



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

qjbing.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。

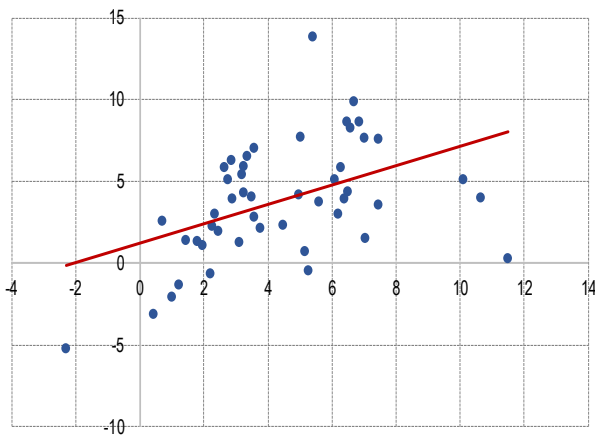
一、中国高房价存在合理性

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）。

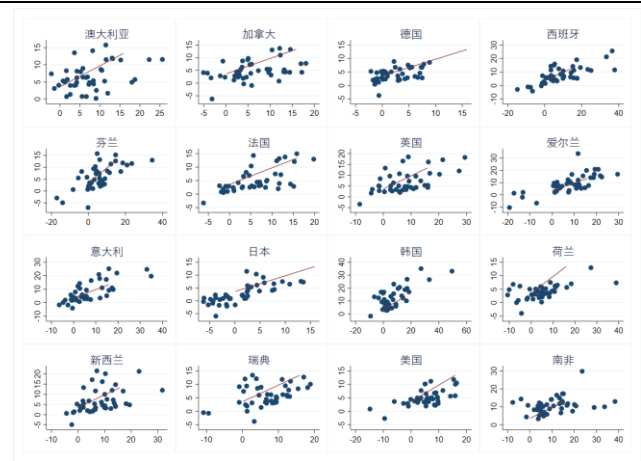
图表 1. 主要国家人均 GDP 增速与房价增速均值(单位:%)



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。

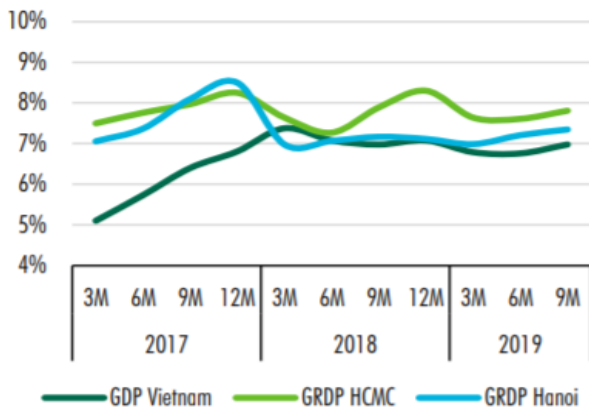
² 梁云芳、高铁梅.我国商品住宅销售价格波动成因的实证分析[J].管理世界.2006(08):76-82;况伟大、李涛.土地出让方式、地价与房价[J].金融研究.2012(08):56-69.

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。

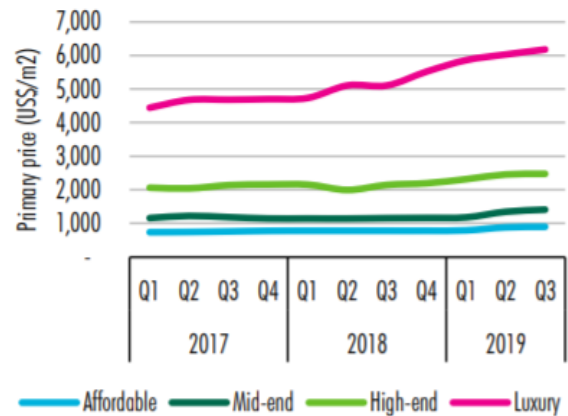
⁵ 印度大城市房价攀向世界之巅,新华网,http://www.xinhuanet.com/globe/2019-03/08/c_137868304.htm, 下载时间为 2019 年 12 月 4 日。

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

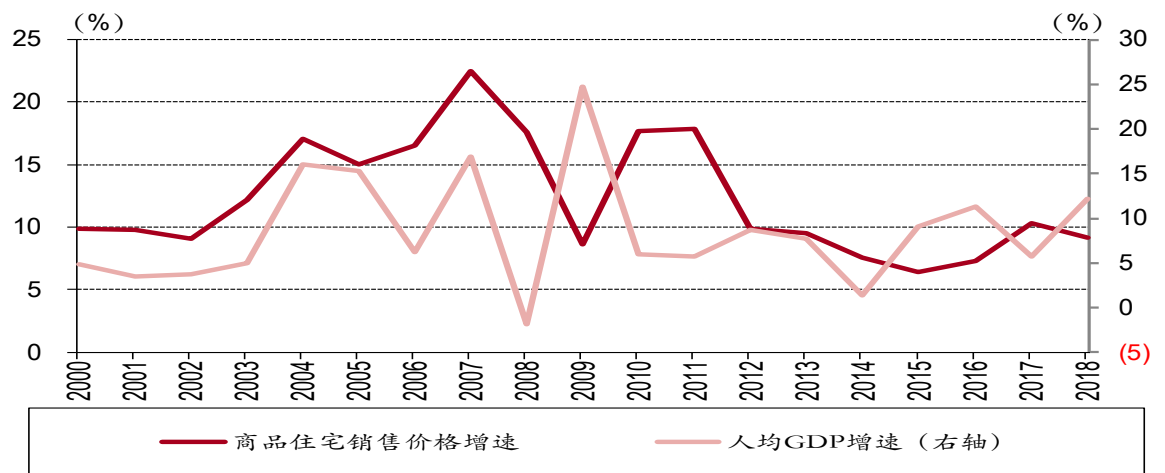
图表 4. 胡志明市各类公寓价格走势



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

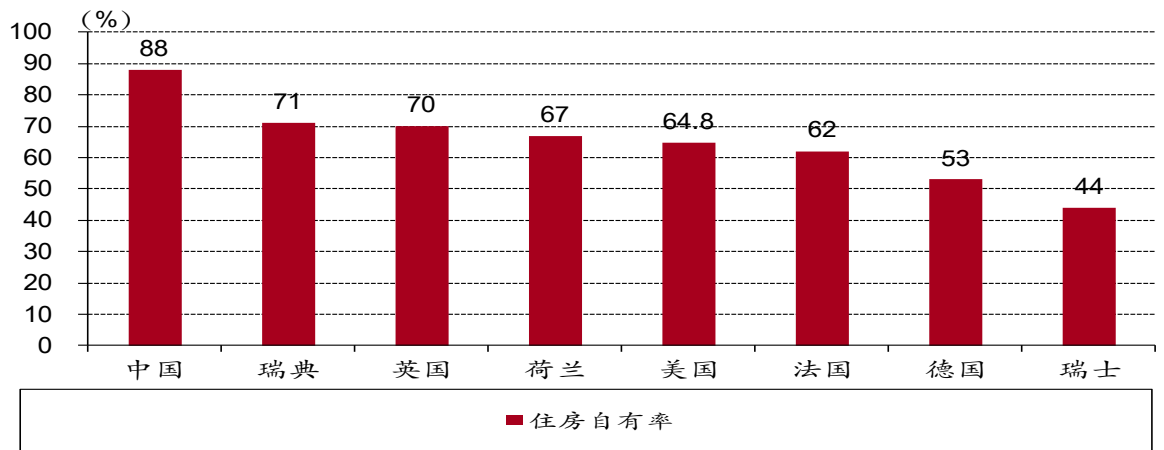
(二) 住房消费观念及金融供给不足是推高中国房价的特殊原因

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

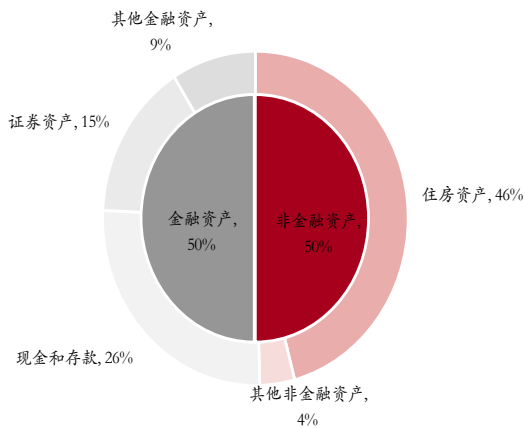


资料来源：国家统计局，欧盟统计局，万得，中银国际证券

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。

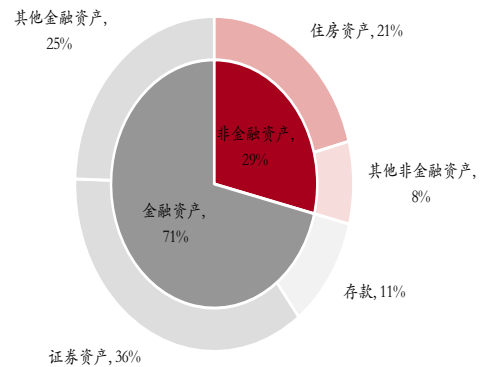
从居民资产分布情况来看，由于中国金融市场不发达，金融投资渠道匮乏，导致居民将其积累的大量财富投资于房地产领域。尤其是 1998 年住房制度改革以来，中国房价经历了大幅上涨，持有房屋的居民实现了财富的大幅增值，快速增长的房价又进一步刺激了居民购房需求。因此，住房资产成为中国居民部门持有的主要资产类型，占到总资产的近一半份额（见图表 7）。而由于美国金融市场十分发达，该国居民将其积累财富的 70% 以上用来配置各种类型的金融资产，证券类资产又在金融资产中占据了主导地位（见图表 8）。

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。

⁸ Smith, B. A. and Ohsfeldt, R. "Housing-Price Inflation in Houston, 1970-1976." Policy Studies Journal, 1982, 8(2):257-276.

⁹ Ahearne, A. G. ; Ammer, J.; Doyle, B. M. ; Kole, L.S. and Martin, R. F. "House Prices and Monetary Policy : A Cross Country Study." International finance discussion papers, 2005, Series 841.

¹⁰ 张涛、龚六堂、卜永祥. 资产回报、住房按揭贷款与房地产均衡价格[J]. 金融研究. 2006(2):1-11.

¹¹ 蔡继明、程世勇. 地价双向垄断和土地资源配置扭曲[J]. 经济学动态. 2010(11):75-80.

¹² 徐建炜、徐奇渊、何帆. 房价上涨背后的人口结构因素：国际经验与中国证据[J]. 世界经济. 2012(1):24-42.

¹³ 陆铭、欧海军、陈斌开. 理性还是泡沫：对城市化、移民和房价的经验研究[J]. 世界经济. 2014(1):30-54.

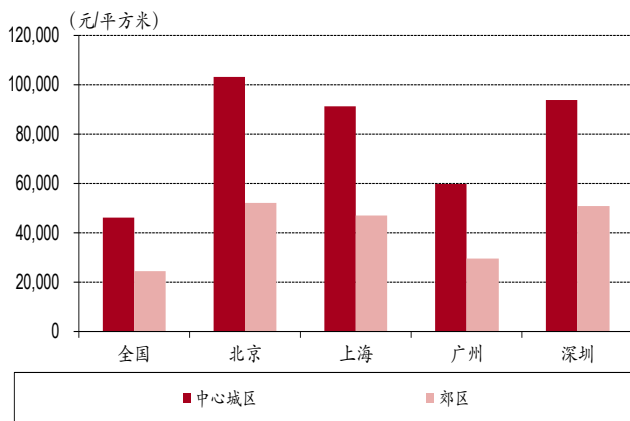
二、从房地产的双重属性看房价和汇率的关系

(一) 商品属性：“一价定律”不成立

购买力平价理论是经典的汇率决定理论之一。该理论以“一价定律”为基础，认为用同一货币表示同一种商品在不同地区的价格应该相等，因此根据购买力平价理论，一国商品价格（或通胀水平）和汇率之间存在正相关关系（在直接标价法下，本国货币升值意味着一单位外国货币可换取的本国货币数额减少）。然而，一价定律成立的前提条件是商品为可贸易品，即当交易成本为零时，消费者的跨国套利行为会导致这种商品在不同国家间的价格最终趋向一致。但从房地产的商品属性来看，由于房屋具有不可移动性和消费区域性，这决定了不同地理区域的房价水平存在较大差异，即“一价定律”对于房地产而言并不成立。

从中国城市内部不同区域的房价水平来看，中心城区房价要明显高于郊区。Numbeo 的统计数据显示，中国中心城区平均房价约为 4.6 万元/平方米；郊区平均房价约为 2.4 万元/平方米（见图表 9）。从中国主要城市房价水平来看，一线城市的房价水平要明显高于二线和三线城市，并且不同类型城市之间的房价差距在逐步增大（见图表 10）。

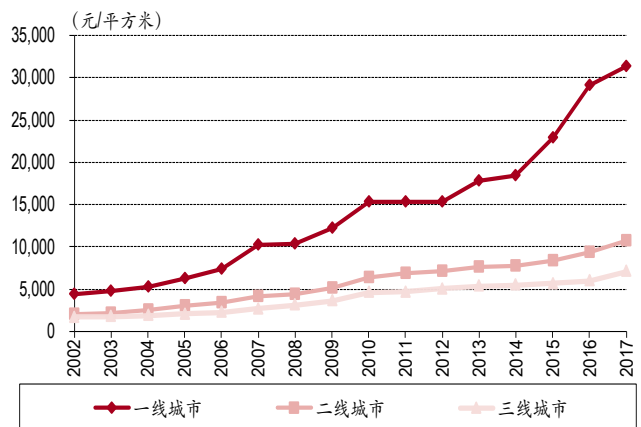
图表 9. 中国各大城市中心城区与郊区房价



资料来源：Numbeo，中银国际证券

注：数据下载时间为 2019 年 11 月 28 日。

图表 10. 中国一、二、三线城市房价¹⁴



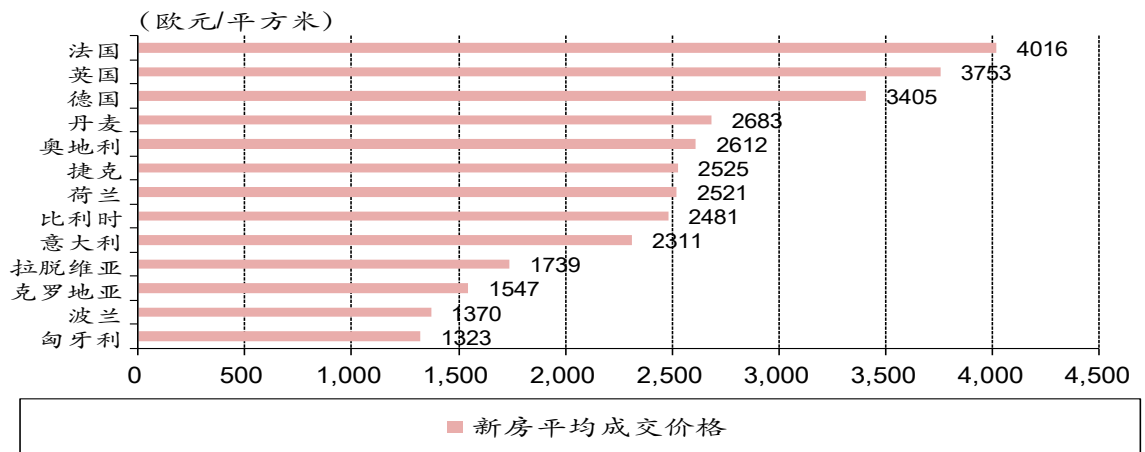
资料来源：国家统计局，中银国际证券

正如同样为耕地，却存在级差地租一样，影响中国不同城市和区域间房价差异的主要原因在于，伴随城市不断扩张，大城市和中心城区的经济发展速度往往较快，公共产品投入（如交通、教育、医疗）更多，高端产业也相对集中。这些区位条件差异为级差地租的产生创造了条件，因而导致不同区域的房价水平存在较大差异。

更何况，在不同国家之间，由于部分国家对居民跨境购房存在外汇管制，且多个国家也在税费等方面增加了对外国人投资房地产的限制，这进一步削弱了国家间房价水平的趋同性。根据国际货币基金组织《2018 年汇兑安排与汇兑限制》，澳大利亚、加拿大和新西兰均对海外购房者实施了新的限制措施，以应对本国不断上涨的房价问题。例如，澳大利亚维多利亚和新南威尔士州对海外购房者征收附加税，澳大利亚联邦政府对海外购房者征收空置税，限制房地产开发商向外国业主的销售，并取消了对外国纳税居民征收资本利得税的豁免等。即便欧盟市场内实现了商品、资本、服务和人员的自由流通，不同国家之间的房价水平依然存在较大差异（见图表 11）。

¹⁴ 一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、重庆、成都、昆明和西安；三线城市包括海口、贵阳、兰州、西宁、银川和乌鲁木齐。

图表 11. 2018 年部分欧盟国家新房成交价格

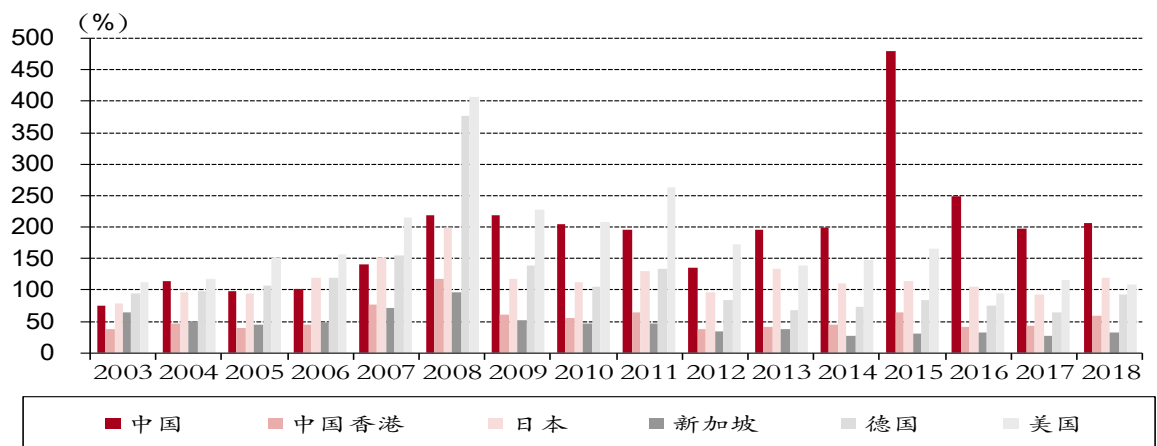


资料来源: Deloitte Property Index 2019, 中银国际证券

(二) 投资属性：取决于投资者风险偏好

从投资属性来看，房地产的投资需求主要分为出租需求和投机需求。前者是指投资者采用以租养房的方式获取房屋租金收益；后者是指投资者通过转手出售的方式获取房屋增值收益。从股票市场看，由于中国投资者偏好在股价波动中赚取价差，投机行为较为普遍，导致中国股票交易换手率明显高于其他国家和地区（见图表 12）。同样，中国的房地产投资市场也存在较强的投机需求，这主要表现为中国住房租金收益率很低但住房空置率很高。

图表 12. 主要国家和地区股票交易换手率



资料来源: World Bank, 中银国际证券

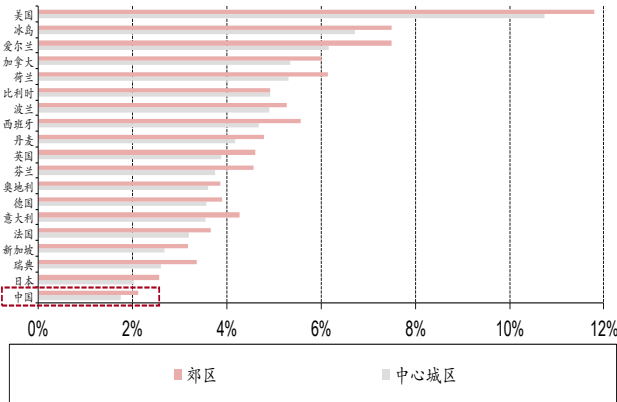
所谓租金收益率，是指年租金与购买房屋总价的比值，类似于股票市场的红利收益率。在健康、成熟的房地产市场里，由于租房需求代表真实的居住需求，因此作为住房服务价格的租金和作为住房资产价格的购价之间应当存在一定的相关关系（吴艳霞，2008）¹⁵。国际上合意的租金收益率通常为 4%~6%¹⁶，但 Numbeo 的统计数据显示，中国住房租金收益率显著低于其他国家：2018 年中国中心城区和郊区的租金收益率分别为 1.8%和 2.1%，而美国中心城区和郊区的租金收益率则高达 10.8%和 11.8%（见图表 13）。

¹⁵ 吴艳霞.投机性房地产泡沫预警指标的构建及实证分析[J].预测.2008(01):34-40.

¹⁶ 国际上合意的租售比通常为 1:200~1:300，由此计算出国际上合意的租金收益率为 4%~6%。

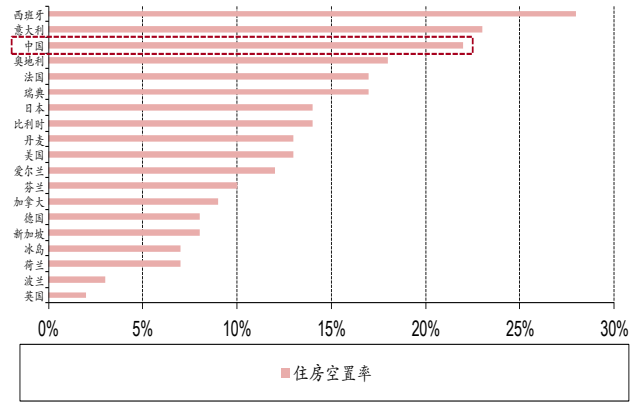
此外，在投资性购房者中存在一部分人是以空置的方式等待获利空间，因此，可以通过对比各国住房空置率来大致反映房地产市场的投机程度。根据西南财经大学（甘犁，2018）的调查数据¹⁷，中国住房空置率¹⁸为 22%，远高于日本（14%）、美国（13%）、德国（8%）等大多数国家的住房空置率（见图表 14）以及中国的自然空置率（9.8%）。

图表 13. 2018 年各国租金收益率情况



资料来源：Numbeo，中银国际证券
注：数据下载时间为 2019 年 11 月 28 日。

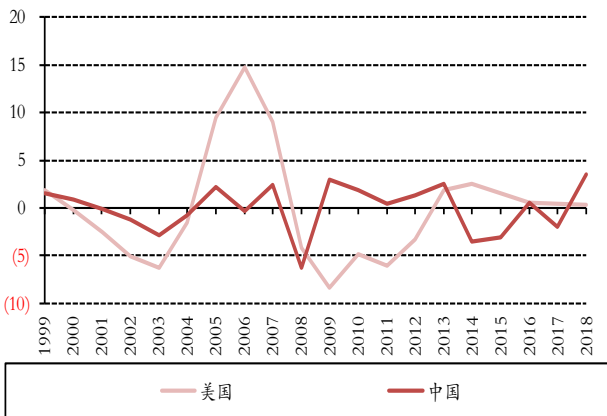
图表 14. 主要国家住房空置率情况



资料来源：甘犁（2018），中银国际证券

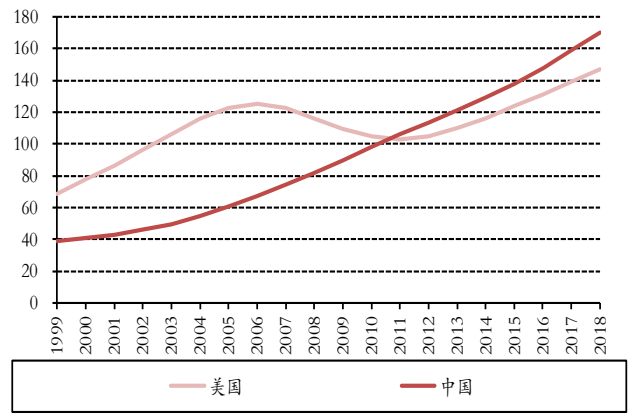
中国房地产市场投资者风险偏好较高，与国内房地产价格波动较大、上涨趋势明显密切相关。我们利用 HP 滤波模型提取中美两国住房价格指数的周期项和趋势项。从周期项可以看出，美国房价波动频率低、波动周期长，整体表现较为稳定；相反，中国房价波动频率高、波动周期短，适合高风险偏好的投资者（见图表 15）。从趋势项可以看出，在 1999-2018 年期间，美国房价表现出上升—下降—再上升的趋势；中国房价则一直处于上升态势，持续上涨的房价进一步刺激了中国房地产市场投资者的投机需求（见图表 16）。

图表 15. 中美住房价格指数周期项



资料来源：BIS，万得，中银国际证券

图表 16. 中美住房价格指数趋势项



资料来源：BIS，万得，中银国际证券

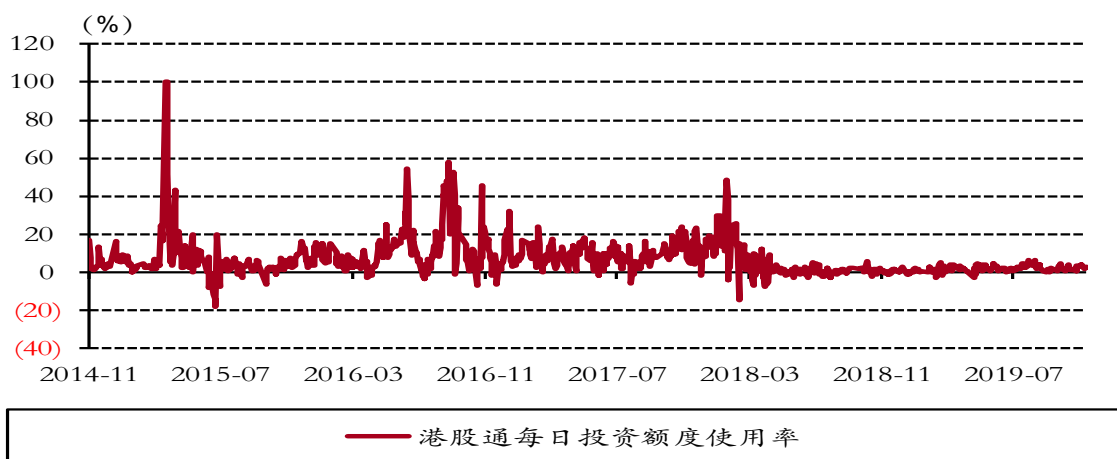
¹⁷ 甘犁.2017 中国城镇住房空置分析[R].西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心.2018.

¹⁸ 空置住房是指在调查时无人常住的住房，包括两类：一是仅有一套住房的家庭因外出务工等原因而空置的自有住房，二是多套房家庭持有的、既未自己居住也未出租的住房（包括正在装修的房屋或期房）。



鉴于中国房地产投资的高风险偏好，即使作为资产多元化配置的考虑，境内投资者也不必然会因为境外房价便宜而清空境内房产转向海外置业。这可以从股票市场双向开放的结果找到旁证。2014 年底开始，中国内地与香港陆续建立了沪港通、深港通的互联互通机制。理论上，因为内地 A 股估值普遍贵于港股，内地投资者应该更多卖掉 A 股而配置港股。但实际上，港股通每日 840 亿元的投资额度使用率并不高：除了 2015 年初使用率达到 100% 之外，其他时间的使用率均低于 60%，2018 年初至 2019 年 11 月期间均值更是低至 3%（见图表 17）。港股通投资额度使用率长期偏低，一方面是由于本土投资偏好，影响了分散化投资行为；另一方面是由于两地投资者存在的风险偏好差异，削弱了国内投资者在港股市场的投资意愿。

图表 17. 港股通每日投资额度使用情况

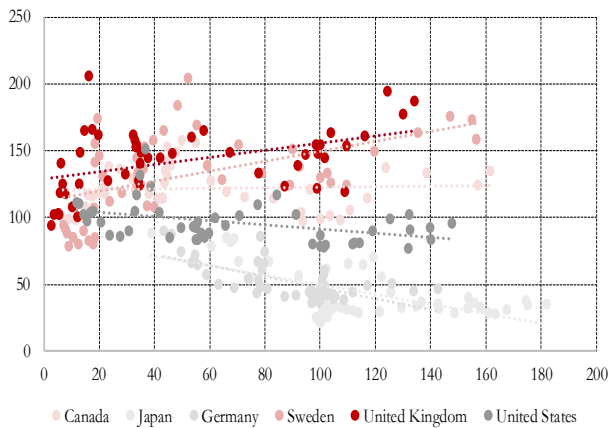


资料来源：万得，香港交易所，中银国际证券

三、从国际经验看房价和汇率的关系

为探讨房价和汇率之间的关系，我们首先观察不同国家的不同时期，名义住房价格指数和各国货币兑美元汇率的大体走势。从图表 18 和图表 19 可以看出，就单个国家而言，伴随房价上涨，汇率往往呈现时涨时跌的走势，例如美国和马来西亚；在不同国家之间，房价和汇率的线性趋势方向也存在较大差异，例如发达国家中，日本、德国的房价和汇率大致为负相关关系，英国、瑞典则为正相关关系；在发展中国家，泰国、新加坡的房价和汇率大致为负相关关系，哥伦比亚的房价和汇率则为正相关关系。因此，总体来看，在不同国家的不同时期，房价和汇率的相关关系并不稳定。

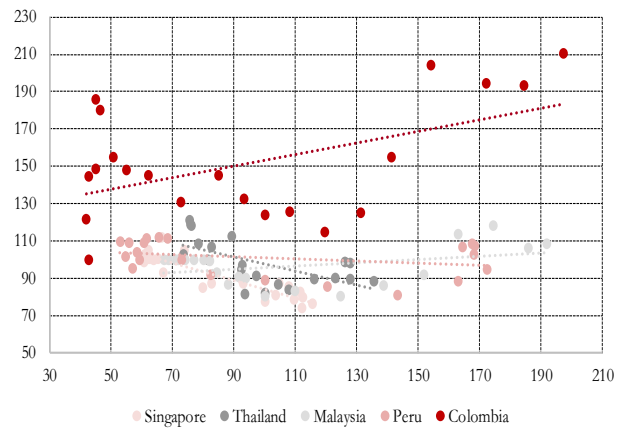
图表 18. 1971~2018 年主要发达国家房价和汇率关系



资料来源：BIS，万得，中银国际证券

注：横轴是名义住房价格指数（2010=100），纵轴是各国货币兑美元汇率指数（1970=100，直接标价法），包括美元指数。上述国家的选择主要基于 BIS 数据可得性。

图表 19. 1998~2018 年主要发展中国家房价和汇率关系



资料来源：BIS，中银国际证券

注：横轴是名义住房价格指数（2010=100），纵轴是各国货币兑美元汇率指数（1998=100，直接标价法）。上述国家的选择主要基于 BIS 数据可得性。

进一步，我们通过分析房地产泡沫危机时期或汇率剧烈波动时期，日本、瑞典、泰国以及俄罗斯的案例可知，汇率作为一种资产价格，由于受到很多不确定性因素影响，其走势与房价表现时而同向、时而背离。即便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。

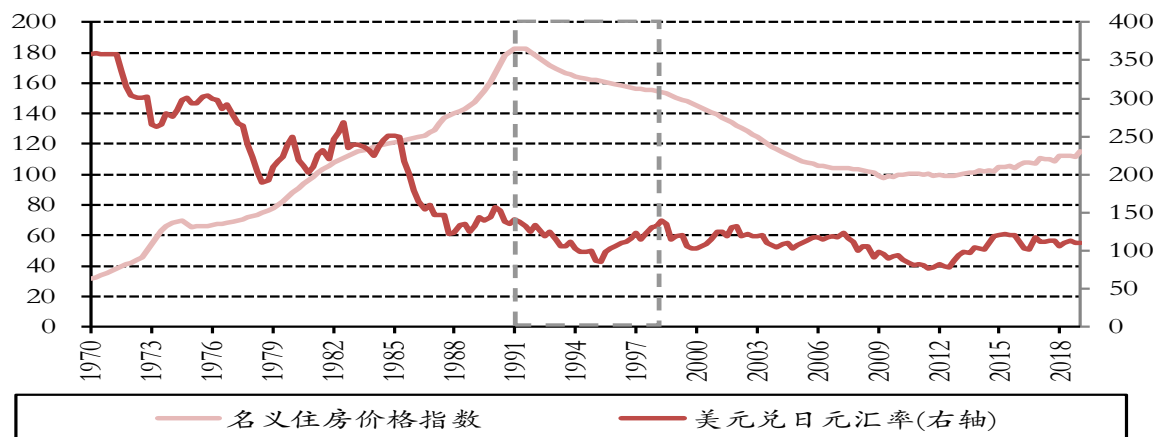
（一）日本 1990 年代初期房地产泡沫破裂后汇率先涨后跌

1985 年《广场协议》签署之后，日元兑美元汇率开始大幅升值。为抵消日元过度升值对经济造成的不利影响，日本央行在 1987~1989 年期间将贴现率接连下调至 2.5% 的低位。低利率导致大量流动性进入房地产和股票市场，资产价格泡沫日益积聚。1989 年之后，为抑制泡沫经济膨胀，日本央行多次上调贴现率，同时日本政府开始实施房地产信贷数量限制措施，导致房地产泡沫破裂。在 1991~2000 年的十年时间里，日本名义住房价格指数下跌了 22%（见图表 20）。

泡沫经济破裂后，日本政府开始实行宽松的货币政策，将贴现率自 1991 年开始连续下调至 1995 年的 0.5%，但低利率政策并未阻止日元升值。1990 年代前期，日美贸易失衡问题没有得到根本改善，1991~1994 年期间日本在美国货物贸易逆差中的占比仍然在 40% 以上。迫于美国压力，日元处于持续升值态势，1995 年 4 月日元兑美元汇率最高升至 80:1。之后，受美国推行强势美元政策的影响，叠加 1998 年亚洲金融危机爆发，日元开始转为贬值，1998 年 8 月日元汇率跌至 147:1 的低位（见图表 20）。

从日本经验看，1990 年代初期房地产泡沫破裂的主要原因在于宏观政策应对不当，而非政府为了稳汇率有意为之。而房地产泡沫破裂后，1990 年代期间日本房价持续下跌，但日元汇率有涨有跌。

图表 20. 1970 年代以来日本住房价格和日元汇率表现



资料来源: BIS, 中银国际证券

(二) 瑞典 1990 年代初期房价大跌后汇率承压并最终崩盘

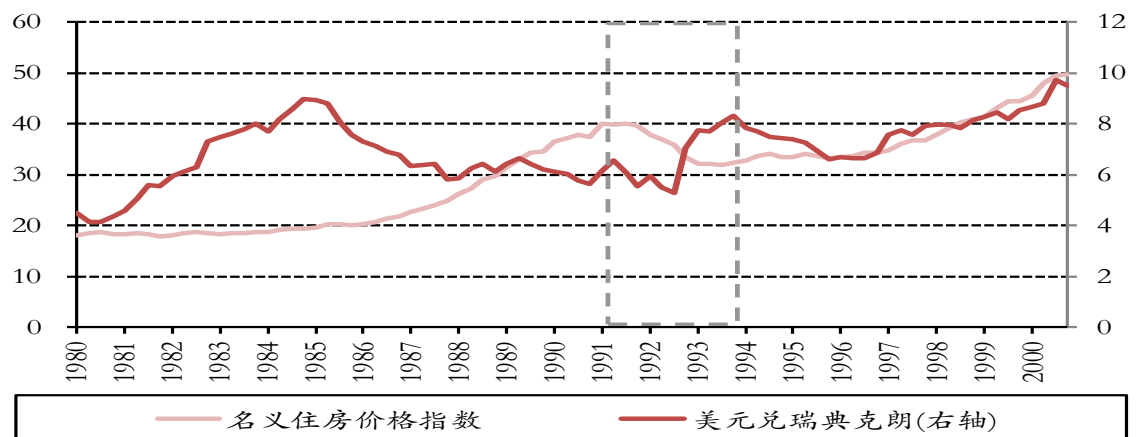
1980 年代中后期至 1990 年代初期, 部分北欧国家如瑞典、芬兰、挪威出现了严重的房地产泡沫, 并由此引发了金融危机。以瑞典为例, 1980 年代初期便开始推行金融自由化改革, 银行贷款的诸多管制被取消, 随着竞争压力加剧, 部分银行开始竞相追逐信贷业务。在高通胀预期下, 实际利率水平为负以及抵押贷款利息可以抵税的优惠政策, 刺激了居民的贷款需求。信贷快速扩张推动瑞典房价持续走高, 而不断上涨的房价又反过来刺激信贷进一步扩张。1986~1990 年期间, 瑞典名义住房价格指数上涨了 87% (见图表 21)。

1990 年代初期, 受两德统一后德国紧缩货币政策的影响, 瑞典面临利率上升压力。为防止克朗贬值, 瑞典货币当局不得不提升国内利率, 并将抵押贷款利息抵扣比率从 50% 降至 30%, 再加上 1992 年瑞典通货膨胀率由上年 9.44% 迅速降至 2.37%, 结果是实际税后利率大幅上升, 这导致资产价格尤其是房价出现大幅下跌。1991~1993 年期间, 瑞典名义住房价格指数下跌了 14% (见图表 21)。同时, 股票市场也大幅震荡, 最终演变为系统性金融危机, 瑞典经济也陷入全面衰退。

在瑞典金融危机爆发期间, 1992 年同时爆发了欧洲货币危机。继 9 月 8 日芬兰马克开始自由浮动, 9 月 16 日和 17 日英国与意大利分别退出欧洲货币体系之后, 国际投机资本开始加大对瑞典克朗的攻击。为了稳定克朗汇率, 瑞典央行不得不多次上调隔夜利率。而利率上升会进一步加剧银行负担, 这提高了投机资本的成功概率。进入 11 月之后, 随着投机资本的攻击活动再度加剧, 瑞典被迫于 11 月 19 日放弃盯住汇率制, 允许克朗自由浮动。当天, 克朗兑美元汇率贬值 6.3%, 截至 1992 年底贬值幅度达 13% (见图表 21)。

从瑞典经验看, 为了稳汇率抬高利率, 刺破了包括房地产在内的资产泡沫, 而资产破裂以及由此引发的金融和经济危机, 又给了国际投机资本做空克朗可乘之机, 令瑞典克朗汇率持续承压, 最终在 1992 年欧洲货币危机的大背景下汇率崩盘。这与 1990 年代初期日本房市崩盘、日元汇率升值不同, 说明即便在相似的时期, 由于各国金融状况不同, 外部环境存在差异, 房价和汇率的数量关系也可能大相径庭。

图表 21. 1980~2000 年瑞典住房价格和瑞典克朗汇率表现



资料来源: BIS, 中银国际证券

(三) 泰国 1990 年代中期房市泡沫破裂后汇率承压并最终崩盘

1990 年代初期, 为竞争区域性金融中心地位, 泰国开始实行金融自由化改革。由于对外资缺乏有效的控制和监管, 加上银行对抵押贷款的偏好, 大量资金开始进入泰国的房地产市场, 房地产泡沫日益积聚。1994~1996 年期间, 金融机构对房地产行业的贷款年均增速达 35% (Hilbers et al, 2001)¹⁹。随着房地产泡沫破裂, 银行和金融机构坏账开始大幅增加。1997 年初, 泰国办公楼的空置率达 21%, 位于曼谷商业区的房屋价格下跌了 22%, 泰国金融机构在 3 月 3 日至 5 日两天内更是遭遇了严重的挤兑事件 (余永定, 2007)²⁰。

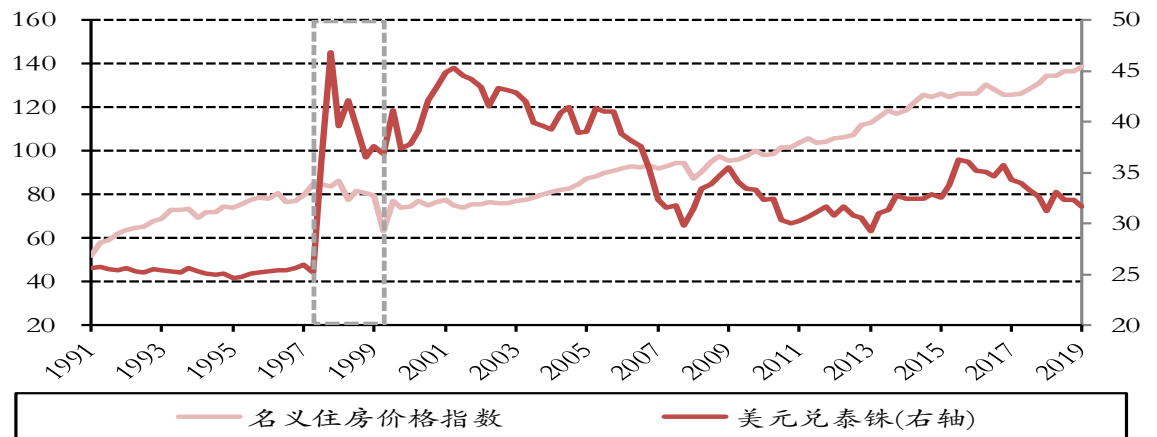
1996 年, 受美元升值和半导体市场不景气影响, 泰国持续多年的经常项目逆差进一步扩大, 经济增速由上年 8.1% 下滑至 5.7%。资产价格下跌、银行坏账增加以及经济增速下滑, 助长了国际投机势力。为维护泰铢兑美元汇率稳定, 泰国央行进行了大规模外汇市场干预, 但外汇储备很快消耗殆尽。同时, 由于银行和金融机构坏账问题存在, 使得泰国缺乏足够的政策空间提高利率。终于, 在国际投机资本的持续攻击下, 1997 年 7 月 2 日, 泰国被迫放弃联系汇率制度, 泰铢兑美元汇率一次性贬值 19%。7 月 28 日, 泰国向 IMF 发出救助请求。为获取 IMF 救助, 泰国开始实施紧缩的财政和货币政策, 导致大批金融机构倒闭, 加重经济衰退程度, 名义住房价格指数继续大幅下跌, 跌势一直持续至 1999 年 (见图表 22)。

与瑞典类似, 泰国在 1990 年代出现房价下跌、货币贬值情况。从影响机制来看, 泰国房地产泡沫破裂在先, 房价大幅下跌导致银行和金融机构不良债权增加, 金融体系脆弱性暴露。为了维护国际收支平衡, 泰国央行面临提高利率或让泰铢贬值的两难选择, 而不是在稳定房价和稳定汇率之间做出选择。

¹⁹ Paul Hilbers, Qin Lei, Lisbeth Zacho. Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness. IMF Working Paper.NO.01/129.

²⁰ 余永定. 泰国如何走向危机深渊. 第一财经日报. 2007 年 5 月 24 日.

图表 22. 1991 年以来泰国住房价格和泰铢汇率表现



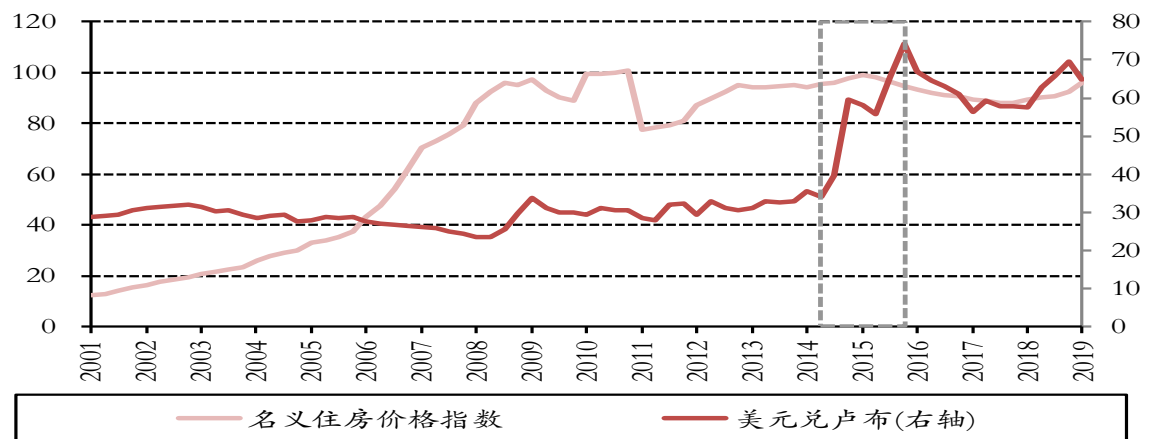
资料来源: BIS, 中银国际证券

(四) 俄罗斯 2014 年下半年卢布大幅贬值后房价不跌反涨

2008 年国际金融危机后, 俄罗斯央行实行美元和欧元双货币联系汇率区间制度。2013 年, 受原油价格大幅下跌, 以及西方国家的大规模经济制裁影响, 俄罗斯经济出现严重下滑, 资本外流压力加大。为防止卢布大幅贬值, 俄罗斯央行进行了大量外汇干预, 同时自 2014 年 3 月开始上调基准利率, 但收效甚微。2014 年 11 月 10 日, 俄罗斯央行宣布取消与美元和欧元的一揽子联系汇率机制, 允许卢布自由浮动。随后卢布兑美元汇率在一个月之内迅速贬值 40% 以上 (见图表 23)。

在卢布大幅贬值期间, 俄罗斯名义住房价格指数并未下跌, 反而延续了 2011 年以来的升势 (见图表 23)。从结果来看, 虽然卢布贬值和房价上涨同时出现, 但并不代表这就是政府“弃汇率”、“保房价”的有意选择。在通胀高企、卢布贬值促使央行加息背景下, 俄罗斯房价之所以出现上涨, 是由于居民担心财富缩水以及信贷成本进一步上升从而争相购房所致²¹。

图表 23. 2001 年以来俄罗斯住房价格和卢布汇率表现



资料来源: BIS, 中银国际证券

²¹ 担心借款成本进一步飙升 俄罗斯人争抢房贷, 环球网, <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnJGcnP>, 下载时间为 2019 年 11 月 28 日。

四、从中国经验看房价和汇率的关系

(一) 中国房价和人民币汇率之间不存在稳定的线性关系

自1998年住房制度改革以来，中国经济高速增长以及旺盛的住房需求，带动国内商品住宅销售价格持续上涨。从长期趋势来看，由于经济强、货币强，人民币汇率在1994年汇率并轨之后的大部分时间里处于单边升值态势。因此，中国房价和人民币汇率之间呈现负相关关系，计算得到1999年至2018年期间中国商品住宅销售价格和人民币汇率中间价相关系数为-0.8084（在直接标价法下，人民币升值意味着美元可换取的人民币数额减少）。但在不同时期，中国房价和人民币汇率之间并不存在稳定的线性关系。

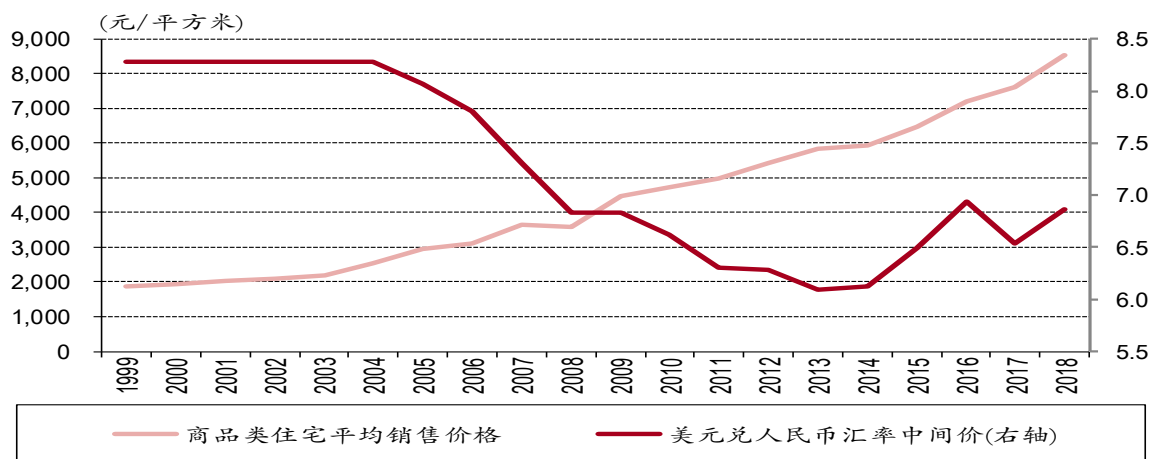
其中，1998年亚洲金融危机爆发，东亚各国纷纷对本国货币贬值，中国政府采取了稳定人民币汇率的政策。2005年7月21日，人民币开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度，当天人民币兑美元汇率一次性升值2.1%，之后开始持续升值。2005年至2007年期间，房价和汇率大致呈负相关关系。这一时期，人民币汇率升值表面的原因是国际收支“双顺差”，外汇供大于求，人民币兑美元汇率渐进升值伴随着外汇储备的大幅积累。2005年初至2007年底，人民币汇率中间价累计升值13%，剔除估值影响的外汇储备资产累计增加9987亿美元。而深层次原因是强势的经济、强势的货币，这与同期国内房地产价格上涨逻辑一致。

2008年国际金融危机爆发，为减缓危机对国内经济冲击，中国重新回归固定单一钉住美元的人民币汇率形成机制。2010年6月19日，中国宣布重启人民币汇率改革，人民币汇率开始持续升值。金融危机时期，中国商品住宅销售价格出现回落，但自2009年开始，受宽松货币政策以及经济率先企稳影响，国内房价止跌上涨。2010年至2013年期间，房价和汇率大致呈负相关关系。

2014年3月17日，人民币汇率日波幅由±1%扩大至±2%后，人民币汇率转为双向波动。2015年8月11日，货币当局启动人民币汇率中间价形成机制改革。当时经济下行压力较大，汇改叠加国内股市异动导致市场预期突然逆转，人民币汇率出现单边下跌行情。2016年底，人民币汇率跌至7比1附近。在2015年和2016年期间房价出现快速上涨，商品住宅销售价格同比增速分别为9.1%和11.3%。2014年至2016年期间，房价和汇率大致呈正相关关系。

2017年，受国内经济企稳以及美元指数走弱影响，人民币汇率企稳回升。进入2018年，受美元指数波动以及贸易摩擦的不确定性影响，人民币汇率双向波动趋势明显。同期，中国房价仍然保持上升态势。房价与汇率之间不存在稳定的相关关系（见图表24）。

图表 24. 1999 年以来中国住房价格和人民币汇率表现



资料来源：万得，国家统计局，中国人民银行，中银国际证券



房价与汇价同涨时期，市场经常炒作国际热钱流入，其中房地产市场被认为是一个重要的热钱流入渠道。但是，这方面缺乏实证分析的支持。管涛和马昀（2006）运用资产负债比例法间接测算结果表明，外资在房地产市场上的总体规模并不大，2003年至2005年一季度，外资流向房地产开发和销售市场的资金总规模（包括直接流入的外汇资金及其撬动的人民币信贷资金）分别占全国房地产资金总规模的比重为14.8%和14.7%²²。同时，从住宅类别看，由于外资购买的通常是高档住宅，因此国内房价上涨不能完全归因于外资推动。另外，从2015年和2016年人民币汇率单边下跌时二者关系看，这既不是因为房市崩盘引起的市场恐慌性挤兑外汇，同时也没有出现因汇率走弱引发的房市震荡。相反，如前所述，同期房价不跌反涨。

（二）于中国而言，“保汇率”还是“保房价”也是个伪命题

从中国情况来看，“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，反映了市场看空情绪。例如，当2016年底人民币汇率离破“7”一步之遥时，市场开始热议“保汇率”还是“保房价”。而实际上，居民增加购房投资，反倒成了对冲汇率贬值风险的一个工具。当2018年底人民币汇率第二次逼近“7”这个心理关口的时候，又引发了相关讨论。

2019年8月初，人民币汇率交易价和中间价先后破“7”。首先，这次人民币汇率破“7”不是因为“保房价”而“弃汇率”的选择，而是受到中美经贸磋商进程的影响。其次，破“7”后市场预期稳定、外汇供求平衡，汇率重现双向波动走势，目前政策上不存在汇率与房价“二选一”的选择题。8月9日，IMF发布中国年度第四条磋商报告，重申人民币汇率水平符合中国经济基本面，不存在明显高估或低估。未来人民币汇率将主要取决于国内经济表现、美元指数走势以及贸易谈判的进展情况，大概率会继续维持震荡走势。

²² 管涛、马昀.对外资流入境内房地产市场规模的测算[J].国际金融研究.2006(05):36-40.



五、主要结论

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，但同时我们也应该认识到，过去十多年，伴随中国经济的高速增长，国内居民财富的不断积累，居民对自有住房的特殊偏好，同时金融投资渠道匮乏，均成为推动国内房价持续走高的重要因素。这也是理解目前中国高房价合理性的关键所在。缓解这方面的泡沫化压力，除了坚持“房住不炒”外，关键还在于深化金融供给侧改革，增加金融产品供给，给居民更多实现财产性收入增长的选择。

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，与影响房价走势的因素不尽相同。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。于中国而言，“保汇率”还是“保房价”本身也是个伪命题。这种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。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371