



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

【2019年年度】

NIFD 季报

主编：李扬

房地产金融

蔡真

崔玉 黄志强

2020年2月

《NIFD 季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，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，始于 2016 年 9 月底的本轮调控，政策效果已经显现，房地产市场的拐点已经到来。具体表现在：2019 年一线城市房价基本稳定，二线城市房价高温消退，三线城市房价涨幅收窄，房价指数环比下跌城市数量增多，住房销售涨幅放缓，土地溢价率持续下降，土地流拍数量激增等多个方面。

从房地产金融形势来看，房地产金融风险仍是监管重点。2019 年二季度以来房企融资政策进一步收紧，个人住房抵押贷款余额尽管仍处于高位，但增速持续放缓；随着 LPR 定价机制的实施和 LPR 缓慢下行趋势的延续，未来 1-2 年个人住房抵押贷款利率还会继续下降；从新增贷款价值比的估算情况来看，个人住房抵押贷款整体风险较小。房企融资方面，二季度以来房地产企业开发贷、信托、信用债等融资渠道再次全面收紧，融资成本也呈上升趋势。

展望 2020 年，受新冠肺炎疫情影响，短期看房价涨幅整体回落，甚至部分城市会出现同比回落情形。2020 年二季度之后市场是否转暖很大程度上取决于政策，我们认为“住房不炒”是一项长期政策，防止过快上涨的基调不会转变；但房价快速下跌亦会产生金融风险和经济冲击，我们建议在非常时期将“因城施策”顶在前面，采取对冲甚

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

● 黄志强

国家金融与发展实验室
房地产金融研究中心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

至小幅超调的政策应对地方政府财政压力。

分城市层级看，湖北省大部分城市房价面临下行压力，一方面，因疫情导致的个人债务问题会传导至房地产市场；另一方面，疫情反映出的治理问题会导致外部需求下降。然而，湖北理想的地理位置、发达的基础设施、合理的产业结构等优越条件不改变其长期上涨的趋势。总体上，一线城市方面，房价可能在下半年重新企稳甚至略有上升，此次疫情使人们意识到，房价构成中不仅包括建筑成本、地理位置、周边环境等要素，也包括了城市治理的软要素，一线城市（尤其是上海）在这一点上无疑是优越的。租金方面甚至会先于房价上涨，因为长租公寓在疫情中成本费用需要覆盖。二线城市房价将继续分化，那些在疫情中响应快速、措施有力的东部城市将上涨，其逻辑与一线城市一致。三四线城市预计上涨乏力，尽管地方政府有较强动力托市，但需求恐难以保持。

金融机构对于房地产企业正常、合规的资金需求将会给予较为充分的满足，但房地产企业融资收紧的局面不会有根本的改变。金融机构对房地产企业的信贷支持力度会产生更大分化，优质的国有房企或资产负债率较低的上市房地产企业资金面甚至会略有改善，部分高杠杆经营的民营大型房企和中小房企融资仍较为困难，行业集中度可能会进一步提升。

风险提示方面，2020 年房地产市场有以下风险点值得关注：第一，三四线城市的房价泡沫积聚以及库存进入新一轮上升周期；第二，中小房企债务风险以及带来的破产数量快速上升问题；第三，三四线城市的房价问题所导致的地方政府偿债的压力；第四，湖北部分疫情严重城市的住房金融风险以及房企破产风险。

目 录

一、房地产市场运行	1
(一) 价格情况分析	1
(二) 数量走势分析	5
二、个人住房金融形势	7
(一) 个人购房贷款总量情况	7
(二) 个人抵押贷款利率走势	8
(三) 个人抵押贷款风险评估	10
三、房企融资形势	11
(一) 房企贷款融资情况	11
(二) 房企信托融资情况	12
(三) 房企债券融资情况	13
四、小结与展望	14
附件：相关指标说明	17

一、房地产市场运行

2019 年，中央层面关于房地产市场的政策定位依然是要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的定位”，并新提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。部委层面，防范资金违规进入房地产市场成为央行和银保监会监管重点；地方政府层面，热点城市的限购、限贷、限售等行政性调控手段仍在持续。

（一）价格情况分析

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，2019 年新建商品住宅销售价格和二手住宅销售价格月度环比涨幅明显回落，累计上涨 6.81%和 3.65%(图 1 左上图)。其中，新建商品住宅价格同比上涨超过 10%的城市有 17 个，同比下降的城市有 2 个；二手住宅价格同比上涨超过 10%的城市有 6 个，同比下降的城市有 16 个。

分城市层级看，一线城市延续了去年的调控效果，2019 年新建商品住宅和二手住宅价格基本稳定，累计涨幅分别为 3.85%和 1.68%（图 1 右上图）；二线城市 2019 年新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅从 5 月份开始持续回落，累计涨幅分别为 7.34%和 2.78%（图 1 左下图）；三线城市 2019 年新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅从 4 月份开始持续回落，累计涨幅分别为 5.89%和 4.22%（图 1 右下图）。

从 12 月的房价指数来看，70 城中有 16 个城市新建住房价格和 26 个城市二手住宅价格出现环比下跌，房地产市场拐点已经到来。

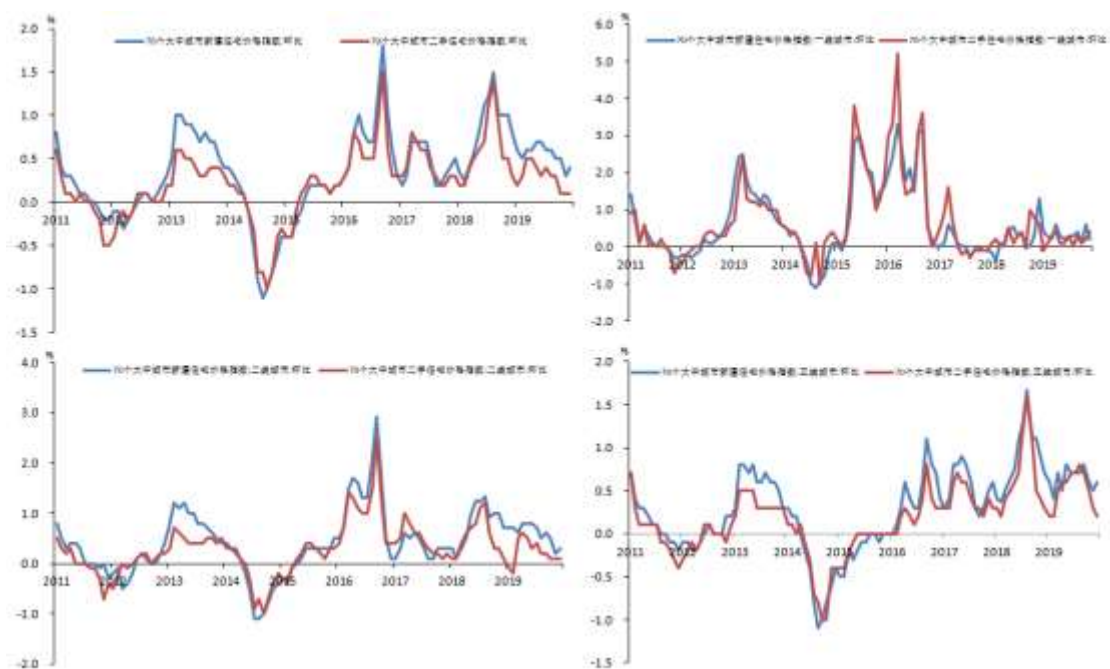


图 1 70 个大中城市房价走势（环比）

资料来源：国家统计局，Wind。

如果说住房购买既可能包括消费需求又可能包括投资投机性需求，那么住房租赁则直观地反映了消费需求，因而从租赁价格的变化可以窥见整个市场的动向。中原地产统计了四个一线城市和两个二线城市的租金数据，整体来看，2019 年各城市租金价格（除成都外）基本保持稳定或略有下降。北京住房租金水平延续了去年下半年的下跌趋势，2019 年租金水平累计下降 4.50%；深圳 2019 年租金水平累计下降 0.86%；上海 2019 年租金水平累计下降 0.17%；广州 2019 年租金累计上涨 0.24%；成都住房租金从 2015 年开始一直呈上升趋势（去除季节性波动），2019 年租金水平累计上涨 6.79%；天津 2019 年租金水平累计下降 3.95%。

总体来看，2019 年一线城市租金水平稳中有降，即使在 6、7 月份高校毕业生住房租赁需求集中释放时期，一线城市也未表现出明显的季节性上涨。从租金视角来看，一线城市对人才的吸引力似乎表现出下降的趋势。成都和天津代表了二线城市中两个典型的发展态势：成都受益于国家区域中心城市的定位，周边缺

乏强有力的竞争城市以及一系列吸引人才的政策，租金从 2015 年开始就一直呈上升趋势，表明对人才的吸引力持续上升；天津受吸引力更强的北京影响，在新一轮城市化背景下竞争力下降明显，租金水平较 2016 年出现较大下降。



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。

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=每平方米住宅价格/每平方米住宅一年租金，其含义是一套住宅完全靠租金收回成本要经过多少年，也可衡量房地产泡沫的严重程度。这一概念与租售比类似，但更加直观；国际上通常认为合理的租售比为 1：300，换算成租金资本化率为 25 年。图 3 反映了各线城市的租金资本化率情况，从一二三线城市租金资本化率的走势可以清晰地看出本轮房价泡沫的发酵过程：深圳于 2015 年下半年开始房价泡沫急剧膨胀，北京、上海紧随其后，上涨起始点为 2016 年 3 月，广州于 2016 年 9 月开始上涨；二线城市从 2016 年 3 月开始房价泡沫快速上涨；三线城市的上涨起点则始于 2016 年底。

2019 年，四座一线城市的租金资本化率呈稳中略升态势，平均租金资本化率为 61.14 年，主要原因是租金的绝对价格有所下降，带来租金资本化率的上升（图 3 上图）。如果租金持续下降，未来一线城市房价出现下跌的概率极大。同期，二线城市的租金资本化率开始企稳，2019 年 12 月二线热点城市租金资本化率为 53.80 年，二线非热点城市租金资本化率为 48.57 年（图 3

左下图)。三线城市方面，租金资本化率一直保持在 30 年左右的水平，自去库存政策以来三线城市的这一指标出现上涨，从 2016 年 10 月的 30.31 年上涨至 2019 年 12 月的 35.80 年，总体上涨了 18.11%（图 3 右下图）。



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。

这表明三线城市已经有了房价泡沫积聚的苗头，我们应该警惕三线城市房地产价格泡沫风险的不断积聚。三线城市房价涨幅超过租金涨幅主要是由棚改货币化安置导致的。通过棚改短期内释放大量居民刚性住房需求，通过货币化安置大幅提高居民的住房购买能力，直接推动棚改主要地区的三线城市房价上涨。房价的上涨导致三线城市住房市场投机投资性需求大幅增加，进一步推动房价的上涨和租金资本化率的不断上升。但从城市化规律看，

三线城市的工业化成熟度、服务业集中度都远不如一、二线城市，且大多数三线城市更是人口净流出地区。在目前各省棚改规模下降、货币化安置政策逐步退出的背景下，这些地区的房价未来很可能发生大幅下跌。这将不仅对三线城市稳增长带来负面影响，更可能引发地方政府债务和财政危机。

（二）数量走势分析

从商品住宅销售数据来看，持续的房地产市场调控政策效果逐渐显现。2019 年全国商品住宅销售面积为 15.01 亿平方米，同比增长 1.5%，增速较上一年明显放缓；2019 年商品住宅竣工面积为 6.01 亿平方米，同比增长 3.0%（图 4 左图）。2019 年，全国商品住宅销售额为 13.94 万亿元人民币，同比上涨 10.3%（图 4 右图）。这意味着在持续的房地产调控政策下，我国商品住宅平均销售价格仍在上涨。但从同比增幅来看，已经处于历史较低区间，房地产的黄金时代早已结束，白银时代也逐渐远去。



图 4 商品住宅销售、竣工及同比情况

资料来源：根据 Wind 数据计算。

从市场传导逻辑来看，土地市场的交易数据可以反映房地产开发企业对市场的预期。2019 年，百城住宅类土地供应面积为 2.73 亿平方米，同比增加 3.72%，增幅大幅放缓；成交面积为 2.73 亿平方米，同比增加 7.97%，增速与上一年基本持平；成交金额为 3.37 万亿元，同比增长 25.59%，成交土地楼面均价同比上涨

16.33%（图 5 左图）。但从二季度房企融资政策再次全面收紧之后，5 月份以来土地流拍数量激增，土地成交溢价率出现持续下滑，成交土地楼面均价也从 7 月份开始显著下降（图 5 右图）。这表明二季度之后开发商对房地产市场的预期发生明显变化，拿地更趋理性，部分资产负债率较高的民营房地产企业甚至已经暂缓拿地，调控政策成效较为显著。总体来看，2019 年百城住宅类土地供应节奏整体放缓，成交面积增速与上一年基本持平，成交金额和土地楼面均价出现一定程度上涨，部分城市地方政府通过减少住宅类土地供应面积来稳住地价和房价的意图明显。

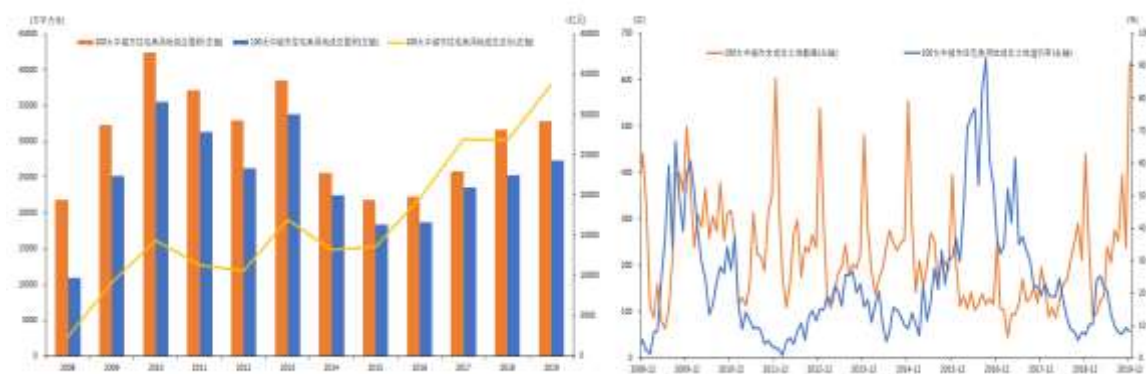


图 5 100 大中城市土地交易情况

资料来源：Wind。

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 2015 年 4 月的最高点 22.3 个月，下降到 2019 年 12 月底的 14.0 个月。其中，12 月底一线城市平均去化周期为 9.0 个月；二线城市平均去化周期为 8.6 个月；三线城市平均去化周期为 24.2 个月。总体来看，得益于中央的去库存战略、部分地区人才政策以及各地的棚户区改造计划，目前一、二、三线城市的库存相对于 2015 年 4 月高达 9.8 个月、17.3 个月和 39.7 个月的库存去化周期已经明显降低，二、三线城市的住宅库存问题已经得到显著改善（图 6）。数据显示，2019 年一、二线城市住宅去化周期仍处于合理区间，三线城市住宅库去化周期却从 2018 年底的 17.8 个月上升至 2019 年末的 24.2 个月，去库存压

力增大，需要警惕三线城市住宅库存进入新一轮上升周期。虽然三季度以来部分房地产企业加大了三线城市库存住宅降价促销力度，并明确表示将撤离三四线城市住房市场，使库存去化周期较一、二季度有所改善。但在房地产企业融资渠道全面收紧的政策背景下，库存积压的上升将会给布局于三线城市中小房企带来较大的资金链压力，部分资金周转能力较弱的房企可能会出现较大的债务风险。

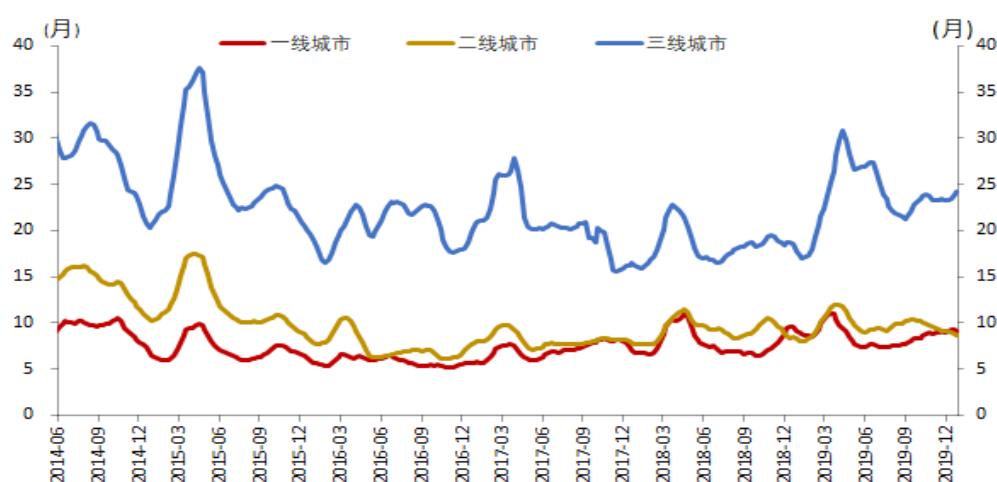


图 6 各城市房地产库存去化情况 (3 周移动平均)

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。

二、个人住房金融形势

(一) 个人购房贷款总量情况

房价的上升和泡沫的形成离不开信贷的推动，个人购房贷款的增速与房价的上涨经常表现出互为因果的关系。2015 年下半年，房价开始快速上涨，与此同时个人购房贷款余额大幅上升。针对挤泡沫的方法亦是从去杠杆开始的，自 2017 年二季度起，个人购房贷款余额同比增速呈下降趋势，这产生了较好的调控效果。2019 年个人购房贷款余额同比增速延续了这一走势，一季

度同比增速为 17.6%，二季度同比增速为 17.3%，三季度同比增速为 16.8%，四季度同比增速为 16.7%（图 7 左图），较去年同期 20.0%、18.6%、17.9%、17.8%的增速略有下降。从月度增量数据来看，2019 年居民新增中长期贷款月度平均增量为 4541.67 亿元，较去年的月平均增量 4125 亿元上升了 10.10%左右（图 7 右图）。截至 2019 年 12 月底个人住房贷款余额为 30.07 万亿元，占全部信贷余额的比例达到 19.54%。总体而言，2019 年我国金融机构个人住房信贷保持了稳中趋紧的态势。主要原因如下：一是由于限购、限贷政策直接抑制了住房信贷需求。二是因为目前我国住户部门债务收入比较高，商业银行出于监管部门要求和风险的考虑，对个人购房贷款实行较为审慎的贷款标准，以此来合理管控个人购房贷款余额的增长，进而控制居民杠杆率过快增长。三是随着房地产调控政策效果的逐渐显现，我国住宅价格涨幅开始回落，这也一定程度上降低了个人购房贷款的增速。

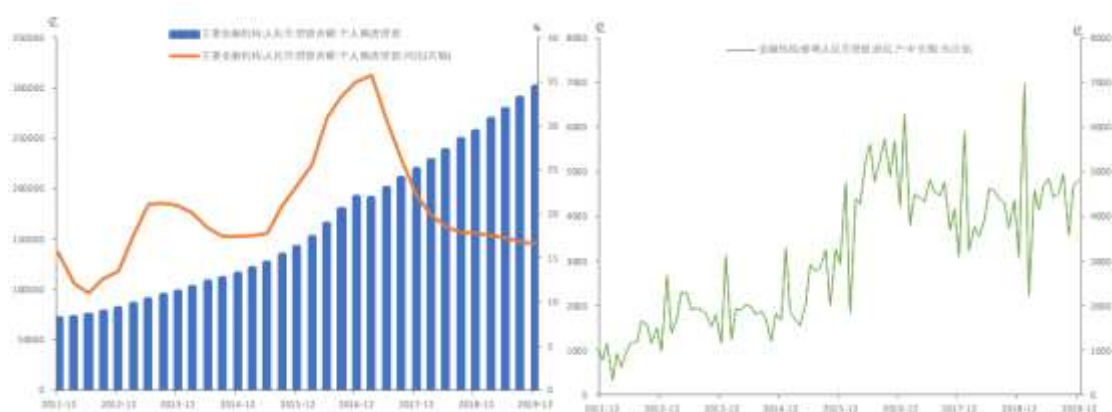


图 7 个人购房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）个人抵押贷款利率走势

从全国首套、二套住房贷款平均利率趋势来看，从 2018 年 12 月开始，个人住房贷款利率结束连续两年的上涨态势，出现环比下降，这一下行趋势延续至 2019 年 6 月，这期间房地产市场出现了所谓“小阳春”。但今年二季度之后，中央关于房地产市场融资政策再次收紧，个人住房贷款利率再次连续小幅上升，

2019 年 12 月首套、二套住房贷款平均利率分别为 5.52%（约为贷款市场报价利率 LPR¹加 72 个基点）和 5.84%（约为贷款市场报价利率 LPR 加 104 个基点）（图 8）。为促进住房市场向“居住属性”回归，确保房地产市场稳定健康发展，对住房贷款执行差别化信贷政策仍将是未来房地产金融调控的方向。因此，为更好地向居民首次置业购买住房的合理需求提供金融支持，随着 LPR 定价机制的实施和 LPR 缓慢下行趋势的延续，未来 1-2 年整个房贷市场利率可能会小幅下降。其中，首套住房贷款利率将会呈现下调态势，这可以更加突出住房的居住属性，也是对过往调控“误伤”的修正；但二套房贷款利率可能将保持平稳，至多小幅下降，这可以更好地通过差别化的信贷政策提高住房市场投资和投机成本，以此降低住房市场的投资需求。

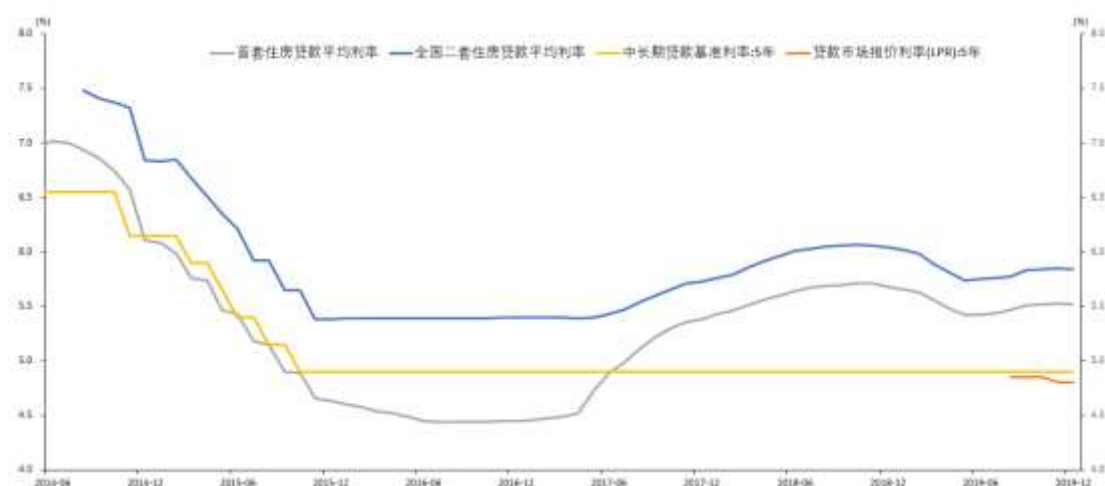


图 8 2014-2019 年全国住房贷款平均利率走势

资料来源：融 360 房贷市场报告，中国人民银行，Wind。

¹ 为推动利率市场化改革进程，2019 年 8 月 17 日央行发布公告，提出改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，通过将 LPR 报价银行数量增加到 18 家、报价频率改为每月一次、报价银行真正按照最优客户执行的贷款利率报价、报价方式以公开市场操作利率加点形式报价、新增 5 年期以上的期限品种、推进各商业银行尽快以 LPR 作为新增贷款定价的基准利率等方式，促进贷款利率进一步市场化，提高利率传导效率，进而降低我国贷款实际利率水平，降低实体经济融资成本。2019 年 8 月 17 日央行发布公告，自 2019 年 10 月 8 日起商业银行新发放的商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。其中，要求首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加 60 个基点。

（三）个人抵押贷款风险评估

我们还估算了一线城市和部分二线城市的个人住房新增贷款价值比（Loan to Value, LTV），这一指标可以反映房价下跌对银行坏账的影响。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。2019 年，一线城市中北京的新增住房贷款价值比有所下降，平均新增住房贷款价值比为 24.88%，属于较低水平，风险不大；深圳的平均新增住房贷款价值比为 57.49%，处于合理水平（图 9 左上图）；上海的风险也不大，2019 年平均新增住房贷款价值比为 26.42%；广州的新增住房贷款价值比在 2018 年下半年再次出现上涨，2019 年二季度以来开始回落，2019 年平均新增住房贷款价值比为 59.84%（图 9 右上图）。

二线城市方面，东部的南京、杭州和厦门杠杆的支撑作用较强，2018 年初以来个人住房新增贷款价值比呈现波动上升趋势。2019 年，杭州的平均新增住房贷款价值比为 63.64%；南京的平均新增住房贷款价值比为 57.36%；厦门的新增贷款价值比一直维持较高水平，2019 年平均新增住房贷款价值比为 62.99%（图 9 左下图）。中西部城市杠杆的支撑作用较低，郑州 2019 年平均新增住房贷款价值比为 31.03%；武汉和天津的平均新增住房贷款价值比在一季度时有所反弹，之后开始回落，全年平均新增住房贷款价值比分别为 32.15%和 28.71%，风险较小（图 9 右下图）。

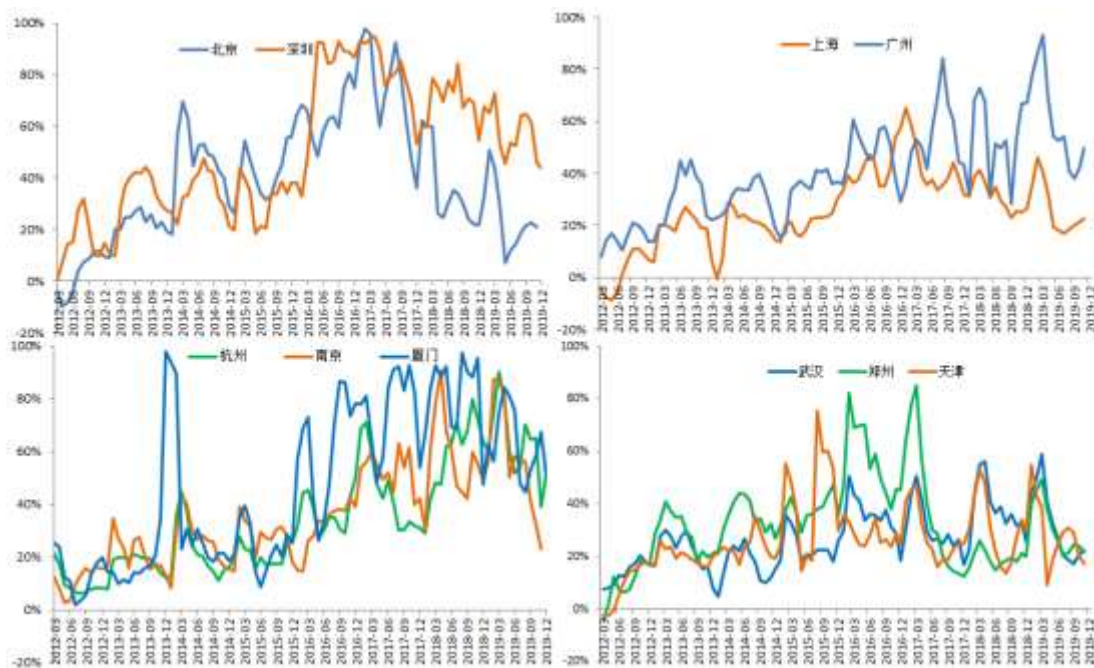


图9 一线和部分二线城市新增贷款价值比（3个月移动平均）²

资料来源：国家金融与发展实验室估算。

三、房企融资形势

（一）房企贷款融资情况

房地产业属于资金高度密集行业，无论是土地的购置还是住房的开发和建设均需要大量的资金，加上住房项目建设周期和销售周期较长，使得资金成为房地产开发企业赖以生存和发展的命脉。从央行公布的房地产企业贷款数据来看，截至2019年底房地产开发贷款余额为11.22万亿元，占全部信贷余额的比例为7.33%，同比增长10.1%，同比增速连续五个季度持续下降。虽然存量余额仍处于历史较高水平，但四季度末较为罕见地出现开发贷余额环比下降，表明监管机构可能已经要求商业银行对房地产开发贷款实施额度管控措施（图10）。房地产开发贷款相比其

² 理论上讲，贷款价值比（LTV）不应该超过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。

它融资渠道的成本依然相对较低，从市场调研情况来看，目前商业银行房地产开发贷款利率主要在 6%-8% 区间，较上一年略有上升。对于综合实力较强、负债率较低的房企（主要为我国 TOP50、甚至 TOP30 房企中经营风格较为稳健的房企），商业银行放贷意愿较高；相反，对于部分负债率较高或规模较小的民营房地产开发企业，商业银行已经基本暂停新增房地产开发贷款发放。

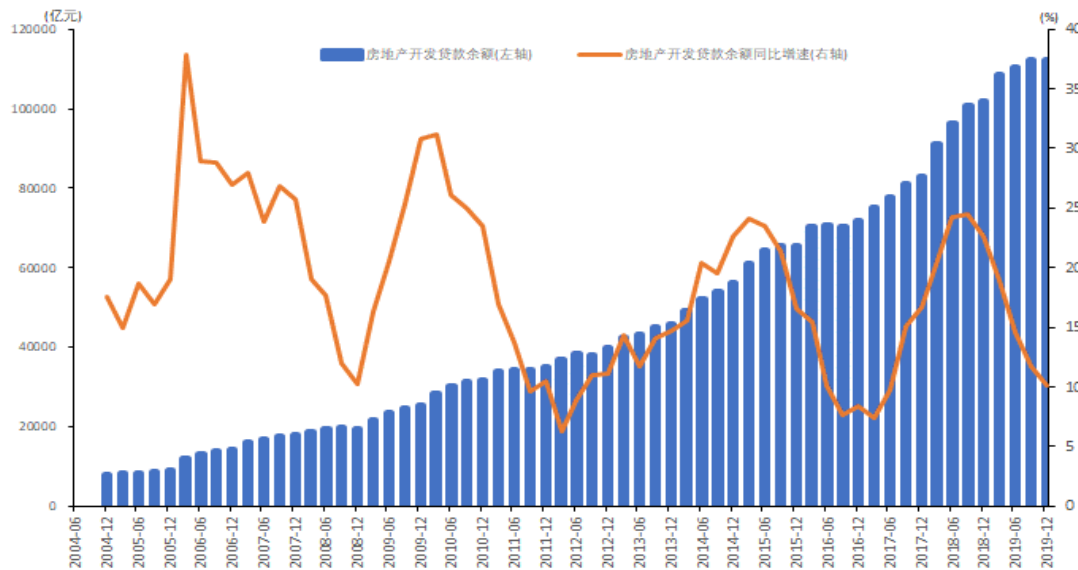


图 10 房地产开发贷余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）房企信托融资情况

从投向房地产行业的信托资金余额来看，截至 2019 年三季度末房地产信托余额为 2.78 万亿元，占全部资金信托比重为 15.01%（图 11 左图）；一、二、三季度新增房地产信托金额分别为 2609.59 亿元、3962.66 亿元和 2307.31 亿元，前三季度累计新增房地产信托 8879.56 亿元（图 11 右图）。为落实中央“房住不炒”政策，银保监会 5 月份之后加强对房地产信托业务的监管，并通过专项检查和多次窗口指导不断加码监管要求，严禁信托资金违规或变相违规流入房地产领域，重点整治为房地产项目进行前端融资、明股实债等违规行为，以此遏制房地产信托规模的过快增长和风险的过度积累。从三季度房地产信托数据来看，监

管政策得到了较好的落实，三季度新增房地产信托环比下降41.77%。



图 11 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）房企债券融资情况

从房地产企业债券发行情况来看，2019 年 1 月至 4 月房地产开发企业境内信用债发行规模延续上一年的回暖态势，但 5 月之后发行量骤降。2019 年信用债发行总额为 6052.39 亿元，同比下降 8.15%（图 12 左图）。同时，随着房地产开发企业进入还债高峰，债券发行募集的资金主要用于借新还旧，大部分资金并不能用于购买土地或房地产项目建设（住房租赁项目例外），净融资额出现大幅下降。境内债券融资政策收紧之后，更多房地产开发企业被迫转向境外发债融资，以此缓解资金压力。2019 年境外债发行规模为 726.71 亿美元，同比增长 49.66%，其中多家房地产企业境外债名义利率已经超过 10%，融资成本较高（图 12 右图）。国家为减少境外债融资对房地产宏观调控的影响和降低境外债的信用风险，发改委发文要求房地产企业发行境外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。

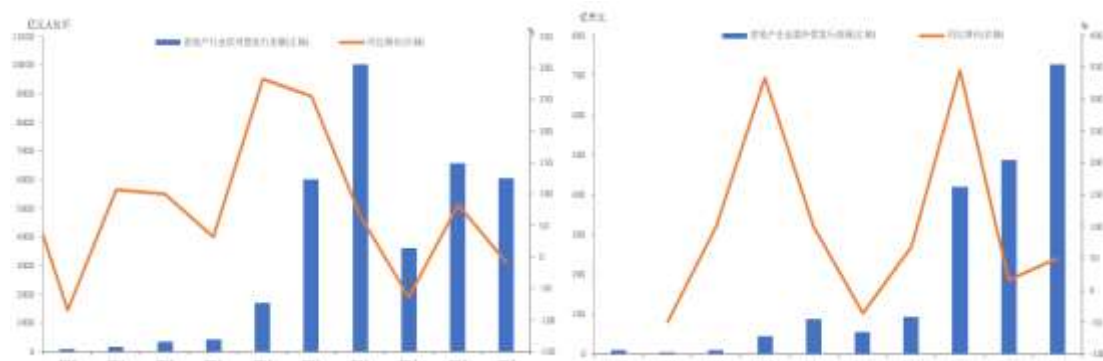


图 12 房地产开发企业境内、境外债券发行情况

资料来源: Wind。

总体而言,继前两年金融监管机构对商业银行表外业务、资管计划等非标融资进行强监管之后,2019 年二季度以来房地产企业最为倚重的开发贷、房地产信托、信用债等融资渠道也全面收紧,房企融资成本呈明显上升趋势。目前一二线房地产市场交易趋冷的情形已经逐步扩散到三四线城市,房企现行的高周转模式难以持续,房地产企业普遍出现资金压力较大的情况。未来,部分资产负债率较高且资金周转能力较弱的中小房企可能会出现较大的债务风险。与个人投资者不同,房企的生产活动涉及上下游各类企业,在这样的背景下须关注房企的流动性风险,尤其是中小房企的资金链问题。

四、小结与展望

本轮始于 2016 年 9 月 30 日的房地产调控政策,三年以来从中央到地方政府均保持了持续从紧态势。从调控效果来看,通过逐渐加码的行政手段来调控商品住宅金融属性过重问题,已经使得长期形成的房价看涨预期出现了实质性的转变,房地产市场的拐点已经到来。这种预期已经反映在一线城市房价基本稳定,二线城市房价高温消退,三线城市房价涨幅收窄,房价指数环比下跌城市数量增多,住房销售涨幅放缓,土地溢价率持续下降,土地流拍数量激增等多个方面。

展望 2020 年,受新冠肺炎疫情影响,房地产市场运行方面,短期内商品房销售增速明显下滑,房价涨幅整体回落,甚至部

分城市会出现同比回落情形。2020 年二季度之后市场是否转暖很大程度上取决于政策是否调整，我们认为“住房不炒”是一项长期政策，其防止过快上涨的基调不会转变；但房价快速下跌亦会产生金融风险和经济冲击，我们建议在非常时期将“因城施策”顶在前面，采取对冲甚至小幅超调的政策应对地方政府财政压力。

分城市层级看，湖北省大部分城市房价将面临下行压力，一方面，因疫情导致的个人债务问题会传导至房地产市场；另一方面，疫情反映出的治理问题会导致外部需求下降。然而，湖北理想的地理位置、发达的基础设施、合理的产业结构等优越条件不改变其长期上涨的趋势。总体上，一线城市房价可能在下半年重新企稳甚至略有上升，此次疫情使人们意识到，房价构成中不仅包括建筑成本、地理位置、周边环境等要素，也包括了城市治理的软要素，一线城市（尤其是上海）在这一点上无疑是优越的。租金方面甚至会先于房价上涨，因为长租公寓在疫情中成本费用需要覆盖。二线城市房价将继续分化，那些在疫情中响应快速、措施有力的东部城市也将上涨，其逻辑与一线城市一致。三四线城市预计上涨乏力，尽管地方政府有较强动力托市，但需求恐难以保持。

房地产金融方面，在中央稳杠杆和加强金融风险防范化解的大背景下，个人购房贷款余额增速在 2020 年仍将继续保持缓慢下行趋势；随着 LPR 定价机制的实施和 LPR 缓慢下行趋势的延续，未来 1-2 年整个房贷市场利率还会继续下降。房地产开发企业融资方面，受疫情影响，房企流动性严重吃紧，恒大“七五折卖房”打响流动性保卫战，中小房企破产数量明显上升。我们建议，对于房地产企业正常、合规的资金需求应给予较为充分的满足，避免因政策原因导致中小房企出现大规模破产的情况。然而，房地产企业融资收紧的局面不会有根本的改变，金融机构对房地产企业不同的信贷支持力度将产生更大分化，优质的国有房

地产企业或资产负债率较低的上市房地产企业资金面甚至会略有改善，部分高杠杆经营的民营大型房企和中小房企融资仍将较为困难，行业集中度可能会进一步提升。

风险提示方面，2020 年房地产市场有以下风险点值得关注：第一，三四线城市的房价泡沫积聚以及库存进入新一轮上升周期；第二，中小房企债务风险以及带来的破产数量快速上升问题；第三，三四线城市的房价问题所导致的地方政府偿债的压力；第四，湖北部分疫情严重城市的住房金融风险以及房企破产风险。

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上时间能够销售完。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。