

近期地产政策密集出台，针对供需两端均有相关表述，引发市场高度关注。从宏观角度出发，如何看待和评估其对债市影响；微观角度出发，地产债怎么看？

➤ 地产政策，来了

2024/05/17，地产重磅政策密集出台，总结来看，有两方面的关键点：一方面，聚焦提高居民购房的意愿和能力，央行政策“三连发”。另一方面，则聚焦于保交房和去库存。

近期，各城市地产优化政策密集出台，梳理来看，主要包括以下几方面：(1) 放松或取消限购，降低购房门槛，消化库存、释放需求。(2) 支持“以旧换新”、“卖旧买新”，促进新房二手房良性循环。(3) 存量住房收储，在消化库存、缓解房企流动性压力的同时解决部分群体住房问题。(4) 持续落实金融支持房地产有关政策措施。

➤ 地产市场表现如何？

销售端来看，市场景气度仍需持续观察。新建商品住宅和二手住宅价格自2023年下半年以来环比下滑，环比降幅逐月扩大。进入2024年，第一季度降幅呈收窄趋势，4月环比降幅则是进一步扩大。库存水平较高，2023年，商品房待售面积整体在波动中小幅增长，下半年待售面积同比增幅略有扩大，约为18%-20%。2024年2月以来，同比增幅收窄，4月为15.6%。商品房去化整体偏弱。

投资端房屋投资开工动力不强，地产优化政策或将推动项目建设交付。2024年以来，房地产开发投资额同比降幅小幅扩大，4月，房地产开发投资额、房屋新开工面积、施工面积分别同比变动-9.8%、-24.6%、-10.8%，降幅均为2023年以来较高水平。竣工方面，2024年以来，房屋竣工面积同比变动由正转负，或受到去年同期高基数的影响。当前，地产优化政策进一步加码，或将推动项目的建设交付进程。土地市场整体活跃度不高。

➤ 地产债表现如何？

2024年以来，一季度国企地产债发行规模较上季度显著增长，同期非国企地产债发行仍较为低迷，净融资存在较大缺口。二季度以来，**国企地产债发行规模有所回落，非国企地产债发行回暖，但受到同期偿还规模大幅增长的影响，国企净融资由正转负，非国企净融资缺口有所扩大。**

2023年末，随着“稳地产”政策的持续加码，城市房地产融资协调机制落地见效、房贷利率下调、经营性物业贷款管理要求发布等，叠加重点一二线城市限购政策放宽，从供需两侧共同发力，推动房地产市场的平稳发展。2023年四季度以来，不同性质房企信用利差出现了较为明显的收窄趋势。进入2024年，地方国有企业、中央国有企业利差持续震荡下行，当前均已压缩至80BP以内。

总结来看，当前地产政策仍属放松约束的兜底性政策，短期内或带动地产供需下行斜率放缓和企稳，但长期效果有待观察。地产债方面，当前市场对于民企地产债的信心恢复有待进一步观察，仍需留意民营企业信用风险及产生的估值波动，**国央企地产债方面，政策宽松之下，部分优质房企地产债具有一定的配置价值，可寻求票息博弈。**

➤ **风险提示：**政策不确定性；国内关于房地产相关政策超预期调整；可能存在信息滞后、更新不及时或不全面的风险



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 何楠飞

执业证书：S0100123070014

邮箱：henanfei@mszq.com

相关研究

1. 资本补充类工具专题：TLAC 非资本债与二永债供给-2024/05/20
2. 信用策略周报 20240520：继续关注超长信用债-2024/05/20
3. 批文审核周度跟踪 20240519：近几周通过批文连续减少，尤其交易所批文-2024/05/19
4. 可转债周报 20240519：转债评级下调前瞻-2024/05/19
5. 流动性跟踪周报 20240518：DR007 下行至 1.81%-2024/05/18

目录

1 地产政策，来了	3
2 地产市场表现如何?	7
3 地产债表现如何?	11
4 风险提示	15
插图目录	16
表格目录	16

近期地产政策密集出台，针对供需两端均有相关表述，引发市场高度关注。从宏观角度出发，如何看待和评估其对债市影响；微观角度出发，地产债怎么看？

1 地产政策，来了

2024/05/17，地产重磅政策密集出台，总结来看，有两方面的关键点：

一方面，聚焦提高居民加购房的意愿和能力，央行政策“三连发”。

(1) **降低首付比例**。将全国层面的首套、二套房贷最低首付比例分别从 20%、30% 分别降至 15%、25%，调整后各地仍可据此因城施策。此前，除北上广深等 8 个城市外，其他城市均已选择执行 20%、30% 的全国底线政策，后续或有望进一步下调 5%。

(2) **二是取消全国层面房贷利率政策下限**。一线城市和部分热点城市仍可因城施策，自主决定当地房贷利率政策下限。在此之前，全国首套房贷利率政策下限为“LPR-20BP”，二套房为“LPR+20BP”。

(3) **下调各期限公积金贷款利率 0.25 个百分点**。5 年以下（含）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整至 2.35% 和 2.85%，二套分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。

综合来看，本轮央行政策对比 2015-2018 年“棚改”有所不同，彼时政策直接带动增量需求，而本轮政策更多是放松维稳政策，短期内或有助于需求下行斜率的放缓。

另一方面，则聚焦于保交房和去库存：

(1) **2024/05/17 全国切实做好保交房工作视频会议召开，会议当中明确保交房、去库存**，一是推动在建已售未交付项目建设交付，二是消化存量商品住房，三是盘活存量土地，并将消化存量房产与保障房供给相结合：“相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困”、“商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”。

(2) **2024/05/17 国务院政策例行吹风会上，央行表示拟设立保障性住房再贷款 3000 亿元，有望带动银行贷款 5000 亿元**。发放对象包括 21 家全国性银行，支持地方政府选定的地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房用作保障性住房，但该国企及所属集团不得涉及地方政府隐债，不得是地方政府融资平台。

由此来看，此项政策将一定程度缓解和改善房企流动性压力，且明确要求承接方需为非平台国企且不得涉及隐债，故而加大地方债务风险的可能性或较小。

表1：2024/5/17 地产政策梳理

日期	文件/会议	主要内容
2024/5/17	中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	一、 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。 二、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。 三、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
2024/5/17	中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
2024/5/17	中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭， 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。 在此基础上，中国人民银行各省级分行、国家金融监督管理总局各派出机构根据城市政府调控要求，按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。
2024/5/17	全国切实做好保交房工作视频会议召开	1、深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。 2、要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付，保障购房人合法权益。 相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。 3、 商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。 要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。 4、要压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，加强统筹协调，充分发挥城市房地产融资协调机制、再贷款政策等作用，加强对城市和房地产企业的指导支持，有力有序有效推进保交房各项工作。人民银行拟设立保障性住房再贷款，作为新创设的结构性货币政策工具，按照“政府主导、市场化运作”的思路，由人民银行提供低成本再贷款资金，激励21家全国性银行机构按照市场化原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作配售型或配租型保障性住房： 1、 保障性住房再贷款规模是3000亿元 ，利率1.75%，期限1年，可展期4次，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。银行按照自主决策、风险自担原则发放贷款。人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款， 可带动银行贷款5000亿元。
2024/5/17	国务院政策例行吹风会	2、 所收购的商品房严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房 ，对不同所有制房地产企业一视同仁。按照保障性住房是用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握所收购商品房的户型和面积标准。 3、城市政府选定地方国有企业作为收购主体，以市场化的方式运作。 该国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台 ，同时应具备银行授信要求和授信空间，收购后迅速配售或租赁。 4、城市政府根据当地保障性住房需求、商品房库存水平等因素， 自主决定是否参与 。符合保障条件的工薪群体自主选择是否参与配售或租赁。房地产企业与收购主体平等协商，自主决定是否出售。21家银行按照风险自担、商业可持续原则，自主决策是否向收购主体发放贷款。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院整理

近期，各城市地产优化政策密集出台，梳理来看，主要包括以下几方面：

(1) 放松或取消限购，降低购房门槛，消化库存、释放需求。近期，包括长沙、成都、天津、北京、深圳在内的多个城市松绑限购政策，5月以来，杭州、西

安官宣全面取消限购。

(2) 支持“以旧换新”、“卖旧买新”，促进新房二手房良性循环。2023年以来，超30个城市表态支持“以旧换新”，包括：发放“以旧换新”购房补贴、联合开发商及房地产经纪机构推出“换新购”服务、国企平台或开发商直接收购旧房等模式。5月以来，佛山、合肥等城市的出台的地产优化政策中均有提及该项举措。

(3) 存量住房收储，在消化库存、缓解房企流动性压力的同时解决部分群体住房问题。近期，杭州临安区发布公告中提及收购一批商品住房用作公共租赁住房，此外，云南的楚雄州、大理州均有提及收购存量房作为安置房源或是保障性租赁住房、人才住房。

(4) 持续落实金融支持房地产有关政策措施。需求端，调整优化差别化住房信贷政策、“认房不认贷”、降低存量首套住房贷款利率等，以提高居民购房的意愿和能力；供给端，推动房地产融资协调机制，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，推动项目建设交付。

表2：2024年5月以来部分城市地产政策梳理

日期	区域	文件/会议/新闻	主要内容
2024/5/9	杭州	关于优化调整房地产市场调控政策的通知	一、科学编制住房发展规划；二、优化住宅用地供应。三、全面取消住房限购。在本市范围内购买住房，不再审核购房资格。四、优化公证摇号销售措施。对于购房意向登记家庭数量小于或等于准售房源数量的新建商品住房项目，取消公证摇号销售要求，由开发企业自主销售。五、加强住房信贷支持。购房人在所购住房城区范围内无住房的，或在所购住房城区范围内仅有一套住房且正在挂牌出售的，办理新购住房的按揭贷款时可按首套住房认定。六、优化积分落户政策。七、推动高品质住宅供应。
2024/5/9	西安	关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知	一、全面取消我市住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手住房不再审核购房资格.....三、商品住房项目销售时，登记家庭数量与住房房源数量比例低于1.5:1的，不再实施公证摇号。四、支持房地产企业、经纪机构、金融机构合作建立“以旧换新”购房模式。五、允许企事业单位、社会主体购买二手住房以及居民家庭登记选房后的剩余新建商品住房。六、建立健全我市房地产融资协调机制，推动“白名单制度”常态化，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进金融与房地产良性循环.....八、原土地出让合同中约定的企业自持租赁住房，由企业提出申请，经住建、资源规划部门审核并核算补缴相关费用后，可转为商品住房上市交易。九、优化公积金贷款政策。首次使用公积金贷款购房的，首付比例不低于20%.....
2024/5/10	楚雄州	楚雄州促进房地产市场平稳健康发展18条措施	一、优化房地产金融服务：1、建立健全房地产金融长效机制。鼓励银行在依法依规、风险可控的基础上，保持房地产信贷平稳有序增长.....一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求；2、调整优化差别化住房信贷政策；3、严格执行“认房不认贷”政策；4、降低存量首套住房贷款利率。二、促进住房消费：1、支持人才购房；2、有序引导和鼓励农民进城集中安置和购房，大力推动货币化安置、房票安置等多元化安置方式，采取“以购代建”方式采购商品房源作为安置房源；3、全面推行“带押过户”合并登记服务；4、进一步发挥住房公积金政策优势；5、继续实施支持居民换购住房个人所得税优惠政策和个人购买住房契税优惠政策。
2024/5/13	佛山	佛山市住房和城乡建设局等九部门印发关于持续推动房地产市场平稳健康发展的若干措施的通知	一、优化供地管理。二、适度优化住宅用地配建要求。三、优化容积率计算规则。四、实施土地出让价款分期支付。五、调整开竣工违约责任核算规则。六、扩大保函覆盖面。七、精准满足项目融资需求。按照市场化、法治化原则，加大对市房地产融资协调机制“白名单”项目融资安排与支持。八、合理优化企业税收缴纳机制。九、鼓励支持住房“以旧换新”。支持房地产开发企业、中介机构和购房人三方联动开展“以旧换新”活动，鼓励房地产企业开展存量房产置换新房的活动。支持地方国企参与“以旧换新”活动，对收购市场存量房产用于保障性住

2024/5/14	杭州-临 安 区	关于收购商品住房用作公共租赁住房供应商的征集公告	<p>房、租赁住房、人才住房等，加大融资支持力度.....十、加大公积金贷款购房支持力度。十一、落实首套住房贷款利率动态调整机制。十二、放宽购房入户政策.....</p> <p>经临安区人民政府研究决定，在临安区范围内收购一批商品住房用作公共租赁住房。</p> <p>房源基本条件：1、房源以整幢作为基本收购单位，同时单套建筑面积不超过 70 m²；2、收购房源需搭配一定比例的车位，房源待售车位数量满足配比条件，即 60 m²（含）以下的每套按 0.6 个车位比例配置，60 m² 以上的每套按 1.0 个车位比例配置。</p> <p>最高限价原则：以不超过周边房源、车位的评估价作为本次收购的最高限价，最终按经区政府审议通过的《关于收购商品住房用作公共租赁住房的具体实施方案》执行。</p> <p>.....本次收购房源面积原则不超过 10000 平方米，现房或一年内具备交付条件的期房.....</p>
2024/5/15	合肥	合肥市关于进一步调整优化房地产政策措施的通知	<p>1.实施购房补贴；2.优化销售政策，市区商品住房项目不再执行公证摇号公开销售，由企业自主销售.....3.促进二手房市场流通。4.支持“卖旧买新”。指导行业协会探索建立新房与二手房便捷换购通道，帮助购房群众“以旧换新”.....鼓励合房租赁公司等国有企业，根据需要，按照市场化原则，收购有“卖旧买新”需求家庭的二手住房（安置房），用于市场化租赁住房、保障性租赁住房、丰富房票房源超市等。5.推广房票安置。6.提高住房公积金贷款额度。7.动态调整新发放首套住房贷款利率。8.优化个人住房贷款首套房认定标准。9.加大改善性住房供给。10.加大保障性住房供应力度。</p>
2024/5/16	大理州	大理白族自治州人民政府关于进一步促进房地产业平稳健康发展的实施意见（试行）	<p>一、进一步优化投资环境和供给结构：.....加快构建以保障性租赁住房为主的城镇住房保障体系。鼓励收购存量房作为保障性租赁住房或人才住房，住宅商品房去化周期超过 24 个月的县市、大理经开区，除产业园区内部配套和离县城（主城区）较远的镇区外，不再新建保障性租赁住房；城市更新、城中村改造等项目改建地段或就近地段可提供存量房屋进行房屋产权调换的，原则上不再新建回迁安置房，优先采取市场购买方式安置。支持民营房企与国有企业联合组建保障性住房运营公司。</p> <p>二、进一步鼓励支持住房消费：.....全面落实金融支持房地产有关政策措施.....鼓励居民住房“以旧换新”。引导房源品质优、信用评价好的房地产开发企业和经纪机构创新合作方式，满足居民多样化改善型住房需求。行业协会要发挥好牵头协调作用。</p>

资料来源：杭州市住保房管局、西安市人民政府、楚雄州人民政府、佛山市住建局、临安区人民政府、云南省人民政府官网，民生证券研究院整理

2 房地产市场表现如何？

地产政策持续加码，释放积极信号，市场情绪有所提振，具体效果如何评估？

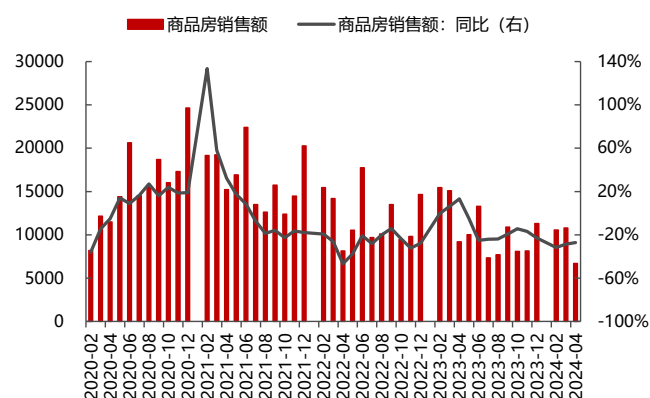
首先我们从当前房地产市场基本面出发探讨。具体而言，从销售端、投资端进行观察。

(1) 从销售端来看，市场景气度仍需持续观察：

商品房销售额同比下滑幅度自 2023 年 11 月以来有所扩大，2024 年 2 月相比去年同期下滑 32%。而自 3 月以来，下滑幅度收窄，截至 2024 年 4 月，商品房销售额同比变动-27%。

商品房成交面积同比下滑幅度自 2023 年 9 月以来有一定收窄，其中，一线城市 2023 年 11 月-2024 年 1 月实现同比正增长。2024 年 2-4 月，成交面积同比去年下滑较多，但逐月收窄，或与去年同期商品房成交面积处于较高水平有关。

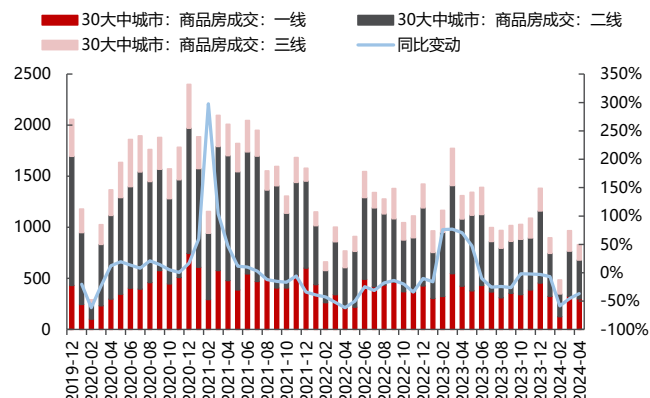
图1：2020 年以来商品房销售额及同比变动（亿元，%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

图2：2020 年以来商品房成交面积及同比变动（万平方米，%）



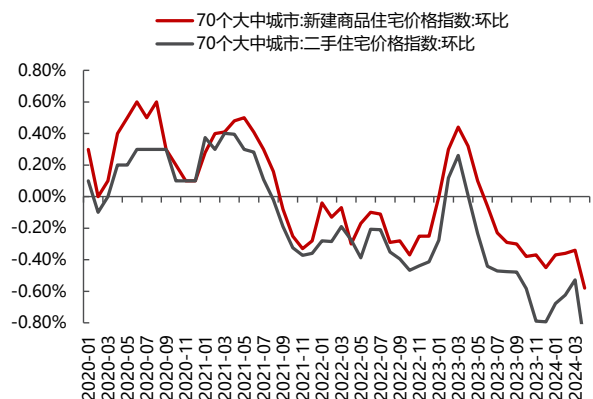
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：同比变动为一二三线城市商品房成交面积总和的同比变动；数据截至 2024 年 4 月

(2) 从价格来看，新建商品住宅和二手住宅价格自 2023 年下半年以来环比下滑，环比降幅逐月扩大。进入 2024 年，第一季度降幅呈收窄趋势，4 月环比降幅则是进一步扩大。

2023 年上半年，新建商品住宅和二手住宅价格同比降幅整体收窄，进入下半年则出现一定分化，二手住宅价格同比下降更多。进入 2024 年，各类住宅价格指数同比降幅进一步扩大，截至 2024 年 4 月，新建商品住宅和二手住宅价格同比去年分别下滑约 3.51%、6.79%。

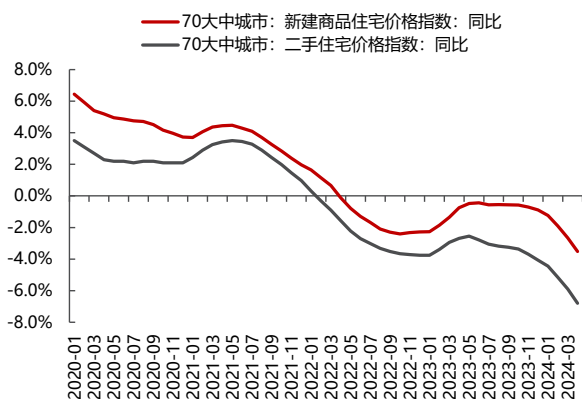
图3：70 大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数环比变动 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

图4：70 大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比变动 (%)



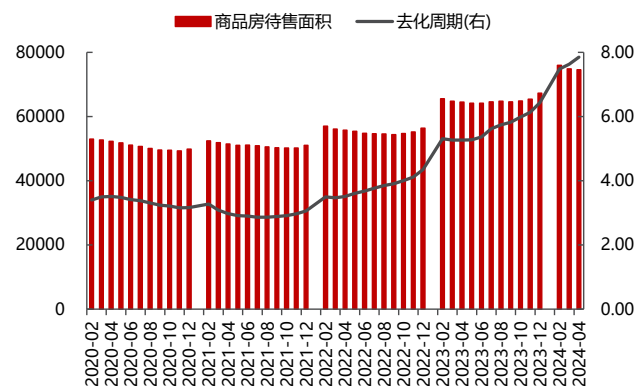
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

当前库存水平仍较高，2023 年，商品房待售面积整体在波动中小幅增长，下半年待售面积同比增幅略有扩大，约为 18%-20%。2024 年 2 月以来，同比增幅收窄，4 月为 15.6%。

商品房去化整体偏弱，自 2021 年下半年房地产政策收紧以来，商品房库存去化周期逐渐拉长，进入 2023 年以来，随着商品房销售面积的持续回落，去化周期进一步拉长，截至 2024 年 4 月，为 7.85 个月，处于近年来的较高水平。

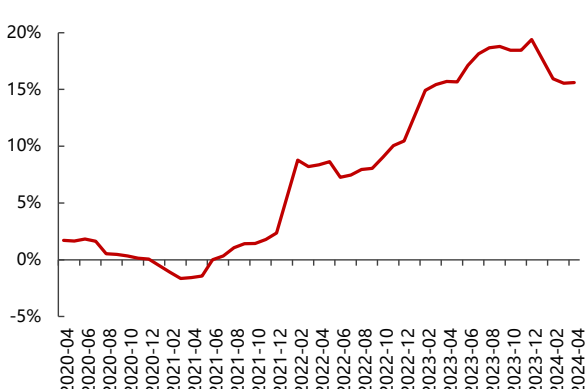
图5：2019 年以来商品房待售面积及去化周期变动 (万平方米, 月)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

图6：2020 年以来商品房待售面积同比变动 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

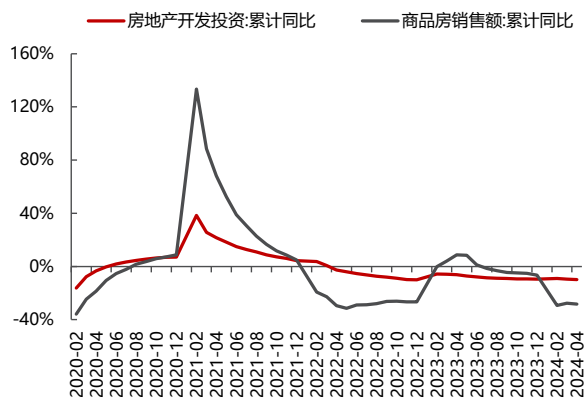
(3) 另一方面，从投资端来看，房屋投资开工动力不强，地产优化政策或将推动项目建设交付：

2024 年以来，房地产开发投资额同比降幅小幅扩大，4 月，房地产开发投资额、房屋新开工面积、施工面积分别同比变动-9.8%、-24.6%、-10.8%，降幅均为 2023

年以来较高水平。

从竣工情况来看，2024 年以来，房屋竣工面积同比变动由正转负，或受到去年同期高基数的影响。当前，地产优化政策进一步加码，以及 4 月 30 日中央政治局会议也明确提出“压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益”，或将推动项目的建设交付进程。

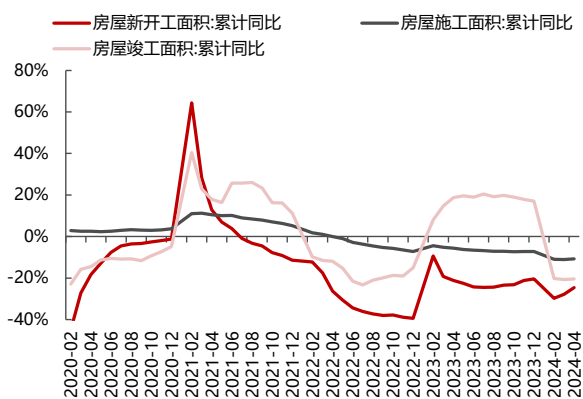
图7：房地产销售和投資增速 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

图8：房地产分項投資增速 (%)

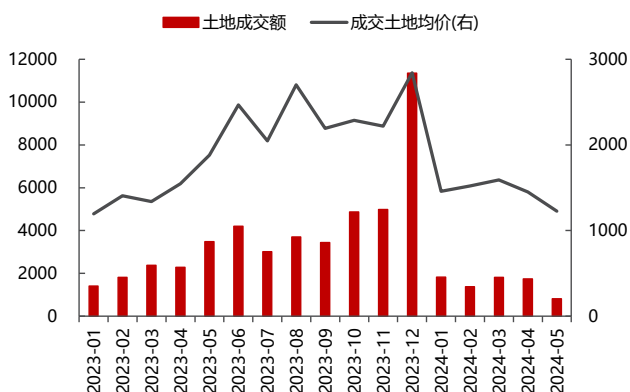


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

土地市场方面，整体活跃度不高。进入 2024 年以来，土地成交额维持低位，1 月成交额、成交均价较往年同期有较大幅度增长。2-4 月，成交额同比下滑约 24%，成交均价则是同比增长，5 月，成交均价同比进一步下滑，截至 2024/5/21，5 月土地成交额 811 亿元，成交均价 1228 元/平方米。

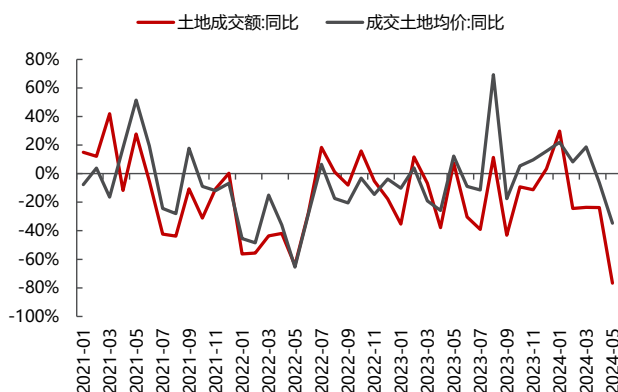
图9：2023 年以来土地成交额与成交均价月度变动 (亿元, 元/平方米)



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

注：2024 年 5 月数据截至 2024/5/21，成交土地均价=成交价/用地面积

图10：2021 年以来土地成交额与成交均价同比变动 (%)



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

注：2024 年 5 月数据截至 2024/5/21，成交土地均价=成交价/用地面积

图11：2020年以来各省份土地与地产市场表现（万平方米，%，亿元）

省份	商品房销售面积		增速				房地产竣工面积		增速				土地成交额		增速			
	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2023	2024	2020	2021	2022	2023
广东	9622	2253	8%	-6%	-24%	-9%	8017	1852	-22%	4%	1%	-2%	3432	386	51%	-14%	-38%	-21%
江苏	11019	2651	10%	7%	-27%	-9%	8817	1593	19%	-18%	-14%	12%	9019	772	32%	8%	-21%	-3%
山东	11287	2770	4%	8%	-18%	-3%	8862	1445	-8%	22%	-41%	33%	3238	642	10%	-4%	-28%	-25%
浙江	6106	1719	9%	-3%	-32%	-10%	9934	1662	17%	-5%	-4%	62%	5827	1329	11%	0%	-28%	-19%
四川	8006	2205	2%	3%	-24%	-23%	4118	1370	-1%	-4%	-7%	1%	2657	317	15%	-9%	-4%	-21%
河南	6965	1982	-1%	-6%	-16%	-37%	6044	1119	-18%	26%	-6%	-6%	1501	284	2%	-13%	-33%	-23%
湖北	5265	1510	-23%	21%	-20%	-18%	3779	788	3%	28%	-3%	15%	1932	195	14%	-11%	-34%	-5%
福建	4225	1243	2%	6%	-13%	-30%	4265	862	32%	6%	1%	5%	1597	362	17%	-18%	-19%	-25%
湖南	5637	1291	4%	-3%	-26%	-17%	4274	846	0%	16%	-25%	24%	1756	223	13%	1%	-24%	-19%
安徽	4678	1270	3%	10%	-29%	-37%	5634	1063	-10%	37%	-15%	-5%	1785	219	-6%	1%	-10%	-30%
河北	4323	1052	14%	2%	-25%	-6%	3421	338	-12%	7%	0%	36%	1891	532	10%	-31%	-17%	10%
陕西	2711	676	1%	-4%	-22%	-18%	2172	344	-2%	1%	12%	10%	1377	422	42%	3%	-7%	-13%
江西	3433	809	4%	14%	-13%	-49%	1935	568	0%	12%	-42%	32%	1426	129	46%	-34%	-12%	-21%
辽宁	2071	548	1%	-8%	-36%	-5%	2242	317	2%	27%	-17%	15%	314	81	17%	-19%	-56%	-31%
云南	2491	644	0%	-20%	-24%	-15%	3195	578	-11%	55%	1%	25%	354	63	-10%	-67%	-14%	-10%
广西	2917	884	0%	-8%	-29%	-33%	2615	662	4%	14%	-4%	11%	477	78	9%	-37%	-29%	-30%
山西	2353	552	13%	19%	-30%	4%	2345	211	-46%	78%	-19%	10%	478	56	22%	-33%	-30%	-8%
内蒙古	1512	375	2%	-9%	-26%	10%	1217	164	-11%	25%	5%	10%	343	76	19%	-38%	-13%	26%
贵州	2215	730	4%	1%	-31%	-42%	1579	235	-10%	6%	6%	63%	990	46	20%	6%	-42%	-11%
新疆	1903	459	14%	22%	-37%	26%	1298	351	-19%	67%	-24%	14%	257	56	33%	-32%	-36%	-17%
黑龙江	858	211	-11%	-10%	-31%	-7%	829	116	19%	-33%	-24%	13%	87	26	57%	-48%	-72%	31%
吉林	1057	235	-14%	0%	-45%	6%	671	90	-21%	-12%	-14%	-7%	272	37	70%	-23%	-75%	39%
甘肃	1497	441	15%	13%	-34%	2%	1241	123	31%	66%	-37%	35%	146	28	36%	-28%	-55%	-20%
海南	900	226	-9%	18%	-28%	40%	741	184	-47%	-31%	58%	-1%	380	66	23%	-42%	46%	16%
宁夏	690	161	9%	-7%	-29%	-4%	1039	156	-24%	48%	-45%	66%	77	13	30%	-14%	-6%	-24%
青海	236	58	-2%	-18%	-47%	15%	270	37	15%	4%	55%	9%	8	4	18%	3%	-52%	-89%
西藏	80	9	-27%	51%	-58%	34%	67	4	48%	214%	-59%	86%	#N/A	#N/A	8%	-69%	-	-
上海	1808	505	5%	5%	-1%	-2%	2096	645	8%	-5%	-39%	25%	1918	375	63%	27%	0%	-43%
北京	1123	303	3%	14%	-6%	8%	2042	302	15%	28%	-2%	5%	2032	562	15%	21%	-24%	14%
重庆	3572	1088	1%	1%	-28%	-20%	3257	623	-26%	11%	-33%	17%	730	115	22%	-3%	-49%	-22%
天津	1177	393	-12%	10%	-32%	21%	1814	211	-1%	16%	-21%	21%	-	-	-25%	11%	-	-

资料来源：iFinD，中指数据库，民生证券研究院

注：2024年商品房销售面积、房地产竣工面积截至2024/04，土地成交额截至2024/5/21；

以上维度总结来看，当前地产市场景气度整体仍偏弱，各类住宅价格处下行区间，地产库存偏高，去化整体偏弱。投资端，开工投资意愿较弱，竣工承压，2024年以来同比变动转负。

3 地产债表现如何？

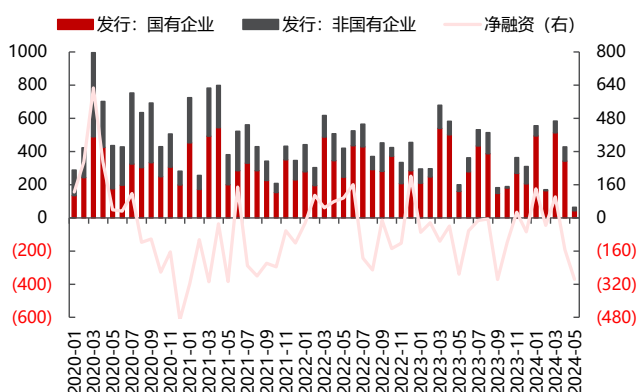
从一级市场表现来看：

受相关政策收紧的影响，近年来房地产企业融资端承压。2022年，随着“金融16条”、“地产三支箭”等利好政策的陆续出台，部分企业的融资情况出现改善，国有企业整体呈净流入状态。2023年下半年以来，受部分房企信用事件的影响，9-10月地产债发行规模出现较为明显的下滑。

2023年11月，国企地产债发行规模大幅增长，带动地产债发行回规模整体回升，净融资由负转正，非国企地产债发行状况则未出现较为明显的改善，净融资仍存在一定的缺口。

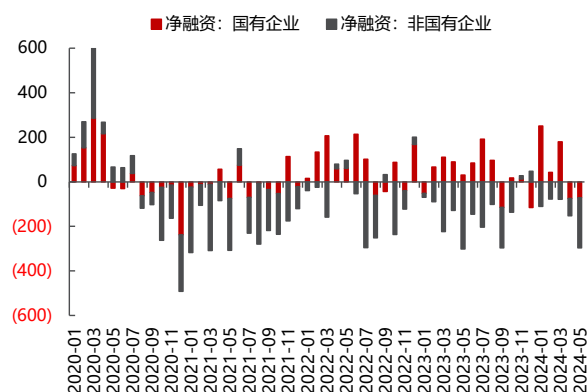
2024年以来，一季度国企地产债发行规模较上季度显著增长，同期非国企地产债发行仍较为低迷，净融资存在较大缺口。二季度以来，国企地产债发行规模有所回落，非国企地产债发行回暖，但受到同期偿还规模大幅增长的影响，国企净融资由正转负，非国企净融资缺口有所扩大。

图12：2020年以来地产债发行和净融资情况（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院
注：2024年5月数据截至2024/5/21

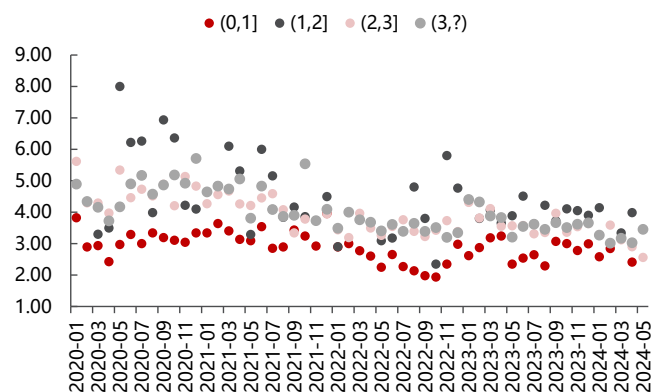
图13：2020年以来地产债净融资结构：分企业性质（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院
注：2024年5月数据截至2024/5/21

从发行利率来看，2020年以来，不同期限地产债发行利率分化程度有所减小，进入2023年，地产债的发行利率整体处于下降的趋势，其中，下半年受到部分房企信用事件的影响，部分期限的发行利率有所抬升。

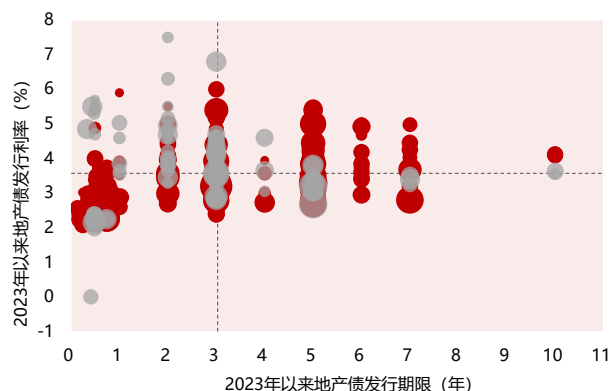
进一步来看2023年以来的发行情况，截至2024/5/21，地产债共计发行约6337亿元，其中，3948亿元地产债的发行期限在3年及以下。从成本来看，1年及以下的发行利率多集中在2%-3%的区间，且这部分债券的发行主体大多为国有企业。

图14：2020年以来地产债加权平均发行利率：分发行期限（%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2024年5月数据截至2024/5/21

不同颜色对应不同发行期限的债券加权平均发行利率

图15：2023年以来地产债发行情况（年，%，亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2024年数据截至2024/5/21；气泡大小代表发行规模，红色气泡代表国有企业，灰色气泡代表非国有企业；横纵两条虚线分别代表地产债发行平均期限和平均利率

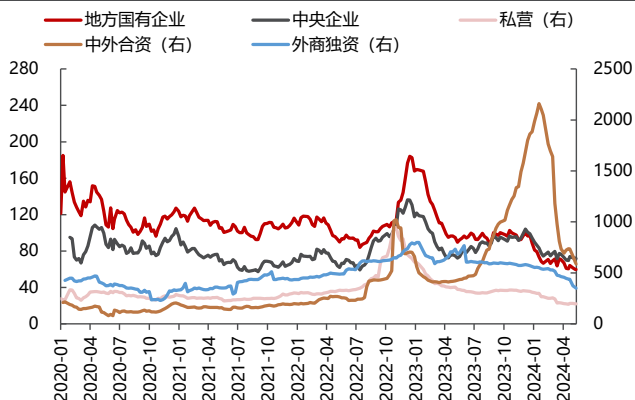
从二级市场情况来看：

2022年上半年，货币政策整体处于宽而有度的状态，叠加结构性资产荒的推动，部分地产债受到一定追捧；对应可以看到，地产债利差出现压缩，而进入下半年，受到部分房企信用事件的影响，地产债利差整体走阔明显。四季度，在理财“赎回潮”带来的流动性的冲击之下，地产债利差进一步走阔，不同性质的地产企业利差分化更为明显。

2022年末，随着“金融16条”等地产宽松政策的陆续出台，进入2023年，地产市场行情出现改善，叠加赎回潮影响褪去，利差呈快速压缩状态。而自下半年以来，受部分房企信用风险事件的影响，地产利差再次出现走阔。

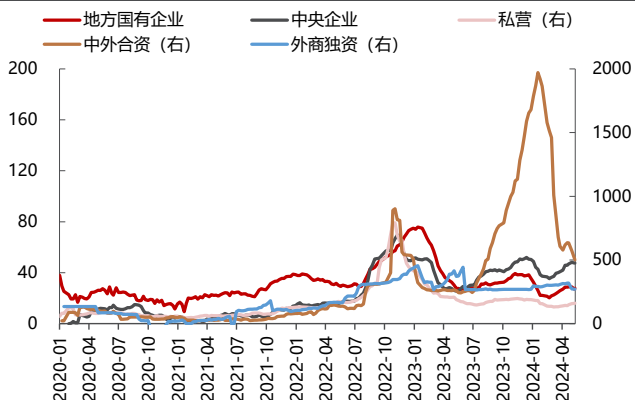
2023年末，随着“稳地产”政策的持续加码，城市房地产融资协调机制落地见效、房贷利率下调、经营性物业贷款管理要求发布等，叠加重点一二线城市限购政策放宽，从供需两侧共同发力，推动房地产市场的平稳发展。**2023年四季度以来**，不同性质房企信用利差出现了较为明显的收窄趋势。进入2024年，地方国有企业、中央国有企业利差持续震荡下行，当前均已压缩至80BP以内。

超额利差方面，地方国有企业、中央国有企业超额利差相对较低，2024年以来已压缩至50BP以内，3月初至今均小幅走阔，2024/03/01-2024/05/20 国企、央企超额利差分别走阔8BP、12BP。私营、外商独资企业超额利差相对偏高，截至2024/05/20 分别为160BP、271BP。

图16：2020年以来地产债信用利差走势（bp）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024/5/20；纳入计算的券种剔除异常值且隐含评级在 AA-及以上、2024/5/20 估值小于 20%；样本券为公募+无担保+非永续地产债；企业性质分类依据同花顺分类标准。

图17：2020年以来地产债超额利差走势（bp）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024/5/20；纳入计算的券种剔除异常值且隐含评级在 AA-及以上、2024/5/20 估值小于 20%；样本券为公募+无担保+非永续地产债；企业性质分类依据同花顺分类标准。

本轮央行政策与 2015-2018 年“棚改”直接带动增量需求有所不同，更多是放松维稳政策，短期内或有助于需求下行斜率的放缓，长期效果或仍待进一步观察。

保交房和去库存方面，相关政策的受益城市或主要为库存更高的二三线城市，但以需定购之下，对于收储规模或还需合理评估。此外，“酌情以合理价格”进行收购，或有望一定程度维稳房价及预期。

对于央行设立的 3000 亿元保障性住房再贷款，将一定程度缓解和改善房企流动性压力，且明确要求承接方需为非平台国企且不得涉及隐债，故而加大地方债务风险的可能性或较小。

总结来看，当前地产政策仍属放松约束的兜底性政策，短期内或带动地产供需下行斜率放缓和企稳，但长期效果有待观察。地产债方面，当前市场对于民企地产债的信心恢复有待进一步观察，仍需留意民营企业信用风险及产生的估值波动，国企地产债方面，政策宽松之下，部分优质房企地产债具有一定的配置价值，可寻求票息博弈。

图18: 部分地产企业估值及利差走势情况 (亿元, %, bp)

发行人	存量债	隐含评级	估值	利差走势												
				03-01	03-08	03-15	03-22	03-29	04-03	04-12	04-19	04-26	04-30	05-10	05-17	05-20
保利发展控股集团股份有限公司	696	AAA	2.52	46	49	50	49	57	58	52	47	48	53	50	50	50
华润置地控股有限公司	691	AAA	2.46	57	59	60	56	60	59	51	43	43	44	44	45	44
北京首都开发股份有限公司	634	AA+	3.14	75	86	89	99	110	111	111	112	116	118	118	106	105
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	603	AAA-	2.45	55	57	58	48	54	52	46	41	40	44	43	43	43
中海企业发展集团有限公司	489	AAA	2.55	55	57	58	54	61	60	56	50	51	54	52	53	52
金融街控股股份有限公司	466	AAA-	2.86	63	65	66	74	80	81	77	73	70	74	72	76	80
华侨城集团有限公司	424	AAA-	3.37	97	100	104	92	100	96	95	95	96	115	119	124	127
上海金茂投资管理集团有限公司	408	AA+	2.95	88	90	92	81	85	85	82	86	88	91	92	89	88
中国铁建房地产集团有限公司	393	AA+	2.68	60	66	71	70	76	76	70	63	62	70	67	67	64
珠海华发实业股份有限公司	370	AA	2.75	74	77	83	77	82	81	80	73	73	76	75	71	70
建发房地产集团有限公司	295	AA+	2.94	78	82	84	87	96	95	93	93	91	93	88	88	87
北京首创城市发展集团有限公司	286	AA	3.29	94	106	111	114	127	130	131	127	126	129	124	115	118
绿城房地产集团有限公司	268	AA	3.74	159	162	163	141	146	145	149	145	147	159	159	159	161
中国电建地产集团有限公司	266	AA	2.82	72	76	78	76	82	79	77	76	77	80	78	77	76
北京城建投资发展股份有限公司	252	AA+	2.56	59	61	61	62	67	61	55	48	51	55	52	54	53
广州珠江实业集团有限公司	244	AA	2.61	74	76	82	65	72	71	67	62	63	63	59	57	57
北京天恒置业集团有限公司	213	AA	2.60	71	74	73	70	81	80	75	67	62	66	64	57	56
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	180	AAA	2.53	52	54	54	59	64	64	59	52	52	55	53	51	50
信达投资有限公司	176	AA	3.24	104	110	110	116	122	122	129	125	120	120	114	116	114
信达地产股份有限公司	175	AA	3.20	87	90	93	95	100	99	100	104	111	111	111	112	110
深业集团有限公司	174	AAA-	2.32	53	56	56	29	45	43	36	29	30	34	31	31	31
上海金桥(集团)有限公司	163	AAA-	2.39	38	40	42	44	50	50	44	36	37	41	38	39	38
联发集团有限公司	162	AA	2.23	96	97	88	47	54	45	36	24	26	31	27	24	23
上海陆家嘴(集团)有限公司	158	AAA	2.54	56	59	61	50	59	59	62	55	50	53	51	52	51
中交房地产集团有限公司	140	AA+	2.71	57	61	65	50	56	54	49	62	65	68	68	67	67
美的置业集团有限公司	139	AA	4.47	258	260	245	221	223	221	217	211	209	226	235	233	232
北京住总集团有限责任公司	134	AA+	2.32	42	48	46	34	39	38	32	30	29	33	31	32	32
中华企业股份有限公司	131	AA	2.31	41	43	48	43	48	47	41	32	32	37	33	30	30
大悦城控股集团股份有限公司	125	AA+	2.61	70	71	75	57	68	66	69	62	60	63	61	58	57
中国绿发投资集团有限公司	123	AA+	2.70	69	71	75	76	81	81	76	70	69	73	70	67	66
上海张江高科技园区开发股份有限公司	117	AAA	2.28	44	46	46	32	38	35	32	25	26	29	27	29	28
厦门安居控股集团有限公司	115	AA	2.27	49	52	52	34	41	38	33	25	24	28	27	26	27
鲁能集团有限公司	106	AA+	2.42	72	75	77	60	64	65	57	50	49	51	49	44	40
中国南山开发(集团)股份有限公司	93	AA+	2.13	72	71	66	28	35	32	20	14	13	16	15	14	14
上海城投控股股份有限公司	91	AAA	2.47	33	36	36	47	53	51	46	43	40	44	42	45	44
中交地产股份有限公司	87	AA	2.96	103	105	117	90	104	102	103	107	103	106	103	90	89
苏州新区高新技术产业股份有限公司	83	AA+	2.44	59	58	59	49	56	57	47	42	40	43	42	43	43
上海外高桥集团股份有限公司	79	AAA	2.26	44	46	48	31	37	35	29	19	19	22	22	22	26
光明房地产集团股份有限公司	78	AA	2.90	78	78	85	73	85	86	96	89	87	90	86	85	83
北京北辰实业股份有限公司	74	AA+	2.66	57	58	64	75	80	78	73	66	66	69	65	64	62
杭州滨江房产集团股份有限公司	71	AA	3.24	140	142	137	103	107	105	107	108	105	115	112	115	114
苏州恒泰控股集团有限公司	71	AA	2.28	57	59	55	21	29	25	19	13	16	19	23	29	28
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	70	AA+	2.30	42	44	46	36	43	42	36	27	27	32	29	30	29
中粮置业投资有限公司	70	AA+	2.61	64	67	66	68	74	74	70	63	61	64	62	58	57
苏州新建元控股集团有限公司	69	AA	2.65	57	58	59	66	72	71	67	59	58	60	60	62	61
浙江中国小商品城集团股份有限公司	65	AA+	2.15	59	60	58	26	32	29	24	17	14	17	15	16	16
北京首都开发控股(集团)有限公司	60	AA+	2.63	69	83	88	72	75	74	63	51	55	68	61	60	59
北京科技园建设(集团)股份有限公司	58	AA	2.95	124	113	121	106	109	109	104	98	92	96	92	89	88
义乌中国小商品城控股有限责任公司	56	AA	2.24	63	61	62	34	42	39	32	27	24	28	26	25	24
上海城开(集团)有限公司	55	AA	2.46	65	67	75	57	62	60	53	46	46	48	46	45	44
北京金融街资本运营集团有限公司	50	AA+	2.43	54	54	52	50	55	54	49	40	40	44	42	42	41
北京电子城高科技集团股份有限公司	48	AA	2.37	97	91	91	57	64	60	52	35	34	38	37	36	36
义乌市市场发展集团有限公司	44	AA+	2.27	73	74	68	42	49	47	39	31	26	30	28	27	27
黑牡丹(集团)股份有限公司	42	AA(2)	2.44	68	67	67	56	59	57	52	40	43	48	44	43	42

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

注: 存量债及估值数据截至 2024/5/21

4 风险提示

- 1、**政策不确定性。**国内关于房地产相关政策超预期调整。
- 2、**基本面变化超预期。**经济基本面变化可能超预期。
- 3、**可能存在信息滞后、更新不及时或不全面的风险。**数据基于公开资料信息整理，可能存在信息滞后或更新不及时、不全面的风险。

插图目录

图 1: 2020 年以来商品房销售额及同比变动 (亿元, %)	7
图 2: 2020 年以来商品房成交面积及同比变动 (万平方米, %)	7
图 3: 70 大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数环比变动 (%)	8
图 4: 70 大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比变动 (%)	8
图 5: 2019 年以来商品房待售面积及去化周期变动 (万平方米, 月)	8
图 6: 2020 年以来商品房待售面积同比变动 (%)	8
图 7: 房地产销售和投资增速 (%)	9
图 8: 房地产分项投资增速 (%)	9
图 9: 2023 年以来土地成交额与成交均价月度变动 (亿元, 元/平方米)	9
图 10: 2021 年以来土地成交额与成交均价同比变动 (%)	9
图 11: 2020 年以来各省份土地与地产市场表现 (万平方米, %, 亿元)	10
图 12: 2020 年以来地产债发行和净融资情况 (亿元)	11
图 13: 2020 年以来地产债净融资结构: 分企业性质 (亿元)	11
图 14: 2020 年以来地产债加权平均发行利率: 分发行期限 (%)	12
图 15: 2023 年以来地产债发行情况 (年, %, 亿元)	12
图 16: 2020 年以来地产债信用利差走势 (bp)	13
图 17: 2020 年以来地产债超额利差走势 (bp)	13
图 18: 部分地产企业估值及利差走势情况 (亿元, %, bp)	14

表格目录

表 1: 2024/5/17 地产政策梳理	4
表 2: 2024 年 5 月以来部分城市地产政策梳理	5

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026