

易居月报系列

11月M1同比增速站上10% 利好资产价格，
预计明年楼市仍以局部行情为主

2020年12月10日

11月M1同比增速站上10%，利好资产价格

预计明年楼市仍以局部行情为主

核心观点：

- 11月，M1同比增速2018年2月以来首次站上10%，利好资产价格。11月末，M1余额同比增长10%，2018年2月以来首次站上10%，体现了实体经济的活跃度继续上升，也利好房产、股票等资产价格。虽然11月M1同比增速站上了10%，12月和明年年初由于基数较低可能还会进一步上升，但从央行表态来看，明年货币政策维持稳健中性的基调，M1同比增速大概率不会大幅上行。
- 预计明年楼市大概率还是以局部行情为主，不会出现全国性的大行情。从金融数据来看，今年M1同比增速和住户部门贷款余额同比增速的上升速度和幅度都明显不及2015-2016年，说明货币放水和居民加杠杆都明显不及后者，首套房贷利率的下行幅度也明显不及2015年。当前的货币和政策环境与2012年四季度至2013年一季度时更为相似，明年的楼市表现大概率也与2013年的局部热点城市行情相似，不会出现2016-2018年似的全国普

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、11月金融数据

1、11月末M1余额同比增长10%，2018年2月以来首次站上10%；住户部门贷款余额同比增长14.5%，微幅回落

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。

11 月末, M1 余额同比增长 10%, 增速分别比上月末和去年同期高 0.9 个百分点和 6.5 个百分点, 2018 年 2 月以来首次站上 10%, 体现了实体经济的活跃度继续上升。

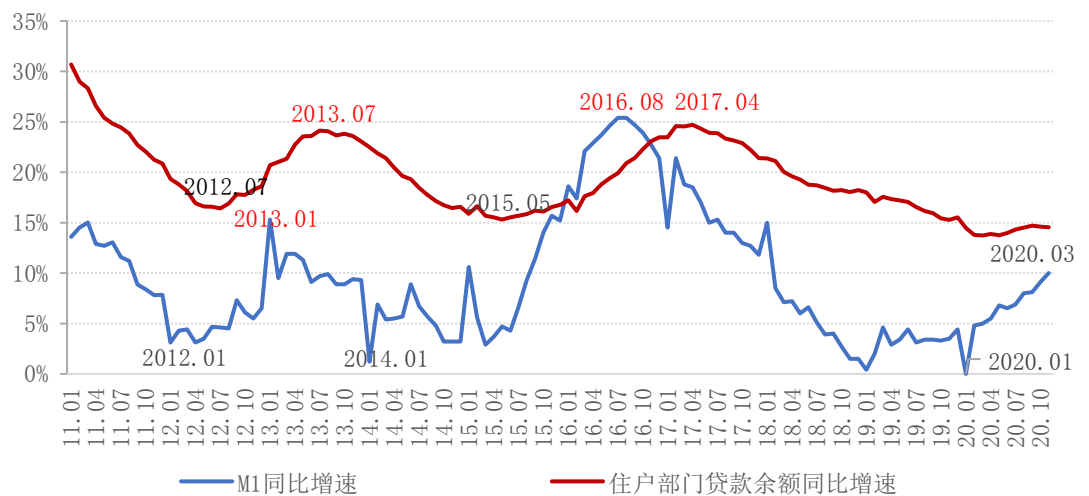
11 月末, 住户部门贷款余额同比增长 14.5%, 增速分别比上月末和上年同期低 0.05 个百分点和 0.7 个百分点。

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, 前者领先后者时间分别为 6 个月、16 个月和 2 个月, 第二次领先的时间较长, 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 月是本轮周期 M1 同比增速的低点, 2 月以来随着实体经济流动性的改善, M1 同比增速持续回升。虽然 11 月 M1 同比增速站上了 10%, 12 月和明年年初由于基数较低可能还会进一步上升, 但从央行表态来看, 明年货币政策维持稳健中性的基调, M1 同比增速大概率不会大幅上行。今年 M1 同比增速走势与 2015 年下半年至 2016 年上半年相比, 上升速度和幅度明显不及后者, 说明货币放水对房产等资产价格的影响也明显不及后者。

从住户部门贷款余额同比增速来看, 自 3 月创下阶段性低点以来, 连续半年震荡上行, 近两个月虽有微幅回落, 目前来看上行趋势未明显变化。但今年尤其是下半年以来的房地产政策仍偏紧, 房贷利率也高于市场利率较多, 住户部门贷款余额同比增速上行的幅度相比 2012-2013 年和 2015-2016 年明显偏小, 说明住户部门加的杠杆也明显小于前两轮。

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、11月末中国一年期国债收益率 2.83%，连续7个月上升；11月全国首套房贷平均利率 5.24%，连续两个月持平

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。11月末，中国一年期国债收益率为 2.83%，比上月末和去年同期分别高 0.1 个百分点和 0.19 个百分点。5 月以来一年期国债收益率连续 7 个月上升，说明随着经济增长的触底回升，市场利率也趋势上行。但目前全球疫情和经济形势仍有不确定性，且 CPI 已连续多月下降，11 月更是时隔 11 年再现负增长，为货币政策提供了空间，一年期国债收益率目前已经超过去年的水平，预计后续不会持续上行。

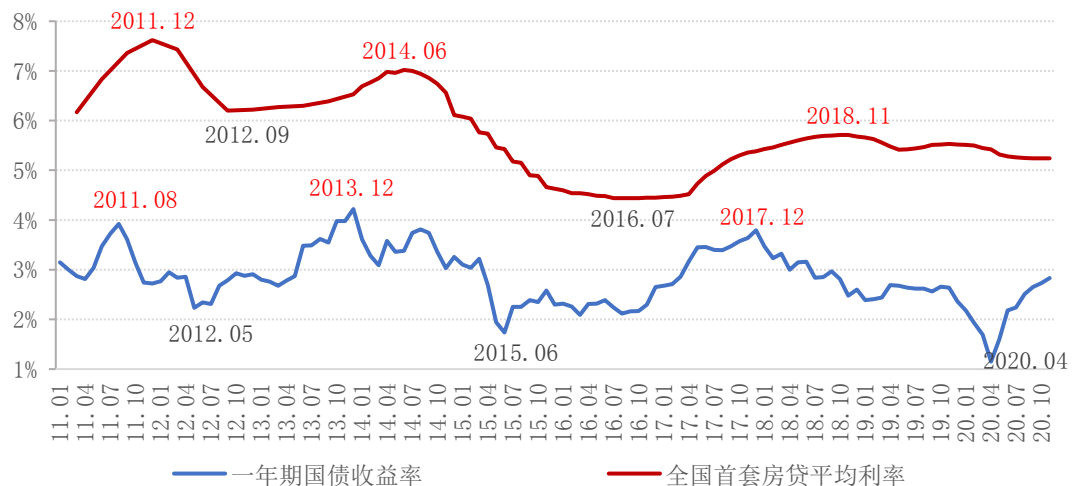
融 360 大数据研究院监测数据显示，2020 年 11 月（数据监测期为 2020 年 10 月 20 日-2020 年 11 月 18 日），全国首套房贷款平均利率为 5.24%，与上月持平，同比下降 0.29 个百分点，连续两个月维持不变。

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，一年期国债收益率有 3 个阶段性低点，全国首套房贷平均利率有 2 个阶段性低点，前两次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。

本轮周期中国一年期国债收益率低点要低于2015年6月的上轮低点，但首套房贷平均利率低点却高于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，近两年的整体调控基调还是偏紧，房贷利率下降幅度远低于市场利率下降幅度。从以往规律来看，首套房贷平均利率低点一般会滞后一年期国债收益率低点一段时间，因此目前来看，如果5年期LPR不调整，房贷利率的主要下行阶段已经基本结束了。

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

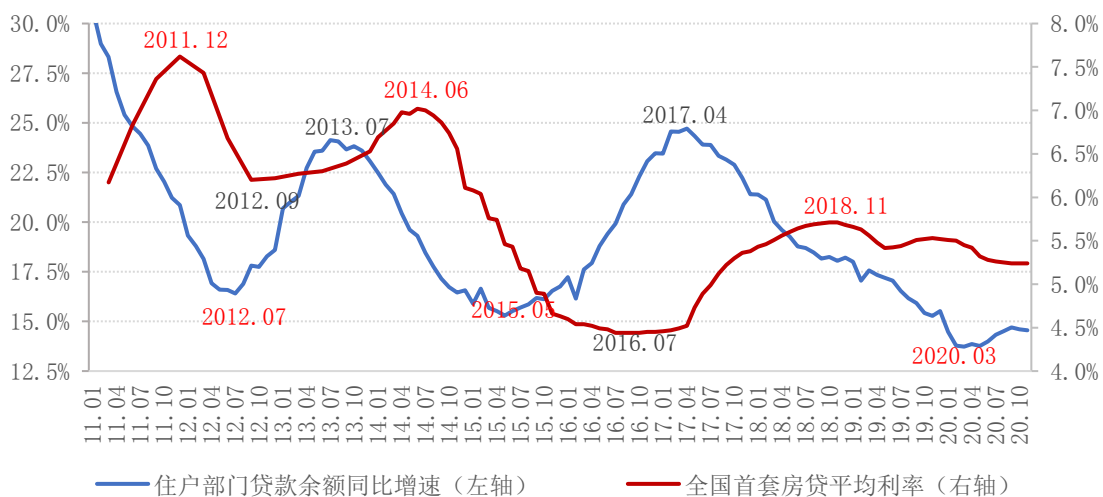
3、住户部门贷款余额同比增速已进入上行趋势，但上升幅度远小于2013年上半年和2016年，居民加杠杆规模远小于前两轮

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，分别领先住户部门贷款余额同比增速阶段低点7个月、11个月和16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。

今年前三季度，首套房贷平均利率持续小幅下降，利率持续下行会对刺激居民贷款购房产产生一定作用，住户部门贷款余额同比增速自3月创下阶段性低点以

来，连续半年震荡上行，基本已经确定重新进入上行趋势。但需要看到的是，本次房贷利率下降幅度远小于2015年，对居民贷款购房的刺激力度也远小于后者，预计明年一季度住户部门贷款余额同比增速会继续提高，但提高的幅度会远低于2013年上半年和2016年。

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

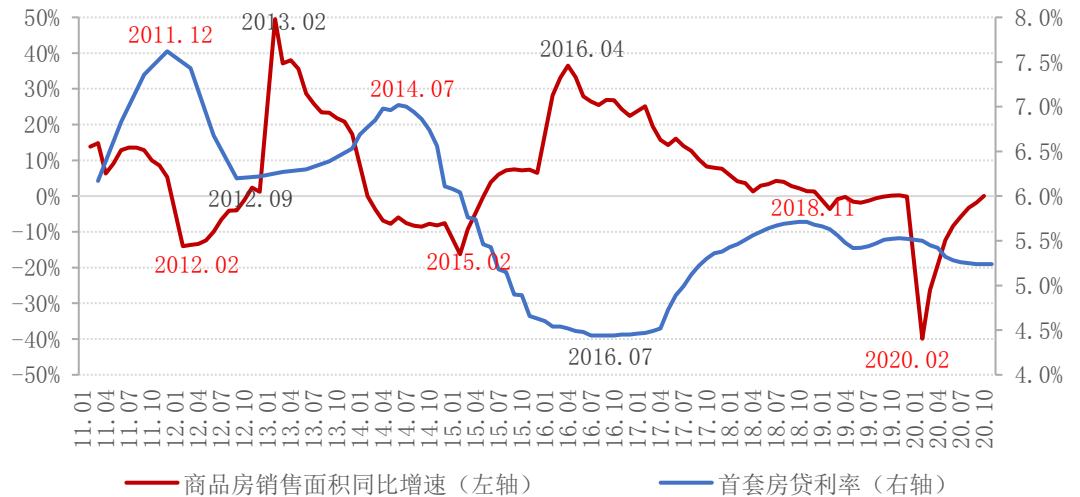
1、全国首套房贷平均利率与全国商品房销售面积

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。

需要看到的是，本轮2018年末以来的房贷利率下降幅度明显不及2012年和2014-2015年，对居民贷款购房的刺激力度也明显不及前两次。目前首套房贷利率已经连续两个月未下降，如果5年期LPR不调整，房贷利率的主要下行阶段已经基本结束了。从以往房贷利率和销售面积增速的规律来看，销售面积增速拐点

会晚于房贷利率拐点几个月出现，明年一季度由于今年的低基数，全国商品房销售面积同比将大幅增长，二季度后增速将会明显回落。

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。

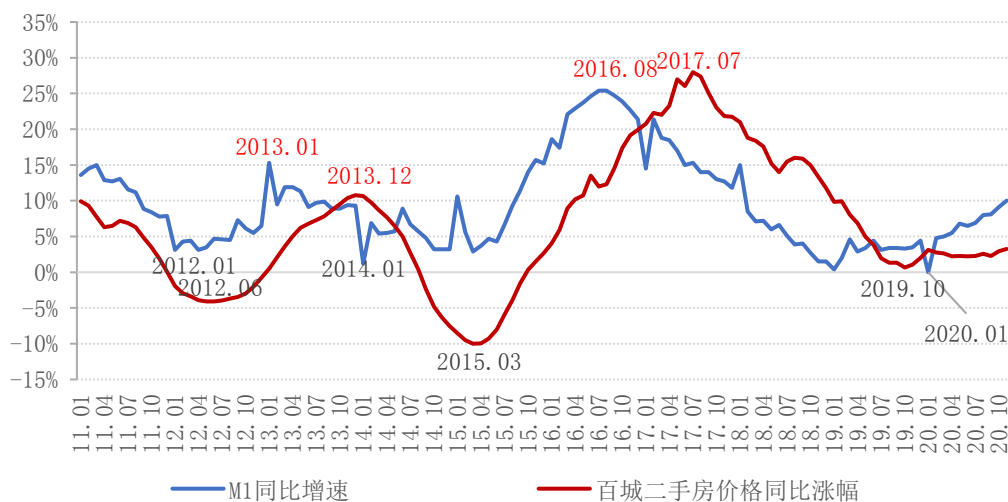
1、M1 同比增速与百城二手房价格同比涨幅

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 月以来持续回升。目前来看, 1 月是本轮周期 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,但这次可能会略有不同。2019 年 1 月 M1 同比增速是近几年的次低点,且全年均在低位徘徊,目前 M1 同比增速经过 2 月以来的持续回升,已明显超过 2019 年的水平,因此本轮周期百城二手房价格同比涨幅的阶段低点很可能已于 2019 年 10 月出现。但如果未来一段时间 M1 同比增速不大幅提高的话,预计楼市还是以局部行情为主,不会出现全国性的大行情,百城二手房价格同比涨幅也不会大幅扩大。而且前两个调整周期百城二手房价格都进入过同比下跌的阶段,本次未出现,说明房价并未充分调整到位,可能会以时间换空间的方式,使得同比增速在低位盘整一段时间。

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 11 月, M1 同比增速继续小幅提高, 住户部门贷款余额同比增速微幅回落, 一年期国债收益率继续小幅上升, 首套房贷平均利率与上月持平, 房地产行业金融环境与上个月基本持平。

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。今年上半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。下半年以来，随着经济的复苏，货币政策逐渐恢复常态，信用扩张逐渐放缓。从 M1 同比增速走势来看，2 月以来持续震荡上行，11 月更是自 2018 年 2 月以来首次站上 10%。不过将今年的 M1 同比增速走势与 2015 年下半年至 2016 年上半年相比，上升幅度明显不及后者，说明货币放水对房产等资产价格的推动作用也明显不及后者。

且目前以“房住不炒”为主基调的楼市政策与 2015 年时鼓励居民住房消费的政策有巨大差异。今年上半年货币政策宽松，部分城市地市楼市火热。下半年以来，深圳、东莞、杭州、宁波、南京、沈阳等多城升级了楼市调控政策，常州、沈阳、无锡、唐山、西安等多城对房贷政策也进行了收紧。8 月，房企融资“三道红线”新规的试点出台，对房企加杠杆的能力进行了限制。下半年楼市供应端和需求端的政策都在收紧，说明中央“房住不炒”的底线不可触碰。从目前的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 年的局部热点城市行情相似，不会出现 2016-2018 年似的全国普涨。

综合考虑这些情况，预计今年全年商品房销售面积小幅增长；若货币政策和房地产政策不发生明显变化，预计明年楼市还是以局部行情为主，不会出现全国性的大行情，百城房价同比小涨或将成为今后一段时间的新常态。

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。