

房价背后的隐形杠杆有多高？

——《见微知著》第一篇

要点

事件：

1 月底，北京、上海两地全面严查信贷资金流入楼市，消费贷、抵押贷成为排查重点。京沪两地同时行动，让信贷违规流入房地产，再次成为市场焦点。2020 年宽松信贷环境下，信贷投放与房价有相关性吗，哪种信贷与房价相关性更强？哪些省市的房价上涨又来源于信贷流入？

核心观点：

疫情以来，各省信贷增速与房价增速呈正相关性。

2020 年 2 月至 11 月份，各省信贷余额增速与房价增速数据呈现正相关性，大部分省份围绕着趋势线上下分布。除了居民中长期消费贷与房价有正相关性，居民短期贷款中的消费贷、经营贷，及公司短期贷款，与房价都存在正相关性。

与过去相比，短期贷款与房价的相关性在 2020 年显著上升。

居民端：

表内信贷额度紧张时（2017 年至 2018 年），中长期消费贷款与房价的相关性下滑，短期消费贷款与房价的相关性大幅上行，短期贷款弥补居民资金缺口的作用显现。信贷投放较宽松时（2019 年），居民中长期贷款增速与房价增速的相关性提升，居民短期贷款增速与房价增速相关性下降。

2020 年，房地产成为逆周期调控的重要着力点，多地放松限购，地产销售增速和房价增速回升。整体信贷环境宽松，但主要集中于企业端，居民中长期信贷投放同比增量持平于 2019 年。在这个背景下，居民短期消费贷增速与房价增速的相关性再次变强。

企业端：

过去，企业贷款增速与房价增速并未表现出较强的正相关性。2020 年，疫情冲击下，央行加强对于中小企业的信贷扶持，给予利率优惠。在这一背景下，企业中长期贷款与房贷相关性依然较弱，但是企业短期贷款增速与房价增速相关性快速上升。

北京：居民短期贷款、企业端信贷增速与房价增速走势，高度趋同。

2019 年，北京企业短期贷款余额增速与房价增速高度重合。2020 年 3 月份，为了应对疫情冲击，北京企业短期贷款集中投放，紧接着北京房价在 5 月份开始快速上行。进入下半年，企业短期贷款余额增速趋缓，而居民短期贷款余额增速开始上升，北京房价继续上行。全年来看，居民端中长期贷款余额增速表现平缓。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-5845 2003
gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebscn.com

相关研报

美国经济复苏与刺激方案，谁飞得更快？——光大宏观周报（2021-02-07）

疫情发展向好但严控不改，疫苗接种提速但供应承压——全球疫情及疫苗跟踪简报（2021-02-04）

拜登背后的“金主”都是谁——《大国博弈》系列第三篇（2021-02-02）

疫情影响显现，服务业 PMI 大幅下行——2021 年 1 月 PMI 数据点评及光大宏观周报（2021-02-01）

疫苗加速落地，疫情发展不确定性尚存——全球疫情及疫苗跟踪简报（2021-01-28）

拜登“三支箭”蓄势待发，射向何处？——《大国博弈》系列第二篇（2021-01-26）

美国新一轮政治周期如何开启——光大宏观周报（2021-01-24）

拜登排兵布阵与特朗普有何不同——《大国博弈》系列第一篇（2021-01-19）

全球共振，迎接 2021 上半年中国经济强复苏——2020 年 12 月实体数据点评（2021-01-18）

肆无忌惮的补贴，无处停放的政府杠杆——光大宏观周报（2021-01-17）

供需缺口仍在，中国未来出口强劲势头不改——2020 年 12 月贸易数据点评（2021-01-14）

目录

1、疫情后，信贷投放与房价增速呈正相关	3
2、疫情后，短期贷款与房价相关性大幅提升	5
居民短期贷款、中长期贷款与房价的关系，此消彼长	5
企业短期贷款与房价相关性一反常态，2020 年表现强正相关性	6
3、一线城市，信贷投放与房价同步启动	7

图目录

图 1：2020 年 2 月至 11 月，各省信贷余额增增速与房价增速呈现正相关	4
图 2：居民短期贷款和企业短期贷款与房价增速相关性较高	4
图 3：居民和企业短期贷款占到 2020 年新增信贷的 22%左右	4
图 4：居民短期贷款与房价的相关性 2020 年大幅上升	6
图 5：居民短期贷款与中长期贷款的增量此消彼长	6
图 6：近五年，信贷经历多次收缩-扩张的周期	6
图 7：2020 年，企业短期贷款与房价相关性快速上升	7
图 8：2017 至 2018 年，居民加杠杆，企业去杠杆	7
图 9：2020 年，一线城市新房销售火爆	8
图 10：北京楼市启动时点与企业短期贷款投放时点一致	8
图 11：2020 下半年，北京市企业中长期贷款同比增量持续扩大	8

2020 年 1 月 23 日，除夕前夜，武汉“封城”；紧接着，逆周期政策快速启动，一方面信贷投放规模快速提升，3 月信贷投放同比增量达到 1.16 万亿，为历史高点；另一方面，央行给予中小银行利率优惠，定向降准，以扶持中小微企业。然而，4 月 20 日，央行深圳支行下发紧急通知，要求全市各商业银行针对 2020 年新发放的房抵经营贷（含借款人为企业或个人）情况立即开展自查，包括且不限于借款人贷后新增房产的监测情况。这是疫情以来，房抵贷第一次引起监管的关注。

2020 年 1 月 26 日，央行货币政策委员会委员马骏表示，资产泡沫较大，货币政策要适度收紧去应对，“最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。”1 月 29 日晚，上海银保监局要求辖内商业银行对 2020 年 6 月份以来发放的消费类贷款、经营性贷款以及个人住房贷款进行全面自查。1 月 30 日，北京银保监局表示，要求辖内各行对 2020 年下半年以来新发放的个人消费贷款和个人经营性贷款合规性开展全面自查。京沪两地同时行动，信贷违规流入房地产，再次成为市场焦点。

但是，对于房抵贷是否违规流入楼市，一直没有量化标准和明确定论。在 2020 年宽松信贷环境下，信贷投放与房价有相关性吗，哪种信贷与房价相关性更强？哪些省市的房价上涨又来源于信贷流入？我们从各省的信贷数据和房价数据入手，来寻找问题的答案。

1、疫情后，信贷投放与房价增速呈正相关

我们从各省市房价与信贷数据出发，验证信贷增速与房价增速是否存在相关性，以及这种相关性是否是 2020 年的特殊情况。全文中，提及信贷及房价的相关性，均为增速的相关性。

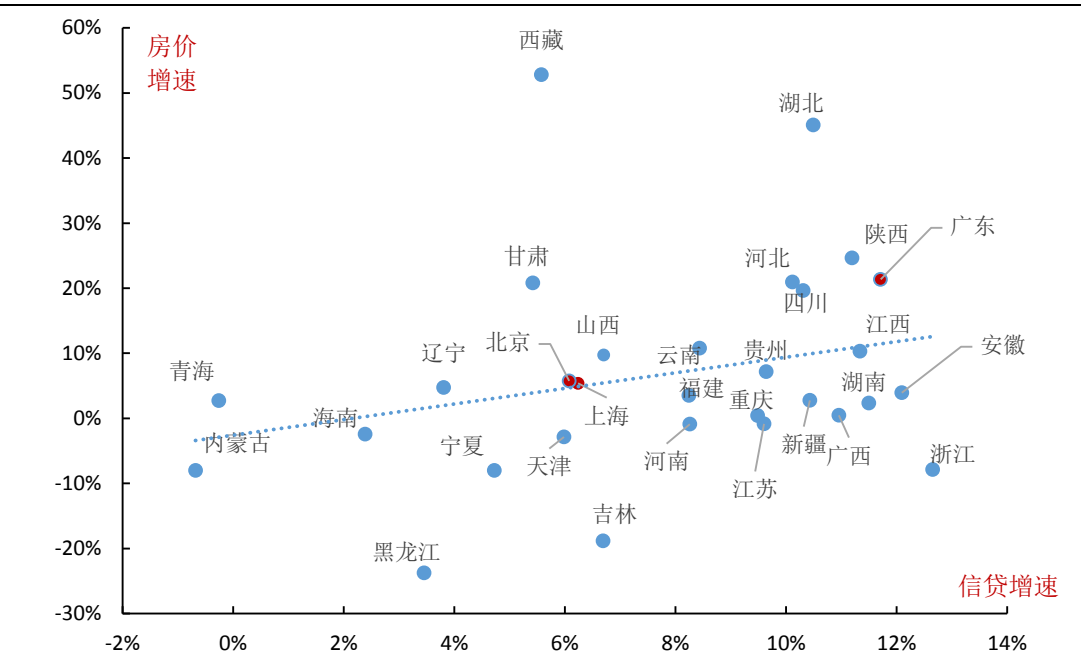
相关性计算公式为：

$$r(X, Y) = \frac{Cov(X, Y)}{\sqrt{Var[X] Var[Y]}}$$

疫情以来，各省信贷增速与房价增速呈正相关性。为了直观体现疫情后信贷投放与房价的相关性，并且排除疫情对于 1、2 月份经济直接冲击的影响，我们选取 2020 年 2 月至 11 月份，各省信贷余额增速与房价增速数据¹做散点图，发现二者呈现正相关性。大部分省份围绕着趋势线分布，相对来看，房价上涨的省份更靠近趋势线。

¹信贷增速为各省、自治区和直辖市，2020 年 11 月相对于 2020 年 2 月本外币信贷余额的增幅。因为内蒙古和福建省数据未披露 2020 年 12 月信贷数据，所以我们选取的区间为 2020 年 2 月至 2020 年 11 月。各省和自治区，房价增速为 2020 年 11 月相对于 2020 年 1-2 月的增幅，房价计算是通过商品住宅销售额除以商品住宅销售面积计算得到。天津、重庆、北京、上海的房价则为 2020 年 11 月相对于 2020 年 2 月的二手房价格涨幅。

图 1：2020 年 2 月至 11 月，各省信贷余额增速与房价增速呈现正相关

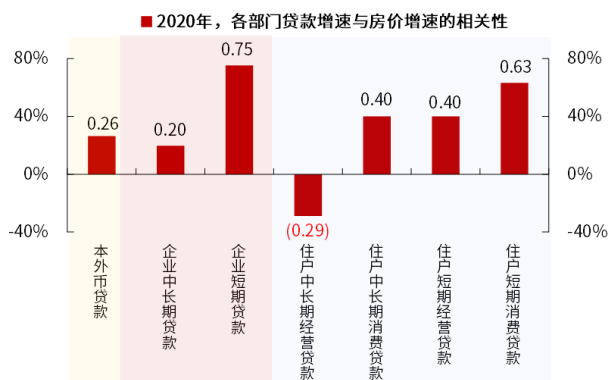


资料来源：Wind，光大证券研究所

也有一些省份偏离了趋势线，比如西藏、湖北房价涨幅远高于趋势线，房价出现“超跑”，而黑龙江、吉林房价涨幅则低于趋势线。这些远离了趋势线的地区，表明除了信贷投放之外，房价受到了更大的因素的扰动，如人口、限购政策、开发商推盘结构等。

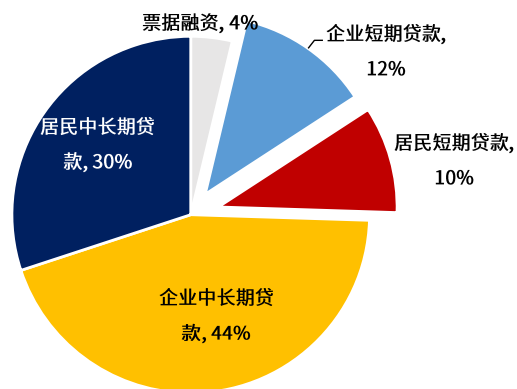
房贷是信贷的重要组成部分，是否信贷增速和房价增速的高相关性，源于自房贷本身？为了验证这一猜想，我们分别对房价与居民中长期经营贷、居民中长期消费贷、居民短期消费贷、居民短期经营贷、企业中长期贷款、企业短期贷款，计算相关性。我们发现 2020 年，除了居民中长期消费贷与房价有正相关性，居民短期贷款中的消费贷、经营贷，及公司短期贷款，与房价都存在正相关性。

图 2：居民短期贷款和企业短期贷款与房价增速相关性较高



资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：天津、重庆、北京、上海为二手房价格涨幅）

图 3：居民和企业短期贷款占到 2020 年新增信贷的 22%左右



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、疫情后，短期贷款与房价相关性大幅提升

我们从疫情后的信贷和房价数据中发现，居民短期贷款增速及公司短期贷款增速，与房价增速都存在正相关性。这种情况是否是今年的特例呢？我们用各省的信贷数据，与房价数据，回溯计算过去 5 年，居民和企业贷款与房价的相关性。过去五年，房价增速和贷款余额增速均为上年 12 月至本年 12 月的同比增速²。我们发现：

居民短期贷款、中长期贷款与房价的关系，此消彼长

2015 年至 2016 年，居民中长期消费贷款增速与房价增速呈正相关。但是，经济存在一定压力，居民收入承压，影响了消费和投资预期，使得居民短期贷款增速与房价增速呈负相关。

2017 年，伴随棚改推进，居民改善型需求及投资需求集中释放，三四线城市销售火热。但是，2017 年去杠杆政策推进，居民中长期信贷投放全年同比下滑 3800 亿元。由于表内信贷额度紧张，中长期消费贷款（主要是房贷）与房价的相关性下滑，短期消费贷款与房价的相关性大幅上行，全年短期消费贷同比增量达 1.18 万亿。在购房需求下，短期贷款弥补居民的资金缺口的作用开始显现。

2018 年，棚改退潮，居民担忧房价快速上涨的紧张情绪渐渐平息，房地产增速趋势有所放缓，但全年仍然维持正增长。短期消费贷与房价相关性在 2018 年继续上升，表明居民对房价预期稳定后，楼市上涨的“财富效应”也开始显现。房价上涨快的省份，居民账面资产快速提升，房产作为抵押品的评估价值也在提高，居民以消费贷来前置消费的意愿增强。但是相对来说，由于全国房产销售增速趋缓，2018 年居民短期贷款的同比增量弱于 2017 年。

2019 年初，外部环境严峻，信用扩张周期开启，社融增速在 2018 年 12 月到达拐点，止跌回升，直到 2019 年 6 月再次到达收缩拐点。楼市调控边际放松，从 2019 年一季度开始，多个城市放松落户门槛及限购政策³，或下调购房利率⁴。另一方面，银行房贷投放额度也大幅提升，2019 年全年居民中长期贷款同比增量达 5000 亿，相比之下，2018 年全年同比增量为-3500 亿元。银行房贷投放较为宽松，居民中长期贷款增速与房价增速的相关性再次提升，在 2019 年达到了近年高点。外部环境严峻，经济不确定性增强，居民对未来经济的信心与消费意愿下滑，居民短期贷款增速与房价增速相关性下降。

2020 年开年，经济便受到了疫情的冲击，逆周期政策快速启动，整体信贷环境宽松。多个城市放松限购，开发商加速推盘，全国销售增速快速上行。但是，信贷宽

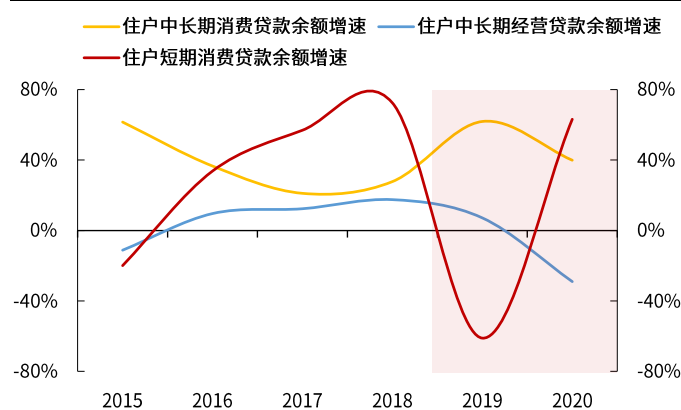
² 事实上，我们同样计算了过去 5 年，2 月至 12 月，信贷余额增速与房价增速的相关性，可以得到相似的结果。但是由于 1 月份是信贷投放高峰期，因此我们在此选用了上年 12 月至当年 12 月的同比增速。

³ 1 月 5 日，兰州取消部分区域住房限购，限购区域取消社保、纳税证明；1 月 11 日，广州放松户籍政策：本科学历不超过 40 周岁即可落户；1 月 23 日，大连取消限售政策；2 月 11 日，常州放宽落户政策；2 月 13 日，西安放松落户政策；2 月 14 日，南京实施落户积分新办法；3 月 18 日，石家庄全面放开落户限制（资料来源：房天下）。

⁴ 2 月 20 日，合肥部分银行要求对于首套房贷款已结清的买家，在购买二套房时仍执行首套利率，从而降低了购房者的成本（资料来源：房天下）。

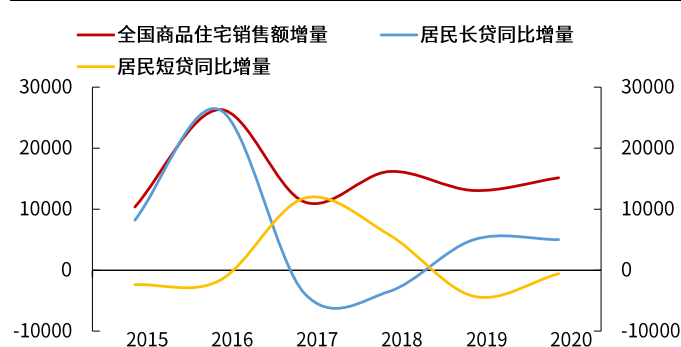
松集中于企业端，居民中长期信贷投放同比增量仅持平于 2019 年。在这个背景下，居民短期消费贷增速与房价增速的相关性再次变强，短期贷款弥补居民的资金缺口的作用再次显现。

图 4：居民短期贷款与房价的相关性在 2020 年大幅上升



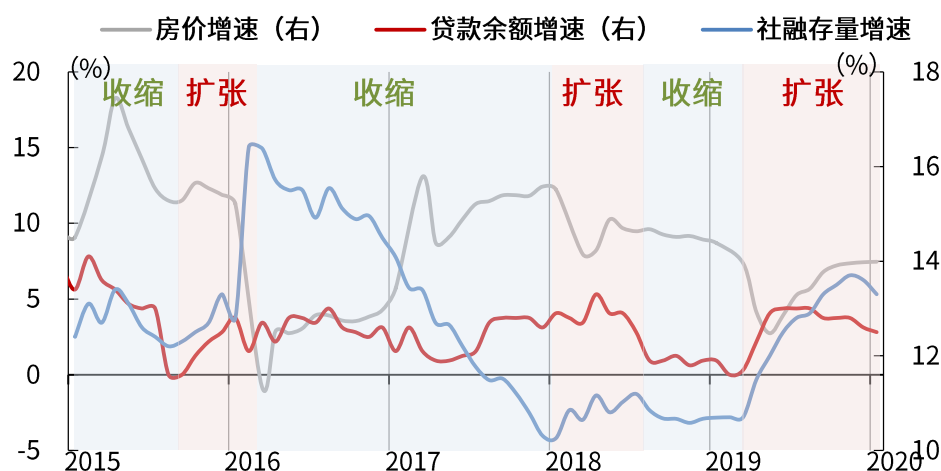
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：居民短期贷款与中长期贷款的增量此消彼长



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：亿元

图 6：近五年，信贷经历多次收缩-扩张的周期



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18140

