

过去两年，房地产政策收紧，地产迅速降温，市场持续低迷。市场一直期待地产政策放松，然而零星政策一直无法显现效果，市场预期反复波动。直至今年11月，民企融资“第二支箭”再次点燃市场热情。

本轮地产面临的复杂度空前，市场深知本轮地产救赎之路蜿蜒曲折。展望未来，我们如何把握地产政策底层逻辑，从而有效展望未来地产政策的具体落地路径？

### ➤ 首先我们需要熟悉中国地产调控的演绎脉络

**历史上地产经历多轮调控。这一轮又一轮的地产调控，暗含三条主线：**

**调控对象**从总量房地产市场，逐渐深化至结构性的房地产行业。

**政策着力点**从抑制需求扩展到限制价格，逐渐形成“量价并控”的局面。

**调控操作**越发差异化、结构化、精细化，甚至拓展到企业层面调控。

**三条主线体现地产调控的两个政策导向。**

**调控着力点**，从居民需求端控制转向地产企业端调控。

**调控目的**，从平滑行业周期波动转向引导产业去金融化。

### ➤ 本轮地产之所以超额承压，缘起多重压力之下供需共振

熟悉调控演绎脉络之后，我们能够更好理解本轮地产承压的原因以及症结所在。

本轮地产政策收紧始自2020年底。相较以往，本轮地产调控存在三点明显差异：

**第一，地产收紧力度超越以往。**不论是首付比，还是房贷利率，亦或房企融资限制，本轮政策收紧力度明显超过往年。

**第二，地产收紧涉及范围超越以往。**居民信贷额度控制、银行信贷限定、因城施策提高指导价等多重措施。既有数量限定措施，又有价格指导政策；既涉及居民和房企，也涉及银行和地方政府；既有市场化的利率引导，也有行政指令划定。

**第三，地产收紧的介入深度远超以往。**本轮地产调控动用高频度、指标化、精细化（因企施策）约束房企融资、拿地、销售的各个环节，直指房企降杠杆。

多重政策共振之下，地产收紧效果十分明显。不仅房企杠杆得到控制，地产销售、拿地、融资，几乎所有环节都快速下滑。

认识到这一点之后，我们便能理解为何这一轮地产承受的压力远超以往。托举地产，后续不仅需要更大力度的政策调松，还需要多维度政策放开。

### ➤ 纾解本轮地产压力，后续政策或持续在三个方面发力

**其一，保交付稳定居民购房预期。**

打消居民对交付的忧虑，这一点对三四线房地产市场尤为重要。我们预期未来或有更多保交付的纾困政策出台。

**其二，放松房企融资缓解房企流动性，后续或有更多融资放松。**

从定向贷款、纾困基金，到9月央行推出保交楼专项PSL，再到11月初民企融资“第二支箭”扩容。目前房企经营与房地产市场尚在正常化修复过程中，融资放松政策覆盖的企业与项目尚且有限。未来我们或可期待更多、更大力度的针对民营房企的融资放松。

**其三，刺激需求打破负循环机制，尤其刺激重点区域房地产市场需求。**

销售回款可以说是房企最重要的流动性来源。居民销售回归的前提则是地产价格正常化。地产具备极强“买涨不买跌”金融属性，房价跌幅不止，居民预期很难好转，地产销售难言起色。目前市场格局下，已经放松的低能级城市效果有限，未来或将迎来高能级城市与重点区域的房地产市场放松。

### ➤ 地产去金融化仍是长期政策调控的主要方向

引导地产行业走出高杠杆、高周转、高金融属性模式，走向更加可持续的健康发展模式，这是本轮地产调控的初衷所在。

**调整房企高杠杆、高周转、“囤地”的开发运行模式，重塑行业格局，压降地产的金融属性，这或许是未来地产长期政策的主线。**

未来或将迎来更多中长期地产政策，2023年我们对此拭目以待。

**风险提示：**疫情发展超预期；经济趋势超预期；稳地产政策不及预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理 游勇**

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

### 相关研究

- 1.宏观事件点评：本轮地产政策救助的未尽之路-2022/11/15
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产热度持续-2022/11/13
- 3.宏观事件点评：三个关键数据的拐点意义-2022/11/12
- 4.美国10月CPI数据点评：海外风险资产“反转”了吗？-2022/11/11
- 5.民营企业债券融资工具点评-民企融资“第二支箭”意在地产-2022/11/10

# 目录

<b>引言</b> .....	<b>3</b>
<b>1 中国地产调控的历史演绎脉络</b> .....	<b>4</b>
1.1 中国地产调控政策的图谱 .....	4
1.2 中国地产调控演变的主线 .....	4
1.3 地产调控演变的两个方向 .....	6
<b>2 本轮地产收紧方式不同以往</b> .....	<b>7</b>
2.1 本轮地产收紧是多重政策共振所致 .....	7
2.2 本轮地产收紧的重点在降房企杠杆 .....	8
2.3 本轮调控更加精细使压制效果明显 .....	8
<b>3 本轮政策收紧所致地产下行压力空前</b> .....	<b>10</b>
3.1 房企现金流显著承压 .....	10
3.2 民营房企信用收缩 .....	11
3.3 政策间负螺旋机制 .....	12
<b>4 本轮地产政策的纾解方向</b> .....	<b>14</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>16</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>17</b>

## 引言

过去二十多年，房地产一直是宏观经济的重要变量，其贡献 GDP 增长、拉动就业并广泛关联上下游产业。由于房地产的重要性和复杂性，历史上经历多轮政策调控。

但在过去两年，房地产政策收紧，房地产市场迅速降温，与之前的多轮调控政策形成鲜明对比。

支撑今年前三季度经济的出口，同比增速在 10 月降至 0 值以下，本轮地产终于开启正常化修复，11 月民企融资“第二支箭”再次点燃市场预期。“强预期”与“弱现实”之间仍可期待更多政策，但如何把握房地产调控的政策逻辑？当下与未来中国地产调控政策又有哪些选择？

本轮政策调控与之前的不一样，我们可以从两个维度展开。

**历次地产调控政策背后隐含的政策逻辑是什么？**考虑到地产政策的复杂性，我们分别明确地产调控中的各部门角色，以及主要政策抓手。然后根据政策抓手，结合不同时期房地产市场的背景，梳理房地产调控政策的主线并归纳房地产调控的方向性特征。

**过去两年地产为何迅速降温？本轮地产收紧与之前有什么不一样？**我们主要从三个角度进行对比：其一，对比本轮政策与历次政策的调控密度、力度；其二，对比调控政策的重点和打点；其三，对比政策的目标的准确性、精细度和颗粒度，以及本轮政策的追踪、监测效果。

我们一直强调，在经济面临较大下行压力的当下，中国经济显然不能忍受房地产长期的低迷。此轮房地产政策的收紧是多重政策共振下的结果。如果想解决当下的房地产企业困局，短期内可以根据本轮调控中收紧政策期待放松。而长期来看，房地产政策去金融化的大方向或许不会改变。

# 1 中国地产调控的历史演绎脉络

## 1.1 中国地产调控政策的图谱

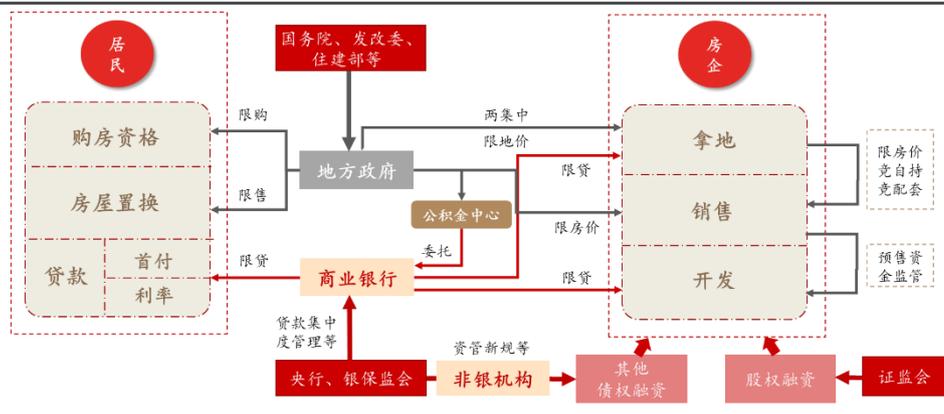
中国地产调控涉及多部门，分工大体上有政策制定、政策落实和监管调控三类：央行和银保监会、国务院与发改委等部委指导政策制定；银行与地方政府落实调控政策；证监会对房企再融资进行监管调控。

地产调控政策的主要着力点集中于商品房的供需两端，即居民与企业。

**需求端**，对居民购房资格、资金来源与房屋置换卖出，分别有限购、限贷、限售等措施。

**供给端**，政策调控房企融资、拿地、销售、开发各环节。

图1：地产调控的政策图谱



资料来源：国务院、民生证券研究院整理

## 1.2 中国地产调控演变的主线

随着房地产市场的发展，自 2008 年以来，我国共经历了 4 轮地产周期：

第一轮：2008Q3-2010Q1（上行）、2010Q2-2012Q1（下行）；

第二轮：2012Q1-2013Q1（上行）、2013Q1-2014Q3（下行）；

第三轮：2014Q3-2016Q3（上行）、2016Q3-2020Q1（下行）；

第四轮：2020Q1-2020Q3（上行）、2020Q3 至今。

每一轮地产周期的背后均有政策调控的影子。地产政策调控逻辑的动向可归结为三条主线。

**第一，调控政策对象从总量的房地产市场，逐渐深化至结构性的房地产行业。**

早期调控总量市场采用增加供给、降低需求的方式，如居民限购限贷（第一轮和第二轮政策重点），同时促进房企开发增加供给。但这不但没有解决市场过热，反而

带来房地产金融化问题，在第二三轮收紧时，政策试图从供给侧对房地产行业进行调控，如房企的融资（限制比例）、回款（预售资金管理）、拿地、开发（配套设施建设、自持租赁房）等。

### 第二，政策着力点从抑制需求扩展到限制价格，逐渐形成“量价并控”的局面。

前期政策调控主要依靠市场，政策工具的打点是“降低需求量”，但效果一般。房价持续上涨，形成“涨价预期”，反而催生了投机需求。房企和居民不断加杠杆，进一步促成房地产金融化。政策必须“釜底抽薪”抑制投机需求，这需要稳定价格。从2017年开始，在预售申报和土地出让过程中对商品房进行限价，成为重要的调控举措。

### 第三，政策调控越发差异化、结构化、精细化，甚至拓展到企业层面调控。

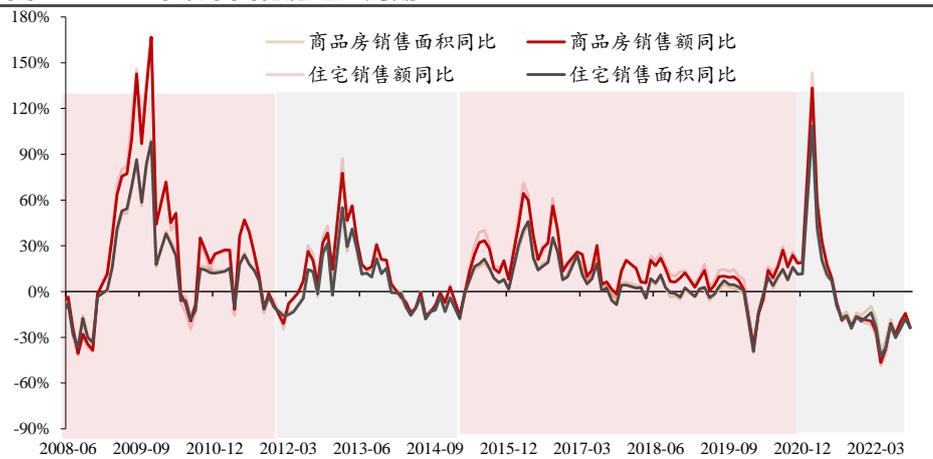
在房地产市场不断发展的同时，地区分化越发明显。一二三线城市的供需结构、金融压力差异不断扩大。金融层面（如房贷利率）总量控制政策往往在全国“一刀切”，效果不尽如人意。政策调控逐渐精细化、结构化，从全国性政策（第一二轮）发展到“因城施策”（第三轮），再升级到“一城一策”。最新一轮调控甚至针对房企融资“因企施策”，对不同杠杆率企业做出不同要求（三条红线政策）。

图2：我国的房地产政策总结

	拿地	开发	贷款	销售/购房
需求端 (居民)	/	/	限贷（商贷/住房公积金贷款：首付比例、房贷利率与额度）； <b>贷款集中度管理</b>	限购、二手房限售 交易税、购房补贴、房产税（预期）
供给端 (房企)	招拍挂制度、供地“两集中”、限房价、限地价 竞自持、竞配建、土拍保证金	房企融资限制（资管新规）、预售资金监管	<b>贷款集中度管理</b> 、限制开发贷额度与流向	限房价
一城一策	一线城市拿地要求整体更严格，部分二线城市较为温和	预售资金监管加严后在部分三四线城市操作更严，未来将统一	一二线更严，三四线趋向宽松	限购集中在长三角、珠三角、京津冀地区

资料来源：人民网、经济观察网等，民生证券研究院

图3：2008 年以来四轮房地产周期



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.3 地产调控演变的两个方向

根据地产调控演变主线，我们可以看到地产调控呈现明显的方向性特征。

#### 一是调控手段的重点，从需求控制发展到产业层面的控制。

如上文所言，地产调控的重点逐步从需求端转向供给端，并深入到产业的各个环节，在调控指标上深入房企内部，对于企业财务指标、销售价格、开工规划等等作出一应指导。

#### 另一个是调控方向从平滑行业周期波动转向产业去金融化。

早先的地产调控主要以预防房价过快上涨、平滑周期波动为主要目标。但在房地产市场发展过程中，房地产金融化本身成为最大风险点。调控重点从需求端转向供给端的过程中，调控目标逐渐转向消除产业的金融化属性。第二、三轮调控，试图从供给侧改革引导房地产行业去金融化。最新一轮调控更进一步，从企业层面调控地产企业的财务杠杆水平。

## 2 本轮地产收紧方式不同以往

### 2.1 本轮地产收紧是多重政策共振所致

2020 年开始的本轮收紧政策在**调控范围、调控力度和介入深度**都远超以往。

在此轮调控中，众多单项政策的调控力度超过以往。针对房地产行业的金融杠杆，此前银监会虽多次出台政策限制银行的房地产贷款比重，2019 年仍有 34%。贷款集中度管理对这一数值指标进一步收严。而预售资金管理虽早已提出，但真正落实执行也是在 2020 年，全年有 26 个省市出台预售资金管理政策细则，并且在 2021 年多家房企信用风险暴露后进一步加强。

更不用说调控政策多管齐下，多重政策形成共振。政策打点遍及产业链的各个环节，包括拿地、融资、销售、开发等。如此全方位的调控政策基本上消除了房企腾挪的空间。

除此之外，本轮调控由多个部门深度协同参与，对政策实施全流程的监管。这在历史上还属首次。参与部门包括监管规范房地产市场的住建部、调控土地供应的自然资源部，还有负责金融系统监管的银保监会以及央行，甚至还包括地方政府。第一轮、第二轮调控中，央行和银保监会发挥主要作用；第二轮收紧中，政策在供给端开始发力，住建部开始参与。而在本轮政策调控中，地方政府(银监局)甚至参与到房地产企业的预售资金管理中。当然，政策调控的各部門细节诉求不同，政策实施效率高的同时，也可能会放大政策的负面效果。

图4：本轮房地产调控政策的多部门协同

部门	日期	政策	落实对象	主要内容
银保监会	2021.1	限贷	银行-居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>严格审查购房资金来源，防经营贷入市</li> <li>延长放款周期，提高贷款利率，严格审查贷款资格</li> <li>基于二手房指导价放贷</li> </ul>
央行、银保监会	2020.12	贷款集中度管理	银行-房企-居民	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>房地产贷款占比</b>：大型银行不得超过 40%，中型银行不得超过 27.5%，小型银行不得超过 22.5%，县域农合机构不得超过 17.2%，村镇银行不得超过 12.5%</li> <li><b>个人住房贷款占比</b>：大型银行不得超过 32.5%，中型银行不得超过 20%，小型银行不得超过 17.5%，县域农合机构不得超过 12.5%，村镇银行不得超过 7.5%</li> </ul>
央行、住建部	2021.08	三道红线	房企	<ul style="list-style-type: none"> <li>房企剔除预收款项后资产负债率不超过 70%</li> <li>净负债率不超过 100%</li> <li>现金短债比大于 1</li> </ul>
住建部	2021.9	预售资金监管	房企	<ul style="list-style-type: none"> <li>地方政府为了确保开发商能够正常交房，加强了预售资金监管的执行力度，或是收紧了预售资金监管政策。</li> </ul>
	2021.2	二手房参考价	居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021 年深圳首次提出“二手房参考价”，引导价格预期，抑制投资需求，随后多城跟进。</li> </ul>
	2021.1	限购	居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>热点城市通过打补丁的方式加码，或者增加获取购房条件等方式限制投资型购房需求入场。</li> </ul>
	2021.1	限售	居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>部分城市延长限售年限，扩大限售区域，并通过税收调节的方式进行加码。</li> </ul>
自然资源部	2021.2	供地两集中	地方政府-房企	<ul style="list-style-type: none"> <li>集中发布出让公告（全年不超过 3 次）</li> <li>集中组织出让活动</li> </ul>

资料来源：国务院、自然资源部等，民生证券研究院

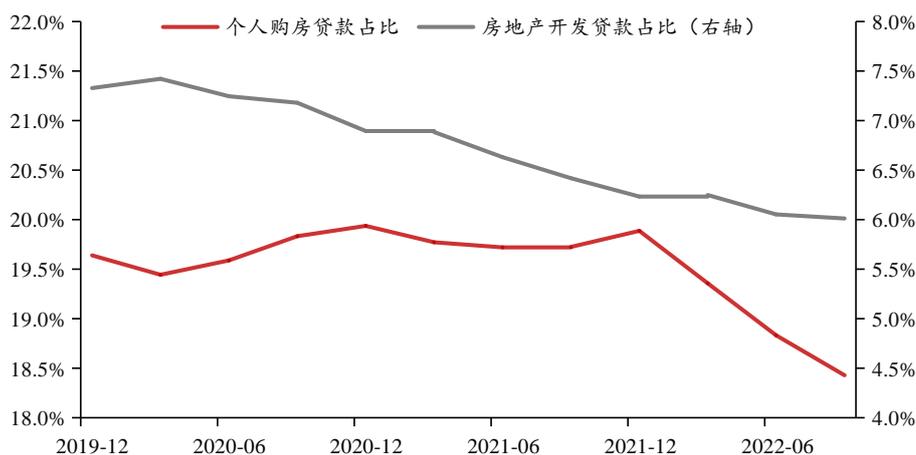
## 2.2 本轮地产收紧的重点在降房企杠杆

此前，第一二轮政策收紧，主要从需求端对房地产进行调控，力图在市场机制下，降温需求，降低房地产价格。例如，在2009年和2010年，在房价过快上涨的背景下，“国四条”、“国十条”与“国十一条”出台，提高居民房贷比例、限制购房套数、停止发放三套以上的房贷等，以降温房地产需求。但需求端调控没有抑制房价上涨趋势，期间房地产开始现金融化趋势，杠杆率不断提升，宏观经济与金融系统对于房地产的依赖不断加强。

从第三轮收紧开始，政策开始注意供给端，对房企拿地融资监管限制，试图给房地产行业去金融化。供给侧限制房企拿地融资，并采用结构化的房地产政策，“因城施策”、“一城一策”调控房地产行业。但房企仍然通过非金融机构拆借、集团公司拨款、明股实债等各种变相融资继续加杠杆拿地，反而以更高的资金成本提升了杠杆率，进一步加剧了金融风险。

本轮房地产政策的调控进一步直接作用于企业杠杆。之前的供给侧调控没有彻底打破房企金融化的根源，即房市与金融系统的关联，所以这是此轮调控政策的重点。在此轮调控中，“三条红线”直接对企业杠杆率作出具体要求；贷款集中度管理从银行资金供给层面，对房企贷款和个人贷款比例做出硬性规定。除此之外，集中供地和预售资金管理都对房企的流动性提出更高要求。在这一系列组合拳的作用下，房市在2021年下半年明显降温。

图5：房地产的杠杆率明显降温



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 本轮调控更加精细使压制效果明显

本轮调控指标层次更为精细，政策发布和监管考核更为高频、调控范围甚至精

确到了企业层面。

**诸多调控政策首次明确目标指标的具体数值。**“三条红线”直接要求企业剔除预收款项后，资产负债率不超过 70%，净负债率不超过 100%，现金短贷比不得小于 1。这一要求从一开始的试点房企甚至扩展到全行业。贷款集中度管理对不同规模的银行房地产贷款具体比例和个人住房贷款比例作出明确要求。在此之前，政策对房企融资更多以约谈、喊话为主，没有强制约束力。个人贷款业务也从之前侧重调价（即首付比例、房贷利率、购房资格等），转变为调量（最终房贷在银行贷款中的比例）。这些具体指标数值可随时追踪、监测，以监管房地产调控效果。

**除了精确指标化之外，本轮政策调控还突出一个“高频”。**一方面，政策发布速度明显快于以往。本轮政策调控期间（2020 年 7 月—2022 年 3 月），部委及以上共发布 10 条房地产相关调控政策，平均每月发布 0.5 条政策，密度明显高于前三轮政策（前三轮月均分别发布 0.2、0.1 和 0.3 条政策）。除了中央层面，地方政府也密集发布调控政策，深圳市此轮一共发布了 12 条政策。另一方面，政策实施监管频次更高。在本轮政策调控之前，房企预售资金监管中往往存在虚报、瞒报、挪用等。而 2021 年下半年多地加强辖区预售资金监管后，地方政府要求房企根据施工进度节点报审用款计划。如此高频的监管政策，极大降低了房企资金的周转效率。

**更具意义的是，本轮调控的颗粒度从之前的“一城一策”首次精确到“因企施策”。**第二三轮调控政策开始从供给侧对房地产行业进行调控。在土地、贷款、销售、购房等领域，政策对一线城市、重点城市、和三四线城市提出不同政策要求。而在本轮政策调控中，“三条红线”甚至根据房企杠杆率（资产负债率、净负债率、现金短贷比）对不同房企采取不同政策措施。预售资金监管对信用资质不同的开发商实行差异化资金监管额度。这也使得本轮调控的效果能够直击要害。

## 3 本轮政策收紧所致地产下行压力空前

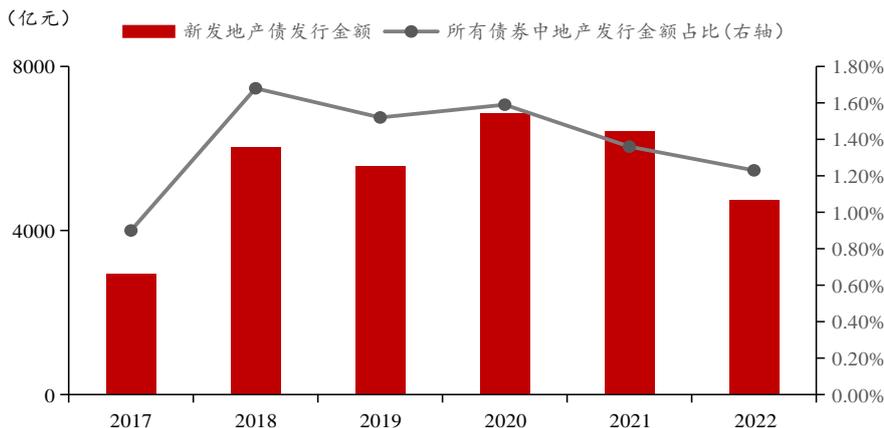
### 3.1 房企现金流显著承压

在多重监管政策的合力下，本轮调控中，房企基本上不存在资金腾挪空间，面临前所未有的资金压力。

**融资端，多条资金渠道同时严格受限，房企融资困难。**2021年以来，上市房企的现金流持续超季节性流出。其中，筹资性现金流与经营性现金流净流出，在2021年Q3突破近十年来的新低。

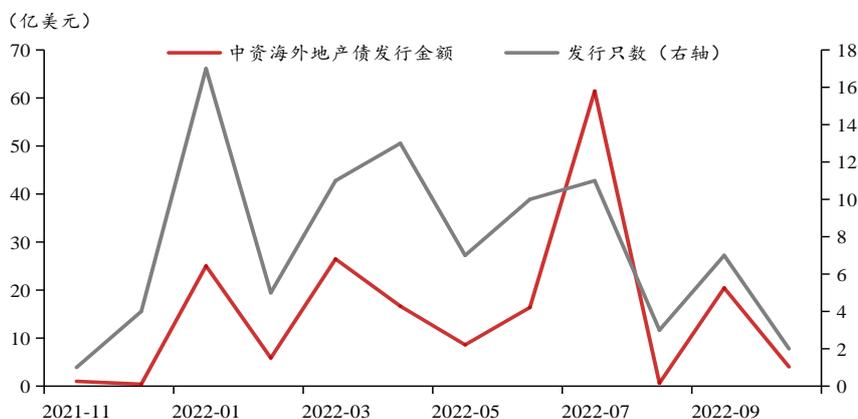
**销售端，房企销售回款承压。**自2021下半年来，商品房销售持续负增长，部分二三线城市楼盘去化率不断下行，房企销售持续承压。再叠加本轮调控对预售资金监管加严，房企销售回款处于低迷状态。就对现金流影响而言，房企的经营性现金流也表现出超季节性的低迷。

图6：新发地产债回落



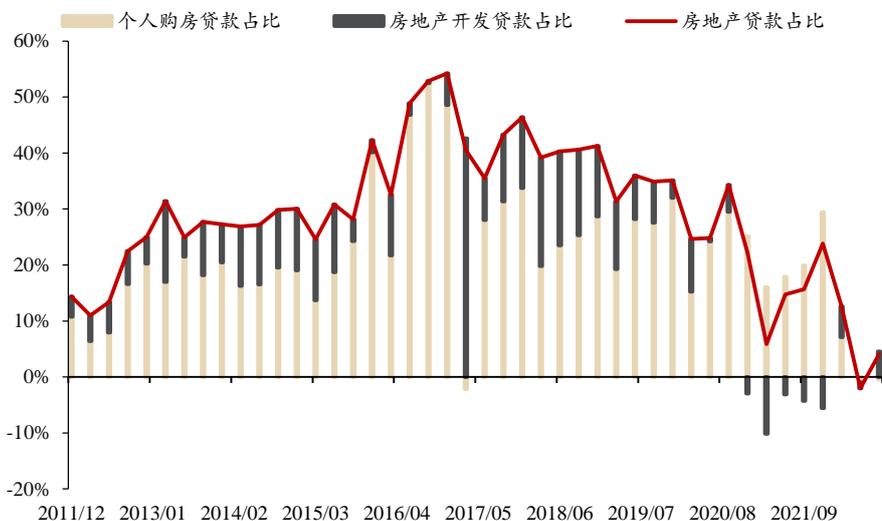
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：中资海外地产债发行回落



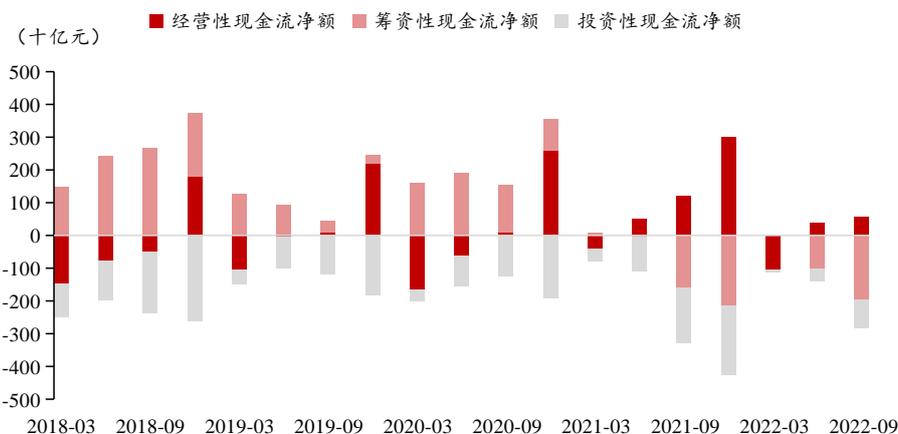
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2020Q4，新增房地产贷款明显下降，此后一直偏低



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：2021、2022年上市房企现金流净额持续为负



资料来源：ifind，民生证券研究院；注：2022年截至三季报

## 3.2 民营房企信用收缩

2021年以来，房企违约频发，甚至有大型房企违约，这打破市场之前对头部房企“大而不倒”的信仰。并且由于融资渠道的差异，民企信用压力更大。

往年房企违约通常发生在中小房企。本轮调控政策重点在降房企杠杆，原来传统融资模式下的规模优势，反而变成负担。

发生债务违约的房企数量不仅大幅增多，还集中于资产过千亿元的大型民营企业，其中不乏恒大等地产龙头（2021年9月，恒大债务首次展期）。

除了涉及多家大型龙头房企，这一轮房企“违约潮”还呈现出，同一公司的多只债券多轮展期或违约，并且首次违约涉及金额较大等特点。这使得违约结果较以往冲击更大、波及范围更广。

**相比于国央企，民企融资压力更大，融资效果不佳，违约概率更高，并且影响到拿地和经营。**

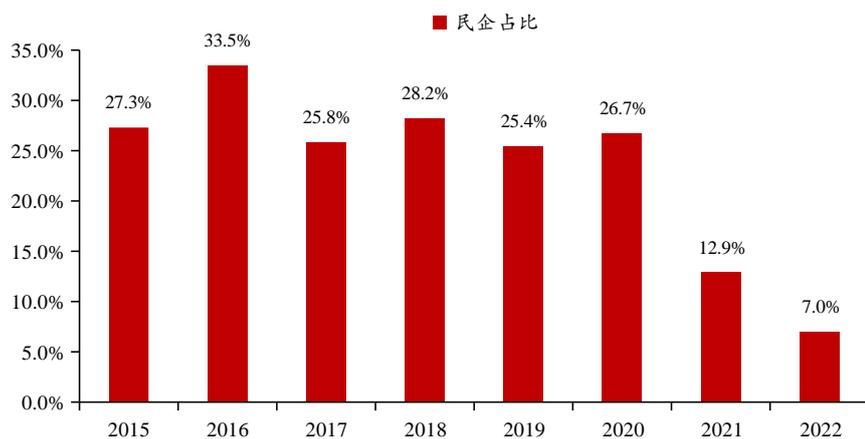
在行业面临较大的融资压力的情况下，国央企融资渠道相对畅通，融资方面的边际利好主要落在拥有较强股东背书的国央企。从 2022 年以来（截止 9 月）的地产债发行额度来看，国央企和集体企业占比高达 78%，而民营企业份额则仅有 7%，与往年有较大差距。

**民企资金压力较大，拿地份额大幅缩水。**

由于多家企业年报数据尚未公布，**拿地是当期反映房企资金宽裕程度最灵敏的指标之一**，尤其是考虑到当前地价相对便宜，土地溢价率自 2021 年 Q3 以来已达到历史极低水平，本该是补充土储的较好时机——这不仅意味着后续的增长基础，也保证了一定的利润空间。

**在资金压力较大情况下，民企作为以往拿地的主力军，近两年来拿地份额大幅下滑。**对比 2020 与 2021 年前 100 家房企的拿地金额数据，2021 年民企拿地份额从 7 成左右下滑至约 4 成。2022 年前三季度，前 30 房企的拿地份额进一步下滑至 10%。

图10：新发地产债中，民营企业比重下降



资料来源：wind，CREIS，民生证券研究院；注：截至 2022 年 9 月

### 3.3 政策间负螺旋机制

此轮政策调控之前，房企通过“拿地—新开工—预售”的快周转模式，加速回笼资金、偿还债务，继续拿地加杠杆。这一模式非常依赖房企融资和销售回款的通

畅，其中销售回款又深受居民按揭贷款及其对地产市场预期影响。本轮调控政策同时对供给端和销售端造成冲击，这些冲击相互加强，使房地产行业陷入紧缩循环。

**2020 年下半年开始，融资端大幅收紧，房企流动性遭遇困难。**“三条红线”与贷款集中度管理限制了房企的多条融资渠道，从 2020 年下半年开始，房地产开发贷余额增速持续下降，境内外地产债发行也大幅缩水。

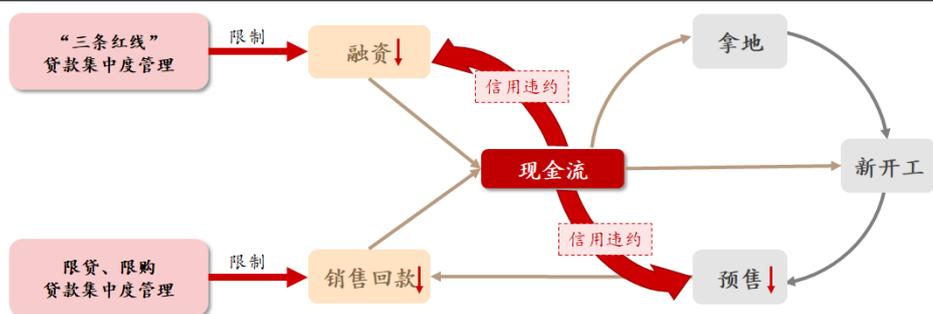
**在融资渠道不畅、流动性承压的情况下，房企信用事件频发。**2020 年 Q3 开始，多家房企先后出现违约事件，其中不乏一些大型房企甚至行业龙头。

**房企信用风险事件，叠加限购限贷加码，引发销售景气度下滑。**融资端收紧后，房企对另一资金来源销售回款的依赖程度加大。然而，由于房企违约传闻引发购房者对于交房的担忧，叠加 2020 年下半年以来，房贷利率上调、限购限贷政策加码，销售端也迅速降温，2021 年开始房地产销售面积同比持续下滑。

**房企信用事件还打击了投资者信心、引发地方政府担忧加强预售资金监管，影响其他融资渠道。**房企违约进一步打击了投资者信心，房企的海外融资渠道基本冻结。房企信用风险也引发地方政府的担忧，为了尽量避免“烂尾楼”的民生影响，政府要求房企首要保证“保交付”并加强预售资金管理。从 2021 年 9 月开始，多地政府加强了预售资金监管的执行力度，或收紧了预售资金监管政策。这使得房企连到手的预收款都难以提取，进一步恶化了资金环境。

在此情况下，房企资金流压力持续加大，信用风险进一步上升，对购房者信心、投资者信心以及政府信心（预售资金监管）带来更大压力，地产收紧的负螺旋机制形成。

图11：不同政策之间形成负向螺旋机制



资料来源：wind, CREIS, 民生证券研究院

## 4 本轮地产政策的纾解方向

本轮地产周期收缩缘起供需共振，房地产市场面临房企现金流枯竭、房企信用紧缩、以及居民需求不振的三方压力。当下纾困房地产市场也要从这三个方面入手：

### 其一，保交付稳定居民购房预期。

解除居民购房后顾之忧是地产纾困的前提。若无法保证交付，除了对社会民生有不良影响外，还会下挫居民购房预期。此外，保交付也能在一定程度上稳定房企信用。

### 其二，放松房企融资缓解房企流动性，后续或有更多融资放松。

房企融资约束不断放松，政策也在多维度打开空间。从定向贷款、纾困基金，到9月央行推出保交楼专项PSL，再到11月初民企融资“第二支箭”扩容。目前房企经营与房地产市场尚在正常化修复过程中，融资放松政策覆盖的企业与项目尚且有限。未来我们或将见到更大力度的融资放松政策。

### 其三，刺激需求打破负循环机制，尤其刺激重点区域房地产市场需求。

在正常生产经营中，销售回款可以说是房企最重要的流动性来源。房企依赖销售回款来回笼资金、偿还债务。保交付稳定购房预期与放松房企融资只能暂时治标，治本还需销售回暖带动房地产行业健康运行。居民销售回归，房企现金流才能恢复正常。

居民销售回归的前提则是地产价格正常化。地产具备极强“买涨不买跌”金融属性，房价跌幅不止，居民预期很难好转，地产销售难言起色。

目前市场格局下，已经放松的低能级城市效果有限，未来或将迎来高能级城市与重点区域的房地产市场放松。地产市场差异化极大，不同城市、地域的需求完全不同。此轮调控之前“一城一策”正是其复杂性的体现。目前我们看到的销售端需求放松政策仍然集中于低能级城市。或许难以真正有效刺激居民购房需求、改善居民预期，地产销售难以实质性企稳，地产现金流无法有效改善。

**从长期来看，过去中国地产调控的根本原因在于房地产行业金融化带来的风险。展望未来，政策调控仍将朝向压降地产金融属性，企业行为和行业格局或将迎来重塑。**

房企高杠杆、高周转、“囤地”的开发模式存在风险。但是在整体市场环境、行业格局、拿地模式等没有发生根本性改变的情况下，限制企业融资、控制企业杠杆来消除行业的金融属性，短期将带来行业的剧痛与出清。

未来长期政策方向，或将调整行业格局改善市场环境。企业层面，房地产企业去杠杆。行业层面，房地产去金融化。

**房地产去金融化后回归“居住”功能，政府将进一步增加保障房建设，满足中**

低收入群体等大众的居住需求。

## 5 风险提示

- 1) 疫情发展超预期。**本轮疫情影响超过预期，或使得地产项目开工受阻，本文测算或有高估。
- 2) 经济趋势超预期。**若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，超出我们预期。
- 3) 稳地产政策不及预期。**经济可能超预期向好，地产政策放松力度低于预期。

## 插图目录

图 1: 地产调控的政策图谱 .....	4
图 2: 我国的房地产政策总结 .....	5
图 3: 2008 年以来四轮房地产周期 .....	6
图 4: 本轮房地产调控政策的多部门协同 .....	7
图 5: 房地产的杠杆率明显降温 .....	8
图 6: 新发地产债回落 .....	10
图 7: 中资海外地产债发行回落 .....	10
图 8: 2020Q4, 新增房地产贷款明显下降, 此后一直偏低 .....	11
图 9: 2021、2022 年上市房企现金流净额持续为负 .....	11
图 10: 新发地产债中, 民营企业比重下降 .....	12
图 11: 不同政策之间形成负向螺旋机制 .....	13

## 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