

房地产专题研究

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

比较视野下的房地产浪潮及核心城市房地产特征

各国房价浪潮不断趋同，上涨和下跌过程较为对称

基于房地产浪潮的聚集情况，我们将过去五十年的房地产浪潮分为四个阶段。1) 随着时间的推移，不同国家的房地产浪潮趋同性增强：从数量上来看，四段房地产浪潮分别涉及6、4、8和12个国家，同一阶段经历房地产浪潮的国家数量随时间的推进呈上升趋势；从形态上来看，同一阶段不同国家的房价峰值落入的时间区间也在不断缩小，四段房地产浪潮房价峰值时间区间分别为8、7、3和2年。2) 大多数房地产浪潮房价上涨和下跌过程对称性较强：在已经结束的前三段房地产浪潮中，10次房地产浪潮上涨和下跌过程较为对称，8次上涨明显快于下跌，2次上涨明显慢于下跌。

核心城市房价与人口和城市发展相匹配，房价和购房负担持续上升

房价：1) 核心城市的房价随着人口持续流入增速大于全国平均水平，2015-2023年北京、上海和深圳房价复合年增长率分别高于中国平均0.69%、2.64%和4.75%。2) 房地产浪潮后，核心城市房价反弹力度大于全国平均水平，次贷危机后英国平均房价和伦敦房价分别上涨了88.62%和117.33%。
购房负担：1) 发达国家核心城市的房价与人均GDP比大多维持在10左右，中国核心城市房价与人均GDP比随着时间推移呈上升趋势，2022年北京上海深圳比例均大于40。2) 中国和韩国核心城市抵押贷款占家庭收入比超过200%，美国、日本和德国核心城市该比例低于100%。

核心城市住房租金上涨平稳，受房价下调的影响较小

1) 不同于房价具有上涨和下跌的波动情况，核心城市的租金大多保持较为稳定的速度持续增长。2) 中国核心城市租金收益率低于无风险收益率，2015年7月-2023年10月，北京、上海、深圳的租金收益率低于2%，与其他国家核心城市4%-6%的租金收益率差距较大。

房地产健康稳定发展是经济稳健增长的重要因素之一

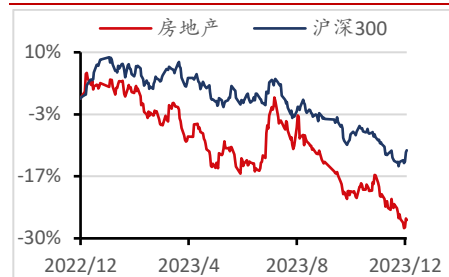
基于各国历史数据挖掘核心城市房价与国家平均房价之间的关联性以及房地产的投资情况，我们认为：1) 历史复盘来看，房地产浪潮末期房价约为最高值的70%。2) 房地产业链对GDP贡献在10%左右会是一个较为稳定的状态，房地产业会持续成为经济增长的重要动力之一。3) 大多数国家的房地产资产在家庭总资产中占比超过30%，且随时间的推移该比例较为平稳。

投资建议

通过对海外房地产历史复盘，我们总结了在房地产浪潮过程中不同国家房价变化的共性特征，并分析各国核心城市的房价趋势及背后原因。中国城市正经历从快速增长向更成熟、稳定的市场转变，政府对国内房地产市场的调控相比于海外市场更为严格和直接，有助于房地产市场平稳发展。长期来看，中国核心城市作为经济增长的引擎，持续吸引着投资和人才，推动房地产市场的平稳发展。我们建议重点关注资金实力较强、土储更为优质充裕的国央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。此外二手房市场有效恢复，建议关注存量房龙头企业。

风险提示：行业修复不及预期；政策落地效果不及预期；市场空间测算可能存在偏差。

相对大盘走势



相关报告

- 《房地产：美国房地产市场：开发商期权拿地及风险应对》2023.12.28
- 《房地产：政策持续宽松，基本面边际改善》2023.12.19

正文目录

1.	过去五十年各国房地产浪潮的发生与破裂	4
1.1	不同国家房地产浪潮上涨和下跌过程较为对称	4
1.2	房价泡沫破裂反映大区域的经济变动	8
2.	核心城市房地产发展特征	11
2.1	核心城市住宅价格复盘	11
2.2	核心城市住房情况横向对比	24
2.3	小结	26
3.	房地产健康稳定发展是经济稳健增长的重要动力	27
3.1	房地产浪潮中房价最大跌幅在 30% 左右	27
3.2	具备完善保障性住宅的国家：新加坡	29
4.	投资建议：重点关注资金实力强、土储优质充裕的国央企	34
5.	风险提示	34

图表目录

图表 1:	房地产浪潮测算假设及过程	4
图表 2:	1970 年至今部分国家房地产浪潮房价指数变动	4
图表 3:	1970 年至今的四段房地产浪潮房价指数变动	5
图表 4:	前三段房地产浪潮房价上涨和下跌过程	6
图表 5:	第四段房地产浪潮房价上涨和下跌过程	7
图表 6:	各阶段房地产浪潮对称性（数值越低，对称程度越高）	8
图表 7:	房地产泡沫上涨和下降的原因	9
图表 8:	日本 1974 年能源供给情况	9
图表 9:	英国 1974 年能源供给和进口情况	9
图表 10:	经历第三次房地产浪潮的国家股票指数变动	10
图表 11:	1970-2022 年部分核心城市人口量（万人）	11
图表 12:	北京、上海、深圳以及中国平均房价指数	12
图表 13:	北京二手房价格与人均 GDP 比	12
图表 14:	上海二手房价格与人均 GDP 比	12
图表 15:	深圳二手房价格与人均 GDP 比	13
图表 16:	北京、上海和深圳二手房成交量（万套）	13
图表 17:	2017 年国家和地方出台和实施的重点房地产政策	13
图表 18:	2020 年 7 月-2021 年 7 月深圳重点房地产政策	14
图表 19:	北京、上海、深圳商品房成交量（万套）	15
图表 20:	北京、上海、深圳商品房库存（万套）	15
图表 21:	北京、上海和深圳租房价格指数	15
图表 22:	北京二手房租金及租金收益率	16
图表 23:	上海二手房租金及租金收益率	16
图表 24:	深圳二手房租金及租金收益率	16
图表 25:	北京、上海和深圳二手房租赁供给量（万套）	16
图表 26:	东京和日本平均房价指数	17
图表 27:	东京 70 平米公寓房价与人均 GDP 比	17
图表 28:	东京新建一户建与人均 GDP 比	17
图表 29:	东京都二手房成交量、上新量和库存（万套）	18
图表 30:	东京和日本平均租房价格指数	18
图表 31:	东京公寓年租金以及租金收益率	19
图表 32:	纽约、洛杉矶和美国 20 大中城市房价指数	19

图表 33:	美联储基金目标利率	20
图表 34:	美国房屋销售量 (万套)	20
图表 35:	纽约房价与人均 GDP 比	20
图表 36:	洛杉矶房价与人均 GDP 比	20
图表 37:	纽约二手房上新量及库存 (万套)	21
图表 38:	洛杉矶二手房上新量及库存 (万套)	21
图表 39:	纽约、洛杉矶和美国平均租房价格指数	21
图表 40:	纽约租房年租金及租金收益率	22
图表 41:	洛杉矶租房年租金及租金收益率	22
图表 42:	伦敦和英国平均房价指数	22
图表 43:	1995-2022 年伦敦房屋销售量 (套)	23
图表 44:	2021 年英国不同地区房价与年收入比	23
图表 45:	伦敦房价与人均 GDP 比	23
图表 46:	伦敦和英国平均私人住宅租金价格指数	24
图表 47:	伦敦联排房屋年租金及租金收益率	24
图表 48:	核心城市家庭可支配收入	25
图表 49:	中国和韩国核心城市家庭的住房负担较大	25
图表 50:	核心城市房价与人均 GDP 比	25
图表 51:	核心城市月租金 (美元/月)	26
图表 52:	核心城市租金收益率	26
图表 53:	2007-2021 年美国及核心城市房价下跌约 1/3	27
图表 54:	2007-2009 年英国及伦敦房价下跌约 17%	27
图表 55:	前三段房地产浪潮末期房价与最高房价比	27
图表 56:	中国、美国和日本房地产投资占 GDP 比重	28
图表 57:	房地产业占 GDP 增加值比例	28
图表 58:	部分国家房地产占家庭总资产比例	29
图表 59:	过去 25 年中国购房、城市更新和租房政策梳理	29
图表 60:	新加坡住房类型	30
图表 61:	新加坡公共住房政策	30
图表 62:	新加坡各类房屋占比	31
图表 63:	新加坡公有住宅人口占比	31
图表 64:	新加坡各类房产价格指数	31
图表 65:	新加坡 3-room HDB 二手房价与人均 GDP 比	32
图表 66:	新加坡 4-room HDB 二手房价与人均 GDP 比	32
图表 67:	新加坡二手 HDB 销量 (万套)	32
图表 68:	新加坡租金价格指数	33
图表 69:	2007-2015 年 HDB 和私人住宅租金收益率	33
图表 70:	3-room HDB 租金收益率	33
图表 71:	4-room HDB 租金收益率	33

1. 过去五十年各国房地产浪潮的发生与破裂

1.1 不同国家房地产浪潮上涨和下跌过程较为对称

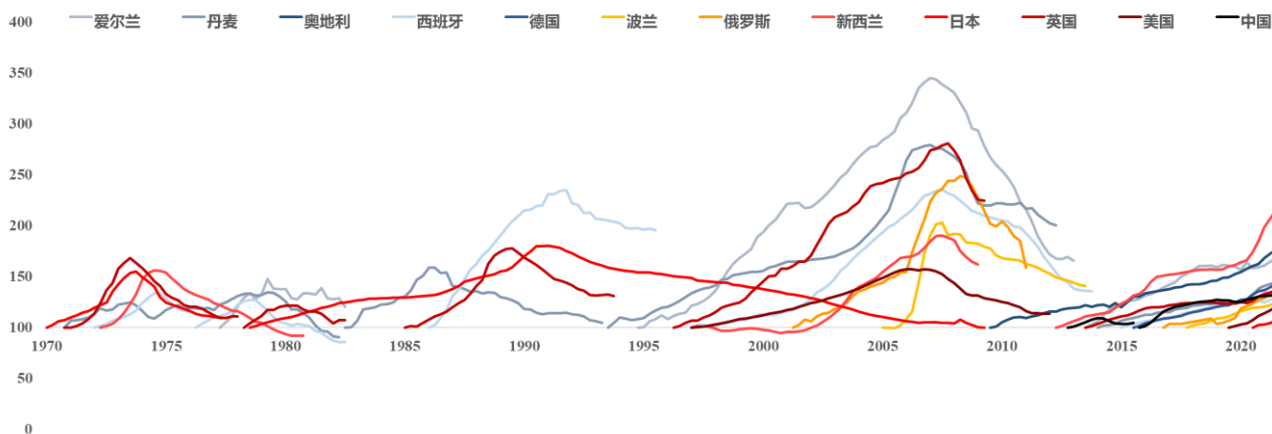
1970 年至今，十二个国家经历了 33 次房地产浪潮，其中，爱尔兰 1994 年到 2013 年的房价指数涨幅最大，在 2007 年第四季度达到顶峰，实际房价为 1994 年第四季度的 3.35 倍，2013 年第一季度结束了这次房地产浪潮，实际房价为 1994 年第四季度的 1.65 倍。2009 年至今，十二个国家陆续进入了最近的一次房地产浪潮，房价都有着一段快速上涨的阶段，部分国家已经进入了房价下跌的阶段，如德国、丹麦和波兰，个别国家还在持续的上涨过程中，如俄罗斯。

图表1：房地产浪潮测算假设及过程

核心假设
1、2015 年实际房价指数 = 100
2、实际房价指数同比增速 $\geq 6\%$ 作为房地产浪潮起始点
3、实际房价指数同比 < 0 作为房地产浪潮的下降阶段
测算过程
房地产浪潮起始点 m 的房价指数 $x = 100$
房地产浪潮位置 n 的房价指数 $y = \text{位置 n 的实际房价指数} / \text{起始点 m 的实际房价指数} * 100$

资料：国联证券研究所

图表2：1970 年至今部分国家房地产浪潮房价指数变动



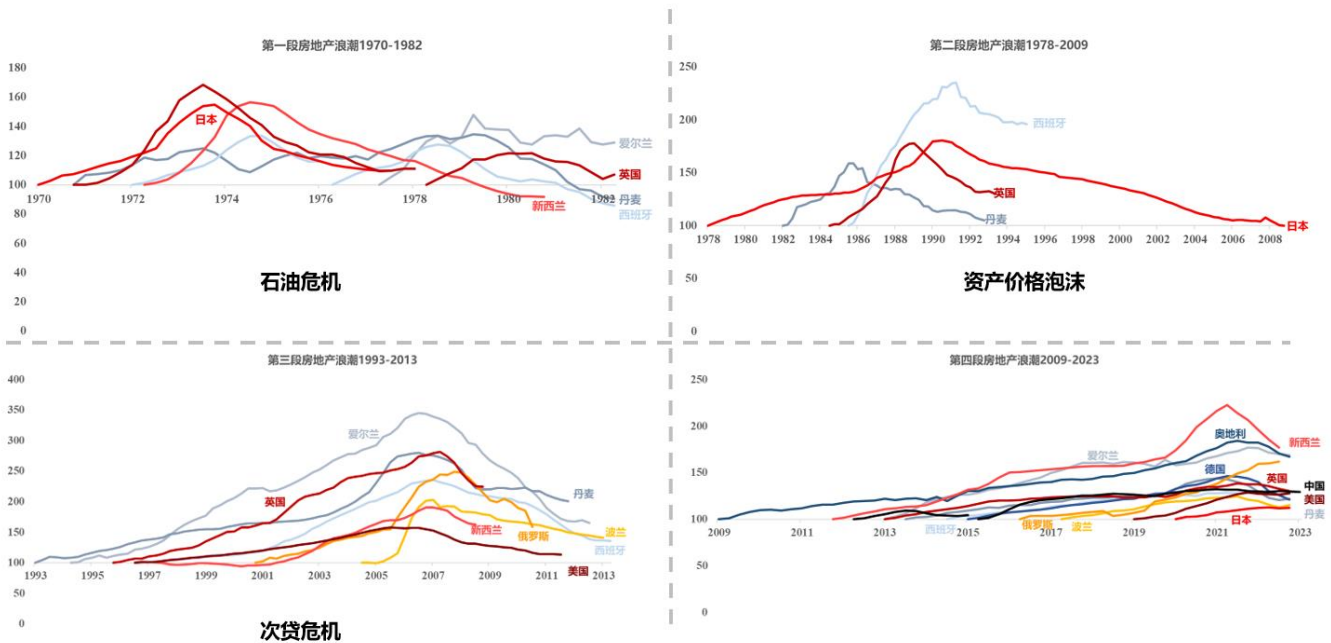
资料：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

注：假设每次房地产浪潮的起始点房价指数=100，反映不同时间指数对起始点指数的变动幅度

随着时间的推进，不同国家的房价浪潮趋同性增强。基于房地产浪潮的聚集状态，我们将过去五十年的房地产浪潮分为四个阶段，分别是 1970-1982 年的第一阶段房地产浪潮、1978-2009 年的第二阶段房地产浪潮、1993-2013 年的第三阶段房地产浪潮以及 2009 年至今的第四阶段房地产浪潮。从数量上来看，同一阶段经历房地产浪潮的国家数量随时间的推进呈现上升趋势；从形态上来看，同一阶段不同国家的房价峰值落入的时间区间也在不断缩小，第一阶段不同国家房价峰值分布在 1973-1980 年间，峰值发生的时间间隔较大，第二阶段峰值发生在 1985-1991 年间，第三段峰值

发生在 2006-2008 年间，最后一段峰值发生在 2022-2023 年间。

图表3：1970 年至今的四段房地产浪潮房价指数变动

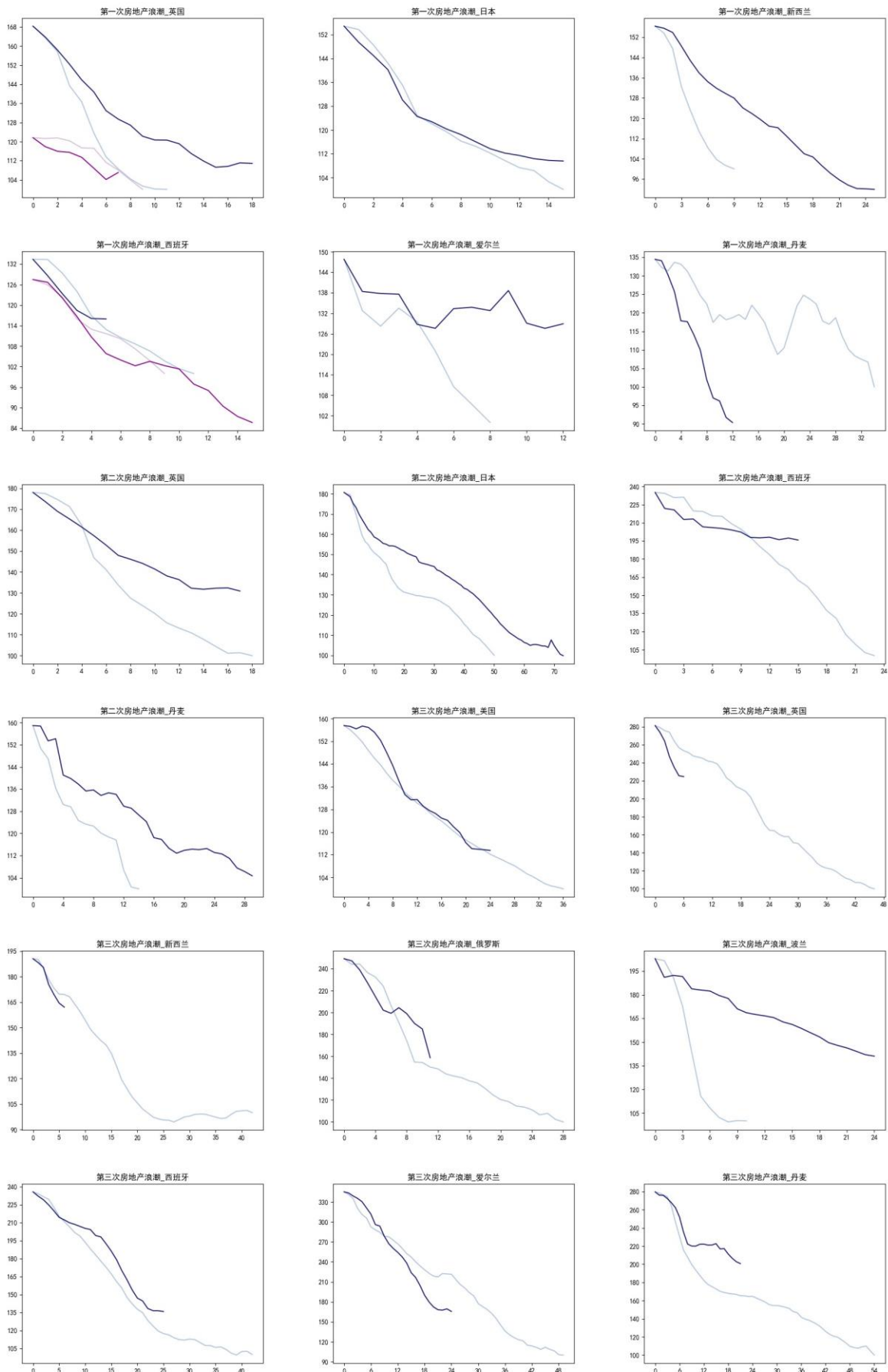


资料：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

注：假设每次房地产浪潮的起始点房价指数=100，反映不同时间指数对起始点指数的变动幅度

房地产浪潮中下跌周期一般不超过 6 年，其中第三次房地产浪潮的下降幅度普遍小于上涨幅度。在前三段房地产浪潮中，快速上涨周期从 8 个季度到 54 个季度不等，下跌周期仅有第二次房地产浪潮中日本超过 70 个季度，其余的下跌时长均在 5-28 个季度之间，远低于上涨所需的时长。其中，第三次房地产浪潮房价下降幅度往往远低于房价的上涨幅度，仅有上涨幅度的 1/3 到 2/3，下降的时长大多在 24 个季度以内。

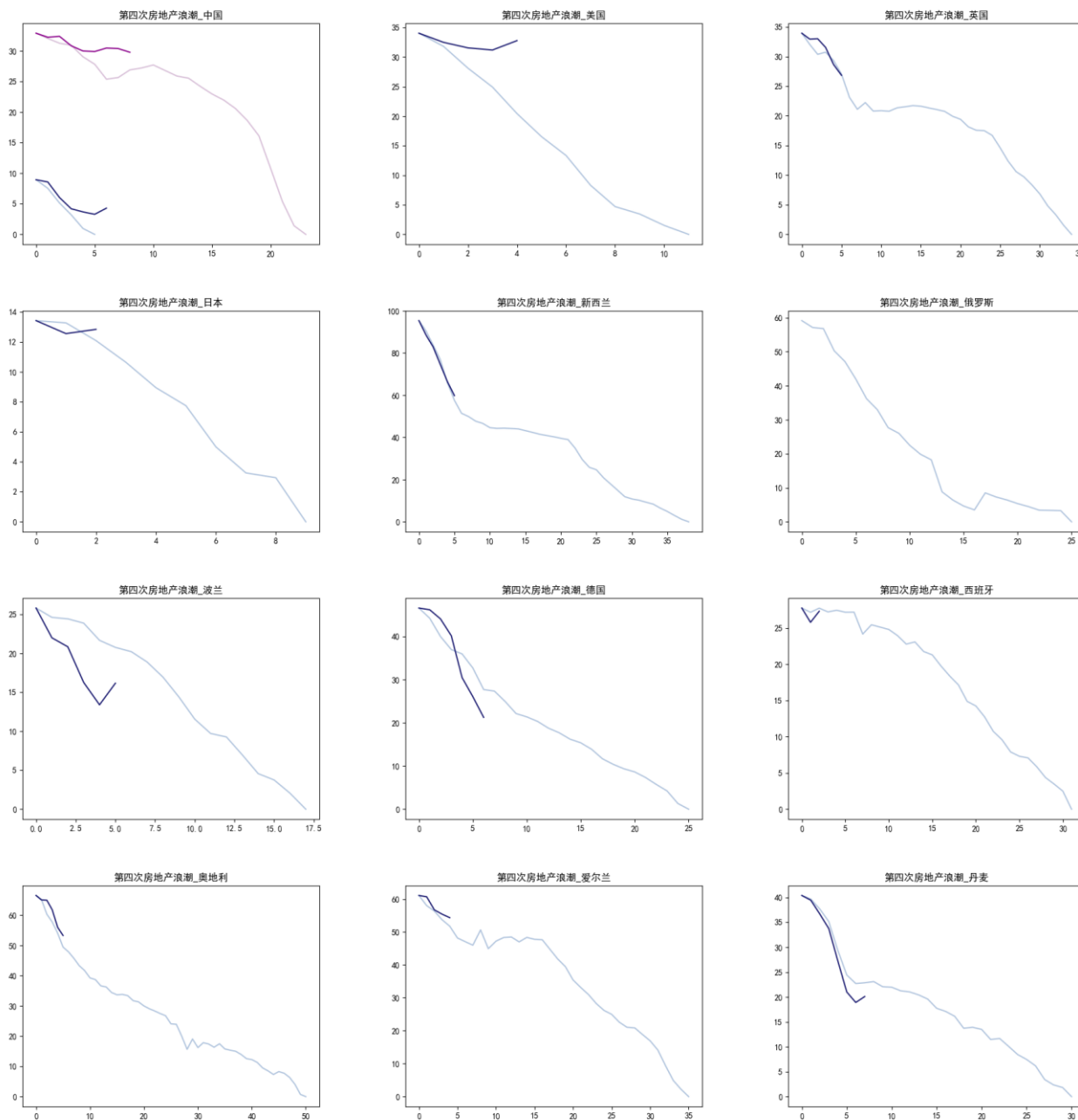
图表4：前三段房地产浪潮房价上涨和下跌过程



资料：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

注：浅色曲线为上涨曲线的镜像翻转，深色曲线为下降曲线，横坐标是季度，纵坐标是指数变化

图表5：第四段房地产浪潮房价上涨和下跌过程



资料：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

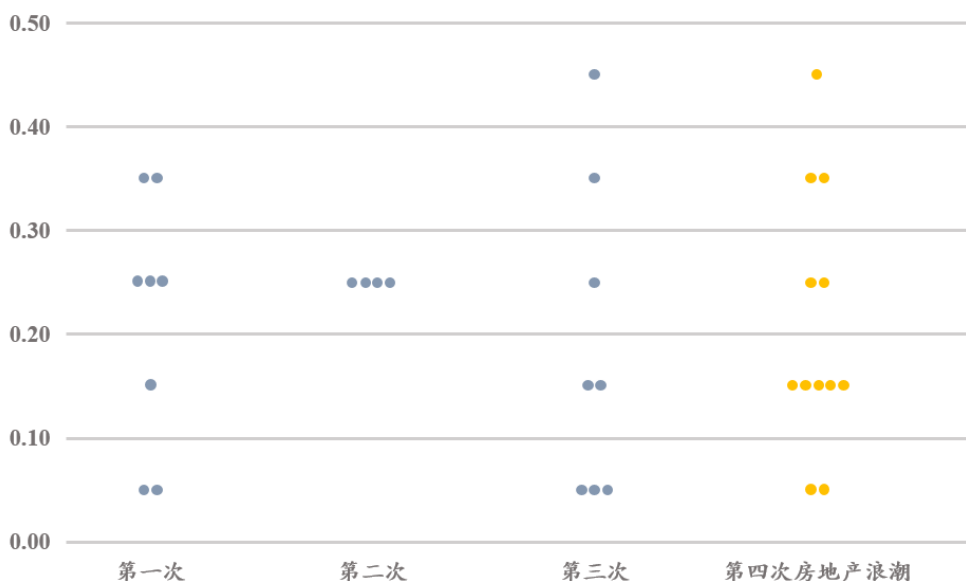
注：浅色曲线为上涨曲线的镜像翻转，深色曲线为下降曲线，横坐标是季度，纵坐标是指数变化

大多数房地产浪潮房价上涨和下跌过程对称性较强。从图表 6 来看，在已经结束的前三段房地产浪潮中，16 次房地产浪潮上涨和下跌过程对称度指数小于 0.3（英国和西班牙第一段房地产浪潮具有两个上涨下跌过程），结合图表 4 来看，10 次房地产浪潮上涨和下跌过程明显比较对称，8 次房价上涨明显快于下跌，2 次房价上涨明显慢于下跌。其中，第一次房地产浪潮中英国（紫色阶段）、日本和西班牙（两个阶段）的涨跌曲线较为对称，英国（蓝色阶段）、新西兰和爱尔兰房价上涨速度大于下降速度，丹麦的房价上涨速度小于下降速度；第二次房地产浪潮中仅西班牙的房价上涨和下降过程较为对称，英国、日本和丹麦的房价上涨速度均大于下降速度；第三次

房地产浪潮的 8 个国家中有 5 个国家房价上涨和下跌过程较为对称，波兰和丹麦的房价上涨速度大于下降速度，英国上涨速度小于下降速度。

第四段房地产浪潮的刚刚步入下跌周期，目前大部分国家房价上涨和下跌过程明显对称。所选国家中除了俄罗斯房价还处于上涨过程，其他国家都已经陆续进入了房价下跌的周期，图表 6 中，9 次对称度数值小于 0.3，大部分国家的下跌初期速度与上涨后期速度和形态较为一致。

图表6：各阶段房地产浪潮对称性（数值越低，对称程度越高）



资料：OECD 实际房价指数，国联证券研究所测算

1.2 房价泡沫破裂反映大区域的经济变动

同一阶段不同国家房价泡沫破裂原因相似。区别于同一阶段房价上涨原因的多样性，同一阶段不同国家房价泡沫破裂的原因大体相同。第一阶段英国和日本受到第一次石油危机的影响，叠加自身存在产能过剩、金融体系泡沫等问题，社会出现严重滞涨导致了房价泡沫的破裂；第二阶段房地产价格快速下跌是日本和英国在资产过热的情况下政府实施的紧缩性货币政策所导致；第三阶段各国房地产泡沫破裂是受到次贷危机的影响，美国 2006 年房价见顶，房价下跌的浪潮随后蔓延至全球其他国家，大部分国家房价在 2007 和 2008 年达到峰值后迅速下降。

图表7：房地产泡沫上涨和下降的原因

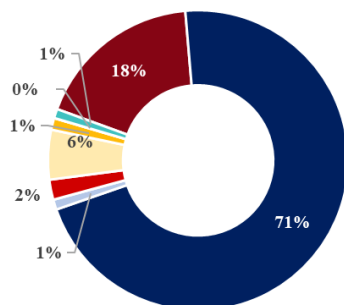
阶段	国家	时间区间	涨幅/跌幅	上涨/下降原因
第一阶段	英国	1970-1973	68.28%	扩张性货币政策、扩张性财政政策
		1973-1978	-34.12%	战争引起的能源危机
	日本	1970-1973	54.94%	需求数量扩张
		1973-1977	-29.30%	战争引起的能源危机
第二阶段	英国	1985-1989	77.94%	扩张性货币政策、扩张性财政政策、投机心理过盛
		1989-1993	-17.92%	实施紧缩的货币政策
	日本	1978-1991	80.68%	扩展性货币政策
		1991-2009	-44.76%	实施紧缩的货币政策
第三阶段	美国	1997-2006	57.54%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准、投机心理过盛
		2006-2012	-27.94%	次贷危机
	英国	1996-2007	181.19%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准、投机心理过盛
		2007-2009	-20.14%	次贷危机
	俄罗斯	2001-2008	149.08%	经济快速增长
		2008-2011	-36.30%	次贷危机
	波兰	2005-2007	102.86%	经济快速增长
		2007-2013	-30.47%	次贷危机
	西班牙	1998-2007	135.72%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准、投机心理过盛
		2007-2013	-42.36%	次贷危机
	爱尔兰	1995-2007	244.99%	扩张性财政政策、宽松的信贷标准
		2007-2013	52.03%	次贷危机
丹麦	1993-2007	179.61%	扩张性货币政策、宽松的信贷标准	
	2007-2012	28.23%	次贷危机	

资料：BuildPlace, ResearchGate, ScienceDirect, The Guardian, 国联证券研究所整理

二十世纪七十年代日本和英国对石油的依赖使得两国经济严重受到石油危机的影响。1974年日本和英国分别有71%和52%的能源供给来自原油。在能源进口方面，英国98%的进口能源是石油。因此，石油价格的大幅度上涨对两国经济发展有着严重的负面影响，使得经济基本面发生了一定程度的衰退。

图表8：日本1974年能源供给情况

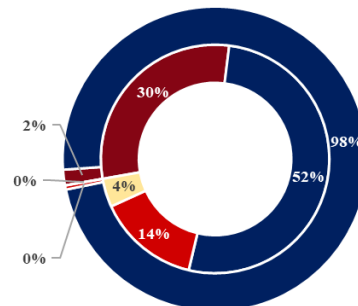
■煤炭 ■原油 ■石油制品 ■天然气 ■水力发电 ■核电 ■地热 ■新能源



资料：日本统计局, 国联证券研究所

图表9：英国1974年能源供给和进口情况

■煤炭 ■原油 ■天然气 ■其他能源

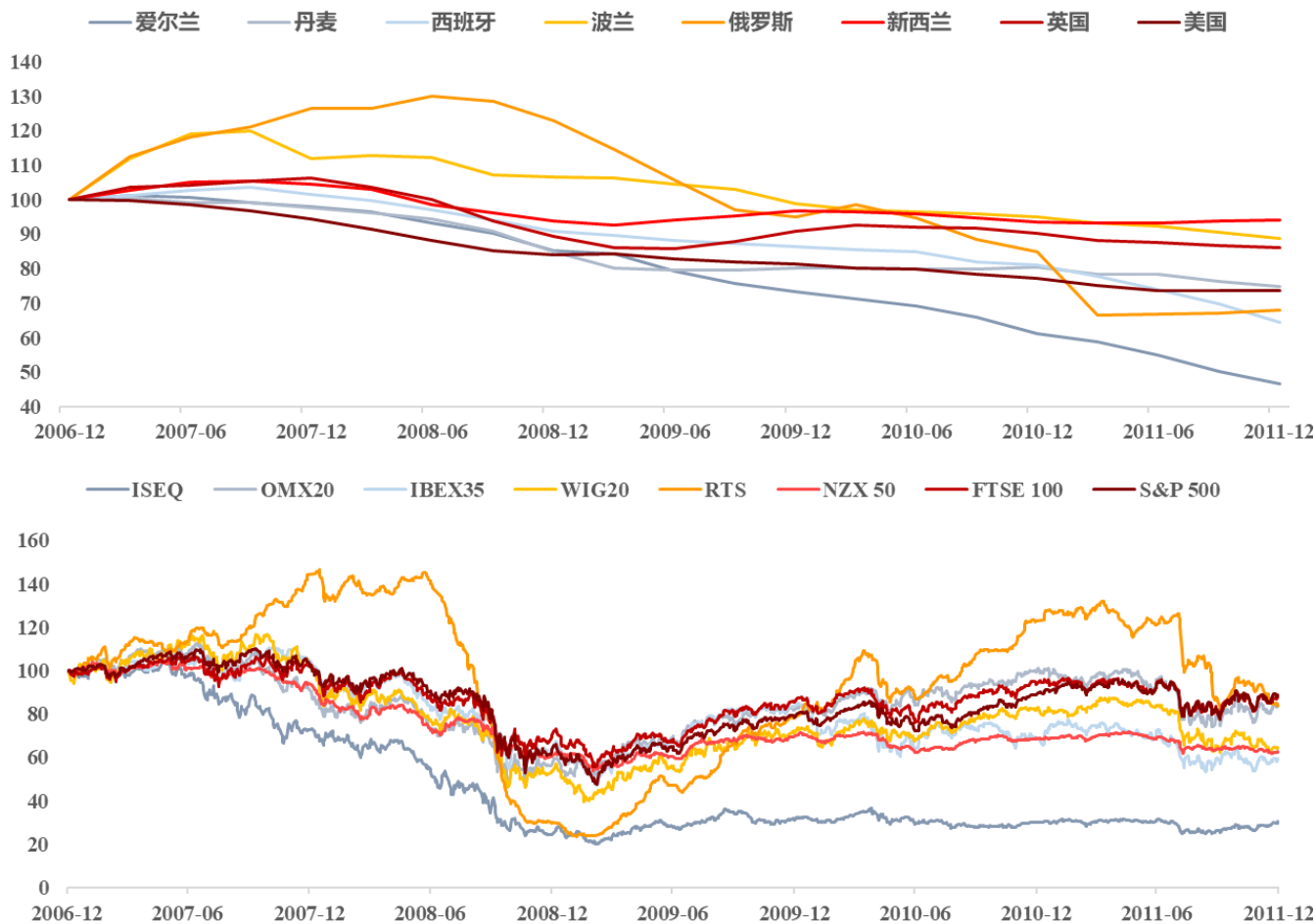


资料：能源安全与净零排放部 (DESNZ), 国联证券研究所

次贷危机对全球金融市场的打击，是第三阶段房地产泡沫破裂的直接原因。第三阶段房地产浪潮的8个国家的房价峰值集中在2006-2008年间，房价和股价的下

跌开始时间较为一致，但市场底部比房价底部更快到达，所有国家均在 2009 年初达到了股票市场指数最低点，但这些国家房价见底时间集中在 2012 和 2013 年。

图表10：经历第三次房地产浪潮的国家股票指数变动



资料：Bloomberg, 国联证券研究所测算

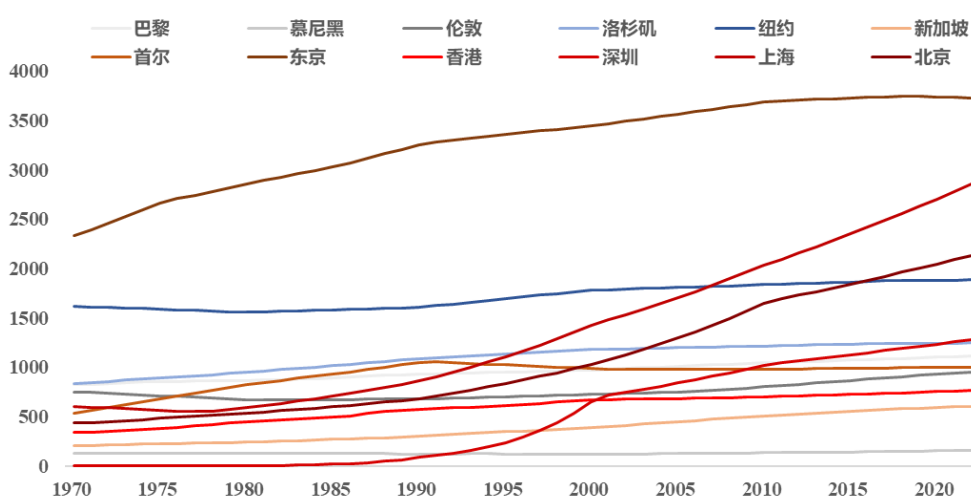
注：假设 2007 年 1 月 1 日所有指数=100，反映不同时间指数对 2007 年 1 月 1 日指数的变动幅度

2. 核心城市房地产发展特征

2.1 核心城市住宅价格复盘

发达国家核心城市人口数量平稳，中国核心城市人口量持续上升。大多数发达国家核心城市人口数量在 1970-2022 年间保持平稳或缓慢上升，东京在 1970-2010 年间人口增速较大，2010 年后增速放缓人口量逐渐趋于稳定。北京、上海、深圳和香港在 1970-2022 年间人口数量持续上涨，北京和上海 CAGR 分别为 3.07%和 3.03%，深圳 CAGR 达到 13.03%。

图表11：1970-2022 年部分核心城市人口量（万人）



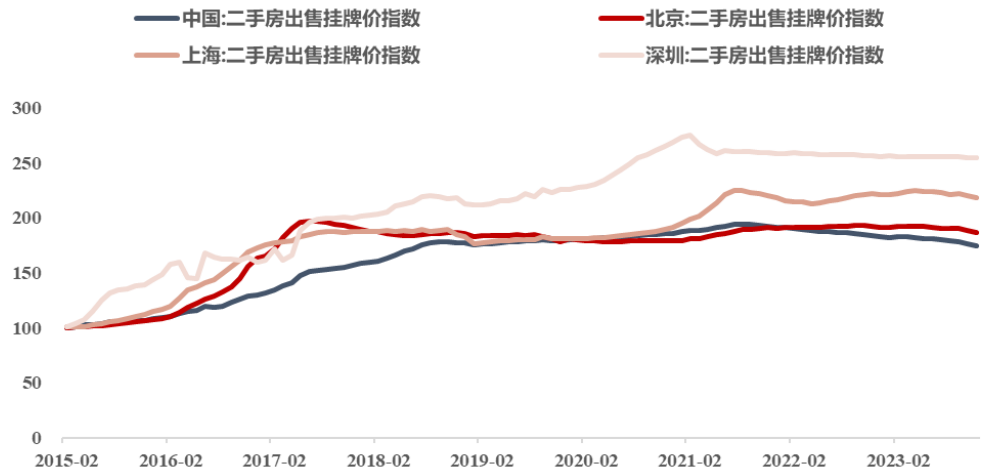
资料：联合国，国联证券研究所

2.1.1 北京、上海、深圳

从购房数据来看，中国核心城市二手房挂牌价指数陆续达到平衡状态。北京的二手房挂牌价在 2017 年 6 月达到峰值，2 年 CAGR 为 38.64%，在紧缩的房地产政策落地后，二手房挂牌价格先是经历了半年左右的小幅度下跌，之后价格处于相对稳定状态；上海和深圳的房地产紧缩政策力度小于北京，所以在 2017 年后，两个城市的二手房挂牌价增速有所放缓，但总体还是呈现上升态势，上海和深圳的二手房挂牌价分别在 2021 年 7 月和 2021 年 2 月达到峰值，在短期小幅度下调后保持稳定。

2015 年至今，深圳二手房挂牌价涨幅最大，8 年涨幅超过 150%。2023 年三个城市二手房挂牌价都处于平衡状态，于 2015 年相比，北京二手房挂牌价涨幅约为 85%，上海二手房挂牌价涨幅约为 120%，深圳二手房挂牌价涨幅超过 150%。

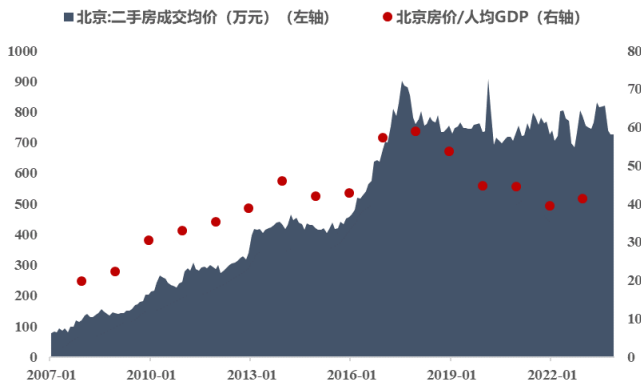
图表12: 北京、上海、深圳以及中国平均房价指数



资料来源：WIND，国联证券研究所测算
注：假设2015年1月挂牌价指数=100，反映不同时间挂牌价对2015年1月挂牌价的变动幅度

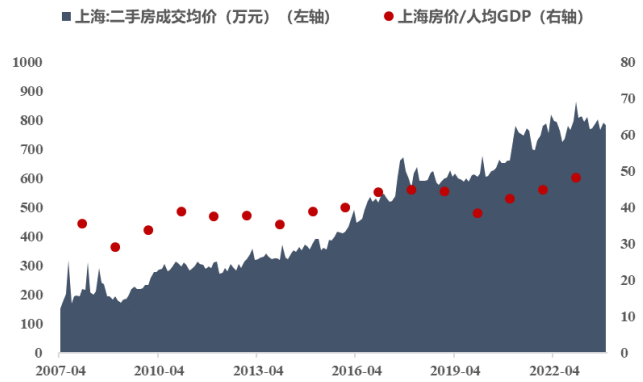
上海二手房成交价格持续上涨，房价与人均GDP比在过去15年较为稳定。北京和深圳的二手房价格分别在2017年和2021年达到顶峰，之后北京二手房价格较为稳定，深圳房价经历小幅度下跌后处于稳定状态，上海在过去十五年间二手房均价持续上涨。从二手房价格与人均GDP的比例来看，北京二手房价格与人均GDP比在2017年8月达到最大值为68.77，之后持续下降，到2022年12月该比例为41.30。上海房价与人均GDP比在过去十五年间较稳定，多数时间在维持在40-50区间内。深圳房价与人均GDP比在2020年12月达到最大值为67.30，之后快速降至40-50区间。从成交量来看，北京和上海二手房成交量持续上升，深圳2021年成交量有所回落。

图表13: 北京二手房价格与人均GDP比



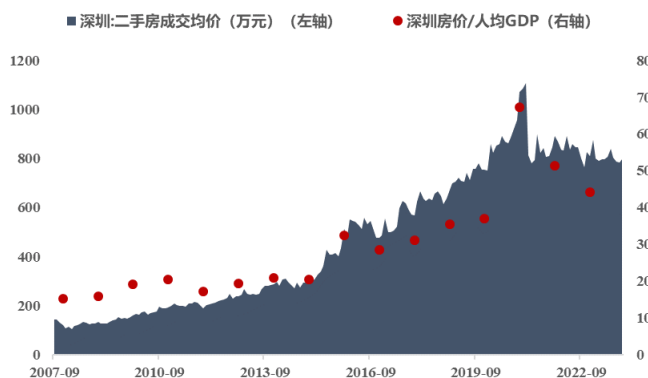
资料来源：中国房价行情 creprice.cn, WIND, 国联证券研究所测算

图表14: 上海二手房价格与人均GDP比



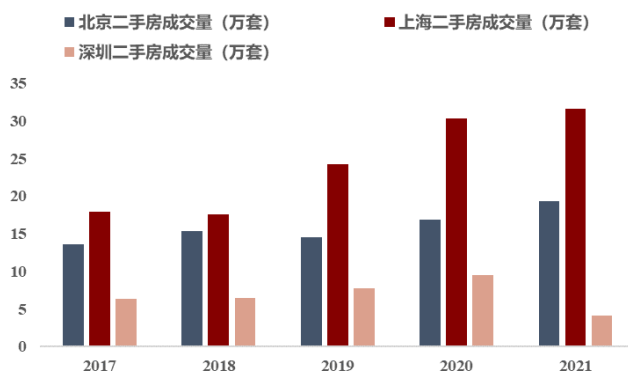
资料来源：中国房价行情 creprice.cn, WIND, 国联证券研究所测算

图表15: 深圳二手房价格与人均GDP比



资料 : 中国房价行情 creprice.cn, WIND, 国联证券研究所测算

图表16: 北京、上海和深圳二手房成交量 (万套)



资料 : WIND, 国联证券研究所

2017年中国核心城市房价的相对稳定得益于中央和地方密集的房地产调控政策的落实。从房价来看, 2017年三个核心城市的房价走势都有着一定的变化。2017年是房地产调控政策密集出台的一年, 中央政府在2016年末的中央经济工作会议中强调了“住房不炒”的房地产长效机制。随后, 各地区因地制宜发布房地产紧缩政策, 从限购、限售、限贷、提高利率等多方面减少民众的购房需求。同时政府完善租房机制和共有产权机制, 推动房地产行业的健康成长。因此, 2017年是北京、上海和深圳房价的拐点时间, 房价增速减弱, 平均价格维持在一个较为稳定的状态。

图表17: 2017年国家与地方出台和实施的重点房地产政策

区域	政策类型	出台部门	时间	主要内容
宏观	宏观政策调控	中央经济工作会议	2016/12/14-2016/12/16	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位, 促进房地产市场平稳健康发展
		住房和城乡建设部	2017/11/21	坚持分类调控、 因城因地施策 , 保持调控政策的连续性稳定性
		中央经济工作会议	2017/12/18-2017/12/20	加快建立多主体供应、多渠道保障、 租购并举 的住房制度
北京	限购、限售、限贷	北京市住建委	2017/3/17	限购 : 企业购买的商品住房再次上市交易, 需满3年及以上提高 首付比例 : 第二套房购买普通和非普通住房首付款比例不低于60%和80% 贷款年限 : 暂停发放贷款期限25年以上的个人住房贷款
		北京市住建委	2017/3/22	非京籍买房按照个税审核的, 其“连续5年”的审核标准由每年1次改为自申请月的上一个月开始往前推算60个月连续缴纳
	北京市人民政府	2017/3/26	全市范围内的商办类房产 限购 , 新建商办只能售给企事业单位	
	利率			多数银行进行了五次首套房利率上调, 从8.5折到9折到基准利率最后到基准利率的1.1倍; 二套房利率上浮20%
	租房	北京市住建委	2017/9/29	强化住房租赁管理服务, 增加租赁住房供应
	共有产权	北京市住建委	2017/9/30	共有产权 政策在9月30日起在北京实施
上海	限售	规划国土资源局	2017/4/21	办公、商业属性土地不得再建类住宅产品
		上海住建委	2017/5/4	新开盘商品住房由公证机构摇号公开销售, 严格落实购房实名制
	利率		2017年8月	部分银行 上调 贷款基准1.1倍, 首套上浮10%
	租房	上海市人民政府	2017/9/27	增加各类租赁住房供应, 促进 租购并举 住房体系建设
深圳	限售	深圳市规划国土委	2017/1/19	预售申报均价不得明显高于周边同类户型在售项目的销售均价

资料 : 中国政府网, 北京市住房和城乡建设委员会, 北京市人民政府, 上海市人民政府, 上海证券报, 深圳政府在线, 国联证券研究所整理

2021年深圳的房地产价格走势变化与深圳2020年7月开始的持续性楼市收紧调控相关。2020年7月15日深圳住建局出台了《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，随后各项房地产调控的实施严厉打击楼市投机行为，使得深圳的房价得以维持一个较为稳定的水平。

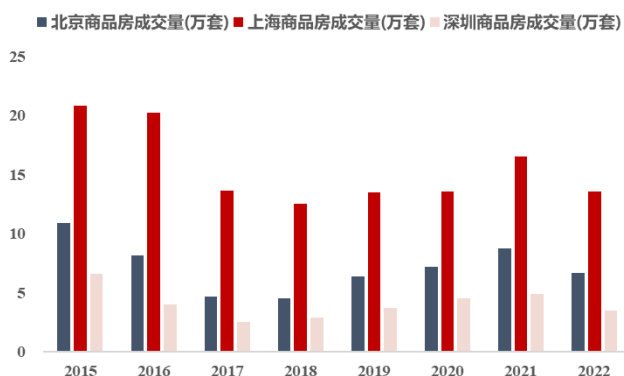
图表18：2020年7月-2021年7月深圳重点房地产政策

政策	出台部门	时间	主要内容
《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	深圳市住建局	2020/7/15	调整商品住房限购年限、完善差异化住房信贷措施、发挥税收调控作用、细化普通住房标准、加强热点楼盘销售管理、推行房屋抵押合同网签管理、加大二手房交易信息公开力度、严厉打击房地产市场违法违规行为
楼市调控“新八条”细则	深圳市住建局	2020/7/30	明确严控中介机构挂牌价格，对于挂牌价格明显高于所在楼盘合理成交价格的，中介机构不得受理并对外发布
《深圳市房地产市场监管办法（修订征求意见稿）》	深圳市司法局	2020/9/17	商品房预售政策调回疫情前水平，并且首次对现售做出要求，另外深圳市主管部门建立存量商品住房买卖的合理价格引导机制，定期发布全市商品住房项目合理成交价格
《关于进一步加强我市商品住房购房资格审查和管理的通知》	深圳市住建局	2021/1/23	严格审查购房人资格
《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》	深圳市住建局	2021/2/8	促进二手住房市场信息透明，理性交易，建立二手住房成交参考价格发布机制
		2021年5月	多家银行上调房贷利率
《关于进一步规范新商品住房和商品公寓销售价格指导工作的通知》	深圳市住建局	2021/5/20	预、现售商品住房和商务公寓的批准销售价格原则上不得超过上一年度至今同地段、同类型新房的网签价格
《深圳市城市更新未签约部分房屋征收规定（征求意见稿）》	深圳市规划和自然资源局	2021/7/30	区人民政府可以对未签约部分房屋实施征收

资料来源：深圳市住房和城乡建设局，深圳政府在线，深圳市司法局，国联证券研究所整理

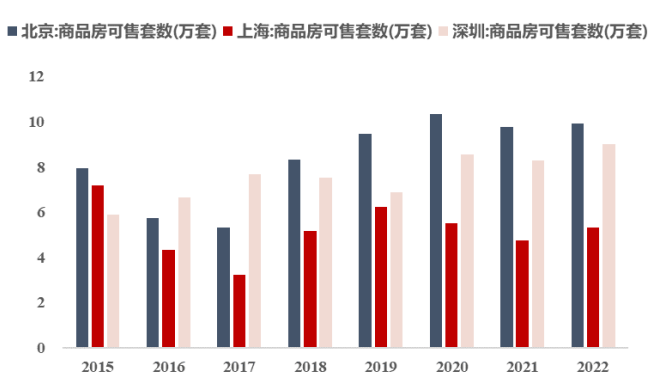
北京、上海和深圳商品房成交量较为稳定，2020-2022年北京和上海商品房库存较为稳定，深圳商品房库存上升。三个核心城市商品房成交量的走势一致，2015年成交量最高，上海成交20.87万套，北京成交10.89万套，深圳成交6.63万套，2017年和2018年成交量较低，之后呈现缓慢回升的趋势。从库存来看，2020年-2022年，北京商品房库存最多，上海商品房库存较少，两个城市的商品房库存较为稳定，深圳商品房库存持续上升。

图表19: 北京、上海、深圳商品房成交量(万套)



资料 : WIND, 国联证券研究所

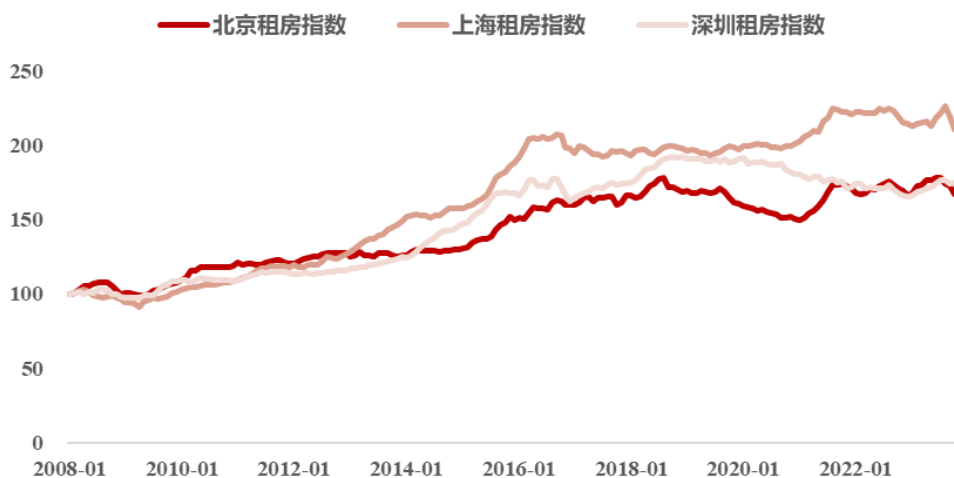
图表20: 北京、上海、深圳商品房库存(万套)



资料 : WIND, 国联证券研究所

从租房数据来看,北京和上海的租房价格指数变化较为相似,深圳租房价格指数近两年呈现下降趋势。2014-2016年上海租房价格快速上涨,并在2016年初达到第一个顶峰,北京和深圳在2018年达到租房价格的顶峰。2018年之后北京和上海的租房价格变动趋势较为相似,都在2020年末开始有一个较快的增长,并都在2021年中旬达到第二次的顶峰。

图表21: 北京、上海和深圳租房价格指数

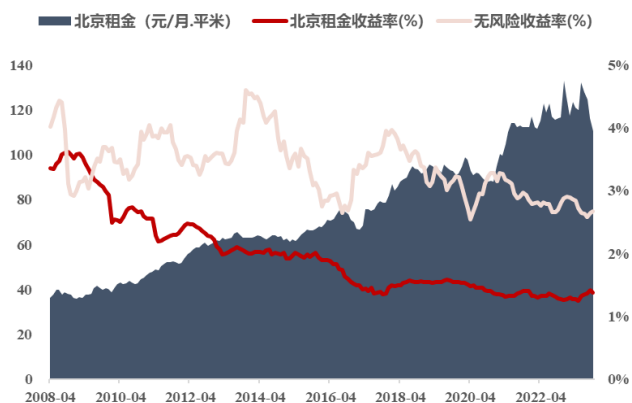


资料 : WIND, 国联证券研究所测算

注: 假设2008年1月房租指数=100, 反映不同时间房租对2008年1月房租的变动幅度

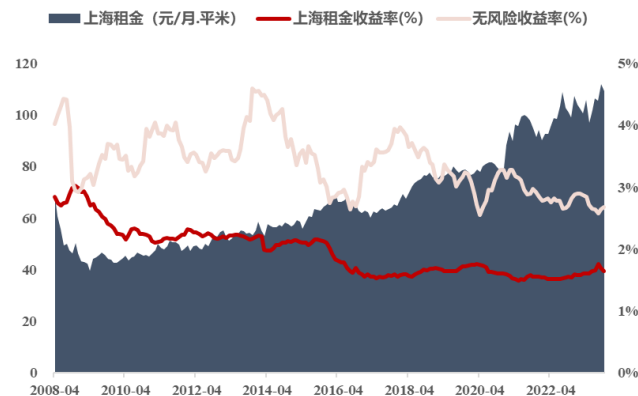
北京、上海和深圳的二手房租金收益率持续走低,远低于无风险利率,二手房的租房供给量在长期下降后有缓慢上升的趋势。基于中原地产二手房租金收益率数据,从2008年至今,北京租金收益率从3.36%下降至1.18%,上海租金收益率从2.84%降至1.64%,深圳租金收益率从3.53%降至1.46%。从2009年开始,3个城市的租金收益率始终低于无风险收益率,截至2023年10月,租金收益率比无风险收益率大约低一个百分点。从租房供给量来看,北京在2015年7月达到最大值为24.42万套,上海在2017年2月达到最大值为30.40万套,深圳在2015年8月达到最大值为17.48万套。近五年三个城市的租房供给量长期走低,每月供给量均在10万套以下,2022年下半年开始三个城市的二手房租房供给量在缓慢上升。

图表22: 北京二手房租金及租金收益率



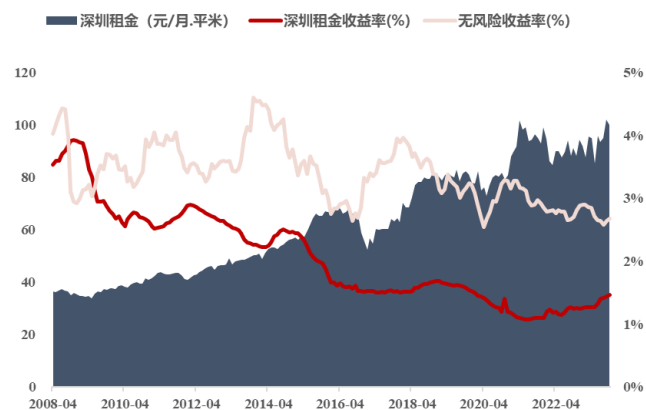
资料：中国房价行情 creprice.cn, 中原地产, WIND, 国联证券研究所
注：无风险利率为 10 年期国债利率

图表23: 上海二手房租金及租金收益率



资料：中国房价行情 creprice.cn, 中原地产, WIND, 国联证券研究所
注：无风险利率为 10 年期国债利率

图表24: 深圳二手房租金及租金收益率



资料：中国房价行情 creprice.cn, 中原地产, WIND, 国联证券研究所
注：无风险利率为 10 年期国债利率

图表25: 北京、上海和深圳二手房租赁供给量 (万套)



资料：中国房价行情 creprice.cn, 国联证券研究所

2.1.2 东京

从购房数据来看，东京房价指数持续上涨。2002-2023 年，日本房价指数变化幅度较小，总体呈现先跌后涨的走势，CARG 为 0.17%，东京房价指数总体呈现上涨趋势，CAGR 为 1.78%。东京房价在 2005-2008 年快速上涨，受到次贷危机的影响 2008-2010 年房价快速下跌。2012 年安倍再次当选首相后推行“安倍经济学”，通过激进货币政策、灵活财政政策和结构性改革实现宏观经济回暖，同年日本房价反弹，东京房价上涨速度加快。

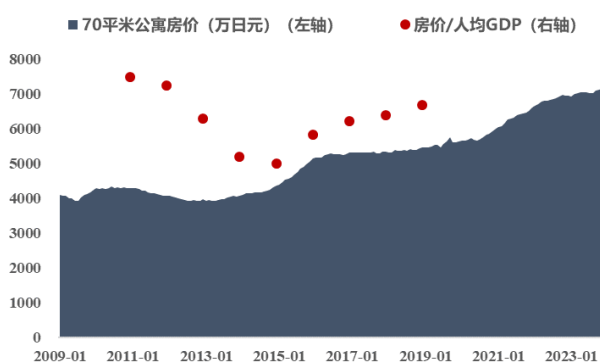
图表26：东京和日本平均房价指数



资料：FRED, 日本不动产研究所, 国联证券研究所测算
注：假设 2002 年 1 月房价指数=100, 反映不同时间房价对 2002 年 1 月房价的变动幅度

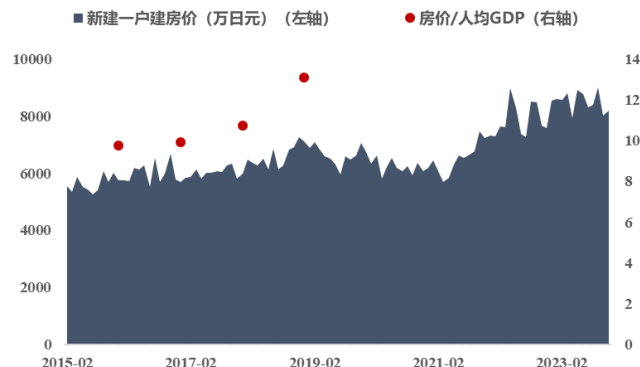
东京公寓与人均 GDP 比先下降后上升, 新建一户建与人均 GDP 比持续上升。2015 年 11 月东京 70 平米公寓的平均房价为 5063 万日元, 2023 年 11 月的平均房价为 7136 万日元, 8 年 CAGR 为 4.38%; 2015 年 11 月东京新建一户建平均房价为 6029 万日元, 2023 年 11 月平均房价为 8082 万日元, 8 年 CAGR 为 3.92%。从房价与人均 GDP 比来看, 东京公寓价格与人均 GDP 比先下降, 在 2014 年达到最低点为 7.52, 后持续上升, 2018 年该比例为 10.03; 东京新建一户建价格与人均 GDP 比从 2015 年起持续上升, 2018 年该比例为 13.10。

图表27：东京 70 平米公寓房价与人均 GDP 比



资料：OECD, TOKYO KANTEI, 国联证券研究所测算

图表28：东京新建一户建与人均 GDP 比



资料：OECD, TOKYO KANTEI, 国联证券研究所测算

东京都二手房成交量较为稳定、二手房库存量呈现上升趋势。2014-2023 年东京都的二手房成交量较为稳定, 月交易量维持在 3000 套左右; 二手房上新量维持在一个较为稳定的数量, 月上新量维持在 15000 套左右; 二手房库存量波动较大, 2019 年 1 月达到峰值为 48796 套, 2020 年 5 月开始库存迅速减少, 2021 年 4 月达到底部 34184 为套, 之后二手房库存开始逐步上升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/188046111115006023>