



易居季度报告系列

2019 年 2 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

## 7 月底美联储降息几成定局，百城房价下半年下跌空间不大

### 报告摘要:

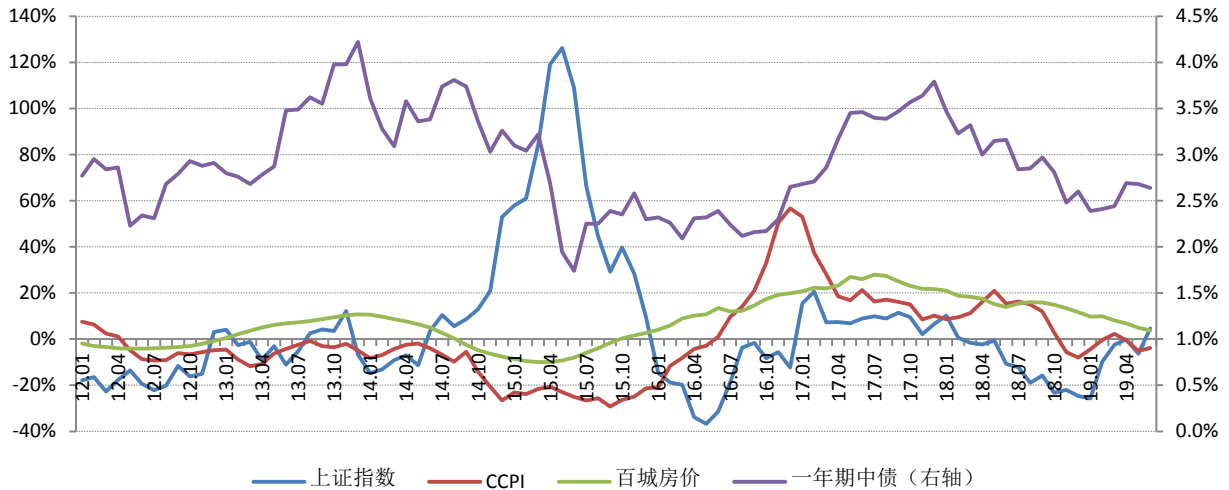
- 1、美联储 7 月底降息几乎已经板上钉钉，这将给国内货币政策带来相对更多的宽松空间，一年期国债收益率下半年有望继续下行，但 M2 和社融增速主要盯住名义 GDP 增速，不会大幅提高，对房价的推动作用减小。5 月份后，房企的融资渠道受到一系列政策收紧，多数城市房贷利率上调，严控杠杆资金进入房地产市场。此外，领先指标商品房销售面积处于下行通道，下半年房价快速上涨的可能性很小。
- 2、下半年 A 股盈利增速大概率见底回升，同时叠加货币环境的进一步改善，上证指数同比涨幅或将继续震荡上行。参照股价与房价的历史规律，房价同比涨幅或将在 2019 年 10 月左右于“0”轴附近企稳。但与历史不同，本次股价向房价传导的效应减弱，历史规律可能失效。
- 3、通常大宗商品价格的上行处于经济上行的中后期，滞后于房价的上行。背后的原因是房价上行，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。二季度，新开工面积和 CCPI 同比涨幅均下行。

## 一、大类资产概览

本报告将研究房产（住宅）与债券、股票、大宗商品之间价格波动的关系，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、中证 800 地产指数分别作为 A 股和地产股的代表，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。

从中国一年期国债收益率、房价指数同比涨幅、大宗商品指数同比涨幅和上证指数同比涨幅的走势来看，四大类资产价格周期变化具有一定的协整关系，具备进一步探究的意义。

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

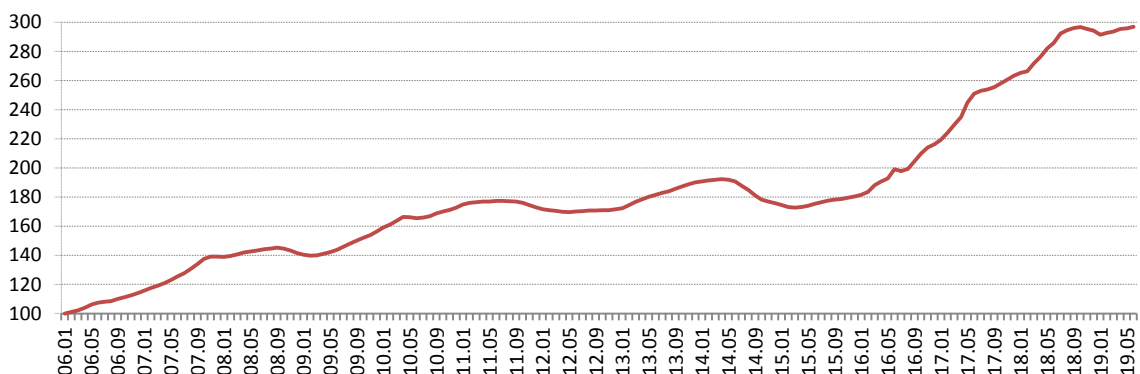


数据来源：中国城市二手房指数、国家统计局、恒生聚缘、中国流通产业网、易居研究院

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。

2006 年至今，房价共经历了 4 次上涨阶段，3 次下跌阶段。4 次上涨阶段分别：1、2006 年 1 月至 2008 年 9 月；2、2009 年 4 月至 2011 年 7 月；3、2012 年 6 月至 2014 年 4 月；4、2015 年 3 月至 2018 年 9 月。3 次下跌阶段：1、2008 年 10 月至 2009 年 3 月；2、2011 年 8 月至 2012 年 5 月；3、2014 年 5 月至 2015 年 3 月。

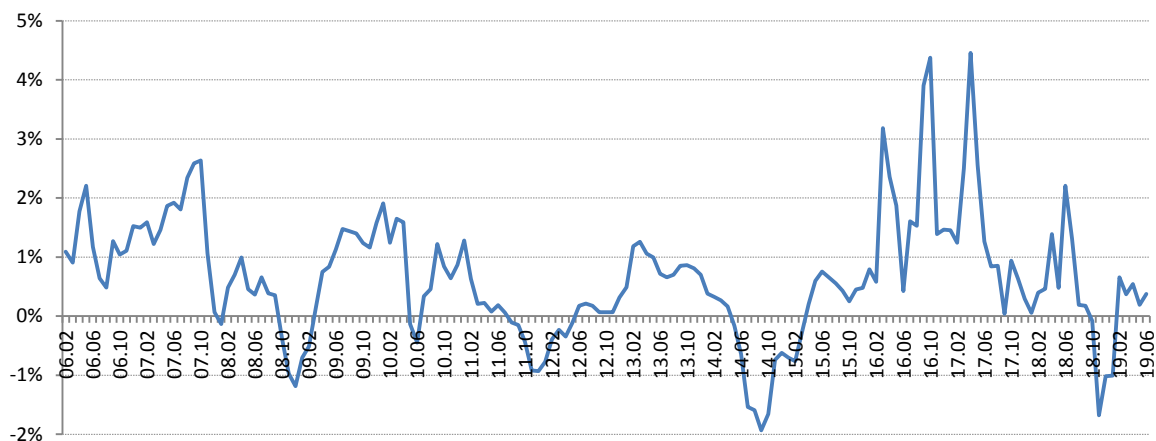
图 2 百城二手房价格走势



数据来源：中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

从房价环比涨幅分布来看，统计周期内共 161 个样本数据，房价环比涨幅大于 0 的月份为 128 个，小于 0 的月份为 33 个。环比价格变化的频数分布呈现明显的右偏厚尾特征，即涨幅为正的月份数远大于涨幅为负的月份数，且单月上涨幅度较大的极端值多。

图 3 百城房价环比涨幅



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

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与社会资金价格变化。

2004 年至今，美联储共有两轮加息。第一轮从 2004 年 6 月至 2007 年 9 月，共加息 17 次，后因次贷危机爆发而开启降息周期。本轮美联储加息始于 2015 年 12 月，共加息 9 次，2019 年 3 月美联储议息会议超预期的鸽派，释放了 2019 年内大概率不再加息，且于 9 月份结束资产负债表收缩的信号。7 月 31 日将举行美联储议息会议，二季度美国部分经济数据疲软，二年期美国国债收益率已经下降至美联储基准利率以下，说明政策利率已经滞后于市场利率。芝加哥商品期货交易所美联储观察工具显示投资者对美联储 7 月降息的概率预期为 100%。

通常在美联储加息末期，经济出现疲软迹象，目前美国核心通货膨胀率疲软，离 2% 的核心通胀率目标仍有差距。5 月 22 日后，美国十年期国债与三个月国债收益率利差开始倒挂，预示着投资者对未来经济衰退的担忧。而对经济衰退的进一步确认通常发生在

美联储决定开始降息之后。

通过美联储利率周期变化，可以看到一年期美债收益率于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。QE即量化宽松，主要通过购买抵押贷款支持证券、国债等来向市场投放货币。

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，2019年6月份为2%，预计下半年将进入降息周期，收益率进入下行趋势。这也减轻了中国货币当局的外部压力，增大了中国货币政策趋松的空间，但相比过去，空间已经不大。

中国一年期国债收益率的走势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。

比对中美一年期国债收益率走势，可知：2006至2009年基本同向；而2010年至2016年二者基本无关联性，在美国国债收益率维持偏低位的时候，中国国债收益率却经历了两升两降，说明我国货币政策与利率波动频率高于美国。2015年底开始的美联储加息周期给中国造成较大了外部压力，如2016年人民币兑美元快速贬值，资本流出压力增大以及对中国货币政策空间的压制等。而当前美联储大概率开始降息周期意味着中美的国债收益率走势又将开始同向运行。

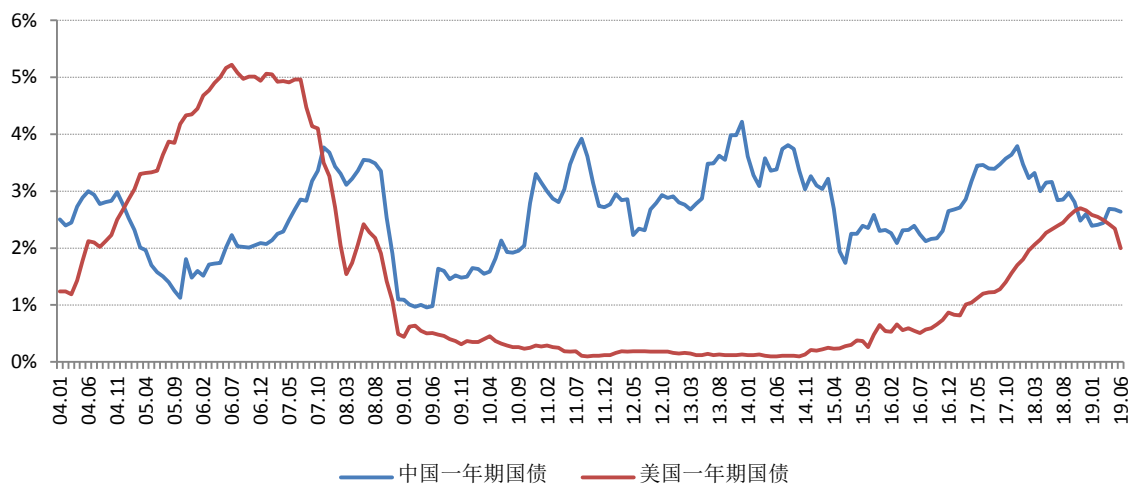
2019年上半年，中国一年期国债收益率呈现先升后降的趋势，二季度整体收益率高于一季度。具体来看，一季度股市大涨，股债之间的资金轮动使得债券收益率有所上升；4月份，公布的经济数据如社融增速、GDP等持续超预期，债市出现年内最大调整，使



得债券收益率快速上行；5月中旬以前，经济数据低于预期，债市止跌后小幅反弹，收益率略有下行，6月下旬至7月，美联储降息预期浓厚，国内宽松预期的加大使得收益率继续略有下行。

虽然目前CPI受猪价和果蔬价格等影响上行较快，农业农村部认为下半年猪价仍有较大的上行压力，但这主要是由疫情、气候等结构性原因而非总需求的扩张引起。而可以代表工业企业生产状况的PPI已经持续下行3个月并即将进入通缩阶段。因此下半年引导市场利率的逐渐下行，来进一步降低实体经济融资成本仍然是有必要的，预计一年期国债收益率仍有一定的下行空间。从下行空间看，央行指出当前货币市场利率、国债收益率已经持续下行，处于较低位置，未来货币政策仍“以我为主”。当前一年期存款基准利率仅1.5%，处于较低水平，再降息的空间很小，央行行长易纲表示未来存贷款利率要分开走，存款基准利率继续保留而贷款基准利率淡出，由中期借贷便利（MLF）等市场化利率报价取代贷款基准利率，预计下半年国债收益率将稳步下行，但下行空间相对有限。

图4 中国和美国一年期国债收益率



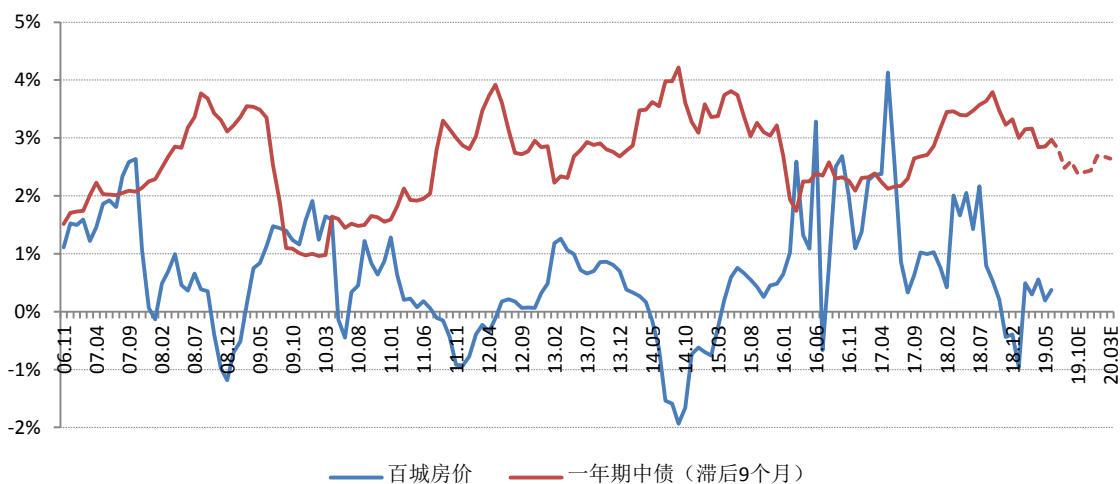
数据来源：恒生聚缘、FRED

## 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。观察图5中滞后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，未来房价跌幅扩大的可能性较小。按照房价变化滞后国债收益率的时间，2019年下半年百城房价涨幅或仍将处于正区间，因为滞后的国债收益率仍在下行。两者的关系更多的是方向上的关系（负相关），而幅度的大小则没有明显规律，按照当前的政策与市场环境，下半年出现较大涨幅的可能性较小。

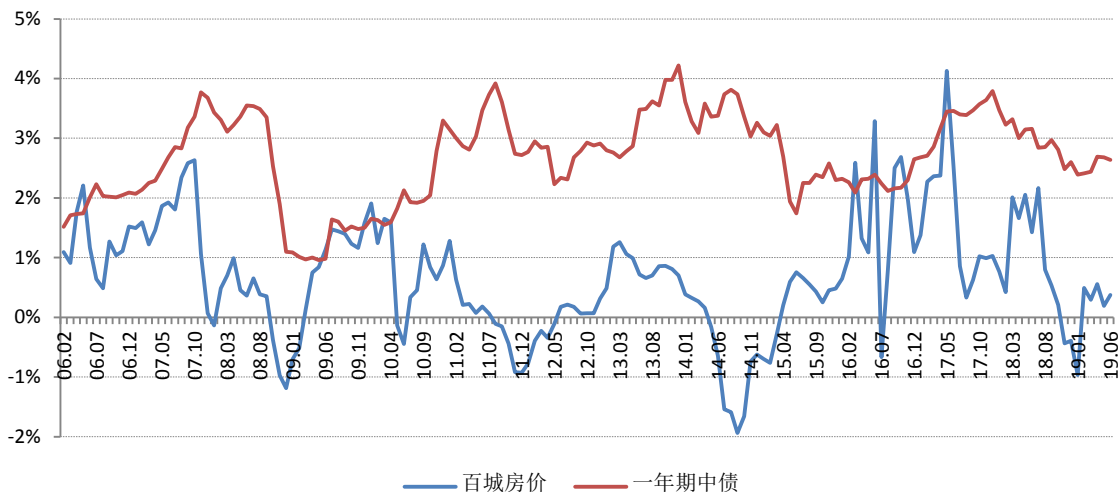
图5 百城房价环比涨幅与中国一年期国债收益率（滞后9个月）



数据来源：恒生聚缘、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

为了进一步观察国债收益率与房价涨跌的直接关系，我们可以从图6观察国债收益率历次最高点对应的房价首次由跌转涨的时点，并得到房价转涨滞后的时间。2006年至2019年3月国债收益率共有4个最高点，分别为2007年11月、2011年8月、2013年12月和2017年12月；对应的房价首次由跌转涨的时间点分别为2009年3月、2012年6月、2015年4月和2019年2月（是否为反转有待观察）；对应的滞后时间分别为16个月、10个月、16个月和14个月。从最近一次国债收益率高点至2019年2月出现的首次房价由跌转涨的时点，已经过去了14个月，按照历史规律，该时点将可能是本轮房价重新上涨的拐点。但需要注意的是，刚刚过去的这轮房价上涨时间超长、幅度超大，而下跌时间仅4个月，明显短于统计周期内的历次调整时间，因此大多数城市房价调整并不充分。

图6 百城房价环比涨幅与中国一年期国债收益率



数据来源：恒生聚缘、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

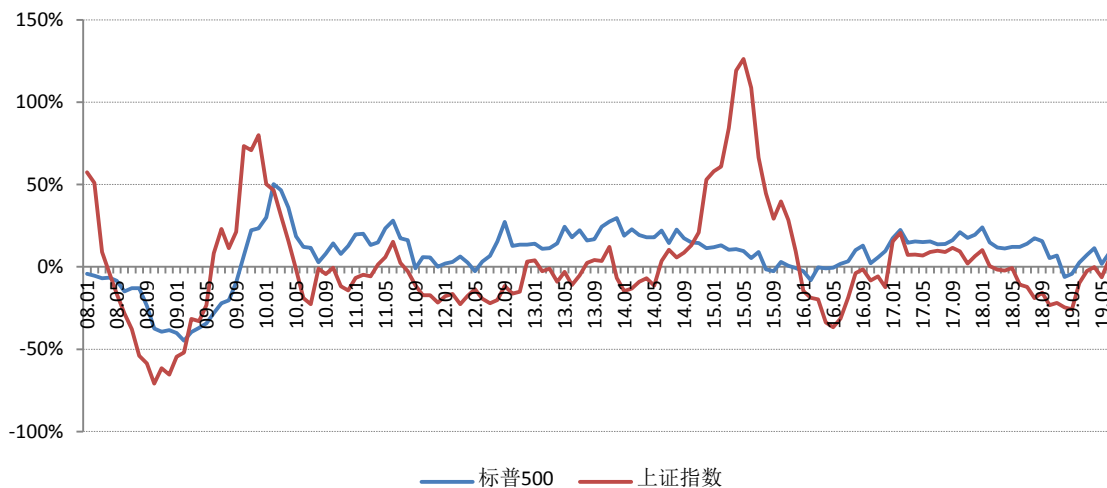
#### 1、A 股与美股

中国股票市场从 1991 年推出至今仅 28 年时间，与西方成熟金融市场上百年的历史相比还处于成长初期阶段。中国证券市场的监管机制、市场机制、投资者教育和金融工具丰富性都尚未成熟，市场有效性不高，并且具有明显的中国特色。因此，从历史整体上来看，A 股与美股的指数价格之间并没有多大的相关性，因为 A 股有自身的运行逻辑，并且在资本市场开放程度小的时候，受全球市场影响相对较小。2006 年 1 月至 2019 年 6 月标准普尔 500 指数与上证指数价格之间的相关系数仅为 0.24，与沪深 300、中证全值等指数的相关性也基本如此。但随着中国经济发展阶段的改变，资本市场的逐渐放开，外资的不断流入，A 股与美股的相关性也将逐渐加强。

从上证指数与标普 500 指数的同比周期来看，除了 2014 年至 2015 年 A 股的牛市外，二者的走势具有较好的协同性。从数值上来看，2007 年至 2019 年 2 月，美股的年度涨幅除了 2008 年外，其余绝大部分时期均为正值。而 A 股年度涨幅，除了 2007 年牛市、2009-2010 年四万亿刺激、2014-2015 年牛市及 2016-2018 年的上证 50 结构性行情外，其他时间年度多为负值。相比于美股，A 股波动率更大，极端值和负值更多，其月收益率分布呈现明显的左偏厚尾特征。

图 7 上证指数同比涨幅与标普 500 指数同比涨幅





数据来源：恒生聚绿

## 2、A股与房价

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。2007年8月美国次贷危机爆发，股价领先于房价下跌；2008年9月中国央行开始连续降息，股价于2008年11月开始进入上涨阶段，而房价滞后至2009年3月上漲；2014年底至2015年10月连续降息6次，股市先行，而房价于2015年5月见底后开始上漲。

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，在风险中性前提下为无风险利率，可用国债或其他无风险回报率代表，而当投资者风险偏好增大时，其要求的回报率可以低于无风险利率。分母端可归为资金成本，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。

在中美贸易摩擦的外部压力以及经济下滑、金融监管的内部压力下，2018年股价持续下跌，至2018年底，各指数估值已经到历史低点附近，其中创业板估值相对最低。进入2019年，减税、降准政策及中美贸易摩擦减缓，使得被压制已久的市场情绪爆发。

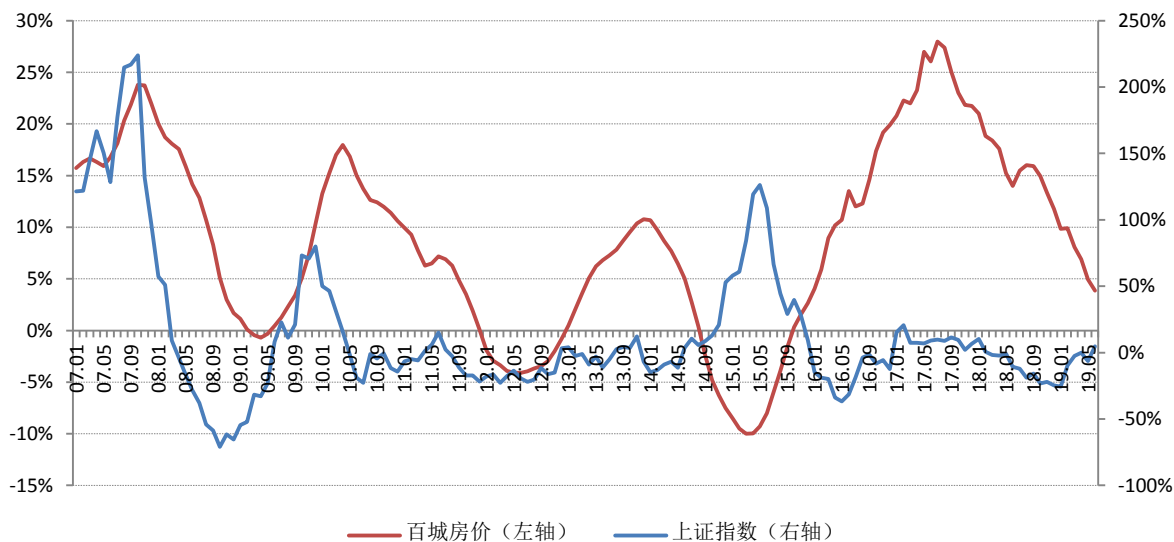
回顾历史，2008年至今，A股有两轮完整的牛市，分别从2008年11月和2014年7月启动，随后均伴随着房价涨幅曲线的见底反转，对应的时间分别为2009年4月和2015年4月。滞后时间分别为7个月和9个月，这大致与房价环比涨幅和滞后9个月的一年期中债收益率的高低位对应关系是吻合的，因为这两轮股市牛市主要受到了降息的影响，

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成分股主导的结构化行情，同期A股的很多中小市值股票没有上涨。

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。

政策上，2019年5月底多家房企被列入暂停公开市场发债业务名单，监管部门将收紧部分房企公开市场融资，包括债券及ABS产品。7月初，部分信托公司接到银保监会的指导，收紧房地产信托业务；同时，国家发改委要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，进一步限制了房企资金来源。此外，多数二线城市房贷利率开始上调，限制了居民加杠杆的空间。因此，在当前我国强调“房住不炒”、正在建立房地产健康发展的“长效机制”、严控信贷资金流入房地产的政策背景下，货币大幅流入房产市场的历史难以重现，货币的驱动力相比以往减小，因此股价上涨传导至房价上涨的效应也将相对减弱。

图8 上证指数同比涨幅与百城房价同比涨幅



数据来源：恒生聚缘、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

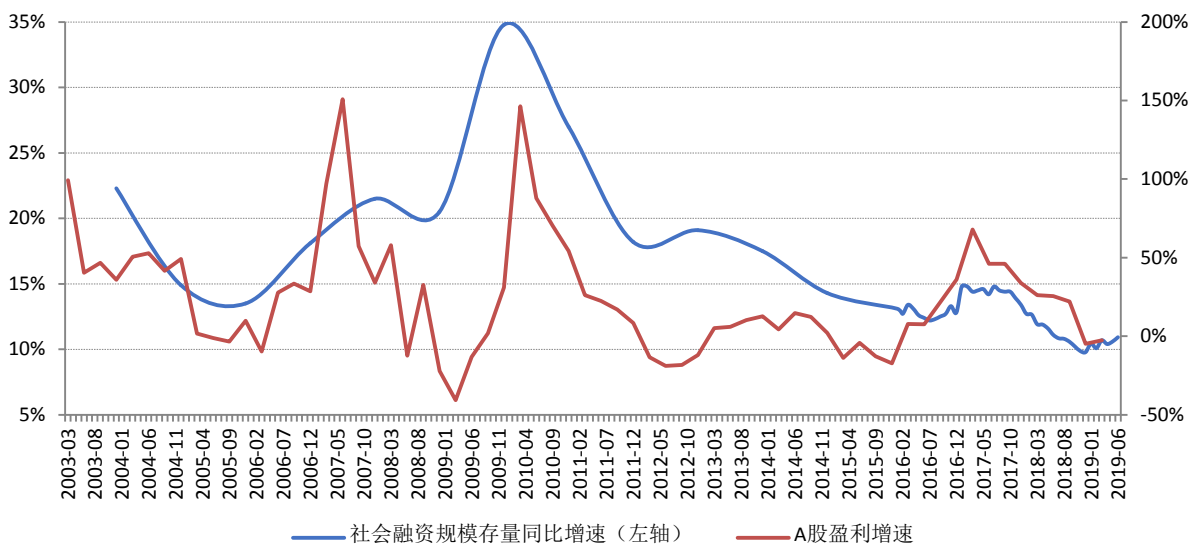
2019年1月至3月底，上证指数上涨超过25%，情绪主导阶段于3月份告一段落，此后转为基本面的验证，同时一季度指数的快速上涨使自身也积累了调整的需要。5月初，中美贸易摩擦再起，特朗普于5月5日威胁加关税，打破了市场对中美谈判走好的

预期，股市大跌，随后美国于5月11日正式向中国征加关税。此外，4、5月份PMI、社融、工业增加值等指标的走弱表明经济形势并非如市场预期般的乐观，综合内外部两个因素，A股开始了2019年来第一次较大幅度的调整。

二季度经济表现的不及预期引起了市场对经济继续下滑的忧虑，企业盈利作为股票估值的重要部分，在下半年能否企稳回升对后市指数的走势非常关键。此处盈利计算方法：全部A股（除金融行业）剔除非经常性损益的归属于母公司的净利润。

信贷周期通常领先于A股盈利周期1个季度左右，历史上社会融资增速的见底上行均对应了A股盈利增速的见底上行。截至2019年6月，本轮社融增速于2018年四季度未见底，目前已经震荡上行两个季度，A股上市公司盈利下半年有望开始回升。

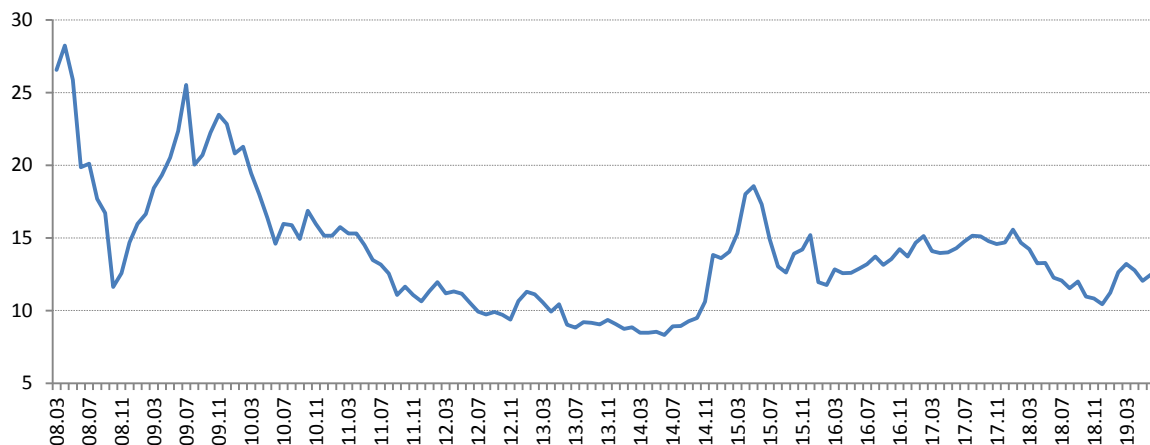
图9 社会融资规模累计同比增速与A股上市公司盈利同比增速



数据来源：恒生聚缘、中央人民银行

从市盈率来看，目前上证指数的估值水平仍处于相对低位，若下半年A股盈利见底回升，叠加货币环境一定程度上宽松带来的估值扩张，上证指数同比涨幅或将继续震荡上行。仅从上证指数同比与房价同比涨幅的历史规律来看，本轮A股行情从2019年1月启动，房价同比涨幅的下行趋势可能会在2019年1月份开始的9个月左右后，即2019年10月左右，“0”轴附近企稳。但需要注意的是，如上文所述，历史上以货币驱动为主的，由股市传导至房市的规律在当前市场环境下难以重现。

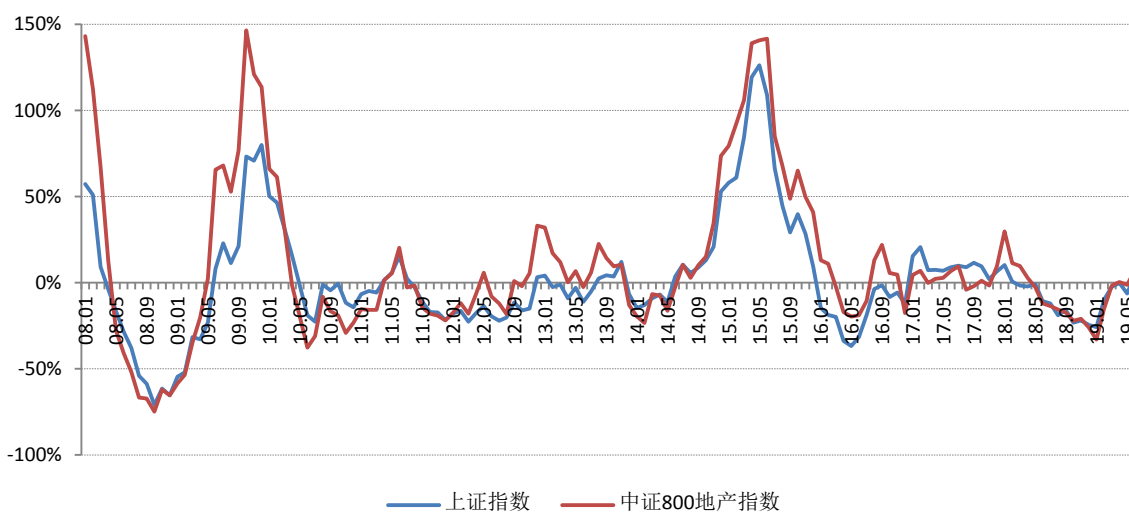
图10 上证指数市盈率（TTM整体法且剔除负值）



数据来源：恒生聚缘

中证 800 地产指数选取中证 800 样本股中地产行业的上市公司组成，综合反映了沪深证券市场内大中小市值的地产公司的整体状况。中证 800 地产指数走势与上证指数具有非常强的正相关性，且波动大于上证指数，说明地产股价格的变化主要受到股票市场整体价格运行规律的影响而非房价的运行规律影响。整体上来看，房价与地产股的关系和房价与上证指数的关系是基本类似的。

图 11 中证 800 地产指数同比涨幅与上证指数同比涨幅



数据来源：恒生聚缘

#### 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、

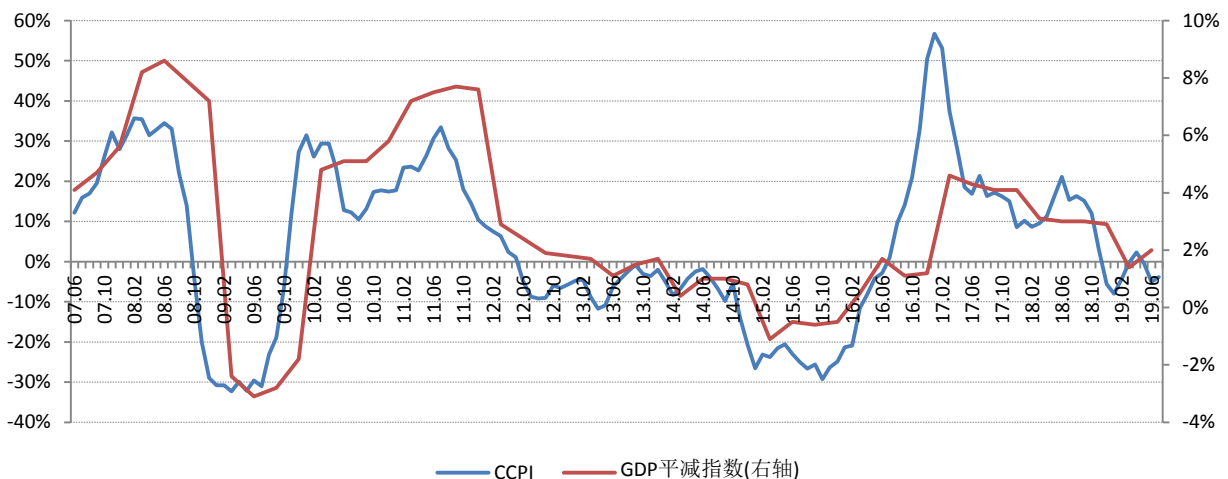
橡胶、农产品、牲畜、油料油脂、食糖等9大类别26种商品。

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。

GDP平减指数的计算基础比CPI更广泛，涉及全部商品和服务，除消费品外，还包括生产资料和资本、出口商品和劳务等。因此，这一指数能够更加准确地反映一般物价水平走向。GDP平减指数同比走势与CCPI同比走势呈现高度的协整关系，反映了大宗商品价格通常在经济上行阶段中后期表现强势的现象。

二季度，GDP平减指数同比上涨明显，这主要是因为CPI同比上行较快，而PPI则下行并即将转负。CCPI指数有所下行，这是因为除了由于全球铁矿石供给不足导致价格暴涨的矿产品和猪价上涨导致价格上涨的牲畜，能源、钢铁、有色和橡胶等价格均下跌明显。

图 12 CCPI 同比涨幅和 GDP 平减指数同比涨幅



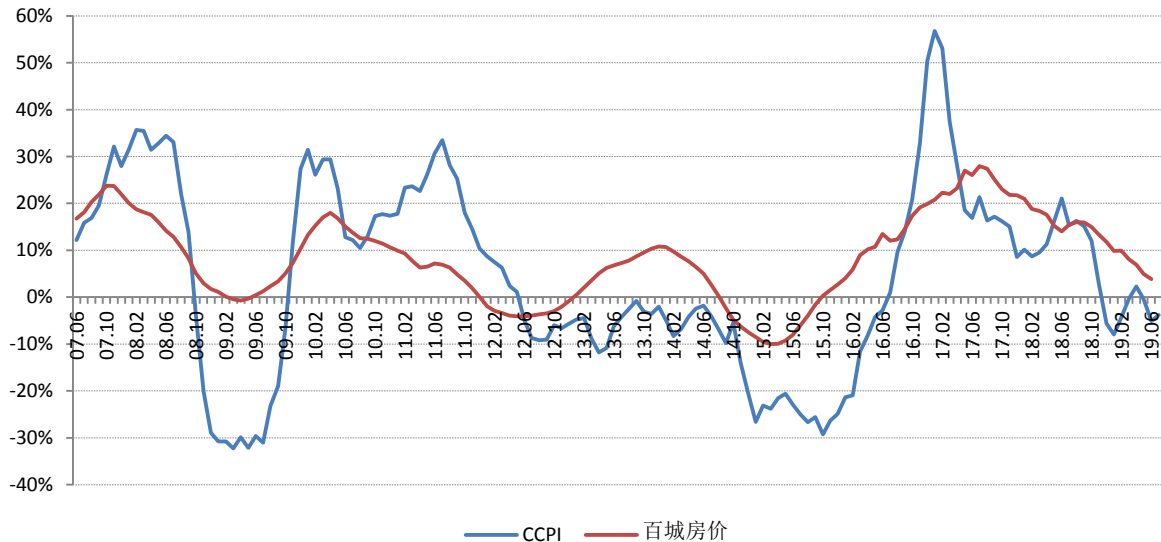
数据来源：中国流通产业网、恒生聚缘

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CPI同比增速并无明显变化，而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 13 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

下半年，一年期国债收益率或将继续下行，上证指数同比涨幅或将继续震荡上行。仅仅按照债券、股票与房产的历史关系来看，下半年，房价环比将保持上涨，同比涨幅将下行至10月份左右在“0”轴附近企稳。但必须要注意的是，本轮房地产周期无论从市场运行的时间、空间，还是人口、经济结构变化等各方面与历史情况具有明显差异，此外，领先指标商品房销售面积处于下行通道中，2月份开始已经转负。在当前坚持“房住不炒”的背景下，房企的信托、发债、ABS等多方面融资渠道被收紧，同时多城市房贷利率上调，限制了居民购房的举债空间。因此，以货币为背后主要驱动因素的历史规律的有效性减弱，房价不太可能再继续快速上涨。

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。

