



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

2022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

市场超低位运行 政策注入强心剂

摘要

2022 年第三季度的房地产市场和房地产金融形势可概括为“气若游丝”，房价和地价持续低迷、销售规模深度下探、房企违约蔓延至优质大型民营房企，仅有开发贷余额增速转正。在党的二十大胜利闭幕后仅半个月的时间，房地产市场迎来了金融政策的三个“大礼包”：银行间交易商协会支持民营房企约 2500 亿元的发债额度；人民银行和银保监会发布 254 号文（业界称为金融 16 条），从稳定开发贷、债券、信托等资管产品、并购贷、“保交楼”专项借款等多渠道支持房企融资，并对房企的存量融资进行合理展期；银保监会、住建部、人民银行联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，允许商业银行与优质房企开展保函置换预售监管资金业务。

上述政策找准了问题方向并抓住了重点环节，为市场注入了“强心剂”。从问题方向来看，房地产市场面临的需求偏弱、预期不稳、供给冲击（房企违约）三个方向的问题最终都归结为供给冲击。而此次三项政策都是针对供给冲击，方向精准。政策抓住了重点环节则体现在两个方面：第一，供给冲击主要源于金融端，政策目标是要帮助房企再融资速度跑赢“资金失血”速度。此次三项政策中，第一项政策是针对房企的金融体系负债，第三项政策是针对房企的购房者负债，这两处都是房企“资金大出血”的地方；第二项政策（金融 16 条）则可谓是一剂经典中药配方，“君臣佐使”搭配合理，目标就是为了“止血”。第二，政策关注了微观传导渠道不畅的问题。自 2021 年 6 月恒大风险

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

● 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

事件爆发以来，各个重要时点都有高层表态，随后亦有相关政策出台，但政策效果迟迟未能显现，一个重要原因在于微观主体面临考核机制、风险约束。此次金融 16 条明确向专项借款发放配套融资，对于新发放融资形成不良的，相关机构人员已尽职的，可予免责。这是金融 16 条的最大亮点。

至于政策强心剂效果何时显现，我们认为短期内还难言筑底。原因包括三点：第一，政策传导过程存在时滞。一些研究表明，美国货币政策对产出和就业产生影响大约需要 6 个月；考虑到中国的动员能力，政策时滞效应会明显小于美国。第二，资金供给方（金融机构）“给药”的意愿和能力。金融 16 条明确了专项借款配套融资如果尽职则可免责，其他方面尚未明确。然而，中国特色金融发展之路除了坚持“安全性、流动性、盈利性”三原则外，更应坚持政治性和人民性原则。第三，资金需求方（房企）对“药力”的吸收意愿和能力。一方面，房企依然存在着项目交付后主体保不住的担忧；另一方面，在错综复杂的债权债务关系中，资金注入后的经营能力和偿付安排能力对房企也是个考验。

当前，微观主体风险已经汇集形成系统性压力，在非常时刻如果商业银行继续采取“雨天收伞”策略，房企选择“躺平”文化，那么“当雪崩发生时，没有一片雪花是无辜的”。防范系统性风险需要每一位行业从业者的努力。

党的二十大报告指出，我们“完成脱贫攻坚、全面建成小康社会的历史任务，实现第一个百年奋斗目标”，从此踏上“全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴”的新征程。党的二十大报告为新征程擘划了伟大愿景，即“五个现代化”，其中前四个现代化都与深度城市化密切相关。我们认为：尽管当前市场面临较大困境，但这一困难是短暂的。新征程描绘的现代化伟大愿景为房地产市场的转型和发展提供了广阔空间，我们必将克服困难，谱写历史新篇章。

目录

一、房地产市场运行情况	1
(一) 70 城商品住宅销售价格环比下跌的态势已持续 13 个月 ..	1
(二) 住房销售规模大幅下跌.....	2
(三) 住宅市场的有效供给大幅下降.....	3
(四) 受供给冲击影响住宅库存去化周期缩短.....	4
(五) 住房租赁市场价格基本保持稳定.....	4
(六) 租金资本化率相对保持稳定.....	5
(七) 土地交易市场持续低迷.....	6
二、个人住房金融形势	7
(一) 多城首套住房贷款利率已下调至 LPR 减 20 个基点.....	7
(二) 个人住房贷款余额增速持续下降.....	10
(三) 个人住房贷款放款周期大幅缩短.....	11
(四) 个人住房抵押贷款总体风险可控.....	12
(五) “保交楼”工作正在积极推进.....	13
三、房地产开发企业融资形势	14
(一) 房地产开发贷余额同比增速转正.....	14
(二) 房地产信托仍在持续压降.....	15
(三) 房企境内外信用债存量规模仍在压缩.....	16

(四) 债务违约蔓延至优质大型民营房企.....	16
四、近期政策分析.....	17
五、从党的二十大报告寻找未来市场信心.....	19
附件：相关指标说明.....	21

一、房地产市场运行情况

(一) 70 城商品住宅销售价格环比下跌的态势已持续 13 个月

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，2022 年前三季度，70 城新建商品住宅销售价格较 2021 年末下降了 1.39%，二手住宅销售价格下降了 2.43%。从价格同比的情况来看，2022 年第三季度末 70 城的新建商品住宅销售价格同比下降了 2.30%，二手住宅销售价格同比下降了 3.52%。从价格环比的走势来看，2022 年第三季度，随着多城疫情新一轮爆发和房企债务违约形势加剧，70 城房价环比跌幅再次扩大（见图 1 左上图）。

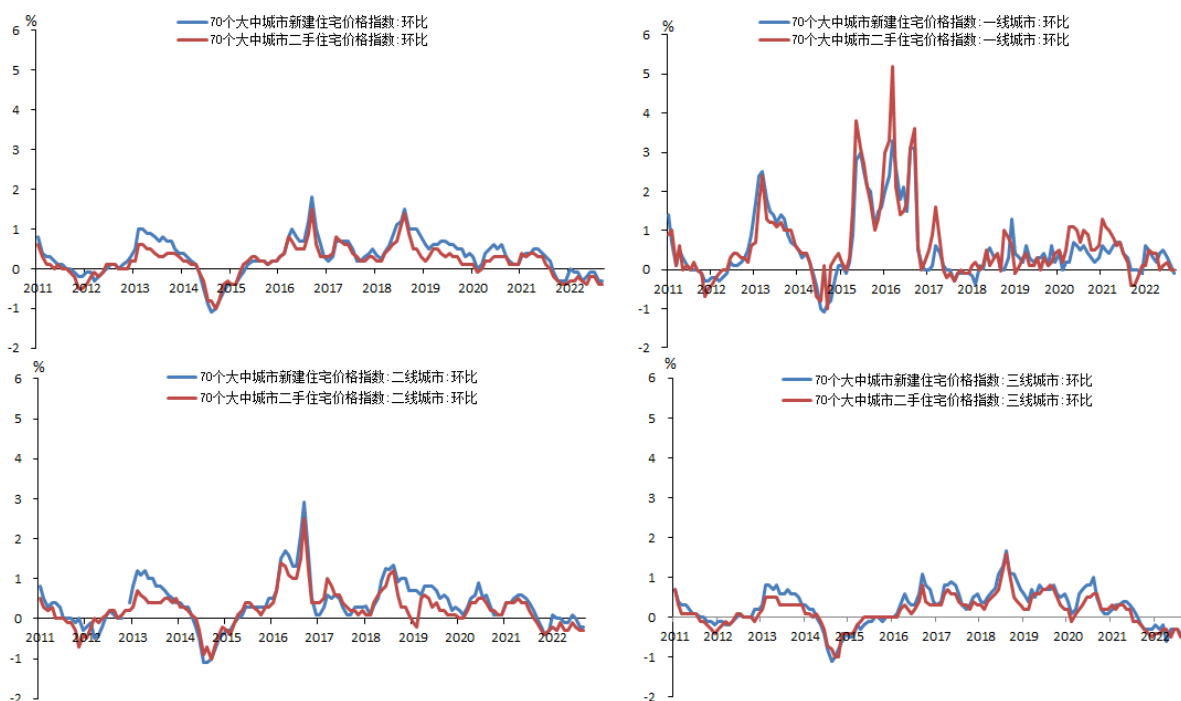


图 1 70 个大中城市房价走势（环比）

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 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 35 个城市。

分城市层级来看，2022 年前三季度一线城市的住房销售价格仍略有上涨，其中新建商品住宅和二手住宅销售价格累计涨幅分别为 2.75%和 1.80%；同比涨幅分别为 2.72%和 1.20%（见图 1 右上图）。二线城市新建商品住宅销售价格和二手住宅销售价格分别累计下降 0.32%和 1.99%；同比降幅分别为 1.22%和 2.99%（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分别累计下降 2.85%和 3.36%，同比降幅分别为 3.83%和 4.53%（见图 1 右下图）。2022 年 9 月，70 城中有 15 个城市的新建商品住宅销售价格和 8 个城市的二手住宅销售价格表现为环比上涨；同时，54 个城市的新建商品住宅销售价格和 61 个城市的二手住宅销售价格表现为环比下降。整体来看，受房企违约、市场需求低迷、预期较弱三种因素的交织影响，70 城商品住宅销售价格环比下跌态势已经持续 13 个月，但跌幅明显小于历史上的最深跌幅（2014 年 5 月~2015 年 4 月期间的跌幅）。这表明持续、密集出台的宽松性房地产政策，虽然不能完全改变房价持续下行的趋势，但避免了房价大幅下探的情况，在边际对房价起到了托底作用。

（二）住房销售规模大幅下跌

从商品住宅销售情况来看，2022 年前三季度延续了 2021 年下半年以来的持续下行态势。2022 年前三季度，商品住房销售规模大幅下跌，住房销售面积为 8.58 亿平方米，同比下跌 25.71%；住房销售额为 8.71 万亿元，同比下跌 28.62%。其中，2022 年前三季度的住房销售面积分别为 2.63 亿平方米、3.16 亿平方米、2.77 亿平方米，同比下跌 18.64%、32.08%、23.79%；前三季度的住房销售额分别为 2.61 万亿元、3.16 万亿元、2.94 万亿元，同比下跌 25.62%、36.24%、21.31%（见图 2）。

自 2021 年第三季度以来，受房企债务违约事件的影响，部分购房者因担心购买期房可能会陷入烂尾楼纠纷，暂缓了购房计划，住房市场需求端观望情绪较浓；叠加疫情不断在多城零散爆发的影响，购房者对未来收入增长预期的下降，导致住房销售规模大幅下跌。总体来看，宽松性的房地产政策对房价起到了托底作用，但在数量上未能有效地稳住房地产市场需求。

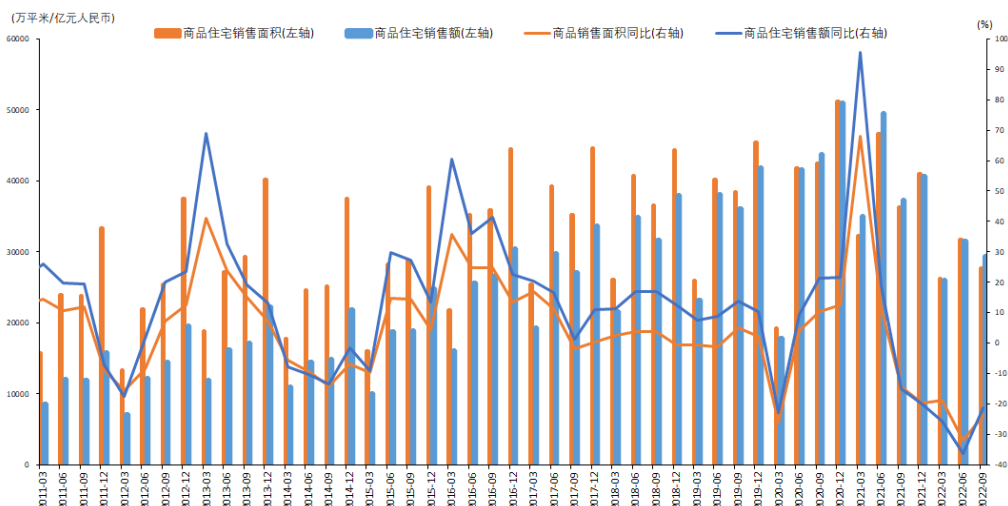


图2 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（三）住宅市场的有效供给大幅下降

从商品住宅的开发和投资数据来看，2022 年前三季度，全国住宅开发投资完成额为 7.86 万亿元，同比下降了 7.50%；住宅新开工面积仅为 6.95 亿平方米，同比下降了 35.4%；住宅竣工面积 2.96 亿平方米，同比下降了 19.60%（见图 3）。住宅的新开工面积和竣工面积降幅较大，使得住宅市场供给受到较大冲击。究其原因，一方面是住宅销售规模的大幅下跌，房企的销售回款出现较大幅度的下降；为维持企业现金流的运转，部分房企采取“以收定支”“以销定投”策略，拿地、投资意愿较低，新开工积极性不足，并通过主动放缓或延缓部分项目的建设进度来控制支出规模。另一方面，在项目所在城市发生疫情时，为配合政府部门疫情防控管理的要求，部分房地产项目的建设进度会放缓或短期停工。

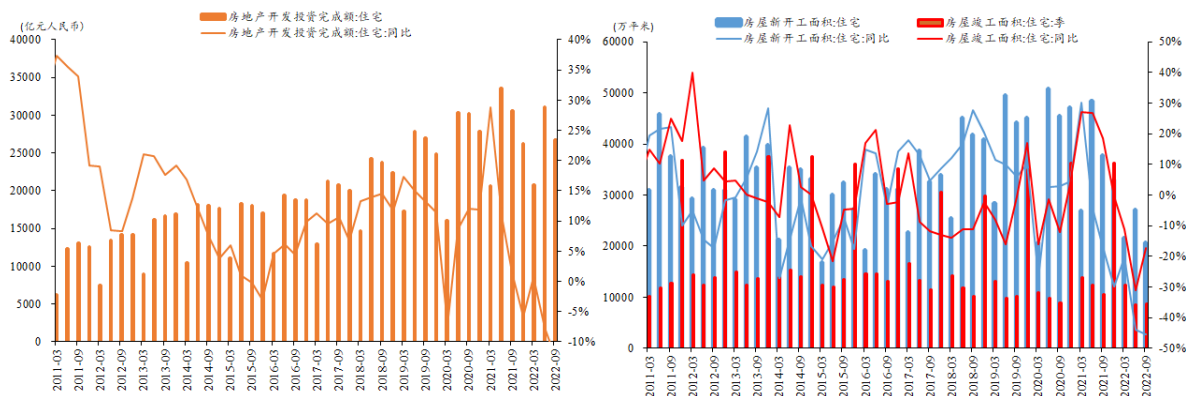


图3 商品住宅供给情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

(四) 受供给冲击影响住宅库存去化周期缩短

从库存去化情况来看，2022年1月至5月初，我们统计的16个城市平均住宅库存去化周期处于上升态势；但从5月中旬开始，受住宅市场有效供给大幅下降的影响，住宅库存去化周期有所缩短。2022年9月末，样本城市平均住宅库存去化周期为18.0个月。其中，一线城市平均住宅库存去化周期为9.9个月；二线城市平均住宅库存去化周期为16.2个月；三线城市平均住宅库存去化周期为27.8个月（见图4）。分城市层级来看，2022年第三季度末，一、二线城市住宅库存去化周期已处于相对合理区间；三线城市住宅库存去化的压力虽然仍相对较大，但与前期相比亦有了较大的改善。

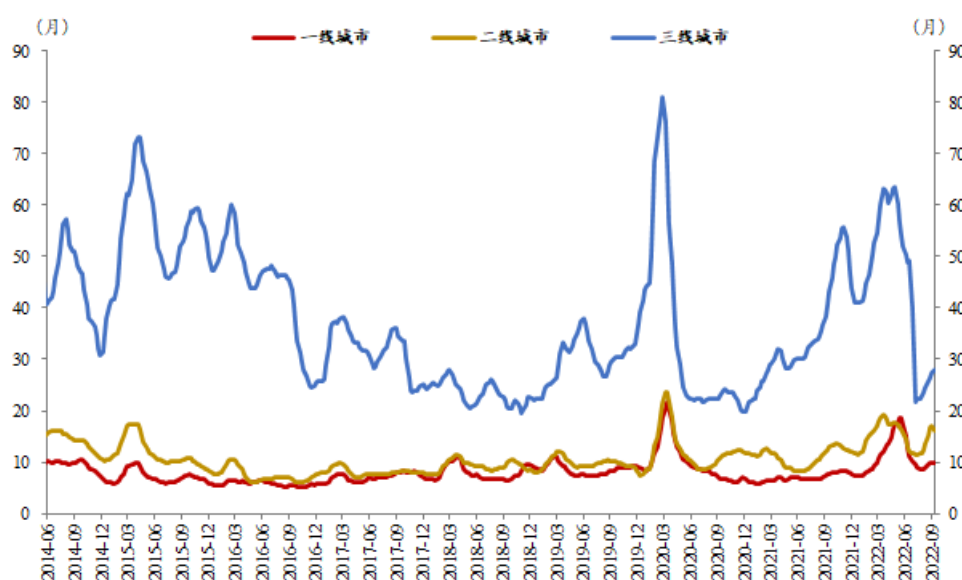


图4 各城市房地产库存去化情况（3周移动平均）

资料来源：根据 Wind 统计计算。

注：因东莞、泉州的商品房可售和销售套数数据不再更新，本报告考察的城市数量由2021年的18个调整为16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、南宁、青岛，三线城市包括莆田、东营、舟山、宝鸡。

(五) 住房租赁市场价格基本保持稳定

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数据来看，2022年前三季度，北京的住房租金水平累计上涨1.33%；深圳的住房租金水平累计下降0.80%；上海的住房租金水平累计上涨1.12%（见图5左图）；广州的住房租金

水平与 2021 年末持平；天津的住房租金水平累计上涨 2.71%；成都的住房租金水平累计上涨 1.23%（见图 5 右图）。

总体来看，2022 年前三季度六个城市的住房租金水平基本保持稳定，即使在 6~8 月住房租赁的传统旺季，六城的住房租金水平仅表现为小幅上涨；市场上部分长租房房源可以原价续租，并未涨价。与 2021 年末相比，北京、上海、天津、成都等四城的住房租金水平小幅上升，深圳的住房租金水平略有下降，而广州的住房租金水平则是与 2021 年末持平。

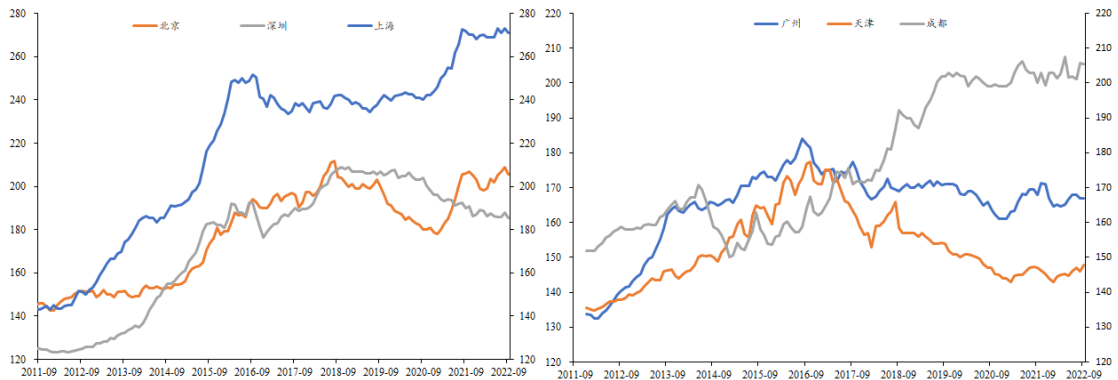


图 5 中原二手住宅租金指数（定基 2004 年 5 月=100）

资料来源：中原地产，Wind。

（六）租金资本化率相对保持稳定

2022 年前三季度，4 个一线城市的租金资本化率总体呈略有上升态势，平均租金资本化率从 2021 年末的 49.43 年上升至 2022 年第三季度末的 54.06 年（见图 6 上图）。二线城市的租金资本化率也略有上升；其中，二线热点城市的平均租金资本化率由 2021 年末的 52.92 年上升至 2022 年第三季度末的 54.16 年；二线非热点城市的平均租金资本化率由 2021 年末的 46.37 年上升至 2022 年第三季度末的 48.24 年（见图 6 左下图）。三线城市方面，平均租金资本化率基本保持不变，2022 年第三季度末为 41.60 年，略低于 2021 年末的 42.11 年（见图 6 右下图）。

总体来看，样本城市的租金资本化率相对保持稳定：受住房租金水平下降或上涨幅度相对房价变动较小的影响，一、二线城市的租金资本化率小幅上升；受房价下行的影响，三线城市的租金资本化率则略有下降。

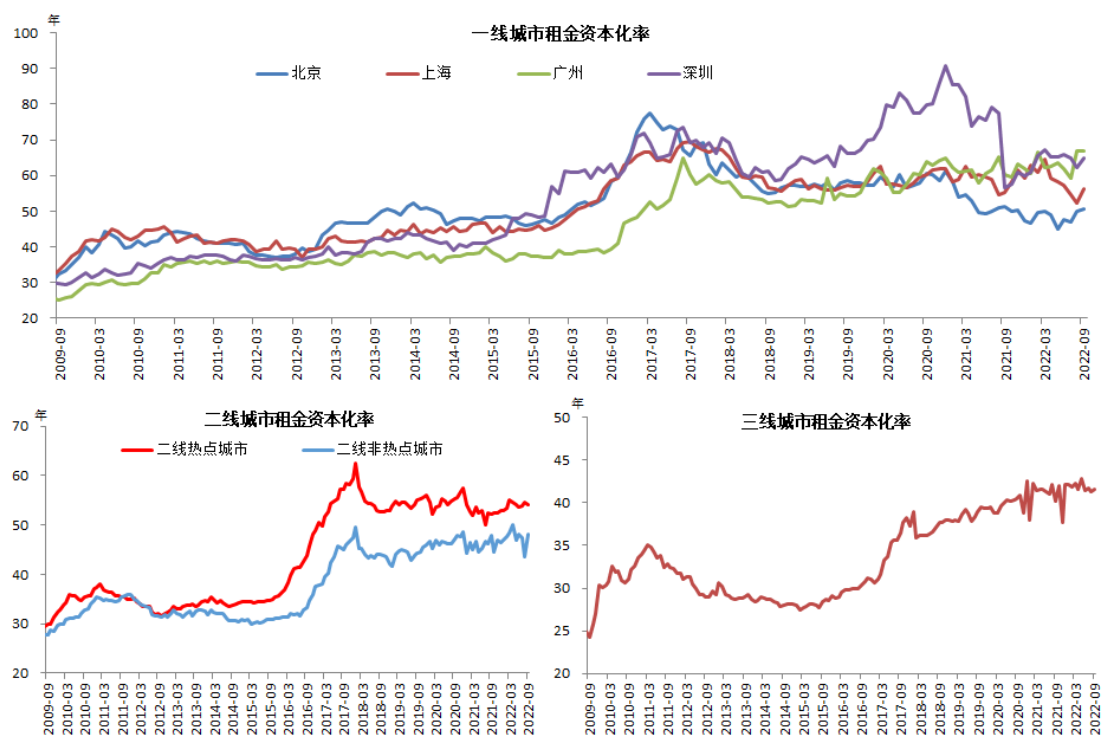


图6 租金资本化率走势

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、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。

（七）土地交易市场持续低迷

住房市场销售规模的大幅下跌，通过开发商的拿地投资行为进一步影响到土地交易市场。2022年前三季度，百城住宅类土地供应面积为1.98亿平方米，同比下降38.41%；成交面积为1.33亿平方米，同比下降44.73%；成交金额为1.90万亿元，同比下降39.37%（见图7左图）。在土地供给大幅下降的同时，仍有大量土地流拍；住宅类用地成交土地溢价率持续保持低位，大部分土地以低价或低溢价率成交，土地交易市场持续低迷。在2022年前三季度，百城共有4225宗土地未能成交，住宅类用地成交土地平均溢价率仅为3.79%（见图7右图）。总体来看，自2021年第三季度起，因销售持续疲软，房企的销售回款规模大幅下降；因部分房企债务违约带来的行业信用收缩效应，房企的融资性现金流普遍下降。受这些因素影响，大部分房企（尤其是民营房企）的拿地意愿和能力均较低，从而导致土地市场交易持续低迷，成交规模大幅下降。

从集中供地城市 2022 年前三季度土地成交的情况来看，国有房企和地方城投公司成为拿地主力军，且原先主要参与土地一级开发的地方城投公司开始大举进入土地二级市场。在土拍市场持续低迷的形势下，地方城投公司进入土地二级市场的行为有两种可能，一方面是地方政府希望以这种非市场化拿地行为，支撑土地市场的交易热度和交易价格，实现“稳地价”目标；另一方面是地方政府通过城投公司等地方国企平台举债拿地的方式，从金融机构或金融市场套取资金，从而获得土地出让金收入来弥补土地财政缺口。2022 年 10 月 8 日，财政部印发了《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预〔2022〕126 号），提出“严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口”。预期该政策将对城投公司等地方国有企业进入土地二级市场的非市场化拿地行为进行规范和约束。但在土地市场交易明显改善之前，该政策可能并不能完全约束土地市场这种非市场化的拿地行为。为维持土地市场交易和弥补土地财政缺口，地方政府一方面可能仍需继续通过城投公司等地方国企平台举债拿地；另一方面可能会转而通过地方国企平台与民营房企或民营代建公司合作，以合作项目公司、民营房企或民营代建公司名义举债拿地。

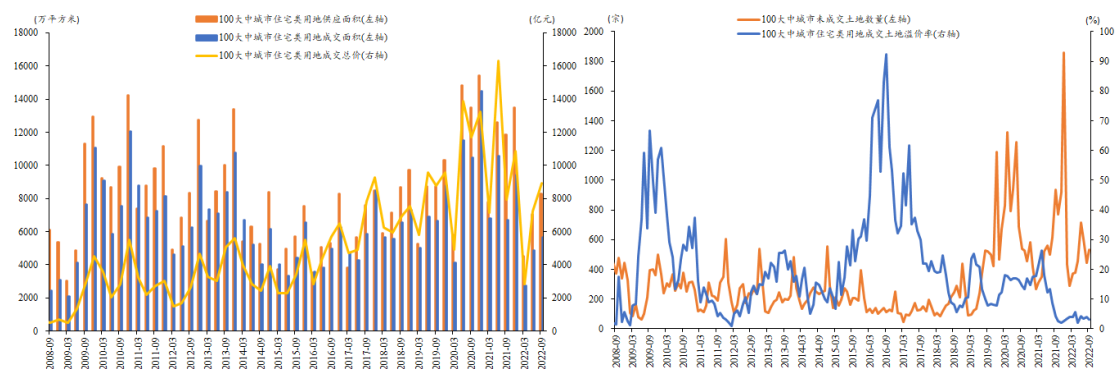


图 7 100 大中城市土地交易情况

资料来源：Wind。

二、个人住房金融形势

（一）多城首套住房贷款利率已下调至 LPR 减 20 个基点

从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2022 年第一季度末全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 5.21%（为 LPR 加 61 个基点），较 2021 年末下降了

43 个基点；第二季度末全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 4.40%（为 LPR 减 5 个基点），较 2021 年末下降了 124 个基点；第三季度末全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 4.16%（为 LPR 减 14 个基点），较 2021 年末下降了 148 个基点，且南京、合肥、福州等 41 个样本城市的房贷利率已下降至 4.10%（为 LPR 减 20 个基点）（见图 8）。

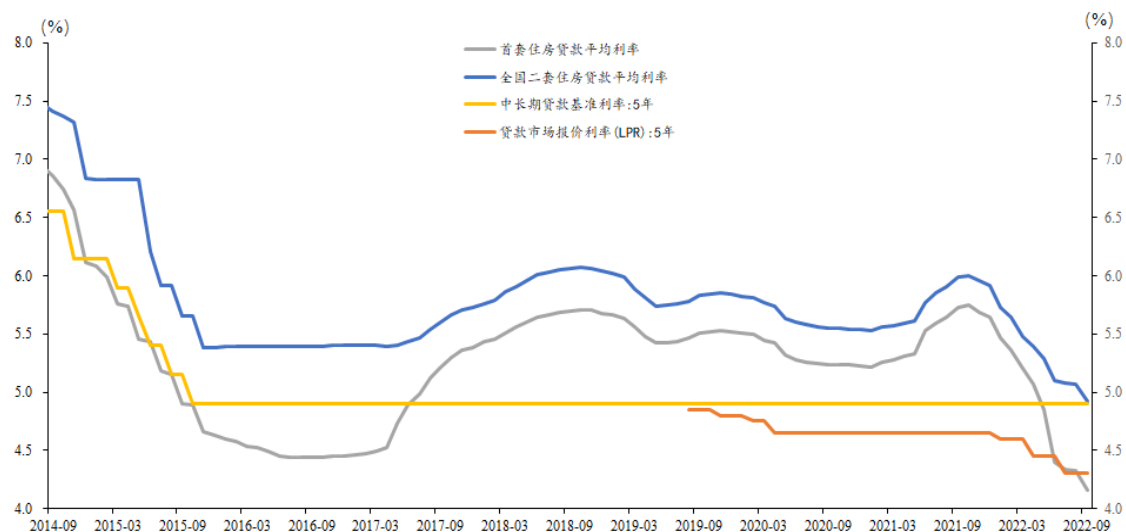


图 8 个人住房贷款平均利率走势

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。

2022 年 9 月 29 日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。对于 2022 年 6~8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。从国家统计局公布的 70 个大中城市新建商品住宅销售价格变动数据来看，北海、湛江、哈尔滨、岳阳、大理、泸州、秦皇岛、常德、武汉、襄阳、兰州、包头、泉州、天津、宜昌、桂林、安庆、石家庄、济宁、温州、大连、昆明、贵阳共计 23 个城市 6~8 月的新建商品住宅销售价格环比、同比连续下降（见表 1），这些城市的地方政府可以自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。预期这些符合政策条件的城市，其首套住房商业性个人住房贷款利率还会进一步下降。

表 1 2022 年 6~8 月 70 城新建商品住宅销售价格环比、同比情况

序号	城市	2022.06		2022.07		2022.08	
		环比 (%)	同比 (%)	环比 (%)	同比 (%)	环比 (%)	同比 (%)
1	北海	-1.00	-7.40	-1.30	-8.80	-1.40	-10.10
2	湛江	-0.70	-7.00	-0.60	-8.00	-1.20	-8.90
3	哈尔滨	-0.60	-6.80	-0.20	-7.00	-0.50	-7.20
4	岳阳	-1.60	-7.10	-0.50	-7.00	-0.50	-7.10
5	大理	-1.00	-6.30	-0.80	-6.60	-0.10	-6.90
6	泸州	-0.50	-6.30	-0.20	-6.30	-0.50	-6.60
7	秦皇岛	-1.00	-6.00	-0.60	-6.40	-0.50	-6.40
8	常德	-0.20	-5.10	-0.80	-5.70	-0.60	-6.00
9	武汉	-0.40	-2.90	-0.20	-3.70	-1.30	-5.30
10	襄阳	-0.20	-4.00	-0.10	-4.50	-0.40	-5.30
11	兰州	-0.50	-3.30	-0.60	-4.20	-1.00	-5.00
12	包头	-0.40	-3.70	-0.10	-4.00	-0.60	-4.70
13	泉州	-0.60	-1.90	-0.50	-3.00	-1.00	-4.20
14	天津	-0.20	-2.40	-0.60	-3.50	-0.40	-4.20
15	宜昌	-1.50	-3.00	-0.40	-4.00	-0.20	-4.10
16	桂林	-0.10	-3.60	-0.50	-3.80	-0.70	-4.10
17	安庆	-0.40	-2.70	-1.00	-3.60	-0.40	-4.00
18	石家庄	-0.20	-3.10	-0.30	-3.60	-0.50	-3.70
19	济宁	-0.40	-1.40	-0.30	-2.40	-0.80	-3.20
20	温州	-0.60	-1.30	-0.70	-2.50	-0.40	-3.10
21	大连	-0.30	-1.50	-0.10	-2.20	-0.20	-3.00
22	昆明	-0.20	-2.90	-0.50	-2.80	-0.40	-2.80
23	贵阳	-0.20	-1.30	-0.30	-2.10	-0.10	-2.20
24	南充	-0.20	-6.30	0.20	-5.80	-0.60	-5.80
25	太原	0.10	-4.00	-0.40	-4.30	-0.50	-4.50
26	扬州	-0.30	-4.20	0.80	-4.00	-0.30	-4.30
27	沈阳	0.10	-2.40	-0.40	-3.20	-0.80	-4.20
28	丹东	0.00	-2.40	-0.80	-3.50	-0.40	-4.10
29	西宁	0.40	-2.50	0.10	-3.10	-0.40	-4.00
30	韶关	-0.50	-4.20	0.20	-3.60	0.20	-3.80
31	郴州	-0.20	-3.40	0.30	-3.60	-0.40	-3.80
32	洛阳	-0.30	-2.20	0.10	-2.60	-0.30	-3.40
33	九江	-0.40	-2.70	0.40	-2.80	-0.20	-3.20
34	呼和浩特	-0.40	-2.30	0.30	-2.00	-1.00	-3.20
35	牡丹江	0.30	-2.90	0.20	-2.60	0.10	-2.90
36	吉林	0.10	-0.40	-1.00	-1.90	-0.70	-2.80
37	烟台	0.20	-2.10	-0.40	-3.00	0.10	-2.80
38	蚌埠	0.20	-1.10	-0.50	-2.00	-0.10	-2.50
39	厦门	0.50	-0.60	-0.40	-1.40	-0.60	-2.40
40	南宁	0.10	-0.80	-1.00	-2.00	-0.70	-2.30
41	惠州	0.20	-2.30	0.20	-2.10	-0.20	-2.00
42	平顶山	-0.10	-1.30	0.10	-1.10	-0.40	-1.90
43	遵义	0.50	-2.00	-0.30	-1.70	-0.30	-1.90
44	唐山	-0.70	-2.30	0.20	-1.80	-0.60	-1.70
45	锦州	0.20	-0.60	-0.20	-1.10	-0.30	-1.60
46	长春	-0.70	-0.70	-0.30	-1.20	0.20	-1.30
47	福州	0.30	-0.40	0.40	-0.30	-0.50	-1.00
48	徐州	0.50	0.00	0.10	-0.20	-0.40	-0.70
49	金华	-0.30	0.80	-0.40	0.10	-0.40	-0.60
50	宁波	0.10	0.80	-0.20	0.30	0.30	0.30
51	广州	0.30	0.30	0.30	0.40	-0.20	0.30
52	青岛	0.60	1.90	-0.20	0.80	0.30	0.30
53	合肥	0.50	-0.30	0.70	0.30	0.30	0.40
54	无锡	0.20	1.60	-0.40	0.40	0.40	0.50
55	海口	-0.20	1.50	0.30	0.80	0.20	0.70
56	南昌	-0.60	0.30	0.80	0.90	0.10	0.80
57	南京	0.40	0.60	0.30	0.60	0.40	0.90
58	济南	0.30	1.70	0.40	1.40	0.20	1.00
59	赣州	0.40	1.10	0.10	1.30	-0.40	1.00
60	重庆	0.40	3.40	0.40	3.10	-1.10	1.20
61	三亚	-0.40	1.80	0.30	1.60	0.00	1.40
62	乌鲁木齐	-0.20	2.90	-0.20	2.30	-0.10	1.40
63	深圳	0.20	3.60	-0.20	3.00	-0.40	1.60
64	长沙	0.40	3.90	0.10	3.20	0.30	3.00
65	西安	0.30	4.20	0.60	4.10	0.10	3.60
66	上海	0.50	3.40	0.50	3.50	0.60	3.70
67	银川	0.10	4.70	0.50	4.20	0.40	4.30
68	成都	1.30	4.50	1.00	5.10	0.40	5.30
69	北京	0.80	5.80	0.50	5.50	0.40	5.80
70	杭州	1.00	6.30	0.70	6.60	0.40	6.50

资料来源：国家统计局。

2022 年第一季度末，全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 5.48%（为 LPR 加 88 个基点），较 2021 年末下降了 44 个基点；2022 年第二季度末，全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 5.10%（为 LPR 加 65 个基点），较 2021 年末下降了 82 个基点；2022 年第三季度末，全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 4.93%（为 LPR 加 63 个基点），较 2021 年末下降了 99 个基点（见图 8）。

个人住房贷款平均利率自 2021 年 10 月以来，已持续小幅下行 11 个月。个人住房贷款利率的持续下行，能够有效降低购房者的借贷成本，更好地支持刚需、改善性住房需求，从而增加购房者置业意愿。但在市场预期较弱的情形下，利率下行带来的边际改善效果并不明显。

（二）个人住房贷款余额增速持续下降

从余额数据看，截至 2022 年第三季度末，我国个人住房贷款余额为 38.91 万亿元，占全部信贷余额的比例下降至 18.46%。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。2022 年前三季度，个人住房贷款余额同比增速延续这一走势，第一季度同比增速为 8.90%、第二季度同比增速为 6.20%、第三季度同比增速为 4.10%，已远低于金融机构人民币各项贷款余额的同比增速（见图 9 左图）。

2022 年第一季度个贷余额净增量为 5200 亿元，第二季度个贷余额净增量仅为 200 亿元，第三季度个贷余额净增量仅为 500 亿元。从个贷余额的净增量数据来看，一方面受住房销售规模下降影响，个人住房贷款的融资需求也随之下降；另一方面，因现阶段房贷利率较前期出现较大幅度的下调，且下调幅度远大于 LPR 调整幅度，叠加今年理财市场收益率下滑，部分手头存款或资金充足的存量房借款人开始提前偿还房贷。从居民部门月度新增中长期贷款数据来看，2022 年前三季度居民部门新增中长期贷款月度平均增量为 2577.78 亿元，较 2021 年前三季度 5244.44 亿元的月度平均增量，下降了 50.85%；其中，2022 年 2 月和 4 月，居民部门新增中长期贷款的月度增量两次出现为负的情况（见图 9 右图）。

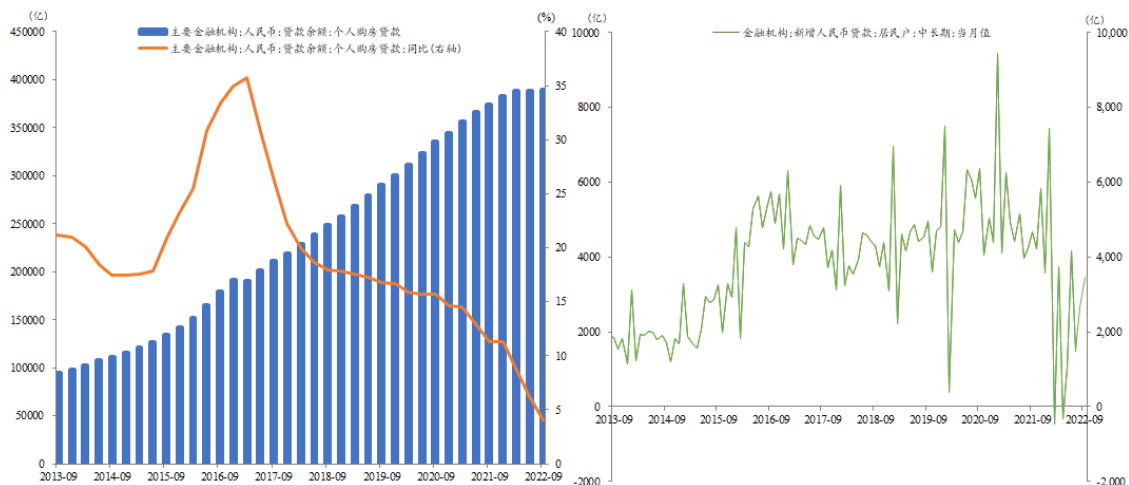


图9 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

(三) 个人住房贷款放款周期大幅缩短

从个人住房贷款放款周期情况来看，2022 年第三季度末全国百城个人住房贷款平均放款周期为 25 天，较 2021 年 10 月最长的 73 天已大幅缩短。其中，2022 年第三季度末，一线城市的平均放款周期已由 2021 年最高点的 90 天缩短至 31 天；部分二线城市的平均放款周期也由 2021 年最高点的 112 天缩短至 2022 年第三季度末的 30 天（见图 10）。

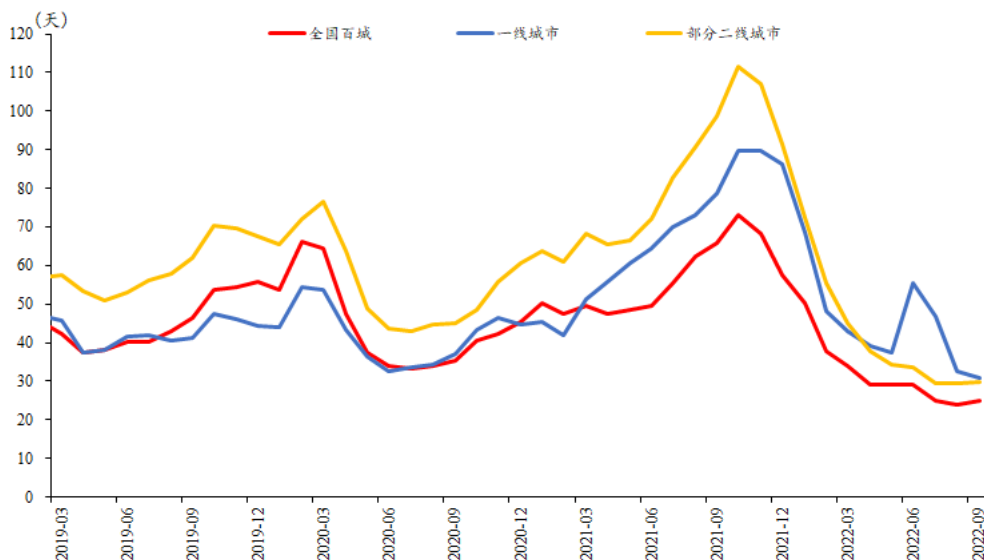


图10 个人住房贷款平均放款周期

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可控¹

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。

2022 年第二季度，一线城市中北京的平均新增二手住房贷款价值比为 24%，上海的平均新增二手住房贷款价值比仅为 12%，均处于较低水平（见图 11 左上图）；广州的平均新增二手住房贷款价值比为 34%，深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 32%，处于合理水平（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 42%，合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 38%，南京的平均新增二手住房贷款价值比为 40%，西安的平均新增二手住房贷款价值比为 46%，均处于合理水平（见图 11 左下图）；重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 48%，天津的平均新增二手住房贷款价值比为 30%，东莞的平均新增二手住房贷款价值比为 40%，佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 47%，亦处于合理水平（见图 11 右下图）。

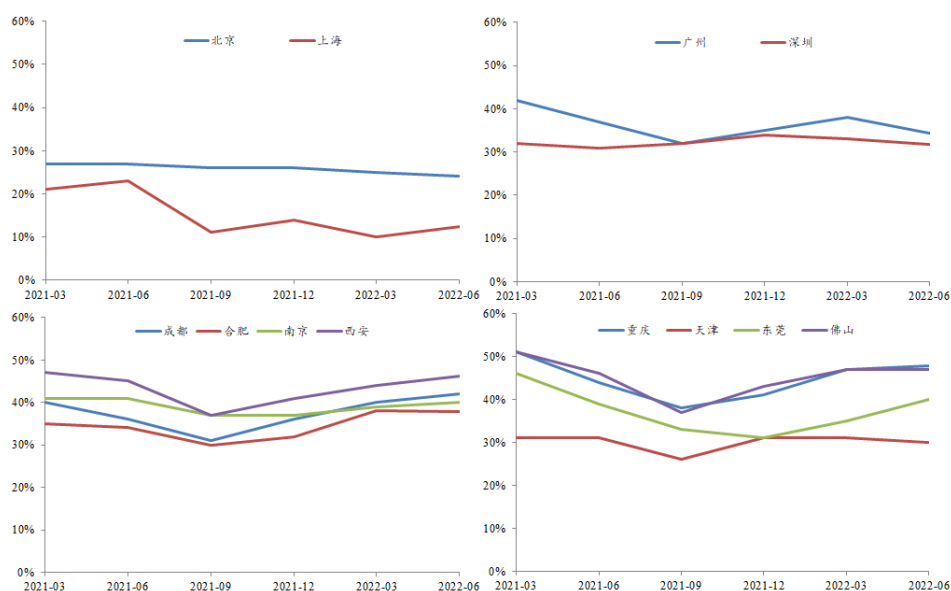


图 11 一线城市和部分二线城市新增二手住房贷款价值比（LTV）

资料来源：贝壳研究院。

¹ 因数据滞后，当前最新数据更新至 2022 年第二季度，本节分析基于 2021 年第一季度至 2022 年第二季度的 LTV 数据。

注：因前期报告中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；使用抓取的房价数据与各城市房地产管理局公布的住宅成交面积相乘，得到新成交的住宅价值；并基于上述数据估算所得的新增住房贷款价值比数据误差及波动均较大。从 2022 年第二季度开始，本报告采用贝壳研究院基于城市二手住房交易贷款数据计算所得城市新增二手住房贷款价值比数据。

整体来看，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可控。但是在房地产市场形势大分化的背景下，我们仍需警惕部分城市因住房价格持续下跌，导致区域性中小型商业银行住房按揭贷款不良率的不断上升。以燕郊为例，目前房价较 2017 年高位已经“腰斩”，这对于部分低首付比例的借款人来说，其住房实质已经成为“负资产”，即住房的市场价格已低于未偿还抵押贷款余额。“负资产”住房问题会导致相关房贷抵押资产的质量迅速恶化，并对借款人产生较强的违约激励，进而使得住房抵押贷款的不良率上升。

（五）“保交楼”工作正在积极推进

自 2022 年 6 月 30 日江西省景德镇市恒大珑庭的业主们将一份《强制停贷告知书》发布到社交媒体后，江西、河南、山西、湖南、湖北、广西、陕西等二十多个省份 300 多个问题房地产项目的购房者加入集体停止还贷的行列，引发了社会的广泛关注和讨论。购房者集体停贷的主要原因是其购买的期房项目已出现长期停工、延期交付或陷入烂尾楼危机等情况，购房者希望通过采取集体停贷的行为向银行、开发商施压，倒逼期房项目能恢复正常施工建设，从而维护自身利益。

房地产项目停工与房企债务违约直接相关，违约导致开发商将预售资金从项目端抽走，从而对债权人进行部分还款，而资金抽走后必然导致项目停工甚至烂尾；地方政府为保交楼会加强预售资金监管，监管的手段是冻结大部分的预售资金，而这导致开发商在达到预售条件后也难以提取资金。正是由于上述矛盾的存在，我们观察到预售资金监管在恒大风险事件后经历了多轮“收紧-放松-再收紧”的循环，实际上预售资金监管已经陷入了这个“死循环”中，这也使得从销售端促进行业恢复的渠道受阻。

房地产风险已经从企业端传导至金融市场进而传导至购房者一端，实际上已由企业、行业风险演化为金融风险进而引发社会稳定风险，因而保交楼工作至关

重要，它已成为抵挡风险进一步蔓延的最后屏障。2022年9月7日，集体停贷事件的漩涡中心郑州发起了“大干30天，确保全市停工楼盘全面复工”专项行动，方案中强调压实各方责任，全面核查是否存在资金被抽逃挪用情况，排查所有停工、半停工项目。2022年10月6日，郑州发布“保交楼”专项行动阶段性成果：全市已排查出的147个已售停工、半停工商品住宅项目中，有145个实现全面、实质性复工，2个未复工项目已确定化解路径，预计2022年11月底前可实现复工。郑州在“保交楼”行动中公安系统、法院系统、财政金融系统、住房保障系统多方联动。其中，公安系统围绕常见涉房领域犯罪开展调查取证，形成震慑效应；法院系统主动对接各级专班发挥保交楼护航作用。这两方面的措施或许是推进“保交楼”工作的主要推动力，对各地有一定借鉴意义。

三、房地产开发企业融资形势

(一) 房地产开发贷余额同比增速转正

从央行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至2022年第三季度末，房地产开发贷款余额为12.67万亿元，占全部信贷余额的比例为6.01%，同比增长2.2%，同比增速在经历连续两个季度为负值后转正（见图12）。

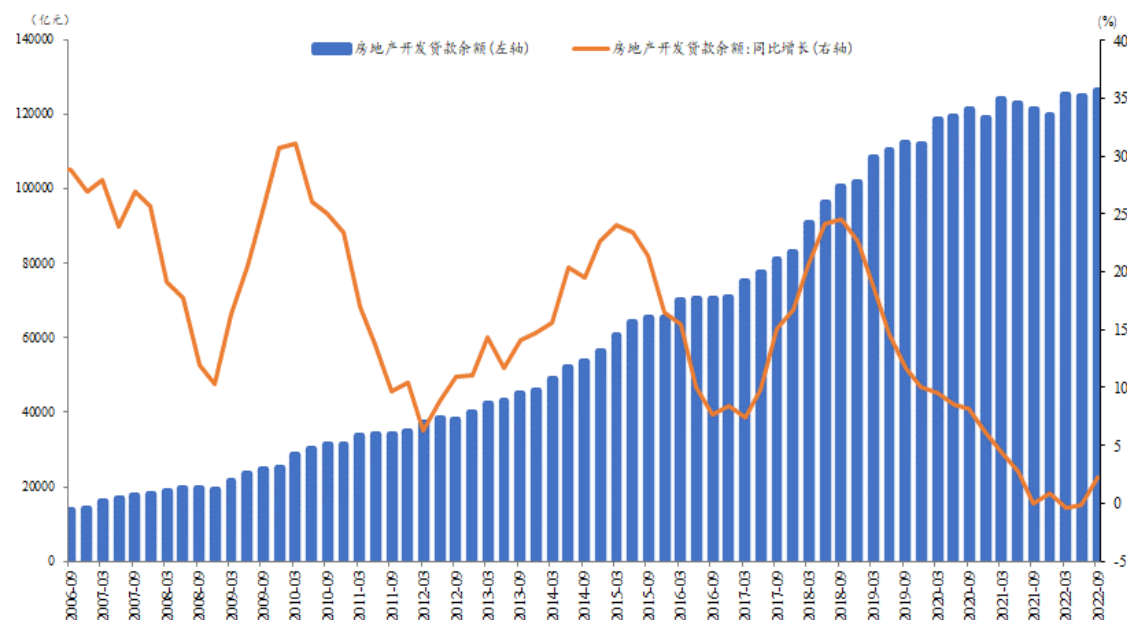


图12 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

从 2021 年第四季度开始，人民银行、银保监会等部门多次表态，要求银行业金融机构准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，支持和满足房企合理融资需求。但因为房企债务违约事件仍在持续发生，行业信用远未恢复，商业银行出于风控方面的考虑，对新增房地产开发贷的发放仍极为审慎；2022 年第一、二季度房地产开发贷余额同比增速持续为负；2022 年第三季度随着房地产融资政策环境的进一步改善和“保交楼”专项贷款的有序投放，房地产开发贷款余额增速由负转正，恢复正增长。

（二）房地产信托仍在持续压降²

从投向房地产行业的信托资金数据来看，截至 2022 年第二季度末，房地产信托余额为 1.42 万亿元，与 2021 年末相比，余额压降了 3465.19 亿元；同比下降 31.88%，季度环比下降 9.90%；占资金信托余额的比重进一步下降至 9.53%（见图 13 左图）。在强监管下，信托投资公司按照监管要求持续压降房地产信托规模，房地产信托余额的规模、增速和占比均持续压缩。

从融资成本来看，2022 年第一季度房地产信托发行的平均预期年化收益率为 7.55%，2022 年第二季度房地产信托发行的平均预期年化收益率为 7.58%；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 9.55%~10.58%之间，较 2021 年略有上升（见图 13 右图）。

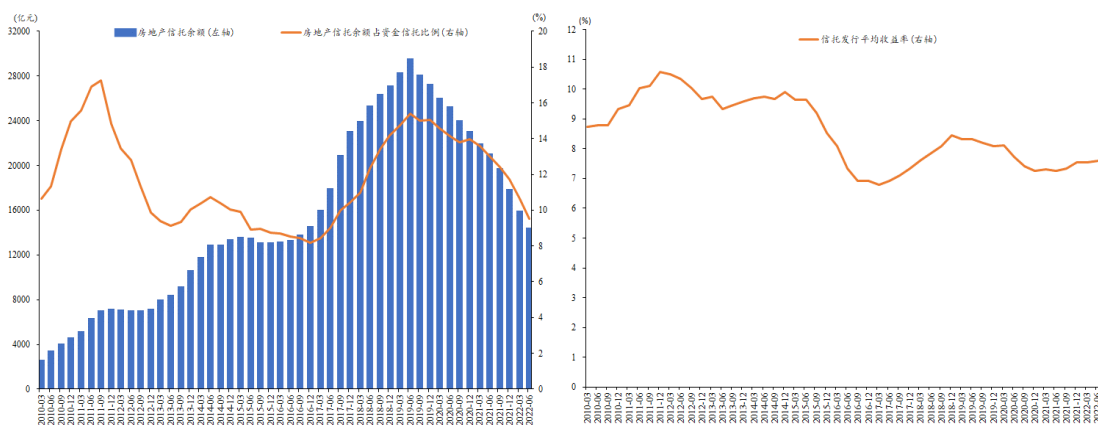


图 13 房地产信托情况 (季度)

资料来源：中国信托业协会，用益信托网，Wind。

² 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至 2022 年第二季度，本节分析基于 2022 年第一季度及之前的数据。

(三) 房企境内外信用债存量规模仍在压缩

从境内信用债（不包括资产证券化产品）发行情况来看，2022 年第一季度发行总额 1247.56 亿元，环比增长 41.54%，同比下降 27.43%，平均票面利率为 3.61%；第二季度发行总额 1282.81 亿元，环比增长 2.83%，同比下降 17.87%，平均票面利率为 3.39%；第三季度发行总额 1328.24 亿元，环比增长 3.54%，同比增长 0.67%，平均票面利率为 3.34%（见图 14 左图）。从存量情况来看，截至 2022 年第三季度末房企境内信用债待还余额 1.79 万亿元，同比下降 4.17%。其中，一年内到期债券余额为 3658.21 亿元，三年内到期债券余额为 1.03 万亿元。

从境外信用债发行情况来看，2022 年第一季度房企境外债的发行规模为 53.98 亿美元（约为 342.70 亿元人民币），环比增长 78.11%，同比下降 71.37%，平均票面利率为 7.79%；第二季度房企境外债的发行规模为 34.50 亿美元（约为 231.54 亿元人民币），环比下降 36.09%，同比下降 68.78%，平均票面利率为 8.88%；第三季度房企境外债的发行规模为 81.66 亿美元（约为 579.77 亿元人民币），环比增长 136.70%，但同比下降 36.09%，平均票面利率为 6.95%（见图 14 右图）。截至 2022 年第三季度末房企境外债存量余额为 1761.84 亿美元（约为人民币 1.25 万亿元），较 2021 年末下降了 10.43%。

整体来看，2022 年前三季度房地产境内、外信用债发行规模同比仍表现为大幅下降，但第三季度环比增速均有所改善。

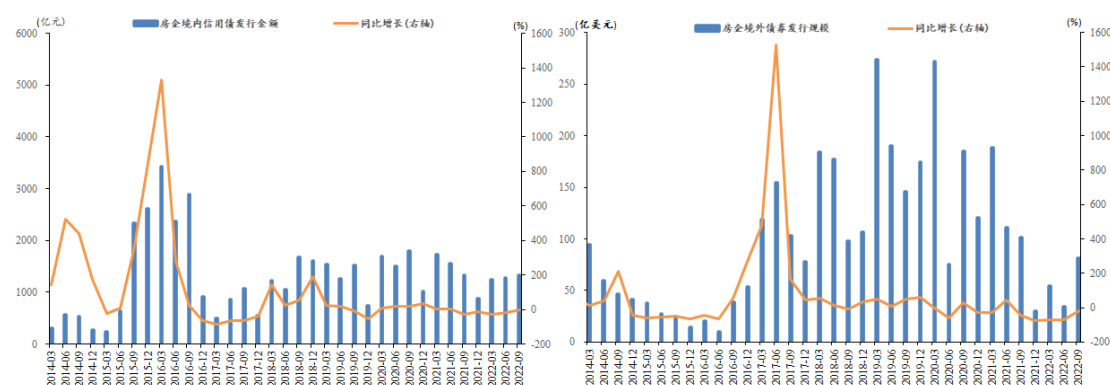


图 14 房地产开发企业境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

(四) 债务违约蔓延至优质大型民营房企

2022 年 1 月至 11 月初，房企境内债出现展期、未按时兑付本息、触发交叉

违约、实质违约的数量高达 114 支，涉及奥园、鸿坤伟业、当代节能置业、阳光城、冠城大通（已兑付违约债券）、万通、富力、时代控股、恒大、花样年、华夏幸福、佳源创盛、佳兆业、金科、俊发、融创、融侨、融信、禹州、宝龙、三盛宏业、世茂、龙光、勒泰、新力地产、鑫苑置业、颐和地产、正荣地产、中天金融共计 29 家债券发行主体，违约规模（违约日债券余额）为 1495.84 亿元。

2022 年 1 月至 10 月初，房企境外债出现展期、未按时兑付本息、技术性违约、实质违约的数量达到 86 支，涉及奥园、宝龙、大发、大唐集团控股、当代置业、国瑞置业、恒大、弘阳、鸿坤伟业、花样年、华夏幸福、佳源国际、佳兆业、景瑞控股、俊发、蓝光发展、领地控股、绿地、融创、融信、三盛控股、上坤地产、世茂、泰禾、天誉置业、祥生控股、鑫苑置业、旭辉、阳光 100、阳光城、禹州、正荣、中梁控股、中南建设共计 34 家发行主体，违约规模（违约日债券余额）为 298.28 亿美元。

从房企公开市场债务违约情况来看，房企信用风险加速暴露，债务违约潮持续加剧，首次公开市场债务违约房企也在不断增加。受此影响，金融机构和金融市场投资者对民营房企的信心不断减弱，违约房企逐渐从前期高杠杆民营房企蔓延至曾被市场认可的优质民营房企——如龙光、旭辉等。

四、近期政策分析

2022 年第三季度的房地产市场和房地产金融形势可概括为“气若游丝”，房价和地价持续低迷、销售规模深度下探、房企违约蔓延至优质大型民营房企，仅有开发贷余额增速转正。在党的二十大胜利闭幕后仅半个月的时间，房地产市场迎来了金融政策的三个“大礼包”：第一，11 月 8 日，银行间市场交易商协会发布信息，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元的民营房企发债。同时中债信用增进投资股份公司发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》对风险缓释工具提供指导，预计其中的抵押品要求相对之前有所放松。第二，11 月 23 日，人民银行和银保监会正式发布 254 号文《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（业界称为金融 16 条），从稳定开发贷、债券、信托等资管产品、并购贷、“保交楼”专项借款等多渠道支持房企融资，并对房企的存量融资进行合理展期。第三，11 月 12 日，银保监会、住建部、人民银行发布《关于商业银行出具保函置换预售

监管资金有关工作的通知》，允许商业银行与优质房企开展保函置换预售监管资金业务。

我们认为这三项政策找准了问题方向并抓住了重点环节，为市场注入了“强心剂”。从问题方向来看，房地产市场面临的问题来自于需求偏弱、预期不稳、供给冲击（房企违约）三个方向。首先，从经济学的角度定义，需求包括购买意愿和购买能力两个方面。需求偏弱一方面来自于购买能力下降，包括居民收入下滑和失业增多，这不是房地产风险导致的，也不是通过行业政策能够解决的；另一方面来自于购买意愿下降，主要是老百姓存在“购房交不了楼”的担心。实际上，在“保交楼”未妥善解决的前提下，前期单纯从需求端降低房贷利率的做法并没有收到很好的效果，2022年第三季度个贷余额增速依然下降，这也消耗了正常货币政策的宝贵空间。其次，预期不稳的原因也来自于多个方面，如“房住不炒”精神导致投资预期消失、收入不稳导致刚需购房者预期下降等，但更主要的原因还是担心“购房交不了楼”。因此，三个方向的问题最后都集中到供给冲击，即房企违约上。而此次三个政策都是针对供给冲击，方向精准。

政策抓住了重点环节则体现在以下方面：第一，供给冲击主要源于金融端，政策目标是要帮助房企再融资速度跑赢“资金失血”速度。我们统计测算了房地产行业2021年末的各类债务（包括隐性债务）存量：对金融体系负债最多，为19.8万亿元；对购房者负债次之，包括房企提供的按揭贷款担保以及由此推算的定金及预付款共计19.3万亿元，对上游供应商负债相对较少，为6.8万亿元。此次三项政策中，第一项政策针对房企的金融机构负债，第三项政策针对房企的购房者负债，这两处都是房企“资金大出血”的地方。而第二项政策（金融16条）可谓是一剂经典中药配方，“君臣佐使”搭配合理：“君”药包括稳定开发贷投放、保持债券融资、信托、资管产品等融资稳定。其中一大亮点是信托融资首次亮相，自2019年5月银保监会重点整治为房地产项目进行的前端融资行为以来，房地产信托绝对余额一直处于压降状态，此次亮相不仅利好房地产行业，也利好信托行业。“臣”药为设立“保交楼”专项借款。2022年8月住建部、人民银行出台政策，通过政策性银行专项借款的方式支持保交楼工作，此次金融16条再次重申这一政策，并鼓励金融机构提供配套融资支持，同时在会计科目设立和风险控制方面给予了明确指导。“佐”药的作用在于防止“君”药的副作用，如存量债

务展期必然会影响债权人利益,新增融资也存在较大风险等,金融 16 条中的“佐”药包括保证债券安全、资金封闭运作、协商自愿原则、保障住房金融消费者权益等。“使”药主要是发挥引经的作用,房企“资金大失血”的一个重要原因是政策“踩急刹车”,只有解除不适当的政策束缚方能使“君”药、“臣”药在市场中发挥效力,金融 16 条也明确了房地产贷款集中度政策延长过渡期。第二,政策关注了微观传导渠道不畅的问题。自 2021 年 6 月恒大风险事件爆发以来,各个重要时点都有高层表态,随后亦有相关政策出台,但政策效果迟迟未能显现,一个重要原因在于微观主体面临考核机制、风险约束。此次金融 16 条明确向专项借款发放配套融资,对于新发放融资形成不良的,相关机构人员已尽职的,可予免责。这是金融 16 条的最大亮点。

至于政策强心剂效果何时显现,我们认为短期内还难言筑底。原因包括三点:第一,政策传导过程存在时滞。一些研究表明,美国货币政策对产出和就业产生影响大约需要 6 个月;考虑到中国的动员能力,政策时滞效应会明显小于美国。第二,资金供给方(金融机构)“给药”的意愿和能力。金融 16 条明确了专项借款配套融资如果尽职可免责,其他方面尚未明确。然而,中国特色金融发展之路除了坚持“安全性、流动性、盈利性”三原则外,更应坚持政治性和人民性原则。第三,资金需求方(房企)对“药力”的吸收意愿和能力。一方面,房企依然存在着项目交付后主体保不住的担忧;另一方面,在错综复杂的债权债务关系中,资金注入后的经营能力和偿付安排能力对房企也是个考验。

当前,微观主体风险已经汇集形成系统性压力,在非常时刻如果商业银行继续采取“雨天收伞”策略,房企选择“躺平”文化,那么“当雪崩发生时,没有一片雪花是无辜的”。防范系统性风险需要每一位行业从业者的努力。

五、从党的二十大报告寻找未来市场信心

党的二十大报告指出,我们“完成脱贫攻坚、全面建成小康社会的历史任务,实现第一个百年奋斗目标”,从此踏上“全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标,以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴”的新征程。党的二十大报告为新征程擘划了伟大愿景,即“五个现代化”:人口规模巨大的现代化、全体人民共同富裕的现代化、物质文明和精神文明相协调的现代化、人与自然和谐共生的现代化以及走和平发展道路的现代化。

“五个现代化”中前四个现代化都与深度城市化密切相关，也关系到未来房地产行业的发展和转型。第一，人口规模巨大的现代化，意味着只有通过深度城市化产生的规模效应吸纳大量人口，从而为其创造就业和提供高质量生活。第二，全体人民共同富裕的现代化，这并不意味着“劫富济贫”，而是要在做大蛋糕的同时使中低收入群体获得更多增长机会，只有具备行业纵深度和包容度的城市才能提供这样的机会，而这唯有推进深度城市化才能够实现。第三，物质文明和精神文明相协调的现代化，人们的精神需求增长，与之匹配的是服务业占 GDP 比重持续上升，而 REITs 能够通过专业化的服务设施和专业化的管理团队促进服务业发展。比如，美国有医疗设施 REITs 以及学生公寓 REITs，这些都是鲜活案例。第四，人与自然和谐共生的现代化，这意味着深度城市化必须坚持绿色可持续发展理念，目前根据一些市场机构测算，房地产相关碳排放占全部碳排放的比例为 50%~60%，未来发展绿色建筑成为深度城市化的必选项。

新征程描绘的现代化伟大愿景为房地产市场的转型和发展提供了广阔空间。尽管当前市场面临较大困境，但在迈向第二个百年奋斗目标的新征程中这一困难是短暂的。我们必将克服困难，谱写历史新篇章。

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： $\text{租金资本化率} = \text{每平米住宅价格} / \text{每平米住宅一年租金}$ ，它与租售比的换算关系为： $\text{租金资本化率} = 1 / (\text{租售比} \times 12)$ 。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： $\text{库存去化周期} = \text{商品房可售套数} / \text{商品房成交套数}$ ，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： $\text{贷款价值比} = \text{贷款金额} / \text{住宅总价}$ 。

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。