



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

新金融评论

NEW FINANCE REVIEWE

长尾—— 一个关于地产泡沫破裂的跨国观察

王曲石 中国金融四十人研究院

于 飞 中国金融四十人研究院

朱 鹤 中国金融四十人研究院

钟 益 中国金融四十人研究院

王曲石、于飞、朱鹤、钟益（2022），“长尾——一个关于地产泡沫破裂的跨国观察”，新金融评论工作论文，2022年第12期（总15期），中国金融四十人论坛。

发表日期：2022.12.14 | 更新日期：2022.12.14

长尾——一个关于地产泡沫破裂的跨国观察*

◎王曲石 于飞 朱鹤 钟益

摘要：通过梳理1970年以来国际上22次房地产泡沫破裂的数据，我们发现了三个具有一定规律性的情况：第一、房地产危机及其影响持续时间特别长。房地产危机后，其后续影响不是一年，两年甚至三年就能走出来，时间尺度通常是五年甚至更长。影响最大的时点通常也不是房地产危机爆发当年或者第二年，很多影响都要到第三年甚至更久才会触底。第二、房地产危机的影响程度特别大。一些重要宏观变量的变动幅度要明显超过一般经济周期中波动的幅度，并且会在底部持续一段时间，而不是很快触底反弹。超过40%的房地产危机还伴随着系统性银行危机。第三、房地产危机的“疤痕”具有永久性。公共债务占GDP的比重在房地产危机后平均上升25个百分点，且不会回到危机前的水平。危机对GDP等变量的影响也类似。GDP在危机后会持续数年低增长，但此后经济恢复正常了也不会加速增长，更没有因为基数低而呈现高增速，而只是保持了比危机前还略低的增速，这就意味着危机后若干年“失去”的增长就是永远失去。其它很多宏观指标也有类似情况。这些具有规律性的情况值得我们高度重视。

关键词：房地产泡沫 长尾 疤痕

作者系王曲石、于飞、朱鹤、钟益，供职于中国金融四十人研究院。

2008年爆发的全球金融危机是大萧条以来全球最严重的金融危机，其触发因素是美国房地产泡沫破裂引发的次级贷款危机，可以说全球至今仍然生活在那场危机的后遗症中。中国的近邻日本，在经历了1991年的房地产危机后，从此进入了低增长和低通胀甚至通货紧缩的时代，至今已经30余年。这让人不得不问，是不是所有的房地产危机都会造成如此严重的后果？还是只有后果特别严重的房地产危机才会引发关注，而影响有限的房地产危机已经很少再被提起？房地产泡沫破裂对增长，就业，通货膨胀，政府债务，银行信贷和金融稳定又意味着什么？

想要回答这些问题，可以采取很多不同的方式。本文采取的是最简单直观的方法，直接用（几乎未经处理）的数据说话。这样做的好处是所有的结果一目了然。这样做也有弱点，就是各种数据内在的机理和联系并不显然，因果关系也很难说清。但因为数据本身已经足够有信息，原貌展现可以促人思考。尽管每场房地产危机都有各自的特点，每个国家也都有不同的经济环境、制度安排和政策应对，一些国家甚至出台了大规模的救市措施，但数据给人留下的初步印象是：房地产泡沫破裂对一些关键宏观经济变量有巨大影响，且会持续3年甚至更长时间，这些影响总的来说并不可逆，超过40%的房地产泡沫破裂最终引发了系统性银行危机。换言之，美国的次贷危机和日本的房地产泡沫破裂是杀伤力巨大的房地产危机，同时也是具有一定代表性的房地产危机，尽管两个国家应对危机的措施差异巨大。

一、样本选取和基本方法论

选取房地产泡沫破裂的样本具有一定的主观性。本文主要是参考Oust和Hrafinkelsson (2017)对房地产泡沫破裂的定义，以价格变动作为判别准则，将大型房地产泡沫定义为实际价格大幅上涨，在5年期内至少上涨50%，或在3年期内至少上涨35%，随后房价立即大幅下跌至少35%；将小型房地产泡沫定义为实际价格大幅上涨，5年期间至少上涨35%，或在3年期间至少上涨20%，随后房价立即大幅下跌至少20%。本文最终选取了1970年代以来，15

个国家的22次房地产危机，具体情况详见表1。

表1 房地产危机和发生时间

大型房地产泡沫	时间	小型房地产泡沫	时间
比利时	1979 - Q3	芬兰	1989 - Q2
丹麦	1986 - Q2	爱尔兰	2007 - Q1
丹麦	2006 - Q3	荷兰	1978 - Q2
芬兰	1974 - Q2	新西兰	1974 - Q3
爱尔兰	1980 - Q4	挪威	1987 - Q1
意大利	1981 - Q2	南非	1984 - Q1
日本	1973 - Q4	西班牙	2007 - Q2
日本	1990 - Q4	英国	1973 - Q3
韩国	1979 - Q2	美国	2006 - Q1
韩国	1991 - Q1		
西班牙	1978 - Q2		
西班牙	1991 - Q4		
瑞典	1990 - Q1		

数据来源：Oust 和 Hrafinkelsson(2017)。

本文基本的方法论十分简单，就是以房地产危机发生的当期作为0点，向前和向后各延伸20个季度（对季度数据）或者10年（对年度数据），然后求这22次危机中各个变量的平均值，由此来观察对应宏观变量在危机前后的走势变化。我们也尝试了中位值和切尾均值（Trimmed mean），数据的表现和简单的平均值高度接近，因此可以认为简单的平均值具有较好代表性。考虑到平均值更为容易理解，下面主要描述平均值。

从房价走势看，如果把房地产危机发生时的实际房价统一定义为100，则样本的实际房价在危机前的5年（20个季度）平均上涨了正好50%，而在危机后的5年，平均实际房价持续下降，最终从高点下降了31%（见图1）。如果看整个十年，实际房价的起点和终点几乎完全一样。图1能够看出的另一

点信息就是，房地产泡沫的形成是个多年的过程，房地产泡沫的破裂也并非一下子就结束，也需要持续很多年，从样本的数据来看房价要在持续下跌16个季度左右才能触底。

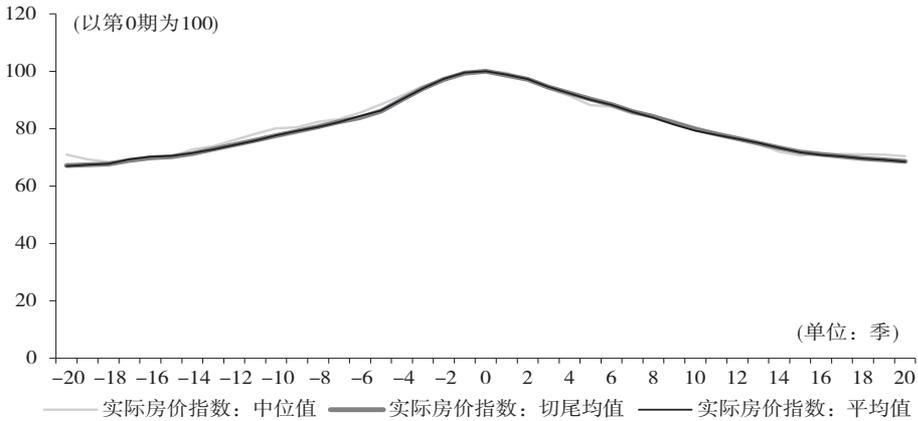


图1 实际房价指数

数据来源：OECD和本文作者计算。

二、房地产危机前后的实体经济

我们主要关心的是房地产危机前后GDP、投资、消费、就业和通胀的表现。

从GDP的表现看，房地产危机爆发之前的几年GDP增速整体处于高位，房地产危机爆发后GDP增速急剧下降，下降的最大幅度达到4.7个百分点。而且，GDP增速要持续下降8个季度才到达最底部，此后还有4-6个季度增速仍降处于底部区域。房地产危机爆发3年至3年半以后，GDP增速才能够明显回升，但也无法回到危机前的水平，危机后稳态的增速要比危机前平均低1个百分点以上（见图2）。

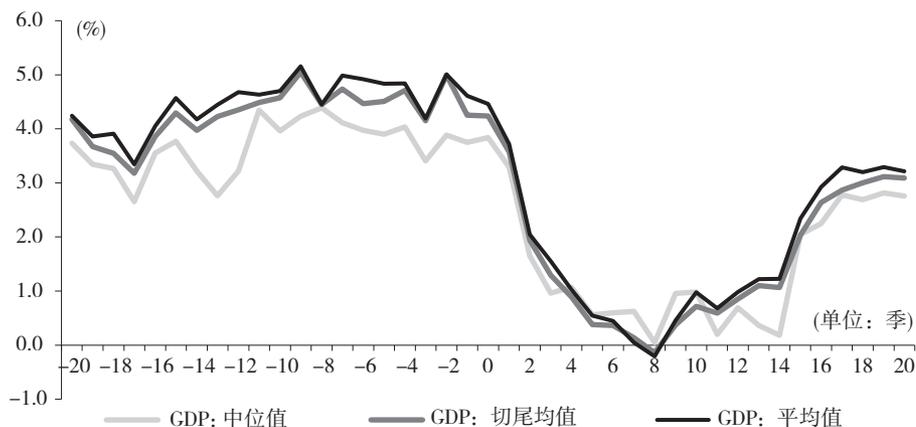


图 2 GDP 增速

数据来源：OECD 和本文作者计算。

分项看，房地产危机前后消费和投资均会产生明显和长期的变化。但也有一些差别，房地产危机对消费的影响相对平缓一些但持续时间更长，对投资的影响则更为剧烈（见图3和图4）。具体来说，消费增长平均在房地产危机发生前两年就已经见顶，此后开始下滑，在房地产危机爆发后会急剧下跌，这一急剧下跌阶段会持续两年时间，消费增速比危机前平均下降3.5个百分点。此后的5年时间，消费增速缓慢回升，但仍会比危机前平均低约2个百分点。直到危机后9年至10年，消费增速才能大致回到危机前的水平。投资增速亦平均在房地产危机前两年见顶，危机当年急剧下滑但通常平均保持正增长，危机后投资将连续三年负增长，增速最低点出现在危机后第二年，此时的增速比危机爆发前的高点要低17个百分点。危机后的4-7年，投资增速会转正，但仍比危机前的高点要低7个百分点左右。危机8年以后，投资增速才能恢复到危机前的常态。

从就业的表现看，危机后的次年失业率开始稳步上升，这一过程要持续长达6年时间，失业率才会见顶，此时失业率会由危机发生当年的平均5%上升至最高点的平均11%。失业率从危机后第7年才开始缓慢下降，但直到第

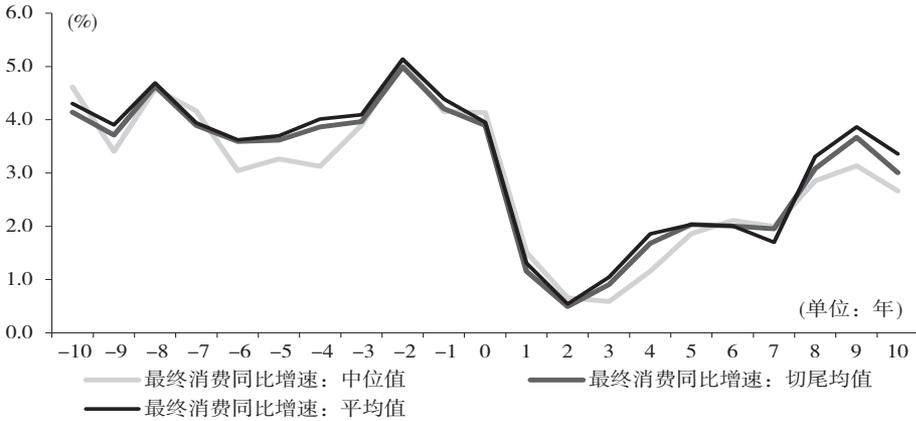


图3 最终消费（不变价）同比增速

数据来源：世界银行和本文作者计算。

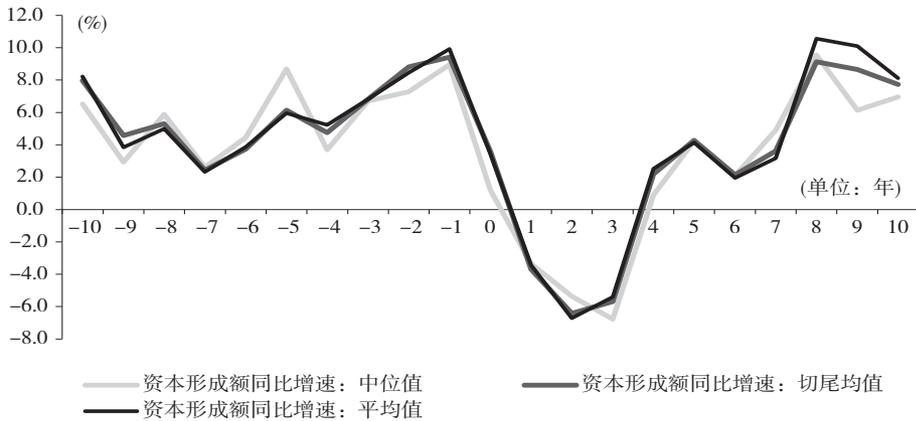


图4 资本形成额（不变价）同比增速

数据来源：世界银行和本文作者计算。

10年也仍会比危机发生时平均高约3个百分点（见图5）。

通胀在房地产危机前后的表现十分有趣。从危机前12个季度开始，通胀就呈上行趋势，这一过程会一直持续到危机爆发后4个季度左右才见顶。此后通胀开始快速下行，到危机后20个季度时通胀水平会比危机前较为常态的水平低约3个百分点左右（见图6）。

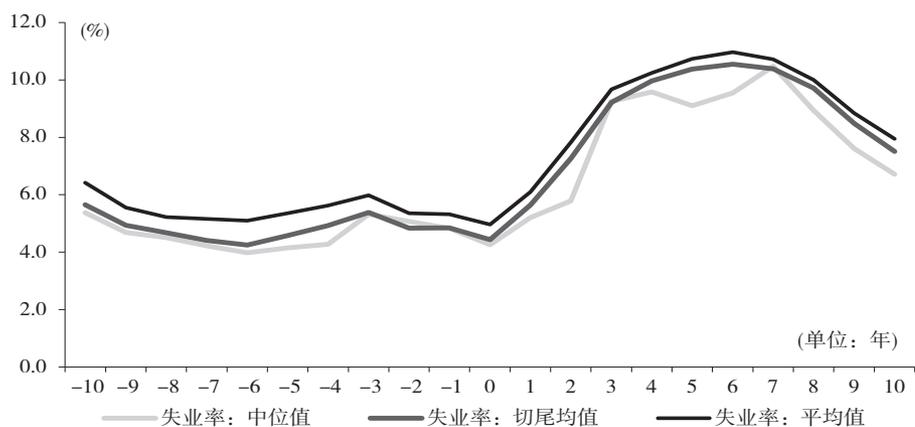


图5 失业率

数据来源：世界银行和本文作者计算。

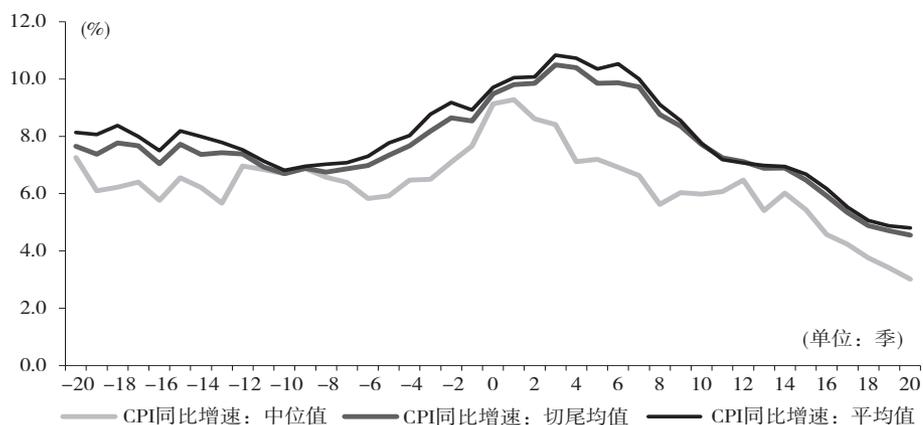


图6 CPI同比增速

数据来源：国际货币基金组织和本文作者计算。

综合上面的情况来看，GDP、消费、投资、就业和通胀等主要衡量实体经济状况的宏观经济变量都会在房地产危机爆发的前后开始出现恶化，幅度超过正常的经济周期，而且持续时间也远远超过一般的经济周期。

三、房地产危机前后的财政和政府债务

从政府的财政赤字来看，房地产危机前，政府的财政赤字平均大约在GDP的2%以内，危机发生当年甚至平均会略有盈余。但房地产危机爆发后，政府的财政赤字会急剧扩大，并在危机后第三年达到最大，这是平均赤字率超过GDP的5.5%。此后赤字率才会缓慢缩小，到危机后第九年平均财政赤字率才会GDP的3%以内（图7）。

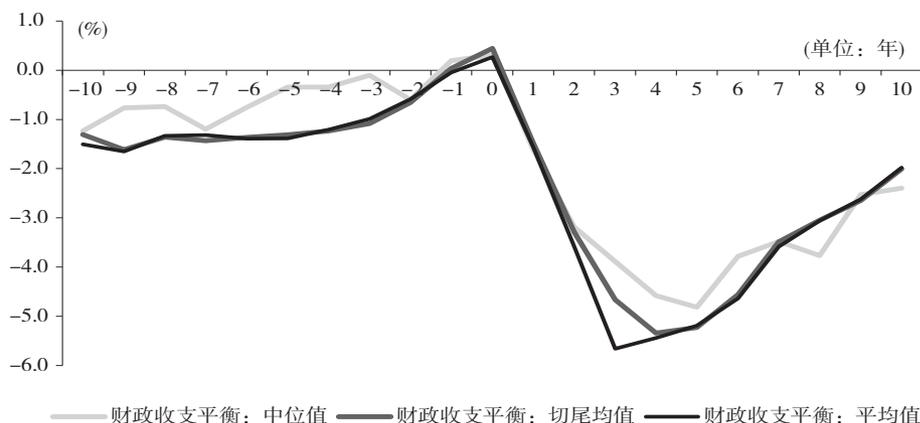


图7 财政收支平衡

数据来源：世界银行、国际货币基金组织、OECD和本文作者计算。

从存量的角度看，政府债务占GDP的比重在房地产危机前平均水平大致保持在不到45%的水平，危机爆发后会急剧上升，到危机后第五年左右见顶，这时债务率会上升至GDP的70%左右。此后债务率会一直保持在70%这一水平附近，在10年的样本期内不会出现明显下降（图8）。

房地产危机和财政与债务的关系仍需更细致的研究才能有更为明确的结论，但仅从赤字率和债务率这两个关键指标来看，房地产危机似乎伴随着巨大的财政成本，财政成本进而导致了政府负债大幅度的上升，并且这种上升似乎是永久而非暂时的。

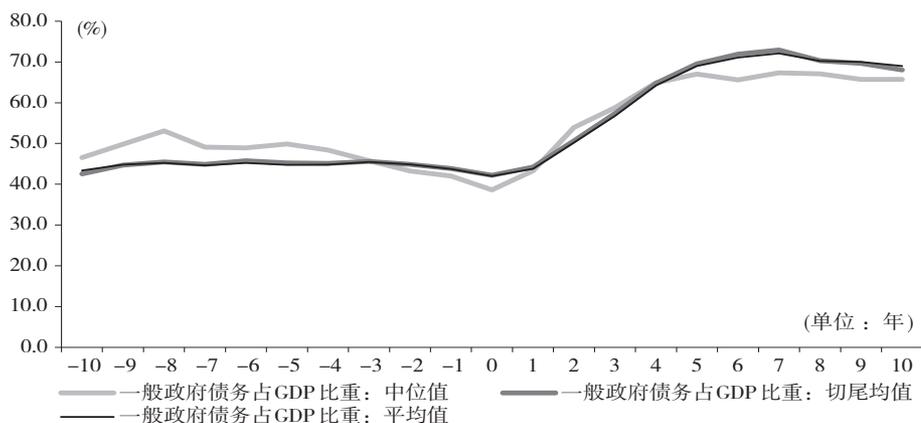


图8 一般政府债务占GDP比重

数据来源：国际货币基金组织和本文作者计算。

四、房地产危机前后的信贷和金融稳定

从信贷的增长看，房地产危机前的20个季度时间里，信贷增速整体上是一个上升的趋势，从平均不到15%的增速上升至危机爆发时的约25%左右。有趣的是，房地产危机爆发后，信贷仍会保持约2个季度左右的高增长，然后才开始较为快速的下滑。下滑的过程会持续约6个季度左右，也就是房地产危机爆发后2年信贷增速才会触底，这时信贷平均增速已经不到5%，并在这一低水平持续4个季度左右。房地产危机爆发3年后，信贷增长才会开始逐步回升，并在4个季度后也就是房地产危机爆发后四年达到新的稳定增速，这时的增速为略低于10%，明显低于危机前的信贷增速（图9）。

从汇率的表现看，名义有效汇率在房地产危机前就处于缓慢贬值的状态，危机后继续这一贬值趋势，但速度略微有所加快，但整体上比较平稳（图10）。实际有效汇率和名义有效汇率正好相反，在房地产危机前处于缓慢升值的状态，危机后实际有效汇率基本保持平稳并在危机后三年起开始转向缓慢贬值（图11）。从平均意义上说，汇率的表现现在房地产危机前后整体似乎平稳。

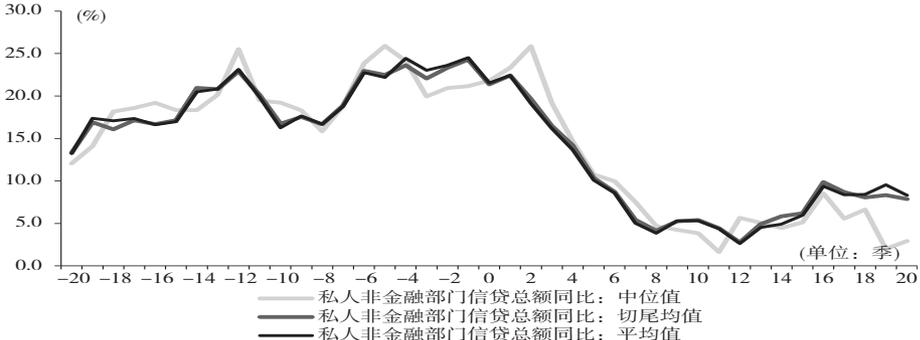


图9 私人非金融部门信贷总额同比增速

数据来源：国际清算银行和本文作者计算。

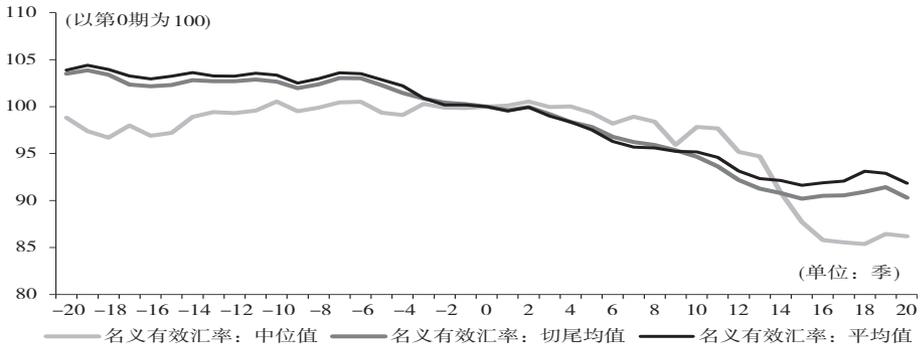


图10 名义有效汇率

数据来源：国际清算银行和本文作者计算。

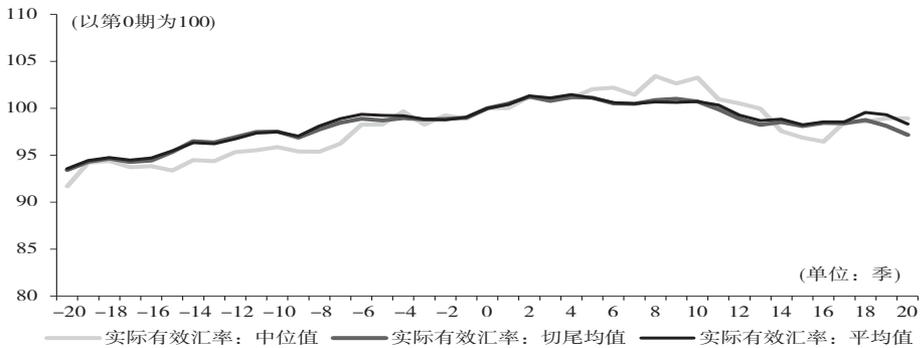


图11 实际有效汇率

数据来源：国际清算银行和本文作者计算。

房地产危机是否会伴随金融危机呢？在样本的22次房地产危机中，有9次危机后的10年之内发生了Laeven和Valencia(2018)定义的系统性银行危机，有13次危机后的10年内没有发生系统性银行危机（图12）。具体来看，这9次系统性银行危机，有4次发生在房地产危机的次年，2次发生在危机后两年，1次发生在危机后4年，一次发生在危机后6年，一次发生在危机后7年（图13）。其中7年的这个案例就是日本，目前比较有共识的观点是日本的银行危机是房地产危机的后遗症。

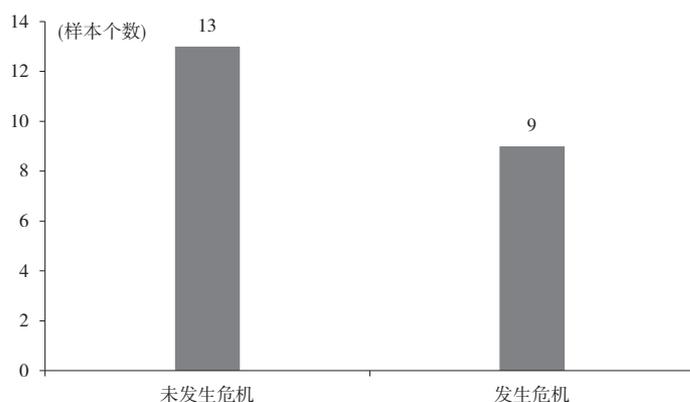


图 12 房地产危机后是否发生系统性银行危机

数据来源：Laeven和Valencia(2018)、本文作者计算。

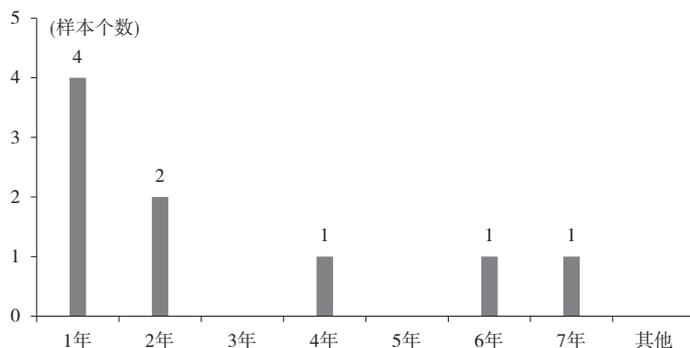


图 13 房地产危机后发生系统性银行危机时间

数据来源：Laeven和Valencia(2018)、本文作者计算。

如果看货币危机，这22次房地产危机，有5次在10年之内发生了货币危机，剩下的17次10年之内没有发生货币危机（图14）。这5次货币危机分别发生在房地产危机后的第3、4、5、7和10年（图15）。

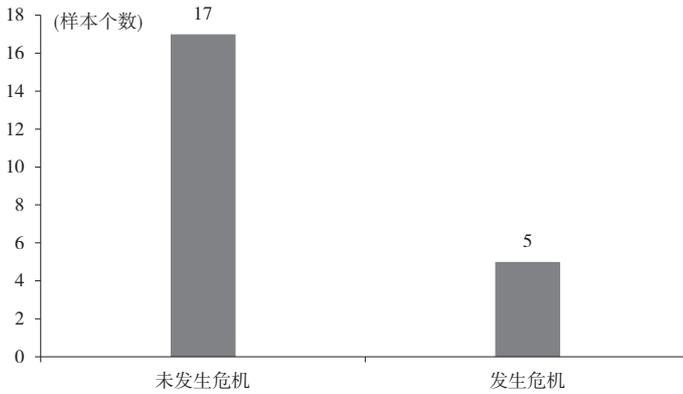


图 14 房地产危机后是否发生货币危机

数据来源：Laeven 和 Valencia(2018)、本文作者计算。

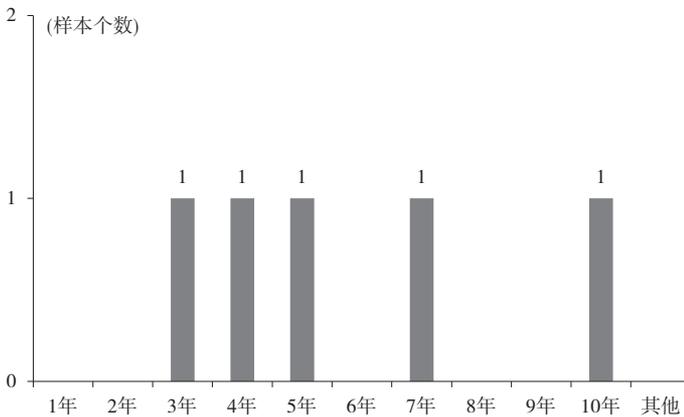


图 15 房地产危机后发生货币危机时间

数据来源：Laeven 和 Valencia(2018)、本文作者计算。

总的来看，房地产危机爆发前似乎伴随着高速的信贷增长，但爆发后则会出现信贷较为长期的低迷，而且40%以上的房地产危机后会发生系统性银行危机。这里面的机理和因果关系事实上存在不同的理论解释，需要进一步的研究才能更为明确。

五、总结性观察

本文的目的并非试图解释房地产危机发生的原因和如何发生影响，事实上前面呈现的所有数据都只是描述性的，很难推断出因果关系，更没有考虑各国的政策应对和不同的经济环境。但这些简单的事实似乎还是给人留下三个非常深刻的印象。

第一、房地产危机及其影响持续的时间特别长。一旦发生房地产危机，似乎不是一年，两年甚至三年就能走出来，这个时间尺度也许是五年甚至更长。而且，影响最大的时点似乎也不是房地产危机爆发当年或者第二年，很多影响都要到第三年甚至更久才会触底。这里面的机理和传导机制是什么值得进一步研究，但毫无疑问要引起重视。

第二、房地产危机的影响程度特别大。一些重要宏观变量的变动幅度要明显超过一般经济周期中波动的幅度，并且会在底部或者比较低迷的水平持续一段时间，而不是很快触底反弹。超过40%的房地产危机还伴随着系统性银行危机，更加体现了房地产危机的影响巨大。

第三、房地产危机的“疤痕”似乎是永久的。这一点从公共债务上看最为明显，公共债务占GDP的比重在房地产危机后平均上升25个百分点，而且不会回到危机前的水平。危机对GDP等变量的影响也是类似的。GDP在危机后会持续一段时间低增长，但此后经济恢复正常了也不会加速增长，更没有因为基数低而呈现高增速，而只是保持了比危机前还略低的增速，这就意味着危机后若干年“失去”的增长就是永远失去。其它很多宏观指标也都有类似的情况。从这个意义上说，房地产危机的“疤痕”似乎是永久的。

参考文献

[1] Oust A, Hrafinkelsson K. What is a housing bubble?[J]. *Economics Bulletin*, 2017, 37(2): 806–836.

[2] Laeven M L, Valencia M F. Systemic banking crises revisited[M]. *International Monetary Fund*, 2018.

Long Tails:An Observation on Cross-country Experiences of Housing Bubble Bursts

WANG Qushi, YU Fei, ZHU He, ZHONG Yi

Abstract: Compiling data from 22 episodes of housing bubble bursts since 1970, there appear to be three common threads: First, the burst of a housing bubble and its impact last many years. After a housing crisis, its impact could last not just one, two or even three years, but 5 years or more. Its largest impact usually would not be felt on the first year or second year, but on the third year or later. Second, the impact of a housing bubble burst is particularly severe. Major macro indicators fluctuate much more than during a typical business cycle and stay lower for longer. More than 40% of housing bubble bursts are followed by systemic banking crises. Third, the scar of a housing bubble burst is permanent. General government debt as a share of GDP, on average, rises 25 percentage points afterwards and never returns to the pre-crisis level. GDP growth slows significant for several years but will not accelerate afterwards, resulting in permanent lost output. Other macro variables exhibit similar patterns.

Keywords: Housing Bubble, Long Tail, Scarring