所属行业	房地产
发布时间	2023 年 1 月 9 日

行业研究

政策猜想 2023：房地产调控还有多大空间？

核心观点：

近期召开的中央经济工作会议更是将住房改善和新能源汽车、养老服务并列，且排名第一，这是 2014 年后首次将房地产列入内需的重点领域。会议的召开强化了市场对于未来政策的预期，那么目前的地产政策到了什么阶段了？未来还会有哪些政策会出台呢？我们下面分别从供给端和需求端两方面进行阐释。

供给端的问题在于民营房企的信用破灭导致房屋的竣工交付存在困难。而随着房企暴雷事件的反复出现，购房者亦担忧竣工交付的问题，购房意愿较差。从政府的动作来看，政府 2022 年的保交楼政策可以概括为“稳住增量，解决存量”，即在避免出现更多的烂尾楼盘的情况下，积极解决存量的烂尾楼盘的问题。

在“稳住增量”方面，政府主要采取了以下措施：首先政府对于预售资金监管进行了持续的规范。此外，为了避免更多优质企业的暴雷导致出现更多的烂尾楼盘，自下半年以来，政府的政策也由单纯的“保交楼”转向了“保交楼，稳主体”。具体来看，“稳主体”的政策以“三支箭”为主要内容，主要希望从股权和债券融资方面，改善优质房企当前可能面临的流动性难题。监管当局预计将优化优质头部企业的债务期限结构，帮助企业度过当下的流动性危机。股权融资方面，我们认为政府可能从两个层面上发力：即盘活存量，引入增量。盘活存量方面，我们预计未来商业地产 REITs 将逐步开闸，帮助房企盘活存量优质资产。其次，推动存量住宅项目的盘活。在政府的撮合下，国央企收购民企的住宅项目，从而帮助优质民企迅速回笼资金，改善资产负债表。不排除政府将直接引导央国企入股民营房地产企业，直接从源头上改善民营企业的信用状况。

相关研究：

2020 年第四季度策略报告：房住不炒下行业空间仍在，锚定资源是未来竞争关键	20201026
2020 年 9 月地产月报：多地出台调控政策，金九悄然来临，但成色稍显不足	20201006
2020 年 8 月地产月报：土地供应与成交同环比均下行，“三道红线”短期抑制投资力度	20200906
2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？	20200911
月度数据点评：住宅成交连续两月正增长，土地成交创 2020 年新高（2020 年 1-6 月）	20200716
2020 年报综述：四类指标全面放缓，地产告别高增长时代	20200509

研究员 **于小雨**
rain_yxy（微信号）
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn
周小龙
Eziochou（微信号）
zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

我们认为，当前“保交楼”存在两个大的问题，一个是政府按照市场化的逻辑进行“保交楼”，支持资金滞后且不足；

另外一个大的困难在于项目仍然位于出险企业旗下，面临各种纠纷，导致保交楼工作难以快速推进。要解决保交楼的问题，可能首要任务是将楼盘从出险企业中剥离出来，阻隔“保交楼”项目风险和集团风险。考虑到当前的资金不足的问题仍然较为明显，我们预计国开行等机构的专项借款和纾困基金仍将持续加码，规模将持续提升。此外监管当局亦将给予商业银行更多的鼓励和支持，鼓励商业银行积极参与保交楼。

而在需求端，尽管自 4 月份以来，中央多次在中央工作会议上强调支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，但整体上政策力度上相比于 2014-2015 年的政策宽松周期明显偏弱。在“房住不炒”的大框架下，政策的宽松存在较为明显的上限和边界，难以像上一轮周期那样做到“应放尽放”。我们认为，尽管后续的政策释放可能仍有空间，但需求端的刺激政策的后续空间可能不大。预计限购政策将持续调整，后续二线城市的限购政策可能将全部松绑，一线城市部分非核心区域（如上海临港等）的限购政策亦可能会进行部分调整。

在当下的市场环境和“房住不炒”的约束下，传统的“三限”政策空间有限，且作用可能也相对有限。我们认为，本轮政策的效果不彰，是买房意愿低和买房能力弱的共同结果。经过长期的建设，居民普遍不缺房，且其对于房价的预期和收入的预期都相对偏弱。整体来看，我们认为，造成居民需求端相对疲软的原因并不在于房地产本身，而更多的与当下的宏观大环境有关，这也意味着需求端的后续政策的作用可能相当有限，政策发力的重点更多的将集中在供给端

无论是“保交楼”还是“稳企业”，政府手中的工具箱均较为丰富，且效果亦相对可观。因此，在地产政策方面，我们认为，政府更可能在“供给端”持续发力，通过开放 REITs 融资、给予财政补贴等方式，“稳企业，保交楼”。

随着地产销售的持续下行，监管当局出台刺激政策不断。2022 年更是成为了名副其实的“政策大年”，据不完全统计，2022 年各地方政府出台各类刺激住房消费的政策数量超过一千次，创下近年新高。而近期召开的中央经济工作会议更是将住房改善和新能源汽车、养老服务并列，且排名第一，这是 2014 年后首次将房地产列入内需的重点领域。会议的召开强化了市场对于未来政策的预期，那么目前的地产政策到了什么阶段了？未来还会有哪些政策会出台呢？

一、供给端：稳住增量，解决存量

首先，要了解目前的地产政策到了什么阶段，需要盘点当前已经出台的地产政策有哪些。从结构上，我们认为当前的地产政策主要可以分为两大类，即供给端政策和需求端政策。本轮周期无论是需求端还是供给端，均与上一轮周期有较大的不同。因此，我们将政策分析分为供给端和需求端两端进行分析。

1、稳住增量：三箭齐发，保交楼稳企业

关于供给端，随着房企暴雷事件的反复出现，购房者担忧竣工交付的问题，购房意愿较差。尤其是在 7 月因房地产项目停工而引发了大面积"停贷潮"后，“保交楼”工作更是与社会稳定和金融稳定紧密的联系在了一起，这也让保交楼成为了政府 2022 年下半年的重点工作。

我们认为，目前的项目停工主要是预售资金被违规挪用与开发商现金流断裂二者叠加的结果，本质上是开发商短期“缺钱”导致的。虽然商品房预售资金管理办法明确规定了预售资金应该用于本项目建设，不可挪作他用，但是长期以来预售资金的提前调用几乎成为惯例，预售资金监管账户的空虚为项目烂尾埋下隐患，因为这意味着项目后续建设的主动权完全在开发商手中，一旦开发商流动性出现问题，那么项目建设就极易进入停摆状态。从政府的动作来看，**政府 2022 年的保交楼政策可以概括为“稳住增量，解决存量”，即在避免出现更多的烂尾楼盘的情况下，积极解决存量的烂尾楼盘的问题。**

在“稳住增量”方面，政府主要采取了以下措施：

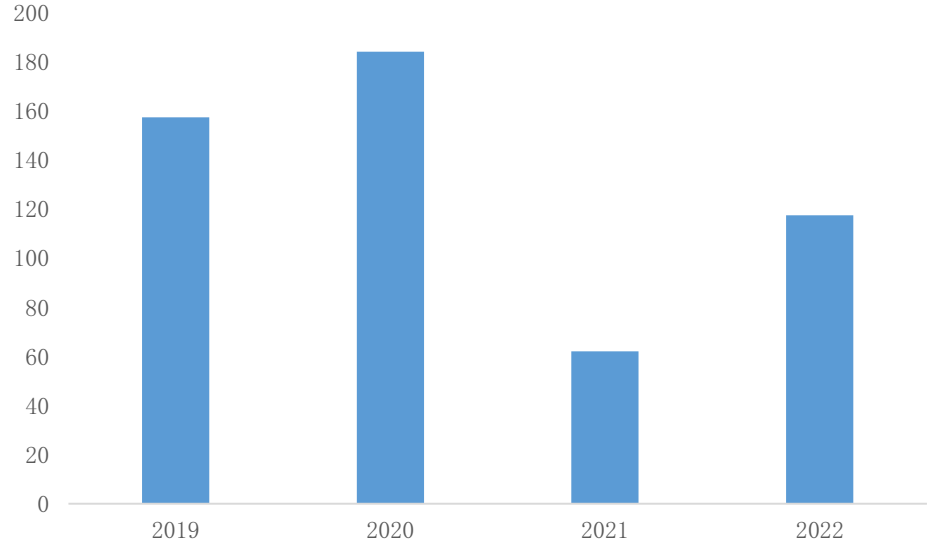
首先政府对于预售资金监管进行了持续的规范。如上文所述，“保交楼”的问题出现的根源在于预售资金的挪用和监管的缺位。因此在房企暴雷后，地方政府大幅度紧缩监管，这也基本终结了开发商自由调配预售资金的行为。而在 7 月份停贷潮后，尽管大幅度的收紧动作已不多见，地方政府也更加强调规范监管和完善机制，明确各方监管责任等方面的规定，确保预售资金全额进账，透明、合规运行。但整体上监管的口径仍然偏紧，以确保新开盘住宅的顺利交付。

此外，为了避免更多优质企业的暴雷导致出现更多的烂尾楼盘，自 2022 年下半年以来，政府的政策也由单纯的“保交楼”转向了“保交楼，稳主体”。我们认为，随着市场环境的持续恶化，单纯的“保交楼，不顾主体”无法起到“保交楼”的效果。一方面，房企是“保交楼”的责任主体，在风险持续上升，**企业未来能否持续经营都存在较大的未知数的情况下，“保交楼”对于房企而言可能缺乏长期回报，对于消耗资源投入“保交楼”的意愿较弱。**此

外，随着债务的持续到期和销售的萎靡不振，部分房企面临极大的债务偿付压力，“保交楼”的能力相对不足。整体来看，作为“保交楼”的责任主体，“稳主体”就是“保交楼”，这也导致监管当局对于房企的支持力度在下半年明显增强。

具体来看，**“稳主体”的政策以“三支箭”为主要内容，主要希望从股权和债券融资方面，改善优质房企当前可能面临的流动性难题。**第一支箭和第二支箭主要以银行及中债增给予优质房企融资支持为主。相对于主要以债权融资为主的前两支箭，第三支箭则以股权融资为主，监管当局将支持房企的再融资与借壳上市，而政策的持续落地也将对房企的流动性情况起到一定程度的改善作用。据亿翰智库不完全统计，截至 2022 年 12 月 31 日，交通银行、中国银行、农业银行、工商银行等大型国有银行及股份制银行已向数十家房企提供超 5.5 万亿元的意向性融资额度。此外，中债增进公司已出具对龙湖集团、美的置业、碧桂园等民营房企发债信用增进函，帮助民营企业进行债券融资。除此以外，包括世茂股份、陆家嘴等房企均宣布拟筹划非公开发行股票事项。

图表：民营企业近年 11-12 月的信用债发行规模（亿元）



资料来源：亿翰智库、choice

我们认为，从当前的房企的融资规模来看，尽管“三支箭”的政策较以往进行的政策空间有较大的突破，但可能更多的只能起到帮助企业“续命”的效果。“续命”一方面体现在企业筹资性现金流入上，以债券发行为例，在中债增的大力加持下，2022 年 11-12 月民营房企的债券融资规模达 157 亿元。尽管相比于 2021 年 11-12 月份的 62 亿元有了明显的提升，但相较于过去 2020 年、2019 年，当前的融资渠道远未恢复。此外，尽管各大银行与民营企业提供了超过万亿规模的授信额度，但银行的授信多以开发贷为主，而开发贷的发放则与市场销售及房企的投资行为密切相关。在当前销售持续萎靡的情况下，万亿的授信额度真的能落地多少仍然是未知数。**“续命”另外一方面体现在企业筹资性现金流出上，**如支持开

发贷款、信托贷款等存量融资合理展期等。综合来看，当前的“三支箭”政策可能仅能够对房企起到改善短期流动性的作用。

考虑到 2022 年 12 月召开的经济工作会议上明确提出“满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，我们认为后续在销售持续萎靡，优质房企仍然面临较大的信用风险的情况下，**政府的发力方向更多的从债权融资、股权融资两方面入手，改善企业资产负债状况。**

债权融资方面，监管当局预计将优化优质头部企业的债务期限结构，帮助企业度过当下的流动性危机。房企的债务可以大致拆分为两部分，即银行贷款与债券。银行贷款方面，鉴于金融“16 条”政策已将存量贷款展期合理化，并明确提出支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期。我们预计在政府的引导下，银行可能将对即将到期的债务进行展期；在债券方面，**我们认为，当前存在的问题在于，无论“内保外贷”还是中债增担保都要抵押物。然而对于当前的民营企业而言，多数优质资产均已抵押出去，这也导致像中债增支持下的债券融资规模相对较低。**随着 2023 年债务到期高峰的到来，不排除中债增或者相关银行通过提升抵押率或者提供无抵押担保的方式，帮助优质企业度过眼下的流动性危机。

股权融资方面，我们认为政府可能从两个层面上发力：即盘活存量，引入增量。

（1）**盘活存量方面**，监管当局可能从两个方面入手：第一，推动房企优质资产的资产证券化。12 月 8 日,证监会副主席李超表示“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”，我们预计未来商业地产 REITs 将逐步开闸，帮助房企盘活存量优质资产。第二，推动存量住宅项目的盘活。在政府的撮合下，国央企收购民企的住宅项目，从而帮助优质民企迅速回笼资金，改善资产负债表；

（2）**引入增量方面**，对于优质民企而言，改善资产负债表最直接的方式就是引入新股东，补充资本金。不排除政府将直接引导国企入股民营房地产企业，直接从源头上改善民营企业的信用状况。**而在救助代价巨大的情况下，为了避免较大的道德风险，部分头部企业可能将进行资产重组与国有化，整体公司的治理结构和信用情况均将得到较大的改善。**

2、解决存量：保交楼仍然面临多重困难，工作仍然任重道远

在解决增量问题的情况下，解决存量烂尾楼盘仍然是政府要处理的“老大难”问题。从目前出台的政策来看，政府出台了繁多的支持政策，以推进保交楼工作的顺利进行：

（1）“保交付”纾困基金支持。项目停工烂尾源自于资金匮乏，所以若想要从根本上解决项目停工、烂尾问题，顺利推进“保交楼、保民生、保稳定”，解决资金问题是重中之重。作为停贷风波的集中区，郑州和河南省分别设立了总规模 100 亿元的定向纾困基金，从问题楼盘项目台账中选取拟收并购项目，达到“盘活一个、救活一批”的杠杆撬动效应。目前，拟使用纾困基金项目 80 余个，已落地 7 个，总投资约 33 亿元。

（2）国家开发银行和中国农业发展银行在配合地方政府压实各方责任的安排下，向经复核备案的借款主体发放“保交楼”专项借款，封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾

期难交付住宅项目建设，推动“保交楼、稳民生”。以郑州为例，郑州积极申请中央专项借款，首批专项借款项目获批 60 个，借款总额 70 亿元已全部到位，涉及保交楼套数 7 万套。第二批专项借款申报项目 97 个，借款总额 140.5 亿元，涉及保交楼套数 7.5 万套，已报住建部审核。

（3）政府引导商业银行资金参与保交楼。近期央行拟发布“保交楼”贷款支持计划：在 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助力“保交楼”，封闭运行、专款专用。

尽管政府出台了一系列政策支持保交楼的顺利进行，但从目前的情况来看，形势并不乐观。以恒大贵阳的项目为例，根据中国新闻周刊的报道，尽管部分项目陆续复工复产，在努力按照此前承诺的时间节点交楼，但“交楼品质也会受到影响”。此外，还有部分项目处于“半停工”状态，供应商已是“惊弓之鸟”，往往是资金到位多少就干多少活，处于干干停停的状态，整体工程进度缓慢。

我们认为，当前“保交楼”存在两个大的问题，**一个是政府按照市场化的逻辑进行“保交楼”，支持资金滞后且不足；**在当下的环境下，“保交楼”在执行过程中存在明显的优先级，即先支持货值能够覆盖建设成本的项目，而那些货值无法覆盖建设成本的项目得到政府的支持的顺序则相对靠后。然而如我们此前所述，由于此前预售资金监管的缺失，大量项目的货值已无法覆盖后续的建设成本，这也导致真正受到专项资金支持的项目的数量相对较少。根据中国新闻周刊的报道，山东省内共有 60 个恒大项目，有 25 个申请到专项借款，目前实际拨付规模仅 22 亿元。尽管理论上，部分项目可以通过破产重整的方式来处置，但从过去的经验来看，破产重整的过程繁杂而冗长，过程往往长达数年甚至十几年。

另外一个大的困难在于项目仍然位于出险企业旗下，面临各种纠纷，导致保交楼工作难以快速推进。目前多数出险企业正在陆续公布其重组计划，和债权人的激烈博弈仍在进行。部分债权人不断向出险企业提起诉讼，甚至有部分激烈的境外债权人向香港高等法院提出清盘。如 12 月初，香港高等法院在聆讯会上向新力控股颁布了清盘令，这些都明显增加了后续保交楼的工作难度。

整体来看，尽管在政府的大力支持下，保交楼的工作有了一定的起色。但是从工程进度来看，“保交楼”的工作形势仍然颇为严峻。我们认为，目前债务纠纷和资金不足的问题互相缠绕，明显增加了保交楼的难度。要解决保交楼的问题，**可能首要任务是将楼盘从出险企业中剥离出来，阻隔“保交楼”项目风险和集团风险。**目前部分地区采用代建代管代持模式解决此类问题，即由有开发需求的委托方发起，由拥有开发能力和建设经验的受托方部分或全程参与设计、开发、管理及服务。**我们预计此类模式或在未来成为解决困难问题的主流方式，政府未来可能将设立专项基金，给予地方国企或者城投平台，并由平台提出代建的需求，让有开发能力的开发企业参与开发建设。**

考虑到当前资金不足的问题仍然较为明显，我们预计后续国开行等机构的专项借款和纾

困基金仍将持续加码，规模将持续提升。此外监管当局亦将给予商业银行更多的鼓励和支持，鼓励商业银行积极参与保交楼，从而推动保交楼工作的顺利进行。

二、需求端：政策应放尽放，边际效应逐步递减

1、刺激力度较弱，政策空间较小

在需求端，回溯 2022 年的需求端政策，我们认为整体的政策脉络基本延续了我们此前的论述（见稳增长观察：高经济增长目标之下，地产政策何去何从？），即监管当局仍将坚持“房住不炒”和“因城施策”的原则，控一线，拉二线，稳三四线，对地产市场进行精细化调控。

据不完全统计，超过 200 个城市进行了超过 500 次的政策放松。整体来看，政府的需求侧政策主要集中在“三限”政策的放松，即“限贷”“限价”“限购”政策上。在限购方面，以杭州为首的 30 余个城市放松了限购政策，调降了二手房或者外围的限购条件，部分三四线城市完全取消限购；在限贷方面，超过 100 座城市放松限贷政策，部分城市首套房的最低首付比例已降低至 20%，苏州等 50 城还调降了二套房的首付比例，促进改善型需求入场。此外，包括西安等城市放松了限价政策，给开发商释放了积极的信号，部分城市已实质性取消了二手房指导价政策，为二手房需求的释放进行松绑。

图表：“三限”政策放松的部分城市一览

限购放松	上海临港、广州南沙、北京台湖、郑州、福州、兰州、苏州、南京、杭州、长沙、沈阳、合肥、海口、成都、银川、大连、武汉、济南、太原、厦门、西安、宁波、青岛、天津、衢州、秦皇岛、无锡、绍兴、廊坊、佛山、中山、东莞、惠州、嘉兴、湖州、唐山、江门、九江、庆阳
限贷放松	重庆、郑州、南宁、兰州、昆明、贵阳、长春、沈阳、海口、银川、太原、济南、呼和浩特、西宁、苏州、福州、厦门、天津、杭州、菏泽、赣州、佛山、北海、防城港、准北、宜昌、张家口、绍兴、株洲、南阳、洛阳、连云港、上饶、岳阳、梅州、景德镇、钦州、阜阳、常州、南通、湘潭、驻马店、镇江、六盘水、安阳、遵义、肇庆、唐山、准南、雅安、温州蚌埠、秦皇岛、商丘、襄阳、汕尾、濮阳、鄂州、宝鸡、咸宁、瑞金、忻州、信阳、焦作、黄冈、三门峡、滁州、池州、承德、扬州、湛江、新余、无锡、惠州、长治、东莞、聊城、庆阳、阿勒泰、保定、白银、自贡、荆州、常熟、抚州市崇仁县、黄石市大冶市、河南省、临沂市营南县
限价放松	广州、天津、西安、南通、庆阳、东莞、

资料来源：亿翰智库

政策力度上，我们认为，尽管自 4 月份以来，中央多次在中央工作会议上强调支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，但整体上政策力度上相比于 2014-2015 年的政策宽松周期明显偏弱。支持政策的“弱”主要体现在以下几个方面：

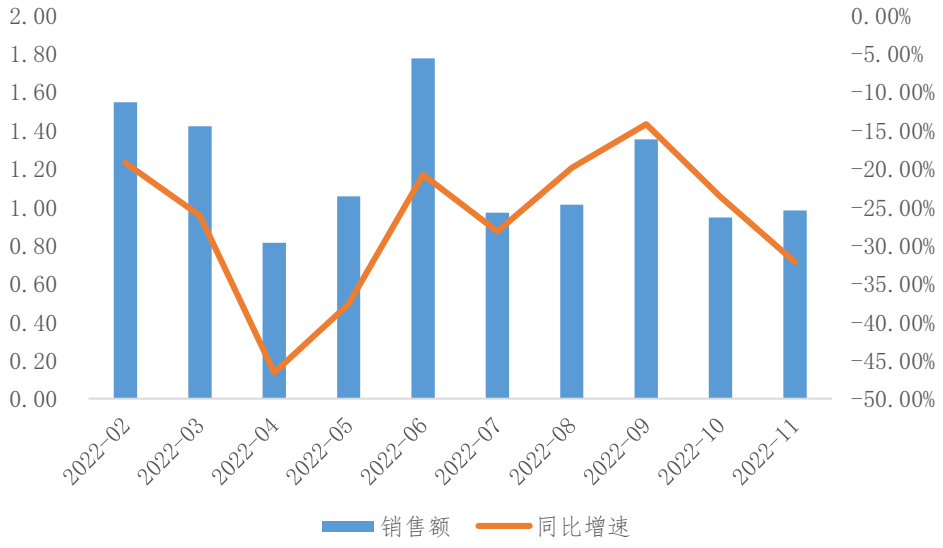
（1）**整体的调控政策不论如何宽松，均仍在“房住不炒”的大框架下推行**。而“房住不炒”更是直接列入党的二十大报告，成为了长期的国策。在“房住不炒”的大框架下，政策的宽松存在较为明显的上限和边界，难以像上一轮周期那样做到“应放尽放”。

（2）**推行政策放开的城市能级不高，带动效应弱。**从目前的“限贷”和“限购”政策来看，目前仅三四线城市和部分二线城市做到了全面放开。即便是我们此前寄予厚望的核心二线城市，如武汉的二环以内地区的限购政策仍未松动，这也决定了本轮的支持政策很难起到过去拉抬核心城市销售从而对周边城市起到的带动作用，全国整体的销售持续低迷。

（3）**本轮宽松政策推进缓慢而多犹豫，宣传力度弱。**尽管中央明确发文支持刚需和改善需求，但在“房住不炒”的强力约束下，各地在推行政策时均处于试探状态，试探政策的边界到底在哪里。一旦政策放开较为激进，则容易出现政策一日游。这也导致各地在推行支持政策时较为谨慎，政策推进缓慢。此外，为了避免出现较多的舆情，地方政府政策放开时往往并不公开宣布，而是等后续媒体进行间接的报道，这也在相当程度上削弱了政策放开的效果。

（4）**本轮支持政策的刺激效果差，销售持续低迷。**1-11 月，商品房销售额为 11.9 万亿元，商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比分别下降 26.6%和 23.3%，降幅较 10 月分别扩大 0.5 和 1 个百分点，整体销售的颓势依然明显。

图表：商品房单月销售额持续低迷（亿元）



资料来源：亿翰智库、choice

尽管 2022 年需求端政策的支持力度较弱，但近期中央经济工作会议提及“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”，部分人仍然对后续的政策放开和改善型的需求释放抱有期待。**我们认为，尽管后续的政策释放可能仍有空间，但需求端政策放开的后续空间可能不大。此外，和上一轮周期不同，本轮周期的杠杆率更高，经济环境更加恶劣，居民的预期也更差，这些因素都将削弱需求端政策放开的效果。**

具体来看，从最为关键的限贷政策来看，除个别城市外，其他城市的限贷政策均已放开，做到了应放尽放。以核心二线城市中，城市基本面相对较好的杭州为例，杭州在 2022 年 11 月回归“认房不认贷”：为改善居住条件贷款购买第二套住房的家庭，最低首付为四成。此外，2022 年 12 月，杭州公积金贷款二套房最低首付由 60%下调为 40%，至此杭州的商业贷款和公积金贷款均已放开，释放改善型需求入场。此外，像南京、苏州这样的核心二线城市均已放开了限贷政策。截至目前，仅一线城市未放开限贷政策。我们认为，首套房和二套房首付比例全国档的下限（“2334”）较难突破，另外，考虑到北京、上海等一线城市目前新房的去化状况相对较好，放开的可能性较小，这也意味着整体限贷政策放松的空间较小。

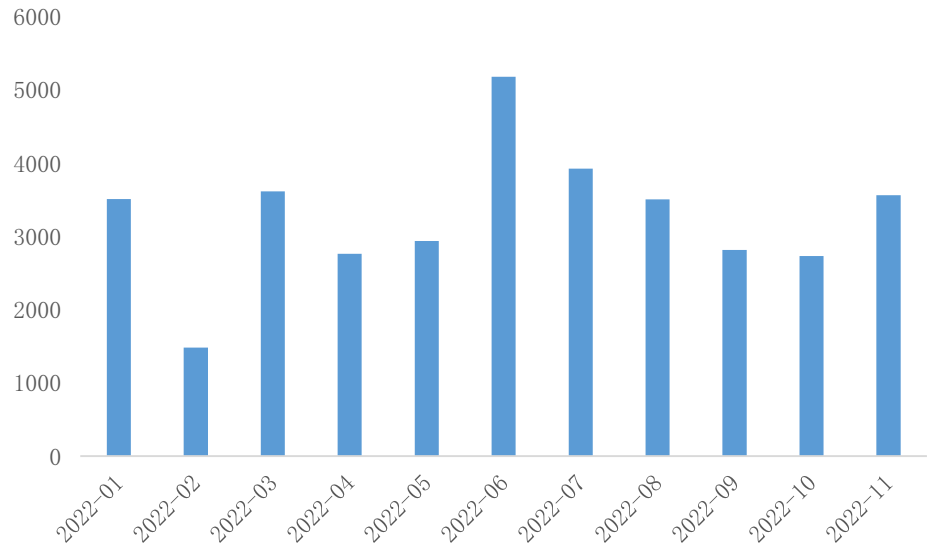
相对于限贷政策，我们认为未来限购政策的调整可能有一定的空间，但空间已经相对不大。从目前的限购政策来看，目前仅部分核心二线城市和一线城市未完全放开限购政策。考虑到近期，南京已宣布外地人购房无需社保，且部分主城区域限购有所松动。我们预计限购政策将持续调整，后续二线城市的限购政策可能将全部松绑，一线城市部分非核心区域（如上海临港等）的限购政策亦可能会进行部分调整。

2、宏观环境恶劣，地产调控政策放开后效果弱化

在当下的市场环境和“房住不炒”的约束下，传统的“三限”政策空间有限，且作用可能也相对有限。考虑到新房市场的滞后性，我们以较为市场化的杭州二手房市场为例，杭州在 2022 年 5 月份曾推出新政允许购房者落户即可买二手房，且对无杭州户籍的购房者的社保要求也进行了相当程度的放松，力度不可谓不大。但是从后面的实际效果来看，效果不尽如人意。

根据统计，2022 年 6-11 月，杭州共成交住宅 21692 套，同比下滑 6.52%。从趋势上来看，在经历了 6、7 月份的成交井喷后，杭州成交规模迅速下滑至月均约 2000-3000 套的成交水平，和 2021 年的成交水平大致相若。此外，和不温不火的成交对应的是节节攀升的挂牌规模。根据链家挂牌数据，杭州的挂牌房源从 6 月的 71361 套升至 11 月的 82565 套，楼市仍然远谈不上回暖。

图表：杭州二手房成交在政策推出后持续回落（套）



资料来源：亿翰智库、choice

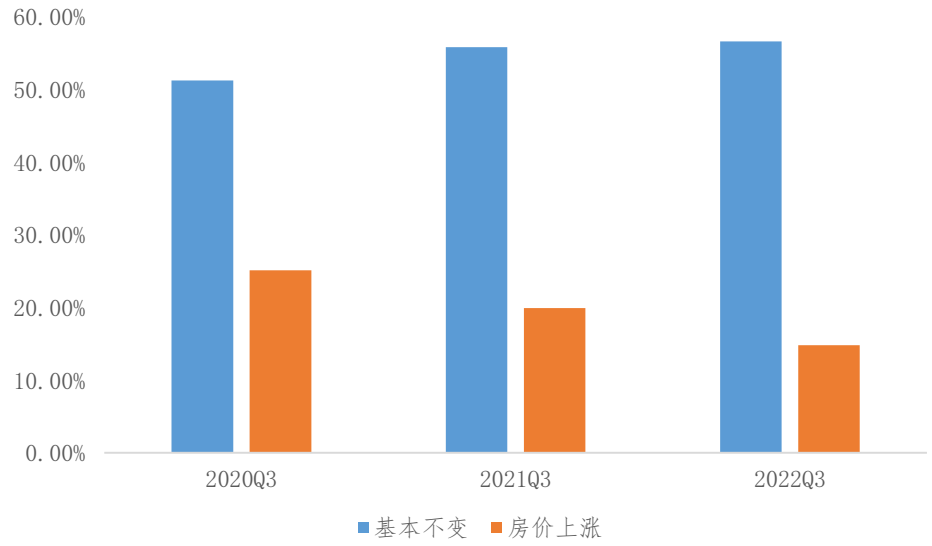
那么，为什么限购限贷这些此前政府“屡试不爽”的政策工具，在本轮周期的效果都明显削弱了呢？一般而言，居民买房的行为除了受买房资格限制，还受买房意愿和买房能力影响。**我们认为，本轮政策的效果不彰，是买房意愿低和买房能力弱共同作用下的结果。**首先，当前居民买房的意愿较弱，根据央行的调查，仅 17.1%的居民将在未来三个月增加购房支出，同比下滑 2.1 个百分点。关于购房意愿弱，我们认为主要有以下几点原因：

第一，限购限贷政策，本质上都是过去快速城镇化阶段，供给不足的产物，可能已渐渐的不适应于当前的形势。过去 30 年，我国的城镇化水平快速提升，从 1992 年的 27%上升至 2022 年的 64%，城镇化水平快速提升，大量农民进城安家，住宅供不应求。在需求旺盛的阶段，“限购”“限贷”政策能够有效的调节需求，毕竟需求一直存在。而随着住宅的大规模建设，2019 年我国的套户比已达 1.1，我国在总量上已经渐渐进入了“不缺房”的状态。在居民在总量上普遍已经不再缺房的大背景下，整体的实际需求相对走弱。这也意味着即便放开需求的“水龙头”，需求也很难像此前那样呈现“井喷”的状态。

第二，经过长时间的政策调控和“房住不炒”的深入人心，“房价永远涨”的预期已经在相当程度上扭转，这也在相当程度上削弱了居民的购房意愿。从历史趋势看，房地产贷款增速与住宅价格增速基本保持同步周期。2022 年 11 月百城住宅价格的环比增速已经降至-0.06%的低位，连续 5 个月环比增速为负，相应住房交易规模也处于低位。从某种意义上来说，住房价格的变动在很大程度上影响居民贷款购房的意愿。但和上一轮周期不同，本轮周期居民经历了长时间的地产调控后，“房价永远涨”的预期已经在相当程度上扭转。根据城镇储户问卷调查，2021 年 Q3 和 2022 年 Q3，分别有 55.80%和 56.60%的居民预期为房价基本不变，19.9%和 14.80%的居民预期房价将“上涨”。而反观上一轮周期的 2013 年 Q3，预期房价上涨的居民比例高达 35.8%。这也意味着经过长期的政策调控，居民对房价上涨的预期

较低。

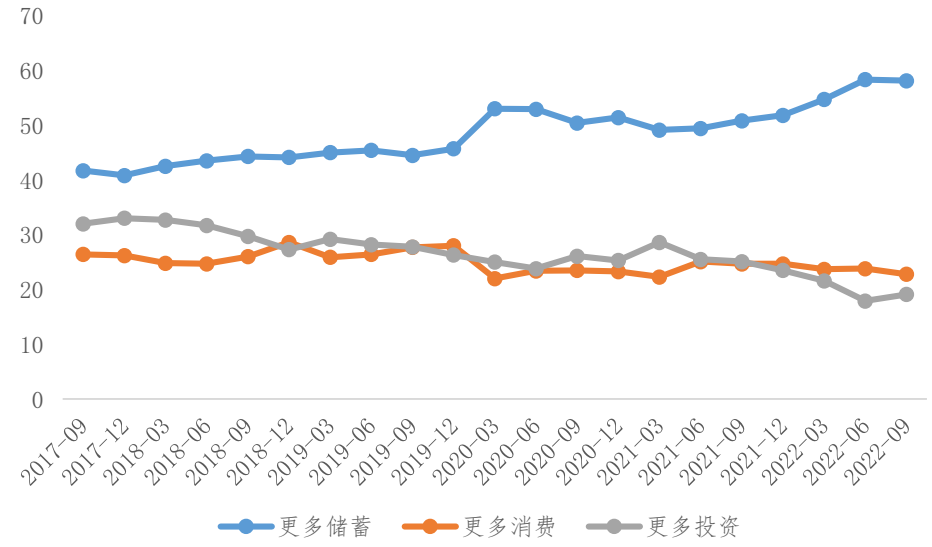
图表：预期房价基本不变的居民比重持续提升



资料来源：亿翰智库、镇储户问卷调查报告

第三，在疫情的持续冲击和宏观经济走弱的大背景下，居民对于未来的预期较为悲观，决策更加保守，因此紧缩各类消费支出，消减债务。截至 2022 年 Q3，居民未来收入信心指数为 46.5%，为近 5 年以来的低点，仅略好于疫情肆虐的 2020 年一季度，居民对于未来收入的预期较差。而在较为悲观的收入预期下，居民“紧缩”的动作较为明显。根据调查，58.10%的居民将增加储蓄，而选择增加投资的人仅占 19.10%，同样为近 5 年的低点。而在上一轮周期的 2014 年 Q3，选择增加投资的居民比重高达 36.00%，而选择增加储蓄的人仅占 18.00%。如此来看，本轮周期居民的未来预期和行为决策和上一轮截然不同，风格明显更趋保守。

图表：自 2017 年以来，居民投资行为日趋保守（%）



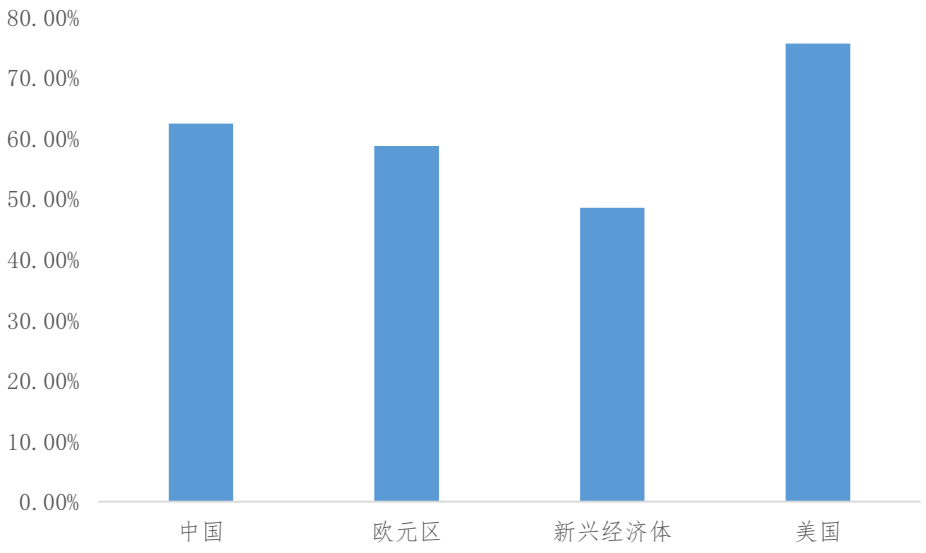
资料来源：亿翰智库、城镇储户问卷

此外，我们还观察到，居民的决策行为的转变并非一蹴而就的突发行为，而是长期的过程。实际上，自 2017 年以来，选择增加投资和储蓄的比重呈现出明显的“此消彼长”的趋势，而疫情只不过为这一过程按下了“加速键”。**我们认为，随着我国经济增长动能的逐渐走弱和不确定性的增加，居民投资和消费行为的“保守化”可能已成为长期趋势，这也意味着我国居民投资的意愿可能会长期偏弱。**

除了消减投资和增加储蓄，对地产更为直接相关的是居民的消减债务的行为。大量居民提前偿还其房地产按揭贷款。根据平安证券的预估，2022 年前三季度个人按揭贷款提前偿还的金额约 0.8-2.2 万亿，规模庞大。而在整体决策日趋保守的情况下，加杠杆买房的意愿明显偏弱。

在购房的能力上，居民的整体购房能力实际上相对于过去已经相对偏弱。一方面，经过了多年持续的加杠杆，我国居民的杠杆水平已经相对较高，加杠杆的空间不大。2022 年三季度，居民部门杠杆率达到了 62.4%。已经连续 9 个季度在 62%的水平左右微幅波动，处于高位。尽管我国居民杠杆率较美国 75.60%的水平仍有距离，但已高于欧元区 58.70%和包括中国在内的新兴经济体 48.50%的水平，整体杠杆率已处于相对高位。此外，和其他主要经济体不同，我国的居民杠杆率近年增长较快。居民杠杆率从 2011 年的 29.87%上升至 62.40%，10 年整体杠杆水平翻了超过 1 倍，增长较快。整体来看，尽管我国居民杠杆率仍在合理区间，但整体上已处于相对高位，且增长速度相对较快，加杠杆的空间相对偏小。

图表：我国居民杠杆率与其他经济体的对比



资料来源：亿翰智库、BIS

而在另一方面，尽管居民整体杠杆水平尚可，但整体收入增速下滑明显，而且由于我国

各类人群的杠杆水平差异较大，仍需警惕居民杠杆过高的风险。截至 2022 年 Q3，我国城镇居民可支配收入达 37482 元，同比仅增长 4.27%，增速较为缓慢。此外，如我们此前所述，就收入处于后 50%的家庭而言，其收入用于偿还利息的难度较大，一旦收入下滑或者房价下跌，其存在较大的断供风险。此外，低收入群体往往更多从事高接触类行业，这也是导致这部分群体受到疫情的冲击更为剧烈，存在一定的断供风险。

整体来看，我们认为，造成居民需求端相对疲软的原因并不在于房地产本身，而更多的与当下的宏观大环境有关，这也意味着需求端的后续政策的作用可能相当有限，政策发力的重点更多的将集中在供给端。一方面的“房住不炒”的约束下，后续的政策空间有限；而另一方面，在当下需求转弱、预期转弱的大环境下，居民加杠杆买房的意愿和能力都相对偏弱，后续需求端的政策的作用可能将相当有限。而在供给端，无论是“保交楼”还是“稳主体”，政府手中的工具箱均较为丰富，且效果亦相对可观。因此，在地产政策方面，我们认为，政府更可能在“供给端”持续发力，通过开放 REITs 融资、给予财政补贴等方式，“稳主体，保交楼”。

此外，我们观察到不仅仅是居民部门出现了“去杠杆”的迹象，非金融企业部门也出现了“去杠杆”的情况。尽管近年融资成本持续下降，但其主动融资的意愿都不强；即使出现了收入和利润的短暂上升，也只会进一步加快还本付息的速度，降低负债，而不会增加投资，这也是典型的“资产负债表衰退”的迹象。**我们认为，在当下的时空背景下，信心比黄金更加珍贵。**目前的当务之急在于通过扩大政府支出、优化疫情管控政策等方式，提高企业营业收入和居民可支配收入，稳住市场预期，避免出现因投资、信心不足而出现的自我强化式的衰退。此外，政府应积极通过尽快确认不良债务等方式，完成市场出清，并通过扩大政府支出等方式，修复私营企业的资产负债表，从而推动整体经济的逐渐回暖并实现房地产市场的“软着陆”。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。