



EJ REAL ESTATE R&D INSTITUTE  
中国5A级社会组织单位

2020上海市社联学术团体  
课题研究项目

# 全球疫情蔓延背景下资产 价格变动趋势与中国房价走向

上海易居房地产研究院 出品



## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、危机背景与概况 .....              | 4  |
| 二、本次危机下资产价格的表现 .....         | 5  |
| 1、全球性资产的表现 .....             | 6  |
| (1) 黄金 .....                 | 6  |
| (2) 原油 .....                 | 7  |
| 2、全球区域性资产表现 .....            | 8  |
| (1) 股市 .....                 | 8  |
| (2) 债市 .....                 | 9  |
| 3、全球楼市表现 .....               | 12 |
| (1) 全球楼市 .....               | 12 |
| (2) 10 大国际都市 .....           | 14 |
| (3) 中国楼市 .....               | 14 |
| 三、2008 年国际金融危机下资产价格的表现 ..... | 16 |
| 1、危机背景 .....                 | 17 |
| 2、全球性资产的表现 .....             | 17 |
| (1) 黄金 .....                 | 17 |
| (2) 原油 .....                 | 18 |
| (3) 股市 .....                 | 18 |
| 3、美国资产的表现 .....              | 19 |
| (1) 美国股市 .....               | 19 |
| (2) 美国债市 .....               | 20 |
| (3) 美国楼市 .....               | 21 |
| 4、中国资产的表现 .....              | 22 |
| (1) 中国股市 .....               | 22 |
| (2) 中国债市 .....               | 23 |
| (3) 中国楼市 .....               | 23 |

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| 5、人民币汇率与楼市的关系 .....                 | 25        |
| 6、经济与楼市的关系 .....                    | 26        |
| 7、金融危机对楼市影响路径总结 .....               | 28        |
| <b>四、本次危机与 2008 国际金融危机的异同 .....</b> | <b>30</b> |
| 1、危机源起的异同 .....                     | 30        |
| 2、危机对资产价格的影响程度的异同 .....             | 32        |
| (1) 2008 年国际金融危机 .....              | 32        |
| (2) 本次危机 .....                      | 33        |
| 3、危机下国际楼市表现对中国的启示 .....             | 34        |
| <b>五、本次危机对中国楼市的影响 .....</b>         | <b>35</b> |
| 1、三大传导路径 .....                      | 35        |
| 2、疫情形势 .....                        | 35        |
| 3、经济影响 .....                        | 36        |
| 4、资产价格 .....                        | 38        |
| 5、政策刺激 .....                        | 38        |
| 6、总体预测 .....                        | 41        |
| 7、相关建议 .....                        | 42        |

## 全球疫情危机下，未来一年中国房价趋稳，地区强弱分化加剧

### 核心观点：

- 本次危机，在疫情爆发、油价暴跌和流动性冲击下，2、3月份出现的全球风险资产价格暴跌，速度超越历史。一二季度全球经济明显下滑，但全球股市已经“收复失地”；全球房价以逆势上涨为主，但出现结构性分化。本次危机，以美股为代表的风险资产从2月20日开始下跌，3月23日见底，标普指数跌幅达34%，猛烈程度超过1929年及30年代大萧条时期，更超过2008年国际金融危机时期。全球经济受到重创，美国GDP增速一季度同比下降4.8%，二季度同比下降9.1%；主流经济体中中国经济最先复苏，二季度GDP已经同比转增。截至10月份，股价方面，MSCI全球指数已经回到疫情前水平，美股已经创新高，股市反弹的力度很大。房价方面，洛杉矶、伦敦、东京、多伦多等基本面良好的发达国家或城市逆势上涨，菲律宾、波兰、曼谷、西班牙等部分发展中国家以及基本面较弱的发达国家则有所下跌。
- 本次疫情通过经济、资产价格、刺激政策三条传导路径影响房价，预计全球股市二次下跌，全球房价先涨后跌，中国房价涨幅收窄。股市方面，在全球疫情二次反弹、经济衰退继续、政策刺激效应边际递减的情形下，全球股市大概率出现二次下跌，不过跌破于今年3月低点的概率不大。由于中国疫情控制效果好、经济复苏力度大，预计中国股市走势将强于欧美股市。房价方面，全球房价将经历先涨后跌，同时国家与城市明显分化。疫情爆发之后的半年左右时间内，政策刺激对全球房价起到主导作用，所以全球总体来房价运行并未受到冲击。但随着经济低迷与政策刺激效应边际递减，预计全球房价未来一两年上涨动能减弱。疫情爆发后，中国房价走势同样具有上述全球特征。展望未来一年，全国新房均价同比涨幅将趋于收窄，一年后回落至0—3%区间。70城二手房价格数同比涨幅将小幅收窄，一年后回落至0—1%区间。

- 为应对可能出现的市场降温，在政策、房企运营和个人购房上都应做好调整 and 准备。建议如下：（1）优化调控政策。按本报告预测，未来一年我国房价涨幅还将继续回落，弱势地区将更加低迷；因此建优化调控政策，既要坚持“房住不炒”，抑制少数地区房价偏热，又要防范部分地区房地产市场下跌幅度过大，以便更好的实现稳房价、稳地价、稳预期，以及经济稳增长。（2）调整企业运营。鉴于未来一年甚至两年，全国楼市总体呈降速降温态势，同时“三道红线”的融资新政2021年即将全面实施，开发企业必须考虑由此带来的经营风险，建议当前宜谨慎投资，降低负债率，稳健经营。降低升值预期。未来一年，全国大部分地区，房价上涨动能减弱，甚至可能下跌，当前购房宜以自住需求为主，慎重投资。着眼长期，未来10—20年，中国房产的升值性将明显弱于过去10—20年，房地产黄金时代已经过去，对于房产回报率不宜寄予厚望。

## 一、危机背景与概况

2020年1月下旬开始，我国新冠肺炎疫情传染人数出现了爆发式增长，至3月份疫情已经取得了较好的控制。但在海外，从3月开始，疫情在全球多国快速扩散。从疫情在海外开始扩散后，全球金融市场剧烈动荡，资产价格大幅下跌。

值得关注的是，国际资产价格的大跌，表面看与疫情相关，其背后还有更深层次的原因。2008年国金融危机爆发后，全球实施超级宽松的货币与财政政策，全球总体负债率创历史新高，以美股为代表的风险资产出现了史上罕见的长牛，存在一定程度的泡沫。在内外因素的综合作用之下，今年3月资产泡沫出现破灭的迹象。

疫情爆发后，全球经济形势堪忧。比如美国。3月份，美国整体零售额环比下降了8.7%，创1992年以来最大降幅；工业产值下降6.3%，创1946年以来最大降幅。4月份，美国纽约联储制造业指数录得-78.2，创历史最低记录；住宅建筑商信心指数暴跌至近

八年来最低水平。美国经济遭受重创，且短期难以明显恢复。美国 GDP 增速一季度同比下降 4.8%，二季度同比下降 9.1%。

全球经济已经受到巨大的冲击，甚至经济危机可能正在发生。3 月 27 日，IMFC 主席康亚戈和 IMF 总裁格奥尔基耶娃在会后发表联合声明，表示当前面临前所未有的局面，一场全球卫生流行病已转变成一场经济和金融危机；发达经济体受到医疗卫生方面的严重冲击，新兴市场和发展中国家，特别是低收入国家，将受到卫生危机、资本流动突然逆转以及大宗商品价格急剧下跌等一系列因素的沉重打击。

10 月，IMF 认为近期的全球经济复苏趋势得益于各国超常规的刺激政策措施。“全球近 12 万亿美元的巨额财政支持，以及各国央行大幅降息、注入流动性和购买资产，帮助挽救了生命和生计，并防止了一场金融灾难。”IMF 首席经济学家吉塔·戈皮塔表示，受益于前所未有的支持政策，全球经济正走出上半年的严重衰退，但危机远未结束。IMF 总裁格奥尔基耶娃表示全球经济仅从受疫情影响的低谷中实现了脆弱复苏，但全球主要经济体增长不平衡，许多新兴经济体仍面临严重困难，凸显出不稳定的复苏前景。

在此背景之下，研究中国楼市走势意义变得重大。一方面，与全球同步，中国经济也在经历艰难时刻，房地产作为国民经济的重要支柱产业，其走势对于经济稳增长很重要；另一方面，经历 2016—2018 年的大牛市之后，中国居民部门杠杆率已经攀升至历史最高水平，如果外部危机对中国楼市造成较大影响，房价出现下跌，则对于居民家庭的住房消费与偿债能力造成负面影响。因此，研判中国楼市走向，对于政府部门的政策制定、企业与居民的及早应对，都有很高价值。

为了全面研究本次危机对中国楼市的影响，我们选择了 2008 年全球金融危机作为借鉴对象。历史不会简单重复，但会有很多相似之处，我们从历史经验中总结规律，并结合本次危机的不同之处来预测未来。

本报告主要从资产价格的角度，来窥探危机背景下，各类资产的表现及相关关系，并以此推演本次危机下，全球及中国楼市的可能走向。具体来说，我们将分别研究全球定价的资产如黄金和原油，地域性资产如各国的股票、债券和房产，此外，关于经济和政策的研究则贯穿全文。

## 二、本次危机下资产价格的表现

本次危机下资产价格的表现与历史上的危机有许多相似之处，如在遭遇严重的流动性冲击时的各类资产价格表现和相互关系；但也有不同之处，如市场演变进程、政策调整空间、金融体系风险程度等。

本次危机，在疫情爆发、油价暴跌和流动性紧缩的冲击下，全球资产价格出现了超越历史的下跌幅度，其程度比2008年9月后的金融危机更加猛烈。本次危机银行间金融市场受到的流动性冲击的严重程度远不及2008年金融危机时，但对冲基金等非银机构因高杠杆，受到美股价格快速下跌而面临巨大的流动性压力，叠加疫情的爆发，全球市场出现史诗级别的暴跌。此过程从2月20日左右开始，但仅持续了一个月左右时间，全球股市便于3月23日触底后大幅反弹，9月份已经回到疫情前水平，成功“收复失地”。原油价格也于4月21日触底反弹，但尚未回到疫情前水平，而大多数国家房价则基本在此过程中逆势上涨。

## 1、全球性资产的表现

### （1）黄金

黄金作为避险资产的典型代表之一，有助于我们观察全球市场资金的避险情绪。2019年下半年开始，黄金价格持续上涨，在此期间美国处于降息周期之中，实际利率下行。2020年2月下旬开始，全球风险资产价格进入暴跌模式，波动率已经超过2008年金融危机爆发后1—2个月时的水平。和2008年10月表现类似，在流动性紧缺的冲击下，3月6日至3月17日，作为传统避险资产的金也遭到抛售，金价也出现了明显的下跌，7个交易日跌幅为13%。随着全球央行持续加大货币刺激力度，流动性紧张的冲击减弱，3月20日后，风险资产暴跌后企稳反弹。4月14日黄金价格已经再创新高，在全球利率走低的背景下，持续上涨至8月7日短期见顶后有所回调。

图1 伦敦金价格（美元/盎司）



数据来源：FRED、易居研究院

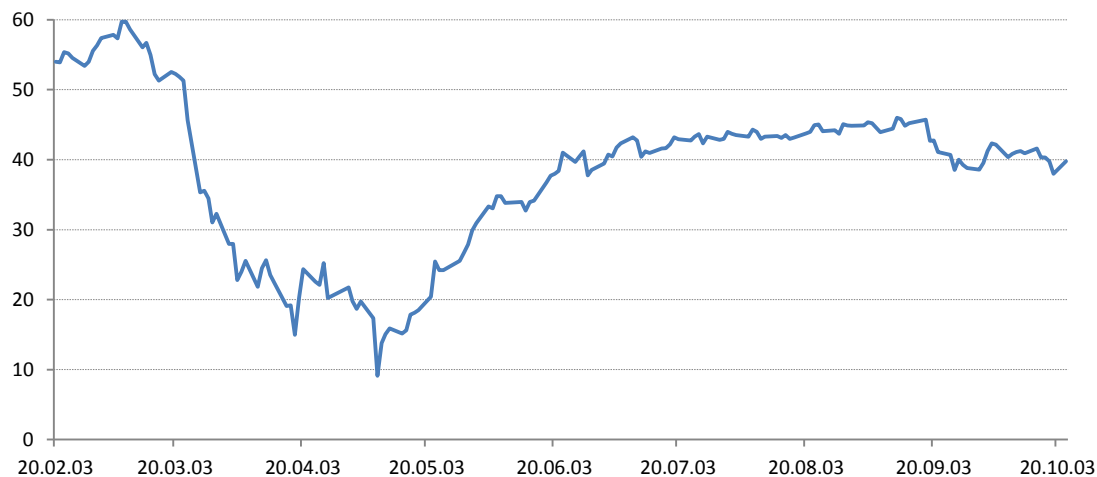
## （2）原油

原油作为大宗商品之母，在本次危机过程中，在全球经济活动大面积停滞的背景下，是观察全球经济需求的最佳标的。同时，3、4月份，受个别国家打价格战的影响，供给端也出现了大幅波动，因此本次危机下原油价格的变化也是较为复杂的。但4月后，供给端纷争逐渐稳定，价格更多受需求影响，其价格的快速反弹也体现了市场对全球总需求恢复的预期。

布伦特原油价格从2月21日开始下跌，3月6日开始快速下跌，主要由于俄罗斯拒绝支持进一步减产，沙特下调官方售价，与俄罗斯展开价格战，同时还声称将扩大供应，而此时正值需求受疫情影响大幅下滑之际。4月2日，美国总统特朗普声称与沙特达成协议，原油价格随即快速反弹；4月9日，OPEC达成减产协议，但力度不及市场预期。4月12日，OPEC与俄罗斯、美国等达成有史以来最大规模的石油减产协议，削减全球石油供应量的20%，以支撑油价。4月21日，布伦特原油现货价格跌破10美元/桶，见到最低点。此后，原油价格快速反弹，全球总需求有所恢复，6月后原油价格基本维持在40美元/桶，尚未回到暴跌前水平。

美国是世界第一的产油大国，但美国页岩油的开发成本要远高于沙特和俄罗斯的原油开发成本，因此国际原油价格大跌受影响最大的是美国的页岩油企业，当价格持续低于开发成本，页岩油公司的财务状况会急剧恶化，面临破产，并有可能造成新一轮的区域性债务危机。油价在4月后快速走强，缓解美国页岩油公司财务状况，并且能提振其他风险资产价格。

图2 布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：FRED、易居研究院

## 2、全球区域性资产表现

股票和债券之间具有紧密的关系，多数时间呈负相关关系，因为两者分别为风险资产和避险资产。国债收益率作为无风险收益率，是股票定价中折现率的基准利率。但在有些情况下，股债价格也会同向变动，比如本次危机中受流动性紧缩的冲击，股票和债券均遭到抛售，导致价格快速下跌。

### （1）股市

全球股票市场从2月20日开始下跌，3月23日见底，仅23个交易日MSCI全球股票指数跌幅就高达34%。美股同样是从2月20日开始下跌，3月23日见底，标普500指数跌幅也达34%。股市下跌的猛烈程度超过1929年及30年代大萧条时期，更超过2008年国际金融危机时期。美国作为全球金融中心，美股的走向影响全球的风险资产价格。

就美国而言，本次危机中，银行间金融市场受到的流动性冲击的严重程度远不及2008年金融危机时，但对冲基金等非银机构因高杠杆，受到美股价格快速下跌而面临巨大的流动性压力，所以全球市场出现史诗级别的暴跌。

3月23日美联储推出了无限QE政策，叠加美股短期自身的极限超卖，随后见底并开始快速反弹，3月27日财政法案的通过也进一步刺激了市场信心。4月9日，美股和全球股票市场均已经从低点上涨超过20%，达到技术性牛市的幅度；随后继续反弹，截至9月底，涨幅为46%，已经超过疫情爆发之前的水平。

上证指数于3月6日开始下跌，3月23日企稳见到本轮暴跌的最低点，历时12个交易日，跌幅为13.4%，在同期全球主要国家的股票市场中跌幅最小，因为此阶段新冠

疫情在我国已经基本控制住，而海外疫情在此期间处于爆发期。3月23日后，指数开始快速反弹，截至9月底，涨幅为17%，低于全球指数上涨幅度，但已经远超过疫情爆发之前的水平。

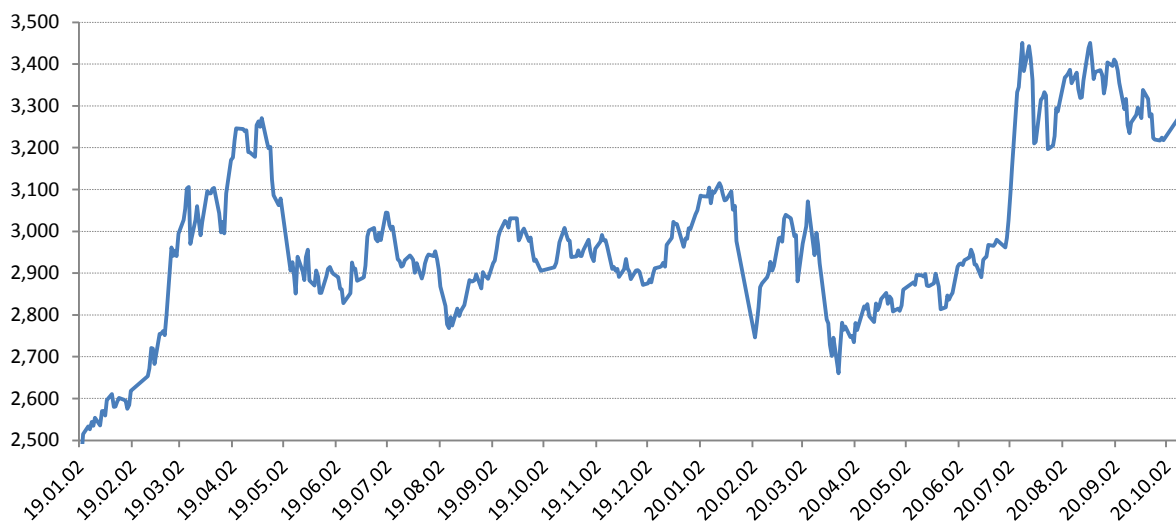
图3 MSCI 全球股票指数



图4 标普500指数



图5 上证指数



数据来源：investing.com、易居研究院

## (2) 债市

我们通过十年期国债观察债市的表现，其收益率受多重因素的影响，如市场利率变化、避险需求、通胀预期等，当全球市场剧烈动荡时，收益率波动率也随之大增。本报

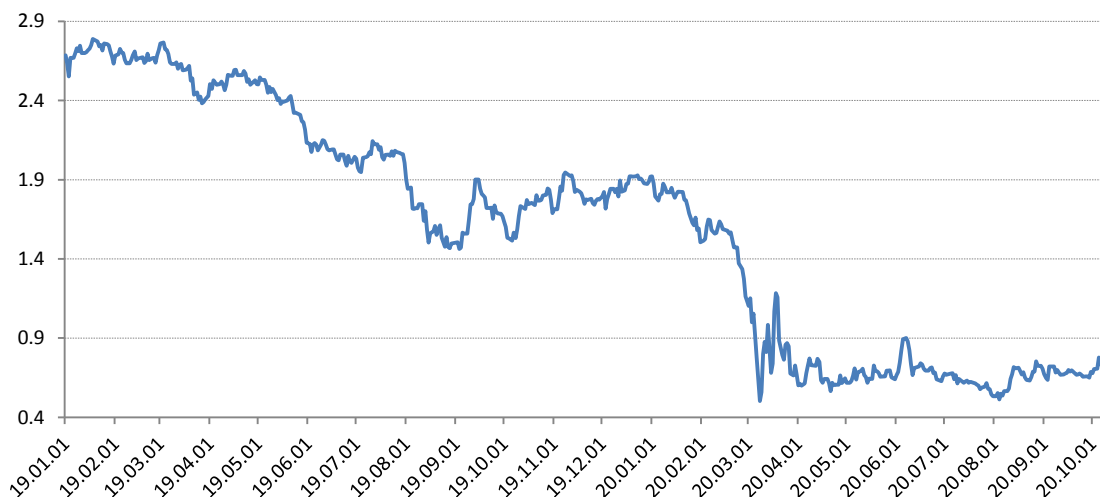
告主要阐述货币和财政政策对收益率的影响，除了中国和美国十年期国债收益率，我们用英国和德国十年期国债收益率来代表欧洲的市场情况。

3、4月份，全球的国债收益率走势相似。在大幅的货币宽松背景下，国债收益率整体快速下行，但3月9日至3月18日期间，因为全球金融市场的巨大流动性冲击而导致债券也遭到抛售，国债收益率明显上升。4月后，英美德国债收益率维持低位，而中国国债收益率则开始快速上行。

美国十年期国债收益率从2月20日开始快速下行，与美股开始下跌的时间同步，于3月8日见底，降幅达到1个百分点。在此期间，美联储及财政部也出台了多项救市政策：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；3月17日，美联储重启商业票据融资便利，直接向企业提供流动性；3月23日，美联储宣布开放式QE，将不限量买入美债和MBS，开始“直升机式撒钱”；3月27日，美国总统签署了高达2.2万亿美元的第三轮经济刺激法案；4月9日，再次推出2.3万亿美元信贷计划，购买垃圾债，缓解信用市场风险，为中小企业和家庭提供信贷支持。

4月后，美联储维持最低利率不变，通胀目标为2.5%，并表示达到目标后也将维持低利率直到经济复苏，预计这一低利率水平将持续至2023年。

图6 十年期美债收益率



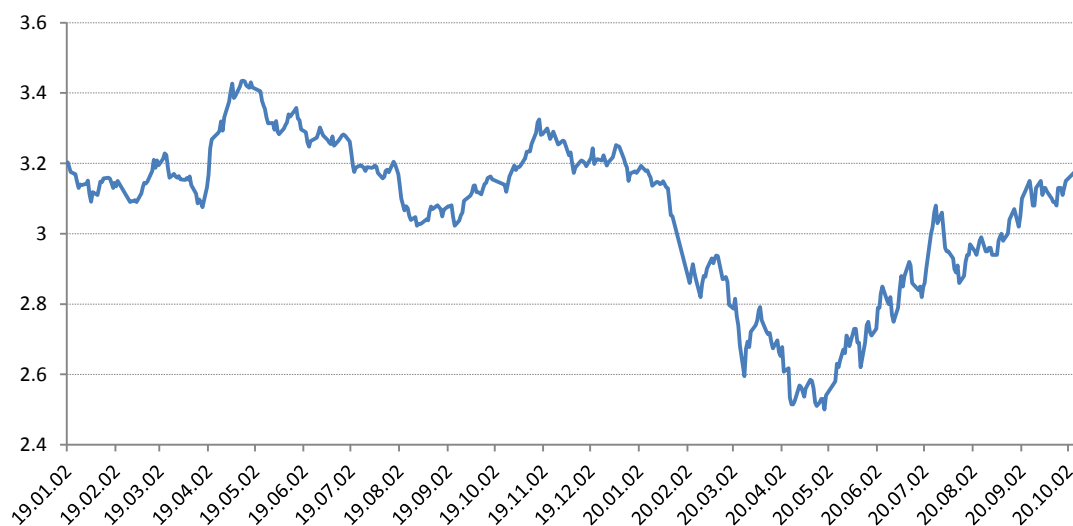
数据来源：investing.com、易居研究院

中国十年期国债收益率于2月21日开始下降，于3月9日短期见底，降幅为0.3个百分点，远小于美国十年期国债收益率降幅，主要因为我国货币政策定力较强，没有很强的宽松政策。具体来看，2月20日一年期LPR相较上一期下降10个基点，五年期LPR下降5个基点，分别至4.05%和4.75%；此外，央行还进行了降低公开市场逆回购利率等货币政策，国债收益率随之下行。

疫情发生后，央行三周内进行了两次降准，以支持实体经济：3月13日，央行宣布于16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点，再对符合条件的股份制商业银行额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。共释放长期资金5500亿元。4月3日，央行宣布将对中小银行定向下调存款准备金率1个百分点，共释放长期资金约4000亿元，此外更重要的是央行将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，而上次调整是在2008年11月。4月20日，一年期LPR下调20个基点，五年期LPR下调10个基点。

4月后，国债和专项债大量发行，中国经济在全球经济体中率先复苏，叠加相对审慎的货币政策，国债收益率快速上行，当前已回到疫情爆发之前的水平。

图7 十年期中债收益率



数据来源：investing.com、易居研究院

英国和德国的十年期国债收益率均于2月18日开始快速下行，于3月9日见底，降幅约0.5个百分点，随后快速反弹至3月18日。3月后，英国十年期国债收益率继续下降，而德国收益率去年已转为负值，3月后基本保持稳定。

3月12日,为应对新冠肺炎疫情对经济的冲击,英国央行和英国财政部联合出台经济刺激政策。出台了规模相当于GDP1.5%的财政刺激政策,除紧急降息50个基点至0.25%外,还推出了近1000亿英镑的定向定期融资方案。3月19日,紧急降息至历史低点0.1%,并表示将购买2000亿英镑的债券,

3月18日,欧洲央行宣布7500亿欧元的紧急资产购买计划。4月7日,欧洲央行宣布了放松抵押品要求的举措,用以刺激银行放贷,其中还包括沦为垃圾债的希腊政府债券。

3月后,英国国债收益率仍有所下行,8月份开始触底上升,但仍维持在二季度的较低水平上。德国国债收益率则基本维持在3月份的较低水平。

图8 十年期英债收益率

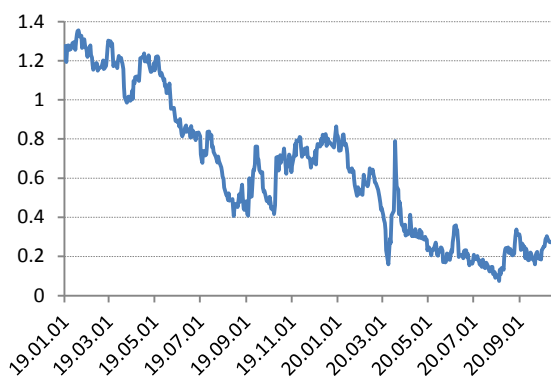
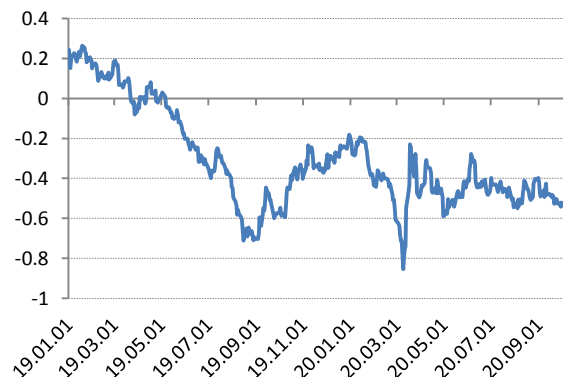


图9 十年期德债收益率



数据来源: investing.com、易居研究院

### 3、全球楼市表现

#### (1) 全球楼市

在发生区域及全球性金融危机时,如1998年亚洲金融危机、2008年全球金融危机、欧债危机等,多数国家或地区的房价均会受到明显冲击。本次危机下,由于政府的快速大力度救市,全球货币宽松,大多数地区房价并未下跌,特别是发达国家或城市,与相对欠发达国家或城市出现了分化。疫情发生后,以洛杉矶、伦敦、东京、多伦多等城市为代表的发达地区房价并未受到影响,继续上涨,甚至涨幅扩大了。

相比发达国家或地区,以菲律宾、波兰、曼谷为代表的部分发展中国家或地区房价则出现了下跌;同时,发达国家中基本面相对较弱的西班牙等国家的房价也出现了下跌。可以明显看出,在全球流动性泛滥的背景下,资金偏好具有良好基本面的核心区域楼市。

图 10 洛杉矶房价指数

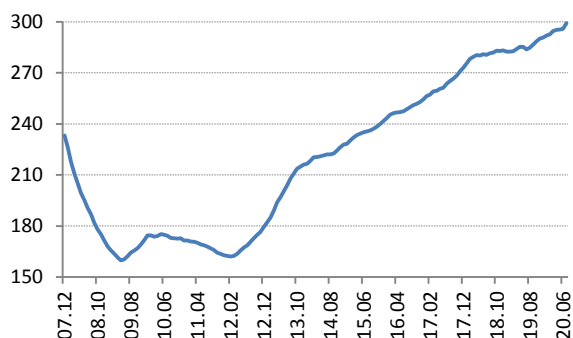


图 11 伦敦房价

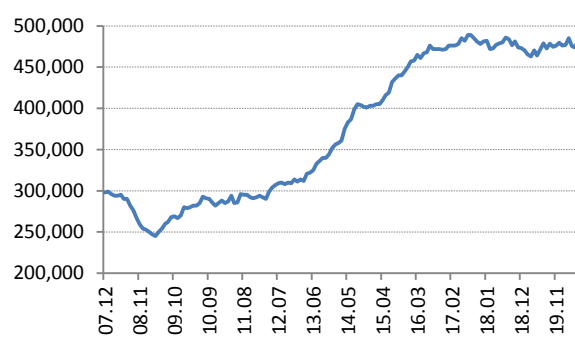


图 12 东京房价指数

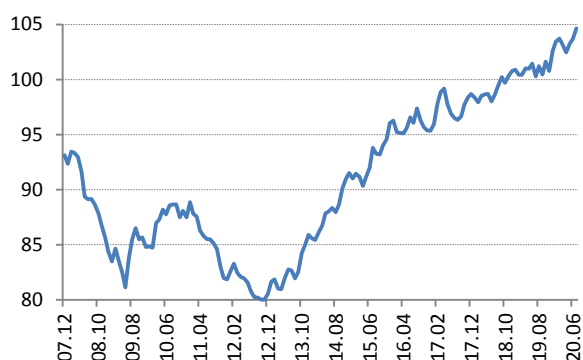


图 13 多伦多房价指数

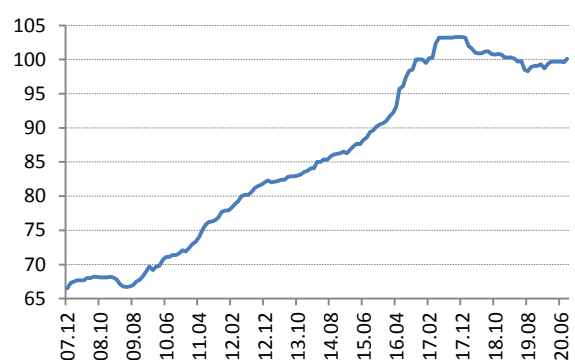


图 14 菲律宾房价

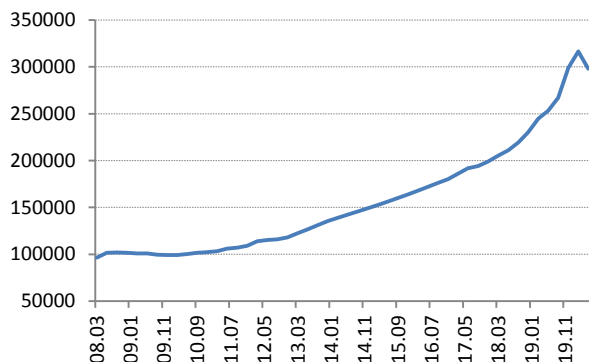


图 15 西班牙住宅价格指数

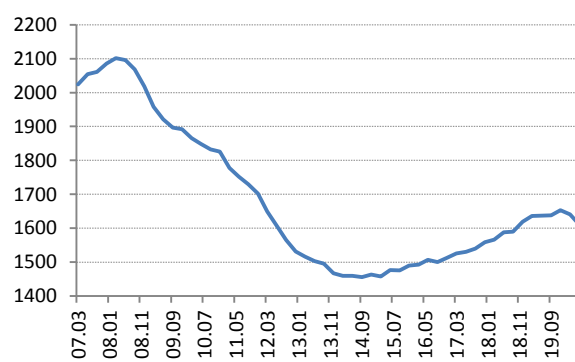
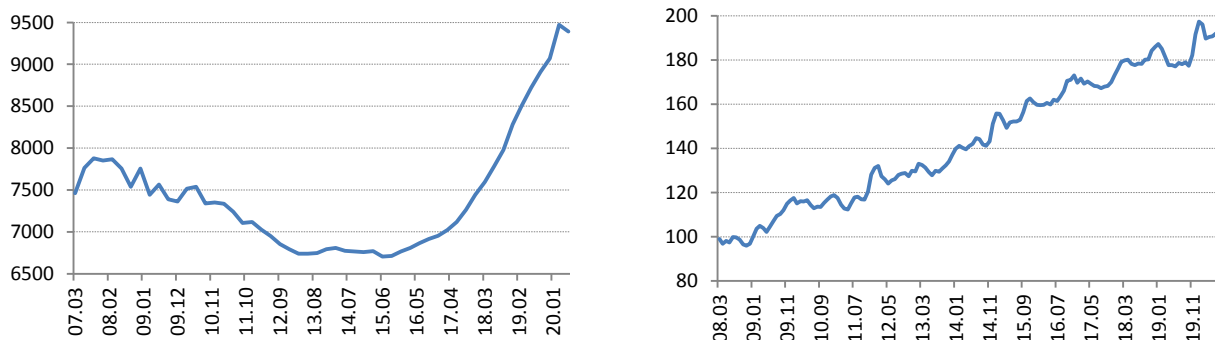


图 16 波兰二手房价指数



图 17 曼谷公寓价格指数





数据来源：各国统计部门、国际清算银行、易居研究院

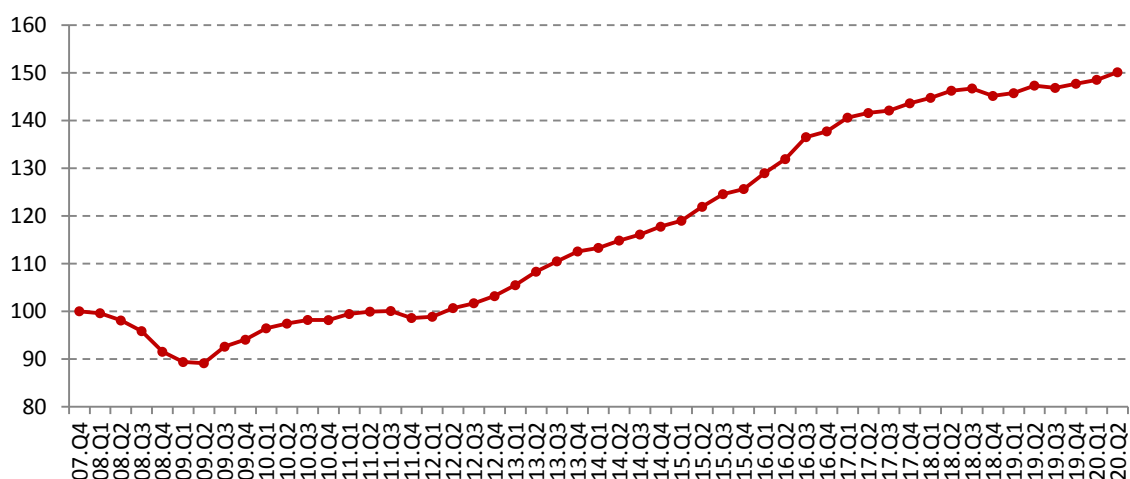
## (2) 10 大国际都市

10 大国际都市房价指数由东京、首尔、洛杉矶、纽约、伦敦、新加坡、多伦多、上海、北京和香港等样本组成。

2020 年二季度，10 大国际都市房价指数为 150.1，环比 2019 年四季度上涨 1.1%，同比上涨 1.9%。与国际危机后的低谷 2009 年二季度相比，上涨 68.4%。美国次贷危机爆发以后，10 大国际都市房价指数下滑，于 2009 年二季度触底，此后随着全球经济的逐渐复苏，10 大国际都市房价指数持续了十年的上涨。这其中，2011 年四季度受欧债危机的影响小幅下跌，2018 年四季度下跌、2019 年三季度小幅下跌。

2017 年以来，10 大国际都市房价指数上涨已经明显放缓，其中多伦多、北京和上海房价从 2017 年已经开始下跌。

图 18 大国际都市房价指数 (2007Q4=100)



数据来源：各国统计部门、易居研究院

## (3) 中国楼市

从房价来看，2020年2月，70城二手房价环比下跌0.08%，为2015年4月以来首次下跌，但是疫情期间成交量不足，部分城市无成交，因此不能准确地反映市场情况。2月后，政府快速反应，给予了延缓土地出让金缴纳等正常支持房企经营的政策，同时，在偏宽松的货币信贷环境下，70城房价环比涨幅持续扩大，并未因经济下滑而下跌。同比涨幅目前则稳定在2%的水平。

图 19 70 城二手房价环比涨幅

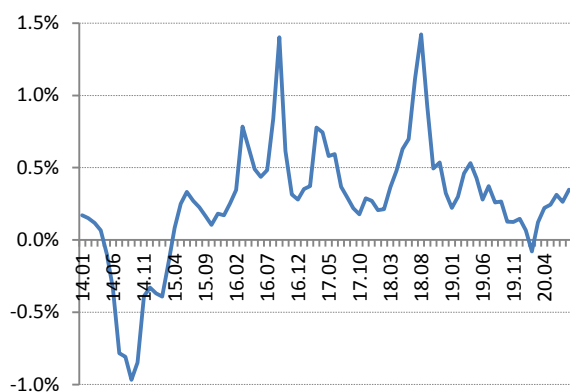
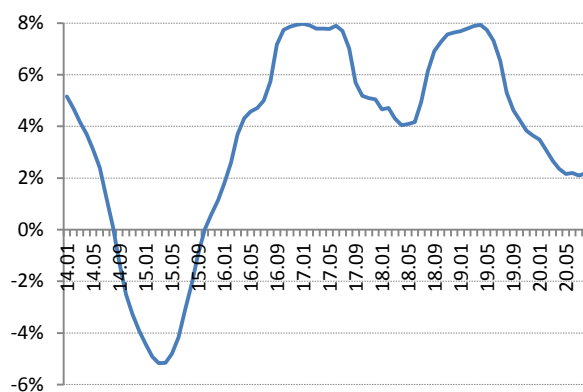


图 20 70 城二手房价同比涨幅



数据来源：国家统计局、易居研究院

3月以来，和全球部分发达国家与发展中国家分化的趋势类似，70城内部也出现了明显的分化，累计涨幅排名靠前的城市主要以一线和强二三线城市为主，部分城市如银川、西宁主要由于其城市自身的周期性轮动上涨。而累计涨幅排名靠后的城市则主要以弱二三线城市为主。

表 1 3 月以来 70 城房价累计涨幅

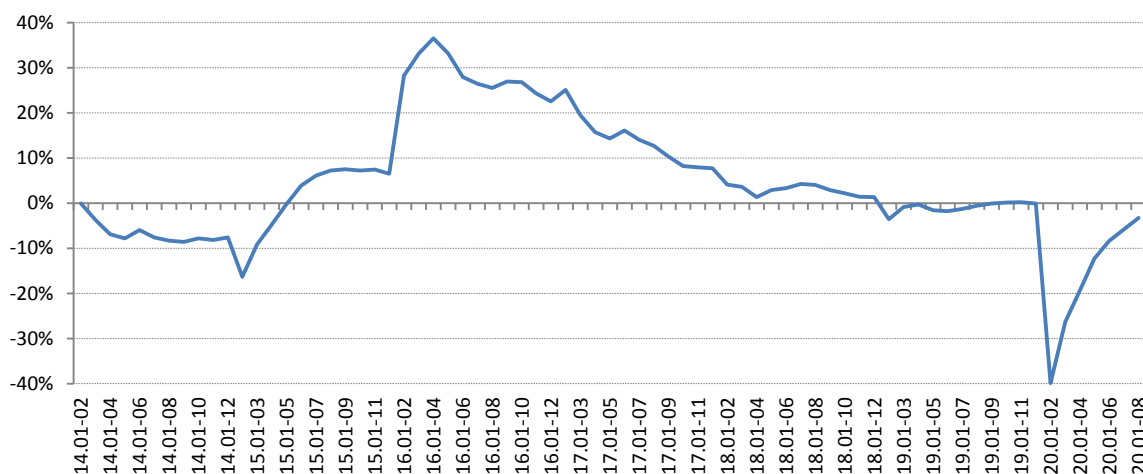
|    |       |     |      |    |      |    |       |     |       |
|----|-------|-----|------|----|------|----|-------|-----|-------|
| 深圳 | 10.7% | 温州  | 4.5% | 蚌埠 | 2.4% | 重庆 | 0.5%  | 石家庄 | -1.5% |
| 无锡 | 7.3%  | 金华  | 3.7% | 大理 | 2.1% | 遵义 | 0.4%  | 泸州  | -1.8% |
| 银川 | 7.2%  | 济宁  | 3.5% | 昆明 | 2.1% | 韶关 | 0.1%  | 哈尔滨 | -2.0% |
| 成都 | 7.1%  | 南京  | 3.4% | 兰州 | 2.0% | 锦州 | 0.1%  | 北海  | -2.2% |
| 沈阳 | 7.0%  | 秦皇岛 | 3.3% | 赣州 | 1.9% | 青岛 | 0.0%  | 贵阳  | -2.3% |
| 宁波 | 6.7%  | 厦门  | 3.1% | 南宁 | 1.8% | 宜昌 | -0.1% | 天津  | -2.3% |
| 杭州 | 6.3%  | 福州  | 2.9% | 桂林 | 1.6% | 安庆 | -0.2% | 郑州  | -2.7% |
| 西宁 | 6.2%  | 合肥  | 2.8% | 包头 | 1.6% | 襄阳 | -0.7% | 南充  | -2.8% |
| 唐山 | 5.9%  | 扬州  | 2.8% | 岳阳 | 1.5% | 烟台 | -0.8% | 太原  | -3.5% |
| 北京 | 5.9%  | 泉州  | 2.8% | 九江 | 1.0% | 吉林 | -0.9% | 牡丹江 | -8.3% |
| 上海 | 5.8%  | 丹东  | 2.5% | 海口 | 1.0% | 三亚 | -0.9% |     |       |
| 徐州 | 5.6%  | 惠州  | 2.5% | 长春 | 0.8% | 南昌 | -1.0% |     |       |

|      |      |     |      |      |      |    |       |  |  |
|------|------|-----|------|------|------|----|-------|--|--|
| 大连   | 5.4% | 西安  | 2.5% | 呼和浩特 | 0.8% | 济南 | -1.1% |  |  |
| 广州   | 5.1% | 平顶山 | 2.4% | 武汉   | 0.8% | 湛江 | -1.3% |  |  |
| 乌鲁木齐 | 4.8% | 洛阳  | 2.4% | 长沙   | 0.7% | 常德 | -1.4% |  |  |

数据来源：国家统计局、易居研究院

从商品房成交量来看，受疫情影响，2020年1-2月，全国商品房累计成交面积同比大幅下降40%，1-3月下降26%，随着疫情影响的逐步减弱，此后累计同比跌幅逐步收窄，1-8月已经接近转正，体现房地产市场需求的韧性较强。回顾历史，2014年1-2月商品房累计成交面积同比下跌，提前于70城房价下跌半年左右。

图 21 全国商品房成交面积累计同比增速



数据来源：国家统计局、易居研究院

在全球新型冠状病毒肺炎疫情的影响下，全球经济增速大幅放缓，疫情带来的经济衰退，已经达到了经济危机水平。但在资产价格方面，全球风险资产虽然在疫情初期经历了猛烈下跌的过程，但很快便在以流动性为主要因素的推动下快速反弹，多数基本面良好的国家或地区房价也并未下跌，而是逆势上涨。总体上，虽然经济受到重创，但短期并未对风险资产价格造成很大的影响。中长期来看，未来全球货币宽松的边际效应逐渐减弱，经济形势也存在着一定的不确定性，各类资产价格的走势是否能继续维持当前的强势表现有待继续观察。接下来，我们将回顾2008年国际金融危机的过程、传导机制及各类资产价格的走势变化，总结规律，并作为当前危机的借鉴。

### 三、2008年国际金融危机下资产价格的表现

2008 年国际金融危机的影响范围是全球性的，与当下的危机具有可比性。此外，由于次贷危机发生在美国房地产市场，在探究本次危机对楼市的影响时也更加具有借鉴意义。

## 1、危机背景

2008 年国际金融危机起源于美国次级贷款市场的崩溃。2000 年美国互联网泡沫破裂，以及 2001 年世贸大厦被撞、安然事件发生后，2001 年开始美联储连续降息至 2003 年 1% 的历史低位；同时，在小布什总统大力鼓吹“美国梦”、致力于提高住房自有率的推动下，金融机构不断放低对个人放贷门槛，甚至对还款能力较弱的拉美裔、非洲裔大量发放贷款，次级抵押贷款市场迅速扩张，推动住房市场快速发展，推动房价持续大涨。2004 年后美国经济逐渐回暖，通胀预期也逐渐攀升，因此美联储 2004 至 2007 加息 17 次至 5.25%，次级抵押贷款市场开始出现违约，房地产泡沫破裂。

2007 年次贷危机爆发后，投资者对 MBS 的价值失去信心，引发了流动性危机，2008 年 9 月，全球金融危机爆发，雷曼兄弟等多个大型金融机构倒闭或被政府接管。2008 年的金融危机又成为欧债危机的导火索，由于欧盟采用统一的货币政策，而各国仅可自主调节财政政策，因此金融危机带来的经济衰退推动了财政扩张，结果造成希腊、爱尔兰、西班牙等国家财政支出、财政赤字以及债务占 GDP 比重快速攀升，物价和工资迅速上涨。希腊最先于 2009 年 12 月陷入债务危机，2010 年欧盟其他国家也相继沦陷。

## 2、全球性资产的表现

### （1）黄金

2007 年次贷危机发生后，金价持续走强至 2008 年 3 月。2008 年 3 月至 10 月，风险资产价格开始剧烈动荡，十年期美债实际利率大幅上升，而名义利率相对平稳，通胀预期大幅降低，市场对经济形势悲观；同时受全球资本市场流动性紧张的冲击，黄金价格在此期间震荡下跌，跌幅达到 32%。10 月后，黄金价格开始修复，也是美股最后一跌的开始，金价随后持续上涨至 2011 年 8 月，最大涨幅达到 174%。

在金融危机爆发阶段，黄金价格通常受流动性冲击、或美元升值、或实际利率上升等原因而下跌，但当短期剧烈冲击弱化，各国央行的刺激政策影响逐渐显现后，金价会随之修复并大涨。

图 22 伦敦金价格（美元/盎司）



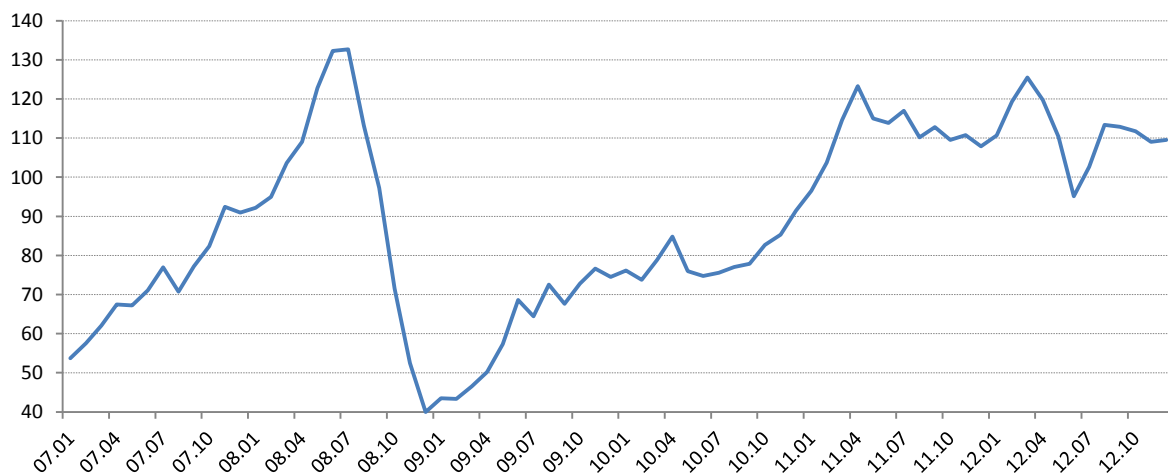
数据来源：FRED、易居研究院

## (2) 原油

观察布伦特原油价格。2008年7月前的一段时间，原油价格暴涨导致全球通胀高企，越南更是遭遇恶性通胀使得金融体系崩溃，从而在一定程度上助推了2008年9月份全球金融危机的爆发。

2008年7月后，布伦特原油价格从133美元/桶暴跌至2009年2月的43美元/桶，仅7个月时间跌幅便达到68%，主要原因是投资者对全球经济衰退而造成原油需求疲软的担忧。2009年2月后，随着各国经济刺激政策作用的逐渐显现，原油价格开始回升，并于2012年上半年基本回到暴跌前的价格。

图 23 布伦特原油价格（美元/桶）

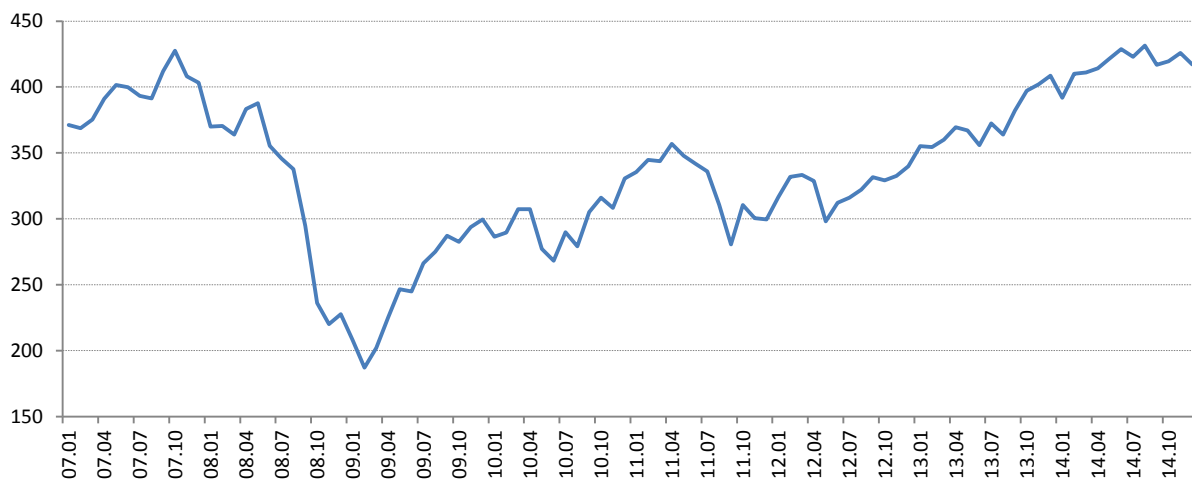


数据来源：FRED、易居研究院

## (3) 股市

全球股票指数从2007年10月开始下跌，2009年2月见底，历时1年零5个月，跌幅达到56%，下跌时长和幅度略超美股，下跌过程基本和美股同步。2009年2月后，全球指数开始反弹，直到2014年才收复失地。

图 24 MSCI 全球指数



数据来源：investing.com、易居研究院

### 3、美国资产的表现

由于2008年国际金融危机起源于美国，同时作为全球金融中心，美国对全球金融市场的影响也是巨大的，因此本节以美国资产为研究对象。

#### （1）美国股市

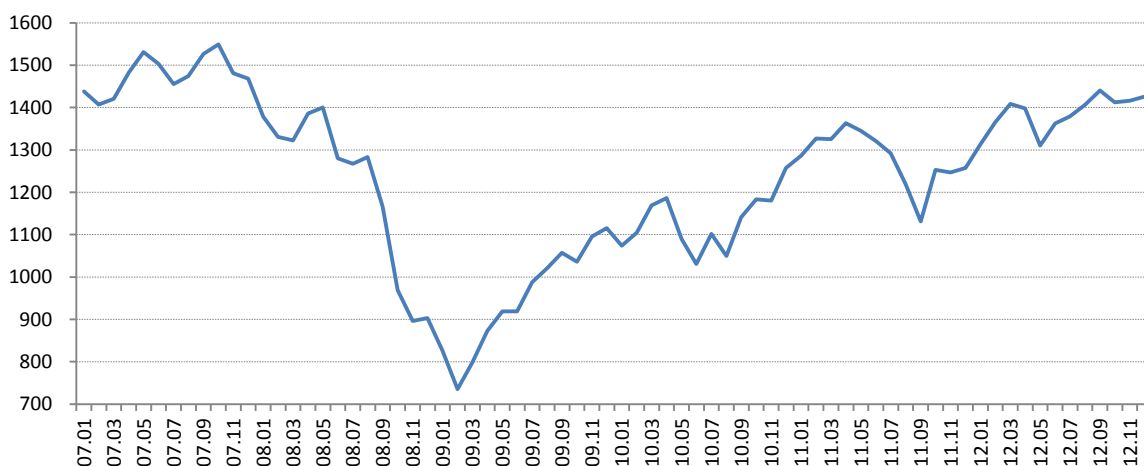
整体来看，本次危机中，从2007年11月开始至2009年2月见底，标普500指数共下跌53%，历时1年零4个月。2009年2月后，美股开始复苏，并于2013年初收复失地，用时约4年。

具体来看，2007年8月次贷危机爆发，美股于同年11月开始第一轮快速下跌，2008年3月短期见底，跌幅约15%。2008年3月11日，贝尔斯登宣布破产，3月18日，美联储降息75点，随后4、5月份美股出现技术性反弹。但降息并不能阻止美国经济的恶化，2008年5月后，美股价格再次下跌至7月。至此，次贷危机对全球金融市场的影响还是局部性的，股价的下跌程度相对后来的金融危机来说不算很剧烈。

2008年8月，美国哥伦比亚银行和信托公司倒闭；9月，雷曼兄弟申请破产，美林银行被美国银行收购，“两房”被联邦政府住房金融局接管。作为全球顶级金融机构，雷

曼兄弟和美林银行的破产彻底摧毁了投资者的信心，银行间流动性极度匮乏，金融系统风险很大。10月8日，全球六大央行联袂降息，但仍然未能缓解市场忧虑情绪，全球股市继续暴跌。最终，标普500指数于2009年2月见底（按收盘价，最低价则出现在3月），本轮下跌标普500指数跌幅达到48%，仅用时9个月。

图 25 标普 500 指数



数据来源：investing.com、易居研究院

## (2) 美国债市

2007年次贷危机爆发后，美联储于2007年9月、10月、12月，2008年1月、3月、4月、10月和12月密集降息，最后联邦基金目标利率保持在0.25%的水平直至2015年12月。从2007年9月开始降息至2008年12月结束，可以看到美国十年国债收益率整体快速下行，国债收益率从2007年6月的5.1%一直下降到2008年12月的2.4%，历时1年零6个月，降幅为2.6个百分点。

图 26 美国十年期国债收益率



数据来源: investing.com、易居研究院

### (3) 美国楼市

美国房地产市场作为本次金融危机的始作俑者,房价相比其他风险资产价格遭受了更长时间的影响,美国房价从开始下跌到真正企稳,历时5年,跌幅为26%。

2007年3月美国房价开始下跌,而美联储降息始于2007年9月,在房价开始下跌后实施。房价一直下跌到2009年5月后才有所企稳,而此时美股已经见底3个月,共历时2年零3个月,跌幅为20%,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。

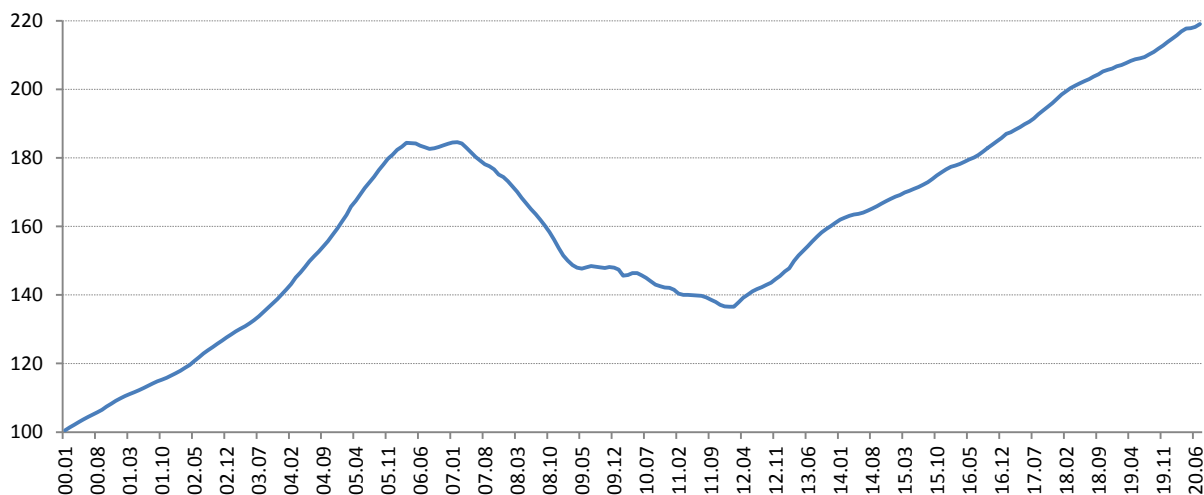
2009年5月后,股票已经见底反弹,而房价仅企稳了2个月,便于8月份再次开始下跌,但下跌速度明显放缓,直到2012年2月才真正见底,此阶段历时2年零6个月,跌幅为8%。

为何美国风险资产开始见底反弹,经济开始复苏,房价却仍然继续下跌相当一段时间,原因可能是:

一是流动性陷阱。由于次贷危机的阴影,房贷市场中低利率已经无法刺激信贷需求,抵押贷款申请数量持续降低,居民购房意愿低迷。二是止赎率上升。美国人在按揭购房,将所购买的房屋作为抵押品时,房屋所有权属于提供贷款的机构。购房者按期还款给放贷机构,这个过程称为‘赎回’,若购买者无法按期还贷,超过期限的房屋则被停止赎回(止赎),房屋便归放贷机构所有。2009年后,仍有许多购房者因拖欠贷款而面临止赎问题,大量止赎房被低价拍卖,房价的下跌又会使得购房者进一步进入负资产状态而进入恶性循环。

2012 年开始，购房者、投资者信心开始复苏，伴随宽松的货币环境，美国房价又开始了一轮大级别的上涨。

图 27 美国 S&P/Case-Shiller 房价指数



数据来源:FRED、易居研究院

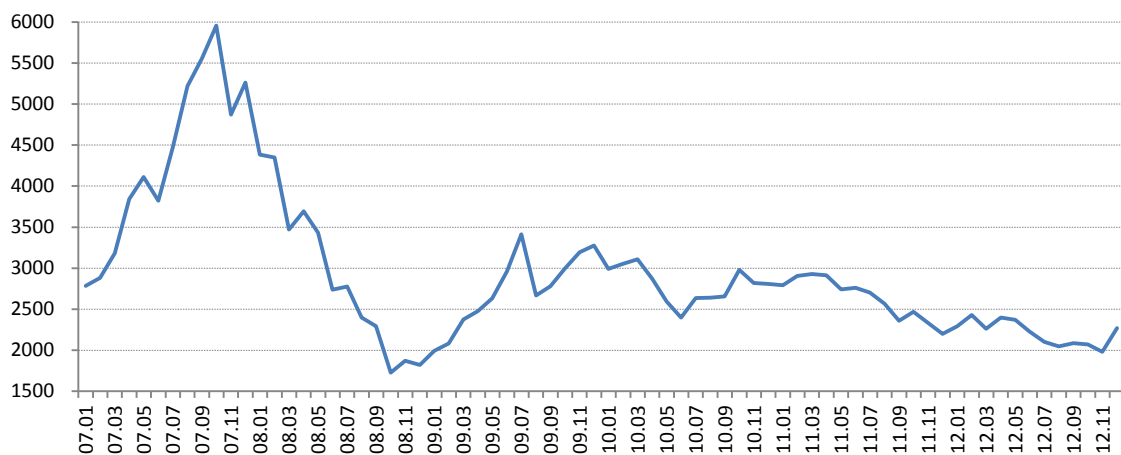
## 4、中国资产的表现

### (1) 中国股市

2005 年 6 月后，上证指数开始了一轮大牛市，股价持续上涨，2007 年 10 月与美股同步见顶，当时的市场整体估值本身就已经到了很高的水平，投机氛围到达极点，次贷危机是一个导火索引发了股市的崩盘。当然，随后次贷危机和金融危机也加大了股价下跌的程度。

2007 年 10 月 A 股崩盘后，股价暴跌，期间几乎没有反弹，直到 2008 年 10 月才见底，历时 1 年，跌幅达到 71%，远超美股跌幅。

图 28 上证指数

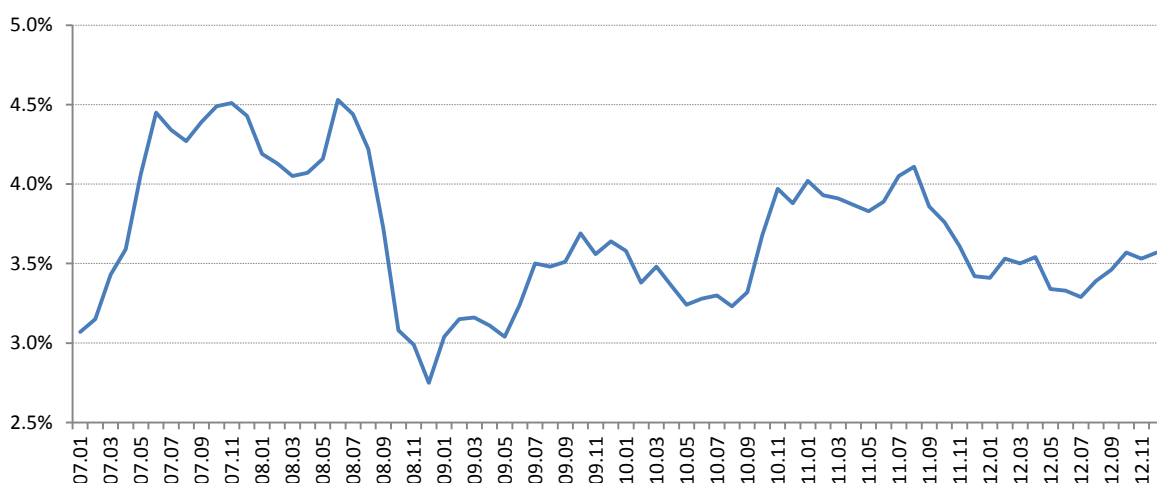


数据来源: investing.com、易居研究院

## (2) 中国债市

2007 年次贷危机发生后, 中国央行并未立即降息。2007 年 11 月至 2008 年 3 月, 中国十年期国债收益率快速降低, 反映了市场的避险情绪, 抛售股票等风险资产而购买长端国债避险。与美债收益率变化同步, 2008 年 3 月至 5 月中国十年期国债收益率上升, 反映了市场对未来经济衰退担忧的减轻。随后美股、A 股等风险资产价格再次下跌, 国债再次走强, 2008 年 9 月国际金融危机爆发, 全球金融市场剧烈动荡, 中国央行随即连续降息 5 次至 2008 年 12 月, 国债收益率快速下行。2008 年 12 月后, 国债收益率开始回升, 同时股价也开始走强。

图 29 中国十年期国债收益率



数据来源: 中债信息网、易居研究院

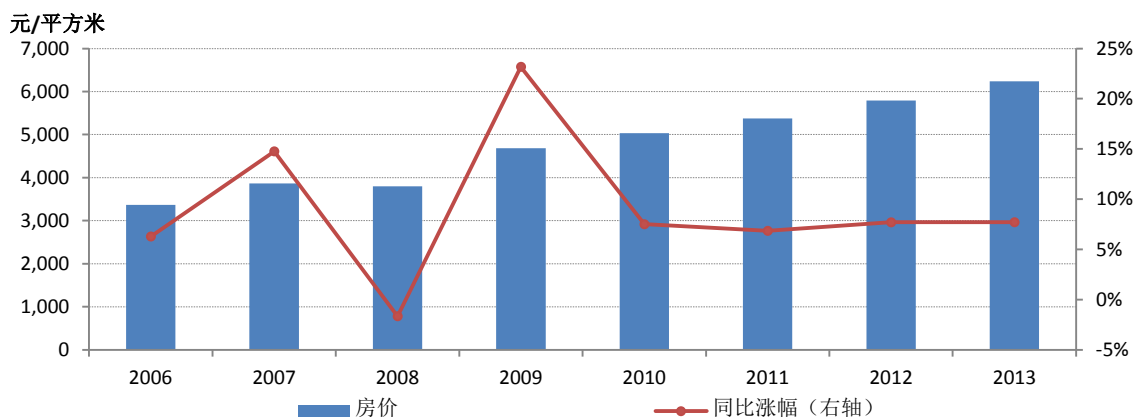
## (3) 中国楼市

2004年至2007年，中国GDP增速是2000年至今最高的时期，同时外汇占款迅速提高导致货币大量投放，中国房价快速上涨。2008年全球金融危机对中国楼市造成了较大影响，全国商品房销售均价同比下跌1.7%，上一次年度下跌发生在受东南亚金融危机影响的1999年。

2008年10月，多部委联合救楼市，降低房贷首付比例与利率、减免税收等。2008年11月开始，中国推出“4万亿”等刺激政策，并再次强调房地产是经济支柱产业。2008年12月国务院再次出政策加码刺激房地产。同时还有五次降息。

在上述一系列政策利好的刺激下，中国楼市迅速复苏，2009年房价涨幅达到23%，随后几年保持在7.5%左右。

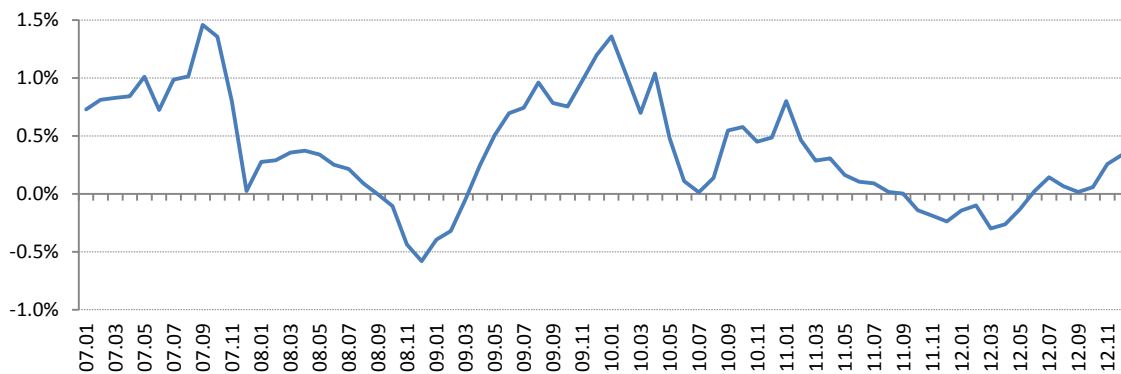
图 30 全国商品房销售均价及同比涨幅



数据来源：国家统计局、易居研究院

具体来看，70城房价于2008年10月开始下跌，2009年3月止跌，4月开始上涨，历时6个月，累计跌幅为1.9%，其中上海下跌3%。70城房价在全球金融危机爆发后当月止涨，下一个月转跌，而之前已经下跌近一年的A股继续下跌，10月即见底。70城房价止跌时间滞后A股5个月。

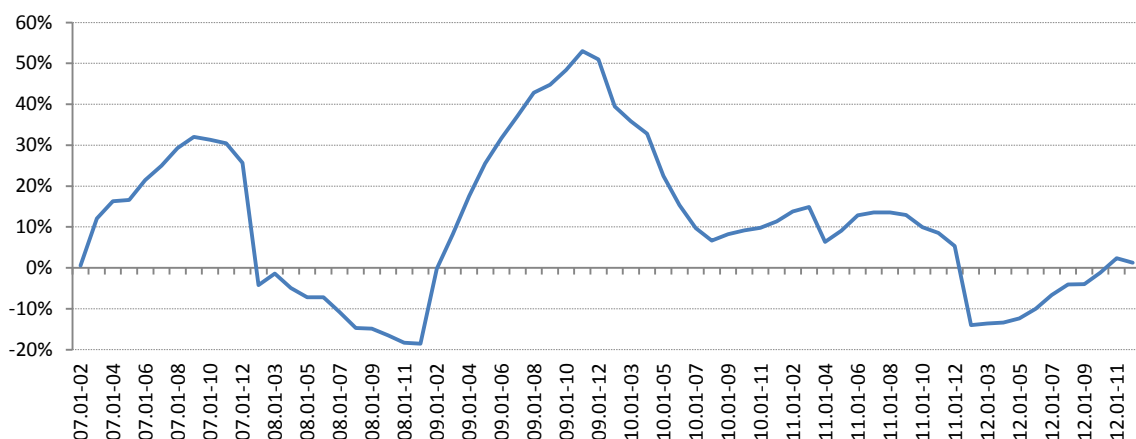
图 31 70城房价指数环比涨幅



数据来源：国家统计局、易居研究院

从全国商品房成交量来看，累计成交面积同比于2008年2月转负，随后降幅逐渐扩大，于同年1—12月份达到-18.5%，随后于2009年1—3月同比转正。成交量同比增幅转负的时间为次贷危机的中期阶段，领先价格转负约半年，对价格有领先的指导意义。

图 32 全国商品房累计成交面积同比增幅



数据来源：国家统计局、易居研究院

## 5、人民币汇率与楼市的关系

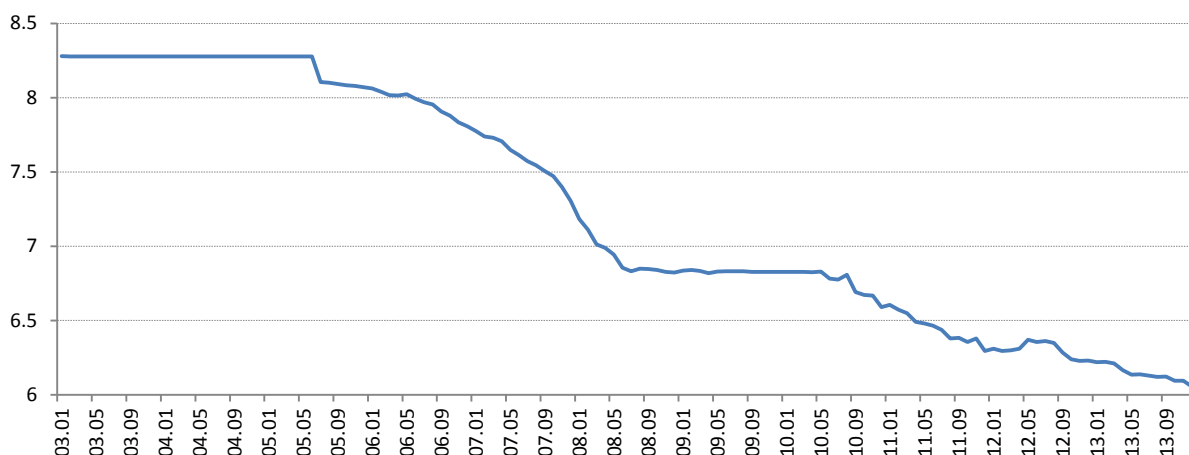
总体来看，汇率与楼市呈正相关关系，本币升值，利好楼市，本币贬值，利空楼市。如果在金融开放的背景下，这一规律更加明显。

2005年7月之前，人民币汇率盯住美元，为固定汇率。2005年7月21日，央行宣布美元/人民币官方汇率由8.27调整为8.11，同时废除原先盯住单一美元的货币政策，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。7月后，中国大量的经常账户顺差使得人民币对美元开始逐渐升值，同时大量的国际资本流入使得外汇占款迅速增长，基础货币的投放使得流动性非常充裕，助推了房价的高速增

长。

2008 年在国际金融危机背景下，外需疲软，作为当时中国经济增长重要动力的外贸出口行业受到了很大的负面影响，因此 2008 年 7 月至 2010 年 5 月，人民币对美元汇率基本保持固定而未继续升值。在中国经济走出危机阴影之后，2010 年 6 月，央行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，人民币继续升值。

图 33 人民币/美元汇率



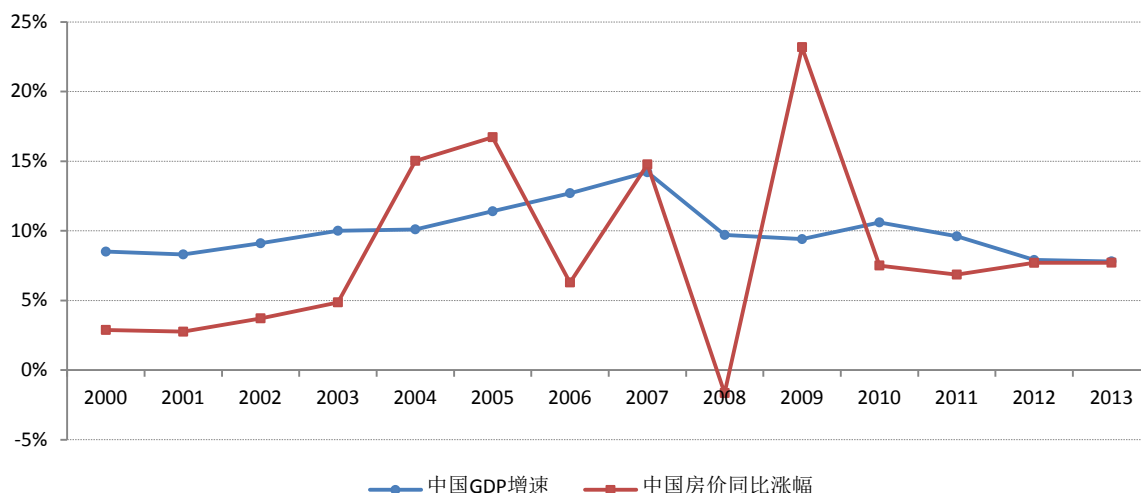
数据来源：investing.com、易居研究院

## 6、经济与楼市的关系

通常来说，经济和楼市具有正相关关系。经济繁荣，国民收入增长较快，购房需求与能力较强。经济低迷，则购房需求下降。但在经济危机当头的情况下，随着政府推出货币与财政刺激措施，政策面对于楼市形成渐进式利好，这种情况下，经济与楼市又呈现出短暂的负相关关系。

2004 年至 2007 年，中国经济高速增长，GDP 增速分别达到了 10%、11%、13%和 14%；同时，房价涨幅也分别达到了 15%、17%、6%和 15%。2008 年受国际金融危机影响，中国房价小幅下跌，同时 GDP 增速也收窄至 9.6%。2009 年，受“四万亿”等政策的强力刺激，房价涨幅达到了惊人的 23%，同期 GDP 增速为 9.5%。由此，可以看出楼市弹性明显大于经济。

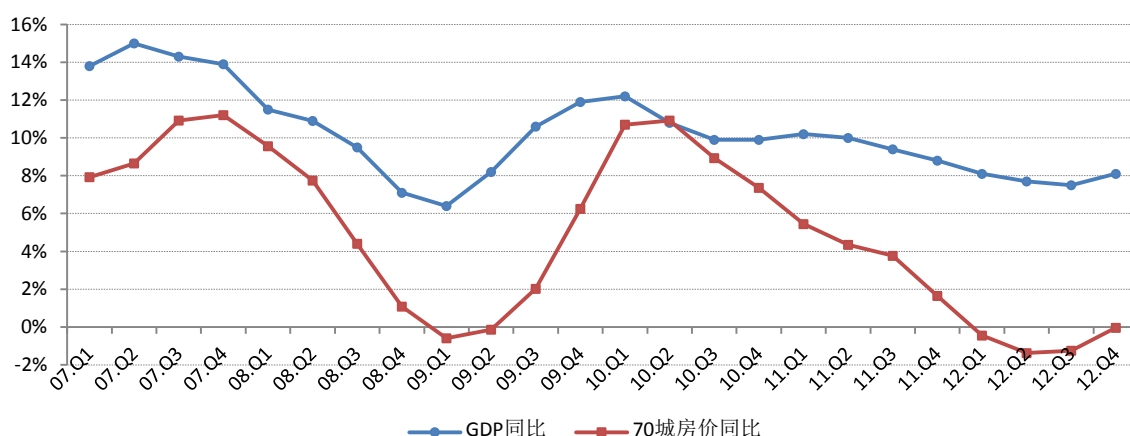
图 34 中国 GDP 增速和房价同比涨幅



数据来源：国家统计局、易居研究院

从季度数据来看，2007 年至 2012 年，GDP 增速与房价涨幅的运行方向基本一致。但是房价涨幅的波幅明显大于经济增速。

图 35 中国季度 GDP 增速和房价同比涨幅



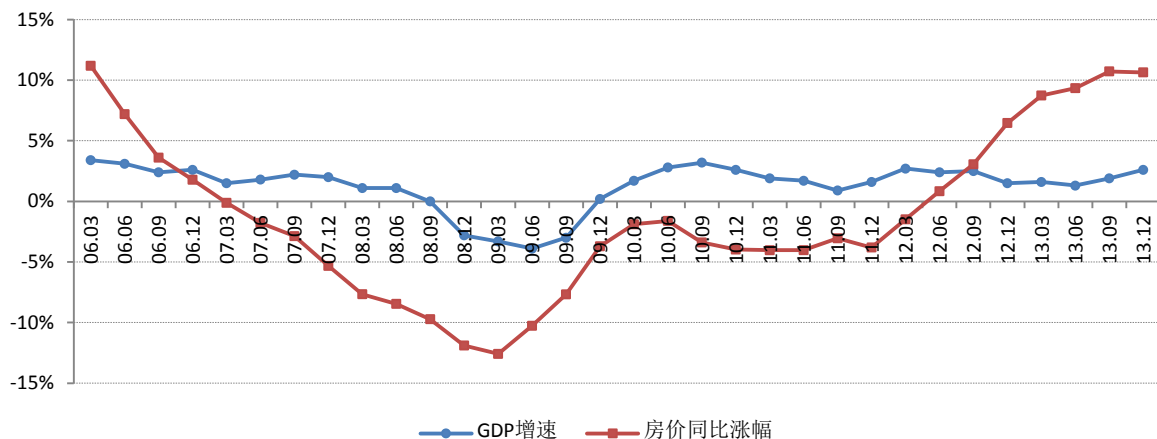
数据来源：国家统计局、易居研究院

2001 年美国 GDP 增速开始回升，至 2004 年达到 4%；同时期，美国房价涨幅从 2001 年的 6.7%扩大至 2004 年的 13.7%。2004 年后，美国 GDP 增速和房价涨幅均逐渐回落，2008 年金融危机发生后，美国 GDP 增速于 2008 年 9 月下降至 0，2008 年 12 月转负，2009 年 6 月达到 -3.9% 的最大降幅，随后跌幅收窄并于 2009 年 12 月转正。美国房价则于 2007 年次贷危机爆发时转跌，金融危机的发生加速了房价的下跌，于 2009 年 3 月达到最大同比跌幅 12.6%，随后跌幅收窄，并于 2012 年 6 月转正。

比较可知，美国的经济增速与房价涨幅基本保持同向变化，其中后者波幅大于前

者，且调整时长与深度也大于前者，主要原因是美国次贷危机的源头是美国楼市出现泡沫并破灭。另外，可以总结的经验是，金融危机爆发时期，GDP 增速持续下滑，将加速房价下跌，并在 GDP 增速最低点附近见到房价跌幅最低点。

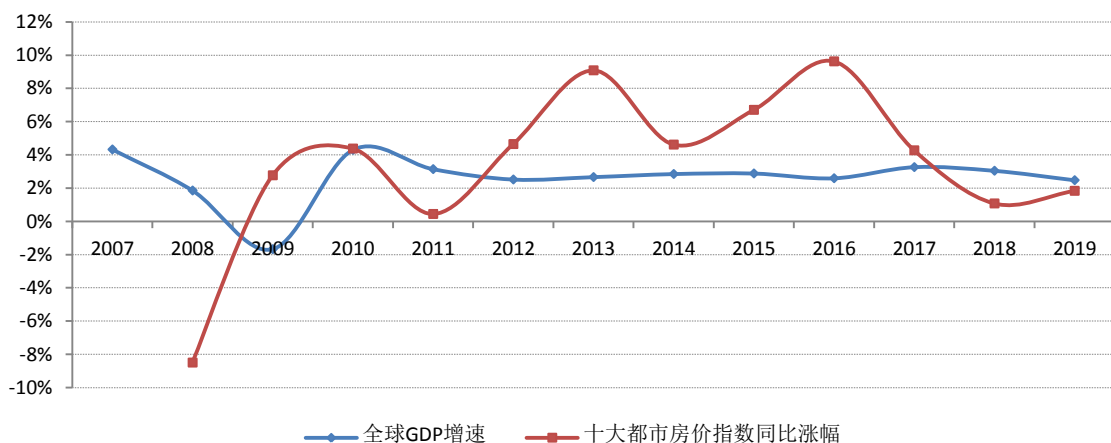
图 36 美国 GDP 增速和房价同比涨幅



数据来源：美国统计局、易居研究院

从全球来看，由于次贷危机发生在房地产市场，因此房价的反应是提前的，2008 年，10 大都市房价同比跌幅达到了 8.5%，但也已经见底，2009 年同比上涨 2.8%。全球 GDP 增速则是从 2007 年开始下滑，2009 年下降 1.7%，随后见底反弹。

图 37 10 大国际都市房价指数同比涨幅与全球 GDP 增速



数据来源：各国统计部门、易居研究院

## 7、金融危机对楼市影响路径总结

**(1) 流动性紧张利空楼市。**以2008年9月中旬为分水岭，本次危机可以大致分为次贷危机和金融危机两个阶段。其中，次贷危机阶段，危机主要局限于美国，不同类型的资产受不同因素的驱动，涨跌情形不同；而金融危机阶段，因全球金融市场受到严重的流动性紧缩的冲击，黄金、原油、全球股票市场都出现了剧烈的下跌，作为资产品的房产价格也不能独善其身，中美两国的房价均出现下跌。

**(2) 经济低迷利空楼市。**金融危机使得经济低迷，2008年中国GDP增速明显下滑，美国GDP增速更是在2009年转负。经济低迷，一方面会使得失业率上升、居民收入减少、消费意愿降低，从而导致购房需求减少，导致房价下跌；另一方面，房企由于资金紧张叠加需求的减少，会选择以价换量，降价销售来减缓资金压力。中国的商品房均价于2008年罕见下跌，而美国房价更是从2007年3月开始下跌，直至2012年2月才见底复苏，历时5年。

**(3) 经济刺激措施利好楼市，但具有滞后性。**为应对次贷危机和国际金融危机，货币政策方面，美联储从2007年9月开始至2008年12月，共降息10次，幅度达5个百分点，2008年后还推出了3次量化宽松；财政政策方面，2008年9月，美国政府以收购优先股方式接管房利美和房地美，并在接下来收购花旗、摩根大通等大型金融机构的优先股权，相当于直接注资，以防止系统风险的发生。此外，政府还推出了一系列如减税、加大政府开支等财政政策：2008年2月，布什政府签署实施1680亿美元减税方案；2008年10月，美国政府引入7000亿美元购买金融机构问题资产以及帮助金融机构注资；2009年2月，奥巴马政府7870亿美元的恢复与再投资法案；前后共计16550亿美元。这些货币与财政刺激措施，利好楼市，但由于本次危机的起源就在美国房地产市场，因此其房价滞后至2012年2月才见底复苏。

金融危机期间，中国也出台了大量的政策来支持实体经济和楼市。货币政策方面，央行从2008年9月开始连续降息，于2008年12月停止，3个月时间共降息1.9个百分点；此外央行连续降低存款准备金率，鼓励银行进行信贷扩张，支持中小企业。财政政策方面，2008年11月国务院出台了4万亿投资计划，极大的刺激了经济增长。

具体在楼市刺激政策上，2008年10月，多部门联合出台通知，将居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款利率的下限扩大为基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整为20%；将房产交易环节涉及的部分税种进行减免或者免征，以刺激房产需求。

中国的政策刺激作用明显，虽然 2008 年房价下跌，但 2009 年便出现了报复性的上涨，涨幅达到 23%。

房价下跌期间，降息、楼市刺激以及“4 万亿”政策分别发生在 2008 年的 9 月、10 月和 11 月，而 70 城房价于 2009 年 3 月止跌，滞后政策刺激半年左右。

## 四、本次危机与 2008 国际金融危机的异同

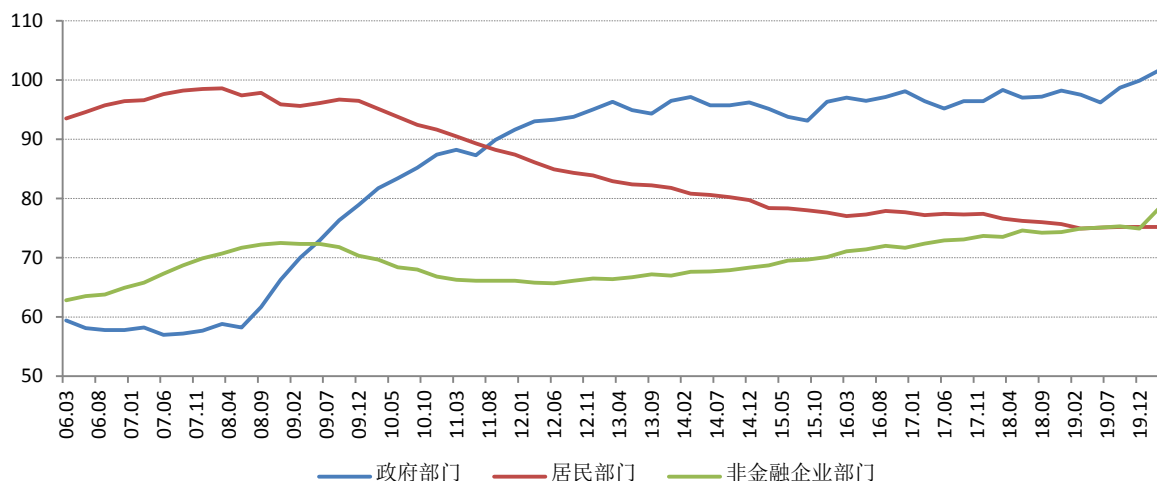
### 1、危机源起的异同

2008 年的国际金融危机，主要是由于 2007 年次贷危机的蔓延，最后导致全球性的影响，多家大型金融机构破产，金融市场流动性受到了剧烈的冲击。而 2007 年次贷危机，源于之前几年美国货币大放水，金融机构过度支持个人购房，使得还款能力低下的人群也获得了贷款，杠杆快速上升，次级抵押贷款的发放规模过大，最后在经济增长放缓和持续加息的背景下楼市泡沫破灭。

本次国际危机，以新冠疫情的全球性爆发为导火索与助推剂，由疫情危机，正在或者已经转化为国际经济危机。但背后是长达十年的经济扩张和货币宽松，资产价格飙升。全球部分领域的资产价格存在一定泡沫，比如 2019 年标普 500 指数的市盈率明显高于过去几十年的平均水平。

资产泡沫或者经济泡沫，突出表现在杠杆率上，即各部门的债务规模和 GDP 的比值，衡量的是负债水平。比如，本次危机中美股的暴跌，重要原因之一是，过去几年美国上市公司不断举债回购股票，美国非金融企业部门杠杆率在 2011 年后不断上升，2017 年时已经超过 2008 年水平。政府部门由于 2008 年金融危机后大力救市，杠杆率快速上升，2011 年后基本保持稳定。每次泡沫产生，都和一个国家杠杆率有密切的关系。值得关注是，2008 年国际金融危机爆发后，美国居民部门的杠杆率持续下滑至今，说明虽然美国房价 2012 年以来持续上涨，但泡沫明显小于股市。

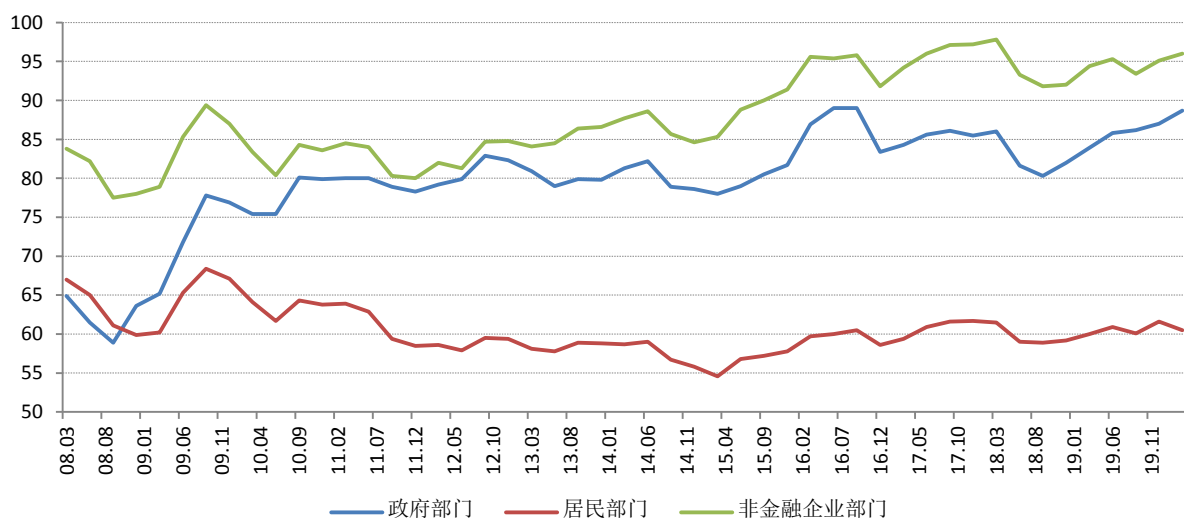
图 38 美国居民部门、政府部门和非金融企业部门杠杆率



数据来源：BIS、易居研究院

与美国相似，2008年以来，全球政府部门和非金融企业部门杠杆率持续上升，而居民部门杠杆率整体是有所下降的。当然，这其中美国所占权重较大。本次疫情，全球范围内的救市力度都很大，全球政府部门杠杆率也可以看到明显上升。

图 39 全球居民部门、政府部门和非金融企业部门杠杆率



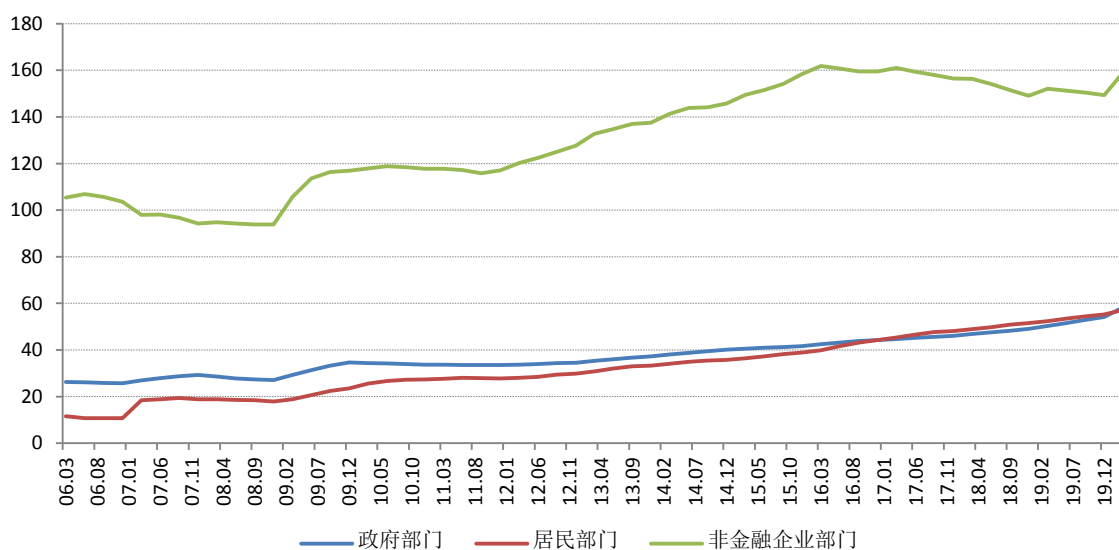
数据来源：BIS、易居研究院

2009年以来，中国的政府、居民和企业部门杠杆率均持续上升，其中非金融企业部门杠杆率在2017年后有所下降，这与去杠杆政策有较大关系。截至2020年1季度，中国政府、居民和企业部门杠杆率分别为58.2%、57.2%、159.1%，而发展中国家平均水平分别为51.7%、42.2%和102.1%，三项均高于发展中国家平均水平，其中居民部门高出最多，其次是企业部门。而居民部门的杠杆率主要与贷款购房有关，说明我国的住宅市

场成交增长太快，其中部分人属于投资投机性购房，导致房价过快上涨，很可能已经产生了一定程度的泡沫。

和全球相比，当前中国政府和居民两部门的杠杆率仍然不算高，但非金融企业部门却过高。因此，整体上看，中国的杠杆水平并不乐观。2020年一季度，三部门杠杆率均有所上升，其中非金融企业部门杠杆率上升最明显。

图 40 中国居民部门、政府部门和非金融企业部门杠杆率



数据来源：BIS、易居研究院

总而言之，上述两次危机都是内因和外因叠加并相互作用之后的产物，按唯物主义辩证法，推动事物发展过程中，内因的作用大于外因。

从内因来看，2008 年国际金融危机主要内因是，美国金融机构过度支持个人购房，次级贷发放量过大，且衍生出来的次级债被打包卖给了全球，金融体系混乱，房价出现泡沫。本轮国际危机的主要内因是，2008 年四季度以来，全球大力救经济、货币大放水、财政大刺激，导致政府部门和企业部门杠杆率大升，部分领域出现资产泡沫。

从外因来看，2008 年国际金融危机的外因主要是，2004—2006 美联储连续 17 次加息，致使美国房价由涨转跌；本次危机的外因主要是，新冠疫情爆发、全球流行，严重影响全球经济增长。

## 2、危机对资产价格的影响程度的异同

### (1) 2008 年国际金融危机

以2008年9月中旬为分水岭，在此之前的美国次贷危机阶段，各类资产价格下跌程度相对来说不算剧烈，也未蔓延至全球金融市场。9月后，全球金融危机爆发，全球风险资产价格猛烈下跌。

股市方面，全球股票指数从2007年10月开始下跌，2009年2月见底，历时1年零5个月，跌幅达到56%，下跌时长和幅度略超美股，下跌过程基本和美股同步。2009年2月后，全球指数开始反弹，直到2014年才收复失地。中国的上证指数则是从2007年11月开始下跌，2008年10月领先于美股触底反弹，历时1年，跌幅为71%。

楼市方面，由于次贷危机源于美国房地产市场，因此美国房价大跌26%，并且持续时间长达5年。相比之下，中国则要好的多，70城房价仅在2008年10月至2009年3月小幅下跌后，便在强力的政策刺激下迅速反弹，下跌时间仅6个月。

表2 2008年金融危机期间各类资产下跌时长和幅度

|                | 下跌开始时间         | 下跌结束时间         | 时间长度           | 幅度                 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|
| 黄金             | 2008.03        | 2008.10        | 8个月            | -32%               |
| 原油             | 2008.08        | 2009.02        | 7个月            | -68%               |
| 标普500          | 2007.11        | 2009.02        | 1年零4个月         | -53%               |
| 全球股指           | 2007.10        | 2009.02        | 1年零5个月         | -56%               |
| <b>10大都市房价</b> | <b>2008.Q1</b> | <b>2009.Q2</b> | <b>一年零2个季度</b> | <b>-11%</b>        |
| 全球GDP增速        | 2007.Q3        | 2009.Q3        | 2年零1个季度        | 6.2个百分点            |
| 十年期美债          | 2007.06        | 2008.12        | 1年零6个月         | 2.6个百分点            |
| <b>美国房价</b>    | <b>2007.04</b> | <b>2012.02</b> | <b>5年</b>      | <b>-26%</b>        |
| 美国GDP增速        | 2007.Q3        | 2009.Q2        | 1年零3个季度        | 6.1个百分点            |
| 上证指数           | 2007.11        | 2008.10        | 1年             | -71%               |
| 十年期中债          | 2008.07        | 2008.12        | 6个月            | 1.7个百分点            |
| <b>70城房价</b>   | <b>2008.10</b> | <b>2009.03</b> | <b>6个月</b>     | <b>-1.9%(明显低估)</b> |
| 中国GDP增速        | 2007.Q3        | 2009.Q1        | 1年零3个季度        | 8.6个百分点            |

数据来源：易居研究院整理

## (2) 本次危机

相比2008年，本次危机并无前期的经济明显恶化、风险逐渐累计的过程，而是受到疫情黑天鹅的直接冲击。如果进行类比，本次危机在金融市场的爆发过程，更类似2008年9月后，金融危机的第二阶段。

股市方面，受流动性冲击，全球股票指数从2月20日开始下跌，3月23日触底反弹，仅23个交易日跌幅就达到了34%。标普500指数下跌时间和跌幅与全球市场一致，3月后在政策刺激下快速反弹，8月份已经创疫情前新高。由于疫情最先在中国爆发，

上证指数从1月14日开始下跌，3月23日见底，历时12个交易日，跌幅为15%，但7月份已经创疫情前新高，领先于美股。

楼市方面，美国房价目前尚无下跌迹象。中国70城房价则曾在2月份下跌0.1%，但由于疫情期间成交量不足，部分城市无成交，不能准确地反映市场情况，2月后，房价继续稳步上涨，目前无下跌迹象。本次危机下楼市的显著特点是，国际房价分化明显，基本面良好的发达国家或地区在流动性充裕的背景下逆势上涨，而部分发展中国家以及基本面较弱的发达国家则在疫情冲击下房价有所下跌。类似地，中国楼市内部也呈现出这种基本面好与基本面较弱的城市之间房价的分化表现。

表3 本次危机之下资产价格变化

|                | 下跌开始时间       | 下跌结束时间       | 时间长度       | 最大跌幅        |
|----------------|--------------|--------------|------------|-------------|
| 黄金             | 03.06        | 03.17        | 7个交易日      | 13%         |
| 原油             | 02.20        | 04.01        | 30个交易日     | 75%         |
| 标普500          | 02.19        | 03.23        | 23个交易日     | 34%         |
| 全球股指           | 02.20        | 03.23        | 23个交易日     | 34%         |
| 十年期美债          | 02.20        | 03.08        | 14个交易日     | 1个百分点       |
| <b>美国房价</b>    |              |              |            |             |
| 美国GDP增速        | 2020.Q1      | 2020.Q2      | 2个季度       | 31.4个百分点    |
| 上证指数           | 01.14        | 03.23        | 12个交易日     | 15%         |
| <b>10大都市房价</b> |              |              |            |             |
| 十年期中债          | 02.21        | 04.08        | 34个交易日     | 0.4个百分点     |
| <b>70城房价</b>   | <b>20.02</b> | <b>20.02</b> | <b>1个月</b> | <b>0.1%</b> |
| 中国GDP增速        | 2020.Q1      | 2020Q1       | 1个季度       | 12.8%       |

数据来源：易居研究院整理

### 3、危机下国际楼市表现对中国的启示

2008年金融危机，中国房价的开始下跌出现在全球金融市场出现严重的流动性危机的10月，滞后于成交量的下降半年左右。在政策的刺激下，房价于7个月后企稳回升。

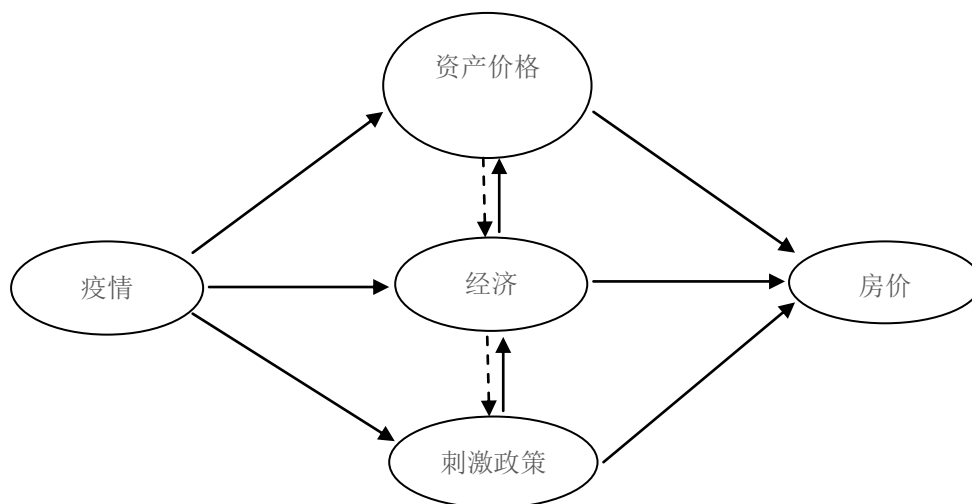
按照经验，在金融危机或经济衰退的背景下，中国楼市较难独善其身，房价下跌后，在政策的刺激下，又将逐渐企稳回升。虽然本次危机，70城房价指数在2月份后持续上涨，但70城房价主要代表大中城市，上涨城市也以一二线城市为主，这体现的是流动性宽松背景下，资金对核心资产的偏好。而很多经济、人口基本面较弱的三四线城市则是仍受到经济下行的较大影响，楼市并不景气。

## 五、本次危机对中国楼市的影响

### 1、三大传导路径

影响资产价格变化的多元因素是个复杂系统，本报告梳理了危机影响房价的三条主要传导路径。疫情的爆发，是只黑天鹅，对于全球经济增长、资产价格构成利空影响；同时，也导致经济刺激政策的出台，政策会提振经济与资产价格，利好房价。经济、资产价格、刺激政策等三个因素都会对房价产生影响。我们将通过对比历史上的这三条路径，来研判本次危机下中国房价走势。

图 41 传导路径



数据来源：易居研究院

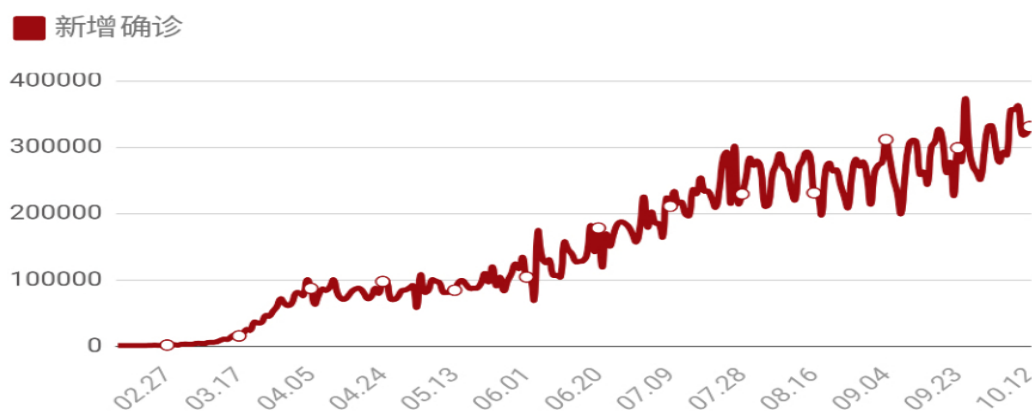
### 2、疫情形势

中国疫情形势，在2月下旬就已明显好转。第一轮疫情控制住后，虽然北京、青岛等地出现小范围反弹的情况，但都及时控制处理，未造成明显影响，体现了我国对疫情传播具有高度的控制能力，目前除了有少数输入性病例外，基本没有疫情再次爆发的可能性。但海外疫情从3月中旬开始扩散，随后新增病例持续增长，目前已进入二次爆发阶段，仍未有停止增长的迹象。

疫情的发展态势仍存在着不确定性，虽然海外新增病例一直以来居高不下，但实际上后期对经济活动的影响相比最初普遍采用封城等严格措施时是弱化的，这和西方国家，特别是美国，偏“常态化”的对待疫情也是有关的。目前中国新冠疫苗已经研制成功，随着疫苗的普及，疫情的全球经济的影响或将进一步弱化。

图 42 海外整体新增确诊病例

## 海外新增确诊趋势



数据来源：公开资料、易居研究院

## 3、经济影响

一般情况下，经济与房价走势呈正相关关系。经济繁荣，房价易上涨。经济萧条，房价易下跌。危机背景下，经济容易衰退，或者增速明显放缓，居民收入降低，买方的购房意愿和能力下降，同时卖方更可能因其他资金需求而有变现需要，导致房价容易下跌。

国际货币基金组织（IMF）10月13日发布的新一期《世界经济展望报告》预计2020年全球GDP增速为-4.4%，相比上一期预测上调了0.8个百分点，为上世纪30年代大萧条以来最糟经济衰退，严重程度高于2008-2009年的全球金融危机，随着政策支持措施帮助经济活动恢复正常，全球经济预计在2021年增长5.2%。具体来看，IMF预测2020年发达经济体、新兴市场和发展中经济体、美国和中国的GDP增速为-5.8%、-3.3%、-4.3%和1.9%，其中中国将是2020年世界主要经济体中唯一取得经济正增长的国家。就现实情况而言，全球多数国家二三季度GDP增速已经转负，而中国GDP增速二季度已经转正，为3.2%，三季度继续扩大至4.9%。

图 43 IMF 最新经济增长预测

| (实际GDP, 年百分比变化)    | 2019       | 2020        | 2021       |
|--------------------|------------|-------------|------------|
| <b>世界产出</b>        | <b>2.8</b> | <b>-4.4</b> | <b>5.2</b> |
| <b>发达经济体</b>       | <b>1.7</b> | <b>-5.8</b> | <b>3.9</b> |
| 美国                 | 2.2        | -4.3        | 3.1        |
| 欧元区                | 1.3        | -8.3        | 5.2        |
| 德国                 | 0.6        | -6.0        | 4.2        |
| 法国                 | 1.5        | -9.8        | 6.0        |
| 意大利                | 0.3        | -10.6       | 5.2        |
| 西班牙                | 2.0        | -12.8       | 7.2        |
| 日本                 | 0.7        | -5.3        | 2.3        |
| 英国                 | 1.5        | -9.8        | 5.9        |
| 加拿大                | 1.7        | -7.1        | 5.2        |
| 其他发达经济体            | 1.7        | -3.8        | 3.6        |
| <b>新兴市场和发展中经济体</b> | <b>3.7</b> | <b>-3.3</b> | <b>6.0</b> |
| 亚洲新兴市场和发展中经济体      | 5.5        | -1.7        | 8.0        |
| 中国                 | 6.1        | 1.9         | 8.2        |
| 印度                 | 4.2        | -10.3       | 8.8        |
| 东盟五国               | 4.9        | -3.4        | 6.2        |
| 欧洲新兴市场和发展中经济体      | 2.1        | -4.6        | 3.9        |
| 俄罗斯                | 1.3        | -4.1        | 2.8        |
| 拉丁美洲和加勒比           | 0.0        | -8.1        | 3.6        |
| 巴西                 | 1.1        | -5.8        | 2.8        |
| 墨西哥                | -0.3       | -9.0        | 3.5        |
| 中东和中亚              | 1.4        | -4.1        | 3.0        |
| 沙特阿拉伯              | 0.3        | -5.4        | 3.1        |
| 撒哈拉以南非洲            | 3.2        | -3.0        | 3.1        |
| 尼日利亚               | 2.2        | -4.3        | 1.7        |
| 南非                 | 0.2        | -8.0        | 3.0        |
| 低收入发展中国家           | 5.3        | -1.2        | 4.9        |

数据来源：IMF、易居研究院

虽然受疫情冲击，2020年全球GDP增速将明显下滑，但与2008年不同的是，今年发达国家或大都市的房价并未下跌，甚至部分地区逆势上涨。与经济相关的重要因素如下：

2008年全球金融危机是由2007年美国次贷危机逐渐酝酿而爆发的，各类经济指标逐渐恶化，风险逐渐累积，并且发生在房地产领域。美国GDP增速从2017年四季度开始收窄，并于2008年四季度转负，随后经济下滑持续了一年时间，在2009年四季度才转正。美国房价下跌时间略于经济增速下滑，但下跌时间长于经济复苏。从10大国际都市房价总体走势来看，2008年至2009年上半年下跌，而全球经济增速下滑也是主要发生在2008年至2009年三季度。经济增速下滑略早于房价下跌，复苏略晚于房价转涨。

而本次疫情属于突发事件，疫情的大规模爆发，使全球经济活动从2、3月开始急剧收缩；这与2008年9月国际金融危机爆发之前经济已经慢慢收缩一年的情形不同。另外，2008年爆发的是金融危机，而金融系统与楼市关系密切，所以对全球房价的冲击

明显；而本次危机，不是源于金融系统紊乱，所以对楼市的负面影响不明显，或者说传导比较慢。因此，今年前三季度，除了中国，全球主要经济体全部经济衰退，但房价尚未转跌。

不过，今年前三季度全球经济跌幅远超 2008 年危机之后的三个季度，而且未来一两个季度也难言乐观。从经济与房价的一般关系来看，房价应该会经历一次降温。前三季度出现，不代表未来几个季度不会出现。对此，我们应谨慎观察与对待。

#### 4、资产价格

在危机背景下，风险资产之间的相关性比较明显，尤其是股价与房价相关度较高，而且一般具有这样的特征：股价先下跌、房价后下跌，股价先上涨、房价后上涨。除了货币政策与流动性同时影响股价与房价之外，股价大跌也会一定程度直接利空房价，比如部分投资机构为了补保证金而被迫卖出房产或与房产相关的金融品，尤其是在金融市场流动性紧张的某一时段。

2008 年金融危机过程中，美国楼市泡沫破灭是危机的源头，所以美国房价下跌时间领先于股市 8 个月，房价见底滞后于股市见底 3 年。全球股市下跌时间领先于 10 大国际都市房价 1 个季度，前者见底时间也领先于后者 1 个季度。中国股市下跌时间领先于房价近 1 年，前者见底时间也领先于后者 5 个月。次贷危机于 2007 年爆发，随后逐渐酝酿成 2008 年金融危机，股价从 2007 年 10 月开始到 2009 年 2 月见底经历了长达 1 年零 4 个月的时间。

本次危机，以欧美为代表的全球股市在今年 2 月开始下跌，3 月急速暴跌，3 月下旬企稳，在全球强力的货币和财政政策刺激下，股市下跌时间仅略长于 1 个月，随后便开始快速反弹，至今全球股市大多已经反超疫情前水平。本次疫情爆发后，虽然全球股价等出现暴跌，但持续时间远短于 2007 至 2008 年，尚未传递到房价，股价已经大幅反弹且超过疫情之前。另外，由于金融系统相对与 2008 年稳定性已经明显提高，并未出现系统性风险，风险资产在极短期内的价格下跌并未传导至房价。

不过，全球股市近期有所走弱；另外，美国股价仍存在泡沫，并没因为疫情危机的出现而缓解。所以，未来几个季度，全球股市走势存在较大变数，其对房价的影响不宜太乐观。

#### 5、政策刺激

危机时期，政策刺激是改变市场预期，影响房地产市场运行方向和价格波动的关键因素。一般规律，从推出刺激政策开始算起，需要滞后一段时间，不同国家地区、不同情形下，从几个月至几年不等，房价才会见底反弹。

2008年国际金融危机前后，美国货币政策刺激于2007年9月开始，2008年12月结束降息，降息幅度为5个百分点，其后陆续推出三次QE；财政政策2008年2月小规模刺激，2008年10月开始7000亿美元的大规模刺激，2009年2月推出7870亿美元刺激，共计约1.7万亿美元，若按2008年美国14.7万亿美元的GDP总量，占比约为12%。本次危机后，美国利率降至历史最低，同时推出无限量QE；不包括第五轮财政刺激计划，当前美国财政刺激总额达到2.6万亿美元，若按2019年21.4万亿美元的GDP总量，占比约12%，和2008年金融危机时相当，若包括后续可能出台的第五轮刺激计划，则占比要明显上升。

相比美国，欧盟的刺激力度较小，2008年11月欧盟出台《欧洲经济复苏计划》，提出2000亿欧元的财政刺激，占2008年欧盟13.1万亿欧元GDP总量的1.5%。本次危机，欧盟层面达成了前所未有的经济刺激计划，德国分别在3月和6月通过了占其GDP比重4.9%和4%的财政补充预算，法国政府支出占GDP比重将抬升至约60.9%，意大利政府出台了36亿欧元财政刺激计划重点扶持旅游业和交通运输业，西班牙政府推出180亿欧元的一揽子计划扶持小型企业。此外，7月21日，欧盟已通过总额7500亿欧元的一揽子财政刺激计划，重点支持疫情严重但债务规模较大、财政空间有限的国家，占欧盟GDP的4.6%，远高于2008年。

2008年，为应对金融危机的冲击，日本政府分别于2008年8月、10月和12月推出《实现安心的紧急综合对策》、《生活对策》和《保卫生活的紧急对策》三大财政刺激计划，金额分别达到约2万亿、6万亿和4万亿日元，总计约12万亿日元，占当年GDP的2%。本次危机，日本出台两轮财政刺激政策，总规模为117万亿日元，约占GDP总额40%，远超2008年金融危机时期。

综合来看，本次危机，为应对新冠疫情的冲击，世界各国的政策刺激力度大多都明显大于2008年金融危机，从侧面也可体现出本次危机对经济的影响之巨大超越历史。因此，本轮刺激政策对楼市的利好，对房价的推动也将比较明显。从刺激政策传导至房价见底反弹的时长来看，2008年9月后全球政策大刺激，10大国际房价指数滞后至2009年三季度反弹，滞后了三个季度左右；美国房价下跌是国际金融危机源头，所以美国房

价滞后政策大规模刺激（2008 年四季度） 3 年才反弹。而本次刺激政策出台以来至 6、7 月份（国际数据公布滞后），也即两个季度以来，10 大国际房价指数仍在上涨，且涨势相比之前有所加强。背后的逻辑是，在疫情危机之前，房价未跌的情况下，急剧且大量的刺激政策，短期就立即对房价产生了推涨效应。尤其是美国，财政刺激方案中包含了对居民的直接现金补贴，对于很多普通民众来说甚至超过了工资收入，因此并没有产生很大的房贷还款压力。但我们也应看到，很多发展中国家或财力不足的发达国家，没有能力像美国那样财大气粗、大手大脚发钱，所以房价在二季度就出现转弱的态势。未来几个季度，欧美国家政策刺激力度可能有所减弱，届时对于房价的推涨效应将弱化！

表 4 2008 年与 2020 年美国政策刺激比较

|        | 2008                            |                             |                    | 2020（截至 10 月） |                   |                    |
|--------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------|---------------|-------------------|--------------------|
|        | 开始时间                            | 结束时间                        | 力度                 | 开始时间          | 结束时间              | 力度                 |
| 房价下跌   | 2007. 03                        | 2012. 02<br>(2009. 05 短期企稳) |                    | 尚未下跌          |                   |                    |
| 货币政策刺激 | 2007. 09                        | 2014                        | 降息 10 次，<br>5 个百分点 | 3 月 3 日       | 3 月 15 日          | 降息 2 次，1.5<br>个百分点 |
| 财政政策刺激 | 2008. 02（小规模）、<br>2008. 10（大规模） | 2009                        | 1.7 万亿             | 3 月 6 日       | 4 月 9 日（第五轮刺激未确定） | 2.6 万亿             |

数据来源：易居研究院整理

2008 年 9 月金融危机爆发后三个月内，中国的货币、财政以及房地产刺激政策陆续公布，且刺激力度大。中国 70 城房价于 2008 年 9 月开始下跌，2009 年 3 月止跌上涨，滞后五六个月时间。

本次危机，中国的货币政策与财政政策虽然也出现了宽松，但力度小于其他世界主要经济体，而且还小于 2008 年四季度至 2009 年；另外，相比 2008 年房地产政策大宽松，今年以来房地产调控基本没有放松，只是在 2—4 月为应对疫情而在局部地区、在部分政策方面略有放松，而 7 月以来调控政策进一步收紧。全国房价基本仍沿着疫情之前轨迹运行，同时在流动性宽松的推动下，今年二三季度房价涨幅略有扩大。但不同城市差异明显，热点一二线城市表现较强，大部分三四线城市继续降温，体现了流动性对于强势城市的偏好，以及危机背景下资金对优质资产的偏好。

表 5 2008 年与 2020 年中国政策刺激比较

|  | 2008 年 |      |    | 2020 年（截至 10 月） |      |    |
|--|--------|------|----|-----------------|------|----|
|  | 开始时间   | 结束时间 | 力度 | 开始时间            | 结束时间 | 力度 |

|         |         |         |                              |                              |          |                           |
|---------|---------|---------|------------------------------|------------------------------|----------|---------------------------|
| 房价下跌    | 2008.09 | 2009.03 |                              | 2020.02                      | 2020.02  |                           |
| 货币政策刺激  | 2008.09 | 2010    | 降息1.9个百分点、存款准备金              | 20.02.20                     | 20.04.20 | 1年期LPR下降30BP，5年期下降15BP；降准 |
| 财政政策刺激  | 2008.11 | 2010    | 4万亿投资计划                      | 企业降税减负、居民消费券、增加地方专项债等，基建投资等。 |          |                           |
| 房地产政策刺激 | 2008.10 | 2010    | 房贷利率可为基准利率的0.7倍；最低首付比例20%；减税 | 房企融资和银行房地产贷款限制、热点城市政策收紧等     |          |                           |

数据来源：易居研究院整理

## 6、总体预测

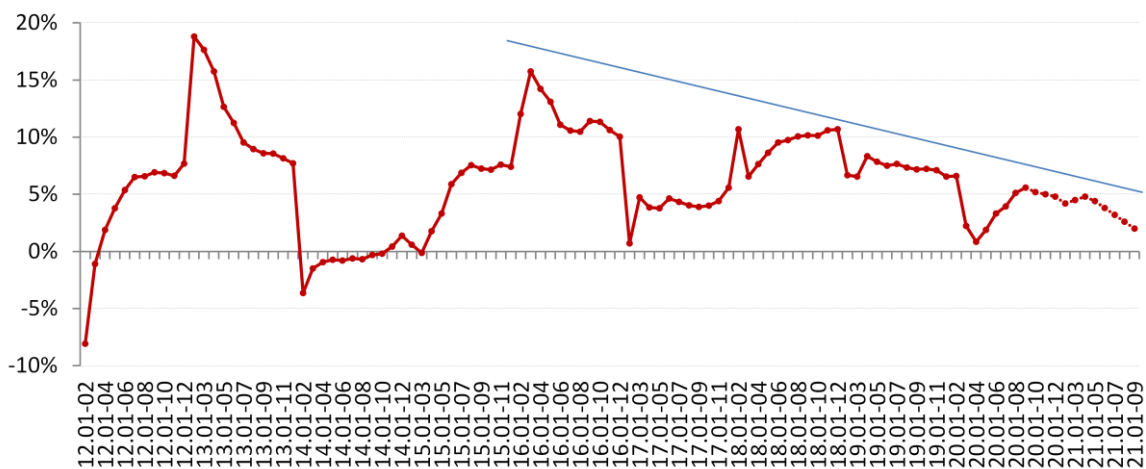
通过对上述三大路径与四大因素的综合分析，我们可以得出如下结论：

(1) 不同于2008年国际金融危机，本次疫情危机对资产价格的影响一波三折，尤其是全球股市最坏的时候很可能已经过去，但未来几个季度持续上涨则基本无望；在全球疫情二次反弹、经济衰退继续、政策刺激效应边际递减的情形下，全球股市大概率出现二次下跌，不过跌破于今年3月低点的概率不大。由于中国疫情控制效果好、经济复苏力度大，预计中国股市走势将强于欧美股市。

(2) 全球房价将经历先涨后跌，同时国家与城市明显分化。疫情爆发之后的半年左右时间内，政策刺激对全球房价起到主导作用，所以全球总体来房价运行并未受到冲击。但随着经济低迷与政策刺激效应边际递减，预计全球房价未来一两年上涨动能减弱。疫情危机以来，房价表现的区域结构差异明显，全球强势国家与大城市房价因货币放水而上涨，比如美国、英国、澳大利亚、韩国；弱势国家与城市则无视货币放水之利好，更多受疫情冲击与经济低迷的负面影响，比如波兰、葡萄牙、印度、菲律。未来一两年，这种分化还将继续存在，预计强者趋弱，弱者更弱。

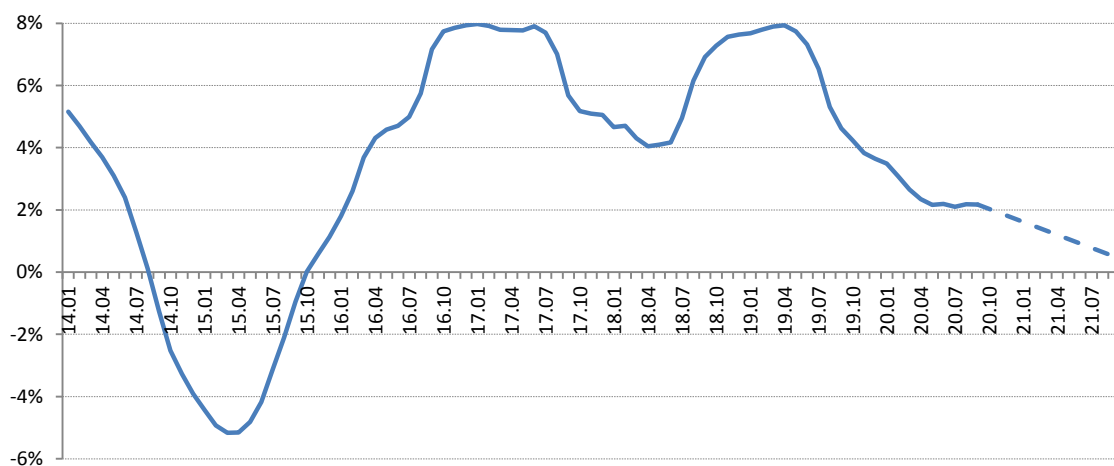
(3) 疫情爆发后，中国房价走势同样具有上述全球特征。总体来看，中国房价运行特征类似于全球范围内属于较强国家，受货币宽松的推动，70城房价环比涨幅3月至8月有所扩大，全国新房均价涨幅5月以来有所扩大；同时也存在明显的区域结构差异，全国各地楼市受益于货币放松的程度不一，强势城市一线与东部强二线受益明显，其他地区表现较弱。展望未来一年，全国新房均价同比涨幅将趋于收窄，一年后回落至0—3%区间。70城二手房价格数同比涨幅将小幅收窄，一年后回落至0—1%区间。

图 44 全国商品房年初累计销售均价同比涨幅预测



数据来源：国家统计局、易居研究院

图 45 70 城二手住宅价格同比涨幅预测



数据来源：国家统计局、易居研究院

## 7、相关建议

(1) 优化调控政策。今年3月以来，少数城市楼市偏热，因此7月、8月房地产调控在局部地区有所收紧，房企融资受限。但鉴于2018年下半年以来，全国楼市总体呈降温态势，2019年全国新房成交面积已出现微降，今年以来又叠加疫情影响，华北、中西部地区、东北大部等楼市表现低迷；同时按本报告预测，未来一年我国房价涨幅还将继续回落，弱势地区将更加低迷；因此建优化调控政策，既要坚持“房住不炒”，抑制少数地区房价偏热，又要防范部分地区房地产市场下跌幅度过大，以便更好的实现稳房价、稳地价、稳预期，以及经济稳增长。建议对政策做以下调整：1) 关于个人房贷首付比例。为了支持合理的住房消费，允许地方政府将个人房贷首付比例按2016年2

月2日中国人民银行、中国银行业监督管理委员会下发的《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》执行：在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。2) 对于首套个人房贷利率，不再要求不低于5年期LPR利率；二套房贷利率可要求不低于5年期LPR利率；在此原则下，由商业银行根据不同城市和客户而进行差异化的定价。3) 房价环比停止上涨的城市，全面取消对新房的限价，可以取消限售，其中非热点城市，也可以取消限购。4) 各地根据2019年房价水平，调整普通住房标准。

**(2) 调整企业运营。**近几年全国楼市超级繁荣，大中房企业绩高速增长，在此背景下，部分房企过度追求业绩排名，在投资扩张方面过于激进，风险防范意识不足。鉴于未来一年甚至两年，全国楼市总体呈降速降温态势，同时“三道红线”的融资新政2021年即将全面实施，开发企业必须考虑由此带来的经营风险，建议当前宜谨慎投资，降低负债率，稳健经营。

**(3) 降低升值预期。**近几年全国房价高涨，全国有房产的人普遍从中受益，不可避免的滋生了大量的投资投机需求。但作为普通民众，必须明白房价不可能涨到天上去，市场是呈周期性变化的，房产投资并非只赚不赔，比如在2016年四季度至2017年上半年，大量在环京地区炒房的人，当前就已处于明显亏损状态。未来一年，全国大部分地区，房价上涨动能减弱，甚至可能下跌，当前购房宜以自住需求为主，慎重投资。着眼长期，未来10—20年，中国房产的升值性将明显弱于过去10—20年，房地产黄金时代已经过去，对于房产回报率不宜寄予厚望。

执笔人：上海易居房地产研究院 杨红旭、王若辰

邮箱：[wangruochen@ehousechina.com](mailto:wangruochen@ehousechina.com)

电话：021-60868916