

2021年下半年以来，地产下行风险逐渐显现，多家头部房企债务违约。今年上半年受局部疫情扩散的扰动，房地产各项指标一度滑落至冰点。与此同时，各地开始不断出台地产放松政策，但仍未见明显好转。

当前地产遇到的问题与以往不一样，特别是居民预期的转弱，已经出现自我强化的迹象，意味着当前解决地产问题的难度正在加大。

#### ➤ 低能级城市政策应出尽出，高能级城市相对保守

当前地产政策主要作用在需求侧，分为限贷、限价、限购、限售四个维度。本轮地产政策强调“因城施策”，尚未发布全国性的调控政策，但并不意味当前地产政策力度就比以往小。从各地已经出台的政策来看，政策力度随着城市能级下降而增大：三四线城市的放松政策几乎已经应出尽出，一线和强二线城市相对保守。

#### ➤ 地产销售复苏弱，房企交付能力抑制需求释放

当前地产销售整体仍低迷，处于历史低位。不同能级城市之间分化严重，一线和强二线城市销售复苏相对较好，这也造成了各地政策放松力度不同。

居民加杠杆动力不足，有效需求被抑制，是销售疲软的主要原因。当前销售主要由刚需型消费支撑，但地产企业违约事件已经影响居民购房信心，房企交付能力成为购房重要考量因素，对居民购房需求有明显抑制，尤其是改善型需求。

#### ➤ 土地市场冷淡程度超地方政府预期，城投持续托底

2022年土地市场相比于2021年下半年下滑速度更快，1-7月土地出让收入累计比上年同期下降31.7%，少增约1.3万亿，土地出让金减收规模大幅度超地方政府预期。各地不断放宽拍卖条件，但实际效果一般，低能级城市土地拍卖情况比高能级城市更糟糕。土地市场参与方主要以国企、央企为主，城投托底的现象依然非常明显，民企参与度积极性不高。

#### ➤ 房企融资情况仍未见改善，民营房企与国央企分化仍然明显

尽管政策层面鼓励满足房地产企业正常合理的融资需求，但房企融资情况并未出现明显好转。

首先，银行渠道融资仍在收缩，个人住房贷款增速下滑，房地产开发贷增速转负。其次，非标渠道受监管和频发的违约事件影响，已经大幅收缩。

另外，境内和境外债券市场融资略有好转，但与正常区间有较大差距。同时，民营房企和国央企的分化依然明显，民企债券融资仍大幅落后于国央企。

#### ➤ 地产面临预期转弱并自我放大的风险，政策预计将继续加码

当前最为突出的矛盾是居民已经对开发商信心不足，这是之前几轮地产周期没有出现的。居民预期转弱并自我放大的迹象已经显现，但地方政府对地产问题“心有余而力不足”，难有足够工具解决信心问题。房地产行业短期内，急需信用注入，但居民预期完全修复或仍需政策进一步加码。

**风险提示：**疫情发展超预期；数据测算有误差；地产政策超预期或不及预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008  
电话：15601683648  
邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007  
电话：15171329250  
邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：长短端利率均有上行-2022/08/28
- 2.政策双周报：新一轮稳经济政策推进-2022/08/28
- 3.宏观专题研究：鲍威尔的“沃尔克时刻”-2022/08/27
- 4.8.24 国常会点评：经济悲观预期有望修正-2022/08/25
- 5.宏观专题研究：烂尾楼处置的海外经验-2022/08/24

# 目录

前言 .....	3
1 政策现状：高低能级城市放松力度分化 .....	4
2 销售现状：保交楼担忧抑制居民购房需求 .....	7
3 土地现状：城投托底不改土地市场冰冷态势 .....	10
4 房企现状：融资受困且民企和国央企加速分化 .....	12
5 本轮地产有何不同？预期转弱风险不断自我放大 .....	14
6 风险提示 .....	16
插图目录 .....	17

## 前言

自 2021 年下半年以来，地产销售持续低迷，房企债务违约事件不断，整个房地产行业陷入历史罕见的低迷。从中央到地方，地产调控政策不断出台，无论政策在销售端、土地市场、房企融资渠道都有所放宽。

当前出台的政策效果如何，整个地产处于什么样的状态？地产政策实际落地作用如何？未来还会有哪些政策推出？都是当前房地产市场面临的不确定性。

本文将通过梳理回顾地产政策，全维度展示地产各环节的现状，对当前中国地产现状和面临的问题进行系统性总结。

# 1 政策现状：高低能级城市放松力度分化

当前地产政策主要还是聚焦于需求端，政策宽松力度整体为 2018 年以来最大宽松。

当前地产政策放松主要集中在需求侧，分为限贷、限价、限购、限售四个维度。本轮地产政策强调“因城施策”，尚未发布全国性的调控政策，但并不意味着当前地产政策力度就比以往小。

**城市能级越低，政策力度越大，二三线城市的放松政策几乎已经应出尽出，一线和强二线城市相对保守。**

## 1.1 限贷政策放松状况

限贷政策放松，主要是放松贷款利率和贷款比例。各地实施差别化住房信贷政策，低能级城市限贷政策放松力度普遍大于高能级城市。

**本轮利率下调幅度已经很大，但距离 2015 仍有距离。**

2022 年以来，5 年期 LPR 共下调三轮，共 35BP，带动个人住房贷款加权平均利率已经从去年底的 5.63%，到 6 月份已经下降到 4.62%，下调幅度超 100BP。

然而本轮五年期 LPR 降幅仍不及 15 年。个人住房贷款利率但与过去两轮地产（2009 年、2016 年）的历史低点有一定距离。

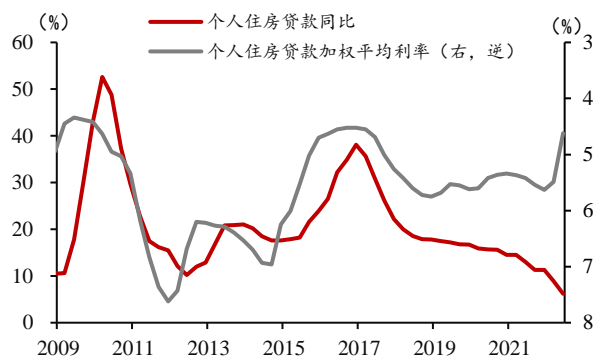
大部分城市已经将利率降至最低。根据贝壳研究院数据显示，截至 7 月已有 74 城房贷利率下调至 5 年期 LPR 减点 20BP 的最低值，其中不乏像广州这样的一线城市。

**各地首付比例都有所调降，三四线相比于一二线力度更大。**

根据贝壳研究院监测，百城首套房商贷最低首付比例为三成及以上的有 21 城，主要为直辖市及强二线城市。

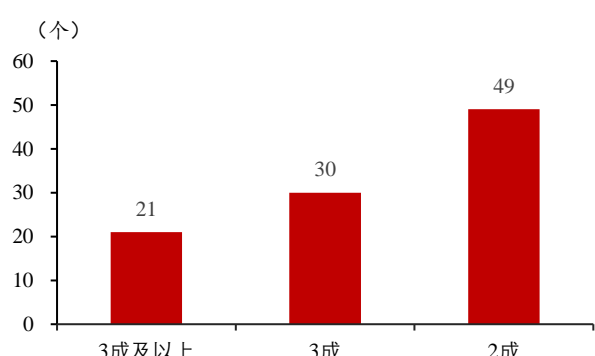
**首套房商贷最低首付比例为两成（全部银行）的有 49 城**，其中包括长春、哈尔滨、南昌、武汉等二线城市。

图 1：住房贷款加权利率与住房贷款增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：100 城首套房贷最低首付比分布



资料来源：贝壳研究院，民生证券研究院

## 1.2 限价政策放松状况

**当前一手房限价政策均有放松，二手房限价几乎全部取消。**

**土地市场冷清，各地一手房限价政策放松（地价和新房销售价格）。**

一手房限价主要控制两块价格，土地出让环节的地价限制，新房销售价格限制。一手房限价目的是为防止新房价格大幅上涨。

今年土地市场趋冷，各地纷纷放宽土地限价标准，提高利润空间，吸引房企拍地。例如深圳第一轮供地提高了出让地块的限售价格，东莞更是直接取消了销售限价的约束。

**销售疲软，二手房限价政策几乎全都取消。**

二手房参考价通常低于实际成交价格，而银行在发放房贷时会作为参考，二手房限价最终起到的效果是变相提高二手房购房首付。

据克而瑞研究中心统计，自 2021 年 2 月，深圳率先推出二手指导价政策后，截至 2021 年底，全国至少有 15 个城市陆续建立二手房指导价发布机制，目前各地均有不同程度放松二手房限价，**目前仅只有深圳和上海还在严格执行这项政策。**

## 1.3 限购政策放松状况

**年初二三线城市已经放松限购政策，近期一线城市跟进限购政策放松。**

本轮限购政策放松开始于 2022 年 3 月，郑州放松限购政策，**随后大部分二三线城市在 4 月、5 月跟进。**

8 月 20 日，上海发布临港新片区优化人才购房条件，在临港新片区工作的非本市户籍人才缴纳个税或社保满 1 年即可购房，成为首个边际上放宽限购的一线城市，后续其他一线城市可能也会逐步跟进。

**图 3：限购放松城市一览**

时间	限购放松的城市
3月	郑州、哈尔滨、福州
4月	东莞、中山、无锡、南京、湖州、佛山、绍兴、淮安、大连、厦门、苏州、九江、兰州、秦皇岛、衢州
5月	长沙、合肥、扬州、苏州、南京、句容、杭州、沈阳、惠州
6月	广州、青岛、九江、武汉、南京、佛山
7月	成都、东莞
8月	上海（临港新区）

资料来源：各地房管局，民生证券研究院整理

## 1.4 限售政策放松状况

**三四线城市已经放松，个别二线城市跟进，一线城市未见调整。**

限售政策主要抑制房屋购买后转售的时间，从而抑制炒房行为，但同时也会抑制改善型需求的释放。

三四线城市本身二手房市场深度一般，当前地产销售低迷，三四线城市大多已经取消或放松限售政策。另外，部分二线城市如苏州等，通过缩短限售时间，对二孩以上的家庭，出售房屋时不受约束等手段略有放宽限售政策。一线城市尚未见调整。

**图 4：限售政策一览**

政策类型	城市	能级	时间	主要内容
放松居民售房限制	青岛	二线	3月	• 新房由原来的取得不动产权证书满5年，变更为网签后满5年便可交易，二手房拿证满两年即可交易。
	哈尔滨	二线	3月	• 拟废止区域性限售政策。
	苏州	二线	4月	• 二手房限售期限由5年缩至3年。
	宜昌	三线	4月	• 明确新建商品住房网签备案2年内上市交易不再受限制
	衢州	四线	4月	• 取消限售
	西宁	四线	6月	• 取消限售，暂缓执行新购买的住房限售2年。

资料来源：各地房管局，民生证券研究院整理

## 1.5 房票制度重启

**房票政策当前已经在三四线重新启用，二线城市开始跟进，但政策力度不及上一轮。**

房票作为创造商品房需求的工具，也在今年重新启用。

与其他地产政策松绑节奏一致，房票在今年首先于三四线城市推行，随后宁波、郑州、南京等二线城市也参与其中。

**当前已有逾 20 个城市推行地产政策，主要集中在浙江、江苏以及河南。**

**图 5：已经实施房票的城市**

发布时间	省份	城市	能级
2022.5.31	浙江省	台州市 温岭市	三线
2022.5.31		宁波市 奉化区	二线
2022.7.5		宁波市 海曙区	二线
2022.6.8		绍兴市	二线
2022.6.10		丽水市	四线
2022.6.16		嘉兴市 海宁市	三线
2022.7.28		温州市 瑞安市	三线
2022.4.22	江苏省	苏州市 常熟市	二线
2022.5.16		无锡市 江阴市	三线
2022.6.20		无锡市 宜兴市	三线
2022.6.6		宿迁市 泗阳县	三线
2022.6.19		苏州市 张家港市	二线
2022.6.20		南京市 溧水区	二线
2022.8.17		南京市 浦口区	二线
2022.4.18	河南省	信阳市	三线
2022.5.29		许昌市	四线
2022.6.20		郑州市	二线
2022.5.18	福建省	南平市 邵武市	四线
2022.7.1		南平市 武夷山市	四线
2022.5.5	安徽省	阜阳市 界首市	三线
2022.1.16	四川省	宜宾市	四线
2022.8.9	山东省	潍坊市	三线
2022.6.16	湖北省	鄂州市	四线

资料来源：各地房管局，民生证券研究院整理

## 2 销售现状：保交楼担忧抑制居民购房需求

### 2.1 居民杠杆意愿低迷

**当前地产销售整体仍低迷，处于历史低位，居民加杠杆动力不足。**

上半年地产销售因疫情影响进一步下滑，各地纷纷出台鼓励购房政策。全国层面看，作用效果并不明显。6月地产销售因递延需求集中释放有所反弹，7月销售同比增速再度快速下滑。

居民信贷增速持续创新低，相比于往年大幅少增，甚至一度出现居民中长贷负增长，反映当前居民部门加杠杆动力不足。

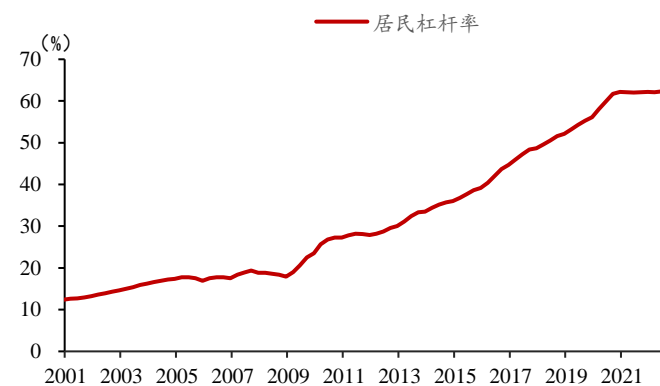
**各能级城市销售情况分化严重，一线和强二线城市销售复苏力度较强。**

一线城市中，上海、深圳复苏力度显著。以上海为例，7月单月成交面积高达142万平方米，创2020年以来单月成交新高，**销售同比增速回正。**

二线城市中，成都、西安、杭州、合肥等城市维持高热度，7月成交保持同环比齐增，前7月累计同比降幅已收窄至10%左右，房地产行情自成一派，另外，长沙在政策出台后有明显回暖。**整体来看，强二线城市前期各类政策利好叠加，市场修复尚可。**

多数二线及三四线城市复苏力度较为有限，根据30大中城市商品房销售面积数据，当前二、三线城市销售同比增速仍在-40%左右，**相较于此前低点回升幅度有限。**

图 6：居民杠杆率



资料来源：wind，民生证券研究院

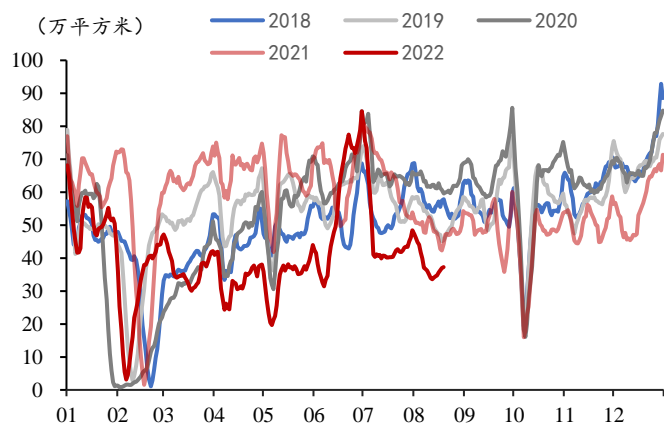
图 7：历年 1-7 月居民累计信贷



资料来源：wind，民生证券研究院

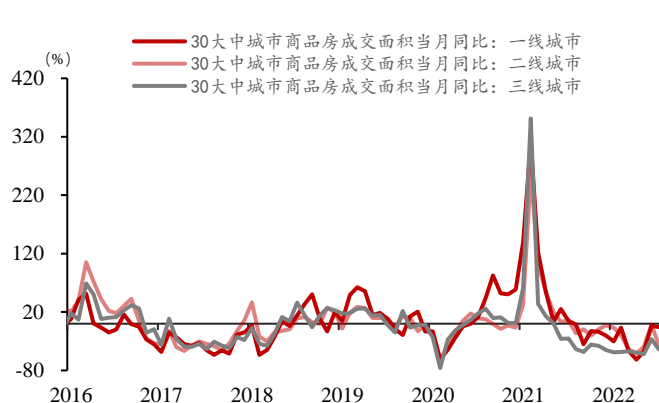


图 8：30 城地产销售情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：各能级城市商品房成交面积同比



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 地产销售分化显著

### 居民购房观望情绪加重，当前市场以刚需消费为主。

地产市场冷淡，开放商降价销售，居民对未来房地产市场更加悲观，观望情绪有所加剧，市场信心略有不足。当前市场主要需求来自刚需消费，**人口净流入和经济产业强的城市，销售复苏动能相对较好。**

### 地产企业违约事件影响居民购房信心，房企交付能力成为居民购房重要考量因素。

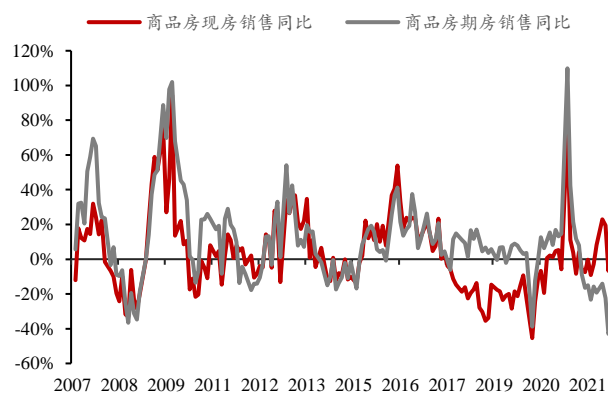
**现房销售增速大幅领先期房。**自 2021 年下半年以来，现房和期房销售增速开始分叉，并且逐步扩大。7 月现房销售同比增速大幅领先期房超过 40 个百分点，这是自有数据统计以来，首次现房销售增速连续 12 个月领先期房销售。

**二手房市场好于新房市场。**尽管 7 月全国房地产销售回落，然而克而瑞监测数据，7 月主要城市二手房成交规模继续回暖，15 个重点城市二手房成交量环比上涨 3%，同比降幅收窄至 11%。

**出险房企销售大幅落后于未出险房企。**对比上市出险房企和未出险房企样本，6 月未出险房企销售明显反弹，而出险房企几乎与 5 月持平。甚至同一个区域内，财务状况不佳的房企推出更大打折力度，销售情况财务健康房企，即便财务健康房企丝毫打折。

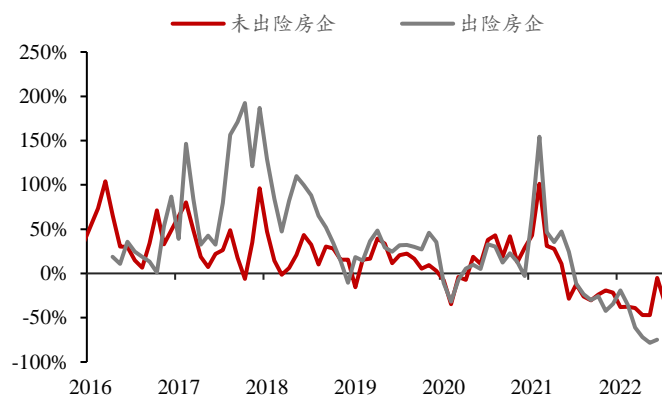


图 10：现房销售大幅好于期房



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：未出险房企与出险房企销售月度同比增速分化



资料来源：wind，民生证券研究院；注：未出险房企样本为：万科、保利、招商蛇口、中国金茂，出险房企样本为：融创、世茂、龙光

## 3 土地现状：城投托底不改土地市场冰冷态势

### 3.1 土地出让金显著收缩

**2022 年以来土地市场冷淡程度超市场预期，土地出让金减收规模超地方政府预期。**

今年以来土地出让金加速下滑，超出地方政府预期。去年下半年土地出让金增速开始下滑，2022 年以来加速下滑，同比增速滑落至-30%左右。

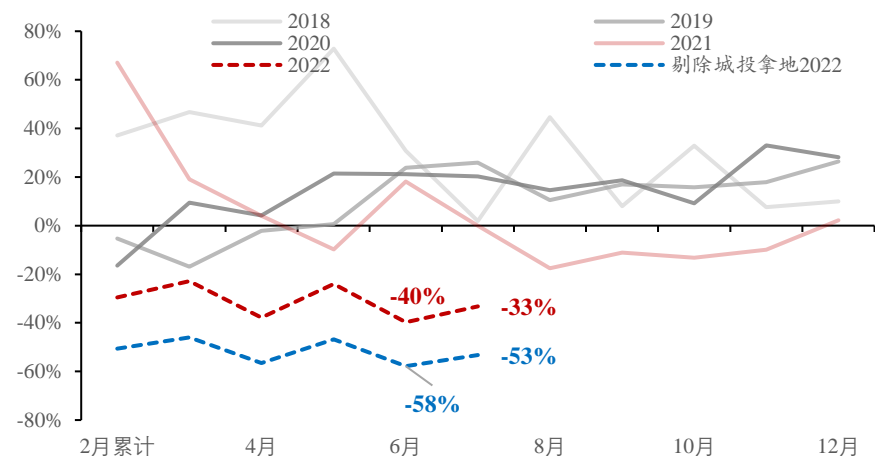
**2022 年 1-7 月土地出让收入累计比上年同期下降 31.7%，少增约 1.3 万亿。**年初政府性基金预算收入同比增速 0.6%，当前情况与距离年初预算差距较大。

**各地持续放松土地拍卖条件，实际效果一般。**

22 个重点城市当中，大部分城市首轮集中供地时均已放松土地拍卖条件。第二轮集中供地时，又有 8 个城市在第二轮土地拍卖中放松条件。

放松的手段不限于放宽限价、降低或取消配建、放宽缴款周期等，来吸引房企参与土地拍卖，但实际效果一般。

图 12：土地出让金同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院；注：剔除城投土地出让金是根据 22 重点城市城投拿地占比推算得出

### 3.2 土地出让市场分化

**低能级城市土地市场降温更明显。**

全国层面看，4 月华东地区疫情加剧后，地市场受到影响，100 大中城市土地流拍率明显上升。

2022 以来，100 大中城市成交土地溢价率一直在 5%左右的低位徘徊，而上一次土地市场出现如此冷淡的情况还是在 2008 年金融危机期间。可见当前土地市场几乎已经陷入冰点。

22 个重点城市首批次集中供地成交情况也不乐观，首批共计成交 4969 亿，同比下降 52.7%。大量地块以底价成交，顶价成交地块较少。

城市之间分化较为明显，如深圳、合肥等地土地市场热度较高，触顶成交地块占比超过 60%，

而沈阳、长春、无锡、广州等城市土地市场热度较低，以底价成交的地块占比超过 80%。

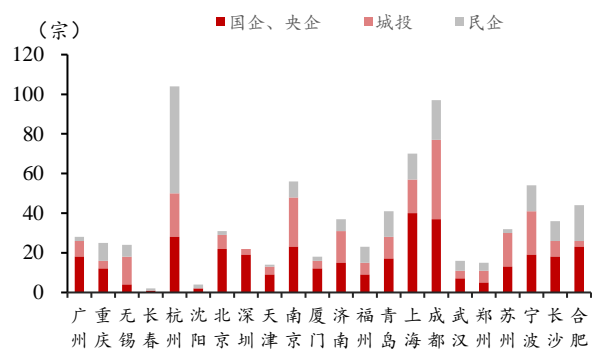
**当前土地市场参与方主要以国、央企为主，城投托底依然非常明显，民企参与度不高。**

截至 8 月中旬，22 个重点城市已经成交的地块当中，民企占比仅 25%。其中民企拿地较多的主要是上海、成都、杭州、宁波等销售较好的高能级城市。

当前重点城市的土地市场主要参与方是国企、央企，其次是城投，成交地块数量占比分别为 45%和 30%。其中，二三线城市如徐州和金华，第二轮集中供地甚至出现全部由城投拍下的情况。

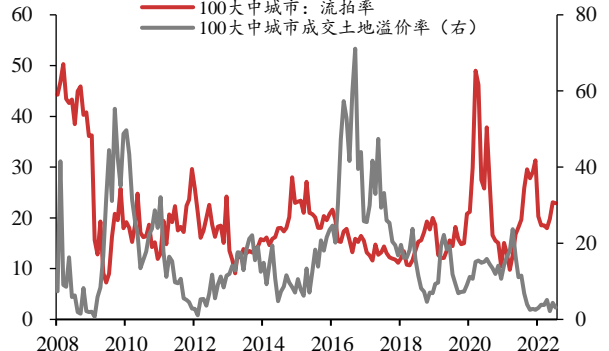
**城投所购地块 60%-90%是以底价成交，主要集中于土地市场冷清的城市以及热门城市的非核心区域。**

图 13: 22 个重点城市土地成交情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 100 大中城市流拍率和溢价率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15: 22 个重点城市第二轮土地拍卖规则相比于第一轮变动

变化城市		第二批土拍规则变化	变化方向
适度收紧	长沙	2 幅地块采取“限房价竞地价”的竞拍方式,其余地块均要求“限地价竞自持租赁住房”,这一部分占比高达88%	限价+自持
	宁波	地块付款周期适当收紧,继续摸索“定品质”	付款收紧
适度放松	北京	推出所有地块均不含保障性住房,为保障住宅品质增加预审环节	放松配建
	青岛	取消配建产权型人才公寓	取消配建
	杭州	土地款尾款缴纳时间由上批次的8个月左右延长至一年	缴款时间放宽
	武汉	在积极推进保障性租赁住房建设的前提下,此次公告的部分需要配建租赁住房的项目,创新采取“异地配建”模式,减轻企业压力,释放市场活力。	放松配建
	南京	1)摇号地块放宽商品住宅预售条件2)13宗地块未设新房毛还限价;3)多个板块新房 限价上调	放松限价
	上海	本次整体需配建的保障房比例有所下降,除1宗需配建8%以外,其余维持在5%的比例	放松配建
	深圳	部分地块限房价上调	放松限价
基本不变	广州	本批次做出了重大调整,除海珠锌片厂地块依旧沿用“竞地价+竞自持+摇号”外,其余 13 宗地统一改为“限地价+摇号”;取消“竞自持”	取消竞自持
		济南、天津、无锡、重庆、福州、厦门、合肥、苏州、成都	

资料来源: 各地自然资源管理局, 民生证券研究院

## 4 房企现状：融资受困且民企和国央企加速分化

截至 2022 年 7 月，房企融资情况并未出现明显好转。

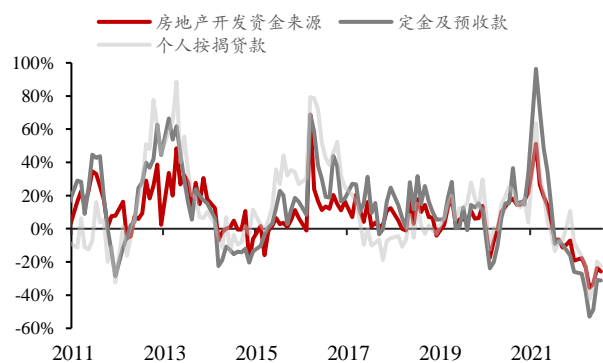
房地产开发资金来源同比增速自去年 7 月持续下滑，当前增速中枢在-25%左右，低于历史正常区间。

一方面是房企最为依赖的销售回款，因为地产市场整体低迷而大幅下滑，另一方面不管是银行渠道还是公开市场渠道，房企融资并没有明显改善。

### 4.1 当前房地产开发贷增速已经转负

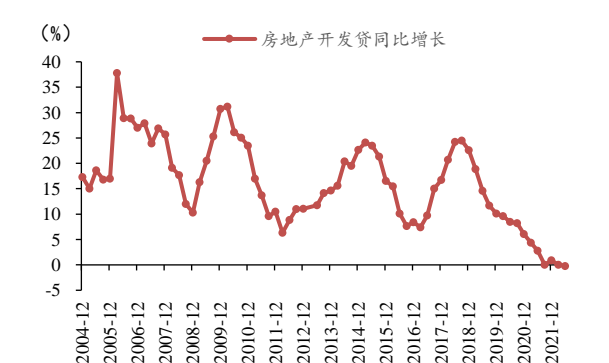
2022 年一季度和二季度房地产开发贷同比增速分别为 0%、-0.2%，相比于去年四季度继续下滑。尽管央行层面强调“扩大房地产开发贷款供给，对优质房地产项目不盲目抽贷、断贷、压贷”，但从地产行业总体层面来看，一方面出险企业很难获取信贷，另一方面房企整体开发力度有所减弱，降低导致上半年开发贷增速转负。

图 16：房地产开发资金来源同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：房地产开发贷同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

### 4.2 当前房企融资依然没有太大改善

**违约事件频发，非标渠道融资收缩仍在继续**

去年下半年以来，投向房地产信托产品规模就开始收缩。

从 2021 年 5 月以来，房地产就一直是信托产品风险事件的高发领域。今年 1-7 月房地产信托违约金额达 566.76 亿元，规模占比达到 77.52%。频发的违约事件也影响了信托向房地产投资的信心。

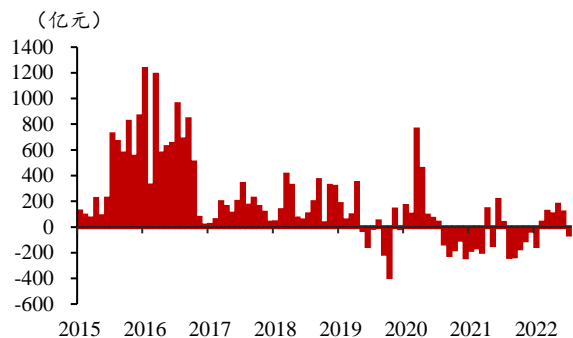
另一方面，信托资金投向基础设施和房地产等领域的占比中长期下降的趋势不变。

**债券融资边际略有好转，但离正常区间仍有差距。**

2022 年上半年房企信用债净融资规模转正，相比于 2021 年下半年以来持续净偿还的情况

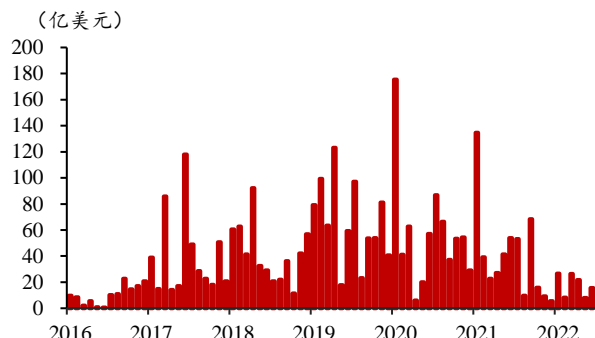
有所好转。而5月后，信用债净融资规模又开始有所回落，7月净融资规模为-60亿元。此外，境外美元债发行相比于去年下半年也有小幅回升，7月发行规模高达61亿美元，创近10个月以来的新高。但无论是境内还是境外债券融资，仍离正常水平之前有所差距。

图 18: 房地产信用债净融资规模



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 房地产美元债发行规模



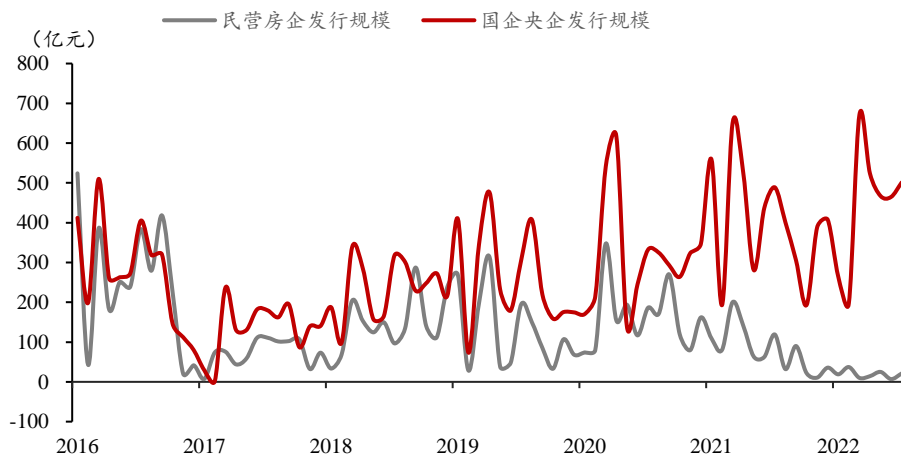
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 4.3 国企与民企融资仍存在明显分化

去年民营房企接连违约，市场对民营房企信用资质产生疑虑，民营房企债券融资也几乎陷入停滞，国央企背景房企虽然受到一定影响，但债券融资规模并没有出现大幅度的下滑。

尽管政策层面也曾出台多项政策，支持民营房企融资，例如引入信用保护工具、引入交易商协会等第三方对民营企业的债券增信担保等，但这些措施主要是针对于本身信用资质较好的民营房企，当前企业之间由于资质背景而产生的分化依然存在，并没有出现明显好转。

图 20: 民营房企发债规模仍远低于国有房企



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 5 本轮地产有何不同？预期转弱风险不断自我放大

2021年下半年地产走弱以来，房企违约事件接连不断，从中央到地方针对地产行业的政策也在不断加码，但当前地产问题与过去几轮地产问题并不太一样。

### 不同之一，居民对民企开发商信心不足。

“房住不炒”的政策基调下，当前投资型需求已经基本退出，主要是刚需和改善型消费拉动，但当前房企信用资质恶化已经传递到居民端，抑制了需求释放。

尽管在过去几轮地产下行周期中，也有房企退出的情况，但本次房企违约蔓延范围远超以往，即使是行业龙头也未能幸免。

头部房企大量已开始出售的项目无法按时交付、甚至停工，导致购房消费者对房企信心不足，尤其是首次现房销售连续长时间好于期房销售，可以印证这一点。

### 不同之二，居民购房预期转弱并自我强化。

地产正常运转的模式是“居民购房——房企回款——拍地——开发推盘——居民购房”。而一旦居民购房预期转弱，那么意味着房企无法回款、拍地，进一步投资，也就形成了“居民观望——房企无法回款——土地市场走弱——房地产投资减弱——停工项目增加——居民继续观望”。

出险房企和非出险房企的销售数据已经很好验证了这点，居民预期转弱并逐步自我强化的苗头已经显现。

### 不同之三，单靠“因城施策”，彻底修复地产信心不足并不容易。

地产政府作为土地市场的参与者，或多或少依赖于土地出让收入。地产行业预期转弱情况下，地方政府财政压力也会显著抬升。一旦房企财务状况恶化，销售回款停滞，地方政府自身收入下滑，很难有余力去救助房企，推动房地产市场重回正轨。

地方政府各类政策应出尽出，多数地方政府的政策出发点在于拉动居民需求。需要地方政府支出资金的政策如“房票制”，实际上受制于地方政府的财力，推行的规模和力度都相对有限。

一旦地方政府与房企之间的信任度也有所下降，即使地方政府以仅有的余力，推行房票或补贴等手段支持居民购房，但政策推行的效果或仍不及预期。

地方政府会担心房地产企业道德风险，即使销售好转，但房企仍然停工、无法按时交付，造成居民对房企不信任程度加剧。此外，房地产企业对地方政府的信任度下降，担心地方政府的偿付能力，避免因兑付拖沓，造成自身现金流短缺。

### 我们认为当前地产行业急需信用注入，居民预期修复或需政策加码。

当前地产面临当务之急是房企和地方政府的资产负债表恶化，短期内最简单快速的解决方法即是注入信用。

例如为困境项目提供融资、或者收并购、甚至是地方政府层面牵头成立纾困基金等手段，都是从信用注入的思路来解决地产当前困境。

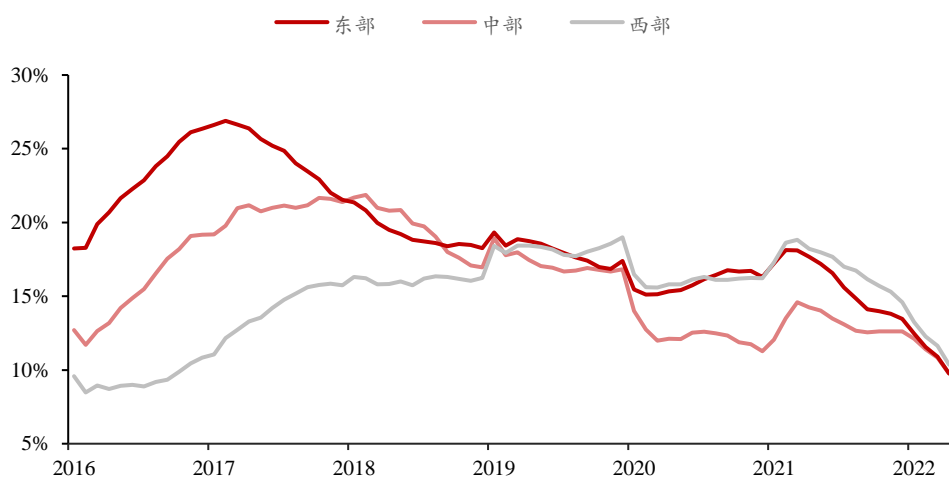
对于销售韧性强的城市，如东部沿海等经济发达，人口净流入的城市，相对而言，疫情对

居民收入和财富的冲击相对较小，短期内信心恢复，需求可能就会逐步释放。

**修复居民预期可能需要更长的时间和更大力度的政策。**

经济相对较弱的地区，或居民收入受疫情影响较大，且依赖当期收入做出购房决策的地区，改善居民购房预期，更需要保障居民收入稳步增长，本质上是面临稳经济的问题，而地产本身在经济中的占比高，后续可能需要更多的经济政策的出台。

**图 21：全国各地区居民信贷增速**



资料来源：wind，民生证券研究院 注：东部、中部、西部样本并未涵盖所有省份



## 6 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) **数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对下半年财政和央行的行为判断。

3) **地产政策超预期或不及预期。**若由于地产政策超预期，会导致销售和信贷偏离大幅历史数据和经验，从而影响对全年的判断和测算。

## 插图目录

图 1: 住房贷款加权利率与住房贷款增速 .....	4
图 2: 100 城首套房贷最低首付比分布 .....	4
图 3: 限购放松城市一览 .....	5
图 4: 限售政策一览 .....	6
图 5: 已经实施房票的城市 .....	6
图 6: 居民杠杆率 .....	7
图 7: 历年 1-7 月居民累计信贷 .....	7
图 8: 30 城地产销售情况 .....	8
图 9: 各能级城市商品房成交面积同比 .....	8
图 10: 现房销售大幅好于期房 .....	9
图 11: 未出险房企与出险房企销售月度同比增速分化 .....	9
图 12: 土地出让金同比增速 .....	10
图 13: 22 个重点城市土地成交情况 .....	11
图 14: 100 大中城市流拍率和溢价率 .....	11
图 15: 22 个重点城市第二轮土地拍卖规则相比于第一轮变动 .....	11
图 16: 房地产开发资金来源同比增速 .....	12
图 17: 房地产开发贷同比增速 .....	12
图 18: 房地产信用债净融资规模 .....	13
图 19: 房地产美元债发行规模 .....	13
图 20: 民营房企发债规模仍远低于国有房企 .....	13
图 21: 全国各地区居民信贷增速 .....	15

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026