



易居季度报告系列

2019 年四季度

# 金融环境与房地产研究

2019 年四季度中国房地产业金融环境

2019 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

## 2019 年四季度宏观金融环境趋松，房地产业内部金融环境未松，

### 预计一季度成交量大降，百城房价同比涨幅将继续收窄

#### 报告摘要：

- **2019 年下半年宏观金融环境趋松，房地产业内部金融环境依然未松。**目前来看，中央对房地产的“房住不炒”和“不将不将房地产作为短期刺激经济的手段”的调控基调并未改变，从央行近期的表态来看，不会给房地产市场大放水。综合判断，2020 年一季度中国房地产业金融环境指数将继续保持低位盘整。受疫情影响，一季度个人住房贷款余额同比增速和房企到位资金同比增速或将有较大幅度的下滑，房地产业内部金融环境指数可能会小幅下行。
- **预计未来两年楼市不会全国普涨，只有局部行情。**当前房地产业内部金融环境与宏观金融环境的关系更像 2011 四季度至 2012 年上半年，宏观金融环境转松而房地产调控未放松，参考 2012-2013 年走势，未来两年楼市不会全国普涨，只有局部行情。

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、2019年四季度中国房地产业金融环境

### 1、M2-GDP 名义增速小幅提高

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。2019年四季度，该增速差额为1.3%，与三季度的0.8%相比小幅上升。

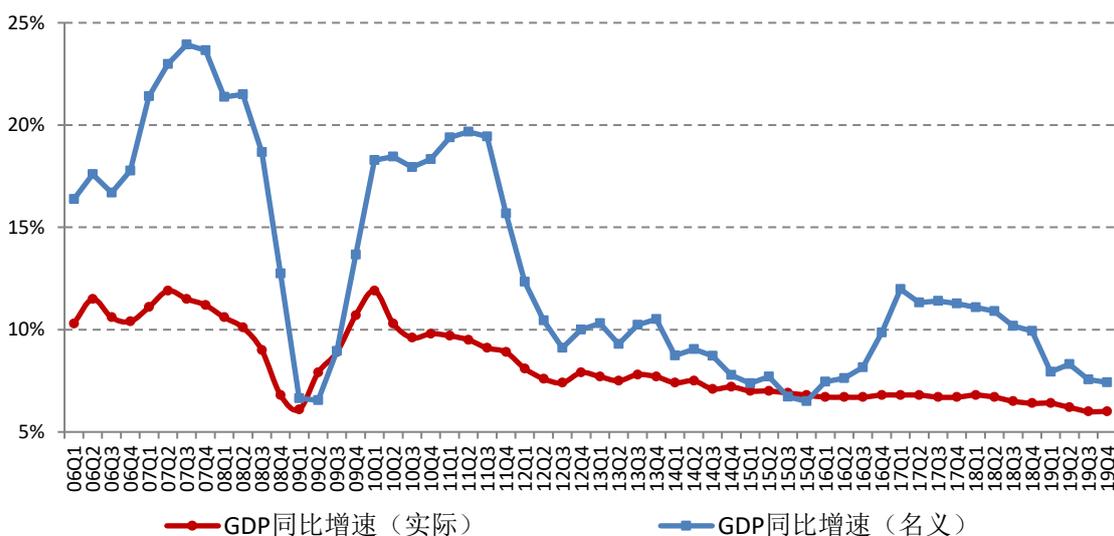
近日，中国人民银行副行长刘国强就2019年第四季度《中国货币政策执行报告》发布后相关焦点问题接受采访时表示，货币政策中介目标转为广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配，从制度上保证了宏观杠杆率的基本稳定。预计M2-GDP名义增速的增速差额可能会长期维持在较低水平，不会对楼市造成“大水漫灌”。

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

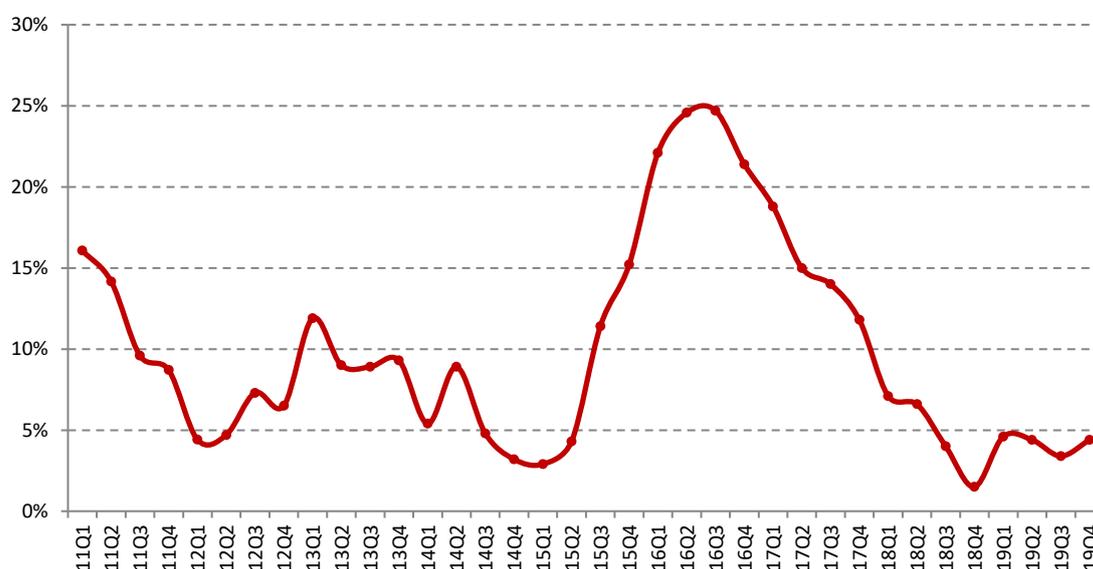
M1，狭义货币供应量， $M1=M0+$ 企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款。M1 是经济周期波动和价格波动的先行指标，M1 增速高，则楼市升温；M1 增速低，则楼市降温。

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，二三季度小幅下降。

2019年四季度末，M1同比增速为4.4%，比上季度末小幅提高1个百分点，比上年同期提高2.9个百分点。2020年1月M1同比增速为0，是该指标有统计以来的首次，央行副行长刘国强表示，这主要受季节性因素影响，也受到疫情的一定干扰。预计随着春节和疫情因素的影响消退，以及实体经济流动性的改善，后续几个月M1同比增速有望小幅回升，预计一季度末M1同比增速低于上季度末的可能性较大。

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小幅下降

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。

2019年三四季度，央行实施降准后，国债收益率继续小幅下行。2020年2月17日，央行下调MLF利率10个基点，2月20日1年期LPR下降10个基点，5年期LPR下降5个基点。后续来看，新冠肺炎疫情发生后，为稳定市场预期和支持实体经济发展，未来MLF和LPR利率继续下行或可期，中国一年期国债收益率2020年上半年有望继续小幅下行。

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

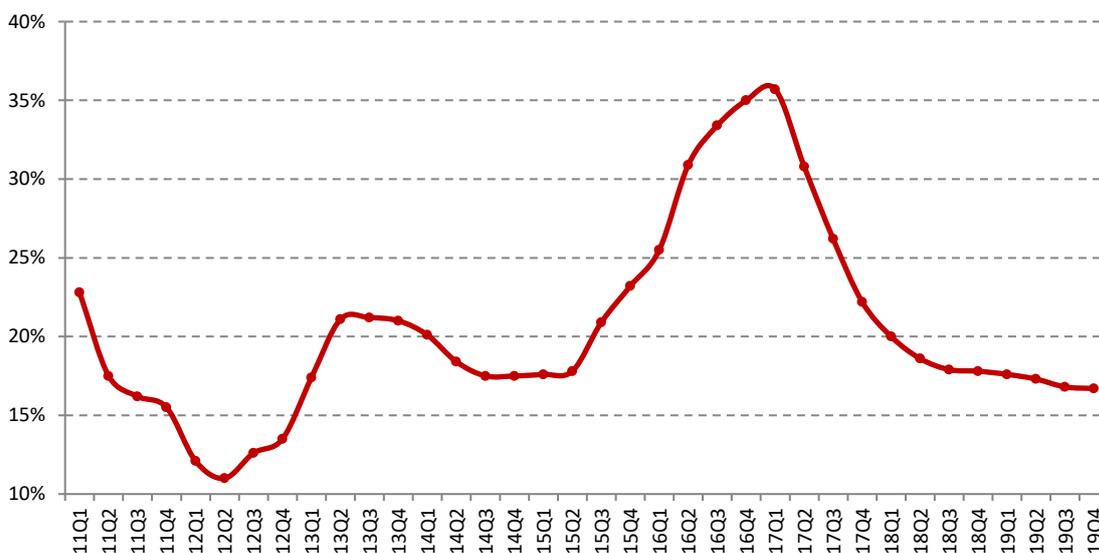
#### 4、个人住房贷款余额同比增速连续11个季度回落

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，截至2019年四季度已经连续11个季度回落，2018年四季度以来下行趋势明显有所趋缓。

2019年四季度末个人住房贷款余额同比增速为16.7%，分别比上季度和上年同期低0.1和1.1个百分点。2019年全年全国商品房销售面积同比下降0.1%，大部分城市房价逐渐趋稳，因此个人住房贷款余额同比增速也逐渐下行。受新冠肺炎疫情影响，预计2020年一季度全国商品房销售面积将大幅下降，全国个人住房贷款余额同比增速回落的幅度或较大，二季度后随着疫情的影响消退，商品房销售面积将回升，届时全国个人住房贷款余额同比增速也将比一季度提高。

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

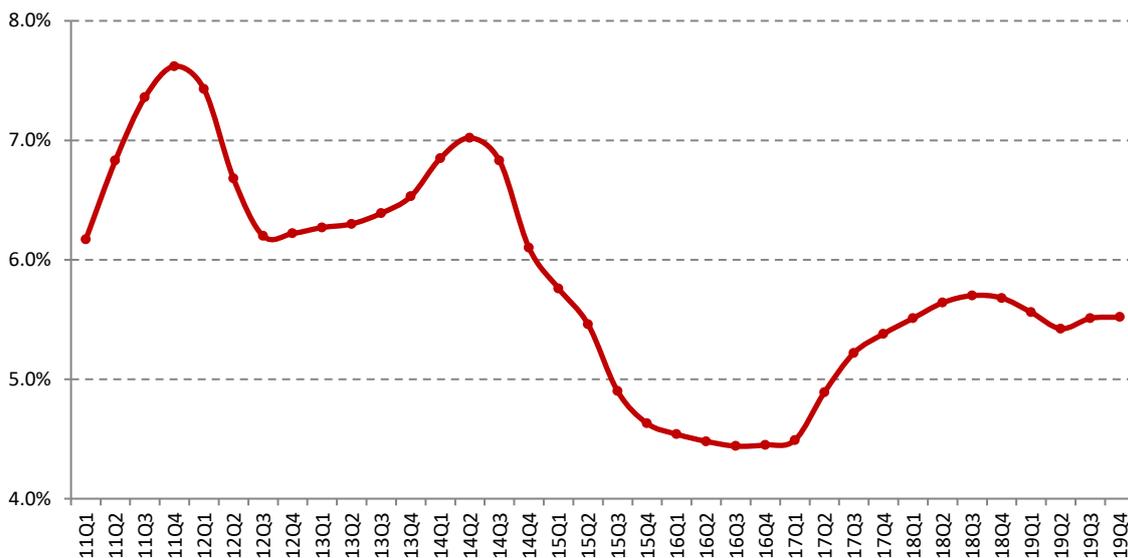
## 5、全国首套房贷平均利率微幅上升

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，三季度小幅上升。

2019年四季度末全国首套房贷平均利率为5.52%，分别比上季度末高0.01个百分点，比上年同期低0.16个百分点。全国首套房贷平均利率不仅与市场利率有关，也受房地产调控政策影响。此次疫情对包括房地产行业在内的大多数行业均有影响，虽然已有不少城市出台新政支持房地产行业，主要目的是为了稳楼市。央行副行长刘国强表示，

LPR 下行基本上不影响个人房贷利率。房住不炒仍然是当前房地产调控政策的主导方向，央行刚刚发布的货币政策执行报告也强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，银行可通过 LPR 加点方式确定个人房贷利率，基本保持原有水平。预计 2020 年一季度房贷利率不会有明显下降，基本与之前保持稳定或小幅下降的可能性较大。

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

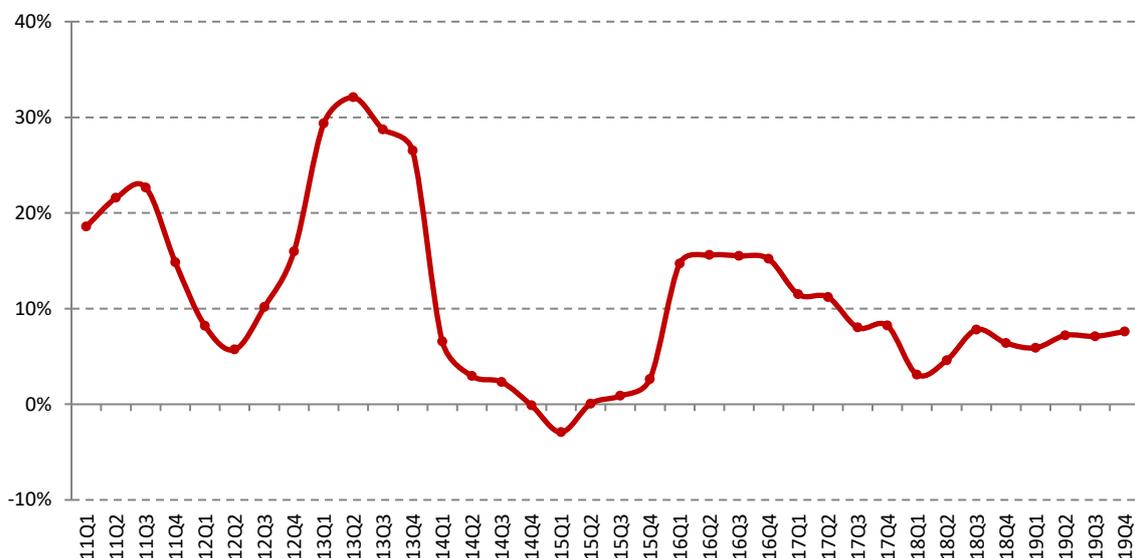
## 6、房地产开发企业到位资金同比增速小幅提高

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，随后震荡下行至 2018 年一季度。2018 年二三季度有所回升，四季度至今小幅震荡。

2019 年全年，房地产开发企业到位资金同比增速为 7.6%，比上季度高 0.5 个百分点，比上年同期高 1.2 个百分点。考虑到受疫情影响，2020 年一季度商品房成交面积将大幅下降，房地产企业实际销售回款会受到很大影响，房企的资金链紧张程度预计将加剧。近期，已有无锡、西安、南昌、上海、河南在内的超 10 个省市相继推出地产扶持政策，但目的也仅是稳楼市，避免出现大规模风险。目前来看，中央对房地产的“房住不炒”和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的调控基调并未改变，从央行近期的

表态来看，不会给房地产市场大放水，预计 2020 年一季度房地产开发企业到位资金同比增速会有所回落，可能幅度还比较大。

图 7 房地产开发企业到位资金同比增速



数据来源：国家统计局、易居研究院

## 二、2019 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小幅上升

根据 2019 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-0.04，较上季度和去年同期分别上升 0.12 和 0.31。

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 年全年在偏紧区间的中部位置低位盘整。2019 年一季度上行至正常区间的偏下位置，二三季度小幅下行，四季度小幅上升，依然处于正常区间的偏下位置。

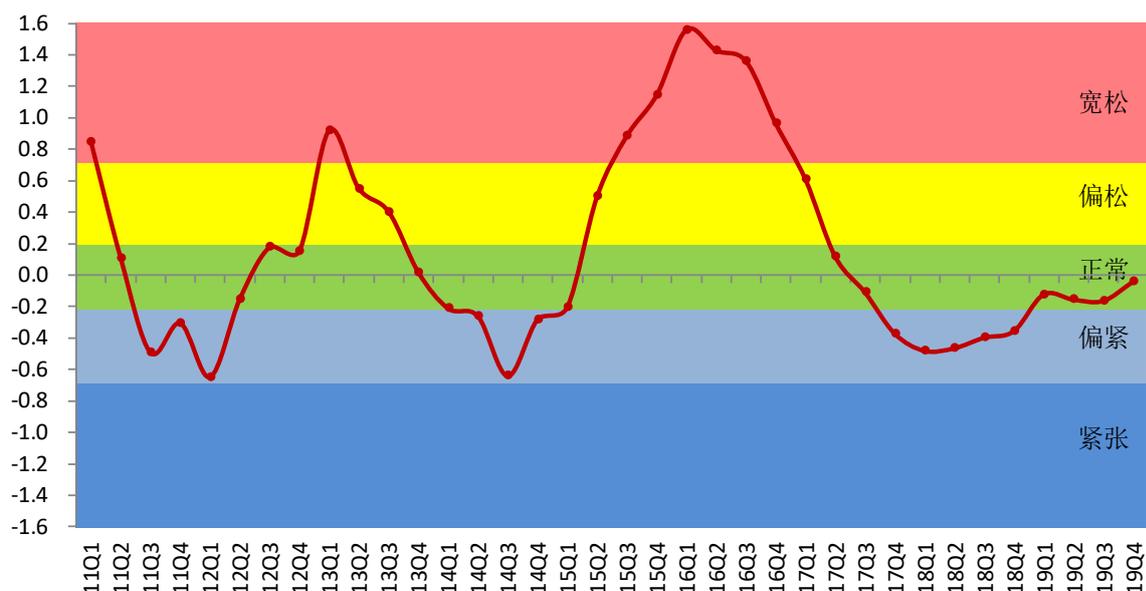
表 2 中国房地产业金融环境指数

年份	金融环境指数	状况评定	所属区域
2011 年	第一季度	0.85	宽松
	上半年	0.11	正常
	前三季度	-0.49	偏紧
	全年	-0.30	偏紧
2012 年	第一季度	-0.65	紧张

	上半年	-0.15	正常	绿色区
	前三季度	0.18	正常	绿色区
	全年	0.16	正常	绿色区
2013 年	第一季度	0.92	宽松	红色区
	上半年	0.55	偏松	黄色区
	前三季度	0.40	偏松	黄色区
	全年	0.02	正常	绿色区
2014 年	第一季度	-0.21	偏紧	浅蓝色区
	上半年	-0.26	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	-0.64	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.28	偏紧	浅蓝色区
2015 年	第一季度	-0.20	正常	绿色区
	上半年	0.50	偏松	黄色区
	前三季度	0.89	宽松	红色区
	全年	1.14	宽松	红色区
2016 年	第一季度	1.56	宽松	红色区
	上半年	1.43	宽松	红色区
	前三季度	1.36	宽松	红色区
	全年	0.96	宽松	红色区
2017 年	第一季度	0.61	偏松	黄色区
	上半年	0.12	正常	绿色区
	前三季度	-0.11	正常	绿色区
	全年	-0.37	偏紧	浅蓝色区
2018 年	第一季度	-0.48	偏紧	浅蓝色区
	上半年	-0.46	偏紧	浅蓝色区
	前三季度	-0.40	偏紧	浅蓝色区
	全年	-0.35	偏紧	浅蓝色区
2019 年	第一季度	-0.12	正常	绿色区
	上半年	-0.15	正常	绿色区
	前三季度	-0.16	正常	绿色区
	全年	-0.04	正常	绿色区

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、2019年下半年宏观金融环境趋松，房地产业内部金融环境依然未松

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、房地产开发企业到位资金同比增速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。

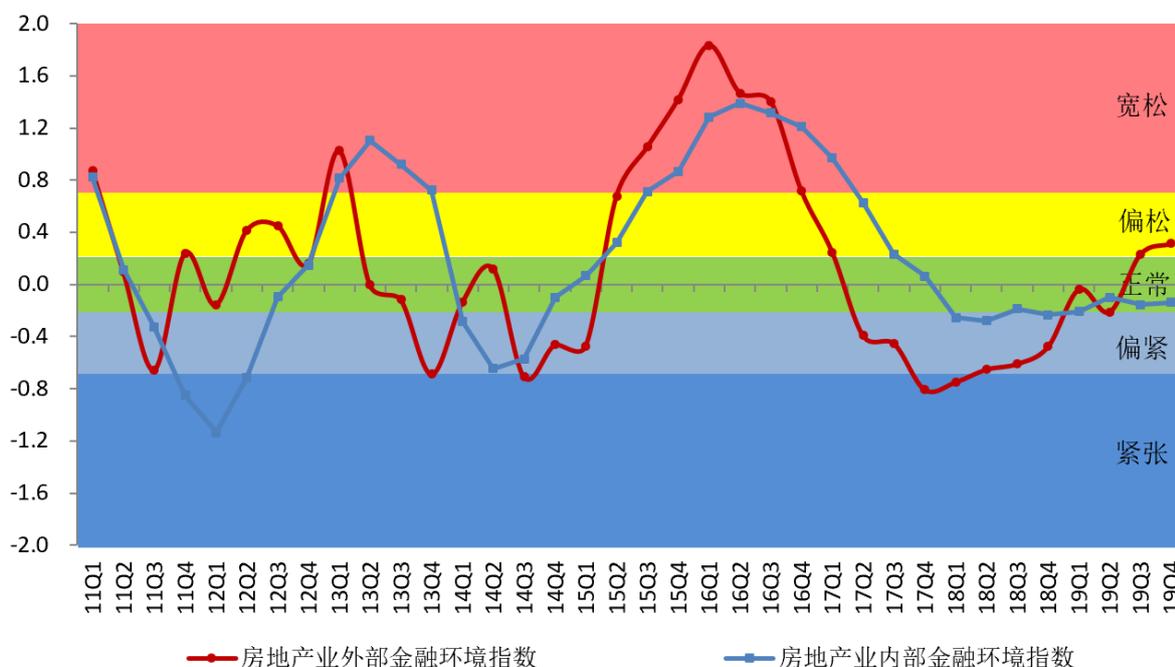
观察三轮指数探底与复苏形态，2014年四季度宏观金融环境和房地产业内部金融环境同步开始上行，这是由于此次货币宽松和房地产调控政策放松是同步进行的。2014年10月，央行开始连续降息降准，货币政策持续宽松。2014年两会上提出对房价的调控由过去的一刀切转变为分类指导之后，地方政府政策放松，全国除北上广深和三亚外陆续取消限购，同时2014年930新政和2015年330新政出台，房地产信贷政策持续放松。但2011-2012年和2018-2019年宏观金融环境和房地产业内部金融环境表现却有所不同。

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，2019年四季度已进入偏松区间。而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”，房地产调控政策持续偏紧，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上升，持续在偏紧区间和正常区间的偏下位置小幅震荡。

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2020年一季度房地产业金融环境指数低位盘整

2月21日的中央政治局会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵。央行副行长刘国强日前表示，2020年以来，人民银行科学稳健把握货币政策逆周期调节力度，引导货币信贷和社会融资规模平稳增长，增强服务实体经济能力。货币政策中介目标转为广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配，从制度上保证了宏观杠杆率的

基本稳定。同时他也强调房住不炒仍然是当前房地产调控政策的主导方向。

展望 2020 年一季度，预计 M2-GDP 名义增速的增速差额小幅增长或基本平稳的可能性较大，M1 同比增速将比上季度小幅回落。受疫情影响，一季度楼市成交量将大幅下降，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下降幅度或较大。疫情发生后我国经济下行压力加大，为稳定市场预期和支持实体经济发展，未来 MLF 和 LPR 利率继续下行或可期，一年期国债收益率年内有望继续下行。目前来看，中央“房住不炒”的调控基调并未发生改变，从央行的表态来看，预计一季度房贷利率不会有明显下降，基本与之前保持稳定或小幅下降的可能性较大。

综合判断，2020 年一季度中国房地产业金融环境指数将继续保持低位盘整，停留在“正常”区间偏下位置的可能性较大。从目前情况来看，短期内调控政策大幅放松的可能性不大，受疫情影响，一季度个人住房贷款余额同比增速和房企到位资金同比增速或将有较大幅度的下滑，房地产业内部金融环境指数可能会小幅下行。

### 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

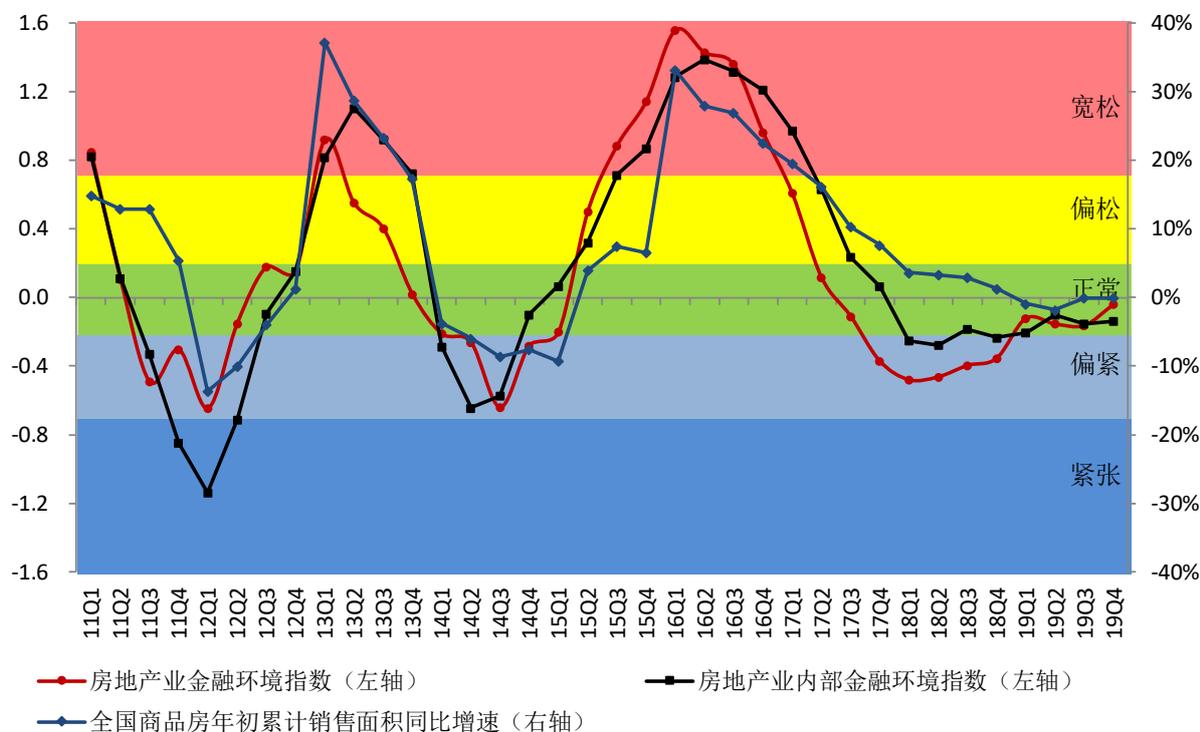
将中国房地产业金融环境指数和全国商品房年初累计销售面积同比增速数据进行对比。数据显示，自 2011 年末 2012 年初左右，随着金融环境整体上由紧转松，全国商品房年初累计销售面积同比增速也呈现由负转正的态势。而到了 2013 年，随着金融环境趋于恶化，成交面积的同比增速也进入了下行通道。2015 年初开始，金融环境开始改善，逐渐步入宽松区间，而楼市也出现了较强反弹。在 2016 年金融环境指数达到峰值并且转向紧缩之后，楼市成交面积的同比也随之下行。2018 年金融环境指数全年低位盘整，楼市成交面积的同比增速则不断回落。

2019 年房地产业金融环境指数小幅震荡上升，已由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小幅提高，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。

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状态的偏下位置。受此次疫情影响，预计一季度楼市全国商品房成交面积将大幅下降，二季度后随

着疫情影响的消退，成交量将会有所回升。

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

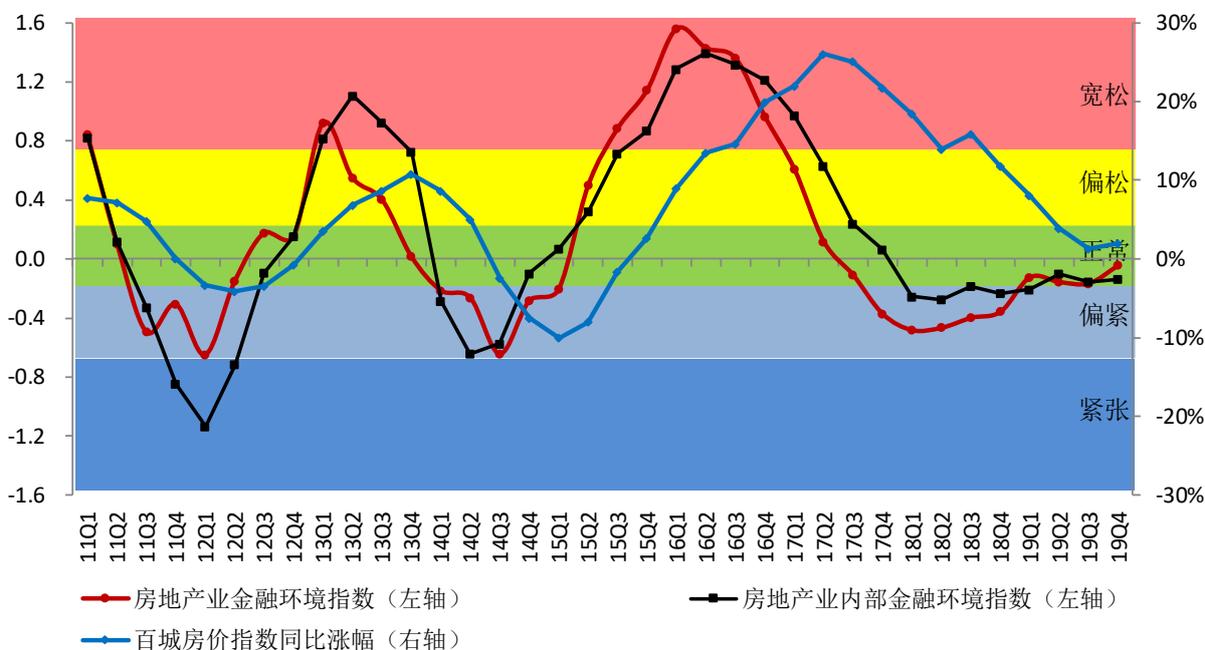
将中国房地产业金融环境指数和百城房价指数同比涨幅进行对比。由于新房价格受到限价政策的影响，不能准确地反映市场情况，本报告均采用二手房价格，数据来自国家统计局 70 城二手住宅销售价格指数以及“中国城市二手房指数”网站。由于国家统计局二手房价格的统计方式存在不足之处，为了更准确的反映市场情况，本报告结合“中国城市二手房指数”网站数据对二手房价格进行一定的调整。具体方式为：以 2006 年 1 月为基期，对房价涨幅进行累计计算。其中，2016 年之前国家统计局 70 城二手房价的环比增幅作放大处理，2016 年后的房价数据来自“中国城市二手房指数”网站。注：2016 年后的数据样本覆盖了全国 337 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今。

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，当前房地产业内部金融环境与宏观金融环境的关系更像 2011 四季度至 2012 年上半年，宏观金融环境转松而房地产调控未放松，参考 2012-2013 年走势，未来两年楼市不会全国普涨，只有局部行情。且以往金融环境指数进入偏紧区间后，百城房价指数同比涨幅均会进入负区间，而目前同比涨幅依然为正，说明本轮行情房价可能还未调整到位。目前房地产业金融环境指数和内部金融环境指数都还处于正常区间的偏下位置，预计 2020 年一季度百城房价指数同比涨幅将继续收窄，有可能进入负区间。

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。

