

# 中国的房地产到底泡沫有多大？对比主要国家（四）

2016.10

作者：微博：期货\_操作手

微信公众平台： 京城操盘手；微信号：jingchengcaopanshou

---

上个月写一系列的房地产文章，本来一直想写房地产（四），但一直未能找到东南亚和拉丁美洲的房价历史走势，因为东南亚和拉丁美洲都深陷“中等收入陷阱”之中，如果我国也陷入“中等收入陷阱”，那么我国房价会见顶么？会见历史大顶么？如此的话，我们民众岂不是被深套呢？想必，大家都有兴趣，都不希望自己的房价被套。终于拿到一些数据，本篇，我从长期来研究我国的房价走势，希望对大家有益。

---

前几系列的房地产文章，表述推动中国房价未来继续上涨的一个重要动力是城镇化，决定房价能否崩盘的是“中国能否步入中等收入陷阱”。当然，这些只是是一个分析或预测，那么退一步讲，假设我国完成了城镇化，陷入了中等收入陷阱，人口也步入老龄化，那房价会不会见历史大顶呢？

## 一、房价具有保值功能，长期看，货币贬值背景下，通胀成为房价上涨的主因

房地产除了是商品属性外，还有强大的金融属性，就是能够保值，具有强大的保值功能。我们知道，货币是不断贬值的，因为发达国家会把2%作为他们的通胀目标位，发展中国家会将3%作为通胀目标。所以即使城市化结束，陷入中等收入陷阱了，经济增速低缓了，住宅的供需平衡了，那么在货币不断贬值的背景下，房价会处于整体式的上涨之中的，只是一种被动式的上涨，此时没有泡沫了或泡沫很小了。

根据已经成熟的发达国家而言，房价受货币因素的影响最大，通胀成为房价长期上涨的最重要原因，从国外的经验来看，房价的涨幅趋近于通胀率或者M2-GDP的比率。通过对全球主要国家45年来的房价相关性的研究显示，在不考虑人均收入的情况下，通胀率对房价的解释力度最强，达到53%的水平，远远大于其他指标，预期通胀率的变化将对房价预期产生重要影响。

图：房价与通胀率的解释能力

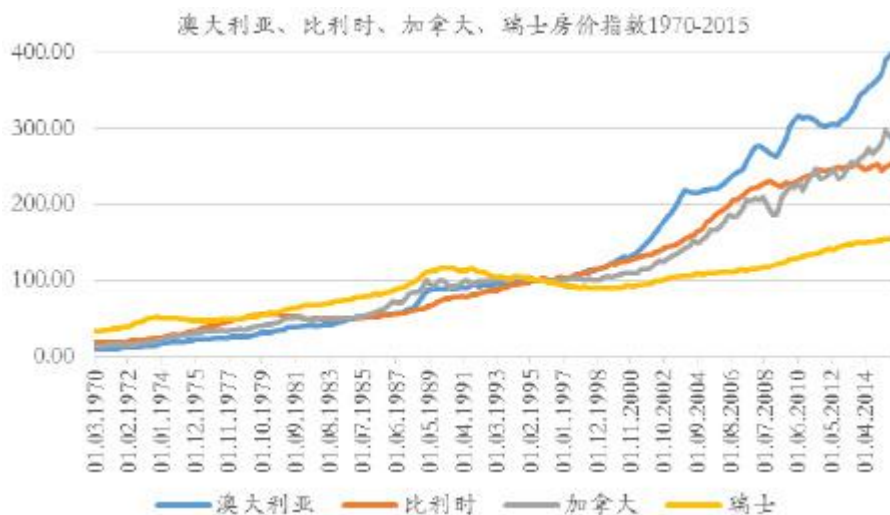
解释能力	保守型	中庸型	激进型	全部国家
通货膨胀率	62.6%	42.2%	50.2%	53.0%
信贷规模	6.7%	19.1%	10.3%	11.4%
短期利率	10.3%	8.7%	13.8%	10.8%
利率期限结构	8.0%	14.2%	8.0%	9.8%
GDP	6.9%	6.9%	9.2%	7.6%
上一期房价	5.5%	8.9%	8.5%	7.4%
	比利时、加拿大、法国、德国、意大利、西班牙、瑞士	丹麦、芬兰、日本、荷兰、美国	澳大利亚、爱尔兰、挪威、瑞典、英国	

图：WIND、安信证券

## 二、45 年来，根据全球主要的发达国家而言，房价整体是不断上涨的

我们从 1970 年开始的 45 年作为房价的一个长期趋势，对比了全球 16 个主要国家的房价趋势，他们都面临人口增长乏力、老龄化和城镇化结束的环境，但房价依旧持续保持增长，并持续创出新高。当然除了中间的年份，由于金融危机的影响，例如 1997、2008 等全球金融危机的影响下，房价会进行下跌调整，但在每次危机之后，各国政府都开动了印钞机器，同时随着经济的逐步恢复，这些国家的房价都不断创出新高。所以长期来看，房价始终是持续振荡上涨的，尤其是核心城市。

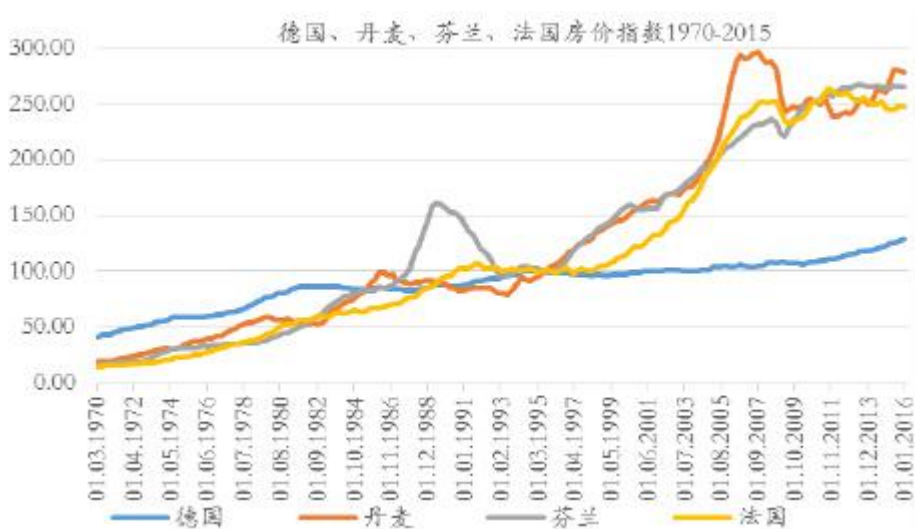
图：澳大利亚、比利时、加拿大、瑞士房价指数（1970-2015）



图：英国、美国、韩国、中国香港房价指数（1970-2015）



图：德国、丹麦、芬兰、法国房价指数（1970-2015）



图：马来西亚、荷兰、挪威、新西兰房价指数（1970-2015）



1970 年来，这些大部分国家都已经实现了城市化，但 45 年来，这些大部分国家以及地区的房价，上涨达到 15 倍，甚至 30 倍，其中德国的涨势最低，只有 3 倍。

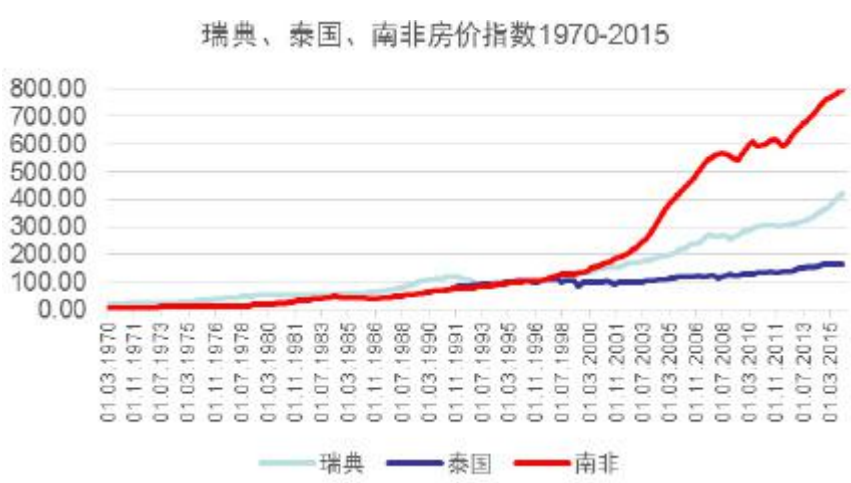
三、对于陷入“中等收入陷阱”的国家，房价也是整体处于上涨之中

现在中国经济增速不断放缓，处于经济转型期，也可能转型成功，也可能转型不成功，如果不成功，我国就会步入中等收入发展陷阱。当然，步入中等收入陷阱后，人均收入增速低迷，如果此时遇到金融危机，则房价必然会下跌，跌幅会比较大。那么假设我国步入了中等收入陷阱之后，房价会不会就见历史大顶了呢？

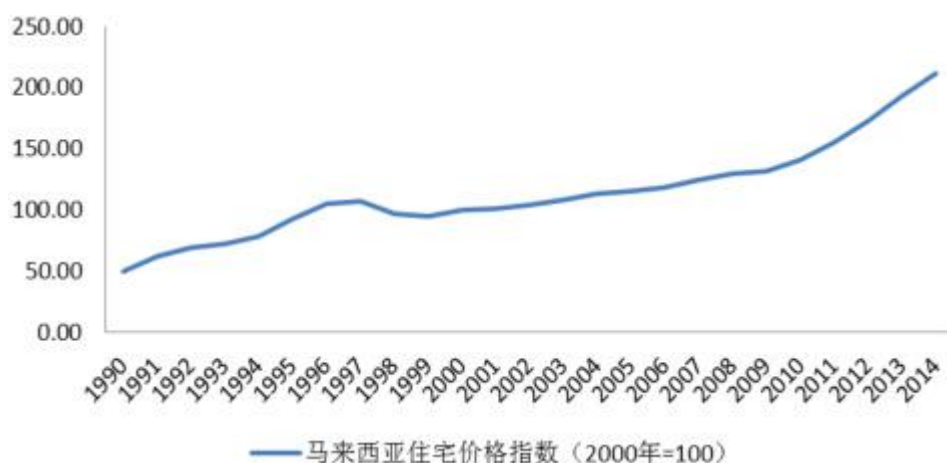
那么我们就以陷入“中等收入陷阱”的泰国、马来西亚和南非为例，因为东南亚的泰国、马来西亚和我们的地理、人文有类似之处，南非也是金砖国之一。

我们可以看到，1997 年金融危机之后，泰国、马来西亚的房价出现下跌调整，但在 2000 年后，房价又不断创出新高，持续上涨之中。南非在 2008 年经济危机之后，房价仅仅震荡了一下，随后又不断刷出新高。这些除了经济恢复外，重要的就是各国印钱，货币贬值所致。

图：瑞典、泰国、南非房价指数 1970-2015



图：马来西亚房地产价格情况



#### 四、长期看，房价没有创新高的国家只有日本，其他三个国家是短期

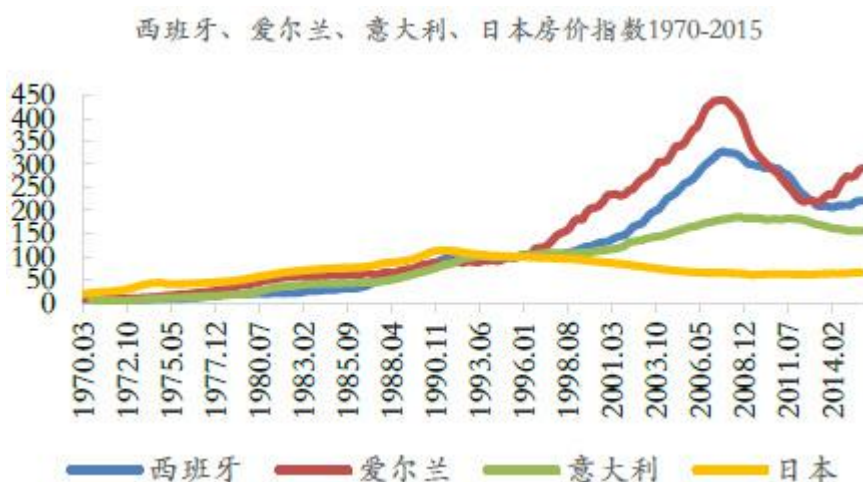
45 年来，仅有日本、意大利、爱尔兰和西班牙 4 个国家的房价在 08 年金融海啸之后还未创出新高，日本在 1990 年的经济大衰退之后，房价至今仍未完全恢复。

意大利、西班牙、爱尔兰是在 2008 年金融危机之后，深陷“欧债危机”，政府债务与 GDP 的比重超过 100%，债务重重，各国要求还债，不得不削减财政开支、增加税收，不能大印货币，经济至今还未恢复过来，房价未能创新高。

但对于长期而言，这七八年这还属于短期，最多是中期，再过十年八年左右，这三个国家的经济恢复，货币在不断贬值的背景下，房价会创出新高，就像 1997 年金融危机之后，马来西亚、泰国的房价也是在五六年并未创新高，但 2000 年之后，创出了新高。

长期来看，只有日本的房价并未创出新高，是一个特例，很可能是日本 1990 年之前的房价泡沫太大、人口的老龄化过严重，泡沫后对经济的影响过甚所致。

图：西班牙、爱尔兰、意大利、日本房价指数（1970-2015）

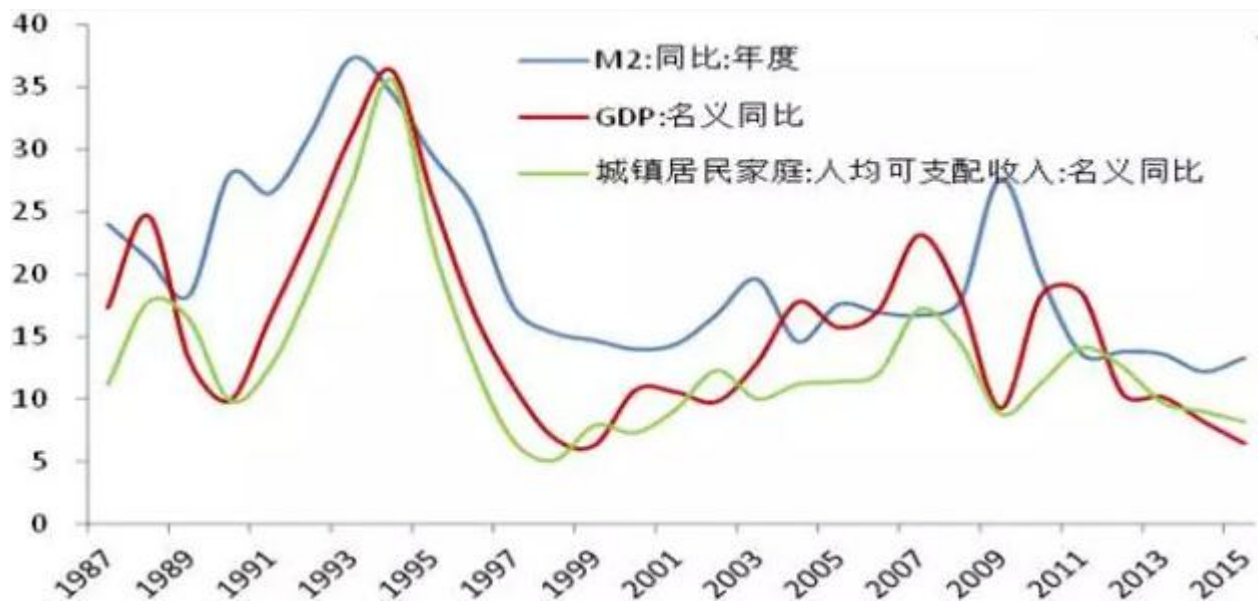




## 五、我国有印钱传统，政府债务较高，很可能选择印钱还债，房价长期上涨

过去十几年我国房价持续上涨，一个原因是城镇化快速进程、人民收入提高所带来的需求爆发，另一个原因是我国用货币超发所带来的通胀，这两大因素共同造就了我国家只涨不跌的不败神话。我国货币超发程度（M2-GDP）显著超过美国、日本等主要经济体，货币超发较大。

图：M2 增速一直显著高于 GDP 增速



我国地方债务高筑，为了还债，很可能会印刷货币，带来较大的通胀，房地产具有保值功能，会被动式上涨。截至 2015 年末，纳入预算管理的中央政府债务达到 10.66 万亿，地方政府债务 16 万亿，合计政府债务 26.66 万亿，占 GDP 比重为 39.4%，如果把地方融资平台加进来，政府债务水平达到 57%，虽然低于国际警戒线 60%，但考虑到地方债务隐藏的一些黑洞，政府债务率很可能超过 60%，而且我国政府债务率仍在攀升之中。如果我国的经济陷入中等收入陷阱，政府财政收入上不去，政府还不上债，则政府很可能会采取印刷货币的形式，来偿还债务，推动通胀。

80 年代，拉美国家经济停滞，财政赤字进一步恶化，发行货币成为主要的政府融资手段，政府毫无节制地通过印钞进行融资，令拉美主要国家在整个 80 年代均处在货币供给失速的状态中。而过量货币则引发拉美“超级通胀”，巴西和阿根廷分别在 1990 年和 1989 年经历了约 3000% 的 CPI 同比增速水平。

综上所述：

综上所述，即便我国陷入中等收入陷阱、城镇化结束，甚至人口老龄化，但是类似于全球主要的国家而言，在货币贬值的大背景下，通胀的驱使下，加上过去几十年我国印刷货币的传统，都很可能推动我国房价长期上涨的格局，中间或受到金融危机的影响，房价下跌，但金融危机后，就会采用印刷货币的方式刺激经济，房价就会处于长期的不断上涨之中。