

房地产融资放开深度报告

房地产融资放开对金融资源的挤出效应

房地产行业融资限制放松之后，房地产企业融资需求上升，对银行体系和资本市场的流动性都将造成挤出影响。在房地产融资增加的支撑下，2023年信用扩张的速度或维持在偏高水平，为满足实体经济融资需求，防止房地产融资挤出其他实体经济部门融资总额，不排除央行货币政策继续放松的可能。我们预估2023年房地产投资增速3.58%，商品房销售额增长14.5%。

- 房地产融资政策从收紧到放松，影响时间主要集中在2021年和2022年，是以筹资现金流量为起始，以房地产企业为核心，间接对居民部门存款、贷款，以及政府部门土地出让金、负债产生影响的过程。
- 以上市住宅地产开发公司为例，房地产融资收紧没有显著改善房地产行业依据“三条红线”的分档情况，但一定程度上加大了行业内部分化。现金流量表中，筹资活动现金流受影响最早，2022年经营活动现金流开始大幅收缩。
- 房地产融资受限的影响，主要通过居民的商品房消费行为，传导至居民部门的资产和负债端。2023年居民购房需求较大概率将回升。
- 房地产企业受融资限制和销售疲弱的影响，减少土地购置和房地产开发投资，直接减少了地方政府土地出让金收入和税收来源，同时地方政府为维持财政支出力度，被迫提高负债额度。
- 预计2023年房地产行业整体呈现复苏趋势。我们预计房地产固定资产投资累计同比增长3.58%，土地购置费4.73万亿元，施工面积同比下降4.14%，新开工面积同比增长12.28%，竣工面积同比增长15.5%，房地产销售额达到15.26万亿元，同比增长14.5%，较2018年略高仍低于2019年水平，金融机构新增房地产贷款5.5万亿元，新增个人中长期贷款5.22万亿元。
- 对资本市场的影响，体现在房地产行业融资量的方面较小，可能受到潜在影响的是在价格方面。考虑到房地产融资放宽之后，房地产行业投资限制和融资主体信用评级两方面可能改善，因此相较于其他行业，风险收益比高的地产债可能吸引更多机构投资者资金净流入，但在资产相对稀缺的情况下，对债市收益率整体影响也相对有限。房地产行业修复对银行机构的影响更为直接，体现在资产端的信贷和负债端的个人存款上，特别是银行的资产端，新增房地产信贷和个人中长期贷款融资规模，不仅推升总资产规模，同时可能挤出对其他非金融机构债权融资需求，也存在抬高非金融机构债权融资成本的可能。
- 2023年央行货币政策还是易松难紧：一是紧盯银行间市场流动性变化，特别是在季末等重要时点，利率波动可能放大；二是银行金融机构对央行的结构性货币政策工具依赖性增强，可能导致央行资产负债表在2023年扩张幅度加大；三是关注实体经济融资成本保持基本稳定，防止在固定资产投资增速走高的情况下财务成本压力加大。我们认为央行3月降准0.25个百分点之后，年内仍有降准降息的空间。
- **风险提示：**全球通胀回落速度偏慢；美联储货币政策锚点放弃通胀，转向稳经济；欧美金融风险影响范围和程度扩大；全球新冠疫情发展不确定；乌克兰危机前景不明。

相关研究报告

《1-2月工业企业利润数据点评》20230327
 《信用债成交额走高，新发债利率上行》
 20230327
 《大类资产交易周报》20230327

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

房地产融资政策变化和影响.....	5
房地产融资政策变化.....	5
政策变化的影响.....	5
对房地产企业的影响.....	8
上市住宅地产开发公司分档情况变化.....	8
上市住宅开发公司现金流量表变化.....	8
房地产固投资金来源的拐点.....	10
总结：房地产融资受限后相关数据及增速转负拐点时间.....	12
对居民部门的影响.....	14
居民消费和购房行为变化.....	14
居民储蓄和贷款变化.....	15
对政府部门的影响.....	17
对政府收入的影响.....	17
对地方政府负债率的影响.....	17
对金融资源的挤出影响.....	19
房地产融资额有望显著增长.....	19
银行资产负债表波动可能加大.....	21
2023 年房地产投融资相关数据预估.....	22
结论.....	25
风险提示：.....	26

图表目录

图表 1. 房地产融资政策产生的主要影响.....	6
图表 2. 房地产固定资产投资增速快速下降.....	7
图表 3. 地方政府土地出让金收入同比大幅回落.....	7
图表 4. 房地产贷款余额增长停滞.....	7
图表 5. 居民存款增量同比高增.....	7
图表 6. 84 家上市住宅地产开发公司分档情况.....	8
图表 7. 2022 年三季报相较 2020 年年报 84 家上市住宅地产开发公司分档变化情况.....	8
图表 8. 84 家上市住宅地产开发公司现金流量整体变化.....	9
图表 9. 经营活动主要项目现金净流量.....	10
图表 10. 投资活动主要项目现金净流量.....	10
图表 11. 筹资活动主要项目现金净流量.....	10
图表 12. 房地产固投主要资金来源当月同比增速变化.....	11
图表 13. 房地产投资资金来源占比结构变化.....	11
图表 14. 商品房销售额当月同比增速.....	11
图表 15. 土地购置费增速的拐点早于房地产实际投资增速拐点.....	12
图表 16. 新开工面积对资金紧张较为敏感.....	12
图表 17. 房地产融资受限后相关数据及增速转负拐点时间.....	13
图表 18. 居民人均消费增速较低但收支差同比高增长.....	14
图表 19. 当季居民居住消费支出同比增速逐渐下行.....	15
图表 20. 居住消费的边际消费率仍有回升可能.....	15
图表 21. 居民购房受房价波动影响较大.....	15
图表 22. 居民居住现金消费与现金收入消费剩余增速变化.....	16
图表 23. 居民中长期贷款变化影响个人存款波动.....	16
图表 24. 2022 年地方财政收入增速明显落后.....	17
图表 25. 2016 年-2022 年土地出让金和房地产五大税种累计同比增速.....	17
图表 26. 地方政府债务余额增速.....	18
图表 27. 最近三年地方政府债务率.....	18
图表 28. 2022 年新增专项债投向占比.....	18
图表 29. 截至 2022 年 11 月新增一般债投向占比.....	18
图表 30. 股权融资自 2020 年后大幅收紧.....	19
图表 31. 债券融资规模整体相对稳定.....	19
图表 32. 2022 年金融机构新增房地产贷款大幅下降.....	19
图表 33. 关注 2023 年土地购置费和施工面积.....	20
图表 34. 2022 年净停工面积创新高.....	20
图表 35. 2015 年以来单位面积施工费用同比与 PPI 相似.....	20
图表 36. 房地产实际投资资金来源中国内贷款占比有望回升.....	21

图表 37. 2022 年 12 月其他存款性公司资产负债表.....	21
图表 38. 其他存款性公司资产端主要项目占比变化.....	22
图表 39. 其他存款性公司负债端主要项目占比变化.....	22
图表 40. 新开工、竣工净停工面积的历史规律.....	24
图表 41. 房地产固投资资金来源和投资额的关系.....	24
图表 42. 商品房销售和个人按揭的历史数据.....	24
图表 43. 预测新增房地产销售和新增个人中长期贷款.....	24

房地产融资政策变化和影响

房地产融资政策由紧及松，影响时间主要集中在 2021 年和 2022 年，是以筹资现金流量为起始，以房地产企业为核心，间接对居民部门存款、贷款，以及政府部门土地出让金、负债产生影响的过程。

房地产融资政策变化

房地产融资政策收紧的两个文件。房地产融资收紧有两个代表性政策，一是“三条红线”政策，二是房地产贷款集中度管理政策。“三条红线”早在 2020 年 8 月 20 日就已经正式开始商谈相关举措，相关方包括人民银行以及住房和城乡建设部，所谓“三条红线”，是指 2021 年起住建部对房地产开发商融资提出的三个标准：（1）剔除预收款后的资产负债率不超过 70%；（2）净负债率不超过 100%；（3）现金短债比不小于 1，根据“三条红线”的触线情况，房企被分为“红、橙、黄、绿”四档，不同档位的房企执行不同的借债标准。另一个则是 2020 年 12 月 28 日央行、银保监会发布《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》，分五档设定房地产贷款以及个人住房贷款占比上限，具体来看，银行业机构分为中资大型银行、中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行五档，房地产贷款占比上限分别为 40%、27.5%、22.5%、17.5% 和 12.5%，个人住房贷款占比上限则分别为 32.5%、20%、17.5%、12.5% 和 7.5%，针对占比超出管理要求的金融机构，监管机构分别设置了业务调整过渡期。

房地产融资政策放松的标志。2022 年 11 月 23 日，央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，要求保持房地产融资合理适度，根据《通知》内容，放松房地产行业融资主要包括房地产开发贷款、个人住房贷款、建筑企业信贷、债券融资稳定，以及各类贷款和融资合理展期等方面，政策重点在于保交楼和房企纾困。以“房地产 16 条”出台为代表，2022 年年底房地产行业股权、债券、信贷融资三支箭均得到放松。至此，持续约两年的房地产行业融资收紧政策阶段性结束。

以央行、银保监会发布的前后两个文件时间为依据，融资政策收紧对房地产产生的影响主要集中在 2021 年和 2022 年。

政策变化的影响

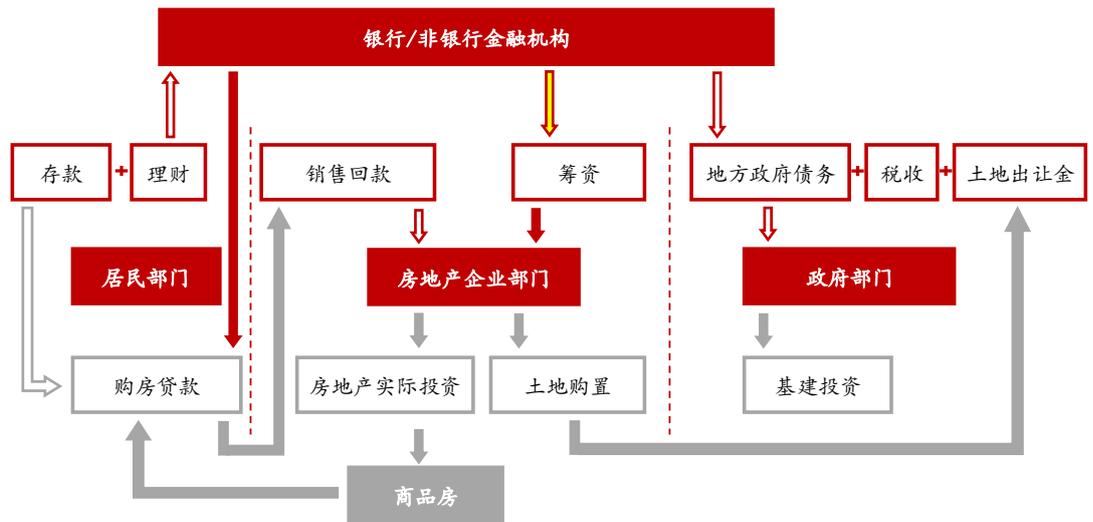
从经济部门看，影响企业部门、政府部门和居民部门。房地产产业链较长，不仅在上下游分别涉及政府部门和居民部门，在生产经营过程中也对上游建材原料行业和下游房地产后周期消费等行业产生较大影响，从简化的逻辑关系分析，我们仅关注上下游相关部门。

房地产企业部门受影响最为直接，筹资活动受限之后，企业流动性首先受到负面影响，为打通三条红线的融资限制，降低负债率是房地产企业的第一步，加大销售回款力度成为房地产企业应对融资收紧政策的首选，但销售回款的速度不仅受房地产生产经营周期的影响，还受到市场环境的影响，如果筹资收紧的速度超过销售回款的速度，房地产企业部门流动性快速紧张，将影响到商品房生产和土地购置等活动。

政府部门主要通过税收和土地出让金收入两个渠道受房地产部门波动的影响。房地产企业部门流动性紧张对企业盈利、房地产投资和土地购置都有不同程度的负面影响，进而导致地方政府税收和土地出让金等收入下滑，为弥补财政收入的缺口，政府部门通常采取增加地方政府债的方式，支撑地方政府支出，但此举会提高政府债务率，给经济持续健康发展留下隐患。

居民部门主要通过商品房销售环节受影响。主要影响包括两方面，一是房地产企业加速销售回款，导致商品房供给端出现供给量或价格波动，二是金融机构收紧个人房贷，影响需求端实际购买力。从结果来看，商品房销售额下降的情况下，居民部门资产负债表扩张速度变慢，同时结构发生显著调整，资产端现金类资产占比上升，大宗不动产类资产占比下降。进一步看，居民现金类资产总额上升，一方面反应为存款类金融机构负债端个人存款上升，另一方面可能增加投向资本市场。

图表 1. 房地产融资政策产生的主要影响



资料来源：中银证券

从月度经济数据看，房地产融资政策收紧的影响体现在房地产固定资产投资、地方政府财政收入、房地产贷款以及居民存款等方面。

房地产固定资产投资同比增速大幅下滑。从固定资产投资完成额看，2020年由于疫情冲击对经济产生结构性影响，房地产固定资产投资完成额在固定资产投资完成额中占比27.26%，创下历史新高，2021年虽然房地产融资已经收紧，但在生产周期和经营惯性影响下，房地产固定资产投资额占比仅小幅下滑至27.11%，2022年大幅下滑至23.23%。从累计同比增速看，2021年房地产固定资产投资累计同比增长4.4%，增速较2020年的7.0%大幅下滑，但与固投整体增速4.9%接近，房地产固定资产投资累计同比增速转降的拐点出现在2022年4月，累计同比增速大幅下滑至-2.7%，2022年全年累计同比增速为-10%。从当月同比增速看，房地产固投增速转降的时点明显提前，2021年8月房地产固定资产投资增速0.3%，9月转为-3.5%，并在12月同比增速大幅下滑至-13.9%。

地方政府土地出让金收入持续回落。土地出让金收入一直是地方政府财政资金的重要来源，2019年之前土地出让金收入与地方本级财政收入比例一般在70%以下，仅在2019年达到71.7%，但疫情冲击导致经济发展受阻，直接影响地方财政收入水平，因此2020年土地出让金收入与地方本级财政收入比例冲高至84.0%，此后随着经济逐渐复苏和房地产融资政策收紧两方面影响，2021年和2022年土地出让金比例逐步回落至78.4%和61.4%。从累计同比看，2021年土地出让金累计同比增长3.5%，虽然累计同比增速从2021年9月就降至个位数，但转降是在2022年2月；当月同比增速虽然受2021年2月自然资源部要求22个重点城市住宅用地实现“两集中”影响较大，但仍能看到2021年8月土地出让金收入同比增速转为-17.5%，此后一直维持同比下降趋势。

房地产相关贷款余额增量停滞。房地产相关贷款包括房地产贷款和个人购房贷款，均为季度数据，其中房地产贷款余额数据自2005年以来维持年均正增长，但从季度增量来看，自2020年底房地产融资收紧之后，2020年四季度房地产贷款余额当季增量仅为7500亿元，远低于2016年-2020年三季度期间每季增量接近1.5万亿水平，并且在2022年的二季度和四季度房地产贷款余额分别下降1100亿元和1300亿元。个人购房贷款当季增量下行拐点略滞后，出现在2021年二季度，但也在2022年四季度下降1100亿元，另外自2011年相关数据发布以来，个人购房贷款当季增量均低于房地产贷款当季增量，但自2020年四季度开始，个人购房贷款当季增量出现持续高于房地产贷款当季增量的情况，也表明金融机构在同时收紧房地产贷款和个人购房贷款的同时，对房地产贷款收紧的速度更快。

居民存款季度增量同比高增。从当季新增同比变化的角度看，2012年以来居民存款和居民贷款都表现为周期性波动的特点，其中居民贷款增量同比增加的时期分别为2012年三季度至2013年三季度，2015年二季度至2017年二季度，以及2020年二季度至2021年一季度，居民存款增量同比增加的时期分别为2018年三季度至2019年二季度，以及2022年全年。从历史规律看，即便是2018年之后，居民存款和贷款季度增量同比之间也不存在稳定的负向关系，比如2020年二季度居民存款和贷款同时高增，但是**2021年二季度**之后居民贷款季度增量同比大幅下降之后，**2022年一季度**开始居民存款增量同比大幅上升，二者之间可能存在一定相关性。

综上，从经济数据拐点的时间表现看，2020年8月三条红线政策发布、12月房地产融资政策收紧之后：2020年四季度已经体现在**房地产贷款余额增量**大幅下降里，2021年二季度**个人购房贷款当季增量**出现下行拐点，2021年8月**土地出让金当月同比增速**转负，2021年9月**房地产固定资产投资当月同比增速**转负，2022年一季度**居民存款增量**同比大幅上升。

图表 2. 房地产固定资产投资增速快速下降



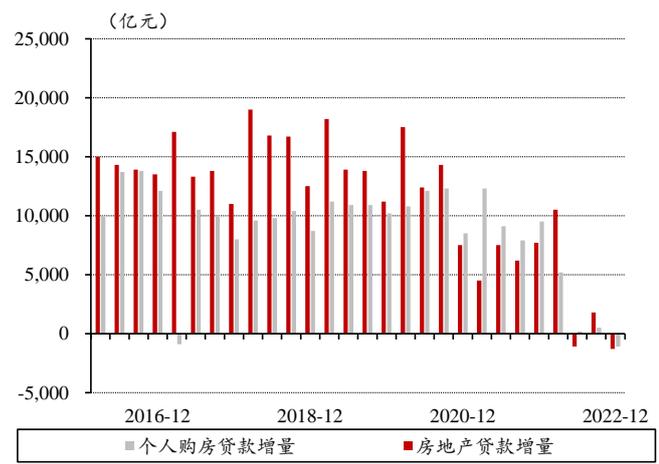
资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 地方政府土地出让金收入同比大幅回落



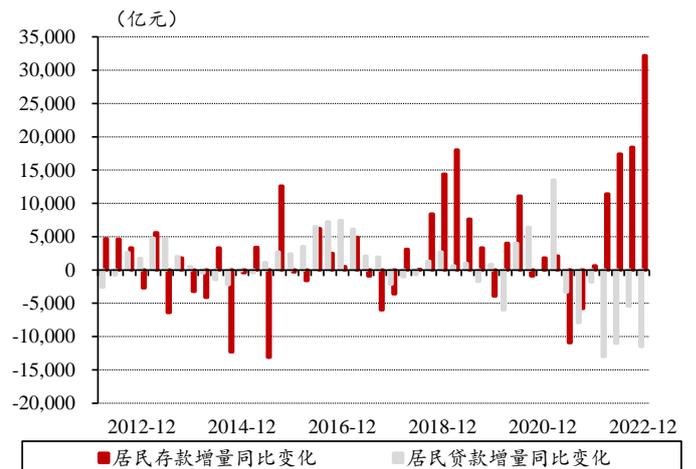
资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 房地产贷款余额增长停滞



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 居民存款增量同比高增



资料来源: Wind, 中银证券

对房地产企业的影响

房地产融资收紧没有显著改善房地产行业依据“三条红线”的分档情况，但一定程度上加大了行业内部分化。以上市住宅地产开发公司现金流量表为例，筹资活动现金流受影响最早，2022年经营活动现金流开始大幅收缩。

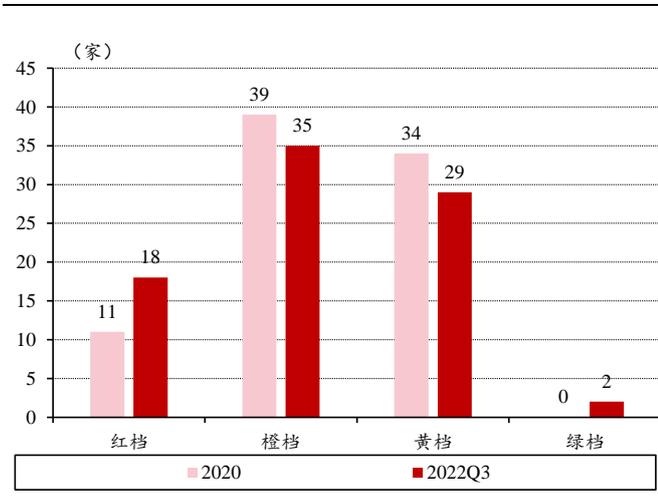
上市住宅地产开发公司分档情况变化

2020年84家上市住宅地产开发公司多为橙档和黄档。根据申万行业分类，在剔除ST和B股公司之后，目前上市公司中共有84家住宅地产开发公司，根据这84家公司2020年财务数据分析，处于橙档的公司39家，数量最多，其次是黄档34家，红档11家，没有公司处于绿档。从三条红线角度看，净资产负债率偏高的公司77家，净负债率偏高的公司41家，现金短债比偏低的公司27家。

2022年三季度84家上市住宅地产开发公司仍多为橙档和黄档。根据2022年三季度财务数据分析，处于橙档的公司35家，处于黄档的公司29家，处于红档的公司18家，处于绿档的公司2家。相较2020年，绿档公司增加2家，橙档公司和黄档公司数量分别减少了4家和5家，但是红档的公司增加了7家。

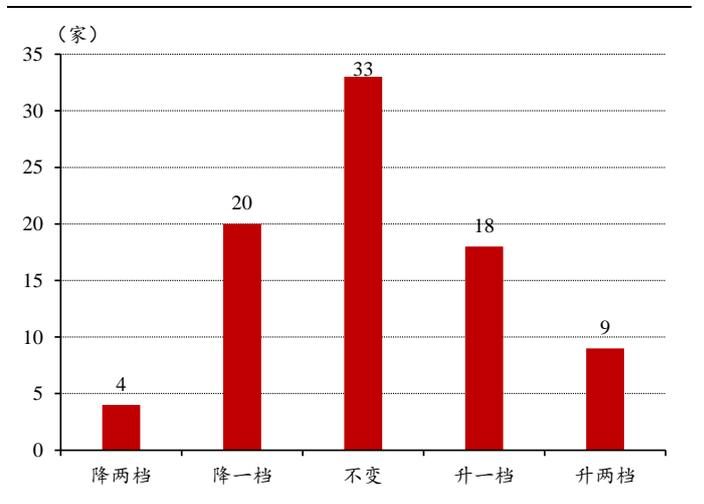
整体来看，以三条红线为标志，上市住宅地产开发公司的财务健康状况没有发生显著改善。对比2022年三季度和2020年年报财务数据看，84家上市住宅地产开发公司中，升两档的公司有9家，升一档的公司有18家，降一档的公司20家，降两档的公司4家，分档不变的公司33家。我们认为三条红线政策落地两年内，上市住宅地产开发公司的财务状况发生两个变化，一是行业整体财务状况没有显著改善，分档情况也没有整体提高，二是上市公司分档出现结构性分化，红档公司数量明显上升。

图表 6. 84家上市住宅地产开发公司分档情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 2022年三季度相较2020年年报84家上市住宅地产开发公司分档变化情况



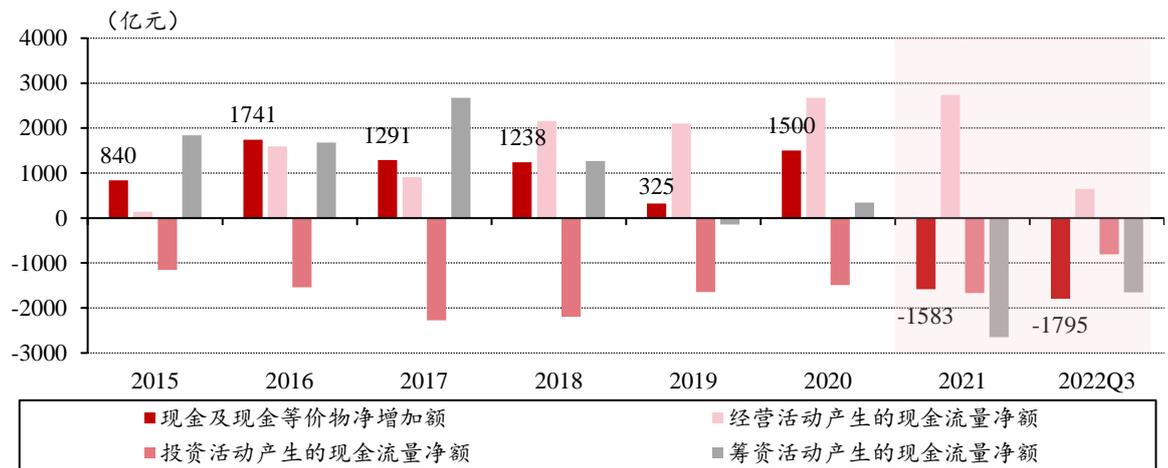
资料来源: Wind, 中银证券

上市住宅开发公司现金流量表变化

房地产融资受限之前，上市住宅地产开发公司现金流持续净流入。2018年-2020年期间，84家上市住宅地产开发公司现金净流入额分别为1238亿元、325亿元和1500亿元，虽然波动较大，但整体处于持续净流入状态。从分项看，经营活动产生的现金净流入额维持在2000亿元以上，投资活动产生的现金净流出额一般在1500亿元以上，筹资活动产生的现金流量净额波动较大，2018年净流入额超过1200亿元，但2019年和2020年大幅下降至-139亿元和342亿元。2018年-2020年期间住宅地产开发公司的现金流量特征向前延伸至2015年依然可以得到印证，表明融资受限之前，住宅地产开发公司的经营现金流保持净流入状态，筹资现金流能够维持净流入、或能够基本平衡，现金流量表整体保持净流入状态。

房地产融资受限之后，上市住宅地产开发公司现金流大幅下降。2020 年底房地产融资受限之后，2021 年上市公司现金流净流出 1583 亿元，2022 年前三季度现金流净流出较 2021 年进一步扩大至 1795 亿元，相较 2020 年及之前，上市住宅房地产开发企业现金流处于较为异常的状态。从结构看，2021 年经营活动现金净流量较 2020 年有所上升达到 2736 亿元，并成为 2015 年以来最高水平，但 2022 年三季度大幅下降至 650 亿元；投资活动现金净流出在 2021 年小幅增加，但 2022 年三季度大幅下降；筹资活动现金净流量变化最为明显，2021 年净流出 2648 亿元，2022 年三季度净流出幅度收窄至 1655 亿元。

图表 8.84 家上市住宅地产开发公司现金流量整体变化



资料来源：Wind，中银证券

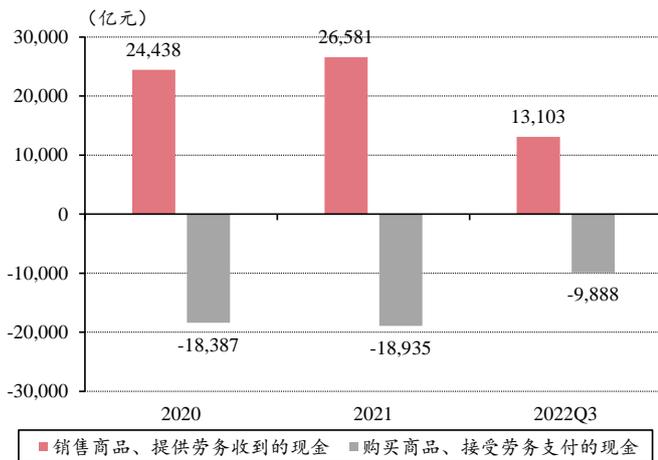
经营活动现金流方面，销售商品、提供劳务收到的现金在 2021 年有所上升，但在 2022 年三季度大幅下降，购买商品、接受劳务支付的现金在 2021 年表现相对平稳，但在 2022 年三季度明显收窄。上市住宅房地产开发公司 2021 年的经营活动主要聚焦销售回款，商品房建设支出尚未受到影响，但 2022 年前三季度商品房销售支出大幅缩水，同时土地购置和商品房建设支出也出现明显下降。

投资活动现金流方面，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金逐年下降，但投资支付的现金下降幅度更大，相较之下取得子公司及其他营业单位支付的现金净额表现相对平稳。上市住宅房地产开发公司的投资活动在 2021 年已经出现明显收缩，其中收缩幅度最大的就是收购活动，一定程度上表明房地产企业扩张的速度明显放缓。

筹资活动现金流方面，主要净流入项目是取得借款收到的现金，主要净流出项目是偿还债务支付的现金，2021 年借款较 2020 年少增 2684 亿元，是筹资活动现金净流入转负的主要原因，同年偿还债务支付的现金变动不显著，是筹资现金流下降的主要原因；2022 年三季度借款较 2021 年进一步下降 5090 亿元，但偿债现金净流出额也降至 2021 年的 56%，股利和利息等支出也降至 2021 年的 56%，由于筹资流入和流出均较 2021 年有所下降，因此 2022 年前三季度筹资现金流净流出额度下降幅度较 2022 年有所收窄。除此之外，筹资现金流流入方面，股权融资和债券融资额，在 2021 年和 2022 年前三季度中均维持增量净下降趋势，表明房地产融资收紧同时体现在信贷、股权和债券等渠道上。

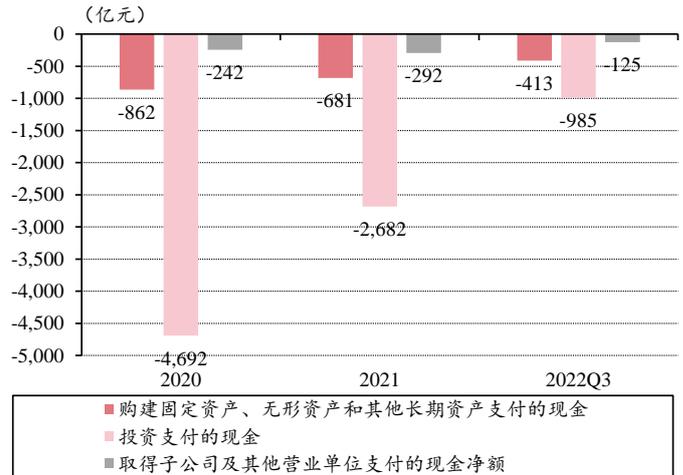
综合来看，2021 年 84 家上市商品房开发公司贷款已经收紧（取得借款收到的现金较 2020 年下降），但还款规模尚未提高（偿还债务支付的现金较 2020 年小幅下降 90 亿元），房地产公司缓解现金流紧张的办法有两个，一是放缓投资扩张（投资支付的现金较 2020 年大幅下降），二是努力提高销售回款（销售商品、提供劳务收到的现金较 2020 年上升），此时现金流紧张尚未影响到商品房投资生产活动（购买商品、接受劳务支付的现金较 2020 年小幅上升）；2022 年前三季度，房地产公司经营情况发生较大变化，主要体现在几个方面，一是资金融入收缩的幅度加大，并且同时体现在贷款、债券和股权融资三方面，二是销售回款大幅下降，在主要现金净流入项目收缩的情况下，房地产公司进一步放缓了投资扩张，同时开始影响到商品房投资生产活动。

图表 9. 经营活动主要项目现金净流量



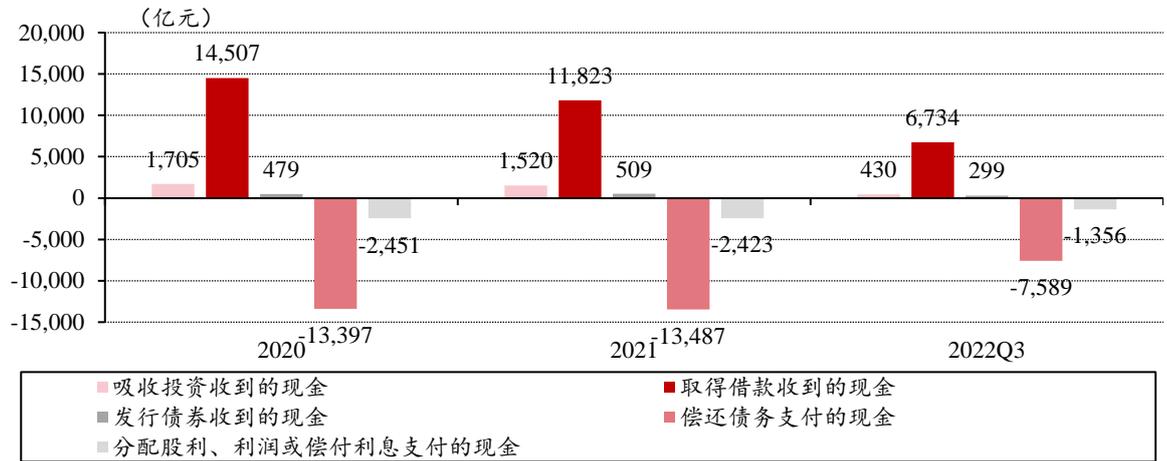
资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 投资活动主要项目现金净流量



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 筹资活动主要项目现金净流量



资料来源: Wind, 中银证券

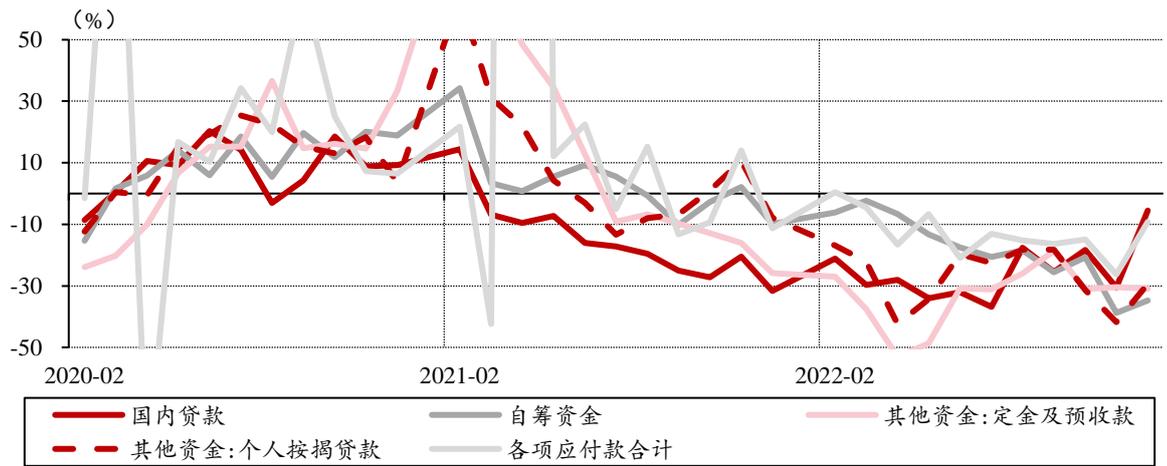
房地产固投资金来源的拐点

房地产固定资产投资资金来源累计同比增速两年内持续下行。2020 年房地产固定资产投资增速同比增长 8.0%，2021 年累计同比增长 3.7%，2022 年累计同比增速已经下滑至-19.3%，从整体资金来源累计同比增速看，增速的拐点出现在 2022 年 1-2 月，分项中，国内贷款累计同比增速的拐点出现最早，于 2021 年 6 月已经回落至-2.4%，其他分项包括定金预收、个人按揭、自筹资金等累计同比增速拐点均出现在 2022 年 1-2 月。

房地产固定资产投资资金来源各分项当月同比增速转负的拐点基本出现在 2021 年内。整体来看，房地产固定资产投资资金来源当月同比增速持续负增长的时间自 2021 年 7 月开始，各分项中国内贷款增速转负的时间最早，出现在 2021 年 3 月，其次是个人按揭贷款增速拐点，出现在 2021 年 6 月，7 月定金预收款增速随之转向负增长，8 月自筹资金增速也开始滑入负增长区间，各分项中应付款增速持续转负的时间最晚，出现在 2022 年 3 月。

从资金来源分项的同比增速变化顺序看，首先是银行渠道融资资金出现拐点，其次个贷收紧影响销售，再者直接融资渠道受限的影响反映在自筹资金方面，最后来自房地产上下游的资金也受到影

图表 12. 房地产固投主要资金来源当月同比增速变化

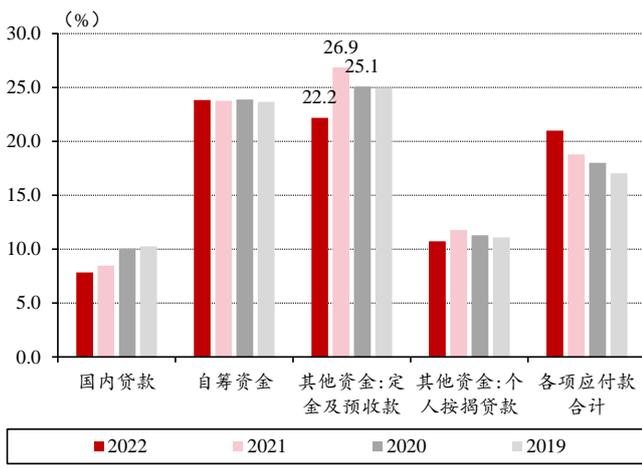


资料来源: Wind, 中银证券

房地产投资资金来源结构受融资政策影响变化显著。2020 年底融资限制收紧之前，房地产投资资金来源结构也有变化，但整体相对稳定，占比最高的资金来源是定金预收，2019 年和 2020 年占比均在 25% 以上，其次是自筹资金占比接近 24%，各项应付款占比 18% 左右，个人按揭贷款占比超过 11%，国内贷款占比在 10% 以上；2022 年资金来源占比最高的分项变为自筹资金，占比 23.8%，其次是定金预收和应付款分别占比 22.2% 和 21.0%，相较 2020 年，定金预收、国内贷款和个人按揭占比大幅下滑，占比上升的仅有应付款。

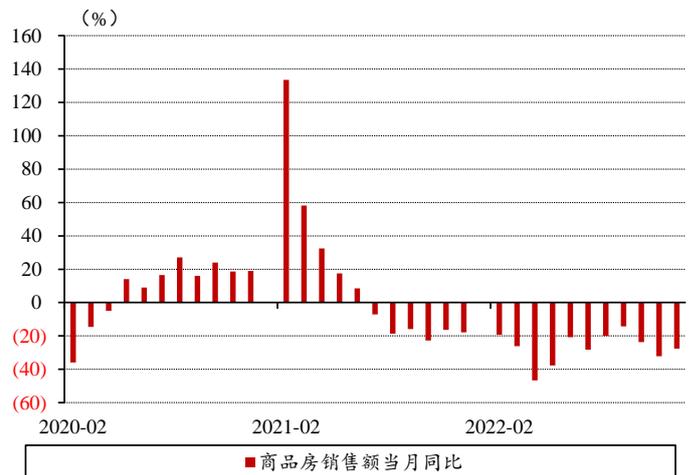
商品房销售走弱是房地产固定资产投资增速出现拐点的重要原因。主要体现在两个方面，从资金来源方面看，销售回款相关的定金预收和个人按揭的占比一直维持在 30% 以上，是房地产固投最主要的资金来源，从时间点看，商品房销售额当月同比增速转负的拐点出现在 2021 年 7 月，同月定金预收款同比增速在基数效应较弱的情况下从 6 月的 12.7% 下滑至 7 月的 -9.2%。

图表 13. 房地产投资资金来源占比结构变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. 商品房销售额当月同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

从时间顺序看，土地购置行为收紧出现的更早。将房地产固定资产投资拆分为土地购置费和房地产实际投资来看，房地产实际投资当月同比增速转负的拐点出现在 2021 年 9 月，并且与房地产资金来源增速大幅波动不同的是，房地产实际投资当月同比增速在 2021 年 9 月至 2022 年 5 月的较长时间内，同比负增长的幅度都相对较小，2022 年 6 月才首次出现同比两位数的负增长。但土地购置费当月同比增速转负的时点出现在 2021 年 6 月，一定程度上表明房地产融资收紧之后，首先影响的是土地购置行为。

图表 15. 土地购置费增速的拐点早于房地产实际投资增速拐点



资料来源: Wind, 中银证券

新开工出现拐点最早。从当月同比增速看，新开工面积当月同比增速转负的出现**在 2021 年 4 月**，并且从增速变化斜率看，2021 年 3 月同比增长 7.25%，4 月已经回落至 -9.32%，更是在 7 月同比增速落入 -21.49%，此后一直维持两位数同比大幅回落的情况。随后回落的是**当月竣工面积同比增速**，在**2022 年 2 月同比增速转为下降**。施工面积累计同比增速回落的时间最晚，直到**2022 年 5 月才出现施工面积同比转负**，并且相较于 2022 年新开工面积累计同比增长 -39.37% 和竣工面积累计同比增长 -14.98%，施工面积累计同比增长 -7.22% 回落幅度最小。

图表 16. 新开工面积对资金紧张较为敏感



资料来源: Wind, 中银证券

总结：房地产融资受限后相关数据及增速转负拐点时间

总的来看，2020 年四季度融资数据已经出现大幅下降；2021 年主要是房地产企业部门现金流恶化，和房地产投资相关宏观经济数据出现拐点，其中 2021 年三季度地方政府土地出让金收入也出现拐点；2022 年数据的变化先后体现在居民存款、竣工面积以及地方政府财政收入方面。

图表 17. 房地产融资受限后相关数据及增速转负拐点时间

时间	政府部门	房地产企业部门		
		上市商品房开发公司	宏观数据	居民部门 金融部门
2020 年	7 月			
	Q3 8 月	“三条红线”		
	9 月			
	10 月			
	Q4 11 月			房地产贷款余额增量大幅下降。
	12 月	融资限制		
2021 年	1 月			
	Q1 2 月			
	3 月		国内贷款当月增速转负。	
	4 月		新开工面积当月同比增速转负。	个人购房贷款当季增量
	Q2 5 月			出现下行拐点。
	6 月		个人按揭贷款当月增速转负；土地购置费当月同比增速转负。	
	7 月		加大销售回款力度；资金来源当月同比增速转负；定金预收款当月资受影响不明显；筹资增速转负；商品房销售额当月同比增速转负。	
	Q3 8 月	土地出让金当月同比增速转负。	大幅负增。	自筹资金当月增速转负。
	9 月			房地产固定资产投资当月同比增速转负；房地产实际投资当月同比增速转负。
	10 月			
Q4 11 月				
12 月				
2022 年	1 月			居民存款增量同比大幅
	Q1 2 月		当月竣工面积同比增速转负。	上升。
	3 月		应付款当月增速转负。	
	4 月			
	Q2 5 月		销售回款回落，购地和施工面积累计同比增速转负。	
	6 月		投资建设支出下降；投资行为明显收缩；筹资	
	7 月		继续大幅负增。	
	Q3 8 月			
	9 月			
	10 月	地方政府财政收入增速明显		
Q4 11 月	偏低。			
12 月				

资料来源：中银证券

对居民部门的影响

房地产融资受限的影响，主要通过居民的商品房消费行为，传导至居民部门的资产和负债端。

居民消费和购房行为变化

居民人均消费剩余同比增速持续上行。2019年之前，居民当季人均可支配收入增速和当季人均消费支出增速整体比较平稳，作为当季居民收支差额的居民当季人均消费剩余同比增速也整体基本以10%为中枢波动。2020年受疫情冲击影响，居民当季人均可支配收入同比增速前低后高，同时居民当季人均消费支出走势也前低后高，且上半年同比负增长，因此导致2020年居民当季人均消费剩余同比增速在20%附近；当季居民消费支出同比增速后续在2022年的二季度和四季度再度转负，受支出增速走低影响，人均消费剩余增速再度上行。从资金流向看，居民消费剩余的两个重要去向分别是居民存款和居民投资，因此2022年居民人均消费剩余同比增速逐季走高的背后，有三点值得考究：一是居民消费走低的原因，二是消费剩余走高背后的资金实际流向，三是2022年消费剩余走高是否会成为2023年消费释放的潜力。

图表 18. 居民人均消费增速较低但收支差同比高增长

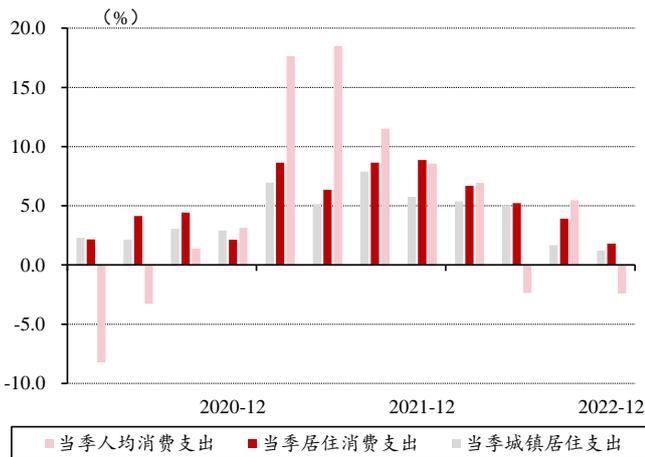


资料来源: Wind, 中银证券

居民居住消费支出增速持续下降。2020年至今，由于疫情冲击影响线下消费场景，居民消费支出在结构调整和增速波动两方面与疫情前都有较大差别。居民当季消费同比增速的高点出现在2021年二季度，此后整体以下行为主，但在2022年的二季度和四季度同比增速落入负增长区间，主要原因依然是疫情冲击的不确定性。与居民整体消费增速波动被疫情放大的情况不同，当季居住消费增速整体比较平稳，即使在疫情冲击的情况下也持续保持同比正增长，但在疫情冲击影响下，居民内部的居住消费行为有所变化。2020年之后，城镇居住当季消费增速与居民居住消费增速的差距较疫情前有所扩大，这一现象在随后2020年-2021年两年期间水平修复，但在2021年四季度再度扩大，并且在2022年期间修复趋势不明显。我们认为城镇居民的居住消费增速自2021年四季度之后持续偏低主要受两方面因素影响，一是失业率走高影响居民收入预期，压制大宗消费支出意愿，二是个人购房贷款受融资渠道制约，限制居民购房消费能力，这一点在城镇居民购房消费行为上，或体现的更加明显。

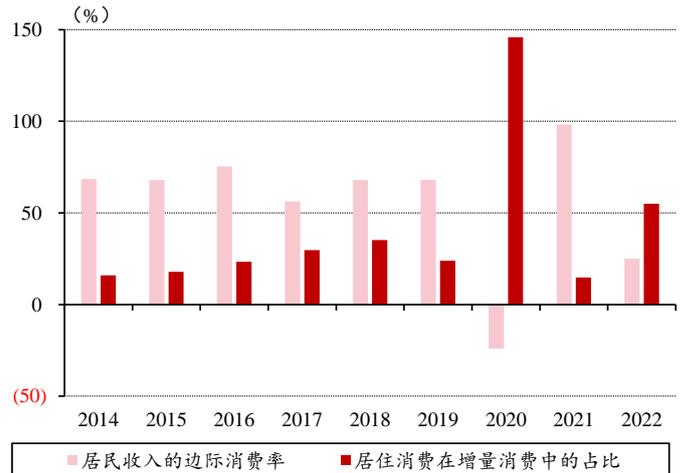
但居民消费大概率在疫情防控放松后有所修复。从历史规律看，2014年以来居民收入的边际消费率（多增的消费/多增的收入）普遍处于55%-75%之间，并且在2019年之前，居住消费在增量消费中的占比（多增的居住消费/多增的消费）逐年上升，仅在2019年出现下降；2020年受新冠疫情影响，居民收入和消费都出现异常波动，2021年居民收入的边际消费率达到了98.3%，表明受疫情限制的消费能力存在延期释放的情况，但同年居住的边际消费率仅有14.7%，2022年居住消费的边际消费率升至55.0%，表明居住消费恢复的周期或相对较长。

图表 19. 当季居民居住消费支出同比增速逐渐下行



资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 居住消费的边际消费率仍有回升可能



资料来源: Wind, 中银证券

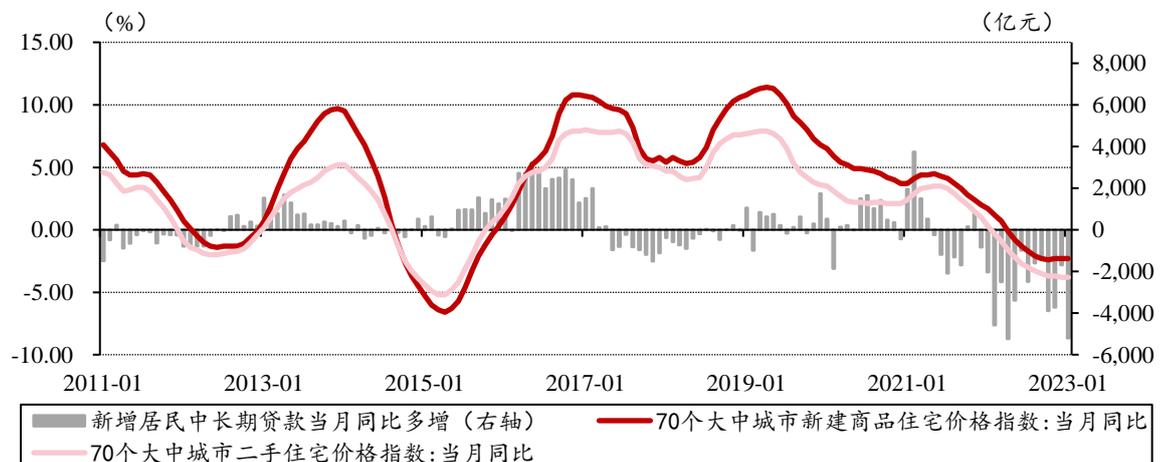
居民储蓄和贷款变化

居民购房行为受房价波动影响较大。2011年至2019年期间,70个大中城市房价指数同比增速经历过三次较为完整的周期性波动,在房价指数同比波动下行期间,金融机构新增居民中长期贷款同比增量通常出现低增或少增情况,相反,在房价指数同比波动上行期间,金融机构居民中长期贷款同比增速出现增量上行或高增的情况。

2020年新冠疫情冲击发生后,这一规律依然在2021年期间得到印证,但同时也出现了新的变化:一是2020年,70个大中城市新建商品房房价指数同比增速处于下行趋势当中,70个大中城市二手住宅价格指数同比处于下行筑底的情况下,新增居民中长期贷款出现同比增量上升的情况,二是2022年下半年,房价指数同比增速已经进入寻底阶段,但新增居民中长期贷款同比增量依然维持较大幅度的同比少增。

我们认为房价波动与居民中长期贷款变化之间,主要反映的是商品房需求波动与产品价格之间的关系:当供给端表现相对平稳时,一方面购房需求上升会推动房价上涨,另一方面房价上涨会刺激此前疲弱的购房需求释放。但是当金融条件变化时,房价波动与居民中长期贷款变化的相关关系被打破:货币条件超常宽松的情况下,房价上涨预期会带动居民购房需求提前上升;相反,在融资条件受限的情况下,即便房价出现筑底迹象,购房需求也难以释放。因此,如果要打破房价同比增速偏低,同时居民中长期贷款同比少增的状况,应该从制约居民购房消费的限制性金融条件入手,释放居民正常购房需求。

图表 21. 居民购房受房价波动影响较大



资料来源: Wind, 中银证券

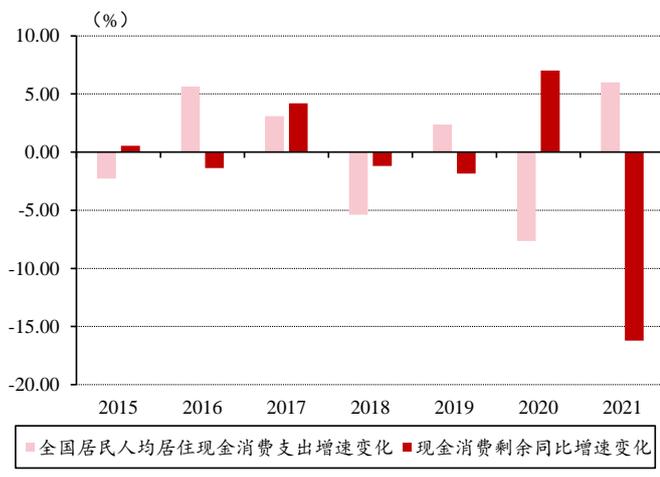
居民居住消费波动，一方面影响收入消费剩余，另一方面影响居民存款。

从历史数据看，2015年至2021年期间，居民人均居住现金消费支出增速变化方向，与现金消费剩余同比增速变化方向大多数情况下是反向的，即当居住现金消费支出增速较前一年上升时，居住消费增加挤出居民的现金消费剩余。七年间仅2017年和2018年二者表现出同向关系。

居民贷款和居民存款之间也存在一定的反向关系。2010年至今，12个月滚动新增居民中长期贷款下行过程当中，12个月滚动新增个人存款处于上行趋势之下，这一特点最明显的时期是2010年-2015年期间；2016年-2021年期间这一规律出现被打破的迹象，甚至2016年至2018年期间出现了新增个人存款和新增中长期贷款同涨同跌的情况；但2022年之后随着新增居民中长期贷款快速下降，新增个人存款大幅上行，二者又再次出现反向关系。

综上，我们认为商品房作为大宗消费品，居民的居住消费行为对收入消费剩余和个人存款均存在挤出效应，但挤出效应的效果在不同宏观背景下差异较大。如果2023年随着房价同比增速触底回升，居民居住消费增速可能较2022年上行，同时居民的收入消费剩余增速下降，居民中长期贷款同比多增，新增个人存款趋势性下降。

图表 22.居民居住现金消费与现金收入消费剩余增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 23.居民中长期贷款变化影响个人存款波动



资料来源: Wind, 中银证券

对政府部门的影响

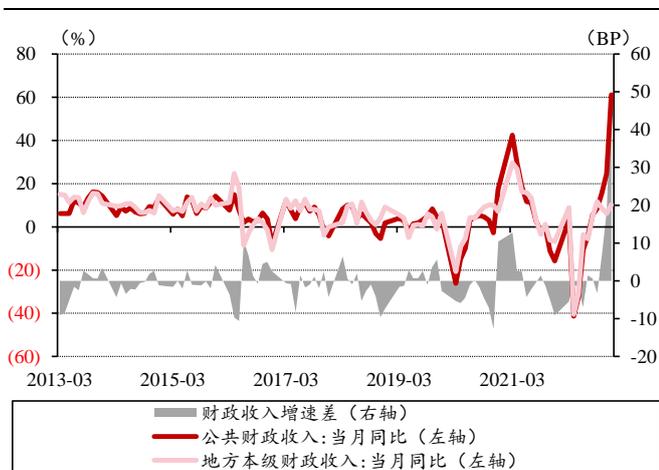
房地产企业受融资限制和销售疲弱的影响，减少土地购置和房地产开发投资，直接减少了地方政府土地出让金收入和税收来源，同时地方政府为维持财政支出力度，被迫提高负债额度。

对政府收入的影响

2022年四季度地方财政收入增速偏低。2013年以来，地方本级财政收入当月同比增速与公共财政收入当月同比增速之间的差异，基本保持在-10%至10%的区间范围内。这一规律在疫情期间被打破，2020年之后地方本级财政收入增速与公共财政收入增速之间差异有所扩大，主要原因有三个，一是疫情对各地区和各行业产生的影响程度不同，进而对各税种的影响程度也有差异，二是为应对疫情影响，财政加大了减税降费、税费递延等政策优惠和实施力度，三是地方税基受影响的情况下，中央财政加大了转移支付力度。但即便如此，2022年四季度开始，地方本级财政收入同比增速也较公共财政收入增速出现大幅偏低的情况。

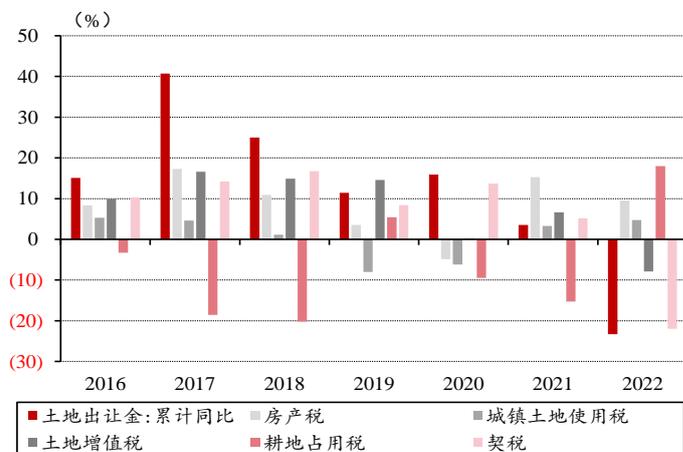
房地产相关财政收入表现逐年减弱。从土地出让金累计同比增速看，2020年之前土地出让金累计同比均维持在10%以上，2020年虽然有疫情冲击影响，但土地出让金累计同比增速仍实现了15.9%的较高增速，但随着融资受限，房地产企业收缩土地购置，2021年土地出让金同比增长仅为3.5%，并在2022年回落至下降23.3%。从五大税种累计同比增速看，疫情冲击影响之前，五大税种中虽然城镇土地使用税和耕地占用税也偶有出现同比负增长的情况，但整体仍能维持稳定的同比正增长，2020年疫情冲击影响下，房产税、城镇土地使用税和耕地占用税同比增速均落入负增长区间，此后在2021年有所恢复，但2022年土地增值税和契税同比增速再度出现同比负增长。此外，2022年也是房地产五大税种自2014年以来首次出现整体同比少增。

图表 24. 2022 年地方财政收入增速明显落后



资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 2016 年-2022 年土地出让金和房地产五大税种累计同比增速



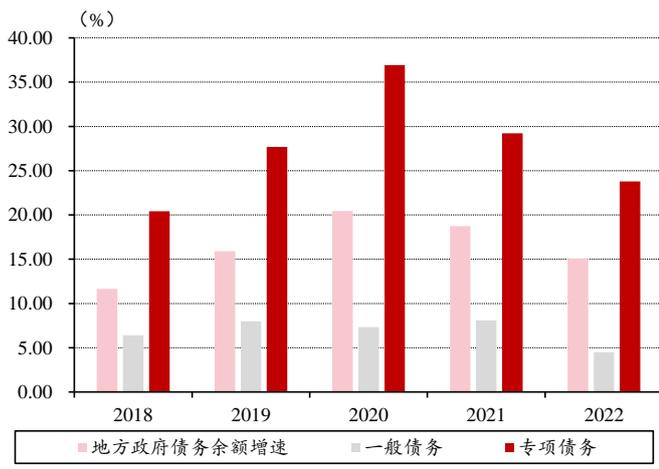
资料来源: Wind, 中银证券

对地方政府负债率的影响

地方政府债务余额增速维持在 15% 以上。2017 年地方政府债务余额 16.5 万亿元，2018 年地方政府债务余额同比增长 11.6%，并且在 2020 年债务余额同比增速达到高点 20.4%，2021 年和 2022 年地方政府债务余额同比增速虽然有所回落，但仍在 15% 上方，并且在 2022 年底，债务余额突破了 35 万亿元。从地方政府债务构成看，一般债务余额同比增速在 2018 年-2022 年间基本稳定在 4%-8% 之间，增速较快的主要是专项债务，余额从 2017 年的 6.1 万亿元，上升至 2022 年的 20.67 万亿元。

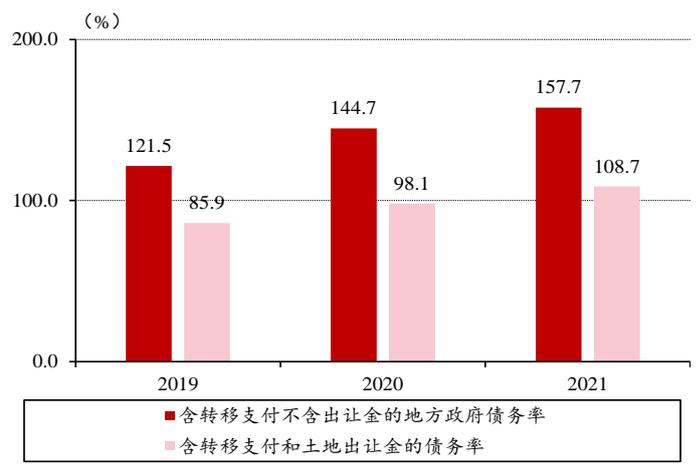
三年内地方政府债务率持续上升。地方政府债务余额上升，直接推高了地方政府负债率，并且由于疫情波动影响地方政府财政收入，也对负债率上升造成一定影响。不考虑土地出让金的情况下，地方政府债务率（地方政府债务余额/（地方政府本级财政收入+中央对地方一般转移支付和专项转移支付））从 2019 年的 121.5% 持续上行至 2021 年的 157.7%；计入土地出让金的情况下，地方政府债务率则从 2019 年的 85.9%，升至 2021 年的 108.7%。虽然中央对地方转移支付能够一定程度上缓解地方政府负债压力，但是在现有财政体制下，土地出让金收入大幅波动，对地方政府债务率的影响不容小觑。

图表 26. 地方政府债务余额增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. 最近三年地方政府债务率

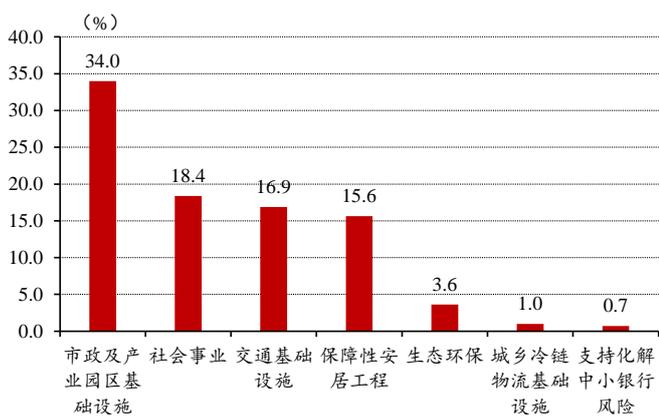


资料来源: Wind, 中银证券

地方政府债务余额快速上升的趋势短期难以扭转。主要原因是地方政府债务支出方向有较强刚性，从 2022 年新增专项债投向结构看，市政及产业园区基础设施投向占比最高达到 34.0%，其次是社会事业占比 18.4%，交通基础设施占比 16.9%，保障性安居工程占比 15.6%，四项合计占比 84.9%，同时截至 2022 年 11 月新增一般债投向结构中，市政建设占比 20.7%，社会事业占比 26.3%，交通基础设施占比 20.2%，三项合计占比 67.1%。地方政府新增债务支出更多倾向基础设施和公共事业类方向，明显具备投资周期长、回报率偏低、社会效益显著等特点，因此短期内地方政府债务增长压力较为明显。

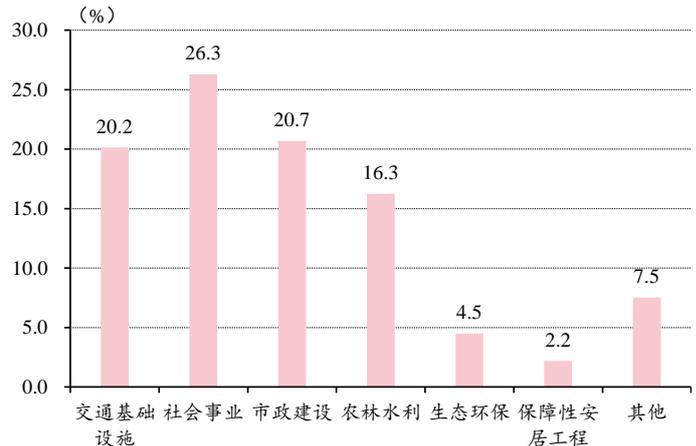
缓解地方政府债务压力可以通过三个方式，一是扩大地方政府税基，预计随着疫情防控政策放松和经济复苏，地方政策财政收入将出现恢复性增长，二是增加中央财政转移支付，但预计效果相对有限，三是随着房地产行业稳定和修复，土地出让金收入增加缓解地方政府支出压力。

图表 28. 2022 年新增专项债投向占比



资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 截至 2022 年 11 月新增一般债投向占比



资料来源: Wind, 中银证券

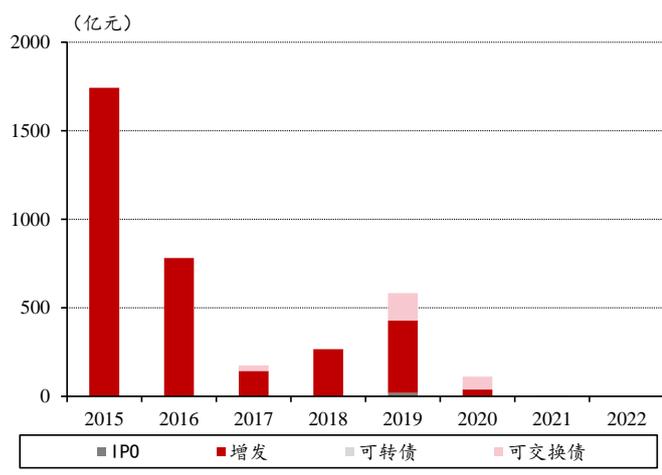
对金融资源的挤出影响

房地产行业融资限制放松之后，房地产企业融资需求上升，对银行体系和资本市场的流动性都将造成挤出影响。在房地产融资增加的支撑下，2023年信用扩张的速度或维持在偏高水平，为满足实体经济融资需求，防止房地产融资挤出其他实体经济部门融资，不排除央行货币政策放松可能。

房地产融资额有望显著增长

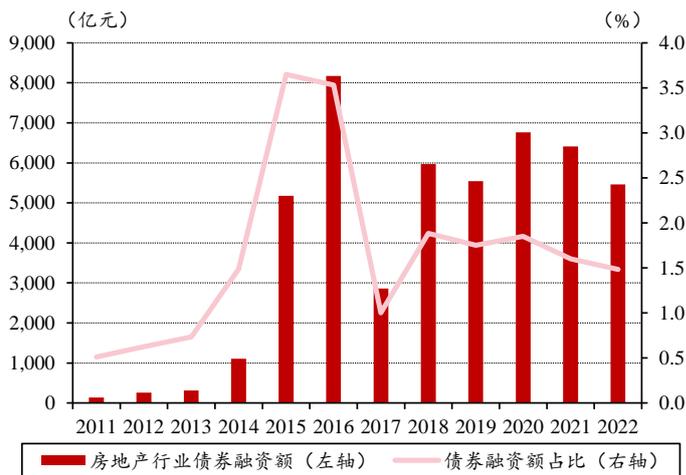
从融资渠道方面看。股权融资受限时间最早，2019年房地产上市公司通过A股市场净融入资金582亿元，其中主要融资方式是增发和可交换债，这一融资额度虽然较2018年的267亿元有所上升，但是较2015年的1743亿元大幅下降，随着房地产行业融资收紧，2021年上市房企仅通过可交换债融资3.9亿元，2022年更是降至0；银行渠道融资受限时间相对较晚但对融资额度影响最大，金融机构新增人民币房地产贷款虽然在2018年就已见顶，达到6.45万亿元之后逐年下降，但2020年底融资受限后，2021年新增房地产贷款同比少增1.36万亿元，仅有3.81万亿元，2022年全年新增房地产贷款更是只有0.72万亿元；人民币债券融资渠道受影响相对较小，从融资额度看，2021年房地产行业债券融资额6412亿元，2022年融资额5465亿元，虽然也呈现较2020年逐年下降的趋势，但整体仍维持在5000亿元水平上方，与2015年-2020年期间年平均债券融资额水平基本持平；从房地产行业债券融资额占比看，尽管也显示出下降趋势，但整体上同样相对平稳。

图表 30. 股权融资自 2020 年后大幅收紧



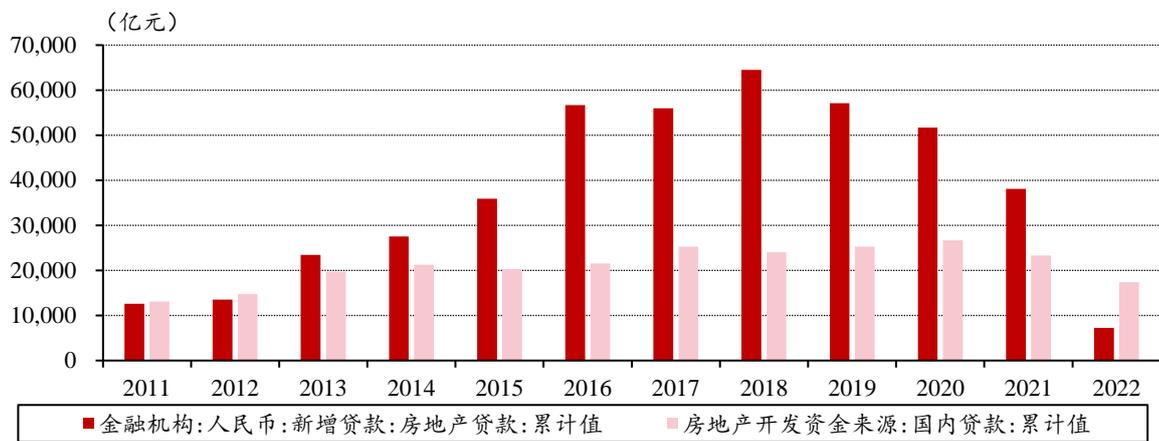
资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 债券融资规模整体相对稳定



资料来源: Wind, 中银证券

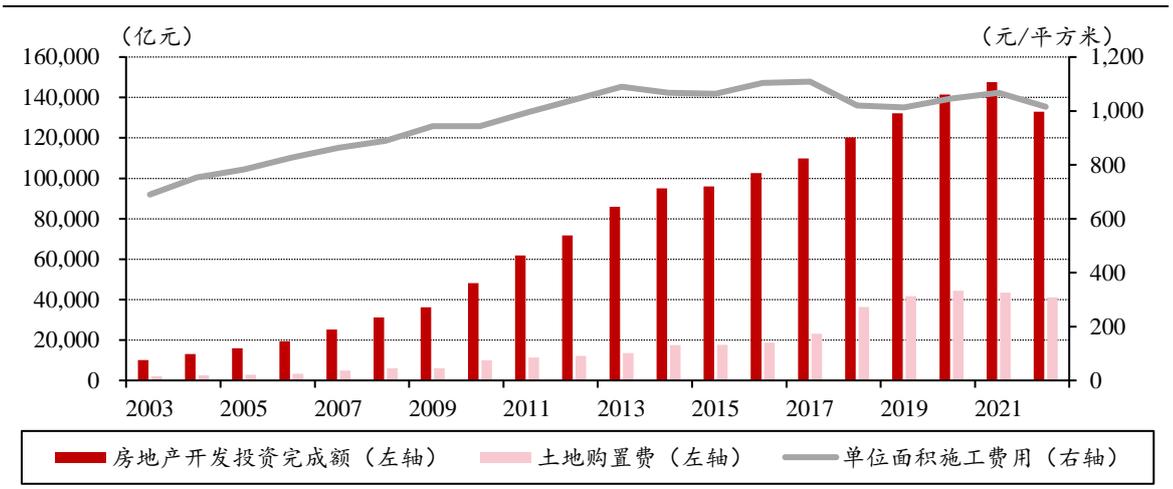
图表 32. 2022 年金融机构新增房地产贷款大幅下降



资料来源: Wind, 中银证券

从房地产固定资产投资角度看。短期内，房地产企业融资的主要目的是改善经营现金流，主要包括两方面内容，一是已经开工的房地产项目，保障施工进度和竣工交付时间，二是维持房地产公司正常生产循环，恢复正常的土地购置行为。二者合计为房地产固定资产投资额，我们将其拆分为土地购置费和房地产实际投资额两部分看，其中房地产实际投资额又可以拆分为施工面积和单位面积施工费用两部分。2021年虽然有融资限制的负面影响，房地产开发投资完成额依然较2020年有所增加，但2022年房地产开发投资完成额仅为13.29万亿元，为2003年以来首次下降；其中土地购置费4.1万亿元，为连续两年净下降，房屋施工面积90.5亿平方米，较2021年下降7.2%，同样为2003年以来首次下降；2022年单位面积施工费用1015元/平方米，从历史数据看，2003年至2013年期间，房地产单位面积施工费用持续上行，但自2013年单位面积施工费用升至1000元/平方米上方后，十年内基本维持在1000-1100元/平方米价格区间波动。

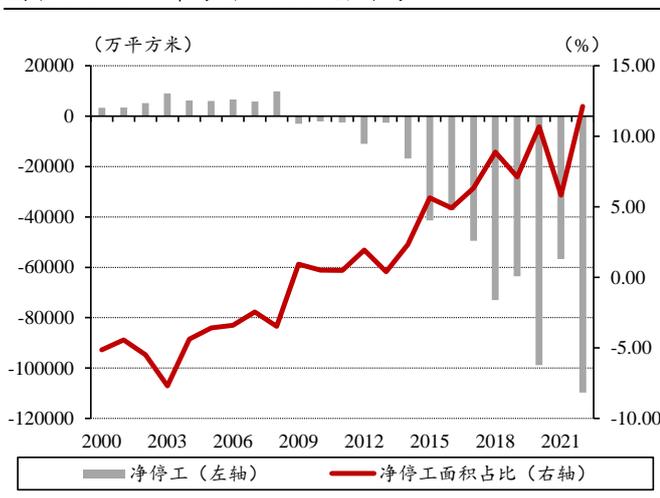
图表 33. 关注 2023 年土地购置费和施工面积



资料来源: Wind, 中银证券

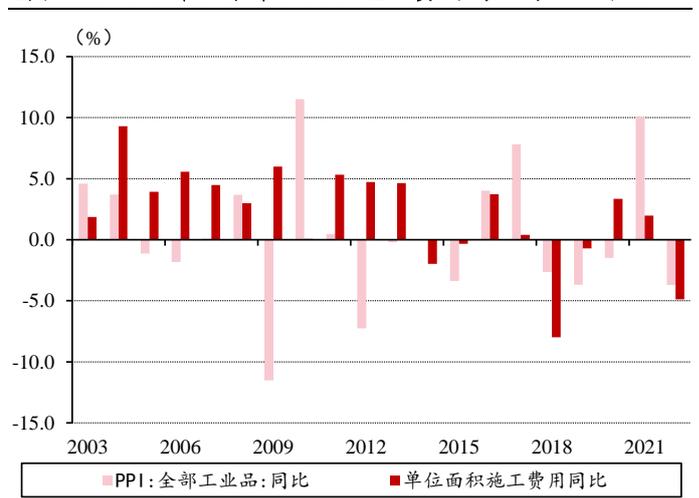
2023年房地产投资停工面积和单位面积施工费用的波动影响较大。2020年受疫情冲击影响，房地产投资净停工面积达到9.88亿平方米，创下此前历史新高，2022年净停工面积再创新高达到10.97亿平方米，同时净停工面积占施工面积比例也升至历史新高12.12%。2023年预计随着房地产行业融资好转，施工面积在企稳的基础上，部分2022年净停工面积有望恢复施工，和新开工一起带动2023年施工面积同比企稳回升。单位面积施工费用方面，从2003年以来的历史数据看，与PPI年度同比增速的相关性较强，特别是2015年之后的8年间，有7年二者的同比表现是同向的，仅在2020年出现反向的情况，因此从历史规律看，预计2023年PPI同比增速相对平稳且房地产投融资回暖的情况下，单位面积施工费用同比预计将较2022年小幅上升。

图表 34. 2022 年净停工面积创新高



资料来源: Wind, 中银证券

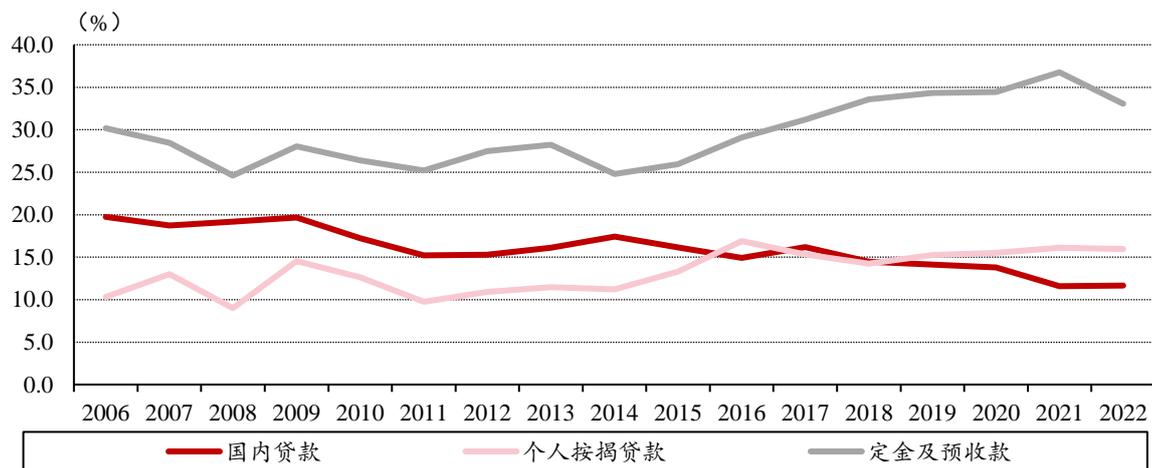
图表 35. 2015 年以来单位面积施工费用同比与 PPI 相似



资料来源: Wind, 中银证券

从房地产实际投资资金来源看，银行资金和销售回款占比有望明显上升。房地产融资政策放宽后，各融资渠道资金来源都将有不同程度的同比增加，但银行和销售回款的改善可能更加明显，一是2021和2022年间银行渠道资金来源受政策限制影响最大，其中国内贷款占比从2020年的13.8%下降至2022年的11.7%，二是随着个人购房贷款限制放宽，房地产销售有望好转，虽然可能无法达到房地产企业加大销售回款背景下2021年占比36.8%的高水平，但有望回升至2018-2021年间的34%左右水平。

图表 36. 房地产实际投资资金来源中国内贷款占比有望回升



资料来源: Wind, 中银证券

银行资产负债表波动可能加大

银行资产负债表的波动性可能同时来自资产端和负债端。从2022年12月数据看，资产端占比较高的项目分别是，对政府债权占比12.64%，对非金融机构债权占比39.86%，对其他居民部门债权占比19.70%，三者总计占比72.20%。负债端占比较高的项目分别是，个人存款占比32.17%，对中央银行负债占比3.58%，对其他金融性公司负债占比7.29%，债券发行占比10.16%，以及其他负债占比10.93%，五项占比共计64.13%。

图表 37. 2022年12月其他存款性公司资产负债表

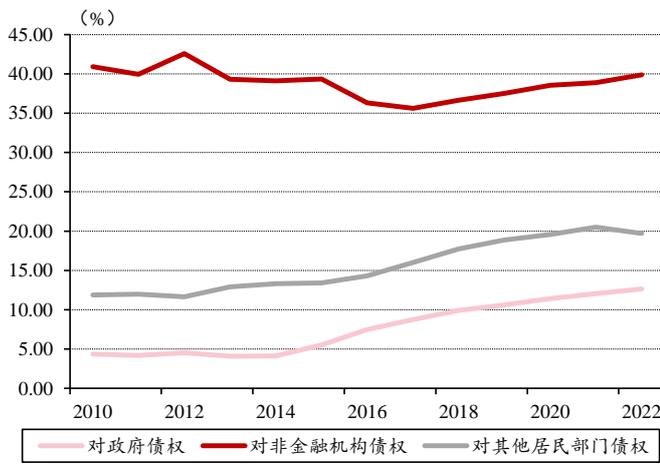
资产	单位: 亿元人民币	占比 (%)	负债	单位: 亿元人民币	占比 (%)
国外资产	78,344.95	2.08	对非金融机构及住户负债	2,340,881.21	62.15
储备资产	236,791.01	6.29	纳入广义货币的存款	2,240,663.17	59.49
准备金存款	231,484.47	6.15	单位活期存款	566,968.73	15.05
库存现金	5,306.54	0.14	单位定期存款	462,001.61	12.27
对政府债权	475,892.76	12.64	个人存款	1,211,692.83	32.17
其中: 中央政府	475,892.76	12.64	不纳入广义货币的存款	56,100.68	1.49
对中央银行债权	133.01	0.00	可转让存款	23,349.27	0.62
对其他存款性公司债权	350,308.20	9.30	其他存款	32,751.41	0.87
对其他金融机构债权	254,785.88	6.76	其他负债	44,117.36	1.17
对非金融机构债权	1,501,256.91	39.86	对中央银行负债	134,995.69	3.58
对其他居民部门债权	742,025.44	19.70	对其他存款性公司负债	122,637.02	3.26
其他资产	126,755.81	3.37	对其他金融性公司负债	274,424.00	7.29
总资产	3,766,293.96		其中: 计入广义货币的存款	270,433.18	7.18
			国外负债	14,547.35	0.39
			债券发行	382,522.43	10.16
			实收资本	84,516.04	2.24
			其他负债	411,770.23	10.93
			总负债	3,766,293.96	

资料来源: 中国人民银行, 中银证券

银行资产端，相较于 2010 年，2022 年对政府债权占比上升了 8.27 个百分点，对非金融机构债权占比下降了 1.04 个百分点，对其他居民部门债权上升了 7.82 个百分点；银行负债端，相较于 2010 年，2022 年个人存款占比上升了 0.65 个百分点，对中央银行负债占比上升了 3.00 个百分点，对其他金融性公司负债占比上升了 2.68 个百分点，债券发行占比上升了 4.01 个百分点，以及其他负债占比上升了 2.79 个百分点。

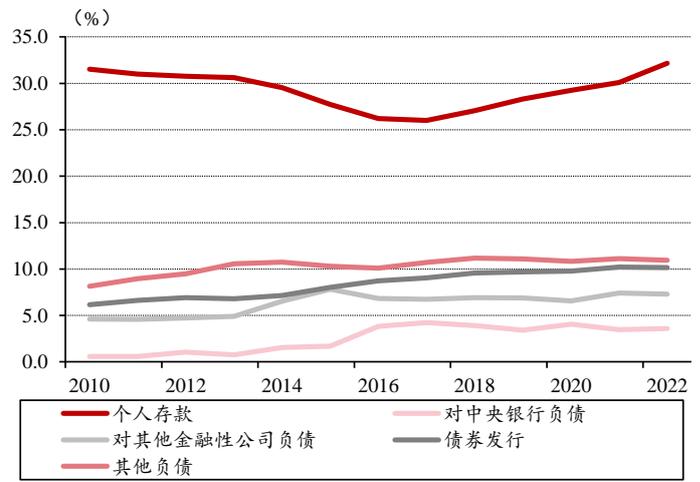
如果房地产融资限制放松带动房地产融资上升，则银行表内房地产新增贷款上升和居民按揭贷款上升，资产端将主要影响对非金融机构债权和对其他居民部门债权余额上升，对负债端的扰动可能存在于两个方面，一是居民购房需求释放可能导致个人存款存在阶段性下行压力，或者存款的结构发生变化，导致在季末或年末等重要时点加大存款需求和资金利率波动，二是资产端快速扩张可能导致银行机构资本紧张，部分银行可能存在补充资本金需求。

图表 38. 其他存款性公司资产端主要项目占比变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 39. 其他存款性公司负债端主要项目占比变化



资料来源: Wind, 中银证券

2023 年房地产投融资相关数据预估

房地产融资政策放松对金融系统的影响，可以从两方面估算，一是从融资渠道方面看，房地产企业作为资金需求方，将恢复通过信贷、债券和股权等渠道融资常态化，二是从房地产固定资产投资角度看，融资放开之后，房地产企业的投资行为逐步修复并回到发展正轨，通过历史数据关系粗略估算房地产固定资产投资中来自银行渠道和销售回款的国内信贷、个人按揭、定金预收款的大致规模。

从融资渠道看，房地产通过金融系统融资总额或达到 6.1 万亿元左右。

股权融资方面，2015 年以来股权融资最重要的方式是增发，其次是可交换债，预计 2023 年股权融资的主要方式仍是上述两项，但 2021 年以来申万分类房地产业市净率一直保持在 1 以下，从公司来看，114 家申万分类房地产开发公司中，大约一半市净率能够维持在 1 上方，因此预计实施增发融资的公司范围相对有限，发行可交换债的可行性或更大。2016 年-2019 年间，上市房地产公司股权融资规模在 150 亿元到 800 亿元之间波动较大，我们预计 2023 年房地产股权融资总规模，大概率高于 2020 年的 110 亿元，但或难以达到 2019 年的 582 亿元水平。综合来看，我们预估 2023 年房地产**股权融资规模在 500 亿元左右。**

债券融资方面，2015 年融资规模首次超过 5000 亿元，但此后有所波动，2018 年至今年均融资规模都维持在 5000 亿元以上。预估 2023 年房地产债券融资额或较 2022 年的 5465 亿元小幅增长，但可能不会超过 2018 年以来的年平均融资水平，则 2023 年房地产**债券融资规模可能在 5500 亿元左右。**

新增房地产贷款方面，房地产信贷受限的两年当中，2021 年新增房地产贷款规模 3.81 万亿元，2022 年新增房地产贷款规模仅为 7213 亿元，但此前自 2016 年开始至 2020 年间，年新增房地产贷款额均在 5 万亿上方，其中 2018 年最高达到 6.45 万亿。预计随着信贷融资限制放宽，2023 年新增房地产贷款规模将大幅回升。综合考虑房地产行业信贷需求和房地产融资主体信用评级两方面因素，预计 2023 年信贷仍在修复性增长的范围内，要实现弥补 2021-2022 年两年间的融资缺口尚不具备条件。因此综合来看，2023 年**新增房地产贷款规模或在 5.5 万亿左右。**

从房地产企业投资行为恢复看，2023年房地产固定资产投资额或达到13.77万亿元，同比增长3.58%，房地产固定资产投资资金来源中，国内贷款规模2.87万亿元，个人按揭2.84万亿元，定金预收5.83万亿元。

从预测房地产固定资产投资额的角度看，我们将其分为土地购置费和房地产实际投资两部分，其中房地产实际投资又分为施工面积和单位面积施工费用。

2022年土地购置费4.1万亿元，较2021年的4.35万亿元下降2475亿元，2021年土地购置费较2020年下降947亿元，但在2010年-2020年之间，土地购置费年增加规模大多在200亿元-5000亿元之间，2018年土地购置费甚至较2017年多增1.32万亿元。从上市商品房开发地产公司现金流量表来看，2021年和2022年土地购置费少增的主要原因是流动性紧张，因此我们预计2023年房地产企业融资放宽之后土地购置费将较2022年多增，但经过两年行业调整之后，房地产企业经营短期恢复性增长的前提下，土地购置费多增幅度或较为有限。预估2023年土地购置面积2亿平方米，较2022年接近翻倍，但仍小幅低于2021年水平，同时土地购置费单价取2019年-2022年平均值23629元/平方米，则预计2023年土地购置费4.73万亿元，较2022年同比增长15.18%。

2022年12月施工面积90.5亿平方米在2023年有望延续；同时，房地产施工面积还受到新开工面积、竣工面积、以及停复工面积等多方面因素影响。

新开工方面，从历史数据看，当年新开工面积与前一年土地购置面积有一定相关性，2016年至2021年期间，新开工面积与前一年土地购置面积倍数区间为7.32-8.69，2010年至2015年期间二者的倍数区间为4.00-5.64，但2022年降至5.59，我们认为新开工面积倍数逐年上升跟房地产现金流存在一定相关性，房地产企业现金流边际好转的情况下，新开工倍数或稳中有升，按照2019年-2021年平均水平8.09预估，但另一方面，新开工面积当月同比增速自2021年4月就已经转负，因此我们同时以8.09的新开工面积倍数，预估2021年欠开工面积并计入2023年的新开工当中，预计**2023年新开工面积累计或达到13.54亿平方米，同比增长12.28%**。

历史数据显示，当年累计竣工面积在前一年累计施工面积中占比逐年下降，2010年竣工面积占比24.58%，2019年已经回落至11.67%，2020-2021年则在10%上下波动，2022年受现金流紧张影响进一步下滑至8.84%，考虑到当前房地产政策中保交楼是重点之一，预计2023年竣工面积占比有望回升，根据竣工面积与前一年施工面积比例估算，假设2023年竣工面积比例能够达到2020年间的10.21%，对应竣工面积为**9.96亿平方米，同比增长15.50%**。

2009年以来，房地产投资面积持续处于净停工状态之下，且净停工面积逐年上升的趋势比较明显，但净停工面积变化的规律不明显，从数据表现看，当年净停工面积与前一年施工面积比例自2014年开始整体呈现上升趋势并在2017年之后维持在5%上方，2020年升至11.06%，2021年回落至6.12%，但2022年再度上行，考虑到2023年房地产企业现金流好转的背景，我们认为净停工面积比例有望大幅下降，按**2017年以来最低的2021年数据6.12%预估，则2023年净停工面积为5.54亿平方米**。

如前所述，单位面积施工费用同比增速与PPI同比增速同向性较强，但二者的相关性相对较差，我们此前在年报中预测2023年PPI同比增速1%，或指向2023年单位面积施工费用同比较2022年上升，加之2022年基数较低和2023年房地产融资放宽等正面影响因素，预计2023年单位面积施工费用同比增速将回正，根据2020年-2021年单位面积施工费用同比复合增速2.66%计算，**2023年单位面积施工费用为1042.06元/平方米**。

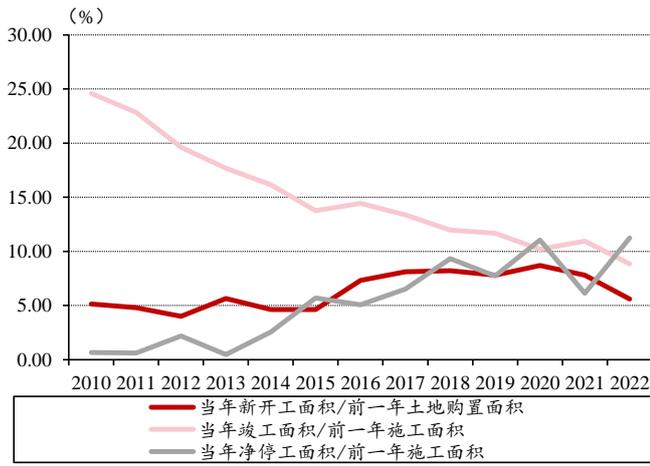
根据房地产固定资产投资总额=土地购置金额+（前一年施工面积+当年新开工面积/2-当年竣工面积/2-当年净停工面积）*单位面积实际投资额，计算2023年房地产固定资产投资额13.77万亿元，较2022年同比增长3.58%。

前述分析中可以发现，政策调整造成的影响，比市场化波动的反应速度更快，因此当房地产融资政策放松后，从各部门反应速度和变化程度看，应该是融资端快于投资端快于消费端，因此我们以2015年-2019年这一时期的数据预估更靠近融资端的数据，以2017年-2021年这一时期的数据预估更靠近消费端的数据。

从历史数据来看，2015年至2019年期间，房地产固定资产投资资金来源与房地产固定资产投资额的比率平均值为137.3，同时期房地产固定资产投资资金来源中国内贷款平均占比15.17%，个人按揭贷款平均占比15.01%，定金及预收占比30.84%，则2023年房地产固定资产投资资金来源18.90万亿元，其中国内贷款规模2.87万亿元，个人按揭2.84万亿元，定金预收5.83万亿元。

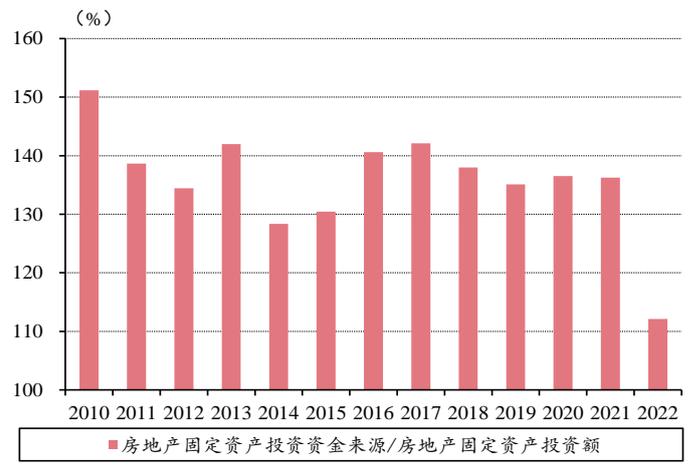
以2017年-2021年数据估算，2023年预估商品房销售额15.26万亿元，较2022年增长14.5%，较2018年略高仍低于2019年水平，金融机构新增个人中长期贷款5.22万亿元，较2022年增长89.8%，同样较2018年略高仍低于2019年水平，表明房地产销售恢复仍需时间。

图表 40. 新开工、竣工净停工面积的历史规律



资料来源: Wind, 中银证券

图表 41. 房地产固投资资金来源和投资额的关系



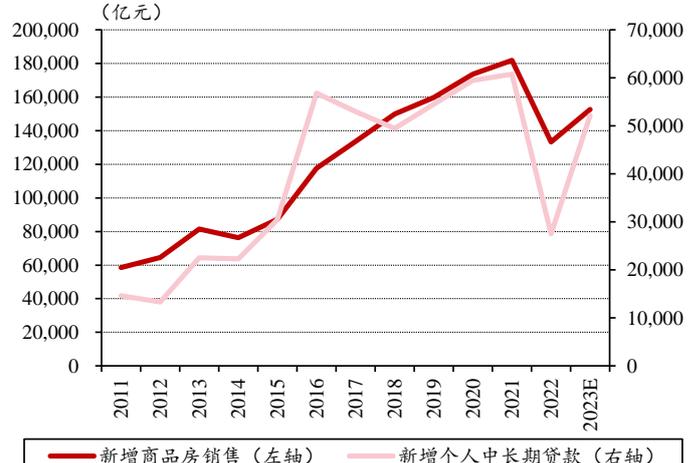
资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. 商品房销售和个人按揭的历史数据



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. 预测新增房地产销售和新增个人中长期贷款



资料来源: Wind, 中银证券

结论

预计 2023 年房地产行业整体呈现复苏趋势。我们预计房地产固定资产投资累计同比增长 3.58%，土地购置费 4.73 万亿元，施工面积同比下降 4.14%，新开工面积同比增长 12.28%，竣工面积同比增长 15.5%，房地产销售额达到 15.26 万亿元，同比增长 14.5%，较 2018 年略高仍低于 2019 年水平，2023 年金融机构新增房地产贷款 5.5 万亿元，新增个人中长期贷款 5.22 万亿元。

房地产行业修复对资本市场的影响，体现在资本市场融资量和价格量方面。从 A 股市场和债券市场看，可能影响都不显著。A 股方面，2022 年融资总额 1.69 万亿元，可转债融资总额 2735.58 亿元，即便按照房地产股权融资 500 亿元规模计，在 2022 年总融资额占比不到 3%，因此对 A 股市场影响可能较小，在可转债融资规模中占比明显更大，达到 18.3%，但可转债投资者和 A 股投资者群体存在一定差异，因此对 A 股整体影响不大。债券市场受房地产融资的影响可能也不显著，主要原因是此前房地产债券融资在融资额和占比两方面都相对稳定，没有出现过受政策限制影响大幅下降的情况。从资本市场的角度看，可能受到潜在影响的是在价格方面，考虑到房地产融资放宽之后，房地产行业投资限制和融资主体信用评级两方面可能改善，因此相较于其他行业，风险收益比高的地产债可能吸引机构投资者配置资金净流入，但在资产相对稀缺的情况下，对债市收益率整体影响也相对有限。

房地产行业修复对银行机构的直接影响，体现在资产端的信贷和负债端的个人存款上。以 2022 年 12 月其他存款性公司资产负债表数据为例，静态来看，如我们预估 2023 年新增房地产贷款 5.5 万亿元，对银行资产端信贷规模来说占比 3.7%，但从当年新增信贷规模看，在 2022 年新增人民币贷款 21.31 万亿元中占比达到 25.8%，同时新增个人中长期贷款 5.22 万亿元，也较 2022 年多增 2.47 万亿元；负债端，如果房地产固定资产投资资金来源中的定金预收在 2023 年等额挤出居民存款 5.83 万亿元，则相当于 2022 年 12 月个人存款的 4.81%。动态来看，银行的资产端，新增房地产信贷和个人中长期贷款融资规模，不仅推升总资产规模，同时可能挤出对其他非金融机构债权融资需求，也存在抬高非金融机构债权融资成本的可能；负债端方面，个人存款增量下降将导致银行寻求其他负债来源，从占比高和融资渠道惯性依赖角度看，对中央银行负债、对其他金融公司负债、债券发行和其他负债是最可能的补充渠道，一定程度上可能间接提高了银行债券发行规模和对央行资金的依赖；另外需要关注的是，资产端信贷快速扩张，也可能导致部分银行类金融机构寻求补充资本。

综上所述来看，**2023 年央行货币政策还是易松难紧：**一是紧盯银行间市场流动性变化，特别是在季末等重要时点，利率波动可能放大；二是银行金融机构对央行的结构性货币政策工具依赖性增强，可能导致央行资产负债表在 2023 年扩张幅度加大；三是关注实体经济融资成本保持基本稳定，防止在固定资产投资增速走高的情况下财务成本压力加大。我们认为央行 3 月降准 0.25 个百分点之后，年内仍有降准降息的空间。

风险提示：

- 1.全球通胀回落速度偏慢。截至2023年2月，美国CPI同比增速和PPI同比增速仍处于下行趋势当中，从构成看，食品和能源的拉动已经开始减弱，但以房租和服务为代表的核心通胀仍相对坚挺。如果2023年美欧通胀回落速度偏慢，则包括加息在内的紧缩货币政策退出的时间将超预期拉长，不仅遏制资本市场价格表现，而且可能加深美欧经济衰退的幅度。
- 2.美联储货币政策锚点放弃通胀，转向稳经济。美联储政策面临两难，一方面通胀增速尚未回落到可以结束加息的水平，另一方面以硅谷银行和签名因为代表的中小银行破产暴露出银行业风险，需要美联储货币政策介入。防范系统性金融风险在美联储货币政策上的优先级或强于通胀，因此不能排除美联储收紧的货币政策受金融风险暴露而超预期提前终止的可能，甚至如果金融风险进一步发酵，年内美联储降息的概率将大大增加。
- 3.欧美金融风险影响范围和程度扩大。从美国两家银行破产到欧洲瑞信被收购，暴露出过去一年时间内美欧央行快速大幅加息对经济和金融体系造成的负面影响。目前由于监管及时介入，金融风险暂时得到有效控制，但加息的负面影响不排除会继续在经济和金融体系中发酵。
- 4.全球新冠疫情发展不确定。鉴于新冠病毒变异的过程没有停止，新冠疫情对全球劳动力供给、供应链恢复、生产端格局变化、消费场景恢复等方面的影响仍存在不确定性。
- 5.乌克兰危机前景不明。乌克兰危机的外溢性影响依然存在于欧洲地缘安全、全球食品和能源价格、全球化肥等原材料供应领域，即便乌克兰危机短期内能够结束，美欧为首的西方对俄罗斯的制裁持续时间也将对上述各方面造成持续负面影响。

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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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)68604866
传真:(8621)58883554

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)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

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)39886333
传真:(852)21479513

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)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

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)2122590888
传真:(1)2122590889

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)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371