E-house China 易居中国研发机构
R&D INSTITUTE

易居月报系列

金融环境与房地产市场研究报告

5 月末 M1 同比增速创两年来新高，货币宽松有望向资产价格传导，但在目前政策环境下，房价不会全面上涨

2020 年 6 月 11 日

上海易居房地产研究院　主办

5 月末 M1 同比增速创两年来新高，货币宽松有望向资产价格传导

但在目前政策环境下，房价不会全面上涨

核心观点：

- **5 月末 M1 同比增速创两年来新高，货币宽松有望向资产价格传导。**从 2012 年四季度和 2015 年下半年的经验来看，M1 增速如能持续提高的话，股市和房地产等资产价格将会上升，这个角度来看，春节后的货币宽松有望向资产价格传导。

- **从目前的政策环境来看，货币宽松不会导致房价全面上涨。**疫情后中央和央行多次强调“房住不炒”，可见政府在保障住房市场平稳健康发展上的决心，与 2015 年时鼓励居民住房消费的政策有很大差异，与 2012 年四季度至 2013 年一季度时更为相似，楼市表现大概率也与 2013 年上半年的局部热点城市行情相似，难以出现 2016-2018 年似的全国普涨。

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、5 月金融数据

1、5 月末 M1 余额同比增长 6.8%，创两年来新高；住户部门贷款余额同比增长 13.8%，增速小幅收窄

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。

5 月末，M1 余额同比增长 6.8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 3.4 个百分点，创 2018 年 5 月以来的两年新高。

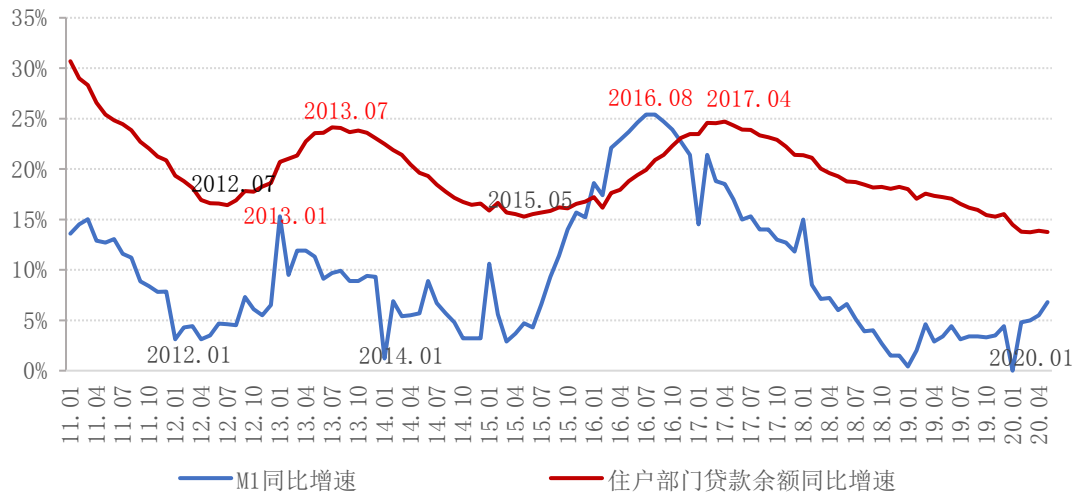
5 月末，住户部门贷款余额同比增长 13.8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 3.4 个百分点。

从这两组数据的历史走势来看，两者走势基本同向，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 月已是本轮周期 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，5 月增速小幅收窄，但高于 3 月。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、5 月末中国一年期国债收益率 1.6%，连降 6 个月后小幅上升；5 月全国首套房贷平均利率 5.32%，连续 6 个月下降

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。5 月末，中国一年期国债收益率为 1.6%，比上月末高 0.45 个百分点，比去年同期低 1.08 个百分点。5 月一年期国债收益率上升，说明随着经济逐步恢复和货币边际转紧，市场利率在连续多月下降后开始上升。但 5 月份我国 CPI 同比上涨 2.4%，显著下降，为货币政策打开了更大空间，一年期国债收益率不排除调整后继续下降的可能。

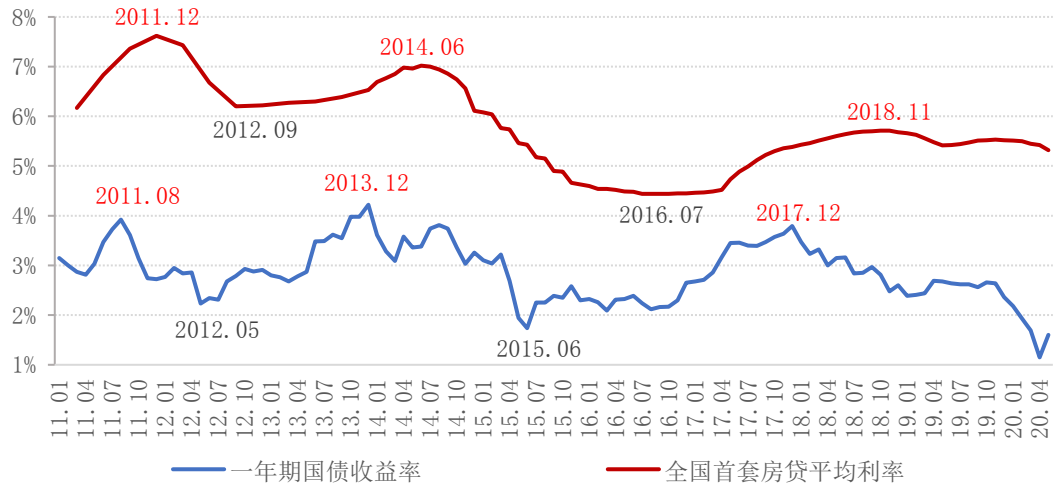
融 360 大数据研究院监测数据显示，2020 年 5 月（数据监测期为 2020 年 4 月 20 日 – 5 月 18 日），全国首套房贷款平均利率为 5.32%，环比同比均下降 0.1 个百分点。融 360 大数据研究院表示，本次数据监测期内，首套房贷款利率水平环比下降 10BP，主要原因在于，该监测期参考的 5 年期以上 LPR 水平环比下调 10BP，多个城市随之下调房贷利率，部分城市降幅超过 10BP，从而带来全国房贷利率大幅下降。

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。

目前来看，货币政策宽松方向未变，2020 年政府工作报告提出，“稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。因此，央行仍将保持货币条件宽松，一年期国债收益率上升后仍有可能会下降，4 月是否为本轮周期阶段性低点还有待观察。

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。虽然 5 月 LPR 报价维持不变，前期调整的影响仍会持续，预计接下来全国房贷利率整体水平将继续微幅下调，但在目前政策基调不变的情况下，下降空间不会太大。

图 2　中国一年期国债收益率和全国首套房贷平均利率



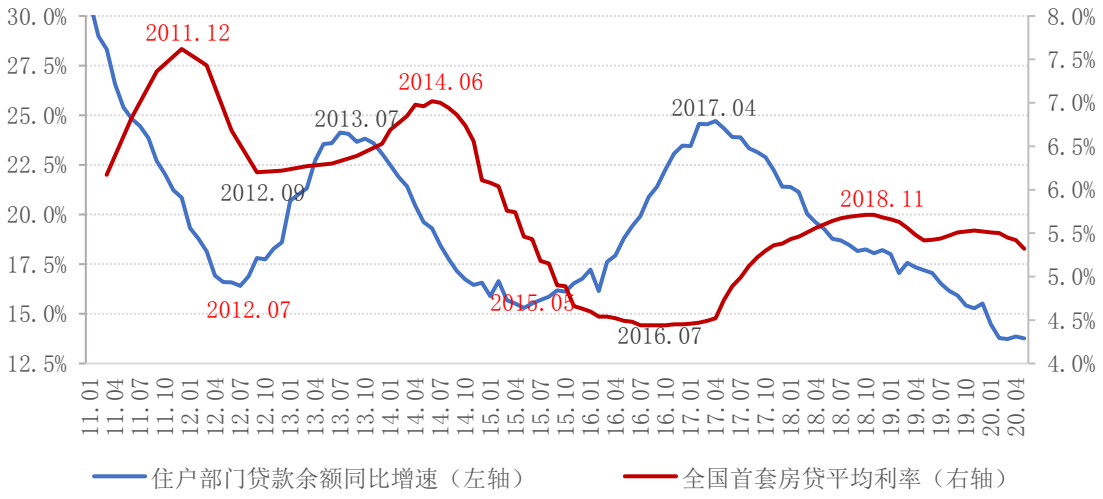
数据来源：中央国债登记结算公司、融 360、CRIC、易居研究院

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 6 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。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，5 月小幅收窄，但高于 3 月。预计后面几个月住户部门贷款余额同比增速仍有较大概率会继续提高。

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

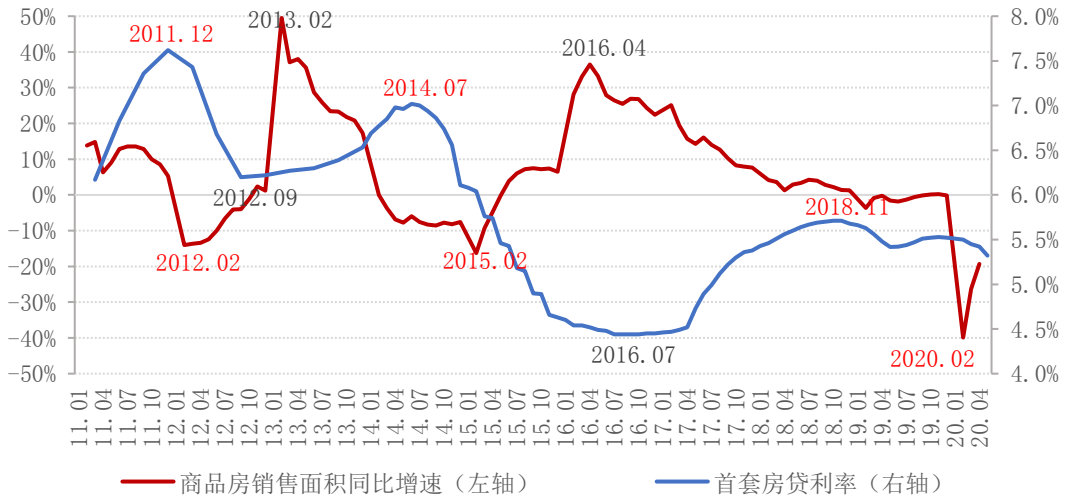
1、全国首套房贷平均利率与全国商品房销售面积

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，全国商品房销售面积同比增速持续低位盘整。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。

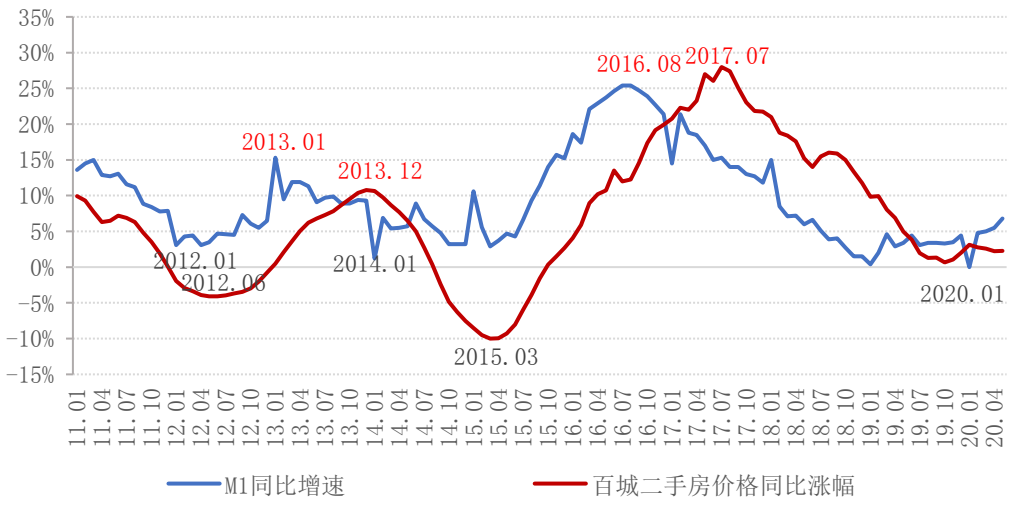
1、M1 同比增速与百城二手房价格同比涨幅

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 月已是本轮周期 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。

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 5 月，M1 同比增速提高，住户部门贷款余额同比增速小幅下降，一年期国债收益率较上个月上升，首套房贷平均利率下降，房地产行业金融环境相比上个月基本持平。

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，资金面整体比前两年更宽松。从 M1 同比增速走势来看，5 月创两年来新高，从 2012 年四季度和 2015 年下半年的经验来看，M1 增速如能持续提高的话，股市和房地产等资产价格将会上升。

但目前楼市政策与 2015 年时鼓励居民住房消费的政策有很大差异。今年两会的政府工作报告中再次强调要坚持“房住不炒”，这是自 2018 年政府工作报

告中首次提出“房住不炒”后的再次重申，可见政府在保障住房市场平稳健康发展上的决心。央行5月29日发布《中国区域金融运行报告（2020）》，《报告》指出，下一步，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。从目前货币环境和政策环境来看，与2012年四季度至2013年一季度时更为相似，楼市表现大概率也与2013年上半年的局部热点城市行情相似，难以出现2016-2018年似的全国普涨。

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 年下半年百城二手房价格同比涨幅还有可能继续收窄。

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。