

房地产

房地产行业 2022 中期策略：弱复苏，软着陆，强分化

证券研究报告

2022 年 07 月 05 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

韩笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120006

hanxiaob@tfzq.com

胡孝宇

联系人

huxiaoyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:复苏趋势基本确立》 2022-07-03
- 2 《房地产-行业研究周报:四问房贷安置》 2022-06-26
- 3 《房地产-行业研究周报:销售延续复苏》 2022-06-19

基本面：缓慢走出政策惯性下的负反馈预期

本轮地产金融供给侧改革的初衷在于遏制泡沫化、金融化势头，引导行业平稳健康发展。但在执行过程中，监管机构、金融机构、房企、购房者、上下游参与者之间旧平衡被快速打破，新机制尚未建立之前，预期快速反转导致行业基本面、信用面出现负反馈式调整。伴随供需政策利好的逐渐释放，市场预期迎来自然修复，短期弱复苏趋势基本确立，复苏斜率和持续性仍有待观察。

我们延续 2022 年度策略报告等报告中的判断，当前因城施策依然为房住不炒基调之下适应行业发展新形势的优化，短期放松上限接近于非核心城市之外的全面宽松。当前实际放松力度距离政策上限仍有空间，行政调控和流动性工具储备充足，未来不排除根据基本面修复进展相机调整。我们认为弱复苏和软着陆的前提下，政策难以突破传统边界。

企业：短期行业压力与长期格局优化双线演绎

销售：2022 上半年房企销售延续快速下行趋势。一季度以来各地政策频繁刺激下需求侧呈现边际回暖信号，6 月百强销售额环比改善幅度扩大，我们预计下半年在疫后需求回补、供货增加等因素带动下销售环比有望逐步改善。稳增长基调下市场将进入疫后修复期，系统性影响因素或于下半年逐步弱化，企业信用资质重新成为影响购房抉择的主要因素。**拿地：**销售与债务的双重压力下，房企拿地投资强度降至低位。过往的激进扩储模式经历本轮周期调整已发生变化，短期内以销定量、聚焦核心城市成为房企共同选择。下半年政策围绕土地供给、融资增信等方面均有发力空间，但鉴于当前市场对未来销售的预期普遍不高，多数企业仍会维持审慎投资策略，土地市场复苏时点或将滞后于基本面拐点。**融资：**上半年行业发债规模呈下行趋势，民企债券融资持续萎缩，仅少数优质企业保留发债渠道。我们预计下半年行业整体性缩表仍将持续，政策边际宽松或使融资差异继续拉大、加速行业分化。

需求：稳杠杆预期下全年销售面积下滑 13-16%

从居民杠杆率看，2021 年我国居民杠杆率达到 61.6%（国际清算银行口径），处于历史高位，较世界平均差距已缩小至 3.8pct。从居民偿债能力上看，2021 年居民债务收入比、房贷收入比分别为 143.29%、105.14%，均处于高位。在假设居民杠杆率 62.2%稳定不变（按国家资产负债表研究中心口径）的前提下，我们分别 1）按照信贷投放额测算，预计全年销售面积下降 16%；2）按照新房贷款额测算，预计全年销售面积下降 13%。虽然居民进入稳杠杆阶段，收入水平制约居民加杠杆空间，但是杠杆率更多反应存量负债与流量收入之间的关系，忽略了居民存量资产可变现空间，无论是储蓄率调整还是存量房产置换，均能在政策和预期引导之下增强购房首付能力。长周期拐点上，市场面临真实需求的检验，我们认为相比居民杠杆率，资产负债表能够给出更为准确的答案。

策略：把握基本面复苏的交易价值与销售弹性的超预期分化

整体来看，当前 PE 估值分位与历史上 12 年、14 年两轮宽松周期较为接近，而 PB 及 ROE 指标均位于 2010 年以来的底部区间。两轮类似的复苏周期反映出估值偏好于更明确的政策信号，销售复苏推动预期修正和估值滞后修复。我们认为 PE 修复反映政策预期改善，未来 PB 修复空间将取决于资产质量和盈利能力改善，随着行业风险释放、格局优化和拿地质量提升，PB 有望回归合理水平。

投资建议：我们看好行业投资逻辑从“旧三高”向“新三高”切换，即由“高负债、高杠杆、高周转”转向“高能级、高信用、高品质”。具有更优秀信用资质及资源储备的央企和头部房企有望率先受益于下半年的行业复苏。**持续推荐：**1) 优质龙头：中国海外发展、金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：新城控股、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：首开股份、华发股份、金融街、越秀地产、建发国际、滨江集团、绿城中国等。

风险提示：行业信用风险蔓延；销售下行超预期；因城施策不及预期；主观测算风险

内容目录

1. 基本面：缓慢走出政策惯性下的负反馈预期	6
1.1. 复盘：预期叠加强化负反馈，政策步入结构性宽松	6
1.2. 应对：供需双向发力，市场自然复苏	8
1.3. 融资：尚未迎来实质性拐点	12
1.4. 销售：确立弱复苏	13
1.5. 土地：整体低迷，热度分化	17
1.6. 边界：如何理解政策上限	19
2. 企业：短期行业压力与长期格局优化双线演绎	21
2.1. 销售：系统性因素拖累预期转弱，下半年逐渐步入疫后修复期	21
2.2. 拿地：投资强度降至历史低位，静待基本面趋势性拐点	23
2.3. 融资：国企定向宽松，民企加速缩表	26
2.3.1. 民营企业发债遇阻，信用稳定性仍待考验	26
2.3.2. 行业信用风险整体可控，出险房企销售占比约 15%	30
3. 需求：稳杠杆预期下全年销售面积下滑 13-16%	32
3.1. 我国居民杠杆率偏高，进一步举债空间有限	32
3.1.1. 居民杠杆率处于历史高位，接近世界平均水平	32
3.1.2. 房贷收入比上升快，偿债比率已位于国际前列	33
3.1.3. 居民资产配置以住房为主，存款和股票占比加和过半	34
3.1.4. 居民资产负债率同步提升	35
3.2. 居民稳杠杆预期之下，全年销售面积下滑 13%至 16%	35
3.2.1. 基于信贷投放额测算，全年销售下降 16%	36
3.2.2. 基于新房贷款额测算，全年销售下降 13%	37
3.3. 稳定市场需求需要自下而上系统盘活	38
3.3.1. 居民资产表仍有释放空间，可适当鼓励置换需求	38
3.3.2. 合理满足刚需、改善需求需要系统化的政策配套	39
3.4. 仍需警惕居民杠杆的结构性风险	40
4. 策略：把握基本面复苏的交易价值与销售弹性的超预期分化	42
4.1. 复盘 2021 下半年来的三轮估值修复	42
4.2. 高 PE、低 PB 折射 ROE 下行担忧	43
4.3. 看好投资逻辑从“旧三高”向“新三高”切换	44
5. 风险提示	45

图表目录

图 1：地产调控政策类型	6
图 2：地产调控政策方向	6
图 3：政策如何引导“房住不炒”预期	6
图 4：如何理解行业基本面的负反馈下行	8

图 5：政策打破负反馈的作用机制	9
图 6：2018 年以来因城施策路径变化	11
图 7：金融机构新增房地产贷款及其占新增贷款比例	12
图 8：房地产开发贷余额及同比增速	12
图 9：债券合计发行规模及同比增速	13
图 10：房地产集合信托发行规模及同比增速	13
图 11：地产行业境内债券违约规模及占比	13
图 12：地产行业境外债券违约规模及占比	13
图 13：地产行业评级预警	13
图 14：地产信托违约情况	13
图 15：2019 年至今 62 城新房周度成交面积对比	14
图 16：62 城商品房成交月度同比	14
图 17：不同口径新房销售-月度同比	14
图 18：分能级百城住宅价格指数环比变化	14
图 19：商品房成交面积热力图（单位：%）	15
图 20：18 城二手房周度成交面积	16
图 21：分能级 70 城二手住宅价格环比变化	16
图 22：二手房成交面积热力图（单位：%）	16
图 23：克而瑞 80 城分能级商品住宅平均库存	16
图 24：克而瑞 80 城分能级商品住宅平均去化周期	16
图 25：购房者信心指数与经纪人信心指数	17
图 26：中原经理指数	17
图 27：300 城成交建筑面积单月值及同比	17
图 28：300 城成交金额单月值及单月同比	17
图 29：300 城成交溢价率单月值及分能级城市值	18
图 30：300 城流拍率单月值及分城市能级值	18
图 31：历次集中供地规则梳理	18
图 32：22 城集中土拍成交结构	18
图 33：22 城集中土拍成交溢价率及楼面均价	18
图 34：22 年第一批次集中供地分城市成交溢价率及建面未成交率	19
图 35：22 年第一批次集中供地分城市底价成交率	19
图 36：商品房销售额与土地成交价款累计同比增速	19
图 37：房地产开发贷款余额、与土地成交价款同比增速	19
图 38：地产开发行业企业数量与从业人员数量	20
图 39：地产开发企业平均收入与营业利润	20
图 40：部分国家房价收入比	20
图 41：部分国家租金回报率（市中心）	20
图 42：广义库存量与广义去化周期	21
图 43：广义住宅去化周期同比与百城住宅价格指数同比	21
图 44：百强房企单月销售金额	21
图 45：百强房企累计销售金额同比	21

图 46: 百强房企单月销售金额 (分梯队)	22
图 47: 百强房企累计销售金额 (分梯队)	22
图 48: 违约与非违约房企累计销售同比增速对比	22
图 49: 百强房企销售热力图	23
图 50: 百强房企单月拿地价值	24
图 51: 百强房企累计拿地价值同比	24
图 52: 百强房企单月拿地价值同比 (分梯队)	24
图 53: 百强房企累计拿地价值同比 (分梯队)	24
图 54: 2022 年一季度房企投资强度汇总	25
图 55: 2022 年房企集中供地拿地情况	26
图 56: 房地产境内债发行规模及平均利率	27
图 57: 房地产境外债发行规模及平均利率	27
图 58: 房地产国企、民企境内债发行规模及平均利率	27
图 59: 房地产境内债发行规模及平均利率	27
图 60: 龙头房企存量债务信息	27
图 61: 中资美元房地产债指数	28
图 62: 中证地产债指数	28
图 63: 房企有息负债同比增速 (分梯队)	28
图 64: 房企有息负债同比增速 (分性质)	28
图 65: 房企境外评级下调梳理	29
图 66: 15 家违约房企销售、财务数据占全行业比重	30
图 67: 评级下调房企销售及财务指标占行业比重	31
图 68: 2021 年部分经济体住户部门杠杆率	32
图 69: 2008-2021 年我国距离世界平均居民杠杆率差距	32
图 70: 2007-2021 年主要经济体住户杠杆率变化趋势	33
图 71: 2021 年各省份/直辖市居民杠杆率	33
图 72: 2013-2021 年我国居民债务收入比	34
图 73: 2013-2021 年我国居民房贷收入比	34
图 74: 2020-2021 年部分经济体住户偿债比率	34
图 75: 2013-2021 年我国居民偿债比率	34
图 76: 2019 年我国居民资产分类占比	35
图 77: 2000-2019 年我国和其他国家居民住房资产占居民总资产比重	35
图 78: 2000-2019 年我国和其他国家居民资产负债率	35
图 79: 2000-2019 年我国和其他国家居民净负债率	35
图 80: 2000-2020 年我国国民总储蓄率	38
图 81: 美国和中国的二手房销售与新房销售比值	39
图 82: 2019 年我国城镇居民家庭拥有住房及资产情况	39
图 83: 2020 年部分地区的城镇化率	40
图 84: 2019 年我国城镇家庭总资产分布情况	41
图 85: 2019 年我国城镇居民家庭拥有住房及资产情况	41
图 86: 申万板块绝对收益 (2022 年 1 月 1 日-6 月 30 日)	42

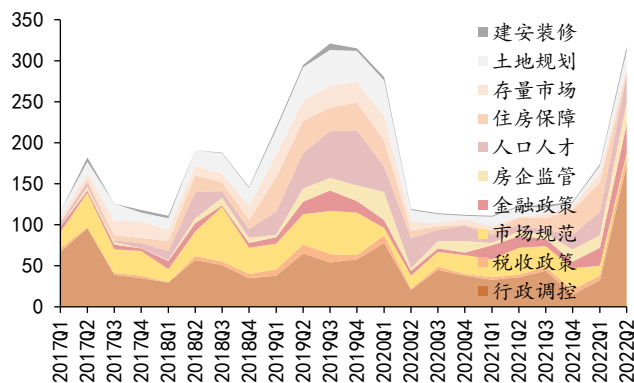
图 87: 2021 年以来申万房地产指数涨跌幅	43
图 88: 2021 年以来申万房地产 PE (TTM) 和 PB (LF)	43
图 89: 申万房地产 PE (TTM) 和 PB (LF)	43
图 90: 申万房地产相对沪深 300 的 PE (TTM) 和 PB (LF)	43
图 91: 申万房地产 ROE 水平	44
图 92: 申万房地产相对沪深 300 的 ROE 水平	44
图 93: 分梯队房企 PE (TTM)	44
图 94: 分梯队房企 PB (LF)	44
图 95: 房地产板块估值分位数和基本面情况 (2010 年 1 月-2022 年 6 月)	45
表 1: 21 年至今地产调控政策关键词	7
表 2: 2021 年末至今中央支持政策	9
表 3: 2022 年地方预售监管政策放松分类	12
表 4: 2022 年 (E) 房贷余额测算	35
表 5: 2022 年 (E) 房贷总投放测算	36
表 6: 2022 年 (E) 房产总销售额测算	36
表 7: 2022 年 (E) 新房销售市场测算	37
表 8: 2022 年 (E) 新房贷款发放额测算	37
表 9: 2022 年 (E) 新建商品住宅销售测算	37
表 10: 2022 年 (E) 不同杠杆率提升比例时的新房住宅销售测算	38

1. 基本面：缓慢走出政策惯性下的负反馈预期

1.1. 复盘：预期叠加强化负反馈，政策步入结构性宽松

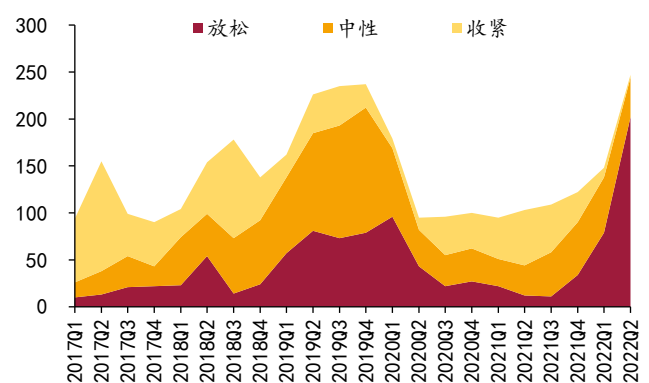
2021 年至今，地产调控延续“房住不炒”定力，呈现“前紧后松”特征，并在 22H1 加速步入宽松。21Q1-Q3，政策整体偏好收紧，在需求侧，地方“四限”与信贷持续收紧，房地产税试点进一步引导市场预期向下；在供给侧，融资监管趋严加速房企缩表进程。21Q4 以来，伴随行业基本面承压加剧、信用风险持续暴露，政策开始引导市场预期回归理性，并在 22Q1 以来加速调整。在需求侧，明确支持“因城施策”和“改善性住房需求”；在供给侧，政府积极引导“收并购”，鼓励行业市场化出清。

图 1：地产调控政策类型



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 2：地产调控政策方向



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 3：政策如何引导“房住不炒”预期

政策如何引导“房住不炒”预期



资料来源：中国政府网，新华网，澎湃新闻，中指研究院，克而瑞，房天下产业网，天风证券研究所

表 1：21 年至今地产调控政策关键词

关键词	日期	文件	内容
三道红线	2021-01-05	住建部、央行召集重点房企举行座谈会	据财联社报道，从多个信源处独家获悉，近日住建部、央行召集重点房企举行座谈会，与会房企除了去年 9 月已参与融资新规试点房企，亦包括部分去年未参与试点的房企。此举意味着 房企融资“三条红线”试点有望扩围 。
二手房指导价	2021-02-08	深圳市住房和建设局发布《关于建立二手房住房成交参考价格发布机制的通知》	为促进二手房市场信息透明，理性交易，经市政府同意，我市 建立二手房成交参考价格发布机制 ，形成全市住宅小区二手房成交参考价格。未来将定期在深圳市住房和建设局官方网站、微信公众号和深圳市房地产信息平台等网络平台发布。
	2021-07-09	上海通知，未通过价格核验二手房源不得对外发布	上海在已实施房源挂牌核验的基础上，增加价格信息的核验。上海市房地产交易管理部门将以市场真实价格为依据，对每套房源进行核验， 没有通过价格核验的二手房源不得对外发布 。
集中供地	2021-02-18	网传自然资源部发布住宅用地分类调控文件	文件要求 22 个重点城市住宅用地实现“两集中” ：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动。
	2021-08-10	自然资源部对集中供地提出四点明确要求	自然资源部对部分 集中供地试点城市 的供地部门作出部署：1、参加宅地竞拍企业需具有房地产开发资质。2、建立有效的购地审查制度，加强对房地产企业购地资金的来源审查。3、 单宗地溢价率不得超过 15% 。4、在达到地价或溢价率上限的时候，不得以竞拍建等方式增加实际地价。
保障性租赁	2021-03-05	两会政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法， 切实增加保障性租赁住房 和 共有产权住房供给 ，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。
	2021-03-13	“十四五”规划纲要和 2035 年远景目标纲要	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居、职住平衡。坚持因地制宜、多策并举，夯实城市政府主体责任，稳定地价、房价和预期。加快培育和发展住房租赁市场，有效盘活存量住房资源，有力有序扩大城市租赁住房供给，完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。 有效增加保障性住房供给 ，完善住房保障基础性制度和支持政策。
	2021-07-02	国务院办公厅发布关于加快发展保障性租赁住房的意见	就加快发展保障性租赁住房 ，促进解决好大城市住房突出问题，提出加快保障性租赁住房的意见。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，突出住房的民生属性，扩大保障性租赁住房供给，缓解住房租赁市场结构性供给不足，推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
信贷监管	2021-03-26	银保监会、央行、住建部发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理方面，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营， 严防经营用途贷款违规流入房地产领域 。
	2021-07-27	银保监会召开全系统 2021 年年中工作座谈会暨纪检监察工作（电视电话）座谈会	严格执行“三线四档”和房地产贷款集中度要求， 防止银行保险资金绕道违规流入房地产市场 。
学区房	2021-04-03	北京市住建委会同相关部门开展房地产经纪机构专项检查	主要精准打击“借学区炒作房价”等违规行为 ，针对群众反映强烈的房地产经纪机构炒作学区房行为，对海淀区万柳、翠微，西城区德胜、金融街，东城区交道口等价格快速上涨区域进行专项检查。
	2021-04-30	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给， 防止以学区房等名义炒作房价 。
城市主体责任	2021-04-08	住建部副部长倪虹约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通 5 个城市政府负责人	住建部要求地方政府负责人切实提高政治站位，把思想和行动统一到党中央、国务院决策部署上来，充分认识房地产市场平稳健康发展的重要性，牢牢把住房是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段， 切实扛起城市主体责任 ，确保实现稳地价、稳房价、稳预期目标。
	2021-07-22	韩正出席加快发展保障性租赁住房 and 进一步做好房地产市场调控工作电视电话会议	要高度重视房地产工作中的新情况新问题，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，全面落实稳地价、稳房价、稳预期的房地产长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。 城市政府要切实落实主体责任 ，不断完善和用好政策工具箱。
房地产税	2021-10-23	全国人民代表大会常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作	为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，第十三届全国人民代表大会常委会第三十一次会议决定： 授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作 。
	2022-03-12	财政部有关负责人答记者问	房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情况， 今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件 。
合理需求	2021-12-03	中国银保监会新闻发言人答记者问	现阶段，要根据各地不同情况， 重点满足首套房、改善性住房按揭需求 ，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展。
	2022-04-29	中央政治局会议	坚持“房住不炒”，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。

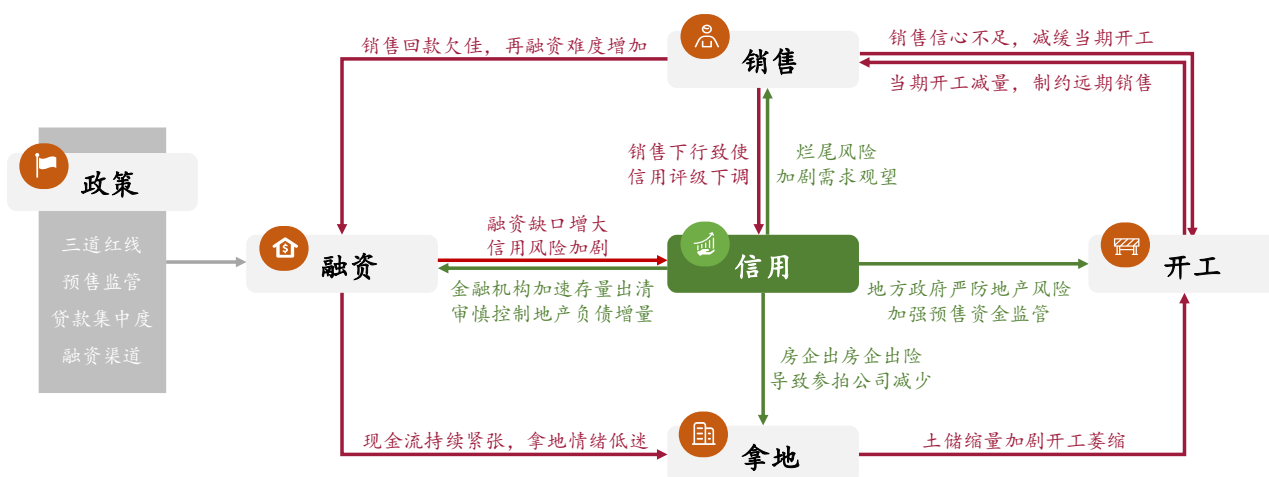
	2022-05-23	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议	将因城施策支持刚性和改善性住房需求。
因城施策	2021-12-10	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
	2022-03-05	两会政府工作报告	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期， 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。 加快发展保障性租赁住房。
收并购	2021-12-21	央行银保监会联合发布《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按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则， 稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的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。 加大债券融资的支持力度，支持优质房企在银行间市场注册发行债务融资工具，募集资金用于重点房地产企业风险处置项目的兼并收购。
	2022-01-06	财联社报道，并购贷不计入三道红线	据财联社，目前银行已告知一些大型优质房企，针对出险企业项目的承债式收购， 相关并购贷款不再计入“三条红线”相关指标。
	2022-03-14	银保监会召开专题会议传达学习贯彻国务院金融委会议精神	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式， 鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目， 促进房地产业良性循环和健康发展。

蓝色底色表示该政策效果趋向于收紧，黄色底色表示该政策效果趋向于放松

资料来源：中国政府网，银保监会，中指研究院，澎湃新闻，新华网，财联社 APP，房天下产业网，天风证券研究所

我们认为，本轮地产金融供给侧改革的初衷在于遏制泡沫化、金融化势头，引导行业平稳健康发展，在供给侧表现为制约房企无序扩张，规避大周期波动风险，在需求侧则表现为通过行政调控进行逆周期调节，进一步稳定短周期。但在执行过程中，监管机构、金融机构、房企、购房者、上下游参与者之间旧平衡被快速打破，新机制尚未建立之前，预期快速反转导致行业基本面、信用面出现负反馈式调整：**长期供需结构变化，去杠杆暴露信用风险，债权人、监管资金、供应商加剧流动性挤兑，信用、交付风险和疫情冲击加剧需求观望情绪，销售下行进一步冲击行业现金流，并围绕产业链外溢至拿地、开工、施工等环节，逐渐偏离温和出清和健康调整的目标。**

图 4：如何理解行业基本面的负反馈下行



资料来源：天风证券研究所

1.2. 应对：供需双向发力，市场自然复苏

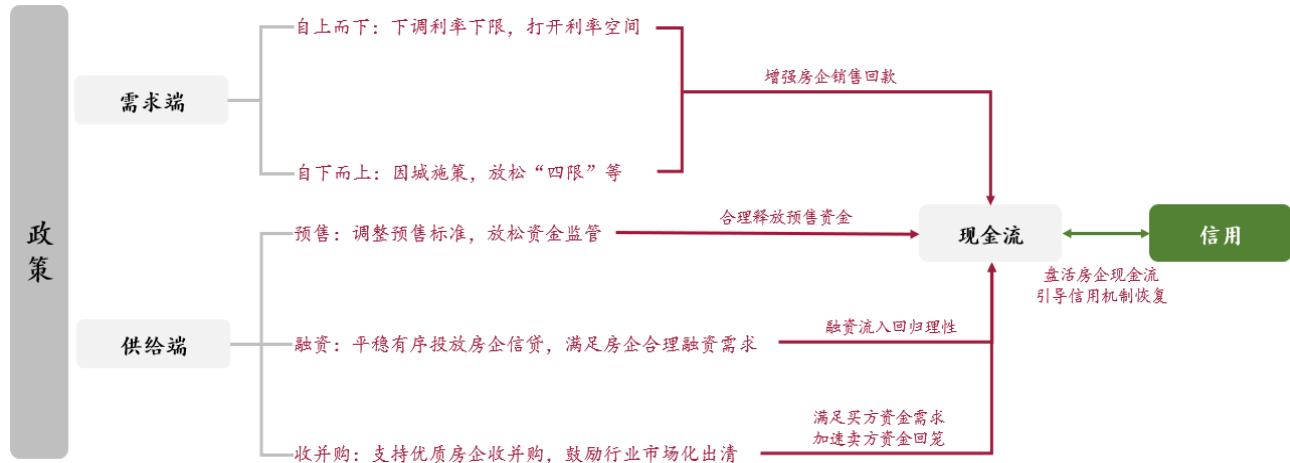
21Q4 以来，政策供需发力，多措并举引导行业回归平稳健康发展区间。虽然并未出台强刺激或大力度纾困政策，但是政策形成合力有效推动行业预期自然修复。

我们认为，需求端政策有利于增强房企销售回款，恢复行业自身造血能力。在地方，因城施策力度不断加码，各地积极放松“四限”与信贷，自下而上修复地产预期；在中央，贷

款利率下限调整与 5 年期 LPR 利率调降进一步打开信贷政策空间，自上而下降低居民购房成本，满足居民合理购房住房需求。

我们认为，供给端政策多向发力，有利于优化行业资源配置，缓解现金流挤兑。其中，融资方面，多次引导金融机构平稳有序投放房企信贷，满足房企合理融资需求，鼓励使用信用违约掉期（私募 CDS）、信用风险缓释凭证（CRMW）等信用保护工具，支持民企信用债发行；预售方面，多地通过降低预售条件、减少监管、增加拨付节点、提高拨付比例等措施定向释放房企受限资金；收并购方面，鼓励并购融资，并购贷不计入三条红线等政策先后出台，提高行业自救能力，鼓励实现市场化出清。

图 5：政策打破负反馈的作用机制



资料来源：中指研究院，中国人民银行等，天风证券研究所

表 2：2021 年末至今中央支持政策

日期	会议/文件	政策关键	内容
2021-12	中国银保监会新闻发言人答记者问	需求-信贷支持 供给-收并购	要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展。
2021-12	中央政治局会议	需求-基调表态	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2021-12	中央经济工作会议	需求-基调表态	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2021-12	央行银保监会联合发布《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》	供给-收并购	鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的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。
2022-01	中国人民银行	需求-信贷支持	5 年期以上贷款市场报价利率(LPR)为 4.6%，上月为 4.65%，下降 5BP。
2022-02	据相关媒体报道，全国性商品房预售资金监管的意见已于近日出台	供给-预售资金	预售资金监管额度由市县城乡建设部门根据工程造价合同等因素确定，当监管账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可由房企提取使用。
2022-03	两会政府工作报告	需求-基调表态	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022-03	财政部有关负责人答记者问	需求-房地产税	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。
2022-03	银保监会召开专题会议传达学习贯彻国务院金融委会议精神	供给-收并购	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。
2022-04	央行、国家外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	需求-信贷支持 供给-信贷支持	完善住房领域金融服务，合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付比例、最低贷款利率要求；金融机构要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。
2022-04	中央政治局会议	需求-基调表态 供给-预售资金	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。

2022-05	证监会传达中央政治局会议精神	供给-融资渠道	房企端：支持债券融资 ，适时出台更多支持实体企业发展的政策措施。
2022-05	银保监会传达中央政治局会议精神	需求-基调表态 供给-收并购	因城施策落实好差别化住房信贷政策， 支持首套和改善性住房需求 ，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划， 做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务 。
2022-05	中国人民银行发布降低个人住房贷款利率下限的通知	需求-信贷支持	普通自住房首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。 人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。
2022-05	中国人民银行	需求-信贷支持	5 年期以上贷款市场报价利率(LPR)为 4.45%，上月为 4.6%，下降 15BP。
2022-05	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议	需求-基调表态	将因城施策 支持刚性和改善性住房需求 。
2022-06	人民银行、外汇局举行新闻发布会	需求-基调表态	人民银行将继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照探索新发展模式的要求，因城施策实施好差别化住房信贷政策， 更好满足购房者的合理住房需求 ，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中指研究院，中国政府网，中国人民银行，银保监会，澎湃新闻，观点网，天风证券研究所

图 6：2018 年以来因城施策路径变化

	“四限”政策					信贷政策					
时间	限贷		限购		限售	限价	个人信贷		房企信贷		
2018-01			兰州	北京	南京				北京		
2018-02			天津								
2018-03			九江								
2018-04			北京	厦门							
2018-05			石家庄								
2018-06			浙江		西安						
2018-07			天津		太原						
2018-08			合肥	广州							
2018-09			石家庄								
2018-10											
2018-11			江门				北京	杭州	广州		
2018-12					菏泽	广州	深圳	南京	宁波		
2019-01					南京	大连	佛山	福州			
2019-02	合肥						上海				
2019-03			保定	泉州	海南		阜阳	菏泽			
2019-04			呼和浩特		保定						
2019-05			苏州								
2019-06			南京	北京		赤峰					
2019-07							常德				
2019-08			珠海	上海			天津		杭州	常德	
2019-09			济南	宁波							
2019-10			泉州	天津	西安		海口				
2019-11			三亚	廊坊	南京						
2019-12			清远	江门	佛山						
2019-12			*深圳	成都		深圳					
2020-01							上海		深圳	哈尔滨	
2020-02	绍兴		厦门			九江			江西	三亚	福州
2020-03			天津			东莞			海口	佛山	济南
2020-04			江门		佛山	广州	南通	苏州	昆明	佛山	贵阳
2020-05	兰州		苏州		南通		岳阳	郑州	温州	珠海	益阳
2020-06			海南		东莞			福州	泉州	桂林	巴中
2020-07			杭州	成都	宁波	长春		武汉		岳阳	昆明
2020-08	桂林		南京	北京				衡阳		湖南	湖北
2020-09	重庆		广州	*深圳	苏州			烟台		恩施	
2020-10			天津	太原				恩施			
2020-11			万宁	宜兴				哈尔滨			
2020-12			文山	南昌	深圳	福州					
2021-10									北京		
2021-11									成都		
2021-12			海南		西安	保定					
2022-01			福州				蚌埠		合肥	昆明	佛山
2022-02	温州	菏泽	南宁	南昌			长沙	深圳	北京	上海	
2022-03	重庆	赣州	佛山	福州				福州	惠州	广州	
2022-03	驻马店	南通	福州			青岛	哈尔滨	苏州	杭州		
2022-03	宁波	德州	昆明					郑州	襄阳		
2022-03	沈阳	广西	郑州								
2022-04	兰州	昆明	秦皇岛	南京	苏州	东莞	天津	绵阳	安徽	重庆	郑州
2022-04	张家口	宜昌	无锡	佛山	衢州			淮北	南京	张家口	南阳
2022-04	淮北	贵阳	*上海	宜昌				广东	郑州	临沂	贵阳
2022-04	河北	新疆	中山	长沙	宜昌			河北	山东	四川	
2022-04	湖南	湖南	沈阳	长沙	宜昌			湖南	南阳	贵阳	
2022-05	梅州	长春	扬州	*无锡	*南京	长沙	徐州	扬州	资阳	扬州	
2022-05	苏州	淮南	句容	合肥	苏州	哈尔滨		赣州	赣州	洛阳	
2022-05	*中山	*唐山	合肥	扬州	无锡	南京	金华	大冶	天津	天津	深圳
2022-05	洛阳	台州	常州	*天津	嘉兴	东莞	泰州	苏州	无锡	无锡	
2022-05	海口	沈阳	成都	杭州	海口	济南		郑州	北京	北京	
2022-05	阜阳	银川	赣州	烟台	银川	常州		上海	六盘水	肇庆	
2022-05	湘潭	大冶	*济南	宁波	大连	义乌		唐山	肇庆	肇庆	
2022-05	南通	镇江	太原	厦门	*唐山	三明		厦门	遵义	遵义	
2022-05	宿州	青岛	常熟	武汉	无锡	绍兴		淮南	绍兴	绍兴	洛阳
2022-05	肇庆	遵义	张家口		西安			绍兴	绍兴	绍兴	
2022-05	温州	石家庄	中山	湖州	张家口	德州		南京	南京	南京	
2022-05	六盘水	驻马店						成都	成都	成都	

注：图中“四限”政策中红色标记部分为重点政策，带*号标记为针对特殊区划出台政策，未标记部分为针对人才等特殊人群出台政策；跨列表明该城市实施了多种类型的放松政策

资料来源：中指研究院，观点网，澎湃新闻，财联社 APP，天风证券研究所

表 3：2022 年地方预售监管政策放松分类

日期	城市	降低预售条件	减少重点监管资金	增加资金拨付节点	提高资金拨付比例	银行保函替代	差异化资金管理	提前提取预售资金	日期	城市	降低预售条件	减少重点监管资金	增加资金拨付节点	提高资金拨付比例	银行保函替代	差异化资金管理	提前提取预售资金
03-30	绵阳	✓							05-13	武汉			✓				
03-31	厦门	✓							05-15	海口					✓		✓
04-01	衢州	✓							05-17	高安					✓		✓
04-06	厦门			✓					05-17	宿州			✓				✓
04-14	南京					✓			05-18	阜南			✓		✓		
04-18	常州			✓		✓			05-19	宿迁					✓		
04-20	常德				✓	✓			05-19	银川					✓		✓
04-28	达州	✓					✓		05-20	六安	✓						
04-29	南阳	✓					✓		05-20	遂宁		✓					
04-29	连云港	✓					✓		05-20	泸州					✓		✓
05-01	梅州			✓					05-21	德州							✓
05-03	徐州	✓		✓		✓			05-22	赤峰	✓						
05-06	长春					✓		✓	05-23	湖州	✓						
05-07	鹤壁	✓				✓			05-24	南通	✓						✓
05-07	漯河		✓			✓	✓		05-24	六盘水					✓		
05-10	吉林	✓	✓			✓		✓	06-02	安阳					✓		
05-11	景德镇	✓	✓			✓			06-02	蚌埠			✓				✓

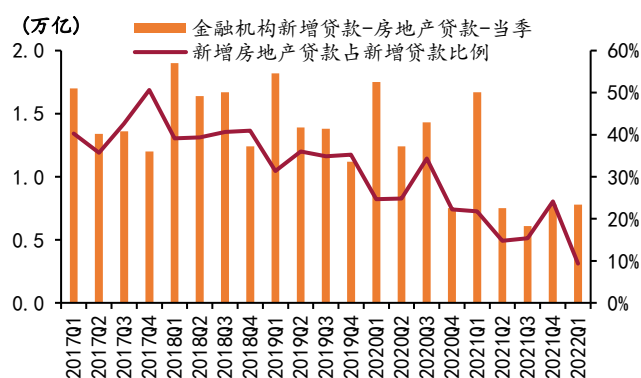
注：部分城市预售政策有效期截止至 2022 年 12 月 31 日

资料来源：各地方政府网，澎湃新闻，观点网等，天风证券研究所

1.3. 融资：尚未迎来实质性拐点

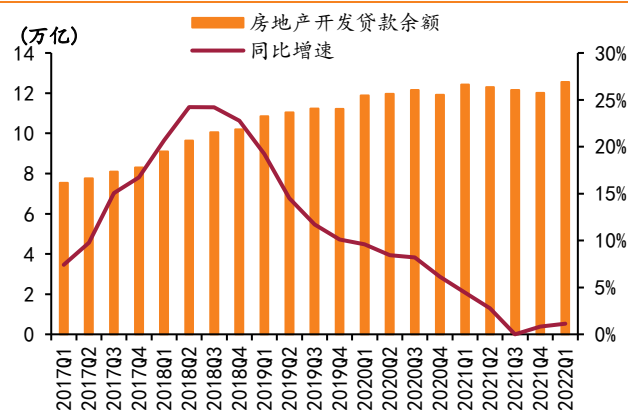
21 年至今，行业信用风险不断暴露，地产行业债券、信托违约规模均来到历史相对高点。2022 年 1-5 月，地产行业境内、境外债违约发生额高达 1430 亿元，地产境外债贡献了超过 80% 的存量境外违约。行业中短期仍面临较大的偿债压力。5 月，交易所释放支持民营房企融资的积极信号，但在金融机构风险偏好转变之前，融资环境尚未出现明显改善。

图 7：金融机构新增房地产贷款及其占新增贷款比例



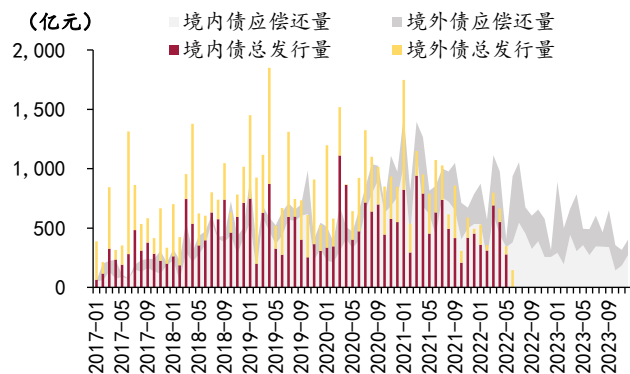
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：房地产开发贷余额及同比增速



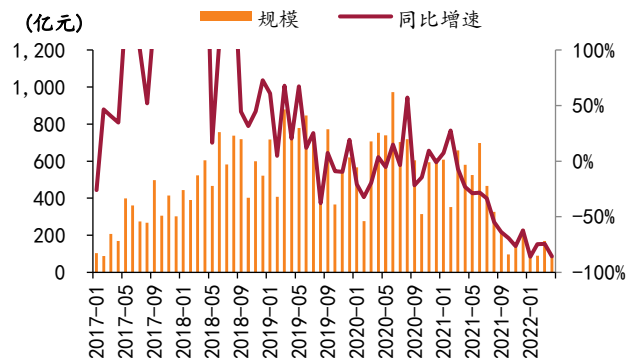
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：债券合计发行规模及同比增速



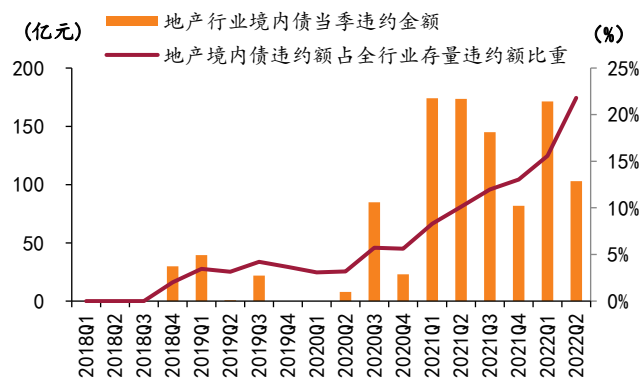
资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

图 10：房地产集合信托发行规模及同比增速



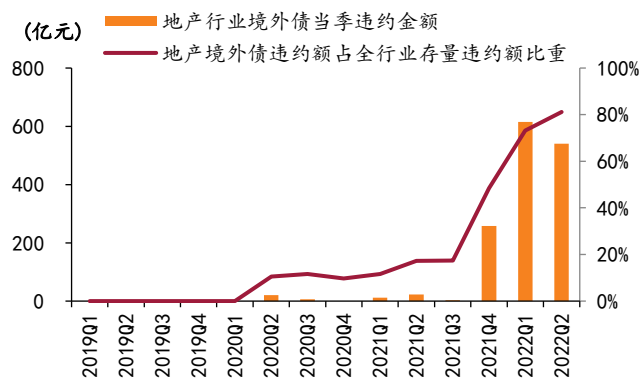
资料来源：用益研究公众号, 天风证券研究所

图 11：地产行业境内债券违约规模及占比



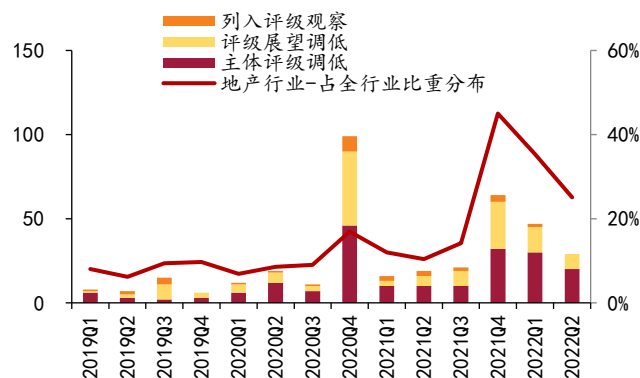
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 12：地产行业境外债券违约规模及占比



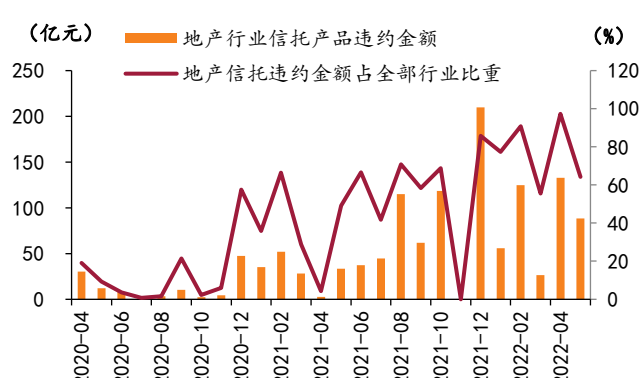
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 13：地产行业评级预警



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 14：地产信托违约情况



资料来源：用益研究公众号, 天风证券研究所

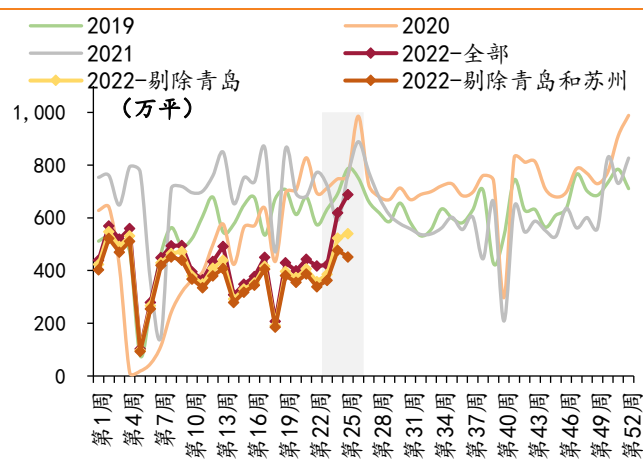
1.4. 销售：确立弱复苏

21Q4 以来，新房销售长期保持低位；22 年 4 月高频销售数据同比增速来到区间内最低的 -51%；从 22 年 5 月统计局数据及近期高频数据来看，行业销量呈现止跌企稳。价格角度，百城房价指数连续 4 个月环比正增长，一线城市连续 6 个月上涨，二线城市结束年初的小幅波动连续三月为正，三线城市环比降幅仍在扩大。

我们认为短期弱复苏趋势基本确立，复苏斜率和持续性仍有待观察。1）本轮复苏由热点城市主导，部分城市可能存在数据异动，剔除青岛及苏州样本后，基本面由持续复苏变为波动上行；2）22 年 4-5 月地方因城施策显著发力，市场改善为需求回补、滞后网签和政

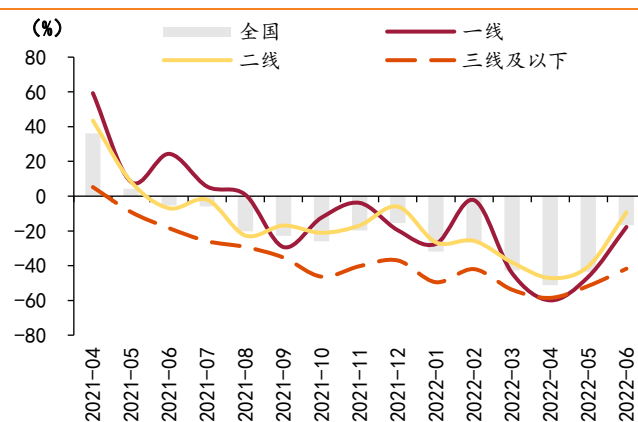
策宽松的综合结果，持续性取决于真实需求空间；3）基本面分化依然存在，高能级城市好转显著，22年6月三线及以下城市商品房销售面积同比仍为-42%；4）短期内，疫情、失业和收入预期等外部变量仍是影响居民信心、扰动政策效果的重要因素。

图 15：2019 年至今 62 城新房周度成交面积对比



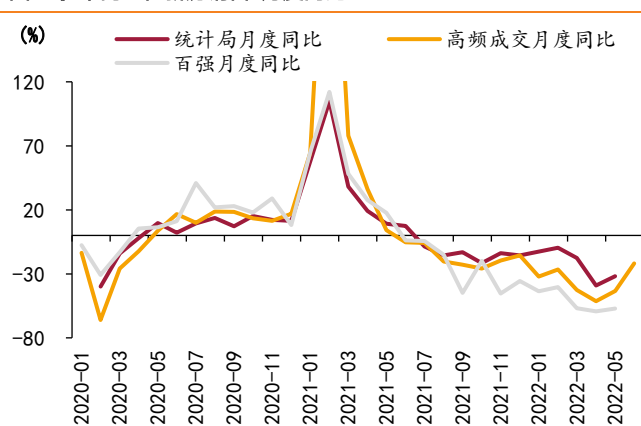
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：62 城商品房成交月度同比



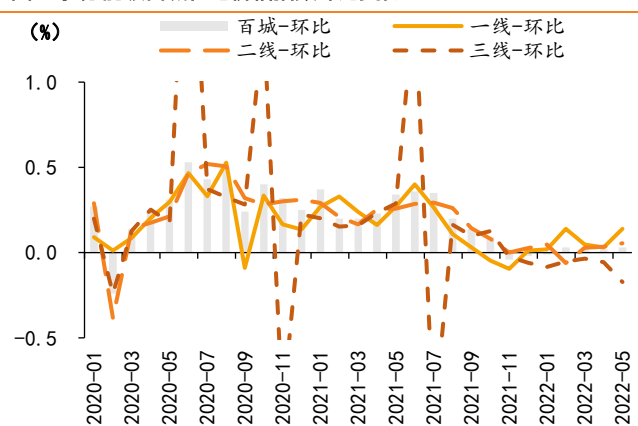
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：不同口径新房销售-月度同比



资料来源：Wind，克而瑞，天风证券研究所

图 18：分能级百城住宅价格指数环比变化

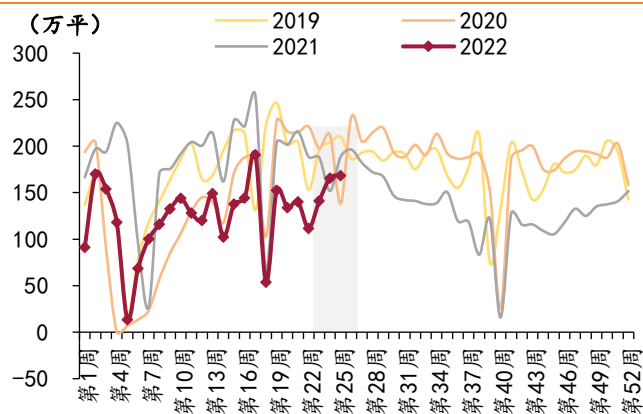


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：商品房成交面积热力图（单位：%）

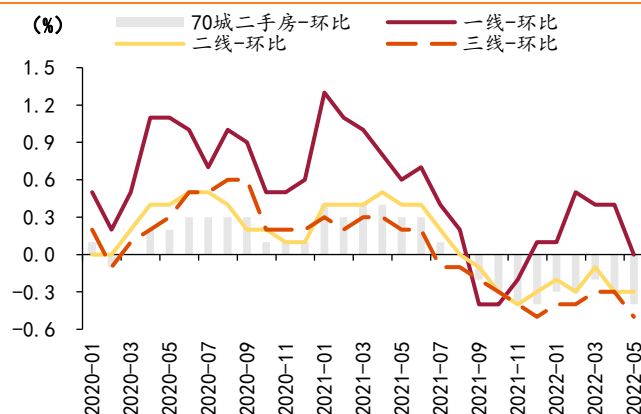
	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10	21/09	21/08	21/07	21/06	21/05	21/04	21/03	21/02	21/01	20/12	20/11	20/10	20/09	20/08	20/07	
全部城市	-17	-43	-51	-43	-27	-32	-16	-20	-26	-23	-20	-6	-5	4	36	78	332	64	17	12	13	19	19	10	
一线城市	-18	-46	-60	-44	-2	-27	-20	-4	-12	-29	1	5	24	8	59	117	173	109	56	34	41	59	39	11	
二线城市	-9	-40	-47	-38	-26	-27	-6	-17	-21	-17	-23	-2	-7	8	44	77	340	47	-1	4	5	14	17	10	
三线及以下	-42	-52	-59	-54	-42	-50	-37	-40	-46	-35	-29	-26	-18	-9	5	58	503	90	54	18	22	6	11	9	
北京	-16	-18	-16	-29	-24	-21	-33	-1	39	-17	-3	49	79	-3	59	228	72	37	70	80	8	76	66	7	
上海	-25	-78	-94	-52	31	-7	-13	10	-5	-22	10	2	32	-1	60	102	312	94	54	12	42	111	29	14	
广州	-5	-32	-69	-55	-16	-48	-15	-9	-38	-44	-23	-17	-7	37	75	117	283	210	71	29	60	77	33	18	
深圳	-28	-32	-5	-22	-24	-46	-19	-29	-34	-33	36	-20	-4	0	25	40	70	180	8	45	51	46	39	-1	
长春																									
杭州	-38	-53	-51	-51	-49	33	75	101	40	56	32	24	-1	81	42	72	696	53	-37	-36	8	-21	10	14	
南京	-39	-51	-61	-61	34	7	-13	-28	-41	-6	-51	-19	48	41	99	157	124	93	-8	63	21	-28	54	9	
青岛	147	-9	-45	-34	-8	-25	-31	-25	-25	-21	-13	-15	-5	7	15	41	206	63	18	-12	5	-4	14	24	
苏州	38	-46	-55	-23	-6	-15	-32	13	-18	-7	-10	17	-29	-6	20	64	101	48	5	-24	-21	6	-10	-4	
福州	-18	-69	-54	-53	-41	-54	34	58	67	23	-17	10	40	156	106	98	93	-12	-18	-16	-6	-57	-40	-68	
厦门	-77	-59	-32	-42	-3	-55	-13	-40	5	-20	142	15	95	188	175	161	227	339	112	218	83	111	56	86	
无锡	-16	-33	-53	-45	-43	-42	-28	-48	5	-10	-31	-38	-26	25	10	9	233	77	-17	33	-5	-56	28	-1	
济南	-22	-51	-55	21	-12	-21	83	-25	-11	14	2	3	33	6	71	-20	350	53	-25	28	16	11	32	20	
温州	-50	-60	-58	-43	-53	-54	-71	9	-14	-26	-32	-12	-55	-24	42	135	1072	7	84	14	8	2	2	-22	
宁波	-50	-68	-70	-30	-47	-70	-50	-36	-25	-32	-42	-39	-27	-7	42	116	1271	67	-27	0	24	49	31	58	
扬州	-52	-62	-69	-69	-49	-54	-36	-46	-51	-65	-100	-28	6	32	58	34	2386	68	7	11	56	105	28	47	
嘉兴	422	3642	242		-43	-39	113		-99	-99	-99		-95	-99	-89	-1		-9	-41	41	35	24	126	-3	
金华	-19	-16	33	-47	-33	-65	-57	-65	-59	-3	0	-49	-23	-10	-15	147	862	337	38	55	16	17	78	121	
泰州	-56	-43	-24	-83	-51	-89	-93	-91	-95	-92	-85	-89	-74	-46	-30	-1	181	16	15	43	65	20	-7	-7	
常州	-32	-63	-45	-77	-48	-74	-37	-62	-43	-34	-34	10	-48	5	7	28	163	-14	-65	-51	-49	14	11	-35	
绍兴	-55	-82	-70	-65	-57	-22	24	50	-25	-46	-76	-62	-46	24	24	13	236	29	-45	-39	4	33	77	33	
南宁	-11	-34	-20	-37	-45	-52	-47	21	-10	-41	-38	-42	-38	-17	13	9	466	-6	-44	-56	-54	0	30	27	
东莞								-83	-28	-61	-63	-46	-29	-24	-28	-5	309	153	41	45	47	26	52	31	
惠州	-39	-37	-57	-72	-60	-66	-56	-71	-71	-59	-58	-22	-24	-11	9	68	228	121	12	37	53	44	23	5	
佛山	12	-34	-43	-26	-26	-6	-10	-22	-26	-39	-25	11	-23	14	18	64	247	94	27	81	73	30	9	-3	
珠海	-47	-80	-67	-54	11	-50	-46	-52	30	13	-17	240	50	271	181	89	498	100	1	59	9	-19	29	-70	
武汉	-19	-46	-51	-40	-31	-31	-4	-28	-40	-16	-37	45	72	79	228	28327	52	23	15	2	5	-9	-2	-2	
成都	-17	19	-28	-22	-3	15	106	3	32	11	5	19	7	-31	29	60	224	3	-19	9	-22	51	30	7	
赣州	-73	-19	-45	-26	-15	-15	38	14	-6	-6	-16	7	7	-27	-27	46	641	0	-19	3	-12	-11	15	-9	
淮安		-84	-73	-58	-63	-76	-48	-42	-51	-24	-46	-26	-35	-23	-3	55	563	57	-5	10	16	-15	9	3	
连云港	22		-64	-87	-51	-56	-36	-28	-31	-39	3	-17	-1	0	16	109	859	139	86	17	3	-30	2	22	
泰州						-95	-75	-82	-67	-94	-34	1082		38	62	100		159	135	39	30	2	35	-88	
镇江	-21	-31	-69	-21	-12	-25	12	-4	-14	-47	-46	-14	1	-4	37	81	761	44	1	11	-11	1	-1	-21	
莆田	-70	-51	-77	-74	-50	-39	-64	-23	-53	-55	-44	26	9	19	43	51	193	44	985	32	3	-36	56	-49	
泰安	9	-39	-55	-61	-28	-34	-45	-52	-58	-49	-37	-29	-9	-5	13	189	843	80	36	51	59	35	39	2	
芜湖	-70	-76	-82	-48	-60	-39	-40	-35	-14	-6	57	74	227	291	374	433	2822	422	196	198	113	57	15	-10	
盐城	-75	-54	-70	-71	-85	-88	-59	-86	-77	-86	-79	-44	101	-68	-27	39	539	132	101	27	17	6	99	-32	
舟山	-11	-42	-33	-28	-39	-3	30	-32	-65	-33	-16	-24	-25	19	0	52	218	26	18	30	117	-2	8	30	
龙岩	-72	-76	-64	-74	-69	-84	-70	-78	-76	-67	25	-61	-11	13	3	114	197	133	74	67	31	19	-58	0	
南平	3	12	73	-8	-42	-1	-2	-14	10	47	4	-52	-17	-9	-21	-28	163	-51	-2	9	-60	-30	-25	177	
汕头																	281	32	96	168		-23	-95		
柳州	-34	-44	-57	-47	-43	-12	-49	-23	-51	-40	-37	-31	-45	-45	-16	27	205	27	29	10	59	12	12	3	
江门	-6	-26	-18	-5	-4	-33	-21	-29	-53	-43		-28	-29	22	18	29	55	623	203	3	31	67	43	-25	22
肇庆	219	133	-55									-41	82	-33	66	32	443	1362	299	-39	35	-24	40	-41	-22
清远	-100	-29	-22	-20	-5	-16	44	-43	-47	-43	-41	-42	-46	-41	-26	24	253	60	86	-21	24	19	6	3	
岳阳											-95	-33	-41	12	-20	-14	35	550	4	-3	11	-11	-20	35	100
襄阳	422	3642	242		-43	-39	113		-99	-99	-99		-95	-99	-89	-1		4	-41	41	35	24	126	-3	
江阴	-59	-88	-77	-74	-64	-68	-59		-89	-60	-42	-28	10	74	90	666	35	4	-37	-9	52	44	-19		
淮南						-23	-37	7	-49	-37	1744		450	-34	30	-16	56	406	67	6	1	-2	-90	-86	
东营	-56	-28	-43	-40	-26	-63	-60	-57	-70	-25	-69	-54	-60	-54	-62	-68	556	86	189	295	212	160	195	158	
池州	-18	-59	-67	-73	-67	-30	-19	-33	-47	10	-20	-21	2	27	-4	65	178	42	-7	-1	-37	-54	-10	-35	
抚州	-99	-64	82			229	-60	-70			-42	-82	25	-81	-51	-89		-79	-25	21	-31	-53	100	-66	
海门	-19	-55	-75	-89	-65	-79	-82	-67	-26	-83	-94	-93	-90	-79	-59	-4	32	152	-9	68	10	74	148	53	
宿州	-68	-76	-71	-57	-30	-60	-60	66	-42	0	-29	-16	-13	8	-11	16	403	111	38	4	41	59	27	6	
衢州	-69	-73	-80	-91	-58					37	38	184	46	-20	12	111	302	7	-16	19	-11	-33	12	-63	
新余						-86	-41	-26	-48		-99						44	699	-13	-36		-65	-29	-7	-5
吉安	-18	-14	-36	-46	-11	-36	-52	-42	-87	-14	-44	-57	4	-5	-24	-1	365	75	0	-20	167	5	187	-5	
韶关	-16	-5	49	-13	-16	-33	-70	-8	-22	-35	-35	-35	-36	-37	-10	-15	191	38	16	-17	28	30	-8	36	
玉林						-73	16	-24	-3	-28	-44	-41	-27	-49	-51	-30	98	-8	-48	-12	7	134	232	227	
云浮	126	3	48	-60	-75	59	-7	90	-39	1428	98	-25	217	-51	257	222	248	158	45	-31	-21	-4	680	85	
常德	-26	-46	-42	-63	-54	-66	-34	-33	-20	-36	-40	-37	-37	-27	-30	21	273	61	3	-44	-37	46	27	52	
娄底	-17	12	43	-25	34	-51	-72	-45	-5	-4	85	10	-54	-39	3	137	890	182	494	56	165	-18	-14	89	
荆门	721	21	45	61	-44	294	-38	106	64	-38	-95	193	150	30	93	2022		-24	-32	123	-63	-17	38	-36	
宝鸡	-12	-40	-49	-68	39	-53	-39	-35	-43	-16	-17	-46	-20	-17	-30				211	-29	19	45	-18	40	
六盘水	-52	-12	-21	74	-51	-71	-32	10																	

图 20: 18 城二手房周度成交面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21: 分能级 70 城二手住宅价格环比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

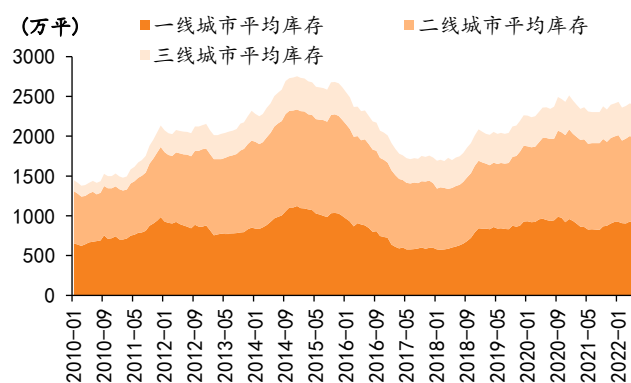
图 22: 二手房成交面积热力图 (单位: %)

	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10	21/09	21/08	21/07	21/06	21/05	21/04	21/03	21/02	21/01	20/12	20/11	20/10	20/09	20/08	20/07
全部城市	-10	-28	-38	-36	-38	-36	-32	-34	-42	-41	-32	-27	-14	-9	27	64	355	44	4	6	-3	10	6	16
一线城市	-31	-47	-35	-35	-42	-39	-35	-36	-42	-42	-30	-25	-20	-4	25	83	212	50	18	22	18	32	39	45
二线城市	0	-18	-37	-34	-33	-31	-27	-32	-43	-41	-34	-26	-12	-11	25	56	473	37	-5	-1	-10	5	-2	6
三线及以下	-65	-71	-74	-70	-73	-84	-69	-53	-29	-41	-19	-48	-15	3	66	88	303	164	132	48	10	-16	-1	53
北京	-37	-52	-28	-22	-34	-28	-28	-29	-26	-26	2	10	10	22	56	179	256	94	46	53	46	32	23	26
深圳	-8	-24	-61	-80	-69	-64	-59	-58	-81	-76	78	-74	-71	-55	-27	-176	116	-4	-26	-25	-22	30	71	83
杭州	-19	-62	-69	-64	-51	-54	-57	-69	-71	-61	-50	-39	-20	1	9	117	834	113	23	66	56	49	22	28
南京	-33	-3	-60	-49	-50	-45	-38	-26	-40	-32	-48	-38	0	-43	51	27	849	69	13	4	25	29	24	80
青岛	-9	-36	-48	-55	-28	-41	-30	-33	-49	-38	-19	-16	5	14	46	99	290	63	16	18	3	23	32	32
苏州	33	-41	-62	-30	-64	-20	-28	8	-22	-34	-13	-25	-8	41	71	56	400	43	-16	-6	-29	-11	-34	-32
厦门	-50	-28	2	-49	-39	-54	-41	-23	-17	-66	-34	-16	0	19	90	78	293	65	37	42	23	38	40	27
无锡								-63	-45	-55	-31	13	-26	-10	36	639	22	-12	-16	-30	-16	24	4	
扬州	0	-34	-52	-70	-36	-46	-52	-56	-60	-76	-41	-6	14	9	108	3870	37	0	-27	0	7	-22	20	
金华	-34	-65	-67	-46	-66	-43	-12	-45	-43	32	2	-36	-21	12	1	153	978	194	52	27	39	62	58	115
南宁	10	44	-28	-26	-47	-32	-41	-41	-43	-63	-57	-43	-61	-48	1	-16	2284	-13	-41	-40	-59	2	-23	-46
东莞	-100	76	70	-47	-36	-35	-41	-13	-47	-31	0	-9	-50	-52	-46	-11	247	-3	-25	-27	-47	21	4	20
佛山	6	-27	40	-31	-37	-45	-38	-47	-42	-43	-19	-2	-3	10	56	92	311	43	43	99	74	38	12	29
成都	326	341	145	169	156	188	173	57	-22	-33	-25	-31	-34	-52	-19	25	409	-49	-63	-60	-62	-54	-52	-41
江门	-29	-41	-19	5	-44	-44	-65	-34	23	-27	-9	-44	0	4	23	3	163	128	430	102	73	-40	40	37
清远			-99	-86	-83	-84	-49	-39	-12	-53	-41	-28	-39	-29	0	29	133	37	20	9	4	23	-2	-11
岳阳																				-43	-12	1	3	5
衢州	-65	-68	-83	-86	-84					-30	12	-62	4	68	224	541	1940	608	200	109	-9	-31	-26	212

资料来源：Wind，天风证券研究所

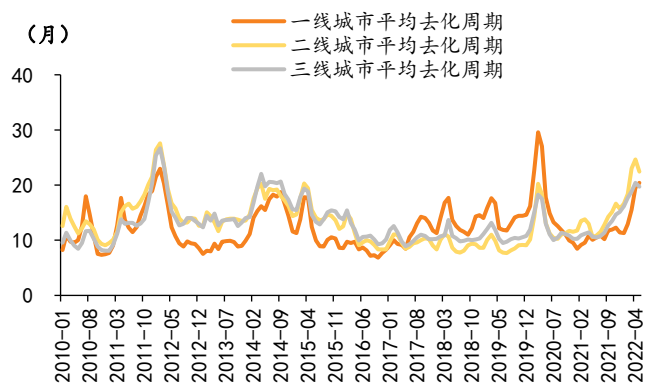
库存方面，根据克而瑞可售面积及对应去化周期，近年来我国商品房库存趋势相对稳定，2022年5月，一线、二线、三线城市平均库存分别相当于2010年至今历史高点库存的82.1%、86.3%、96.7%。去化方面，销售下滑之下，平均去化周期已来到历史相对高位19-22个月。

图 23: 克而瑞 80 城分能级商品住宅平均库存



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 24：克而瑞 80 城分能级商品住宅平均去化周期

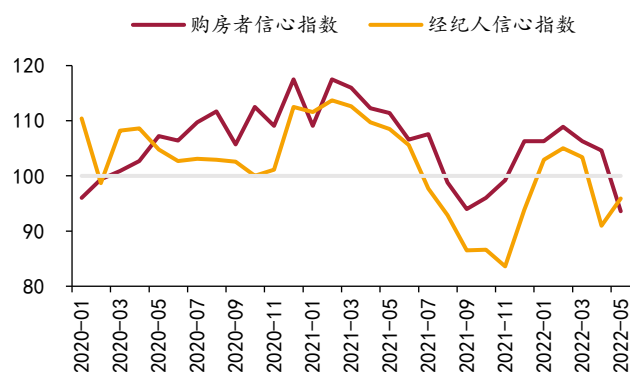


资料来源：克而瑞，天风证券研究所

房企信用事件频发加深市场观望情绪，疫情等外生因素加剧市场信心波动。在乐居新媒体一项参与超 5 万人的网络调查中，各城市约 8%-15%的居民表示“担心楼盘烂尾”是制约其

购房的重要原因（其余因为资金条件不充裕、等待购房优惠政策、已有住房等）。从近期的市场信心指数来看，购房者与经纪人信心都呈现显著的波动趋势，原因或为市场分化下预期的不一致性与各地疫情的多轮次冲击。

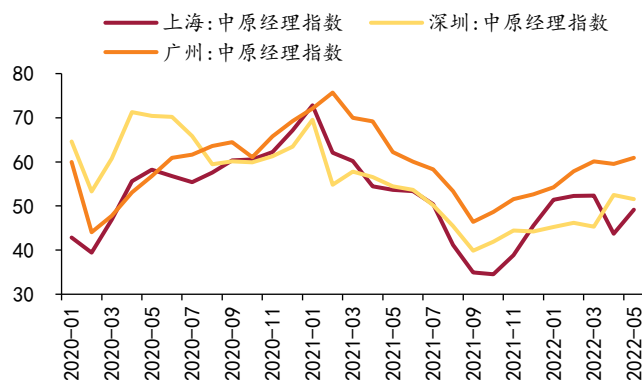
图 25：购房者信心指数与经纪人信心指数



相关指数由 58 同城、安居客对购房者及经纪人行为调研分析计算得出

资料来源：58 同城，安居客，天风证券研究所

图 26：中原经理指数



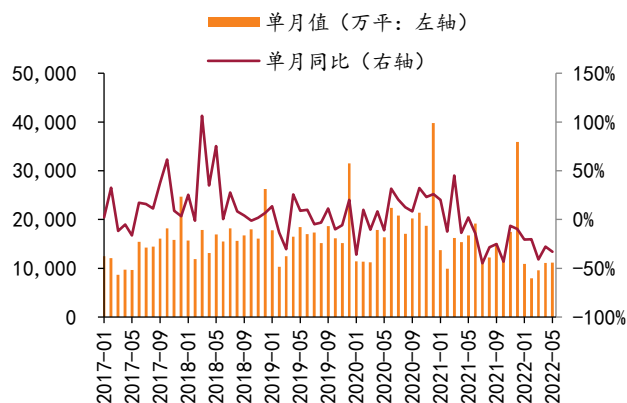
中原经理指数由中原地产问卷调查计算得出

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 土地：整体低迷，热度分化

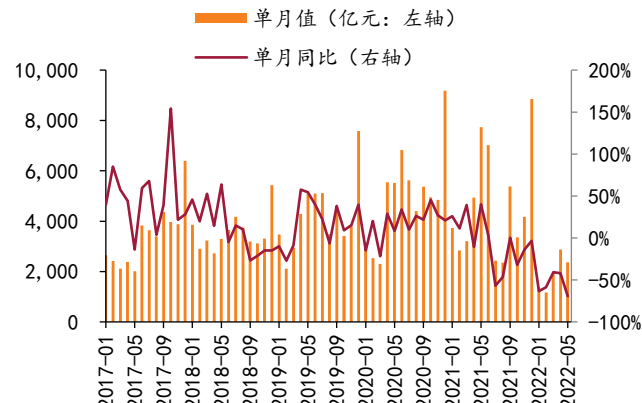
土地市场整体冷淡，受集中供地影响，单月成交波动较大。据中指研究院数据，2022 年 300 城单月成交建筑面积及增速处于历史底部区间，1-3 月单月同比增速降幅逐渐扩大至 -41.0%，4 月稍有回暖，5 月再降至 -33.1%。成交金额及增速同样处于历史低位，1-5 月 300 城土地成交金额累计值达 9667.7 亿元，同比下行 56.9%；受集中供地节奏错位影响，5 月单月成交 2363.7 亿元，同比下降 69.4%，增速为 2015 年至今的历史最低点。

图 27：300 城成交建筑面积单月值及同比



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

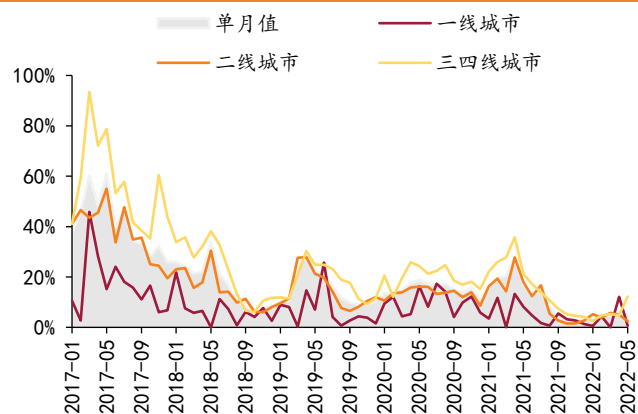
图 28：300 城成交金额单月值及单月同比



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

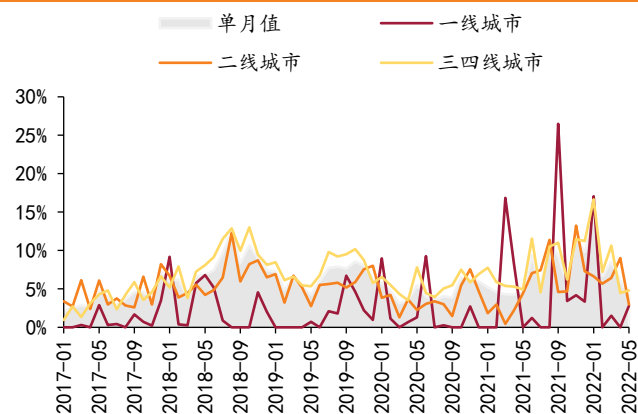
分能级来看，土地市场成交趋势分化显著。溢价率方面，2022 年以来，300 城成交溢价率月度波动幅度较大，5 月单月成交溢价率 5.1%。其中，一线城市受集中供地影响波动最为激烈，三四线城市结束半年之久的低位徘徊，5 月略有回暖。300 城流拍率呈下行趋势，3 月流拍率有小幅增加，5 月单月流拍率 4.1%。分能级看，一线城市 5 月流拍率 2.8%，表现优于二三四线城市。

图 29：300 城成交溢价率单月值及分能级城市值



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 30：300 城流拍率单月值及分城市能级值



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

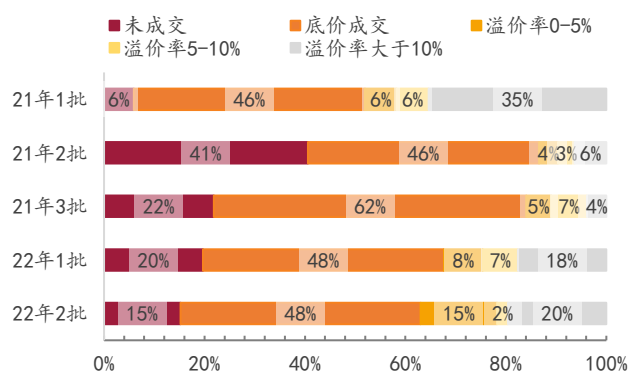
集中供地方面，重点 22 城土拍整体有所回暖，城市间热度分化显著。据中指研究院数据，22 年第一批次溢价成交幅数比例较 21 年有明显上升，溢价率上升至 4.78%，未成交建面比例来到 22.32%，重点城市土拍市场成交有所好转。分城市来看，22 年第一批集中供地中，溢价率前 3 城市分别为深圳（14.98%）、合肥（11.20%）、厦门（6.78%），长春（0.00%）、无锡（0.08%）溢价水平有限；建面未成交率方面，本轮上海、深圳、苏州等 6 个城市未出现流拍撤拍，天津、长春、福州未成交率分别高达 78.64%、76.94%、45.47%。

图 31：历次集中供地规则梳理

城市	2021年第一批							2021年第二批							2021年第三批							2022年第一批						
	限房价	限品质	竞自持	竞配建	摇号/抽籤	竞马甲	保证金比例	限房价	限品质	竞自持	竞配建	摇号/抽籤	竞马甲	保证金比例	限房价	限品质	竞自持	竞配建	摇号/抽籤	竞马甲	保证金比例	限房价	限品质	竞自持	竞配建	摇号/抽籤	竞马甲	保证金比例
北京市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
上海市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
广州市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
深圳市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%
杭州市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	10%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	10%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	10%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	10%
南京市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
武汉市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	10%-20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
重庆市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
天津市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
苏州市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	30%-50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	30%-50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
郑州市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%
长沙市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
宁波市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
成都市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%
济南市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	30%-100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	30%-100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	30%-50%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-50%
无锡市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
合肥市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-40%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-23%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-25%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%
沈阳市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
长春市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%
厦门市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
福州市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-30%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%
青岛市	✓	✓	✓	✓	✓	✓	50%-100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-100%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	20%-100%

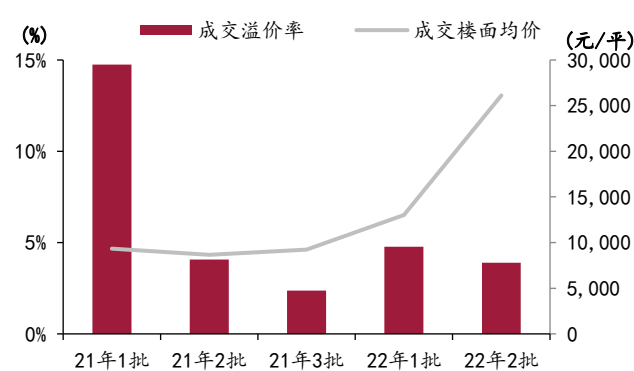
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 32：22 城集中土拍成交结构



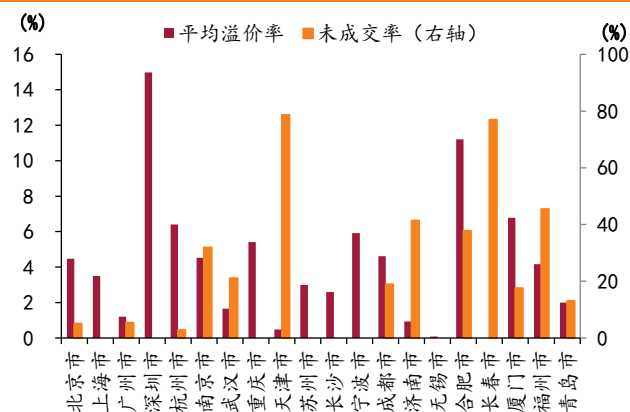
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 33：22 城集中土拍成交溢价率及楼面均价



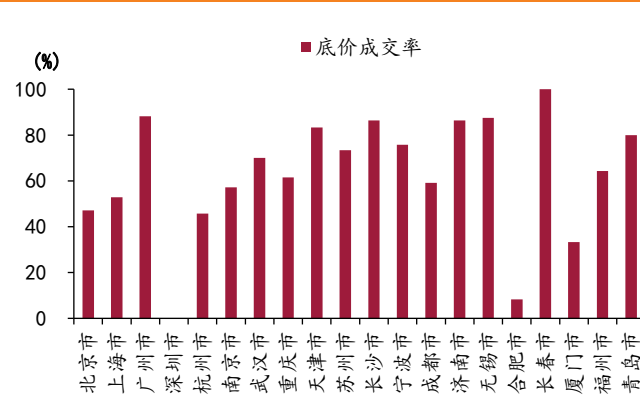
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 34：22 年第一批次集中供地分城市成交溢价率及建面未成交率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

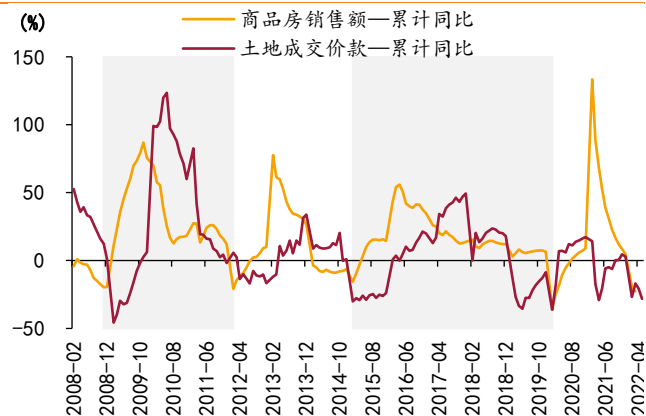
图 35：22 年第一批次集中供地分城市底价成交率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

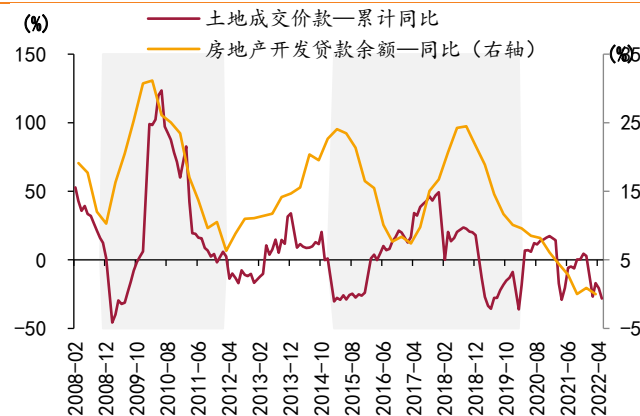
我们认为，前期融资端与销售端的持续下行是制约土地市场回暖的主要原因。统计局数据表明，商品房销售增速、房地产开发贷增速均与土地成交价增速具有周期上的强一致性，且销售与融资端的变化往往领先土地市场。以 2015 年至今的小周期为例，商品房销售额同比增速于 2016 年 4 月达到相对高点，土地成交价增速高位则出现在 17 年 12 月；融资方面，房地产开发贷款余额于 2018 年 9 月结束加速上涨趋势，同年 8 月土地市场同比增速达峰。

图 36：商品房销售额与土地成交价款累计同比增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 37：房地产开发贷款余额、与土地成交价款同比增速



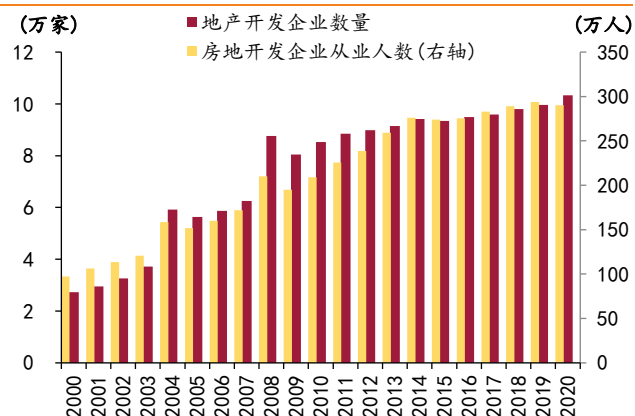
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.6. 边界：如何理解政策上限

我们延续 2022 年度策略报告及《知难而进，精准破局——收并购深度研究》等报告中的判断，当前因城施策依然为房住不炒基调之下适应行业发展新形势的优化，短期放松上限接近于非核心城市之外的全面宽松。当前实际放松力度距离政策上限仍有空间，行政调控和流动性工具储备充足，未来不排除根据基本面修复进展相机调整。我们认为弱复苏和软着陆的前提之下，政策难以突破传统边界。

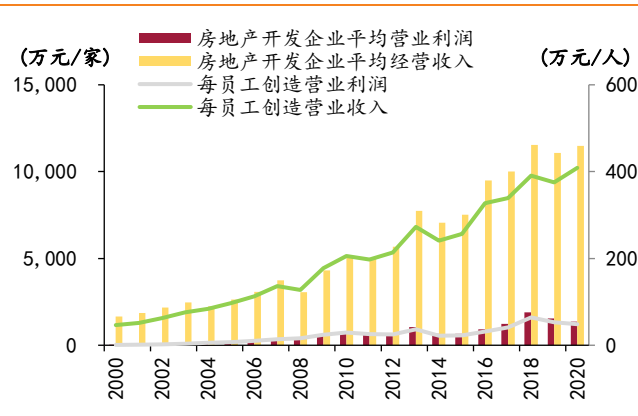
第一，行业长周期拐点之下需要一场供给侧改革完成产能和风险的出清。行业需求中枢中长期面临不可避免的调整压力，但是与之对应的是行业不断扩张的资产规模和更加复杂的杠杆结构。本轮金融长效机制提前引发地产供给侧改革，虽然预期快速转变引发负反馈效应，但是我们认为整体结果依然好于未来无政策干预下市场的自发性调整。经过此轮供给侧改革之后的行业结构能够更好匹配需求中枢的回落和住房的保障属性。

图 38：地产开发行业企业数量与从业人员数量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：地产开发企业平均收入与营业利润

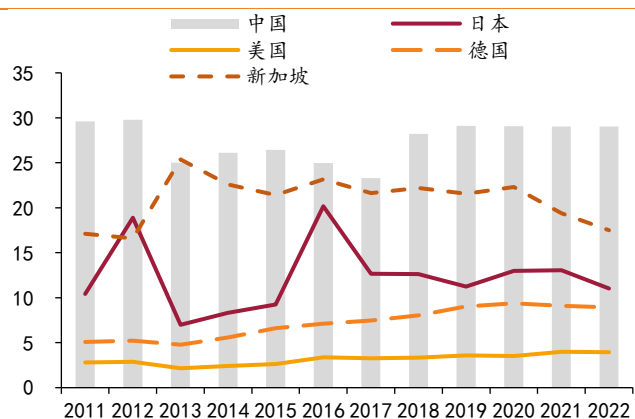


资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，我们认为，我国房地产市场目前的主要矛盾为结构性问题，系统性放松难以精准解决城市和区域的分化问题。短期来看，高能级城市销售下探有限，且需求端对政策解绑的敏感性极高，伴随政策利好释放，高能级城市商品房销售量价已率先企稳；低能级城市方面，多数低能级城市并未设置限制类政策，政策面放松空间较小。长期来看，净流出、低增长的人口结构恐难以支撑低能级城市房地产业的长期稳健发展。全面分化的市场环境之下，核心一二线城市仍需防范投资炒作风险，三四线城市失速风险需要更为精准的托底政策。

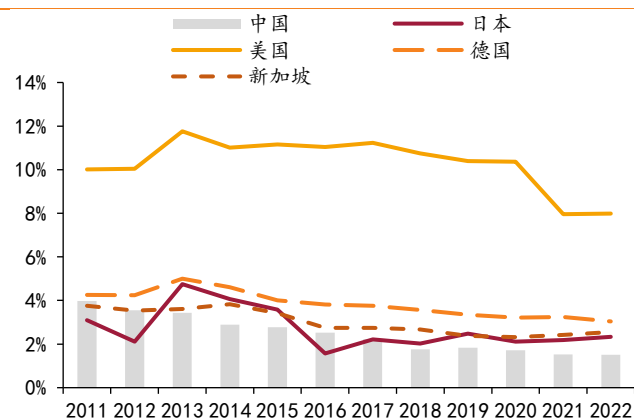
第三，遏制房地产泡沫化，防范系统性金融风险仍是政策端重要目的。1）房价收入比角度，Numbeo 数据显示，2022 年我国房价收入比为 29.04，在其收录的 112 个国家和地区中排名第 10。2）租售比角度，Numbeo 数据显示，2011 至今我国租金回报率数据整体呈下跌趋势，于 2022 年来到 1.51%，对应月度租售比为 1/789、1/698，低于国际标准月度租售比 1/200-1/300。政策大幅转向带来的周期波动尤其是价格波动风险同样会增加居民杠杆的脆弱点。

图 40：部分国家房价收入比



资料来源：Numbeo，天风证券研究所

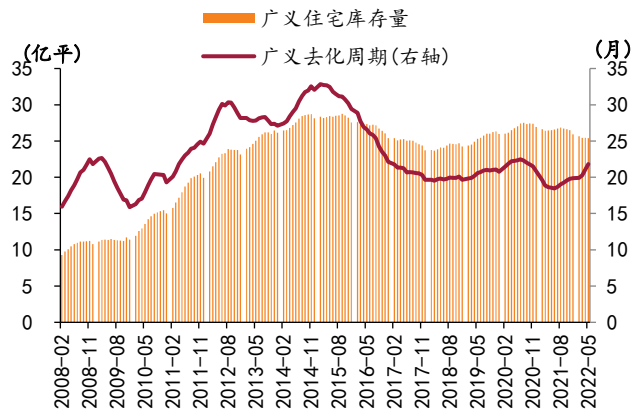
图 41：部分国家租金回报率（市中心）



资料来源：Numbeo，天风证券研究所

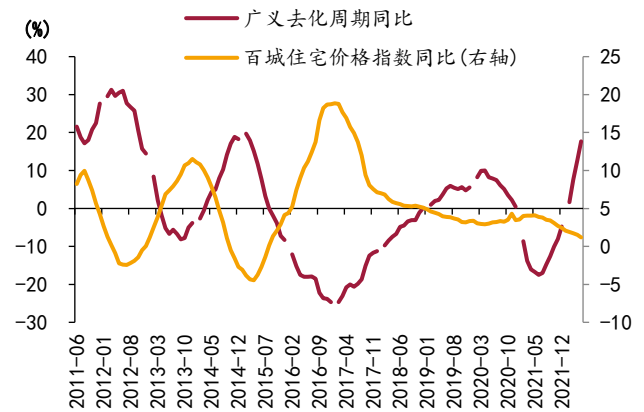
第四，去化周期与房价间存在极强的负相关性，需求刺激政策或将带来热点城市房价迅速攀升。历史数据表明，广义住宅去化周期同比增速与百城住宅价格同比增速呈现显著的负相关性，即去化速度加快往往伴随商品房价格上涨。我们认为，在开工下行、库存相对稳定的当下，部分城市需求侧刺激性政策或将导致去化周期显著缩短，继而导致商品房价格的反弹式上涨。

图 42：广义库存量与广义去化周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：广义住宅去化周期同比与百城住宅价格指数同比



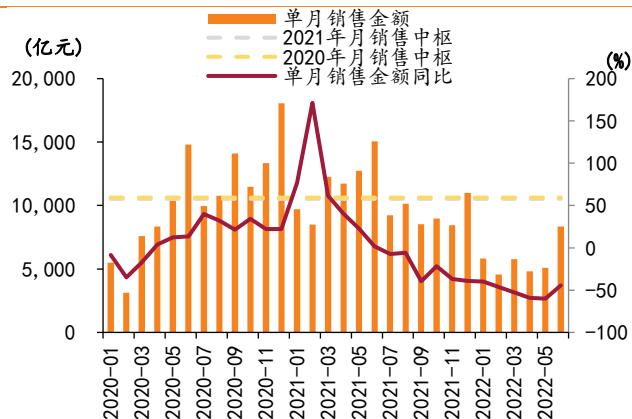
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 企业：短期行业压力与长期格局优化双线演绎

2.1. 销售：系统性因素拖累预期转弱，下半年逐渐步入疫后修复期

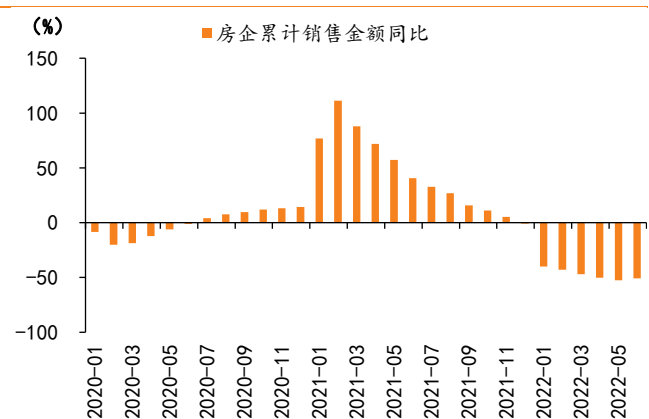
2022 上半年房企销售延续快速下行趋势。克而瑞数据显示，截止 22 年 5 月百强房企累计销售金额同比降幅达 52.6%，已是连续 6 个月同比减少。累计增速自 21 年 2 月起连续 13 个月下滑，不断创下有统计以来的新低。5 月单月销售金额同比-60.1%，同样为历史最大降幅。一季度以来各地政策频繁刺激下，需求侧呈现一定边际回暖信号，但改善力度较弱、复苏相对缓慢。6 月百强销售额环比改善幅度扩大。我们预计下半年在疫后需求回补、供货增加等因素带动下销售环比有望持续改善。

图 44：百强房企单月销售金额



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

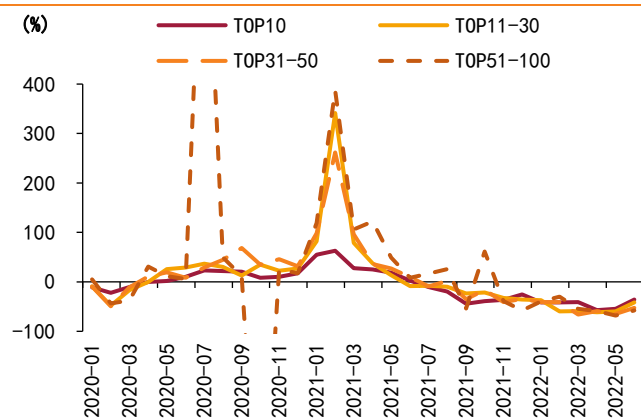
图 45：百强房企累计销售金额同比



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

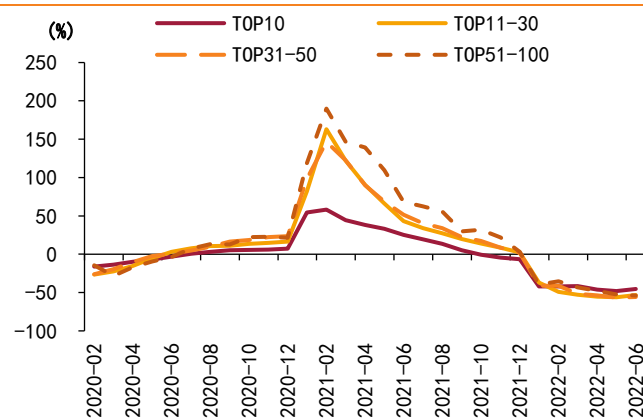
分梯队来看，Top10、Top11-30、Top31-50、Top51-100 年内累计销售额分别同比-48.0%、-56.1%、-56.5%、-52.5%。百强房企中累计销售额降幅高于 30%的房企超过八成，且各梯队中均有出险房企存在，反映出当前时点行业面临的整体性压力。分违约与非违约房企来看，21 年非违约房企增速明显领先于违约房企，但 2022 年 2 月后，增速差优势出现弱化，说明影响居民购房选择的除行业信用风险外，其他系统性因素也对实际住房需求的修复形成掣肘，主要制约因素或包括：1）经济下行降低居民加杠杆意愿、削弱地产政策效果；2）疫情冲击下购买力因收入预期减弱，并且影响出行和带看预期；3）市场供求失衡引发的房价波动等因素。

图 46：百强房企单月销售金额（分梯队）



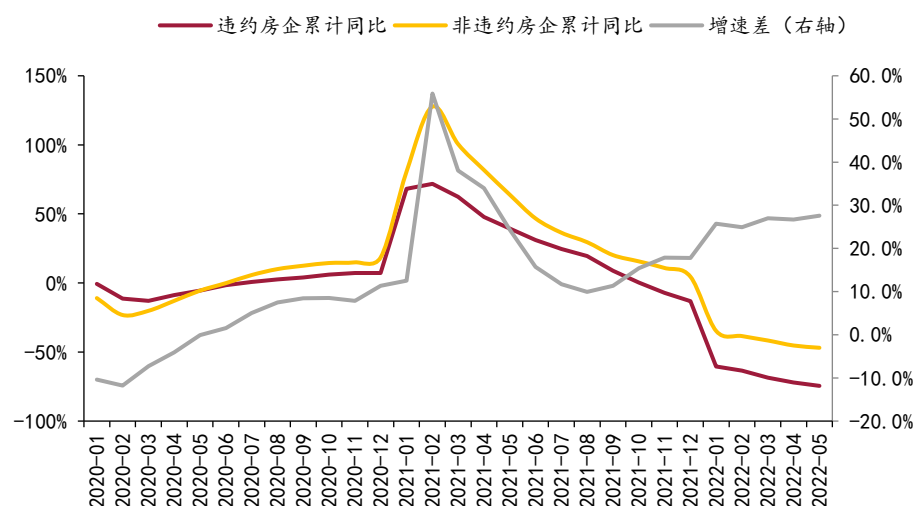
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 47：百强房企累计销售金额（分梯队）



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 48：违约与非违约房企累计销售同比增速对比



注：违约房企样本包含 15 家已于公开市场构成实质性违约的房企

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

我们认为稳增长基调下市场将进入疫后修复期，上述影响因素影响或于下半年逐步弱化，稳健经营型房企与出险房企间的增速差会重新拉大，企业信用资质重新成为影响购房抉择的主要因素。信用分化的格局下，头部房企、国央企有望率先吸收复苏需求，而弱资质房企受制于资金端压力，短期内预计难改销售颓势。

图 49：百强房企销售热力图

公司名称	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12	22/01	22/02	22/03	22/04	22/05	22/06	滚动12个月	年初至今
碧桂园	-2	-26	-34	-22	-34	61	-11	-35	-46	-60	-53	-37	-31	-42
保利发展	-25	13	-34	-7	-7	1	-33	-35	-15	-41	-35	-1	-19	-26
万科地产	-15	-35	-34	-31	0	-53	-52	-30	-33	-40	-48	-37	-36	-41
中海地产	0	-8	-44	-7	-17	-6	-46	-51	-42	-30	-29	-15	-24	-33
华润置地	-4	-26	-24	-22	-30	16	-38	-43	-20	-55	-19	3	-20	-27
招商蛇口	-11	-25	-20	-37	-14	35	-38	-42	-27	-52	-48	-7	-22	-33
融创中国	-7	-30	-33	-28	-46	-12	-21	-32	-53	-75	-82	-82	-44	-65
金地集团	24	-12	-17	-21	15	-35	-37	-51	-19	-61	-50	-16	-26	-38
龙湖集团	-9	-17	-33	-7	-21	43	-29	-59	-25	-52	-51	-23	-23	-40
绿城中国	25	37	41	-25	-14	-49	-21	-48	-22	-58	-54	-22	-24	-38
中国金茂	-18	-33	-14	9	-11	-6	-50	-65	-35	-57	-61	-5	-30	-46
绿地控股	62	7	-55	-11	-56	-71	-25	-55	-70	-59	-54	-63	-50	-58
滨江集团	1	30	-1	-8	4	-19	7	-75	-24	-5	-18	29	-12	-22
新城控股	-31	-12	-25	-10	-37	-34	-46	-27	-31	-59	-53	-45	-34	-45
旭辉集团	-5	-22	-39	-19	-36	-31	-48	-43	-54	-62	-60	-48	-39	-54
建发房产	-14	-9	-32	41	-26	-26	-26	-19	-35	-63	-39	-20	-24	-34
华发股份	-17	-36	-56	-3	15	31	2	-41	-22	-59	-51	41	-24	-23
越秀地产	-41	62	-27	-31	24	93	-36	-41	-58	56	21	77	9	-1
金科集团	-15	-37	-36	-40	-47	-55	-38	-62	-62	-63	-58	-53	-47	-57
世茂集团	-24	-18	-30	-32	-43	-73	-62	-57	-76	-76	-79	-69	-53	-71
远洋集团	16	15	1	1	-8	55	-18	-18	-38	-26	-26	19	-1	-17
首开股份	-12	14	-3	15	-11	-38	-50	77	-30	-30	-57	-57	-24	-37
美的置业	1	-38	-35	-25	-35	-40	-39	-37	-64	-68	-54	-39	-41	-51
中国铁建	-21	-39	-30	-18	-35	-9	1	-81	-74	-64	-38	-4	-32	-43
中梁控股	-4	-29	-34	-24	-32	-19	-39	-62	-61	-71	-56	-65	-42	-60
融信集团	31	-8	-20	-11	-48	-52	-47	-30	-77	-57	-64	-40	-37	-54
卓越集团	37	262	-30	-28	-60	1	-45	-26	-54	-26	-77	-51	-30	-51
中骏集团	-100	1294	-57	-32	-26	-40	-38	-40	-26	-56	-54	-51	15	-45
中南置地	-3	-30	-46	-33	-53	-49	-66	-50	-75	-76	-75	-67	-52	-70
雅居乐	-23	-29	-17	-27	9	-38	-33	-57	-71	-53	-60	-67	-40	-57
仁恒置地	-42	-53	-64	-9	27	-42	13	-15	-38	-81	-67	95	-29	-16
新希望地产	16	-65	-21	-52	-67	-39	-52	-52	-56	-50	-60	-54	-48	-55
龙光集团	8	-1	-38	11	-24	-27	-45	-66	-71	-76	-82	-76	-41	-68
时代中国	0	-24	-33	-19	-17	-52	-4	-42	-68	-50	-86	16	-32	-39
路劲集团	124	28	-27	-17	-17	-9	-37	-41	-22	-23	-57	-25	-17	-35
中粮大悦城	-1	-19	-70	-10	-13	-70	-6	-41	13	-17	-61	-26	-28	-27
万达集团	-63	-63	-78	-76	-70	-41	-42	-38	-38	346	106	45	-41	47
中交房地产	43	-40	-35	-53	-26	-8	-28	-22	-46	-63	-56	-46	-33	-47
阳光城	-31	-6	11	-54	-49	-66	-52	-80	-79	-77	-85	-78	-53	-76
金辉集团	-3	-10	-64	-23	-53	-39	-45	-63	-66	-58	-63	-43	-45	-56
武汉城建				-89	-38	-23	-41	-39	-30	-56	-23	31	-34	-24
合景泰富	-12	-25	-49	-25	-38	-21	-39	-4	-63	-69	-69	-61	-42	-57
中国恒大	-32	1	-91	-100	-100	-100	-95	-93	-96	-92	-94	-91	-84	-93
宝龙地产	26	18	-18	-11	-13	-12	-30	-63	-55	-64	-59	-60	-30	-56
联发集团	35	27	1	68	0	56	-19	-17	-23	-18	1	-47	-3	-26
祥生集团	-22	51	-58	-35	-57	-49	-41	-45	-78	-71	-76	-73	-52	-67
海伦堡	71	8	43	25	63	-63	-16	-11	-53	9	-57	-57	-18	-39
电建地产	116	68	-63	-4	-32	65	-40	-46	-38	-67	-27	-41	-19	-46
正荣集团	-8	-6	-22	-14	-55	-57	-29	-74	-88	-84	-82	-76	-52	-74
荣盛发展	89	-21	45	-1	-50	-40	-27	-28	-75	-52	-74	-74	-38	-64
TOP3	-16	-24	-47	-36	-23	-8	-40	-32	-39	-53	-48	-34	-34	-41
TOP10	-11	-20	-44	-39	-37	-26	-42	-42	-41	-57	-55	-36	-38	-45
TOP11-30	-8	-10	-23	-22	-32	-36	-37	-60	-59	-61	-59	-41	-38	-53
TOP31-50	-9	2	-35	-16	-41	-35	-41	-41	-66	-59	-65	-53	-39	-56
Top51-100	16	26	-54	62	-39	-58	-40	-30	-54	-59	-68	-58	-41	-54
百强合计	-7	-6	-40	-22	-37	-39	-40	-46	-53	-59	-60	-45	-39	-51

热力图使用头部房企销售金额同比增速计算，单位为：%

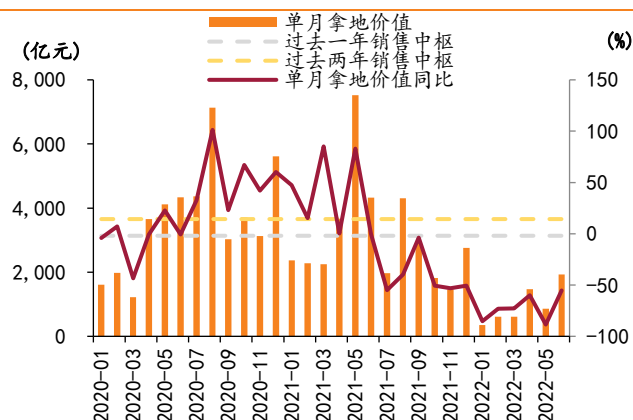
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

2.2. 拿地：投资强度降至历史低位，静待基本面趋势性拐点

2022 上半年，在销售回款下滑、债务集中到期的双重压力下，房企拿地规模大幅缩水。克而瑞数据显示，截止 22 年 5 月百强房企累计拿地金额同比-78.43%，因多数 21 年销售百强本年度无新增土储，拿地金额绝对值及增速水平均为历史低点。百强房企整体累计拿地金额占比销售金额的 15.0%，整体拿地楼面价占比销售均价的 87.8%。

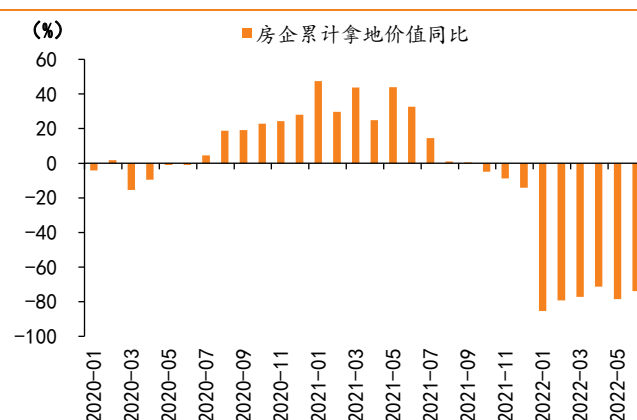
从各梯队来看，Top3、Top10、Top11-30、Top31-50 年内累计拿地金额分别同比-62.3%、-65.6%、-78.3%、-94.0%，Top51-100 无新增土地，房企投资信心受损严重。鉴于当前市场对未来的销售预期普遍不高且部分房企偿债压力较大，预计下半年多数企业仍会维持审慎投资策略，土地市场复苏时点或将滞后于明确的基本面拐点。

图 50：百强房企单月拿地价值



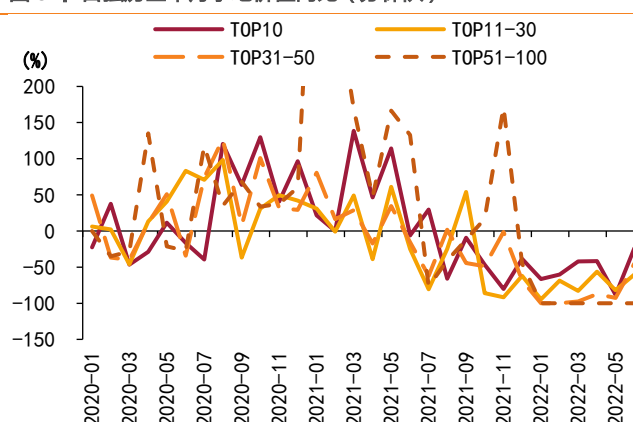
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 51：百强房企累计拿地价值同比



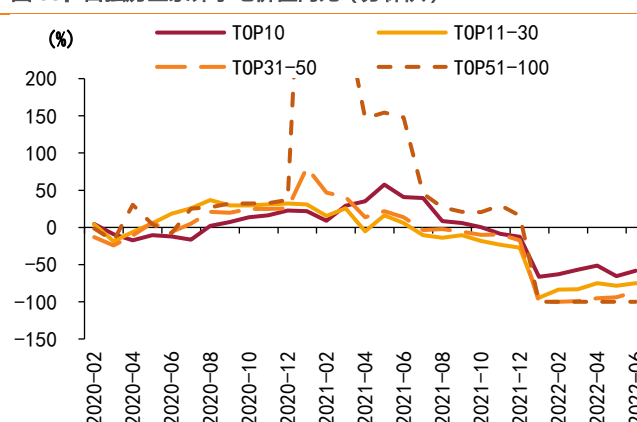
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 52：百强房企单月拿地价值同比（分梯队）



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 53：百强房企累计拿地价值同比（分梯队）



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

从投资强度来看，中指数据显示，22 年一季度行业的平均投资强度为 17.9%，较 2021 全年的 38.3% 下降明显。其中，21 年销售规模 3000 亿以上的房企一季度平均投资强度为 9.45%，较 2021 全年投资强度下降 10.0%；1000-3000 亿的平投资强度为 7.4%，较 21 年下降 15.5%；500-1000 亿的平均投资强度为 6.7%，较 21 年下降 14.2%。房企拿地强度下降明显，而头部房企强度降幅相对较窄反映其在资金优势下的投资韧性。

分企业来看，一季度多数房企拿地强度不足 20%，千亿销售规模房企阵营中仅绿城、华润、建发、3 家房企拿地强度高 3 成，万科、招商蛇口等龙头房企补货则相对谨慎。一季度民企投资强度均值为 9.4%，国企投资强度均值为 17.1%，国企拿地意愿明显更高。

图 54：2022 年一季度房企投资强度汇总

企业名称	2022Q1				2022Q1				企业性质
	投资强度 单位：%	拿地金额 单位：亿元	权益金额 单位：亿元	规划建面 单位：万㎡	投资强度 单位：%	拿地金额 单位：亿元	权益金额 单位：亿元	规划建面 单位：万㎡	
碧桂园	0.04	0.6	0.27	6.33	15.75	1195.13	1148.86	3141.08	民企
万科	0.20	2.15	2.15	4.05	24.16	1498.7	1228.75	2080.3	其他
融创中国	--	--	--	--	20.46	1222.48	546.73	1267.46	民企
保利发展	12.05	109.25	61.76	65.48	36.33	1975.89	1299.21	2384.12	国企
中国恒大	--	--	--	--	1.19	54.8	44.63	345.51	其他
中国海外发展	17.65	85.02	85.02	41.73	32.69	1202.1	1147.03	704.09	国企
绿城中国	32.96	158.68	136.22	85.39	30.04	1054.16	914.93	956.6	其他
招商蛇口	2.69	12.74	12.74	11.86	43.71	1428.56	857.68	1082.5	国企
华润置地	41.67	191.26	182.45	132.56	43.68	1379.31	996.72	1222.54	国企
绿地控股	--	--	--	--	13.83	401.35	305.42	934.58	其他
龙湖集团	11.21	41.52	38.33	58.71	34.44	999.07	799.04	1264.91	民企
金地集团	18.27	83.15	46.21	51.11	23.42	671.29	523.51	866.63	其他
世茂集团	--	--	--	--	1.89	50.98	43.92	72.76	其他
旭辉集团	4.90	14.07	14.07	7.54	14.42	356.58	297.16	524.6	民企
中国金茂	4.43	14.02	10.13	24.75	24.54	578.14	509.94	764.69	国企
新城发展	--	--	--	--	20.46	478.86	383.55	1104.56	民企
中南建设	--	--	--	--	12.49	245.46	106.92	620.07	民企
金科股份	--	--	--	--	10.50	196.65	143.92	524.93	民企
阳光城集团	--	--	--	--	14.20	261.03	171.82	415.2	民企
建发房产	54.04	163.34	163.34	59.56	64.71	1098.18	706.89	848.59	国企
滨江集团	19.54	49.46	33.87	49.13	34.48	583.13	397.55	347.85	民企
龙光集团	--	--	--	--	20.62	344.64	318.97	357.14	民企
正荣地产	--	--	--	--	21.44	335.23	232.42	251.89	民企
融信中国	--	--	--	--	24.86	386.66	263.38	270.35	民企
中国铁建	15.24	20.19	17.39	55.35	51.84	740.63	628.67	1536.4	国企
雅居乐集团	--	--	--	--	12.38	172.08	110.03	296.25	民企
美的置业	--	--	--	--	22.70	311.04	297.53	321.26	民企
远洋集团	1.98	2.98	2.08	9.33	12.36	168.09	142.56	246.16	国企
荣盛发展	0.01	0.02	0.02	0.33	9.48	127.94	102.51	304.27	民企
华发股份	3.27	7.59	3.78	8.85	13.91	169.5	141.57	140.53	国企
中国奥园	13.97	7.71	3.09	11.69	2.39	28.98	14.36	36.59	民企
富力地产	--	--	--	--	2.27	27.3	26.54	80.77	其他
越秀地产	17.58	26.01	13.79	42.24	47.27	562.55	432.61	393.68	国企
佳兆业集团	--	--	--	--	11.39	134.95	82.43	126.96	民企
祥生控股集团	--	--	--	--	14.44	170.86	156.34	167.15	民企
首开股份	--	--	--	--	33.72	381.04	232.09	201.4	国企
新希望地产	15.96	19.88	19.88	11.55	18.44	195.35	155.2	205.47	民企
禹洲集团	--	--	--	--	3.28	34.48	14.6	42.43	民企
中骏集团控股	--	--	--	--	27.41	286.5	263.31	467.27	民企
合景泰富集团	--	--	--	--	5.13	53.27	42.3	109.03	民企
宝龙地产	--	--	--	--	16.05	162.5	151.68	318.53	其他
华侨城	--	--	--	--	--	--	--	--	国企
海伦堡地产	--	--	--	--	9.00	89.12	73.21	247.83	民企
时代中国控股	--	--	--	--	3.42	32.68	24.48	52.14	民企
金辉控股	--	--	--	--	23.73	224.77	177.22	301.89	民企
华宇集团	--	--	--	--	9.48	83.38	54.87	131.2	民企
行业平均	17.90	5.06	4.32	13.92	38.31	14.21	11.44	30.88	
3000亿以上	9.45	79.96	68.66	49.63	19.44	950.18	720.57	1366.24	
1000-3000亿	7.36	34.61	28.15	30.01	22.86	375.44	284.4	457.22	
500-1000亿	6.66	19.74	13.01	21.07	20.83	151.49	120.71	196.68	

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

从集中土拍视角来看，尽管 22 年上半年集中供地各地围绕土拍门槛、优质地供应等方面均出现政策利好，但市场整体表现依旧偏冷，企业间因销售及资金状况差异成交热度分化特征明显，国央企继续担任拿地主力，民企参与度持续走低，地方平台则更多扮演托底角色。截至 2022 年 6 月 10 日，集中供地拿地金额 TOP30 中，国央企成交价款占比达到 65%，

Top30 中仅滨江、龙湖等五家民企，拿地金额占比仅 12%，平均溢价率低于国央企。国企紧抓拿地机遇积极补仓，在改善利润率的同时未来销售预期得以稳定，估值存在进一步修复空间。

整体来看，房企过往的激进扩储模式经历本轮周期调整已发生本质变化。短期内以销量、聚焦核心城市会是多数房企的共同选择。考虑房地产投资对经济稳定和地方财政的支撑作用，下半年政策端围绕土地供给、预售监管、融资增信等方面均有发力空间，土地市场有望出现积极变化。

图 55：2022 年房企集中供地拿地情况

2022 年(数据截至6月10日)									
排名	房企	企业性质	拿地数量 (幅)	用地面积 (万平)	规划建面 (万平)	地块起始价 (亿元)	地块成交价 (亿元)	平均楼面价 (万元/平)	平均溢价率 (%)
1	建发房产	公众企业	15	44	110	327	357	32375	9.34
2	中海地产	中央国企	13	71	144	284	299	20757	5.40
3	华润置地	中央国企	9	45	105	274	290	27535	6.03
4	绿城中国	公众企业	10	45	100	225	245	24485	8.68
5	保利发展	中央国企	16	62	145	215	226	15621	5.17
6	招商蛇口	中央国企	7	32	63	208	220	34704	5.97
7	滨江集团	民营企业	11	55	128	178	184	14426	3.46
8	中国铁建	中央国企	11	69	132	163	170	12825	4.18
9	广州地铁	地方国企	4	26	80	165	165	20554	0.00
10	万科	公众企业	5	25	69	145	165	23772	13.78
11	人才安居	地方国企	3	11	38	95	110	28801	14.99
12	大家房产	地方国企	5	22	49	91	99	20135	8.52
13	金地集团	公众企业	5	15	36	91	98	26982	7.58
14	北京兴创投资	地方国企	2	18	39	84	84	21529	0.00
15	中国建筑	中央国企	3	8	23	73	82	35237	11.88
16	龙湖集团	民营企业	8	38	68	77	80	11734	3.40
17	中建东孚	地方国企	9	35	84	79	79	9446	0.13
18	中国中铁	中央国企	3	20	49	73	77	15656	4.43
19	大悦城	中央国企	6	23	40	71	75	18994	6.50
20	厦门轨道交通	地方国企	2	7	28	67	67	23983	0.00
21	天健集团	地方国企	3	25	61	61	65	10667	7.43
22	宸嘉发展	民营企业	1	6	22	64	64	28382	0.00
23	惠州奥林匹克花园	民营企业	1	6	22	64	64	28382	0.00
24	越秀地产	地方国企	6	33	70	59	61	8617	2.22
25	厦门国贸	地方国企	4	11	30	59	59	19731	0.00
26	葛洲坝	中央国企	2	8	19	50	58	29903	14.28
27	城建发展	地方国企	3	18	37	57	57	15364	0.00
28	华发股份	地方国企	2	9	13	52	56	44743	9.20
29	大华集团	民营企业	2	14	36	54	54	14884	0.00
30	电建地产	中央国企	3	7	19	49	53	28157	6.98
TOP30合计拿地		174幅	幅均	4.63	10.70	20.42	21.62	20203	5.85
其中：国企合计		116幅	幅均	4.81	10.94	20.08	21.13	19317	5.24
其中：民企合计		23幅	幅均	5.19	12.04	18.98	19.36	16088	2.01

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 融资：国企定向宽松，民企加速缩表

2.3.1. 民营企业发债遇阻，信用稳定性仍待考验

2021 年下半年以来受爆雷事件冲击，房地产企业信用受损严重，融资规模持续下滑。

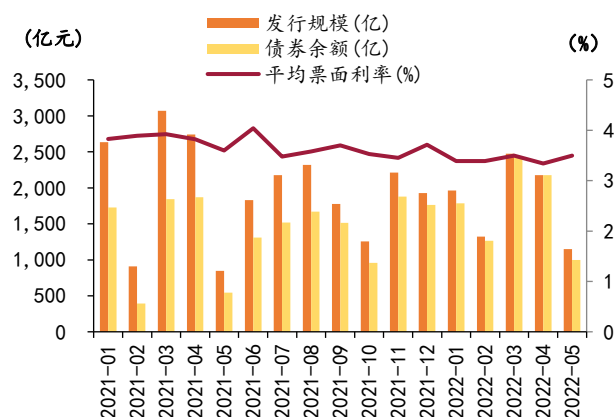
从政策端来看，22 年初中央提出支持房地产企业合理融资需求、鼓励优质房企兼并收购出险房企项目，大型国企率先获得信贷支持。5 月，碧桂园、龙湖等房企被选为示范房企获准发行债券并设立信用保护工具，民营企业融资迎来边际改善。

从境内外债券发行额看，尽管上半年融资政策有所回暖，但行业发债规模仍呈下行趋势。中指数据显示，截止 2022 年 5 月房地产企业境内债券年内累计发行规模为 9090 亿元，同比-10.9%；境外债券美元债合计发行规模 127 亿美元，同比-50.3%。三四月单月发行规模环比回升但仍不及去年同期。年内房企海外发债规模锐减，至今规模已然腰斩，行业融资环境仍难言乐观。

分性质来看，截至 5 月，地方国企年内境内发债规模达 7317 亿元，同比-0.4%；央企年内发债规模 1136 亿元，同比-28.3%；民企发债规模 636 亿元，同比-50.1%。因资质较弱，民企债券融资持续萎缩，仅少数优质民企保留发债渠道。国央企在融资体量和成本方面的优势均在不断扩大。

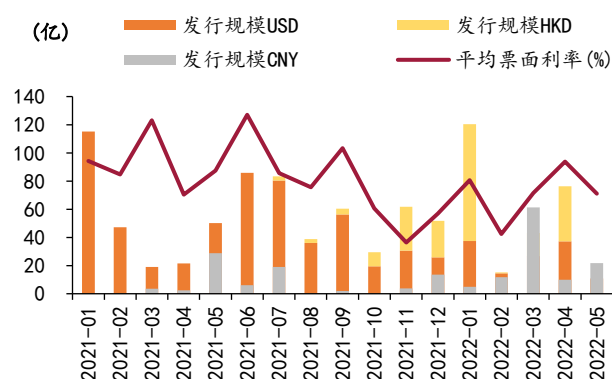
分梯队来看，销售规模 3000 亿以上的房企境内发债规模为 503.8 亿元，同比+16.2%；1000-3000 亿阵营发债规模 384.8 亿元，同比-50.8%；500 -100 亿的发债规模 146.8 亿元，同比-42.2%。分企业看，龙头房企中“招保万金”境内债存量规模领先，龙湖仍有较充足的未使用银行授信，头部房企及优质民企存量优势凸显。

图 56：房地产境内债发行规模及平均利率



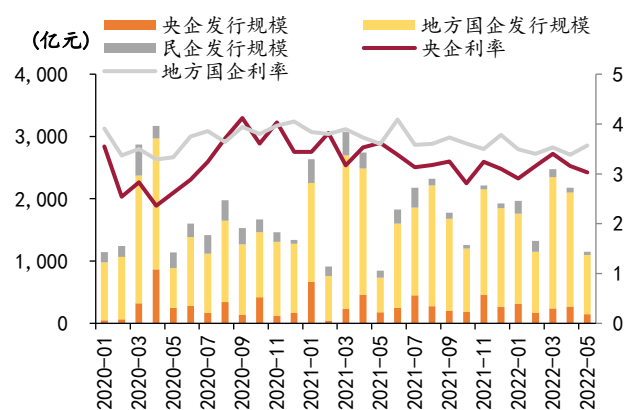
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 57：房地产境外债发行规模及平均利率



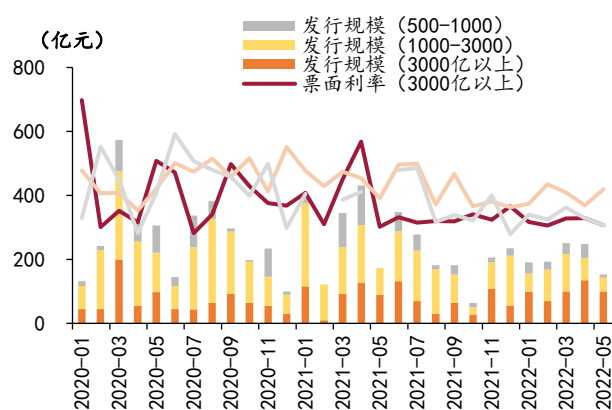
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 58：房地产国企、民企境内债发行规模及平均利率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 59：房地产境内债发行规模及平均利率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

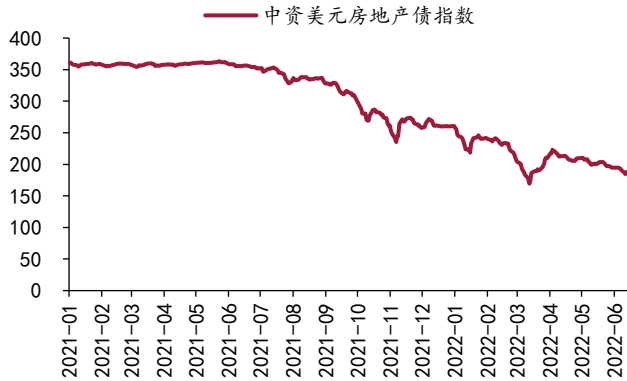
图 60：龙头房企存量债务信息

企业名称	境内债存量 (亿元)	境外债存量 USD (亿元)	银行借款 CNY (亿元)	未使用授信 额度 (亿元)	信托融资额 (亿元)	商票承兑余 额 (亿元)
保利发展	504.42	20	3181.24	2610	185.7	10.39
金地集团	459.96	6.8	1020.84	1589	16.17	0.15
招商蛇口	418.3	-	3332.11	1390.48	523.04	6.45
万科	386.23	46.91	1596.52	1458.04	462.62	21.71
华润置地	47	10	933.11	411	146.6	64.21
龙湖集团	3	27.5	413.47	2234.8	54.26	3.88
中国海外发展	-	9.62	98.68	1143	-	4.5
绿城中国	-	11.5	2306.73	1239	251.34	4.17

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

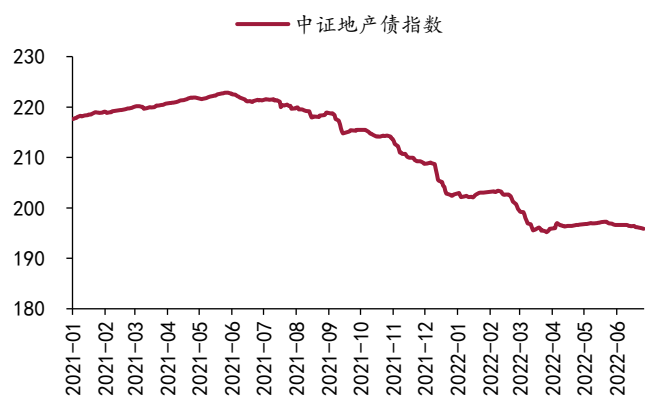
从地产债指数来看,2021 年下半年以来,地产行业景气度下行地产企业违约预期的不断攀升,致使中资美元房地产债指数和中证地产债指数持续暴跌,指数走势与境内房地产股估值相似,收益率受到基本面影响较大。

图 61: 中资美元房地产债指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

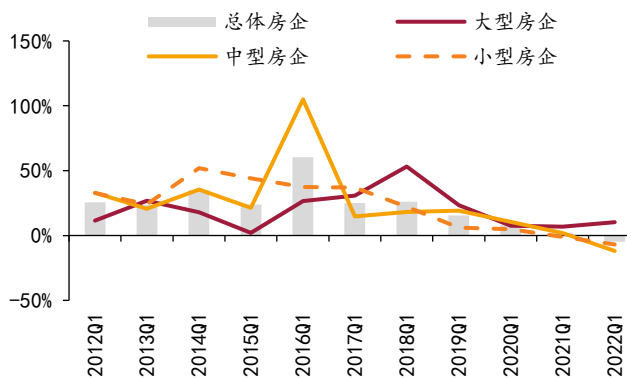
图 62: 中证地产债指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

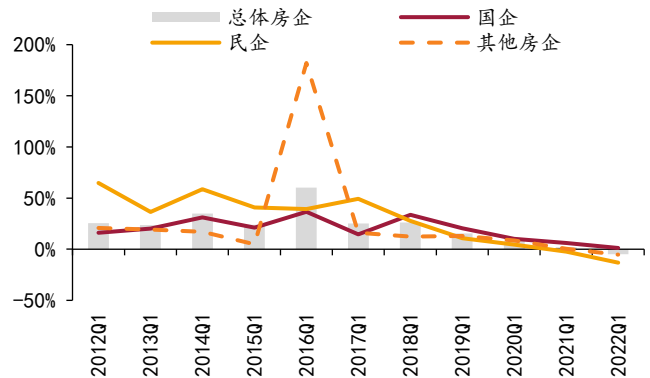
从房企负债端来看,一季度我们统计的上市房企有息负债规模同比-4.7%,近十年首现收窄,折射出行业融资收紧、持续缩表的现状。大、中、小型房企分别同比+10.4%、-11.9%、-6.9%,国企、民企则分别同比+1.2%、-13.2%,头部房企、国央企在融资优势明显。我们预计下半年融资政策宽松仍有望延续,国央企及优质民企的融资优势将继续拉大,行业分化加速。

图 63: 房企有息负债同比增速(分梯队)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 64: 房企有息负债同比增速(分性质)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

部分房企因销售回款有限且再融资渠道受阻,信用评级屡遭下调。据我们统计,2021 年以来有超 60 家房企的信用评级被三大评级机构下调,调整频次多达上百余次。因主体多为销售降幅较大的民营房企,融资成本的提升再次推高了其债务违约风险,伴随下半年陆续到来的偿债高峰,行业信用体系或将再度面临考验。

图 65：房企境外评级下调梳理

	日期	目前评级	上次评级	机构		日期	目前评级	上次评级	机构
****	04/11	BB	BB+ *	惠誉	****	03/04	WD	C	惠誉
	04/11	WD	BB *	惠誉		02/16	WR	Caa2	穆迪
****	05/13	B3	B2 *	穆迪	****	01/14	WR	Caa3	穆迪
	04/11	B2 *	B1	穆迪		05/16	Ca	Caa1	穆迪
****	04/11	B+	BB-	标普	****	04/20	WD	CC	惠誉
	02/03	B-	B	惠誉		03/24	CC	B- *	惠誉
****	02/08	WR	Caa2	穆迪	****	03/22	Caa1	B1	穆迪
	01/10	Caa2	B2	穆迪		03/17	B- *	BB-	标普
****	01/31	WR	RD	穆迪	****	03/15	B- *	BB-	惠誉
****	01/05	WD	RD	惠誉		02/11	B1	Ba3	穆迪
****	04/20	B3	B2	穆迪	****	01/21	BB-	BB	标普
	04/01	B- *	B	标普		01/19	BB-	BB	惠誉
****	04/19	C	CC	惠誉	****	04/14	WD	CCC	惠誉
	04/08	SD	CC	标普		03/23	CCC	B-	惠誉
****	01/14	RD	C	惠誉	****	03/22	Caa1	B3	穆迪
	04/25	WD	RD	惠誉		02/22	B-	B	惠誉
****	04/24	RD	CCC+	惠誉	****	01/14	B3	B2 *	穆迪
	01/24	CCC+	B-	惠誉		05/18	B3	B2	穆迪
****	06/10	B- *	B *	惠誉	****	04/07	B2	B1	穆迪
	05/05	WR	Caa1	穆迪		03/10	B+	BB-	惠誉
****	04/25	Caa1	B2 *	穆迪	****	02/17	B1	Ba3	穆迪
	04/22	B *	B+ *	惠誉		01/17	B+	BB-	标普
****	04/01	B- *	B+	标普	****	04/19	WD	CCC	惠誉
	03/03	B2	B1	穆迪		04/01	WR	Caa1	穆迪
****	01/17	WR	B2	穆迪	****	03/03	CCC	B- *	惠誉
****	04/07	B3	B2	穆迪		****	02/23	Caa1	B2 *
	03/14	B	B+	惠誉	01/11		B- *	BB *	惠誉
****	05/20	Caa1	B3	穆迪	****	01/10	B2 *	Ba3 *	穆迪
	05/19	C	B	惠誉		01/10	B- *	B+	标普
****	05/10	B3	B2 *	穆迪	****	02/28	B-	B+	惠誉
	03/15	B	B+	惠誉		02/15	WR	Caa2	穆迪
***	01/27	WD	RD	惠誉	****	02/08	WD	CC	惠誉
****	04/14	B	B+	标普		****	01/24	Caa2	B3 *
	04/04	B3	B1	穆迪	01/18		CC	B-	惠誉
****	05/19	B- *	B+	标普	****	05/13	Ba2 *	Ba1	穆迪
	05/12	B+	BB-	标普		04/27	BB	BB+ *	惠誉
****	04/01	WR	B1	穆迪	***	05/17	B3	B2 *	穆迪
	02/14	WR	Caa1	穆迪		03/31	B- *	B+	标普
****	02/23	Caa2	B3	穆迪	****	03/30	B2 *	B1	穆迪
	01/25	B3	B2	穆迪		01/18	B1	Ba2	穆迪
****	04/06	B3	B2	穆迪	****	01/17	B+	BB-	标普
****	04/21	RD	C	惠誉		***	01/10	WR	Caa2 *
	03/16	C	CCC-	惠誉	02/23		CCC	B	标普
****	03/07	CCC-	B+	惠誉	****	01/14	WR	B3	穆迪
	02/28	B- *	B	标普		06/02	Ca	Caa2	穆迪
****	02/28	B-	B+	惠誉	****	05/16	WD	RD	惠誉
****	04/01	WR	B2	穆迪		****	02/09	RD	C
	03/10	WD	B	惠誉	01/17		C	CCC-	惠誉
****	06/02	WD	B+	惠誉	****	01/10	Caa2	B2	穆迪
	03/31	B+	BB-	惠誉		01/10	CCC-	B	惠誉
****	04/19	WD	CCC	惠誉	*****	04/26	WD	B- *	惠誉
	03/15	Caa2	B2 *	穆迪		06/10	Caa1	B3	穆迪
****	03/11	CCC-	B- *	标普	****	03/30	RD	C	惠誉
	03/11	CCC	B+ *	惠誉		02/21	Caa2	B3	穆迪
****	03/08	B- *	BB-	标普	****	02/21	C	B *	惠誉
	03/07	B2 *	Ba3 *	穆迪		02/15	B *	B+	惠誉
****	03/07	B+ *	BB-	惠誉	****	02/14	B3	B1	穆迪
	02/17	BB-	BB *	标普		05/18	WD	RD	惠誉
****	02/14	Ba3 *	Ba2	穆迪	****	01/21	RD	C	惠誉
	02/08	BB-	BB	惠誉		01/21	WR	Caa2	穆迪
**	04/06	B+	BB-	标普	****	05/05	B-	B	标普
****	05/30	Caa2	B2 *	穆迪		****	06/07	RD	C
	05/30	CC	B- *	标普	06/06		WR	Caa2	穆迪
****	05/23	B- *	B+	标普	****	04/29	C	B-	惠誉
	05/12	B2 *	Ba3	穆迪		04/28	Caa2	B3	穆迪
****	05/11	B3	B1	穆迪	****	04/06	B3	B2	穆迪
	05/30	B3	B2 *	穆迪		03/01	B-	B+	惠誉
****	05/23	B- *	B	标普	****	02/18	B2	B1	穆迪
	05/12	B2 *	B1	穆迪		01/28	B	B+	标普
****	05/11	B3	B2	穆迪	****	05/25	Caa2	B3	穆迪
	05/12	B+	BB	标普		05/09	CCC+	B-	标普
****	04/01	WR	B2	穆迪	****	04/29	B3	B2	穆迪
****	06/02	WD	RD	惠誉		04/14	WD	B-	惠誉

表中仅对 2022 年以来发生评级下调房企进行了列示（已隐藏房企名），WD、WR 表示原评级已撤销，具体原因包括受评主体已破产、债务重组、实质违约等

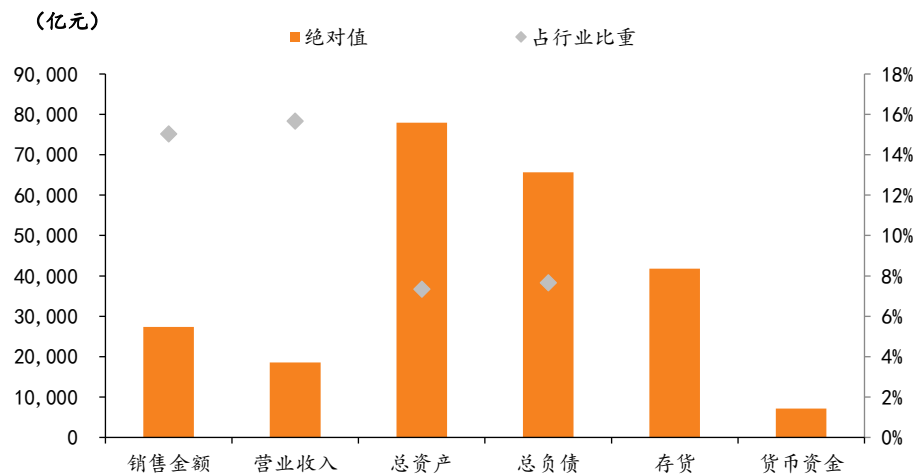
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3.2. 行业信用风险整体可控，出险房企销售占比约 15%

我们分别选取 2021 年以来 15 家违约房企及 67 家已出现境外评级下调的民企，通过梳理其销售及财务数据并计算各指标占行业总规模的比重，来衡量民企潜在的信用风险可能给行业带来的影响和冲击，分析结果如下：

15 家违约房企 2021 年全口径销售金额 2.74 万亿元，占全国商品房销售额比重约 15.0%。由于部分违约房企未披露 21 年报，故选取 2020 年财务数据进行测算：20 年违约房企营业收入 1.86 万亿元，占当年房地产开发企业经营总收入的 15.7%；总资产 7.80 万亿元，占房地产开发企业资产总计的 7.3%；总负债 6.56 万亿元，占房地产开发企业负债总计的 7.7%。违约房企存货约 4.2 万亿元，货币资金 0.7 万亿，二者合计较总负债的资金缺口达 1.7 万亿。

图 66：15 家违约房企销售、财务数据占全行业比重



销售数据为克而瑞 2021 年全口径销售额；财务数据为 2020 年年报数据；行业值为 2020 年统计局房地产开发企业数据

资料来源：Wind，克而瑞，国家统计局，天风证券研究所

67 家评级下调的民企 21 年总销售金额占全国商品房销售额比重约 35.0%；20 年总资产占开发企业资产总额的 15.9%；总负债占开发企业负债总额的 16.1%；营业收入占总经营收入的 30.9%。整体来看，财务安全性相对偏低的民企由于过往杠杆率高、周转快，对行业整体的销售和盈利能力冲击相较资产端更大，在下行周期业绩波动性高。考虑当前时点销售的复苏预期、政策托底下融资环境的改善预期以及收并购推动市场化出清，我们认为行业有望实现平稳着陆。

图 67： 评级下调房企销售及财务指标占行业比重

证券简称	总资产 (亿元)	占行业比 重(%)	总负债 (亿元)	占行业比 重(%)	营业收入 (亿元)	占行业比 重(%)	营业利润 (亿元)	占行业比 重(%)	2021销售 金额 (亿元)	占行业比 重(%)
****	2322	0.22	1783	0.21	310	0.26	94	0.67	1038	0.57
****	2214	0.21	1838	0.21	361	0.30	69	0.49	1457	0.80
***	20158	1.90	17588	2.05	4639	3.91	1009	7.20	7588	4.17
****	2708	0.25	2407	0.28	660	0.56	139	0.99	1718	0.94
****	148	0.01	85	0.01	24	0.02	17	0.12		
****	23012	2.17	19507	2.28	5098	4.30	1226	8.74	4400	2.42
****	1782	0.17	1439	0.17	105	0.09	5	0.03	1050	0.58
****	3812	0.36	3077	0.36	877	0.74	173	1.24	1873	1.03
****	13973	1.32	12421	1.45	4561	3.85	540	3.85	2903	1.60
****	3593	0.34	3109	0.36	786	0.66	116	0.83	1965	1.08
****	1951	0.18	1433	0.17	355	0.30	128	0.91	1012	0.56
****	723	0.07	548	0.06	184	0.15	59	0.42	367	0.20
****	566	0.05	504	0.06	88	0.07	25	0.18	338	0.19
****	3257	0.31	2714	0.32	679	0.57	170	1.21	1210	0.67
****	247	0.02	192	0.02	90	0.08	17	0.12	239	0.13
****	3138	0.30	2368	0.28	803	0.68	241	1.72	1390	0.76
****	11084	1.04	9306	1.09	2330	1.97	484	3.45	5976	3.28
****	5378	0.51	4556	0.53	1455	1.23	285	2.03	2340	1.29
*****	1315	0.12	805	0.09	139	0.12	84	0.60		
****	966	0.09	800	0.09	159	0.13	39	0.28	740	0.41
****	1915	0.18	1556	0.18	389	0.33	111	0.79	945	0.52
****	2332	0.22	1826	0.21	483	0.41	53	0.38	1555	0.85
*****	190	0.02	131	0.02	37	0.03	13	0.09		
****	53	0.00	8	0.00	10	0.01	0	0.00	546	0.30
****	675	0.06	524	0.06	58	0.05	10	0.07	151	0.08
****	860	0.08	730	0.09	125	0.11	28	0.20	470	0.26
****	525	0.05	402	0.05	75	0.06	14	0.10		
****	5898	0.56	4373	0.51	1355	1.14	397	2.83	2699	1.48
****	4422	0.42	3502	0.41	862	0.73	204	1.45	1202	0.66
****	2435	0.23	1828	0.21	713	0.60	213	1.52	1671	0.92
****	291	0.03	243	0.03	77	0.07	22	0.15	90	0.05
****	1639	0.15	1493	0.17	433	0.37	86	0.61	605	0.33
****	3793	0.36	2957	0.34	719	0.61	156	1.11	2473	1.36
****	1706	0.16	1315	0.15	330	0.28	79	0.56	1045	0.57
****	1190	0.11	916	0.11	202	0.17	45	0.32	872	0.48
**	869	0.08	591	0.07	243	0.20	55	0.39	760	0.42
****	678	0.06	572	0.07	112	0.09	29	0.21	480	0.26
****	601	0.06	508	0.06	132	0.11	36	0.25	251	0.14
****	258	0.02	143	0.02	81	0.07	0	0.00		
****	924	0.09	188	0.02	37	0.03	27	0.19		
****	2886	0.27	2368	0.28	715	0.60	171	1.22	1295	0.71
***	3523	0.33	2930	0.34	822	0.69	128	0.91	1838	1.01
****	683	0.06	570	0.07	128	0.11	25	0.18	270	0.15
****	1597	0.15	1437	0.17	467	0.39	84	0.60	1198	0.66
****	172	0.02	122	0.01	14	0.01	2	0.02		
****	446	0.04	394	0.05	107	0.09	12	0.08	261	0.14
****	351	0.03	263	0.03	92	0.08	19	0.14	376	0.21
****	743	0.07	464	0.05	54	0.05	27	0.19		
****	473	0.04	393	0.05	106	0.09	27	0.19	506	0.28
***	3099	0.29	2312	0.27	558	0.47	159	1.13	1197	0.66
****	817	0.08	634	0.07	213	0.18	40	0.29		
****	2532	0.24	1709	0.20	344	0.29	184	1.31	395	0.22
****	819	0.08	709	0.08	158	0.13	38	0.27	361	0.20
****	1357	0.13	972	0.11	138	0.12	23	0.16	259	0.14
***	1019	0.10	670	0.08	113	0.10	42	0.30	130	0.07
***	1056	0.10	812	0.09	218	0.18	53	0.38	466	0.26
****	966	0.09	776	0.09	281	0.24	69	0.49	815	0.45
****	500	0.05	433	0.05	114	0.10	0	0.00	240	0.13
***	103	0.01	57	0.01	36	0.03	12	0.09		
***	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	857	0.47
*****	610	0.06	488	0.06	58	0.05	15	0.11		
****	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00		
****	2583	0.24	2119	0.25	430	0.36	80	0.57		
****	4888	0.46	3973	0.46	1012	0.85	309	2.21		
****	2168	0.20	1968	0.23	36	0.03	3	0.02		
****	279	0.03	149	0.02	12	0.01	5	0.04		
****	1385	0.13	1168	0.14	234	0.20	16	0.12	95	0.00
	168652	15.88	138175	16.12	36635	30.89	8041	57.34	63978	35

财务数据为房企 2020 年年报数据，销售数据为 2021 年克而瑞百强房企全口径销售金额（已隐藏房企名）

资料来源：Wind，克而瑞，天风证券研究所

3. 需求：稳杠杆预期下全年销售面积下滑 13-16%

今年以来因城施策密集升级，但是疫情扰动、房价调整、信用事件的共同冲击之下，行业基本面深度探底引发市场对政策效果的顾虑，甚至引发对居民资产负债表的长期担忧。我们经过测算发现，虽然居民进入稳杠杆阶段，收入水平制约居民加杠杆空间，但是杠杆率更多反应存量负债与流量收入之间的关系，忽略了居民存量资产可变现空间，无论是储蓄率调整还是存量房产置换，均能在政策和预期引导之下增强购房首付能力。**长周期拐点下，市场面临真实需求的检验，我们认为相比居民杠杆率，资产负债表能够给出更为准确的答案。**

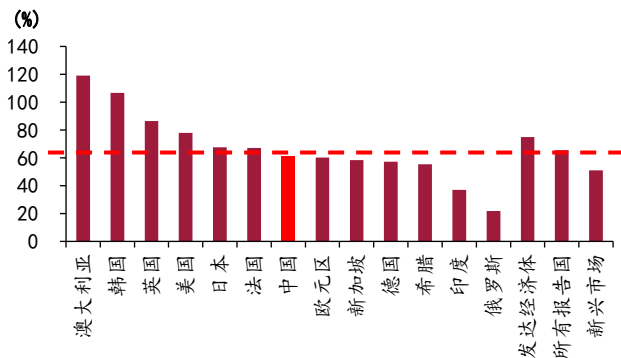
3.1. 我国居民杠杆率偏高，进一步举债空间有限

3.1.1. 居民杠杆率处于历史高位，接近世界平均水平

我国居民杠杆率处于世界中游水平。2021 年，国际清算银行数据显示我国住户部门杠杆率为 61.6%，接近同期世界平均水平（根据国际清算银行所有报告国数据）的 65.4%，低于发达经济体平均值 75%，低于同期美国、日本 16.4、6pct，远高于新兴市场平均居民杠杆率 51%。

我国居民杠杆率与世界平均水平的差距逐年缩小。根据国际清算银行，2008 年末，我国居民杠杆率较世界平均低 42.9pct；2021 年末，该差距缩小至 3.8pct。根据国际货币基金组织，居民杠杆率高于 65%或影响到金融稳定。2021 年末，我们距离该警戒线的差距缩小至 3.4pct。

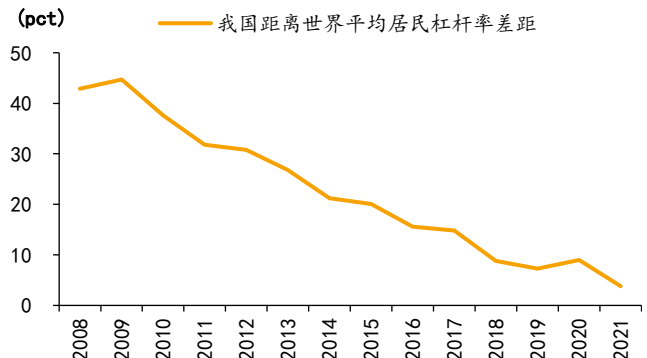
图 68：2021 年部分经济体住户部门杠杆率



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：为确保数据的可比性，以上数据均为国际清算银行口径

图 69：2008-2021 年我国距离世界平均居民杠杆率差距

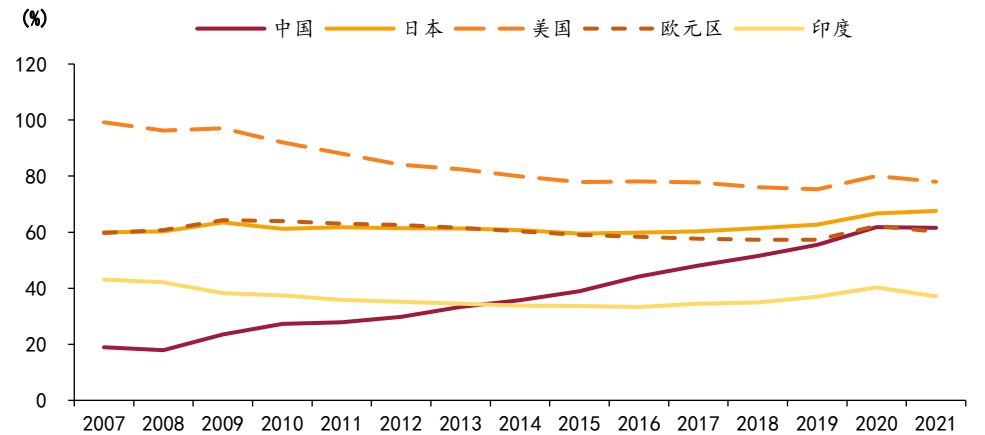


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：为确保数据的可比性，以上数据均为国际清算银行口径

2008 年金融危机以来，我国居民杠杆率上升较快，美国、欧元区等经济体经历了降杠杆。2007 年，我国居民杠杆率为 18.9%，2021 年已达到 61.6%，仅 2008 年、2021 年两年的居民杠杆率略微下降，其余年份均较上年提升。近五年的居民杠杆率提升迅速，2017 年我国居民杠杆率为 48.1%，2020 年以 61.8%。相较于我国的杠杆率攀升，2008 年金融危机后，美国、欧元区经历了去杠杆，分别由 2008 年的 96.3%、60.7%下降至 2019 年的 75.3%、57.3%；日本和印度的居民杠杆率水平相对稳定，2018 年以前分别维持在 61%、35%左右，2019 年以来居民杠杆率有小幅提升。

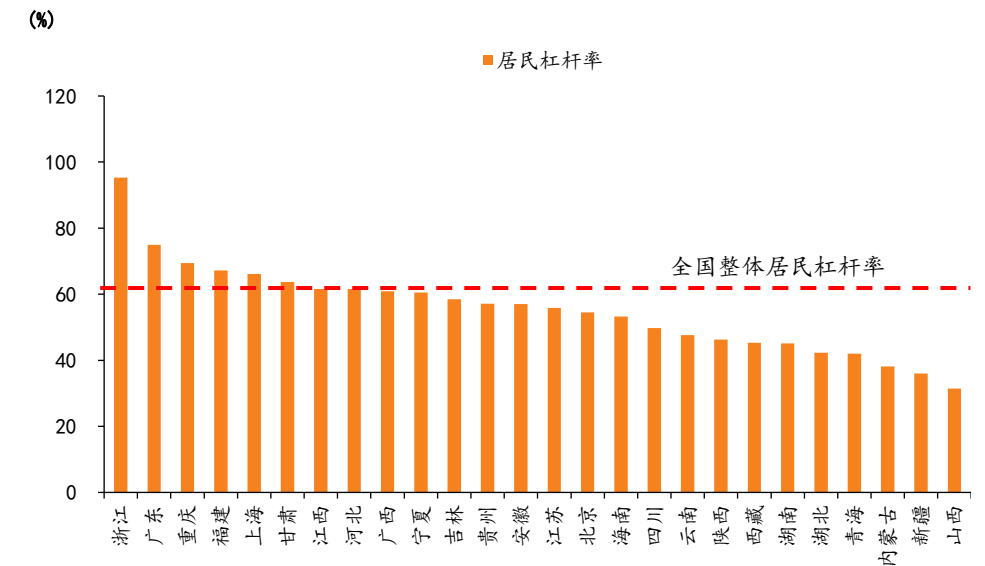
图 70：2007-2021 年主要经济体住户杠杆率变化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

根据我们的测算，我国各个省份的居民杠杆率差异较大。居民杠杆率超过全国整体水平的有浙江、广东、重庆、福建、上海、甘肃等六个地区；山西、新疆、内蒙古的居民杠杆率不足 40%。我们认为全国整体的杠杆率提升空间有限，但各区域杠杆差异明显。

图 71：2021 年各省份/直辖市居民杠杆率



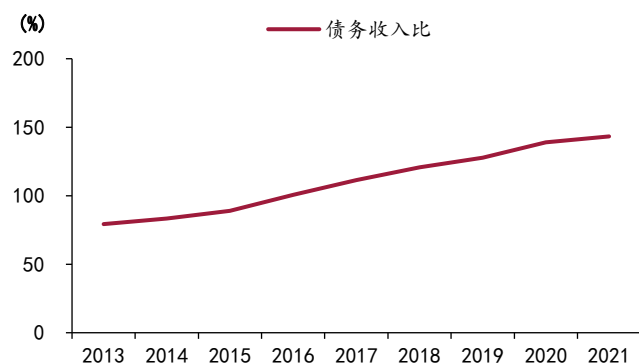
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：部分省份未公布住户贷款余额数据，上图未包含此类省份

3.1.2. 房贷收入比上升快，偿债比率已位于国际前列

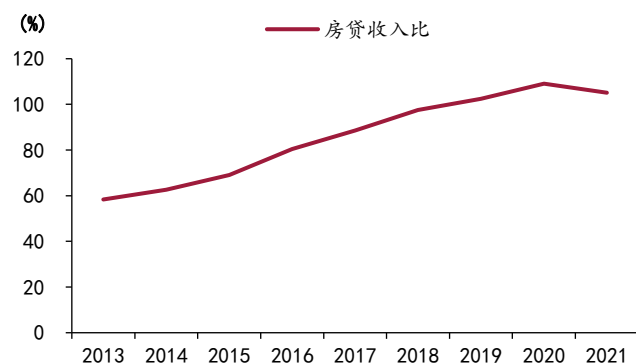
我国居民债务水平和住房贷款水平均较高。按照可支配收入衡量住户部门债务水平，我们选取债务收入比（个人贷款余额/（人均可支配收入*当年总人口））这一指标进行测算，2021 年我国居民债务收入比为 143.29%，该指标自 2013 年逐渐升高，并且在 2016 年即突破 100%。按照可支配收入衡量房贷水平，我们选取房贷收入比（个人住房贷款余额/（人均可支配收入*当年总人口））进行测算，2021 年我国居民房贷收入比为 105.14%，该指标自 2013 年逐渐升高，在 2019 年突破 100%，2021 年首次略微下降，但房贷收入比比例依然位于高位。

图 72：2013-2021 年我国居民债务收入比



资料来源：Wind，天风证券研究所

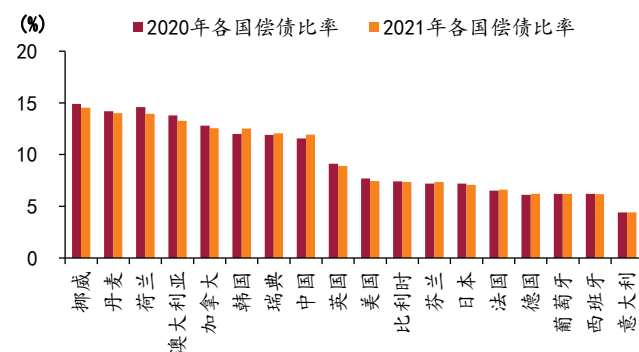
图 73：2013-2021 年我国居民房贷收入比



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国居民偿债比率较高，并且该比例在逐年提升。偿债比率是住户部门当年应还债务本金与利息之和与住户部门可支配收入的比值，它衡量住户部门用多少收入偿还债务。根据国际清算银行对于偿债比率的计算方法，我们测算出 2021 年我国住户部门的偿债比率为 11.9%，位列全球主要国家中上游水平。纵向看，近年来我国的居民偿债比率提升较快，从 2013 年的 7.63% 提升至 2021 年的 11.93%。2021 年，下图中多数国家的偿债比率下降，如澳大利亚、英国、美国、日本等，我国的偿债比率依旧上浮 0.36pct。

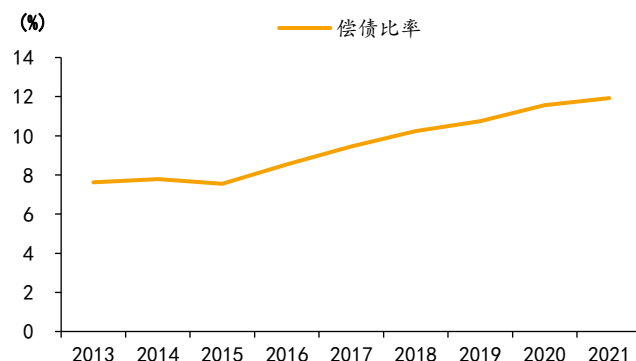
图 74：2020-2021 年部分经济体住户偿债比率



资料来源：国际清算银行，Wind，天风证券研究所

注：为保持可比性，我国房贷偿还平均年份为 18 年，中国数据根据国际清算银行计算公式计算获得，其他国家数据来自国际清算银行

图 75：2013-2021 年我国居民偿债比率



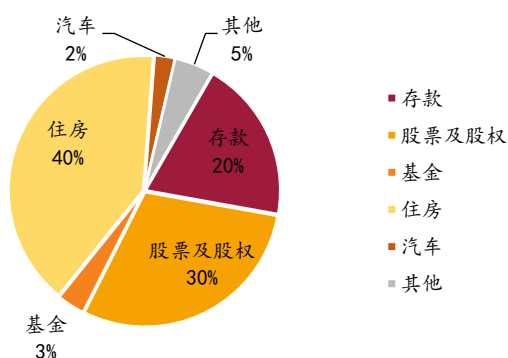
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：按照国际清算银行计算公式计算获得

3.1.3. 居民资产配置以住房为主，存款和股票占比加和过半

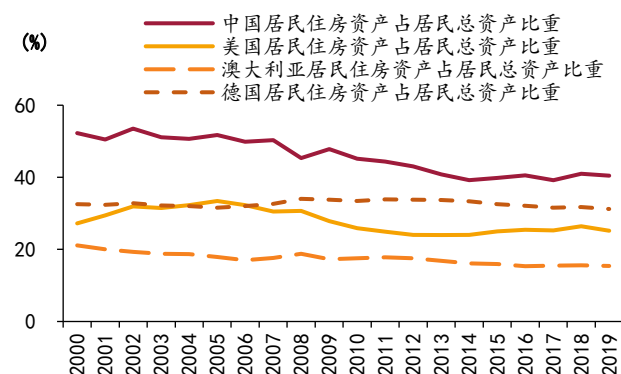
我国居民资产中，住房占比较高。2019 年，我国居民房产占总资产比例达到 40%，其他构成居民资产的主要资产分别为股票及股权（占比 30%）、存款（20%）、证券投资基金份额基金（3%）、汽车（2%）。尽管我国居民房产占总资产比例在持续下降，2000 年该比例为 52%，2019 年降至 40%，但仍然高于美国（2019 年该比例为 25%）、澳大利亚（2019 年该比例为 15%）、德国（2019 年该比例为 31%）。

图 76：2019 年我国居民资产分类占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 77：2000-2019 年我国和其他国家居民住房资产占居民总资产比重

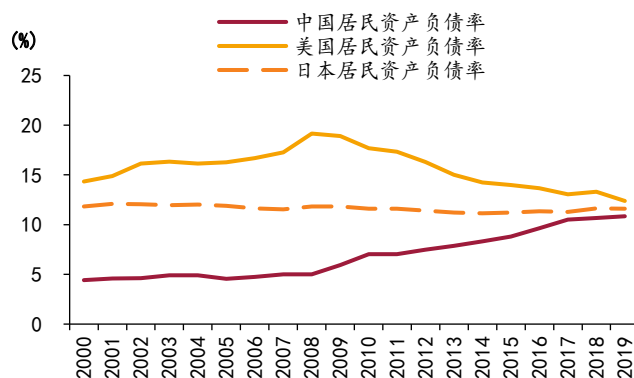


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1.4. 居民资产负债率同步提升

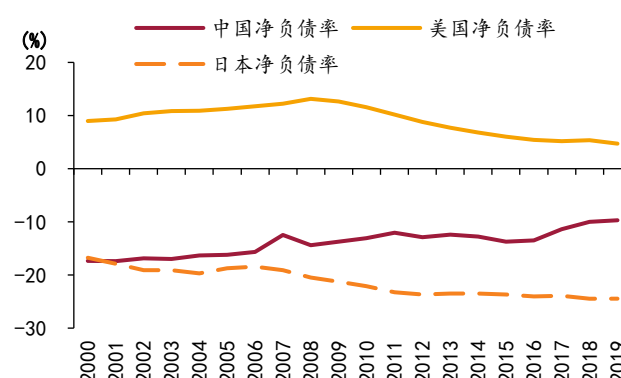
我国居民资产负债率趋于稳健，2008 年金融危机后提升迅速，较美国日本差距逐渐缩小。2008 年，我国居民资产负债率仅为 4.99%，分别较美国、日本低 14.17、6.85pct；2019 年，我国居民资产负债率提升至 10.84%，与美国、日本的差距缩小至 1.54、0.76pct。由于我国居民储蓄率较高，我国居民净负债率（（负债-现金）/净资产）为负。与净负债率同为负日本不同的是，我国居民净负债率逐年提升，由 2016 年的-13.47%提升至 2019 年的-9.7%，日本近五年则基本维持在-24%的水平。

图 78：2000-2019 年我国和其他国家居民资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 79：2000-2019 年我国和其他国家居民净负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 居民稳杠杆预期之下，全年销售面积下滑 13%至 16%

考虑到 2021 年末我国居民杠杆率已达到 62.2%（62.6%为国家资产负债表研究中心口径，上文的 61.6%为国际清算银行口径），我们假设居民杠杆率稳定不变，相应的 2022 年房贷余额为 40.45 万亿元。

表 4：2022 年（E）房贷余额测算

	2021 (A)	增速	2022 (E)
	(亿元)		(亿元)
GDP	1143670	5.5%	1206572
居民杠杆率	62.20%	0	62.20%
住房贷款余额/个人贷款余额比例	53.89%	0	53.89%
房贷余额	383200	5.55%	404457.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.1. 基于信贷投放额测算，全年销售下降 16%

我们根据房贷投放、贷款价值比（LTV）测算出全国一、二手房的销售总额，剔除二手房销售部分后即得到新房销售规模。

房贷总投放由公积金投放、商贷投放两部分组成。

商贷投放=每年净新增商贷+每年商贷偿还。我们假设商贷偿还平均年份为 18 年（与上文测算偿债比率选取的年份一致），由此测算得到 2022 年的商贷投放为 4.3 万亿元。

公积金投放：考虑到 1）2021 年房企出险的情况，新房销售受影响，我们假设 2021 年公积金投放较 2020 年增长仅 8%；2）2022 年各地方政府针对公积金贷款出台放松政策，我们假设 2022 年公积金投放较 2021 年增长 15%。基于以上考虑，我们测算得到 2022 年公积金投放为 1.7 万元，进而得到 2022 年房贷总投放预计为 5.9 万亿元。

表 5：2022 年（E）房贷总投放测算

	房贷余额 (亿元)	新增商贷 (亿元)	商贷偿还 (亿元)	商贷投放 (亿元)	公积金投放 (亿元)	房贷总投放 (亿元)
2019 (A)	300700	43200	14306	57506	12139	69645
2020 (A)	344400	43700	16706	60406	13360	73766
2021 (E)	383200	38800	19133	57933	14429	72362
2022 (E)	404458	21258	21289	42547	16593	59140

资料来源：Wind，天风证券研究所

房产总销售额由新房、二手房两部分组成。

贷款价值比（LTV）指标衡量房贷投放占房产总交易额的比例。由于我国针对二套房的首付比例要求较高，可贷款价值占房产总价值比例较低。我们基于由新房和二手房组成的房产总交易额计算得出 2021 年 LTV 为 31.09%。我们假设 2022 年 LTV 为近三年均值 32%。

基于 2022 年二手房交易额占总交易额的比例与 2021 年持平为 32%的假设，由此计算得出的房产总销售额 18.5 万亿元，对应的 2022 年新房销售金额为 12.9 万亿元。

表 6：2022 年（E）房产总销售额测算

	新房住宅销售额 (亿元)	二手房销售额 (亿元)	房产总销售额 (亿元)	二手房销售占比	LTV	房贷总投放 (亿元)
2017 (A)	110240	60000	170240	35%	28.06%	47768
2018 (A)	126393	66000	192393	34%	31.65%	60885
2019 (A)	139440	68000	207440	33%	33.57%	69645
2020 (A)	154567	75000	229567	33%	32.13%	73766
2021 (A)	162730	70000	232730	30%	31.09%	72362
2022 (E)	129225	55587	184812	30%	32.00%	59140

资料来源：Wind，贝壳研究院，天风证券研究所

销售增速：今年 1-5 月销售均价同比下降 8.81%，在下半年低基数、放松政策成效逐渐显现的情况下，我们假设全年销售均价同比增速略有恢复，同比下降 5%，由此测算出 2022 年新建商品住宅销售金额和面积预计分别同比增长 -20.6%、-16.4%。

表 7：2022 年（E）新房销售市场测算

	销售均价 (元/平米)	销售均价增速	商品住宅销售 金额 (亿元)	商品住宅销售 金额增速	商品住宅销售 面积 (万方)	商品住宅销售面积 增速
2017 (A)	7614	5.71%	110240	11.28%	144789	5.27%
2018 (A)	8544	12.22%	126393	14.65%	147929	2.17%
2019 (A)	9287	8.70%	139440	10.32%	150144	1.50%
2020 (A)	9980	7.46%	154567	10.85%	154878	3.15%
2021 (A)	10396	4.17%	162730	5.28%	156532	1.07%
2022 (E)	9876	2.00%	129225	-20.6%	130845	-16.4%

资料来源：Wind，贝壳研究院，天风证券研究所

3.2.2. 基于新房贷款额测算，全年销售下降 13%

央行 2022 年一季度金融统计数据发布会中提到，我国新房个人贷款发放额和新建商品住宅销售额的比值长期在（38%，42%）区间内波动。**我们根据该比值、新房贷款发放额测算出新建商品住宅的销售规模。**

根据新房贷款发放额和住房贷款余额的比值逐年降低的趋势，我们根据近年来该比值下降幅度，假设 2022 年新房贷款发放额/住房贷款余额的比值较 2021 年的下降幅度略有增长（2021 年下降幅度为 1.4pct，2020 年为 1.0pct），我们假设 2022 年该比值取 14.0%；根据央行提到的新房个人贷款发放额和新建商品住宅销售额的比值长期在（38%，42%）区间，考虑到今年各地方对于限贷政策逐渐放松，我们假设 2022 年新房个人贷款发放额和新建商品住宅销售额的比值为 42%，**因此测算 2022 年新房贷款发放额约为 5.7 万亿元。**

表 8：2022 年（E）新房贷款发放额测算

	新房贷款发放额 (亿元)	新房贷款发放额/ 新房销售	住房贷款余额 (亿元)	新房贷款发放额/ 住房贷款余额
2017 (A)	41891	38%	219000	19.1%
2018 (A)	49293	39%	257500	19.1%
2019 (A)	55776	40%	300700	18.5%
2020 (A)	60281	39%	344400	17.5%
2021 (A)	61837	38%	383200	16.1%
2022 (E)	56624	42%	404458	14.0%

资料来源：Wind，中国财经网，天风证券研究所

在同样假设销售均价下降 5%的基础上，我们测算得出 2022 年商品住宅销售金额为 13.5 万亿，同比下降 17.15%；商品住宅销售面积 13.7 亿方，同比下降 12.8%。

表 9：2022 年（E）新建商品住宅销售测算

	销售均价 (元/平米)	销售均价增速	商品房销售金额 (亿元)	商品房销售金额 增速	商品房销售面积 (万方)	商品房销售面积 增速
2017 (A)	7614	5.71%	110240	11.28%	144789	5.27%
2018 (A)	8544	12.22%	126393	14.65%	147929	2.17%
2019 (A)	9287	8.70%	139440	10.32%	150144	1.50%
2020 (A)	9980	7.46%	154567	10.85%	154878	3.15%
2021 (A)	10396	4.17%	162730	5.28%	156532	1.07%
2022 (E)	9876	-5.00%	134819	-17.15%	136510	-12.79%

资料来源：Wind，中国财经网，天风证券研究所

若在乐观情境下，即居民杠杆率分别提升 0.5、1pct 下，按照如上两种方法在其他假设不变的基础上进行测算。在居民杠杆率提升 0.5pct 至 62.70%时，按照预测信贷投放额的方法测算出商品住宅销售金额、销售面积增速分别为-16.22%、-11.81%；按照预测新房贷款发生额的方法测算出商品住宅销售金额、销售面积增速分别为-16.49%、-12.09%。在居民杠杆提升 1pct 至 63.20%时，按照预测信贷投放额的方法测算出商品住宅销售金额、销售面积增速分别为-11.86%、-7.22%；按照预测新房贷款发生额的方法测算出商品住宅销售金额、销售面积增速分别为-15.82%、-11.39%。

表 10：2022 年（E）不同杠杆率提升比例时的新房住宅销售测算

居民杠杆率 提升 (pct)	提升后的居 民杠杆率	按照信贷投放额测算				按照新房贷款发生额测算			
		商品房住宅 销售额 (亿 元)	商品房住宅 销售金额增 速	商品房住宅 销售面积 (万方)	商品房住宅 销售面积增 速	商品房住宅 销售金额 (亿元)	商品房住宅 销售金额增 速	商品房住宅 销售面积 (万方)	商品房住宅 销售面积增 速
-0.5	61.70%	122120	-24.96%	123652	-21.01%	133736	-17.82%	135413	-13.49%
0	62.20%	129225	-20.59%	130845	-16.41%	134819	-17.15%	136510	-12.79%
0.5	62.70%	136329	-16.22%	138039	-11.81%	135903	-16.49%	137607	-12.09%
1	63.20%	143433	-11.86%	145232	-7.22%	136987	-15.82%	138705	-11.39%

资料来源：Wind，中国财经网，贝壳研究院，天风证券研究所

3.3. 稳定市场需求需要自下而上系统盘活

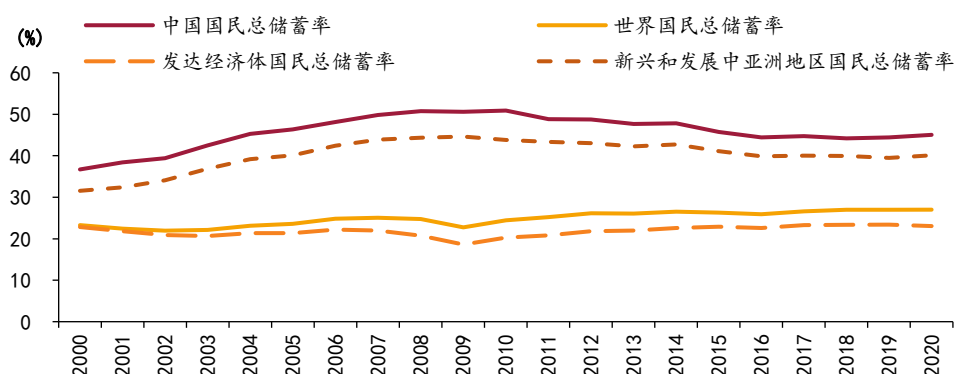
无论是我们测算的新房 LTV 还是央行口径的新房贷款占销售比重，近几年均呈现逐渐降低趋势，均反映出新房市场的高首付现象，折射出收入水平作为慢变量，难以支撑行业成交中枢的持续快速上移。因此我们认为稳定需求的思路除了支持底层刚需之外，也需要适度盘活居民资产负债表，尤其是改善性需求和二手房市场的激活，并且辅以提高品质改善和一手倒挂等引导改善需求流向新房市场。

3.3.1. 居民资产负债表仍有释放空间，可适当鼓励置换需求

如上文所述，我国居民资产负债表中，40%为住房，30%为股票及股权，20%为存款，三者合计占比达到 90%。在杠杆率提升空间有限的背景下，居民资产负债表仍有调整空间，或可引导居民储蓄释放、鼓励存量房交易，维持较高的购房首付比例，进而支撑新房市场销售。

1) 存款项：我国储蓄率依然处于高位。近二十年来，我国的国民总储蓄率始终高出世界、发达国家、新兴和发展中亚洲地区的国民总储蓄率。2020 年，我国的国民总储蓄率达到 45.07%，远高于世界和发达国家国民总储蓄率（27.01%、23.05%），高于新兴和发展中亚洲地区的国民总储蓄率（40.08%）。若国民总储蓄率每降低 1pct，按照 2021 年 GDP 计算，对应释放 1.14 万亿资金。

图 80：2000-2020 年我国国民总储蓄率

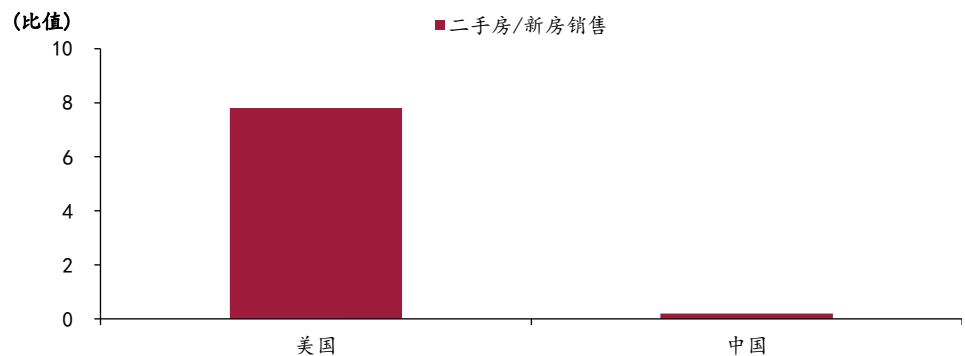


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：我国居民总储蓄率数据源自国家统计局、其他数据源自国际货币基金组织

2) 住房项：住房依然是我国居民资产占比最高的资产类别，表明我国存量房市场空间较大。然而我国目前房产交易依然以新房销售为主，二手房交易仅占房产总交易的 30%左右。在美国等发达国家，房产交易以二手房为主。以 2022 年 1 月为例，美国的年化二手房销售套数为 649 万套，相应的新房销售套数 83.1 万套，二手房销售与新房销售比值(按套数)接近 7.9。而 2021 年我国二手房销售与新房销售比值(按面积算)约 0.2，二者相差悬殊。我国的二手房市场发展空间大，若可通过二手房置换新房，一方面盘活居民存量资产，另一方面在稳定杠杆的基础上撬动新房市场销售。

图 81：美国和中国的二手房销售与新房销售比值

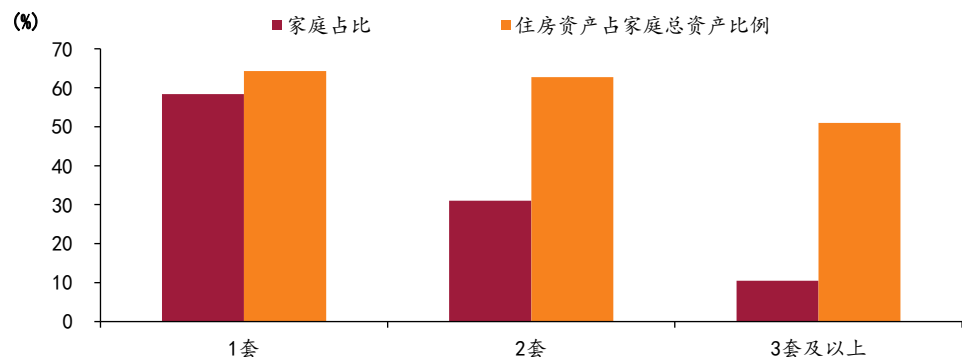


资料来源：NAR，Wind，贝壳研究院，天风证券研究所

注：美国二手房销售占比数据按照 2022 年 1 月套数计算、我国二手房销售占比数据按照 2021 年面积计算。

央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，我国城镇居民家庭的住房拥有率为 96%，一套房家庭、二套房家庭、三套及以上家庭占比分别为 58.4%、31%、10.5%，如上三种家庭中总资产中住房资产占比分别为 64.3%、62.7%、51%，这主要由于多房产家庭倾向于多元资产配置。在目前住房自有率较高的基础上，居民对住房的置换需求较大，存量房的可交易空间充足。

图 82：2019 年我国城镇居民家庭拥有住房及资产情况



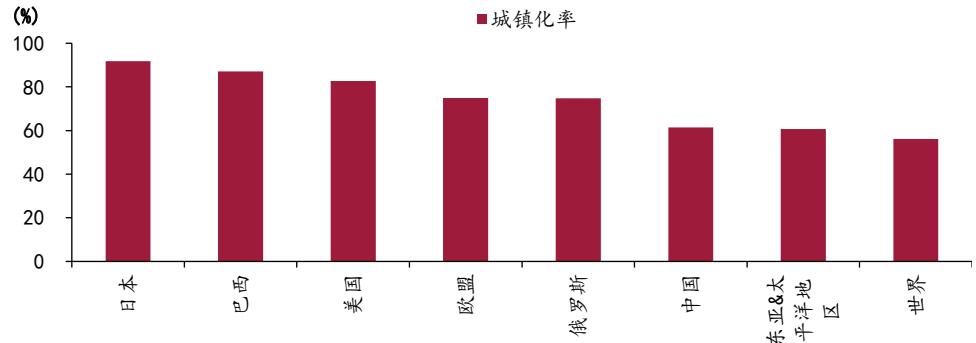
资料来源：新华社官方公众号，天风证券研究所

3.3.2. 合理满足刚需、改善需求需要系统化的政策配套

存量房交易额得到有效释放的主要基础在于底层需求充足，并且在政策支持下向上传导，起到乘数效应：

1) 城镇化率的整体提升:2020 年我国的城镇化率为 61.43%，超过世界平均城镇化率 56.15%，较日本、美国仍分别有 30.35、21.24pct 的差距，距离 65%-70% 的成熟期依然有 4% 以上的提升空间。

图 83：2020 年部分地区的城镇化率



资料来源：世界银行，天风证券研究所

2) 新市民的持续引进:2022 年 3 月首次提出“新市民”的概念，央行、银保监会发布《关于加强新市民金融服务工作的通知》，针对购房方向给予一定的政策支持，包括“优化住房金融服务，满足新市民安居需求”，具体包括满足新市民合理购房信贷需求，提升新市民住房公积金服务水平，优化新市民安居金融服务等。2022 年 6 月 10 日，银保监会发布《关于银行业保险业加强新市民金融服务有关情况的通报》，《通报》中提到为新市民合理购房需求提供信贷支持，如农业银行针对农民进城后的购房需求推出“农民安家贷”产品，截至 6 月 10 日已累计投放 7666 亿元，贷款余额 6046 亿元，惠及近 190 万名进城购房的农村专业人口及其家属。新市民群体的购房潜力大，持续引进新市民将使得更多的购房需求得到释放。

3) 限购政策的放松:我国目前的依然有区域实行限购政策，如一线城市、强二线城市等较发达的地区，这些区域对于新市民的吸引力较大。若限购政策进一步优化调整，或有助于加速人才要素的市场化配置，同时可释放较多的刚性购房需求。

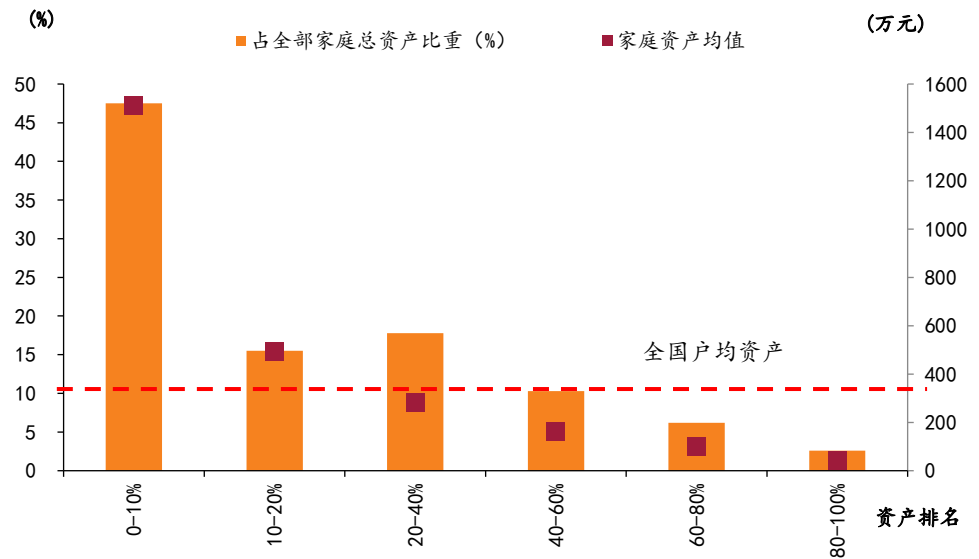
4) 新房二手房价的倒挂情况:核心城市普遍存在新房价格低于同区域二手房价格的情况，若能维持当前倒挂套利空间，给予购房者良好的价格预期，一方面稳定区域市场房价中枢，也能刺激购房需求流向新房市场，同时满足资产配置和住房改善的需求。

3.4. 仍需警惕居民杠杆的结构性风险

前述分析都是基于总量视角下的测算，并未考虑杠杆的结构性问题。由于普遍存在着收入和财富分配不均的现象，所以在贫富差距拉大和杠杆不均衡的情景之下，居民住房需求可能与加杠杆能力、意愿存在一定程度的错配，并且部分地区可能正处于敏感的均衡状态，即预期的微小变化可能会导致多种敏感的均衡结果。我们认为仍需警惕居民资产置换或者加杠杆过程中的脆弱点，从这个角度出发，适度鼓励资产实力较强的改善性需求是盘活市场的主要思路。

1) 财富的集中性:2019 年我国城镇居民家庭中，资产排名前 10% 家庭的资产在全部家庭总资产的比重达到 47.5%，资产前 40% 的家庭的资产占全部家庭总资产的 80.8%。全国城镇居民家庭总资产均值为 317.0 万元，资产前 10% 的家庭资产均值为 1511.5 万元远超过整体均值，表现了我国家庭资产的高集中度。

图 84：2019 年我国城镇家庭总资产分布情况

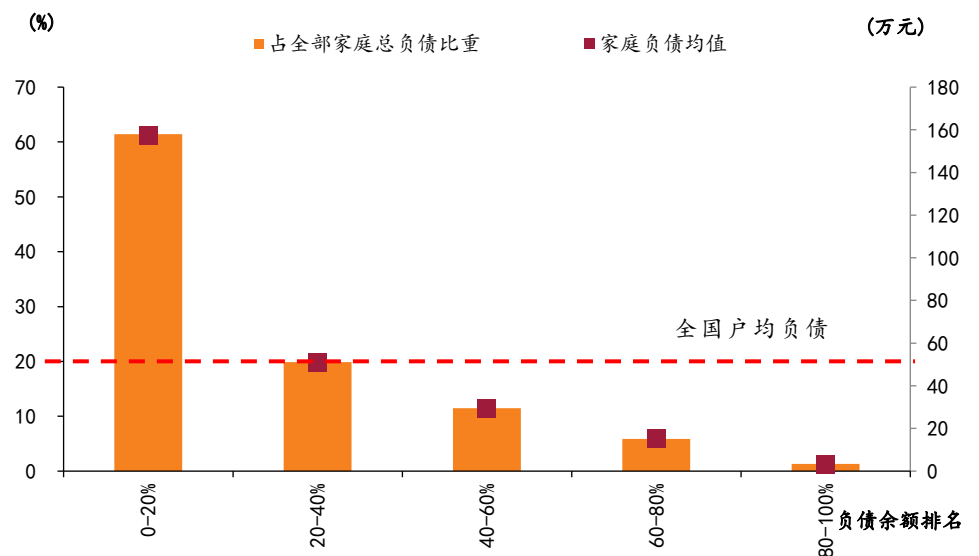


资料来源：新华社官方公众号，天风证券研究所

2) 杠杆的不均衡：2019 年我国城镇居民有负债的家庭中，户均家庭总负债为 51.2 万元，其中负债最高 20%家庭的户均负债 157.3 万元，承担被调查的全部家庭总负债的 61.4%；负债最高 40%家庭承担全部家庭负债的 81.3%。

此外，部分家庭的偿债负担较重，12.8%的家庭月偿债收入比超过四成，这些家庭的债务占全部样本家庭债务的比重为 34.7%；4.5%的家庭月偿债收入比超过六成，债务占比为 12.8%。分收入水平看，低收入家庭偿债压力相对较大。调查数据显示，按家庭总收入从低到高排序，收入最低 20%家庭月偿债收入比为 24.8%，高于均值 6.4 个百分点，比最高 20%家庭高 9.1 个百分点。这些低收入家庭中，13.8%的家庭月偿债收入比超过四成，6.7%的家庭超过六成。

图 85：2019 年我国城镇居民家庭拥有住房及资产情况



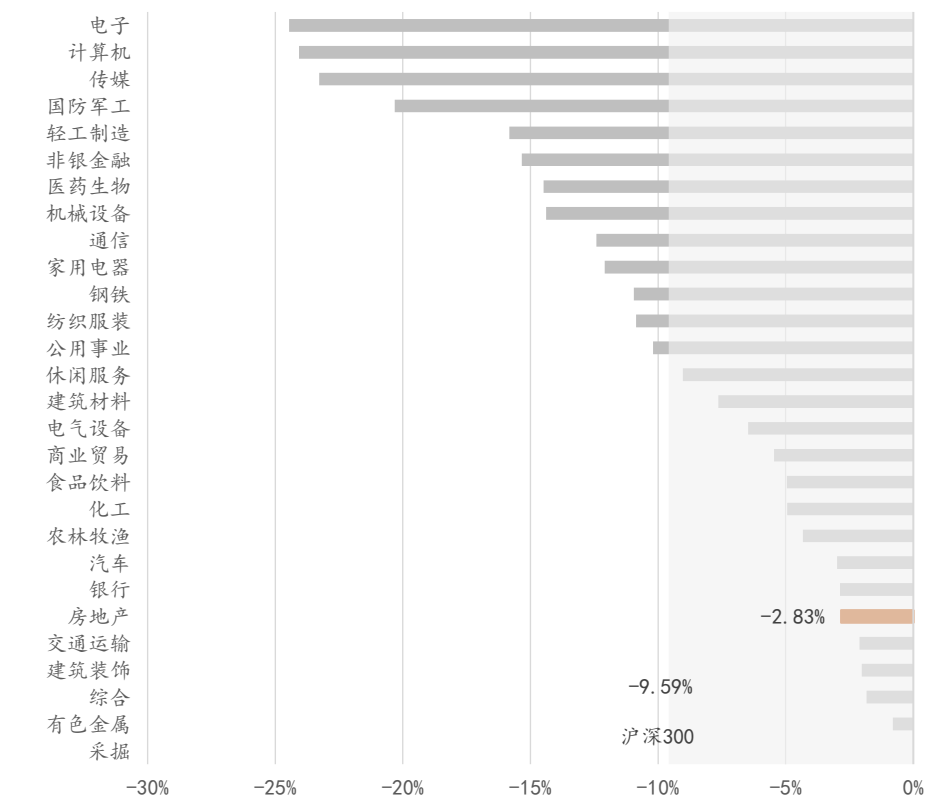
资料来源：乐居财经，天风证券研究所

4. 策略：把握基本面复苏的交易价值与销售弹性的超预期分化

4.1. 复盘 2021 下半年来的三轮估值修复

截至 2022 年 6 月 30 日，申万地产板块年内绝对收益-2.83%，跑赢沪深 300 指数 6.75 个百分点，绝对收益位居申万一级行业第 6，表现弱于交通运输、建筑装饰等板块，高于建筑材料、电气设备等行业。

图 86：申万板块绝对收益（2022 年 1 月 1 日-6 月 30 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

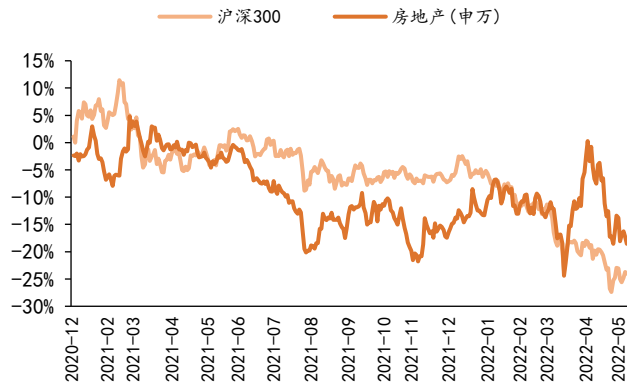
自 2021 年下半年以来，地产板块总共经历了三轮由政策驱动的估值修复：

第一轮（2021/7-2021/9）：2021 年 7 月初，恒大信用风险事件爆发，商品房销售额单月同比转负，板块估值开始下探；8 月保利集团大股东及高管宣布增持，对板块估值起到拉升作用；9 月央行定调“两维护”，政策驱动板块完成第一轮估值修复。十一期间花样年等民企发生债务违约，估值承压下行。

第二轮（2021/11-2022/1）：21 年四季度恒大、奥园企业等构成实质性违约，中央针对性指导政策密集出台，政策边际转暖，板块行情回升。22 年初，销售延续低迷表现、基本面数据降幅扩大，市场信心受挫下估值出现回落。

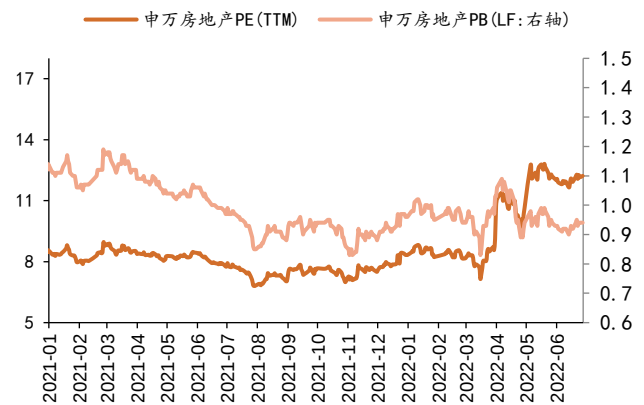
第三轮（2022/3-2022/4）：22 年 3 月 16 日金融委会议召开，提出“防范化解房地产市场风险”，同时宏观经济定调稳增长，地产股迎来反弹行情。但 4 月疫情反复叠加市场对本轮放松的政策上限存在担忧，板块估值跟随基本面趋势再次震荡下行。

图 87：2021 年以来申万房地产指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 88：2021 年以来申万房地产 PE (TTM) 和 PB (LF)



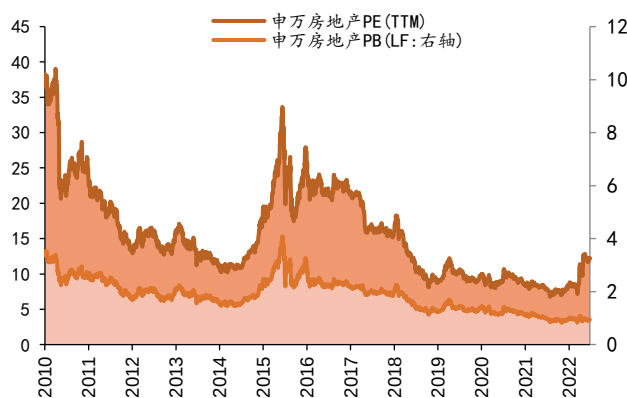
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 高 PE、低 PB 折射 ROE 下行担忧

截止 7 月 1 日，最新申万地产 PE (TTM)、PB (LF) 分别为 12.7X 和 1.0X，自 2010 年以来的估值分位数分别为 41.2% 和 6.5%，相对沪深 300 指数的 PE、PB 估值分位数分别为 32.4% 和 8.7%。

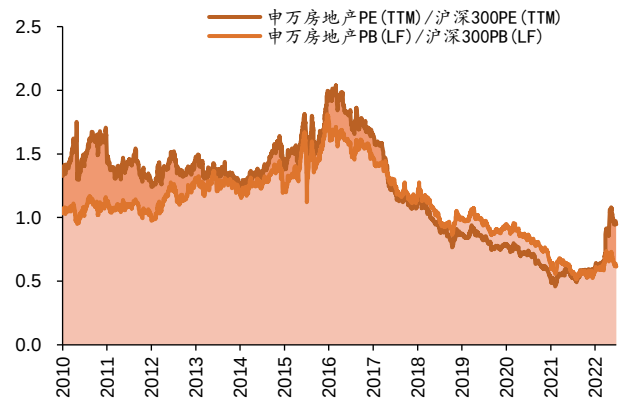
PE、PB 估值分化意味着背后隐含 ROE 水平正处于较低区域，截至统计日，申万地产板块整体 ROE (PB/PE) 水平为 7.7%，历史分位数为 0.7%，相对沪深 300 指数的 ROE 分位数为 61.3%。整体来看，当前 PE 分位数与历史上 12 年 8 月、14 年 6 月较为接近。而 PB 及 ROE 指标均位于 2010 年以来的底部区间。我们认为 PE 修复反映政策预期改善，未来 PB 修复空间将取决于资产质量和盈利能力改善，随着行业风险释放、格局优化和拿地质量提升，PB 有望回归合理水平。

图 89：申万房地产 PE (TTM) 和 PB (LF)



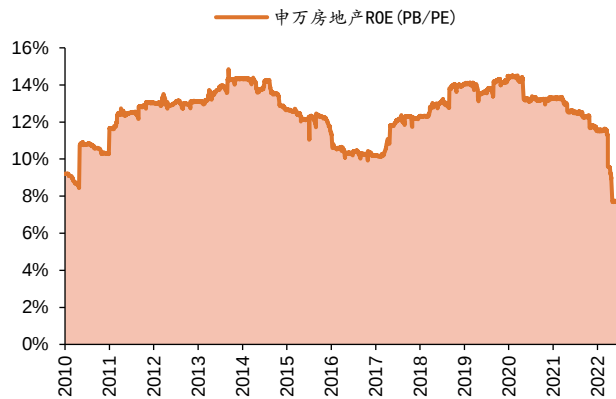
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 90：申万房地产相对沪深 300 的 PE (TTM) 和 PB (LF)



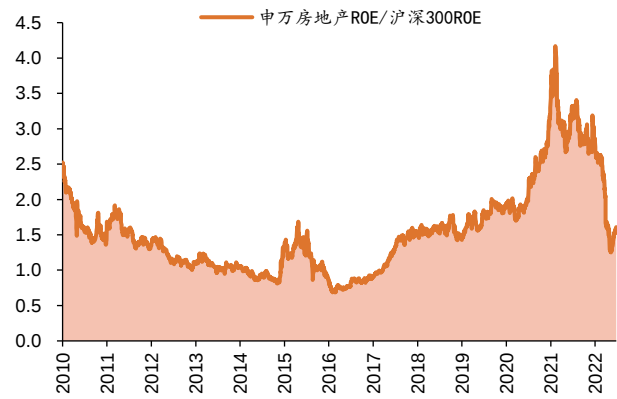
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 91：申万房地产 ROE 水平



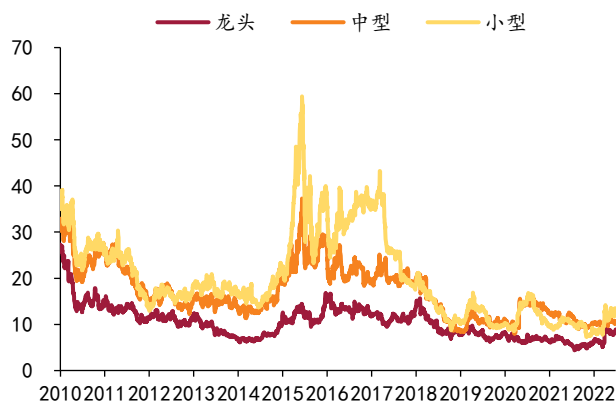
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 92：申万房地产相对沪深 300 的 ROE 水平



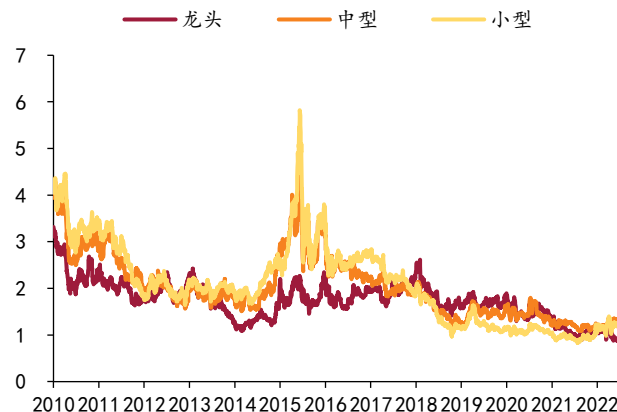
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 93：分梯队房企 PE (TTM)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 94：分梯队房企 PB (LF)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 看好投资逻辑从“旧三高”向“新三高”切换

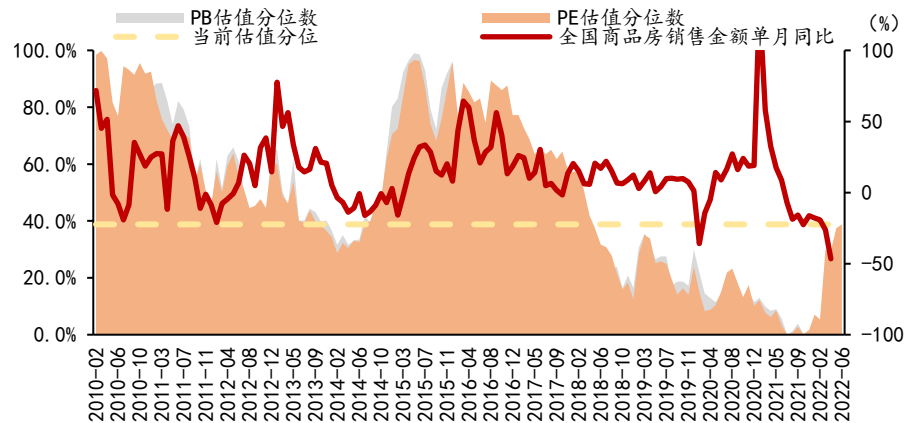
对比 2010 年以来 PE、PB 的估值分位变化与全国商品房销售额增速数据，估值遵循与基本面相似的走势及震荡幅度，二者相互驱动、彼此验证，估值底部通常领先基本面拐点 2 个月左右出现。政策驱动始终是地产股估值修复背后的主要逻辑。复盘两轮类似的复苏周期：

(1) 2012 年：4 月各地出台微调政策，8 月估值底出现，基本面数于 10 月开启修复，至 12 月板块 PE、PB 估值分别由 13.2X、1.7X 提升至 16.1X、2.1X，估值分位数分别提升 16.6% 和 42.0%。

(2) 2014 年：5 月住建部提出“去库存”，7 月多城限购取消，估值迎来迅速修复。基本面数据年初便连续下行并于 7 月探底，直至年底才同比回正。而估值回升明显更快，至 14 年底 PE、PB 已分别提升至 18.9X、2.4X，较下半年底部均实现了 30% 以上的修复。

我们认为当前政策和基本面趋势与 12、14 年均类之处，区别在于行业所处阶段及调控力度的不同。12 年各地政策调整带动下估值小幅修复，之后商品房销售的温和复苏，而 14 年“去库存”刺激力度更大，估值对其响应速度与幅度均更高。

图 95：房地产板块估值分位数和基本面情况（2010 年 1 月-2022 年 6 月）



资料来源：Wind，天风证券研究所

两轮类似的复苏周期反映出估值偏好于更明确的政策信号，同时反应复苏预期。如果基本面短期能够复苏趋势得到确立，在行业市净率触底的背景下，下半年销售回暖有望推动预期修正和估值滞后修复，基本面潜在交易价值向好。我们看好行业从“旧三高”向“新三高”的切换的投资逻辑，即由“高负债、高杠杆、高周转”转向“高能级、高信用、高品质”。具有更优秀信用资质及资源储备的国央企和头部房企有望率先受益于下半年的行业复苏。

持续推荐：1）优质龙头：中国海外发展、金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2）优质成长：新城控股、旭辉控股集团；3）优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：首开股份、华发股份、金融街、越秀地产、建发国际、滨江集团、绿城中国等。

5. 风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 因城施策力度不及预期；
- 4) 本文相关测算基于一定前提假设，存在主观测算风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com