



易居季度报告系列

2019 年 4 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

2020 年一季度利率仍将下降但对房地产影响有限，A 股仍有上行空间

报告摘要:

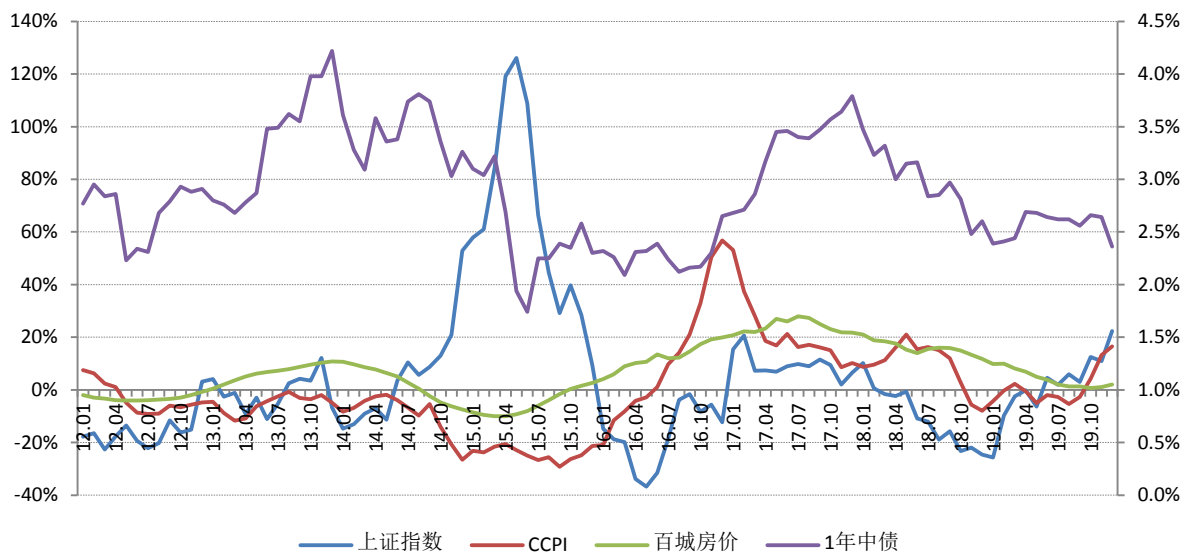
- 1、11 月 20 日，与房贷利率挂钩的 5 年期 LPR 小幅下降 5 个 bp，但实际影响较小，同时四季度一年期国债收益率也继续小幅下降。目前 CPI 受猪价影响处于高位，但 PPI 通缩，经济下行压力仍大，未来央行会引导市场利率逐渐下行，进一步降低实体经济融资成本。从下行空间看，2020 年央行工作会议指出，将保持稳健的货币政策灵活适度，促进货币信贷、社融增速同经济发展相适应（仍以名义 GDP 为目标）。本轮猪周期时间长、影响大，大宗商品价格指数受牲畜类价格大涨影响，也在四季度涨幅明显，因此即便有一定的货币扩张需求，但仍将受到限制，对房地产的影响有限。更重要的是，2019 年下半年以来严控信贷资金流入房地产的政策短期不会放松，在“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策背景下，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。
- 2、四季度，上证指数受降息降准、长期资金流入等事件影响风险偏好提升，以估值扩张为主推动价格持续上涨。2020 年，随着货币政策的缓慢放松，以及增量资金的流入，仍有估值扩张的空间；从盈利上看，随着信贷周期缓慢扩张，2020 年 A 股盈利增速也有望缓慢上行。总体来看，A 股仍有上行空间。

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、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。

2019 年四季度，中国 1 年期国债收益率继续下行，同时大宗商品指数同比和上证指数同比均明显上涨，而百城房价同比涨幅则基本保持稳定，略有上行。

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

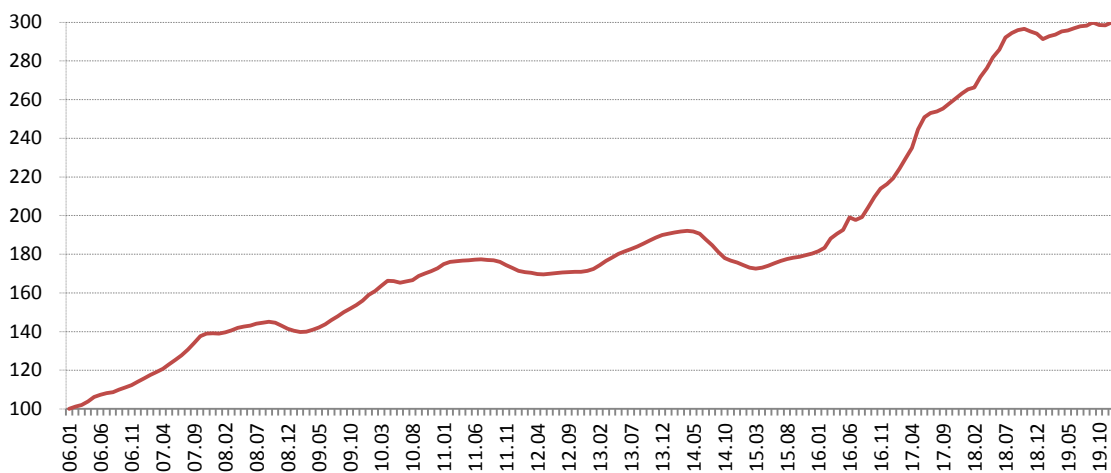


数据来源：中国城市二手房指数、国家统计局、中债信息网、中国流通产业网、易居研究院

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。

2019 年 12 月，百城二手房价指数为 300，相比 2006 年 1 月刚好上涨了两倍。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，房价重新上涨并于 2019 年 6 月突破前高，但涨幅较小。本轮房地产上涨时间长，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涨，预计 2020 年全国房地产市场仍会经历下行周期。

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

2019年12月末，中美一年期国债收益率分别为2.36%和1.55%，中国高于美国。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，预计未来几个月利率下行趋势减缓。

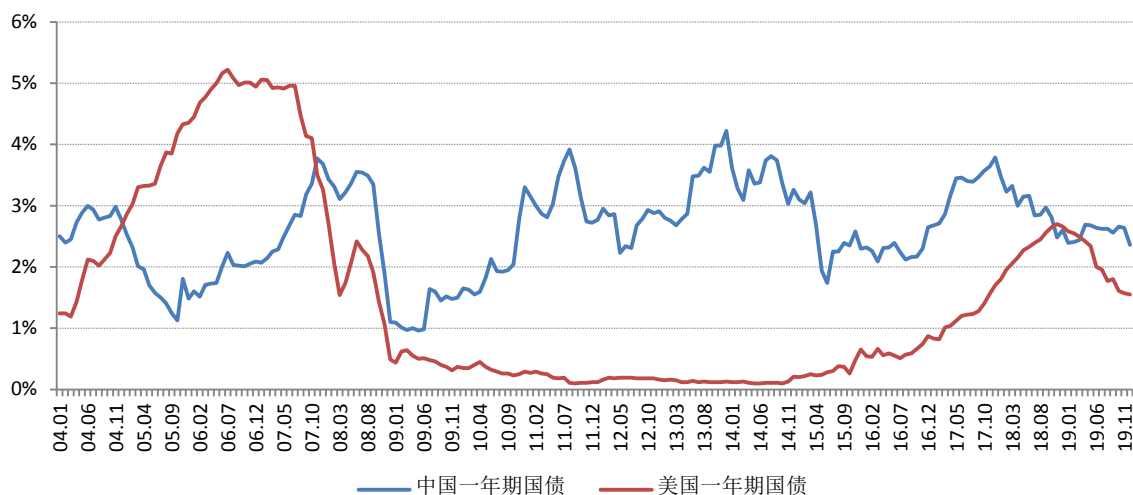
中国一年期国债收益率的走势同样可以较好地反映利率周期。2004年10月至2007年12月连续加息，国债收益率曲线上行；2008年9月爆发国际金融危机，央行随即至2008年12月连续降息5次，国债收益率快速下行。2010年10月至2011年7月央行共加息5次，国债收益率快速上行。2012年6月和7月两次降息，此后至2014年11月利率维持不变，国债收益率回落后盘整。在2013年下半年“闹钱荒”背景下，国债收益率上行较快。2014年11月至2015年10月连续降息6次，国债收益率重新下行。2016

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。

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。8月17日，人民银行发布公告决定起改革完善LPR形成机制，要求每月20日按公开市场操作利率（主要指MLF利率）加点形成的方式进行报价。8月20日第一次报价，1年期LPR为4.25%；5年期以上LPR为4.85%。最近一次报价为12月20日，1年期与5年期LPR分别为4.15%和4.8%，分别下降10和5个基点，对应的，一年期国债利率也小幅下行。

虽然目前CPI受猪价等影响明显上行，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同比已经持续下行并于7月进入通缩阶段，经济下行压力仍大。因此，未来引导市场利率的逐渐下行，进一步降低实体经济融资成本仍然是有必要的。从下行空间看，2019年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”；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年一季度一年期国债收益率震荡下行，但下行空间有限。

图3 中国和美国一年期国债收益率



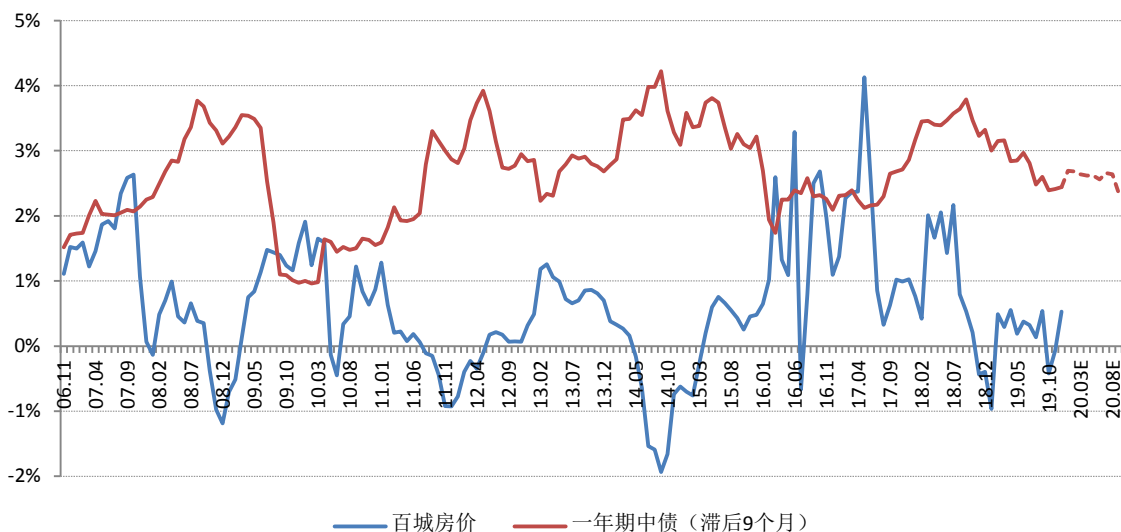
数据来源：FRED、中债信息网

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，未来房价跌幅扩大的可能性较小。

按照滞后的一年期国债收益率对房价涨幅的指导规律，未来几个月百城房价环比涨幅或将继续在0轴附近震荡，难以大起大落。需要注意的是，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。

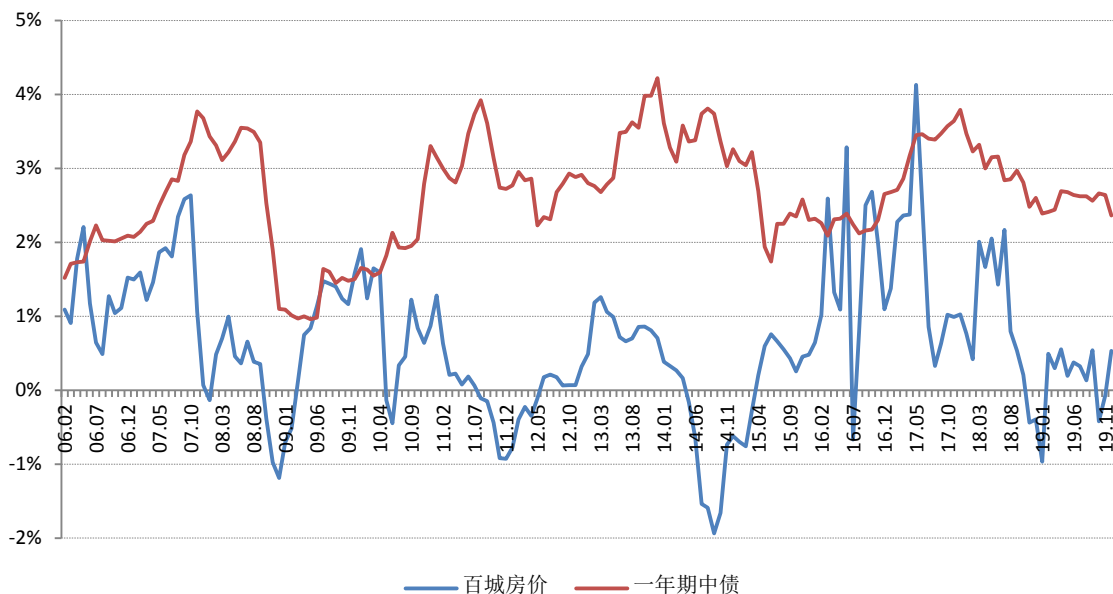
图4 百城房价环比涨幅与中国一年期国债收益率（滞后9个月）



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

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，历史规律的解释力度变弱。

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。

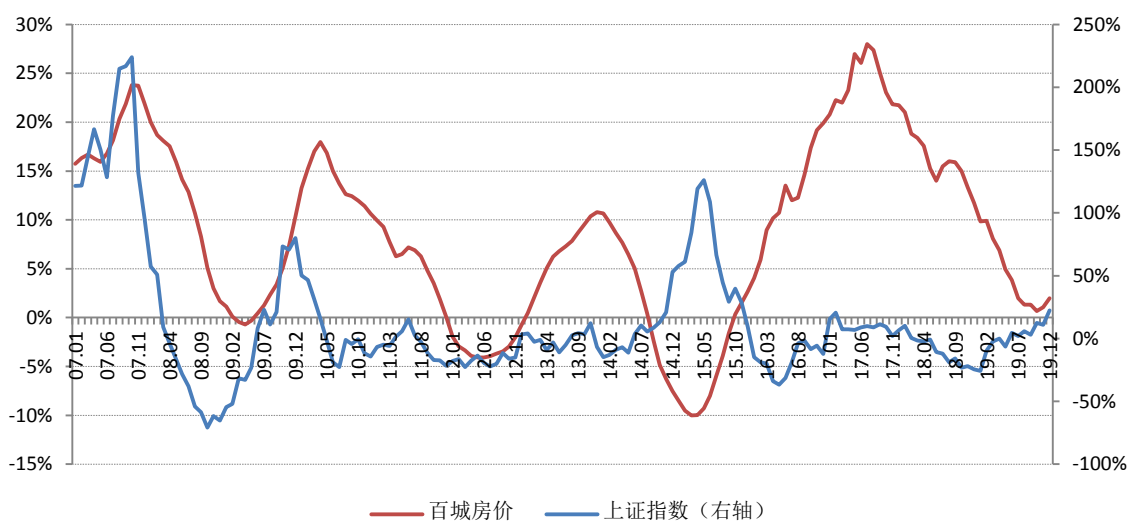
整体上来看，历史两次股市大牛市的更重要的驱动力来源于分母端，而业绩的改善通常滞后于股票价格的变化。按照此历史规律，股价的上行通常领先于房价，而股价到

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。

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11日，美国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。结合内外部两个因素，A股开始了2019年来第一次较大幅度的调整，对应的是，2019年中报，全A股的净利润增速相对一季度小幅下行。三季度，沪市仍处于震荡趋势中，但深圳成指和创业板指仍处于上升趋势。

四季度以来，受小幅降息、降准及对未来货币边际宽松的预期、证券法修订、中美贸易战缓和等影响，市场风险偏好提振，A股市场继续上行。同时，百城房价同比涨幅也略有回升，但并未改变其下行趋势，未来几个月同比涨幅大概率继续收窄至转负。

图6 上证指数同比涨幅与百城房价同比涨幅

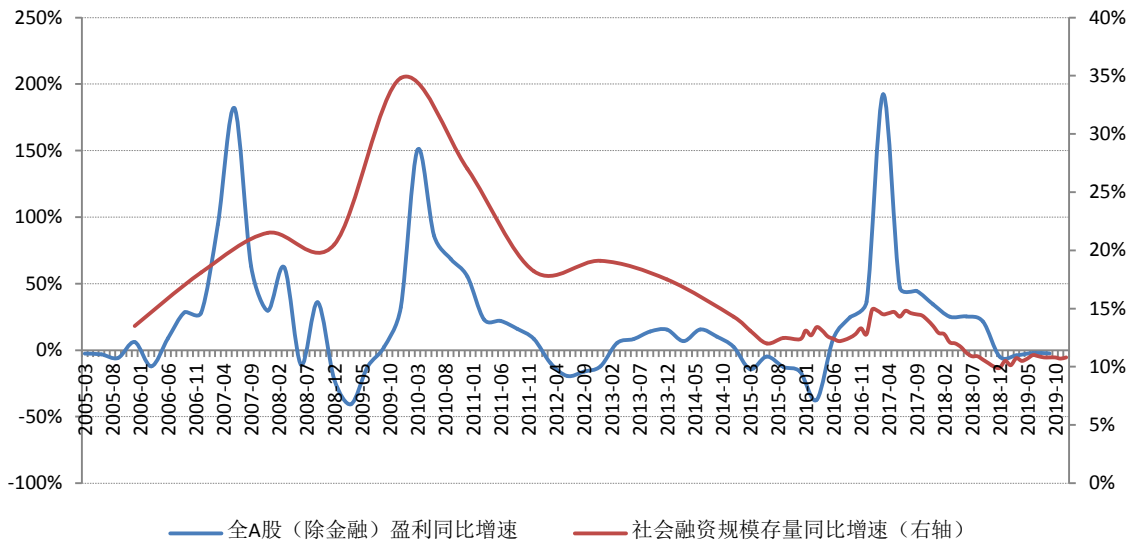


数据来源：IFIND、中国城市二手房指数、国家统计局、易居研究院

展望未来，2020年上证指数或仍有一定的上行空间。从盈利回升的角度来看，信贷周期多数时候领先于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。本轮社融增速于2018年四季度末见底，随后上行2个季度，三季度略有收窄但尚未改变扩张趋势，四季度为10.8%（新口径为10.7%），整体来看本次信贷扩张是相当温和缓慢的。同时，全部A股盈利同比增速也已于2018年四季度见底，此后微幅回升，但仍为负值。随着信贷扩张效应的逐步显现，2020年A股盈利增速也有望缓慢上行。（盈利计算方法：全部A股（剔除金融行业）扣除非经常

性损益的归属于母公司的净利润）。

图 7 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：IFIND、中央人民银行

从估值扩张的角度来看，目前通胀结构出现了明显的分化，CPI 上行至高位，但主要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，PPI 已经于 7 月份进入通缩阶段。虽然“猪通胀”是伪通胀，但本轮猪周期较长，2020 年可能仍然会有所反复，会对居民生活成本造成很大的影响，因此即便经济下行压力下有一定程度上货币扩张的需求，货币政策仍将受到限制。2020 年央行工作会议的货币政策定位是“保持稳健的货币政策灵活适度”，存在继续宽以降低实体经济融资成本的空间，尤其是在外围市场宽松的环境下，但不会“大水漫灌”，未来货币增速将盯住名义 GDP。

单就股市资金流入来说，考虑到外资继续流入和国内其他长期资金的流入，或许可以提高预期。但流入房地产市场的信贷资金从 2019 年下半年开始就已经被严格控制，并且在短时间内不会改变。

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已经在 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。但需要注意的是，在当前严控信贷资金流入房地产，以及“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策背景下，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短期难以重现。

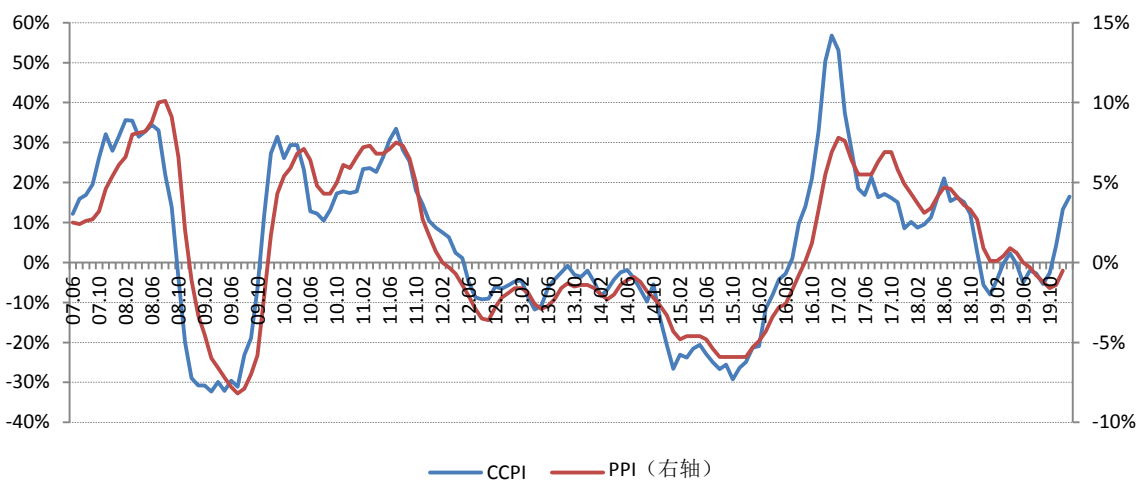
四、大宗商品与房产

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市场景气度的影响很大。

2019 年四季度，CCPI 同比增速反弹明显，12 月份同比上涨 16.47%。这主要是因为四季度牲畜类大宗商品价格大幅反弹导致总指数涨幅扩大明显，而其他大宗商品价格并无明显变化。

图 8 CCPI 同比增幅和 PPI 增速



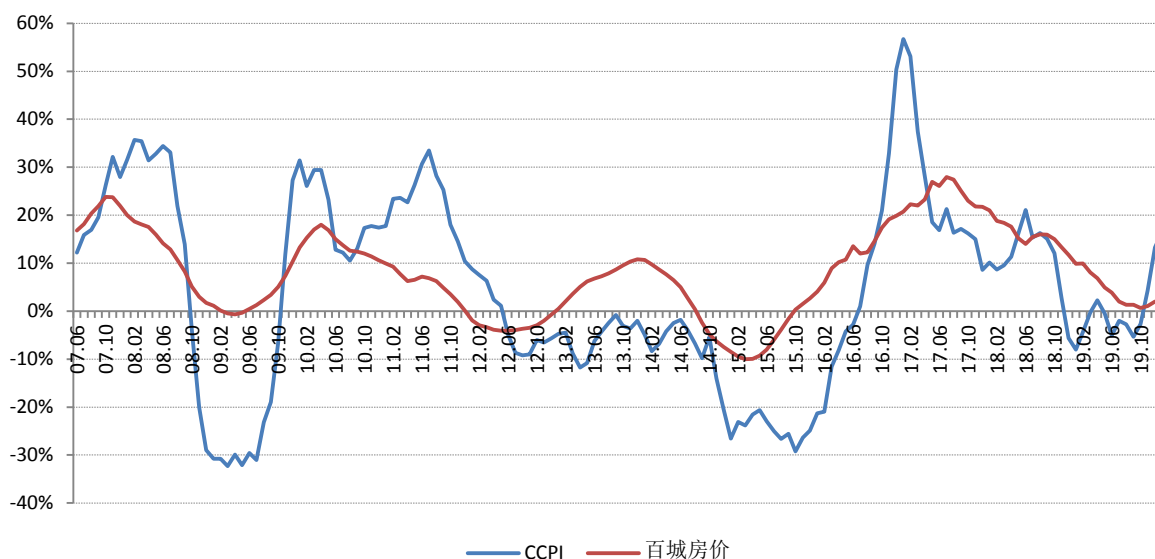
数据来源：中国流通产业网、国家统计局

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。

2019年四季度由牲畜类导致的大宗商品指数同比上涨与房地产基本没有关系。展望未来，当前房地产市场仍处于下行周期，新开工面积大概率下降，会使得钢铁类等大宗商品的需求有所降低；而竣工面积回升带来的家电、家装需求的提升又会对有色金融类、橡胶类等商品有所支撑。

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

2020年一季度国债收益率有望继续缓慢下降，但下行空间不大；A股盈利有望缓慢改善，上证指数同比涨幅或将继续震荡上行。仅按照债券、股票与房产的历史关系来看，房价环比涨幅继续保持窄幅震荡；同比涨幅下行趋势未变。需注意的是，本轮房地产周期无论从市场运行的时间和空间等与历史情况具有明显差异。在当前严控信贷资金流入房地产，以及“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策背景下，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。

