宏观研究

房地产调控引发的故事

宏观专题报告 | 2021 年 03 月 12 日

报告摘要：

2021 年以来的宏观经济和货币政策变化，很多都与房地产调控有着密不可分的关系。

- **本轮房地产调控的展开**

央行和银保监会2020年底联合发布的房地产贷款集中度管理制度，拉开了本轮房地产调控的大幕。从总量视角看，2020年房地产贷款增速并不算高，但除了总量视角外，还需要结合结构视角。2020年，个人住房贷款与总体房地产贷款的偏离值得关注。此外，问题还在于，控房价只管住房地产贷款总量和结构并不够，由于个人经营性贷款利率低于房地产贷款利率，存在信贷资金借道个人经营性贷款进入房地产市场的可能性。

- **房地产调控引发的货币政策变局**

最近一段时间，就在热点城市密集出台新一轮房地产调控措施的同时，流动性回归紧平衡格局。从一个更大的视角看，流动性收紧和房地产调控不是相互隔离的、相互孤立的，而是可以看作一组有组织有协调有统筹的共同行动。从央行的角度看，流动性、资本和利率三大约束是一个长效机制，当鼓励信贷增长支持实体经济时，央行放松这三大约束；当希望调节信贷总量或信贷结构时，央行收紧这三大约束。

- **2021年经济增长可能持续超预期，房地产调控和金融调控可能持续较长时间**

学术界有学者提出观点，认为中国经济潜在增速正在逐步下台阶，假如这种观点成立，2021年GDP增速高将完全是由于低基数原因，基数因素消退后将重新下行。然而，从柯布-道格拉斯总量生产函数出发，我们认为中国经济的潜在增速可能比市场预期更高。由于实际增速围绕潜在增速波动，这意味着中国经济实际表现可能比市场预期更好。在这样的宏观环境中，房地产调控和金融调控可能持续较长时间。

- **风险提示：**

全球疫情再度恶化、全球政治经济不确定性加大等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1 本轮房地产调控的展开 3
1.1 房地产贷款集中度管理制度拉开调控大幕 3
1.2 个人经营性贷款对房价起了推波助澜的作用 6
1.3 管住房地产市场需要综合运用多种手段 7
2 房地产调控引发的货币政策变局 8
2.1 流动性收紧与房地产调控同时发生 8
2.2 央行态度的转变 9
2.3 狭义流动性收紧对广义流动性的传导 10
3 本轮调控和货币政策收紧会持续多长时间？ 12
3.1 中国潜在增速逐步下台阶的看法可能是错的 12
3.2 2021 年全要素生产率可能开始新一轮快速增长 12
3.3 经济增长良好意味着房地产调控可能持续较长时间 16
风险提示： 16

1 本轮房地产调控的展开

1.1 房地产贷款集中度管理制度拉开调控大幕

进入 2021 年，中国经济复苏态势良好，经济增长对房地产的依赖降低，在此背景下，针对房地产的调控升级了。**本轮调控的起点是 2020 年 12 月 31 日，央行、银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》**（以下简称《房地产贷款集中度管理制度》），要求在我国境内设立的**中资法人银行业金融机构**，其**“房地产贷款余额占比”**（房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例）及**“个人住房贷款余额占比”**（个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例）应满足管理要求，不得高于人民银行、银保监会确定的**上限**（见图 1）。中资法人银行业金融机构依照不同规模和类型被分为五档，每档的房地产贷款和个人住房贷款都有上限规定。**制度出台，目的在增强银行业金融机构抵御房地产市场波动的能力，防范房地产贷款过度集中带来的潜在风险，调控市场整体流向房地产行业的资金。**

图 1：房地产贷款集中度管理要求

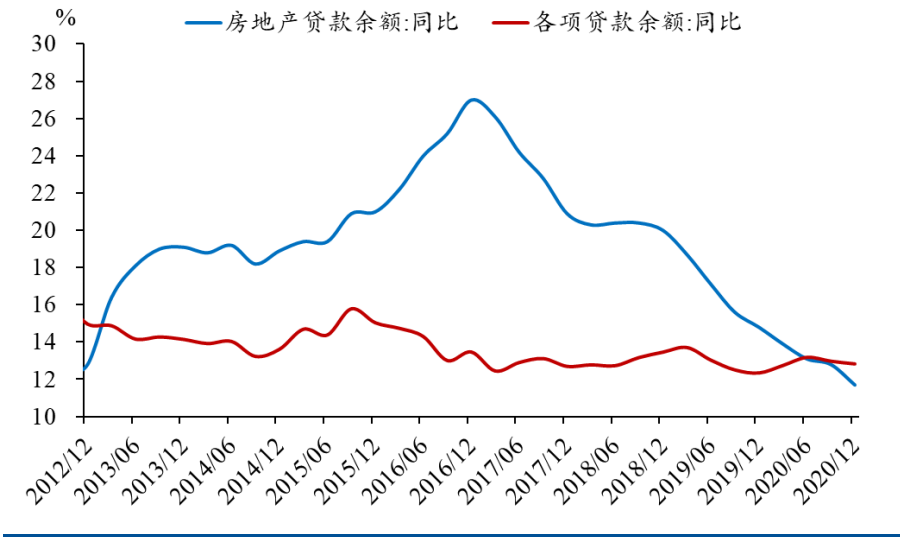
银行业金融机构分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档：中资大型银行		
中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40%	32.5%
第二档：中资中型银行		
招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20%
第三档：中资小型银行和非县域农合机构		
城市商业银行、民营银行	22.5%	17.5%
大中城市和城区农合机构		
第四档：县域农合机构		
县域农合机构	17.5%	12.5%
第五档：村镇银行		
村镇银行	12.5%	7.5%

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

如果从整体上看房地产贷款，会发现 2020 年全年房地产贷款余额增速呈逐季下行趋势，比各项贷款余额的增速低。如图 2，蓝色线是房地产贷款的余额增速，红色线是各项贷款的余额增速，在 2016 年房地产贷款增速达到了历史最高水平，随后全国出台了

很多措施，房地产贷款余额增速逐步下降。截至 2020 年 12 月，房地产贷款余额同比增速为 11.7%，低于各项贷款余额增速 1.1 个百分点。房地产贷款余额的增速并不高，但我们仍然看到了全国各主要城市的房价在 2020 年出现了增长，这是为什么呢？

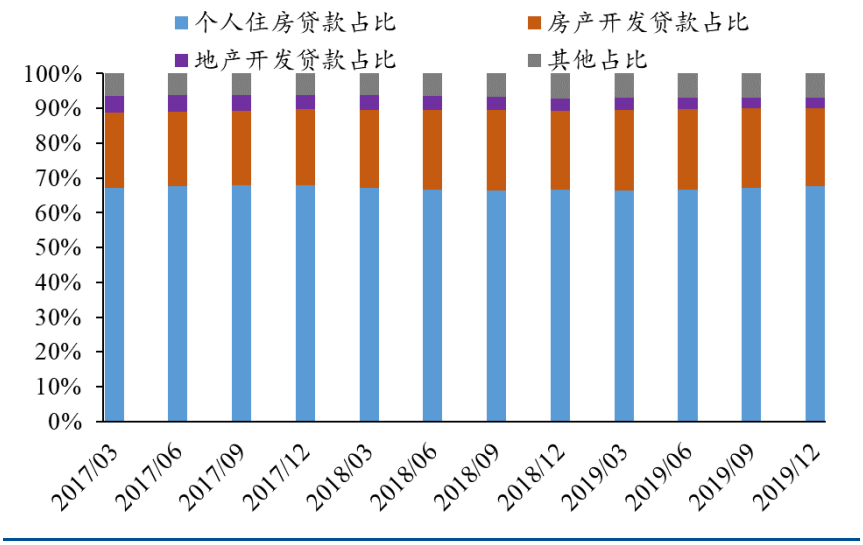
图 2：2020 年房地产贷款增速低于各项贷款



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

事实上，我们不能只看房地产贷款总量，也要看房地产贷款的结构。房地产贷款包括如下三个主要部分（见图 3）：第一块是个人住房贷款，包括商业性个人住房贷款和住房公积金贷款，在房地产贷款中占比约 68%，是最大的一部分；**第二块是房产开发贷款**，房产开发贷款包括住房开发贷款（含保障性住房开发贷款）、商业用房开发贷款和其他房产开发贷款，在房地产贷款中占比约 22%；**第三块是地产开发贷款**，地产开发贷款主要是由土地储备贷款构成，贷款资金主要用于土地储备机构的土地收购、储备和前期开发，在房地产贷款中占比约 3%。

图 3：房地产贷款的组成部分

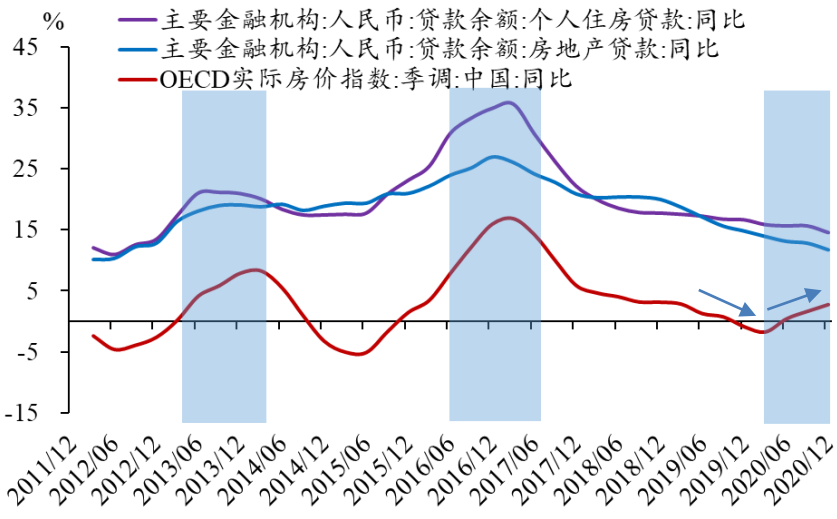


资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

观察房地产贷款与房价的关系，有一个普遍规律：每次“个人住房贷款”增速比整体房地产贷款增速更高时，房价就会出现快速增长（见图 4），个人住房贷款的快速增长能够带动整体房价抬升。**我们认为，2020 年个人住房贷款增长较快，是过去一年房价上涨非常重要的原因。**截至 2020 年 12 月，个人住房贷款余额同比增长 14.6%，高于总体房地产贷款增速 2.9 个百分点，同期全国实际房价由降转升，从 2019 第四季度同比下降 0.9%，上升到 2020 第四季度同比上涨 2.8%。

为了有效管控房价，调控市场整体流向房地产行业的资金，《房地产贷款集中度管理制度》综合考虑了总量和结构，不仅对房地产贷款余额占比整体提出了要求，也特别限制了个人住房贷款占比的上限要求。

图 4：个人住房贷款增速明显高于总体房地产贷款增速时，房价往往上涨涨较快

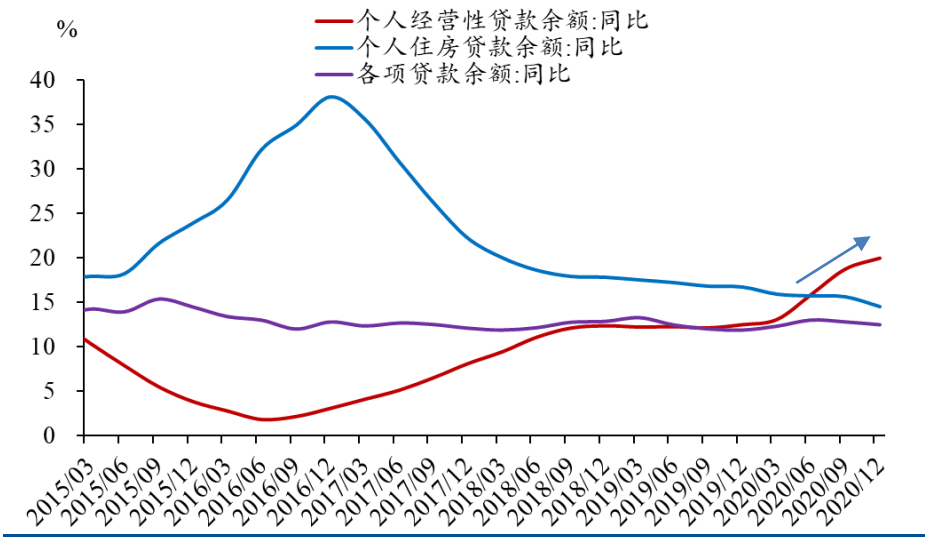


资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

1.2 个人经营性贷款对房价起了推波助澜的作用

2020 年“个人经营性贷款”增长较快，也是推动过去一年房价上涨的重要原因。如图 5 所示，红色是个人经营性贷款余额的增速，蓝色是个人住房贷款余额的增速，紫色是各项贷款贷款余额的增速。截至 2020 年底，个人经营性贷款同比增长 20%，去年疫情之后出现了明显翘头向上，高于个人住房贷款增速 5.5 个百分点，高于总体各项贷款增速 7.5 个百分点。

图 5：2020 年个人经营性贷款增长较快是推动房价上涨的重要原因



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

由于疫情对小微企业经营产生了较大的负面影响，监管部门鼓励支持小微企业信贷，个人经营性贷款的利率低于房地产贷款利率。如果个人名下有小微企业，个人可以用自己的名义向银行申请贷款，用房产作为抵押品，这个贷款会被要求来经营企业，所以叫做个人经营性贷款。它不属于房地产贷款，分类上属于居民贷款或个人贷款。**政策出台目的是为小微企业的经营让利，降低个人经营性贷款，鼓励发展实体经济，但是由于个人经营性贷款的利率低于房地产贷款利率，可能存在潜在的套利机会，导致了资金有流向房地产市场的风险。**

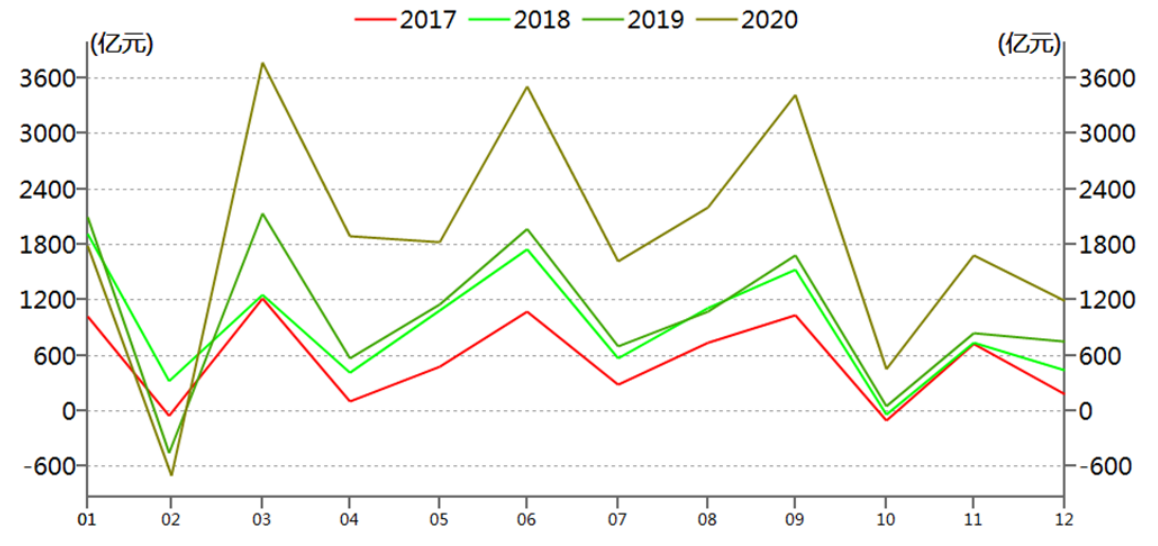
对个人来说，如果想购买一套房子，可以申请房地产贷款，也存在动机去注册一家企业，把个人包装成小微企业主或者收购企业，用股东的身份申请个人经营性贷款来购买房子。背后的原因是个人经营性贷款相对房地产贷款利率更低。例如，个人经营性贷款有长期和短期，20 年的个人经营性贷款利率会比房地产贷款利率更低，个人会有很强的意愿去申请个人经营性贷款。对于想买第二套和第三套房子的人来说，申请正常的房地产贷款是比较难的，额度也相对较低，假如包装成小微企业主，用股东身份去申请个人经营性贷款，反倒比申请房贷更加容易。

此外 2021 年 02 月 10 日，北京银保监局、中国人民银行营业管理部印发《关于加强个人经营性贷款管理 防范信贷资金违规流入房地产市场的通知》，旨在围堵个人经营性

贷款资金被违规挪用至房地产市场的行为，坚决落实和维护中央关于“房子是用来住的，不是用来炒的”定位要求。此通知强调了个人经营性贷款资金的流向，对于违规挪用至房地产市场的行为坚决围堵，旨在规范银行和个人对于经营性贷款的用途。

下图 6 是个人经营性贷款的增量。2020 年 1-2 月新增个人经营性贷款并未出现放量增长。2020 年 3 月，由于抗击疫情，国家对小微企业信贷提供支持，对信贷政策全面放松，并鼓励小微企业贷款。个人经营性贷款出现了放量增长，每月新增个人经营性贷款量远远高于往年同期。

图 6：2020 年 3 月后每月新增个人经营性贷款远远高于往年同期



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

1.3 管住房地产市场需要综合运用多种手段

因此调控房地产市场，不仅要管住房地产贷款，也需要把个人经营性贷款管住。它不属于房地产贷款，属于居民贷款，却违规进入了房地产市场。目前很多城市已经开始严查经营贷。这件事给我们的启示是，**想要控制房价增长，除了调控信贷外，还需要别的手段综合管控，包括“流动性手段”。**

2 房地产调控引发的货币政策变局

2.1 流动性收紧与房地产调控同时发生

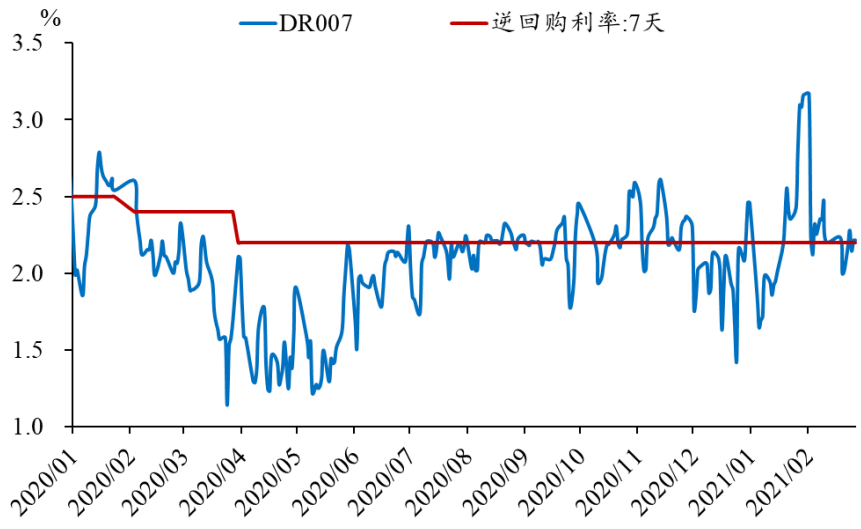
我们认为流动性收紧和房地产调控是共同行动而非互相孤立的，是有组织有协调有统筹的行动。进入 2021 年，经济复苏态势非常好，各地各部门密集出台房地产调控相关措施。1 月中旬开始，北京、上海、深圳、广州、杭州等热点城市密集出台了新一轮地产调控措施（见图 7），同期，央行在银行间市场也明显收紧了流动性，DR007 从 1 月中旬开始收紧（见图 8），房地产调控和流动性在一起收紧。

图 7：2021 年 1 月中旬多个热点城市出台房地产调控措施

地区	时间	变动内容
上海	2021/1/21	上海市住建委、房管局等8部门联合印发《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，出台十条措施包括打击“假离婚”获取购房资格、延长增值税征免年限、严防资金违规流入房地产市场、严格规范房地产市场经营秩序、完善新建商品住房公证摇号选房制度等。1月25日，法拍房也被纳入上海住房限购的范围。
深圳	2021/1/19	深圳市住建局对2020年“7.15新政”在途交易问题、高层次人才购房条件问题、居民家庭住房登记问题作出了进一步明确，此前“可以登记在双方名下”的细则不再执行；1月23日，深圳启用“购房意向登记系统”，要求房企和房产经纪机构会同商业银行，验明购房人的收入证明、征信报告、购房款来源以及近一年及以上的银行流水单等，违规者将3年禁购。
杭州	2021/1/27	1月27日，杭州出台重磅楼市调控新政，从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控。例如，落户杭州未满5年的，在杭州市限购范围内只能买1套房；杭州市限购范围内，个人住房转让增值税征免年限由2年调整为5年。
合肥	2021/1/22	1月22日，合肥发布通告，对涉嫌煽动集体涨价、恶意炒作房价的业主及时约谈；房产管理部门暂停办理相关二手房网签手续，并限制其买卖住房等。

资料来源：民生证券研究院整理

图 8：2021 年 1 月中旬起，流动性明显收紧



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

2.2 央行态度的转变

我们从货币政策执行报告可以看出政策对于流动性的态度转变。如图 9 是 2020 年四个季度，央行货币政策执行报告对流动性的表述。从 2020 年第一季度，银行表示要采取多项措施，缓解银行货币创造面临的流动性、资本和利率“三大约束”，到央行第四季度货币政策报告调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，是理解这次流动性变化的要害。**在央行的角度里，流动性、资本和利率可以统称“三大约束”。**当前的态度是要完善这三大约束的长效机制，去年二季度和三季度没有提及，政策态度是没有变化的。去年一季度疫情发生后，央行采取多项措施缓解这“三大约束”，对应的政策是：流动性宽松，缓解了流动性约束；央行和银保监会帮助银行补充资本，缓解了资本约束；政策利率下调，缓解了利率约束。这三大约束对于央行可紧可松，当鼓励信贷增长支持实体经济时，央行放松这三大约束；当希望调节信贷总量或信贷结构时，央行收紧这三大约束。

图 9：货币政策执行报告对流动性的相关表述

时间	货币政策执行报告相关表述
2020Q4	**完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制**，把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动。
2020Q3	保持流动性合理充裕，把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。
2020Q2	从疫情防控和经济发展实际出发，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，引导市场利率围绕公 开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归。
2020Q1	**抓住银行作为货币政策传导中枢的关键，采取多项措施缓解银行货币创造面临的流动性、资本、利率“三大约束”**，着力疏通货币政策传导机制。保持流动性合理充裕，保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

针对房地产贷款，最容易收紧的是流动性约束，此外“利率约束”也在发挥着调节作用，佐证了央行态度的转变。资本约束收紧操作上不够便利，需要结合每个金融机构自身的经营情况。如图 10，2021 年 1 月中旬以来，多个热点城市房贷利率上调，上调方式为在 LPR 基础上加点幅度上调。对房贷来说，除了流动性约束，利率约束也在发挥作用，这些政策措施和央行表态是完全对应的。可见，流动性变化和房地产调控是分不开的。

图 10：多个热点城市上调房贷利率

地区	时间	变动内容
杭州	2021	工行上调首套房贷利率至LPR+55bp（5.2%），二套房贷LPR+73bp（5.38%）； 农行上调首套房贷利率至LPR+50bp（5.15%），二套房贷LPR+70bp（5.35%）； 杭州银行上调首套房贷利率至LPR+45bp（5.1%）。
东莞	2021	建行上调首套房贷利率至LPR+80bp（5.45%），二套房贷至LPR+100bp（5.65%）。
佛山	2021	建行上调首套房贷利率至LPR+50bp（5.15%），二套房贷至LPR+70bp（5.35%）
珠海	2021	建行上调首套房贷利率至LPR+65bp（5.30%），二套房贷至LPR+80bp（5.45%）

资料来源：民生证券研究院整理

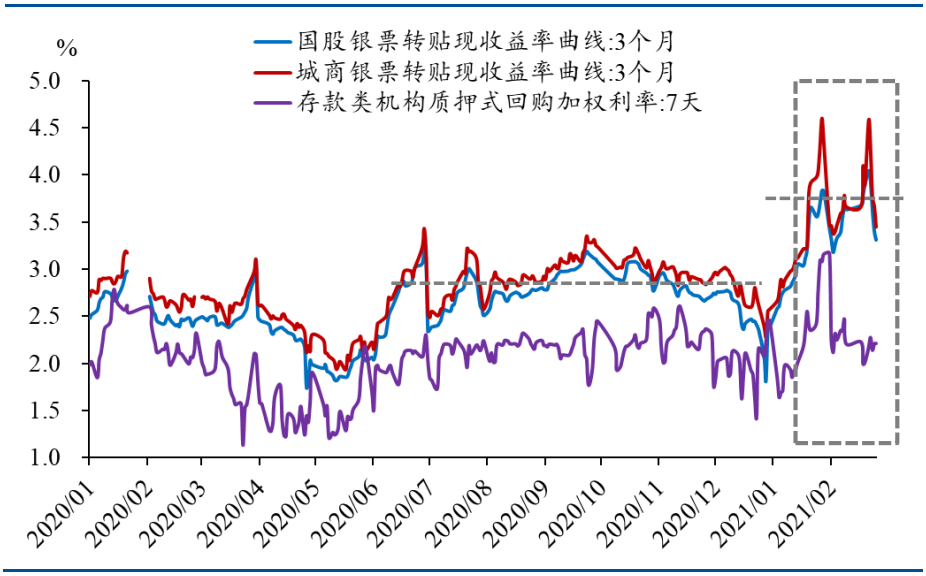
2.3 狭义流动性收紧对广义流动性的传导

狭义流动性指的是银行间市场的流动性或货币市场的流动性，狭义流动性收紧会传导到广义流动性，广义流动性一般就是实体经济的流动性，观察指标是 M2 和社会融资规模。

传导链条和逻辑如下：对于银行来说，信贷增长需要消耗流动性。银行每放出一笔贷款，就会派生出一笔存款，派生出的这笔存款，银行需要按照法定准备金率来交准备金，会消耗银行的流动性。当狭义流动性收紧后，银行能够支撑的信贷额度上限降低。银行信贷额度降低，最先调整的是票据：由于央行对于小微企业、制造业和绿色创新贷款有额外考虑要求，对于这些贷款，银行很难压缩，所以信贷额度偏紧，银行能够调整和压缩的是票据。当狭义流动性收紧，票据利率会出现明显上升（见图 11），背后能够反映出银行的信贷额度已经偏紧，M2 和社会融资规模也会受到一定影响。狭义流动性收紧会传导到广义流动性，导致广义流动性的总量和结构发生变化。

经济比较好会引发房地产调控，房地产调控需要狭义流动性收紧来配合，狭义流动性收紧会传导到广义流动性。对于股市，既有利好又有利空。一方面，经济潜在增速提高，全要素生产率提高，利好股市；另一方面，流动性处于紧平衡的局面，利空股市。我们认为今年股市仍然有结构性行情，但是操作难度比去年大，因为去年流动性非常宽松，但今年结构性的机会还是有的。

图 11：随着狭义流动性收紧，票据利率出现上升



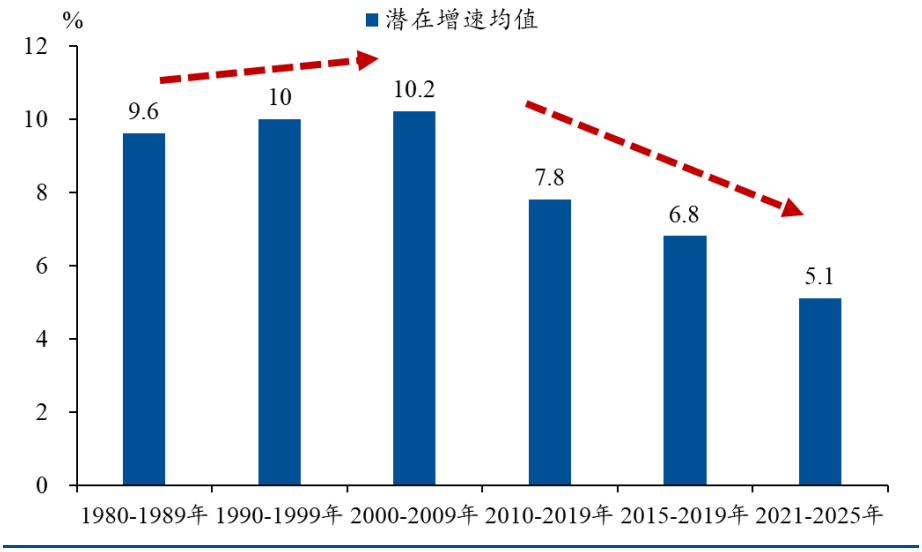
资料来源：民生证券研究院

3 本轮调控和货币政策收紧会持续多长时间？

3.1 中国潜在增速逐步下台阶的看法可能是错的

学术界有学者提出观点，认为中国经济处于逐步下台阶阶段，十四五（2021-2025年）潜在增速相比十三五期间，将继续明显下行。下图是学术界两位学者的观点，预计十四五期间中国经济潜在增速将下降到 5.1%。按照这种观点，2021 年 GDP 增速高，主要是由于低基数影响，当基数因素消退后，经济将重新下行。

图 12：改革开放以来各时期中国经济潜在增速变化情况



资料来源：刘哲希和陈彦斌（2020），民生证券研究院

3.2 2021 年全要素生产率可能开始新一轮快速增长

我们认为中国经济的潜在增速可能比市场预期更高。逻辑可以从柯布-道格拉斯总量生产函数（见图 13）解释。Yt 代表潜在产出，受到三个因素的影响：Kt 代表资本存量，Ht 代表附加人力资本的劳动，At 代表全要素生产率，α 和 β 分别代表资本和劳动的产出弹性。有观点认为，资本边际产出递减导致资本增长放缓，人口老龄化导致劳动增长放缓，再假定全要素生产率是平稳的，那么经济的潜在增速就会下降。但如果全要素生产率增速较快，就能对冲资本放缓和劳动放缓的影响，最终潜在增速不一定下降；即便只对冲掉一部分，潜在增速仍然下降，也会比主流预期更高，导致实际 GDP 增速也会比主流预期更好。全要素生产率有没有可能出现新的快速增长，是经济产出增速高低的关键。

图 13：柯布-道格拉斯总量生产函数

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha_t} H_t^{\beta_t}$$

Yt 代表一个经济体的实际产出；
At 代表全要素生产率（TFP）；
Kt 代表资本存量；
Ht 代表附加人力资本的劳动；
α 和 β 分别代表资本和劳动的产出弹性。

资料来源：民生证券研究院整理

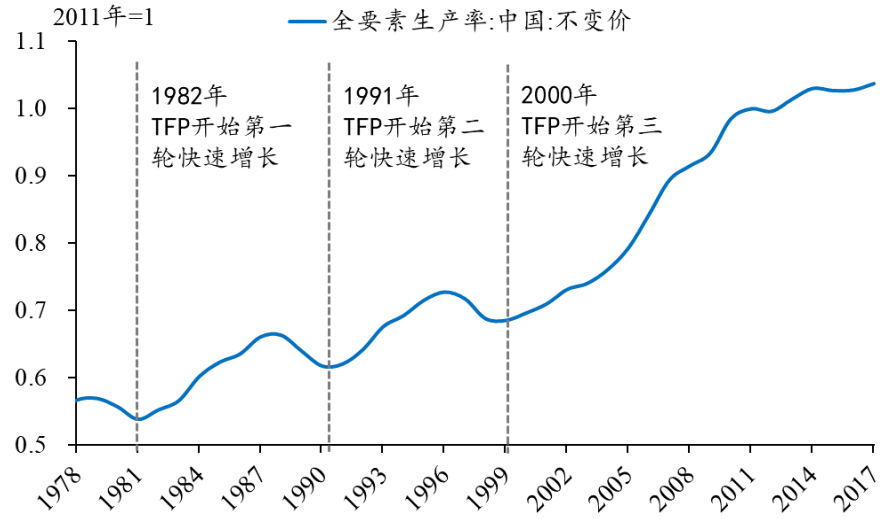
2021 年全要素生产率可能会开启新一轮快速增长。下图是过去改革开放 40 多年来，全要素生产率的走势（见图 14），我们可以看到最近几年（2014-2020）全要素生产率的增长十分平稳，这也是许多假设认为未来全要素生产率大概率会继续平稳增长的原因。**我们回顾历史，可以看到改革开放以来全要素生产率（TFP）有过三轮快速增长：**

（1）1982-1988，TFP 开启了第一轮快速增长，持续了六七年时间，年均增长率为 3.0%，这意味着即便资本和劳动零增长，GDP 增速仍然会有 3%。全要素生产率增长的驱动逻辑是改革开放的红利。1978 年年底召开了十一届三中全会，之后改革开放对于经济产生比较明显的效果，是从 1982 年开始。

（2）1991-1996，TFP 开启了第二轮快速增长，年均增长 2.8%，标志性事件有两个。一个是美国解封中国，1989 年美国和一些其他发达国家一起制裁中国，到 1991 年各项制裁措施陆续解除，美国对中国重新开放；另一个是 1992 年春天小平南巡，我国改革开放进一步深化推进。这两个事件后，全要素市场率开启了第二轮快速增长。

（3）2000-2011，TFP 开启了第三轮快速增长，年均增长 3.2%，标志性事件为中国加入 WTO，享受到了全球化的红利。此外 2001 年美国爆发了 911 事件，美国把主要精力用在了反恐上，遏制其他国家的力量就减少了。这之后，全要素生产率开启了新一轮快速增长。

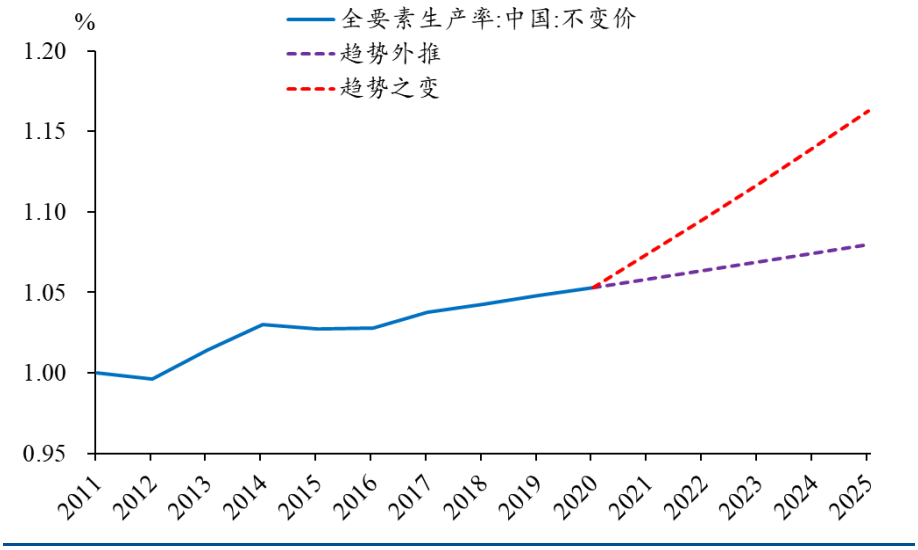
图 14：改革开放以来中国全要素生产率经历了三轮快速增长



资料来源：Wind，格罗宁根大学，民生证券研究院

我们的看法是，全要素生产率很可能不会沿着过去几年的趋势平稳增长，而是开启新的一轮快速增长。如图 15 所示，蓝色实线是已经发生的数据；紫色虚线是市场流行的观点，是按照过去几年的全要素生产率走势线性外推的，增长较慢；红色虚线是我们的观点，全要素生产率可能增长更快。**原因有以下两点：**

图 15：2021 年中国全要素生产率有望开启新一轮快速增长



资料来源：Wind，格罗宁根大学，民生证券研究院

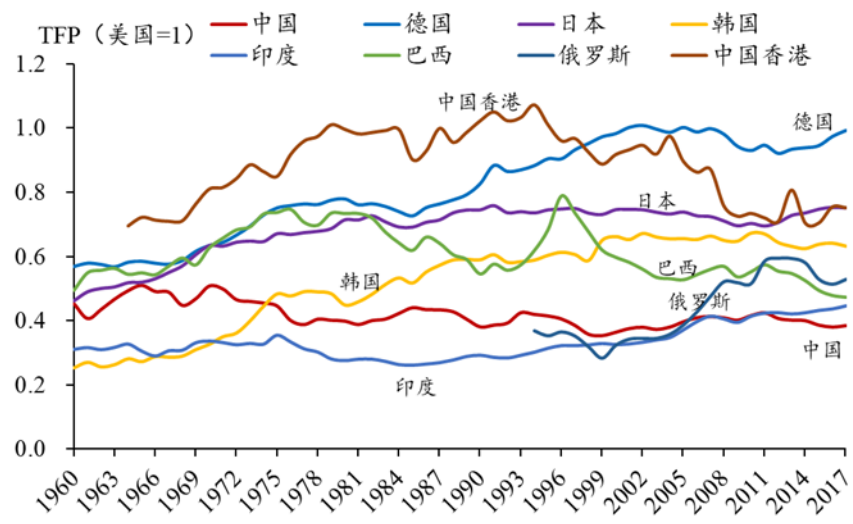
原因一，当下经济背景和过去三轮全要素生产率开始快速增长的背景有很多相似之处。（1）疫情后我国在全球市场中的出口份额提高了，在全球产业链中的地位也提高了，从结果上看，这很类似我国加入 WTO 之后的表现。（2）此次新冠疫情美国是新增病例和死亡病例全世界最严重的国家，国内也出现了社会分裂，美国需要把更多的精力放在国内事务上，而不是遏制其他国家上，类似 911 事件对美国造成的影响；（3）拜登

上台，政策跟特朗普比起来对华相对友好，中美关系也边际缓和，从最为对立的时代过去，对我国生产恢复创造了良好环境，类似 1991 年美国对中国解除封锁的影响。（4）2020 年我国提出了国际国内双循环的发展战略，同时我们和东盟等国正式签署了区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），和欧盟签订了中欧投资协定，改革开放的红利持续延续。

原因二，中国全要素生产率提高的空间较大。相对德国、日本、韩国这些发达国家，印度、巴西、俄罗斯这些发展中经济体，以及中国香港，中国全要素生产率增长的潜力和空间仍然非常大。如图 16，中国 TFP 在 2017 年仅相当于美国的 38%，不仅低于德国（99%）、日本（75%）、韩国（63%）等发达经济体，也低于俄罗斯（53%）、巴西（47%）、印度（45%）等新兴经济体。另外，德国、日本、韩国等后发追赶型经济体，在经济起飞阶段全要素生产率相对美国都有巨大上升，近年来印度全要素生产率也在不断上升，中国全要素生产率也应该经历类似的阶段。

因此，2021 年中国全要素生产率有可能开启新一轮快速增长。过去 40 多年，我国经济增长，主要依赖的是资本和劳动投入，对于全要素生产率的依赖不高，反映了经济整体的附加值较低。无论是从 2021 年的背景环境，还是全要素生产率的增长潜力和空间来看，全要素生产率快速增长完全是有可能的。**综上所述，我们认为 2021 年经济增长会不错，一方面跟低基数有关系，一方面也跟全要素生产率加快增长有关。**

图 16：中国全要素生产率具有巨大的增长潜力和空间



资料来源：格罗宁根大学，民生证券研究院

3.3 经济增长良好意味着房地产调控可能持续较长时间

本轮房地产调控可能不是一个短期现象。2020 年，房地产投资超出经济学家预期，上半年深圳房价上涨，下半年上海房价上涨。但由于 2020 年经济增长压力比较大，对房地产的依赖程度较高，因此对房地产的容忍度也相对较高。但是 2021 年后，经济恢复的态势较好，潜在增速较高，不依赖房地产经济仍然会有比较高的增速，因此政策对房地产的调控明显升级了，全国各地热点城市都在密集出台房地产调控措施，跟当下所处的经济背景相关。全要素生产率开启新一轮快速增长，意味着 2021 年将成为中国经济新上升周期元年。在这样的宏观环境中，我们认为房地产调控和金融调控可能持续较长时间。

风险提示：

全球疫情再度恶化、全球政治经济不确定性加大等。

插图目录

图 1：房地产贷款集中度管理要求 3
图 2：2020 年房地产贷款增速低于各项贷款 4
图 3：房地产贷款的组成部分 5
图 4：个人住房贷款增速明显高于总体房地产贷款增速时，房价往往上涨涨较快 5
图 5：2020 年个人经营性贷款增长较快是推动房价上涨的重要原因 6
图 6：2020 年 3 月后每月新增个人经营性贷款远远高于往年同期 7
图 7：2021 年 1 月中旬多个热点城市出台房地产调控措施 8
图 8：2021 年 1 月中旬起，流动性明显收紧 8
图 9：货币政策执行报告对流动性的相关表述 9
图 10：多个热点城市上调房贷利率 10
图 11：随着狭义流动性收紧，票据利率出现上升 11
图 12：改革开放以来各时期中国经济潜在增速变化情况 12
图 13：柯布-道格拉斯总量生产函数 13
图 14：改革开放以来中国全要素生产率经历了三轮快速增长 14
图 15：2021 年中国全要素生产率有望开启新一轮快速增长 14
图 16：中国全要素生产率具有巨大的增长潜力和空间 15

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。