

易居月报系列

**M1 增速连降 6 个月，房地产行业资金面压力山大
预计百城二手房价格四季度见顶**

2021 年 8 月 27 日

M1 增速连降 6 个月，房地产行业资金面压力山大

预计百城二手房价格四季度见顶

核心观点：

- 7 月末 M1 余额同比增长 4.9%，创近 15 个月新低，预计下半年继续回落；住户部门贷款余额同比增长 14.3%，增速持续回落。央行二季度货币政策执行报告显示，上半年货币政策力度已基本回到疫情前的常态。7 月 15 日央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，但由于 7 月全国整体经济活动放缓、企业和个人的投融资需求减弱、银行表外业务活动收缩等，降准对 M1 影响有限。今年以来多个热点城市收紧了房贷政策，并严查经营贷、首付贷等违规资金进入楼市，预计降准资金进入房地产领域较为有限，下半年住户部门贷款余额同比增速还将继续下行。
- 7 月末中国一年期国债收益率为 2.13%，预计下半年仍在 2%-3% 区间小幅震荡；7 月全国首套房贷平均利率为 5.38%，多个重点一二线城市调升房贷利率，预计下半年房贷利率将维持温和上升趋势。7 月 15 日央行全面降准后的 2 周，1 年期国债收益率从 2.29% 一路下跌至 2.13%，但 8 月以来 1 年期国债收益率已略有回升；广州部分银行将首套贷款上调至 5.8%，上海则上调至 5%。全面降准虽然一定程度上能提高银行放贷积极性，缓解积压房贷投放，但不会改变房地产行业流动性收紧大趋势。
- 全国商品房年初累计销售面积同比增速持续暴跌，下半年趋缓；预计百城二手房价格同比涨幅四季度见顶。从目前的货币政策及去年基数来看，今年 1 月是本轮周期 M1 同比增速的高点，预计下半年 M1 同比增速将继续回落。按照过去房价走势滞后于货币变化趋势但整体走向基本一致的规律来看，预计百城二手房价格同比涨幅四季度见顶。

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、M1 增速连降 6 个月，房地产行业资金面压力山大

1、7 月末 M1 余额同比增长 4.9%，创近 15 个月新低，预计下半年继续回落；住户部门贷款余额同比增长 14.3%，增速持续回落

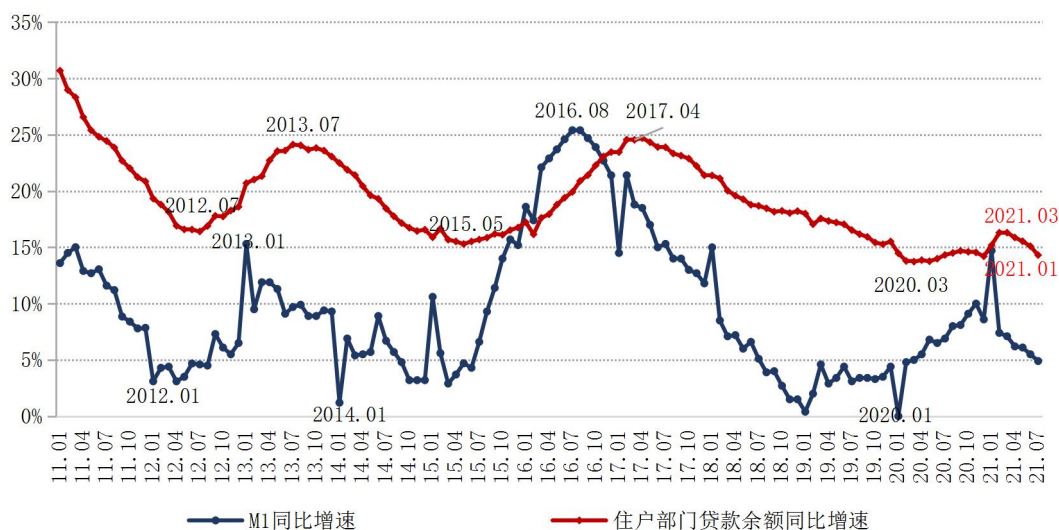
央行发布的金融统计数据显示，7 月末 M1 余额同比增长 4.9%，略低于市场预期。M1 同比增速自今年 1 月创出 14.7% 的阶段高点后，已连续 6 个月回落，创近 15 个月新低。7 月末，住户部门贷款余额同比增长 14.3%，已连续 4 个月回落。

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。从这两组数据的历史走势和关系来看，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 个阶段高点，前者领先后者时间分别为 6 个月、8 个月和 2 个月。2011 年至今，M1 同比增速和住户部门贷款余额同比增速均有 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。

从本轮周期来看，今年上半年 M1 同比增速走势和 2018 年同期较为相似。2019 年 M1 同比增速全年未超过 5%，维持在较低水平。受去年 1 月疫情影响，今年 1 月 M1 同比增速大幅异动，但从去年除 1 月以外其他月份的基数和今年稳健中性的货币政策基调来看，今年 1 月基本上是本轮周期的高点。央行二季度货币政策执行报告显示，上半年货币政策力度已基本回到疫情前的常态。7 月 15 日央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，但由于 7 月全国整体经济活动放缓、企业和个人的投融资需求减弱、银行表外业务活动收缩等，降准对 M1 影响有限。预计下半年 M1 同比增速将继续回落。

从住户部门贷款余额同比增速来看，今年年初的加速上升也是由去年疫情期间的低基数引起的，3 月大概率已是本轮周期的高点，4 月开始已经回落。今年以来多个热点城市收紧了房贷政策，并严查经营贷、首付贷等违规资金进入楼市，近期部分一线城市更是加大监管力度：7 月 27 日上海 5 家国有大行的分支机构均因“流动资金、消费贷款违规流入房地产市场”而吃了上海银保监局的行政罚单；8 月 7 日深圳公布“深房理”初步调查结果，截至目前共发现 21.55 亿元经营用途贷款违规流入房地产领域，并对有关责任单位和人员依法启动问责和处罚。预计下半年住户部门贷款余额同比增速还将继续下行。

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、7月末中国一年期国债收益率为2.13%，预计下半年仍在2%-3%区间小幅震荡；7月全国首套房贷平均利率为5.38%，将维持温和上升趋势

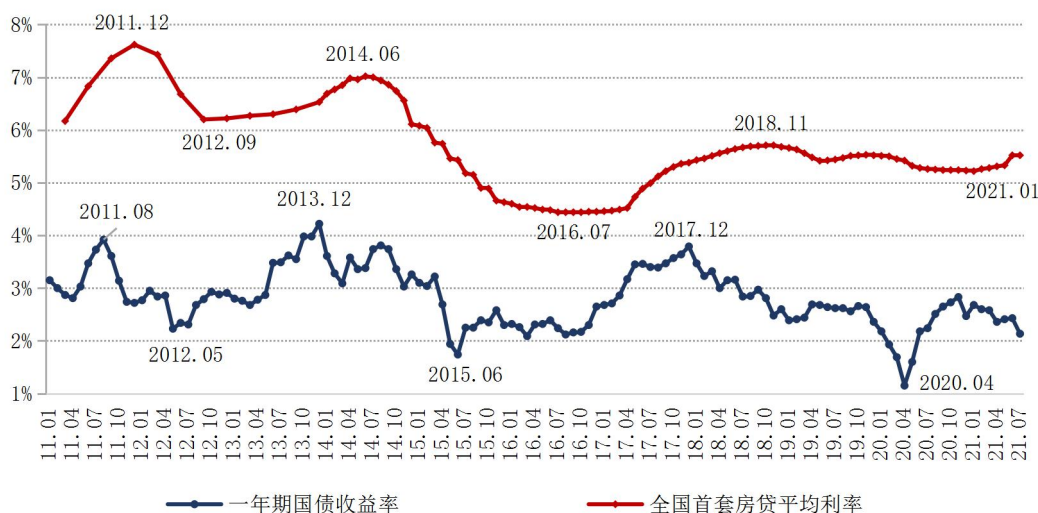
一年期国债属于短期国债，主要受利率政策和短期流动性的影响，能够更好地反映利率周期与社会资金价格变化。7月末，中国一年期国债收益率为2.13%，较6月末下降0.3个百分点。去年四季度以来一年期国债收益率一直较为稳定，目前与疫情前水平接近。7月融360未发布首套房主流贷款利率，从保利投顾研究院统计结果来看，7月全国首套房贷平均利率为5.38%。

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。

7月15日央行全面降准后的2周，1年期国债收益率从2.29%一路下跌至2.13%。7月30日中央政治局会议进一步明确将延续流动性合理宽裕的稳健货币政策，巩固了市场对国债价格走高的预期，驱动国债收益率继续下跌。但8月以来1年期国债收益率已略有回升，预计一年期国债收益率下半年大概率仍在2%-3%区间小幅震荡。

全国首套房贷平均利率方面，今年上半年在“三道红线”、“房住不炒”的严厉调控基调下，金融机构严查经营贷、房贷首付来源，贷款额度整体偏紧，部分热点城市放款周期拉长，导致上半年全国房贷利率水平持续上行。7月多个重点一二线城市调升房贷利率，如广州部分银行将首套贷款上调至5.8%，上海则上调至5%。全面降准虽然一定程度上能提高银行放贷积极性，缓解积压房贷投放，但不会改变房地产行业流动性收紧大趋势。预计下半年房贷利率将维持温和上升趋势。

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、预计下半年住户部门贷款余额同比增速继续下行

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，分别领先住户部门贷款余额同比增速阶段高点10个月、9个月和2个月。

考虑到本次全面降准的主要目的是缓解小微企业的成本压力和经营压力，且目前的房地产调控政策仍偏紧，有专门的贷款集中度管控，预计降准资金进入房地产领域较为有限，下半年住户部门贷款余额同比增速大概率仍将延续下行趋势。

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



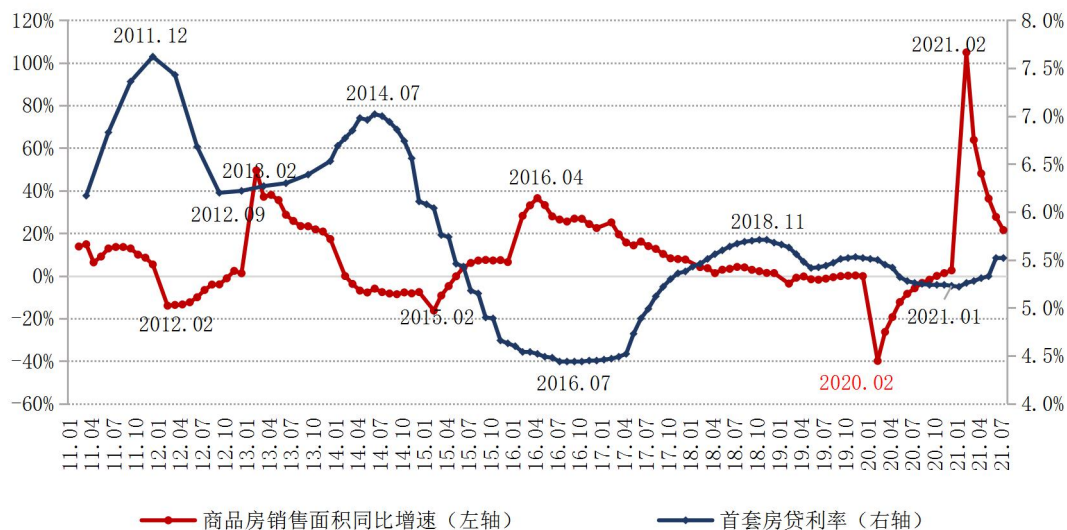
数据来源：中国人民银行、融360、CRIC、易居研究院

二、全国商品房年初累计销售面积同比增速持续暴跌，下半年趋缓

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基本呈反走向走势，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，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、滞后3个月和领先1个月。

从目前的货币政策及调控政策来看，2021年1月已基本确定是本轮周期全国首套房贷平均利率的低点，受去年疫情期间的超低基数影响，2月是近10年来全国商品房年初累计销售面积同比增速的最高点。8月16日国家统计局发布的数据显示，1—7月份全国商品房年初累计销售面积同比增长21.5%，继续暴跌，7月回落速度略有放缓。考虑到目前全国商品房年初累计销售面积同比增速仍处于长周期的相对较高水平，且下半年房贷利率大概率会维持温和上升趋势，预计下半年销售面积同比增速不改回落趋向，但速度将有所放缓。

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

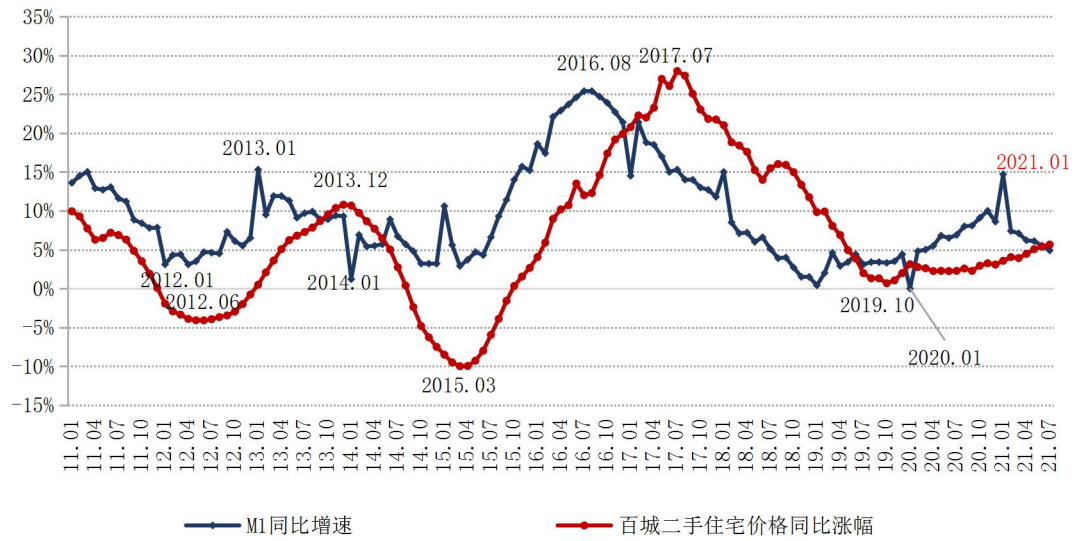
三、预计百城二手房价格同比涨幅四季度见顶

为了研究 M1 和房价的关系，本报告结合“中国城市二手房指数”网站数据对统计局的 70 城二手住宅销售价格指数进行一定的调整，得到百城二手住宅价格指数。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，对 2016 年之前国家统计局公布的 70 城二手住宅价格环比涨幅作放大处理，2016 年后的房价环比涨幅则直接使用“中国城市二手房指数”网站公布的月度数据。

M1 同比增速和百城二手房价格同比涨幅二者的整体走向基本一致，M1 同比增速走势领先于百城二手房价格同比涨幅走势，即房价走势滞后于货币变化趋势。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 月确定是本轮周期 M1 同比增速的高点，预计下半年 M1 同比增速将继续回落。按照过去金融数据和房价的走势规律来看，预计百城二手房价格同比涨幅四季度见顶。

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

备注：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。

执笔人：上海易居房地产研究院研究员 潘竑羽

邮 箱：panhongyu@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。