

稳地产，不能忽视的供给约束

伴随稳地产措施密集落地，市场对地产销售等需求变化关注较高，而大多忽视供给约束对稳地产的影响增强。本文系统梳理当前地产供给约束及影响，供参考。

■ 一问：为什么要关注地产供给约束？相较以往，本轮地产周期供给约束增强相较以往地产周期，当前房企报表约束更强，债务和现金流压制凸显。经历多年持续扩张，房企杠杆约束明显加强、资产负债率持续高位，尤其是前期大幅扩张的部分民营房企债务压制明显增强。同时，房企现金流明显恶化，上市房企筹资现金流去年下半年同比下降 25.6%、降幅创历史新高，销售回款低迷进一步加剧房企现金流压制，今年 4 月商品房销售金额同比下降近 47%、降幅创历史新高。

预售资金、信用风险等，进一步限制了房企融资能力，进而影响房企开发投资能力、意愿。不同以往，当前房企面临预售资金监管，披露预售监管资金的房企，受限资金比例 2021 年达 29%，导致一些依赖高周转、资金腾挪不规范房企现金流压制更加凸显。同时，信用违约风险加速暴露，2021 年房地产行业不良贷款率翻倍增长、创近年来新高，使得银行放贷趋于谨慎，加大房企融资修复难度。

■ 二问：当前有哪些稳供给措施？融资支持、预售资金监管优化、平台拿地等为缓解房企现金流压力，融资支持、预售资金监管优化等措施陆续推出。去年底开始，当局先后推出房地产企业并购贷、重点房企信贷支持、不盲目抽贷、压贷等改善房企融资措施；同时，央地陆续优化预售资金监管，住建部 2 月推出全国性的预售资金监管总体原则、4 月中央政治局会议进一步明确，各地也放松了预售资金监管，主要集中在放松银行保函替代、增加监管资金拨付节点和比例等。

但民营房企投资能力和意愿依然偏弱，城投平台、国企成为拿地主力。2 月以来，地产债净融资转正并逐步增多，但民企地产债净融资仍持续收缩；尽管预算资金有所放松，仍面临企业信用等级、地域转移等限制，使得民营房企投资能力和意愿依然偏弱。以集中供地为例，民企拿地比例逐步下降，从 2021 年第一轮的 47% 下降至 2022 年第一轮的 19%，部分地区土地成交更多依靠城投平台等。

■ 三问：未来需关注哪些变化？资金、供地等变化，周期变平下的结构分化除需求刺激外，民营房企融资增信、预售资金监管、供地等供给变化，未来也值得关注。经验显示，地产销售能否企稳回升，是稳地产的关键；但当前地产面临的供给约束，可能拖累需求对投资等支持，如何“破局”也非常重要。信用保护工具、贷款再担保等增信工具运用，预售资金监管优化地区、使用范围增多等，有利于改善房企现金流；供地增多、土拍限制减少等政策改善，也助力稳地产。

供需影响下，本轮地产周期或“变平”，地产投资和销售的弹性或弱于以往、不同能级城市结构分化。不论从需求的“因城施策”、因城而异，还是供给约束的增强，均可能导致本轮地产周期趋于扁平化。同时，不同城市驱动逻辑亦不同于传统周期，房企集中有限资源在一二线和部分热点三线城市开发，代表性房企超 80% 拿地集中在一二城市；而居民收入、房价预期等变化，也或导致销售分化。

风险提示：政策效果不及预期，房企信用风险加速暴露。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、为什么要关注地产供给约束？	3
二、当前有哪些稳供给的措施？	5
三、未来需关注哪些变化？	6
风险提示：	7

图表目录

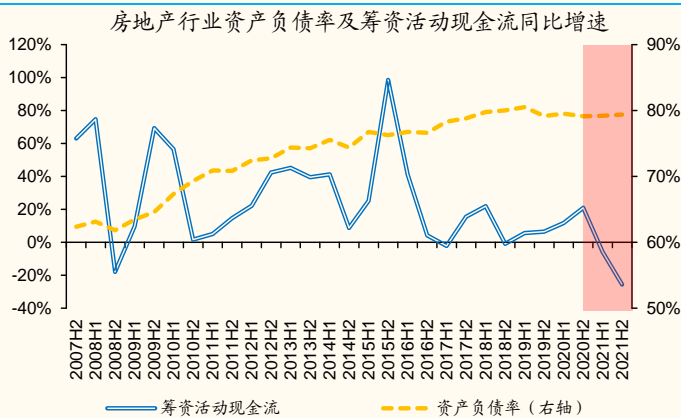
图表 1：房地产筹资现金流增速下行，资产负债率提升	3
图表 2：民营房企债务压力明显高于国企	3
图表 3：2021 年以来，商品房销售、房地产开发投资额同比增速快速下滑	3
图表 4：2020 年大多城市明确收紧预售资金监管	4
图表 5：房地产开发资金来源中，预收款增速显著下降	4
图表 6：2021 年，房企受限现金比例明显提升	4
图表 7：2021 年，房企非受限现金短债比明显回落	4
图表 8：2021 年，银行不良贷款率显著提升	4
图表 9：2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业	4
图表 10：2021 年底以来，房地产预售资金放松、融资松绑的政策频出	5
图表 11：近期，预售资金监管放松政策密集出台	5
图表 12：各省市降低重点监管资金类政策出台较少	5
图表 13：房地产民营企业信用债净融资延续低迷	6
图表 14：2022 年，民营企业拿地金额占比进一步下降	6
图表 15：预售资金放松政策仍有进一步出台空间	6
图表 16：助力房企增信政策出台	6
图表 17：房地产开发投资快速下降	7
图表 18：房地产个人按揭贷款、销售延续下行	7
图表 19：一线城市土地成交面积增速提升	7
图表 20：一线、二线城市商品房成交边际好转	7

伴随稳地产措施密集落地，市场对地产销售等需求变化关注较高，而大多忽视供给约束对稳地产的影响增强。本文系统梳理当前地产供给约束及影响，供参考。

一、为什么要关注地产供给约束？

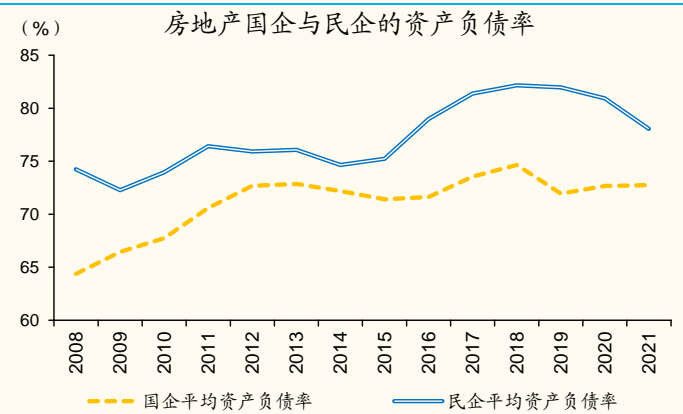
相较以往地产周期，当前房企报表约束更强，债务和现金流压制凸显。经历多年持续扩张，房企杠杆约束明显加强、资产负债率由 2007 年的 62.4% 提升至 2021 年的 79.4%，尤其是前期大幅扩张的部分民营房企债务压制明显增强。同时，房企现金流明显恶化，上市房企筹资现金流去年下半年同比下降 25.6%、降幅创历史新高，销售回款低迷进一步加剧房企现金流压制，今年 4 月商品房销售金额同比下降近 47%、降幅创历史新高。

图表 1：房地产筹资现金流增速下行，资产负债率提升



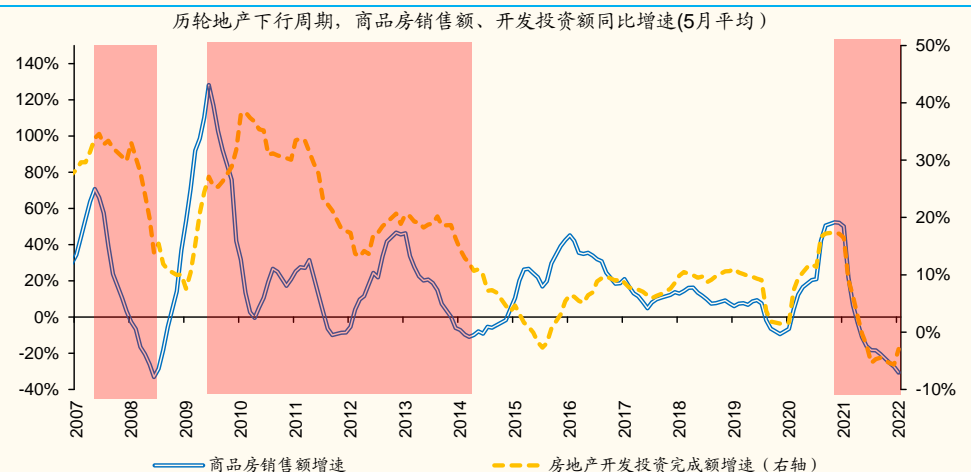
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：民营房企债务压力明显高于国企



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：2021 年以来，商品房销售、房地产开发投资额同比增速快速下滑

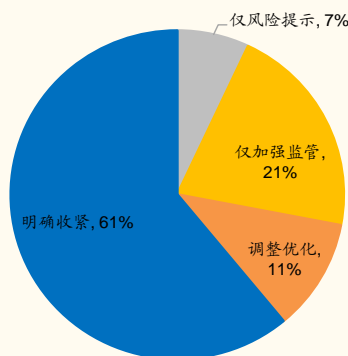


来源：Wind、国金证券研究所

预售资金等监管加强下，一些依赖高周转、资金使用不规范房企的现金流压制更加突出。不同以往，去年地产调控，对房企资金端的管理趋严，预售资金监管加强、房地产贷款集中度，即为典型。截至 2021 年底，全国 75 个城市出台了加强预售资金监管的相关措施，其中 61% 的城市明确收紧房企预售资金使用。受此影响，披露预售监管资金的房企，受限现金比例由 2020 年的 24% 提升至 2021 年的 29%，非受限现金短债比由 2020 年的 1.2 降至 2021 年的 1。

图表 4: 2020 年大多城市明确收紧预售资金监管

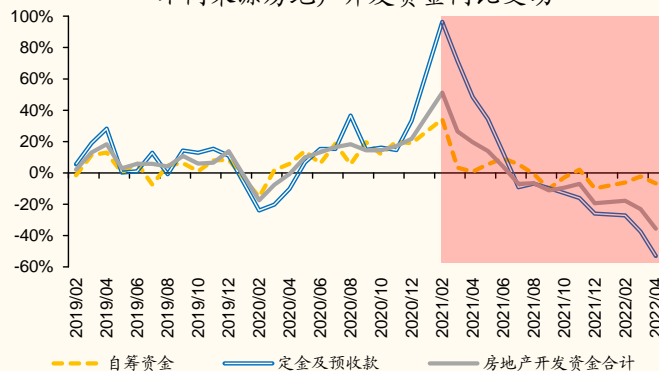
2020 年各城市预售资金监管措施



来源: 58 安居客房产研究院、国金证券研究所

图表 5: 房地产开发资金来源中, 预收款增速显著下降

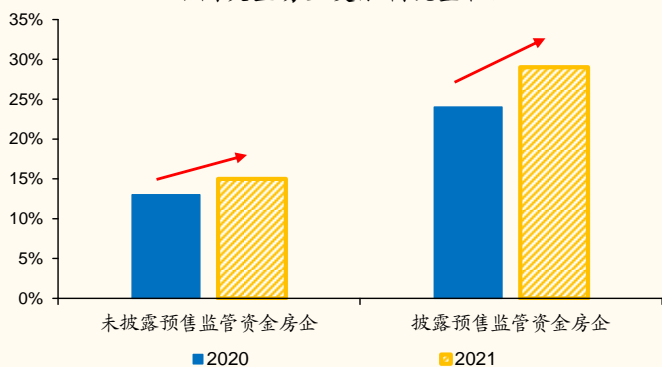
不同来源房地产开发资金同比变动



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 2021 年, 房企受限现金比例明显提升

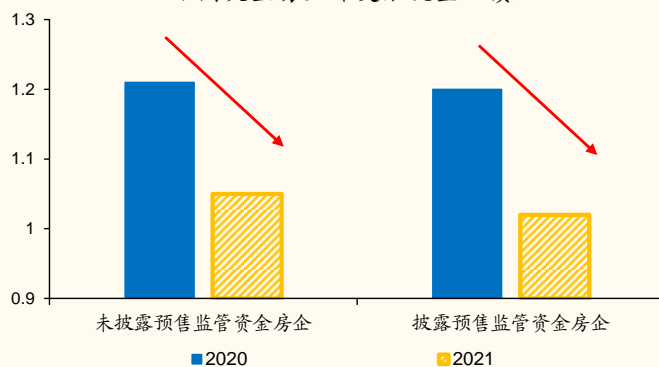
不同类型房企受限制现金占比



来源: CRIC、国金证券研究所

图表 7: 2021 年, 房企非受限现金短债比明显回落

不同类型房企非受限现金短债比

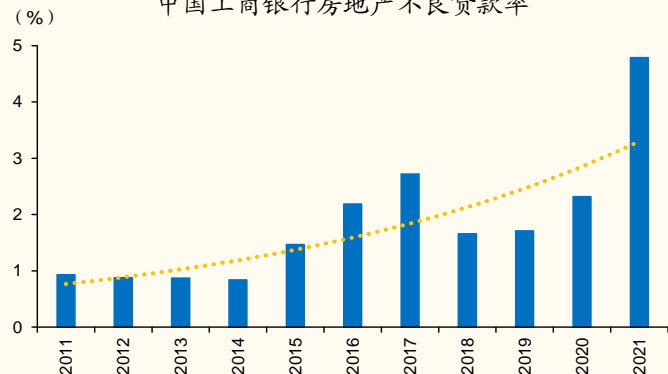


来源: CRIC、国金证券研究所

信用风险加速暴露等, 加大了困难房企融资难度, 进一步加剧房企现金流压制。2021 年下半年以来, 房企信用违约明显增多, 地产债违约规模快速增长, 占全部违约债券比重, 2021 年接近 20%、2022 年超过 68%; 同时, 房地产不良贷款也明显增长, 工行房地产行业不良贷款率由 2020 年的 2.3% 抬升至 2021 年的 4.8%。房地产信用违约增多, 使得金融机构放贷、买债趋于谨慎, 加快房企融资螺旋式收缩, 加大房企现金流压力。

图表 8: 2021 年, 银行不良贷款率显著提升

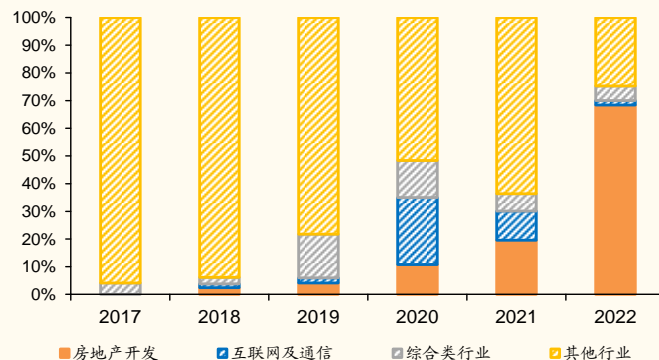
中国工商银行房地产不良贷款率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业

各行业债券违约规模占比



来源: Wind、国金证券研究所

二、当前有哪些稳供给的措施？

为缓解房企现金流压力，相关部委陆续推出融资支持、预售资金监管优化等措施。2021年底开始，当局先后推出房地产企业并购贷、重点房企信贷支持、不盲目抽贷和压贷、支持房地产合理融资需求等改善房企融资措施。预售资金监管措施等也开始优化调整，住建部2月推出全国性的预售资金监管总体原则，4月中央政治局会议进一步强调“优化商品房预售资金监管”

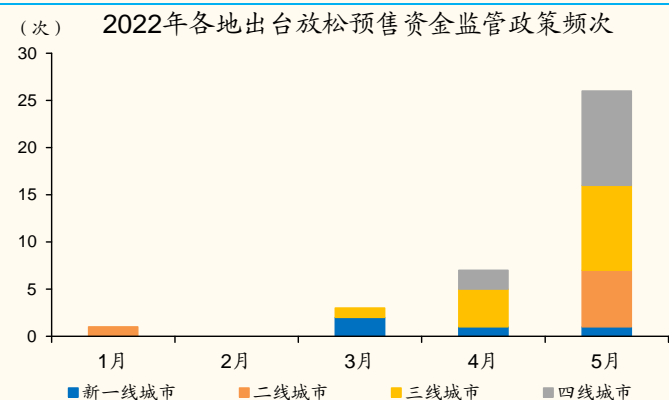
图表 10: 2021 年底以来，房地产预售资金放松、融资松绑的政策频出

时间	事件	具体内容
2021年12月	央行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务。主要内容包括： 稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度 、积极提供并购融资顾问服务、提高并购服务效率、做好风险管理、以及建立报告制度和宣传机制。强调重点支持 优质房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目 。
2022年2月11日	全国性商品房预售资金监督管理办法出台	明确预售资金额度监管为“ 重点额度监管 ”，由市县城乡建设部门根据工程造价价合同等核定， 确保项目竣工所需的资金额度 ，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用。
2022年4月18日	央行、外汇局联合出台《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	金融机构区分项目风险与企业集团风险， 加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷 ，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放。
2022年4月19日	央行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会	关于房企，一是要区分项目风险与企业集团风险， 不盲目抽贷、断贷、压贷 ；二是要做好重点房地产企业 风险处置项目并购的金融服务 ；三是要及时优化信贷政策，灵活调整受疫情影响个人住房贷款还款计划。
2022年4月29日	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线，要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求， 优化商品房预售资金监管 、促进房地产市场平稳健康发展。
2022年4月29日	人民银行召开专题会议	执行好房地产金融审慎管理制度， 及时优化房地产信贷政策，保持房地产融资平稳有序 ，支持刚性和改善性住房需求。
2022年5月13日	人民银行召开新闻发布会	将加大稳健货币政策的实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳定信贷总量，增强信贷总量增长的稳定性； 降低融资成本 ，推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本，推动金融机构减少收费， 向实体经济合理让利 。
2022年5月30日	人民银行研究局课题组发布文章《促进消费投资增长实现经济平稳高质量运行》	扩大保障性租赁住房供给，综合利用税费手段， 加大保障性租赁住房金融支持力度 。健全房地产金融审慎管理制度，因城施策实施好差别化住房信贷政策， 支持房地产企业的合理融资需求 。
2022年6月3日	人民银行解读国务院常务会议部署有关扎实稳住经济的金融政策新闻发布会	央行坚持市场化、法治化原则，配合住建等有关部门和地方政府做好出险企业风险化解，及时校正金融机构的过度避险行为， 保持房地产融资平稳有序，加大并购金融服务力度 ，支持以市场化方式出清风险。

来源：人民银行、政府网站、国金证券研究所

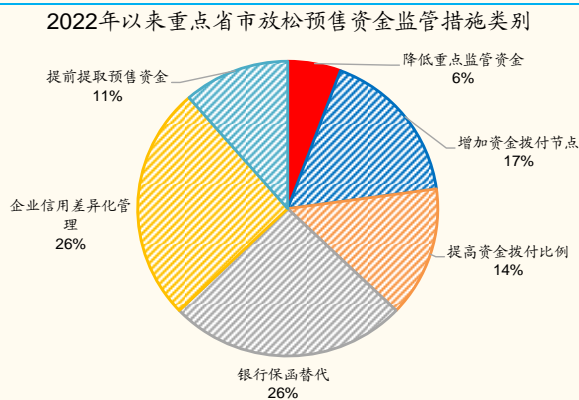
近期各地也加快落实预售资金监管优化措施，以增加房企可用流动资金。4月以来，各地出台预售资金监管优化的措施明显增多，尤其是二、三线城市；据不完全统计，当前出台的预售资金优化措施，主要包括银行保函替代、企业信用差异化管理、增加资金拨付节点和提高拨付比例等，其中出台前面两种措施的地区数量占比达52%，旨在规范资金使用的前提下，提高房企可用资金。

图表 11: 近期，预售资金监管放松政策密集出台



来源：CRIC、新京报、国金证券研究所

图表 12: 各省市降低重点监管资金类政策出台较少

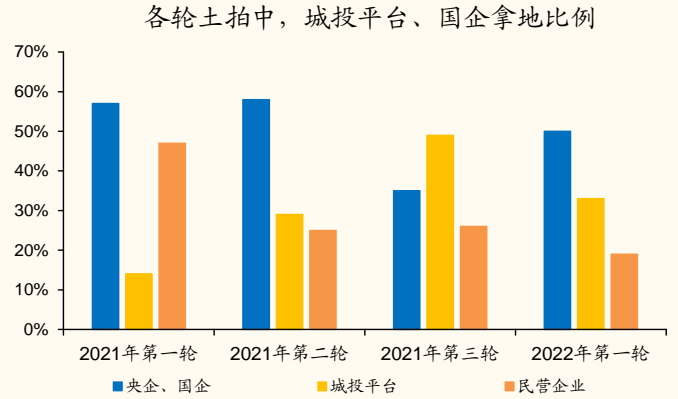
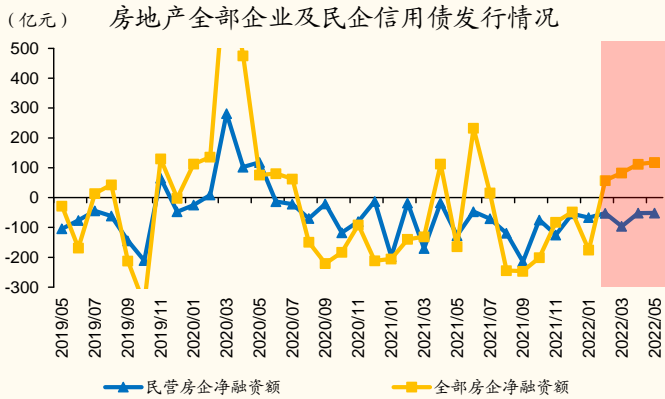


来源：CRIC、国金证券研究所

但民营房企投资能力和意愿依然偏弱，城投平台、国企成为拿地主力。2月以来，地产债净融资转正并逐步增多，但民企地产债净融资仍持续收缩；尽管房地产预算资金有所放松，仍面临企业信用等级、地域转移等限制，使得民营房企投资能力和意愿依然偏弱。以集中供地为例，民营房企拿地比例逐步下降，从2021年第一轮的47%下降至2022年第一轮的19%，部分地区土地成交更多依靠城投平台和国企央企等。

图表 13: 房地产民营企业信用债净融资延续低迷

图表 14: 2022 年, 民营企业拿地金额占比进一步下降



来源: Wind、国金证券研究所

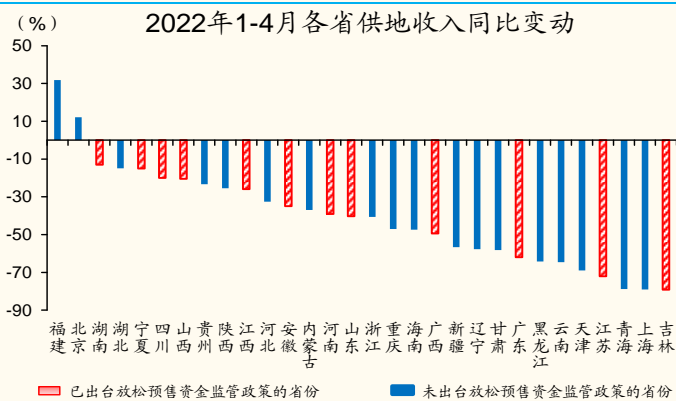
来源: CRIC、国金证券研究所

三、未来需关注哪些变化?

除需求刺激外，民营房企融资增信、预售资金、供地等变化，未来也值得关注。经验显示，地产销售能否企稳回升，是稳地产的关键；但当前地产面临的供给约束，可能拖累销售对投资的支持，如何“破局”也非常重要。信用保护工具、贷款再担保等增信工具运用，预售资金监管优化地区、使用范围扩大等，有利于改善房企现金流；供地增多、土拍限制减少等措施，也助力稳地产。

图表 15: 预售资金放松政策仍有进一步出台空间

图表 16: 助力房企增信政策出台



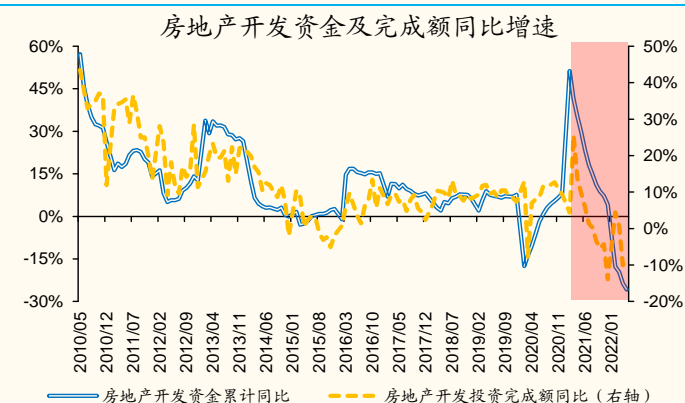
时间	事件	具体内容
4月28日	深交所牵头召开“沪深交易所信用保护工具买房机构专题研讨会”	根据证监会工作部署，交易所将陆续推出信用保护合约和信用保护凭证业务，为民营企业融资提供支持，协同中国结算开展受信保护债券质押式回购业务试点，持续赋能民营企业融资。
5月11日	证监会发布《开展民营企业债券融资专项支持计划毫不动摇支持民营经济健康发展》政策	提出由中国证券金融股份有限公司等国家金融基础设施作为实施主体，以信用风险缓释合约、信用违约互换、信用风险缓释凭证等方式支持民企融资。
5月16日	碧桂园、龙湖、美的置业3家房企发行人民币债券并启用信用保护工具	CDS创设机构将同时发行包括信用违约掉期或信用风险缓释凭证在内的信用保护工具，以帮助民营地产商增信融资。
5月17日	深交所推出金融机构联合创设的信用保护凭证	该凭证用于支持受保护规模4.02亿的龙湖供应量ABS发行，是信用保护凭证自2019年推出以来，首次应用于民营房企。
5月20日	碧桂园2022年第一期公司债券建档工作完成	是房地产民营企业首次发行带有信用保护工具的境内信用债。

来源: 中国土地市场网、国金证券研究所

来源: 证监会、公司公告、国金证券研究所

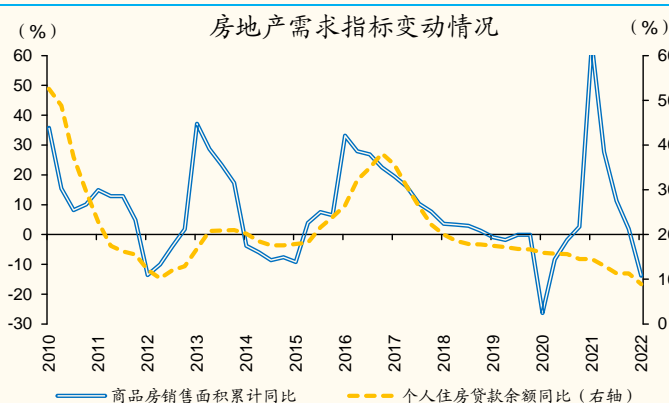
供需影响下，本轮地产周期或“变平”，地产投资和销售的弹性或弱于以往。当前房企的债务和现金流压制大于以往，约束了房企开放投资能力和意愿，进而可能影响地产投资修复空间和弹性。同时，居民杠杆、收入、房价预期等，对地产销售的掣肘增强；而“因城施策”、因城而异下，政策变化对地产销售的提振也可能弱于传统周期，且不同城市、刚需和改善型住房销售结构分化。

图表 17: 房地产开发投资快速下降



来源: Wind、国金证券研究所

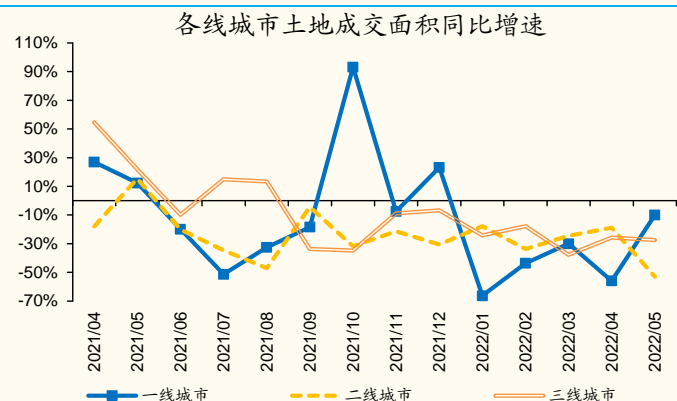
图表 18: 房地产个人按揭贷款、销售延续下行



来源: Wind、国金证券研究所

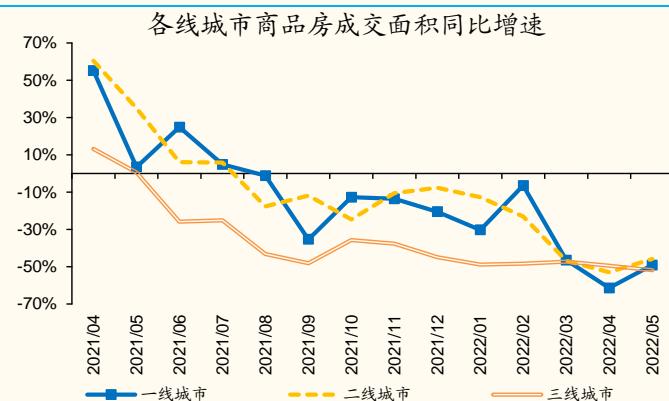
总体弹性约束下,不同能力城市的地产投资、销售等结构明显分化。供给约束增强下,房企将有限资源集中在一二线和部分热点三线城市开放,例如,2022年首批集中供地中,代表房企拿地主要集中在一线及二线城市,两者合计占比达80.5%,三线及以下城市占比仅为19.5%;类似的,地产销售也呈现明显的因城而异,一二线商品房成交快速增长,而三线城市延续低迷。

图表 19: 一线城市土地成交面积增速提升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 一线、二线城市商品房成交边际好转



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。当前稳地产销售,对房企的投融资改善提振,尚存在一些不确定性。
- 2、房企信用风险加速暴露。销售回款、再融资等筹资不及预期,加剧信用风险,尤其是一些前期扩张较快的民营房企。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402