

易居月报系列

金融环境与房地产市场研究报告

8 月末 M1 同比增速再创两年半新高，利好资产价格，
但目前政策偏紧，预计百城房价同比涨幅仍将低位盘整

2020 年 9 月 14 日

8 月末 M1 同比增速再创两年半新高，利好资产价格 但目前政策偏紧，预计百城房价同比涨幅仍将低位盘整

核心观点：

- 8 月末 M1 同比增速创 2018 年 3 月以来的两年半新高，利好资产价格。8 月末，M1 余额同比增长 8%，创 2018 年 3 月以来的两年半新高，体现了实体经济的活跃度进一步上升，从以往经验来看，M1 增速持续提高，也利好股市和房地产等资产价格的上升。但将 2 月以来的 M1 同比增速走势与 2015 年下半年至 2016 年上半年相比，上升幅度明显不及后者，说明货币放水对资产价格的影响也明显不及后者。
- 从目前的政策和货币环境来看，百城房价同比涨幅或将在低位盘整一段时间。下半年以来，已有深圳、东莞、宁波、南京、杭州、海口、无锡、沈阳、常州等多城升级调控政策，整体房地产政策还是偏紧，这与 2015 年时鼓励居民住房消费的政策有很大差异，不会出现 2016-2018 年似的全国普涨。而且前两个调整周期百城二手房价格都进入过同比下跌的阶段，本次未出现，说明房价并未充分调整到位，如果货币政策和房地产政策不发生明显变化，百城房价同比涨幅可能会以以时间换空间的方式，在低位盘整一段时间。

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这 4 个跟房地产市场相关性较高的月度金融数据进行研究。

一、8 月金融数据

1、8 月末 M1 余额同比增长 8%，创 2018 年 3 月以来的两年半新高；住户部门贷款余额同比增长 14.5%，增速连续 3 个月小幅提高

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。

自 1997 年商业银行开办个人住房抵押贷款业务以来，住户部门债务中个人住房贷款一直占据主体地位。从央行公布的数据来看，2008 年以来，个人住房贷款余额在住户部门贷款余额中的占比保持在 45%~54%，变化不大。考虑到央行每个季度公布个人住房贷款余额，本报告采用住户部门贷款余额的月度数据进行研究。

8 月末，M1 余额同比增长 8%，增速分别比上月末和去年同期高 1.1 个百分点和 4.6 个百分点，创 2018 年 3 月以来的两年半新高，体现了实体经济的活跃度进一步上升。

8 月末，住户部门贷款余额同比增长 14.5%，增速分别比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期低 1.7 个百分点。

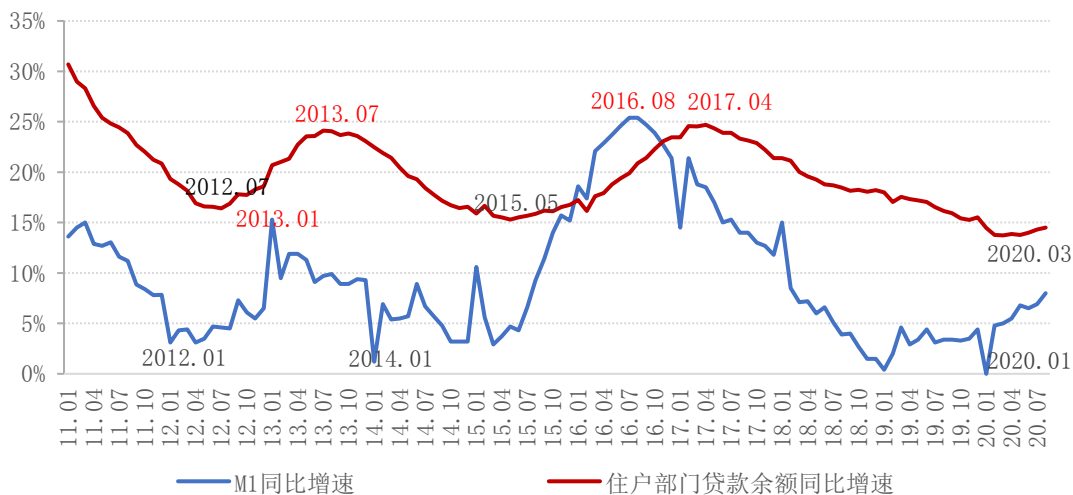
从这两组数据的历史走势来看，两者走势基本同向，M1 同比增速走势领先于住户部门贷款余额同比增速走势。2011 年至今，M1 同比增速和住户部门贷款余额同比增速分别有 2 个阶段高点，前者领先后者时间分别为 6 个月和 8 个月。2011 年至今，M1 同比增速有 3 个阶段性低点，前两次前者领先后者时间分别为 6 个月和 16 个月，第二次领先的时间较长，主要原因是 2014 年 1 月 M1 同比增速创阶段新低后，至 2015 年一季度，M1 同比增速均在低位徘徊，期间创下几个次低点。

1 月 M1 同比增速为 0，是该指标有统计以来的首次，与春节错位有关。2 月以来，随着春节因素的影响消退，以及实体经济流动性的改善，M1 同比增速持续回升。目前来看，1 月已是本轮周期 M1 同比增速的低点。但将 2 月以来的 M1 同比增速走势与 2015 年下半年至 2016 年上半年相比，上升幅度明显不及后者，说明货币放水对房产等资产价格的影响也明显不及后者。

疫情以来，中央和央行多次表态要坚定“房住不炒”，要求保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，说明不会给房地产大放水。受疫情影响，2020 年一季度商品房成交量大幅下降，住户部门贷款余额同比增速持续收窄。二季度

以来大部分城市商品房成交量开始回升，住户部门贷款余额同比增速开始小幅震荡上升。目前来看，3月极有可能是本轮周期住户部门贷款余额同比增速的阶段性低点。

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、8月末中国一年期国债收益率 2.51%，连续4个月上升；8月全国首套房贷平均利率 5.25%，连续9个月下降，降幅明显收窄

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。8月末，中国一年期国债收益率为 2.51%，比上月末高 0.27 个百分点，比去年同期低 0.11 个百分点。5 月以来一年期国债收益率连续 4 个月上升，说明随着经济逐步恢复和货币宽松边际效应减弱，市场利率在连续多月下降后开始逐渐上升。但目前全球疫情和经济形势仍有不确定性，且 CPI 已连续 4 个月进入 2 区间，为货币政策提供了空间，一年期国债收益率后续不会持续上行，年内低位震荡的可能性较大。

融 360 大数据研究院监测数据显示，2020 年 8 月（数据监测期为 2020 年 7 月 20 日-8 月 18 日），全国首套房贷款平均利率为 5.25%，环比下降 0.01 个百分点，同比下降 0.22 个百分点，从近几个月的走势来看，降幅已明显趋窄。

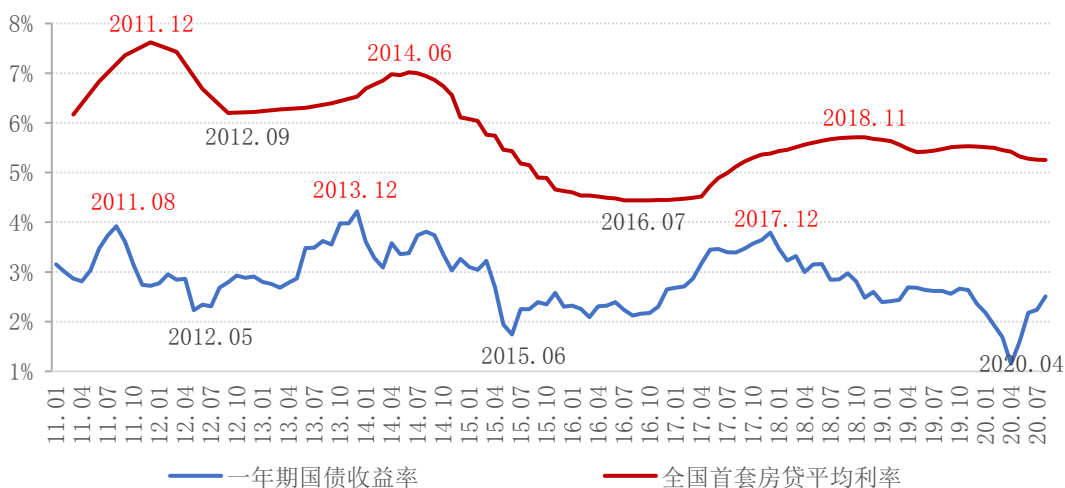
从这两组数据的历史走势来看，两者走势基本同向，一年期国债收益率走势领先于全国首套房贷平均利率走势。2011 年至今，一年期国债收益率和全国首套房贷平均利率分别有 3 个阶段高点，前者领先后者的时间分别为 4 个月、6 个月和 8 个月。2011 年至今，一年期国债收益率和全国首套房贷平均利率分别有 2

个阶段性低点，前者领先后者的时间分别为4个月和13个月。后一次领先的时间较长，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年第三季度，国债收益率均在低位徘徊，期间创下几个次低点。

李克强总理9月2日主持召开的国务院常务会议提出，下一步要坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。这与央行8月发布的《2020年第二季度中国货币政策执行报告》中的相关表述一致，意味着未来货币政策将加强结构性调整。这也意味着信用最宽松的阶段已经过去，4月很有可能是本轮周期一年期国债收益率的低点。但目前全球疫情发展和经济仍存在不确定性，欧美等主要国家货币宽松短期内不会结束，我国货币政策短期内也不会大幅转紧，预计一年期国债收益率后续还将低位震荡。

本轮周期中国一年期国债收益率低点要低于2015年6月的上轮低点，但首套房贷平均利率仍高于2016年较多。因为房贷利率不仅与市场利率有关，也受房地产调控政策影响，今年整体调控基调还是偏紧，房贷利率下降幅度远低于市场利率下降幅度。从以往规律来看，首套房贷平均利率低点一般会滞后一年期国债收益率低点一段时间，因此目前来看房贷利率仍会下调，但空间可能有限。

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

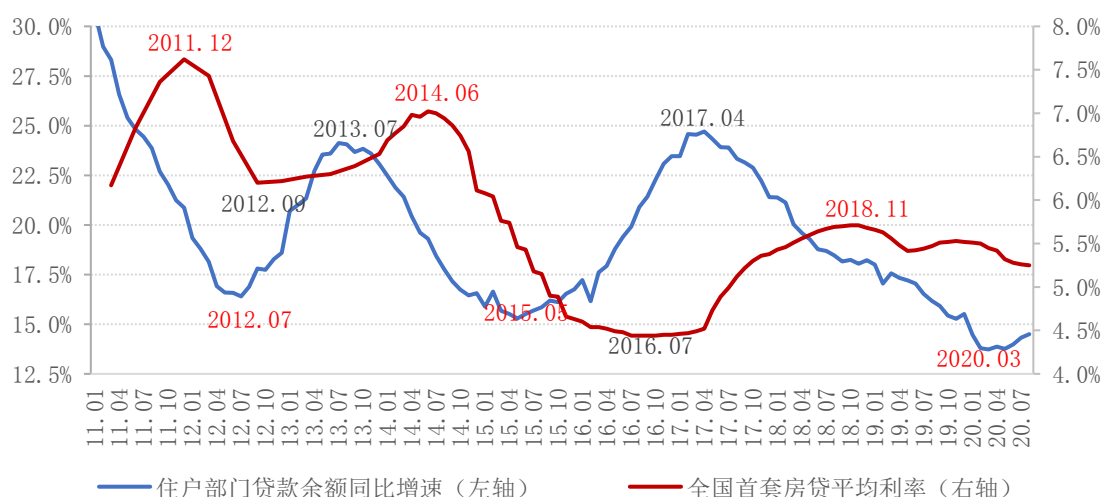
3、住户部门贷款余额同比增速拐点大概率已至

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，前两个高点分别领先住户部门贷款余额同比增速阶段低点 7 个月和 11 个月。2011 年至今，首套房贷平均利率共有 2 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 个月和 9 个月。

目前首套房贷平均利率已连续 9 个月小幅下降，利率持续下行会对刺激居民贷款购产生一定作用。二季度以来，随着国内疫情的基本控制，此前积压的购房需求和消费需求逐渐释放，4 月以来住户部门贷款余额同比增速小幅震荡提高，3 月很可能已经出现本轮周期住户部门贷款余额同比增速的低点。但需要看到的是，本次房贷利率下降幅度远小于 2015 年，对居民贷款购房的刺激也小于后者，预计四季度和明年上半年住户部门贷款余额同比增速会继续提高，但提高的幅度会小于 2016 年。

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、金融数据与全国商品房销售面积关系

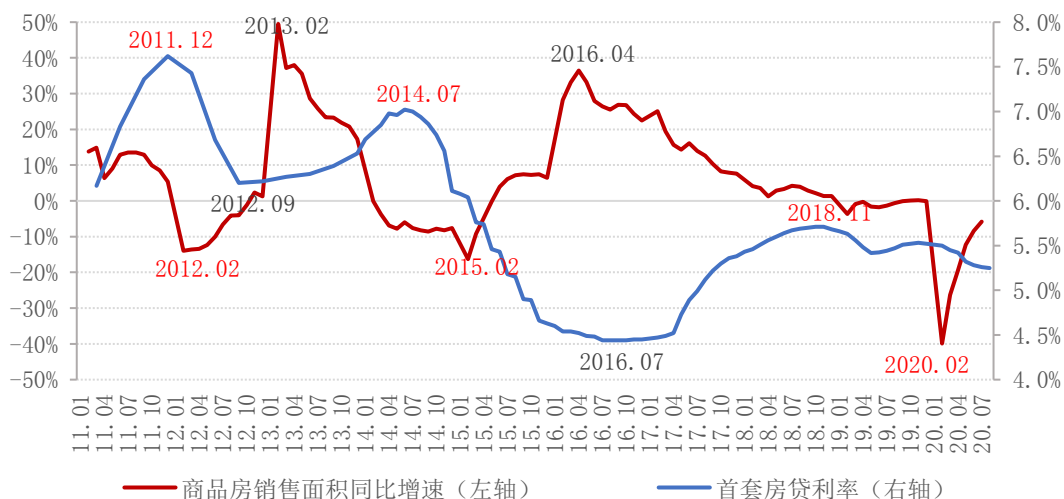
1、全国首套房贷平均利率与全国商品房销售面积

经过各组金融数据与全国商品房销售数据比较，发现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走势相关性比较明显，两者基本呈反向走势，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

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2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个月和滞后3个月。

受疫情影响，2020年前两个月全国商品房销售面积同比大幅下降，3月份以来随着前期购房需求的释放，商品房销售面积同比降幅逐渐收窄，2月是本轮周期全国商品房年初累计销售面积同比增速的最低值。但需要看到的是，今年房贷利率的下降幅度明显不及2014年下半年至2015年末，对居民贷款购房的刺激力度也明显不及后者。预计年内商品房销售面积同比降幅还将继续收窄，但收窄的幅度将趋缓，全年预计仍是小幅下跌。

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、金融数据与百城二手房价格关系

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。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

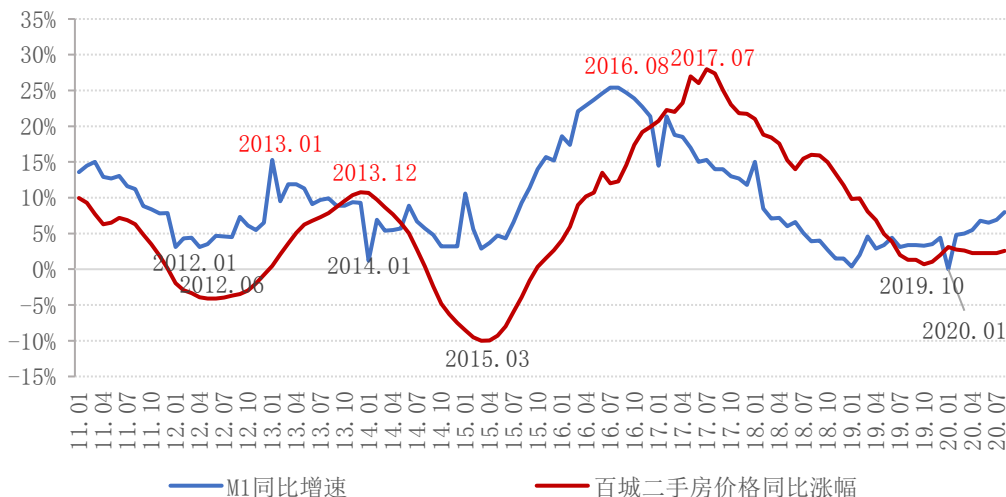
四线城市样本。

1、M1 同比增速与百城二手房价格同比涨幅

将 M1 同比增速和百城二手房价格同比涨幅进行对比。数据显示，二者整体走向基本一致，M1 同比增速走势领先于百城二手房价格同比涨幅走势。2011 年至今，M1 同比增速和百城二手房价格同比涨幅分别有 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。

2020 年 1 月 M1 同比增速创新低，2 月以来持续小幅回升。目前来看，1 月已是本轮周期 M1 同比增速的低点。从历史规律来看，百城二手房价格同比涨幅阶段低点一般会滞后 M1 同比增速阶段低点一段时间出现，但这次可能会略有不同。2019 年 1 月 M1 同比增速是近几年的次低点，且全年均在低位徘徊，目前 M1 同比增速经过 2 月以来的持续提高，已明显超过 2019 年的平均水平，因此本轮周期百城二手房价格同比涨幅的阶段性低点很可能已于 2019 年 10 月出现。但如果未来一段时间 M1 同比增速不大幅提高的话，预计百城二手房价格同比涨幅也不会大幅扩大。而且前两个调整周期百城二手房价格都进入过同比下跌的阶段，本次未出现，说明房价并未充分调整到位，可能会以以时间换空间的方式，使得同比增速在低位盘整一段时间。

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

四、结论与趋势

2020 年 8 月, M1 同比增速小幅提高, 住户部门贷款余额同比增速小幅提高, 一年期国债收益率较上个月小幅上升, 首套房贷平均利率微幅下降, 房地产行业金融环境相比上个月略微宽松。

从金融数据和房地产销售及价格的历史走势来看, 有较高的一致性。今年央行已实施过三次降准, LPR 两度下调, 市场利率显著下行, 资金面整体比前两年更宽松。从 M1 同比增速走势来看, 2 月以来持续震荡上行, 8 月创 2018 年 3 月以来的两年半新高。从 2012 年四季度和 2015 年下半年的经验来看, M1 增速如能持续提高的话, 股市和房地产等资产价格将会明显上涨。

但目前以“房住不炒”为主基调的楼市政策与 2015 年时鼓励居民住房消费的政策有很大差异。疫情以来, 宽松的货币政策下, 上半年部分城市地市楼市火热, 下半年以来, 已有深圳、东莞、宁波、南京、杭州、海口、无锡、沈阳、常州等多城升级楼市调控政策。8 月 20 日, 人民银行、住建部召开房企座谈会, 约谈 12 家房企, 此次会议划定房企融资的“三道红线”, 标准具体为: 房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%, 房企的净负债率不得大于 100%, 房企的“现金短债比”小于 1。根据房企的“踩线”情况, 分为“红、橙、黄、绿”四档, 实施差异化债务规模管理。从目前的货币环境和政策环境来看, 与 2012 年四季度至 2013 年一季度时更为相似, 楼市表现大概率也与 2013 年上半年的局部热点城市行情相似, 不会出现 2016-2018 年似的全国普涨。

综合考虑这些情况, 预计四季度全国商品房年初累计销售面积同比降幅将继续收窄, 全年预计为小幅下降; 前两个调整周期百城二手房价格都进入过同比下跌的阶段, 本次未出现, 说明房价并未充分调整到位, 如果货币政策和房地产政策不发生明显变化, 百城房价同比涨幅可能会以以时间换空间的方式, 在低位盘整一段时间。

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

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。