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 刘冲 张弛

2025 年 3 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

房地产政策方面，2024 年政府部门从供需两端持续优化房地产政策，包括进一步放开限购、限售、限价等购房限制性措施、降低住房交易环节税费、优化个人住房金融政策（下调首付比例、新增和存量房贷利率等）、满足房企合理融资需求、支持土地和存量房收储、在城中村改造过程中重启货币化安置等。

房地产市场运行方面，2024 年前三季度，房地产市场持续下行，表现为房价全面下跌，新建商品住房销售疲软，住宅开发投资规模、新开工面积大幅下降，土地交易市场供需低迷，住宅库存去化压力上升，住房租金价格水平下跌。但是在“9·26”一揽子政策的支持下，房地产市场交易活跃度上升，止跌回稳态势初显：其一，部分城市住房价格已经环比止跌：其二，新建商品住宅第四季度销售规模的季度同比增速重回正增长；其三，国房景气指数自 2024 年 5 月开始持续小幅回升；其四，一线城市住宅库存去化周期已经处于合理水平。

房地产金融方面，2024 年个人住房贷款利率大幅下调，多城个人住房贷款利率调整至 3.0%；存量房贷利率再度下调，个人住房贷款提前还款规模下降，个人住房贷款余额止跌回升至 37.68 万亿元（第四季度净增加 1200 亿元）。受最低首付比例下调和房贷利率下降的影响，居民购房时使用财务杠杆有所提升。2024 年房企可用于房地产开发的到位资金规模为 10.77 万亿元，同比下降 17.0%，行业总融资规模大幅收缩；随着城市房地产融资协调机制加速推进落实，房地产开发贷款余额累计净增加了

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

- 刘冲

中国社会科学院大学硕士研究生

- 张驰

中国社会科学院大学硕士研究生

【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

4125 亿元，同比增速连续 10 个季度保持正增长；房企境内信用债的发行规模为 3766 亿元，同比下降 16.8%；房企境外债发行规模为 44.5 亿美元，同比下降 77.2%，房企已经基本丧失了通过发行境外债融资的能力；而且存量债券规模也在持续下降，房企债券“借新还旧”模式难以为继。

展望 2025 年，房地产政策方面，从两会政府工作报告来看，主要政策目标是持续用力推动房地产市场止跌回稳，包括：继续因城施策调减限制性措施；加力实施城中村和危旧房改造；支持地方政府专项债券资金用于土地和存量房收储；拓宽保障性住房再贷款使用范围；进一步推动房贷利率的下行；优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应；发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险；有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。房地产市场运行形势方面，我们认为随着一揽子房地产政策的落地实施，房地产市场交易有望持续活跃，住房销售规模降幅继续缩窄，房地产市场库存去化周期下降；一线和部分核心二线城市核心区域的住房价格会率先止跌，但是非核心二线城市及三四线城市房价可能仍会继续下行。鉴于房企债务风险化解进展缓慢，房地产投资、土地市场成交规模持续下降的趋势难以有实质性改善。房地产金融运行形势方面，我们认为个人住房贷款利率将随着降息继续下降，个人住房贷款余额规模保持回升态势；在城市房地产融资协调机制下，房企信贷融资仍能继续保持正增长；但是因为房企债务违约和在债务重组方案中大幅削减无抵押债券的偿付比例，可能会大幅降低投资者参与房企债券投资的意愿，房企债券融资预计还会进一步下降。风险方面，2025 年我们仍要重点关注房企违约债务问题。

目录

一、房地产重要政策分析 1

（一）进一步放开限购、限售、限价等购房限制性措施 1

（二）降低住房交易环节税费 2

（三）优化个人住房金融政策 3

（四）满足房企合理融资需求 5

（五）支持地方政府或国有企业收储闲置土地和存量房 5

（六）在城中村改造过程中重启货币化安置 6

二、房地产市场运行形势分析 7

（一）部分城市住房价格已经环比止跌 7

（二）新建商品住宅销售规模的季度同比增速重回正增长 8

（三）住房市场新增供给规模降幅仍然较大 9

（四）房地产开发景气指数触底回升 10

（五）土地市场表现较为低迷 10

（六）一线城市住宅库存去化周期已经处于合理水平 11

（七）住房租金价格水平下降至近年来最低点 12

（八）二三线城市租金资本化率继续小幅下降 13

三、房地产金融形势分析 14

（一）多城个人住房贷款利率调整至 3.0% 14

（二）个人住房贷款余额止跌回升.....16
（三）一线城市居民购房时使用财务杠杆水平大幅提高.....17
（四）个人住房贷款的平均放款周期稳定在四周左右.....18
（五）房地产开发企业到位资金规模继续大幅下降.....18
（六）房地产开发贷款余额的同比增速保持正增长.....19
（七）房企境内外信用债发行规模大幅下降.....20
四、房企债务风险情况分析.....21
（一）房企债券违约蔓延势头有所收敛.....21
（二）房企普遍出现资产负债表恶化的情况.....22
（三）房企债务风险化解进展缓慢.....23
五、房地产市场及房地产金融运行展望.....25
附件：相关指标说明.....27

一、房地产重要政策分析

（一）进一步放开限购、限售、限价等购房限制性措施

2024 年，房地产市场运行形势继续下行调整，住房市场的供求关系表现为供过于求，房价持续下行。原有为遏制房价快速上涨而采取的限购、限售、限价等购房限制性措施，已经难以与当前的住房市场供求关系相匹配。为进一步释放房地产市场的潜在需求，改善住房市场供求关系，各城市因城施策，进一步调整或取消了限购、限售、限价等限制性措施。

第一，放开限购政策。广州、杭州、成都、西安等二十多个城市全面取消住房限购政策，不再审核购房资格（户籍、个税或社保缴纳年限），不再限制购房套数；深圳虽然仍限制购房套数，但是福田、罗湖等核心区域购房个税或社保缴纳年限要求缩短至 1 年，且盐田、龙岗等区域购房不再需要提供个税或社保证明；北京和上海也缩短了非户籍人口购房时个税或社保缴纳年限要求，并允许符合条件的居民家庭在执行现有住房限购政策的基础上，可在外环或新片区增购 1 套住房。截至 2024 年末，全国仅北京、上海、深圳和海南部分城市仍在执行住房限购政策，其他城市住房限购政策已经全部退出。调整或取消限购政策，能够降低购房门槛，增加住房市场潜在购房者规模，进而增加住房市场的需求。

第二，取消限售政策。深圳、重庆、珠海、成都、长沙、扬州等多个城市全面取消商品住房（包括新建商品住房和二手住房）转让年限限制（限售），允许商品住房在取得《不动产权证书》后，即可上市交易，不再受持有住房时间限制。取消商品住房限售，虽然会增加存量住房市场的短期供给规模，但是有助于增强住房市场流动性和推动居民家庭通过“卖旧买新”的方式释放改善性住房需求。

第三，取消限价措施。深圳、沈阳、兰州、郑州、天津、杭州等多个城市取消对新建商品住房价格上限进行指导的措施（限价），新建商品住房销售价格由房企自主确定。取消限价措施后，第一，房企可以根据市场供求情况确定合理的住房销售价格，在市场下行情况下通过降价促销，以价换量，增加销售回款规模，进而改善房企现金流状况；第二，房企可以更好地响应住建部关于建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”的要求，通过提高新建商品住房质量方式和销售价格的方式，推动房地产行业转向高质量发展，从而更好地满足人民群众高品质住

房需求。第三，可以减少住房市场的价格扭曲[1]，更好地发挥市场经济价格机制，推动住房市场更快出清。

（二）降低住房交易环节税费

降低住房交易环节税费，能够通过降低住房交易成本，激活住房需求，从而增加住房市场交易规模。

第一，延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策。为支持居民改善住房条件，财政部和税务总局于 2022 年实施了支持居民换购住房有关个人所得税政策，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠[2]；该政策执行期限为 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。为继续支持居民改善住房条件和释放潜在的改善性住房需求，财政部、税务总局和住建部联合发文，将该政策执行期限延续至 2025 年 12 月 31 日。

第二，降低住房的交易契税。个人购买家庭首套住房，面积为 140 平方米及以下的，调整为减按 1%的税率征收契税；对个人购买家庭第二套住房，面积为 140 平方米及以下的，调整为减按 1%的税率征收契税。对于购买面积 90～140 平方米住房的家庭来说（覆盖刚性和改善性住房需求家庭），首套住房能够获得总房价 0.5%的契税优惠，二套住房能够获得总房价 1%的契税优惠。

第三，降低非普通住宅交易的税费成本。2024 年，北京、上海、广州、深圳、重庆等城市取消了普通住宅和非普通住宅标准。在取消普通住宅和非普通住宅标准前，非普通住宅交易不享受契税、个人所得税和增值税及附加税相关优惠政策。以北京为例，非普通住宅交易的契税税率最高为 3%，且不享受满五唯一住房免交个人所得税、满二年住房免交增值税及附加税的税收优惠政策。取消了普通住宅和非普通住宅标准后，所有住宅交易享受相同的契税、个人所得税和增

---

[1] 房价上涨时期，限价导致了部分房地产项目新房和周边二手房价格大幅倒挂，出现万人摇号购房情况；房价下跌时期，限价导致房企不能通过降价促销回笼资金，导致部分房地产项目因资金断裂而烂尾。

[2] 该政策要求，纳税人出售和重新购买的住房应在同一城市范围内。其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。

值税及附加税优惠政策；这能够大幅降低非普通住宅交易的税费成本，从而更好地支持住房市场改善性需求的释放。

（三）优化个人住房金融政策

第一，下调个人住房贷款最低首付比例下限。2024 年，全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限从首套和二套房贷最低首付款比例分别不低于20%和不低于 30%，下调至首套和二套房贷最低首付款比例均不低于 15%，已经降至历史最低点。降低个人住房贷款最低首付款比例下限，可以减少住房需求者购房时的首付压力，降低购房门槛，从而推动住房市场需求的释放；而且在当前改善性住房需求为主的市场形势下，更大幅度地降低二套房贷最低首付比例，可以更好地释放已经无贷款或还贷压力较小居民家庭的改善性住房需求。

第二，推动商业性个人住房贷款利率下降。全国层面个人住房贷款利率政策下限的取消和 LPR 的多次下调，推动了我国商业性个人住房贷款利率的下降。2024 年末，全国首套、二套住房贷款的平均贷款利率分别为 3.09%（LPR 减 51 个基点）、3.16%（LPR 减 44 个基点），较 2023 年末分别下降了 79 个基点、126 个基点；与 2021 年最高时首套住房贷款 5.75%的利率、二套首套住房贷款 6.00%的利率相比，分别下降了 266 个基点和 284 个基点。以使用 100 万元首套房贷款为例，假设贷款期限为 30 年，选择等额本息还款，以 2024 年 12 月利率贷款的月还款额为 4265 元，比 2021 年高利率时期贷款的月还款额减少 1571 元（减少 26.9%），30 年利息总额减少 56.56 万元（减少 51.4%）。目前，我国大多数居民家庭购买住房均需要使用个人住房贷款，利息成本是影响居民家庭购房决策的重要因素。大幅降低商业性个人住房贷款利率水平，可以降低购房成本，从而增加住房市场有效需求。

第三，再度下调存量房贷利率，并允许存量房贷客户选择更短的房贷重定价周期。央行在 2023 年 8 月推动存量首套房个人住房贷款利率下调之后，2024 年 9 月再度推动存量房贷利率的下调，将存量房贷利率批量下调至不低于 LPR-30 个基点，房贷利率平均下调约 50 个基点。其一，降低存量房贷利率，可以切实减轻借款居民的利息负担。从央行公布的数据来看，本次存量房贷利率调整惠及超 5000 万户家庭、1.5 亿人口，每年减少借款人房贷利息支出 1500 亿元。其二，降低存量房贷利率，可以缩小新旧房贷利差，减少商业性个人住房借款人提前还

贷动机。另外，为完善商业性个人住房贷款利率定价机制，避免新旧房贷利差持续扩大，央行取消了房贷利率重定价周期最短为一年的限制，允许商业性个人住房贷款借款人可与银行业金融机构协商约定重定价周期（可以选择按 3 个月、6 个月、12 个月重定价），使存量房贷利率能够及时反映定价基准（LPR）的变化。

第四，持续优化住房公积金政策措施。为积极发挥住房公积金作用，促进住房需求的释放，部委和地方政府持续优化住房公积金政策措施，主要包括以下几个方面：**其一，下调住房公积金贷款利率 25 个基点。**央行决定自 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（25 个基点）。其中，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。存量住房公积金贷款利率也于 2025 年 1 月 1 日开始下调 25 个基点。**其二，调整房屋套数认定标准。**将住房公积金贷款购房套数认定标准调整为依据拟购房家庭成员名下在购房地实际拥有的成套住房数量及在全国范围内的住房公积金贷款使用次数进行认定。**其三，降低住房公积金贷款最低首付比例至 20%。**例如，济南、天津、长沙等城市将首套住房公积金个人住房贷款的最低首付比例下调至 20%。**其四，提高住房公积金住房贷款最高贷款额度。**主要调整方式包括：直接提高最高贷款额度，提高贷款额度计算倍数，将首套、二套最高贷款额度调整为相同，上浮多孩家庭最高贷款额度，上浮高品质住宅、绿色住宅最高贷款额度，上浮人才购房贷款最高贷款额度等。**其五，提高住房公积金贷款二手房可贷年限。**例如，北京对于购买已完成老旧小区改造的二手住房，其最高可贷年限由低于房屋剩余使用年限减三年（砖混：47 年-房龄，钢混：57 年-房龄），调整为低于剩余土地使用年限减三年（67 年-房龄），贷款年限最高为 30 年。**其六，调整住房公积金提取政策。**包括调整提取时限、频次，提高住房租赁提取额度，支持提取公积金支付首付款，支持提取直系亲属住房公积金支付购房款，支持老旧小区加装电梯提取公积金，支持适老改造提取公积金，支持支付物业费提取公积金等。**其七，深化区域城市住房公积金提取互认。**例如，成都市缴存人在重庆市、绵阳市行政区域内购房，申请提取住房公积金的，无需提供本人或配偶户籍所在地或工作所在地证明。**其八，放宽“商转公”限制。**例如，福州将申请办理商业性住房贷款转住房公积金贷款业务的条件由“从未申请

过住房公积金贷款的职工家庭”，放宽为“符合住房公积金贷款申请条件的职工家庭”。**其九，支持灵活就业人员缴纳住房公积金。**例如，成都支持已满 16 周岁不满 60 周岁具有完全民事行为能力的个体经营者、非全日制工作人员、新就业形态人员等灵活就业人员参加住房公积金制度，并对缴存人账户中存储时间满 1 年的资金部分，每年给予 0.5%～1%的补贴（每个缴存人享受补贴的金额合计不超过 1 万元）。

（四）满足房企合理融资需求

第一，建立城市房地产融资协调机制。2024 年初，住建部和金融监管总局发布了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》（建房〔2024〕2 号），建立“以城市为主体、以项目为中心”的城市房地产融资协调机制，并将合规房地产项目全部纳入商业银行予以融资支持的“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足房地产项目合理融资需求。其一，城市房地产融资协调机制可以更为精准、有效地解决房企融资过程中金融机构存在的所有制歧视和过度避险问题，精准、有效地满足仍具有偿债能力的合规房地产项目的融资需求。其二，解决债务违约房企房地产项目公司的资金压力，支持房地产项目公司完成保交楼工作，保障购房人合法权益。根据金融监管总局披露数据，截至 2024 年末，商业银行房地产“白名单”项目贷款金额达到 5.03 万亿元，支持了 1400 万套住房建设交付。

第二，将经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件中相关政策的适用期限从 2024 年末延长到 2026 年末。将两项政策文件中关于允许规范经营、发展前景良好的房企使用经营性物业贷款偿还存量房地产领域相关贷款及公开市场债券政策和支持房地产开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限从 2024 年末延长到 2026 年末。这些措施可以缓解房企短期偿债压力，助力房企债务风险化解。

（五）支持地方政府或国有企业收储闲置土地和存量房

第一，创设保障性住房再贷款，支持地方国有企业收储存量房。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。保障性住房再贷款属于阶段性结构性货币政策工具，能够通过降低商业银行再贷款资金成本和增加信贷资金额度，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（存量商品房），用作配售型或配租型保障性住房。其一，有利于加快存量商品住房去库存；其二，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；其三，可以增加房企销售回款，改善房企现金流状况，从而助力保交楼工作的推进和房企债务风险化解。

第二，允许运用地方政府专项债资金收回收购存量闲置土地。其一，给予地方政府资金支持，能够加大收购存量闲置土地力度，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；其二，能够减少市场存量土地规模、改善土地供求关系，间接减少房地产市场新增供给；其三，能够帮助企业（尤其是帮助问题房企）盘活未开发的土地资产，改善房企流动性和资产负债表，缓解房企债务风险。目前，广东、北京等省市已经在积极发行专项债用于存量土地售收储。如，2025 年 2 月，广东省财政厅官网披露，决定发行 2 只广东省政府专项债券，发行总额约为 307 亿元，将用于回收 19 个省辖市上报的 86 个土地储备、回收闲置存量土地项目。

第三，支持地方政府收购存量商品房，优化保障性住房供给。2024 年 10 月，财政部表示支持地方政府在确保项目融资收益平衡的基础上，用好专项债券资金收购存量商品房用作保障性住房；并允许地方政府用保障性安居工程补助资金购买存量商品住房，通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。其一，可以增加、优化保障性住房的供给，更好地满足广大中低收入人群的住房需求；其二，可以消化存量房库存，改善房企现金流状况。

（六）在城中村改造过程中重启货币化安置

棚改货币化安置是 2015～2018 年期间推动房地产市场去库存的重要措施。2024 年 10 月，住建部表示将通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造。在城中村改造过程中重启货币化安置，能够增加房地产市场的有效需求，推动存量商品房的库存去化，而且货币化安置的比例越高，政策效果越显著。

二、房地产市场运行形势分析

（一）部分城市住房价格已经环比止跌

从国家统计局公布的 70 个大中城市商品住宅销售价格的变动数据来看，2024 年，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格同比下降 5.7%，同比降幅较 2023 年扩大 4.8 个百分点；二手商品住宅销售价格同比下降 8.1%；同比降幅较 2023 年扩大 4.0 个百分点。分城市层级来看，2024 年，一线城市新建商品住宅销售价格同比下降 3.8%，二手住宅销售价格同比下降 6.1%；二线城市新建商品住宅销售价格同比下降 5.4%，二手住宅销售价格同比下降 7.9%；三线城市新建商品住宅销售价格同比下降 6.2%，二手住宅销售价格累计下降 8.4%。其中，温州、金华 2 个城市的新建商品住宅销售价格同比下跌超过 10%；广州、厦门、武汉、南昌、呼和浩特、温州、惠州、丹东、唐山、包头、秦皇岛、泉州、金华 13 个城市的二手住宅销售价格同比下跌超过 10%。2021 年 9 月，70 个大中城市商品住宅销售价格环比出现拐点，房价结束了六年半的持续上涨，转而开始下跌。截至 2024 年 12 月，我国 70 城新建商品住宅销售价格已经累计下跌 9.1%，二手住宅销售价格已经累计下跌 15.7%，二手住宅销售价格下跌幅度大于新建商品住宅销售价格的跌幅。其中，温州（-19.0%）、金华（-17.3%）、岳阳（-17.2%）、湛江（-17.0%）、秦皇岛（-17.0%）、哈尔滨（-16.4%）、常德（-16.2%）、厦门（-15.5%）、泸州（-15.4%）9 个城市的新建商品住宅销售价格自 2021 年 9 月以来已经下跌超过 15%；牡丹江（-25.4%）、泉州（-23.2%）、金华（-22.8%）、丹东（-22.5%）、哈尔滨（-22.4%）、唐山（-21.9%）、温州（-21.5%）、武汉（-21.2%）、襄阳（-21.2%）、南宁（-20.8%）、呼和浩特（-20.6%）、厦门（-20.3%）、吉林（-20.3%）13 个城市的二手住宅销售价格自 2021 年 9 月以来已经下跌超过 20%。

从 70 个大中城市商品住宅销售价格的环比走势来看，2024 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（见图 1 右上图）。总体来看，我国住宅销售价格仍在持续下行，但是从 2024 年 9 月末开始，在房地产“一揽子”增量政策的支持下，住宅销售价格的环比降幅均在持续收窄；而且部分城市的住宅销售价格已经环比止跌，“止跌回稳”态势初显。例如，2024 年 12 月，上海、深圳、厦门、杭州、南京等 23 个城市的新建商品住宅销售价格表现为环比

上涨；北京、上海、深圳、厦门、成都等 9 个城市的二手住宅销售价格表现为环比上涨。

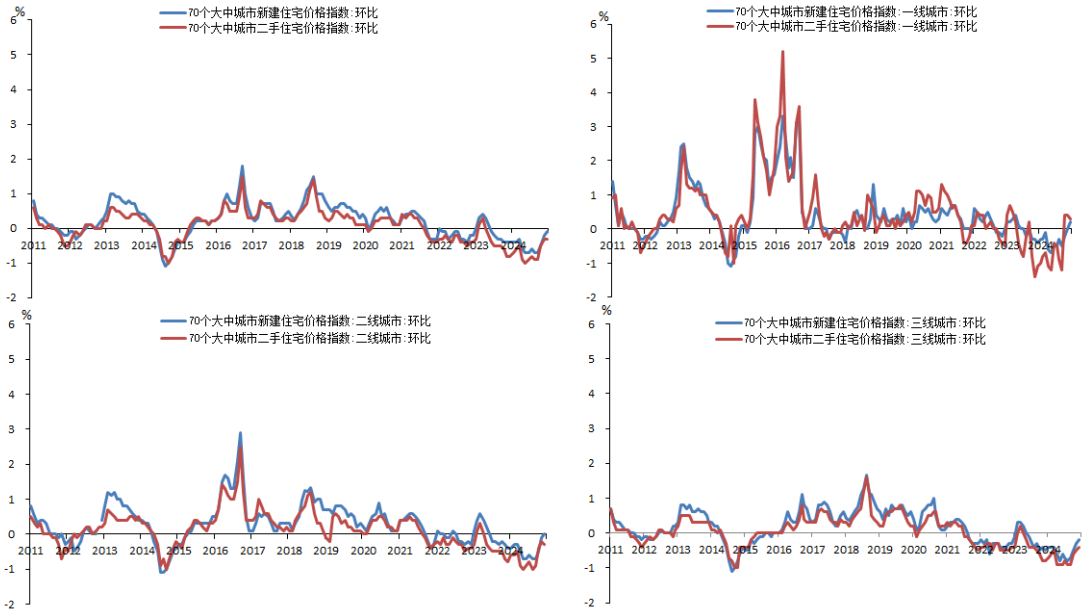

图 1　70 个大中城市房价走势（月度环比）

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）新建商品住宅销售规模的季度同比增速重回正增长

从新建商品住宅销售情况来看，2024 年全国新建商品住宅销售面积仅为 8.15 亿平方米，同比下降 14.1%，较 2021 年下降了 48.0%；新建商品住宅销售额为 8.49 万亿元，同比下降 17.6%，较 2021 年下降了 47.8%（见图 2）。总体来看，2024 年，新建商品住宅市场仍处于下行调整期，新建商品住宅销售面积、销售额均同比大幅下降；而且与 2021 年的峰值水平相比，全国新建商品住宅市场的销售规模已经接近腰斩，下跌幅度极大。但是分季度来看，2024 年第一、二、三、四季度，全国新建商品住宅销售面积的季度同比增速分别为-23.4%、-16.5%、-11.8%和 2.9%，全国新建商品住宅销售额的季度同比增速分别为-30.7%、-21.5%、

-16.3%和 4.0%。新建商品住宅销售面积、销售额的季度同比降幅均持续收窄，并在 2024 年第四季度重回正增长，新建商品住宅销售也呈现出止跌回稳的态势。

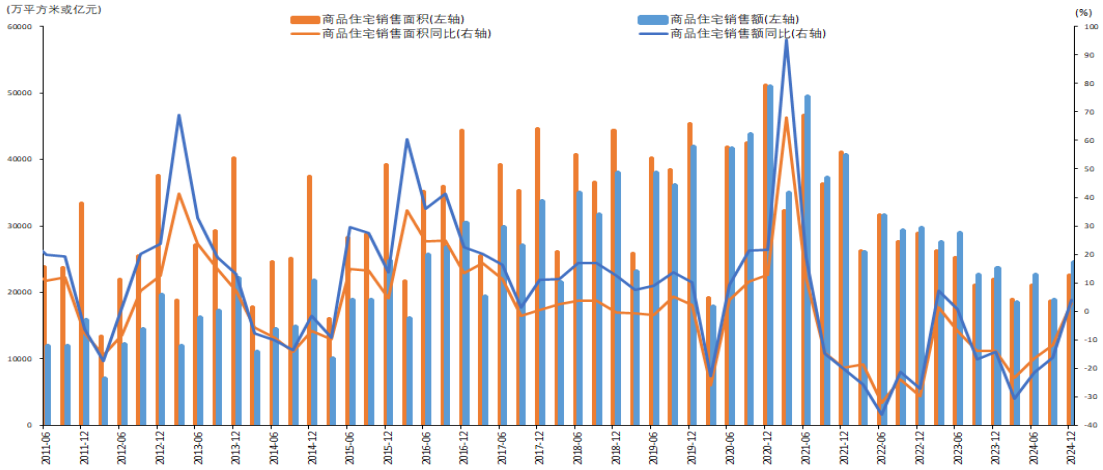

图 2　商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（三）住房市场新增供给规模降幅仍然较大

从住宅投资数据来看，2024 年，全国商品住宅开发投资完成额为 7.6 万亿元，同比下降了 10.5%，季度同比增速连续 11 个季度为负值（见图 3 左图）。从住宅开发数据来看，2024 年住宅新开工面积仅为 5.37 亿平方米，同比下降 23.0%，季度同比增速连续 15 个季度为负值；住宅竣工面积 5.37 亿平方米，同比下降 27.4%（见图 3 右图）。总体来看，2024 年全国商品住宅开发投资完成额、新开工面积、竣工面积同比均大幅下降，住房市场新增供给规模降幅仍然较大。与 2021 年的峰值水平相比，全国住宅开发投资完成额规模下降超过三成，住宅新开工面积下降超过六成，住宅竣工面积下降超过四分之一。

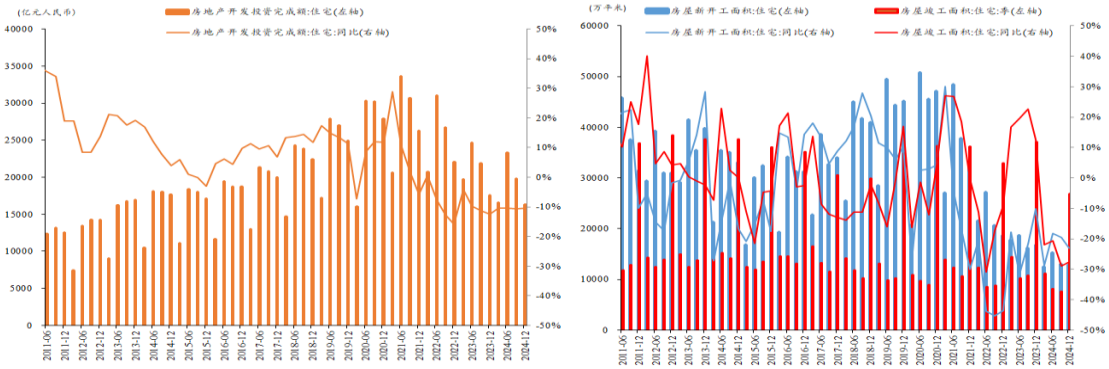

图 3　商品住宅供给情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（四）房地产开发景气指数触底回升

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]来看，2024 年，国房景气指数由 2023 年末的 93.36 进一步下滑至 2024 年 4 月的 91.83 的历史最低水平；然后开始触底回升，2024 年 12 月国房景气指数回升至 92.78（见图 4）。虽然自 2022 年 9 月开始，国房景气指数已连续 28 个月处于较低景气水平；但是随着房企融资协调机制等政策的落地生效，房企市场预期有所好转。

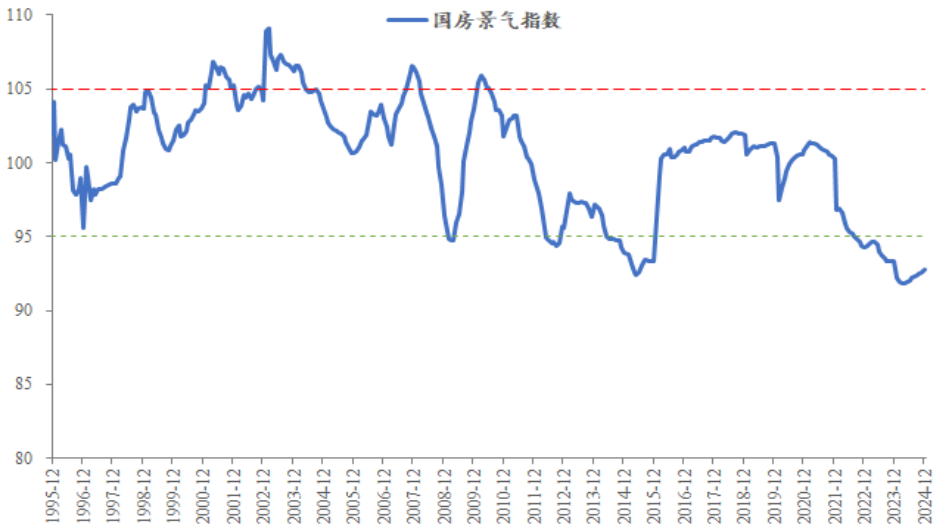

图 4　房地产市场景气程度情况（月度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（五）土地市场表现较为低迷

2024 年百城住宅类土地供应面积为 2.31 亿平方米，同比下降 18.8%；成交面积为 1.91 亿平方米，同比下降 9.0%；成交金额为 2.02 万亿元，同比下降 21.2%（见图 5 左图）。2024 年百城共有 5108 宗土地未能成交，同比下降 31.4%；住宅类用地成交土地平均溢价率为 4.3%，较 2023 年同期略有下降（见图 5 右图）。从财政部财政收支情况数据来看，2024 年，国有土地使用权出让收入 4.87 万亿

[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。

元，同比下降了 16.0%，较 2021 年同期下降了 44.1%。总体来看，土地市场供需两端表现均较为低迷。土地市场需求端因为新建商品住房市场销售规模的下降，而且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。土地市场供给端受市场需求较弱和住宅用地与商品住宅去化周期挂钩政策[4]的影响，也在大幅降低。但是受住宅类土地供给规模下降、部分核心城市增加核心区域土地供给及城投公司积极托底拿地等因素的影响，未成交土地数量在下降，但是成交土地溢价率仍然较低。

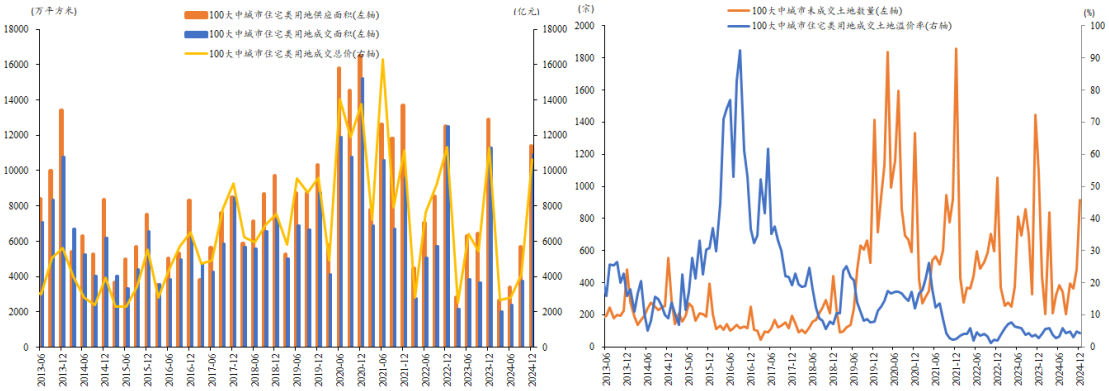

图 5　100 大中城市土地交易情况（季度）

资料来源：Wind。

（六）一线城市住宅库存去化周期已经处于合理水平

从全国数据来看，全国待售商品住宅面积[5]为 3.91 亿平方米，同比增长 16.2%，商品住宅库存水平较高。从 12 个样本城市平均住宅库存去化月数来看，2024 年末，样本城市平均库存去化周期为 26.8 个月，略高于 2023 年末的 24.6 个月，远低于年内最高时的 47.1 个月。分城市层级来看，2024 年末，一线城市平均住宅库存去化周期为 8.3 个月；二线城市平均住宅库存去化周期为 22.4 个月，库存去化周期相对较高；三线城市平均库存去化周期为 49.6 个月（见图 6）。从 2024 年

[4] 《自然资源部办公厅关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》提出，合理控制新增商品住宅用地供应。各地要根据市场需求及时优化商业办公用地和住宅用地的规模、布局和结构，完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制。商品住宅去化周期超过 36 个月的城市，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

[5] 待售商品住宅面积是指报告期末已竣工的可供销售或出租的商品住宅中，尚未销售或出租的商品住宅建筑面积，仅统计商品住宅现房待售面积，不包括可售商品住宅期房待售面积。

9 月末开始，在房地产“一揽子”增量政策的支持下，住房市场销售持续活跃，一、二、三线城市的住宅库存去化周期均大幅下降，库存去化压力有所缓解。目前，一线城市住宅库存去化周期已经处于合理水平，但是三线城市住宅库存去化压力仍然较大。

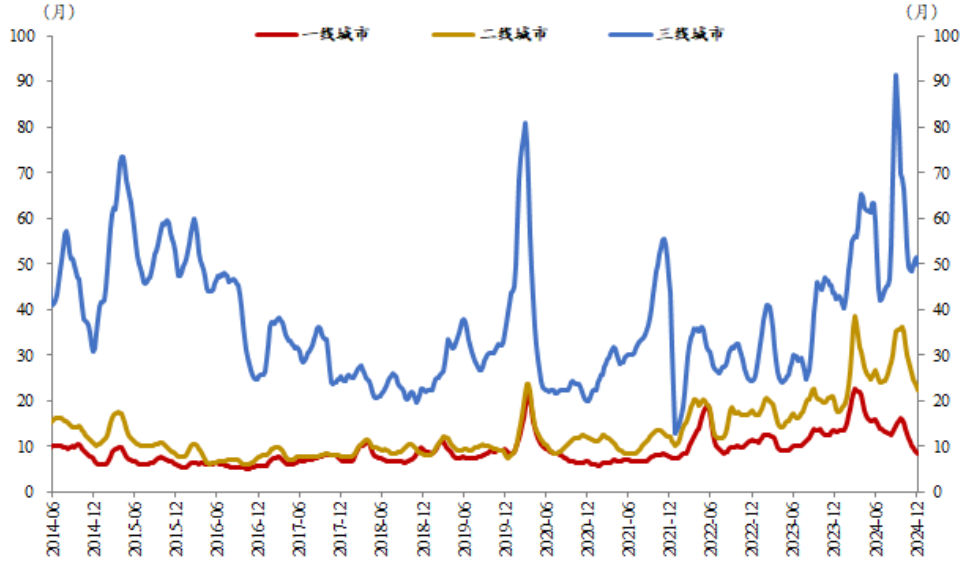

图 6　各城市房地产库存去化情况（3 周移动平均）

资料来源：根据 Wind 统计计算。

注：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、青岛、苏州、厦门、福州，三线城市包括莆田、舟山。

（七）住房租金价格水平下降至近年来最低点

从贝壳研究院统计的 50 城住房租金价格指数来看，2024 年，4 个一线城市的平均住房租金水平同比下降 3.8%；28 个二线城市的平均住房租金水平同比下降 4.3%；18 个三线城市的平均住房租金水平同比下降 3.7%（见图 7）。总体来看，2024 年一、二、三线城市的住房租金水平在波动中小幅下降，住房租金价格仅在 6～8 月住房租赁的传统旺季小幅上涨，并在 8 月份之后持续回调。

一、二、三城市的住房租金价格指数同比增速已经连续三年负增长，目前均下降至 2018 年末以来的最低点。住房租金价格水平下降至近年来最低点的主要原因是市场供给的上升叠加市场需求的下降，导致市场租金价格水平下行。从供给端来看，一是存量房市场挂牌量激增，房价持续下行，存量房房主普遍面临出售难的问题；在这种情况下，部分房主选择转售为租，从而增加了住房租赁市场的供给；二是 2021 年以来，在政策支持下，我国保障性租赁住房的供给在持续

增加，目前，我国已经累计筹建保障性租赁住房约 700 万套（间）。从需求端来看，一是因为青年群体就业压力较大，尤其是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。

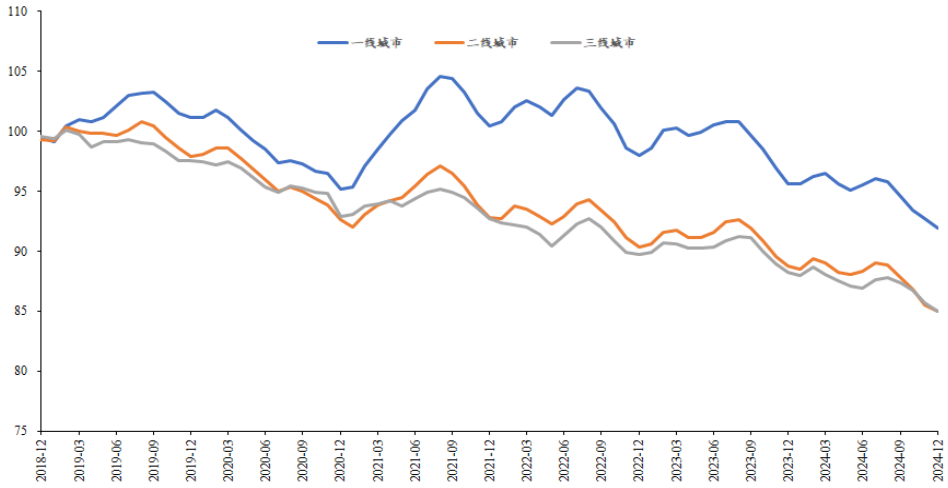

图 7　贝壳 50 城住房租金指数（月度，定基 2018 年 11 月=100）

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）二三线城市租金资本化率继续小幅下降

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 年末，4 个一线城市的平均租金资本化率由 2023 年末的 55.2 年，小幅上升至 56.3 年（见图 8 上图）；二线热点城市的平均租金资本化率由 2023 年末的 49.9 年，小幅下降至 49.0 年；二线非热点城市的平均租金资本化率由 2023 年末的 47.6 年，小幅下降至 46.1 年（见图 8 左下图）；三线城市的平均租金资本化

率由 2023 年末的 41.0 年，小幅下降至 38.2 年（见图 8 右下图）。总体来看，由于住房租金价格水平下降幅度小于房价下降幅度，2024 年二、三线城市的租金资本化率继续小幅下降，租金收益率略有上升；一线城市因为 2024 年第四季度房价的止跌回稳和住房租金价格的持续下跌，租金资本化率则小幅上升。从租金回报率来看，2024 年末，一线城市平均住房租金回报率为 1.78%，二线城市平均住房租金回报率为 2.10%，三线城市平均住房租金回报率为 2.62%，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（1.55%）。在低利率和低通胀时期，如果房价能够止跌回稳的话，那么住房作为资产已经初具投资价值。

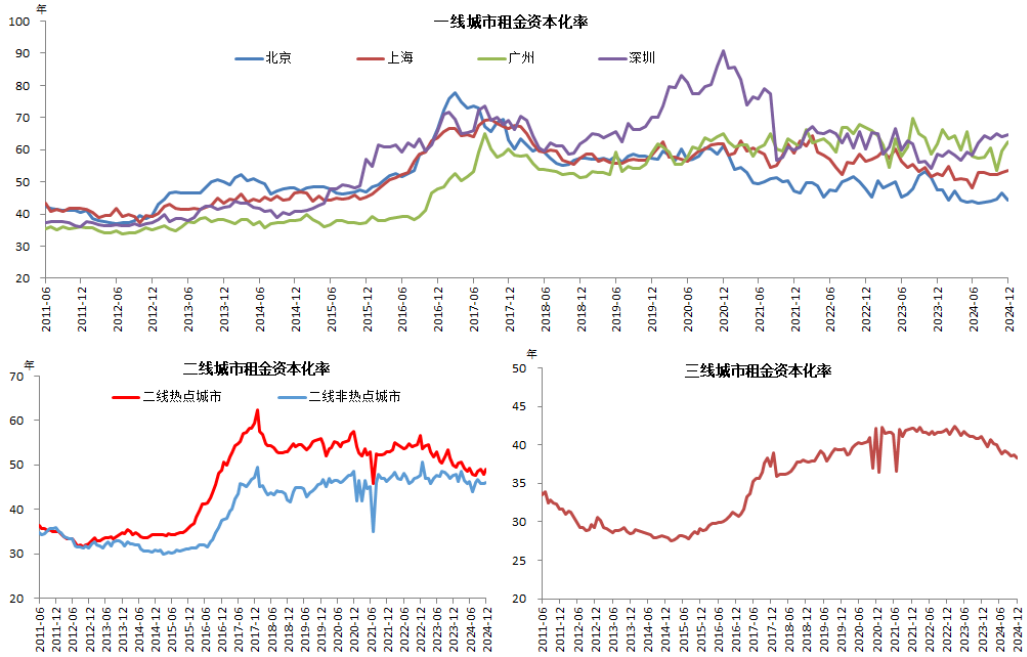

图 8　租金资本化率走势（月度）

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。

三、房地产金融形势分析

（一）多城个人住房贷款利率调整至 3.0%

从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2024 年末，全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 3.09%（LPR 减 51 个基点），较 2023 年末下降了 79 个基点。其中，广州、南京、成都、合肥、郑州、苏州、珠海、佛山、惠州、洛阳、

绵阳、芜湖 12 个城市的首套住房贷款利率已低至 3.0%，仅比同期住房公积金贷款利率（2.85%）高 15 个基点。2024 年末，全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 3.16%（LPR 减 44 个基点），较 2023 年末下降了 126 个基点。其中，合肥、珠海、佛山、惠州、洛阳、芜湖 6 个城市的二套住房贷款利率也低至 3.0%，与首套住房贷款利率相同。2024 年末，首套、二套住房贷款之间的平均利差仅为 7 个基点，较 2023 年末缩窄了 47 个基点（见图 9）。

总体来看，2024 年，因为 5 年期及以上 LPR 在年内累计下调 60 个基点（2024 年 2 月、7 月和 10 月分别下调了 25 基点、10 个基点、25 个基点）及全国层面个人住房贷款利率政策下限的取消，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，而且二套住房贷款利率平均下调幅度更大。2024 年 10 月，绍兴、温州的首套住房贷款利率可以低至 2.8%（比同期住房公积金贷款低 5 个基点），广州的首套、二套住房贷款利率低至 2.85%（与同期住房公积金贷款利率相同）；部分城市的部分商业银行个人住房贷款利率更是低至 2.6%。这就导致商业银行个人住房贷款利率与住房公积金贷款利率出现了“倒挂”的情形。为维持住房公积金贷款作为政策性住房金融工具的低利率优势，地方金融监管机构通过窗口指导要求商业银行将个人住房商业银行贷款利率调整至不低于住房公积金贷款利率。在此之后，绍兴、温州的首套住房贷款利率调整至 3.1%，广州的首套、二套住房贷款利率分别调整为 3.0%、3.1%。目前，50 个样本城市的个人住房贷款利率最低为 3.0%。

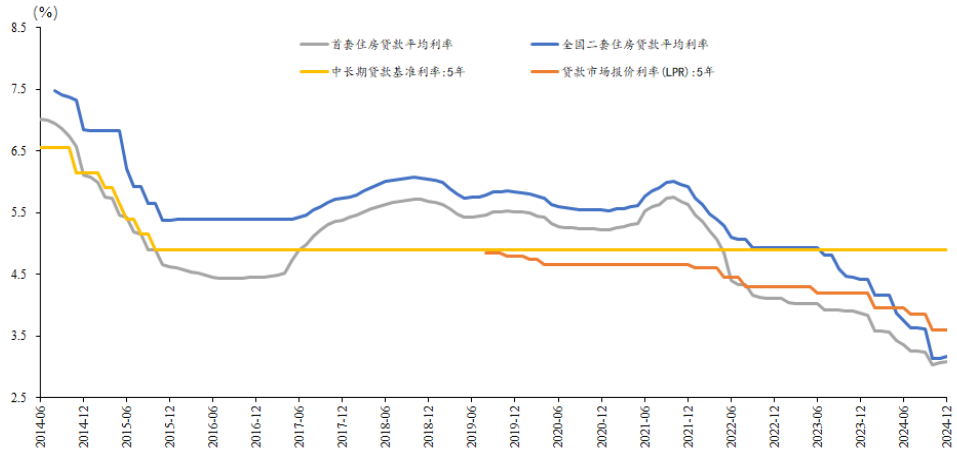

图 9　个人住房贷款平均利率走势

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）个人住房贷款余额止跌回升

从中国人民银行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至 2024 年末，我国个人住房贷款余额为 37.68 万亿元，占全部信贷余额的比例为 14.7%（见图 10 左图）。与 2023 年 3 月峰值时的 38.94 万亿元相比，个人住房贷款余额规模已经累计缩水 1.26 万亿元。从个人住房贷款余额同比增速来看，2024 年，个人住房贷款余额各季度的同比增速分别为-1.90%、-2.10 %、-2.3%和-1.3%，同比增速已经连续 7 个季度为负。从居民部门新增中长期贷款数据来看（居民部门的中长期贷款主要为个人住房贷款），2024 年，居民部门中长期贷款月度平均增量仅为 1875 亿元，较 2023 年 2125 亿元的月度平均增量减少了 11.8%（见图 10 右图）。

总体来看，受住房销售疲软、提前还贷、就业和收入增长预期较弱等因素影响，2024 年个人住房贷款余额同比增速仍在继续下降。但是随着取消商业性个人住房贷款利率政策下限、下调最低首付比例至 15%、存量房贷利率再次下调等政策的实施，2024 年第四季度住房销售开始回暖，个人住房贷款提前还款规模下降，个人住房贷款余额止跌回升（虽然个人住房贷款余额同比增速仍为负，但环比增速转为正），在第四季度净增加了 1200 亿元。

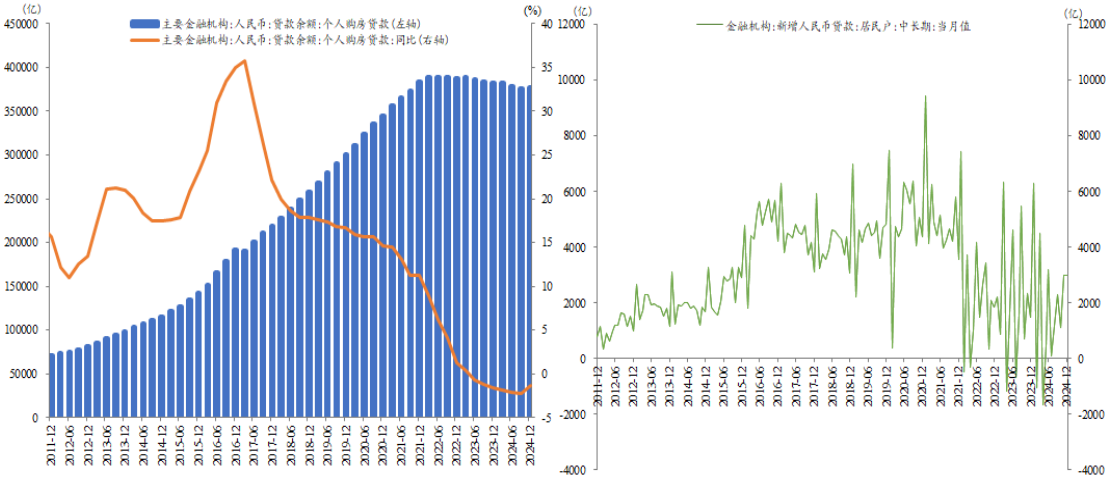

图 10　个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（三）一线城市居民购房时使用财务杠杆水平大幅提高

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。

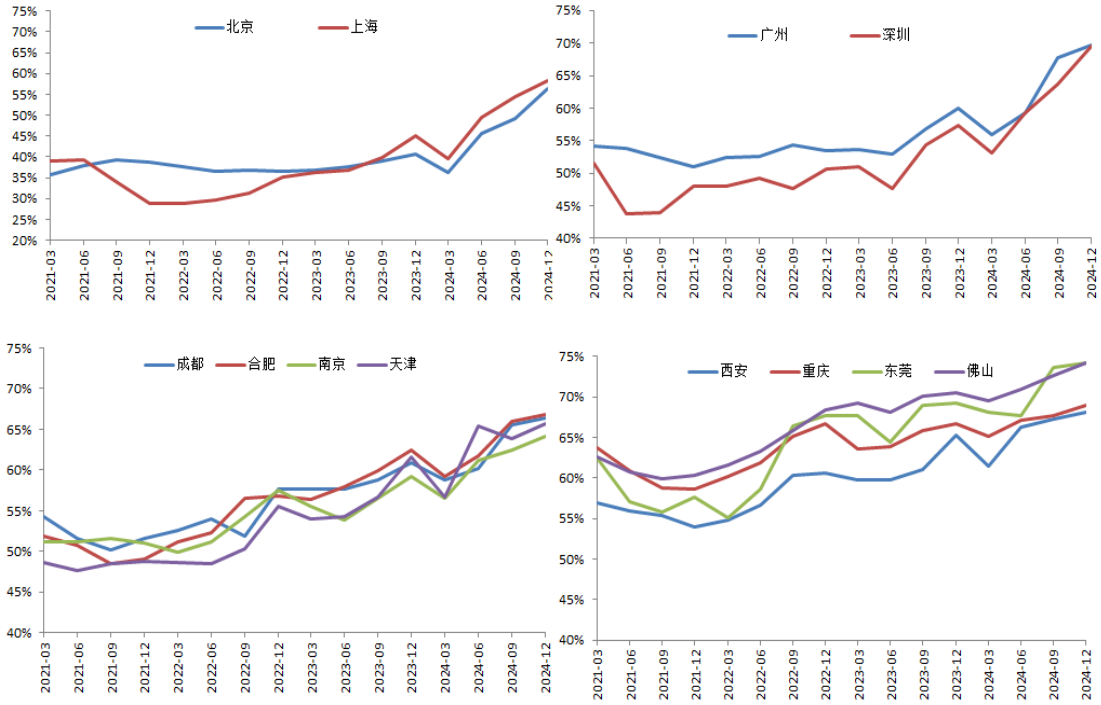

图 11　一线和部分二线城市新增二手住房贷款价值比（LTV）

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。

2024 年末，一线城市中北京的平均新增二手住房贷款价值比为 56%，上海的平均新增二手住房贷款价值比为 58%，均处于合理水平（见图 11 左上图）；广州的平均新增二手住房贷款价值比为 70%，深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 69%，均处于相对较高水平（见图 11 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 66%，合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 67%，南京的平均新增二手住房贷款价值比为 64%，天津的平均新增二手住房贷款价值比为 66%，均处于合理水平（见图 11 左下图）；西安的平均新增二手住房贷款价值比为 68%，重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 69%，东莞的平均新增二

手住房贷款价值比为 74%，佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 74%，处于相对较高水平，但平均首付比例亦在 3 成左右（见图 11 右下图）。总体来看，2024 年，受首套、二套住房贷款最低首付比例下调和个人住房贷款利率大幅下降的影响，样本城市的新增二手房住房贷款价值比较 2023 年均有所上升，居民购房使用财务杠杆水平有所提高；其中，一线城市居民购房使用财务杠杆水平的提高幅度最大。

（四）个人住房贷款的平均放款周期稳定在四周左右

从个人住房贷款放款周期情况来看，2024 年末，全国百城个人住房贷款平均放款周期为 28 天，个人住房贷款的放款周期稳定在四周左右，较 2023 年末的 19 天有所延长。其中，一线城市的平均放款周期为 34 天；二线城市的平均放款周期为 29 天（见图 12）。

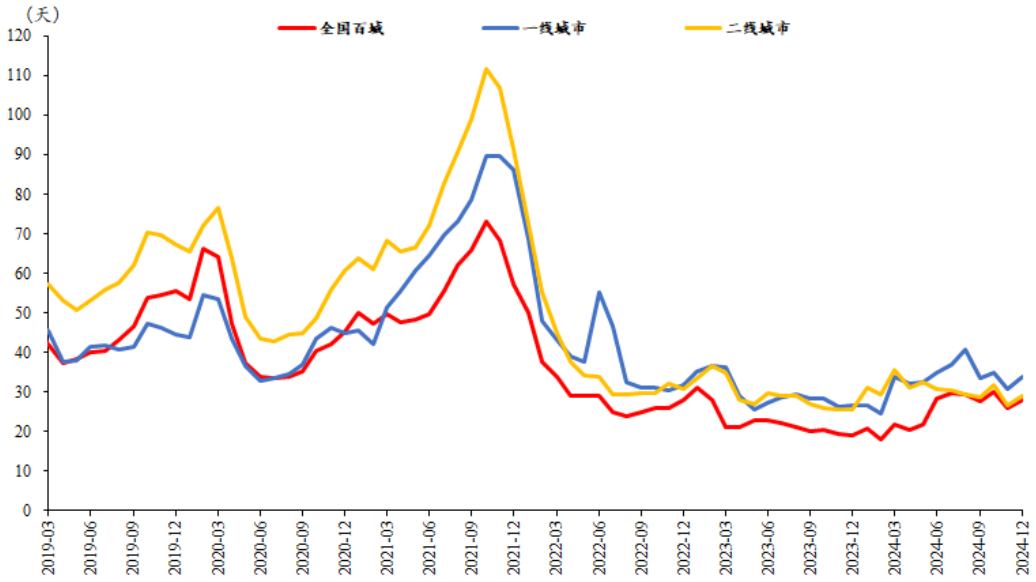

图 12　个人住房贷款平均放款周期

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。

（五）房地产开发企业到位资金规模继续大幅下降

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 年房企可用于房地产开发的到位资金规模为 10.77 万亿元，同比下降 17.0%。其中，国内贷款 1.52 万亿元，同比下降 6.1%；利用外资 32 亿元，同比下降 26.7%；自筹资金

3.77 万亿元，同比下降 11.6%；定金及预收款 3.36 万亿元，同比下降 23.0%；个人按揭贷款 1.57 万亿元，同比下降 27.9%。总体来看，2024 年房地产开发企业到位资金规模继续大幅下降，行业总融资规模表现为持续收缩态势。与 2021 年 20.11 万亿元的峰值相比，房地产开发企业本年到位资金规模接近腰斩。从到位资金来源来看，受新建商品住房销售下降的影响，定金及预收款和个人按揭贷款等经营性资金来源降幅较大；国内贷款（房地产开发贷）同比降幅仅为 6.1%，是收缩程度最低的房企资金来源渠道。

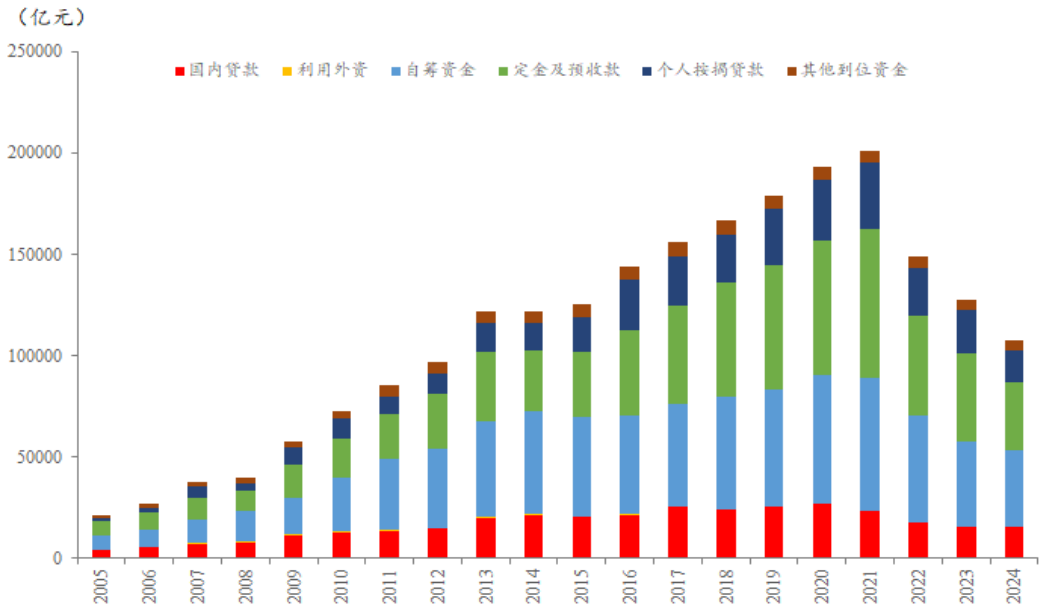

图 13　房地产开发企业到位资金情况

资料来源：国家统计局，Wind。

（六）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，2024 年末，房地产开发贷款余额为 13.56 万亿元，占全部信贷余额的比例为 5.3%（见图 14）。从同比增速数据来看，2024 年房地产开发贷款余额各季度的同比增速分别为 1.7%、2.8%、2.7%和 3.2%，同比增速保持正增长。总的来看，随着城市房地产融资协调机制的落地实施，房企“白名单”项目审批通过贷款超 5 万亿元；2024 年，房地产开发贷款余额累计净增加了 4125 亿元，而且余额同比增速也连续 10 个季度保持正增长，为房企提供了稳定的信贷资金支持。

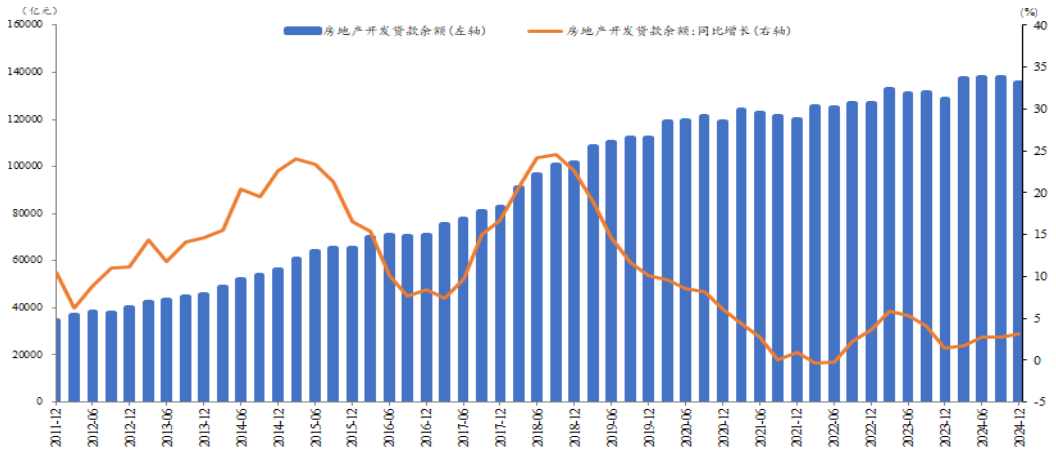

图 14　房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（七）房企境内外信用债发行规模大幅下降

2024 年，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行规模为 3766 亿元，同比下降 16.8%；平均票面利率为 2.93%，为 2014 年以来最低值（见图 15 左图）。从存量情况来看，2024 年末，房企境内债券待还余额为 1.85 万亿元，较 2023 年末减少 5.6%。2024 年，房企境外债发行规模为 44.5 亿美元，同比下降 77.2%；平均票面利率为 2.4%（见图 15 右图）。从存量情况来看，2024 年末，房企境外债存量余额为 738 亿美元，较 2023 年末减少 45.2%。总体来看，房企境内外信用债发行利率均较低；但是因为数十家房企的境内外债券出现展期或违约，房地产行业信用风险仍然较大，导致房企境内外债在 2024 年发行规模大幅下降。目前，房企境内外债存量规模持续下降，“借新还旧”模式难以为继；而且因为房企境外债违约频发，在 2024 年第二季度和第四季度内地房企境外债发行规模均为 0 美元，意味着房企已经基本丧失了通过发行境外债融资的能力。

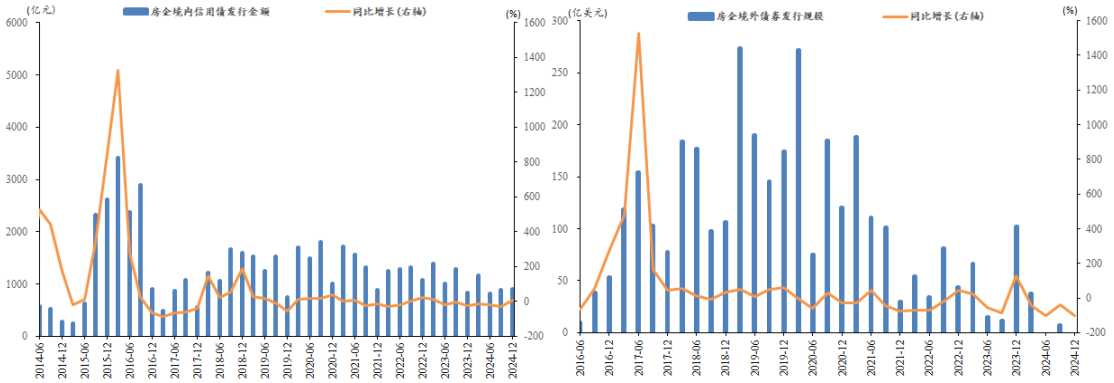

图 15　房企境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

四、房企债务风险情况分析

在一揽子政策的支持下，2024 年第四季度以来房地产市场活跃度显著改善，显现出止跌回稳的迹象，房地产市场持续下跌风险有所收敛。当前，房企债务风险是房地产市场最大风险。防范化解房企债务风险对推动房地产行业出清、恢复房地产市场信心和促进房地产行业健康发展至关重要。

（一）房企债券违约蔓延势头有所收敛

2024 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 118 只，同比增加 44.1%；占债券市场违约数量的 60.8%；违约规模（违约日债券余额）为 1413 亿元，同比增加 41.2%；占境内债券市场违约规模的 81.2%。涉及远洋控股、碧桂园、当代节能置业、万通房地产、富力地产、方圆地产、时代控股、天建房地产、恒大、花样年、华夏幸福、佳源创盛、中南建设、金科地产、景瑞地产、俊发、绿地、荣盛、融创、禹洲鸿图地产、中骏集团、宝龙实业、三盛宏业、世茂、新力地产、旭辉、阳光城、正荣地产、迪马实业共计 29 家发行主体。

2024 年，房企境外债出现实质违约、展期的数量为 33 只，同比下降 17.5%，占中资海外债违约数量的 94.3%；违约规模（违约日债券余额）为 149.0 亿美元，同比下降 22.3%，占中资海外债违约规模的 89.3%。涉及碧桂园、当代置业、富力地产、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、金科地产、景瑞控股、朗诗、力高地产、启迪控股、旭辉、雅居乐、阳光城、禹洲、正荣地产、中骏共计 21 家发行主体。

总体来看，2024 年，虽然房企仍是债券市场违约的绝对主力，但是房企境内外债券违约数量和规模同比均有所减少；而且从违约主体来看，主要为已违约房企，新增首次违约主体数量较少，房企债券违约蔓延势头有所收敛（见图 16）。

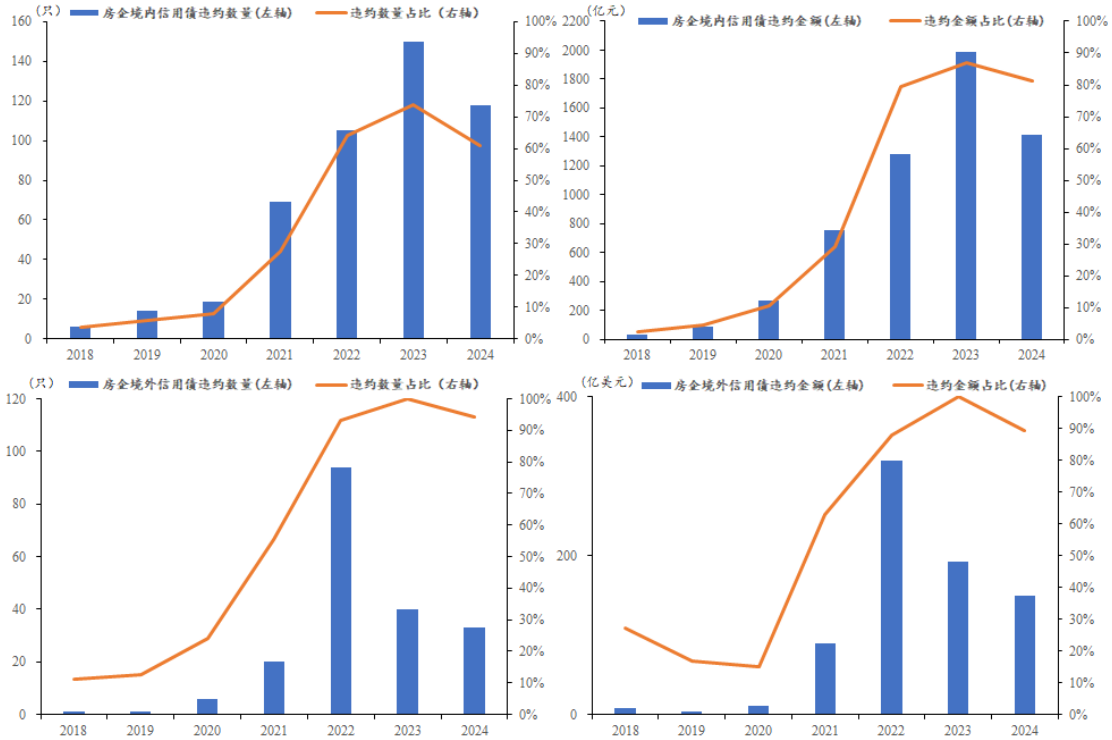

图 16　房企境内外债违约情况（年度）

资料来源：Wind。

（二）房企普遍出现资产负债表恶化的情况

2024 年，我国房企普遍出现资产负债表恶化的情况，而且部分房企已资不抵债。即使是曾经房地产行业的优等生万科，在 2024 年也出现了高达 450 亿元的亏损，并因为现金流恶化而处于债务违约边缘。从房企财务数据来看，恒大、佳兆业、阳光城、泰禾、中国奥园、中天金融、建业地产、蓝光发展、禹洲、花样年、阳光 100、恒盛地产、天誉置业、朗诗绿色管理、粤泰集团、嘉凯城 16 家上市房企（包括已退市上市房企）已经资不抵债。

房企资产负债表恶化主要原因是债务偿付的刚性和资产价值的缩水。其一，存货贬值。2024 年，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格同比下降了 5.7%。房价的下跌导致房企的在建工程、已建未售房地产、自持房地产等存货资产账面价值贬值。其二，降价促销。根据克而瑞统计，2024 年全国百强房企销售金额同比下降了约 28.1%。在销售疲软的情况下，为增加经营性现金流回款，房企大多采取降价促销策略，以价换量，导致房企资产价值缩水。其三，处置资产亏损。在债务偿还压力下，为更快回笼资金，房企开始折价出售甚至甩卖资产或持有股权，交易价格低于资产账面价格，产生亏损。而且房企可能会因处置资产亏损而

陷入债务通缩螺旋，即房企为偿还债务低价出售资产，导致资产估值下降和资产负债率上升，债务负担上升；这将引发进一步的资产甩卖和资产价格下降。其四，经营业绩亏损。在期房预售制度下，房地产项目从预售回款到交付结算通常需要2～3年。房企在2024年财务年度结算的项目多为2022年前的高地价成本房地产项目，叠加销售价格下降，项目毛利率大幅下降，导致出现经营业绩亏损。2024年中报和三季度报数据显示，融创、碧桂园、佳兆业、雅居乐、万科、合景泰富、禹洲等超过100家上市房企（包括已退市上市房企）经营业绩出现亏损（净利润为负，包括资产价值缩水带来的亏损），而且部分房企亏损规模较大。例如，万科、融创、碧桂园、绿地、金科2024年的预计亏损规模均超过100亿元。

（三）房企债务风险化解进展缓慢

2021年以来，我国房地产行业出现了较大规模的债务违约潮，仅上市房企中就有恒大、融创、碧桂园、世茂、金科、华夏幸福、荣盛发展等60多家房企出现了债务违约的情况。从实践情况来看，违约房企债务风险化解进展较为缓慢。截至目前，没有一家已债务违约房企通过改善经营、处置资产、债务重组或破产程序化解了债务风险，恢复正常经营；反而多家违约房企的财务状况从最初的流动性问题（短期偿债能力不足）恶化为资不抵债问题（净资产为负），进一步加剧了房企债务风险的化解难度。

房企债务风险化解进展缓慢的原因主要有以下几个方面：第一，违约房企销售大幅下滑，经营性现金流（销售回款）大幅萎缩，债务清偿能力大幅削弱。房企债务违约后，购房者因顾虑违约房企期房项目存在烂尾风险而不再购买，导致房企经营性现金流断崖式下跌。以2022年发生债务违约的融创为例，2021～2024年度合同销售金额分别为5973.6亿元、1693.3亿元、847.7亿元、471.4亿元，债务违约当年融创的合同销售金额下降超过7成，2024年合同销售金额与违约前相比下降了92.1%。销售回款的降低，使得违约房企难以通过经营业绩的改善化解债务违约风险。第二，处置资产变现较为困难。折价处置未开发土地、项目公司股权等资产，是违约房企迅速回笼大笔资金缓解资金链压力、解决债务问题的重要手段。房企持有的资产绝大部分为不动产，流动性本就较差。在房地产市场下行的环境下，违约房企处置资产意愿普遍较高；但是市场买方出手较为谨慎，且对房地产项目选择、资产折价等方面的要求较高，市场需求不足导致违约房企

处置资产变现难度较大。第三，资产贬值，违约房企通过抵押获取融资或再融资能力下降。房企债务违约后，难以通过信用获取融资性现金流，只能通过抵押或超额抵押方式获取融资性现金流来化解债务问题。但是房地产市场持续下行，房企持有的土地和在建项目等资产价值大幅缩水（尤其是房企持有的三四线城市房地产项目或一二线城市非核心区域的房地产项目，资产价格下跌幅度较大）。这就导致违约房企可用于抵押融资的资产价值降低，以借新还旧的方式缓解资金压力的能力被削弱。第四，债务重组难度较大。当前富力地产、龙光、融创、华夏幸福等违约房企债务重组已经获得债权人支持，但更多的违约房企债务重组推进较为缓慢。其一，以债务展期的方式进行债务重组并不能从根本上化解房企债务风险。以展期的方式进行债务重组最易获得房企债权人的支持，但是在房地产市场下行、经营业绩大幅下滑的背景下，债务展期仅能缓解违约房企短期偿债压力，不能从根本上化解房企债务风险。而且在债务展期 2～3 年之后，违约房企经营状况并未得到实质性改善，如融创境内债在展期之后又不得不进行二次债务重组。其二，以债务减免（削债）为目的的债务重组方案取得债权人支持难度较大。因为房企债务来源多样，债务结构复杂，涉及债权人众多，削债比例过高，与债权人协调和谈判难度大。例如，碧桂园境外债重组方案中现金要约收购的削债比例为 90%，即债权人持有的 100 元债务仅能收回 10 元，寻求债权人同意的谈判难度较大。第五，破产重整或破产清算程序复杂且耗时极长。目前，我国破产重整或破产清算涉及的法律程序较为繁琐，房企不仅需要梳理债务债权、资产，还需要处理与各方的纠纷，导致整个清算过程耗时较长。例如，金科 2022 年 1 月首次公开债券违约，2023 年 5 月被债权人申请进行破产重整，2024 年 4 月被法院受理破产重整，2024 年 11 月确定破产重整投资人，目前破产重整方案还未进行表决，还不知仍需耗时多久。第六，房企的批量退市，也在一定程度上加大了违约房企债务风险化解难度。受债务违约和经营业绩下滑拖累，2023 年以来，阳光城、世茂、蓝光发展、泰禾、中南建设、美好置业、祥生控股、佳源国际等 20 多家上市房企因为触发面值或市值退市条款、长期停牌未能按要求发布财务业绩报告等原因而被交易所要求退市。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，会进一步加大违约房企债务风险化解难度。

五、房地产市场及房地产金融运行展望

房地产政策方面，从两会政府工作报告来看，2025 年房地产市场的主要政策目标是持续用力推动房地产市场止跌回稳。房地产需求端的支持政策包括：第一，继续因城施策放开限制性措施，充分释放刚性和改善性住房需求潜力；第二，加力实施城中村和危旧房改造，改善居民住房条件，增加房地产市场的有效需求；第三，安排地方政府专项债券资金用于收购存量商品房，并在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，以此弥补住房市场需求不足问题；第四，拓宽保障性住房再贷款使用范围，更好地支持国有企业收储存量房用于保障性住房；第五，实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，将进一步推动房贷利率的下行，从而降低购房成本，增加住房市场需求。房地产供给端的支持政策包括：第一，支持地方政府专项债资金用于土地收储，优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应，优化和减少住房市场潜在供给；第二，发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。房地产制度建设方面，包括有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。

房地产市场运行形势方面，展望 2025，我们认为随着一揽子房地产政策的落地实施，房地产市场交易有望持续活跃；住房销售规模降幅继续缩窄，房地产市场库存去化周期下降；一线和部分核心二线城市核心区域的住房价格会率先止跌，但是非核心二线城市及三四线城市房价可能仍会继续下行。鉴于房企债务风险化解进展缓慢，房地产投资、土地市场成交规模持续下降的趋势难以有实质性改善。因为当前房地产市场仍面临着房企债务化解进程缓慢、住房租金收益下降、就业和收入增长预期较弱、人口持续下降、城镇化进程放缓、结婚人口下跌、持观望态度的购房者较多等不利因素，2025 年要顺利实现房地产市场止跌回稳的政策目标，还需要从多方发力，如加快推进房企债务问题处置进程、增加居民收入、稳定就业、推进进城人口市民化、改善房地产市场预期等。

房地产金融运行形势方面，我们认为个人住房金融将进一步改善。个人住房贷款利率将随着降息继续下降；随着存量房贷重定价周期的缩短，存量房贷利率能够更好地随 LPR 下调而下调，个人住房贷款提前还贷动机减弱，个人住房贷款余额规模有望保持回升态势。展望 2025，在城市房地产融资协调机制下，房企

信贷融资仍能继续保持正增长;但是因为房企债务违约和在债务重组方案中大幅削减无抵押债券的偿付比例，可能会大幅降低投资者参与房企债券投资的意愿，房企债券融资预计还会进一步下降。

风险方面，2025 年我们仍要重点关注房企违约债务问题。房企债务问题可能会是制约房地产市场止跌回稳的重要因素。因此，需要推动出险房企加快债务处置进度，促进房地产市场风险尽快出清。

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。