

易居季报系列

## 金融环境与房地产研究

2020年四季度房地产业金融环境指数小幅上升,处于偏松区间下沿,预计今年一季度将小幅下行

2020年第四季度

## 2020年四季度房地产业金融环境指数小幅上升，处于偏松区间下沿，预计今年一季度将小幅下行

### 核心观点：

- 2020年四季度，房地产业金融环境指数小幅上升，处于偏松区间下沿。2020年全年来看，房地产业金融环境前松后紧。疫情发生后，一季度央行灵活运用多种政策工具，商业银行信贷投放较多，房地产业金融环境指数大幅上升至偏松区间；二三季度随着我国经济稳步复苏，货币政策坚持稳健取向，金融环境指数小幅下行；四季度小幅上升，处于偏松区间下沿。
- 预计2021年一季度房地产业金融环境指数有可能将下行进入正常区间，百城房价同比涨幅还将低位震荡。近日，银保监会主席郭树清在国新办新闻发布会上表示，房地产领域的问题是现在金融化、泡沫化倾向还比较强，各城市“一城一策”推出房地产综合调控举措，目的是实现稳地价、稳房价、稳预期，逐步把房地产的问题解决好。综合判断，短期内货币政策和房地产调控政策不会发生大的变化，综合各个指标的预期情况来看，2021年一季度中国房地产业金融环境指数很有可能下行进入正常区间。从政策面来看，今年前两月，已有上海、深圳、杭州、东莞、无锡等热点城市进一步升级了限购、限售、限贷等调控政策，广州则收紧了房贷。综合政策和金融环境来看，预计一季度百城房价指数同比涨幅还将低位震荡。

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、2020 年四季度中国房地产业金融环境

### 1、M2-GDP 名义增速继续收窄

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。2019 年两会的政府工作报告中首次提出，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，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。那么，可以近似的认为，M2 增速减去名义 GDP 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。

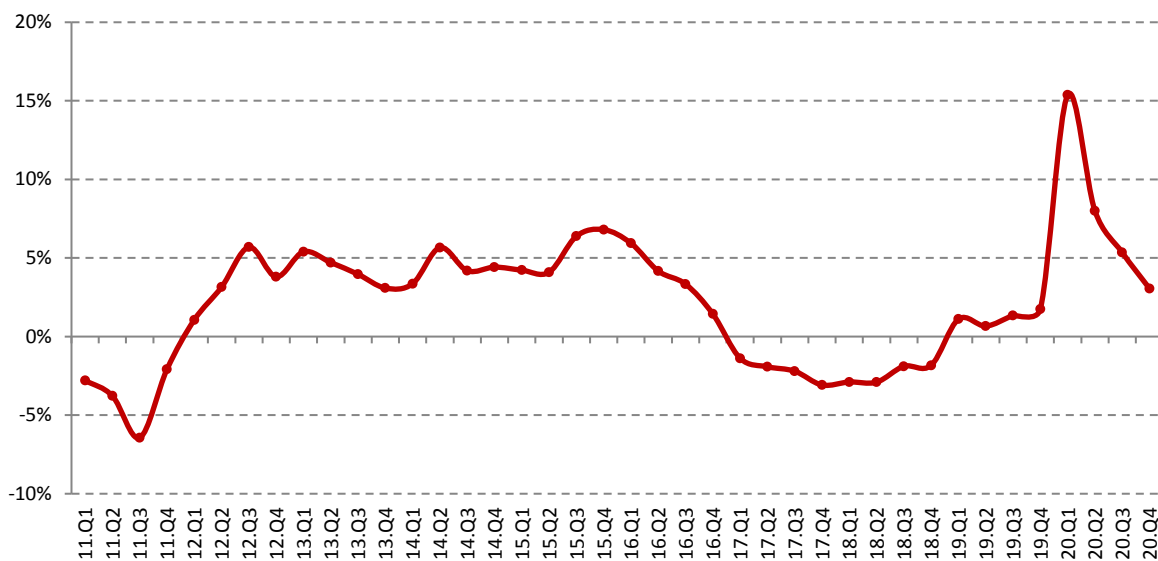
从 2011 年三季度至 2012 年三季度，M2-GDP 名义增速的增速差额一路上行，从-6.4% 上升到 5.7%，此后该增速差额在 4%-6%附近小幅振荡，一直延续到 2015 年底。之后，从 2016 年初 2017 年底，该增速差额持续下行，2017 年一季度开始进入负区间。2018 年一季度该增速差额开始震荡上行。2019 年一季度开始回升至正区间，其后三个季度小幅震荡。

2020 年一季度，由于新冠肺炎疫情影响，我国 GDP 增速罕见出现负增长。为了加大对防控疫情的支持力度，对冲疫情带来的不利影响，央行灵活运用多种政策工具，商业银行信贷投放较多，推动了 M2 增速的大幅度回升。受此影响，一季度 M2-GDP 名义增速的增速差额大幅上升至 15.4%。二季度以来我国经济稳步复苏，M2-GDP 名义增速的差额持续收窄。

由于去年一季度的低基数，预计 2021 年一季度 GDP 名义同比增速将大幅上升，M2-GDP 名义增速的差额可能会进入下降至负区间，二季度后会逐渐回升。随着我国经济

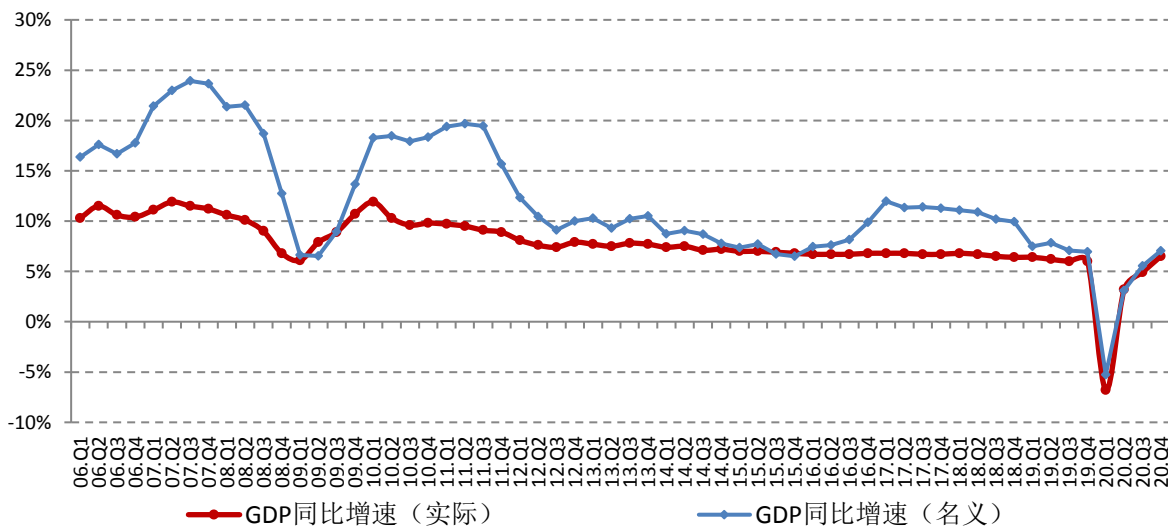
增速和货币政策恢复常态化，该指标也将恢复常态，不会对楼市造成“大水漫灌”。

图1 M2 同比增速-GDP 名义同比增速



数据来源：中国人民银行、国家统计局、易居研究院

图2 GDP 实际增速和名义增速



注：GDP 名义增速由国家统计局公布的季度 GDP 绝对额计算得出。

数据来源：国家统计局、易居研究院

## 2、M1 同比增速连续 5 个季度提高

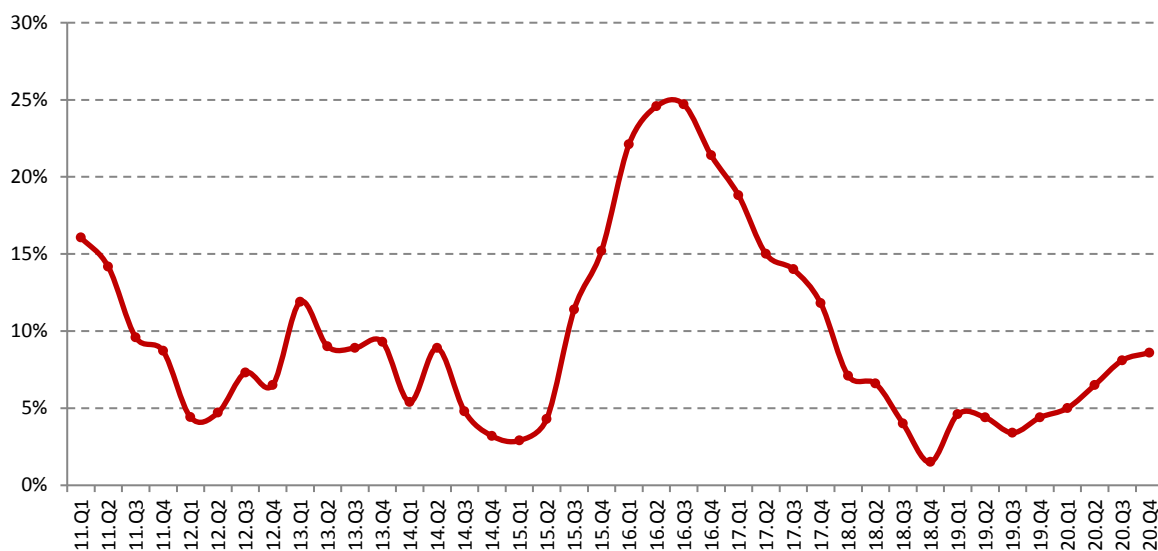
M1，狭义货币供应量， $M1=M0+企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款$ 。M1 是经济周期波动和价格波动的先行指标，M1 增速高，则楼市升

温；M1 增速低，则楼市降温。

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 年一季度 M1 同比增速小幅提高，其后三个季度小幅震荡。

2020 年随着疫情后的货币宽松，M1 同比增速持续小幅上升，四季度末，M1 同比增速为 8.6%，比上季度末小幅提高 0.5 个百分点，比上年同期提高 4.2 个百分点，连续 5 个季度提高。中国人民银行货币政策司司长孙国峰近日在《中国金融》上撰文指出，2021 年货币政策要坚持稳健的总体取向，坚持“稳字当头”，保持战略定力，不左不右，灵活保持总量合理适度。保持政策的连续性、稳定性和可持续性，既要保持对经济恢复的必要支持力度，也要避免“大水漫灌”。预计 2021 年 M1 同比增速大概率将保持稳定。

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

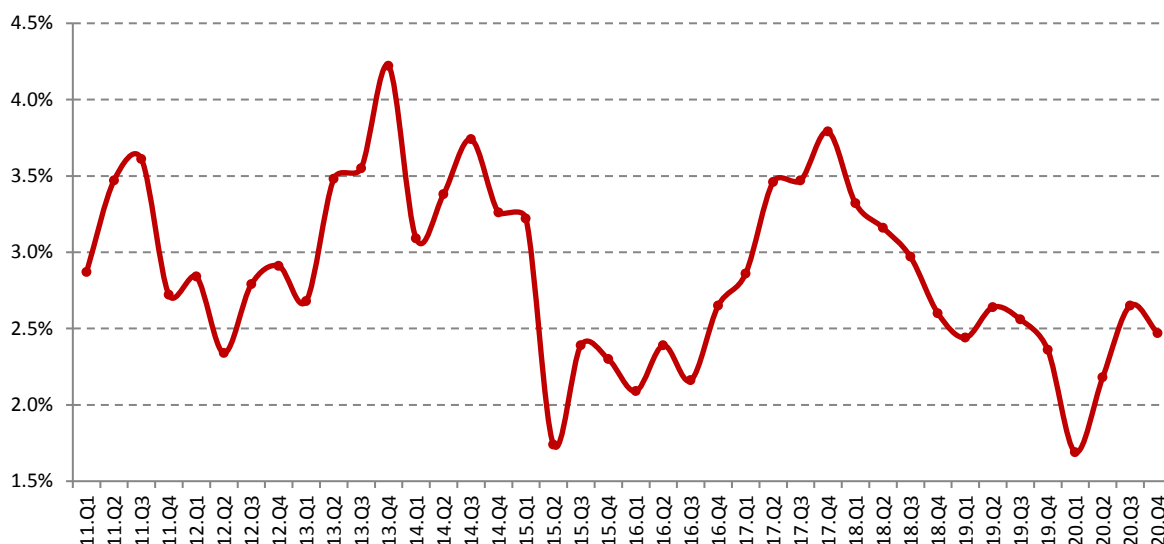
一年期国债属于短期国债，主要受利率政策和短期流动性的影响，能够更好地反映利率周期与社会资金价格变化。

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。2018-2019年，国债收益率持续下行，其作为资金价格，一方面反映了2018年以来央行多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。

2020年一季度，疫情后货币宽松环境下一年期国债收益率大幅下行，二三季度持续上升，说明随着经济逐步恢复和货币宽松边际效应减弱，市场利率逐渐上升，四季度一年期国债收益率小幅下行。在2021年稳健的货币政策下，一年期国债收益率大概率在2%-3%区间小幅震荡，不会大幅上行也不会大幅下行。

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。

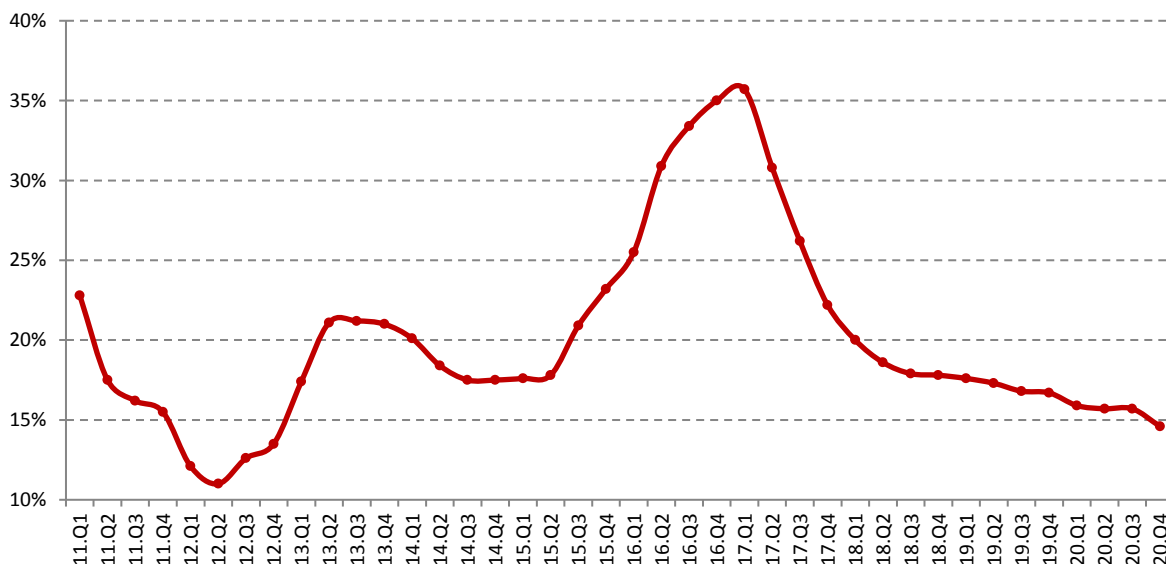
2011年一季度至2012年二季度，个人住房贷款余额同比增速持续回落，随后止跌回升，持续回升到2013年二季度，然后走势变为稳中有降，一直到2015年二季度都较为平稳，此后于2015年三季度开始了快速上升，于2017年一季度达到了35.7%的高峰，



此后开始步入下行通道。

2020年四季度末个人住房贷款余额同比增速为15.7%，比上季度末低1.1个百分点，比上年同期低2.1个百分点，下行幅度相比前几个季度有所扩大。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，个人住房贷款余额同比增速回落幅度也有所扩大。二三季度商品房销售面积回升，全国个人住房贷款余额同比增速的回落幅度比一季度收窄。四季度，部分银行个人房贷额度紧张，放贷速度变慢，个人住房贷款余额同比增速继续回落。在去年底房地产贷款集中度管理制度出台的背景下，上海、广州、杭州、西安及合肥等城市均有银行房贷额度紧张、放款周期拉长的情形出现，预计2021年上半年个人住房贷款余额同比增速将进一步回落。

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

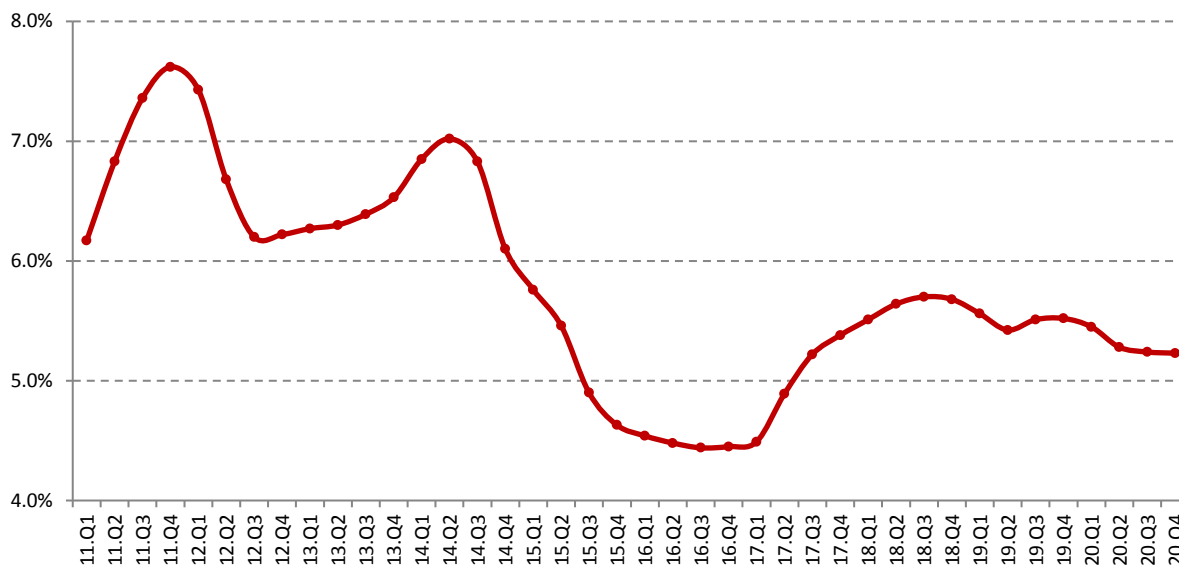
## 5、全国首套房贷平均利率连续4个季度小幅下降

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，三四季度小幅上升。

2020年四季度末全国首套房贷平均利率为5.23%，分别比上季度和上年同期低0.01

和 0.29 个百分点，连续 4 个季度小幅下降。在房地产贷款集中度管理制度出台的背景下，今年前两月广州、东莞、佛山、南宁、宁波等多城房贷利率有所上升，银行放款收紧，预计后续房贷利率上升的城市还会有所增加，2021 年一季度全国首套房贷平均利率将小幅上行。

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、房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速差额转正

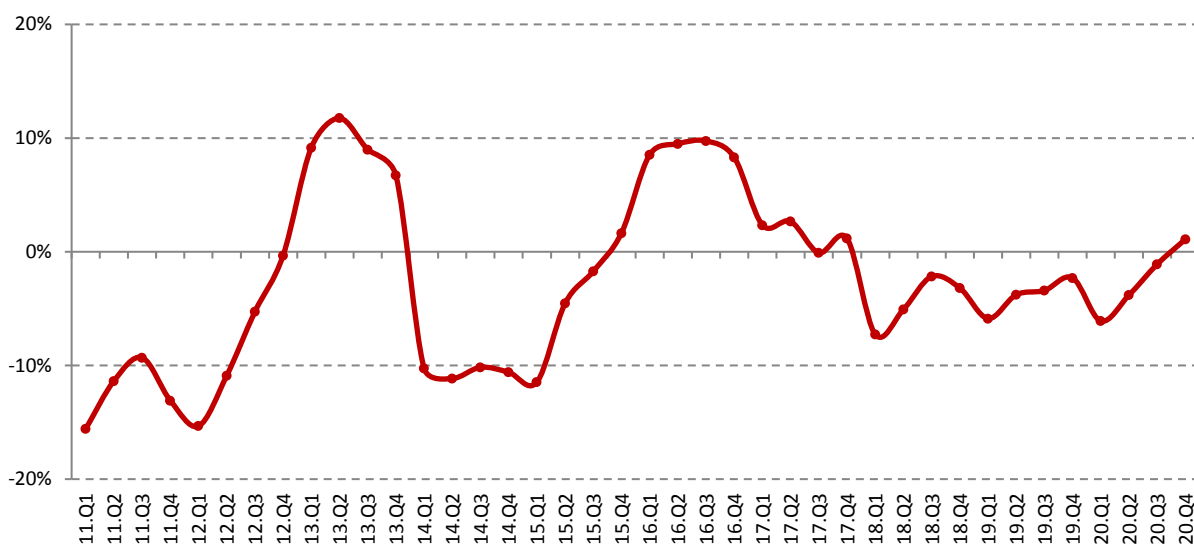
当房企到位资金增速大于开发投资增速时，说明房企资金较为充裕，房地产业融资环境较为宽松，将房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速的差额作为一个衡量指标（后称增速差额）。2011 年增速差额持续为负，说明房企资金面紧张。2012 年二季度后增速差额负值开始缩小，2013 年一季度进入正区间，说明房企资金面由紧转松。增速差额于 2013 年二季度触顶，此后进入下行区间。2014 年一季度至 2015 年一季度，增速差额在-10%附近小幅震荡，二季度开始上行，四季度进入正区间。2016 年全年，增速差额在 10%附近小幅震荡，说明 2016 年房企资金面持续宽松。2017 年，在去杠杆的大环境下，增速差额震荡下行，房企融资环境由松趋紧。2018 年初至 2020 年三季度，增速差额均为负值，房企融资环境持续偏紧。

2020 年四季度，房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速的差额为 1.1%，由负转正。今年 1 月初，央行、住建部召集重点房企举行座谈会，除了去年 9 月已参与



融资新规试点房企，亦包括部分去年未参与试点的房企，融资“三道红线”试点扩围。此外，房地产贷款集中管理制度的建立，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对房企到位资金中的国内贷款和个人按揭贷款项可能将造成较大影响。因此虽然身处经济增速放缓、全球货币放水的大环境中，房地产业不会出现 2016 年那样的宽松融资环境。预计 2021 年上半年房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速的差额在 0 轴附近震荡的可能性较大。

图 7 房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速差额



数据来源：国家统计局、易居研究院

## 二、2020 年四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上升，处于偏松区间下沿

根据 2020 年四季度各项指标数据，计算出中国房地产业金融环境指数。四季度，中国房地产业金融环境指数为 0.26，较上季度小幅上升 0.06，比去年同期上升 0.2。

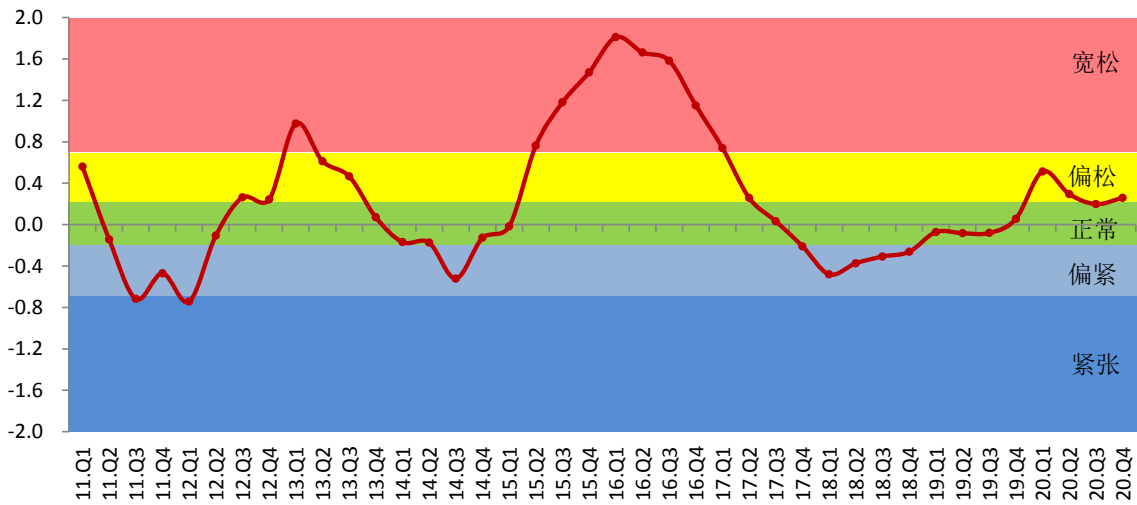
从 2014 年四季度开始，中国房地产业金融环境指数不断攀升，于 2016 年一季度达到阶段性高点，此后连续 8 个季度下行，2018 年全年在偏紧区间低位盘整。2019 年一季度上行至正常区间的偏下位置，二三季度基本平稳，四季度小幅上行，全年保持在正常区间。2020 年一季度，房地产业金融环境指数大幅上升至偏松区间，二三季度小幅下行，三季度处于偏松区间和正常区间的边界处，四季度小幅上升，处于偏松区间下沿。

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	0.56	偏松	黄色区
	上半年	-0.14	正常	绿色区
	前三季度	-0.72	紧张	蓝色区
	全年	-0.47	偏紧	浅蓝色区
2012年	第一季度	-0.74	紧张	蓝色区
	上半年	-0.11	正常	绿色区
	前三季度	0.26	偏松	黄色区
	全年	0.24	偏松	黄色区
2013年	第一季度	0.98	宽松	红色区
	上半年	0.61	偏松	黄色区
	前三季度	0.47	偏松	黄色区
	全年	0.07	正常	绿色区
2014年	第一季度	-0.17	正常	绿色区
	上半年	-0.17	正常	绿色区
	前三季度	-0.52	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.13	正常	绿色区
2015年	第一季度	-0.02	正常	绿色区
	上半年	0.76	宽松	红色区
	前三季度	1.18	宽松	红色区
	全年	1.47	宽松	红色区
2016年	第一季度	1.81	宽松	红色区
	上半年	1.66	宽松	红色区
	前三季度	1.58	宽松	红色区
	全年	1.15	宽松	红色区
2017年	第一季度	0.74	宽松	红色区
	上半年	0.26	偏松	黄色区
	前三季度	0.03	正常	绿色区
	全年	-0.21	偏紧	浅蓝色区
2018年	第一季度	-0.48	偏紧	浅蓝色区
	上半年	-0.37	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	-0.31	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.26	偏紧	浅蓝色区
2019年	第一季度	-0.08	正常	绿色区
	上半年	-0.10	正常	绿色区
	前三季度	-0.09	正常	绿色区
	全年	0.04	正常	绿色区
2020年	第一季度	0.51	偏松	黄色区
	上半年	0.30	偏松	黄色区
	前三季度	0.20	偏松	黄色区
	全年	0.26	偏松	黄色区

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、2020年四季度房地产业内部金融环境上升至偏松区间，外部金融环境仍在偏松区间

为了更深一步分析宏观金融环境和房地产业金融环境的关系，将M2-GDP名义增速、M1同比增速、中国一年期国债收益率等三个指标综合处理后得到宏观金融环境指数，即房地产业外部金融环境指数；将个人住房贷款余额同比增速、全国首套房贷平均利率、房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速差额等三个指标综合处理后得到房地产业内部金融环境指数。

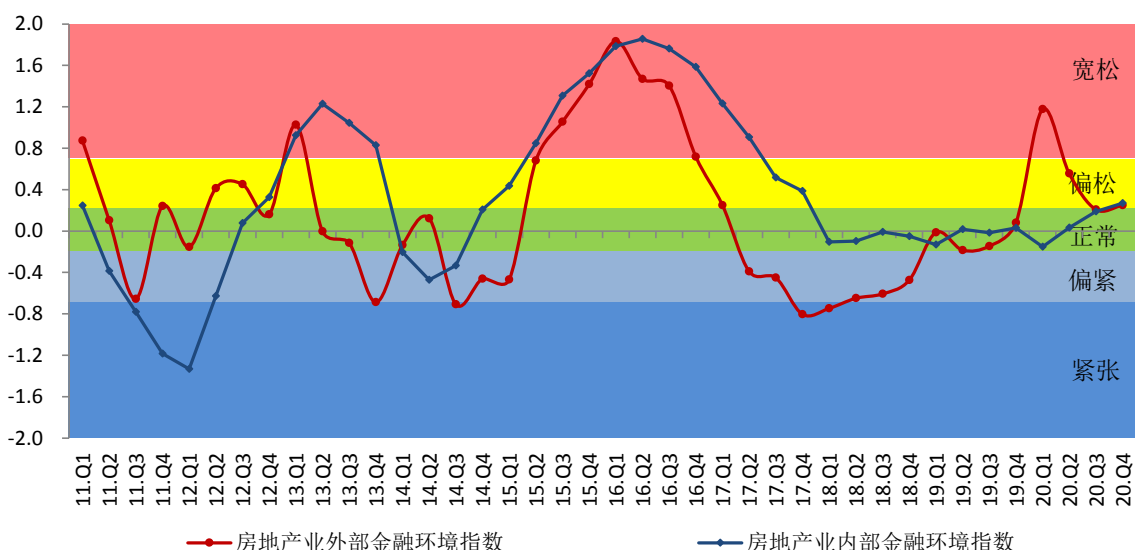
从两条曲线来看，整体走势大体一致，房地产业内部金融环境指数不仅受宏观金融环境影响，也与房地产调控政策密切相关。

观察三轮指数探底与复苏形态，2014年四季度宏观金融环境和房地产业内部金融环境同步开始上行，这是由于此次货币宽松和房地产调控政策放松是同步进行的。2014年10月，央行开始连续降息降准，货币政策持续宽松。2014年两会上提出对房价的调控由过去的一刀切转变为分类指导之后，地方政府政策放松，全国除北上广深和三亚外陆续取消限购，同时2014年930新政和2015年330新政出台，房地产信贷政策持续放松。但2011-2012年和2018-2019年宏观金融环境和房地产业内部金融环境表现却有所不同。

比如，2011年，为抑制通货膨胀，央行在上半年持续收紧货币政策，但下半年收紧步伐明显放缓，四季度后外部金融环境指数震荡上升。而在房地产调控方面则持续加码，2011年1月出台“国八条”，限购城市从2010年的不足20个大幅增加到40多个，7月初国务院常务会议明确“二三线城市也要限购”，限购城市数增加到近50个。因此2011年四季度和2012年一季度，房地产内部环境指数在外部环境指数已经上升的情况下，继续下行至紧张区间。

再如，2015年底中央提出去杠杆的目标后，房地产业外部金融环境指数持续下行至2017年底。2018年后随着央行多次降准，指数开始震荡上行，2020年一季度已进入宽松区间，二三季度随着货币政策趋于常态化，外部金融环境指数下行至偏松区间。2018年以来，中央多次强调“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。即使年初疫情发生后，中央仍未放松对房地产的调控，下半年部分热点城市调控政策和房贷政策还在收紧。调控政策持续偏紧，使得2018年一季度至2020年一季度，房地产业内部金融环境指数并未随外部金融环境的好转而明显上升，持续在正常区间小幅震荡。2020年二三季度，房地产业内部金融环境指数虽小幅上升，但仍在正常区间，内部金融环境未见明显放松。四季度，房地产业内部金融环境指数均小幅上升至偏松区间，但从幅度来看，明显不及2013年和2015-2016年。

图9 中国房地产业外部金融环境指数和内部金融环境指数彩虹图



数据来源：易居研究院

### 3、预计 2021 年一季度房地产业金融环境指数有可能将下行进入正常区间

展望 2021 年一季度，预计 M2 同比增速-GDP 名义增速的差额将继续下降，M1 同比增速将比上季度基本持平。随着房地产贷款集中度监管政策的落地，预计个人住房贷款余额同比增速将继续回落，房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速的差额或将转负。2021 年全球各主要国家的货币政策有望延续宽松态势，我国货币政策不会马上收紧，预计一季度一年期国债收益率还是低位盘整。随着个人房贷占比上限的确立，年后部分地区房贷利率上浮，银行放款明显收紧，预计一季度全国首套房贷平均利率或将小幅上行。

近日，银保监会主席郭树清在国新办新闻发布会上表示，房地产领域的问题是现在金融化、泡沫化倾向还比较强，各城市“一城一策”推出房地产综合调控举措，目的是实现稳地价、稳房价、稳预期，逐步把房地产的问题解决好。综合判断，短期内货币政策和房地产调控政策不会发生大的变化，2021 年一季度中国房地产业金融环境指数很有可能下行进入正常区间。

## 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。

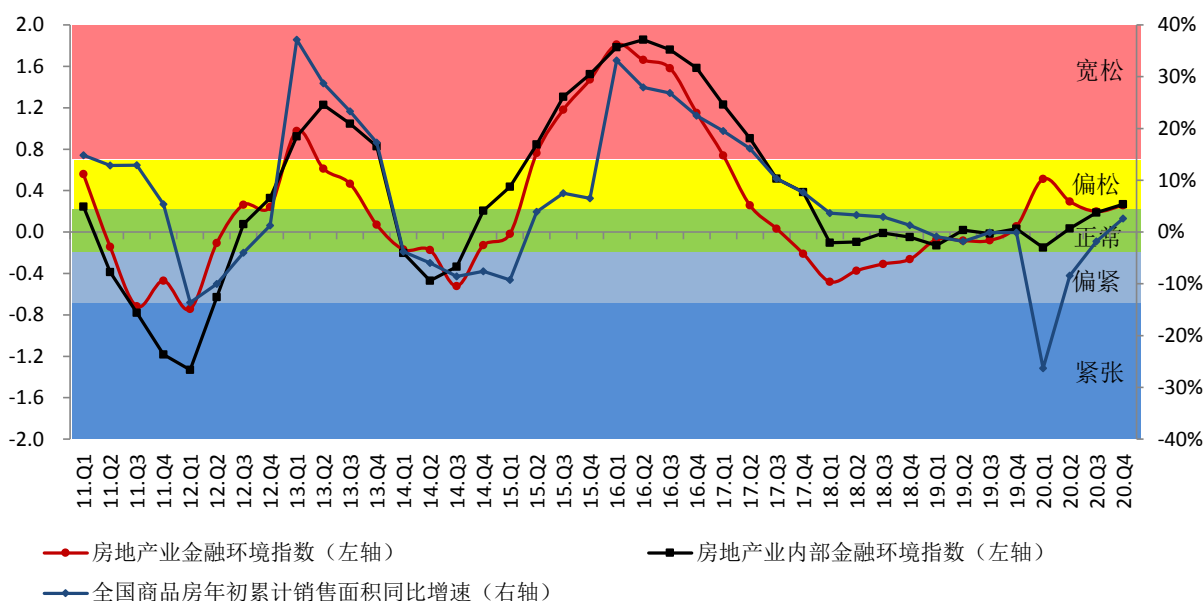
2019 年房地产业金融环境指数已由 2018 年的偏紧状态转为正常状态，按照以往情况，楼市成交面积同比增速应随着金融环境的改善而提高，但实际情况是持续在 0 附近小幅震荡。这是由于在房地产调控压力下，2019 年房地产业内部金融环境并未随整体金融环境的改善而明显改善，依然呈低位盘整态势。

2020 年前三季度，房地产业金融环境指数大幅上升至偏松区间，房地产业内部金融环境指数则仍在正常区间，四季度两者均上升至偏松区间。受疫情影响，一季度全国商

商品房年初累计销售面积同比大幅下降，二三季度销售逐步恢复正常，降幅收窄，四季度商品房销售面积同比转正。

经过几轮涨跌周期的验证，发现商品房销售面积与金融环境指数，尤其是房地产业内部金融环境指数走向基本一致。房地产业内部金融环境指数目前处于偏松区间，2021年一季度有可能回落至正常区间。不过由于去年一季度的低基数，预计今年一季度商品房销售面积同比增速较高。

图 10 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



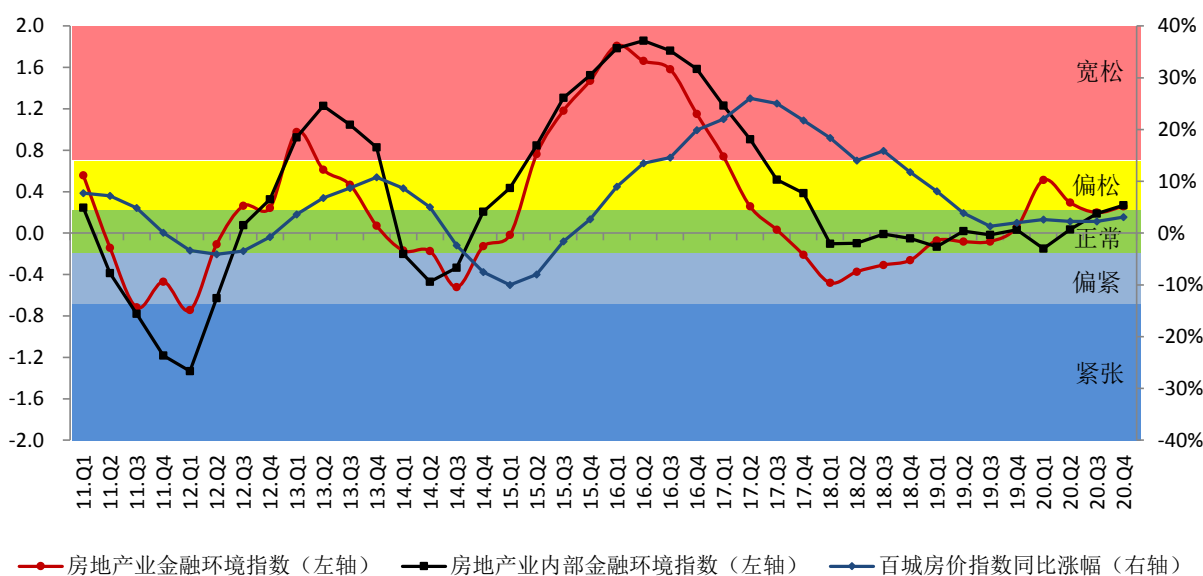
的三四线城市样本。

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,2018年在偏紧区间的中部位置小幅震荡,2019年小幅上行至正常区间的偏下位置,百城房价同比涨幅于2017年二季度触顶,此后持续震荡下行至2019年三季度,四季度至今小幅震荡。

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。按照以往规律,2019年金融环境趋松后几个季度,百城房价指数同比涨幅也将进入上行通道。但需要看到的是,在调控趋严下,房地产业内部金融环境指数并未像2013年和2015年时那样大幅上升,而且从宽松的程度来看,也远不如2013年上半年,因此百城房价同比涨幅仍然在低位震荡。

从政策面来看,今年前两月,已有上海、深圳、杭州、东莞、无锡等热点城市进一步升级了限购、限售、限贷等调控政策,广州则收紧了房贷。短期来看,调控政策和货币政策均不会放松,预计百城房价指数同比涨幅还将低位震荡。

图 11 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。

