



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

2024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、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

以旧换新政策有新意，政策效果待检验

摘要

房地产市场运行方面，2024 年第一季度房地产市场的表现较弱，房价普遍下跌，同比降幅有所扩大，但环比降幅有所收窄；新建商品住房销售额仅为 1.85 万亿元，同比下降三成；住宅开发投资规模继续下行，土地交易市场仍未能摆脱低迷状态，行业景气程度达到历史低点；住房库存创 2017 年以来新高，“去库存”成为住房市场当前最重要任务之一。

个人住房金融方面，2024 年第一季度末个人住房贷款余额规模为 38.19 万亿元，环比止跌；个人住房贷款利率继续下行，部分城市首套住房贷款利率低至 3.35%；但是居民新增购房时使用财务杠杆的意愿有所下降。房企融资方面，2024 年第一季度末房地产开发贷款余额 13.76 万亿元，同比增长 1.7%，继续保持正增长；房企境内信用债的发行规模为 1171.89 亿元，同比下降 16.04%；房企境外债发行规模为 37.54 亿美元（约为人民币 266 亿元），同比下降 34.12%，且主要用于债务重组置换高息境外债。

房地产政策方面，政府部门从供需两端持续优化房地产政策措施，支持住房市场需求的释放和房企融资的改善。重要政策包括：住房限购政策的逐步退出；城市房地产融资协调机制的加速推进落实；住房“以旧换新”政策的推出；密集出台的住房公积金新政。

展望未来，房地产市场运行方面，我们相信随着住房限购政策的逐步退出，住房“以旧换新”政策、房地产融资协调机制、

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
- 机构投资者的资产管理

住房公积金新政的落实，消化存量房产和优化增量住房政策措施的推出，房地产市场的供需两端均会有所改善。房地产金融方面，我们认为个人住房融资有望进一步改善，以更好地支持刚性、改善性住房需求的释放；房企信贷融资也会随着获批“白名单”项目贷款的发放进一步增加，但是房企债券融资可能还会进一步下降。从风险方面来看，有以下几点风险点需要持续关注：第一，商业银行房地产行业贷款不良率、不良余额的持续上升；第二，经营贷违规置换个人住房贷款风险的逐渐暴露；第三，出险房企违约债务的妥善处置。

目录

一、房地产市场运行形势	1
(一) 住房价格普遍下跌	1
(二) 新建商品住房销售额同比下降三成	2
(三) 住房开发投资规模仍下降	3
(四) 房地产行业景气程度达到历史最低点	4
(五) 土地交易市场仍未能摆脱低迷状态	5
(六) “去库存”成为住房市场当前最重要任务之一	5
(七) 住房租金价格水平同比小幅下降	6
(八) 租金资本化率基本保持稳定	7
二、个人住房金融形势	8
(一) 首套住房贷款利率可低至 3.35%	8
(二) 个人住房贷款余额规模环比止跌	9
(三) 居民新增购房时使用财务杠杆的意愿有所下降	10
三、房企融资形势	11
(一) 房地产开发贷款余额的同比增速保持正增长	11
(二) 房企境内外信用债发行规模均同比大幅下降	12
四、房地产市场重要政策分析	13
(一) 住房限购政策正在逐步退出	13

(二) 城市房地产融资协调机制正在加速推进落实.....	13
(三) 多城推出住房“以旧换新”政策.....	14
(四) 住房公积金新政密集出台.....	16
五、房地产市场主要风险情况分析.....	18
(一) 个别商业银行房地产行业贷款不良率大幅提升.....	18
(二) 经营贷违规置换个人住房贷款产生的风险可能会逐渐暴露	19
(三) 房企境内债券违约形势有所放缓.....	21
六、房地产市场及房地产金融运行形势判断.....	22
附件：相关指标说明.....	23

一、房地产市场运行形势

(一) 住房价格普遍下跌

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，2024 年第一季度，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格同比下降 2.65%，同比降幅较 2023 年末扩大了 1.77 个百分点；二手住宅销售价格则同比下降 5.90%，下跌幅度较大，且同比降幅较 2023 年末扩大了 1.83 个百分点（见图 1 左上图）。从住房销售价格的环比走势来看，2024 年第一季度末，70 个大中城市的新建商品住宅、二手住宅销售价格分别环比下降 0.30%、0.50%；月度环比跌幅较 2023 年末分别收窄 0.1 和 0.3 个百分点。

分城市层级来看，2024 年第一季度，一线城市新建商品住宅销售价格同比下降 1.47%，二手住宅销售价格同比下降 7.32%（见图 1 右上图）；二线城市新建商品住宅销售价格同比下降 1.98%，二手住宅销售价格同比下降 5.92%（见图 1 左下图）；三线城市新建商品住宅销售价格同比下降 3.39%，二手住宅销售价格同比下降 5.72%（见图 1 右下图）。

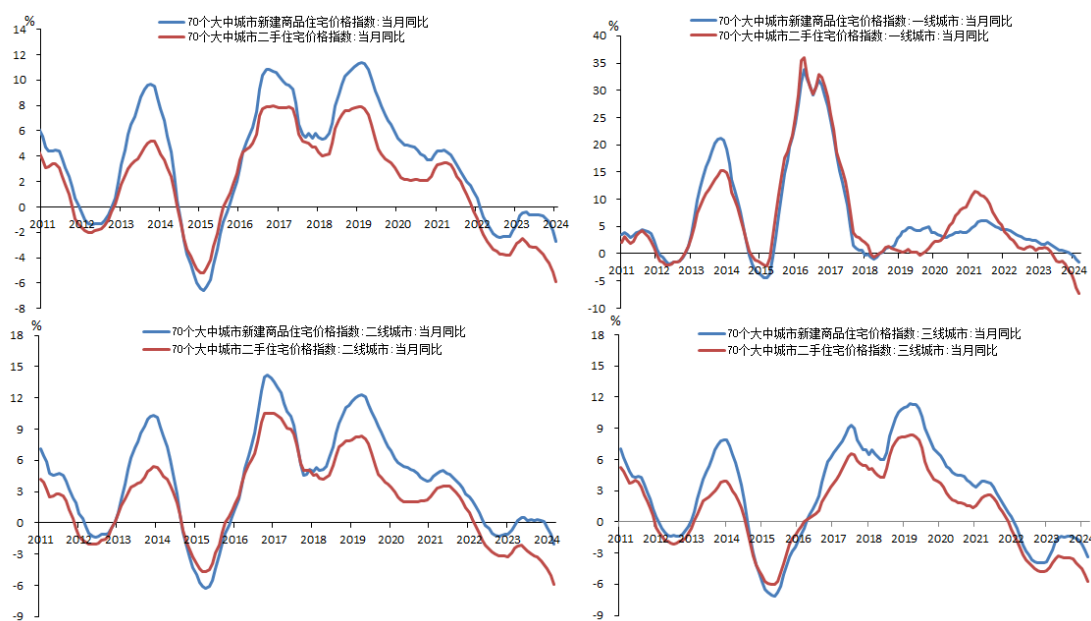


图 1 70 个大中城市房价走势（月度环比）

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。

总体来看，2024 年第一季度 70 个大中城市住房价格普遍下跌，并表现为同比降幅有所扩大，但是环比降幅有所收窄。其中，2023 年 3 月，新建商品住宅价格表现为同比下降的城市数量为 58 个，环比下降的城市数量为 57 个；二手住宅价格表现为同比下降的城市数量为 70 个，环比下降的城市数量为 69 个。从市场情况来看，二手房市场“以价换量”特征较为明显，部分居民出于置换需求或对资产持续缩水的担忧，开始以显著低于区域平均挂牌价的价格出售持有的住房。

（二）新建商品住房销售额同比下降三成

从新建商品住宅销售情况来看，2024 年第一季度全国新建商品住宅的销售面积仅为 1.89 亿平方米，同比下降 23.4%；与 2023 年同比下降 8.2%相比，同比降幅扩大了 15.2 个百分点。2024 年第一季度新建商品住宅销售额为 1.85 万亿元，同比下降 30.7%；与 2023 年同比下降 6.0%相比，同比降幅扩大了 24.7 个百分点（见图 2）。

2024 年第一季度，新建住房销售市场规模同比大幅下行的主要原因可能包括以下五点。一是，2023 年 2~4 月，住房销售市场出现了短暂的“小阳春”行情，受高基数效应影响，新建住房销售规模同比降幅较大。二是，自 2021 年下半年以来，数十家大型房企陆续出现债务违约问题，且问题房企的期房项目大多出现难以如期交付的问题。购房者为避免陷入烂尾楼纠纷，对期房购买意愿下降，导致新建商品住房销售不佳。从 2024 年第一季度全国新建商品住房的销售数据来看，期房销售面积 1.38 亿平方米、销售额 1.43 万亿元，分别同比下降 32.6%和 38.1%；现房销售面积 5091 万平方米、销售额 4251 亿元，分别同比上涨 21.2%和 15.7%。三是，房地产市场进入深度调整期，购房者对房价还会继续下行的预期较强，住房市场中的投资、投机性需求基本消失，部分具有购房能力的刚需、改善性需求者的观望情绪较浓。四是，青年群体就业和收入增长预期较差，部分刚性需求难以转化为市场的有效需求。五是，二手住房市场供给上升，且部分房

源的价格下调幅度较大，部分购房者转而购买更具性价比的二手住房，导致二手房市场对新建住房市场的替代效应增强。

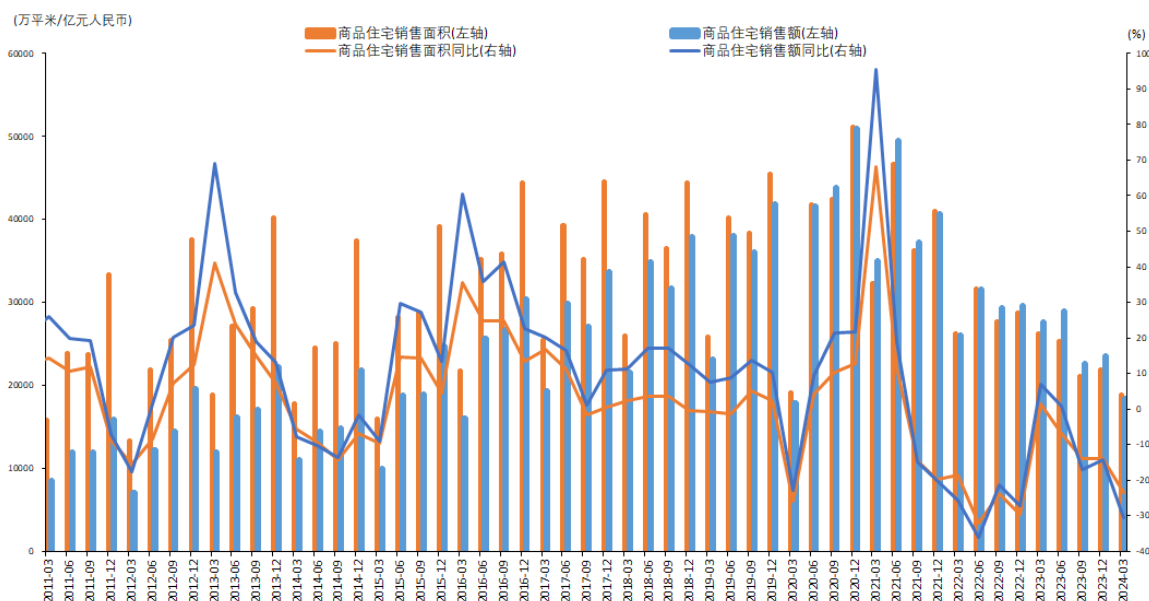


图2 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

注：房地产开发投资、新建商品房销售面积等指标的增速均按可比口径计算。报告期数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速。主要原因是：（1）进一步明确房地产开发统计界定标准，将符合房地产开发统计标准的项目纳入统计范围，剔除单纯一级土地开发等非房地产开发项目；（2）加强商品房销售数据审核，剔除退房和具有抵押性质等非商品房销售数据；（3）加强统计执法，对发现的问题数据按照相关规定进行了改正。

（三）住房开发投资规模仍下降

从商品住宅的投资数据来看，2024年第一季度全国住宅开发投资完成额为1.66万亿元，同比下降了10.5%，同比增速连续8个季度为负值（见图3左图）。从商品住宅的开发数据来看，2024年第一季度，住宅新开工面积仅为1.25亿平方米，同比下降28.7%，同比增速连续12个季度为负值；住宅竣工面积1.11亿平方米，同比下降21.9%（见图3右图）。

总体来看，受新建商品住房销售疲软拖累，房企对住宅开发投资的意愿和能力均显不足，商品住宅开发投资完成额、新开工面积、竣工面积均同比大幅下降，房地产市场的供给端仍处于下行调整阶段。

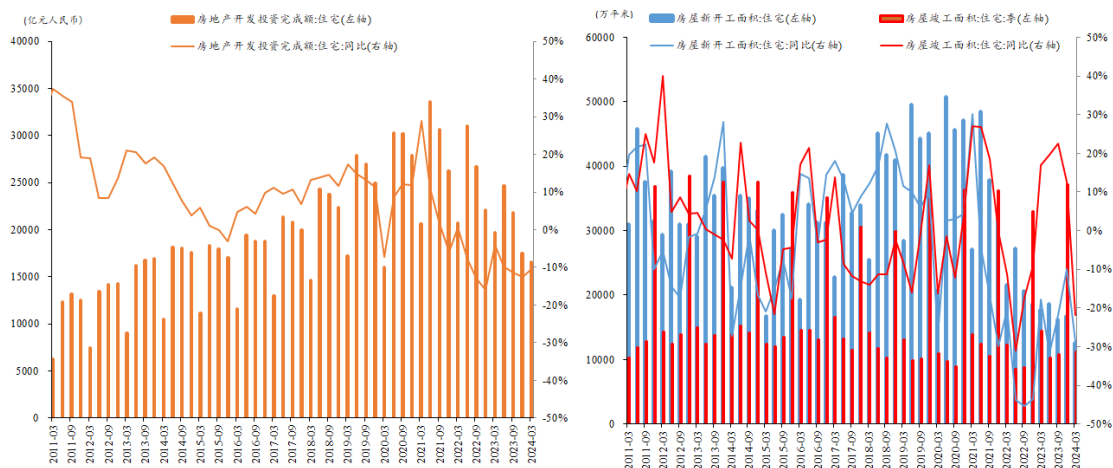


图3 商品住宅供给情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（四）房地产行业景气程度达到历史最低点

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”）¹数据来看，国房景气指数由2023年末的93.36，进一步下滑至2024年第一季度末的92.07（见图4）。自2022年9月开始，国房景气指数已连续19个月处于较低景气水平，表明房地产行业景气程度仍然较弱。



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。

¹ 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。

目前，国房景气指数已达到 1995 年以来的历史最低水平。我们相信随着房地产市场供需两端支持政策的逐步落实生效和市场的逐步出清，房地产市场将会逐渐接近本轮阶段性调整的底部。

（五）土地交易市场仍未能摆脱低迷状态

2024 年第一季度百城住宅类土地供应面积为 2536 万平方米，同比下降 10.0%；成交面积为 1873 万平方米，同比下降 13.7%；成交金额为 2552 亿元，同比增长 1.1%（见图 5 左图）。2024 年第一季度百城共有 1441 宗土地未能成交，同比上升 60.1%；住宅类用地成交土地平均溢价率为 5.1%，较 2023 年略有提升（见图 5 右图）。从财政部财政收支情况数据来看，2024 年第一季度国有土地使用权出让收入 8147 亿元，同比下降 6.7%。

总体来看，土地交易市场仍未能摆脱低迷状态，主要原因是新建商品住房市场销售的持续疲软，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。但是，受住宅类土地供给规模下降和部分核心城市增加核心区域土地供给等因素的影响，成交土地的平均价格、平均溢价率均有所上升。

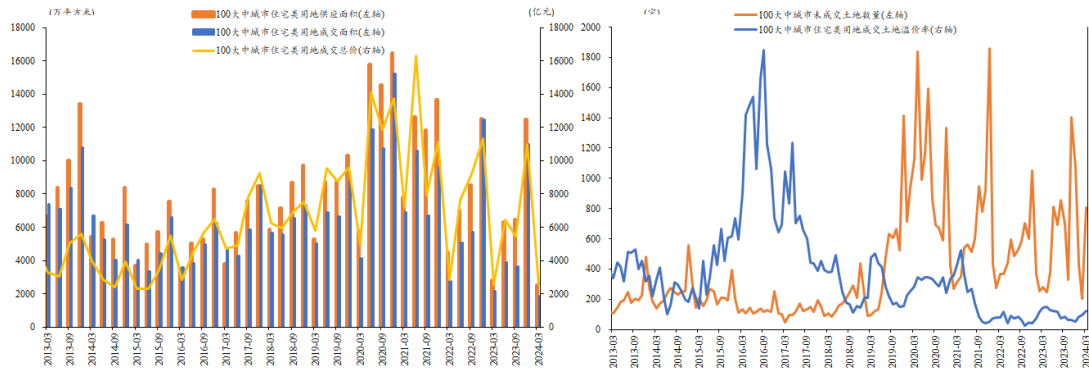


图 5 100 大中城市土地交易情况（季度）

资料来源：Wind。

（六）“去库存”成为住房市场当前最重要任务之一

从库存去化情况来看，14 个样本城市平均住宅库存去化月数由 2023 年末的 24.6 个月上升至 2024 年第一季度末的 37.3 个月，库存去化周期出现较大幅度的上升。分城市层级来看，2024 年第一季度末，一线城市平均住宅库存去化周期为 22.0 个月，较 2023 年末上升了 8.9 个月；二线城市平均住宅库存去化周期为 34.1

个月，较 2023 年末上升 15.8 了个月；三线城市平均库存去化周期为 55.9 个月，较 2023 年末上升 13.6 了个月（见图 6）。

总体来看，2024 年第一季度新建商品住房市场销售形势仍然较弱，新建住房销售面积同比大幅下调；同时，待售商品住宅面积²却达到 3.95 亿平方米，同比增长 23.9%，为 2017 年第一季度末以来的新高。这导致一、二、三线城市住宅库存去化周期均出现较大幅度的上升，且三线城市的库存去化压力最大。“去库存”成为住房市场当前最重要任务之一。

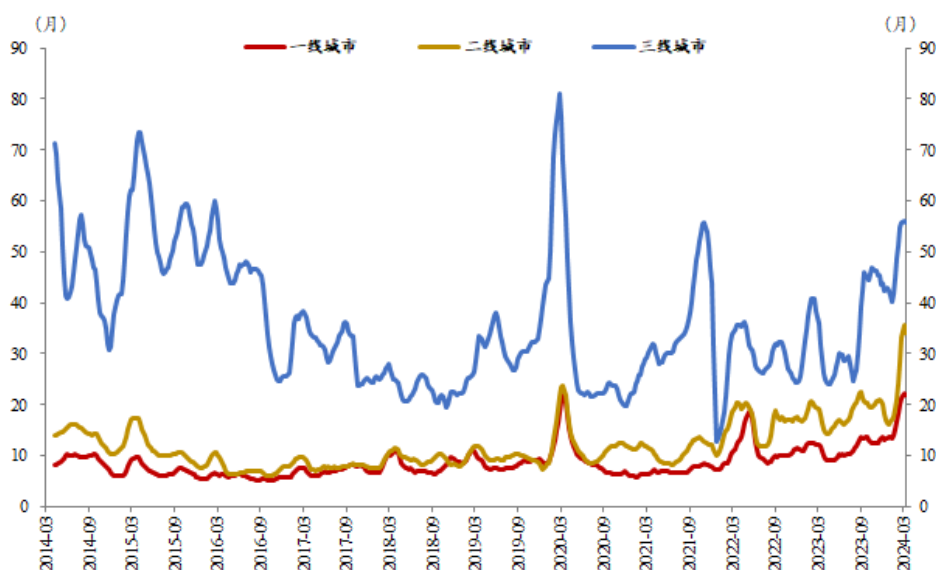


图 6 各城市房地产库存去化情况（3 周移动平均）

资料来源：根据 Wind 统计计算。

注：因南宁、东莞、泉州、宝鸡的商品房可售或销售套数数据存在不再更新或缺失问题，本报告考察的城市数量由 2021 年的 18 个调整为 14 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、青岛，三线城市包括莆田、东营、舟山。

（七）住房租金价格水平同比小幅下降

从贝壳研究院统计的 50 城住房租金价格指数来看，2024 年第一季度末 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 2.9%；18 个三线城市的平均住房租金水平同比下降 2.8%（见图 7）。总体来看，2024 年第一季度虽然住房租金水平受季节性需求影响而有所回升，但是住房租金价格水平仍表现为同比小幅下降。

² 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。

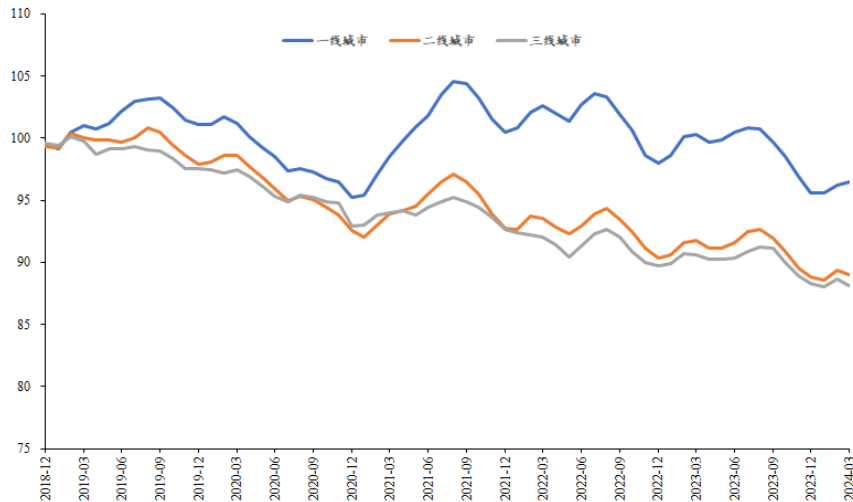


图7 贝壳50城住房租金指数（月度，定基2018年11月=100）

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）租金资本化率基本保持稳定

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价格水平，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年第一季度末，4个一线城市的平均租金资本化率为55.2年，与2023年末持平（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年小幅上升至50.6年；二线非热点城市的平均租金资本化率由2023年末的47.6年小幅上升至48.6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2023年末的40.7年（见图8右下图）。

总体来看，2024年第一季度租金资本化率基本保持稳定。但是因为租金价格水平下降幅度与房价下降幅度略有差异，导致样本城市的租金资本化率表现为一线城市持平、二线城市略有上升、三线城市略有下降。

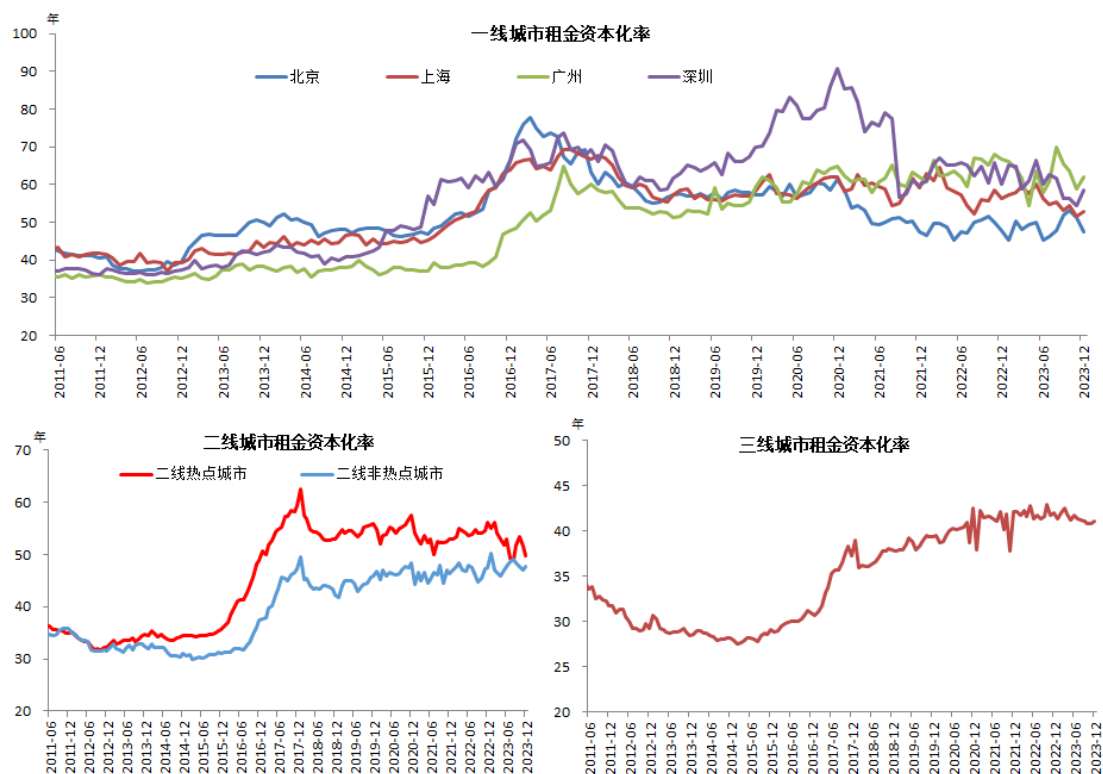


图 8 租金资本化率走势（月度）

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。

二、个人住房金融形势

（一）首套住房贷款利率可低至 3.35%

从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2024 年第一季度末全国首套住房贷款的平均贷款利率约为 3.59%（LPR 减 36 个基点），较 2023 年末下降了 29 个基点（见图 9）。其中，中山、珠海两个城市首套住房贷款利率已低至 3.35%，仅比同期住房公积金贷款利率（3.1%）高 25 个基点；中山、珠海、常州、大连、福州等 32 个样本城市的首套房贷利率已低于 3.75%（LPR 减 20 个基点）；全部样本城市的首套房贷利率均不高于 LPR（3.95%）。2024 年第一季度末，全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 4.17%（LPR 加 22 个基点），较 2023 年末下降了 25 个基点（见图 9）。其中，兰州的二套住房贷款利率已下调至 4.10%，常州、大连、东莞、佛山、贵阳等 41 个样本城市的二套住房贷款利率下调至房贷利率

政策下限 4.15% (LPR 加 20 个基点)。

总体来看，因为 5 年期及以上 LPR 在 2024 年 2 月下调了 25 个基点，且部分城市因房价持续下行而阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限，2024 年第一季度我国首套、二套住房贷款的平均利率均有一定程度的下调。其中，首套住房贷款利率平均下调幅度更大。2024 年第一季度末，首套、二套住房贷款之间的平均利差为 58 个基点，较 2023 年末扩大了 4 个基点。

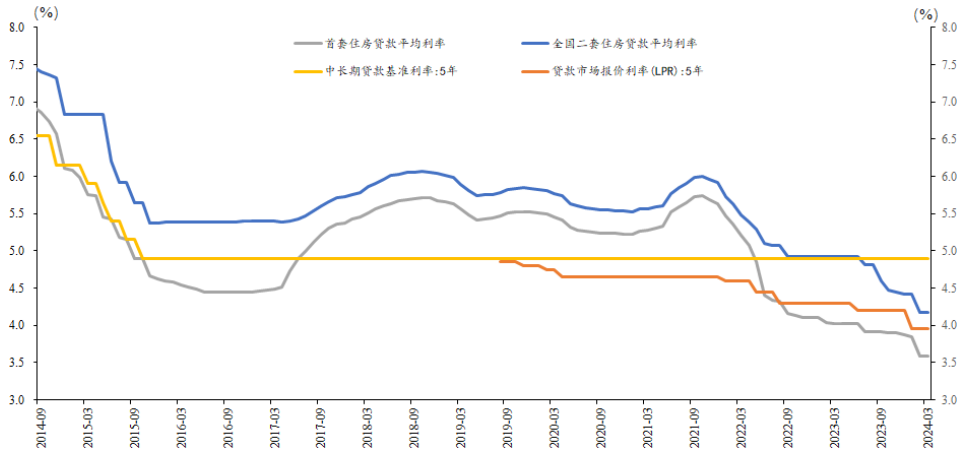


图 9 个人住房贷款平均利率走势

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) 个人住房贷款余额规模环比止跌

从存量数据看，截至 2024 年第一季度末，我国个人住房贷款余额为 38.19 万亿元，第一季度增加 51 亿元；占全部信贷余额的比例为 15.5% (见图 10 左图)。从个人住房贷款余额同比增速来看，2024 年第一季度，个人住房贷款余额同比下降 1.90%，同比增速连续四个季度为负；从个人住房贷款余额季度环比增速来看，2024 年第一季度，个人住房贷款余额环比增长 0.05%。个人住房贷款存量余额规模在经历连续三个季度的净减少之后，环比止跌。

从居民部门新增中长期贷款月度数据来看，2024 年第一季度，居民部门新增中长期贷款月度平均增量为 3250 亿元，较 2023 年第一季度 3147 亿元的月度

平均增量，同比增加了 3.26%（见图 10 右图）。

总体来看，2024 年第一季度居民部门新增中长期贷款月度均值表现为有所增加，个人住房贷款余额规模环比也开始止跌，大规模提前还贷导致个人住房贷款余额持续下行的情况得到一定程度的缓和。

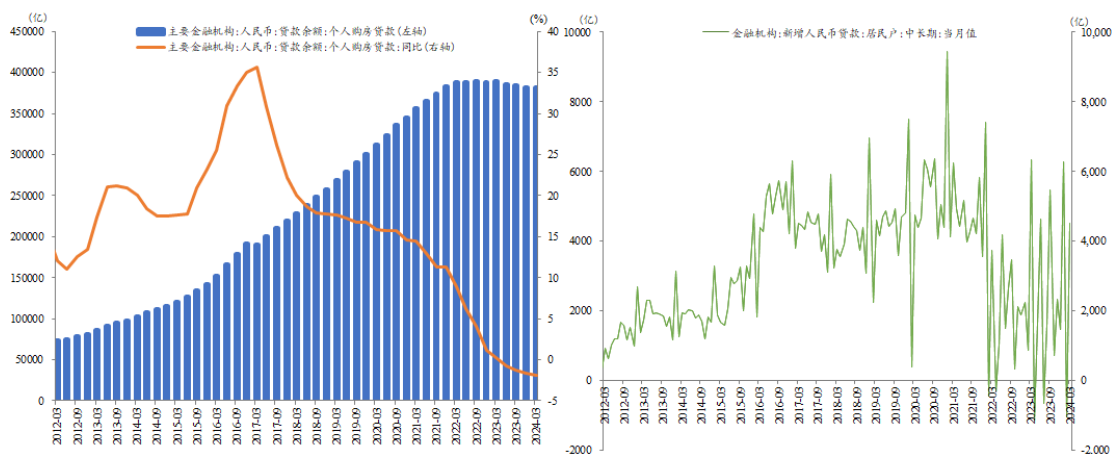


图 10 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（三）居民新增购房时使用财务杠杆的意愿有所下降

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。

2024 年第一季度末，一线城市中北京的平均新增二手住房贷款价值比为 36%，上海的平均新增二手住房贷款价值比为 39%，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 56%，深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 53%，均处于合理水平（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 59%，合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 59%，南京的平均新增二手住房贷款价值比为 56%，天津的平均新增二手住房贷款价值比为 57%，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 61%，重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 65%，东莞的平均新增二手住房贷款价值比为 68%，佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 70%，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 年第一季度 12 个样本城市的新增二手住房贷款价值比与 2023 年末相比均有所下降。这意味着在房价持续下行、收入增长预期较弱的背景下，居民购房时使用财务杠杆的意愿有所下降。从首付比例来看，12 个样本城市购房者的平均首付支付比例均在 3~6 成之间，新增二手住房贷款抵押物保障程度均较高，商业银行个人住房贷款在房价下跌的情形下亦有较厚的“安全垫”。

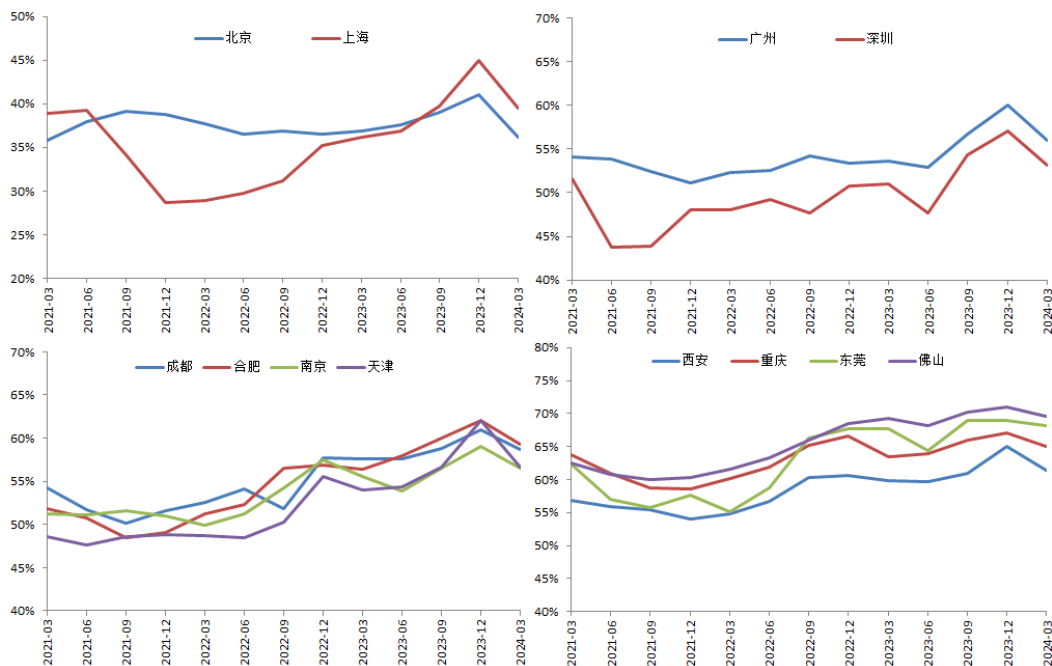


图 11 一线和部分二线城市新增二手住房贷款价值比 (LTV)

资料来源：贝壳研究院。

注：自 2023 年第四季度起，样本城市 LTV 数值的计算过程中剔除全款购房交易数据。

三、房企融资形势

(一) 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 年第一季度末房地产开发贷款余额为 13.76 万亿元，同比增长 1.7%，其中，第一季度增加 6090 亿元。房地产开发贷款余额占全部信贷余额的比例为 5.6%（见图 12）。

总体来看，随着房企融资政策环境的进一步改善、“保交楼”专项借款的有序投放、部分存量房地产开发贷款获准展期和房地产融资协调机制的推进落实，房地产开发贷款余额的同比增速连续 7 个季度保持正增长，为房企提供了稳定的信贷资金支持。

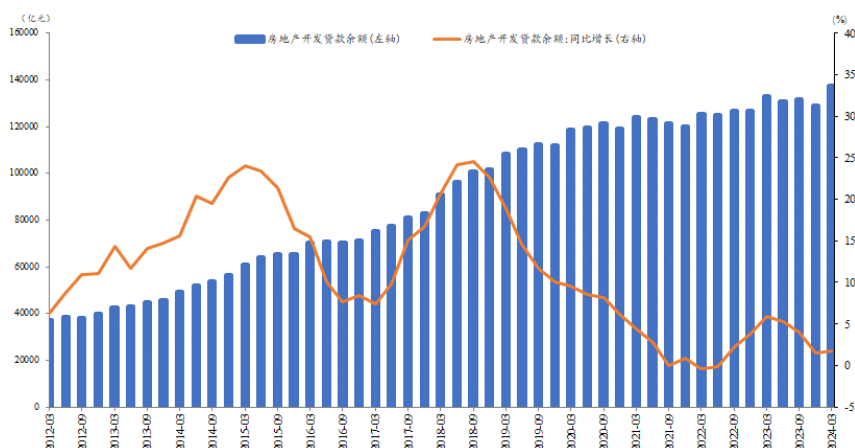


图 12 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）房企境内外信用债发行规模均同比大幅下降

2024 年第一季度，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行规模为 1171.89 亿元，同比下降 16.04%；平均票面利率为 3.11%，为 2014 年以来最低值（见图 13 左图）。从存量情况来看，2024 年第一季度末房企境内债券待还余额为 1.91 万亿元，较 2023 年末减少 2.62%；其中，新增 2024 年内到期的境内债规模为 2386 亿元。

2024 年第一季度，房企境外债发行规模为 37.54 亿美元（约为人民币 266 亿元），同比下降 34.12%；平均票面利率为 1.82%（见图 14 右图）。其中，中梁控股和中国奥园因债务重组分别发行了 14.19 亿美元、22.43 亿美元的低息债、永续债或可转债，利率为 0%~5.5%，用于置换存量境外债。从存量情况来看，2024 年第一季度末房企境外债存量余额为 1602 亿美元（约为人民币 1.14 万亿元）。

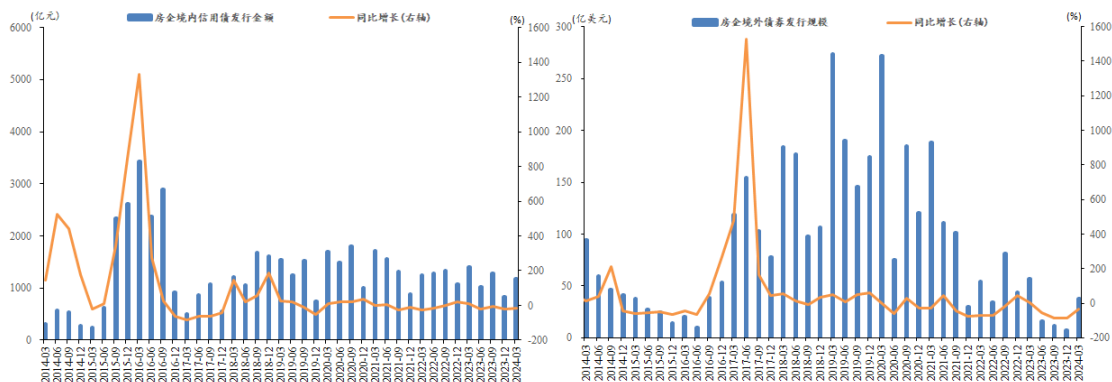


图 14 房企境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

四、房地产市场重要政策分析

（一）住房限购政策正在逐步退出

2021年下半年以来，以恒大为代表的多家大型房企出现债务违约，房地产市场进入深度调整期。住房市场需求端表现为投资、投机性的需求基本消失，刚需群体观望情绪浓厚，改善性需求因置换链条不畅而难以充分释放；供给端表现为现房、存量二手住房供给大幅上升。住房市场的供求关系表现为供过于求，住房市场价格持续下行（自2022年第一季度以来70城住房价格同比增速持续为负）。为适应住房市场供求关系发生重大变化的新形势，增加住房市场需求，适时优化或取消住房限购政策成为各城市的共同选择。

2022年3月，郑州等城市优化调整房地产行政性限制政策，放松住房限购要求；2022年12月，佛山、东莞取消了住房限购政策。在此之后，更多的城市开始优化或取消住房限购政策，调整住房限购政策的城市范围逐渐扩大到核心二线城市和一线城市。截至2024年4月30日，佛山、东莞、扬州、嘉兴、南京、大连、兰州、济南、青岛、福州、郑州、沈阳、合肥、武汉、无锡、宁波、太原、昆明、厦门、苏州、中山、长沙、成都等20多个大中城市已在全市范围内取消住房限购政策；北京取消通州区额外的住房限购要求、取消离婚家庭住房限购政策、放宽五环外购房套数限制；上海放松对非户籍单身人士在外环以外区域（崇明区除外）购房的限购要求；广州取消对120平方米以上住房的限购要求；深圳取消购房对落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求；西安取消二环外住房限购政策；杭州取消非主城区和全市二手房限购要求；天津取消非主城区、京津冀区域户籍或就业人员住房限购要求、取消户籍人员主城区120平方米以上新建商品住房限购要求。

总体来看，国内大中城市的住房限购政策正在逐步退出。住房限购政策的优化或取消，有助于进一步释放住房消费需求潜力，进而改善房地产市场需求偏弱、房价持续下行的市场形势。

（二）城市房地产融资协调机制正在加速推进落实

为贯彻落实中央金融工作会议、中央经济工作会议“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进金融与房地产良性循环”的部署，住建部和金

融监管总局于2024年1月5日发布了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》(建房〔2024〕2号),通过精准支持和满足房地产项目的合理融资需求,进而促进房地产市场平稳健康发展。为加快推动城市房地产融资协调机制落地见效,2024年1月26日,住建部召开城市房地产融资协调机制部署会,要求各地以项目为对象,抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单,协调本行政区域内金融机构发放贷款,精准有效支持合理融资需求。

在此之后,各城市快速推进房地产融资协调机制的落实。截至2024年第一季度末,商业银行对协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查;其中,审批同意项目数量超过2100个,总金额超过5200亿元。

建立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,有效满足仍具有偿债能力房地产项目的融资需求。在该机制框架下,以房企项目为载体,金融机构根据项目的资质、信用、财务、抵押物情况评估其贷款资格,与房企所有制情况、是否债务违约均无关。例如,金科股份是已债务违约的民营房企,根据其2023年年报披露的信息,截至2024年4月30日(报告披露日),该房企在全国14个省(自治区、直辖市)的83个房地产项目入围“白名单”;其中,6个项目已取得信贷放款资金,合计2.52亿元。城市房地产融资协调机制的加速推进落实在一定程度上缓解了房企项目层面的资金压力,这有利于支持房企项目公司完成保交楼工作,对促进房地产行业平稳健康发展具有积极意义。

(三) 多城推出住房“以旧换新”政策

2023年以来,存量住房市场二手房挂牌量大幅上升,出售难成为二手房卖方普遍面临的问题。部分改善性住房需求家庭(尤其是需要通过“卖一买一”来实现住房条件改善的家庭),其住房置换链条卡在卖旧房环节。为充分释放住房市场的改善性需求,更好地支持居民住房梯度消费,目前淄博、青岛、郑州、扬州、南京、上海等50多个城市推出了住房“以旧换新”政策。各城的住房“以旧换新”政策主要包括以下四种模式。

模式一:由政府或行业协会组织房企、中介机构,通过提供“帮售购新”服务,以市场化交易的方式开展住房“以旧换新”活动。房企、中介机构、置换需求购房者签订三方协议,购房者委托中介机构挂牌出售旧房,并由中介机构优先

推售；同时，购房者与房企签订购房意向合同，缴纳新房意向订金锁定新房。在三方约定的时间内（一般为1~3个月），如果旧房成功出售，购房者需按约定完成新房购买手续；如果旧房未能成功出售，房企需按约定无条件退还新房意向金。该模式为纯市场化模式，被各城市广泛采用。以上海为例，上海市房地产行业协会、上海市房地产经纪行业协会联合发起商品住房“以旧换新”活动，20余家房企、近10家中介机构参加。计划出售二手住房并购买新房的购房者首先与房企达成购买新房的意向，再由中介机构优先推动其旧房交易，旧房成功出售后按约定完成新房交易；房企承诺，在一定期限内，旧房未成功出售的，购房居民可以无条件“退房退款”；中介机构承诺，对购房居民的旧房“全城推、优先卖”。

模式二：通过政府部门、国有企业或房企直接收购旧房，开展住房“以旧换新”活动。政府部门、国企或房企基于市场评估价，直接收购具有置换需求购房者的符合条件的二手房，售房款用于购买特定或非特定项目的新建商品住房。政府部门、国企收购的旧房可以用于人才房、保障房、拆迁安置房，增加保障性住房供给；房企收购的旧房可以通过出售、出租等方式处置。以郑州为例，郑州城市发展集团有限公司（以下简称“城发集团”）作为政府指定的收购主体来收购二手住房，促成群众通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房。首先，城发集团根据主城区保障性租赁住房需求和缺口，在满足职住平衡前提下，制定收购计划、收购房源条件等；其次，符合条件的换房群众通过信息平台登记待售二手住房信息，同时选定意向购买的新建商品住房，与房企签订《商品房购买意向书》；然后，城发集团基于专业房地产评估机构对待收购二手住房的评估价格与换房群众进行洽谈，洽谈成功后签订《收购意向协议》，城发集团向金融机构申请贷款用于支付二手房购房款；最后，城发集团与换房群众签订《二手房收购协议》，换房群众与房企签订《商品房买卖合同》，城发集团向金融机构申请的贷款直接转入房企监管账户，购房者通过补足差价购买新建商品住房，并办理房产交易过户、不动产登记、住房交接手续等。城发集团已在金水区、郑东新区等区域进行试点，完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”500套，并将逐步在主城区全面实施，全年计划完成5000套，且收购的旧房主要用于保障性租赁住房。

模式三：政府部门通过给予税费优惠或购房补贴，支持改善性住房需求群体通过住房“以旧换新”改善居住条件。例如，扬州通过给予契税补贴支持住房“以

旧换新”，对于置换需求购房者，在 2024 年 1 月 1 日以后，政策有效期内，在市区出售自有住房并在 1 年内购买新建商品住宅的，或在市区购买新建商品住宅并在 1 年内出售自有住房的，给予新购商品住宅契税补贴（补贴比例不超过 1.5%）；沈阳通过给予购房补贴支持住房“以旧换新”，对于 2023 年 12 月 22 日~2024 年 3 月 31 日期间，在沈阳市范围内，出售自有住房并购买一套新建商品住房的购房者，由市财政给予购买新建商品住房 100 元/平方米补贴，卖旧房买新房时间不分先后（活动时限已延长至 2024 年 12 月 31 日）。

模式四：通过“旧转保”的方式，支持住房“以旧换新”。肇庆市于 2024 年 4 月推出住房“旧转保”模式，即有改善住房需求的市民群体，将本人或直系亲属持有的可用于出租的商品住房，自愿申请纳入保障性住房房源，经属地住房保障部门审核后，符合条件的，由属地政府委托的机构参考市场价格一次性支付一定年限的租金进行统租。统租后的房屋用于本辖区保障性租赁住房或公租房运营。申请人的全部租金收益用于新购肇庆市行政区域范围内的新建商品住房。

总体来看，四种模式的住房“以旧换新”政策均有助于畅通二手房、新房置换链条，释放改善性住房需求，推动二手房、新建商品住房的库存去化。比较而言，模式一、模式三和模式四仍然面临较多问题，可能政策效果不及预期：模式一是纯市场化的方式，在当前的住房市场环境下，旧房在约定期限内不能顺利出售的可能性仍较高；模式三中的税费优惠和购房补贴只能起到降成本的作用，并不能解决存量房市场旧房难以出售问题，对畅通二手房、新房置换链条的作用有限；就模式四而言，因我国住房市场租金资本化率较低，住房年租金收益率仅有 2% 左右，“旧转保”模式下即使一次性支付《民法典》规定的最高租赁 20 年的租金，也仅够支付购买新建住房的首付款，政策效果可能会不及预期。经过对比，模式二由于地方政府对收购托底，可以有效拉动改善性需求，有助于实现去库存和保交楼目标；同时，地方政府收购的旧房经改造后用于保障性住房的出租，解决了新市民买不起的难题，实现了住有所居。这一政策有利于实现房地产市场的多个目标，不过鉴于当前地方政府财力较为困难，中央政府可采取直接补贴或政策性金融专项贷款的方式给予支持。

（四）住房公积金新政密集出台

当前，住房市场的供求关系表现为供过于求，住房市场价格持续下行。为促

进住房需求的释放，全国各地密集出台住房公积金新政。

住房公积金新政的主要内容涉及以下八个方面：第一，调整房屋套数认定标准。例如，太原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。第二，降低住房公积金贷款最低首付比例。例如，海南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%。第三，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、将首套及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、上浮高品质住宅与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。第四，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-房龄，钢混：57-房龄），调整为低于剩余土地使用年限减三年（67-房龄），贷款年限最高为 30 年。第五，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。第六，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。第七，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”。第八，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）。

各地住房公积金新政总结起来有三个特点：第一，支持力度加大，包括住房公积金贷款额度、可贷年限等都有较大改进；第二，惠民生，除了异地存取方便、提高提取频次等细节，还有一点特别值得一提，就是成都支持灵活就业人员参加住房公积金制度，用时还有缴存补贴，目前也有越来越多的城市积极推行该政策；

第三，针对住房金融与绿色金融、养老金融的结合进行了有益探索，支持购买绿色住宅和适老改造提取公积金。房地产新模式的核心是建立“人、房、地、钱”要素联动的供需匹配新机制。各地的住房公积金新政就是从钱的角度，以低成本资金支持刚需群体和改善性群体的实现住有所居。这在宏观上，有利于房地产向新模式转型，实现整个市场的平稳健康发展；在微观上，有利于老百姓实现更好居住的愿望。

五、房地产市场主要风险情况分析

（一）个别商业银行房地产行业贷款不良率大幅提升

贷款不良率是衡量商业银行贷款质量和风险的重要指标。从 24 家样本商业银行的个人住房贷款不良率数据来看，2023 年 24 家样本商业银行个人住房贷款不良率为 0.10%~40.39%，均值为 5.32%、中位数值为 4.57%，不同银行间差异较大；但是远高于同期商业银行平均 1.59%的不良贷款率（见表 1）。

从近年来 24 家样本商业银行房地产行业贷款不良率和不良余额的变化来看，不良贷款率中位数值从 2019 年的 0.89%，快速上升至 2023 年末的 4.57%，上升了 3.68 个百分点；不良贷款余额也从 2019 年的 531.05 亿元，快速增加至 2023 年末的 3049.79 亿元，增长了 474%。

在新建商品住房市场持续下行的市场环境下，我们需要警惕因住房销售大幅下行、房企大规模债务违约导致部分商业银行房地产行业贷款不良率、不良余额大幅上升的风险。例如，近年来，贵州银行的房地产行业贷款不良率增长异常迅速。2019 年至 2023 年，其房地产贷款不良率分别为 3.43%、0.10%、0.83%、20.21%、40.39%，不良贷款余额也从 2.73 亿元增长至 30.46 亿元。贵州银行房地产贷款不良率在 2023 年大幅上升的原因是，在报告期内，其将个别房地产开发企业贷款全部纳入不良管理。目前，房企已出现大规模的债务违约（仅从上市房企来看，已有超过 1/3 的上市房企发生债务违约），且可能会发生部分违约房企的贷款在展期后仍不能偿还的情况，这些房地产行业贷款最终还会被纳入不良管理。因此，在房地产市场出清前，商业银行房地产行业贷款不良率、不良余额持续上升的趋势可能并不会放缓。

表 1 部分样本商业银行房地产行业贷款不良率及不良余额情况

银行简称	金融机构类型	房地产行业不良贷款率(%)					房地产行业不良贷款余额(亿元)				
		2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
工商银行	大型商业银行	1.71	2.32	4.79	6.14	5.37	109.36	162.38	338.20	445.31	409.57
农业银行	大型商业银行	1.45	1.81	3.39	5.48	5.42	100.38	142.09	281.72	460.39	466.15
中国银行	大型商业银行	1.65	4.68	5.05	7.23	5.51	29.36	299.52	346.94	559.66	481.72
建设银行	大型商业银行	0.94	1.31	1.85	4.36	5.64	52.74	90.11	135.36	336.05	481.58
交通银行	大型商业银行	0.33	1.35	1.25	2.80	4.99	8.77	47.11	52.60	145.60	244.03
邮储银行	大型商业银行	0.08	0.09	0.02	1.45	2.45	0.12	0.17	0.22	30.59	61.91
平安银行	股份制商业银行	1.18	0.21	0.22	1.43	0.86	26.98	5.71	6.36	40.54	21.96
浦发银行	股份制商业银行	2.63	2.07	2.75	3.06	4.11	87.90	71.72	91.03	98.54	142.10
华夏银行	股份制商业银行	0.07	0.01	0.66	2.82	4.21	0.96	0.14	8.35	29.56	40.71
民生银行	股份制商业银行	0.28	0.69	2.66	4.28	4.92	13.25	30.40	95.74	155.45	170.38
招商银行	股份制商业银行	0.44	0.30	1.41	4.08	5.26	16.36	11.90	56.55	153.48	171.83
兴业银行	股份制商业银行	0.84	0.92	1.08	1.30	0.84	21.16	29.21	36.38	46.28	36.75
光大银行	股份制商业银行	2.25	3.91	5.89	3.89	5.33	9.51	16.29	24.36	69.52	88.33
浙商银行	股份制商业银行	0.29	0.09	0.62	1.66	2.48	4.28	1.46	10.52	27.70	44.08
中信银行	股份制商业银行	1.19	3.35	3.63	3.08	2.59	34.26	96.33	103.31	85.42	67.29
宁波银行	城市商业银行	1.02	1.37	0.93	0.41	0.10	2.88	5.02	3.41	3.47	1.19
郑州银行	城市商业银行	0.15	1.25	3.47	4.06	6.48	0.40	3.82	11.94	13.35	18.91
杭州银行	城市商业银行	0.27	2.79	3.78	3.45	6.36	0.92	12.79	14.37	13.65	23.39
上海银行	城市商业银行	0.10	2.39	3.05	2.56	2.11	1.54	37.47	47.64	33.16	26.00
齐鲁银行	城市商业银行	0.23	0.31	1.45	2.51	1.37	0.28	0.28	1.37	1.68	0.61
成都银行	城市商业银行	0.02	0.01	1.18	2.40	3.04	0.04	0.04	2.87	7.64	11.74
重庆银行	城市商业银行	1.79	3.88	4.71	5.88	6.48	2.46	5.65	5.43	5.97	6.20
贵州银行	城市商业银行	3.43	0.10	0.83	20.21	40.39	2.73	0.10	0.74	20.62	30.46
青农商行	农村商业银行	1.64	2.34	3.44	6.10	1.36	4.41	8.15	10.40	15.19	2.91
24家样本银行房地产行业不良贷款合计(亿元)							531.05	1077.85	1685.80	2798.82	3049.79

资料来源：样本商业银行年度财务报告，Wind。

(二) 经营贷违规置换个人住房贷款产生的风险可能会逐渐暴露

经营贷是指银行业金融机构发放的用于解决借款人(包括个体工商户、小微企业主、农户等)生产经营过程中正常资金需求的贷款,贷款用途限于生产经营活动。经营贷具有还款方式灵活、担保方式多样、贷款额度高、利率低、放款快等特点。

为缓解疫情期间个体工商户等中小微企业的生存压力,2020年5月,人民银行等多部门联合印发了《中国人民银行 银保监会 发展改革委 工业和信息化部 财政部 市场监管总局 证监会 外汇局关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》(银发〔2020〕120号),鼓励金融机构加大对中小微企业的信贷支持力度,降低对中小微企业的融资成本。在政策支持下,住户经营贷款的余额从2020年第一季度末的11.8万亿元快速增长至2024年第一季度末的23.5万亿元,四年间增长98.1%;年复合增长率为18.6%(期间月度同比增速峰值高达24.6%),比企(事)业单位贷款12.4%的年复合增长率高出6.2个百分点(见图15)。而且经营贷的利率最低可至3%左右,与个人住房贷款之间的利差最高时超过200个基点。

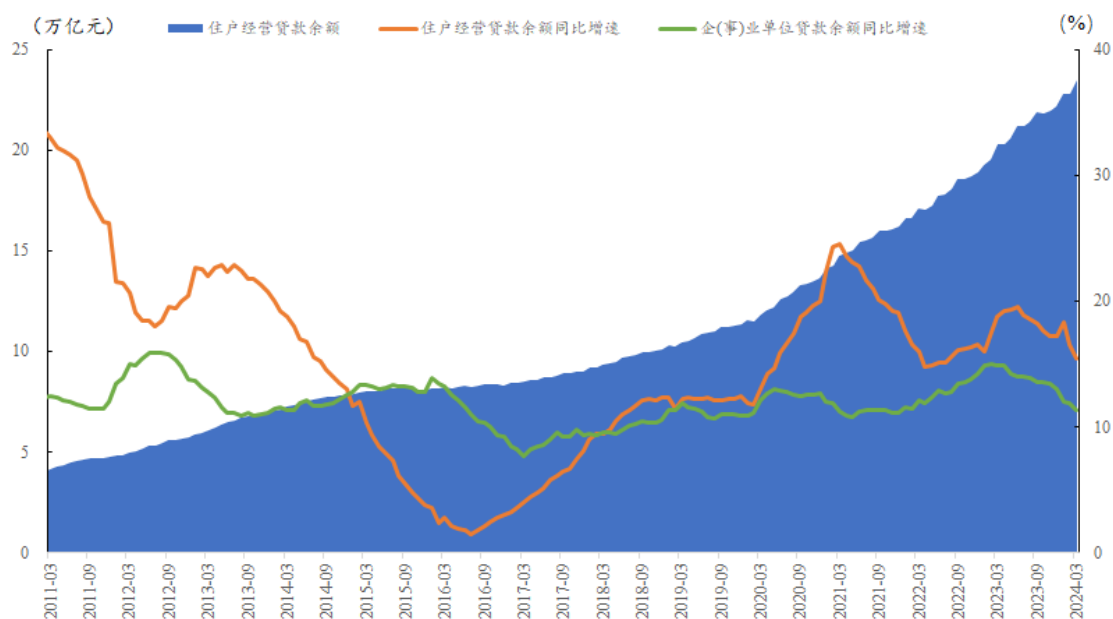


图 15 住户经营贷款余额及同比增速情况

资料来源：Wind。

因为经营贷和个人住房贷款之间存在较大利差，部分个人住房贷款借款人为降低购房借贷资金成本和月度还款压力，通过中介机构违规操作申请经营贷用于置换个人住房贷款。经营贷违规置换个人住房贷款的一般操作流程如下：首先，借款人利用中介的过桥资金偿还款项，解除住房产权抵押；然后，以住房作为抵押向商业银行申请经营贷；最后，贷款发放后再通过第三方转出，用于偿还款项。表面上来看，使用经营贷置换个人住房贷款可以降低利息支出，且可以通过先息后本、到期续贷的方式大幅降低月度还款金额。但在实际操作中，经营贷置换个人住房贷款的过程存在较高成本和诸多隐藏风险。

从成本方面来看，借款人需要支付中介机构中介费、过桥资金利息、借壳主体维护费等，成本会占到借款金额的 1%~2%。在经营贷和个人住房贷款之间的利差较大时，经营贷置换个人住房贷款仅从成本方面考虑，可能是划算的；但是随着存量房贷利率的下调，经营贷和个人住房贷款之间的利差大幅缩小，经营贷置换个人住房贷款的综合资金成本可能会高于正常个人住房贷款的利息。

从风险方面来看，第一，商业银行与借款人签订的贷款合同会明确约定经营贷须用于生产经营活动，若被查出违规流入房地产市场，借款人将承担违约责任，银行会提前收回贷款，借款人需要提前偿还所借经营贷。这可能会影响借款人征信，情节严重还可能会因为涉嫌骗贷被依法追究刑事责任。第二，虽然经营贷的

授信期可以超过 10 年，但贷款期限一般只有 3~5 年，远低于个人住房贷款的贷款期限。这意味着每 3~5 年左右，经营贷借款人就需要向银行申请续贷。续贷时，一方面大多数银行要求先一次性偿还完本金；另一方面银行也会对经营贷的合规性进行重新审核，对抵押物价值进行重新评估。一次性偿还完本金尚可通过借入过桥资金解决，但是如果经营贷续贷审核不通过，或因房价下降，抵押物住房的评估值下降，续贷借款额度下调，可能会导致借款人现金流断裂。

经营贷实质上是一种“气球贷”，前期短贷低供，后期还款金额巨大，对借款人的还款能力要求极高。目前，最早一批使用经营贷违规置换个人住房贷款的借款人，已逐渐面临续贷的问题。在房价持续下行，经营贷合规性审查愈发严格的当下，经营贷续贷很有可能会出现停贷、减贷的问题，进而导致借款人现金流断裂，经营贷违规置换个人住房贷款产生的风险可能会逐渐暴露。我们进行了粗略估算：近三年来房产价格下跌、流动性下降，假设有 15%~25% 的房价降幅，则 2024 年大约存在 500~1000 亿元的续贷资金缺口。

（三）房企境内债券违约形势有所放缓

从房企公开市场债务违约情况来看，2024 年第一季度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 24 只，同比下降 51.0%，占债券市场违约数量的 80%；违约规模（违约日债券余额）为 279.4 亿元，同比下降 58.3%，占境内债券市场违约规模的 90.1%。涉及当代节能置业、广州天建地产、中南建设、俊发、绿地、荣盛、宝龙、三盛宏业、世茂、新力地产、旭辉、阳光城、远洋控股共计 13 家发行主体。其中，仅广州天建地产为新增违约主体，其余房企均为 2024 年以前已违约主体。

2024 年第一季度，房企境外债出现实质违约、展期的数量为 10 只，占中资海外债违约数量的 100%，同比增长 400.0%；违约规模（违约日债券余额）为 28.6 亿美元，同比增长 301.1%。涉及禹州、旭辉、景瑞控股、金辉控股、佳源国际、华南城、合景泰富共计 7 家发行主体。其中，金辉控股、华南城为新增违约主体，其余房企均为 2024 年以前已违约主体。

总体来看，房企境内债券违约形势有所放缓，但是境外债违约形势在加剧。这可能是因为在目前形势下，保境外债不违约也很难帮助房企通过境外债取得新增融资，所以部分房企更愿意将可用资金用于保交楼，已违约债务或即将违约债

务寄希望于能通过展期、置换、债务重组等方式来统筹处置。

六、房地产市场及房地产金融运行形势判断

从房地产市场运行形势来看，2024 年第一季度房地产市场的表现较弱，房价普遍下跌，住房销售下降，住房投资规模下行，行业景气程度达到历史低点，住房库存创 2017 年以来新高。但是，我们相信，随着住房限购政策的逐步退出，住房“以旧换新”政策、房地产融资协调机制、住房公积金新政的落实，消化存量房产和优化增量住房政策措施的推出，房地产市场的供需两端均会有所改善。

从房地产金融运行形势来看，2024 年第一季度个人住房融资和房企融资具有明显改善之处。个人住房贷款利率进一步下调，个人住房贷款余额环比止跌，房地产融资协调机制下房地产开发贷款规模继续保持正增长，房企境内债违约形势有所放缓。我们认为，个人住房融资有望进一步改善，以更好地支持刚性、改善性住房需求的释放；房企信贷融资也会随着获批“白名单”项目贷款的发放进一步增加，但是房企债券融资可能还会进一步下降。

从风险方面来看，有以下几点风险点需要持续关注：第一，商业银行房地产行业贷款不良率、不良余额的持续上升；第二，经营贷违规置换个人住房贷款风险的逐渐暴露；第三，出险房企违约债务的妥善处置。

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。