EJ REAL ESTATE R&D INSTITUTE
中国5A级社会组织单位

易居月报系列

3 月 M1 同比增速持续回落，全国首套房贷平均利率持续上升，流动性拐点已经出现，预计下半年百城房价涨幅将收窄

2021 年 4 月 13 日

上海易居房地产研究院　主办

3 月 M1 同比增速持续回落，全国首套房贷平均利率持续上升，流动性拐点已经出现，预计下半年百城房价涨幅将收窄

核心观点：

- **3 月 M1 同比增速连续 2 个月回落，1 月基本确定是本轮周期的阶段性高点。**3 月末，M1 余额同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。从目前稳健中性的货币政策基调及去年的基数来看，今年 1 月已基本确定是本轮周期 M1 同比增速的高点。从过去十年的 M1 同比增速走势来看，今年可能与 2013 年较为相近，与 2015-2016 年明显不同，货币金融对楼市的影响大概率也与 2013 年较为相似，还是以局部行情为主，不会出现全国性的大行情。
- **3 月全国首套房贷利率连续 2 个月上升，已基本确定进入上行通道。**3 月全国首套房贷款平均利率为 5.28%，比上月上升 0.02 个百分点，比上年同期下降 0.17 个百分点。2021 年 1 月下旬开始，房贷市场出现了新的一轮收紧调控，从广州等一线城市逐渐蔓延至各大楼市热门区域。清明节后，广州工行、农行、中行、邮储等多家国有银行再次上调个人按揭房贷价格，首套房贷利率调整为最低 LPR+65BP，比 1 月底上涨了 10BP。目前来看，2021 年 1 月基本上已经确定是本轮周期全国首套房贷平均利率的低点。
- **预计下半年百城房价同比涨幅将收窄。**从目前的货币政策及去年基数来看，今年 1 月基本确定是本轮周期 M1 同比增速的高点，流动性顶点已经出现。按照过去货币和房价的走势规律来看，百城房价同比涨幅大概率将在今年下半年达到高点。不过需要看到的是今年对房地产的各类调控政策明显要严于 2013 年和 2016 年，因此百城房价同比涨幅的高点可能上半年就能见到。

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等四个跟房地产市场相关性较高的月度金融数据进行研究。

一、3 月金融数据

1、3 月末 M1 余额同比增长 7.1%，增速继续回落；住户部门贷款余额同比增长 16.3%，增速与上月末持平

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。

3 月末，M1 余额同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。M1 同比增速自今年 1 月创出阶段高点后，已连续 2 个月回落，但仍高于 2018 年下半年—2020 年上半年的水平。

3 月末，住户部门贷款余额同比增长 16.3%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点。

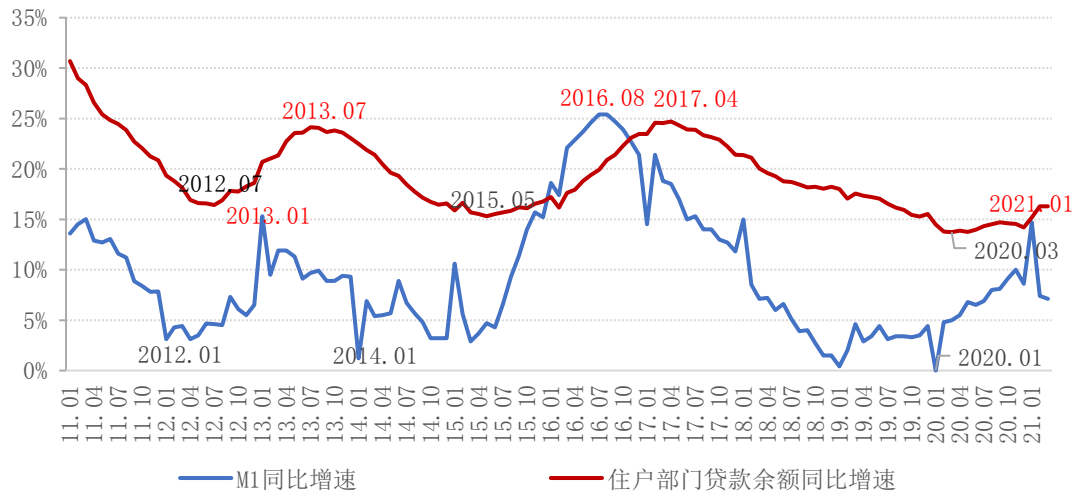
从这两组数据的历史走势来看，两者走势基本同向，M1 同比增速走势领先于住户部门贷款余额同比增速走势。2011 年至今，M1 同比增速和住户部门贷款余额同比增速分别有 3 个和 2 个阶段高点，前 2 个阶段高点前者领先后者时间分别为 6 个月和 8 个月。2011 年至今，M1 同比增速和住户部门贷款余额同比增速有均 3 个阶段性低点，前者领先后者时间分别为 6 个月、16 个月和 2 个月，第二次领先的时间较长，主要原因是 2014 年 1 月 M1 同比增速创阶段新低后，至 2015 年一季度，M1 同比增速均在低位徘徊，期间创下几个次低点。

从目前稳健中性的货币政策基调及去年的基数来看，今年 1 月已基本确定是本轮周期 M1 同比增速的高点。从过去十年的 M1 同比增速走势来看，今年可能与 2013 年较为相近，与 2015-2016 年明显不同，货币金融对楼市的影响大概率也与 2013 年较为相似，还是以局部行情为主，不会出现全国性的大行情。

从住户部门贷款余额同比增速来看，今年 1-2 月的加速上升是由去年同期的低基数引起的，3 月增速与 2 月持平。考虑到去年末房地产贷款集中度管理制度的出台，今年的房贷发放大概率会紧于去年，春节后不少一二线城市严查经营贷

消费贷等违规资金进入楼市，预计二季度后住户部门贷款余额同比增速将逐渐下行。

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、3 月末中国一年期国债收益率 2.58%，微幅下降；3 月全国首套房贷平均利率 5.28%，连续 2 个月小幅上升，进入上行通道

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。3 月末，中国一年期国债收益率为 2.58%，比上月末低 0.02 个百分点，比去年同期高 0.89 个百分点，去年四季度以来一直较为稳定，目前水平与 2019 年基本持平。预计今年一年期国债收益率大概率会在 2%-3%区间内小幅波动。

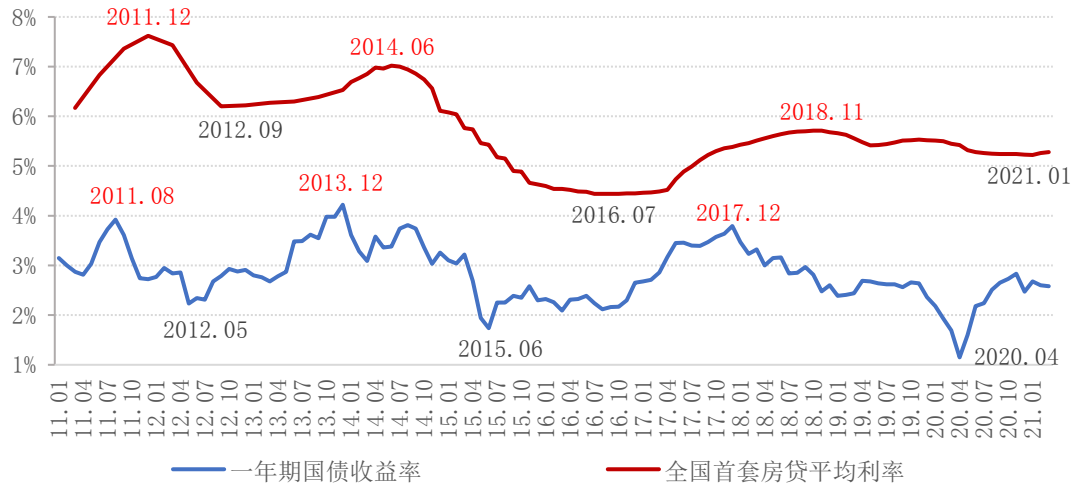
融 360 大数据研究院监测数据显示，2021 年 3 月（数据监测期为 2021 年 2 月 20 日-2021 年 3 月 18 日），全国首套房贷款平均利率为 5.28%，比上月上升 0.02 个百分点，比上年同期下降 0.17 个百分点。2021 年 1 月下旬开始，房贷市场出现了新的一轮收紧调控，从广州等一线城市逐渐蔓延至各大楼市热门区域。清明节后，广州工行、农行、中行、邮储等多家国有银行再次上调个人按揭房贷价格，首套房贷利率调整为最低 LPR+65BP，比 1 月底上涨了 10BP。目前来看，2021 年 1 月基本上已经确定是本轮周期全国首套房贷平均利率的低点。

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

套房贷平均利率均有 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均有 3 个阶段性低点，前者领先后者的时间分别为 4 个月、13 个月和 9 个月。第二次领先的时间较长，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，2018-2020 年的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，一年期国债收益率进入上行周期一段时间后，房贷利率也将进入上行周期。结合目前的调控政策来看，今年 1 月基本上已经是本轮周期全国首套房贷利率的低点，如果未来一段时间 5 年期 LPR 不下调，房贷利率大概率将进入新一轮上行周期。

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

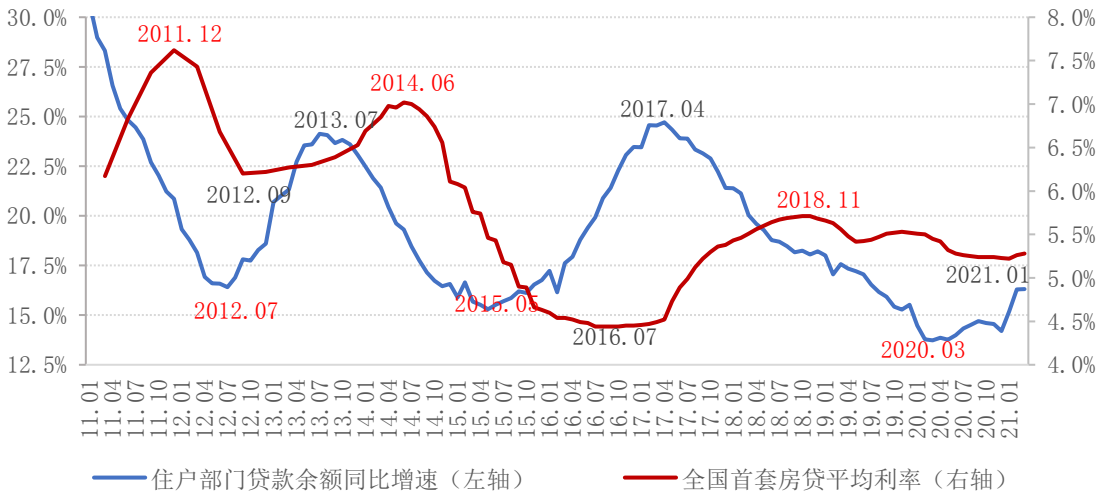
3、房贷利率进入上行通道，预计二季度住户部门贷款余额同比增速将回落

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 3 个阶段低点，前两个阶段低点

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。

2020 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生一定作用，住户部门贷款余额同比增速自 4 月起连续半年震荡上行，四季度首套房贷平均利率不再持续下行，住户部门贷款余额同比增速则小幅下行。今年 1-2 月，由于去年同期的低基数，住户部门贷款余额同比增速有较大的提高。不过需要看到 2 月以来首套房贷利率已经进入上行通道，利率上升会使居民贷款购房的积极性下降。考虑到多个热点城市收紧房贷，以及严查经营贷消费贷等违规资金进入楼市，预计二季度住户部门贷款余额同比增速将回落。

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

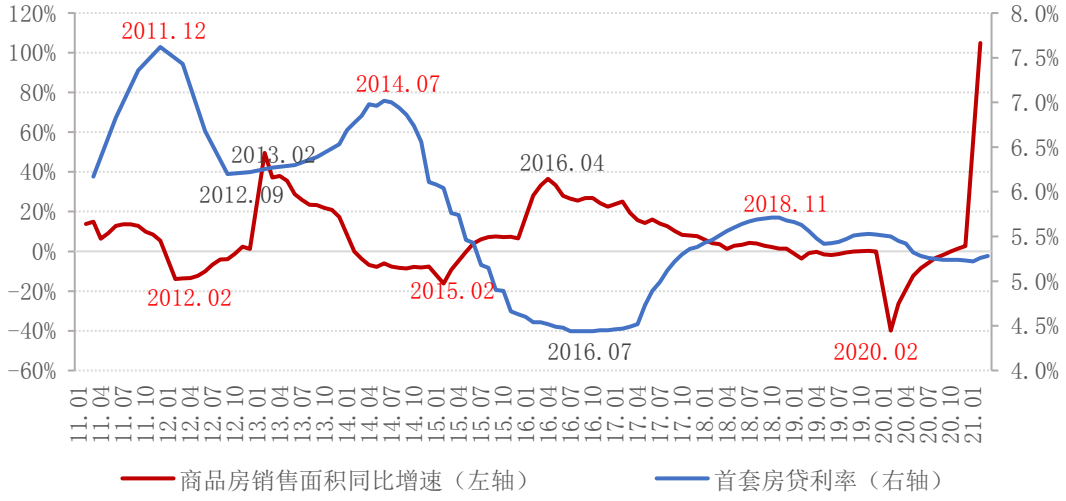
二、金融数据与全国商品房销售面积关系

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 3 个阶段低点，前两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。从目前的货币政策及调控政策来看，2021 年 1 月基本上是本轮周期全国首套房贷平均利率的低点，按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，2021 年 1-2 月由于上年同期的低基数，全国商品房销售面积同比将大幅增长，3 月份以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

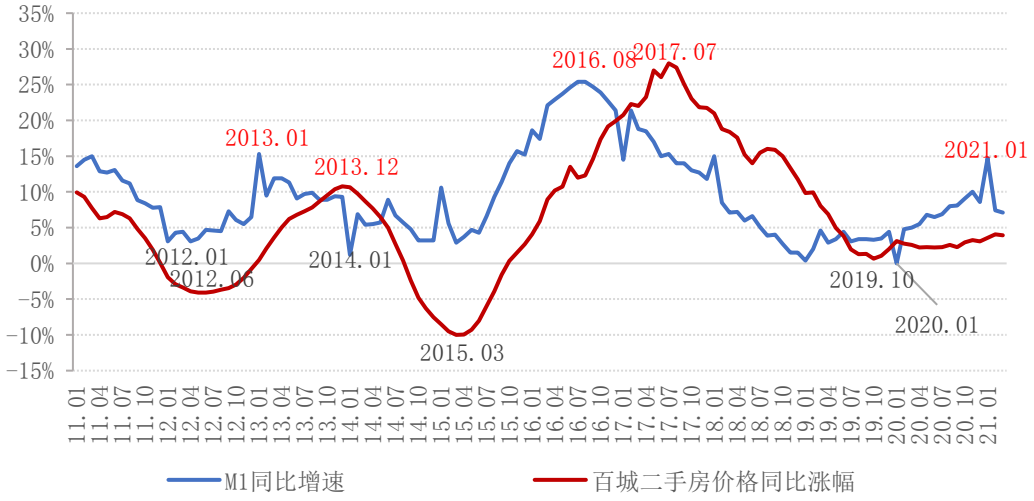
由于新房价格受到限价政策的影响，不能准确地反映市场情况，本报告均采用二手房价格，数据来自国家统计局 70 城二手住宅销售价格指数以及“中国城市二手房指数”网站。由于国家统计局二手房价格的统计方式存在不足之处，为了更准确的反映市场情况，本报告结合“中国城市二手房指数”网站数据对二手房价格进行一定的调整。具体方式为：以 2006 年 1 月为基期，对房价涨幅进行累计计算。其中，2016 年之前国家统计局 70 城二手房价的环比增幅作放大处理，2016 年后的房价数据来自“中国城市二手房指数”网站。注：2016 年后的数据样本覆盖了全国 337 个地级以上城市，与统计局 70 城样本相比包含了更多的三四线城市样本。

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 3 个和 2 个阶段高点，前 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，后一个低点滞后百城二手房价格同比涨幅低点 3 个月。

从目前的货币政策及去年基数来看，今年 1 月基本确定是本轮周期 M1 同比增速的高点，流动性顶点已经出现。按照过去货币和房价的走势规律来看，百城房价同比涨幅大概率将在今年下半年达到高点。不过需要看到的是今年对房地产的各类调控政策明显要严于 2013 年和 2016 年，因此百城房价同比涨幅的高点可能上半年就能见到。

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

2021 年 3 月，M1 同比增速连续 2 个月回落，住户部门贷款余额同比增速与上月持平，一年期国债收益率微幅下降，首套房贷平均利率连续 2 个月上升，房地产行业金融环境相比上个月小幅趋紧。

近日，央行货币政策司司长孙国峰表示，今年以来货币政策稳字当头，货币信贷保持合理增长，下一步我们要坚持跨周期设计理念，兼顾当前和长远，保持

宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。预计今年 M1 同比增速大概率将小幅波动，不会持续上行，市场利率大概率也将在当前水平小幅波动。

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。2020 年疫情后货币宽松，市场利率和房贷利率持续下降，M1 同比增速持续上升，下半年随着经济的复苏，货币政策逐渐恢复常态，信用扩张逐渐放缓，市场利率逐渐回升。从目前稳健中性的货币政策基调及去年的基数来看，今年 1 月基本确定是本轮周期 M1 同比增速的高点，今年的 M1 同比增速走势可能与 2013 年较为相近，与 2015-2016 年有明显不同，货币对楼市的影响大概率也与 2013 年较为相似，还是以局部行情为主，不会出现全国性的大行情。

从 2020 年 8 月“三道红线”监管新规的试点出台，到年末房地产信贷集中管理制度的出台，以及今年 2 月重点 22 城集中供地制度的出台，说明监管部门严防社会资金过度向房地产行业集中的态度非常坚决。

综合考虑这些情况，预计 3 月份以后全国年初累计商品房销售面积同比增速将逐渐回落；从目前的货币环境和政策环境来看，与 2013 年一季度时更为相似，楼市接下来一段时间的表现大概率也与 2013 年的局部城市行情相似，全国性的大行情今年不太可能出现，百城房价同比涨幅下半年很可能会收窄。

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。