

研究部

卢仁扬

rylu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

报告摘要

- **房地产市场近三个月来显著下行。今年以来销售同比持续下滑。房地产投资持续走弱，**土地市场交易节奏受“土地供应两集中”政策影响较大，房企资金流转效率降低，不同时期资金波动加大。**新开工面积累计同比增速大幅下滑，较同期施工、竣工面积下滑幅度加大，**叠加土地出让减少、房企融资环境紧张的影响，短期拿地和新开工走弱的趋势或将延续。
- **房企资金来源大幅收紧，贷款、自筹持续走弱，销售回款成为主要资金来源。**考虑到后续销售数据在四季度短期内上升较为困难、房地产贷款集中度管理限制房企贷款增长、三条红线下房企更依赖销售回款、企业融资渠道收窄等因素，预计四季度后续房地产资金来源增速难有明显提升，这意味着房企资金链风险或将加大。
- **在盈利能力不足、优质资产出售不顺畅、流动性负债偿还期限在即等多重压力之下，部分房企出现了较大的违约风险。**房地产调控持续收紧下，此前激进加杠杆房企的债务风险逐渐暴露。2021 年以来已有华夏幸福、蓝光发展、阳光 100 中国、泰禾集团、花样年控股、新力控股集团、中国恒大等多家开发商出现了流动性紧张的问题，国际评级机构穆迪发布报告下调富力地产、祥生控股等 10 余家房企信用评级，表明对房企未来销售、融资前景的不乐观态度。
- **房地产行业是我国支柱产业，房企债务违约将在金融机构、地产行业等五个层面上对宏观经济产生负面影响。**房地产市场景气度与经济周期密切相关，若房企信用风险继续发酵，将从投资、消费、金融信贷等方面强化经济下行压力。**针对房地产行业的健康发展，近期监管层频频发声，多地也在近期调整因城施策，房地产供给和需求两方面政策出现放松的迹象。**在供给端，部分城市在“三条红线”和房贷集中度严监管的框架下适度放宽了政策执行力度，通过提高预售资金返还额度、缓缴土地款、出台“限跌令”等举措缓解房企流动性风险。在需求端，部分地区下调了房贷利率，保障刚需群体的购房需求，其中包括深圳、广州、中山等珠三角城市与无锡、湖州等长三角城市。预计未来随着政策放松的城市范围逐步扩大，部分刚需得到释放，房地产行业的信贷环境有望边际改善，有助于市场平稳健康发展。
- **生产数据：**动力煤、螺纹钢价格本周下跌幅度较大，动力煤高位下跌 24.9%，螺纹钢延续下跌 10.8%，铁矿石价格震荡回调 0.5%。螺纹钢期货库存继续消解，本周下降 38%。本周高炉开工率为 52.1%，较上周下降 1.1 个百分点。大宗商品价格涨跌互现，CRB 商品上涨 0.7%，原油上涨 0.3%，黑色系大宗商品的降温也带动铜、铝现货下跌，幅度分别为 3.2%和 9.8%。
- **需求：**房产需求同比上月有所回升，土地供应成交市场需求继续下降。30 大中城市房地产成交面积（10.16-10.29）同比上月同期回升 4.4%，同比去年同期下降 30.9%。100 大中城市土地供应面积两周数据（10.10-10.24）同

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com



比上月同期下降 9.3%，同比去年同期下降 40.3%。100 大中城市土地成交面积（10.10-10.24）较上月同期下降 30.9%，较去年同期下降 57.9%。土地成交溢价率（10.18-10.24）上升至 4.4%，较上周上升 0.9 个百分点。10 月第 4 周（10.18-10.24）汽车日均批发 5.47 万辆，相比 9 月同期下降 8.4%。

- **食品价格：**本周食品价格普遍延续上涨。猪肉和蔬菜价格上涨幅度较大，分别为 9.1% 和 8.7%，鸡蛋价格也有一定程度的上涨，幅度为 7.9%。农产品批发价格 200 指数较上周上涨 4.4%。月度看，猪肉 9 月均价 19.9 元，10 月均价 20.2 元，同比上涨 1.5%。鸡蛋 9 月均价 10.5 元，10 月均价 10 元，同比下降 4.8%。蔬菜 9 月均价 4.5 元，10 月均价 5.5 元，同比上涨 22.2%。水果 9 月均价 5.4 元，10 月均价 5.7 元，同比上涨 5.6%。农产品批发价格 200 指数 9 月均值为 113.2，10 月均值为 120.3，同比上升 6.3%。
- **流动性：**为维护月末流动性平稳，本周 OMO 每天投放 2000 亿元，共投放 10000 亿元，到期 3200 亿元，27 日有 700 亿国库现金到期，同日央行已续作，本周实现净投放 6800 亿元。1 年期 AAA 同业存单利率收报 2.79%，较上周上行 2BP。本周 DR007 均高于 7 天逆回购利率，差值最低 22.5BP，最高 30.4BP，平均高出 26BP，月末银行间流动性偏紧。1 年期 AAA 存单利率均低于 1 年期 MLF 利率，差值最低 15.1BP，最高 17BP，平均低 16BP。国债收益率短端（1 年期）和长端（10 年期）较上周分别下行 3BP 和 2BP，分别收报 2.35% 和 3%。DR007 上行 15BP，收报 2.28%。本周沪市下跌 0.5%，创业板上涨 1.1%。

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com



目录

一、房地产市场近 3 个月来显著下行.....	3
二、房企债务违约也可能引发多方面消极影响.....	6
三、中央层面释放政策暖风，局部地区“因城施策”对地产调控有所放松.....	11

图表目录

图表 1：销售面积下行.....	3
图表 2：今年房贷利率处于上升通道.....	3
图表 3：投资持续走弱.....	4
图表 4：土地市场降温.....	4
图表 5：集中供地叠加融资环境紧张，新开工大幅下滑.....	5
图表 6：房企资金来源单月同比.....	6
图表 7：居民中长期贷款持续走弱.....	6
图表 8：房地产贷款增速放缓.....	6
图表 9：今年房地产债券违约数量和规模.....	7
图表 10：9 月份房地产违约的债券.....	7
图表 11：穆迪下调房地产企业评级.....	8
图表 12：9 月底央行会议开始释放对房地产相对温和的信号.....	10
图表 13：9-10 月份部分地区出台缓和政策.....	12
图表 14：高频数据更新.....	14

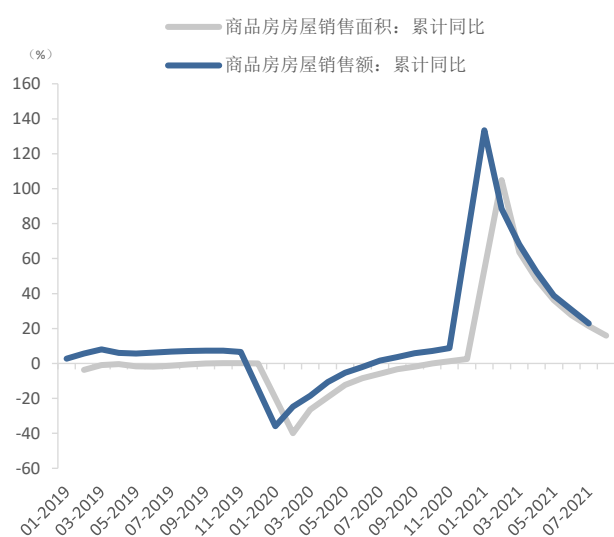
一、房地产市场近三个月来显著下行

1、房地产销售持续下滑，房贷利率近3个月来持续上行。

“金九银十”旺季不再。2021年9月单月，全国实现商品房销售面积16139万平方米，同比下滑13.2%，较2019年下滑6.9%，实现销售金额15748亿，同比下滑15.8%，相比2019年下滑2.3%。一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月上涨0.3%转为持平。同比来看，9月份，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨5.3%和7.7%，涨幅比上月分别回落0.4和1.4个百分点。传统房市旺季期望落空。

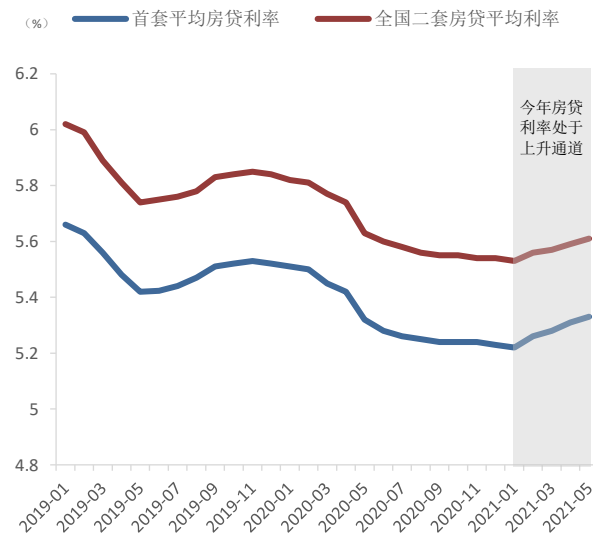
今年销售同比持续下滑，我们认为有以下原因：2020年受疫情影响，上半年销售基数较下半年低，下半年同比增速的下降是在逐步调整；购房调控政策力度进一步加大，10月，银保监会表示，在贷款首付比例和利率上支持首套房购房者。并且“房地产贷款集中度”调控对个人住房贷款余额占比上限也做了要求，今年按揭额度紧张，房贷利率处于上升通道，买房需求降温。

图表 1：销售面积下行



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：今年房贷利率处于上升通道



来源：Wind，莫尼塔研究

2、各项房地产投资显著走弱，土地市场显著降温：

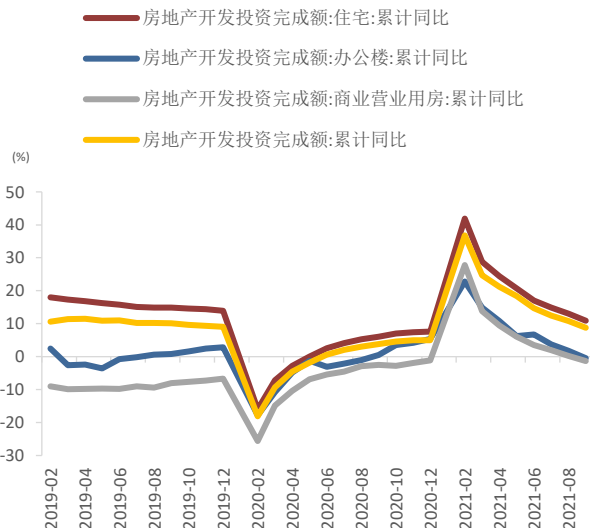
今年以来，房地产投资持续走弱，住宅、商业、办公用房投资下滑，1-9月投资累计同比8.8%，较2019年同期下降1.7%。从去年开始，“三条红线”的设置从严限制了房地产企业有息债务的增长，在资金端形成约束，房地产投资开工出现降温。

土地市场交易节奏受“土地供应两集中”政策影响较大。根据自然资源部《2021年住宅用地供应分类调控相关工作》要求，重点城市全年将分3批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动。此举在一定程度上从土地市场需求端抑制房企拿地、囤地的需求。在过去的连续供地模式下，房企可滚动开发、拿地，具体而言，房企可根据当前房屋建造、销售进度来规划拿地节奏，土地市场在这种模式下能够较为灵活地满足需求，对于房企的现金流而言，当期拍地的资金流出和上一期房屋建造、销售筹资所带来的资金流入是匹配且连续的，可以有效平滑资金的流动，从而提升资金的周转速度。而在集中供地模式下，拍地的资金流出和上一轮建造、销售筹资等资金流入匹配性降低，资金周转次数

降低，对房企自身的运营能力提出了不小的挑战。

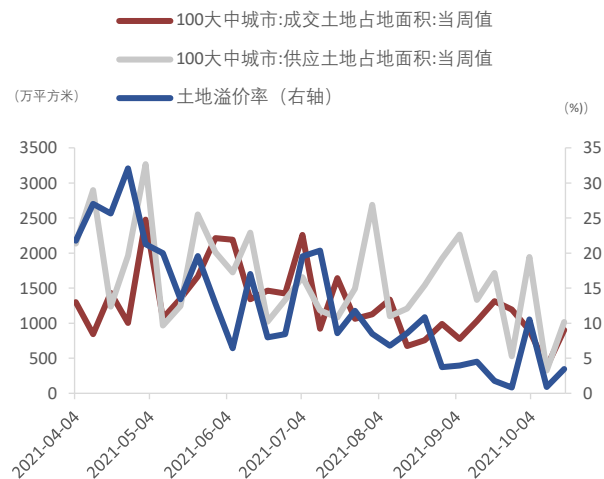
“三条红线”、“房地产贷款集中度管理”等房地产严管政策之外，政策管控也列出了当年拿地金额/当年销售金额不得超过 40% 的指标约束，在此背景下，房企拿地节奏产生明显扰动，土地供给和成交均处于波动下行通道，市场销售数据的下行也降低了房企投资置地开工的意愿和能力。7、8 月传统房企淡季后，土地市场交易数据继续下行。今年 4 月以来，土地溢价率¹呈波动下滑，4 月一度超过 30%，而 9 月溢价率基本在 10% 下波动。

图表 3：投资持续走弱



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：土地市场降温

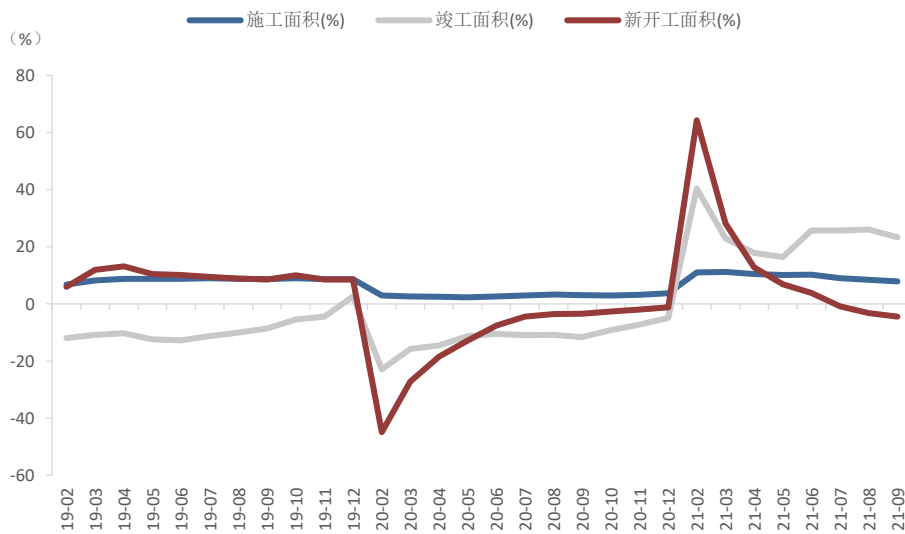


来源：Wind，莫尼塔研究

今年新开工走弱，新开工面积累计同比增速大幅下滑，较同期施工、竣工面积下滑幅度加大。1-9 月份，新开工同比-4.5%，较 2019 年同期下降 12.1%。我们分析主要受到两个因素影响：一是 2020 年全年土地出让面积总体小幅下滑 1.1%，影响后续新开工；二是 2021 年房企受集中供地影响，上半年首批集中供地主要集中在 4-6 月，集中供地名单中的 22 城市供地较少，导致新开工放缓。叠加土地出让减少、房企融资环境紧张的影响，短期拿地和开工走弱的趋势或将延续，对施工、竣工面积的影响终将显现。

¹ 土地溢价率是指超出基价金额/土地基价，能够较为直观地反映土地市场的热度。溢价率高意味着房企的愿意支付较高的购地成本，也能反映房地产需求的热度。基价是土地的原始成本，包括征地费、开垦费、青苗费等补偿村民的钱，以及评估费等管理费用。基价是土地从收归国有储备到招拍为止所有的支出费用总和，即土地的价值。土地溢价率计算公式为土地溢价率=(竞拍成交价格-土地成本价)/土地成本价*100%。

图表 5：集中供地叠加融资环境紧张，新开工大幅下滑



来源：Wind，莫尼塔研究

3、房地产资金来源大幅度收紧

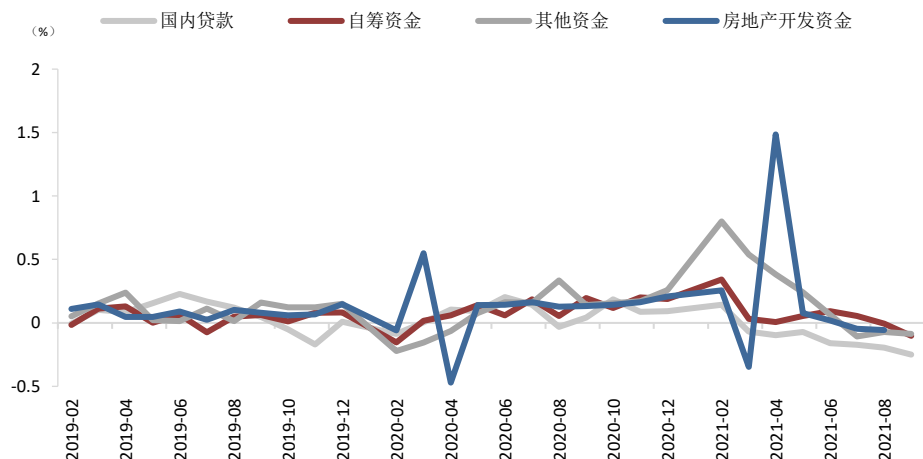
资金来源大幅收紧，贷款、自筹持续走弱，销售回款成为主要资金来源。1-9月，房地产开发企业合计资金来源共15.1万亿，同比增长11.1%。从具体资金来源来看，1-9月国内贷款同比下降8.4%。自筹资金同比增长6.1%。包含定金、预收款及个人按揭贷款的其他资金同比增长19.8%。从单月同比看，1-6月资金单月同比增速较高，房企资金链状况一般，但已呈现出下滑趋势。其中国内贷款自3月起单月同比已跌至负数²，3-6月增速不断下滑，二季度平均增速-9.9%，自筹资金二季度平均增速4.7%，其他资金二季度平均增速30.7%。三季度资金来源同比增速全面下滑，国内、自筹、其他资金单月同比增速均值分别为-20.6%、-1.8%和-8.8%，分别较二季度下滑31.5%、6.5%和39.5%，资金链状况明显恶化，在集中度管理、三条红线管控下，国内贷款同比增速明显下滑，自筹增幅不及其他资金，房企资金对销售回款的依赖性增加。

预计房地产贷款增速将持续放缓。2021年三季度末，人民币房地产贷款余额51.4万亿元，同比增长7.6%，低于各项贷款增速4.3个百分点，比上季末增速低1.9个百分点。2021年三季度末，房地产开发贷款余额12.16万亿元，同比增长0.02%，增速比上季末低2.8个百分点。个人住房贷款余额37.37万亿元，同比增长11.3%，增速比上季末低1.7个百分点。

考虑到后续销售数据在四季度短期内上升较为困难，集中度管理限制房企贷款增长，三条红线下房企更依赖销售回款，企业融资渠道收窄等因素，预计四季度后续房地产资金来源增速难有明显提升，这意味着房企资金链风险或将加大。

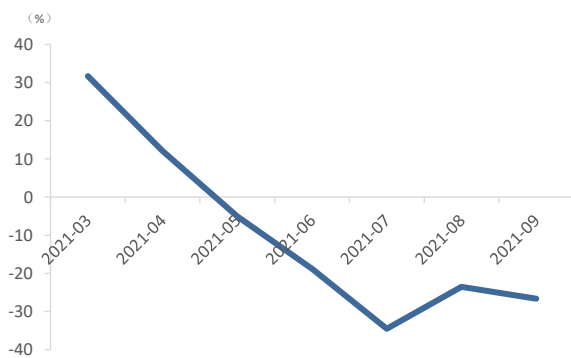
² 单月同比的计算：T月新增值=T月累计值-T-1月累计值，T月单月同比=(今年T月新增值-去年T月新增值)/去年T月新增值

图表 6：房企资金来源单月同比



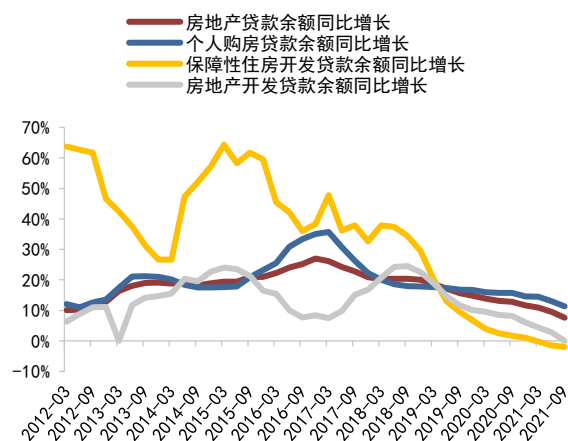
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：居民中长期贷款持续走弱



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：房地产贷款增速放缓



来源：Wind，莫尼塔研究

二、房企债务违约也可能引发多方面消极影响

1. 部分房企存在违约风险

房地产调控持续收紧下，此前激进加杠杆房企的债务风险逐渐暴露。前几年已有不少区域性小型房企出现债务违约，而今年华夏幸福、恒大等大型房企也陷入债务危机。根本原因在于未深刻认识到政府对于房地产调控的决心和定力，在近几年的过渡期中没有及时降杠杆，反而继续高负债经营，高估了自身的能力，低估了时代变局的力量，直至最终爆发债务风险。

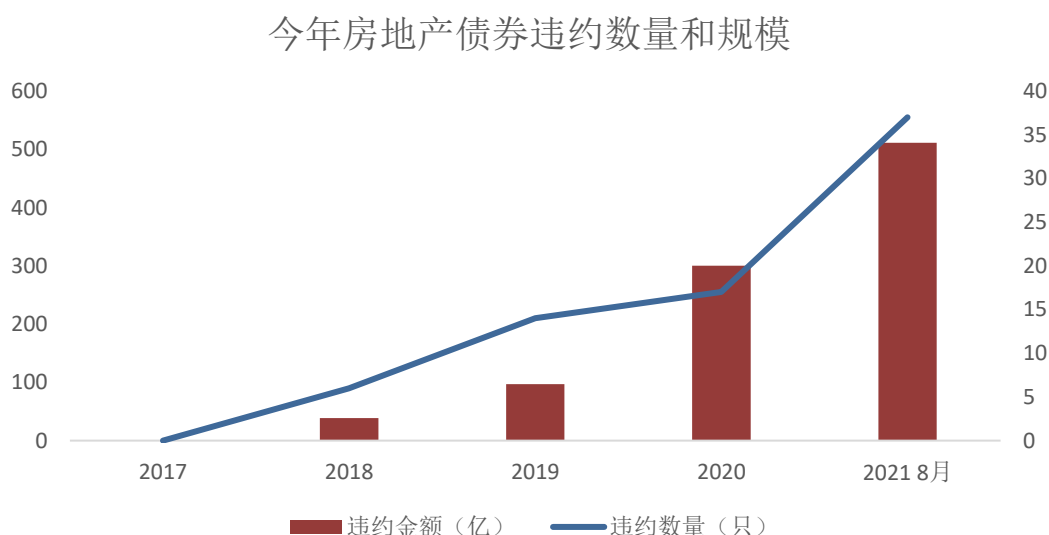
2021 年以来已有华夏幸福、蓝光发展、阳光 100 中国、泰禾集团、花样年控股、新力控股集团、中国恒大等多家开发商出现了流动性紧张的问题。随着资金链紧张加剧，房企债务清偿能力下降直接涉及到债券市场，从而持续引发资本市场对地产债的担忧。

目前已违约的房企中，协信远创、国购投资、银亿集团已进入破产重整，新华联文旅引进华融进行债务重组，泰禾全封闭式管理项目债务重组，华夏幸福一揽子债务重组。同时还在部分房企存在风险，

其中，**新力控股**在9月份表示，由于境内融资逾期付款，债权人要求偿还总计7,540万美元的本金和应计利息，除此之外，第一批价值2.5亿美元的债券的支付和最后一次利息支付将于10月18日到期。9月29日凌晨，**标普突然大幅下调花样年评级**。10月4日花样年发布公告解释，公司受疫情反复、行业政策及宏观经济等多重因素影响，流动性出现阶段性紧张。公司本应在10月4日付款的2.06亿美元（约合人民币13亿元）的票据未能如期支付。花样年中国其间接控股股东花样年控股除了尚未偿还的2.06亿美元债，2021年内还有两笔共计4.5亿美元债到期，一年内到期美元债合计约11.48亿美元。10月11日，**当代置业**在港交所的公告显示，公司寻求将2021年到期、票息12.85%的优先票据到期日延长三个月。这些本金总额2.5亿美元、约16.2亿人民币的票据将于10月25日到期。当代置业寻求将到期日延长至2022年1月25日，先赎回本金额8750万美元以减少未偿票据本金额，以及其他事项。

截至10月15日，共有16家境内房地产债券发行人确认债券实质违约，已确认违约债券74支、对应债券发行额968.19亿元，上述发行人还有226.1亿元公募债券、96.16亿元私募债存续，大部分与公司层面债务处置进程有关。而从融资规模来看，根据克尔瑞的数据，2021年前9个月，100家典型房企的融资量为10919亿元，同比下降21%。其中，第三季度的融资额为2872亿元，同比下降38%，环比下降24%，各季度呈现直线下降的趋势，融资创2018年以来的最低水平。

图表 9：今年房地产债券违约数量和规模



来源：Wind 莫尼塔研究

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28742

