

## 行业研究

## 需求侧按揭贷款量缩价升，供给侧5月发债规模收缩明显

## ——光大房地产行业流动性跟踪报告（2021年5月）

## 要点

## 需求侧：5月新增居民中长贷同比-5.1%，房贷利率持续提升

从资金量来看，5月单月新增居民短贷1806亿元，同比-11.5%；1-5月累计新增居民短贷8000亿元，同比+92.7%。5月单月新增居民中长贷4426亿元，同比-5.1%，为今年以来首次单月同比下降；1-5月累计新增居民中长贷2.9万亿元，同比+34.6%，累计新增居民中长贷占新增贷款的比例为27.4%（2020年末同口径数据为30.3%）；从资金价格来看，5月全国首套及二套房贷平均利率分别为5.33%、5.61%，环比均+2BP。

2021Q1央行货币政策执行报告总体基调以稳健为主。重提保持宏观杠杆率稳定，且罕见地对“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”加粗标示。房地产方面表态与2020Q4总体上保持一致：坚持房住不炒，不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。首次提出加大住房租赁金融支持力度。

2021第二季度以来，随着房地产行业调控政策高压持续，部分热点城市银行先后上调房贷利率，预计后续需求侧按揭贷款将持续承压。

## 供给侧：5月房企境内外发债规模收缩明显，海外债利差加大

5月房企境内外单月合计发债570亿元，同比-2.3%（4月-1.3%），单月净融资为-452亿元（4月为-405亿元）。拆分结构来看，5月境内发债缩量明显，单月净融资-526亿元；境外发债规模有所反弹，单月净融资转正至+74亿元。

5月房地产集合信托成立金额约381亿元，同比下降48.5%，占集合信托成立规模比重小幅提升至30.4%。1-5月，房地产集合信托累计成立金额2161亿元，同比下降28.9%。

资金价格方面，5月中高资质房企境内新发债利率保持稳定且分化有收敛迹象。5月大中型民营房企新发美元债利率继续分化，偏高资质主体融资成本有所下降，偏低资质主体成本持续上行。5月远洋新发5年期美元债票面利率3.25%，佳兆业新发4.5年期美元债票面利率高达11.7%。

**投资建议：**我们认为地产开发子板块短期行业受限于资金面约束，ROE水平提升空间有限，但鉴于市场已较为充分反映了悲观预期，维持行业“增持”评级。对于经营能力、品牌优势、信用优势等综合实力较强的龙头房企，建议将更多关注点放在其利用知名度和美誉度在多元化业务领域的发展，以及同一品牌下属各关联公司/各业务板块之间的协同效应，无谓过多纠结于地产开发业务是否还能回到以往的高利润率水平。建议关注万科A（物管板块大变革，万物云开启，合约面积突破6.8亿平）、保利地产（保利物业城市公服地位领先，软基建大战略利于协同发展）、中国金茂（“绿金”产品力卓越，金茂物业高端服务品质突出，销售持续保持较高增长）。

**风险分析：**全球通胀预期和大宗商品上涨或导致国内利率有上行压力，或对资金密集型的地产开发板块造成潜在影响；新冠疫情和中美贸易摩擦或导致国内部分行业发展和就业情况不及预期，进而影响居民收入和信贷扩张；房企“三道红线”叠加债务集中偿还期，部分房企或出现信用违约。

## 房地产 增持（维持）

## 作者

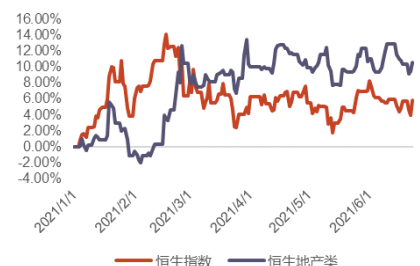
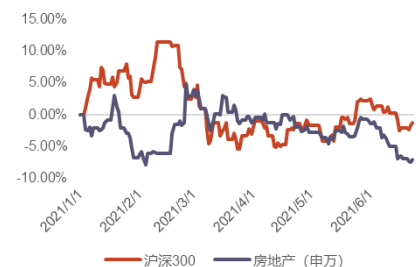
分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

20210616 对近期房地产AH板块表现差异的分析及投资建议：关注“隐含价值”较高的地产龙头

20210301 地产开发影响中性，建议关注多元化业务机遇——对自然资源部官方回应网传“相关城市集中供地”的点评

20210305 新型城镇化深入推进 房地产行业迎多元化发展机遇——对2021年两会政府工作报告房地产相关内容的点评

## 1、需求侧:5月新增居民中长贷同比-5.1%，按揭贷款利率持续上行

- 2021年5月，单月新增居民短贷1806亿元，同比-11.5%，2021年1-5月累计新增居民短贷8000亿元，同比+92.7%；在监管部门打击消费贷、经营贷用于购房的背景下持续收缩。
- 2021年5月，单月新增居民中长贷4426亿元，同比-5.1%，为今年以来首次同比下降；2021年1-5月累计新增居民中长贷2.9万亿，同比+34.6%（2020年全年同比+9.2%），累计新增居民中长贷占新增贷款的比重为27.4%（2020年末同口径数据为30.3%）。
- 2021Q1央行货币政策执行报告对经济形势的整体判断较为乐观，总体基调以稳健为主，强调服务实体经济信贷需求、珍惜正常的货币政策空间。重提保持宏观杠杆率稳定，且罕见地对“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”加粗标示。房地产方面表态与2020Q4总体上保持一致：坚持“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。首次提出加大住房租赁金融支持力度。
- 2021第二季度以来，随着房地产调控不断收紧，部分热点城市先后上调房贷利率，预计后续需求侧按揭贷款或将持续承压。

### 1.1、从资金量来看

2021年5月新增信贷15,000亿元，同比多增200亿元（+1.4%），环比多增300亿元（+2%）。其中企业部门新增8057亿元，同比少增402亿元（-4.8%），环比多增505亿元（+6.7%）；居民部门新增6232亿元，同比少增811亿元（-11.5%），环比多增949亿元（+18%），单月新增信贷占比约34.9%（同比+9.8pct.，环比+1.1pct.）。

2021年1-5月，新增人民币贷款10.64万亿元，同比增长3.5%（2020年全年+16.8%）。其中企业部门累计新增6.91万亿，同比下降11.9%（2020年全年+28.8%），占比约65%（2020年全年62%）。居民部门累计新增3.71万亿，同比增长43.9%（2020年全年+5.9%），占比34.9%（2020年全年占比40%）。

拆分居民部门来看，5月单月新增居民短贷1806亿元，同比少增575亿元（-11.5%），环比多增1441亿元（+394.8%）。5月单月新增居民中长贷4426亿元，同比少增236亿元（-5.1%），环比少增492亿元（-10%），新增信贷单月占比约29.5%（同比-2pct.，环比-3.9pct.）。

2021年1-5月，累计新增居民中长贷2.9万亿，同比增速为+34.6%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约27.4%（2020年全年水平为30.3%）。

### 1.2、从资金价格来看

融360数据显示，2021年5月，全国首套、二套平均房贷利率在政策影响下持续上行，提升至5.33%、5.61%（环比均+2BP）。

### 1.3、主要数据图表

2021年5月，单月新增人民币贷款15000亿元，同比多增200亿元(+1.4%)，环比多增300亿元(+2%)。其中：

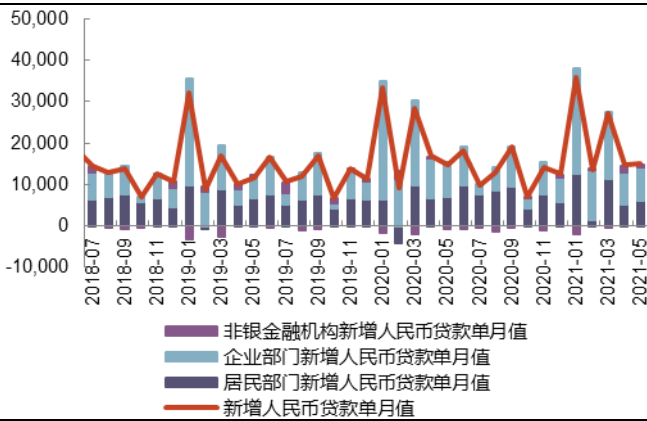
居民部门新增6232亿元，同比少增811亿元(-11.5%)，环比多增949亿元(+18%)。企业部门新增8057亿元，同比少增402亿元(-4.8%)，环比多增505亿元(+6.7%)。

2021年1-5月，新增人民币贷款10.64万亿元，同比增长3.5%，其中：

居民部门累计新增3.71万亿，同比增长43.9%，居民部门新增贷款占人民币贷款增量的比重约35%（2020年全年为40%）。

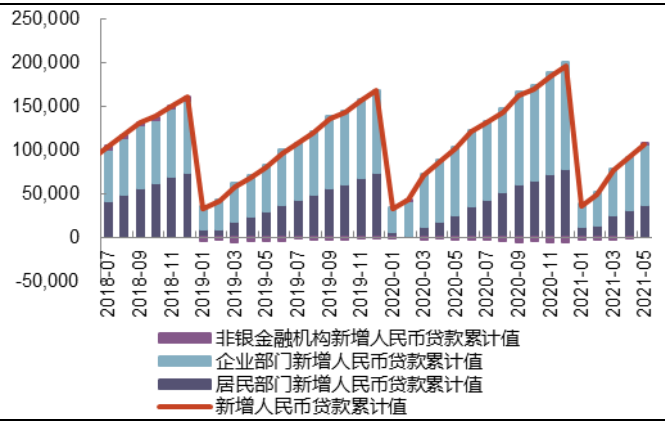
企业部门累计新增6.91万亿，同比下降11.9%，企业部门新增贷款占人民币贷款增量的比重约65%（2020年全年为62%）。

图1：居民/企业部门新增人民币贷款单月值



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

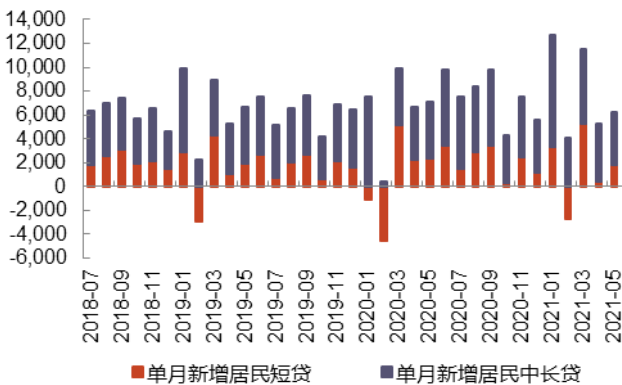
图2：居民/企业部门新增人民币贷款累计值



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

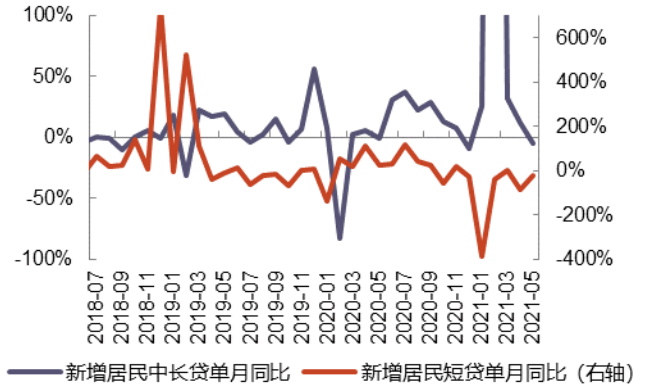
具体拆分居民部门信贷数据，2021年5月单月新增居民短贷1086亿元，同比少增575亿元(-11.5%)，环比多增1441亿元(+394.8%)；5月单月新增居民中长贷4426亿元，同比少增236亿元(-5.1%)，环比少增492亿元(-10%)。

图3：居民部门新增短贷/长贷当月值



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

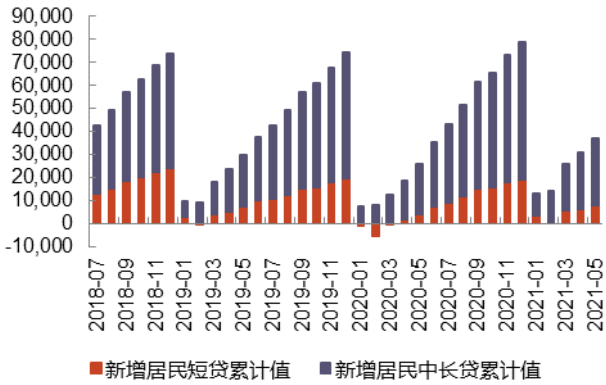
图4：居民部门新增短贷/长贷当月同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

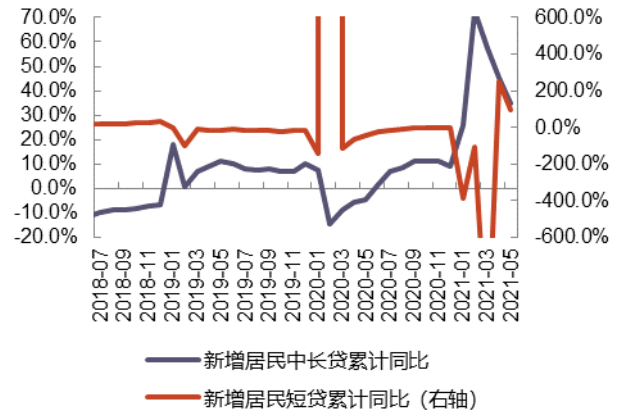
2021年1-5月，居民短贷累计新增8000亿元，同比增速为+92.7%；累计新增居民中长贷29144亿元，同比增速为+34.6%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约27.4%（2020年全年水平为30.3%）。

图5：居民部门新增短贷/长贷累计值



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

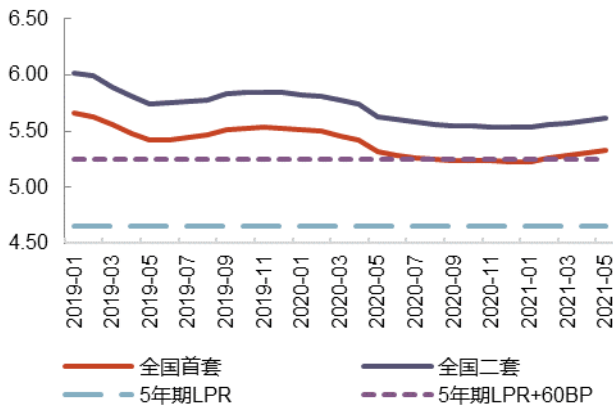
图6：居民部门新增短贷/长贷累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

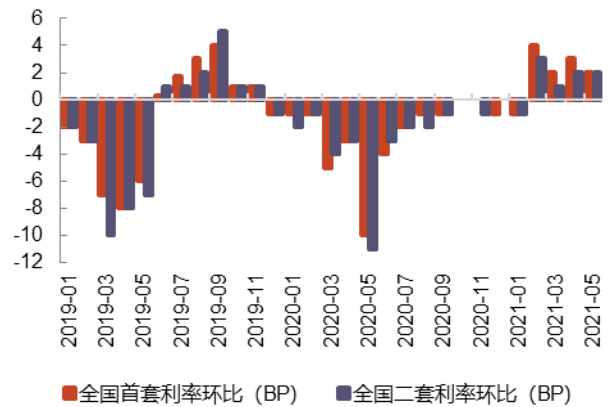
2021年5月，全国首套平均房贷利率为5.33%，环比上升2BP，相当于最新5年期LPR加点68BP。5月，全国二套平均房贷利率为5.61%，环比上升2BP，相当于最新5年期LPR加点96BP。

图7：全国首套、二套房贷平均利率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图8：全国首套、二套房贷平均利率环比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、供给侧：5月房企境内外发债规模收缩明显，海外债利差加大

➢ 5月房企境内外单月合计发债570亿元，环比-40.5%（4月-3.2%），同比-2.3%（4月-1.3%），单月净融资达-452亿元（4月-405亿元）。其中5月境内发债缩量明显，环比-58.6%至335亿元，单月净融资-526亿元。5月境外发债规模有所反弹，环比+56%至235亿元，单月净融资转正至+74亿元。

在“三道红线”政策调控下，房企国内融资环境日益收紧，伴随着债务到期高峰，今年以来境内发债持续出现净融资为负的情况。

- 5月房地产集合信托成立金额约381亿元，环比下降20.9%，同比下降48.5%，占集合信托成立规模比重小幅提升至30.4%。
- 资金价格方面，5月中高资质房企境内新发债利率保持稳定且分化有收敛迹象。5月大中型民营房企新发美元债利率继续分化，偏高资质主体融资成本有所下降，偏低资质主体成本持续上行。

## 2.1、从资金量来看

整体来看，5月单月房企发债约570亿元，环比下降40.5%，同比下降2.3%；5月单月房企净融资-452亿元，对比4月为-405亿元，房企债券净融资持续为负。

其中5月境内债市场缩量较明显，单月发债335亿元，环比下降58.6%，同比下降19.7%，单月境内债净融资额为-526亿元（4月-101亿元）。从结构来看，各类型债券发行规模较四月均有收缩，超短期融资券、一般中期票据及ABS发行缩量较明显，融资渠道呈现多元化。

5月美元债一级市场发行量略有反弹，或与国内融资环境进一步收紧有关。房企美元债单月发行235亿元，环比增长56%，同比增长41%，单月净融资额约74亿元（4月为-304亿元）。

1-5月房企境内外合计发债4604亿元，同比下降12.6%，净融资约-1453亿元，同比下降161%。

5月房地产集合信托成立金额约381亿元，同比下降48.5%，占单月集合信托成立规模的比重提升至30.4%。1-5月房地产集合信托募集资金2161亿元，同比下降28.9%，占整体集合信托募集资金的比重约28.1%（2020年全年为29.7%）。

## 2.2、从资金价格来看

从一级市场来看，境内债券方面，呈现稳定态势，5月中高资质房企新发债利率较前期保持稳定，部分房企新发债利率小幅下降，各房企发债利率分化有收敛迹象。

5月18日，万科发行5年期10亿元公司债，利率3.4%，对比2020年6月份发行5年期公司债利率为3.2%；

5月19日，龙湖发行5年期15亿元公司债，利率3.5%，以及7年期15亿元公司债，利率3.93%；对比1月份发行5年期公司债利率为3.95%，7年期公司债利率为4.4%；

5月28日，保利发行7年期5.3亿元ABS，利率3.7%，以及5年期25亿元ABS，利率3.39%；对比3月发行7年期公司债利率为3.9%，3月发行5年期公司债利率为3.65%。

海外债市场方面，新发债利率继续分化。偏高资质主体融资成本有所改善，远洋新发5年期美元债票面利率3.25%；偏低资质主体新发债成本维持高位且有进一步提升的迹象，佳兆业4.5年期美元债票面利率高达11.7%。

5月5日，远洋集团发行5年期4亿美元债，利率3.25%，对比2020年1月发行10年期美元债利率4.75%；

5月11日，佳兆业发行4.51年期5亿美元债，利率11.7%，对比2020年7月发行4.7534年期美元债利率11.25%；

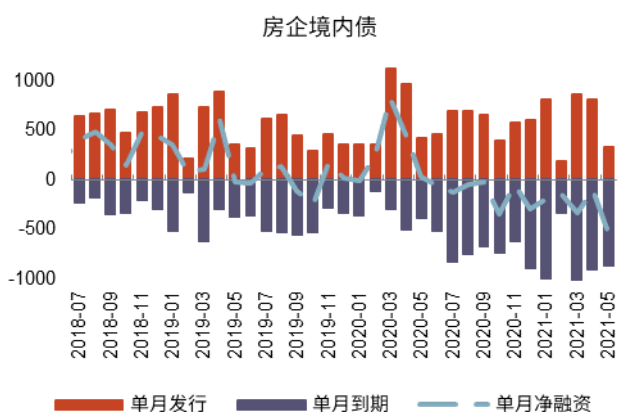
5月16日，宝龙地产发行5年期2亿美元债，利率4.9%；对比2020年10月发行4.5年期美元债利率5.95%

### 2.3、主要数据图表

2021年5月，房企境内发债金额335.1亿元，同比下降19.7%，环比下降58.6%；计入到期金额后，5月房企境内单月债券净融资-525.8亿元，对比上月净融资-101.1亿元。

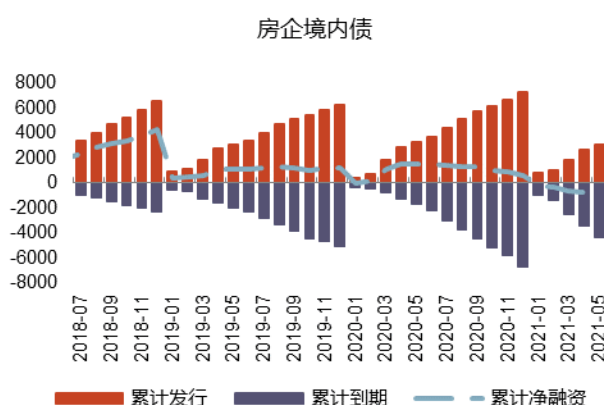
2021年1-5月，房企境内累计发债金额3003.2亿元，同比下降6.5%；计入到期金额后，1-5月房企境内债券累计净融资-1294.8亿元，对比去年同期累计净融资1558.2亿元。

图9：房企境内债券单月发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

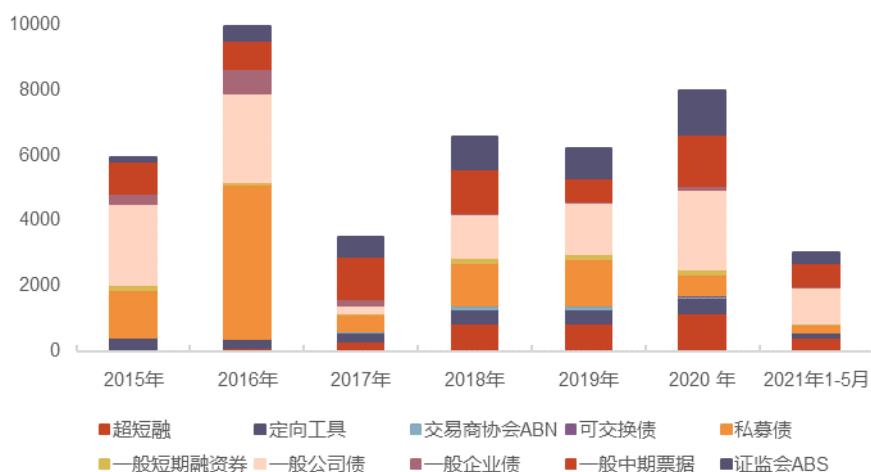
图10：房企境内债券累计发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

从房企境内发债类型来看，2021年1-5月，公司债、中期票据、超短融、ABS规模居前，金额分别为1120.4亿元、686.1亿元、410.2亿元、307亿元；占比分别为37.2%、22.8%、13.6%、10.2%。

图11：房企境内债按类型拆分

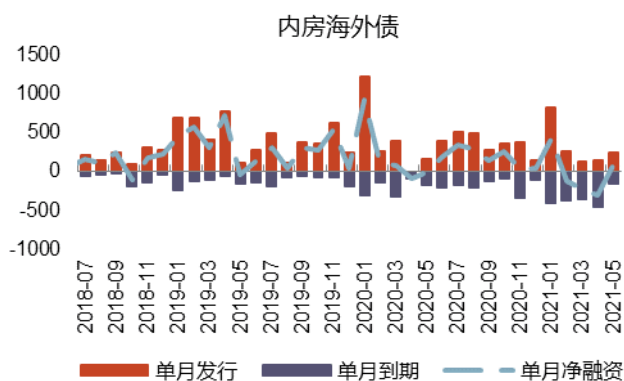


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

2021年5月，内房海外发债单月发行235.2亿元，同比增加41.4%，环比增加56%；计入到期金额后，5月内房海外债券净融资73.8亿元，对比上月净融资约-303.7亿元。

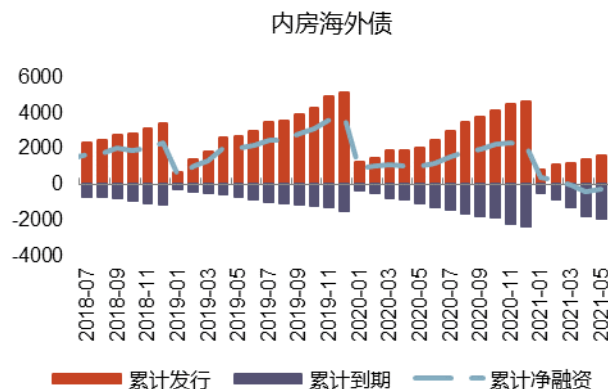
2021年1-5月，内房海外债累计发行1601.1亿元，同比下降22.2%；计入到期金额后，1-5月内房海外债累计净融资-158.5亿元，对比去年同期累计净融资1030.8亿元。

图 12：内房海外债券单月发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

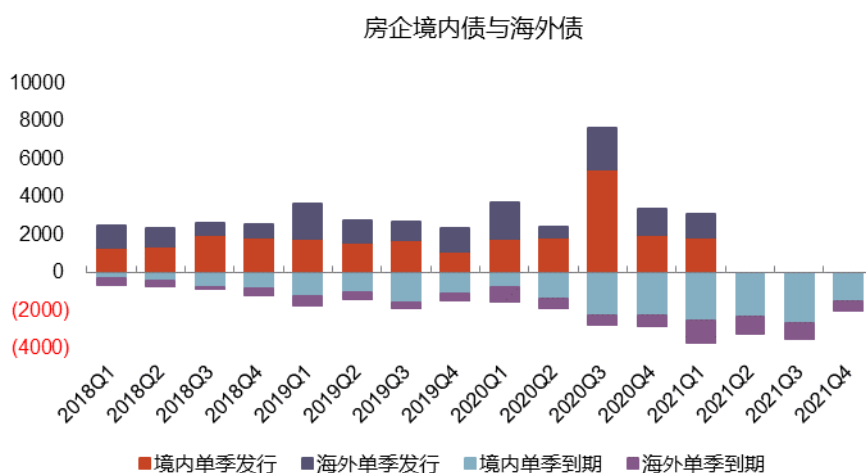
图 13：内房海外债券累计发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

截止2021年5月，不计入回售影响，2021年房企债券合计到期规模约12430亿元（2020年为8936亿元），其中Q1、Q2、Q3、Q4分别到期3671亿元、3238亿元、3497亿元、2024亿元。

图 12：房企单季境内发债、海外发债、境内到期、海外到期金额

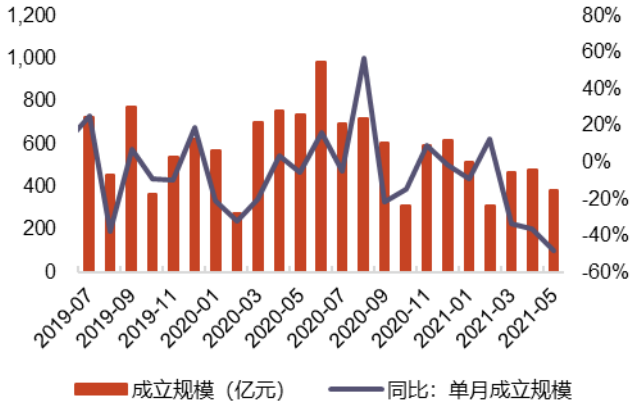


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

用益信托网数据显示，2021年5月房地产集合信托单月募集381亿元，同比下降48.5%，环比下降20.9%，占当月集合信托发行规模比重30.4%（上月占比29.5%）。2021年1-5月，房地产集合信托累计成立2161亿元，同比下降28.9%，占1-5月集合信托整体成立规模的比重28.1%。

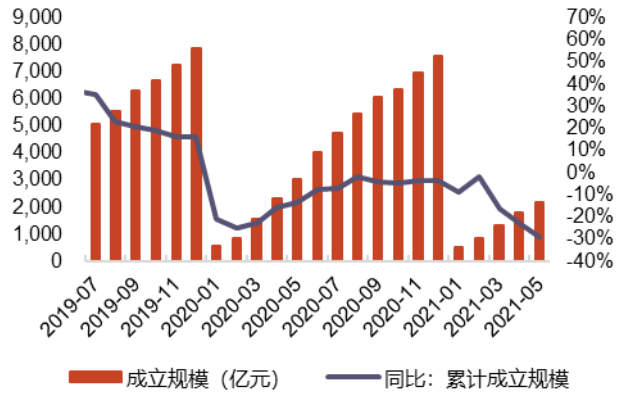
截止 2021 年 3 月末，房地产资金信托余额约为 2.17 万亿，同比下降 15.8%，占信托余额比重下降至 13.6%。

图 13：房地产集合信托单月成立规模及同比增速



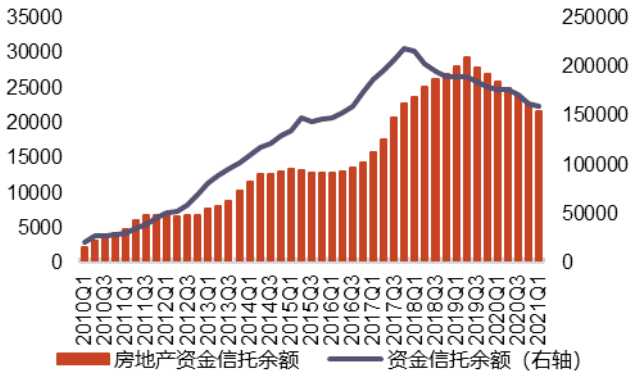
资料来源：用益信托网，光大证券研究所；单位：亿元

图 14：房地产集合信托累计成立规模及同比增速



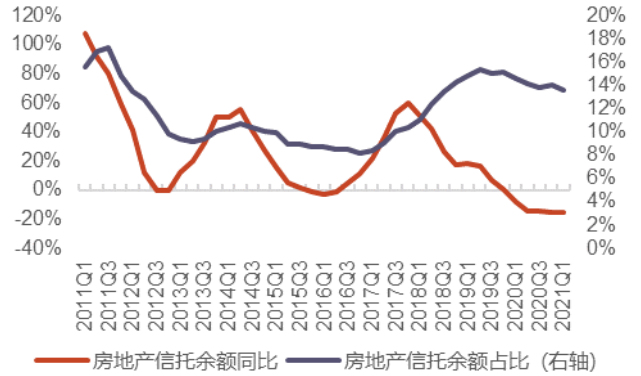
资料来源：用益信托网，光大证券研究所；单位：亿元

图 15：资金信托余额及房地产信托余额（截至 2021Q1）



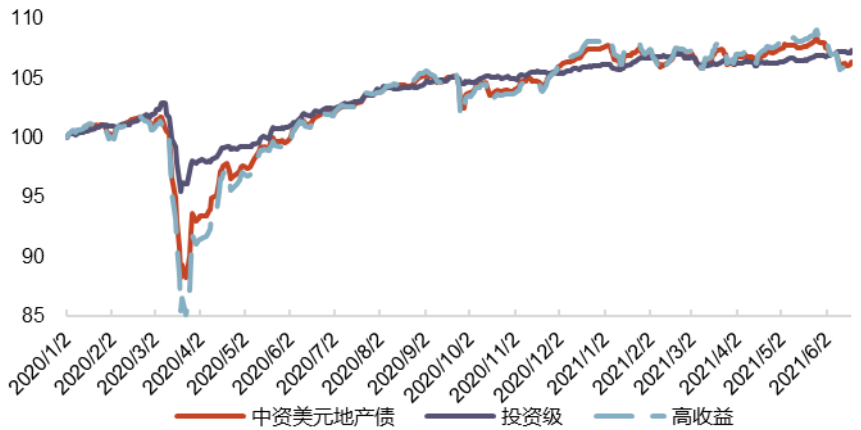
资料来源：信托业协会，光大证券研究所；单位：亿元

图 16：房地产信托余额同比及占比（截至 2021Q1）



资料来源：信托业协会，光大证券研究所

图 17：Market iBoxx 债券指数



资料来源：Wind，光大证券研究所



### 3、投资建议

我们认为地产开发子板块短期行业受限于资金面约束，ROE 水平提升空间有限，但鉴于市场已较为充分反映了悲观预期，维持行业“增持”评级。

对于经营能力、品牌优势、信用优势等综合实力较强的龙头房企，建议将更多关注点放在其利用知名度和美誉度在多元化业务领域的发展，以及同一品牌下属各关联公司/各业务板块之间的协同效应，无谓过多纠结于地产开发业务是否还能回到以往的高利润率水平。

建议关注万科 A（物管板块大变革，万物云开启，合约面积突破 6.8 亿平）、保利地产（保利物业城市公服地位领先，软基建大战略利于协同发展）、中国金茂（“绿金”产品力卓越，金茂物业高端服务品质突出，销售持续保持较高增长）。

### 4、风险提示

近期全球通胀预期再起，十年期美债收益率向上突破 1.5%，大宗商品涨价明显，或影响国内利率水平，对资金密集型的地产开发板块或带来负面影响。

受新冠疫情、经济结构换挡、中美贸易摩擦以及欧洲政治风波的内外叠加影响，或导致部分国内行业的就业情况不及预期；一旦就业情况恶化或导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，从而影响居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还。

近期房企迎来债务到期高峰，叠加“三道红线”降杠杆要求，部分中小型房企信用风险有所抬升，现金流管理能力较弱及负债结构较差的中小房企或出现局部违约。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE