研究所测算

注：租金收益率=年租金/房价；无风险利率为10年期国债利率

4. 投资建议：重点关注资金实力强、土储优质充裕的国央企

通过对海外房地产历史复盘，我们总结了在房地产浪潮过程中不同国家房价变化的共性特征，并分析各国核心城市的房价趋势及背后原因。中国城市正经历从快速增长向更成熟、稳定的市场转变，政府对国内房地产市场的调控相比于海外市场更为严格和直接，有助于房地产市场平稳发展。长期来看，中国核心城市作为经济增长的引擎，持续吸引着投资和人才，推动房地产市场的平稳发展。我们建议重点关注资金实力较强、土储更为优质充裕的国央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。此外二手房市场有效恢复，建议关注存量房龙头企业。

5. 风险提示

行业修复不及预期：房地产市场的恢复和修复受多方面因素影响，包括宏观经济、政策调控和市场信心等。如果这些因素发展不如预期，房地产行业的修复可能较为缓慢，开发商面临销售不畅、库存积压等问题。

政策落地效果不及预期：尽管政府出台了一系列支持性政策以促进房地产市场的稳定与发展，但实际政策的执行和效果可能受到地方层面执行的差异、政策配套的完备性等多方面因素的制约。

市场空间测算可能存在偏差：市场空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼