



保汇率还是保房价是个伪命题

关于房价与汇率关系的实证分析

房价和汇率之间不存在必然联系。在房地产泡沫危机时期或汇率出现剧烈波动时期，各国政府也没有面临“保汇率”还是“保房价”的问题。

- 自住房制度改革以来，中国房地产价格录得较快增长。随着房价持续攀升，市场对于中国房价泡沫风险的担忧在日益加剧，但同时我们也应该清楚认识中国高房价存在的合理性。过去十多年，伴随经济高速增长，国内居民财富的不断积累，居民对自有住房的特殊偏好，以及金融投资渠道匮乏，均成为推动中国房价持续走高的重要因素。
- 房地产兼具商品和投资的双重属性。从商品属性看，由于房地产具有空间固定性和消费区域性，是不可贸易品，“一价定律”对于房地产而言并不成立；从投资属性看，中国房地产市场与股票市场类似，具有明显的投机特征，境内外投资者风险偏好差异决定了中国的高房价不必然增加居民的境外置业需求。因此，即便中国房价相对偏高，也不必然导致人民币汇率承压。
- 从国际经验看，汇率作为一种资产价格，会受到多种不确定性因素影响，这些因素与影响房价走势的因素不尽相同。因此，在不同国家的不同时期，不断变化的汇率走势与房价之间不存在稳定的相关关系。即使在房地产泡沫危机时期或汇率出现剧烈波动时期，房价下跌和汇率贬值之间存在相互影响机制，各国政府也并没有面临“保汇率”还是“保房价”的问题。
- 从中国经验看，房价和汇率之间不存在稳定的线性关系。“保汇率”还是“保房价”的舆论渲染经常发生在人民币汇率承压之时，反映了市场看空的情绪。当然，如果房地产市场不能够实现良性发展，将加剧中国经济金融体系的脆弱性，这将掣肘中国利率政策和汇率政策空间。从瑞典和泰国的经验看，如果发生房地产市场崩盘，届时可能不是保汇率还是保房价的选择题，很可能是两者均难保。对此，需要按照打好三大攻坚战的具体部署，防患未然、精准拆弹。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

*刘立品为本报告重要贡献者

目录

一、中国高房价存在合理性	5
(一) 从国际上看, 在经济快速增长阶段, 房价上涨是普遍现象	5
(二) 住房消费观念及金融供给不足是推高中国房价的特殊原因	6
二、从房地产的双重属性看房价和汇率的关系	9
(一) 商品属性: “一价定律” 不成立	9
(二) 投资属性: 取决于投资者风险偏好	10
三、从国际经验看房价和汇率的关系	13
(一) 日本 1990 年代初期房地产泡沫破裂后汇率先涨后跌	13
(二) 瑞典 1990 年代初期房价大跌后汇率承压并最终崩盘	14
(三) 泰国 1990 年代中期房市泡沫破裂后汇率承压并最终崩盘	15
(四) 俄罗斯 2014 年下半年卢布大幅贬值后房价不跌反涨	16
四、从中国经验看房价和汇率的关系	17
(一) 中国房价和人民币汇率之间不存在稳定的线性关系	17
(二) 于中国而言, “保汇率” 还是 “保房价” 也是个伪命题	18

图表目录

图表 1. 主要国家人均 GDP 增速与房价增速均值 (单位: %)	5
图表 2. 主要国家人均 GDP 增速与房价增速 (单位: %)	5
图表 3. 越南、胡志明和河内经济增速	6
图表 4. 胡志明市各类公寓价格走势	6
图表 5. 中国人均 GDP 增速和住宅销售价格增速	6
图表 6. 各国住房自有率数据对比	7
图表 7. 2016 年中国居民部门资产分布情况	7
图表 8. 2016 年美国居民部门资产分布情况	7
图表 9. 中国各大城市中心城区与郊区房价	9
图表 10. 中国一、二、三线城市房价	9
图表 11. 2018 年部分欧盟国家新房成交价格	10
图表 12. 主要国家和地区股票交易换手率	10
图表 13. 2018 年各国租金收益率情况	11
图表 14. 主要国家住房空置率情况	11
图表 15. 中美住房价格指数周期项	11
图表 16. 中美住房价格指数趋势项	11
图表 17. 港股通每日投资额度使用情况	12
图表 18. 1971~2018 年主要发达国家房价和汇率关系	13
图表 19. 1998~2018 年主要发展中国家房价和汇率关系	13
图表 20. 1970 年代以来日本住房价格和日元汇率表现	14
图表 21. 1980~2000 年瑞典住房价格和瑞典克朗汇率表现	15
图表 22. 1991 年以来泰国住房价格和泰铢汇率表现	16
图表 23. 2001 年以来俄罗斯住房价格和卢布汇率表现	16
图表 24. 1999 年以来中国住房价格和人民币汇率表现	17

一直以来，关于房价和汇率关系的探讨是市场关注的热点话题。随着国内房价不断走高，市场对于中国房地产泡沫风险加剧的担忧一直存在。2019年8月份人民币汇率破“7”之后，再次引发了市场关于“保汇率”还是“保房价”的讨论。那么，应该如何认识中国的高房价问题？房价和汇率之间是否存在必然联系？本文试图回答上述问题。

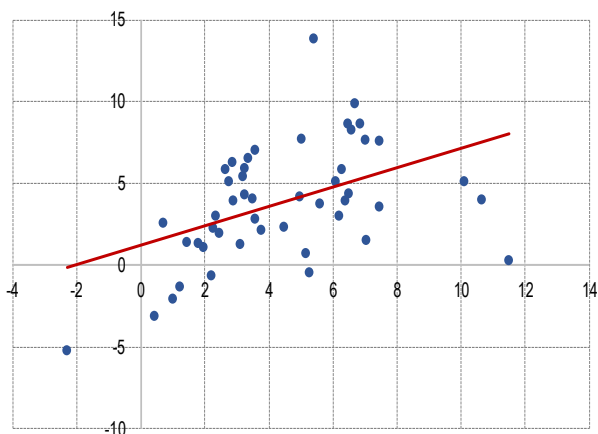
一、中国高房价存在合理性

近年来，中国房地产价格上涨较快。根据全球城市数据库网站 Numbeo 的统计，2018 年中国房价收入比为 28.20，高于新加坡 (22.20)、韩国 (14.05)、日本 (12.64)、德国 (8.05) 和美国 (3.34) 的水平¹。为抑制房价过快上涨，政府已经实施了多轮房地产调控政策，但房价依然居高不下。究其原因在于，GDP 是交易、流量，资产是财富、存量，经济高成长必然伴随着财富大增长，而置业成为中国居民财富积累和传承的一个重要载体。

(一) 从国际上看，在经济快速增长阶段，房价上涨是普遍现象

房地产兼具商品和投资的双重属性，其价格水平主要由供求决定，但需求因素可能更为重要（梁云芳、高铁梅，2006；况伟大、李涛，2012）²。王弟海等（2015）利用中国跨省面板数据进行的实证研究表明，经济增长率会通过提高人均收入水平而对房价具有显著正效应³。我们利用 2010~2018 年主要国家名义人均 GDP 增速和房价增速数据画出的横截面图显示，人均 GDP 增速和房价增速之间存在正相关关系，相关系数为 0.4573 且在统计上显著（见图表 1）。我们利用 1976~2018 年期间主要国家名义人均 GDP 增速和房价增速数据画出的时间序列图显示，各国人均 GDP 增速和房价增速之间存在显著的正相关关系（见图表 2）。

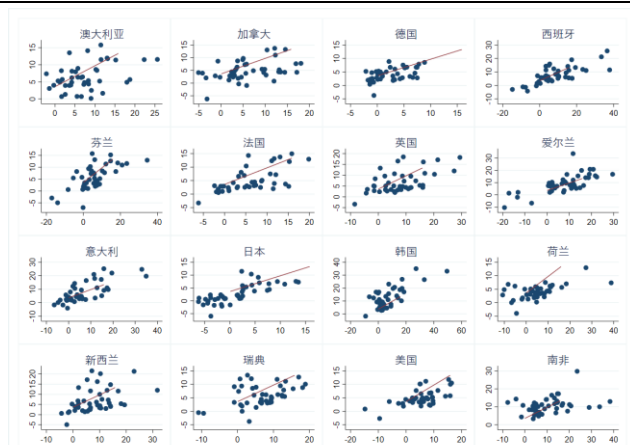
图表 1. 主要国家人均 GDP 增速与房价增速均值(单位:%)



资料来源：World Bank, BIS, 中银国际证券

注：横轴为名义人均 GDP 增速，纵轴为名义住房价格增速。

图表 2. 主要国家人均 GDP 增速与房价增速 (单位:%)



资料来源：World Bank, BIS, 中银国际证券

注：横轴为名义人均 GDP 增速，纵轴为名义住房价格增速。

近年来，越南、印度经济整体表现强劲。作为越南金融中心，胡志明市经济增速显著高于其它地区（见图表 3）。亮眼的经济表现带动居民财富快速积累，有效刺激了当地购房需求。受豪华公寓价格持续上涨影响，2019 年 3 季度胡志明市公寓平均售价同比增速高达 15%（见图表 4）⁴。同样，伴随国内经济快速增长，印度多数大城市的房价近年来一直在以两位数的速度上涨，孟买房价在近 7 年的时间里上涨了约 70%，新德里房产自 2009 年以来升值迅猛，最高增幅达 70%~90%⁵。

¹ https://www.numbeo.com/property-investment/rankings_by_country.jsp?title=2018，数据下载时间为 2019 年 12 月 2 日。

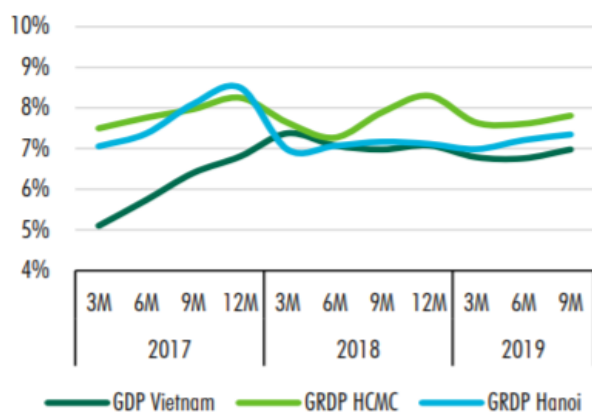
² 梁云芳、高铁梅.我国商品住宅销售价格波动成因的实证分析[J].管理世界.2006(08):76-82;况伟大、李涛.土地出让方式、地价与房价[J].金融研究.2012(08):56-69.

³ 王弟海、管文杰、赵占波.土地和住房供给对房价变动和经济增长的影响[J].金融研究.2015(01):50-67.

⁴ CBRE, Inc. Ho Chi Minh City MarketView Q3 2019, <https://www.cbre.com/research-and-reports/Ho-Chi-Minh-City-MarketView-Q3-2019>, 报告下载时间为 2019 年 12 月 4 日。

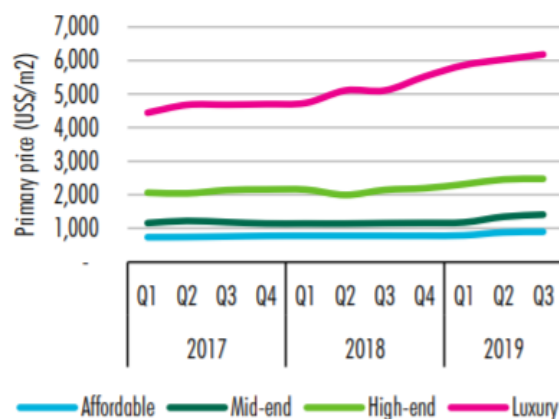
⁵ 印度大城市房价攀向世界之巅,新华网,http://www.xinhuanet.com/globe/2019-03/08/c_137868304.htm, 下载时间为 2019 年 12 月 4 日。

图表 3. 越南、胡志明和河内经济增速



资料来源: CBRE, 中银国际证券

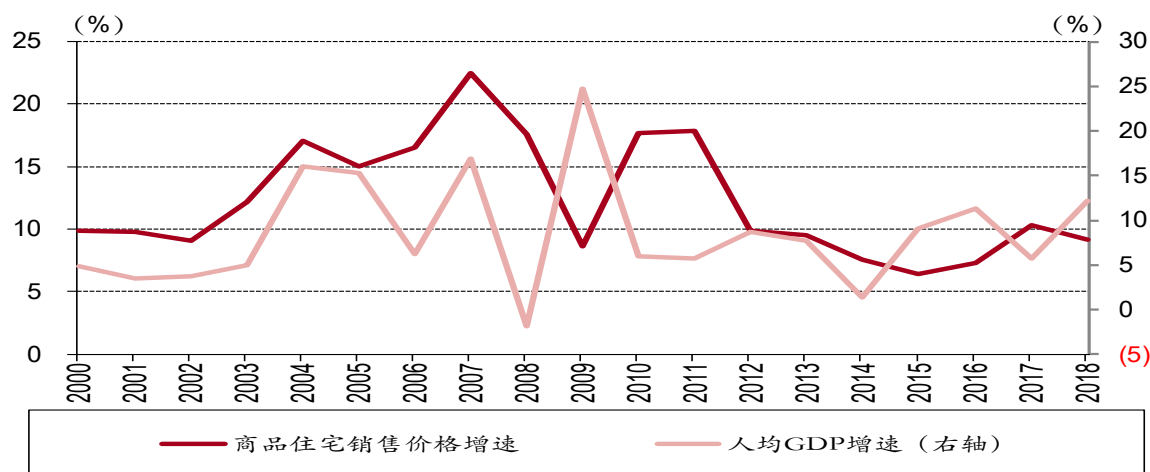
图表 4. 胡志明市各类公寓价格走势



资料来源: CBRE, 中银国际证券

从中国的经验看, 自 1998 年住房体制改革以来, 伴随国内经济高速发展, 房地产价格也取得了较快增长。2000~2010 年期间, 中国名义人均 GDP 增速均值和商品住宅销售价格增速均值分别为 9.11%、14.17%。2010 年之后, 中国经济增速和房价增速均有所放缓。2011~2018 年期间, 中国名义人均 GDP 增速均值和商品住宅销售价格增速均值分别降至 7.73%、9.76% (见图表 5)。

图表 5. 中国人均 GDP 增速和住宅销售价格增速



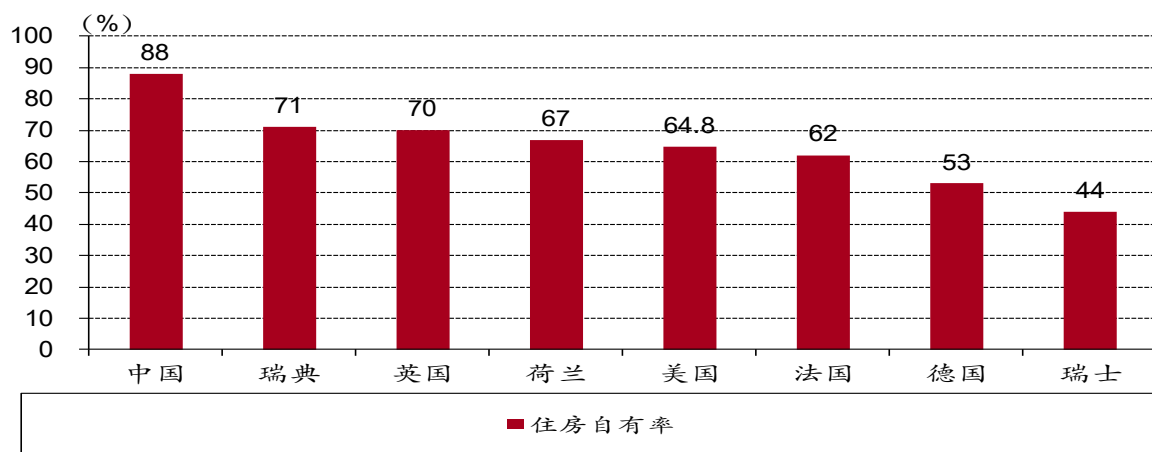
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

(二) 住房消费观念及金融供给不足是推高中国房价的特殊原因

从居民住房消费观念来看, 受传统文化影响, 中国人十分注重拥有属于自己的房子。根据第六次人口普查数据计算得到中国住房自有率⁶为 88%, 显著高于欧美国家的住房自有率。在欧洲国家中, 由于根深蒂固的租房文化存在, 瑞士、德国的住房自有率排名最低, 分别为 44%和 53% (见图表 6)。

⁶ 住房自有率是指居住在自己拥有产权住房的家庭户数占整个社会住房家庭户数的比例。

图表 6. 各国住房自有率数据对比

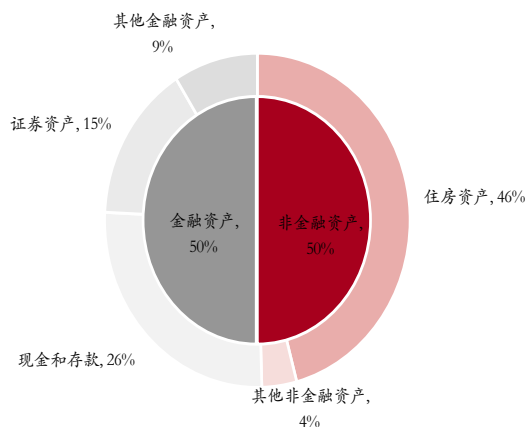


资料来源：国家统计局，欧盟统计局，万得，中银国际证券

注：中国住房自有率数据来自全国第六次人口普查数据（2010），具体计算方法参考余秋梅等（2014）⁷；欧洲国家住房自有率数据来自欧盟统计局；美国住房自有率数据来自万得，数据为 2019 年数据。

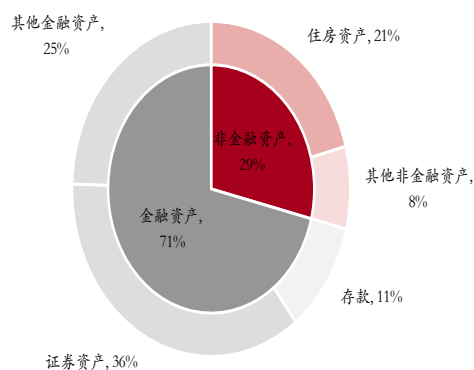
从居民资产分布情况来看，由于中国金融市场不发达，金融投资渠道匮乏，导致居民将其积累的大量财富投资于房地产领域。尤其是 1998 年住房制度改革以来，中国房价经历了大幅上涨，持有房屋的居民实现了财富的大幅增值，快速增长的房价又进一步刺激了居民购房需求。因此，住房资产成为中国居民部门持有的主要资产类型，占到总资产的近一半份额（见图表 7）。而由于美国金融市场十分发达，该国居民将其积累财富的 70% 以上用来配置各种类型的金融资产，证券类资产又在金融资产中占据了主导地位（见图表 8）。

图表 7. 2016 年中国居民部门资产分布情况



资料来源：万得，社科院，中银国际证券

图表 8. 2016 年美国居民部门资产分布情况



资料来源：美联储，中银国际证券

⁷ 余秋梅、孙伟增、郑思齐. 住房自有率与经济发展水平——基于中国 31 个省和地区的经验分析[J]. 中国房地产. 2014(14):3-14.



当然，除上述因素外，还有很多其他因素会影响房价走势。例如，Smith 和 Ohsfeldt（1982）的研究结果表明，政府的公共品投入越多，房屋价格上涨速度越快⁸；Ahearne 等（2005）的研究表明，货币供应量增加会导致房屋资产价格上涨⁹；张涛等（2006）的研究表明，中国银行房地产贷款和房价水平存在较强的正相关关系，住房按揭贷款利率的提高可以有效抑制房地产价格上涨¹⁰；蔡继明和程世勇（2010）认为中国地方政府对土地的高价垄断导致房价上涨¹¹；徐建炜等（2012）通过考察 OECD 国家以及中国的历史经验发现，人口抚养比与房价之间具有密切联系¹²；陆铭等（2014）的研究表明，由城市化带来的住房需求及其对未来城市化进程的预期也是推高中国房价的重要因素¹³。

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_8117

