



易居季度报告系列

2019 年三季度

金融环境与房地产研究

2019 年三季度中国房地产业金融环境

2019 年三季度中国房地产业金融环境评估

中国房地产业金融环境和房地产市场的关系

中国房地产业金融环境指数连降两个季度，依然“偏紧”， 预计百城房价同比涨幅将继续收窄

报告摘要：

- 1、2019年三季度，M2-GDP-CPI 小幅下降，连续8个季度为负；M1 同比增速小幅下降；中国一年期国债收益率小幅下降；个人住房贷款余额同比增速连续10个季度收窄；全国首套房贷平均利率小幅上升；房地产开发企业到位资金同比增速小幅回落。
- 2、从2015年一季度开始，中国房地产业金融环境指数不断攀升，于2016年一季度达到阶段性高点，此后连续9个季度下跌，2018年二季度创2012年二季度以来6年新低，2018年全年在偏紧区间的中部位置低位盘整。2019年一季度，金融环境指数上行，二三季度小幅下行，目前处于偏紧区间的偏上位置。综合判断，2019年四季度中国房地产业金融环境指数将继续保持低位盘整，停留在“偏紧”区间的可能性较大。
- 3、2019年三季度，中国房地产业金融环境指数相比去年虽有上行，但仍处于偏紧状态，预计在“房住不炒”的大背景下，短期内全国性的调控政策还不会放松，四季度商品房成交面积大概率难有大起色，预计仍将低位盘整，四季度房价同比涨幅将继续收窄。

房地产业作为一个资金密集型行业，对资金有很强的依赖性，金融环境的变化直接影响房地产市场。因此，持续跟踪金融环境的变化，对于研究楼市变化非常重要。本报告以季度为时间节点，旨在分析房地产业运行的金融环境发展变化状况，力图通过跟踪研究金融环境和房地产数据，剖析二者的相互关系，尤其是通过金融环境的变化研判房地产市场趋势。

本报告从房地产业面临的金融环境，共选取6个最具代表性指标，对指标体系中各指标进行标准化处理后，和各指标权重相乘，即可得出当期中国房地产业金融环境指数。

根据2011年以来6个指标波动情况，利用五分法将金融环境指数分为五个区间，分别为“宽松”、“偏松”、“正常”、“偏紧”、“紧张”，分别以“红色区”、“黄色区”、“绿色区”、“浅蓝色区”、“蓝色区”表示。需要指出的是，本区间划分仅是根据2011年以来指标的波动区间情况所做出的相对划分，并非绝对概念。

表 1 中国房地产业金融环境指数区间划分

金融环境状况评定	宽松	偏松	正常	偏紧	紧张
指数	$[0.7, +\infty)$	$[0.2, 0.7)$	$[-0.2, 0.2)$	$[-0.7, -0.2)$	$(-\infty, -0.7)$
区域划分	红色区	黄色区	绿色区	浅蓝色区	蓝色区

数据来源:易居研究院

一、2019 年三季度中国房地产业金融环境

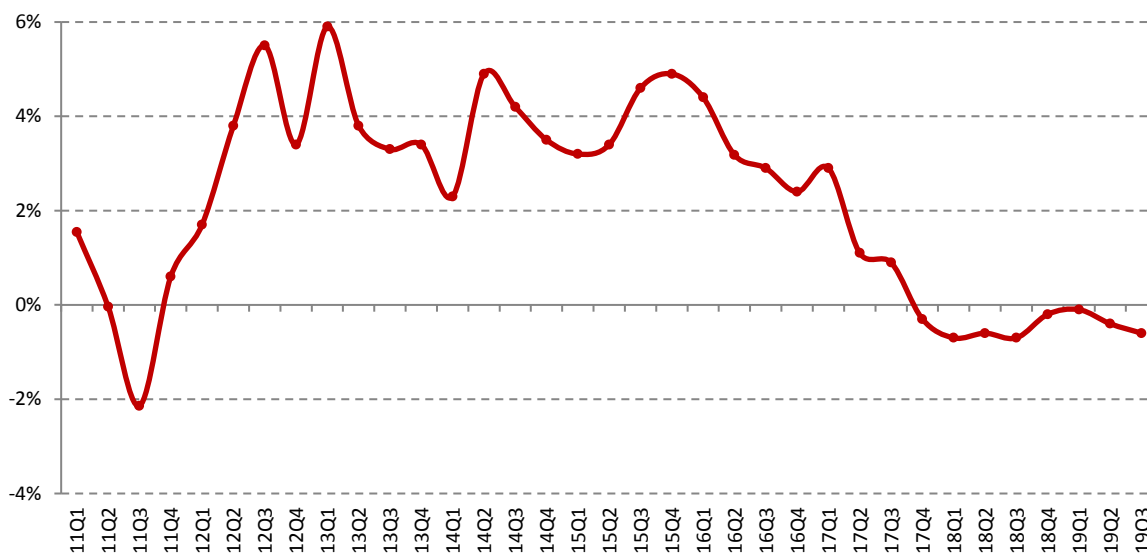
1、M2-GDP-CPI 连续 8 个季度为负

货币供应，主要是为了满足经济增长的需要，同时物价上涨也需要新增加一部分货币。那么，可以近似的认为，广义货币增速减去经济增速、减去消费品价格增速，所得到的增速差额，可以用来衡量潜在流进资产市场的货币增速，该增速差额越大，意味着越可能推高房价（属于资产价格），反之，该增速差额越小，意味着越不可能推高房价。

从 2011 年三季度至 2012 年三季度，M2-GDP-CPI 的增速差额一路上行，从-2.1%上升到 5.5%，此后该增速差额在 4%附近振荡前行，一直延续到 2015 年底。之后，从 2016 年初至今，该增速差额保持了下行趋势，2017 年四季度开始进入负区间。2019 年三季度，该增速差额为-0.6%，与二季度的-0.4%相比小幅下降，主要是三季度 CPI 同比涨幅比二季度扩大了 0.3 个百分点。目前该指标已连续 8 个季度呈负值，2018 年四季度和 2019 年一季度连续 2 个季度回升后，二三季度又连续小幅下降。三季度 CPI 涨幅扩大受猪肉等食品价格上涨影响较大，本轮 CPI 的上行主要是由猪价上涨带来的结构性通胀，扣除食品和能源的核心通胀水平仍然处在低位。预计 2019 年四季度 M2-GDP-CPI 的增速差额将继续小幅震荡，依然保持在偏低位置。

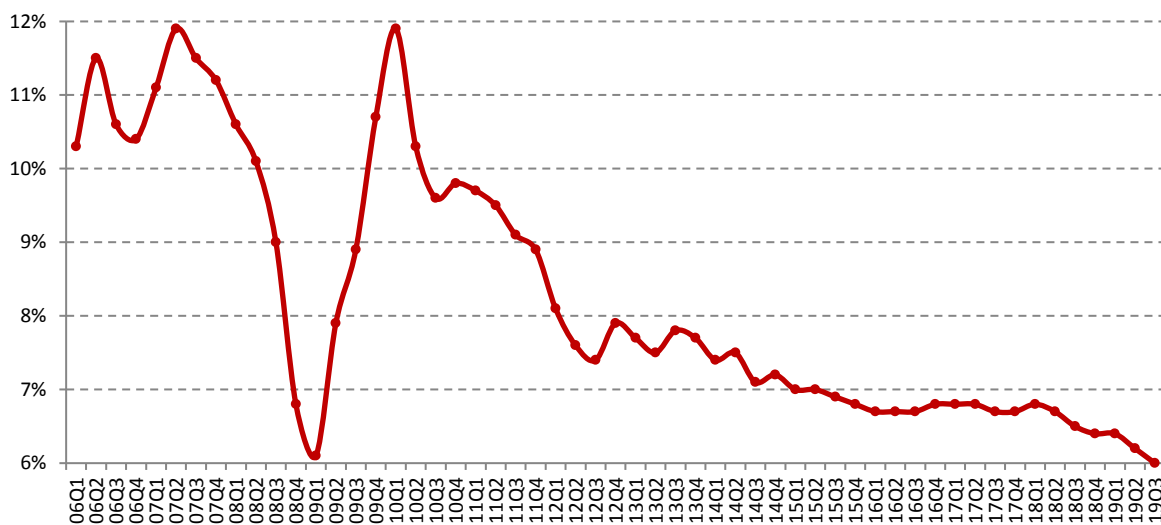
根据历史经验判断，该增速差额的合理区间为 2%-3%。目前该增速差额低于合理水平，意味着会略制约经济的增速（但有助于实现经济有质量的增长），但同时有利于控制房价的大涨。2019 年 3 月政府工作报告首次提出，M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。预计随着金融进一步回归为实体经济服务，比过去低一些的 M2 增速将成为新常态，而 M2-GDP-CPI 的增速差额也可能维持在较低水平，不会对楼市造成“大水漫灌”。

图1 M2-GDP-CPI 同比增速



数据来源：中国人民银行、国家统计局、易居研究院

图2 GDP 增速季度



数据来源：国家统计局、易居研究院

2、M1 同比增速小幅下降

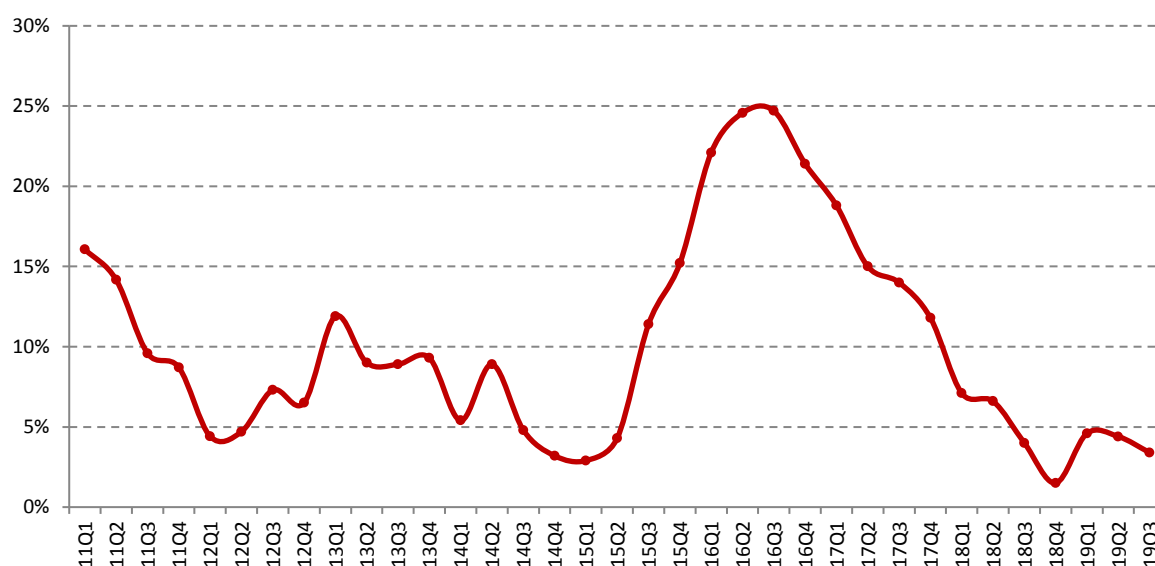
M1，狭义货币供应量， $M1=M0+$ 企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款。M1 是经济周期波动和价格波动的先行指标，M1 增速高，则楼市升温；M1 增速低，则楼市降温。

从 2011 年一季度至 2012 年一季度，M1 同比增速处于下行通道，之后触底反弹，于

2013年一季度达到阶段性高点，此后震荡下行，于2015年一季度跌至谷底2.9%，然后经历了较长的上涨时间，于2016年三季度达到峰值24.7%，此后步入下行通道，下跌趋势延续至2018年四季度。2019年1月M1同比增速创2011年以来的最低点0.4%，2月开始震荡上行，一季度末M1同比增速为4.6%，二季度M1同比增速微幅下降。

2019年三季度末，M1同比增速为3.4%，比上季度末小幅下降1个百分点，比上年同期下降0.6个百分点。一季度以来M1同比增速有所上升，说明实体经济所处的流动性环境有所改善，目前来看本轮周期M1同比增速的最低点大概率已经见到。目前M1同比增速虽已企稳上行，但仍处于历史较低水平，考虑到去年四季度的基数较低，预计2019年四季度M1同比增速将小幅上行，依然维持在偏低位的可能性较大。

图3 M1同比增速



数据来源：中国人民银行、易居研究院

3、中国一年期国债收益率小幅下降

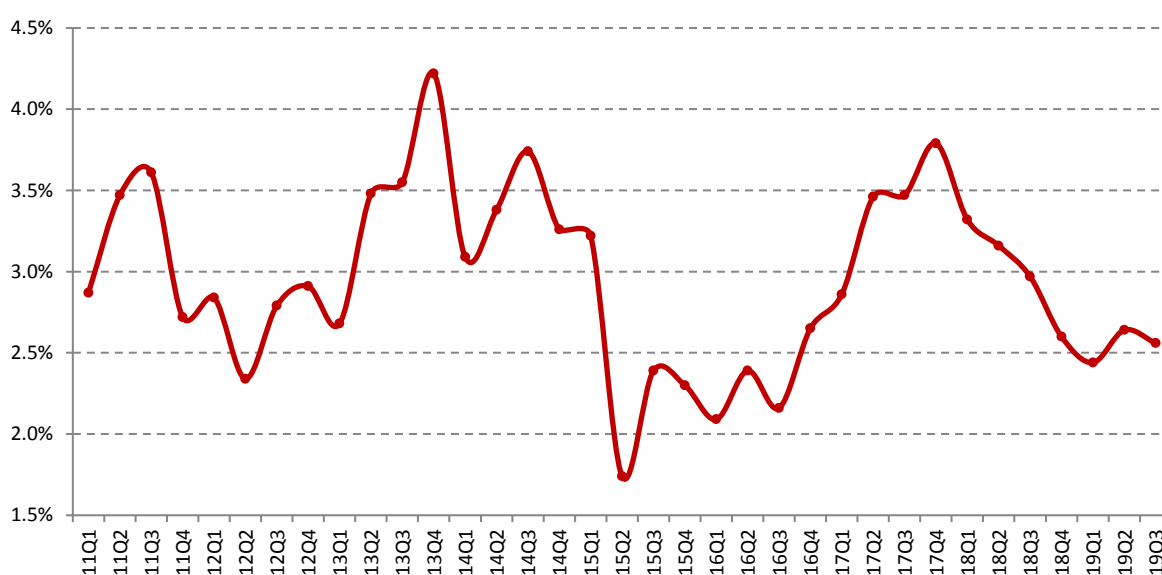
一年期国债属于短期国债，主要受利率政策和短期流动性的影响，能够更好地反映利率周期与社会资金价格变化。

2011年初至7月央行共加息3次，国债收益率快速上行。2012年6月和7月2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，国债收益率大幅下行后盘整至2016年三季度。2016年四季度后国债收益率开始上行，

从三季度末的 2.2% 快速上行至 2017 年四季度末的 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 年以来央行 6 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 年三季度，央行实施降准后，国债收益率小幅下行。后续来看，随着全球货币宽松预期强烈，四季度中国一年期国债收益率有望继续下行，2019 年 1 月大概率不会是本轮周期的阶段性低点。

图 4 中国一年期国债收益率



数据来源：中国人民银行、易居研究院

4、个人住房贷款余额同比增速连续 10 个季度回落

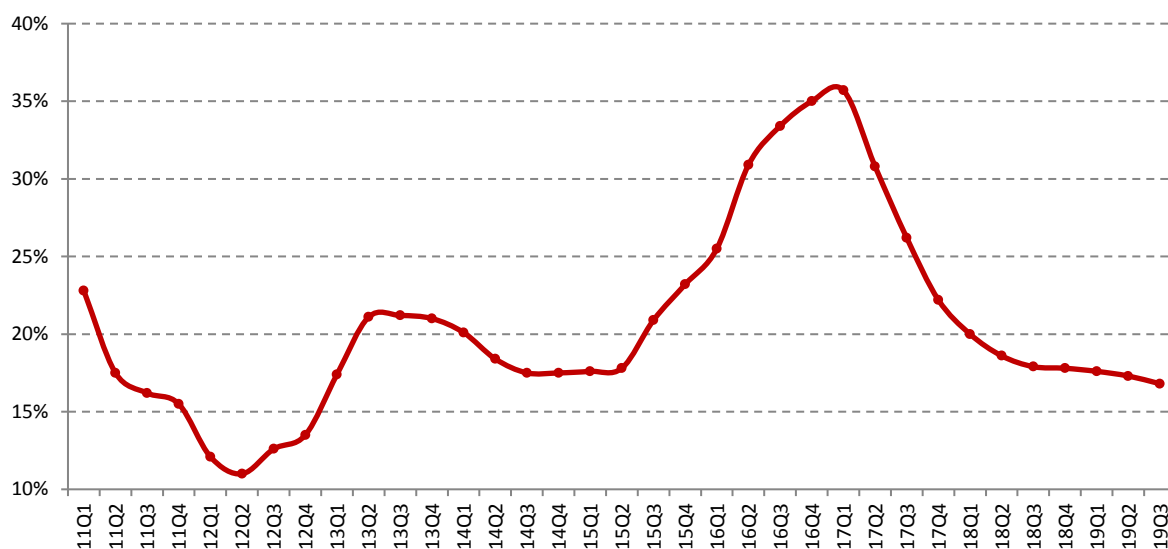
个人住房贷款余额由中国人民银行每个季度定期发布，反映的是居民购房的贷款情况。

2011 年一季度至 2012 年二季度，个人住房贷款余额同比增速持续回落，随后止跌回升，持续回升到 2013 年二季度，然后走势变为稳中有降，一直到 2015 年二季度都较为平稳，此后于 2015 年三季度开始了快速上升，于 2017 年一季度达到了 35.7% 的高峰，此后开始步入下行通道，截至 2019 年三季度已经连续 10 个季度回落，2018 年四季度以来下行趋势明显有所趋缓。

2019 年三季度末个人住房贷款余额同比增速为 16.8%，分别比上季度和上年同期低

0.5 和 1.1 个百分点。今年前三季度全国商品房销售面积同比下降 0.1%，大部分城市房价逐渐趋稳，因此个人住房贷款余额同比增速也逐渐下行。预计四季度全国商品房销售面积难有大起色，全国个人住房贷款余额增长依然乏力，同比增速继续小幅回落的概率较大。

图 5 全国个人住房贷款余额同比增速



数据来源：中国人民银行、易居研究院

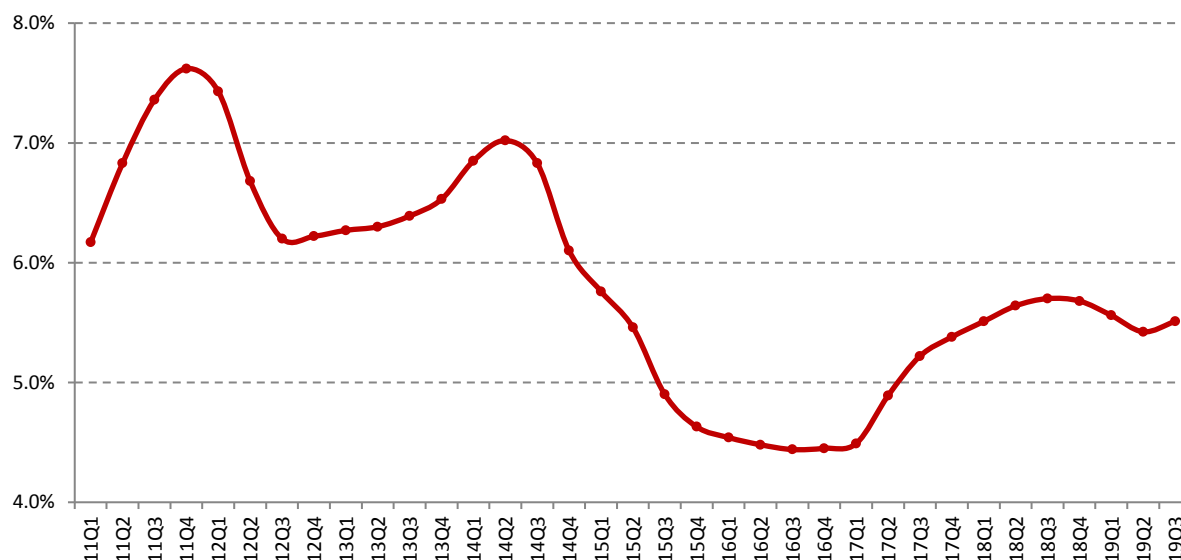
5、全国首套房贷平均利率小幅上升

2011 年全年，全国首套房贷平均利率持续攀升，于 2011 年底达到 7.62% 的峰值，此后开始回落，于 2012 年三季度跌至 6.20% 的谷底，2013 年缓慢上涨，并于 2014 年二季度达到 7.02% 的峰值，随后便步入下行区间，连续 9 个季度持续下跌，并于 2016 年三季度跌至 4.41% 的谷底，之后触底反弹，上行趋势延续至 2018 年三季度，连续 8 个季度上升，2018 年四季度至 2019 年二季度连续 3 个季度下降。

2019 年三季度末全国首套房贷平均利率为 5.51%，分别比上季度末高 0.09 个百分点，比上年同期低 0.19 个百分点。全国首套房贷平均利率不仅与市场利率有关，也受房地产调控政策影响，今年二季度以来，部分城市收紧了调控政策，5 月份以来部分热点城市首套房贷利率也纷纷上调，6 月份以来全国首套房贷平均利率已连续 4 个月上升。国庆长假后，全国住房按揭贷款市场执行了新的 LPR 定价机制，但从各地的执行情况来看，与之前的贷款利率相比基本保持稳定。若年内 5 年期 LPR 不调整，预计全国首套房

贷平均利率将继续横盘小幅震荡。

图6 全国首套房贷平均利率



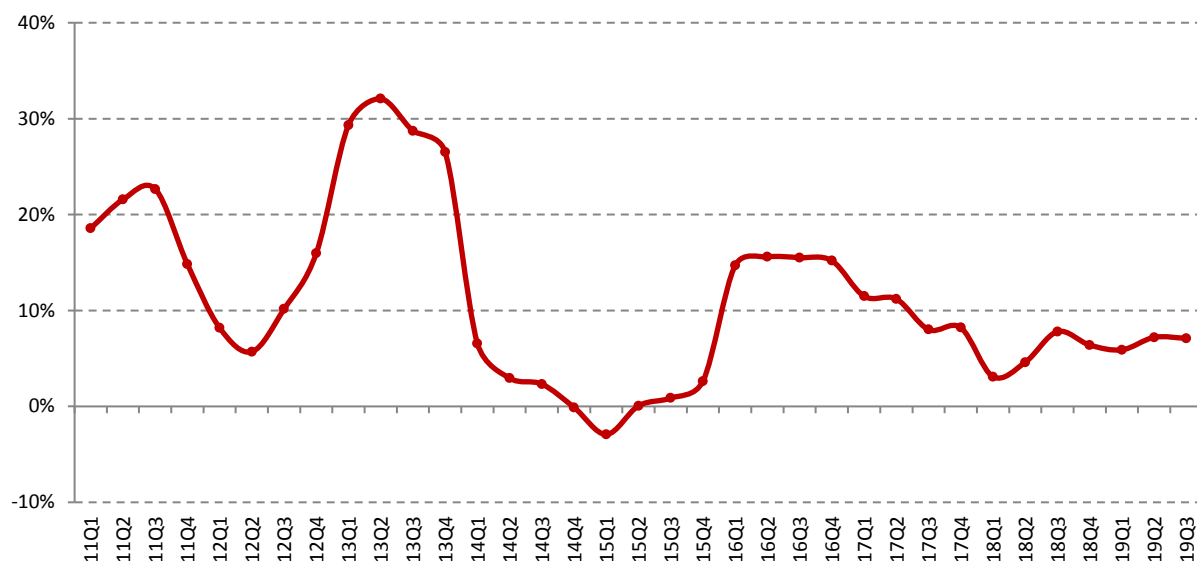
数据来源：中国人民银行、融360、易居研究院

6、房地产开发企业到位资金同比增速小幅回落

2011 年前三季度，房地产开发企业到位资金同比增速保持提高态势，之后在 2011 年底大幅跳水，之后触底反弹，在 2012 年震荡上行，于 2013 年二季度触顶，此后进入下行区间，在 2014 年四季度跌至-6.3%的谷底，然后进入上升通道，于 2016 年二季度到达阶段性高点，随后震荡下行至 2018 年一季度。2018 年二三季度有所回升，四季度至今小幅震荡。

2019 年前三季度，房地产开发企业到位资金同比增速为 7.1%，比上季度低 0.1 个百分点，比上年同期低 0.7 个百分点。今年上半年，大中开发商发债量大增，其中美元债为主，缓解了部分房企的资金压力。但 5 月底以来房地产信托、银行贷款、境内外发债、ABS 等融资渠道纷纷收紧。8 月底，多家银行获得央行窗口指导，自即日起开始收紧房地产开发贷额度，原则上开发贷控制在 2019 年 3 月底时的水平。考虑到四季度市场整体销售难以大幅回升，房地产企业的资金压力仍然很大。预计 2019 年四季度房地产开发企业到位资金同比增速继续小幅回落的可能性较大。

图7 房地产开发企业到位资金同比增速



数据来源：国家统计局、易居研究院

二、2019年三季度中国房地产业金融环境评估

1、房地产业金融环境指数小幅下降

根据2019年三季度各项指标数据，计算出中国房地产业金融环境指数。三季度，中国房地产业金融环境指数为-0.4，较上季度下降0.04，较去年同期上升0.14。

从2015年一季度开始，中国房地产业金融环境指数不断攀升，于2016年一季度达到阶段性高点，此后连续9个季度下跌，2018年二季度创2012年三季度以来6年新低，2018年全年在偏紧区间的中部位置低位盘整。2019年一季度上行至偏紧区间的偏上位置，二三季度小幅下行，依然在偏紧区间的偏上位置。

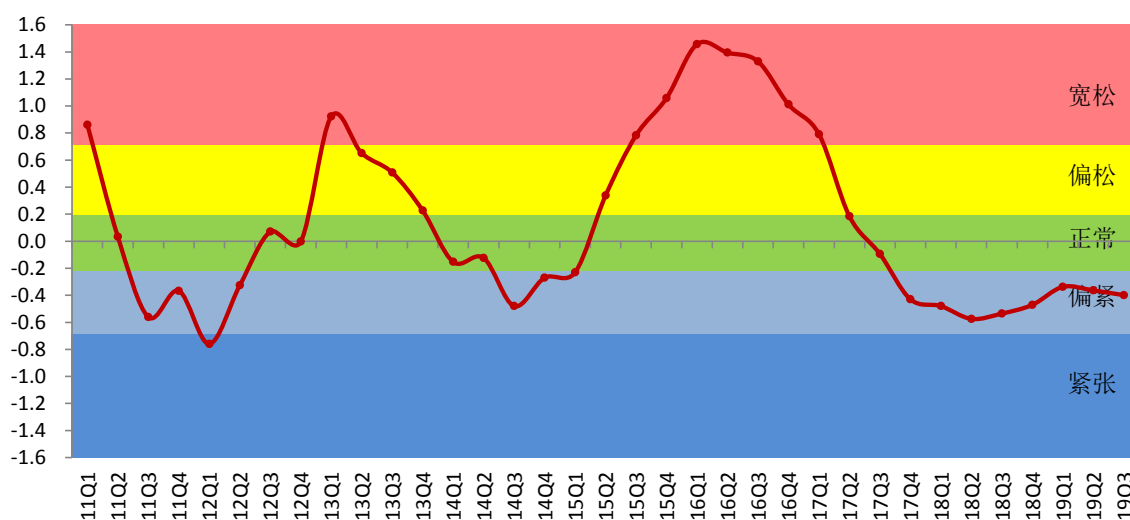
表2 中国房地产业金融环境指数

年份		金融环境指数	状况评定	所属区域
2011年	第一季度	0.86	宽松	红色区
	上半年	0.03	正常	绿色区
	前三季度	-0.56	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.37	偏紧	浅蓝色区
2012年	第一季度	-0.76	紧张	蓝色区
	上半年	-0.33	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	0.07	正常	绿色区
	全年	0.00	正常	绿色区
2013年	第一季度	0.92	宽松	红色区
	上半年	0.65	偏松	黄色区

	前三季度	0.51	偏松	黄色区
	全年	0.23	偏松	黄色区
2014年	第一季度	-0.15	正常	绿色区
	上半年	-0.12	正常	绿色区
	前三季度	-0.48	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.27	偏紧	浅蓝色区
2015年	第一季度	-0.23	偏紧	浅蓝色区
	上半年	0.34	偏松	黄色区
	前三季度	0.78	宽松	红色区
	全年	1.06	宽松	红色区
2016年	第一季度	1.46	宽松	红色区
	上半年	1.39	宽松	红色区
	前三季度	1.33	宽松	红色区
	全年	1.01	宽松	红色区
2017年	第一季度	0.79	宽松	红色区
	上半年	0.18	正常	绿色区
	前三季度	-0.09	正常	绿色区
	全年	-0.43	偏紧	浅蓝色区
2018年	第一季度	-0.48	偏紧	浅蓝色区
	上半年	-0.57	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	-0.54	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.47	偏紧	浅蓝色区
2019年	第一季度	-0.34	偏紧	浅蓝色区
	上半年	-0.36	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	-0.40	偏紧	浅蓝色区

数据来源：易居研究院

图8 中国房地产业金融环境指数彩虹图



数据来源：易居研究院

2、预计 2019 年四季度房地产业金融环境指数依然在“偏紧”区间

今年以来，从中央到监管层多个会议密集释放的信号可以看出，稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，不会“大水漫灌”，但也不会收紧，预调微调的力度将加大。但 5 月底以来房地产信托、银行贷款、境内外发债、ABS 等融资渠道纷纷收紧。8 月底，多家银行获得央行窗口指导，自即日起开始收紧房地产开发贷额度，原则上开发贷控制在 2019 年 3 月底时的水平，预计四季度房企的资金压力将加剧。

展望四季度，预计 M2-GDP-CPI 的增速差额将保持在偏低位置。目前 M1 同比增速已见底反弹，依然维持在偏低位。随着楼市成交放缓和房价涨幅收窄，个人住房贷款余额同比增速和房地产开发企业到位资金同比增速将继续小幅回落。随着全球货币宽松预期强烈，国内货币政策将有相对更多的宽松空间，一年期国债收益率年内有望继续下行。但是 5 月份以来，南宁、合肥、南京、成都、天津、福州等多地上调房贷利率，6 月份以来全国首套房贷平均利率连续 4 个月上升，若年内 5 年期 LPR 不调整，房贷利率大概率横盘震荡。综合判断，本轮中国房地产业金融环境指数最低位可能已经过去，即 2018 年；2019 年四季度中国房地产业金融环境指数将继续保持低位盘整，停留在“偏紧”区间的可能性较大。

三、中国房地产业金融环境和房地产市场的关系

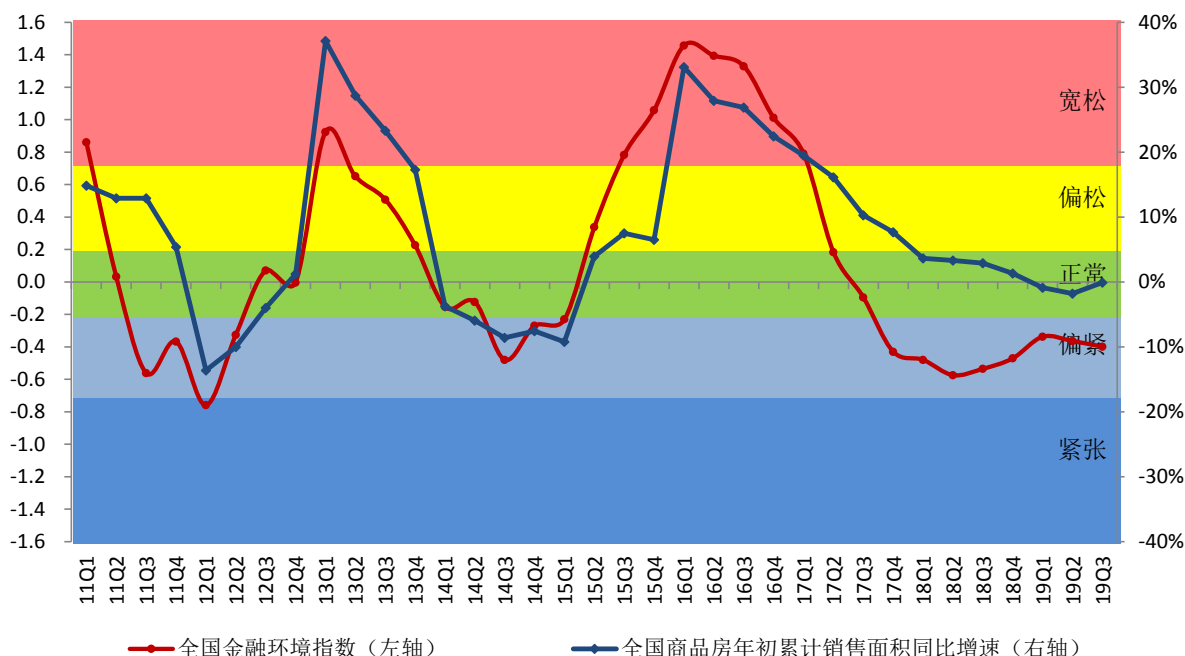
1、房地产业金融环境和全国商品房销售面积的关系

将中国房地产业金融环境指数和全国商品房年初累计销售面积同比增速数据进行对比。数据显示，自 2011 年末 2012 年初左右，随着金融环境整体上由紧转松，全国商品房年初累计销售面积同比增速也呈现由负转正的态势。而到了 2013 年，随着金融环境趋于恶化，成交面积的同比增速也进入了下行通道。2015 年初开始，金融环境开始改善，逐渐步入宽松区间，而楼市也出现了较强反弹。在 2016 年金融环境指数达到峰值并且转向紧缩之后，楼市成交面积的同比也随之下行。2018 年金融环境指数全年低位盘整，楼市成交面积的同比增速则不断回落。2019 年一季度，金融环境指数上行，二三季度小幅下行，依然在偏紧区间，楼市成交面积同比增速在 0 附近小幅震荡。

经过几轮涨跌周期的验证，发现二者走向基本一致。中国房地产业金融环境指数目

前仍处于偏紧状态。预计在“房住不炒”的大背景下，短期内全国性的调控政策还不会放松，四季度商品房成交面积大概率难有大起色，预计仍将低位盘整。

图9 中国房地产业金融环境指数和全国商品房年初累计销售面积同比增速



数据来源：国家统计局、易居研究院

2、房地产业金融环境和百城房价指数的关系

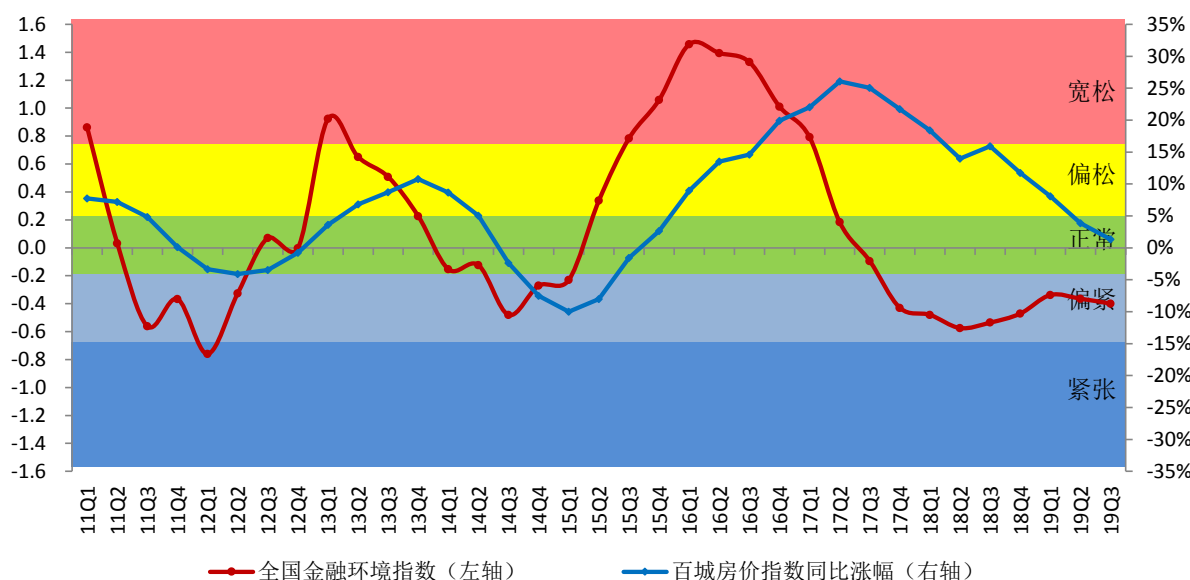
将中国房地产业金融环境指数和百城房价指数同比涨幅进行对比。由于新房价格受到限价政策的影响，不能准确地反映市场情况，本报告均采用二手房价格，数据来自国家统计局 70 城二手住宅销售价格指数以及“中国城市二手房指数”网站。由于国家统计局二手房价格的统计方式存在不足之处，为了更准确的反映市场情况，本报告结合“中国城市二手房指数”网站数据对二手房价格进行一定的调整。具体方式为：以 2006 年 1 月为基期，对房价涨幅进行累计计算。其中，2016 年之前国家统计局 70 城二手房价的环比增幅作放大处理，2016 年后的房价数据来自“中国城市二手房指数”网站。注：2016 年后的数据样本覆盖了全国 337 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。

数据显示,2011 年金融环境由宽松进入紧张区间,百城房价指数同比涨幅持续收窄;2012 年金融环境由紧张逐渐宽松,住宅价格同比涨幅也开始筑底上行,略滞后于金融环境指数;2013 年二季度金融环境开始由宽松逐渐紧张,房价同比涨幅滞后三个季度开始

收窄；当 2015 年一季度金融环境指数再次开始改善时，房价同比涨幅也滞后两个季度开始出现反弹。2016 年一季度金融环境指数触顶，下行趋势延续至 2018 年一季度，全年继续低位盘整，而百城房价同比涨幅于 2017 年二季度触顶，此后震荡下行至今。

经过几次涨跌周期的验证，发现二者走向基本一致，并且中国房地产业金融环境指数具有一定的领先性，房价同比涨幅表现出明显的“货币”效应。此轮房地产短周期中，房价同比涨幅高点滞后于金融环境指数高点大概 5 个季度，预计房价同比涨幅低点也会滞后于金融环境指数低点几个季度。以往金融环境指数进入偏紧区间后，百城房价指数同比涨幅均会进入负区间，而目前同比涨幅依然为正。根据金融环境指数的走势，预计 2019 年四季度百城房价指数同比涨幅将继续收窄，年底或明年初有可能进入负区间。

图 10 中国房地产业金融环境指数和百城房价指数同比涨幅



数据来源：国家统计局、“中国城市二手房指数”网站、易居研究院

执笔人：上海易居房地产研究院研究员沈昕

邮 箱：shenxin@ehousechina.com

电 话：021-60868811



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。

