

易居季报系列

金融环境与房地产研究

三季度房地产业金融环境全面恶化，迅速跌入偏紧区间，
预计四季度全国楼市继续明显降温

2021 年三季度

三季度房地产业金融环境全面恶化，迅速跌入偏紧区间，

预计四季度全国楼市继续明显降温

核心观点：

- ▶ 三季度中美10年期国债收益率差缩小，央行边际放松货币的空间较去年同期明显压缩，但仍有余地。今年以来，为防范国际金融环境变化风险，人民银行提前做了前瞻性部署，如7月降准。考虑到未来几个季度美联储可能Taper，以及三季度中国宏观经济增速下行显著，四季度央行可能再实施一次全面降准。
- ▶ 三季度中国房地产业外部和内部金融环境均明显恶化，房地产业金融环境指数转负至-0.22，跌入偏紧区间。其中，M1同比增速已接近过去十年的历史低位，房企债务问题愈发严重；个人住房贷款余额同比增速回落至10年前水平，全国普遍“放款难”；居民房贷政策环境继续收紧，全国房贷利率水平整体维持上升态势；房企资金链愈加紧绷，国内贷款同比降幅扩大。
- ▶ 预计四季度中国房地产业金融环境指数很有可能仍处于偏紧区间，并继续下探。过去10年，房地产业金融环境指数呈现明显的周期性变化规律，平均每4年会出现一个周期。目前该指数从高点回落到进入盘整期的进程还未过半，从历史规律来看，该指数反弹的可能性极小，未来几个季度大概率延续下行态势。从金融指标看，四季度中美10年期国债收益率差额、M1同比增速、个人住房贷款余额同比增速、房企到位资金同比增速这四个指标将走弱，M2增速与GDP名义增速差额、中国1年期国债收益率、全国首套房贷平均利率这三个指标将走强。加权平均后，四季度房地产业金融环境指数走弱的可能性更高。
- ▶ 随着房地产业金融环境持续收紧，全国商品房销售面积同比增速快速回落。2021年一季度出现本轮周期中国房地产业金融环境指数的高点，与之对应的是百城二手房价格同比涨幅二季度见顶，三季度开始回落。观察中国房地产业金融环境指数和百城二手房价格同比涨幅曲线可以发现，过去10年里金融环境指数的第一个高点领先百城房价涨幅3个季度，第二个高点则领先5个季度；从金融环境指数高点数值来看，数值越低则领先百城房价涨幅的时间越短。按照过去二者的走势规律来看，预计四季度百城二手房价格同比涨幅将继续回落。

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7个代表性指标，对各指标进行标准化处理后，赋予不同权重，计算后得出当期中国房地产业金融环境指数。涉及的指标包括：

- 1、中国与美国10年期国债收益率差额
- 2、M2同比增速与GDP名义同比增速差额
- 3、M1同比增速
- 4、中国1年期国债收益率
- 5、全国个人住房贷款余额同比增速
- 6、全国首套房贷平均利率
- 7、房企到位资金同比增速

其中，中国与美国10年期国债收益率差额属于国际金融环境指标，M2同比增速与GDP名义同比增速差额、M1同比增速、中国1年期国债收益率属于中国房地产业外部金融环境指标，全国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属于中国房地产业内部金融环境指标。

根据2011年以来7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”、“中性”、“偏紧”、“紧张”，分别以“红色区”、“浅红色区”、“中灰色区”、“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 | 中性 | 偏紧 | 紧张 |
|----------|------------------|--------------|---------------|----------------|-------------------|
| 综合指数 | $[0.7, +\infty)$ | $[0.2, 0.7)$ | $[-0.2, 0.2)$ | $[-0.7, -0.2)$ | $(-\infty, -0.7)$ |
| 区域划分 | 红色区 | 浅红色区 | 中灰色区 | 浅蓝色区 | 蓝色区 |

数据来源：易居研究院

一、2021年三季度国际金融环境与中国货币政策

1、三季度中美10年期国债收益率差缩小，央行边际放松货币的空间仍有余地

中国和美国的10年期国债收益率，作为市场主流的无风险利率，主要受经济基本面和中美各自的利率政策影响。中美10年期国债收益率的差额，可以反映中国人民银行和美联储货币政策的差异和变化。该收益率差额作为外部环境因素，不会对中国房地产行业造成直接影响，但会对人民银行的货币政策方针制定产生一定制约；而由于房地产的利率敏感和资金密集属性，从短周期看，货币流动性是影响房价涨跌的主要因素之一。维护汇率平稳是央行的一项重要工作，一般中美10年期国债收益率差额越大，人民币升值压力越大，央行边际放松货币的空间越大；反之，该收益率差额越小，人民币贬值压力越大，央行边际放松货币的空间越小。

观察近10年中国与美国10年期国债收益率差额走势图，可以大致分为4个阶段：

(1) 2011年三季度至2015年一季度：中美10年期国债收益率差额总体在高位区间震荡。这段时间，美联储为应对金融危机后的经济衰退，推出了多轮量化宽松。具体政策有收购大量美国长期国债、实施0—0.25%的超低利率等，使得美国国债收益率偏低。同期，人民银行实施紧缩的货币政策并严厉管控信贷额度，同时加强了对房地产的调控。因此该时段内中国国债收益率明显高于美国。

(2) 2015年二季度至2018年一季度：中美10年期国债收益率差额整体较上一阶段有所下降。主要原因是一方面，美联储在2014年开始退出QE，并在2015年底开始加息。受货币政策由过度宽松回归常态甚至收紧的影响，美国国债收益率逐步回升，并持续了约3年。另一方面，同期中国货币政策偏宽松，使得中国10年期国债收益率较上阶段偏低。

(3) 2018年二季度至2019年一季度：中美10年期国债收益率差额基本稳定在近10年偏低位。美联储继续加息，美国国债收益率持续走高。中国的货币政策则出现了宽松。主要原因是2017年金融“去杠杆”后导致了P2P暴雷，2018年人民银行的货币政策不得不转变为“稳杠杆”，甚至年内降准了3次。

(4) 2019年二季度至今：2019年以来，美联储开启新的宽松周期，美国10年期国债收益率总体明显下滑，而中国的货币政策在疫情前总体偏平稳。疫情爆发后，美联储开启货币大放水，以中长期国债利率为代表的国内外无风险利率差持续走高。2020年三季度，中美10年国债利差一度升至2.46%，创有数据以来最高水平。这段时间中美

利差的扩大反映了国内与美国经济基本面和货币政策的差异：首先，中国在全球主要经济体中率先控制住了疫情，且经济迅速复苏；其次，此阶段中国货币政策的独立自主性大大增强，给了央行调整政策的空间。因此人民银行自2020年5月起就开始了货币政策微调，2020年四季度基本回归常态。而美国货币政策持续宽松，长债利率维持低位。

2021年三季度中美10年期国债收益率差已回落至1.36%，回归2011年以来的政策区间。央行边际放松货币的空间较去年同期明显压缩，但仍有余地。

结合外部环境来看，9月美国失业率下降到4.8%，比市场预期好很多，已基本与2016年底水平持平；通胀方面，6月以来就一直维持在超过5%的历史高位，9月抬升至5.4%，压力持续较大。9月23日的FOMC会议上美联储主席鲍威尔曾表示，计划于明年年中完成Taper，该进度较市场预期提前一个季度。市场认为，美联储可能将从11月中旬或12月中旬就开始缩减资产购买规模。对此，10月15日央行货币政策司司长孙国峰在三季度统计数据发布会上表示，今年以来，考虑到国际经济和金融市场环境的变化，以及主要经济体可能的货币政策调整，人民银行做了前瞻性的政策安排，降低了美联储等发达经济体央行政策调整可能带来的外溢冲击。短期看，四季度中国将坚持实施正常货币政策，但考虑到三季度中国宏观经济增速下行显著，央行四季度可能将再实施一次全面降准。

综上判断，预计四季度美国10年期国债收益率上行概率较大，而中国10年期国债收益率则可能继续下降，即中美10年期国债收益率差额将继续减小。

图1 中国与美国10年期国债收益率差额



数据来源：中国债券信息网、美联储、易居研究院

二、2021年三季度中国房地产业外部金融环境

1、三季度宏观经济下行压力明显加大，四季度M2增速与GDP名义增速差额大概率将由负转正

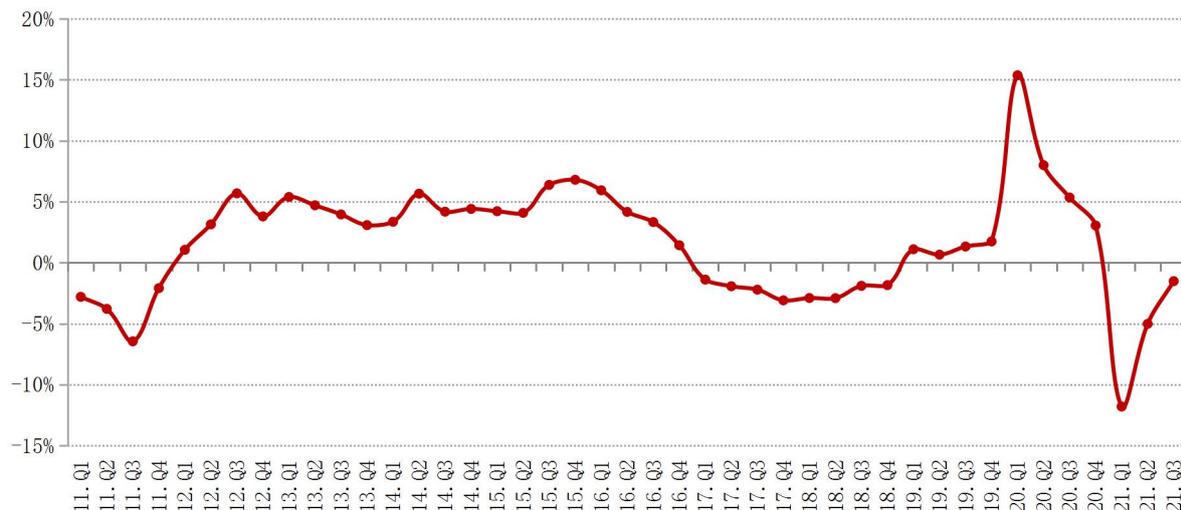
2019年两会的政府工作报告中首次提出，广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。即M2同比增速减去名义GDP同比增速得到的增速差额，可用来衡量潜在流进资产市场的货币增速，该增速差额越大，推高房价的可能性越大，反之，该增速差额越小，推高房价的可能性越小。

2011年三季度至2012年三季度，M2增速与GDP名义增速增速差额一路上行，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。2016年初至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，2020年一季度M2增速与GDP名义增速差额大幅上升至15.4%。二季度后随着经济稳步复苏，差额持续收窄。

2021年以来，M2同比增速和GDP名义增速均出现了不同程度的下滑，与此同时，M2增速与GDP名义增速差额稳步回升。三季度该差额为-1.5%，较二季度回升3.5个百分点。根据历史经验判断，该增速差额的合理区间为2%-3%，目前的增速差额还略低于合理值，一定程度抑制房价涨幅。

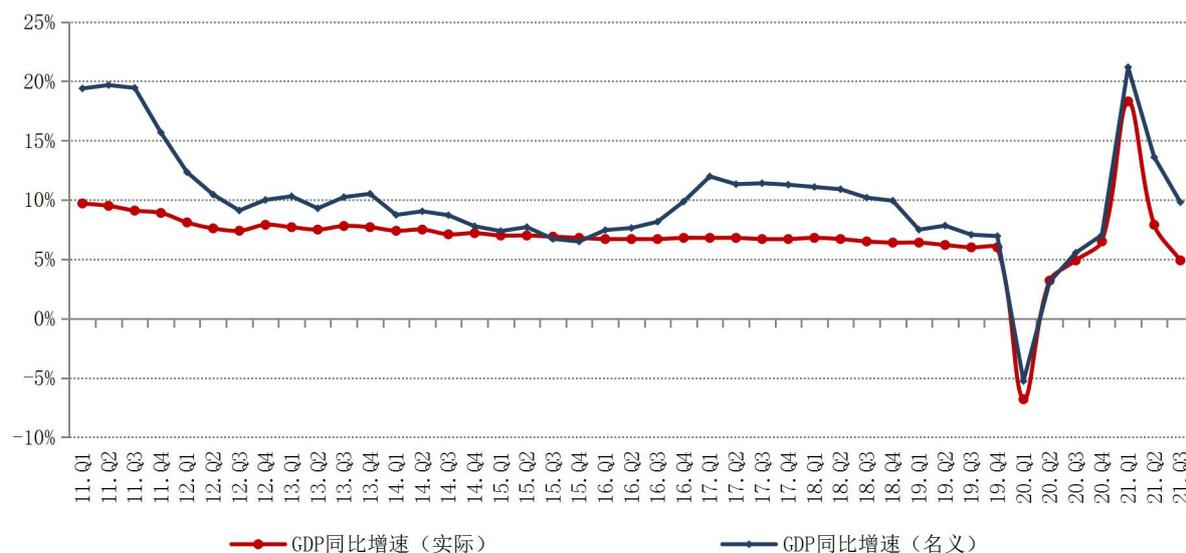
但需要注意的是，三季度宏观经济下行压力明显加大。9月24日，央行在三季度例会上，对经济形势的判断较二季度例会更为严峻。二季度例会公报中的“我国经济稳中加固、稳中向好”未再出现，转而强调“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，并首次提出要“要加强国内外经济形势‘边际变化’的研判分析”。我们认为，四季度央行货币政策可能会向稳增长方向适度发力。但考虑到目前国内资金面整体需求偏弱，以及去年四季度名义GDP基数较高，预计今年四季度名义GDP增速还将继续回落。预计M2增速与GDP名义增速差额会继续呈现上升态势，大概率会在四季度由负转正。

图2 M2同比增速与GDP名义同比增速差额



数据来源：中国人民银行、国家统计局、易居研究院

图3 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、三季度M1同比增速已接近过去10年的历史低位，房企债务问题愈发严重

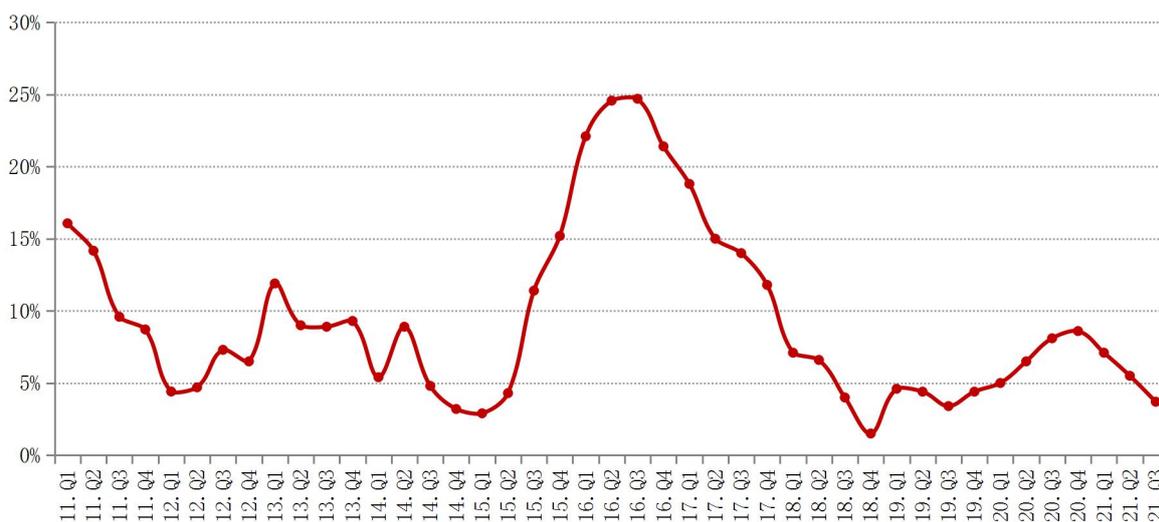
M1，狭义货币供应量， $M1=M0+$ 企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款。M1是经济周期波动和价格波动的先行指标，M1增速高，则楼市升温；M1增速低，则楼市降温。

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，并在年底见顶。

2021年以来，M1同比增速持续下降。截至三季度末，M1同比增速已降至3.7%，接近过去十年的历史低位。同时，随着融资环境收紧，房企债务问题愈发严重。9月24日央行在三季度例会上再次强调“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，未来几个季度M1数据可能会小幅反弹。但在市场惯性作用下，四季度M1同比增速可能继续下行。

图4 M1同比增速



数据来源：中国人民银行、易居研究院

3、三季度中国1年期国债收益率小幅收窄，市场预期总体较稳定

1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，1年期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1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1年期国债收益率小幅下行。

2021年三季度末，1年期国债收益率为2.33%，较二季度末下降1.0个百分点，总体处于较低水平。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，因此市场预期总体也较稳定。但若四季度央行再次年内降准以稳经济增长，中国1年期国债收益率大概率将随基准利率下调而下行。

图5 中国1年期国债收益率



数据来源：中国人民银行、易居研究院

三、2021年三季度中国房地产业内部金融环境

1、三季度个人住房贷款余额同比增速回落至10年前低位，全国普遍“放款难”

个人住房贷款余额由央行每季度定期发布，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

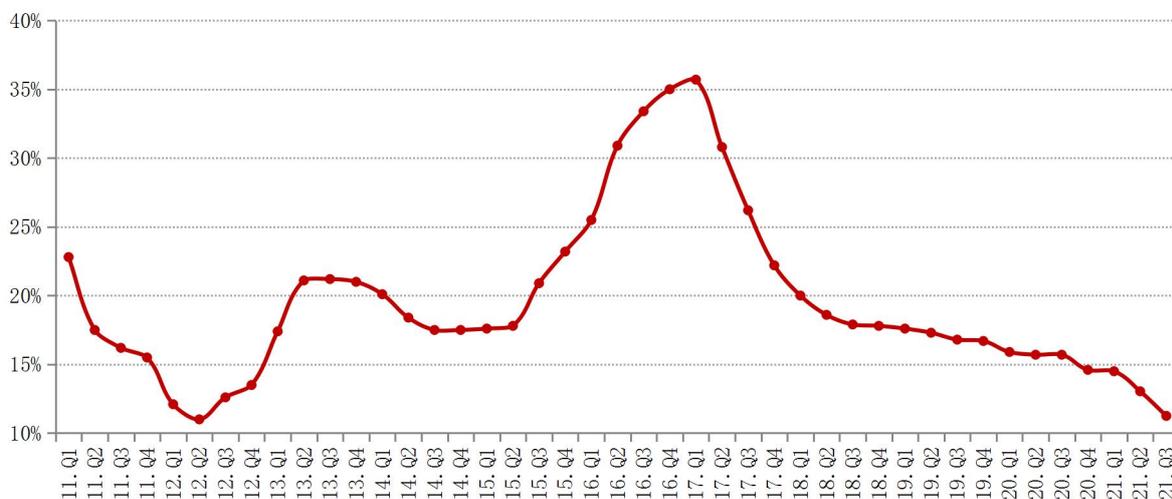
为平稳，此后于2015年三季度开始了快速上升，于2017年一季度达到了35.7%的最高点，此后开始步入下行通道并持续至今。

今年前三季度，在银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度全面实施的背景下，多个城市房贷政策收紧。截至2021年三季度末，个人住房贷款余额同比增长11.3%。增速相比上季度收窄1.7个百分点，连续19个季度回落。从数据上看，前三季度，个人住房贷款发放金额总体保持平稳，与同期商品住宅销售金额基本匹配；但实际来看，全国普遍出现了“放款难”现象，一定程度抑制了楼市正常成交。

10月15日，中国人民银行金融市场司司长邹澜在央行第三季度金融统计数据新闻发布会上表示，“少数城市房价上涨过快，个人住房贷款投放受到一些约束，房价上涨速度得到抑制。房价回稳后，这些城市房贷供需关系也将回归正常。”

基于此，我们认为为稳定市场预期，未来几个季度局部地区的住房信贷环境或将边际改善。但需要注意的是，从“维稳”信号释放到真正作用于市场基本面一般会有几个月的滞后期，四季度个人住房贷款余额同比增速可能继续收窄。

图6 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

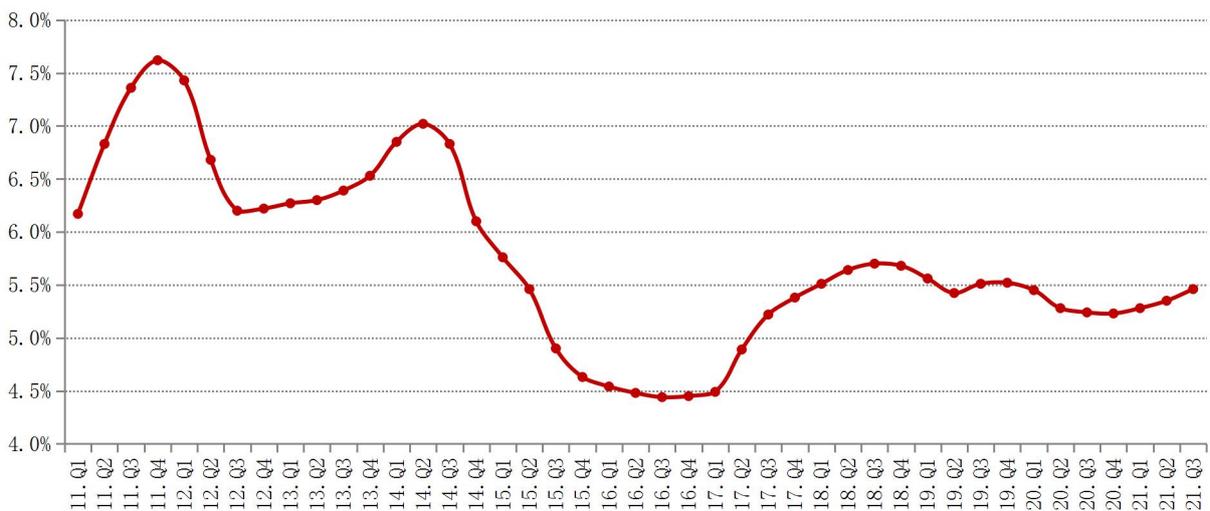
2、预计四季度金融机构将在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持，全国首套房贷平均利率将有所下调

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，疫情后货币放水，全国首套房贷平均利率年内持续小幅下降，并在 2021 年一季度出现回升。

2021 年三季度末全国首套房贷平均利率为 5.46%，相比上季度末扩大 0.11 个百分点。今年在“房住不炒”的严厉调控基调下，居民房贷政策环境持续收紧，全国房贷利率水平整体维持上升态势。需要注意的是，部分地区银行和市场博弈的反转信号出现，9 月全国首套房贷平均利率较 8 月已经出现下调迹象。此外，10 月 21 日，银保监会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞在国新办举行的新闻发布会上表示，要在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持。预计四季度全国首套房贷平均利率将有所下调。

图 7 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

3、三季度房企资金链愈加紧绷，预计四季度房企合理的资金需求将有所改善

当房企到位资金增速较高时，说明房企资金较充裕，房地产业融资环境较宽松。反之，当房企到位资金增速较低时，说明房企资金较紧张，房地产业融资环境较恶劣。

2011 年前三季度，房地产开发企业到位资金同比增速保持提高态势，之后在 2011 年底快速下行，之后触底反弹，在 2012 年震荡上行，于 2013 年二季度触顶，此后进入下行区间，在 2015 年二季度跌至 -2.9% 的谷底，然后进入上升通道，于 2016 年二季度到达阶段性高点，随后震荡下行至 2018 年一季度。2018 年二三季度有所回升，2018 年

四季度至2019年四季度小幅震荡。

2020年一季度，受疫情影响，房企到位资金同比增速一度大幅跳水至近10年最低点-13.8%。随着疫情控制，2020年四季度逐步回升至2019年年底水平。2021年一季度，受上一年同期低基数影响，增速阶段性攀升至41.4%阶段高点，并在二季度开始回落。

今年下半年以来市场降温较快，同时信贷收紧对房地产企业的影响越来越明显，国内贷款同比降幅持续扩大，2021年三季度，房企到位资金同比增速继续回落至11.1%，继续承压。尤其是个别大型房企风险暴露后，8、9月金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为。部分房企资金链断裂、不少期房“暴雷”等问题接踵而至。在这种情况下，不少房企在暴雷后通过新房降价促销等方式回笼资金，使得三季度楼市的降温变成了全面“速冻”，严重影响了行业健康发展。

针对房企资金链紧绷的情况，10月15日邹澜表示，“部分金融机构对‘三线四档’存在误解，误解为银行不得新发放开发贷款，导致原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款。”10月20日在2021金融街论坛年会上，国务院副总理刘鹤表示，“房地产市场合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。”中国人民银行副行长潘功胜也指出，“对于房地产市场，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正。”预计四季度房企到位资金同比增速回落将相对趋缓，但增速可能仍保持较大幅度的收窄。

图8 房企到位资金同比增速



数据来源：国家统计局、易居研究院

四、2021年三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下降0.3，跌入偏紧区间

本报告对中国和美国10年期国债收益率差额、M2增速与GDP名义增速差额、M1同比增速、中国1年期国债收益率、个人住房贷款余额同比增速、全国首套房平均利率、房企到位资金同比增速7个指标进行标准化处理后，和各指标权重相乘并累加，即可得出当期中国房地产业金融环境指数。

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9个季度下行，2018年全年和2019年一季度在偏紧区间低位盘整。2019年二季度上行至正常区间的偏下位置，二三季度基本平稳，四季度开始小幅上行，直到2020年上半年都保持在正常区间上沿。2020年下半年，受疫情影响后央行暂时性放松货币政策，房地产业金融环境指数小幅攀升至偏松区间，并于2021年一季度到达阶段高点。2021年二季度季度，随着货币政策回归常态化，以及在中央领导下全国严查资金流入楼市，房地产业金融环境指数迅速回落至正常区中部。

根据2021年三季度各项指标数据，可得三季度中国房地产业金融环境指数为-0.22，较上季度下降0.3，跌入偏紧区间。

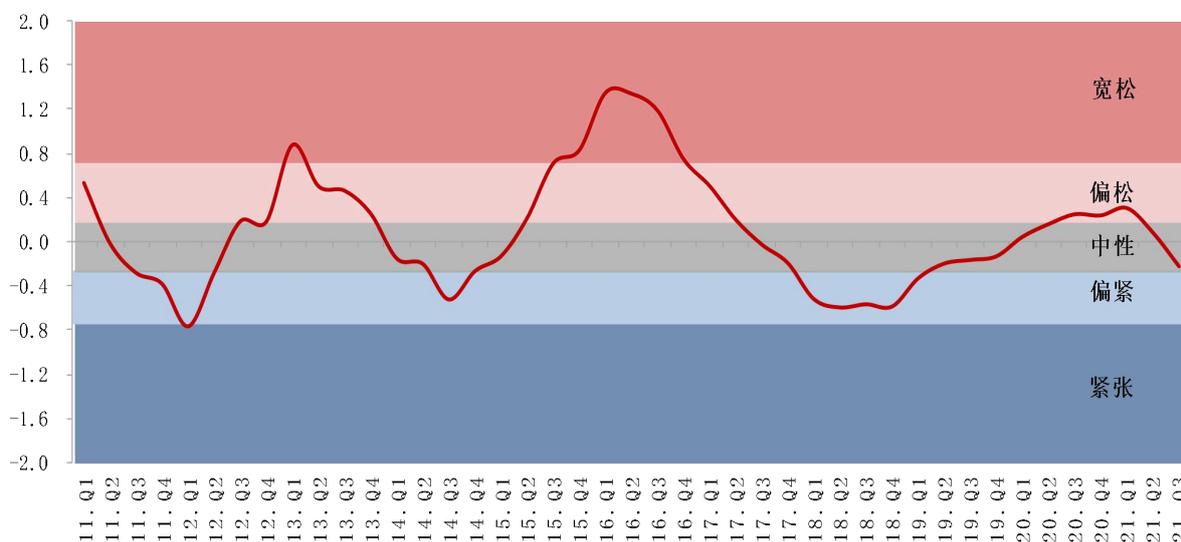
表2 中国房地产业金融环境指数

| 报告时间 | | 房地产业金融环境指数 | 状况评定 | 所属区域 |
|-------|------|------------|------|------|
| 2011年 | 第一季度 | 0.53 | 偏松 | 浅红色区 |
| | 第二季度 | -0.01 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第三季度 | -0.28 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| | 第四季度 | -0.38 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| 2012年 | 第一季度 | -0.76 | 紧张 | 蓝色区 |
| | 第二季度 | -0.28 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| | 第三季度 | 0.18 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第四季度 | 0.18 | 中性 | 中灰色区 |
| 2013年 | 第一季度 | 0.87 | 宽松 | 红色区 |
| | 第二季度 | 0.50 | 偏松 | 浅红色区 |
| | 第三季度 | 0.46 | 偏松 | 浅红色区 |
| | 第四季度 | 0.25 | 偏松 | 浅红色区 |
| 2014年 | 第一季度 | -0.15 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第二季度 | -0.20 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第三季度 | -0.52 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| | 第四季度 | -0.26 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| 2015年 | 第一季度 | -0.13 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第二季度 | 0.21 | 偏松 | 浅红色区 |
| | 第三季度 | 0.70 | 宽松 | 红色区 |
| | 第四季度 | 0.82 | 宽松 | 红色区 |

| | | | | |
|-------|------|-------|----|------|
| 2016年 | 第一季度 | 1.34 | 宽松 | 红色区 |
| | 第二季度 | 1.33 | 宽松 | 红色区 |
| | 第三季度 | 1.18 | 宽松 | 红色区 |
| | 第四季度 | 0.74 | 宽松 | 红色区 |
| 2017年 | 第一季度 | 0.50 | 偏松 | 浅红色区 |
| | 第二季度 | 0.20 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第三季度 | -0.03 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第四季度 | -0.19 | 中性 | 中灰色区 |
| 2018年 | 第一季度 | -0.52 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| | 第二季度 | -0.59 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| | 第三季度 | -0.56 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| | 第四季度 | -0.58 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| 2019年 | 第一季度 | -0.33 | 偏紧 | 浅蓝色区 |
| | 第二季度 | -0.20 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第三季度 | -0.16 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第四季度 | -0.13 | 中性 | 中灰色区 |
| 2020年 | 第一季度 | 0.04 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第二季度 | 0.16 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第三季度 | 0.25 | 偏松 | 浅红色区 |
| | 第四季度 | 0.24 | 偏松 | 浅红色区 |
| 2021年 | 第一季度 | 0.30 | 偏松 | 浅红色区 |
| | 第二季度 | 0.08 | 中性 | 中灰色区 |
| | 第三季度 | -0.22 | 偏紧 | 浅蓝色区 |

数据来源：易居研究院

图9 中国房地产业金融环境指数走势



数据来源：易居研究院

2、预计四季度中国房地产业金融环境指数很有可能仍处于偏紧区间，并继续下探

过去10年，房地产业金融环境指数呈现明显的周期性变化规律，平均每4年会出现一个周期。2011年至今，中国房地产业金融环境指数有3个阶段高点，分别出现在

2013年一季度、2016年一季度和2021年一季度。其中，2021年一季度的高点值较前两个高点相对较低，因此本周期房地产业金融环境指数运行的空间也相对较小，但我们认为运行的周期时长不会有太大改变。目前该指数从高点回落到进入盘整期的进程还未过半，从历史规律来看，该指数反弹的可能性极小，未来几个季度大概率延续下行态势。

从各金融指标来看，我们预计四季度中美10年期国债收益率差额将继续减小；M2增速与GDP名义增速差额会继续呈现上升态势，大概率会在四季度由负转正；M1同比增速在市场惯性作用下，可能继续下行；若四季度央行再次年内降准以稳增长，中国1年期国债收益率大概率将随基准利率下调而下行；个人住房贷款余额同比增速可能继续收窄；全国首套房贷平均利率将有所下调；房企到位资金同比增速继续大幅。即四季度中美10年期国债收益率差额、M1同比增速、个人住房贷款余额同比增速、房企到位资金同比增速这四个指标将走弱，M2增速与GDP名义增速差额、中国1年期国债收益率、全国首套房贷平均利率这三个指标将走强。加权平均后，四季度房地产业金融环境指数走弱的可能性更高。

虽然9月底以来，央行等监管层发声不断，针对房地产金融政策表态，向市场传递积极信号。同时，央行着手指导商业银行等金融机构纠正过紧的房地产信贷政策，避免多数房企资金链崩断、暴雷。但是考虑到信贷政策作用于基本面有几个季度的滞后期，综合判断，四季度中国房地产业金融环境指数很有可能仍处于偏紧区间，并继续下探。

五、中国房地产业金融环境和房地产市场的关系

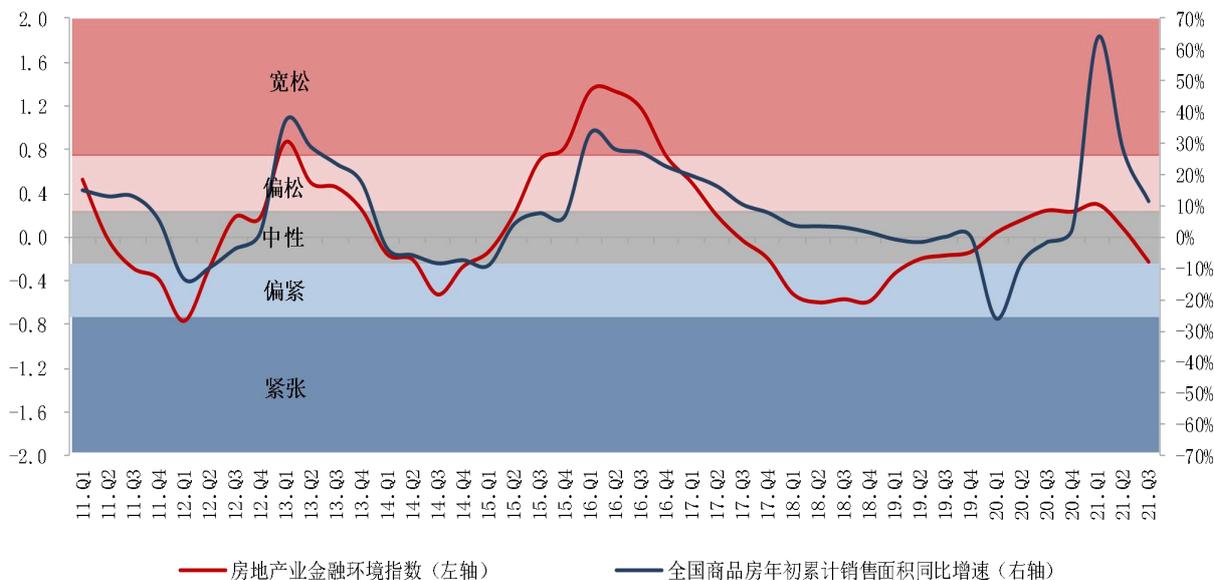
1、随着房地产业金融环境持续收紧，全国商品房销售面积同比增速快速回落

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。2014年下半年，金融环境开始改善，逐渐步入宽松区间，而楼市则在半年后出现了较强反弹。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在偏紧状态低位盘整，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小幅上升至正常状态，楼市成交面积同比增速持续在0附近小幅震荡。2020年下半年，受疫情后货币政策短暂性放松影响，房地产业金融环境指数上升至偏松区间，2021

年二季度，又回落至正常区间。与之对应的是2020年一季度全国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。且由于去年同期的低基数，2021年一季度全国商品房年初累计销售面积同比大幅增长63.8%。

今年前三季度，中国房地产业金融环境指数持续下行，三季度已下降至偏紧区间。全国商品房年初累计销售面积同比增速也连续三个季度回落，目前已降至11.3%。经过几轮涨跌周期的验证，发现除少数特殊情况（比如2020年一季度和2021年一季度因疫情数据大幅异动）外，商品房销售面积与金融环境指数的走向基本一致。目前全国商品房年初累计销售面积同比增速已基本回归至正常水平，考虑到四季度中国房地产业金融环境指数可能仍偏紧，预计四季度商品房销售面积同比增速将进一步大幅回落，但回落速度会相对放缓。

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、2021年一季度出现本轮周期中国房地产业金融环境指数的高点，与之对应的是百城二手房价格同比涨幅二季度见顶，三季度开始回落

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。

经过几次涨跌周期的验证,我们发现中国房地产业金融环境指数和百城二手房价格同比涨幅二者的整体走向基本一致。但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,即房价走势滞后于融资环境变化趋势。2011年至今,中国房地产业金融环境指数有3个阶段高点,分别出现在2013年一季度、2016年一季度和2021年一季度;百城二手房价格同比涨幅则有2个较明显的阶段高点,分别出现在2013年四季度和2017年二季度。对比高点出现时间,我们可以发现,中国房地产业金融环境指数的第一个高点领先百城二手房价格同比涨幅3个季度,第二个高点则领先5个季度。由于中国房地产业金融环境指数在第二个高点的数值(1.34,宽松区间)远高出第一个高点(0.87,宽松区间),到达高点所经历的时间更长,使得百城二手房价格同比涨幅出现第二个高点的时间也延后了。

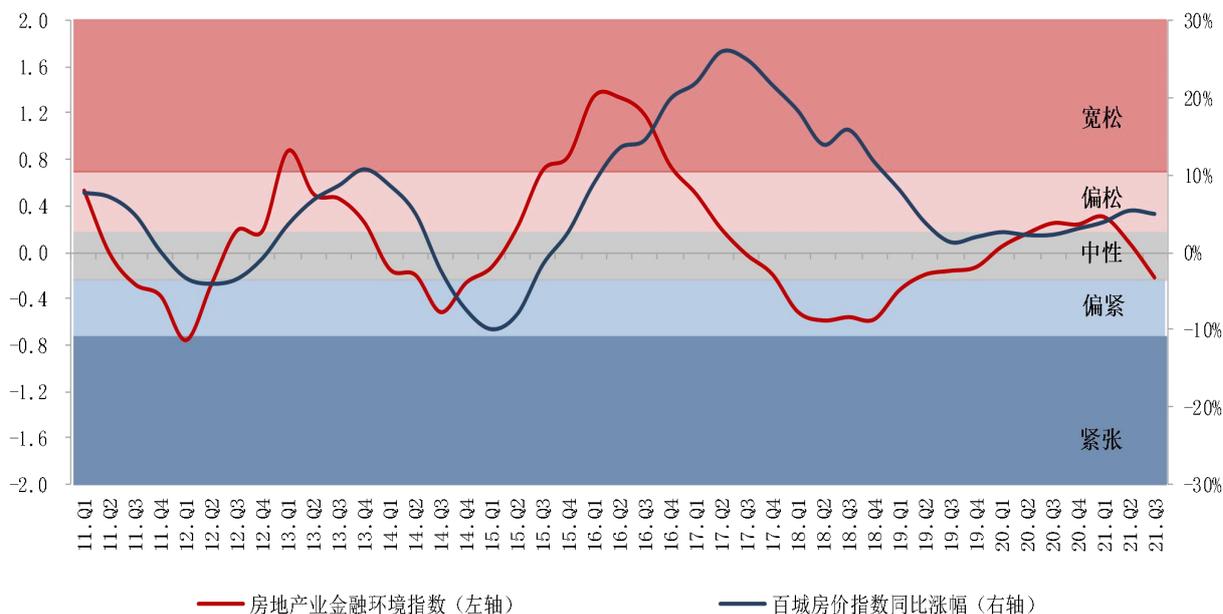
观察百城二手房价格同比涨幅的两个高点时间对应的金融环境指数,不难发现,房价第一个高点出现时,2013年四季度对应的中国房地产业金融环境指数已经回落至0.25,处于偏松区间;而房价第二个高点出现时,2017年二季度对应的指数则已经回落至0.20,处于正常区间,但仍高于近10年0.11的平均水平。

从目前的货币政策总基调来看,2021年一季度(0.3,偏松区间)基本确定是本轮短周期中国房地产业金融环境指数的高点。由于该高点数值较过去10年的另外两个阶段高点明显偏低,因此我们判断二季度百城二手房价格同比涨幅已经在5.4%见顶。

2021年三季度,房地产业金融环境指数已迅速转负至-0.22,进入偏紧区间。与之对应的是,百城二手房价格同比涨幅开始回落,三季度下降0.4个百分点至5.0%。

当前宏观经济下行压力较大,以及随着市场快速冷却,房企在去杠杆和销售降速的双重压力下面临的风险越来越大,逐渐威胁到房地产行业的健康发展。在这种情况下,我们认为四季度房地产信贷政策会边际调整放松,房地产信贷投放将会加速,部分地区的房地产信贷环境或将有所改善。但四季度中国房地产业金融环境指数很有可能仍处于偏紧区间,并继续下探。按照过去中国房地产业金融环境指数和百城二手房价格同比涨幅二者的走势规律来看,预计四季度百城二手房价格同比涨幅将继续回落。

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

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

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。

