



出品：上海易居房地产研究院综合研究部

执笔人：杨红旭 张秀琴

电话：021-60868896 地址：上海市广延路 383 号文武大楼五楼

专题报告

2009 年 8 月

报告摘要

⊙M1 是资产价格的领先指标。如果 M1 快速增长，除经济向好的因素外，也有可能是企业倾向于进行非经营性的投资活动。比如今年以来实体经济并未全面复苏，但 6 月底 M1 增幅高达 26.37%，这意味着部分资金进入股市和楼市。M1 领先股市和楼市的时间，因国别和商业周期而不同，平均滞后 6 个月左右。在香港和美国，M1 与楼市的关联度高于 M1 与股市，日本和台湾则是后者高于前者。

⊙股市与楼市存在高度的正相关关系。不存在所谓的“跷跷板”关系。绝大部分情况下，股市都领先于楼市，香港为 4 个月左右，我国大陆为 5 个月左右。相较而言，香港楼市与股市的变化情况，有很大的共性，这点值得我们参考。

⊙在商业周期出现拐点，以及资产市场出现大幅波动时，M1、股市和楼市的相关度非常高。如 1990 年前后的日本与台湾，1997 年前后的香港，2007 年至今的我国大陆等。而在商业周期的非峰点非谷点期，以及资产市场出现小幅波动时，三者的关联度较低甚至不相关。

⊙在资产价格的上升期，M1、股市和楼市的相关度，以及三者的依次领先关系，明显强于资产价格的下行期。因此，通过观察上升期 M1、股市的变化（主要是顶点的出现），非常有助于预测楼市何时会出现高点。

⊙几点预测：1、 货币政策影响楼市走向：下半年货币政策松中带紧，对楼市影响中性稍偏空。2、 M1 增速不久将到顶，房价同比增幅高点可能出现在今年底或明年一季度。3、股市 8-10 月或反弹触顶，房价同比增幅高点或出现在今年底或明年一季度。

易居报告：流动性、股市与楼市关系研究

——今年底或明年一季度, 全国房价同比增幅或触顶

今年以来, 我国房地产市场持续转好, 半年之内, 出人意料的完成了复苏、回暖、繁荣的全过程。如果说 2-4 月份自住需求的合理释放是主要原因, 那么 5 月以来投资投机需求的持续入市, 则表明房地产市场内部因素已无法解释市场表现。实际上, 在实体经济尚未全面复苏的前提下, 流动性充裕已成为楼市和股市繁荣的重要外部因素。经济学原理也认为, 资产价格上涨实质是一种货币现象。为了探究货币供应量与楼市之间的关系, 我们以实证分析法, 比较国内外情况, 做出本研究报告。

一、流动性与货币供应简析

1、货币供应量指标分类

严格意义上讲, 流动性指资产变现能力, 比如股票比房产的流动性强。现在媒体泛指货币供应量的多少, 当然, 货币本身也是资产, 而且是流动性较强的资产。国际上, 货币供应量是计算具有不同变现能力的货币数量, 表现货币总体结构的指标。货币供应量构成如下:

M0---现金

M1---M0+活期存款

M2---M1+定期存款, 非支票性储蓄存款

M3---M2+私有机构和公司的大额定期存款

L----M3+各种有价证券

我国从 1994 年三季度起由中国人民银行按季向社会公布货币供应量统计监测指标。参照国际通用原则, 根据我国实际情况, 中国人民银行将我国货币供应量指标分为以下四个层次:

M0: 流通中的现金;

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;

M2: M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+外币存款+信托类存款;

M3: M2+金融债券+商业票据+大额可转让存单等。

从流动性程度上讲，M0 流动性最强；M1 是狭义货币量，流动性较强；M2 是广义货币量，流动性较弱；M3 是考虑到金融创新的现状而设立的，暂未测算。

2、M1 是经济的领先指标

经济发展需要一定量货币供应，按经济学流派中的货币主义，央行只要调整货币供应量，就能有效的保持经济稳定增长。货币供应量就像血液，其规模大小能够影响经济变化。货币供应量指标中，作为流通中的现金数量，M0 规模相对稳定，与消费变动密切相关；M1 主要是企业活期存款（包括企业留存利润和尚未投入使用的贷款），反映企业和居民资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标；M2 反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况，一般用 M2 指代货币供应量。

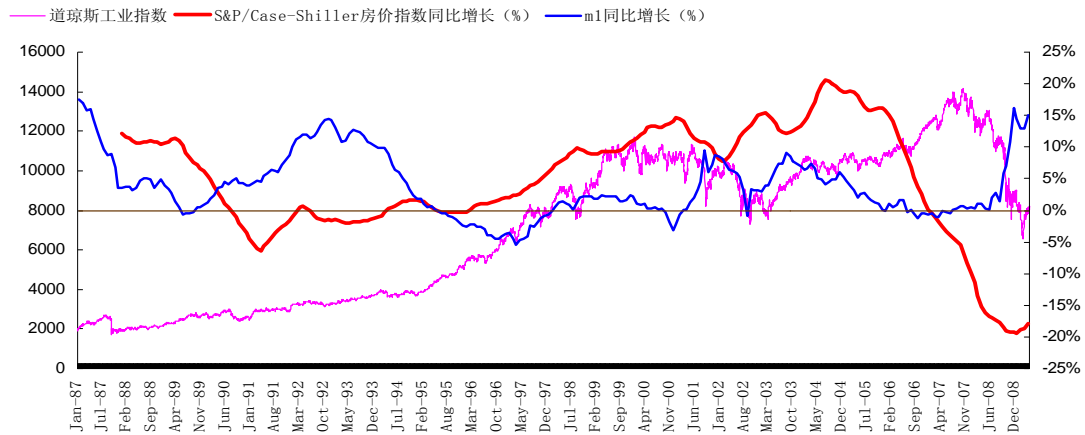
这三者的结构大致如下。2009 年 6 月底，M0 为 33641 亿元，M1 为 193200 亿元，M2 为 568900 亿元。全国金融机构各项存款为 580507 亿元，其中企事业单位活期存款为 124690 亿元，企业定期存款为 77631 亿元，居民活期储蓄为 90910 亿元，居民定期储蓄为 162445 亿元。从结构上可知，企事业单位活期存款数量较大，是 M1 的主要组成部分。

M1 的波动情况直接反映了企业的资金宽裕程度，如果企业资金充沛，大量资金结余在银行的活期账户，M1 快速增加，说明经济向好，企业经营活跃。反之，如果企业资金紧张，活期资金不足，以至于要动用定期存款，M1 增速下降甚至出现负增长，则体现了经济景气度下降，企业经营困难。在很大程度上，可以说 M1 是经济的领先指标。数据表明，1990 年以来 M1 增幅与 GDP 名义增幅的相关系数高达 0.65。

二、M1、股市、楼市关系的国际实证分析

1、美国情况分析

图 1 美国股市、楼市、M1 数据对比

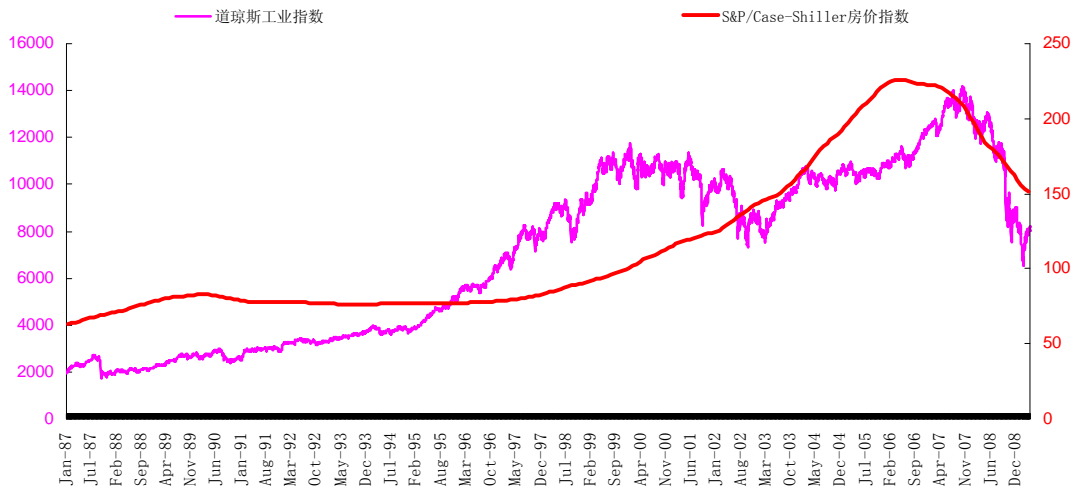


1987年以来，M1与股市在1997-2005年间高度相关，基本同步，其它时间相关度不高。2008年9月M1增速由2%左右，迅速提高到2009年1月的16%，创近22年新高。股市则于2009年3月开始触底反弹，滞后于M1变化约6个月。

M1与楼市的关联度高于股市。比较典型的有两次，一是1989年8月M1增幅触底，1991年4月房价指数增幅触底；二是2003年8月M1增幅到顶，2004年8月房价指数增幅到顶。两次平均滞后时间约为16个月。

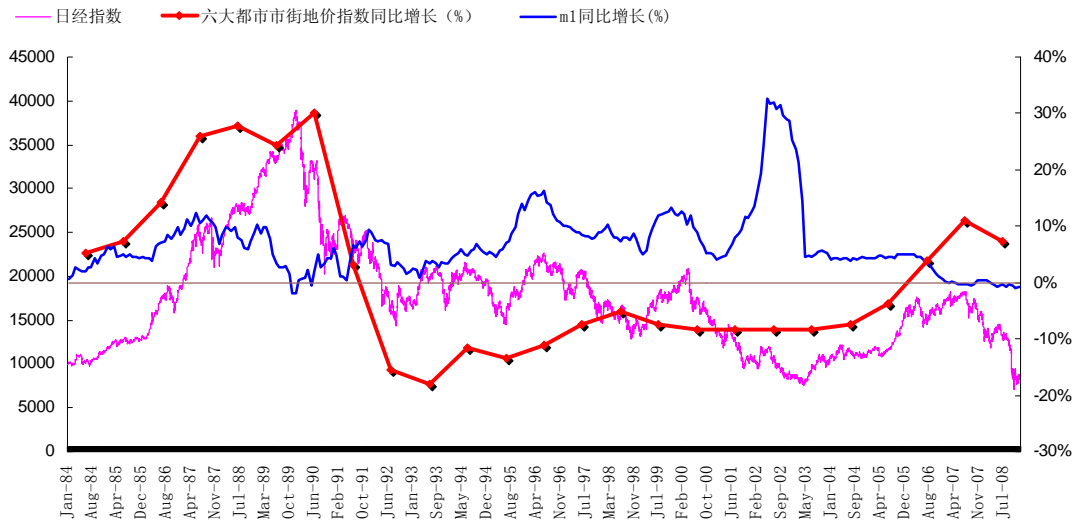
股市和楼市关联度较高。1991年开始，美国楼市和股市稳定上升，2000年3月纳斯达克股价泡沫开始破裂，道指开始高位盘整，房价指数增幅则直到2001年2月才到达高位，其后皆出现回落，2002年触底反弹。二者基本同步。2004年8月房价指数同比增幅触顶，但房价指数高点出现于2006年6月(见下图)。道指于2007年10月触顶下滑。今年3月道指触底，5月房价指数首次实现环比上涨，增幅为0.9%。6月房价指数环比上升11%，为8年来最大涨幅。

图2 美国股市、楼市数据对比



2、日本情况分析

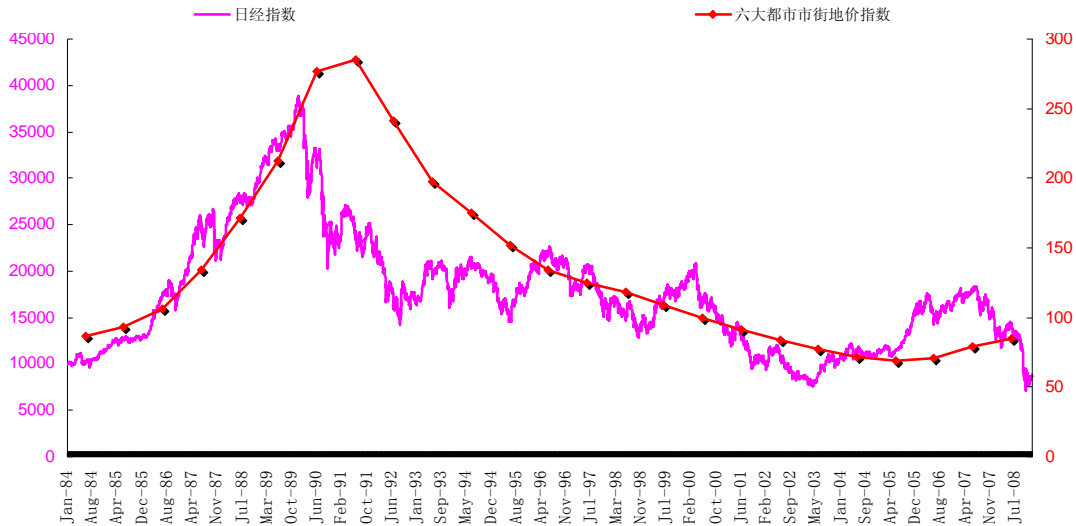
图3 日本股市、楼市、M1 数据对比



由上图可知，1984-2000年，M1与股市相关度很高。1987年5月-1989年3月，M1增幅持续维持在较高位置，其后，快速回落；1989年底股指达到最高点，随即崩盘。1996年3-5月，M1增幅再创新高，股指于当年7月反弹至阶段性新高。总体而言，股市的方向性变化一般滞后M1变化数月。

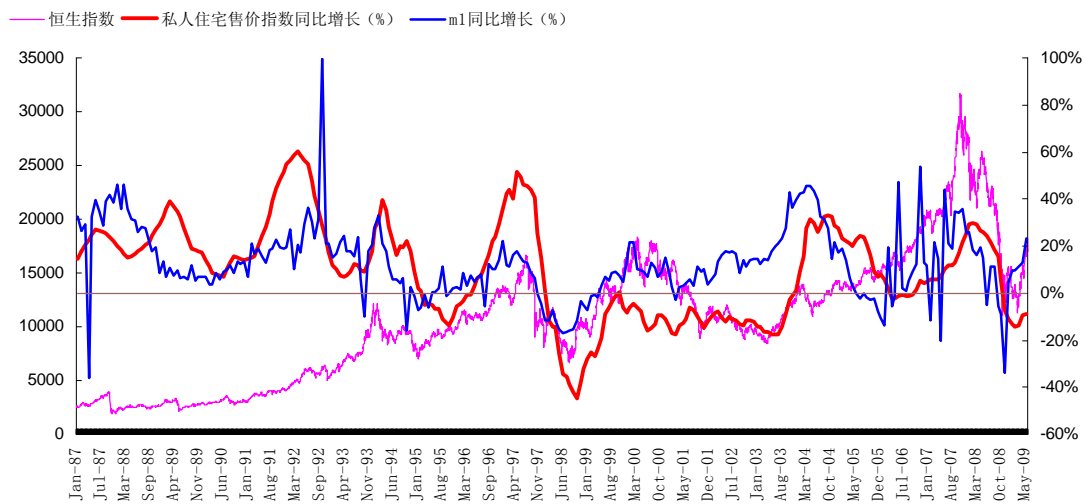
股市与楼市大体同步，关联度高，只是后者波动的频率慢于前者。股指1989年底达到最高点，地价同比增幅1990年6月才到达高点，实际指数1991年才触点（见下图）。1991年9月开始，地价持续近15年的负增长，2006年6月开始一轮正增长，2007年6月增幅触顶；而股市1990年下拐后至今，总体趋跌，其中2005年7月曾出现一轮的反弹，也是2007年6月到顶。大致而言，楼市变化滞后于股市6-10个月。

图4 日本股市、楼市数据对比



3、香港情况分析

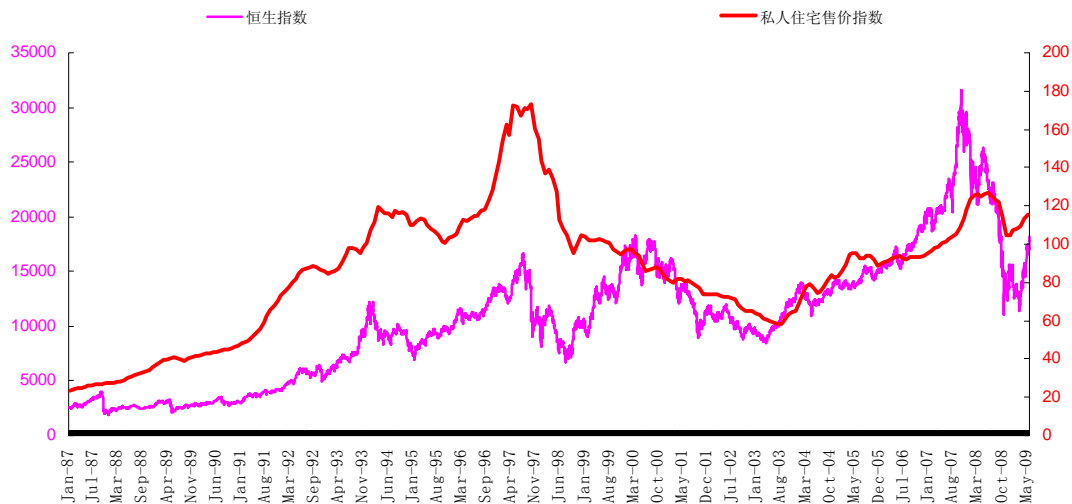
图 5 香港股市、楼市、M1 数据对比



由上图可知，M1 与股市相关度较高，尤其是上世纪 90 年代以后。比如，1997 年 1 月 M1 是阶段性高点，1997 年 8 月股市达到高点；2008 年 11 月 M1 跌至 20 年来最低点，2009 年 3 月股市触底。大致而言，股市变化滞后 M1 变化 4-7 个月。

M1 与楼市的相关度比股市更高，几乎每次波动，都是同向的；在 1987 年以来 7 个峰点中，有 5 次是 M1 领先于楼市，平均领先 6 个月；在 6 个谷点中，有 5 次是 M1 领先于楼市，平均领先 5 个月。

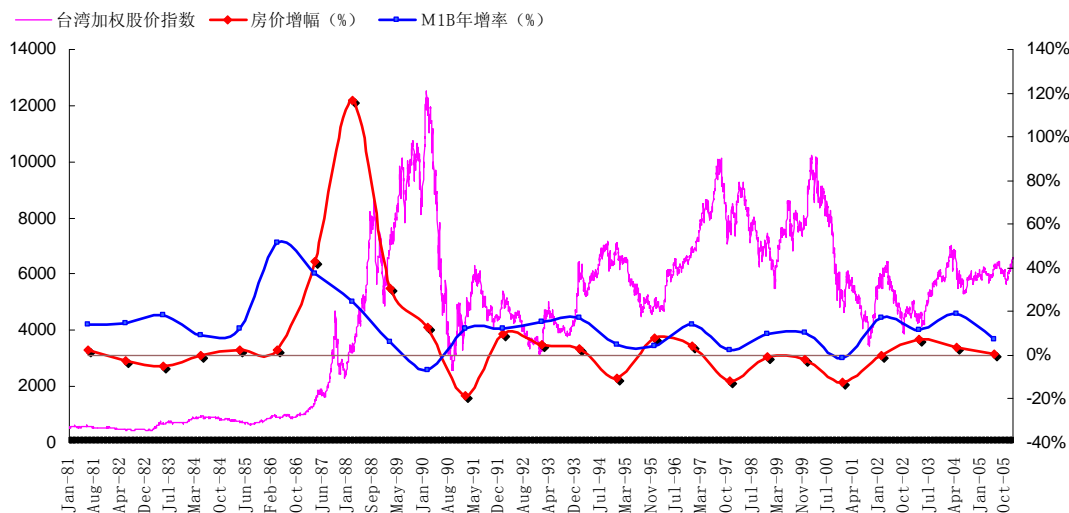
图 6 香港股市、楼市数据对比



如上图，我们采用香港私人住宅售价指数与股市相比较，可以发现股市与楼市呈较强的正相关。1997年8月，股价触顶，10月房价触顶；2003年4月，股价触底，8月房价触底；2007年10月底，股价再创历史新高，2008年6月，房价再次到达高点，不过离1997年历史峰值仍然下跌了27%。由此证明，股市领先楼市4个月左右。

4、台湾情况分析

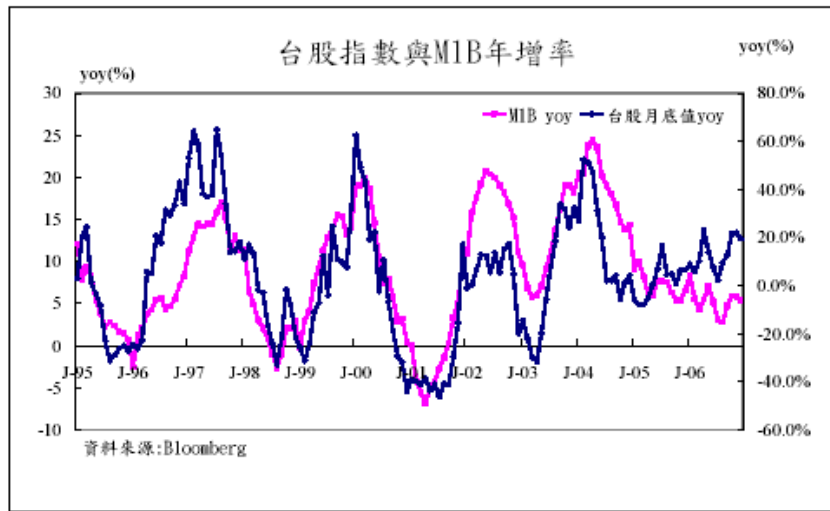
图7 台湾股市、楼市、M1B数据对比



上图中，台湾地区的M1B增幅取的是年均值，所以比较平滑，但还是能够看出M1B与股市有一定的相关度，基本是同向变化。由下图可知，在可知的1995-2006年间，M1B与股指高度相关，步调非常一致。不存在明显的领先或滞

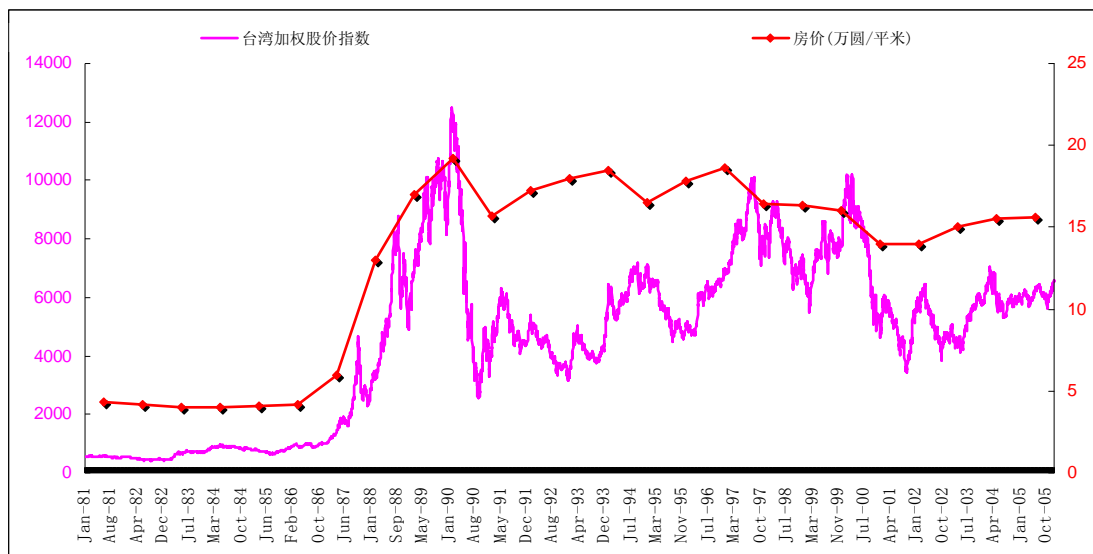
后关系。

图8 台湾股市、MIB数据对比



MIB与楼市相关度较高，由于台湾房价增幅取的也是年度值，所以基本上前者领先于后者一年或同步。

图9 台湾股市、楼市数据对比



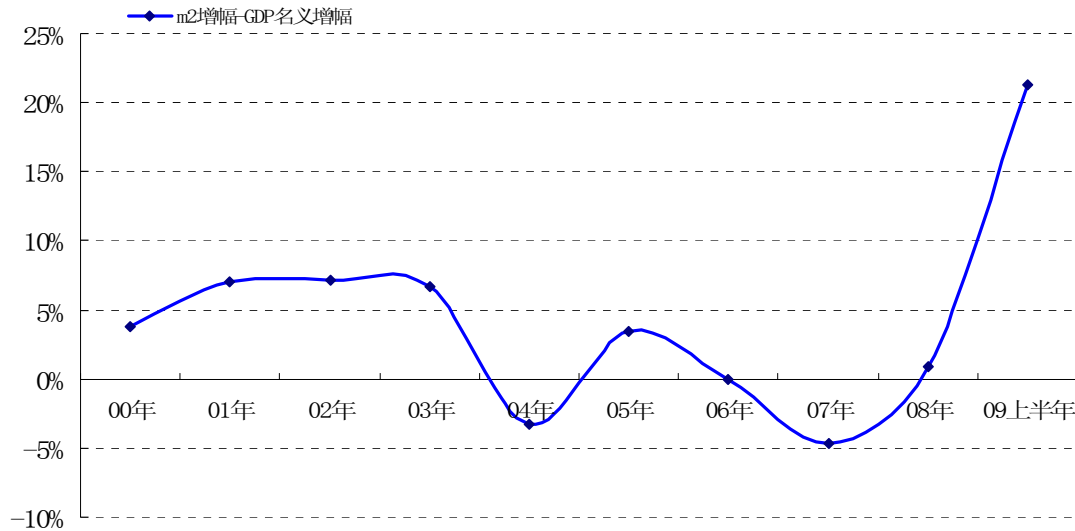
由上图可知，股市与楼市总体呈正相关，1990年皆达到历史高点，其后总体下跌，但形态不同，股市属于暴跌后长期波动，房市属于长期阴跌。由于房价取的是年度值，难以准确衡量二者变化的时间差。从其它数据可知，1990年第一季度股市崩溃，由11294点到至第四季度的3759点，暴跌67%；台北房价由第二季度的每坪28.79万，降至第四季度的每坪27.21万，仅下跌了5.5%。房价上涨与股市上涨几乎是同步进行的，但在股市回落时，房价回跌的时间较股市递延，

且房价调整的幅度远小于股市，显示楼市稳定性优于股市。

M1A=*通货净额+企业及个人与非营利团体存在银行与基层金融机构之支票存款及活期存款。*指社会大众手中持有的通。M1B=M1A+活期储蓄存款。

三、我国 M1、股市、楼市关系的实证分析

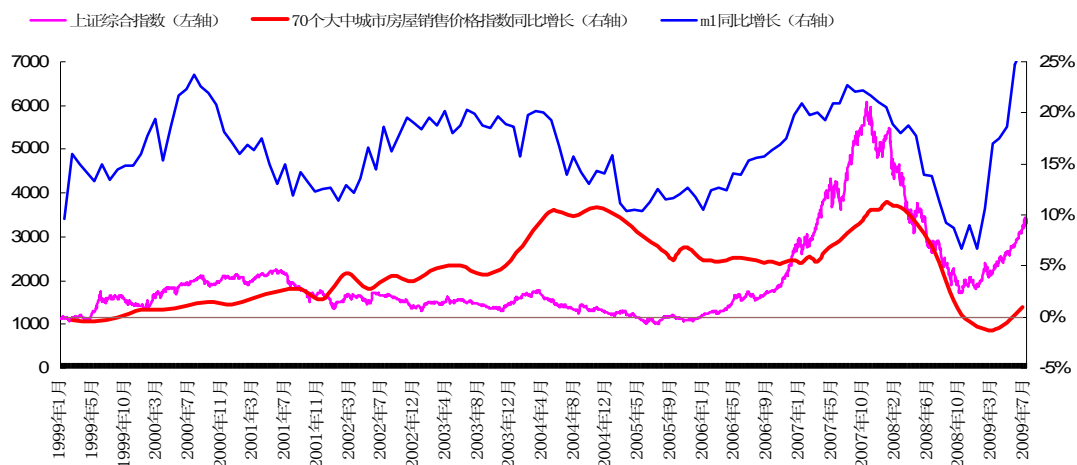
图 10 我国 M2 增幅减名义 GDP 增幅的走势



按经济学原理，货币供应量应与经济增长需求相符，所以我们选取一个指标，即广义货币增幅减去名义 GDP 增幅，也即把 CPI 因素也考虑进去。上图表明，2001-2003 年货币供应充足，2004 年国家实行宏观调供，紧缩银根，导致货币供应量偏少。2007 年主要是由于 GDP 增长过高(13%)，通胀明显(CPI 增长 4.8%)，所以又导致货币供应总量偏少。2009 年上半年，这一指标急剧飙升至 21%，货币供应量远远超过 GDP 增长水平，形成了近十几年来最厉害的流动性过剩。

1、M1、股市、楼市之间的关系

图 11 我国股市、楼市、M1 数据对比



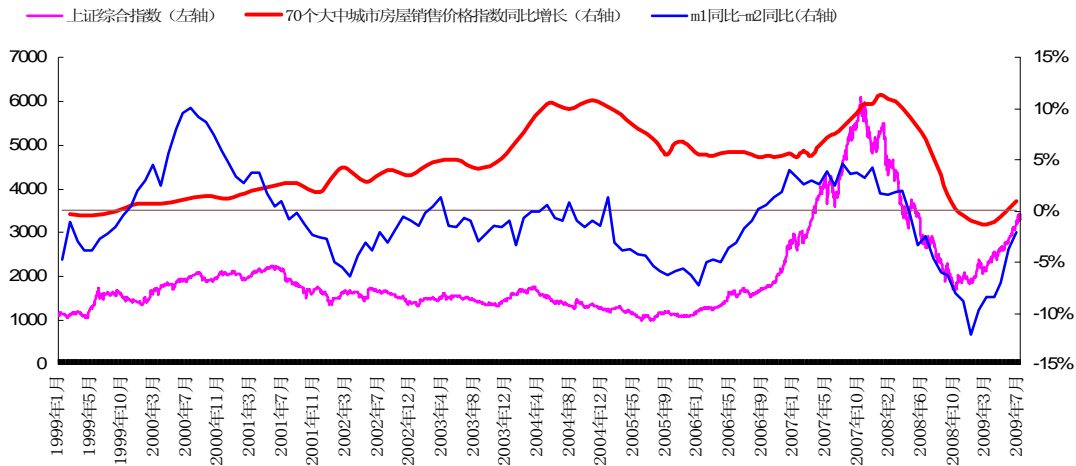
由上图可知，M1 与股市基本呈正相关。2006 年 6 月 M1 增幅达到 23.70% 的历史高点，其前后两年时间，股市处于牛市。2005 年二者皆处于低位，2006 年同步上涨，2007 年 8 月，M1 增幅首先触顶，10 月股市触顶，2008 年 1 月全国房价同比增幅触顶。2008 年 11 月和 2009 年 1 月，M1 增幅只有 6% 多点，创历史低点，而 2008 年 10 月至 2009 年 1 月，股指都在底部徘徊。随着今年 2 月以来 M1 增幅加大（尤其是 7 月，同比增长高达 26.37%），股指持续上扬。总体而言，M1 变化与股市基本同步。值得关注的是，过去的两轮股市牛市中，第一次，2001 年上半年，M1 增速在 22% 之上持续了 5 个月；第二次，M1 增速超过 22% 的情况发生在 2007 年 8 月-10 月，持续 3 个月。

M1 与楼市基本呈正相关。而且，M1 明显领先于楼市，平均 5 个月左右。2002 年上半年至 2004 年上半年 M1 保持较高增长，2004 年上半年至 2005 年上半年，房价增长较快；2007 年 8 月 M1 增幅触顶，2008 年 1 月全国房价指数同比增幅触顶；2008 年 11 月至 2009 年 1 月，M1 增幅低谷，2009 年 3 月房价指数同比增幅触底。

2005 年之前，由于我国楼市和股市皆比较特殊，所以关联度不高，其后股市领先于楼市。

2、股市、楼市之间的关系

图 12 我国股市、楼市、M1 同比减 M2 同比数据对比



接下来，我们再深入分析另一个指标，即 M1 和 M2 的增幅之差。在经济和资产市场稳定的情况下，M1 和 M2 增速应当保持平衡，企业的活期存款和定期存款同步增加。然而事实上，经济有周期，资产市场波幅更大，尤其是股市。如果 M1 增速大于 M2，意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速，企业和居民交易活跃。这就意味着，部分企业或居民存款流入资产市场。

由上图可知，1999 年 10 月-2001 年 6 月，2006 年 9 月-2008 年 4 月，曾出现持续 M1 增速超过 M2 增速，而当时都处于股市的牛市期。M1 增速减 M2 增速处于低谷时，往往是股市的熊市，比如 2009 年 1 月。同时，这一指标也领先于楼市。因此，这一指标可以用来预测股市和楼市。

四、主要结论及市场预测

通过以上实证分析，可以得出以下规律性的结论：

1、M1 是资产价格的领先指标。一般而言，经济繁荣期，包括股市和楼市在内的资产价格也会上涨，所以 M1 往往也是资产价格的领先指标。从内部原理分析，如果 M1 快速增长，除经济向好的因素外，也有可能是企业倾向于进行非经营性的投资活动。比如今年以来实体经济并未全面复苏，但 6 月底 M1 增幅高达 26.37%，这意味着部分资金进入股市和楼市。M1 领先股市和楼市的时间，因国别和商业周期而不同，平均滞后 6 个月左右。在香港和美国，M1 与楼市的关联度高于 M1 与股市，日本和台湾则是后者高于前者。

2、股市与楼市存在高度的正相关关系。不存在所谓的“跷跷板”关系。绝

大部分情况下，股市都领先于楼市，香港为 4 个月左右，我国大陆为 5 个月左右。相较而言，香港楼市与股市的变化情况，有很大的共性，这点值得我们参考。股市领先于楼市的主要原因，一是股市是经济的晴雨表，对经济和流动性的变化的反应快；二是股市流动性优于楼市，投资者在短时间内可很方便的进出；三是股市的财富效应明显，牛市时促进楼市需求，熊市时抑制楼市需求。

3、在商业周期出现拐点，以及资产市场出现大幅波动时，M1、股市和楼市的相关度非常高。如 1990 年前后的日本与台湾，1997 年前后的香港，2007 年至今的我国大陆等。而在商业周期的非峰点非谷点期，以及资产市场出现小幅波动时，三者的关联度较低甚至不相关。

4、在资产价格的上升期，M1、股市和楼市的相关度，以及三者的依次领先关系，明显强于资产价格的下行期。因此，通过观察上升期 M1、股市的变化（主要是顶点的出现），非常有助于预测楼市何时会出现高点。

通过上述分析及规律总结，对我国楼市的走势做大致预测如下：

1、货币政策影响楼市走向：下半年货币政策松中带紧，对楼市影响中性稍偏空

自从去年 11 月中央决定实行适度宽松货币政策以来，事实上出现了极度宽松的货币供应。因此，此次货币政策的影响力明显大于以往，甚至超过 1998 年遭遇亚洲金融危机波及时。由于流动性非常充裕，出于通胀预期，部分居民和机构投资房产用于保值、增值，另外还引起投机需求的跟风入市。所以，今年二季度以来，正是在投资投机需求的带动下，一线城市和部分二线城市的楼市快速繁荣，价格亦出现明显上涨。

上海二手住房成交单价的价格段分布变化

单价价格段	08 年四季度	09 年一季度	09 年二季度	7 月份
低档(7000 元以下)	31.25%	24.05%	18.16%	20.55%
中低档(7000-12000 元)	41.36%	43.02%	41.27%	34.70%
中档(12000-20000 元)	22.65%	28.01%	33.72%	36.00%
中高档(20000-30000 元)	3.78%	3.95%	5.55%	7.06%
高档(30000 元以上)	0.89%	0.98%	1.30%	1.69%

不妨以上海二手房成交情况为例进行分析，由上图可知，今年 7 月，低档和

中低档住宅成交比重较去年四季度大降 17.36 个百分点，说明刚性需求明显萎缩；而中档和中高住宅成交比重较去年四季度大升 16.63 个百分点，说明投资和改善需求明显增长。

那么，下半年货币政策形势如何。近期中央再三强调经济政策维持不变，适度宽松的货币政策不会发生变化，但由于中央部委和部分高层对于流动性过剩导致通胀和资产价格上涨比较担忧，政策微调是必然的。近期央行频频通过公开市场收回流动性，以及 7 月份银行信贷大减至 3600 亿元，说明货币政策正在适度收紧。反映在房地产政策上，是 7 月以来二套房贷政策明显严格化。总体而言，下半年货币政策对楼市的影响属于中性稍偏空。

2、M1 增速不久将到顶，房价同比增幅高点可能出现在今年底或明年一季度

上文已有论述，M1 基本上是楼市的先行指标，尤其是在本轮楼市回暖明显受流动性影响的条件下。国外和国内经验表明，M1 的同比增幅变化，领先于房价同比增幅变化 5-6 个月左右。今年 3-5 月 M1 增幅处于 17-18% 左右合理水平，6 月 M1 增幅即跳高至 24.76%，7 月进一步升至 26.37%，这是 1995 年 5 月份以来的最高水平。近十年来，M1 增速持续超过 22% 的情况有两次，一次是 2001 年上半年持续了 5 个月；另一次是 2007 年 8 月份到 10 月份持续了 3 个月。本轮的特殊情况是经济“保八”，所以在 22% 以上会持续多月，但 26% 这样超高位难以持续。我们认为，今年 8 月或 9 月，这一指标极有可能到顶。按此推算，则我国 70 个大中城市房价指数同比增幅将在今年底或明年一季度到顶，而环比增幅变化领先同比增幅数月，今年 4-7 月 70 个大中城市房价环比增幅分别为 0.4%、0.6%、0.8%、0.9%，今年 8-9 月，环比增幅极有可能到达高点，其后涨幅会慢慢缩小，甚至不排除重新下跌。

3、股市 8-10 月或反弹触顶，房价同比增幅高点或出现在今年底或明年一季度

本轮股市强劲反弹，受流动性充裕驱动非常明显。后市如何，应密切关注 M1 增速，以及 M1 增速与 M2 增速的差值。首先，上文已述，M1 增速目前已处历史高位，可能近两个月就会触顶；然而，在以往中国股市的两次大牛市中，都曾出现过持续 20 个月左右的 M1 增速大于 M2，而目前尚未出现。值得关注的是，

二者差距自今年 1 月以来持续缩小，由-12.06%缩小至 7 月份的-2.05%，接下来，M1 与 M2 的增幅有可能下降，但 M1 的增幅将会超过 M2 的增幅。

自从去年 10 月 28 日沪指触底 1664.93 点之后，在经过短暂的盘整后，股市便一直掉头向上，在今年的 8 月 4 日到达 3478.01 的高点，在约 9 个月的时间内涨幅高达 108.90%。之后沪指掉头向下，在 8 月 19 号这天已经跌破 2800 点最低到了 2761.40 点。此次股市调整，除了存在一定泡沫的因素以外，主要受货币供应收紧的影响。但从 M1 增速，以及 M1 增幅与 M2 增幅的差值看，资金面依然宽松。在 M1 增速尚未超过 M2 增幅的情况下，反弹行情不太可能结束。因此，此次持续两周的股市大跌有些非理性，重新反弹的可能性更大，8 月 20、21、24 日的连续反弹证明了这一点。但值得关注的是，由于缺乏经济面的强力支撑，今年以来的股市属于反弹行情，而非 2000 年和 2007 年的大牛市。下半年股市存在很多不确定性，随着 M1 增幅的下降，当流动性有所收紧之后，股指再度反弹之后，可能会重新回落。

按以往经验，香港和内地股市领先房价同比增长 4-5 个月左右，那么，现在有两种可能性，一种可能是 8 月 4 日股市已创造年内高点（沪指 3478），70 个大中城市的房价同比增幅将在 11-12 月到达高点；另一种可能是股指继续反弹并创年内新高，比如在 9-10 月，则 70 个大中城市的房价同比增幅将在明年第一季度到顶。

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。

上海易居房地产研究院

地址：上海市广延路 383 号文武大楼五楼

网址：www.yiju.org