

# 諾亞研究

2020年10月8日

主題 | 為什麼全球經濟衰退，房價不跌反漲？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

儘管未來三年，甚至更長時間全球利率仍然回維持在低位，但接下來房價的漲幅應該會有所放緩。

之前我向大家介紹了一個新名詞「K型復蘇」，經濟中受益於疫情的行業，比如醫療保健，資訊科技，線上教育和辦公服務，金融裡的證券和投資等，股價大漲，不少創下新高，從業人員基本沒有受到衝擊，收入可能提高了，日子越過越好。就好比字母K向上延伸的一筆。

而受到疫情衝擊的行業，比如航空、旅遊、酒店、零售、金融裡的銀行和保險等，就沒有那麼好運，股價下跌後，反彈幅度有限，從業人員日子越來越難，他們變成了字母K向下伸展的筆劃。

K型復蘇在房地產裡表現得同樣非常明顯，商業地產裡的寫字樓，酒店，商鋪的價值大跌，在香港，很多商業地產交易價格下跌了20-40%，回到了十年前甚至接近SARS時期的水準，但是商業地產裡的資料中心，倉儲物流卻受到市場熱捧。

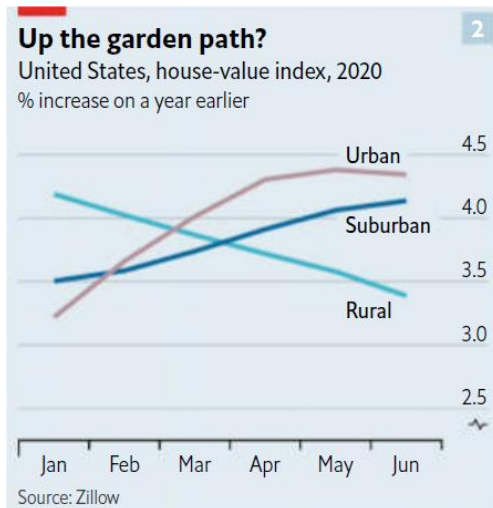
相比商業地產，住宅類地產表現要好得多，最新的香港房地產指數和去年底基本持平。而國內截止到7月份的最新資料，一線城市一手房和二手房價格同比分別上漲3.6%和5.7%，漲幅比6月均有所擴大。而二線城市房價同比漲幅連續15個月相同或者回落，也有K型的味道。

七個工業發達國家，也就是「七國集團G7」在2008年全球陷入經濟衰退後，房價平均下跌了10%，在金融危機的中心美國，這個平均數據是40%。但是，幾乎無人提前預測到，疫情衝擊下，經濟衰退幅度遠超2008年，但G7發達國家第二季度的房價表現卻平均上漲了5%。

相信大家前不久看過韓國漢城6月房價相對於兩年前上漲了52%，7月份的房屋銷售同比增長了110%的新聞。

拿我看到的一些資料來說，德國8月房價同比上漲了11%，加拿大溫哥華在9月不同類型房屋的同比漲幅在4.5%-7.8%之間，總交易量則上升了56%。

美國截止到6月的房價資料顯示，城市，郊區和農村的住房價格同比增長在3.4%-4.4%之間。今年第二季度的整體漲幅居然比2008年金融危機之前的房價季度漲幅都更高。而且這些資料有所滯後，我在美國的同事經常告訴我們，美國郊區的房價最近漲瘋，比過去十年的表現都更好。相信大家在美國的朋友也都在談論這件不可思議的事情。



新冠疫情一波接一波的衝擊，全球面臨二戰結束後最大的經濟衰退已經毫無懸念，股市在 5 個月內回到原來的高點，速度之快創下歷史記錄。由於股市交易的流動性很高，這樣的表現還可以解釋得通。但房地產市場交易的流動性很低，即使現在要做「事後孔明」，要講清楚房價在經濟衰退下不跌反漲，並不是一件容易的事。

今天我來分析一下「經濟下行，房價上漲」之謎背後的一些共性，也就是適用面比較廣，也比較容易理解，大家多多少少聽過的理由，接下來我會說一些特別的原因，也就是大家可能沒有想到過，和具體城市有關的原因。最後，我會說說個人經歷，因為我們家在香港疫情很嚴重，同時也是今年價格最低的 5 月份買了房，這背後的原因也是很特殊。

我們先來看四個大家容易想到的原因。第一就是我前面說過的 K 型復蘇，大家都知道，今年很多股票創了新高，原來的富豪變得更加富有。同時，貨幣寬鬆下，今年也是全球 IPO 的大年，中國內地，美國和香港的新股發行接近十年新高，或者創下歷史最高紀錄，這樣就會產生一批新的富豪，他們是 K 型復蘇裡的幸運兒，因此一線城市和豪宅市場的上漲和富豪群體的財富增加直接相關。

值得一提的是，大家不要覺得大富豪的購房需求早就得到滿足了。李嘉誠貴為香港首富，他想擁有一套帶游泳池的別墅的願望，直到 80 歲才實現。而香港的第二富豪，曾經全球第四大富豪的李兆基，也同樣是 80 多歲之後，才從大平層搬到了獨立別墅裡。

第二就是各國央行史無前例的放水了，之前十多年的放水已經是史無前例，但這一次，不僅是用五個月完成之前十年的寬鬆，而且幅度上還翻了一倍。今年全球的利率水準平均降低了 2 個百分點，在美國，房地產一年固定按揭貸款利率降到了 2.9%，低於年初的 3.7%，在香港，浮動貸款利率在 7 月份一度低到 1.5%。雖然在美國和英國，按揭申請的規模創下新高，但銀行也都收緊了按揭標準，只不過，在 K 型復蘇下受益的群體仍然能夠滿足銀行的按揭標準。

第三就是各國的財政刺激措施支撐了房價。過去的經濟衰退中，人們失業，收入下降，賣房還貸的人會導致供應增加，銀行可能收回房屋進行低價拍賣。但是這一次七國集團通過直接發錢來保證受疫情衝擊的家庭收入不變。平均來說，為失業和休假提供的收入補貼和福利佔到 GDP 的 5%。實際上，七國集團的家庭在第二季度的收入比他們在疫情開始前要高出大約 1000 億美元，這支撐了股價和房價。

其他一些措施更是直接維護了房地產市場。西班牙允許借款人暫停抵押還款。香港和日本的監管機構要求銀行推遲償還本金，可以暫時「還息不還本」，荷蘭則暫時禁止銀行收回房屋進行拍賣。在英國，今年二季度銀行收回房屋的數量同比下降了 93%，而美國的法拍房的金額，在所有抵押貸款中所佔的份額，處於 1984 年以來的最低水準。

至於第四個原因則是疫情帶來的社交隔離和在家辦公，以及美國各大城市發生的社會騷亂，使得很多高收入群體離開城市，進入到郊區購買面積更大，帶有辦公室、游泳池和大花園的住房。這一趨勢在今年 6 月初開始突然湧現，在美國被形象地稱為「奔向大農村，逃離紐約西」，也就是紐約，矽谷和西雅圖這三個以金融和科技發展為主體的城市。這一點我相信很多自媒體都談論過了。

下面我來說一些大家比較少聽到的觀點。

第一，疫情導致了房地產建築開工的延遲，像香港和美國很多大城市原本的庫存就比較有限，現在預計未來實際供應會大大低於預期。過去，美國紐約、芝加哥、波士頓、三藩市、洛杉磯等城市郊區的大房子維護成本很高，價格不斷下降，很長時間也沒人來看房，但疫情衝擊下居然一套房子有好幾個家庭來搶；在香港，過去 15 年，每年新增供應平均只有 1.5 萬套，200 多萬個家庭只要有 1% 想換新房，就沒辦法滿足需求，未來將繼續供不應求。

第二，在紐西蘭，富有的嬰兒潮一代，因為疫情，去不了歐洲或者美國度假，把手上的閒錢給了孩子們，讓他們有能力購置房產。這個解釋很合理，大家看看國內奢侈品和豪華汽車的消費熱潮就明白，同樣的「替代效應」也發生在了房地產市場。最近，香港富二代買房的新聞也時常見報。順便說一句，香港去年六個月的社會騷亂房價降幅遠高於疫情期間，今年也受到三波疫情和中美交鋒的風暴中心影響，但今年房價和去年底持平，綜合來看，未來下行空間有限。

第三，我在美國的同事說了他的一個深度觀察，疫情之前，美國 80 後，90 後總的一部分人儘管來自中場家庭，並且在郊區長大，但他們不願意像父母一樣生活在郊區，反而是熱衷在城市或者近郊紮堆，而疫情改變了這一切，他們逃離城市，回到從小就熟悉的郊區搶購房子。我同事所在的郊區，三個月光從紐約來搶房的就有 1.6 萬人。

第四，亞馬遜去年年底宣佈把第二總部分設在波士頓、三藩市，和溫哥華，並將於 2023 年完工、其中溫哥華的五萬員工，會帶旺這個人口不足七十萬的城市，這可能是疫情籠罩下，溫哥華經濟和物業雙雙穩定上行的原因之一。

不過我們也想提醒大家，儘管未來三年，甚至更長時間全球利率仍然回維持在低位，但接下來房價的漲幅應該會有所放緩，其中一個重要原因是允許員工「在家辦公」的大公司，很可能會根據家庭所在地來調整工資水準，改變那些以為可以繼續拿著大城市的薪水，在小城市買房者的預期。短期內突然迸發的購房熱情，未來可能得到抑制。

最後，說一下個人的經歷。我們家在今年 5 月房價最低點買房的原因特別簡單，因為過去我工作實在是太忙，每個週末都在國內出差，根本沒有時間去看房。今年疫情衝擊下，雖然工作變得更忙，但至少不用去國內出差，還可以擠出時間看房。去年香港房價因為社會騷亂下跌，再加上疫情造成的下跌，出現了一些地理位置很好，價格也合適的選擇。

恰好地產仲介公司也都推出了線上 VR 視頻看房，這樣我就可以在短時間內把符合目標的房子不光看個遍，還看得清清楚楚。原來的房東因為長期不在香港居住，擔心疫情急於售出，不斷降價，而我恰好發現了。基於我對香港房地產市場的理解和對香港長期發展的信心，就果斷下手。

實際上，我簽約兩天後就傳出《港區國安法》的消息，但與一些媒體的負面渲染不同的是，股市和房價從 5 月下旬就開始回升。從買入到現在快 5 個月，我也沒發現性價比更好的選擇。

---

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。