

继聚焦债券融资的“第二支箭”扩容、央行和银保监会发布“金融16条”支持房地产市场健康发展后，11月28日股权融资“第三支箭”再度引发市场高度关注，有如千军万马来相见。宏观视角下有哪些市场关切？本文聚焦于此。

► 央行的“三支箭”，都来了

近期密集出台的地产政策，逐步扭转着市场的预期，此前聚焦地产贷款和债券的两支箭已经在行动，而此次“第三支箭”进一步引发市场高度关注，毕竟限制了多年的股权融资有所放松。从政策表述看，此次股权融资方式丰富、资金用途上囊括的范围也不小，重点聚焦保交楼和流动性补充，但后者强调满足一定条件。而回顾政策历史演变历程，不难发现此次地产政策调控的力度并不小，指向也很明确；作为增量资金，对房企资金压力的缓释作用还是很明显。

► 市场反应如何？

11月9日以来，此前价格较低的民企地产债二级成交明显活跃了许多，并且成交净价明显修复。此次“第三支箭”进一步强化了市场预期，龙湖、碧桂园、金地等交易价格快速大幅上涨，这也给了高收益债投资者极佳的参与民企地产债的获利窗口。但在短期情绪和机构行为之外，我们还是聚焦中长期逻辑和基本面。

► 宏观层面，地产政策这次不一样？

客观来说，地产“三支箭”对于短期内补充民企地产流动性还是能起到不小的作用，但这种效应能有多大？还需要审慎评估：毕竟这一系列政策均作用于供给端，然而目前地产面临的最终问题还是需求端较弱，故而我们还需带着一份审慎去看待当前的地产政策。

由此逻辑作宏观推演，短期政策在持续推进，债市仍有其调整压力。从中长期逻辑视角出发，核心还需关注目前“三支箭”相关实操落地当中能多大程度利好地产企业，尤其是民企地产；更进一步便是销售端的边际改善，其中一是疫情，二是未来是否还有更强烈刺激需求的政策出台。

往明年看，如若疫情以及地产政策相关预期全然释放之下，是否仍然存在基本面右侧一直没有到来的情形？我们认为概率不算低，在此背景下，货币政策还需其有为之处，利率的中枢是否仍有下行的空间？

► 微观层面，地产债怎么看？

当前市场环境下，地产债这一品种非常特殊，尤其是民企地产债，对于主流机构而言，要参与它的难度很大，一是技术难度，二是机构约束。(1)关于民企地产，目前政策面右侧确认之下，诸如龙湖、金地、碧桂园等民营房企近期债券二级成交净价一路升高，确实是一类在此窗口期能赚钱的资产；但是否能参与、要参与，和机构属性有很大的关系。可以明确的是，对于民企地产债，最后一杯羹的赌兑付或许从来不是占优策略；但交易性机会不常有，总是在不确定当中寻找确定性，毕竟按目前的政策支持力度，阶段性债务压力的缓释是有其确定性的。

(2)而反观国企地产，无论是从市场配置品种选择的角度，还是政策支持下情绪面的提振来看，均有关注的空间。至于基本面的持续改善，或许暂时地产终端销售的阶段性企稳已经一定程度提供了逻辑上的支撑。毕竟这类品种参与的期限并不会长，关键还是市场情绪和对应参与的价格，以及仓位的选择。

► 风险提示：宏观环境变化超预期；对“三支箭”理解的偏差；宏观经济、房企债务压力评价的主观性。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 唐梦涵

执业证书：S0100122090014

电话：15221856383

邮箱：tangmenghan@mszq.com

相关研究

1.城投随笔系列：财政重整，压力如何？-2022/12/01

2.资金面专题：跨年资金面怎么看？-2022/11/29

3.可转债打新系列：共同转债：国内甬体药物起始物料优质供应商-2022/11/29

4.可转债打新系列：齐鲁转债：聚焦山东，辐射环渤海区域-2022/11/29

5.可转债打新系列：新化转债：精细化工产品优质供应商-2022/11/29

目录

1 央行的“三支箭”，都来了.....	3
2 市场反应如何?	11
3 宏观层面，地产政策这次不一样?	13
4 微观层面，地产债怎么看?	14
5 风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

2022.11.28, 证监会就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问中提到¹: “积极发挥资本市场功能, 支持实施改善优质房企资产负债表计划, 加大权益补充力度, 促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展, 更好服务稳定宏观经济大盘。证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施, 支持房地产市场平稳健康发展。”

继央行聚焦债券融资的“第二支箭”扩容²、央行和银保监会发布“金融 16 条”³支持房地产市场健康发展后, 股权融资的“第三支箭”再度引发市场高度关注, 有如千军万马来相见, 进一步强化市场预期。宏微观视角下有哪些市场关切? 本文聚焦于此。

1 央行的“三支箭”, 都来了

近期密集出台的地产政策, 逐步扭转着市场的预期, 此前聚焦地产贷款和债券的两支箭已经在行动, 然而此次“第三支箭”进一步引发市场高度关注, 毕竟限制了多年的地产股权融资有所放松, 实操方式上、资金用途上、数量级上到底能落地多少, 每一个问题都是市场关切。

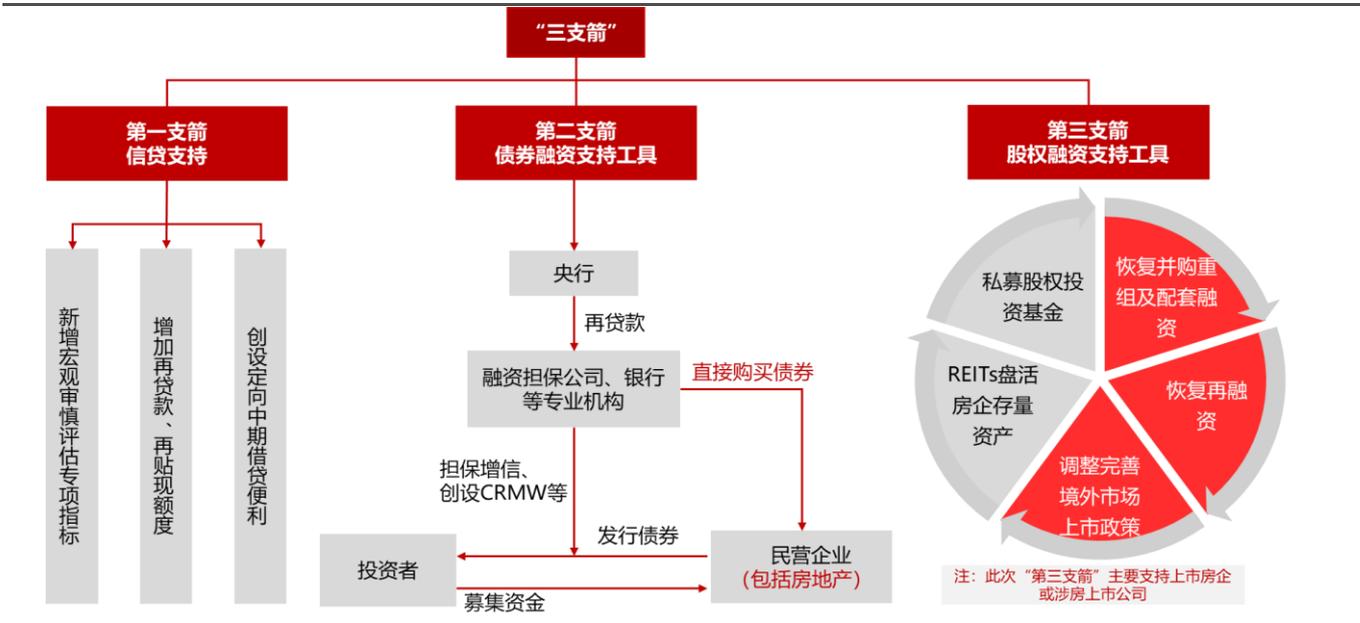
从政策措施表述上来看, 方式上不仅包括并购重组及配套融资、再融资, 鼓励房企境外市场股权融资等; 还特别强调了发挥 REITs 盘活房企存量资产作用, 鼓励私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金, 投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施。

¹ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c6763083/content.shtml>

² http://www.nafmii.org.cn/xhdt/202211/t20221108_311365.html

³ http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/23/content_5728454.htm

图1：2022年新扩容的央行“三支箭”主要模式



资料来源：政府官网，交易商协会，民生证券研究院整理

此外在资金用途上囊括的范围也不小，重点聚焦保交楼和流动性补充，但后者强调满足一定条件：允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。

而回顾针对房地产行业股权融资的政策历史演变历程及相应实施效果，不难发现此次地产政策调控的力度并不小，指向也很明确。虽然从绝对量来说，股权融资规模不高，但作为增量资金，对房企资金压力的缓释作用还是很明显，尤其是对于出险房企而言，有了一个新的融资渠道，故而由此会进一步强化市场预期。

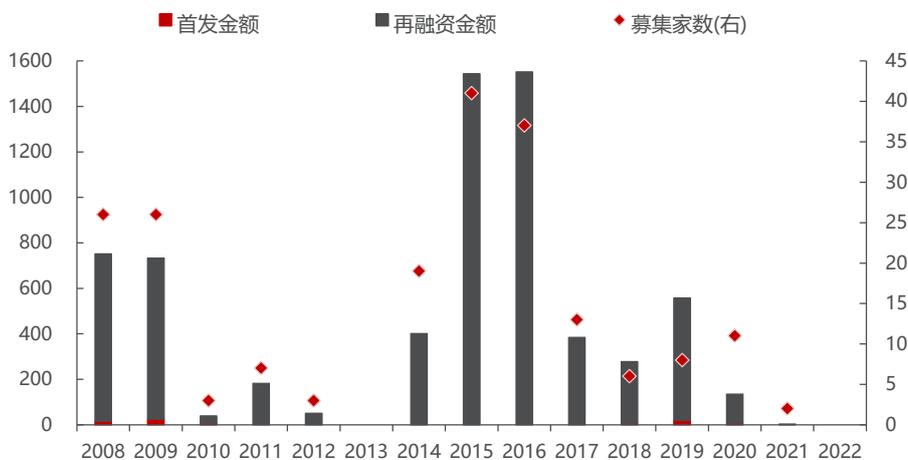
11月30日至12月1日，已有福星股份、世贸、建发、华夏幸福等9家房企迅速发布了股权融资计划。

表1：2010年以来房企股权融资政策演变情况

日期	文件/会议/新闻	相关表述/政策
2010-2014年：全面收紧（证监会暂停批准+国土资源部事前审查）		
2010年4月	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	加强对房地产开发企业购地和融资的监管。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款， 证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。
2013年2月	《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业，有关部门要建立联动机制，加大查处力度。 国土资源部门要禁止其参加土地竞买，银行业金融机构不得发放新开发项目贷款，证券监管部门暂停批准其上市、再融资或重大资产重组，银行业监管部门要禁止其通过信托计划融资。
2014年3月	证监会新闻发言人回应房地产再融资、IPO等问题	证监会对存在闲置土地、炒地以及捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业， 将暂停上市、再融资和重大资产重组，这一政策没有变化。 对房地产行业上市公司以及募集

		资金投向涉及住宅房地产开发业务的再融资申请，一律就其用地情况征求国土资源部的意见。
2015-2016年7月：放松（取消国土资源部事前审查）		
2015年1月	《证监会调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策》	上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，国土资源部不再进行事前审查 ，对于是否存在土地闲置等问题认定，以国土资源部门公布的行政处罚信息为准。
2016年7月-2022年10月：收紧再融资+化解股权质押风险		
2016年7月	证监会保荐机构专题培训会议	房地产上市公司再融资募集资金不得补充流动资金和偿还银行贷款。
2018年10月	证监会《A股上市公司再融资审核知识问答文件》	主营业务为房地产(包括住宅地产、商业地产)的上市公司，或主营业务虽不属于房地产但目前存在房地产业务的上市公司申请再融资， 为防止募资变相用于房地产业务，暂不推进审核。
2018年10月	中国银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。
2018年11月	证券业支持民营企业发展系列资管计划启动	11家证券公司作为“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”联合发起人，就255亿元出资规模已签署了发起人协议，作为共同发起人发起行业系列资产管理计划。此前， 为支持民营企业发展、化解股权质押风险 ，证券行业首次由11家证券公司达成意向出资210亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成1000亿元总规模的资管计划。
2022年10月以来：放松		
2022年10月	证监会	证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下， 允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资
2022年11月21日	证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上发表主题演讲	要密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划， 继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资 ，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资。
2022年11月28日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	<p>一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。</p> <p>二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业。</p> <p>三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。与境内A股政策保持一致，允许以房地产为主业的H股上市公司再融资；允许主业非房地产业务的其他涉房H股上市公司再融资。</p> <p>四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房REITs常态化发行，努力打造REITs市场的“保租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施REITs，或作为已上市基础设施REITs的扩募资产。</p> <p>五、积极发挥私募股权投资基金作用。开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。</p>

资料来源：中央政府官网、证监会官网，民生证券研究院整理

图2：2008年以来房企A股股权融资情况（亿元，家）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2022 年 11 月 28 日

图3：11月30日-12月1日已有九家上市房企公布股权融资计划（亿元，亿港元）

日期	代码	上市公司	总市值	主体存量债券	控股股东/所属房企集团	集团存量债券	募集资金用途
2022-11-15	2007.HK	碧桂园	768	39	碧桂园控股有限公司	232	配售股票：所得款项约38.72亿港元，用于为现有境外债项再融资及一般营运资金
2022-11-16	3383.HK	雅居乐	105.7	12	雅居乐集团控股有限公司	27	配售股票：所得款项约7.83亿港元，用作现有债项再融资及一般企业用途
2022-11-30	000926.SZ	福星股份	48	-	福星集团控股有限公司	-	定增：资金拟用于公司房地产项目开发
2022-11-30	600823.SH	世茂股份	106	93	世茂集团控股有限公司	176	定增：资金拟用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、偿还部分公开市场债务本息、以及补充流动资金等
2022-11-30	002307.SZ	北新路桥	65	5	新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司	5	定增：资金拟用于项目建设和日常经营
2022-11-30	1908.HK	建发国际集团	303	-	建发房地产集团有限公司	253	配售股票：所得款项净额约为8亿港元，80%用于偿还借款、20%用作一般营运资金
2022-12-01	600094.SH	大名城	87	15	名城控股集团有限公司	15	定增：资金拟用于政策支持的房地产业务，包括公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及补充流动资金、偿还债务等
2022-12-01	600208.SH	新湖中宝	240	40	浙江新湖集团股份有限公司	40	定增：资金拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目、棚户区改造或旧城改造项目开发建设，以及补充流动资金、偿还债务等
2022-12-01	600665.SH	天地源	35	35	西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司	35	定增：资金拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
2022-12-01	600340.SH	华夏幸福	108	71	华夏幸福基业控股股份公司	83	定增：资金拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
2022-12-01	600663.SH	陆家嘴	357	178	上海陆家嘴(集团)有限公司	178	拟通过发行股份及支付现金方式：购买陆家嘴集团及其控股子公司持有的位于上海浦东陆家嘴金融贸易区及前滩国际商务区的部分优质股权资产

资料来源：wind，民生证券研究院整理

注：碧桂园、雅居乐在证监会正式发布政策前已发布了配股融资计划；

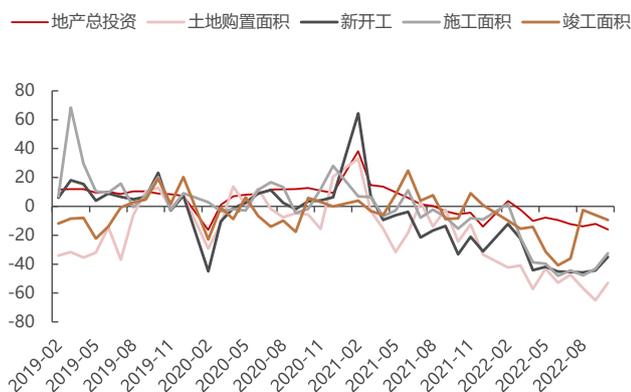
A股上市公司市值单位为亿元，港股上市公司市值单位为亿港元，数据截至 2022 年 12 月 1 日；

存量债券包括(超)短融、中票、企业债、公司债、PPN，不包括 ABS、海外债等；单位为亿元，数据截至 2022 年 11 月 28 日。

而近期发生的这一切政策变化，从经济逻辑上和目前微观当中遇到的约束来看，并不难理解，甚至市场或许还是会觉得仍处于力度不够的状态，或者说对于实操落实以及最终的政策效果，在中长期视角下还是留有一分审慎。

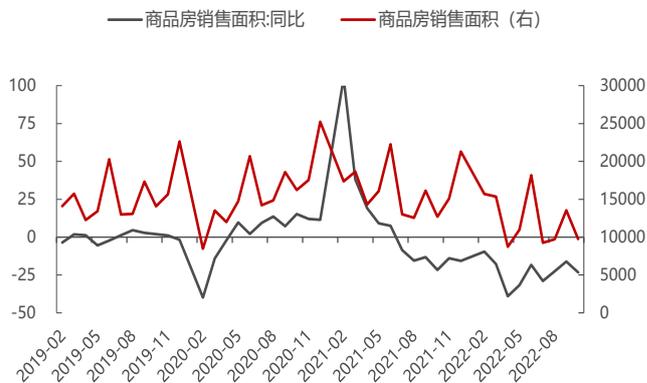
毕竟自今年以来政策持续处于边际放松的状态，但地产仍面临的诸多问题是供需两端叠加之下的影响。尤其是商品房销售反映出的终端需求较差，并且在房住不炒的大前提、叠加疫情影响收入及未来预期，终端需求弱化带来负反馈，自然投资链条持续处于较弱状态。

图4：地产投资分项同比增速仍持续为负（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

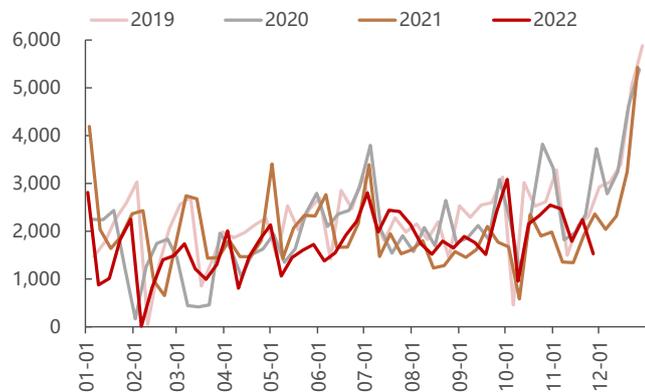
图5：商品房月度销售情况（万平方米，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

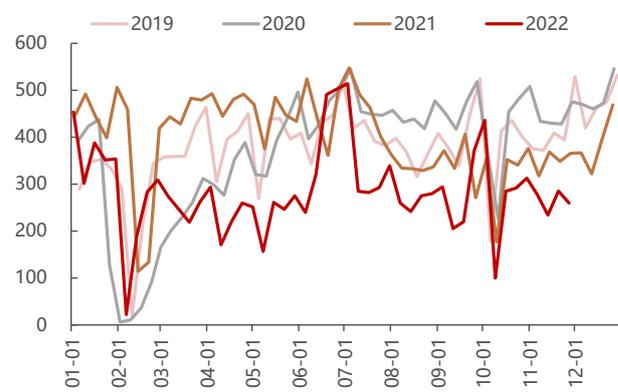
相应的，当前地产行业的核心症结仍在于房企销售现金流未见改善、而企业债务融资压力未减，尤其是民企地产；需要政策积极有为，供给端针对性聚焦恢复企业融资，而需求端需要考虑的因素则更多一些。

图6：100大中城市周度土地成交情况（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

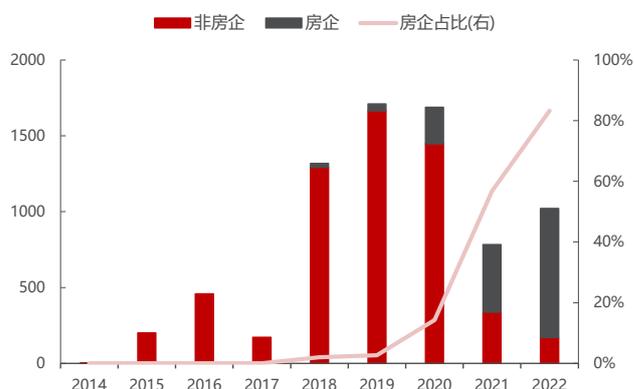
图7：30大中城市周度商品房销售情况（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2021年10月以来房企月度债券净融资（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2014年以来境内债市房企逾期情况（亿元）

 资料来源：wind，民生证券研究院
 注：数据截至2022年11月10日

在当前节点回顾来看，自四季度以来地产政策一直在持续加码，并扭转市场预期，债市亦在此变化下进入新阶段。

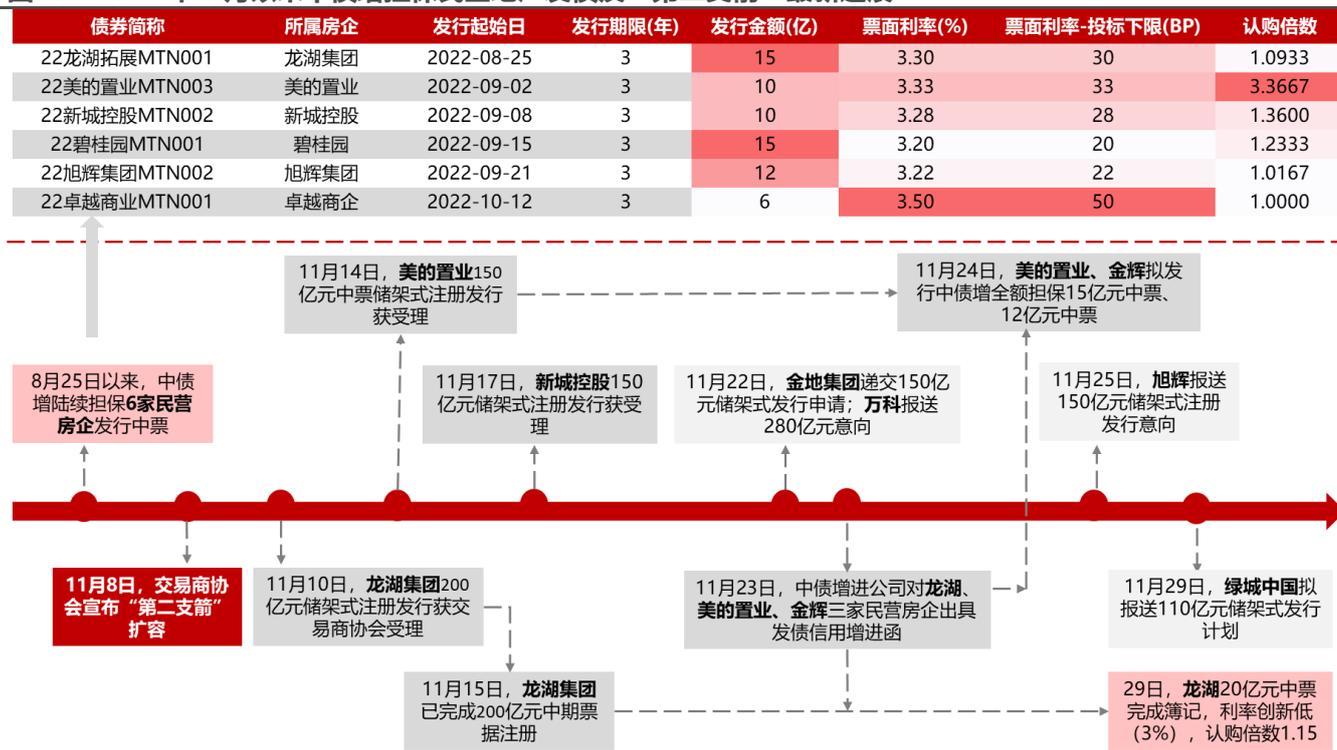
自10月以来，在“第三支箭”之前，已经针对债券、信贷等方面有所行动，即央行的第一二支箭：

一是债券融资。11月8日，交易商协会发文“将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容”。

扩容后的“第二支箭”支持房企融资的政策指向很明显，毕竟当前地产所面临的困难性和复杂性并非简单的宏观总量政策所能引导，还需从微观主体也即地产企业入手，逐步阻断其面临的销售回款走弱、加剧偿还压力与融资负反馈的困境。

扩容后的“第二支箭”目前已有落地：11月10日，龙湖集团的200亿储架式注册发行率先获交易商协会受理，11月23日拿到中债增向其出具的信用增进函，担保费率仅0.8%（约为此前市场化服务费1.5%的一半左右），并于11月29日成功发行20亿元中票，发行利率落在3%-3.8%的区间下限、创中债增担保民企地产发债利率新低。

此外，还有美的置业、新城控股的储架式发行获受理，万科、金地、旭辉、绿城中国报送了储架式发行申请或相关意向。

图10：2022年8月以来中债增担保民企地产发债及“第二支箭”最新进展


资料来源：交易商协会官网，wind，民生证券研究院整理

注：相关信息截至2022年11月30日

二是信贷。11月23日，央行和银保监会正式发布《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》，明确推出16条金融举措（“金融16条”）⁴。

其中，大前提便是“保持房地产融资平稳有序”，具体从房地产开发贷、个人住房贷款、建筑企业信贷、开发贷款与信托贷款、债券融资和资管产品等渠道满足房地产融资合理适度需求，地产“第一支箭”政策力度再加码：这当中一方面是针对保交楼、保民生项目对应的存量债务融资，鼓励展期以获取时间与空间，另一方面则是积极推动金融机构加大对房地产相关合理融资。

11月23日至24日，六大国有银行已在政策落实上有所行动，与万科、美的置业、金地等17家房企建立战略合作、提供多元化融资服务，意向性综合授信额度超过1.2万亿元。30日，上海农商行与上海港城开发集团、宝龙地产、复地集团签署战略合作协议，为3家企业提供总额200亿元的意向性综合授信额度。

此外，“金融16条”中还重点提到了“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，重点支持优质房地产企业兼并收购受困房地产企业项目。

⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/23/content_5728454.htm

但市场对此的核心关注仍在于相关授信能多大程度落实成为贷款，尤其是以什么样的形式放下去，最终能给与民企地产多大程度的支持，目前而言政策最终效果仍需合理审慎评估，保持关注。

图11：“金融16条”落地，六大行11月23日-24日集中推出房企综合授信支持措施（“第一支箭”）

银行	央企						地方国企		混合所有制房企			民营房企					
	中国海外发展	保利	华润	中国交建	招商蛇口	华侨城	首开	越秀	万科	金地	绿城	龙湖	碧桂园	美的置业	金辉	滨江集团	大华
中国银行	√	-	√	-	√	-	-	-	1000	√	√	√	√	√	-	√	-
中国农业银行	√	-	√	-	-	-	-	-	√	√	-	√	-	-	-	-	-
中国工商银行	-	√	√	-	√	√	-	-	√	√	√	√	√	√	√	-	-
中国建设银行	-	-	-	√	-	-	√	√	√	-	-	√	-	√	-	-	√
中国交通银行	-	-	-	-	-	-	-	-	1000	-	-	-	-	200	-	-	-
邮政储蓄银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	√	√	√	-	-	-

银行	授信业务领域	房地产开发贷款	个人住房按揭贷款	房地产项目并购贷款	债券承销与投资	保函置换预售监管资金	租赁住房融资	供应链融资和结算
中国银行	商品房、保障房、租赁住房、城市更新	√	√	√	√	√	-	-
中国农业银行		√	√	√	√	-	-	-
中国工商银行		√	√	√	√	√	√	-
中国建设银行		-	-	-	-	-	-	-
中国交通银行		√	√	√	√	√	-	√
邮政储蓄银行		√	√	√	√	√	-	√

资料来源：各银行官网，民生证券研究院整理

注：√表示该银行针对该房企推出了综合授信支持；若披露了具体金额，则标识数字、单位为亿元

图12：房企新获得授信情况及部分银行对房企新增授信情况（家，亿元）

房企	授信银行数	房企	授信银行数	银行	授信额度
万科	8	建发地产	3	工商银行	6550
龙湖	8	保利发展	2	浦发银行	5300
美的置业	8	华侨城	2	兴业银行	4400
绿城中国	8	大悦城	2	邮储银行	2800
碧桂园	6	越秀地产	2	中国银行	2200
中海地产	5	大华集团	2	交通银行	1200
滨江集团	5	中国金茂	1	平安银行	500
招商蛇口	4	金辉集团	1	上海银行	400
华润置地	4	首开股份	1	广发银行	300
金地集团	3	复地集团	1	上海农商银行	200
重庆华宇	3	宝龙地产	1	广西北部湾银行	150

资料来源：各银行官网，证券时报等，民生证券研究院整理

注：相关信息截至2022年12月1日

至此，地产“三支箭”后，尽管基本面仍无法进行简单的推演和判断，政策面右侧已经基本可以确认，故而本周债市的调整以及地产债的超额上涨，充分体现了市场交易的主要是情绪，即政策面确认转向带来的预期强化。

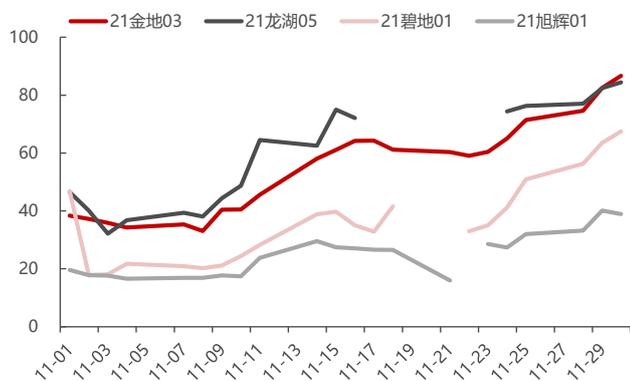
2 市场反应如何?

地产政策密集释放,市场预期增强,对应看到11月9日以来,此前价格较低的民企地产债二级成交明显活跃了许多,并且成交净价明显修复。

而此次“第三支箭”进一步强化了市场预期,交易价格快速大幅上涨。其中碧桂园代表债券“21碧地01”11月28-29日的成交净价日均上涨幅度超6元,龙湖、金地接近1.5年期的代表债券成交净价从此前的深度折价高收益水平已一路上升至近90元,估值修复相当明显。

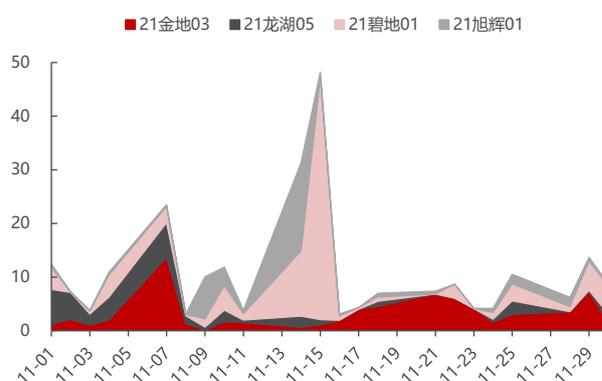
而这也给与了市场高收益债投资者极佳的参与民企地产债的获利窗口。

图13: 11月以来民企地产代表债券二级成交净价(元)



资料来源: DM, 民生证券研究院

图14: 11月以来民企地产代表债券二级成交量(万手)



资料来源: DM, 民生证券研究院

此外,国企地产的估值在近一周(11月22日-11月29日)也在明显修复,政策带动下机构交易短期情绪。

图15: 11月22日-29日国企地产及部分未出险民企地产代表债券信用利差变化 (亿元, BP)

企业性质	所属房企	房企存量规模	代表债券	11月29日信用利差	相较11月23日累计变化幅度	利差变化趋势
地方国企	越秀地产	762	21穗建01	39	(9)	
央企	保利集团	656	21保利05	39	(26)	
央企	华侨城	565	21华侨城MTN002A(乡村振兴)	98	(2)	
地方国企	首开股份	560	20首股01	208	(18)	
央企	华润置地	450	21华润控股MTN001B	47	(27)	
民企	万科股份	439	21万科03	125	(21)	
央企	招商局	430	21招商积余MTN001	63	(7)	
央企	中海地产	413	21中海01	49	(30)	
央企	铁建地产	313	21中铁03	147	(9)	
央企	绿城中国	308	21绿城房产MTN001	379	(3)	
地方国企	金融街	300	20金街02	98	(15)	
央企	信达地产	292	21信达地产MTN001	223	1	
地方国企	华发股份	254	21华发实业MTN001	283	1	
地方国企	建发集团	253	19建房01	117	(10)	
地方国企	广州珠江	224	21珠实01	239	(0)	
地方国企	北京城建	220	21京城投MTN001A	90	0	
央企	中国金茂	214	21金茂投资MTN001	162	(12)	
央企	电建地产	213	21电建地产MTN002	163	1	
地方国企	陆家嘴	178	19陆债03	57	(12)	
央企	大悦城	139	21大悦城MTN002	106	(12)	
地方国企	联发集团	115	19联发02	231	(6)	
央企	中交地产	110	21中交债	207	(9)	
民企	美的置业	101	21美置01	375	(8)	
民企	滨江集团	101	21滨江房产MTN002	344	(9)	
央企	鲁能集团	91	22鲁能集MTN001	177	(8)	
地方国企	厦门特区	85	21特房03	142	(5)	
民企	珠江投资	80	18粤江02	551	1	
地方国企	中华企业	78	19中企01	119	(7)	
地方国企	华远地产	74	22华远01	207	(5)	
地方国企	北辰实业	74	19北辰F1	125	(7)	

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 选取有剩余1-3年期存续债券的主体、最接近1.5期的债券为代表债券, 存续规模为对应房企集团内所有发债主体的存续债券规模合计数。累计变化幅度指相较11月23日信用利差高点的下行幅度。

从上述市场反应可以看到, 情绪推动下地产债迎来一波行情, 对应到债券市场看也是显著的调整, 毕竟市场对于政策和经济基本面预期在进一步改变和强化。

但在短期情绪和机构行为之外, 我们还是聚焦中长期逻辑和基本面, 根本上未来政策面和市场还是要围绕这一前提来演绎, 即目前推演来看基本面什么时候可以确认右侧? 这将影响我们在宏微观两个视角下对未来的判断。

3 宏观层面，地产政策这次不一样？

首先，我们从宏观层面来看：

客观来说，地产“三支箭”对于短期内补充民企地产流动性还是能起到不小的作用，债券、贷款、股权等多种融资渠道叠加，一定程度上阶段性缓释了债务有压力但尚未出险的民营房企，包括对于已出险房企我们也能看到股权融资上有积极的行动，这对于提振市场信心有着积极作用。

但这种效应能有多大？还需要审慎评估：毕竟这一系列政策均是融资政策、作用于供给端，而这一类政策有其局限性，也即对应到微观层面，主体在实施时会呈现一种有选择、有节奏的状态，相应的改善便会是结构性的。

然而目前地产面临的最终问题还是需求端较弱，如果没有销售现金流的回款，占整个债务链条很大比例的按揭贷款便循环不起来，则对于房企流动性的改善便难以形成持续性和全面性的正反馈，故而我们还需带着一份审慎去看待当前的地产政策。终端需求受到的约束较多，尤其是经过了过去几轮的地产刺激，刚需和投资这两类最强烈的需求弱化了。

由此逻辑作宏观推演，短期政策在持续推进，市场预期的强化或许短期内难以平抑，债市仍有其调整压力。从中长期逻辑视角出发，核心还需关注目前“三支箭”相关实操落地当中能多大程度利好地产企业，尤其是民企地产；更进一步便是销售端的边际改善，其中一是疫情，二是未来是否还有更强烈刺激需求的政策出台。

那么往明年看，如若疫情以及地产政策相关预期全然释放之下，是否仍然存在基本面右侧一直没有到来的情形？我们认为概率不算低。在此背景下，货币政策还需其有为之处，利率的中枢是否仍有下行的空间？

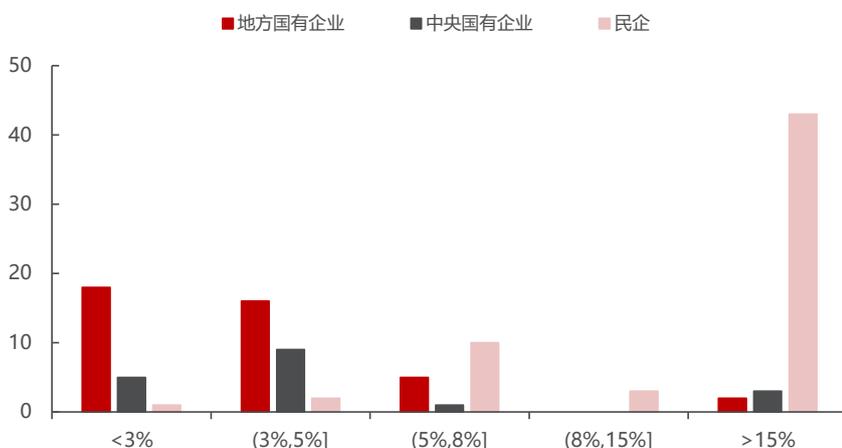
4 微观层面，地产债怎么看？

从微观层面观察地产债：

当前市场环境下，地产债这一品种非常特殊，尤其是民企地产债，对于主流机构而言，要参与它的难度很大，一是技术难度，二是机构约束。

从境内发债房企存量债券估值分布便可以看到，民企地产债已经是高收益玩家的乐园，当中的玩法也并非我们主流机构常规做信用分析那般，其除了基本面之外，更多有市场情绪和交易层面的内容存在。

图16：境内发债房企存续债券估值分布情况（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：我们重点以房企存续债券中 1-3 年期为代表统计主体的估值情况

关于民企地产，目前政策面右侧确认之下，诸如龙湖、金地、碧桂园等民营房企近期债券二级成交净价一路升高，确实是一类在此窗口期能赚钱的资产；但是否能参与、要参与，和机构属性有很大的关系。可以明确的是，对于民企地产债，最后一杯羹的赌兑或许从来不是占优策略；但是交易性机会不常有，总是在不确定当中寻找确定性，毕竟按目前的政策支持力度，阶段性债务压力的缓释有其确定性。

图17：存续规模较高的 30 家民营房企 2022-2024 年各季度到期/回售压力（亿元）

对应房企	存量规模	到期								到期/回售									
		2022Q4		2023		2024		2024		2022Q4		2023		2024					
万科股份	439	0	0	0	0	0	39	20	20	0	0	34	18	0	4	20	30	43	0
龙湖集团	383	0	7	0	64	1	32	0	0	0	0	12	0	84	1	57	15	35	10
金地集团	383	0	45	65	30	20	56	35	0	30	0	45	65	30	50	76	60	0	30
大连万达	241	0	3	0	1	0	0	16	0	0	0	3	16	11	0	0	10	0	0
碧桂园	232	0	0	0	61	10	0	0	0	0	0	0	39	109	38	20	11	0	0
世茂集团	176	0	35	9	0	0	0	0	10	9	0	52	40	27	0	0	0	10	19
融创中国	143	0	2	0	0	0	0	20	0	8	0	2	51	0	0	0	0	0	8
龙光集团	135	0	0	0	0	0	0	20	0	0	0	0	20	0	0	0	0	0	0
旭辉控股	129	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21	19	8	24	5	30	0
合景泰富	111	8	10	0	0	45	0	0	20	0	8	26	0	20	25	0	0	0	12
富力地产	106	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
时代地产	104	0	0	0	0	5	0	5	14	0	0	23	25	30	5	0	5	0	0
美的置业	101	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	22	0	29	0	20	10	10	0
滨江集团	101	0	0	0	5	0	0	0	4	0	0	0	0	5	0	0	0	4	0
金科地产	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
红星美凯龙	98	0	5	18	0	25	30	0	0	10	25	39	18	0	5	0	0	0	10
阳光城	94	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融信中国	86	0	0	0	10	0	0	0	51	5	0	10	0	71	0	0	0	0	0
华夏幸福	83	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	3	0	0	3	0	0	0	0
珠江投资	80	0	0	0	0	15	0	0	0	0	0	50	0	0	25	0	0	0	6
中国奥园	70	0	0	0	5	7	0	0	8	0	0	0	0	25	7	0	0	8	0
宝龙地产	63	0	0	0	18	0	0	10	0	0	0	10	30	18	0	0	0	0	0
中南建设	61	0	0	0	0	0	0	0	10	0	0	0	0	23	0	0	0	10	0
融侨集团	61	0	14	0	10	0	0	0	0	0	0	14	2	14	0	0	0	0	0
新城控股	49	0	0	0	1	0	14	14	5	20	0	14	13	56	0	14	14	5	20
禹洲集团	49	0	16	0	0	0	7	0	0	0	0	16	0	0	0	7	0	0	0
新潮中宝	40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	3	0
重庆华宇	39	0	19	0	8	0	0	7	7	6	0	19	0	8	0	0	7	7	6
荣盛地产	39	0	0	0	0	0	19	0	0	0	0	19	0	0	0	0	0	0	0
金辉集团	34	0	0	0	0	0	0	0	0	12	0	0	14	9	0	0	0	0	12

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 存续规模为对应房企集团内所有发债主体的存续债券规模合计数; 2022 年到期/回售规模系 2022 年 11 月 28 日之后。

而反观国企地产, 无论是从市场配置品种选择的角度, 还是政策支持下情绪面的提振来看, 均有关注的空间。至于基本面的持续改善, 或许暂时地产终端销售的阶段性企稳已经一定程度提供了逻辑上的支撑。毕竟这类品种参与的期限并不会长, 关键还是市场情绪和对应参与的价格, 以及仓位的选择。

图18: 存续规模较高的 30 家国有房企 2022-2024 年各季度到期/回售压力 (亿元)

对应房企	存量规模	收益率	到期								到期/回售									
			2022Q4		2023		2024		2022Q4		2023		2024							
越秀地产	762	2.84	130	75	35	10	0	0	0	48	20	130	127	45	10	0	42	15	115	27
保利集团	656	3.11	1	30	40	0	20	25	25	5	30	1	30	75	7	20	51	50	17	30
华侨城	565	3.37	15	65	45	75	40	0	34	10	46	15	107	45	75	40	35	37	10	46
首开股份	560	4.53	0	0	73	15	0	10	30	20	25	0	0	73	15	0	10	30	20	25
华润置地	450	2.98	0	0	0	12	0	0	20	0	0	0	0	0	34	20	10	48	0	15
招商局	430	3.00	0	26	61	20	23	15	42	15	15	0	26	61	20	23	15	42	15	15
中海地产	413	3.06	0	0	0	0	39	15	20	0	30	0	0	0	35	39	30	20	20	30
铁建地产	313	3.75	0	22	0	0	0	30	0	0	0	0	52	0	36	0	76	0	11	0
绿城中国	308	6.21	0	25	15	2	0	0	0	0	44	10	49	15	2	10	42	15	10	39
金融街	300	3.16	0	26	0	35	0	0	0	0	0	0	26	0	80	45	16	11	64	10
信达地产	292	4.52	0	0	16	15	40	29	30	34	0	0	37	36	15	40	50	36	49	0
华发股份	254	5.07	0	6	9	20	0	8	5	15	5	0	49	16	55	43	8	9	38	14
建发集团	253	3.76	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0	10	10	4	5	25	5
广州珠江	224	3.92	0	42	25	0	33	0	25	21	0	0	42	25	16	33	0	25	28	0
北京城建	220	3.12	0	0	0	0	25	7	11	15	0	0	0	0	10	25	7	11	15	30
中国金茂	214	3.97	0	30	0	25	0	0	30	0	20	0	30	0	25	0	0	30	0	20
电建地产	213	3.91	0	0	0	12	0	0	20	0	0	0	0	0	34	20	10	48	0	15
陆家嘴	178	2.85	0	5	0	0	10	28	7	40	0	0	45	0	0	10	38	7	40	0
大悦城	139	3.46	15	9	0	0	15	0	15	12	8	15	9	0	20	15	7	15	12	8
联发集团	115	4.71	10	17	0	0	22	0	0	15	0	10	17	0	20	22	0	0	28	0
中交地产	110	4.13	0	10	0	0	0	0	0	0	20	0	10	0	7	0	0	17	11	20
鲁能集团	91	4.22	0	0	6	9	0	0	0	0	0	0	0	6	9	29	0	0	26	0
厦门特区	85	3.63	0	0	0	0	0	17	2	0	0	0	17	0	0	15	0	23	11	0
中华企业	78	3.34	0	0	0	0	0	0	32	0	15	0	0	0	0	0	0	62	0	15
华远地产	74	4.41	0	0	0	0	0	25	0	9	0	0	25	0	9	0	0	0	0	0
北辰实业	74	4.02	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	6	0	0	0	0	4	3	28
苏州高新	65	3.17	0	0	0	0	0	7	0	0	0	0	0	0	0	17	7	8	0	0
首创城发	62	4.92	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
北京住总	50	3.38	4	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0
光明地产	49	5.57	0	0	0	15	0	0	0	0	0	0	25	0	30	0	0	0	0	0

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 存续规模为对应房企集团内所有发债主体的存续债券规模合计数; 2022 年到期/回售规模系 2022 年 11 月 28 日之后。

收益率为存量 1-3 年期公募债券 11 月 28 日的中债估值均值 (其中, 中华企业、北辰实业、北京住总、光明地产为 3-5 年期)。

5 风险提示

- 1、**宏观环境变化超预期。**疫情发展、经济基本面超预期变化。
- 2、**对“三支箭”理解的偏差。**相关政策披露细节有限，基于公开信息的解读与实际情况或存在一定偏差。
- 3、**宏观经济、房企债务压力评价的主观性。**债务风险与经济发展紧密相关，宏观经济下行、政策落地进程或导致房企偿债压力超预期抬升。

插图目录

图 1: 2022 年新扩容的央行“三支箭”主要模式	4
图 2: 2008 年以来房企 A 股股权融资情况 (亿元, 家)	6
图 3: 11 月 30 日-12 月 1 日已有九家上市房企公布股权融资计划 (亿元, 亿港元)	6
图 4: 地产投资分项同比增速仍持续为负 (%)	7
图 5: 商品房月度销售情况 (万平方米, %)	7
图 6: 100 大中城市周度土地成交情况 (万平方米)	7
图 7: 30 大中城市周度商品房销售情况 (万平方米)	7
图 8: 2021 年 10 月以来房企月度债券净融资 (亿元)	8
图 9: 2014 年以来境内债市房企逾期情况 (亿元)	8
图 10: 2022 年 8 月以来中债增担保民企地产发债及“第二支箭”最新进展	9
图 11: “金融 16 条”落地, 六大行 11 月 23 日-24 日集中推出房企综合授信支持措施 (“第一支箭”)	10
图 12: 房企新获得授信情况及部分银行对房企新增授信情况 (家, 亿元)	10
图 13: 11 月以来民企地产代表债券二级成交净价 (元)	11
图 14: 11 月以来民企地产代表债券二级成交量 (万手)	11
图 15: 11 月 22 日-29 日国企地产及部分未出险民企地产代表债券信用利差变化 (亿元, BP)	12
图 16: 境内发债房企存续债券估值分布情况 (家)	14
图 17: 存续规模较高的 30 家民营房企 2022-2024 年各季度到期/回售压力 (亿元)	14
图 18: 存续规模较高的 30 家国有房企 2022-2024 年各季度到期/回售压力 (亿元)	15

表格目录

表 1: 2010 年以来房企股权融资政策演变情况	4
---------------------------------	---

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