

# 强于大市

## 房地产行业 2023 年度策略

### 弩箭已离弦，能否冰解的破？

#### 核心观点

#### ■ 对 2022、2023 年地产核心指标的预测？

1) 销售面积同比-21.4%、-9.9%。2) 房地产开发投资额同比-9.1%、2.2%。3) 新开工面积同比-37.4%、1.8%。4) 竣工面积同比-14.0%、5.7%。

#### ■ 保交楼问题需要多久及多少资金才能有效解决？

“保交楼”逐步成为政策底线，政府、房企、金融机构三方合力推进专项工作，但尚处于研讨实验期，对整体市场信心修复效果仍待验证。当前中央公开已计划提供的“保交楼”专项资金合计 4000 亿元，再加上其他融资支持，都显示国家正多方位疏通“保交楼”资金面，有助于缓解问题楼盘资金缺口，且不排除后续加量的可能。根据我们的测算，解决“保交付”问题预计需 1.59-1.82 万亿元资金。预计“保交付”工作将贯穿 2-3 年，甚至更长时间。主要原因有：1) 额度有限；2) 资金拨付存在时滞；3) 项目选择遵循先易后难、影响力大到小来分配，部分交付难度较大的项目难推进；4) 房企缺乏优质资产和能力，资金方对风险有担忧；5) 销售下滑与融资受限，对旧项目资金支持或相对有限。未来交付力或成为房企重要硬实力之一。

#### ■ 房企多渠道融资放松，资金面能否得到改善？

房地产融资多渠道的宽松仅有 2008 年 11 月-2009 年 8 月（但期间国内债券严格监管）、2014 年 9 月-2015 年 8 月（但期间非标信托收紧）两个时期出现过。自 2022 年 11 月开始银行贷款、国内债券、股权融资、非标信托各渠道全面同步放松是首次发生的。当前，信贷、债券、股权融资、预售资金、非标信托、内保外贷、REITs 等多维度的房企融资端支持政策均已出台，多方位解决短期内房企面临的流动性问题，近期行业融资信心有所修复，但短期对情绪上的影响大于实际。

复盘过去融资多渠道宽松周期，1) 房地产板块收益在融资放松期的表现优于沪深 300。2) 融资端放松带动土地成交市场量价回升；但我们认为本轮融资放松对土地市场提振作用将有限：a) 房企资金压力处于历史最大时期，叠加销售持续低迷、房企对规模的诉求没有此前强烈，拿地意愿较弱；融资放松后，房企优先将资金用于项目建设与偿还债务；b) 集中供地政策对房企资金筹划调配能力要求变高。3) 在融资放松的时期，只有叠加销售回暖，房企到位资金增速才会提升，开发投资滞后到位资金改善 3-4 个月后才逐步修复；同时到位资金与投资改善的持续性较长，即使融资逐步收紧后，其改善仍会延续 2-3 个季度。改善顺序为：销售→到位资金→投资。到位资金回升拐点不取决于融资政策放松的时间点，而是取决于销售复苏的时间，滞后销售拐点 1 个月。此后，投资能否及时改善取决于销售修复后的融资政策是否仍然宽松。若此时多渠道融资仍放松，投资复苏或将滞后到位资金回升 1 个季度出现；若此时部分融资渠道已开始收紧，那么投资复苏或较缓慢。因此，基于我们预判的需求端修复最早在明年 3、4 月显现，多渠道的融资宽松至少持续到明年 Q3。4) 本轮融资放松周期内，竣工增速或将明显高于新开工，主要原因：a) 响应“保交付”以提振购房人信心；b) 房企资金紧张程度远大于以往，拿地持续低迷使可开工项目大幅减少，叠加销售持续不景气，拿地与新开工的意愿也持续低迷；c) 房企可通过竣工结算，做大净资产，降低自身杠杆，改善房企资产负债表。

#### ■ 行业整体将围绕供需端缩表进行。

1) 供给端：行业整体需要至少 3 年的缩表周期，我们认为未来 3 年民企市占率将从原来的 70% 降至 10-20%。行业整体缩表格局为：央企扩表、国企分化、民企缩表。2) 需求端：短期低迷或将延续，预期 2023 年 3、4 月出现修复；长期总量将下一个台阶。从存量来看，当前我国存量住房超 500 亿平，其来源渠道不断扩展，以购买新房、二手房获得的占比在过去十年有所提升；老旧住宅占比仍有 31%，旧改市场空间仍然较大。三大核心城市群、东部沿海地区、高能级城市由城市更新带来的被动潜在新增住房需求较大，但由于其住宅来源相对更多元，需求吸纳未必反馈至新房成交上，租赁、购买保障性住房、购买二手房相对会更多被选择。从未来潜在增量来看，根据我们的测算，未来十年我国新增住房需求合计仍有 12.2 亿平/年，其中由城镇化和住房改善所带来的主动新增住房需求为 9.3 亿平/年，由城市更新带来的被动新增住房需求为 2.9 亿平/年。高人口规模叠加改善空间支持，东部、大湾区主动新增住房需求相对更有支撑。从城市更新角度来看，京津冀、大湾区、长江中游城市群形成了旧改需求的增长极。

**投资建议：**近期虽然市场政策端和房企融资端释放利好，但房企销售端受制于居民购房意愿与需求仍然较弱，销售表现仍相对低迷。供给端，房地产行业已经初步形成了信贷、债券、股权融资、预售资金等多维度的融资端支持政策体系。我们认为后续房地产行业信用风险或将不断化解，部分头部民企受到整体信心提振、实际的资金支持，带来信用修复。具体标的，我们建议关注两条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，稳健经营的同时仍能保持一定拿地强度，行业见底复苏后带来β行情：招商蛇口、保利发展、建发国际集团、华发股份、滨江集团；2) 边际受益于政策利好的优质民企、及混合所有制房企：新城控股、金地集团、绿地控股、万科 A、绿地控股、龙湖集团。

**风险提示：**房企经营与信用风险；房地产行业基本面超预期下行；房地产调控政策效果不及预期。

#### 相关研究报告

《证监会房地产行业股权融资优化措施的点评：股权融资支持政策落地释放利好，房企资金面与资产负债结构均有望改善》(2022/11/28)

《银保监会允许保函置换预售资金规定的点评：允许保函置换预售监管资金，优质房企流动性压力或将进一步缓解》(2022/11/15)

《中国真实住房需求还有多少？(2022 版)》(2022/8/3)

《房地产行业 2022 年中期投资策略：凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》(2022/6/15)

《房地产行业 2022 年投资策略：2022 年，五问房地产行业》(2021/12/6)

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》(2022/3/31)

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

#### 房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

## 目录

<b>1 2023 年地产核心指标预测：销售-10%，新开工+2%，投资+2%，竣工+6%.....</b>	<b>9</b>
1.1 销售：预计销售面积增速 22E -21.4%，23E -9.9%.....	9
1.2 房地产投资与新开工：预计投资增速 22E -9.1%，23E 2.2%；预计新开工面积增速 22E -37.4%，23E 1.8%.....	11
1.3 竣工：预计竣工面积增速 22E -14.0%，23E 5.7%.....	13
<b>2 保交楼问题需要多久及多少资金才能有效解决？.....</b>	<b>14</b>
2.1 政府、房企、金融机构三方合力有序推进“保交付”专项工作.....	14
2.2 我们预计解决“保交付”问题预计需要 1.59~1.82 万亿元的资金，至少 2-3 年的时间.....	18
2.3 当前房企交付压力仍然较大，未来“交付力”或成为房企重要的硬实力之一.....	20
<b>3 房企多渠道融资放松，资金面能否得到改善？.....</b>	<b>22</b>
3.1 银行贷款：21 年四季度以来政策持续宽松，但开发贷与并购贷未见明显增长.....	25
3.2 债券融资：22 年 5 月起明显放松，融资主体逐渐偏向民企.....	32
3.3 信托：22 年 11 月为近五年来首次松口，实际落实效果待观察.....	38
3.4 股权融资：自 16 年下半年起逐步收紧的再融资政策正式“松绑”，利好房企资金面和资产负债结构.....	39
3.5 预售资金监管：缓解监管过度收紧的城市内的房企资金压力.....	43
3.6 内保外贷：助力房企偿还离岸债、修复房企境外信用.....	45
3.7 REITs：多种资产类型的产品有望推行，助力房企融资与盘活存量资产.....	47
3.8 融资放松后，影响几何？.....	51
<b>4 房地产行业整体将围绕供需缩表进行.....</b>	<b>59</b>
4.1 供给端：行业整体需要至少 3 年的缩表周期，民企将大幅出清.....	59
4.2 需求端：短期低迷或将延续，预期 2023 年 3、4 月出现修复；长期总量将下一个台阶...64	64
<b>5 投资建议.....</b>	<b>76</b>
<b>6 风险提示.....</b>	<b>77</b>
<b>7 附录.....</b>	<b>78</b>

## 图表目录

图表 1. 2022 年、2023 年地产核心指标预测 .....	9
图表 2. 2022、2023 年销售面积增速分别为-21.4%、-9.9%，销售均价增速分别为-3.3%、3.9%，销售金额增速分别为-24.0%、-6.4% .....	10
图表 3. 我们预计明年 Q1~Q4 销售面积增速分别为-18%、-14%、-6%、-3%.....	10
图表 4. 我们预计明年 Q1~Q4 销售均价增速分别为 4%、5%、4%、3% .....	10
图表 5. 我们预计高能级城市率先修复，三四线城市相对承压.....	11
图表 6. 2022、2023 年房地产投资预计可达 13.42、13.71 万亿元，同比增速预计分别为-9.1%、2.2% .....	11
图表 7. 2022Q4、2023Q1、2023Q2、2023Q3、2023Q4 房地产投资增速预计分别为-13%、-1%、0%、6%、5%.....	11
图表 8. 我们预计 2022、2023 年房地产开发投资额增速分别为-9.1%、2.2% .....	12
图表 9. 2022Q4、2023Q1~Q4 单季度土地购置费同比增速预计分别为-36%、-9%、-4%、11%、16% .....	12
图表 10. 2022、2023 年新开工面积预计可达 12.45、12.68 亿平，同比增速预计分别为-37.4%、1.8% .....	13
图表 11. 22Q4、23Q1、23Q2、23Q3、23Q4 新开工面积增速预计分别为-35%、-4%、-3%、6%、9% .....	13
图表 12. 我们预计 2022、2023 年商品房竣工面积分别可达 8.72 和 9.22 亿平，同比增速分别为-14.0%和 5.7% .....	13
图表 13. 2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目占比.....	14
图表 14. 今年 7 月停工停贷事件不断发酵，非正常停工停贷严重影响了局部地区的销售去化复苏 .....	14
图表 15. 政府、房企、金融机构三方合力有序推进“保交付”专项工作 .....	15
图表 16. 中央与地方“保交付”政策梳理.....	16
续图表 16. 中央与地方“保交付”政策梳理.....	17
图表 17. 近期 AMC 介入房地产债务化解工作的举措 .....	18
图表 18. 我们认为解决“保交付”问题预计需要 1.59~1.82 万亿元的资金.....	19
图表 19. 部分房企开始搭建“交付体系” .....	20
图表 20. 据克而瑞统计，2022 年 TOP50 房企中 68%的房企交付比处于 1.0 以下 .....	21
图表 21. 披露了交付面积的 8 家房企中，建业、绿地交付比较高，超过 1.0；雅居乐、恒大相对较低.....	21
图表 22. 截至 2022 年 10 月末，已公示交付套（户）数的 39 家房企前三季度累计交付房屋总数超过 218 万套（户） .....	21
图表 23. 过去，融资多渠道的宽松仅有 2008 年 11 月-2009 年 8 月（但期间国内债券	

严格监管)、2014年9月-2015年8月(但期间非标信托收紧)两个时期出现过...	23
图表 24. 2008 年以来房地产行业各类融资渠道调控 .....	23
图表 25. 近期对房企金融支持力度显著提升, 形成了信贷、债券、信托、预售资金、 股权融资等多维度的房企融资端支持政策体系 .....	25
图表 26. 当前, 房地产行业有息负债余额约 17.12 万亿元.....	26
图表 27. 2021 年四季度开始至今, 房地产银行贷款政策宽松, 但开发贷款余额未见 明显增长.....	27
图表 28. 房地产行业银行贷款主要监管文件与政策 .....	27
续图表 28. 房地产行业银行贷款主要监管文件与政策.....	28
图表 29. 目前合计 28 家银行为房企提供意向性授信额度超 3.74 万亿元.....	29
图表 30. 目前 28 家银行为 78 家房企提供意向授信额度, 其中万科、绿城、碧桂园、 龙湖、美的、中海、滨江、金地、华润、招蛇相对获得的支持银行较多.....	30
图表 31. 目前六大国有银行已给予碧桂园、龙湖、美的、万科等房企意向性授信 额度超 1.72 万亿元 .....	30
图表 32. 近年来银行并购贷款重要监管政策梳理.....	31
图表 33. 2021 年末以来, 监管支持房企收并购融资的政策梳理.....	31
图表 34. 据不完全统计, 截至 2022 年 10 月末, 典型房企年内共获取 1960 亿的银行 并购贷额度.....	32
图表 35. 2022 年 1-10 月房地产行业收并购交易金额 4663 亿元, 同比下降 10.4% ..	32
图表 36. 截至 2022 年 10 月, 房企国内债券余额 1.78 万亿元, 其中企业债、公司 债、中期票据、短期融资券、定性工具、资产支持证券占比为 1.9%、47.3%、 26.3%、1.9%、5.6%、16.9%.....	33
图表 37. 房企主要债券融资方式.....	34
图表 38. 房地产行业国内债券在 2014 年-2016 年 8 月、2022 年 5 月至今政策面明显 宽松.....	35
图表 39. 2022 年 1-10 月, 房地产行业发行国内债券 4717 亿元, 同比下降 18% .....	36
图表 40. 2022 年 1-10 月房地产行业民企发行规模仅 192 亿元, 同比下降 79%, 民企 国内债券发行规模占比已经从 2015-2020 年 30% 的均值降至今年 1-10 月的 4%.....	36
图表 41. 经历了“5 月信用保护工具债券”、“8 月增信担保债券”、“11 月第二支箭”, 房地产行业国内债券融资宽松力度不断增强.....	37
图表 42. 房地产信托在 2009-2013 年、2016 年下半年-2017 年经历了两个相对政策宽 松、信托融资快速增长的阶段.....	39
图表 43. 2014 年房地产企业增发重启, 当年增发 345 亿元, 2015、2016 年房地产企 业增发分别发行 1447、1269 亿元, 增长迅速 .....	40
图表 44. 房地产行业股权融资主要监管文件与政策 .....	40
图表 45. 2016 年房企再融资收紧以来, 当前仍有增发预案处于进程中的房企有 31 家, 预计合计募集资金 2169 亿元 .....	42

图表 46. 2022 年 11 月股权融资支持政策发布后, 各房企拟进行再融资的情况.....	42
图表 47. 房地产行业全国性预售资金监管政策.....	43
图表 48. 截至到 2022 年 6 月末, 我们统计了 6 家主流房企预售监管资金占比情况, 均值为 23%.....	44
图表 49. 保函置换预售监管资金业务的开展预计或将对行业释放超 1000 亿元的资金.....	44
图表 50. 2022 年 1-11 月房企境外债券发行总额仅 202 亿元, 同比下降 92.4%.....	45
图表 51. 2022 年 11 月末以来, 房地产行业“内保外贷”支持不断.....	46
图表 52. 预计在 2023 年 1 月、4 月、10 月迎来三个海外债偿债小高峰, 单月偿还量均超超过 400 亿元.....	47
图表 53. 截至 2022 年 12 月 12 日, 我国监管部门共批准基础设施 REITs 产品 24 只.....	47
图表 54. 我国公募 REITs 政策梳理.....	49
图表 55. 截至 2022 年 6 月末, 万科泊寓和龙湖冠寓开业规模均超 10 万间, 居于行业最前列.....	50
图表 56. 自 1999 年至 2021 年, 办公楼销售 4.74 亿平, 商业营业用房销售 14.78 亿平, 这两类商业地产销售面积合计达 19.51 亿平.....	51
图表 57. 融资放松时期 2008 年 11 月-2009 年 8 月、2014 年 9 月-2015 年 8 月、2021 年 11 月至今 (2022 年 11 月末) 房地产板块绝对收益分别为 105.5%、62.3%、6.5%... ..	51
图表 58. 融资放松时期 2008 年 11 月-2009 年 8 月、2014 年 9 月-2015 年 8 月、2021 年 11 月至今 (2022 年 11 月末) 房地产板块相对沪深 300 的收益率分别为 35.4%、18.3%、28.0%.....	52
图表 59. 融资渠道放松阶段百城成交土地建面增速呈上升趋势.....	53
图表 60. 在过去两轮融资渠道放松阶段百城成交土地楼面均价增速明显上行, 但本轮暂未见效.....	53
图表 61. 在过去两轮融资渠道放松阶段百城成交土地溢价率显著提升, 但本轮暂未见效.....	53
图表 62. 融资政策面放松后, 若销售没有出现回暖, 那么到位资金与投资并不会立即出现改善.....	54
图表 63. 融资渠道放松叠加销售回暖, 房企到位资金、投资增速才会出现回升....	55
图表 64. 在第一轮融资放松阶段, 国内贷款通常先于自筹资金出现改善.....	56
图表 65. 当前房款占比变高, 因此销售对其的影响变大, 所以此轮需求端的复苏显得尤为重要.....	56
图表 66. 在 2008、2014-2015、2022 年多渠道融资宽松周期中, 建安投资占房企到位资金的比例均较高.....	57
图表 67. 融资渠道放松周期中, 竣工增速往往高于新开工.....	57
图表 68. 融资放松周期内, 开发商竣工稳步推进, 更加注重结算兑现.....	58
图表 69. 百强房企中, 2022 年 1-11 月央企、地方国企、民企 (包括混合所有制房企)	

当前的销售市占率分别为 28.2%、11.9%、59.9%.....	60
图表 70. 百强房企中，2022 年 1-11 月央企、地方国企、民企(包括混合所有制房企)拿地占比分别为 36.5%、35.4%、28.3%.....	60
图表 71. 百强房企中暴雷房企暴雷原因的梳理.....	60
图表 72. 百强房企中暴雷房企有 39 家，2022 年 1-11 月全口径销售金额合计 1.82 万亿元，占整体百强房企的比重为 27.8%.....	61
图表 73. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企总资产同比增速分别为 6%、10%、-4%、-5%.....	62
图表 74. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企归母净资产同比增速分别为 5%、3%、0%、-7%.....	62
图表 75. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企权益乘数分别为 5.28x、7.31x、7.79x、8.89x.....	62
图表 76. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企少数股东权益同比增速分别为 15%、38%、4%、-1%.....	62
图表 77. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企有息负债增速分别为 14%、2%、-9%、-14%.....	62
图表 78. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企总资产同比增速分别为 6%、10%、-4%、-5%.....	63
图表 79. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企归母净资产同比增速分别为 5%、3%、0%、-7%.....	63
图表 80. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企权益乘数分别为 5.28x、7.31x、7.79x、8.89x.....	63
图表 81. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企少数股东权益同比增速分别为 15%、38%、4%、-1%.....	63
图表 82. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企毛利率分别为 20.4%、13.3%、18.4%、14.2%.....	64
图表 83. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企归母净利润率分别为 5.3%、-2.2%、0.4%、-5.9%.....	64
图表 84. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企 ROE 分别为 5.0%、5.4%、-1.8%、-7.2%.....	64
图表 85. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企资产周转率分别为 0.19X、0.89X、0.20X、0.14X.....	64
图表 86. 2022 年 11 月全国商品房销售面积 10071 万平，同比增速-33.3%，降幅较上月扩大了 10.0 个百分点.....	65
图表 87. 2022 年 11 月 38 个城市新房成交面积同比下降 37.4%，降幅较 10 月扩大 11.9 个百分点.....	65
图表 88. 2022 年 11 月一、二、三线城市新房成交面积同比增速分别为-23.6%、-30.1%、-30.7%，降幅分别扩大 6.1、12.6、5.1 个百分点.....	65

图表 89. 2022 年 11 月 31 个重点城市平均开盘去化率为 38%，较 10 月微增 2 个百分点 .....	65
图表 90. 2022 年 11 月商品房销售均价同比增长 1.6%，环比增长 0.6%，房价止跌 .....	66
图表 91. 2022 年 11 月 70 大中城市新房价格同环比增速分别为 -2.3%、-0.2% .....	66
图表 92. 2022 年 11 月 70 大中城市中 51 个城市环比下跌，仍处于历史高位 .....	66
图表 93. 截至 2020 年末，我国存量住宅套数为 4.58 亿套，较 2010 年六普提升了 16.6% .....	67
图表 94. 截至 2020 年末，我国存量住房建面为 510 亿平，较 2010 年六普提升了 29.9% .....	67
图表 95. 截至 2020 年末，我国城镇存量住宅套数为 2.89 亿套，较 2010 年六普提升了 45.0% .....	67
图表 96. 截至 2020 年末，我国城镇存量住房建面为 292 亿平，较 2010 年六普提升了 61.3% .....	67
图表 97. 截至 2020 年，城镇存量住房中 21% 来自于租赁、32% 来自于购买新房、10% 来自于购买二手房 .....	68
图表 98. 截至 2020 年，城镇存量住房中 2000 年前建成（房龄超过 20 年）的住房占比不到三成 .....	68
图表 99. 截至 2020 年，江苏、广东、山东、河南、四川、浙江、河北、湖南城镇存量住宅建面均超过 14 亿平，占全国的比重均超过 5% .....	69
图表 100. 截至 2020 年，湖南、江西、湖北的人均住宅建面相对较大 .....	69
图表 101. 截至 2020 年，东部沿海地区、一线城市租赁占比相对较高；东北三省、西部购房占比相对更高，尤其是东北三省平均 65% 的存量住宅来自于购买新房与二手房 .....	69
图表 102. 上海、北京、天津、辽宁、广东、浙江、河北建成年份在 2000 年前的城镇存量住宅占比达三成以上 .....	70
图表 103. 根据我们的测算，2035 年前，每年真实需求平均 9.97 亿平，2035 年后超过 6.5 亿平 .....	70
图表 104. 我们将新增住房需求分为两个部分：1) 由城镇化和住房改善所带来的主动新增住房需求；2) 由城市更新所带来的被动新增住房需求 .....	71
图表 105. 31 个省份 2022-2030 年年均新增住房需求(包括主动与被动新增住房需求) 合计 12.18 亿平 .....	72
图表 106. 东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增住房需求相较于 2011-2020 年增速分别为 -4%、-6%、-16%、-34% .....	72
图表 107. 长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增住房需求较 2011-2020 年增速分别为 -16%、-8%、-3%、-13%、-18% .....	72
图表 108. 东部的占比将提升 2.6 个百分点至 40%，西部与东北部将分别下降 1.8、1.9 个百分点至 25.6%、5.7% .....	73
图表 109. 2022-2030 年全国年均新增住房需求中 76% 来自于主动新增，24% 来自于被	

动新增 .....	73
图表 110. 31 个省份 2022-2030 年由城镇化和住房改善所带来的主动新增住房需求 9.25 亿平/年.....	73
图表 111. 东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增主动住房需求相较于 2011-2020 年增速分别为-12%、-14%、-25%、-43%.....	74
图表 112. 长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增 主动住房需求较 2011-2020 年增速为-26%、-22%、-9%、-22%、-29%.....	74
图表 113. 31 个省份 2022-2030 年由城市更新所带来的被动新增住房需求为 2.93 亿平 /年.....	74
图表 114. 东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增被动住房需求相较于 2011-2020 年增速分别为 38%、46%、30%、-12% .....	75
图表 115. 长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增 被动住房需求较 2011-2020 年增速分别为 23%、76%、39%、21%、46%.....	75
图表 116. 报告中提及上市公司估值表.....	76

## 1 2023 年地产核心指标预测：销售-10%，新开工+2%，投资+2%，竣工+6%

我们对 2022 年、2023 年的地产核心指标进行预测：1) 销售面积同比增速分别为-21.4%、-9.9%。2) 房地产开发投资额增速分别为-9.1%、2.2%。3) 新开工面积同比增速分别为-37.4%、1.8%。4) 竣工面积同比增速分别为-14.0%、5.7%。

图表 1. 2022 年、2023 年地产核心指标预测

房地产核心指标预测				
指标	2020	2021	2022E	2023E
销售面积 (万平)	176086	179433	141054	127034
yoy	2.6%	1.9%	-21.4%	-9.9%
销售金额 (亿元)	173613	181930	138303	129434
yoy	8.7%	4.8%	-24.0%	-6.4%
房地产开发投资额 (亿元)	141,443	147,602	134,155	137,161
yoy	7.0%	4.4%	-9.1%	2.2%
新开工面积 (万平)	224433	198895	124541	126803
yoy	-1.2%	-11.4%	-37.4%	1.8%
竣工面积 (万平)	91218	101412	87246	92194
yoy	-4.9%	11.2%	-14.0%	5.7%

资料来源：国家统计局，中银证券

### 1.1 销售：预计销售面积增速 22E -21.4%，23E -9.9%

我们预计 2022 年、2023 年销售面积增速分别为-21.4%、-9.9%，销售金额增速分别为-24.0%、-6.4%，销售均价增速分别为-3.3%、3.9%。我们采用城市能级法，拆分各城市销售面积及销售均价，根据城市基本面、城市当前成交量价情况等分别进行单季数据测算，加总可得：

1) 2022、2023 年全国商品房销售面积预计分别为 14.11、12.70 亿平，同比增速预计分别为-21.4%、-9.9%。2022、2023 年全国商品房销售金额预计分别为 13.83、12.94 万亿元，同比增速预计分别为-24.0%、-6.4%；销售均价预计分别为 9805、10189 元/平，同比增速分别为-3.3%、3.9%。

2) 结构上看，预计一线/二线/三四线 2022 年销售面积同比增速分别为-18%/-29%/-35%，2023 年分别为 5%/-10%/-15%；一线/二线/三四线 2022 年销售金额同比增速分别为-8%/-31%/-35%，2023 年分别为 10%/-4%/-12%。我们认为本轮周期复苏，销量结构上一二线强于三四线，一方面是因为基本面较好、需求相对有韧性，另一方面，政策的边际效果有差异，高能级城市的放松相对更加显著。

图表 2. 2022、2023 年销售面积增速分别为-21.4%、-9.9%，销售均价增速分别为-3.3%、3.9%，销售金额增速分别为-24.0%、-6.4%

销售预测：按城市能级					
指标	城市能级	2020	2021	2022E	2023E
销售金额 (亿元)	全国	173,613	181,930	138,303	129,434
销售金额增速		8.7%	4.8%	-24.0%	-6.4%
销售面积 (万平)		176,086	179,433	141,054	127,034
销售面积增速		2.6%	1.9%	-21.4%	-9.9%
销售均价 (元/平)		9860	10139	9805	10189
销售均价增速		5.9%	2.8%	-3.3%	3.9%
销售面积增速	一二线城市	-0.6%	14.2%	-26.8%	-7.0%
	三四线城市	9.4%	-2.0%	-34.7%	-14.7%

资料来源：中指院，国家统计局，中银证券

一线城市：北京、上海、广州、深圳；

二线城市：天津、呼和浩特、沈阳、大连、长春、苏州、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、重庆、成都、西安、兰州；

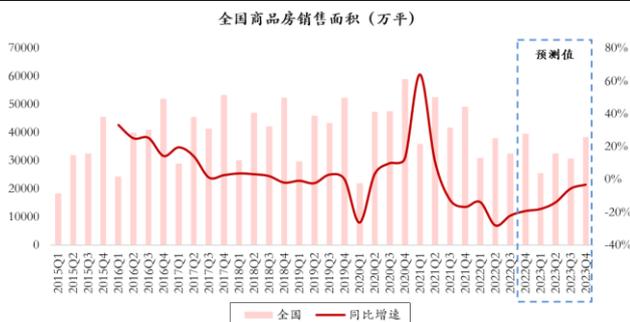
三四线城市：东莞、常州、镇江、扬州、佛山、惠州、昆山、廊坊、汕头、中山、珠海、泉州、岳阳、韶关、舟山、泰安、潮州、江阴、泰州、芜湖、张家港、绍兴、常熟、固安、香河、沧州、池州、肇庆、丽水、宜兴、淮北、太仓、宿州、南平、三明、黄石、铜陵、衢州、六安、孝感、梅州

分季度数据来看，不同于过去周期全国大范围政策放松后销售出现“V”型底部修复，本轮销售呈现出更多反复在底部震荡的特征，修复也较为缓慢。本轮房地产行业销售下行自 2021 年 5 月开始，虽然政策底于 2021 年下半年出现，但房企暴雷、疫情反复、烂尾楼问题的发酵，使得房价下行压力加大、居民购房意愿持续低迷，销售虽边际好转但向上动力始终不足。

2022Q3 单季商品房销售面积 3.25 亿平，销售金额 3.33 万亿元，同比分别下降 22.1%、20.4%，同比降幅较 Q2 分别收窄 6.0 和 12.8 个百分点；销售均价 10249 元/平，同比增长 2.1%，较 Q2 提升了 9.3 个百分点；2022 年 1-9 月累计销售面积 10.14 亿平，同比下降 22.2%；销售金额 9.94 万亿元，同比下降 26.3%；销售均价 9799 元/平，同比下降 5.3%。

我们预计 2022Q4 单季销售面积降幅将进一步收窄至-19%，销售均价增速与 Q3 基本保持一致（2%），销售金额同比增速为-17%。随着防疫政策的宽松、年末供需端宽松政策逐步起效、“保交付”工作的不断推进，部分城市购房信心缓慢恢复，高能级城市率先修复，使得明年开始销售下降的态势进一步得到缓解，我们预计明年 Q1~Q4 销售面积增速分别为-18%、-14%、-6%、-3%；销售金额增速分别为-15%、-10%、-2%、-1%；销售均价增速分别为 4%、5%、4%、3%。

图表 3. 我们预计明年 Q1~Q4 销售面积增速分别为-18%、-14%、-6%、-3%



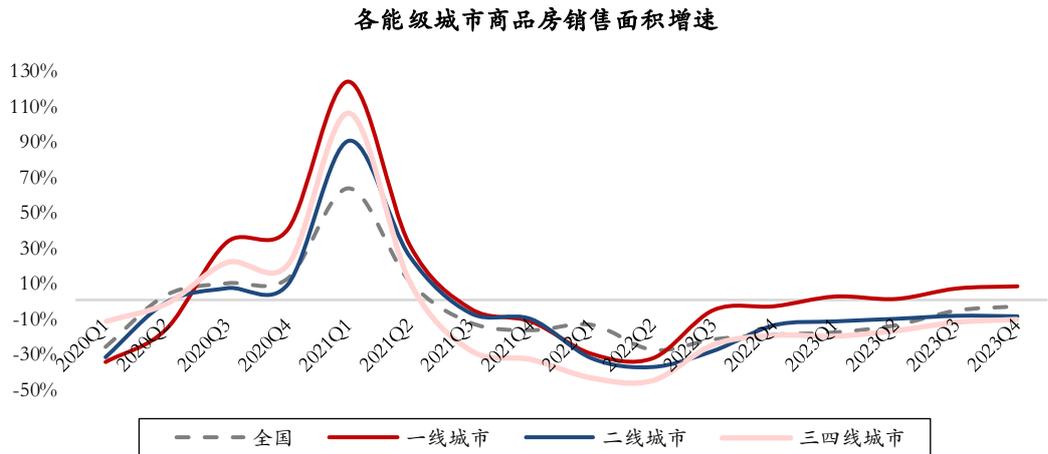
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 4. 我们预计明年 Q1~Q4 销售均价增速分别为 4%、5%、4%、3%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 5. 我们预计高能级城市率先修复，三四线城市相对承压



资料来源：中指院，国家统计局，中银证券

## 1.2 房地产投资与新开工：预计投资增速 22E -9.1%，23E 2.2%；预计新开工面积增速 22E -37.4%，23E 1.8%

开发投资信心与融资资金短期尚难恢复，Q4 投资预计仍将低迷。Q3 单季开发投资金额 3.52 万亿元，同比下降 12.7%；1-9 月累计开发投资金额 10.36 万亿元，同比下降 8.0%。三季度单季降幅、累计降幅仍在扩大，主要是因为一方面房企资金持续紧张，建安投资支撑减弱；另一方面，销售持续低迷、前期拿地大幅减少，土地投资减少也对投资造成了拖累。

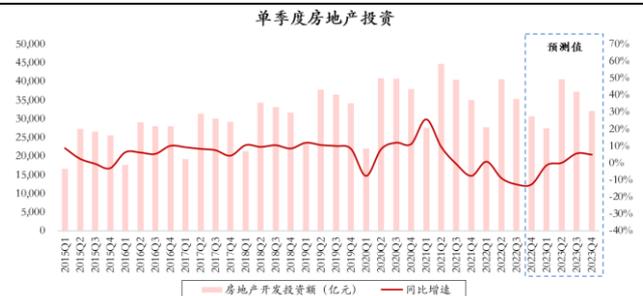
我们将房地产开发投资额拆分为土地投资和工程款两部分进行预测。我们认为 2022Q4 投资降幅仍有 -13%，主要是因为近期供给侧融资政策虽有一定利好，但传导到市场、房企还需一定时间，尤其是经历信用危机的房企则需要更长恢复期。我们预计 2023 年在今年低基数的基础上降幅增速回正，Q1~Q4 单季投资增速分别为-1%、0%、6%、5%，主要原因有：1) 基数较低；2) 我们预计明年销售降幅将持续收窄，房企新开工和拿地意愿也会较今年缓慢恢复；3) 近期频出的金融支持政策较大程度地提振了市场信心，形成了信贷、发债、信托、预售资金、股权融资等多维度的房企融资端支持政策体系，多方面解决短期内房企面临的流动性问题，对民企的资金支持或将陆续到位，预计投资意愿进一步回升。我们预计 2022、2023 年全年房地产投资预计为 13.42、13.71 万亿元，同比增速预计分别为-9.1%、2.2%。

图表 6. 2022、2023 年房地产投资预计可达 13.42、13.71 万亿元，同比增速预计分别为-9.1%、2.2%



资料来源：国家统计局，中银证券

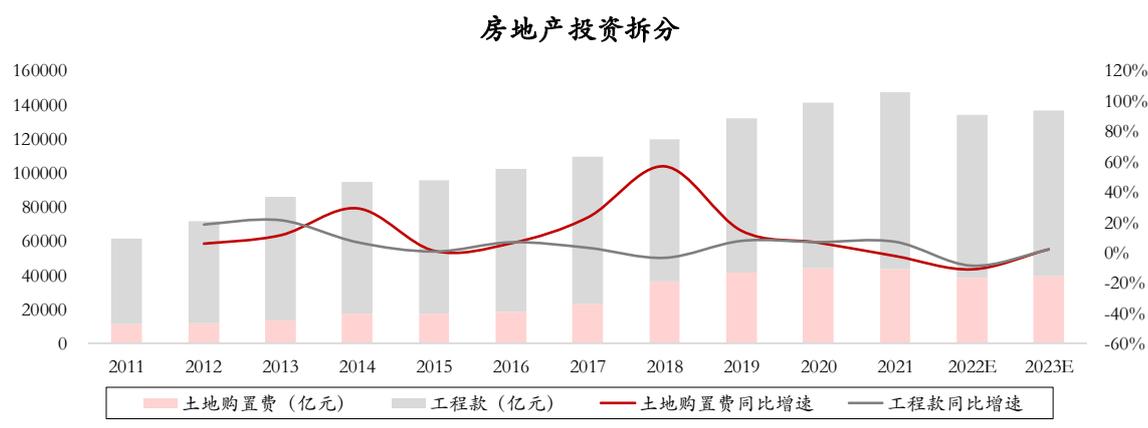
图表 7. 2022Q4、2023Q1、2023Q2、2023Q3、2023Q4 房地产投资增速预计分别为-13%、-1%、0%、6%、5%



资料来源：国家统计局，中银证券

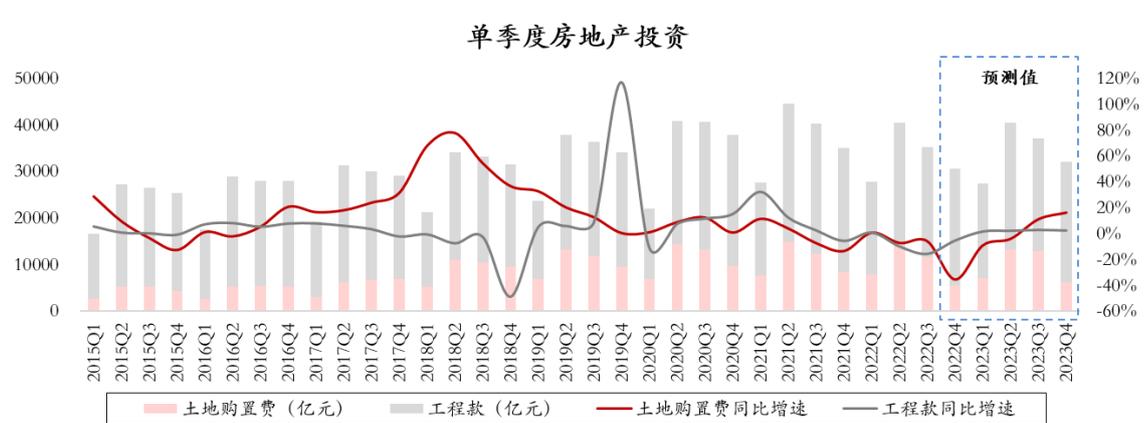
土地投资方面，我们预计今年土地购置费双位数的负增长。由于2022年上半年土地市场持续较冷，百城土地成交金额同比下降53.3%，预计将持续拖累2022Q4的土地投资，我们预计2022Q4土地购置费预计同比下降36%。而2023Q1、Q2土地投资降幅预计将收窄，预计分别为-9%、-4%，主要是因为2022年7月开始土地市场成交有所修复：2022年7-11月百城土地成交总价1.77万亿元，同比增长8.0%，2022年下半年以来土地市场回升对明年Q1、Q2开始的土地投资产生一定的正向反馈，土地购置费降幅开始逐步收窄。受市场信心逐步恢复、房企资金压力缓释以及低基数的影响，2023Q3、Q4土地购置费增速预计可达11%、16%，进一步修复。我们预计2022、2023年全年土地购置费同比增速分别为-11%、2%。

图表 8. 我们预计 2022、2023 年房地产开发投资额增速分别为-9.1%、2.2%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 9. 2022Q4、2023Q1~Q4 单季度土地购置费同比增速预计分别为-36%、-9%、-4%、11%、16%



资料来源：国家统计局，中银证券

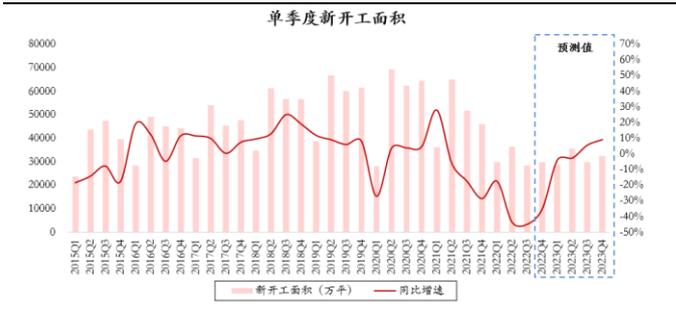
2021年下半年以来，投资受施工建安低迷的影响显著，预计自2022Q4开始新开工有望底部修复。新开工自2021年7月以来连续16个月呈现双位数负增长。我们认为一方面，疫情影响了正常的开工与施工；另一方面，在销售不景气、房企资金链紧张的情况下，前期拿地大幅减少，房企可开工项目减少、新开工意愿持续低迷。2022Q3单季新开工面积2.83亿平，同比下降45.1%；降幅较Q2分别扩大了3.6、1.3个百分点。2022年1-9月累计新开工面积9.48亿平，同比下降38.0%。2022Q4、2023Q1、2023Q2、2023Q3、2023Q4预计新开工面积增速分别为-35%、-4%、-3%、6%、9%。我们认为从单季数据来看，2022Q3为新开工底部，滞后于销售底部一个季度，2022Q4开始底部修复，但增幅回正预计仍要等到明年下半年，一方面，至2023年下半年新开工持续低迷将近两年，房企外部融资环境放松叠加销售复苏后，之前暂缓或囤积的新项目开始动工；另一方面，去年同期基数较低。2022、2023年新开工面积预计可达12.45、12.68亿平，同比增速预计分别为-37.4%、1.8%。

图表 10. 2022、2023 年新开工面积预计可达 12.45、12.68 亿平，同比增速预计分别为-37.4%、1.8%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 22Q4、23Q1、23Q2、23Q3、23Q4 新开工面积增速预计分别为-35%、-4%、-3%、6%、9%

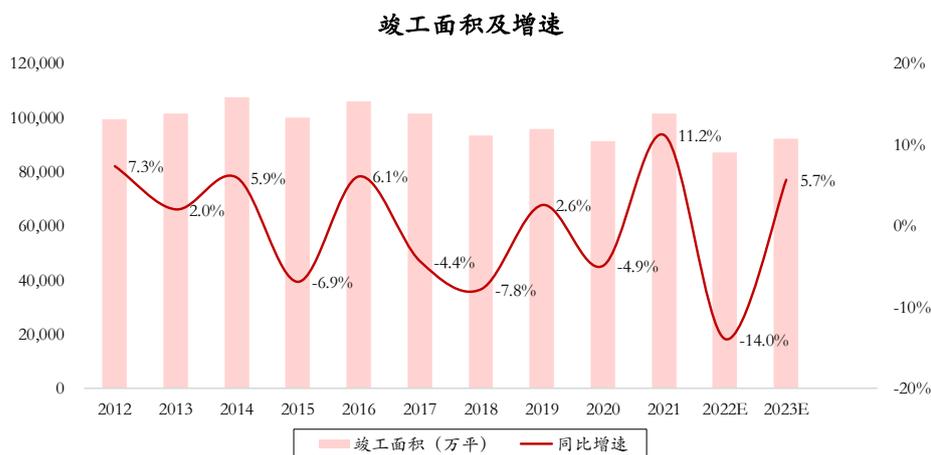


资料来源：国家统计局，中银证券

### 1.3 竣工：预计竣工面积增速 22E -14.0%，23E 5.7%

房企资金紧张叠加疫情反复，今年烂尾楼问题频出，预计竣工出现双位数负增长；明年将随着“保交付”工作的持续推进，在今年低基数的基础上，竣工增速回正。我们曾使用两种方法：结构-整体法、大数据法，对 2022 年的竣工数据进行预测，2022 年在 2021 年的竣工小高峰的基础上，理论上的竣工面积增速可达 3%（详见我们的报告《2022 年，五问房地产行业——房地产行业 2022 年年度策略》，但因今年烂尾楼情况频发，房企资金持续承压、叠加疫情反复，房企主动或被动的停工延期，施工节奏放缓，竣工周期拉长，整体竣工仍待底部修复，今年 1-10 月累计竣工面积为 4.7 亿平，同比下降 18.7%，我们下调今年全年的竣工预测至-14.0%（8.72 亿平），即意味着和此前的预测相比，有 1.72 亿平延期竣工，占当前施工面积的 2%。受益于中央与地方“保交付”政策的不断推进，我们预计竣工降幅将持续收窄，部分工程延期至明年竣工，因此 2023 年在今年低基数的情况下，预计会出现小幅的正增长（5.7%），达 9.22 亿平。

图表 12. 我们预计 2022、2023 年商品房竣工面积分别可达 8.72 和 9.22 亿平，同比增速分别为-14.0%和 5.7%



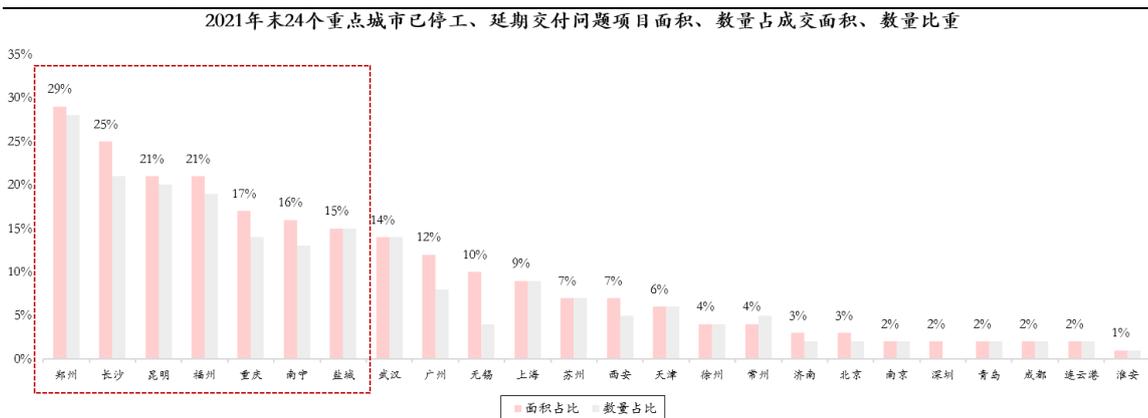
资料来源：国家统计局，中银证券

## 2 保交楼问题需要多久及多少资金才能有效解决？

### 2.1 政府、房企、金融机构三方合力有序推进“保交付”专项工作

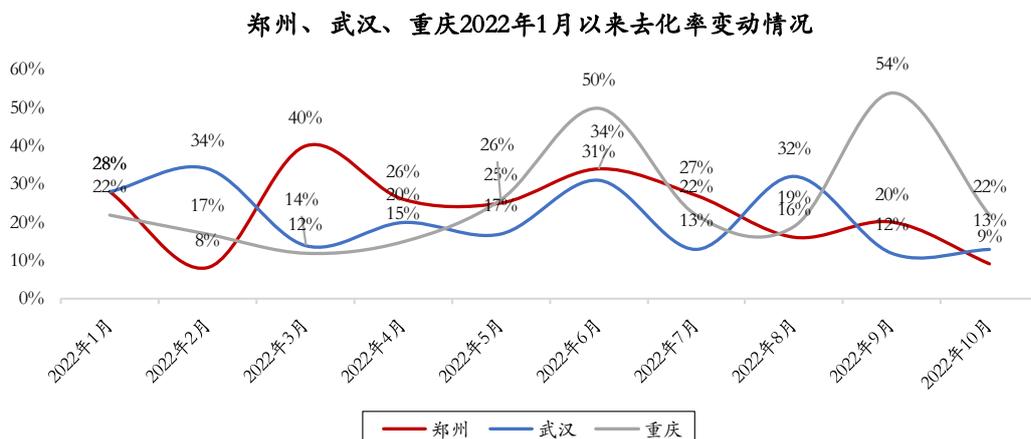
今年以来，部分城市的项目交付风险加剧，非正常停工停贷严重影响了局部地区的销售去化复苏。早在今年3月我们发布的《房地产行业政策深度报告：从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》中，我们即指出“在停缓工和交付风险问题突出的城市，重视受困房企流动性问题的解决工作；具体而言，郑州、长沙、重庆和武汉项目交付有较大压力”。据克而瑞统计数据显示，截至2021年末，24个重点监测城市尚未交付的问题项目总建面约2468万平，占2021年商品住宅成交总面积比重达到10%。其中，郑州、长沙、重庆和武汉等项目交付风险较大，尚未交付的问题项目总建面皆超200万平、总套数皆超2万套。今年7月停工停贷事件不断发酵，非正常停工停贷严重影响了局部地区的销售去化复苏，对烂尾楼的担忧加剧了居民购房观望情绪。以郑州、武汉、重庆为典型代表，郑州停贷项目达34个，武汉、重庆停工项目也超过20个，虽然地方政府及时介入、积极出台各类“保交付”政策，但与房企洽谈解决停工、断贷问题仍需时间，短期内购房者观望情绪较为浓厚，整体市场仍呈现低迷的行情。根据克而瑞的监测，7月三城去化率均回落至3成以下，重庆、武汉分别下降了28、18个百分点，而其中停工停贷问题最为严重的郑州去化率下行至10月的9%。从客户来访量数据也可以看出，当前居民购房信心明显不足，观望情绪持续加剧：自7月断供项目频繁出现后，三城项目来访量数据均出现不同程度回落，均不及其5月水平。7月郑州到访量跌至5.94万组，环比下降21%，重庆不足5万组，环比下降16%。

图表 13. 2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目占比



资料来源：克而瑞，中银证券

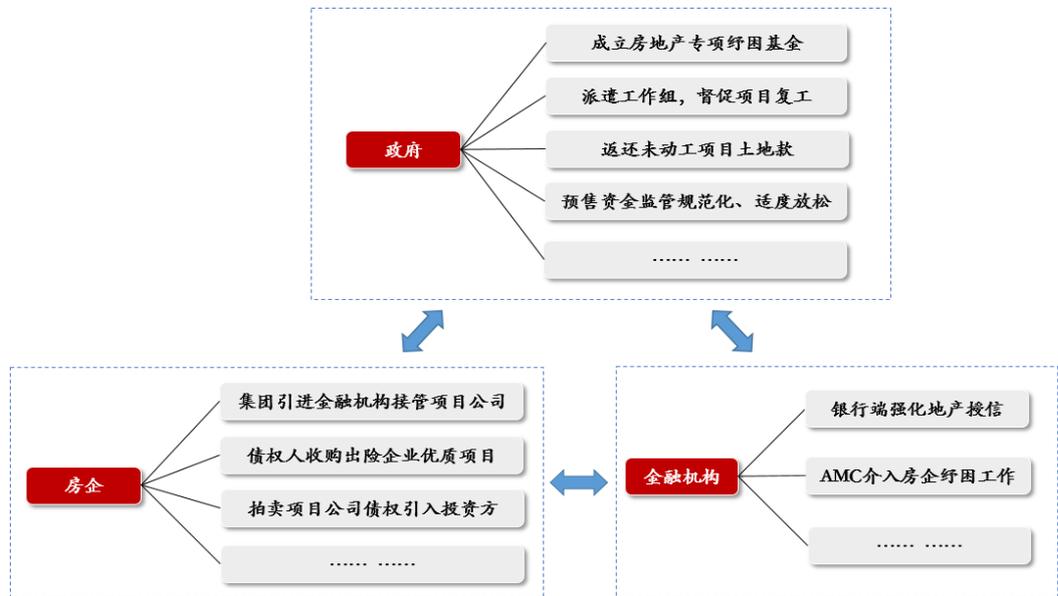
图表 14. 今年 7 月停工停贷事件不断发酵，非正常停工停贷严重影响了局部地区的销售去化复苏



资料来源：克而瑞，中银证券

“保交楼”逐步成为政策底线，政府、房企、金融机构三方合力有序推进“保交付”专项工作。各地政府、房企及金融机构等多方协助保交楼，我们认为问题项目复工有望加速推进。不过各城“保交付”政策尚处于研讨实验期，政策执行、政府与房企洽谈解决停工、断贷问题仍需时间，对于整体市场信心的修复效果仍有待验证。

图表 15. 政府、房企、金融机构三方合力有序推进“保交付”专项工作



资料来源：中银证券

**政府：专项工作有序推进，各地配套政策有望加速落地。中央层面，拨付专项工作借款。**7月银保监会首次提出“保交楼”，8月末，住建部、银保监会和央行提出将通过初期规模2000亿元的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，一定程度提振了市场信心，11月末央行在此基础上，面向6家商业银行再推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划。**地方层面**，已有超过30省市出台“保交楼”举措，包括对问题项目“一盘一策”及时协调处置、各级领导对项目挂联兜底、协调引入区域国企和金融机构来盘活项目、成立纾困基金、派遣工作组、返还土地款、适度放松预售资金监管等。

**1) 成立房地产专项纾困基金。**例如郑州：由中心城市基金下设立纾困专项资金，规模100亿元，纾困项目限定为未来销售收入能够覆盖项目投资的存量房地产项目，原则上纾困专项基金出资比例不高于30%，明确纾困项目的4种开发模式，涉及棚改统贷统还、收并购、破产重组和保租房。其中，棚改统贷统还是由政府指定一家融资平台统一向国开行申请棚改贷款额度，投入到各个问题项目后，再由融资平台统筹安排偿还资金。收并购主要针对于资产大于负债的项目。破产重组主要针对于那些体量大、债务债权复杂、后续投资资金较多、工程建设及销售都存在问题的项目。保租房主要针对于那些销售困难、后期交付无法保证的项目。截至10月初，郑州市地产纾困基金已确定落地项目8个，涉及总投资27亿元。南宁：计划成立房地产平稳基金，计划首期规模30亿元。武汉：建设银行拟以湖北省为试点，设立300亿元的纾困基金，用于收购问题项目，并改建为公租房。浙江绍兴：首个房地产纾困基金项目落地绍兴，本土房企祥生地产旗下的诸暨项目成为该基金的首个纾困。

**2) 派遣工作组，督促项目尽早复工。**例如苏州：问题项目所在区域的街道办事处与区级职能部门联合成立工作组入驻项目现场，督促项目尽早复工，并监督项目工程质量，全面落实“一楼一策一专班”。重庆：成立房地产问题项目风险化解处置小组，安排房地产专班跟进项目建设进度，并对项目账户资金封闭管理。

**3) 返还未动工项目土地款。**例如赣州：经开区政府决定收购绿地部分未动工地块，根据施工进度返还绿地近4亿元土地出让金用于项目施工建设。

**4) 预售资金监管规范化、适度放松。**例如苏州：政府指定预售资金监管账户进行监管，确保后续预售房款全部用于项目本身，防止预售资金被挪用。天津：符合条件的项目可以超节点提前拨付预售监管资金，并区分项目风险与企业集团风险，将风险企业的优质项目与企业本身分离。

图表 16. 中央与地方“保交付”政策梳理

中央		
地区	日期	“保交楼”政策
银保监会	7月14日	引导金融机构市场化参与风险处置，加强与其他部门的工作协同，支持地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”工作
银保监会	7月19日	银行要积极履行自己的职责，既要遵循市场化、法治化原则，又要主动承担社会责任，千方百计推动“保交楼”，依法保障金融消费者合法权益。
中央政治局会议	7月28日	全方位守住安全底线，稳定房地产市场，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
住建部、财政部、央行等	8月20日	针对各地保交楼工作的资金压力出台专门措施，以政策性银行专项借款的方式，支持有需要的城市推进已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付。该笔专项借款初期规模达 <b>2000亿元</b> ，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排。中央财政将根据实际借款金额，对政策性银行予以1%的贴息，贴息期限不超过两年。
国务院常务会议	8月31日	支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
国家开发银行	9月22日	向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款(暂未公开金额)。
国务院办公厅	10月26日	国务院办公厅印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案。其中提到，给予地方更多自主权，因城施策运用好政策工具箱中的40多项工具，灵活运用阶段性信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。有关部门和各地要认真做好保交楼、防烂尾、稳预期相关工作，用好保交楼专项借款，压实项目实施主体责任，防范发生风险，保持房地产市场平稳健康发展。同时，结合实际出台针对性支持其他消费领域的举措。
国务院办公厅	10月31日	在妥善化解房地产金融风险方面，要推动房地产企业风险处置，做好金融支持保交楼工作。引导金融机构支持房地产业合理融资需求，校正过度避险行为，推动个人住房贷款利率下行，更好满足刚性和改善性住房需求。
人民银行、银保监会	11月11日	央行、银保监会联合发布的《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》提出，在支持开发信贷政策性银行提供“保交楼”专项借款外，鼓励金融机构提供配套融资支持，推动化解未交楼个人住房贷款风险。
人民银行	11月16日	《2022年第三季度中国货币政策执行报告》指出，因城施策运用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
人民银行	11月21日	央行拟发布保交楼贷款支持计划，在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，人民银行将面向6家商业银行推出 <b>2000亿元</b> “保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供低成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。至2023年3月31日前，央行将向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。
地方		
陕西	4月15日	纾困基金：陕建地产集团与中国信达共同设立 <b>100亿</b> 并购重整基金，发挥各自优势，以市场为导向，积极围绕危房企并购开展合作。
浙江	6月7日	纾困基金：浙江房协与浙商资产初步成立 <b>100亿</b> 规模的“并购重组专项资金”，后续将用于推动危房企项目并购重组，化解房地产行业金融风险，确保问题项目顺利完工。
江西景德镇	7月8日	国资公司参与：为加快推进“去恒大化”，促进恒大项目风险化解工作取得实质性进展我市分项目分别落实国控集团、城投集团、昌江国资及珠山国资等4家国资平台参与风险化解，各项目自求平衡落实保交楼任务，政府给予去恒大化后相关扶持政策。化解处置方案商定后，报市委、市政府审定后即可实施。
广东深圳	7月11日	成立处置小组：《龙岗区关于进一步加强房地产项目全周期监管的指导意见》提出联合处置化解突出问题，针对存在问题的项目，区住建局、区城市更新和土地整备局、市规划和自然资源局龙岗管理局、市生态环境局龙岗管理局等行业主管部门，会同开发企业与属地街道办成立处置小组，开展集中研判，妥善处置，确保交房过程平稳有序。
江西赣州	7月13日	收回未动工土地：赣州经开区政府决定收购绿地部分未动工地块，根据施工进度退还绿地近4亿元土地出让金用于项目施工建设。
陕西西安	7月14日	预售资金监管：《关于印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知》指出：商品房预售资金(包括定金、首付款、购房贷款及其他形式的全部房款)应全部直接存入专用监管账户进行监管，开发企业不得直接收取或另设账户收存购房人的购房款。
广东汕头	7月14日	预售资金监管：《汕头市住房和城乡建设局商品房预售款监督管理暂行办法》指出，监管资金按综合支付额度核定支取，设置四个工程形象明确的节点，合理留存保底资金，可按进度申请划拨工程款，拓展了预售款的提取使用空间，有利于商品房预售款监管工作的有效落实，也有利于跟随工程节点及时减轻房地产企业的资金压力。
河南平顶山	7月15日	一楼一策：河南省平顶山市新华区区长张伟民于7月15日主持召开问题楼盘处置化解推进会。张伟民要求，一楼一策，紧盯不放，确保问题化解到位。各化解专班要综合采取多种措施，切实做好问题楼盘化解和群众维稳工作，坚决在9月底完成化解任务，确保经济平稳运行，社会和谐稳定。
河南驻马店	7月17日	一楼一策：河南省驻马店市正阳县自然资源局指出，对全县的问题楼盘不动产登记办理问题进行梳理分类，坚持一企一策、一楼一策，逐企业逐楼盘研究不动产登记办理问题等。
河南洛阳	7月18日	一盘一策：河南省洛阳市下辖瀍河区7月18日上午召开问题楼盘化解处置推进会，研究解决问题楼盘化解处置难题。会议强调要坚持群众利益至上，担当任事，把握保交房、早交房工作重点，加快问题楼盘化解处置进度。要紧盯工作重点，着眼保交房、早交房，进一步摸清底数，进一步细化措施，进一步压实各方责任，推动各环节工作落实。综合运用法律、行政、市场手段，一盘一策，精准施策，确保化解处置实效。
山东济南	7月18日	一案一策：济南市历城区住建局指出，该区出现部分项目停工、延期交房问题，主要原因是目前房地产企业资金普遍紧张，导致项目停工、延期交房问题频发。区住建局对风险项目深入分析研判，建立风险台账，会同项目所在街道逐一制定“一案一策”化解处置方案。
陕西咸阳	7月19日	一对一帮扶：咸阳市住建局组织召开部分房地产开发企业集体约谈会，督促其加强经营管理，勇担社会责任，努力化解矛盾，促进房地产领域平稳健康发展。会议建立了一对一帮扶政策，即一个科室帮扶一家企业，促进问题尽早解决。会议强调，一要做好预防预警，做到未雨绸缪，对在建项目在保质保量和确保安全的前提下，加快施工进度，力争按期交房。二要切实负起主体责任，主动作为，不等不靠，想方设法解决群众所急所盼。
四川遂宁	7月19日	一对一挂联：四川省遂宁市住房和城乡建设局印发通知，指导各辖区开展房地产企业和房地产项目挂联工作。通过梳理摸排，遂宁市全市共有83个在建和待建房地产开发项目纳入挂联范围，每一个项目均由一名县(市、区)、市直园区区县级领导进行“一对一”挂联。各辖区住房城乡建设主管部门要明确专门人员定期跟踪项目进展情况，充分发挥沟通、协商作用，定期开展座谈、走访、调研，督促未开工房地产开发项目尽快投资、动工，指导在建房地产开发项目规范运营，按期完工。
四川凉山	7月19日	一盘一策：《冕宁县人民政府办公室关于印发冕宁县促进房地产市场平稳健康发展的措施的通知》指出，建立遗留问题处置机制。针对全县现有开发项目存在土地并宗、拆迁遗留、配建合同签订、不动产登记办理等具体问题，建立健全长效协调处置机制，形成专班，落实“一盘一策”一领导机制限期及时协调处置。
重庆	7月19日	成立处理小组：针对群众反映较多的佳兆业珑樾壹号、富力院士庭、富力朗境、金科新天宸等项目停工问题，重庆市高新区建设局约谈相关开发商督促复工复产、成立房地产问题项目风险化解处置小组、安排房地产专班跟进项目建设进度。
河南郑州	7月27日	提出四种纾困模式：郑州拟推出棚改统贷统还、收并购、破产重组、保障房租赁四大模式，首批试水纾困建业、康桥、世茂、融创等六大房企，针对房企旗下问题楼盘选择对接上述四种模式，推进“保交楼”工作。
广东东莞	8月2日	预售资金监管：《关于公开征求〈关于进一步规范商品房预售款收存管理和使用的通知(征求意见稿)〉意见的通知》指出，商业银行违反预售资金三方监管协议，未经住建局核实同意，擅自拨付或转移监管额度内资金的，应当负责追回资金，无法追回的依法承担相应赔偿责任。

资料来源：银保监会，央行，住建部，国务院，国开行，各地政府官网，中银证券

续图表 16. 中央与地方“保交付”政策梳理

		地方
河南郑州	8月5日	纾困基金：河南资产管理有限公司与郑地集团共同设立郑州国家中心城市基金，再由城市基金下设纾困基金，暂定规模 100 亿。基本运作模式为纾困基金作为母基金，投入不高于 30% 的资金进入子基金，子基金以最高 40% 的投入比例，撬动 60% 的社会资本，共同形成盘活资金投入出险项目。基金首单纾困项目已经落地。
江苏连云港	8月9日	一查一策：对于存在非疫情原因连续停工三个月以上的房地产开发项目，各县区（管委会）政府应成立工作专班，落实“一查一策”机制限期及时协调处置。对于前期已经出现延期交付情况的楼盘，要加强监管，区别情况处置，情况严重的，可采取要求尚未取得预售许可证的在建楼栋暂缓建设等措施保交楼。
河北沧州	8月15日	预售资金监管：《沧州市商品房预售资金监管办法》指出，商品房预售资金监管期限，自核发商品房预售许可证开始，至办理不动产首次登记后止。
广西南宁	8月15日	纾困基金：南宁轨道交通集团有限公司、南宁交通投资集团有限责任公司、南宁威宁房地产开发有限公司，三家国企携手成立南宁房地产平稳基金，以“政府主导、市场化运作”为原则，为一批已发生风险或濒临风险的楼盘纾困解难。基金首期规模 30 亿，已完成缴付。
江西萍乡	8月17日	保交楼：各级各部门要提振信心、集群作战，以保交楼为首要目标，明确楼盘“复工期”“竣工期”“交房期”，紧盯不放、紧抓不松，全力解决复工交楼问题，彻底消除老百姓“财房两空”风险，进一步夯实房地产业健康发展基础。
安徽合肥	8月17日	保交楼：要进一步贯彻落实党中央、国务院关于房地产工作的决策部署，迎难而上，担当尽责，千方百计“保交楼、稳民生”，依法合规治乱象、防风险”。对查实存在有明显质量问题、违规销售、抽挪资金、虚假宣传、超容减绿、故意“躺平”等行为的，严格依法依规处置，及时向社会公开曝光。对查实没有主观故意问题但存在暂时困难的，要全力助企纾困。
江西赣州	8月22日	问题楼盘化解：江西赣州信丰县召开全县批而未用土地消化处置工作、环保督察问题整改工作、水质提升攻坚工作、房地产领域楼盘问题化解工作调度会。会议指出，相关部门要责任到人、主动担当、密切协作，形成工作合力，推动问题楼盘化解任务和拆迁安置工作尽早完成，为全县经济高质量发展、社会和谐稳定创造良好环境。
湖北	8月23日	纾困基金：湖北省资产管理有限公司与浙商资产管理有限公司联合设立 50 亿元纾困基金，聚焦助企纾困，加大对全省不良资产的收购、处置力度。
浙江绍兴	8月25日	保交楼：对于已售逾期难交付的住宅项目，房地产企业始终是第一责任人，地方政府负有保民生、保稳定的属地责任，每个住宅项目必须确保交楼、不烂尾。所有恒大在绍项目都在有序推进，今年恒大项目计划完成保交楼 1729 套，已交付 786 套。
河南郑州	9月6日	30 天复工：郑州发布《郑州市“大于 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”保交楼专项行动实施方案的通知》，《通知》要求在 10 月 6 日前，实现郑州全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工。
浙江丽水	9月8日	一楼一策：《丽水市区促进房地产市场平稳健康发展接续政策》指出：要细化一楼一策方案，加快项目复工建设、竣工交付，确保做到“保交楼、稳民生”。
山西太原	9月9日	督促开工：太原市规划和自然资源局表示，“依据相关法规规定，经我局调查核实，发现有部分土地未按合同约定进行开工建设。2022 年 6 月份，我局按照工作流程向太原恒御信置业有限公司等 41 家涉及未按期开工项目的企业签发了《督促开发通知书》，对其共计 56 宗未按期开工的土地进行了督促，要求其尽快开工建设。”
浙江绍兴	9月19日	一楼一策：微信公众号“绍兴发布”发布《破局突围！绍兴力争“保交楼”优等生》，其中提到，绍兴成立房地产专班，定期对全市所有住宅项目全面排查，针对重点项目，制定风险化解“一楼一策”，通过指导督促属地成立风险项目处置专班、设立项目资金安全账户、统筹项目资金使用、盘活存量资产等措施，全力落实“保交楼、稳民生”目标任务。
河南郑州	9月20日	为进一步攻坚化解问题楼盘，郑州市将全面实施“保交楼”项目“交房即发证”工作，对全市范围内经确认的停工项目自重新启动后，确保在交房时资料齐全申请办理不动产登记的购房人能当天拿到不动产权证。
河南南阳	9月21日	召开问题楼盘“保交楼”复工复产工作推进会，会议要求，1) 行业主管部门要积极为企业做好服务，纾困解难；2) 施工单位要有责任、有担当，积极开展企业自救，保证项目开复工；3) 施工企业要配合问题楼盘专班和项目开发企业，结合项目建设需求拿出化解处置措施，确保停工、半停工项目全面实质性复工；4) 保障项目安全稳定，合理合法地保障建筑企业和施工工人的权益，不发生严重社会问题；5) 一切以项目复工为前提，积极组织施工工人、物料、机械等开复工保障要素，坚决不“躺平”，不阻碍项目的复工，不搞表演式复工。
河南	11月17日	河南省省长王凯在召开的金融工作座谈会上强调，支持保交楼项目尽快复工，支持刚需和改善性住房需求；要开辟绿色通道，简化流程手续，提高放款效率，充分释放政策红利，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：银保监会，央行，住建部，国务院，国开行，各地政府官网，中银证券

**房企：积极开展“自救”，多措并举保交楼。** 主要涉及以下四方面内容：1) **集团引进金融机构接管项目公司。** 例如恒大集团陆续与光大信托、五矿信托等多家信托公司签署协议，将部分城市项目剥离给信托公司，信托公司则向项目公司投入资金以保障项目后续开发建设，确保完成保交楼任务。2) **债权人收购出险企业优质项目。** 例如在深圳市政府的协调下，中信集团已收购佳兆业在深圳的 4 个项目，总货值约 500 亿元，极大程度上保障了出险企业优质项目的交付。3) **拍卖项目公司债权引入投资方。** 例如在阿里拍卖平台，无锡市翠竹房地产开发有限公司债权拟被转让，起拍价 10.05 亿元，以尽快引入投资人续建无锡恒泰悦景府项目。

**金融机构：金融机构将积极纾困出险房企、盘活不良资产。** 一方面，银行端可以强化地产授信，针对对于快要完工项目成立小额纾困基金助力交付，对于部分暂时面临资金流动性困难的企业予以贷款展期等。例如天津，商业银行全面强化房地产行业授信，统计立项楼盘情况，包括是否结构封顶、是否有延期交房风险、负面舆情等；实地走访问题楼盘，重点排查出险企业。另一方面，**AMC 介入房企纾困工作。** 7 月 20 日郑州地产集团与河南资产联合设立郑州市地产纾困基金，参与问题楼盘盘活、困难房企救助等纾困工作，河南资产是河南省第二家地方 AMC，成立于 2017 年 8 月，郑州停贷风波是地方 AMC 介入的导火索。5 月，中南建设与中国华融、南通市保障房建设投资、南通产业控股、江苏海晟控股共同签署了支持公司转型发展战略合作协议。预计将在项目并购、资产盘活等方面与中南建设展开合作，相关支持项目总规模不超过 50 亿元。8 月，中国华融与阳光集团签署《纾困重组框架协议》。

图表 17. 近期 AMC 介入房地产债务化解工作的举措

近期 AMC 房企收并购情况	
AMC	内容
中国华融	与花样年控股就全面的债务重组计划洽谈合作
	中南建设与中国华融、南通市保障房建设投资、南通产业控股、江苏海晟控股共同签署了支持公司转型发展战略战略合作协议。预计将在项目并购、资产盘活等方面与中南建设展开合作，相关支持项目总规模不超过 50 亿元。
	与阳光集团签署《纾困重组框架协议》
中国信达	与融创中国洽谈收购泛海控股旗下背景泛海国际项目 1 号地块及上海董家渡项目 100% 权益
	加入中国恒大风险化解委员会，信达香港董事长梁森林获委任为非执行董事
	接触包括恒大集团和世茂等开发商的项目
	接手郑州泰禾东府大院
中国长城资产	与阳光城就包括资产收购在内的合作进行初步接触
	在二级市场低价收购华夏幸福债券
	发行 100 亿元金融债券，用于重点房地产项目风险化解工作
中国东方资产	发行 100 亿元金融债券，用于重点房地产项目风险化解工作
	在二级市场低价收购华夏幸福债券

资料来源：财联社，公司公告，中银证券

## 2.2 我们预计解决“保交付”问题预计需要 1.59~1.82 万亿元的资金，至少 2-3 年的时间

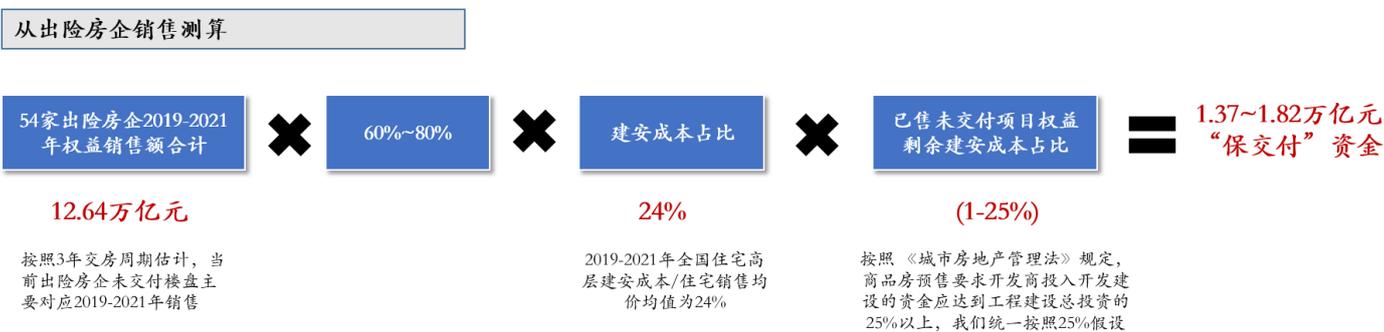
当前中央已计划提供合计 4000 亿元的“保交楼”专项借款资金：1) 第一轮，政策性银行专项借款资金：8 月 20 日，住建部、银保监会和央行等部门提出将通过初期规模 2000 亿元的政策性银行专项借款方式，用于各地已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付。由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排。中央财政将根据实际借款金额，对政策性银行予以 1% 的贴息，贴息期限不超过两年。资金分派到各地的落地速度也相对较快，国开行于 9 月 22 日向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款，支持辽宁“保交楼”项目（具体金额暂未公布），随后郑州（70 亿元）、洛阳（15.5 亿元支持 27 个“保交楼”项目 1.55 万套房屋）、开封（9.4 亿元）、哈尔滨（1.86 亿元）等各地均已资金到位。2) 第二轮，针对商业银行的免息配套融资：11 月 21 日，央行推出了“保交楼”贷款支持计划，至 2023 年 3 月 31 日前，面向 6 家商业银行再推出 2000 亿元再贷款。设置了 2023 年 3 月末的时间节点，强调了“保交楼”工作的时效性和紧迫性，同时此次为针对商业银行的免息再贷款，“保交楼”支持力度进一步提升。我们预计合计 4000 亿元的专项借款，再加上 2500 亿元“第二支箭”支持房地产民企发债融资、银保监会“保函置换预售监管资金”政策等，都显示国家正在多方位疏通“保交楼”的资金面，有助于缓释问题楼盘资金缺口，且不排除后续加量的可能。

我们认为解决“保交付”问题预计需要 1.59~1.82 万亿元的资金。我们通过了两种方法测算“保交楼”需要的资金体量：

1) 从行业停工体量来计算：今年 1-10 月净停工面积 6.5 亿平，占施工面积的比重为 9.4%，除了 2020 年受疫情影响较高以外，2011 年以来净停工面积占比均值为 5%，若降到这个比例，则需要促成现有项目里 3.03 亿平的体量复工。我们以 2450 元/平的全国住宅高层工程造价计算，我们预计“保交付”工作至少需要 7424 亿元的资金；若要推动全部现有停工面积复工，至少需要 1.59 万亿元的资金。

2) 从出险房企角度来计算，2019-2021 年全国住宅高层建安成本/住宅销售均价为 24%，按照 3 年交房周期估计，当前出险房企未交付楼盘主要对应 2019-2021 年销售，54 家出险房企 2019-2021 年权益销售额合计为 12.64 万亿元，假设其中 60%~80% 存在交付风险。我们以出险房企 2019-2021 年权益销售额合计\*60%~80%\*24% 为出险房企项目建安总成本。按照《城市房地产管理法》规定，商品房预售要求开发商投入开发建设的资金应达到工程建设总投资的 25% 以上，我们统一按照 25% 假设，2019-2021 年权益销售额合计\*60%~80%\*24%\*75% 即为出险房企已售未交付项目权益剩余建安成本，即 1.37~1.82 万亿元。即使分三年解决，每年“保交付”的资金也在平均 4567~6067 亿元。

图表 18. 我们认为解决“保交付”问题预计需要 1.59~1.82 万亿元的资金



资料来源：国家统计局，克而瑞，万得，中银证券

我们认为“保交付”工作将贯穿 2-3 年，甚至更长的时间。主要原因有以下四点：1) **额度有限**：专项借款分期下发到各城市、各项目，实际分配到具体项目主体上的额度有限。2) **资金拨付存在时滞**：资金拨付到下达到项目上仍有较长的时滞，政府与项目方的各项借、还款以及监督模式也都需要摸索和拟定。3) **对项目的选择上遵循先易后难、由影响力大到小来分配**，部分交付难度较大的项目难以推进。相对比较容易推进的项目是还有一定建设周期、预售未完成，即还有货值的项目；但烂尾项目多为交付难度最大的、已经完成预售、施工过半的项目（此类项目基本已经没有货值）。4) **房企自身缺乏优质资产和能力，资金方对其风险有担忧**。不管是专项贷款还是纾困基金，都要求项目资产大于负债，或开发商有其他核心资产能够作为还款的保障，或开发商有能力去开发运营其他项目回款抵债。尤其是参与纾困基金项目的社会资金或金融机构，风控要求都比较严格。5) **销售下滑与融资受限，对旧项目“保交楼”资金支持或相对有限**。从销售回款看，2021 年房企资金来源超一半（53%）来自房款（定金及预收款、个人按揭贷款），受信用事件冲击，2022 年 1-10 月该部分资金同比下降 31.0%，同时由于预售金监管，期房项目销售回款将优先保障该项目建安投入，仅超出资金监管要求部分能用于旧项目投入。从融资角度来看，2022 年 1-10 月房地产行业国内外债券+信托+ABS 合计发行规模 7534 亿元，同比大幅下降 52.1%，房企到位资金中国内贷款同比下降 26.6%，且开发贷一般以项目为抵押、专款专用，很难用于旧项目。

## 2.3 当前房企交付压力仍然较大，未来“交付力”或成为房企重要的硬实力之一

在“保交楼”的大政策背景下，未来交付力或成为房企的重要硬实力之一。当前，在已经搭建交付体系的房企中，按体系的完整性和环节的偏重性可以分成三类：1) 在集团层面搭建了全周期交付体系，并在品牌上形成了强交付力形象。例如，美的置业 2021 年末向全国发布了全新用户交付品牌 IP“橙意家”，以“橙意智慧、橙意筑家、橙意相伴”串联产品、工程、服务三大板块，包含 2 大智慧生活场景、4 重精工橙意标准、6 大周期全维度服务体系，旨在为置业用户提供全场景、全周期的生活场景。2) 交付体系重点聚焦前端建造施工环节，重标准、强品质。例如，金地集团根据三十多年的营造经验与实践及对不同客户的生活痛点及需求的洞察与精研，不断精进工艺工法、强化施工管理措施，建立双向反馈机制，总结归纳出一整套工程品质标准体系——金地科学制造，该标准体系为金地工程建造的全周期、全过程作出了统一标准规范，确保设计图纸上一砖一瓦得以严格执行和精确落实。3) 交付体系重点优化客户交付体验，搭建全流程服务体系。例如万科在“客户愿意买单”的好服务行动基础上，在集团范围内开启“5+3+2”共 10 项好服务行动，新增交付服务升级、设置交付标准样板间、交房及交证、线上签约服务四项新行动，以提升万科的产品和服务质量；绿城在 2022 年构建大客服体系，打造以客户满意度为中心的客户关系管理体系，提升产品设计、工程营造及客户服务能力。

图表 19. 部分房企开始搭建“交付体系”

房企	主要内容
融创中国	归心交付体系 2.0:品质精工体系化、客户服务全维化、空间营造场景化、社区运营精细化、社群活动 IP 化、生活体验多元化。
万科	在“客户愿意买单”的好服务行动基础上，在集团范围内开启“5+3+2”共 10 项好服务行动，新增交付服务升级、设置交付标准样板间、交房及交证、线上签约服务四项新行动，以提升万科的产品和服务质量。
龙湖集团	2022 年推出全新“龙湖智善交付”体系，以新交心，贯穿产品品质、产品颜值、智慧科技、“一个龙湖”生态体系、交付体验、宜居空间、温度服务、常住常新，龙民尊享九大维度，全生命周期陪伴，跨越空间链接“一个龙湖”的多维场景服务。
绿城中国	在 2022 年构建大客服体系，打造以客户满意度为中心的客户关系管理体系，提升产品设计、工程营造及客户服务能力。
旭辉控股	“悦心交付”体系，注重品质主义、绿色主义、惊喜主义、完美主义，同时不断服务创新，交房即交证、聆听行动、云交付，打造硬核交付力。
远洋集团	2022 年升级打造“远洋在线交付系统 2.0”，以数字化、智能化服务为业主提供省时、高效、智能、完善的交付体验；线下交付+云交付，场景多重选择，打破时间与空间的驻守。
世茂集团	世茂标准交付流程体系贯穿交付前、中、后全阶段。交付前“强预控、保品质”，涵盖工程、设计、客服、营销、物业多条线严格评估；交付中“强服务、重体验”，以一站式精心服务让用户住得安心；交付后“长运营、塑生态”，通过社群运营及大数据反哺产品迭代、延展情感链接。
金科股份	制定“心悅交付白皮书”，制定了一系列标准化服务，将交付周期拆解为交付前、交付中、交付后 3 个部分，共计 123 项标准化服务动作，并打造了“9631”四个交付管控节点，保证交付前至交付后，业主都能有常心悦目的体验和感知。
美的置业	交付品牌“橙意家”，构筑 2 大智慧生活场景、4 重精工橙意标准、6 大周期全维度服务体系，通过小区园林先行、样板房工艺还原展示、工地透明化展示等举措，提前展示项目真实生活场景，让用户实现所见即所得。
中南建设	打造“美好立方”服务体系，打通“中南服务品牌文化墙—景观示范区—入户大堂—样板间—工艺工法展示区—地库”等场景，实现从产品建造流程、材质选择、规范管理、服务落地、到社区全触点展示。

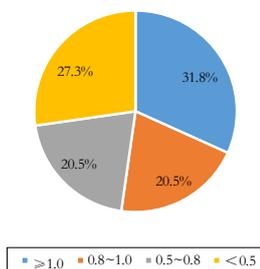
资料来源：公司公告，公司官网，克而瑞，中银证券

当前房企的交付压力仍然较大，具备优秀交付力的房企销售去化表现或将更好。我们通过房企公布的今年以来的交付数据，根据全年交付节奏，估算房企全年的交付量，以此来测算今年房企的交付压力。

根据克而瑞统计，2022 年 TOP50 房企中公布上半年交付数据的房企有 44 家，其中 68% 的房企交付比（基于商品房预售制度及房地产项目开发周期，交付比=2022 年全年预估交付面积/2020 年全口径销售面积）处于 1.0 以下，今年下半年面临一定的交付压力；27% 的房企交付比不足 0.5，交付任务严峻；但也仍有 32% 的房企凭借硬核的交付力及完善的交付体系，预计如期甚至超额完成交付任务。其中，招商蛇口、华润置地、华发股份、卓越集团等房企在坚守交付品质的基础上，预计全年交付比均大于 1.2。而根据我们自己的梳理与统计，截至 2022 年 10 月末，已公示交付套（户）数的 39 家房企前三季度累计交付房屋总数超过 218 万套（户）。其中，碧桂园以 45 万套的交付总数排在榜单首位；万科、恒大、绿地、融创均超过 14 万套，龙湖、阳光城、美的、新城、金科、旭辉、中梁也都超过 5 万套。根据我们的计算，披露了交付面积的 8 家房企中，建业、绿地交付比较高，超过 1.0；雅居乐、恒大相对较低，低于 0.8，交付压力较大。

图表 20. 据克而瑞统计，2022 年 TOP50 房企中 68% 的房企交付比处于 1.0 以下

TOP50 房企 2022 年上半年交付比分布

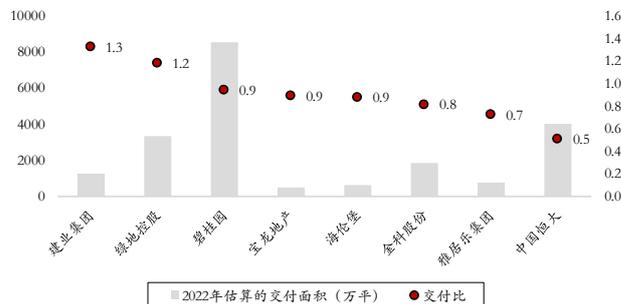


资料来源：克而瑞，中银证券

数据说明：1) 基于房地产项目开发周期，交付比=2022 年全年预估交付面积/2020 年全口径销售面积；2) 根据上半年交付量估算全年交付量，通常房企上下半年交付量比值为 1:2-1:3 之间，故假设房企上下半年交付比例为 1:2.5。

图表 21. 披露了交付面积的 8 家房企中，建业、绿地交付比较高，超过 1.0；雅居乐、恒大相对较低

重点房企交付比

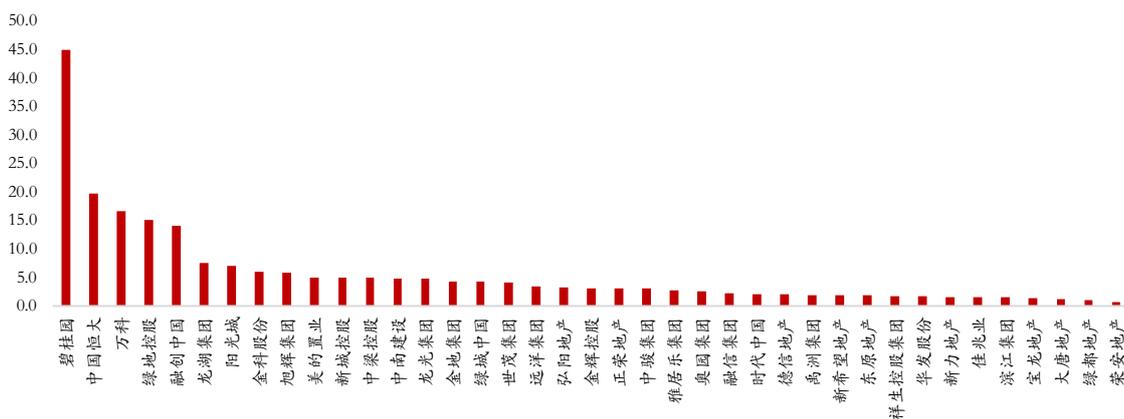


资料来源：克而瑞，公司公告，公司业绩会，中银证券

数据说明：1) 基于房地产项目开发周期，交付比=2022 年全年预估交付面积/2020 年全口径销售面积；2) 根据全国 2019-2021 年各月份竣工完成度判定房企交付节奏的比例数值，1-6 月为 33.9%、1-7 月为 38.9%、1-9 月为 48.1%、1-10 月为 55.7%，来估算各房企全年交付面积。

图表 22. 截至 2022 年 10 月末，已公示交付套（户）数的 39 家房企前三季度累计交付房屋总数超过 218 万套（户）

2022 年 1-10 月交付套/户数 (万套)



资料来源：克而瑞，公司公告，公司业绩会，中银证券

数据说明：碧桂园、万科、绿地、新城、金地、弘阳、融信、祥生、禹洲、奥园、时代、新希望、东原、华发、滨江、大唐、绿都、荣安为 9 月末数据，新力为 8 月末数据，世茂、雅居乐、宝龙为 6 月末数据，其余均为 10 月末数据。

### 3 房企多渠道融资放松，资金面能否得到改善？

房地产行业四种主要融资渠道（银行贷款、非标、国内债券、海外债券）曾在 2009 年 9 月-2011 年 7 月、2016 年 9 月-2017 年 5 月、2018 年 5 月-2021 年 10 月三个时间都出现过较严厉的全面收紧，融资多渠道的宽松仅有 2008 年 11 月-2009 年 8 月（但期间国内债券严格监管）、2014 年 9 月-2015 年 8 月（但期间非标信托收紧）两个时期出现过。作为“三支箭”的融资渠道：银行贷款、国内债券、股权融资同步放松在 2014 年 9 月-2015 年 8 月曾出现过。而自 2022 年 11 月开始银行贷款、国内债券、股权融资、非标信托各渠道全面同步放松是首次发生的。

1) 第一轮宽松周期（2008 年 11 月至 2009 年 8 月）：2008 年 11 月，国常会提出合理扩大信贷规模，金融监管放松。2009 年 3 月，银监会发文允许一定条件下信托以投资附加回购承诺方式对房地产开发项目进行间接融资，信托贷款门槛实质性降低。此外，股权融资也在 2009 年前后有所放开。但这一阶段的国内债券仍然是受到严格监管的。

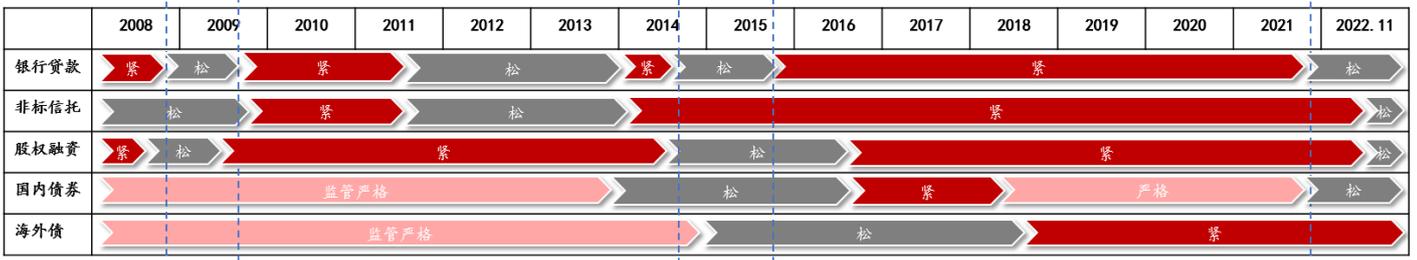
2) 2009 年 9 月至 2014 年 7 月：2010 年房企融资环境随着周期调控有所收紧，2010 年 1 月，央行工作会议提出严格执行有关房地产信贷政策，要求加强贷款用途管理；2 月，银监会要求信托公司发放贷款的所有房地产项目必须重新满足“四三二”条件，地产融资渠道总体收紧。2012 年之后，随着基金公司、券商资管融资通道打开，融资环境相对较为温和。

3) 第二轮宽松周期（2014 年 9 月至 2015 年 8 月）：2014 年 9 月，国内上市房企获准在银行间债券市场发行债务融资工具，2015 年公司债发行和交易制度改革进一步拓宽了房企境内债融资渠道，当年获准在银行间债券市场发行债务融资工具的房企也拓展至 16 家以地产为主的央企集团或其下属地产企业。股权融资方面，2014 年上市房企增发通道也有所打开。但这一阶段的非标融资渠道是收紧的。

4) 2015 年 9 月-2021 年 10 月：2015 年 9 月银行贷款率先收紧，2015 年底多家银行被罚款，2016 年 1 月规定各地不得再向银行业金融结构借土地储备贷款。债券融资方面，2016 年 9 月-2016 年 11 月，陆续出台了一系列的政策严格限制举措来收紧国内债券的融资渠道。股权融资方面，2016 年 7 月，不允许房地产企业通过再融资对流动资金进行补充，2018 年 10 月，涉房企再融资通道被完全关闭。2018 年 5 月-2021 年 10 月除了中央在疫情期间救急外，地产各融资渠道呈现全面收紧态势，期间银行信贷门槛仍高，监管针对非标融资持续发力，信用债发行用途受限，境外债监管不断加强。

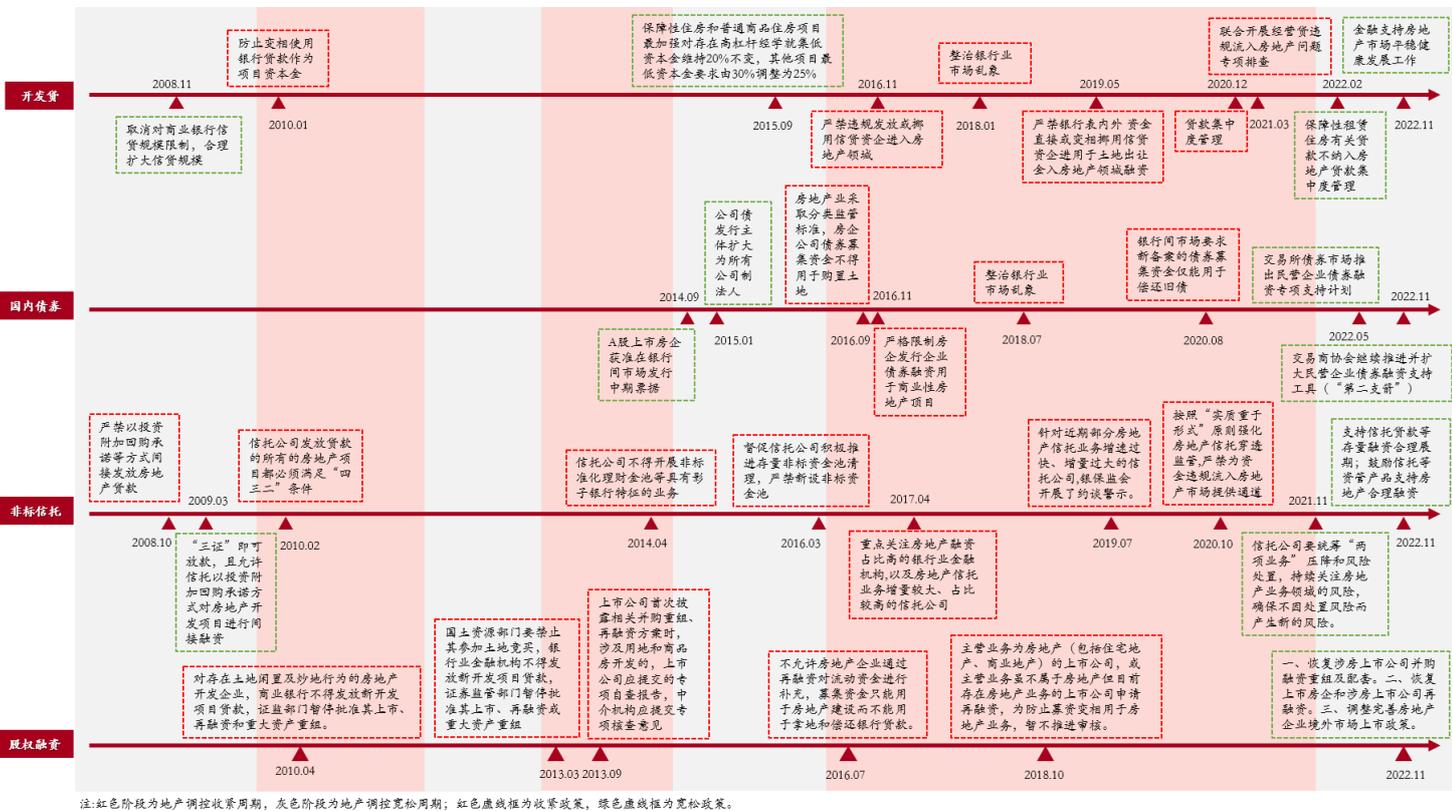
5) 第三轮宽松周期（2021 年 11 月开始至今）：从过去房地产周期来看，房企到位资金仅在金融危机（2008 年 8-11 月）、新冠疫情（2020 年 1-4 月）两个时期出现过连续 4 个月的单月负增长，自 2021 年 7 月以来连续 16 个月到位资金负增长是历史上首次发生的，房企面临前所未有的多重资金面压力：1) 2018 年 5 月-2021 年 10 月融资环境持续趋紧，尤其是房贷集中管理政策出台后，银行涉房贷贷款下降，2021 年二季度以来部分房企出现流动性危机后，金融机构对于房地产的贷款更加谨慎，房企融资减少。2) 2021 年下半年以来销售持续下行，按揭贷款的发放速度就明显变慢，叠加预售资金被严格监管使得开发商销售回款不畅。3) 房企到期债务压力较大，房企不得不动用存量现金偿还债务，现金流进一步承压。同时，2021 年下半年以来接连发生的信用风险事件也已引起监管的重视，多重困境下外部融资的放松迫切性较强。为解决房企流动性问题和资金压力较大的困境，从 2021 年 11 月以来，房企融资环境开始逐步温和。2022 年 11 月随着股权融资政策的放开，房地产行业的融资渠道正式进入了全面宽松时期。我们认为当前房企纾困的问题根源在于融资不畅，为优质房企疏通融资渠道是现阶段政策的关键。

图表 23. 过去，融资多渠道的宽松仅有 2008 年 11 月-2009 年 8 月（但期间国内债券严格监管）、2014 年 9 月-2015 年 8 月（但期间非标信托收紧）两个时期出现过



资料来源：银保监会、央行、国务院，中银证券

图表 24. 2008 年以来房地产行业各类融资渠道调控

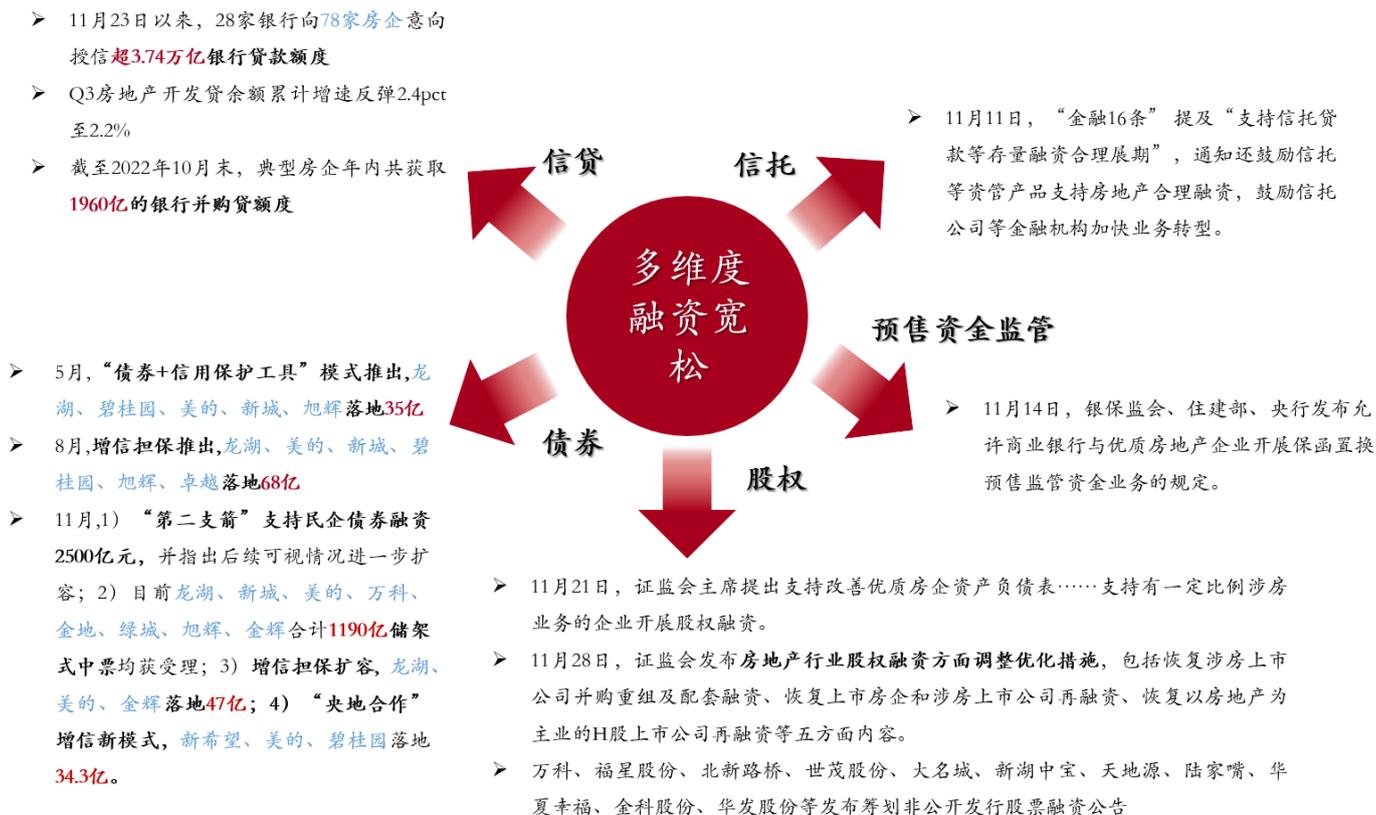


资料来源：银保监会、央行、国务院，中银证券

2022年11月以来，金融机构对房企支持力度显著提升，已经初步形成了信贷、债券、股权融资、预售资金等多维度的房企融资端支持政策体系，多方位解决短期内房企面临的流动性问题。1) 银行贷款：28家银行密集给予多家房企大额授信，为其流动性提供支持，目前已给予78家房企的意向性授信额度超3.74万亿元。2) 债券融资：11月8日“第二支箭”支持民企债券融资2500亿元，并指出后续可视情况进一步扩容；目前龙湖、新城、美的、万科、金地、绿城、旭辉、金辉合计1190亿储架式中票均获受理；中债增出具对龙湖、美的、金辉、碧桂园、新城五家民企发债信用增进函，合计拟发行77亿元中期票据；央地增进民企债券发行也在稳步推进，新希望、美的、碧桂园3家民营房企合计发行公司债融资34.3亿元。3) 非标信托：11月11日“金融16条”提出“支持信托贷款等存量融资合理展期”。4) 预售资金：11月14日，银保监会、住建部、央行发布允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务的规定。将银行信用注入到房地产项目当中，帮助优质房企缓解流动性压力，提升预售资金使用效率；此前预售资金监管政策、保函置换预售监管资金多为地方性政策，本次为全国范围内的规定，范围更广、影响更大，更有利于市场预期的改善。5) 股权融资：11月21日证监会主席易会满在金融街论坛上表示“支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资”；11月28日证监会发布房地产行业股权融资调整优化措施，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。截至12月12日，碧桂园、雅居乐、建发国际公告进行配股融资，万科、世茂股份、福星股份、北新路桥、大名城、新湖中宝、天地源、陆家嘴、华夏幸福、金科股份、华发股份、东百集团、嘉凯城、绿地控股、迪马股份等先后发布筹划非公开发行股票融资公告。

从近期融资宽松政策的受益企业来看：“第一支箭”银行贷款的宽松对于央国企、经营稳健的民企利好更多，因为银行仍然是会对于主体信用要求比较苛刻。建议关注：招商蛇口、保利发展、华发股份、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。“第二支箭”国内债券融资放松对优质民企、混合所有制房企利好显著，有些受前期市场情绪影响的债券跌幅较大的标的有机会获得更多的资金支持。建议关注：金地集团、龙湖集团、绿地控股、新城控股。“第三支箭”股权融资支持对A股的利好大于港股，四类房企收益显著：第一，当前仍有增发预案处于进程中的房企，例如新城控股。第二，自身稳健经营、同时具备收并购动力的央国企，例如招商蛇口、保利发展。第三，低PB、高净负债率、历史曾有大额增发的国企，例如首开股份、上实发展、城建发展、光明地产。第四，有再融资意愿和动力的房企，例如万科A、绿地控股、金地集团、金科股份。

图表 25. 近期对房企金融支持力度显著提升，形成了信贷、债券、信托、预售资金、股权融资等多维度的房企融资端支持政策体系



资料来源：银保监会，住建部，央行，证监会，交易商协会，中银证券

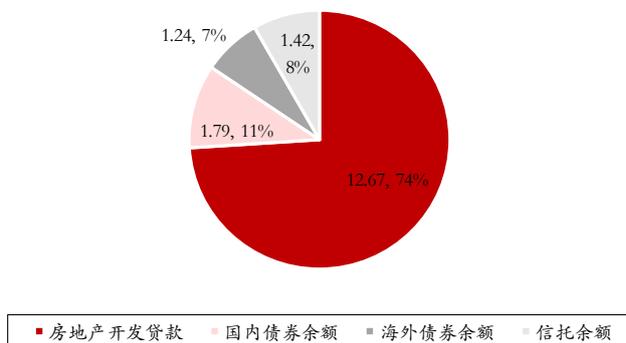
### 3.1 银行贷款：21年四季度以来政策持续宽松，但开发贷与并购贷未见明显增长

银行贷款主要有开发贷、并购贷、经营性物业贷、政策性贷款等方式。目前，开发贷及并购贷是房企获取银行贷款主要的方式。其中银行开发贷款依然在房企四大融资渠道中占据主导地位。

从房地产行业主要的有息负债存量来看，开发贷、债券、信托等是重点。其中，房地产开发贷款余额（截至2022年9月末为12.67万亿元，占比74%）、国内债券余额（截至2022年9月末为1.79万亿元，占比11%）、海外债券余额（截至2022年9月末为1.24万亿元，占比7%）、投向房地产行业的信托余额（截至2022年6月末为1.42万亿元，占比8%），合计约为17.12万亿元。

图表 26. 当前，房地产行业有息负债余额约 17.12 万亿元

## 房地产行业有息负债余额（万亿元）



资料来源：万得，央行，信托业协会，中银证券

数据说明：投向房地产行业的信托余额为截至 2022 年 6 月数据；房地产开发贷款余额、国内债券余额、海外债券余额为截至 2022 年 9 月数据。

### 3.1.1 开发贷款：21Q4 以来持续宽松，开发贷余额直到 22Q3 才出现改善，累计授信超 1.32 万亿元

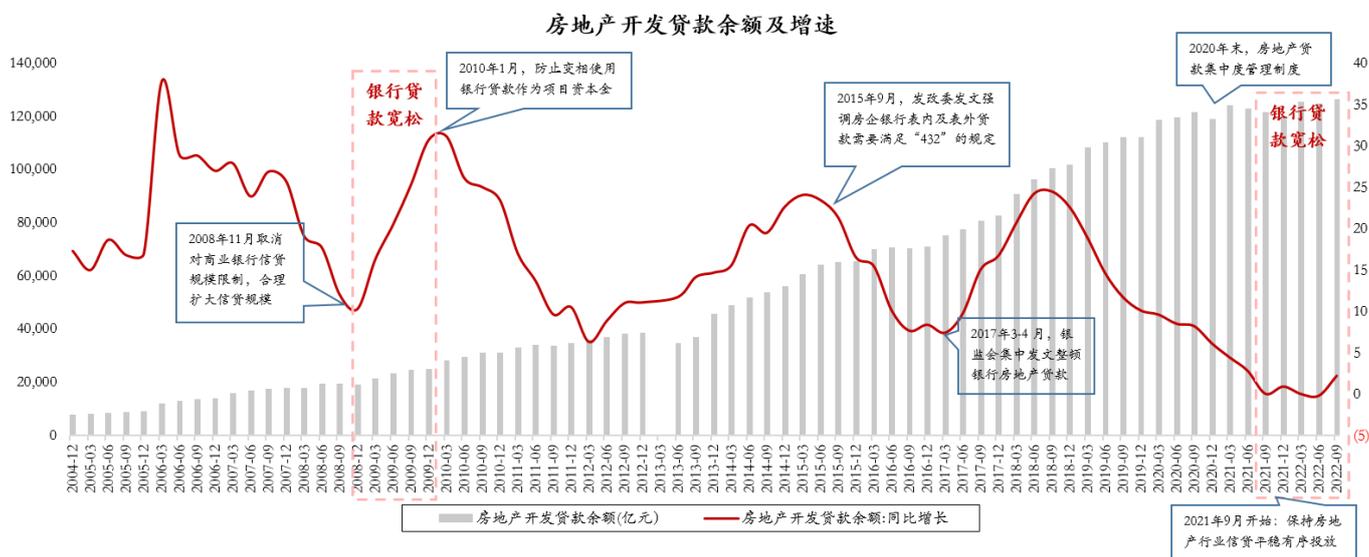
房地产开发贷款是指对房地产开发企业发放的用于住房、商业用房和其他房地产开发建设的中长期项目贷款。从历年监管文件看，房企银行贷款融资渠道仅在 2008 年中央因金融危机刺激经济、2021 年四季度因房企流动性危机出现过两轮明显的放松。

1) 宽松期（2008 年 11 月-2009 年 12 月）：2008 年 11 月取消对商业银行信贷规模限制，合理扩大信贷规模，房企银行贷款融资渠道开始宽松。不过这个阶段，政策是针对银行信贷的整体放松，而非特定针对地产行业。房地产开发贷款余额增速从 2008 年末的 10.3% 大幅提升至 2009 年末的 30.8%。

2) 平稳、收紧期（2010 年-2019 年）：政策多体现出“严禁银行贷款违规投向房地产领域”的意图，开发贷和并购贷需要满足的基本要求较为严格。2009 年“四万亿”刺激后，信贷采取总量控制方式管理，房地产行业成为银监会限制银行贷款投向领域，不少房企开始将目标对准非标融资，房地产开发贷款余额同比增速下滑；2010 年 1 月，防止变相使用银行贷款作为项目资本金，银行对地产融资监管开始严格。2010-2015 年虽然受到严格监管，但整体银行贷款融资渠道畅通。2015 年 9 月，发改委发文强调房企银行表内及表外贷款需要满足“432”的规定，此后银行开发贷增速减缓；2017 年 3-4 月，银监会集中发文整顿银行房地产贷款，开发贷额度全面收紧。受部分银行在此期间因开发贷违规被监管部门开具罚单的影响，2018 年初一些银行已暂停受理房地产行业新增授信，或暂停房地产开发贷业务。2019 年 5 月 17 日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》重新强调了防风险的基调，此次文件整治的重点包括：表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资资金；通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发，此次发文明确了相关部门对于房企银行贷款从严监管的态度。2018 年以来，房地产开发贷款余额同比增速持续降低。2020 年 12 月，商业银行开始实行房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理规定，2021 年以来房地产开发贷款余额逐季减少，体现出房企获得开发贷的难度加大，2021 年三季度末，房地产开发贷款余额同比增速仅为 0.02%。

3) 宽松期 (2021 年四季度开始至今)：保持房地产行业信贷平稳有序投放。房地产行业在 2021 年四季度初经历了资金面的困境，由于前期融资环境持续趋紧，尤其是房贷集中管理政策出台后，银行涉房贷款压降，2021 年二季度以来部分房企出现流动性危机后，金融机构对于房地产的贷款更加谨慎，房企融资减少。因此 2021 年四季度开始，银行贷款逐步放开。2021 年 10 月 15 日，提出部分房企资金链紧绷，将保持信贷平稳有序投放。此后一年至今，房地产行业信贷始终保持较为宽松的状态，但实际效果并不理想，2022 年二季度房地产开发贷款余额增速为-0.2%，我们认为尽管金融机构对房企的融资有所放开，包括对于开发贷的投放意愿也明显加强，但是由于房企在去杠杆的压力下+新增拿地意愿大幅减弱，导致即使银行有额度，但没有足够的优质开发项目可投；此外，金融机构对于占比较高的民企融资仍然相对谨慎。2022 年 11 月 11 日，央行、银保监会发布了“金融 16 条”，提出“支持开发贷等存量融资合理展期”，“对国有，民营等各类房企一视同仁”，我们认为，未来展期制度在房地产贷款领域的应用或将加大，通过展期模式有序合理进行，帮助房企度过短期流动性困难，资金压力得以暂时缓解；同时，对此前民企缺乏有效融资支持的问题被重视，有助于引导市场改善对民营房企、聚焦主业的优质房企的风险偏好。

图表 27. 2021 年四季度开始至今，房地产银行贷款政策宽松，但开发贷款余额未见明显增长



资料来源：银保监会、央行、国务院，中银证券

图表 28. 房地产行业银行贷款主要监管文件与政策

时间	政策	主要内容
2003 年 6 月	《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(银发[2003]121号)	1、四证齐全； 2、自有资金应不低于开发项目总投资的 30%； 3、商业银行对房地产开发企业申请的贷款，只能通过房地产开发贷款科目发放，严禁以房地产开发流动资金贷款及其他形式贷款科目发放； 4、商业银行发放的房地产贷款，只能用于本地地区的房地产项目，严禁跨地区使用。
2008 年 11 月	国务院常务会议	取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模。
2010 年 1 月	央行工作会议	加强贷款用途管理，防止变相使用银行贷款作为项目资本金。
2014 年 1 月	全国银行业监管工作会议	严控房地产贷款风险，高度关注重点企业，继续强化“名单制”管理，防范个别企业资金链断裂可能产生的风险传染。
2015 年 3 月	《商业银行并购贷款风险管理指引(修订)》(银监发[2015]5号)	1、商业银行全部并购贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不应超过 50%； 2、商业银行对单一借款人的并购贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不应超过 5%； 3、并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于 60%；4、并购贷款期限一般不超过 7 年。
2016 年 2 月	《规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	土地储备机构新增土地储备项目所需资金，应当严格按照规定纳入政府性基金预算，从国有土地收益基金、土地出让收入和其他财政资金中统筹安排，不足部分在国家核定的债务限额内通过省级政府代发地方政府债券筹集资金解决。自 2016 年 1 月 1 日起，各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款。
2015 年 9 月	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》(国发[2015]51号)	房地产开发项目最低资本金要求：保障性住房和普通商品住房项目维持 20% 不变，其他项目由 30% 调整为 25%。

资料来源：银保监会、央行、国务院，中银证券

续图表 28. 房地产行业银行贷款主要监管文件与政策

时间	政策	主要内容
2016 年 11 月	《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》(银监办便函(2016)1846 号)	1、涉及房地产业务相关贷款的管理:加强房地产开发上下游企业贷款等业务的合规性和资金流向管理;严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域; 2、理财资金投资管理:提出比照自营贷款管理的要求,强化对银行理财资金投向房地产领域的监督管理。
2018 年 1 月	《2018 年整治银行业市场乱象工作要点》	直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资,或以自身信用提供支持或通道;向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资等行为都将被列入整治。
2018 年 1 月	《关于规范开展并购贷款业务的通知》(沪银监通[2018]4 号)	1、按照穿透原则评估并购贷款业务的合规性,严格遵守房地产开发大类贷款的监管要求; 2、拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的 25%以上; 3、对“四证不全”房地产项目不得发放任何形式的贷款; 4、并购贷款不得投向未足额缴付土地出让金项目,不得用于变相置换土地出让金; 5、防范关联企业借助虚假并购套取贷款资金,确保贷款资金不被挪用。
2019 年 3 月	建设银行副行长吕家进在建行 2020 年业绩发布会上讲话	按照监管规定,建行将对房地产开发贷继续实施名单制管理,专注于对一二线城市中的优质项目进行支持,严格把关项目用途。
2019 年 5 月	《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(银保监发[2019]23 号)	严禁银行表内外资金直接或变相用于土地出让金融资,要求银行对地产项目审查更为严格,防范资金挪用。
2019 年 8 月	窗口指导	监管向部分银行收紧房地产开发贷额度,治理“乱拿地”“地王价”。
2019 年 8 月	建设银行副行长吕家进在建行 2020 年业绩发布会上讲话	按照监管规定,建行将对房地产开发贷继续实施名单制管理,专注于对一二线城市中的优质项目进行支持,严格把关项目用途。
2020 年 2 月	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎的通知》(银发[2020]29 号)	强化金融支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情,其中包括适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式,支持相关企业战胜疫情影响。
2020 年 3 月	建设银行副行长纪志宏在建行 2019 年中期业绩发布会上讲话	建行一直严格落实“房住不炒”的调控政策导向,审慎推进房地产开发贷业务。
2020 年 5 月	《关于进一步规范信贷融资收费降低企业融资综合成本的通知》	规范信贷融资收费降低企业融资综合成本。
2020 年 12 月	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(银发[2020]322 号)	<b>贷款集中度管理:限制房地产行业融资规模在银行体系中进一步扩大,分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限。</b> 1、对 <b>中资银行</b> 建立 <b>房地产贷款集中度管理制度,考核 2 大指标</b> :房地产贷款占比,个人住房贷款占比,从大型银行到村镇银行设立 5 档上限,超出上限 2pct 以内的 2 年内达标,超出上限 2pct 以上的 4 年内达标,银行须按季度汇报执行情况; 2、对 <b>房地产贷款占比和个人住房贷款占比,各中资银行的上限为</b> :大型银行 40%、32.5%,中型银行 27.5%、20%,小型银行和非县域农村机构 22.5%、17.5%,县域农村机构 17.5%、12.5%,村镇银行 12.5%、7.5%(后 3 档可在上限增减 2.5pct 因地制宜确定)。
2021 年 1 月	《上海银保监局关于进一步加强个人住房信贷管理工作的通知》	商业银行严格执行房地产贷款业务各项管制要求,严格实施房地产贷款集中度管理,严格落实差别化住房信贷政策,严格审查个人住房贷款最低首付比、偿债收入比、限贷等要求。
2021 年 3 月	《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	防止经营用途贷款违规流入房地产领域:联合开展经营贷违规流入房地产问题专项排查,对经营贷需求进行穿透式、实质性审核,发现贷款被挪用于房地产的将立刻收回,压降授信额度,并追究法律责任。
2021 年 9 月	央行、银保监会、住建部和 24 家主要银行房地产金融工作座谈会	金融机构要按照法治化、市场化原则,配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展,维护住房消费者合法权益。
2021 年 10 月	中国人民银行第三季度金融统计数据新闻发布会	部分金融机构对“三线四档”融资管理规则存在误解,“红档”企业有息负债余额不得新增,被误解为银行不得新发放开发贷款,企业销售回款偿还贷款后,应该合理获得新开工项目贷款。
2021 年 12 月	《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》	稳妥有序开展并购贷款业务,加大债券融资支持力度,积极提供并购融资顾问服务、提高并购服务效率、做好风险管理,以及建立报告制度和宣传机制。
2022 年 1 月	中国人民银行上海总部 2022 年货币信贷工作会议	继续稳妥实施房地产金融审慎管理,要坚持“房子是用来住的不是用来炒的”定位,加强预期引导,各商业银行要进一步优化信贷结构,提升服务实体经济的能力。
2022 年 2 月	《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》	银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。银行业金融机构要加大对保障性租赁住房的支持力度,按照依法合规风险可控、商业可持续的原则,提供金融产品和金融服务。通知适用于执行房地产贷款集中度管理制度的银行业金融机构。
2022 年 3 月	银保监会专题会议	鼓励机构稳妥有序开展并购贷款,重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目。
2022 年 4 月	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎的通知》	金融机构要区分项目风险与企业集团风险,加大对优质项目的支持力度,不盲目抽贷、断贷、压贷,不搞“一刀切”,保持房地产开发贷款平稳有序投放。商业银行、金融资产管理公司等要做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务,稳妥有序开展并购贷款业务,加大并购债券融资支持力度,积极提供兼并收购财务顾问服务。
2022 年 5 月	银保监会专题会议	不盲目抽贷、断贷、压贷,保持房地产融资平稳有序,同时要按照市场化、法治化原则,做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
2022 年 8 月	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门近日出台措施,完善政策工具箱,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	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。通过专项借款撬动、银行贷款跟进,支持已售逾期难交付住宅项目建设交付,维护购房人合法权益,维护社会稳定大局。
2022 年 11 月	《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》“金融 16 条”	1、稳定房地产开发贷款投放;2、支持个人住房贷款合理需求;3、稳定建筑企业信贷投放;4、支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期;5、保持债券融资基本稳定;6、保持信托等资管产品融资稳定;7、支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款;8、鼓励金融机构提供配套融资支持;9、做好房地产项目并购金融支持;10、积极探索市场化支持方式;11、鼓励依法自主协商延期还本付息;12、切实保护延期贷款的个人征信权益;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;15、优化租房租赁信贷服务;16、拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。

资料来源:银保监会、央行、国务院,中银证券

“金融 16 条”后，银行密集给予多家民营房企大额授信，叠加“保交楼”专项贷款，银行持续为房企流动性提供支持。根据我们的梳理，目前 28 家银行为 78 家房企提供合计超 3.74 万亿元的意向性授信额度，其中六大国有银行意向性授信额度超 1.32 万亿元。从获得额度的房企来看，万科、绿城、碧桂园、龙湖、美的、中海、滨江、金地、华润、招蛇相对获得的支持银行较多，多为央企和头部优质民企。在“保交楼”金融支持方面，银行也将对专项借款下提供的配套融资支持。今年 5 月以来“烂尾楼”事件不断发酵，“保交楼”专项贷款不断推出（详见第二章），当前专项贷款额度达 4000 亿元，仍有进一步扩容的可能。“金融 16 条”中也提及“在保交楼金融支持方面，贷款期限内不下调风险分类，形成不良的，已尽责的可免责”，体现了政策面对不良的容忍度提升，打消金融机构顾虑，同时保障了出险房企与项目的相关贷款，推进项目有序交付，促进行业有序出清。2022 年三季度末，房地产开发贷款余额为 12.67 万亿元，同比增长 2.2%，已经较二季度末提升了 2.4 个百分点；银保监会数据显示，2022 年 1-10 月银行业投放房地产开发贷款 2.64 万亿元，为稳定房地产市场提供了有力的金融支持。我们认为，开发贷款预计第四季度维持正增长，核心逻辑是满足健康房企的合理融资需求，防止流动性风险扩散。

图表 29. 目前合计 28 家银行为房企提供意向性授信额度超 3.74 万亿元

银行	总授信额度	银行	总授信额度	银行	总授信额度
工商银行	6750 亿元	广发银行	300 亿元	招商银行	未披露
中国银行	6300 亿元	东莞银行	300 亿元	民生银行	未披露
浦发银行	5300 亿元	珠海华润银行	200 亿元	建设银行	未披露
兴业银行	4400 亿元	上海农商银行	200 亿元	中信银行	未披露
邮储银行	3000 亿元	南海农商银行	200 亿元	恒丰银行	未披露
北京银行	2500 亿元	杭州银行	200 亿元	浙商银行	未披露
交通银行	1200 亿元	顺德农商银行	200 亿元	宁波银行	未披露
平安银行	500 亿元	广西北部湾银行	150 亿元	广州农商银行	未披露
上海银行	400 亿元	珠海农商银行	15 亿元	合计：37411 亿元	
中原银行	400 亿元	农业银行	未披露		

资料来源：财联社，中银证券

图表 30. 目前 28 家银行为 78 家房企提供意向授信额度，其中万科、绿城、碧桂园、龙湖、美的、中海、滨江、金地、华润、招蛇相对获得的支持银行较多

房企	授信银行个数	房企	总授信额度	银行	总授信额度
万科	14	香港置地	1	融佳地产	1
绿城	12	中交建	1	海逸地产	1
碧桂园	10	重庆国瑞控股	1	武汉城建	1
龙湖	10	重庆升伟	1	宸瀚置业	1
美的置业	9	青岛青特	1	瑞坤	1
中海	9	国贸地产	1	葛城	1
滨江集团	7	象屿地产	1	泓悦领江	1
金地	7	厦门安居控股	1	崇江置业	1
华润置地	6	福州左海控股	1	武汉南德	1
招商蛇口	5	广西荣和	1	华君睿	1
金茂	4	桂林彰泰实业	1	纵横盘龙城	1
华宇	3	广西洋浦地产	1	汇璟	1
建发	3	广西宝塔投资	1	园博园	1
保利	3	广西金源置业	1	九洲	1
越秀	3	复地	1	格力地产	1
大华	3	上海港城开发	1	骏景湾	1
大悦城	3	宁波华盛房地产	1	正弘集团	1
华发	3	成泰置业	1	普罗房地产	1
华侨城	2	鼎晖投资	1	楷林集团	1
仁恒置地	2	广拓置业	1	重庆怡置投资	1
重庆海成实业	2	奥杰置业	1	新希望房地产	1
金辉	2	杭房集团	1	君一控股集团	1
首开	2	能兴集团	1	绿都地产	1
合生创展	2	广东恒福集团	1	祥源	1
山东银丰	2	东建集团	1	金隅	1
宝龙	2	宏宇集团	1	天华	1

资料来源：财联社，中银证券

图表 31. 目前六大国有银行已给予碧桂园、龙湖、美的、万科等房企意向性授信额度超 1.72 万亿元



资料来源：财联社，中银证券

### 3.1.2 并购贷款：21 年末以来政策利好不断，但收并购阻力犹在，当前累计投放 1960 亿元的并购贷额度

银行并购贷款是房企以合并项目公司或持股项目公司向商业银行申请交易款和费用的专项贷款，最大的特点就是能够支付并购股权对价款。银行并购贷优势在于利率偏低，根据并购主体和并购项目情况综合确定，利率 6-10% 左右；期限较长，根据《商业银行并购贷款风险管理指引》规定期限一般不超过 7 年，通常不超过 5 年。

2008 年至 2015 年的七年间，银行对申请并购贷房企的自有资金要求很低。然而 2015 年银监会修订《商业银行并购贷款风险管理指引》，提高并购贷准入门槛，要求并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于 60%。2018 年 1 月底，上海银监局下发《关于规范开展并购贷款业务的通知》，对房企准入门槛和并购贷投向的要求更为严格，将原适用于开发贷的“432”条件也适用于并购贷，同时强调并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理，拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的 25% 以上，并对“四证不全”房地产项目不得发放任何形式的贷款，亦不得投向未足额缴付土地出让金项目，不得用于变相置换土地出让金。直到 2021 年末，对于并购贷款的监管一直保持较为严格的状态。

图表 32. 近年来银行并购贷款重要监管政策梳理

时间	来源	主要内容
2015/3	银监会《商业银行并购贷款风险管理指引》银监发[2015]5 号	要求商业银行全部并购贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不应超过 50%，对单一借款人的并购贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不应超过 5%， <b>并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于 60%，并购贷款期限一般不超过 7 年。</b>
2018/1	上海银监局《关于规范开展并购贷款业务的通知》	并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理， <b>拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的 25% 以上。</b> 同时，对“四证不全”房地产项目不得发放任何形式的贷款；亦不得投向未足额缴付土地出让金项目，不得用于变相置换土地出让金，防范关联企业借助虚假并购套取贷款资金，保证贷款资金不被挪用。

资料来源：银保监会、上海银监局、中银证券

2021 年末以来，监管层及时出台鼓励支持并购贷款的政策，致力于银行金融机构将支持合理的涉房信贷需求落实到支持房地产优质项目并购、处置房地产企业风险。这主要是由于 2021 年下半年以来房企销售端显著下行重挫回款的同时，前期高压的融资政策导致房企再融资难度加剧，叠加偿债高峰的来临，部分房企信用风险加速暴露，通过出售资产偿债或降负债的意愿增强。监管层也希望房企通过市场化并购方式来缓解流动性风险，既能推动行业风险出清，又能维护住房消费者的合法权益。而金融机构对房地产风险偏好急剧下降，为营造良好的并购融资环境，2021 年 12 月开始监管层密集发声支持房企合理的并购重组融资需求，鼓励金融机构稳妥有序开展并购贷款业务。2021 年 12 月 5 日，银保监会指导金融机构重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款和并购贷款，并购贷款被首次提及；12 月 20 日央行和银保监会联合印发的《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》，鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持；2022 年 1 月，房地产并购贷款不再计入“三道红线”；3 月 16 日六部门密集表态房地产，再次强调金融机构稳妥有序开展并购贷款。

图表 33. 2021 年末以来，监管支持房企收并购融资的政策梳理

时间	监管部门	政策情况
2021/12/5	银保监会	银保监会发文表示，在落实房地产金融审慎管理的前提下，指导银行保险机构要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、 <b>并购贷款。</b>
2021/12/10	银行间市场交易商协会	银行间市场交易商协会举行房地产企业代表座谈会，将优先支持符合房地产调控政策的企业注册债务融资工具 <b>用于并购项目或已售在建项目建设。</b>
2021/12/20	央行、银保监会	央行、银保监会联合发布《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》，并且会同国资委召集部分民营、国有房地产企业和主要商业银行召开座谈会， <b>鼓励优质企业按照市场化原则加大房地产项目兼并收购，鼓励金融机构提供兼并收购的金融服务，</b> 助力化解风险、促进行业出清。
2022/3/16	银保监会	银保监会 <b>鼓励银行保险机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，</b> 促进房地产业良循环和健康发展。
2022/4/19	央行、银保监会	央行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会，强调金融机构，要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目 <b>并购</b> 的金融服务。

资料来源：银保监会、央行、银行间交易商协会、中银证券

政策利好不断，但收并购阻力仍存，并购贷推进程度不达预期。据不完全统计，截至2022年10月末，典型房企年内共获取1960亿的银行并购贷额度，5月以后市场上没有房企再获新增贷款额度。根据Wind统计，2021年房地产行业收并购事件共733起，涉及金额7457亿元，同比增长56.0%，而2022年1-10月房地产行业收并购交易金额4663亿元，同比下降10.4%。当下房企并购贷款进展不及预期、房企出售资产不畅的主要原因主要有三：1) 交易双方的供需匹配程度并不高。2) 由于房地产行业风险还未完全出清，部分银行对并购贷款等涉房贷款仍持观望态度。3) 现阶段招拍挂市场拿地利润率回升，房企更倾向于直接拿地。

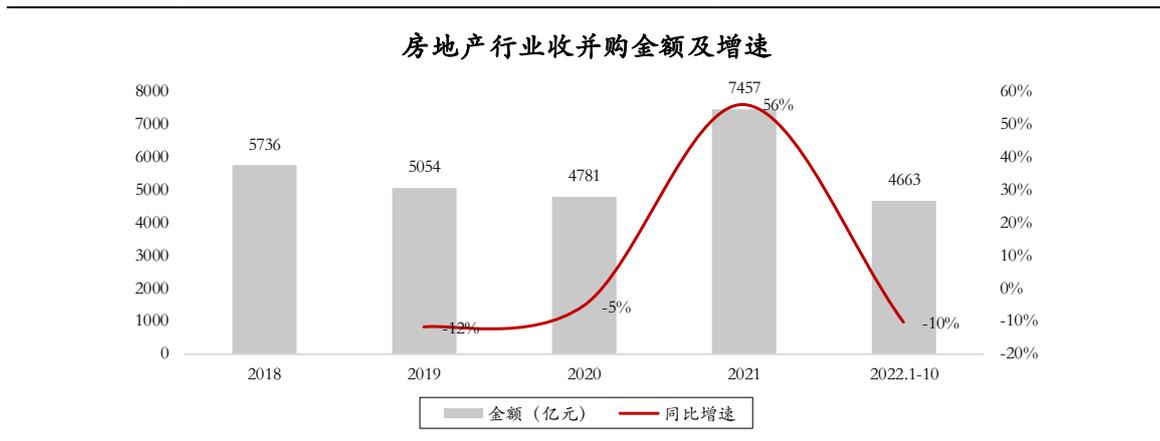
图表 34. 据不完全统计，截至2022年10月末，典型房企年内共获取1960亿的银行并购贷额度

2022年以来房企获取银行授予的并购贷款额度			
日期	合作银行	房企	并购贷款额度(亿元)
1月25日	招商银行	华润置地	200
		华润万象生活	30
1月18日	招商银行	大悦城	100
	上海浦发	大悦城	100
2月21日	交通银行	五矿地产	100
2月25日	上海浦发	瑞安房地产	100
3月3日	招商银行	碧桂园	150
		美的置业	60
		福州万科	30
3月9日	交通银行	美的置业	90
	平安银行	旭辉集团	50
3月21日	建设银行	美的置业	100
3月24日	上海浦发	新希望	50
3月25日	农业银行	碧桂园	200
		美的置业	120
3月30日	交通银行	旭辉集团	100
4月21日	光业银行	新希望	80
4月27日	工商银行	越秀地产	300
并购贷额度合计			1960

备注：越秀地产从工商银行广州分行处获授信的300亿元是用于支持房地产并购、保障性租赁住房、城市更新、公募REITs等业务在内的贷款额度，未披露具体的并购融资专项额度。

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 35. 2022年1-10月房地产行业收并购交易金额4663亿元，同比下降10.4%



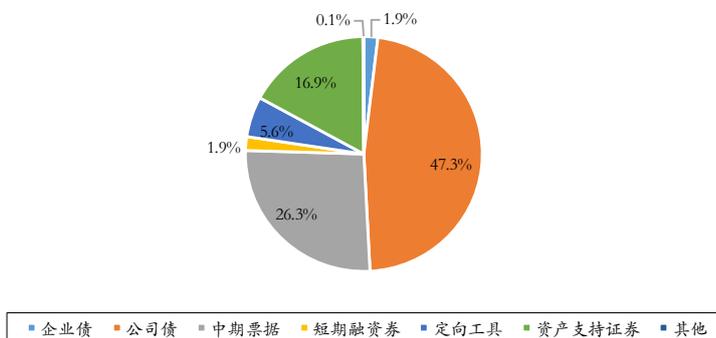
资料来源：万得，中银证券

### 3.2 债券融资：22年5月起明显放松，融资主体逐渐偏向民企

房企在境内债券融资主要包括企业债、公司债、交易商协会产品等。从房企历史发债规模来看，截至2022年10月31日，房企国内债券余额1.78万亿元，其中企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定性工具、资产支持证券分别为339、8408、4679、337、990、3013亿元，占比分别为1.9%、47.3%、26.3%、1.9%、5.6%、16.9%。

图表 36. 截至 2022 年 10 月，房企国内债券余额 1.78 万亿元，其中企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、资产支持证券占比为 1.9%、47.3%、26.3%、1.9%、5.6%、16.9%

截至 2022 年 10 月末，房企国内债券余额占比



资料来源：万得，中银证券

备注：其他包括项目收益票据、可交换债。

1) **企业债逐渐淡出房企融资渠道，发改委对于房企发行企业债的规定一直较为严格。**早在 2004 年，发改委发布 1134 号文《国家发改委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》，明确要求募集资金不得用于房地产买卖。2008 年《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》中又重申企业债募集资金不得用于房地产买卖等高风险投资。当时房企发行企业债多用于工业园区（经济开发区）建设等大型基础设施项目，未涉及住房开发项目。为完成“十二五”规划纲要提出的建设 3600 万套保障性住房的任务，2011 年 6 月发改委发布《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，才允许投融资平台公司和其他企业发行企业债，但募集资金必须用于保障性住房项目。同时，2007 年证监会开启公司债试点后，由于公司债发行审批条件较低等优势，逐渐替代企业债成为房企融资新选择。**2014 年地产企业债务融资政策放松信号开始释放。**2014 年 7 月 21 日，国务院发布《国务院办公厅关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，明确要推进债券创新，支持承担棚户区改造项目的企业发行债券，优化棚户区改造债券品种方案设计，研究推出棚户区改造项目收益债券，并适当放宽企业债券发行条件，支持国有大中型企业发债用于棚户区改造。**但随 2016 年经济开始企稳和一二线城市房价的上涨，政策转向防范金融风险，针对房企债券的监管开始收紧。**2016 年 11 月发改委颁布《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目，同时禁止高库存城市发行企业债用于安置房建设。**2016 年末开始，房企企业债实行“一刀切”，企业债仅限于保障性住房建设，并不支持商业地产项目。**2018 年 12 月 12 日，发改委下发《关于支持优质企业直接融资的通知》，再度提及“目前只支持有关棚户区改造、保障性住房、租赁住房等领域的项目，并不支持商业地产项目”，对房企企业债发行仍然趋紧。

2) **房企发行公司债仅限借新还旧，并对发行主体限定严格的标准。**2007 年 8 月《公司债券发行试点办法》允许合格企业发行公司债，且和企业债相比其募集资金用途没有严格限定，这使得公司债发行规模在 2008-2009 年间大幅飙升，成为债券融资的主要形式。2010-2014 年，随着对房地产行业的调控加强，国内债券融资渠道受限严重，房企公司债发行量明显减少。2015 年初证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》使得公司债发行主体大大增加，2015 年和 2016 年公司债发行量大增。2016 年 10 月开始对房企发行公司债实行“基础范围+综合指标评价”的分类监管，提高房企发行公司债标准，并限制资金用于偿还债务、项目建设和补充流动资金；2018 年 1 月开始房企发行公司债仅限于偿还原有公司债。

3) **2021 年末政策优先从支持符合条件的房企发行银行间融资工具开始放松。**2021 年 11-12 月，两次房企座谈会先后提及“部分参会房企有计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具”、“优先支持符合房地产调控政策的企业注册债务融资工具用于并购项目或已售在建项目建设”。

图表 37. 房企主要债券融资方式

名称	定义	审核机构	发行特点
公司债	公司债是股份公司为筹措资金以发行债券的方式向社会公众募集的债	证监会和证券交易所	1、发行额度大，一般为企业净利润的 40%；2、债券期限长，一般为 5-10 年；3、利率一般低于同期银行贷款
企业债	企业债是指境内具有法人资格的企业，依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券	发改委	1、以投资为目的，总额一般不超过总投资额的 30%；2、债券期限一般在 5 年以上；3、利率水平依据市场招标情况而定
短期融资券	企业在银行间债券市场发行（即由国内各金融机构购买不向社会发行）和交易并约定在一年期限内还本付息的有价证券	银行间市场交易商协会	1、短期筹资数额一般较大 2、期限在 1 年之内；3、筹资成本较低
定向工具	在银行间债券市场以非公开定向发行方式发行的债务融资工具		其发行方式具有灵活性强、发行相对便利、信息披露要求相对简化、适合投资者个性化需求、有限度流通等特点
中期票据	中期票据是一种经监管当局一次注册批准后、在注册期限内连续发行的公募形式的债务证券		1、中期票据最大注册额度为企业净资产 40%；2、期限在 1 年以上；3、发行定价比较市场化，中期票据发行利率的确定当期市场利率水平
资产支持证券	资产支持证券是由受托机构发行的、代表特定目的信托的信托受益权份额。受托机构以信托财产为限向投资机构承担支付资产支持证券收益的义务	银行间市场交易商协会、证监会	资产丰富、交易结构灵活，可满足房企多元化融资需求

资料来源：证监会，发改委，银行间交易商协会，中银证券

房地产行业国内债券在 2014 年-2016 年 8 月、2022 年 5 月至今的这两个周期政策面明显宽松。

1) 房企国内债券在 2014 年之前受到政策的严格控制，发行规模较低。2014 年之前政策对于房企国内债券发行的监管总体上趋严，证监会、发改委等部门陆续出台相关政策通知严格限定债券募集资金用途，并突出保障性住房融资在企业发债用途的优先级。受此影响，2014 年之前国内债券发行量不到 400 亿元。

2) 2014-2016 年上半年政策宽松，房企国内债券发行迎来爆发式增长，发行量分别达 1201、5333、8421 亿元，同比增速高达 248%、344%、58%，创下历史新高。这一现象的出现源于行业宏观融资环境的宽松，证监会和银监会均在这段时期出台政策鼓励扩大债券发行主体范围，丰富发行方式，简化发行审核流程。2015 年 1 月证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，公司债发行主体扩大至所有公司制法人，房企公司债发行井喷。同时，2014 年 9 月国内 A 股上市房企获准进入银行间市场发债融资，并鼓励房企发行中票，募资用途可以用于符合国家政策支持的普通商品房或保障房项目、补充流动资金和偿还银行贷款；2015 年 6 月交易商协会拟有序推进 16 家以房地产为主业的央企集团或其下属房企注册中期票据，募集资金也可用于普通商品房建设，获准房企范围进一步扩大。在此阶段，房企交易商协会产品发行量也大增。

3) 2016 年下半年-2017 年，行业发债融资政策开始收紧，企业债和公司债受到严格监管政策收紧；但政策上对资产支持证券仍支持。宏观层面上，2016 年末“房住不炒”基调的提出；2017 年《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》的发布对房企融资起到了一定程度的限制；在国内债券融资方面，2016 年 9 月-2016 年 11 月，沪深交易所、银监会、发改委陆续出台了一系列的政策通过提高实施公司债发分类监管和加强信息披露，严格限制企业债用于商业性地产融资等举措来收紧企业债券融资渠道。这使得房企国内债券发行规模在 2017 年出现断崖式下滑，全年发债 3090 亿，同比下降 63%。

4) 2018 年，国内债券发行规模阶段性回升，2018 年发行规模达到 6149 亿元，同比增长 99%。主要原因可能有：a) 从政策面看，经济下行承压，央行积极进行公开市场操作保持市场流动性宽裕，同时 2018 年下半年以来多次出台民企纾困政策，这也包括了支持部分房企的债券融资；b) 由于国内房地产其他融资渠道受到严格监管；c) 2018 年房地产债券到期量开始增加，因此债券发行规模也随之增加以对冲债券到期带来的融资缺口。

5) 2019-2021 年国内债券融资渠道随着整体行业融资环境的收紧也趋于严格，国内债券发行规模同比增速从 2018 年 12 月的 223% 降至 2019 年 12 月的 -58%，2019-2021 年月均增速仅 14%。2018 年 7 月，监管层进一步收紧房企国内债券融资，禁止公司债与票据互还，且规定只有旧债到期或者长租公寓领域，房企才有发行新债的可能。2020 年 8 月，对新受理审批的地产债窗口指导，借新还旧政策有调整，根据批文有效期内的到期额度打 85 折；对于住宅类地产，交易所不再接受永续类债权备案。2021 年 4 月，沪深交易所发布公司债审核新规，要求对踩了“三道红线”的发债房企进一步加强监管。

6) 2021年11月银行间债券融资率先放开,今年5月以来,房企发债,尤其是民营房企发债融资支持例如明显加强。2021年11月,交易商协会召开房企代表座谈会,部分房企相继完成中票发行,12月交易商协会再次举行房地产企业座谈会,优先支持符合房地产调控政策的企业注册债务融资工具用于并购项目或已售在建项目建设,银行间债务融资工具率先放开。今年以来,从“5月信用保护工具债券”到“8月增信担保债券”再到“11月第二支箭”,房地产行业国内债券融资宽松力度不断增强。

图表 38. 房地产行业国内债券在 2014 年-2016 年 8 月、2022 年 5 月至今政策面明显宽松



资料来源: 万得, 证监会, 银行间交易商协会, 中银证券

融资主体逐渐向民企倾斜,但整体效果暂不及预期。今年5月以来,对民企发债支持做了诸多探索,经历了“5月信用保护工具债券”、“8月增信担保债券”、“11月第二支箭”,房地产行业国内债券融资宽松力度不断增强。自从民企不断发生暴雷事件之后,民营房企融资渠道不断收窄,优质民企收到牵连,同样面临融资不畅的问题。5月,碧桂园、龙湖、美的被选为示范民企,开始使用“债券发行+信用保护工具”模式;8月通过中债增进公司增信支持的方式支持民企发债。碧桂园、龙湖、美的、新城、旭辉等信用保护工具债券合计发行35亿元,增信担保债券合计发行68亿元。但作用都仅在促进单只债券的发行,并不能实质性改善市场对单一主体的信用风险偏好,或市场对整个民营地产业债的风险偏好,整体额度较小、效果平平。2022年1-10月,房地产行业发行国内债券4717亿元,同比下降18%,其中民企发行规模仅192亿元,同比下降79%,民企国内债券发行规模占比已经从2015-2020年30%的均值降至今年1-10月的4%。

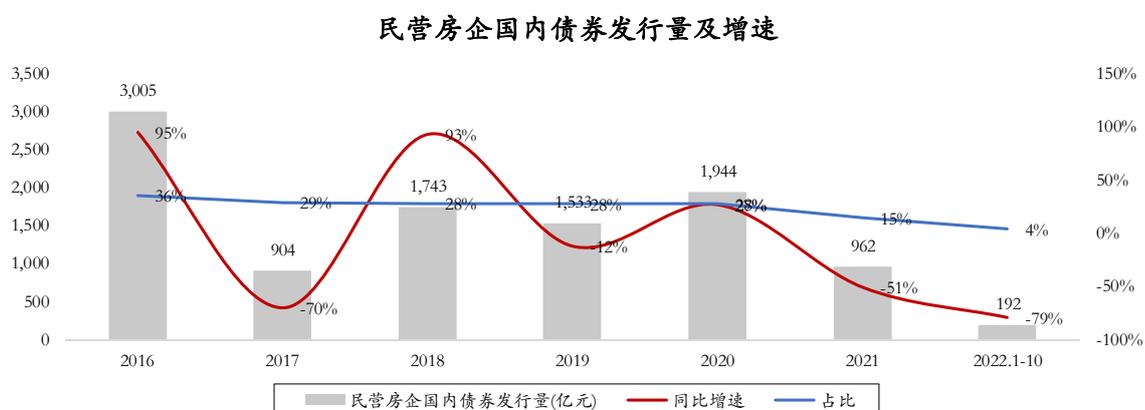
2022年11月政策对房企发债的支持力度加大，“第二支箭”支持民企债券融资2500亿元，并指出后续可视情况进一步扩容。1) 截至目前龙湖、新城、美的、万科、金地、绿城、旭辉、金辉合计1190亿储架式中票均获受理。2) 中债增出具对龙湖、美的、金辉、碧桂园、新城五家民企发债信用增进函，合计拟发行77亿元中期票据。3) 此外，央地增进民企债券发行也在稳步推进，新希望、美的、碧桂园3家民营房企合计发行公司债融资34.3亿元。12月9日新希望和美的的置业在上交所完成24.3亿元公司债券发行，碧桂园在深交所成功发行2022年第二期公司债券，发行规模10亿元。此次首批“央地合作”增信新模式助力民企债券融资的落地，是上交所在证监会指导下，与四川、广东证监局及中证金融、地方担保与增信公司、证券公司等多方协作的新探索，联合为相关债券创设信用保护工具增信。在增进民营房企投融资对接，增强市场信心方面搭建了全新渠道与桥梁，形成了良好示范效应。当前债券融资支持力度加大体现在：1) 规模更大，且明确提出后续扩容的可能。2) 首次明确可以通过“直接购买债券”支持民企发债，此前对民企的多种增信主要依靠信用保护、担保增信等工具。3) 明确为“在央行支持和指导下”，此前民企信用背书均由交易商协会及中债增公司提出。我们认为民营房企融资支持力度在年底有显著加强的趋势。此次政策有望直接增强和稳固优质民营房企的主体信用，有助于引导市场机构改善对民营企业的风险偏好，促进民营房企的融资修复。

图表 39. 2022 年 1-10 月，房地产行业发行国内债券 4717 亿元，同比下降 18%



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 2022 年 1-10 月房地产行业民企发行规模仅 192 亿元，同比下降 79%，民企国内债券发行规模占比已经从 2015-2020 年 30% 的均值降至今年 1-10 月的 4%



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 经历了“5 月信用保护工具债券”、“8 月增信担保债券”、“11 月第二支箭”，房地产行业国内债券融资宽松力度不断增强

5月：信用保护工具+债券发行模式推出，落地25亿元				
日期	品种	房企	金额	合计
5月16日	CDS	龙湖	5亿	35亿元
5月20日	CDS	碧桂园	5亿	
		美的	10亿	
5月26日	CRMV	新城	10亿	
6月24日	CRMV	旭辉	5亿	



8月：中债增信担保推出，落地68亿元				
日期	房企	金额	合计	
8月23日	龙湖	15亿	68亿元	
9月1日	美的	10亿		
9月13日	新城	10亿		
9月16日	碧桂园	15亿		
9月22日	旭辉	12亿		
10月13日	卓越	6亿		



11月：“第二支箭”、中债增信担保扩容				
日期	进展	房企	金额	合计
11月23日	拟发行	龙湖	20亿	77亿元
		美的	15亿	
		金辉	12亿	
11月30日	完成发行	碧桂园	10亿	1190亿元
12月12日		新城	20亿	
11月22日	储架式注册	万科	280亿	1190亿元
11月17日		金地	150亿	
		新城	150亿	
11月14日		美的置业	150亿	
11月10日		龙湖	200亿	
11月23日		金辉	20亿	
11月25日		旭辉	150亿（注册意向）	
11月29日	绿城	110亿（注册意向）		
12月9日	“央地合作”增信新模式	新希望、美的	24.3亿	34.3亿元
		碧桂园	10亿	
11月8日	“第二支箭”支持约2500亿民企债券融资			

资料来源：万得，中银证券

### 3.3 信托：22 年 11 月为近五年来首次松口，实际落实效果待观察

信托由于具有灵活多样的投资特性，可以弥补单纯银行贷款的不足，同时房地产信托发行额大、收益率高，使得房地产信托一直以来是信托公司的重要业务。一般而言，投向房地产的信托贷款规模，受到房地产银行贷款额度的影响，也受到信托市场总体规模的影响。房地产信托在 2009-2013 年、2016 年下半年-2017 年经历了两个相对政策宽松、信托融资快速增长的阶段，针对房地产信托的严监管意图在 2018 年以来已经十分明显，今年 11 月是首次监管层面的松口。

1) 2009 年-2013 年，鼓励信托资金支持房地产，房地产信托融资迎来快速增长阶段。整体而言 2009 年-2013 年政策较为宽松，2009 年 3 月银监会《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》，允许监管评级 2C 级以上的信托公司可向仅取得“三证”的房地产开发项目发放贷款，较此前“四证”要求有所放宽条件。信托公司的房地产非标业务也开启快速发展的时期。不过，2010 年-2011 年有过短暂间断性收紧的情况，起因是 2 月在《关于加强信托公司房地产业务监管有关问题的通知》取消了给予房地产信托的“特惠”政策，“四证”齐全再次成为房企获得信托贷款的“铁门槛”。2010 年到 2012 年，投向房地产信托资金占总资金的比重一直保持在 10% 以上，2011 年第三季度末投向房地产的信托余额占比曾达到 17.2%。这主要可以归结为两个方面的原因：a) 房地产贷款渠道受到监管的力度加强，特别是 2010 年下半年开始商业银行直接放贷进入房地产市场遭到限制。迫于融资的压力，房企开始将目光投向信托，“银信合作”成为提供流动性的重要模式。b) 这一阶段政策监管强度不大，甚至鼓励信托公司开展业务，例如 2009 年银监会 3 号文规定对符合一定监管评级要求、经营稳健、风险管理水平较高的信托公司，适当放宽对开发商资质、资本金比例等的要求。2012 年，证监会允许券商、基金公司开展资产管理业务，非标投资新增了银证、银基、银证信、银证基四类渠道。为防止非标投资发展过快引致风险，2013 年银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，规定商业银行理财资金投资非标准化债权资产的上限为理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4% 的较低值，限制了商业银行理财资金非标投资比例，非标投资出现了向监管尚未完全覆盖的表内同业业务转移的趋势。

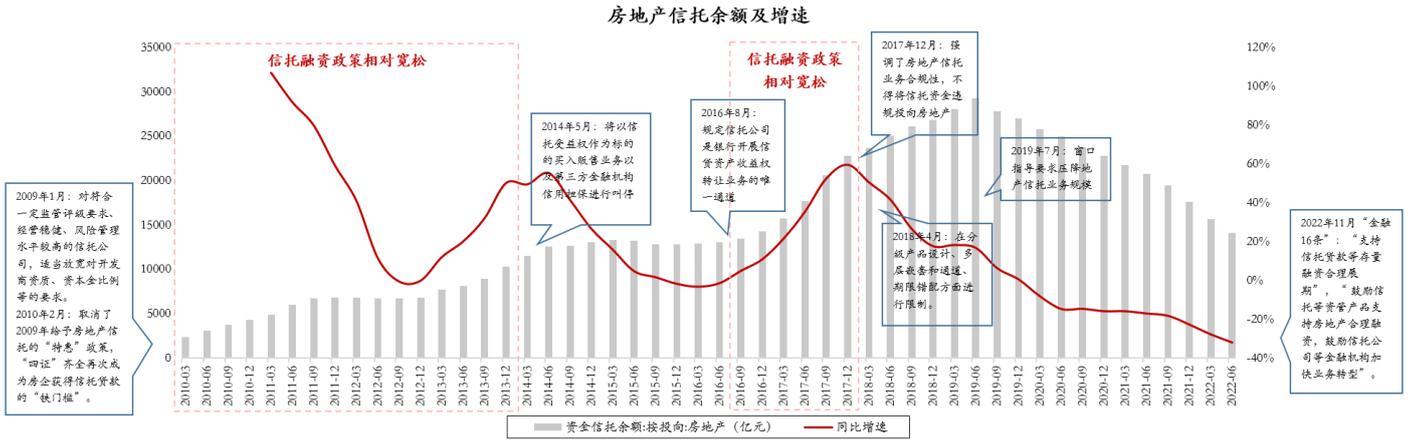
2) 2014 年-2016 年上半年，监管加强之下信托通道收到挤压。在 2013 年银监会 8 号文对理财资金投资非标资产的规模进行了限制以及 2014 年 127 号文将以信托受益权作为标的的买入返售业务以及第三方金融机构信用担保进行叫停的情况下，信托通道面临的监管得到加强，此外由于券商资管和基金子公司加强同银行在非标领域的合作，使得委托贷款规模迅速，信托通道受到挤压，这使得 2014 年-2016 年上半年，房地产信托余额增速不断下行，2015 年四季度-2016 年二季度处于同比负增长。

3) 2016 年下半年-2017 年，房地产信托出现短暂回暖，但仍然受到严格监管。这一阶段监管部门陆续出台规定，限制基金子公司、券商资管的通道业务，82 号文规定信托公司是银行开展信贷资产收益权转让业务的唯一通道。这使得房地产信托在 2016 年下半年出现回暖，2016 年第三季度投向房地产信托余额同比增长由负变正，2017 年末投向房地产资金信托余额达到 2.28 万亿元，同比增速逐季提升至 59.7%。

4) 2017 年末到今年三季度末，房地产信托通道受到严格监管。监管机构联手对信托贷款、委托贷款等非标业务进行规范，大大限制了银行通过资管产品“通道”开展“非标”业务的能力，例如 2017 年银监会 55 号文强调了房地产信托业务合规性，其规定商业银行和信托公司开展银信类业务，不得将信托资金违规投向房地产。2018 年资管新规主要在分级产品设计、多层嵌套和通道、期限错配方面进行限制。资管新规的出台的重要目的是去杠杆、去通道，在这种情况下，通道类信托不断收缩。从规模上看，房地产信托余额在 2017 年末-2019 年 6 月末仍有增长，但同比增速不断下行，2019 年 7 月开始一直到 2021 年 11 月政策面都要求压降地产信托业务规模，整体信托余额绝对值开始下行，直到 2022 年二季度末房地产信托余额仅 1.42 万亿元，不足 2019 年 6 月末峰值 (2.93 万亿元) 的一半，同比增速自 2020 年以来始终负增长，且降幅不断扩大至 2022 年二季度的 -31.9%。房地产信托资金的余额占总体资金信托余额的比重在 2017 年末-2019 年末不断升高，直到 2021 年 6 月前都维持在 13%-15.5% 的历史高位，这是因为随着风险合规要求的提升，优质项目越来越稀缺，而房地产项目利润较大且产品期限较短，成为信托资金难得的优质项目。直到 2021 年下半年房地产行业信用风险爆发，信托对房企的青睐度明显下降，2022 年二季度末占比降至 9.5%

5) 2022年11月以来，信托融资开始松口，但实际效果暂时没有显现。11月11日“金融16条”中特别提及“支持信托贷款等存量融资合理展期”，“除了信贷、债券融资支持外，通知还鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资，鼓励信托公司等金融机构加快业务转型”。过去几年，房地产信托融资一直受到严格的监管，该举措释放积极信号，预计未来各金融机构或将多渠道、多方位支持地产融资。还提及信托对房企项目并购、商业养老地产、租赁住房建设提供支持，预计信托公司未来或将在房地产存量市场寻找更多新的投资机会与业务方向。

图表 42. 房地产信托在 2009-2013 年、2016 年下半年-2017 年经历了两个相对政策宽松、信托融资快速增长的阶段

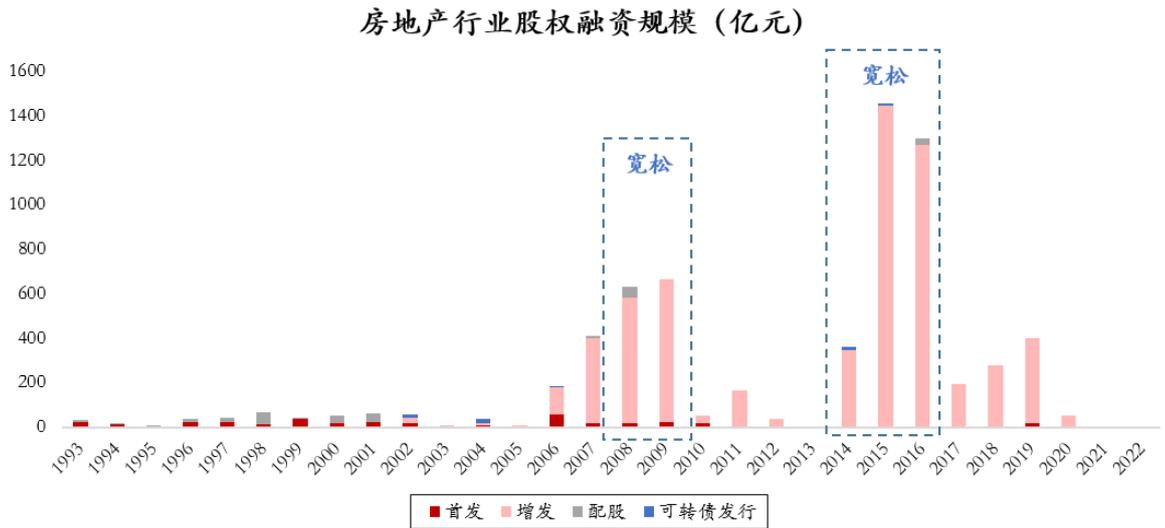


资料来源：中国信托业协会，银保监会，中银证券

### 3.4 股权融资：自 16 年下半年起逐步收紧的再融资政策正式“松绑”，利好房企资金面和资产负债结构

房企股权融资一直以来受到严格的限制。房企在资本市场的股权融资主要包括 IPO、增发、配股等。IPO 是上市房企股票首发融资，增发和配股是股票再融资的两种基本方式。股权融资的优势在于资金用途灵活，融资成本较低，能够有效降低企业的资产负债率，并且可以直接扩大净资产，提升企业加杠杆的空间。股权融资是否松动在房地产行业融资政策的变化意义重大。此前，股权融资放松在 2008 年、2014 年均有所释放，均是在房地产市场出现形势低迷的时候，但整体而言，房企的股权融资始终受到严格的限制和监管。2010 年，房地产调控“国十条”出台后，证监会指出房企 IPO 和再融资，需要征求国土资源部意见，其开发需要住建部检查认定，实质上叫停了房企的权益类融资。从 2010 年至今，仅招商蛇口、新城控股 2 家房企在 A 股上市。在境内 IPO 受阻的情况下，房企只能通过港股等境外上市（旭辉控股等）或在 A 股借壳上市（如绿地控股）。2014-2016 年是定增政策的宽松时期，房地产行业也出现了短暂的窗口期。2014 年 3 月国务院正式下发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，全面推进并购重组市场化改革，直接带动定增并购融资的火热。2014 年房地产行业增发重启，当年增发 345 亿元，2015、2016 年房企增发分别发行 1447、1269 亿元，增长迅速。不过按照规定，增发资金不得用于购置土地。2016 年 7 月，证监会官员在保荐机构专题培训会议上指出，不允许房地产企业通过再融资对流动资金进行补充，募集资金只能用于房地产建设而不能用于拿地和偿还银行贷款。直到 2017 年 2 月定增新规收紧再融资，重挫定增市场积极性。2017 年 2 月，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行修订并发布了《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，规定定价只剩一个基准日，即发行期首日，并规定上市公司融资后 18 个月内不能启动再融资，次新股再融资将受限，增加了再融资的发行难度，从而抑制了上市房企的再融资，所以房地产企业更加依赖债权融资。2018 年 10 月《A 股上市公司再融资审核知识问答文件》发布以来，涉房企企业的再融资通道被关闭。当时政策规定，房企或涉房企企业申请再融资，为防止募集资金变相用于房地产业务，暂不推进审核。因此，2019-2020 年因再融资受阻，多数房企选择了拆分物业板块在港股上市的方式绕道补充流动性。

图表 43. 2014 年房地产企业增发重启，当年增发 345 亿元，2015、2016 年房地产企业增发分别发行 1447、1269 亿元，增长迅速



资料来源：万得，中银证券

备注：1) 2019 年首发为新大正，发行规模分别为 4.79 亿元。2) 2016 年后仍有再融资，主要是由于政策口径对房企再融资以“暂停批准”、“暂不办理”为主，并非完全禁止，仍有少量以非住宅开发为主的再融资审批通过。

图表 44. 房地产行业股权融资主要监管文件与政策

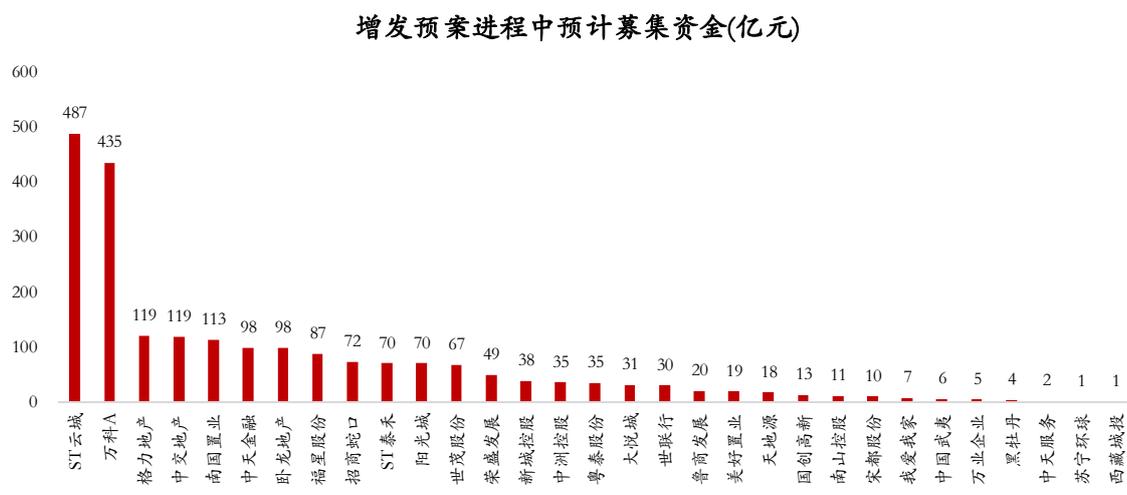
时间	文件名	主要内容
2010 年 4 月 17 日	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》(国发[2010]10 号)	加强对房地产开发企业购地和融资的监管。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款， <b>证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。</b>
2013 年 3 月 1 日	《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》(国办发[2013]17 号)	对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业，有关部门要建立联动机制，加大查处力度。国土资源部门要禁止其参加土地竞买，银行业金融机构不得发放新开发项目贷款， <b>证券监管部门暂停批准其上市、再融资或重大资产重组</b> ，银行业监管部门要禁止其通过信托计划融资。
2013 年 9 月 4 日	《关于上市公司并购重组再融资涉及房地产业务提交相关报告的函》(上市一部函[2013]591 号)	明确要求上市公司首次披露相关并购重组、再融资方案时，涉及用地和商品房开发的，上市公司应提交的专项自查报告，中介机构应提交专项核查意见，并明确中国证监会将在受理上市公司行政许可申请后将前述专项自查报告和专项核查意见转交国土资源部和住房城乡建设部，中国证监会将在公司自查、中介机构核查的基础上，依据国土资源部等部门的意见来进行认定。
2015 年 1 月 16 日	《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， <b>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，以国土资源部公布的行政处罚信息为准；对于是否存在正在被(立案)调查的事项，中介机构应当充分核查披露；</b> 同时，明确涉房企业如申请首次公开发行股票，亦参照前述政策执行，保荐机构和发行人律师根据上述政策出具的专项核查意见，应当随首发申请文件一并报送，并在首发招股说明书中按上述政策要求披露相关内容。
2016 年 7 月 28 日	证监会保荐机构专题培训会议	企业再融资募集资金不鼓励用于补充流动资金和偿还银行贷款，并需详细披露募集资金的实际投向。 <b>不允许房地产企业通过再融资对流动资金进行补充，募集资金只能用于房地产建设而不能用于拿地 and 偿还银行贷款。</b>
2017 年 2 月 17 日	证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行修订并发布了《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	规定定价只剩一个基准日，即发行期首日，并 <b>规定上市公司融资后 18 个月内不能启动再融资，次新股再融资将受限</b> ，增加了再融资的发行难度，进一步引导资金“脱虚向实”，金融回归本质，从而抑制了上市房企的再融资，所以房地产企业更加依赖债权融资。
2018 年 10 月 15 日	《A 股上市公司再融资审核知识问答文件》	<b>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。</b> 报告期主营业务原为房地产的上市公司，符合主营业务已经实现转型、公开承诺在国家宏观调控期内不从事房地产业务且房地产业务已清理完毕条件的，可予以推进审核。
2022 年 4 月 11 日	证监会、国资委、全国工商联《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》	<b>支持民营企业依法上市融资、并购重组，完善民营企业债券融资支持机制。</b>
2022 年 10 月 20 日	证监会相关人士	对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下， <b>允许以下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。</b>
2022 年 11 月 21 日	证监会主席易会满	<b>支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资</b>
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	<b>一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。五、积极发挥私募股权投资基金作用。</b>

资料来源：证监会，国务院，中银证券

股权融资支持政策终落地，对房企资金面和资产负债结构均有利好。2022年11月21日，证监会主席易会满在金融街论坛演讲时表示：“当前，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，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。”易会满发声一周后，支持政策落地。11月28日，证监会发布房地产行业股权融资方面调整优化措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资等五方面内容。一方面，明确了对房企重组上市的宽松政策，特别提及发行股份或支付现金购买涉房资产，对于目前已经暴雷和优质房企均有利好，出险房企可借此类重组上市来理顺债务关系，优质房企则有收购或控制出险房企的机会，对整个行业积压已久的债务问题起到真正的化解作用，激活行业收并购市场；另一方面，自2016年下半年起逐步收紧的涉房上市公司再融资政策正式“松绑”，解决了近5年以来上市房企无法进行资本运作的矛盾，尤其是房企获得了非公开方式的融资方式，有助于定向寻找投资方，规避了此前公开发债面临的认筹不足的困局。同时，资金用途方向明确，切实解决房企的三大关键困扰：“保交楼”工作、补充流动性资金、偿还债务。我们认为政策核心在于提供融资的同时，改善房企资产负债表。1) 此次适时引入“第三支箭”是信贷、债券两支箭的补充，支持力度递进，支持面互补。至此房地产行业初步形成了信贷、发债、信托、预售资金、股权融资等多维度的融资端支持政策体系。2) 有利于房企资产负债表的改善，加大权益补充力度，进而改善整体行业的资产负债情况。我们认为股权融资支持的优势在于，不会直接增加房企的负债规模，同时也可作为房企融资提供充足的渠道。

时隔六年上市房企股权融资再开后，已有房企积极响应证监会新政，世茂股份及福星股份成为第一批拟定增融资的房企。增发是上市公司股权融资最主要的融资渠道，增发最大的优势是直接作答净资产，改善企业的资产负债结构，从而实现快速加杠杆。其中，定向增发是房地产上市公司最常用的股权融资方式，其融资成本较低，而且能有效补充项目资金。2016年房企再融资收紧以来，当前仍有增发预案处于进程中（包括停止实施、发审委/上市委审批阶段、股东大会阶段、董事会预案）的房企有31家，预计合计募集资金2169亿元。万科、格力地产、中交地产、南国置业、中天金融、卧龙地产、福星股份相对规模较大，均超过80亿元。其中进程最快的为新城控股2016年3月首次披露的、当前处于发审委、上市委通过阶段的增发，预计募集资金38亿元。世茂股份、渝开发、广汇物流均有增发预案处于发审委、上市委未通过的阶段，预计募集资金分别为67、25、7亿元。福星股份、万业企业、中华企业、中天服务、荣盛发展、泰禾均有预案在股东大会阶段，格力地产、阳光股份在董事会预案阶段。其余房企增发预案均停止实施。在证监会股权融资放松后，即有房企响应新政。截至12月12日，碧桂园、雅居乐、建发国际公告进行配股融资，万科、世茂股份、福星股份、北新路桥、大名城、新潮中宝、天地源、陆家嘴、华夏幸福、金科股份、华发股份、东百集团、嘉凯城、绿地控股、迪马股份等先后发布筹划非公开发行股票融资公告。其中既包括了像万科这样经营稳健、现金流充沛的龙头房企，以及华发股份这样今年逆势扩张的地方国企，其再融资的动力在于进一步改善资产负债表，新募集资金可用于项目收并购，实现逆势扩张；也包括了像华夏幸福等较早爆出债务危机的房企，偿债压力较大且旗下楼盘项目存在烂尾风险，其再融资主要目的在于“保交楼”。我们认为后续会有更多房企利用股权融资放开这一窗口期，储备更多的资源。

图表 45. 2016 年房企再融资收紧以来，当前仍有增发预案处于进程中的房企有 31 家，预计合计募集资金 2169 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 2022 年 11 月股权融资支持政策发布后，各房企拟进行再融资的情况

房企	时间	融资额度	融资方式
碧桂园	11月15日	38.7亿港元	配股
雅居乐	11月16日	7.8亿元	配股
福星股份	11月29日	不超过13.4亿元	定增
北新路桥		-	定增
世茂股份	11月30日	-	定增
大名城		不超过30亿元	定增
建发国际		8亿港元	配股
新湖中宝		-	定增
万科	12月1日	-	公告万科有权定增或配股
天地源		-	定增
陆家嘴		-	定增
华夏幸福		-	定增
金科股份	12月5日	-	定增
华发股份		不超过60亿元	定增
东百集团		不超过6.65亿元	定增
嘉凯城	12月6日	不超过10.25亿元	定增
绿地控股	12月7日	-	定增
碧桂园		47.41亿港元	配股
迪马股份	12月8日	-	定增

资料来源：万得，中银证券

备注：其中碧桂园11月15日、雅居乐11月16日的配股早于证监会股权融资支持政策前。

### 3.5 预售资金监管：缓解监管过度收紧的城市内的房企资金压力

全国性预售资金监管相关政策仅四次，分别在 1994 年、2010 年、2022 年 2 月、2022 年 11 月，前两次的政策意图均为规范预售资金监管，2022 年以政策纠偏、释放流动性为主。1) 预售资金监管的法律依据是《城市商品房预售管理办法》，颁布于 1994 年。《城市商品房预售管理办法》是一份纲领性、原则性文件，其中明确规定，市、县级政府房地产管理部门负责行政区域内的商品房预售管理、制定对商品房预售款监管的有关制度。从该办法施行之初到现在，预售资金监管制度是“一城一策”，始终没有全国统一的标准，细则由地方政府自行拟定，执行情况也不尽相同。2) 2010 年 4 月 13 日，住建部发布的《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》给出了整体政策框架。此后，对于预售资金监管各地区基本施行“一城一策”的思路，各地区出台相应的“预售资金监督管理办法”和“预售资金监督管理实施细则”，并按照“重点监管资金+一般监管资金”的框架进行监管。3) 2022 年 2 月 10 日，相关部门下发了关于城市商品房预售资金监管的相关意见，意见中规定的最大不同之处在于明确对预售资金的规定进行全国统一，在完善规范商品房预售资金监管上提出了五点措施：招标确定监管银行、合理确定监管额度、明确各方监管责任、建立信息共享机制、确定首末拨付节点。我们认为其主要目的在于纠偏部分预售资金监管收紧过度的城市，一定程度上缓解房企的资金压力。4) 2022 年 11 月 14 日，银保监会、住建部、央行发布商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知，允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。我们认为政策释放了以下两大利好：a) 将银行信用注入到房地产项目当中，帮助优质房企缓解流动性压力，提升预售资金使用效率。b) 此前预售资金监管政策、保函置换预售监管资金多为地方性政策，本次为全国范围内的规定，范围更广、影响更大，更有利于市场预期的改善。

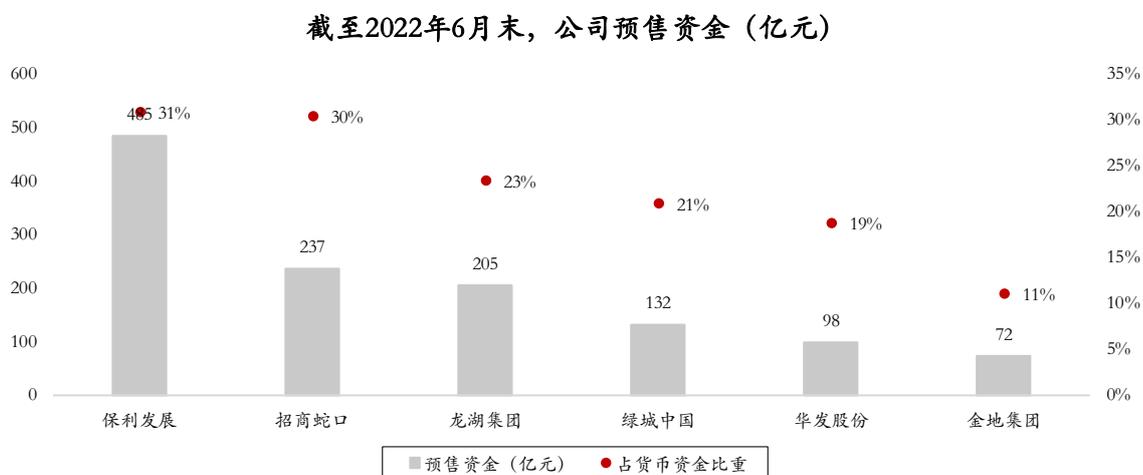
图表 47. 房地产行业全国性预售资金监管政策

时间	文件名	主要内容
1994 年 11 月 15 日	《城市商品房预售管理办法》	市、县级政府房地产管理部门负责行政区域内的商品房预售管理、制定对商品房预售款监管的有关制度。从该办法施行之初到现在，预售资金监管制度是“一城一策”，始终没有全国统一的标准，细则由地方政府自行拟定，执行情况也不尽相同。
2010 年 4 月 13 日	《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》（建房〔2010〕53 号）	（一）鼓励推行商品住房现售试点。 （二）各地要加快完善商品住房预售资金监管制度，尚未建立的要加快建设。商品住房预售资金要全部纳入监管账户，由监管机构负责监管，确保预售资金用于商品住房项目工程建设；预售资金可按建设进度进行核拨，但必须留有足够的资金保证建设工程竣工交付。 由于《城市商品房预售管理办法》明确“商品房预售款监管的具体办法，由房地产管理部门制定”，意味着在预售资金监管方面，各地区基本施行“一城一策”的思路，即各地区基本会出台相应的“预售资金监督管理办法”和“预售资金监督管理实施细则”，并按照“重点监管资金+一般监管资金”的框架进行监管。
2022 年 2 月 10 日	相关部门下发了关于城市商品房预售资金监管的相关意见	意见明确对预售资金的规定进行全国统一。 一、明确了预售资金额度监管为重点额度监管：明确预售资金监管制度由市、县级住房城乡建设部门根据项目合同、工程造价等核定，以确保项目竣工所需资金，达到监管额度之后的剩余资金可以由房企提取使用； 二、明确了预售资金账户监管的标准：项目预收款包括定金、首付款、购房款等，均需全部存入预售资金监管账户，确保专款专用于项目建设、施工款等相关支出； 三、提升了商品房预售资金使用的灵活性：预售款拨付进度要根据工程建设进度进行，具体由住房城乡建设部门确定，同时还对商品房预售资金监管责任进一步明确，以便监管部门督促检查预售资金监管的实施情况； 四、要求加强各方信息共享：商业银行按预售资金三方监管协议加强账户监测，定期和地方住建部门进行对账等。
2022 年 11 月 14 日	《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》（银保监办发〔2022〕104 号）	1、预售资金监管更加灵活，保函可以置换监管账户的资金，但有额度限制，留存的资金需要基本确保项目可以竣工交付，剩余资金不足，出函银行应立即垫付。 明确保函仅可用于置换依法合规设立的预售资金监管账户的监管额度内资金，置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 30%，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 70%。同时指出，在保函有效期内，如监管账户内剩余资金不足以支付项目工程款，出函银行应立即履约垫付，在保函额度内支付扣除账户内剩余资金后的差额部分。 2、为优质房企提供资金流动性支持的同时，也可防范银行的业务风险。 一方面，明确商业银行在出具保函置换预售监管资金时，要参照开发贷款授信标准，充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险、项目销售前景和剩余货值等，与经营稳健、财务状况良好的优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。因此，优质房企更受政策支持，短期这部分企业预售资金的使用效率将提高，也将一定程度缓解企业资金压力。另一方面，对商业银行开具保函提出明确条件限制，评级低或资产规模小的银行不得开展业务，不得给有关联的房地产企业出具保函等，同时明确商业银行要通过保证金、房地产企业反担保以及其他增信措施，防范保函业务风险。 3、明确置换出的预售监管资金的用途，优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等。 要求房地产企业要按规定使用保函置换的预售监管资金，优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。

资料来源：银保监会，住建部，中银证券

保函置换预售监管资金业务的开展对于目前受监管的预售资金占比较高的房企释放更多的利好，我们预计或将对行业释放超 1000 亿元的资金用于项目工程建设、偿还项目到期债务等。截至到 2022 年 6 月末，我们统计了 6 家主流房企预售监管资金占货币资金的比重情况，均值为 23%。保利发展、招商蛇口、龙湖集团、绿城中国、华发股份、金地集团截至 2022 年 6 月末，受监管的预售资金分别为 485、237、205、132、98、72 亿元，占货币资金的比重分别为 31%、30%、23%、21%、19%、11%，保函置换预售监管资金（以 30% 的比例初步匡算）约可以为以上房企分别释放 146、71、62、40、29、22 亿元现金。不过由于以上六家房企均为龙头央企和优质民企，相对受监管的资金比例较低，实际行业整体的受监管比例远超 23%。截至 2022 年三季度末申万房地产板块房企合计持有 1.01 万亿元的货币资金，我们假设央企、地方国企和其他房企（包括纯民企、混合所有制房企）受监管的预售资金比例分别为 20%、30% 和 50%，以 30% 的保函置换比例来计算可得，约可释放 1085 亿元的资金用于项目工程建设、偿还项目到期债务。

图表 48. 截至到 2022 年 6 月末，我们统计了 6 家主流房企预售监管资金占比情况，均值为 23%



资料来源：公司公告，中银证券

注：保利发展、招商蛇口、龙湖集团、绿城中国、华发股份、金地集团为公司披露的预售监管资金或受监管的预收款。

图表 49. 保函置换预售监管资金业务的开展预计或将对行业释放超 1000 亿元的资金

单位：亿元	货币资金	受监管的预收款比例	受监管的预收款	保函置换比例	保函置换后可释放资金（亿元）
央企	3143	20%	629	30%	189
地方国企	2473	30%	742		223
其他	4493	50%	2246		674
合计	10109		3617		<b>1085</b>

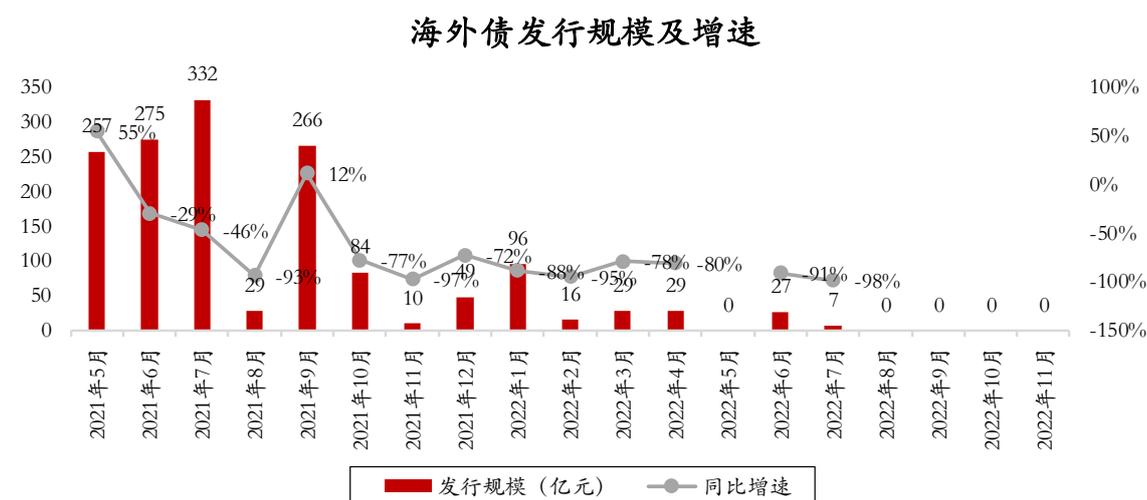
资料来源：公司公告，中银证券

### 3.6 内保外贷：助力房企偿还离岸债、修复房企境外信用

“内保外贷”的支持对于修复投资人信心、重构境外信用有重要作用。内保外贷是指由境内的主体为境内企业在境外注册的附属企业或参股投资企业在境外贷款或融资做担保，一旦借款人无法偿还境外债务，那么境内的担保人就要履行担保义务，将资金汇出境外用于偿还这笔境外债务。

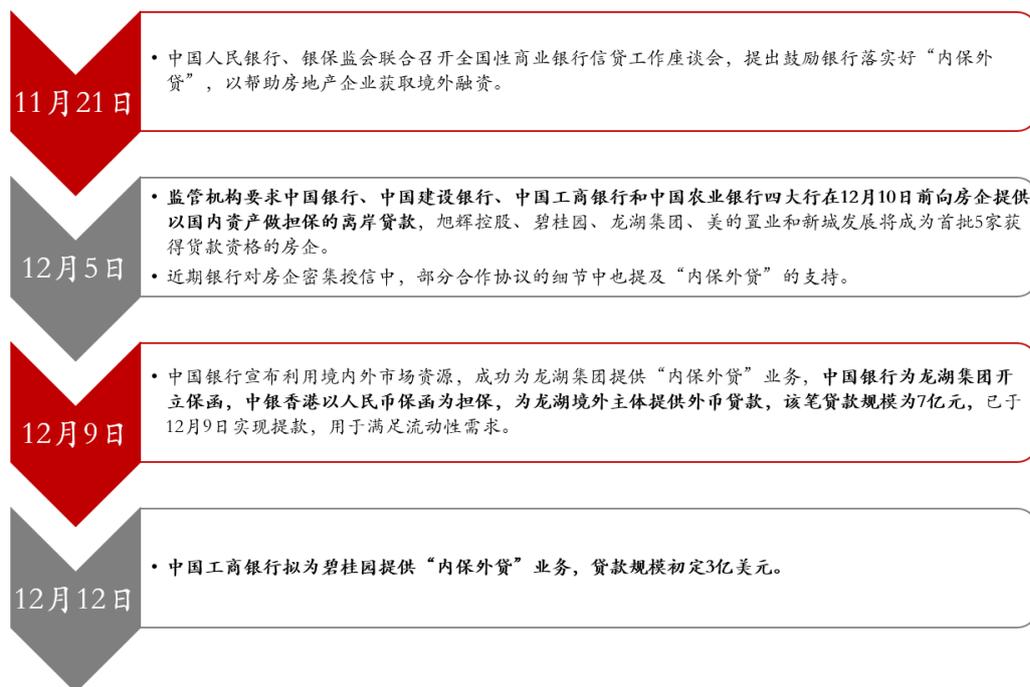
由于2021年下半年以来，房地产信用风险与境外违约事件频发，今年以来的房企境外债券融资基本停滞，因此在信贷、国内债券、股权“三支箭”后，“内保外贷”的支持政策也相继推出。根据中指院数据，2022年1-11月房企境外债券发行总额仅202亿元，同比下降92.4%，占国内外债券+信托+ABS发行总量的比重仅3%，较2021年同期下降了13个百分点，其中8-11月连续4个月未有海外债发行。不过，2022年11月末开始房企境外融资有回暖迹象初现。11月21日，中国人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，提出鼓励银行落实好“内保外贷”，以帮助房地产企业获取境外融资。12月5日财联社报道，监管机构要求中国银行、中国建设银行、中国工商银行和中国农业银行四大行在12月10日前向房企提供以国内资产做担保的离岸贷款，旭辉控股、碧桂园、龙湖集团、美的置业和新城发展将成为首批5家获得贷款资格的房企。此外，近期银行对房企密集授信中，部分合作协议的细节中也提及“内保外贷”的支持，在美的置业与工行总行签订“总对总”合作协议中，工商银行将为美的置业在房地产开发贷款、债券承销与投资、预售资金监管保函、境外融资、内保外贷、房地产并购融资及其配套服务、租赁住房融资、个人住房按揭贷款等方面提供综合授信支持；中信银行与中海、招商、绿城、建发、华侨城、大悦城、龙湖、滨江、碧桂园以及美的置业10家房企签订“总对总”战略合作协议中，也提起合作方向涉及内保外贷业务。12月9日，中国银行宣布利用境内外市场资源，成功为龙湖集团提供“内保外贷”业务，中国银行为龙湖集团开立保函，中银香港以人民币保函为担保，为龙湖境外主体提供外币贷款，该笔贷款规模为7亿元，已于12月9日实现提款，用于满足流动性需求。在7亿元“内保外贷”落地当天，龙湖集团发布另一则公告表示，该公司完成赎回明年到期票面利率3.9%、规模3亿美元的优先票据，至此2023年内，公司已无到期美元债。根据财经网12月12日的报道，中国工商银行拟为碧桂园提供“内保外贷”业务，贷款规模初定3亿美元。

图表 50. 2022 年 1-11 月房企境外债券发行总额仅 202 亿元，同比下降 92.4%



资料来源：中指院，中银证券

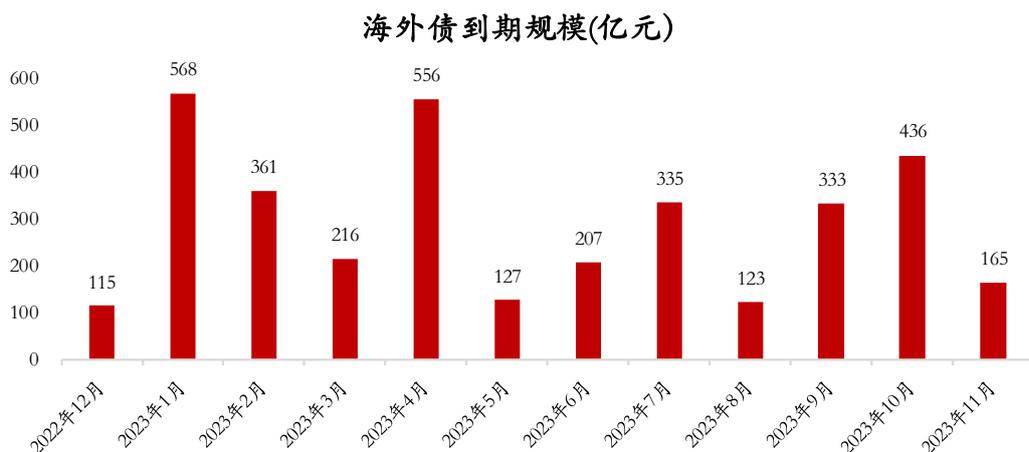
图表 51. 2022 年 11 月末以来，房地产行业“内保外贷”支持不断



资料来源：财联社，观点地产网，央行，银保监会，中银证券

根据中指院数据显示，截至 2022 年 11 月末，房企国内外债券余额 2.67 万亿元，其中海外债 1.23 万亿元，占比高达 46%，预计在 2023 年 1 月、4 月、10 月迎来三个海外债偿债小高峰，单月偿还量均超过 400 亿元。而此前，2019 年 7 月发改委明确，房地产企业发行境外债，只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。今年境外债发行停滞使得后续到期的境外债偿还压力也较大。11 月以来，房地产行业迎来了一波美元债违约潮。其中，上坤地产出现交叉违约、旭辉到期未付 4.14 亿美元境外债本金和利息，并暂停支付所有境外债务本息，中南建设、中梁控股也公告暂停美元债兑付。虽然此次龙湖集团的融资规模相对较小，但首笔“内保外贷”的落地意义颇大：1) 体现了监管层、银行及企业多方均有修复境外融资信用的意愿，对拓宽房企融资渠道、偿还境外债务均具有积极意义；2) 后续房企境外债融资渠道有望在多方担保助力下一定程度上回归正轨。若“内保外贷”能助力境外融资通道重启，并加快拓宽至更多企业，接下来房企或能通过长短债的置换解决一部分临期债务，从而缓解房企美元存量债务压力。而像此次龙湖集团这般提前赎回、提前偿还境外债券，能在维护境外融资通道的同时，进一步提升公司信用形象。

图表 52. 预计在 2023 年 1 月、4 月、10 月迎来三个海外债偿债小高峰，单月偿还量均超超过 400 亿元



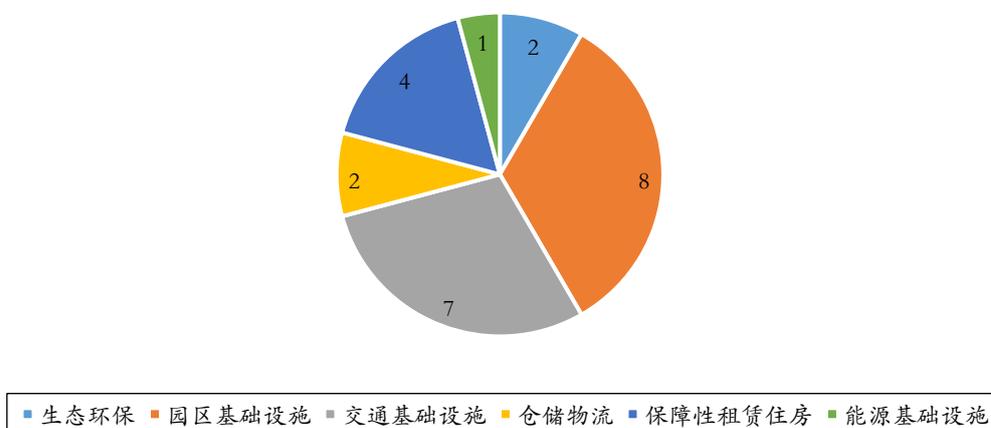
资料来源：中指院，中银证券

### 3.7 REITs：多种资产类型的产品有望推行，助力房企融资与盘活存量资产

近年来，公募 REITs 作为创新型业务，逐步进行试点发行。2016 年 6 月 3 日，国务院办公厅印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》就明确提出稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。同年 12 月 21 日，国家发改委和证监会发布的《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》中更是明确指出了 REITs 可以支持基础设施项目建设。直到 2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，同时发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），标志着境内基础设施公募 REITs 试点正式启动。截至 2022 年 12 月 12 日，我国监管部门共批准基础设施 REITs 产品 24 只，已上市 23 只，募集资金 769.6 亿元，总市值约 856.5 亿元，项目涵盖收费公路、产业园区、污水处理、仓储物流、清洁能源、保障性租赁住房等多种资产类型。2021 年 6 月 21 日首批九只公募 REITs，其中有杭徽高速、首创水务，首钢绿能为代表的公用事业类 REITs，以蛇口产业 REITs 为代表的产业园类、以普洛斯 REITs 为代表的物流仓储类。

图表 53. 截至 2022 年 12 月 12 日，我国监管部门共批准基础设施 REITs 产品 24 只

### 公募 REITs 产品数



资料来源：万得，中银证券

2022年5月以来，深交所、证监会、发改委等机构陆续出台有关政策，支持基础设施公募REITs实施扩募。2022年7月，国家发展改革委办公厅发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)新购入项目申报推荐有关工作的通知》，鼓励已上市的基础设施REITs通过扩募等方式筹集资金购入优质资产，为新购入项目申报工作的高效平稳推进提供保障。充分运用新购入项目机制推动基础设施REITs健康发展。在政策打通后，2022年9月27日蛇口产业园REIT新购入基础设施项目申报工作正式展开。博时蛇口产业园REIT拟购入的基础设施项目为公司全资子公司招商光明持有的深圳市光明高新园区招商局光明科技园科技企业加速器二期项目的部分基础设施（即光明项目）。该项目是招商局智慧城的重要部分，聚集智能制造、生物医药、新材料、新一代信息技术等高新技术产业。招商局智慧城作为招商蛇口“智慧城系”产业园的代表作，纳入蛇口产业园REIT后仍将有效延续招商蛇口产业园在深圳的重要布局；同时，博时招蛇产业园REIT管理规模预计将有所提升；通过拓展多元化资产管理的布局，该基金将在资产类型和资产区域上提升分散度，提升产业园细分赛道的竞争力，增强其产业园基础设施公募REITs赛道的竞争优势和运营能力，进一步打造蛇口产业园REIT的特色品牌。

今年以来，公募REITs扩展到保障房领域，标的涉及保障租赁住房。在今年8月份，有三只保租房REITs通过审核并发行上市，分别是“红土深圳安居REIT”、“中金厦门安居REIT”和“华夏北京保障房REIT”等。11月1日，证监会正式批准了华夏基金华润有巢租赁住房REIT的发行，其募资金额为11.2亿元。12月9日，华夏基金华润有巢租赁住房REIT正式上市。作为首只市场化机构发起保租房REIT，将为房企转型带来示范效应。与首批三只产品相比，此次“华润有巢租赁REIT”的最大不同点在于：是首个从市场化机构发起的保障性租赁住房REIT，且从开发体系中剥离出长租房，对房企转型提供示范效应。首批发行的三只保租房REITs的原始权益人分别为深圳市人才安居集团、厦门安居集团和北京保障房中心有限公司，均为地方国有企业和市政平台；而“华润有巢租赁REIT”为央企开发商华润置地发起的，为市场化运作程度较高的专业地产开发商。我们认为华润置地参与保障性租赁住房REITs建设为房企转型提供了方向。

图表 54. 我国公募 REITs 政策梳理

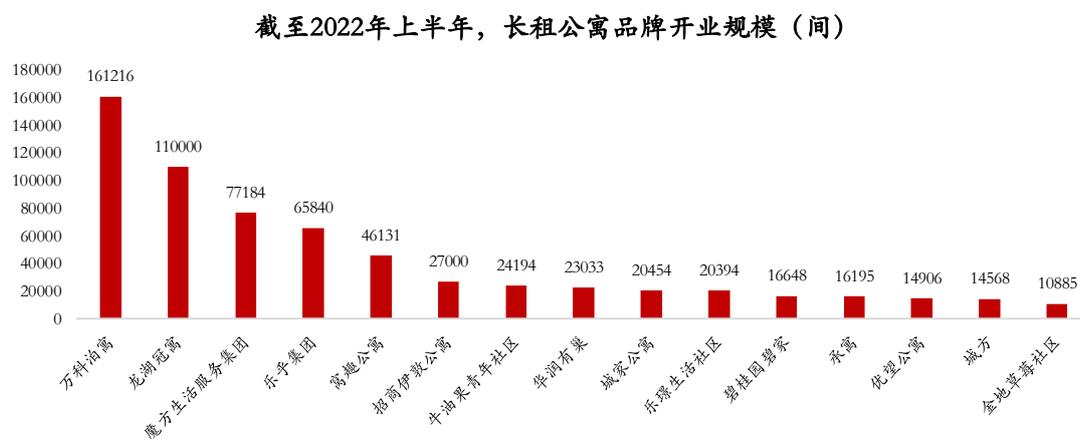
时间		主要内容
2020 年 4 月 30 日	证监会和发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》(证监发〔2020〕40 号)、《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)	明确了基础设施领域不动产投资信托基金(简称“基础设施 REITs”)试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排。标志着 <b>境内基础设施公募 REITs 试点正式启动</b> 。
2020 年 7 月 31 日	国家发展改革委办公厅《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586 号)	<b>明确试点项目申报材料要求, 规范试点项目申报程序, 严格开展项目合规性审查</b> , 基础设施 REITs 的制度建设迈出了第一步。
2020 年 8 月 6 日	证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》	明确要求 REITs 80% 以上的基金资产须投资于基础设施资产支持证券并持有其全部份额, 收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%。
2021 年 6 月 29 日	国家发展和改革委员会发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》(发改投资〔2021〕958 号)	为进一步加快推进基础设施 REITs 试点有关工作, 推动盘活存量资产, 形成投资良性循环, <b>就试点区域、基础资产范围、募集资金用途要求等进一步提出指导意见。将基础设施 REITs 试点区域扩展至全国, 并将保障性租赁住房等资产纳入基础设施 REITs 试点项目</b> , REITs 底层资产扩容迈出了坚实一步。从五个方面提出了具体工作要求, 一是不断深化认识, 加强支持引导; 二是加强项目管理和协调服务; 三是严把项目质量关; 四是促进基础设施 REITs 长期健康发展; 五是加强部门协作和政策落实。
2021 年 11 月 17 日	银保监会发布《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	从制度层面明确投资规范和监管规则, 进一步建立健全保险资金投资基础设施基金的长效机制, 防范相关业务风险。银保监会同意保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金。开展公募 REITs 投资业务的保险集团、保险公司、保险资产管理公司等机构, 应当公司治理完善、市场信誉良好, 具备健全有效的内部控制体系和投资管理制度, 经营审慎稳健。
2021 年 12 月 31 日	国家发展改革委办公厅印发《关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 有关工作的通知》(发改办投资〔2021〕1048 号)	<b>从七方面提出加快推进基础设施 REITs 试点工作的具体要求</b> 。一是加强宣传解读, 调动参与积极性; 二是摸清项目底数, 分类辅导服务; 三是安排专人对接, 做好服务工作; 四是加强部门协调, 落实申报条件; 五是及时沟通反映, 加快申报进度; 六是用好回收资金, 形成良性循环; 七是鼓励先进典型, 形成示范引领。
2022 年 1 月 17 日	中国证监会召开 2022 年系统工作会议	积极主动融入国家重大发展战略, 找准资本市场定位和发力点, 研究出台更多有利于稳增长、稳预期的政策措施。继续保持 IPO、再融资常态化, 坚守科创板“硬科技”定位, 建设好创业板, 办好北京证券交易所, 规范发展私募股权和创投基金, <b>推动拓宽基础设施公募 REITs 试点范围</b> 。引导上市公司聚焦主业做优做强, 继续稳妥推动风险类公司出清, 更好发挥资本市场“晴雨表”功能。
2022 年 1 月 26 日	财政部 税务总局关于基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点税收政策的公告 (财政部 税务总局公告 2022 年第 3 号)	一、设立基础设施 REITs 前, 原始权益人向项目公司划转基础设施资产相应取得项目公司股权, 适用特殊税务处理; 原始权益人取得项目公司股权的计税基础, 以基础设施资产的原计税基础确定。原始权益人和项目公司不确认所得, 不征收企业所得税。 二、基础设施 REITs 设立阶段, 原始权益人向基础设施 REITs 转让项目公司股权实现的资产转让评估增值, 当期可暂不缴纳企业所得税, 允许递延至基础设施 REITs 完成募资并支付股权转让价款后缴纳。其中, 对原始权益人按照战略配售要求自持的基础设施 REITs 份额对应的资产转让评估增值, 允许递延至实际转让时缴纳企业所得税。原始权益人通过二级市场认购(增持)该基础设施 REITs 份额, 按照先进先出原则认定优先处战略配售份额。 三、对基础设施 REITs 运营、分配等环节涉及的税收, 按现行税收法律法规的规定执行。
2022 年 5 月 24 日	证监会办公厅和发改委办公厅发布《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 有关工作的通知》(证监办发〔2022〕53 号)	<b>正式将保障性租赁住房纳入了基础设施领域公募 REITs 的范围之内</b>
2022 年 7 月 7 日	发改委办公厅发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)新购入项目申报推荐有关工作的通知》	共计六条, 从总原则、合理简化申报要求、完善申报推荐程序、保障项目质量、协调落实发行条件、引导回收资金等六个方面进行要求。 <b>鼓励已上市的基础设施 REITs 通过扩募等方式筹集资金购入优质资产</b> , 为新购入项目申报工作的高效平稳推进提供保障。
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	一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。三、调整完善房地产企业境外上市政策。 <b>四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用</b> 。五、积极发挥私募股权投资基金作用。
2022 年 12 月 8 日	证监会副主席李超在首届长三角 REITs 暨中国 REITs 论坛 2022 年会上致辞	<b>加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块, 研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产领域, 积极探索建立多层次 REITs 市场, 进一步明确 REITs 税收征管细则等</b> 。重点做好五方面工作, 一是保持常态化发行, 充分发挥规模效应、示范效应; 二是完善市场体系, 推进多层次市场体系建设; 三是强化事中事后监管, 促进市场平稳运行; 四是完善法规制度, 夯实市场长远发展基础; 五是发挥各方合力, 推动市场持续健康发展。

资料来源: 证监会, 发改委, 银保监会, 财政部, 税务总局, 中银证券

未来或有更多长租系房企入局保租房 REIT, 需经历纳保+分拆上市两步走。2022 年 12 月 8 日, 证监会副主席李超在中国 REITs 论坛 2022 年会上指出, “加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块, 研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”。我们认为在华润有巢租赁 REIT 的示范带动及政策鼓励下, 布局长租业务的房企将更多入局保租房 REIT。多数头部房企均布局有长租业务, 当前运营规模靠前的有万科泊寓、龙湖冠寓、旭辉领寓、朗诗寓、碧桂园碧家国际社区、招商伊敦公寓、佳兆业佳寓、合景泰富的合景公寓、金地草莓社区等。2022 年半年报数据显示, 万科泊寓和龙湖冠寓开业规模均超 10 万间, 居于行业最前列。

房企入局保租房 REITs 需要进行两步：1) 纳保：将旗下长租公寓项目纳入保租房。ICCRA（住房租赁智库百科）统计数据显示，截至 2022 年二季度末，全国已开业长租公寓房间规模中，约有 6.9% 纳入当地保障性租赁住房，规模合计为 62019 间；全国共有 13 家住房租赁企业的纳保占比超过 10%。万科泊寓、旭辉瓴寓、龙湖冠寓等房企长租公寓品牌已经纳入保障性租赁住房体系。例如截至 2022 年 7 月，万科泊寓已在北京、深圳、厦门、天津、佛山、长沙等 8 个城市正式纳保 50 个项目、4.1 万间房源，另有 5 万间多间房源在申请纳保途中。2) 分拆上市：分拆保租房以基础设施 REIT 上市。对房企来讲，优质的底层资产是关键。从首批三只保租房 REITs 来看，底层资产均为优质的保障房资产，租金单价水平高，出租率较为稳定，如中金厦门安居 REIT 和红土深圳安居 REIT，底层资产项目平均出租率均达 99.29%。华润置地此次分拆的泗泾项目和东部经开区项目，运营时间均已超过 1 年，截至 2022 年 3 月底出租率分别达 96% 和 92%。

图表 55. 截至 2022 年 6 月末，万科泊寓和龙湖冠寓开业规模均超 10 万间，居于行业最前列

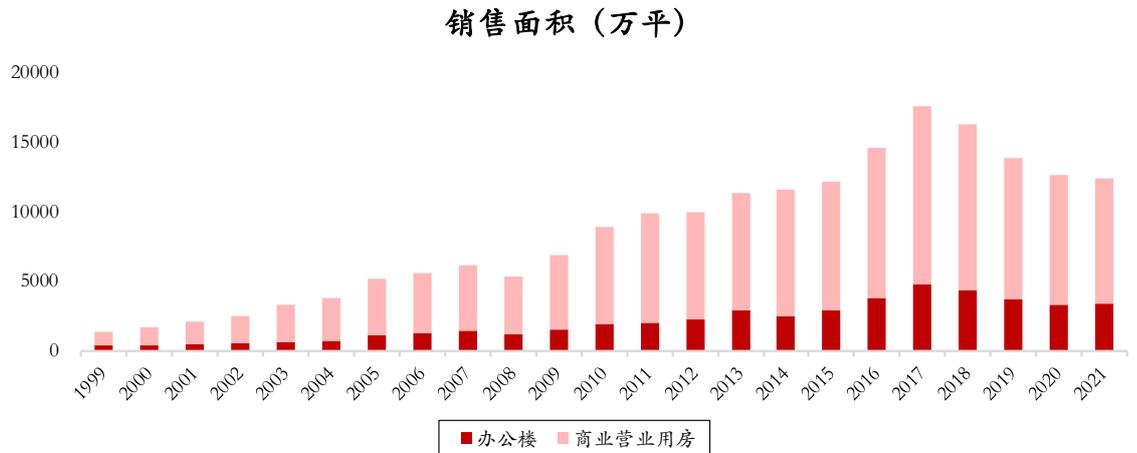


资料来源：迈点研究院调研数据，中银证券

商业地产 REITs 也有望破冰。除了长租房，本次 2022 年 12 月 8 日，证监会副主席李超也提及了“研究推动试点范围拓展到市场化的商业不动产等领域”。此次表态，意味着 REITs 覆盖范围将向商业不动产进一步扩大，我国 REITs 发展正在加快，助力房企融资及盘活存量资产。根据此前公布的《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，酒店、商场、写字楼、公寓、商品住宅等商业地产项目未曾纳入 REITs 试点。此前 REITs 涉及的底层资产只能是基础设施（产业园等）及保障性租赁住房等。而境外成熟市场 REITs 普遍在房地产市场低迷时期推出，基本从商业地产领域起步发展，我国的商业地产 REITs 发展也是势在必行。与保租房项目不同，商业地产租金是一种市场化的租金，租金价格更高；此外，从国外经验来看，商业地产除了收取租金之外，还可以通过优秀的管理运营实现保值增值。在近 20 年的房地产开发中，我国商业地产也迎来了快速发展。根据国家统计局数据，自 1999 年至 2021 年，办公楼销售 4.74 亿平，商业营业用房销售 14.78 亿平，这两类商业地产销售面积合计达 19.51 亿平，我国商业地产的资源丰富，货值预计超过 20 万亿元。

根据此次 REITs 的最新政策基调，未来 REITs 或将在三个领域形成新产品，包括以购物中心、酒店和写字楼为底层资产的 REITs 产品，预计会重点布局在一二线城市。商业不动产 REITs 有望推进上市，一方面，为企业融资、居民投资提供了新的渠道；另一方面，有助于商业地产企业借 REITs 渠道退出，实现资金的良好循环。部分房企开发持有大量商业不动产项目，其开发周期长、占用了大量的资金，商业不动产 REITs 上市，将能使部分房企回笼资金、提高资金效率、增强现金流。

图表 56. 自 1999 年至 2021 年，办公楼销售 4.74 亿平，商业营业用房销售 14.78 亿平，这两类商业地产销售面积合计达 19.51 亿平



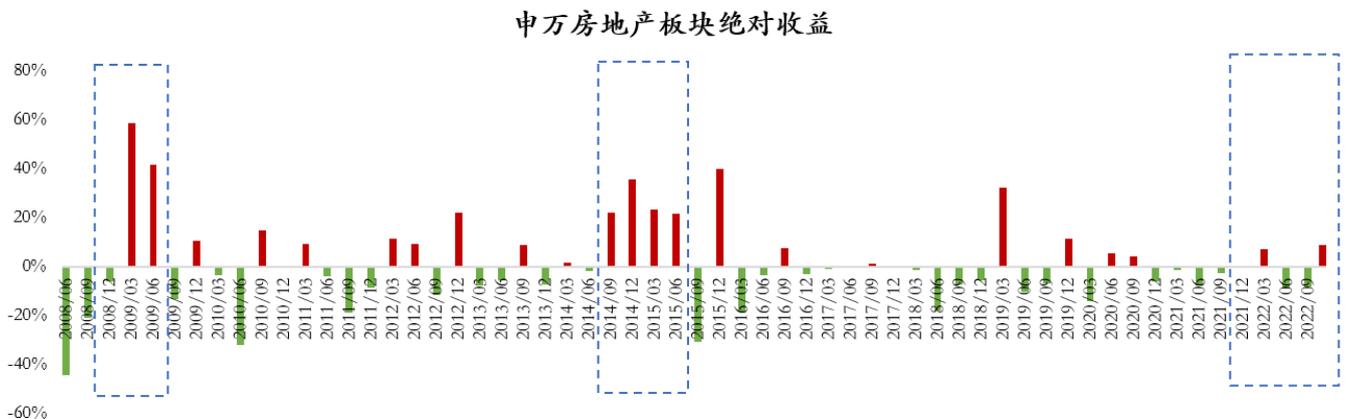
资料来源：国家统计局，中银证券

### 3.8 融资放松后，影响几何？

#### 3.8.1 房地产板块收益在融资放松期的表现优于沪深 300

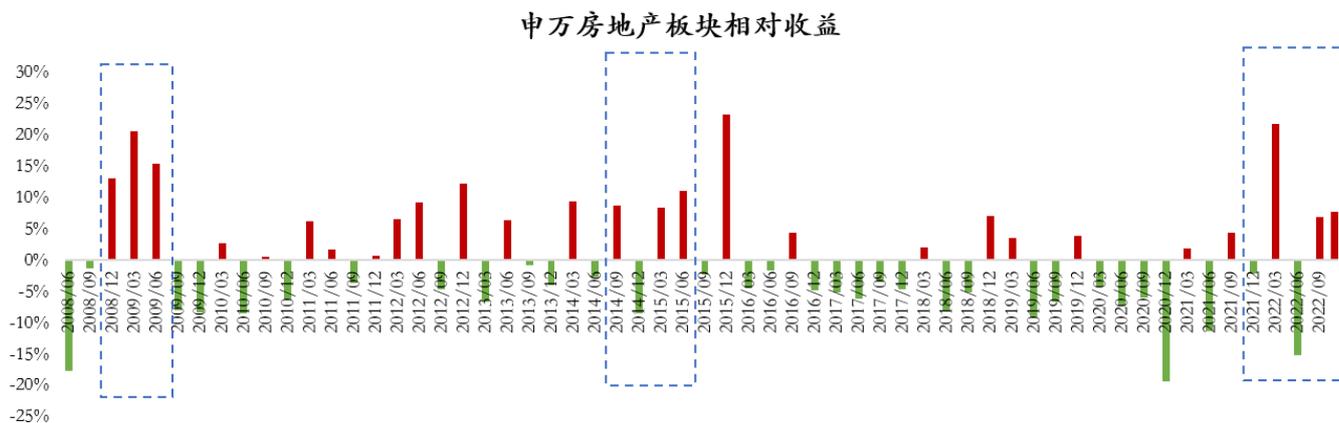
从房地产板块收益情况来看，融资渠道放松时期的房地产板块收益率均跑赢沪深 300。融资宽松时期，房地产板块收益整体不错，且在政策放松当月就有反馈。具体表现为 2008 年 11 月-2009 年 8 月、2014 年 9 月-2015 年 8 月、2021 年 11 月至今（2022 年 11 月末）房地产板块绝对收益分别为 105.5%、62.3%、6.5%，相对沪深 300 的收益率分别为 35.4%、18.3%、28.0%，在融资放松后板块收益反映较为迅速，通常在政策放松当月或 1 个月内就有不俗的表现，2008 年 11 月、2014 年 9 月、2021 年 12 月、2022 年 11 月当月相对收益率分别为 10.0%、4.8%、2.2%、9.8%，较前一个月分别上涨 35.9、5.3、3.8、17.6 个百分点。而一旦融资发生实质性的收紧，约束市场上资金的流动性，作为资金密集型行业，房企融资困难影响使其经营受到约束，板块表现也不佳。在三次融资渠道全面收紧的时期：2009 年 9 月-2011 年 7 月、2016 年 9 月-2017 年 5 月、2018 年 5 月-2021 年 10 月期间房地产板块绝对收益率分别为 -7.8%、-7.2%，相对沪深 300 收益率分别为 -12.8%、-12.2%、-63.0%。

图表 57. 融资放松时期 2008 年 11 月-2009 年 8 月、2014 年 9 月-2015 年 8 月、2021 年 11 月至今（2022 年 11 月末）房地产板块绝对收益分别为 105.5%、62.3%、6.5%



资料来源：万得，中银证券

图表 58. 融资放松时期 2008 年 11 月-2009 年 8 月、2014 年 9 月-2015 年 8 月、2021 年 11 月至今（2022 年 11 月末）房地产板块相对沪深 300 的收益率分别为 35.4%、18.3%、28.0%



资料来源：万得，中银证券

### 3.8.2 从过去周期看，融资端放松带动土地成交市场量价回升；但本轮周期影响不显著

融资政策有放松迹象后，土地市场迅速升温；而融资渠道收紧可以平抑土地市场热度。融资渠道放松阶段，从土地市场成交量来看，增速呈上升趋势；从地价来看，增速明显上行，但本轮暂未见效。成交量价的变动相对滞后 5-6 个月左右的时间。从土地市场热度来看，土地溢价率显著提升，土地市场热度明显回升，但本轮刺激效果并不显著。

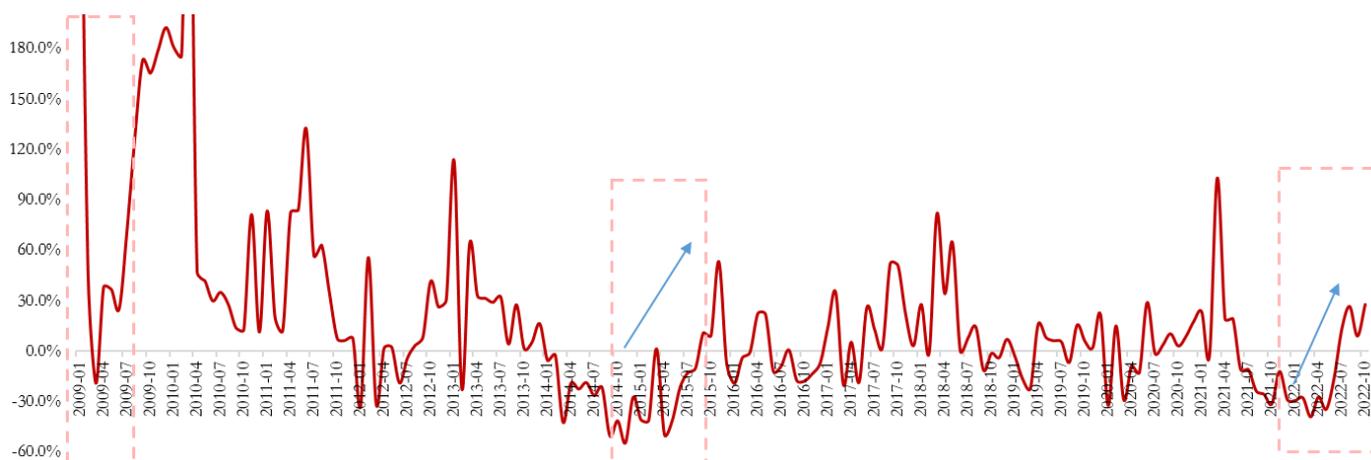
**第一次融资渠道宽松（2008 年 11 月-2009 年 8 月）：**土地市场表现反映有 5-6 个月左右的滞后，其主要是因为前期融资刚有放松迹象，开发商还处于博弈的阶段，行业的资金配置优先配置在偿还到期债务等方面，同时融资放松政策传导到房企资金需要时间。百城土地成交建筑面积增速从 2009 年 3 月-18.9%的最低点上升至 2009 年 8 月的 126.6%。百城土地成交楼面均价从 257 元/平提升至 978 元/平，翻了三倍。土地溢价率也从 2009 年 2 月的 0.7%快速提升至 2009 年 7 月 44.5%的高位，半年内土地市场热度提振显著。

**第二次融资渠道宽松（2014 年 9 月-2015 年 8 月）：**土地成交建筑面积增速从 2015 年 4 月的-49.1%回升至 2015 年 9 月的 11.1%；土地成交楼面均价增速从-54.7%回升至 73.7%；土地溢价率从 2015 年 3 月的 6.2%迅速提升至 20.8%。

**第三次融资渠道宽松（2021 年 11 月至今）：**此轮周期，土地市场对融资政策放松的反应缓慢，成交量虽略有提升，但地价、土地市场热度均为出现明显的提振，土地溢价率持续低迷。我们认为本轮融资放松对土地市场的提振作用将会比较有限：一方面是因为房企资金压力处于历史最大时期，叠加销售持续低迷、房企对规模的诉求也没有此前强烈，房企拿地意愿相对较弱，即时是融资放松后有资金落地到位，不管是政策扶持面主要针对“保交楼”、还是处于自身债务压力，房企更愿意优先将资金用于项目建设以“保交付”、偿还债务、缓解自身流动性压力，而不愿意优先考虑拿地；另一方面，自 2021 年开始，集中供地政策影响了原本的土地市场节奏，对于房企资金筹划调配能力要求变高。

图表 59. 融资渠道放松阶段百城成交土地建面增速呈上升趋势

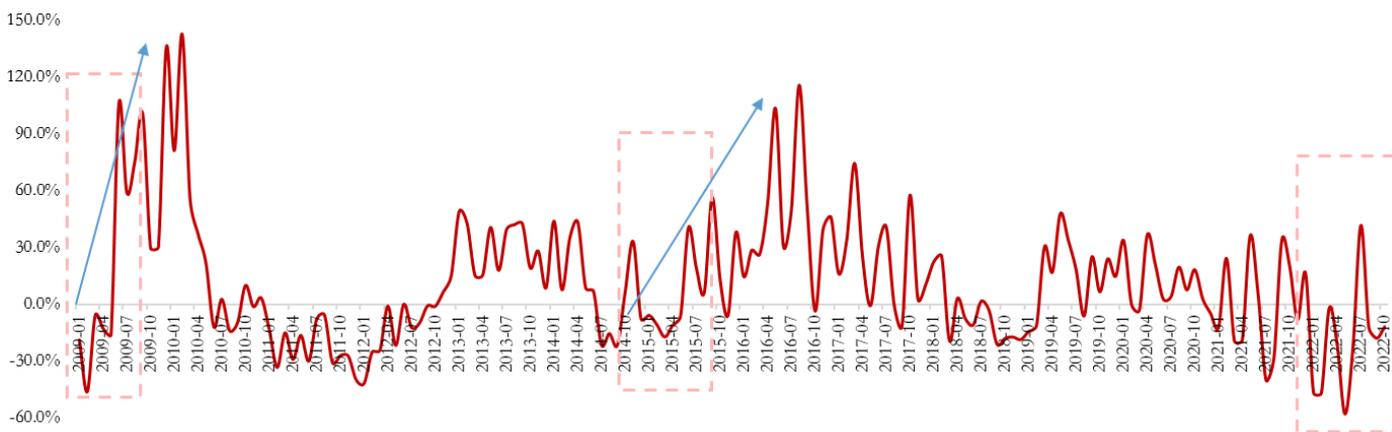
### 百城成交土地规划建面同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 在过去两轮融资渠道放松阶段百城成交土地楼面均价增速明显上行，但本轮暂未见效

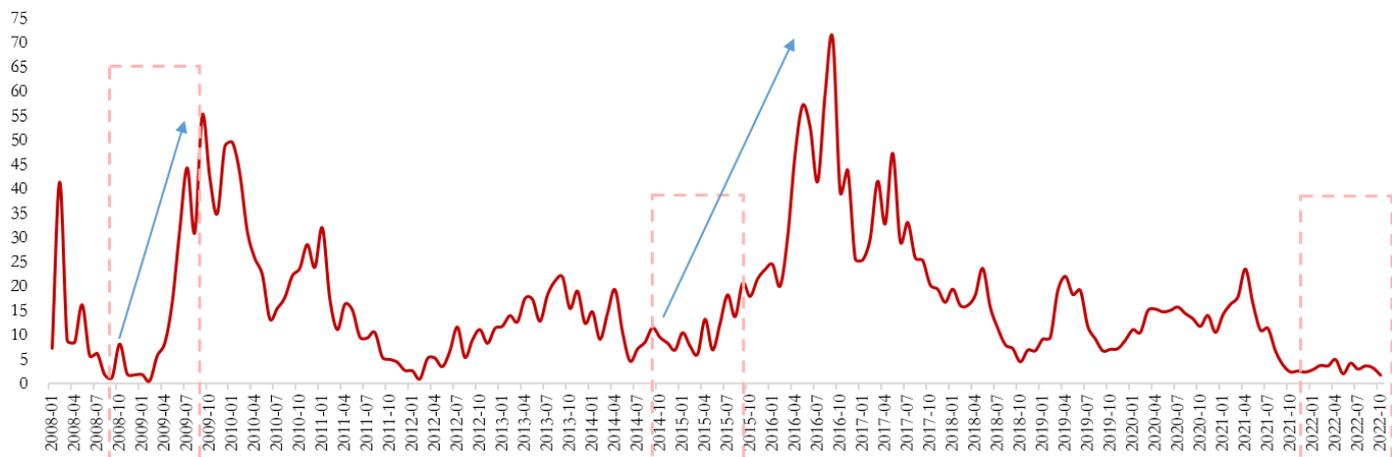
### 百城成交土地楼面均价同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 61. 在过去两轮融资渠道放松阶段百城成交土地溢价率显著提升，但本轮暂未见效

### 百城成交土地溢价率 (%)



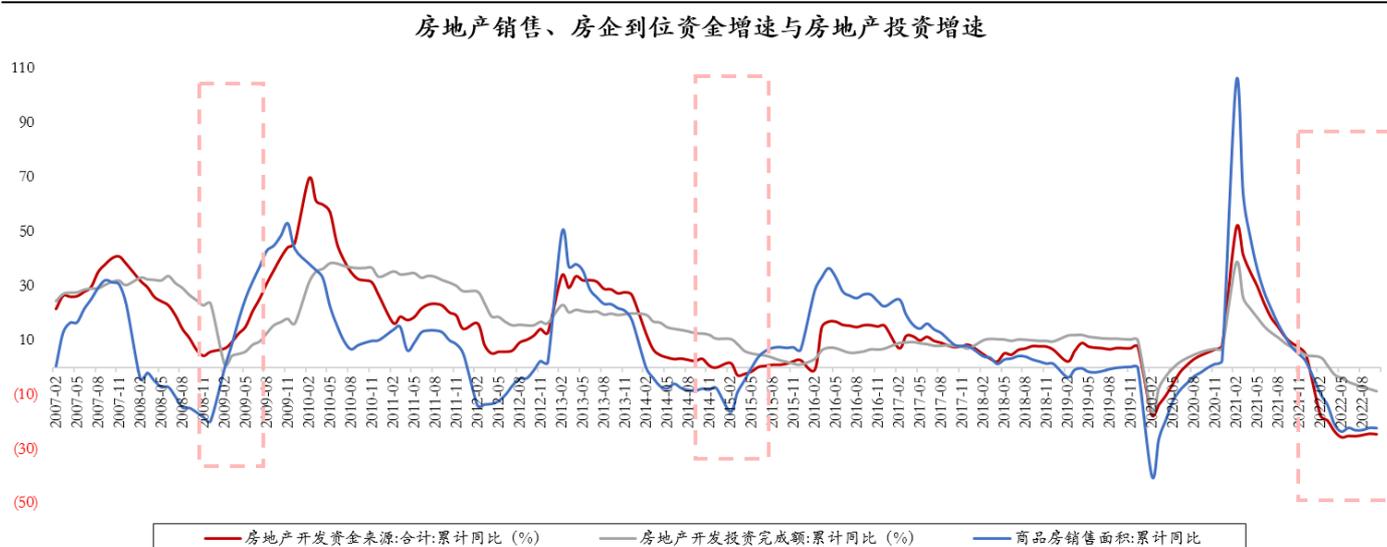
资料来源：万得，中银证券

### 3.8.3 融资渠道放松，只有叠加销售回暖，房企到位资金方能改善、投资力度方能提升

在融资放松的时期，只有叠加销售回暖，房企到位资金增速才会提升，开发投资滞后到位资金改善3-4个月后逐步修复；同时到位资金与投资改善的持续性较长，即使是融资逐步收紧后，到位资金与投资的改善仍会延续2-3个季度。

资金、销售与投资的改善顺序为：地产销售→房企到位资金→房地产投资。在多渠道融资政策放松后，若销售暂未出现复苏，那么到位资金与房地产投资并不会立即出现改善。只有在融资政策处于放松阶段当中，同时销售出现回暖的时候，到位资金才会基本同步于销售拐点出现改善，投资则滞后于销售与到位资金的回暖。

图表 62. 融资政策面放松后，若销售没有出现回暖，那么到位资金与投资并不会立即出现改善



资料来源：万得，中银证券

1) **第一轮融资宽松周期 (2008年11月-2009年8月)**：融资放松从银行贷款放开开始 (2008年11月取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模)，房企到位资金中的国内贷款同步率先出现改善，从2008年11月的5.2%提升至2009年8月的31.1%；自筹资金从2009年5月 (9.8%) 开始改善。这一阶段的销售也在2008年12月开始出现了明显的改善，房企到位资金增速在销售回款与融资均改善的情况下从2008年11月的4.2%一路提升至2009年8月的30.9%；开发投资额增速滞后于到位资金3个月开始改善，从2009年2月的1.0%提升至2009年8月的12.5%。融资放松对到位资金和投资的影响持续性较强，我们认为这主要于地产调控宽松周期下销售回暖有关，房企到位资金与开发投资增速持续分别提升至2010年2月的69.5%和2010年5月的38.2%两个阶段性峰值。

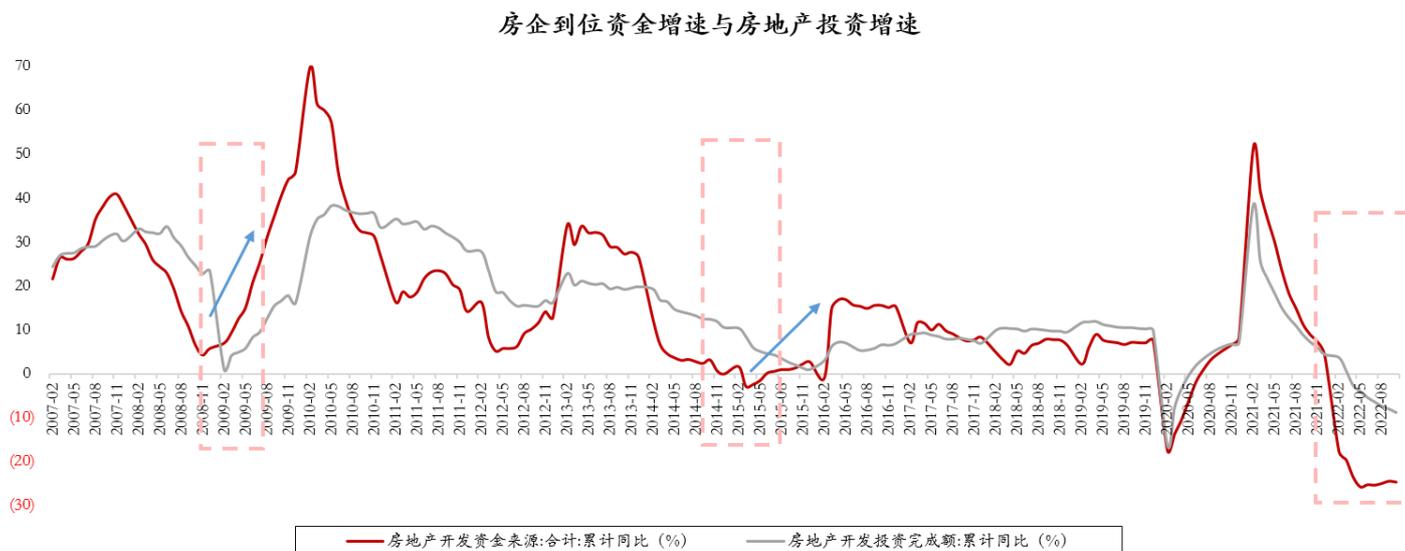
2) **第二轮融资宽松周期 (2014年9月-2015年8月)**：本轮放松周期从2014年9月国内上市房企获准在银行间债券市场发行债务融资工具而开始，2015年公司债发行和交易制度改革进一步拓宽了房企境内债融资渠道，但在这一融资宽松阶段，房企到位资金并未出现明显改善，房地产投资增速仍在下行，我们认为，一方面是因为销售迟迟未出现明显改善，销售面积累计同比增速一直到2015年6月才转正，地产景气度下行期房企投资意愿持续低迷，贷款需求也相对较弱；另一方面，此轮周期放松主要聚焦境内债券，在房企融资渠道中占比相对较小，对于房企来说占比最高的银行贷款并未明显放松。

但我们也可以看到在融资放松政策后期，即 2015 年 4 月开始房企到位资金增速逐步回升，从 2015 年 3 月-2.9%的房企到位资金累计同比最低点提升至 2016 年 5 月的 16.8%，房地产开发投资一直到 2016 年 2 月才开始缓慢修复，但由于此时银行等融资渠道已经开始逐步收紧，因此房地产投资的修复并不显著。**到位资金的回升仅滞后于销售拐点 1 个月。**全国商品房销售增速自 2015 年 3 月开始修复，销售面积累计同比增速从 2015 年 2 月的-16.3%快速回升至 2016 年 4 月的 36.5%，房企到位资金中的房款增速也从同期的-6.6%提升至 41.2%。

**2) 第三轮融资宽松周期 (2021 年 11 月至今)：房企到位资金、房地产投资始终未出现反转。本轮需求端的复苏尤为重要。**自 2021 年开始房企到位资金、房企投资累计增速基本处于下行阶段，房企到位资金累计增速 2022 年 2 月以来至今持续为负，5 月以来降幅持续位于 24%~26%；房地产投资累计增速自 2022 年 4 月以来持续为负，当前降至-8.8%。我们认为主要是因为：a) **销售始终未见明显改善**，销售面积累计降幅自 2022 年 4 月以来始终大于 20%，而在 2018 年 5 月以来持续的融资全面收紧使得房企对销售回款的重视程度明显提升，到位资金中房款的占比在第一轮、第二轮融资宽松周期分别为 34.4%、35.2%，本轮高达 49.2%，对销售回款的依赖度明显提升也使得销售回暖对整体到位资金改善的重要性显著提升；**过去周期中，房款占比低，因此外部融资放松之后，到位资金与地产投资恢复的速度会比较快，当前房款占比变高，因此销售对其的影响变大，因此此轮需求端的复苏显得尤为重要。**b) 融资政策的放松力度不及过去几轮周期，2021 年 11 月以表态上的放松为主，并未出台实质性政策，直到 2022 年 11 月才开始有实质性政策陆续出台；c) 房地产行业大幅去杠杆，房企资金的紧张程度超过历史几轮周期的水平，叠加地产景气度下行，房企新开工、拿地等投资意愿明显下降，同时由于自 2021 年下半年以来，房企信用风险事件频发，出于安全稳健发展、降低自身杠杆的考量。

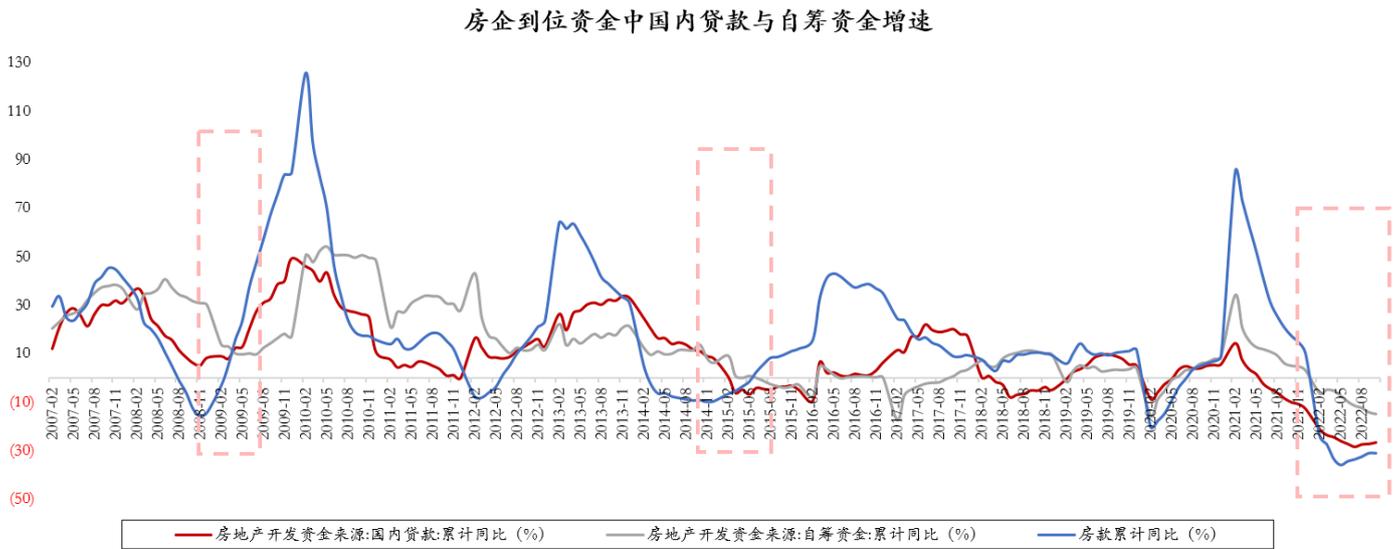
因此根据第二轮的经验来看，1) 到位资金回升拐点不取决于融资政策放松的时间点、而是取决于销售复苏的时间。尤其是近几年来，房企到位资金中房款的占比不断加大，需求端的复苏显得尤为重要。因此本轮多渠道融资政策的放松何时能反映到房企的资金面，仍要观察销售复苏的时间。房企到位资金的回升或滞后于销售拐点出现后 1 个月。2) 当销售修复带动房企到位资金有所回升后，地产投资能否及时改善？我们认为这取决于销售修复后的融资政策是否仍然宽松。若此时融资仍处于多渠道放松的态势，那么房地产投资或将滞后于到位资金回升 1 个季度出现；若此时部分融资渠道已经开始收紧，那么房地产投资的复苏或较为缓慢。因此从这个角度来说，基于我们预判的需求端修复最早会在明年 3、4 月份显现，我们认为多渠道的融资宽松至少要持续到明年三季度。

图表 63.融资渠道放松叠加销售回暖，房企到位资金、投资增速才会出现回升



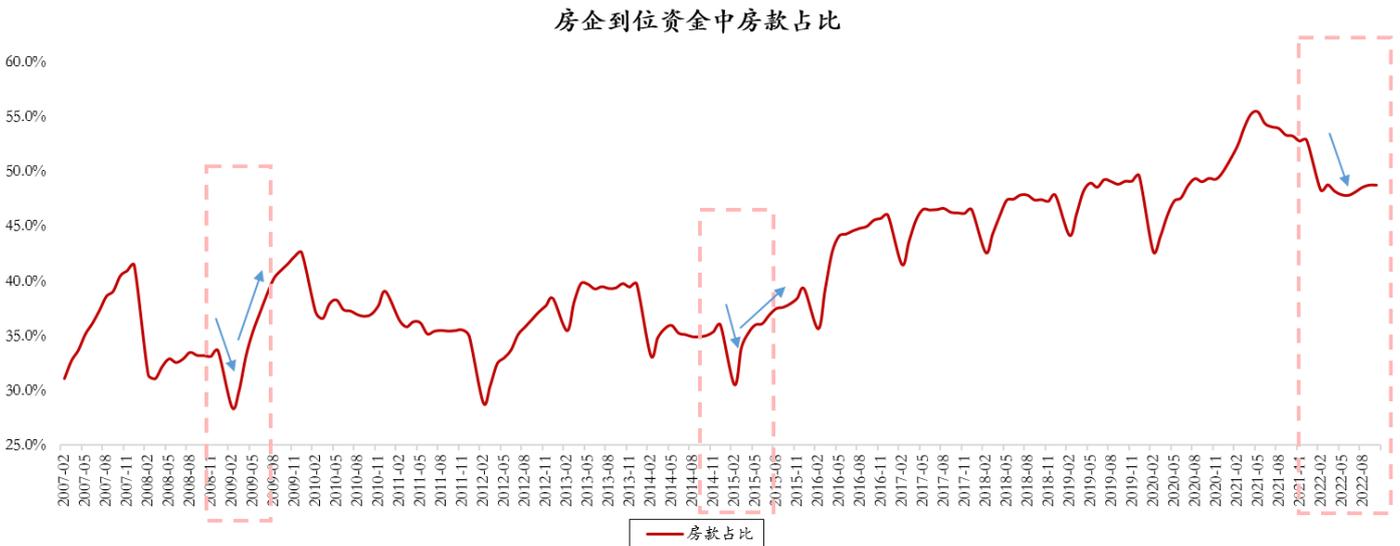
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 64. 在第一轮融资放松阶段，国内贷款通常先于自筹资金出现改善



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 65. 当前房款占比变高，因此销售对其的影响变大，所以此轮需求端的复苏显得尤为重要

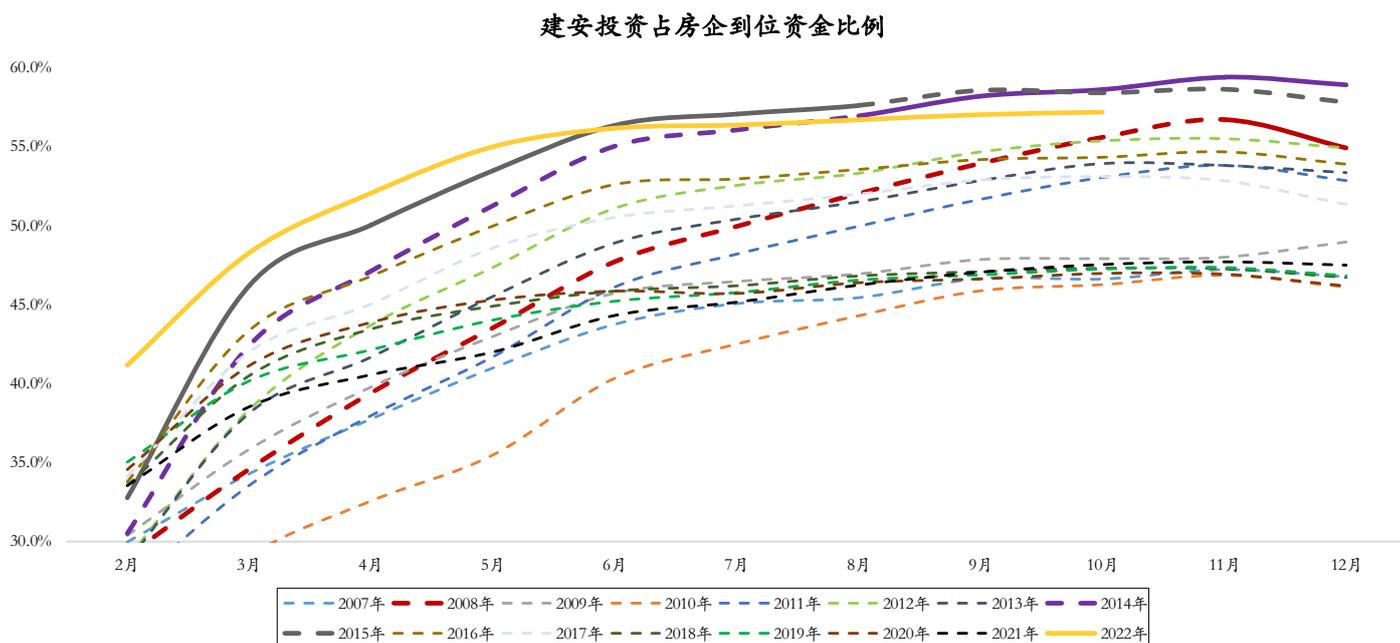


资料来源：国家统计局，中银证券

### 3.8.4 融资放松周期内，竣工增速高于新开工，房企结算收入也会有明显回升

在过去融资宽松的时间段内，竣工面积增速往往高于新开工面积增速。融资宽松期之后各房企有着较为充足的开发运营资金在短时间内保持施竣工的稳步推进，新开工的动能反而弱于竣工，施工工期缩短，房企更注重结算，我们可以看到 2008 年 11 月-2009 年 8 月、2014 年 9 月-2015 年 8 月全国竣工面积累计同比增速均值分别为 19.9%、-5.2%，高于新开工面积累计同比增速均值（-8.9%与-13.9%），竣工增速相对较高的情况下，后续房企结算规模也明显加速提升，中万房地产板块营业收入增速从 2009 年一季度的-3.7%提升至 2010 年一季度的 90.8%，从 2015 年一季度的-0.1%提升至 2016 年一季度的 104.1%。当然这也与前期融资收紧阶段房企以达到预售条件狠抓销售回款为主要目标优先新开工，新开工的部分达到了竣工的阶段有关。我们从房地产开发投资中的建安投资/房企到位资金这一比例也可以得到佐证。在 2008 年末、2014 年 9 月-2015 年 8 月、2022 年 1-10 月该比例均处于历史高位。可见，在多渠道融资宽松的环境下，房企整体在建安施工上的投入是相对较大的，房企注重施工节奏的不断推进。

图表 66. 在 2008、2014-2015、2022 年多渠道融资宽松周期中，建安投资占房企到位资金的比例均较高

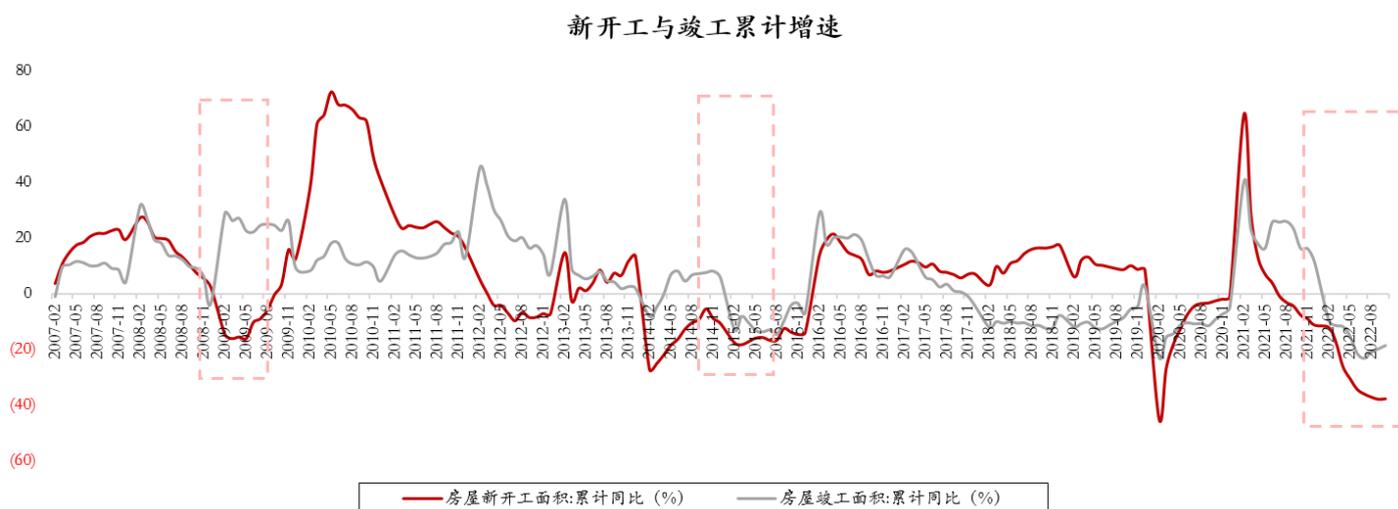


资料来源：国家统计局，中银证券

备注：建安投资占房企到位资金比例=（房地产投资中建筑工程+安装工程+设备工器具购置）/房企到位资金。其中 2008 年红色、2014 年紫色、2015 年深灰色、2022 年黄色的实线部分为多渠道融资宽松时期。

本轮我们认为房企会相比于过去周期，更加注重加快施工节奏。2022 年 8 月竣工端已经出现了复苏迹象，而新开工持续低迷，我们认为今年下半年到明年预计会延续竣工增速高于新开工的剪刀差。过去在房企资金压力较为紧张的时期，房企多通过加速新开工到预售的时间，从而尽快的取得销售回款，缓解部分资金压力。而当前环境下，虽然房企资金压力仍然较大，但竣工增速或将明显高于新开工，主要原因有三：1) 各类中央与地方“保交付”政策的加持下，房企加快施工与交付无论是在政府政策响应、消费者口碑保障角度上能提振购房人信心。2) 本轮房企资金紧张程度远大于以往，房企拿地持续低迷也使得可开工项目大幅减少，叠加销售持续不景气，房企拿地与新开工的意愿也持续低迷。3) 房企可以通过竣工结算，做大净资产，降低自身杠杆，改善房企资产负债表。在信用风险事件频出的当下，低杠杆是房企安全稳健的重要标志之一。

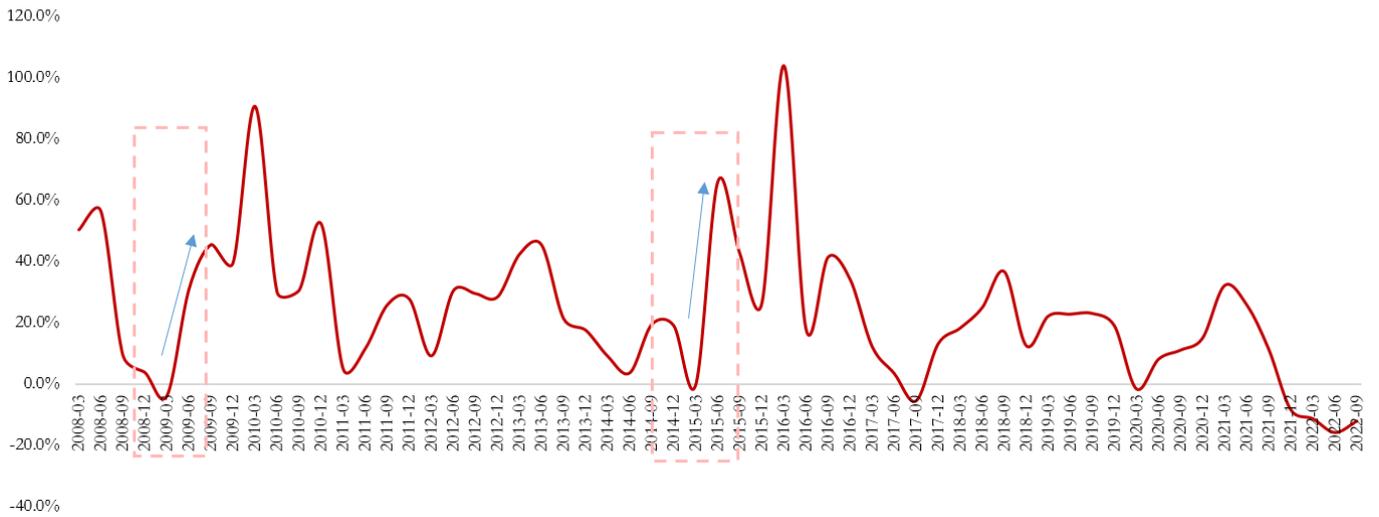
图表 67. 融资渠道放松周期中，竣工增速往往高于新开工



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 68. 融资放松周期内，开发商竣工稳步推进，更加注重结算兑现

申万房地产板块单季营业收入同比 (%)



资料来源：万得，中银证券

## 4 房地产行业整体将围绕供需缩表进行

### 4.1 供给端：行业整体需要至少 3 年的缩表周期，民企将大幅出清

信用修复仍需时日，我们认为未来行业至少会经历超过 3 年的缩表出清周期。在过去房企的下行周期中，房企尚不存在信用问题的暴露。本轮周期最大特点是先从一些民营房企点状暴雷，最终引起行业的信用塌方，金融机构、供应商、购房者普遍对房企、尤其是民营房企的信心不足，行业信用的普遍修复难以短期内实现。在这样的行业背景下，大部分出险企业躺平是别无选择，因为只有这样才能最大限度地保证局部经营正常。

因此行业仍需要经历三年以上的缩表时期，其主要原因有以下三点：1) 未来一两年行业仍然面临一定的下行压力，这部分房企一两年内没有主动参与市场的能力；2) 行业信用体系的全面重建需要时间，房企整体的信用风险转向收敛阶段可能仍需一些条件，例如政策上对于相关的风险化解方案确立、对于部分风险较大的企业或提供明确的支持，或是一些大规模的并购措施落地，帮助房地产企业度过自身偿债的高峰期，以上这些都需要一定的时间；3) 出险房企主动选择以时间换空间的方式解决问题。

我们之所以认为房企选择用时间换空间来解决问题的原因有：1) 房地产产业链比较长，项目债权债务关系通常比较复杂，很难在短时间解决。化解债务可能涉及到的债权方有银行、信托、各类金融机构、供应商、还涉及到购房者，对项目债务情况的尽调、梳理债务信息、协调各方利益等等都需要一个相对长的时间。2) 2019 年开始行业利润率下滑明显，无利可图就很难推动市场力量自发的去解决房地产企业的债务问题。如果出险企业的项目有一定利润，还可以通过大幅折扣的方式解决债务风险，但是出险企业的项目利润普遍比较微薄，很难通过高折价出让股权的方式吸引投资者投资来化解债务危机。或许需要时间等待利润率的改善，通过一两年的时间让项目利润率恢复到一个具有吸引力的水平，使得市场力量有动力去解决房地产企业的债务问题。3) 参与债务重组方一定希望所有的风险充分暴露，所以需要相当长的时间周期来使得风险暴露。对于已预售未交房的项目，这些项目平均要一年以上的交房时间，这类项目把风险完全暴露需要一定的时间。对于尚未进入到预售阶段的项目，只需要从债务端去解决，相对会快一些，但也需要一定的风险暴露周期。

从经营主体性质分类来看，我们认为未来 3 年民企的市占率将从原来的 70% 降至 10-20%。百强房企中，2022 年 1-11 月央企、地方国企、民企（包括混合所有制房企）当前的销售市占率分别为 28.2%、11.9%、59.9%，央企、地方国企较 2021 年全年分别提升了 8.0、4.5 个百分点，民企较 2021 年全年下降了 12.4 个百分点；从更前端的拿地来看，百强房企中央企、地方国企、民企的拿地占比分别为 36.5%、35.4%、28.3%，央企、地方国企较 2021 年全年分别提升了 10.1、19.1 个百分点，民企较 2021 年全年下降了 29.2 个百分点，从 2021 年开始已经看到了民企市占率的大幅下降。

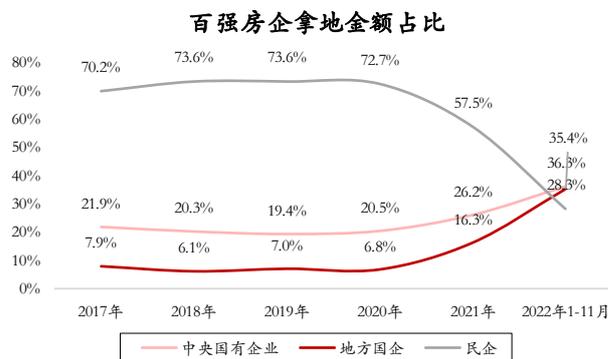
百强房企中暴雷房企有 39 家，2022 年 1-11 月全口径销售金额合计 1.82 万亿元，占整体百强房企的比重为 27.8%。我们预计未来的行业格局将会演变为，民企市场份额从原来的 70% 的份额掉到 10-20%，有一半是会完全出清，然后还有一半可能未来会改做代建，或者跟一些央国企进行合作。

图表 69. 百强房企中，2022 年 1-11 月央企、地方国企、民企（包括混合所有制房企）当前的销售市占率分别为 28.2%、11.9%、59.9%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 70. 百强房企中，2022 年 1-11 月央企、地方国企、民企（包括混合所有制房企）拿地占比分别为 36.5%、28.3%、35.4%



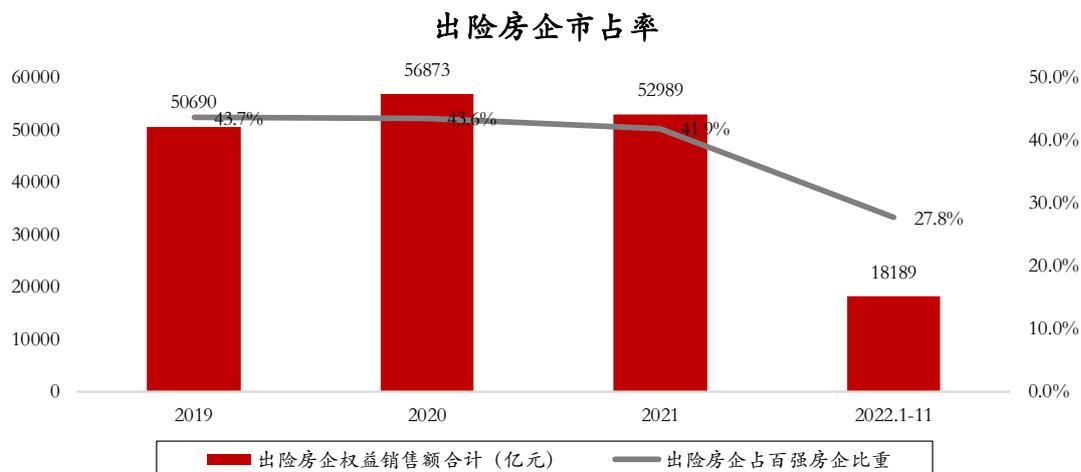
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 71. 百强房企中暴雷房企暴雷原因的梳理

出险房企	暴雷原因
绿城中国	旗下公司商票逾期(2022.6)
融创中国	商票逾期 (2022.1), 信用评级下调 (2022.1 等), 美元债展期 (2022.3), 股票停牌 (2022.4.1), 债券违约 (2022.5.12), 存款冻结 (2022.7.22), 清盘呈请 (2022.9.7), 权益冻结 (2022.10.02), 债券停牌 (2022.11.11)
绿地控股	裁员 (2021.8), 债券违约 (2022.5, 2022.10), 出售资产 (2022.5)
旭辉控股	非标债务违约 (2022.9), 评级下调 (2022.10), 信托产品延期 (2022.10), 股票停牌 (2022.10), 债务违约 (2022.11)
远洋集团	评级下调 (2022.9), 商票逾期 (2022.10), 非标债务展期 (2022.11)
世茂集团	资产质押 (2021.12), 信托违约 (2021.12), 信托展期 (2022.3), 私募债展期 (2022.4), 私募债违约 (2022.6), 债务违约 (2022.7)
金科股份	项目停工 (2021.12), 理财产品逾期兑付 (2022.3), 票据逾期 (2022.3), 债券展期 (2022.5), 票据违约 (2022.6, 2022.11)
中梁控股	债券展期 (2022.4), 票据违约 (2022.7, 2022.11)
中南建设	商票多次逾期, 债券违约 (2022.3), 票据违约 (2022.11)
中骏集团	评级下调 (2022.10), 境内外债券均按期兑付
雅居乐	评级下调 (2021.11, 2022.3, 2022.5), 出售资产 (2022.1), 子公司股权出售 (2022.4, 2022.6)
融信中国	商票逾期, 票据违约 (2022.7), 债务违约 (2022.10)
中国恒大	银保监会约谈 (2021.8), 停牌 (2021.10), 理财产品无法兑付 (2021.9), 债务违约 (2021.12), 债券违约 (2022.7)
龙光地产	债券违约 (2022.3), 票据违约 (2022.8), 债券展期 (2022.11)
阳光城	理财产品未兑付 (2021.11), 债券展期 (2022.11), 债券违约 (2022.2), 票据违约 (2022.11)
海伦堡	物业招股书失效 (2021.10), 被列为强制执行 (2022.10), 票据违约 (2022.11)
合景泰富	债券展期 (2022.10)
时代中国	债券展期 (2022.8)
宝龙地产	债券违约 (2022.7)
祥生控股	股价暴跌 (2021.11), 评级下调 (2021.10, 2022.1), 债务违约 (2022.3, 2022.6), 转让股权 (2022.3, 2022.6)
富力地产	评级下调、股价下跌 (2021.9), 物业招股书失效 (2021.10), 城市更新裁员 (2021.12), 境外债存在违约风险 (2021.12), 亏损 (2022.8)
荣盛发展	评级下调, 票据逾期, 股权质押 (2021.12), 信托违约 (2022.6)
高洲集团	债券违约 (2022.3), 票据违约 (2022.5), 被强制执行 (2022.8)
正荣地产	债券违约 (2022.2, 2022.5, 2022.8), 票据违约 (2022.4)
中天美好集团	出售子公司 (2021.8), 业绩预亏损 (2022.7)
力高集团	债券违约 (2022.9), 评级下调 (2022.9)
弘阳地产	债券违约 (2022.8), 票据违约 (2022.9), 评级下调 (2022.9)
佳兆业	理财产品未兑付 (2021.11), 债务违约 (2021.11), 票据违约 (2021.12), 股份冻结 (2022.1)
信达地产	组织调整 (2021.8)
首创城发	退市 (2021.9), 出让物业 (2021.11), 评级撤销 (2022.7), 转让股权 (2022.1, 2022.3, 2022.6, 2022.6, 2022.11)
奥园集团	债务违约 (2021.12), 票据违约 (2022.1), 债务展期 (2022.11), 债务重组 (2022.11)
建业集团	评级下调、求助信 (2021.9), 裁员 (2022.2, 2022.11), 债券违约 (2022.11), 评级下调 (2022.11)
新潮中宝	评级下调 (2022.11), 违规警示函 (2022.11)
星河湾	出纳挪用公款 (2022.11)
复地集团	子公司股权出售 (2022.11)
华鸿嘉信	出质股权 (2021.8), 大规模裁员 (2022.6),
中华企业	出售资产 (2022.11), 亏损(2022 前三季度)
正商集团	延期交房 (2022.4)
大唐地产	被列为强制执行 (2022.1, 2022.7), 债券展期 (2022.5)

资料来源：各公司公告，财联社，观点地产网，中银证券

图表 72. 百强房企中暴雷房企有 39 家，2022 年 1-11 月全口径销售金额合计 1.82 万亿元，占整体百强房企的比重为 27.8%



资料来源：克而瑞，中银证券

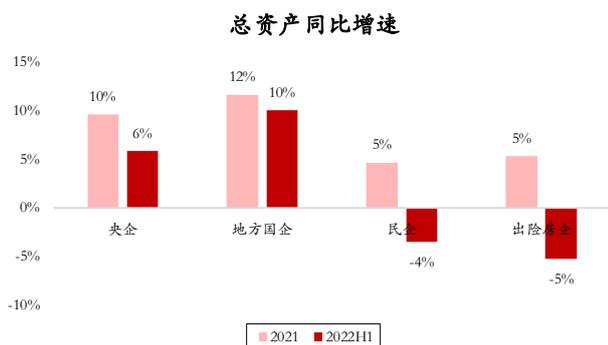
我们认为行业整体的缩表格局为：**央企扩表、国企分化、民企缩表**。从资产负债表变化情况来看，整体行业增速放缓，其中央企、国企、民企及出险房企的 2022H1 资产规模同比增速分别为 6%、10%、-4%、-5%；归母净资产规模方面，央企、地方国企、民企及出险企业同比增速分别为 5%、3%、0%、-7%。民企和出险房企出现了明显的缩表（由于融创中国、世茂集团、佳兆业、恒大、中国奥园未披露半年报，不计入讨论，所以实际民企及出险房企的情况或更不乐观），而央国企仍在扩表。

从资产负债结构来看：

- 1) 央企板块：**稳健扩表，2022H1 资产规模维持 6% 的增长，杠杆乘数稳定维持在一个较低的水平。央企整体资产规模增速有所下降，主要是受到归母净资产规模增速的下滑（业绩能力）影响。2022 年 6 月末，板块整体杠杆乘数为 5.3x，同比仅小幅提升了 0.06x，且为所有板块中杠杆乘数最低。
- 2) 国企板块：**通过增加合作项目快速扩表，但内部存在分化。2022H1 资产规模维持双位数增长，少数股东权益增加显著，同比增速高达 38%，杠杆乘数同比提升了 0.5x。地方国企出现了明显分化，部分地方国企在今年实现了逆势增长、弯道超车，而部分由于业绩能力较弱（归母净资产增速低），同时受到三道红线达标要求的限制，为了维持报表稳定，通过吸收少数股东权益的方式，提高净资产规模。
- 3) 民企板块：**业绩表现尚可，但表现出明显的缩表意愿。民企 2022H1 总资产规模下降 4%，归母所有者权益同比基本持平，对后续发展的保障并不强。杠杆乘数则同比下降 0.3x 至 7.8x。
- 4) 出险企业：**资产负债表相对欠佳，风险仍然不低。2022H1 出险房企总资产规模同比下降 5%，但与此同时杠杆乘数却上升，其背后的原因是归母净资产规模由于当期亏损而下降 7%，导致缩表的同时杠杆乘数还在上升。

**负债端显现出非常明显的分化与差异。**强信用的央国企维持了较为稳定有息负债规模增长，2022H1 央企、地方国企有息负债增速分别为 14%、2%；而有息负债规模的收缩，则大部分集中在民企和出险房企中（2022H1 有息负债增速分别为 -9%、-14%）。2020 年 8 月实施三道红线融资新规以来，房企的有息负债增长受到限制，叠加 2021 年下半年以来房企信用风险事件频出，房企融资获取难度上升。央企与地方国企充分利用公司性质优势，在整体金融机构对地产风险偏好下降、优质房企优质项目减少的环境中，无信用风险、安全稳健的央国企得以充分保障融资，且融资成本也相对较低。结合负债与资产端表现来看，央企及部分国企在 2021 年下半年-2022 年销售走弱、预收账款规模下滑的时期，充分利用三道红线及当下融资环境所赋予的扩表权利，合理扩大了有息负债的规模，维持整体的扩表态势，一旦后续销售复苏，预收账款的扩张可带动新一轮的扩表增长。

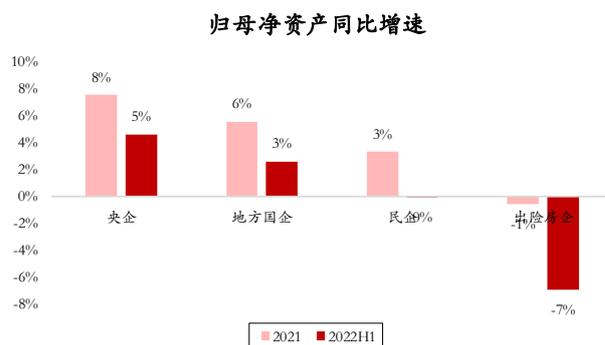
图表 73. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企总资产同比增速分别为 6%、10%、-4%、-5%



资料来源：公司公告，中银证券

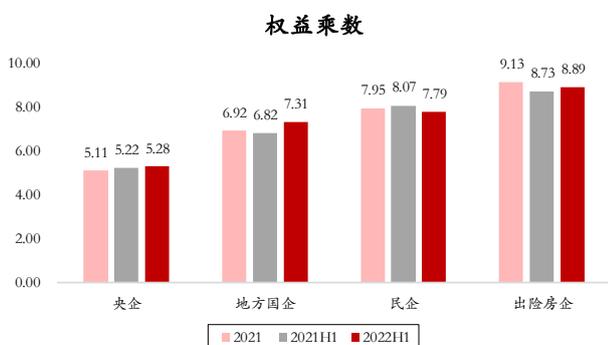
备注：图表 73-85 为百强房企中上市房企数据。

图表 74. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企归母净资产同比增速分别为 5%、3%、0%、-7%



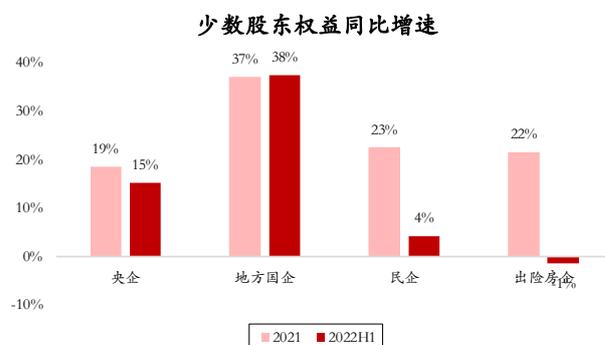
资料来源：公司公告，中银证券

图表 75. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企权益乘数分别为 5.28x、7.31x、7.79x、8.89x



资料来源：公司公告，中银证券

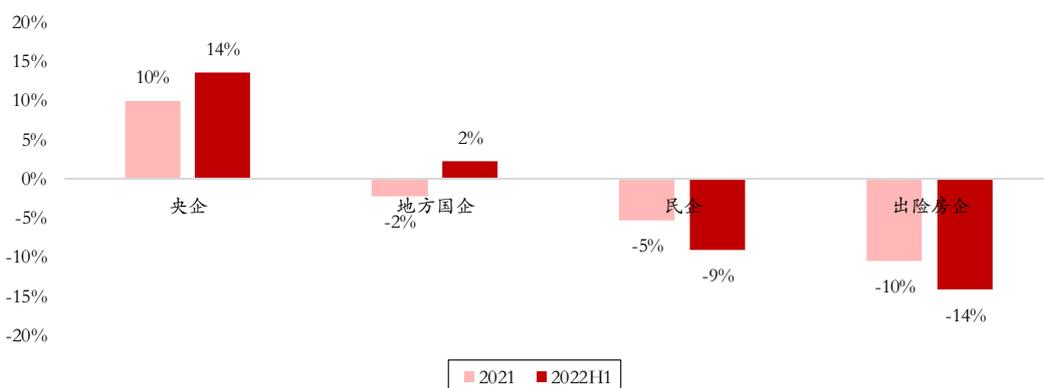
图表 76. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企少数股东权益同比增速分别为 15%、38%、4%、-1%



资料来源：公司公告，中银证券

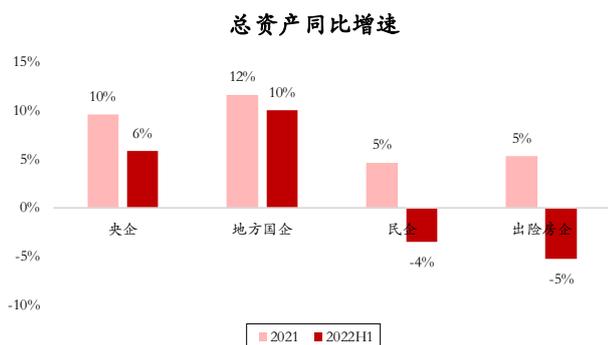
图表 77. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企有息负债增速分别为 14%、2%、-9%、-14%

### 有息负债同比增速



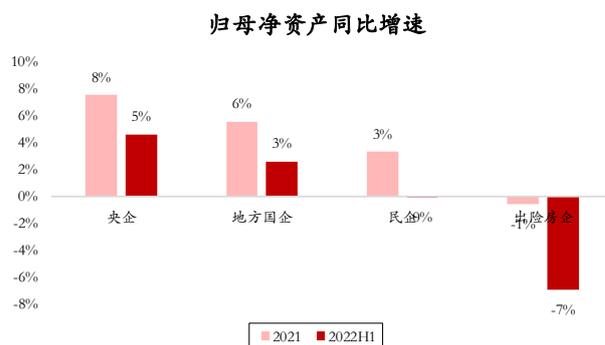
资料来源：公司公告，中银证券

图表 78. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企总资产同比增速分别为 6%、10%、-4%、-5%



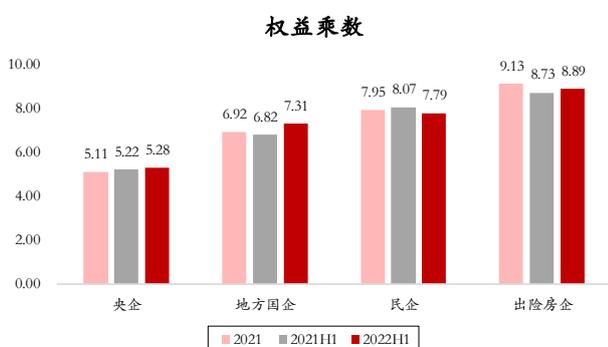
资料来源：公司公告，中银证券

图表 79. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企归母净资产同比增速分别为 5%、3%、0%、-7%



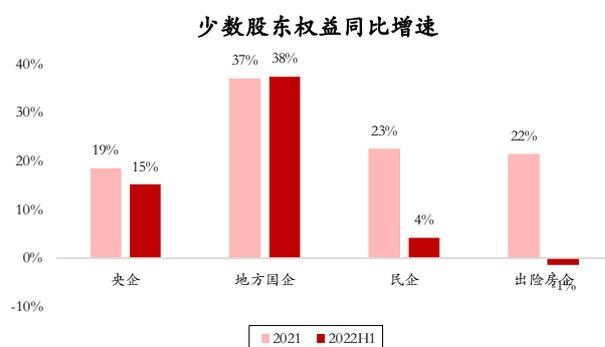
资料来源：公司公告，中银证券

图表 80. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企权益乘数分别为 5.28x、7.31x、7.79x、8.89x



资料来源：公司公告，中银证券

图表 81. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企少数股东权益同比增速分别为 15%、38%、4%、-1%



资料来源：公司公告，中银证券

从盈利能力来看，ROE 整体下滑，央国企相对较高。央企、地方国企 2022H1ROE 分别为 5.0%、5.4%，分别较 2021 年同期下降了 3.6、3.7 个百分点，远高于民企和出险房企的-1.8%和-7.2%，较 2021 年同期分别下降了 12.9、20.9 个百分点。采用杜邦分析，分解 ROE 下降的原因。

1) **央企板块**：稳定提升 ROE 的主要手段是保持稳定的利润率水平，我们可以看到央企的毛利率、归母净利润率是所有板块中表现最好的，2022H1 毛利率和归母净利润率分别为 20.4%和 5.3%，同比分别下降 3.5、4.6 个百分点，在行业整体利润率下行的背景下，央企的降幅是相对最小的。而在杠杆水平和周转率上，始终处于相对保守的状态，权益乘数是相对最低的，周转率基本保持稳定，比起此前行业高速发展期的“高杠杆”、“高周转”模式，央企更注重安全和稳定的发展模式，经营管理相对谨慎稳健。

2) **地方国企板块**：整体而言 ROE 主要是通过相对较高的周转率支撑的。内部分化盈利能力分化明显，地方国企中剔除暴雷房企中华企业后，2022H1 归母净利润率为 0.9%，仅次于央企板块，ROE 为 6.4%。我们认为地方国企板块周转率相对较高主要是由于，在市场景气度下行、杠杆被迫降低的情况下，地方国企多为现在仍有扩规模诉求的房企，运用自身优势，部分地方国企近两年的拿地也相对积极，为了降低资金成本和回款周期，因此需要保持相对较高的周转速度。

3) **民企板块**：由于部分亏损，2022H1 ROE 为负值。在 2021 年上半年及以前，部分民营房企处于高速发展期，毛利率、归母净利润率都不低，同时杠杆水平也相对较高，是扩表意愿相对最强的一类企业，因此此前的 ROE 水平是相对比较高的，2020 年的 ROE 为 15.3%，远高于央国企。

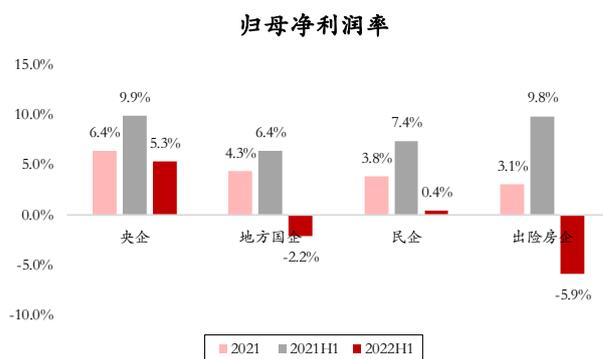
4) **出险房企**：由于整体亏损，2022H1 ROE 为负值。在信用环境紧缩前，2021H1 ROE 仍然相对较高主要是由于这批公司在此前周期加杠杆行为较多，整体权益乘数相对最高，在高杠杆的运营模式下，导致房企在销售不景气叠加信用环境紧缩的情况下，出现债务违约和暴雷事件。

图表 82. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企毛利率分别为 20.4%、13.3%、18.4%、14.2%



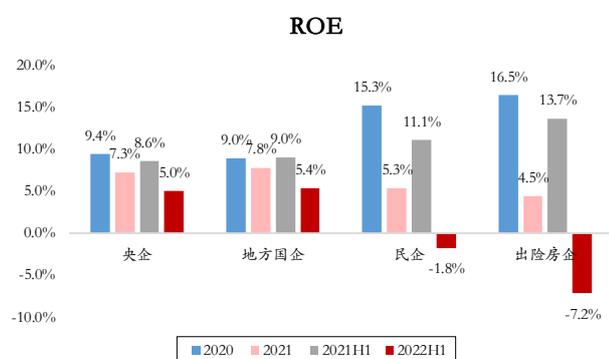
资料来源：公司公告，中银证券

图表 83. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企归母净利润率分别为 5.3%、-2.2%、0.4%、-5.9%



资料来源：公司公告，中银证券

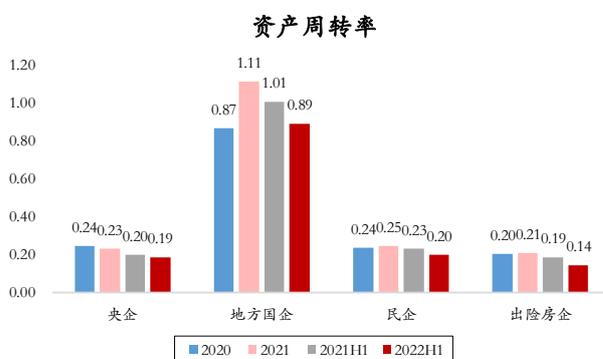
图表 84. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企 ROE 分别为 5.0%、5.4%、-1.8%、-7.2%



资料来源：公司公告，中银证券

备注：2021H1、2022H1 数据为年化数据。

图表 85. 2022H1 央企、地方国企、民企、出险房企资产周转率分别为 0.19X、0.89X、0.20X、0.14X



资料来源：公司公告，中银证券

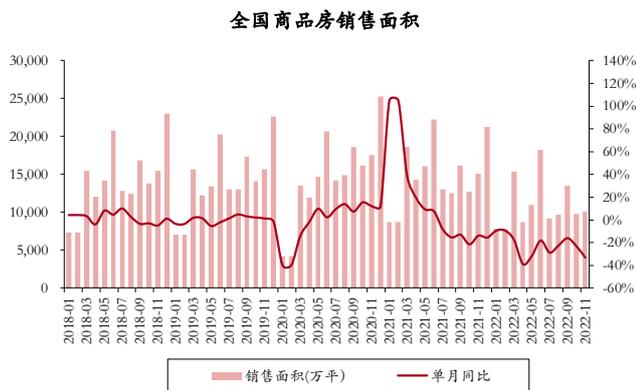
备注：2021H1、2022H1 数据为年化数据。

## 4.2 需求端：短期低迷或将延续，预期 2023 年 3、4 月出现修复；长期总量将下一个台阶

### 4.2.1 短期需求仍将持续低迷，预计最早明年 3、4 月或见修复

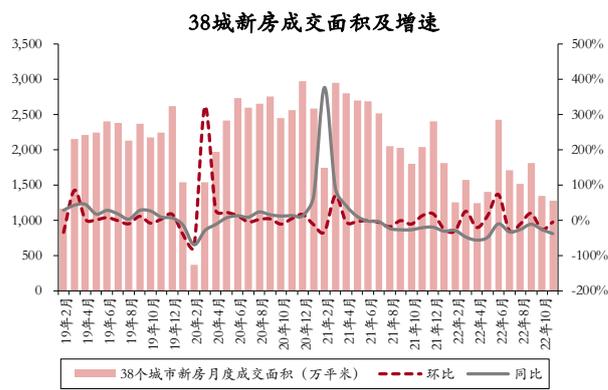
近期地产数据来看，需求端表现仍然相对疲弱，更多呈现强政策预期弱销售。1-11 月统计局口径的商品房销售面积 12.1 亿平，同比下降 23.3%，11 月单月降幅 33.3%，降幅较 10 月扩大了 10 个百分点，连续两个月单月降幅扩大。根据我们跟踪的高频数据也显示，11 月房地产市场继续“探底”，38 个城市新房成交面积同比下降 37.4%，降幅较 10 月扩大 11.9 个百分点，其中一、二、三线城市同比增速分别为 -23.6%、-30.1%、-30.7%，降幅分别扩大 6.1、12.6、5.1 个百分点。从“第二支箭”、金融 16 条到“第三支箭”，政策“强心剂”落地效果仍有待观察。根据克而瑞调研数据，项目开盘去化也未见明显好转，11 月 31 个重点城市平均开盘去化率为 38%，较 10 月微增 2 个百分点，仍处于低位，居民购房观望情绪依旧浓厚。

图表 86. 2022 年 11 月全国商品房销售面积 10071 万平，同比增长-33.3%，降幅较上月扩大了 10.0 个百分点



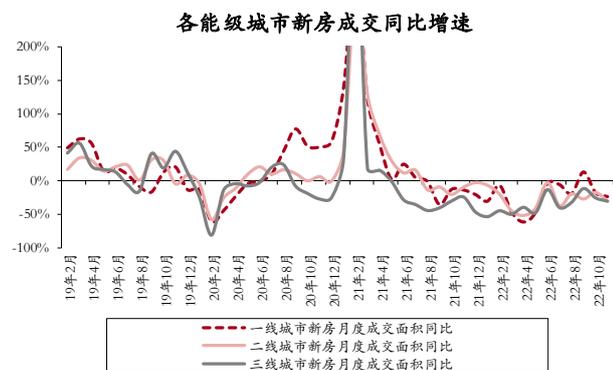
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 87. 2022 年 11 月 38 个城市新房成交面积同比下降 37.4%，降幅较 10 月扩大 11.9 个百分点



资料来源：各地房管局，中银证券

图表 88. 2022 年 11 月一、二、三线城市新房成交面积同比增长速分别为-23.6%、-30.1%、-30.7%，降幅分别扩大 6.1、12.6、5.1 个百分点



资料来源：各地房管局，中银证券

图表 89. 2022 年 11 月 31 个重点城市平均开盘去化率为 38%，较 10 月微增 2 个百分点



资料来源：克而瑞，中银证券

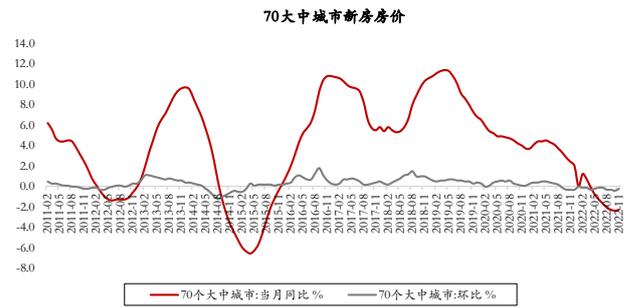
我们认为短期市场低迷状态预计持续，需求端的修复最早会在明年 3、4 月份显现。归根结底的主要原因是居民购房意愿和能力不够。对收入与就业预期较差、房价的上涨预期较弱、对烂尾楼的担忧三大困扰因素短期内都难以扭转。对于收入与就业预期，主要取决于优化防疫政策后的形势以及经济的复苏情况，目前政策刚开始调整，暂不明朗。房价方面，2022 年 8-10 月全国商品房销售均价环比连续三个月负增长，11 月商品房销售均价同比增长 1.6%，环比增长 0.6%，房价止跌；从 70 个大中城市的情况来看，新房价格环比已经连续 15 个月下降，11 月房价环比下降城市有 51 个，虽比上月减少 7 个，但从个数来看，仍处于历史高位，房价的修复情况仍待观察。烂尾楼问题我们认为至少需要 2-3 年才能解决，虽然当前中央、地方、房企保交楼的政策、措施不断，但短期难以传导至需求端，只有等到资金实质性落地、项目实质性复工才可能扭转居民对于烂尾楼的担忧。

图表 90. 2022 年 11 月商品房销售均价同比增长 1.6%，环比增长 0.6%，房价止跌



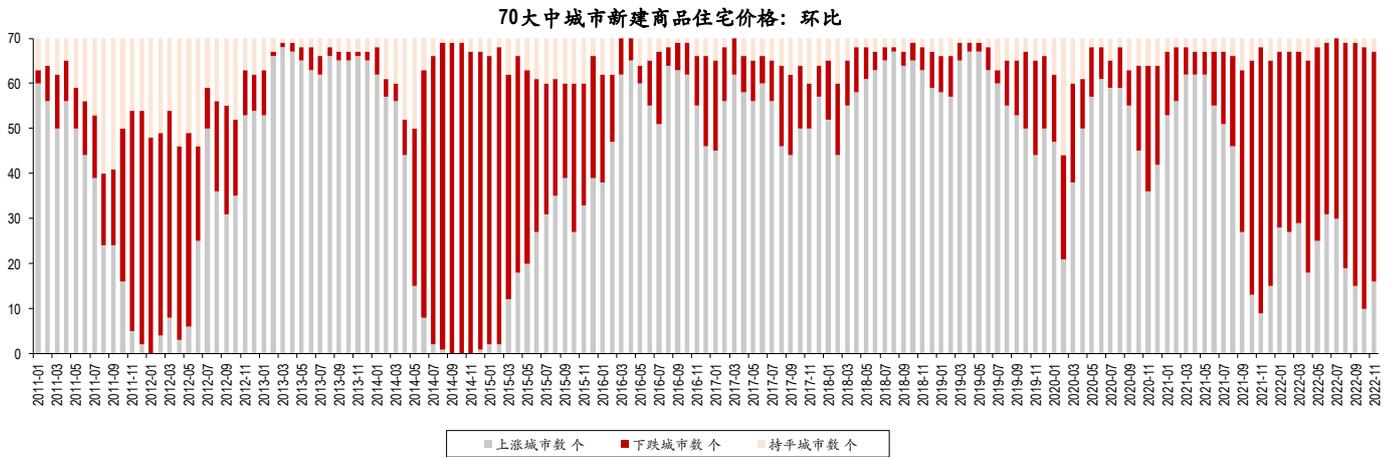
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 91. 2022 年 11 月 70 大中城市新房价格同环比增速分别为 -2.3%、-0.2%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 92. 2022 年 11 月 70 大中城市中 51 个城市环比下跌，仍处于历史高位



资料来源：国家统计局，中银证券

当前阶段里最大的问题是刚需和刚改的缺失。刚需和刚改的居民口袋里没钱，这部分人群买房是需要贷款的，所以必然会对未来的收入预期做评估，但当前状态下，中产及以下的人群对就业预期是很悲观的。而我们预计这部分需求基本要占到整体的 60% 以上。所以，要么等经济整体修复了之后，大家收入预期转好，要么就是通过类 PSL 实现财富效应，需求才会有调整。我们认为长期来说需求端一定是要下一个台阶的，但是短期的波动回升也是存在的，但目前情况来看，居民购房信心是显然不足的，可能更多的是要等待整体经济修复后，也就是第一种情况，房地产销售才能有一个真正的持续性回暖。

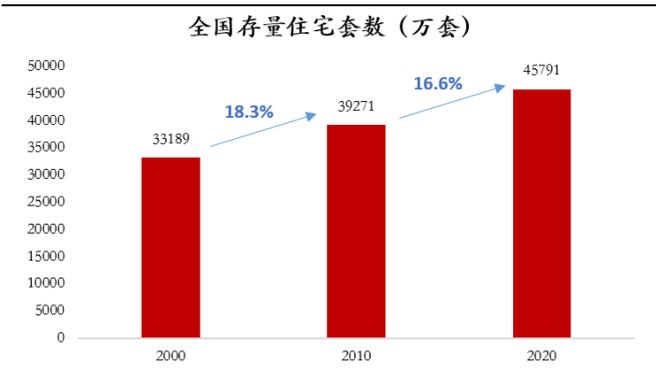
#### 4.2.2 我国当前存量住宅超 500 亿平，老旧住宅占比 31%

我们认为，在连续三年行业住宅成交达到 15 亿平之后，2022 年住宅交易量大概率将回落至 13 亿平以下，行业规模拐点真正到来。为了更好的应对行业需求端的缩表，我们将对房地产行业未来需求规模和地区结构做出新的判断与测算。一方面，考虑到中国城镇化进程仍有较大上升空间，居民人均住房面积距离发达国家仍有较大差距，另一方面，考虑到目前城镇中老旧和自建房屋比例依旧较大，合理住房更新需求也不容忽视。

当前我国存量住房超 500 亿平，一方面，存量住房的来源渠道不断扩展，以购买新房、二手房获得的占比在过去十年间有所提升；另一方面，老旧住宅（2000 年前建成）占比仍有 31%，旧改市场空间仍然较大。

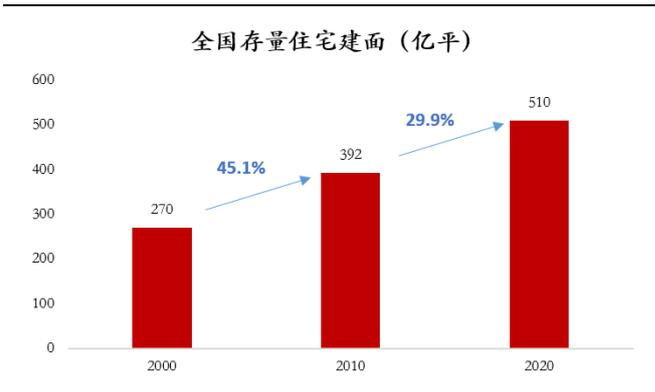
根据第七次人口普查年鉴，截至 2020 年末，我国存量住宅套数为 4.58 亿套，对应存量住房建面为 510 亿平，分别较 2010 年六普分别提升了 16.6% 和 29.9%；其中城镇存量住房套数为 2.89 亿套，对应存量住房建面为 292 亿平，分别较 2010 年六普分别提升了 45.0% 和 61.3%。

图表 93. 截至 2020 年末，我国存量住宅套数为 4.58 亿套，较 2010 年六普提升了 16.6%



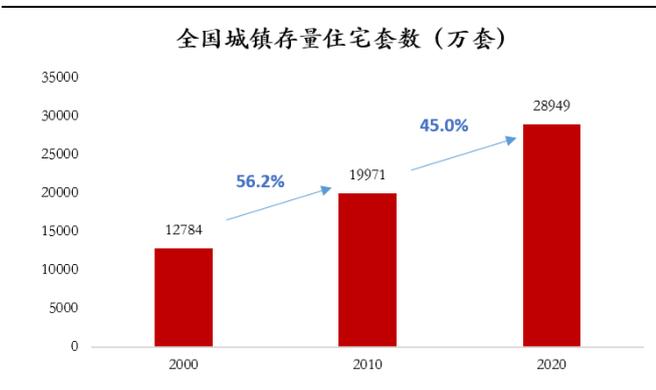
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 94. 截至 2020 年末，我国存量住房建面积为 510 亿平，较 2010 年六普提升了 29.9%



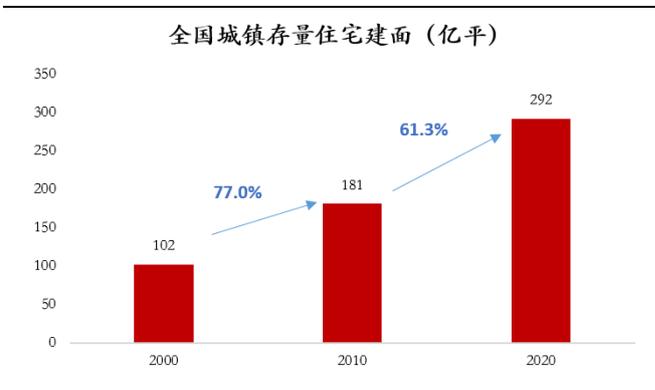
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 95. 截至 2020 年末，我国城镇存量住宅套数为 2.89 亿套，较 2010 年六普提升了 45.0%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 96. 截至 2020 年末，我国城镇存量住房建面积为 292 亿平，较 2010 年六普提升了 61.3%



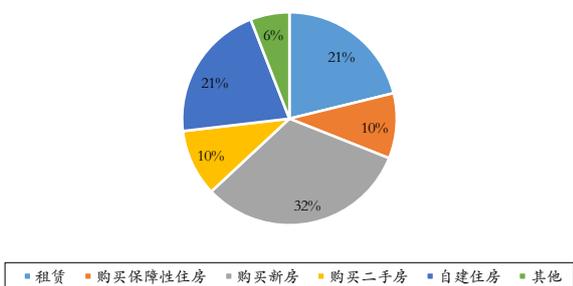
资料来源：国家统计局，中银证券

1) 从存量住房来源看，按照套数计算，城镇存量住房中 21%来自于租赁、10%来自于购买保障性住房、32%来自于购买新房、10%来自于购买二手房、21%来自于自建住房，另有 6%来自于其他（继承或赠与等其他情况）。购买新房、二手房的比例分别较 2010 年六普提升了 10、5 个百分点，租房比例基本不变。

2) 从存量住房的建成年份来看，城镇存量住房中 1980 年前建成的住房套数占比 3.0%，1980-1989 年占比 8.6%，1990-1999 年占比 19.7%、2000-2009 年占比 32.0%、2010-2014 年占比 23.4%、2015 年以后占比 13.3%，超过三分之一的存量房为 2010 年后建成（房龄不超过 10 年），近三分之一为 2000-2009 年间建成（房龄在 10-20 年内），2000 年前建成（房龄超过 20 年）的住房占比三成。

图表 97. 截至 2020 年，城镇存量住房中 21% 来自于租赁、32% 来自于购买新房、10% 来自于购买二手房

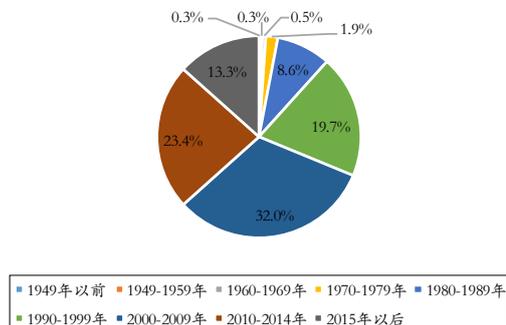
2020 年末城镇存量住宅来源占比（按套数分）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 98. 截至 2020 年，城镇存量住房中 2000 年前建成（房龄超过 20 年）的住房占比不到三成

2020 年末城镇存量住宅建成年份占比（按套数分）



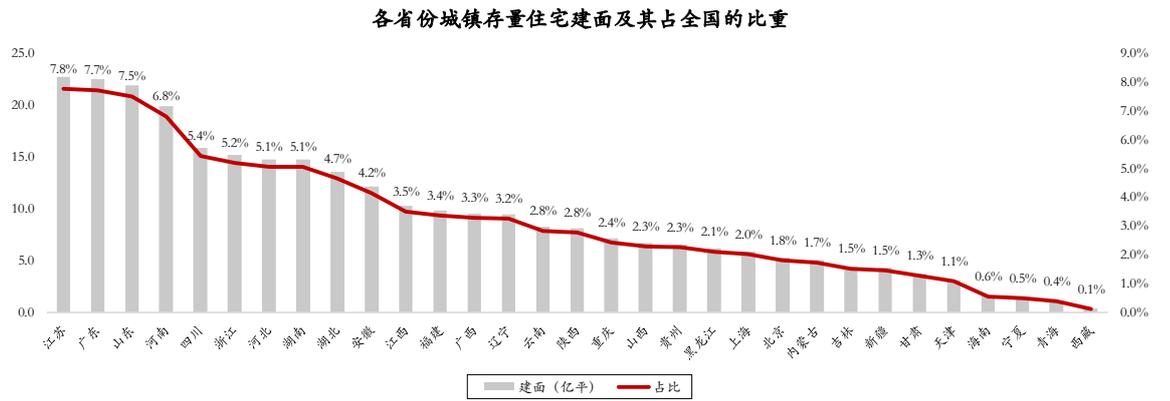
资料来源：国家统计局，中银证券

我们也对截至 2020 年，各省份城镇存量住宅进行了对比分析，得到以下结论：

- 1) 从总量来看，东中部八省占比超过一半。江苏、广东、山东、河南、四川、浙江、河北、湖南城镇存量住宅建面均超过 14 亿平，占全国的比重均超过 5%，以上八个省份合计存量住宅占比已经超过 50%，除四川位于西部地区外，其余均位于东部和中部地区。
- 2) 从城镇常住人口人均住宅建面来看，核心城市群中心人均住房面积相对较小，中西部相对较大。超过 22% 的省份人均住房面积超过 35 平，分别为湖南、江西、湖北、江苏、河南、广西、云南，除江苏外均位于中西部地区。三大核心城市群的中心：广东、上海、北京人均住房面积均值仅为 26 平，相对较低。
- 3) 从住宅类型看，东部沿海地区、一线城市租赁占比相对较高；东北三省、西部购房占比相对更高，尤其是东北三省平均 65% 的存量住宅来自于购买新房与二手房。广东、西藏、浙江、上海、北京、福建租赁占比相对较高，均超过 30%；河南、黑龙江、辽宁、河北占比相对较低，均不足 10%。北京、甘肃、陕西、新疆、黑龙江购买保障性租赁住房的占比相对较高，超过 15%。吉林、重庆、宁夏、黑龙江、内蒙古、辽宁购买新房的占比较高，均超过 40%；浙江、广东、北京、海南、西藏占比均不足 20%。吉林、黑龙江、辽宁、上海、天津、内蒙古、宁夏购买二手房的占比相对较高，均超过 15%；贵州、湖南、广西、海南、陕西不到 5%。湖南、广西、河南、海南、河北、云南、江西仍有超过 30% 的住房为自建住房。
- 4) 从住宅建成年份看，三大核心城市群由城市更新带来的被动的潜在新增需求较大。2000 年前建成的小区被定义为老旧小区，我们可以看到，上海、北京、天津、辽宁、广东、浙江、河北建成年份在 2000 年前的城镇存量住宅占比达三成以上。除辽宁外，均位于长三角、京津冀、大湾区三大核心城市群。

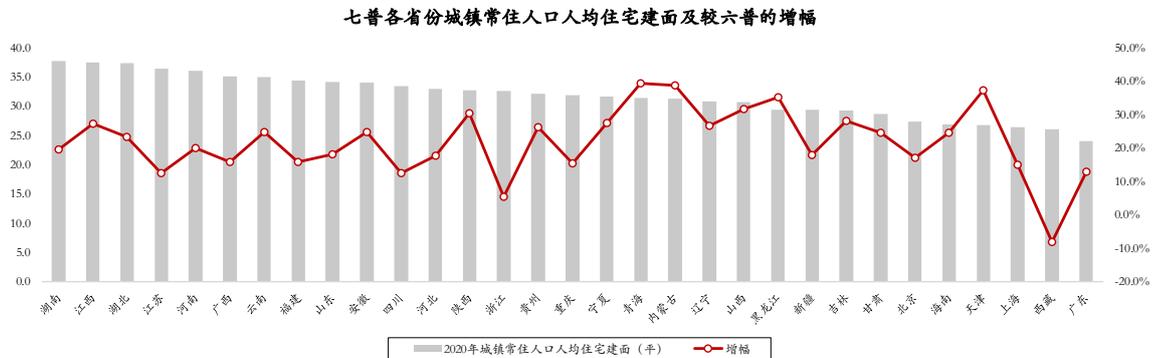
综合 2) 与 3) 的发现，我们或能判断，三大核心城市群、东部沿海地区、高能级城市由城市更新带来的被动的潜在新增住房需求相对较大，但由于其住宅来源相对更加多元丰富，需求的吸纳未必反馈至新房成交上，租赁、购买保障性住房、购买二手房这些方式相对会更多的被选择。

图表 99. 截至 2020 年，江苏、广东、山东、河南、四川、浙江、河北、湖南城镇存量住宅建面均超过 14 亿平，占全国的比重均超过 5%



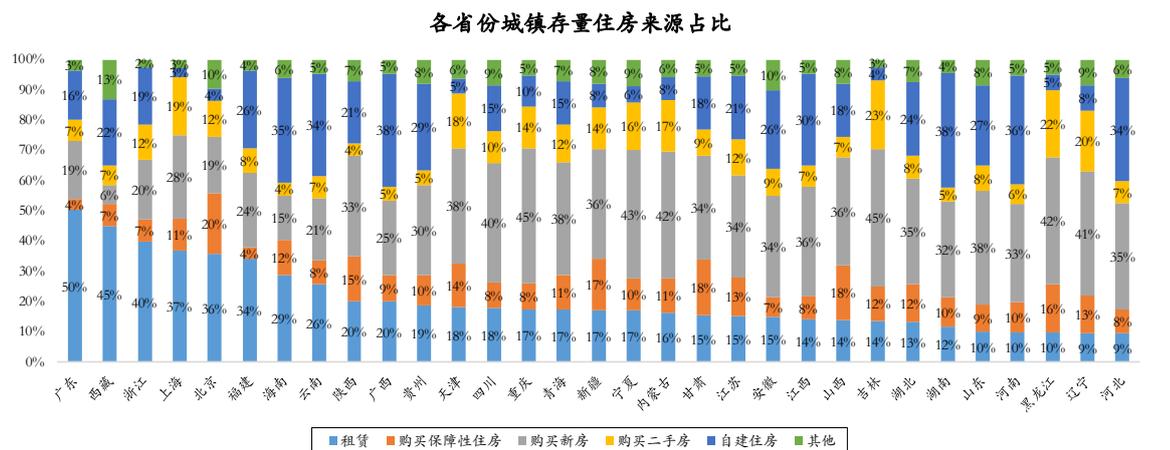
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 100. 截至 2020 年，湖南、江西、湖北的人均住宅建面相对较大



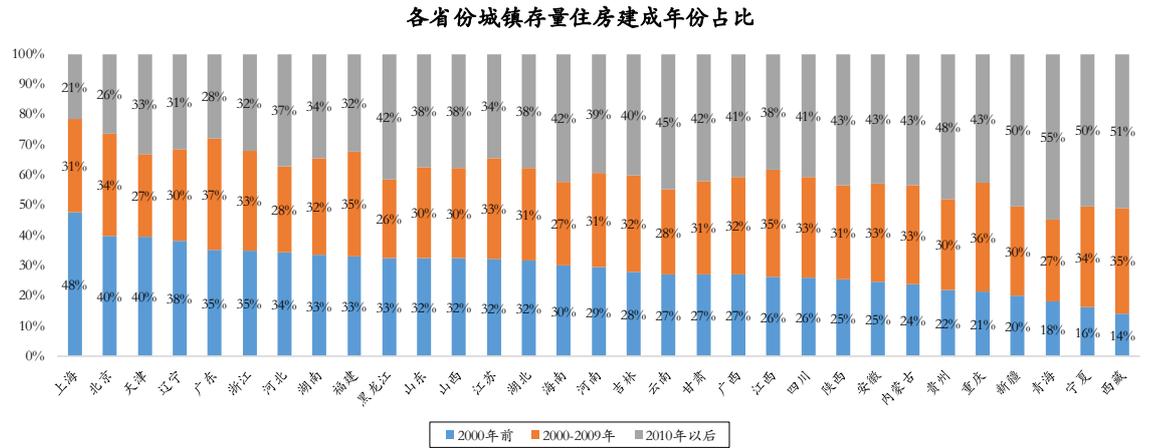
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 101. 截至 2020 年，东部沿海地区、一线城市租赁占比相对较高；东北三省、西部购房占比相对较高，尤其是东北三省平均 65% 的存量住宅来自于购买新房与二手房



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 102. 上海、北京、天津、辽宁、广东、浙江、河北建成年份在 2000 年前的城镇存量住宅占比达三成以上

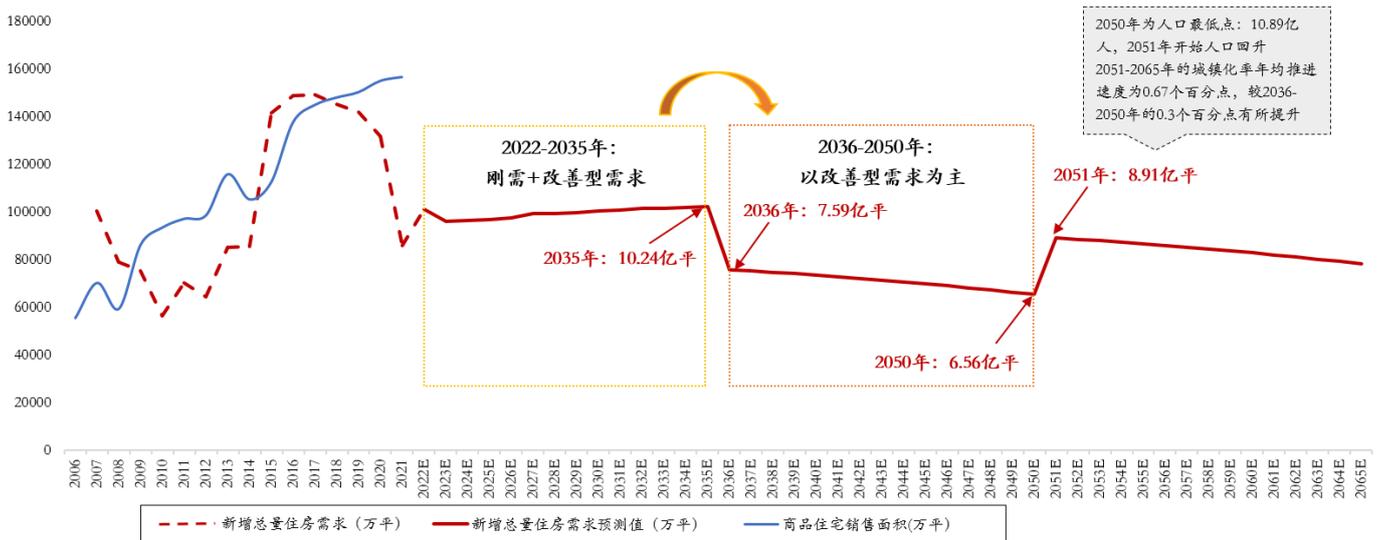


资料来源：国家统计局，中银证券

### 4.2.3 根据我们的测算，长期需求总量将下一个台阶，东部、核心城市群需求有支撑

从长期需求来看，在我们此前的报告《中国真实住房需求还有多少？（2022 版）》中提出，我国住房新增真实需求在未来十年内平均在 10 亿平/年左右（纯消费属性），其中刚性需求 4 亿平/年，改善性需求 6 亿平/年。（刚需主要是由人口和城镇化率的提升带来的，包括家庭人数的增加、结婚对数的增加、城市人口迁移导致的结构性变化等。改善性需求主要是由住房条件的提升，即人均住房面积的提升带来的，包括非成套住宅改善、棚改等带来的需求）。2035 年以后真实需求会下降，但仍超过 6.5 亿平/年。从统计局成交口径来看，经过今年销售下降后，将会越来越接近于真实住房需求的水平。

图表 103. 根据我们的测算，2035 年前，每年真实需求平均 9.97 亿平，2035 年后超过 6.5 亿平  
中国新增住房需求测算



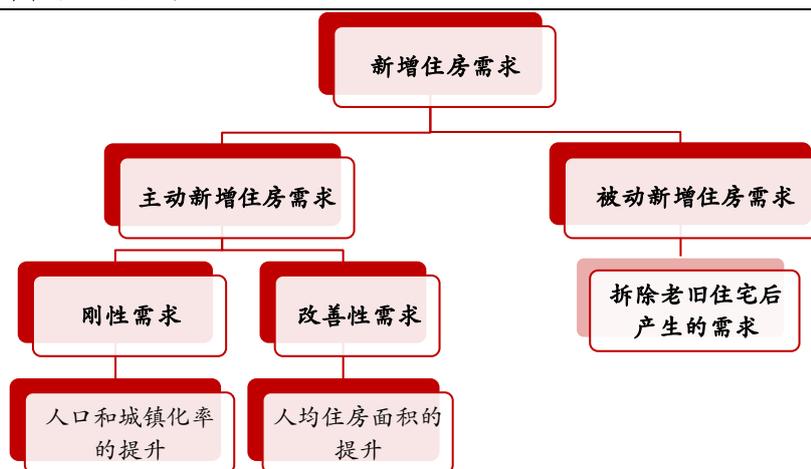
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

备注：2007-2021 年的新增真实需求以我们预测值的 3 年移动平均来回溯计算。2008-2010 年偏差是由于 2008 年数值较低，拉低回溯时的三年平均值

我们对不同省份的真实住房需求进行了测算，将其分为两个部分：

- 1) 由城镇化和住房改善所带来的主动新增住房需求：主要是由人口与城镇化率的提升所带来的刚性需求和由人均住房面积提升所带来的改善性需求两个部分组成。主动的新增住房需求= (T年常住人口\*T年城镇化率\*T年城镇常住人口人均住房建面) - (T-1年常住人口\*T-1年城镇化率\*T年城镇常住人口人均住房建面)；
- 2) 由城市更新所带来的被动新增住房需求：不同建成年份的住宅拆除后的更新需求。被动的新增住房需求（即城镇存量住房拆除面积）=期间拆除率\*T-1年城镇家庭户存量住房面积。

图表 104. 我们将新增住房需求分为两个部分：1) 由城镇化和住房改善所带来的主动新增住房需求；  
2) 由城市更新所带来的被动新增住房需求



资料来源：中银证券

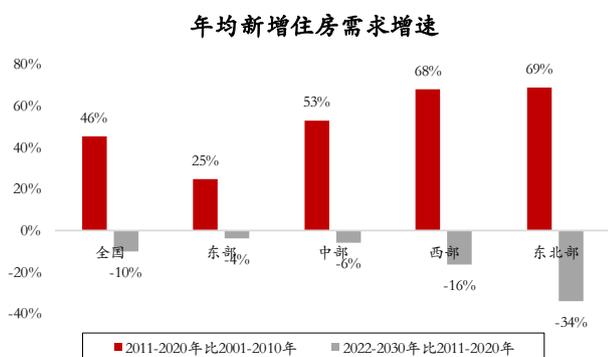
从长期总量来看，东部、核心城市群中的大湾区相对需求有韧性。1) 全国：31个省份 2022-2030 年年均新增住房需求（包括主动与被动新增住房需求）合计 12.18 亿平，较 2011-2020 年的年均新增住房需求下降了 10%。2) 从区域划分来看，东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增住房需求分别为 4.87、3.50、3.11、0.70 亿平，相较于 2011-2020 年年均新增住房需求的增速分别为-4%、-6%、-16%、-34%。东部的占比将提升 2.6 个百分点至 40%，西部与东北部将分别下降 1.8、1.9 个百分点至 25.6%、5.7%。3) 从城市群划分来看，长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增住房需求分别为 1.43、0.90、0.88、0.98、1.48 亿平，相较于 2011-2020 年年均新增住房需求的增速分别为-16%、-8%、-3%、-13%、-18%。

图表 105. 31 个省份 2022-2030 年年均新增住房需求（包括主动与被动新增住房需求）合计 12.18 亿平



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 106. 东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增住房需求相较于 2011-2020 年增速分别为 -4%、-6%、-16%、-34%



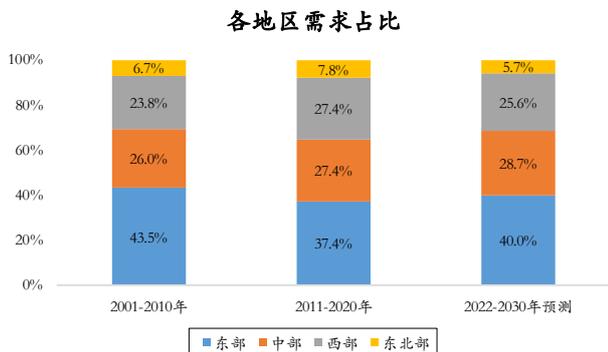
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 107. 长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增住房需求较 2011-2020 年增速分别为 -16%、-8%、-3%、-13%、-18%



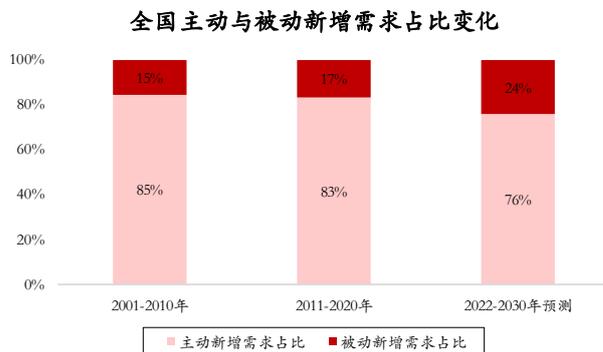
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 108. 东部的占比将提升 2.6 个百分点至 40%，西部与东北部将分别下降 1.8、1.9 个百分点至 25.6%、5.7%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

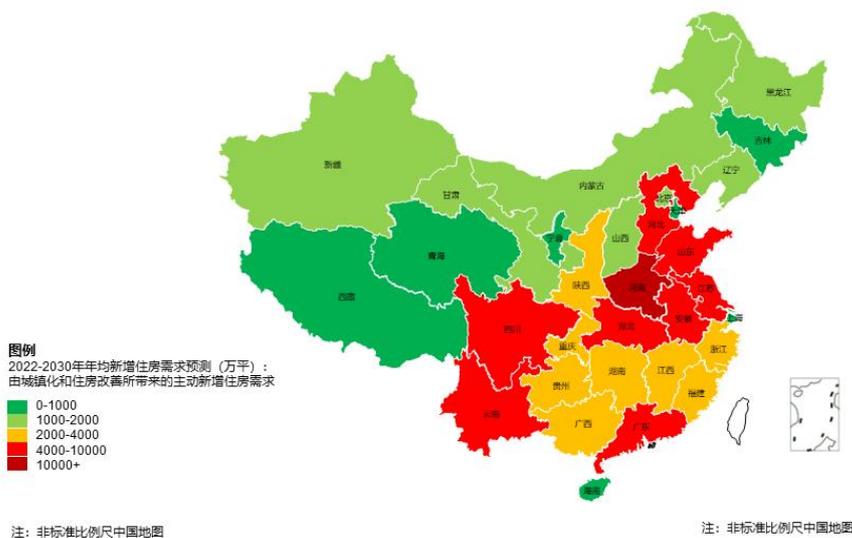
图表 109. 2022-2030 年全国年均新增住房需求中 76% 来自于主动新增，24% 来自于被动新增



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

城镇化与住房改善仍有一定发展空间，未来十年每年增量需求仍超 9 亿平。高人口规模叠加改善空间支持，东部、大湾区相对更有支撑。1) 全国：31 个省份 2022-2030 年由城镇化和住房改善所带来的主动新增住房需求 9.25 亿平/年，较 2011-2020 年的年均新增住房需求下降了 18%，主动新增住房需求的占比从过去十年的 83% 降至 76%。2) 从区域划分来看，东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增主动住房需求分别为 3.69、2.77、2.37、0.43 亿平，相较于 2011-2020 年年均新增住房需求的增速分别为 -12%、-14%、-25%、-43%。就地区对比来看，东部需求增量规模降幅相对较小，这些地区的人口净流入，且城镇化发展空间较大，因此需求增量也明显高于全国平均。3) 从城市群划分来看，大湾区的需求增量规模降幅相对较小，长江中游城市群基本面相对欠佳，需求增量规模降幅相对最大。长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增主动住房需求分别为 0.99、0.66、0.71、0.72、1.08 亿平，相较于 2011-2020 年年均新增住房需求的增速分别为 -26%、-22%、-9%、-22%、-29%。

图表 110. 31 个省份 2022-2030 年由城镇化和住房改善所带来的主动新增住房需求 9.25 亿平/年



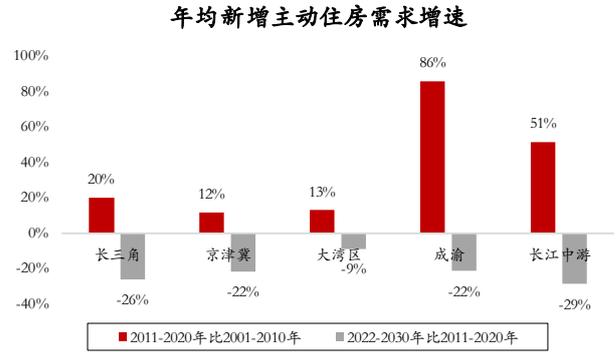
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 111. 东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增主动住房需求相较于 2011-2020 年增速分别为 -12%、-14%、-25%、-43%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 112. 长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增主动住房需求较 2011-2020 年增速为 -26%、-22%、-9%、-22%、-29%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

从城市更新角度来看，京津冀、大湾区、长江中游城市群形成了旧改需求的增长极。1) 全国：31 个省份 2022-2030 年由城市更新所带来的被动新增住房需求为 2.93 亿平/年，较 2011-2020 年的年均新增住房需求增长了 31%，被动新增住房需求的占比从过去十年的 17% 提升至 24%。2) 从区域划分来看，东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增被动住房需求分别为 1.19、0.73、0.75、0.27 亿平，相较于 2011-2020 年年均新增住房需求的增速分别为 38%、46%、30%、-12%。其中东北地区 2011-2020 年被动新增住房需求较 2001-2010 年增长了 83%，多数老旧住宅在 2011-2020 年间已被拆除，因此目前老旧住宅的存量相对较少。3) 从城市群划分来看，长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增被动住房需求分别为 4481、2375、1662、2632、3967 万平，相较于 2011-2020 年年均新增住房需求的增速分别为 23%、76%、39%、21%、46%。京津冀、大湾区、长江中游城市群的拆除率相对较高。

图表 113. 31 个省份 2022-2030 年由城市更新所带来的被动新增住房需求为 2.93 亿平/年



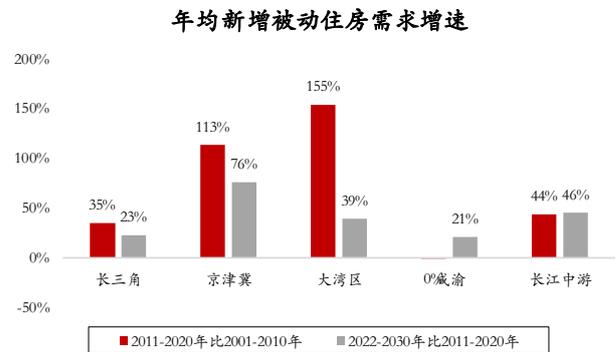
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 114. 东部、中部、西部、东北部地区 2022-2030 年年均新增被动住房需求相较于 2011-2020 年增速分别为 38%、46%、30%、-12%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 115. 长三角、京津冀、大湾区、成渝、长江中游城市群 2022-2030 年年均新增被动住房需求较 2011-2020 年增速分别为 23%、76%、39%、21%、46%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

## 5 投资建议

近期虽然市场政策端和房企融资端释放利好，但房企销售端受制于居民购房意愿与需求仍然较弱，销售表现仍相对低迷。供给端，房地产行业已经初步形成了信贷、债券、股权融资、预售资金等多维度的融资端支持政策体系。我们认为后续房地产行业信用风险或将不断化解，部分头部民企受到整体信心提振、实际的资金支持，带来信用修复。具体标的，我们建议关注两条主线：1) 主流的央企国企和区域深耕型房企，稳健经营的同时仍能保持一定拿地强度，行业见底复苏后带来β行情：招商蛇口、保利发展、建发国际集团、华发股份、滨江集团；2) 边际受益于政策利好的优质民企、及混合所有制房企：新城控股、金地集团、绿地控股、万科A、绿地控股、龙湖集团。

图表 116. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	14.62	1,131.46	1.16	1.22	12.60	12.00	10.67
600048.SH	保利发展	买入	16.02	1,917.67	2.29	2.31	7.00	6.94	14.78
1908.HK	建发国际集团	买入	19.22	314.75	2.54	3.03	7.56	6.34	8.79
002244.SZ	滨江集团	买入	9.56	297.45	0.97	1.15	9.86	8.31	6.61
600325.SH	华发股份	未有评级	10.16	215.10	1.34	1.15	7.58	8.83	8.00
0960.HK	龙湖集团	未有评级	21.16	1,328.92	4.05	4.19	5.22	5.05	20.57
600383.SH	金地集团	买入	11.00	496.60	2.08	2.19	5.29	5.02	13.94
601155.SH	新城控股	未有评级	22.27	502.33	5.59	4.31	3.98	5.17	26.24
600606.SH	绿地控股	未有评级	3.30	463.79	0.48	0.52	6.88	6.30	7.04
000002.SZ	万科A	未有评级	19.38	2,254.03	1.94	2.09	9.99	9.28	20.30

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日12月16日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 6 风险提示

**房企经营与信用风险：**销售下行回款减少，部分房企资金链面临更大压力，或出现经营困难；同时，前期信贷未到位叠加债务集中到期，部分资金压力较大的房企或出现违约。

**房地产行业基本面超预期下行：**2021年7月全国商品房单月销售转负以来，行业面临销售持续承压的风险，尚未见明显回暖。行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。

**房地产调控政策效果不及预期：**各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

## 7 附录

住宅需求测算城市分类：

按地区分类（以国家统计局口径分类）：

东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南 10 个省（市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南 6 个省；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 12 个省（市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林、黑龙江 3 个省。

按城市群分类：

长三角：上海、浙江、江苏；京津冀：北京、天津、河北；大湾区：广东；成渝：重庆、四川；长江中游：湖北、湖南、江西。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371