



2019年4月《全球金融稳定报告》

2019年4月4日

第二章：房地产价格下行风险

概要

正如 2008 年全球金融危机及其他历史事件所展现的，房地产价格大幅下跌会对宏观经济表现和金融稳定产生不利影响。这种宏观金融关联，是由住房的多重角色（如消费、长期投资、财富储存、贷款抵押等）及其对家庭、小企业和金融中介机构所发挥的多种作用而决定的。因此，近年来许多国家的房价迅速上涨，引发了人们担忧房价下跌的可能性及由其造成的潜在影响。

在此背景下，本章利用由 32 个发达和新兴市场经济体各自主要城市组成的样本，量化了房价的“在险水平”，即伴随未来房价增长所产生的下行风险。研究发现，楼盘价格增速减弱、地产价值高估、信贷增长过快以及金融状况收紧等因素都能够用于预测未来三年房价所面临的下行风险。此外，在其他较简单的房价失衡指标基础上，房价在险水平指标有助于进一步预测 GDP 增长面临的下行风险，从而为金融危机早期预警模型提供更多信息。估算显示，自全球金融危机以来，各经济体房价面临的下行风险已经经历了相当程度的变化，2007 年底风险更高的多数国家目前所面临的下行风险已有所缓解，但仍有许多发达和新兴市场经济体尚处于风险之中。

本章还探讨了各种政策与房价在险水平之间的关系。尽管房价水平不应被视为货币或宏观审慎政策和资本流动管理措施的直接目标，但政策措施与房价下行风险之间的联系能够一定程度上说明前者是如何对楼市脆弱性和金融稳定产生影响。研究结果显示，宏观审慎政策的收紧往往伴随着房价下行风险的缓解。而对于旨在增强借款人抵御风险能力的宏观审慎政策（如对贷款与地产价值之比或偿债额与收入之比的最高限制），这种关系尤为显著。此外，货币政策也能通过其与金融状况之间的关系而影响房价下行风险，本章发现货币基准利率的骤然放松常伴随着房价下行风险的降低，但需要指出的是这种情况仅在短期内发生于发达经济体。因此，总体结果说明，相较货币政策，有针对性与及时的宏观审慎政策能更有效地降低房价下行风险。最后，房价下行风险与资本流动管理措施之间的关系则更为微弱。正如本章中的一些结果所显示，在某些发达经济体中，资本流动管理措施收紧与房价下行风险降低之间只存在短暂的相关联系。

基于这些研究结果，政策制定者应该采取什么应对措施呢？除了加强银行缓冲、确保家庭不过度借贷外，负责金融稳定的政策制定者还可以通过估算房价在险水平来完善对住房市场脆弱性的监控，并利用宏观审慎政策作为指导来加强价格缓冲能力并降低市场脆弱性。此外，货币政策制定者在对经济和通胀前景面临的下行风险做出判断时，也可以将房价下行风险作为一项重要参考指标。