

警惕：月供收入比的幻觉

2002年，美国进入了降息周期，低息加上次贷提供的低首付优惠，吸收了房价快速上涨的负面冲击，结果房价以超过收入8个百分点的速度增长，而月供收入比却仍维持在25%以下——降息和优惠利率把购房人的支付能力“放大”了20%。

在月供收入比的幻觉下，美国的房价持续上升，直到2005年的加息周期，房价在动量推动下继续上涨，月供收入比则以更快速度上涨，从2005年第二季度的24%上升到2007年第二季度的37%，并最终破灭。

今天的中国很像2002年的美国，降息下公积金贷款月供额下降了15%，而商业贷款在降息和七折优惠利率的双重“照顾”下月供额下降了24%，结果在房价几乎没有下降的情况下，月供收入比却从2007年四季度的50%左右降低到32%水平，几乎所有城市的月供收入比都已降低到50%以下。

但这种表面的购房能力上升其实是一种幻觉，可怕的是如果开发商利用这种幻觉继续提高房价，耗尽购房人在低息环境下的全部支付能力，则在未来的加息周期中，泡沫将以更快的速度破灭。

一、 美国地产泡沫：降息下的幻觉

从1991~2001年，美国房屋销售中间价的年均增幅仅为4%，与这一时期人均可支配收入的增幅一致，但911的打击使美国经济陷入暂时衰退，美联储的积极降息政策和银行次贷产品的推广使房价开始加速上升，从2001年12月底到2005年三季度，30年期抵押贷款利率从7.07%下降到5.58%，结果房价增速达到年均12%，显著高于同期人均可支配收入4%的增幅，只是在降息的作用下，这一时期美国的月供与人均可支配收入比一直保持在25%以下，与租金收入比相当（图（2））。

2005年下半年房地产推动的泡沫开始成为整个经济的泡沫，人均收入的增速提高到5%以上，但房价增长更快，从2005年9月到2007年6月，房价涨了34%，年均增速达到18%，与此同时，联储为了抑制过度流动性下的通胀压力开始加息，30年期抵押贷款利率从5.58%上升到6.66%，在房价和利率的双重压力下，月供与人均可支配收入比从24%上升到37%，对于那些低收入、享受次贷低首付“照顾”的房主，月供收入比更高，已经达到40%以上，超出了美国家庭的承受能力，从而导致了房地产泡沫的最终破灭。

美国房屋售价中值

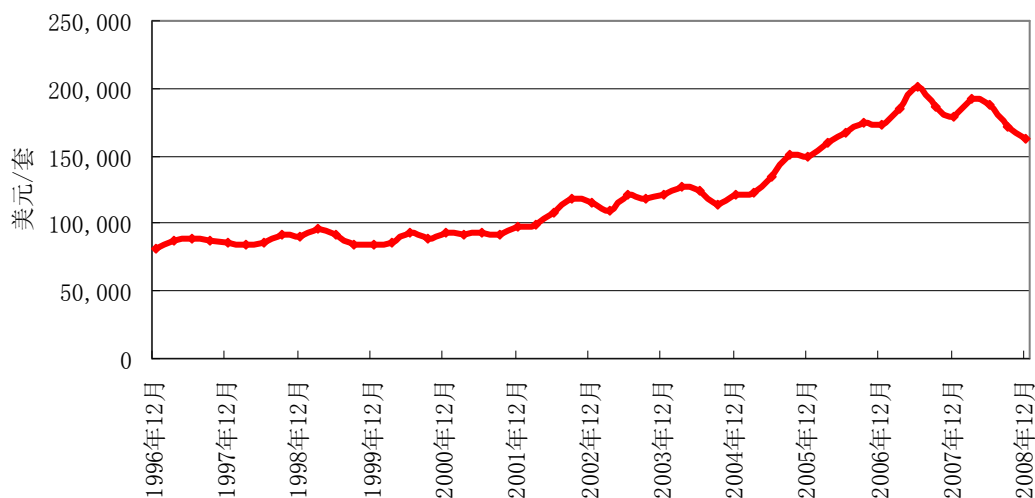


图 (1) 美国房屋销售中间价

美国月供收入比与租金收入比

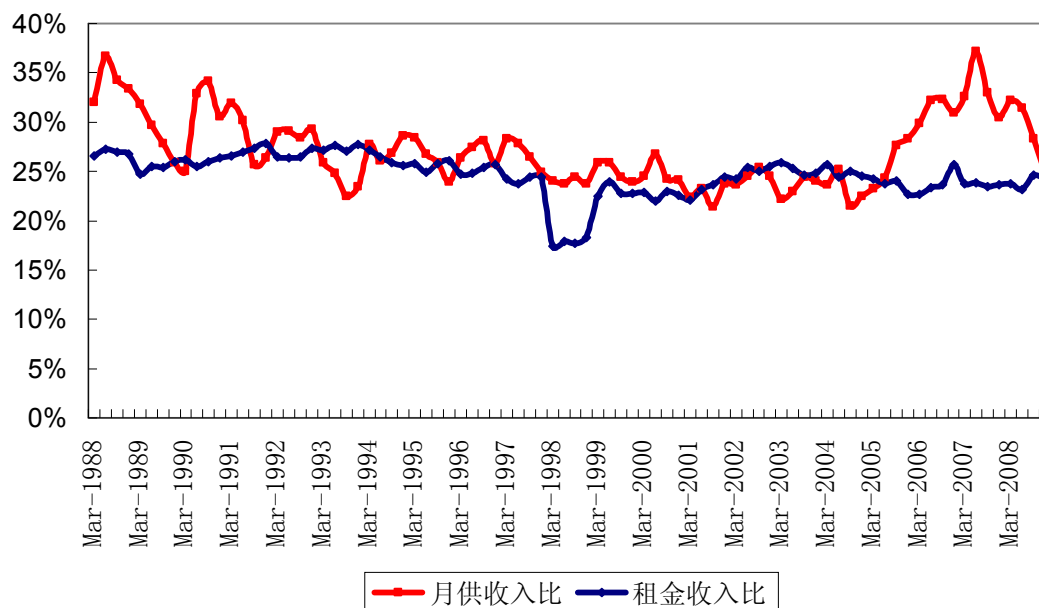
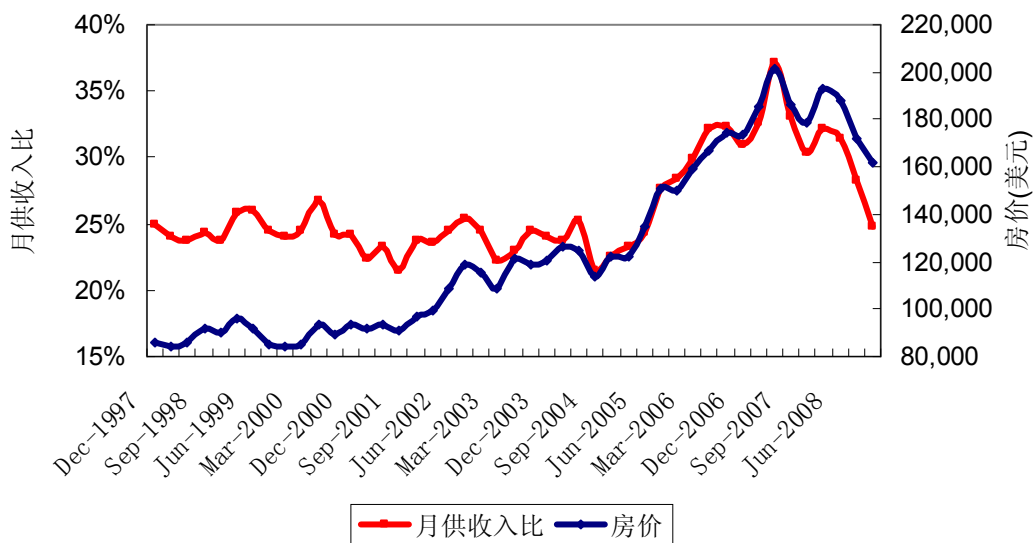


图 (2) 美国月供收入比与租金收入比

(注: 计算月供收入比时我们采用如下假设
收入: 美国人均可支配收入
房价: 房屋销售中间价
租金: 房屋租金中值
抵押贷款利率: 30 年期贷款利率基准
首付比率: 20%
贷款期限: 30 年
数据来源: CEIC)

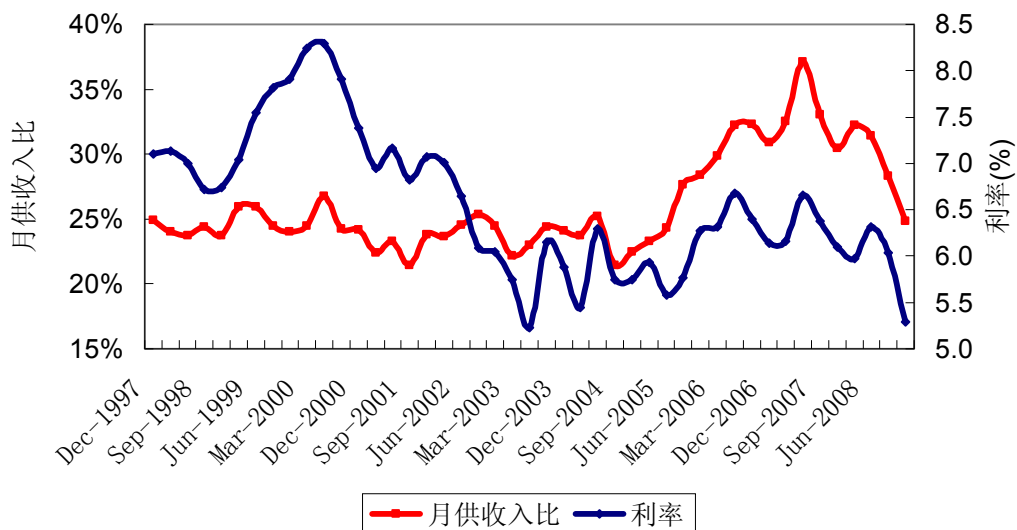
尽管月供收入比的快速上升始于 2005 年三季度，但美国房地产泡沫起源于 2002 年的降息，从图（2）和图（3）可以看出，从 2002 年 1 月到 2005 年 9 月，尽管房价已上涨 55%，而同期人均可支配收入仅增长 16%，但月供收入比却基本保持不变，维持在 25%以下——上涨的房价被降息的好处所吸收（图（4）），从而给人们造成了贷款购房能力上升的幻觉。根据测算，当利率从 2001 年 12 月的 7.07% 下降到 5.58% 时，一笔 10 万美元 30 年期抵押贷款的月还款额将从 670 美元减少到 573 美元，下降 14.5%，再加上次贷给予低收入人群的低首付优惠和购房头几年的低利率优惠，使很多购房人感觉自己的购买能力上升了 20% 以上，在这种幻觉的推动下，房价加速上升。即使后来进入加息周期，但上涨的动量仍在继续推高房价，在上涨的惯性下，越来越多的投机者加入到买房的队伍中来，直到房价和利息已高到人们无法承受的地步，泡沫才最终破灭。

美国房屋销售中间价与月供收入比



图（3）美国房屋销售中间价与月供收入比

美国30年期抵押贷款利率与月供收入比



图（4）美国 30 年期抵押贷款利率与月供收入比

（数据来源：CEIC）

二、 今天的中国，2002 年的美国

2. 1 2007 年的中国，月供收入比达到 50%

自中国推行商品房制度以来房价快速上涨，尤其是 2006、2007 两年，全国平均的房价涨幅达到 11%，但部分地区的新建商品房价格已经翻倍。到 2007 年时，在北京一个拥有平均收入的三口之家，要购买一套 100 平米的住宅，在首付 30%、30 年期贷款的情况下，即使用公积金贷款，按照当时的贷款利率（5.22%），这个家庭的月供额也将达到 4107 元，相当于家庭收入的 63%，而如果这个家庭不能享受公积金贷款，只能享受商业贷款首套住房（基准利率下浮 15%）优惠的话，月供额将达到 4794 元，相当于这个家庭月收入的 74%。在上海，2007 年四季度，一套 100 平米住房、公积金贷款的月供额相当于一个平均收入家庭月收入的 49%，而商业贷款首套住房的月供额则相当于平均收入家庭月收入的 57%；在厦门，公积金贷款的月供收入比为 56%，商业首套贷款的月供收入比为 66%；在深圳，公积金贷款的月供收入比为 57%，商业首套贷款的月供收入比为 66%；在广州，公积金贷款的月供收入比为 49%，商业首套贷款的月供收入比为 57%……（表（1））以上数据显示，在许多一线城市，房价已经远远超出了一个平均收入家庭的负担能力——即使考虑中国两代人供一套房的特殊背景，月供额也已显著超出了普通家庭的承受能力。不仅一线城市如此，在很多二线城市也出现了房价超出支付能力的情景，根据我们的测算，在 2007 年四季度，35 个大中城市平均的月供收入比（公积金贷款）为 42%，商业首套贷款的月供收入比已经高达 49%。这也就难怪在 2007 年四季度中国的楼市出现拐点，成交量自此开始大幅萎缩了。

2. 2 2009 年的中国，降息和优惠利率推动购房杠杆放大 20%

2007 年随着美国次贷危机的爆发，全球经济陷入衰退，中国经济要启动内需，房地产再次被推向前沿。除了多次降息外，首套住房的利率优惠幅度从 15%扩大到 30%，二套房利率上浮政策也被取消。结果公积金贷款利率从 5.22%下降到 3.87%，30 年期 100 万贷款的月供额从 5503 元下降到 4700 元，降幅达到 14.6%，而对于商业贷款的政策刺激力度就更大，首套房的贷款利率从 6.66%下降到 4.16%，同样的 30 年期 100 万贷款的月供额从 6423 元下降到 4866 元，降幅达到 24.2%。

月供额的降低使人们的月供收入比得到了大幅改善。仍以北京为例，2008 年累计的人均收入为 29252 元，一个拥有平均收入的三口之家的月收入为 7313 元，而 2008 年四季度北京房屋销售均价为 10981 元/平米，100 平米住房、30%首付、30 年期公积金贷款的月供额为 3612 元，月供收入比从 2007 年末的 63%下降到 49%，而如果使用商业贷款，则月供额为 3740 元，月供收入比从 2007 年末的 74%下降到 51%。在上海，这两个比例则分别从 2007 年四季度的 61%（公积金）和 71%（商业贷款）下降到 2009 年初的 51%和 53%，广州降幅更大，从 2007 年四季度的 49%（公积金）和 57%（商业贷款）下降到 2009 年初的 36%和 38%；在厦门商业贷款的月供收入比从 66%下降到 44%，深圳从 66%下降到 54%，广州从 57%下降到 37%，35 个大中城市公积金贷款的平均月供收入比从 2007 年四季度的 42%下降到 2009 年初的 32%，商业首套贷款的月供收入比从 49%下降到 32%——多数城市的月供收入比都已下降到 50%以内，部分城市甚至降至 30%水平，中国的房地产市场似乎进入了良性的老百姓可承受的范围了。

但实际上，尽管自 2007 年四季度以来房屋成交量大幅萎缩，但很多城市的房价降幅较小，有些地区 2009 年初的房价仍高于 2007 年四季度房价。实际上，如果利率恢复到 2007 年四季度水平，即使商业贷款客户仍可以享受七折优惠利率，北京和深圳地区的月供收入比也将再次上升到 60%，厦门将上升到 50% 以上，而 35 个大中城市公积金贷款月供收入比将上升到 36~37%（表（1））。以上还是国家统计局在综合考虑经济适用房和二手房等低价房后的月供收入比，如果以发改委公布的 36 个城市集中成交均价计算（这个均价一般要比国家统计局公布的均价高出 20% 以上），则在利率恢复到 2007 年四季度水平时，36 个大中城市的公积金贷款月供收入比将达到 44%，商业贷款将达到 45%，北京地区的月供额将超过一个平均收入家庭的全部月收入（表（2））。

综上，在 2009 年初楼市成交量放大的小阳春中，房价的真实降幅较小，是利率的下降和优惠利率政策，给了购房人一种购房能力放大的幻觉，很多购房人感觉自己的购房能力上升了 20% 以上，从而给了房价更多上升空间。

表（1）以 35 个城市房屋销售均价计算的月供收入比

		北京	天津	上海	杭州	大连	厦门	广州	深圳	35 城市
2007 年四季度公积金贷款利率 5.22%，商业贷款首套利率 6.66%	人均年收入	25899	17828	26102	24475	17160	24327	26671	36321	18847
	平均收入家庭月收入	6475	4457	6525	6119	4290	6082	6668	9080	4712
	销售均价(元/平米)	10661	5576	8253	7432	5417	8907	8439	13370	5128
	公积金贷款月供	4107	2148	3179	2863	2087	3431	3521	5151	1976
	商业首套贷款月供	4794	2507	3711	3342	2436	4005	3794	6011	2306
	公积金贷款月供收入比	63%	48%	49%	47%	49%	56%	49%	57%	42%
	商业首套贷款月供收入比	74%	56%	57%	55%	57%	66%	57%	66%	49%
2009 年初公积金贷款利率 3.78%，商业首套贷款利率 4.16%	人均年收入	29252	21174	29759	27035	19998	26944	29407	28704	21808
	平均收入家庭月收入	7313	5294	7440	6759	5000	6736	7352	7176	5452
	销售均价(元/平米)	10981	5754	8195	7506	5553	8640	8068	11471	5154
	公积金贷款月供	3612	1893	2696	2469	1827	2842	2654	3774	1695
	商业首套贷款月供	3740	1960	2791	2557	1891	2943	2748	3907	1755
	公积金贷款月供收入比	49%	36%	36%	37%	37%	42%	36%	53%	32%
	商业首套贷款月供收入比	51%	37%	38%	38%	38%	44%	37%	54%	32%

（数据来源：CEIC、万德数据库、国家统计局数据）

表（2）以 36 个大中城市房屋销售集中成交均价计算的月供收入比

		北京	上海	广州	36 个大中城市
--	--	----	----	----	----------

2007 年四季度 公积金贷款利率 5.22%, 商业贷款首套利率 6.66%	人均年收入	25899	26102	26671	18847
	平均收入家庭月收入	6475	6525	6668	4712
	房屋集中成交均价(元/平米)	14470	10292	12670	5995
	公积金贷款月供	5574	3965	4881	2310
	商业首套贷款月供	6506	4628	5697	2696
	公积金贷款月供收入比	86%	61%	73%	49%
2009 年初 公积金贷款利率 3.78%, 商业贷款首套利率 4.16%	人均年收入	29252	29759	29407	21808
	平均收入家庭月收入	7313	7440	7352	5452
	房屋集中成交均价(元/平米)	19942	11765	11532	6160
	公积金贷款月供	5228	3812	3676	1967
	商业首套贷款月供	5413	3947	3806	2036
	公积金贷款月供收入比	71%	51%	50%	36%
	商业首套贷款月供收入比	74%	53%	52%	37%

(数据来源: CEIC、万德数据库、发改委数据)

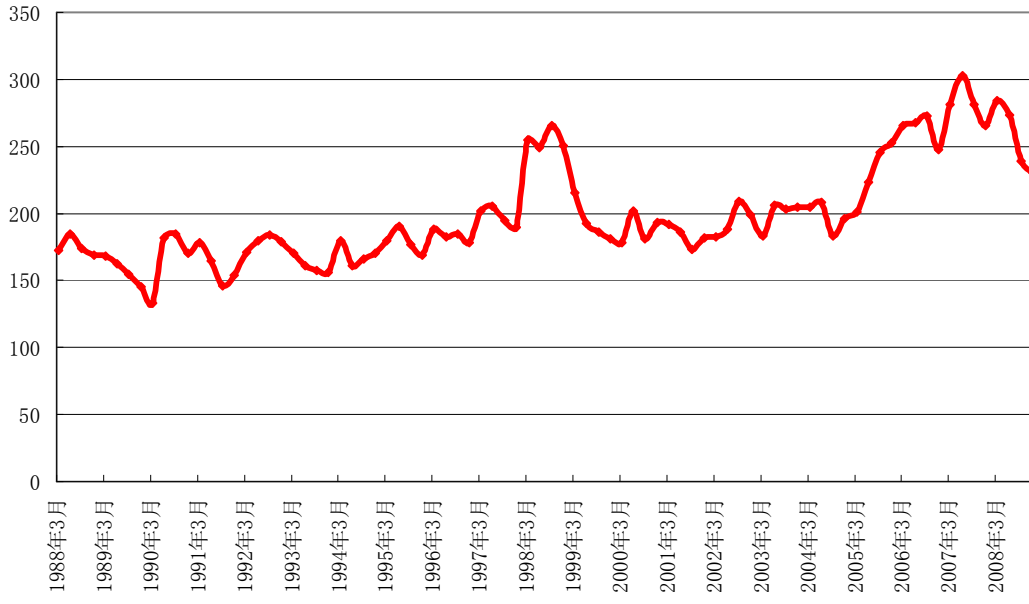
2. 3 今天的中国, 2002 年的美国

今天的中国很象 2002 年的美国, 降息拉低了房贷收入比。但是, 房贷收入比是一个危险的指标, 尽管它被很多购房人当作衡量购房能力的指标, 甚至被一些分析师当作衡量整体市场健康程度的指标, 但实际上, 月供收入比并不是一个科学的度量真实房价的指标, 它随利率变化频繁变动。

也因此, 国际上衡量房价高低的指标不是月供收入比, 而是房价收入比和房价租金比。一般来说, 当房价收入比大于 6 倍时就进入了房价过高的警戒区间, 而目前我国 35 个大中城市的房价(100 平米)收入比已达到 7.9 倍, 在北京深圳等地达到 10 倍以上, 显著超越了国际警戒水平。实际上, 即使在美国月供收入比最高的 2007 年二季度, 房屋中间价与人均可支配收入比也刚刚 6 倍, 与中等家庭毛收入比才 3.4 倍。此外, 从房价租金比看, 国际上将房价大于月租金的 300 倍定为警戒线, 在美国房价租金比最高的 2007 年二季度为 303 倍(图(5)), 而中国, 多数城市的租金收益率不到 3%, 房价租金比在 330 倍以上, 也已超越了安全警戒。

当然, 中国的人均收入水平在快速上升, 所以如果房价维持在当前水平, 那么房价收入比和租金收入比可以随收入的上升而逐步降低到安全区间内。但问题是, 暂时的低息给了开发商继续提价的空间, 而这种贷款能力放大的幻觉其实是在过度透支未来的偿付能力, 结果在未来利率上升的过程中, 开发商、银行和购房人将共同面对房价泡沫破灭的灾难。

美国房价租金比



图（5）美国的房价租金比