

易居月报系列

金融环境与房地产市场研究报告

4月住户部门贷款余额同比增速由降转升，拐点可能已至，未来需警惕居民部门再度大幅加杠杆

2020年5月12日

4月住户部门贷款余额同比增速由降转升，拐点可能已至

未来需警惕居民部门再度大幅加杠杆

核心观点：

- 2020年4月，房地产行业金融环境相比上个月继续宽松。其中，M1同比增速小幅提高，住户部门贷款余额同比增速小幅提高，一年期国债收益率较上个月下降，首套房贷平均利率小幅下降。
- 4月住户部门贷款余额同比增速由降转升，拐点可能已经到来。目前首套房贷平均利率已连续5个月小幅下降，利率持续下行会对刺激居民贷款购房产生一定作用。4月大部分城市商品房成交量开始回升，住户部门贷款余额同比增速由降转升，拐点可能已至。不过考虑到我国住户部门杠杆率近几年已大幅上升，未来一段时间需警惕住户部门贷款余额同比增速过快上升导致居民部门再度大幅加杠杆，目前来看刺激购房需求面的政策还不宜过快发布。

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。本报告选取了M1同比增速、住户部门贷款余额同比增速、中国一年期国债收益率、全国首套房贷平均利率这4个跟房地产市场相关性较高的月度金融数据进行研究。

一、4月金融数据

1、4月末M1余额同比增长5.5%，增速继续小幅提高；住户部门贷款余额同比增长13.9%，增速小幅提高

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。

自 1997 年商业银行开办个人住房抵押贷款业务以来，住户部门债务中个人住房贷款一直占据主体地位。从央行公布的数据来看，2008 年以来，个人住房贷款余额在住户部门贷款余额中的占比保持在 45%~54%，变化不大。考虑到央行每个季度公布个人住房贷款余额，本报告采用住户部门贷款余额的月度数据进行研究。

4 月末，M1 余额同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.6 个百分点。

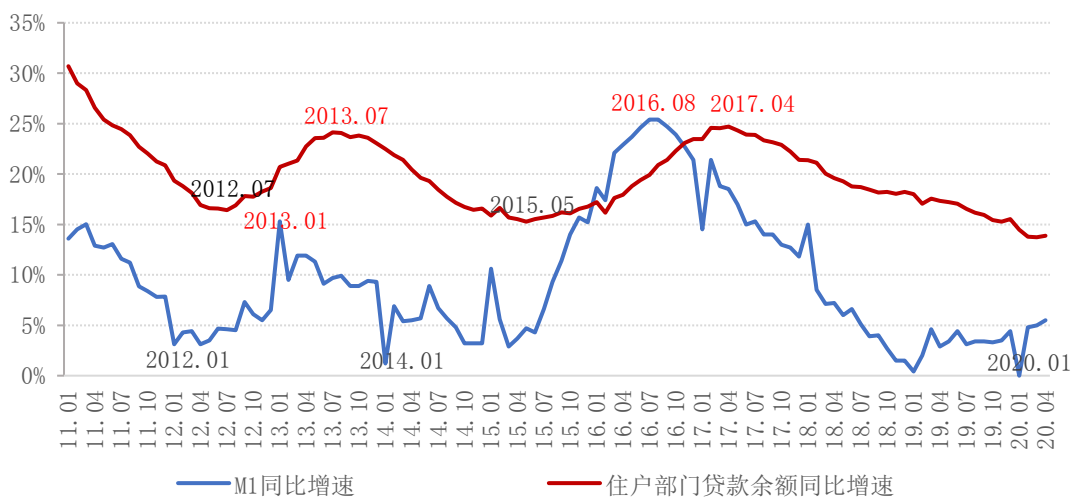
4 月末，住户部门贷款余额同比增长 13.9%，增速分别比上月末高 0.14 个百分点，比上年同期低 3.5 个百分点，增速小幅提高。

从这两组数据的历史走势来看，两者走势基本同向，M1 同比增速走势领先于住户部门贷款余额同比增速走势。2011 年至今，M1 同比增速和住户部门贷款余额同比增速分别有 2 个阶段高点，前者领先后者时间分别为 6 个月和 8 个月。2011 年至今，M1 同比增速有 3 个阶段性低点，前两次前者领先后者时间分别为 6 个月和 16 个月，后一次领先的时间较长，主要原因是 2014 年 1 月 M1 同比增速创阶段新低后，至 2015 年一季度，M1 同比增速均在低位徘徊，期间创下几个次低点。

1 月 M1 同比增速为 0，是该指标有统计以来的首次，与春节错位有关。2 月以来，随着春节因素的影响消退，以及实体经济流动性的改善，M1 同比增速持续回升。目前来看，1 月大概率是本轮周期 M1 同比增速的低点。

疫情以来，央行在多个场合表态要坚定“房住不炒”，要求保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，说明不会给房地产大放水。受疫情影响，2020 年一季度商品房成交量大幅下降，住户部门贷款余额同比增速持续收窄。4 月大部分城市商品房成交量开始回升，住户部门贷款余额同比增速小幅提高。目前来看，3 月有可能是本轮周期住户部门贷款余额同比增速的阶段性低点。

图 1 M1 同比增速和住户部门贷款余额同比增速



数据来源：中国人民银行、易居研究院

2、4月末中国一年期国债收益率 1.15%，创 2009 年 7 月以来新低；4 月全国首套房贷平均利率 5.42%，连续 5 个月小幅下降

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。4 月末，中国一年期国债收益率为 1.15%，比上月末低 0.54 个百分点，比去年同期低 1.54 个百分点，创 2009 年 7 月以来的十年多新低。

融 360 大数据研究院监测数据显示，2020 年 4 月（数据监测期为 2020 年 3 月 20 日 - 4 月 19 日），全国首套房贷款平均利率为 5.42%，环比下降 0.03 个百分点，同比下降 0.06 个百分点。

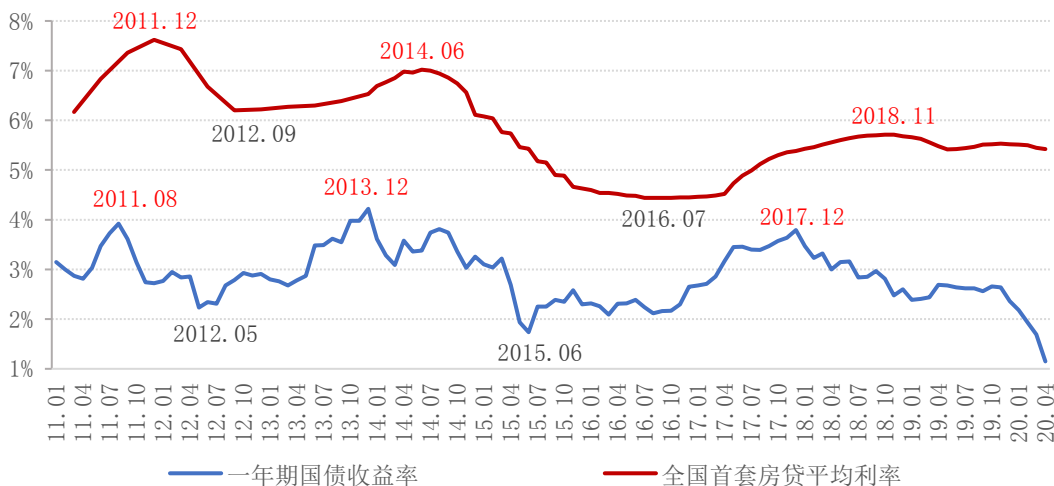
从这两组数据的历史走势来看，两者走势基本同向，一年期国债收益率走势领先于全国首套房贷平均利率走势。2011 年至今，一年期国债收益率和全国首套房贷平均利率分别有 3 个阶段高点，前者领先后者的时间分别为 4 个月、6 个月和 8 个月。2011 年至今，一年期国债收益率和全国首套房贷平均利率分别有 2 个阶段性低点，前者领先后者的时间分别为 4 个月和 13 个月。后一次领先的时间较长，主要原因是 2015 年 6 月一年期国债收益率创阶段新低后，至 2016 年三季度，国债收益率均在低位徘徊，期间创下几个次低点。

后续来看，新冠肺炎疫情发生后，为稳定市场预期和支持实体经济发展，央行年内已三次降准，未来 MLF 和 LPR 利率继续下行或可期，中国一年期国债收益率仍有小幅下行空间。

目前中国一年期国债收益率已跌破 2015 年 6 月的上轮低点，但首套房贷平均利率仍高于 2016 年较多。因为房贷利率不仅与市场利率有关，也受房地产调

控政策影响，从央行连续多次“房住不炒”的表态来看，目前还不会给房地产市场大放水。4月20日5年期LPR下调10BP，为去年8月LPR改革以来的最大降幅，预计5月全国首套房贷利率还将继续下降，且降幅会比前几个月小幅扩大。预计年内全国首套房贷平均利率还将继续下降，但在目前政策基调不变的情况下，下降空间或不会太大。

图2 中国一年期国债收益率和全国首套房贷平均利率



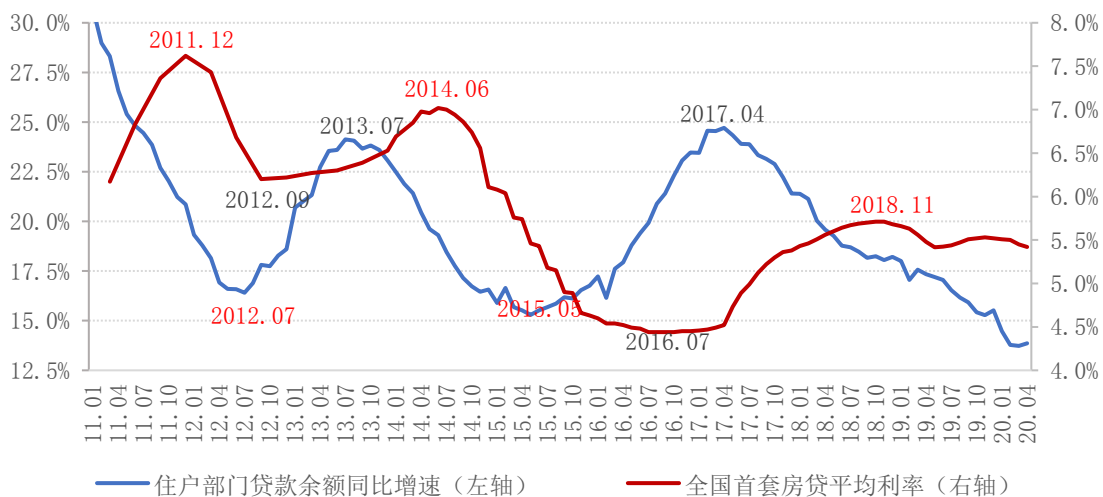
数据来源：中央国债登记结算公司、融360、CRIC、易居研究院

3、住户部门贷款余额同比增速拐点可能已至

住户部门贷款余额同比增速和全国首套房贷平均利率是与房地产行业直接相关的两个数据，将两者历史走势结合来看，整体上呈反向走势，首套房贷平均利率走势领先于贷款余额同比增速走势。2011年至今，首套房贷平均利率共有3个阶段高点，前两个高点分别领先住户部门贷款余额同比增速阶段低点7个月和11个月。2011年至今，首套房贷平均利率共有2个阶段低点，分别领先住户部门贷款余额同比增速阶段高点10个月和9个月。

目前首套房贷平均利率已连续5个月小幅下降，利率持续下行会对刺激居民贷款购产生一定作用。进入二季度，随着国内疫情的基本控制，此前积压的购房需求和消费需求逐渐释放，4月住户部门贷款余额同比增速小幅提高，预计年内住户部门贷款余额同比增速大概率将继续提高。

图3 住户部门贷款余额同比增速和全国首套房贷平均利率



数据来源：中国人民银行、融360、CRIC、易居研究院

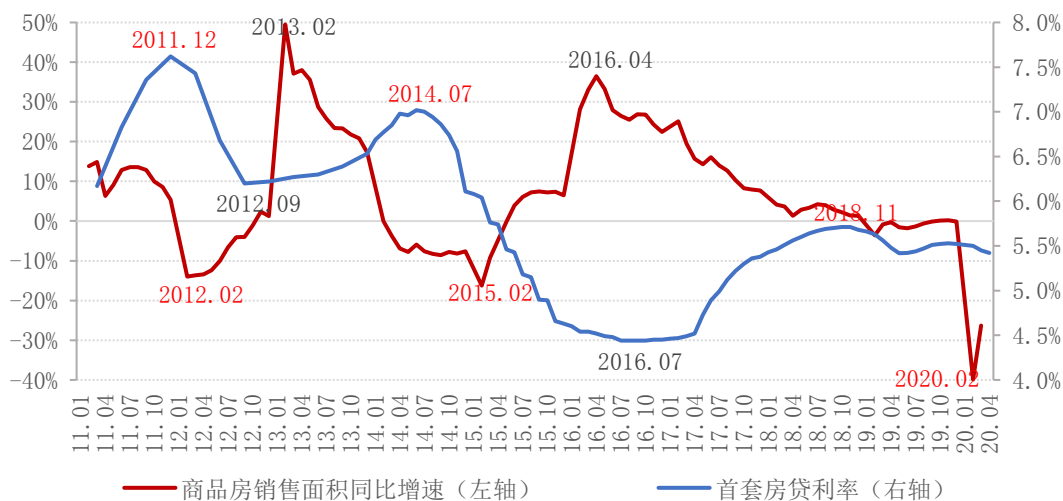
二、金融数据与全国商品房销售面积关系

1、全国首套房贷平均利率与全国商品房销售面积

经过各组金融数据与全国商品房销售数据比较，发现全国首套房贷平均利率和全国商品房年初累计销售面积同比增速走势相关性比较明显，两者基本呈反向走势，全国首套房贷平均利率走势略领先于全国商品房年初累计销售面积同比增速走势。2011年至今，首套房贷平均利率共有3个阶段高点，分别领先全国商品房年初累计销售面积同比增速阶段低点2个月、8个月和15个月。2011年至今，首套房贷平均利率共有2个阶段低点，与全国商品房年初累计销售面积同比增速阶段高点的关系分别为领先5个月和滞后3个月。

2018年12月至2019年5月，首套房贷利率连续6个月下降，但降幅较小，且连续下降时间较短，对楼市的刺激作用偏弱。6-11月首套房贷利率连续半年小幅上升，12月以来再次持续小幅下降，2020年内首套房贷利率预计将继续小幅下降。受疫情影响，2020年一季度全国商品房销售面积同比大幅下降，二季度随着前期购房需求的释放，商品房销售面积同比降幅将逐渐收窄，2月是本轮周期全国商品房年初累计销售面积同比增速的最低值。

图4 全国首套房贷平均利率和全国商品房年初累计销售面积同比增速



数据来源：中国人民银行、融360、CRIC、国家统计局、易居研究院

三、金融数据与百城二手房价格关系

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。

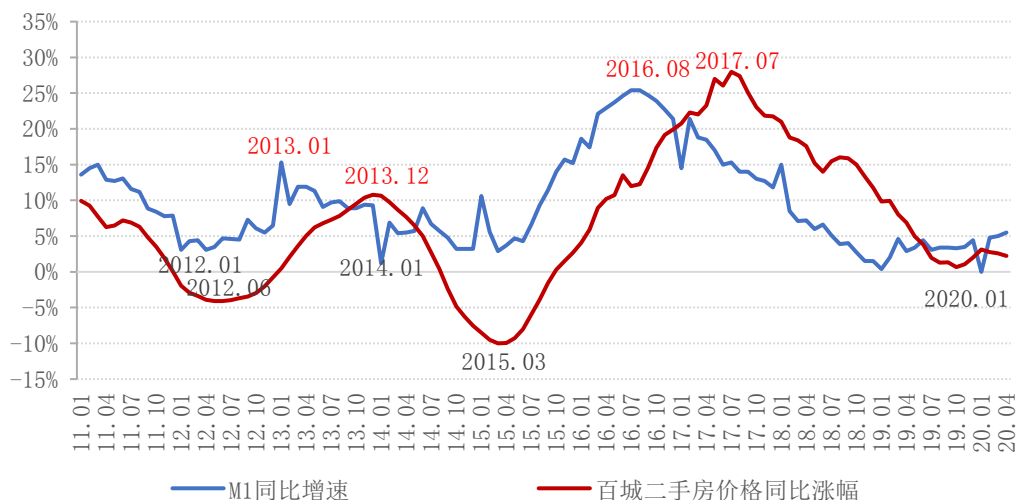
1、M1同比增速与百城二手房价格同比涨幅

将M1同比增速和百城二手房价格同比涨幅进行对比。数据显示，二者整体走向基本一致，M1同比增速走势领先于百城二手房价格同比涨幅走势。2011年至今，M1同比增速和百城二手房价格同比涨幅分别有2个阶段高点，前者领先后者的时间均为11个月。2011年至今，M1同比增速有3个阶段性低点，前两个低点分别领先百城二手房价格同比涨幅低点5个月和14个月。后一次领先的时间较长，主要原因是2014年1月M1同比增速创阶段新低后，至2015年一季度，M1同比增速均在低位徘徊，期间创下几个次低点。

2020年1月M1同比增速创新低，2月以来持续小幅回升。目前来看，1月

份大概率是本轮周期 M1 同比增速的低点。从历史规律来看，百城二手房价格同比涨幅阶段低点一般会滞后 M1 同比增速阶段低点一段时间出现，目前来看前者可能还未达到最低值，还将继续收窄。而且从同比涨幅绝对值来看，前两轮调整均进入负区间，目前仍在正区间，说明本轮房价调整还不够充分，预计二季度或下半年同比涨幅有可能会进入负区间。

图 5 M1 同比增速和百城二手房价格同比涨幅



数据来源：中国人民银行、国家统计局、“中国城市二手房指数”网站、易居研究院

四、结论与趋势

2020 年 4 月，M1 同比增速小幅提高，住户部门贷款余额同比增速小幅提高，一年期国债收益率较上个月下降，首套房贷平均利率小幅下降，房地产行业金融环境相比上个月继续宽松。

从金融数据和房地产销售及价格的历史走势来看，有较高的一致性。今年央行已实施过三次降准，LPR 两度下调，市场利率显著下行，资金面整体宽松。但房地产调控政策整体仍未放松，4 月 17 日召开的高层会议，时隔数月后再次重申要坚持“房住不炒”的定位。央行在 5 月 10 日发布的《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》中再次重申，要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。目前来看，央行对房地产行业的政策基调依然是以稳为主，行业融资环境暂时还不会大幅放松。

房贷方面，首套房贷利率年内大概率还将继续小幅下行。4 月住户部门贷款余额同比增速已由降转升，考虑到后面几个月商品房成交量将继续回升，预计住

户部门贷款余额同比增速将继续小幅提高。不过考虑到我国住户部门杠杆率近几年已大幅上升，未来一段时间需警惕住户部门贷款余额同比增速过快上升导致居民部门再度大幅加杠杆，目前来看刺激购房需求面的政策还不宜过快发布。

综合考虑这些情况，预计 2020 年一季度大概率是本轮周期全国商品房年初累计销售面积同比增速的最低值；2020 年二季度和下半年百城二手房价格同比涨幅还有可能继续收窄，甚至会进入负区间。

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

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。