

# 中国房价走势的深刻剖析

2019. 1

作者—微博：期货\_操作手；

微信公众平台：京城操盘手；ID：jingchengcaopanshou

事件：央行降准，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。

央行降准 1 个百分点，当然今日股市大涨，这种信息都会提前被大机构知晓，股市是提前反映，不过我国已经陷入流动性陷阱了，经济持续下滑，已经降准了四次了，都没有改变股市熊市趋势的，本次依然如此，会为前期没有逃走的投资者，提供一个好的撤离机会。

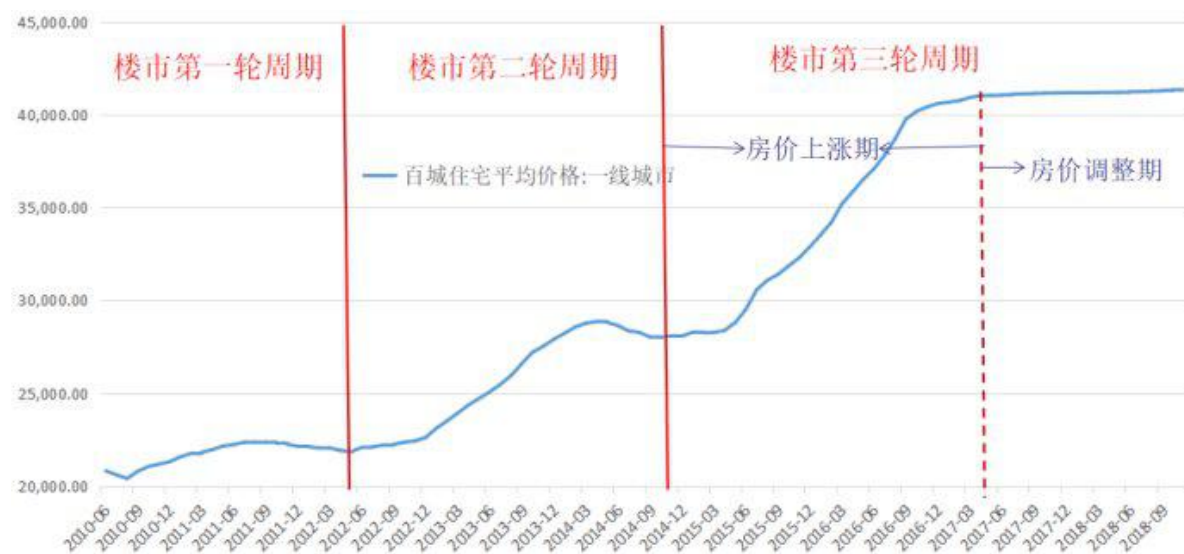
每次降准，都说和房地产无关，但最大的受益者基本都是房地产。

## 一、我国楼市是政策市，房价的波动周期为三年，包括两年左右的上涨期和一年左右的调整期；本轮房价调整期存在结束、步入到新一轮上涨周期的可能。

从短周期来看，我国楼市是政策市，受楼市政策的影响很大，基本上演绎的形式是“楼市政策放松——房价大涨——政策收紧——房价调整——政策放松——房价大涨”，不断循环，房价呈现螺旋式上涨的格局。每一轮房价持续上涨后，此时房价涨幅较大，社会舆论开始对楼市表示忧虑和批判，考虑到民生和社会稳定，国家就会出台楼市调控政策，例如限购和限贷，此后购房者会被限制购买，或者开始持币观望，房价步入调整期；房价调整一年左右后，国家又开始担心房价下跌，会影响到经济发展，甚至会担心房价下跌，导致金融危机，又会开始支持楼市，此前被抑制的刚需就会喷发出来，加上当前的刚需，两种刚需相叠加，就会使需求井喷，投机需求也会加入，房价迅速升温，然后创出新高，房价大幅上涨。

从 2009 年开始，我国楼市出现显著的短周期，时间为 3 年左右，包括两年左右的上涨期，和一年左右的调整期，以一线城市的房价波动周期为例：

图：一线城市，2009 年以来的三轮房价周期



数据来源：WIND，中国指数研究院

如上图：

第一轮周期是 2009 年年中-2012 年年中：2008 年后由于经济危机爆发，全国房价显著下跌，2009 年政策开始全面支持楼市，楼市迅速升温，持续上涨了两年多，不断刷出历史新高，涨到 2011 年年中；2011 年初，在高温的楼市背景下，管理层开始了最严的调控政策——限购令，多个城市开始了限购，楼市降温，房价开始下跌，调整到 2012 年年年中。

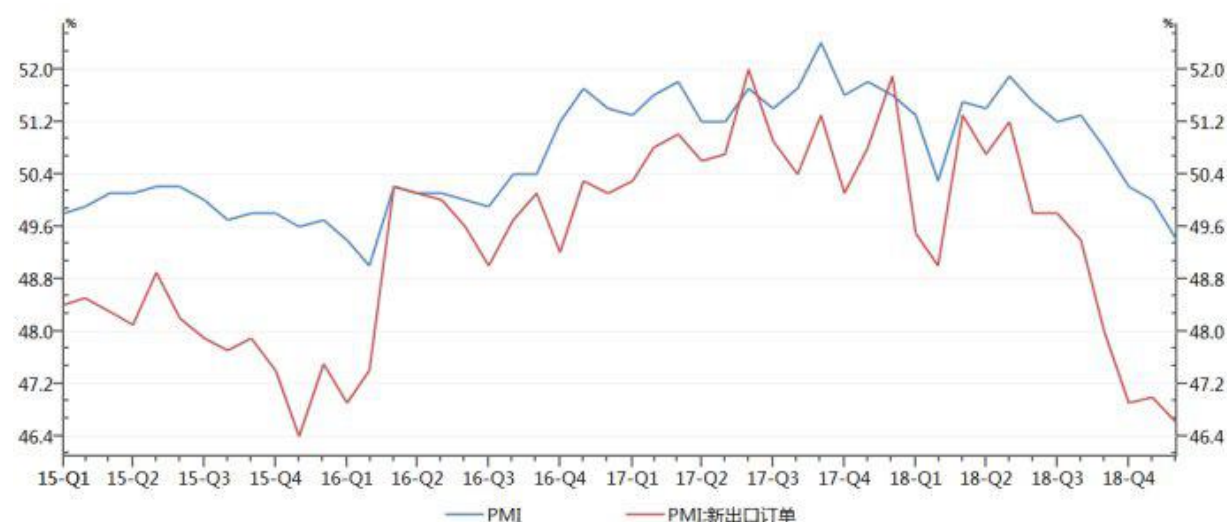
第二轮周期是 2012 年年中-2014 年年底：到了 2012 年初，经过一年左右的楼市降温，政策又开始对楼市放松，鼓励购房贷款，降低利率，楼市再次升温，房价步入上涨，又不断刷出历史新高，一直上涨到 2013 年年底；随后，政策又开始调控楼市，通过提高限购门槛和提高二套房的首付比例，收紧房地产行业的贷款，楼市有开始降温，房价步入调整，一直持续到 2014 年底。

第三轮房价周期是从 2015 年年初开始，一直持续到了当前的 2018 年年底，房价上涨了两年半左右，同时房价调整了一年半左右，本轮房价周期就存在结束、步入新一轮房价周期的可能。2015 年开始，我国房价开始触底上涨，2016 年出现了野马式的狂飙，房价过热，一线城市的房价涨幅在 70%以上，2016 年 10 月份，国家出台了楼市调控政策，在 2017 年年中，房价见顶回落，一直调整到 2018 年的年底。

**二、一线城市的房价调整了一年多，因经济下滑较快，楼市调控政策已放松；2018 年下半年货币政策也已放松，两个方面使楼市的政策周期出现拐点，房价存在步入新一轮上涨周期的可能性。**

我国今年年中开始，受到毛衣占的影响，经济加快下滑，各项经济指标全面恶化，投资和消费增速不断下滑，2018 年 11 月份的消费增速创历史新低，逼近 2000 年，实际消费增速水平仅为 5.8%，2018 年 1-11 月固定资产投资增长 5.9%，也创了 30 年新低，同时代表经济的领先指标 PMI 指数，下半年也是一路下滑，12 月官方制造业 PMI 为 49.4%，低于预期的 50%，这是 2016 年 7 月以来首次跌破荣枯线（代表制造业萎缩），出口新订单指数在年中就开始低于 50%，大幅下滑，出口形势严峻；另外，11 月工业企业利润下降 1.8%，从单月而言，这是近三年来的首次负增长。

图：2018 年官方 PMI 快速下滑，12 月首次跌破 50%，新出口订单指数更是大幅下滑



经济恶化之下，我国不得不将稳经济放在第一位，采取逆经济周期策略，放松楼市调控，根据上述的房价周期来看，每次楼市政策放松，都是房价触底企稳之时，距离房价触底上涨，有 3 个月的时滞。2011 年 11 月 30 日央行开始降准，2012 年又降准两次，2012 年 2 月，央行提出“满足首次购房家庭的贷款需求”，贷款利率从 1.1 倍下降到基准利率，2012 年 5 月一线城市房价出现触底回升，相隔 3 个月左右；2014 年国庆节“9.30”新政，放松购房贷款和降低房贷利率，2014 年底，央行开始降准降息，实施购房优惠利率，2015 年 3 月“3.30 房地产新政”，二套房商业贷款从七成首付降为四成首付，营业税免征 5 年改为 2 年，2014 年底房价触底回升，相隔 3 个月左右，不过到了 2015 年 4 月房价才表现出快速的上涨。

图：楼市调控政策的放松时间，和房价上涨的时间



数据来源：WIND，中国指数研究院

**2018 年年底，中央对房价调控政策的基调已出现改变：从“调控”变为“指导”，不再提楼市调控；部分城市的房价调控已经边际放松。**

2018 年 12 月 19-21 日，中央经济工作会议指出：“经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”，在房地产方面，表达上从“调控”变为“指导”，政策用词上有所弱化，2017 年年会议中的“保持房地产市场调控政策连续性和稳定性”的表述也未再提及，表明房地产政策将不会进一步收紧，房地产政策允许适时适度地、逆周期求稳调整。

部分城市的楼市政策出现放松，例如菏泽取消新购住房限制转让措施；广州正式放开公寓个人限购（新政之前成交的）；珠海限购放松，社保缴纳年限缩短；杭州放宽购房社保限制等。衡阳的商房价准备在 2019 年取消，虽然后来受到舆论的压力，“取消”被取消，但反映了部分城市的房价调控政策的改变。

**货币政策已经出现了拐点，货币开始由收紧转变放松：房贷利率也开始下调**

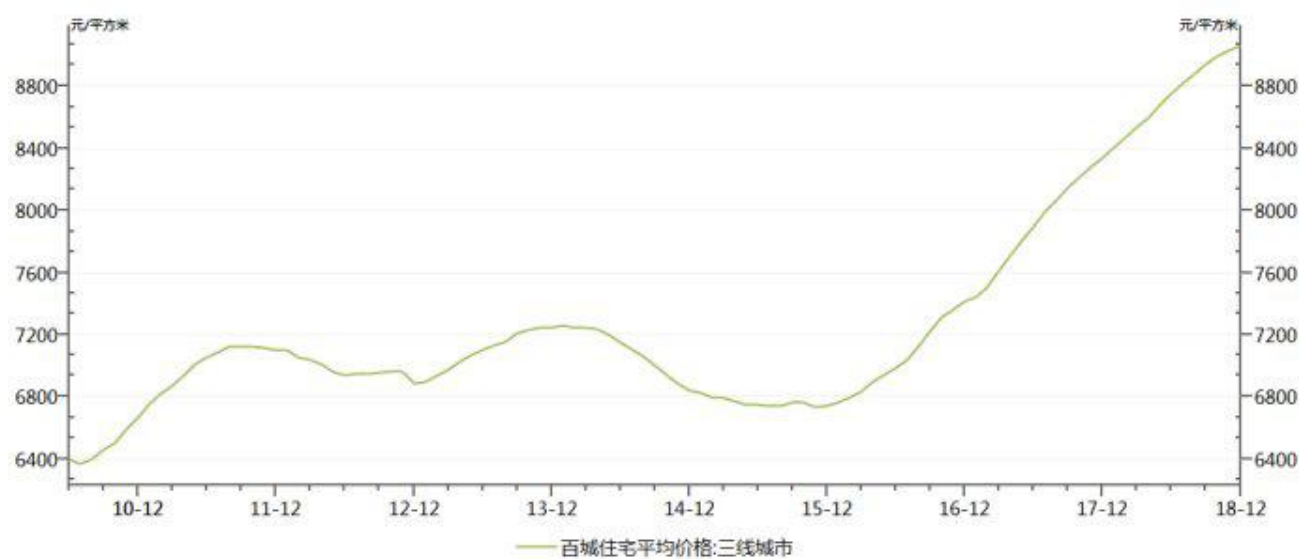
2018 年 12 月 19-21 日，中央经济工作会议对货币政策的表述为“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重”，与 2017 年会议相比，货币政策由“保持中性”变为“松紧适度”，并提到改善传导机制。今年央行已经降准了 4 次，降低了 4 个百分点。

房贷购房利率，停止攀升，也已经开始下跌。根据融 360 数据，2018 年 11 月全国首套房贷款平均利率为 5.71%，连续上涨 22 个月之后，11 月首套房贷款平均利率停止攀升，按揭利率上浮比例下降情况增加，部分城市的首套房购房基准利率已出现下调。同时购房贷款的审批时间也加快，以前需要半年，现在是两个月就行，地产政策已经出现了拐点。

三、这两年楼市政策是“因城施策”，因为一二三城市的涨幅先后顺序和涨幅不同，2016 年年底一线和部分热点城市的房价受到严厉调控，房价下跌到 2018 年年底；而三线及以下的城市，去库存为主，房价并未受到调控，相反在“棚改货币化”的刺激下，过去两年房价一路飙涨，房价尚未下跌。所以本轮楼市调控的边际放松，主要是一二线城市受益，一二线的房价可能会企稳回升；三线及以下城市的房价，“棚改货币化”已被取消，很可能会小幅阴跌。

2016 年年底开始的楼市调控，我国首次实施“因城施策”，三线及以下的中小城市，包括县城，房价在 2015 年-2016 年的涨幅比较小，加上库存压力大，去库存仍然是主要方向，没有出台楼市调控政策，加上这些地方实施“棚改货币化”，同时资金也从受调控的一二线城市，流向这些城市，导致在 2016-2018 年，三线及以下的中小城市，房价一路大幅上涨，涨幅甚大，蔓延到县城。棚改货币化安置就是对城市棚户区进行改造时，国家出资以现金的形式作为补偿，让拆迁居民可以不受地域限制，到市场上自行购房，之前配套的是央行推出的 PSL 创新性政策工具，也就是抵押补充贷款，他解决了棚改货币化安置的资金问题。在三线及以下的城市，去库存的背景下，货币化安置体现出很大的驱动力，2014 年棚改货币化安置比例为 9%，2016 年这一比例上升到了 48.5%，棚户区改造货币化安置对于购房的需求占到市场需求的 16%以上，有的城市比例还更高，仅 2016 年一年，棚改货币化就帮助地方，消化了 2.5 亿平方米的楼市库存，同时也催生了三线及以下城市的房价暴涨，包括中国县城的房价，也都表现出暴涨。

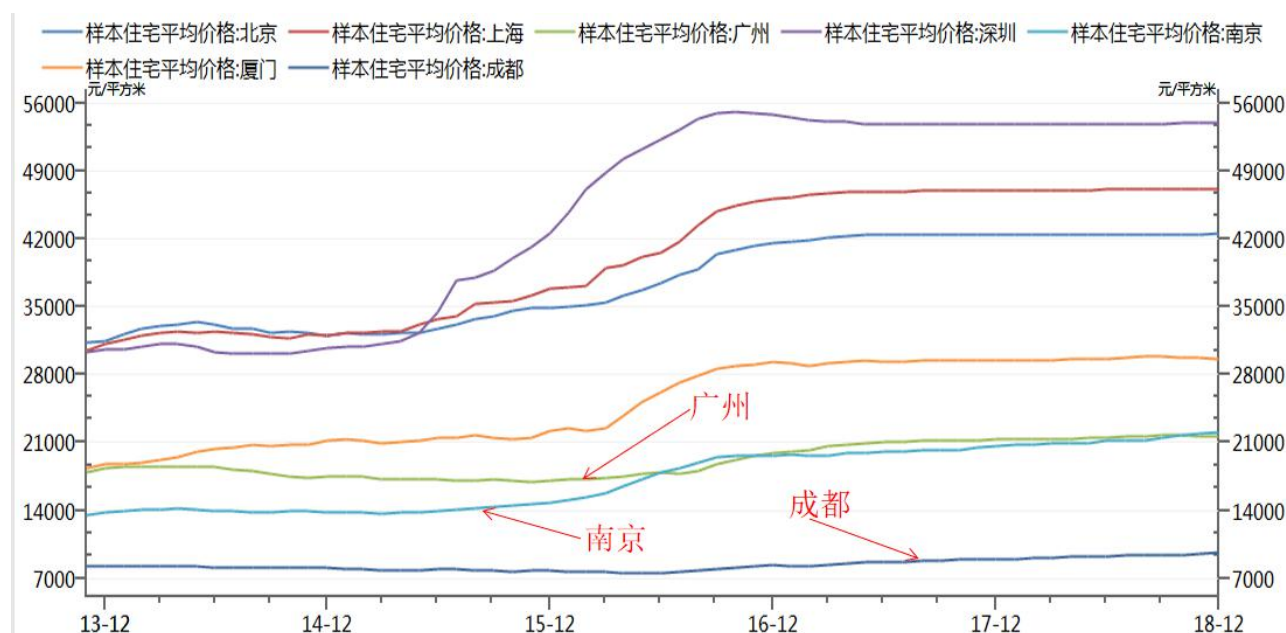
图：2016 年以来，三线城市的房价一路上涨，尚未步入调整



数据来源：WIND，中国指数研究院

一二线城市的房价，由于在 2015-2016 年涨幅甚大，所以最早出台了严厉的楼市调控，房价在 2017 年年中开始下跌，调整到现在。一二线城市的代表城市，北京、上海、深圳、广州、厦门、南京、成都，深圳由于在 2014 年年底，就步入显著的上涨，所以最早在 2016 年年底，就开始见顶回落，其他城市整体都在 2017 年上半年开始见顶回落，由于统计的样本因素，图上所显示的房价数据，似乎下跌不多，其实根据身边的亲自调研来看，北京房价从 2017 年年中见顶以来，下跌是很显著的，大约下跌了 15-20%左右，其他城市也类似。

图：北京、上海、深圳、广州、厦门、南京、成都的房价走势



数据来源：WIND，中国指数研究院

2018年12月19-21日，中央经济工作会议强调“夯实城市政府主体责任”，本质上就是“因城施策”，房价已经下跌了一段时间的一二线城市，房价调控可以放松，而房价一路上涨并未下跌的城市，调控不能放松。中央经济工作会议，表明中央对于地方政府的管控方式，将由此前由上至下的政策执行，转变为因地制宜的制度性指导，房地产市场管控的主体由中央政府一定程度上分权（或责）给地方政府，地方政府自主性有所提升，近期菏泽、广州、珠海的政策微调，也符合该思路。

综上所述，根据我国的楼市短周期，一二线城市的房价经过了上一轮楼市的调控，房价已经下跌了一年半左右，在稳定经济的宏观调控下，调控已经出现边际放松，同时货币政策下半年已经出现了放松，购房利率已经出现下调，楼市政策的拐点已经出现，预计一二线城市的房价将会企稳回升。

三线及以下城市的“棚改货币化”已经被中央下令取消，楼市受到调控，预计房价开始小幅阴跌。2018年10月8日晚间，国务院常务会议部署推进棚户区改造工作，明确提出要调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策。过去两年，货币化安置政策直接提高了需求，刺激了房价的暴涨，没有了货币化安置，市场对楼市的需求将大大减少，会缓解供需矛盾，所以逐渐取消“货币化安置”，对楼市冲击很大，加上一二线楼市调控的放松，资金也会从三线及以下的城市，流入到一二线城市，因此三线及以下的城市，会开始转为阴跌。

**四、如果未来爆发金融危机的话，我国很可能保房弃汇，大幅放水，稳定房价，参考都将房地产列为国民支柱产业的俄罗斯和土耳其，已经爆发金融危机，都选择保房弃汇，按照本币衡量，房价不仅未能下跌，还出现了小幅的上涨**

由前面所写的研究报告，随着毛衣占对经济的负面作用和我国内部巨大的债务风险，我国有可能会爆发金融危机，一个国家经济危机爆发时，汇率和楼市两者之间，只能保一个，当年日本是保汇率不保楼市，不断加息，导致房价跌幅最高达到70%左右。俄罗斯在2015年爆发金融危机，土耳其是在2018年年初爆发债务危机，两国最后都选择保房价不保汇率，不断降息，印刷货币，会稳定房价，但同时导致汇率大幅贬值，俄罗斯的货币贬值60%以上。虽然按照美元衡量的话，两国的房价都下跌较大，但是按照本币衡量，两国的房价不仅没有降，反而还小幅上涨。

#### **1、土耳其：印钱，M2突然高速增长，物价飞涨，汇率大幅贬值，房价小幅上涨**

2018年年初土耳其爆发金融危机，货币开始大幅贬值，不过土耳其选择了保楼市弃汇，印钱，2018年8月份M2增速高达36%，远超过往年的中值26%附近，CPI涨幅最高达到24%，远超过往年的10%，也导致土耳其最高贬值40%，2018年土耳其房价还小幅上涨4%。

图：2016-2018年，土耳其的房价和货币汇率





数据来源: WIND

图: 2011-2018 年, 土耳其的物价, CPI 一直比较高, 但 2018 年飙涨



## 2、俄罗斯: 保楼弃汇, 不断降低贷款利率, 货币大幅贬值, 房价震荡上涨

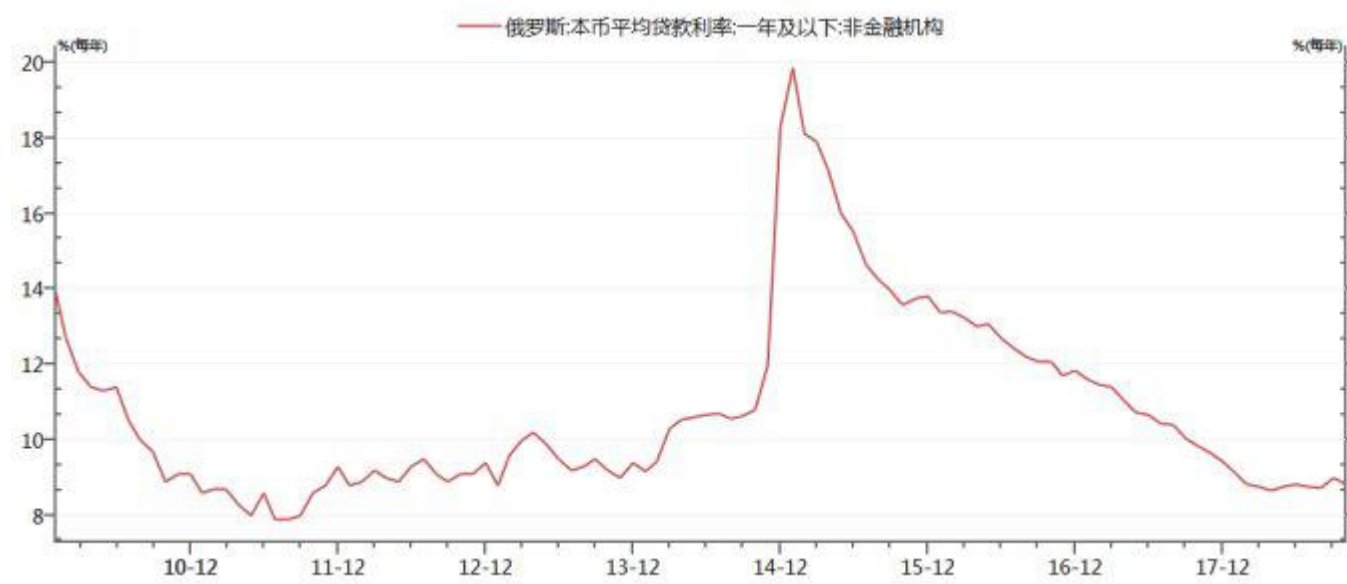
2015 年俄罗斯爆发金融危机, 俄罗斯选择保楼弃汇, 不断降低贷款利率, 从 20%, 一路下调, CPI 也一路飙涨到 16%附近, 2015 年-2016 年房价是上下震荡, 但小也小幅上涨。

图：2011-2018 年，俄罗斯的房价和汇率



数据来源：WIND

图：2011-2018 年，俄罗斯的贷款利率



我国与俄罗斯和土耳其的国情有类似之处，都是将房地产列为国民的支柱性产业，在过去的十多年，房地产带动了国民经济的高速增长，同时也使国民财富过于集中在房地产



上，我国居民的 70%资产都在房地产上，我国银行贷款的 70%资金，直接和间接都与房地产相关，银行又是政府的，所以一旦房价下跌，不仅居民财富大幅缩水，而且银行也面临破产倒闭，政府的财富也大幅缩水，全国民众的储蓄资金就无法得到保障，全面的危机就会爆发，所以我国政府很可能会模仿俄罗斯和土耳其，保楼弃汇，印刷货币，大水漫灌，降低利率，以稳定房价，按照人民币汇率，房价可能会表现出稳定。

五、相对于三线及以下的城市，一线城市和部分二线城市的楼市放松，还有巨大的空间，例如限购这一项，是重武器，如果不幸爆发经济问题，一线城市房价调控放松的回旋余地还比较大；相反，三线及以下的城市，房价调控放松的空间少，一旦经济出问题，不容易抵抗。综合考虑，一二线城市，如果刚需的话，房子是可以购买的，投机的话需要慎重；而三线及以下的城市，房子可以等一等。

中国一线城市和部分城市都在限购，特别一线城市的限购很严厉，北京是五年纳税才能购房，上海和深圳是 3-5 年的纳税，才有购房资格，还认房认贷不认离婚，压制了大量的投机需求和刚需，大量的需求都未能得到释放，所以一旦经济危机爆发，房价有了下跌失控的迹象，国家就会放松和取消限购，鼓励购房，回旋余地较大。除此之外，国家还有其他的调控政策，例如降低首付比例，讲 40%的购房首付，降低到 10%，西方国家的购房首付比例仅在 5-10%，所以我国购房首付比例的下调空间比较大，楼市政策的回旋余地比较大。

综上所述，对于一二线城市，从楼市周期的角度看，一二线城市的房价存在步入上涨周期的可能，而且我国楼市政策已经出现了拐点，可能成为刺激房价步入上涨周期的导火线。如果我国不爆发金融危机的话，我国一二线的房价就会重复过去的楼市周期，就会步入企稳上涨；但如果我国不幸爆发金融危机，我国很可能保楼弃汇，印刷钱，稳定房价，按人民币衡量，房价表现出稳定。所以综合考虑的话，如果购房刚需，是可以购房的。但对于投机而言，如果我国不幸爆发金融危机，我国即便大量印钱，但根据俄罗斯和土耳其的房价走势看，房价也仅小幅上涨，利润空间并不大，如果我国万一不大量印钱，兼顾房价和汇率，则房价会下跌，所以综合来看，风险收益不成比例，关键在金融危机时，最重要的投资是现金，现金，现金，现金为王，你需要熬过艰难的危机岁月，需要现金，不能把资金都投向房地产上，否则可能会导致被强平洗下车，风险第一，所以需要慎重。

对于三线及以下的城市，由于过去两年，房价一路飙涨，已经透支了未来的涨幅，加上国家取消了棚改货币化，政策开始出现了类似的调控，这些房价的涨幅空间已有限，而且很可能面临政策的调控和房价的调整；同时，一旦国家爆发经济问题，这些城市的楼市调控没回旋的余地，所以很容易率先下跌，所以可以等一等。