



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

房地产金融

蔡真
崔玉 陶琦 张弛

2024 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、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

房地产市场及房地产金融运行

摘要

房地产市场运行方面，2024 年前三季度，房地产市场仍处于下行阶段：房价全面下跌（9 月 70 个大中城市的二手住房价格全部下跌）；新建商品住房销售仍较疲软，销售面积为 5.88 亿平方米，销售额为 6.02 万亿元，同比下降两成左右；住宅开发投资规模、新开工面积也均大幅下降；土地交易市场供需两端均表现低迷；住宅库存去化压力上升；住房租金价格水平小幅下跌。但是随着供需两端支持政策效果的逐渐显现，房地产市场已经出现筑底企稳的迹象：其一，国房景气指数自 2024 年 5 月开始触底回升；其二，新建商品住宅销售面积、销售额的同比降幅在第二、三季度持续收窄，住房销售市场开始边际改善。

房地产金融方面，2024 年前三季度，个人住房贷款利率继续下行，部分城市首套住房贷款利率已经低至 2.95%；居民部门中长期贷款月度平均增量继续减少，个人住房贷款提前还贷规模依然较大，个人住房贷款余额与峰值相比已经缩水 1.38 万亿元；受最低首付比例下调的影响，居民购房时使用财务杠杆在第二、三季度有所上升，但是举债人数有所下降；房企可用于房地产开发的到位资金规模为 7.89 万亿元，同比下降 20.0%，行业总融资规模表现为持续收缩态势；随着城市房地产融资协调机制加速推进落实，2024 年以来房地产开发贷款余额累计净增加 9100 亿元，开发贷同比增速继续保持正增长；房企境内信用债的发行规模为 2869 亿元，同比下降 22.4%，房企境外债的发行规模为 44.5 亿美元，同比下降 52.3%，而且存量债券规模也在

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

● 张驰

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

机构投资者的资产管理

持续下降，房企债券“借新还旧”模式难以为继。

展望未来，房地产市场运行方面，随着新一轮房地产新政的落地实施，我们相信房地产市场运行形势会有所改善。房地产市场销售和预期将开始好转，而且一线城市的房价有望率先完成筑底，房地产投资的降幅也会收窄；随着销售的改善，房地产库存去化周期也将随之下降。房地产金融方面，我们认为个人住房贷款利率将随着 LPR 的下调继续下降；随着存量个人住房贷款利率的再次下调和重定价周期的缩短，个人住房贷款提前还贷规模会有所下降，个人住房贷款余额规模有望企稳；房企信贷融资会随着“白名单”项目贷款投放力度的提高而继续保持正增长；但是房企债券融资可能还会进一步下降。风险方面，有以下三个风险点需要持续关注：第一，房企违约债务问题。仍需加快出险房企的债务处置进度，促进房地产市场风险尽快出清；第二，房地产去库存问题。地方政府收储存量房需要加速落地，并进一步扩大收储规模。第三，房地产市场持续下行问题。

目录

一、房地产市场运行形势分析	1
(一) 70 个大中城市的二手住房价格全部下跌	1
(二) 新建商品住宅销售降幅持续收窄	2
(三) 住房市场新增供给规模降幅较大	3
(四) 房地产开发景气指数触底回升	3
(五) 土地市场供需两端均表现低迷	4
(六) 三线城市住宅库存去化压力较大	5
(七) 住房租金价格水平小幅下降	6
(八) 租金资本化率普遍小幅下降	6
二、房地产金融形势分析	7
(一) 首套住房贷款利率已可低至 2.95%	7
(二) 个人住房贷款余额仍在继续下降	8
(三) 居民购房时使用财务杠杆水平有所提高	9
(四) 个人住房贷款的平均放款周期稳定在四周左右	10
(五) 房地产开发企业到位资金规模降幅较大	11
(六) 房地产开发贷款余额的同比增速继续保持正增长	12
(七) 房企境内外信用债发行规模均同比大幅下降	12
三、房地产政策着力促进房地产市场止跌回稳	13

(一) 房地产新政背景	13
(二) 中央政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”	15
(三) 房地产新政效果分析.....	17
四、房地产市场主要风险情况分析	18
(一) 房企债券违约蔓延势头减缓.....	18
(二) 房地产去库存有待加速推进.....	18
五、房地产市场及房地产金融运行形势判断	20
附件：相关指标说明	22

一、房地产市场运行形势分析

(一) 70 个大中城市的二手住房价格全部下跌

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 年前三季度，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格较 2023 年末累计下降 5.3%，二手商品住宅销售价格累计下降 7.0%（见图 1 右上图）。从住房销售价格的环比走势来看，2024 年前三季度，70 城的新建商品住宅和二手住宅销售价格月度环比均为负值，房价仍在持续下行；其中，2024 年 9 月，70 个大中城市的新建商品住宅销售价格环比下降 0.7%；二手住宅销售价格环比下降 0.9%。从住房销售价格的同比情况来看，2024 年 9 月，70 个大中城市的新建商品住宅和二手住宅销售价格分别同比下降 6.1%和 9.0%。

分城市层级来看，2024 年前三季度，一线城市新建商品住宅销售价格累计下降 3.5%，二手住宅销售价格累计下降 7.6%（见图 1 右上图）；二线城市新建商品住宅销售价格累计下降 4.8%，二手住宅销售价格累计下降 7.0%（见图 1 左下图）；三线城市新建商品住宅销售价格累计下降 5.9%，二手住宅销售价格累计下降 7.0%（见图 1 右下图）。

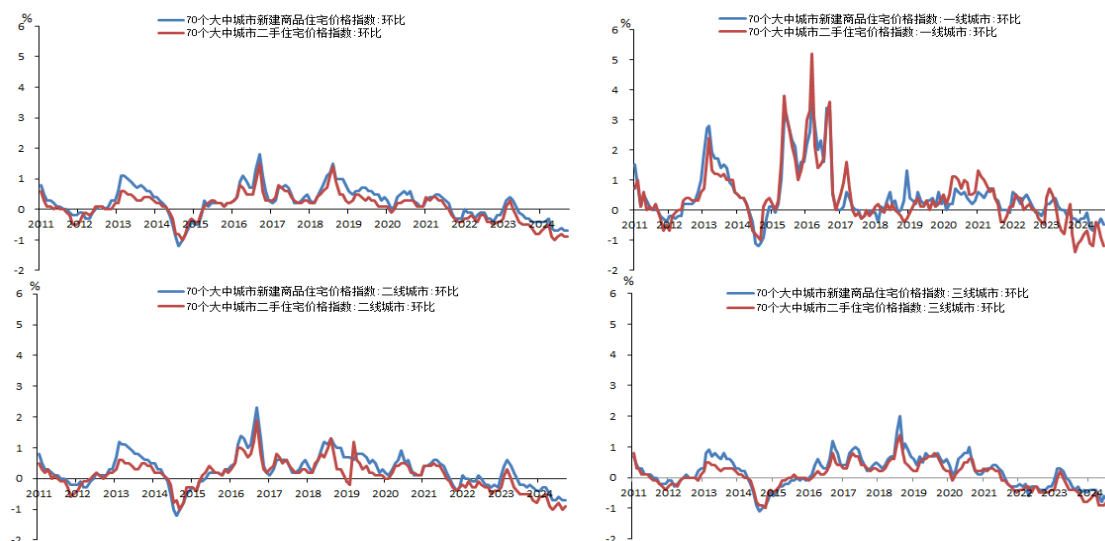


图 1 70 个大中城市房价走势（月度环比）

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。

2024 年 9 月，新建商品住宅价格环比下降的城市数量为 66 个，同比下降的城市数量为 68 个；二手住宅销售价格环比下降和同比下降的城市数量均为 70 个，即 70 个大中城市的二手住房价格全部下跌。其中，广州、厦门、温州、金华 4 个城市的新建商品住宅价格同比下跌超过 10%；北京、广州、深圳、厦门、武汉、福州、宁波、南昌、南宁、海口、金华、温州、徐州、襄阳、泉州、唐山、惠州、九江、烟台、包头、秦皇岛、常德 22 个城市的二手住宅销售价格同比下跌超过 10%。总体来看，2024 年前三季度，70 个大中城市的住房价格普遍下跌。

（二）新建商品住宅销售降幅持续收窄

从新建商品住宅销售情况来看，2024 年前三季度，全国新建商品住宅的销售面积仅为 5.88 亿平方米，同比下降 19.2%；新建商品住宅销售额为 6.02 万亿元，同比下降 24.0%（见图 2）。总体来看，2024 年前三季度，房地产市场仍处于下行调整期，新建商品住宅销售面积、销售额均同比大幅下降；但是分季度来看，第二、三季度新建商品住宅销售面积、销售额的同比降幅均持续收窄，新建商品住宅销售呈现边际改善态势。

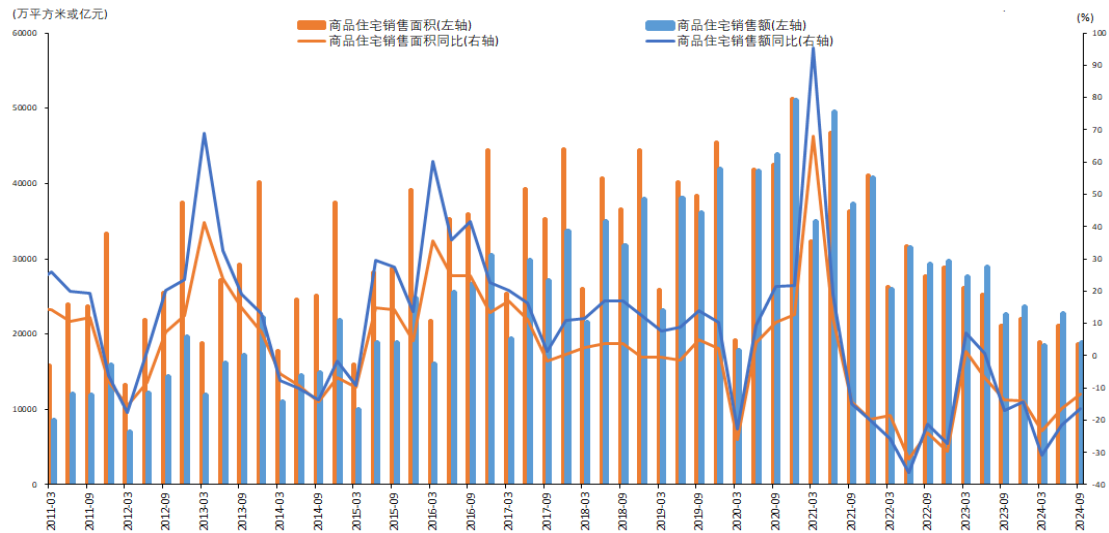


图 2 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（三）住房市场新增供给规模降幅较大

从住宅投资数据来看，2024 年前三季度全国住宅开发投资完成额为 5.97 万亿元，同比下降了 10.5%，同比增速连续 10 个季度为负值（见图 3 左图）。从住宅开发数据来看，2024 年前三季度住宅新开工面积仅为 4.07 亿平方米，同比下降 22.4%，同比增速连续 14 个季度为负值；住宅竣工面积 2.69 亿平方米，同比下降 23.9%（见图 3 右图）。总体来看，2024 年前三季度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，住房市场新增供给规模降幅较大。

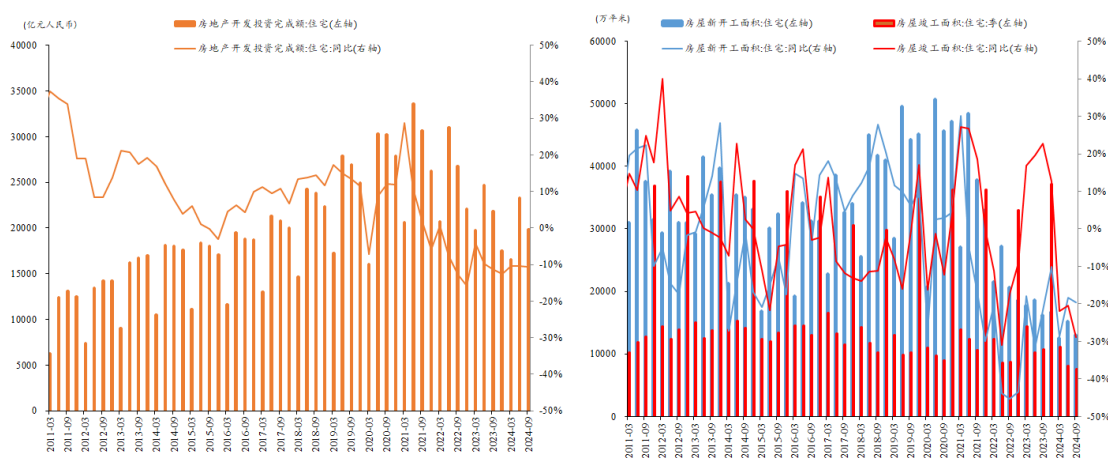


图 3 商品住宅供给情况（季度）

资料来源：国家统计局，Wind。

（四）房地产开发景气指数触底回升

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来看，国房景气指数由 2023 年末的 93.36 进一步下滑至 2024 年 4 月的 91.85 的历史最低水平后开始触底回升，2024 年 9 月国房景气指数已回升至 92.41（见图 4）。虽然自 2022 年 9 月开始，国房景气指数已连续 25 个月处于较低景气水平，但是随着房地产市场供需两端支持政策的逐步落地生效，国房景气指数自 2024 年 5 月开始持续回升。

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。



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。

（五）土地市场供需两端均表现低迷

2024 年前三季度，百城住宅类土地供应面积为 1.17 亿平方米，同比下降 25.0%；成交面积为 8111 万平方米，同比下降 16.2%；成交金额为 9509 亿元，同比下降 33.9%（见图 5 左图）。2024 年前三季度，百城共有 3381 宗土地未能成交，同比下降 26.2%；住宅类用地成交土地平均溢价率为 4.5%，较 2023 年同期略有下降（见图 5 右图）。从财政部财政收支数据来看，2024 年前三季度，国有土地使用权出让收入 2.33 万亿元，同比下降了 24.6%。总体来看，土地市场供需两端均表现低迷。土地市场需求端因为新建商品住房市场销售的持续疲软，而且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。土地市场供给端受市场需求较弱和住宅用地与商品住宅去化周期挂钩政策²的影响，也在大幅降低。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，未成交土地数量在下降。

² 《自然资源部办公厅关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》提出，合理控制新增商品住宅用地供应。各地要根据市场需求及时优化商业办公用地和住宅用地的规模、布局 and 结构，完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制。商品住宅去化周期超过 36 个月的城市，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

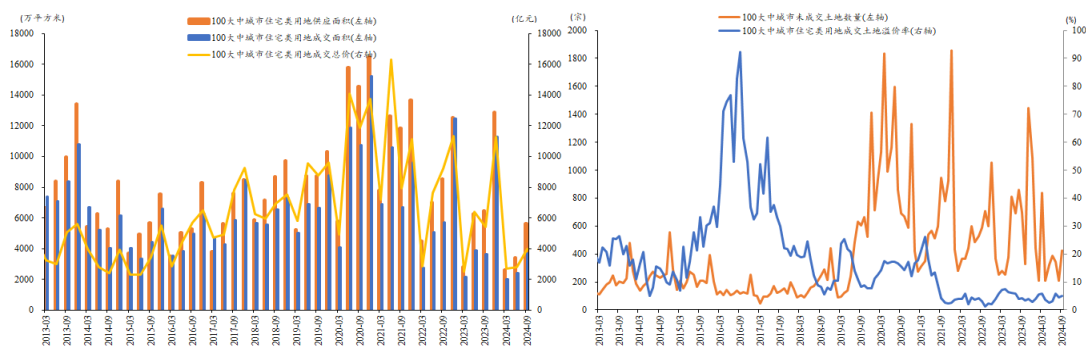


图5 100大中城市土地交易情况（季度）

资料来源：Wind。

（六）三线城市住宅库存去化压力较大

从全国数据来看，2024 年前三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下降 19.2%；全国待售商品住宅面积³为 3.77 亿平方米，同比增长 20.8%，商品住宅库存水平较高。从 12 个样本城市平均住宅库存去化月数来看，由 2023 年末的 24.6 个月上升至 2024 年第三季度末的 45.4 个月，库存去化周期在第二季度下降之后再次上升。分城市层级来看，2024 年第三季度末，一线城市平均住宅库存去化周期为 15.1 个月，相对较为合理；二线城市平均住宅库存去化周期为 35.6 个月，库存去化周期相对较高；三线城市平均库存去化周期为 85.5 个月，库存去化压力较大（见图 6）。

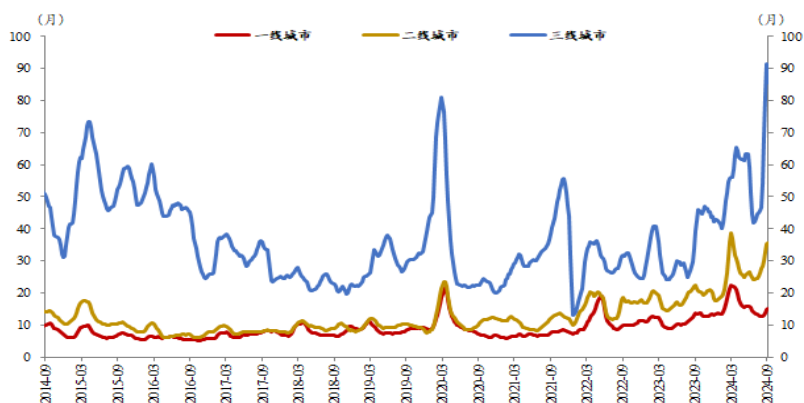


图6 各城市房地产库存去化情况（3周移动平均）

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、青岛、苏州、厦门、福州，三线城市包括莆田、舟山。

³ 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。

（七）住房租金价格水平小幅下降

从贝壳研究院统计的 50 城住房租金价格指数来看，2024 年前三季度一线城市的平均住房租金水平累计下降 1.1%；28 个二线城市的平均住房租金水平累计下降 1.1%；18 个三线城市的平均住房租金水平累计下降 1.0%（见图 7）。总体来看，2024 年前三季度受市场需求较弱和租房供给市场规模上升的共同影响，一、二、三线城市的住房租金水平小幅下降；在 6~8 月住房租赁的传统旺季，住房租金价格水平仅小幅上涨，且一、二线城市的住房租金价格在 8 月就开始回调。

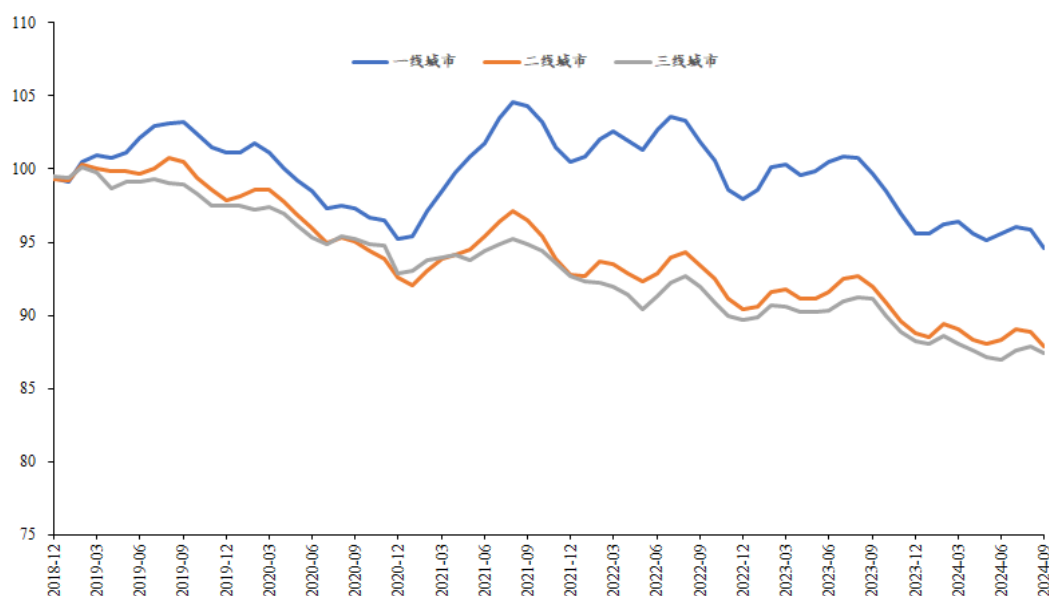


图 7 贝壳 50 城住房租金指数（月度，定基 2018 年 11 月=100）

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）租金资本化率普遍小幅下降

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 年第三季度末，4 个一线城市的平均租金资本化率由 2023 年末的 55.2 年，小幅下降至 55.0 年（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，小幅下降至 48.5 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，小幅下降至 46.7 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 38.9 年（见图 8 右下图）。总体来看，由于住房租金价格水平下降幅度小于房价下降幅度，2024 年前三季度样本城市的租金资本化率普遍小幅下降，租金收益率略有上升。

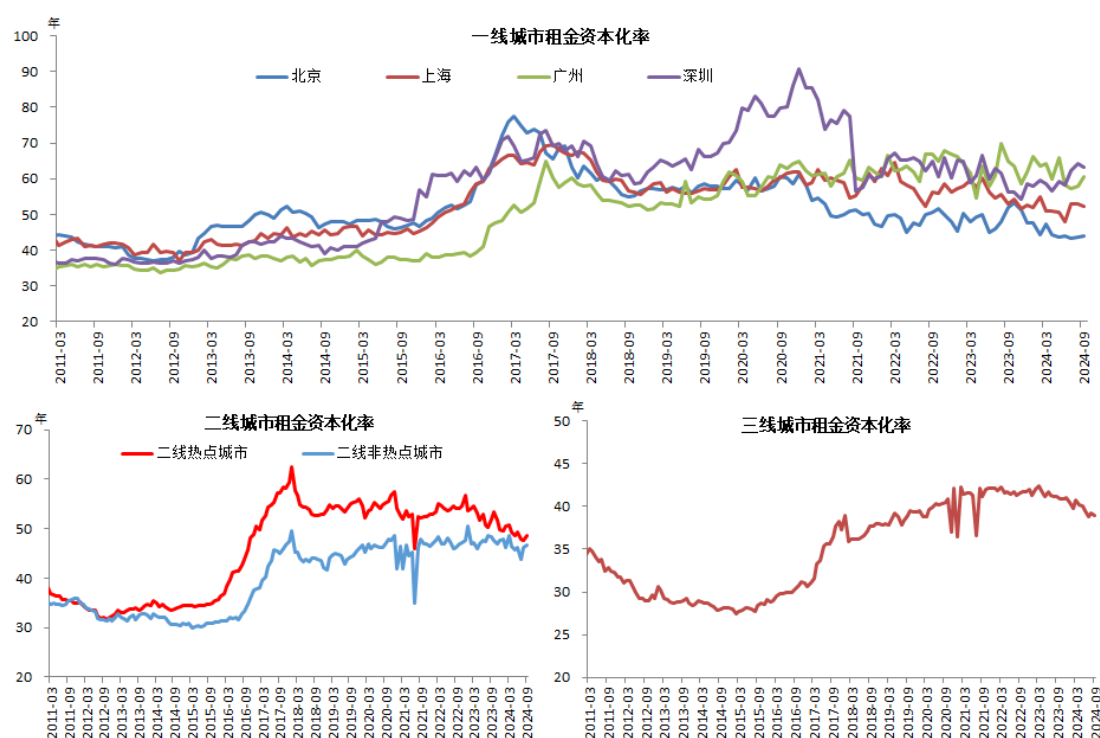


图 8 租金资本化率走势（月度）

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、房地产金融形势分析

（一）首套住房贷款利率已可低至 2.95%

从 50 城个人住房贷款的平均利率水平来看，2024 年第三季度末，全国首套

住房贷款的平均贷款利率约为 3.24%（LPR 减 61 个基点），较 2023 年末下降了 64 个基点，其中，南京、南通、苏州的首套住房贷款利率已低至 2.95%，仅比同期住房公积金贷款利率（2.85%）高 10 个基点；全国二套住房贷款的平均贷款利率约为 3.62%（LPR 减 23 个基点），较 2023 年末下降了 80 个基点，其中，合肥、芜湖、徐州、珠海四个城市的二套住房贷款利率与首套住房贷款利率相同（见图 9）。总体来看，因为 5 年期及以上 LPR 在 2024 年 2 月和 7 月分别下调了 25 个基点和 10 个基点，以及全国层面个人住房贷款利率政策下限的取消，2024 年前三季度我国首套、二套住房贷款的平均利率均出现较大幅度的下调。其中，二套住房贷款利率平均下调幅度更大。2024 年第三季度末，首套、二套住房贷款之间的平均利差为 38 个基点，较 2023 年末缩小了 16 个基点。

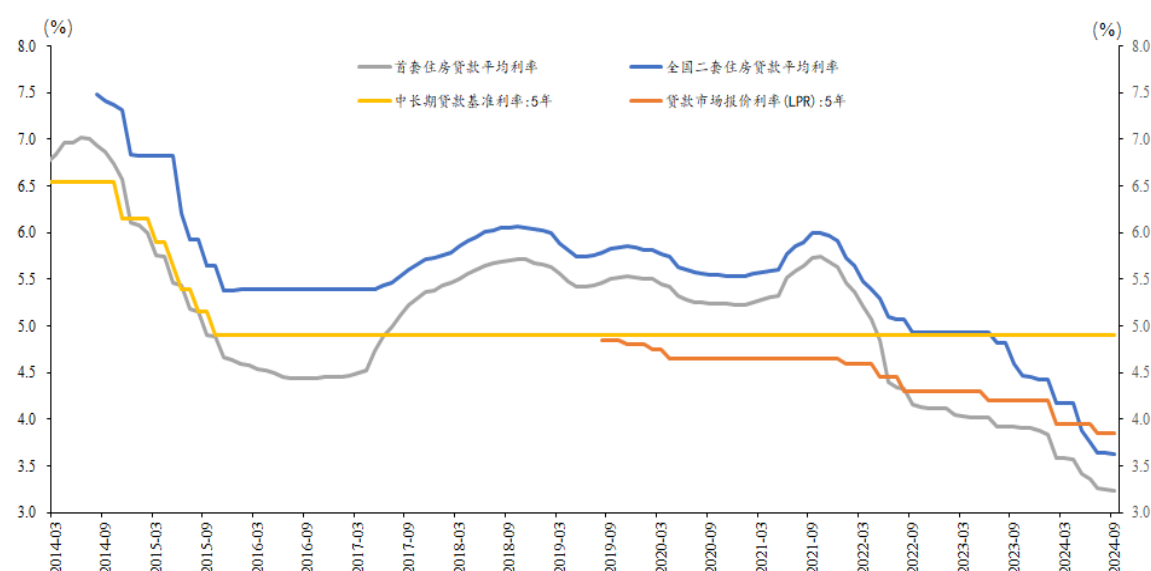


图 9 个人住房贷款平均利率走势

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）个人住房贷款余额仍在继续下降

从中国人民银行公布的金融机构贷款投向统计数据来看，截至 2024 年第三季度末，我国个人住房贷款余额为 37.56 万亿元，占全部信贷余额的比例为 14.8%（见图 10 左图）。从个人住房贷款余额同比增速来看，2024 年前三季度个人住

房贷款余额同比增速分别为-1.90%、-2.10%、-2.3%，同比增速已经连续六个季度为负。从居民部门新增中长期贷款数据来看（居民部门的中长期贷款主要为个人住房贷款），2024 年前三季度，居民部门中长期贷款月度平均增量仅为 1711 亿元，较 2023 年 2125 亿元的月度平均增量减少了 19.5%（见图 10 右图）。

总体来看，受住房销售疲软、提前还贷、就业和收入增长预期较弱等因素影响，2024 年前三季度个人住房贷款余额仍在继续下降。与 2021 年峰值时的 38.94 万亿元相比，个人住房贷款余额规模已经缩水 1.38 万亿元；居民部门中长期贷款月度平均增量也仅为 2021 年月度平均增量的三分之一左右。

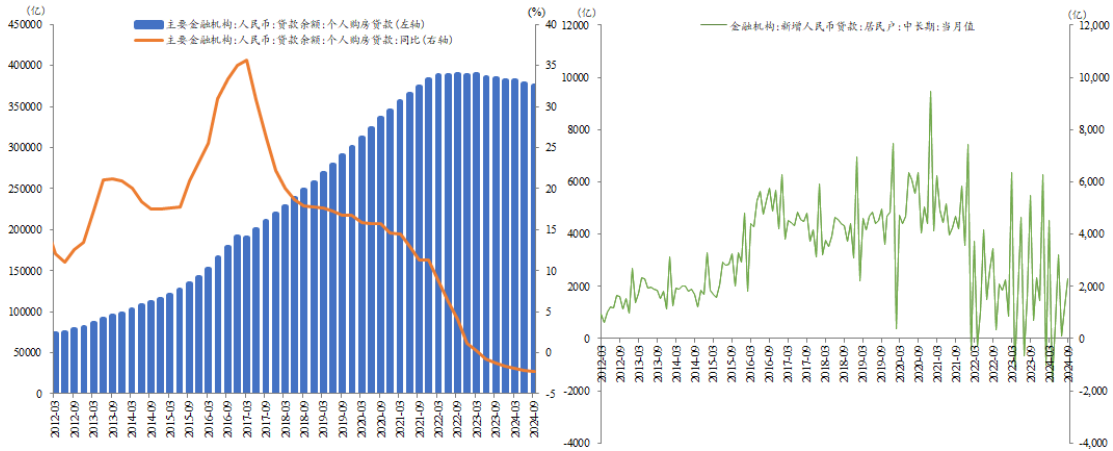


图 10 个人住房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（三）居民购房时使用财务杠杆水平有所提高

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 年第三季度末，一线城市中北京的平均新增二手住房贷款价值比为 49%，上海的平均新增二手住房贷款价值比为 54%，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 68%，深圳的平均新增二手住房贷款价值比为 64%，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 66%，合肥的平均新增二手住房贷款价值比为 66%，南京的平均新增二手住房贷款价值比为 62%，天津的平均新增二手住房贷

款价值比为 64%，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 67%，重庆的平均新增二手住房贷款价值比为 68%，东莞的平均新增二手住房贷款价值比为 74%，佛山的平均新增二手住房贷款价值比为 73%，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 年二、三季度，受首套、二套住房贷款最低首付比例下调政策的影响，样本城市的新增二手房住房贷款价值比均较 2024 年第一季度均有所上升，居民购房时使用财务杠杆水平有所提高。结合居民部门中长期贷款数据来看，杠杆率在上升，而总量增量却在下降，说明购房举债人数在下降。

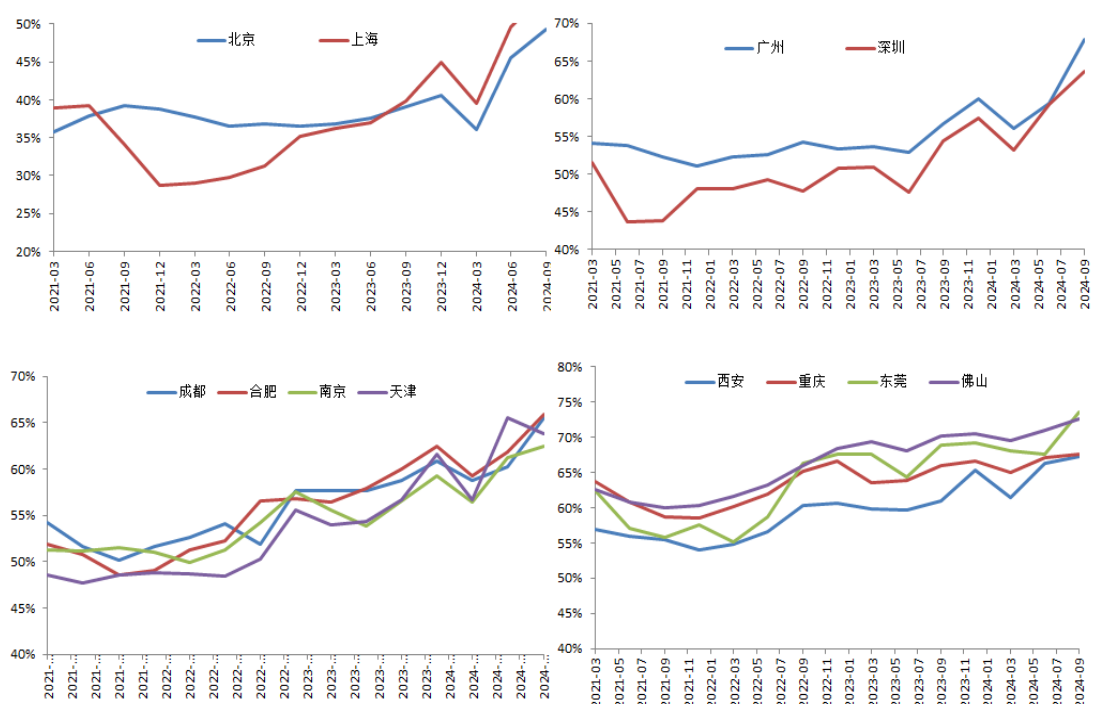


图 11 一线和部分二线城市新增二手住房贷款价值比（LTV）

资料来源：贝壳研究院。

注：样本城市 LTV 数值的计算过程中剔除全款购房交易数据。

（四）个人住房贷款的平均放款周期稳定在四周左右

从个人住房贷款放款周期情况来看，2024 年第三季度末全国百城个人住房贷款平均放款周期为 28 天，个人住房贷款的放款周期稳定在四周左右，较 2023 年末的 19 天有所延长。其中，一线城市的平均放款周期为 34 天；二线城市的平均放款周期为 29 天（见图 12）。

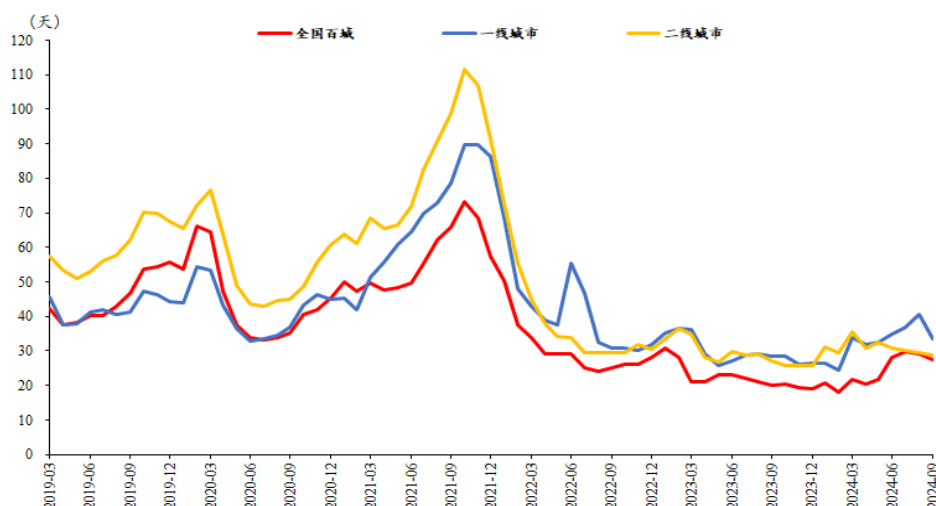


图 12 个人住房贷款平均放款周期

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。

（五）房地产开发企业到位资金规模降幅较大

从国家统计局公布的房地产开发企业到位资金情况来看，2024 年前三季度房企可用于房地产开发的到位资金规模为 7.89 万亿元，同比下降 20.0%。其中，国内贷款 1.15 万亿元，同比下降 6.2%；利用外资 29 亿元，同比下降 19.9%；自筹资金 2.87 万亿元，同比下降 9.1%；定金及预收款 2.36 万亿元，同比下降 29.8%；个人按揭贷款 1.11 万亿元，同比下降 34.9%（见图 13）。

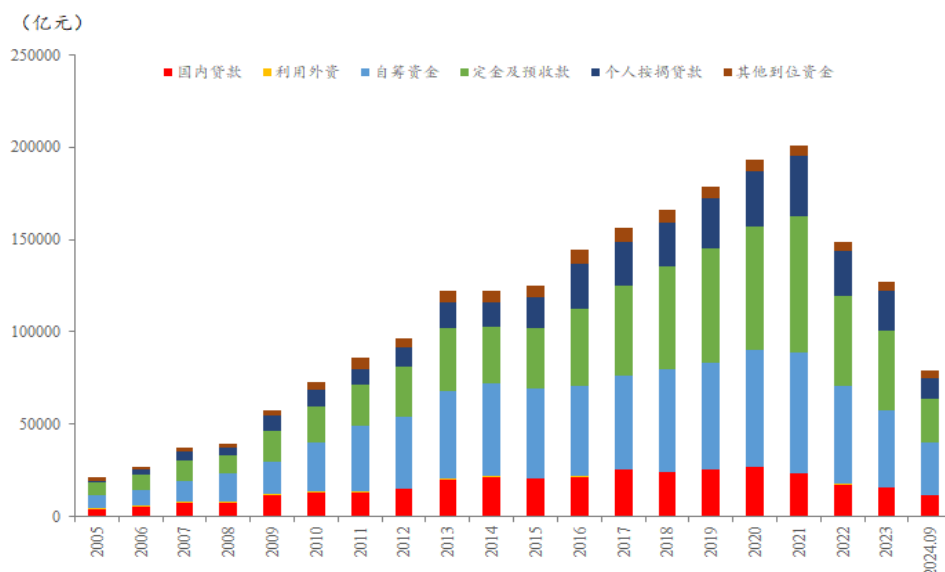


图 13 房地产开发企业到位资金情况

资料来源：国家统计局，Wind。

总体来看，2024 年前三季度房地产开发企业到位资金规模降幅较大，行业总融资规模表现为持续收缩态势。从到位资金来源来看，受新建商品住房销售下降的影响，定金及预收款和个人按揭贷款等经营性资金来源降幅较大；国内贷款（房地产开发贷）同比降幅仅为 6.2%，是收缩程度最低的房企资金来源渠道。

（六）房地产开发贷款余额的同比增速继续保持正增长

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 年第三季度末房地产开发贷款余额为 13.79 万亿元，占全部信贷余额的比例为 5.4%（见图 14）。从同比增速数据来看，2024 年前三季度房地产开发贷款余额同比增速分别为 1.7%、2.8%、2.7%，同比增速继续保持正增长。总的来看，随着城市房地产融资协调机制加速推进落实，2024 年以来房地产开发贷款余额累计净增加 9100 亿元，而且余额同比增速也连续九个季度保持正增长，为房企提供了稳定的信贷资金支持。

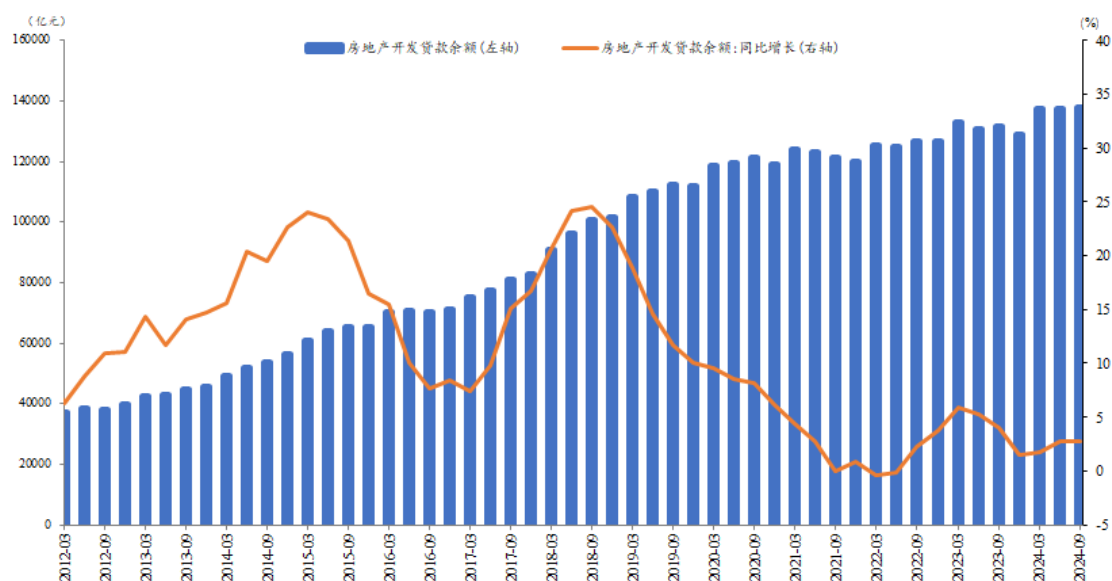


图 14 房地产开发贷款余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（七）房企境内外信用债发行规模均同比大幅下降

2024 年前三季度，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行规模为 2869 亿元，同比下降 22.4%；平均票面利率为 3.02%，为 2014 年以来最低值（见图 15 左图）。从存量情况来看，2024 年第三季度末房企境内债券待还余额为 1.87

万亿元，较 2023 年末减少 4.35%。房企境外债发行规模为 44.5 亿美元，同比下降 52.3%；平均票面利率为 2.4%（见图 15 右图）。从存量情况来看，2024 年第三季度年末房企境外债存量余额为 1234.6 亿美元，较 2023 年末减少 8.4%。总体来看，房企境内外信用债发行利率均较低，但是发行规模均同比大幅下降，存量规模也在下降，房企债券“借新还旧”模式难以为继。

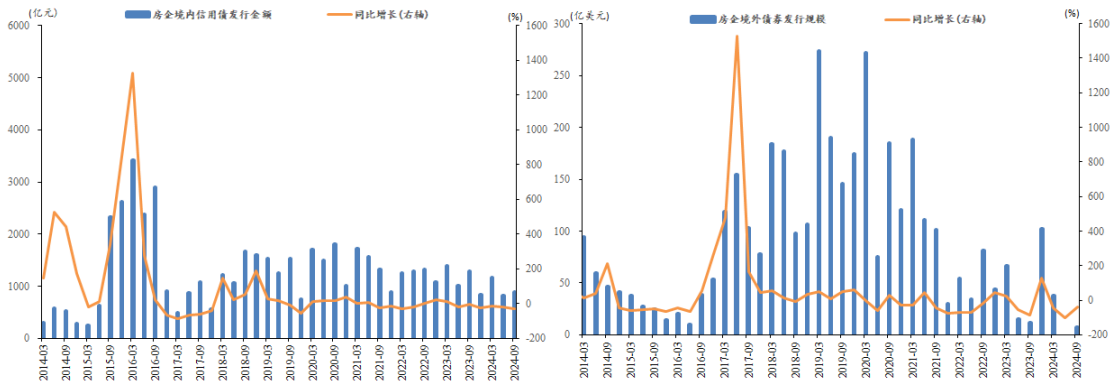


图 15 房企境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

三、房地产政策着力促进房地产市场止跌回稳

（一）房地产新政背景

1. 房地产市场下跌情况分析

自 2021 年第三季度开始，我国房地产市场进入下行调整期。三年来，我国房地产市场整体上呈现持续下跌的态势。

从房地产市场销售数据来看，2024 年前三季度，全国新建商品房销售面积为 7.03 亿平方米，新建商品房销售额为 6.89 万亿元，较 2021 年同期分别下降了 46.1%和 48.9%；全国新建商品住宅销售面积为 5.88 亿平方米，新建商品住宅销售额为 6.02 万亿元，较 2021 年同期分别下降了 49.1%和 50.6%。与 2021 年的峰值水平相比，我国新房市场销售规模已经“腰斩”，下跌幅度较大。

从房价数据来看，2021 年 9 月，70 个大中城市商品住宅销售价格环比出现拐点，房价结束了六年半的持续上涨，转而开始下跌。截至 2024 年 9 月，我国 70 城新建商品住房价格已经累计下跌 8.5%，二手住房价格已经累计下跌 15.0%，二手住房价格下跌幅度远大于新建商品住房价格的跌幅。其中，温州（-18.3%）、秦皇岛（-17.6%）、岳阳（-17.6%）、湛江（-17.5%）、常德（-17.2%）、厦门（-16.5%）、

金华（-16.1%）、哈尔滨（-15.8%）、泸州（-15.7%）、大理（-15.1%）10个城市的新建商品住房价格自2021年峰值已经下跌超过15%；牡丹江（-26.5%）、金华（-21.7%）、哈尔滨（-21.4%）、武汉（-21.4%）、泉州（-21.4%）、唐山（-21.2%）、厦门（-21.1%）、安庆（-20.9%）、丹东（-20.2%）、南宁（-20.1%）10个城市的二手住房价格自2021年峰值已经下跌超过20%。

从房地产投资数据来看，2024年前三季度全国房地产开发投资7.87万亿元、住宅开发投资5.97万亿元，较2021年同期分别下降30.1%和29.7%。与2021年相比，我国房地产投资规模下降了三成左右。

从房地产市场新开工数据来看，2024年前三季度全国房屋新开工面积5.61亿平方米、新开工住宅面积4.07亿平方米，较2021年同期分别下降了63.4%和64.1%，下跌幅度明显。

从土地出让收入来看，2024年前三季度全国国有土地使用权出让收入仅2.33万亿元，较2021年同期下降了56.6%。

从市场预期来看，国房景气指数从2021年2月阶段性峰值的101.43开始逐步下降至2024年9月的92.41；而且从2022年9月开始就长期处于低景气水平，房地产行业景气程度持续较弱。

2. 房地产市场持续下跌原因分析

导致我国房地产市场持续下跌的短期因素主要有以下四点。第一，数十家大型房企深陷流动性危机，成为本轮房地产市场持续下跌的导火索。其一，出险房企的期房项目出现大规模延期交付或烂尾，购房者对期房项目失去信心，导致新建商品住房销售规模（尤其是期房销售规模）持续下降。其二，住房销售的持续下降及民营房企融资难问题，导致大部分房企投资意愿、投资能力大幅下降，住房开发投资、新开工、施工规模均大幅下降，土地市场交易、行业景气程度也持续低迷。第二，购房者对房价的市场预期发生重大转变，房价会一直上涨的信仰被打破。2015年上半年开始，我国房价经历了长达六年半的单边上涨行情，购房者逐渐形成房价会一直上涨的信仰。但是2021年第三季度以来，数十家大型房企出现债务违约，并开始折价出售商品住房以回笼资金；部分居民出于置换需求或对资产缩水的担忧，开始抛售持有的住房，导致二手房市场供给上升、价格下跌。随着新建、二手住房价格的持续下跌，购房者对房价的预期发生转变，逐渐

形成房价可能会持续下跌的信念，部分潜在购房者持币待购，等待房价完成筑底后再购买。第三，房价的持续下跌导致房地产市场的投资和投机性需求基本消失，房地产市场总需求下降。第四，青年群体的就业和收入增长预期较弱，购房意愿大幅下降。作为房地产市场主力购买群体之一的青年群体，普遍面临就业难、就业不稳定、收入不高且收入增长预期较弱等问题，购房意愿大幅下降，转向通过租赁解决住房问题。

导致我国房地产市场持续下跌的长期因素主要有以下五点。第一，人口开始负增长。我国从 2022 年正式进入人口负增长时代，人口总数已连续下降两年，净减少 293 万人，住房市场长期潜在需求增长乏力。第二，城镇化进程放缓。我国城镇化率在 1996~2020 年间年均增长 1.39 个百分点，城镇常住人口年均增加 2202 万人；城镇化率在 2021~2023 年间年均增长仅为 0.76 个百分点，城镇常住人口年均仅增加 1016 万人，城镇化率明显放缓，住房市场新增需求下降。第三，结婚登记人口大幅下降。2023 年我国结婚登记人口 768.2 万对，与 2013 年峰值的 1346.9 万对相比，下降了 43.0%。2024 年前三季度我国结婚登记人口仅 474.7 万对，与 2023 年同期相比，下降了 16.6%。新婚青年是我国住房市场主要的刚需购房群体，近年来我国结婚登记人口大幅下降，房地产市场的刚需规模也随之下降。第四，住房总量上已经不再短缺。根据七普调查数据，2020 年我国人均居住面积达到 41.76 平方米（城镇居民为 38.6 平方米、农村居民为 46.8 平方米），居民人均拥有房间数为 1.2 间（城镇人均 1.06 间、农村人均 1.43 间），住房在总量上已经接近均衡，总量短缺的时代过去。第五，经济中长期潜在增长率下行。我国经济增长已由高速转为中高速的新常态。从经济增长核算视角来看，生产要素如资本（包括物资资本和人力资本）、劳动投入的增长和全要素生产率（主要来源于技术进步与生产效率的改进）的提升是经济增长的源泉。当前，我国面临劳动人口持续减少、投资边际收益下降导致企业投资意愿降低等问题，劳动、资本生产要素投入对经济增长的贡献下滑，在没有提升居民收入占 GDP 比重的前提下，我国居民收入增速也会随之下行，也就难以对房地产市场提供足够的购买力支持。

（二）中央政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”

房地产市场的持续下跌，已经成为拖累我国经济增长的重要因素。鉴于此，

2024年9月26日，中共中央政治局会议强调“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式”。这是中央政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，释放出稳定房地产市场的积极信号。

为落实中央政治局会议要求，各部委和地方政府迅速出台了一系列促进房地产市场止跌回升的政策。**房地产市场政策方面：第一，充分赋予城市政府调控自主权，进一步调整或取消包括限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准等各类购房的限制性措施。**该政策有助于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。以限购政策为例，2024年9月29日，四个一线城市中，北京、上海、深圳进一步缩短非户籍人口购房缴纳社会保险或个人所得税的年限要求，广州全面取消住房限购政策；2024年10月初，海南省全域限购政策进一步优化，海南省东方市、澄迈县、文昌市全面取消住房限购政策；2024年10月16日，天津市全面取消限住房购政策。截至目前，全国范围仅北京、上海、深圳、海南部分城市仍在执行住房限购政策。房地产市场限制性政策的取消或优化，将有助于进一步释放房地产市场的潜在需求，推动房地产市场交易规模的回升。**第二，以货币化安置方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造。**重启货币化安置，能够增加房地产市场的有效需求，推动存量商品房的库存去化。**第三，实施利用专项债收储土地和收购存量商品房政策，**包括支持支持各地结合实际情况，与存量土地的业主企业合理确定收购价格，用专项债资金回收存量土地；支持地方用好专项债收购存量商品房用作保障性住房。通过拓宽地方的资金来源渠道，使得地方政府有财力来落实土地和存量房收储政策。其一，可以提高土地资源的利用效率；其二，可以直接增加房地产市场需求，有效消化存量商品住房，推动房地产去库存；其三，可以多渠道筹集保障性住房，增加保障性住房供给。**房地产金融政策方面：第一，继续优化个人住房贷款最低首付款比例。**商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%（二套房贷款最低首付比例由之前的25%下调到15%）。进一步下调二套房个人住房贷款最低首付款比例要求，可以减少改善性住房需求者购房时

的首付压力，降低购房门槛，从而增加住房市场改善性需求。**第二，下调存量个人住房贷款利率，并取消房贷利率重定价周期最短为一年的限制。**从主要商业银行批量调整存量房贷利率的相关公告来看，对于利率高于 LPR-30 个基点的存量房贷利率，将统一调整到不低于 LPR-30 个基点；北京、上海、深圳等地区二套房贷款利率高于相应政策下限（政策下限高于 LPR-30 个基点）的统一调整至当地相应政策下限，预计平均降幅大约在 50 个基点左右。另外，存量房贷客户可申请调整重定价周期，选择按 3 个月、6 个月、12 个月重定价，使存量房贷利率能够更及时反映定价基准（LPR）的变化。**第三，优化保障性住房再贷款。**对于金融机构发放的符合要求的保障性住房贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的 60%提升到 100%，以此增强对银行和收购主体的市场化激励。**第四，将经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件中相关政策的适用期限从 2024 年底延长到 2026 年底。**主要是将规范经营、发展前景良好的房企使用经营性物业贷款偿还存量房地产领域相关贷款和公开市场债券政策以及支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限从 2024 年底延长到 2026 年底。**第五，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，加大房地产“白名单”项目贷款投放力度。**要将商品住房项目贷款全部纳入“白名单”，做到“应进尽进”，年底前将城市房地产融资协调机制下“白名单”项目的信贷规模增加至 4 万亿元。

（三）房地产新政效果分析

2024 年 9 月底以来，在一系列房地产政策的推动下，房地产市场明显企稳好转。从市场预期来看，房地产市场价格继续下跌的预期发生改变。部分购房者开始预期房价会重回上涨通道，并由持币观望转向加快购房决策；部分存量房售房者开始缩小议价空间。从房地产市场交易量来看，房地产新政的效果显著。住房和城乡建设部“全国房地产市场监测系统”网签数据显示，10 月份全国新建商品房网签成交量同比增长 0.9%，环比增长 6.7%；二手房网签成交量同比增长 8.9%，环比增长 4.5%。分城市看，广州、深圳、南京、宁波等城市新房成交量同比增幅超过 30%，北京、上海、深圳、杭州等城市二手房成交量同比增长超过 50%。分地区看，11 个省份新建商品房网签成交量同比增长，20 个省份二手房网签成交量同比增长。但是，鉴于“5·17”房地产新政效果仅维持 3 个月左右，而且导

致本轮房地产市场持续下跌的诸多因素（如房企债务违约、人口下降、城镇化进程放缓、青年群体就业和收入增长预期较弱、房地产市场投资投机性需求基本消失）并未有明显改善，当前房地产新政的效果能否持续还有待观察。

四、房地产市场主要风险情况分析

（一）房企债券违约蔓延势头减缓

2024 年前三季度，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 55 只，同比减少 9.8%，占债券市场违约数量的 52.4%；违约规模（违约日债券余额）为 580.9 亿元，同比减少 35.7%，占境内债券市场违约规模的 75.3%。涉及碧桂园、当代节能置业、万通地产、富力地产、方圆地产、天建地产、华夏幸福、中南建设、金科、景瑞地产、俊发、绿地、荣盛发展、禹洲鸿图地产、中骏集团、宝龙实业、三盛宏业、世茂、新力、旭辉、阳光城、远洋控股、正荣地产、迪马实业共计 24 家发行主体。其中，仅天建地产、迪马实业 2 家为新增首次违约主体，其余房企均为 2024 年以前已违约主体。

2024 年前三季度，房企境外债出现实质违约、展期的数量为 23 只，同比下降 37.8%，占中资海外债违约数量的 92.0%；违约规模（违约日债券余额）为 111.9 亿美元，同比下降 24.1%，占中资海外债违约规模的 92.2%。涉及碧桂园、合景泰富、弘阳地产、花样年、华南城、佳源国际、建业地产、金辉控股、金科、景瑞控股、朗诗、力高地产、旭辉、雅居乐、禹洲、正荣地产、中骏、富力地产共计 18 家发行主体。其中，仅金辉控股、华南城为新增首次违约主体，其余房企均为 2024 年以前已违约主体。

总体来看，2024 年前三季度房企债券违约数量和规模均有所减少；从违约主体来看，主要为已违约房企，新增首次违约主体数量较少。这意味着房企债券违约快速蔓延的势头减缓，行业信用风险在收敛。

（二）房地产去库存有待加速推进

2021 年第三季度以来，房地产市场持续下行，市场需求持续疲软，导致房地产库存高企，去化压力较大。为推动房地产市场库存水平下降，2024 年 4 月底中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。为

落实中央要求，部委和地方政府推出多项房地产去库存政策。**第一，支持地方政府通过地方国有企业收购已建成未出售商品房**，用作配售型或配租型保障性住房。为支持地方政府进行存量房收储，中国人民银行创设保障性住房再贷款（规模 3000 亿元）鼓励银行业金融机构向存量房收购主体发放贷款，财政部也支持地方政府利用专项债收购存量房。地方政府开展收储存量房工作，其一，可以直接增加房地产市场需求，有利于加快存量商品住房消化，推动房地产去库存；其二，可以增加房企销售回款，改善房企经营性现金流状况，而且回笼资金可用于房企在建项目，从而助力保交楼工作推进；其三，可以有效增加保障性住房供给，改善中低收入家庭的住房条件；其四，传递政府托底房地产市场的信号，稳定房地产市场预期。**第二，合理控制新增商品住宅用地供应**。自然资源部要求商品住宅去化周期超过 36 个月的城市，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）~36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。减少新增商品住宅用地供应规模，可以从源头减少住房市场新增供给，减缓房地产库存上升速度。**第三，地方政府利用税收优惠、补贴或直接收购等政策支持住房“以旧换新”**，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。**第四，在推进城中村改造、危旧房改造过程中，采用货币化安置或房票安置政策**，增加房地产市场的有效需求，促进房地产去库存。

从政策落地效果来看，房地产去库存政策效果并不显著，房地产库存水平略有下降，但是去化周期依然较长，房地产去库存有待加速推进。截至 2024 年 9 月，从商品房现房库存情况来看，全国待售商品房面积仍高达 7.32 亿平方米，同比增加 13.4%，库存去化周期约为 30.8 个月（待售商品房面积/新建商品房现房月均销售面积）；从商品住宅现房库存情况来看，全国待售商品住宅面积为 3.77 亿平方米，同比增加 20.8%，库存去化周期约为 21.7 个月（待售商品住宅面积/新建商品住宅现房月均销售面积）；从广义商品住房库存情况来看，全国已开工未售商品住房面积⁴为 20 万亿平方米左右，库存去化周期约为 30 个月（已开工

⁴ 全国已开工未售商品住房面积=1999 年以来商品住宅新开工面积累计值-新建商品住宅销售面积累计值。

未售商品住房面积/新建商品住宅月均销售面积)。房地产去库存进展缓慢的重要原因是地方政府收储存量房落地情况不及预期。从中国人民银行保障性住房再贷款的使用情况来看,截至2024年9月,3000亿元的保障性住房再贷款仅使用了162亿元。

地方政府存量房收储落地情况不及预期的主要原因有以下几点:第一,收购方和房企就已建成未出售商品房的收购价格难以谈拢。政府部门收储租赁房是用作配售型或配租型保障性住房,保障性住房属性决定了存量房收储价格不能过高。目前,大部分城市公布的存量房收储价格是以同地段保障性住房重置成本为参考上限,即划拨土地成本+建安成本+不超过5%的利润,该价格可能仅为同地段商品住房价格的5折左右,再考虑到政府账期较长,房企大多不愿意以此价格出售持有的存量住房。对此,可以考虑推行郑州以市场评估价收储存量房的做法。第二,收购存量房用作保障性租赁住房的租金收益可能难以覆盖成本。租金收益率方面,2024年9月末一线城市租金收益率为1.8%、二线城市为2.1%、三线城市为2.6%。资金成本方面,保障性住房再贷款利率为1.75%,考虑银行微利,则综合资金成本为2.3%;运营成本主要包含管家维护的人工成本和房屋的维修费用,与收购项目规模有关,参考现有保租房项目和长租公寓的情况,这部分成本大约在1%~1.5%;由于收购存量房用于保障房,按照现有保障性租赁住房政策,其租金要比市场价低10%~20%,按照目前2%左右的租金收益率测算,这部分成本大约在0.2%~0.5%;无论是收购新房还是存量二手房都需要进行装修才能出租,这部分成本大约为1%。综合上述四项成本,收购存量房的租金收益率要达到4.5%~5.3%之间,才能实现项目收益平衡,保证商业可持续性。因商业上的不可持续,就需要地方政府持续给予额外补贴,导致收储规模难以扩大。第三,地方政府财力有限,难以进行大规模的存量房收储。

五、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年前三季度房地产仍处于下行阶段,房价全面下跌、住房销售疲软、住房投资规模下行、土地交易市场供需低迷、库存去化周期较长、行业景气度较低、住房租金价格下降。不过随着新一轮房地产新政的落地实施,我们相信房地产市场运行形势会有所改善。我们认为,房地产市场销售和预期将开始好转,而且一线城市的房价有望率先完成筑底,房地产投资

的降幅继续收窄；随着房地产销售回升，库存去化周期也将随之下降。

从房地产金融运行形势来看，2024 前三季度个人住房贷款利率进一步下调，居民部门新增中长期债务意愿下降，个人住房贷款提前还贷规模依然较大，居民新增购房时使用财务杠杆回升；房地产开发贷款规模继续保持正增长，房企债券违约快速蔓延的势头减缓。随着房地产新政策的实施落地，我们认为，个人住房融资将进一步改善，个人住房贷款利率将随着 LPR 的下调继续下降；随着存量个人住房贷款利率的再次下调和重定价周期的缩短，存量个人住房贷款与新增个人住房贷款利率差进一步缩小，个人住房贷款提前还贷规模会有所下降，个人住房贷款余额规模有望企稳；在城市房地产融资协调机制下，房企信贷融资会随着“白名单”项目贷款投放力度的提高而继续保持正增长，但是房企债券融资可能还会进一步下降。

从风险方面来看，有以下三个风险点需要持续关注：第一，房企违约债务问题。仍需加快出险房企的债务处置进度，促进房地产市场风险尽快出清；第二，房地产去库存问题。地方政府收储存量房需要加速落地，并进一步扩大收储规模。第三，房地产市场持续下行问题。避免更多人口下降城市的房地产市场出现鹤岗化现象。

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：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。

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。