



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

房地产金融

蔡真

崔玉 陶琦

2023 年 2 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

特别鸣谢

贝壳研究院
对本报告提供数据支持

凛冬已过 筑底在望

摘要

房地产政策方面，在房地产市场面临需求收缩、预期转弱和房企违约冲击的形势下，2022 年政府部门持续释放出积极的房地产政策信号来稳定房地产市场和预期，包括重新明确房地产行业的国民经济支柱产业地位、通过金融“三支箭”政策支持房企合理融资需求、支持居民刚性和改善性住房需求、放松供需两端限制性行政政策、推进保交楼和房企债务风险的防范化解等。

房地产市场运行方面，2022 年房地产市场延续 2021 年下半年以来的下行态势，商品住宅销售各季度同比增速全部为负，商品住宅销售面积为 11.46 亿平方米，已回落至 2013 年水平，销售额为 11.67 万亿元，已回落至 2017 年的水平；70 城商品住宅销售价格环比下跌态势已持续 16 个月，住房租赁市场租金水平也普遍下跌。住宅销售市场的趋冷通过房企的拿地投资行为影响到土地市场，2022 年百城住宅类土地在供给大幅下降的同时，仍有大量土地流拍，全国百城共有 6279 宗土地未能成交。

房地产金融形势方面，在住房贷款利率大幅下调、住房消费金融服务持续优化的情况下，个贷余额增速仍持续回落；因出现提前还贷潮，第四季度个贷余额净减少 1100 亿元，表明居民部门正在通过增加储蓄、降低消费和减少债务来修复家庭资产负债表。受房企债务违约影响，房地产信托仍在持续压降，房企境外债发行规模腰斩；但随着房地产融资政策环境的进一步改善和“保交楼”专项借款的有序投放，房地产开发贷款余额增速由负转正，同比增长了 3.7%。

本报告负责人：蔡真

本报告执笔人：

● 蔡真

国家金融与发展实验室
房地产金融研究中心主任

● 崔玉

国家金融与发展实验室
房地产金融研究中心研究员

● 陶琦

贝壳研究院数据研究总监

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

2022 年房地产市场最大的风险是房企大规模债务违约问题，尤其需要关注的是部分出险房企的债务风险已经由初始违约时的流动性风险演变为资不抵债风险。其次是因房企债务违约问题而引发的集体停贷事件，为维护社会稳定，保交楼工作至关重要。

展望 2023 年，我们认为房地产政策将着力于稳需求、保供给和防范化解风险三个方面。伴随着政策效果的逐步显现和三年疫情防控的阶段性胜利，房地产市场预期将会明显好转，积压的需求逐步释放，房地产市场有望在 2023 年上半年完成筑底。但中长期来看，随着我国人口正式进入负增长时代、城镇化进程的放缓、购房主力人口数量的大幅减少、住房来源中继承比例的逐步上升，我国住房市场在长期中有可能会步入下行通道，这是特别值得警惕的。房地产金融方面，我们认为 2023 年房地产金融将会维持相对宽松环境。住房消费金融服务进一步优化，个贷利率进一步下降，受提前还贷潮的影响，个贷余额增速可能会进一步下降。随着金融“三支箭”政策的落地，房企融资环境将会显著改善。

目录

一、房地产政策情况	1
(一) 中央及部委层面持续释放出积极的房地产政策信号	1
(二) 地方政府层面从供需两侧密集出台“救市”政策	1
二、房地产市场运行形势	2
(一) 70 城商品住宅销售价格环比下跌的态势已持续 16 个月 ..	2
(二) 住房销售面积已回落至 2013 年水平	3
(三) 土地交易市场持续低迷	4
(四) 住宅年度投资完成额首次出现负增长	5
(五) 房地产市场的预期和景气程度较弱	6
(六) 三线城市住宅库存去化的压力较大	7
(七) 住房租赁市场价格普遍小幅下跌	8
(八) 租金资本化率相对保持稳定	8
三、房地产金融形势	9
(一) 住房贷款利率大幅下调	9
(二) 个人住房贷款放款周期大幅缩短	11
(三) 个人住房贷款余额在第四季度出现负增长	11
(四) 个人住房抵押贷款总体风险可控	12
(五) 房地产开发贷余额同比增速转正	14

(六) 房地产信托仍在持续压降.....	15
(七) 房企境外债发行规模腰斩.....	15
四、房地产市场主要风险情况分析	16
(一) 房企大规模债务违约问题.....	16
(二) 购房者集体停贷事件与保交楼.....	20
五、房地产市场及房地产金融运行展望	23
(一) 房地产政策将着力于稳需求、保供给和防范化解风险...	23
(二) 房地产市场有望在 2023 年上半年完成筑底.....	23
(三) 房企融资环境将显著改善.....	24
附件：相关指标说明	25

一、房地产政策情况

（一）中央及部委层面持续释放出积极的房地产政策信号

2022 年，中央层面在坚持“房住不炒”的政策底线基础上，持续释放出积极的房地产政策信号：一是重新明确房地产行业的国民经济支柱产业地位；二是要加大对居民刚性和改善性住房需求的支持力度；三是要求满足房企合理融资需求，推动行业重组并购，防范和化解房企债务风险；四是压实地方政府责任，推动“保交楼、保民生、保稳定”工作；五是增加保障性租赁住房供给，探索长租房市场建设，加快建立租购并举的住房制度；六是推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

央行、银保监会、财政部、住建部等部委层面，主要从以下几个方面贯彻落实中央要求：第一，支持居民刚性和改善性住房需求。推动 LPR 下行，放宽部分城市的首套房政策利率下限，下调住房公积金贷款利率；优化住房金融服务，加大对居民刚性、改善性住房需求的金融支持力度；支持居民通过换购的方式改善住房条件，并给予个人所得税退税优惠。第二，支持和有效满足房企合理融资需求。通过银行信贷融资（第一支箭）、债券融资（第二支箭）与股权融资（第三支箭）满足房企合理融资需求；允许商业银行与优质房企开展保函置换预售监管资金业务；通过政策性银行专项借款方式支持房企保交楼工作。第三，推进房企债务风险的防范化解。按照法治化、市场化原则，通过债务展期、债务置换、项目并购和资产处置等方式开展出险房企债务风险化解工作。第四，压实地方政府责任，用足用好政策工具箱，保交楼、稳民生。第五，加大对住房租赁的金融支持力度。优化住房租赁信贷服务，支持住房租赁企业融资；鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理；实现保障性租赁住房公募 REITs 发行和上市。

（二）地方政府层面从供需两侧密集出台“救市”政策

2022 年，在住房销售规模大幅下降、销售价格持续下行和市场预期较弱的形势下，为稳定市场运行和维持土地财政的可持续性，地方政府在“因城施策”

的原则下，从供需两侧密集出台宽松的房地产政策。

需求侧的支持政策主要包括：第一，放松住房需求端限制。放松或取消落户限制，放松或取消区域限购政策，放松首套房认定标准。第二，加大金融支持力度。放宽公积金贷款发放和使用要求，允许提取公积金账户缴存余额支付首付款，允许提取直系亲属公积金账户缴存余额，提高个人住房公积金贷款最高额度；优化或放松区域限贷要求，下调首付比例，下调个人住房贷款利率，合理设置区域个人住房贷款利率下限。第三，鼓励住房消费。发放购房补贴，给予购房者税费补贴或优惠，推行二手房“带押过户”模式，鼓励农村居民进城买房，重启棚改货币化安置或出具房票安置。

供给侧的支持政策主要包括：第一，放松供给端限制。放松或取消区域限售政策，放松房地产项目限价要求，调整新建商品房预售条件，优化房地产项目预售资金的监管和使用。第二，调整土拍规则。稳定供地节奏，放宽土地出让要求，降低土地竞买保证金，允许土地出让价款和税费延期缴纳，设置土地合理上限价格。第三，加大对区域内房地产项目的融资支持。第四，落实城市主体责任，推动问题房企和房地产项目的处置。牵头推动“保交楼”工作，成立区域房地产纾困基金，支持优质房企进行项目收并购，回购滞销存量商品住房作为安置房、人才房或保障性租赁住房。

二、房地产市场运行形势

（一）70 城商品住宅销售价格环比下跌的态势已持续 16 个月

从国家统计局公布的 70 个大中城市商品住宅销售价格变动数据来看，2022 年，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格同比下降 2.29%，二手商品住宅销售价格同比下降 3.76%。70 个大中城市中，新建商品住宅销售价格同比下降的城市数量为 63 个，二手住宅销售价格同比下降的城市数量为 64 个。从住房销售价格的环比走势来看，自 2021 年 9 月以来，70 城新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下跌的态势已持续 16 个月，房价持续下行压力较大（见图 1 左上图）。

分城市层级来看，2022 年一线城市的房价在市场下行、交易量下滑的形势下仍表现较为坚挺，新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅分别为 2.52% 和 0.58%（见图 1 右上图）；二、三线城市的房价在回落，其中，二线城市新建商品

住宅销售价格和二手住宅销售价格的同比降幅分别为 1.14%和 3.19%（见图 1 左下图），三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格的同比降幅分别为 3.86%和 4.76%（见图 1 右下图）。

受房企违约、市场需求低迷、预期持续较弱三种因素的交织影响，70 城商品住宅销售价格环比下跌态势已经持续 16 个月，但跌幅明显小于历史上的最深跌幅（2014 年 5 月~2015 年 4 月期间的跌幅）。这表明持续、密集出台的宽松性房地产政策，虽然不能完全改变房价持续下行的趋势，但在边际上对房价起到了托底作用，避免了房价大幅下探的情况。

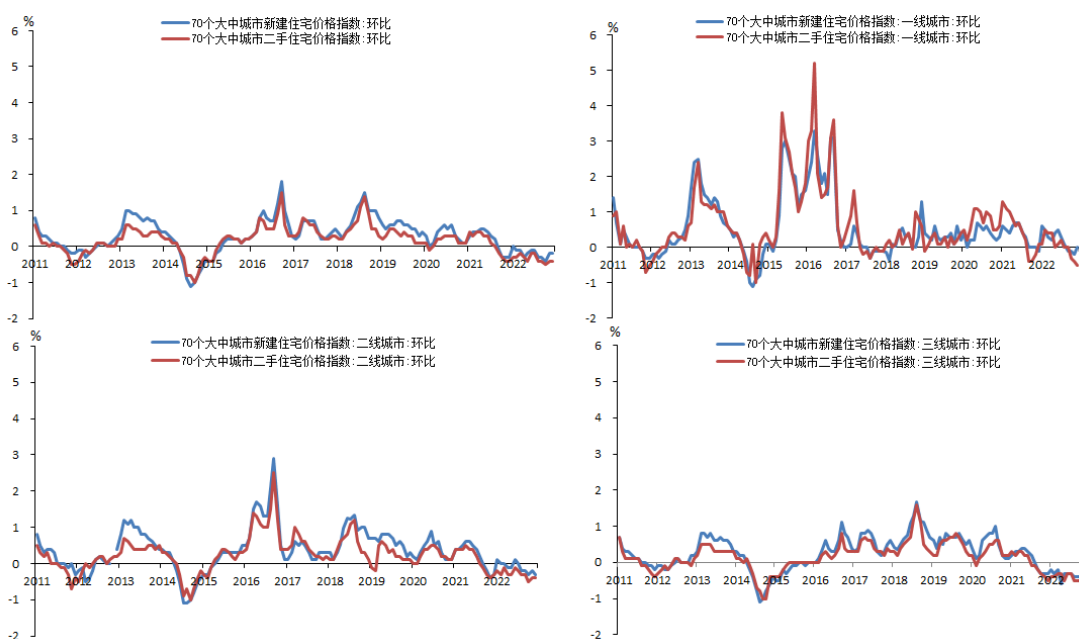


图 1 70 个大中城市房价走势（月度环比）

资料来源：国家统计局，Wind。

注：70 个大中城市房地产价格统计按照一二三线城市划分，一线城市指北京、上海、广州、深圳 4 个城市；二线城市指天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐 31 个城市；三线城市指唐山、秦皇岛、包头、丹东、锦州、吉林、牡丹江、无锡、徐州、扬州、温州、金华、蚌埠、安庆、泉州、九江、赣州、烟台、济宁、洛阳、平顶山、宜昌、襄阳、岳阳、常德、韶关、湛江、惠州、桂林、北海、三亚、泸州、南充、遵义、大理 35 个城市。

（二）住房销售面积已回落至 2013 年水平

从商品住宅销售情况来看，2022 年延续了 2021 年第三季度以来的下行态

势，销售规模大幅下跌。2022 年商品住宅销售面积为 11.46 亿平方米，同比下跌 26.8%，已回落至 2013 年的水平¹；商品住宅销售额为 11.67 万亿元，同比下跌 28.3%，已回落至 2017 年的水平²（见图 2）。

2022 年房地产市场深度下探的原因包括三点：第一，自 2021 年第三季度以来，受房企债务违约事件的影响，部分购房者因担心购买期房可能会陷入烂尾楼纠纷，暂缓了购房计划；第二，2022 年 6 月底爆发了“集体停贷”事件，这导致更多意愿购房者陷入观望中，市场需求萎缩；第三，受疫情影响，购房者对未来收入增长预期下降，住房消费意愿下降。这些因素叠加在一起，导致住房市场需求端持续低迷，住房销售规模大幅下跌。尽管政策持续放松、试图扭转预期，但也仅仅在边际上对房价起到了托底作用，未能在数量上有效地稳住市场需求。

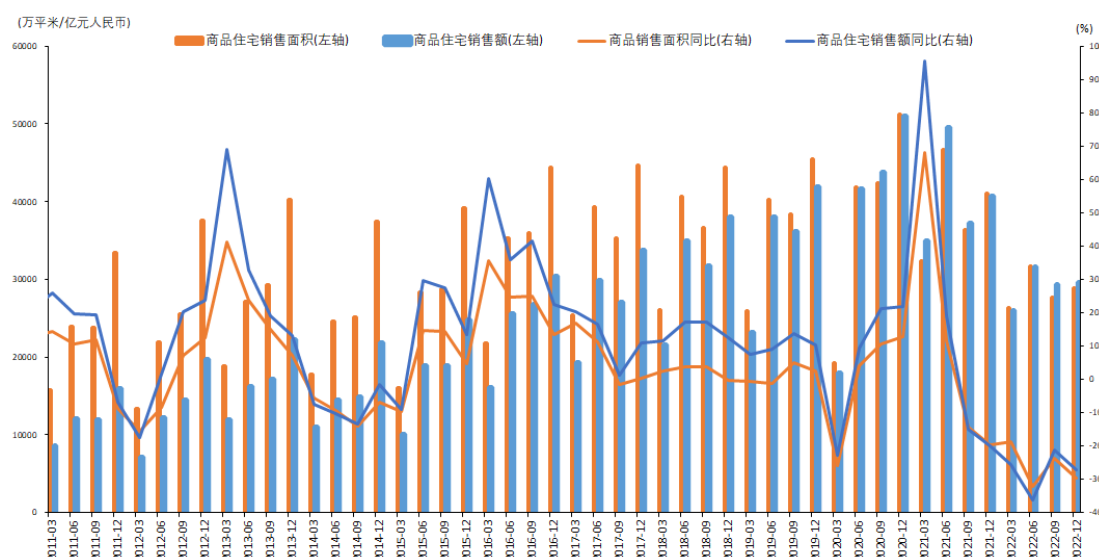


图 2 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（三）土地交易市场持续低迷

住房市场销售规模的下跌，通过房企的拿地投资行为影响到土地交易市场。2022 年，百城住宅类土地供应面积为 3.19 亿平方米，同比下降 28.86%；成交面积为 2.54 亿平方米，同比下降 19.49%；成交金额为 3.01 万亿元，同比下降 26.79%（见图 3 左图）。在土地供给大幅下降的同时，仍有大量土地流拍；住宅类用地成交土地溢价率持续保持低位，大部分土地以低溢价率成交。在 2022 年，百城

¹ 2013 年的住房销售面积为 11.57 亿平方米。

² 2017 年的住房销售额为 11.02 万亿元。

共有 6279 宗土地未能成交，住宅类用地成交土地平均溢价率仅为 3.29%（见图 3 右图）。

总体来看，土地交易市场持续低迷。自 2021 年第三季度以来，因销售持续疲软，房企的销售回款规模大幅下降。同时，部分房企债务违约带来了行业信用收缩效应，房企的融资性现金流普遍下降。受这些因素影响，大部分房企（尤其是民营房企）的拿地意愿和能力均较低，从而导致土地市场成交规模大幅下降。

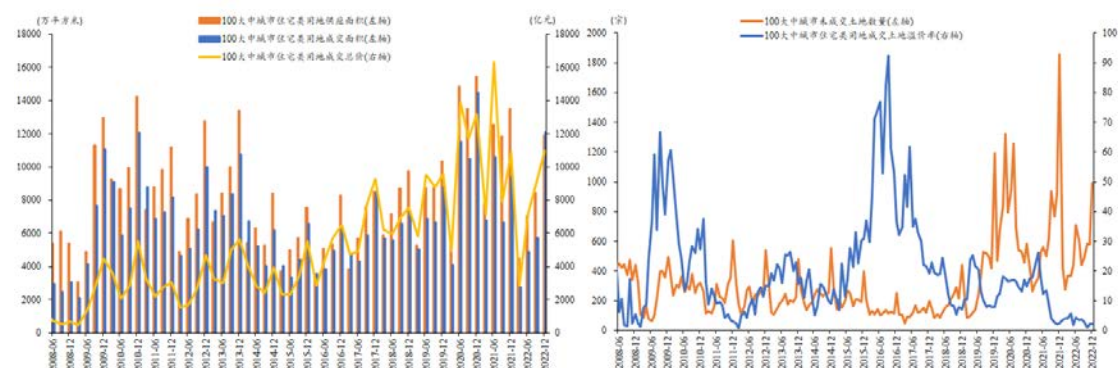


图 3 100 大中城市土地交易情况（季度）

资料来源：Wind。

（四）住宅年度投资完成额首次出现负增长

从商品住宅的投资数据来看，2022 年全国住宅开发投资完成额为 10.06 万亿元，同比下降了 9.5%（见图 4 右图）；自 1998 年住房分配货币化改革以来，住宅年度开发投资完成额同比增速首次出现负值。从商品住宅的开发数据来看，住宅新开工面积仅为 8.81 亿平方米，同比下降了 39.8%；住宅竣工面积 6.25 亿平方米，同比下降了 14.3%（见图 4 右图）。

总体来看，全国住宅年度投资完成额首次出现负增长，且住宅的新开工面积和竣工面积降幅较大，住房市场的有效供给下降。究其原因，主要有以下三个方面：一是市场需求低迷，大部分房企采取“以销定投”“以收定支”策略，拿地、投资意愿较低，新开工积极性不足。二是房企的销售回款（经营性现金流）规模大幅下降，叠加房企暴雷不断，行业信用收缩，融资性现金流规模下滑。为维持企业现金流的正常运转，房企通过主动放缓部分项目的建设进度来控制投资性现金流支出规模。三是出险房企的大部分项目因债务、资金问题，工程建设进度缓慢、甚至停工，项目投资完成额规模下降、完工交付困难。

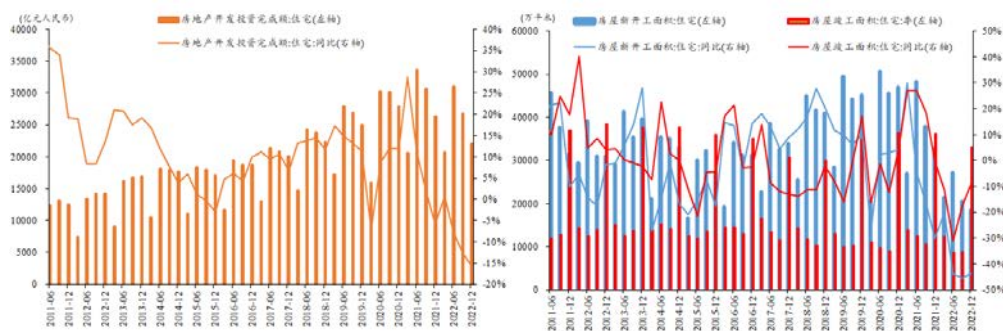


图4 商品住宅供给情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（五）房地产市场的预期和景气程度较弱

从中国人民银行城镇储户调查问卷数据来看，被调查储户中未来3个月预计增加购房支出占比由2021年第四季度的17.9%下降至2022年第四季度的16.0%（见图5左图）。自2021年第三季度以来，居民住房消费预期持续减弱，购房者信心持续下滑。受房企违约和收入增长预期下降的影响，更多的城镇储户选择增加预防性储蓄、减少购房支出。

从国家统计局公布的全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）³数据来看，国房景气指数由2021年末的100.29持续下滑至2022年末的94.35，创2016年以来新低，且进入较低景气水平（见图5右图）。房地产行业持续下行压力较大，景气程度较弱。

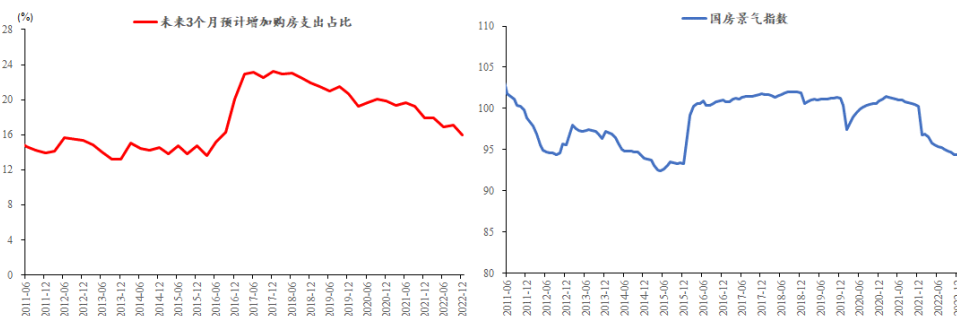


图5 房地产市场预期和景气程度情况（季度、月度）

资料来源：中国人民银行，国家统计局，Wind。

³ 全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）遵循经济周期波动的理论，以景气循环理论与景气循环分析方法为依据，运用时间序列、多元统计、计量经济分析方法，以房地产开发投资为基准指标，选取了房地产投资、资金、面积、销售有关指标，剔除季节因素的影响，包含了随机因素，采用增长率循环方法编制而成，每月根据新加入的数据对历史数据进行修订。通常情况下，国房景气指数100点是最合适的景气水平，95至105点之间为适度景气水平，95以下为较低景气水平，105以上为偏高景气水平。

（六）三线城市住宅库存去化的压力较大

从库存去化情况来看，截至 2022 年 12 月末，18 个样本城市平均住宅库存去化月数由 2021 年 12 月末的 21.2 个月上升至 2022 年年底的 30.3 个月，整体上表现出滞销的现象。

分城市层级来看，2022 年一线城市住宅库存去化周期在上半年经历了快速上升的势头，这主要是由于世茂和融创两家头部违约，市场信心收到打击。2022 年下半年，即使是在 6 月底发生“集体停贷”事件的情况下，一线城市的库存去化周期基本保持平稳，这反映出一线城市抗风险能力较强。2022 年末，一线城市平均住宅库存去化周期为 11.3 个月，处于相对合理水平。二线城市住宅库存去化周期走势大体与一线保持一致，差异表现为 7 月和 8 月上升较快，但随后保持平稳。2022 年末，二线城市平均住宅库存去化周期为 15.9 个月，基本处于合理水平。三线城市平均库存去化周期在下半年出现大幅跳升，这是因为“集体停贷”事件主要发生在三线城市并产生严重的传染效应。2022 年末，三线城市平均库存去化周期为 63.8 个月，库存去化的压力较大，存在较大去化风险（见图 6）。

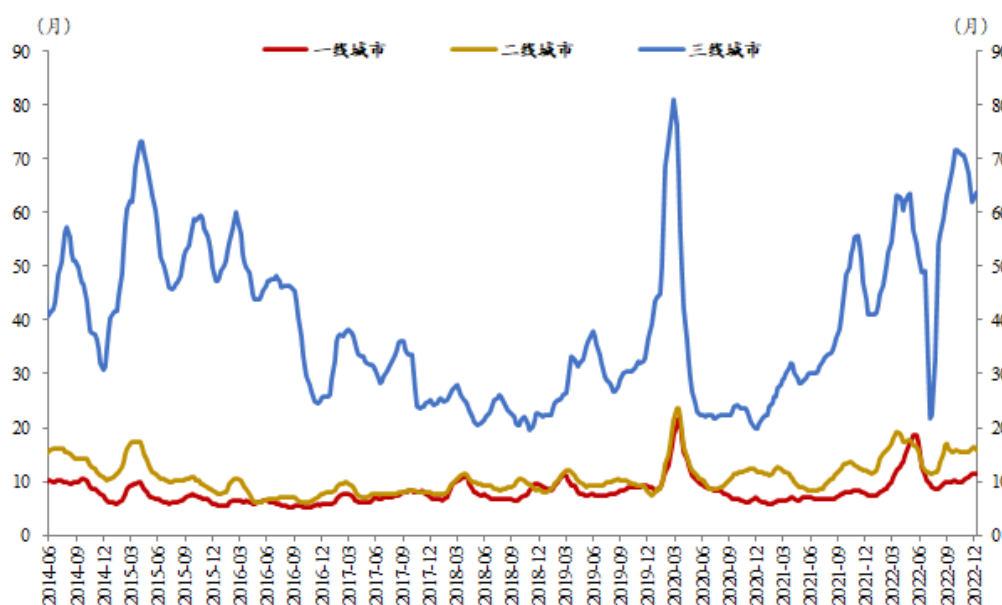


图 6 各城市房地产库存去化情况（3 周移动平均）

资料来源：根据 Wind 统计计算。

注：因东莞、泉州的商品房可售和销售套数数据不再更新，本报告考察的城市数量由 2021 年的 18 个调整为 16 个。图中的一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括杭州、南京、苏州、厦门、南昌、福州、南宁、青岛，三线城市包括莆田、东营、舟山、宝鸡。

（七）住房租赁市场价格普遍小幅下跌

从中原地产统计的四个一线城市、两个二线城市的住房租金数据来看，截至2022年末，北京的住房租金水平同比下降2.81%；深圳的住房租金水平同比下降3.96%；上海的住房租金水平同比下降2.99%（见图7左图）；广州的住房租金水平同比下降0.78%；天津的住房租金水平同比下降1.11%；成都的住房租金水平同比下降4.14%（见图7右图）。

总体来看，2022年六个样本城市的住房租金水平普遍小幅下跌。即使在6~8月住房租赁的传统旺季，六城的住房租金水平仅表现为小幅上涨，市场上部分长租房房源可以原价续租。究其原因可能如下：一是青年人群失业率⁴居高不下，住房租赁市场主要新增需求下降；二是随着保障性租赁住房市场的建设和长租房市场的发展，市场供给增加，供需矛盾有所缓解；三是因疫情导致部分住房租赁人群的收入下降和预期不稳，住房租金支付能力下降。

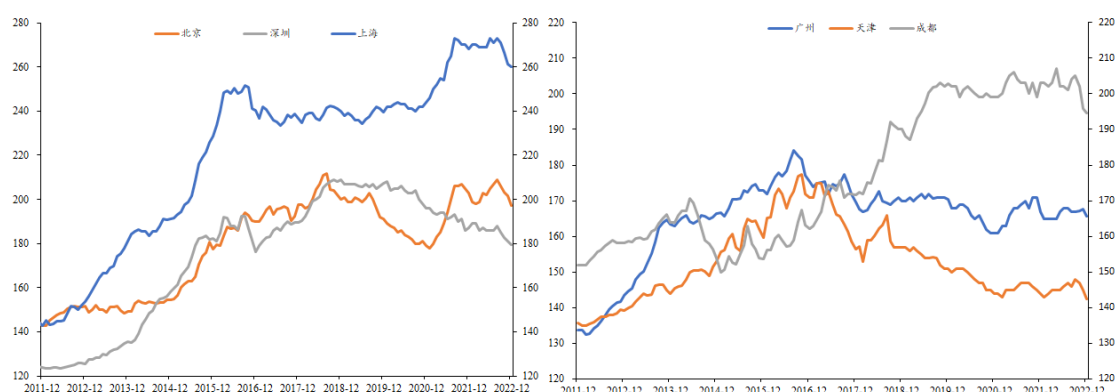


图7 中原二手住宅租金指数（月度，定基2004年5月=100）

资料来源：中原地产，Wind。

（八）租金资本化率相对保持稳定

2022年，四个一线城市的租金资本化率总体呈略有上升态势，平均租金资本化率从2021年末的57.1年上升至2022年末的57.8年（见图8上图）。二线城市的租金资本化率也略有上升；其中，二线热点城市的平均租金资本化率由2021年末的52.9年上升至2022年末的56.2年；二线非热点城市的平均租金资本化率由2021年末的46.4年上升至2022年末的47.5年（见图8左下图）。三线城市方

⁴ 2022年12月，全国16~24岁人口城镇调查失业率为16.7%；其中，20~24岁大专及以上学历人员城镇调查失业率高达21.1%。

面，平均租金资本化率基本保持不变，2022 年末为 42.0 年，略低于 2021 年末的 42.1 年（见图 8 右下图）。

总体来看，样本城市的租金资本化率相对保持稳定：受住房租金水平下降、房价小幅上涨或房价下降相对幅度较小的影响，一、二线城市的租金资本化率小幅上升；受房价下行的影响，三线城市的租金资本化率则略有下降。

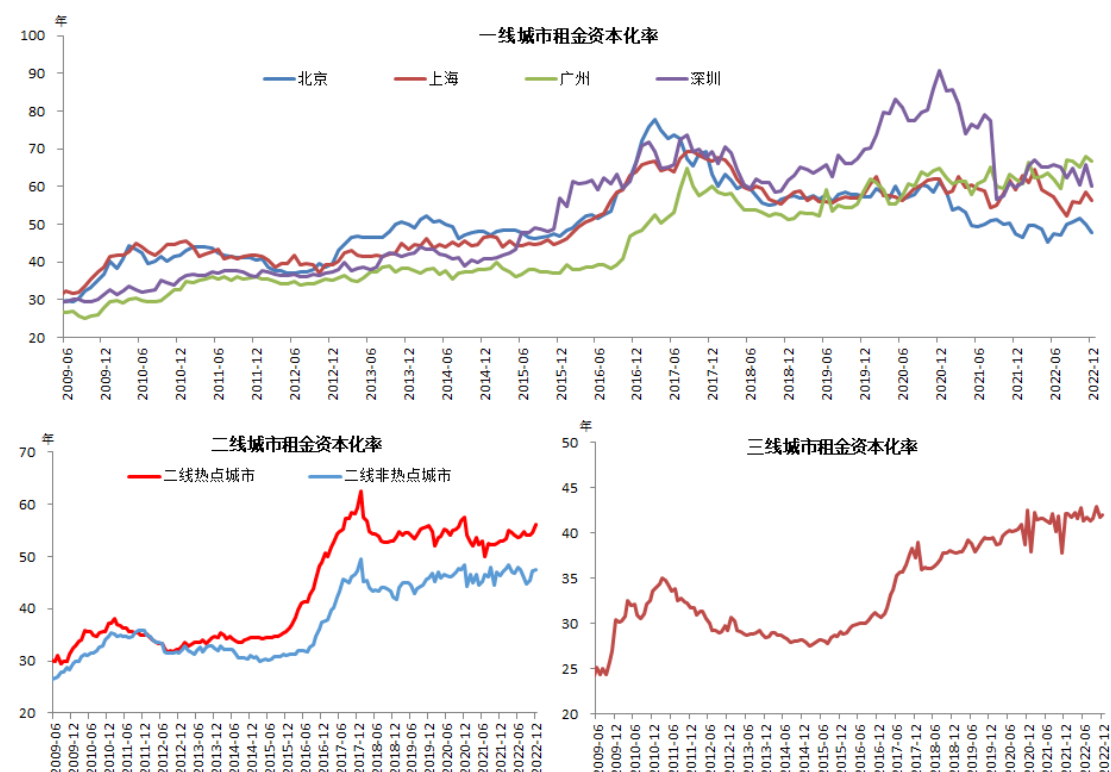


图 8 租金资本化率走势（月度）

资料来源：国家金融与发展实验室监测数据。

注：本报告监测的二线热点城市包括杭州、南京、苏州、武汉、成都、厦门、福州、西安、合肥，二线非热点城市包括天津、重庆、郑州、长沙、南宁、南昌、青岛、宁波，三线城市包括昆明、太原、兰州、乌鲁木齐、呼和浩特、湖州、泉州、常德、蚌埠。

三、房地产金融形势

（一）住房贷款利率大幅下调

从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2022 年末全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 4.11%（为 LPR 减 19 个基点），较 2021 年末下降了 153 个基点。其中，泉州、石家庄、温州的首套住房贷款利率已降至 3.8%，仅深圳、上海、北京三个一线城市的首套住房贷款利率仍高于 LPR。2022 年末全国二套住

房贷款的平均贷款利率约为 4.92%（为 LPR 加 62 个基点），较 2021 年末下降了 100 个基点。首套个人住房公积金贷款利率，自 2022 年 10 月 1 日起也下调了 15 个基点至 3.10%（5 年期以上），为 1999 年全面推行住房公积金制度以来最低利率（见图 9）。

为有效降低购房者的借贷成本，更好地支持住房消费，2022 年住房贷款的平均利率大幅下调。但是首套、二套住房贷款利率下调幅度不同，首套、二套住房贷款利率分别较 2021 年末下降了 153 个基点、100 个基点。首套、二套住房贷款的利差较 2021 年末扩大了 53 个基点，达到 81 个基点。在差别化住房信贷政策下，扩大的首、二套住房贷款利差，意味着对首套刚性住房需求的金融支持力度更大，体现了“房住不炒”政策基调；但也意味着，在二套住房认定标准较为严格的城市来说，对居民改善性住房需求的金融支持力度较弱。

对于存量个人住房贷款来说，商业银行贷款（定价基准为 LPR 的浮动利率贷款）在贷款合同约定的 2023 年重定价日（一般是每年 1 月 1 日或贷款发放日的对月对日），按照 LPR 重定价调整后，利率会下调 35 个基点（2022 年 LPR 下调了 35 个基点），新增和存量个人住房贷款利差扩大；首套公积金存量贷款的利率，在 2023 年 1 月 1 日后也会下调 15 个基点。

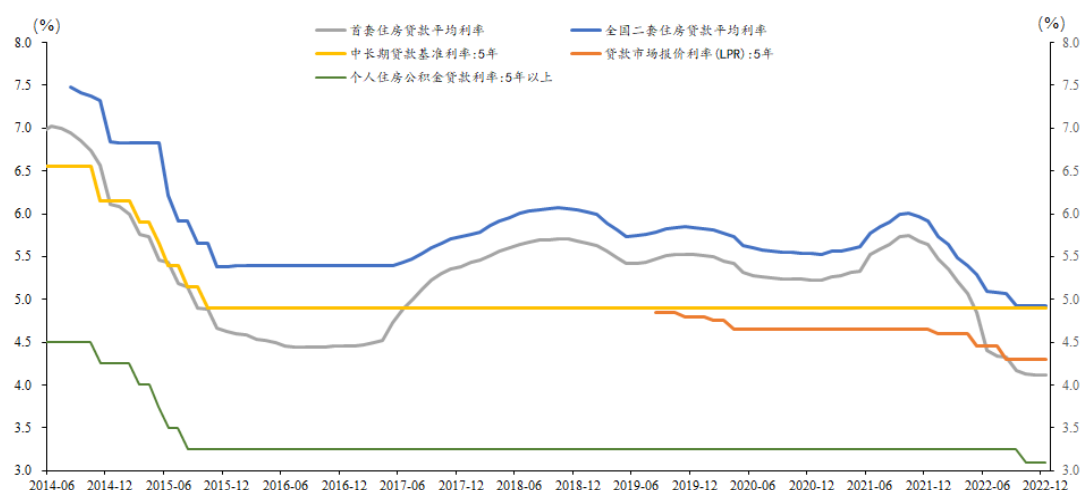


图 9 个人住房贷款平均利率走势

资料来源：贝壳研究院，中国人民银行，Wind。

注：个贷利率统计的 50 个城市包括北京、常州、成都、大连、东莞、佛山、福州、广州、贵阳、哈尔滨、杭州、合肥、呼和浩特、惠州、济南、嘉兴、昆明、兰州、廊坊、洛阳、绵阳、南昌、南京、南通、宁波、青岛、泉州、厦门、上海、绍兴、深圳、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、温州、无锡、芜湖、武汉、西安、徐州、烟台、银川、长春、长沙、郑州、中山、重庆、珠海。

（二）个人住房贷款放款周期大幅缩短

从个人住房贷款放款周期情况来看，2022 年末，全国百城个人住房贷款平均放款周期为 28 天（四周），较 2021 年 10 月最长的 73 天已大幅缩短，住房消费金融服务不断优化。其中，一线城市的平均放款周期已由 2021 年最高点的 90 天缩短至 2022 年末 32 天；部分二线城市的平均放款周期也由 2021 年最高点的 112 天缩短至 2022 年末的 31 天（见图 10）。

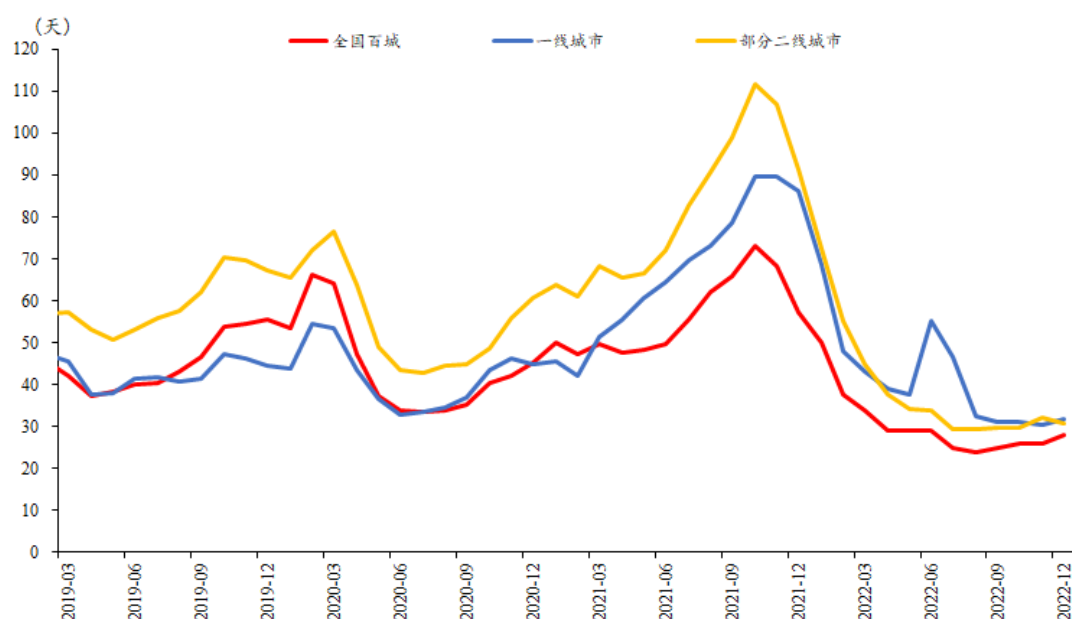


图 10 个人住房贷款平均放款周期

资料来源：贝壳研究院。

注：图中的一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括天津、重庆、西安、南京、合肥、成都、佛山、东莞。

（三）个人住房贷款余额在第四季度出现负增长

从余额数据看，截至 2022 年末，我国个人住房贷款余额为 38.8 万亿元，占全部信贷余额的比例下降至 18.13%。从余额增速来看，个人住房贷款余额同比增速从 2017 年第二季度开始呈持续下降态势。2022 年，个人住房贷款余额同比增速延续这一走势：第一季度同比增速为 8.90%，第二季度同比增速为 6.20%，第三季度同比增速为 4.10%，第四季度同比增速仅为 1.2%，已远低于金融机构人民币各项贷款余额的同比增速。从余额的净增量数据来看，2022 年第一季度个贷余额净增量为 5200 亿元，第二季度个贷余额净增量仅为 200 亿元，第三季度

个贷余额净增量为 500 亿元，**第四季度个贷余额净减少 1100 亿元**（见图 11 左图）。从居民部门月度新增中长期贷款数据来看，2022 年居民部门新增中长期贷款月度平均增量仅为 2291.67 亿元，较 2021 年 5066.67 亿元的月度平均增量，下降了 54.77%；其中，2022 年 2 月和 4 月，居民部门新增中长期贷款的月度净增量两次出现为负的情况（见图 11 右图）。

在对合理住房消费的金融支持力度不断加大、个人住房消费金融服务持续优化的情况下，个贷余额增速仍持续回落，且因出现提前还贷潮，个贷余额在第四季度罕见地出现了负增长。究其原因，可能包括以下三个方面：一是受住房销售规模下降影响，新增个人住房贷款的融资需求也随之下降。二是新增和存量住房贷款利率差较大，叠加理财市场收益率较低，部分前期较高利率的借款人在手头存款或资金充足情况下，为降低利息支出，开始提前偿还房贷。三是新冠疫情对居民部门的收入预期和资产负债表均产生了较大的冲击。居民部门通过增加储蓄、降低消费、将大部分收入或积蓄用于还债等方式来修复家庭资产负债表，部分借款人开始提前还贷，提示发生居民部门资产负债表衰退的苗头。

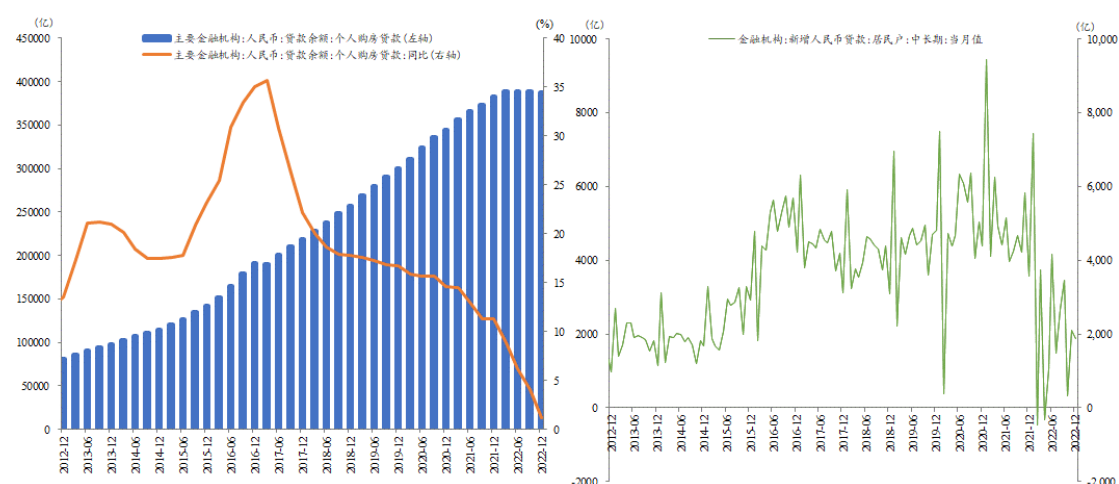


图 11 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（四）个人住房抵押贷款总体风险可控

我们计算了一线城市和部分二线城市新增二手住房贷款价值比（Loan to Value, LTV），这一指标可以衡量住房价值对新增住房贷款的保障程度，也可以用于反映个人住房贷款违约风险的大小。相关研究表明，LTV 与个人住房贷款违约率显著正相关，如果这一指标数值较低，说明购房中使用自有资金的比例较高，

则银行等金融机构面临的风险不大。

2022 年末，一线城市中北京的平均新增二手住房贷款价值比为 23%，上海的平均新增二手住房贷款价值比仅为 18%，均处于较低水平（见图 12 左上图）；广州的平均新增二手住房贷款价值比为 34%，深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 36%，处于合理水平（见图 12 右上图）。尽管 2022 年在深圳出现了因房价下跌，住房贷款抵押物价值下降，银行要求借款人提前偿付部分本金或补充额外担保的个案事件，但这属于个别现象。整体来看，深圳个人抵押贷款的风险安全垫仍较为厚实。二线城市方面，成都的平均新增二手住房贷款价值比为 46%，合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 45%，南京的平均新增二手住房贷款价值比为 49%，西安的平均新增二手住房贷款价值比为 51%，均处于合理水平（见图 12 左下图）；重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 55%，天津的平均新增二手住房贷款价值比为 39%，东莞的平均新增二手住房贷款价值比为 54%，佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 54%，亦处于合理水平（见图 12 右下图）。总体来看，受益于较高的首付比例、较低的 LTV，十二个样本城市的新增二手住房贷款抵押物保障程度均较高，个人住房贷款总体风险可控。

从上述数据来看，一线城市比二线城市的贷款比例更小、风险更加可控，造成这一现象的原因包括如下几点：第一，一线城市二套房认定标准严格，且最低首付比例要求较高，改善性住房需求的借款人首付支付比例较高。例如，北京的二套房认定标准为“认房又认贷”，最低首付款比例为 60%⁵。第二，一线城市（除深圳外）普遍老旧住宅较多，而银行对于一些接近产权年限的住宅不发放贷款，这也是造成一线城市贷款比例低的原因。第三，一线城市住房总价较高，借款人为降低月供还款压力或仅使用住房公积金贷款，倾向于通过掏空“六个钱包”和亲友借款来提高首付比例。第四，一线城市的房价远高于二线城市，因而交易税费较高，部分购房人出于避税目的签订阴阳合同。在阳合同中降低房款总额来减少税费支出，在阴合同就需要多出首付，造成了贷款比例小。第五，因个贷和经营抵押贷之间存在利差，部分购房者在全款或高首付比例的前提下，再违规使用抵押经营贷或二次抵押贷款。这种情形下，个人住房贷款的低 LTV，并不意味着低风险。

⁵ 购买普通自住房的首付款比例不低于 60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于 80%。

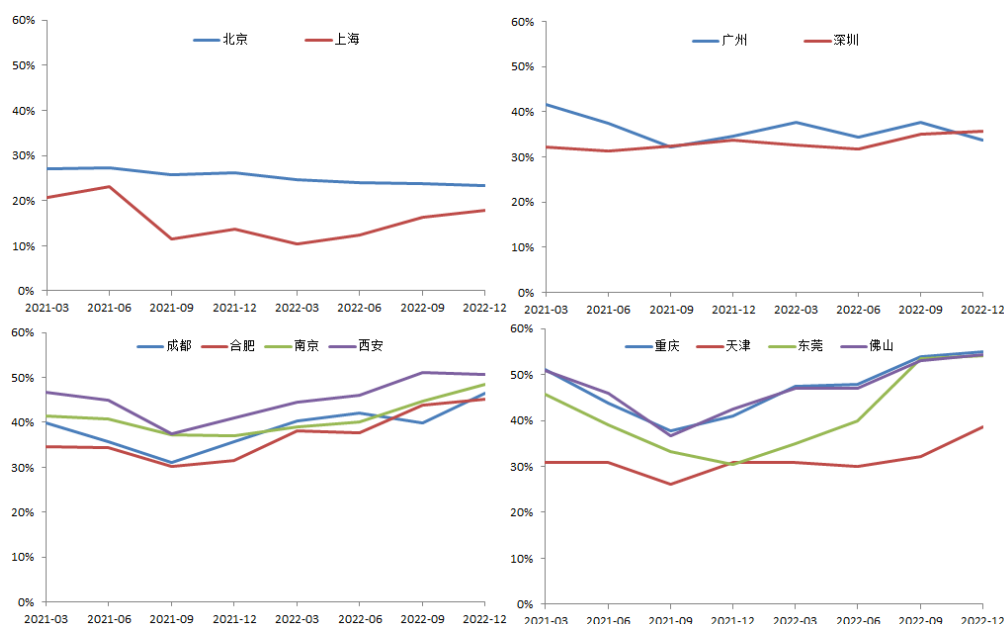


图 12 一线和部分二线城市新增二手住房贷款价值比（LTV）

资料来源：贝壳研究院。

（五）房地产开发贷余额同比增速转正

从央行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至 2022 年末，房地产开发贷款余额为 12.69 万亿元，占全部信贷余额的比例为 5.93%，同比增长 3.7%，同比增速在经历第一、二季度持续为负值后，在第三季度转正（见图 13）。

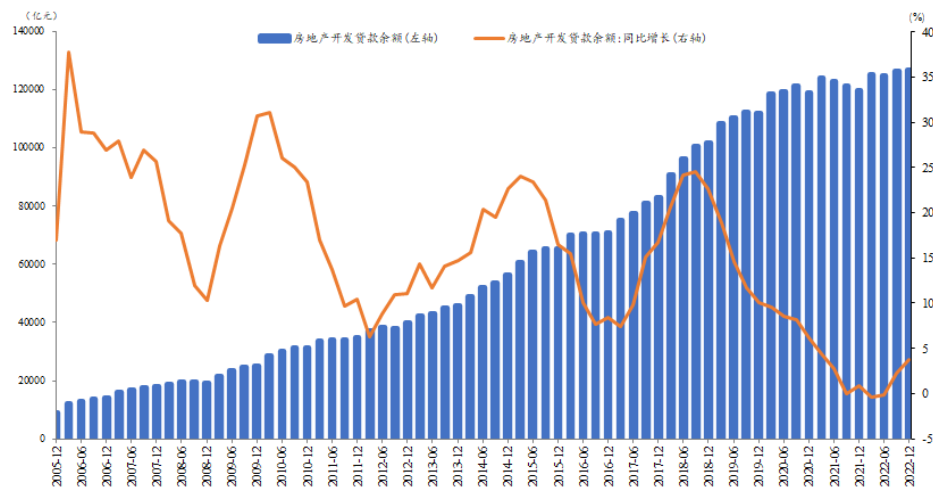


图 13 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

从 2021 年第四季度开始，人民银行、银保监会等部门多次表态，要求银行业金融机构准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，支持和满足房企合理融资需求。但因为房企债务违约事件仍在持续发生，行业信用远未恢复，商业银行

受制于风险约束和经营考核压力，对新增房地产开发贷的发放仍然极为审慎，2022 年第一、二季度房地产开发贷余额表现为同比增速持续为负。2022 年第三、四季度随着房地产融资政策环境的进一步改善和“保交楼”专项借款的有序投放，房地产开发贷款余额增速由负转正，恢复正增长。

（六）房地产信托仍在持续压降⁶

从投向房地产行业的信托资金数据来看，截至 2022 年第三季度末，房地产信托余额为 1.28 万亿元。与 2021 年末相比，余额压降了 4808.21 亿元，同比下降 34.20%，占资金信托余额的比重进一步下降至 8.53%（见图 14 左图）。在强监管和房地产信托违约风险事件频发的背景下，信托投资公司持续压降房地产信托规模，房地产信托余额的规模、增速和占比均持续压缩。

从融资成本来看，2022 年第一、二、三季度房地产信托发行的平均预期年化收益率分别为 7.55%、7.58%、7.62%；加上 2%~3%左右的信托公司报酬和信托计划发行费用，房企信托融资的平均成本在 9.55%~10.62%之间，较 2021 年略有上升（见图 14 右图）。

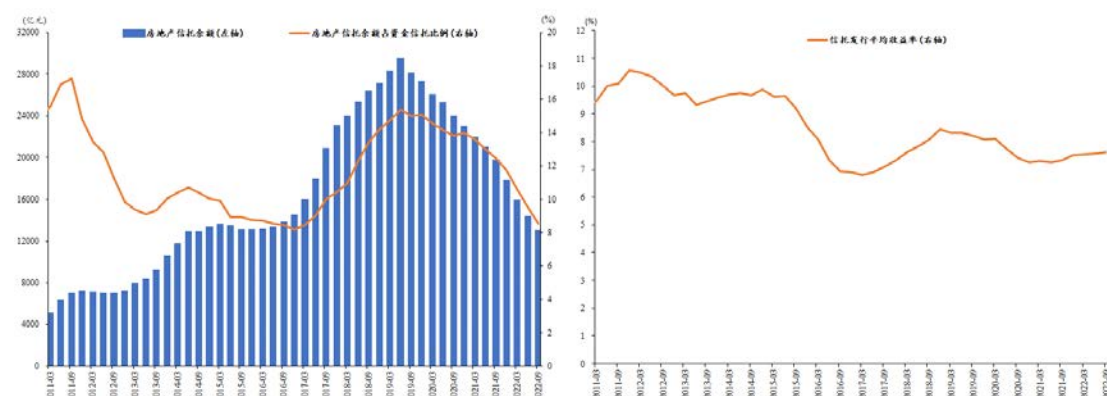


图 14 房地产信托情况（季度）

资料来源：中国信托业协会，用益信托网，Wind。

（七）房企境外债发行规模腰斩

2022 年房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行总额是 5481.79 亿元，同比下降 9.93%。其中，2022 年第一季度发行总额 1247.56 亿元，平均票面

⁶ 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至 2022 年第三季度，本节分析基于 2022 年第三季度及之前的数据。

利率为 3.61%；第二季度发行总额 1282.81 亿元，平均票面利率为 3.39%；第三季度发行总额 1328.24 亿元，平均票面利率为 3.34%；第四季度发行总额 1078.66 亿元，平均票面利率为 3.27%（见图 15 左图）。

2022 年房企境外债发行规模为 214.32 亿美元（约为 1450.96 亿元人民币），同比下降 50.28%，发行规模腰斩。其中，2022 年第一季度房企境外债的发行规模为 53.98 亿美元（约为 342.70 亿元人民币），平均票面利率为 7.79%；第二季度的发行规模为 34.50 亿美元（约为 231.54 亿元人民币），平均票面利率为 8.88%；第三季度的发行规模为 81.66 亿美元（约为 579.77 亿元人民币），平均票面利率为 6.95%（见图 15 右图）；第四季度的发行规模为 44.17 亿美元⁷（约为 299.05 亿元人民币），平均票面利率为 8.56%。

从存量情况来看，截至 2022 年末，房企境内信用债待还余额 1.77 万亿元，同比下降 6.84%，其中，一年内到期债券余额为 3357.52 亿元，三年内到期债券余额为 1.02 万亿元；房企境外债存量余额为 1729.61 亿美元（约为人民币 1.17 万亿元），较 2021 年末下降了 12.07%。

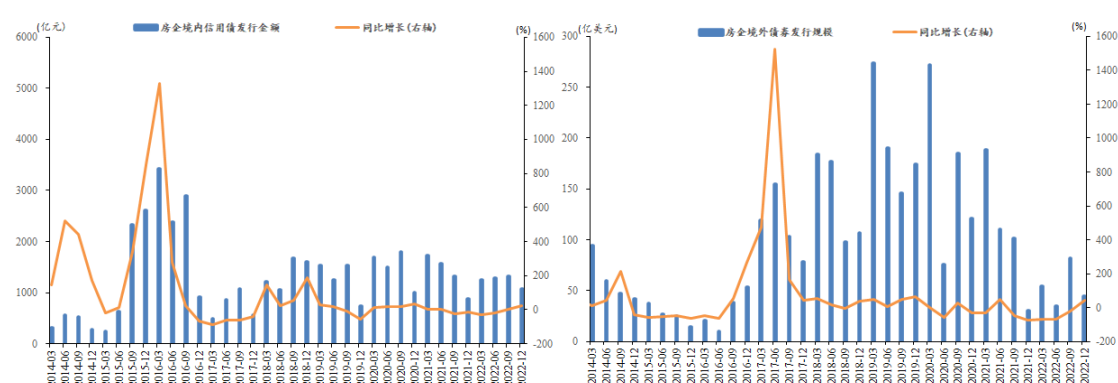


图 15 房地产开发企业境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

四、房地产市场主要风险分析

（一）房企大规模债务违约问题

1. 房企债务违约潮

恒大债务危机的爆发，拉开了房企大规模债务违约的序幕。2021 年第三季

⁷ 包括当代置业因债务重组而发行的 29.09 亿美元债，新的债券用于替换已违约高息美元债。

度以来，房企债务违约风险加速暴露，并在 2022 年爆发债务违约潮。仅从 2022 年房企公开市场债务违约情况来看，首次公开市场债务违约房企不断增加，房企债券违约成为债券市场违约的绝对主力。其中，2022 年房企境内债出现展期、未按时兑付本息、触发交叉违约、实质违约的数量高达 105 只，涉及 28 家债券发行主体，违约规模（违约日债券余额）为 1283.8 亿元，占境内债券市场新增违约债券规模的 79.4%（见表 1）；房企境外债出现展期、未按时兑付本息、技术性违约、实质违约的数量达到 94 只，涉及 36 家发行主体，违约规模（违约日债券余额）为 320.1 亿美元，占新增境外债违约债券规模的 88.0%（见表 2）。受债务违约风险加速暴露影响，金融机构和金融市场投资者对民营房企的信心不断减弱，违约房企逐渐从前期高杠杆民营房企蔓延至曾被市场认可的优质大型民营房企——如龙光、旭辉等。

表 1 房企境内债违约情况

月份	房地产行业月度新增违约债券数量（只）	房地产行业月度新增违约债券余额（亿元）	月度新增违约债券数量（只）	月度新增违约债券余额（亿元）	月度新增房地产行业违约债券数量占比	月度新增房地产行业违约债券余额占比
2022-01	6	53.43	6	53.43	100.00%	100.00%
2022-02	1	2.00	1	2.00	100.00%	100.00%
2022-03	13	85.78	17	114.84	76.47%	74.70%
2022-04	6	170.50	11	195.48	54.55%	87.22%
2022-05	11	264.76	17	292.89	64.71%	90.40%
2022-06	9	78.67	18	145.89	50.00%	53.93%
2022-07	16	214.07	26	265.59	61.54%	80.60%
2022-08	16	142.19	22	174.51	72.73%	81.48%
2022-09	9	140.30	15	164.06	60.00%	85.51%
2022-10	5	50.74	5	50.74	100.00%	100.00%
2022-11	7	53.16	14	109.17	50.00%	48.69%
2022-12	6	28.20	12	48.41	50.00%	58.25%

资料来源：Wind。

表 2 房企境外债违约情况

月份	房地产行业月度新增境外债违约债券数量（只）	房地产行业月度新增境外债违约债券余额（亿美元）	月度新增境外债违约债券数量（只）	月度新增境外债违约债券余额（亿美元）	新增房地产行业境外债违约债券数量占比	新增房地产行业境外债违约债券余额占比
2022-01	9	21.75	10	25.25	90.00%	86.14%
2022-02	7	16.98	7	16.98	100.00%	100.00%
2022-03	14	51.04	15	58.54	93.33%	87.19%
2022-04	10	41.81	12	62.32	83.33%	67.08%
2022-05	8	41.72	8	41.72	100.00%	100.00%
2022-06	20	47.73	20	47.73	100.00%	100.00%
2022-07	11	34.37	12	37.37	91.67%	91.97%
2022-08	5	11.37	7	20.39	71.43%	55.74%
2022-09	4	15.14	4	15.14	100.00%	100.00%
2022-10	3	30.76	3	30.76	100.00%	100.00%
2022-11	1	0.70	1	0.7	100.00%	100.00%
2022-12	2	6.73	2	6.73	100.00%	100.00%

资料来源：Wind。

2. 房企出现大规模债务违约风险的原因分析

当前房地产市场存在的最主要风险点就是房企大规模债务违约问题。导致房企大规模债务违约主要有四个方面的原因：**第一，高负债、高杠杆经营是房企债务违约风险爆发的根源。**我国房企普遍采取“高负债、高杠杆、高周转”经营模式，这种经营模式可以说是市场选择和激励的结果，通过“三高”经营模式可以迅速扩大房企规模，获得资本市场的入场券，并降低融资成本。值得一提的是，2015年开始的“棚改货币化”政策带来的一轮房价全国性大幅普涨行情及土地价格持续上涨，也是刺激房企进一步加杠杆经营的重要原因。**房企维持高负债、高杠杆、高周转经营模式的运转，高度依赖外源性融资和经营性现金流。**对于大多数高杠杆房企来说，其融资模式都属于明斯基所谓的投机性融资⁸。但在市场下行时，房企的经营性现金流净额会迅速下滑至低于当期利息支付规模，房企的融资模式就转变为明斯基所谓的庞氏融资模式⁹。房企这种投机性融资和庞氏融资的可持续条件是信贷环境的宽松和销售回款的顺利。在房住不炒的政策背景下，房企融资环境在大幅紧缩，高杠杆房企无法通过外源性融资获得足额的融资性现金流，借新还旧模式难以为继。严峻的人口形势和房地产调控政策，导致市场对房价长期上涨预期发生转变，房地产市场销售规模和价格均开始下滑，房企销售回款规模大幅下降。两者叠加，使得房企高负债、高杠杆、高周转的模式难以运转，部分高杠杆房企资金链断裂，无力偿付到期债务本息，从而发生债务违约事件。可以说，高负债、高杠杆经营是本轮房企债务违约潮爆发的根源。**第二，融资环境的收紧是房地产行业集中出现债务风险的直接诱因，“三道红线”政策出台倒逼房企财务去杠杆。**2021年7月中国恒大债务出现违约之后，对市场产生巨大冲击。不仅银行收紧了对房地产行业的贷款，地方政府也强化了对预售资金的监管力度，形成房地产金融的紧缩机制。如果将高杠杆（依赖金融体系）和高周转（依赖预售制度）比作房企快速发展的两只车轮，那么信贷资金的收紧叠加预售资金监管趋严无疑是给奔跑在高速路上的巨型重卡踩下了急刹车，侧翻、碰撞、人员伤亡等在所难免。**第三，资产负债期限结构错配是房企债务风险暴露**

⁸ 投机性融资即债务人经营性现金流净额能够支付得起利息，却覆盖不了全部到期本息，本金的偿还需依靠债务的借新还旧。

⁹ 庞氏融资即债务人经营性现金流净额已覆盖不了全部债务利息，需出售资产或借入更大规模的债务来支付到期债务本息。

的重要原因。房企的资产以存货为主，而其负债主要以短期债务为主。资产与负债的期限错配使得房企短期债务兑付压力巨大，当“借新”无法续上“还旧”，房企就会很容易爆发流动性风险。**第四，房企间的风险传染机制也导致爆雷范围的扩大。**当信用恶化房企的债务风险暴露后，风险会通过项目合作方、共同债权人、共同供货商三个途径进行传染，造成整个链条的融资困难。

3. 房企债务违约的影响

房地产关联上下游行业、银行等金融机构、土地财政和众多的购房消费者，房企债务风险爆发会通过债权债务关系、合作关系对上下游供应商、金融体系、地方政府和购房消费者产生负面影响。第一，房企对产业链上下游的建筑公司、建材供应商、规划设计公司、家居家装公司、中介代理公司存在大规模的应付账款和应付票据。房企违约后，上下游公司的相关应收账款难以回收，应收票据出现逾期或拒付，给其带来巨大的资金和经营压力，甚至会被拖入破产泥潭，如南通六建就已经因为受房企债务违约拖累而进入了破产重组程序。第二，房企债务违约对金融体系的最直接影响是相关金融产品的违约，包括房地产债券大规模违约、银行房地产不良贷款规模上升、房地产信托爆雷、商票、私募基金、理财产品逾期或兑付困难等。第三，房企违约潮导致大量民营房企失去了拿地意愿和拿地能力，导致土拍市场持续低迷，土地财政规模大幅下降。由于土地出让收入是城投债还款本息的主要来源，这会导致城投债偿债压力和信用风险加大。第四，房企债务违约会导致项目“烂尾”，期房购房者会面临无法收楼的风险。购房者集体停贷事件爆发就是因房企债务违约后，期房项目建设缓慢或停工，购房者在陷入“拿不到资产且背负巨额债务”的双重困境下采取的维权行为。

4. 关注部分出险房企的债务风险已由流动性风险演变为资不抵债风险

从上市房企的情况来看，根据不完全统计，截至 2022 年底，共有 40 家上市房企出现债务违约。尽管违约房企数量占样本上市房企数量的比例不到四分之一，但违约房企资产和负债规模占上市房企的比例分别为 40.5%和 42.6%（基于 2021 年年报数据），占行业的比例也超过了 10%（见表 3）。

更值得关注的事情是，部分出险房企的债务风险已经由初始违约时的流动性风险，因存货资产价格下跌的减值损失、资产处置减值损失、经营性亏损和债务违约产生的非经营亏损等原因，演变为资不抵债风险。以蓝光发展为例，2022 年

年度业绩预告显示，在计提 160 亿元的资产减值损失、6 亿元的非经营亏损和 58 亿元的经营性亏损后，归属于上市公司股东的净资产为-208.21 亿元，已经资不抵债。如果出险房企的债务违约风险都演变为资不抵债风险，甚至进入破产清算程序，那么其产生的影响将是系统性的。

表 3 上市房企违约情况

指标 年份	资产规模合计(亿元)			负债规模合计(亿元)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
40家已违约上市房企	101479	116472	120578	85265	96613	100480
176家样本上市房企	249885	283208	297724	201143	225979	235623
房地产行业	947936	1062327	--	762035	857044	--
40家已违约上市房企资产、负债规模 在上市房企中占比	40.6%	41.1%	40.5%	42.4%	42.8%	42.6%
40家已违约上市房企资产、负债规模 在房地产行业占比	10.7%	11.0%	--	11.2%	11.3%	--

注：房地产行业总资产、负债规模数据来自《中国房地产统计年鉴》，目前公布至 2020 年情况；上市房企资产、规模数据来自房企年报，部分仍未公布 2021 年年报的房企，采用 2021 年半年报数据。

（二）购房者集体停贷事件与保交楼

2022 年 6 月 30 日，江西省景德镇市恒大珑庭的业主们将一份《强制停贷告知书》发布到社交媒体。其主要内容是，在一定期限内，如果业主所购买的期房项目未能全面恢复正常施工，业主们将单方面强制停止房贷的偿还。购房者停贷事件快速发酵：6 月 30 日至 7 月 9 日，数个楼盘的业主组织起来发布停贷告知书；7 月 10 日至 7 月 16 日，每天都有数十个楼盘加入停贷队伍，在百度指数中以“停贷+停贷潮+断供”为关键词进行检索，搜索指数迅速上升至数万条以上，2022 年 7 月 14 日达到峰值 45123 条，而正常时期这一检索词的指数不到 1000 条。根据刘鹤副总理 2023 年 1 月 17 日在世界经济论坛上公布的数据，全国已付款未交付的房地产项目有 2600 多个，涉及 188 万居民。

1. 购房者集体停贷动机分析

从法律方面来看，购房者和开发商之间的购房合同关系、购房者和银行之间的按揭贷款合同关系，是两个独立的合同关系。尽管按照行业惯例，银行大多数情况下会要求开发商为购房客户的按揭贷款提供阶段性担保。在开发商出现违反购房合同的约定，发生长期停工、逾期交付或项目烂尾等情形下，购房者只能依据购房合同关系向开发商主张权利。在购房者与银行之间的按揭贷款合同未解除

的前提下，购房者单方面做出停止还贷的行为，会构成对按揭贷款合同的违反并需承担违约责任。

那么购房者是否可以要求开发商解除购房合同？解除购房合同之后，贷款合同作为购房合同的附属合同，是否也可以同步解除，从而实现退房还贷？理论上是可行性的，不过现实的操作很难。首先，购房者需要举证开发商违约，调查举证的精力成本和金钱成本都很高；其次，审理还需要较长周期，法庭可能主张庭外和解，即使审判开发商违约也存在执行难的情况（因为开发商正陷入财务困境）。更为重要的是，购房者购房的目的是获取住房资产，这其中大部分是刚需群体（以自住为首要目的），而开发商停工使得购房者陷入“拿不到资产且背负巨额债务”的双重困境，可以说购房者在整个住宅生产的链条中是最弱势的群体。在考虑初始意愿、综合权衡停贷的负面影响和向开发商主张权利的成本后，购房者只能选择停贷的“下策”，其目的是将银行拉进来倒逼开发商复工复产。

2. 集体停贷事件产生的原因

从大部分停贷业主告知书来看，预售资金监管不力是导致停贷风波的直接原因。根据《城市商品房预售管理办法》和各地地区的《商品房预售资金监督管理办法》相关规定，商品房的预售资金¹⁰应当直接存入监管账户。住建主管部门对存入监管账户的商品房预售款进行监管，监管资金分为重点监管资金和非重点监管资金。重点监管资金是确保项目竣工交付所需的资金，实行专款专用，必须用于有关的工程建设（如建筑材料、设备和工程款等）。重点监管资金以外的为一般监管资金，预售项目留足重点监管资金后，在项目无拖欠工程款和农民工工资的情况下，房企可以申请提取一般监管资金拨付至其基本账户，由房企提取和使用。理论上来说，仅重点监管资金就足以支付房地产项目的建安成本，并不会出现因建设资金不足而导致停工、延期交付或烂尾。然而，现实中存在预售资金没有进入监管账户的情况，如郑州奥园项目7亿元销售收入被挪用。此外，还有房企与总包方合谋，虚报工程进度，提前支取重点监管资金的情况。

导致停贷风波的根本原因是“高负债、高杠杆、高周转”的模式在当前环境下失灵了。自2021年下半年恒大爆雷以来，预售资金监管经历了收紧的过程，其目的是“保交楼”，然而房企资金运作高度依赖预售款，有的城市将重点监管

¹⁰ 预售资金指期房销售中购房人按照商品房买卖合同约定支付全部购房款，包括定金、首付款、分期付款、一次性付款和银行按揭贷款、住房公积金贷款等。

资金额度设置为预售款的 10%（这在二三线城市不足以支付建安成本），政策收紧后房企不能回流资金同样不能开工，这就出现了“一收就死”的局面。2022 年上半年预售资金监管政策放松，政策目标依然是“保交楼”，但放松后很快被房企挪用，其主要用于还债，这就出现了“一放就乱”，结果与政策目标背离的情况。当“三高”模式导致房企资金全面失血时，从单方面着手难以解决问题，关键是对房企输血，并使其具备造血功能。

3. 集体停贷事件的影响

集体停贷事件的迅速传染扩散，产生的影响可能会包括以下几个方面：首先是影响借款人的征信。停贷行为可能会构成对按揭贷款合同的违约，导致购房者被纳入征信失信名单，产生逾期利息，被要求承担还款责任或被强制拍卖所购房屋。其次是导致个人住房贷款不良率和不良贷款规模上升，影响银行的信贷资产质量。如果风险敞口较大，可能会对金融体系的稳定产生影响。三是影响房地产市场需求和预期。停贷事件对房地产市场信心和预期产生较大冲击，引发潜在购房者对于购买期房的极大担忧，导致市场需求下降。四是影响社会的稳定。容易引发相关人员群体性聚集维权，成为社会稳定的重大隐患。

4. 保交楼工作至关重要

购房者集体停贷事件表明，房地产风险已经从企业端传导至金融市场和需求端，风险实际上已由企业、行业风险演化为金融风险，进而引发社会稳定风险。因而保交楼工作至关重要，它已成为抵挡风险进一步蔓延的最后屏障。

鉴于购房者集体停贷事件产生严重的负面影响，为稳定房地产市场预期和维护社会稳定，政策快速做出了响应，“保交楼”行动积极推进。2022 年 8 月 19 日，住建部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，通过政策性银行专项借款方式支持已售、逾期、难交付住宅项目建设交付。此次专项借款初期规模 2000 亿元，以城市为单位借入、使用、偿还，专项借款计入地方政府债务。原则上，地方政府借款期限不超过 3 年。借款前两年，利率执行贴息后 2.8% 的标准；第三年，借款利率涨至 3.2%；若债务超过三年不能归还，借款利率在第三年基础上翻倍，且财政部将督促有关地方政府还款。2022 年 9 月 14 日，用于“保交楼”的 2000 亿元全国性纾困基金启动，9 月 22 日国家开发银行向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款。2022 年 11 月，在前期推出的“保交楼”专项借

款的基础上，人民银行再次推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。

在地方政府层面，通过设立地方房地产纾困基金、派遣工作组、压实项目公司责任等，多方面积极推进“保交楼”工作。例如，位于集体停贷事件漩涡中心的郑州，于 2022 年 9 月 7 日发起了“大干 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”专项行动，方案中强调压实各方责任，全面核查是否存在资金被抽逃挪用情况，排查所有停工、半停工项目。2022 年 10 月 6 日，郑州发布“保交楼”专项行动阶段性成果：全市已排查出的 147 个已售停工、半停工商品住宅项目中，有 145 个实现全面、实质性复工，2 个未复工项目已确定化解路径。郑州在保交楼行动中采取了公安系统、法院系统、财政金融系统、住房保障系统四个方面的措施。公安系统围绕常见涉房领域犯罪开展调查取证，形成震慑效应；法院系统主动对接各级专班发挥保交楼护航作用。

五、房地产市场及房地产金融运行展望

（一）房地产政策将着力于稳需求、保供给和防范化解风险

在坚持“房住不炒”的房地产调控政策底线基础上，我们认为，2023 年的房地产政策将重点着力三个方面：**第一，稳需求**，包括改善房地产市场预期，进一步取消或放松区域性限购、限售、限贷政策；加大对居民刚性和改善性住房需求的金融支持力度，进一步下调个人住房贷款利率、降低首付比例、提高公积金贷款额度、优化住房消费金融服务、放松二套房认定标准；发放购房补贴，给予税费优惠降低购房成本，优化购房交易流程，支持和鼓励居民住房消费。**第二，保供给**，包括推进保交楼工作，支持和有效满足房企合理融资需求，优化土拍规则，回购滞销存量商品住房，支持保障性租赁住房市场建设。**第三，防范化解房地产市场风险**。一是给房地产行业提供合理充裕的流动性，避免房企债务违约风险进一步蔓延；二是推动房企转变“高负债、高杠杆、高周转”经营模式，向新发展模式过渡；三是加快推进出险房企的债务处置进度，改善房企资产负债表状况。

（二）房地产市场有望在 2023 年上半年完成筑底

2022 年房地产市场延续 2021 年下半年以来的持续下行态势，房地产市场面

临需求收缩、房企违约带来供给下降和预期较弱的“三重压力”。我们认为，目前房地产市场最艰难的“凛冬时期”已经过去。在 2023 年，伴随着宽松性政策效果的逐步显现、保交楼工作的积极推进、三年疫情防控的阶段性胜利，房地产市场预期将会明显好转，积压的需求逐步释放，房地产市场有望在 2023 年上半年完成筑底。

但中长期来看，随着我国人口正式进入负增长时代，城镇化进程放缓，购房主力人口数量的大幅减少¹¹，住房来源中继承比例的逐步上升，我国住房市场在长期中有可能进入下行通道，这是特别值得警惕的。

（三）房企融资环境将显著改善

房地产金融方面，我们认为，2023 年房地产金融将会维持相对宽松环境。住房消费金融服务进一步优化，个贷利率进一步下降，首套、二套房贷的利差可能会有所缩小；受提前还贷潮的影响，个贷余额增速乏力。随着金融“三支箭”政策的落地，房企融资环境将会显著改善。对于优质房企来说，可以通过新增银行信贷融资、债券融资与股权融资改善其流动性状况；但对于已违约的房企来说，政策还需推进重组或破产整合力度。

¹¹ 基于七普数据推算，25~35 岁购房主力人口的数量在 2028 年将相对 2022 年减少 5509.24 万人，减少约 24.55%。

附件：相关指标说明

1.租金资本化率：每平米住宅的价格除以每平米住宅的年租金得到，其含义是一套住宅完全靠租金收回成本要多少年的时间。这一指标与租售比类似，可以较好地刻画房价泡沫程度，但更加直观。具体计算公式为：租金资本化率=每平米住宅价格/每平米住宅一年租金，它与租售比的换算关系为：租金资本化率=1/(租售比×12)。本报告中租金资本化率的分子——房价——数据是通过对二手房交易信息网站的二手房成交价格数据采集和统计而得，在剔除某些异常值后用成套价格除以住宅面积得到样本住宅的单位价格，再采取简单平均法得到整个城市的住宅单价；租金资本化率的分母——租金——数据是通过对住房租赁信息网站发布的住房租赁价格数据采集和统计而得，在得到样本单位月租金后采取简单平均法得到城市月租金水平，再乘以12个月得到城市的年平均租金。

2.库存去化周期：指的是待售商品房需要多长时间能够销售完。具体计算公式为：库存去化周期=商品房可售套数/商品房成交套数，由于新建商品房市场波动程度较大，本报告采取3周移动平均的方式进行平滑处理。数据来源于Wind数据库，最终源头为各城市房地产管理局。

3.贷款价值比（Loan to Value, LTV）：指贷款占住宅价值的比重，反映了住房消费中使用杠杆的程度，具体计算公式为：贷款价值比=贷款金额/住宅总价。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。