



易居专题研究系列

美联储降息对楼市影响

- 一、美国利率与房价
- 二、中国利率与房价
- 三、结论与趋势

中美利差达历史高点，中国降息空间增大但对房价影响有限

报告摘要：

- 3月18日美联储议息会议大概率至少再降息50个bps，10年期国债收益率将继续保持低位，但是本轮降息周期是否能促进美国房价新一轮的上涨值得商榷。3月3日，美联储宣布降息50个bps，3月18日再次降息50个bps的概率达78.6%，降息75个bps的概率为21.4%。本轮降息周期从2019年7月开始，房价同比涨幅已于2019年11月开始小幅扩大，按照历史规律，美国房价同比涨幅将继续扩大。但值得注意的是，本次利率下行空间不如以往，在全球持续多年的宽松背景下，货币宽松的作用也在弱化。此外，美国房价已经持续上涨超过8年，和2008年不同，并没有经历过下跌调整，同时疫情仍在全球范围内扩散，经济下滑压力大，因此房价是否还能够受益于货币宽松持续上涨是值得商榷的。
- 中美10年期国债收益率利差处于历史高点，中国降息空间进一步打开，但对房价影响有限。3月9日中美10年期国债利差为1.9%，处于历史高位，按照历史经验，中国10年期国债收益率仍有进一步下行空间。虽然中国国内经济下行压力大，但仍受到CPI高企等因素的影响，同时稳健的货币政策定位、“房住不炒”的多次强调、以扶持实体经济为主的目标未变，因此预计未来几个月和房价关系比较密切的如5年期以上LRP、首套房贷利率等有小幅的下行空间，但对房价的影响有限。

一、美国利率与房价

1、美国利率周期

联邦基金利率是美国银行同业拆借市场的利率，主要为隔夜拆借利率，是各类资金成本定价的锚。美国东部时间2020年3月3日，美联储宣布降息50个bps，幅度较大，但按照降息前的市场隐含降息概率来看，基本已经提前预期。直接原因是新冠肺炎疫情在美国及全球超预期的快速蔓延会使得全球经济遭受严重影响，标普500指数在降息前单周最大跌幅达到12.1%。美联储的主要政策目标是经济增长、就业和通胀，而资产价格波动通常不能影响美联储的政策决定。但事实上，由于美国的居民财富主要在股票市

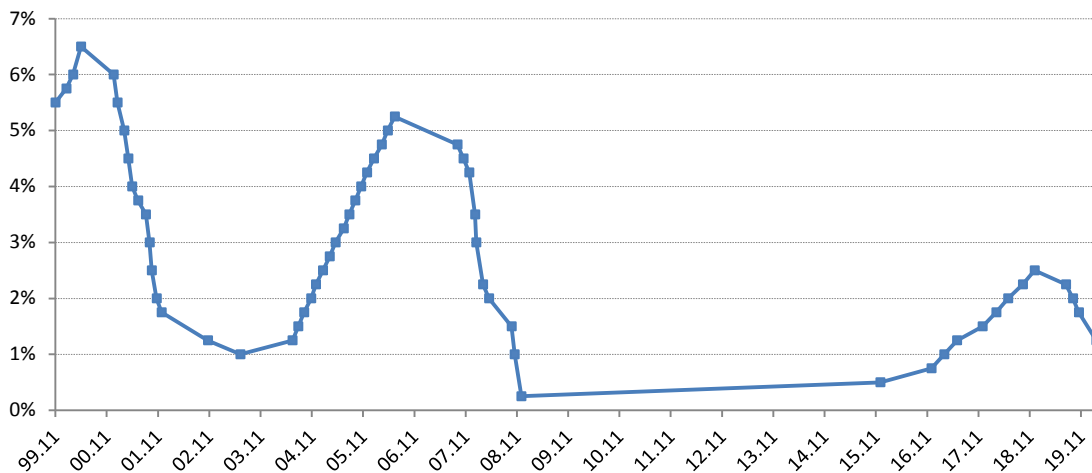
场，当股价发生剧烈波动并可能引发较大危机时，美联储会采取救市行动。就本次降息而言，属于临时降息，而非正常议息会议时决定，历史上在议息会议之外临时降息的情况均在重大突发事件发生时或者经济危机时，如2001年1月互联网泡沫崩盘；“911”恐袭事件发生后；以及2007年8月、2008年1月次贷危机期间和10月金融危机期间。

除了疫情的影响，美国经济周期本身也已经运行到了有较大可能出现危机的位置。2008年金融危机后，美联储降息节奏加快且先后实行了三次QE，并且经济复苏时期没有进行足够的加息，导致目前的联邦利率下降应对危机的空间有限。此外，在长达十年的全球货币宽松背景下，货币工具的效率越来越低。从历史经验来看，十年通常是一个周期的拐点，而美联储的调控政策的目的是为了熨平周期，减小周期波动，但并不意味着周期的消失。2008年至今已经十二年，目前美国经济基本面逐渐趋弱，劳动力市场已经处于拐点，居民的工资收入增速放缓，本次疫情作为导火索，或许是美国经济开始调整的开端。

回顾历史，2001年美国互联网金融泡沫破灭以及“911”事件，市场对经济下行的担忧加剧，纳斯达克指数大跌。从2000年5月至2003年6月，美国联邦基金利率累计下调了5.5个百分点。2007年美国经济和金融市场处于泡沫破裂前期，次贷危机爆发后美联储连续降息，2008年升级为全球金融危机，美联储继续进一步降息，从2007年9月开始至2008年12月，累计降息5个百分点，随后利率一直处在很低的水平，并采取多次量化宽松的方式向市场注入流动性。2015年12月开启了第一次加息，至2018年12月停止。

按照美国联邦基金利率期货合约价格计算的隐含概率，截至3月10日，市场预期2020年3月18日再次降息50个bps的概率高达78.6%，降息75个bps的概率为21.4%。因此，本月美联储大概率至少将进一步降息50个bps。

图1 美国联邦基金目标利率

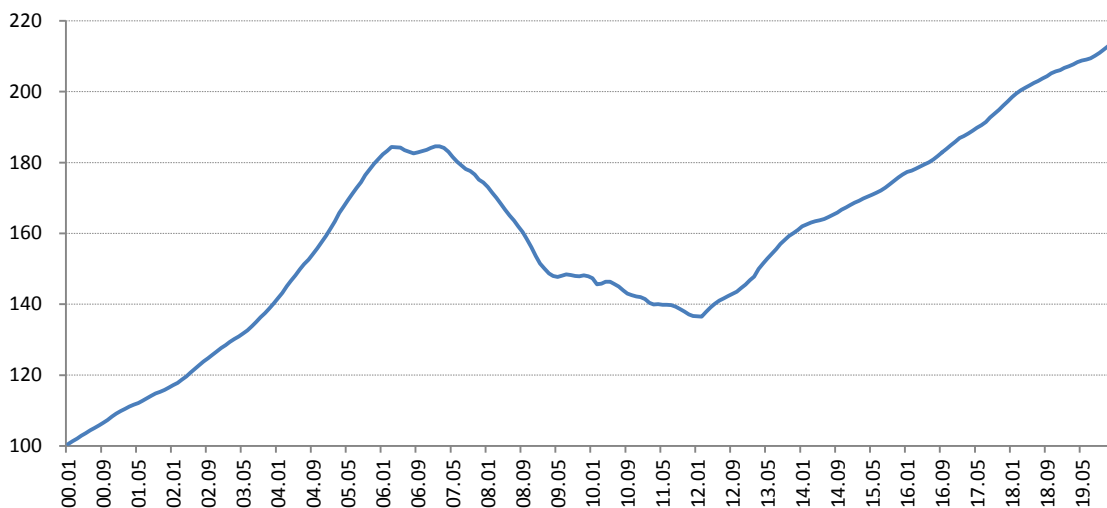


数据来源：美联储、易居研究院

2、美国利率与房价关系

近十年的数据显示，2000年至2006年美国房价保持高速增长态势，2007年至2009年上半年，受金融危机影响，房价快速下跌，随后房价跌幅收窄，并于2012年2月正式见底回升。

图2 美国 S&P/Case-Shiller 房价指数



数据来源：标普、易居研究院

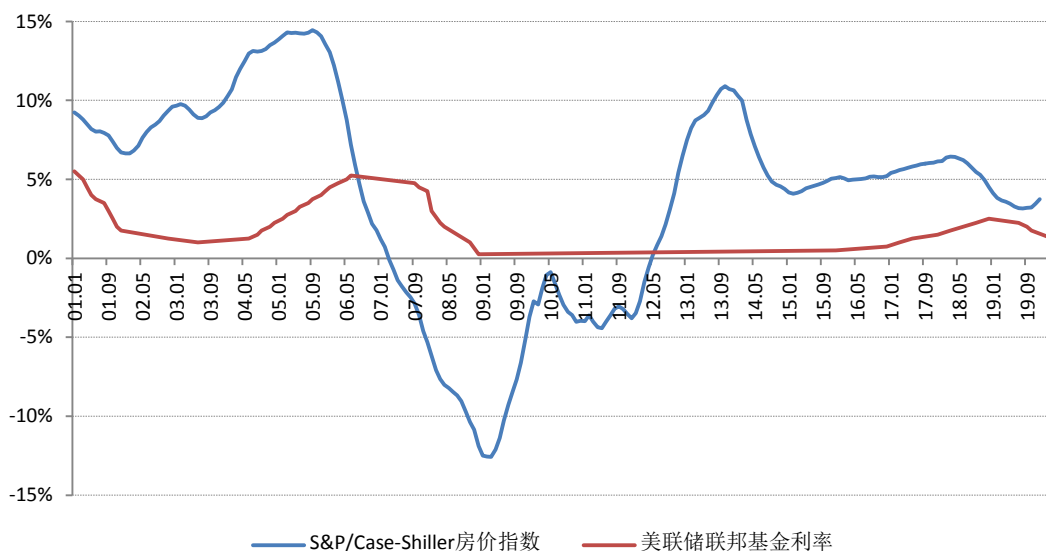
统计范围内，美国第一轮降息周期始于2000年5月，累计降息13次。降息对房价的影响是滞后的，开始产生明显影响是在2002年6月份，也就是降息启动后23个月、累计降息11次、利率降至1.75%之后，房价进入快速上升期，以环比增幅超过1%的速度持续至2005年12月。

第二轮降息周期始于2007年9月，是在美国房价开始下跌时实施的（这一点与中国非常相似，中国2008年8月房价开始下跌，9月开始降息），房价同比涨幅快速下行，于2009年3月才开始反转。金融危机由房屋次级贷款危机引发，因此对房地产市场造成了巨大影响，降息对房价影响的滞后性比较明显。2012年开始，房地产市场快速复苏，伴随利率宽松环境，美国房价又开始一次大级别的上涨。

本轮降息周期始于2019年7月，美联储的鸽派立场和货币政策的转向始于2019年3月，因为当时美国经济出现了疲软的信号。而房价同比涨幅于2018年4月开始已经收窄，不难发现，从历史上来看，美联储降息的开启滞后于房价涨幅的收窄下行。从开始降息至2020年3月份，已经过去了8个月，房价同比涨幅已于2019年11月开始小幅扩大，按照历史规律，美国房价同比涨幅将继续扩大。

但值得注意的是，本次利率下行空间不如以往，在全球持续多年的宽松背景下，货币宽松的作用也在弱化，同时，美国房价已经持续上涨超过8年，和2008年不同，并没有经历过下跌调整，因此房价是否还能够受益于货币宽松持续上涨是值得商榷的。房价与经济基本面紧密相关，当前疫情仍在全球范围内扩散，市场对于美联储降息能否阻挡经济下滑是存在较大疑问的，同样我们应该对美国房价是否能够继续上涨保持怀疑态度。

图3 美国联邦基金目标利率与房价同比涨幅



数据来源：美联储、标普、易居研究院

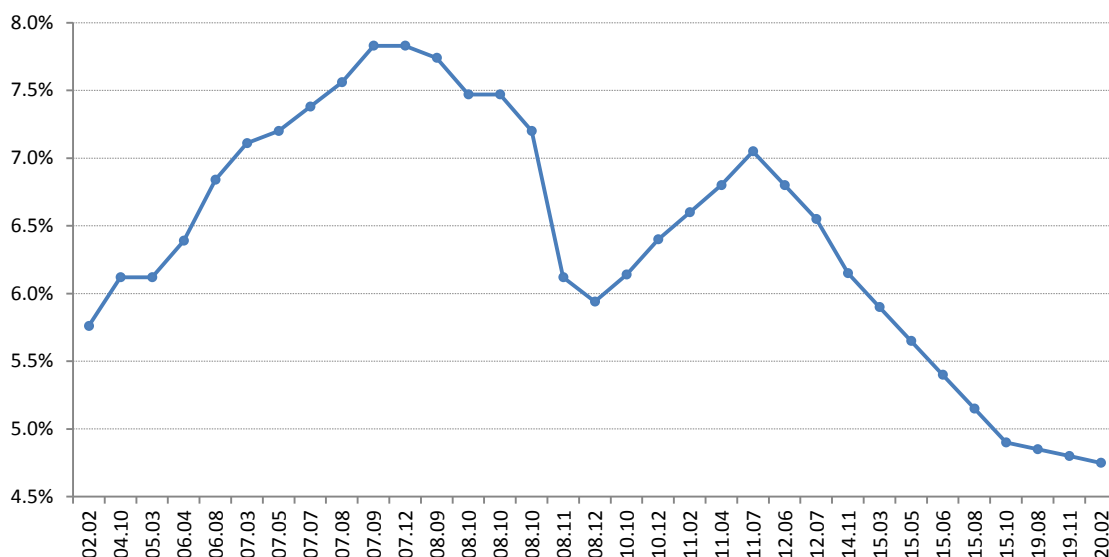
二、中国利率与房价

1、中国利率周期

5年期以上贷款基准利率与房贷密切相关,由于2015年10月至2019年8月都未调整基准利率,我们可以通过首套房贷利率来进行观察,2019年8月后基准利率转为LPR。

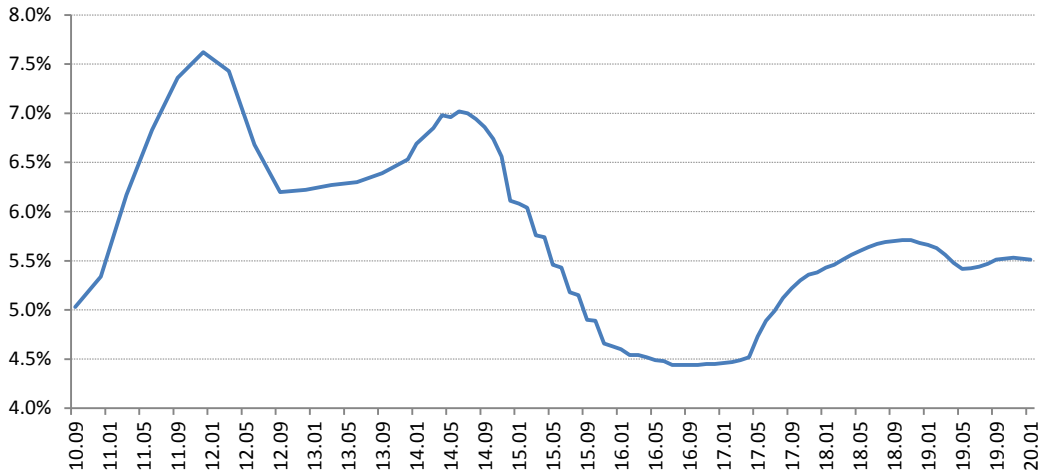
2008年9月,为应对全球金融危机的影响,央行第一次进行降息,随后短期内多次大幅降息,于2008年12月结束。2012年6月开始大级别的第二轮降息,具体从房贷利率来看,2014年6月开始首套房贷利率快速下降,房地产市场也开始逐渐走强,2016年7月房贷利率见底后快速反弹。2019年8月20日开始基准利率改为LPR报价,此后5年期LPR在2019年11月和2020年2月均小幅下降5个bps,首套房贷利率也仍维持在较高位。

图4 中国5年期以上贷款利率(2019年8月后为LPR)



数据来源: 中国人民银行、易居研究院

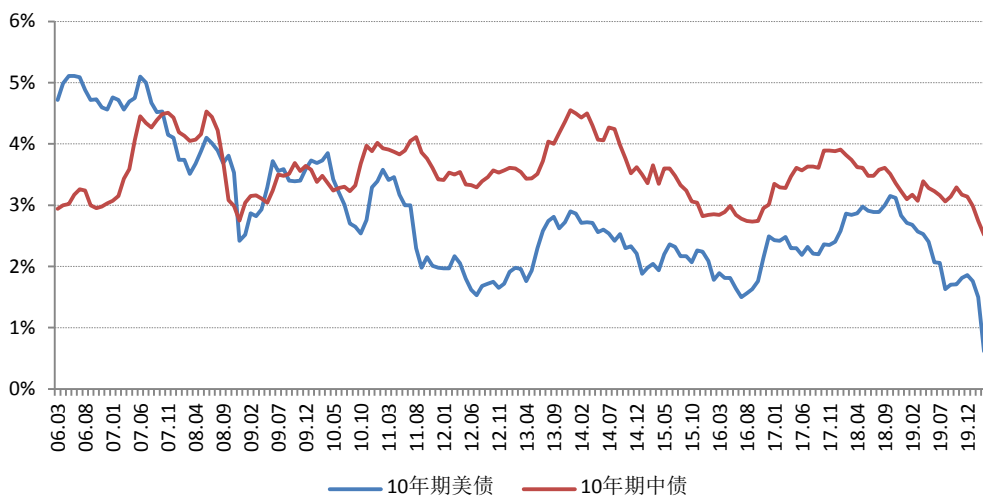
图5 首套房贷利率



数据来源：融 360、易居研究院

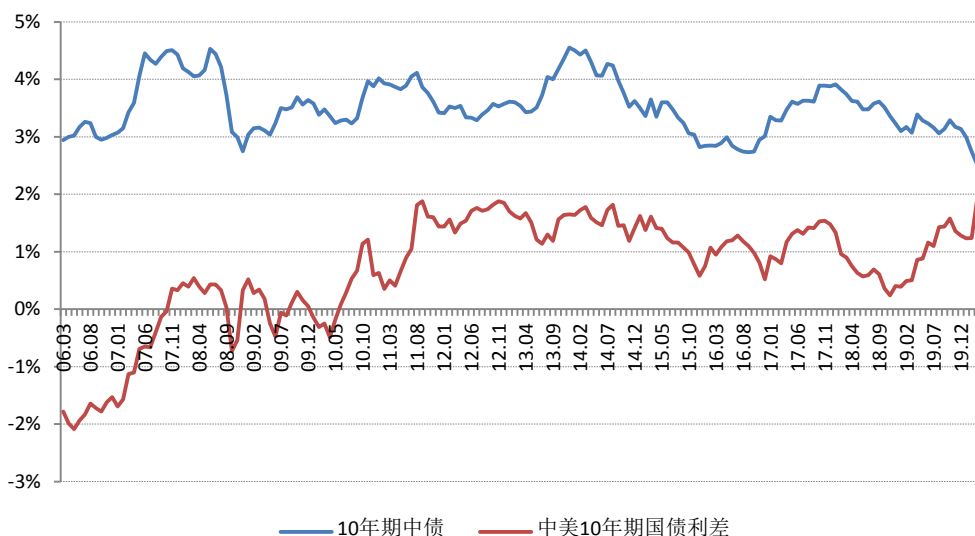
过去中国的具有政策指导性的利率主要是存贷款基准利率，美国联邦基金利率主要是银行间隔夜拆借利率，不适合直接比较，我们可以用 10 年期国债收益率来衡量中美之间的利差。长期国债收益率主要由通胀预期、经济增长预期、利率调整预期和避险需求决定，3 月 9 日中美利差为 1.9%，处于历史高位，按照历史经验，中国 10 年期国债收益率通常会下降。3 月份，美国 10 年期国债迅速下降，主要是因为全球风险资产大跌带来的避险需求和对美联储的降息预期，短期内尚难以大幅回升。1 月下旬以来，为应对疫情影响，央行引导市场利率下行，10 年期国债期货收益率已有所下行，但就外部环境来看，中国仍有进一步的降息空间：一方面，中国经济降速，需要进一步放松货币；另一方面，为了维持人民币汇率稳定，中国有需要降息。

图 6 中美 10 年期国债收益率



数据来源：FRED、中债信息网、易居研究院

图7 中国10年期国债收益率和中美10年期国债收益率利差



数据来源：FRED、中债信息网、易居研究院

2月份CPI同比上涨5.2%，相比1月份收窄0.2个百分点。虽然目前CPI受猪价和疫情等影响处于高位，但这主要是由疫情等结构性原因而非总需求的扩大引起，核心CPI仍在下行，此外，可以代表工业企业生产状况的PPI同比于2020年1月转正，2月份再次转负，经济下行压力仍大。叠加疫情影响，未来市场利率仍将逐渐下行，进一步降低实体经济融资成本。从外部环境来看，美联储大幅降息也使中国货币政策有更大的操作空间。2020年中国人民银行工作会议指出，将保持稳健的货币政策灵活适度，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应（仍以名义GDP为匹配目标）。虽然“猪通胀”可以说是伪通胀，但目前看来本轮猪周期较长，会对居民生活成本造成很大的影响，因此即便有一定程度上货币扩张的需求，货币政策仍将受到限制。综上，预计2020年上半年LPR将逐渐温和下行。

2、中国利率与房价关系

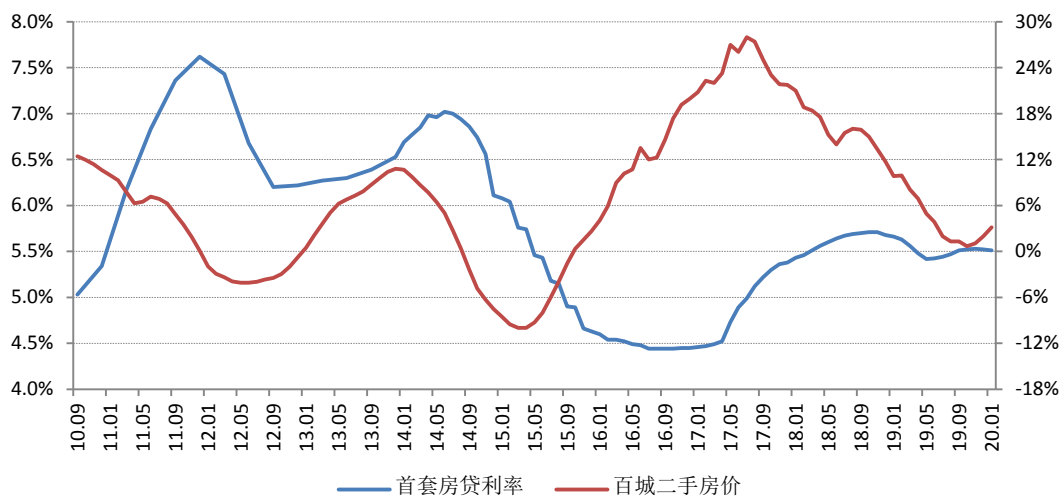
2012年1月房价开始同比下跌，随后2012年3月房贷利率开始下调；2012年7月同比跌幅开始收窄并于2013年1月转正，房贷利率于2012年9月最后一次下调，同年12月开始上调。房贷利率的下调略滞后于房价同比下跌，其对房价的影响也滞后发生。

2014年9月房价开始同比下跌，房贷利率于2014年7月开始下调，略早于同比下跌时间，但滞后于同比收窄时间；2015年4月同比跌幅收窄并于同年10月转正，房贷利率则于2017年1月才开始见底回升，这一轮房贷利率下降时间长、幅度大，催生了

一轮大牛市。2017年8月后，房价同比涨幅持续收窄，2019年10月见到目前为止的最低点0.68%，但并未转负，随后几个月涨幅又有小幅回升，而首套房贷利率从2018年3月以来，基本维持在5.5%上下的水平，没有明显变化，目前仍处在较高位置。

目前房贷利率以LPR为基，并由银行加点形成，近日“房住不炒”的定位被多次强调，流入房地产的信贷资金仍被严格控制。未来几个月，首套房贷利率或有小幅下行的空间，但对房价的影响有限。

图8 首套房贷利率与房价同比涨幅



数据来源：中国人民银行、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

三、结论与趋势

近日，新冠肺炎疫情在全球的爆发、沙特与俄罗斯石油价格战导致全球风险资产大跌，与此对应的，美国10年期国债收益率迅速走低，按照市场预期，3月18日美联储议息会议将至少继续下调联邦基金利率50个bps，10年期国债收益率短期仍将保持低位。不同于2007年次贷危机后美国房价的大跌，2012年至今房价持续上涨而未有调整，但利率却已经历加息到降息周期，房价能否受益于降息进一步持续上涨值得商榷。

就外部环境来看，美联储降息使得中美利差达到历史高位，中国的货币政策空间进一步被打开。虽然中国国内经济下行压力大，但仍受到CPI高企等因素的影响，同时稳健的货币政策定位、以扶持实体经济为主的目标未变，因此预计未来几个月和房价关系比较密切的如5年期以上LPR、首套房贷利率等有小幅的下行空间，但对房价的影响有限。

执笔人：上海易居房地产研究院 研究员 王若辰

邮 箱：wangruochen@ehousechina.com

电 话：021-60868916

联系方式

地 址：上海市广中路788号秋实楼10楼

邮政编码：200072

传 真：021-60868811

网 址：<http://www.yiju.org/>

免 责 声 明

本报告的信息均来源于公开资料，本机构对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告版权仅为本机构所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为上海易居房地产研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。