



易居季度报告系列

2020 年 1 季度

# 大类资产价格报告

大类资产概览

国债与房产

股票与房产

大宗商品与房产

结论与趋势

## 一季度疫情冲击下，利空利好并存，房价涨跌上下两难

### 核心观点：

- 为应对疫情冲击，中美两国均施行了不同程度的货币宽松政策，一年期国债收益率在此期间快速下行，其中，美国刺激力度更大，收益率已经接近0。一季度，全球多个主要国家出台了史无前例的救市政策，美联储将目标利率下调至0-0.25%，中国也下调了LPR等，国债收益率快速下行。目前中国CPI已经开始回落，海外国家大多处于极限量化宽松状态，在经济下行压力较大的情况下，中国利率仍将保持低位宽松状态，预计未来几个月一年期国债收益率仍有小幅下降的空间。
- 一季度已经是A股的盈利底，货币和信用继续宽松仍然是今年的主旋律，上证指数不太可能再创新低。一季报业绩大幅下滑的信息已经反映在价格当中，未来不会更差。但本次危机中国的政策定力相对较强，在海外疫情仍存在较大不确定性的基础上，短期持续快速的反弹也有较大的难度，震荡上行或更符合当下的判断。大宗商品方面，受需求端萎缩以及供给端价格战的影响，原油价格暴跌，大宗商品价格同比快速下跌，PPI也重新转负，但有望触底回升。
- 若仅从利率、股价与房价的历史关系来推断，房价同比涨幅或已经于2019年10月见底企稳，但经济下滑的短期扰动不容忽视，房价涨跌上下两难。国债收益率快速下行并将保持低位，股价未改变由流动性驱动为主的整体上行趋势，按照历史规律，房价下跌的空间和可能性都较小。但与历史不同的是，目前虽然整体环境处于货币宽松趋势中，但针对房地产市场的利率、信贷等政策都未有明显放松，此外，未来几个月房地产市场可能受经济明显下滑的影响而有所降温，但可能空间有限，仍将是“稳中有降”。

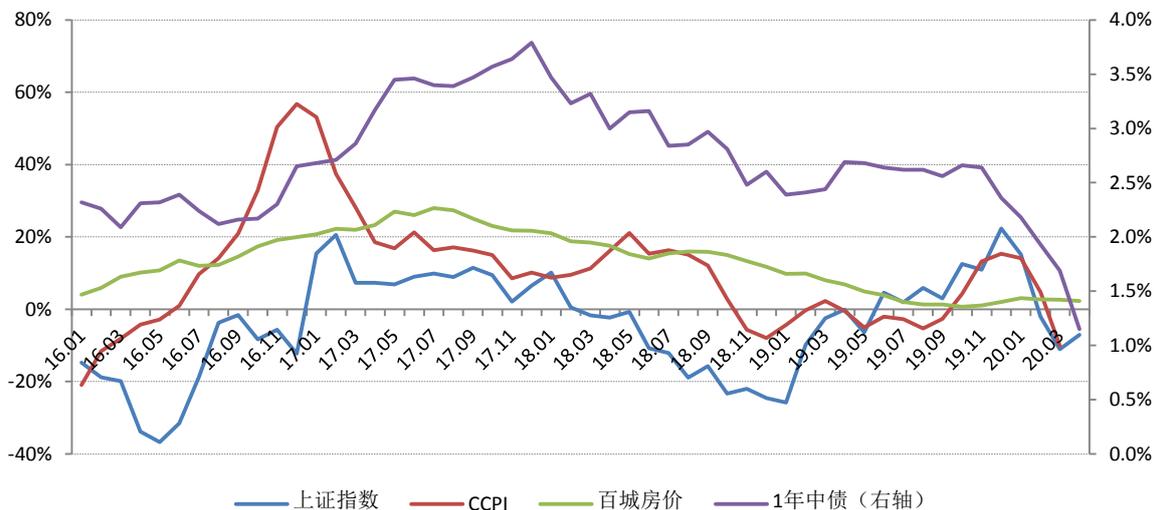
## 一、大类资产概览

本报告将研究房产（住宅）与债券、股票、大宗商品之间的关系，以此探究房价与其他资产价格之间的相互影响和传导机制，并对未来房价走势做出预判。本报告中，债券选取中国一年期国债和美国一年期国债作为代表，债券收益率主要反映社会资金价格变化，与债券价格走势负相关；股票选取上证指数作为A股的代表，选取标准普尔500

指数作为美股的代表；大宗商品选取中国大宗商品价格指数（CCPI）为代表。

2020年一季度，中国1年期国债收益率、大宗商品指数和上证指数均大幅下行，而百城房价同比涨幅则基本保持稳定，先升后降，仍保持在0轴以上。

图1 一年期中债收益率、百城房价同比涨幅、CCPI同比涨幅和上证指数同比涨幅

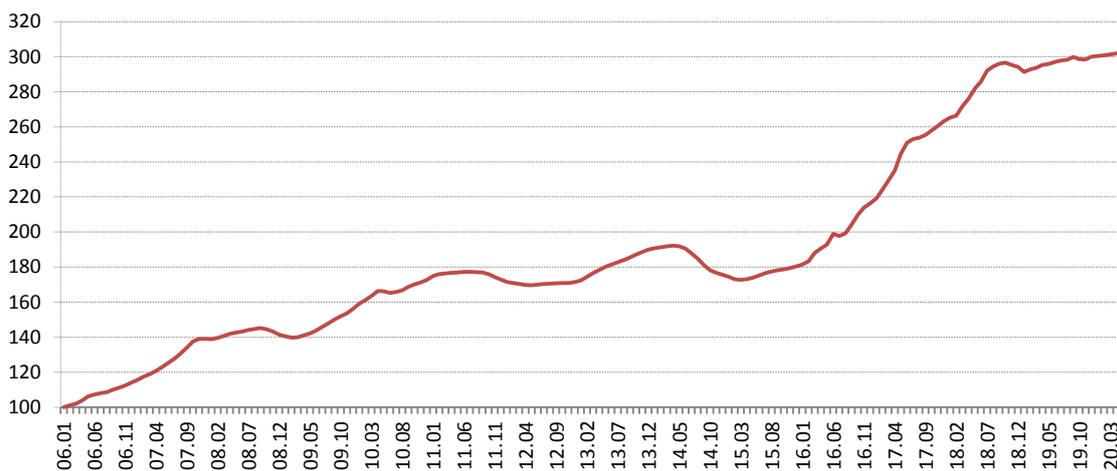


数据来源：中国城市二手房指数、国家统计局、中债信息网、中国流通产业网、易居研究院

由于新房价格受到限价政策的影响，不能准确地反映市场情况，本报告均采用二手房价格，数据来自国家统计局70城二手住宅销售价格指数以及“中国城市二手房指数”网站。由于国家统计局二手房价格的统计方式存在不足之处，为了更准确的反映市场情况，本报告结合“中国城市二手房指数”网站数据对二手房价格进行一定的调整。具体方式为：以2006年1月为基期，对房价涨幅进行累计计算。其中，2016年之前国家统计局70城二手房价的环比增幅作放大处理，2016年后的房价数据来自“中国城市二手房指数”网站。注：2016年后的数据样本覆盖了全国337个地级以上城市，与统计局70城样本相比包含了更多的三四线城市样本。

2020年4月，百城二手房价指数为301.9，相比2006年1月上漲超过两倍。2018年四季度，在严厉的房地产调控政策下，市场有所降温，百城房价小幅回调。但进入2019年，房价重新上漲并于2019年6月突破前高，但涨幅较小。本轮房地产上漲时间长，涨幅很大，而调整时间很短，幅度很小，房价中短期内大概率难以持续快速上漲。

图2 百城二手房价格指数



数据来源：中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

## 二、国债与房产

### 1、中美一年期国债到期收益率对比

2020年4月末，中美一年期国债收益率分别为1.15%和0.20%，中国仍高于美国，为了应对新冠疫情带来的冲击，世界各国开启了降息潮，相比之下，中国的货币政策更有定力。一年期国债属于短期国债，主要受利率政策的影响，能够更好地反映利率周期的变化。

一年期美债收益率的变化是基本与美联储利率周期变化相对应的。国债收益率于2004年初开始持续上升至2006年的5%左右。2007年次贷危机爆发后，美联储连续降息，国债收益率迅速降低，2009年1月降至0.44%。另外，为了应对国际金融危机，2008年11月至2014年10月期间，美联储还陆续推出了三次QE。2015年12月美联储开启了新一轮的加息周期，美国一年期国债收益率随之开始持续上升，2018年11月达到高点2.7%，随后开始快速下行，三季度两次降息后，2019年12月份继续下行至1.6%。2019年12月12日，美联储宣布停止降息，利率维持在1.50%-1.75%的区间。

为应对疫情冲击，2020年3月3日，美联储临时降息50个基点。3月15日，美联储再次紧急降息100个基点，同时，此前的资产负债表扩张计划转为QE，出台7000亿美元资产购买计划，此时联邦基准目标利率已经降至0-0.25%，在半个月不到的时间几乎用完所有降息空间。

中国一年期国债收益率的走势同样可以较好地反映利率周期。2004年10月至2007

年12月连续加息，国债收益率曲线上行；2008年9月爆发国际金融危机，央行随即至2008年12月连续降息5次，国债收益率快速下行。2010年10月至2011年7月央行共加息5次，国债收益率快速上行。2012年6月和7月两次降息，此后至2014年11月利率维持不变，国债收益率回落后盘整。在2013年下半年“闹钱荒”背景下，国债收益率上行较快。2014年11月至2015年10月连续降息6次，国债收益率重新下行。2016年10月后国债收益率从2.2%快速上行至2017年12月的3.8%，主要原因是金融强监管、去杠杆等政策导致市场流动性收紧。2018年以来，国债收益率持续下行，其作为资金价格，一方面反映了2018年以来央行5次降准后资金成本下降；另一方面则反映了2018年在国内经济下滑和中美贸易摩擦背景下资金对无风险收益偏好的加强。2019年三季度，已有数十个国家和地区宣布降息，欧洲央行也宣布于2019年11月1日起重启QE，在全球货币再次宽松的环境下，中国货币政策有了更大的操作空间。

为了应对疫情影响带来的冲击，2020年2月20日，1年期LPR相较上一期下降10个基点，5年期LPR下降5个基点，分别至4.05%和4.75%；4月20日，1年期和5年期再次分别下调20和10个基点。此外，央行还进行了降低公开市场逆回购利率等货币政策，1年期国债收益率随之快速下行。一季度中国GDP增速为-6.8%，可见疫情使得大量经济活动停滞，经济明显下滑。目前疫情在中国已经得到良好的控制，社会有序复工复产，而在海外，虽然新增病例仍在高位震荡，美国则有从高位回落的趋势，经济活动仍处于大面积停滞之中，外需疲软会使得中国出口受到较大影响，同时内需短期也难以完全恢复，经济承担着较大的下行压力。目前CPI已经开始回落，海外国家大多处于极限量化宽松状态，外部限制小，在国内经济下行压力较大的情况下，中国利率仍将保持低位宽松状态，预计未来几个月1年期国债收益率仍有小幅下降的空间，但从利率期限结构来看，下降空间短期有限。

图3 中国和美国一年期国债收益率



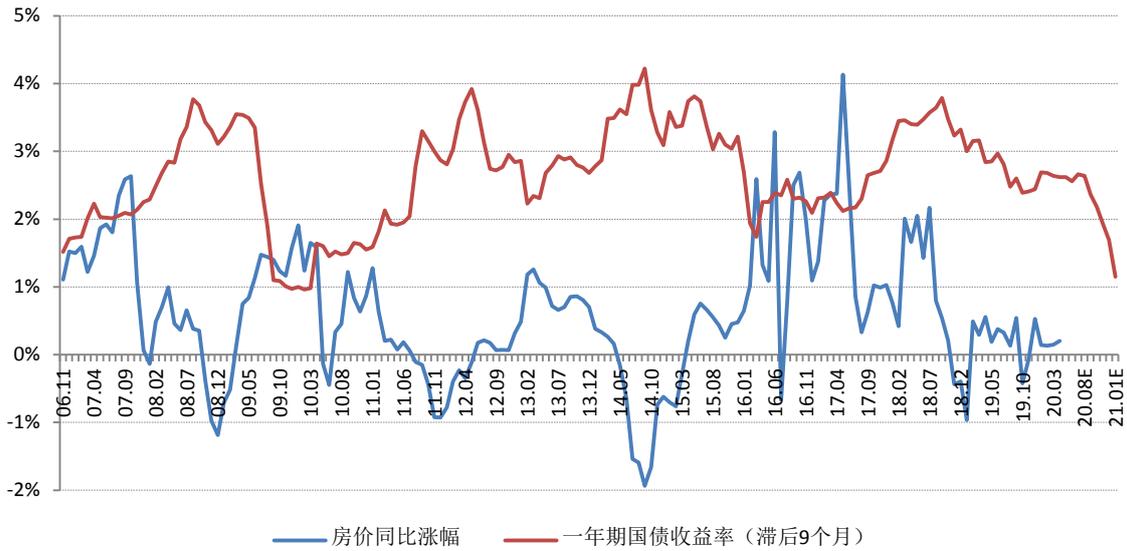
数据来源：FRED、中债信息网

## 2、中国一年期国债收益率与房价变化

总体上看，国债收益率与房价变化呈负相关关系，但二者的变化趋势并非同步，而是房价变化滞后于国债收益率变化。将房价环比涨幅与滞后9个月的国债收益率对比，可以发现二者走势的吻合度较高，说明货币政策转向之后，通常需要9个月左右才能引起房价环比涨幅的显著变化。观察滞后9个月的国债收益率和百城房价环比涨幅走势的高位与低位可知，滞后9个月的国债收益率处于高位时，对应着房价环比涨幅的低位，按此规律可以大致判断房价环比涨幅的低位区间。目前滞后9个月的国债收益率高点已于2018年9月出现，而本轮房价环比最大跌幅也于2018年11月出现，这大概率意味着房价环比涨幅的低位区间已经出现，未来房价跌幅超过2008年11月的可能性较小。

滞后的国债收益率将于2020年8月开始大幅下降，按照历史规律，届时房价环比涨幅有扩大的可能，但与历史有所不同的是，房贷利率、信贷政策仍然较紧，并非同步大幅放松，调控政策和货币政策的方向是相反的。我们可以看到2018年9月至2019年11月，滞后的收益率持续下行，但房价环比涨幅并非呈上行趋势，目前经济下滑的影响并未过去，因此房价出现大幅上涨的可能性不大，但同时大跌的可能性也很小，以“稳”为主。

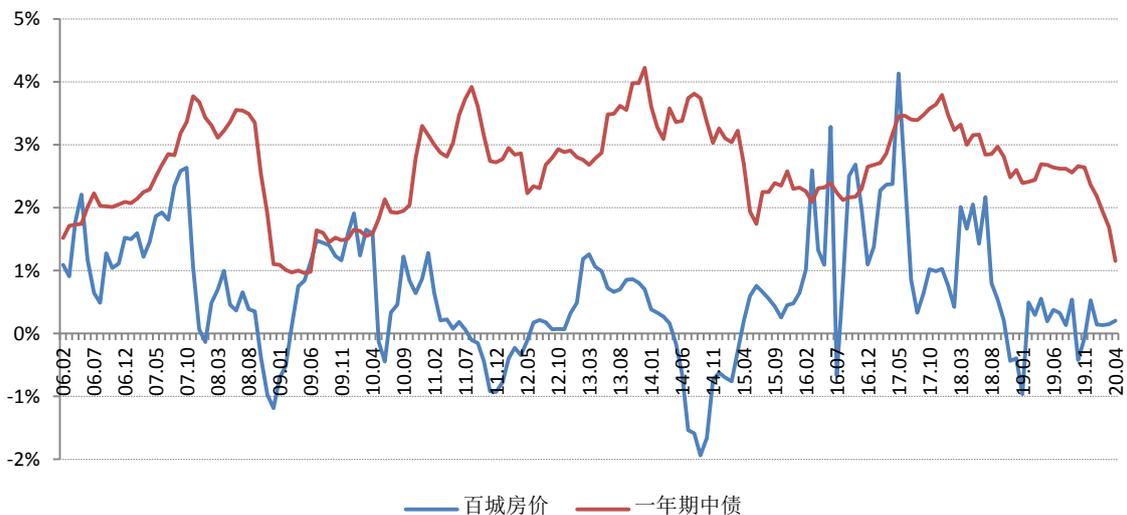
图4 百城房价环比涨幅与中国一年期国债收益率（滞后9个月）



数据来源：中债信息网、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

观察过去三次短周期，利率下降一般可以分为两个阶段，第一阶段利率停止上行并开始逐渐下降，此时房价仍在上涨，但涨幅收窄，如2007年11月至2008年9月、2014年上半年、2018年。第二阶段，利率通常相比第一阶段下行速度更快幅度更大，通常对应房价下跌，经济下行压力较大的时期，如2008年四季度、2011年8月至11月、2014年9月至2015年6月，利率停止快速下行几个月后房价才开始快速走强。目前一年期国债收益率快速下行，按照规律，未来二三个月，房价可能跌，也可能维持当前微涨，但与历史不同的是房贷利率和信贷政策并未匹配，因此肯定不会出现房价快速上涨的情况。

图5 百城房价环比涨幅与中国一年期国债收益率



数据来源：中债信息网、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

### 三、股票与房产

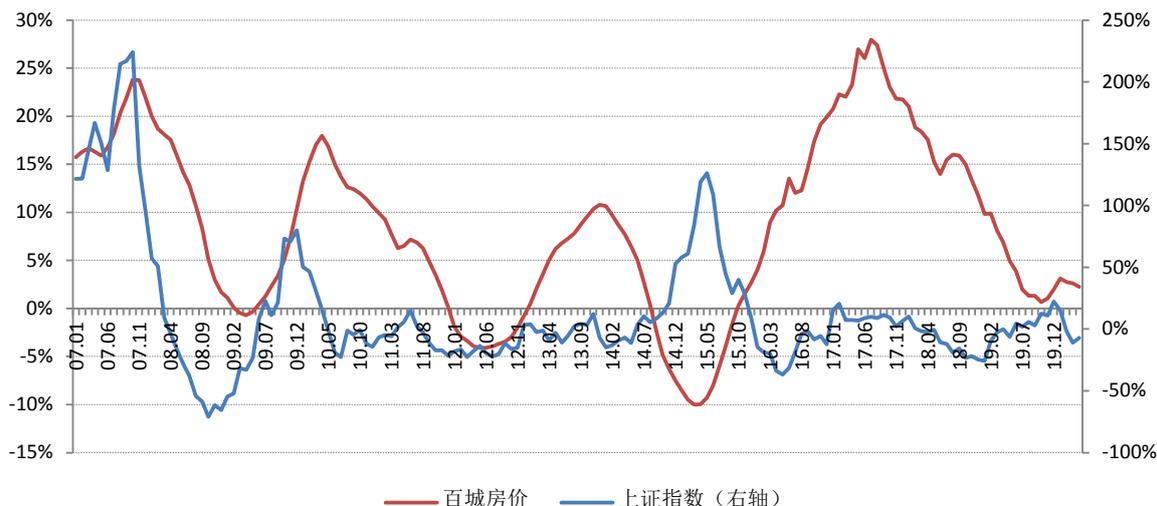
上证指数同比与百城房价同比走势具有明显的周期波动，且房价同比周期整体上明显规律性地滞后于上证指数同比周期。主要原因是 1、股价是经济周期的先行指标，由市场预期决定，而房价的反应则相对滞后。2、相对于股票，房产流动性较差。股票绝对估值理论主要包括股利折现模型（DDM）和现金流折现模型（DCF），两个模型的分子端分别为股利和公司自由现金流，可归为业绩增长驱动，未来预期业绩越好，价格越高；两个模型的分母端为折现率，可归为资金成本，取决于投资者的要求回报率、机会成本或风险偏好等，资金成本越低，价格越高。

2008 年至今，A 股有两轮完整的牛市，分别从 2008 年 11 月和 2014 年 7 月启动，随后均伴随着房价涨幅曲线的见底反转，对应的时间分别为 2009 年 4 月和 2015 年 4 月。滞后时间分别为 7 个月和 9 个月，这大致与房价环比涨幅和滞后 9 个月的一年期中债收益率的高低位对应关系是吻合的，因为这两轮股市牛市主要受到了降息的影响，而股价对降息的反应快于房价。2016 年 2 月到 2018 年 1 月，上证指数整体处于小牛市当中，但实际上该期间只是大多数上证 50 和沪深 300 成分股主导的结构行情，同期 A 股的很多中小市值股票没有上涨，和前两次不同，本轮行情盈利改善明显。

整体上来看，历史两次股市大牛市的更重要的驱动力来源于分母端，而业绩的改善通常滞后于股票价格的变化。按照此历史规律，股价的上行通常领先于房价，而股价到房价的传导主要也是因为货币的驱动，因此未来股价上涨对房价上涨的传导性有多强主要取决于股价上涨受到货币的影响有多大。

2020 年一季度，由于新冠疫情的爆发，全球资产价格暴跌，中国由于较早控制疫情，A 股跌幅相对其他市场较小，但仍有明显调整，房价通常反应较为滞后，仅同比涨幅略有收窄，基本未受影响。3 月下旬以来，在各国政府强力的刺激政策，以及短期极限超卖的情况下，全球风险资产开始持续反弹，上证指数同比涨幅也开始回升。

图 6 上证指数同比涨幅与百城房价同比涨幅

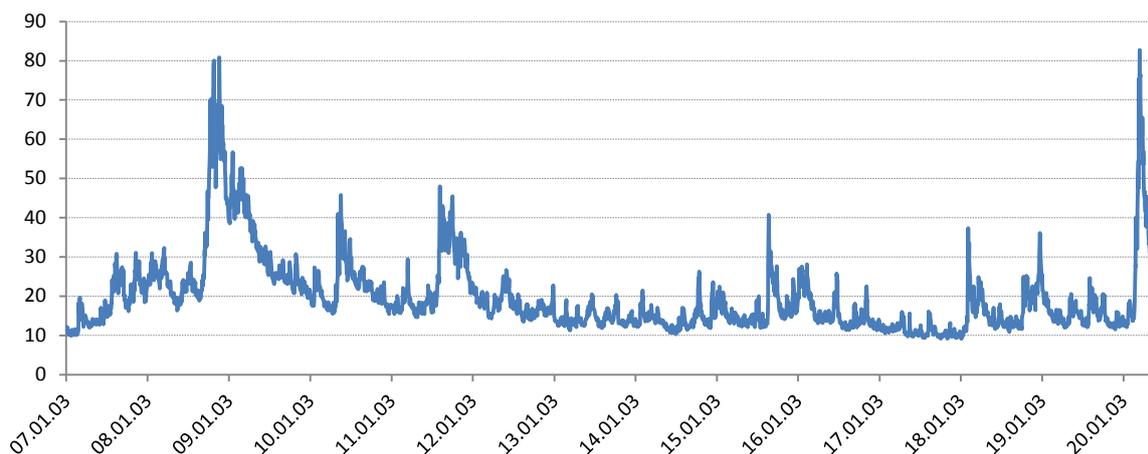


数据来源：IFIND、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

展望未来，从外部环境来看，美股是最具有代表性的风险资产，预示着全球风险资产的走势，VIX指数为市场对标普500指数未来一个月波动率的预期，波动率大增意味着市场正在猛烈抛售股票资产。3月16日时VIX已经超过2008年最高水平，目前美国金融市场的有毒资产、金融衍生品等的风险和规模均小于2008年，随着未来疫情的好转、流动性冲击的减弱、强力货币政策的生效，金融市场未来不太可能出现系统性风险，美股波动率大概率将下降。因此，本次危机对全球金融市场产生的最大冲击或已经过去，未来即便发生经济衰退风险资产价格也不太可能再出现更猛烈的下跌，外围资产价格波动对A股的影响已经较弱。

目前全球新增疫情病例仍处于高位震荡中，未来疫情的发展还存在一定的不确定性，但随着疫苗、有效药的研发，总体来看会逐步改善现状。全球经济一季度为最糟糕表现，并且这一信息已经很大程度反映在价格之中，此后欧洲经济复工持续推进，美国经济也正逐渐走出停摆。但尚不能排除未来疫情发展超出预期，或者出现其他意外事件，导致经济再度恶化。

图7 VIX 恐慌指数



数据来源：investing.com、易居研究院

从国内情况来看，一季度我国 GDP 仅为-6.8%，可见疫情对经济活动造成了很大的影响。上市公司盈利情况方面，一季报业绩大幅下滑，当然这一信息已经在价格中反映。本次疫情作为黑天鹅事件，其冲击延长了此前市场盈利见底复苏的时间点，但显然一季度将是“盈利底”，此后经济活动逐步恢复，业绩不太可能更差。从估值扩张角度来看，货币和信用继续宽松仍然是今年的主旋律，但本次危机下，中国的政策定力较强，刺激力度和海外其他国家，以及历史危机如 2008 年金融危机相比较弱。在海外疫情仍存在较大不确定性的基础上，综合来看，A 股再创新低的可能性很小，但除非政策刺激超预期，否则短期持续快速的反弹也有较大的难度，震荡上行更符合当下判断。

按照此前预测，本轮行情上证指数从 2019 年 1 月启动，房价同比涨幅将在 2019 年 1 月份开始的 9 个月左右后，即 2019 年 10 月左右，在“0”轴附近企稳。目前来看，房价涨幅的确在这个时点见底，但一季度使得 A 股下跌的疫情影响，预计也将在房价上有所表现。

目前虽然整体环境处于货币宽松趋势中，但针对房地产市场的利率、信贷等政策都未有明显放松，同时调控政策层面上仍强调“房住不炒”，因此预计未来几个月整体市场仍然以“稳”为主，并有可能受经济下滑影响有所降温。

#### 四、大宗商品与房产

本报告用中国大宗商品价格指数 (CCPI) 作为大宗商品的代理指标。CCPI 是以 2006 年 6 月为基期利用加权平均法计算的定基指数，涵盖了能源、钢铁、矿产品、有色金属、橡胶、农产品、牲畜、油料油脂、食糖等 9 大类别 26 种商品。PPI 衡量的是工业品的出

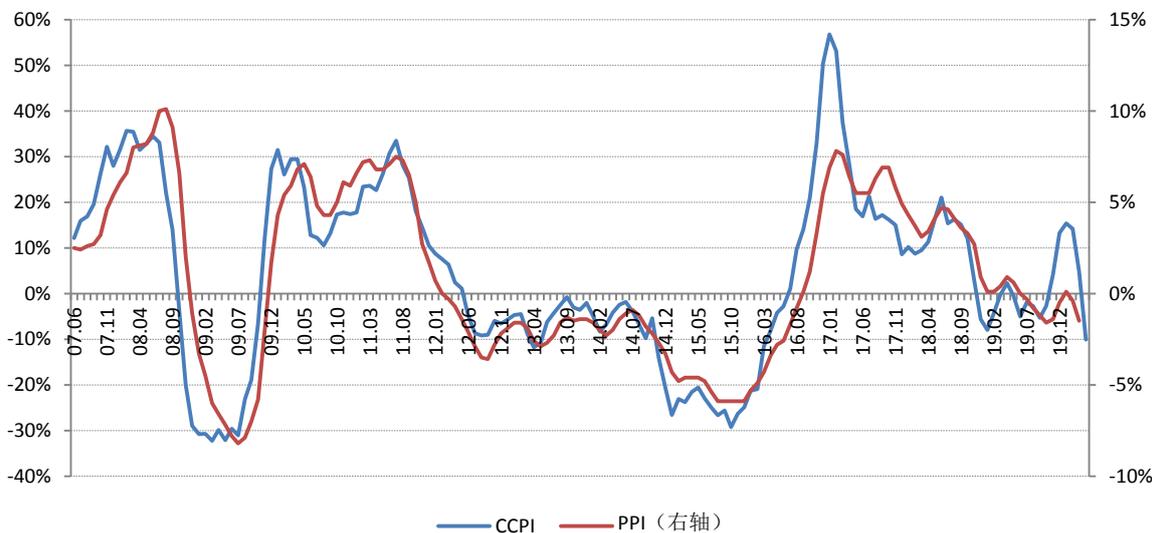
厂价格，而工业品在大宗商品中占据重要比例，因此PPI和CCPI两者的关系非常紧密。

影响大宗商品价格的直接因素是商品的供需关系，反映的是经济周期的变化。通常情况下，大宗商品价格在经济上行的中后期上涨，即企业盈利改善边际下降，盈利动能减弱，通货膨胀率上升，央行有加息动机。大宗商品价格的上行一般滞后于房产价格的上行，主要原因是房价上行会促进房产建筑、基建等开工量大增，刺激了对上游原材料的需求，导致上游原材料价格上涨，其中，国内黑色商品期货成交量最大的螺纹钢品种受到房地产市场景气度的影响很大。

2020年一季度，CCPI同比增速大幅下滑至-10%，同时2020年1月份已经转正的PPI同比增速也随之转负。一季度，一方面，受全球疫情影响，经济活动大面积停滞，全球经济需求萎缩，另一方面，受沙特和俄罗斯原油价格战影响，原油价格出现了史诗级别的暴跌。因此，大宗商品价格明显下跌，PPI也随之转负。

展望未来，随着疫情的逐步可控，原油价格的触底回升，经济活动的逐步恢复，CCPI和PPI有望触底回升，但除非强力政策的刺激，否则短期内也难以快速回到疫情前的水平。

图8 CCPI同比增幅和PPI增速



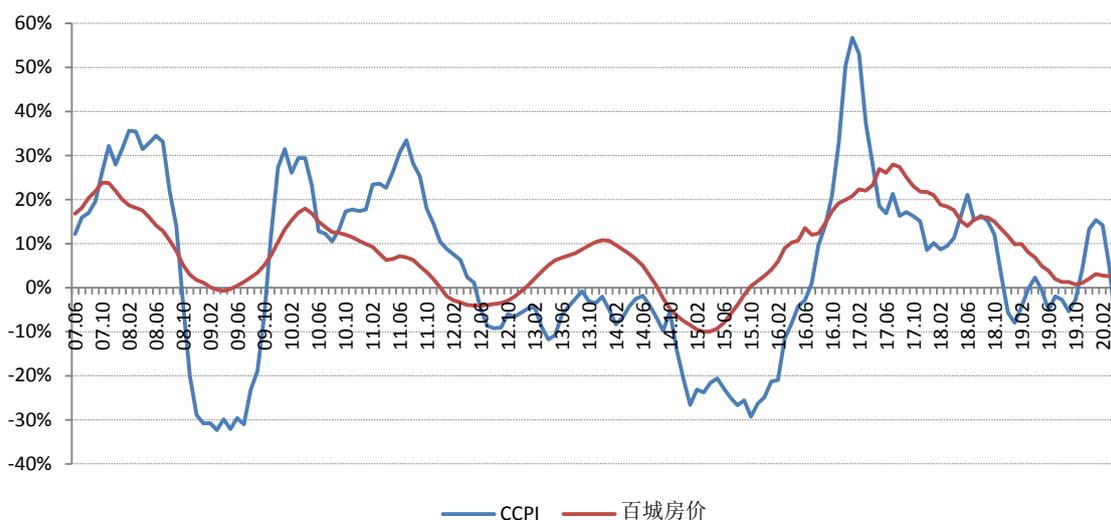
数据来源：中国流通产业网、国家统计局

本次CCPI同比涨幅的下行和房地产关系较小，但需求的萎缩和经济的下滑对两者都会产生影响，房价的滞后性较强，下个季度或对此影响有所显现。

回顾历史，2007年来大宗商品共有3次下跌，分别出现在2008年、2011-2012年及2014-2015年，主要因为经济需求的不足，同样也对应着房价同比涨幅的下行阶段。

2013年1月至2014年8月，百城房价同比涨幅为正而同期CCPI同比涨幅为负，此轮房市行情较小，全国很多三四线城市房价并未上涨。2015年底PPI大幅上升，重要因素之一是去产能导致上游原材料价格大幅上涨，可以看到大宗商品指数开始大幅上涨。CCPI指数同比涨幅于2017年1月见顶，此后随着房价同比涨幅的不断收窄，整体也持续收窄并于2018年12月转负。

图9 CCPI同比涨幅和百城房价同比涨幅



数据来源：中国流通产业网、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

## 五、结论与趋势

债券方面，目前CPI已经开始回落，海外国家大多处于极限量化宽松状态，在经济下行压力较大的情况下，中国利率仍将保持低位宽松状态，预计未来几个月一年期国债收益率仍有小幅下降的空间，但从利率期限结构来看，下降空间短期有限。股票方面，一季度已经是“盈利底”，货币和信用继续宽松仍然是今年的主旋律，但本次危机下，中国的政策定力较强，刺激力度和当前的海外其他国家，以及历史危机如2008年金融危机相比较弱。在海外疫情仍存在较大不确定性的基础上，综合来看，上证指数再创新低的可能性很小，但除非政策刺激超预期，否则短期持续快速的反弹也有较大的难度，震荡上行或更符合当下的判断。大宗商品方面，受需求端萎缩以及供给端价格战的影响，原油价格暴跌，大宗商品价格同比快速下跌，PPI也重新转负，但有望触底回升。

若按照债券、股票与房产的历史关系来看，房价同比涨幅已经于2019年10月见底，未来上行的可能性更大。目前虽然整体环境处于货币宽松趋势中，但针对房地产市场的

利率、信贷等政策都未有明显放松，此外，近期房地产市场可能受经济明显下滑的影响而有所降温，但可能降温空间有限，仍将是“稳中有降”。

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

电 话：021-60868898(朱老师)

邮 箱：zhuguang@ehousechina.com

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。

