

| 证券研究报告 |

房地产泡沫成因与全球房价运行周期

-海外住房市场研究之一-

2024.07.17

由子沛
S0740523020005
youzp@zts.com.cn

李焱
S0740520110003
liyao01@zts.com.cn

核心要点

全球房价运行基本规律：房价长期能够跑赢通胀；过去80年间主要国家房价整体呈现上行趋势；房价与一个国家地区的经济发展情况强相关；一个国家地区内部往往经济发达的大城市和都市圈的房价弹性更大，且长期下涨幅高于平均。

驱动房价过高的主要因素：外部冲击、脆弱基本面、内生变化是催生楼市泡沫的主要原因，不同国家主导因素不同：美国次贷危机前楼市繁荣主要是缺乏监管及信贷宽松；西班牙泡沫来自土地私有化与长期重购轻租政策导向；爱尔兰楼市问题集中在个人与机构热衷参与房地产投机；阿联酋楼市过热由外资涌入催生。

主要经济体房地产危机周期：过去50年15个主要发生房地产泡沫经济体房价自高点至底部平均下行时间为5.44年，中位数4.75年；平均下行幅度-30.5%，中位数-25.9%。房价从底部回到泡沫时高点平均需要12.69年，中位数为11.26年。

应对房地产危机的政策：政府财政政策刺激力度基于GDP增速与债务负担，央行货币政策倾向于降息与货币贬值。从复苏节奏看，以美国为例，GDP、产业与失业率、债务与供给出清表现较好的地区楼市率先恢复。

另一个角度看房价：租售比作为评估房价泡沫的锚点值得商榷；大环境下短期政策救市影响可能有限；房价的繁荣和崩溃或取决于对未来房价增长预期的转变。

风险提示：海外经验可能无法简单适用于国内，政策之间可能存在不可比因素，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

- 1.全球房价运行基本规律
- 2.驱动房价过高的主要因素
- 3.主要经济体房地产危机周期
- 4.应对危机的政策与复苏
- 5.另一个角度看房价



1

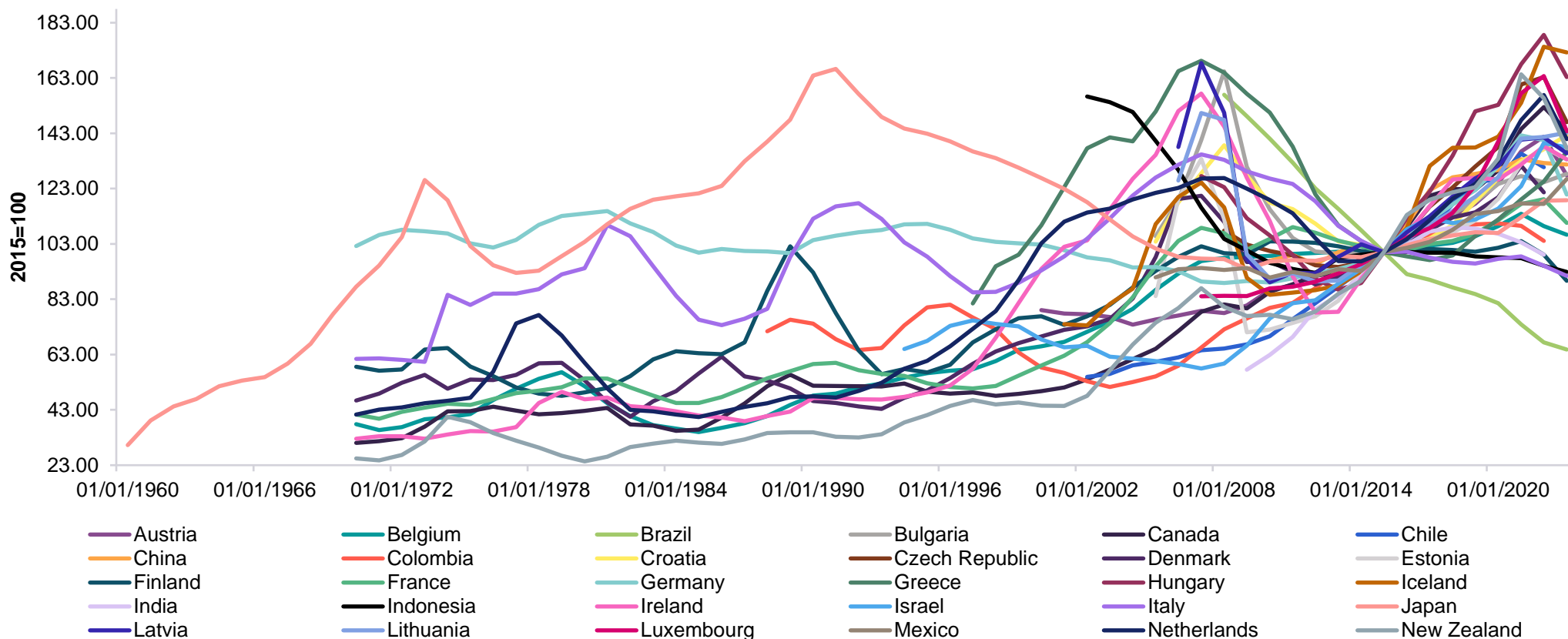
全球房价运行基本规律

领先指标

熊短牛长是大趋势

过去50年全球主要经济体房价录得长期稳定的增长：我们统计全球主要的30个国家，以2015年房价作为基数，计算其实际房价发现大多数国家在长期下房价短期或有波动，但长期保持增长趋势。其中巴西（64.82）、芬兰（89.63）、意大利（91.47）、印度尼西亚（92.88）例外。

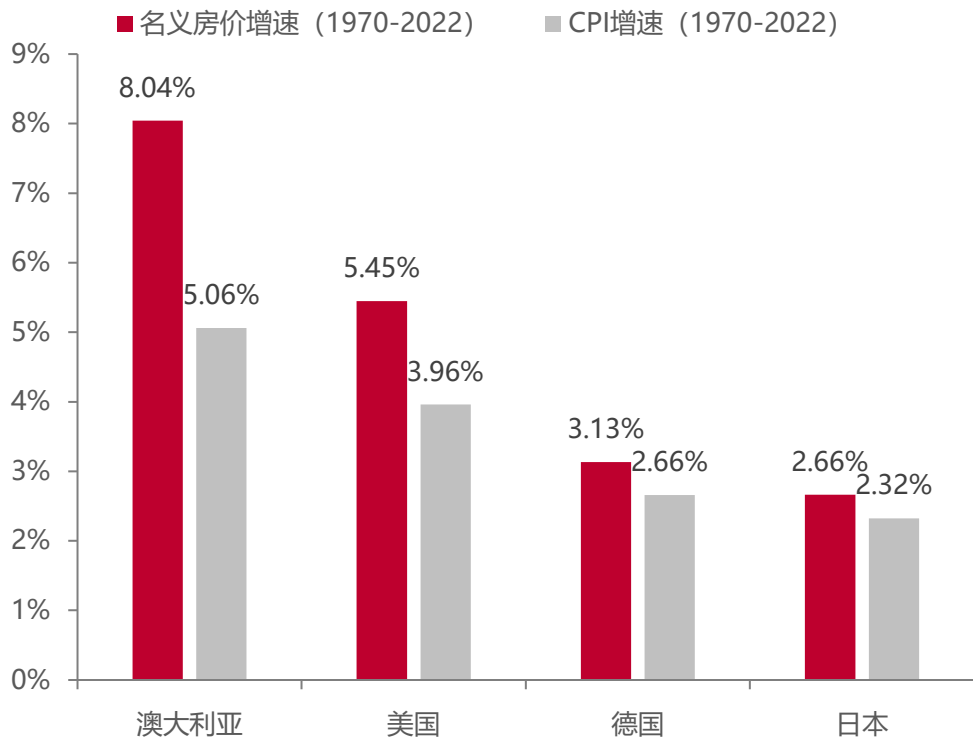
图：全球房屋价格指数：实际房价



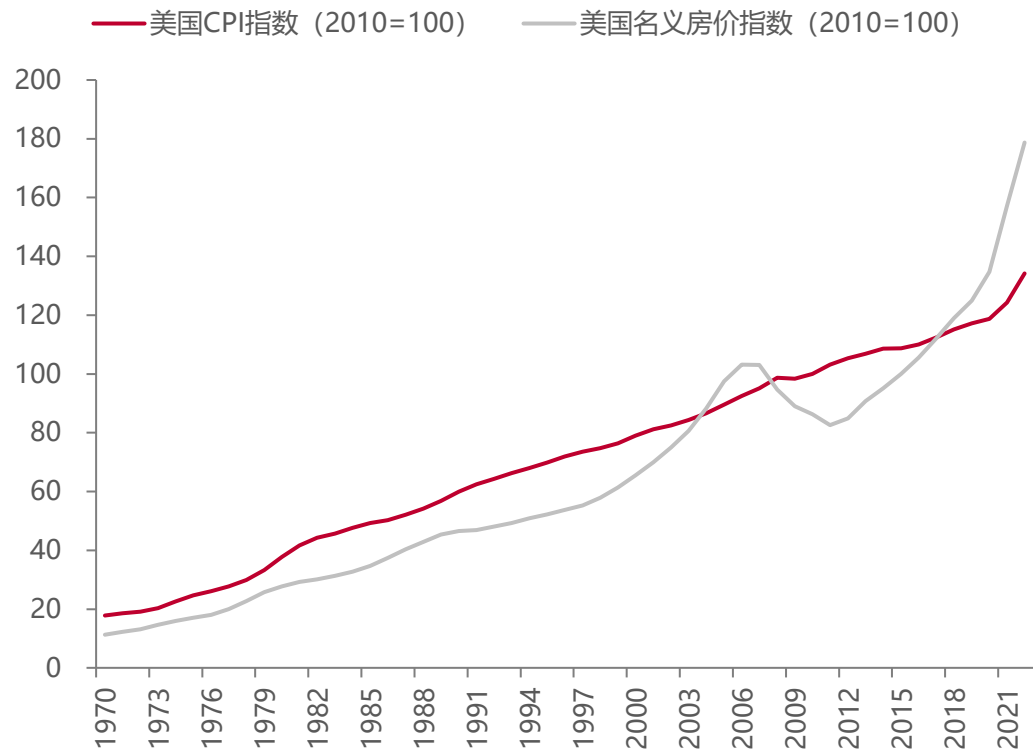
房价长期跑赢通胀

房价大多数时期涨幅跑赢通胀：主要经济体，长期下房价的复合增速能够高于CPI增速，房地产作为大类资产配置之一，其抗通胀属性得到验证。

图：全球名义房价与CPI指数年均涨幅情况



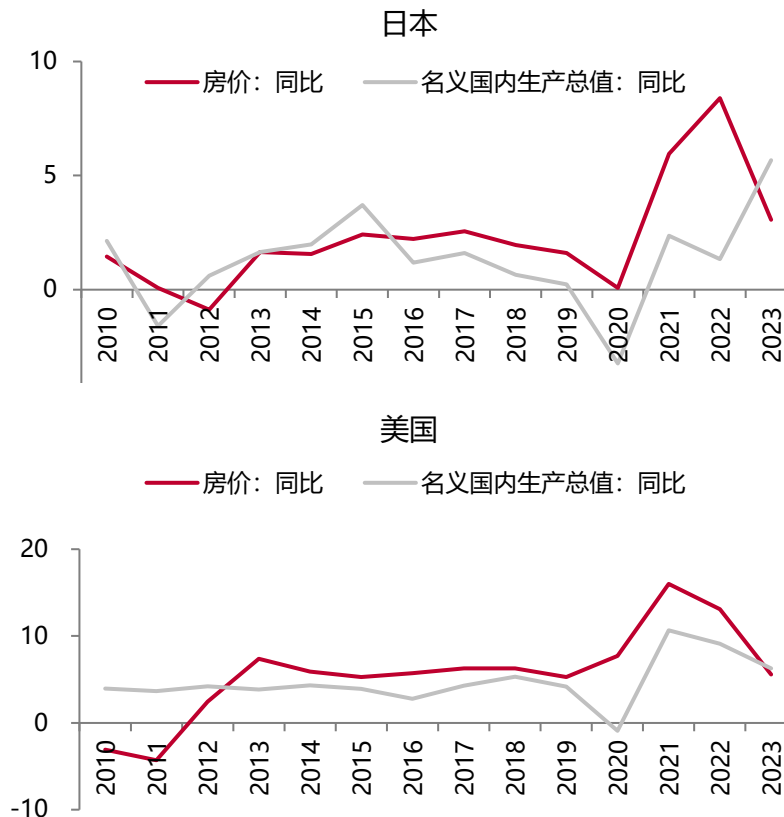
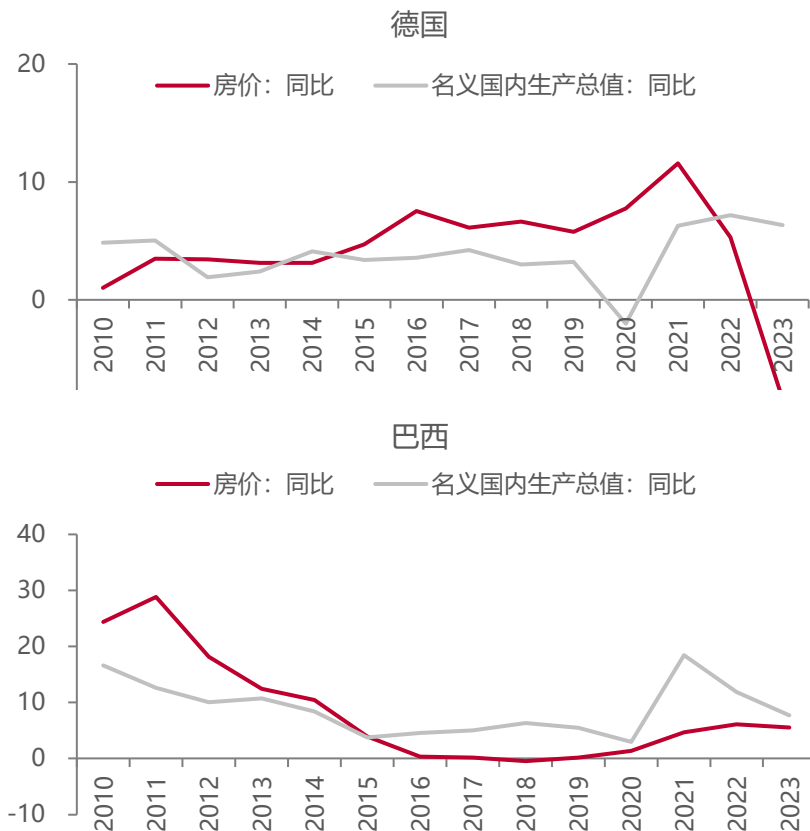
图：美国名义房价与CPI指数



房价往往与经济增速强相关

房价与经济周期强相关：房地产行业由于其对产业链的带动，往往与经济周期同向，在全球范围内作为国家地区的支柱行业是普遍现象。

图：部分国家名义房价增速（%）与GDP名义增速（%）情况

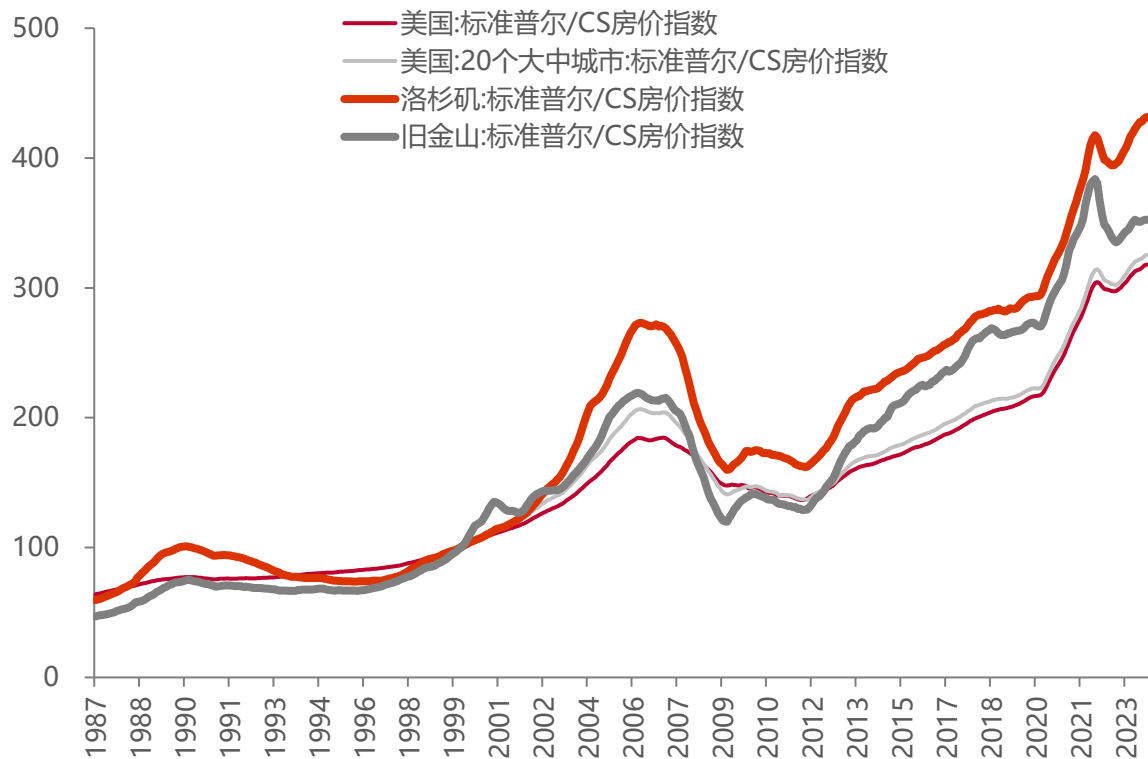


来源：CEIC、中泰证券研究所

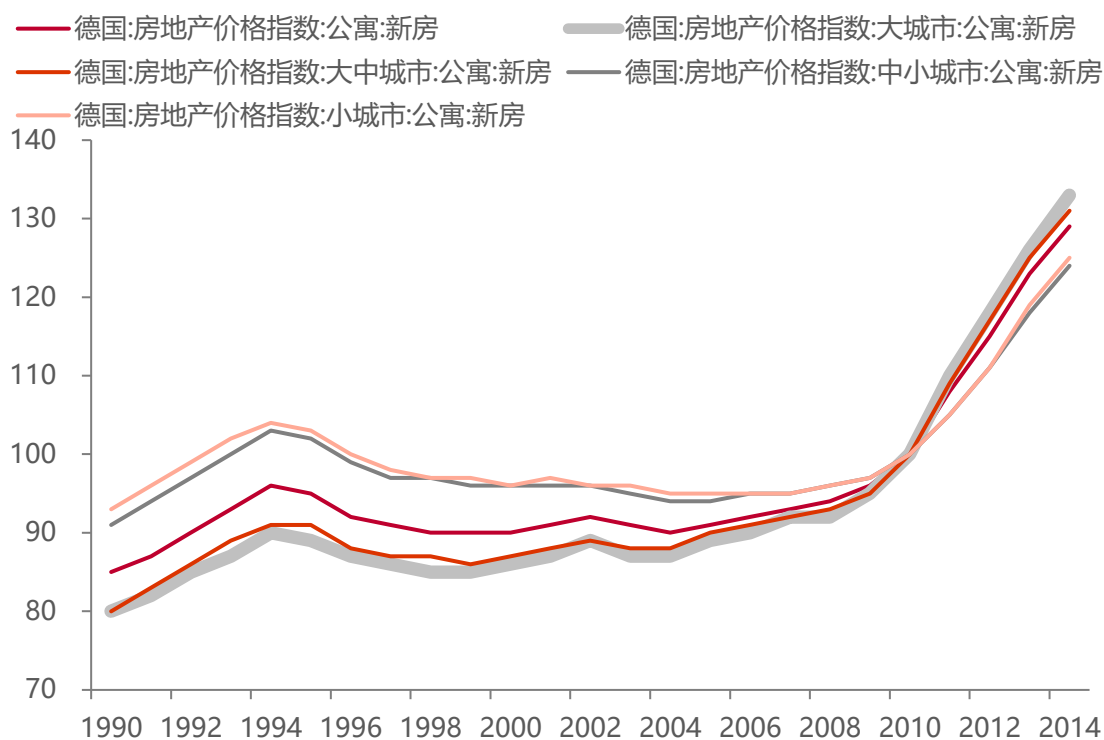
城市能级决定房价上限

大城市房价长期下涨幅会高于中小城市：城市体量越大，价格弹性越大，我们发现美国、德国等国家完全遵循这一规律，随着城市规模的提升，房价弹性会提高。

图：美国大城市房价指数领先全国



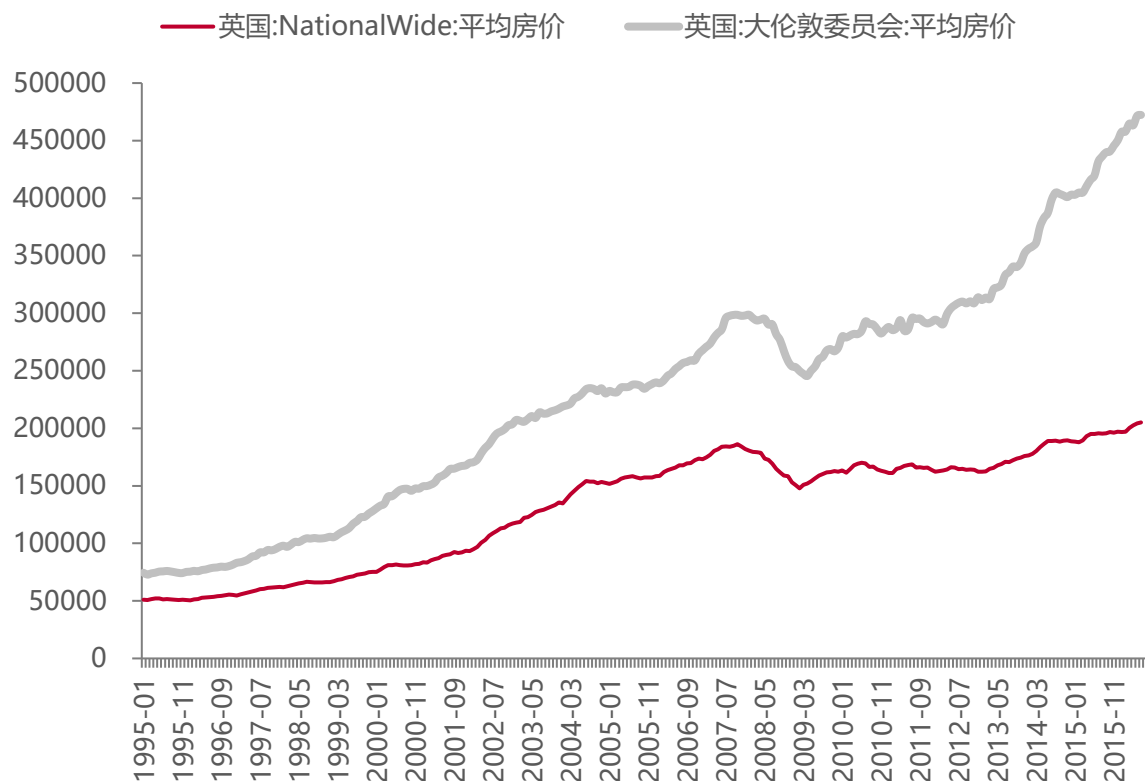
图：德国大城市和大中城市房价指数表现优于中小城市



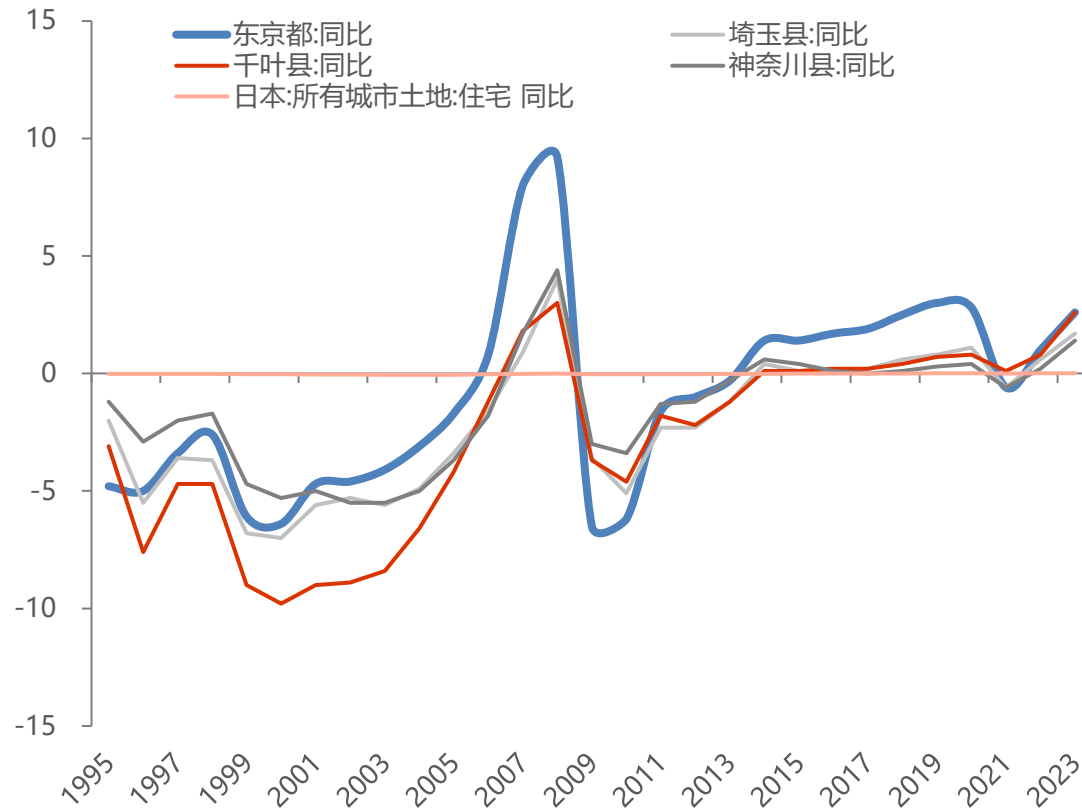
核心都市圈房地产价领跑全国

核心都市圈房地产价格弹性更大：伦敦和东京作为英国和日本核心都市圈，承载主要的人口与产业资源，随着社会的发展其资源进一步积聚，房价、地价与全国的差距还在不断扩大。

图：英国伦敦地区和全国房价情况（英镑/套）



图：日本东京都、周边三县与全国住宅用地价格同比情况（%）



来源：WIND、中泰证券研究所

注：英国伦敦地区和全国房价数据截止到2015年末后停止更新



2

驱动房价过高的主要因素

领先指标

房价高估的三个因素：外部冲击、脆弱基本面、内生变化

房价的上涨：通常来说，房价的上涨主要由基本面因素（利率、收入、信贷标准）变化引发，这些动态效应与供应条件相互作用，在人们理性预期下放大对房价期望。

房产的高估：资产价格的过度估值可能源自外生的宏观经济冲击、脆弱金融部门和财政基本面的变化，以及内生的动态过程。

图：房价高估的三个因素

外部冲击：包括贸易条件恶化、石油进口价格上涨、出口需求下降、自然灾害、大流行病、利率上升或外部信贷供应收紧

脆弱金融部门和财政基本面：如2007年或2008年的英国、美国和爱尔兰那样受到挤兑的抵押贷款；一些国家因使用外币计价的外部债务如波罗的海国家和匈牙利；或者因不可持续的财政借贷如欧盟主权债务危机

内生的反馈循环：房价下跌时，杠杆会上升，从而加强杠杆约束，这可能迫使投资者出售导致价格进一步下跌；房价上涨时，人们基于房价上涨的乐观预期调高住房预期收益，从而增加住房需求

资产价格高估

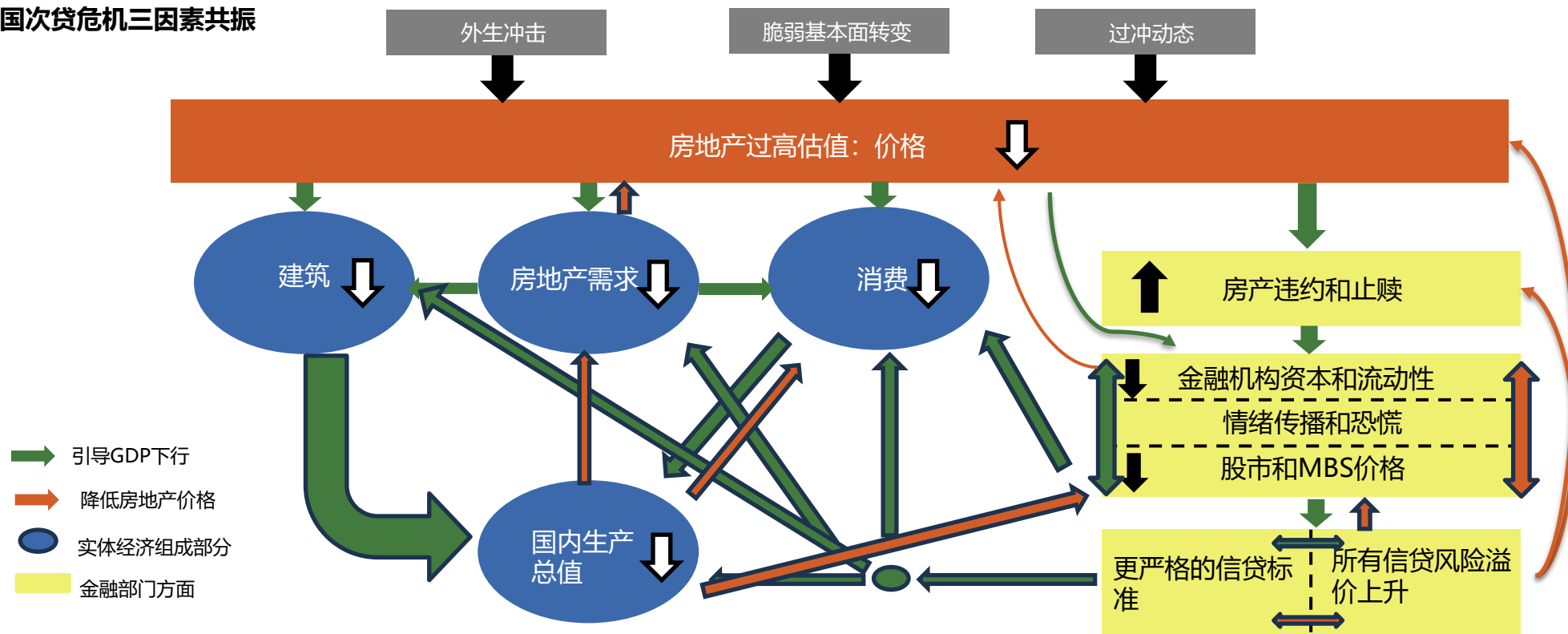
美国2007年次贷危机:三因素共振

外部宏观冲击: 2002-2008年, 实际石油价格翻了两倍以上, 为了对抗通胀美联储被迫大幅加息;

脆弱基本面: 20世纪80年代初以来美国抵押贷款主要增加在收入后10%分位的家庭中, 2004年银行对投资级MBS资本要求降低, 证券交易委员会放宽了对投资银行的杠杆限制;

内生的反馈循环: 现存的估值预测模型与投资判断基于房价会持续上升, 这会带来持续的信贷扩张和房价进一步上涨。

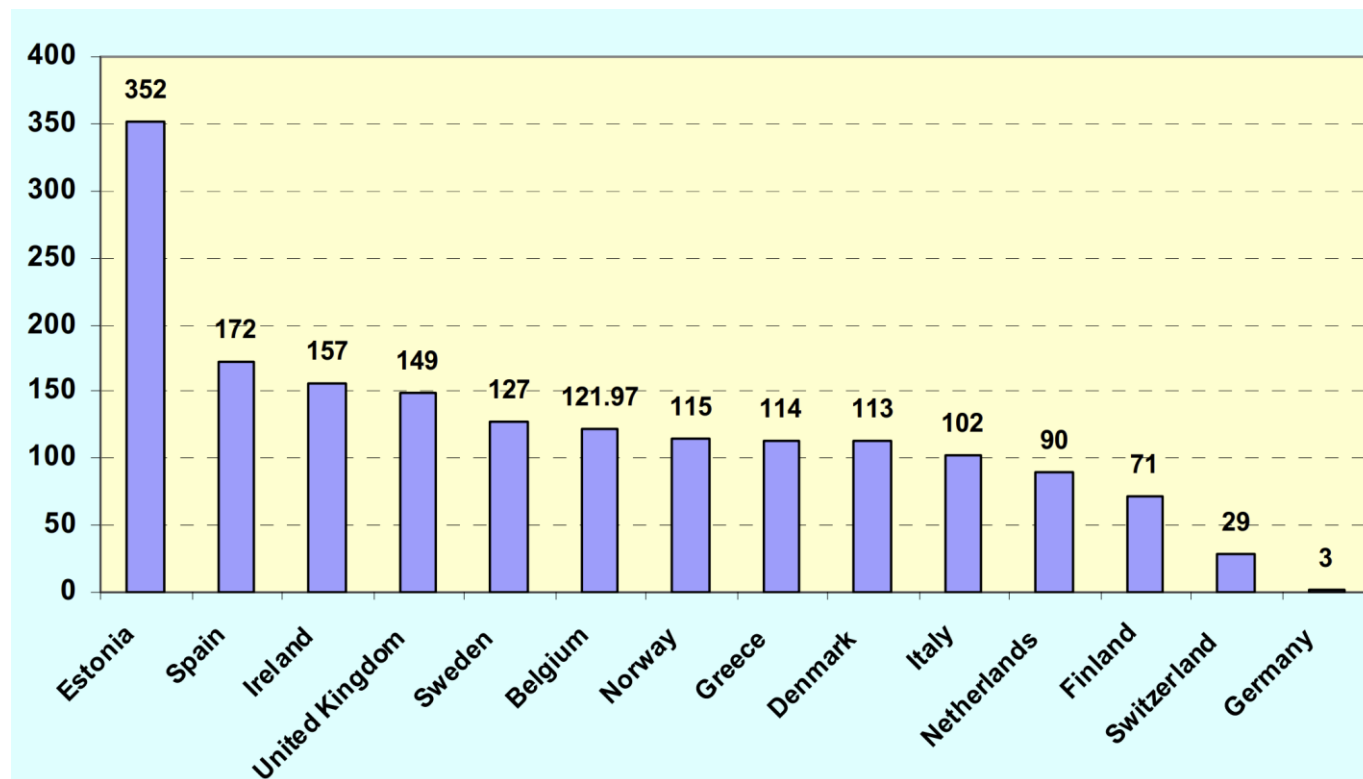
图: 美国次贷危机三因素共振



21世纪初泡沫最严重的欧洲三国:爱沙尼亚、西班牙、爱尔兰

泡沫的共性：纵览21世纪初欧洲房价涨幅最高的三国，会发现楼市危机前会有一个普遍的快速经济增长/信贷市场扩张期，银行和家庭会抓住市场提供的机会，贷款流入抵押贷款市场，拉动价格持续上升，进而产生高度投机，但当经济基本面与实际价格水平之间的差距变得不可持续时，泡沫破灭进而国家陷入危机。

图：欧洲主要国家房价变化率情况（%）（1998年至2008年之间）



来源：《Real Estate Bubble Bursts and Government Policy during Crisis: Examples of Estonia, Ireland and Sweden》、中泰证券研究所

涨幅最高的爱沙尼亚：典型的三因素共振

爱沙尼亚的房价有较强的内外因驱动：1) 外生冲击：苏联解体后加入欧盟，利率大幅下行；投资环境改善，外资大幅涌入；2) 基本面变化：20世纪90年代初开启住房私有化；21世纪前10年经济领跑欧洲；3) 内生的反馈循环：政府推出了税收激励措施，以个人住房贷款利息支付的形式进行扣除，导致需求扩张；房产私有化配合外资涌入后的资产证券化进一步推高房价。

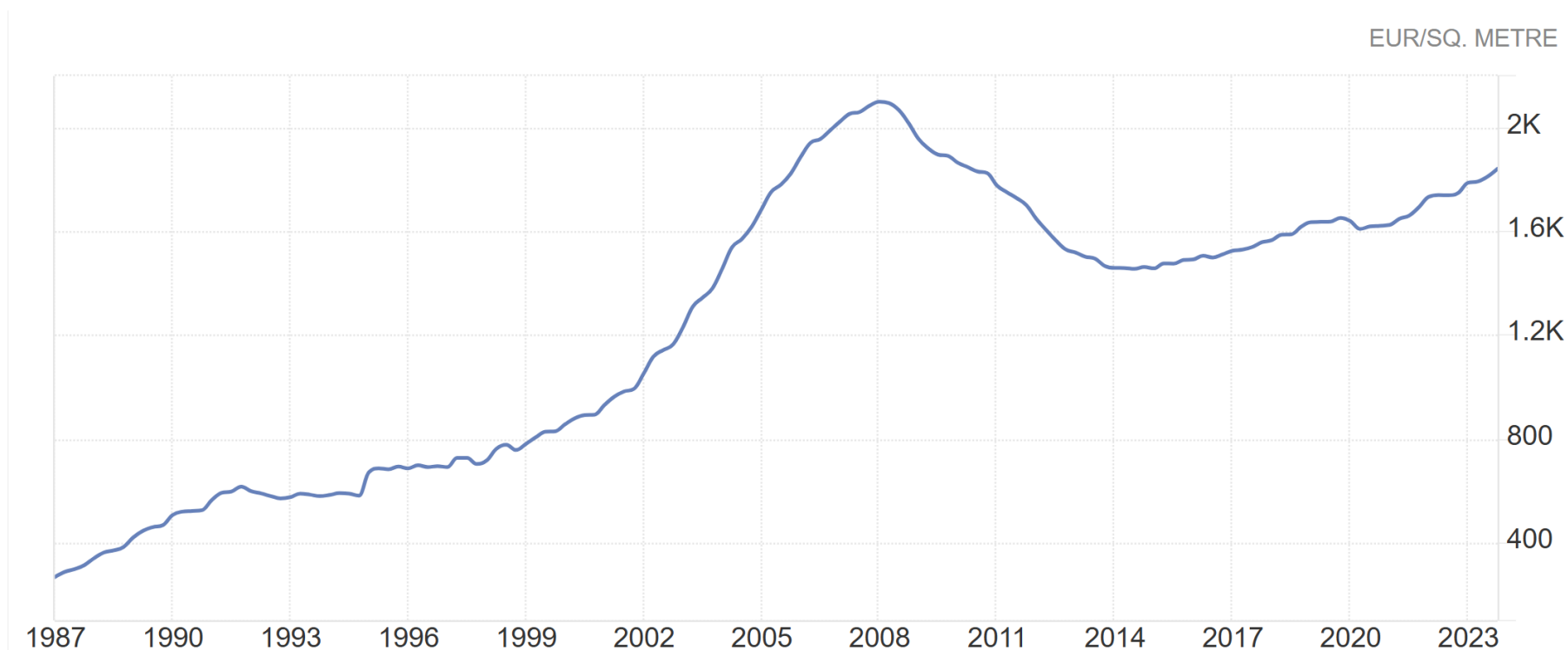
图：爱沙尼亚在1999年至2008年间选择的宏观经济和房地产部门指标增长情况（主要指标以指数形式呈现，1999=100）

指标	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
名义国内生产总值	100	114	130	145	163	181	208	246	286	299
消费者价格指数	100	104	110	114	115	119	124	129	138	152
平均毛工资	100	111	124	138	151	164	182	212	255	282
房屋贷款存量价值	100	133	180	276	444	698	1219	1992	2619	2891
塔林的公寓价格	100	106	173	233	225	300	339	508	573	480
房地产交易数量	100	114	124	120	140	150	187	187	148	86
房地产交易总价值	100	132	158	190	250	328	566	847	657	309
房屋贷款平均利率 (%)	12.1	11.6	11.0	9.6	5.2	4.1	3.8	4.1	5.4	6.6
居住空间增长(千平方米)	68	65	80	70	110	220	280	330	390	570

涨幅第二的西班牙：可能是21世纪最大的房价泡沫

西班牙房地产泡沫至今仍未得到充分修复：西班牙房价的高点在次贷危机时期2008年Q1的2101欧元/平方米，随着泡沫破灭持续下行至2014年Q4见底，之后开启缓慢修复期，至2023年Q4达到1842.3欧元/平方米，仍未恢复至2008年的高点。

图：西班牙房价在2008年泡沫破灭后依旧没能回归高点（欧元/平米）

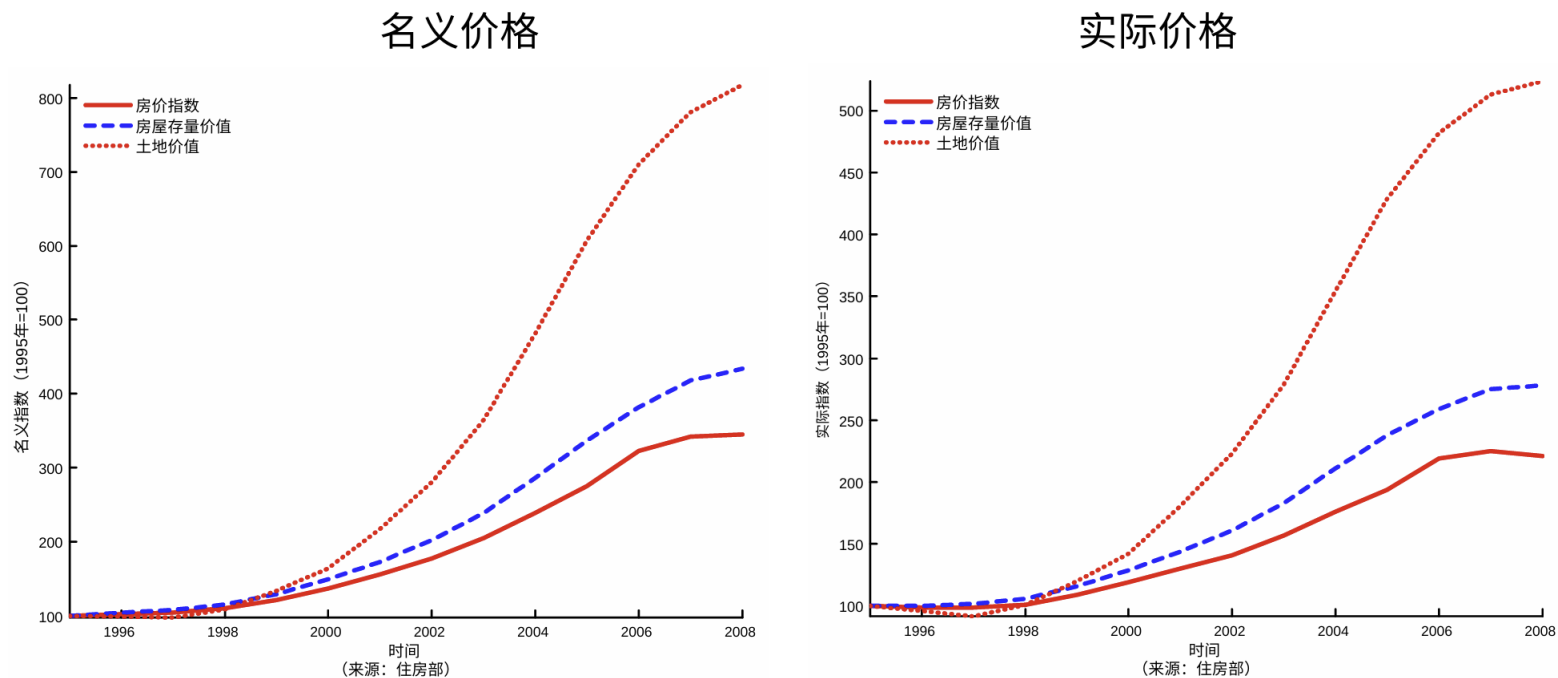


房价繁荣源自土地价格的快速膨胀

西班牙房地产泡沫有关因素：人民始终认为买房好于租房；政府重买轻租对买房给予补贴和税收优惠；宽松的信贷环境；持续降低的利率；适龄人口的快速增长与移民、投资客的增加等。

核心因素是内生的基本面变化：2003年政府推动土地自由化，其结果表明土地在房价中的份额在1995年为25%，但在2008年增加到46%。

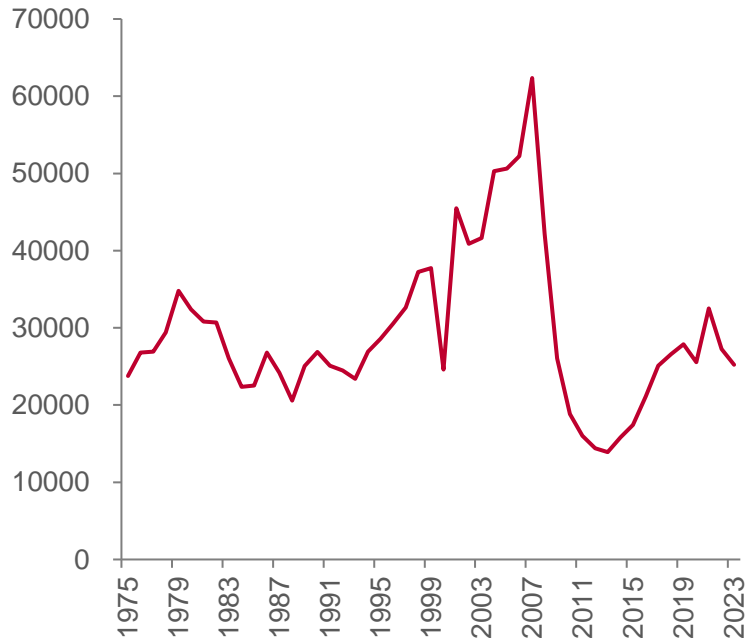
图：西班牙住房资本价值的组成部分（1995-2009年）



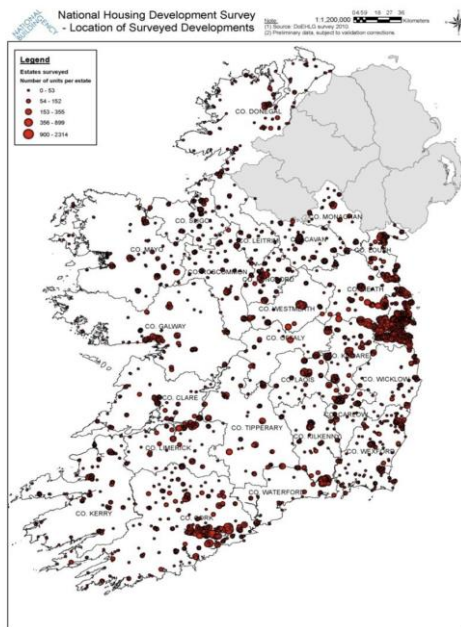
爱尔兰：泡沫带来供给严重过剩促成“鬼城”出现

“凯尔特之虎”（Celtic Tiger）时期的楼市过热：1993-2006年爱尔兰凭借主动拥抱全球化，经济实现腾飞，就业和收入开始上升；高工资又吸引移民带来人口的大幅增加，加入欧元区后融资成本低廉，社会稳定，投资环境优良吸引较多外资，同时政府预算持续增加，且规划管制较少。

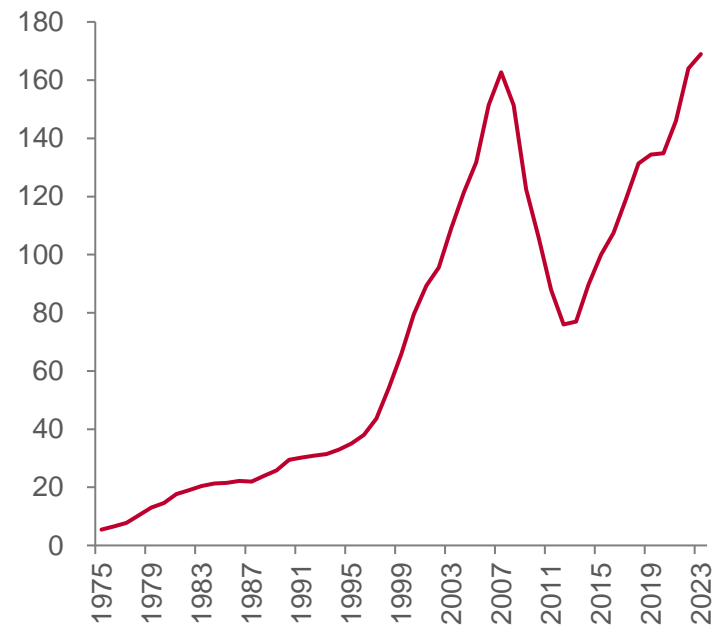
图：爱尔兰建筑许可证发放数量（个）



图：2010年爱尔兰的未完工房地产



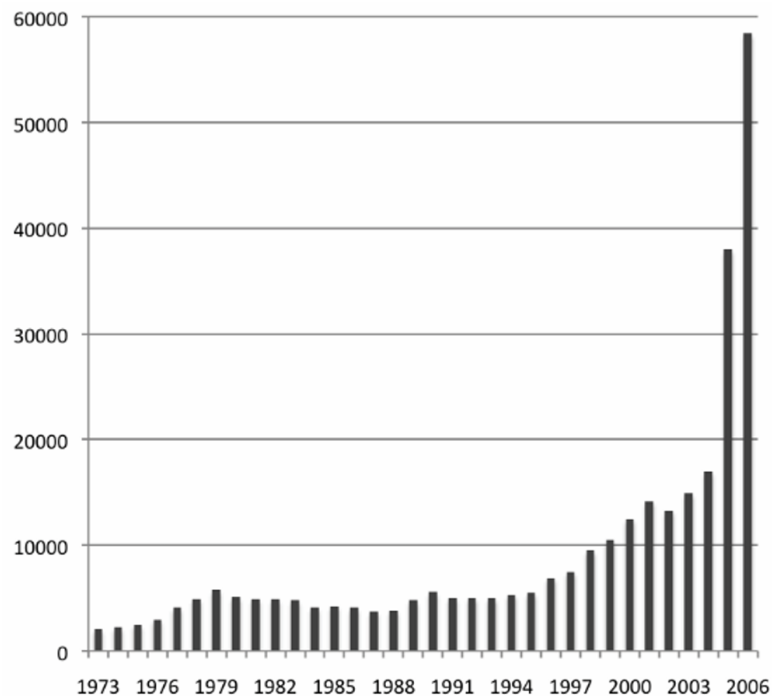
图：爱尔兰房价指数（2015=100）



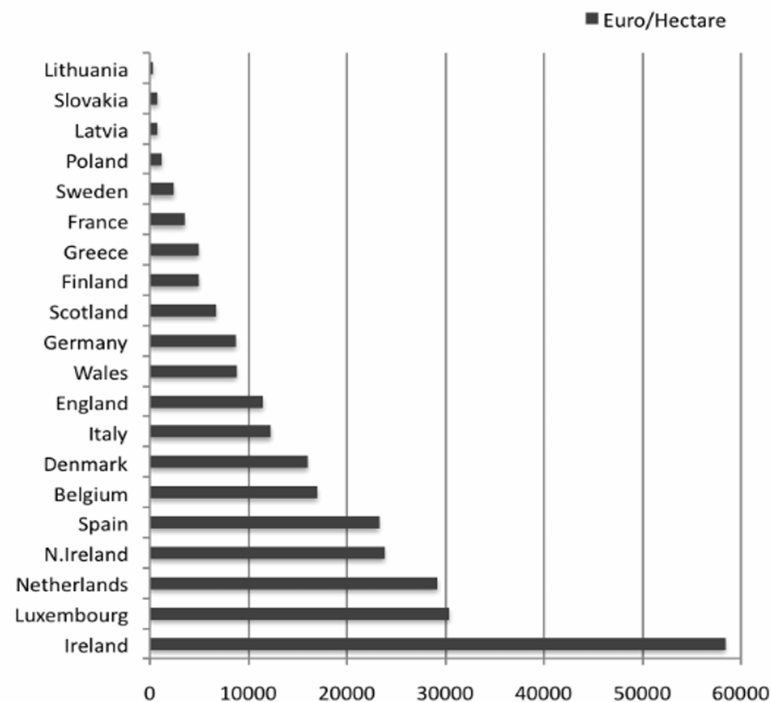
土地价格抬高房价成本

爱尔兰土地价格从1998年的每公顷不到1万欧元跃升至2006年的每公顷超过58400欧元，每公顷价格比除四个国家外的所有欧洲国家高出三倍，结果是土地成为住房成本比例高达50%，欧洲平均水平为10 - 15%。这一现象的背后反映的是农民有出售小块土地用于开发目的（独立住宅）的倾向，以及富裕个人购买小农场用于生活方式目的的增加趋势。在许多情况下，土地销售收益被重新投资于圈地，进一步推高土地价格。

图：爱尔兰土地价格（欧元/公顷）



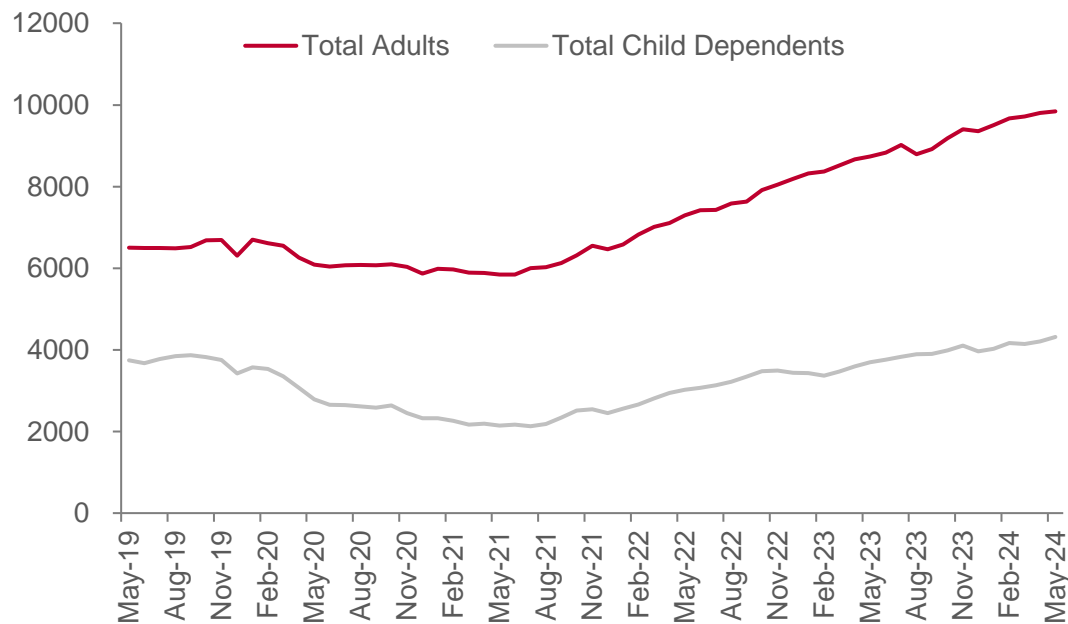
图：2005年欧洲国家每公顷土地价格



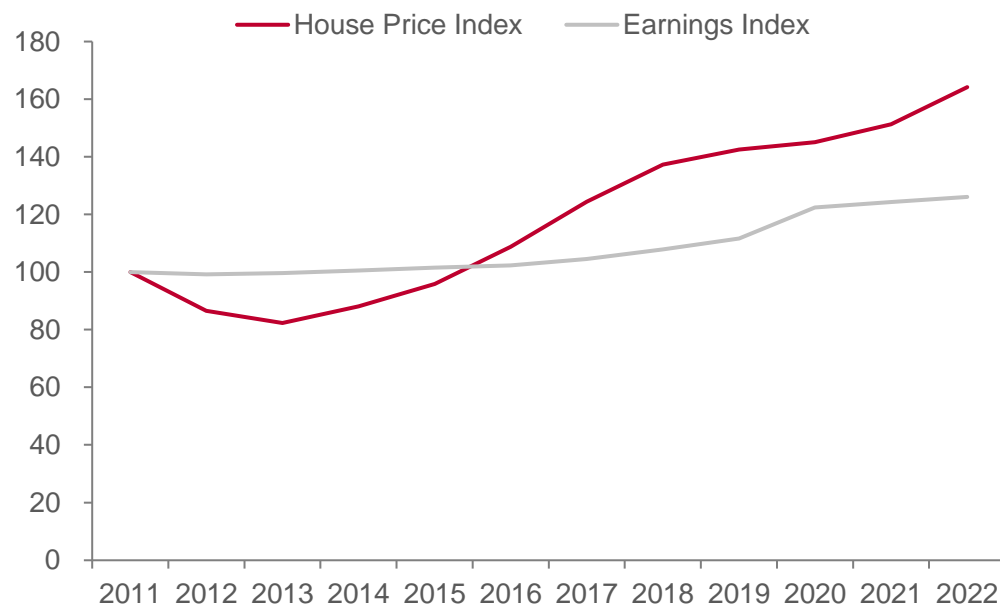
短暂修复后又面临新一轮危机——住房金融化导致人民流离失所

后泡沫时代面临新的住房困境：美国次贷危机引发爱尔兰房地产泡沫的破灭，大量烂尾楼产生，而后住房竣工持续多年维持在低位，加上不少家庭破产，无家可归人数增多，政府自身出于财力因素，将土地转让给私人开发商，或以PPP模式低价度让给机构，加上外资进入与REITs的发展，住房市场私有化与金融化大幅提升，而这些金融机构以利益最大化为目的，持续推动租金上涨。

图：爱尔兰居住条件困难的成人和儿童情况（个）



图：爱尔兰房价和居民收入指数情况（2011=100）



短暂修复后又面临新一轮危机——难以负担的租房买房价格

租金泡沫引发民生问题：政府将住房主导权交予市场后丧失了定价权和保障中低收入群体住房的能力，其结果是大多数居民的住房负担进一步加重，而对于住房持有机构来说，他们宁愿选择长期空置也不会降低租金，这进一步导致住房供应的短缺。

图：爱尔兰社会住房的私有化和市场化

1930年代-1970年代	国家在提供社会住房方面扮演重要角色，并支持负担得起的住房所有权	18%的住房存量是社会住房
1980年代	租户购买和“放弃”补助金，1987年取消地方政府借款和建设的能力	1981年，12.7%的住房存量是社会住房
1990年代/2000年代	转向依赖私人租赁（租金补贴），第五部分，收购，PPP	2002年社会住房占住房存量的6.9%，1994年租金补贴家庭数量从28,800增加到2003年的59,976
2008年至今	紧缩和市场化大幅减少直接社会住房建设，对私人租赁的依赖进一步增加 - 私人租赁部门的租户中有三分之一接受国家支持	2011年地方政府住房占住房存量的8%，2008年至2014年社会住房资本资金削减了88%，2011年租金补贴人数为96,803人，2016年为85,735人（租金补贴，HAP，RAS）

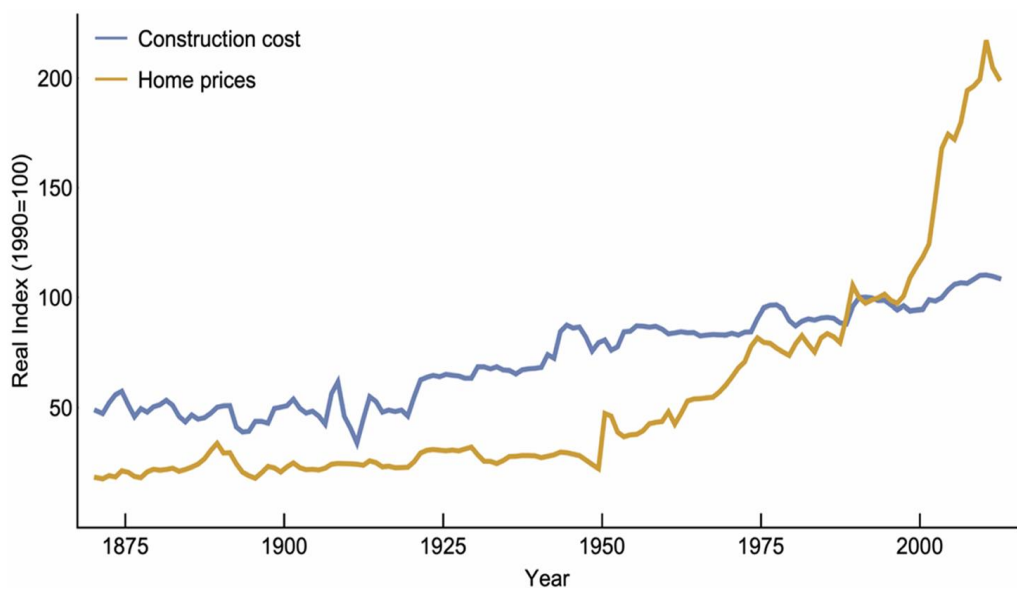
图：两个收入者家庭30年按揭的可负担性指数（2008-2016）



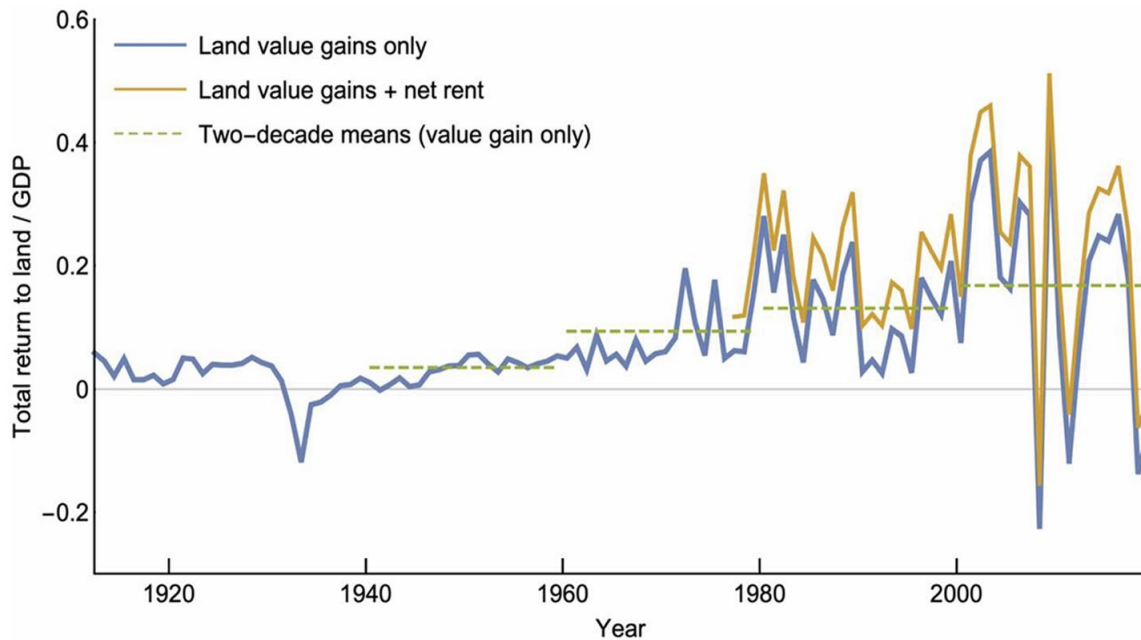
澳大利亚：土地价格推高房价与租金

房价基于土地成本：自1980年以来，澳大利亚房价实际上增长了215%，而建筑成本增速接近通胀。
土地和房产在GDP贡献占比持续上升：土地价值及附着土地上房产租金的增值，在澳大利亚GDP占比份额不断增长。

图：澳大利亚长期房地产和建筑价格实际价格指数



图：澳大利亚土地价值回报与GDP的比值

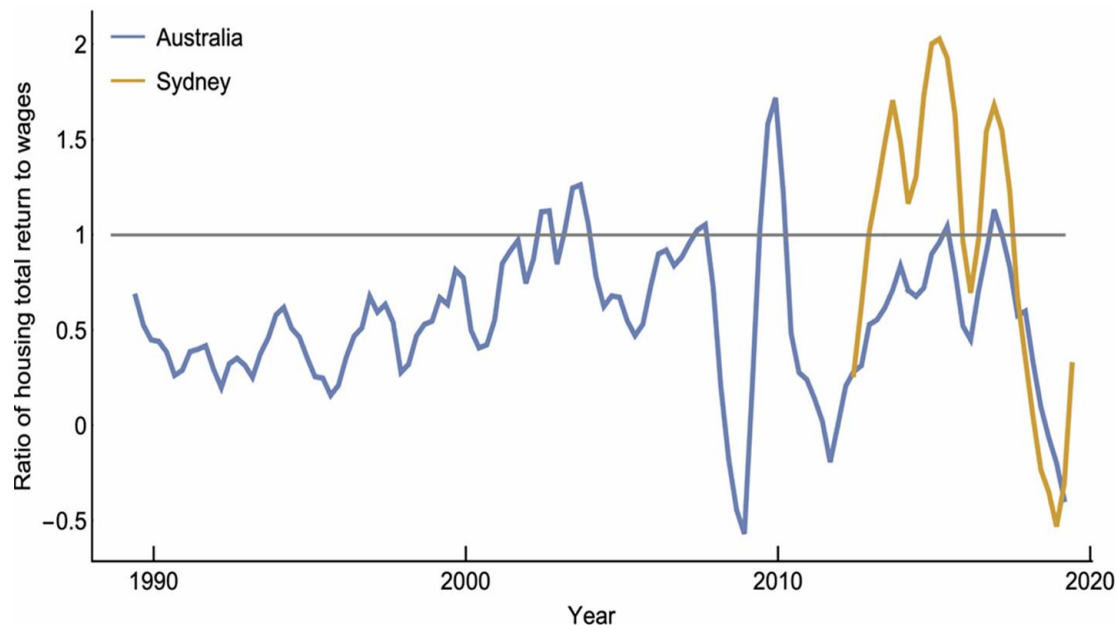


次生影响：住房收入超过工资收入带来的社会矛盾

租金收入大于劳务收入：澳大利亚过去几十年来房地产的非凡回报和不断上涨的土地价值让土地/住房资本的收益率持续提升，房屋收益已经开始在澳大利亚经济中占主导地位。

背后推手：公共房屋私有化、住房金融化与放松管制。

图：澳大利亚和悉尼的住房和工资总回报比值



图：发达国家租房市场情况对比

Country	Real price growth 2000-2020 (%)	Mortgage debt to GDP ratio (%)	Social rental housing (% of stock)	Home-ownership rate change 1990-2016 (% point)	Has housing loan (% of age 15+ survey respondents)
Australia	126	95	4	-3	38
Canada	155	71	3	6	36
France	78	46	14	3	30
Germany	23	36	3	8	21
Italy	3	22	4	5	17
Japan	-27	49	3	0	17
Korea	41	19	9	7	26
Netherlands	17	71	38	15	46
United States	31	5	4	0	34
United Kingdom	78	67	17	-4	27



3

主要经济体房地产危机周期

领先指标

主要经济体房地产危机的房价运行周期

图：过去五十年主要经济体房地产泡沫与修复情况

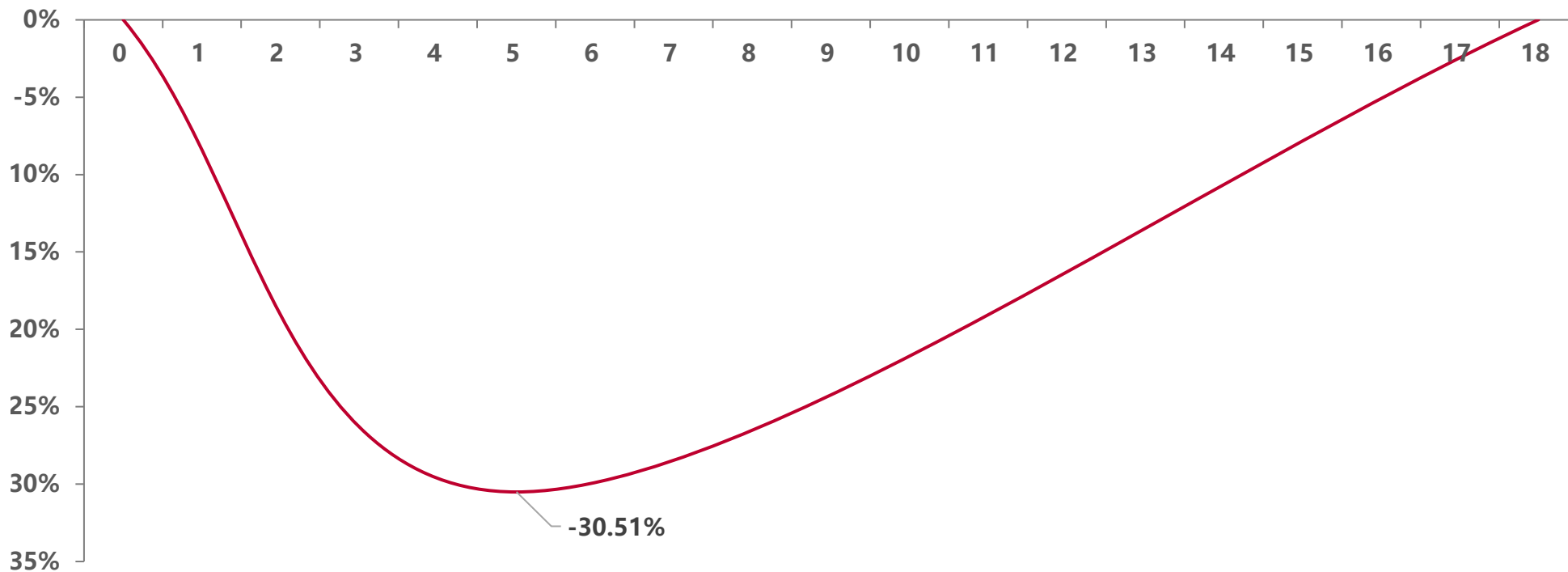
	丹麦	芬兰	爱尔兰	日本	荷兰	挪威	西班牙	瑞典	英国	美国	保加利亚	爱沙尼亚	波兰	斯洛伐克	韩国	平均值	中位数
危机时房价最高点	Sep-07	Sep-89	Jun-07	Mar-91	Jun-78	Mar-88	Sep-07	Mar-91	Dec-07	Mar-07	Sep-08	Jun-07	Sep-07	Jun-08	Jun-91		
危机中房价最低点	Jun-12	Jun-93	Mar-13	Jun-09	Mar-83	Mar-93	Sep-13	Sep-93	Jun-09	Jun-11	Sep-13	Sep-09	Jun-13	Dec-12	Dec-98		
持续时间 (年)	4.75	3.75	5.75	18.27	4.75	5.00	6.01	2.51	1.50	4.25	5.00	2.25	5.75	4.50	7.51	5.44	4.75
最大跌幅	-18.8%	-36.9%	-54.3%	-46.5%	-32.2%	-25.9%	-36.1%	-21.0%	-16.7%	-21.2%	-37.8%	-48.3%	-17.5%	-23.6%	-20.8%	-30.5%	-25.9%
危机后何时反弹回高点	Dec-16	Jun-02	Sep-22	Jun-24	Jun-93	Jun-96	Dec-23	Dec-98	Dec-14	Jun-16	Dec-21	Sep-17	Mar-19	Jun-18	Sep-02		
回到高点需要的时间 (年)	9.26	12.76	15.26	33.28	15.01	8.26	16.26	7.76	7.01	9.26	13.26	10.26	11.50	10.01	11.26	12.69	11.26

房地产危机平均下行持续时间5.44年，跌幅30.5%

我们以过去50年15个主要发生房地产泡沫的经济体为样本，统计得出其房价自高点至底部：平均下行时间为5.44年，中位数4.75年；平均下行幅度-30.5%，中位数-25.9%。

房价回到高点往往需要更长时间：从样本统计看，房价从底部回到泡沫时高点平均需要12.69年，中位数为11.26年。

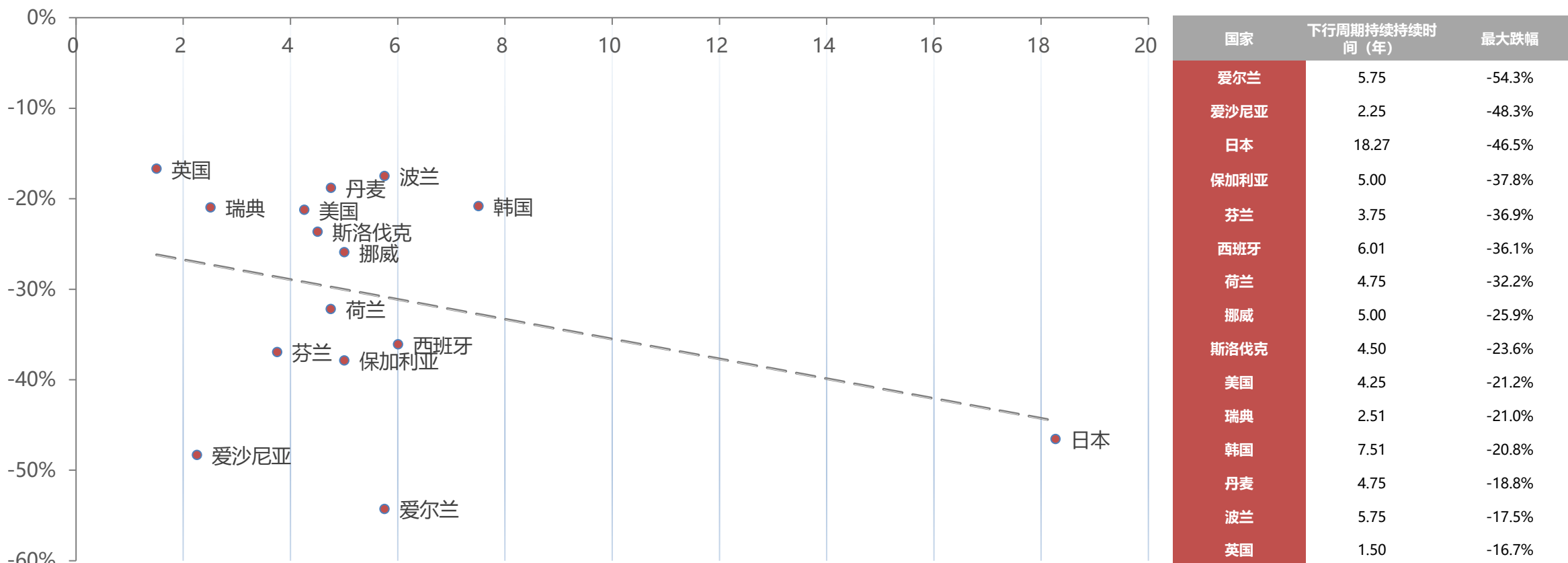
图：以房地产危机发生的当期作为0点，全球主要经济体房价走势情况（纵坐标为涨跌幅、横坐标为时间：年）



房价下行幅度和下行时间无明显相关关系

房地产泡沫下跌时间和下跌的幅度没有明显的相关关系，大多数经济体的下跌幅度在30-40%之间，最大跌幅一般在50%左右；而下行时间跨度较大，从3年到8年不等。

图：以房地产危机发生的当期作为0点，全球主要经济体房价走势情况（纵坐标为涨跌幅、横坐标为时间：年）

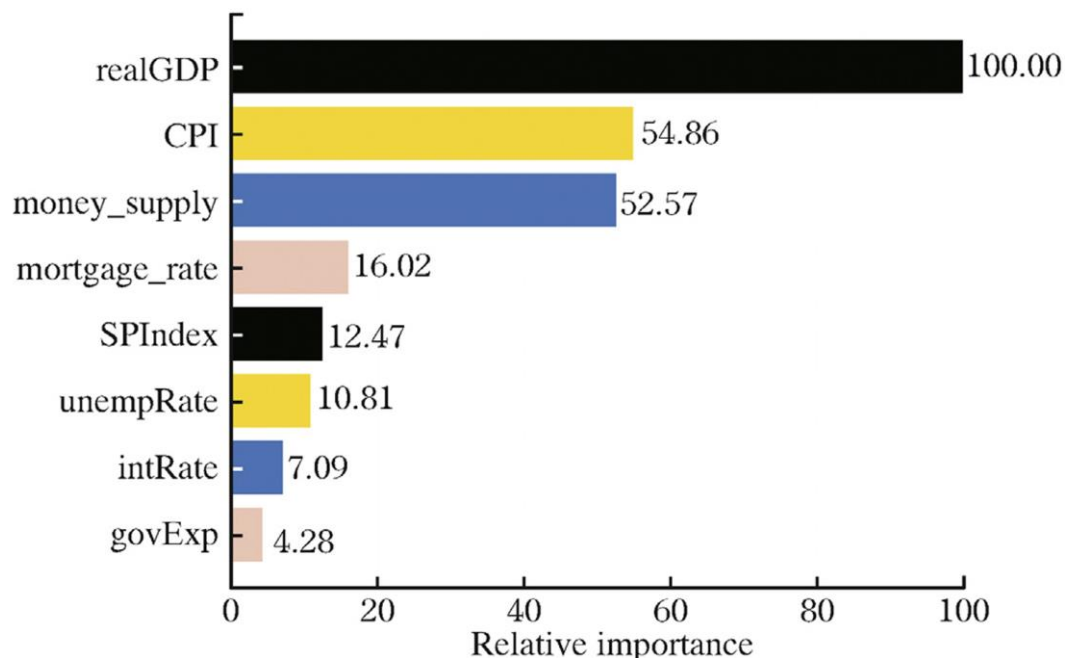


寻找房价涨跌的量化指标——美国

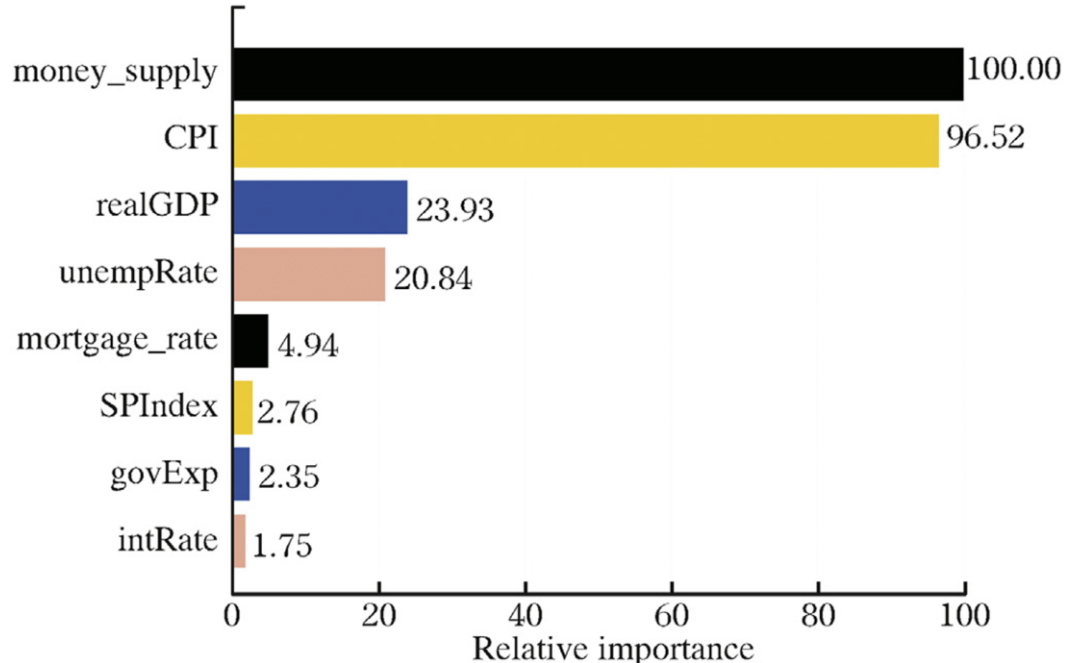
一篇基于大数据分析下的美国2018-2022年二手房挂牌价和成交价的经济指标归因研究显示：**GDP、CPI、货币供应和失业率驱动美国二手房挂牌价和成交价的走势，不同价格权重有所不同。**经济的强盛会导致收入增加和住房需求的增加，CPI增加会拉高房产成本，更高的货币供应有助于获得贷款，失业率往往与经济表现挂钩。

同时，按揭利率和政府支出对房地产市场的影响较小，短期政策带来影响有限。

图：模型预测美国2018-2022年二手房挂牌价主要指标贡献权重



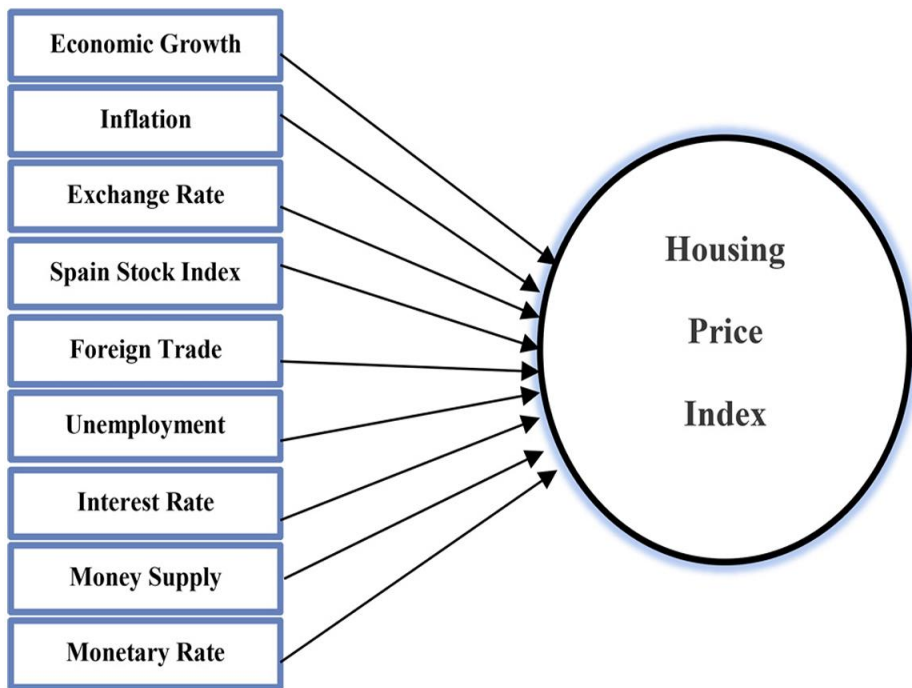
图：模型预测美国2018-2022年二手房成交价主要指标贡献权重



寻找房价涨跌的量化指标——西班牙

西班牙作为欧盟第四大经济体，房地产泡沫受美国次贷危机影响破灭，从主要经济指标对房价的影响可以看出：**GDP、CPI**同样是核心的影响因素，货币供应、失业率也在其中，新增了汇率、利率与外贸。

图：模型主要研究的对房价有影响的经济指标



图：主要经济指标与房价的相关性分析

Variables	Housing price index	Economic growth	Inflation	Exchange rate	Spain stock index	Foreign trade	Unemployment	Interest rate	Money supply	Monetary rate
Housing price index	1.000									
Economic growth	0.351	1.000								
Inflation	0.861	0.194	1.000							
Exchange rate	-0.291	-0.024	-0.167	1.000						
Spain stock index	-0.309	-0.169	-0.147	0.676	1.000					
Foreign trade	0.722	0.344	0.614	0.362	0.046	1.000				
Unemployment	-0.091	-0.174	-0.063	0.012	0.059	0.119	1.000			
Interest rate	0.054	0.139	0.264	-0.052	-0.011	0.100	0.527	1.000		
Money supply	0.534	0.269	0.421	-0.175	-0.227	0.417	-0.110	0.112	1.000	
Monetary rate	0.479	0.106	0.434	-0.208	0.222	0.671	0.137	0.111	0.1234	1.000

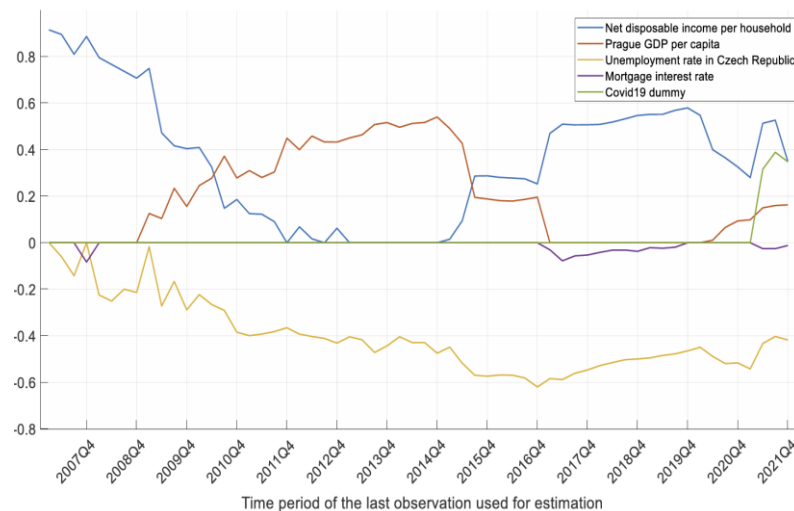
寻找房价涨跌的量化指标——捷克

有研究提出西欧和东欧国家房价驱动因素不同，我们选择具有代表性东欧城市布拉克2005-2021年房价研究发现，把宏观因素、及房地产供需变量考虑在内，排名前5的房价解释变量分别为**失业率、家庭可支配收入、新冠影响、人均GDP水平及抵押按揭利率**。在相当长的时间内，按揭利率显得无关紧要，考虑到捷克房价及楼市供需在过去20年间相对发展的较为健康，其房价驱动因子某种意义上可以认为是平稳状态下房地产市场的发展路径。

图：捷克房价拟合模型和置信区间



图：LRMs 模型随时间推移的结果呈现



图：LRMs模型中排列前五的显著解释变量

解释变量	LRM值
家庭可支配收入	+0.3495
布拉格人均GDP	+0.1627
捷克共和国失业率	-0.4179
抵押贷款利率	-0.0118
Covid19虚拟变量	+0.3480

来源：《Key determinants of new residential real estate prices in Prague》、中泰证券研究所

寻找房价涨跌的量化指标——越南

越南作为新兴发展中国家，房价/人均收入位于世界前列，研究显示越南河内2010-2021年房价影响因素中，发挥重要作用的指标依次是：**城镇化率、CPI、人均收入、按揭抵押贷款余额与GDP**。同时，房价本身对于自身长期影响也相当显著，当房地产持续上涨时，会吸引越来越多的投资者。新兴市场由于城镇化率提升，经济的快速发展带来楼市的火热有某种程度上的共性。

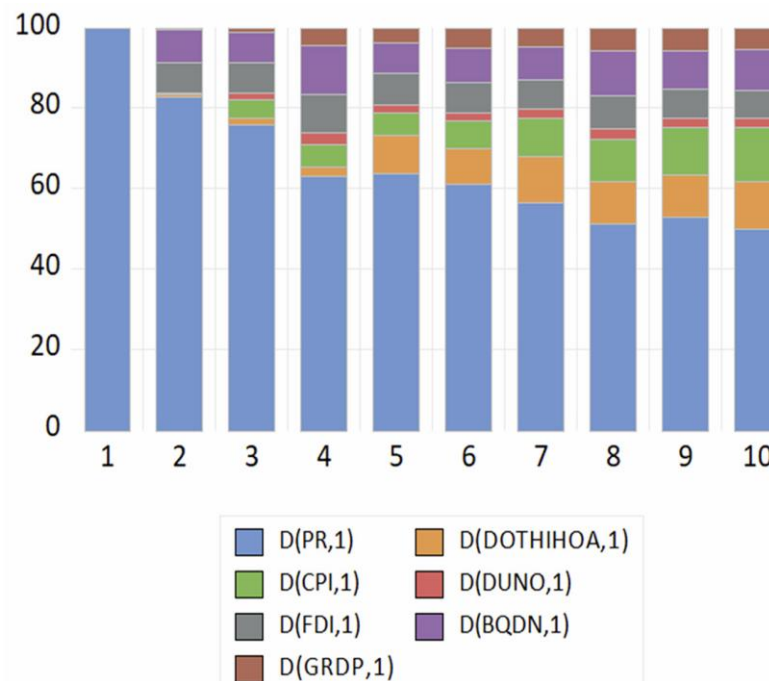
图：模型主要研究的对房价有影响的经济指标



图：主要经济指标描述

变量	描述	单位	数据来源
PR	河内公寓价格/公寓租金	点	- 建设部的报告和公告
GRDP	河内国内生产总值	越南盾十亿	- 越南第一太平戴维斯市场报告 - VARS报告
CPI	河内消费者价格指数	%	由河内统计局和越南统计局发布的月度社会经济状况报告。
DUNO	河内房地产的未偿贷款	越南盾十亿	- 河内统计局和越南统计局的年度社会经济状况报告 - 政府电子信息门户
FDI	河内外商直接投资	美元百万	- 国土资源部房地产市场管理司
OTHIHOA	河内的城市化率=城市人口占总河内人口比例，除以城市面积占河内总面积比例	%	- 河内统计局的报告 - 越南统计局 - 劳工报
BQDN	河内人均收入	越南盾	河内统计局和越南统计局

图：2010-2021河内房价影响因子拆解



国际房价周期的复杂性

由于各国住房结构、融资和税收待遇有、债务、房价估值、建筑自身情况有显著不同，甚至同一国家地区内部的也存在很大差异。如下表不同国家抵押贷款扩张的情况，背后可能有本国放松管制或短期国际资金流入因素。

表：选定先进经济体的住房和抵押贷款特征

	Home ownership rate 2016 ¹	Mortgage interest tax deduction	Mortgage rate, amortization usually required?	Retail deposit funding of mortgages ²	Mortgage debt/GDP 2007 ³	Mortgage debt/GDP 2016 ³
Australia	63	No	Adjustable, Y	Primary	80	96
Denmark	62	Yes	Adjustable, N	Tertiary	86	68
Germany	44	No	Mostly fixed, Y	Primary	42	38
Ireland	73	Yes	Adjustable, N	Primary	63	27
Japan	61	No ⁴	Adjustable, Y	Primary	36	38 ²
Spain	77	Yes	Adjustable, N	Primary	60	49
United Kingdom	63	No	Adjustable, N	Primary	75	68
United States	63	Yes	Mostly fixed, Y	Secondary	78	63

来源：《What Drives House Price Cycles? International Experience and Policy Issues》、中泰证券研究所 注：1使用OECD数据，家庭拥有或不拥有抵押贷款的比例。2来源于HOFINET和Cerutti, Dagher和Dell' Ariccia (2017) 的数据。在零售、抵押债券和证券化这3种资金来源中，“主要”、“次要”和“第三级”分别表示零售在抵押贷款存量中的份额最大、第二大和最小。数据来自2018年。3基础数据来自HOFINET（住房金融信息网络）、OECD和各国央行。4减税额非常有限。

国际房价周期的复杂性——抵押贷款自由化

价格租金比或价格收入比在抵押贷款自由化促进住房需求的国家中上涨，而在贷款严格的国家中上涨较少。如下表所示，在发达经济体中，2007年至2012年的房价暴跌引发了建筑行业GDP占比中的下行，抵押贷款占GDP比例大幅下行。

表：选定先进经济体的房价周期和债务变化

	Boom			Bust			Price recovery	
	Δ Mort./ GDP 1999–2007	Δ ln house price/inc. 1999–2007	Δ Const./ GDP to peak ²	Δ Mort./ GDP 2007–16	Δ ln house price/inc. 2007–12	Δ Const./ GDP peak to trough ²	Δ ln house price/inc. 2012–17	Δ Const./ GDP off trough ²
<i>Credit linked price boom and bust</i>								
Denmark	25	43	2	-18	-38	-2.7	11	1
Ireland	36	48	1.9	-36	-79	-6.5	36	0.8
Spain	37	74	2.1	-11	-45	-5.7	2	1
United Kingdom	30	49	0.5	-7	-21	-2.1	15	1.3
United States	29	27 ³	0.8	-15	-40 ³	-3.5	17	0.9
<i>Price boom</i>								
Australia	35	25	0.9	16	-6	-2	25	0.9
<i>No 2000s price boom</i>								
Germany	-3	-21	-0.5	-4	0	-1.4	13	0.7
Japan	1	-35	0.2	3	-4	-1.9	5	0.1

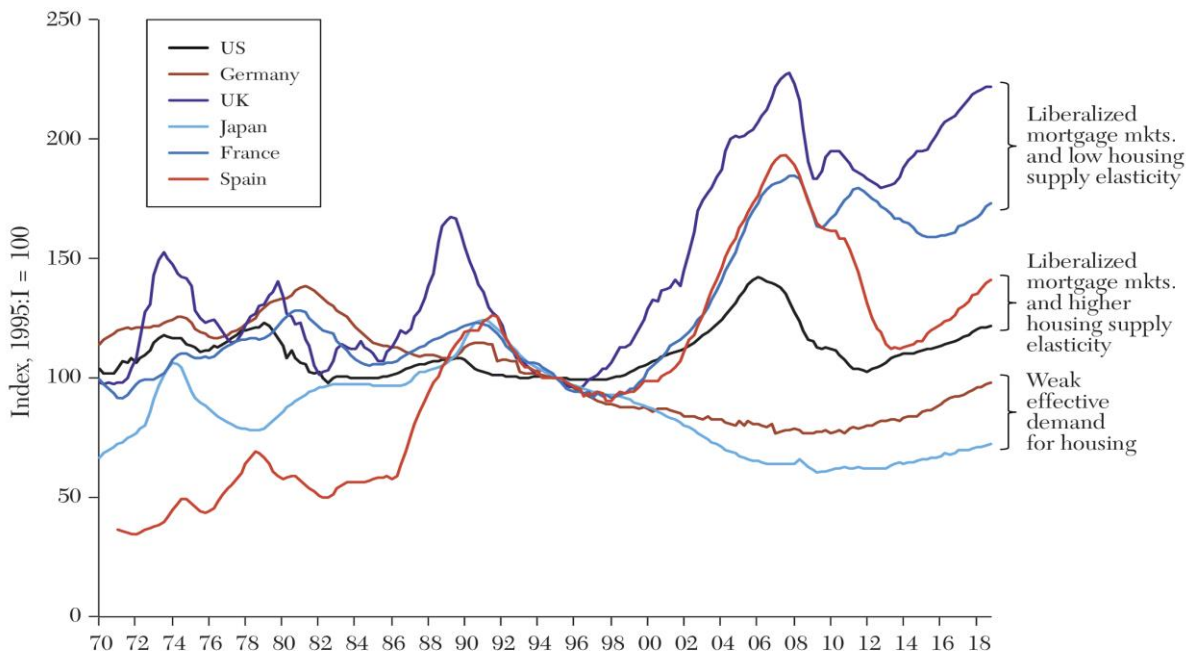
来源：《What Drives House Price Cycles? International Experience and Policy Issues》、中泰证券研究所 注：1基于OECD数据的房价收入比计算。基础GDP和建筑数据来自OECD，抵押贷款数据来自各国央行。22000 - 2007 年峰值时期的住宅建筑与 GDP 比率减去 1999 - 2001 平均比率；低谷到峰值比率变化为衰退期；2018 年比率减去低谷时期的比率。所有数据以百分点变化表示。3美国房价收入比分别为1998 - 2006和2006 - 2012年。

国际房价周期的复杂性——供应弹性导致房价弹性

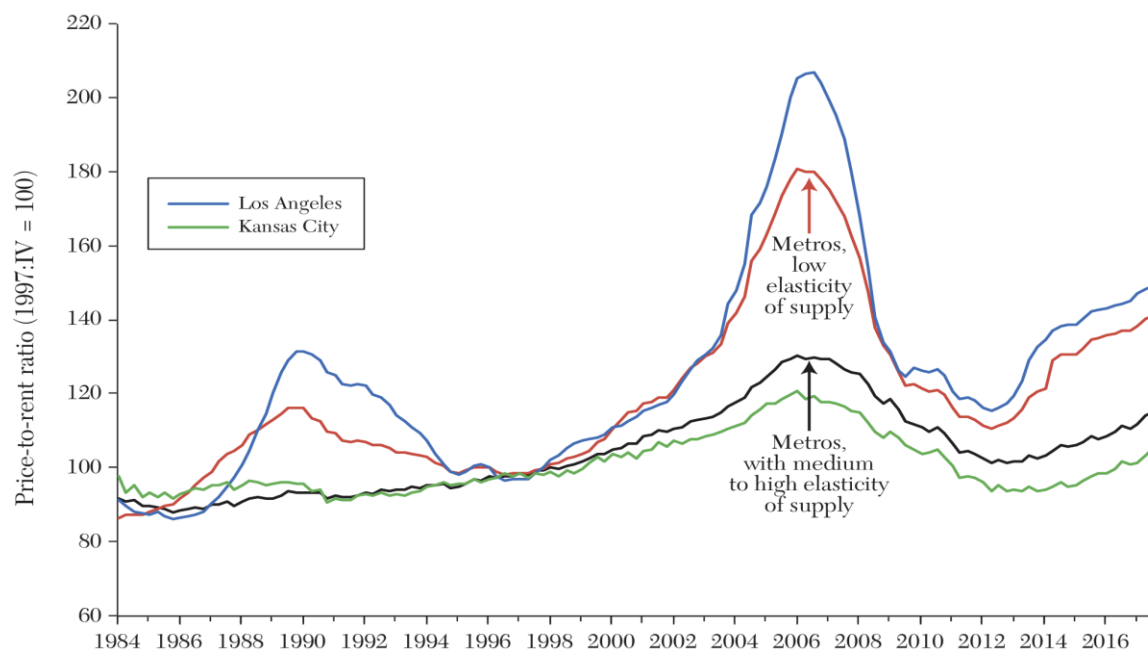
住房供应不弹性的地方，房价弹性更大。最强烈的房价租金比上涨出现在英国，原因是强劲的需求（自由化信贷加上强劲的收入和人口增长）与不弹性的供应相冲突；法国拥有半自由化的市场，其房价租金比上升幅度仅次于西班牙，但因供应不够弹性，无法缓解上升压力；德国和日本位列最低，主要因金融市场没有自由化且人口增长率低。

区域和城市层级呈现相同特质：房屋估值在住房供应不够弹性的地方趋势上升。如美国东北部和太平洋地区，英国的伦敦和东南部，价格租金比在这些住房供应弹性较低的地区有更大的价格弹性。

图：主要发达经济体的房价租金比反映了供给弹性和长期需求的差异



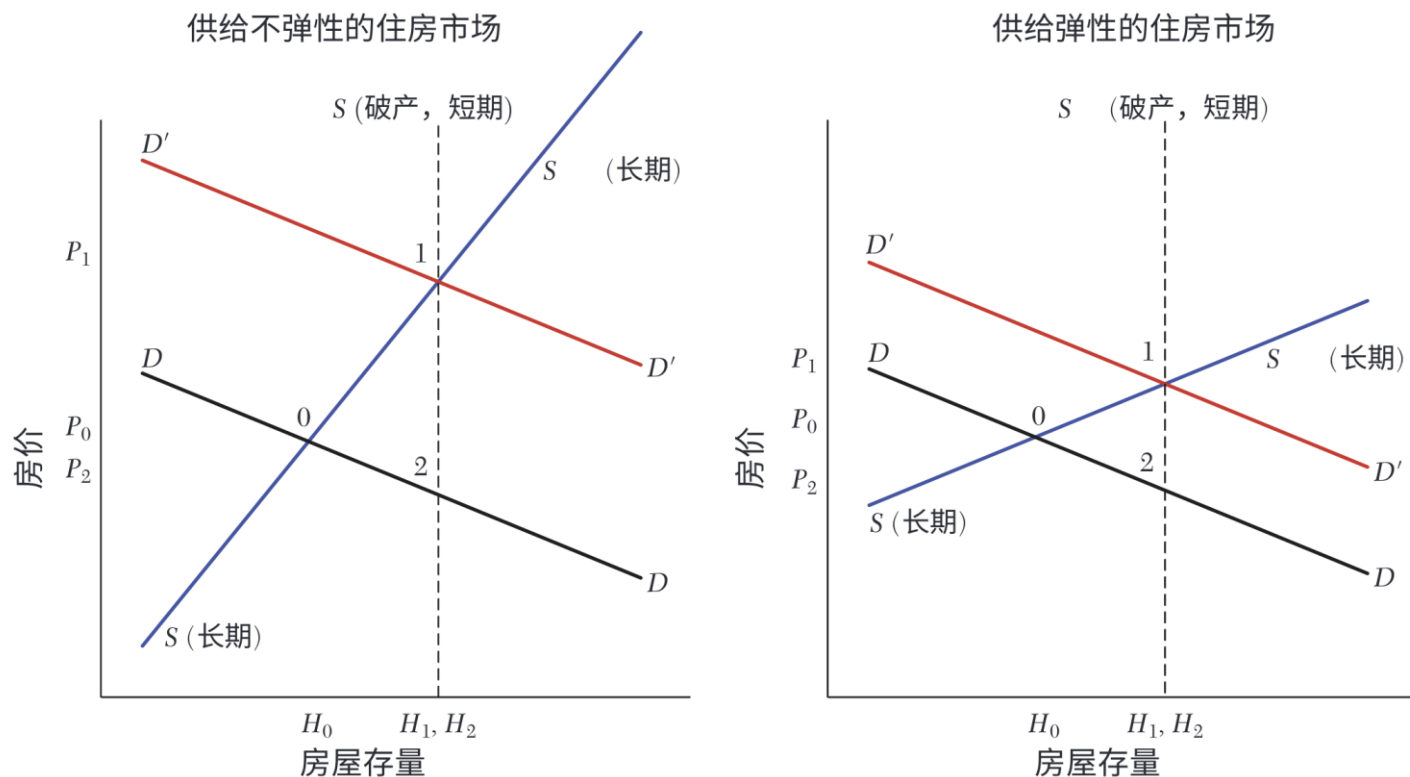
图：美国大都市价格租金比因住房供应弹性低的城市而变化更大



供应不弹性叠加信贷标准放宽下的住房市场

点0、点1、点2分别代指繁荣前、繁荣时和破产后的均衡点。房屋需求在抵押利率和信贷标准等驱动因素的变化下繁荣，后来随之逆转。在供给不弹性市场中，房价波动较大，但由于解除信贷限制会在这些市场中更多地推动需求，因此房屋存量的变化可能相似。在破产时，短期供给曲线是给定存量点1下方的垂直线。长期来看，贬值有助于市场回归到长期供给曲线和点0。

图：供给不弹性和弹性市场中的房地产繁荣与衰退



国际房价周期的复杂性——不同国家房价泡沫的主导因素不同

我们发现，不同国家地区文化、发展情况、房地产/土地制度，金融自由水平，市场开发程度等因素均有可能成为一个国家或地区、城市圈房价在某一段时间内的主导因素。比如美国次贷危机前的楼市繁荣主要是信贷环境宽松、政策支持、金融监管松弛；英国房价长期上涨主要因供给持续缺乏；爱尔兰与西班牙楼市泡沫主要由土地/房地产投机导致。

表：不同国家房价持续上涨的主要因素

国家	主要原因
美国	信贷标准放宽与金融缺乏管制
英国	长期缺乏供给
西班牙	土地私有化与长期重购轻租
爱尔兰	全民参与房地产投机
捷克	居民可支配收入增加与就业改善
越南	城镇化率提升带来的需求持续增加

总结：定量决定趋势，定性决定振幅

通过梳理全球不同周期下各国国家的房价驱动因素，及总结不同国家与地区房价差异的原因，我们将房价的驱动因子归纳如下：

可量化的指标：

1. 宏观经济变量-影响供需双方：GDP、CPI、利率、FDI（外国投资）、居民可支配收入等；
2. 需求方变量：人口、城镇化率、租金、工资、按揭利率、税率、汇率、失业率等；
3. 供给方变量：土地价格、建筑价格指数、存量房屋数量、新开工数量、施工数量、竣工数量等；
4. 房价自身作为变量：过去一段时间内房价涨幅。

较难量化的指标：居民对房价的预期、租金/房价监管力度、供应弹性、土地/房地产金融化程度、信贷标准、货币政策、跨国资本流动管制、借款人追索权、储蓄过剩效应等。

总体上，定量变量往往可以决定房价的趋势，而定性变量会对振幅带来较大的影响。



4

应对房危机的政策与复苏

克服危机的政策

由于房地产泡沫破裂往往在经济中出现其他问题之前或之后，每一次危机更多或更少都需要政府干预，无论是通过金融、立法、沟通或其他措施。同时，很多政策的执行是跨部门的，不仅仅是针对房地产行业，这需要部门之间的协同。政策从效果上可分为长期政策和短期政策。

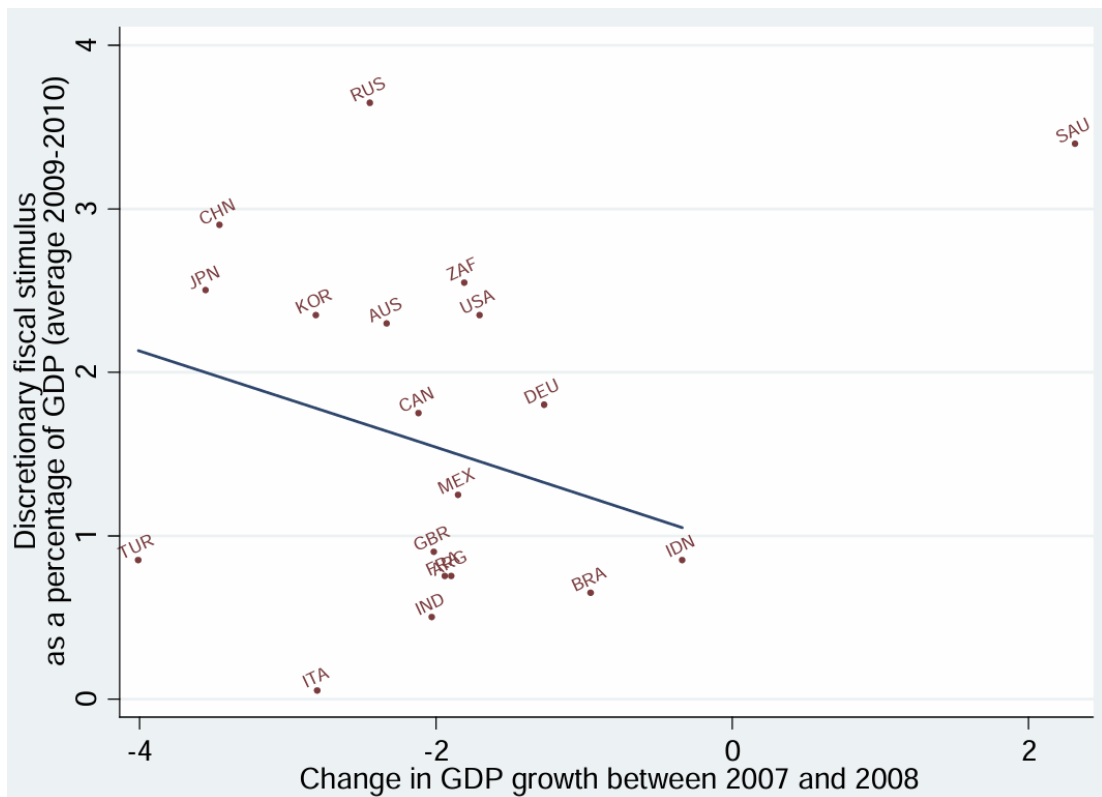
表：应对资产危机的短期和长期政策措施

短期政策	长期政策
1.直接财政援助。援助可以是贷款或不可赎回的支持形式，如美国对金融和汽车行业的支持。	1.审查未能防止泡沫形成和破裂的法规。泡沫破裂后最常见的行动是审查不同的法规，找出为什么会出现这种情况，并进行必要的修正（例如G20领导人、IMF和其他机构已同意改善国际金融市场监管的必要性）。
2.问题企业的重组。企业进行重组，这可能意味着将企业分拆成几个部分，进行根本性的变革而不分拆企业，合并企业等。	2.恢复国际和本地信任和资本流动。通过不同的措施可以实现国际/本地信任和资本流动的恢复。这可以包括财政、货币、劳动力、外贸等政策措施。
3.购买有问题的公司。政府购买有问题的公司或其中的一部分（如拉脱维亚的帕雷克斯银行案例）。	
4.抑制恐慌。媒体被用作避免进一步严重问题的工具。在许多情况下，媒体在确定危机的程度和持续时间方面发挥关键作用。	
5.财政措施。在危机期间，对税收的决定很常见。某些类型的财政措施仍可被归类为长期举措。	

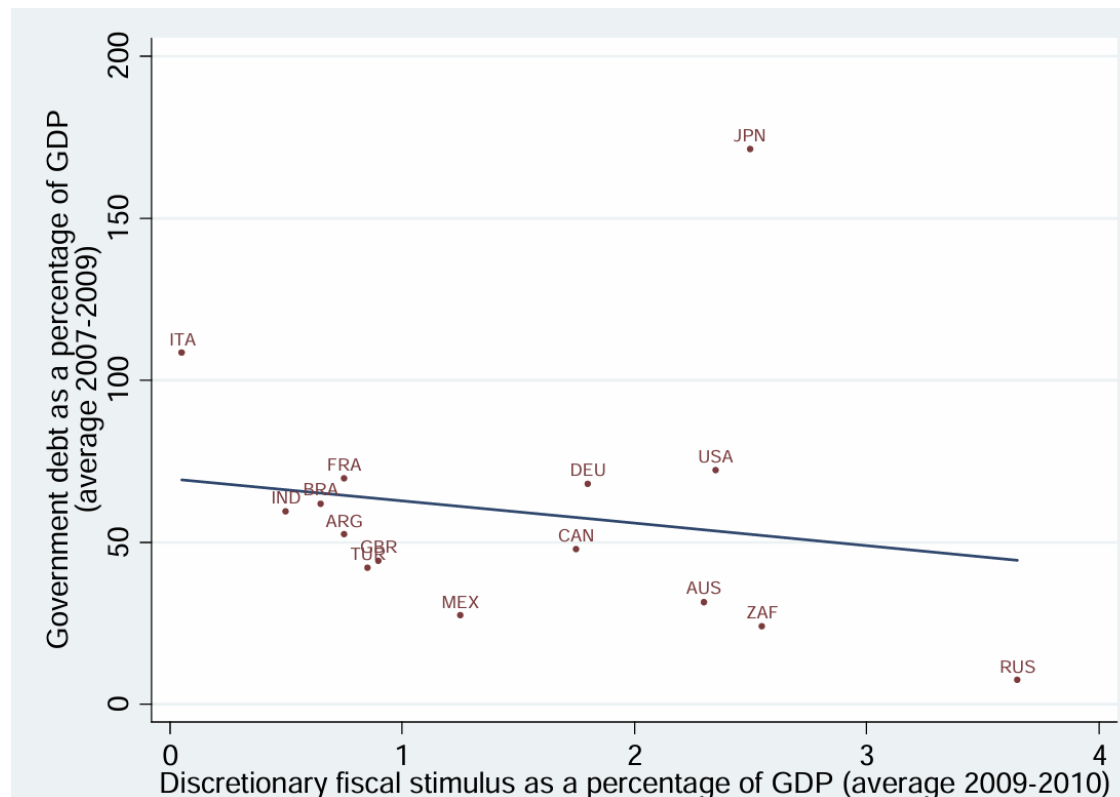
政府财政政策刺激力度基于GDP增速与债务负担

2008年全球金融危机下经济增长急剧放缓的国家往往会实施规模最大的刺激计划；同时，进入危机时债务水平相对较高的国家实施的财政刺激较少。

图：应对2008年全球危机下各国财政赤字与GDP增速变化情况



图：应对2008年全球危机下各国财政赤字与各国政府债务情况

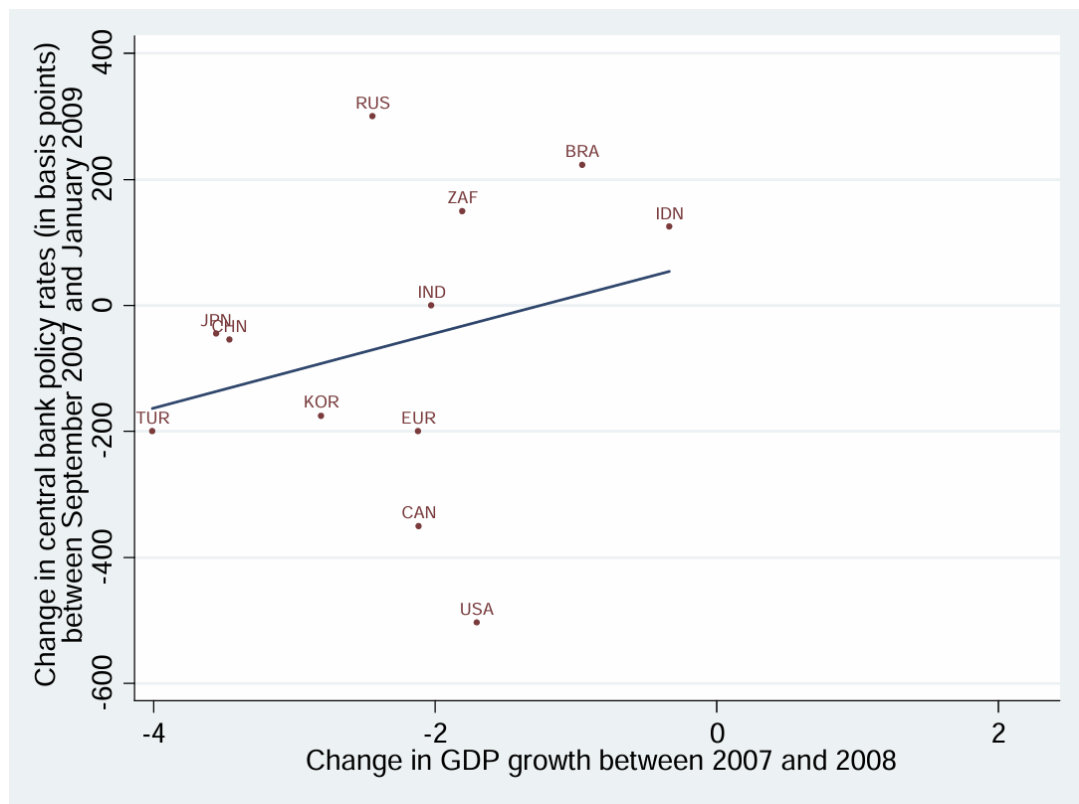


来源：《Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis》、中泰证券研究所

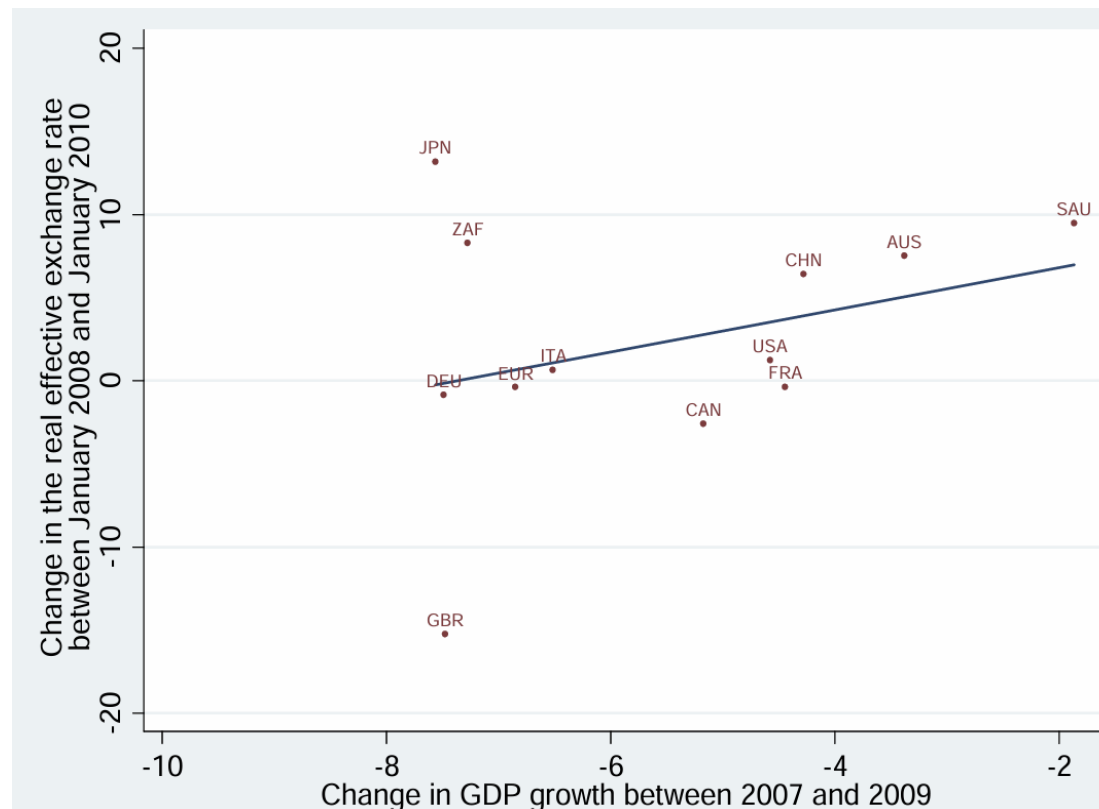
央行货币政策倾向于降息与货币贬值

显然，GDP增速压力较大的国家更倾向于降息，而从实际汇率变化的右图我们也可以看出在结果上一些国家通过货币贬值来实现增加出口的目的。

图：应对2008年全球危机下各国央行利率变化与GDP增速变化情况



图：应对2008年全球危机下各国实际汇率变化与GDP增速变化情况



泡沫破灭触底后如何复苏——美国

研究显示，在次贷危机时全美按照不同楼市表现可分别划分为：“繁荣、衰退”、“适度或没有繁荣、衰退”、“繁荣、没有衰退”和“适度或没有繁荣、没有衰退”等四类。

图：次贷危机期间，美国不同地区住房市场表现分类



来源：《The Many Roads to Recovery: Assessing the Recoveries of US Metropolitan Housing Markets Following the Housing Bubble》、中泰证券研究所 注：将美国不同地区房价表现分为4类，分别为红、蓝、绿、黄。繁荣代表的房价在2000年至2006年（全国房地产泡沫膨胀期间）的平均年增长率8.1%，衰退代表2006年至2008年比全国平均-0.3%的速度下降更快。

美国楼市复苏:GDP、产业与失业率、债务与供给出清主导

从2009年到2014年，美国城镇房价总体呈现正增长，区域分化/复苏快慢主要受当地GDP水平、金融、保险和房地产的产业聚集多寡、气候冷暖，断供司法/非司法执行、城区库存/可开发土地多少影响，对财政刺激的反应不大。总体看，地方产业实力强，金融地产从业占比低，气候温暖，断供清偿不走司法程序，核心区低库存等因素有助于房价在底部率先企稳回升。

图：主要指标解释

指标	解释
GDPpc	各个大都会地区的GDP增速
FIREp	金融、房地产和保险行业 (FIRE) 占各大都会统计区域总GDP的百分比
GOV	政府用于刺激市场投入的重建资金
REG	土地出让限制
TEMP	城市年平均温度
JUD	司法清偿倾向

图：房价变动回归方程分析

	HPpc
GDPpc	0.760 (6.62)**
FIREp	-0.019 (0.59)
GOV	0.000 (0.33)
TEMP	0.026 (1.33)
JUD	-0.842 (2.24)*
_cons	-2.352 (1.87)
R2	0.41
N	80

* p<0.05; ** p<0.01

图：复苏时间回归方程分析

	RECOVmnths
GDPpc	-2.898 (0.73)
FIREp	0.368 (0.46)
GOV	0.000 (0.78)
TEMP	0.483 (1.04)
JUD	23.211 (1.64)
_cons	12.593 (0.52)
R2	0.35
N	26

* p<0.05; ** p<0.01

图：土地管制回归方程分析

	HPpc
GDPpc	0.700 (4.75)**
FIREp	-0.050 (1.21)
GOV	0.000 (0.36)
TEMP	0.022 (0.79)
REG	0.393 (1.64)
JUD	-0.961 (1.93)
_cons	-1.169 (0.67)
R2	0.43
N	56

* p<0.05; ** p<0.01



5

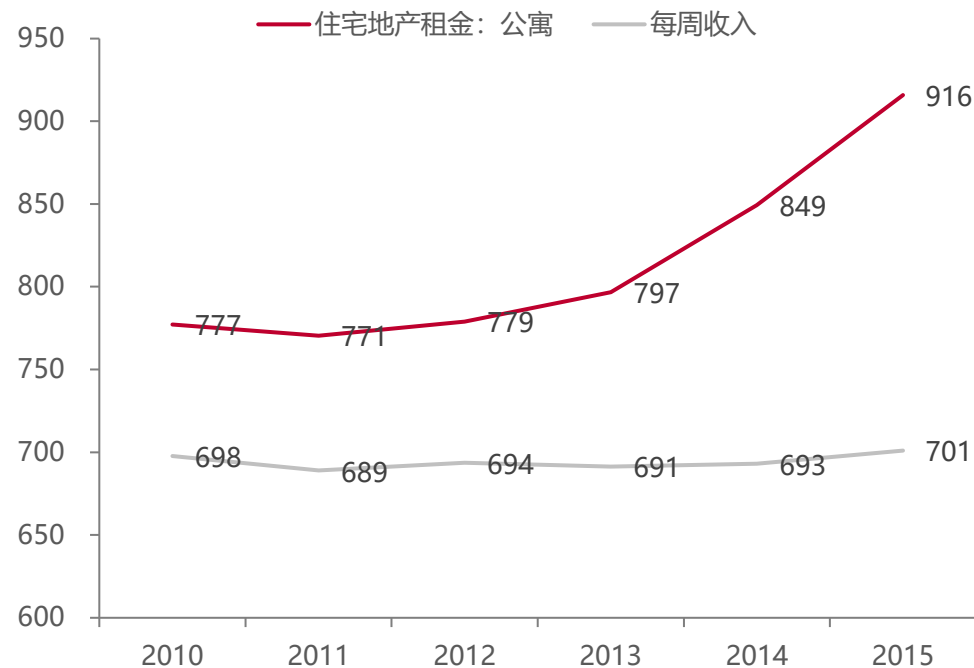
另一个角度看房价

领先指标

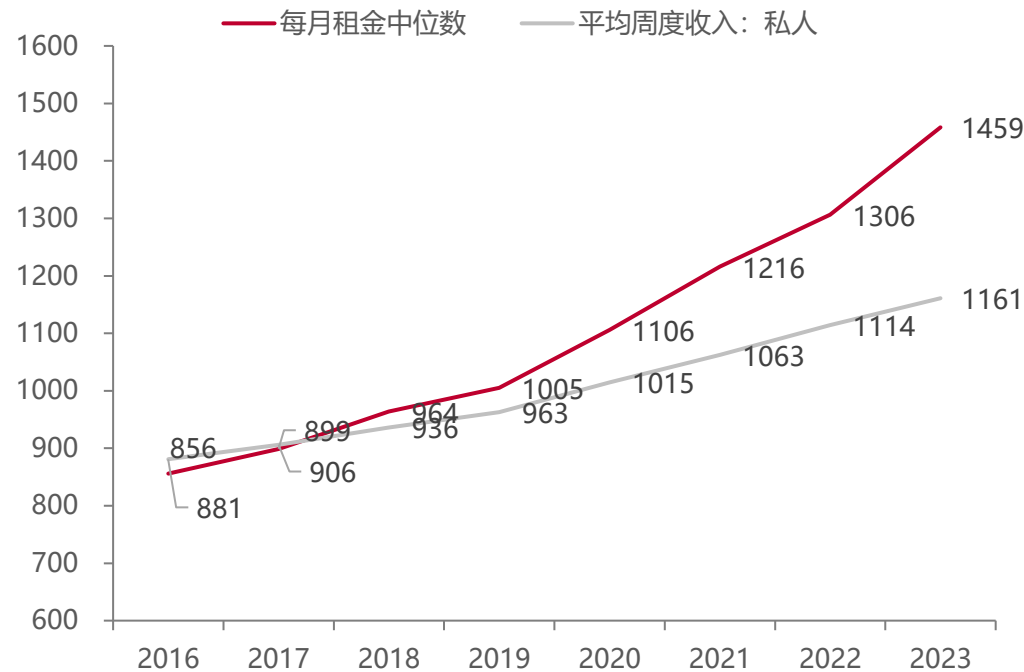
租售比是否可以作为评估房价泡沫的锚点

部分欧美国家租售比一直比较稳定，但拆分一些租金回报率较高的国家发现，其房价与租金保持同向涨幅，而居民收入涨幅持续低于资产增值/收入，且从趋势看还在扩大，这让租售比可以保持稳定，但实际居民将面对同时难以负担的房价与租金。因此，某种意义上，租金回报率低也可以解读为一个地区租金负担并不重。

图：爱尔兰楼市泡沫后租金与人均收入情况（欧元）



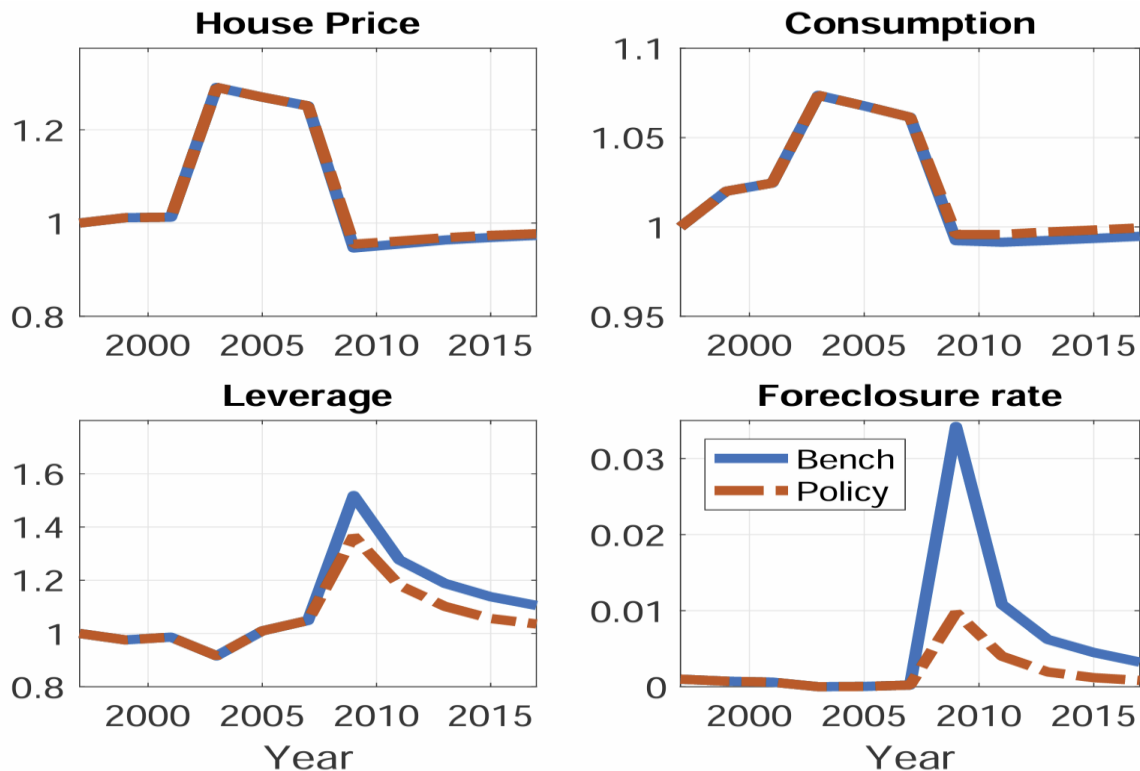
图：美国近年租金与人均收入情况（美元）



短期政策救市影响可能有限

一项基于美国次贷危机时期针对抵押贷款的救助计划——家庭可负担贷款修改计划（HAMP）和家庭可负担再融资计划（HARP）的研究显示，即使政策力度加码，模拟出的结果并不能阻止房价的下行，但随后的消费复苏有一个较小但持续时间较长的影响，因为对大量家庭执行部分债务减免导致未来抵押贷款支付降低，随后慢慢增加消费。

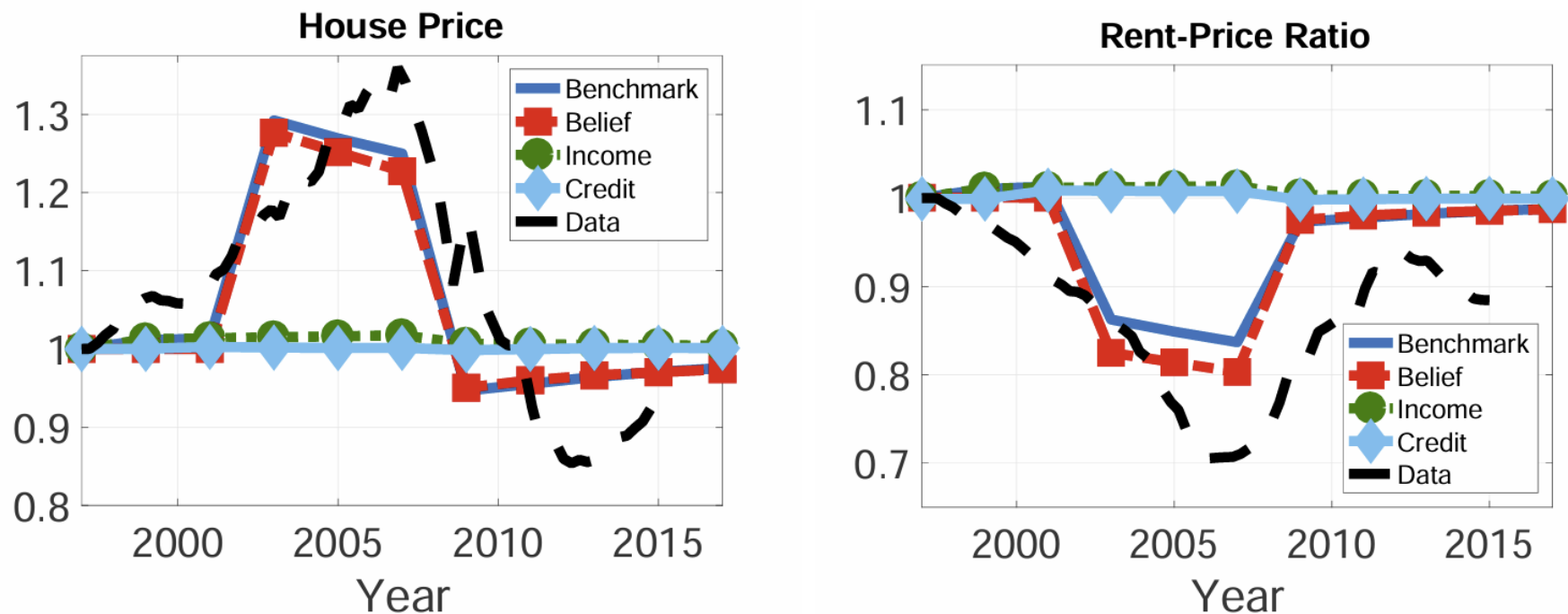
图：模型显示危机时期的债务减免有助于后续的消费提振和降低杠杆，但无法阻止房价的下行（1997=1）



房价的繁荣和崩溃或取决于对未来房价增长预期的转变

有研究指出，唯一能够引起房价大幅波动的冲击是对未来房价升值信念的转变，劳动生产率的变化对房价产生非常小的波动；同时，该模型也显示楼市崩溃时期租金价格比大幅下降，在信念冲击下，预期未来房价增长增加，从而推动租金下降，模型中的租金价格比率与实证相符。

图：模拟模型中人的信念主导房价走势（1997=1）



总结

房地产作为不动产，是大类资产配置的一种，房价作为其价值的锚，在长周期上能够持续跑赢通胀，是一种抗通胀且一定程度上能够实现资产保值增值的投资品。

楼市泡沫主要发生在发达国家经济体中，往往伴随着一段时间国家和区域的经济腾飞，居民收入水平的提升，对高品质住房需求的增长，这是历次泡沫基本面维度的共性。泡沫成因方面，主要有外部冲击、内部管理和房价自身反馈循环三个原因。大多数楼市泡沫有的共性原因如房价持续上涨带来的投机空间，土地金融化，放松信贷标准与资本管控，长期供应限制等。

过去50年15个主要发生房地产泡沫经济体房价自高点至底部平均下行时间为5.44年，中位数4.75年；平均下行幅度-30.5%，中位数-25.9%。房价从底部回到泡沫时高点平均需要12.69年，中位数为11.26年。差异主要体现在供需结构、前期房价涨幅、产业基础、宏观经济情况（收入预期、失业率等）这些维度在不同国家与地区间的差异。

风险提示：海外经验可能无法简单适用于国内，政策之间可能存在不可比因素，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。