

研究报告

2016年第30期

2016.3.25

执笔：王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

放眼国际，透视一线城市房价飙涨

要点

- 从房价绝对值来看，当前北京、上海、深圳的房价已跻身国际高房价城市行列。而单纯的房价数字背后，还有计价单位和房屋质量的差异，这些差异更加凸显中国房价绝对值的高价位。从相对水平来看，北京、上海、深圳的房价要远高于国际城市。
- 从东京和纽约等城市房市发展脉络来看，尽管从长期来看人口持续流入和城镇化率的持续提高对房价的拉动推高是基本趋势，但其都不足以支撑房价持续无上限的上涨，包括短期内的暴涨。换句话说，可能房价用5年时间逐步增长50%是合理的，但如果一年甚至几个月内就增长50%就是不合理的，这也是泡沫的一种。只要市场存在泡沫，泡沫破裂、房价下降就是确定的，不确定的只是下降的时间。
- 中国一线房价持续暴涨的根本原因在于房屋分配不均而非绝对数量不足。中国一线城市早就已经进入了存量二手房时代，现行限购政策表面看起来是在抑制投资需求，缓解了需求压力，但由于限购指标的存在，多套房所有者如果将房子卖掉就再也买不回来了，因此除非不得已这些人是绝对不会卖房的。现行限购政策在抑制需求的同时也在抑制二手房供给，这是限购政策难以解决一线城市高房价问题的根本原因。
- 一线城市房市未来可能的变数在于会引起市场风险偏好变化的事件。一是要警惕货币政策转向可能带来的影响；二是房产税等增加房屋持有成本政策出台的风吹草动也会影响到楼市走势。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

放眼国际，透视一线城市房价飙涨

尽管国家在新出台的“降首付、降契税及营业税政策”中将“北上广深”一线城市排除在外，但与政府意图相悖，一线城市房价出现井喷飙涨态势，2016年前2月深圳、北京、上海二手住宅同比涨幅分别是：52%、25.7%、17.4%，均超过纽约在次贷危机爆发前的最大一年房价涨幅（15.4%），深圳已接近东京在90年代房价暴跌前的最大一年涨幅（86%）。而事实上，本轮上涨自2015年6月股市下调以来已经开始，2015年下半年深圳、北京、上海二手房住宅分别同比上涨34.7%、16.8%、8.8%。不断飙涨的数字令人困惑，相信很多人都希望能够穿越到未来去看看来帮助自己在当前做出买卖房屋的决策。本报告试图通过梳理比我们发展早的发达国家的房地产历史脉络来为判断一线城市房价未来走向提供一定借鉴。

一、目前一线城市房价在国际上处于什么位置？

首先，从房价绝对值来看，当前深圳、北京、上海房价已跻身国际高房价城市行列。2016年2月，深圳、北京、上海二手房均价分别为4.61、4.05、3.51万元人民币/平方米，其中深圳、北京的房屋均价已高过日本首都圈（东京及附近地区），而三个城市的高价区房价也已超过韩国首尔，紧逼纽约曼哈顿（见表1）。曼哈顿是纽约最贵的地区，纽约州其他地区还有很多价格较低的房子（见表2）。而单纯的房价数字背后，还有计价单位和房屋质量的差异。日本、韩国、纽约的房子都是按使用面积计价，不像中国住宅是包括公摊面积一起出售，且独自或和楼内其他房主共享地皮的永久产权；更重要的是，住宅都是精装修出售，不仅厨卫齐全，甚至有的还送一部分电器和家具，真正达到拎包入住，这些差异更加凸显中国房价绝对值的高价位。



表1 中国北京、上海、深圳、日本东京、韩国首尔、美国纽约房价

城市	时间	房屋均价 (万元人民币/平方米)	高价区域房屋 均价 (万元人民币/平方米)	2015 年人均 GDP (万元人民币/人)
北京	2016 年 2 月	4.05	西城: 7.09 东城: 6.24	10.6
上海	2016 年 2 月	3.51	静安: 6.71 卢湾: 6.33	10.3
深圳	2016 年 2 月	4.61	福田: 5.93 南山: 5.92	14.9
日本首都圈	2015 年	4.04	-	37.1
首尔	2015 年	-	5.5 (江南区, 首尔富人区)	-
纽约	2015 年	-	8.8 (曼哈顿, 类似北京二环 以内)	44.3

注: 北京、上海数据来自中国搜房网;

日本东京、韩国首尔数据根据 WIND 数据库相关数据计算得到; 韩国首尔以汉江为线, 分为江南、江北、江东和江西四个区, 江南是首尔的富人区;

纽约数据根据美国 Urban Digs 相关数据计算得到。

表2 2015 年美国纽约州房价

	房价中位数 (万美元/套)	房价中位数 (万元人民币/套)	房价中位数 (元人民币/平方米)
纽约州-新泽西岛北部	38.46	250	8250
纽约-纽瓦克联盟	34.79	226	7463
纽约-纳苏郡和苏福克郡	42.66	277	9151
纽约-怀特平原	46.46	302	9966

注: 美国纽约的房子是按套卖的, 多为独立别墅, 每套住房的建筑面积中间值是 303 平方米, 地产面积中间值是 1416 平方米。相关数据来自 WIND 数据库。

从相对水平来看, 北京、上海、深圳的房价要远高于国际城市。以北京为

例，2015 年房价收入比高达 22.5¹，远高于合理的房价收入比（标准在 4 到 6 之间）。从租售比²看，北京当前不到 2%，还不如银行定期存款的利息高。房屋租售比的国际合理标准通常为 4%到 6%，比值越小，说明房地产市场中投资投机需求越大。日本现在的租售比已高达 8%，日本人还是更多的人选择租房，而不选择买房。据日本国土交通省 2012 年发布的白皮书，1983 年，40 岁以下的日本人中有房者占 42.2%，2012 年有房者只占 28.4%，近 30 年间下降了约 14%。美国在 2000 年之前的 40 多年里，美国房地产市场的租售比基本维持在 5%-6%的范围内。但 2000 年之后受益于低利率环境、信贷政策等因素影响，租售比大幅下降，从 5%左右一度下降至接近 3%。直到 2008 年房地产泡沫开始破灭，租售比又迅速回到 2000 年 5%左右的水平。不可否认，中国租售比低有国情方面的原因，比如中国人有倾向于买房而不是租房的传统习惯，中国还没有一个良好的租房市场等，租售比这一指标只能起到一定的参考作用。但如果良好的租房市场逐渐建立，也许中国人买房的传统习惯也会根据租售比的高低进行调整。

综上，无论从绝对水平还是相对水平来看，当前中国一线城市的房价都处于高位。支撑一线城市高房价的相关逻辑主要是：

第一，一线城市集中了全国的就业、教育、医疗等资源，全中国有钱有梦想的人都想去一线城市，有人口净流入，就会不断新增住房需求，房价就不会跌；

第二，当前中国城镇化率不高，2015 年仅 56.1%，未来城镇化方面可能发生的以下变化将对房价产生推动。一是随着城镇化率的提高，大量人口由农村进入城市，将推动住房需求的增加，进而带动房价上涨；二是随着再城市化的推进，城市建设由粗放变为精细，基础设施将更加完善，住房价值将得到提升；三是未来城市发展将呈现出集群化特征，将形成以大城市为中心的更加明显的区域积聚，这些也会推升相关城市房屋的需求和价值。

¹ 房价收入比=每户住房总价/每户家庭年总收入。2015 年北京人均年可支配收入为 4.8 万元，一个三口之家年收入为 14.4 万元，按一套房子 80 平方米计算，房价按均价 4.05 万元/平方米计算，平均一套房子为 324 万元，则计算得到北京的房价收入比为 22.5。

² 租售比=年房租/房屋售价。



第三，当前一线城市还在限购，那么即使将来有了降价的苗头，一放松限购，需求马上就会释放出来托底房价。

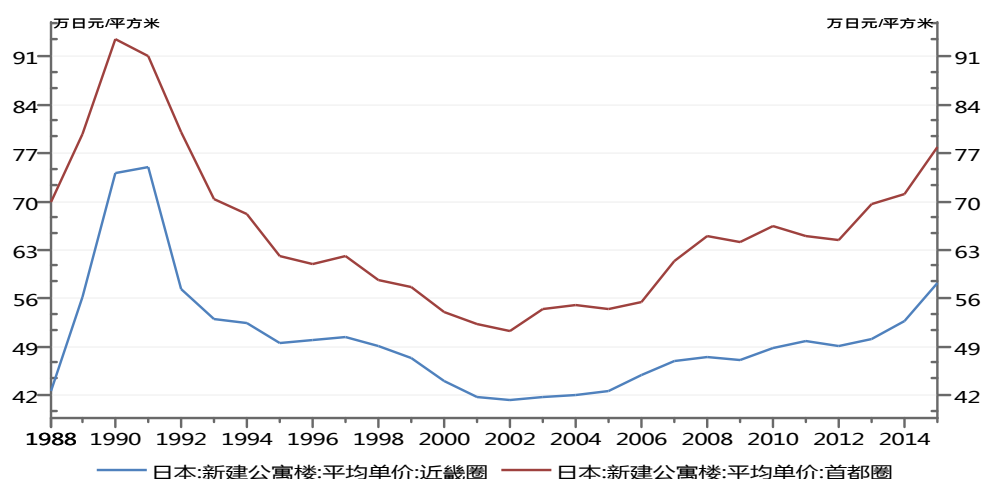
正是基于对一线城市房价仍将继续上涨的预期，部分刚性需求群体担心房价上涨后买房负担加重，在本轮房价上涨潮中加入抢房大军，再加上当前货币流动性充裕，各市场主体投资渠道有限，所以有一些投资资金通过各种渠道流入到一线房地产市场，也助推了本轮房价的上涨。下面本报告试图结合国际大城市房价走势及影响推动因素分析判断当前推动一线城市房价上涨的逻辑是否成立。

二、只要有净人口流入，房价就不会跌？

（一）日本东京：不支撑净人口流入和房价之间的正相关关系

日本房价1990年达到最高点，首都圈均价93.4万日元/平方米（约合4.84万元/平方米），1991年开始下跌，持续下跌11年，2002年跌至最低点51.3万日元/平方米（约合2.66万元/平方米），平均价格最大跌幅达45%。2003年，日本房价又开始上涨，当前首都圈的房价为77.9万日元/平方米（约合4.04万元/平方米），尽管已较最低点上涨51.9%，但仍未涨回最高点水平（见图1）。

图1 日本首都圈、近畿圈新建公寓楼平均单价走势图



数据来源:Wind资讯

从人口数来看，1992年开始日本东京人口数连续下降三年（见表3）。但能否就此推断出是因为人口流入减少，所以房价就下跌了呢？我们认为日本数据

不足以支撑这个结论。首先，从时间先后来看，房价下跌在先（1991 年），人口减少在后（1992 年），按照逻辑，应该是先发生的事情是后发生事情的原因，即人口数的下降可能是受“房价泡沫破灭”的影响。其次，从数据来看，尽管 1996 年开始东京人口已经恢复持续正增长的态势，但房价仍在此后连续下跌了近 7 年之久。

表 3 1880 -2005 年东京人口规模变化(万人)

年份	人口规模	年份	人口规模	年份	人口规模
1880	96	1945	348.8	1994	1179.2
1885	123.4	1950	627.8	1995	1177.4
1890	148.7	1955	803.7	1996	1179
1895	186.8	1960	968.4	1997	1183.8
1900	201.4	1965	1086.9	1998	1190.4
1905	241.1	1970	1140.8	1999	1197.3
1910	287.2	1975	1167.4	2000	1206.4
1915	285.8	1980	1161.8	2001	1217.8
1920	369.9	1985	1182.9	2002	1229.2
1925	448.5	1990	1185.6	2003	1238.8
1930	540.9	1991	1187.9	2004	1247.8
1935	637	1992	1187.8	2005	1257.7

数据来源：日本总务省统计部，东京统计年鉴。

<http://www.toukei.metro.tokyo.jp/tnenkan/tn-eindex.htm>, 2010-02-17

（二）纽约房价下跌时新增人口反而明显增加一个量级

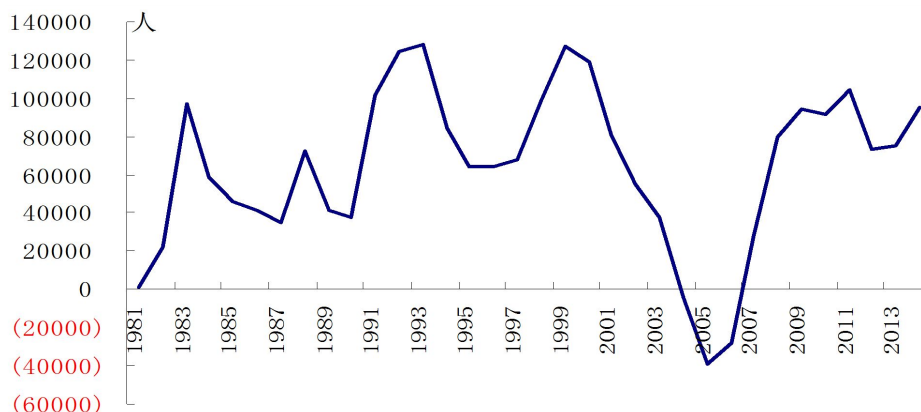
纽约州 2008 年房价下跌时，当年及之后的新增人口数反而较前六年（2002-2007）明显增加一个量级（见表 3、图 1）。2008 年纽约新增人口 8.01 万人，较 2007 年新增人口数多 5.24 万人，较 2006 年新增数多 10.81 万人，较 2005 年新增数多 11.91 万人。



表 3 纽约州每年新增人口

年份	新增人口数(人)	年份	新增人口数(人)
2000	119,055.00	2007	27,704.00
2001	81,058.00	2008	80,101.00
2002	54,962.00	2009	94,630.00
2003	38,139.00	2010	91,162.00
2004	-4,372.00	2011	104,500.00
2005	-38,957.00	2012	73,397.00
2006	-27,979.00	2013	75,002.00
2007	27,704.00	2014	95,100.00

图 2 纽约州年新增人口折线图



可见，人口净流入并非房价只涨不跌的理由，只要房价存在泡沫，当泡沫积到一定程度开始破裂的时候，所谓人口净流入是无法阻挡房价下跌的。这个道理和股市泡沫破灭时是一样的。更进一步，有观点认为，不能拿中国和日本比，因为中国人口总量多，人口蓄水池要远多于日本，所以，一线城市人口潜在流入量将大大多于日本东京。这个观点有一定道理，可是深入分析却发现此观点难以成立。首先，从实际情况来看，近年来一线城市基于城市承载能力考虑开始控制人口数量，人口政策呈逐渐收紧的态势，一线城市的人口流入已趋缓（见图 3），上海市 2015 年的人口数已出现负增长，未来大城市人口控制政策

预计也不会过于放松。其次，按照人口密度来看，北京、上海人口密度远低于韩国首尔、美国纽约和日本东京（见表4）。这些城市在高人口密度、高人均收入的前提下，房价绝对值也没有比我国一线城市高太多，这说明当前我国一线城市的房价也许已经提前消化了未来潜在的人口流入对房价上涨的推动影响。2015年美国、日本、韩国城镇居民人均可支配收入分别为4.16万美元（约合25.9万元人民币）、151.5万日元（约合7.9万元人民币）、142.2亿韩元（约合7.9万元人民币），2015年北京、上海、深圳分别为4.85、4.99、4.46万元人民币，可见，三个城市所在国家的人均收入均高于我国一线城市的人均可支配收入，那么作为首都的纽约、东京、首尔的人均收入更将远高于我国一线城市。

图3 北京、上海、深圳年新增人口折线图

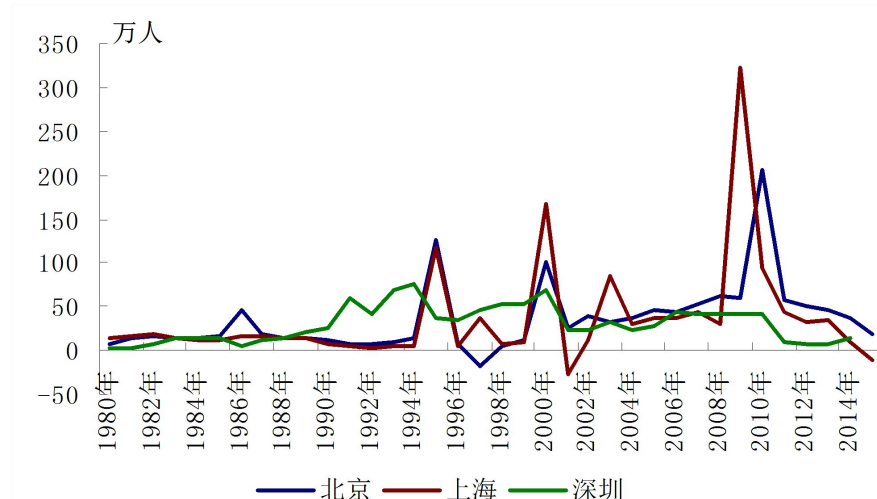


表4 2015年中国北京、上海、深圳、日本东京、韩国首尔、美国纽约人口密度

城市	占地面积 (平方公里)	人口 (万人)	人口密度 (人/平方公里)
北京	16412	2170.5	1322
上海	6339	2415.27	3810
深圳	1,997	1,077.89	5398
东京都	2191	1350.66	6160
首尔	605.77	1014	16739
纽约	789	849	10760

数据来源：WIND，日本总务省统计局，百度百科。

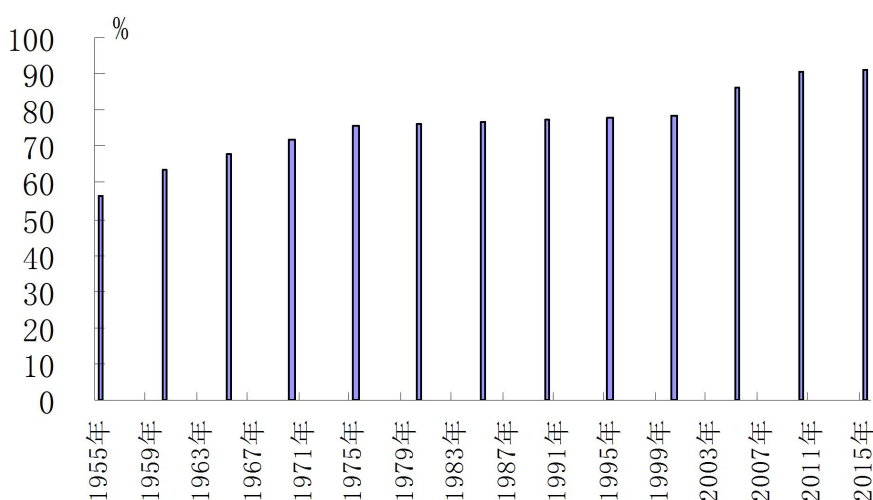
注：东京都是比东京更大一级的行政单位。



三、中国城镇化率较低，所以房价会持续上涨？

从城镇化率来看，日本 1992 年房价下跌时期，城镇化率为 77.37%，尽管处于较高的水平，但随后日本城镇化率每年仍在不断提高，增幅甚至较前期有所增加：1985 年至 1990 年，日本城镇化率五年总共仅增加 0.64%，年均增加仅 0.13%，但此阶段房价却节节攀升。1985 年，东京都的商业用地价格指数为 120.1（以 1980 年为基期 100），但到了 1988 年就暴涨到了 334.2，在短短的三年间暴涨了近 2 倍。东京都中央区的地价上涨了 3 倍。1990 年，仅东京都的地价就相当于美国全国的土地价格，国土面积相当于美国加利福尼亚州的日本，土地的总价值几乎是美国的 4 倍。而在 1991-2005 年，城镇化率每年增加数高达 0.6%，明显高于 1985-1990 年，但从 1991 年开始，日本房地产泡沫开始崩溃，泡沫经济的虚假繁荣宛如空中楼阁一般轰然倒塌，股价和房价大幅下跌，日本经济进入长期的萧条期。

图 3 日本城镇化率柱形图



拉长时间来看，日本房价上涨时间要远多于下降时间，因此，长期来看城镇化率的提高必然会推动房价的上涨，但短期内二者之间没有必然的正相关关系，会出现波动。

综上，尽管从长期来看人口持续流入和城镇化率的持续提高对房价的拉动

推高是基本趋势，但其都不足以支撑房价持续无上限的上涨，包括短期内的暴涨。换句话说，可能房价用 5 年时间逐步增长 50% 是合理的，但如果一年甚至几个月内就增长 50% 就是不合理的，这也是泡沫的一种。只要市场存在泡沫，泡沫破裂、房价下降就是确定的，不确定的只是下降的时间。

四、未来中国一线城市房价可能的变数

（一）是什么原因引发了日本东京和美国纽约房价的下跌？

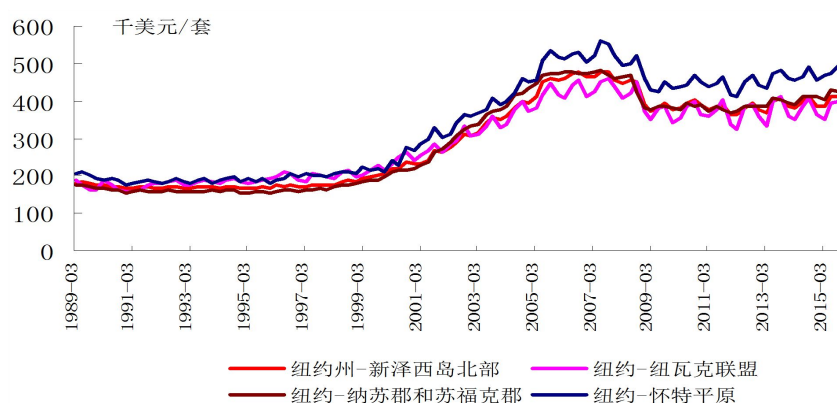
日本房价下跌的直接原因是货币政策的变化引起住房供需发生了逆转。日本政府基于抑制不断攀升的房价、股价考虑，1989 年 5 月至 1990 年 8 月，5 次上调中央银行贴现率从 2.5% 至 6%，货币供应量的增长速度也由 1989 年的 12% 下降到 1991 年的 2%。同时，日本要求所有的商业银行大幅削减贷款。贷款成本以及贷款难度同时增加，楼市有效需求减少导致价格低迷，进一步使得企业抵押资产价值日益缩水，日本的银行担心企业的偿债能力而不愿放贷给企业，这造成了企业的正常经营借款通道因为银行的惜贷而被封死，其后果导致了大批企业由于日常的运营资金不足而倒闭。资本市场方面，由于企业资产的缩水，其股票价格大跌，使得投资者对企业的信心下降，投资者纷纷抛售企业股票，企业试图增发新股进行融资的通道也被打断。货币和资本市场的双重打击，使得企业没有资金去投向房地产，市场对土地和房屋的需求大幅萎缩。企业此时不可能再从银行借到资金来偿还旧债，因而只能变卖手中的土地和持有的股票。另外对于某些企业拖欠偿还借款的问题，日本的银行则自行变卖借款企业的抵押不动产，来保证银行资产的安全，这无疑又加大了短期内房屋和土地的供给，使得以前所囤积的房屋和土地得到大量的释放。土地和房屋的供给在短期内猛增，有效需求和有效供给瞬间发生逆转，直接导致了房地产泡沫的破裂。

贷款利率的提高也是美国房价下跌的直接诱因。美国房价在 2007 年最高峰，2008 年美国房市像多米诺骨牌一样崩盘，2012 年跌倒谷底（见图 4）。在次贷危机前，美国住房市场出现了一个长达 6 年的繁荣期，这使得人们对于住房市场存在一个过分高估的积极心理，认为只要买房一定可以升值，而且升值的空间一定大于贷款的利率。这样的心理导致很多人贷款买房，而金融机构也借着



房地产的繁荣过度开发住房抵押贷款，甚至鼓励那些没有固定收入、还贷风险很高的人也来贷款买房，这样的情况导致美国房地产泡沫越吹越大。而由于房地产泡沫的出现，政府采取提高利率等调控措施，次贷还款利率大幅上升，同时，随着华尔街加快裁员的步伐，高价住房按揭短款资金干枯，纽约地区价值在 500 万美元或更高价的公寓和乡镇别墅的价格持续下跌，使纽约房市成为美国富人和中产阶级的噩梦。纽约证券业共也不过 30 万人从事证券业，但当时裁掉了 5 万人；对冲基金业像是得了营养不良，投资者从基金中大量抽回投资。作为曾经的豪宅主力购买者，对冲基金经理人自顾不暇，没有精力去投资买房。尽管房价大幅回落，但高端住房库存仍有增无减。根据 Streeteasy.com 历史数据显示，纽约挂牌销售的 500 万美元或更高价住房的数量，2008 年是 518 处，2009 年底则增至近 1000 处。也许正是因为华尔街大裁员带来的负面影响，纽约地区房价贬值比全美平均值要更多。据不动产评估公司 MillerSamuel 数据，曼哈顿 500 万美元或以上豪华住宅的售价中值，从 2008 年 1 季度到 3 季度，下跌近 20%；到了年底，又暴跌了 20%，一年时间跌了将近一半。当时，纽约房市面临的另一紧要问题是缺少按揭贷款资金。曼哈顿此前每笔按揭贷款数量都很大，至少在 65 万美元以上。因交易这类贷款的二级市场已关闭，所以像花旗等大银行都紧缩按揭贷款。贷款银行通常在整栋住宅有一半售出后才肯发放贷款。这对那些新开发的项目更是雪上加霜，且银行对首付款要求更高。住房市场的持续降温也使购房者出售住房或者通过抵押住房再融资变得困难。这种局面直接导致大批次级贷款人不能按期偿还贷款，银行收回房屋，进行拍卖，市场上供需失衡，导致房屋价格不断下跌。

图 4 美国纽约房价折线图



（二）日本、美国、韩国房价下跌时是大城市先下跌还是中小城市？

从日本来看，一线城市下跌的时间要比其他城市早，且跌幅也更大（见图 5、图 6）。日本当年房价上涨的时候一线城市的涨幅要远高于其他城市，如首都圈涨幅就远高于近畿圈，其中东京涨的最快最高。这大概日本人也相信，日本只有一个东京，东京掌握着教育、医疗、金融、就业等资源。下跌时也是一线城市跌得多，这个道理其实不难理解，因为下跌之前一线城市的累计涨幅远高于非一线城市，因此跌起来的时候也就更多。这和股市道理是一样的，估值越高，泡沫越大，熊市时跌起来就越狠。六大一线城市住宅地价指数 90 年到 15 年下跌 75%，跌幅远高于同期除六大一线城市外的主要城市（下跌 47%）。

图 5 日本城市土地价格指数折线图

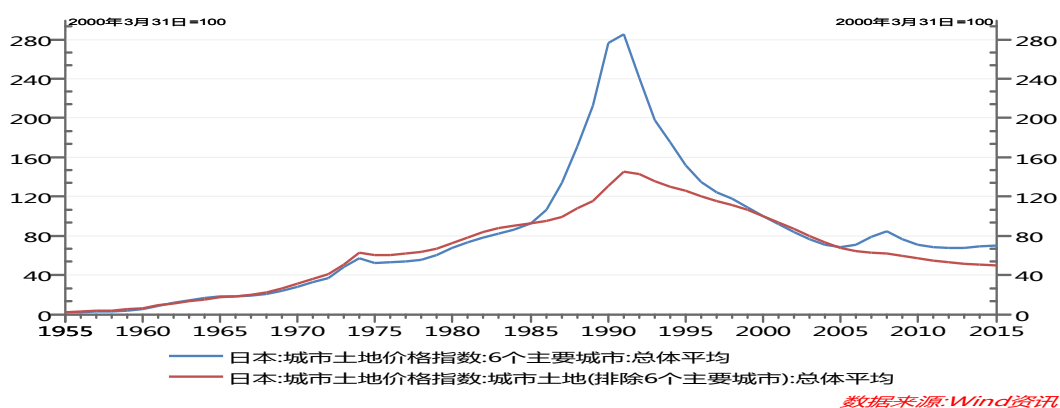
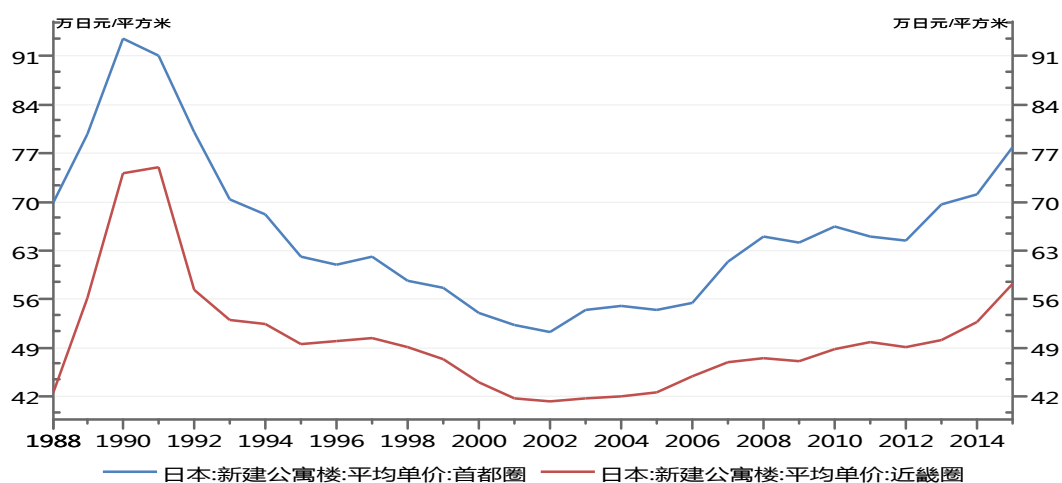


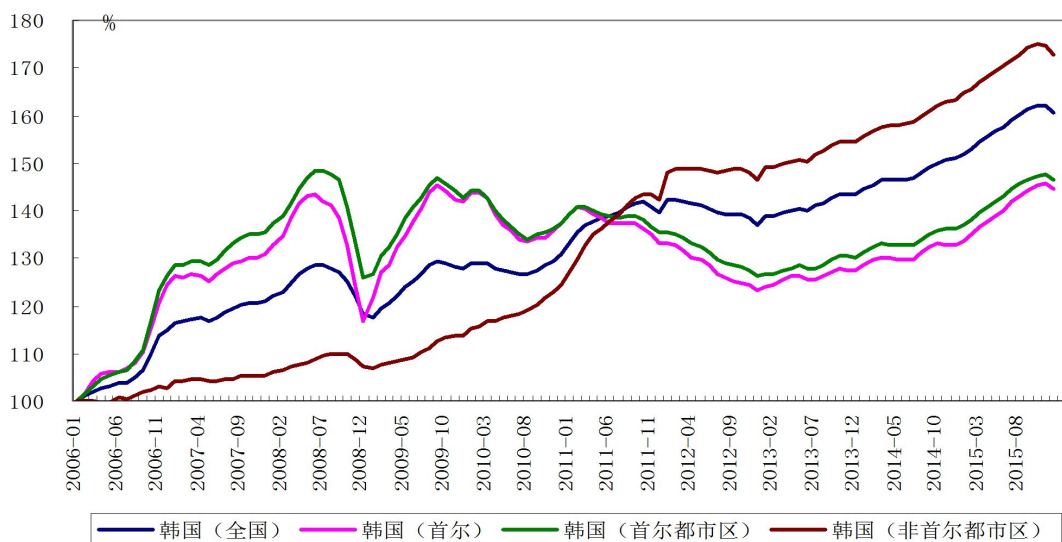


图6 日本新建公寓楼价格折线图



美国纽约楼市的下跌是从曼哈顿开始,逐渐蔓延至靠近房灾周边的新泽西和康涅狄格州的地区,康州 Fairfield 县、纽约长岛、纽约州 Westchester 县,受灾均超过 30%,最严重的,跌了 50%。韩国也是一线城市首尔先跌。2011 年在首尔房价下跌时,非首尔区没有随之下降反而持续上涨。

图7 韩国房屋价格指数折线图(2006年1月=100)



(三) 中国一线城市未来房价走势可能的变数

2013年诺贝尔经济学奖得主 Robert Shiller 在其《非理性的繁荣》一书中指出：非理性的繁荣是基于心理基础的投机泡沫，资产价格的上涨挑起投资者的热情，并不断在投资者中散播、“传染”；在传播过程中整个故事会被放大，以证明当前价格的合理性；后续的投资者尽管怀疑资产本身的价值，但出于嫉妒别人的成功或享受做赌徒的快感，也会参与进来。也就是说，在非理性的繁荣中，新进入的投资者多是受到资产价格上涨的吸引，而不再关注资产本身的价值，甚至进入到一种编织各种故事来给自己增加信心的状态；而其实越是上涨，投资者的内心深处就越脆弱，一旦大的形势有所变化（例如货币收紧等政策变化），投资者的风险偏好程度也会转变。回顾历史上每一次泡沫的产生和破灭基本都是这样的过程。

一线城市尽管拥有更多的资源优势，但一旦市场风向逆转，下跌的噩运也将难以避免。近十年来，一线楼市的平均租金上涨约 1-1.5 倍，而房价涨幅超过 5 倍，租售比从 5% 一路下降降到不到 2%，也就是说房价的涨幅是房租涨幅的 2-3 倍。可见，一线房价持续暴涨的根本原因在于房屋分配不均而非绝对数量不足。否则的话，一线城市的租金水平也应该与房价同幅度上涨。一线城市早就已经进入了存量二手房时代，现行限购政策表面看起来是在抑制投资需求，缓解了需求压力，但由于限购指标的存在，多套房所有者如果将房子卖掉就再也买不回来了，因此除非不得已这些人是绝对不会卖房的。现行限购政策在抑制需求的同时也在抑制二手房供给，这是限购政策难以解决一线城市房价问题的根本原因。未来解决一线高房价的方法就是在限购基础上对多套房开征累进房产税，遗产税、房屋空置税以及从严征收转让所得税。这些政策会让囤房成本大增，炒房者无利可图，巨量的二手存量房源就会被逼入市场，在加大二手房的供给的同时又抑制了投资投机房产的需求，高房价问题自然解决。

总体来看，一线城市房价未来可能的变数在于会引起市场风险偏好变化的事件。具体引发事件很难猜测，但对比国际和我国一线市场住房市场生态差异以及其房价下跌的教训，要警惕下列两种情况的发生可能对房市带来的影响。一是要警惕货币政策转向可能带来的影响。结合日本和美国的经验教训，货币



政策如果逐渐收紧，可能会改变楼市继续上涨的预期。本轮一线城市房价上涨，一个重要原因是央行为了配合供给侧改革稳经济而实施了宽松的货币环境，未来一旦经济企稳复苏或者供给侧改革告一段落，那么货币政策就会逐渐收紧，楼市继续上涨的预期可能会改变。二是**房产税政策出台的风吹草动也会影响到楼市走势**。当前中国和其他国家房地产市场不同之处，除了中国房屋本身有户口等资源捆绑之外，还有持有成本的不同。日美韩各国有关房产税、遗产税、赠与税等，持有成本要远高于中国。美国每年的房地产税约是住房价值的 1-3%，此外，还有遗产税，美国的遗产税实行累进税率，房子的价值越高，纳税比例越大，最高达 55%；日本每年的房地产税约是住房价值的 5% 左右，而且，日本还规定了，房子买卖要交重税，赠与也要交税。所以，受房产税和遗产税等影响，当前日本人和美国人希望通过投资房产增值的积极性不高。我国一旦明确开征房产税等增加房屋持有成本的政策，预计住房有效需求将明显减少，难保不会导致房价向下逆转。