

张晶 执业证书编号: S0570512070064
研究员 0755-82492011
zhangjing7332@htsc.com

宋雪涛
联系人 songxuetao@htsc.com

朱洵 021-28972070
联系人 zhuxun@htsc.com

侯劲羽 0755-82492280
联系人 houjinyu@htsc.com

王宇鹏 010-56793968
联系人 wangyupeng@htsc.com

相关研究

- 1 《后危机时期为什么震荡不断升级?》 2016.02
- 2 《悲观之路, 希望之机: 三个预期差》2016.01
- 3 《3.0%的赤字率意味着什么?》2015.12

如何看待中国房地产价格的泡沫?

居民部门继续加杠杆的路可行吗?

投资要点:

◆ 从人口到金融: 过去 20 年房地产价格涨跌背后的逻辑

2008 年之前, 人口年龄结构、城市化进程、收入水平是决定房地产价格持续上行的主要因素; 2008 年之后, 驱动房价涨落的因素逐渐切换到利率、信贷等金融因素上。但 2015 年以来一线城市及部分二线城市的房价上涨, 背后的逻辑和前些年并不完全相同: 2015 年, 伴随着股灾的冲击与汇率贬值的压力, 同时实体经济需求疲弱, 叠加宽松的金融大环境, 国内资产配置缺少出路, 资金寻找“安全岛”的因素, 支持了这一轮核心城市房价的上升。

◆ 从居民收入结构和投资行为看地产发展

房地产本质是一种资产, 其价格变动和居民部门收入及投资行为的演进密切相关。一些数据指出, 近年居民收入的绝对值显著提高, 但在种种制约分配公平的因素之下, 居民收入分配的结构调整进程相对缓慢, 其中最典型特征在于中间收入阶层占比改善不显著, 中国仍然是典型的“金字塔型”收入结构, 而非发达国家“纺锤体”的居民部门收入结构。然而在收入增长的同时, 居民资产扩张的速度持续而显著地高于经济增长和居民收入, 即居民部门出现信用扩张和主动加杠杆的趋势, 而房地产资产则是居民获得金融资源的重要载体。当前中国居民总资产中房地产资产的比重已显著超过美国日本等国家。

◆ 从中微观数据看房地产“泡沫”

通过对诸多中微观数据做了细致的梳理, 我们发现一线城市住房销售具有量价齐升、库存较薄的特点。一线城市以及较为重要的二线城市(天津、武汉、重庆、南京、杭州、成都), 当前都有明显的去库存特征, 库存量处于 2013 年以来的最低位。四个一线城市也略有不同, 从成交量和去库存周期看, 去库存的力度上北京>广州>上海>深圳; 但从房价收入比来看, 深圳目前遥遥领先于其余一线城市; 而房价租金比方面, 深圳>北京>上海>广州; 不过深圳住宅用地供应紧张, 拿地成本居高不下, 成为高房价的基本面支撑。总结起来看, 虽然近一年来一二线城市房价出现较大涨幅, 但短期而言, 库存周期短、价格涨幅稳定的上海及苏州、南京等二线城市或仍未见顶。

◆ 地产泡沫产生和破灭的国际经验: 以日本、香港、美国为例

三地区房地产价格起落的因素不一而同, 但以宽松的货币政策和信贷政策而起, 地产裹挟经济, 助长经济过热并冲向顶峰, 期间伴随着居民杠杆率的大幅攀升。美日地产泡沫破灭, 是以过度负债后的央行加息为发端; 而香港地产泡沫破灭是由于 1997 年的外部冲击为导火索。而各国地产泡沫破灭后, 均将经济拖入了更深的危机之中。

◆ 风险提示: 偶现于一线城市的地产无序加杠杆开始向二三线城市蔓延。

正文目录

如何看待中国房地产价格的泡沫？	5
从人口到金融：过去 20 年房地产价格涨跌背后的逻辑	6
1998-2008 年：人口因素主导了本轮房价的涨势	6
(1) 人口年龄结构	6
(2) 城镇化进程	7
(3) 收入水平	7
2008 至今：金融因素主导了本轮房价的时涨时跌	7
(1) 利率	8
(2) 信贷	8
从居民收入结构和投资行为看地产发展	10
中国的居民收入分配结构如何	10
从居民部门总体投资行为看地产发展	11
从中微观数据看房地产泡沫程度	14
十大城市整体对比：一线量价齐升，去库存周期短	14
从历史成交量价看一线城市的差异	15
深圳的房价收入比远超其他一线城市	17
深圳高房价的背后：住宅用地供应紧张，拿地成本居高不下	18
从二手房成交、内环房价和置换占比看一线的投机价值和购买力：以上海为例	20
短期而言，库存周期短、价格涨幅稳定的上海及部分二线城市或仍未见顶	22
地产泡沫产生和破灭的国际经验：以日本、香港、美国为例	23
日本：宽松政策 + 基本面恶化驱动资金流入虚拟经济和地产，形成恶性循环	23
香港：被动降息 + 海外资本流入推高房价，金融危机刺破泡沫	24
美国：房地产在“金融创新”中逐渐泡沫化	25

图表目录

图 1: 1998 年以来我国房价一路上涨	6
图 2: 自 2008 年以来房价出现三次下跌	6
图 3: 20-45 岁年龄人口数量的增长带动房价的上涨	6
图 4: 城镇化提高会带来房地产投资的上升	7
图 5: 居民收入水平提高会促进房地产投资的增长	7
图 6: 利率下降会助推房价的上升	8
图 7: 宽松的信贷政策有助于房地产价格的上升	8
图 8: 金融政策环境很大程度影响房价走势	9
图 9: 我国居民收入增速——农村快于城镇，平均水平略高于 GDP 增速	10
图 10: 2014 年中国城镇居民名义工资收入结构	10
图 11: 2009 年中国城镇居民名义工资收入结构	10
图 12: 居民部门总体出现加杠杆趋势	11
图 13: 居民总资产，2004-2014	11
图 14: 居民持有房地产占比	11
图 15: 居民金融资产构成，2004	12
图 16: 居民金融资产构成，2014	12
图 17: 中国居民的房地产在总资产中占比远超美日两国	12
图 18: 中国的房地产资产/股市总市值也远高于美日	12
图 19: 测算居民持有商品房市值约为 2015 年 GDP 的 89%	13
图 20: 市值涨幅分解	13
图 21: 商品房占比（扩大口径后的）居民金融资产	13
图 22: 一线城市商品房库存及消化周期	14
图 23: 一线城市商品房成交面积及价格指数：量价齐升	14
图 24: 二线城市商品房库存及消化周期	14
图 25: 二线城市商品房成交面积及价格指数：量增价稳	14
图 26: 北京商品房库存量及消化周期	15
图 27: 深圳商品房库存量及消化周期	15
图 28: 广州商品房库存量及消化周期	15
图 29: 深圳商品房库存量及消化周期	15
图 30: 北京住房价格指数同比增速及月成交面积	16
图 31: 上海住房价格指数同比增速及月成交面积	16
图 32: 广州住房价格指数同比增速及月成交面积	16
图 33: 深圳住房价格指数同比增速及月成交面积	16
图 34: 深圳的房价/收入比远超北上广以及全国总体水平	18

图 35: 上海市居民的人均居住面积远低于其他一线城市	18
图 36: 不考虑人均居住面积的房价收入比: 上海仅次于深圳	18
图 37: 房价租金比: 深圳远超其他一线城市	18
图 38: 2013 年以来, 一二三线城市开发商拿地面积都有所回落	19
图 39: 一线城市拿地面积降幅小(需求高), 绝对量仍低(供给少)	19
图 40: 开发商在一线城市拿地的成交均价从 2012 年至今大幅提高	19
图 41: 开发商在一线拿地成交溢价率持续回落	19
图 42: 一线城市对比, 上海住宅用地供给相对充裕, 深圳非常紧张	20
图 43: 深圳: 开发商拿地的楼面成交价在四地中最高	20
图 44: 2013、14 年深圳住宅用地拿地溢价率远超北上广, 印证开发商争夺激烈	20
图 45: 上海二手房和新房价格同样涨势惊人, 挂牌出售面积回升	21
图 46: 2016 年 1 月上海各区成交均价: 差异明显	21
图 47: 上海核心区域: 内环成交面积涨幅远超其他	21
图 48: 上海核心地区的住宅可售库存在总量中占比很低	21
图 49: 上海内环地区改善性购房中的置换方式比重已经接近上限, 购买力逼近顶部	22
图 50: 2015 年回顾: 深圳、上海的商品房成交“量价齐升”特征最为显著	22
图 51: 上海、苏州、南京等价格涨幅相对温和、库存周期短的城市或有继续上涨空间 ..	23
图 52: 日本住宅价格 vs 居民部门杠杆率	24
图 53: 香港住宅价格 vs 居民部门杠杆率	25
图 54: 美国住宅价格 vs 居民部门杠杆率	26
表格 1: 一线城市住宅成交量价, 在本轮上涨周期中的表现与前两轮的对比	17

如何看待中国房地产价格的泡沫？

过去 20 年，中国房地产价格涨跌背后的逻辑，在 2008 年之前，人口年龄结构、城市化进程、收入水平是决定房地产价格持续上行的主要因素；自 2008 年之后，驱动房价涨落的因素逐渐切换到利率、信贷等金融因素上。不过这一轮，即 2015 年以来一线城市及少部分二线城市的房价继续上涨，背后的逻辑和前些年并不完全相同：从 2015 年 2 季度末开始，股票的疯狂上涨及之后的“股灾”，8·11 汇改后人民币贬值压力加大，国内实体经济也缺乏好的资产配置方向。可以认为，一线城市房价上涨与国内资产配置缺少出路，资金寻找“安全岛”有关，同时也仍有宽松的金融大环境在支持。

中国的全社会杠杆率过去几年里不断攀升，其中企业部门杠杆率更是其余部门的数倍，而居民部门杠杆率较低一直是市场所关注的对象。但是居民部门为什么杠杆率低？——需要认真审视居民的收入分配和居民的房地产资产在总资产中的比重。

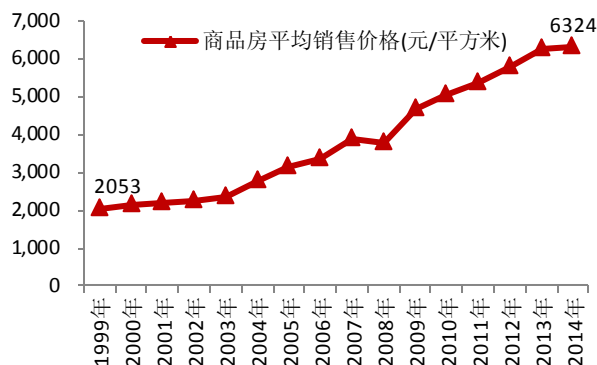
尽管和 2009 年相比，我国的居民收入结构略有改善，但基本还是典型的“金字塔”结构。这样的收入结构意味着，最顶部的不具备大幅加杠杆的意愿，最底部的不具备大幅加杠杆的能力。要改善居民收入结构，就避不开城乡户籍制度、城乡公共服务均等化体系的差异，还有土地要素价格、资本市场价格及利率扭曲等因素，以及微观领域生产要素市场的制度性扭曲等一系列带有“刚性”特征的障碍。同时，当前我国居民总资产中房地产资产的比重也已显著高于美国日本等国家。

更进一步地，通过对诸多中微观数据做了细致的梳理，我们发现虽然近一年来一二线城市房价与成交量均出现较大涨幅，但一线城市以及较为重要的二线城市（天津、武汉、重庆、南京、杭州、成都），当前都有明显的去库存特征。短期而言，库存周期短、价格涨幅稳定的上海及苏州、南京等二线城市或仍未见顶。然而历史的循环总有其共性：美国、日本和香港的历史告诉我们，房地产价格的飙升通常伴随着宽松的货币政策和信贷政策支持，地产膨胀不断裹挟经济，助长过热并冲向顶峰，期间伴随着居民杠杆率的大幅攀升；而随后的泡沫破灭的起因或不一而同，但均将经济拖入了更长久的危机。

从人口到金融：过去 20 年房地产价格涨跌背后的逻辑

自 1998 年国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，宣布从 1998 年下半年开始停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化，我国房地产才正式进入了市场化进程。以 1998 年住房改革为分水岭，我国房地产市场开始繁荣发展，房价也一路高歌猛进，商品房销售均价从 1999 年的 2053 元/平方米上升至 6324 元/平方米，上涨了 208.04%，仅在 2008 年以来出现三次下跌。探讨房价涨跌的背后逻辑，我们认为人口年龄结构、城镇化进程、收入水平、利率、信贷、政策环境等一系列因素共同作用决定了房价的走势。

图1：1998 年以来我国房价一路上涨



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图2：自 2008 年以来房价出现三次下跌



资料来源：Wind，华泰证券研究所

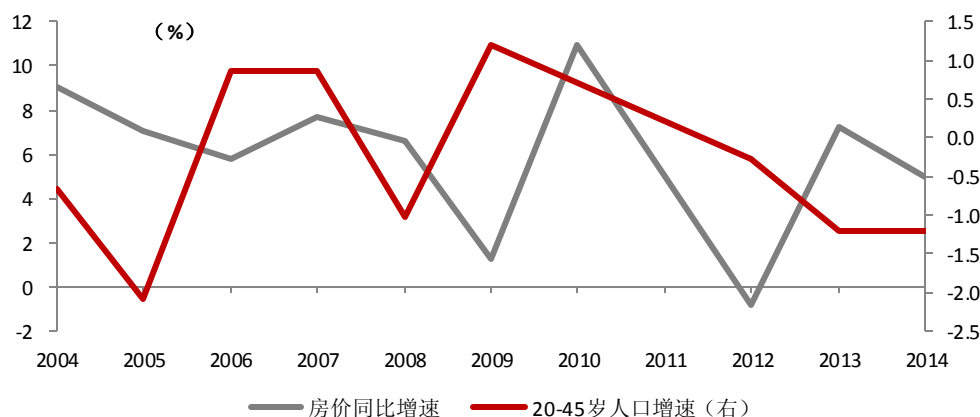
1998-2008 年：人口因素主导了本轮房价的涨势

通常，居民对房地产具有两种需求：一是消费需求也就是居住需求，另外一个就是投资或投机需求。从人口角度分析，主要是人口年龄结构和城镇化率主导了对房地产的需求。

（1）人口年龄结构

房地产与人口年龄结构紧密相关，20-45 岁是置房需求的主体，这个年龄阶段人口数量的变化很大程度上影响了购房需求，根据统计该阶段人口数据的增速变化，与房价增速作对比分析，可以看出 20-45 岁人口增速的变化领先于房价的走势。正是因为 1998 年-2008 年之间人口红利的推动，我国房地产需求始终强劲，支撑了房价长达十年的快速上涨。

图3：20-45 岁年龄人口数量的增长带动房价的上涨

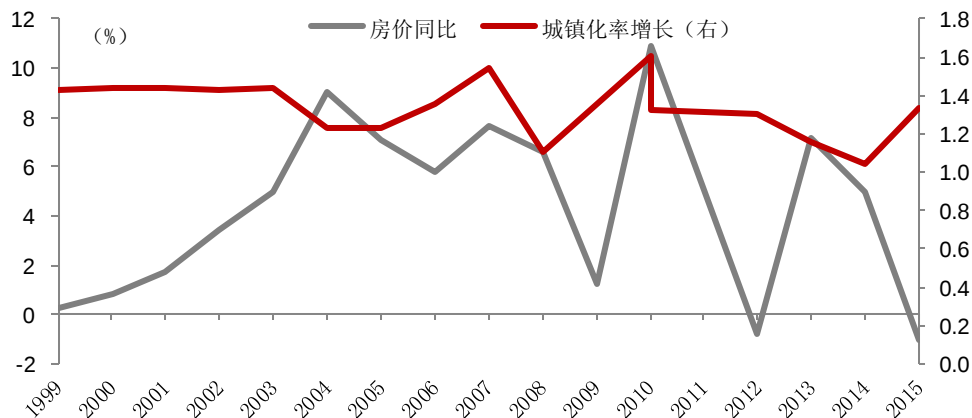


资料来源：Wind，华泰证券研究所

（2）城镇化进程

城镇化率反映了我国的人口流动，因为从一定程度上来说，人口的流动过程也就是城镇化的过程。城镇化率的提高，城镇人口的增加，会促进房地产需求的增长，从而推动房价的上升。1998-2008 年，我国的城镇化经历了一个快速发展的阶段，城镇化率从 33.4% 上升至 47%，流动人口规模井喷式增长，成为推动我国房价持续上升的另外一个重要因素。

图4： 城镇化提高会带来房地产投资的上升

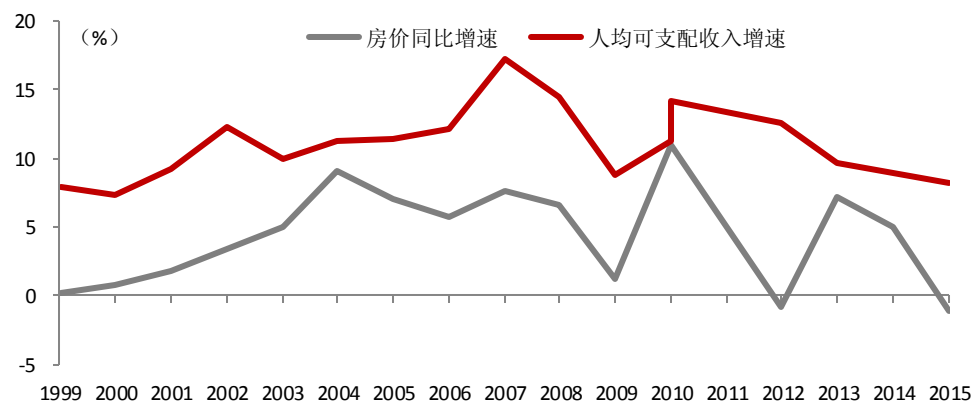


资料来源：Wind，华泰证券研究所

（3）收入水平

人口因素主导了对房地产的需求，而居民收入水平则决定了需求是否能够转化为实际消费，不仅如此，收入水平的提高还可能激发对房地产投资或投机性需求的增加，因此，1998-2008 年我国经济的高速增长，居民可支配收入的大幅提高也是支撑该阶段房价稳步上升的重要因素。

图5： 居民收入水平提高会促进房地产投资的增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2008 至今：金融因素主导了本轮房价的时涨时跌

2010 年全国人口普查数据显示，平均每户家庭人口规模已经下降到 3.10 人/户，下降空间已经不大。人口增速下滑，流动人口增速也开始放缓，老龄化问题严重，劳动人口比重不断下降，人口因素已不再成为我国房价上升的主导因素，金融政策等对我国房价的影响开始逐步上升。

金融政策环境影响房价的基本逻辑是：利率下降，首付比下降，居民支付能力上升，购房成

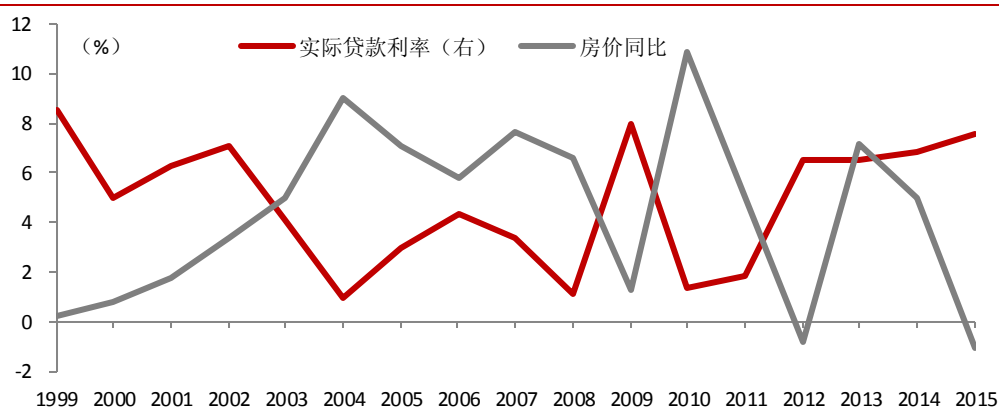
本降低，购房需求上升导致房价上涨，销售上升有利于开发商资金的快速回笼，从而房地产开工投资上升；当房地产市场过热，投机需求成为推动房价上涨的主要因素时，政策再次调控，上调利率、增加首付比等，降低居民的支付能力，增加购房成本，需求下降导致房价回落，开发商也由于销售的下滑减少土地的购置并减少开工投资。

首先，我们从利率和信贷两方面来进一步讨论金融政策对房价走势的影响：

（1）利率

利率下降，居民支付能力提高，推动房地产销量上升，房价上涨，企业资金能快速回笼，同时企业资金成本降低，进一步推动企业开工投资，房地产投资增加。反之，利率上升，居民支付能力下降，房地产销量回落，房价下跌，加之企业资金成本上升，开发商放缓购置土地和开工投资进度，房地产投资下降。

图6： 利率下降会助推房价的上升

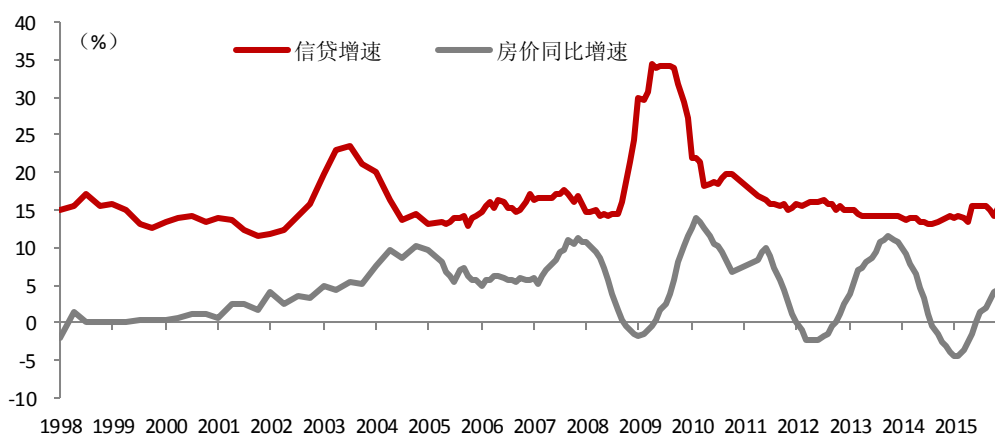


资料来源：Wind，华泰证券研究所

（2）信贷

对个人而言，信贷政策放松，购房者能从外部融入资金，购房能力增强，增加对放低长的需求，推升房价；对银行而言，信贷量充裕时，倾向于将信贷资金投入高回报的房地产市场，开发商加大开工投资力度，房价走高使得银行能得到稳定的贷款利息和抵押物增值回报，从而银行有激励去进一步扩大房地产市场信贷。反之，信贷收紧时，市场主体则会拉低房价。

图7： 宽松的信贷政策有助于房地产价格的上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

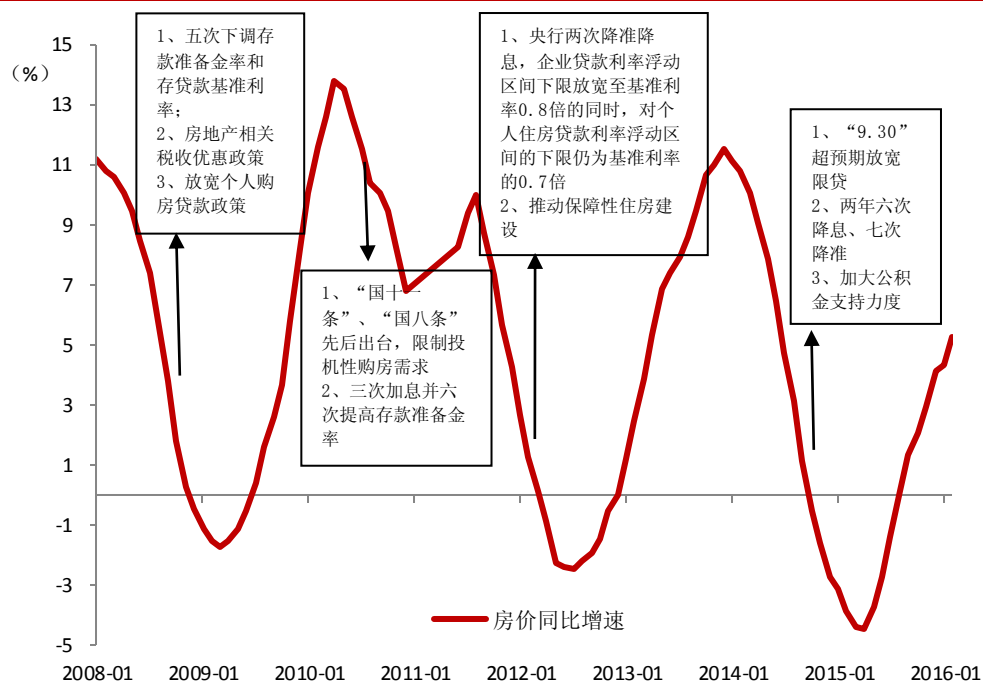
受 2008 年金融危机影响，我国房价快速下跌，为防止经济快速下滑，中央政策从“把防止经济增长由偏快转为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显的通货膨胀作为宏观调控的主要目标”，转变为“实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，年内央行五次下调存款准备金利率和存贷款基准利率，房地产交易环节税收也从 11 月开始实行，导致了房价的快速反弹。

随着房价高企，投机性需求愈演愈烈，2011 年中央出台一系列调控政策，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，年内央行共三次加息并六次提高存款准备金率，房价再次回落。

面对 2011 年楼市低迷的情况，土地出让收入下降，地方政府财政压力增加，2012 年部分地方政府房地产市场调控政策开始松动，央行两次降准降息，个人住房贷款利率和住房公积金贷款利率也随基准利率的下调而下降，加之多个地方政府放宽公积金政策，提高公积金贷款额度，在金融政策的调整下，房地产市场供需双方的信贷环境都偏宽松，再次支撑了房价的上行。

2013 年“国五条”以及个人住房房产税改革扩围试点等一些列政策的出台再次打压了房价，而从 2014 年开始，经济下行压力凸显，为托底经济，中央再次出台了一系列宽松政策，房地产成为主要受益行业，房地产销量回升，房价再次上升。

图8：金融政策环境很大程度影响房价走势



资料来源：华泰证券研究所

从居民收入结构和投资行为看地产发展

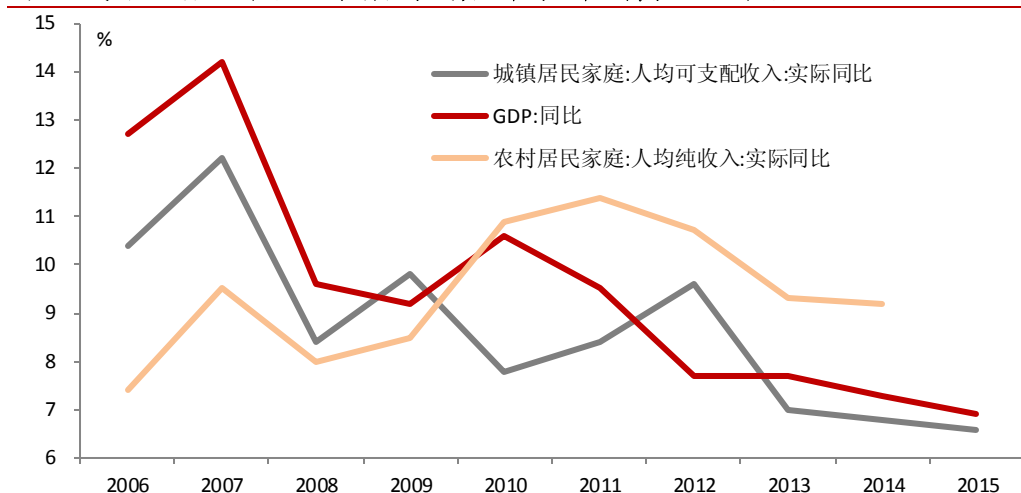
中国的居民收入分配结构如何

过去几年里，中国的居民收入绝对值显著提高，城镇与农村居民的平均实际收入增速略快于GDP的增速，且收入差距有所收窄——2015年全国居民收入基尼系数从2009年的0.49下降到0.462；城乡居民收入倍差也由2010年的2.99倍缩小到2015年的2.73倍，国民收入分配格局有所优化。

但居民收入分配的结构调整进程相对缓慢，其中最典型特征在于中间收入阶层占比改善不显著，仅仅从城镇居民的工资收入结构来看，其“金字塔”结构仍然较为典型。中国的收入分配问题的复杂性在于，我国收入分配差距有其特有的结构性特征，即城镇内部、乡村内部、城乡间、行业间和地区间的收入分配差距并存并相互交织，相互影响，加大了解决这个问题的难度。但是社会财富日益向少数高收入阶层手中集中的趋势必然不利于经济社会的稳定和可持续发展。

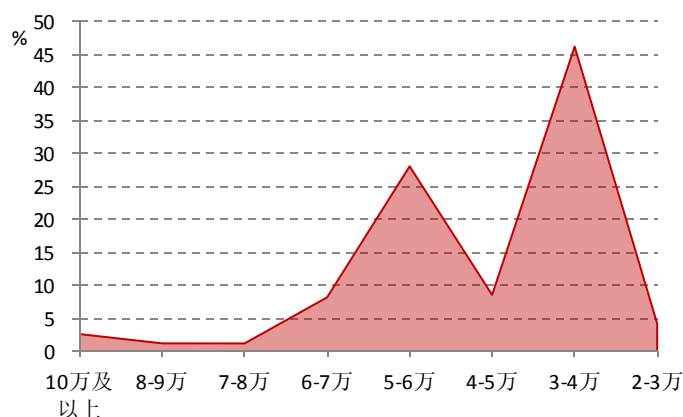
由于城乡户籍制度、城乡公共服务均等化体系的差异，导致中国快速城市化往往伴随着劳动力要素自由流动受阻、城乡收入差距不断扩大、城市内部新二元结构等一系列刚性化矛盾和问题。此外，土地要素价格扭曲、资本市场价格及利率扭曲等因素，以及微观领域生产要素市场的制度性扭曲是造成中国收入分配结构改善困难的主要原因。

图9：我国居民收入增速——农村快于城镇，平均水平略高于GDP增速



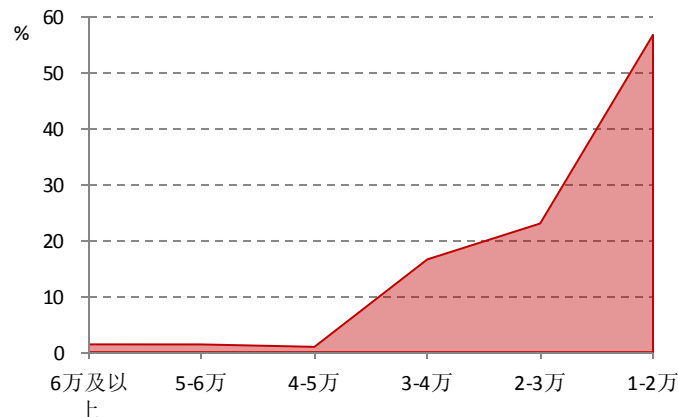
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图10：2014年中国城镇居民名义工资收入结构



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图11：2009年中国城镇居民名义工资收入结构

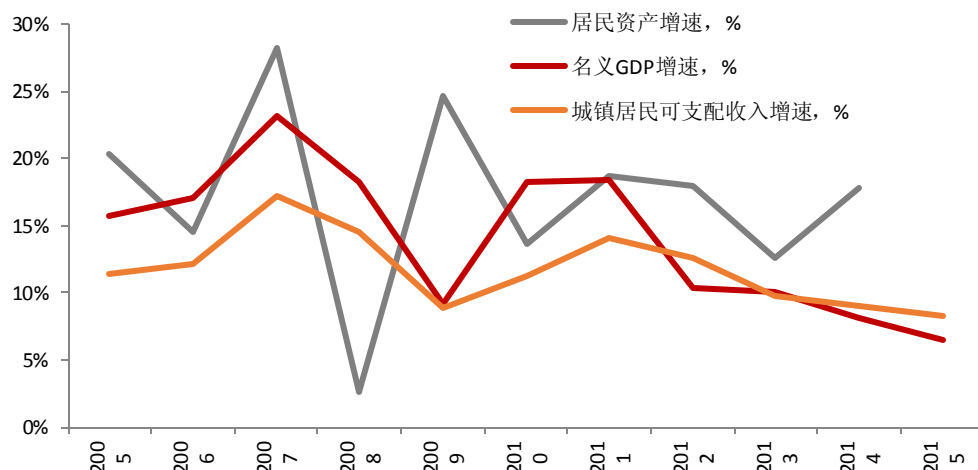


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

从居民部门总体投资行为看地产发展

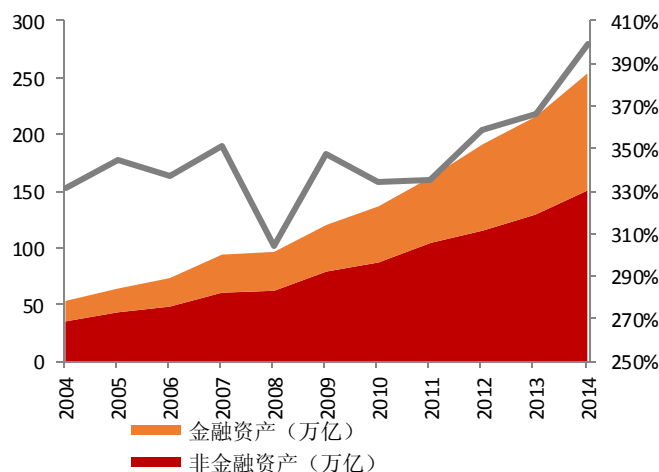
居民部门总体出现加杠杆趋势。据社科院测算，至 2014 年末居民持有总资产为 254 万亿，较前年增加 17.8%，其中金融资产增速（19.7%）连续第三年高于非金融资产增速（16.5%）。作为对比，2014 年名义 GDP 增速为 8.1%，居民可支配收入增速推算为 10.6%，即名义人均可支配收入增速（10.1%）与人口增长（0.5%）之和。居民资产扩张的速度持续而显著地高于经济增长和居民收入，反映的是居民部门信用扩张和主动加杠杆的趋势。这一趋势在 2011 年后尤为明显。

图 12: 居民部门总体出现加杠杆趋势



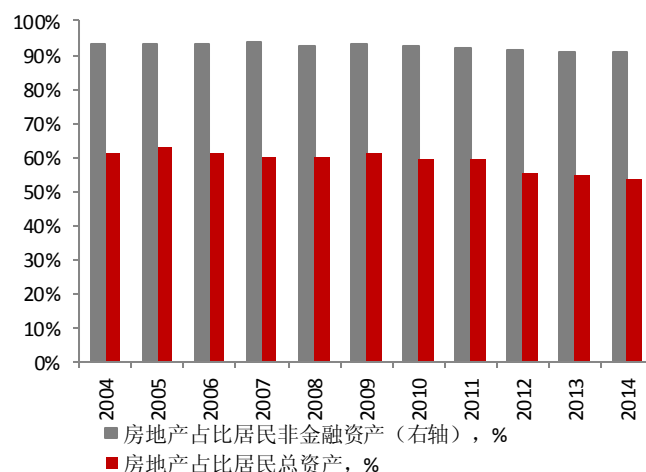
资料来源: 社科院, 华泰证券研究所

图 13: 居民总资产, 2004-2014



资料来源: 社科院, 华泰证券研究所

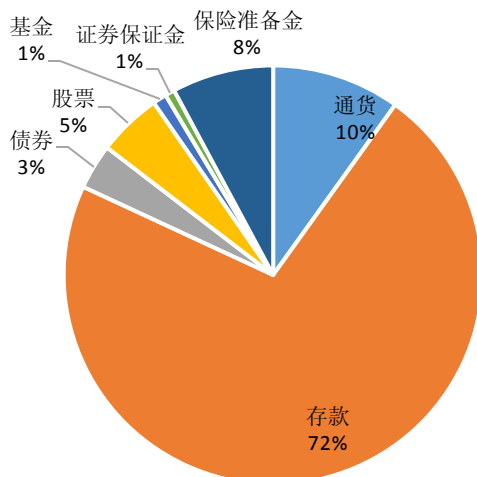
图 14: 居民持有房地产占比



资料来源: 社科院, 华泰证券研究所

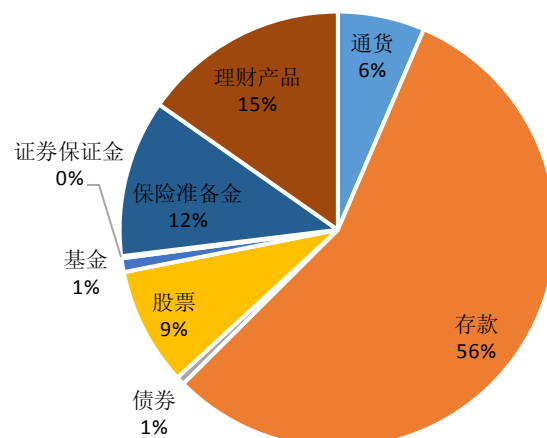
从结构看，2004-2014 居民金融资产配置出现了明显的多元化过程。这具体表现为存款、现金、债券（主要是国债）占比的减少，与理财、股票、保险准备金占比的扩大。金融资产之外，房地产仍是居民最主要的资产，在居民非金融资产中占比一直高于 90%，在总资产中占比近年略有下降，但仍在 50% 以上。

图 15: 居民金融资产构成, 2004



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

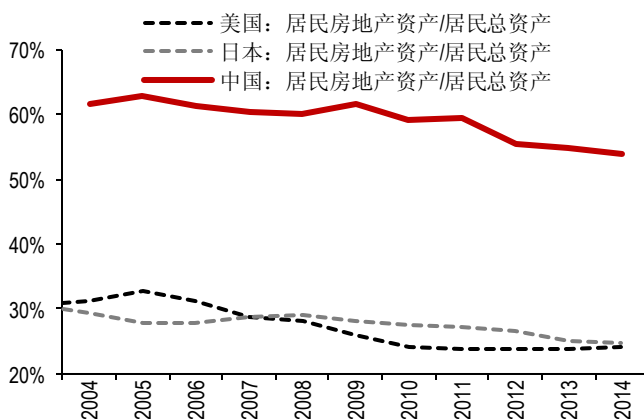
图 16: 居民金融资产构成, 2014



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

尽管近年来在资产配置上有一定多元化趋势, 但横向对比, 中国居民部门的房地产资产占比仍明显过高。美国、日本近年来的房地产资产/居民总资产占比均在 25% 左右, 在日本 90 年代房地产泡沫未完全破灭时, 该占比最高也仅达到 40%; 如果比较房地产/境内上市公司市值之比, 2014 年中国的房地产资产量是上市公司总市值的接近 6 倍! 与之相比, 美国、日本的该项占比分别为 90% 和 1.4 倍。我国居民部门的房地产资产占比显然过高。

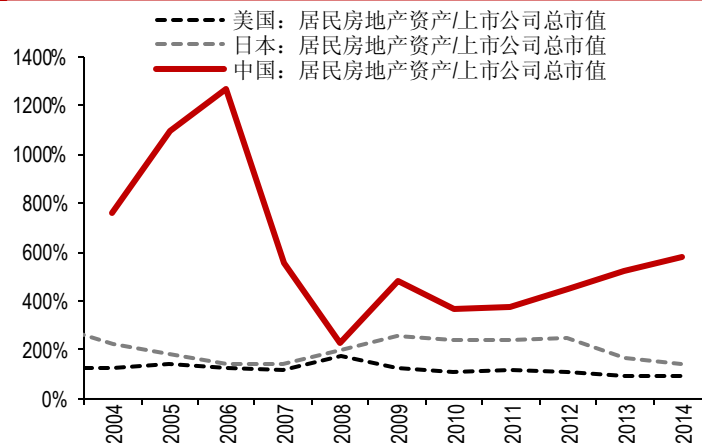
图 17: 中国居民的房地产在总资产中占比远超美日两国



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 为保证可比性, 我们对美日中三国均选取宏观部门的资产负债表进行计算

图 18: 中国的房地产资产/股市总市值也远高于美日



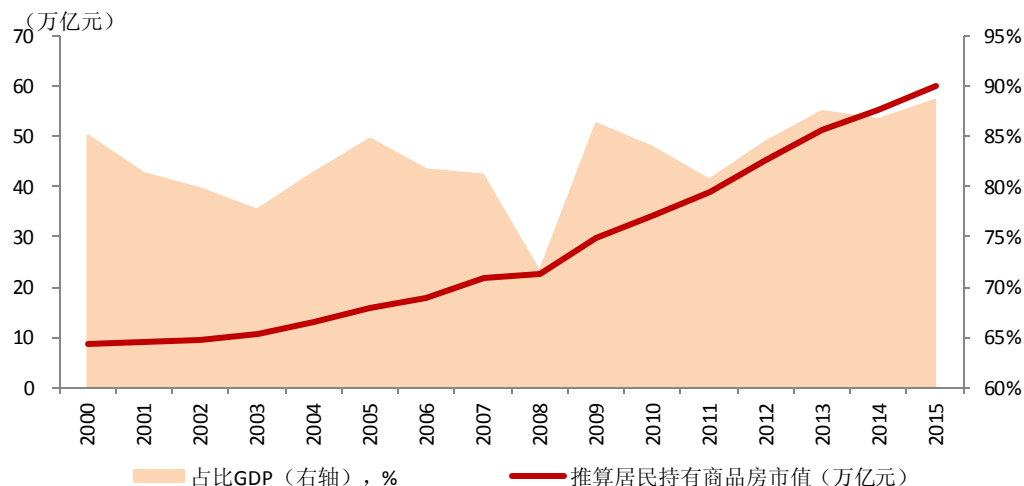
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

房地产被算作是非金融资产, 但“地产泡沫”的说法本身就意味着房地产具有一定金融属性。为了讨论房产泡沫程度, 我们测算了居民持有商品房的总体市值。单独测算了商品房, 一是因为商品房相对质量较好、价值较高、产权较明确, 流动性强于非商品房, 更易成为金融活动的载体。二是因为商品房整体统计数据也较为齐全。

我们推算, 2015 年末居民持有商品房总市值约在 60 万亿上下, 为当年 GDP 的 89%。在测算商品房市值的时候, 我们观察到有一些测算将销售面积当做商品房的面积增量来统计, 但销售面积容易含有重复计算。在推算中我们考虑了 1994 年全国城镇住宅的存量, 1995 年

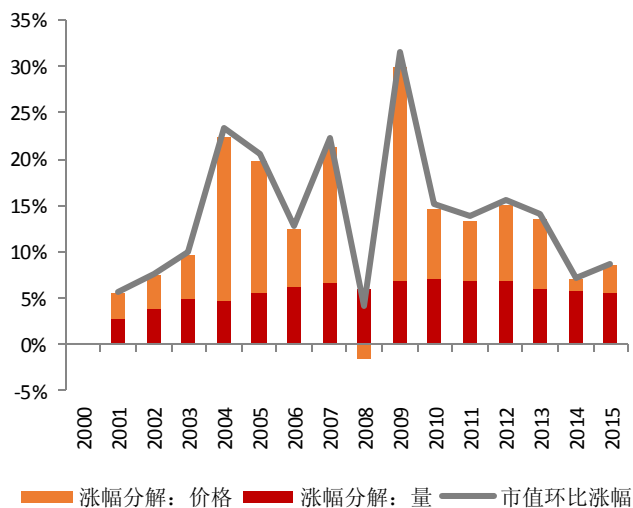
起公布的商品房竣工面积、商品房待售面积和商品房均价。推算中我们使用 3% 作为居民持有商品房的折旧因子，即一套商品房平均 33 年全部损耗。如果将折旧因子设置为 2%，总市值则相应提高至 66 万亿，占 GDP 98%；如果将折旧因子设置为 4%，总市值则相应降低至 55 万亿，占 GDP 81%。

图 19: 测算居民持有商品房市值约为 2015 年 GDP 的 89%



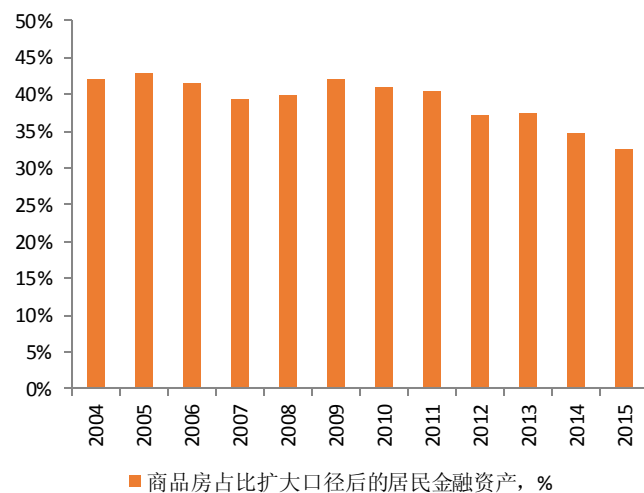
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图 20: 市值涨幅分解



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 21: 商品房占比（扩大口径后的）居民金融资产



资料来源：Wind，华泰证券研究所

价格变化主导历年市值波动。对商品房市值增量做简单分解，可以看到其市值波动主要来自于价格的变化，而居民商品房持有量的变化相对稳定，因此从价格方面调控当比从供应方面调控更有效。

如果将居民持有的商品房从非金融资产划至金融资产，推算 15 年商品房占扩大口径后的金融资产为 32.7%，较去年略减少了 2.1 个百分点。实际上这一比例在 2010 年起主要以缓幅下降为主。虽然当前占比仍高，这意味着在居民部分加杠杆的趋势下，从全国范围看，商品房并非近年增持最多最快的资产。总结以上，2011 年来居民部门总体出现加杠杆趋势，商品房在扩大口径后的金融资产中占比仍高，但商品房并非近年来居民增持最多的资产。

从中微观数据看房地产泡沫程度

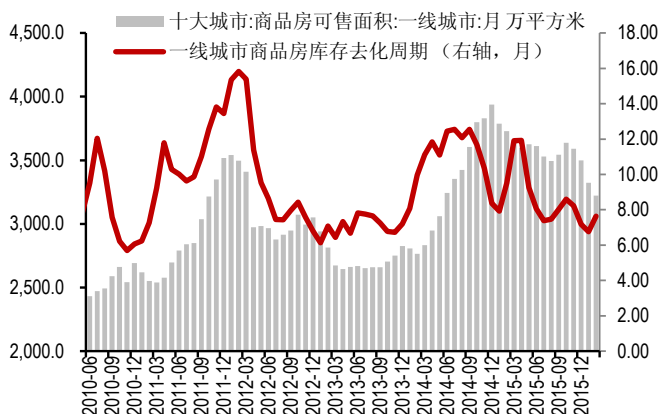
十大城市整体对比：一线量价齐升，去库存周期短

一线城市，以及较为重要的二线城市（天津、武汉、重庆、南京、杭州、成都），当前都处于明显的去库存周期中。其中一线城市从2010年以来已经经历两轮“补库存-去库存”，上轮去化周期是在2012年初~2013年中期；上述六个城市2015年以前一直处于补库存过程中。不过自2015年以来，一、二线城市的商品房总体可售面积已分别下降18%和11%。

十大城市成交量快速上升，库存消化周期处于2013年以来的最低位。对各城市的商品房月销售面积取3个月移动平均平滑处理，用各时点的商品房库存/对应的月销售面积，得到库存的去化周期。2016年1月数据，一线城市的库存消化周期仅为7.6个月，六大二线城市则为10.8个月，而2015年3月的前期高点则分别为11.9个月、20.7个月。成交量快速上扬，而商品房供应量（库存）则在下降，使得去库存周期大为缩短。

一线城市量价齐升，二线城市量增价稳是本轮周期的典型特征。一线城市的新建住宅和二手房价格同比增速都接近25%，商品房成交面积则同比增长28%；相对而言，二线城市新建住宅、二手房价格仅同比增长2%左右，但成交量则同比上涨37%（2016年1月数据）。三四线城市则陷入苦苦挣扎，无论是新房还是二手房成交价均有下跌。

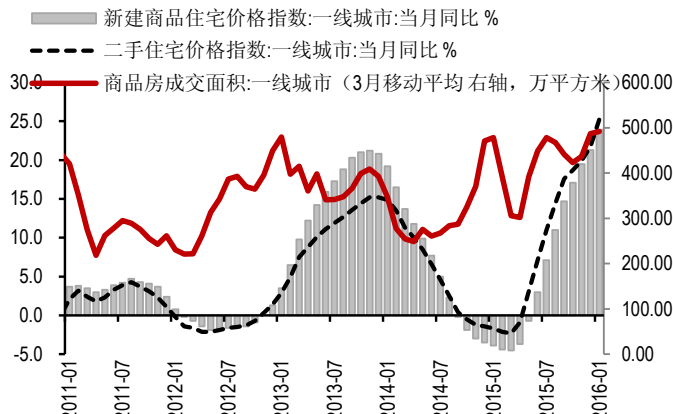
图22： 一线城市商品房库存及消化周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

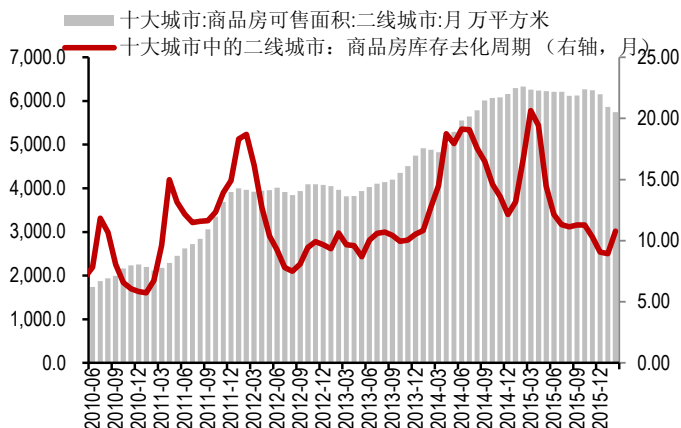
注：本文中所有的库存去化周期，在计算过程中均对商品房月销售面积取3个月移动平均平滑处理

图23： 一线城市商品房成交面积及价格指数：量价齐升



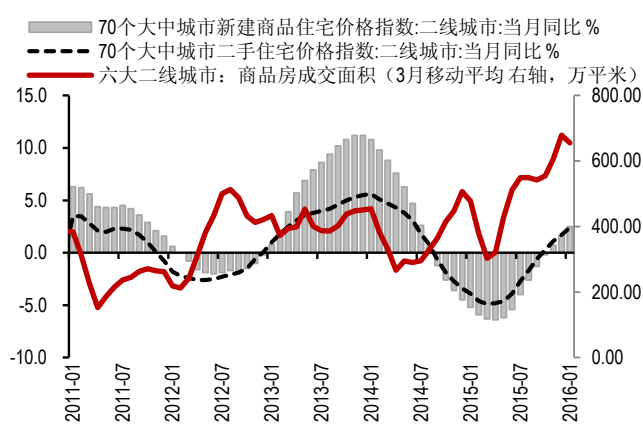
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图24： 二线城市商品房库存及消化周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图25： 二线城市商品房成交面积及价格指数：量增价稳

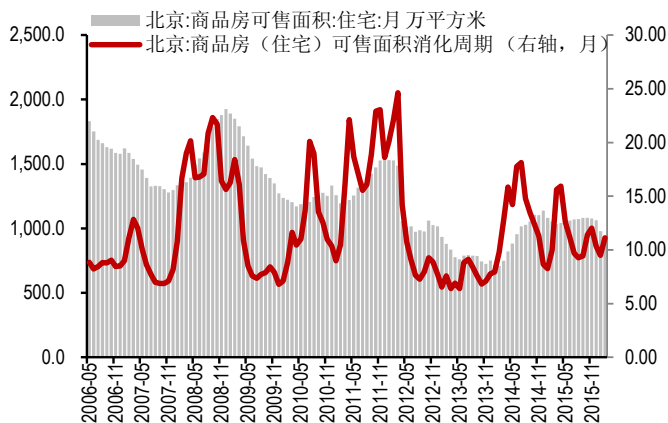


资料来源：Wind，华泰证券研究所

从历史成交量价看一线城市的差异

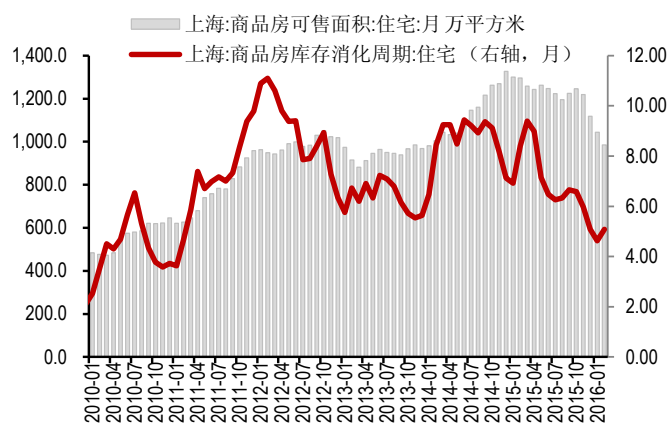
相对于各自的历史水平，北上广深四地住宅的可售库存处在不同的点位上。上海当前的库存量已经从2015年初的1300万平方米高点附近下降到1000万平方米左右，降幅约20%；北京市住宅库存则从08年底以来降低了近50%，中间虽有补库存（2012年初），但并未超越此前高点；2012年1月至今库存量降幅为36%。深圳和广州的情况则不尽相同，在2015全年行情过后，其住宅库存量仅分别下降7.7%和7.2%；广深两地的库存量仍处于近6年的较高位置，之所以观察到库存消化周期也有比较明显下滑，是因为当前的成交量处在历史高位（尤其是深圳）。

图26：北京商品房库存量及消化周期



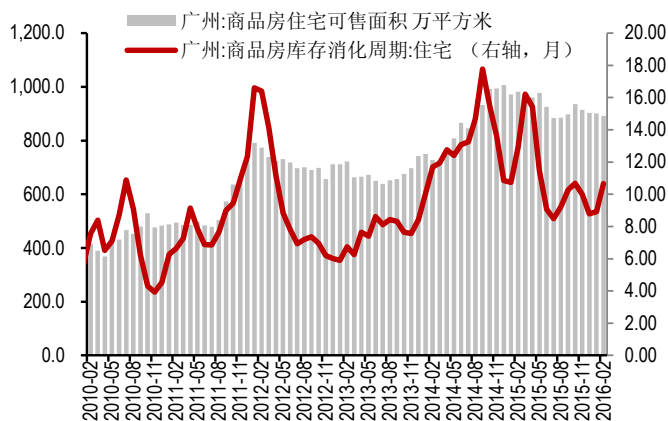
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图27：深圳商品房库存量及消化周期



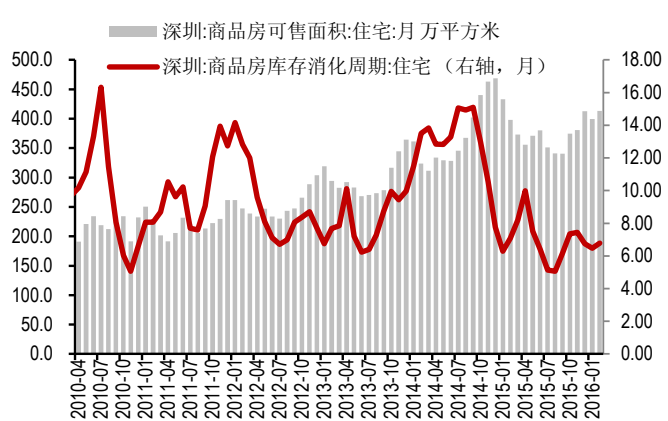
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图28：广州商品房库存量及消化周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图29：深圳商品房库存量及消化周期

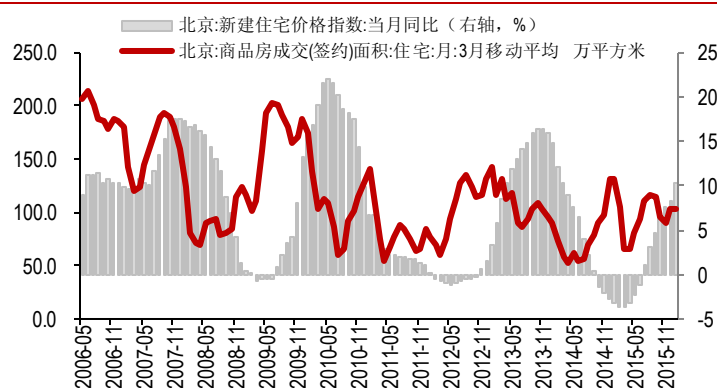


资料来源：Wind，华泰证券研究所

一线城市经验总结：成交面积是房价的领先指标，对比历史，当前从去库存的力度上来看，北京>广州>上海>深圳。由历史经验来看，在供给层面（一线城市土地供给、商品住宅供给量）不发生剧烈变动的情况下，是需求因素（某一时期内的成交量）在决定其库存消化周期的波动。当成交面积逐渐攀升、尚未到达本周期高点的时候，对房产价格的预期也在上升，无论是出于刚需、改善置换还是投资价值，都会继续追高入市；房产情绪热度越过最高点、开始出现回落的时候，首先看到的是成交面积的下滑，而价格会继续上升一段时间，随后价格的同比涨幅才开始缩窄、甚至出现负增长。成交面积是房价的领先指标，成交量开始反弹也是价格即将在一段滞后期后回升的征兆。

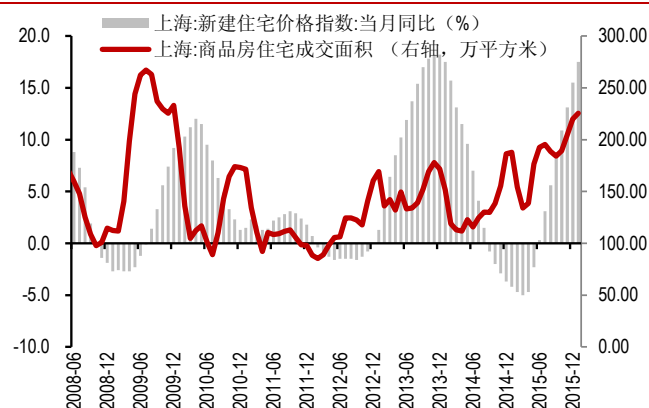
对比北上广深四地当前的住宅月成交量（面积）和历史点位，北京去库存的力度最强，当前仅相当于2012年6月（月均100万平方米左右），距离2007年、2009年、2013年三个阶段成交高点都有距离。上海和广州都正处在向高点前进的路上，上海（当前200万平米/月上下，2009年中期高点270万平方米/月）、广州（当前80万平方米/月上下，2012年底高点130万平方米/月）成交量都还有继续扩张的可能。而深圳相对危险，当下的月均成交量60万平方米已经远超历史上最高点47万平方米/月。我们接下来将对深圳的其他指标进行进一步分析。

图30: 北京住房价格指数同比增速及月成交面积



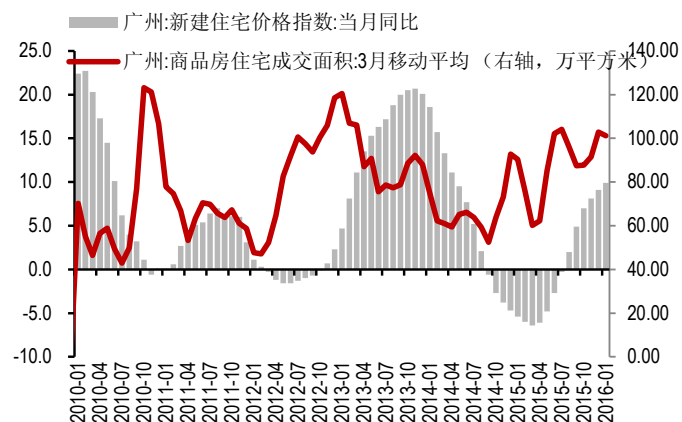
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图31: 上海住房价格指数同比增速及月成交面积



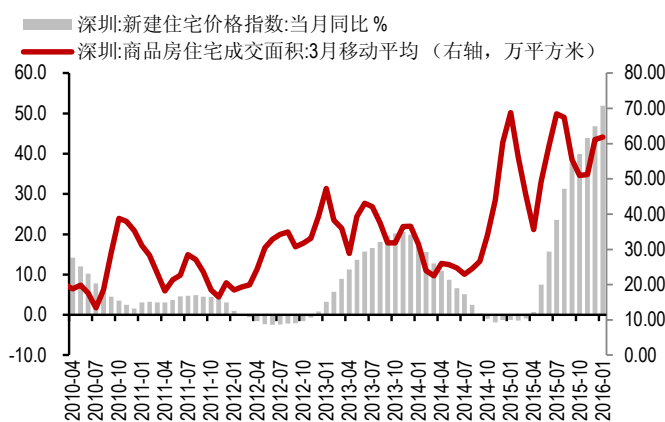
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图32: 广州住房价格指数同比增速及月成交面积



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图33: 深圳住房价格指数同比增速及月成交面积



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

表格1: 一线城市住宅成交量价, 在本轮上涨周期中的表现与前两轮的对比

		月度成交: 上涨周期 (万平方米/月)		新建住宅价格: 上涨周期 当月同比增速 %		月度成交: 下跌周期 (万平方米/月)		新建住宅价格: 下跌周期 当月同比增速 %	
2010~12 年 成交量涨- 跌周期:	北京	2011.01 见顶: 140 万平		-		2012.03 见底: 60 万平		2012.05 见底: -1.2%	
	上海	2010.12 见顶: 173 万平	2011.09 见顶: 3.1%			2012.02 见底: 85 万平		2012.05 见底: -1.6%	
	广州	2010.10 见顶: 123 万平	2011.08 见顶: 65.8%			2012.02 见底: 47 万平		2012.05 见底: -1.6%	
	深圳	2010.10 见顶: 39 万平	2011.08 见顶: 4.9%			2012.02 见底: 16.5 万平		2012.06 见底: -2.5%	
2013~14 年 成交量涨- 跌周期:	北京	2013.01 见顶: 143 万平	2013.10 见顶: 16.4%			2014.04 见底: 52 万平		2015.03 见底: -3.7%	
	上海	2013.01 见顶: 169 万平	2013.11 见顶: 18.2%			2014.04 见底: 112 万平		2015.03 见底: -5%	
	广州	2013.01 见顶: 120 万平	2013.11 见顶: 20.7%			2014.09 见底: 52.5 万平		2015.03 见底: -6.4%	
	深圳	2013.01 见顶: 47.3 万平	2013.11 见顶: 20.6%			2014.07 见底: 23 万平		2014.11 见底: -1.9%	

月均成交面积是住宅价格增速的领先指标; 这从此前两轮周期中一线城市的表现可以得到验证(唯一的例外是 2011 年的北京, 当年各月份同比增速均下降)。在月度成交面积见顶之后, 房价增速在一年内见顶回落; 在成交面积见底以后, 房价增速大概率在半年到一年内开始反弹。

从 2015 年开始, 一线城市房价开启新一轮上涨; 与前两轮周期对比

	月度成交: 万平方米/月	新建住宅价格: 当月同比%
北京	2016 年 1 月: 103 万平	2016 年 1 月: 同比 10.3%
上海	2016 年 1 月: 225 万平	2016 年 1 月: 同比 17.5%
广州	2016 年 1 月: 101 万平	2016 年 1 月: 同比 9.9%
深圳	2016 年 1 月: 62 万平	2016 年 1 月: 同比 51.9%

上海、深圳的住宅成交量价都超过了 2010 年以来的高点, 不同的是上海尚未达到 09~10 年的高位(09 年 7 月成交量 267 万平, 2010 年 4 月价格同比增速 12%), 而深圳当前的成交量价历史最高(2015 年 1 月、7 月成交量均超过 68 万平)。北京、广州当前的成交量价距离此前两轮周期中的高点尚有距离。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

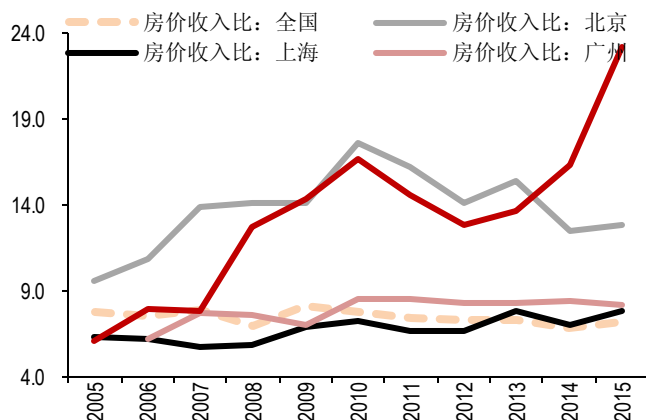
深圳的房价收入比远超其他一线城市

房价收入比: 深圳远超其他一线城市。房价的上涨是否超出了居民的实际购买力? 我们先从房价和收入、租金之比来观察。将房价收入比定义为“住房单位面积均价*人均居住面积/人均可支配收入”, 各地统计局会公布年度频率的人均居住面积数据, 结合房地产交易中心得到的成交均价、统计年鉴公布的全国各地人均可支配收入, 我们计算得到了全国整体、以及北上广深四地的房价收入比。我们做法的改进之处, 在于没有采用“人均居住面积=100 平方米/三口之家”作为一致估算, 而是精准地反映了各地区三个变量的差异。

结果显示, 深圳的房价收入比远超北上广以及全国总体水平, 而且从 2012 年以来还在持续上升; 北京其次, 但近年来在下降; 上海在一线城市中最低, 原因是上海市居民的人均居住面积远低于其他一线城市。如果剔除掉分子中的“人均居住面积”, 则修正的房价收入比的经济意义变为“工作多长时间可以买得起一平米的住房”, 修正后仍然是深圳最高, 上海其次, 广州最低。

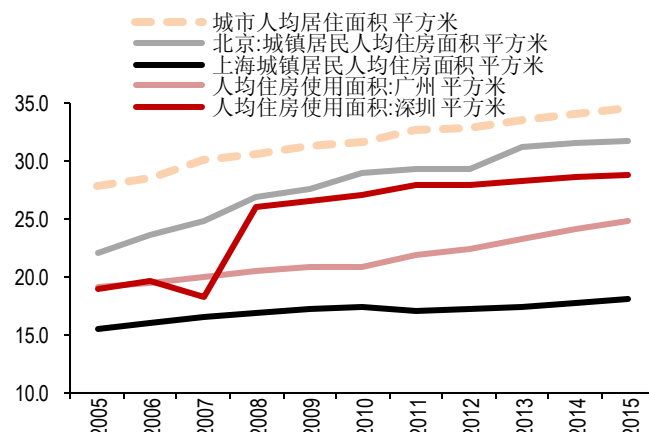
房价租金比: 深圳>北京>上海>广州。房价的上涨必然会逐渐拉动租金上涨的预期, 在较长的周期内, 两者的趋势应该较为一致; 短期内房价上涨过猛、大于租金的调整幅度, 是泡沫的特征之一。以一线城市四地各自的房租定基指数(2004 年 5 月为基期)作为租金衡量标准, 深圳房价租金比仍然远超其他三个一线城市。

图 34: 深圳的房价/收入比远超北上广以及全国总体水平



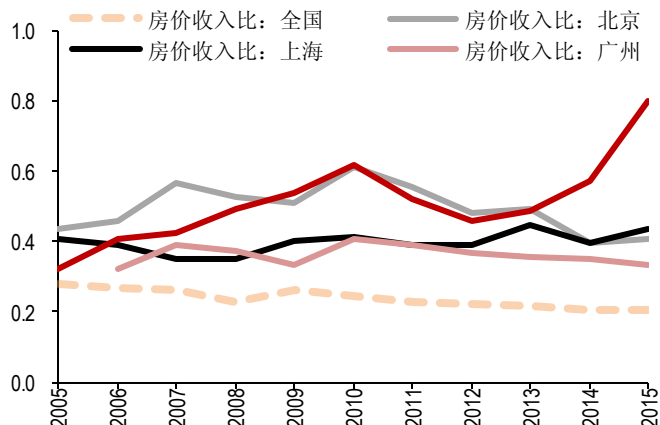
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 35: 上海市居民的人均居住面积远低于其他一线城市



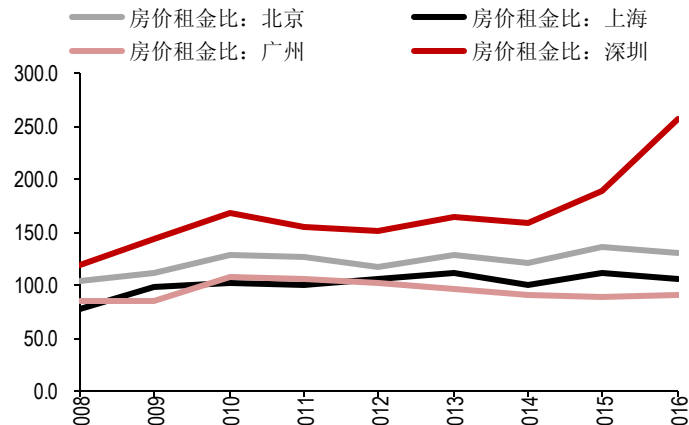
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 注: 人均住宅建筑面积=住宅建筑面积/居住人口, 两者口径一致, 由各地公安部门统计

图 36: 不考虑人均居住面积的房价收入比: 上海仅次于深圳



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 37: 房价租金比: 深圳远超其他一线城市

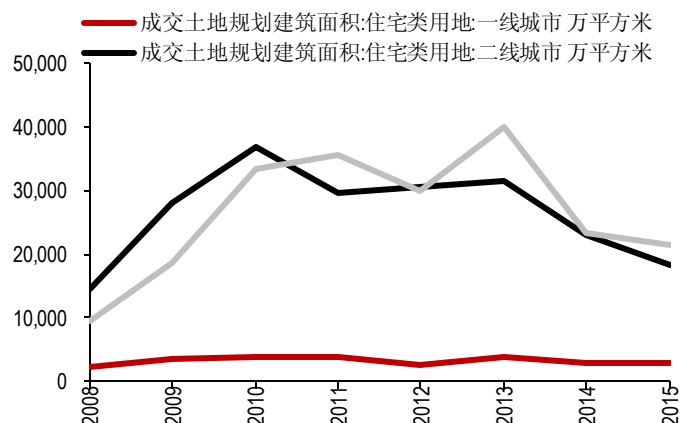


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

深圳高房价的背后: 住宅用地供应紧张, 拿地成本居高不下

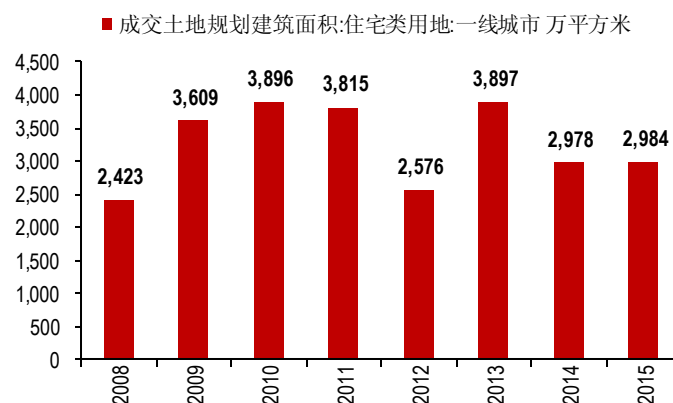
一线城市住宅用地供给吃紧, 开发商拿地成本上升抬高房价地板。一二三线城市自 2013 年以来的开发商拿地面积都有所回落, 注意其一, 二三线城市住宅用地成交面积跌幅明显大于一线城市, 说明在一线房价上涨预期驱动下, 开发商重心转移; 其二, 一线住宅用地成交面积仍然远远低于二三线城市, 2015 年全年总成交量仅有 3000 万平米, 住宅土地供给仍高度紧张。依托于良好的经济发展、充足的就业机会、以及相对丰富的教育医疗资源, 一线城市仍将吸引着人口持续净流入, 在供给吃紧、需求预期良好的背景下, 开发商在一线城市拿地的成交均价大幅提高, 从 2012 年至今翻了 3 倍。同时要注意到, 这是在开发商拿地成交溢价率(相对于政府的挂牌价)持续回落的前提下做到的, 开发商的议价能力并没有出现退步, 而地盘的刚性成本有显著上升。

图 38: 2013 年以来，一二三线城市开发商拿地面积都有所回落



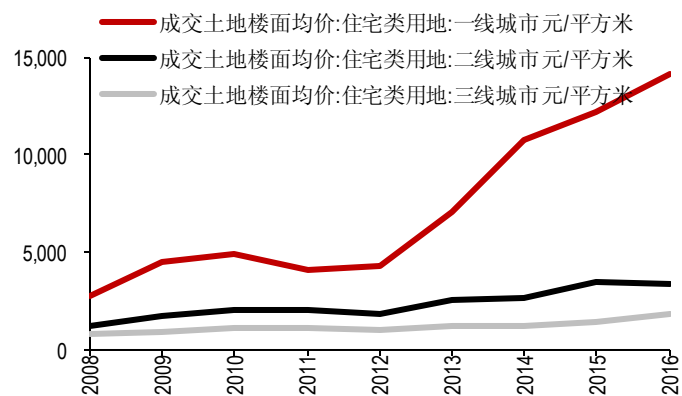
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 39: 一线城市拿地面积降幅小(需求高)，绝对量仍低(供给少)



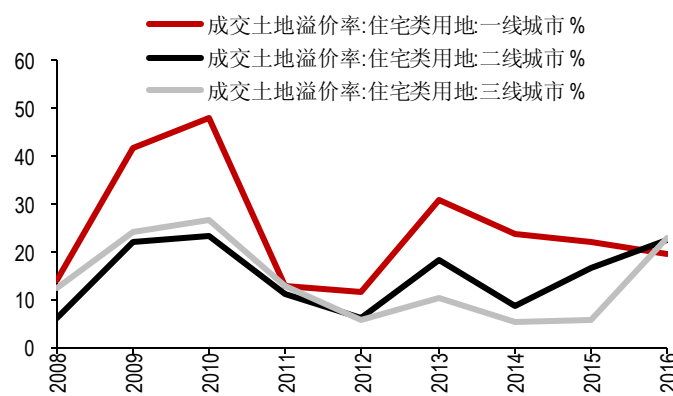
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 40: 开发商在一线城市拿地的成交均价从 2012 年至今大幅提高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 41: 开发商在一线拿地成交溢价率持续回落

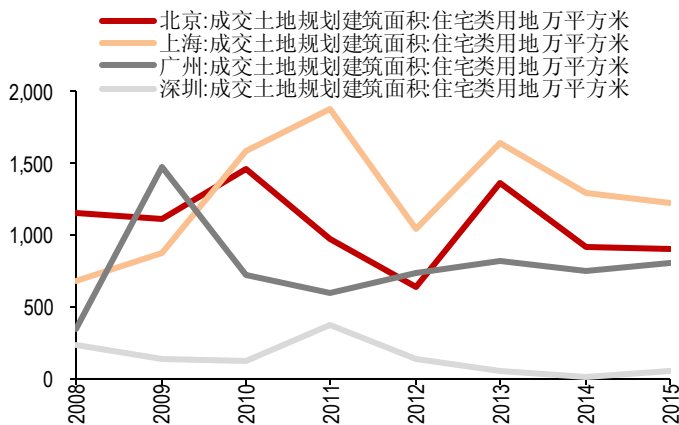


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

北上广深四地对比，上海住宅用地供给相对充裕，深圳非常紧张。一线城市住宅用地增量紧张，原因包括总新增土地供给量十分有限（尤其是深圳，主要依靠旧城改造提供新的可供开发土地），同时住宅用地供给在结构中的占比又非常低。北京、上海 2008~2014 年的占比均值分别为 30% 和 20%，直到 2015 年才分别提升至 49% 和 54%，广州仍然保持在 20%-30% 区间内，深圳土地稀缺性更严重，该占比目前不足 10%。

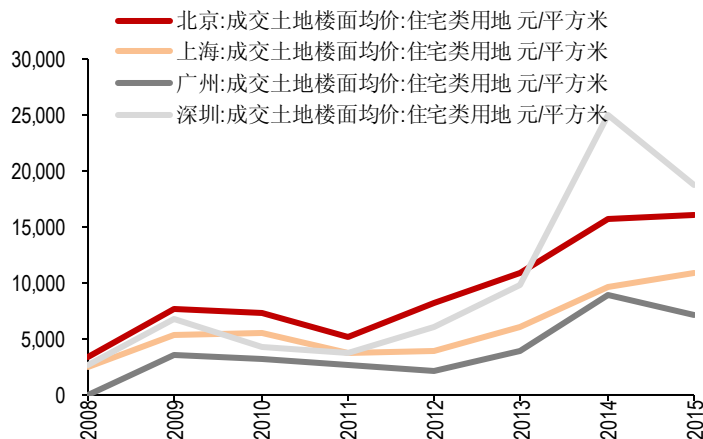
深圳 2015 年住宅类用地成交量仅有 50 万平方米（与之对应，月度的住宅成交面积就高达 60 万平方米），开发商拿地成本较高，争夺激烈（从 2013、14 年远超其他三地的拿地溢价率可以看出）。如果没有拿出有力的增加土地供给的措施，拿地的楼面成本还将居高不下。这成为已经显著脱离成交量、居民收入等因素的深圳高房价的基本面支撑。

图 42: 一线城市对比, 上海住宅用地供给相对充裕, 深圳非常紧张



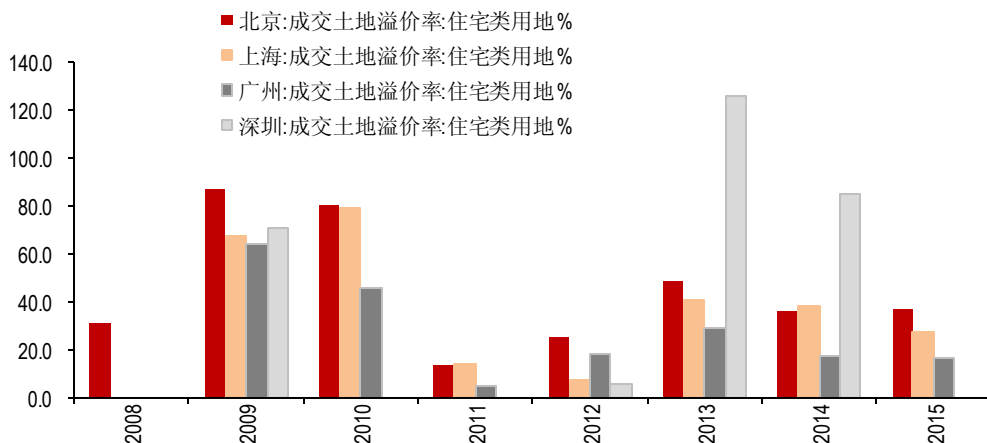
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 43: 深圳: 开发商拿地的楼面成交价在四地中最高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 44: 2013、14 年深圳住宅用地拿地溢价率远超北上广, 印证开发商争夺激烈



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

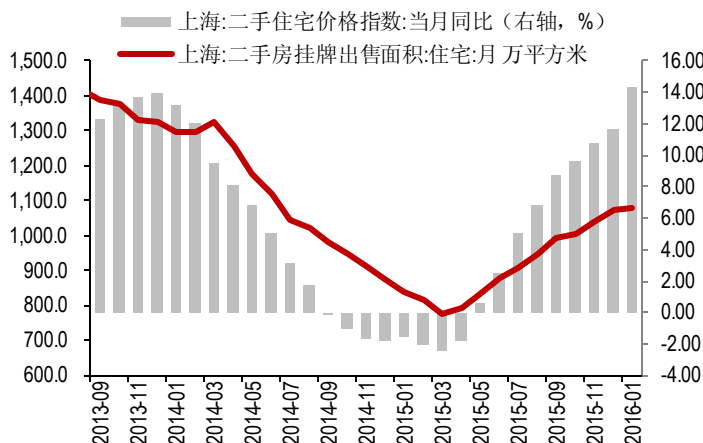
从二手房成交、内环房价和置换占比看一线的投机价值和购买力: 以上海为例

受房价大涨的预期推动, 上海二手房挂牌销售量回升, 二手房中缴税较低的普通住宅迅速被消化, 刚需和改善型需求居多。上海的二手房市场和新房一样高度火爆, 2016 年 1 月其价格指数同比涨幅仅略低于新房 (14.4%对比 17.5%)。2015 年下半年, 股市式微而一线房市热度骤然上升, 伴随着投机资金的战场转移、以及居民财富保值增值的标的切换, 上海房价开始迅速拉升。在这个过程中, 二手房挂牌销售量由降转升, 当中既包含改善性置换, 也包括有一定比例的多套房持有者逢高出货, 很多房主将原本出租的房产直接出售转卖。在二手房成交结构中, 缴税更低的普通住宅更受青睐, 在 2015 年 12 月和 2016 年 1 月, 挂牌交易的二手房普通住宅量迅速减少, 刚需和部分置换型买家对普通住宅的消化贡献良多。

核心区位 (内环) 量价涨幅惊人, 代表着上海房价整体预期, 关注内环房价是否见顶可辅助判断整体走势。我们看到当前的上海商品房成交均价大约在 25000~26000 元/平米, 总的可售库存为 930 万平方; 但这个数字远不能反映核心地区的房屋供不应求、价格飞涨。库存总量当中 60% 属于嘉定、南汇、松江、青浦、崇明等市郊地区, 还有 15% 是中环以外的闵行和宝山区, 剩余靠近传统市中心的黄埔、虹口、徐汇、长宁等区, 以及发展迅速的浦东新区, 加起来只占商品房总供应量的 25%。房价上涨最快、成交最火爆的正是核心地区, 土地紧张、拿地成本上升、供应量有限, 加上投机情绪推动, 下半年内环行情爆发, 内环商品房成交面积 2015 年 10 月当月同比上涨超 400%。各区成交均价差异也非常明显, 核心区域的静

安、黄埔、徐汇等区均超过 75000 元/平方米，静安更是逼近 11 万；外圈的宝山、松江、青浦等区则低于 4 万元。内环房价代表预期走势，当中心区见顶后，外围区域或许还可以保持涨势，但整体成交热度或许将走到拐点，预期也难有突破。

图 45: 上海二手房和新房价格同样涨势惊人，挂牌出售面积回升



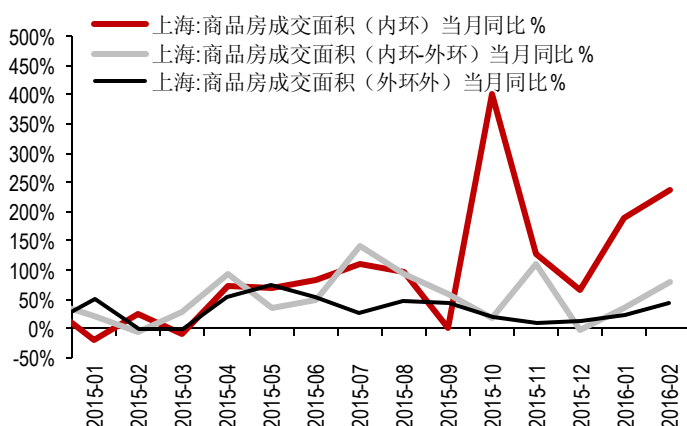
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 46: 2016 年 1 月上海各区成交均价: 差异明显



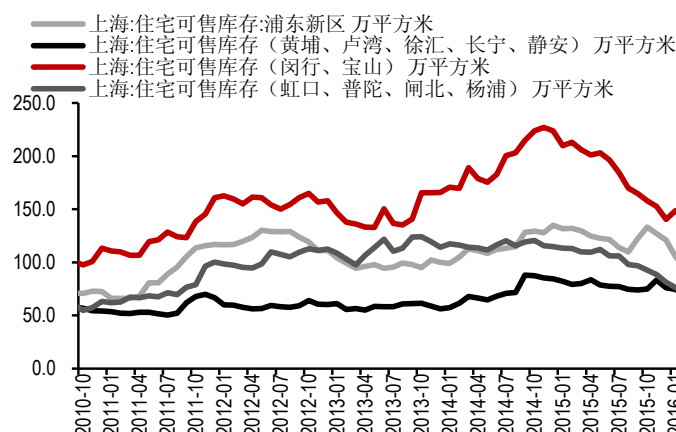
资料来源: 中原地产研究中心, 华泰证券研究所整理

图 47: 上海核心区域: 内环成交面积涨幅远超其他



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 48: 上海核心地区的住宅可售库存总量中占比很低

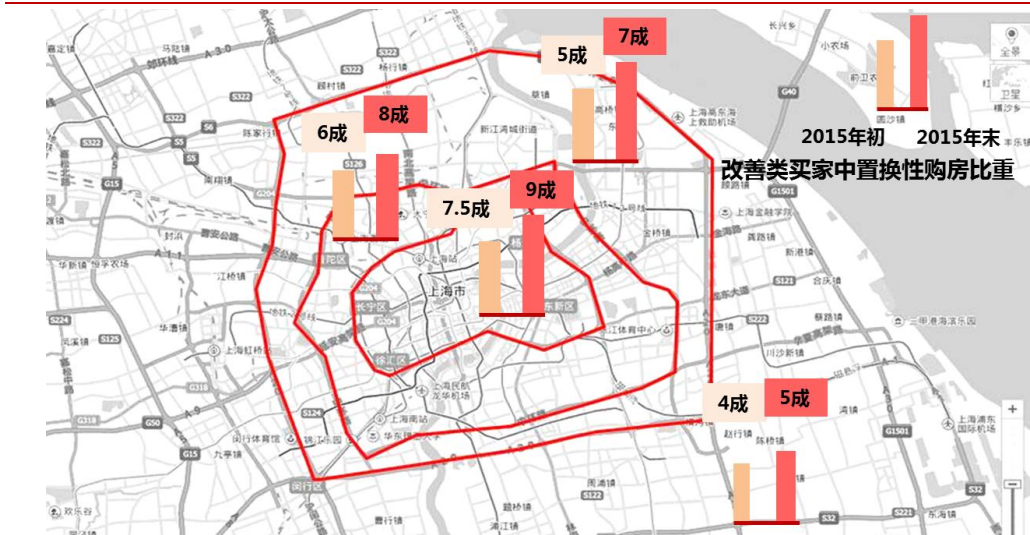


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从置换型购房的比重来看，购买力正在逼近顶部。由于上海实施严格的限购政策，限制了投机性购房的比重，根据中原地产研究中心的统计，2015 年的购房者大部分都是自住、尤以改善型需求为多，投机者比例只占两成多一点。在 2015 年之前，自主型当中的刚需（首套房）和改善型比例接近，但在 2015 年这个比例逐渐出现调整，从年初的五五开到年末接近三七开，改善性比例急剧增加。考虑到人群构成、收入结构等方面，刚需人群的购买力有限（根据市场调研，大部分在总价三百万上下），关注改善性购房的走势更能够在大体上把握未来市场趋势。

由于限购令的实施，改善性需求中卖出旧房、买入新房的置换方式成为主流。2015 年初~年末，上海内环内改善性买家的置换购房比重从 7.5 成上升到 9 成，中环-外环之间也从 5 成上升到了 7 成；由此判断，置换性占比在上升、而且在区域上向外扩展，但是内环区域已经接近承载上限，受政策限制，改善性购买力也正在逼近顶部。

图 49：上海内环地区改善性购房中的置换方式比重已经接近上限，购买力逼近顶部

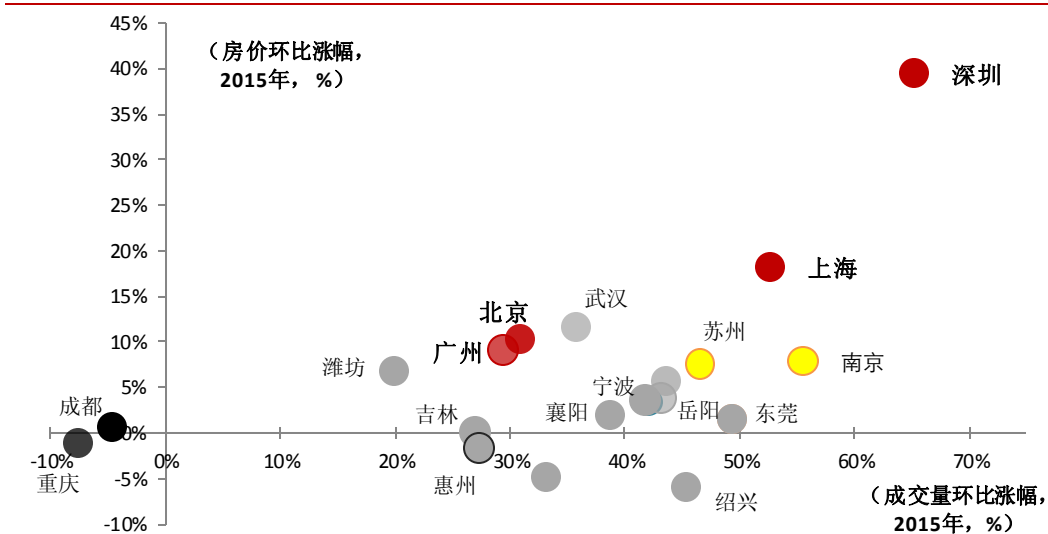


资料来源：中原地产研究中心，华泰证券研究所

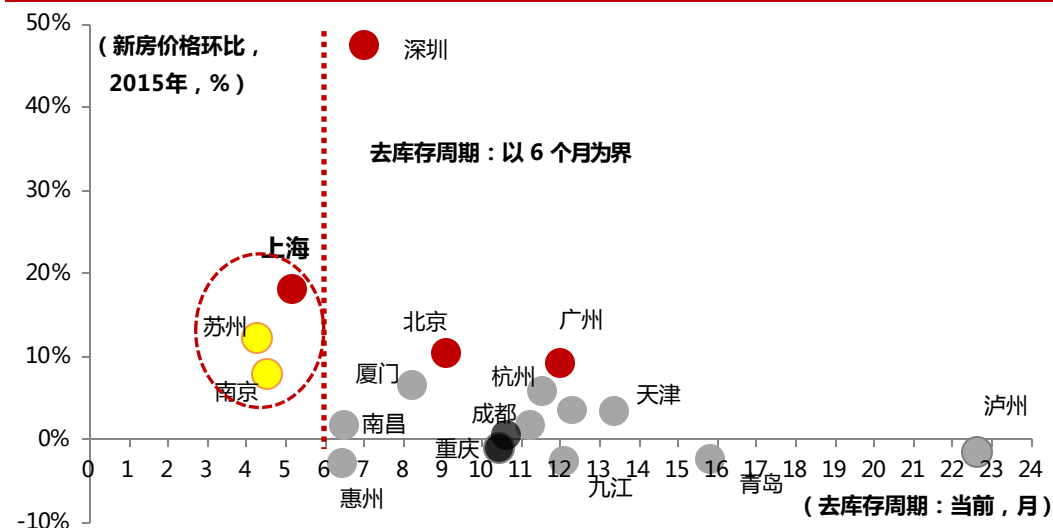
短期而言，库存周期短、价格涨幅稳定的上海及部分二线城市或仍未见顶

深圳和上海在 2015 年的成交量和成交价格涨幅大大超过北京和广州；而部分二线城市，比如武汉、苏州和南京（后两者均位于长三角），其成交量涨幅甚至高于京广，使得其去库存周期较短（小于 6 个月）。也有部分二线城市房地产市场甚至量价齐缩，比如成都和重庆，其库存消化周期长达 11 个月。城市间商品房交易市场热度差距愈发明显，深圳此前交易需求释放过于猛烈，或使得其后续上涨受限；而地理位置较为接近的上海、苏州、南京，其去库存周期均低于 6 个月，且房价涨幅相对温和，未来或有继续上拉空间；大量二线城市房价涨幅 10% 以内、库存周期 10 个月往上，对投资资金的吸引力相对较弱。

图 50：2015 年回顾：深圳、上海的商品房成交“量价齐升”特征最为显著



资料来源：中原地产研究中心，华泰证券研究所

图 51: 上海、苏州、南京等价格涨幅相对温和、库存周期短的城市或有继续上涨空间

资料来源：中原地产研究中心，华泰证券研究所

地产泡沫产生和破灭的国际经验：以日本、香港、美国为例

日本：宽松政策 + 基本面恶化驱动资金流入虚拟经济和地产，形成恶性循环

央行为对冲日元升值，货币政策和财政政策趋于宽松。20 世纪 80 年代后期，日本经济的内外部环境剧变，一方面，在日本金融自由化和《广场协议》签订导致日元大幅升值的背景下，国际资本大量流向日本；另一方面，日本高速的经济增长告一段落，进入中低速增长期。为了刺激经济，日本政府实行了宽松的货币政策和财政政策，将日本银行的官定利率从 1985 年的 5.0% 降低到 2.5%，并将此低利率水平保持了 27 个月之久，并实行了金额为 6 万亿日元以扩张性财政政策为主要内容的“紧急经济对策”。

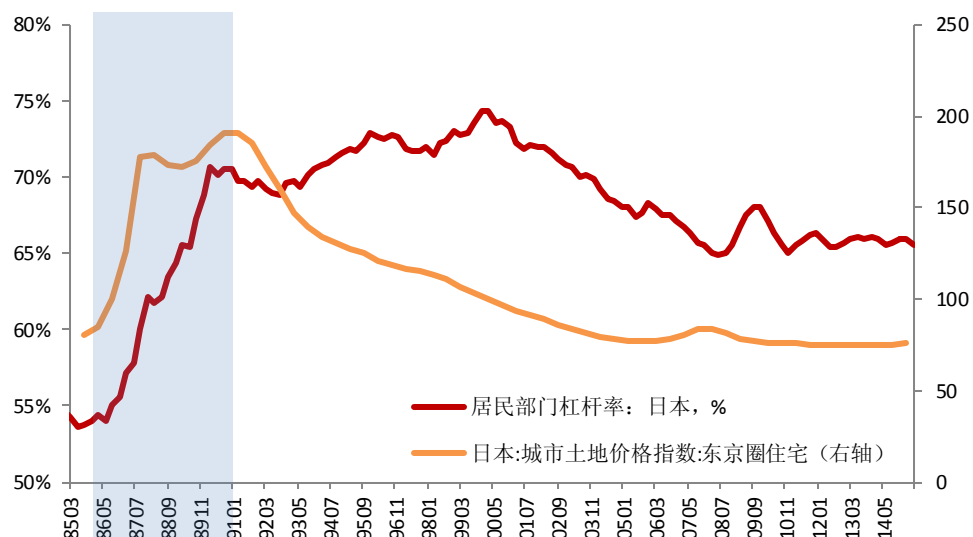
宽松政策助长金融泡沫，银行风控不严，大量资金流入地产。上述措施导致金融体系中货币供应量和信贷规模大增，但由于缺乏良好的投资机会，企业便把大量的低成本资金投向了土地投机和房地产市场，国际热钱也开始炒作了房地产市场，与此同时以商业银行、住房专门贷款公司等为主的金融机构也大量发放抵押贷款为土地投机融资，家庭部门作为土地的供给者及住宅和金融资产的需求者也促进了房地产价格的上涨。

地价飞涨，六大城市首当其冲。根据 OECD 发布的第 68 期《世界经济展望》的数据统计，日本泡沫经济时期以住宅地价为代表的真实房地产价格在 1985-1990 年间的增幅超过了 75%，东京、大阪等六大都市的地价增速更快，其中六大都市平均地价 1991 年比 1985 年增长 207.1%，商业地价同期更是增长达 302.9%。从土地价值看，1990 年末的全国土地市值为 2365 万亿日元，为日本当年名义 GDP 的 5.5 倍，相对于 1986 年的 1257 万亿日元，为当年 GDP 的 3.75 倍，增幅达 88%。到 1990 年，日本的房地产的总价值约为 20 万亿美元，大约是 1955 年的 75 倍，相当于当时全球股市总市值的 2 倍。

泡沫经济时期，家庭部门的行为发生很大变化，4 年间升 15 个百分点，构成地产泡沫的自我放大机制。在 1987-1990 期间其金融负债规模比 1983-1986 年间增长了 1.3 倍，家庭部门杠杆率由 1986 年的 55.6% 上升到 1990 年的 70.6%。金融负债同金融资产和住宅投资总和之比增长了 12.2%。同时家庭部门的金融资产投资和住宅投资分别比 1983-1986 年间增长了 57% 和 46%。从信贷来看，在 1986-1990 年间日本的银行贷款保持在 15% 左右的增速，其中 86、87 年在 30% 左右。民间金融机构的贷款更为活跃，1987-1990 年的贷款规模比泡沫经济前的 83-86 年增长了 80%，同时贷款快速向房地产业集中。1986-1991 年间日本银行系统对不动产贷款的比重为 10.9%，比泡沫前的 1981-85 年增长近 50%，加上向非银

行金融机构的贷款，日本银行机构在房地产业的贷款集中度从 11.8% 迅速增长在 20% 左右。日本房地产的膨胀推动了金融体系信贷的快速扩张以及贷款资产向房地产业的集中，加大了日本银行等金融机构对房地产行业的风险暴露。房地产的升值和信贷规模的不断扩大形成恶性循环，推动了房地产泡沫的形成和膨胀。

图 52: 日本住宅价格 vs 居民部门杠杆率



资料来源: BIS, 华泰证券研究所

当局被迫收紧银根后，地产泡沫破灭成为压垮实体经济的最后一根稻草。土地等房地产价格暴涨严重地影响了日本经济的稳定运行，日本当局从 1989 年开始采取严厉的紧缩宏观经济政策，将银行贴现率由 1989 年的 2.5% 提高到 1990 年的 6%，并对商业银行施加压力，要求其停止对房地产企业和股票投机者贷款。金融机构银根收紧，土地等房地产资产需求的下降，土地等资产价格的持续下降，参与土地投资的企业和家庭的资产负债质量急剧下降，从而使房地产投资风险显性化，这些风险通过房地产投资者-住专等非银行金融机构-银行机构这条资金链逐渐扩散和放大，使得企业和银行等金融机构的不良资产剧增，房地产泡沫破裂首先导致与房地产相关的非金融企业的经营困难和破产。1991 年日本企业破产数迅速从 1990 年的 6468 件迅速飙升为 10726 件，增长了 65.8%，负债总额近 8 万亿日元。从破产的部门性质来看，最高是房地产，占破产总件数的十分之一，总额的 40%；1992 年破产企业数继续攀升到 14167 件，比 1991 年增长 32%。随后危机扩散到金融系统中对房地产贷款大量贷款的金融机构，首先是 1995 年的十家信用社和兵库银行。然后是日本政府于 1996 年宣布关闭了在泡沫经济时期表现活跃的 7 家住宅金融专业公司，1997 年危机波及到日本一些大的金融机构，最终由单个风险演化成系统风险，进而导致日本经济长期低迷。

香港：被动降息 + 海外资本流入推高房价，金融危机刺破泡沫

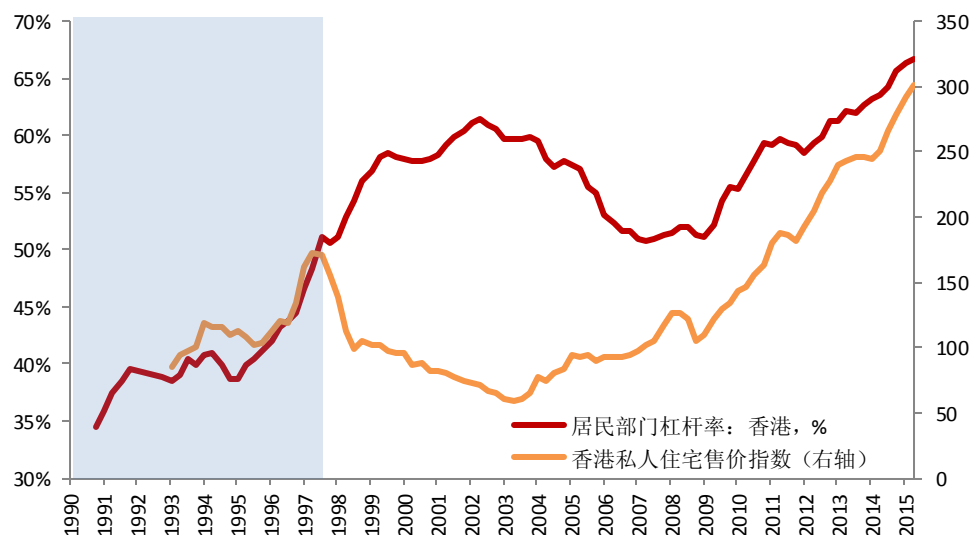
20 世纪 90 年代香港的房地产泡沫可以归因于香港以金融业和房地产业为主的单一经济结构、联系汇率制度下的实际负利率政策以及国际热钱大量涌入香港房地产市场。

当局被动降息，海外资本流入地产。20 世纪 90 年代初，美国实行低利率政策以刺激经济，为了维持联系汇率制度，香港当局多次下调利率，当时香港的经济已经过热，年内通货膨胀率达到 7%、8%。但是，为了要保持联系汇率制度，当时的港英政府只能继续下调利率，实际利率一度曾达到 -10%，这极大地刺激了企业信贷资金的需求和银行信贷的发放。又由于服务业是香港经济的支柱产业，1996 年服务业在整体经济中的比重为 84%，在服务业中，

金融、保险业和房地产业就占了 50% 左右，大量信贷资金流向了房地产市场，再加上国际热钱的大量流入以及港府短缺的土地供应政策，导致香港的房地产价格飙升。

房价上升超出居民购买能力，房产成为优秀抵押品，7 年间住户部门杠杆率升 16 个百分点。1984 至 1997 年香港房价年平均增长超过 20%，房价中位线长期是居民收入中位线的 8 倍以上，大大超出了居民承受能力。银行业信贷资产在房地产领域的集中度迅速上升，以 1998 年 6 月底计，建造业及物业发展与投资贷款占银行业本地贷款和贸易贷款总额的 20%，对个人购买“居者有其屋”及“私人机构参与计划”单位的按揭贷款占 3%，个人购买其他住宅楼宇按揭贷款则占 22.7%。三者合计占本地贷款和贸易贷款总额的比重高达 45.7%。截至 1997 年底，银行业与房地产有关的贷款占名义本地生产总值的比重高达 64.7%。与此相对应，家庭部门的杠杆率由 1990 年的 34.5% 上升到 1997 年的 50.6%，香港住房抵押贷款余额占居民总收入的比重在 1997 年达到了 31%，在危机发生后，这一比率继续上升，并在 2002 年达到了 40%。再加上银行接受了大量房地产作为贷款抵押物，导致了信贷规模的进一步扩大，财富的循环效应显现。

图 53： 香港住宅价格 vs 居民部门杠杆率



资料来源：BIS，华泰证券研究所

美国进入加息周期后，东南亚金融危机刺破泡沫。1997 年亚洲金融危机的爆发引发利率攀升、信贷萎缩、失业增加等问题，并导致市场信心下降，对香港房地产市场造成剧烈冲击，房地产价格暴跌，在 1997 年 10 月底至 1998 年 10 月的一年间，楼价急剧下跌 50%~60%。在楼宇成交量方面，则面临大幅萎缩的局面，1998 年 1 月~10 月份月平均楼宇买卖合同宗数及金额分别收缩至 8142 宗及 257 亿港元，分别比 1997 年同期大幅下降 55.4% 及 67.2%。住宅按揭贷款拖欠比率在 1997 年末仅为 0.29%。而在随后的 1998—1999 年期间，住宅按揭拖欠比率激增至 1.14% 及 1.23%。香港的房地产市场泡沫破灭，经济陷入危机。

美国：房地产在“金融创新”中逐渐泡沫化

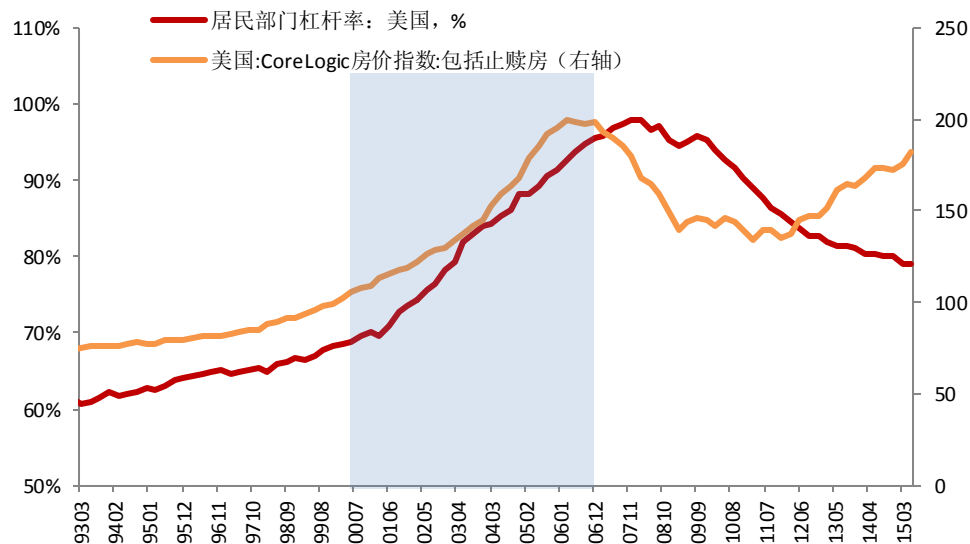
互联网泡沫破灭后联储降息，刺激购房需求，在一定程度上支撑了经济。21 世纪初美国的房地产泡沫是其上世纪 90 年代长达十年的房地产市场繁荣过度发展的结果。2001 年美国 20 世纪 90 年代的高科技泡沫破灭，美联储为了刺激经济，实行宽松的货币政策，多次下调联邦基金利率，从 2001 年 1 月到 12 月，共减息 11 次，将联邦基金利率从 6.5% 降至 1.75%。

2002 年 11 月和 2003 年 6 月，美联储两次下调利率 50 和 25 个基点联邦基金利率降至 1% 的历史最低水平。在长期低利率政策下，美国人的购房热情急剧上升，房地产成为带动美国经济发展的引擎，2002 年到 2005 年，每年房价的涨幅都在 10% 以上，特别是在 2004-2006 年，房价的涨势进一步加快。

居民部门大幅加杠杆，7 年间杠杆率升近 30 个百分点。与此同时，宽松的货币政策也使得银行银根松动。大量低成本的资金沉淀在银行体系，导致银行有着巨大的贷款冲动。在获利动机驱使下，美国金融机构不断降低次级抵押贷款原有的放贷标准，导致次级抵押贷款的发放规模不断扩大，住房抵押贷款占美国居民收入的比重由 2000 年的 53.5% 上升到 2007 年的 87.1%，同一时期居民部门杠杆率也由 68.6% 上升到 97.8%。美国的自有住房比率为 68%，房地产已成为美国居民广泛拥有的一种资产。

“金融创新”降低风控要求，次级贷款推升地产泡沫。为了满足居民部门的日益扩张的购房需求，金融机构开发出众多不同于以往的抵押贷款工具，这些新型房地产金融工具的突出特点是大幅降低了购房者的首付和月供，让低收入家庭也可参与到房地产投资中来。美国联邦住房贷款抵押公司和国民抵押贷款协会等打包商则以贷款债权为基础发行住房抵押贷款支持证券（MBS），投资银行大量购买 MBS，并将其再次打包以债务抵押凭证（CDO）的方式销售，同时为了避免风险，投资银行更进一步创造出了信用违约掉期（CDS）。通过以上一系列金融创新，事实上提高了房地产资产的流动性，商业银行通过出卖债权转移风险，进一步获得流动性，争先恐后地开发房贷市场。在房价不断上升的阶段，购房者可以通过出卖房产来变现还款，同时由于房价的上升购房者可以轻松赚取收益，于是更多低信用级别的购房者开始申请次级贷款购房，房价的上升使投机者的预期得到实现，由于自我实现的正反馈效应，整个房地产市场的投资不可避免地进一步陷入疯狂，房地产市场泡沫膨胀。

图 54： 美国住宅价格 vs 居民部门杠杆率



资料来源：BIS，华泰证券研究所

加息周期导致次贷风险爆发，最终导致 08 年金融危机。从 2004 年开始，美联储开始缓慢加息。到 2006 年联邦基金利率从 1% 升高到 5.25%。2006 年 7 月，美国房价达到了最高点，随后开始逐步下跌。到 12 月，房价比 7 月份跌去 2%，2007 年上半年，房价继续下跌，6 月份比最高点跌去 4.5%。随着利息的上升，次级贷款的借款者无力偿还贷款，导致大量违约的发生，又由于房价下跌，导致以房屋为抵押发放次级抵押贷款的金融机构出现大幅亏损，

次级抵押贷款公司成为首当其冲的受害者。信贷市场的危机使得证券化的次级抵押贷款的信用风险增加，信用评级机构调低了相关的 MBS 和 CDO 的信用评级，相关的风险就从次级抵押贷款公司的资产负债表中转移到持有抵押贷款支持债券 MBS 和 CDO 的机构投资者的资产负债表中。在资本市场上，危机传导第一波冲击是购买信用评级较低的 MBS、CDO 以及基于 CDO 的各类衍生产品的对冲基金和投资银行。信贷市场上整体违约率的上升导致中间级或股权级 MBS 和 CDO 的持有者不能按时获得本息偿付，造成抵押债权资本市场价值大幅缩水，从而使对冲基金和投资银行的资产负债表恶化。由于对冲基金的信息不透明，因而市场无法清楚判断对冲基金损失的范围和规模，因此投资者开始担忧建立在其上的具有较高投资级别的优先级证券的风险继而危机传导第二波冲击就是购买信用评级较高的 MBS、CDO 以及基于 CDO 的各类衍生产品的养老基金、保险基金、共同基金和商业银行等。由于此类机构有严格的投资标准，不能投资于低于一定级别的债券产品，因此，随着资产组合中相应品种信用级别的调低，它们不得不抛售变现。但是，伴随着大批投资者投资组合的整体调整和抛售以及市场流动性丧失，结果导致此类证券的价格大幅下跌，使持有此类证券的投资者出现亏损。这进一步加剧了投资者的担心，他们纷纷要求赎回基金。为此，一些基金被迫或主动缩减资产负债表去杠杆化，通过变现其他市场的资产来满足自身流动性需求，这就引起了危机传导的第三波冲击，即引起股票市场黄金市场等一系列与次级债券市场没有直接联系的相关市场的大幅振荡。至此美国房地产泡沫破灭，并进而引发了次贷危机和整个金融体系的危机。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com