



**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 曾亭

2022年2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。

# 房地产市场及房地产金融运行

## 摘要

2021 年的房地产政策经历了一次大的转变：上半年以“控房价”“控租金”为主基调，下半年因头部房企流动性危机以及大量房企违约事件爆发，监管层要求金融机构准确理解、把握和执行房地产金融管理制度，满足房企合理的资金需求，并通过注入流动性支持地产项目复工，鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务。地方政府层面，上半年热点城市还在发布二手房指导价以约束信贷额度、打击炒作学区房，下半年不少城市则出现了“限跌令”和“救市”政策。

2021 年房地产市场的运行可以用“急转直下”概括。上半年市场还在延续 2020 年的疫情暴涨行情，下半年各类销售指标由正转负，以销售额增速来看，四个季度分别为 95.46%、18.89%、-14.91%和-20.16%。与销售数据形成镜像的是库存情况，2021 年房地产去库存压力上升明显，三线城市 2021 年底库存去化周期相对 2020 年末上升了 15.8 个月。住宅销售市场的趋冷通过开发商的拿地投资行为影响到土地市场：2021 年住宅类土地成交金额为 4.11 万亿元，相对 2020 年下降了 9.63%；土地流拍数量大幅上升，其中 12 月单月土地流拍数量达到 2607 宗，为 2008 年以来最大单月流拍数量。

房地产金融形势方面，个人住房抵押贷款余额增速持续放缓，2021 年四季度增速为 11.3%，为 2012 年以来各季度最低值。个人按揭放缓的主要原因是一些银行按揭指标达到“贷款两集中”的上限。从其产生的影响看，贷款价值比（LTV）指标明

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

● 曾亭

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

特殊资产行业运行

显好转，这意味着银行个人按揭这项业务风险更加可控；但由此带来的负面影响是，房企销售疲软、房企资金回流困难，反而加剧了房企违约风险。房企融资方面，开发贷增速持续下降，三季度达到历史最低点 0.02%，这主要是受“三道红线”政策影响；此后央行多次表态金融机构对“三道红线”理解有误并试图扭转预期，但效果并不明显，四季度开发贷增速仅上升到 0.09%。

展望 2022 年，政策会在“三重压力”和“房住不炒”两个总基调下进行平衡，我们认为会从以下三个方面发力：第一，会有更多三、四线城市出台“限跌令”和购房支持性政策；第二，一线及二线热点城市将会有更多政策支持住房租赁市场发展，尤其是支持保障性租赁住房的发展；第三，更多问题房企的处置措施会出台。

房地产市场运行方面，我们认为 2022 年一季度末至二季度初是整个市场走势的关键时期，如果三、四线城市的支持性政策发挥作用以及问题房企处置妥当，则整个市场会有较大程度的恢复。

房地产金融方面，我们认为个人购房贷款余额增速将一改 2021 年的颓势，甚至部分银行会超出“贷款两集中”的上限发放按揭贷款，个人按揭贷款利率也将进一步下行；但房企融资的形势并不乐观。

# 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 .....	2
(一) 价格情况分析 .....	2
(二) 数量走势分析 .....	6
三、个人住房金融形势 .....	8
(一) 个人住房贷款余额增速略有下降.....	8
(二) 个人住房抵押贷款风险整体可控.....	9
四、房企融资形势 .....	10
(一) 房地产开发贷余额增速持续回落.....	10
(二) 房地产信托规模持续压降.....	11
(三) 房企境内外信用债发行规模下滑.....	12
五、2022 年房地产市场及房地产金融运行展望.....	13
附件：相关指标说明 .....	15

## 一、房地产调控政策

### （一）中央及部委层面

2021年，中央层面继续保持“房住不炒”的调控总基调不变；围绕稳地价、稳房价、稳预期的房地产调控目标，坚持租购并举，加快发展住房租赁市场市场的同时，要求满足住房购买市场的合理需求，并通过落实因城施策来促进房地产业的健康发展。

央行、银保监会、住建部、自然资源部、财政部等部委层面，为贯彻落实中央要求，一方面，以严格实施房地产金融审慎管理制度、实施重点城市住宅用地供给“两集中”新政、优化土地竞拍规则、规范房地产市场秩序、通过约谈和问责强化城市主体责任的落实等方式来控制房价泡沫和化解房地产“灰犀牛”风险；另一方面，通过增加租赁住房土地供给、加大对住房租赁市场的金融支持力度、降低租赁住房税费负担、整顿租赁市场秩序和规范市场主体行为等方式，支持和规范住房租赁市场的发展，并首次提出城市住房租金年度涨幅不超过5%的“控租金”要求。

另外，三季度开始多家高杠杆大型房企陆续爆发了流动性风险，市场预期发生较大的转变，房地产销售和房企融资均大幅下滑。为维护房地产市场的健康发展和住房消费者的合法权益，要求金融机构准确理解、把握和执行房地产金融管理制度，满足房企合理的资金需求；对于已爆发流动性危机的房企，在协调金融机构注入流动性支持项目复工的同时，鼓励银行稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目，按照法治化、市场化原则开展房企信用风险的处置化解工作。

### （二）地方政府层面

2021年上半年，地方政府层面，房地产调控政策的核心目标仍是稳地价、稳房价、稳预期。对于房价上涨压力较大的上海、广州、杭州、武汉、合肥、西安等二十余个热点城市，地方政府采取对限购、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，严打学区房炒作，优化住宅用地供给，调整土拍规则、加强土地购买资金的审核、加强了对房企预售资金的监管、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

方式升级加码房地产调控政策。但下半年开始，随着房地产市场形势的转变，部分房价下行压力较大的城市为稳定房地产市场和维持土地财政的可持续性，地方政府相继出台了“限跌令”或“救市”政策。比如，沈阳、长春、江阴、岳阳等多个城市出台了严禁房企恶意降价销售，对于房企低于备案价格一定幅度（10%或15%）销售的行为，视情况给予重新备案、停止网签、禁止预售等不同程度的处罚措施；哈尔滨则出台了包括降低预售许可发放要求、分期缴纳土地出让金、发放人才购房补贴、放宽公积金贷款发放要求等支持性政策。

## 二、房地产市场运行

### （一）价格情况分析

#### 1. 商品住宅销售价格回落

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，截至2021年末，70个大中城市的新建商品住宅和二手商品住宅销售价格分别同比上涨2.0%和1.0%，尽管全年累计表现为价格上涨，但涨幅较2020年同期分别收窄1.7个百分点和1.1个百分点。从环比走势来看，三季度以来月度环比涨幅持续下行，反映出房价持续下行压力（见图1左上图）。

分城市层级来看，一线城市在上半年涨幅越大，则在第三季度涨幅下跌越快。以二手住宅为例，环比涨幅最大值为0.70%，最小值为-0.40%（见图1右上图）。二线城市环比涨幅最早达到峰值，新建和二手住宅价格涨幅在4月分别达到0.6%和0.4%，随后开始下降（见图1左下图）；三线城市上涨动力不大，从8月份开始加速下跌（见图1右下图）。

从全年来看，房地产市场从二季度末至三季度初开始回调，并在9月出现本轮房地产调控以来住房销售价格环比涨幅首次转负的情况；2021年12月，70城中共有50个城市的新建商品住宅销售价格和63个城市的二手住宅销售价格出现环比下降。

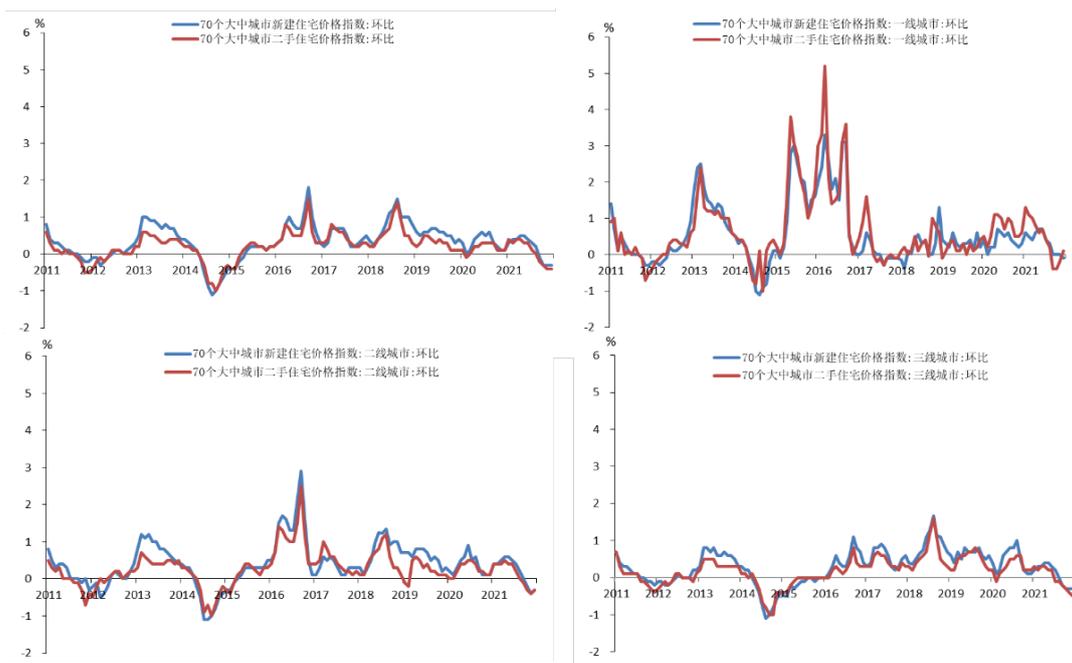


图 1 70 个大中城市房价走势（环比）

资料来源：国家统计局，Wind。

## 2. 住房租赁市场价格回升

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，截至 2021 年末，北京租金水平同比上涨了 13.41%，深圳租金水平同比下降了 4.59%，上海租金水平同比上涨了 9.84%（见图 2 左图），广州租金水平同比上涨了 3.73%，天津租金水平与 2020 年同期持平，成都租金水平同比上涨了 2.01%（见图 2 右图）。总体来看，受疫情影响较大的住房租赁市场在 2021 一季度开始逐渐复苏；二季度、三季度伴随着毕业季的到来，旺盛的住房租赁需求带动租金价格季节性上升，样本城市住房租金价格水平普遍上涨（深圳除外），且北京、上海这两个机构化租赁占比最高的城市租金价格累计涨幅最大；四季度开始，随着住房租赁传统淡季的到来，租金价格有所回调。

从样本城市的情况来看，北京、上海这两个城市的租金价格涨幅最大，其原因可能如下：一是国内疫情控制相对较好，住房租赁市场全面回暖，叠加毕业季的到来，住房租赁市场需求较为旺盛；二是受疫情影响 2020 年住房租赁市场需求下降，住房租赁企业普遍亏损经营，在 2021 年市场回暖后长租公寓的租金价格普遍上涨，以弥补前期亏损；三是在机构化租赁占比较高的城市，长租公寓的租金已经成为业主直租住房的租金定价参考，长租公寓价格的上涨，可能会推动普租房租金同步甚至更大幅度的上涨。发展租赁住房市场（尤其是加快发展长租

房市场)来解决新市民、青年人等群体的住房困难问题,已经成为政府部门政策重点支持的方向,但部分城市住房租金价格的大幅上涨,可能会促使地方政府出台“控租金”政策或发布租金政府指导价格。

深圳在2020年成为全国住房均价最高的城市之后,2021年的住房租金水平反而在持续下跌,究其原因:一方面是前期住房市场投资、投机氛围较为浓厚,在房价出现下行时,投资客将持有的部分空置住房投入住房租赁市场,寻求“以租养贷”的方式减少资金压力,等待房价回升时将再将持有住房出售,市场供给上升;另一方面高房价对人才流入产生了负面影响,租赁市场的需求较弱。人力资本是推动经济长期增长的重要因素,深圳作为国内经济最有活力的城市之一,其对人才的吸引力下降应引起地方政府的充分重视。

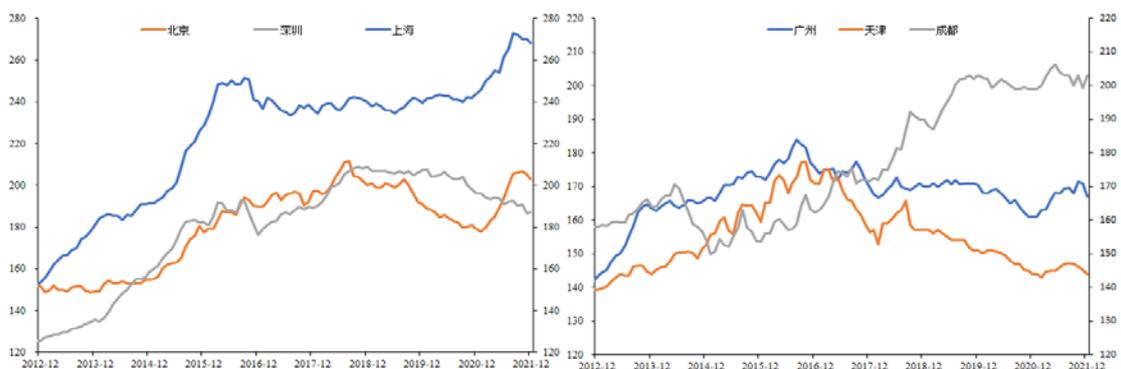


图2 中原二手住宅租金指数(定基2004年5月=100)

资料来源:中原地产, Wind。

### 3. 房地产价格泡沫逐步减少

除考察住房价格的绝对水平外,还可以通过相对指标衡量价格水平,下文将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。

2021年,四座一线城市的租金资本化率总体呈下降趋势,平均租金资本化率从2020年末的69.70年大幅下降至2021年末的57.09年,主要原因是2020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。在深圳、广州、上海二手房指导价政策出台后,因指导价低于市场实际成交价且银行按照指导价发放贷款,一定程度上降低了居民购房可用杠杆,三城住房市场的交易规模大幅下滑,房价快速上涨势头得到有效遏制(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年初的 57.44 年下降至年末的 53.02 年；二线非热点城市的平均租金资本化率略有下降，由年初的 48.50 年下降至 2021 年末的 47.04 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不变，2021 年年末为 42.13 年，略低于年初的 42.53 年（见图 3 右下图）。

整体来看，进一步收紧的房地产调控政策在一线城市和部分二线热点城市逐渐显现效果，房地产价格泡沫得到一定程度的遏制。然而对于房价泡沫的遏制也需要辩证地考察，尤其是对于租金资本化率急速下降的地区（比如深圳），这意味着房价的快速下跌。通常而言，繁荣时期的房价上涨与危机时期的房价下跌往往是非对称的，房价的快速下跌很可能是危机的前兆。进一步考察深圳房价下跌的原因，主要是由于住房按揭供给不足，从而导致房地产开发的资金循环不畅，因此缓解流动性不足是应对危机的首要措施。

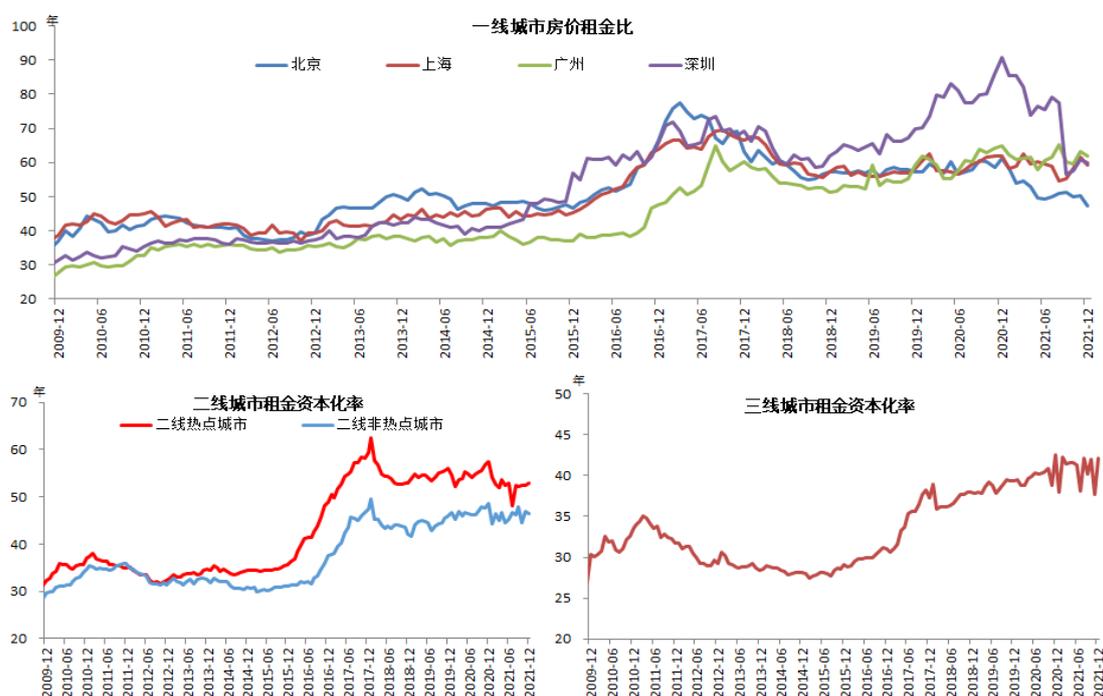


图 3 租金资本化率走势

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、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. 住房销售增速持续下跌

2021 年中国房地产市场走出了一波探底行情。各季度商品住宅销售面积增速分别为 68.09%、11.62%、-14.46%和-19.83%，商品住宅销售额数据更不理想，各季度分别为 95.46%、18.89%、-14.91%和-20.16%（见图 4）。增速从第三季度由正转负的原因是，受部分大型房企流动性风险爆发的影响，部分购房者因预期房价下行和担心购买期房可能会陷入烂尾楼纠纷，暂缓了购房计划。从累计数据看，全年商品住宅销售面积达到 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%；商品住宅销售额为 16.27 万亿元人民币，同比增加 5.3 %。结合住宅竣工数据可以看出房价下行压力，2021 年全国商品住宅竣工面积同比增长了 10.8%，远超销售面积增速。这一方面是由于大型房企流动性危机致使销售下滑，另一方面是因为开发商受“三道红线”规则影响，加快销售回款以达到监管目标。

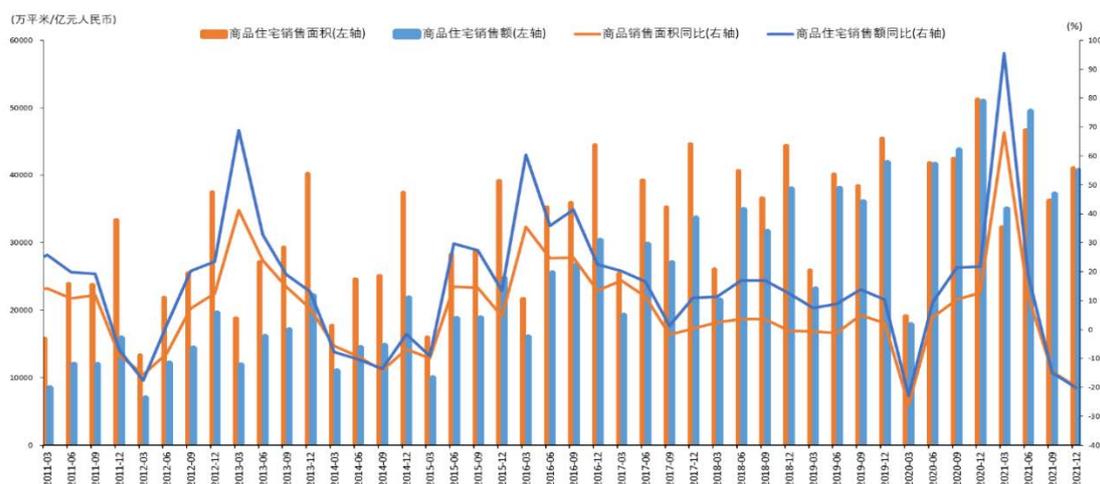


图 4 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：根据 Wind 数据计算。

### 2. 土地交易市场大幅降温

住宅销售市场的趋冷通过开发商的拿地投资行为影响到土地市场。2021 年百城住宅类土地供应面积为 4.48 亿平方米，同比下降 19.18%；成交面积为 3.16 亿平方米，同比下降 27.23%；成交金额为 4.11 万亿元，同比下降了 9.63%；成交土地单位面积均价同比上涨了 24.18%（见图 5 左图）。不过，土地成交单价的上涨并不能说明土地市场是过热的，这主要是受第一轮“土拍两集中”政策影响。当市场还不清楚土拍新规则是造成地价上升还是下降的时候，房企面临的首要问

题是生存问题，即手中必须有地才能生产经营，因而导致房企在第一轮土拍中形成“志在必得”的气势，从而使得上半年成交土地溢价率略有上升，相应地，土地流拍数量较 2020 年同期也有所下降。然而从三季度开始，房企在销售端受需求低迷影响，在资金端受“三道红线”“贷款两集中”政策以及流动性风险传染影响，于是很快意识到第一轮“土拍两集中”拿到的土地很难有销售端和资金端的支撑，于是房企拿地规模大幅下降，土地市场整体迅速降温（即使一线城市也不例外），土地流拍数量大幅上升，其中 12 月单月土地流拍数量达到 2607 宗，为 2008 年以来最大单月流拍数量，成交土地溢价率也快速从 4 月的 26.20%（全年最高点）下降至 12 月的 2.49%，土地拍卖市场陷入颓势（见图 5 右图）。

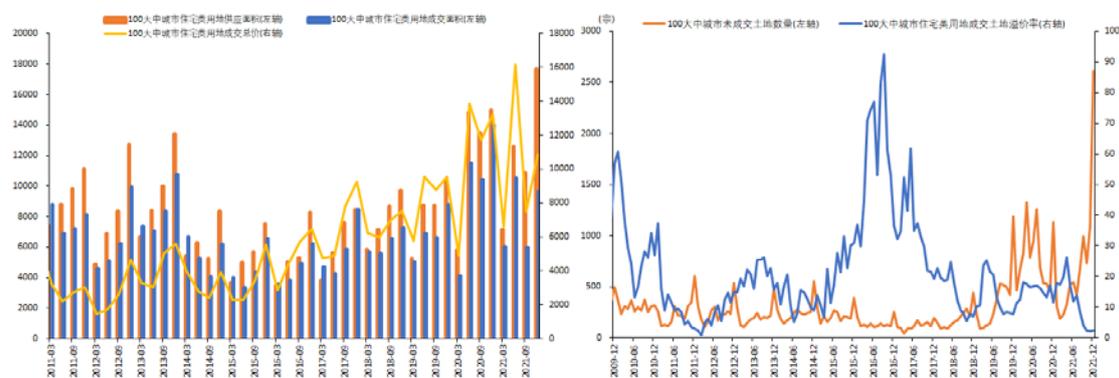


图 5 100 大中城市土地交易情况

资料来源：Wind。

### 3. 三线城市住宅库存去化周期大幅上升

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，上升至 2021 年末的 17.5 个月。其中，12 月末一线城市平均住宅库存去化周期为 7.8 个月；二线城市平均住宅库存去化周期为 12.1 个月；三线城市平均住宅库存去化周期为 32.7 个月，较 2020 年末上升了 15.8 个月（见图 6）。分城市层级来看，2021 年一线城市住宅库存去化周期基本保持稳定，且处于较低水平；二线城市住宅库存去化周期从年初至 6 月末呈持续下降态势，三季度、四季度又有所上升，但在合理区间；三线城市方面，住宅库存去化周期呈波动上升态势，且在下半年库存去化的压力大幅上升。这种市场形势将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，部分资金周转能力弱的房企较易出现流动性危机。

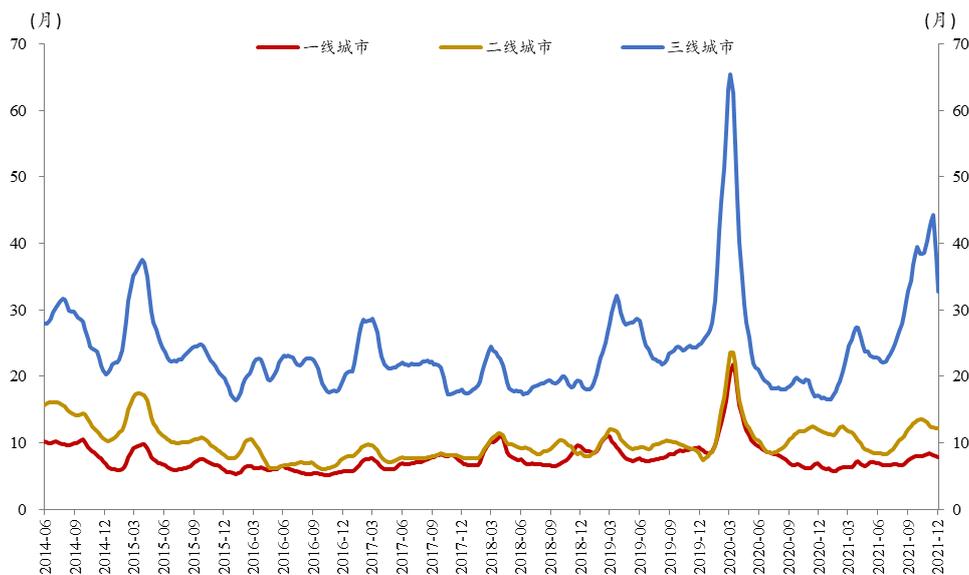


图6 各城市房地产库存去化情况（3周移动平均）

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、苏州、厦门、南昌、福州、南宁、青岛，三线城市包括泉州、莆田、东营、东莞、舟山、宝鸡。

### 三、个人住房金融形势

#### （一）个人住房贷款余额增速略有下降

房价的上升和泡沫的形成离不开信贷的推动。从余额数据看，截至 2021 年末，我国个人住房贷款余额为 38.32 万亿元，占全部信贷余额的比例为 19.89%。从余额增速来看，个人住房贷款余额同比增速从 2017 年二季度开始呈持续下降态势。2021 年个人住房贷款余额同比增速延续了这一走势，一季度增速为 14.5%，二季度增速为 13.0%，三季度、四季度的增速均为 11.3%。从个贷余额增量数据来看，2021 年个人住房贷款余额净增加了 3.88 万亿元，较 2020 年下降 11.21%，个贷的净增量规模下降幅度较大。其中，一季度净增量为 1.23 万亿元；二季度净增量为 9100 亿元；三季度净增量为 7900 亿元；四季度净增量为 9500 亿元（见图 7 左图）。

从居民部门月度新增中长期贷款数据来看，2021 年居民部门新增中长期贷款月度平均增量为 5006.67 亿元，较 2020 年的月度平均增量 4958.33 亿元上升了 2.18%，低于个人住房贷款余额增速（见图 7 右图）。

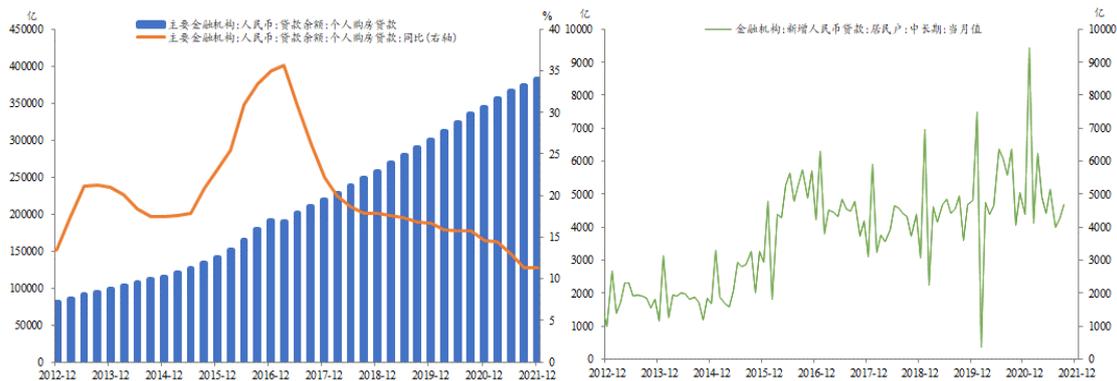


图7 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

## (二) 个人住房抵押贷款风险整体可控

我们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新增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，一线城市中北京的平均新增住房贷款价值比为 13.74%，处于较低水平；深圳的平均新增住房贷款价值比为 38.01%（见图 8 左上图），相较于 2020 年大幅下降；上海的风险相对较低，平均新增住房贷款价值比为 20.05%；广州的平均新增住房贷款价值比为 28.82%，处于合理水平（见图 8 右上图）。二线城市方面，2021 年重庆的平均新增住房贷款价值比为 64.57%，处于较高水平；南京的平均新增住房贷款价值比为 29.61%；厦门的平均新增贷款价值比为 26.78%（见图 8 左下图）；郑州的平均新增住房贷款价值平均为 33.20%；武汉和天津的平均新增住房贷款价值比分别为 19.31%和 19.06%，风险较小（见图 8 右下图）。

整体来看，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。但是我们仍需警惕在房地产市场形势大分化的背景下，由于区域性房价大幅下跌（比如目前燕郊房价较 2017 年高位已经“腰斩”，对于部分低首付比例的借款人来说其住房已经成为“负资产”），房贷资产质量迅速恶化而导致区域商业银行不良率大幅上升，进而使得部分区域性中小银行出现严重的偿付能力不足风险。

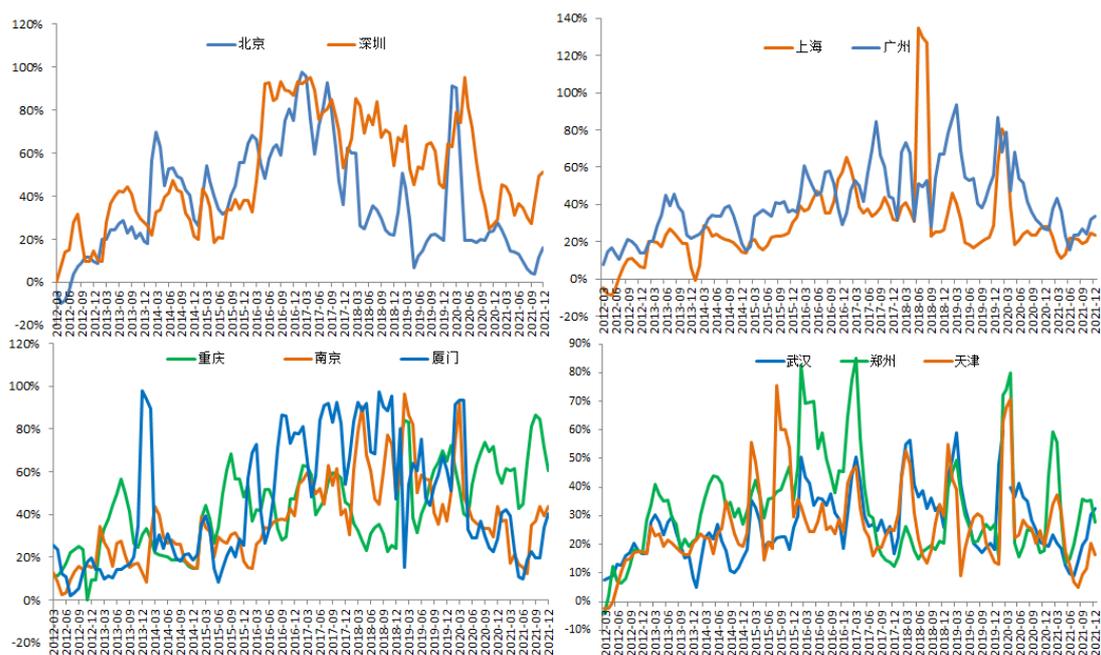


图 8 一线和部分二线城市新增贷款价值比（3 个月移动平均）<sup>1</sup>

资料来源：国家金融与发展实验室估算。

## 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 年末，房地产开发贷款余额为 12.01 万亿元，同比增速仅为 0.09%；房地产开发贷存量余额则连续三个季度负增长（见图 9）。这表明因大型房企信用风险的持续暴露，虽然央行等部门要求商业银行保障房企合理的融资需求，但是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，开发贷持续收紧的状态并未有明显的改善。

<sup>1</sup> 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。



图9 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

## （二）房地产信托规模持续压降<sup>2</sup>

从投向房地产行业的信托资金数据来看，房地产信托余额规模从2019年三季度开始，连续九个季度下降。截至2021年三季度末，房地产信托余额为1.95万亿元，与2020年末相比，余额继续压降了3315.87亿元；房地产信托余额同比下降了18.13%；房地产信托余额占信托业资金余额的比重下滑至12.42%，与2020年同期相比下降了1.38个百分点。（见图10左图）。在强监管下，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，并按监管要求持续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，2021年一季度房地产信托发行预期平均收益率在7.31%左右；二季度房地产信托发行预期平均收益率在7.26%左右；三季度房地产信托发行预期平均收益率在7.33%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9.26%~10.33%之间，较2020年末略有上升（见图10右图）。

<sup>2</sup> 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至2021年三季度，本节分析基于2021年三季度及之前的数据。

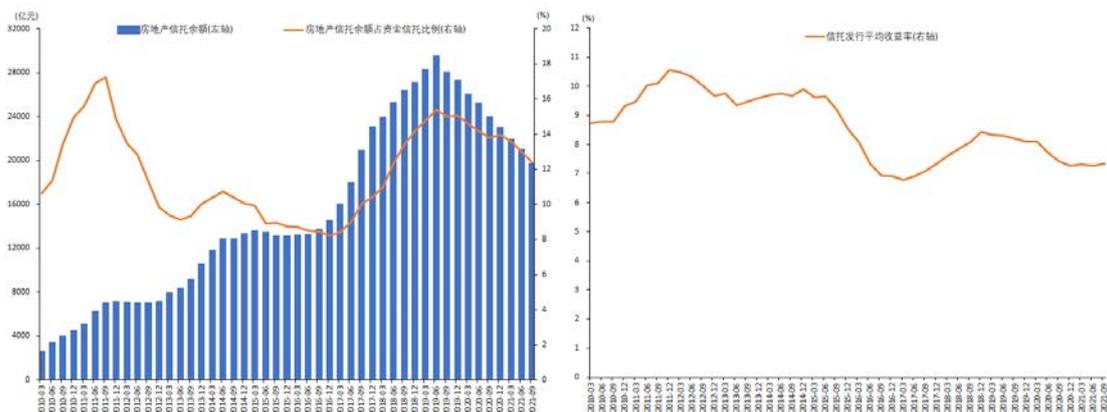


图 10 房地产信托情况（季度）

资料来源：中国信托业协会，Wind。

### （三）房企境内外信用债发行规模下滑

从境内信用债（不包括资产证券化产品）发行情况来看，2021 年的发行总额是 5481.79 亿元，同比下降 8.66%。其中，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%；二季度的发行总额是 1561.91 亿元，同比上升 4.39%，平均票面利率约为 4.35%；三季度的发行总额是 1319.46 亿元，同比下降 26.68%，平均票面利率为 3.95%；四季度的发行总额是 881.40 亿元，同比下降 12.53%，平均票面利率为 3.78%（见图 11 左图）。从存量情况来看，截至 2021 年末，房企境内信用债待还余额为 1.90 万亿元，同比下降 8.25%；其中，3 年内到期债券余额为 1.35 万亿元。目前，境内债券发行募集的资金主要用于借新还旧，受市场形势影响，房企境内信用债存量规模已经开始压缩，借新还旧难以为继。对于部分杠杆率较高的房企，其新增的境内信用债规模并不足以覆盖其到期债券的偿付规模，发生债券违约的风险大幅增加。

从境外信用债发行情况来看，2021 年房企境外债发行规模为 431.09 亿美元（约为 2781.02 亿元人民币），同比下降 34.01%，下降幅度较大。其中，一季度发行规模为 188.58 亿美元，同比下降 30.73%，平均票面利率为 6.63%；二季度发行规模为 111.51 亿美元，同比增加 46.58%，平均票面利率为 7.54%；三季度发行规模为 101.69 亿美元，同比下降 45.02%，平均票面利率为 6.68%；四季度发行规模为 30.31 亿美元，同比下降 74.87%，平均票面利率为 9.94%（见图 11 右图）。截至 2021 年末，内地房企境外债存量余额为 1966.93 亿美元（约为人民币 1.27 万亿元）。

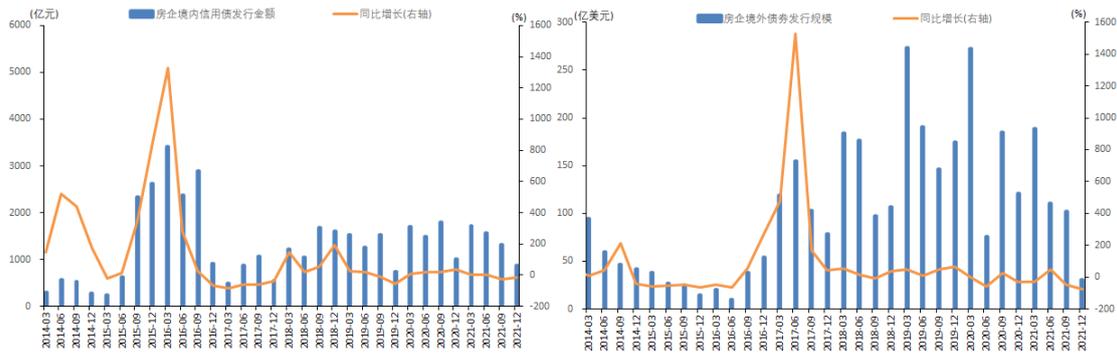


图 11 房地产开发企业境内、境外信用债发行情况 (季度)

资料来源：Wind。

## 五、2022 年房地产市场及房地产金融运行展望

房地产政策方面，中央经济工作会议指出，我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”，房地产市场同样面临“三重压力”；同时，“房住不炒”作为一项长期政策的总基调不会转变。在这两个顶层逻辑框架下，我们认为 2022 年的房地产政策重点包括以下三个方面：第一，会有更多三、四线城市出台“限跌令”和购房支持性政策，这些政策不仅发挥了抑制需求收缩的作用，而且也关乎土地财政风险的问题。第二，一线及二线热点城市将会有更多政策支持住房租赁市场发展，尤其是支持保障性租赁住房的发展，这些政策是对“房住不炒”精神的贯彻，可以更好地解决高房价下大城市新市民、大中专毕业生、进城务工人员等群体的住房困难问题；在居住得到有力保障后，国内大循环的畅通程度也会有所改善从而有利于稳需求。第三，更多问题房企的处置措施会出台，这些措施的目的旨在遏制风险传染，起到稳预期的作用。

房地产市场运行方面，我们认为 2022 年一季度末至二季度初是整个市场走势的关键时期，如果三、四线城市的支持性政策发挥作用以及问题房企处置妥当，则整个市场会有较大程度的恢复。当然，也无须担心太快恢复甚至过热的情况，因为经历了 2021 年市场快速切换的行情后，政策的跨周期调节能力也会加强。不过我们倾向于认为恢复过程相对较慢。关于住房租赁市场，我们的判断相对明确，即租金价格相对稳定，这主要是因为保障性租赁住房带来的供给效应，而需求端的收入效应和就业增长并不明显。

房地产金融方面，我们认为个人住房贷款余额增速将一改 2021 年的颓势，甚至部分银行会超出“贷款两集中”的上限发放按揭贷款。这是因为“贷款两集

中”政策存在一定的过渡期，更重要的是，这一措施与稳需求、稳预期的基调也是一致的。个人按揭贷款利率也将进一步下行，一方面长期 LPR 利率存在下行趋势，另一方面对首套房贷款的支持会体现到按揭利率中。房企融资的形势并不乐观，尽管并购贷款的支持政策已经出台，但金融机构作为自负盈亏的市场主体，在面临风险时依然会采取审慎策略，房企融资的恢复或将需要较长的时间。

## 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： $\text{租金资本化率}=\text{每平方米住宅价格}/\text{每平方米住宅一年租金}$ ，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： $\text{贷款价值比}=\text{贷款金额}/\text{住宅总价}$ 。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。