



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 黄志强

2021 年 5 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、特殊资产行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。

摘要

从房地产市场运行情况来看，2021 年第一季度房地产市场延续了上年末的运行态势。具体表现在：住房销售规模大幅上升；住房价格仍在上涨，但一线城市环比涨幅出现拐点，房价泡沫得到一定遏制；租金价格水平止跌回升，租金和房价背离现象发生转变；土地市场供给缩量，成交溢价率和均价重回上升趋势；一、二线城市住宅库存去化周期基本保持稳定，三线城市住宅库存去化周期有所上升。

从房地产金融形势来看，房地产金融风险仍是监管重点。个人住房金融方面，个人购房贷款余额尽管仍处于高位，但增速进一步下降；在 LPR 短期稳定、央行货币政策重回中性与“紧平衡”、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度全面实施的背景下，个人住房贷款利率有所上升；从部分城市新增住房贷款价值比的估算情况来看，新增个人住房贷款抵押物保障程度较高，个人住房贷款整体风险可控。房企融资方面，开发贷余额增速持续回落，房地产信托规模大幅压降，境内外信用债存量规模开始压降，主要融资渠道全面收紧的局面没有改变。金融机构和金融市场投资者对房企的金融支持力度将产生更大分化，主要融资渠道均更为偏好经营风格稳健、财务杠杆率合理的房企。

风险提示方面，2021 年第一季度，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分三四线城市的房地产市场需求下降以及库存上升；第二，在房企存量有息债务高企、偿债高峰集中来临、融资政策持续收紧、行业内分化加剧的背景下，部分杠杆率较高且资金周转能力较弱的房企存在债务违约风险。

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

● 黄志强

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

对外部门资产负债表

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、房地产调控政策	1
(一) 中央及部委层面	1
(二) 地方政府层面	1
二、房地产市场运行	1
(一) 价格情况分析	1
(二) 数量走势分析	4
三、个人住房金融形势	6
(一) 个贷余额增速进一步下降.....	6
(二) 个人住房贷款利率水平小幅上扬.....	7
(三) 个人住房贷款整体风险可控.....	8
四、房企融资形势	9
(一) 房地产开发贷余额增速持续回落.....	9
(二) 房地产信托规模大幅压降.....	10
(三) 房企境内外信用债存量规模开始压缩.....	11
五、小结与风险提示	12
附件：相关指标说明	14

一、房地产调控政策

（一）中央及部委层面

2021 年第一季度，中央层面继续保持“房住不炒”的房地产调控总基调不变，以稳地价、稳房价、稳预期为调控目标，从因城施策、租购并举、住宅土地供给、房地产金融等方面实施房地产市场健康发展长效机制，促进房地产与实体经济均衡发展。央行、银保监会、住建部、自然资源部等部委层面，为贯彻落实中央“房住不炒”要求，以实施房地产金融审慎管理制度、增加租赁住房土地供给、实施重点城市住宅用地供给“两集中”新政、通过督导约谈强化城市主体责任的落实等方式来控制房价泡沫、化解房地产金融风险 and 解决大城市住房突出问题。

（二）地方政府层面

地方政府层面，2021 年第一季度，上海、广州、杭州、武汉等十多个热点城市，从限购、限贷、限售等方面“补漏洞”，增加交易税费成本，建立二手房成交参考价格发布机制，优化住宅用地供给，加强市场监管力度，严查经营贷、消费贷等资金违规流入房地产市场等方面升级加码房地产调控政策。目前来看，地方政府层面调控政策的核心目标是抑投机、保刚需、稳地价、稳房价、稳预期。

二、房地产市场运行

（一）价格情况分析

1. 一线城市累计涨幅较高，但环比出现拐点

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，2021 年第一季度 70 城新建商品住宅、二手住宅销售价格均累计上涨了 1.01%，月度环比涨幅较上一季度有所扩大（见图 1 左上图）。分城市层级看，2021 年第一季度，一线城市住房销售价格的涨幅最大，新建商品住宅和二手住宅销售价格累计涨幅分别为 1.56%和 3.42%，同比涨幅分别为 5.22%和 11.43%（见图 1 右上图）；二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 1.23%和 1.19%，同比涨幅分别为 4.82%和 3.32%（见图 1 左下图）；三线城市新建商品住宅和二手

住宅销售价格累计涨幅分别为 0.76%和 0.68%，同比涨幅分别为 3.87%和 2.26%（见图 1 右下图）。不同城市间房价走势的分化明显，从 3 月的房价指数来看，70 城中新建商品住宅价格同比上涨超过 10%的城市有 2 个，同比下降的城市有 5 个；70 城中二手商品住宅价格同比上涨超过 10%的城市有 4 个，同比下降的城市有 19 个。部分一线和二线城市房价同比涨幅较大，如深圳二手住房价格同比上涨了 14.6%，银川新建住宅价格同比上涨 14.1%；部分城市价格则出现持续下跌，如北海新建住宅价格同比下降 4.4%，牡丹江二手住宅价格同比下降了 9.4%。

整体来看，2021 年第一季度住房市场销售价格延续去年下半年的上涨趋势，且一线城市的住房价格的平均涨幅高于二、三线城市；但随着主要热点城市房地产调控政策的进一步收紧，住房价格过快上涨势头有所遏制，具体表现为 3 月份一线城市住房价格环比涨幅出现拐点，二、三线城市住房价格环比涨幅逐渐趋稳。

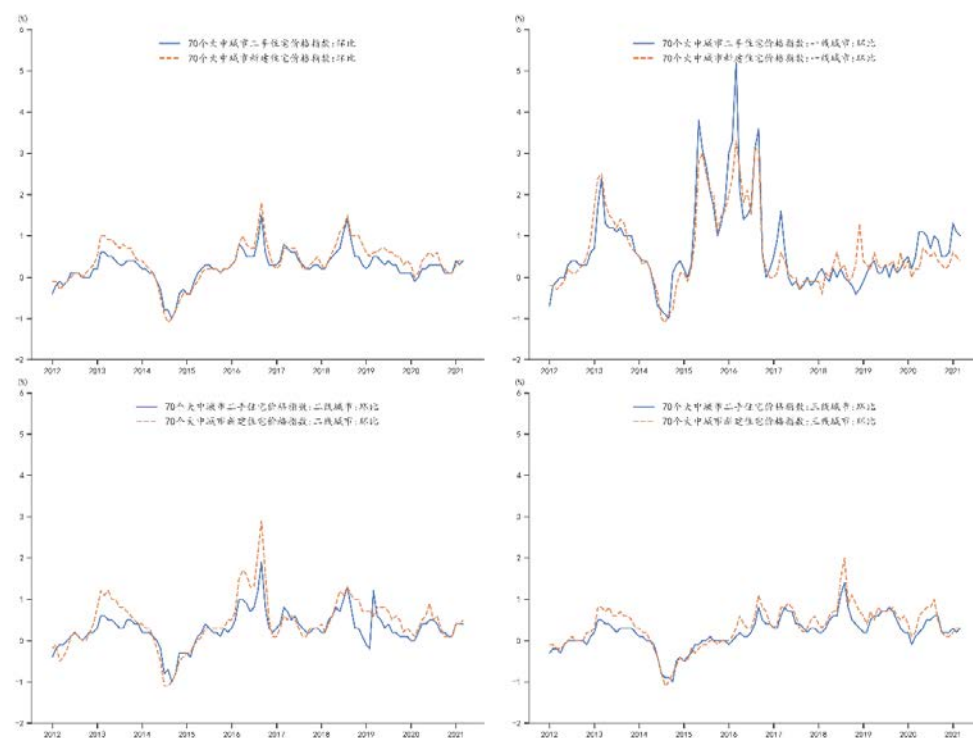


图 1 70 个大中城市房价走势（环比）

资料来源：国家统计局，Wind。

2. 租金价格与住房价格走势背离现象发生转变

从中原地产统计的四个一线城市、两个二线城市的租金数据来看，2021 年第一季度，北京租金水平累计上涨 2.23%；深圳租金水平累计下降 1.33%；上海租金水平累计上涨 3.20%（见图 2 左图）；天津租金水平累计上涨 0.49%；成都租金水平累计上涨 1.91%；广州租金水平累计上涨 1.43%（见图 2 右图）。

总体来看，受疫情影响较大的住房租赁市场在经历漫长的复苏历程之后，于2021年第一季度开始逐渐升温，住房租金价格水平普遍上涨（深圳除外），租金价格与住房价格走势背离的现象发生转变。预计随着毕业季到来，住房租赁市场需求将季节性上升，第二季度一、二线城市的住房租金价格水平还会进一步上涨。

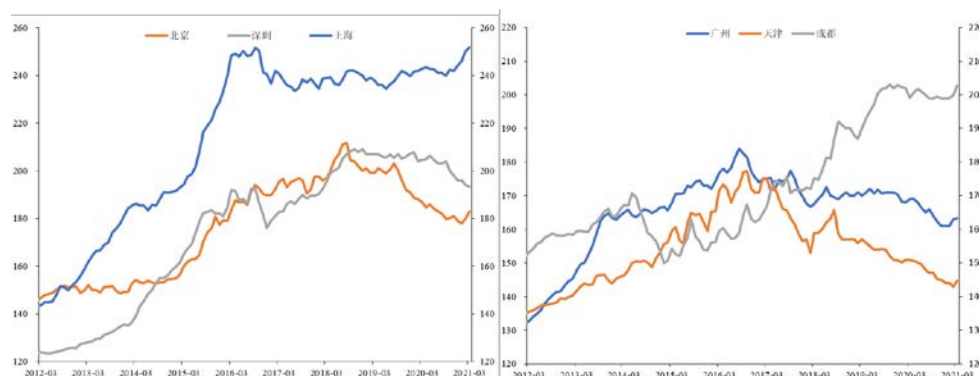


图2 中原二手住宅租金指数（定基2004年5月=100）

资料来源：中原地产，Wind。

3. 房地产价格泡沫得到一定程度的遏制

上文考察的是住房价格的绝对水平，这里我们计算一个相对指标，即租金资本化率。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。

2021年第一季度，四座一线城市的租金资本化率总体呈下降态势，平均租金资本化率从上年末的69.70年下降至3月末的65.13年。主要原因是：去年下半年一线城市住房市场出现了明显过热迹象，四个城市的相关部门均陆续出台调控收紧政策，年后四城房价快速上涨势头逐渐有所遏制；伴随着住房租赁市场步入传统的季节性需求旺季，租金价格水平也有所回升，从而带来租金资本化率的下降（见图3上图）。同期，二线城市的租金资本化率也表现出下降趋势，且二线热点城市的下降幅度大于二线非热点城市；二线热点城市的平均租金资本化率由上年末的57.44年下降至2021年3月末的52.01年；二线非热点城市的平均租金资本化率由上年末的48.50年下降至2021年3月末的46.55年（见图3左下图）。三线城市方面，平均租金资本化率基本保持稳定，2021年3月末为41.49年，略低于上年末的41.60年（见图3右下图）。整体来看，一线城市和部分二线热点城市进一步收紧的房地产调控政策的效果逐渐显现，房地产价格泡沫得到一定程度的遏制。

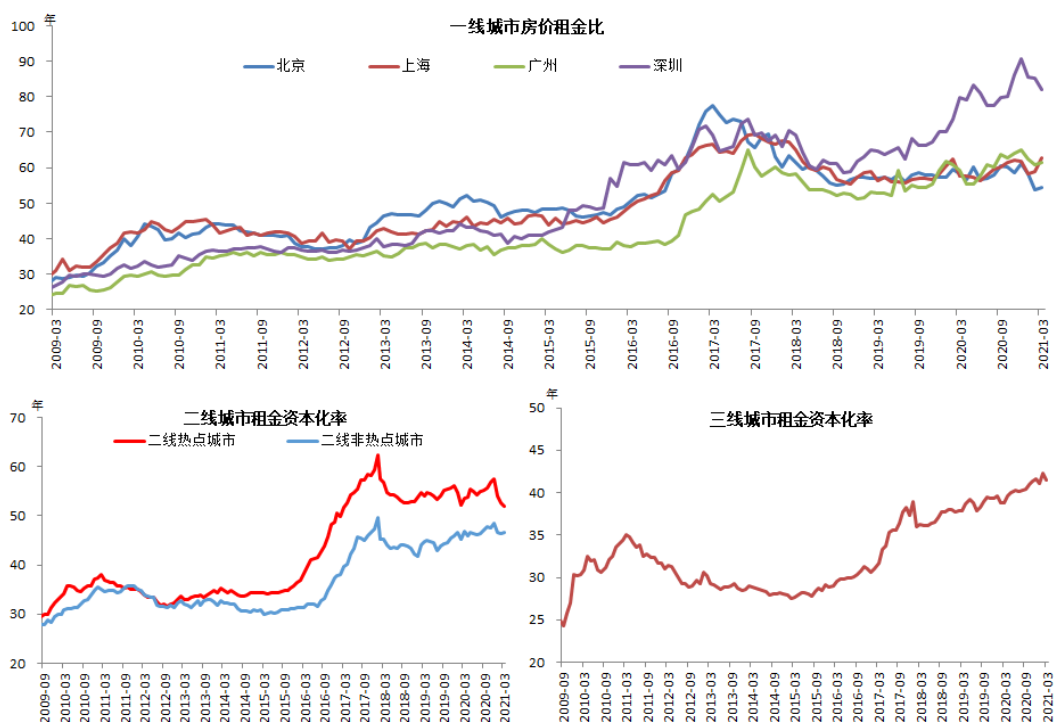


图3 租金资本化率走势

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、苏州、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）数量走势分析

1. 商品住宅销售规模大幅上涨

从商品住宅竣工情况来看，得益于国内疫情的有效控制和全国范围的“就地过年”倡议，2021年第一季度房地产开发项目施工进度较去年同期大幅加快，全国商品住宅竣工面积同比增长了27.08%，达到1.39亿平方米。从商品住宅销售市场情况来看，2021年第一季度延续了上年末的运行态势，继续表现为量价齐升。其中，商品住宅销售面积为3.23亿平方米，同比增长68.09%；商品住宅销售金额为3.51万亿元人民币，同比增加95.46%；商品住宅平均售价达到10842元，与去年同期的9324元相比，上涨了16.29%（见图4）。住房销售规模大幅上涨的原因是：一方面，去年同期商品住宅销售受疫情影响较大，导致基数较低；另一方面，为应对偿债高峰的来临，部分房企在春节前后加大了促销力度，以加大销售回款规模来弥补“三道红线”政策下融资性现金流下降所产生的资金缺口。

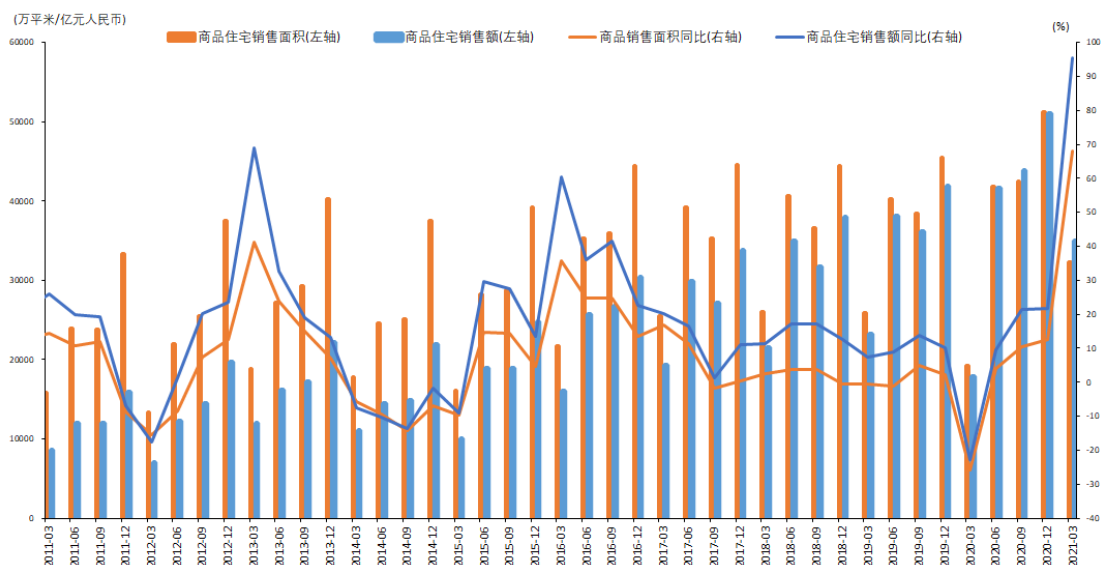


图4 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：根据 Wind 数据计算。

2. 土地交易市场供给缩量

从市场传导逻辑来看，土地市场的交易情况可以反映房地产开发企业对市场的预期。2021 年第一季度，百城住宅类土地供应面积为 4155.63 万平方米，同比下降 28.15%；成交面积为 3602.67 万平方米，同比下降 12.17%；成交金额为 5214.77 亿元，同比下降 6.19%，成交土地单位面积均价同比上涨 20.90%（见图 5 左图）。由于 22 个重点城市开始实施住宅用地“两集中”新政，且大部分城市的第一批次住宅土地集中出让时间在 4 月至 5 月间，导致了第一季度百城住宅用地供给规模同比大幅下降。受此影响，2021 年第一季度百城土地流拍数量较去年下半年有所下降，成交土地溢价率和成交土地均价重回上升趋势（见图 5 右图）。

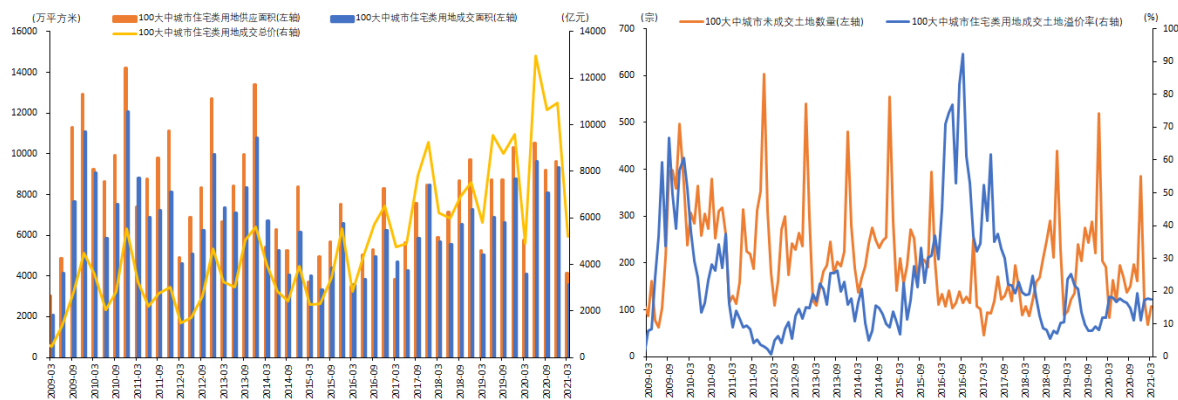
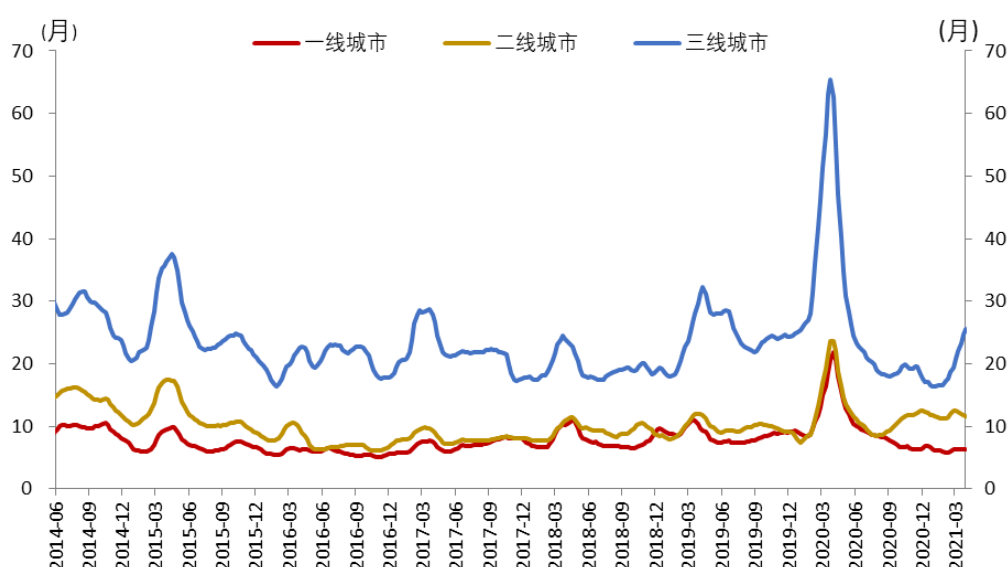


图5 100 大中城市土地交易情况

资料来源：Wind。

3. 三线城市住宅库存去化周期有所上升

从去库存的情况来看，我们统计的 18 个城市平均住宅库存去化月数由 2020 年 12 月末的 11.7 个月，上升到 2021 年 3 月底的 14.2 个月。其中，3 月底一线城市平均去化周期为 6.3 个月；二线城市平均去化周期为 11.8 个月；三线城市平均去化周期为 24.6 个月（见图 6）。分城市层级来看，2021 年第一季度一二线城市住宅库存去化周期基本保持稳定，但三线城市住宅库存去化周期有所上升。其主要原因可能是第一季度一二线城市的住房延续了上一季度的市场趋势，成交较为活跃；大中城市全面取消或大幅放松落户限制叠加各地“就地过年”倡议，使三线城市返乡置业人群的购房需求大幅下降，导致部分三线城市第一季度住宅库存去化压力上升。这给主要布局在三线城市的中小房企带来较大的资金链压力，部分资金周转能力较弱的房企可能会出现较大的债务风险。



第一季度居民新增中长期贷款月度平均增量为 6600.00 亿元，较去年的月度平均增量 4958.33 亿元上升了 33.11%（见图 7 右图），旺盛的居民部门中长期融资需求，意味着在住房交易市场量价齐升的情况下，居民部门可能仍在通过各种途径加杠杆购房。

从余额数据看，个人购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。2021 年第一季度，个人购房贷款余额同比增速延续了这一走势，增速为 14.5%（见图 7 左图）。结合上述增量数据可说明如下结构问题：尽管居民部门信贷增量增加较快，但其他部门信贷增量增加更快，其结果是个人房贷余额增速反而下降，相对于去年同期增速下降了 1.4 个百分点。截至 2021 年第一季度末，我国个人住房贷款余额为 35.67 万亿元，占全部信贷余额的比例为 19.77%。总体而言，2021 年第一季度我国金融机构个人住房信贷仍延续前期稳中趋紧的态势。

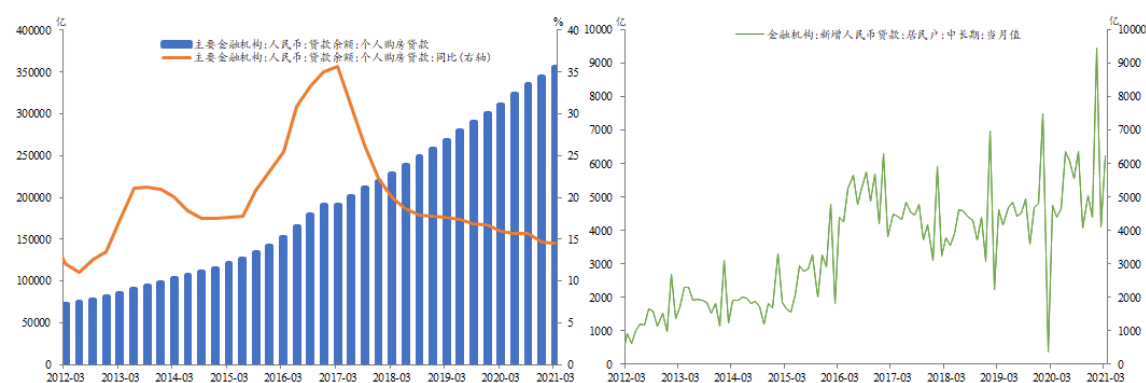


图 7 个人购房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）个人住房贷款利率水平小幅上扬

从全国首套、二套住房贷款平均利率趋势来看，2021 年 1 月起个人住房贷款利率开始小幅上扬，截至 2021 年 3 月末，全国首套住房贷款平均利率为 5.28%（为 LPR 加 63 个基点），全国二套住房贷款平均利率为 5.57%（为 LPR 加 92 个基点）（见图 8）。在 LPR 短期稳定、地方金融监管局严查个人住房融资违规行为、央行货币政策重回中性与“紧平衡”、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度全面实施的背景下，个人住房贷款的发放审核趋严，发放周期增加，平均利率水平也开始上行。

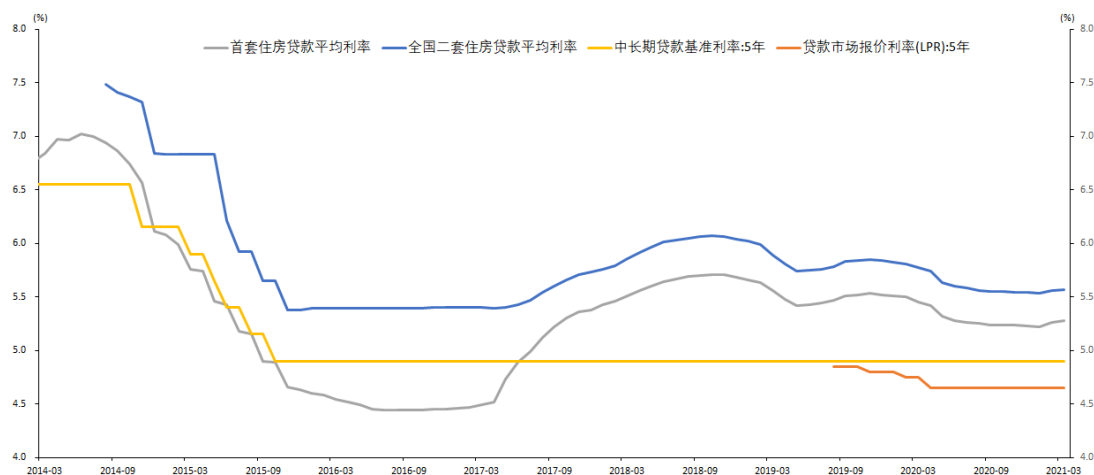


图8 全国住房贷款平均利率走势

资料来源：融 360 房贷市场报告，中国人民银行，Wind。

（三）个人住房贷款整体风险可控

我们还估算了一线城市和部分二线城市的新增个人住房贷款价值比 (Loan to Value, LTV)，这一指标可以衡量住房价值对个人住房贷款的保障程度，也可以用于反映银行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。

2021 年第一季度，一线城市中北京的平均新增住房贷款价值比为 25.96%，处于较低水平；深圳的平均新增住房贷款价值比为 39.48%（见图 9 左上图），相较于 2020 年大幅下降，这既反映了去年深圳房价泡沫中的杠杆因素，也反映了今年严查房抵经营贷违规入市的效果；上海的风险相对较低，平均新增住房贷款价值比为 21.52%；广州的平均新增住房贷款价值比为 32.10%，处于合理水平（见图 9 右上图）。

二线城市方面，重庆的平均新增住房贷款价值比为 58.19%，处于较高水平；南京的平均新增住房贷款价值比为 37.24%；厦门的新增贷款价值比再次大幅上升，对房抵经营贷违规入市现象还需进一步严查（见图 9 左下图）。郑州新增住房贷款价值比大幅上升，第一季度平均为 60.70%；武汉和天津的平均新增住房贷款价值比分别为 21.48%和 35.68%，风险较小（见图 9 右下图）。

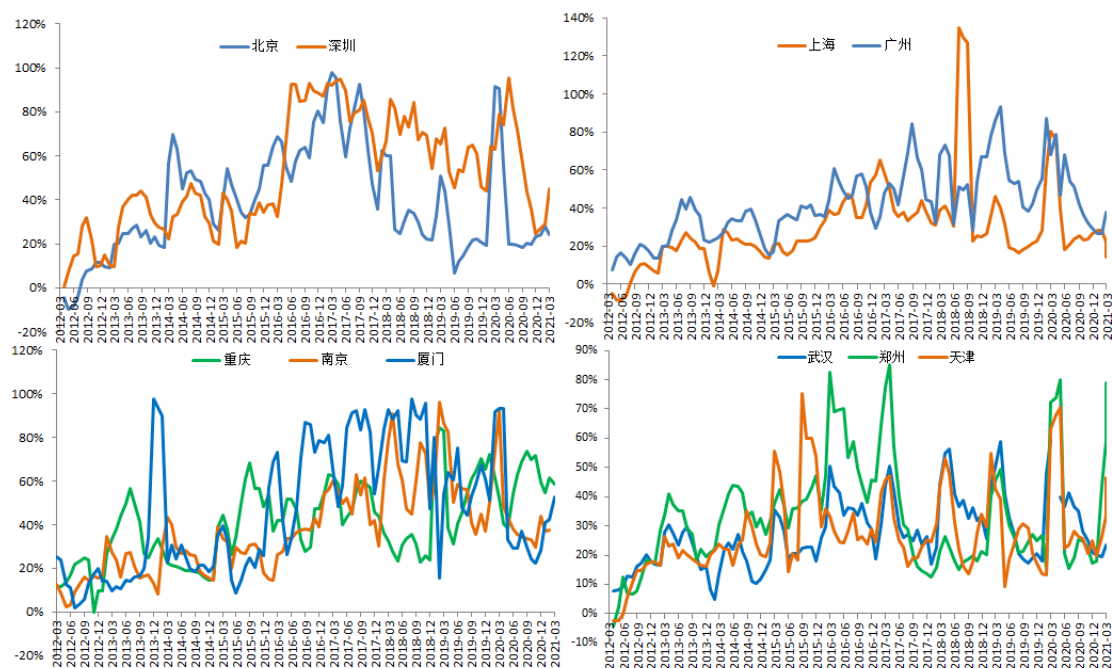


图9 一线和部分二线城市新增贷款价值比（3个月移动平均）

资料来源：国家金融与发展实验室估算。

注：理论上，贷款价值比（LTV）不应超过 70%。导致计算结果存在差异的原因是：第一，我们使用月度余额之差表示新增量，两者之间存在差异；第二，由于不能直接得到个贷数据，我们使用总贷款数据或居民中长期贷款数据再乘以某一系数得到个贷数据。但是，我们保持单个城市在时间上的系数一致，以及不同城市在方法上的一致，因此数据依然具有参考意义。该指标出现负值的原因来自第一条。

四、房企融资形势

（一）房地产开发贷余额增速持续回落

从央行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至 2021 年第一季度末房地产开发贷款余额为 12.42 万亿元，同比增速为 4.4%，已连续十个季度下降（见图 10）。虽然开发贷存量余额仍处于历史较高水平，但随着房企“三道红线”、房地产贷款集中度管理等房地产金融审慎制度的建立和实施，商业银行对新增开发贷的发放更为审慎，房地产开发贷款呈现出了显著收紧信号。

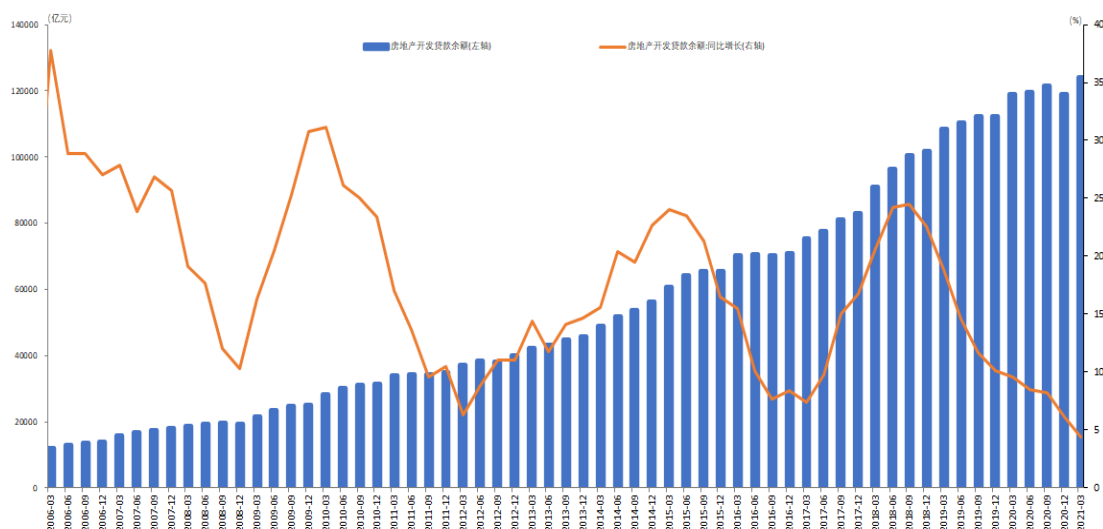


图 10 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）房地产信托规模大幅压降¹

从投向房地产行业的信托资金数据来看，截至 2020 年末，房地产信托余额为 2.28 万亿元，与 2019 年末相比，余额压降了 4257.43 亿元，同比下降 15.75%；房地产信托余额占信托业资金余额的比重为 13.97%，与去年同期相比下降了 1.1 个百分点。分季度来看，2020 年第一季度至第四季度房地产信托余额分别为 2.58 万亿元、2.50 万亿元、2.38 万亿元、2.28 万亿元，房地产信托余额规模从 2019 年三季度开始，连续六个季度下降（见图 11 右图）。在强监管下，2020 年信托投资公司严格执行在风险可控的前提下开展房地产信托业务的监管要求，并按监管要求压降房地产信托规模。从房地产信托余额规模、增速和占比来看，“控地产”的监管要求在信托业得到了较好的执行。

从融资成本来看，2020 年房地产信托发行预期平均收益率在 7.63% 左右，加上 2%~3% 左右的信托公司报酬和信托计划发行费用，房地产企业信托融资的平均成本在 9.63%~10.63% 之间，较 2019 年末略有下降。分季度来看，第一季度至第四季度房地产信托发行的预期年化收益率分别为 8.11%、7.72%、7.42%、7.26%，呈持续下降趋势（见图 11 右图）。导致 2020 年房地产信托收益率下降

¹ 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至 2020 年末，本节分析基于 2020 年四季度及之前的数据。

的可能原因是：2019 年第二季度开始，监管机构加强了对信托资金违规或变相违规流入房地产领域的查处力度，新增房地产信托合规程度较高，风险溢价较低，一定程度降低了预期收益率。



图 11 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）房企境内外信用债存量规模开始压缩

从境内信用债（不包括资产证券化产品）发行情况来看，2021 年第一季度的发行总额为 1719.02 亿元，同比上升 1.25%，平均票面利率约为 4.49%（见图 12 左图）。从存量来看，截至 2021 年第一季度末，房企境内信用债待还余额为 1.98 万亿元，环比下降 4.09%，同比下降 3.52%，3 年内到期债券余额为 1.28 万亿元。目前，境内债券发行募集的资金主要用于借新还旧，受“三道红线”等房地产金融审慎管理制度影响，境内信用债存量规模已经开始压缩。对于部分杠杆率较高的房企，新增信用债规模并不足以覆盖其债务到期的偿付规模，一旦销售回款因长期的房地产调控出现大幅下滑，发生债务违约的风险将会大幅增加。这种违约风险的上升，在债券市场已经有所体现，2021 年第一季度，房企境内信用债违约数量为 11 只，涉及 3 家债券发行主体（重庆协信、天房集团、华夏幸福），违约规模（违约日债券余额）达到 204.14 亿元。

从境外信用债发行情况来看，2021 年第一季度内地房企境外债发行规模为 188.58 亿美元（约为 1239.21 亿元人民币），同比下降 30.73%，平均票面利率为 6.63%（见图 12 右图）。截至 2021 年第一季度末，内地房企境外债存量余额为 1818.15 亿美元（约为 1.19 万亿元人民币），较上季度末略有下降。

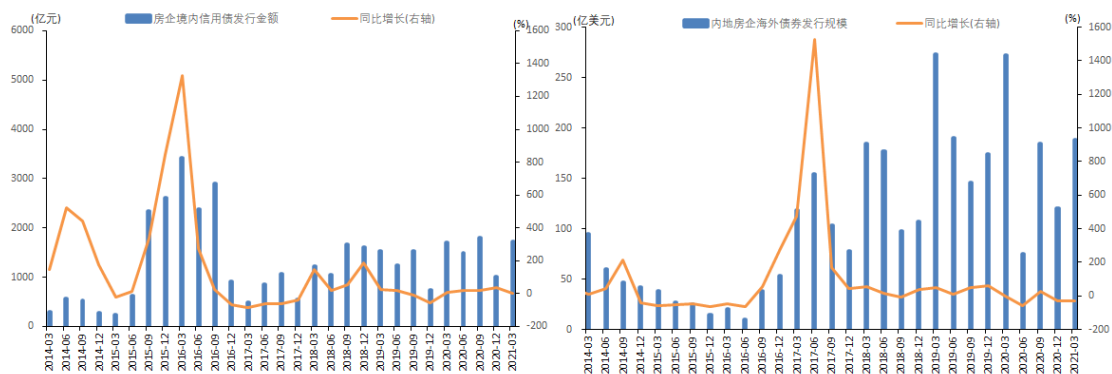


图 12 房地产开发企业境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：中国信托业协会，用益信托网，Wind。

五、小结与风险提示

2021 年第一季度，房地产市场延续了上年末的运行态势，住房销售规模大幅上升，住房销售价格仍在上涨，但价格过快上涨的势头已经有所遏制。住房租赁市场方面，一、二线城市住房租金价格开始止跌回升；在住宅用地供给“两集中”新政下，第一季度土地市场供给缩量，住宅用地成交溢价率和均价重回上升趋势，新政效果有待验证。分城市层级看，不同城市住房市场走势分化加剧，一线和主要城市群核心城市房价仍被看好，三线城市住房价格平均涨幅低于一线、二线城市，且库存去化周期有所上升。

从房地产金融形势来看，房地产金融风险仍是监管重点。个人住房金融方面，购房贷款余额尽管仍处于高位，但增速在进一步下降；在 LPR 短期稳定、央行货币政策重回中性与“紧平衡”、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度全面实施的背景下，个人住房贷款利率有所上升；受益于较高的首付比例、较低的 LTV，我国新增个人住房贷款抵押物保障程度较高，个人住房贷款整体风险可控；但个别城市（如厦门、郑州）加杠杆速度较快，应高度关注。房企融资方面，随着房地产金融审慎管理制度的实施和完善，房企外源性融资所需资金的供、需两端均被严控，开发贷余额增速持续回落，信托规模大幅压降，境内外信用债发行规模增速下降，存量规模压降。金融机构和金融市场投资者对房企的金融支持力度将产生更大分化，主要融资渠道均更为偏好经营风格稳健、财务杠杆率合理的房企。

风险提示方面，2021 年第一季度，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分三四线城市的房地产市场需求下降以及库存上升；第二，在房企存量有

息债务高企、偿债高峰集中来临、融资政策持续收紧、行业内分化加剧的背景下，部分杠杆率较高且资金周转能力较弱的房企存在违约风险。

附件：相关指标说明

1. 租金资本化率：指一套住宅完全靠租金收回成本要经过多少年，它可以衡量房地产泡沫的严重程度。具体计算公式为：租金资本化率=每平方米住宅价格/每平方米住宅一年租金，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。在本报告中，我们使用的是新增贷款价值比（流量数据），而不是贷款余额与住宅总价值之比这一存量数据，其原因是我们难以估计住宅存量数据。公式中分子部分——新增住宅贷款额根据月度余额之差求得，对于没有住户中长期贷款的情形，我们使用个人消费贷款近似，或使用全国住户中长期贷款占全国贷款余额这一系数与当地城市的贷款余额相乘的方式求得近似值，分子数据来源于Wind，最终源头为人民银行；分母部分——新成交住宅价值，由于存在阴阳合同这一问题，我们使用抓取的数据作为单价，在与各城市房地产管理局公布的住宅成交面积相乘，得到新成交住宅价值。

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。