

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

[易居研究院](#)

杨红旭 王若辰

以下内容节选自

2020 上海市社联学术团体课题研究项目 之

【全球疫情蔓延背景下资产价格变动趋势与中国房价走向】

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。（3）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。

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，全球经济形势堪忧。

在此背景之下，研究中国楼市走势意义变得重大。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。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。

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。

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，全球股票指数在9月份创疫情前新高；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，但部分发展中国家以及发达国家中基本面较弱的国家或地区房价有所下跌。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。

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。

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，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。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，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，房贷利率下限扩大为基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整为20%，部分税种进行减免或者免征。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。

本次危机与 2008 国际金融危机的异同

1、危机源起的异同

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

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 1 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%
10 大都市房价	2008.Q1	2009.Q2	一年零 2 个季度	-11%
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
美国房价	2007.04	2012.02	5 年	-26%
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
70 城房价	2008.10	2009.03	6 个月	-1.9%(明显低估)
中国 GDP 增速	2007.Q3	2009.Q1	1 年零 3 个季度	8.6 个百分点

(2) 本次危机

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 2 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
美国房价				
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%
10 大都市房价				
十年期中债	02.21	04.08	34 个交易日	0.4 个百分点
70 城房价	20.02	20.02	1 个月	0.1%
中国 GDP 增速	2020. Q1	2020Q1	1 个季度	12.8%

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。

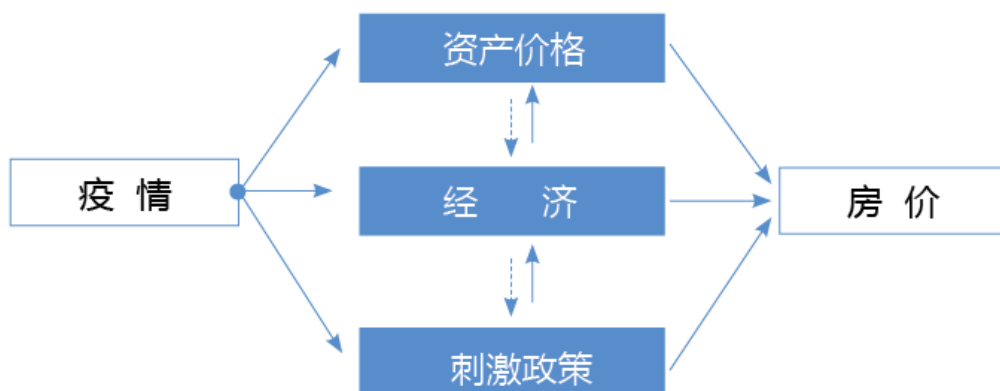
按照经验，在金融危机或经济衰退的背景下，中国楼市较难独善其身，房价下跌后，在政策的刺激下，又将逐渐企稳回升。虽然本次危机，70 城房价指数在 2 月份后持续上涨，但 70 城房价主要代表大中城市，上涨城市也以一二线城市为主，这体现的是流动性宽松背景下，资金对核心资产的偏好。而很多经济、人口基本面较弱的三四线城市则是仍受到经济下行的较大影响，楼市并不景气。

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。

图 1 传导路径



2、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 2 全国商品房年初累计销售均价同比涨幅预测

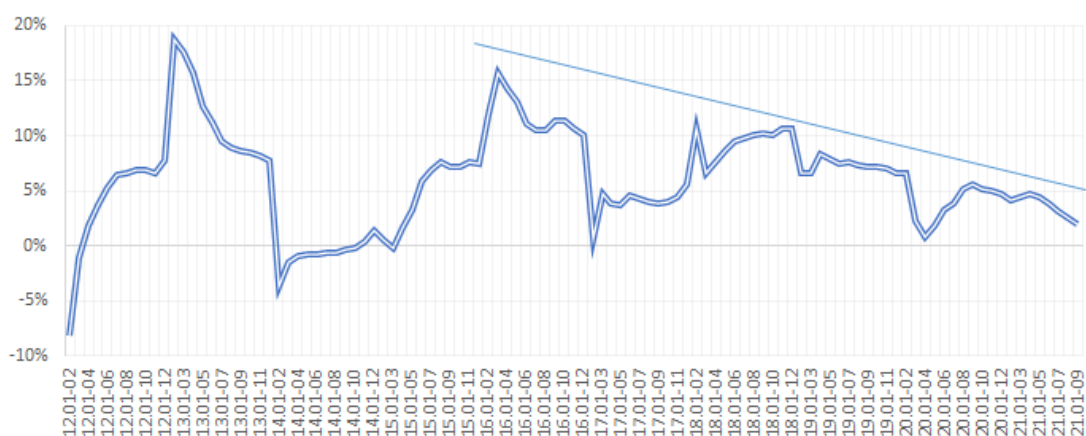
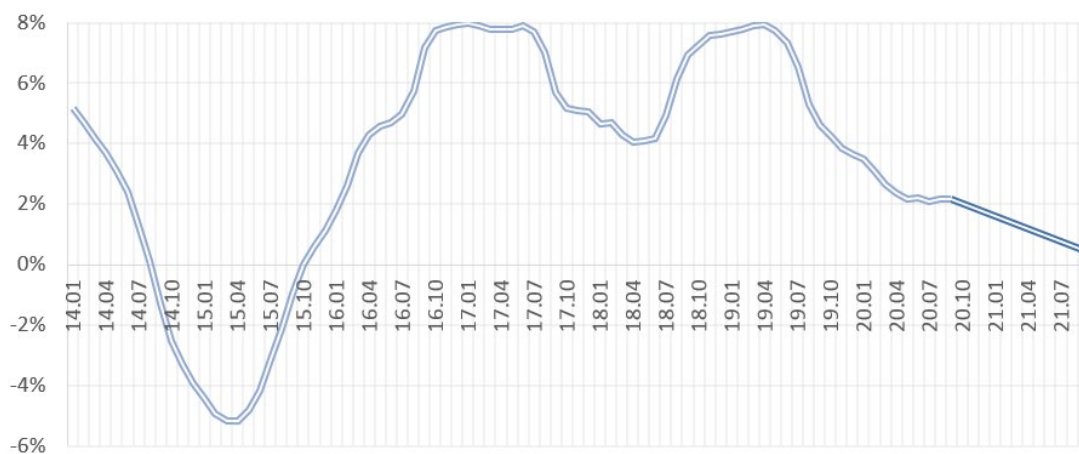


图 3 70 城二手住宅价格同比涨幅预测



3、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。

(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。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。

-END-