



NIFD

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

【2019年3季度】

NIFD 季报

主编：李扬

房地产金融

蔡真

崔玉

2019年11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 3 月份发布。

摘要

从整体上看，始于2016年9月底的本轮调控，在持续从严格的调控措施的作用下，政策效果已经开始逐渐显现。2019年前三季度新建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。从9月份房价指数来看，70城中有12个城市新建住宅价格和28个城市二手住宅价格出现环比下跌，房地产市场拐点可能已经悄然到来。一、二线城市住宅库存去化周期已经处于合理区间，但三线城市住宅库存较2018年底有所上升。一、二线城市反映房地产价格泡沫的租金资本化率指标仍处于高位，三线城市租金资本化率持续上升，仍需持续关注房地产价格泡沫风险。

2019年前三季度的房地产金融形势可以概括为如下四点：

其一，一线城市新建住宅和二手住宅市场价格累计涨幅分别为3.11%和1.06%，住房价格基本稳定。租金资本化率略有回升，2019年9月，一线城市平均租金资本化率为59.05年。

其二，二线城市房价涨幅小于租金涨幅，租金资本化率从2018年二季度出现拐点，表明二线城市持续和不断加码的房地产调控措施实施效果开始逐渐显现。2019年9月，二线热点城市租金资本化率为53.56年，二线非热点城市租金资本化率为44.22年。

其三，三线城市租金资本化率自去库存政策实施以来持续上升，价格泡沫的风险不断积聚。随着今年各地区棚改计划规模的大幅削减，三线城市房价涨幅明显回落。未来如果棚改货币化安置政策完全退出后，作为棚改主要地区的三线城市很可能因住房购买需求大幅下降使房价发生较大幅度下跌。这不仅将对稳增长带来负面影响，更可能引发地方政府债务危机和

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

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

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

财政危机。另外，前三季度三线城市住宅库存去化周期较 2018 年底有所上升，需要警惕三线城市住宅库存进入新一轮上升周期。在房地产企业融资渠道全面收紧的政策背景下，库存积压将给布局于三线城市的中小房企带来较大的资金链压力。

其四，房地产金融风险仍是监管机构关注的重点领域，2019 年二季度以来房地产金融政策进一步收紧。个人住房抵押贷款余额尽管仍处于高位，但增速出现持续放缓，短期内增速可能继续保持缓慢下行趋势，风险正处于释放过程中；部分热点城市的新增住房贷款价值比处于较高水平，需持续关注。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。全面收紧的房地产调控政策预期短期内难以有实质性放松，目前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。

目 录

一、房地产市场运行	1
二、房地产金融形势	6
三、小结与风险提示	8
附件：相关指标说明	11

一、房地产市场运行

2019 年中央关于房地产的政策要求依然是要坚持“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”。预计房地产行业的调控政策仍呈持续收紧态势，短期内难以有实质性放松。

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 年前三季度新建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，两者累计涨幅分别为 5.60% 和 3.11%，同比上涨 8.57% 和 4.62%（图 1 左上图）。新建住宅价格同比上涨超过 10% 的城市有 24 个，其中大理市新建住宅价格同比上涨超过 20%；二手住宅价格同比上涨超过 10% 的城市有 9 个。

分城市层级看，一线城市延续了去年的调控效果，前三季度新建住宅和二手住宅价格基本稳定，累计涨幅分别为 3.11% 和 1.06%，同比上涨 4.60% 和 0.10%（图 1 右上图）；二线城市前三季度新建住宅和二手住宅销售价格累计涨幅分别为 5.54% 和 2.51%，同比上涨 8.21% 和 3.41%（图 1 左下图）；三线城市前三季度新建住宅和二手住宅价格累计涨幅分别为 5.89% 和 3.65%，同比上涨 9.09% 和 5.59%（图 1 右下图）。

从 9 月的房价指数来看，70 城中有 12 个城市新建住房价格和 28 个城市二手住宅价格出现环比下跌，房地产市场拐点可能已经悄然到来。

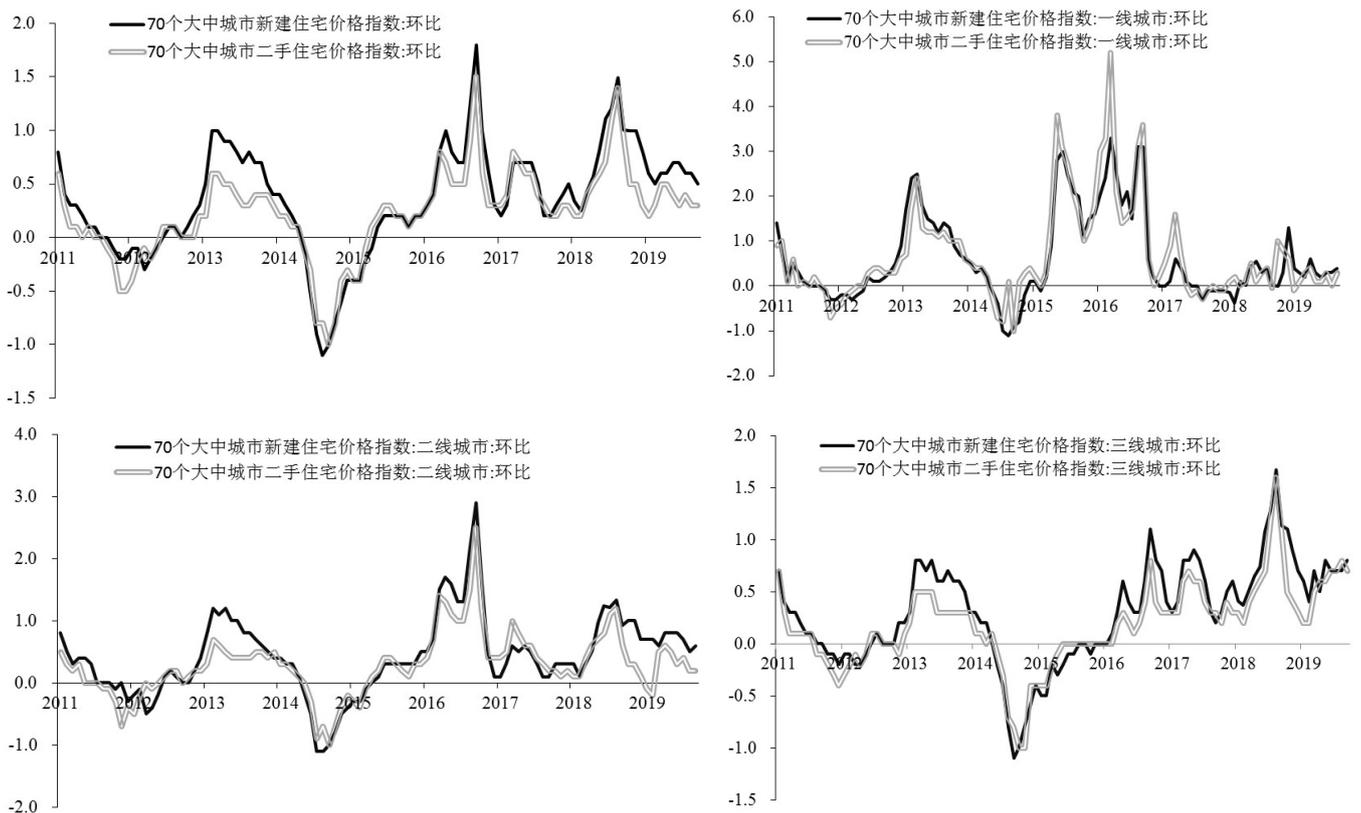


图1 70个大中城市房价走势（环比）

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 年前三季度六个城市租金价格基本保持平稳且略有下降。北京住房租金水平延续了去年下半年的下跌趋势，9 月份租金水平同比下降 2.15%，与年初基本持平。深圳前三季度租金累计下跌 0.96%，同比下降 0.58%。上海 9 月份租金水平同比下降 0.91%，与年初持平。广州前三季度租金累计上涨 0.59%，同比上升 1.24%。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），前三季度租金累计上涨 6.32%，同比上涨 5.15%。前三季度天津租金累计下降 1.91%，同比下降 2.90%。

总体来看，前三季度一线城市租金水平基本保持稳定，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

中除深圳外均未表现出明显的季节性上涨。从租金视角看，一线城市中深圳目前最有发展潜力，北京、上海、广州三城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：成都受益于国家中心城市的定位，周边缺乏强有力的竞争城市，且出台了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。

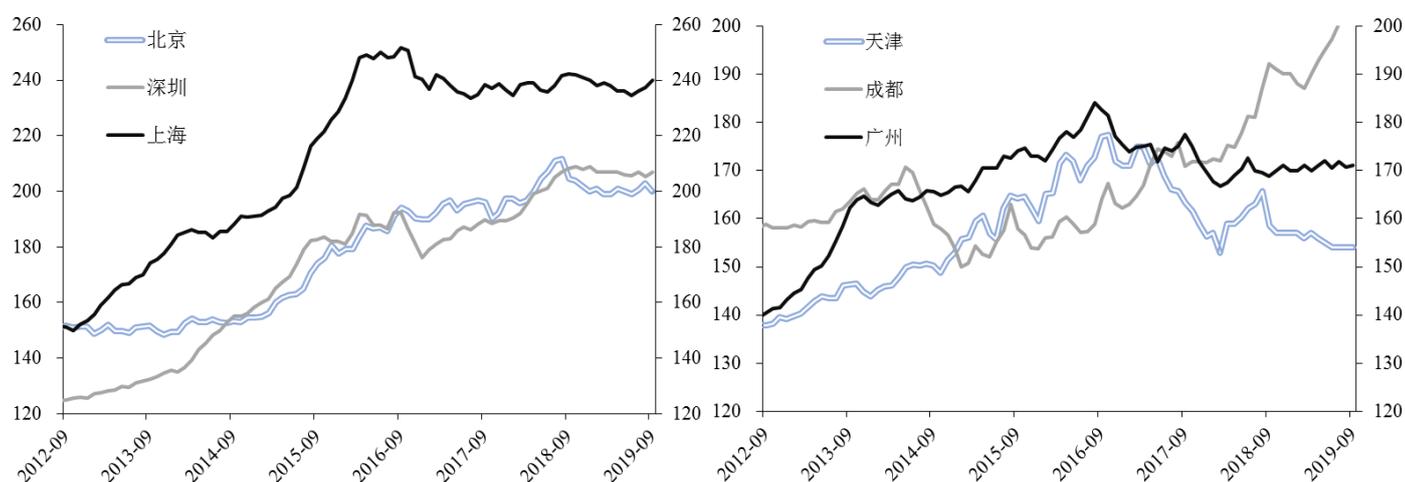


图2 中原二手住宅租金指数（定基2004年5月=100）

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；三线城市的上漲起点则始于 2016 年底。

2019 年前三季度，四座一线城市的租金资本化率呈稳中略升态势，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。二线城市的租金资本化率开始企稳，2019 年 9 月二线热点城市租金资本化率为 53.56 年，二线非热点城市租金资本化率为 44.22 年，同期一线城市平均租金资本化率为 59.05 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飙涨，从 2016 年 10 月的 30.31 年上涨至 2019 年 9 月的 38.96 年，三年来上涨了 28.54%（图 3 右下图）。

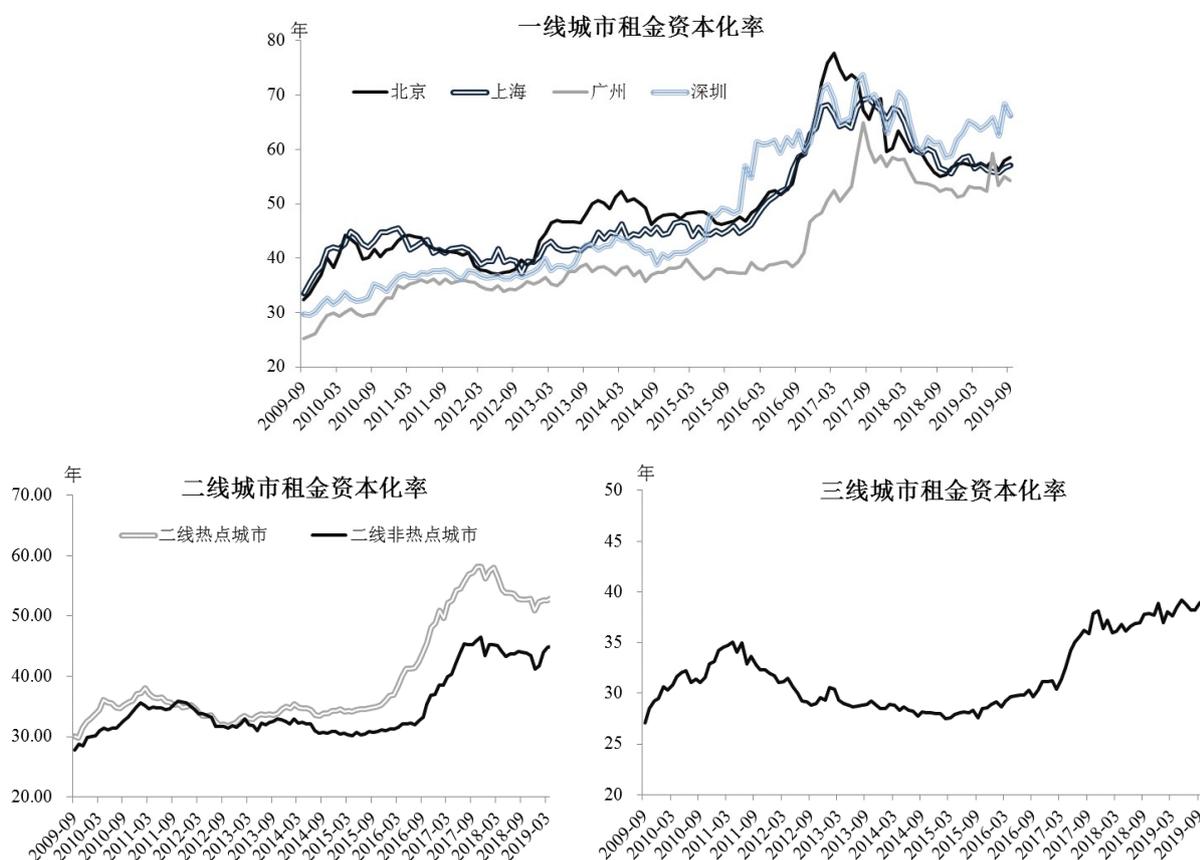


图 3 租金资本化率走势

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危机和财政危机。

从去库存的情况看，统计内的 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 9 月底的 13.9 个月。其中，9 月底一线城市平均去化周期为 8.4 个月；二线城市平均去化周期为 10.2 个月；三线城市平均去化周期为 23.1 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 4）。但从前三季度数据来看，一、二线城市住宅去化周期仍处于合理区间，三线城市住宅去化周期却从 2018 年底的 18.8 个月上升至 2019 年三季度末 23.1 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。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、二季度有明显改善。但在房地产企业融资渠道全面收紧的政策背景下，库存积压将会给布局于三线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。

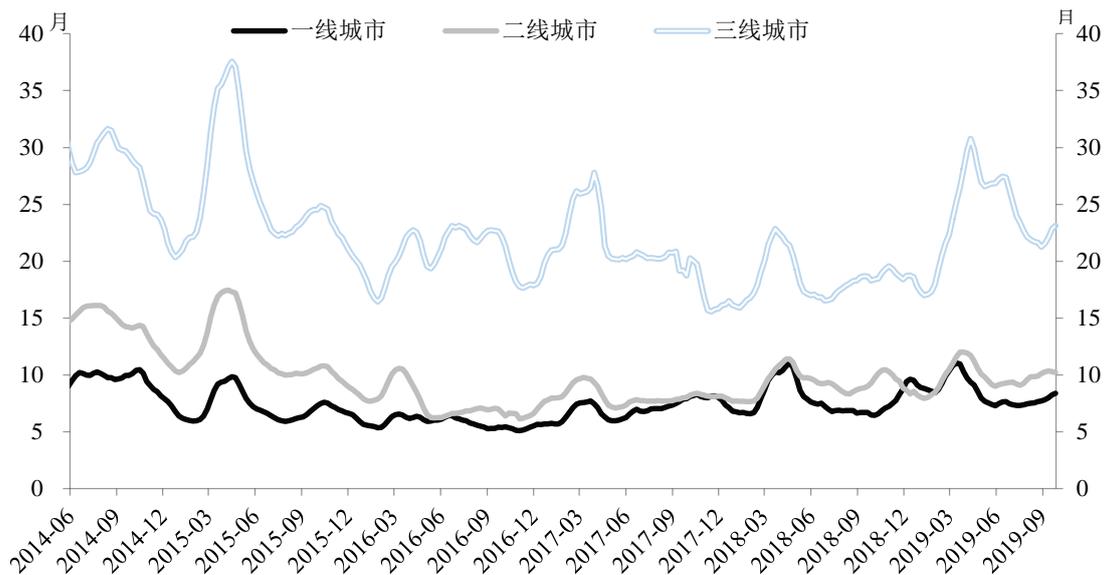


图 4 各城市房地产库存去化情况 (3 周移动平均)

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、房地产金融形势

房价的上升和泡沫的形成离不开信贷的推动，个人住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 年前三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 17.6%，二季度同比增速为 17.3%，三季度同比增速为 16.8%（图 5 左图），较去年同期 20.0%、18.6% 和 17.9% 的增速略有下降。从月度增量数据来看，2019 年前三季度居民新增中长期贷款月度平均增量为 4600 亿元，较去年同期略有上升（图 5 右图）。截至 2019 年 9 月底个人住房贷款余额为 29 万亿元，占全部信贷余额的比例达到 19.34%；房地产开发贷款余额为 11.2 万亿元，同比增速为 11.7%，较去年同期下降 10.8 个百分点，占全部信贷余额的比例为 7.47%；房地产各项贷款（包

括个贷、房地产开发贷、保障性住房开发贷款) 余额为 43.3 万亿元, 占全部信贷余额的比例达到 28.88%。总体来讲, 个人住房信贷保持了稳中趋紧的态势, 这一方面是由于限购、限贷政策直接抑制了住房信贷需求, 另一方面, 目前我国住户部门债务收入比较高, 银行出于风险考虑对个人购房贷款实行审慎的贷款标准, 控制居民杠杆率过快增长, 这也有利于抑制房价泡沫。在中央去杠杆和防范化解金融风险的政策背景之下, 个人购房贷款余额同比增速在短期内可能会继续保持缓慢下行趋势。

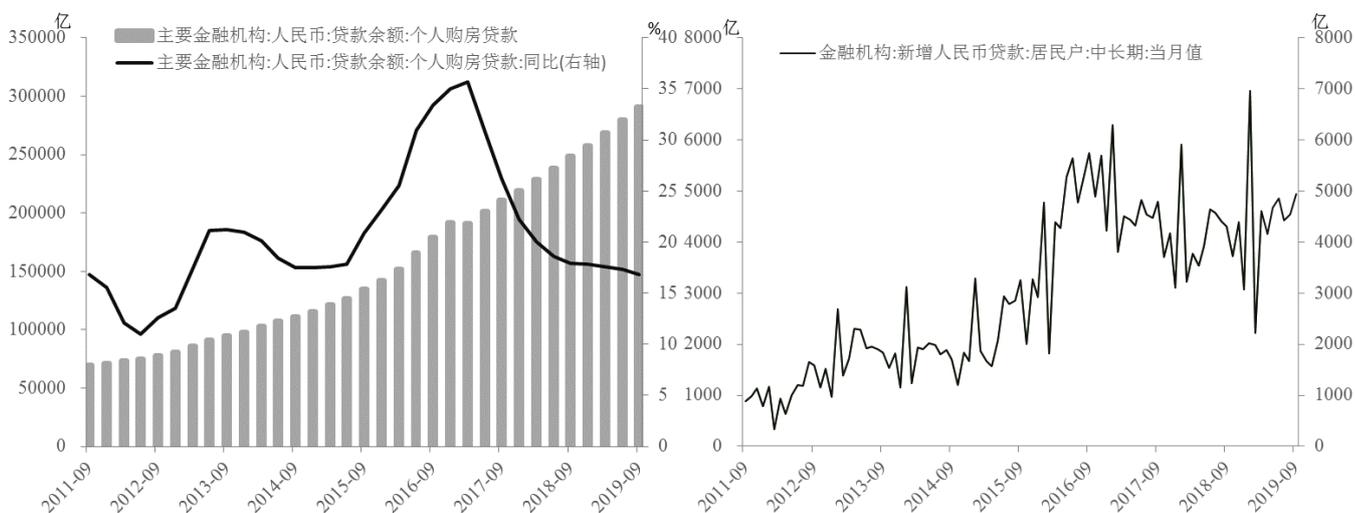


图 5 个人购房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

此外, 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。一线城市中, 2019 年前三季度, 北京的新增住房贷款价值比有所下降, 平均值为 25.7%, 属于较低水平, 风险不大; 深圳方面前三季度平均新增住房贷款价值比为 64.2%, 依然位于较高水平 (图 6 左上图); 上海的风险不大, 2019 年前三季度平均新增住房贷款价值比为 27.0%; 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 年前三季度广州平均新增住房贷款价值比为 64.2% (图 6 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年前三季度，杭州平均新增住房贷款价值比为72.1%；南京平均新增住房贷款价值比为81.2%；厦门的新增贷款价值比一直维持较高水平，平均值为79.9%（图6左下图）。中西部城市方面，杠杆的支撑作用较低。郑州2019年前三季度平均新增住房贷款价值比为34.7%；武汉和天津一季度时平均新增住房贷款价值比有所反弹，之后开始回落，前三季度平均新增住房贷款价值比分别为36.4%和32.6%，风险较小（图6右下图）。

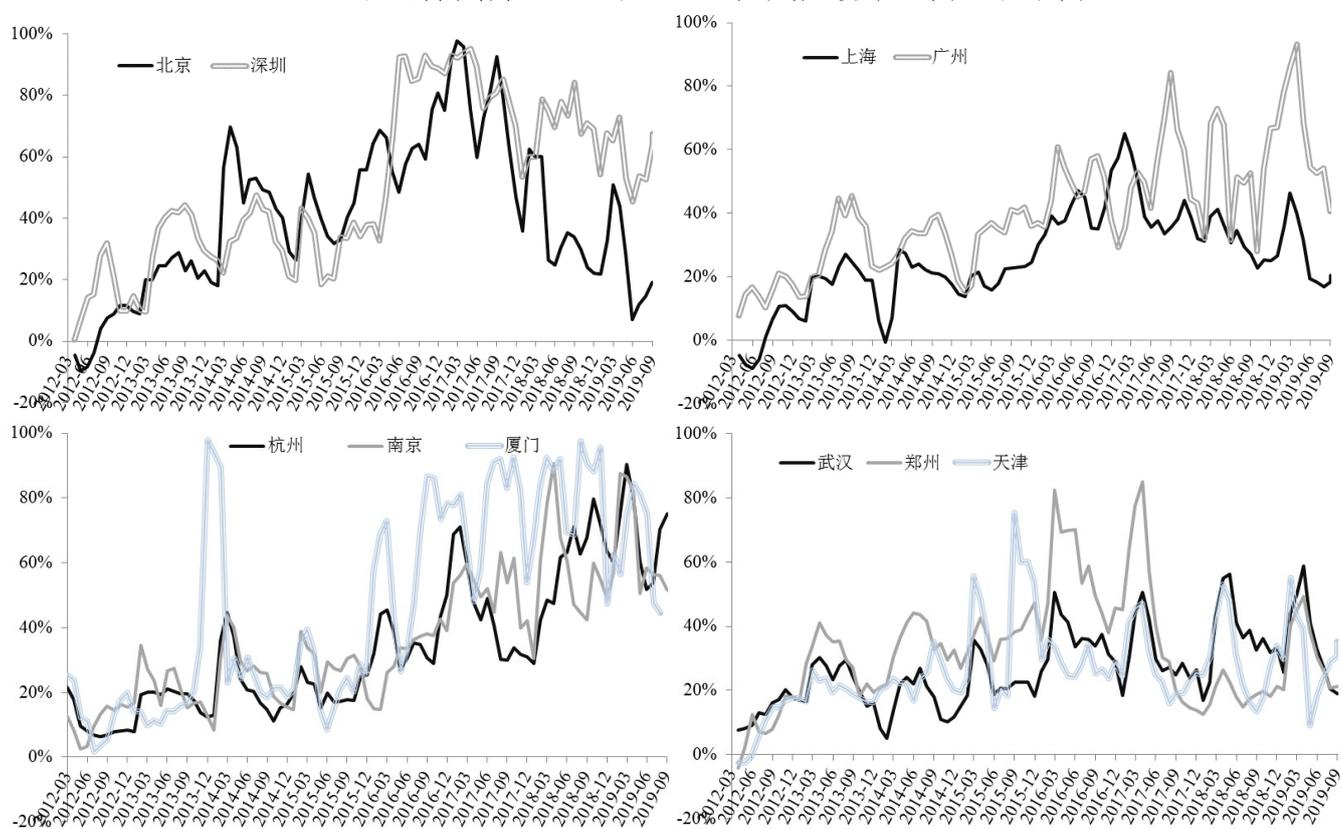


图6 一线和部分二线城市新增贷款价值比（3个月移动平均）

资料来源：国家金融与发展实验室估算。

三、小结与风险提示

2019年前三季度新建住宅销售价格和二手住宅销售价格环比涨幅明显回落，从9月份房价指数来看，70城中有12个城市新建住房价格和28个城市二手住宅价格出现环比下跌，房地产市场拐点可能已经悄然到来，持续从紧的调控政策效果已经显

现。四座一线城市的租金资本化率呈稳中有升态势，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。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。二线城市的租金资本化率从 2018 年二季度出现拐点，表明二线城市持续和不断加码的房地产调控措施的实施效果开始逐渐显现。在因城施策思想指导下，2016 年以来三线城市的主要目标是去库存，在棚改计划以及其他配套优惠措施影响下，去库存政策取得了显著成效。2019 年 9 月底三线城市住宅库存去化周期为 23.1 个月，相对于 2015 年 4 月份高达 39.7 个月的库存去化周期已经明显降低，三线城市的住宅库存问题已经有所改善；但随着今年各地区棚改计划规模的大幅削减，前三季度三线城市住宅去化周期较 2018 年底有所上升，需要警惕三线城市住宅库存进入新一轮上升周期。在房地产企业融资渠道全面收紧的政策背景下，库存积压将会给布局于三线城市的中小房企带来较大的资金链压力。

房地产金融方面，从总量数据来看，居民部门去杠杆的政策执行较好，2017 年二季度以来个人住房抵押贷款余额增速持续下降。2019 年前三季度个人住房抵押贷款余额增速也延续这一趋势，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%，较去年同期 20.0%、18.6% 和 17.9% 的增速略有下降。个人住房抵押贷款余额尽管仍处于高位，但增速持续放缓，短期内可能继续保持缓慢下行趋势，风险正处于释放过程中。分地区观察，我们测算了一线和部分二线城市的新增住房贷款价值比，部分城市的新增贷款价值比呈波动上升态势，住房信贷的杠杆支持力度仍在加强。2019 年前三季度新增住房贷款价值比处于较高水平的城市有厦门、杭州、南京，需要警惕在“去杠杆”背景下信贷可能推动房价上涨和抬高居民家庭杠杆率的风险。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。全面收紧的房地产调控政策预期短期内难以有实质性放松，目前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。

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少时间能够销售完。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，再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。