

行业研究

需求侧居民信贷单月边际改善，供给侧美元债一级市场发行回暖

——光大房地产行业流动性跟踪报告（2021年9月）

要点

需求侧：“两维护”缓解四季度行业流动性紧张情况，新增居民信贷边际改善

从资金量来看，9月单月新增居民短贷3,219亿元，环比+115.2%；1-9月累计新增居民短贷16,300亿元，同比增速为+6.5%。9月单月新增居民中长贷4,667亿元，环比+9.6%，同比-26.6%；1-9月累计新增居民中长贷4.72万亿，同比+2.6%（2020全年同比+9.2%），累计新增居民中长贷占新增贷款的比重为28.2%（上月同口径数据为28.2%，2020年全年为30.3%）。

中国人民银行货币政策委员会2021年第三季度例会于9月24日召开，会议提出：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定；同时，会议明确提出，要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。在需求侧及供给侧双紧背景下，“两维护”定调有助于缓解四季度行业流动性紧张情况，修复资本市场对房地产行业的过度悲观预期，利于合理保障刚性购房权益，加速推进供需两端双平衡，维护房地产市场健康发展。

供给侧：9月境内发债融资规模持续下行，美元债一级市场发行回暖

9月房企境内外单月合计发债677亿元，环比+28.3%（8月-46.4%），同比-26.6%（8月-55.9%），单月净融资-437亿元（8月-693亿元）。其中9月境内发债规模持续缩减，环比-12.1%至411亿元，单月净融资-497亿元。9月美元债一级市场发行回暖，房企美元债单月发行265亿元，环比大幅增加344.7%，同比下降2.5%，单月净融资额约60亿元（8月为-259亿元）。

9月房地产集合信托成立金额约162亿元，同比下降73.2%，占单月集合信托成立规模的比重降低至16.8%。1-9月房地产集合信托募集资金4123亿元，同比下降31.8%，占整体集合信托募集资金比重约30.4%（2020年全年为29.7%）。

境内资金价格方面，9月房企新发债利率有分化迹象，部分高资质房企新发债利率小幅下降，部分中等资质房企新发债利率有所提升。海外债市场方面，8月部分房企暂缓海外融资安排，海外债发行市场转冷，且融资主体发债利率偏高；9月发行有所回暖，但部分房企融资成本较前期有所提升。

投资建议：央行会议定调房地产“两维护”，我们认为四季度行业流动性紧张情况将得到修复，居民按揭贷款边际回暖持续，竣工端将持续保持较高增速，利于维持较高的结算水平；同时，此次央行定调有助于修复资本市场对房地产行业的过度悲观预期，地产板块的短期表现值得期待，看好经营能力、品牌优势、信用优势、产品美誉等综合实力较强的龙头房企的近期市场表现。

推荐万科A/万科企业，保利地产、中国金茂；建议关注金地集团、招商蛇口、融创中国、中国海外发展、华润置地、新城控股、金科股份等。

风险分析：全球通胀预期和大宗商品上涨或导致利率有上行压力，或对资金密集型的地产开发造成潜在影响；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；银行贷款集中度管理或导致房地产信贷规模受限。

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@ebsecn.com

联系人：周卓君

021-52523855

zhouzj@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

20211011 土地成交量缩价涨，土拍市场优化规则——百城土地成交月度跟踪报告（2021年9月）

20210928 央行定调“两维护”，房地产市场悲观情绪持续修复——对9月28日房地产板块大涨的点评

20210924 万科物流增资引入新投资人，资本运作可能性进一步提升——万科（000002.SZ、2202.HK）动态跟踪

20210916 基本面数据仍走弱，按揭边际改善或持续——房地产行业统计局数据月度跟踪报告（2021年8月）

1、需求侧：“两维护”缓解四季度行业流动性紧张情况，新增居民信贷边际改善

- 2021年9月，单月新增居民短贷 3,219 亿元，环比+115.2%；2021年1-9月，居民短贷累计新增 16,300 亿元，同比增速为+6.5%。
- 2021年9月，单月新增居民中长贷 4,667 亿元，环比+9.6%，同比-26.6%；2021年1-9月累计新增居民中长贷 4.72 万亿，同比+2.6%（2020全年同比+9.2%），累计新增居民中长贷占新增贷款的比重为 28.2%（上月同口径数据为 28.2%，2020年全年为 30.3%）。
- 9月24日，中国人民银行货币政策委员会 2021年第三季度例会召开，会议提出：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定；同时，会议明确提出，要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
- 7月9日，央行宣布从7月15日起普降存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 1 万亿元。当前，楼市调控政策持续高压，政策面坚持“房住不炒”，对经营贷、消费贷等进行全面排查，防范信贷资金违规流入楼市。但也需要注意到，本次全面降准将提升银行整体可贷资金规模，在落实房地产行业贷款集中度管理时，现有房地产贷款的占比将下降，利于商业银行完成央行的房地产贷款集中度管理指标，也利于在指标允许的范围内，继续对“刚需和首套”的房屋按揭贷款进行支持。

1.1、从资金量来看

2021年9月新增信贷 16,600 亿元，同比少增 2,400 亿元（-12.6%），环比多增 4,400 亿元（+36.1%）。其中企业部门新增 9,803 亿元，同比多增 345 亿元（+3.6%），环比多增 2,840 亿元（+40.8%）；居民部门新增 7,886 亿元，同比少增 1,721 亿元（-17.9%），环比多增 2,131 亿元（+37.0%），单月新增信贷占比约 47.5%（同比-3.1pct.，环比+0.3pct.）。

2021年1-9月，新增人民币贷款 16.72 万亿元，同比增长 2.8%（2020年全年+16.8%）。其中企业部门累计新增 10.48 万亿，同比下降 0.8%（2020年全年+28.8%），占比约 62.7%（2020年全年 62.0%）。居民部门累计新增 6.35 万亿，同比增长 3.8%（2020年全年+5.9%），占比 38.0%（2020年全年占比 40.1%）。

拆分居民部门来看，9月单月新增居民短贷 3,219 亿元，同比少增 175 亿元（-5.2%），环比多增 1,723 亿元（+115.2%）。9月单月新增居民中长贷 4,667 亿元，同比少增 1,695 亿元（-26.6%），环比多增 408 亿元（+9.6%），新增信贷单月占比约 28.1%（同比-5.4pct.，环比-6.8pct.）。

2021年1-9月，累计新增居民中长贷 4.72 万亿，同比增速为+2.6%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约 28.2%（2020年全年水平为 30.3%）。

1.2、主要数据图表

2021年9月,单月新增人民币贷款 16,600 亿元,同比少增 2,400 亿元(-12.6%),环比多增 4,400 亿元(+36.1%)。其中:

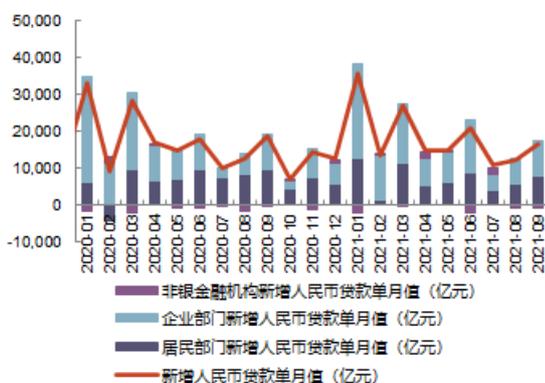
居民部门新增 7,886 亿元,同比少增 1,721 亿元(-17.9%),环比多增 2,131 亿元(+37.0%)。企业部门新增 9,803 亿元,同比多增 345 亿元(+3.6%),环比多增 2,840 亿元(+40.8%)。

2021年 1-9 月,新增人民币贷款 16.72 万亿元,同比增长 2.8%,其中:

居民部门累计新增 6.35 万亿,同比增长 3.8%,居民部门新增贷款占人民币贷款增量的比重约 38.0% (2020 年全年为 40.1%)。

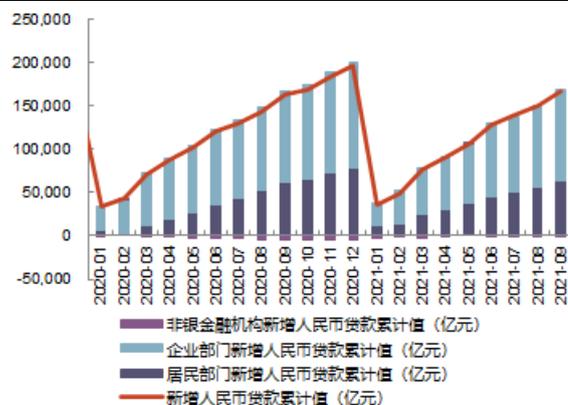
企业部门累计新增 10.48 万亿,同比下降 0.8%,企业部门新增贷款占人民币贷款增量的比重约 62.7% (2020 年全年为 62.0%)。

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

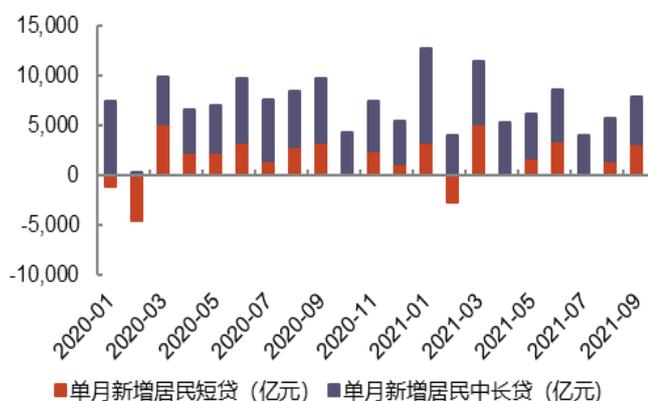
图 2: 居民/企业部门新增人民币贷款累计值



资料来源: Wind, 光大证券研究所

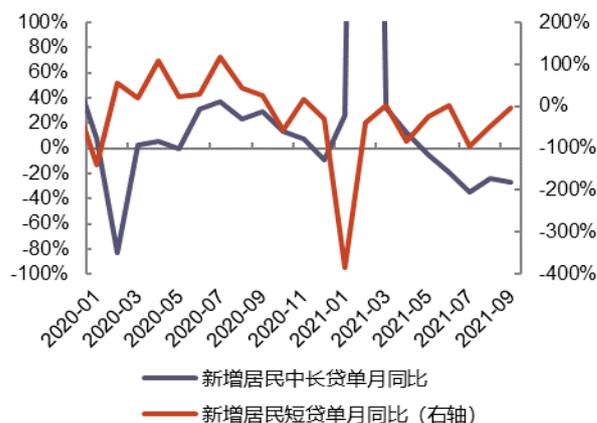
具体拆分居民部门信贷数据,2021年9月单月新增居民短贷 3,219 亿元,同比少增 175 亿元(-5.2%),环比多增 2,840 亿元(+40.8%);9月单月新增居民中长贷 4,667 亿元,同比少增 1,695 亿元(-26.6%),环比多增 408 亿元(+9.6%)。

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

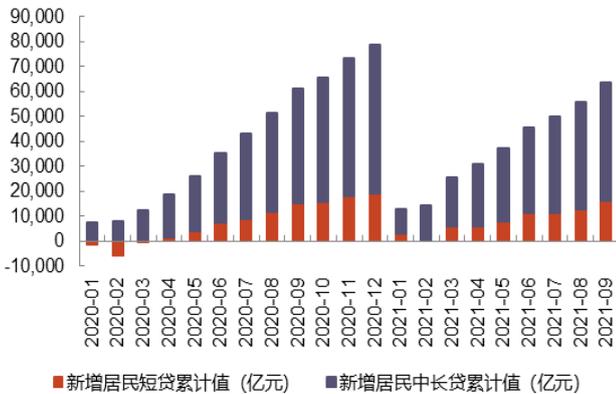
图 4: 居民部门新增短贷/长贷当月同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

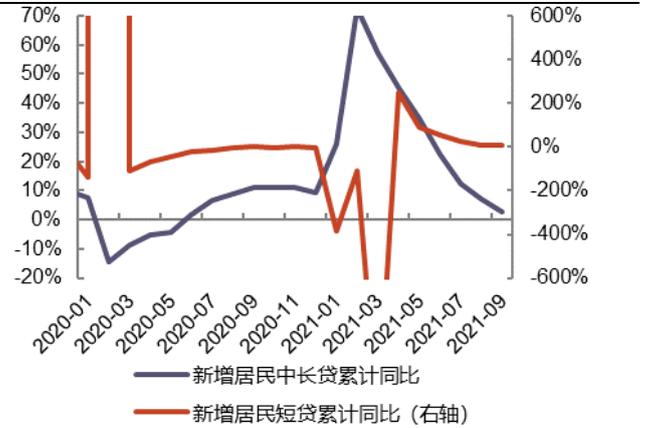
2021年1-9月，居民短贷累计新增16,300亿元，同比增速为+6.5%；累计新增居民中长贷4.72万亿，同比增速为+2.6%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约28.2%（2020年全年水平为30.3%）。

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

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

2、供给侧：9月境内发债融资规模持续下行，美元债一级市场发行回暖

- 9月房企境内外单月合计发债677亿元，环比+28.3%（8月-46.4%），同比-26.6%（8月-55.9%），单月净融资-437亿元（8月-693亿元）。其中9月境内发债规模持续缩减，环比-12.1%至411亿元，单月净融资-497亿元。9月美元债一级市场发行回暖，房企美元债单月发行265亿元，环比大幅增加344.7%，同比下降2.5%，单月净融资额约60亿元（8月为-259亿元）。
- 9月房地产集合信托成立金额约162亿元，同比下降73.2%，占单月集合信托成立规模的比重降低至16.8%。
- 境内资金价格方面，9月房企新发债利率有分化迹象，部分高资质房企新发债利率小幅下降，部分中等资质房企新发债利率有所提升。海外债市场方面，8月部分房企暂缓海外融资安排，海外债发行市场转冷，且融资主体发债利率偏高；9月发行有所回暖，但部分房企融资成本较前期有所提升。

2.1、从资金量来看

整体来看，9月单月房企发债约677亿元，环比增加28.3%，同比下降26.6%；9月单月房企净融资-437亿元，对比8月为-693亿元。

其中9月房企境内债发行规模持续缩减，单月发债411亿元，环比下降12.1%，同比下降36.7%，单月境内债净融资额为-497亿元（8月-435亿元）。从结构来看，9月房企一般企业债和证监会ABS发行增量较明显，而定向工具、一般公司债和一般中期票据等发行规模有所下降，融资渠道呈现多元化。

9月美元债一级市场发行回暖，房企美元债单月发行265亿元，环比大幅增加344.7%，同比下降2.5%，单月净融资额约60亿元（8月为-259亿元）。

1-9月房企境内外合计发债7683亿元，同比下降18.7%，净融资约-2767亿元，同比下降183.7%。

9月房地产集合信托成立金额约162亿元，同比下降73.2%，占单月集合信托成立规模的比重降低至16.8%。1-9月房地产集合信托募集资金4123亿元，同比下降31.8%，占整体集合信托募集资金比重约30.4%（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，9月房企新发债利率有分化迹象，部分高资质房企新发债利率小幅下降，部分中等资质房企新发债利率有所提升。

9月2日，万科发行3年期20亿元一般中期票据，利率3.08%；对比4月份发行相同期限一般中期票据利率为3.52%。

9月8日，招商蛇口发行180天15亿元超短期融资债券，利率2.69%；9月22日发行相同年限和金额的超短期融资债券，利率2.74%；对比3月份发行180天超短期融资债券利率为2.9%。

9月22日，金科地产发行270天10亿元超短期融资债券，利率6.80%；对比4月份发行260天超短期融资债券利率为5.90%，1月份发行260天超短期融资债券利率为5.40%。

9月23日，远洋发行5年期19.5亿元公司债，利率4.06%；对比5月份发行5年期公司债利率为4.2%。

海外债市场方面，8月部分房企暂缓海外融资安排，海外债发行市场转冷，且融资主体发债利率偏高；9月发行有所回暖，但部分房企融资成本较前期有所提升。

9月3日，正荣地产发行0.99年期2.5亿美元债，利率6.5%；对比4月份发行0.99年期美元债利率5.98%。

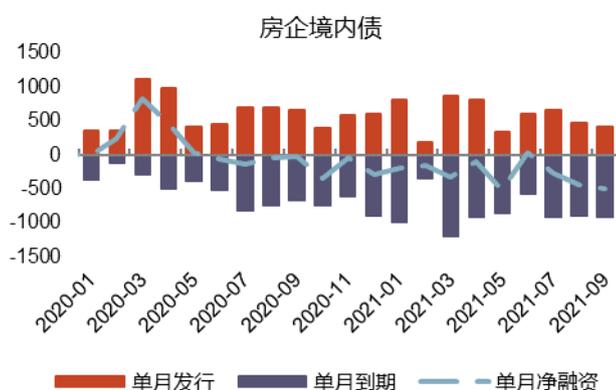
9月8日，佳兆业发行1年期3亿美元债，利率10.5%，对比7月发行1年期美元债利率8.65%。

2.3、主要数据图表

2021年9月，房企境内发债金额411亿元，同比下降36.7%，环比下降12.1%；计入到期金额后，9月房企境内单月债券净融资-497亿元，对比上月净融资-435亿元。

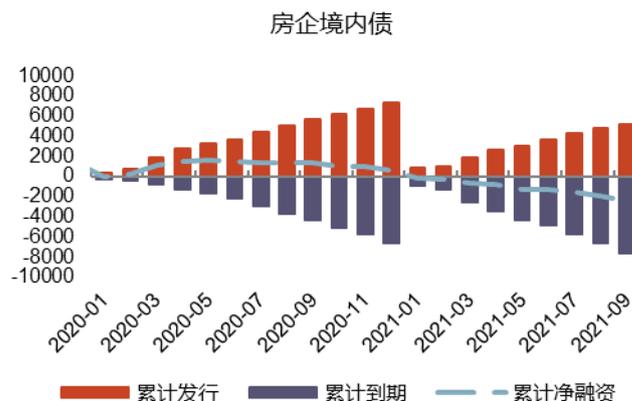
2021年1-9月，房企境内累计发债金额5138亿元，同比下降10.1%；计入到期金额后，1-9月房企境内债券累计净融资-2462亿元，对比去年同期累计净融资1302亿元。

图 7：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

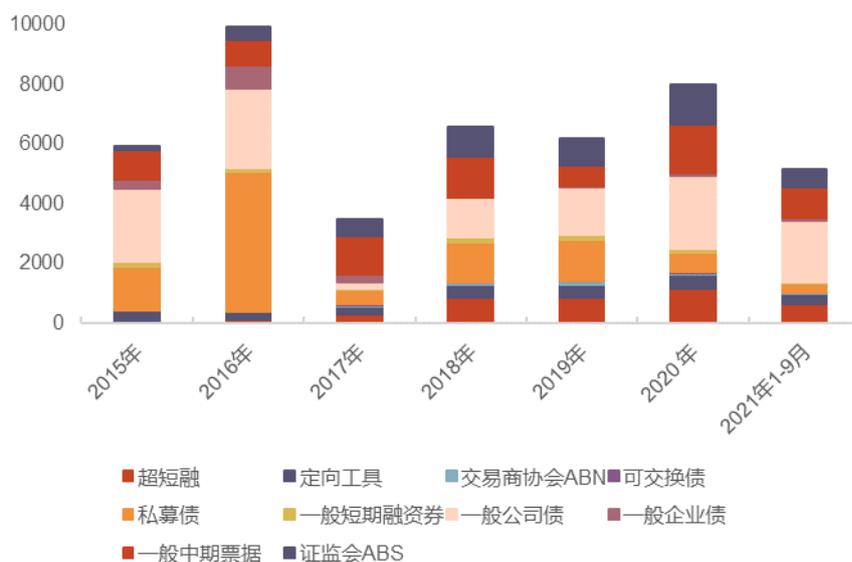
图 8：房企境内债券累计发行/到期/净融资



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 1-9 月，公司债、中期票据、超短融、ABS 规模居前，金额分别为 2050 亿元、1029 亿元、656 亿元、594 亿元；占比分别为 39.9%、20.0%、12.8%、11.6%。

图 9：房企境内债按类型拆分

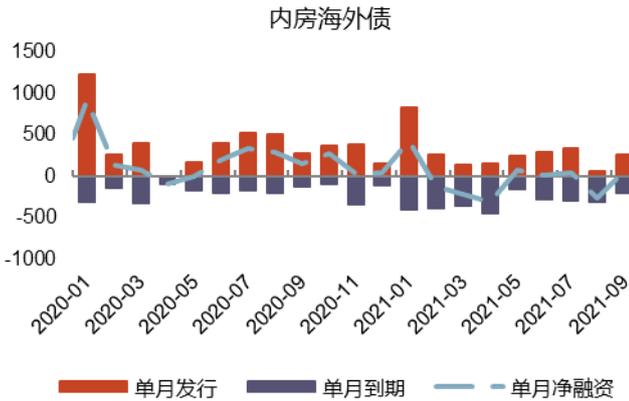


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

2021 年 9 月，内房海外发债单月发行 265 亿元，同比下降 2.5%，环比增加 344.7%；计入到期金额后，9 月内房海外债券净融资+60 亿元，对比上月净融资约-259 亿元。

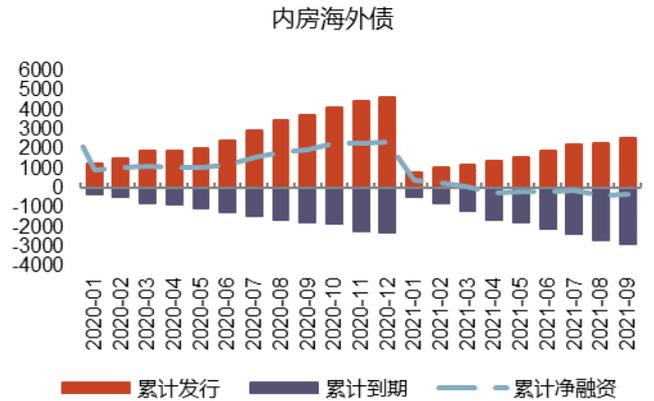
2021 年 1-9 月，内房海外债累计发行 2546 亿元，同比下降 31.9%；计入到期金额后，1-9 月内房海外债累计净融资-305 亿元，对比去年同期累计净融资 2003 亿元。

图 10: 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

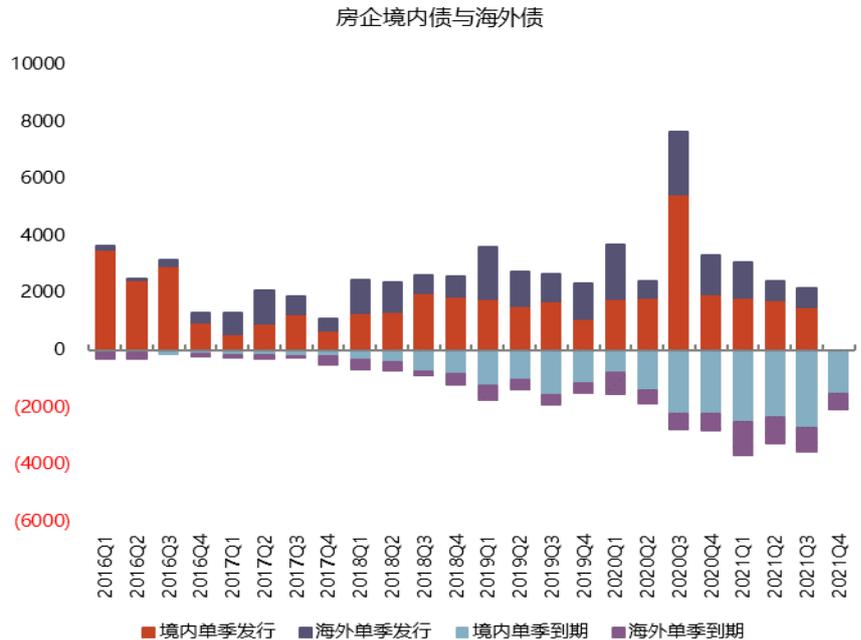
图 11: 内房海外债券累计发行/到期/净融资



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 单位: 亿元

截止2021年9月,不计入回售影响,2021年房企债券合计到期规模约12511亿元(2020年为8936亿元),其中Q1、Q2、Q3、Q4分别到期3671亿元、3238亿元、3540亿元、2062亿元。

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9月房地产集合信托单月募集162亿元,同比下降73.2%,环比下降47.0%,占当月集合信托发行规模比重16.8%(上月占比25.3%)。2021年1-9月,房地产集合信托累计成立4123亿元,同比下降31.8%,占1-9月集合信托整体成立规模的比重30.4%。

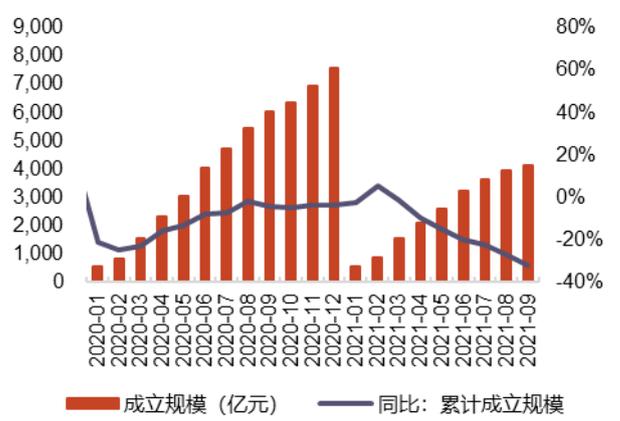
截止2021年6月末,房地产资金信托余额约为2.08万亿,同比下降16.9%,占信托余额比重下降至13.0%。

图 13: 房地产集合信托单月成立规模及同比增速



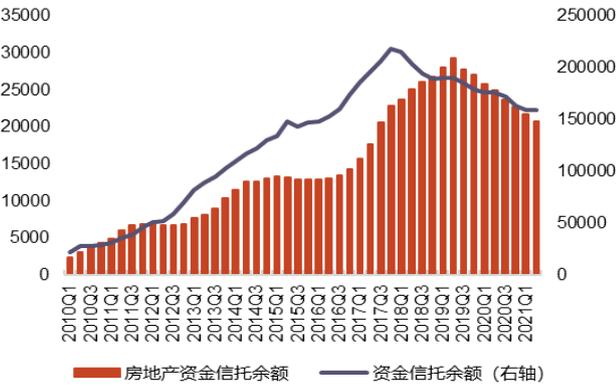
资料来源: 用益信托网, 光大证券研究所; 单位: 亿元

图 14: 房地产集合信托累计成立规模及同比增速



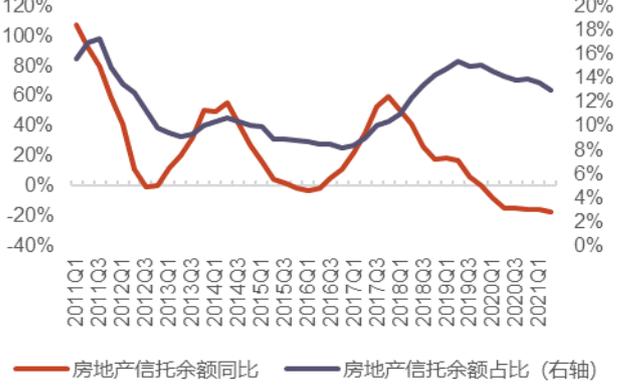
资料来源: 用益信托网, 光大证券研究所; 单位: 亿元

图 15: 资金信托余额及房地产信托余额 (截至 2021Q2)



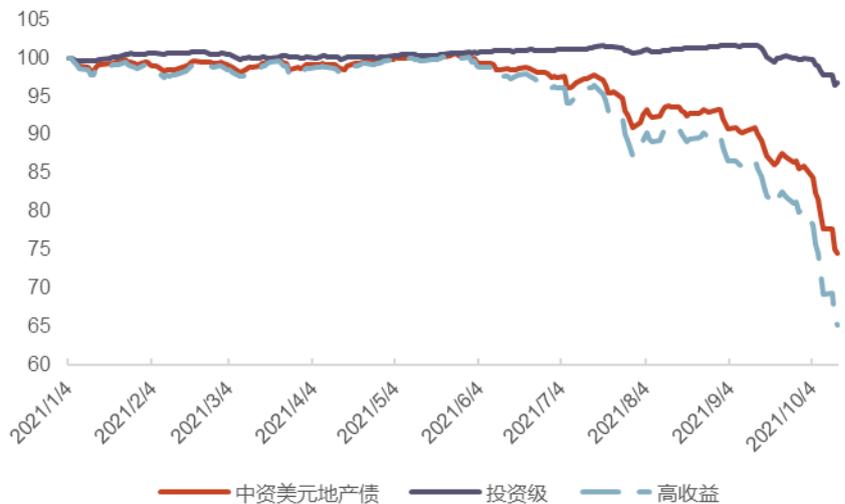
资料来源: 信托业协会, 光大证券研究所; 单位: 亿元

图 16: 房地产信托余额同比及占比 (截至 2021Q2)



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。注: 数据截至 2021/10/14。

3、投资建议

央行会议定调房地产“两维护”，我们认为四季度行业流动性紧张情况将得到修复，居民按揭贷款边际回暖持续，竣工端将持续保持较高增速，利于维持较高的结算水平；同时，此次央行定调有助于修复资本市场对房地产行业的过度悲观预期，地产板块的短期表现值得期待，看好经营能力、品牌优势、信用优势、产品美誉等综合实力较强的龙头房企的近期市场表现。

推荐万科 A/万科企业，保利地产、中国金茂；建议关注金地集团、招商蛇口、融创中国、中国海外发展、华润置地、新城控股、金科股份等。

4、风险提示

全球通胀预期和大宗商品上涨或导致利率有上行压力，或对资金密集型的地产开发造成潜在影响；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；银行贷款集中度管理或导致房地产信贷规模受限。

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的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