



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、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

房企违约风险依然严峻

摘要

房地产政策方面，2023 年上半年，政府部门不断推出新的积极性房地产政策措施，以此改善房地产市场预期，包括建立和落实首套房贷利率政策动态调整长效机制，通过 LPR 下行引导个人利率继续下降，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，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，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，2023 年第一季度短暂的“小阳春”行情之后，第二季度房价环比重回下跌态势，住房销售规模下行至常态水平，住房消费预期再次转弱。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 年第二季度末，个人住房贷款余额规模为 38.6 万亿元，受大规模提前还贷的影响，同比增速首次出现为负（-0.7%）的情况；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三周左右，21 个样本城市的首套房贷利率已步入“3”时代。房地产市场风险仍未出清，金融机构出于风险控制方面的考虑，对房企投放资金有限。2023 年第二季度末，房地产开发贷款余额为 13.1 万亿元，同比增长

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

5.3%，但余额较第一季度净减少 2000 亿元；房企境内债券待还余额为 1.76 万亿元，余额较第一季度净减少约 200 亿元；房企境外债存量余额为 1533 亿美元，余额较第一季度净减少 83 亿美元；房地产信托规模持续压降至 1.13 万亿元。

房地产市场风险提示：一是从境内外公开市场债券来看，房地产行业风险尚未出清，房企违约仍是债券市场违约的绝对主力。二是部分违约房企因计提巨额经营、非经营损失，已资不抵债，仅采取债务展期、置换、债务重组等措施难以解决债务问题；可能会面临清算风险，将给无抵押的普通债权人带来较大的财产损失。三是 A 股已债务违约上市房企的批量面值退市，给房企债务化解增加难度。四是存量个人住房贷款利率调整，可能会给商业银行带来利息收入损失，但影响较小。

关于 2023 年下半年房地产市场形势，我们认为随着新增个人住房贷款利率的下降、首付比例的下调、存量个人住房贷款利率的调整等住房需求端政策的落地，住房销售市场将缓慢筑底，但受房企违约风险尚未出清影响，年度住房销售面积可能不及 10 亿平方米。对于需求端来说，刚需群体的住房消费需求仅通过房地产政策的调整难以释放，更多地要依靠宏观经济形势的好转，就业、收入预期的改善；改善群体的购房需求则可以依靠“认房又认贷”政策的调整、交易成本的下降等优化措施来释放。对于供给端来说，房企融资恢复和销售复苏均不及预期，后续可能仍有房企出现债务违约。

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) “小阳春”行情结束后房价环比重回下跌态势	2
(二) 住房销售市场仍在筑底过程中	3
(三) “保交楼”政策支持下住宅竣工面积持续大幅增长	4
(四) 房地产行业景气程度持续低迷	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相对较大	7
(七) 住房租金价格水平普遍上涨	7
(八) 租金资本化率略有下降	8
三、个人住房金融形势	9
(一) 个人住房贷款余额同比增速首次为负	9
(二) 首套住房贷款利率低至 3.7%	10
(三) 个人住房贷款的平均放款周期为三周左右	11
(四) 个人住房抵押贷款总体风险不大	12
四、房企融资形势	13
(一) 房地产开发贷款余额的同比增速稳步回升	13
(二) 房地产信托规模仍在持续压降	14
(三) 房企境内外信用债发行规模均同比下降	15

五、房地产市场主要风险情况分析	16
(一) 房企债务违约形势分析.....	16
(二) 存量个人住房贷款利率调整对商业银行的影响较小.....	19
六、关于下半年房地产市场形势的判断	21
附件：相关指标说明	23

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 年上半年，中央及部委层面不断推出新的积极性房地产政策来改善房地产市场预期，促进房地产市场平稳健康发展：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，建立和落实首套房贷款利率政策动态调整长效机制，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；指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率；进一步落实改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；合理降低住房买卖和租赁经纪服务费用。三是落实房地产“金融 16 条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限至 2024 年底，以此来保持房企信贷、债券等融资渠道稳定，支持房企合理融资需求。四是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，保障购房者权益，稳定居民住房消费预期和信心。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 年上半年，在“因城施策”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”，放松或取消限购、限贷等行政性管制措施，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，探索新房“现房销售”模式，下调首付比例，动态调整区域个人住房贷款利率下限，提高多孩家庭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“商转公”贷款业务，支持按实际支付租金提取住房公积金，扩大人才认定范围，发放购房补贴，给予财税优惠，棚改货币化安置或“房票”安置等。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，因地制宜开展现房销售试点等。

二、房地产市场运行形势

（一）“小阳春”行情结束后房价环比重回下跌态势

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 年上半年，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格较 2022 年末上涨 1.12%，二手商品住宅销售价格则下降了 0.53%。从住房销售价格的环比走势来看，2023 年 2 月，70 城的新建商品住宅和二手住宅销售价格结束了自 2021 年 9 月以来持续 17 个月的环比下跌的态势；但是短暂的“小阳春”行情后，房价环比重回下跌态势（见图 1 左上图）。2023 年 6 月，70 个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 0.1%、0.4%。从住房销售价格的同比情况来看，2023 年上半年末，70 城的新建商品住宅销售价格同比下降 0.43%，二手住宅销售价格同比下降了 2.79%，同比降幅较 2022 年末分别收窄 1.85 和 0.97 个百分点。

分城市层级来看，2023 年上半年，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格累计涨幅分别为 1.24%和 0.52%（见图 1 右上图）。二线城市新建商品住宅销售价格累计上涨 1.71%，二手住宅销售价格累计下降 0.44%（见图 1 左下图），三线城市新建商品住宅销售价格累计上涨了 0.56%，二手住宅销售价格累计下降 0.75%（见图 1 右下图）。

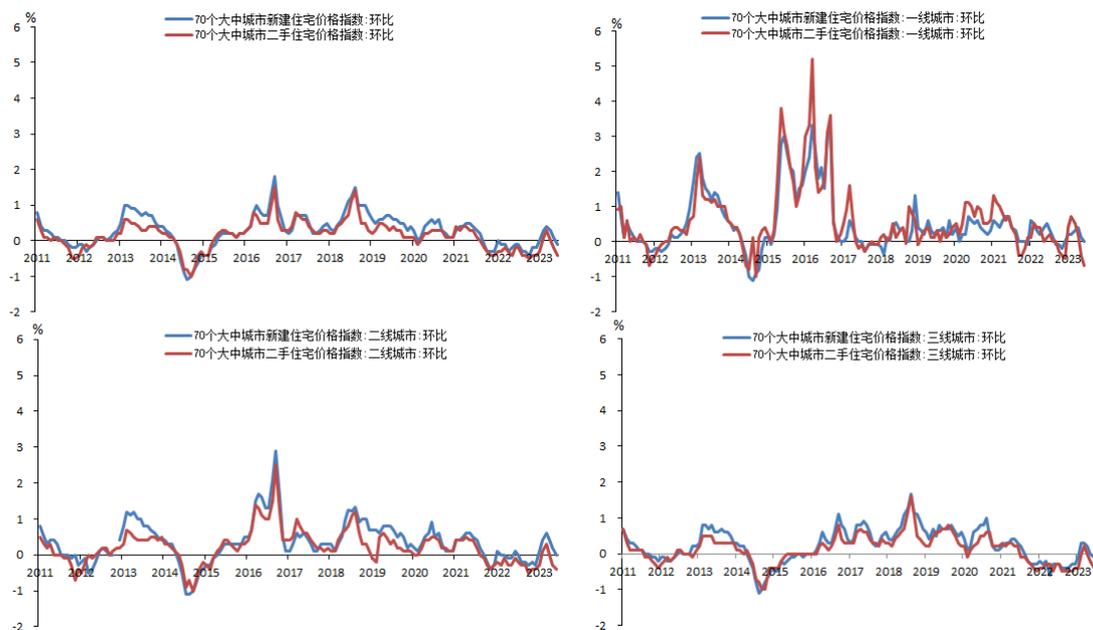


图 1 70 个大中城市房价走势（月度环比）

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。

（二）住房销售市场仍在筑底过程中

从商品住宅销售情况来看，2023 年上半年，全国商品住宅销售面积为 5.16 亿平方米，同比下降 2.8%；商品住宅销售额为 5.66 万亿元，同比上涨了 3.7%。

分季度来看，2023 年第一季度住房销售市场出现了积极的变化。全国商品住宅销售面积为 2.63 亿平方米，同比上涨 1.4%；商品住宅销售额为 2.76 万亿元，同比上涨 7.1%。住房销售面积、销售额均同比回升，结束了自 2021 年第三季度以来持续六个季度下行的态势。第一季度住房销售市场呈“小阳春”行情的主要原因如下：一是前期因疫情而积压的住房需求在第一季度集中释放；二是在“保交楼”等政策的支持下，市场预期开始改善；三是个人住房贷款利率处于历史低位，叠加部分城市限购、限贷等行政性管制措施的放松或取消，以及二手房

“带押过户”模式的推行，进一步推动了刚需、改善性住房需求转变为市场的有效需求。但是住房销售市场回暖的基础并不稳定，2023年第二季度，全国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%。其中，4月份住房销售面积月度环比下降47.8%（接近“腰斩”），短暂的“小阳春”行情结束。一方面，积压的住房需求在第一季度集中释放完毕，住房市场需求将重新回归至常态水平；另一方面，住房销售市场具有明显的分化特征，一线、热点二线城市住房市场交易相对较为活跃，三、四线城市住房市场交易则仍较为冷淡，住房销售市场的全面复苏仍需时日。总体来看，当前住房销售市场仍在筑底过程中。

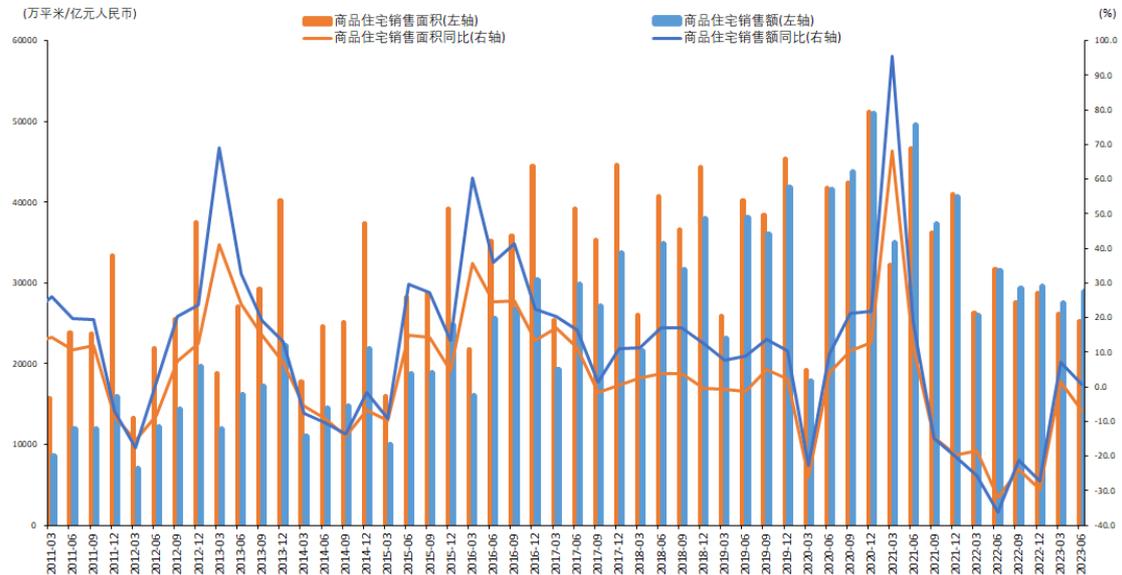


图2 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

注：商品房销售面积等指标的同比增速均按可比口径计算，因存在不可比因素，同比增速数据与基于报告期数据、上年已公布的同期数据直接计算的同比增速数据之间存在差异。导致出现差异的主要原因是：（1）加强在库项目管理，对毁约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）“保交楼”政策支持下住宅竣工面积持续大幅增长

从商品住宅的投资数据来看，2023年上半年，全国住宅开发投资完成额为4.44万亿元，同比下降了7.3%，住宅开发投资完成额同比增速仍为负值（见图3

左图);住宅新开工面积仅为3.63亿平方米,同比下降24.9%;住宅竣工面积2.46亿平方米,同比增长18.5%(见图3右图)。总体来看,房地产开发企业的住房投资意愿、投资能力仍显不足,商品住宅开发投资完成额、新开工面积同比仍在下降,但降幅已经收窄。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。

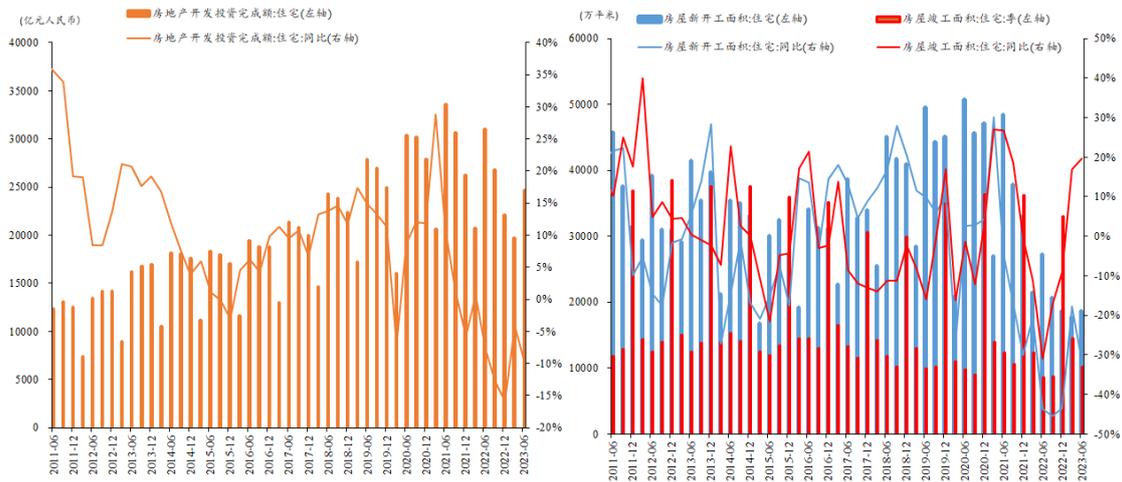


图3 商品住宅供给情况(季度)

资料来源:国家统计局, Wind。

(四) 房地产行业景气程度持续低迷

从中国人民银行城镇储户调查问卷数据来看,2023年第一季度被调查储户中未来3个月预计增加购房支出的占比由2022年第四季度的16.0%上升至17.5%;2023年第二季度被调查储户中未来3个月预计增加购房支出的占比回落至16.2%,住房消费预期再次转弱(见图4左图)。

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。国房景气指数已连续10个月处于较低景气水平,表明房地产行业景气程度呈持续低迷状态(见图4右图)。

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。

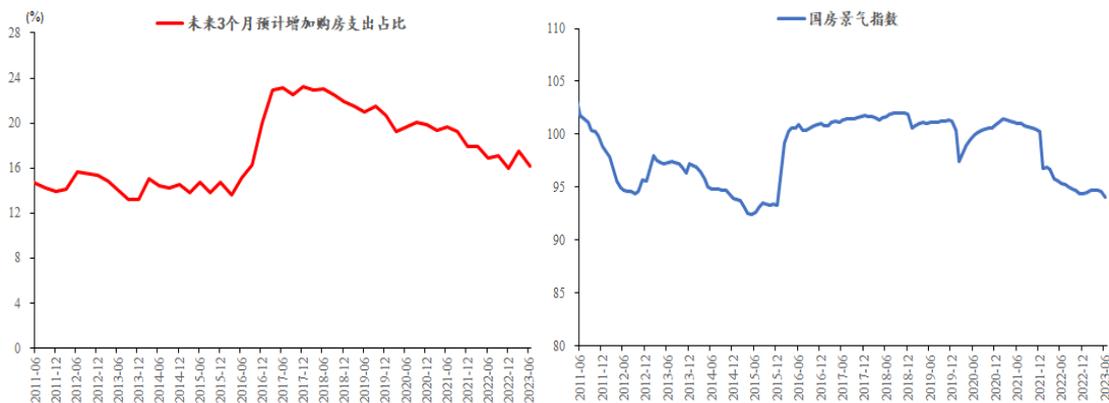


图4 房地产市场预期和景气程度情况（季度、月度）

资料来源：中国人民银行，国家统计局，Wind。

（五）土地交易市场仍未能摆脱低迷状态

2023年上半年，百城住宅类土地供应面积为8910万平方米，同比下降22.7%；成交面积为5871万平方米，同比下降25.0%；成交金额为8539亿元，同比下降18.6%（见图5左图）。2023年上半年，百城共有2429宗土地未能成交，与2022年同期持平；住宅类用地成交土地平均溢价率为6.23%，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年上半年，国有土地使用权出让收入1.87万亿元，同比下降20.9%。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，土地市场成交规模继续表现为大幅下降。但是受住宅类土地供给规模进一步下降、部分核心城市增加核心区域土地的供给等因素影响，成交土地平均溢价率有所上升。

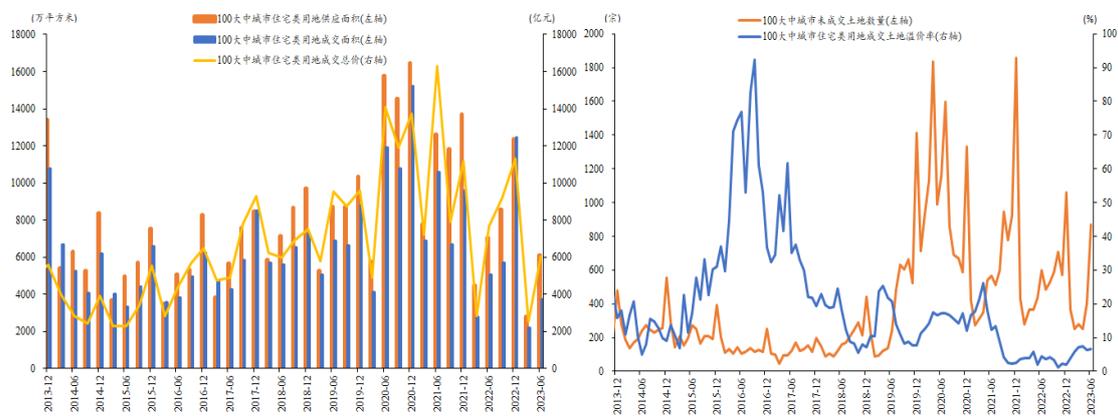


图5 100大中城市土地交易情况（季度）

资料来源：Wind。

（六）三线城市住宅库存去化的压力相对较大

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年第二季度末的18.9个月，库存去化周期略有上升。分城市层级来看，2023年第二季度末，一线城市平均住宅库存去化周期为10.1个月；二线城市平均住宅库存去化周期为16.6个月；三线城市平均库存去化周期为29.8个月。总体来看，2023年上半年，因住房销售市场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仍较为冷淡），一、二线城市住宅库存去化周期略有下降，且均处于相对合理区间；三线城市方面，住宅库存去化周期呈波动上升态势，库存去化的压力则相对较大（见图6）。

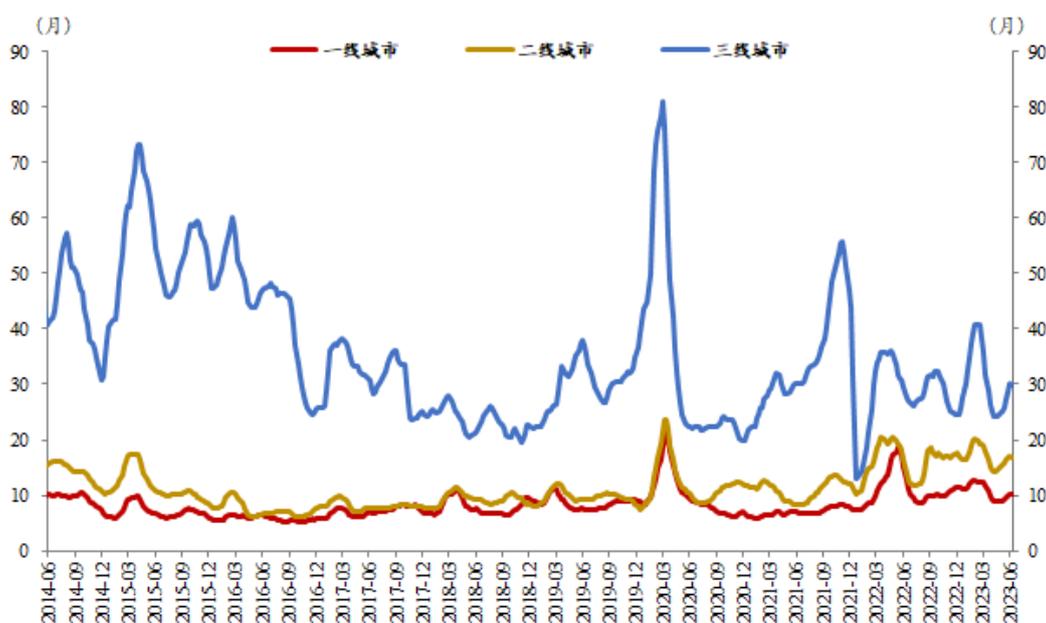


图6 各城市房地产库存去化情况（3周移动平均）

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上涨

从中原地产统计的4个一线城市、2个二线城市的住房租金指数来看，2023年上半年，北京的住房租金水平累计上涨7.45%；深圳的住房租金水平累计上涨

5.23%；上海的住房租金水平累计上涨 1.92%（见图 7 左图）；广州的住房租金水平累计上涨 0.78%；成都的住房租金水平累计上涨 4.83%；天津的住房租金水平累计上涨 3.93%（见图 7 右图）。总体来看，2023 年上半年住房租赁市场已经复苏，六个样本城市的住房租金水平均有所上涨，且北京、深圳的住房租金价格水平上涨幅度较大。截至 2023 年 6 月末，北京、深圳、天津、成都的租金水平已经超过 2022 年同期，上海、广州的租金水平略低于 2022 年同期。

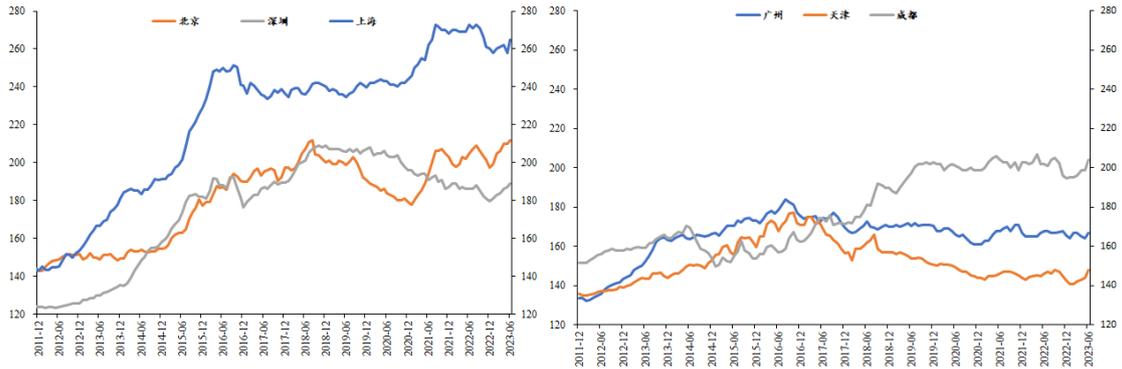


图 7 中原二手住宅租金指数（月度，定基 2004 年 5 月=100）

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方米住宅的价格除以每平方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 年第一季度，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 年第二季度末的 54.9 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 年第二季度末的 52.9 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 年第二季度末的 47.7 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 年第二季度末的 41.7 年（见图 8 右下图）。总体来看，受住房租赁市场复苏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。

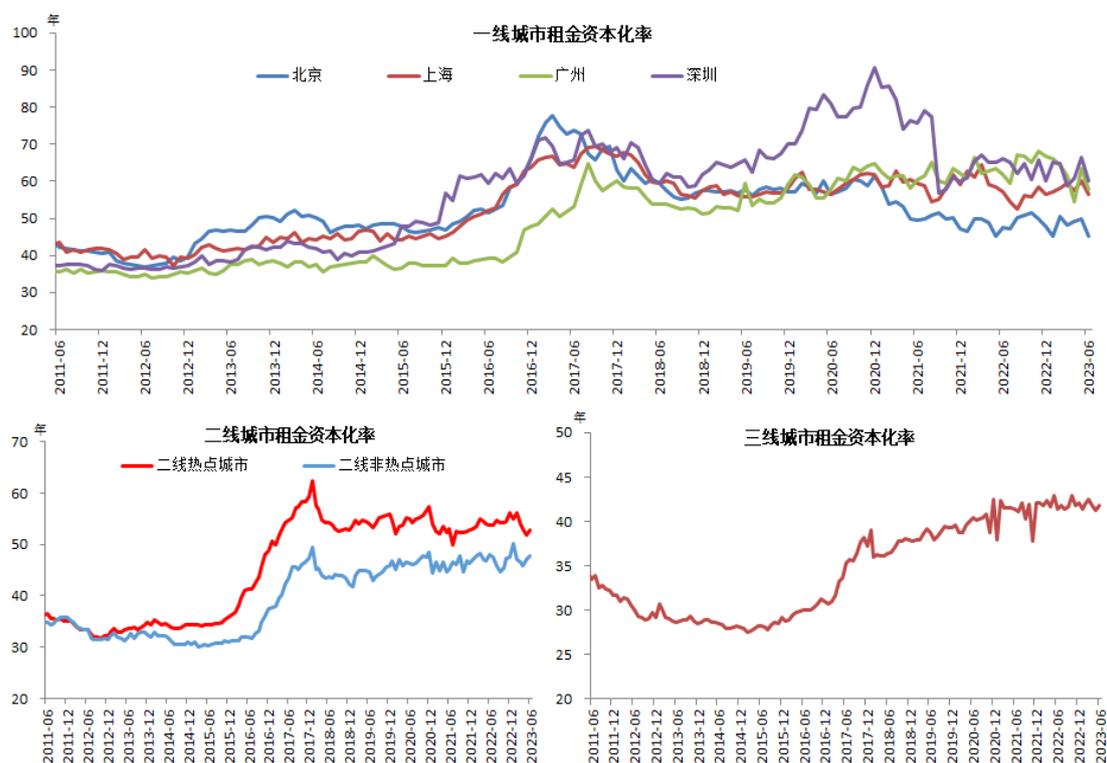


图 8 租金资本化率走势（月度）

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）个人住房贷款余额同比增速首次为负

从余额数据看，截至 2023 年第二季度末，我国个人住房贷款余额为 38.6 万亿元，占全部信贷余额的比例下降至 16.7%。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%，个人住房贷款余额同比增速首次出现为负的情况（见图 9 左图）。大规模提前还贷的出现是 2023 年上半年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，2023 年第二季度净减少 3400 亿元。

从居民部门月度新增中长期贷款数据来看，2023 年上半年，居民部门新增

中长期贷款月度平均增量仅 2433 亿元，相较于 2022 年同期 2600 亿元的月度平均增量，下降了 6.4%（见图 9 右图）。

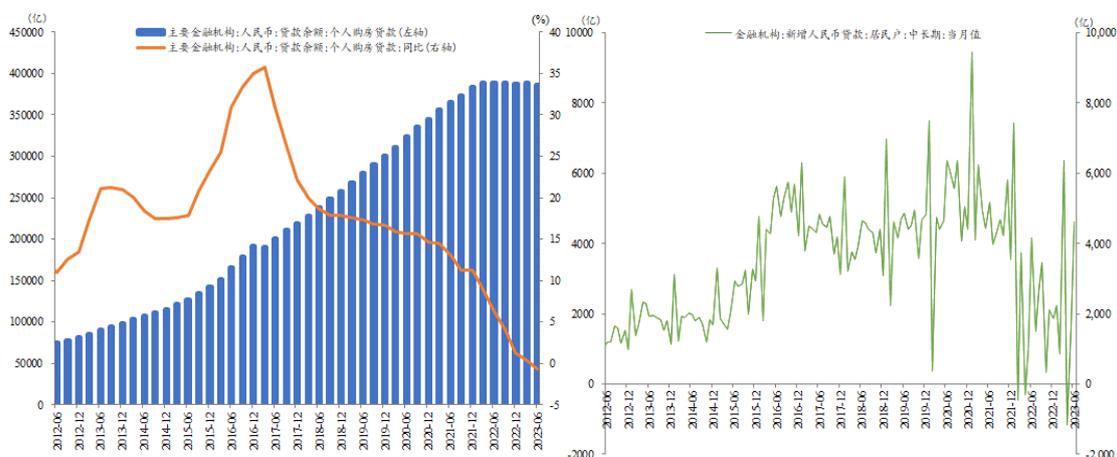


图 9 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）首套住房贷款利率低至 3.7%

2023 年 6 月 20 日，5 年期以上 LPR 时隔三个季度后再次下调 10 个基点至 4.2%。从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2023 年第二季度末，全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 4.02%（为 LPR 减 18 个基点），较 2022 年末下降了 9 个基点。其中，中山、珠海两个城市的首套住房贷款利率已降至 3.7%，珠海、福州、哈尔滨、昆明等 21 个样本城市的首套房贷利率已低于 4%，目前仅北京、上海、广州、深圳四个一线城市的首套住房贷款利率仍高于 LPR。

2023 年第二季度末，全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 4.92%（为 LPR 加 72 个基点），连续 8 个月保持不变。2023 年上半年，首套住房贷款的平均利率继续下调，但二套住房贷款的平均利率保持不变。这种差别化住房利率政策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。但是在二套住房认定标准较为严格的城市（如北京市二套房贷款政策“认房又认贷”），对居民改善性住房需求的金融支持力度会较弱，为了能够更好地支持居民改善性住房需求，地方政府需进一步优化首套、二套房的认定标准。

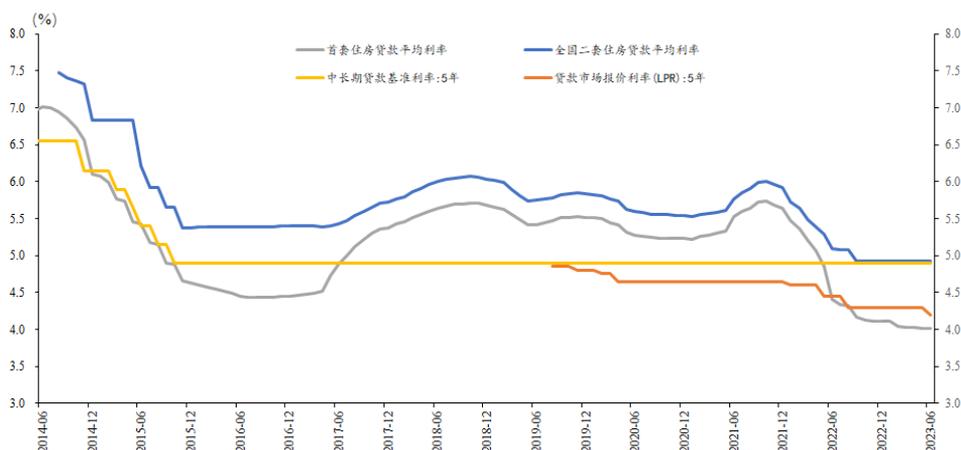


图 10 个人住房贷款平均利率走势

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为三周左右

从个人住房贷款放款周期情况来看，2023 年第二季度末全国百城个人住房贷款平均放款周期为 23 天（三周左右），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 27 天；二线城市的平均放款周期为 30 天（见图 11）。

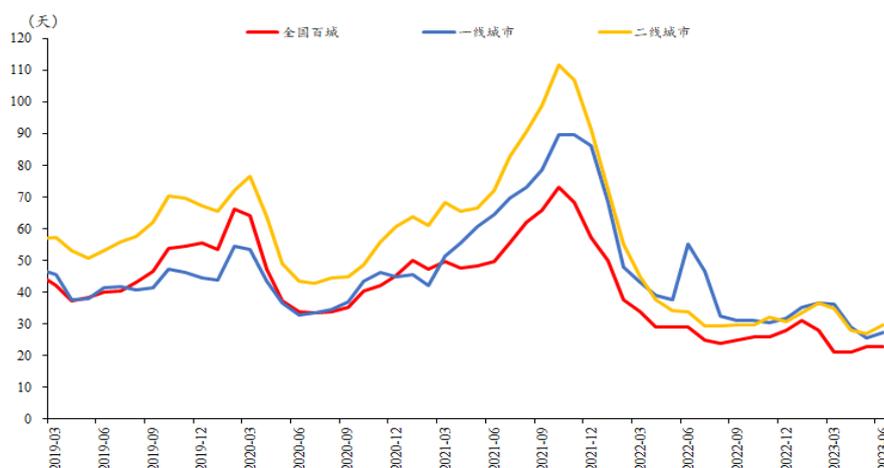


图 11 个人住房贷款平均放款周期

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 38%, 上海的平均新增二手住房贷款价值比为 37%, 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 53%, 深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 48%, 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 58%, 合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 58%, 南京的平均新增二手住房贷款价值比为 54%, 天津的平均新增二手住房贷款价值比为 54%, 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 60%, 重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 64%, 东莞的平均新增二手住房贷款价值比为 64%, 佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 68%, 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)。总体来看, 受益于较高的首付比例、较低的 LTV, 12 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不大。

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, 一线城市首套房认定标准严格, 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, 北京的首套认定标准为“认房又认贷”, 二套房的最低首付款比例为 60%²。第二, 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。第三, 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。第四, 因个贷和经营抵押贷之间仍存在利差, 部分购房者在全款或高首

² 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%。

付比例的前提下，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。

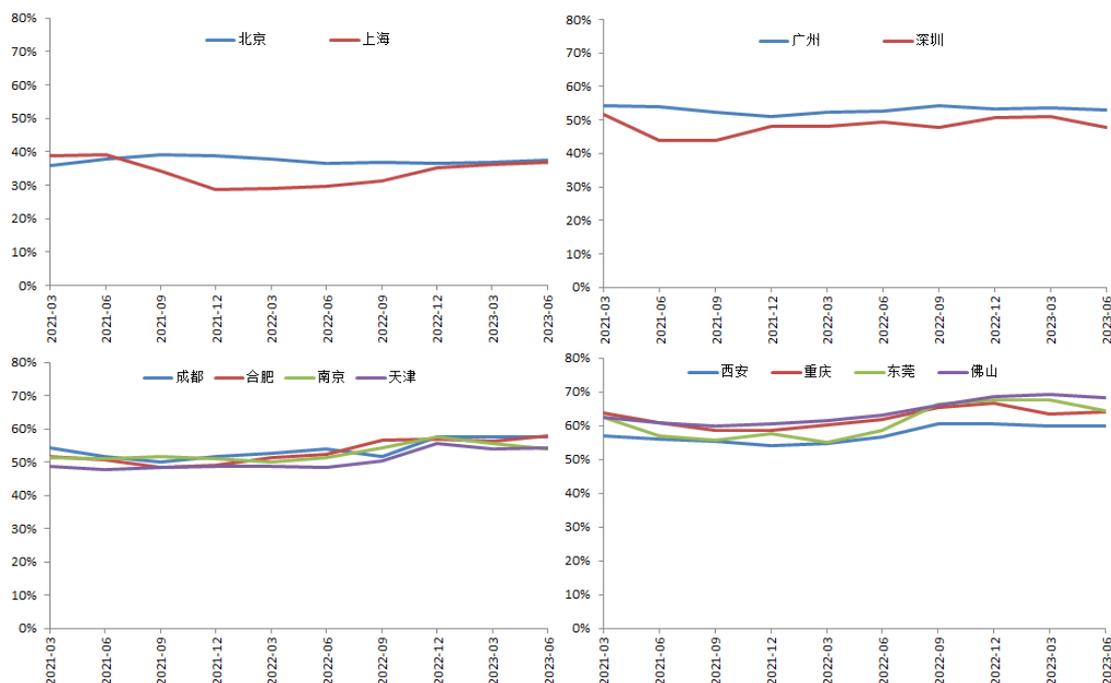


图 12 一线和部分二线城市新增二手住房贷款价值比 (LTV)

资料来源：贝壳研究院。

注：自本季度起，样本城市 LTV 数值的计算过程中剔除全款购房交易数据。

四、房企融资形势

(一) 房地产开发贷款余额的同比增速稳步回升

从央行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至 2023 年第二季度末，房地产开发贷款余额为 13.1 万亿元，同比增长 5.3%，占全部信贷余额的比例为 5.7%（见图 13）。随着房企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的同比增速有所回升。但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；2023 年第二季度净减少 2000 亿元。从上市银行的 2022 年财报数据来看，6 家国有商业银行的房地产开发贷余额高于 2021 年的余额，但是大部分股份制银行、城商行、农商行的房地产开发贷余额与 2021 年相比是净减少的。这表明部分商业银行出于风险控制方面考虑，对于新增房地产开发贷款的投放并不积极，且对于存量房地产开发贷款持有“到期能收回就收回”的态度。

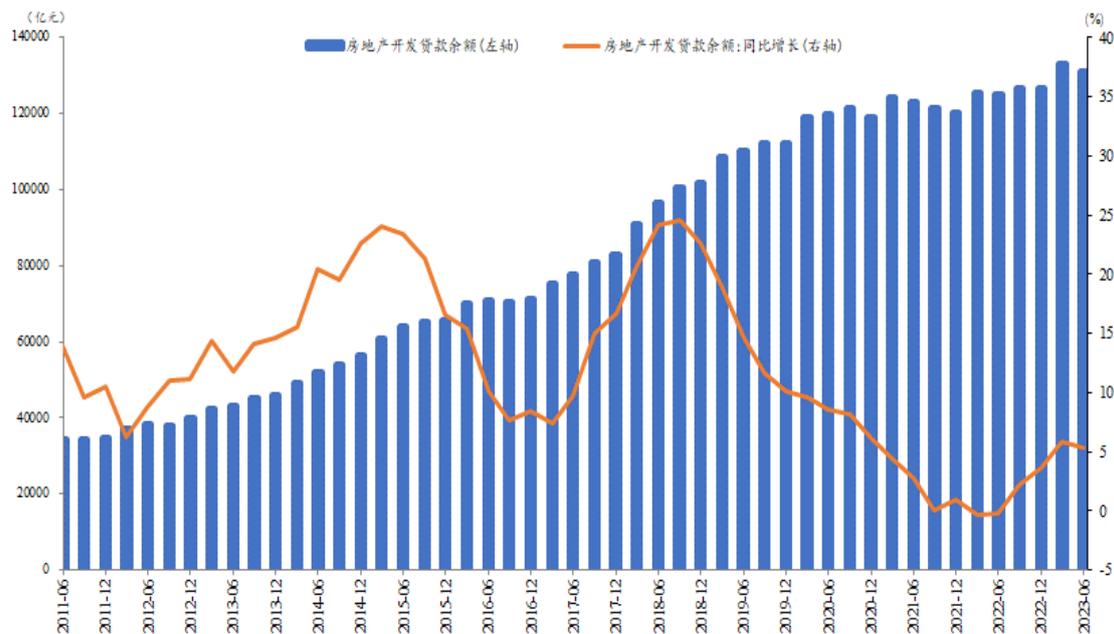


图 13 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）房地产信托规模仍在持续压降³

从投向房地产行业的信托资金数据来看，截至 2023 年第一季度末，房地产信托余额为 1.13 万亿元，同比下降 28.2%；与 2022 年末相比，余额压降了 964 亿元。房地产信托存量余额从 2019 年第三季度开始，已连续 15 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 年第一季度末，房地产信托余额占信托业资金余额的比重为 7.38%，较 2022 年末下降了 0.76 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%；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 9.36%~10.62% 之间（见图 14 右图）。

³ 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至 2023 年第一季度，本节分析基于 2023 年第一季度及之前的数据。

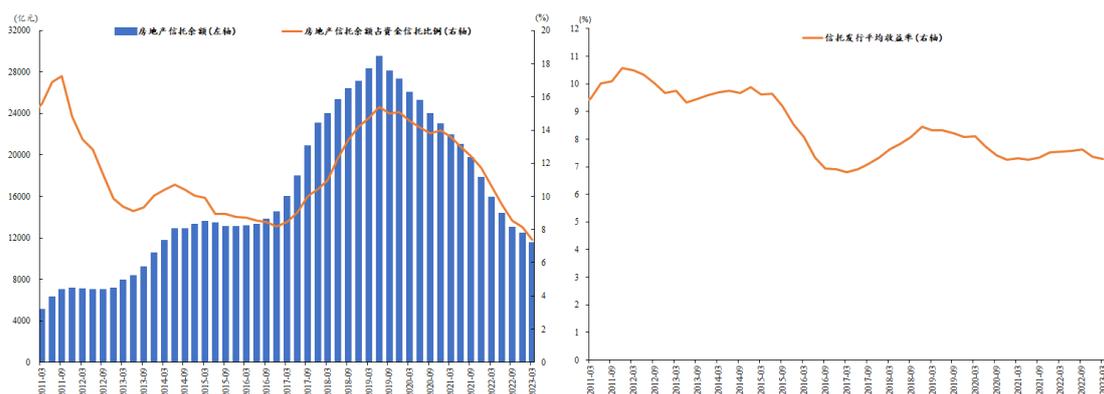


图 14 房地产信托情况（季度）

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 年上半年，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行总额是 2410 亿元，同比下降 4.7%；平均票面利率为 3.46%（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 10 只，发行规模为 94 亿元。从存量情况来看，截至 2023 年第二季度末，房企境内债券待还余额为 1.76 万亿元；其中，2023 年内到期规模约为 1780 亿元。

2023 年上半年，房企境外债发行规模为 73.2 亿美元（约为人民币 507 亿元），同比下降 17.3%；平均票面利率为 3.46%。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 年第二季度末，房企境外债存量余额为 1533 亿美元（约为人民币 1.06 万亿元），较 2022 年末下降了 11.4%。

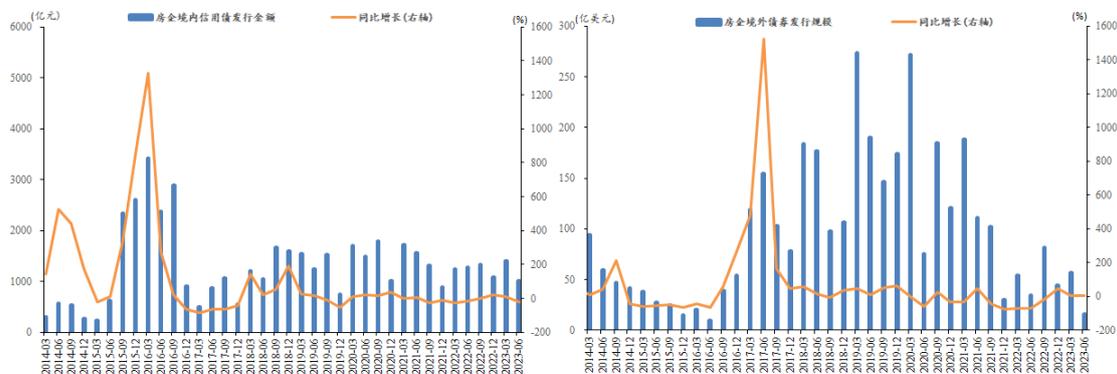


图 15 房地产开发企业境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

五、房地产市场主要风险情况分析

（一）房企债务违约形势分析

1. 房企债券违约仍是债券市场违约的绝对主力

从公开市场债券违约情况来看，2023 年上半年房企境内、境外债出现实质违约、展期的数量为 99 只，占债券市场违约数量的 80.5%；违约规模（违约日债券余额）为 1345.2 亿元，占债券市场违约规模的 89.3%（见表 1）。

表 1 房企债券违约情况

债券违约主体	违约或展期债券数量（只）	违约日债券余额（亿元）
奥园	4	37.4
宝龙实业	3	23.7
大发地产	1	1.0
大唐集团控股	1	2.8
泛海控股	2	13.9
富力	2	52.0
合景泰富	1	7.9
恒大	8	490.0
华夏幸福	5	18.7
佳源创盛	4	15.9
建业	1	3.0
金科	6	45.0
景瑞地产	1	13.5
俊发	1	20.0
领地控股	1	1.2
龙光控股	16	171.2
荣盛发展	1	9.4
融创	5	79.2
融侨	5	24.8
融信	4	35.6
三盛宏业	1	21.5
时代中国	1	3.0
世茂	11	141.4
天津房托	2	5.6
鑫苑置业	3	23.8
旭辉	1	20.8
阳光城	5	18.0
中天金融	3	45.0
合计	99	1345.2

资料来源：Wind。

其中，25 只房企债券因未按时兑付本息或回售款和利息而实质违约，违约规模为 186.8 亿元；74 只房企债券展期，规模为 1158.4 亿元。涉及奥园、宝龙实业、大发地产、大唐集团控股、泛海控股⁴、富力、合景泰富、恒大、华夏幸福、佳源创盛、建业、金科、景瑞地产、俊发、领地控股、龙光控股、荣盛发展、融创、融侨、融信中国、三盛宏业、时代中国、世茂、天津房托、鑫苑置业、旭辉、阳光城、中天金融 28 家发行主体。

2. 部分已违约房企已资不抵债

从已公布财务报表的上市房企数据来看，恒大、奥园、蓝光发展、中天金融、嘉凯城 5 家已违约上市房企，因巨额的经营性亏损和存货、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亏损，已经资不抵债（见表 2）。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 年继续计提了 433.9 亿元的经营性亏损和 693.7 亿元的非经营性亏损。两年合计超过 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 3504.3 亿元下降至-5990.7 亿元。

表 2 资不抵债上市房企资产负债情况

证券代码	证券简称	年份	总资产	总负债	所有者权益
3333.HK	中国恒大	2020	23011.6	19507.3	3504.3
		2021	21071.0	25801.5	-4730.5
		2022	18383.4	24374.1	-5990.7
3883.HK	中国奥园	2020	3256.8	2714.3	542.5
		2021	2614.2	2689.5	-75.3
		2022	2344.3	2520.6	-176.4
600466.SH	蓝光发展	2020	2582.6	2118.7	464.0
		2021	1746.0	1676.2	69.7
		2022	1323.3	1527.3	-204.0
000540.SZ	中天金融	2020	1384.5	1167.8	464.0
		2021	1545.5	1434.0	69.7
		2022	1461.0	1527.3	-93.6
000918.SZ	嘉凯城	2020	134.9	111.3	23.7
		2021	127.9	117.7	10.2
		2022	104.4	105.1	-0.7

资料来源：Wind。

⁴ 虽然泛海控股已经从房地产行业转型为其他多元金融服务行业，但是其房地产业务收入占主营业务收入比重仍超过 50%，本报告将其视为房地产行业。

对于已违约房企来说，当前采取的债务展期、置换、债务重组等措施，仅能缓解流动性问题，并不能解决资不抵债的问题。为解决房企资不抵债问题，并尽可能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。如果不能进行破产重整，资不抵债房企可能最终要面临破产清算程序，给普通债权人带来较大的财产损失。因为在破产清算过程中，需要进行大规模的资产处置而产生资产减值损失，资产规模将进一步减少。例如，土地储备、在建工程、待售商品房等存货资产的变价出售价格可能仅为市场价格的 6 折左右。根据《中华人民共和国企业破产法》等相关法律法规的规定，房企破产财产按照如下顺序清偿负债端的债务：商品房消费者的房屋交付请求权或价款返还请求权、建设工程价款债权、有担保债权、破产费用、共益债务⁵、职工债权、欠缴税款、普通债权。其中，普通债权最终能够获得的清偿比例大概率会不足 10%。例如，在破产清算情景下，德勤对恒大境外无担保债券的预估回收率仅为 3.53%。实际回收率可能会比预估回收率更低，极端情况下可能会为 0。

3.A 股已债务违约上市房企批量面值退市

2023 年上半年，中天金融、海航投资、美好置业、阳光城、泰禾、嘉凯城、宋都股份、粤泰股份、蓝光发展 9 家 A 股已债务违约上市房企，因股票价格持续低于 1 元/股，触及了《上海证券交易所股票上市规则》或《深圳证券交易所股票上市规则》中“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元”的交易类强制退市条款被强制退市（见表 3）。

房企批量面值退市的原因如下：一是房地产市场复苏不及预期，已违约房企的期房项目销售更是基本停滞⁶。已违约房企面临经营业绩不佳、债务重组进展缓慢、存在资不抵债风险等问题，可持续经营能力较为薄弱，难以获得投资人的

⁵ 共益债务包括：（1）因管理人或者债务人请求对方当事人履行双方均未履行完毕的合同所产生的债务；（2）债务人财产受无因管理所产生的债务；（3）因债务人不当得利所产生的债务；（4）为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务；（5）管理人或者相关人员执行职务致人损害所产生的债务；（6）债务人财产致人损害所产生的债务。

⁶ 例如，恒大在 2021 年的合约销售额约为 4430 亿元，在 2022 年的合约销售额仅约为 317 亿元，占 2021 年合约销售额的 7.2%；扣除给予施工单位或供应商实物支付抵款后的金额仅约为 196 亿元，占 2021 年合约销售额的 4.4%。

认可，导致股价的大幅下降。二是全面注册制的实施，使上市公司的“壳价值”降低，导致已违约上市房企的市场价值下降。三是部分已违约房企及大股东存在“躺平”心态，无意或无力通过股票回购、大股东增持、高管增持等方式及时维护股价。对于已违约房企来说，退市后将失去上市平台，这会对其品牌形象、信用资质、再融资能力产生较大影响，增加房企债务问题化解难度。同时，上市房企的批量退市，也进一步冲击了公众对房地产市场本就孱弱的信心。

表 3 A 股上市房企退市情况

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	最新状态
000540.SZ	中天金融	0.40	2023 年 6 月 30 日摘牌退市
000616.SZ	海航投资	0.85	停牌待退市
000667.SZ	美好置业	0.58	2023 年 7 月 14 日摘牌退市
000671.SZ	阳光城	0.37	停牌待退市
000732.SZ	泰禾	0.43	停牌待退市
000918.SZ	嘉凯城	0.49	2023 年 7 月 28 日摘牌退市
600077.SH	宋都股份	0.41	2023 年 7 月 25 日摘牌退市
600393.SH	粤泰股份	0.37	2023 年 7 月 18 日摘牌退市
600466.SH	蓝光发展	0.40	2023 年 6 月 6 日摘牌退市

资料来源：Wind。

（二）存量个人住房贷款利率调整对商业银行业的影响较小

根据国新办 2023 年上半年金融统计数据情况新闻发布会上公布的数据，2023 年上半年，个人住房贷款累计发放 3.5 万亿元，比 2022 年同期多发放超过 5100 亿元。但是个人住房贷款余额却从 2022 年末的 38.8 万亿元，下降至 2023 年第二季度末的 38.6 万亿元。这表明 2023 年上半年个人住房贷款的提前还贷规模较大。从已发行 RMBS 基础资产的早偿率情况来看，2023 年第一季度个人住房贷款的早偿率（年化）达到 15.2%；2023 年第二季度个人住房贷款的早偿率（年化）为 13.1%，均远高于 2022 年末的 8.9%（见图 16）。2023 年上半年，大量借款人提前偿还个人住房贷款的主要原因如下：一是因为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，部分借款人为降低利息支出和资金的机会成本，开始利用家庭储蓄存款或违规使用经营贷来提前偿还房贷；二是疫情对居民部门的就业、收入预期和资产负债表均产生了较大的冲击，居民部门开始通过减少债务、增加储蓄、减少投资、降低消费等方式来修复家庭资产负债表。

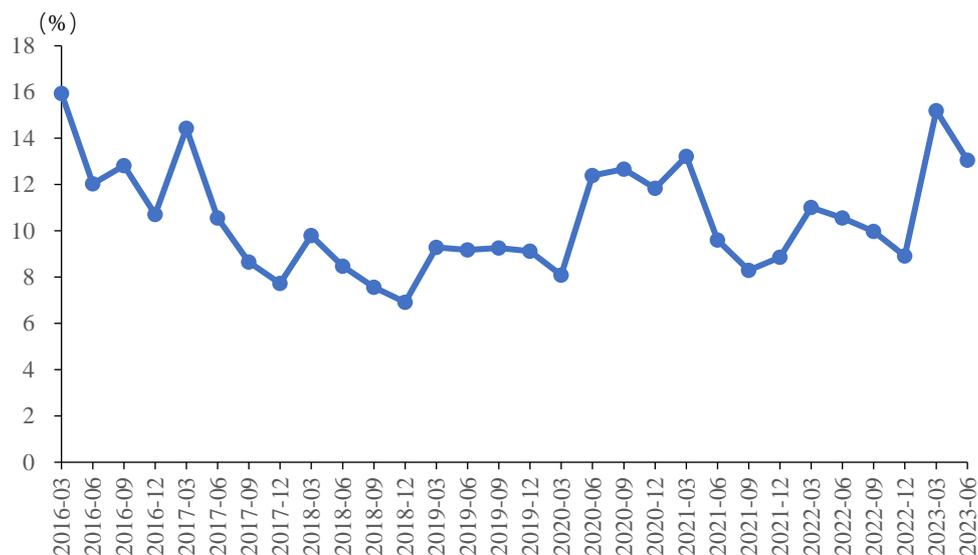


图 16 个人住房贷款早偿率情况（年化）

资料来源：Wind。

个人住房贷款一直以来是商业银行最为优质的贷款业务，且具有规模大、周期长、收益稳定、风险低（不良贷款率长期维持在 0.3%左右，远低于一般贷款 1.6%左右的不良贷款率）等特征。大规模的个人住房贷款提前还贷，对于商业银行来说，一方面会降低商业银行贷款业务规模和收益水平，另一方面商业银行还需承担收回资金的再投资风险。

为降低个人住房贷款大规模提前还贷的影响，人民银行在 2023 年 7 月 14 日国新办举行 2023 年上半年金融统计数据情况新闻发布会上表态，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。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，人民银行表示将“指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”。预计人民银行会以窗口指导的方式，促使商业银行通过与借款人自主协商变更个人按揭贷款合同的约定利率或采用新发放贷款置换原来的存量个人住房贷款来调整存量房贷利率。这一举措将减轻有住房贷款居民的还款压力。

从市场情况来看，商业银行出于利益考虑对存量个人住房贷款调整积极性较低，仍在等待具体通知，政策落实仍需时日。关于存量个人住房贷款利率调整对商业银行的影响，我们做了如下一个极为简化的估算框架。第一，假设个人住房

贷款提前还贷资金全部来自银行存款，提前还贷后，商业银行资产端、负债端同时缩表，无需将收回资金进行再投资。第二，假设存量个人住房贷款的加权平均利率为 4.86%⁷。第三，假设存量个人住房贷款调整后的加权平均利率为 4.2%（最新一期 5 年期以上 LPR）。在上述假设下，将存量房贷存量房贷加权平均利率调整至 4.2%，预计会导致商业银行的个人住房贷款年利息收入减少约 2548 亿元；这与早偿率为 14% 时导致的利息减少规模大致相当（约 2626 亿元）（见表 4）。假设存量房贷存量房贷加权平均利率调整至 4.2%，可以将个人住房贷款的早偿率从当前的 14% 左右，下降至 8% 左右的常态水平。这种情形下，预计会给商业银行带来 1422 亿元的利息收入损失，约占商业银行总资产的 0.04%（2023 年 6 月商业银行总资产为 337.53 万亿元），损失相对较小。但是该举措可以减少提前还贷规模约 2.3 万亿元，避免提前还贷的缩表效应。

表 4 提前还贷和调整利率对个人住房贷款利息总额的影响

不同早偿率假设	不同提前还贷率假设下个人住房贷款余额（亿元）	存量房贷加权平均利率为 4.86% 时，不同提前还贷率导致的利息减少规模（亿元）	存量房贷加权平均利率调整至 4.2% 导致的利息减少规模（亿元）
2023 年 6 月末个人住房贷款余额	386000	--	-2548
早偿率为 6%	362840	-1126	--
早偿率为 8%	355120	-1501	--
早偿率为 10%	347400	-1876	--
早偿率为 12%	339680	-2251	--
早偿率为 14%	331960	-2626	--
早偿率为 16%	324240	-3002	--
早偿率为 18%	316520	-3377	--
早偿率为 20%	308800	-3752	--

资料来源：Wind。

六、关于下半年房地产市场形势的判断

展望 2023 年下半年，随着新增个人住房贷款利率的下降、首付比例的下调、存量个人住房贷款利率的调整等住房需求端政策的落地，住房销售市场将缓慢筑底，但受房企违约风险尚未出清影响，年度住房销售面积可能不及 10 亿平方米。

⁷ 建设银行 2022 年末个人住房贷款余额为 6.48 万亿元，占全国个人住房贷款余额的 16.7%；建设银行 2022 年个人贷款和垫款（78.7% 为个人住房贷款）的平均收益率为 4.86%。

从需求端看，年轻的刚需群体因就业、收入预期较弱，购房意愿较低。2023年6月，16~24岁年轻人城镇调查失业率高达21.3%，25~35岁私营单位就业人群则普遍存在35岁失业焦虑。在房价上涨预期出现扭转后，这些刚需人群即使能够获得“六个钱包”的支持也不愿主动买房。对于改善性需求人群来说，虽然购房意愿较高，但在“卖一买一”过程中面临二套房首付比例和贷款利率较高问题。总体来看，刚需群体的购房需求，难以仅通过房地产政策的调整来释放，更多地要依靠宏观经济形势的好转，以及就业、收入预期的改善；改善群体的购房需求则可以依靠二套房“认房又认贷”政策的调整、交易成本的下降等优化措施来释放。

从供给端看，房企主要融资渠道的恢复不及预期，对于大部分民营房企来说借新还旧和债务展期依然较为困难，新增融资受限。另外，因住房市场的复苏为非均衡的点状复苏，一线、热点二线城市核心区域的住房交易明显回暖，一线、二线城市的郊区及三、四线城市的复苏远则不及预期。这对于房地产项目重点布局在三、四线城市的房企（如碧桂园）来说，会导致其销售回款规模的下降，经营性现金流减少。融资受限叠加经营性现金流的下降，可能会导致房企因现金难以覆盖债务偿还所需而出现债务违约。总体来看，大部分房企的债务压力依然较大，且融资恢复和销售复苏均不及预期，房企违约风险依然严峻，后续可能仍有房企出现债务违约。

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——数据是通过对手房网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——数据是通过对手房网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。