

# 地产政策三问：效果怎样？是否刺激？ 如何演绎？

证券研究报告

2022年11月21日

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-内滞外胀的逻辑开始反转-11月第3周资产配置报告》2022-11-14
- 2 《宏观报告：宏观-10月是7月的重演吗？》2022-11-12
- 3 《宏观报告：宏观-谁是劳动力下降的元凶》2022-11-10

## 一问：近期供给侧政策效果预计如何？

受制于金融机构风险管理及政策增量的影响，实际的落地效果可能会低于市场预期，未出险、经营稳健的优质民营房企可能从中受益，但对其他民营房企的救助作用预计有限。

相比于实际效果，“金融 16 条”的信号意义显然更大。我们在 8 月报告《市场在担心什么？》中已经提出判断，“对地产（供给侧），最差的时候已经过去，解决地产问题的速度比想象中要快”，地产供给侧的政策底实际上早已确立。在某种程度上，可以认为“金融 16 条”的出台是央行对民营房企融资态度转向的信号，是对供给侧政策底的进一步强化，预计未来政策对房企的支持力度会进一步加码，未出险优质民营房企的流动性有望逐渐企稳并修复，已出险房企有望加速出清，风险继续暴露的概率有所下降。

## 二问：需求侧会有大规模刺激吗？

如果能够明确当前房地产领域问题的根源所在，就不难发现，需求侧的长期下行或不可逆，不支持再一次的大规模刺激。虽然政策对房企的态度已经发生了本质的变化，并且房企支持政策仍有进一步出台的可能性，但在需求侧难有大幅反弹的情况下，实际效果的释放可能会比较缓慢。

我们在报告《四问四答：托经济会从哪方面入手？》中已经明确指出，基于对未来房地产潜在需求的判断，我们认为小规模刺激的效果有限，大规模刺激的可能性有限。解决地产问题的关键仍然在于供给侧而非需求侧，加速对冗余供给的出清可能对新周期的确立更有帮助。

## 三问：供给侧政策还会有什么？

如果任由供给侧继续快速回落，未来大概率会面临地产供给小于潜在需求的情况，进而产生新的供需矛盾，当前已经到了“保主体”的必要阶段，未来对优质房企的支持力度有望进一步加大。我们认为，房地产供给侧的政策将沿着三个方向推进和演绎：继续支持优质房企，适当“保主体”来支持“保交楼”，加速出清出险房企。

**风险提示：**疫情发展可能超预期，进而导致稳增长压力加大；政策效果不及预期，进而改变政策出台的节奏。

近期，监管部门密集出台了一系列针对房地产企业融资的政策，包括扩大民营企业债券融资支持工具（下称“第二支箭”）、《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（下称“金融 16 条”），以及《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》（下称“保函置换监管资金”）等。这些地产政策的调整，叠加 11 月 10 日政治常委会研究部署优化防控工作的二十条措施<sup>1</sup>，使得近期股、债市场都出现了较大的变化，对房地产市场后续走势也产生了新的期待。但我们认为，市场可能对当前的政策以及未来的房地产市场有所高估。

## 一、供给侧政策信号大于实际，未出险的优质民营房企流动性修复

我们认为，尽管监管部门在近期连续出台政策稳定房地产的供给侧，可能会对部分优质房企起到支持作用，但对宏观层面而言，实际效果可能会低于市场的预期。

一方面，强调市场化运作的情况下，政策能支持的范围相对较小。无论是“第二支箭”、“金融 16 条”，还是“保函置换监管资金”，在鼓励金融机构稳定房企融资的同时，监管部门也都在强调“市场化原则”，比如《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》中明确强调，“**允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策**，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务”。在这种导向之下，我们认为金融机构在执行政策时会更多地考虑风险因素，最终能够给予支持的大概率只有尚未出险、经营稳健的优质房企，而已经出险的房企则很难享受到政策红利。比如，银行向房企提供保函置换房企的预售监管资金，相当于将项目烂尾的风险从房企转移到了银行，这对向来追求稳健经营的商业银行而言并不具备吸引力；“第二支箭”涉及到的担保增信、购买债券，以及“金融 16 条”中的鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资等也是类似的逻辑。

另一方面，经过我们统计，“金融 16 条”中的一半政策都对应了已出台的存量政策。比如“金融机构要合理区分项目子公司风险与集团控股公司风险”，其实早在今年 4 月 20 日央行召开的金融支持实体经济座谈会上已经提出；“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，实际上在近两年房企风险暴露的过程中，银行、信托已经在进行展期操作。

表 1：“金融 16 条”中包括部分已出台政策

方向	序号	金融 16 条	核心内容	对应存量政策
保持房地产融资平稳有序	1	稳定房地产开发贷款投放	金融机构要合理区分项目子公司风险与集团控股公司风险	2022 年 4 月 20 日，央行召开金融支持实体经济座谈会
	2	支持个人住房贷款合理需求	鼓励金融机构结合自身经营情况、客户风险状况和信贷条件等，在城市政策下限基础上，合理确定个人住房贷款具体首付比例和利率水平。	2022 年 9 月 29 日，人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限
	3	稳定建筑企业信贷投放	鼓励金融机构在风险可控、商业可持续基础上，优化建筑企业信贷服务，提供必要的贷款支持保持建筑企业融资连续稳定。	
	4	支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期	自本通知印发之日起，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。	银行、信托实际上已经在对部分存量房地产融资进行展期
	5	保持债券融资基本稳定	推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持。	2022 年 11 月 8 日，“第二支箭”

<sup>1</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/10/content\\_5726025.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/10/content_5726025.htm)

	6	保持信托等资管产品融资稳定	鼓励信托公司等金融机构加快业务转型在严格落实资管产品监管要求、做好风险防控的基础上，按市场化、法治化原则支持房地产企业和项目的合理融资需求，依法合规为房地产企业项目并购、商业养老地产、租赁住房建设等提供金融支持。	
积极做好“保交楼”金融服务	7	支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款	依法合规、高效有序地向经复核备案的借款主体发放“保交楼”专项借款。	2022年8月中旬，住建部、财政部、央行通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。
	8	鼓励金融机构提供配套融资支持	对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的可予免责。	
积极配合做好受困房地产企业风险处置	9	做好房地产项目并购金融支持	鼓励商业银行稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务	2021年底，中国人民银行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》
	10	积极探索市场化支持方式	对于部分已进入司法重整的项目，金融机构可按自主决策、自担风险、自负盈亏原则，一企一策协助推进项目复工交付。	
依法保障住房金融消费者合法权益	11	鼓励依法自主协商延期还本付息	对于因疫情住院治疗或隔离，或因疫情停业失业而失去收入来源的个人，以及因购房合同发生改变或解除的个人住房贷款，金融机构可按市场化、法治化原则与购房人自主开展协商，进行延期展期等调整。	2022年4月18日，《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》
	12	切实保护延期贷款的个人征信权益		
阶段性调整部分金融管理政策	13	延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排		
	14	阶段性优化房地产项目并购融资政策	相关金融机构要用好人民银行、银保监会已出台的适用于主要商业银行、全国性金融资产管理公司的阶段性房地产金融管理政策	“金融16条”强调用好“已出台”政策
加大住房租赁金融支持力度	15	优化住房租赁信贷服务		
	16	拓宽住房租赁市场多元化融资渠道		

资料来源：央行官网，天风证券研究所

因此，尽管市场对“金融16条”的反应较为强烈，但我们认为，受制于金融机构风险管理以及政策增量影响有限，实际的落地效果可能会低于市场预期，未出险、经营稳健的优质民营房企可能从中受益，但对其他民营房企的救助作用预计有限。

相比于实际效果，“金融16条”的信号意义显然更大。我们在8月报告《市场在担心什么？》中已经提出判断，“对地产（供给侧），最差的时候已经过去，解决地产问题的速度比想象中要快”，地产供给侧的政策底实际上早已确立。在某种程度上，可以认为“金融16条”的出台是央行对民营房企融资态度转向的信号，是对供给侧政策底的进一步强化，预计未来政策对房企的支持力度会进一步加码，未出险优质民营房企的流动性有望逐渐企稳并修复，已出险房企有望加速出清，风险继续暴露的概率有所下降。

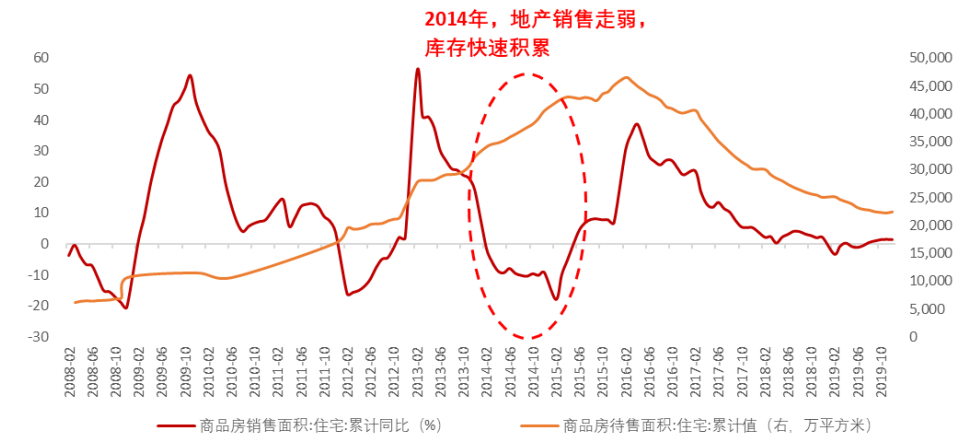
## 二、但需求侧长期下行或不可逆，也会限制供给侧政策效果

从宏观经济的层面来说，脱离了需求侧的改善，仅是未出险优质民营房企流动性的修复，并不足以扭转房地产行业的下行趋势。近期地产供给侧政策陆续出台以后，市场重新产生了对需求侧刺激政策的预期。为了进一步明确这一问题的答案，我们认为有必要对我国这两年在房地产领域所经历的房企出险、项目停工、销售疲软等问题的根源进行回溯。

我们在报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》中搭建了新建商品房潜在需求测算模型，不仅可以测算出2022-2035年中国房地产市场的刚性需求与改善需求的规模（下称“刚改需求”），还可以对2001-2021年的“刚改需求”进行回溯。

从结果看，由于城镇化率提升速度早已放缓，中国房地产市场的“刚改需求”在 2016 年就已经达峰，如果没有之后的外力干预，中国房地产周期长期下行的拐点应该在 2017 年出现。实际上房地产需求增长乏力的问题在 2014 年就已经有所显现，2014 年住宅类商品房销售面积仅有 10.5 亿平方米，较 2013 年下降 9.1%。为了缓解地产下行的压力，2014 年 7 月国务院办公厅发布《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》（国办发〔2014〕36 号）<sup>2</sup>，启动了大规模棚户区改造工作。2015 年 6 月，为了进一步提振房地产市场，国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》（国发〔2015〕37 号）<sup>3</sup>，棚改货币化的进程正式开启。

图 1：2014 年，地产需求增长乏力的问题开始显现



资料来源：Wind，天风证券研究所

站在 2014、2015 年，当时经济正处于“三期叠加”（经济增速换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期）的初期<sup>4</sup>，经济增长不宜过快地下滑，确实有必要通过棚改政策释放一定的旧房更新需求，来适当对冲“刚改需求”的回落，平滑地产周期下行的节奏。**房地产政策的理想状态应该是“托而不举”**——通过政策的干预，将地产周期转折的“尖顶”变为更加平滑的“圆顶”，将风险分散在较长的周期中逐步进行缓释，但不追求对潜在需求下行趋势的逆转。

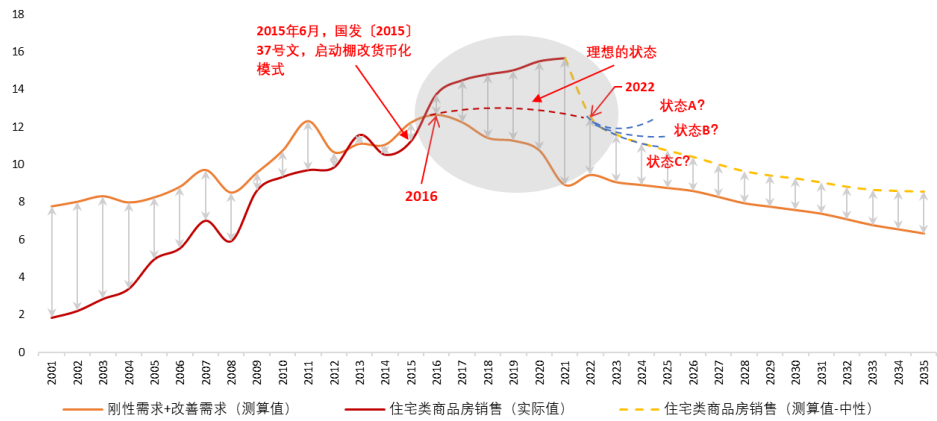
但实际上，2015 年以后中国房地产周期发生了方向上的改变，商品房实际销售明显背离了潜在需求。在这个过程中，产生了大量的泡沫和投机性需求，同时再一次推升了房价，部分民营房企高杠杆、高周转、高负债的经营模式也应运而生，为当前所经历的危机埋下了伏笔。

图 2：地产的潜在需求趋势不支持再进行一轮大规模刺激（单位：亿平方米）

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/gongbao/content/2014/content\\_2736108.htm](http://www.gov.cn/gongbao/content/2014/content_2736108.htm)

<sup>3</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-06/30/content\\_9991.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-06/30/content_9991.htm)

<sup>4</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2015-07/30/content\\_2906296.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2015-07/30/content_2906296.htm)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

明确了这一点后,再回头去看当前乃至接下来房地产供给侧政策,就不难发现,虽然政策对房企的态度已经发生了本质的变化,并且房企支持政策仍有进一步出台的可能性,但在需求侧难有大幅反弹的情况下,实际效果的释放可能会比较缓慢。

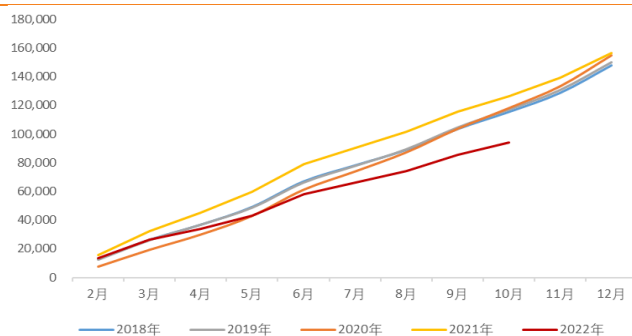
我们在报告《四问四答:托经济会从哪方面入手?》中已经明确指出,基于对未来房地产潜在需求的判断,我们认为小规模刺激的效果有限,大规模刺激的可能性有限。解决地产问题的关键仍然在于供给侧而非需求侧,加速对冗余供给的出清可能对新周期的确立更有帮助。

### 三、供给侧政策还会有什么?

经过一年多的风险暴露,当前房地产的有效供给能力已经出现了较大幅度的下降,如果优质房企继续出险,未来可能会面临阶段性的供给不足。由于今年大量全国性民营房企出现风险事件,同时销售端持续疲软,导致已出险房企没有能力拿地、未出险房企没有信心拿地,地产供给侧的回落幅度要明显大于需求侧,供给侧可能已经出现了超调。

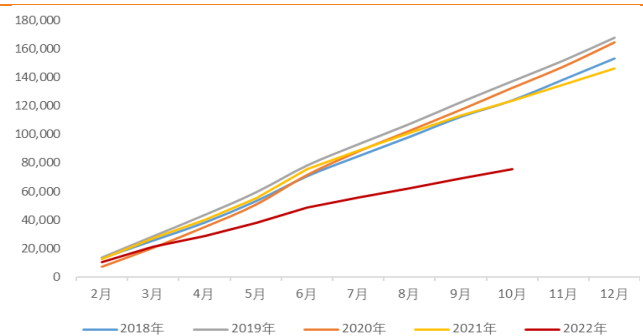
2022年1-10月,住宅类商品房销售面积为9.4亿平方米,为去年同期的74%,为2018-2021年同期均值的79%;而住宅类房屋新开工7.6亿平方米,仅为去年同期的61%,为2018-2021年同期均值的59%;更加前置的拿地环节则表现更弱,1-10月土地购置面积仅为7432万平方米,为2021年同期的47%,为2018-2021年同期均值的40%。

图3: 2022年1-10月住宅类商品房销售面积为去年的74% (单位:万平方米)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

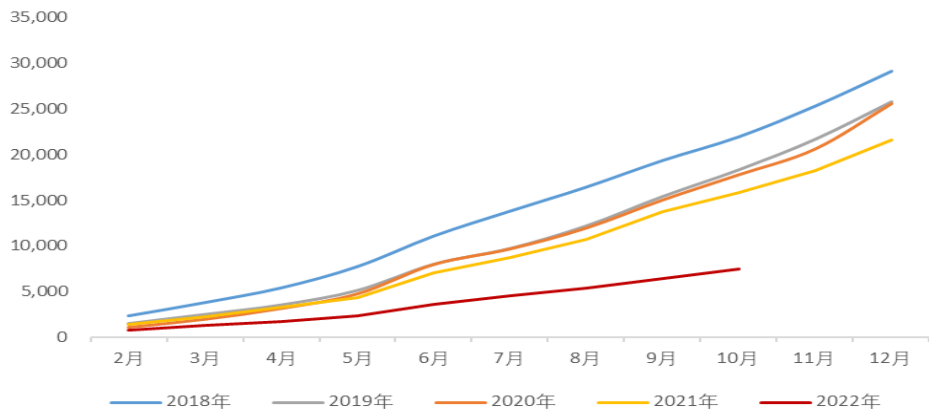
图4: 2022年1-10月住宅类房屋新开工面积为去年的61% (单位:万平方米)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图5: 2022年1-10月土地购置面积为去年的47% (单位:万平方米)

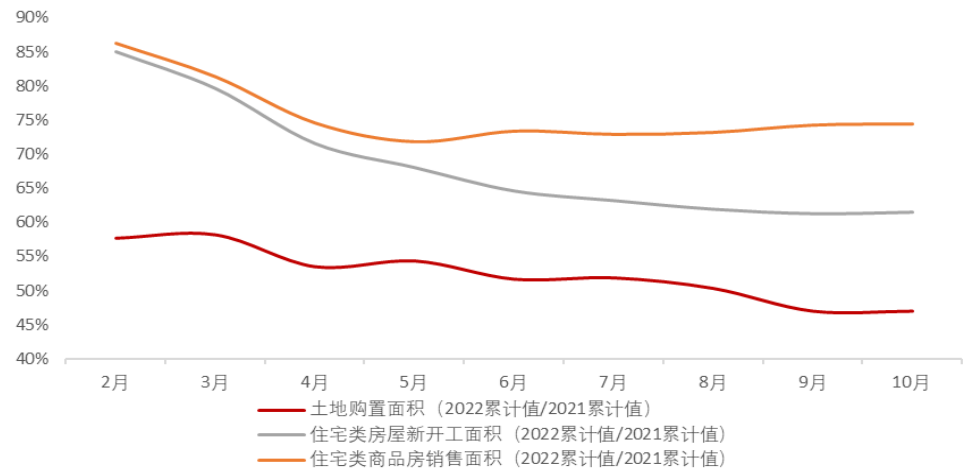




资料来源: Wind, 天风证券研究所

如果任由供给侧继续快速回落, 未来大概率会面临地产供给小于潜在需求的情况, 进而产生新的供需矛盾, 当前已经到了“保主体”的必要阶段, 未来对优质房企的支持力度有望进一步加大。我们认为, 房地产供给侧的政策将沿着三个方向推进和演绎: 继续支持优质房企, 适当“保主体”来支持“保交楼”, 加速出清出险房企。

图 6: 拿地、新开工回落程度明显大于地产销售, “保主体”进入必要阶段 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

无论房地产周期走到何种阶段, 作为重大民生问题的“保交楼”毫无疑问仍然是当前地产领域最重要的工作之一。

过去一段时间, “保交楼”相关政策以“保项目”为主。8月中旬推出的政策性银行专项借款, “严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付, 实行封闭运行、专款专用”<sup>5</sup>。从这个角度来看, 前期增量的政策资金主要聚焦于烂尾、停工项目本身, 对房企本身的流动性状况起不到改善作用。

而房企作为“保交楼”的责任主体, 在自身风险得不到缓解的情况下, 很难有效推进“保交楼”。一方面, 如果主体风险较大, 房企自身持续经营的预期不强, 站在房企视角, 投入到“保交楼”的资金就缺少远期回报, 因此房企推进“保交楼”意愿自然不强。另一方面, 当前融资环境之下, 已出险房企资金吃紧, “保交楼”同时还面临着能力不足的约束。

相比于 2022 年第二季度货币政策执行报告, 近期发布的三季度货币政策执行报告中的防

<sup>5</sup> [http://www.news.cn/fortune/2022-08/19/c\\_1128930216.htm](http://www.news.cn/fortune/2022-08/19/c_1128930216.htm)

风险部分，在以往“坚决守住不发生系统性金融风险的底线”的基础上，新增了“维护好广大人民群众的利益”，民生问题的重要性进一步提升。在更加强调金融工作的政治性、人民性的情况下，“保交楼”作为一项重大的民生工程，有必要出台政策来进一步推进。

因此，我们认为，从“保交楼”也需要适当“保主体”的角度考虑，地产的供给侧政策也有望进一步加码。

**如果要尽快重塑房地产周期，对部分已出险的高杠杆房企加速进行出清也是一个必要的选项。**

随着未来新增住房需求的持续回落，均衡状态下的房地产市场供给水平也需要相应降低，救助部分已出险的房企不再符合未来的房地产供需格局。只有加速对这些房企的出清，才能够更快地释放被占用的资源，优质房企的经营能力以及投资信心才能够得到更快的恢复。“金融 16 条”中也提出了“积极配合做好受困房地产企业风险处置”的要求。

**但在出清的过程中，我们认为目前可能还存在两个重大的阻碍亟需解决：**

**第一，出险房企在建项目的交付问题。**多数出险房企恰恰也是“保交楼”工作的重点主体，在对这部分企业进行出清之前，需要首先解决停工项目的交付问题。从“金融 16 条”来看，这方面的工作预计会通过加快收并购、增加“保交楼”专项借款规模、鼓励金融机构提供配套资金等方式予以推进。

**第二，司法重整、破产清算过程中的资产处置问题。**司法重整、破产清算是解决陷入债务困境企业的有效手段，但对于房地产企业而言，实操中存在较大的难点。无论是司法重整，还是破产清算，对于有抵质押的优先债权，都需要利用被抵质押的资产进行优先兑付。而房地产企业的核心资产——土地、房产，大多数要么处于抵质押状态，要么处于已预售状态，利用这部分资产对优先债权人进行偿付后，房企将失去重整或清算的价值，同时损害其他债权人的利益。因此，要想顺利推进房地产企业的司法重整或破产清算，需要银行、信托等优先债权人承担一部分损失，这就需要在法律、制度层面进行统一的明确。

## 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