

特别评论

2023 年 1 月



目录

要 点	1
分 析	2
市场展望	13

房地产市场持续筑底，销售额难回历史高位

——房地产行业周期回顾与市场展望

要点

自 1998 年中国进入商品房时代至 2007 年，在经济增速整体保持持续上行态势及相对单一的房地产调控政策工具背景下，中国房地产市场保持单边上行的发展态势。而 2008 年以来，经济波动增加同时房地产调控政策工具日益多元化，房地产行业随经济及政策环境的变化呈现出周期性波动特征。其中在 2016 年以前，随经济及政策的频繁转换，房地产行业经历了三轮从下行到复苏的周期，而 2016 年以来在“房住不炒”政策基调下，房地产行业调控日益趋严，行业发展放缓，直到 2021 年下半年，伴随着规模房企债务风险加速释放，行业进入新一轮下行周期，并持续至今。本报告分别从政策环境、信用环境及需求环境分析对比本轮房地产行业下行与此前历史周期的不同，并结合历史经验及当前市场环境的新变化对房地产市场进行展望。

- 从政策环境来看，周期底部宽松的货币政策环境及较大力度的房地产信贷及税收支持政策对推动房地产行业由周期底部迈向复苏起到较为明显的作用，2008~2016 年三轮房地产行业周期中，从政策拐点到商品房销售回正的周期分布在 3~8 个月不等。虽然 2022 年以来政策边际好转，但市场信心不足使得流动性向房地产领域传导仍存在一定阻碍，从政策底到市场底的传导将更为缓慢。
- 从信用环境来看，房地产行业在过往周期轮动中始终保持信用扩张态势。但持续多年的加杠杆亦使得行业债务风险逐步积累。2021 年以来随融资环境全面收缩，行业信用风险加速释放，形成行业信用收缩周期与市场下行周期相互交叠、相互影响的负反馈效应，且 2022 年以来二者共振效应进一步增强，对行业复苏产生较大阻力。
- 从需求环境来看，低出生率和人口老龄化带来的购房适龄人口下降以及城镇化进程放缓，导致当前房地产市场整体需求放缓；购房能力及消费意愿下降对商品房需求的恢复产生不利影响。
- 展望未来，当前市场预期或较前期有所改善，加之持续大幅的回落使得商品房销售额处于较低的基数水平，随宽松政策效果释放及疫情管控因素的消除，我们预计商品房销售额逐步筑底，但在“房住不炒”的政策基调以及需求整体放缓、行业信用收缩压力下，市场大幅回暖的可能性不大，销售金额难回历史高位。

联络人

作者

企业评级部

余 璐 010-66428877
lyu@ccxi.com.cn

白 茹 010-66428877
rbai@ccxi.com.cn

吴艳名 010-66428877
ymwu01@ccxi.com.cn

王钰莹 010-66428877
yywang01@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方 010-66428877
yfwang@ccxi.com.cn

龚天璇 010-66428877
txgong@ccxi.com.cn

回顾房地产行业发展历史，自 1998 年国务院下发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，正式拉开我国商品房时代，在 2008 年以前，房地产市场处于量价齐升的单边上行通道，商品房销售额以年均复合增长率超过 30% 的速度快速增长。一方面，在此阶段，中国经济增速整体保持持续上行态势，另一方面，房地产市场的政策工具相对单一，政府更多通过货币政策及房地产信贷、税收政策进行市场调控。而 2008 年以来，经济波动增加，同时政府对房地产市场的调控手段也日益多元化，除货币政策、房地产信贷及税收政策外，限购、限售、限价等政策变动亦对房地产市场走势有较大影响，房地产行业随着经济及政策环境的变化呈现出周期性波动特征。其中在 2016 年以前，随经济形势变化，房地产调控政策频繁转换，房地产行业经历了三轮从下行到复苏的周期轮动，而 2016 年以来，在“房住不炒”的政策基调下，房地产调控政策持续收紧，行业发展整体放缓。直至 2021 年下半年，融资持续收紧压力下，部分房企债务风险释放，并逐步向销售端传导，开启新一轮行业下行周期。为防范房地产领域风险的进一步扩大化，自 2021 年四季度以来政策不断放宽，但目前市场回暖迹象仍不明显。

当前房地产行业所面临的市场环境与此前周期有明显变化，决定了本轮行业复苏之路也将与历史表现有差异。本报告以 2008 年为起点，首先回顾了房地产行业周期性变化，接着分别从政策环境、信用环境及需求环境分析对比本轮房地产下行与此前三轮历史周期的不同，并结合历史经验及当前市场环境的新变化对房地产市场进行展望。

一、 2008 年以来房地产行业周期回顾

2008~2016 年，随经济波动房地产调控政策频繁转换，房地产行业表现出明显的周期性特征，在 9 年左右的时间经历了三轮行业周期

以 2016 年为分界点，可以将 2008 以来房地产行业的发展分为两个阶段，其中在 2016 年以前，每当经济下行压力加大，政府往往采取宽松的货币政策，并阶段性地放松房地产信贷政策，推动房地产行业由衰退走向复苏，形成市场下行-政策刺激-销售回暖的周期轮动；另一方面，宽松政策刺激下，大量资金流入房地产领域，带来房价过快增长、资产泡沫风险上扬等问题，这使得政府又逐步收紧调控政策，形成了政策放松-房价快速上涨-政策收紧的政策转换周期。在经济波动及政策频繁转换下，房地产行业在 2008~2016 年期间经历了三轮行业周期，具体来看：

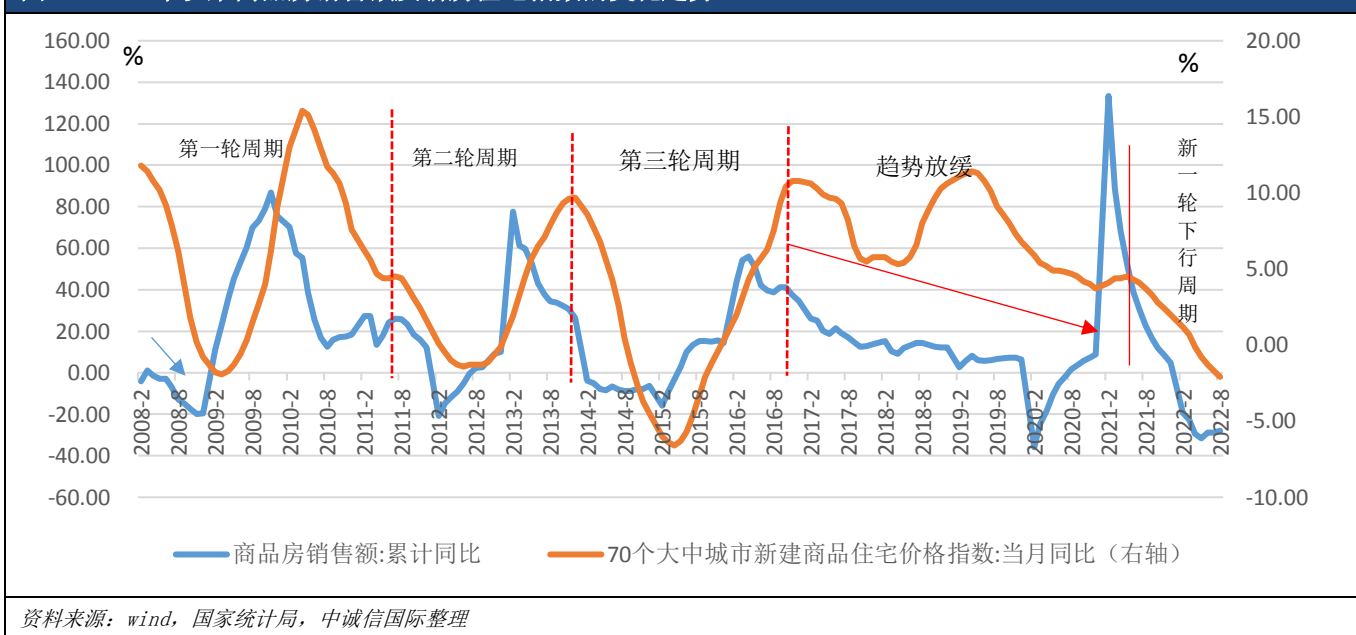
2008 年初~2011 年 7 月为第一轮周期：商品房销售额自 2008 年 4 月同比增速持续为负，全年同比降幅达到 19.5%，随着一系列宽松政策的落地，进入 2009 年，商品房销售额恢复为正，且增速快速增长，全年同比增幅达到 75.5%，即使考虑 2007~2009 年的两年平均增幅，增速也达到 38.5% 的高水平。从政策转换来看，随着经济下行压力加大，2008 年下半年政策转向宽松，大规模的刺激政策推动新房价格在 2009 年快速回升，至年底，70 个大中城市新建住宅价格指数同比上涨 9.1%，2010 年前

10月该指标更是保持两位数增长态势。2009年底，国常会明确表态“遏制房价过快上涨”，2010年1月、4月及2011年1月，“国十一条”、“新国十条”、“新国八条”相继出台，其中“新国十条”明确提出“对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数”，此后“限购限贷”政策逐步成为重点一、二线城市政府调控房地产市场的重要手段。与此同时，央行自2010年初至2011年6月连续提高存款准备金率、自2010年10月至2011年7月累计5次加息，快速收紧货币政策。随着房地产调控政策趋严，房价涨幅趋缓，2011年7月新房价格指数同比涨幅已经降至4.3%，较2010年4月高点15.4%涨幅回落11.1个百分点。

2011年9月~2013年年底为第二轮周期：2011年三季度宏观经济再度走弱，房地产市场也随之降温，全年商品房销售额同比增速较前7月销售额增速回落14个百分点至12.1%，2012年前7月商品房销售额更是持续负增长。此后随着降准、降息落地，房地产成交量自2012年四季度逐步企稳，2013年上半年商品房销售额同比增速达到43.2%，市场回暖趋势较为明显。从政策转换来看，随着经济再度走弱，2012年2月开始，央行开始放松货币政策，在当年2月和5月两次降准，6月和7月两次降息，虽然房地产“限购”、“限贷”等政策并未出现全国性放松，但各地调控政策有一定松动，主要体现在对普通住宅标准的放宽以及公积金制度的微调。随着政策的边际放松，房价在2013年恢复增长，并快速攀升，其中一线城市新建住宅价格指数同比增速自2013年4月持续两位数增长，二、三线城市新房价格涨幅也在5%以上。政策再次转向收紧，一方面央行缩小货币投放量、提高逆回购利率，货币政策基调回归中性偏紧；另一方面，为了抑制投资性购房需求，2013年2月“新国五条”出台，“限购”政策进一步升级，多地随即出台了相关细则，房地产调控政策再度收紧。

2014年初~2016年底为第三轮周期：在此前两轮政策宽松期，房地产投资大幅增长带动商品房待售面积上升至较高水平，房地产市场库存压力升至高位。进入2014年，房地产市场又表现出明显的疲软态势，这一轮商品房销售回落态势延续至2015年4月，商品房销售额同比跌幅最大达到15.4%。以“去库存”为目标的新一轮宽松政策陆续落地，并带动房地产市场企稳回升，2016年全年商品房销售额同比增长34.8%。从政策转换来看，2014年年中开始，三、四线城市陆续放开限购限贷政策，随后930新政、330新政出台，通过放开限购、限贷、降低首付比例及房贷利率、减免房地产交易税收等政策，地产调控全面放松。货币政策方面，自2014年11月至2015年10月，央行6次降息，2015年2月至2016年3月，央行5次全面降准。宽松资金环境下，一线城市房价暴涨，2016年各月房价指数同比涨幅均在20%以上，二、三线城市房价随之跟涨。新一轮房价上涨再次引起监管关注，2016年3月，上海、深圳率先收紧限购限贷政策，2016年9月底，北京、天津、苏州三地同时出台从紧的房地产调控政策，随后更多城市出台了紧缩性政策，行业进入新一轮的政策收紧周期。

图 1：2008 年以来商品房销售额及新房住宅指数的变化趋势



2016 年底以来在“房住不炒”政策基调下，房地产调控政策整体趋严，行业周期性特征减弱，发展速度放缓；随着房地产融资端政策的进一步收紧，规模房企流动性危机接连发生，自 2021 年下半年，行业进入新一轮下行周期

2016 年以来，一方面随着宏观政策转向“防风险”，信用扩张总体放缓，其中 2017~2018 年上半年，在“去杠杆”的政策基调下，资金环境整体趋紧，2018 年下半年以来随着宏观经济下行压力加大，政策转向“稳杠杆”，资金环境逐步放松，但放松力度明显不及此前三轮货币宽松力度。另一方面，2016 年底，中央经济工作会议首次提出“房住不炒”，并在此后不断深化“房住不炒”定位。在“房住不炒”政策基调下，房地产调控政策整体趋严，各地方政府通过限购、限贷、限商、限售、限价等五限政策以及公积金贷款、住房按揭贷款政策等，抑制不合理的购房需求以及限制房价过快增长，中央部委也加强房地产金融宏观审慎管理，严格控制资金违规流入房地产领域，房地产调控政策日益趋严。在行业严监管背景下，2016 年以来商品房销售额增速持续回落，至 2019 年商品房销售额同比增速仅 6.5%，房地产行业周期性特征减弱，发展速度整体放缓，房价也回归温和上涨态势。虽然 2020 年~2021 年上半年，房地产市场经历了从快速回落到高速增长的市场形势转变，但更多为疫情冲击下短期表现，既未改变房地产监管趋严态势，也未扭转行业发展放缓的趋势。

2020 年下半年以来，随着应对疫情冲击的非常规货币政策退出，房地产融资政策进一步趋严，“三道红线”、“贷款两集中”等旨在约束房地产领域债务扩张政策相继落地。随着融资端的收紧，部分规模房企流动性危机爆发，并进一步传导至经营端，房地产市场自 2021 年下半年开始降温，开启了新一轮的下行周期。以单月商品房销售额同比增速来看，本轮房地产销售下滑态势已经持续 16 个月。从具体的数据来看，2022 年 1~11 月全国实现 118,648 亿元商品房销售额，同比回落 26.6%，创自 2018 年以来同期新低水平。销售的持续低迷，叠加融资的制约，房地产开发投资增速也自 2022 年 4 月转

负，且近几月降幅仍不断扩大，至 11 月房地产开发投资同比下降 9.8%。此外，值得关注的是，2022 年底国内疫情防控政策发生较大转变，疫情对房地产开发、销售等环节的影响将逐渐减弱，但是由于前期市场下行惯性较大，市场仍面临下行压力。

二、从“政策底”到“市场底”：历史经验与当前变化

历史上看，宽松的货币政策环境及房地产信贷支持政策对推动房地产行业由周期底部迈向复苏起到较为明显的作用，从政策拐点到商品房销售回正的周期分布在 3~8 个月不等

在 2016 年以前的三轮房地产行业周期轮动过程中，宽松的货币政策对支撑房地产行业由下行迈向复苏起到较为明显的作用，除此之外，放松限购限贷、减免房地产相关税收、降低房贷利率下限等政策亦对市场回暖有正面作用。随着货币宽松政策落地，一方面 M2 同比增速在随后有明显上升，且在房价上涨预期，以及降低首付比例、支持房企融资等政策带动下，资金大规模流入房地产领域；另一方面基准利率下调叠加房贷利率下限放宽等政策，引导房贷利率明显回落，对市场回暖形成支撑。

图 2：2008 以来 M2 及房地产贷款同比增速

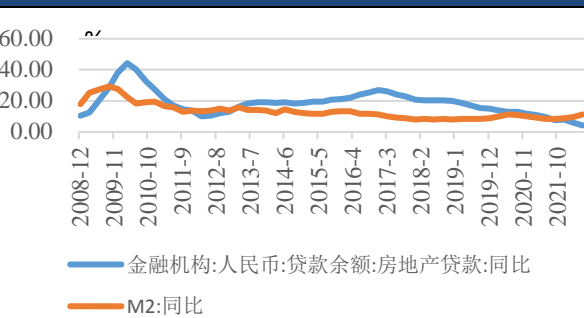
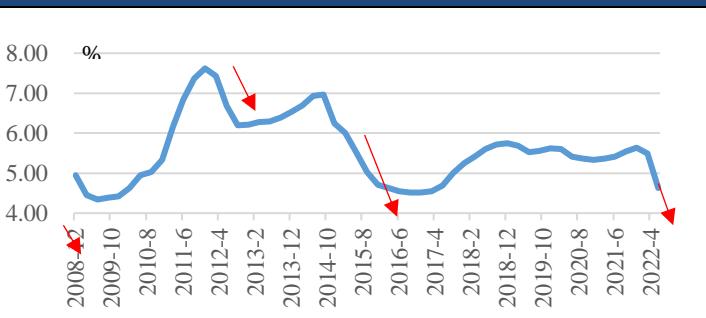


图 3：2008 年以来住房贷款加权平均利率



资料来源：wind，人民银行，中诚信国际整理

在第一轮行业周期中，央行在 2008 年 9 月~12 月 5 次降息、3 次降准，5 年期以上中长期贷款基准利率及大型存款类金融机构存款准备金率累计下调幅度分别为 189bp 和 200bp，此外，在本轮周期中政府将首套房最低首付比例下调至 20%、房贷利率下限调整至基准利率的 0.7 倍，并通过减免契税、印花税及土地增值税等刺激住房消费。货币政策快速而大幅的放松，推动 M2 同比增速攀升，在 2009 年各月均保持 20% 以上增速，充裕的流动性叠加政府一系列的住房消费政策，推动大规模资金流入房地产领域，截至 2009 年末房地产贷款余额 7.33 万亿元，同比增长 38.82%，增幅高于 M2 同比增速 27.68%。同期房贷利率亦在政策刺激下大幅回落，截至 2009 年上半年末，住房贷款加权平均利率 4.34%，较 2008 年下行 60bp。随着宽松政策落地，商品房销售额在首次降息后 3 个月销售额同比增速即回正。

在第二轮周期中，央行在 2011 年 12 月~2012 年 7 月 3 次降准、2 次降息，降准及降息的幅度分别为 150bp 和 50bp，政策力度较第一轮周期大幅下降。随着降准降息落地，M2 同比增速在 2013 年 4 月达到阶段性高点 16.1%，对比来看，2013 年一季度末房地产贷款余额同比增速 18%，仍高于 M2 增速。从住房贷款利率来看，2012 年四季度住房贷款加权平均利率为 6.22%，较 2011 年四季度下行 140bp，

在本轮周期中，商品房销售额在首次降准后 8 个月同比增速回正。

在第三轮周期中，央行自 2014 年 11 月~2016 年 3 月 6 次降息、5 次降准，累计降幅分别达到 165bp 和 300bp，同时本轮周期中，在首次降息前，在 2014 年 930 新政中政府已采取了降低首付比例、下调房贷利率下限、放松“二套房贷款”认定标准、减免房地产相关税收等政策，2015 年在去库存政策导向下，更是推出了棚改货币化安置政策，对房企发债融资政策也较为宽松。在本轮周期中，M2 同比增速在 2015 年和 2016 年分别达到 13.3%和 11.3%，而同期房地产贷款余额同比增速分别为 20.96%和 26.99%，住房贷款加权平均利率在 2014~2016 年两年下降幅度达 173bp。若以 2014 年 930 新政为政策全面放宽的信号，商品房销售额在 8 个月后恢复增长态势。

表 1：房地产行业下行周期中的主要政策及销售回暖对比

	第一轮周期 (2008年初~2011年7月)	第二轮周期 (2011年9月~2013年年底)	第三轮周期 (2014年初~2016年底)	第四轮周期 (2021年下半年至今)
房地企 业下行周 期驱动因 素	■ 下行周期开始前，利率和 准备金率要求提高，发生 全球金融危机； ■ 商品房销售额自2008年4 月同比增速持续为负，全 年同比降幅达到19.5%。	■ 2011年三季度宏观经济再 度走弱，房地产市场也随之 降温； ■ 全年商品房销售额同比增 速较前7月销售额增速回落 14个百分点至12.1%，2012 年前7月商品房销售额更是 持续负增长。	■ 境内流动性收紧、住房抵 押贷款利率上升、购房者 对房价进一步下降的预 期，以及我国GDP增长放 缓； ■ 进入2014年，房地产市场 表现出明显的疲软态势， 此轮商品房销售回落态 势延续至2015年4月，商 品房销售额同比跌幅最 大达到15.4%。	■ 随着融资政策的收紧，部分规模房 企出现流动性风险，并进一步传导 至经营端，加之经济增长放缓、疫情 扰动、楼盘停工风险等多方面因素 影响购房者信心； ■ 2021年7月全国房地产销售开始下 降，2022年1~11月份，全国商品房销 售额同比下滑26.6%。
政府稳定 房地产销 售的主要 政策	■ 自2008年9月~12月期间， 累计降准200bp，累计降 息300bp； ■ 最低首付比例为20%；房 贷利率下限扩大为贷款 基准利率0.7倍； ■ 无限购政策；个人购买普 通住房超免税期由不超 过5年调整为不超过2年。	■ 2011年12月~2012年5月，累 计降准150bp；2012年6~7 月，连续降息50bp； ■ 最低首付比例为30%； ■ 部分城市变相放松限购，但 很快被中央叫停。	■ 2015年2月~10月，累计降 准250bp；累 计 降 息 125bp； ■ 不限购城市最低首付比 例为25%；房贷利率下限 扩大为贷款基准利率0.7 倍； ■ 到2014年年底，全国除了 北上广深外，其他40多个 城市全部取消限购。	■ 重申房地产为国民经济支柱型产 业； ■ 一二线城市陆续放松限购并降低首 付比例； ■ 部分二三线城市下调至LPR减60bp； ■ 对出售售后1年内重新购买住房 的纳税人，对其出售现住房已缴纳 的个人所得税予以退税优惠； ■ 部分城市放松非本市居民购房条 件。
销售回暖 周期	■ 商品房销售额在首次降 息后3个月销售额同比增 速即回正	■ 商品房销售额在首次降准 后8个月同比增速回正	■ 2014年930新政后8个月 销售增速回正	■ 尚待观察

注：2019 年以前利息数据取用 5 年以上人民币贷款利率，2019 年及以后利息数据取用 5 年期 LPR 利率；存款准备金率选取大型存款类金融
机构存款准备金率为代表

资料来源：央行，公开信息，中诚信国际整理

本轮房地产政策宽松效果仍有待观察,且市场信心不足使得流动性向房地产领域传导仍存在一定阻碍

从本轮行业下行周期中的政策来看,自 2021 年四季度政策已经逐步转向,并随着行业下行压力不断加大及房企信用风险持续发酵,政策逐步放宽:从支持房地产领域合理融资需求,到近期引导专业担保增信机构为民营房企发债融资提供担保;从各地方政府陆续下调首付比例、放松限购限贷政策、降低房贷利率到全国性房贷利率下限下调;9 月末,央行、银保监会、财政部及国税局相继出台了包括阶段性放宽部分城市首套房贷利率下限、下调住房公积金贷款利率、减免商品房交易税收等政策组合,政策力度进一步加大。此外,央行分别于 2021 年 12 月及 2022 年 4 月两次降准,累计降幅 75bp,同时 5 年期 LPR 在 2022 年 1 月、5 月和 8 月出现下调,累计降幅 35bp。本轮行业政策转向已持续近 1 年,但房地产销售仍未见明显好转,政策对房地产市场复苏的带动作用有限。我们认为主要有以下两方面原因:

一方面,对比前三轮周期中的宽松政策,截至目前,本轮行业政策仍有进一步放松的空间,具体表现为:一是降息的力度不及 2016 年以前的政策宽松期。截至 2022 年 10 月,5 年期以上 LPR 为 4.3%,尽管从绝对水平上看已处于历史低位,但当前基准利率却高于 GDP 及居民收入增速;二是贷款利率下限放松有限。在第一轮和第三轮政策宽松周期中,贷款利率下限均调整为贷款基准利率的 0.7 倍,按照此标准及最新 LPR,5 年期以上房贷利率下限可达到 3.01%,但在 930 新政前,房贷利率下限被限制在不得低于 LPR 减 20 个基点(即 4.1%),930 新政虽然给予符合条件地方政府较大调整空间,但一方面符合条件的地方政府相对有限,另一方面,从已经跟随调整首套房贷利率下限的区域政策来看,房贷利率下限分布在 3.7%~3.9%,远没有达到基准利率 0.7 倍的水平;三是限购限贷政策并没有大范围松动,房地产市场仍存在较高的“购房门槛”。

另一方面,市场信心不足导致资金流向房地产领域存在一定阻力。在此前三轮政策宽松周期中,得益于政策引导及支持,以及持续上涨的房价预期,每一轮货币宽松周期,资金均大规模流入房地产领域,对市场回暖形成有力支撑。2022 年以来,尽管随着货币政策的放宽,M2 增速从 1 月 9.8% 上升至 8 月 12.2%,创下 6 年新高,但充裕的流动性并未流向房地产行业。前期融资被大幅收紧的房地产企业在销售回款下滑的双重打击下已出现大面积流动性危机,在行业信用风险大幅上升背景下,金融机构对房地产企业放贷意愿不足,流动性并未能有效传导至房地产行业;此外,在房价和可支配收入保持增长的预期被打破后,居民购房意愿不断降低,而大面积烂尾楼的出现导致购房人信心进一步减弱,购房融资需求大幅下降也限制了资金进入房地产领域。

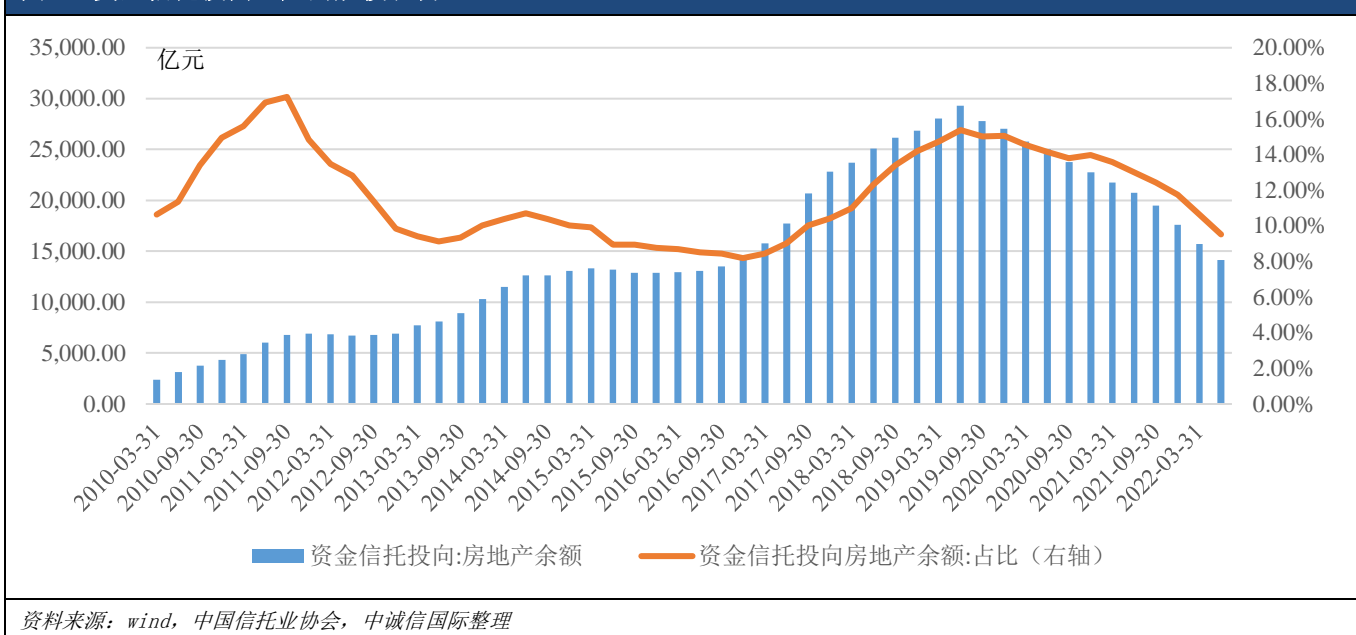
三、周期轮动中的信用环境演变：从信用持续扩张到债务风险加速释放

得益于资产价值整体保持上行通道，房地产行业在过往周期轮动中始终保持信用扩张态势

从过往历史来看，行业周期底部的宽松政策推动资金大规模流入房地产领域，在带动行业回暖的同时，亦使得行业杠杆快速上扬。同时，在此过程中，房地产行业融资渠道日益多元化，除开发贷外，信托、境内债、美元债等亦成为房企债务扩张的重要工具。具体来看：

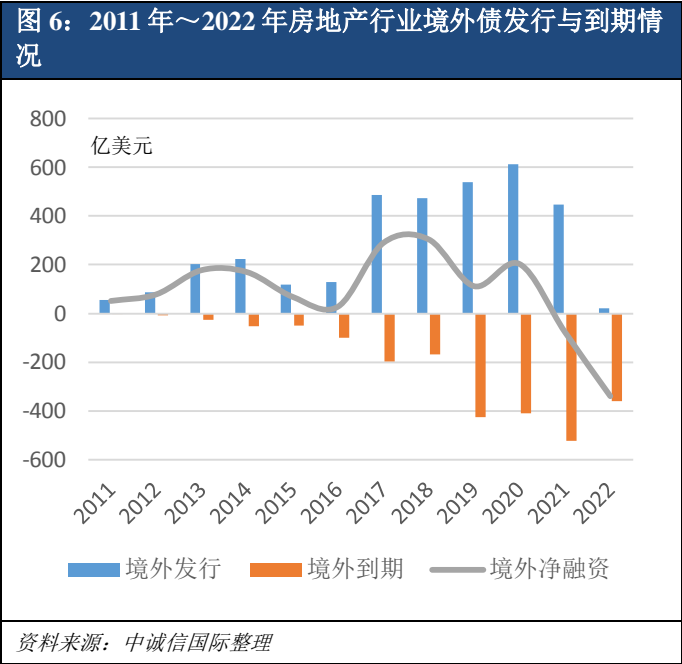
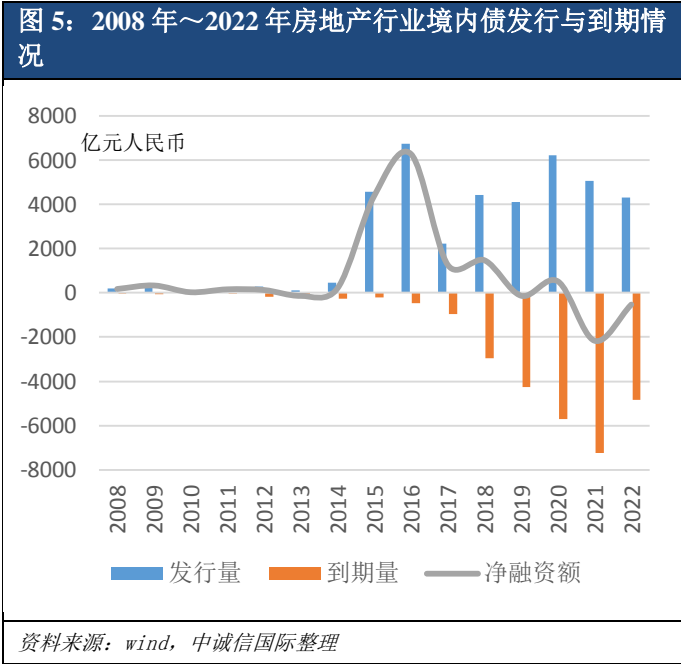
信托融资方面，2009 年初银监会发布《关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》，放款对房企资质等融资要求，推动信托创新业务发展，为开发商提供灵活、便利的融资渠道。信托业在政策支持下加大对房地产行业的投放力度。2010~2016 年，虽然期间有调控政策出台，但房地产信托保持着较快规模的增长，信托资金投入房地产行业的规模从 0.43 万亿增至 1.43 万亿。信托类借款具备还款期限灵活、用款便利等优势，不仅在房地产行业处于谷底时为其提供流动性，还能为其在行业上升期拓展规模提供资金；然而随着房地产信托规模上升，其风险亦不断聚集。随着《关于规范银信类业务的通知》、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等政策实施和落地，信托资金投向房地产行业的规模和占比于 2019 年迎来拐点。

图 4：资金信托投向地产的规模和占比



境内信用债方面，在前两轮的周期轮动，由于国内债券市场仍保持着较高的发债门槛及较为严格的审批流程，同时监管机构亦对房企发债严格限制，房企在境内发债并不活跃。2008~2014 年房地产行业债券发行量均低于 500 亿元，净融资整体表现为小幅净流入。进入第三轮周期，在房地产行业“去库存”大背景下，房地产融资调控放松，同时债券市场化改革提速，发行门槛降低、发债流程简化，推动房企信用债融资提速，特别是 2015 ~2016 年，随着公司债发行主体由上市公司扩展至公司制法人，加之央行降准降息政策的推行以及企业债、非金融企业债务融资工具监管的放松，房企境内融资

工具迎来量增价降的黄金时代，2015 年房地产行业发债规模同比大幅增加近 10 倍，2016 年房企境内债发行和净融资规模均达到近年来峰值。2017 年以来受房地产行业调控影响，房企信用债净融资规模波动下降，但直到 2020 年，债券净融资仍保持增长，使得房企境内债余额不断上涨。



境外债方面，相较于境内各类债务融资工具，房企境外债融资受到的政策限制相对较少，更多取决于海外市场环境及投资者态度。2014 年以前，伴随着美联储的三轮量化宽松政策，海外流动性保持充裕状态，中资房企相对较高的票息及低违约风险使其受到海外投资者的青睐，房企境外债发行额及净融资额保持增长。2014~2016 年，随着美国退出量化宽松政策，加之国内融资渠道的全面放开，房企境外融资规模明显回落。2016 年以来，在境内融资渠道逐步收紧的背景下，房企对境外市场的融资依赖度大幅上升，发行规模及净融资快速增长。

除此之外，在业务快速发展过程中，较多房企还通过运用理财产品、“明股实债”、非并表项目融资等手段放大杠杆，此类表外债务进一步助推行业债务风险。

总体来看，在本轮房地产市场下行之前，尽管历经多轮周期轮动及政策转换，房地产行业的信用扩张趋势却始终保持不变。在房价上涨预期下，行业周期底部宽松政策带动行业信用快速扩张，而随着行业复苏，尽管政策趋紧，持续增长的房价仍支撑行业继续加杠杆。同时在信用扩张过程中，房地产企业融资工具日益多元化，亦使得其可以根据政策及市场环境的变化灵活选择融资工具，维持债务增长态势。

持续多年的信用扩张积累了较高的债务风险为本轮行业下行周期埋下隐患，2021 年随着行业转向信用收缩，规模房企流动性风险快速释放，形成行业信用收缩周期与市场下行周期相互交叠、相互影响的负反馈效应；2021 年四季度以来信用政策边际明显好转，近期在“三箭齐发”的政策拉动下，房企信贷政策呈好转趋势；但前期市场下行惯性较大叠加政策反馈仍需时间，本轮行业复苏仍有待观察

持续多年的信用扩张，使得房地产行业积累了较高的债务风险，同时随着融资工具的变迁，房地产行业的债务还存在一定的结构性风险。截至 2020 末，房地产开发贷、房地产信托、房企境内外信用债余额分别为 11.91 万亿元、2.28 万亿元、1.64 万亿元和 1.31 万亿元，债务规模合计约 17.14 万亿元，行业杠杆率¹接近 17%，考虑到行业还存在一定的表外债务，实际杠杆率或更高。从债务结构上看，信托及债券占总债务的比例已经超过 30%。由于信托和债券的偿还较为依赖再融资，一旦市场环境发生逆转，极易引发流动性风险。

2020 年下半年，随着“三道红线”、“贷款两集中”政策相继落地，行业融资环境全面趋紧，前期积累的债务风险加速释放导致行业信用收缩压力不断加大，并逐步向销售端传导，触发了新一轮的行业下行周期。而随着房地产销售持续大幅回落，行业信用愈难以恢复，形成了信用收缩周期与市场下行周期相互交叠、相互影响的负反馈效应。2021 年全年，除房地产开发贷余额较 2020 年末有所增长，房地产信托余额及境内外信用债均呈现净收缩态势。为防范房地产领域风险进一步扩大化，自 2021 年四季度以来，监管部门着力引导金融机构支持符合条件的房地产企业融资，但在销售下行压力不断加大、房企信用风险持续发酵背景下，行业融资环境并没有明显改善。2022 年以来，房地产开发资金来源中国内贷款规模同比持续回落，至 8 月，跌幅已经达到 27.4%。与此同时，房地产信托及房企债券也持续净收缩状态。截至 2022 年 6 月末，房地产信托余额 1.42 万亿元，较 2021 年末收缩 3,465.19 亿元。2022 年 1~12 月房地产境内外信用债净融资金额分别为-526.22 亿元人民币及-339.91 亿美元。

发生债券展期或违约的房企不断增加，行业风险持续出清。根据中诚信国际的统计，自 2021 年以来已有 47 家房企发生流动性困难，出险房企境内外信用债余额超过 8,000 亿元。在销售迟迟未能回暖的市场环境下，已有多家房企面临对债券进行二次展期，房企信用修复进展缓慢。与此同时，随着越来越多的房企发生流动性困难，项目投资受到的负面影响逐渐显现，“交付”问题愈发突出：从宏观数据来看，房屋竣工面积在 2021 年还保持 11.2% 的增速，而进入 2022 年，该指标同比持续回落，并在 7 月，累计降幅达到 19.9%，累计竣工面积创 2010 年以来同期新低值。微观层面，7 月以来强制停贷风波快速发酵。这进一步打击居民购房信心，对房地产销售产生不利影响，反过来又加剧房企资金紧张状态，拖累正常的施工进度以及销售的恢复。

自 2021 年四季度以来，主要监管部门出台了一系列政策引导金融机构满足房地产合理融资需求，近期已形成支持房企融资“三支箭”的格局，但本轮行业复苏仍有待观察。2022 年 3 月国务院金融稳

¹ 用行业总债务除以当年 GDP 衡量

定发展委员会召开专题会议后，金融机构对房地产行业的信贷政策边际好转，8月以来，国内贷款及个人按揭贷款累计金额降幅触底回升，降幅开始收窄。11月13日，央行和银保监会联合发布了《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》（以下简称“16条”）²，通知提出鼓励银行对房地产合理信贷投放，阶段性松绑包括贷款两集中在内的金融管理政策，放开信托渠道房地产投向限制等。随后银保监会、住建部、人民银行联合印发《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》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，促进房地产业良性循环和健康发展。**债券市场融资方面**，5月以来，主要监管部门指导金融机构创设信用风险缓释凭证（CRMW）支持民营房企发债。8月，在相关监管的指引下，中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）对民营房企发行的中期票据提供“全额无条件不可撤销连带责任担保”。11月8日，在人民银行的支持和指导下，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。**第三支箭方面**，11月28日，证监会决定恢复上市房企和涉房上市公司再融资³。根据公开市场数据统计，截至目前，已有32家涉房上市企业筹划股权再融资，其中8家H股房企配股融资，24家A股涉房企业发布非公开发行股票融资公告。值得关注的是，上市房企和涉房上市公司距离最近一次股权再融资已超过20年，本次上市房企及涉房上市企业恢复股权融资渠道具有重要意义，且有助于改善上市房企资本结构；但考虑到股权融资审核流程相对复杂，融资后续落地情况仍有待关注。同时，近期国家重申房地产作为国民经济支柱地位，未来或将会持续释放房地产支持政策。

总体来看，虽然2021年第四季度以来房地产信用支持政策持续出台，对资本市场信心提振起到关键作用；但政策反馈仍需时间，“三箭齐发”是否能撬动更多的市场化资金参与民营房企融资，助力民营房企恢复融资渠道仍有待观察。此外，由于前期市场下行仍有较大惯性叠加房地产支持政策效果释放仍需时间，本轮行业复苏仍有待观察。

四、 行业发展中的需求格局转变：需求扩容放缓，居民杠杆抬升及收入放缓制

约住房消费回升

低出生率和人口老龄化带来的购房适龄人口下降以及城镇化进程放缓，导致当前房地产市场整体需求将放缓；购房能力及消费意愿下降对商品房需求的恢复产生不利影响

从需求端来看，2016年以前的周期轮动中，房地产市场之所以能在政策刺激下很快走出衰退期

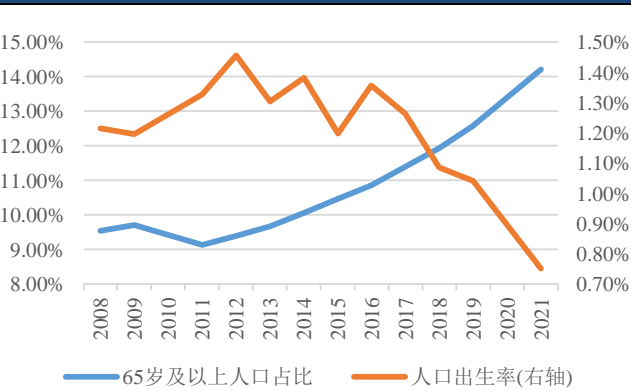
² “16条”涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等6方面，共16条具体措施。

³ 11月28日，证监会坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施：具体措施包括，1、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，2、恢复上市房企和涉房上市公司再融资，3、调整完善房地产企业境外市场上市政策，4进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，5、积极发挥私募股权投资基金作用。

的核心原因在于强有力的市场需求支撑。相对较优的人口结构以及城镇化水平的持续提升使得房地产市场潜在需求保持扩容。而居民收入的快速增长及杠杆水平的不断攀升增强了购房消费能力，在房价不断上涨预期下，居民购房意愿也较强烈。对比来看，当前我国房地产市场却面临人口老龄化加剧及城镇化进程放缓、居民购房能力及意愿下降等问题，市场需求动力整体弱化。

从人口结构来看，2008~2016 年，我国人口出生率稳中有升，其中 2011 年双独二孩政策以及随后陆续出台的单独二孩政策和三孩政策均对出生率形成阶段性支撑，但 2016 年以来我国人口出生率持续走低，从 2016 年的 13.57‰下降至 2021 年的 7.52‰，2021 年我国出生人口仅 1,062 万人，较 2020 年下降了 141 万人。与此同时，我国人口老龄化进程持续加快，65 岁及以上人口占总体比例持续提升，且自 2016 年以来该比例上升速率加快。国家统计局数据显示，2008~2016 年，65 岁及以上人口占总体比例每年上升的幅度在 0.4% 以内，其中在 2011 年该指标还有小幅下降，而 2017 年以来，该指标每年上升幅度均高于 0.5%，其中在 2019~2021 两年期间，累计上升幅度达到 1.64%，至 2021 年该指标已上升至 14%。人口出生率持续走低和人口老龄化进程加快意味着未来刚性需求减弱。

图 7：2008 年以来中国人口出生率及老龄化情况



资料来源：国家统计局，wind，中诚信国际整理

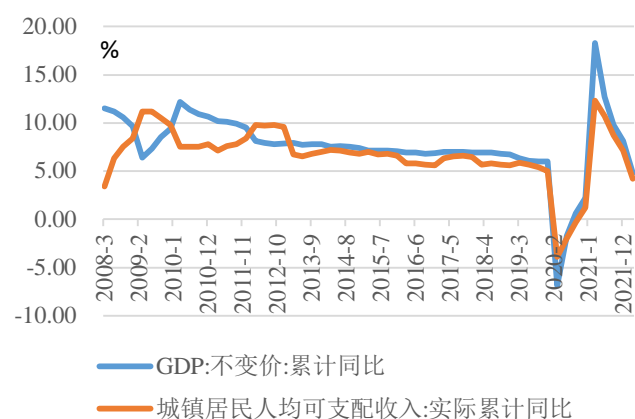
图 8：2008 年以来中国城镇化水平变动趋势



资料来源：国家统计局，wind，中诚信国际整理

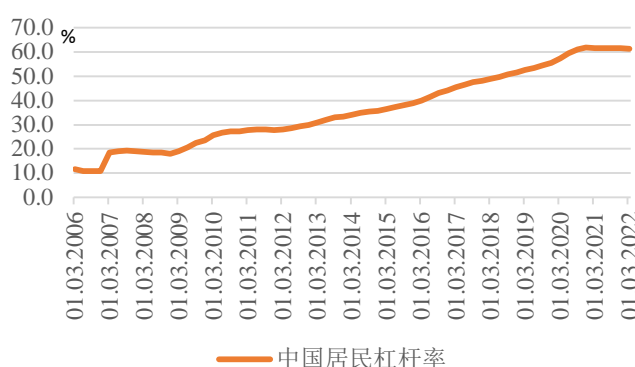
从城镇化水平来看，2008 年以来我国城镇化率逐年上升，但同比上升幅度自 2016 年以来整体趋于下降，2016 年以前，伴随着每一轮周期底部的政策刺激，城镇化率的变动幅度均呈现阶段性上升态势，而 2016 年以来城镇化率的变动幅度呈单边下滑态势，2021 年城镇化率同比上升幅度已经降至 0.83%。截至 2021 年末我国城镇化率上升至接近 65%，距离发达国家 70%-80% 的城镇化率区间仍有一定空间，但边际提升速度将有所放缓。从发达国家的经验来看，美国和日本城镇化率从 65% 提升至 70% 分别使用了 10 年和 7 年，按照这一趋势，未来国内城镇化进程将明显放缓，难以支撑房地产市场继续大规模扩容。

图 9：2008 年以来人均可支配收入及 GDP 同比增速



资料来源：国家统计局，wind，中诚信国际整理

图 10：中国居民杠杆率变化



资料来源：BIS，中诚信国际整理

从住房消费能力和意愿来看，2008 年以来伴随着国内经济增速的整体放缓，人均可支配收入整体亦呈现放缓态势，特别是 2020 年以来，新冠疫情的阶段性复发进一步加大了居民收入增长的不确定性。2022 年上半年，城镇居民人均可支配收入同比增速已经降至 3.6%。从居民部门杠杆水平来看，BIS 数据显示，2008 年以来我国居民部门杠杆率快速攀升，至 2022 年一季度末已经增至 61.4%，较 2008 年一季度上升了 42.6 个百分点。目前我国居民杠杆率水平与上世纪 90 年代初日本居民杠杆率较为接近。持续增长的居民杠杆水平在过去有力地提升了居民住房消费能力，但也逐渐加大了居民负债负担，在居民收入增速放缓背景下，限制了未来进一步加杠杆的空间。虽然 2022 年底国内疫情防控政策发生较大转变，但新冠疫情或将阶段性影响居民劳动力，居民可支配收入恢复性增长仍需时间；故而居民收入增速放缓及杠杆空间的回落对住房消费能力形成一定制约。2021 年下半年以来，随着房地产市场的持续降温，房价有所回落，房贷利率下调及各地下调首付比例等政策亦对居民住房消费能力恢复有一定助力。但房价预期回落又使得居民购房意愿不足。根据央行城镇储蓄问卷调查，房价看涨的比例自 2021 年下半年以来持续下降，2022Q2 房价预期上涨的比例为 16.2%，同比大幅下降 9.3 个百分点，环比下降 0.1 个百分点。房价预期下降的比例为 16%，环比提升 1.6 个百分点。对未来房价预期不确定的占比也从 2021Q4 的 11.3% 提升至 2022Q2 的 13.2%。此外，在房地产企业持续暴雷情况下，房屋交付及质量不确定，更是加大了居民购房意愿恢复的难度。2021 年下半年以来房企暴雷事件持续发生，据克而瑞数据显示，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 2,468 万平，占 2021 年商品住宅成交面积的 10%。

五、 市场展望：行业弱复苏渐行渐近，市场高增长短期难再现

对比前三轮房地产行业周期，本轮房地产市场下行阶段的政策环境、信用环境以及需求环境已有所转变，使得本轮行业的复苏之路或更漫长和困难。从历史经验来看，商品房销售额往往在房地产政策全面放宽后 3~8 个月内恢复增长，其核心在于人口红利及城镇化进程加快支撑房地产市场需求快速

增长，随着宽松政策落地，市场预期快速扭转，带动资金流入房地产领域，周期底部居民杠杆扩张及房企信用扩张对住房消费及投资形成有力支撑，推动商品房市场快速回暖。本轮房地产政策虽然自2021年四季度逐步转向，但全面放宽的信号并不明确，对市场预期的改善也受到多重制约：一方面，城镇化进程放缓及人口老龄化加剧使得行业需求整体放缓，居民杠杆水平升至高位叠加收入增速放缓制约住房消费能力恢复。另一方面，持续多年的信用扩张，使得房企积累了较高的信用风险，随信用风险的加速释放，短期行业信用收缩趋势难以逆转。

不过，7月以来各地加大“保交楼”举措，同时主要监管机构开始引导专业增信机构为重点房企发债融资提供担保增信服务，9月末房地产新政进一步释放出政策宽松信号，当前市场预期或较前期有所改善，加之持续大幅的回落已经使得商品房销售额处于较低的基数水平；此外，国内疫情防控政策发生较大转变，疫情对房地产开发、销售及居民收入的冲击将趋弱，叠加**宽松政策逐步出台，房地产市场整体处于筑底阶段**。需要指出的是，当前房地产市场需求恢复能力及信用扩张能力均不及从前，同时在“房住不炒”政策基调下，政府各项调控政策均将以“稳房价”、“稳预期”、“维护房地产市场平稳健康发展”为目标，整体刺激空间有限，本轮行业复苏力度有待观察，销售额降幅将持续收窄，但销售额降幅回正时间有待观察，商品房销售额较难突破前期高点。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
余璐	企业评级部	总监
白茹	企业评级部	高级副总监
吴艳名	企业评级部	高级分析师
王钰莹	企业评级部	高级分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同2号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing, PRC. 100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>