

【中信期货工业】判断房地产销售、竣工、新开工的拐点

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本篇报告从销售和 investment 两个方向出发，销售方面受多重因素影响，前期的宽松政策对销售的带动作用有限。我们认为，随着后续加码宽松政策，销售有望在四季度当月同比缩窄至-15%。投资方面，由于到位资金持续严峻，下半年竣工端与新开工持续偏弱，而竣工受保交楼政策带动，当月同比在年底有望收窄至-25%。



摘要：

销售端现状：今年上半年出台的宽松政策对商品房销售的带动作用有限。今年 3、4 月份国内商品房销售出现断崖式下跌，为稳住房地产行业，地方政府在 5 月份密集出台多项政策刺激购房需求，虽然 6 月份销售出现一定的反弹，但受疫后消化需求基本完成以及断贷事件影响，7 月地产销售数据依旧疲软，当月同比下跌接近 30%。

销售端存在问题：当前供给端、需求端、外生变量均对商品房销售造成冲击。供给端方面，今年以来房企的债务违约风险让居民担忧期房交付问题，进而抑制居民购房需求。需求端方面，在当下居民收入预期不佳的情况下，商品房销售难有显著改善；此外，由于当前房价波动减少，占比接近 30% 的投资性需求被严重打压。外生变量方面，疫情影响人员流动以及政策落地出现偏差也是商品房需求提振不力的重要影响因素。

销售端未来展望：考虑到（1）政府在三季度出台多项保交楼政策；（2）二手房占（一手房+二手房）的比重在今年四季度出现回落；（3）地方政府持续加码因地制宜的地产宽松政策。预计 2022 年商品房销售累计下跌超过 20%，商品房销售有望在四季度当月同比跌幅缩窄至 15%。

投资端现状：投资未见起色，竣工与新开工大幅下跌。在当前房企到位资金仍然严峻的情况下，7 月地产跌幅持续扩大，当月同比跌幅超过 10%。与投资密切相关的竣工与新开工在资金限制下持续疲弱，竣工与新开工当月同比跌幅均超过 35%。

投资端存在问题：房企资金腹背受敌，行业分化加剧。随着房企的债务风险持续爆发，当前房企资金来源显著受限以及债务压力持续抽血等因素对地产投资带来明显冲击。此外，行业分化使得前期地产投资主力的民企在资金来源方面更加受限，进而拖累全行业投资持续下滑。

投资端未来展望：当前政策重心偏向保交楼，在当前行业资金受限的情况下，房企的资金优先流向竣工端，新开工或面临更加严峻的资金紧缺问题。预计 2022 年竣工面积累计下跌 24.1%，竣工面积当月同比有望在年底跌幅缩窄至 25% 以内；预计 2022 年新开工面积累计下跌超过 37%，新开工面积当月同比预计在四季度降幅缩窄至 40% 以内。

风险因素：疫情发展超预期；稳增长力度不及预期，房企资金压力超预期。

大宗商品策略团队

研究员：
姜秀铭
从业资格号 F3062206
投询资格号 Z0016472

郑非凡
从业资格号 F03088415
投资咨询号 Z0016667

目 录

摘要:	1
前言:	4
一、销售端：当前持续承压，政策加码下有望修复	5
(一) 现状：宽松政策传导至商品房成交效果有限	5
(二) 存在问题：供给端、需求端、外生变量均对商品房销售造成冲击	7
(三) 未来展望：需求端刺激政策预期提升，四季度商品房销售有望修复	11
二、投资端：资金压力拖累地产投资，政策偏向保竣工	15
(一) 现状：投资未见起色，竣工与新开工大幅下跌	15
(二) 存在问题：房企资金腹背受敌，行业分化加剧	16
(三) 未来展望：竣工年末有望回升，新开工难见拐点	18
免责声明	24

图表 目录

图 1： 本文报告逻辑	4
图 2： 房地产政策到商品房成交的传递路径	5
图 3： 2022 年 2-7 月房地产政策出台情况	6
图 4： 今年以来不同能级城市出台房地产政策数量对比	6
图 5： 1-7 月房地产销售面积同比-24.4%	6
图 6： 7 月 30 城商品房成交面积同比下跌 33.7%	6
图 7： 上周 30 大中城市商品房成交面积同比下跌 30.6%	7
图 8： 上周 30 大中城市中一线城市商品房成交面积同比下跌 35.4%	7
图 9： 上周 30 大中城市中二线城市商品房成交面积同比下跌 28.1%	7
图 10： 上周 30 大中城市中三线城市商品房成交面积同比下跌 31.0%	7
图 11： 居民对房企交付的担忧	8
图 12： 强制停贷集中在河南、湖北、湖南和陕西	8
图 13： 居民新增存款创下历史新高	8
图 14： 居民更愿意储蓄	8
图 15： 疫情以来居民收入影响购房意愿较强	9
图 16： 居民对于未来收入预期较差	9
图 17： 近年来房产投资性需求占比接近 30%	9
图 18： 居民对于房价上涨的预期显著下滑	10
图 19： 当前房价走势逐渐趋缓	10
图 20： 疫情影响居民出行（以深圳为例）	10
图 21： 疫情显著影响购房活动	10
图 22： 不同能级城市二手房成交占比持续提升	11
图 23： 放松限购城市的二手房成交占比持续提升	11

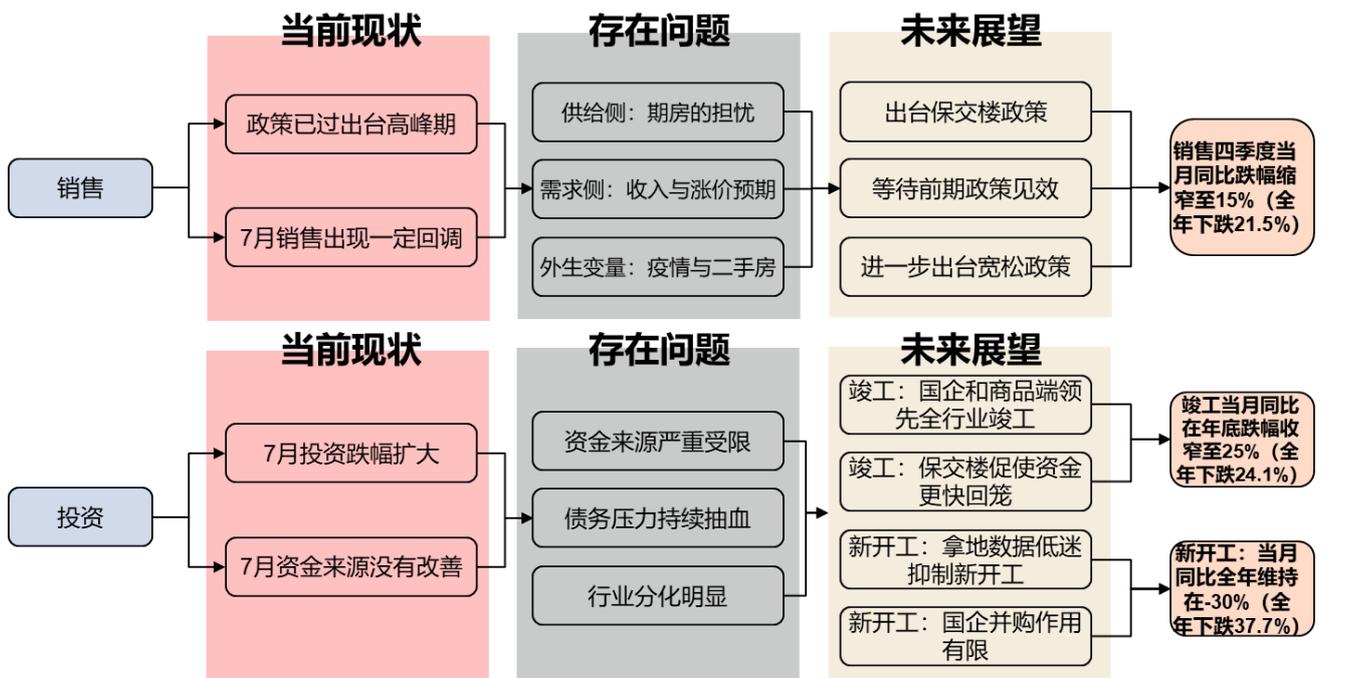
图 24: 地产支持保交楼的相关措施.....	12
图 25: 房贷利率领先商品房销售.....	12
图 26: 房贷利率自 2021 年 9 月以来持续下调.....	12
图 27: 从居民人均可支配收入与房价增速的相互关系可知未来仍有较大政策空间.....	13
图 28: 主要一二线城市的放松政策在限贷和限售仍有较大空间.....	13
图 29: 预计 2022 年商品房销售累计下跌 21.5%.....	14
图 30: 预计四季度商品房销售当月同比跌幅缩窄至 15%.....	14
图 31: 地产投资的资金传导过程.....	15
图 32: 7 月房地产投资跌幅扩大.....	16
图 33: 房地产开发投资完成额与到位资金失速.....	16
图 34: 7 月房屋新开工面积压力仍大.....	16
图 35: 7 月竣工持续疲弱.....	16
图 36: 房企融资总量几乎腰斩.....	17
图 37: 除销售回款外, 其他资金来源几乎没有反弹.....	17
图 38: 7、8 月房地产企业到期偿还债务超过 1000 亿.....	17
图 39: 出险房企融资欠款以及供应商欠款加总接近 2 万亿.....	17
图 40: 国企资产负债率显著低于全行业.....	18
图 41: 国企现金偿债情况好于出险民企.....	18
图 42: 出险房企筹资性现金流入显著少于国企.....	18
图 43: 出险房企投资性现金流入显著多于国企.....	18
图 44: 竣工磨底大概需要半年时间.....	19
图 45: 国企领先行业竣工约一年.....	19
图 46: 平板玻璃产量同比领先竣工 8 个月.....	19
图 47: PVC 产量同比领先竣工 24 个月.....	19
图 48: 典型城市重点监管资金各节点累计提取比例.....	20
图 49: 预计 2022 年竣工面积累计同比为-24.1%.....	21
图 50: 预计竣工面积当月同比将在年底跌幅缩窄至 25%.....	21
图 51: 百城土地成交面积领先新开工 6 个月.....	21
图 52: 挖掘机销量与新开工同步变化.....	21
图 53: 2022 年上半年国企销售修复好于民企.....	22
图 54: 2022 年上半年国企拿地积极性远高于民企.....	22
图 55: 2022 年以来房企获取银行授予并购贷款额度情况.....	22
图 56: 2022 年以来部分房企收并购事件详情(亿元).....	22
图 57: 部分上市房企今年对项目收并购的态度比较谨慎.....	23
图 58: 今年上半年并未出现并购潮.....	23
图 59: 预计 2022 年新开工面积累计同比-37.7%.....	23
图 60: 预计下半年新开工当月同比跌幅维持在 35%以上.....	23

前言：

7月份房地产的相关信息密集发布，前有月初的全国性“停工停贷”事件，后有传言央行中国政府成立房地产基金，寻求调动万亿的贷款资金用于求助停滞的房地产开发。此外，月底的中央政治局会议针对房地产的指示，除了一如既往的“房住不炒”，还首次提及压实地方政府责任，推动保交楼。一时间各种政策以及突发事件的交织让关注房地产的投资者进入了一个信息过载的层面，反而对于如何去预判房地产几个重要数据的拐点产生了一定障碍。

考虑到房地产的销售、竣工、新开工对大宗商品端的需求有着重要的拉动作用，本文将从当前现状、存在问题、未来展望三个方面对房地产的销售以及投资进行梳理，并基于相应的逻辑主线，给出相应的节奏预判。

图 1：本文报告逻辑

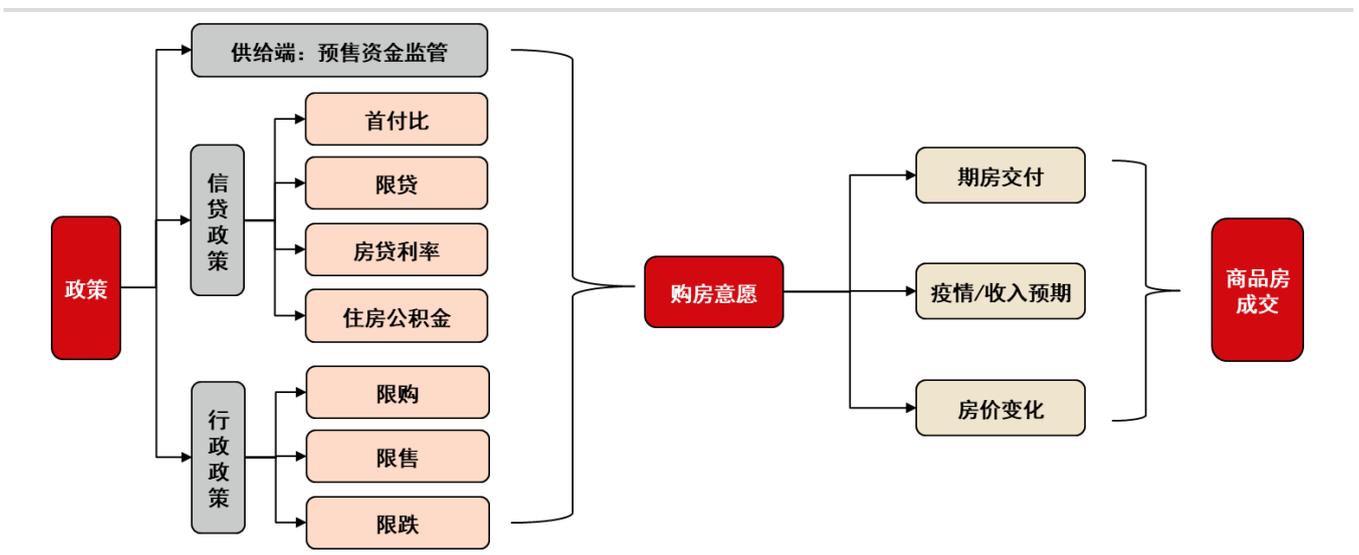


资料来源：中信期货研究所

一、销售端：当前持续承压，政策加码下有望修复

商品房成交离不开政策与购房意愿的逐步传导。需求侧政策的适度放松是解决房地产行业问题的主要路径。“房住不炒”和长周期需求见顶是房地产行业的长期约束，而“满足合理住房需求”和“促进地产良性循环”是短期要求，将两者结合实际上就是抑制投机需求和保障合理需求，也就是刚需和改善型需求。从这个底层逻辑出发，历史上我们看到信贷政策和行政政策的放松，进而传导到居民的购房意愿上。当期房交付、收入预期以及房价变化等影响购房意愿的重要因素发生好转后，商品房成交逐渐回暖。

图 2：房地产政策到商品房成交的传递路径



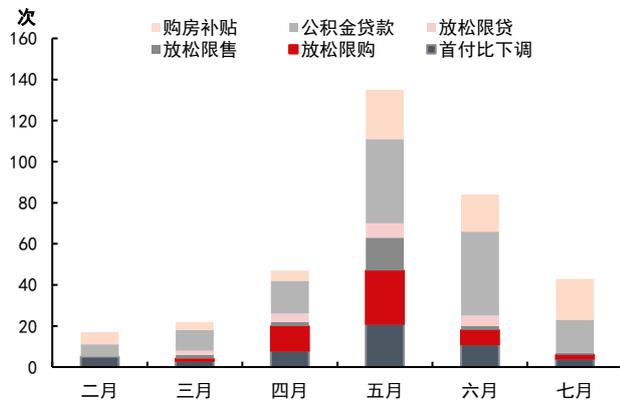
资料来源：中信期货研究所

（一）现状：宽松政策传导至商品房成交效果有限

当前政策端从密集发布期转向政策见效期。从今年 2 月开始，房地产政策进入新一轮需求端政策密集出台期。我们将首付比下调、放松限购、放松限售、放松限贷、公积金贷款、购房补贴纳入统计范围，根据不完全统计，2 月出台 17 条政策，3 月出台 22 条政策，4 月出台 47 条政策，5 月出台 135 条政策，6 月出台 84 条政策，7 月出台 43 条政策，5 月为本轮需求端政策出台的高峰期。考虑到需求端刺激政策见效时间较慢，在政策出台之后仍需要保留一段时间观察政策效果，对应 6 月和 7 月的政策出台次数有所减少。按城市能级来看，由于一线城市自身供需相比其他城市更为紧张，因此一线城市需要出台的刺激性政策最少，只有广州出台了一项关于放松限购的政策。而三线城市本身库存去化压力较大，对应三线城市出台的刺激性政策最多。按类型划分，二线城市出台放松限购政策数量最多（33 条），三线城市出台首付比下调政策最多（42 条），这背后反映的是对于不同能级城市所对应的需求出台针对性政策。二线城市本身有一部分购房需求被限购政策所限制，放松限购能够有效刺激需求。而三线城市的居民收入不高，降低首付比

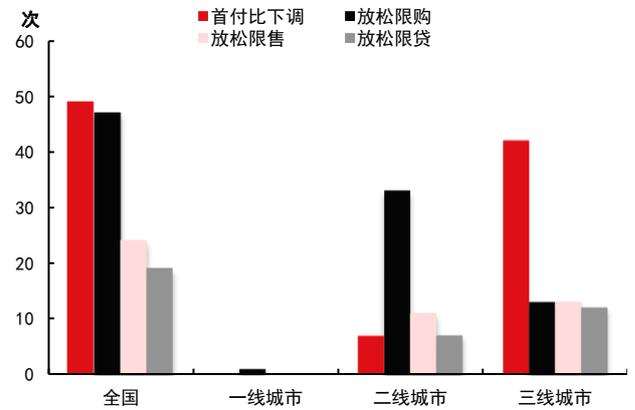
或更有可能刺激购房需求。

图 3：2022 年 2-7 月房地产政策出台情况



资料来源：Wind 财联社 中信期货研究所

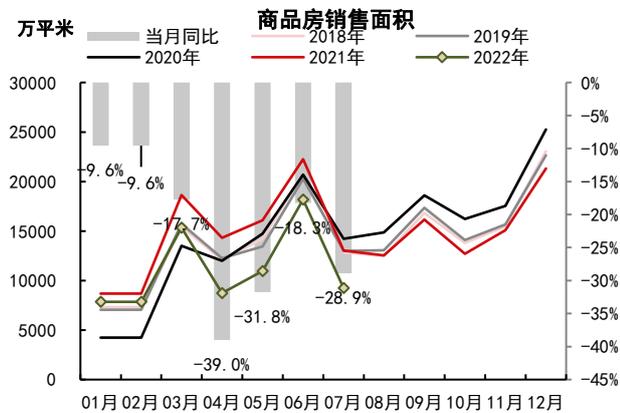
图 4：今年以来不同能级城市出台房地产政策数量对比



资料来源：Wind 财联社 中信期货研究所

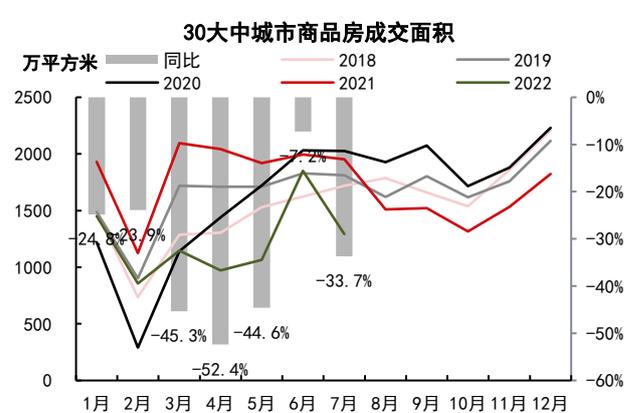
7 月地产销售跌幅再度扩大。从月度数据来看，在 5 月的密集出台宽松政策的刺激下，6 月商品房销售同比跌幅为 18.3%（前值为-31.8%），相比 5 月已经出现跌幅显著收窄的情况。然而受疫后消化需求基本完成以及断贷事件影响，7 月地产销售数据跌幅再度扩大，7 月当月销售面积同比-28.9%（前值-18.3%）。

图 5：1-7 月房地产销售面积同比-24.4%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 6：7 月 30 城商品房成交面积同比下跌 33.7%

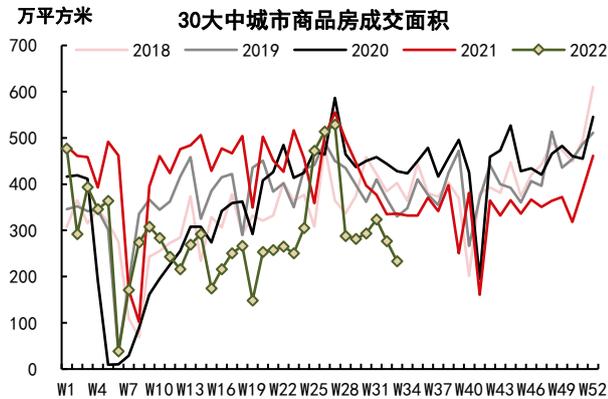


资料来源：Wind 中信期货研究所

不同能级城市商品房销售分化显著。从更高频的数据来跟踪商品房的销售情况，30 大中城市商品房成交面积近期同比增速持续偏弱。上周 30 大中城市商品房成交面积同比下跌 30.6%，与 7 月的同比增速相比几乎没有改善。按城市能级分类，当前不同城市能级销售数据出现明显分化，其中二线城市表现最佳，同比降幅为 28.1%；三线城市次之，同比降幅为 31.0%，一线城市表现最差，同比降幅超过 35%。究其原因，本身一线城市的政策宽松力度最小，在疫后消化大部分需求之后，整体销量下滑压力较大；三线城市在前期的棚改货币化消化掉大部分购买力，在整体收入没有显著提升的前提下，三线城市的居民房屋购买力在政策的刺激下无法得到有效提振；而二线城市部分有能力买房但没有资格居民可

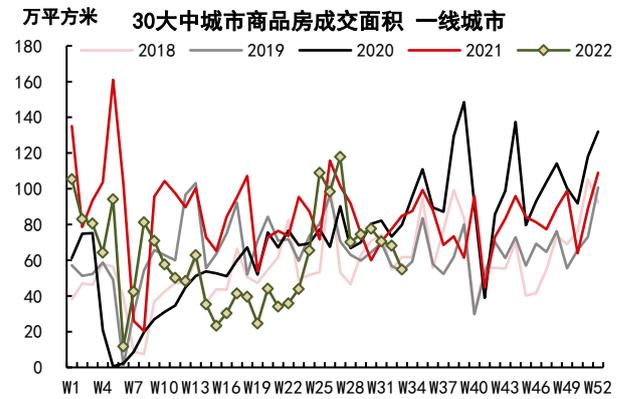
以通过一定的宽松政策如放松限购等刺激下带动购房意愿回升。

图 7：上周 30 大中城市商品房成交面积同比下跌 30.6%



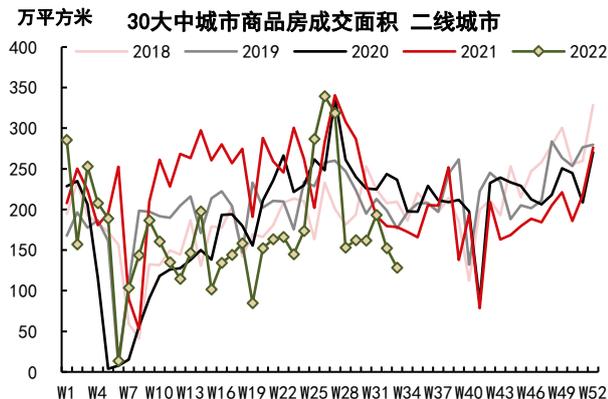
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 8：上周 30 大中城市中一线城市商品房成交面积同比下跌 35.4%



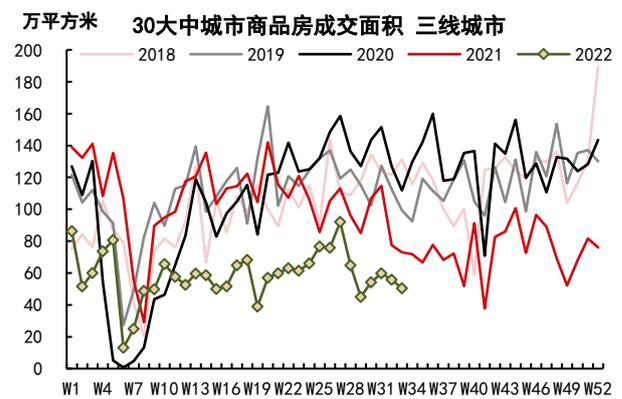
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 9：上周 30 大中城市中二线城市商品房成交面积同比下跌 28.1%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 10：上周 30 大中城市中三线城市商品房成交面积同比下跌 31.0%



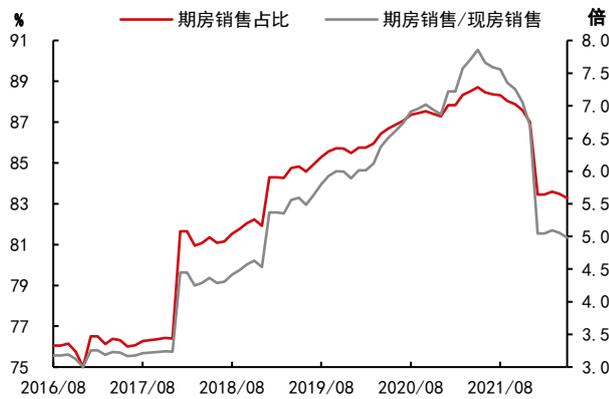
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）存在问题：供给端、需求端、外生变量均对商品房销售造成冲击

问题 1：居民对期房的担忧抑制购房需求（供给端）。过去多数房地产企业走的是激进拿地的策略，为了保证整体项目利润以及现金流不失速，这就要求房企保持高杠杆、高周转的运营模式。其中的高周转对应的是加开拿地到开盘的速度，意味着有大量的期房在过去几年被居民购买，整体期房的销售占比从 2016 年的 75% 一直上涨至 2021 年的 90%。然而，自从房地产企业在去年年中开始出现债务问题之后，居民购买期房的意愿出现显著下滑，期房销售占比从 2021 年 6 月的接近 90% 下滑至当前的 83%。除此以外，今年 7 月份全国性的“停工停贷潮”风波，受到社会各界高度关注。目前全国已有超过 300 个楼盘项目出现烂尾情况，

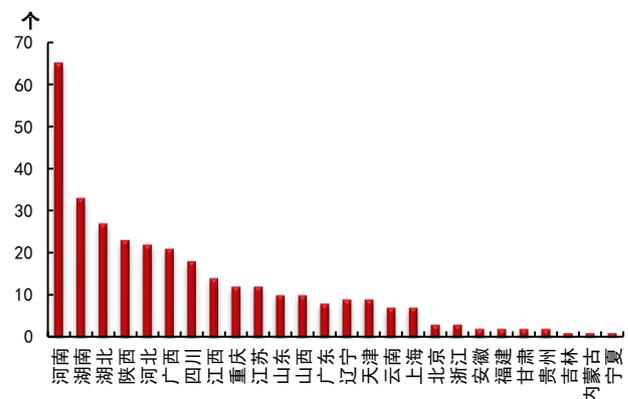
主要集中在河南、湖南、湖北三个省份，三者加起来占比接近 40%，开发商无法完成竣工加剧了居民对期房销售的担忧。

图 11：居民对房企交付的担忧



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 12：强制停贷集中在河南、湖北、湖南和陕西



资料来源：Wind 中信期货研究所

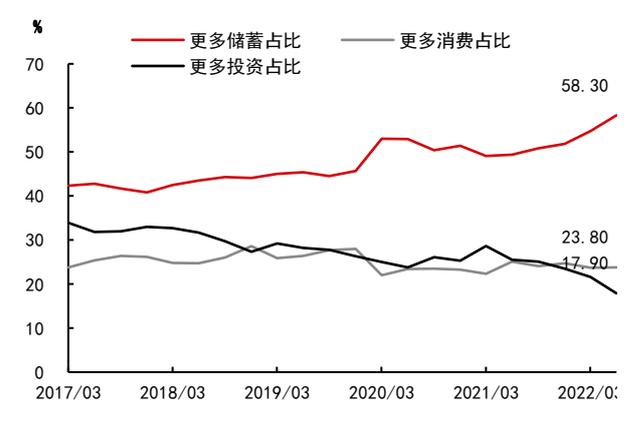
问题 2：疫情以来居民收入为影响商品房销售的主要原因（需求端）。持续不断的新冠疫情对居民的消费行为的影响正逐步显现。从居民的资产负债表来看，今年 3、4 月份再次爆发的疫情对我国经济造成明显冲击，在整体宏观不景气的情况下，为了提高自身防御风险的能力，居民存款意愿大幅增长，今年上半年新增存款已超过 2020 年第一波疫情的高点，居民新增人民币存款首次超过 10 万亿元。此外，根据 22Q2 央行组织的城镇储户调查中显示，58.3% 的受访者表示将选择“更多储蓄”，占比达到近年来的高位，其背后体现的是尽管当前防疫措施已得到一定放松，但是一旦爆发疫情，相应的防控工作仍然对居民生活造成不小影响。此外各地零星爆发的疫情在情绪上对居民外出带来影响，进而影响消费意愿。

图 13：居民新增存款创下历史新高



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 14：居民更愿意储蓄

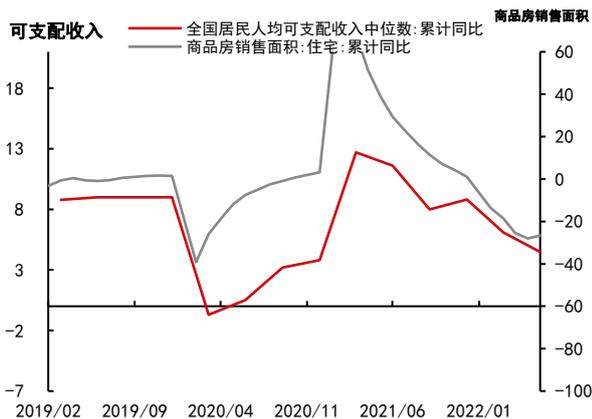


资料来源：Wind 中信期货研究所

在疫情之前居民收入及预期相对稳定，可支配收入年均增速保持在 8%左右，

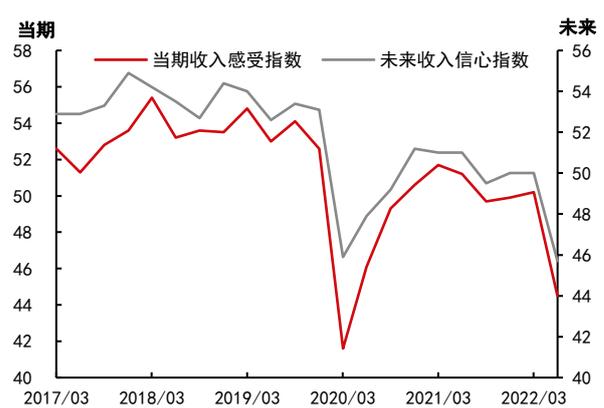
在收入预期稳定的时候，房贷利率等需求端的宽松政策是影响商品房销售的重要变量。自疫情以来，百姓的居民收入预期走势与商品房销售同比增速一致，可能当下居民收入情况以及后续的稳定是决定居民购房意愿更重要的一环。此外，在疫情的影响下当前居民收入感受以及未来收入信心出现暴跌，接近第一波疫情时的低点。**这意味着在短期内收入预期尚未稳定的情况下，居民购房需求或被一定限制。**

图 15：疫情以来居民收入影响购房意愿较强



资料来源：Wind 中信期货研究所

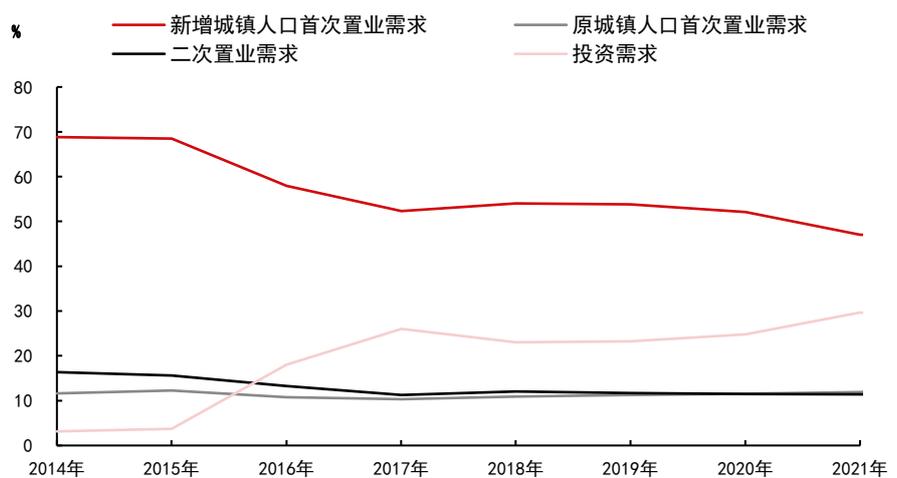
图 16：居民对于未来收入预期较差



资料来源：Wind 中信期货研究所

问题 3：房住不炒下，房价低波动下房子的金融属性被严重削弱，居民投资性需求显著下滑（需求端）。地产需求可分为刚性需求和投资需求，从历史来看，2015-2017 年的房价大涨带动使得商品房的金融属性被激活，与之对应的投资性需求在过去几年间得到显著提升，当前房产的投资性需求接近 30%，占购房总需求比重第二高的项目。

图 17：近年来房产投资性需求占比接近 30%

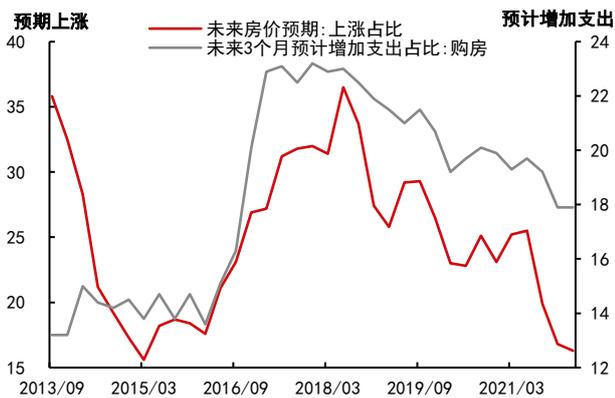


资料来源：Wind 中信期货研究所

然而，根据 22Q2 央行城镇储户问卷调查可知，当前居民对于未来房价上涨

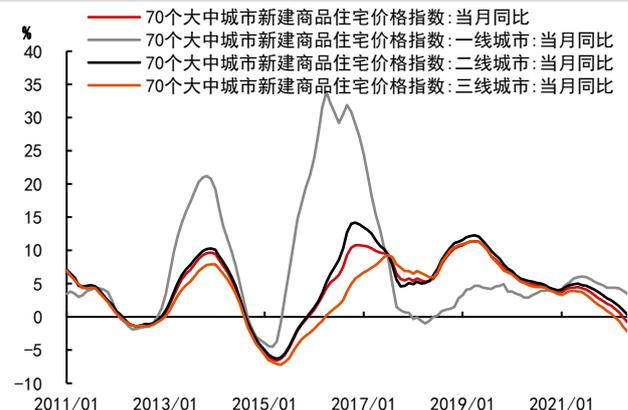
的预期占比已下滑至不到 17%，距离 18 年的高点显著下滑。此外居民对于未来增加购房支出也保持着悲观预期。考虑到自从 2018 年提出“房住不炒”以及因城施策的房地产调控方针之后，房价的波动性被明显削平，近年来房价同比增速已经跌入负区间。在居民买涨不买跌的预期叠加房价没有明显波动的情况下，当前房屋的投资需求或被严重打压。

图 18：居民对于房价上涨的预期显著下滑



资料来源：Wind 中信期货研究所

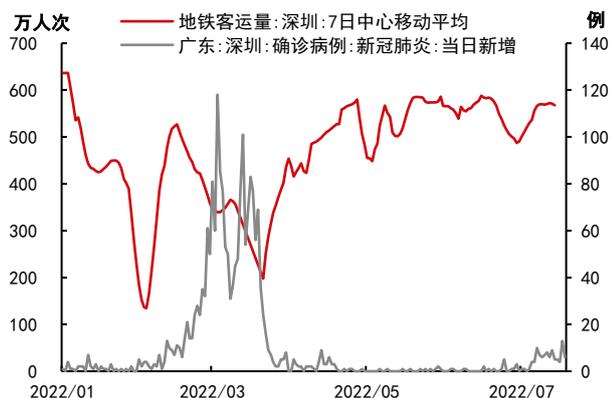
图 19：当前房价走势逐渐趋缓



资料来源：Wind 中信期货研究所

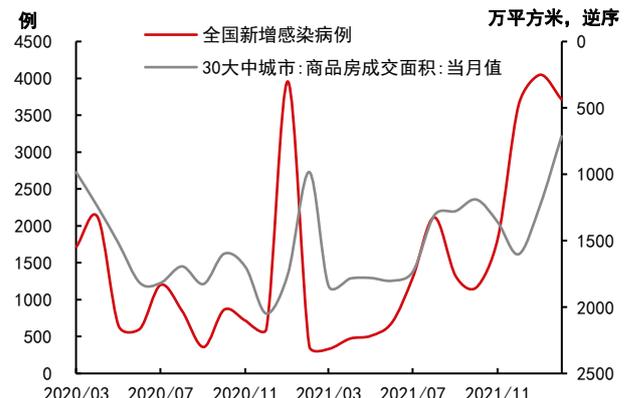
问题 4：疫情影响人员流动冲击商品房销售（外生变量）。当前的新冠疫情相比过去两年来说传染性大大增加，为了更好地对疫情进行防控，一旦出现疫情便会对人员流动进行严格限制。以深圳为例，一旦城市出现较严重的疫情的时候，对应的地铁客运量显著减少，居民的正常生活出行受到明显限制。考虑到购房活动需要到线下进行，若疫情管控保持在较严格的状态下，会对商品房销售造成一定影响，从近两年的数据可以看到，疫情的波动对于商品房成交有明显冲击。

图 20：疫情影响居民出行（以深圳为例）



资料来源：Wind 中信期货研究所

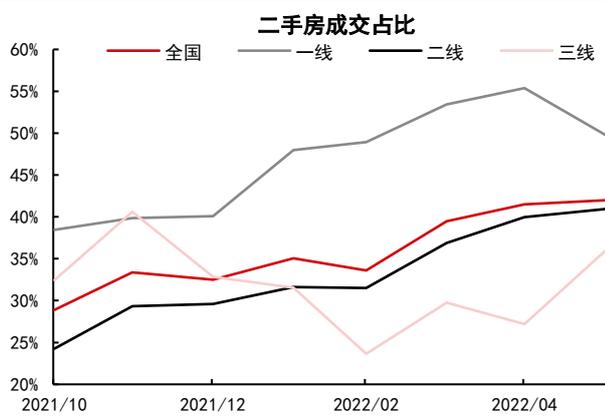
图 21：疫情显著影响购房活动



资料来源：Wind 中信期货研究所

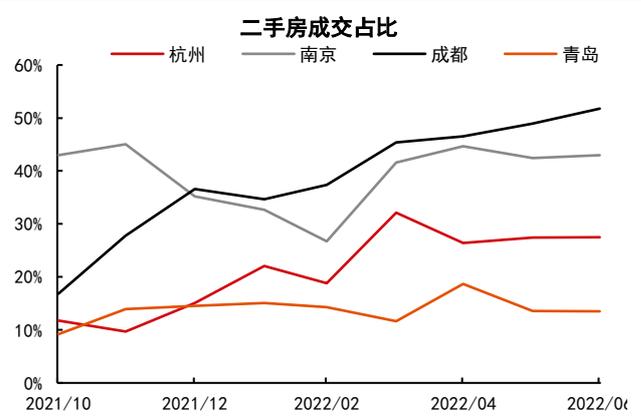
问题 5：政策刺激落地出现偏差（外生变量）。当前房地产行业的流动性风险对项目建设产生严重冲击，居民对于民企的商品房销售存在明显顾虑，购房者偏好从期房向二手房偏倚，二手房作为房屋的社会库存迎来持续去化的好时机。在该背景下，从 2021 年 10 月开始，全国二手房占（一手房+二手房）成交的比例不断提升，从 29%提升至 42%，其中二线城市的提升幅度最高，从 24%提升至 41%。考虑到今年出台放松限购的城市，二手房的成交占比提升更为显著，其中成都提升的幅度最高，从原来 17%提升至当前 52%的水平。在当前房地产的背景下，不存在交付风险的二手房更容易受到政策刺激，进而带动整体二手房销售数据改善显著。

图 22：不同能级城市二手房成交占比持续提升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 23：放松限购城市的二手房成交占比持续提升



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）未来展望：需求端刺激政策预期提升，四季度商品房销售有望修复

展望 1：各地各部门纷纷出台相关保交楼政策。7 月 28 日，中央政治局提及房地产明确要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。后续关于如何推动保交楼，需要调动政府、房企、国企、金融机构各方的积极性推进债务化解、存量资产盘活、增加现金流。主要方式有政府回购地块、成立纾困基金、实控人提供资产、第三方房企开发代建、破产重整续建、金融机构过桥，其中近期郑州的 100 亿地产纾困基金受到市场显著关注。作为本次停贷事件的集中爆发地，郑州出台纾困基金意在帮助房企解决项目竣工交付问题，以实现保交付的要求，进而保证居民对于购买期房的信心。

图 24：地产支持保交楼的相关措施

方式	参与主体	具体形式	具体例子
政府回购地块	地方政府	收购部分未动工土地，返还房企土地款用于保交楼	恒大退还广州足球场地块
成立纾困基金	国企	以强信用的新主体（国企等）来撬动金融杠杆，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式，参与问题楼盘的存量资产盘活	郑州成立地产纾困基金
实控人提供资产	信托等	实控方释放其抵押的在建工程（解质押），用于申请开发贷；	河南郑州名门翠园
第三方房企开发代建	其他房企	通过品牌换新、信用重构来激活销售	广州奥园云和公馆项目
破产复工续建	债权人	破产方式或适用于股权清晰、房企无力追加资金或资产、而要求债权人吸收损失，需防范房企道德风险	温州市苍南县的“华臣一品苑”
金融机构过桥	银行	收购问题资产，完成预售部分的交楼，剩余建设租赁住房并形成 REITs 上市退出	-

资料来源：Wind 中信期货研究所

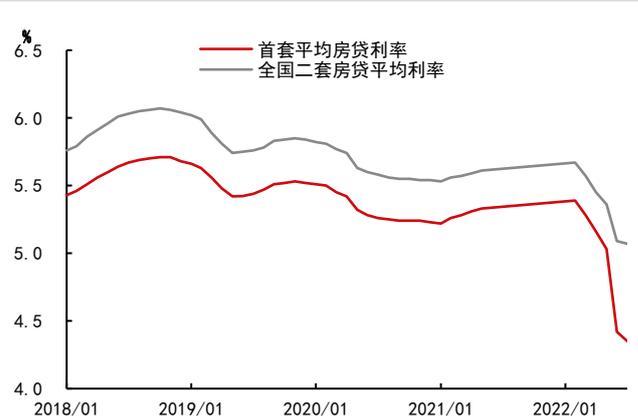
展望 2：等待压降按揭成本政策见效。房贷利率是短期影响地产销售最重要的因素，利率下降一般领先地产销售回升 3-6 个月。根据贝壳研究院数据，个人住房贷款平均利率从去年 9 月至今年 7 月，已经连续 10 个月下降。2022 年 7 月重点城市主流首套房贷利率为 4.35%，二套利率为 5.07%，整体房贷利率创 2019 年以来新低；平均放款周期为 25 天，较上月缩短 4 天。截至目前 103 城中已有 74 城首套、二套房贷利率低至首套 4.25%、二套 5.05% 的下限水平。我们认为政策不会无效，前期出台的需求端政策在整体居民购房信心得到保证后有望释放一部分购房需求，有利于加速市场底部的显现。

图 25：房贷利率领先商品房销售



资料来源：Wind 中信期货研究所

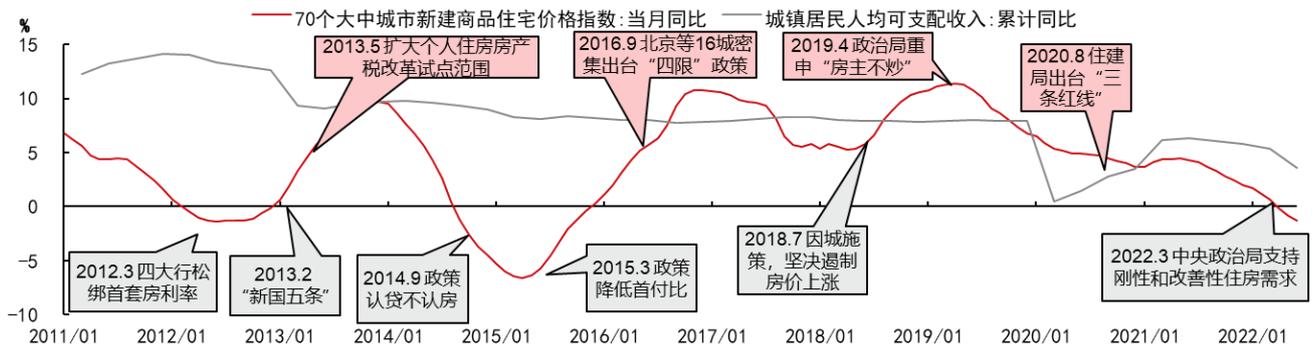
图 26：房贷利率自 2021 年 9 月以来持续下调



资料来源：Wind 中信期货研究所

展望 3：需求端加码宽松政策的空间仍然较大。回顾之前几轮调控，可以发现当房价增速接近或超过居民人均可支配收入时，就会引发“调控潮”，而当居民可支配收入增速高于房价增速，政策将会转向放松。目前，住宅价格指数和城镇居民人均可支配收入的增速差距在逐渐拉大，这意味着后续在政策端仍有持续加码的空间，从而带动商品房销售进一步改善。

图 27：从居民人均可支配收入与房价增速的相互关系可知未来仍有较大政策空间



资料来源：Wind 中信期货研究所

当前宽松政策主要集中在放松限购上，但单纯限购政策对目前整体房市成交提振的作用有限。考虑到未来政策宽松仍有较大空间的情况下，限贷与限售的进一步放松有望带动居民购房意愿上涨，进而推动商品房成交持续修复。

图 28：主要一二线城市的放松政策在限贷和限售仍有较大空间

城市	能级	限购政策	限贷政策	限售政策	首付比下调	棚改货币化（房票）	公积金贷款
北京	一级						
上海	一级						
广州	一级	放松					放松
深圳	一级						
重庆	二级	放松	放松		放松		放松
杭州	二级	放松					放松
苏州	二级	放松（2次）		放松（2次）			放松
成都	二级	放松（3次）		放松			放松
武汉	二级	放松（2次）					放松
郑州	二级	放松	放松	放松	放松	放松	放松
天津	二级						放松
南京	二级	放松（5次）	放松	放松	放松	放松	放松
西安	二级	放松		放松	放松		
青岛	二级	放松		放松			放松
长沙	二级	放松（2次）					放松
佛山	二级	放松（2次）			放松		
无锡	二级	放松（2次）					
南宁	二级	放松		放松	放松		放松
福州	二级	放松					放松
东莞	二级	放松（2次）		放松			放松
厦门	二级	放松（2次）					放松
济南	二级	放松（2次）	放松	放松	放松		放松

资料来源：Wind 中信期货研究所

商品房销售测算依据：(1) 近期各地爆发的断贷时间冲击商品房销售，为保证居民购房信心不出现断崖式下降，预计地方政府在三季度出台多项保交楼政策，从而提升居民购买期房的意愿；(2) 从历史来看，二手房占（一手房+二手房）比重的上涨周期大概会持续 8-10 个月，本轮上涨周期目前已经持续 8 个月，考虑到未来二手房的社会库存在经过较长时间的消化后，预计二手房占（一手房+二手房）的比重在今年四季度开始出现回落；(3) 考虑到上半年地方政府出台的政策对商品房销售回暖的帮助有限，为了稳定房企正常经营以及推动房地产投资修复，预计后续会持续加码刺激力度更强的因地制宜的地产宽松政策。

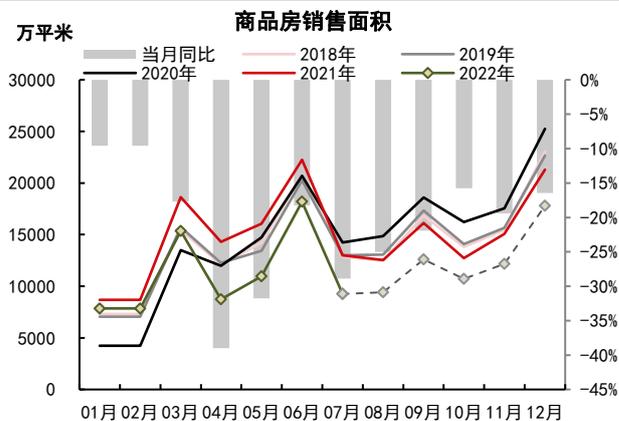
测算结果：预计 2022 年商品房销售累计下跌超过 20%，商品房销售有望在四季度当月同比跌幅缩窄至 15%。

图 29：预计 2022 年商品房销售累计下跌 21.5%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 30：预计四季度商品房销售当月同比跌幅缩窄至 15%

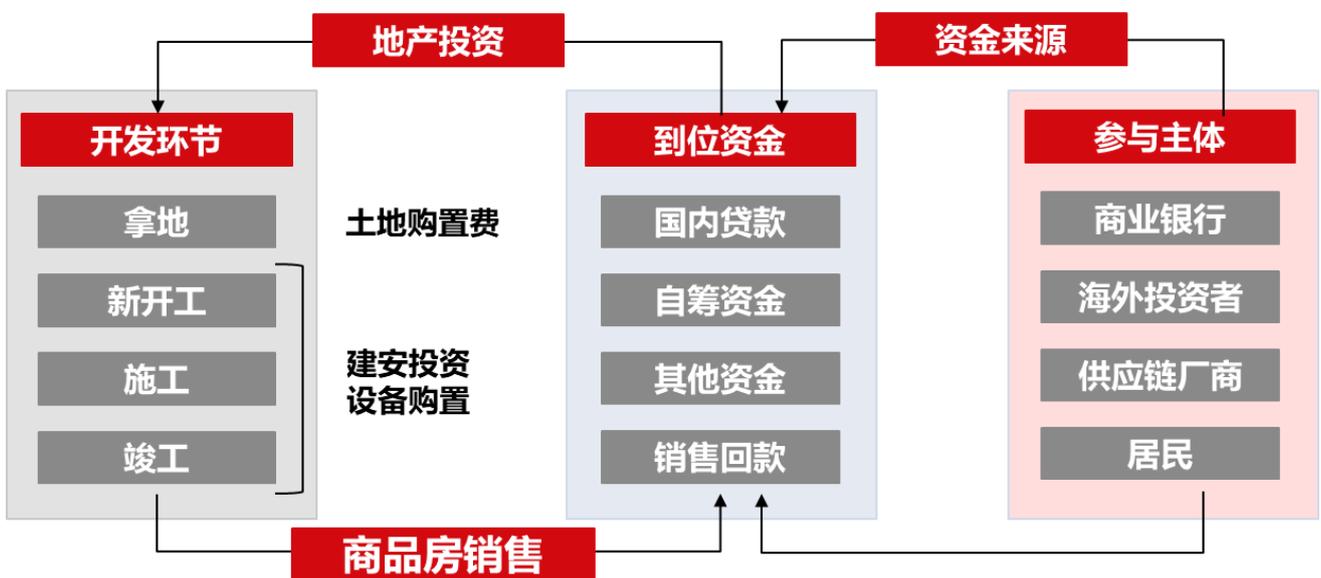


资料来源：Wind 中信期货研究所

二、投资端：资金压力拖累地产投资，政策偏向保竣工

参与主体以及资金来源决定地产投资。从地产的产业链出发，对于地产投资来说主要参与的主体有商业银行、海外投资者、供应链厂商以及居民，与之对应的资金来源则是国内贷款、自筹资金、其他资金以及销售回款。地产投资取决于资金情况，而在地产到位资金中，来自销售的占比超过 50%，由于上文对销售短的分析较多，后续针对投资端的分析更多落在其他资金来源的情况。

图 31：地产投资的资金传导过程

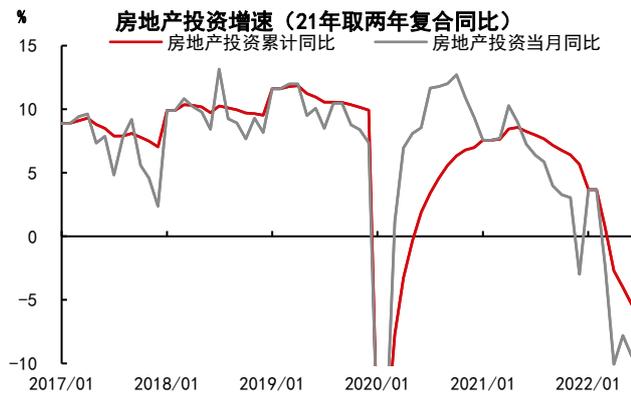


资料来源：中信期货研究所

（一）现状：投资未见起色，竣工与新开工大幅下跌

7 月房地产投资跌幅扩大，资金压力没有改善。从投资增速来看，1-7 月地产投资累计同比-6.4%（前值-5.4%），7 月当月同比-12.3%（前值-9.4%）。从房企到位资金情况来看，当前处于比较严峻的状况。1-7 月房地产开发企业到位资金同比下降-25.4%（前值-25.3%），7 月当月同比-25.8%（前值-23.6%）。如果从地产投资的分项来看，上半年增速最高的是器具购置（1-6 月累计同比 4.6%），安装工程是众多分项中增速最低的（1-6 月累计同比-10.0%）。分项增速的分化体现的是当前项目实物工作量的进展比较缓慢，背后反映的是供应商或被开发商拖欠较多资金，当下开工意愿不强。

图 32：7 月房地产投资跌幅扩大



资料来源：Wind 中信期货研究所

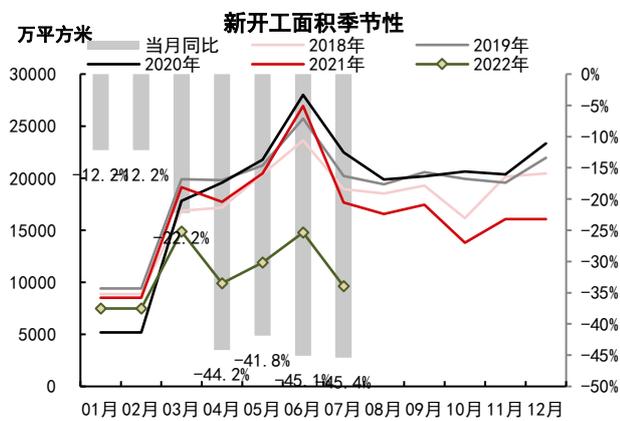
图 33：房地产开发投资完成额与到位资金失速



资料来源：Wind 中信期货研究所

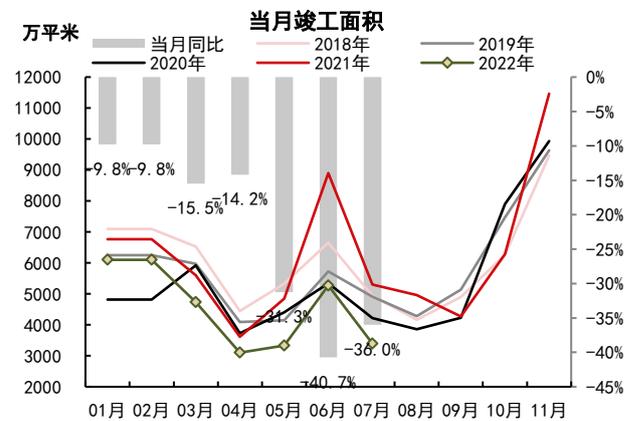
新开工增速维持在-40%，竣工持续疲弱。7月新开工当月同比-45.4%（前值-45.1%）；1-7月新开工累计同比-37.9%（前值-34.4%），在房企资金来源显著受限的情况下，新开工已经连续4个月同比增速低于-40%。从竣工的角度来看，1-7月竣工面积同比-26.0%（前值-21.5%）。7月当月同比-36.0%（前值-40.7%）。7月竣工持续疲弱，主要是受到去年高基数的影响，此外房企资金压力同样对竣工产生明显影响。

图 34：7 月房屋新开工面积压力仍大



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 35：7 月竣工持续疲弱



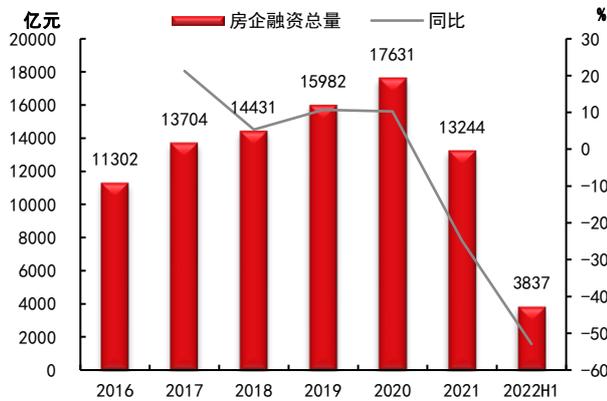
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）存在问题：房企资金腹背受敌，行业分化加剧

问题 1：资金来源严重受限。根据 CRIC 显示，今年上半年 100 家典型房企的融资总量为 3837 亿元，同比下降 53%。单月融资量均出现不同程度的同比下降，其中 1 月、2 月及 6 月下降幅度较高，下降幅度均超 50%，背后反映的是多数民营房企仍然面临融资难、融资贵的问题。从统计局的数据来看，除了 6 月份商品房销售改善带来的销售回款使得当月同比有所回升以外，其他的分项持续下挫，

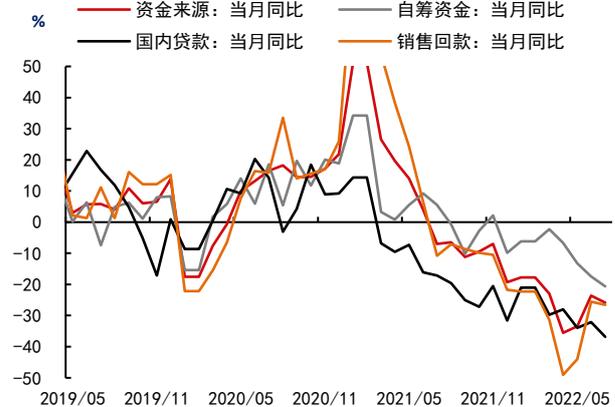
其国内贷款的当月同比下跌超过 30%。

图 36：房企融资总量几乎腰斩



资料来源：CRIC 中信期货研究所

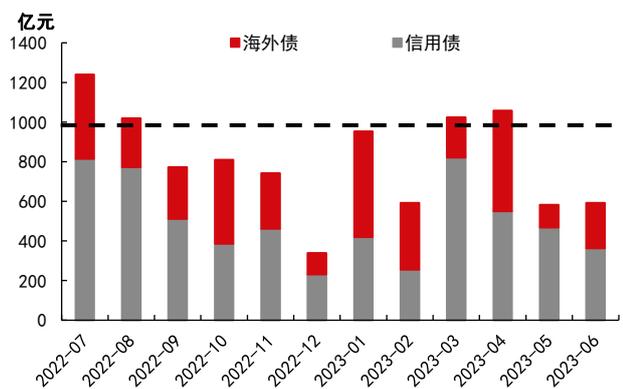
图 37：除销售回款外，其他资金来源几乎没有反弹



资料来源：Wind 中信期货研究所

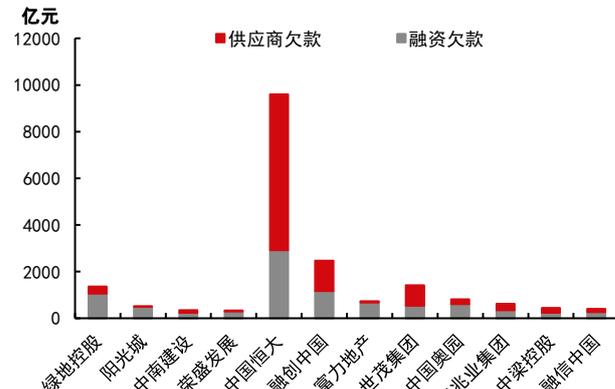
问题 2：债务压力持续抽血。7-8 月是房地产企业境内外债到期年内最高峰，对应的到期偿还债务超过 1000 亿，目前房企的债务违约风险还没有解除。从出险房企的角度来看，12 家出险房企目前融资欠款以及供应商欠款加起来超过 2 万亿，其中恒大占比超过 50%。此外，供应商欠款占比高于融资欠款，这意味着房企债务问题对下游承建商产生重大影响，后续项目的开工或完工存在明显的资金欠缺问题。

图 38：7、8 月房地产企业到期偿还债务超过 1000 亿



资料来源：CRIC 中信期货研究所

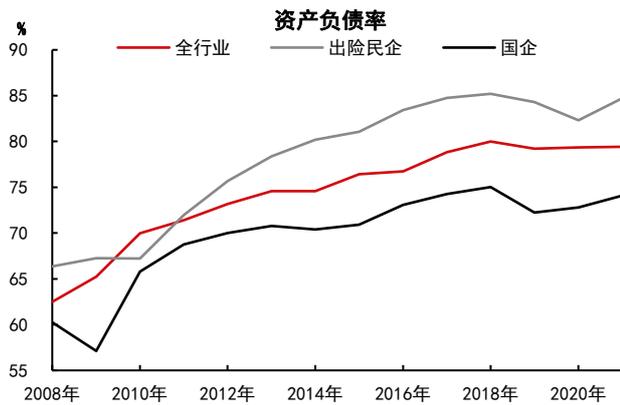
图 39：出险房企融资欠款以及供应商欠款加总接近 2 万亿



资料来源：Wind 中信期货研究所

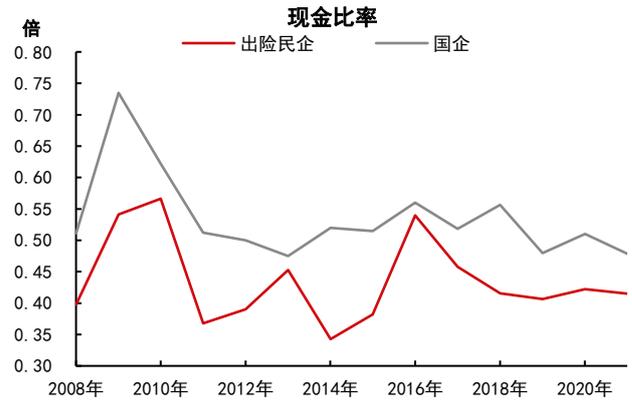
问题 3：行业分化显著，民企负债情况显著差于国企。民企是我国前期房地产投资的主力军，当前出险民企从资本结构以及偿债能力的角度来看都是明显弱于国企，行业分化的加剧会导致整体房地产行业被民企持续拖累。此外，从资金成本的角度来看，民企的融资利率几乎是国企的一倍，这意味着民企的资金成本更高，在当前房地产项目收益率持续走低的情况下，民企的投资意愿被显著冲击。

图 40：国企资产负债率显著低于全行业



资料来源：Wind 中信期货研究所

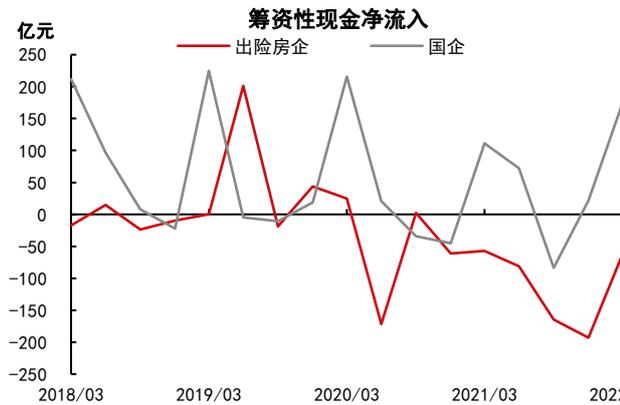
图 41：国企现金偿债情况好于出险民企



资料来源：Wind 中信期货研究所

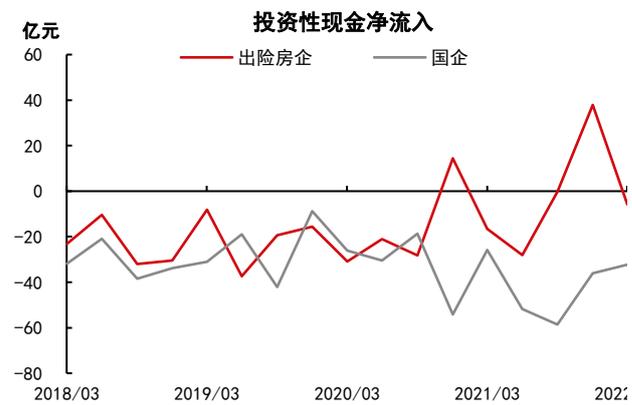
从现金流量的角度来看，当前不同房企也是出现显著分化。民企由于信用受损且偿债压力巨大，因此民企的现金来源更多是通过出售资产（对应投资性现金流入），融资的渠道被明显限制（对应筹资性现金流入）。

图 42：出险房企筹资性现金流入显著少于国企



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 43：出险房企投资性现金流入显著多于国企



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）未来展望：竣工年末有望回升，新开工难见拐点

1. 竣工端

历史经验：通过对历史复盘可以知道，由于竣工通常在年底会有集中验收的情况，因此每次竣工累计同比增速都会在底部磨底之后再进行一次急速拉升。根据之前几次周期的经验，每次竣工触底之后会有接近半年时间的磨底，**假设当前是今年竣工最低点，竣工出现显著拐点需要等到年末。**

国企领先行业竣工出现拐点。从企业经营端来看，考虑到国企本身的完工效率相比民企要更高，因此央国企的竣工通常会领先全行业的竣工大概 1-1.5 年，

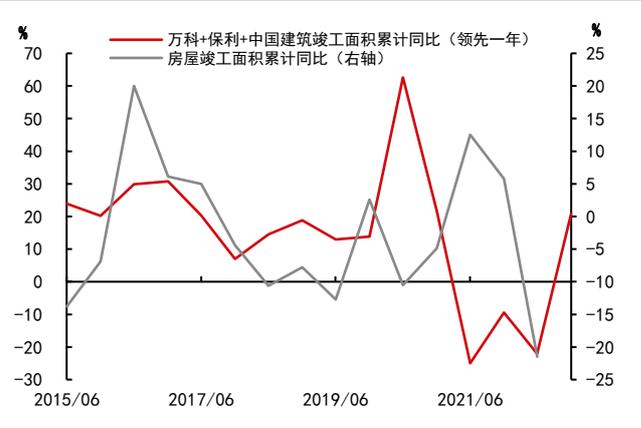
根据该领先关系同样可以得到今年年末或许成为竣工增速的拐点。

图 44：竣工磨底大概需要半年时间

磨底时间	历时月数	快速拉升持续时间	历时月数
2015. 2-2015. 8	6	2015. 9-2016. 2	5
2018. 2-2018. 11	9	2019. 6-2019. 12	6
2020. 4-2020. 9	5	2020. 10-2021. 6	8
平均磨底时间	7	平均拉升时间	6

资料来源：Wind 中信期货研究所

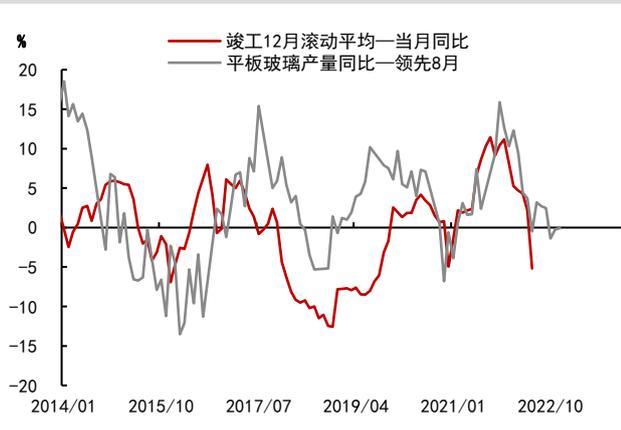
图 45：国企领先行业竣工约一年



资料来源：Wind 中信期货研究所

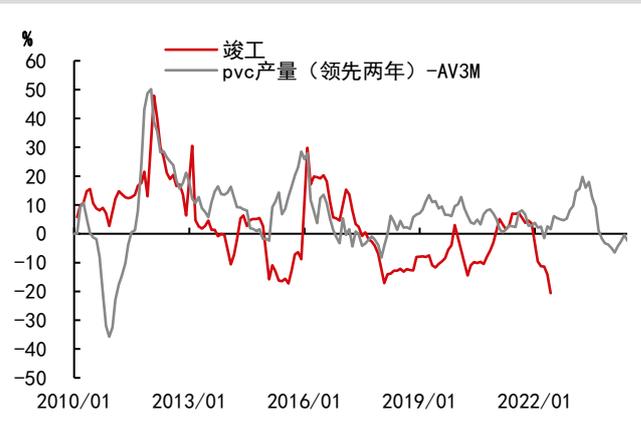
微观商品端预示四季度有望成为竣工拐点。因为竣工端所需要的建材的使用时间相比完成竣工要更早，因此可以从商品端的角度来预测竣工的拐点。竣工端用得比较多的原材料是玻璃和 PVC，通过用竣工的同比变化与平板玻璃和 pvc 产量的同比变化进行拟合，可以得到平板玻璃的产量领先竣工 8 个月，PVC 的产量领先竣工 24 个月。结合前面提到竣工触底之后会有一段时间磨底，不管是玻璃产量还是 PVC 产量均指示今年 4 季度将是竣工的拐点。

图 46：平板玻璃产量同比领先竣工 8 个月



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 47：PVC 产量同比领先竣工 24 个月



资料来源：Wind 中信期货研究所

新增变量：从意愿的角度来看，当前房企更愿意把从前未完工的项目加快速度完工。主要是两点：(1) 因保交楼受停贷事件催化后，政府会出台更多政策确保竣工能够正常完工；(2) 从资金的角度来看，从主体结构封顶到最后竣工验收能够将监管资金提取接近 50%，能够很好地解决房企的资金困境。

图 48：典型城市重点监管资金各节点累计提取比例

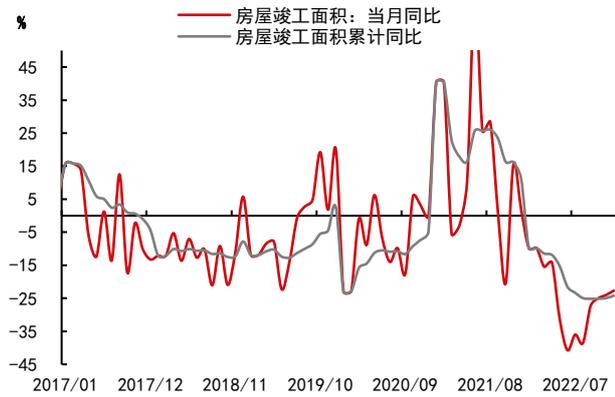
进度	石家庄	青岛	天津	厦门	济南	西安	福州	昆明	许昌	连云港	宿州	泉州	衡阳	漳州
取得销许			40%					40%			30%	25%		30%
建成层数达到 1/3	20%	30%	50%			20%							35%	
建成层数达到 1/2	25%	40%	55%		30%	35%			60%	30%	50%	40%		
主体结构工程完成 1/2				50%										45%
建成层数达到 2/3	30%	55%	60%										60%	
主体结构封顶/验收	50%	70%	70%	75%	65%	50%	60%	70%	80%	60%	70%	50%	75%	60%
完成外立面施工				85%								70%		70%
竣工验收	90%		94%	95%		95%	85%			80%		80%	90%	80%
竣工验收备案	100%	85%	99%		82%	99%	100%	100%	98%		95%	95%	100%	100%
不动产首次登记			100%			100%				95%	100%			
取得现售备案证明		100%												

资料来源：Wind 中信期货研究所

测算依据：(1) 考虑到当前房企停工的项目背后债务情况复杂，项目收益模糊，使得近期出台的保交楼政策在落地的时候可能需要花费一定的时间。在相关政策出台之后，预计需要到四季度才能逐渐见效；(2) 从企业经营端来看，国企竣工领先全行业 1-1.5 年，2021 年国企竣工增速反弹预示全行业竣工有望在年末回升；(3) 从微观商品端来看，玻璃和 PVC 产量同比增速领先于竣工，根据当前的数据对应四季度之后竣工会有有一定修复。

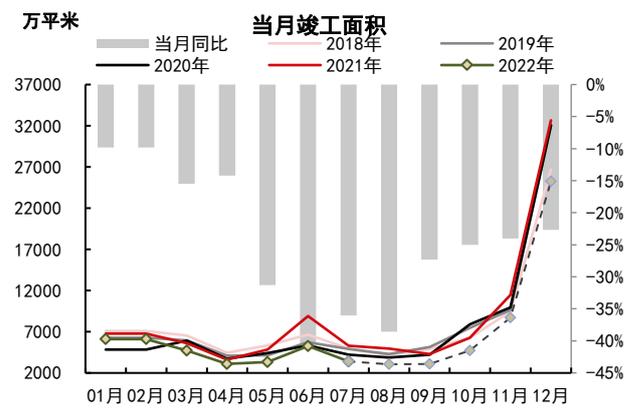
测算结果：预计 2022 年竣工面积累计下跌 24.1%，竣工面积当月同比有望在年底跌幅缩窄至 25%以内。

图 49：预计 2022 年竣工面积累计同比为-24.1%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 50：预计竣工面积当月同比将在年底跌幅缩窄至 25%



资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 新开工端

历史经验：今年新开工可能无法见到拐点。从领先指标来看，通过复盘可知百城土地成交面积领先新开工 6 个月，基于历史经验，由于今年上半年土地成交面积持续下滑，因此新开工在接下来的半年增速或可能继续下滑，无法看到拐点。从同步指标来看，挖机销量与新开工是同步变化的，当前挖机销量仍然处于负增长的阶段，对应当下的新开工也是难以在较短时间内出现拐点。

图 51：百城土地成交面积领先新开工 6 个月



资料来源：Wind 中信期货研究所

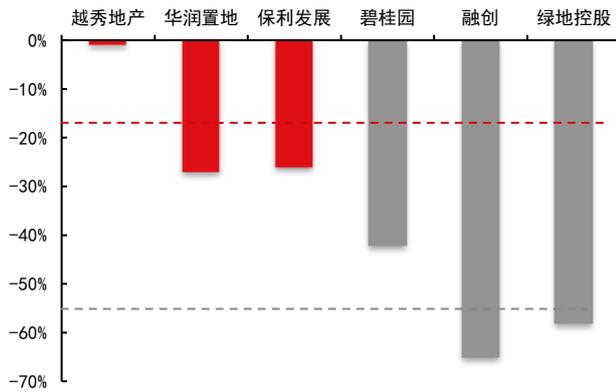
图 52：挖掘机销量与新开工同步变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

新增变量：国企是托底新开工的重要力量。根据克而瑞公布的百强房企销售情况可知，2022 年上半年国企的销售同比增速下滑相比民企要小。通过分别选取国企和民企三家代表性公司，国企的销售同比增速平均值为-18%，而民企为-55%，其中越秀同比仅为-1%，是百强房企中表现最为优异的。根据中指研究院公布的 100 强房地产企业今年上半年的拿地数据可知，今年拿地面积前十大的房企中国企或城投占了 9 家，仅滨江集团一家民企上榜，背后体现的是当前能够支撑房地产新开工企稳的主要力量来自于国企。

图 53：2022 年上半年国企销售修复好于民企



资料来源：克而瑞 中信期货研究所

图 54：2022 年上半年国企拿地积极性远高于民企



资料来源：中指研究院 中信期货研究所

并购是国企托底行业新开工的重要方式。考虑到国企和部分优质民企本身经营情况相对较好，为了帮助困难民企渡过难关，各大银行从今年开始专门为部分优质房企提供不纳入三条红线的并购贷。据 CRIC 不完全统计，截至 5 月 25 日，房企各类并购融资总量约有 2119 亿元，其中房企获取银行授予的并购贷款额度总计约 1960 亿元。从近期的并购事件来看，2022 年多数并购案例均集中于单项目或物管层面，只有少数大规模收购资产包案例。此外 2022 年以来出让方多是出险房企，而并购方相对分散，多以央企国企参与为主，说明当前国企对于民企的支持起到一定作用。

图 55：2022 年以来房企获取银行授予并购贷款额度情况

房企	并购贷款额度(亿元)	签署协议银行
华润	230	招商银行
大悦城	200	招商银行, 上海浦发
五矿地产	100	交通银行
瑞安房地产	100	上海浦发
碧桂园	350	招商银行、农业银行
美的置业	370	招商银行、交通银行、建设银行、农业银行
万科	30	兴业银行
旭辉	150	平安银行、交通银行
新希望	130	上海浦发、兴业银行
越秀	300	工商银行

资料来源：Wind CRIC 中信期货研究所

图 56：2022 年以来部分房企收并购事件详情（亿元）

首次披露	并购方	交易标的	交易金额
2022/5/19	中交地产	中交花创 51%的股权	7.61
2022/5/10	越秀地产	杭州北汇置业有限公司 51%股权	17
2022/4/30	滨江集团	高光置业 100%股权及相关债权	56.32
2022/4/28	中渝置地	Instant Glory 50%股权及销售贷款	26.6
2022/4/7	越秀地产	琶洲南项目 49%权益	50
2022/3/21	浙江复星	复星外滩置业 50%股权	63.42
2022/3/13	美的置业	科宸房地产 53%股权; 山河宸园 50%6 股权及贷款	9.07
2022/3/8	中海宏洋地产	龙光景辉 100%股权及股东贷款	10.24
2022/2/14	碧桂园物业	香港中梁百悦智佳服务 93.76%股权	31.29
2022/1/28	上海地产	世茂北外滩 100%股权及销售债权	45

资料来源：Wind CRIC 中信期货研究所

目前行业内并购进度较慢。从房企针对并购的计划安排可知，房企对收并购的态度也愈加谨慎，主要是由于当前市场上的优质项目比较少，在没有合适定价

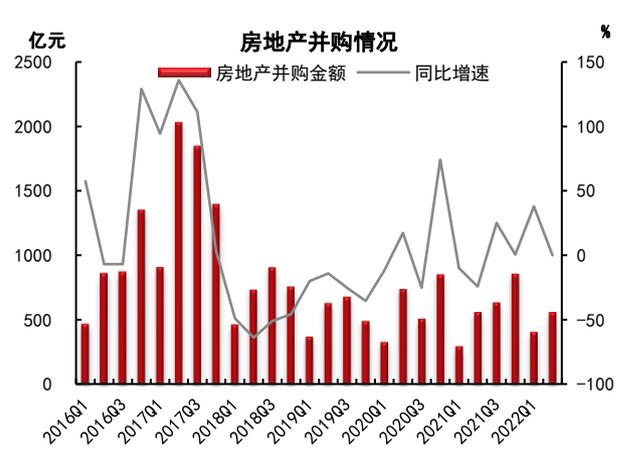
的并购项目出现之前房企不会随意出手。从上半年的并购情况来看，今年房地产并未出现大家设想的并购潮，背后反映的是买卖双方对资产价格的判断差距比较大。此外当前拿地开发相对并购项目来说收益率更高，若企业有资金实力或更偏向于拿地而不是并购。

图 57：部分上市房企今年对项目收并购的态度比较谨慎

企业简称	2022 年收并购计划
越秀地产	按照 40% 的投资强度去铺排
招商蛇口	积极寻找，谨慎决策，慎重出手
旭辉集团	预计将会得到 200-300 亿元的并购贷额度，企业未来有可能增加收并购的拿地力度
龙湖集团	收并购非常审慎，主要看项目
建发国际	保证流动性和盈利性基础上将适度并购
中国金茂	坚持以利润为导向
碧桂园	会加大在收并购领域力度
华侨城	在风险控制上会有更高的要求
金地集团	结合经营性现金流，在安全可控的前提下优中选优

资料来源：Wind CRIC 中信期货研究所

图 58：今年上半年并未出现并购潮

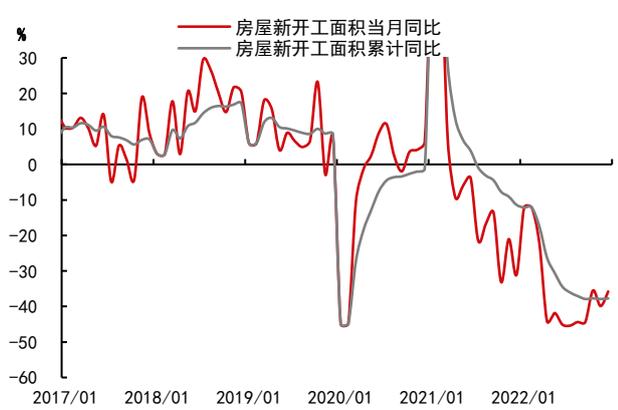


资料来源：Wind 中信期货研究所

测算依据：（1）基于历史经验判断，土地成交领先新开工 6 个月。考虑到今年上半年土地成交持续下跌，对应到新开工今年下半年或可能难见拐点；（2）当前国企在销售以及拿地的表现均显著好于民企，国企具有能力以及责任托底全行业的新开工；（3）由于市场上优质项目较少，前期期待较高的并购潮并没有发生，进而带动新开工的程度有限。

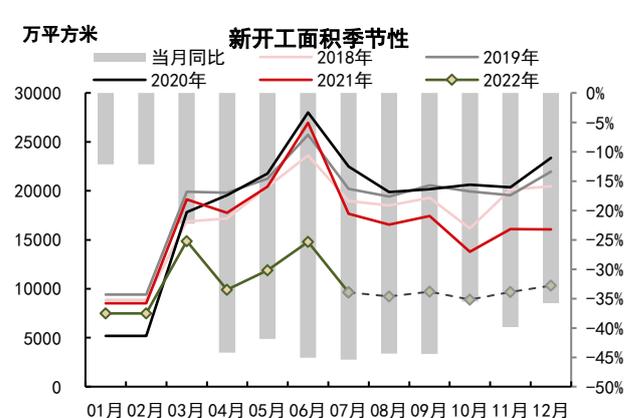
测算结果：预计 2022 年新开工面积累计下跌超过 37%，新开工面积当月同比预计在四季度降幅缩窄至 40% 以内。

图 59：预计 2022 年新开工面积累计同比-37.7%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 60：预计下半年新开工当月同比跌幅维持在 35% 以上



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826