

易居月报系列

**金融环境持续恶化，百城房价拐点确立，
未来几个月将继续下跌**

2021年10月14日

金融环境持续恶化，百城房价拐点确立，未来几个月将继续下跌

核心观点：

- **M1 增速连续 8 个月回落，住户部门贷款余额增速创近十几年来新低。**9 月末 M1 余额同比增长 3.7%，已连续 8 个月回落；住户部门贷款余额同比增长 13.2%，已连续 6 个月回落，同时创近十几年来新低。在稳增长的目标下，预计四季度央行信贷政策可能会结构性小幅放松，四季度金融数据可能会小幅反弹。
- **全国首套房贷平均利率出现下调迹象，预计住户部门贷款余额同比增速下行趋缓。**9 月末中国一年期国债收益率为 2.33%，保持稳定；9 月全国首套房贷平均利率为 5.46%，出现下调迹象。国庆前后，部分地区银行和市场博弈的反转信号开始出现，预计四季度住户部门贷款余额同比增速还将继续下行，但增速可能略放缓。
- **全国商品房销售面积同比大降，四季度增速回落趋缓。**目前全国房地产市场降温过快，在行业融资面整体仍偏紧的情况下，资金回笼困难对房企无异于雪上加霜。但信贷政策微调已开始发力，预计四季度销售面积同比增速回落速度将放缓。
- **今年市场降温速度超出预期，9 月百城二手房价格已转跌，未来几个月将继续下跌。**9 月百城二手房价格环比涨幅为-0.08%，这是自 2019 年 12 月以来首次转跌。我们认为今年 7 月百城二手房价格同比涨幅已阶段性触顶，8 月正式进入收窄通道。9 月百城二手房价格同比上涨 5.0%，增速收窄 0.34 个百分点。此外，今年市场降温速度超出预期，从 M1 增速触顶回落到百城二手房价格同比涨幅触顶回落的间隔时间相比历史大大缩短。预计到年底 M1 增速都将保持在低速区间，四季度百城二手房价格继续下跌。

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 增速连续 8 个月回落， 住户部门贷款余额增速创近十几年来新低

1、9 月末 M1 余额同比增速创近 17 个月新低

央行发布的金融统计数据显示，9 月末 M1 余额同比增长 3.7%，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 8 个月回落，创近 17 个月新低。

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。9 月金融数据依然整体表现不佳，M1 增速达到年内低点。同时，随着融资环境收紧，房企债务问题愈发严重。

9 月 27 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会，再次强调“维持经济增速运行在合理区间”，同时明确要继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低；维护房地产市场健康发展，维护住房消费者合法权益。在稳增长的目标下，预计四季度央行信贷政策可能会结构性小幅放松，四季度金融数据可能会小幅反弹。

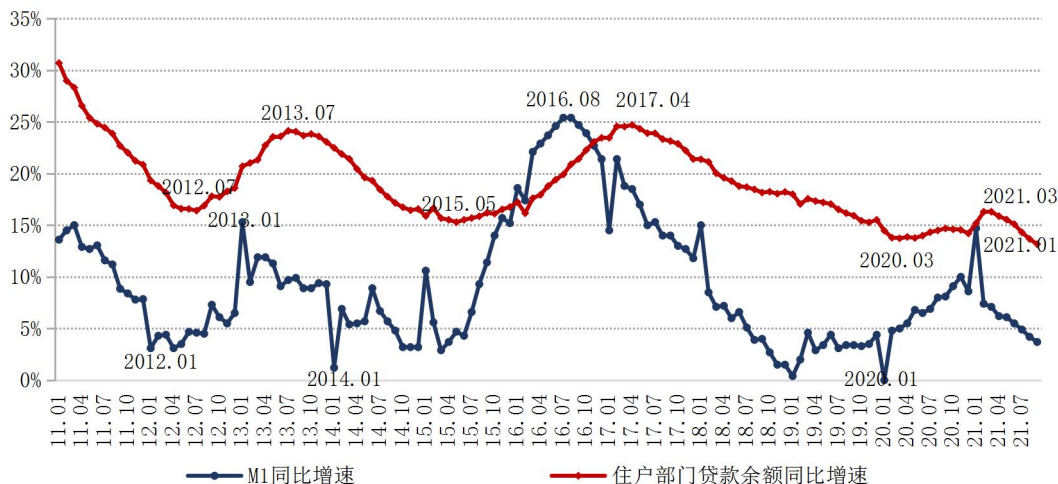
2、住户部门贷款余额同比增速创近十几年来新低

从 M1 同比增速和住户部门贷款余额同比增速的历史走势和关系来看，两者走势基本同向，M1 同比增速走势略领先。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 月是本轮周期的高点，4 月以来持续回落。9 月末，住户部门贷款余额同比增长 13.2%，已连续 6 个月回落，同时创近十几年来新低。

结构上，9月住户部门中长贷增4667亿元，同比少增1695亿元；短贷9月增3219亿元，同比少增175亿元。主要原因有两方面：一方面，今年上半年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，因此全国中长贷表现不佳；另一方面，9月中秋等节假日刺激了居民短期消费，有助于居民短贷增长。

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

二、全国首套房贷平均利率出现下调迹象，预计住户部门贷款余额同比增速下行趋缓

1、9月末中国一年期国债收益率为2.33%，保持稳定；9月全国首套房贷平均利率为5.46%，出现下调迹象

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。今年4月以来一年期国债收益率一直较为稳定，9月末，中国一年期国债收益率为2.33%，较8月末上升0.02个百分点。根据CRIC最新统计，9月全国首套房贷平均利率为5.46%，较去年年底上升23个基点。

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。

7月15日央行全面降准后的2周内，1年期国债收益率一度下跌至2.13%，但之后逐步回升并恢复稳定。9月末数据较8月末变化非常小，可能是因为近期从货币政策到财政政策、信贷政策，整个前瞻性跨周期调节都在围绕着稳增长、宽信用的目标，因此市场预期也较稳定。预计四季度一年期国债收益率下行空间有限，总体仍在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1-7月全国房贷利率水平持续上行。9月全国首套房贷平均利率略下降。

图2 中国一年期国债收益率和全国首套房贷平均利率



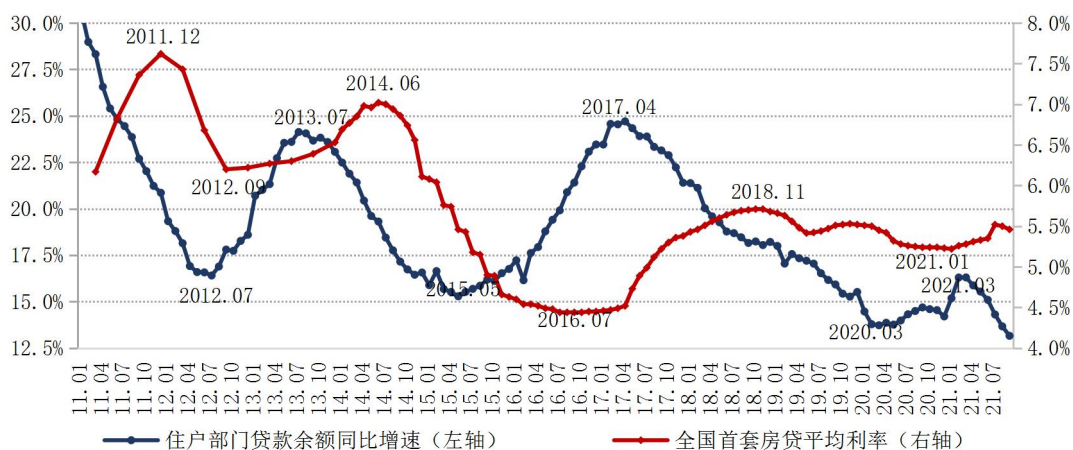
数据来源：中央国债登记结算公司、融360、CRIC、易居研究院

2、预计四季度住户部门贷款余额同比增速下行趋缓

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。

随着上半年全国首套房贷平均利率的上行，截至9月末，住户部门贷款余额同比增速年内已连续回落6个月。很显然，此前利率抬升对于抑制投机炒房、稳定楼市预期起到了重要作用。但对于刚需群体，无疑增加了购房成本。国庆前，央行等部门在多个场合表示要“维护住房消费者合法权益”，与此同时，部分地区银行和市场博弈的反转信号出现，房贷利率出现下调迹象，放款速度也有所提升。预计四季度住户部门贷款余额同比增速还将继续下行，但增速可能略放缓。

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

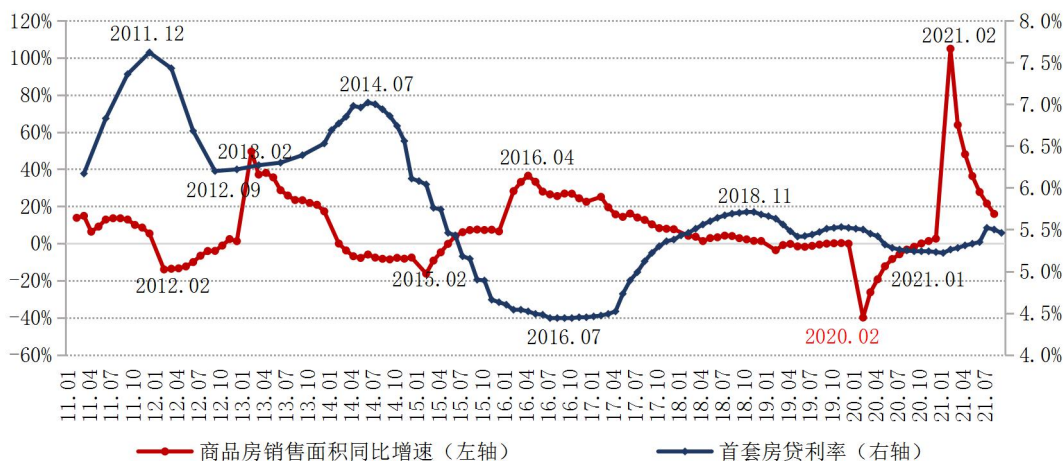
三、全国商品房销售面积同比大降，四季度增速回落趋缓

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向走势，全国首套房贷平均利率走势略领先。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房地产调控政策来看，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。国家统计局发布的数据显示，1—8月份全国商品房销售面积同比增长15.9%，增速继续大降，但是降

幅较上月有所收窄。目前全国房地产市场降温过快，在行业融资面整体仍偏紧的情况下，资金回笼困难对房企无异于雪上加霜。但信贷政策微调已开始发力，近期全国房贷利率也略有下调迹象，预计四季度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

四、9月百城二手房价格已转跌，未来几个月将继续下跌

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。

M1同比增速自今年1月达阶段高点后，已连续8个月回落。需要注意的是，

9月百城二手房价格环比涨幅为-0.08%，这是自2019年12月以来首次转跌。按照过去金融数据和房价的走势规律来看，我们认为今年7月百城二手房价格同比涨幅已阶段性触顶，8月正式进入收窄通道。9月百城二手房价格同比上涨5.0%，增速收窄0.34个百分点。此外，今年市场降温速度超出预期，从M1增速触顶回落到百城二手房价格同比涨幅触顶回落之间，仅仅间隔了半年，间隔时间相比历史大大缩短。预计到年底为止M1增速都将保持在低速区间，四季度百城二手房价格继续下跌。

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。