

西方发达国家住房价格周期形成的原因及其影响

◎葛奇

摘要: 2008年国际金融危机爆发以来,西方金融理论界更加关注住房市场、经济、金融市场之间的联系。本文系统总结回顾了西方发达国家住房价格周期相关理论,探讨了住房价格估值过高的原因,分析了杠杆周期和推断式预期内生变量及经济基本面变化对住房估值价格的影响,对比了英美日德澳等经济体住房价格周期的变化,并以美国次贷危机等为案例,探讨住房价格估值过高对实体经济和金融体系的影响,总结了应对住房周期相关的政策选择问题。

关键词: 住房价格周期;金融稳定;金融市场

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

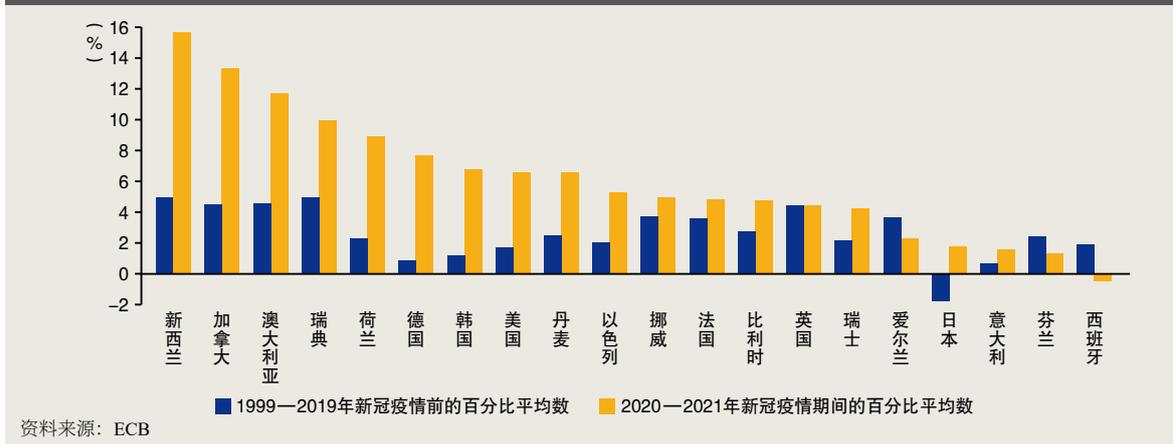
由信贷推动的住房市场的繁荣可以对金融稳定造成风险,这主要是因为住房市场与经济 and 金融市场之间存在的直接和间接的联系。历史上住房不动产的兴衰经常与严重的经济衰退和金融危机相联系,尤其是当住房市场的繁荣是由债务推动的情况下。2008年国际金融危机前,美国的不动产泡沫就

是发生在近期的最典型例子。繁荣时期的房价上升和信贷迅速增长可以导致被高估的住房价格在稍后阶段被修正,并通过不同的渠道对经济和金融系统产生影响。住房价格的大幅下跌通过财富效应或消费者信心影响到家庭开支,高额的家庭债务可以进一步促使消费的下降,当债务被证明不可持续时还可导致贷款违约。如果住房市场繁荣还伴随着房屋建筑市场的扩张,它还会影响到投资和公司贷款。最后,住房市场泡沫的破灭还会由于住房抵押价值的缩水和银行中介能力的受损而严重影响到信贷供给并使经济衰退的程度加大。

但在2008年金融危机之前,西方主流宏观经济模型普遍忽视实体经济、信贷市场和资产价格之间的有机联系,尤其是忽略了金融加速器的作用,它们实际上完全排除了发生全球性金融危机的可能性。与住房市场相关的国际金融危机的爆发以及随后发生的严重经济衰退,引发西方金融理论界对住房价格变动以及与之相关的信贷周期的分析研究,并进而探讨它们如何影响宏观经济和金融的稳定以

作者简介:葛奇,中国银行研究院首席研究员。

图1 新冠疫情期间发达国家住房价格的增长与新冠暴发前的情况比较



及应当如何制定相关的经济政策。

新冠危机期间，住房价格的显著上涨又再度引发对可能出现的价格逆转和对金融稳定影响的担忧。例如，欧元区国家 2021 年第四季度的住房价格上涨了近 10%，为过去 20 年来最高。在许多发达国家，住房实际价格在 2020—2021 年新冠疫情期间期间的年增长率远远超过了新冠疫情前 1999—2019 年期间的平均增长速度（见图 1）。进一步的分析表明，新冠期间发达国家住房价格的上涨除了是由居民的住房需求增加这一主要因素外，还与低利率货币政策和房屋抵押贷款供给的增加有关。在低利率环境下，住房价格对实际利率变动的敏感度增加。因此一旦利率明显上升导致住房需求迅速下降，住房价格逆转的可能性将显著增大，这对金融系统和整体经济将产生广泛影响。

欧洲央行的最新数据显示，欧元区国家居民的购房贷款平均利率 2023 年 3 月达 3.4%，较 2022 年提高了近 2 个百分点。它不仅导致银行抵押贷款的发放显著减少，也使该地区一些国家的住房价格自 2022 年下半年以来开始下降。由于高利率降低了购房者的抵押贷款承受能力，这一趋势在 2023 年依然继续。当然利率上升的影响在欧元区不同的国家会有所差别，在那些以实行固定抵押利率为主的国家，它主要对新贷款的短期需求具有负面影响；而在那些浮动利率贷款占比较大的国家，它还将因此增加已持有房屋家庭的债务负担。计量模拟显示，尽管利率提高本身对抵押贷款的违约不会造成太大的影响，但一旦经济下行导致高利率与高失业率、

住房价格下降以及可支配收入减少交织在一起时，抵押贷款的违约率将会大幅上升从而影响到金融稳定。

一、住房价格估值过高的主要原因

近年来的分析显示，不动产抵押在大多数发达国家的贷款活动和金融危机中一直都扮演着重要角色，历史上多次金融危机都始于资产价格尤其是住房和商业不动产价格的估值过高，而这些不动产往往又是贷款者通过高杠杆以高风险抵押贷款的方式提供融资。因此近年来，经济学家们改变了传统理论偏重于从住房市场的相关变量与宏观经济及社会经济变量之间的相互关系来分析住房贷款增长的决定因素，开始从抵押品效应（Collateral Effect）的角度来考察住房价格偏离其基本面决定的价格对银行和金融稳定的影响。

为了促进住房市场的增长，作为贷款机构的银行会通过出售各种房屋抵押贷款，或向不同地区新开发的住房市场扩大贷款业务等途径扩大其住房市场的贷款份额。由于信息的不对称即贷款者对借款者的还款能力所掌握的信息有限，银行需要购房方以住房抵押的方式为贷款提供担保。因此借款者和贷款者之间的信息不对称就成为借款受限的主要原因。鉴于住房价格的上涨增加了由银行持有的这种抵押品的价值，具有贷款能力的银行会因此扩大住房市场的贷款规模，并通过利息收入的积累以及相应的抵押贷款手续费提高其盈利水平。这将有利于

金融稳定。然而另一方面，住房价格的上涨同样会因为贷款者和借款者之间的信息不对称而增加银行的道德风险，与此同时，贷款标准的放宽有可能导致住房交易价格的提高，而贷款活动的增加可能与违约概率的上升呈正相关。从这个意义上说，即使在违约率不变的情况下，住房价格的提高有可能进一步导致银行预期亏损的增加。因此出于对住房市场未来下跌的预期，银行可能会通过扩大债务融资增加资本储备以供亏损准备金之需，从而使其股本资产比状况恶化。这将不利于金融稳定。

西方的经济文献中不少都将住房价格周期视为一些与住房有效需求有关的外生冲击所产生的结果，如贸易条件恶化、石油进口价格提高、出口需求下降、自然灾害或外部信贷供给收紧等。但大部分经济学家都认为，住房价格从长期来看是由住房的建筑成本和一些经济基本面因素（如家庭收入、人口增长、就业和利率等）决定的；至于住房价格波动也只是取决于对当前和未来一些“基本面因素”的前瞻性预期（Forward-looking Expectation），如房主的用户成本（User Cost）、租户的房屋租金和住房的建造成本等。然而也有一些经济学家将住房价格周期纯粹归因为由杠杆周期或住房价格预期形成的一种内生的动态过程。在他们看来，这些内生因素一方面促使房价估值过高并最终导致房价下跌，另一方面还会因此扩大外生冲击的影响。例如，耶鲁大学经济系教授 John Geanakoplos 就认为，作为住房价格估值过高的内生因素（如杠杆周期）和对住房价格的推断式预期（Extrapolative Expectations），因其具有亲周期性质，对住房价格周期有着更重要的影响。

从现有的有关住房周期的实证分析来看，尽管它们在模型的假设、模型采用的技术以及数据等方面存在着很大差异，但相当多的分析结果都指出，住房价格和房价一租金比率的水平以及波动频率的变化经常会超出基于经济基本面的变化所产生的预期结果。一些学者发现，基本面的变化对住房价格的影响程度一方面会受住房供给条件的影响，另一方面它的影响也会因家庭对住房价格形成的某种推断式预期的趋势而扩大，后者往往与有效市场相联系的合理预期相背离。因此归纳西方文献的研究成

果，住房价格的估值过高大致包括三个方面的来源：外生的宏观经济冲击、经济基本面的转变以及各种内生变量的冲击（如杠杆周期和住房价格预期等）。

外生的宏观经济冲击一般被认为是不可预测的，除了气候变化导致的实体风险或转型风险的增加（如投资者期望和地缘政治的变化等）之外。因此本文的分析重点将主要放在内生变量的冲击和经济基本面的改变与住房价格估值过高之间的关系，以及住房价格周期对银行和金融稳定的影响。

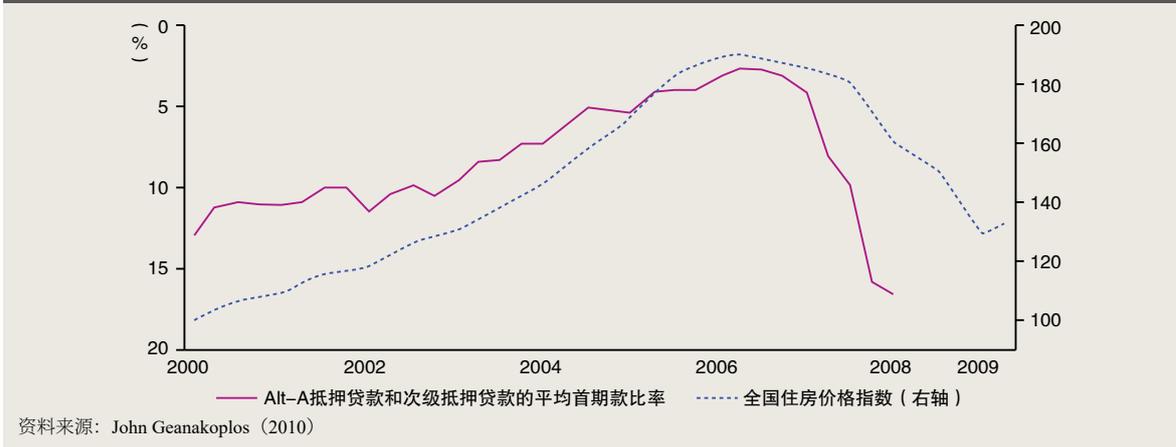
二、内生变量的冲击对住房价格估值的影响：杠杆周期和推断式预期

住房价格估值过高的内生变量包括杠杆周期和推断式预期。杠杆周期理论是指杠杆率提高会使住房价格上升，杠杆率下降会使房价下跌。杠杆约束力的收紧将迫使借款者出售房产并导致房价进一步下跌，引发所谓的通货紧缩性的反馈循环（Feedback Loop）。反之，有关住房价格的正面信息会使住房价格上升，并导致通货膨胀性的反馈循环。对住房价格的推断式预期是指，对住房价格的未来价值的预期是建立在当前和过去的住房价格的基础之上，因此是一种回顾性预期（Backward-looking Expectation）。在推断式预期的条件下，住房价格的近期上涨首先将导致住房价格泡沫累积的正效应，之后由于住房实际价格水平相对于住房均衡价格过高而导致住房价格泡沫破灭的负效应。在前者的场合，这是因为投资者将未来的收益预期建立在目前的收益基础之上而增加对住房的需求；在后者的场合，这是由于住房价格最终会因它与收入、抵押贷款利率和房屋存量等这些基本因素决定的均衡价格相比过高而下降。

（一）杠杆周期对住房价格估值的影响

包括政府、经济学家甚至一般公众在内，传统的观点都将利率视为经济中最重要的政策变量。当经济增长放缓时，他们都普遍要求央行如美联储降低利率，而美联储一般也会履行这一义务。但正如近来一些经济学家指出的，在某些时候尤其是在危机时期，住房贷款抵押率（或者杠杆率或保证金比

图2 美国2000—2009年期间住房杠杆周期与住房价格周期的变动趋势



率)的重要性要远远超过利率本身,美联储实际上可以在整个杠杆周期特别是在危机阶段通过管理由这种贷款抵押率决定的杠杆率水平来影响经济的发展^①。按照标准的经济理论,供求均衡决定了贷款的利率,但在现实生活中,当借款者需要从银行获取抵押贷款时,他必须就利率和贷款抵押率两者与银行进行谈判。以美国为例,2006年购房者也许只需支付3%的首付款,但目前即使美联储将抵押贷款利率降低1~2个百分点,他仍可能因首付款提高至30%而无法具备购房能力,这将减少住房需求并使房价下降。因此关于供求均衡的理论必须对贷款利率和贷款抵押率这两者都提供适当的解释。利率的下降将会提高包括住房在内的资产价格,但首付款或保证金比率的减少即杠杆率的提升也会推高资产价格。杠杆率提高不仅使购房者只需支付较少的首付款就能购置较大的房屋从而推动房价的上涨,而且还使原先没有足够现金购房的家庭进入住房市场从而推动房价的进一步上涨。

但是杠杆率的上升不可能是无限的,零首付款作为一种自然阈值决定了新进入住房市场的家庭数也是有限的。随着进入住房市场的家庭支付的首付款不断减少,银行开始降低对这些家庭的信用,并

担心一旦房价下跌会导致贷款拖欠率的上升。此前因购房者较易获取抵押贷款形成的新的住房需求所导致的住房供给迅速扩张会因此放缓。由于贷款拖欠占最初贷款余额的比率实际上升,导致潜在的购房者对未来亏损走势的不确定并形成对未来住房价格下降的推断式预期。另一方面,购房者首付款支付率的显著上升也即银行贷款价值比的大幅下降促使大批潜在的购房者退出住房市场,从而导致住房价格迅速下跌。杠杆周期在这里就体现在:在经济繁荣时期,住房贷款抵押率过于宽松即杠杆率过高从而导致住房价格过高;相反在经济危机时期,由于抵押率过高而导致住房价格过低。

图2显示了美国在2000—2009年期间的全国住房价格指数变动趋势与杠杆率变化之间的关系。图中的左纵轴为住房抵押贷款的首付款比率^②,由于它与杠杆率之间呈倒数关系,能够用来衡量银行向购房者提供的杠杆率。可以看出,住房价格的变化与杠杆率变动之间具有高度相关性。例如,图中的左纵轴显示2000年第一季度的首付款比率约为13%,它相当于杠杆率为7.7左右,右纵轴则将当时的住房价格指数设定为100;然而到了2006年第二季度首付款比率降至2.7%,相当于杠杆率达到

① 贷款抵押率与杠杆率或保证金比率是对同一事物的不同表述。这里的杠杆率定义为购买的房产价格除以购房者的股本或首付款之商。为便于理解保证金比率和杠杆率之间的关系,假设购房者拥有\$20现金,为了购买价值为\$100的房产,他以其购买的房产作为抵押从银行获得\$80的贷款。在这一场合,房屋的首付款即保证金为20%,贷款价值比为\$80/\$100=80%,抵押率就等于\$100/\$80=125%。由于杠杆率是首付款或保证金的倒数,即房产价格与购买房产所必须持有的现金的比率,它等于\$100/\$20=5。

② 这里的住房抵押贷款包括Alt-A抵押贷款和次级抵押贷款,前者的借款人风险介于优质贷款和次级贷款之间,通常比优质贷款具有更高的贷款价值比和债务收入比以及更低的首付款比率,因此风险和利率都更高。Alt-A抵押贷款和次级抵押贷款均于2008年第一季度停止发放。

37 的高峰值，住房价格指数也在同期达到 190 的最高点。之后随着首期款比率的迅速提高也即杠杆率的迅速下降，住房价格指数也大幅下跌，到 2009 年第一季度已跌至 130。

（二）推断式预期对住房价格估值的影响

住房价格预期对于住房市场的运作以及消费者生命周期决策都具有重要的影响，但是由于数据的缺乏，西方文献中有关住房价格预期的客观衡量和实证分析并不多，主要还是基于对消费者家庭进行的主观调查。调查发现，在住房价格预期的形成中，推断式预期是家庭最普遍使用的方法。推断式预期是基于住房价格过去的变化形成的，它表明家庭对未来房价的预期是依赖于近期的有关房价变化的信息。住房价格预期除了显著受到近期房价变化的影响之外，各个家庭因自身状况、居住地点和社会环境甚至房屋所有权现状的差异也会对未来房价的变动形成不同的看法，这就决定了他们之间对住房市场形成的预期也存在很大的差异。这种差异将会转变为各个家庭的不同的住房市场行为，包括他们对房屋购买和抵押贷款融资的决定，从而影响到住房市场的整体结果。

早在 20 世纪 80 年代，美国经济学家对住房市场所作的调查就发现，消费者家庭似乎完全根据过去的房价变动而不是基于基本面的知识形成他们的预期。经验数据也显示，推断式预期可以导致住房价格上涨的自我延续（Self-perpetuating），而后者通常无法由经济基本面的因素来解释。因此经济学家普遍建议，政府决策者应当密切注意住房价格的预期对房价在商业周期不同阶段变化的影响。为此，纽约联储于 2013 年开始每月轮流对 1300 户家庭进行《消费者预期调查》，其中包括他们对住房一般价格的预期，以及每年一次对过去、现在和将来的当地住房市场状况进行调查。调查结果发现，相对于基于过去 1 年的房价变动而言，基于过去 5 年的房价平均升值状况对未来房价走势作出的预期更加

符合事后观察到的实际变化。这种在多年历史数据基础上形成的最佳预测表明，曾在 2000 年代中一度引发美国住房价格上升的一系列冲击因素，包括次级抵押贷款的繁荣以及利率的下降，将会在一段时期内促使住房价格的进一步升值，即使其间经济基本面没有再次发生变化或进一步出现宽松的迹象。

三、经济基本面的改变对住房价格估值的影响

由推断式预期导致的房价调整过度只是形成住房价格估值过高的一个方面，而且它是基于经济基本面给定的前提下。但在有些场合，包括收入、信贷供给、利率和住房存量等在内的经济基本面的变化本身往往是造成住房价格估值过高的更为重要的原因。例如，20 世纪 80 年代英国和芬兰实行的信贷自由化，导致信贷、消费和住房价格的迅速上涨。在美国，促使 2009 年住房价格下降的基本面变化中最明显的因素，是信贷供给减少导致首次购房者的贷款价值比降至 20 世纪 90 年代的水平，住房抵押贷款标准的收紧在 2008—2009 年已经达到前所未有的程度；除此之外，2002—2006 年期间住房的繁荣也在基本面变化中起到了一定的作用，这是因为住房存量的扩张相对于收入和人口的增长十分迅速，增加了住房价格的向下压力。在西班牙，可获信贷曾经经历了迅速的扩张，但这种信贷扩张对实际住房价格的影响却被住房建筑更大程度的扩张所抵消。

西方经济学中关于住房价格决定的分析主要包括以下两种理论：一种是建立在供求分析基础上的逆需求曲线法（the Inverse Demand Curve Approach）^①，另一种是建立在金融分析中无套利和价值模型基础上的租金套利法（the Rent-Arbitrage Approach）或称房价—租金法（the Price-Rent Approach）。根据第一种方法，由于住房供给在短期内是给定的，住房实际价格是由居民的实际收入、住房存量和其他一

^① 按照一般的需求曲线，住房需求是由住房实际价格、实际收入和其他改变住房需求的因素共同决定的。逆需求曲线代表的是上述住房需求和住房价格之间的函数关系互换，因此这里的因变量是住房价格而非住房需求，它是由住房供求因素两者共同决定的。

些改变住房需求的因素共同决定。这些其他因素包括住房的用户成本、人口分布和信贷的可获性等。由于房屋属耐用品范畴，基于跨期分析的考虑，预期或永久性收入以及用户成本对住房价格的影响格外重要。其中的用户成本通常按其在房屋价值中所占百分比来衡量，它包括抵押贷款利息、房屋维护和维修费用、房屋保险和房产税等；此外，抵消这些成本的因素如房屋升值以及抵押贷款利息享有的所得税折扣等也作为扣减项包含在用户成本之内。需要指出的是，利率对住房需求的影响并不只是通过住房用户成本这一渠道实现的。典型的抵押贷款可以稳定家庭的日常名义支付，后者伴随着名义收入的增加可以提高家庭的名义收入，从长期看将有助于减轻债务本息负担。对于那些具有信贷约束的家庭而言，债务收入比的降低将会增加需求。而且贷款者还会利用债务收入比以及贷款价值比和贷款收入比等指标来决定是否为借款者提供贷款以及如何设定贷款期限。因此，随着名义抵押贷款利率的下降，相关贷款标准的约束作用会相应减轻，从而会增加信贷供给。逆需求曲线法的优点之一是它不同于一些随机模型，具有坚实的理论基础；而且预测住房价格变动趋势所需要了解的一些长期弹性系数也都有经事先验证的估值数提供支持（如住房需求的价格弹性小于1、住房需求的收入弹性接近于1以及住房价格的收入弹性一般大于1等）。但是基于这种方法对未来住房价格变化进行预测需要对住房存量 and 家庭收入状况作出准确的估计。

决定住房价格的第二种理论是租金套利法。该方法假定，在不存在金融摩擦和信贷限制的条件下，自住房屋市场和租用房屋市场之间的套利将导致住房价格与房屋租金之间的比率与住房用户的实际成本相等，后者等于抵押贷款的融资成本（包括借款的实际税后利率、房屋的恶化率加交易成本和风险溢价以及房产和财产税率）减去房屋的预期升值。在美国，由于租房市场的发展比较成熟，租金一般由市场决定，使用租金套利法建立住房价格模型比较普遍，这与一些租金市场受严格监管的欧洲国家形成显著的差别。与逆需求曲线法相比，当缺乏有关住房存量的时间序列数据但却存在大部分由市场因素决定的租金数据时，这种方法被认为较具

使用价值。但是即使在美国，由于某些地区（如纽约）的租金管制严格，该方法也不适用。此外，租金套利法本身也存在若干缺点：它忽视了住房供给在价格决定中的作用；当租金和住房价格同时偏离它们的基本面时，房价—租金模型本身有可能无法发现它们之间的不平衡。此外，信贷约束如银行设定的贷款价值比上限会使上述住房价格与房租之间的均衡比率复杂化，因为由信贷约束形成的影子价格会使住房价格与房租之间的比率与用户成本严重偏离。例如，一些经济学家发现，由于许多银行都使用债务本息收入比来配置抵押贷款，名义利率的下降会扩大信贷供给从而提高住房价格，但它不大可能使租金增加。他们还发现，如果将贷款价值比上限的走势也作为除用户成本之外的决定房价—房租均衡比率的因素，美国的房租调整相对于住房价格的长期均衡价格而言实际上非常缓慢。上述发现意味着，关于住房价格的预测模型不仅需要涵盖与租金有关的信息，还要包括对利率和贷款价值比上限的预测。如果简单地使用租金套利法来预测住房价格的变动趋势有可能导致错误的结论。

如上所述，预期的住房价格升值所产生的对资本利得的预期是构成住房用户实际成本的一个重要方面，也是决定住房价格周期的重要因素，因此，无论是使用逆需求曲线或是租金套利法，都需要对预期的住房价格升值进行追踪。由于家庭对住房价格的预期不同于由有效市场形成的合理预期，他们一般是基于过去的房价升值状况对未来的房价变动作出推断式预测，住房价格的调整有可能超过基本面变化本身所决定的水平。对美国住房总体价格的研究发现，基于过去4年住房价格的平均升值率作出的关于住房价格升值的预测要比根据逆需求曲线法和租金套利法作出的预测更为准确。运用相同的推断法对英国住房价格作出的预测也得出了类似的结论。

四、住房价格周期的国际比较

在国际层面上建立住房价格周期理论模型遇到的一个主要挑战是，住房的结构、融资方式和税收政策以及住房价格的时间序列格局在各国之间存在

表1 主要发达国家住房和抵押贷款特征

	住房自有率 (%)	抵押贷款利息税收扣减	抵押贷款利率形式	抵押贷款资金来源 (零售存款、抵押债券发行或贷款证券化)	抵押债务在 GDP 中占比 % (2007 年)	抵押债务在 GDP 中占比 % (2016 年)
澳大利亚	63	无	浮动利率	零售存款占比最大	80	96
丹麦	62	有	浮动利率	零售存款占比最小	86	68
德国	44	无	大部分固定利率	零售存款占比最大	42	38
爱尔兰	73	有	浮动利率	零售存款占比最大	63	27
日本	61	无	浮动利率	零售存款占比最大	36	38
西班牙	77	有	浮动利率	零售存款占比最大	60	49
英国	63	无	浮动利率	零售存款占比最大	75	68
美国	63	有	大部分固定利率	零售存款占比第二	78	63

资料来源：John Duca & John Muellbauer (2021)

表2 主要发达国家住房价格和债务变化 (均以百分点变化表示)

	繁荣期			衰退期			住房价格复苏期	
	抵押贷款 / GDP 的变化率 (1999—2007 年)	住房价格 / 家庭收入的变化率 (1999—2007 年)	住房建筑 / GDP 的变化率 (2000—2007 年期间的峰值数减去 1999—2001 年繁荣期的平均比率)	抵押贷款 / GDP 的变化率 (2007—2016 年)	住房价格 / 家庭收入的变化率 (2007—2012 年)	住房建筑 / GDP 的变化率 (2007—2012 年衰退期间由峰值到低谷的变动率)	住房价格 / 家庭收入的变化率 (2012—2017 年)	住房建筑 / GDP 的变化率 (2018 年的比率减去 2007—2012 年期间低谷时的比率)
信贷与住房价格周期相关联的国家								
丹麦	25	43	2	-18	-38	-2.7	11	1
爱尔兰	36	48	1.9	-36	-79	-6.5	36	0.8
西班牙	37	74	2.1	-11	-45	-5.7	2	1
英国	30	49	0.5	-7	-21	-2.1	15	1.3
美国	29	27	0.8	-15	-40	-3.5	17	0.9
住房价格持续上涨的国家								
澳大利亚	35	25	0.9	16	-6	-2	25	0.9
住房价格在 1999—2007 年期间没有出现上涨的国家								
德国	-3	-21	-0.5	-4	0	-1.4	13	0.7
日本	1	-35	0.2	3	-4	-1.9	5	0.1

资料来源：John Duca & John Muellbauer (2021)

着很大的差异。表 1 显示 8 个发达国家在住房自有率、税收政策、抵押贷款资金来源以及抵押债务在 GDP 中的占比等制度方面的差异，表 2 则进一步显示这些国家的债务、住房价格的价值以及住房建筑的变动在本世纪初住房市场繁荣时期以及随后的衰退和复苏时期所呈现的差异。

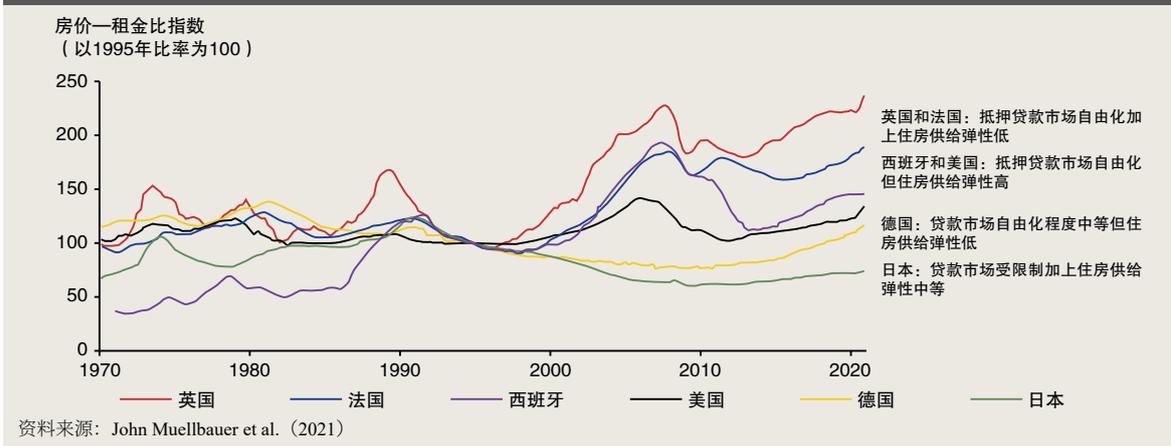
从表 1 和表 2 可以看出两个具有规律性的特点：第一，住房价格的价值（由房价—收入比反映）在那些实行抵押贷款政策自由化国家增长较快。表 2 显示，这些发达国家（如丹麦、爱尔兰、西班牙、英国和美国）在 1999—2007 年繁荣期间出现住房价格的普遍上升，但之后在 2007—2012 年衰退期间则出现更大程度的逆转^①。统计显示，在法国、德国、日本、英国和美国等 5 个最大的 OECD 国家

中，英国和美国的抵押贷款市场自由化程度最高，德国和日本最低，法国居中。房价—收入比在这些国家之间的差异在很大程度上反映了它们在贷款自由化程度（按贷款价值比和债务本息收入比的上限来衡量的抵押贷款发放标准）上的差别。抵押债务在 GDP 中的占比也伴随着 1999—2007 年住房价格的上升而提高，虽然仅从这一现象很难判断两者之间的因果关系，但信贷扩张推动住房市场繁荣的观点已经得到不少有关这方面的国别或跨国分析的支持，这些分析显示住房价格在一些贷款价值比相对较高的国家上升的幅度较大。

第二，住房需求的价格效应在一些住房供给缺乏弹性的国家较大。在主要发达国家中，美国的住房供给的价格弹性最大，法国、德国和英国的住房

^① 澳大利亚是一个例外。该国大量的技术移民有效地提高了劳动参与率并因此刺激了就业和经济的增长，使其在过去 25 年里一直避免了经济衰退。

图3 1970—2020年主要发达国家房价—租金比的变动趋势



供给弹性较低。1999—2007年抵押债务在GDP中的占比在实行信贷市场自由化的6个国家上升了25~37个百分点，其中英国抵押债务的增长速度虽然相对较慢，但其房价—收入比的增长幅度却最大（见表2），这主要是因为在该国住房供给的价格弹性很小导致的住房建筑增幅最小的情况下，住房需求的强劲增长推动了房价的上涨。但是有经济学家指出，如果住房需求上升的时间持续够长，房价的上涨幅度在住房供给弹性较小的国家将会更大，这会抵消住房供给弹性的限制并推动住房建筑的增长。但在经济下降时期，即使长期的住房供给具有弹性，住房价格仍可能下降，这是因为繁荣时期增添的新房加入到经济下降时期住房存量的积压之中。

住房供给弹性对住房价格的影响还可以从房价—租金比在实行贷款自由化的各主要发达国家的区别中看出。如图3所示，由贷款自由化和收入的增长带来的住房需求的扩大虽然会推高房价—租金比，但在住房供给受监管限制的国家，后者的上升幅度一般更高。例如，英国住房需求的强劲增长是在住房供给无弹性的背景下产生的，它所导致的房价—租金比的上升在上述国家中是幅度最大的；法国属于信贷半自由化国家，但由于住房供给弹性较小也无法缓和需求对房价上涨带来的压力，其房价—租金率的涨幅仅次于英国；西班牙和美国的贷款自由化程度虽然较高，但由于住房供给的价格弹性较大，房价—租金率的上涨幅度均低于英国和法国；德国和日本的情况与上述国家不同，它们的房

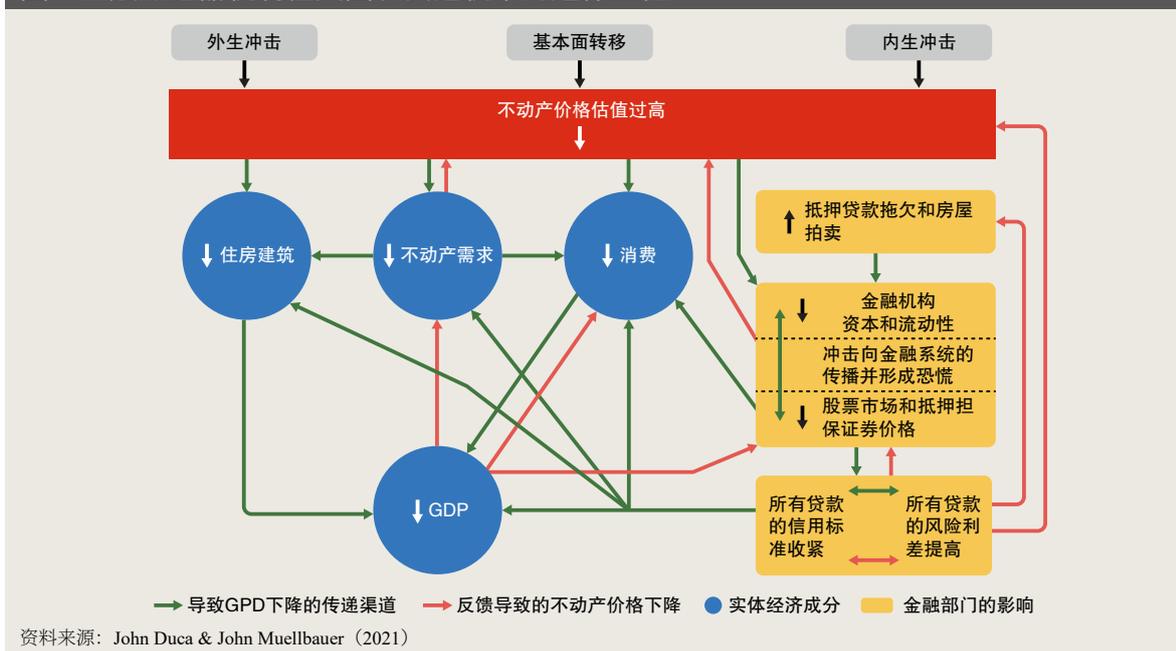
价—租金率的上升幅度是最低的，但这主要由其信贷市场均未实现自由化，再加上人口增长速度较低，因而造成住房有效需求的不足。

五、住房价格估值过高对实体经济和金融体系造成的影响

（一）美国次贷危机的案例

图4具体描述了美国因估值过高的住房和商业不动产价格分别于2006年和2007年出现下跌而引发的次贷危机的过程。首先，宏观经济状况不利对住房价格形成外部冲击，如石油实际价格的不断上涨以及联邦基金利率的迅速上升，导致了抵押贷款利率水平由低转高，从而对住房价格形成向下压力。其次，金融基本面的脆弱性增大，包括银行更多地依赖不稳定的批发融资、金融监管放松导致的杠杆过度以及金融欺诈和贷款证券化的不当使用导致的不良贷款增加等，尤其是银行和家庭的杠杆率提高使得它们对于来自家庭收入和住房价格的冲击更为敏感。最后，内生因素的变化对住房价格的波动具有重要的影响，如房屋交易活动的数量、房屋出售涉及的交易成本（包括房屋内部翻新整理、房屋交易支付的佣金、房产转移税及产权保险等，其大约占到房屋出售价格的8%~10%）、房屋出售的时间（平均6个月左右）等都会导致对住房价格升值的预期。因此住房市场的繁荣（或萧条）是因为有更多的消费者家庭基于其回顾性的而非前瞻性的预测方法，即使用推断式的预期对住房价格作出升值（或

图4 金融加速器机制在美国次贷危机中的运作过程



贬值)的判断。

从图4可以看出,上述这三个因素通过不同的传递渠道对实体经济和金融部门产生影响。从短期看,外生和內生的冲击对住房价格的影响只是局限于金融系统范围内,但从中期看这些影响会通过金融加速器的渠道进一步从金融系统传递到实体经济,包括实体经济向金融部门和住房价格的反馈,从而导致金融的不稳定。住房价格估值过高导致的房价下降对实体经济影响的传递渠道如图4左所示。首先,房价下跌通过减少建筑商的盈利直接减少房屋建筑的数量;其次,房价下跌通过降低消费者对住房价格的推断式预期间接地减少了对住房的需求并增加住房的存量,并促使房价进一步下降;最后,房价的下跌还会损及到个人消费,住房作为抵押品的价值下降在这里扮演了关键作用,它使消费者从银行获得的房屋净值贷款减少,因而降低了消费在收入中的占比,而且住房需求的下降还会减少与住房有关的耐用品购买的支出。所有这些都导致总需求和GDP的下降。

住房价格估值过高导致的房价下降对金融部门影响的传递渠道如图4右所示。房价下跌导致抵押贷款拖欠和房屋拍卖增加,并使银行持有的由私人机构发行的抵押担保证券价格下跌并增加银行亏

损,由此减少银行的资本和流动性。由银行资本的减少带来的银行融资约束和资产抛售等传染效应还会导致信贷标准趋严和信贷风险利差的扩大。在金融部门内部,由此引起的住房价格下跌将导致抵押贷款违约的增加。对实体部门而言,信贷条件的收紧又会反过来通过金融财富效应影响到住房需求、房屋建筑、居民消费和GDP等实体经济的各个方面。此外,住房价格的下降还会通过各种渠道将对实体部门的影响进一步反馈到金融部门。例如,GDP的减少不仅会影响到住房和消费的需求并降低房价,它还会通过降低银行利润的途径减少银行的资本。

(二) 其他国家的案例

从其他国家的情况来看,上述这些传递渠道的作用以及形成的冲击会因各国之间制度结构的差别而有所不同。在有些国家,传递渠道可以缓和而不是放大外生和內生的冲击,因而会减少因住房价格估值过高带来的风险。尽管美国的次贷危机在全球范围内造成负面的外溢效应,但有些国家由于其银行和信贷市场结构对信贷杠杆和贷款证券化的各种限制,它们受到的不利影响相对有限。其他方面如住房、养老金、税收和法律制度等方面的差别不仅

限制了各种冲击的传递，而且还防止了不动产价格在经济繁荣时期估值过高但在衰退时期却出现下降的局面。

1. 住房价格上涨对实体经济影响的传递渠道

首先是住房价格上升对住房建筑的影响。不动产价格的提高和总需求的扩大与住房建筑量的增加之间的联系在不同的国家会有所差别。在像英国等一些受计划严格约束的国家，较高的住房价格对住房建筑量的影响一般很小，这是因为当住房建筑量因住房价格的提高而显著扩大时将会出现长期的逆向反馈，即随着住房存量相对于需求的扩大，对住房建筑的需求最终将会减少，这对放缓住房建筑的增长起了稳定化的作用。但是在美国、爱尔兰和西班牙等其他一些国家，这种稳定化效应在繁荣阶段却被住房建筑需求的扩张所压制，导致在衰退时期造成住房存量的大量囤积，严重影响了日后住房建筑的复苏。

其次是住房价格上涨对不动产需求的影响。这将取决于对未来住房价格上涨的预期以及贷款条件的放宽和杠杆提高的程度。对于那些通过监管条例对杠杆实行限制、税收制度不鼓励债务经营或者抵押贷款具有全额追索权的国家，住房价格上涨对住房需求形成的泡沫效应相对较弱。尤其在经济处于上升的阶段，这些对不动产价格提高的影响起稳定化效果的机制会迅速地发生作用，从而降低了房价估值过高的风险。此外，在一些以近年房产价值为基数征收财产税的国家，这种税收制度还有助于限制房产所有者的税后收入，从而对稳定住房需求起到了积极的作用。

最后是住房价格上涨对消费的影响。在美国和英国，由于住房抵押品的效应大致相似，因住房价格上涨导致的住房抵押品价值上升对消费产生的效应会随着信贷状况的改变而发生变化。住房抵押品的价格效应对消费的影响会随着房屋首期支付款约束的放宽而扩大。当信贷供给扩大时，住房抵押品的效应趋于增大，反映出信贷的双重效果，首先是信贷对住房价格的影响，然后是住房价格对消费产生的更大影响。但当信贷紧缩时，这种双重效果将出现逆转，导致经济迅速收缩。信贷市场的自由化在减少首期支付款效应的同时增加了抵押品的效

应，因此住房对于消费产生的财富效应具有积极的影响。它一方面降低了首次购房者必须支付的首期款比例，另一方面还使那些在无担保信贷市场面临贷款约束的家庭可以通过房屋净值贷款的方式以较低的利率获得贷款，从而提高了这部分人的借款能力。因此，在那些房屋首期支付款约束较为宽松、家庭杠杆率较高、较易获得房屋净值贷款以及住房拥有率较高的国家，住房抵押品的效应通常较大。相反在德国，由于住房拥有率较低且房屋净值贷款方式不盛行，住房价格的上涨在其他条件不变的情况下反而会降低该国的总消费。这主要是因为房屋租赁者为未来购房所需支付的首期款而增加的储蓄超过了住房拥有者因住房价格上涨而增加的开支，或者是由于住房价格的上涨预示着未来租金的提高。除德国之外，住房抵押品通过消费渠道产生的效应在意大利、法国和日本基本不存在。受信贷市场约束的影响，抵押品效应在这些国家普遍较弱，年青人因住房储蓄而需要的存款随着住房价格的上升而增加。在意大利和日本，住房价格的提高带来的是消费开支的减少而不是增加。此外，像丹麦这样的以近年不动产的市场价值作为财产税税基的国家，税收支出的增加在住房市场处于繁荣阶段时会消费产生抑制作用。在这里，不仅各国之间的制度差异扮演了重要的角色，而且信贷条件的变化同样会影响到住房价格上涨对消费产生的效应。

需要指出的是，从长期来看，住房价格上涨对消费的影响往往会被住房价格上升导致的债务支出增加所抵消。住房价格上涨促使借款增加，最终将加重债务负担并使消费下降。在美国，住房市场的繁荣最初是由住房抵押品价格的上涨和信贷条件的放宽对消费产生的积极影响促成的，但当住房价格下降且信贷供给收缩时，债务负担问题就开始显现出来，从而降低了总需求。这一事实表明，一些可能具有稳定化作用的传递机制由于其影响过于滞后而成为去稳定化的因素。相反在法国，住房抵押贷款的自由化曾在1997—2007年期间一度导致住房价格的上涨。但是住房抵押贷款的这一制度改革对总消费产生的正效应加上住房财富本身的增加对消费的积极影响却被债务和租屋者储蓄增加对消费形成的约束所中和，因此对法国的金融体系反而起到

了稳定化的作用。这与美国形成了鲜明的对比。

2. 住房价格上涨对金融部门影响的传递渠道

各国之间的制度差异会通过对杠杆的影响改变其他的传递渠道。例如，金融监管和金融结构方面的差异，可以通过杠杆周期影响到金融系统内部从而使传递渠道的作用放大。在美国，随着住房价格的上涨，抵押品价值相对于银行资本上升，作为贷款者的银行更愿意向新的借款者提供贷款；住房价格上涨也使现有的借款者的房屋净值增加，银行为他们提供新的贷款也变得更为安全。而且，随着以前的不良贷款减少，银行的贷款利润也随之增加，从而扩充了银行资本。然而杠杆周期决定了杠杆的增加是有限制的，它最终将导致住房价格的下跌、住房保证金的提高、抵押贷款的拖欠和银行资本的减少。与之对比，凡是那些通过金融监管、法律法规和税收制度对刺激杠杆的做法采取各种限制的国家，往往可以减少这种杠杆周期可能带来的严重后果。从全球范围看，提高银行资本金水平和流动性缓冲以及压力测试是巴塞尔 III 国际银行监管的重要内容。它们可以通过限制贷款亏损来防止银行资本下降，并通过影响银行的贷款标准和风险溢价来降低住房不动产的需求、消费以及 GDP 等。它们还可以通过为贷款价值比和债务本息与收入比设立上限来限制借款者的杠杆，以减少因住房价格上涨对不动产需求的影响造成的泡沫累积。所有这些监管措施已被证明有助于减少杠杆和住房不动产对金融造成的不稳定。

关于住房与金融市场之间的溢出效应，近期的研究还试图从银行业和住房市场的内在风险来解释住房价格如何偏离由基本面因素决定的预期，并以此来证明住房价格与银行业的盈利和稳定之间的关系。这里的基本面因素包括名义人均 GDP、人口增长、长期利率和消费物价指数；银行盈利则通常用资产回报率、不良贷款比率和贷款增长率等指标来衡量。例如，韩国汉阳大学 Sangjun Lee 等人采用回归分析法对 1990—2017 年期间 31 个 OECD 国家和亚洲新兴市场国家的住房价格变动原因所作的实证分析发现，基本面因素中的人均 GDP 的增加、人口的增长以及消费物价指数的上升从长期来看会导致住房价格的提高，它们之间的关系呈正相关；

基本面因素中利率与住房价格的相关关系则为负，利率的下降会促进住房价格的提高。因此，由基本面因素导致的住房价格的增长是促使银行资产回报率提高的重要原因。

然而他们的分析还同时发现，因住房价格偏离了由基本面决定的价格所导致的住房价格的波动将对银行的稳定产生负面影响，包括资产回报率的下降和不良贷款率的提高。这里的非基本面因素主要是指抵押品效应。住房市场和金融市场之间的相互依赖程度因抵押品效应而变得更为紧密，它会使住房价格偏离由基本面决定的均衡价格，由此对银行资产回报率造成负面影响并导致银行不稳定。根据前联储主席伯南克早在 20 世纪 90 年代提出的金融加速器理论，金融部门的一些小的变化可以对经济产生很大的影响，导致所谓的反馈循环。就住房不动产而言，信贷成本的降低将导致住房价格的上升并对借款者的住房抵押资产的价值产生正效应，从而使房屋净值贷款增加。反馈循环的机制就体现在，这种抵押品效应所推动的贷款增长成为推动住房市场价格上涨的重要因素。然而全球金融危机的发生已经证明，住房抵押贷款的增长还可以通过抵押贷款利率的下降、信贷标准的放宽和二级抵押贷款市场的扩张对银行部门造成负面的影响。综合而言，虽然由基本面因素带来的住房价格的提高可以被视为促进银行稳定的有利因素，但由非基本面因素造成的住房市场的波动和住房价格的偏离将直接影响到银行的盈利和稳定。

六、结语：住房价格周期、金融稳定和 政策选择

西方近期关于住房价格周期的研究表明，在分析住房价格变动的因素时，不应当只强调一些基本面因素如收入水平、利率或信贷结构在推动住房价格上涨或下跌中扮演的角色，而忽略了其他一些非基本面方面的重要因素，尤其是由抵押品效应决定的杠杆周期以及基于近期住房价格变化作出的推断式预期。实证分析进一步证明，传统的包括逆需求曲线法和租金套利法等在内的有关住房价格变化的理论并不能在国际层面上就住房价格的预期提供令

人信服的结果，而信贷供给条件的转变加上各国在住房供给弹性方面的差异在相当程度上可以解释住房价格周期在各国之间存在的异质性。

在许多发达国家，住房价格受商业周期的繁荣和萧条的影响，在某些场合，住房价格周期又与严重的经济和金融不稳定相联系。住房市场过热既可反映在住房价格估值过高也可以反映在住房存量过多，但它们很可能都由共同的因素所推动。在分析住房价格估值过高的原因时，应当将可能发生的一些脆弱的基本面因素的转移与在基本面不变的条件下的推断式预期这两者相区别。央行和其他的政府决策者应当定期通过调查住房市场潜在参与者对住房价格的预期，来评估住房价格估值过高对实体经济和金融部门可能造成的影响。

关于住房价格周期与金融稳定之间的关系以及相关的政策选择问题，2008年国际金融危机前，由于资产泡沫很难实际进行识别加上货币政策工具的效果过于生硬且成本过高，西方金融界中一个普遍的观点是，货币政策应当被用于清除资产泡沫的损害而不是去纠正资产价格的偏离。但危机之后，运用宏观审慎政策来应对金融不稳定造成的系统风险，以及央行应当将宏观审慎政策与传统的银行监管职能和微观审慎工具结合使用的观点已经在业内得到广泛的认可。

由于宽松的货币政策降低了经济增长的向下风险但却增加了中期风险，宏观审慎措施被普遍认为有助于改善风险与回报之间存在的跨期交替。一些经济学家的实证分析显示，尽管从一国信贷增长和宏观经济的结果来看，宏观审慎工具的使用效果与货币政策非常相似，但宏观审慎政策的冲击大部分是经由住房投资和家庭信贷进行传递而不是整体经济，宏观审慎工具在限制家庭债务方面要比货币政策更为有效。尽管如此，西方金融界在如何运用宏观审慎工具来维持金融稳定的问题上仍然存在不少争议。一些学者提出将宏观审慎工具作为一种“逆向策略”的货币政策的组成部分来防止住房市场泡沫；另外一些学者则基于“丁伯根法则”关于政策目标和政策工具两者数量必须对等的思想，主张将宏观审慎政策作为货币政策以外的一种独立的工具。

宏观审慎政策工具包括为银行设定全部和各行

业的逆周期资本缓冲或贷款亏损准备金总额的最低额度、最低限度的流动性比率、对系统重要性银行实行的压力测试以及使用一些与住房不动产有关的工具，后者主要包括为贷款价值比和债务本息比设定上限、限制非标准的分期付款方式以及对风险较高的抵押贷款提高资本金比例。其中由各国监管机构实行的压力测试虽然都包括了有关住房不动产的情景分析，但在具体做法上却有所区别。与大多数国家使用的对借款者设定贷款价值比和债务本息收入比上限的方法不同，美联储和欧洲央行主要是通过加强资本金管理来提高银行在住房和其他资产价格发生暴跌情况下的吸损能力。其中的一个重要原因是，它们担心采取对借款者直接设限的做法有可能导致包括住房不动产在内的一些风险较高的金融活动从受监管银行转移到非银行部门。

此外，除了由巴塞尔协议建议各国央行使用的宏观审慎政策措施之外，许多国家还在央行控制的手段之外使用其他一些干预性措施，包括调整抵押利率和其他方面的税收优惠、改变财产税、重新调整证券化抵押贷款的优惠，以及改变所有涉及银行的债务处理和追索权的相关法律框架等。

参考文献：

[1]ECB. Financial Stability Review[R].ECB, 2022
 [2]John Duca and John Muellbauer. What Drives House Price Cycles? International Experience and Policy Issues [J]. Journal of Economic Literature, 2021, 59
 [3]John Geanakoplos. Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle[J]. Social Science Electronic Publishing, 2010, 16(8):101-131
 [4]John Muellbauer, Anthony Murphy and John Duca. What Drives House Prices: Lessons from the Literature[J]. VOXEU Columns, 2021

(责任编辑：李楠)