

从房价与房租的关系说起

摘要

- 直观上，房价与房租应该有正相关关系。这符合习惯思维，毕竟房子作为一个商品，自身价格上涨了，租赁它的费用也应该增加。而这也作为房价上涨抑制消费等推断的逻辑链条中重要一环。但如果我们换个思路，却会发现这个直观理解并不一定。持有房子的收益是房价的涨幅和房屋租赁收入，而机会成本是将买房的钱作为他用的收益，可以用社会平均投资回报率衡量。这样我们有个粗略的等式：房价涨幅+租金收益=社会平均投资回报率。从这个式子中我们可以看到，如果全社会平均投资回报率不变，那么房价涨幅与租金收益并不一定是正向关系，甚至可能负向。具体房价与房租呈现何种关系，则需要实际数据来证明。
- 经验数据显示中国房价与房租相关性不明显，甚至部分城市存在负相关关系，而发达国家房价与房租则呈现相对明显的正相关关系。经验数据显示，无论是横截面数据还是时间序列数据，我国房价上涨与房租上涨之间并无明显相关性，而一线城市房价与房租甚至存在一定负相关性。但 OECD 国家房价上涨与房租上涨之间存在正相关性。我国房价与房租关系与 OECD 国家显著不同。
- 我国房价与房租关系背离背后是我国的高租售比。如果将房子类比为股票，房租类比为利润 EPS，那么租售比就是市盈率 PE。如果市盈率很高，则股票价格波动就不是很关注基本面 EPS 的变化。而实际上，国际经验数据也显示，租售比越高，房价与房租之间相关性越低，甚至负相关。2018 年我国平均租售比高达 32.5，是 OECD 国家中租售比最高的加拿大的两倍。高租售比形成了我国房租和房价关系的背离，甚至负相关。
- 而高租售比则是由多个因素决定的。我国高租售比的形成既有体制性因素，也有国情因素和发展阶段因素。土地制度是我国租售比偏高最主要的体制性因素，土地供给不足，建成区面积偏低，对租售比产生推高作用。而国情因素则是作为人口大国，我国必然会产生人口高度集中的大都市，而人口规模上升则会降低空置成本，降低租金回报率诉求，提升租售比。发展阶段因素则是在当前可支配收入并不高的情况下，租售比相对偏高，经验数据显示，随着居民收入的提升，租售比可能随之回落。
- 房价与房租关系的背离可能改变一些经济推断。由于我国房价与房租之间并无明显相关性，因而房价上涨通过推升房租来抑制消费的逻辑难以成立。房价上涨形成的高租售比会降低居民财产性收入，特别相对于负债成本来说，这会导致利息支出增速高于房租收入增速，进而对消费形成抑制。但从目前来看，这部分影响有限，并非消费放缓的主要原因。而另一方面，高的租售比也是居民杠杆率偏高的重要原因。房子是居民资产，与居民负债相关，而房租则是收入，即使自有住房也会有虚拟租金，因而是 GDP 的一部分。高的租售比会相对压低居民收入或 GDP，而推高居民负债，进而会产生推高居民资产负债表的效应。
- 风险提示：居民杠杆率上升速度超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 回望近百年前贸易战的启示 (2019-06-04)
2. 供需双缩经济放缓，我国完善反制制度 (2019-06-02)
3. 企业景气度走弱，呼唤更为有效的稳增长政策 (2019-05-31)
4. 警惕信用再度收缩的风险——月度经济预测 (2019-05-30)
5. 从周期的视角理解美国通胀 (2019-05-28)
6. 企业盈利疲弱，需求继续放缓 (2019-05-28)
7. 稳定需求，加快创新 (2019-05-26)
8. 全球经济与贸易减速的新解释——全球央行跟踪第 9 期 (2019-05-22)
9. 经济走势将推动政策再度宽松——2019 年 1 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-05-20)
10. 外部风险继续加大，内需重要性持续提升 (2019-05-19)

目 录

1 房价与房租的关系	1
2 如何理解房价与房租走势背离	3
2.1 高租售比决定房价与房租缺乏相关性	3
2.2 什么因素决定了租售比	4
3 房价和房租关系背离对部分经济论断的影响	7
3.1 重新审视房价上涨抑制消费的逻辑	7
3.2 租售比对杠杆率的影响	8

图 目 录

图 1：2018 年中国城市房价增速与房租增速的关系	1
图 2：房价与房租时序关系	2
图 3：一线城市房价与房租关系	2
图 4：OECD 国家房价与房租同比增速之间相关关系	2
图 5：一线城市房价与房租关系	2
图 6：OECD 国家房价房租相关性与租售比的关系	3
图 7：中国租赁人口占比偏低（2017）	4
图 8：国际经验显示常住人口与租售比有显著正相关性	4
图 9：国际经验显示人均可支配收入与租售比有一定负相关性	5
图 10：国际经验显示建成区面积与租售比有明显负相关性	6
图 11：居住占居民消费支出比例	7
图 12：居住占居民消费支出比例	8
图 13：OECD 国家租售比与居民杠杆率	9
图 14：各国租售比对比（2018）	9
图 15：我国居民财产性收入偏低	9
图 16：企业盈利并未有效转移成居民收入	9

表 目 录

表 1：租售比主要影响因素的回归分析	6
--------------------------	---

1 房价与房租的关系

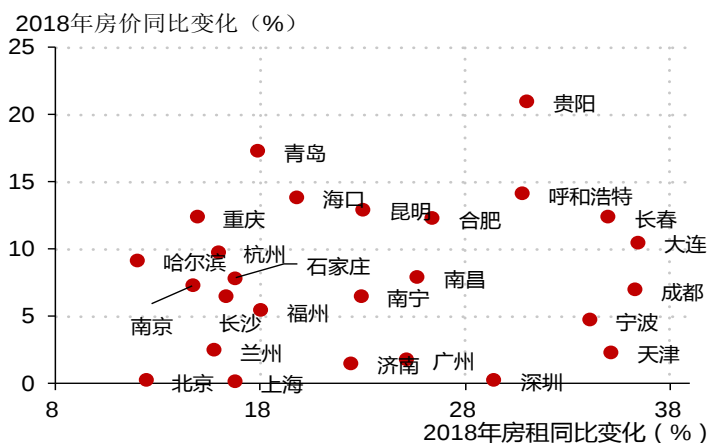
直观上，房价与房租应该有正相关关系。这符合习惯思维，毕竟房子作为一个商品，自身价格上涨了，租赁它的费用也应该增加。而这也被作为房价上涨抑制消费等推断的逻辑链条中重要一环。但如果我们换个思路，却发现这个直观理解并不尽然。持有房子的收益是房价的涨幅和房屋租赁收入，而机会成本是将买房的钱作为他用的收益，可以用社会平均投资回报率衡量。这样我们有个粗略的等式：房价涨幅+租金收益=社会平均投资回报率。从这个式子中我们可以看到，如果全社会平均投资回报率不变，那么房价涨幅与租金收益应该是负相关关系，而非正相关的。

房价和房租到底是什么关系对很多经济问题来说是很重要的，因为它是很多经济论断的推理基础。例如认为房价上涨抑制了消费的一个重要推论依据是房价上涨伴随房租上涨，挤压了其它消费的空间。另外，房价和房租的关系也会对居民杠杆率上升的解释产生影响，如果房价和房租正向变化，那么意味着随着房价提升，居民房租提升，收入随之提升，这个租房既有市场化房屋出租，也有自由住房虚拟租金。由于收入同样提升，那么以与房价相关的居民负债和收入比例计算的杠杆率则不一定提升。反之，如果房租和房价无关甚至负相关，那么房价上涨则不会带来居民收入提升，居民杠杆率则会攀升。因而，厘清房价和房租之间的关系，是进行这些经济论断的基础。

那么到底房价和房租的关系是符合直观感觉，还是符合我们后者的逻辑推断的，我们用经验数据来说明。

我们先来看中国数据。从截面数据来看，中国房价和房租变化并无明显的相关性。虽然从绝对水平上来看，房价越高的地区，房租一般也越高，这符合越贵的商品租赁费用也越高的常识。但从变化趋势来看，50个城市截面数据却显示房价和房租没有明显的相关关系。房价上涨幅度和房租上涨幅度之间并无相关性。

图 1：2018 年中国城市房价增速与房租增速的关系

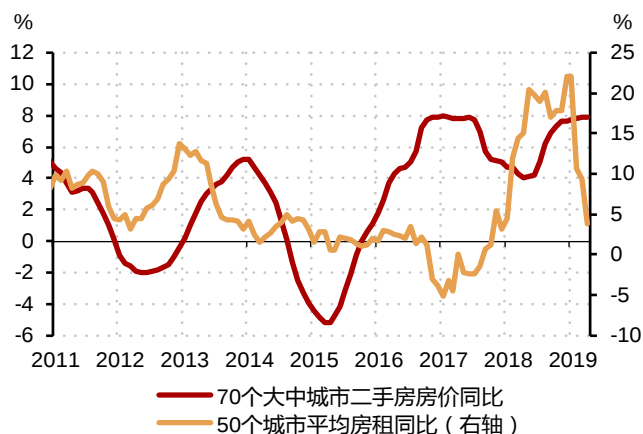


数据来源：Wind，西南证券整理

而从时序数据来看，房价却与房租甚至存在着一定负相关关系。我们利用 70 个大中城市二手房房价同比增速与 50 个城市平均房租同比增速观察，这两个指标在时序上并未呈现出正相关性，特别是 2011 年以来，甚至存在负相关性。例如 2016-2017 年房价涨幅较高时，房租相对平稳。而 2018 年房价涨幅收窄时，房租却开始快速上涨。同样，我们观察一线城

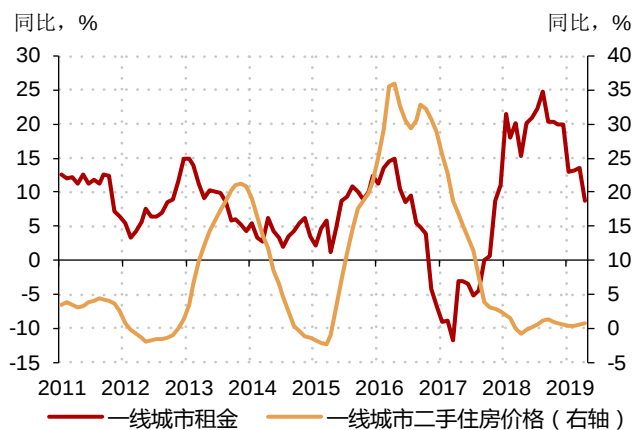
市房价与房租关系，也有类似情况。房租与房价并无明显相关关系。2017 年一线城市房租率先开始下调，而房价依然在高位，但在 2018 年房租开始上涨时候，房价已经开始回落。房价与房租甚至存在一定的负相关关系。

图 2：房价与房租时序关系



数据来源：Wind，西南证券整理

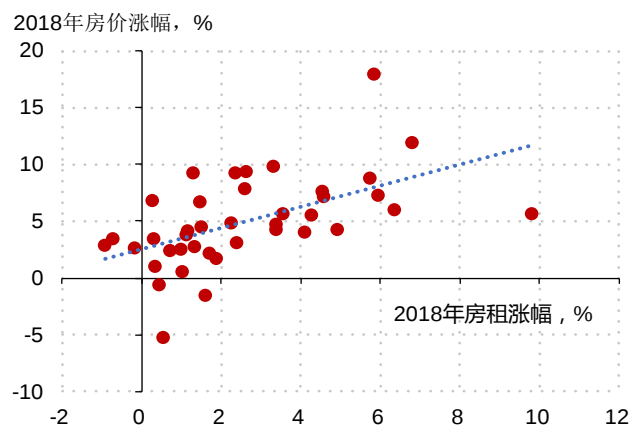
图 3：一线城市房价与房租关系



数据来源：Wind，西南证券整理

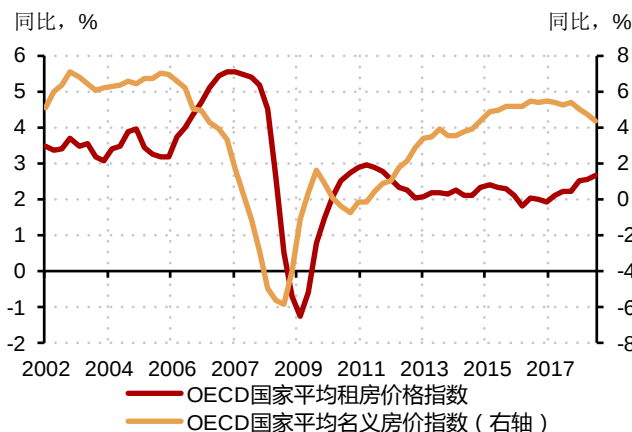
国际经验显示的房价和房租关系与国内则明显不同，国际房价与房租具有相对明显的正相关性。截面数据显示，OECD 国家 2018 年房价涨幅与房租涨幅存在明显的正相关性，显示房价上涨较高的国家普遍房租涨幅也较高。而时序数据同样显示，OECD 国家房价和房租指数同比增速具有一定的同向性，且波动较小，显示从趋势上，房价和房租也具有同样的走势。我们觉得背后的原因是各国社会总资产回报率不同，经济发展好的国家资产回报率较高，同时具有较高的房价涨幅和房租涨幅，而资产回报率较低的国家则房租和房价涨幅都比较低。

图 4：OECD 国家房价与房租同比增速之间相关关系



数据来源：OECD、西南证券整理

图 5：一线城市房价与房租关系



数据来源：OECD、西南证券整理

2 如何理解房价与房租走势背离

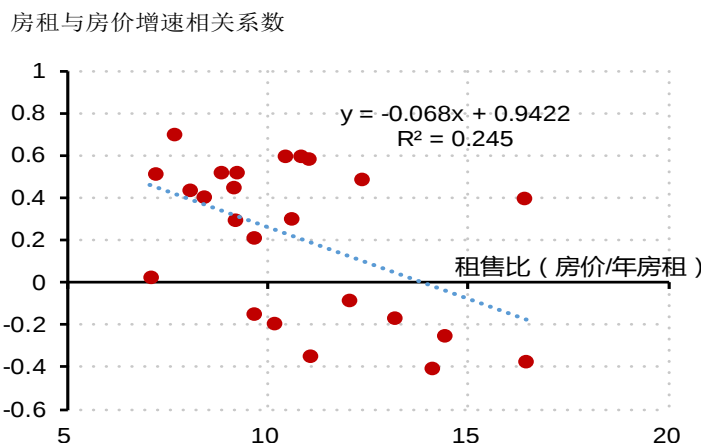
中国房价和房租的关系与 OECD 国家呈现出明显不同的特性。中国房价和房租走势基本没有相关性，甚至有负相关关系，而 OECD 国家则呈现出明显的正相关性。为何会形成这种背离？背后的逻辑是什么？我们下文试图给予解答。

2.1 高租售比决定房价与房租缺乏相关性

首先，我们用房子和股票类比，来对房租、房价和租售比这些指标有一个更为清晰直观的理解。事实上，如果把房子看成和股票同样的资产，那么房价就类似于股票价格，而房租就类似于盈利（EPS），而租售比则类似于估值 PE。那么中国和 OECD 国家房租和房价走势的背离就可以类比为，对中国的房子这个股票，其盈利 EPS（房租）增速与股价（房价）增速没有什么相关性或者略有负相关，而对 OECD 国家房子来说，其盈利增速则与股价有明显的正相关性。

在这种背离之后，我们给出的解释是高估值，即高的租售比，导致中国房产持有者不太注重租金收益，也就是说高估值股票的投资者不太注意盈利的变化，形成房价与房租变化相关性不高，股价和盈利变化相关性不高的情况。这种判断得到国际经验数据支持，2003 年以来 OECD 国家房租和房价指数的同比增速相关系数与租售比有明显的正相关关系。这意味着，房子租售比越高的国家，房价和房租之间相关性越低。OECD 国家中租售比最高的为加拿大，房价和年房租比例为 16.4，加拿大房价和房租增速之间相关系数为-0.37。而我们按百城平均房价和 50 城平均房租计算的我国租售比平均为 32.5，是加拿大的两倍，因此，我国房租和房价缺乏相关关系，甚至负相关也就不足为奇。

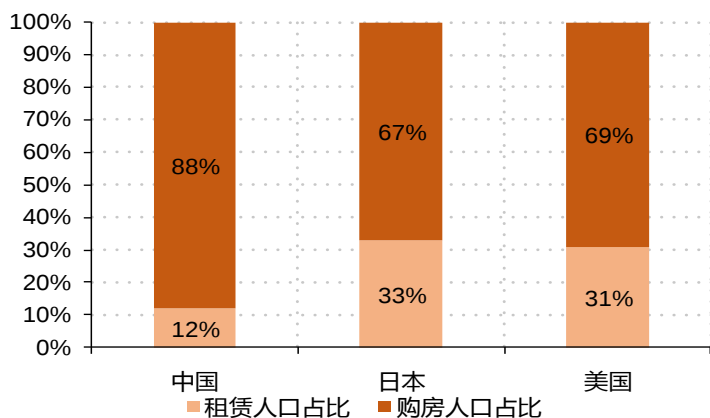
图 6：OECD 国家房价房租相关性与租售比的关系



数据来源：OECD、Wind，西南证券整理

除了主要原因租售比之外，我国租房市场偏小等其它次级原因也一定程度上导致我国房租和房价走势的背离。我国居民住房以自有住房为主，这导致租房市场偏小，居民持有房产对投资收益敏感，而对租房收益不敏感。截止 2017 年，中国租赁人口占比只有 12% 左右，远低于日本和美国的 30% 左右的租赁人口占比。房价上涨预期对房价和房租的作用方向相反。预期房价上涨会改变居民的住房需求结构，居民将更多的通过购房来满足住房需求，从而“挤出”了租房需求，购房增加反过来又会增加租房的供给，租房的需求受到压制，供给增加从而压低了租金价格上涨。

图 7：中国租赁人口占比偏低（2017）



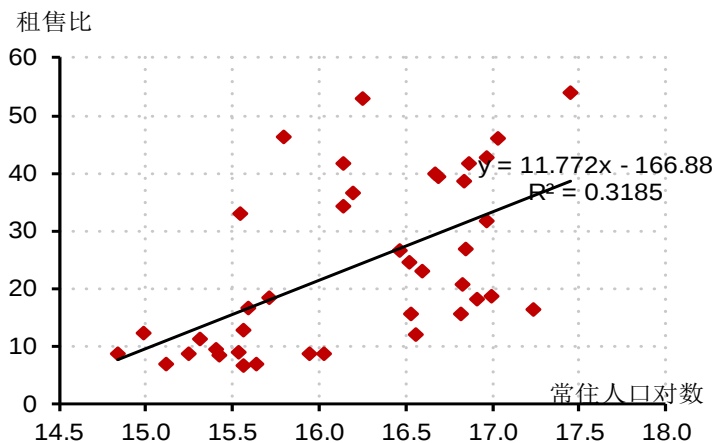
数据来源：链家网，西南证券整理

2.2 什么因素决定了租售比

既然我国房价和房租背离主要是由于高的租售比，那么下一个问题就是，我国为什么会有这么高的租售比。事实上，影响租售比的因素很多，为了避免循环论证，我们不用房价涨幅、全社会资本回报率这些来解释租售比，而是用住房需求和空置成本、持有成本、收入水平、住房供给等来解释。我们选取包括北京、上海、广州、深圳、香港在内的国际上 40 个大都市为样本，来寻找决定租售比的变量。

首先，常住人口是一个城市住房需求最基础的变量，也是租房需求的基础变量。常住人口的规模直接影响需求，进而会降低租售比。例如从空置成本来看，如果一个城市常住人口较多，这意味着即使承租人退房，房东也可以很容易的转租，中间空置成本很低，而常住人口少的城市，房东可能面临长期的房屋空置，这也会降低房东和租客之间的议价能力。从经验数据上看，40 个国际大都市常住人口对数与租售比有明显的正相关性。其中常住人口规模最大的东京租售比也是最高的，高达 54.1%，也就意味着东京的租金回报率不足 2%。而北京、上海、广州、深圳等地租售比也均在 40 倍左右或以上，深圳最高为 50.9 倍。

图 8：国际经验显示常住人口与租售比有显著正相关性

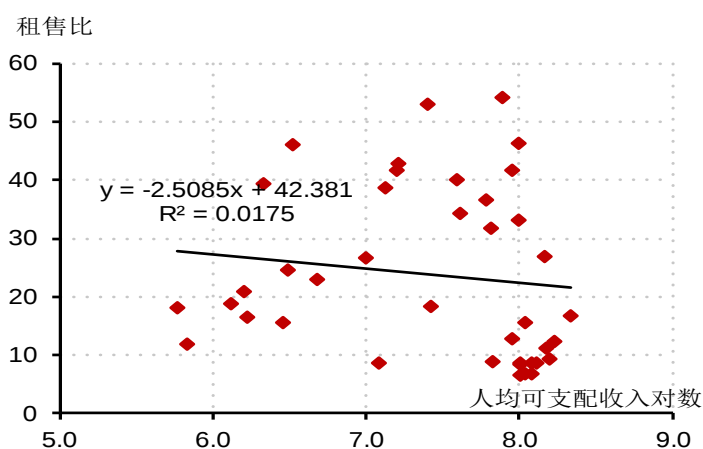


数据来源：Numbeo 和 Demographia，西南证券整理

其次，各国房产持有成本不同，也会形成租售比的差异。持有房地产会有房产税、物业费的持有成本，如果持有成本比较高，那么房东会要求较高的租金，这会导致租售比较低。而反之，如果持有成本比较低，那么房东对租金的要求就会下降，这会提升租售比。因而我国住房租售比较高，也部分因为我国住房没有房产税，因而住房持有成本比较低。

再次，住房需求取决于当期支付能力，因此可支配收入越高，对住房的需求会越高，对应更高的租金回报率和更低的租售比。在经验数据上，也呈现出可支配收入与住房存在负相关关系的情况。可支配收入水平较高的发达国家普遍对应着相对偏低的租售比。从这个规律看，随着我国经济发展，居民可支配收入的提升，相应的也会出现租金回报率提升，而租售比下降的情况。

图 9：国际经验显示人均可支配收入与租售比有一定负相关性



数据来源：Numbeo 和 Demographia，西南证券整理

最后，从供给层面来看，住房供给越少，租售比越高。这符合直观地理解，因为，住房供给越少，意味着房屋供给越少，这会导致房价更大幅度的上涨。虽然供给减少也会推升房租，但由于房子本身带有资产属性，上涨的房价会导致投资热情提升，推动房价比房租出现更大的涨幅，因此，租售比和住房供给应该具有负相关关系。国际大都市经验数据显示，衡量土地供给的建成区面积与租售比之间存在明显的负相关关系。建成区面积较小的香港、孟买、深圳等城市租售比较高，而建成区面积较大的美国大都市则普遍具有较低的租售比。我国城市土地供给偏少，建成区面积偏低是租售比较高的主要原因之一。也就是说，我国特殊的土地制度推升了租售比。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12169

