

易居月报系列

11月M1增速年内首次回升，住户部门中长贷超季节性走强  
房贷政策见底，利好合理需求

2021年12月10日

## 11月M1增速年内首次回升，住户部门中长贷超季节性走强

### 房贷政策见底，利好合理需求

#### 核心观点：

- M1同比增速自年初连续回落9个月后，11月末年内首次微弱回升0.2个百分点至3.0%，但仍在近10年历史低位附近。从供给端来看，政策约束尤其是房地产资金面的政策在逐渐解除。但从需求端来看，地产、消费等主要板块总体依然偏弱，经济拉升动力不足。考虑到今年1月M1余额基数期值较高，明年1月M1同比增速大概率跳水，2月开始回升。总体上看，预计未来几个月M1增速将筑底盘整。
- 11月全国首套房贷平均利率下调4个基点，住户部门贷款余额增速创近十几年来新低，但下行明显趋缓。其中，住户部门中长期贷款超季节性走强。11月住户部门中长期贷款环比多增38%，达今年4月以来峰值。主要原因是近期居民按揭贷款的集中发放。12月3日银保监会表示，将重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款。预计住户部门贷款余额同比增速将低位企稳。
- 房地产需求疲软，全国商品房销售面积同比增速年内持续下降。12月6日中央政治局召开会议，提出支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。但该表态有明显的针对性，对个人住房消费的支持政策将限于合理需求，预计短期内对商品房需求的恢复程度可能有限。
- 全面降准对房地产行业影响有限，需警惕“宽信用、低流动性”风险。预计百城二手房价格同比涨幅持续回落。11月百城二手房价格同比涨幅已加速收窄至3.85%。考虑到2022年境外流动性收紧、国内宏观经济下行压力较大等因素，预计到明年上半年央行货币政策整体将偏宽松。12月15日全面降准资金释放更倾向于针对解决中小企业经营困难问题，对房地产行业来说，降准影响有限，需要警惕“宽信用、低流动性”风险。预计到明年上半年为止百城二手房价格同比涨幅都将持续回落。

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 增速年内首次回升，住户部门贷款余额增速创近十几年来新低

### 1、11 月末 M1 余额同比增速年内首次微弱回升

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。今年 1 月 M1 同比增速由于去年同期疫情影响大幅异动，基本可以确定是本轮周期的高点。

央行发布的金融统计数据显示，11 月末 M1 余额同比增长 3.0%，自年初连续回落 9 个月后年内首次微弱回升 0.2 个百分点。由于三季度中国宏观经济增速下行显著，企业经营活动明显降温，特别是房地产融资环境收紧使得大量房企现金回流速度大幅下降，目前 M1 增速仍在近 10 年历史低位附近。

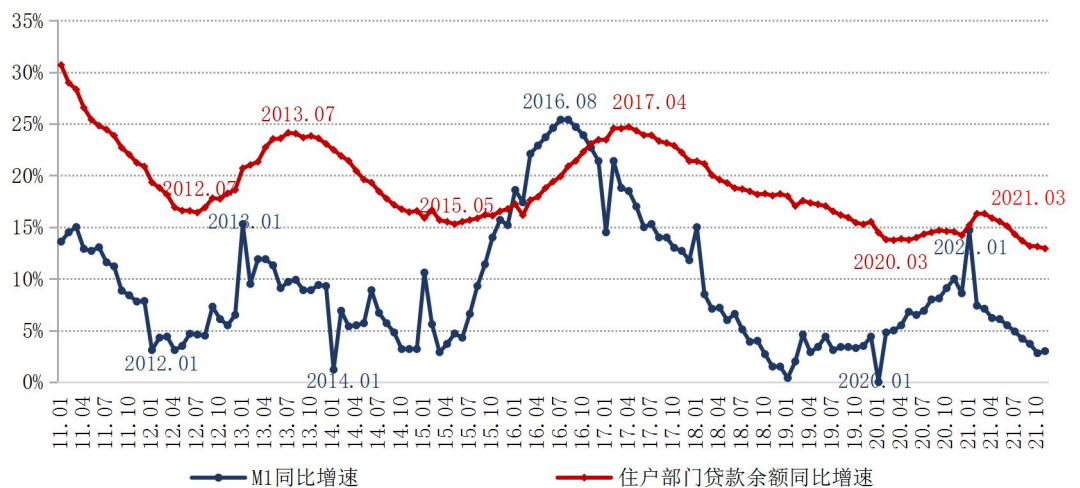
12 月 6 日，央行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，这是今年来第二次全面降准，共计将释放长期资金约 1.2 万亿。从资金供给端来看，政策约束尤其是房地产资金面的政策在逐渐解除。但从需求端来看，地产、消费等主要板块总体依然偏弱，经济拉升动力不足。考虑到今年 1 月 M1 余额基期值较高，明年 1 月 M1 同比增速大概率跳水，2 月开始回升。总体上看，预计未来几个月 M1 增速将筑底盘整。

### 2、11 月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；此外，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。11 月末，住户部门贷款余额同比增长 12.9%，已连续 8 个月回落，同时创近十几年来新低。预计随着降准资金释放，银行对于房贷投放的力度将进一步增加，住户部门贷款余额同比增速也将低位企稳。

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、全国首套房贷利率下调，住户部门中长期贷款超季节性走强

### 1、11月末中国1年期国债收益率小幅下降；全国首套房贷平均利率下调4个基点

中国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。从1年期国债收益率和全国首套房贷平均利率指标的关系来看，两者整体走势基本同向，1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，1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；此外，1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1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。

今年中国1年期国债收益率总体较为稳定，8月以来连续微降3个月。11月末收益率为2.25%，较10月末下降0.06个百分点，说明市场资金流动性持续好转。在12月15日降准实施后，市场资金面将进一步走强，买盘力量将更大，可能继续推动短期国债价格上升。因此预计短期内中国1年期国债收益率还将继续下行。而下行空间主要取决于政府出台的稳增长措施能在多大程度上对冲房地产的降温。

全国首套房贷平均利率方面，今年前三季度在“三道红线”、“房住不炒”等严厉调控基调下，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，导致全国房贷利率水平持续上升。11月住户部门信贷环境有所改善，全国首套房贷平均利率下调4个基点至5.69%。

12月3日，银保监会代表金融系统今年首次提及对改善性住房信贷支持。部分城市政策可能会随之调整“认房又认贷”为“认房不认贷”等，使得有置换、改善需求的购房者可按首套房利率贷款购房。在这种情况下，部分地区首套房贷平均利率可能也将配合下调，以带动合理需求入市。因此预计未来几个月全国首套房贷平均利率可能继续小幅回落。

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、11月住户部门贷款余额同比增速下行明显趋缓，其中中长期贷款环比多增38%达今年4月以来峰值

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。

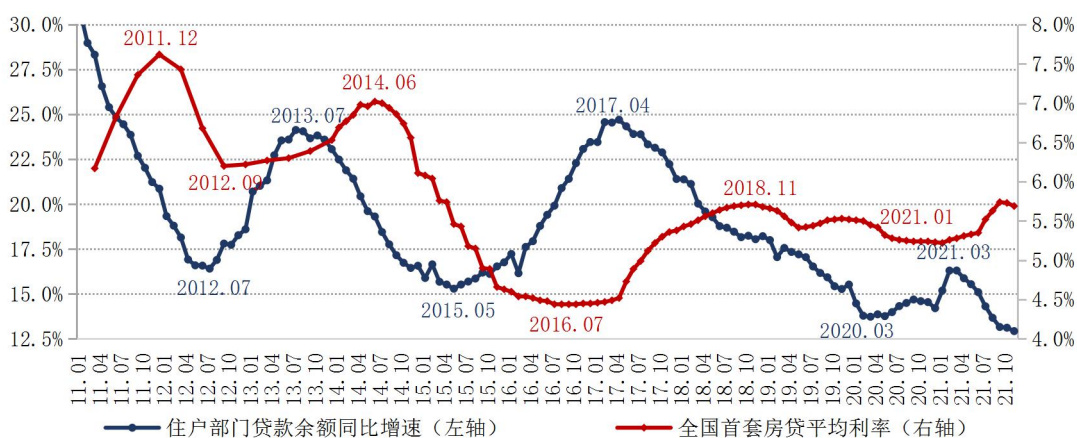
随着今年前三季度全国首套房贷平均利率的上行，住户部门贷款余额同比增速也持续回落。很显然，此前利率抬升对于抑制投机炒房、稳定楼市预期起到了



重要作用。但对于刚需群体，无疑增加了购房成本。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公开表示，“目前，银行个人住房贷款中有90%以上都是首套房贷款。要保障刚需群体的信贷需求，在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持”。受益于房地产政策的边际放松，11月全国房贷利率有所下调，居民前期积压的按揭贷款也有所放量，住户部门贷款余额同比增速下行明显趋缓。

具体来看，11月住户中长期贷款增加5821亿元，较10月增长38%，达到今年4月以来的峰值。其中，购房贷款占住户中长期贷款九成以上。11月住户部门中长期贷款超季节性走强的主要原因是，在央行对房地产市场定调“要维护消费者权益”后，全国银行房贷额度有所松动、放款加快。12月3日，银保监会表示，在落实房地产金融审慎管理的前提下，将重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款。预计住户部门贷款余额同比增速将低位企稳。

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、房地产需求疲软，全国商品房销售面积同比增速年内持续下降

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—10月份全国商品房销售面积累计同比增长7.3%，增速较上月回落4个百分点，市场需求依旧疲软。

11月虽然房地产贷款有所放宽，但从结构上看，主要集中在居民按揭贷款，房企开发贷款依旧较为紧张。目前多数房企仍面临销售回款受阻、资金链承压的问题，年底降价促销等行业非理性竞争恐将增多，进一步导致市场预期恶化。12月6日，中央政治局召开会议，提出支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。我们认为该表态有明显的针对性，对个人住房消费的支持政策将限于合理需求。预计短期内对商品房需求的恢复程度可能有限，全国商品房累计销售面积增速继续收窄。

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、全面降准影响有限，预计百城二手房价格同比涨幅持续回落

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，

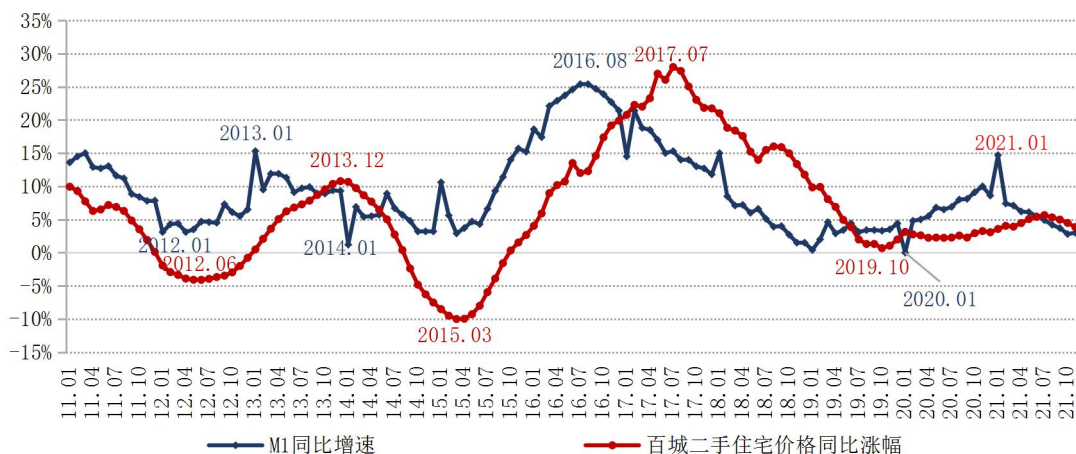
对2016年之前国家统计局公布的70城二手住宅价格环比涨幅作放大处理,2016年后的房价环比涨幅则直接使用“中国城市二手房指数”网站公布的月度数据。

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,连续9个月回落,11月年内首次微弱回升0.2个百分点至3.0%。按照过去金融数据和百城房价的走势规律来看,百城二手房价格同比涨幅已于今年7月阶段性触顶,此后连续回落4个月,11月同比涨幅已加速收窄至3.85%。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,仅间隔了半年,较历史大大缩短。

考虑到2022年境外流动性收紧、国内宏观经济下行压力较大等因素,预计到明年上半年央行货币政策整体将偏宽松。在12月15日央行全面降准释放1.2万亿长期资金后,国内流动性将有所改善。需要注意的是,从监管层意愿来看,此次降准主要考虑的是实体经济的运行情况,资金释放也更倾向于针对解决中小企业经营困难问题。对房地产行业来说,全面降准影响有限,需要警惕“宽信用、低流动性”风险。我们认为本轮周期百城二手房价格同比涨幅低点出现时间将远远迟于M1增速低点出现时间。预计到明年上半年为止百城二手房价格同比涨幅都将持续回落。

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 潘竝羽

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。