



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

2024 年 8 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、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

房地产市场及房地产金融运行

摘要

房地产市场运行方面，2024 年上半年，房地产市场仍处于下行阶段：房价普遍下跌，二手住房价格创 2005 年以来最大同比跌幅；新建商品住房销售疲软，销售面积仅为 4.0 亿平方米，销售额为 4.1 万亿元，同比下降均超过两成；住宅开发投资规模继续下行；土地交易市场仍未能摆脱低迷状态；住房租金价格水平同比跌幅扩大。但是随着供需两端支持政策效果的逐渐显现，房地产市场显现出好转的迹象：其一，2024 年 6 月，住房价格环比跌幅收窄，且北京、上海、杭州、南京 4 个核心城市的二手住宅价格月度环比年内首次由跌转涨。其二，2024 年 6 月，国房景气指数年内首次回升；其三，全国商品住宅现房待售面积下降至 3.83 亿平方米，住宅库存去化周期也有所下降；其四，住房租金资本化率普遍下降，租金收益率高于定期存款利率，在不考虑房价下降的前提下，住房作为资产已经初具投资价值。

个人住房金融方面，2024 年上半年，居民部门中长期贷款月度平均增量继续减少，居民部门举债意愿在降低；个人住房贷款利率继续下行，部分城市首套住房贷款利率已经低至 3.1%；受最低首付比例下调政策的影响，居民新增购房时使用财务杠杆在第二季度有所上升，举债人数有所下降。房企融资方面，2024 年上半年，房企可用于房地产开发的到位资金规模为 5.35 万亿元，同比下降 22.6%。其中，国内贷款（房地产开发贷）同比降幅仅为 6.6%，是收缩程度最低的房企资金来源渠道。房企境内信用债的发行规模为 1986 亿元，同比下降 17.6%；房企境

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

外债发行规模为 37.54 亿美元（约为人民币 266 亿元），同比下降 48.7%，且主要用于债务重组置换原高息境外债，房企境外债基本失去融资功能。房企信托融资仍在持续压降，截至 2023 年末，房地产信托余额为 9739 亿元，同比下降 20.43%。

房地产政策方面，2024 年上半年，政府部门从供需两端持续优化房地产政策措施，支持住房市场需求的释放和房企融资的改善。需求端重要支持政策包括住房限购政策基本退出；推出住房“以旧换新”政策；创设保障性住房再贷款，支持地方国有企业收购已建成未出售商品房；降低个人住房贷款最低首付比例；取消全国层面个人住房贷款利率政策下限；下调住房公积金贷款利率。供给端重要支持政策包括进一步发挥城市房地产融资协调机制作用；推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，合规“白名单”项目“应贷尽贷”；满足在建项目合理信贷融资需求；支持地方以合理价格收回、收购闲置存量住宅用地，帮助房企（尤其是帮助问题房企）处理或盘活未开发的土地资产，改善其资产负债表。

展望未来，随着房地产供需两端支持政策的持续优化和落实，我们相信房地产市场运行形势会有所改善，核心城市住房价格有望在下行中逐步筑底，住房库存去化压力有所降低，住房销售和住房投资规模的降幅有所收窄；但是在短期内，土地交易市场低迷、行业景气度较低等情况可能还会持续。房地产金融方面，我们认为个人住房融资有望进一步改善，个人住房贷款利率继续下降，刚性、改善性住房需求能够更好地释放；房企信贷融资会随着合规“白名单”项目贷款的发放有所增加，但是房企信托融资、债券融资规模可能还会进一步下降。风险方面，有以下三点需要持续关注：第一，房企违约债务及其处置；第二，房企资产负债表的持续恶化；第三，存量按揭与新增按揭利差较大，提前还贷人数依然较多，可能会影响“5·17”政策效果。

目录

一、房地产市场运行形势	1
(一) 部分核心城市二手住宅价格环比由跌转涨	1
(二) 新建商品住房销售规模同比大幅下降	2
(三) 住宅开发投资规模持续下降	3
(四) 房地产行业景气指数显现触底迹象	4
(五) 土地交易市场仍未能摆脱低迷状态	4
(六) 住房“去库存”政策效果已初步显现	5
(七) 住房租金价格水平同比跌幅扩大	6
(八) 租金资本化率普遍下降	7
二、个人住房金融形势	8
(一) 首套住房贷款利率可低至 3.1%	8
(二) 居民部门中长期贷款月度平均增量继续减少	9
(三) 个人住房贷款的平均放款周期延长至四周	10
(四) 居民购房时使用财务杠杆回升	11
三、房企融资形势	12
(一) 房地产开发企业到位资金规模降幅较大	12
(二) 房地产信托业务作为信托业主营业务的时代已告终结 ...	13
(三) 房企境外债基本失去融资功能	13

四、“5·17”新政分析	14
（一）创设保障性住房再贷款.....	14
（二）调整个人住房贷款最低首付款比例.....	15
（三）调整商业性个人住房贷款利率.....	16
（四）下调个人住房公积金贷款利率.....	17
（五）妥善处置闲置土地，盘活存量土地.....	17
五、房地产市场主要风险情况分析	18
（一）房企债券新增首次违约主体数量在减少.....	18
（二）房企普遍出现资产负债表恶化的情况.....	19
六、房地产市场及房地产金融运行形势判断	20
附件：相关指标说明	22

一、房地产市场运行形势

（一）部分核心城市二手住宅价格环比由跌转涨

2024 年上半年，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格较 2023 年末累计下降 3.0%，二手商品住宅销售价格累计下降 4.7%。从住房销售价格的环比走势来看，2024 年上半年，70 城的新建商品住宅和二手住宅销售价格月度环比均为负值，房价仍在持续下行；其中，2024 年 6 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 0.7%、0.9%，降幅较 5 月有所收窄（见图 1 左上图）。从住房销售价格的同比情况来看，2024 年 6 月，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格同比下降 4.9%；二手住宅销售价格同比下降 7.9%，创 2005 年以来最大同比跌幅。分城市层级来看，2024 年上半年，一线城市新建商品住宅销售价格累计下降 2.4%，二手住宅销售价格累计下降 5.2%（见图 1 右上图）；二线城市新建商品住宅销售价格累计下降 2.9%，二手住宅销售价格累计下降 4.5%（见图 1 左下图）；三线城市新建商品住宅销售价格累计下降 3.1%，二手住宅销售价格累计下降 4.9%（见图 1 右下图）。

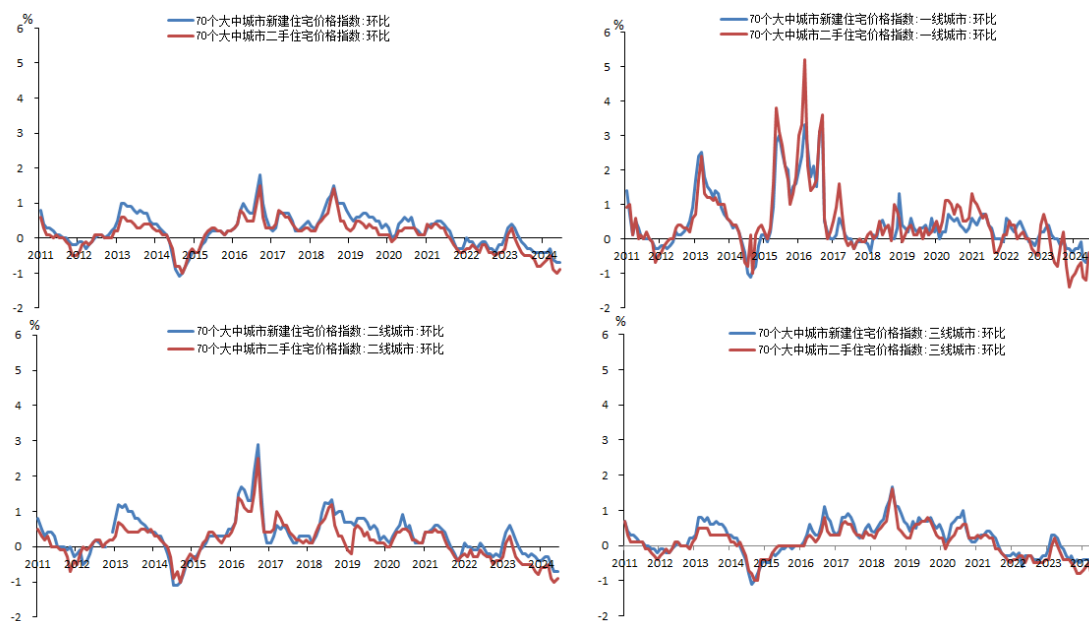


图 1 70 个大中城市房价走势（月度环比）

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。

总体来看，2024 年上半年，70 个大中城市的住宅价格仍普遍在持续下跌。2024 年 6 月，70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降的城市分别有 64 个和 66 个；新建商品住宅和二手住宅销售价格同比下降的城市分别有 68 个和 70 个，而且武汉、广州、徐州、厦门、温州、宁波、金华、烟台、襄阳、南京、深圳、福州、南昌 13 城的二手住宅价格同比跌幅已超过 10%。在住房价格普遍下跌的市场环境下亦能发现好转的迹象：2024 年 6 月，北京、上海、杭州、南京 4 个核心城市的二手住宅价格月度环比年内首次由跌转涨，分别上涨 0.2%、0.5%、0.3%、0.1%，表明住房市场需求端支持政策的效果初步显现。

（二）新建商品住房销售规模同比大幅下降

从新建商品住宅销售情况来看，2024 年上半年，全国新建商品住宅销售面积仅为 4.0 亿平方米，同比下降 21.9%，同比降幅较 2023 年末扩大了 13.3 个百分点。2024 年上半年，新建商品住宅销售额为 4.1 万亿元，同比下降 26.9%，同比降幅较 2023 年末扩大了 20.9 个百分点（见图 2）。

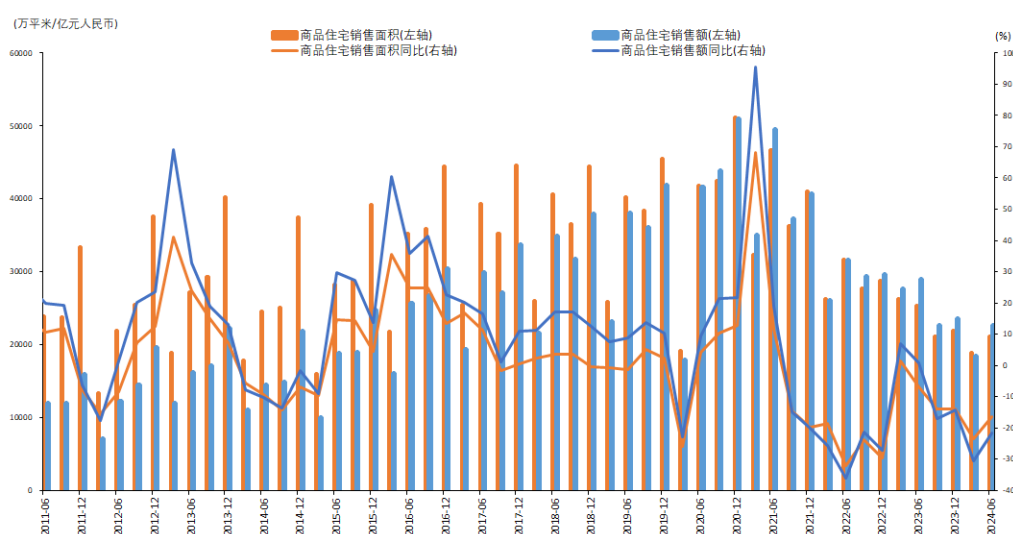


图 2 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

注：房地产开发投资、新建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）进一步明确房地产开发统计界定标准，将符合房地产开发统计标准的项目纳入统计范围，剔除单纯一级土地开发等非房地产开发项目；（2）加强商品房销售数据审核，剔除退房和具有抵押性质等非商品房销售数据；（3）加强统计执法，对发现的问题数据按照相关规定进行了改正。

总体来看，2024 年上半年，房地产市场仍处于下行调整期，新建商品住房销售面积、销售额均同比大幅下降；但是分季度来看，与第一季度相比，第二季度新建住房销售面积、销售额的同比降幅均有所收窄，释放出住房销售市场在边际改善的积极信号。

（三）住宅开发投资规模持续下降

从住宅投资数据来看，2024 年上半年，全国住宅开发投资完成额为 3.99 万亿元，同比下降了 10.4%，同比增速连续 9 个季度为负值（见图 3 左图）。从商品住宅的开发数据来看，2024 年上半年，住宅新开工面积仅为 2.78 亿平方米，同比下降 23.6%，同比增速连续 13 个季度为负值；住宅竣工面积 1.93 亿平方米，同比下降 21.7%（见图 3 右图）。总体来看，受新建商品住房销售疲软拖累，房企对住宅开发投资的意愿和能力均显不足，住宅开发投资完成额、新开工面积、竣工面积均同比大幅下降，房地产市场的供给端也处于下行调整阶段。

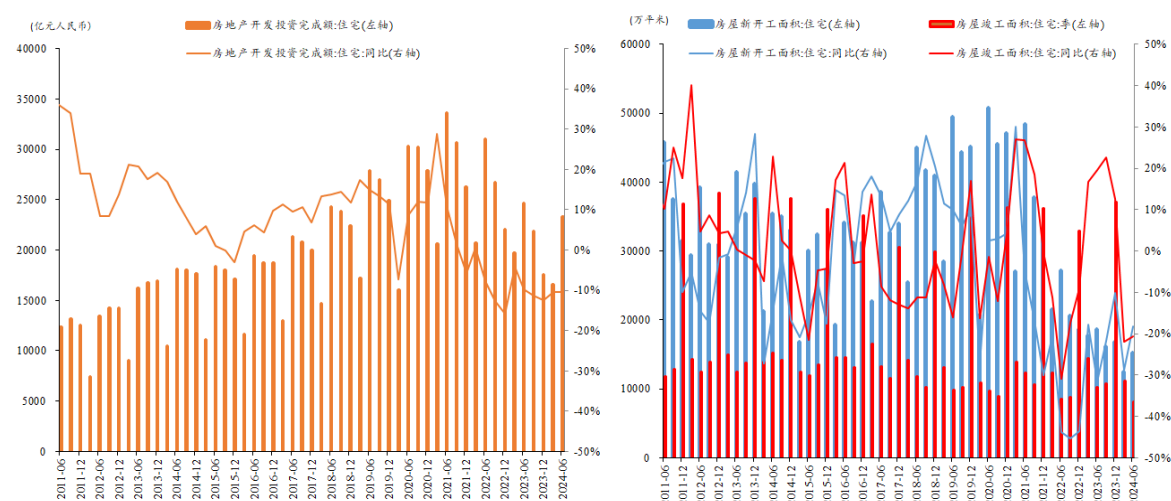


图 3 商品住宅供给情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（四）房地产行业景气指数显现触底迹象

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来看，国房景气指数由 2023 年末的 93.36，下滑至 2024 年上半年末的 92.11（见图 4）。自 2022 年 9 月开始，国房景气指数已连续 22 个月处于较低景气水平，表明了房地产行业景气程度仍然较弱。虽然目前国房景气指数处于 1995 年以来的历史最低水平；但是 2024 年 6 月国房景气指数在年内首次回升，呈现触底的迹象。我们相信随着房地产市场供需两端支持政策的逐步落实生效和市场的逐步出清，房地产市场将会逐渐接近本轮阶段性调整的底部。



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。

（五）土地交易市场仍未能摆脱低迷状态

2024 年上半年，百城住宅类土地供应面积为 6031 万平方米，同比下降 33.8%；成交面积为 4404 万平方米，同比下降 27.1%；成交金额为 5451 亿元，同比下降

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。

39.1%（见图 5 左图）。2024 年上半年，百城共有 2430 宗土地未能成交，同比上升 4.0%；住宅类用地成交土地平均溢价率为 4.1%，较 2023 年略有下降（见图 5 右图）。从财政部财政收支数据来看，2024 年 1~5 月，国有土地使用权出让收入 1.28 万亿元，同比下降 14%。总体来看，土地交易市场仍未能摆脱低迷状态，在住宅类土地供给大幅下降的情况下，百城住宅类土地的成交面积、成交金额仍大幅下降。究其原因，主要是新建商品住房市场销售的持续疲软，大部分房企面临着较大的经营和偿债压力，导致房企的拿地意愿和能力仍然较弱。

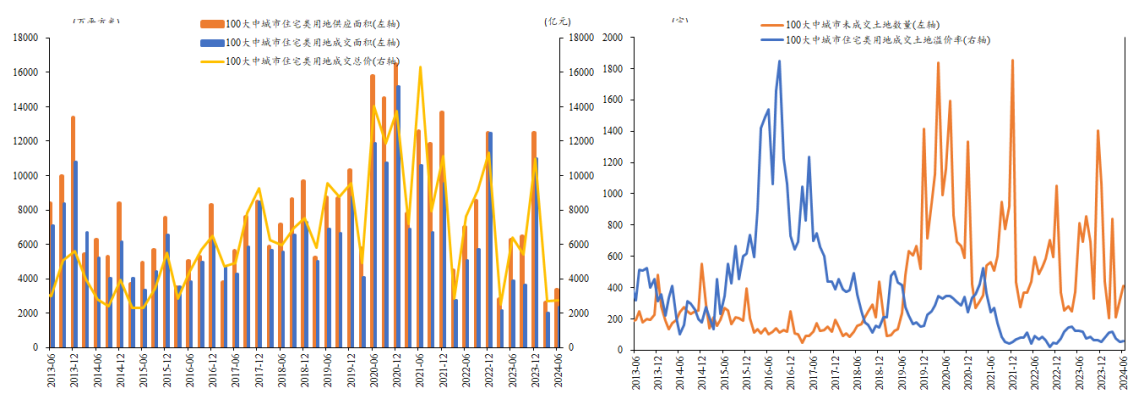


图 5 100 大中城市土地交易情况（季度）

资料来源：Wind。

（六）住房“去库存”政策效果已初步显现

从库存去化情况来看，2024 年第二季度末，14 个样本城市平均住宅库存去化月数为 30.7 个月，较 2024 年第一季度末的 38.3 个月，下降了 7.6 个月。分城市层级来看，2024 年第二季度末，一线城市平均住宅库存去化周期为 15.3 个月，较 2024 年第一季度末下降了 6.7 个月；二线城市平均住宅库存去化周期为 25.6 个月，较 2024 年第一季度末下降了 11.2 个月；三线城市平均库存去化周期为 51.3 个月，较 2024 年第一季度末下降了 4.6 个月（见图 6）。总体来看，2024 年第二季度的住房消费支持政策及住房“去库存”政策效果已初步显现，全国商品住宅现房待售面积由第一季度末的 3.95 亿平方米下降至第二季度末的 3.83 亿平方米，一、二、三线城市的平均住宅库存去化周期也均有所下降，而且二线城市的政策效果相对显著。

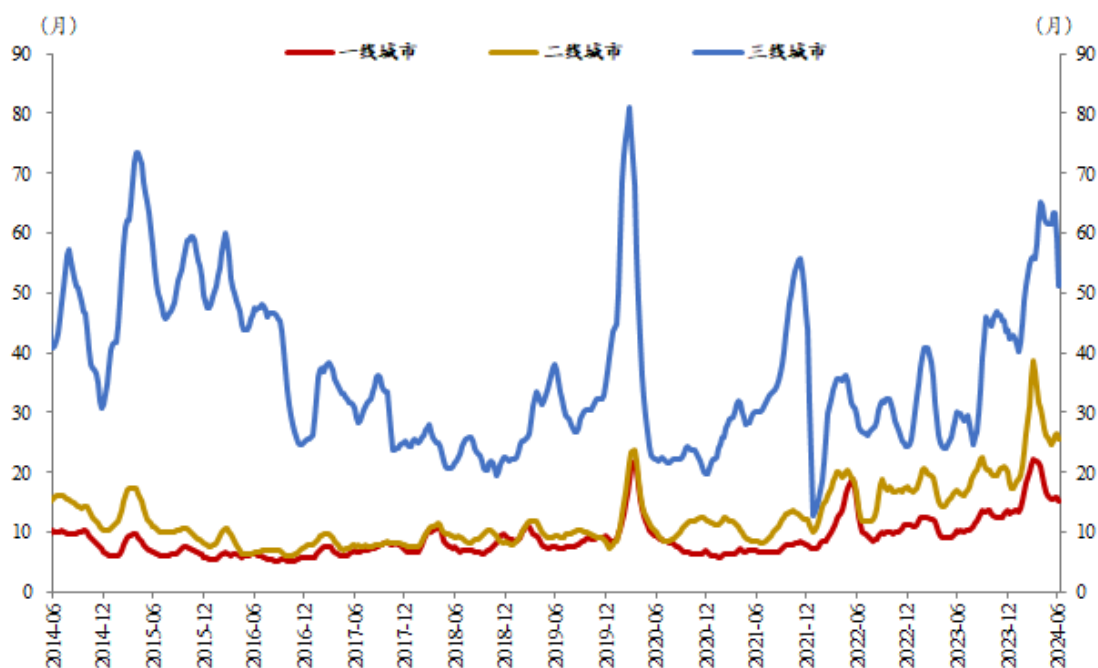


图 6 各城市房地产库存去化情况（3 周移动平均）

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）住房租金价格水平同比跌幅扩大

从贝壳研究院统计的 50 城住房租金价格指数来看，2024 年第二季度末，4 个一线城市的平均住房租金水平同比下降 4.9%；28 个二线城市的平均住房租金水平同比下降 3.5%；18 个三线城市的平均住房租金水平同比下降 3.8%（见图 7）。总体来看，2024 年上半年，住房租金价格水平同比跌幅扩大，住房租赁市场普遍可以进行降价续租。住房租金价格水平同比跌幅扩大的可能原因如下：一是因为就业压力较大，作为住房租赁市场重要新增需求群体的高校毕业生的住房租赁需求下降；二是住房租赁市场需求群体的收入增长预期、就业稳定性预期均较弱，在住房租金方面的支出预算有所下降；三是房价持续下行，部分不愿降价出售的房主将待售二手房房源下架后，转售为租，住房租赁市场的供给上升；四是在政策支持下，保障性租赁住房的供给也在持续增加。

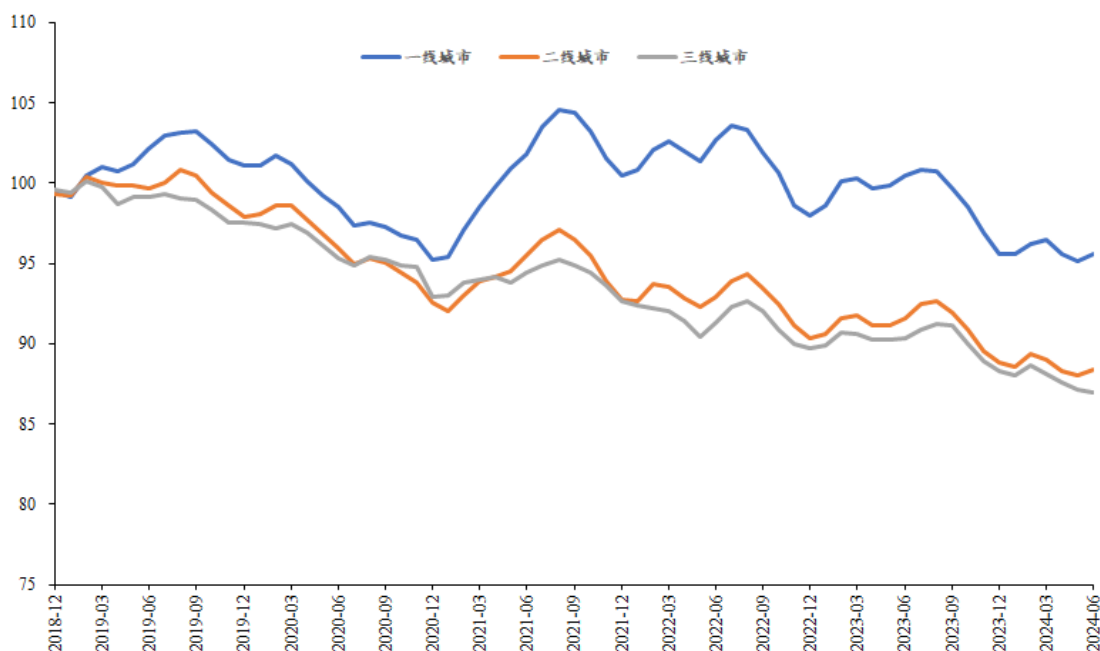


图7 贝壳50城住房租金指数（月度，定基2018年11月=100）

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）租金资本化率普遍下降

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房价价格水平，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。

2024年第二季度末，4个一线城市的平均租金资本化率为52.1年，较2023年末下降3.1年（见图8上图）；二线热点城市的平均租金资本化为49.3年，较2023年末下降0.5年；二线非热点城市的平均租金资本化率为46.2年，较2023年末下降1.4年（见图8左下图）；三线城市的平均租金资本化率为39.5年，较2023年末下降1.5年（见图8右下图）。总体来看，2024年上半年，因为租金价格水平下降幅度小于房价下降幅度，样本城市的租金资本化率普遍下降，租金收

益率有所上升。2023 年 6 月，一线城市住房的平均租金收益率为 1.9%，二线城市住房的平均租金收益率为 2.1%，三线城市住房的平均租金收益率为 2.5%，均高于六大国有商业银行的 5 年期整存整取定期存款挂牌利率。在不考虑房价下行的前提下，住房作为资产已经初具投资价值。

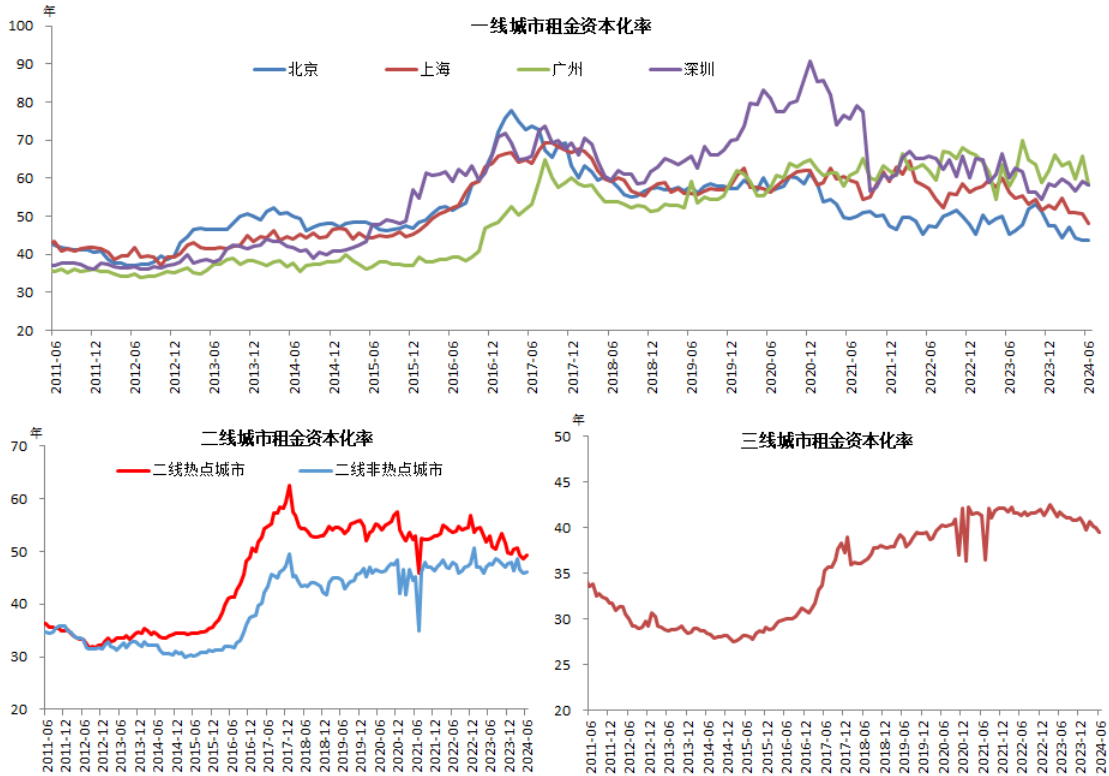


图 8 租金资本化率走势（月度）

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。

二、个人住房金融形势

（一）首套住房贷款利率可低至 3.1%

从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2024 年第二季度末，全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 3.36%（LPR 减 59 个基点），较 2023 年末下降了 52 个基点（见图 9）。其中，苏州的首套住房贷款利率已低至 3.1%，仅比同期住房公积金贷款利率（2.85%）高 25 个基点。2024 年第二季度末，全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 3.76%（LPR 减 19 个基点），较 2023 年末下降了 66 个

基点（见图9）。其中，徐州的二套住房贷款利率已低至3.2%，且与首套住房贷款利率相同。总的来看，因为5年期及以上LPR在2024年2月下调了25个基点和全国层面个人住房贷款利率政策下限的取消，2024年上半年，我国首套、二套住房贷款的平均利率均出现较大幅度的下调。其中，二套住房贷款利率平均下调幅度更大。2024年第二季度末，首套、二套住房贷款之间的平均利差为40个基点，较2023年末缩小了14个基点。

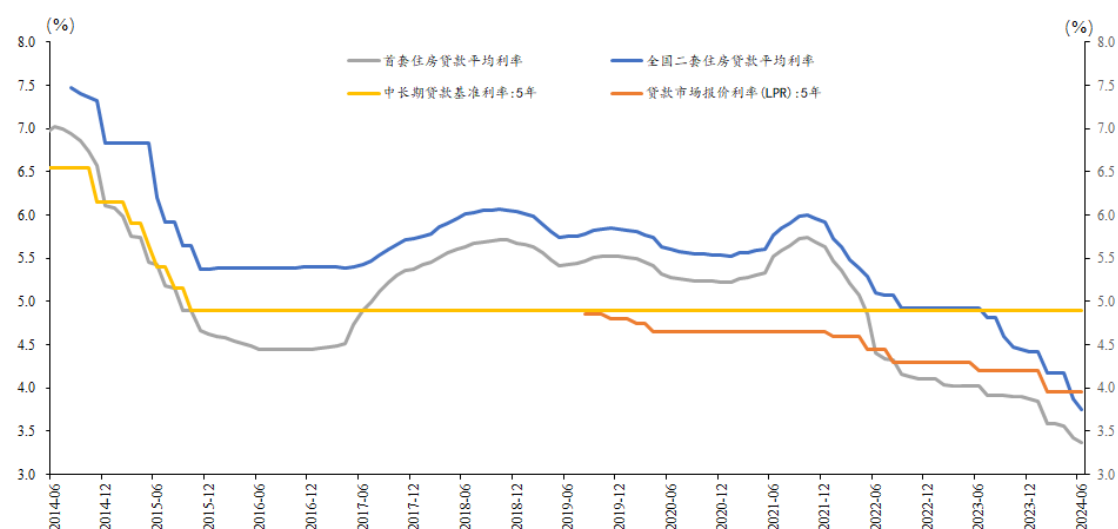


图9 个人住房贷款平均利率走势

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）居民部门中长期贷款月度平均增量继续减少

居民部门的中长期贷款主要为住房按揭贷款。从居民部门新增中长期贷款数据来看，2024年上半年，居民部门中长期贷款月度平均增量为1967亿元，较2023年2125亿元的月度平均增量减少了7.5%（见图10）。总体来看，受住房销售疲软、就业稳定和收入增长预期较弱影响，2024年上半年居民部门中长期贷款月度平均增量继续减少，居民部门举债意愿仍在下降。目前，居民部门中长期贷款月度平均增量仅为2021年月度平均增量的4成左右。

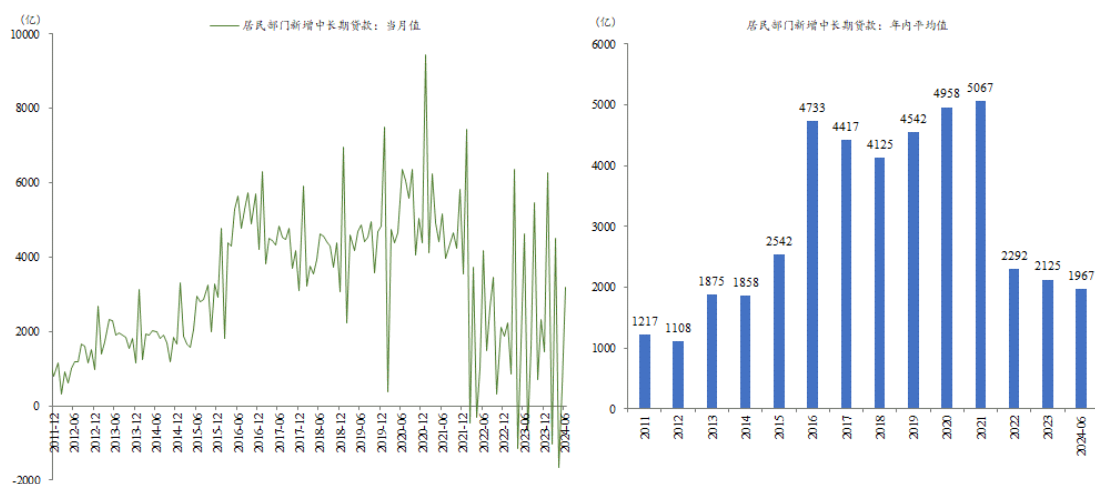


图 10 居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

(三) 个人住房贷款的平均放款周期延长至四周

从个人住房贷款放款周期情况来看，2024 年第二季度末全国百城个人住房贷款平均放款周期为 28 天（四周），较 2023 年末的 19 天有所延长，个人住房贷款的放款速度有所下降。其中，一线城市的平均放款周期为 35 天；二线城市的平均放款周期为 31 天（见图 11）。

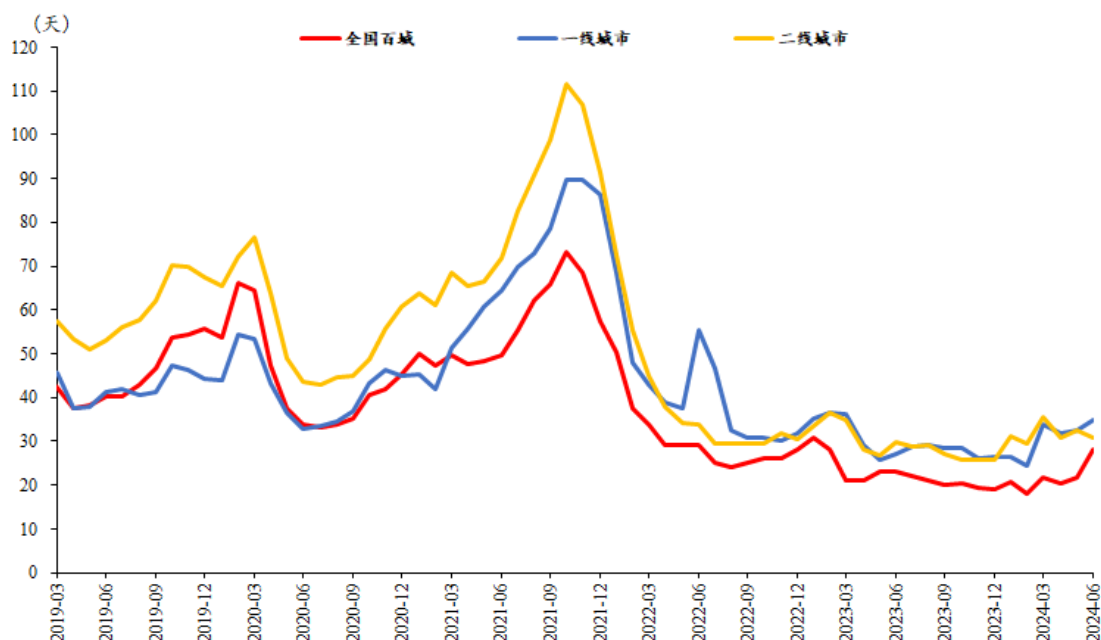


图 11 个人住房贷款平均放款周期

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) 居民购房时使用财务杠杆回升

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较小。

2024 年第二季度末，一线城市中北京的平均新增二手住房贷款价值比为 46%，上海的平均新增二手住房贷款价值比为 50%，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 59%，深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 59%，均处于合理水平（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 60%，合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 62%，南京的平均新增二手住房贷款价值比为 61%，天津的平均新增二手住房贷款价值比为 65%，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 66%，重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 67%，东莞的平均新增二手住房贷款价值比为 68%，佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 71%，处于相对较高水平，但平均首付比例亦在 3 成左右（见图 12 右下图）。

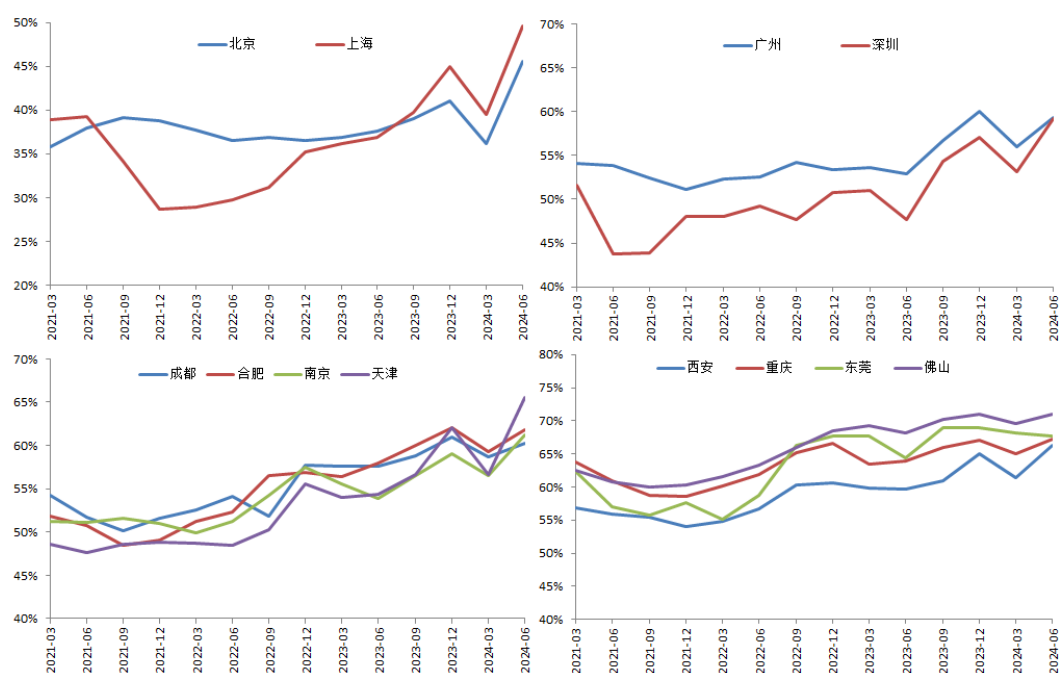


图 12 一线和部分二线城市新增二手住房贷款价值比（LTV）

资料来源：贝壳研究院。

注：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，2024 年第二季度，受首套、二套住房贷款最低首付比例下调政策的影响，12 个样本城市中除东莞外，其余 11 个样本城市的新增二手住房贷款价值比均较 2024 年第一季度均有所上升，居民购房使用财务杠杆回升。结合居民部门中长期贷款数据来看，杠杆率在上升，而总量增长不如以前，说明购房举债人数在下降。

三、房企融资形势

（一）房地产开发企业到位资金规模降幅较大

从国家统计局公布的房地产开发企业到位资金情况来看，2024 年上半年，房企可用于房地产开发的到位资金规模为 5.35 万亿元，同比下降 22.6%；与同期房地产开发投资完成额 10.1%的同比降幅相比，扩大了 11.5 个百分点。其中，国内贷款 8207 亿元，同比下降 6.6%；利用外资 13 亿元，同比下降 51.7%；自筹资金 1.89 万亿元，同比下降 9.1%；定金及预收款 1.56 万亿元，同比下降 34.1%；个人按揭贷款 7749 亿元，同比下降 37.7%（见图 13）。总体来看，2024 年上半年，受部分房企债务违约、新建住房销售下滑、房地产业景气度下降等因素的影响，房地产开发企业到位资金规模降幅较大，行业总融资规模表现为持续收缩态势。但是从到位资金来源来看，国内贷款（房地产开发贷）同比降幅仅为 6.6%，是收缩程度最低的房企资金来源渠道。

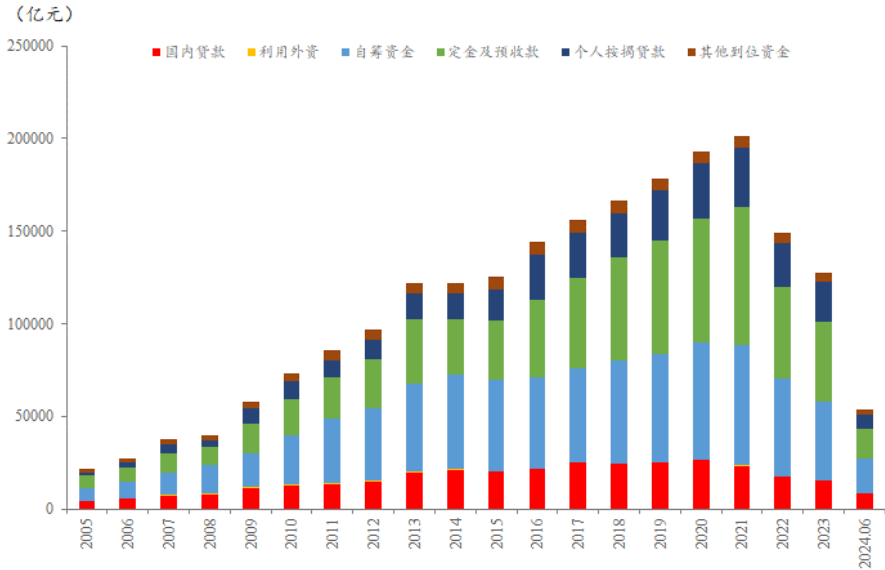


图 13 房地产开发企业到位资金情况

资料来源：国家统计局，Wind。

（二）房地产信托业务作为信托业主营业务的时代已告终结

从投向房地产的资金信托规模来看，2023 年末²，房地产信托余额为 9738 亿元，同比下降 20.43%；与 2022 年末相比，余额继续压降了 2500 亿元。2023 年末，房地产信托余额占信托业资金余额的比重为 5.6%，较 2022 年末下降了 2.53 个百分点（见图 14 左图）。房地产信托存量余额从 2019 年三季度开始，已连续 18 个季度下滑；房地产信托存量余额较峰值时的 2.93 万亿元，已压降 1.95 万亿元；房地产信托余额占信托业资金余额的比重较峰值时的 15.38%下降了 9.78 个百分点。在行业强监管和房企债务违约事件不断发生的市场环境约束下，信托投资公司持续压降房地产信托规模，房地产信托余额占信托业资金余额的比重也在持续下降。这意味着传统房地产信托业务作为信托业主营业务的时代已告终结。

从融资成本来看，2023 年第一、二、三、四季度，房地产信托发行的平均预期年化收益率分别为 7.28%、6.96%、6.91%、6.90%，呈持续下降趋势（见图 14 右图）。

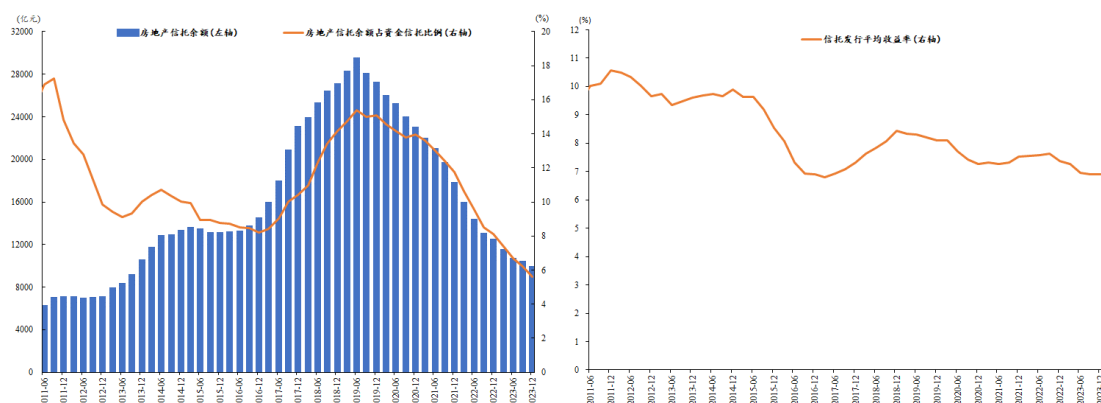


图 14 房地产信托情况（季度）

资料来源：中国信托业协会，用益信托网，Wind。

（三）房企境外债基本失去融资功能

2024 年上半年，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行规模为 1986 亿元，同比下降 17.6%；平均票面利率为 3.24%（见图 15 左图）。从存量情况来看，2024 年第二季度末，房企境内债券待还余额为 1.87 万亿元，较 2023 年末下降 4.28%。

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

2024 年上半年，房企境外债发行规模为 37.54 亿美元（约为人民币 266 亿元），同比下降 48.7%；平均票面利率为 1.82%（见图 15 右图）。其中，中梁控股和中国奥园因债务重组分别发行了 14.19 亿美元、22.43 亿美元的低息债、永续债或可转债，利率为 0~5.5%，用于置换存量境外债；而且 2024 年第二季度，房企境外债融资额为 0 元。这意味着在房企境外债大规模违约的背景下，新增房企境外债主要用于在境外债重组过程中的债务置换，房企境外债基本失去融资功能。从存量情况来看，2024 年第二季度末，房企境外债存量余额为 1549 亿美元（约为人民币 1.13 万亿元）。

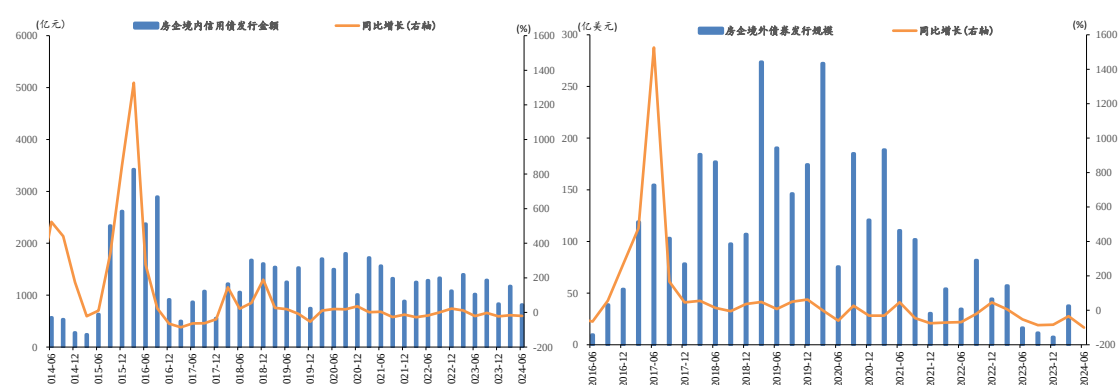


图 15 房企境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

四、“5·17”新政分析

2024 年 5 月 17 日，国新办举行国务院政策例行吹风会，住建部、人民银行、国家金融监管总局、自然资源部的有关部门负责同志介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。在继续坚持因城施策、打好商品住房项目保交房攻坚战、进一步发挥城市房地产融资协调机制作用等政策的基础之上，推出五条房地产新政。

（一）创设保障性住房再贷款

政策内容：经国务院批准，2024 年 6 月，人民银行创设保障性住房再贷款，规模为 3000 亿元，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。银行按照自主决策、风险自担原则发放贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。对于符合要求的贷款，人民银行按照贷款本金的

60%发放再贷款，再贷款利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次，预计可带动银行贷款 5000 亿元。实施期为 2024 年 6 月至 2027 年末，按季操作。统筹考虑政策衔接，2023 年设立的租赁住房贷款支持计划（规模 1000 亿元）不再实施，将其并入保障性住房再贷款。

政策目的及政策效果分析：保障性住房再贷款属于阶段性结构性货币政策工具，通过降低商业银行资金成本和增加可贷资金额度，鼓励引导银行支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。从政策效果来看，第一，通过向地方国有企业收购已建成未出售商品房提供资金支持，有利于加快存量商品住房消化，推动商品房市场去库存。第二，地方国有企业收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，可以有效增加保障性住房供给，改善中低收入家庭的住房条件。第三，地方国有企业收购已建成未出售商品房，能够增加住房市场需求，改善房企现金流状况，从而助力保交楼工作的推进。如果 3000 亿元保障性住房再贷款全部投放，可带动银行 5000 亿元保障性住房贷款投放。2024 年上半年全国新建商品住房的平均售价为 10957 元每平方米，保障性住房的建筑面积一般为 60~120 平方米，假设平均为 90 平方米；如果以市场均价购买，可新增购房面积 4563 万平方米，预计可以消化 50.7 万套存量商品住房；如果以市场均价的 8 折购买，可新增购房面积 5704 万平方米，预计可以消化 63.4 万套存量商品住房。

（二）调整个人住房贷款最低首付款比例

政策内容：对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。各地可按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。

政策目的及政策效果分析：将首套房最低首付比例从不低于 20%调整为不低于 15%，二套房最低首付比例从不低于 30%调整为不低于 25%，可以减少购房者的首付压力，降低购房门槛，从而增加住房市场需求。但是降低首付比例，同时也意味着会增加购房者月还款压力。以住房价格 100 万元为例，假设首套、二套房贷款利率分别为 3.36%、3.76%，贷款期限为 30 年，选择等额本息还款。将首套房最低首付比例从不低于 20%调整为不低于 15%，在杠杆用满的情况下，

首付款下降 5 万元，但是购房者月还款额从 3530 元增加至 3751 元，增长 6.3%；二套房最低首付比例从不低于 30%调整为不低于 25%，在杠杆用满的情况下，首付款下降 5 万元，但是购房者月还款额从 3246 元增加至 3478 元，增长 7.1%。在房价持续下行、收入增长和工作稳定性预期较弱的背景下，受还款压力约束，居民购房时很少会用满杠杆。因此，首套住房首付下降至 15%的政策效果可能并不明显；但是对于部分已经无贷款或还贷压力较小，且有改善性住房需求的家庭来说，二套房首付比例下降至 25%，能够有效降低其购房的首付压力，增加可用财务杠杆空间，政策效果可能会更显著些。从市场情况来看，居民购房时使用的财务杠杆在 2024 年第一季度有所下降之后，在第二季度有明显回升。这意味着下调最低首付比例确实增加了居民购房时使用财务杠杆水平，我们预估加杠杆的力量主要来自二套房购房人。

（三）调整商业性个人住房贷款利率

政策内容：取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。各地可根据辖区内房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定住房贷款利率下限水平，也可不再设置利率下限；银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。

政策目的及政策效果分析：个人住房贷款利率政策下限，会约束个人住房贷款利率的下降，导致个人住房贷款利率升易降难。即使个人住房贷款不良率远低于商业银行贷款平均不良率，且不良贷款回收率也较高，商业银行最多只能将个人住房贷款利率下调至利率政策下限。在当前个人住房贷款需求较弱的情况下，在全国层面取消首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，能够有效推动个人住房贷款利率下降，降低购房成本和房贷偿还压力，进而释放潜在住房需求，促进住房消费。以使用 100 万元个人住房贷款为例，假设贷款期限为 30 年，选择等额本息还款，首套个人住房贷款平均利率从 2024 年 4 月的 3.56%下降至 6 月的 3.36%，下降 20 个基点，购房者的个人住房贷款月偿还额可以从 4524 元下降至 4413 元，减少了 111 元（减少 2.5%）。个人住房贷款利率下降幅度越大，降低购房者购房成本和房贷偿还压力的效果会更显著。

（四）下调个人住房公积金贷款利率

政策内容：自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。调整后，5 年以下（含 5 年）首套个人住房公积金贷款利率为 2.35%，5 年以上首套个人住房公积金贷款利率为 2.85%；5 年以下（含 5 年）第二套个人住房公积金贷款利率不低于 2.775%，5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率不低于 3.325%。

政策目的及政策效果分析：其一，可以降低购房者的个人住房公积金贷款成本，更好满足住房公积金缴存的人住房需求，促进住房消费。以购买首套住房，使用 100 万元住房公积金贷款为例，假设贷款期限为 30 年，选择等额本息还款，下调前购房者的月还款额为 4270 元，下调后购房者的月还款额为 4136 元，下降了 3.1%。其二，可以提高住房公积金的吸引力和使用效率，鼓励更多人利用公积金购房。从《全国住房公积金 2023 年年度报告》数据来看，全国个人住房公积金贷款率仅为 77.6%，且黑龙江、宁夏、内蒙古、北京、甘肃、河北、吉林 7 个省区市的个人住房公积金贷款率低于 70%，使用效率较低。

（五）妥善处置闲置土地，盘活存量土地

政策内容：一是支持企业优化开发。主要是要消除开发建设障碍，合理免除因自然灾害、疫情导致的违约责任，允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求，更好地适应市场需求。二是促进市场流通转让。主要是发挥土地二级市场作用，支持预告登记转让和“带押过户”，鼓励转让或者合作开发。三是支持地方以合理价格收回已出让闲置土地。支持地方政府从实际出发，主要是支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回已出让闲置土地，用于保障性住房建设。允许地方采取“收回—供应”并行方式来简化程序，办理规划和供地手续，更好地提供便利化服务。

政策目的及政策效果分析：闲置土地指国有建设用地使用权人超过国有建设用地使用权有偿使用合同或者划拨决定书约定、规定的动工开发日期满 12 个月未动工开发的国有建设用地；或已动工开发但开发建设用地面积占应动工开发建设用地总面积不足 1/3 或者已投资额占总投资额不足 25%，且中止开发建设满 12 个月的国有建设用地。根据自然资源部《闲置土地处置办法》相关规定，非因为

政府、政府有关部门的行为造成动工开发延迟和自然灾害等不可抗力导致土地闲置的，未动工开发满一年的，国有建设用地使用权需按照土地出让或者划拨价款的百分之二十征缴土地闲置费，且土地闲置费不得列入生产成本；未动工开发满两年的，地方政府可无偿收回国有建设用地使用权。妥善处置闲置土地，盘活存量土地，一方面，可以减少土地闲置带来的浪费，提高土地利用效率，促进土地节约利用；另一方面，可以帮助企业（尤其是帮助问题房企）处理或盘活未开发的土地资产，有助于房企缓解资金困难、压降债务和降低财务风险。对于因为债务违约导致无力继续开发已购土地的房企来说，政府以合理价格将已出让闲置土地有偿收回，可以有效改善其资产负债表，有助于推动房企债务风险的化解。

五、房地产市场主要风险情况分析

（一）房企债券新增首次违约主体数量在减少

2024 年上半年，房企境内债出现实质违约、展期、未按时兑付利息、触发交叉违约的数量为 47 只，同比增加 30.6%，占债券市场违约数量的 66.2%；违约规模（违约日债券余额）为 476.9 亿元，同比增加 7.5%，占境内债券市场违约规模的 86.3%。涉及碧桂园、当代节能置业、万通地产、方圆地产、天建地产、华夏幸福、中南建设、金科、景瑞地产、俊发、绿地、荣盛、禹洲鸿图地产、宝龙实业、三盛宏业、世茂、新力、旭辉、阳光城、远洋控股、迪马实业共计 21 家发行主体。其中，仅天建地产、迪马实业 2 家为新增首次违约主体，其余房企均为 2024 年以前已违约主体。

2024 年上半年，房企境外债出现实质违约、展期的数量为 19 只，同比增长 11.8%，占中资海外债违约数量的 90.5%；违约规模（违约日债券余额）为 63.7 亿美元，同比增长 16.0%，占中资海外债违约规模的 87.0%。涉及碧桂园、合景泰富、弘阳地产、花样年、华南城、佳源国际、建业地产、金辉控股、金科、景瑞控股、朗诗、力高地产、旭辉、雅居乐、禹洲、正荣地产、中骏共计 17 家发行主体。其中，仅金辉控股、华南城为新增首次违约主体，其余房企均为 2024 年以前已违约主体。

总体来看，2024 年上半年，从违约债券数量和规模来看，房企公开市场债务违约数量和规模仍在增长，房企境内外债券违约形势仍然较为严峻；但是从违约

主体来看，主要为已债务违约房企，新增首次违约主体数量在减少，房企债券违约快速蔓延的势头得到遏制，行业信用风险在收敛。

（二）房企普遍出现资产负债表恶化的情况

2021年下半年以来，房地产市场进入持续下行调整阶段。在市场需求下行、房价下降和债务刚性偿还的三重压力下，房企普遍出现资产负债表恶化的情况，而且部分房企已出现资不抵债的情况。从上市房企财报数据来看，164家样本房企2023年的总资产合计为24.6万亿元，较2021年的28.8万亿元，减少4.2万亿元；2023年的总负债合计为20.5万亿元，较2021年的23.8万亿元，减少3.3万亿元；2023年的所有者权益合计为4.1万亿元，较2021年的5.0万亿元，减少了9000亿元。与2021年相比，164家样本上市房企中有133家资产规模收缩，仅华润置地、华发股份、中国海外发展等31家上市房企资产规模仍表现为扩张；164家样本上市房企中有112家上市房企所有者权益下降。从近期已发布2024上半年业绩预告的72家A股上市房企来看，出现亏损占比超过6成，房企资产负债表仍在持续恶化。其中，万科、金地、北辰实业等优质房企也首次出现亏损，万科预计亏损70~90亿元，金地预计亏损30~36亿元，北辰实业预计亏损6.46~7.49亿元。

值得特别关注的是恒大、蓝光发展、中天金融、奥园、恒盛地产、天誉置业、花样年、嘉凯城、建业地产、当代置业10家上市房企，因为经营性亏损，存货、持有投资性物业资产价格下跌、土地被收回亏损，资产处置减值损失等非经营性亏损，在2023年已经资不抵债（见表1）。以恒大为例，在2021年计提了1137.5亿元的经营性亏损和5851.5亿元的非经营性亏损，在2022年计提了433.9亿元的经营性亏损和693.7亿元的非经营性亏损，2023年上半年计提了173.8亿元的经营性亏损和150.3亿元的非经营性亏损。合计超过8000亿元的巨额亏损，叠加“明股实债”等隐性债务调整为表内显性债务，恒大的所有者权益规模由2020年的3504亿元下降至2023年6月的-6442亿元，严重资不抵债。

对于已违约房企来说，其当前采取的债务展期、置换、重组等措施和给予金融支持，仅能缓解流动性危机，并不能解决资不抵债的问题。为解决房企资不抵债问题，并尽最大可能保护债权人的权益，需在保留房企持续经营和盈利可能性的前提下，对资不抵债房企进行破产重整。对于严重资不抵债，且失去经营能力

的房企，可能就需要按照法治化、市场化的原则进行破产清算，推动房地产市场的尽快出清。

表 1 资不抵债上市房企资产负债情况

上市房企简称	总资产			总负债			所有者权益		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
恒大	21071	18383	17440	25802	24374	24374	-4731	-5991	-6442
蓝光发展	1746	1323	1072	1676	1527	1463	70	-204	-391
中天金融	1545	1461	1239	1434	1555	1531	111	-94	-292
奥园	2614	2344	1994	2690	2521	2275	-75	-176	-281
恒盛地产	499	485	448	495	484	477	4	1	-28
天誉置业	308	260	208	252	243	230	56	17	-22
花样年	1051	950	777	945	905	797	107	46	-20
嘉凯城	128	104	77	118	105	92	10	-1	-15
建业地产	1458	1390	1173	1331	1356	1180	127	33	-7
当代置业	776	585	563	708	576	576	68	9	-3

资料来源：上市房企半年度、年度财务报告，Wind。

注：因中国恒大、当代置业 2023 年年度财务报告仍未发布，表中数据来源于 2023 年上半年财务报告。

六、房地产市场及房地产金融运行形势判断

从房地产市场运行形势来看，2024 年上半年，房地产仍处于下行阶段，房价普遍下跌，住房销售疲软，住房投资规模下行，土地交易市场低迷，行业景气度较低，租金价格下降。不过随着房地产供需两端支持政策的持续优化和落实，我们相信房地产市场运行形势会有所改善，核心理由是，租金收益率高于定期存款利率，住房作为资产已经初具投资价值；此外，由于整个市场预期较弱，不排除房价进一步超调的可能。

从房地产金融运行形势来看，2024 上半年，个人住房贷款利率进一步下调，居民部门新增中长期债务意愿下降，居民新增购房时使用财务杠杆回升；房地产开发贷款规模继续保持正增长，房企债券违约快速蔓延的势头得到遏制。随着房地产新旧政策的实施落地，我们认为个人住房融资有望进一步改善，个人住房贷款利率继续下降，刚性、改善性住房需求得以更好地释放；房企信贷融资会随着合规“白名单”项目贷款的发放有所增加，但是房企信托融资、债券融资可能还会进一步下降。

从风险方面来看，有以下三个风险点需要持续关注：第一，房企违约债务及

其处置；第二，房企资产负债表的持续恶化问题；第三，存量按揭与新增按揭利差较大，提前还贷人数依然较多，可能会影响“5·17”政策效果。

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。