

2022年2月，新增居民中长贷历史首次录得负值，并且4月再次录得负值。市场开始讨论中国居民资产负债表是否面临衰退。我们从地产销售出发，构建一套居民信贷估测框架，推算下半年居民信贷力度，继而展望后续居民杠杆空间。

➤ 评估居民信贷主要看地产市场走势。

按央行统计口径，住房贷款主要统计在消费贷中，而居民信贷与房地产冷热状况高度相关，尤其是房地产销售同比，与居民信贷同比高历史相关性极高。可以得到结论，居民部门信贷主体是居民房贷，居民房贷又几乎被地产市场冷热牵引。

➤ 如何估测居民信贷？我们的一个测算框架。

首先观察到一个有趣的经验现象：近五年居民信贷极其稳定（每年新增信贷7-8万亿），每年销售面积也相当稳定（新房加二手房累计年销售21亿平米），这就意味着近五年每平方米地产销售对应的新增居民信贷规模非常稳定。

初步测算，2017-2021年，每平方米房屋成交带动新增居民信贷稳定在0.4-0.45万元。此现象背后是近五年房地产平均销售价格、贷款比例以及存量贷款偿还量，均非常稳定，最终我们能够观察到新增房贷和商品成交面积，这里两个变量的关系极为稳定。由此可见，估测未来新增房贷的关键在于估测商品房成交面积。

➤ 估测今年下半年居民信贷规模。

基于基准、乐观、悲观三种情形假设地产销售情况，可以测得全年新增居民信贷。全年新增居民信贷6.2万亿（基准情形）、5.3万亿（悲观情形）、7.5万亿（乐观情形），较去年分别少增1.7万亿、2.6万亿、0.4万亿。

而今年1至5月新增居民信贷累计1.3万亿，较去年同期少增3.4万亿。

展望下半年，地产销售大概率会好于上半年。递延需求释放、政策刺激效果落地等因素，都将推动下半年房地产销售同比增速将好于上半年，这也意味着居民信贷规模回升。

下半年居民信贷大概率好于上半年。基准、乐观、悲观三种情形下，今年下半年居民信贷同比增速均显著优于今年1至5月新增居民信贷同比。

➤ 后续居民杠杆怎么看

居民是否还愿意加杠杆，当下最关键的因素在于地产能否回温，地产销售能否反弹。根据我们测算，下半年房地产销售同比较上半年改善。与之对应，居民信贷也同步改善，居民杠杆将有企稳，由此可见，今年居民杠杆不会因为居民收入不足而彻底“躺平”。

本轮地产经历的并非是普通的小周期，中国地产面临的是一次系统性的下台阶。2017年以来年均销售（新房）17亿平米的历史或将过去，2017年以来年均7-8万亿居民信贷也将成为历史。中国居民快速加杠杆的黄金时期或许也将过去。

当地产渡过了一个长周期的繁荣阶段，居民信贷与地产相关性必将减弱。未来地产或许还是居民信贷影响因素，但重要性将趋于下降。未来评估中国居民信贷，地产应该不再是唯一重要因素。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；数据测算有误差；地产政策超预期或不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目录

前言	3
1 居民杠杆取决于地产走势	4
1.1 住房贷款主导居民信贷走势	4
1.2 居民贷款与地产周期同步	4
2 以地产销售判断居民信贷	6
2.1 居民信贷与地产销售的“另类”规律	6
2.2 影响居民信贷的因素在过去 5 年内保持平稳	6
2.3 地产销售增速可以拟合居民信贷增速	8
3 全年新增居民信贷测算	10
3.1 年内居民杠杆的三种情景测算	10
3.2 下半年居民信贷好于上半年	11
4 居民杠杆“躺平”了么？	12
5 风险提示	14
插图目录	15

前言

疫情挫伤居民收入，地产行业遭遇寒冬，近期居民杠杆似乎正在“躺平”。

2021年下半年以来，地产销售持续低迷，居民信贷增长显著放缓。因缺乏及时有效的政策对冲，加上疫情干扰，今年2月和4月，居民中长期贷款甚至出现了历史罕见的负向融资。

居民没有能力再进行负债融资，居民信贷空间有限，居民杠杆就此“躺平”，市场对居民杠杆存在悲观情绪。

居民杠杆空间几何，还关系下半年中国信用条件能否有效扩张。

按照通行的杠杆率概念，居民杠杆等于居民信贷除以GDP。居民未来是否还能加杠杆，关键是居民信贷未来还能否扩张。

中国社融主体是基建和地产融资，地产融资主要内容是居民信贷融资。中国居民能否加杠杆，还关系下半年中国信用能否扩张，能在多大程度扩张。

可见居民信贷空间测算非常重要。然而颇为遗憾，目前缺乏有效的居民信贷测算体系。

我们认为当前居民杠杆的真正影响因素在于地产市场景气度，而非居民收入高低。从房地产销售出发，我们构建居民信贷估算体系，并给出下半年房地产销售和居民信贷测算结果。

1 居民杠杆取决于地产走势

居民信贷一般通过住户贷款来衡量，虽然住户部门的概念略大于居民，包括住户和为其服务的非营利机构，但相比而言，后者数量可以忽略不计。而居民信贷表现出明显的特征：以住房贷款为主，与地产周期同步性强。

1.1 住房贷款主导居民信贷走势

按央行口径，居民贷款分为消费贷款和个人经营贷款两类，而前者占比近7成。

消费贷款主要包括用于购买住房、住房装修、旅游、教育、购买大件耐用消费品等生活消费用途的贷款，其中住房贷款是消费贷款的主要构成分项。

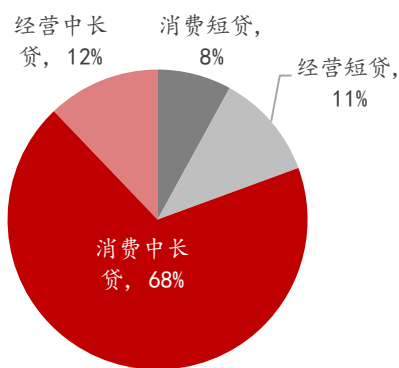
个人经营性贷款包括小微企业主、个体工商户用于生产经营的贷款，这类贷款的用途并不局限于经营，往往在房地产市场热度高时，存在违规流向楼市的情形。

根据14个省市公布的数据汇总，截至2021年年底，消费性贷款占比总计达76%（消费中长贷占比68%，消费短贷为8%）；经营性贷款占比23%（中长贷为12%，经营短贷为11%）。

居民信贷增速几乎约等于消费贷款增速。

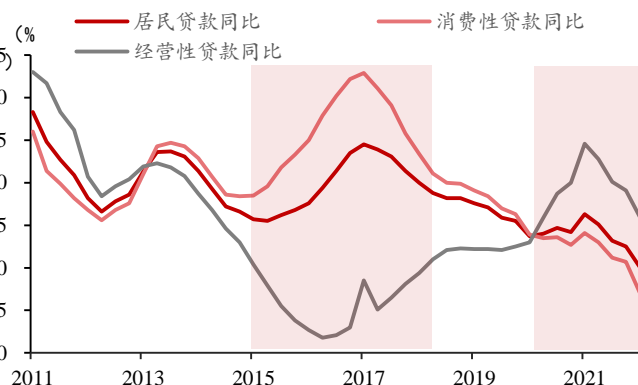
2015年之前，消费贷款增速与整体居民贷款增速相差约在2-3个百分点，但在2015年之后，消费贷款规模增速开始大幅高于居民信贷规模。原因是2014年开始房价增速开始提升，个人住房贷款开始激增，2017年大量消费短贷违规流入房地产市场，此时消费贷款增速与居民信贷增速的差值也来到了最高点，后续随着房价上涨速度放缓，违规流入楼市的资金的监管趋严，居民贷款增速开始逐步下滑，居民信贷增速与消费贷增速偏差重新收敛。

图 1：2021 年消费中长贷在居民信贷中占比最高



资料来源：wind，民生证券研究院 注样本为 14 个省市，约占全国居民信贷 50%

图 2：消费贷款和居民信贷几乎同步



资料来源：wind，民生证券研究院

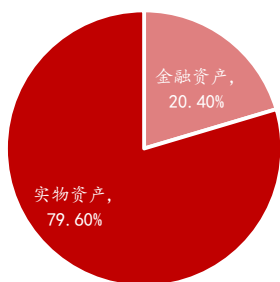
1.2 居民贷款与地产周期同步

长期以来，居民信贷与地产周期具有强相关关系，本质上是来自于居民资产配置的微观行为所决定的。

首先，居民信贷的主要来源是购买住房，而这几乎是居民加杠杆的唯一渠道。

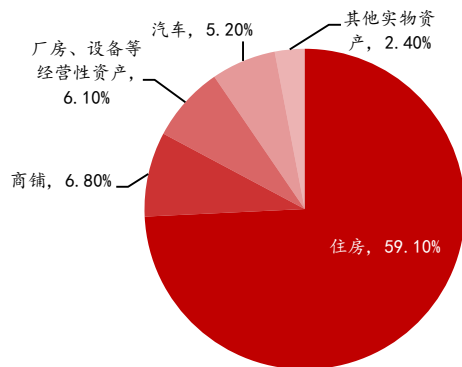
我国消费贷并不发达，而住房贷款作为规模大，且有坚实的抵押物的信贷，几乎成为了居民唯一的加杠杆渠道。我国居民大量的资产配置在房产上，根据央行 2020 年 4 月发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国城镇居民资产配置住房中的比例达到 59.1%，而美国仅为 30.6%。

图 3：2019 年居民资产配置集中在实物资产



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

图 4：2019 年实物资产中以住房为主

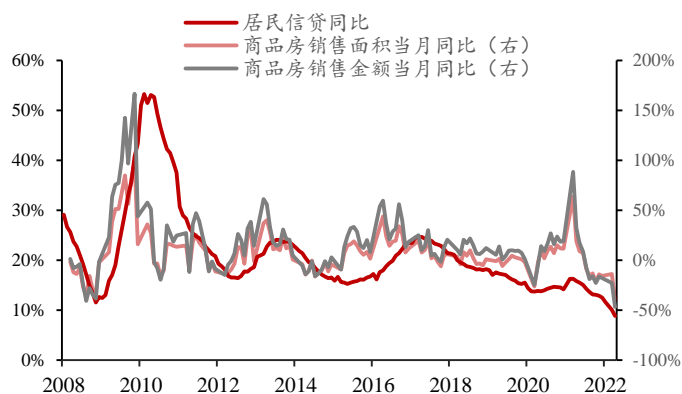


资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

其次，房价上涨对于居民的购房预期的正向反馈机制，奠定了信贷与地产周期同步的基础。

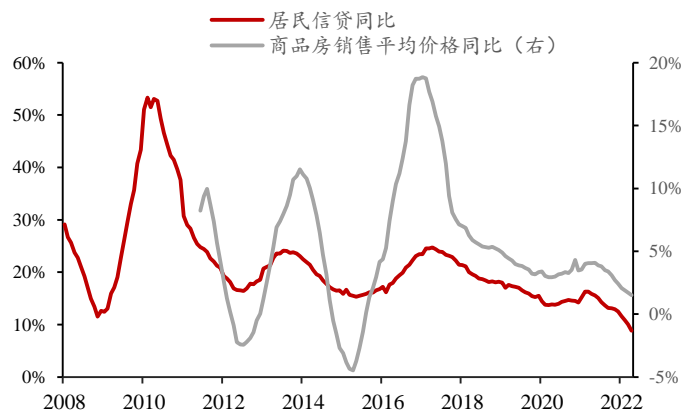
2012 年以来，全国商品房销售平均价格的同比与居民信贷同比的高点与低点完全重合，这背后其实是商品销售循环：房价上涨——居民预期改善——居民购房加快——房价进一步上涨，在这种循环下地产周期与居民信贷周期几乎一致。

图 5：居民信贷与房地产销售状况保持一致



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：房价同比与居民信贷同比高度一致



资料来源：wind，民生证券研究院

2 以地产销售判断居民信贷

既然从逻辑上，地产周期与居民信贷周期高度一致，那么我们是否可以通过地产的数据去捕捉居民信贷的情况呢？答案是可以。

2.1 居民信贷与地产销售的“另类”规律

先来回顾一下居民信贷的基本概况。

自 2015 年以来，居民信贷逐年增长，近 5 年每年新增规模稳定在 7-8 万亿之间，主要原因在银行信贷额度数量往往是固定的，在实施房地产贷款集中度管理后，房地产相关类贷款的额度更是被严格监管。

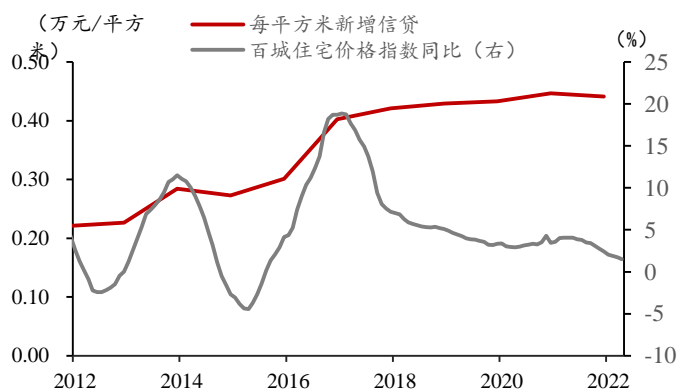
对比地产销售情形，将新增居民信贷除以每年新增的商品房成交面积，我们可以得到一个“另类”的规律：

近年单位地产销售面积对应的新增居民信贷规模非常稳定（约 0.4 万元/平方米）。

2017-2021 年，每平米房屋成交带动新增居民信贷分别是 0.42、0.43、0.43、0.45、0.44 万元/平方米。

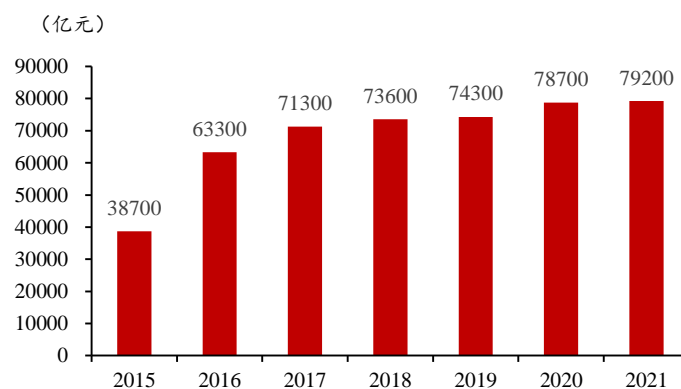
以新增房贷 = 商品房成交面积 X 平均价格 X 贷款比例 - 存量贷款偿还量公式来看，近年单位地产销售面积对应的信贷稳定，意味着近年房地产价格相对平稳，并且信贷比例和存量还款行为也相对稳定。

图 7：样本银行首套房首付比例



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：各年度新增居民贷款



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 影响居民信贷的因素在过去 5 年内保持平稳

第一，过去五年间商品房成交面积稳定在 21 亿平方米左右。

商品房成交面积商品房成交主要包括一手房和二手房的成交。

统计局公布的商品房销售是来自于房地产企业上报编制而成，所以只包含一手房销售数据，

2017 年至今，成交面积基本稳定在 17 亿平米左右。

而根据公开数据显示，二手房成交面积在 4 亿平米左右。

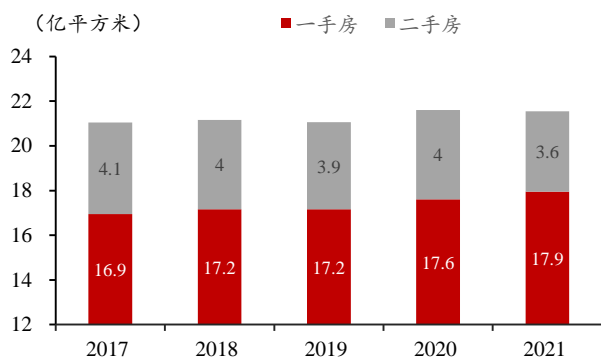
第二，过去五年房地产价格增速稳定

过去 5 年一手房价格从 0.76 万每平方米到 1.04 万每平方米，平均每年涨幅在 0.06 万每平方米。

二手房成交价格从 2017 年均价 1.45 万每平方米到 1.94 万每平方米，平均每年涨幅在 0.1 万元/每平方米。

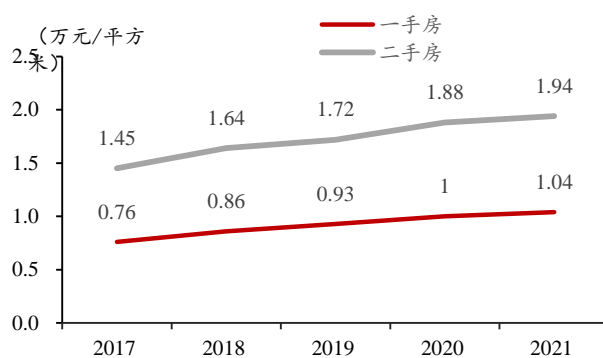
一手房价格涨幅低于二手房，体现近年限价措施较为有效。

图 9：2017-2021 年住宅成交面积



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：商品房成交价格



资料来源：wind，民生证券研究院

第三，过去五年首套房贷和二套房贷的比重较为稳定，基本维持在 9：1。

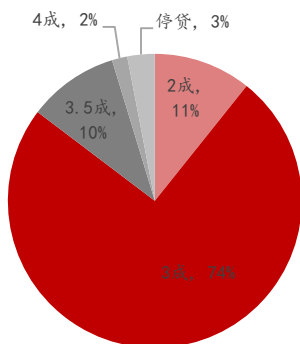
根据 2021 年 7 月银保监会公布的信息来看，个人按揭贷款存量中，首套房占比达到 92%。而以广东省（除去深圳）为例，2021 年新增居民信贷的首套房贷款占比超过九成。我们可以假设新增购房中，至少全国有 90% 为首套房。

首套房比例达到 90%，这一比例看似不符合直观感受。实际上早在 2014 年 9 月，央行就曾明确拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，再次申请贷款购买普通商品住房执行首套房贷款政策。

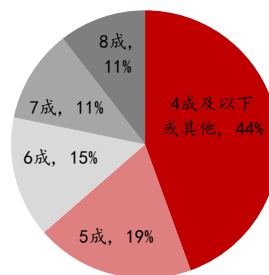
实际执行过程中，各地住对“认房”还是“认贷”所对金融机构做出规定，但其中一线城市和二、三线城市的执行标准会有不同，往往一线城市的执行会从严，但是在全国总成交中占比很低。

图 11：2019 年 6 月样本银行首套房首付比例

图 12：2019 年 6 月样本银行二套房首付比例



资料来源：wind，民生证券研究院



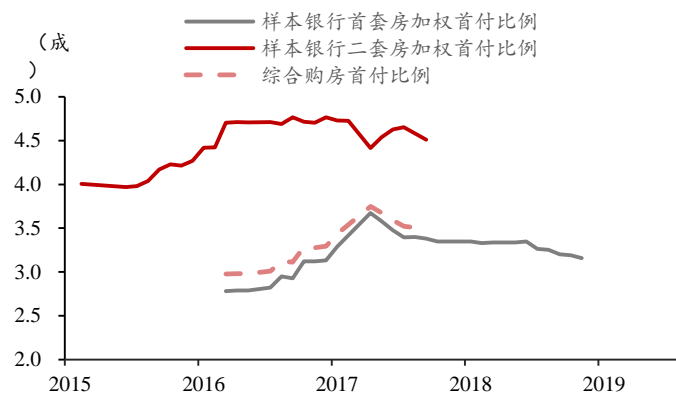
资料来源：wind，民生证券研究院

其四，过去五年首套房和二套房的实际首付比例较为稳定。

根据 2019 年 6 月样本银行首套房和二套房首付比例，首套房首付主要集中在 3 成（当时大多数地区最低首付要求为 30%）。二套房首付比相对较为分散，主要是 4 成及以下的情况偏多。

最低首付比是房地产调控政策重要工具，导致实际首付比例会随着政策变化而改变，通过计算样本银行首套房加权首付比例，加权首付比例在调控中实际差别可能相差 1 成，这也与实际的政策调控情况相符。

图 13：样本银行首套房首付比例



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图 14：全国层面的首付比例调整政策

首付比例	
首套房	二套房
• 2008.10 央行调整最低首付比例至20%	2010.01 二套房首付款比例不低于40%
• 2014.09 央行、银监会明确最低首付比30%	2010.01 二套房首付款比例不低于50%
• 2014.09 原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点	2012年首付款比例不低于60%
	2015.03 首付款比例不低于40%

资料来源：中国人民银行，住建部，民生证券研究院

2.3 地产销售增速可以拟合居民信贷增速

与直觉相悖的是，如果直接按照上述公式，通过地产成交数据等数据匡算居民信贷规模，会发现在绝对数量上完全无法拟合。

与直觉相悖的是，如果直接按照上述公式，通过地产成交数据等数据匡算居民信贷规模，会发现在绝对数量上完全无法拟合。

通过地产成交数据计算的新增信贷在 13-17 万亿的规模，但实际上居民信贷一年新增量最多不超过 8 万亿。

之所以存在口径上的数据差异，或有三点原因。

第一，统计口径差异。统计局公布地产销售是通过房地产企业填报提交给统计局，而居民信贷数据是来自银行体系，二者数据口径不一致。

第二，首付比的估算可能存在偏误。银行的住房贷款首付比统计的样本是存在购房贷款需求的人群，实际上部分全款购房者是没有被统计在内的，导致居民购房贷款规模会被高估。

第三，房地产销售面积或存在重复统计而高估。通过各地房企提供的数据，而这种方法存在高估的弊端，例如同一个房地产项目会被子公司和母公司申报两次，由多个房企同时开发的房地产项目可能会被申报多次，都会导致销售面积被高估。

虽然绝对值上有差异，但用估算得到的居民信贷（用地产销售数据推算），和央行公布的居民信贷，增速上高度一致。

图 15：2015-2021 年房地产销售与信贷情况

单位	新房			二手房			贷款比率	拟合的购房贷款规模 万亿	信贷数据拟合的房贷规模		
	成交面积 亿平方米	房均价 万元/平方米	总价 万亿	成交面积 亿平方米	二手房均价 万元/平方米	总价 万亿			房贷偿还规模 万亿	新增居民信贷 万亿	合计 万亿
2015	12.8	0.68	8.7			2.30	70%	7.72	0.53	3.87	4.40
2016	15.7	0.75	11.8			4.68	70%	11.55	0.66	6.33	6.99
2017	16.9	0.79	13.4	4.1	1.45	5.86	67%	12.92	0.90	7.13	8.03
2018	17.2	0.87	15.0	4	1.64	6.56	65%	13.97	1.10	7.36	8.46
2019	17.2	0.93	16.0	3.9	1.72	6.71	65%	14.70	1.29	7.43	8.72
2020	17.6	0.99	17.4	4	1.88	7.52	65%	16.12	1.51	7.87	9.38
2021	17.9	1.01	18.2	3.6	1.94	6.98	65%	16.31	1.73	7.92	9.65

资料来源：wind，贝壳研究院，民生证券研究院测算

我们可以通过地产销售数据计算出销售情况对应的新增房贷增速。

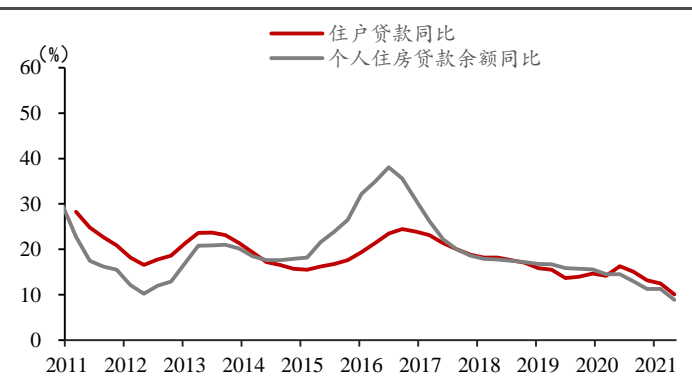
通过成交面积和均价计算首套房和二套房各自的成交金额，再将二者相加获得总成交金额，最后根据购房贷款比例计算出理论上的新增房贷规模及其同比增速，这样即可得到一个通过地产销售情况拟合的新增房贷规模增速。

但事实上，信贷数据也可以计算出一个新增房贷增速：

将新增居民信贷加上存量房贷偿还量，即新增房贷规模，继而获得新增房贷增速。

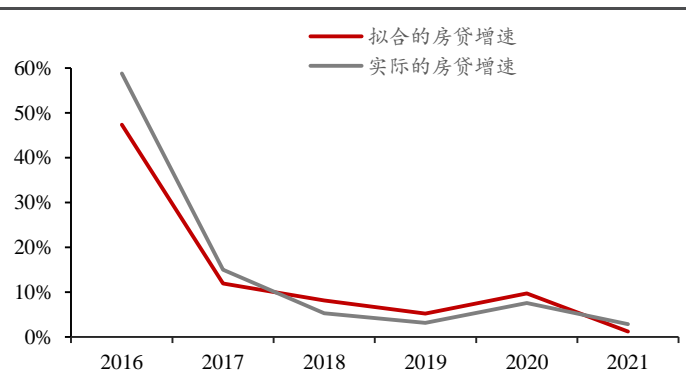
根据 2016-2021 年的数据，使用两种方法计算出的房贷增速结果相差并不大，这也就意味着，我们可以采用地产销售口径推算的新增房贷增速来拟合新增居民信贷增速。

图 16：房贷与住户贷款增速变动一致



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：两种方法计算的房贷增速几乎一致



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2015-2021 年房地产销售与信贷同比增速

同比	新房			二手房			贷款比率	拟合的购房贷款规模	信贷数据拟合的房贷规模		
	成交面积	房均价	总价	成交面积	二手房均价	总价			房贷偿还规模	新增居民信贷	合计
单位	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
2015											
2016	22.5%	10.1%	34.8%			103.5%		47.3%	23.6%	63.6%	58.8%
2017	7.7%	5.6%	13.7%			25.2%		11.9%	37.4%	12.6%	15.0%
2018	1.3%	10.7%	12.2%	-2.4%	13.1%	11.9%	-3.0%	8.1%	21.7%	3.2%	5.3%
2019	-0.1%	6.6%	6.5%	-2.5%	4.9%	2.3%	-2.4%	5.2%	17.8%	1.0%	3.1%
2020	2.6%	5.9%	8.7%	2.6%	9.3%	12.1%	0.0%	9.7%	17.1%	5.9%	7.6%
2021	1.9%	2.8%	4.8%	-10.0%	3.2%	-7.1%	0.0%	1.2%	14.2%	0.6%	2.8%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

3 全年新增居民信贷测算

3.1 年内居民杠杆的三种情景测算

根据前文的结论可知，对于居民信贷的预测，实质上可以转化对于商品房销售预测，通过对销售面积、价格、首付比等等变动因素做出调整，即可得到相较于上一年的增速，推断出新增居民信贷的变动规模。

我们对今年房地产销售面积、价格、和首付比等在不同情境下假设可得：

(1) 基准情形。

新房成交面积同比-15%、均价-3%；二手房成交面积-20%、均价-5%；首付比下降 3%。

测算得到居民信贷增速-15%，民信贷较去年减少 1.7 万亿。

(2) 悲观情形。

新房成交面积同比-22%、均价-5%；二手房成交面积-30%、均价-10%；首付比下降 3%。

测算得到居民信贷增速在-23%，居民信贷相比于去年减少 2.6 万亿。

(3) 乐观情形。

新房成交面积同比-5%、均价不变；二手房成交面积-10%、均价不变；首付比下降 3%。

测算得到居民信贷增速在-6%，居民信贷相比于去年减少 0.4 万亿。

图 19：2022 年居民信贷预测

情形	新房			二手房			贷款比率变动	居民信贷增速	新增居民信贷规模同比变动 (万亿)
	成交面积	均价	总价	成交面积	均价	总价			
2022年1-5月份实际	-23%	-11%	-32%	-40%	3%	-37%	0%	-33%	-3.4
2022年全年									
悲观情形	-22%	-5%	-26%	-30%	-3%	-32%	3%	-25%	-2.6
基准情形	-15%	-3%	-18%	-20%	0%	-20%	3%	-15%	-1.7
乐观情形	-5%	0%	-5%	-10%	3%	-7%	3%	-3%	-0.4

资料来源：wind，民生证券研究院测算

3.2 下半年居民信贷好于上半年

2022年前5个月，房地产销售面积同比-23%，二手房成交面积同比-40%，已经远远超出了历史数据的正常范围，主要是因为疫情等因素直接影响房地产成交情况。

展望下半年，地产销售大概率会好于上半年。

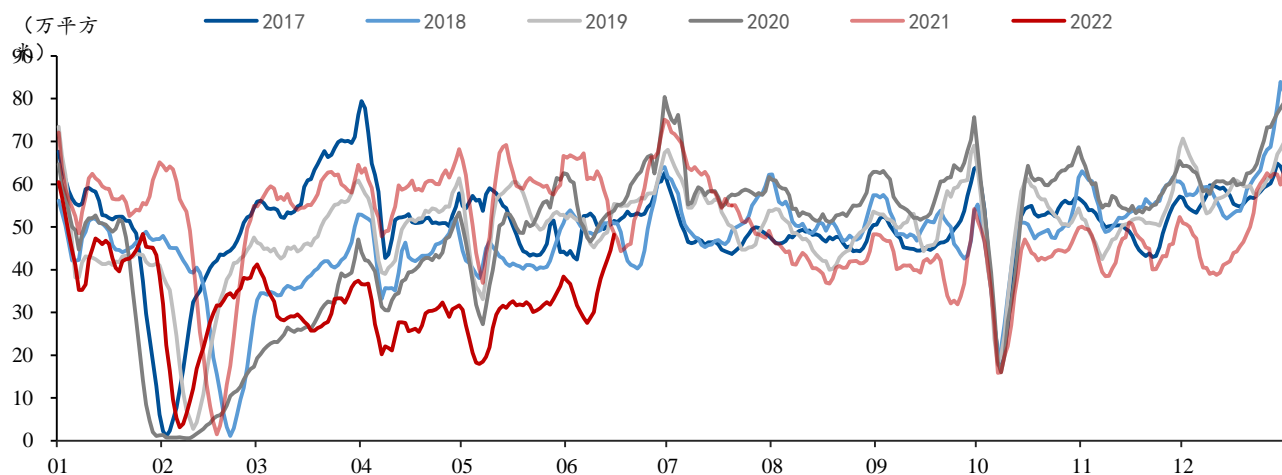
首先，前期被疫情等因素被递延的需求可能在下半年集中释放，托底地产销售边际回暖。从地产高频数据上看，随着疫情消退，5月以来的一二线地产销售数据环比已经出现改善。

其次，各地房地产刺激政策密集出台有望在下半年见到效果。当前二三线城市纷纷放宽购房政策，不论是放松限购、限贷，还是调低房贷利率，都降低了居民购房成本。而疫情对经济的影响减弱后，也会改善居民的收入预期，刺激购房需求。

最后，去年下半年销售基数本身偏低。也就是说，在销售即使并没有环比大幅改善的情况下，房地产销售同比增速大概率将迎来回升。

居民信贷增速与地产销售增速高度同步，如果下半年居民信贷的增速也要好于今年上半年。我们倾向于认为基准情形实际落地的概率较高，即全年2022年全年居民信贷可能相比去年少增1.7万亿左右，拖累全年社融0.5个百分点。

图 20：30 城地产销售数据已经有所好转



资料来源：wind，民生证券研究院

4 居民杠杆“躺平”了么？

我们理解地产销售和居民杠杆之间的关系，并非微观直觉理解的“居民加杠杆，所以房地产销售回温”。居民杠杆和房地产相互影响，大部分情况是房地产价格先行，居民杠杆随后变动。

当前居民杠杆真正约束因素在地产市场冷热，而非居民收入高低。故而判断居民杠杆的关键在于判断地产销售情况。

疫情以来，居民存贷数据异动，观察这些异动的居民存贷数据，我们能够得到居民杠杆的真正影响因素。

去年以来居民信贷快速收缩，显然与居民收入相关性不大，去年下半年居民收入没有显性下降。居民信贷收缩，显然与去年下半年以来地产增速下行关系密切。

同样当前居民存款偏高。这种存贷结构描述的状态是，居民并不缺钱。

将房地产销售、居民信贷、居民存款连在一起，这些数据共同描绘的现象是地产销售偏弱，居民更倾向于配置存款而非地产。

随着地产销售逐步企稳，我们未来会看到居民信贷有所改善，居民杠杆将有企稳。

今年 1 至 5 月地产销售同比-23%，居民信贷同比-33%。我们估测得到中性情形下，下半年居民信贷同比 22%，显著好于今年 1-5 月。即便悲观情景，

我们估算下半年房地产销售同比，较上半年显著改善。

随着中国地产销售下台阶，中国居民杠杆也将结束快速扩张的黄金期。

2021 年新房和二手房成交总面积和 2020 相比略低。2022 年前五个月，仅一手房销售同比增速已经在-23%，只有在接下来的 6-12 月同比增速在 13.8%的情况下，一手房销售面积才会与去年持平。

自 2017 年以来，仅仅在 2020 四季度和 2021 年一季度时，销售同比达到或超过这一增速。也就是说，今年的地产销售大概率是要低于去年的。

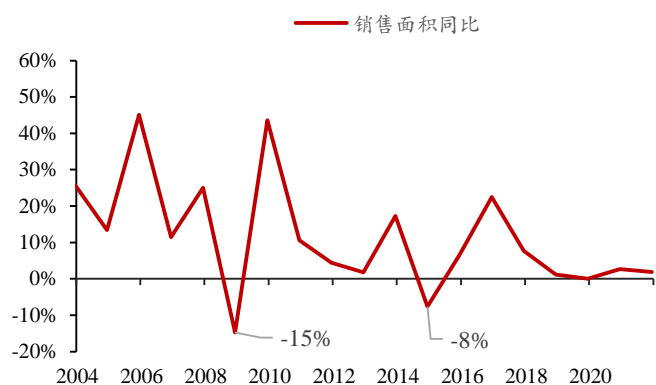
未来一段时间，新增居民信贷规模很难回到历史大幅扩张。

我们关注到一个更加长期的事实，居民信贷可能逐渐与地产周期脱钩。

当地产渡过了一个长期周期的繁荣时期，那么居民信贷与地产周期将逐步脱钩。这一迹象在 2020 年后就一开始显现。结构性货币政策工具的推出后，普惠小微类信贷的投放规模增加，个人经营类贷款的增速远超居民信贷整体增速。

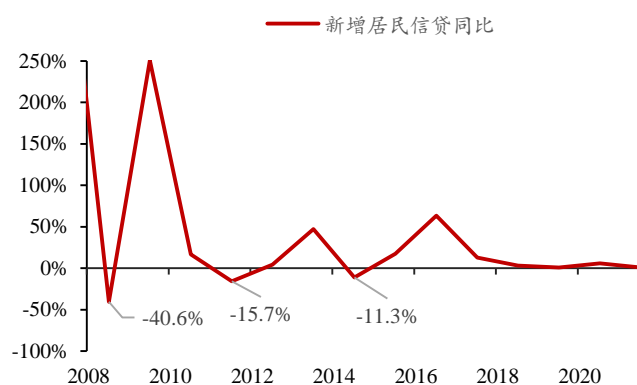
未来地产销售逐步下台阶，居民信贷与地产周期的同步性也将逐渐走弱。

图 21：房地产销售面积同比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：新增居民信贷同比



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) **数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对当前居民信贷的判断。

3) **地产政策超预期或不及预期。**若由于地产政策超预期，会导致销售和信贷偏离大幅历史数据和经验，从而影响对全年的判断和测算。

插图目录

图 1：2021 年消费中长贷在居民信贷中占比最高	4
图 2：消费贷款和居民信贷几乎同步	4
图 3：2019 年居民资产配置集中在实物资产	5
图 4：2019 年实物资产中以住房为主	5
图 5：居民信贷与房地产销售状况保持一致	5
图 6：房价同比与居民信贷同比高度一致	5
图 7：样本银行首套房首付比例	6
图 8：各年度新增居民贷款	6
图 9：2017-2021 年住宅成交面积	7
图 10：商品房成交价格	7
图 11：2019 年 6 月样本银行首套房首付比例	7
图 12：2019 年 6 月样本银行二套房首付比例	7
图 13：样本银行首套房首付比例	8
图 14：全国层面的首付比例调整政策	8
图 15：2015-2021 年房地产销售与信贷情况	9
图 16：房贷与住户贷款增速变动一致	9
图 17：两种方法计算的房贷增速几乎一致	9
图 18：2015-2021 年房地产销售与信贷同比增速	10
图 19：2022 年居民信贷预测	10
图 20：2022 年居民信贷预测	11
图 21：房地产销售面积同比	13
图 22：新增居民信贷同比	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

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