



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 黄志强

2020 年 4 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，2020 年一季度受疫情影响较大。具体表现在：房价涨幅整体回落，部分城市住房价格出现同比下降；住房销售规模出现较大幅度下降；租金价格水平略有下降；土地成交面积和成交金额大幅下滑；库存去化周期大幅上升。

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，房地产企业融资收紧的局面没有改变，房地产企业开发贷、信托、信用债等融资渠道仍处于收紧状态。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：第一，一线城市租金资本化率再次上升，房价泡沫风险积聚；第二，部分三四线城市的房地产市场需求下降

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

以及库存高企；第三，中小房企债务风险以及带来的破产数量快速上升问题；第四，三四线城市的房价问题可能导致的地方政府偿债压力。

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	8
(一) 个人购房贷款总量情况	8
(二) 个人抵押贷款利率走势	9
(三) 个人抵押贷款风险评估	10
三、房企融资形势	12
(一) 房企贷款融资情况	12
(二) 房企信托融资情况	13
四、小结与风险提示	14
附件：相关指标说明	16

一、房地产市场运行

2020 年一季度以来，中央层面再次强调保持房地产调控政策不放松。央行、银保监会、财政部、统计局等部委密集发声，表明要坚持“房住不炒”定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。保持房产金融政策的连续性、一致性和稳定性，防范资金违规进入房地产市场仍是央行和银保监会监管重点。地方政府层面，为降低疫情对房地产市场的影响，在遵循“一城一策”原则下从供需两端出台了一系列支持政策。对房地产供给端的支持政策，主要包括延期或分期缴纳土地出让金、调整土地出让金保证金比例、缓交城市基础设施配套费、延期申报和缴纳税款、调整商品房预售许可要求、降低预售监管资金比例、协调商业银行对受疫情影响而还款困难的房地产开发企业给予贷款展期或续贷支持等；但多地出台的房地产需求端放松政策出现“一日游”现象，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，受疫情影响，2020 年一季度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进一步回落，累计上涨仅为 0.40%和 0.10%（图 1 左上图）。其中，受疫情影响，2 月份新建住宅价格指数环比持平；二手住宅销售价格环比下降 0.10%，为 2015 年 4 月以来首次出现负值。

分城市层级看，2020 年一季度，一线城市延续了去年的调控效果，新建商品住宅和二手住宅价格的基本稳定，累计涨幅分别为 0.60%和 1.20%（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 0.60%和 0.20%（图 1 左下图）；三线城市新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅从 2019 年 4 月份开始持续回落，2020 年一季度累计涨幅分别为 0.70%和 0.20%，且在 2 月份出现环比比下跌的情况（图 1 右下图）。

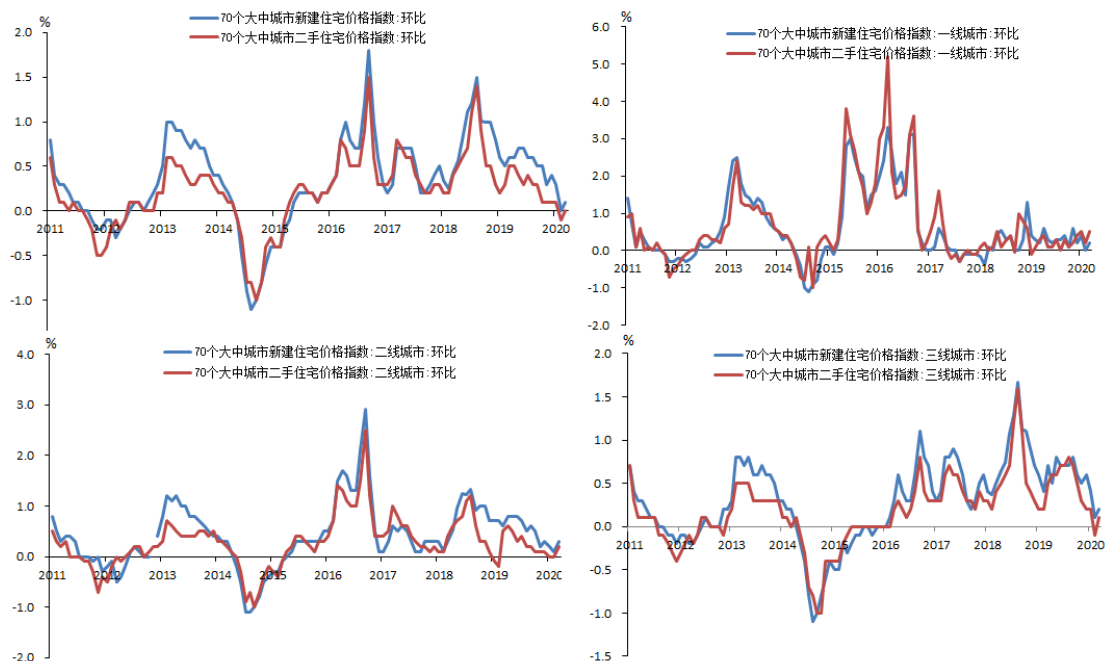


图 1 70 个大中城市房价走势（环比）

资料来源：国家统计局，Wind。

从 3 月的房价指数来看，70 城中新建商品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 2 个；二手住宅价格同比上涨超过 10% 的城市有 2 个，同比下降的城市有 13 个；有 8 个城市新建住房价格和 12 个城市二手住宅价格出现环比下跌。房地产市场相对于 2 月份已经开始回暖，延迟效应开始显现，但房地产行业是否会出现报复性消费仍需观望。

在中国经济多年繁荣发展的大背景下，住房购买的动机可能既包括消费动机又包括投资动机，而住房租赁趋势可以直观地反映住房消费需求的变化，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，受疫情冲击影响各城市租金价格（除上海外）呈现小幅下降。北京住房租金水平延续了去年下半年的下跌趋势，2020 年一季度租金水平累计下降 2.11%；深圳 2020 年一季度租金水平累计下降 1.25%；上海 2020 年一季度租金水平略有上扬，累计上升 1.33%；广州 2020 年一季度租金水平累计下降 0.81%；成都 2020 年一季度住房水平累计下降 1.83%；天津 2020

年一季度租金水平累计下降 0.07%。

总体来看，2020 年一季度租金水平受疫情冲击和季度性波动影响明显，住房租赁市场消费需求被抑制，大部分城市表现出租金水平下降的现象，但也存在作为一线城市的上海略有上扬的现象。就租金水平下降的城市而言，北京租金水平下降最为明显，这一方面受到季节性因素的影响，另一方面与疫情期间北京较为严格的人口流动控制有关。

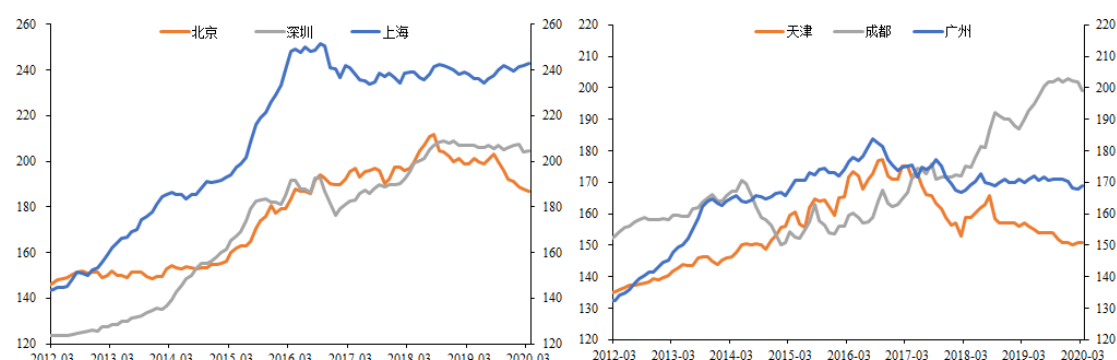


图 2 中原二手住宅租金指数（定基 2004 年 5 月=100）

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。

2020 年一季度，四座一线城市的租金资本化率呈上升态势，平均租金资本化率为 63.77 年，主要原因是一线城市住房价格略有上升的同时，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）。其中，值得注意的是深圳的租金资本化率在 2020 年一季度有明显的拉升，从 2019 年 12 月的 70.02 年上升至 2020 年 3 月的 79.77 年。深圳租金资本化率的突然拉升，主要归因于 2020 年 3 月以来深圳房价的显著性上升。同期，二线城市的租金资本化率略有下降，主要原因是受疫情影响，住房价格下降幅度大于租金下降幅度。2020 年 3 月末，二线热点城市租金资本化率为 51.45，是 2019 年以来最低水平；二线非热点城市租金资本化率为 49.85 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，自去库存政策出台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 2020 年 3 月末的 35.25 年，总体上涨了 16.30%（图 3 右下图），应警惕三线城市房地产价格泡沫风险。三线城市租金资本化率的上升主要是因为棚改货币化安置导致房价涨幅超过租金涨幅。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和受疫情影响一季度返乡置业推迟的背景下，这些地区的房价未来发生大幅下跌的概率极大。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。

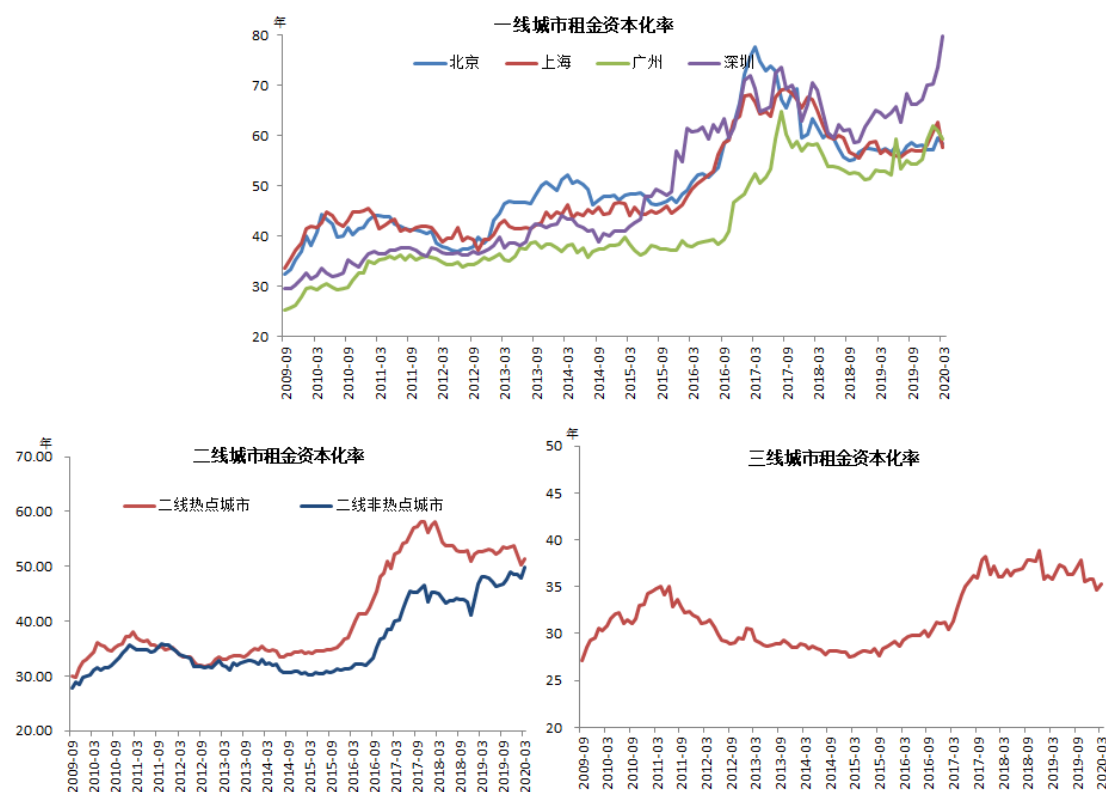


图3 租金资本化率走势

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、苏州、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

从商品住宅销售数据来看，一季度受疫情影响，一月下旬至三月上旬线下售楼基本处于关闭状态，虽然部分房企进行了线上销售，但商品住宅销售同比出现大幅下降。2020 年一季度，全国商品住宅销售面积为 1.92 亿平方米，同比下降 25.9%；商品住宅竣工面积为 1.09 亿平方米，同比下降 16.2%（图 4 左图）；全国商品住宅销售额为 1.79 万亿元人民币，同比下降 22.8%（图 4 右图）。目前我国大多数房地产开发企业以高杠杆、高负债、高周转的模式运转，房地产开发资金来源中接近 50%为定金、预收账款及个人住房按揭贷款，对销售回款依赖程度极高。一季度房

地产销售回款规模大幅下降，这将在一定程度上导致大部分房地产开发企业短期偿债能力下降，债务违约风险上升。

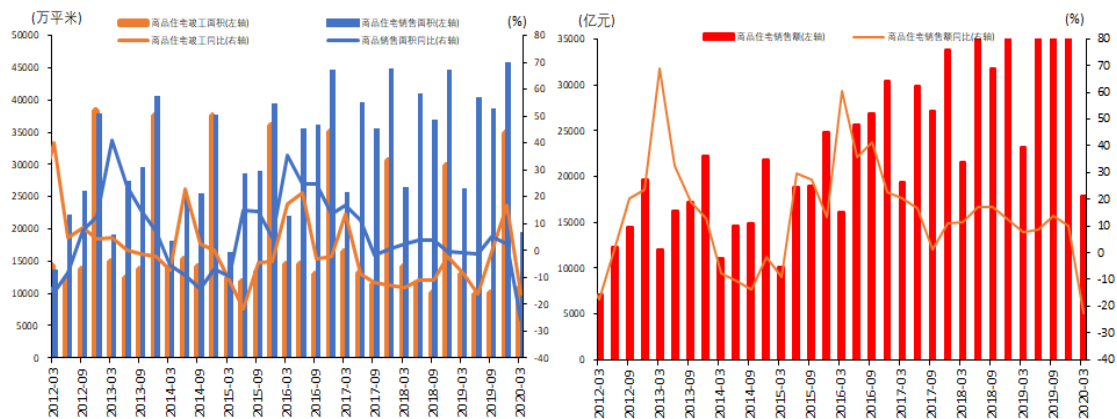


图 4 商品住宅销售、竣工及同比情况

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。2020 年一季度，百城住宅类土地供应面积为 5783.68 万平方米，同比增加 9.96%；成交面积为 4101.85 万平方米，同比减少 18.48%；成交金额为 4911 亿元，同比下降 15.33%，成交土地楼面均价同比上涨 3.87%（图 5 左图）。2020 年一季度百城土地流拍数量较去年下半年有所下降，土地成交溢价率和成交土地楼面均价重回上升趋势（图 5 右图）。在住宅类土地供应面积增加、成交规模下降的情形下，土地成交溢价率和成交土地楼面均价逆势回升，这背后的主要原因是房地产开发企业城市布局的调整，增加了在一二线城市拿地比例，一二线城市住宅类土地成交面积占比从 2019 年四季度的 40.72% 上升至 2020 年一季度的 46.18%。这表明房地产开发企业对房地产市场的预期已经发生变化，后疫情时代可能更为看好核心城市以及都市圈房地产市场。

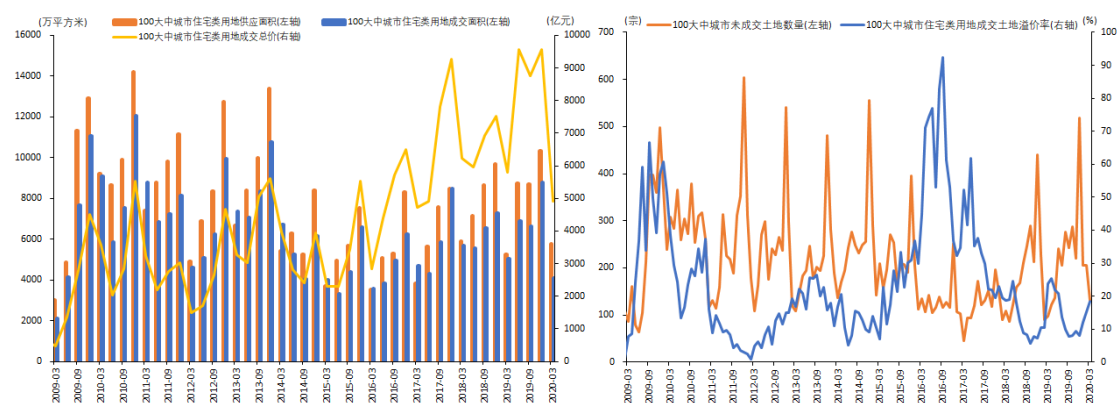


图5 100大中城市土地交易情况

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2019年12月末的13.9个月，上升到2020年3月底的40.1个月。其中，3月底一线城市平均去化周期为20.6个月；二线城市平均去化周期为23.6个月；三线城市平均去化周期为76.1个月（见图6）。库存去化周期大幅上升的主要原因是，疫情导致一月下旬至三月上旬线下售楼基本处于关闭状态，部分城市连续数周成交规模较小，使得库存去化周期计算结果较高。虽然部分房地产企业加大了库存住宅降价促销力度，3月中下旬销售规模有所回升，但仍远未恢复至上一季度的平均水平。目前来看，我们主要需警惕三线城市住宅库存去化周期的大幅度上升。尤其是目前三线城市购房主要群体之一的返乡置业人群已经陆续返工，叠加最新户籍制度改革，2020年城区常住人口300万以下城市已经全面取消落户限制、常住人口300万以上城市基本取消重点人群落户限制，原计划返乡置业人群在工作地购房限制降低。这将会导致部分人口净流出规模较大的三四线城市购房需求出现一定程度下降，给布局在这些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。

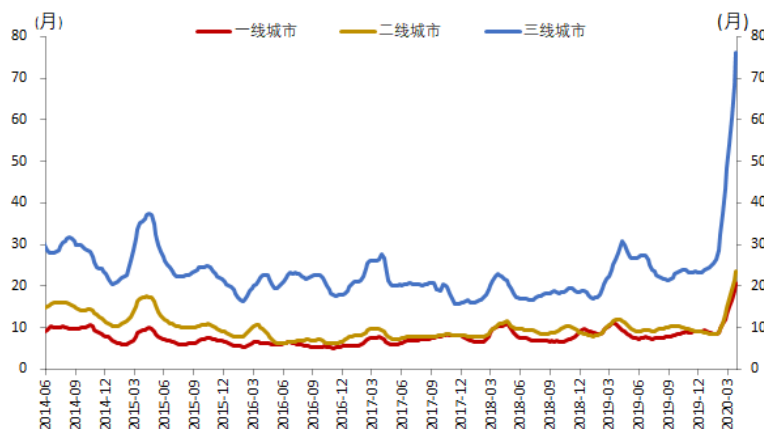


图6 各城市房地产库存去化情况（3周移动平均）

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。2020年一季度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15.9%（图7左图），较去年同期17.6%的增速略有下降。从月度增量数据来看，2020年一季度居民新增中长期贷款月度平均增量为4200.00亿元，较去年的月平均增量4541.67亿元下降了7.52%（图7右图），主要原因是受疫情影响2月份居民新增中长期贷款规模大幅下降。截至2020年一季度末个人住房贷款余额为31.15万亿元，占全部信贷余额的比例为19.44%。总体而言，2020年一季度我国金融机构个人住房信贷仍延续前期稳中趋紧的态势，预计短期内个人住房贷款余额增速仍将保持略有下降的趋势，个人住房贷款市场仍以数量调控为主。

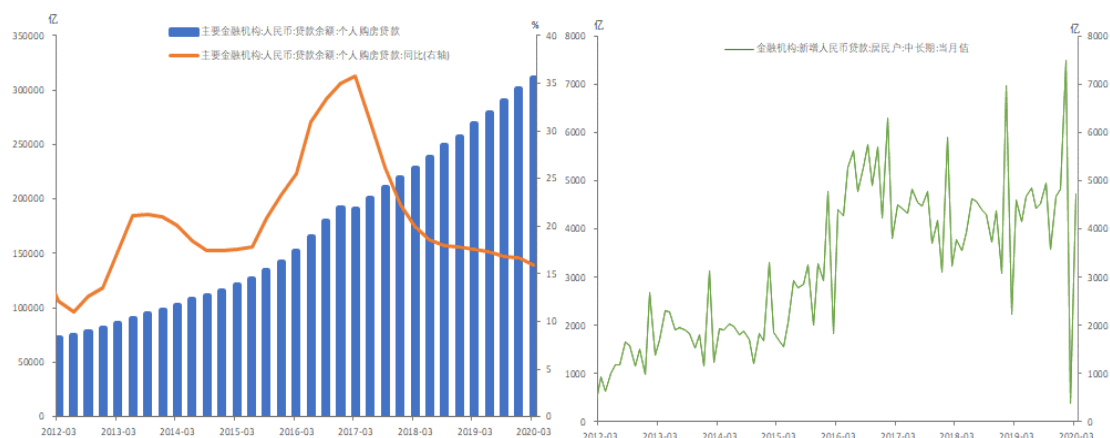


图7 个人购房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

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”。但去年二季度之后，中央关于房地产市场融资政策再次收紧，个人住房贷款利率连续小幅上升。2020 年 1 月开始个人住房贷款利率再次开始小幅下降，主要原因是从 2019 年 10 月开始个人住房贷款利率完全参考 LPR 定价并采取基点加成的方式，而 1 月开始 5 年期 LPR 呈缓慢下行趋势。截至一季度末首套、二套住房贷款平均利率分别为 5.45%（约为贷款市场报价利率 LPR¹加 70 个基点）和 5.77%（约为贷款市场报价利率 LPR 加 102 个基点）（图 8）。预期短期内 LPR 仍将延续目

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。

前缓慢下行趋势，主要原因如下：其一，后疫情时期经济形势下行，这内在要求利率水平给予配合；其二，货币总量和社融等指标依然较为宽裕；其三，国外利率水平较低，在开放环境下利率有趋同趋势。另外，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。

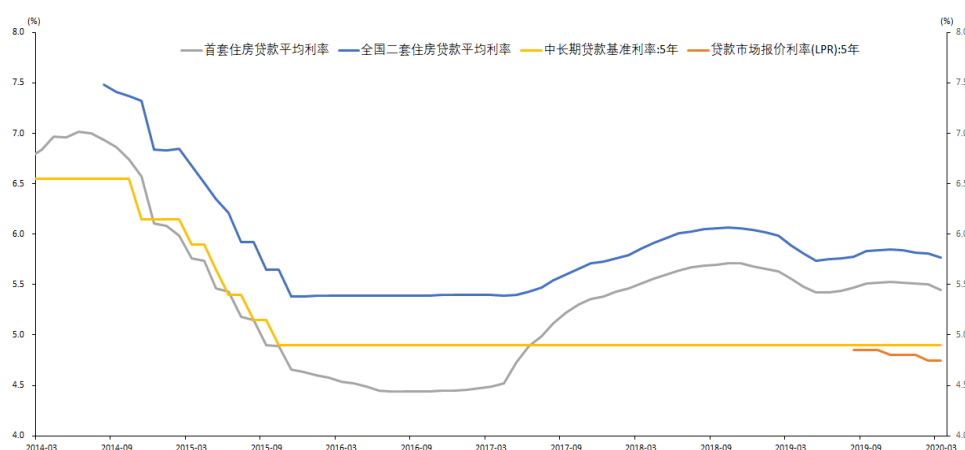


图 8 2014~2020 年全国住房贷款平均利率走势

资料来源：融 360 房贷市场报告，中国人民银行，Wind。

（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。2020 年一季度，一线城市中北京的新增住房贷款价值比有所上升，平均新增住房贷款价值比为 70.99%，属于较高水平；深圳的平均新

增住房贷款价值比为 68.66%，也处于较高水平（图 9 左上图）；上海的风险相对较低，2020 年一季度平均新增住房贷款价值比为 33.95%；广州的新增住房贷款价值比在 2020 年一季度再次上升，年平均新增住房贷款价值比为 59.55%，不过尚处于合理水平（图 9 右上图）。

二线城市方面，重庆、南京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。2020 年一季度，重庆的平均新增住房贷款价值比为 62.05%；南京的平均新增住房贷款价值比为 82.66%；厦门的新增贷款价值比为 58.03%（图 9 左下图）。郑州、武汉和天津等城市杠杆的支撑作用相对较低，2020 年一季度，郑州平均新增住房贷款价值比为 24.16%；武汉和天津的平均新增住房贷款价值比分别为 44.54% 和 28.54%，风险较小（图 9 右下图）。

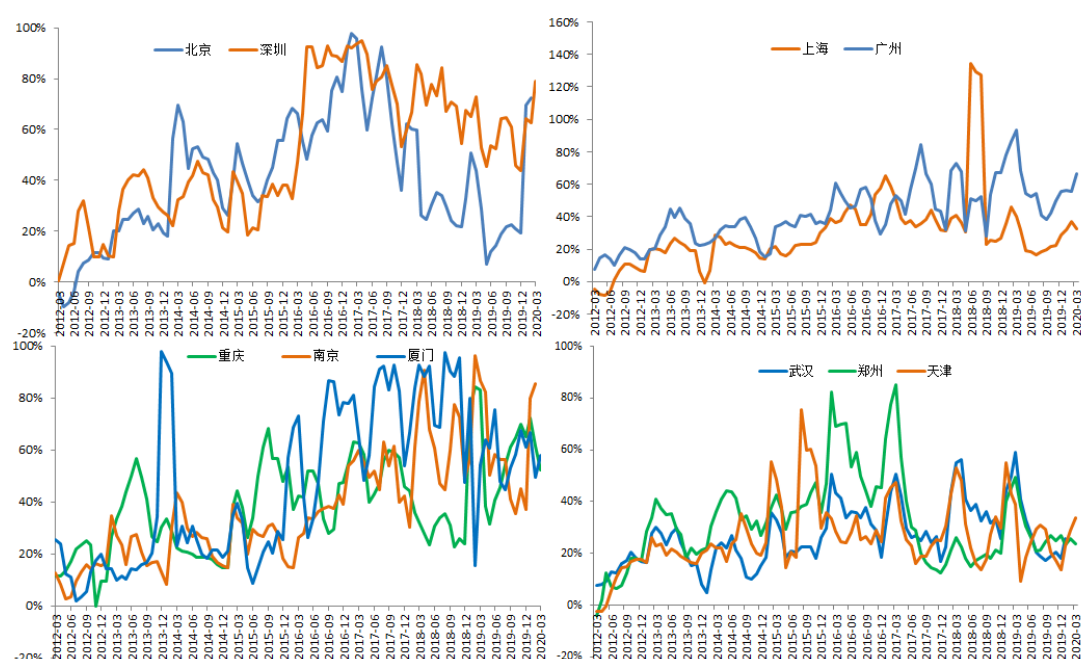


图 9 一线和部分二线城市新增贷款价值比（3 个月移动平均）²

资料来源：国家金融与发展实验室估算。

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。

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 2020 年一季度末，房地产开发贷款余额为 11.89 万亿元，占全部信贷余额的比例为 7.42%，同比增长 9.6%，同比增速连续六个季度下降（图 10）。房地产开发贷款相比其它融资渠道的成本依然相对较低，从目前市场情况来看，对于因疫情导致较长时间销售暂停的房地产开发企业，商业银行可能会允许其贷款延期偿还，但对新增房地产开发贷款的发放，商业银行持更加审慎的态度。商业银行对于优质房企和中小房企的信贷支持力度将产生分化，对于综合实力较强、负债率较低的国有房地产开发企业或上市房地产开发企业，商业银行放贷意愿较高；相反，部分负债率较高或规模较小的民营房地产开发企业获取银行贷款的难度将会进一步增加。

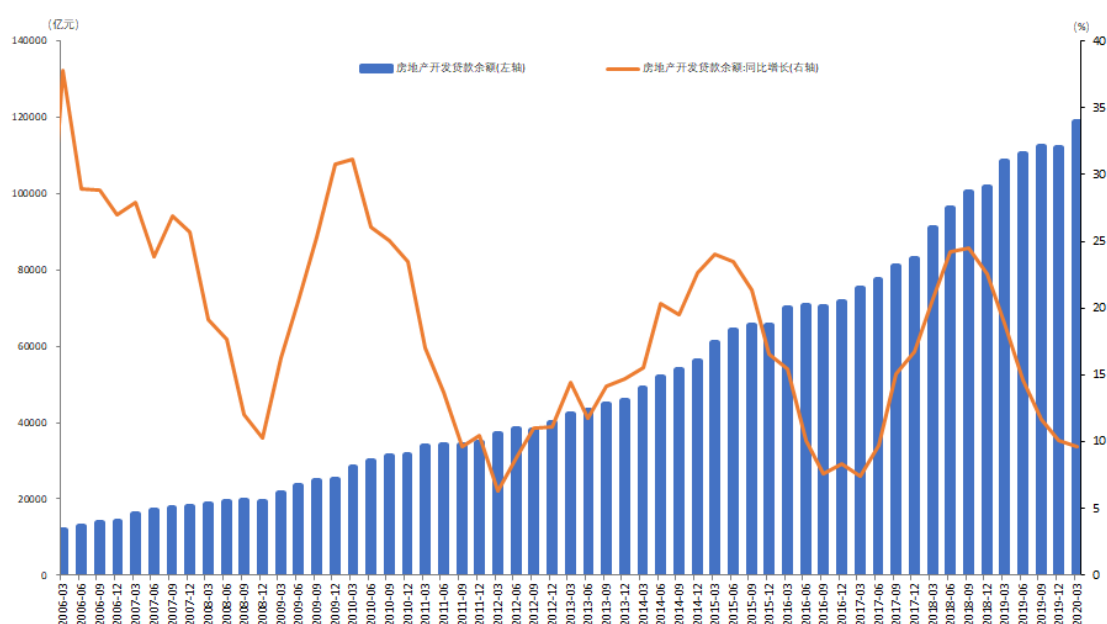


图 10 房地产开发贷款余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）房企信托融资情况³

从投向房地产行业的信托资金余额来看，截至 2019 年末房地产信托余额为 2.70 万亿元，占全部资金信托比重为 15.07%（图 11 左图）；2019 年四个季度新增房地产信托金额分别为 2609.59 亿元、3962.66 亿元、2307.31 亿元和 2051.89 亿元，累计新增房地产信托共计 1.09 万亿元（图 11 右图）。为落实中央“房住不炒”政策，银保监会于 2019 年 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的前端融资、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 2019 年三、四季度房地产信托数据来看，监管政策得到了较好的落实，新增房地产信托分别环比下降 41.77%和 11.07%，在强监管下新增信托融资规模出现较大幅度回落。从融资成本来看，2019 年房地产信托发行预期平均收益率在 8.23%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 10.23%~11.23%之间，较上一年年末略有下降。分季度来看，2019 年四个季度房地产信托发行的预期平均收益率分别为 8.33%、8.31%、8.20%、8.09%，呈下降趋势（图 11 右图）。可能的原因是二季度开始监管机构加强对信托资金违规或变相违规流入房地产领域的查处力度，新增房地产信托合规程度较高，风险溢价较低，一定程度降低了预期收益率。

³ 由于信托数据滞后发布，当前最新数据更新至 2019 年末，本节分析基于 2019 年四季度及之前的数据。

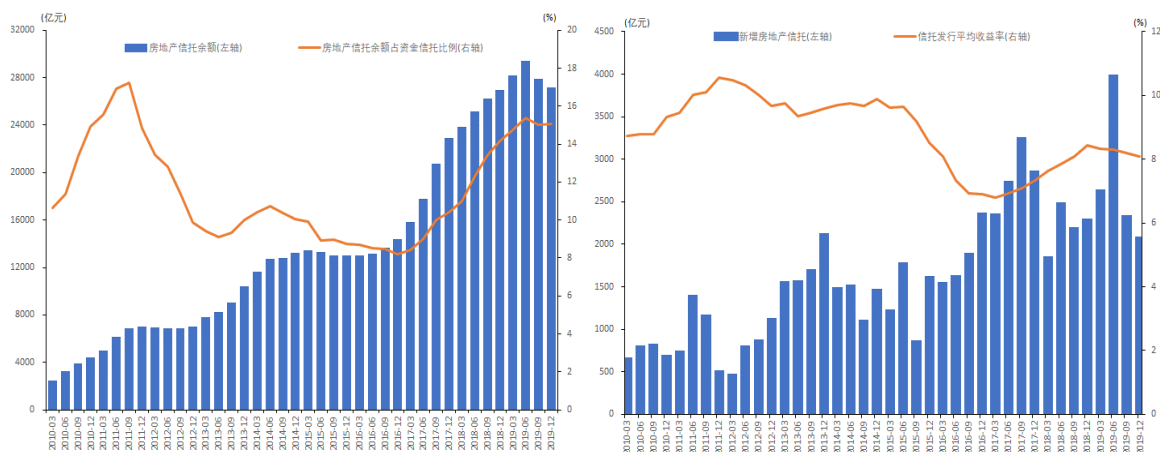


图 11 房地产信托情况（季度）

资料来源：中国信托业协会，用益信托网，Wind。

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。受疫情影响，房地产市场销售回款规模出现较大幅度下降，房地产开发企业现行的高周转模式难以持续，普遍出现资金压力较大的情况。虽然部分商业银行对受疫情影响而还款困难的房地产开发企业给予贷款展期或续贷支持，但部分资产负债率较高且资金周转能力较弱的中小房企仍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、小结与风险提示

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，房地产市场运行方面，商品住房销售同比增速明显下滑，房价涨幅整体回落，部分城市已经出现同比回落情形，租金价格水平略有下降，土地成交面积和成交金额大幅下滑，库存去化周期大幅上升。2020 年二季度及之后房地产市场会随着疫情稳定以及线下销售活动的恢复而逐渐回归正常水平。我们认为“房住不炒”是一项长期政策，中央层面防止房价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地方政府层面的“因城施策”顶在前面，针对财政压力较大城市采取对冲甚至小幅超调的政策，针对房价上涨较快城市（如深圳）应堵住政策漏洞并严厉打击各类投资投机行为。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房价也将上涨，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，以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：第一，一线城市租金资本化率再次上升，房价泡沫重回胀大状态；第二，部分三四线城市的房地产市场需求下降以及库存高企；第三，中小房企债务风险以及带来的破产数量快速上升问题；第四，三四线城市的房价问题所导致的地方政府偿债压力。

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=每平方米住宅价格/每平方米住宅一年租金，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上时间能够销售完。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。