

| 证券研究报告 |

破解房地产周期中的复苏密码

-海外住房市场研究之二

2025.1.24

由子沛
S0740523020005
youzp@zts.com.cn

李垚
S0740520110003
liyao01@zts.com.cn

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

1. 房地产周期中的量价逻辑

2. 宏观指标在下行周期中的表现



1

房地产周期中的量价逻辑

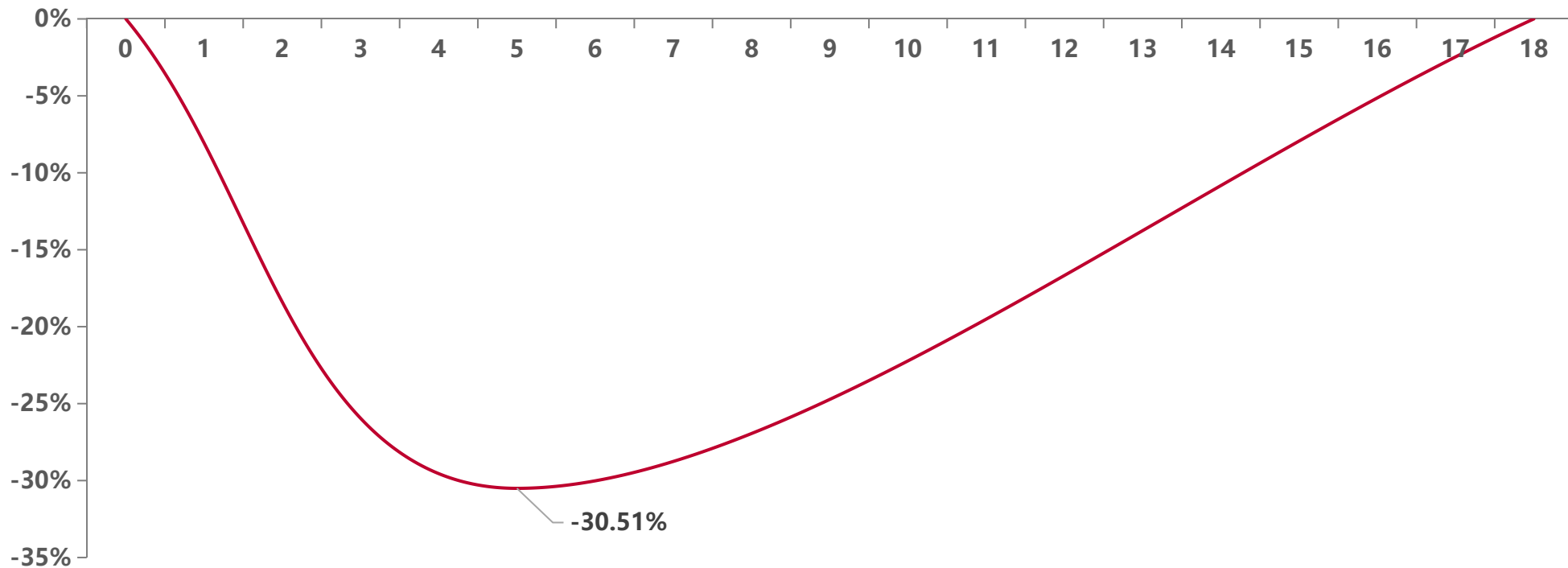
领先指标

房地产下行周期中房价普遍下行4-5年，幅度-30%左右

我们以过去50年15个主要发生房地产下行的经济体为样本，统计得出其房价自高点至底部：平均下行时间为5.44年，中位数4.75年；平均下行幅度-30.5%，中位数-25.9%。

房价回到高点往往需要更长时间：从样本统计看，房价从底部回到泡沫时高点平均需要12.69年，中位数为11.26年。

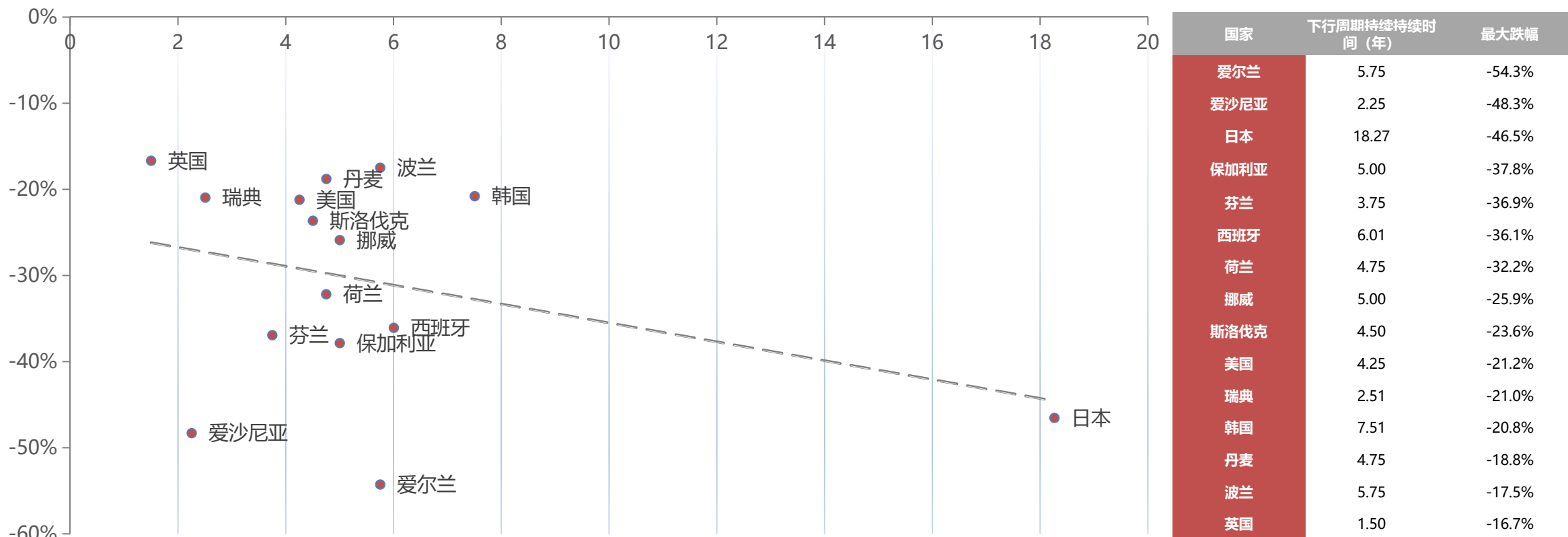
图：以房地产开启下行周期的当年作为0年，全球主要经济体房价走势情况（纵坐标为涨跌幅、横坐标为时间：年）



房地产下行周期中房价普遍下行4-5年，幅度-30%左右

房地产行业的下行周期中，房价下跌时间和下跌的幅度没有明显的相关关系，若排除极端的例子（跌幅超过50%的爱尔兰和下行超过18年的日本）大多数经济体的下跌幅度在20-40%左右，最大跌幅一般在50%左右；而下行时间跨度较大，从2年到8年不等。

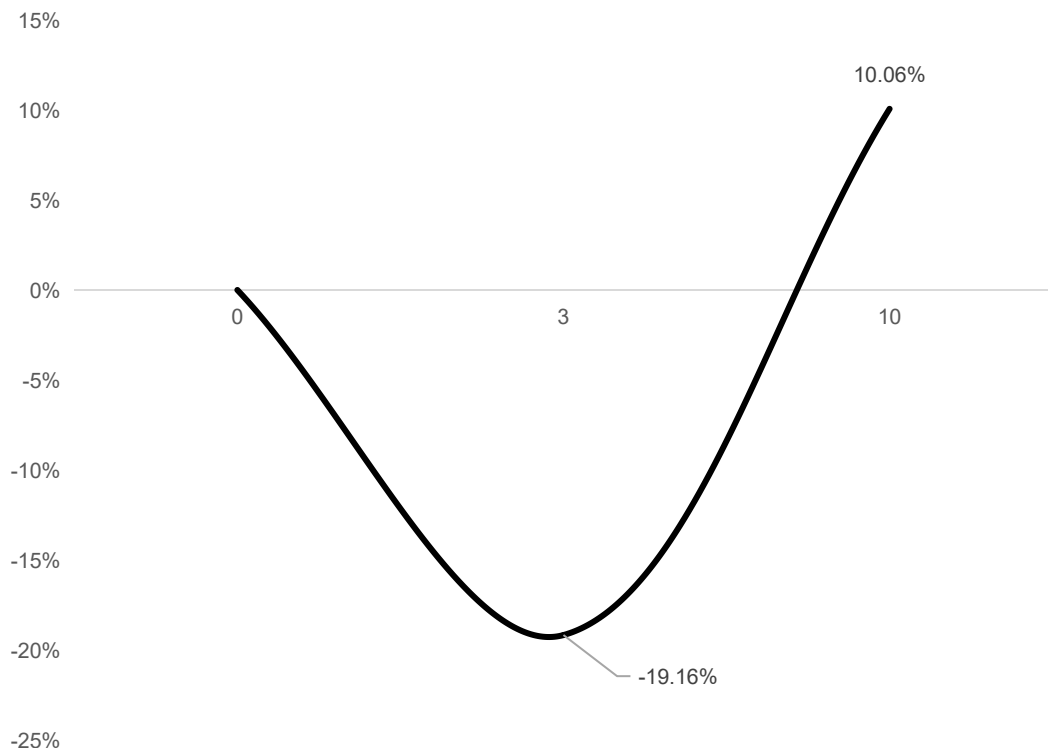
图：以房地产开启下行周期的当年作为0年，全球主要经济体房价走势情况（纵坐标为涨跌幅、横坐标为时间：年）



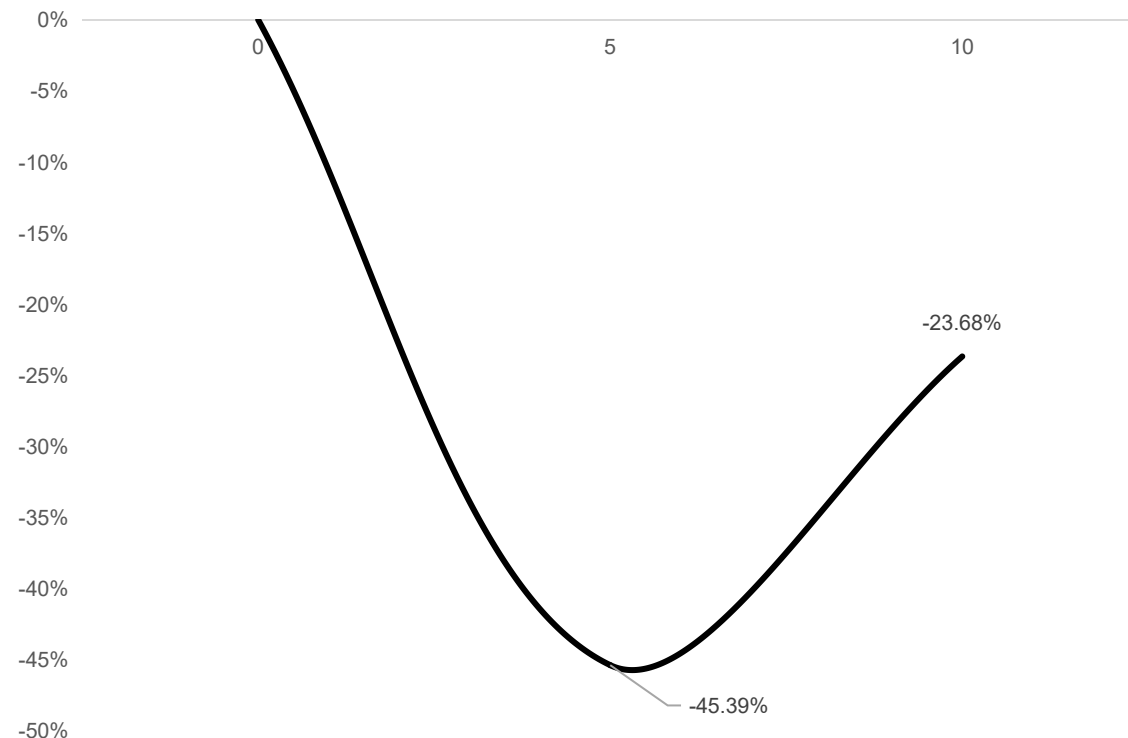
引入量的变化——以2007年全球金融危机为例

次贷危机对全球主要欧美经济体房地产行业的影响可能量大于价：以2007年次贷危机为例，欧美主要经济体的房价下行时间和幅度小于销量的下行时间与幅度；而房地产行业复苏期的量价变化与之相反，价格表现要比量更具弹性，如若以房地产下行10年作为基准，样本国家的房价相比下行前已经有10%的涨幅，而销量尚未恢复超过房地产行业下行前的8成水平。

图：次贷危机时期主要欧美国家房价随时间（年）变化情况



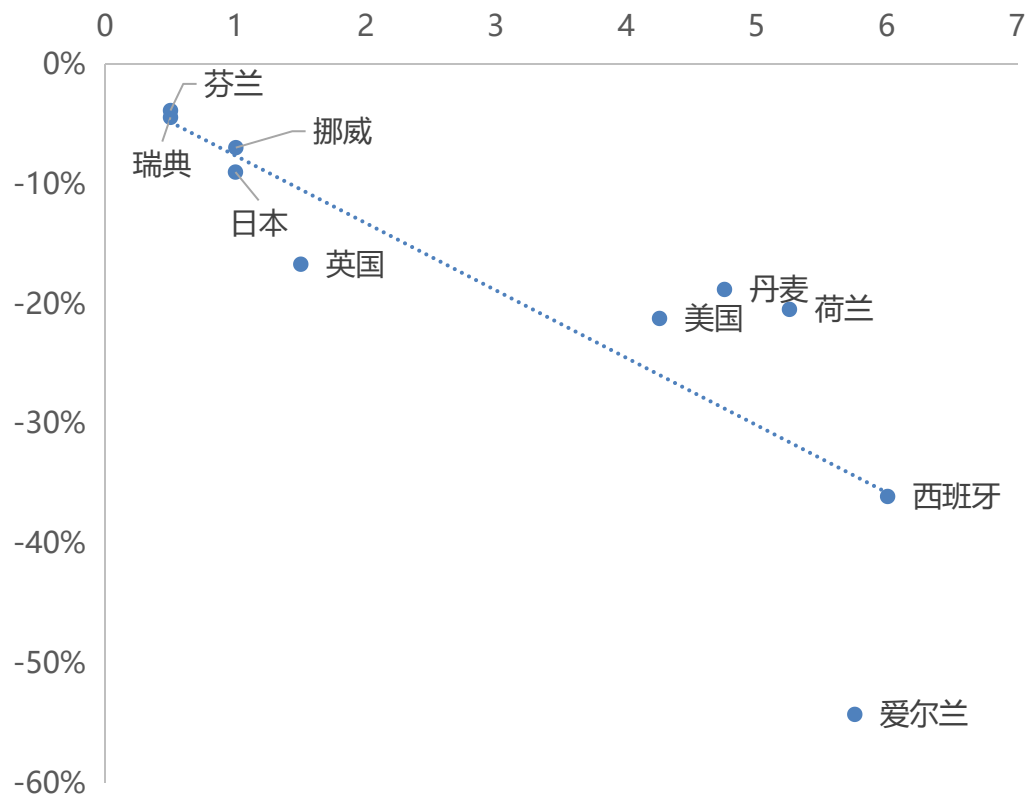
图：次贷危机时期主要欧美国家房地产销量随时间（年）变化情况



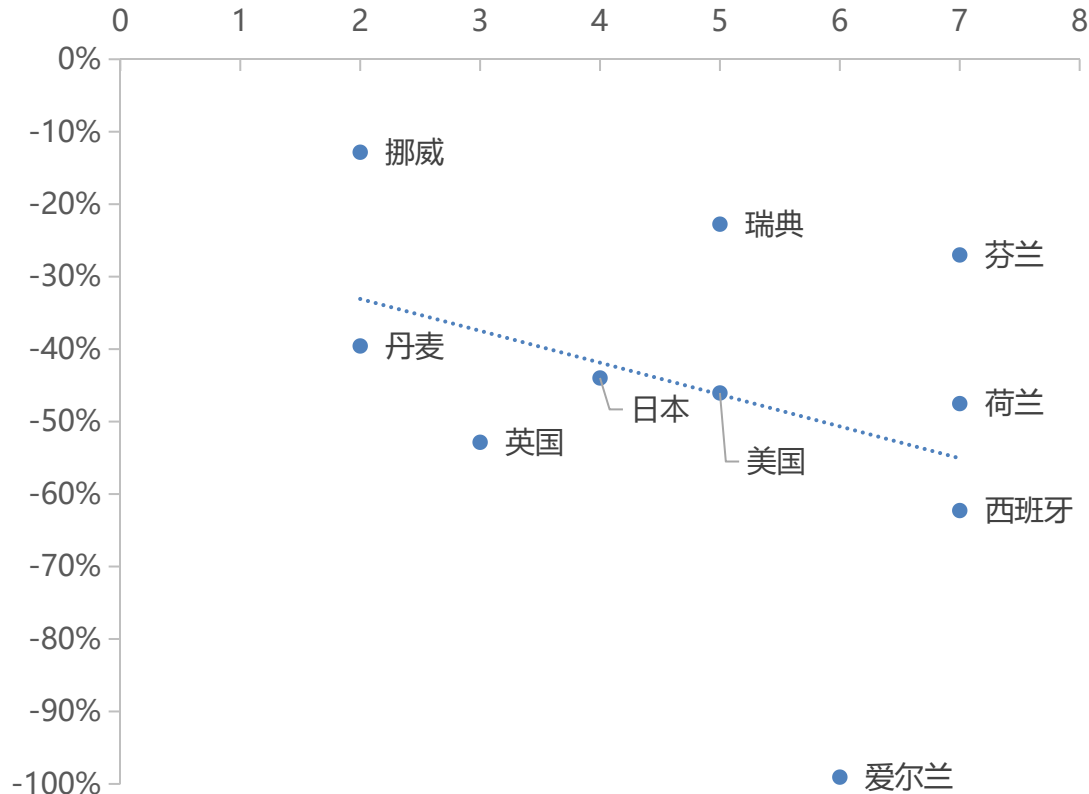
引入量的变化——以2007年全球金融危机为例

多数国家量价走势呈现一定的趋同：样本国家在2007年全球金融危机期间发生的全球范围房地产行业量价下行周期中表现出一定的规律：1. 通常下跌时间越长跌幅越深；2. 往往销量触底花的时间比房价触底久。

图：次贷危机时期样本欧美国家房价触底的跌幅与时长（年）



图：次贷危机时期样本欧美国家房地产销量触底的跌幅与时长（年）



2007年全球金融危机——销量高点普遍领先价格高点

各国房价高点集中在2007-2008年：从样本国家看，2007年全球金融危机带来的冲击最先从美国开始（2007年3月），接着是6月的爱尔兰、然后是9月的西班牙、丹麦，再到12月的英国、挪威，最后在2008年开始继续蔓延至芬兰和日本。

各国房地产销量高点大致在2006年附近：统计发现各国房地产市场销量高点主要集中在2006年附近，同时我们观察发现样本10国中，除了挪威、丹麦和英国房价和销量高点发生在同一年，其余7国销量高点发生的时间均发生在房价高点之前。

图：2007年次贷危机开始前各国房价和销量高点

泡沫顶点时期	丹麦	芬兰	爱尔兰	日本	荷兰	挪威	西班牙	瑞典	英国	美国
次贷危机前房价最高点	2007	2008	2007	2008	2008	2007	2007	2008	2007	2007
次贷危机前销量最高点	2007	2007	2006	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2005

2007年全球金融危机——量价均有领先案例

在2007年全球金融危机背景下，房地产行业的复苏周期中，量和价均有领先的案例：从数据上看，与房地产行业下行期相反，房地产价格和销量没有明显的先后关系：如芬兰、瑞典、挪威、英国等地的销量复苏滞后于房价复苏，日本、荷兰、西班牙的房价和销量复苏发生在同一年，而美国、爱尔兰的销量复苏领先于房价的复苏。

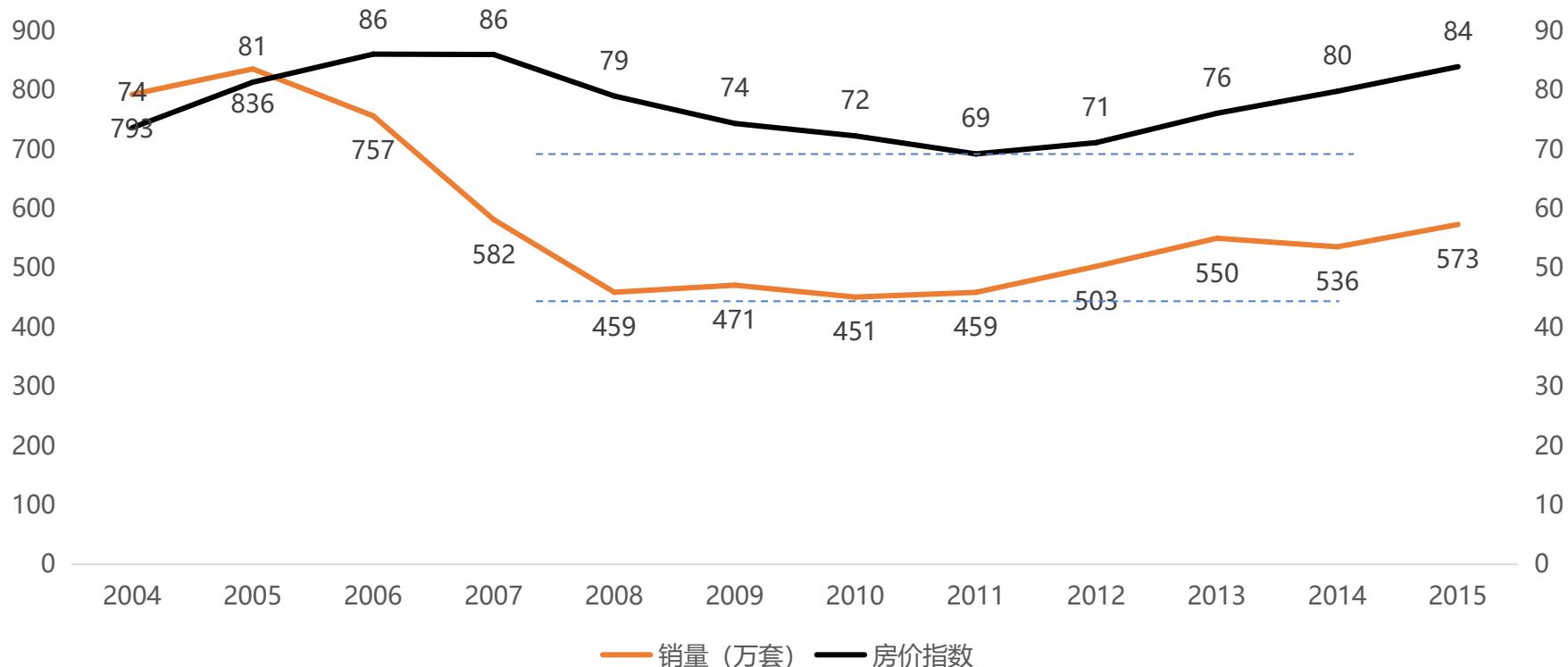
图：2007年次贷危机中各房价和销量的低部时点

行业低谷时期	丹麦	芬兰	爱尔兰	日本	荷兰	挪威	西班牙	瑞典	英国	美国
次贷危机中房价最低点	2012	2008	2013	2009	2013	2008	2013	2008	2009	2011
次贷危机中销量最低点	2009	2014	2012	2009	2013	2009	2013	2012	2010	2010

2007年全球金融危机——量在价先的案例：美国

美国住房销量底部领先价格底部1年：房地产行业由于其对产业链的带动，往往与经济周期同向，在全球范围内作为国家地区的支柱产业是普遍现象。数据上看，美国在2007年次贷危机时期房价的底部在2011年，而销量（新房+二手房）的底部在2010年。

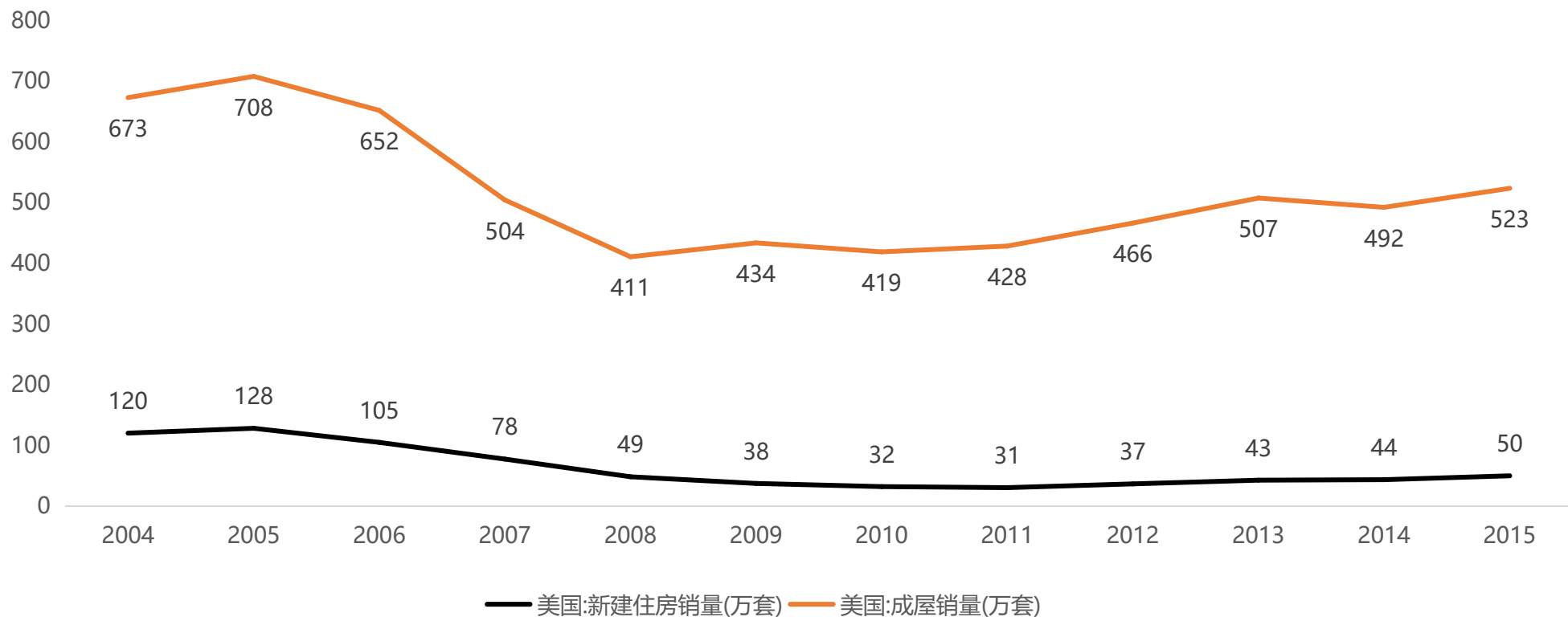
图：美国2007年次贷危机时销量（新房+二手房）领先房价率先触底



2007年全球金融危机——量在价先的案例：美国

美国二手房领先新房成交底部3年：美国住房成交中二手房占主导，美国二手房销量在2005年就见顶，而从销量看在2008年就已经见底，随后缓慢修复；而美国新房销量同样在2005年见顶，但直至2011年才见底，相比二手房见底时间晚3年。

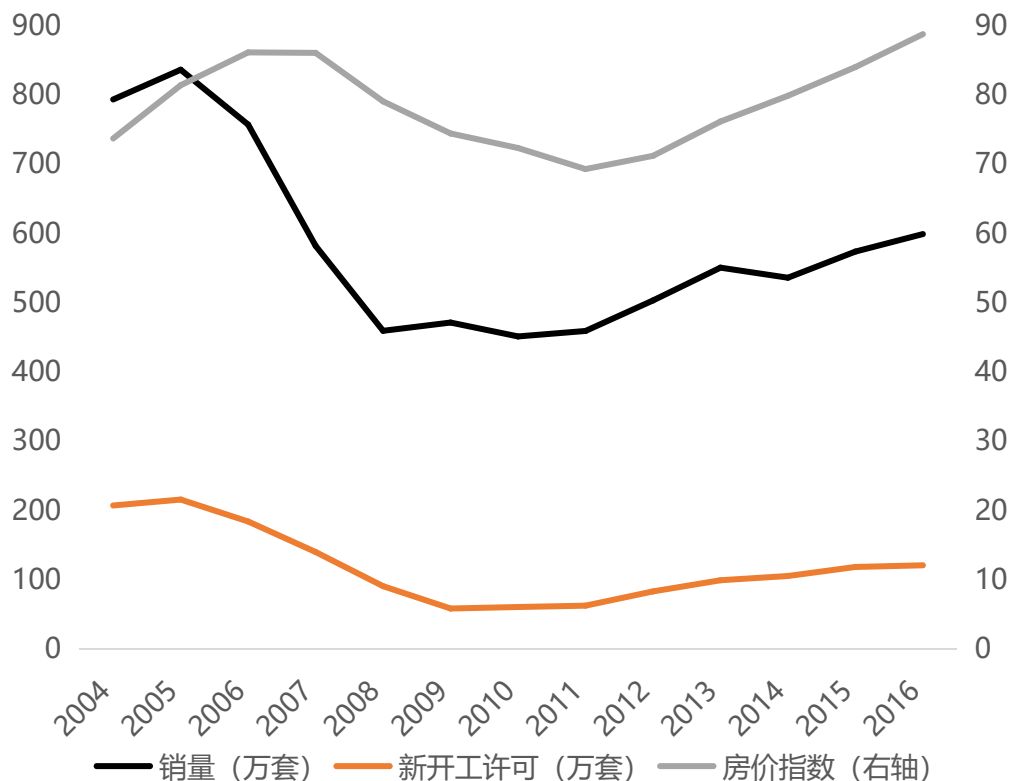
图：美国2007年次贷危机时二手房先于新房成交见底



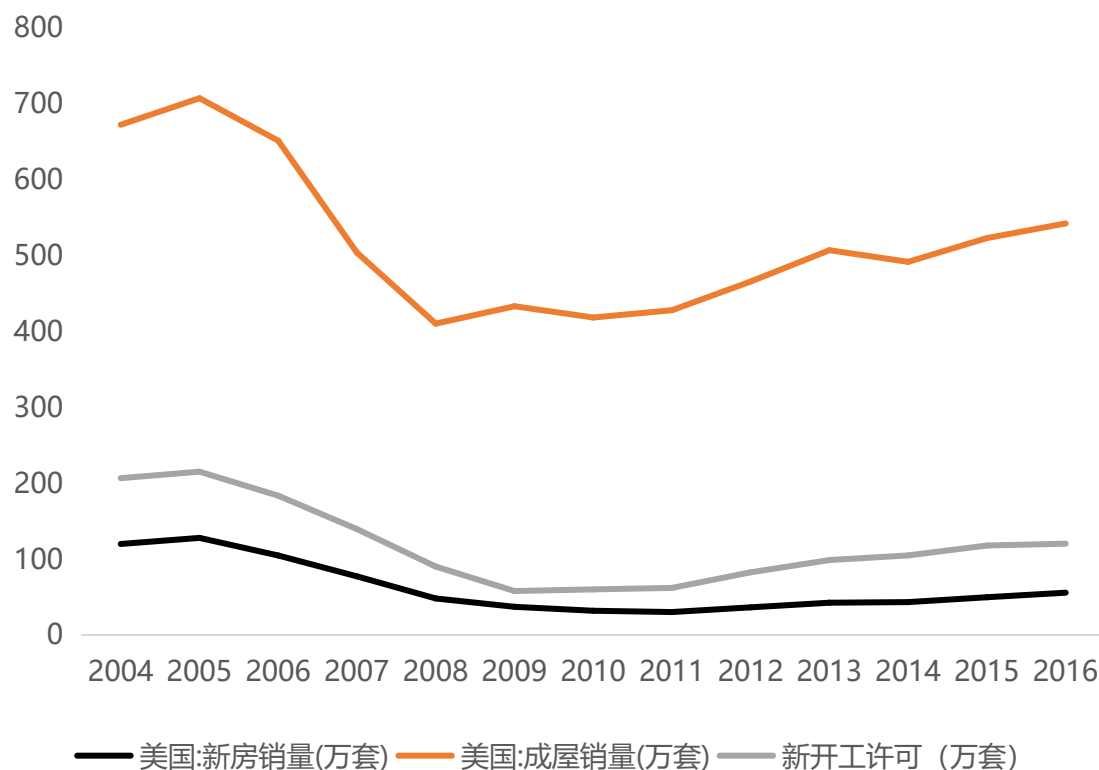
2007年全球金融危机——美国：新开工同样领先房价

美国新开工领先房价，其底部位置介于新房和二手房之间：美国新开工整体走势和销量趋同，于2005年见顶，底部出现在2009年略滞后于销量，但领先2011年的房价底部；若将新房和二手房成交考虑进去，新开工的底部位于新房和二手房底部之间。

图：美国新开工许可的底部介于房价和销量之间



图：美国新开工许可领先新房底部反弹，但落后于二手房底部



2007年全球金融危机——量在价先的案例：日本

日本首都都市圈和大阪都市圈新房成交量底部分别出现在2009年Q2和Q3附近，同期新房成交均价底部出现在2009年Q3和Q4附近，大约滞后1-2季度。

图：日本首都都市圈和大阪都市圈新房成交情况 (2007-2009)

新築マンション New Condominium Sales		首都圏 New Condominium Sales in Tokyo Metropolitan Area														近畿圏 New Condominium Sales in Osaka Metropolitan Area													
		供給戸数		発売月契約戸数		発売月契約率	期末全残戸数		平均価格		平均専有面積		平均㎡単価		供給戸数		発売月契約戸数		発売月契約率	期末全残戸数		平均価格		平均専有面積		平均㎡単価			
		戸数	前年比%	戸数	前年比%		戸数	前年比%	万円	前年比%	㎡	前年比%	万円	前年比%	戸数	前年比%	戸数	前年比%		万円	前年比%	㎡	前年比%	万円	前年比%	㎡	前年比%		
		put on the market	contracted within the 1st month		rate of ccontracts within the 1st month	inventory level at the end of the period		average price		average floor area of a unit		average price per sq. meter		put on the market	contracted within the 1st month		rate of ccontracts within the 1st month	inventory level at the end of the period		average price		average floor area of a unit		average price per sq. meter					
# of dwelling units	y-on-y change %	# of dwelling units	y-on-y change %	# of dwelling units		y-on-y change %	10 thousand yen	y-on-y change %	㎡	y-on-y change %	10 thousand yen	y-on-y change %	# of dwelling units	y-on-y change %	# of dwelling units	y-on-y change %		10 thousand yen	y-on-y change %	㎡	y-on-y change %	10 thousand yen	y-on-y change %						
year	month																												
2007	1	2,868	-11.6	2,124	-15.8	74.1	7,741	37.8	3,856	7.1	74	3.9	52	3.2	1,033	-23.7	626	-26.5	60.6	4,416	16.8	3,165	-0.4	71	-1.9	44	1.4		
	2	4,804	-19.4	3,722	-23.0	77.5	7,388	28.0	4,621	15.7	75	0.8	61	14.8	3,392	21.9	2,403	20.0	70.8	4,802	25.1	3,346	-0.6	75	-4.3	45	4.0		
	3	5,463	-28.0	4,399	-30.7	80.5	6,990	25.7	4,706	11.8	77	1.0	61	10.6	3,464	17.4	2,323	11.1	67.1	5,220	31.1	3,370	1.0	75	-0.4	45	1.4		
	4	4,090	-9.3	3,037	-18.4	74.3	6,791	24.6	4,651	0.3	74	-6.1	63	6.8	2,046	-3.9	1,189	-22.0	58.1	5,282	35.6	3,478	4.4	72	-3.0	48	7.8		
	5	5,343	-16.9	4,044	-17.6	75.7	6,806	13.1	4,804	20.2	77	3.9	63	15.7	2,393	-0.3	1,684	-4.8	70.4	5,281	35.5	3,284	-1.8	76	-4.1	44	2.6		
	6	5,716	-10.9	3,948	-24.1	69.1	7,333	22.7	4,853	10.8	75	-2.7	64	13.8	2,768	2.7	1,960	-9.6	70.8	5,277	39.5	3,498	5.7	74	-3.8	47	10.0		
	7	6,409	-10.0	4,747	-16.7	74.1	7,330	17.5	5,305	12.6	75	-1.3	71	14.1	2,533	-22.6	1,730	-30.0	68.3	5,347	31.2	3,558	0.9	76	-0.3	47	1.3		
	8	3,337	1.9	2,189	-13.5	65.6	7,494	30.1	3,965	2.7	74	-0.8	54	3.5	1,076	-31.3	607	-51.9	56.4	5,075	31.9	3,183	-5.4	74	6.3	43	-11.2		
	9	5,202	-19.8	3,426	-32.3	65.9	7,894	28.3	4,481	7.5	77	1.6	58	5.8	3,640	60.0	2,538	45.4	69.7	5,432	47.3	3,563	8.5	77	-2.0	46	10.8		
	10	5,731	-9.1	3,583	-25.8	62.5	8,582	27.0	4,693	8.0	76	1.6	61	6.2	2,648	-14.8	2,069	-4.4	78.1	5,224	28.5	4,318	34.6	77	10.9	56	21.4		
	11	3,868	-43.6	2,476	-51.7	64.0	8,669	32.5	4,684	11.7	74	-2.6	64	14.8	2,332	-4.0	1,374	-23.0	58.9	5,459	35.0	3,532	-0.5	75	-2.7	47	2.2		
	12	8,190	-20.2	4,859	-35.5	59.3	10,763	31.7	4,447	10.9	76	-0.4	58	11.5	2,894	-9.1	2,038	-4.5	70.4	5,769	23.5	3,136	-12.8	63	-15.3	50	2.9		
2008	1	2,320	-19.1	1,223	-42.4	52.7	10,694	38.1	4,210	9.2	73	-1.2	58	10.6	1,492	44.4	860	37.4	57.6	5,824	31.9	3,136	-0.9	68	-4.4	46	3.8		
	2	3,460	-28.0	2,081	-44.1	60.1	10,643	44.1	4,768	3.2	74	-2.2	65	5.5	2,226	-34.4	1,404	-41.6	63.1	5,760	20.0	3,540	5.8	75	-0.3	47	6.0		
	3	4,446	-18.6	2,901	-34.1	65.2	10,825	54.9	5,008	6.4	75	-2.7	67	9.3	2,544	-26.6	1,507	-35.1	59.2	5,975	14.5	3,631	7.7	76	1.6	48	6.0		
	4	2,865	-30.0	1,808	-40.5	63.1	10,527	55.0	5,338	14.8	75	1.7	71	12.8	1,248	-39.0	782	-34.2	62.7	5,538	4.8	3,511	0.9	70	-2.2	50	3.1		
	5	4,389	-17.9	3,118	-22.9	71.0	10,469	53.8	4,825	0.4	76	-1.8	64	2.2	1,791	-25.2	1,008	-40.1	56.3	5,626	6.5	3,672	11.8	77	1.6	48	9.9		
	6	4,002	-30.0	2,588	-34.4	64.7	10,747	46.6	4,638	-4.4	73	-2.9	63	-1.9	2,556	-7.7	1,649	-15.9	64.5	5,887	11.6	3,772	7.8	78	5.2	49	2.5		
	7	3,554	-44.5	1,902	-59.9	53.5	10,885	48.5	5,309	0.1	74	-1.7	72	1.8	1,786	-29.5	1,006	-41.8	56.3	5,898	10.3	3,427	-3.7	72	-5.7	48	2.1		
	8	2,041	-38.8	1,447	-33.9	70.9	10,504	40.2	4,799	21.0	71	-3.4	68	25.4	1,161	-7.9	690	-13.7	59.4	5,731	12.9	3,648	14.6	74	-0.4	49	15.2		
	9	2,427	-53.3	1,458	-57.4	60.1	10,411	31.9	4,467	-0.3	72	-5.9	62	6.0	2,047	-43.8	1,277	-49.7	62.4	5,831	7.3	3,581	0.5	74	-3.2	48	3.9		
	10	4,240	-26.0	2,671	-25.5	63.0	10,842	26.3	4,848	3.3	72	-5.7	67	9.4	2,164	-18.3	1,342	-35.1	62.0	6,034	15.5	3,593	-16.8	78	1.3	46	-17.8		
	11	3,293	-14.9	2,080	-16.0	63.2	11,085	27.9	5,018	7.1	74	0.2	68	6.9	1,716	-26.4	1,009	-26.6	58.8	6,168	13.0	3,488	-1.2	72	-4.3	48	3.2		
	12	6,696	-18.2	4,143	-14.7	61.9	12,427	15.5	4,281	-3.7	72	-5.4	59	1.7	2,013	-30.4	1,195	-41.4	59.4	6,344	10.0	3,014	-3.9	67	6.0	45	-9.3		
2009	1	1,760	-24.1	1,130	-7.6	64.2	11,679	9.2	4,172	-0.9	71	-3.5	59	2.6	1,412	-5.4	708	-17.7	50.1	6,264	7.6	3,335	6.3	76	11.2	44	-4.6		
	2	2,509	-27.5	1,548	-25.6	61.7	9,819	-7.7	4,823	1.2	74	0.2	65	0.9	1,548	-30.5	853	-39.2	55.1	6,022	4.5	3,421	-3.4	74	-1.5	47	-1.9		
	3	2,390	-46.2	1,871	-35.5	78.3	8,846	-18.3	4,747	-5.2	73	-2.2	65	-3.1	2,358	-7.3	1,528	1.4	64.8	5,971	-0.1	3,543	-2.4	75	-1.0	47	-1.5		
	4	2,621	-8.5	1,697	-6.1	64.7	8,791	-16.5	3,953	-25.9	65	-13.3	60	-14.6	1,904	52.6	977	24.9	51.3	6,170	11.4	3,588	2.2	74	5.4	48	-3.0		
	5	3,528	-19.6	2,492	-20.1	70.6	8,333	-20.4	4,550	-5.7	71	-5.5	64	▲0.0	1,411	-21.2	910	-9.7	64.5	5,889	4.7	3,630	-1.1	75	-1.9	48	0.8		
	6	3,080	-23.0	2,161	-16.5	70.2	7,928	-26.2	4,543	-2.0	72	-1.8	63	0.0	1,524	-40.4	920	-44.2	60.4	5,836	-0.9	3,524	-6.6	75	-3.3	47	-3.5		
	7	3,230	-9.1	2,432	27.9	75.3	7,446	-31.6	4,627	-12.8	70	-5.9	67	-7.4	1,247	-30.2	795	-21.0	63.8	5,569	-5.6	3,349	-2.3	73	2.0	46	-4.2		
	8	1,914	-6.2	1,327	-8.3	69.3	7,037	-33.0	4,314	-10.1	71	-0.6	61	-9.6	1,057	-9.0	723	4.8	68.4	5,354	-6.6	3,619	-0.8	77	4.1	47	-4.7		
	9	3,063	26.2	2,263	55.2	73.9	6,840	-34.3	4,527	1.3	73	0.4	62	1.0	1,467	-28.3	893	-30.1	60.9	5,146	-11.7	3,637	1.6	75	0.1	49	1.5		
	10	3,386	-20.1	2,337	-12.5	69.0	6,895	-36.4	4,619	-4.7	70	-3.2	66	-1.5	2,003	-7.4	1,249	-6.9	62.4	5,246	-13.1	3,117	-13.2	68	-12.3	46	-1.1		
	11	3,648	10.8	2,508	20.6	68.8	6,825	-38.4	4,646	-7.4	67	-9.3	69	2.1	2,088	21.7	1,272	26.1	60.9	5,345	-13.3	3,330	-4.5	71	-2.2	47	-2.5		
	12	5,247	-21.6	3,602	-13.1	68.6	7,389	-40.5	4,597	7.4	72	-0.3	64	7.8	1,765	-12.3	1,301	8.9	73.7	5,233	-17.5	2,987	-0.9	60	-9.8	50	9.8		
2010	1	1,586	-9.9	1,115	-1.3	70.3	6,732	-42.4	4,138	-0.8	68	-3.3	61	2.7	1,505	6.6	844	19.2	56.1	5,160	-17.6	3,621	8.6	72	-5.4	50	14.8		
	2	2,777	10.7	1,964	26.9	70.7	6,416	-34.7	4,772	-1.1	70	-4.7	68	3.8	1,439	-7.0	910	6.7	63.2	4,996	-17.0	3,264	-4.6	65	-12.0	50	8.4		
	3	3,685	54.2	3,053	63.2	82.8	6,022	-31.9	5,070	6.8	72	-2.0	71	9.1	1,684	-28.6	1,088	-28.8	64.6	4,878	-18.3	3,091	-12.8	70	-7.5	44	-5.5		
	4	3,214	22.6	2,568	51.3	79.9	5,736	-34.8	4,616	16.8	74	13.2	62	3.3	1,391	-26.9	1,006	3.0	72.3	4,579	-25.8	3,628	1.1	76	1.8	48	-0.8		
	5	3,779	7.1	2,908	16.7	77.0	5,671	-31.9	4,663	2.5	70	-1.5	66	▲3.8	1,763	24.9	1,340	47.3	76.0	4,232	-28.1	3,551	-2.2	76	0.4	47	-2.5		

来源：Land Institute of Japan、中泰证券研究所

2007年全球金融危机——量在价先的案例：日本

日本首都都市圈和大阪都市圈二手房成交量底部分别出现在2008年Q4附近，同期新房成交均价底部出现在2009年Q2附近，大约滞后2季度。

图：日本首都都市圈和大阪都市圈二手房成交情况 (2007-2009)

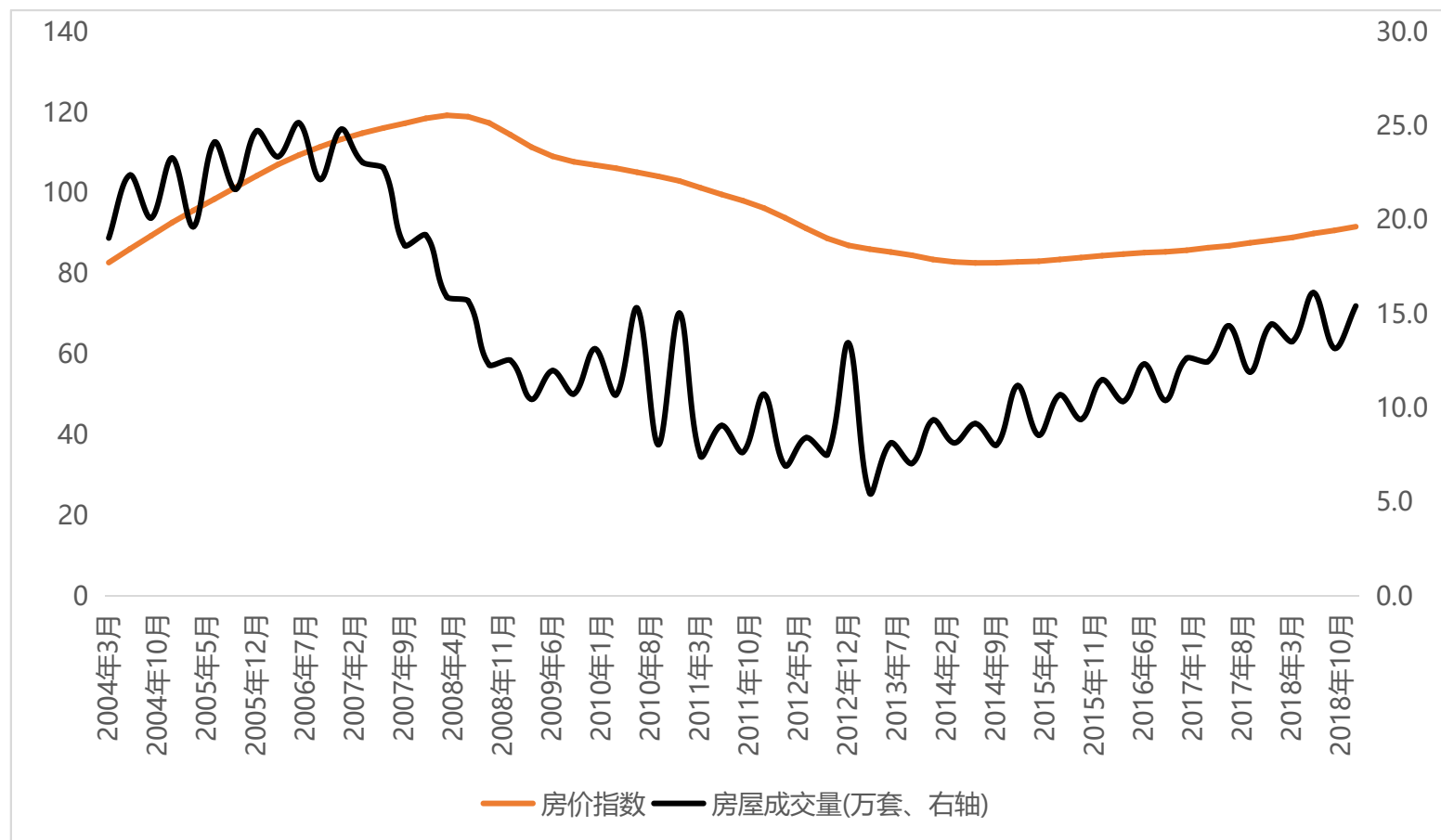
中古マンション Existing Condominium												近畿圏・中古マンション Existing Condominium Sales in Osaka Metropolitan Area											
首都圏・中古マンション Existing Condominium Sales in Tokyo Metropolitan Area												近畿圏・中古マンション Existing Condominium Sales in Osaka Metropolitan Area											
新規登録件数		成約件数		平均価格		平均㎡単価		新規登録件数		成約件数		平均価格		平均㎡単価									
件数	前年比%	件数	前年比%	万円	前年比%	万円	前年比%	件数	前年比%	件数	前年比%	万円	前年比%	万円	前年比%								
put on the market		condo units sold		average price		average price per sq. meter		put on the market		condo units sold		average price		average price per sq. meter									
# of dwelling units	y-on-y change %	# of dwelling units	y-on-y change %	10 thousand yen	y-on-y change %	10 thousand yen	y-on-y change %	# of dwelling units	y-on-y change %	# of dwelling units	y-on-y change %	10 thousand yen	y-on-y change %	10 thousand yen	y-on-y change %								
2007	1	10,443	6.6	2,139	5.5	2,403	12.1	37.0	12.3	3,260	1.1	753	13.6	1,644	8.8	23.9	9.1						
	2	11,739	17.8	2,784	4	2,383	8	36.9	7.8	3,125	-0.6	1,156	14.7	1,695	10.5	24.6	10.8						
	3	12,226	16.9	2,980	5	2,433	11	37.7	11.6	3,387	5.6	1,228	4.3	1,651	6	23.7	5.8						
	4	11,226	9.2	2,443	-11.3	2,402	8.4	38.1	10.5	3,022	-0.1	1,066	3.7	1,679	11	24.0	8.1						
	5	10,984	14.9	2,171	-12.7	2,374	6.7	36.9	6.6	3,035	-3.7	821	-14.7	1,661	5.1	24.1	5.2						
	6	12,017	23.3	2,423	3.1	2,454	11.6	38.5	13	3,246	0.2	1,003	8	1,718	7.2	24.9	9.2						
	7	12,668	24.6	2,415	0.3	2,487	10.8	39.1	12	3,227	2.7	994	6.2	1,638	-0.1	23.8	5.3						
	8	10,546	24.2	1,843	-11.7	2,474	9.9	39.0	11.2	2,807	-0.9	830	3.9	1,632	3.4	24.1	5.7						
	9	12,907	28.1	2,403	-6.9	2,577	14.6	40.1	15.5	3,455	-0.8	950	-0.8	1,699	4.2	24.7	4.7						
	10	13,983	31.9	2,577	-4	2,555	12.4	39.5	12.5	3,533	5.3	1,110	11.3	1,736	7.3	24.7	5.6						
	11	13,624	35.1	2,392	-3	2,631	13.3	40.5	13.3	3,491	9.7	924	-5.6	1,742	6.7	24.8	6.4						
	12	11,718	29.4	2,216	-3.3	2,608	13	40.6	11.5	2,960	8.1	911	2	1,804	7.3	25.9	8.4						
2008	1	13,687	31.1	2,113	-1.2	2,670	11.1	41.1	11.4	3,832	10.5	796	5.7	1,744	6.1	25.1	5						
	2	15,127	28.9	2,809	0.9	2,640	10.8	40.5	9.7	4,001	5.9	1,194	3.3	1,768	4.3	25.3	2.8						
	3	15,350	25.6	3,116	4.6	2,618	7.6	40.0	6.1	4,020	8.8	1,322	7.7	1,793	8.6	25.5	7.6						
	4	14,363	27.9	2,420	-0.9	2,661	10.8	41.0	7.7	3,728	11.4	1,081	1.4	1,731	3.1	25.1	4.6						
	5	13,643	24.2	2,447	12.7	2,669	12.4	40.7	10.2	3,750	12.7	990	20.6	1,795	8.1	25.5	5.8						
	6	13,859	15.3	2,633	8.7	2,643	7.7	40.5	5	3,676	17.2	1,143	14	1,712	-0.3	24.8	-0.4						
	7	14,027	10.7	2,549	5.5	2,583	3.9	39.8	1.6	3,944	11.4	1,040	4.6	1,709	4.3	24.6	3.4						
	8	11,834	12.2	1,847	0.2	2,571	3.9	39.4	0.8	3,577	15.4	827	-0.4	1,696	3.9	24.6	2.1						
	9	13,936	8	2,514	4.6	2,597	0.8	39.1	-2.6	4,167	19.9	1,042	9.7	1,682	-1	24.4	-1.2						
	10	14,694	5.1	2,280	-11.5	2,523	-1.2	38.6	-2.3	4,222	12.5	979	-11.8	1,710	-1.5	24.6	-0.4						
	11	13,838	1.6	2,145	-10.3	2,503	-4.9	38.6	-4.6	4,037	18	928	0.4	1,656	-4.9	24.1	-2.8						
	12	11,737	0.2	2,018	-8.9	2,520	-3.4	38.8	-4.5	3,387	21	858	-5.8	1,693	-6.2	24.1	-6.9						
2009	1	13,742	0.4	2,070	-2	2,480	-7.1	37.8	-8.1	4,208	17.5	665	-16.5	1,678	-3.8	23.9	-4.8						
	2	13,179	-12.9	2,803	-0.2	2,530	-4.2	37.8	-6.5	4,277	28	1,232	3.2	1,709	-3.3	24.4	-3.6						
	3	14,000	-8.8	3,309	6.2	2,501	-4.5	37.6	-6	4,343	18.7	1,320	-0.2	1,691	-5.7	24.0	-5.9						
	4	12,703	-11.6	2,587	6.9	2,458	-7.6	37.2	-9.3	3,488	23.4	1,063	-1.7	1,654	-4.4	24.0	-4.4						
	5	11,893	-12.8	2,663	8.8	2,495	-6.5	37.6	-7.7	3,842	23.6	1,053	6.4	1,701	-5.2	24.2	-5.1						
	6	12,681	-8.5	2,841	7.9	2,481	-6.1	38.0	-6.1	3,725	13.2	1,132	-1	1,655	-3.3	23.6	-4.8						
	7	12,610	-10.1	2,601	2	2,494	-3.4	37.6	-5.5	3,565	22.2	1,009	-3	1,665	-2.6	23.5	-4.5						
	8	10,835	-8.4	2,191	18.6	2,540	-1.2	38.5	-2.3	3,333	27.4	870	5.2	1,645	-3	23.8	-3.3						
	9	11,714	-15.9	2,696	7.2	2,469	-4.9	37.7	-3.5	3,801	20.6	1,088	4.4	1,644	-2.3	23.7	-2.9						
	10	12,870	-12.4	2,823	23.8	2,487	-1.4	37.8	-2	3,761	19.5	1,149	17.4	1,674	-2.1	23.9	-2.8						
	11	12,112	-12.5	2,644	23.3	2,457	-1.9	37.4	-3.1	3,581	15.6	1,101	18.6	1,713	3.4	24.3	0.8						
	12	10,377	-11.6	2,182	8.1	2,508	-0.5	38.5	-0.9	3,183	14.4	1,083	26.2	1,650	-2.5	23.5	-2.5						
2010	1	11,851	-13.8	2,303	11.3	2,533	2.1	38.6	2	3,660	9.8	812	22.1	1,687	0.5	24.3	1.7						
	2	12,652	-4	2,898	3.4	2,545	0.6	38.6	2	3,882	6.9	1,226	-0.5	1,718	0.5	24.5	0.4						
	3	13,907	-0.7	3,124	-5.6	2,540	1.6	38.7	2.9	3,903	8	1,369	3.7	1,754	3.7	24.9	3.8						

来源：Land Institute of Japan、中泰证券研究所

2007年全球金融危机——量在价先的案例：西班牙

西班牙在经历2007年金融危机后，房地产成交量的底部出现在2013年Q1，房价指数的底部出现在2014年Q2。

图：西班牙房地产成交和房价指数情况

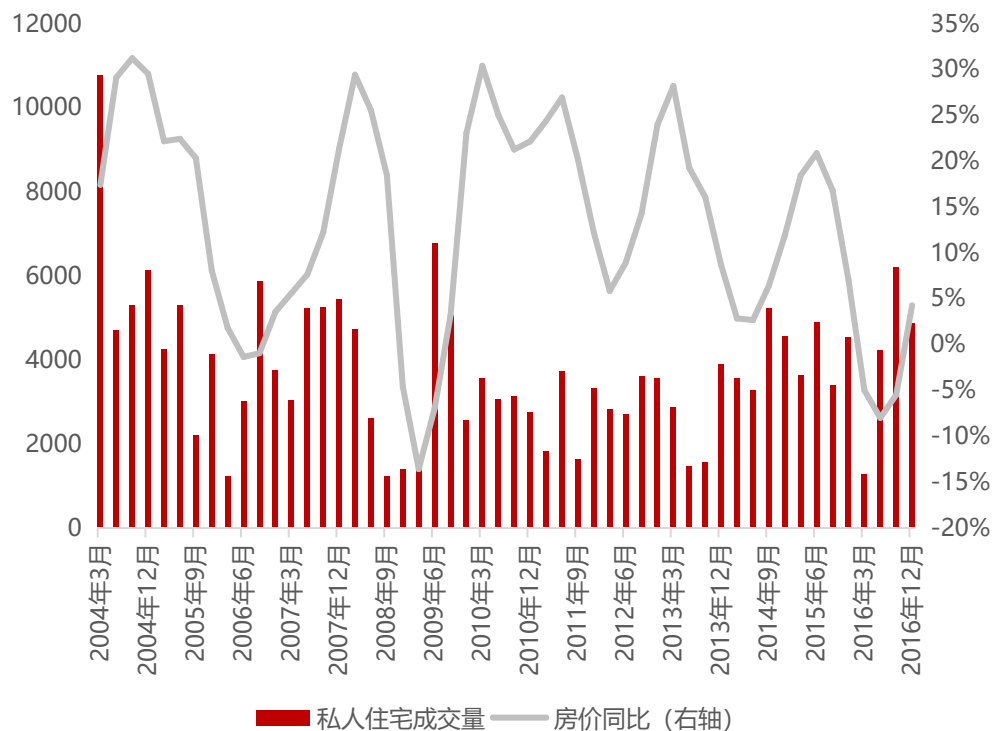


2007年全球金融危机——中国香港与新加坡对比

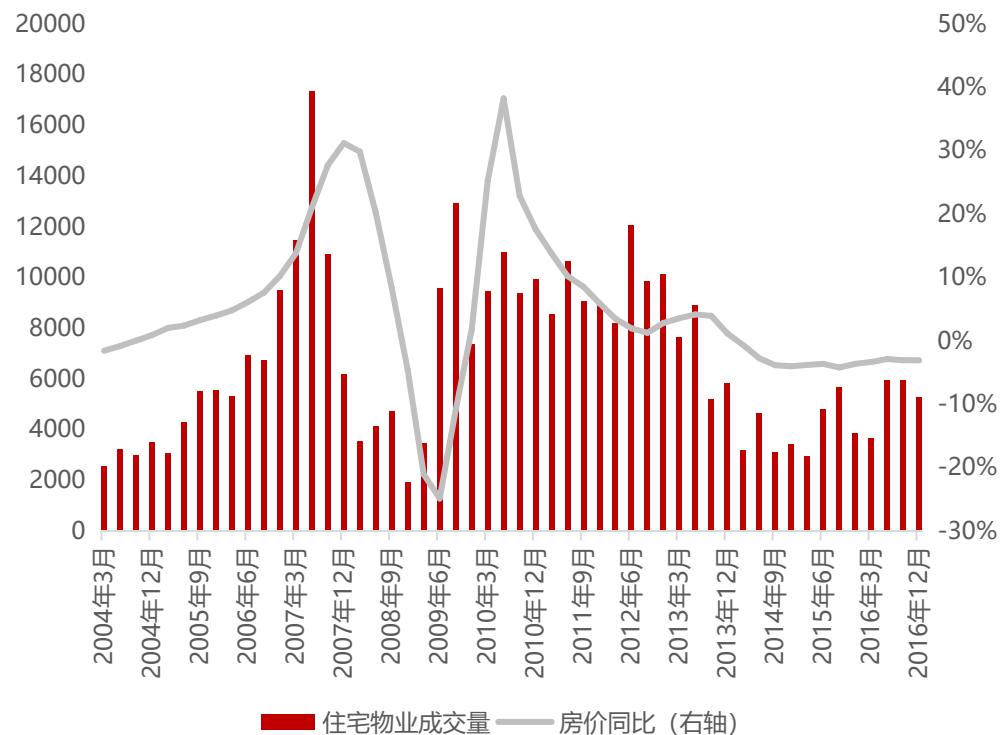
中国香港：在美国次贷危机影响后，中国香港房价从2009年Q3开始同比转正，销量在2009年Q2放量，但随后多个季度下行，且从全年累计数据看，2010-2013年中国香港楼市成交量未见明显改善。

新加坡：次贷危机前，销量在2007年Q2见顶，而房价直到2008年Q4才同比转负；待恢复期时，销量在2008年Q4触底随后进入持续修复通道，而房价同比转正则要到2009年Q4。

图：中国香港房地产成交（套）和房价指数情况



图：新加坡房地产成交（套）和房价指数情况

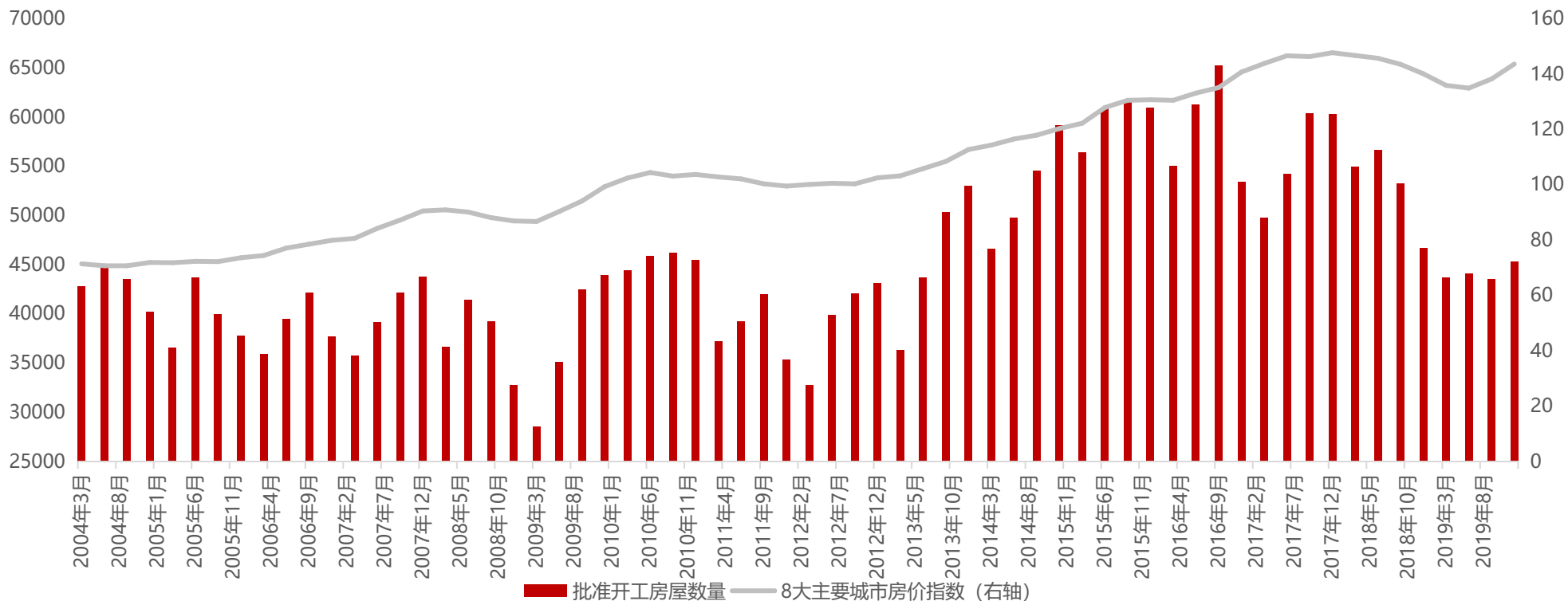


2007年全球金融危机——量价同步案例：澳大利亚

澳大利亚：考虑到数据缺失，我们使用房屋批准开工数量取代成交量，从先前的案例中可知房屋新开工数量的趋势变化通常会略微领先新房成交量，但滞后于二手房成交量的变化。

次贷危机时期，澳大利亚房屋批准开工数量的变化基本和房价变化保持同步。

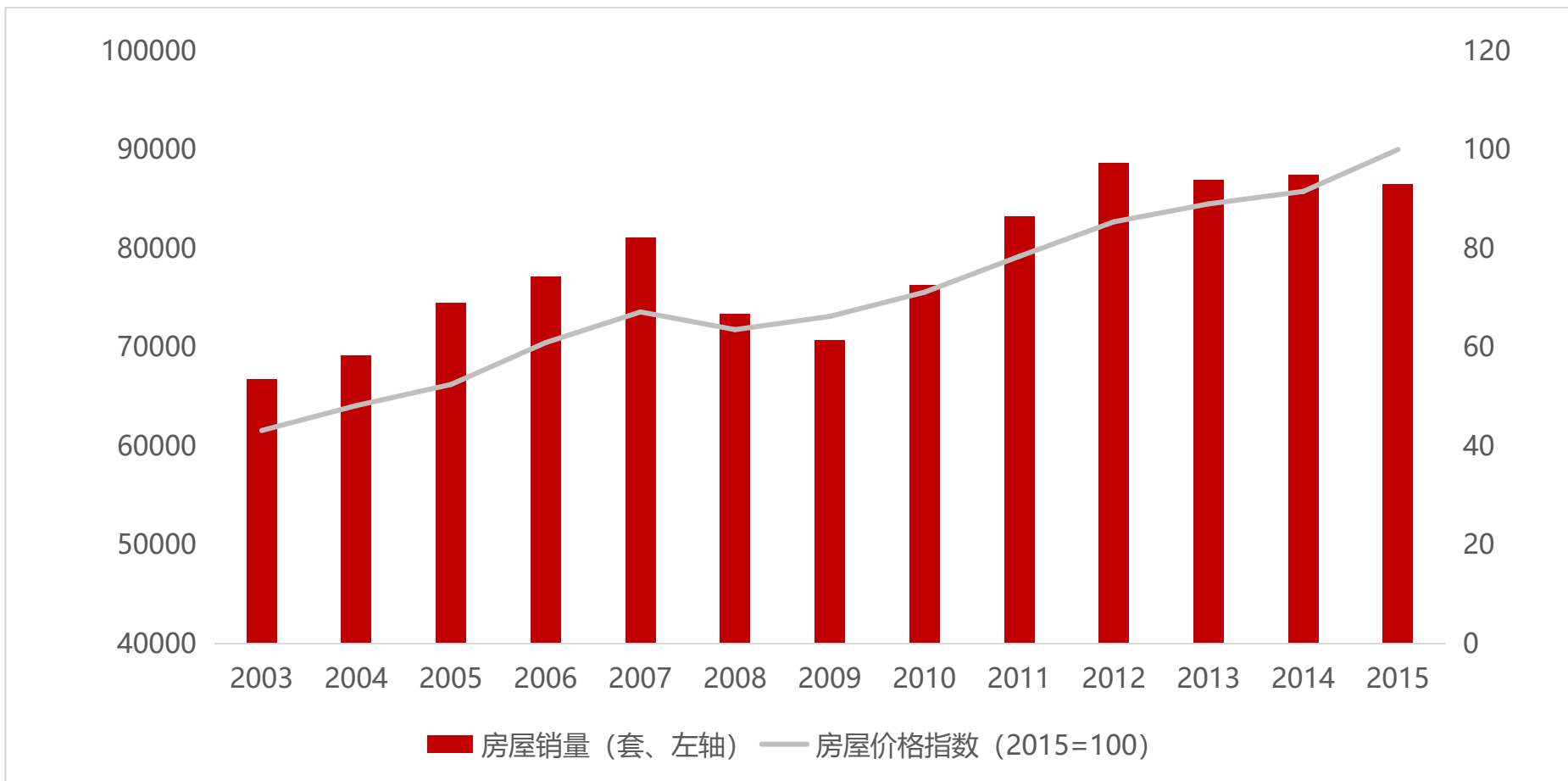
图：澳大利亚房地产批准开工数量(套)和房价指数情况



2007年全球金融危机——价在量先案例：挪威

挪威：挪威房价指数在2008年触底，随后稳定上升；成交量在2009触底后进入反弹期。

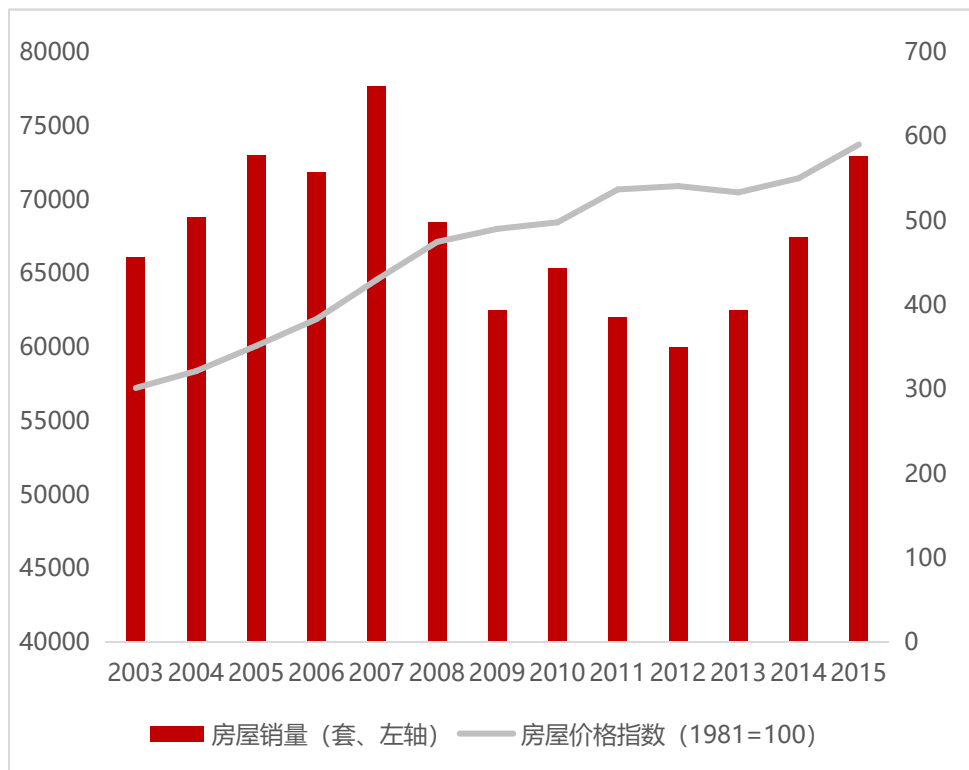
图：挪威房地产销量和房价指数情况



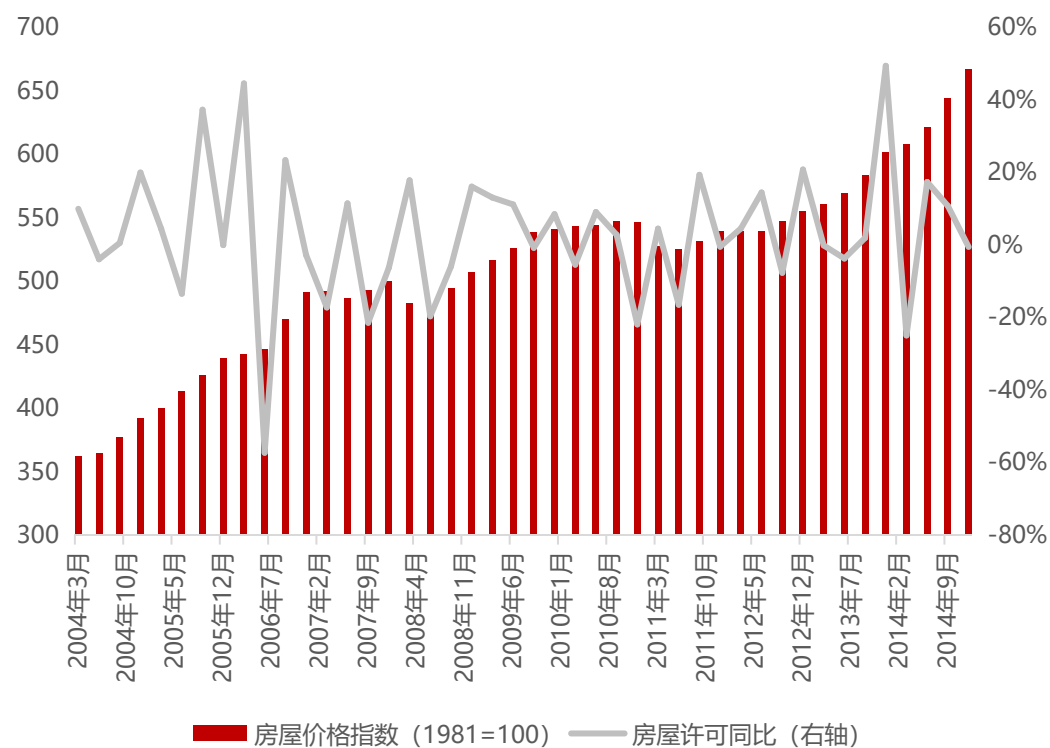
2007年全球金融危机——价在量先案例：瑞典

瑞典：从年度数据看，瑞典房地产销量自2007年高点以来持续回落，其中2010年有短暂的修复，但直到2012年销量才见底；从价格端看，似乎未有明显的下行趋势；但从季度房价看，瑞典房地产市场从2007年末到2008年中期这一段时间经历了短暂的房价下行。

图：瑞典房地产销量和房价指数情况



图：瑞典房地产颁发许可证套数同比和房价指数情况



房地产周期中的量价规律总结

房地产下行周期开始时，销量的下行往往先于价格：以2007年全球金融危机为例，大多数样本国家房地产销量高点发生年份早于价格发生年份，也就是说在一个房地产行业下行期趋势确立后，房价开始系统性下跌前，销量的下行通常先于价格开始下行。

房地产行业开启底部反弹时，量价均有领先的案例：同样参考2007年全球金融危机时期样本国家的表现：主要发生较为典型泡沫的经济体如美国、日本、西班牙、爱尔兰等国呈现出量在价先的结果，澳大利亚量和价基本保持同步，北欧的挪威、瑞典房地产市场价在量先。



2

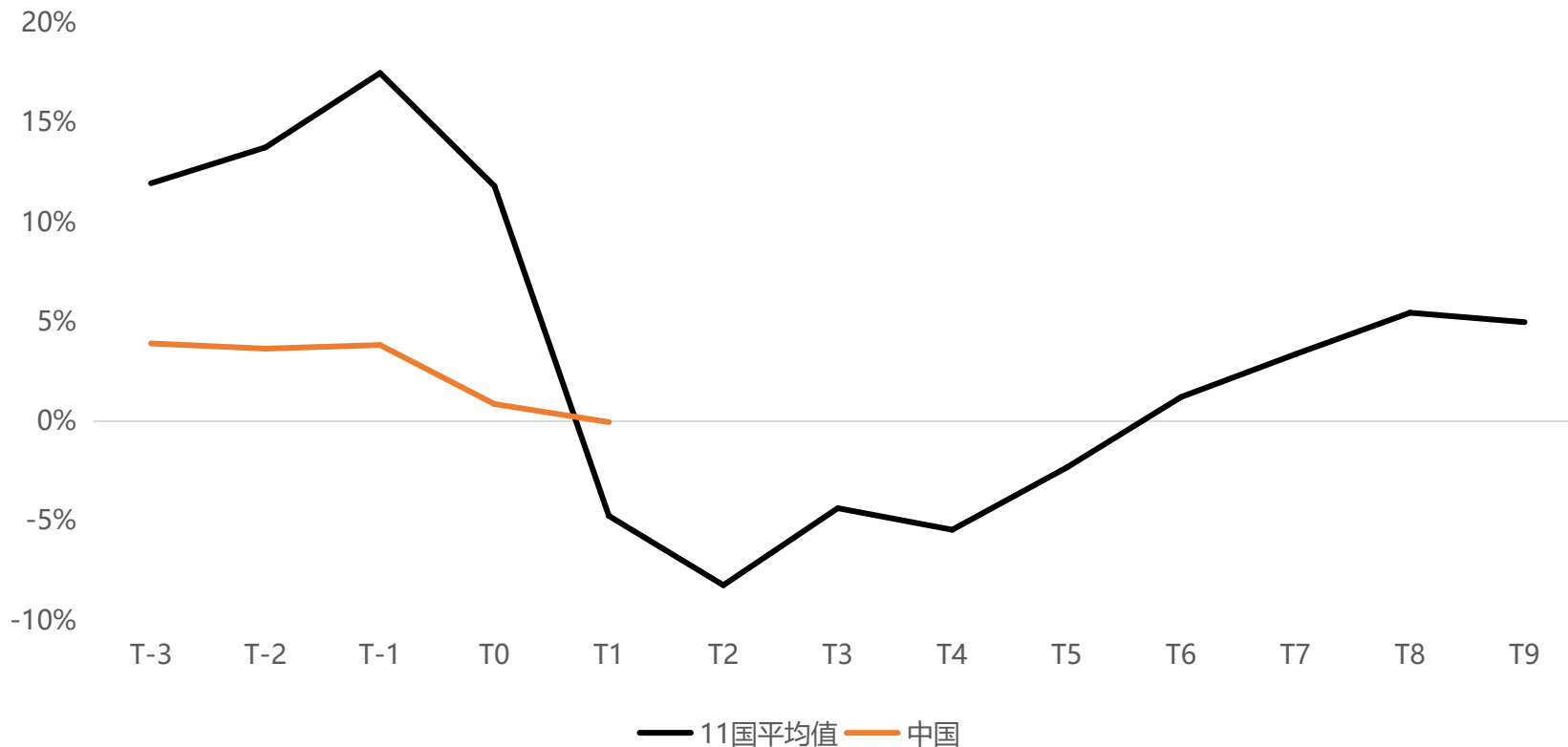
宏观指标在房地产下行周期中的表现

宏观指标

房价大约需5年止跌企稳

以样本国家为例，我们发现房价在房地产行业下行周期开始的第二年降幅最大，随后降幅收窄，然后在第5年左右房价企稳，随后步入稳定的修复期。

图：样本11国与中国房地产下行周期中的房价同比表现情况

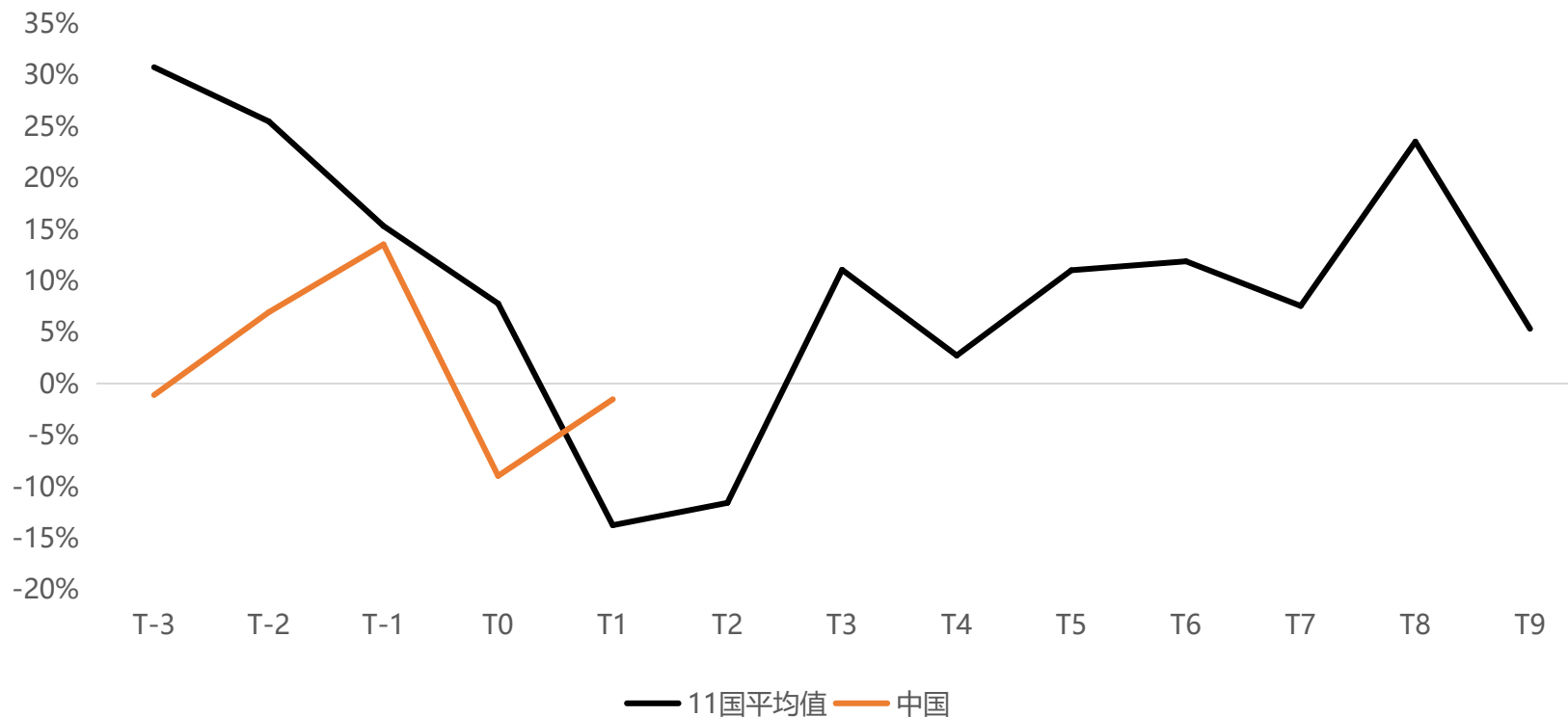


来源：OECD、CEIC、中泰证券研究所 注：1. 11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年；2. 房价指数选取口径：12个国家均来自OECD季调数据，其中中国采用OECD统计的国内百城房价数据，其余11个OECD成员国采用该国全国的新房及二手房数据，与OECD Residential Property Price Indices (RPPIs)口径相同。

股市有2年左右的低谷期

以样本国家为例，我们发现在房地产行业下行周期开始前3年股市表现较好，但呈现收益递减趋势；房地产行业下行开始后的2年股票市场表现基本在-15%左右，进入第三年后股票市场开始修复，往后虽有波动但均录得正向收益。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的股市表现情况

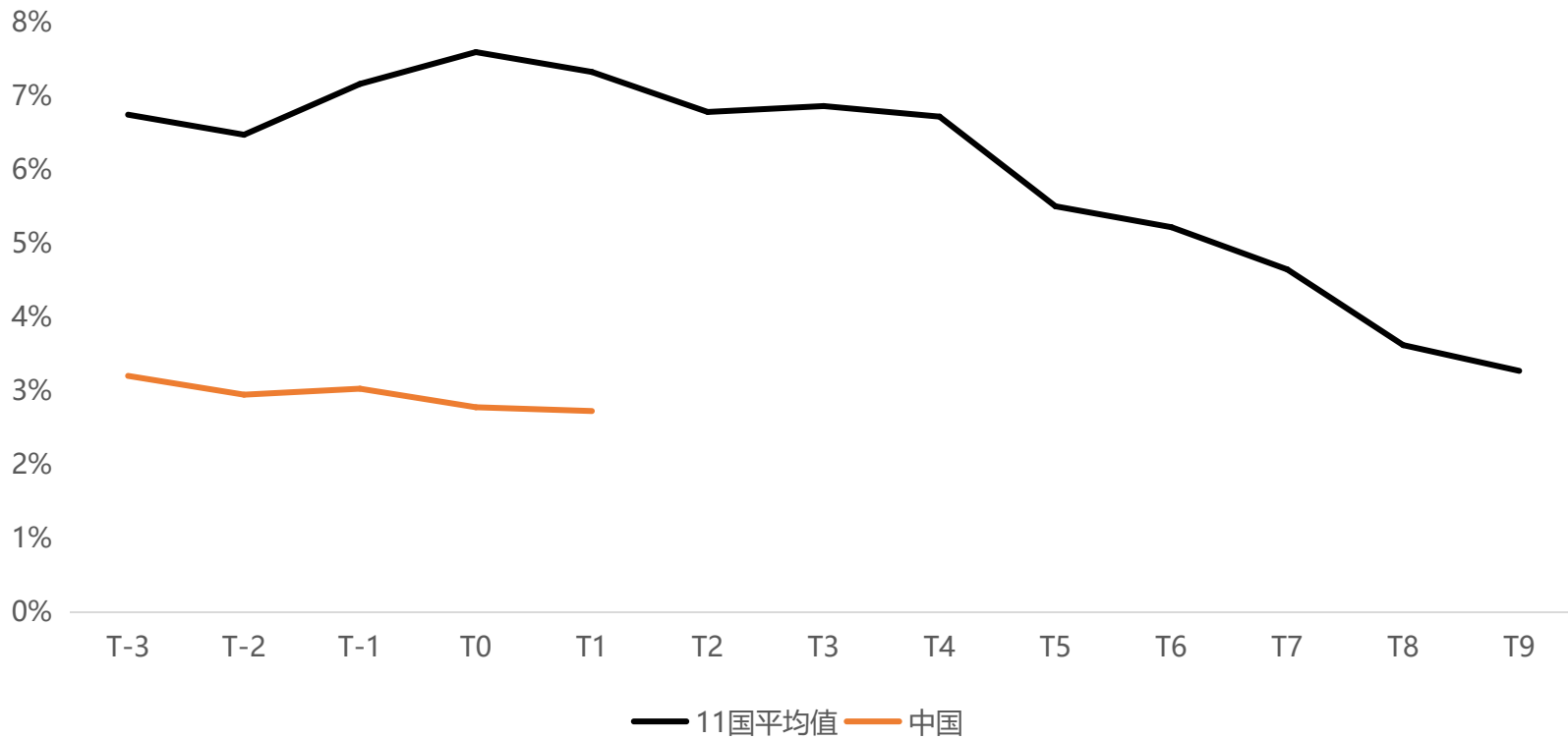


来源：OECD、CEIC、中泰证券研究所 注：1. 11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后后第一年；2. 各国股指统计口径：各国主要股指表现来自各国证券交易所综指，交易所陈列在括号内，中国（SSE）、丹麦（CSE）、芬兰（HEX）、爱尔兰（ISEQ）、日本（TOPIX）、荷兰（AEX）、挪威（TOTX）、波兰（WIG）、韩国（KOSPI）、西班牙（IGBM）、英国（FTSE-100）、美国（NYSE）。

长端利率持续下行

样本国家在T-3年至T0这4年间整体10年期国债利率保持小幅上行的趋势，但随着房地产行业下行周期启动，从T0年开始长端利率进入长期下行区间；从幅度看，11个样本国家在T0年长期政府债券的平均利率在7.60%左右，而到T7时降至4.65%，整体下行了近300个BP。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的债市表现情况

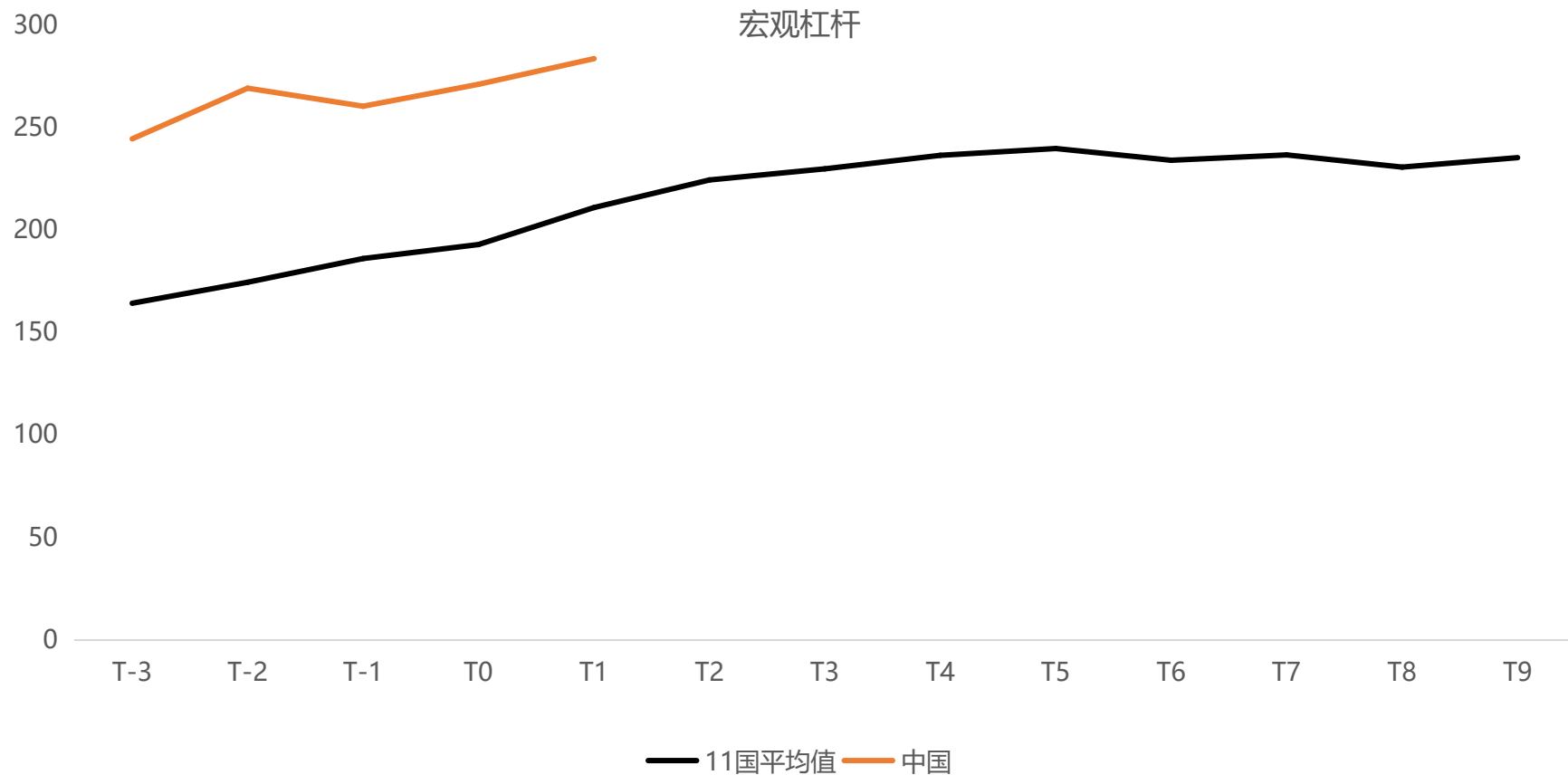


来源：OECD、CEIC、中泰证券研究所 注：1. 11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年；2. 各国利率口径为各国政府10年期国债利率。

宏观杠杆率持续提升

样本国家的宏观杠杆率在整个房地产行业下行周期开始后保持稳定的上升。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的宏观杠杆率（%）情况

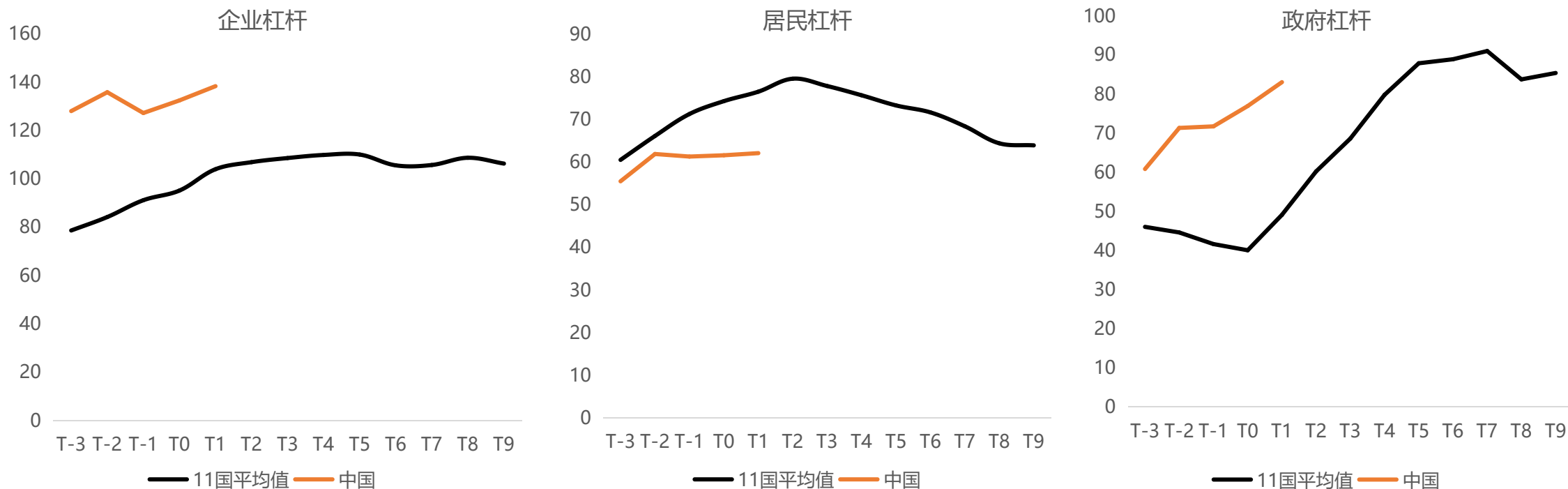


来源：中国人民银行、国际清算银行、WIND、中泰证券研究所 注：1. 11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年；2. 宏观杠杆率=非金融企业部门杠杆率+政府部门杠杆率+居民部门杠杆率，非金融企业部门杠杆率=非金融企业总负债/GDP，政府部门杠杆率=政府部门总负债/GDP，居民部门杠杆率=住户总负债/GDP。

居民端减杠杆，企业政府端加杠杆

将宏观杠杆率拆分到三个部门看，企业杠杆在小幅稳定上升；居民杠杆在T0年前保持上行，T0年后开始进入下行通道；政府杠杆在T0年后快速提升，基本持续到T5年才减缓政府加杠杆的趋势。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的企业、居民、政府部门杠杆率（%）情况

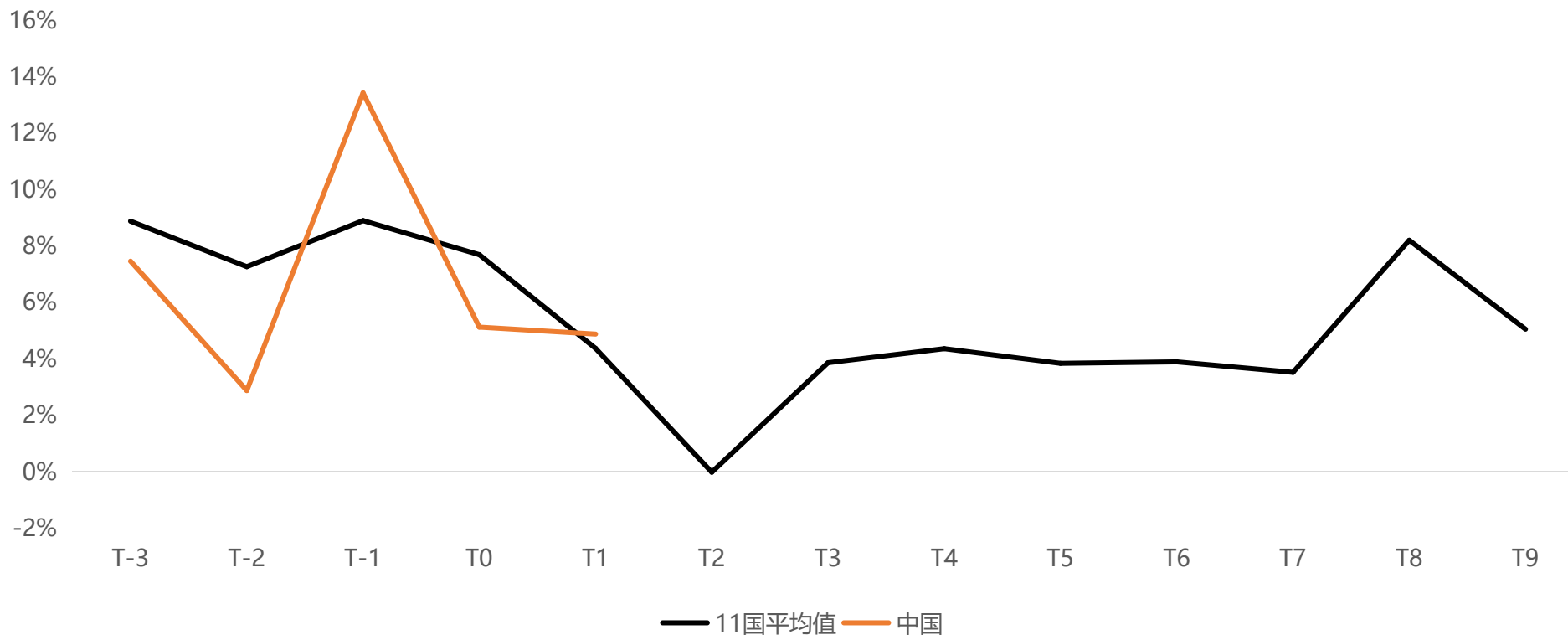


来源：中国人民银行、国际清算银行、WIND、中泰证券研究所 注：1. 11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年；2. 宏观杠杆率=非金融企业部门杠杆率+政府部门杠杆率+居民部门杠杆率，非金融企业部门杠杆率=非金融企业总负债/GDP，政府部门杠杆率=政府部门总负债/GDP，居民部门杠杆率=住户总负债/GDP。

GDP增速在房地产行业开始下行2年后触底

从经济增长方面看，样本国家在T-3至T0期间维持了较高的GDP增速，在T0后快速下行，T2触及底部，T3年快速修复，随后T4-T7年进入了一个稳定低速的增长阶段。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的名义GDP增速情况

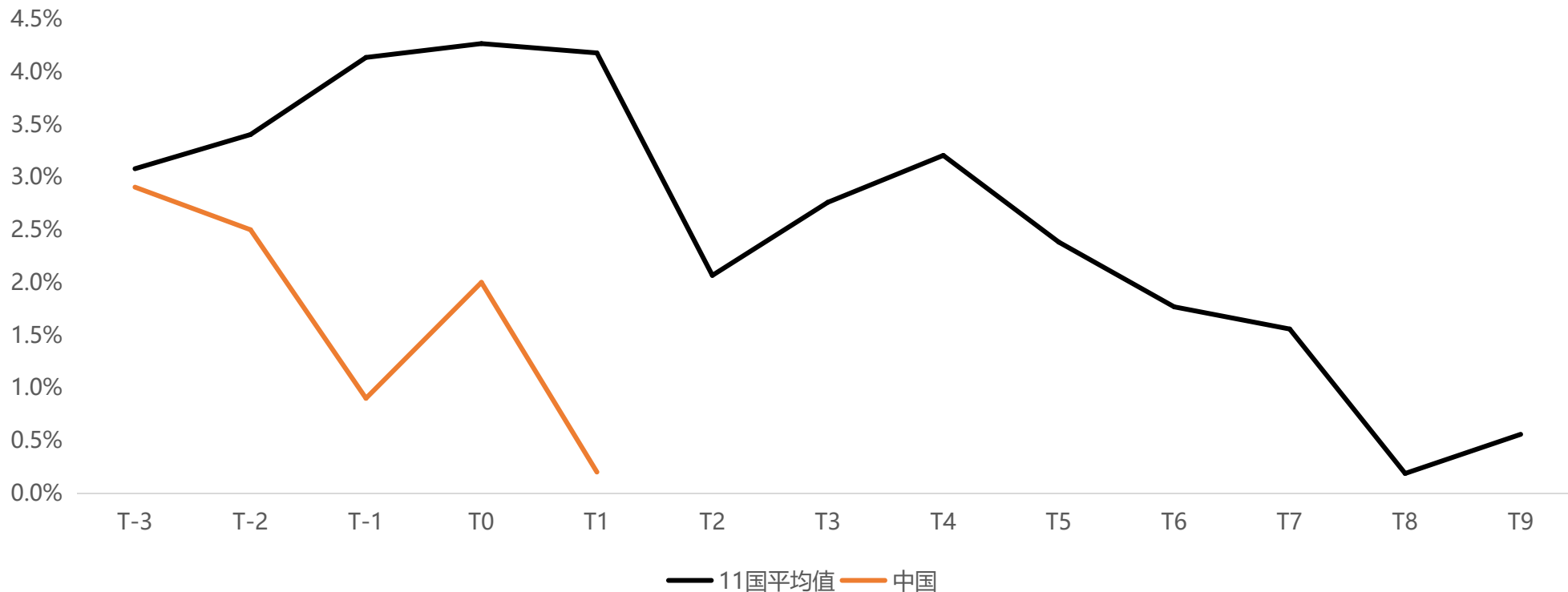


来源：CEIC、中泰证券研究所 注：11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年。

通胀率进入长期下行区间

从通胀率看，样本国家CPI在T0年后开启下行通道，从前文长端利率部分可知即便样本国家持续降息，但由于整体经济的不活跃，通胀率并没有得到提升，反而进入一个较为长期的下行区间。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的通货膨胀率情况

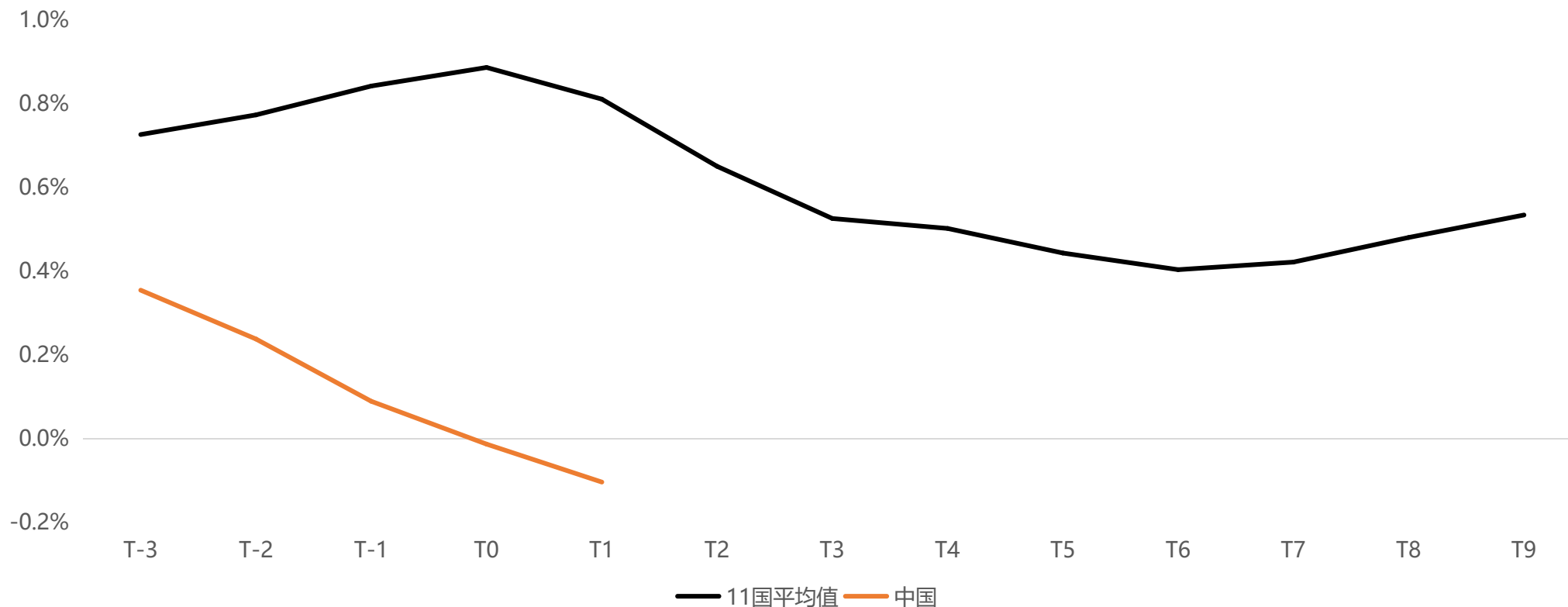


来源：CEIC、中泰证券研究所 注：11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年。

人口增速在T0年到达阶段性顶峰

样本国家的人口增长率在T-3年到T0年的4年间保持稳定的提升，随着房地产行业下行周期的开始，样本国家人口增速进入漫长下行期，直到大约7年后人口增长率实现企稳回升。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的人口增长率情况

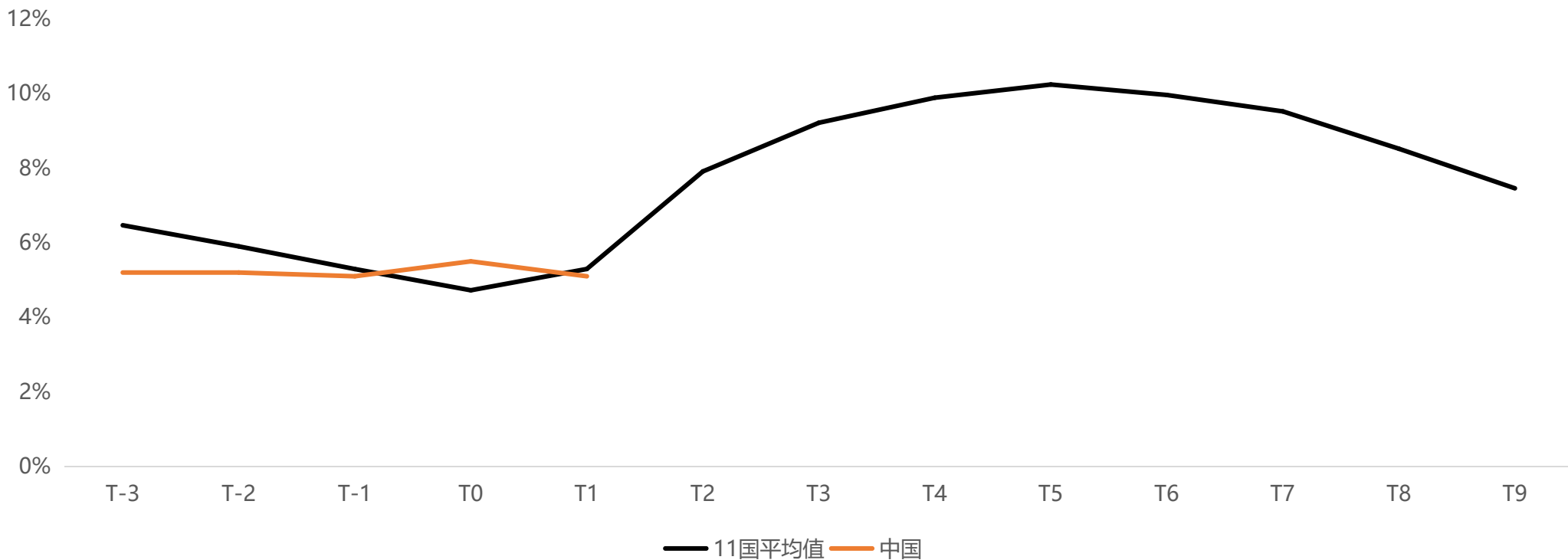


来源：CEIC、中泰证券研究所 注：11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年。

失业率在T5年后达到高峰

样本国家的失业率呈现出滞后的表现，在T-3年到T0年间失业率持续下行，随着房地产行业下行周期开始，失业率在T1年有小幅上行，T2年大幅上行，T3年和T4年依旧保持上升态势，直至T5年触及阶段性失业率高点，随着持续的降息与经济的复苏，失业率也终于在T6年实现了拐点下行。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的失业率情况

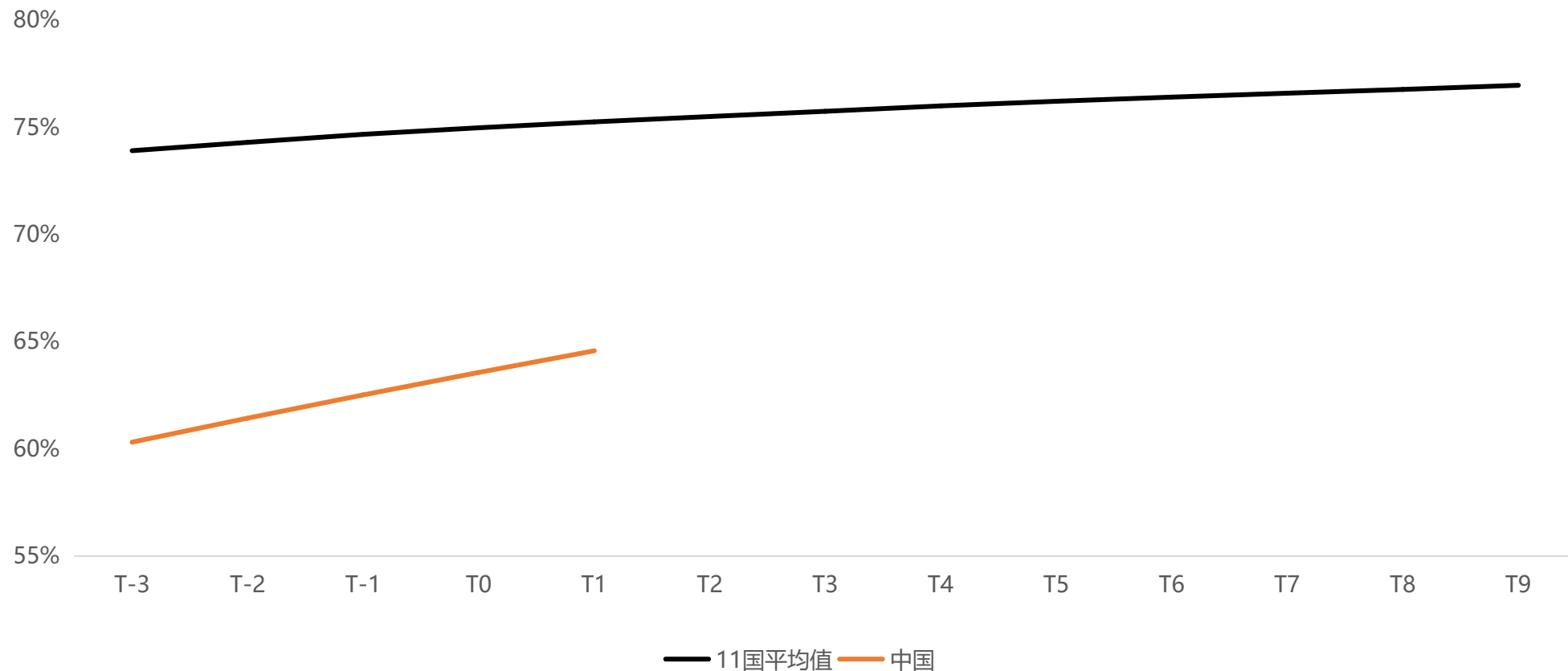


来源：CEIC、中泰证券研究所 注：11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年。

城镇化率稳步提升

样本国家的城镇化率虽然增速慢，但依旧保持稳健的提升，未出现任何逆城市化现象。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的城镇化率情况

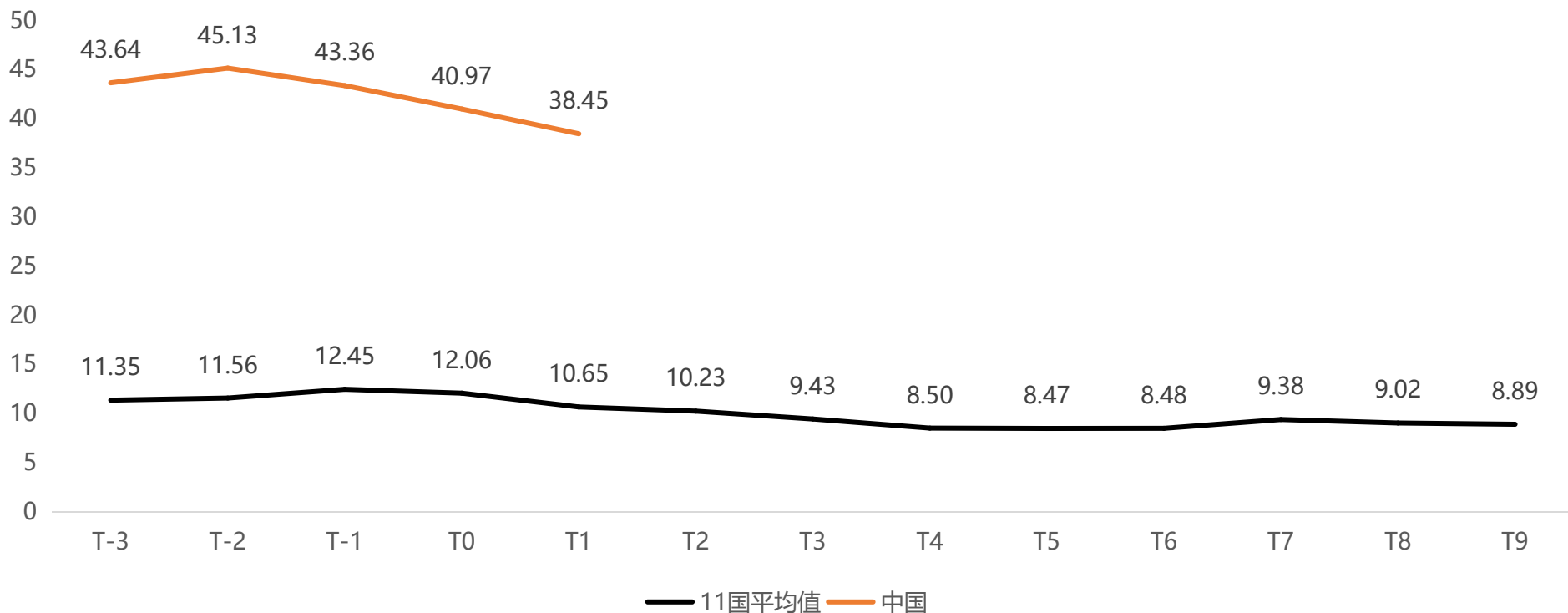


来源：CEIC、中泰证券研究所 注：11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年。

房价收入比缓慢下行

样本国家的房价收入比在T-1年达到峰值，随后房地产行业下行，房价下跌带来房价收入比的下行，这一趋势持续时间较长，我们看到直到T5年后才企稳，随后进入新一轮复苏周期，随着房价回稳，房价收入比指标也开始小幅回暖。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的房价收入比(房价/居民人均收入)情况

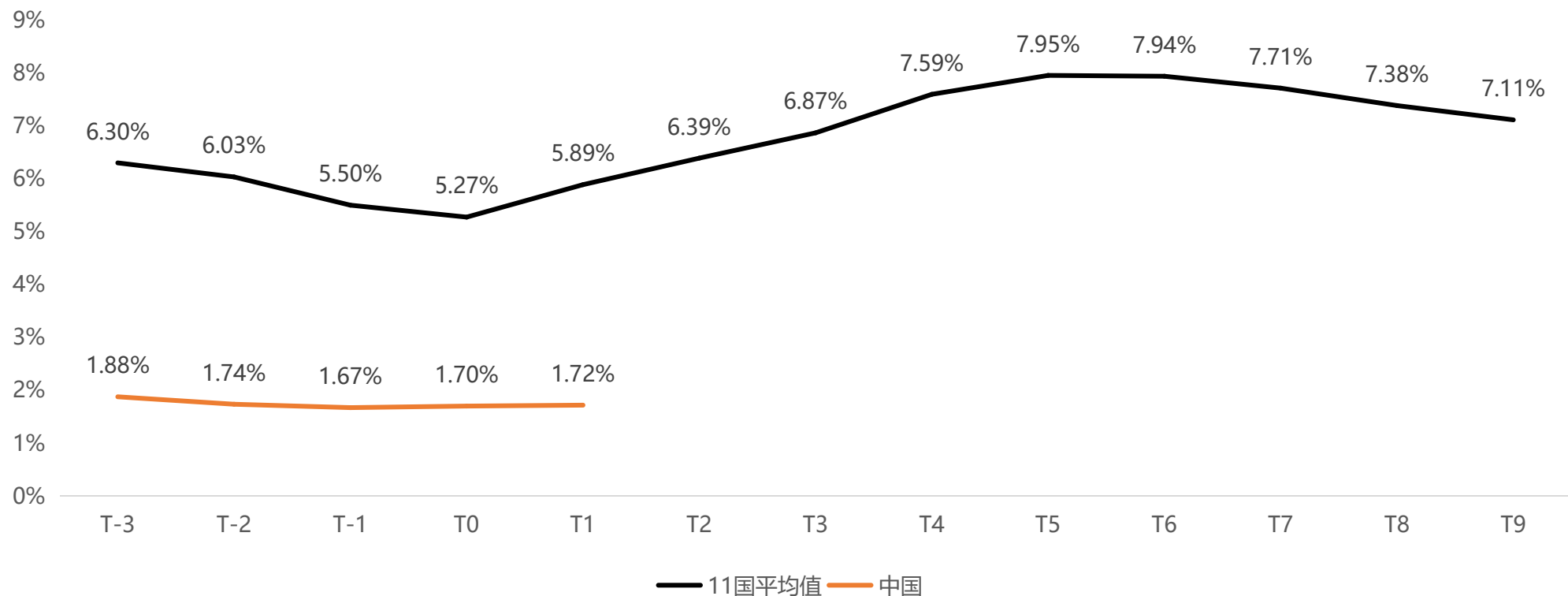


来源：国家统计局、世界银行、中指研究院、Global Property Guide、Wind、中泰证券研究所 注：1. 11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年；2. 中国房价取自中指院34个一二线城市房价，对应城市居民收入取自国家统计局；OECD11个国家近期房价取自Global Property Guide网站，历史数据取自CEIC从各国统计局计算的房价指数折算；居民收入来自世界银行。

租售比在行业下行期持续提升，随着复苏期到来下降

租售比这一指标同样很好的反映了房价变化，样本国家在T-3年至T0年这4年间租售比随着房价快速上升稳定下降，在T0时为5.27%；T0年后因分母端的房价下行，租售比持续提升至T5年的7.95%，而后随着房价企稳，租售比开始稳定并因房价的复苏而缓慢下行。

图：样本11国与中国房地产下行周期下的租售比（租金收益率）情况



来源：国家统计局、世界银行、中指研究院、Global Property Guide、CEIC、中泰证券研究所 注：1. 11个样本国家及T0年份选取分别为：中国（2022）、丹麦（2007）、波兰（2007）、爱尔兰（2007）、荷兰（1978）、芬兰（1989）、挪威（1988）、日本（1991）、韩国（1991）、西班牙（2007）、英国（2007）、美国（2007）；T0为各国房地产下行周期开始的初始年份，T-1为前一年，T+1为后一年；2. 中国房价和租金取自中指院34个一二线城市平均房价和租金；OECD11个国家近期房价和租金取自Global Property Guide网站，历史数据取自CEIC从各国统计局计算的房价和租金指数折算。

总结

房地产周期中往往量先于价：结合本文第一部分，大体上可以观察到二手房成交量-新开工成交量/建筑许可数量-新房成交量-房价的这样一个传导顺序；从周期节点看，这个规律在泡沫顶点时较为适用，而底部反弹时，通常成交量和价格底部出现时间较为接近，不过往往也是成交量略微领先，一些例外情况如瑞典、挪威从其房地产业发展结构看，似乎难以被定义为泡沫。

一个典型的房地产行业下行对宏观经济的影响案例：以样本11国为例，GDP增速在房地产行业开始下行2年后触底，通胀率进入长期下行区间，人口增速在T0时到达阶段性顶峰，失业率在房地产行业下行5-6年后达到高峰，城镇化率稳步提升，居民端减杠杆，企业政府端加杠杆，股市有2年左右的低谷期，长端利率持续下行，房价大约5年止跌企稳，房价收入比缓慢下行，租售比在房地产行业下行后持续提升，随着新一轮周期到来而下降。

风险提示：海外经验可能无法简单适用于国内，政策之间可能存在不可比因素，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。