



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

房地产金融

蔡真
崔玉、陶琦

2023 年 11 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、机构投资者的资产管理等领域的动态，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

房企债务违约仍存在进一步发酵可能

摘要

房地产政策方面，2023 年前三季度政府部门持续优化房地产政策措施，以改善房地产市场预期，包括：下调新增和存量个人住房贷款利率；下调首付比例政策下限；将首套房认定标准调整为“认房不认贷”；明确商品房消费者的房屋交付请求权或价款返还请求权优先于建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权；在全国范围内推行不动产“带押过户”服务；落实房地产“金融 16 条”；延长保交楼贷款支持计划实施期限至 2024 年底；允许上市房企再融资不受破发、破净和亏损限制；实施改善优质房企的资产负债表计划；启动不动产私募投资基金试点等。

房地产市场运行方面，第一季度短暂的“小阳春”行情之后，第二、三季度房价环比重回下跌态势，住房销售规模也下行至常态水平，住房销售市场仍在缓慢筑底。房企投资意愿、投资能力仍显不足，商品住宅开发投资完成额、新开工面积、拿地面积同比仍在下降，行业景气程度持续低迷。

房地产金融形势方面，2023 年第三季度末个人住房贷款余额规模为 38.42 万亿元，受大规模提前还贷的影响，个人住房贷款余额连续两个季度负增长；个人住房金融服务继续优化，个人住房贷款的平均放款周期缩短至低于三周，22 个样本城市的首套房贷款利率已步入“3”时代。房地产市场风险仍未出清，金融机构、金融市场出于风险控制方面考虑，对房企融资支持有限。2023 年第三季度末房地产开发贷款的余额为 13.17 万亿元，同比增长 4.0%；而房地产信托规模则继续压降至 2023 年第二

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

机构投资者的资产管理

季度末的 1.05 万亿元。2023 年前三季度，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行总额是 3698 亿元，同比下降 4.2%；房企境外债发行规模为 84.6 亿美元，同比下降 50.3%。

房地产市场的主要金融风险仍是房企债务违约，且因经营性现金流净额和融资性现金流净额的持续下降，使得房企债务违约仍有进一步发酵可能。短期来看，避免房企债务违约风险进一步在行业内扩散并蔓延，是防范化解房地产金融风险的重中之重；长期来看，应加强房企监管，避免因化解风险而出现的道德风险。我们建议，一是全面取消房地产市场的限制性行政政策、增加地方政府收购滞销存量住房规模，改善房企经营性现金流状况；二是通过政策引导金融机构及金融市场参与者一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，避免房企融资性现金流进一步恶化，避免金融市场投资者对房企债务兑付的担忧进一步加剧；三是参照金融机构的监管标准，加强对房企的监管。

目录

一、房地产政策情况	1
(一) 中央及部委层面持续推出新的积极性房地产政策措施	1
(二) 地方政府层面继续优化区域房地产政策	1
二、房地产市场运行形势	2
(一) 一线城市的房价率先企稳	2
(二) 住房销售市场仍在缓慢筑底	3
(三) 住房开发投资规模持续下降	4
(四) 房地产行业景气程度仍持续低迷	5
(五) 土地交易市场仍未能摆脱低迷状态	6
(六) 三线城市住宅库存去化的压力较大	6
(七) 住房租金价格水平普遍有所上涨	7
(八) 租金资本化率略有下降	8
三、个人住房金融形势	9
(一) 个人住房贷款余额连续两个季度负增长	9
(二) 部分城市首套住房贷款利率已低至 3.6%	10
(三) 个人住房贷款的平均放款周期已低于三周	11
(四) 个人住房抵押贷款总体风险不大	12
(五) 存量首套房个人住房贷款利率调整基本完成	13

四、房企融资形势	14
(一) 房地产开发贷款余额的同比增速保持正增长	14
(二) 房地产信托规模仍在持续压降	15
(三) 房企境内外信用债发行规模均同比下降	15
五、市场主要风险：房企违约仍有进一步发酵可能	16
六、对策建议	18
附件：相关指标说明	20

一、房地产政策情况

（一）中央及部委层面持续推出新的积极性房地产政策措施

2023 年前三季度，中央及部委层面考虑到我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，持续调整优化我国房地产政策：**一是明确房地产行业的国民经济支柱产业地位不变。**二是大力支持刚性和改善性住房需求，包括建立和落实首套房贷利率政策动态调整长效机制；全国层面首套房和二套房最低首付比例政策下限调整至 20%和 30%；二套房商业贷款利率政策下限下调至 LPR 加 20 个基点；指导商业银行落实存量首套住房商业贷款利率调整政策；优化个人住房贷款中套数认定标准，将首套房认定标准调整为“认房不认贷”；推动 LPR 进一步下调 10 个基点，引导个贷利率继续下降；在全国范围内推行不动产“带押过户”服务；进一步落实改善性住房换购税费减免、退税等政策措施；合理降低住房买卖和租赁经纪服务费用。**三是支持房企合理融资需求**，包括落实房地产“金融 16 条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限至 2024 年底，允许上市房企再融资不受破发、破净和亏损限制，以此来保持房企信贷、债券、股权等主要融资渠道的稳定。**四是保障购房者权益，稳定居民住房消费预期和信心**，包括明确商品房消费者的房屋交付请求权或价款返还请求权优先于建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权。**五是防范化解房企债务风险**，一方面开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，改善优质房企的资产负债表，防范房企债务风险进一步恶化；另一方面设立房企纾困专项再贷款(额度 800 亿元)，按照正向激励、市场化原则，推动出险房企的债务重组、项目并购，推进问题房企债务风险化解工作。**六是加快完善住房租赁金融政策体系**，包括设立租赁住房贷款支持计划（额度 1000 亿元），启动不动产私募投资基金试点，起草住房租赁“金融 17 条”（征求意见稿），为住房租赁市场提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。

（二）地方政府层面继续优化区域房地产政策

2023 年前三季度，在“因城施策”“一城一策”的原则下，地方政府继续调整优化区域房地产政策。**需求端的政策**主要包括放宽城市落户条件（如除杭州市

区外浙江省全面取消落户限制政策), 试点“一区一策”, 推行“房票”安置, 放松或取消限购的城市扩大至核心二线城市, 取消限贷、限售等行政性管制措施, 延长个人住房贷款年龄期限, 优化首套房认定标准, 推行存量房“带押过户”模式, 下调首付比例和城市房贷利率下限, 降低新增及存量个人住房贷款利率水平, 提高住房公积金贷款额度上限, 支持用住房公积金支付购房首付款, 支持住房公积金异地贷款, 支持“商转公”贷款业务, 支持按实际支付租金提取住房公积金, 给予购房者契税、所得税减免等财税优惠, 扩大人才认定范围并发放购房补贴等。**供给端的政策**主要包括优化房地产项目预售资金的监管, 增加预售监管资金拨付节点, 加大对区域内房地产项目的融资支持, 鼓励金融机构对房企的存量贷款进行展期或调整还款安排, 扎实推进保交楼工作, 政府部门或国有平台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, 取消新房限价措施, 因地制宜开展“现房销售”试点等。

二、房地产市场运行形势

(一) 一线城市的房价率先企稳

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, 2023 年前三季度, 70 个大中城市的新建商品住宅销售价格较 2022 年末上涨 0.33%, 二手商品住宅销售价格则下降了 1.92%。从住房销售价格的环比走势来看, 2023 年前三季度, 70 城的新建商品住宅和二手住宅销售价格环比在 2~4 月经历了短暂的“小阳春”上涨行情后, 重回下跌态势; 2023 年 9 月, 70 大中城市的新建商品住宅、二手住宅销售价格分别环比下降 0.3%、0.5% (见图 1 左上图)。从住房销售价格的同比情况来看, 2023 年前三季度, 70 城的新建商品住宅销售价格同比下降 0.57%, 二手住宅销售价格同比下降了 3.25%, 同比降幅较 2022 年末分别收窄 1.72 和 0.51 个百分点。

分城市层级来看, 2023 年前三季度, 一线城市新建商品住宅销售价格累计上涨 0.94%, 二手住宅销售价格累计下降 0.24%; 二线城市新建商品住宅销售价格累计上涨 1.05%, 二手住宅销售价格累计下降 1.96%; 三线城市新建商品住宅销售价格分别累计下降 0.41%和 2.10%。从 2023 年 9 月 70 城房价月度环比情况来看, 一线城市的房价已经率先企稳, 表现为新建商品住宅销售价格环比持平、

二手住宅销售价格环比转涨（见图 1 右上图）；但二、三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比仍表现为持续下降（见图 1 左下图和右下图）。

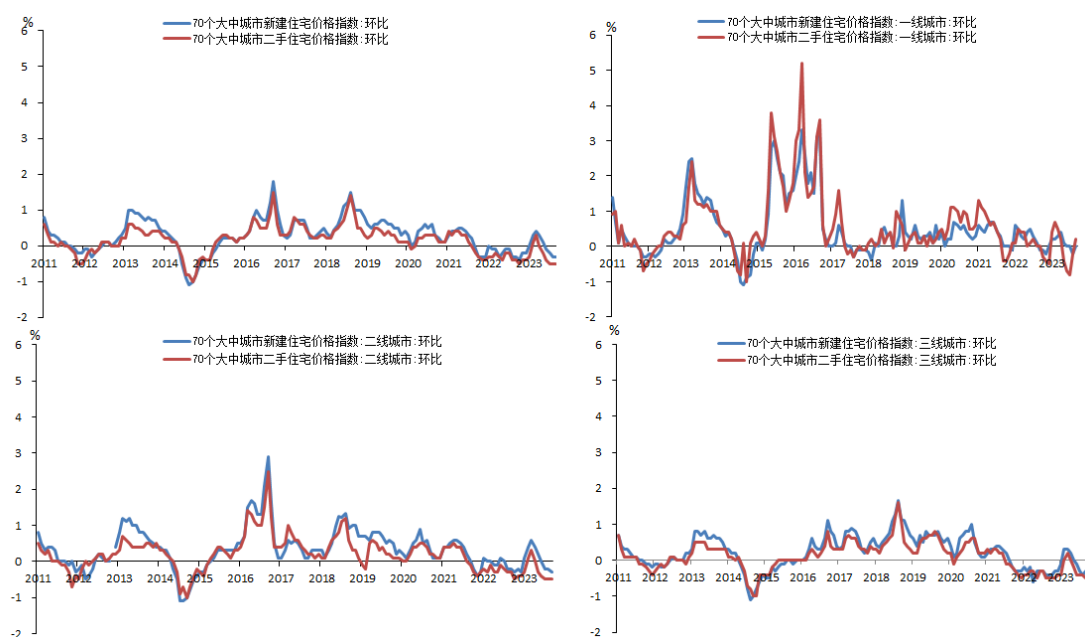


图 1 70 个大中城市房价走势（月度环比）

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、乌鲁木齐共 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、大理共 35 个城市。

（二）住房销售市场仍在缓慢筑底

从商品住宅销售情况来看，2023 年前三季度全国商品住宅销售面积为 7.28 亿平方米，同比下降 6.3%；商品住宅销售额为 7.93 万亿元，同比下降 3.2%。分季度来看，第一季度住房销售市场出现短暂的“小阳春”行情，商品住宅销售面积为 2.63 亿平方米，同比上涨了 1.4%；商品住宅销售额为 2.76 万亿元，同比上涨了 7.1%。但是住房销售市场回暖的基础并不稳定，第二、三季度住房销售下行至常态水平。第二季度商品住宅销售面积为 2.53 亿平方米，同比下降 6.8%；商品住宅销售额为 2.90 万亿元，同比上涨 0.7%。第三季度商品住宅销售面积为

2.12 亿平方米，同比下降 13.9%；商品住宅销售额为 2.27 万亿元，同比下降 17.0%（见图 2）。总体来看，住房销售市场仍在缓慢筑底，预计商品住房的年度销售面积可能不及 10 亿平方米，与 2021 年 15.65 亿平米的销售规模相比，下降超过 1/3。

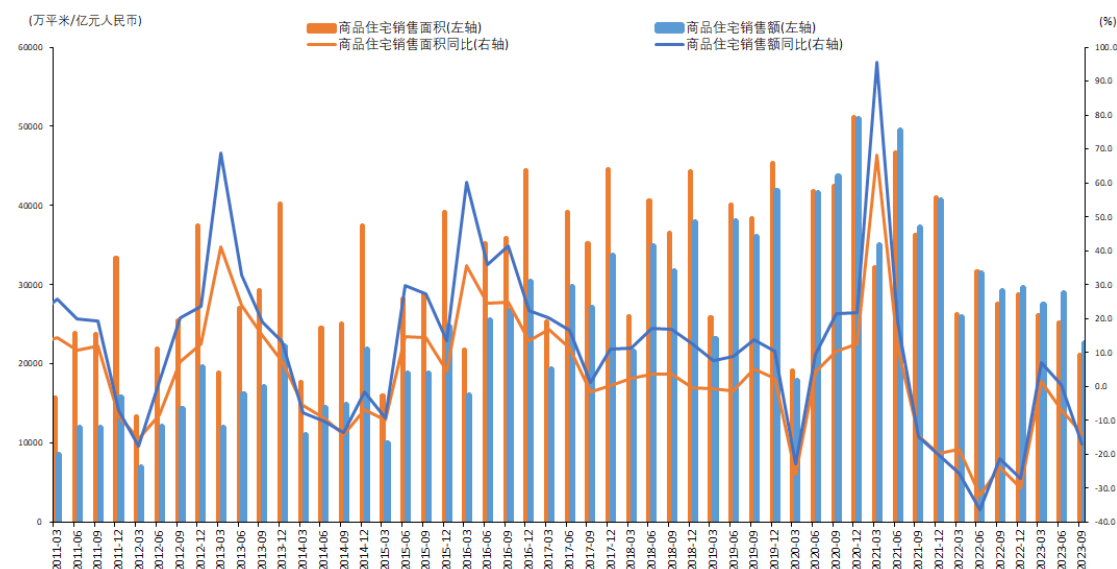


图 2 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

注：房地产开发投资、商品房销售面积等指标的增速均按可比口径计算。报告期数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速。主要原因是：（1）加强在库项目管理，对退房的商品房销售数据进行了修订；（2）加强统计执法，对统计执法检查中发现的问题数据，按照相关规定进行了改正；（3）加强数据质量管理，剔除非房地产开发性质的项目投资以及具有抵押性质的销售数据。

（三）住房开发投资规模持续下降

从商品住宅的投资数据来看，2023 年前三季度全国住宅开发投资完成额为 6.63 万亿元，同比下降了 8.4%（见图 3 左图）；住宅新开工面积仅为 5.25 亿平方米，同比下降 23.9%；住宅竣工面积 5.53 亿平方米，同比增长 20.1%（见图 3 右图）。总体来看，房企的住房投资意愿、投资能力均显不足，商品住宅开发投资完成额、新开工面积同比持续下降，房地产市场的供给端仍处于修复调整阶段。但是在“保交楼”专项借款、“保交楼”贷款支持计划的支持下，住宅竣工面积同比大幅增长，“保交楼”政策的效果显著。

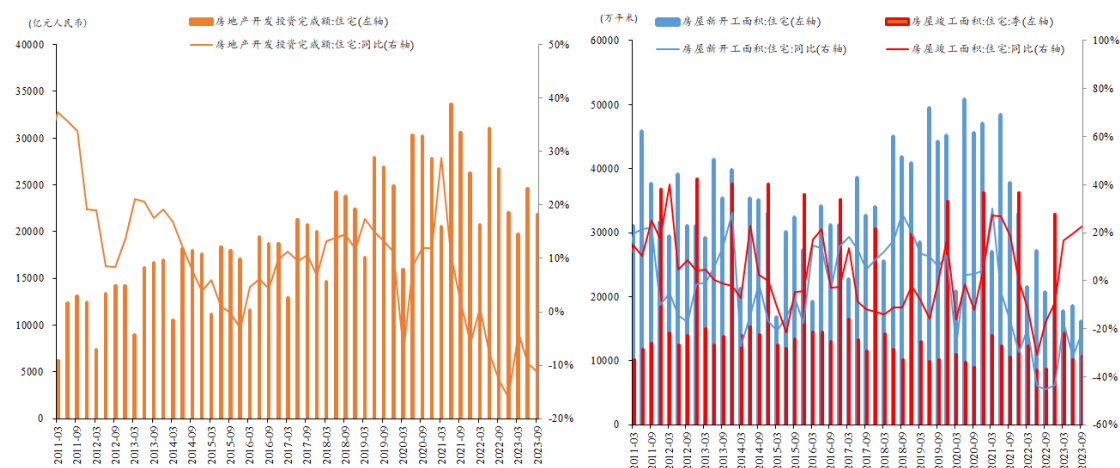


图3 商品住宅供给情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（四）房地产行业景气程度仍持续低迷

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”）¹数据来看，2023 年第一季度国房景气指数由 2022 年末的 94.35 小幅增长至 94.71；2023 年第二季度再次下降至 94.06；2023 年第三季度再次下降至 93.44。国房景气指数从 2022 年 9 月开始，已连续 13 个月处于较低景气水平，表明了房地产行业景气程度呈持续低迷状态（见图 4）。

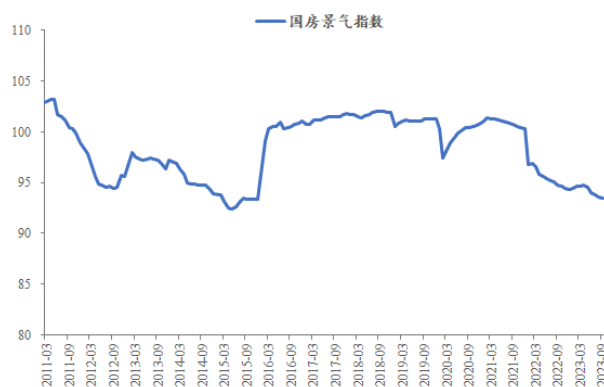


图4 房地产市场景气程度情况（月度）

资料来源：国家统计局，Wind。

¹ 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。

（五）土地交易市场仍未能摆脱低迷状态

2023 年前三季度，百城住宅类土地供应面积为 1.42 亿平方米，同比下降 29.2%；成交面积为 9677 万平方米，同比下降 28.5%；成交金额为 1.44 万亿元，同比下降 26.9%（见图 5 左图）。2023 年前三季度，百城共有 4604 宗土地未能成交，比 2022 年同期上升 12.9%；住宅类用地成交土地平均溢价率为 5.7%，较 2022 年有所提升（见图 5 右图）。从财政部财政收支数据来看，2023 年前三季度，国有土地使用权出让收入 3.09 万亿元，同比下降 19.8%。总体来看，土地交易市场仍未能摆脱低迷状态，房企拿地意愿和能力仍然较弱，土地市场成交规模表现为继续大幅下降。但是受住宅类土地供给规模大幅下降、部分核心城市增加核心区域土地的供给等结构因素的影响，成交土地平均溢价率略有上升。

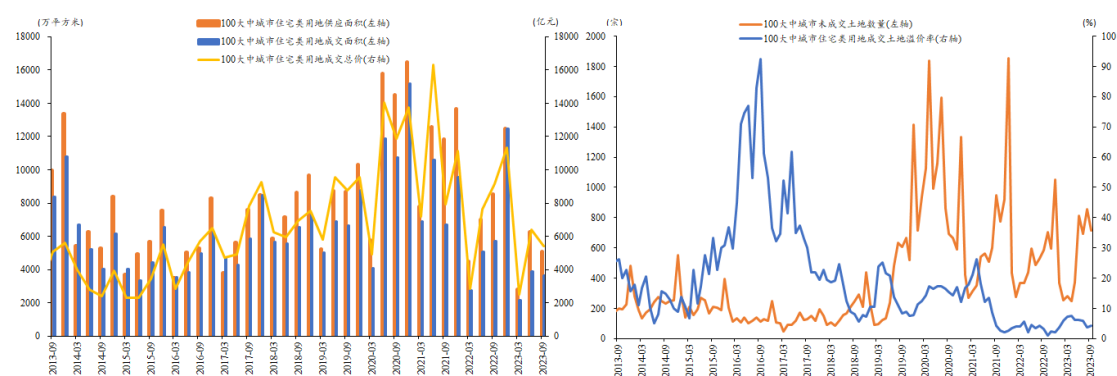


图 5 100 大中城市土地交易情况（季度）

资料来源：Wind。

（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，14 个样本城市平均住宅库存去化月数由 2022 年末的 17.6 个月上升至 2023 年第三季度末的 25.8 个月，库存去化周期明显上升。分城市层级来看，2023 年第三季度末，一线城市平均住宅库存去化周期为 13.5 个月；二线城市平均住宅库存去化周期为 21.4 个月；三线城市平均库存去化周期为 42.5 个月。总体来看，2023 年前三季度住房销售市场整体形势较弱，且呈现出显著分化特征（一线、热点二线城市住房市场交易相对较为活跃，三线城市住房市场交易则较为冷淡），一、二线城市住宅库存去化周期小幅上升，但仍处于相对合理区间；三线城市方面，住宅库存去化周期呈波动上升态势，库存去化的压力进一步加大（见图 6）。

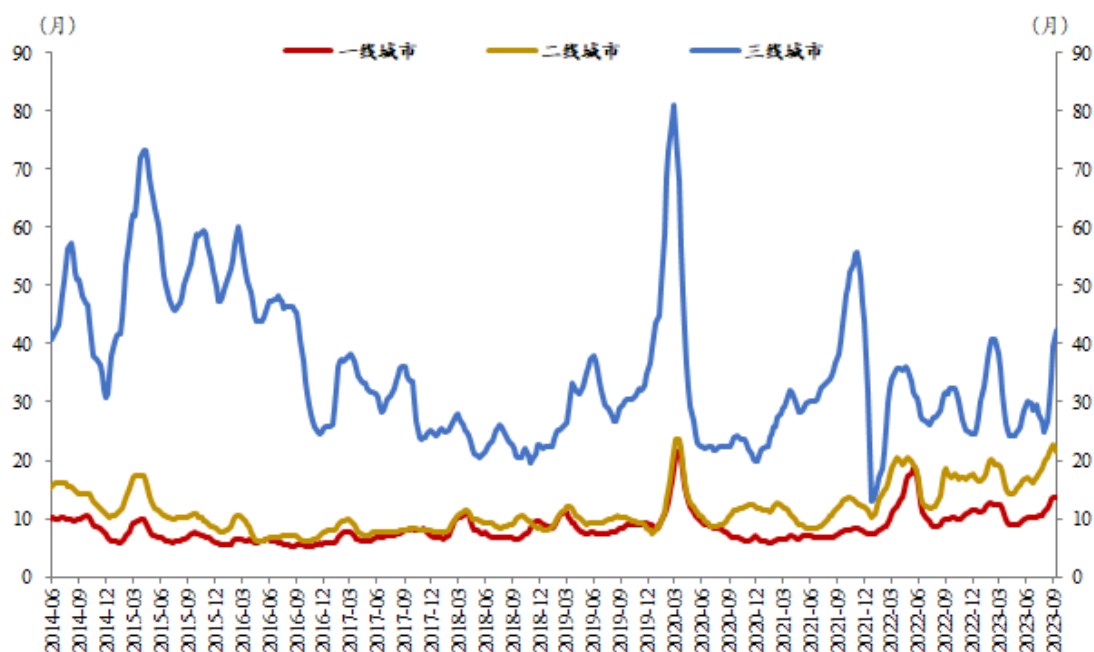


图6 各城市房地产库存去化情况（3周移动平均）

资料来源：根据 Wind 统计计算。

注：因南宁、东莞、泉州、宝鸡的商品房可售或销售套数数据存在不再更新或缺失问题，本报告考察的城市数量由 2021 年的 18 个调整为 14 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、青岛，三线城市包括莆田、东营、舟山。

（七）住房租金价格水平普遍有所上涨

从贝壳研究院统计的 50 城住房租金价格指数来看，2023 年前三季度，4 个一线城市的平均住房租金水平累计上涨 1.8%，同比下降 2.2%；28 个二线城市的平均住房租金水平累计上涨 1.7%，同比下降 1.6%；18 个三线城市的平均住房租金水平累计上涨 1.6%，同比下降 1.0%（见图 7）。总体来看，2023 年前三季度住房租赁市场已经全面复苏，一、二、三线城市的住房租金水平普遍有所上涨，且一线城市的住房租金价格水平上涨幅度略高一些。但是从租金的同比情况来看，2023 年 9 月末一、二、三线城市的住房租金水平都略低于 2022 年同期，处于弱复苏状态。

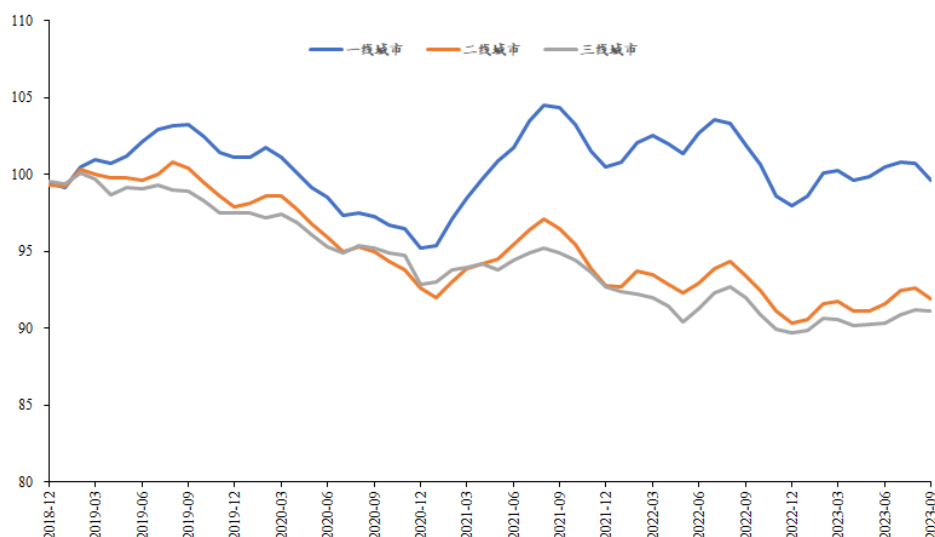


图7 贝壳50城住房租金指数（月度，定基2018年11月=100）

资料来源：贝壳研究院。

注：50个城市的住房租金价格指数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；二线城市指成都、大连、福州、贵阳、哈尔滨、杭州、合肥、呼和浩特、济南、昆明、兰州、南昌、南京、宁波、青岛、厦门、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、武汉、西安、银川、长春、长沙、郑州、重庆共28个城市；三线城市指常州、东莞、佛山、惠州、嘉兴、廊坊、洛阳、绵阳、南通、泉州、绍兴、温州、无锡、芜湖、徐州、烟台、中山、珠海共18个城市。

（八）租金资本化率略有下降

除了考察住房市场的绝对价格水平外，还可以通过相对价格指标来衡量住房价格水平，下文采用的是租金资本化率。租金资本化率是由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经过多少年，可以较好地用于刻画房价泡沫程度。这一概念与租售比类似，但更加直观。

2023年前三季度，4个一线城市的平均租金资本化率从2022年末的57.8年，小幅下降至2023年第三季度末的56.7年（见图8上图）。二线热点城市的平均租金资本化率由2022年末的56.2年，下降至2023年第三季度末的51.7年；二线非热点城市的平均租金资本化率由2022年末的47.5年，小幅上升至2023年第三季度末的48.4年（见图8左下图）。三线城市的平均租金资本化率由2022年末的42.0年，小幅下降至2023年第三季度末的41.1年（见图8右下图）。总体来看，受住房租赁市场复苏略强于住房销售市场的影响，样本城市的租金资本化率略有下降。

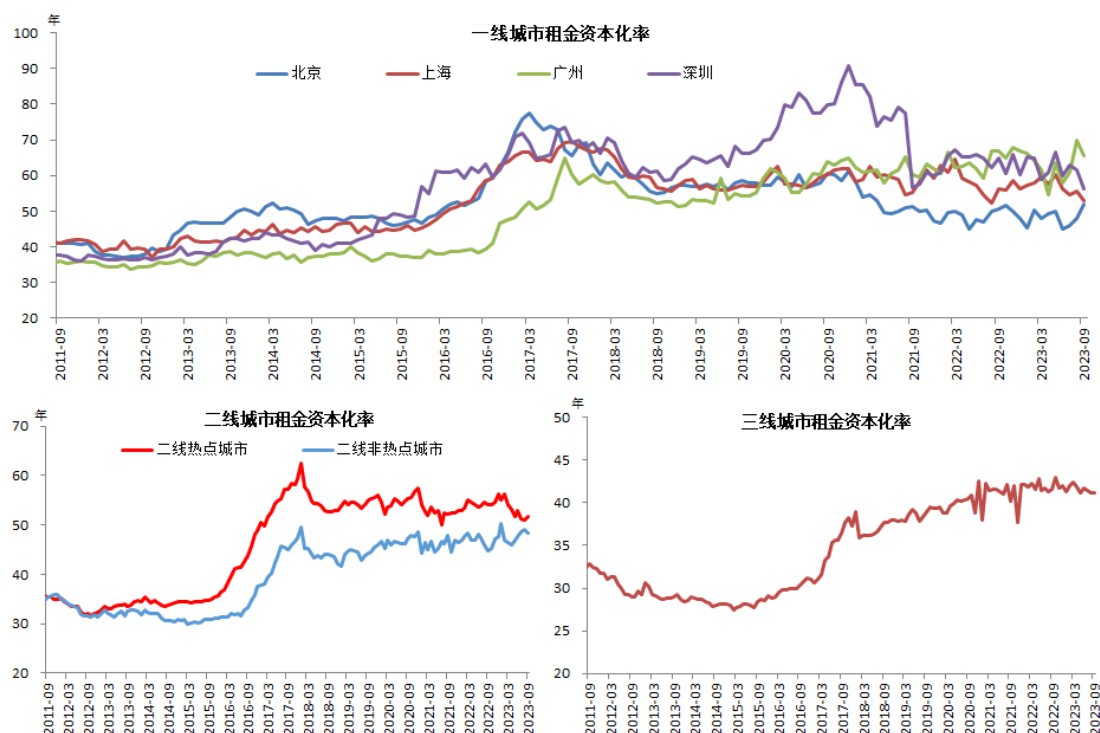


图8 租金资本化率走势（月度）

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、个人住房金融形势

（一）个人住房贷款余额连续两个季度负增长

从存量数据看，截至 2023 年第三季度末，我国个人住房贷款余额为 38.42 万亿元，占全部信贷余额的比例下降至 16.4%。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。2023 年前三季度，个人住房贷款余额同比增速延续这一走势：第一季度，个人住房贷款余额同比增速为 0.3%；第二季度，个人住房贷款余额同比增速为 -0.7%；第三季度，个人住房贷款余额同比增速为 -1.2%，同比增速连续两个季度出现为负的情况（见图 9 左图）。大规模提前还贷的出现是 2023 年前三季度个人住房贷款余额负增长的主要原因。从个人住房贷款余额的净增量数据来看，2023 年第一季度净增量为 1400 亿元，第二季度净减少 3400 亿元，第三季度净减少 1800 亿元。

从居民部门月度新增中长期贷款数据来看，2023 年前三季度居民部门新增中长期贷款月度平均增量仅有 2333 亿元，较 2022 年同期的月度平均增量（2578 亿元）下降了 9.5%；且 2023 年 4 月和 6 月，居民部门新增中长期贷款月度平均增量均为负值（见图 9 右图）。

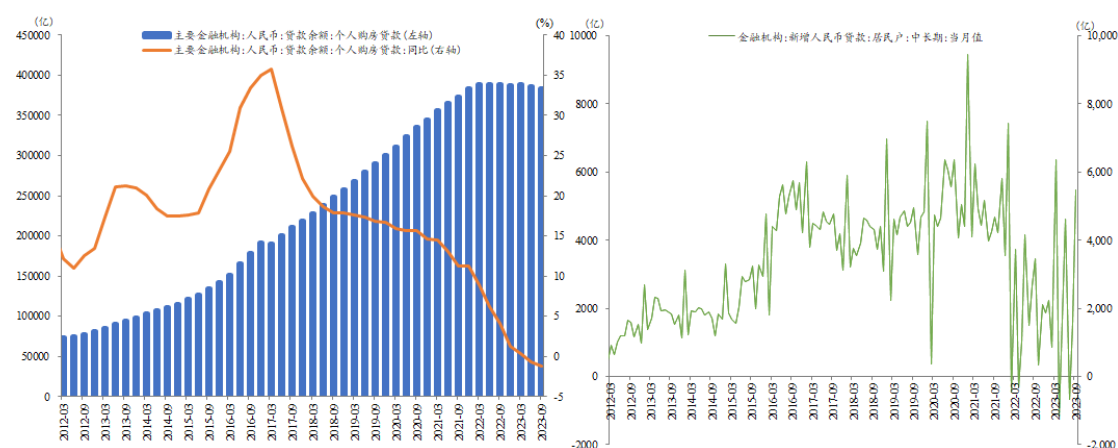


图 9 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）部分城市首套住房贷款利率已低至 3.6%

从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2023 年第三季度末全国首套住房平均贷款利率约为 3.92%（为 LPR 减 28 个基点），较 2022 年末下降了 19 个基点。其中，中山、珠海两个城市首套住房贷款利率已降至 3.60%，珠海、福州、哈尔滨、昆明等 22 个样本城市的首套房贷利率已低于 4%，目前仅北京（4.75%）、上海（4.55%）、深圳（4.50%）三个一线城市的首套住房贷款利率仍高于 LPR（4.20%）。2023 年第三季度末全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 4.59%（为 LPR 加 39 个基点），较 2022 年末下降了 33 个基点。珠海、常州等 27 个城市的二套住房贷款利率下调至房贷利率政策下限——4.40%（LPR 加 20 个基点）。总体来看，受益于 LPR 水平的下降、新发放首套房贷利率政策动态调整机制的实施和房贷利率政策下限的降低，2023 年前三季度我国首套、二套住房贷款的平均利率均有一定程度的下调。其中，二套住房贷款利率的下调集中在第三季度，且下调幅度更大。

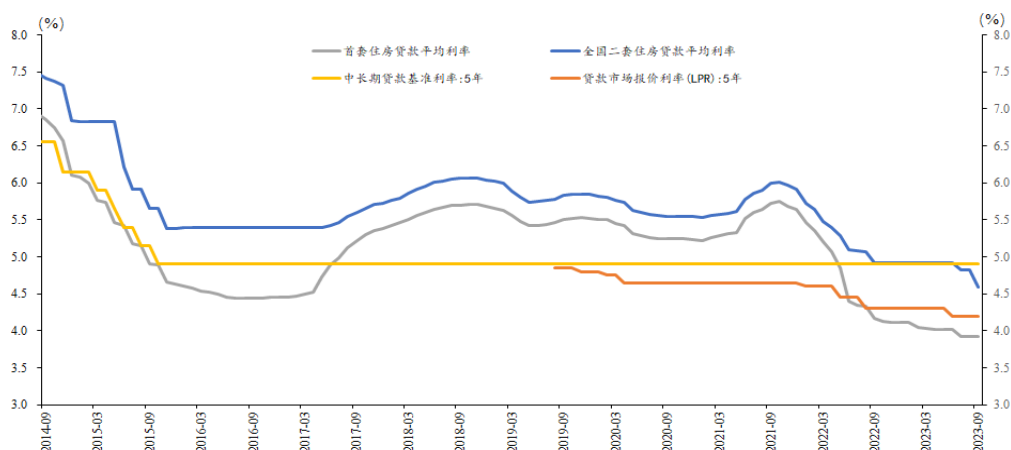


图 10 个人住房贷款平均利率走势

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。

（三）个人住房贷款的平均放款周期已低于三周

从个人住房贷款放款周期情况来看，2023 年第三季度末全国百城个人住房贷款平均放款周期为 20 天，低于三周，较 2021 年 10 月最长的 73 天已大幅缩短，住房消费金融服务持续优化。其中，一线城市的平均放款周期为 29 天；二线城市的平均放款周期为 27 天（见图 11）。

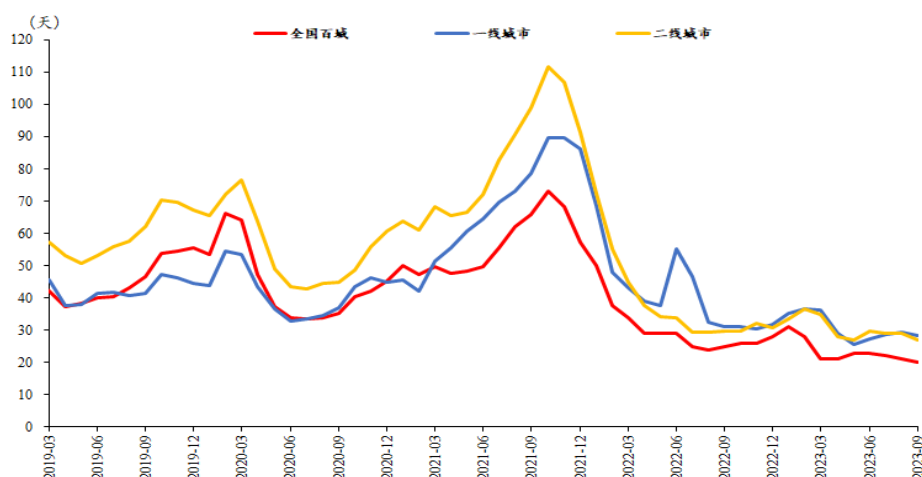


图 11 个人住房贷款平均放款周期

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。

（四）个人住房抵押贷款总体风险不大

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。

2023 年第三季度末，一线城市中北京的平均新增二手住房贷款价值比为 39%，上海的平均新增二手住房贷款价值比为 40%，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 57%，深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 54%，处于合理水平（见图 12 右上图）。二线城市方面，成都的平均新增二手住房贷款价值比为 59%，合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 60%，南京的平均新增二手住房贷款价值比为 57%，天津的平均新增二手住房贷款价值比为 57%，均处于合理水平（见图 12 左下图）；西安的平均新增二手住房贷款价值比为 61%，重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 66%，东莞的平均新增二手住房贷款价值比为 69%，佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 70%，处于较高水平，但平均首付比例亦均高于三成（见图 12 右下图）。

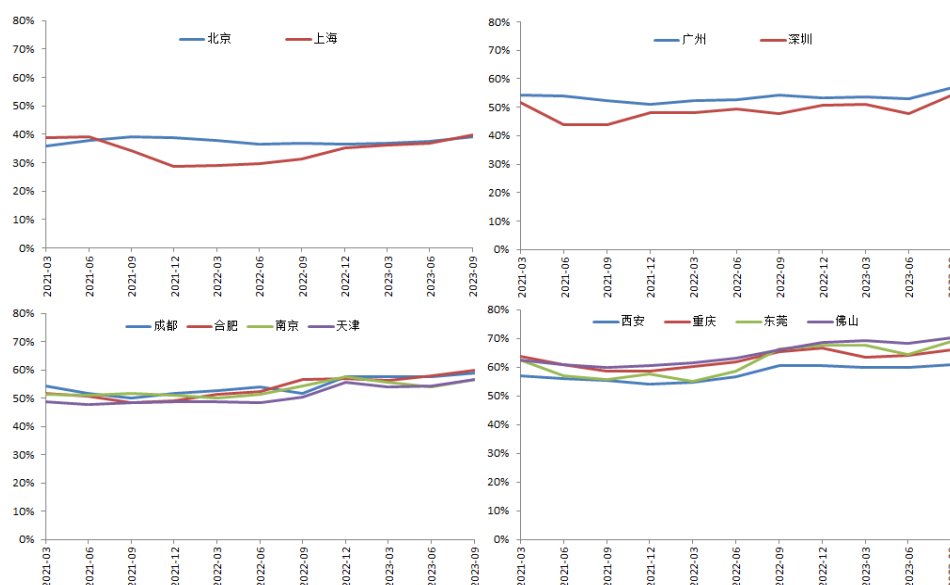


图 12 一线城市和部分二线城市新增二手住房贷款价值比（LTV）

资料来源：贝壳研究院。

注：自 2023 年第二季度起，样本城市 LTV 数值的计算过程中剔除全款购房交易数据。

总体来看，受首套房“认房不认贷”政策实施、首套房和二套房最低首付比例政策下限下调等影响，一线城市和部分二线城市新增二手住房贷款价值比有所上升。但是，从LTV水平来看，12个样本城市的新增二手住房贷款抵押物保障程度仍保持在较高水平，个人住房贷款总体风险不大。

（五）存量首套房个人住房贷款利率调整基本完成

2023年前三季度，个人住房贷款“提前还贷潮”多次登上热搜。在个人住房金融服务持续优化、LPR持续下降的情况下，大量借款人仍出于降低利息支出和调整家庭资产负债表方面的考虑，大规模集中提前偿还个人住房贷款。个人住房贷款存量余额也在2023年第二季度、第三季度连续两个季度负增长。

为引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序，中国人民银行在2023年7月14日国新办举行的2023年上半年金融统计数据情况新闻发布会上提出，“支持和鼓励商业银行按照市场化、法治化原则，与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量个人住房贷款”；并在2023年8月1日召开的中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议，以及8月4日召开的国家发展改革委、财政部、中国人民银行、国家税务总局联合新闻发布会上进一步表态，将“指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”。在2023年8月31日，中国人民银行和国家金融监督管理总局联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》明确提出，对于2023年8月31日前金融机构已发放的和已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款或借款人实际住房情况符合所在城市首套住房标准（认房不认贷）的其他存量住房商业性个人住房贷款，借款人可以自2023年9月25日起，向承贷金融机构提出申请，通过协商变更贷款合同约定的利率水平或新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款的方式，调整和降低存量首套房个人住房贷款利率。但是调整后的利率水平（在LPR上的加点幅度），不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2023年9月5日之后，各商业银行也陆续发布实施存量首套住房贷款利率调整的规则公告。2023年9月25日开始，各商业银行通过统一批量调整和借款人申请两种方式对存量首套住房贷款利率进行调整。

从中国人民银行公布的数据来看，目前，存量首套房个人住房贷款利率调整

工作已经基本完成。本次存量首套房个人住房贷款利率调整工作，推动了超过 22 万亿元的存量个人住房贷款利率水平下降，平均降幅为 73 个基点，可以为借款人每年减少 1600 亿~1700 亿元的利息支出；可以惠及超过 5000 万户、1.5 亿人，户均每年减少约 3200 元的利息支出。本次调整使我国存量个人住房贷款加权平均利率水平下降了约 42 个基点。

四、房企融资形势

（一）房地产开发贷款余额的同比增速保持正增长

从中国人民银行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，2023 年第三季度末房地产开发贷款余额为 13.17 万亿元，同比增长 4.0%；占全部信贷余额的比例为 5.6%（见图 13）。从房地产开发贷款余额的净增量数据来看，2023 年第一季度净增量为 6100 亿元，第二季度净减少 2000 亿元，第三季度净增量为 700 亿元。从国家金融监督管理总局公布的数据来看，2023 年前三季度银行累计发放房地产开发贷款 2.4 万亿元，房地产开发贷款展期余额同比增长 183%。总体来看，随着房企融资政策环境的进一步改善、“保交楼”专项借款的有序投放和“保交楼”贷款支持计划的使用，加上部分存量房地产开发贷款获准展期，房地产开发贷款余额的同比增速保持连续五个季度正增长，为房企提供了稳定的信贷融资支持。

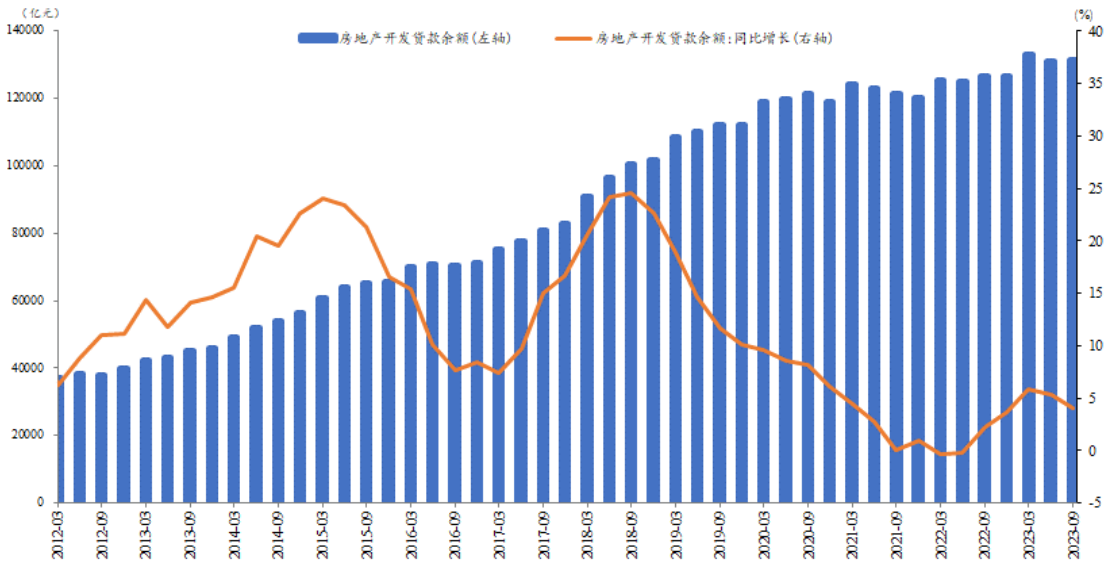


图 13 房地产开发贷款余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）房地产信托规模仍在持续压降²

从投向房地产行业的信托资金数据来看，截至 2023 年第二季度末，房地产信托余额为 1.05 万亿元，同比下降 25.9%；与 2022 年末相比，余额压降了 1750 亿元。房地产信托存量余额从 2019 年第三季度开始，已连续 16 个季度下滑，信托投资公司仍在持续压降房地产信托规模。与此同时，房地产信托余额占信托业资金余额的比重也在持续下降。截至 2023 年第二季度末，房地产信托余额占信托业资金余额的比重为 6.68%，较 2022 年末下降了 1.46 个百分点，较 2019 年第二季度末的高峰下降了 7.8 个百分点（见图 14 左图）。

从融资成本来看，2023 年第一季度房地产信托发行的平均预期年化收益率为 7.29%，2023 年第二季度房地产信托发行的平均预期年化收益率为 6.98%（见图 14 右图）。

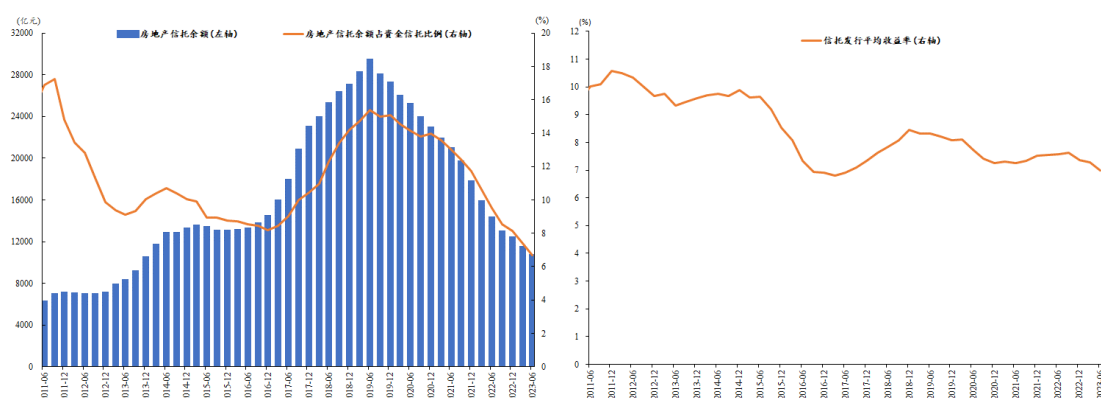


图 14 房地产信托情况（季度）

资料来源：中国信托业协会，用益信托网，Wind。

（三）房企境内外信用债发行规模均同比下降

2023 年前三季度，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行总额是 3698 亿元，同比下降 4.2%；平均票面利率为 3.58%（见图 15 左图）。其中，在中国人民银行政策工具箱“第二支箭”机制下，通过中债信用增进公司提供全额担保增信方式发行民营房企债券 17 只，发行规模为 150.5 亿元。从存量情况来看，截至 2023 年第三季度末，房企境内债券待还余额为 1.75 万亿元，较 2022 年末下降 1.3%。其中，在 2023 年第四季度到期的境内债规模为 727 亿元。

² 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至 2023 年第二季度，本节分析基于 2023 年第二季度及之前的数据。

2023 年前三季度，房企境外债发行规模为 84.6 亿美元（约为人民币 607 亿元），同比下降 50.3%；平均票面利率为 3.78%。其中，华夏幸福因债务重组发行了约 50 亿美元境外债，利率为 0%或 2.5%，期限为 8 年，用于置换原高息境外债。从存量情况来看，截至 2023 年第三季度末，房企境外债存量余额为 1451 亿美元（约为人民币 1.04 万亿元），较 2022 年末下降了 16.1%。

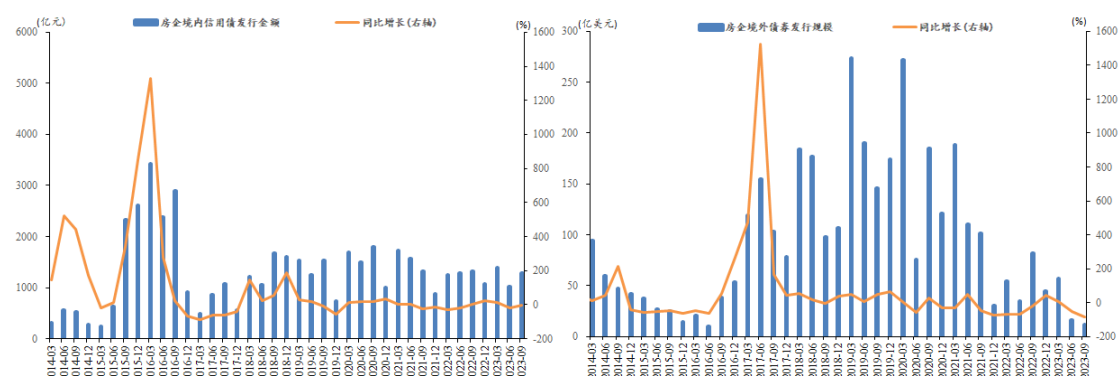


图 15 房企境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

五、市场主要风险：房企违约仍有进一步发酵可能

从公开市场债券违约情况来看，2023 年前三季度房企境内债出现实质违约、展期的数量为 136 只，占境内债券市场违约数量的 79.5%；违约规模（违约日债券余额）为 1793 亿元，占境内债券市场违约规模的 89.2%（见图 16 左上、右上图）；涉及奥园、恒大、阳光城等 32 家房企。境外债出现实质违约、展期的数量为 22 只，占中资海外债违约数量的 100%；违约规模（违约日债券余额）为 90 亿美元，占中资海外债违约规模的 100%；涉及建业、宝龙、大发等 12 家发行主体（见图 16 左下、右下图）。

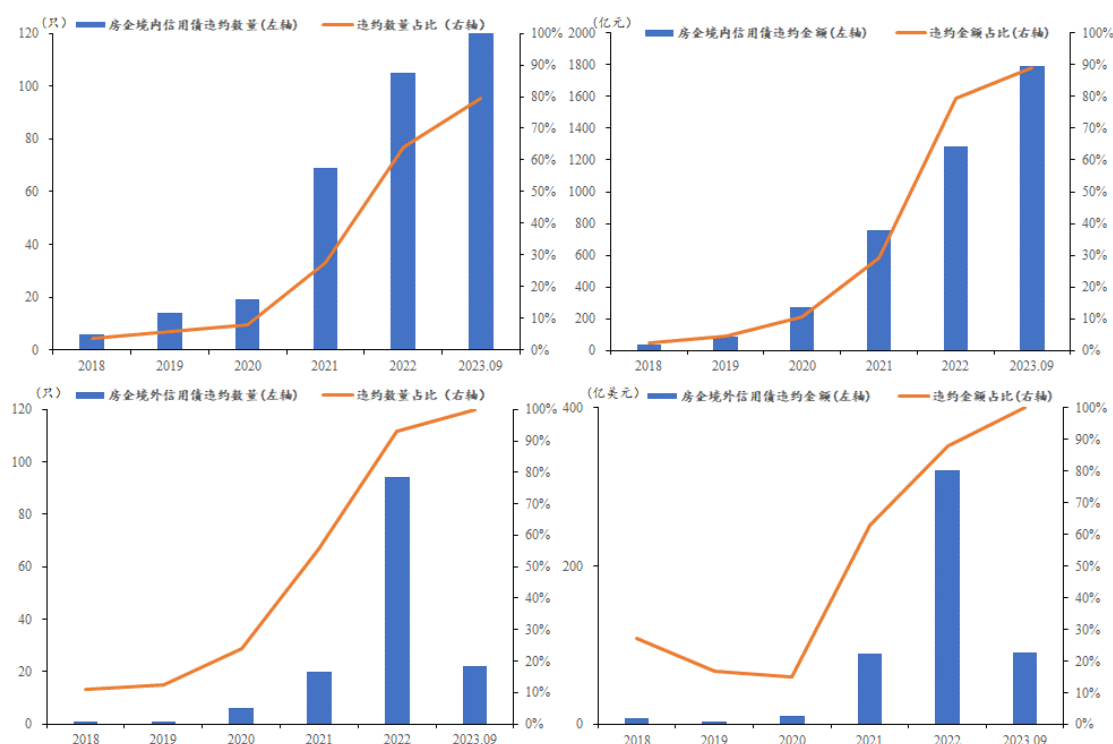


图 16 房企境内、境外信用债违约情况

资料来源：Wind。

当前房地产行业风险尚未出清，仍有进一步发酵的可能。从目前形势来看，支撑“三高”模式的第一个杠杆——销售中的预收款（经营性现金流）已经大幅萎缩，2023 年前三季度商品房销售额仅为 8.9 万亿元，较 2021 年高峰时下降 33.9%（2021 年前三季度商品房销售额为 13.5 万亿元，年度销售额为 18.2 万亿元）；第二个杠杆——金融体系支持（筹资性现金流）成为影响房企违约的关键。分析表明，下一步应重点关注资产规模在 1000 亿元至 1 万亿元的中等房企的潜在违约风险。上市房企的数据显示：2019 年至 2023 年，上市房企的筹资性现金流净额分别为 6197 亿元、3702 亿元、-3570 亿元、-6217 亿元、-3104 亿元（数据截至 2023 年 6 月），2021 年开始持续为负。其中，资产规模 1 万亿元以上的房企的筹资性现金流净额分别为 1758 亿元、-1994 亿元、-1504 亿元、-834 亿元、-887 亿元（数据截至 2023 年 6 月），其由正转负是从 2019 年到 2020 年。此后，随着大型房企不断爆雷，筹资活动现金流流入、流出的规模均大幅萎缩，筹资性现金流净额不再进一步下降。这是因为爆雷后房企短期内无能力支付到期债务，同时也不能再融入资金，此时筹资性现金流净额的下跌就停止了。一个值得关注的现象是：规模在 1000 亿元至 1 万亿元的中等房企，其筹资性现金流净额由 2020

年的 5217 亿元转为 2021 年的-1122 亿元,2022 年又大幅下降至-4297 亿元,2023 年上半年这一数值为-1982 亿元, 占有房企筹资活动产生的现金流净额 (-3104 亿元) 的比例为 63.8%, 应引起高度关注。另一个值得关注的问题是金融市场对房企融资的所有制歧视问题。在 2020 年之前, 这种所有制歧视更多表现为融资利率的差别。基于我们对 2008~2019 年间上市房企年度发行信用债的加权平均票面利率的回归分析, 在控制资产规模、资产负债率、总资产报酬率、市场无风险利率等因素之后, 中央国有房企和地方国有房企的信用债发行利率平均比民营房企低 153 个基点、140 个基点。在 2020 年之后, 这种所有制歧视进一步表现在取得融资支持的规模上。从上市房企不同所有制房企筹资性现金流流入规模来看, 2019 年~2023 年上半年, 中央国有上市房企筹资性现金流流入分别为 5069 亿元、6187 亿元、6648 亿元、6742 亿元、3029 亿元, 地方国有上市房企筹资性现金流流入分别为 5259 亿元、6603 亿元、5359 亿元、5066 亿元、2454 亿元, 民营上市房企筹资性现金流流入分别为 15694 亿元、17911 亿元、13083 亿元、4271 亿元、1334 亿元。可见, 国有房企融资规模基本保持稳定, 但民营房企的融资规模则大幅萎缩。

六、对策建议

2023 年 10 月 30 日至 31 日, 中央金融工作会议在北京举行。会议指出, 房地产金融风险是我国金融领域面临的五大风险之一。房企债务违约风险则是最主要的房地产金融风险。短期来看, 改善房企资金状况, 避免房企债务违约风险进一步在行业内扩散并蔓延, 是防范化解房地产金融风险的重中之重。长期来看, 应加强房企监管, 避免因化解风险而出现的道德风险。鉴于此, 我们建议如下。

第一、推动房企经营性现金流的改善。一是全面取消房地产市场的限制性行政政策。限购、限贷、限价、限商、限售等限制性行政政策出台的目的在于抑制房地产市场需求, 避免房地产市场过热和房价的过快上涨。当前, 房地产市场供需关系已发生深刻变化, 房地产市场面临的主要问题是需求偏弱。多地已经逐步取消限购、限贷政策, 而全面取消“五限”措施, 能够进一步提振房地产市场信心、改善市场需求和增加房企销售回款, 从而有效改善房企经营性现金流状况。二是**建议地方政府增加收购滞销存量住房**。因市场有效需求不足, 房企普遍面临库存高企、经营困难等问题。扩大地方政府收购滞销存量住房规模, 将其转化为安置

房、人才房、廉租房、公租房、保障性租赁住房等保障性住房。这一方面可以解决保障性住房供给不足的问题；另一方面也可以帮助房企解决经营困难问题，改善其经营性现金流状况。

第二，避免房企融资性现金流进一步恶化。从上市房企数据来看，房企融资性现金流净额从 2021 年开始持续为负；筹资性现金流流入规模由 2020 年高峰时的 4.35 万亿元，下降至 2021 年的 3.43 万亿元、2022 年的 2.04 万亿元和 2023 年上半年的仅 8132 亿元，房企获得的融资规模持续大幅下滑。除了因行业市场需求下降、存货资产价格减值及行业企业债务违约带来行业信用质量下降外，金融市场存在的所有制歧视和逃往质量（flight-to-quality）现象³也是房企融资性现金流持续恶化的重要原因。为避免房企融资性现金流进一步恶化，应稳定房企的资金状况，通过政策引导金融机构一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，避免金融市场投资者对房企债务兑付的担忧进一步加剧。

第三，加强房企监管，我们建议参照金融机构的监管标准来监管大型房企，具体措施包括两点：其一，参照金融机构采取资本充足率管理。对房企投资开发项目进行合理的风险权重划分，并在集团公司层面设定最低资本要求。通过资本充足率管理，在微观上可以起到遏制房企规模过度扩张的作用，在宏观上可以起到逆周期调节的作用。其二，对上市房企的隐性债务进行特别信息披露。复杂而又隐匿的债权债务关系是导致风险处置困难的重要原因，针对当前房企采取明股实债的融资方式和合作开发的模式，可要求上市房企的长期股权投资进行并表披露。

³ 逃往质量（flight-to-quality）是受市场不确定性加剧的影响，投资者开始出现低风险偏好，将其资产配置从风险较高的投资转向安全性较高的投资，出现了逃往优质资产或质量更高资产的现象。例如，近期万科剩余期限较长的美元债在二级市场价格腰斩就是一个典型的案例。当投资者认为万科作为优质房企能够保障对短期内到期美元债如期兑付，但同时也认为其对剩余期限较长美元债的如期兑付存在不确定性，就出现了抛售剩余期限较长美元债的情况。这种行为导致了万科 1 年内到期的美元债中间价格仍维持在 93.5~96.8 美元之间，但剩余期限 6 年左右的美元债价格从 2023 年 8 月前的 80 美元左右，下降至 2023 年 10 月 31 日最低点时的 36.47 美元，目前恢复至 50 美元左右。

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。