



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

2021 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、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 年上半年住房销售量价齐升；但三季度开始，受部分大型房企流动性风险爆发影响，市场预期发生转变，住房销售规模大幅下滑，并在 9 月份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，房地产价格泡沫得到一定程度的遏制。住房租赁市场方面，前三季度一、二线城市住房租赁市场显著升温，部分城市租金上涨幅度较大。土地市场方面，上半年在住宅用地供给“两集中”新政下，市场供给缩量，住宅用地成交溢价率和均价重回上升趋势，部分城市土地溢价率较高；但第三季度随着土拍规则的优化和民营房企拿地减少，土地市场迅速降温。库存方面，一、二线城市住宅库存去化周期仍在合理区间，而三线城市住宅库存去化周期再次大幅上升。

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、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度常态化实施的背景下，部分商业银行个人住房贷款额度不足，个贷利率有所上升；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、存量规模连续两个季度负债增长，房地产信托规模大幅压降，境内外信用债发行规模下滑，房企主要融资渠道均进一步收紧。金融机构和金融市场投资者对房企的金融支持力度产生更大分化，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。受融资收紧影响，部分大型房企因长期杠杆经营进而爆发流

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

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

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

动性风险，房企违约风险加剧。虽然这并不构成系统性风险，但注入流动性和采取债务展期仍是避免其流动性风险进一步扩散的当务之急。

风险提示方面，2021 年前三季度，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分城市住房租金价格上涨幅度较大；第二，三线城市住宅库存去化周期再次大幅上升；第三，大型房企流动性风险的持续爆发。

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	2
二、房地产市场运行.....	2
（一）价格情况分析	2
（二）数量走势分析	5
三、个人住房金融形势.....	7
（一）个贷余额增速进一步下降	7
（二）个人住房贷款整体风险可控	8
四、房企融资形势.....	10
（一）房地产开发贷余额连续两个季度负增长	10
（二）房地产信托规模继续压降	10
（三）房企境外信用债发行规模下滑	11
（四）大型房企流动性风险分析	12
五、小结与风险提示.....	14
附件：相关指标说明.....	16

一、房地产调控政策

（一）中央及部委层面

2021 年前三季度，对于住房购买市场，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，要求全面落实因城施策、房地产金融管理等房地产长效机制和防止以学区房等名义炒作房价，以此来促进房地产市场的平稳健康发展。对于住房租赁市场，中央层面将解决好大城市住房突出问题纳入 2021 年重点工作任务；要求以人口净流入城市为重点，通过给予土地、财税、金融等政策支持，扩大保障性租赁住房供给，大力发展租赁住房市场，重点解决新市民、青年人等群体的住房困难问题。8 月，在《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》中，“积极稳妥推进房地产税立法和改革”再次被提及；10 月，为积极稳妥推进房地产税立法和改革，全国人民代表大会常务委员会通过了《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》，试点期限为五年，并希望能够“引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展”。这意味着房地产的立法和改革进入了实质性推进阶段，房地产税的全面开征渐行渐近，将会对我国房地产市场的供需结构和市场预期产生明显影响。

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，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，三季度多家高杠杆大型房企爆发了流动性风险，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，相关部门一方面继续完善“三道红线”监管规则，试点房企数量从 12 家增加至 30 家，把商票纳入债务监管范围，并重申了“投销比”的监管要求；另一方面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；对于已爆发流动性风险的房企，在协调金融机构注入流动性支持项目复工的同时，按照法治化、市场化原则开展风险处置化解工作。

（二）地方政府层面

2021 年前三季度，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、西安等二十来个热点城市，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。对于部分房价下行压力较大的城市，为稳定房地产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%）销售的行为给予重新备案、停止网签至禁止预售不等的处罚措施；哈尔滨则并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. 本轮调控以来住房销售价格环比涨幅首次转负

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 年前三季度，70 城新建商品住宅累计上涨了 2.85%、二手住宅销售价格均累计上涨了 2.00%，三季度以来月度环比涨幅持续下行（见图 1 左上图）。分城市层级看，2021 年前三季度，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 4.55%和 5.92%，同比涨幅分别为 5.33%和 7.72%（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 3.70%和 2.53%，同比涨幅分别为 4.14%和 2.95%（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 1.91%和 1.11%，同比涨幅分别为 2.26%和 1.36%（见图 1 右下图）。

整体来看，2021 年前三季度一线城市住房价格的平均涨幅高于二、三线城市；但随着房地产调控政策的持续，住房价格过快上涨势头有所遏制，从第二季度开始房价环比涨幅逐步缩小，并在 9 月份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。不同城市间和同一城市不同区域的房价走势均出现较为明显的分化现象。2021 年 9 月，70 城中共有 36 个城市的新建商品住宅销售价格和 52 个城市的二手住宅销售价格出现环比下降的情况。

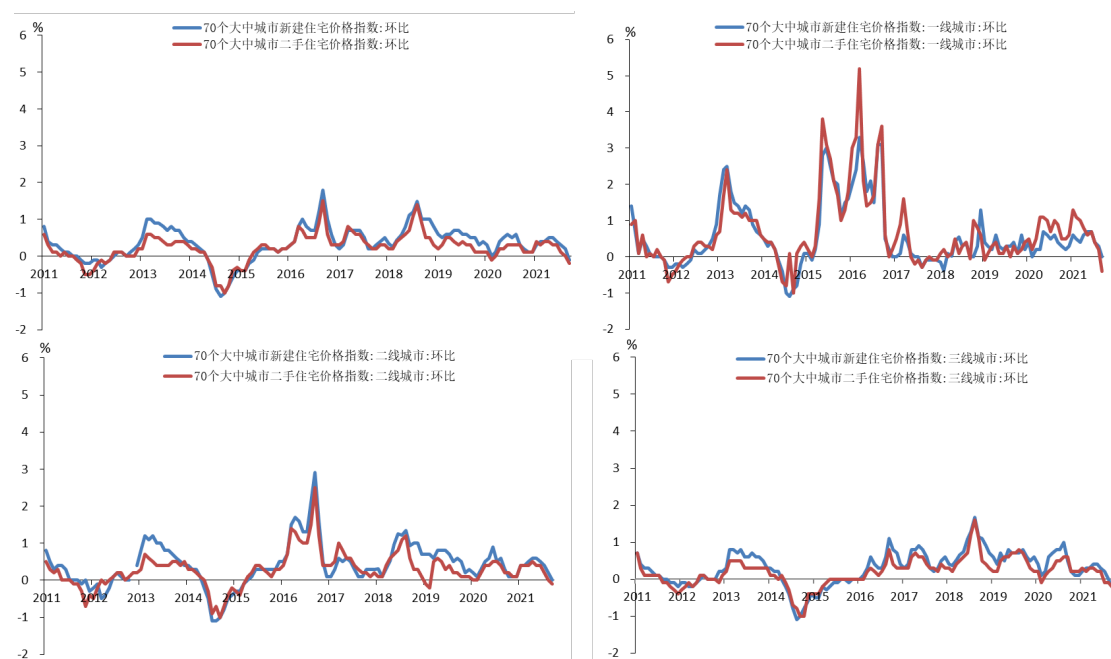


图 1 70 个大中城市房价走势（环比）

资料来源：国家统计局，Wind。

2. 部分城市租金价格大幅上涨

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 年前三季度，北京租金水平累计上涨了 15.08%；深圳租金水平累计下降了 3.06%；上海租金水平累计上涨了 11.48%（见图 2 左图）；天津租金水平累计上涨了 2.08%；成都租金水平累计上涨 0.50%；广州租金水平累计上涨了 4.35%（见图 2 右图）。总体来看，受疫情影响较大的住房租赁市场，于 2021 年第一季度开始逐渐升温；第二季度之后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普遍上涨（深圳除外），且北京、上海这两个机构化住房租赁占比最高的城市租金价格累计涨幅最大。预计

从第四季度开始随着住房租赁传统淡季的到来，租金价格会有所回调。

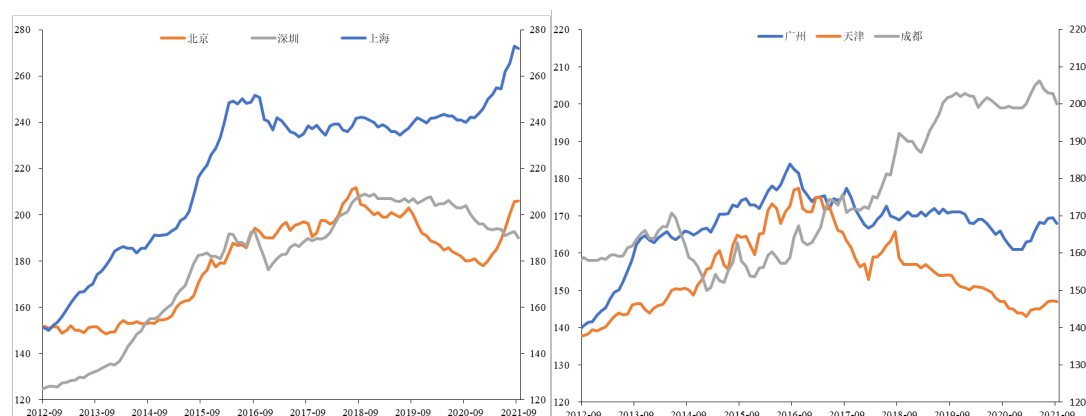


图2 中原二手住宅租金指数（定基2004年5月=100）

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。

2021 年前三季度，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 9 月末的 55.87 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，在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。另外，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 9 月末的 52.32 年；二线非热点城市的平均租金资本化率略有下降，由上年末的 48.50 年下降至 2021 年 9 月末的 47.83 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 8 月末为 41.14 年，略低于上年末的 41.60 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。

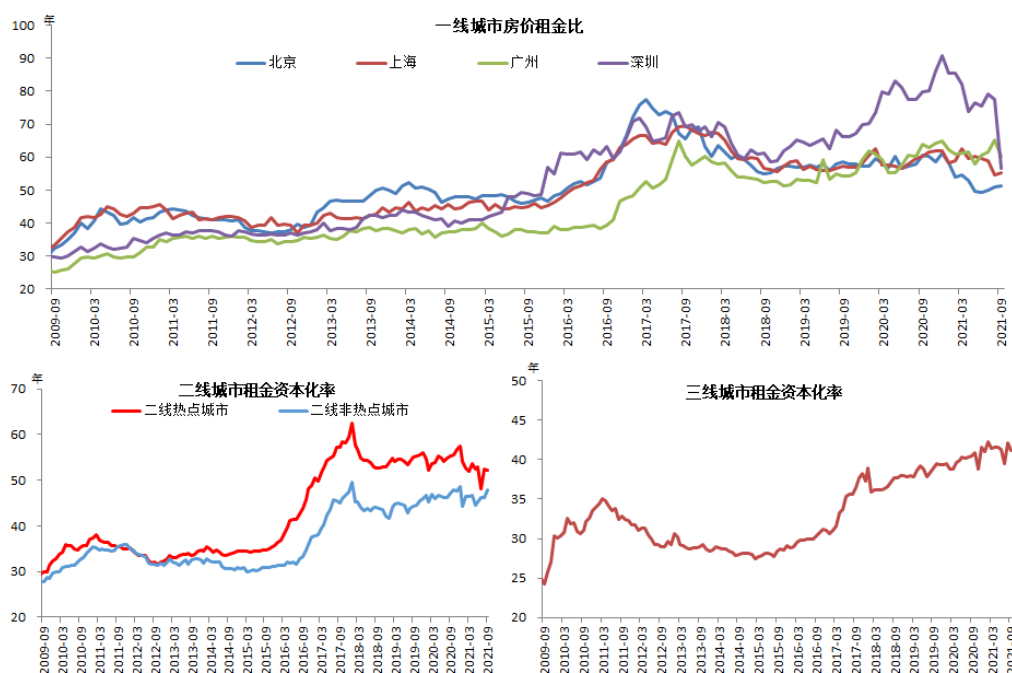


图3 租金资本化率走势

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. 三季度住房销售大幅下滑

从商品住宅竣工情况来看，2021 年前三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加 24.39%，达到 3.68 亿平方米。从商品住宅销售市场情况来看，2021 年前三季度延续了上年末的运行态势，继续表现为量价齐升。其中，商品住宅销售面积达到 11.54 亿平方米，同比增长 11.41%；商品住宅销售额为 12.20 万亿元人民币，同比增加 17.84%；商品住宅平均售价达到 10565 元，与去年的 9979.89 元相比，上涨了 5.87%（见图 4）。虽然前三季度商品住宅累计销售规模仍在上涨，但是从第三季度开始，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，这直接导致第三季度住房销售大幅下降，其中，住房销售面积同比下降 14.46%，环比下降 22.24%；住房销售额同比下降 14.91%，环比下降 24.71%。

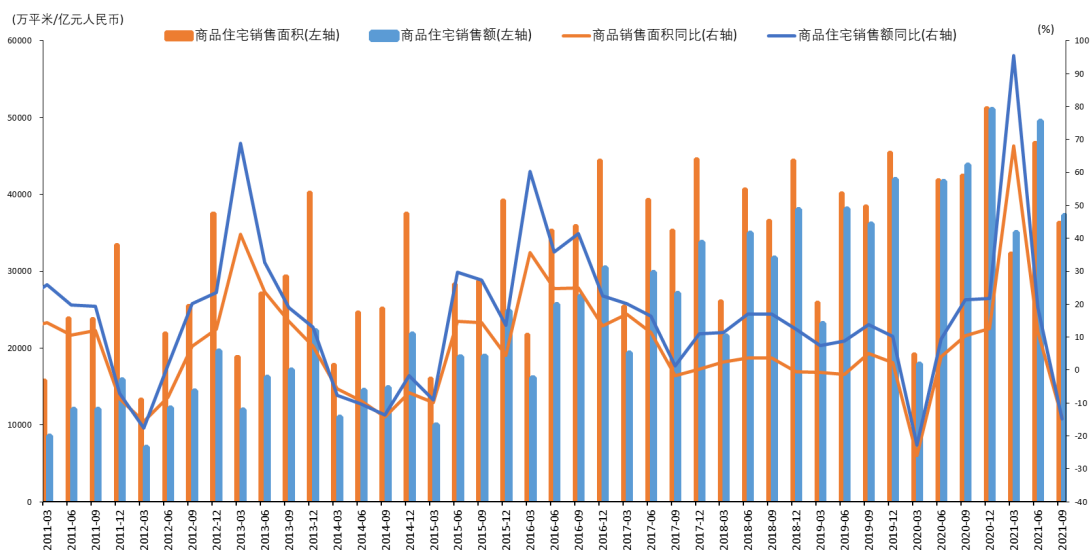


图4 商品住宅销售情况（当季）

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 年前三季度，百城住宅类土地供应面积为 2.23 亿平方米，同比下降 15.29%；成交面积为 1.69 亿平方米，同比下降 24.35%；成交金额为 2.68 万亿元，同比下降了 7.00%，成交土地单位面积均价同比上涨了 22.92%（见图 5 左图）。上半年百城土地流拍数量较去年同期有所下降，成交土地溢价率略有上升；但三季度开始受限于流动性压力，民营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，成交土地溢价率也快速下降至 9 月的 4.16%（见图 5 右图）。

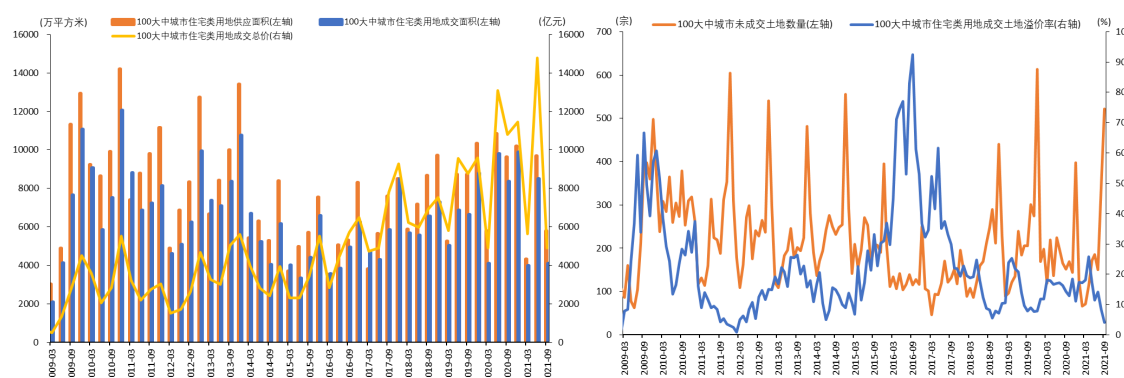


图5 100大中城市土地交易情况

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 9 月末的 17.5 个月。其中，9 月末一线城市平均住宅库存去化周期为 7.4 个月；二线城市平均住宅库存去化周期为 12.3 个月；三线城市平均住宅库存去化周期为 32.9 个月，较去年末上升了 16 个月（见图 6）。分城市层级来看，2021 年前三季度一线城市的住房市场延续了去年下半年的趋势，住宅库存去化周期基本稳定在较低水平；二线城市住宅库存去化周期上半年有所下降，三季度开始又有所上升，但仍在合理区间；三线城市方面，住房交易市场降温较快，住宅库存去化的压力大幅上升。

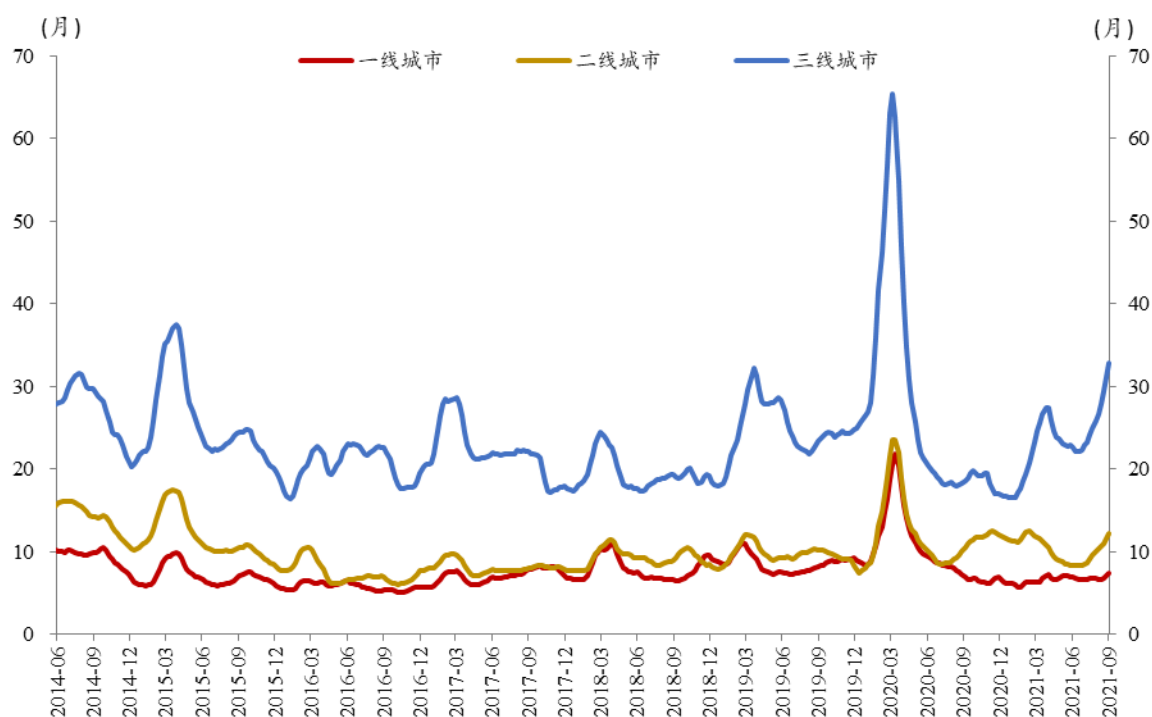


图 6 各城市房地产库存去化情况（3 周移动平均）

资料来源：根据 Wind 统计计算。

注：本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）个贷余额增速进一步下降

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

第三季度末，我国个人住房贷款余额为 37.37 万亿元，占全部信贷余额的比例为 19.72%（见图 7 左图）。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。2021 年前三季度，个人住房贷款余额同比增速延续了这一走势，第一季度增速为 14.5%，第二季度增速为 13.0%，第三季度增速为 11.3%（见图 7 左图）。从个贷余额增量数据来看，2021 年前三季度个人住房贷款余额净增加了 2.93 万亿元，较去年前三季度下降 16.76%，个贷的发放有所收紧。其中，第一季度净增量为 1.23 万亿元；第二季度净增量为 9100 亿元，环比下降 26.02%；第三季度净增量为 7900 亿元，环比下降 13.19%（见图 7 左图）。在银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度常态化实施的背景下，部分商业银行因个人住房贷款额度不足，在 LPR 连续 18 个月保持不变的情况下，个贷利率有所上升，并出现贷款的发放审核趋严、发放周期增加（尤其是二手房住房贷款）、甚至暂停二手住房贷款发放的现象。

从居民部门月度新增中长期贷款数据来看，2021 年前三季度居民部门新增中长期贷款月度平均增量为 5244.44 亿元，较上一年的月度平均增量 4958.33 亿元上升了 5.77%，低于个人住房贷款余额增速（见图 7 右图）。

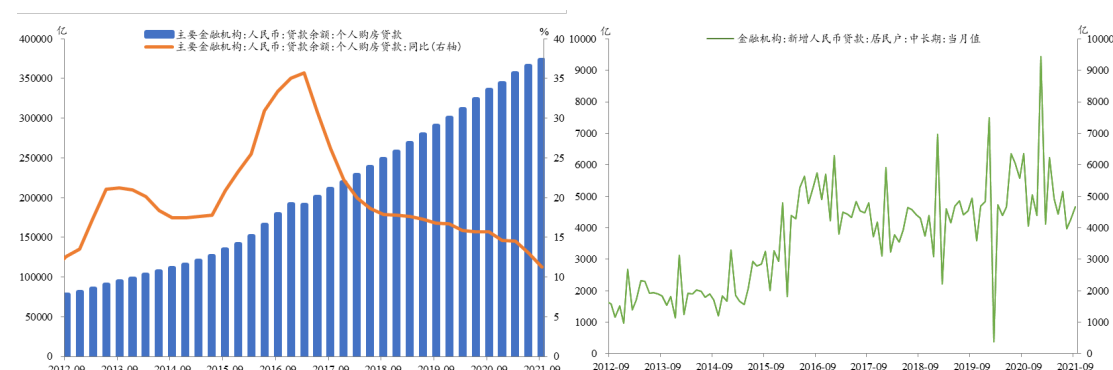


图 7 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

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風險不大。

2021 年前三季度，一线城市中北京的平均新增住房贷款价值比为 14.81%，处于较低水平；深圳的平均新增住房贷款价值比为 35.40%（见图 8 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 19.00%；广州的平均新增住房贷款价值比为 28.46%，处于合理水平（见图 8 右上图）。二线城市方面，2021 年前三季度，重庆的平均新增住房贷款价值比为 63.08%，处于较高水平；南京的平均新增住房贷款价值比为 25.38%；厦门的平均新增贷款价值比为 25.24%（见图 8 左下图）；郑州的平均新增住房贷款价值平均为 33.34%；武汉和天津的平均新增住房贷款价值比分别为 16.33%和 19.91%，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。

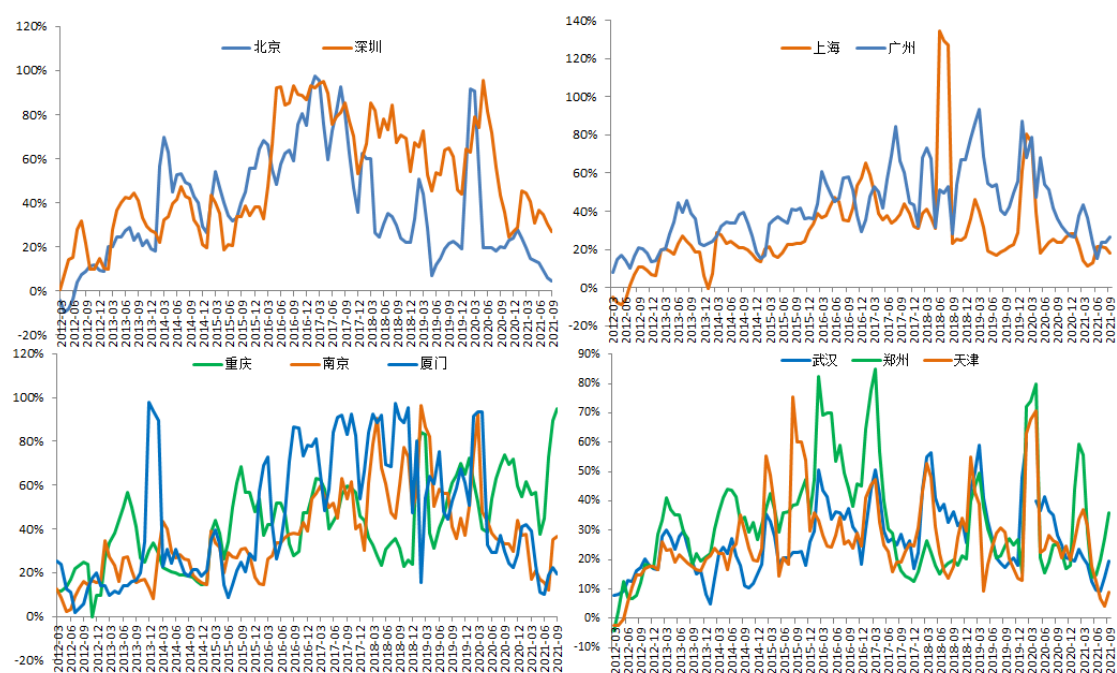


图 8 一线和部分二线城市新增贷款价值比（3 个月移动平均）

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）房地产开发贷余额连续两个季度负增长

从央行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至 2021 年第三季度末，房地产开发贷款余额为 12.16 万亿元，同比增速仅为 0.02%；开发贷余额增速已经连续 12 个季度下降，存量余额连续两个季度负增长（见图 9）。这表明随着房企“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。

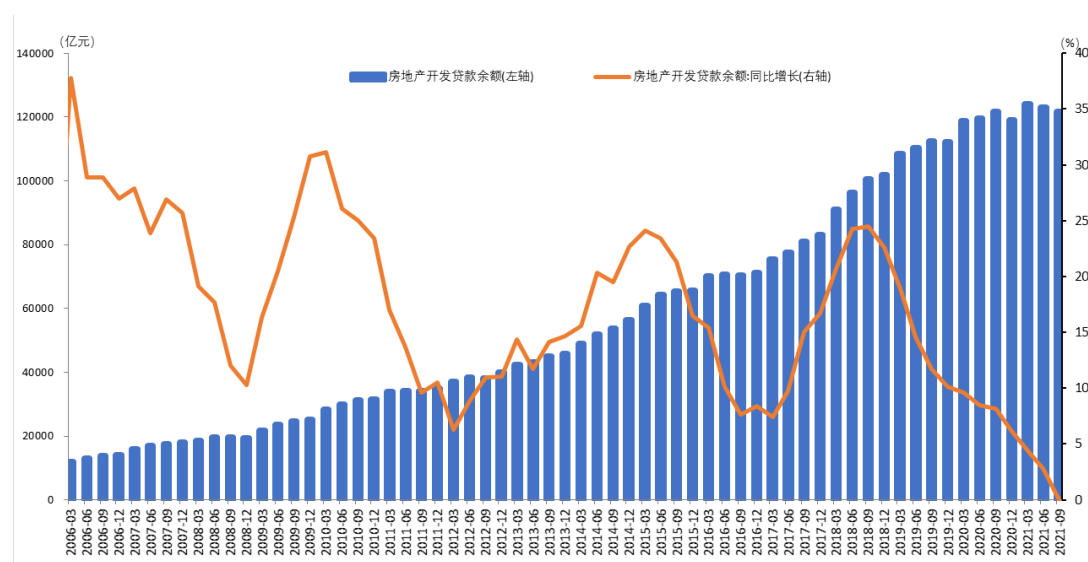


图 9 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）房地产信托规模继续压降¹

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 年第三季度开始，连续八个季度下降。截至 2021 年第二季度末，房地产信托余额为 2.08 万亿元，与 2020 年末相比，余额继续压降了 2008.11 亿元；房地产信托余额同比下降了 12.63%，环比下降 4.39%；房地产信托余额占信托业资金余额的比重下滑至为 13.01%，与去年同期相比下降了 1.15 个百分点。（见图 10 左

¹ 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至 2021 年第二季度，本节分析基于 2021 年第二季度及之前的数据。

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 年第一季度房地产信托发行预期平均收益率在 7.31% 左右；第二季度房地产信托发行预期平均收益率在 7.26% 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%~10.31% 之间，较 2020 年末略有上升（见图 10 右图）。

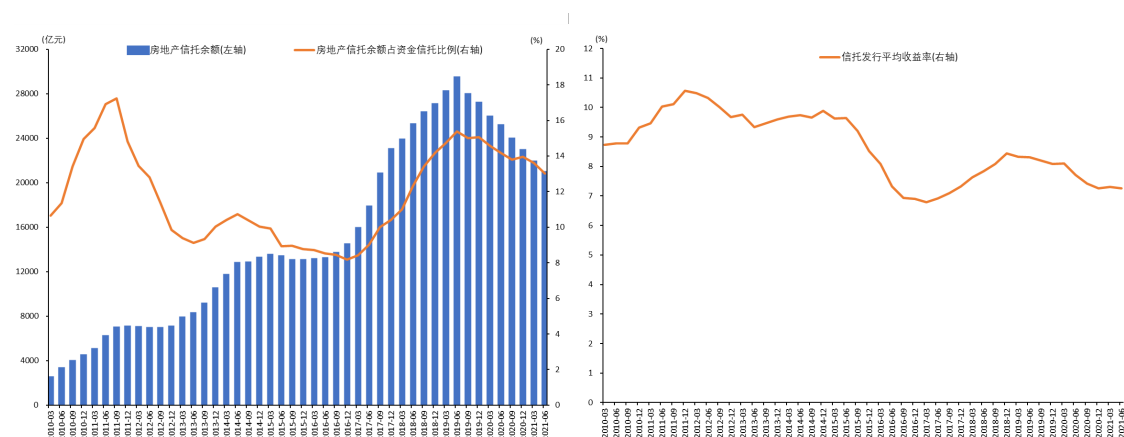


图 10 房地产信托情况（季度）

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 年前三季度的发行总额是 4600.39 亿元，同比下降 7.87%；其中，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%；第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%；第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%（见图 11 左图）。从存量情况来看，截至 2021 年第三季度末，房企境内信用债待还余额为 1.92 万亿元，同比下降 6.25%；其中，三年内到期债券余额为 1.16 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，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 年前三季度房企境外债发行规模为

400.78 亿美元（约为 2594.28 亿元人民币），同比下降 24.75%，下降幅度较大。其中，第一季度发行规模为 188.58 亿美元，同比下降 30.73%，平均票面利率为 6.63%；第二季度发行规模为 111.51 亿美元，同比增加 46.58%，平均票面利率为 7.54%；第三季度发行规模为 101.69 亿美元，同比下降 45.02%，平均票面利率为 6.68%（见图 11 右图）。截至 2021 年第三季度末，内地房企境外债存量余额为 2024.29 亿美元（约为 1.31 万亿元人民币）。

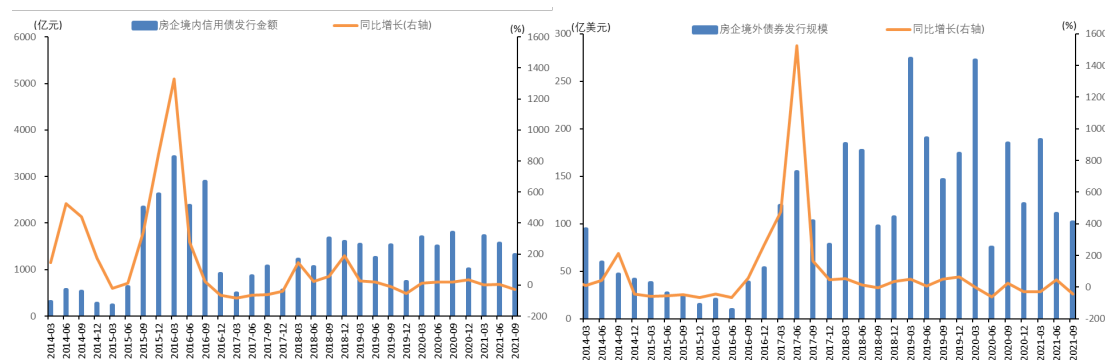


图 11 房地产开发企业境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

受全面收紧的房地产金融政策影响，2021 年前三季度，多家大型房企爆发流动性风险。其中，重庆协信、天房集团、华夏幸福（包括子公司九通基业投资）、泰禾集团、泛海控股、新华联、四川蓝光、正源地产等 8 家债券发行主体的境内信用发生债违约，违约规模（违约日债券余额）达到 672.23 亿元，占境内债前三季度总违约规模的 31.29%，房企债务违约已经成为债市违约的主力；恒大大规模的商票违约兑付；建业地产因流动性风险向地方政府寻求支持和帮助。近期，阳光 100、花样年、新力控股、当代置业等多家大型房企的境外债也发生了违约。

（四）大型房企流动性风险分析

1. 长期杠杆经营是大型房企流动性风险爆发的核心原因

长期高杠杆经营是今年以来多家资产规模达到千亿和万亿级别的大型房企流动性风险爆发的核心原因。高杠杆是金融脆弱性的根源。房地产行业作为资金密集型行业，具有资金需求量大、资金使用周期长、对外源性融资的依赖程度高等行业特点，目前我国大多数的房企以高杠杆、高负债、高周转的模式运转。其融资模式大都是明斯基所谓的“投机性融资”，即其经营性现金流净额能

够支付得起利息，却覆盖不了全部到期本息，本金的偿还需依靠借新还旧。在市场预期发生转变或发生流动性风险时，购房者会因预期房价下跌或担心购买期房陷入烂尾楼纠纷而停止购买，此时房企的经营性现金流净额会迅速下滑至低于当期利息支付规模，房企的融资模式就转变为明斯基所谓的“庞氏融资模式”，需出售资产或借入更大规模的债务来支付到期本息。例如，某头部房企2021年半年报显示，其上半年的经营性现金流净额仅为266.93亿元，而利息支付规模为351.55亿元，其经营收入所得实际不足以偿付债务利息，已属于典型的庞氏融资型债务人。明斯基认为投机性融资和庞氏融资能否持续，依赖于信贷环境的宽松和资产价格的不断上涨；一旦这两个条件不具备，其融资链就会断裂，从而爆发流动性风险。就房地产市场而言，一方面房地产金融审慎管理制度的严格实施，房企开发贷、房地产信托和境内外信用债等主要融资渠道均全面收紧；而房企为实现“三道红线”降档而采取的“明股实债”、合作项目非并表、大幅增加应付账款和票据类无息债务规模等财务手段，加剧了债权人和投资者对于房企财务报表真实性的担忧和持续经营能力的质疑，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，高杠杆房企借新还旧模式难以为继。另一方面，严峻的人口形势和持续的房地产调控政策，导致市场对房价长期上涨预期发生转变，部分区域房地产市场开始下行，房地产销售规模和价格均开始下滑。两个方面叠加，成为高杠杆房企资金链断裂和流动性风险爆发的直接诱因。

2. 部分大型房企爆发流动性风险并不构成系统性风险

房地产关联上下游行业、银行等金融机构、土地财政和众多的购房消费者，部分大型房企的流动性风险爆发会通过债权债务关系、合作关系对上下游供应商、银行系统、债券市场、地方政府和购房消费者产生影响。我国金融系统属于典型的银行主导型金融系统，商业银行向房企发放的银行贷款均存在足额抵押（贷款额度一般为抵押物评估价值的50%~65%），在房地产价格不存在大幅下跌的前提下，房企的流动性风险对银行业的外溢性是可控的。相比而言，房企流动性风险的爆发对债券市场、股权或“明股实债”型信托、上下游企业和购房消费者影响相对较大。但整体来看，这些房企的风险仍主要集中于流动性风险，受益于土地价值增值以及房企持有的部分其他优质资产，资不抵

债风险较小，因此并不构成系统性风险。

3. 注入流动性和采取债务展期是当务之急

鉴于大型房企流动性风险的影响较为广泛，我们建议在法治化、市场化原则下，及时并审慎化解处置风险。**首先，注入流动性和采取债务展期措施是化解流动性风险的当务之急。**流动性是现代金融体系最脆弱的神经，流动性风险是一切危机爆发的导火索，因此，化解流动性风险和避免流动性风险的进一步扩散是当务之急，可以通过协调金融机构在房企提供高质量抵押物的前提下注入流动性，或通过主要债权人就债务展期进行谈判来解决流动性危机。**其次，要暂停问题房企的拿地行为和尽快恢复正常生产经营活动。**暂停房企的拿地行为，目的在于防止大额经营性现金支出和投资性现金支出，将现有的现金用于恢复正常生产经营活动。恢复项目建设等正常生产活动，一方面开发性物业的顺利竣工和交付，可以使资产价值形成现金回款，用于来偿还债务；另一方面，可以通过“保交楼”来维护住房消费者的合法权益。**再次，要加快资产处置和债务重组进程。**在流动性危机缓解之后，应通过资产处置来偿还债务本息。由于大型房企的资产规模庞大、资产类型繁杂、资产质量良莠不齐，建议以项目公司为单位化整为零，按照市场价值净额的合理折扣予以出售，避免出现大规模资产处置因交易对方较少而被迫以低价抛售资产的现象，使流动性风险变为资不抵债风险；在项目公司重估资产负债价值时，若存在资不抵债的情况，原始股权价值应归零。基于资产处置进度，按照债务重组方案，根据债权人类型、债务金额、有无抵押、债务到期时点等因素分批、按比例偿还债务。**最后，长期来看，房地产金融审慎管理政策仍需坚定执行，房企去杠杆势在必行。**高杠杆经营模式是房企爆发流动性风险的核心原因，在房企杠杆未下降至合理区间前，全面放松房地产金融审慎管理无异于饮鸩止渴。

五、小结与风险提示

2021 年上半年，房地产市场延续了上年末的运行态势，住房销售市场量价齐升；但第三季度开始，受部分大型房企流动性风险爆发影响，市场预期发生转变，住房销售规模大幅下滑，9 月份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，房地产价格泡沫得到一定程度的遏制。住房租赁市场方面，前三季度一、二线城市住房租赁市场显著升温，部分城市租金上涨幅度较

大。土地市场方面，上半年在住宅用地供给“两集中”新政下，市场供给缩量，住宅用地成交溢价率和均价重回上升趋势，部分城市土地溢价率较高；但第三季度随着土拍规则的优化和民营房企拿地减少，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，成交土地溢价率也快速下降。库存方面，一、二线城市住宅库存去化周期仍在合理区间，但三线城市住宅库存去化周期再次大幅上升。

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、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，新增个人住房贷款额度出现不足，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。房企融资方面，随着房企的“三道红线”融资规则、银行业房地产贷款集中度管理制度等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。具体表现为：开发贷余额增速持续回落、存量规模连续两个季度负债增长，房地产信托规模大幅压降，境内外信用债发行规模下滑，房企主要融资渠道均进一步收紧。金融机构和金融市场投资者对房企的金融支持力度产生更大分化，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。受融资收紧影响，部分大型房企因长期杠杆经营进而爆发流动性风险。虽然这并不构成系统性风险，但注入流动性和采取债务展期仍是避免其流动性风险进一步扩散的当务之急。

风险提示方面，2021 年前三季度，房地产市场有以下风险点值得关注：第一，部分城市住房租金价格上涨幅度较大；第二，三线城市住宅库存去化周期再次大幅上升；第三，大型房企流动性风险的持续爆发。

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。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。