



易居季度报告系列

2018 年四季度

金融环境与房地产研究

2018 年四季度中国房地产业金融环境

2018 年四季度中国房地产业金融环境评估

中国房地产业金融环境和房地产市场的关系

2018 年中国房地产业金融环境指数保持“偏紧状态”

预计 2019 年一季度行业资金面进一步收紧

报告摘要：

- 1、M2-GDP-CPI 延续震荡下行趋势，连续 5 个季度为负。M1 同比增速连续 9 个季度下行。全国银行间市场同业拆借月加权平均利率走势稳中有降。个人住房贷款余额同比增速连续 8 个季度收窄。全国首套房贷平均利率经历连续 8 个季度上行后，首次下降。房地产开发企业到位资金同比增速小幅回落。
- 2、从 2015 年一季度开始，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 个季度下跌，2018 年二季度创 2012 年三季度以来 6 年新低。三季度微幅回升，四季度再次微幅下降，目前仍处于偏紧区间的中部位置。预计 2019 年一季度中国房地产业金融环境指数仍将保持低位盘整，或继续下滑甚至创出本轮新低，停留在“偏紧”区间。
- 3、经过几次涨跌周期的验证，房价和商品房成交量与中国房地产业金融环境指数走向一致，它们表现出明显的“货币”效应。随着中国房地产业金融环境指数的收紧，预计 2019 年一季度全国商品房年初累计销售面积同比增速将继续回落，甚至转为负增长，并且房价同比涨幅将收窄。

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 6 个最具代表性指标，对指标体系中各指标进行标准化处理后，和各指标权重相乘，即可得出当期中国房地产业金融环境指数。

根据 2011 年以来 6 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”、“正常”、“偏紧”、“紧张”，分别以“红色区”、“黄

色区”、“绿色区”、“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 年以来指标的波动区间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	正常	偏紧	紧张
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	黄色区	绿色区	浅蓝色区	蓝色区

数据来源:易居研究院

一、2018 年四季度中国房地产业金融环境

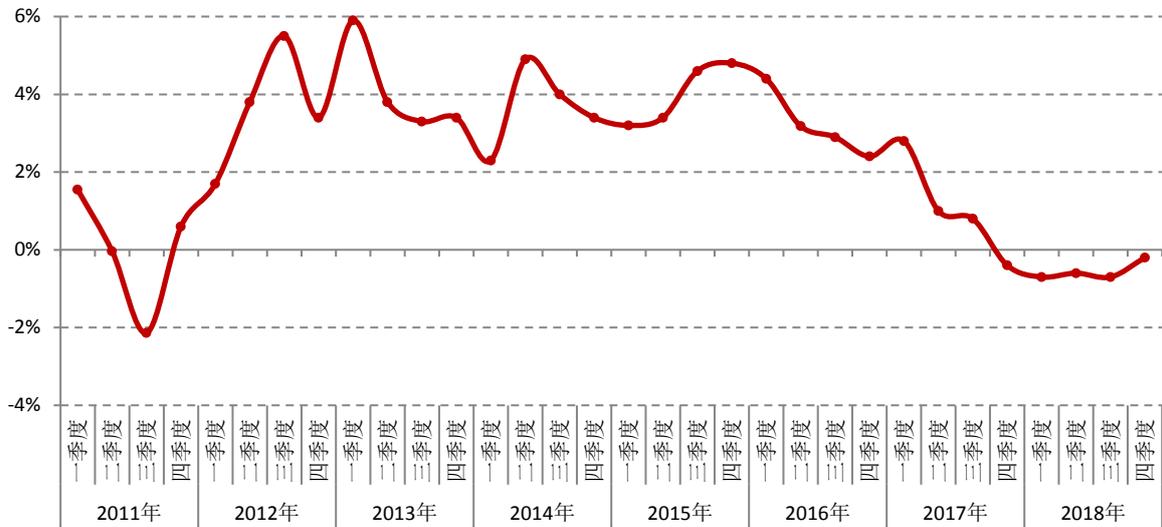
1、M2-GDP-CPI 连续 5 个季度为负

货币供应，主要是为了满足经济增长的需要，同时物价上涨也需要新增加一部分货币。那么，可以近似的认为，广义货币增速减去经济增速、减去消费品价格增速，所得到的增速差额，可以用来衡量潜在流进资产市场的货币增速，该增速差额越大，意味着越可能推高房价（属于资产价格），反之，该增速差额越小，意味着越不可能推高房价。

从 2011 年三季度至 2012 年三季度，M2-GDP-CPI 的增速差额一路上行，从-2.1%上升到 5.5%，此后该增速差额在 4%附近振荡前行，一直延续到 2015 年底，之后，从 2016 年初至今，该增速差额保持了下行趋势，2017 年四季度进入负区间。2018 年四季度，该增速差额为-0.2%，与三季度的-0.7%相比略有回升。目前该指标已连续 5 个季度呈负值，预计 2019 年会略有回升至 0 以上，依然保持在偏低位置。

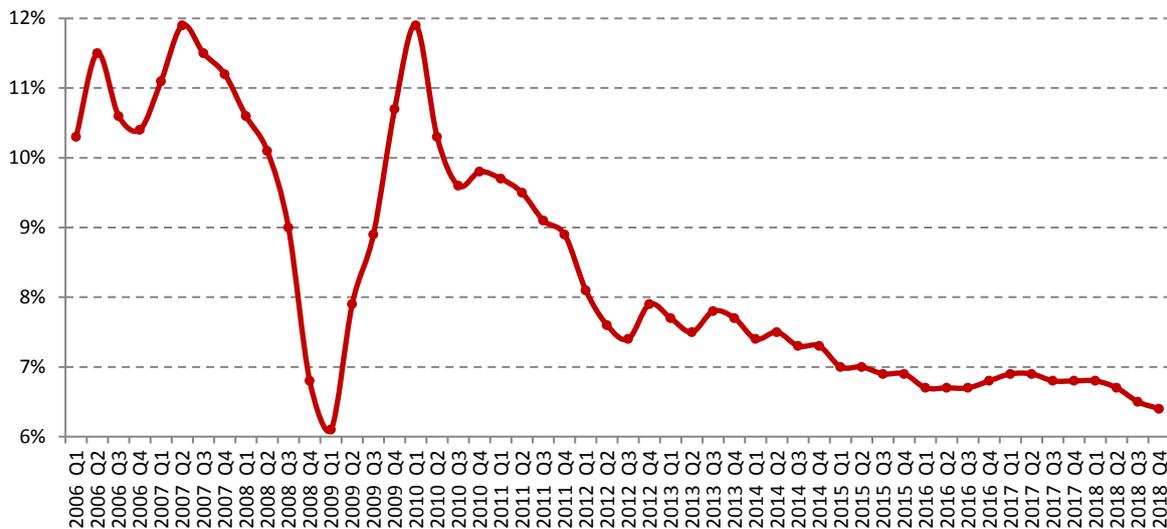
根据历史经验判断，该增速差额的合理区间为 2%-3%。目前该增速差额低于合理水平，意味着会略制约经济的增速（但有助于实现经济有质量的增长），但同时有利于控制房价的大涨。预计随着金融进一步回归为实体经济服务，比过去低一些的 M2 增速将成为新的常态，而 M2-GDP-CPI 的增速差额也可能维持在较低水平，不会对楼市造成“大水漫灌”。

图1 M2-GDP-CPI 同比增速走势



数据来源：中国人民银行、国家统计局、易居研究院

图2 GDP 增速季度走势



数据来源：国家统计局、易居研究院

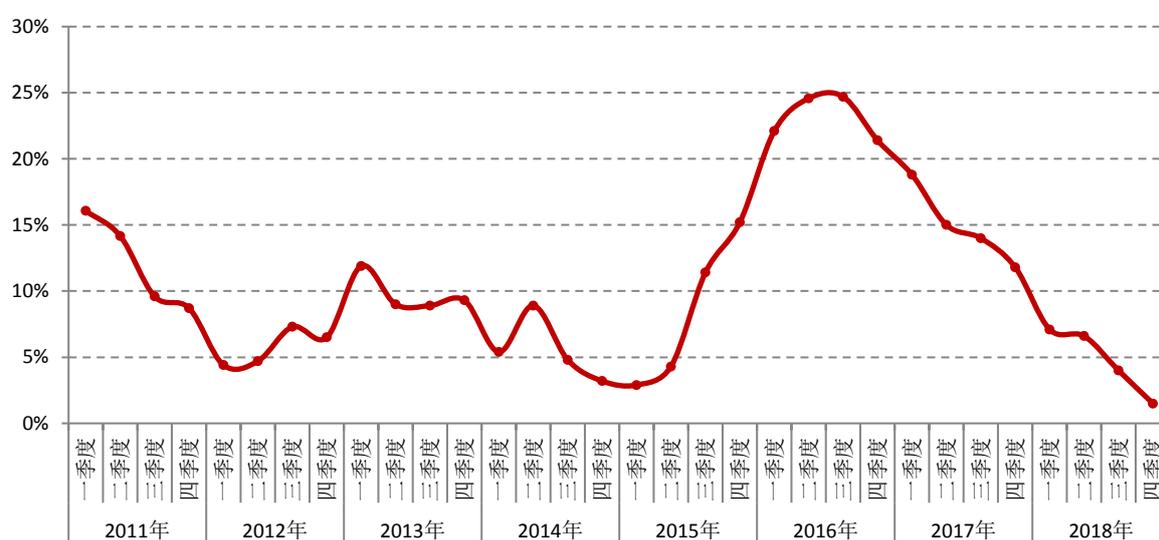
2、M1 同比增速连续 9 个季度下行

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，下跌趋势延续至今。

2018年四季度末，M1同比增速为1.5%，分别比上季度末和上年同期下降2.5和10.3个百分点，创2011年以来新低，下行趋势明显。M1增速继续下探，说明实体流动性压力仍较大。目前M1同比增速已处于历史极低水平，12月末与11月末持平，有企稳迹象，预计2019年会见底小反弹，依然维持在偏低位。

图3 M1同比增速走势



数据来源：中国人民银行、易居研究院

3、全国银行间市场同业拆借月加权平均利率略有下降

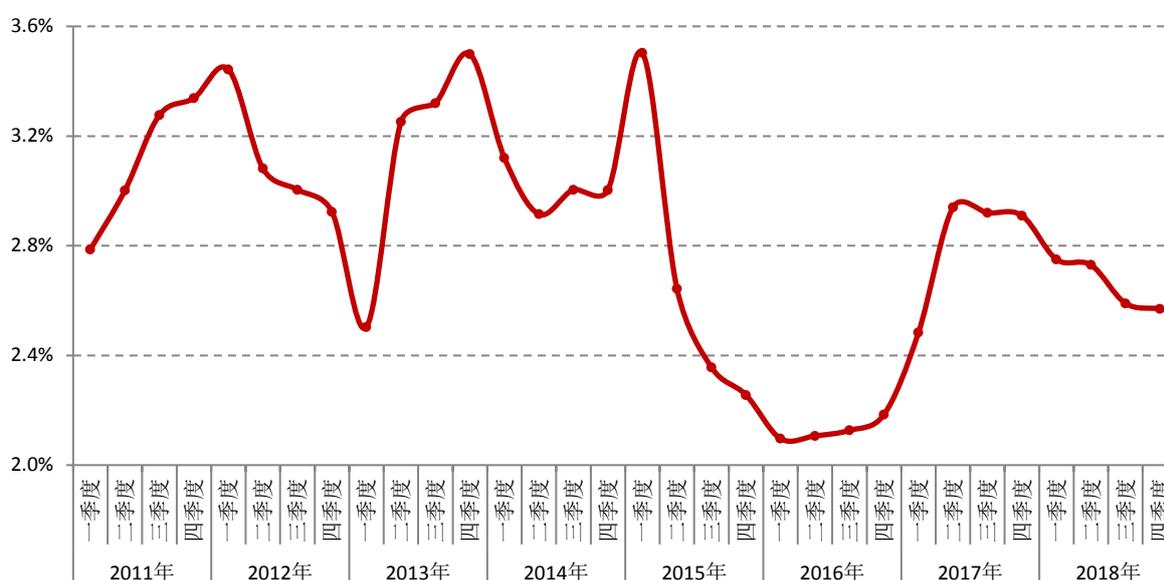
全国银行间市场同业拆借月加权平均利率是指在全国银行间同业拆借市场上使用的利率，与基准利率不同的是，它是市场化的利率，是反映市场实际利率水平的有效指标之一。

2011年全国银行间市场同业拆借月加权平均利率持续上涨，2012年步入下行区间，2013年一季度止跌反弹，直到2013年底都维持上涨态势，2014年一季度到2015年一季度，走势表现为“U型”，即先下跌，然后平稳，再上涨，此后连续4个季度下跌，2016年一季度跌至谷底2.1%，然后触底反弹，持续5个季度上涨，2017年二季度至

2017年四季度走势趋稳，维持在2.9%附近。

2018年，随着四次定向降准以及中期借贷便利的显著净投放，全国银行间市场同业拆借月加权平均利率连续下滑，四季度进一步下滑至2.57%，目前处于2011年以来的中等偏下位置。随着2019年1月全面降准的实施，市场资金面得到宽松，全国银行间市场同业拆借月加权平均利率有望进一步下行。1月31日，美联储宣布维持联邦基金利率于2.25%-2.50%目标区间内不变，发出暂停加息的信号，这将释放我国货币政策的空间。

图4 全国银行间市场同业拆借月加权平均利率走势



数据来源：中国人民银行、易居研究院

4、个人住房贷款余额同比增速连续8个季度收窄

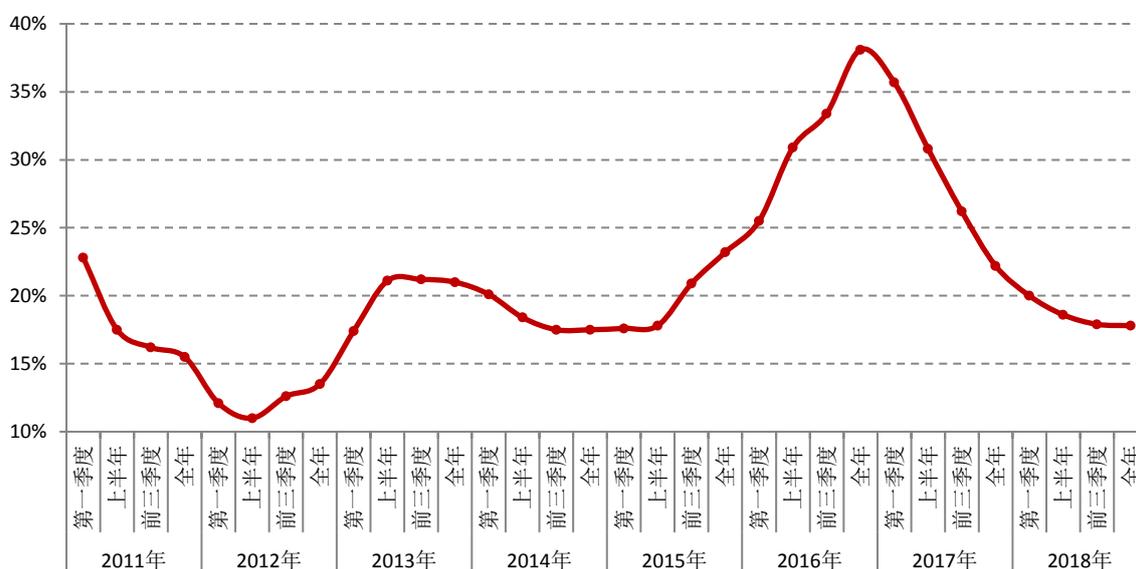
个人住房贷款余额由中国人民银行每个季度定期发布，反映的是居民购房的贷款情况。

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收窄，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2016年底达到了38.1%的高峰，2017年则步入了下行通道，截至2018年四季度已经连续8个季度收窄。

2018年四季度末个人住房贷款余额同比增速为17.8%，分别比上季度和上年同期低0.1和4.4个百分点。目前一线城市和部分热点二线城市已经明显降温，随着此前火热

的三四线城市滞后性降温，预计 2019 年一季度个人住房贷款余额增长依然乏力，同比增速也将继续收窄。

图 5 个人住房贷款余额同比增速走势



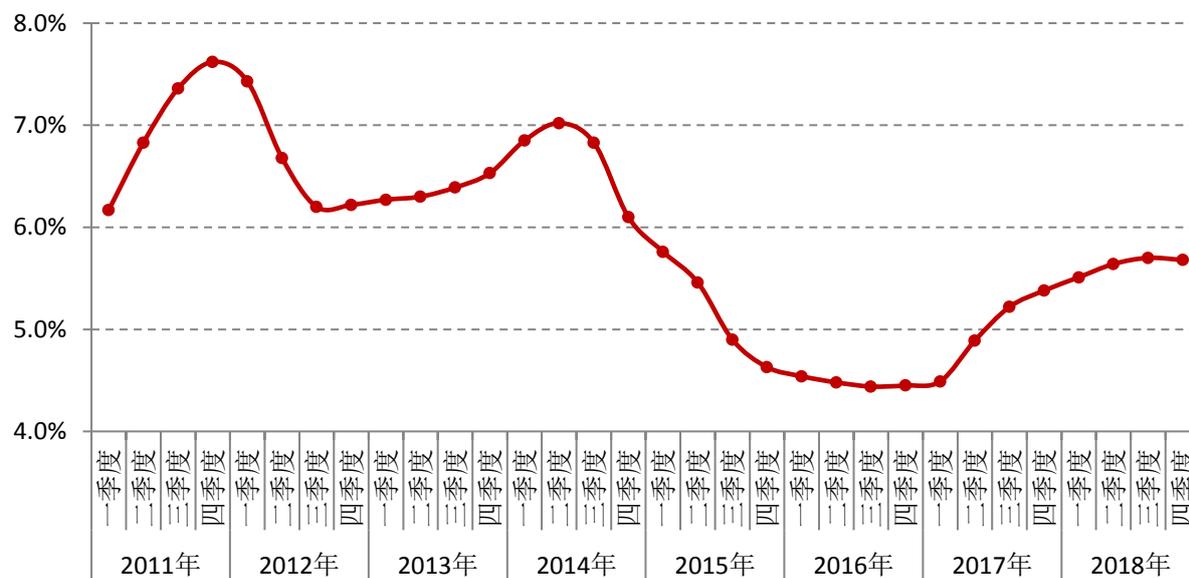
数据来源：中国人民银行、易居研究院

5、全国首套房贷平均利率 9 个季度来首次下降

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 年二三季度达到 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 个季度上涨。

2018 年四季度末全国首套房贷平均利率为 5.68%，分别比上季度低 0.02 个百分点，比上年同期高 0.3 个百分点，全国首套房贷平均利率连续 8 个季度上涨后首次下跌。考虑到央行 2019 年 1 月份全面降准 1 个百分点，流动性较为充裕，预计 2019 年一季度全国首套房贷平均利率有望继续小幅下降。

图6 全国首套房贷平均利率走势



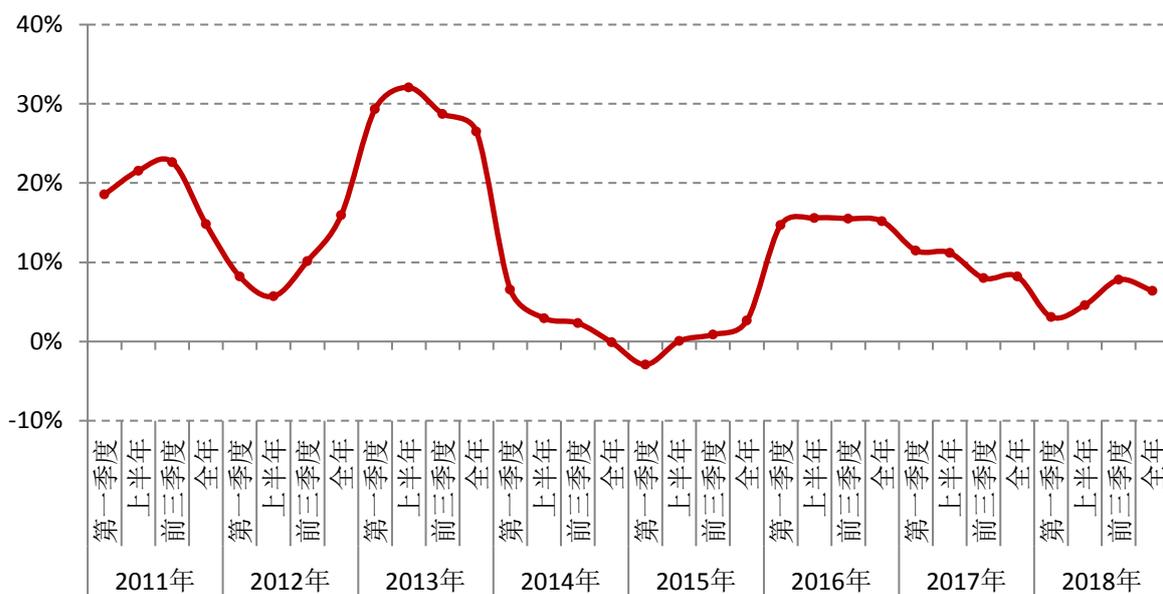
数据来源：中国人民银行、融 360、易居研究院

6、房地产开发企业到位资金同比增速小幅回落

2011 年前三季度，房地产开发企业到位资金同比增速保持上涨态势，之后在 2011 年底大幅跳水，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 2014 年四季度跌至-6.3%的谷底，然后进入上升通道，于 2016 年二季度到达阶段性高点，随后进入下行通道，2018 年二三季度有所回升。

2018 年四季度，房地产开发企业到位资金同比增速为 6.4%，比上季度低 1.4 个百分点，比上年同期低 1.8 个百分点。导致该指标在二三季度有所回升的原因主要是自筹资金和定金及预收款增长较多，四季度再次小幅回落。2019 年 1 月，央行全面降准 1 个百分点，但在目前国家层面楼市调控政策不放松的背景下，房企境内融资环境依然紧张，境外融资由于美元加息，融资成本较以往高出不少，考虑到未来市场整体销售大概率继续回落，资金市场的紧张压力还将加剧。预计 2019 年一季度房地产开发企业到位资金同比增速将保持回落的态势。

图7 房地产开发企业到位资金同比增速走势



数据来源：国家统计局、易居研究院

二、2018年四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低位盘整

根据2018年四季度各项指标数据，计算出中国房地产业金融环境指数。四季度，中国房地产业金融环境指数为-0.48，较三季度下降0.03，较去年同期下降0.23，保持“偏紧”区间的中部位置。

从2015年一季度开始，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个季度下跌，2018年二季度创2012年三季度以来6年新低。三季度微幅回升，四季度再次微幅下降，目前仍处于偏紧区间的中部位置。

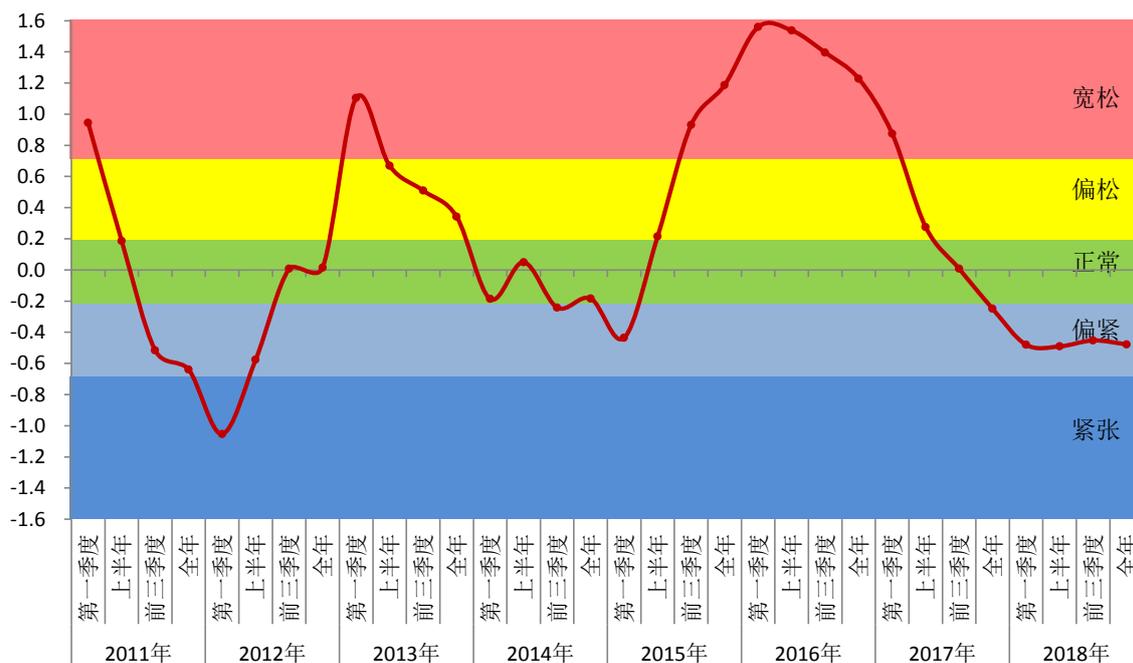
表2 中国房地产业金融环境指数

年份		金融环境指数	状况评定	所属区域
2011年	第一季度	0.94	宽松	红色区
	上半年	0.19	正常	绿色区
	前三季度	-0.52	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.64	偏紧	浅蓝色区
2012年	第一季度	-1.05	紧张	蓝色区
	上半年	-0.58	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	0.01	正常	绿色区
	全年	0.02	正常	绿色区

2013 年	第一季度	1.10	宽松	红色区
	上半年	0.67	偏松	黄色区
	前三季度	0.51	偏松	黄色区
	全年	0.34	偏松	黄色区
2014 年	第一季度	-0.19	正常	绿色区
	上半年	0.05	正常	绿色区
	前三季度	-0.24	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.18	正常	绿色区
2015 年	第一季度	-0.44	偏紧	浅蓝色区
	上半年	0.22	偏松	黄色区
	前三季度	0.93	宽松	红色区
	全年	1.19	宽松	红色区
2016 年	第一季度	1.56	宽松	红色区
	上半年	1.54	宽松	红色区
	前三季度	1.40	宽松	红色区
	全年	1.23	宽松	红色区
2017 年	第一季度	0.88	宽松	红色区
	上半年	0.28	偏松	黄色区
	前三季度	0.01	正常	绿色区
	全年	-0.25	偏紧	浅蓝色区
2018 年	第一季度	-0.48	偏紧	浅蓝色区
	上半年	-0.49	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	-0.45	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.48	偏紧	浅蓝色区

数据来源：易居研究院

图8 中国房地产业金融环境指数彩虹图走势



数据来源：易居研究院

2、预计 2019 年一季度房地产业金融环境指数依然在“偏紧”区间

2019 年 1 月 4 日，央行宣布全面降准 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。此次降准 1 个百分点，释放资金约 1.5 万亿，净投放资金约 8000 亿元。央行有关负责人明确表示，此次降准仍属于定向调控，并非大水漫灌，稳健的货币政策取向没有改变。在国家层面的房地产调控政策不放松的情况下，降准对房企资金压力的缓解作用有限，房企资金压力依然较大。

预计 M2 增速放缓将会是新常态，M2-GDP-CPI 的增速差额将略有回升至 0 以上，依然保持在偏低位置。目前 M1 同比增速已处于历史极低水平，预计 2019 年会见底小反弹，依然维持在偏低位。一二线城市和三四线城市先后降温，随着房价涨幅收窄和楼市成交放缓，个人住房贷款余额同比增速和房地产开发企业到位资金同比增速将回落。随着全面降准的实施，市场资金面得到宽松，全国银行间市场同业拆借月加权平均利率和首套房贷利率有望进一步下行。综合判断 2019 年一季度中国房地产业金融环境指数仍将保持低位盘整，或继续下滑甚至创出本轮新低，停留在“偏紧”区间。

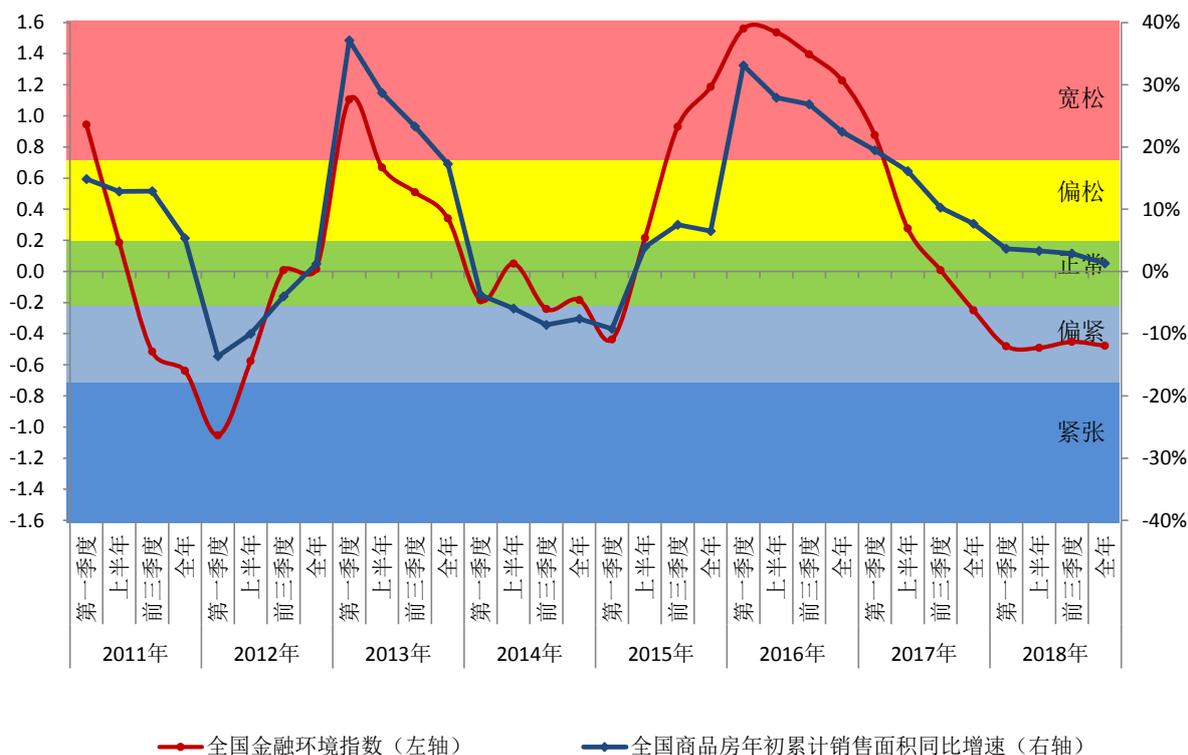
三、中国房地产业金融环境和房地产市场的关系

1、房地产业金融环境和全国商品房销售面积的关系

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。2015 年初开始，金融环境开始改善，逐渐步入宽松区间，而楼市也完成了较大反弹。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 年二季度以来金融环境指数逐渐低位盘整，楼市成交面积的同比增速则继续小幅回落。

经过几轮涨跌周期的验证，发现二者走向基本一致。随着中国房地产业金融环境指数持续处于偏紧状态，预计 2019 年一季度全国商品房年初累计销售面积同比增速将继续回落，甚至转为负增长。

图 9 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走势



数据来源：国家统计局、易居研究院

2、房地产业金融环境和 70 城新建商品住宅价格的关系

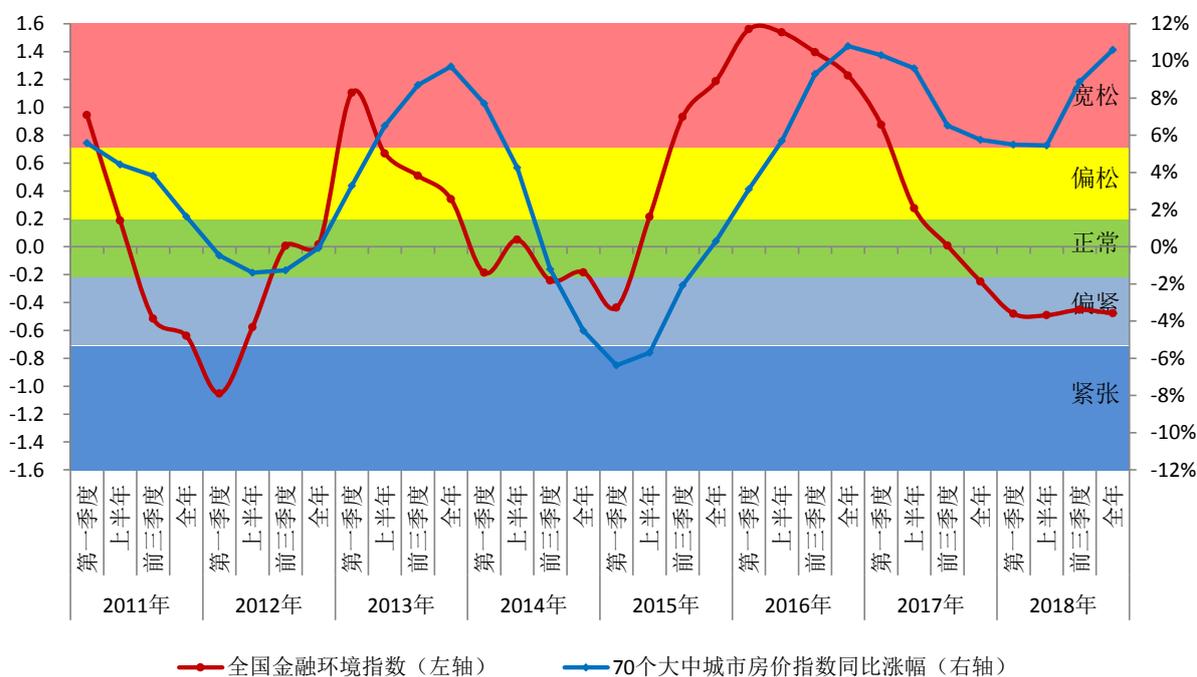
将中国房地产业金融环境指数和全国 70 个城市新建商品住宅价格指数同比涨幅进行对比。数据显示，2011 年金融环境由宽松进入紧张区间，70 个城市新建商品住宅价

格指数同比涨幅持续收窄；2012年金融环境由紧张逐渐宽松，住宅价格同比涨幅也开始筑底上行；当2015年一季度金融环境指数再次开始改善时，房价同比涨幅也开始出现反弹。2016年一季度金融环境指数触顶，下行趋势延续2018年一季度，二季度以来低位盘整，而住宅价格同比涨幅也于2016年底触顶，此后连续6个季度下降。

2018年三季度和四季度金融环境指数低位盘整，房价指数同比涨幅却扩大较多，这主要是由于成交结构发生变化，2017年部分热门城市严格限价后部分高价盘或延续至2018年三四季度开盘，或网签滞后，导致高价盘成交比例明显上升，其次二三季度部分二线城市楼市有升温迹象，三四线城市还在轮动上涨。资金面并不支撑2018年下半年房价涨幅扩大。

经过几次涨跌周期的验证，发现二者走向一致，并且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。此轮房地产短周期中，房价同比涨幅高点滞后于金融环境指数高点大概3个季度，根据金融环境指数的走势，预计2019年一季度房价同比涨幅将收窄。

图10 中国房地产业金融环境指数和70城新建商品住宅价格同比涨幅走势



数据来源：国家统计局、易居研究院

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

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。

