

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略有转紧，
调控压力下，预计四季度房价涨幅还将小幅收窄

2020年第三季度

三季度房地产业金融环境略有转紧， 调控压力下，预计四季度房价涨幅还将小幅收窄

核心观点：

- 三季度，房地产业金融环境指数继续下降，货币宽松对行业的影响继续减弱。三季度，我国经济稳步复苏，货币政策坚持稳健取向，房地产业金融环境指数由年初的宽松区间下行至偏松区间和正常区间的边界。下半年以来货币政策逐渐趋向常态，调控政策逐渐收紧，疫情以来的货币宽松对房地产行业的有利影响继续减弱。
- 预计四季度百城房价同比涨幅将小幅收窄。今年房地产业内部金融环境与宏观金融环境的关系更像2011年四季度至2012年，宏观金融环境转松而房地产调控未放松，参考2012-2013年走势，未来一两年楼市不会全国普涨，只有局部小行情。而且从金融环境宽松的程度来看，目前也远不如2013年上半年，预计这轮局部小行情也会弱于2013年。从政策面来看，下半年以来深圳、杭州、东莞、宁波、南京、沈阳、唐山、银川等多个城市升级了调控政策，常州、沈阳、无锡、唐山等多城对房贷政策也进行了收紧。下半年从调控到金融政策都在收紧，这说明中央“房住不炒”的底线不可触碰，四季度百城房价同比涨幅将小幅收窄。

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、2020 年三季度中国房地产业金融环境

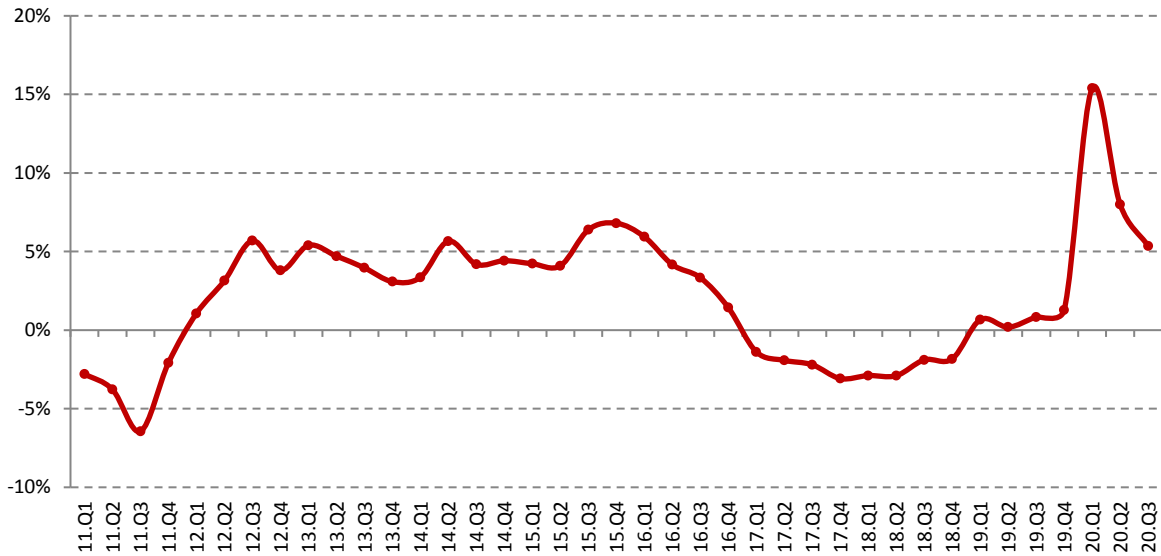
1、M2-GDP 名义增速收窄

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。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。那么，可以近似的认为，M2 增速减去名义 GDP 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 名义增速的增速差额一路上行，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。之后，从 2016 年初 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。

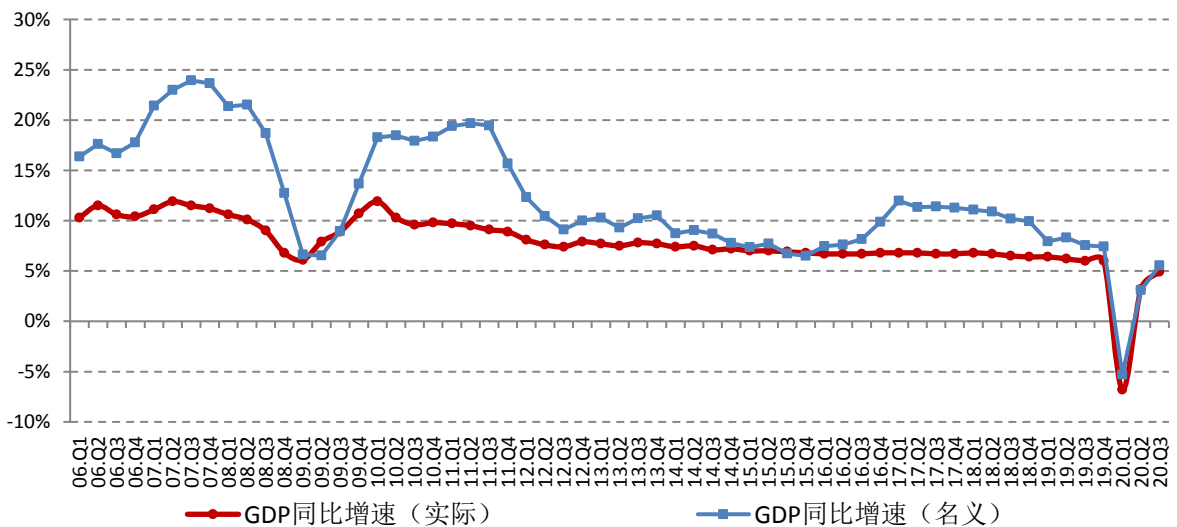
2020 年一季度，由于新冠肺炎疫情影响，我国 GDP 增速罕见出现负增长。为了加大对防控疫情的支持力度，对冲疫情带来的不利影响，央行灵活运用多种政策工具，商业银行信贷投放较多，推动了 M2 增速的大幅度回升，使全社会的流动性持续保持在合理充裕的状态。受此影响，一季度 M2-GDP 名义增速的增速差额大幅上升至 15.4%。二三季度我国经济稳步复苏，M2-GDP 名义增速的差额明显收窄。预计四季度我国经济将继续复苏，M2-GDP 名义增速的差额还将继续收窄，随着经济发展恢复正常，该指标也将恢复常态，不会对楼市造成“大水漫灌”。

图1 M2 同比增速-GDP 名义同比增速



数据来源：中国人民银行、国家统计局、易居研究院

图2 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

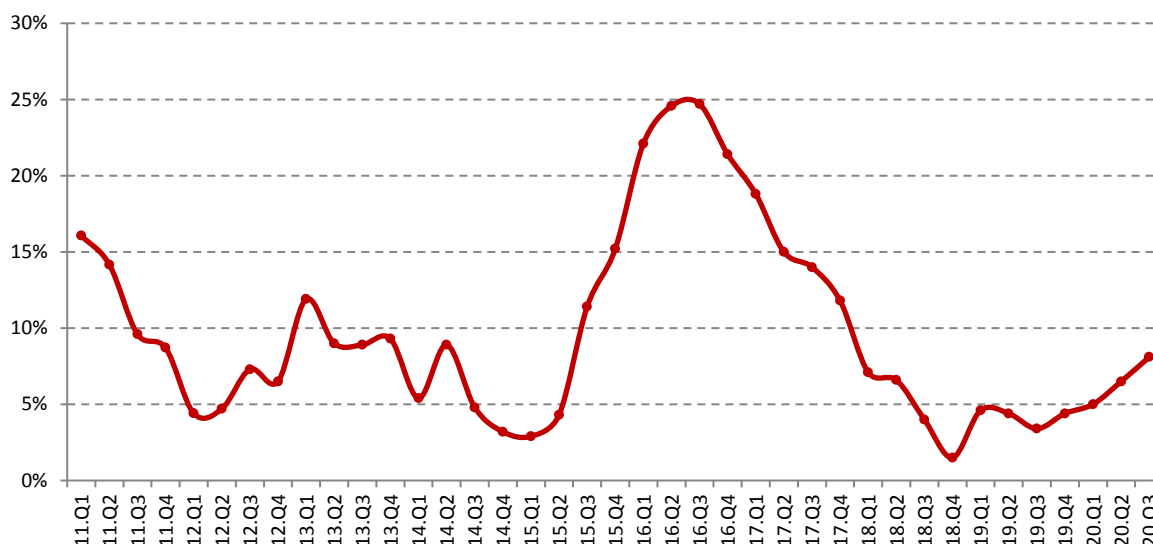
2、M1 同比增速连续 4 个季度提高

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。

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年三季度末，M1同比增速为8.1%，比上季度末小幅提高1.6个百分点，比上年同期提高2.1个百分点，连续4个季度提高，9月M1同比增速创2018年3月以来的两年半新高。央行货币政策司司长孙国峰在第三季度金融统计数据发布会上表示，下一阶段央行将根据形势变化综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，支持货币供应量和社会融资规模合理增长。预计四季度末M1同比增速继续小幅提高或基本持平的可能性较大。

图3 M1同比增速



数据来源：中国人民银行、易居研究院

3、中国一年期国债收益率连续两个季度上升

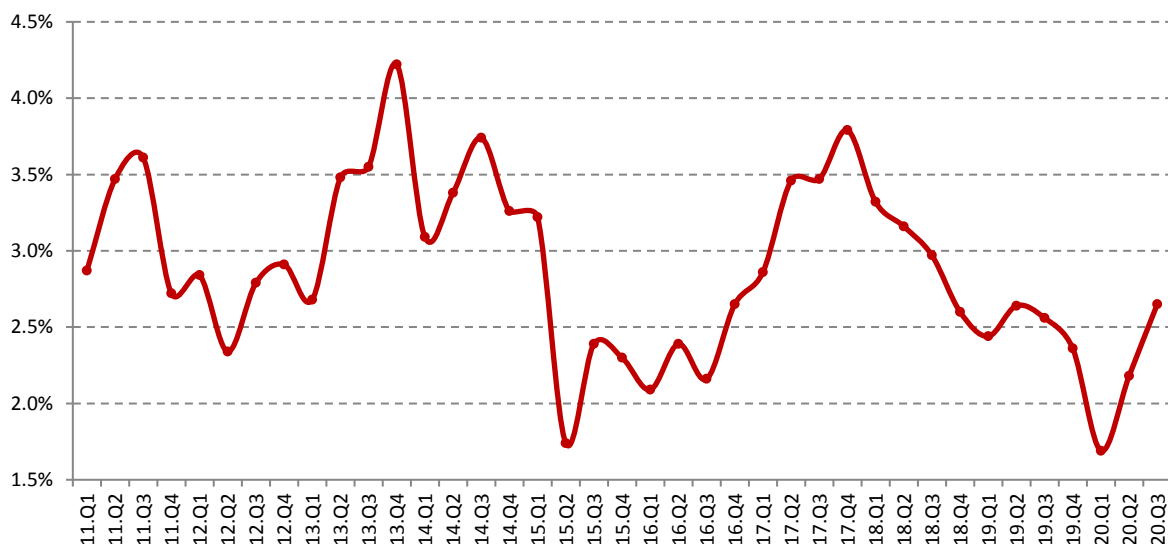
一年期国债属于短期国债，主要受利率政策和短期流动性的影响，能够更好地反映利率周期与社会资金价格变化。

2011年初至7月央行共加息3次，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年以来，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。

今年前4个月，一年期国债收益率持续下行，5月以来已连续5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已连续多月进入2区间，9月重回1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。

图4 中国一年期国债收益率



数据来源：中国人民银行、易居研究院

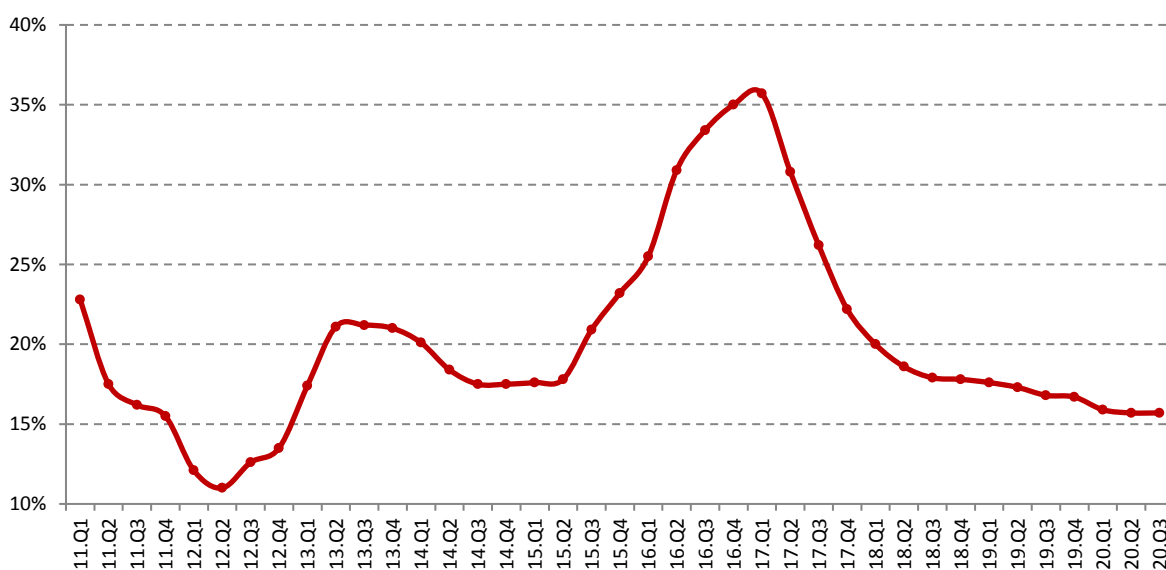
4、个人住房贷款余额同比增速与上月持平

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%的高峰，此后开始步入下行通道，2018年四季度以来下行趋势明显有所趋缓。

2020年三季度末个人住房贷款余额同比增速为15.7%，与上季度末持平，比上年同期低1.1个百分点，自2017年二季度以来的连续下行趋势终止，拐点可能出现。受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度全国商品房销售面积同比大幅下降26.3%，因此个人住房贷款余额同比增速回落幅度也有所扩大。二三季度商品房销售面积回升，全国个人住房贷款余额同比增速的回落幅度比一季度收窄。由于银行批贷放贷需要一定时间，房贷增速回升可能略滞后于商品房销售回升。四季度，全国商品房销售面积预计还将继续回升，个人住房贷款余额同比增速有可能转为小幅提高。

图5 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

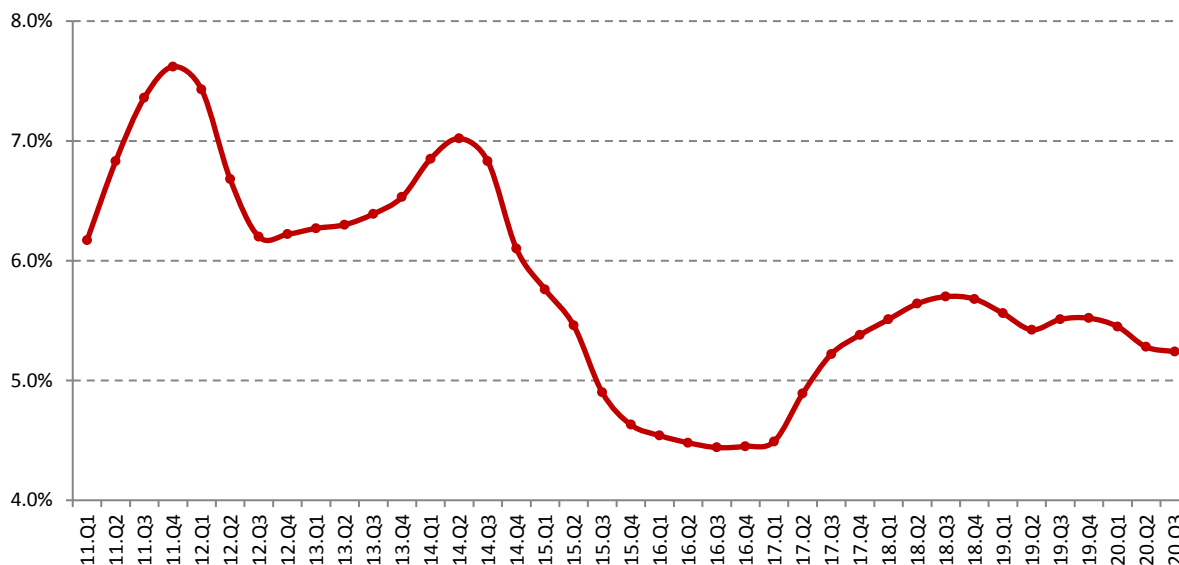
5、全国首套房贷平均利率连续3个季度小幅下降

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年三季度末全国首套房贷平均利率为5.24%，分别比上季度和上年同期低0.04和0.27个百分点，连续3个季度小幅下降。从融360大数据研究院监测的数据来看，10月全国首套房贷平均利率与上月持平，今年以来房贷利率九连降的趋势终结，拐点出

现。预计四季度全国首套房贷平均利率或将小幅上升。

图6 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

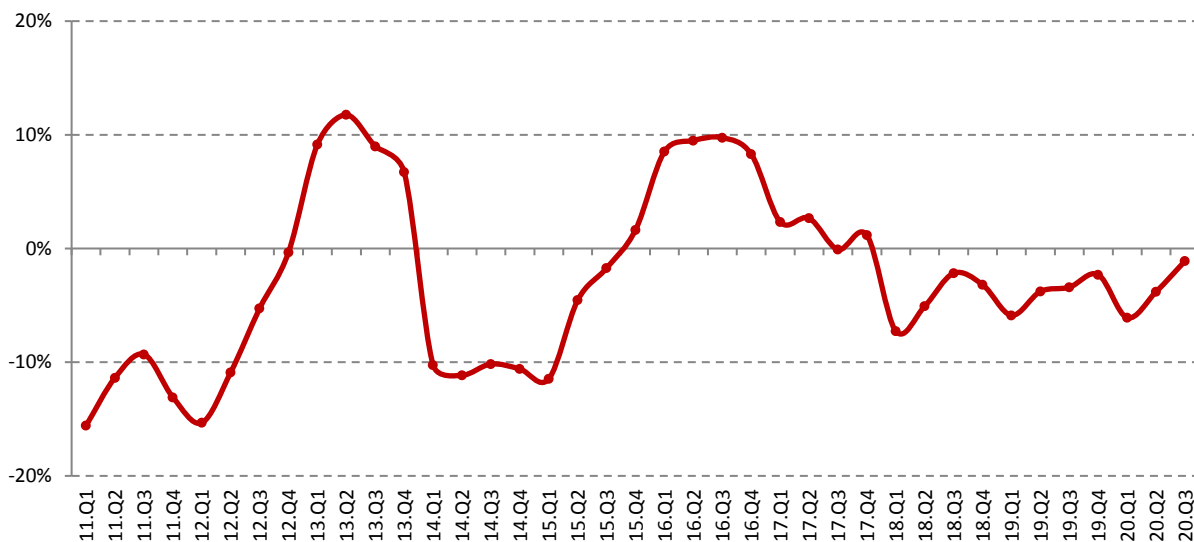
6、房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速差额连续11个季度为负

当房企到位资金增速大于开发投资增速时，说明房企资金较为充裕，房地产业融资环境较为宽松，将房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速的差额作为一个衡量指标（后称增速差额）。2011年增速差额持续为负，说明房企资金面紧张。2012年二季度后增速差额负值开始缩小，2013年一季度进入正区间，说明房企资金面由紧转松。增速差额于2013年二季度触顶，此后进入下行区间。2014年一季度至2015年一季度，增速差额在-10%附近小幅震荡，二季度开始上行，四季度进入正区间。2016年全年，增速差额在10%附近小幅震荡，说明2016年房企资金面持续宽松。2017年，在去杠杆的大环境下，增速差额震荡下行，房企融资环境由松趋紧。2018年以来，增速差额均为负值，房企融资环境持续偏紧。

2020年三季度，房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速的差额为-1.1%，比上季度和上年同期分别高2.7个和2.3个百分点。8月20日，央行与住房城乡建设部召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，出台实施房企融资“三道红线”新规。10月14日，央行金融市场司副司长彭立峰表示，下一步，央行将会同住建部和其他相关的部门跟踪评估执行结果，完善融资规则，稳步扩大适用范围。因此

虽然身处经济增速放缓、全球货币放水的大环境中，房地产业不会出现 2016 年那样的宽松融资环境。预计四季度房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速的差额还将继续维持负值。

图 7 房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速差额



数据来源：国家统计局、易居研究院

二、2020 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即将进入正常区间

根据 2020 年三季度各项指标数据，计算出中国房地产业金融环境指数。三季度，中国房地产业金融环境指数为 0.2，较上季度下降 0.1，比去年同期上升 0.29。

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 8 个季度下行，2018 年全年在偏紧区间低位盘整。2019 年一季度上行至正常区间的偏下位置，二三季度基本平稳，四季度小幅上行，全年保持在正常区间。2020 年一季度，房地产业金融环境指数大幅上升至偏松区间，二三季度小幅下行，三季度处于偏松区间和正常区间的边界处，即将进入正常区间。

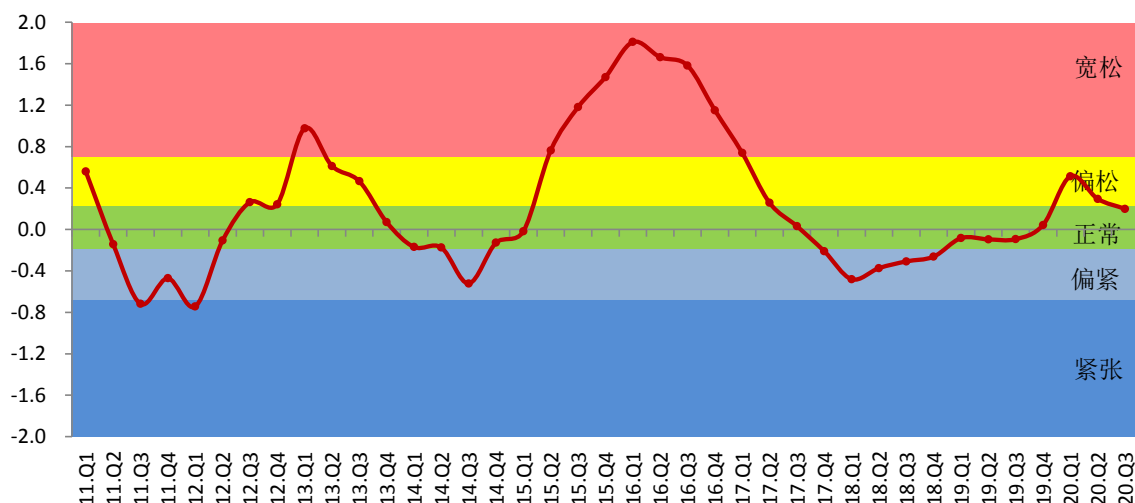
表 2 中国房地产业金融环境指数

年份	金融环境指数	状况评定	所属区域	
2011 年	第一季度	0.56	偏松	黄色区
	上半年	-0.14	正常	绿色区
	前三季度	-0.72	紧张	蓝色区

	全年	-0.47	偏紧	浅蓝色区
2012 年	第一季度	-0.74	紧张	蓝色区
	上半年	-0.11	正常	绿色区
	前三季度	0.26	偏松	黄色区
	全年	0.24	偏松	黄色区
2013 年	第一季度	0.98	宽松	红色区
	上半年	0.61	偏松	黄色区
	前三季度	0.47	偏松	黄色区
	全年	0.07	正常	绿色区
2014 年	第一季度	-0.17	正常	绿色区
	上半年	-0.17	正常	绿色区
	前三季度	-0.52	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.13	正常	绿色区
2015 年	第一季度	-0.02	正常	绿色区
	上半年	0.76	宽松	红色区
	前三季度	1.18	宽松	红色区
	全年	1.47	宽松	红色区
2016 年	第一季度	1.81	宽松	红色区
	上半年	1.66	宽松	红色区
	前三季度	1.58	宽松	红色区
	全年	1.15	宽松	红色区
2017 年	第一季度	0.74	宽松	红色区
	上半年	0.26	偏松	黄色区
	前三季度	0.03	正常	绿色区
	全年	-0.21	偏紧	浅蓝色区
2018 年	第一季度	-0.48	偏紧	浅蓝色区
	上半年	-0.37	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	-0.31	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.26	偏紧	浅蓝色区
2019 年	第一季度	-0.08	正常	绿色区
	上半年	-0.10	正常	绿色区
	前三季度	-0.09	正常	绿色区
	全年	0.04	正常	绿色区
2020 年	第一季度	0.51	偏松	黄色区
	上半年	0.30	偏松	黄色区
	前三季度	0.20	偏松	黄色区

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



数据来源：易居研究院

2、2020年三季度房地产业外部金融处于偏松区间，房地产业内部金融环境仍在正常区间

为了更深一步分析宏观金融环境和房地产业金融环境的关系，将M2-GDP名义增速、M1同比增速、中国一年期国债收益率等三个指标综合处理后得到宏观金融环境指数，即房地产业外部金融环境指数；将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与房地产开发投资同比增速差额等三个指标综合处理后得到房地产业内部金融环境指数。

从两条曲线来看，整体走势大体一致，房地产业内部金融环境指数不仅受宏观金融环境影响，也与房地产调控政策密切相关。

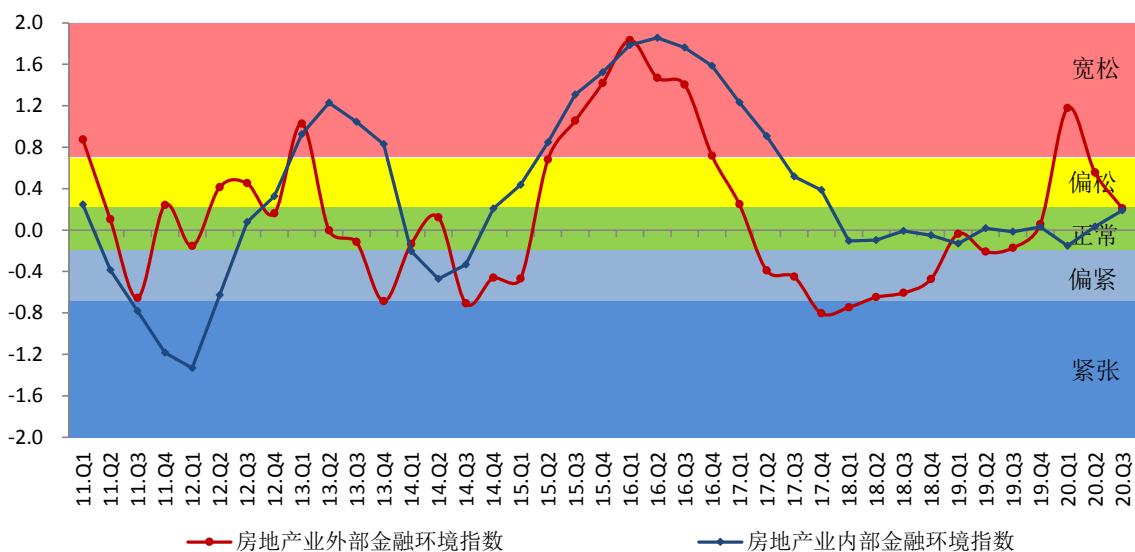
观察三轮指数探底与复苏形态，2014年四季度宏观金融环境和房地产业内部金融环境同步开始上行，这是由于此次货币宽松和房地产调控政策放松是同步进行的。2014年10月，央行开始连续降息降准，货币政策持续宽松。2014年两会上提出对房价的调控由过去的一刀切转变为分类指导之后，地方政府政策放松，全国除北上广深和三亚外陆续取消限购，同时2014年930新政和2015年330新政出台，房地产信贷政策持续放松。但2011-2012年和2018-2019年宏观金融环境和房地产业内部金融环境表现却有所不同。

比如，2011年，为抑制通货膨胀，央行在上半年持续收紧货币政策，但下半年收紧步伐明显放缓，四季度后外部金融环境指数震荡上升。而在房地产调控方面则持续加码，2011年1月出台“国八条”，限购城市从2010年的不足20个大幅增加到40多个，7

月初国务院常务会议明确“二三线城市也要限购”，限购城市数增加到近50个。因此2011年四季度和2012年一季度，房地产内部环境指数在外部环境指数已经上升的情况下，继续下行至紧张区间。

再如，2015年底中央提出去杠杆的目标后，房地产业外部金融环境指数持续下行至2017年底。2018年后随着央行多次降准，指数开始震荡上行，2020年一季度已进入宽松区间，二三季度随着货币政策趋于常态化，外部金融环境指数下行至偏松区间。2018年以来，中央多次强调“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。即使年初疫情发生后，中央仍未放松对房地产的调控，下半年部分热点城市调控政策和房贷政策还在收紧。调控政策持续偏紧，使得2018年一季度至2020年一季度，房地产业内部金融环境指数并未随外部金融环境的好转而明显上升，持续在正常区间小幅震荡。2020年二三季度，房地产业内部金融环境指数虽小幅上升，但仍在正常区间，内部金融环境未见明显放松。

图9 中国房地产业外部金融环境指数和内部金融环境指数彩虹图



数据来源：易居研究院

3、预计四季度房地产业金融环境指数有可能将下行进入正常区间

展望四季度，预计M2同比增速-GDP名义增速的差额将继续下降，M1同比增速将比上季度小幅提高或基本持平。随着四季度商品房销售量的继续回升，预计个人住房贷款余额同比增速有可能转为小幅提高，房企到位资金同比增速与房地产开发投资同比增速

的差额或将小幅扩大。疫情发生后，全球各主要国家的货币均大幅宽松，美联储已将基准利率降至0-0.25%，并推出大规模量化宽松计划，我国货币政策仍有宽松空间，一年期国债收益率四季度预计还是低位盘整。10月全国首套房贷平均利率结束今年以来的9连降，拐点可能已经出现，四季度房贷利率或将小幅上行。

综合判断，若货币政策和房地产调控政策不发生明显变化，四季度中国房地产业金融环境指数很有可能下行进入正常区间。

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

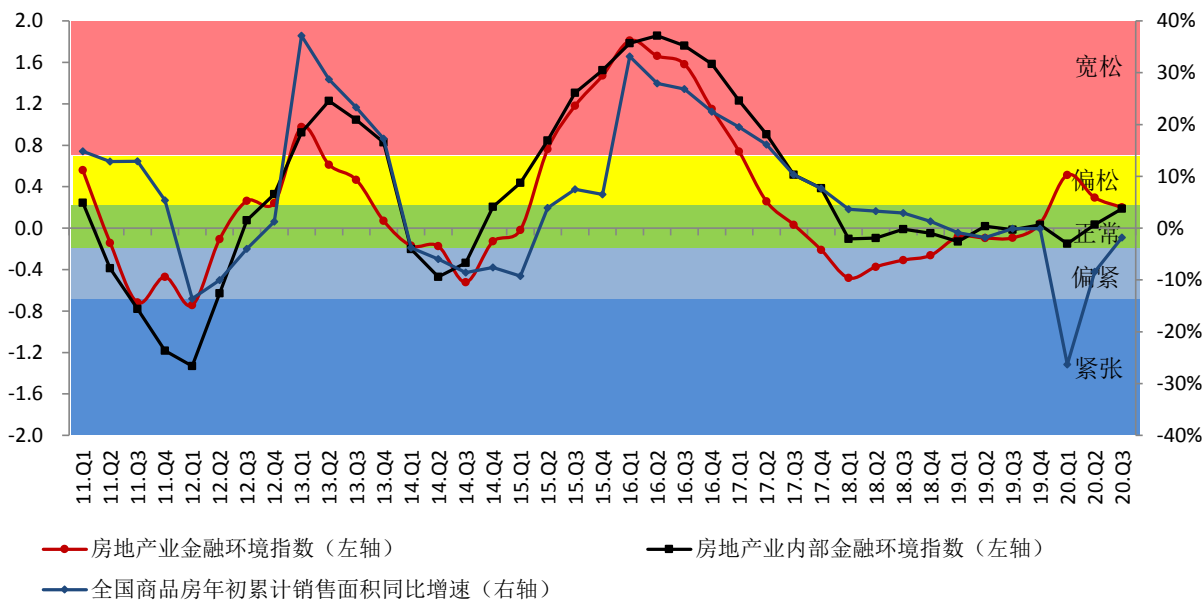
将中国房地产业金融环境指数和全国商品房年初累计销售面积同比增速数据进行对比。数据显示，自2011年末2012年初左右，随着金融环境整体上由紧转松，全国商品房年初累计销售面积同比增速也呈现由负转正的态势。而到了2013年，随着金融环境趋于恶化，成交面积的同比增速也进入了下行通道。2015年初开始，金融环境开始改善，逐渐步入宽松区间，而楼市也出现了较强反弹。在2016年金融环境指数达到峰值并且转向紧缩之后，楼市成交面积的同比也随之下行。2018年金融环境指数全年低位盘整，楼市成交面积的同比增速则不断回落。

2019年房地产业金融环境指数已由2018年的偏紧状态转为正常状态，按照以往情况，楼市成交面积同比增速应随着金融环境的改善而提高，但实际情况是持续在0附近小幅震荡。这是由于在房地产调控压力下，2019年房地产业内部金融环境并未随整体金融环境的改善而明显改善，依然呈低位盘整态势。

今年前三季度，房地产业金融环境指数大幅上升至偏松区间，房地产业内部金融环境指数则仍在正常区间。受疫情影响，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。

经过几轮涨跌周期的验证，发现商品房销售面积与金融环境指数，尤其是房地产业内部金融环境指数走向基本一致。房地产业内部金融环境指数目前处于正常区间，四季度大概率仍在此区间，预计全国商品房年初累计销售面积同比降幅还将继续收窄，全年预计仍为小幅下降。

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、房地产业金融环境和百城房价指数的关系

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。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。

数据显示，2011 年金融环境由宽松进入紧张区间，百城房价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，略滞后于金融环境指数；2013 年二季度金融环境开始由宽松逐渐紧张，房价同比涨幅滞后三个季度开始收窄；当 2015 年一季度金融环境指数再次开始改善时，房价同比涨幅也滞后两个季度开始出现反弹。2016 年一季度金融环境指数触顶，下行趋势延续至 2018 年一季度，2018 年在偏紧区间的中部位位置小幅震荡，2019 年小幅上行至正常区间的偏下位置，百城房价同比涨幅于 2017 年二季度触顶，此后持续震荡下行至 2019 年三季度，四季度至今小幅

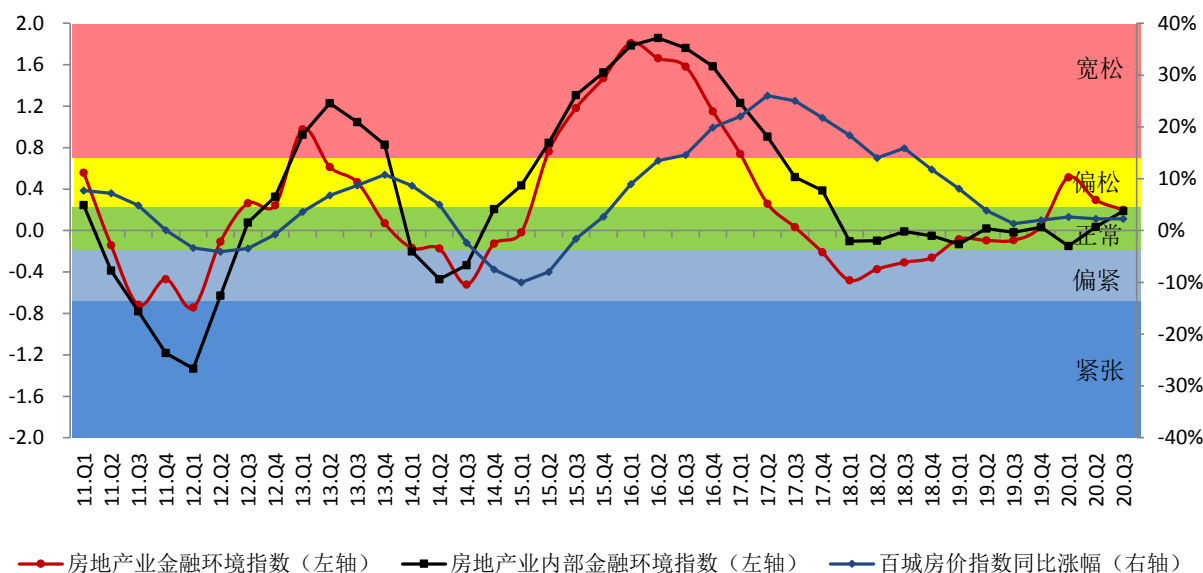
震荡。

经过几次涨跌周期的验证，发现二者走向基本一致，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。按照以往规律，2019年金融环境趋松后几个季度，百城房价指数同比涨幅也将进入上行通道，但需要看到的是，今年房地产业内部金融环境与宏观金融环境的关系更像2011年四季度至2012年，宏观金融环境转松而房地产调控未放松，参考2012-2013年走势，未来一两年楼市不会全国普涨，只有局部小行情。而且从金融环境宽松的程度来看，目前也远不如2013年上半年，预计这轮局部小行情也会弱于2013年。

从政策面来看，下半年以来深圳、杭州、东莞、宁波、南京、沈阳、唐山、银川等多个城市升级了调控政策，常州、沈阳、无锡、唐山等多城对房贷政策也进行了收紧。下半年从调控到金融政策都在收紧，这说明中央“房住不炒”的底线不可触碰，房价短期内不会出现大涨。

目前房地产业金融环境指数即将下行进入正常区间，房地产业内部金融环境指数处于正常区间，预计2020年四季度百城房价指数同比涨幅将会小幅收窄。

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

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。

