



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

破解房地产企业信用融资困境

投资要点:

- **房地产行业修复需尽快破解融资困境。**(1) 从房地产投资来看，地产行业融资端成为地产投资持续好转的主要制约因素，房地产企业融资端压力成为今年以来新开工增速降幅扩大的主要因素，未来如果在房地产前端销售、后端贷款和债券融资等方面均未现明显改善，新开工或继续承压下滑。(2) 针对房地产企业的融资政策“纠偏”从 2021 年 10 月份就已经开始，以满足房地产合理融资需求为中心的融资端改善的政策信号被频繁释放，但是从 2021 年四季度房地产行业贷款增速，以及 2022 年一季度房地产信用债融资情况看，地产行业融资困境并未破局。(3) 2022 年一季度地产信用债融资未现改善、融资环境修复还需要时间。展望 2022 年年内，7 月份还将有高达 546.31 亿元房地产信用债到期，融资方面的压力或导致部分房企保障债务偿付的流动性压力继续抬升。
- **地产行业融资压力化解还需政策加码。**(1) 从供给端，“因城施策”扩大地产融资政策支持，缓解地产流动性压力，旨在化解行业风险的供给端金融支持政策或在更多地区出台。(2) 从需求端，促进销售回款、稳定房地产企业现金流。放松限购限贷、鼓励地产项目库存等需求端政策或也会在化解地产行业风险的紧迫性下更加积极的因城施策推行。(3) 从政策端，金融政策支持库存压力较大、存在实际棚改需求的地区或加大推行棚改货币化，刺激地产需求回升。针对部分库存压力较大、实际棚改需求较为迫切的地区，棚改货币化政策或成为刺激当地购房需求回升、稳定经济增长的重要手段，并且在此过程中，抵押补充贷款（PSL）投放或继续在金融政策层面提供流动性支持。(4) 从新发展模式转型来看，无论是保障性租赁住房 and 租售并举，还是不动产运营及服务，地产行业的新发展模式最终还是要靠微观地产企业的转型来实现，短期化解房企债务压力和流动性风险，保住行业发展主体是为了中长期兑现行业转型。在此过程中，扩大基础设施 REITS 市场规模、区分开发和运营等不同项目融资等流动性支持都是必要的政策支持。
- **风险提示：**(1) 疫情形势阻碍“线下模式”的地产销售；(2) 地产行业的金融扶持政策推进不及预期；(3) 房地产行业违约情况超预期。

内容目录

1. 房地产行业修复需尽快破解融资困境	3
2. 地产行业融资压力化解还需政策加码	5
3. 风险提示	6

图表目录

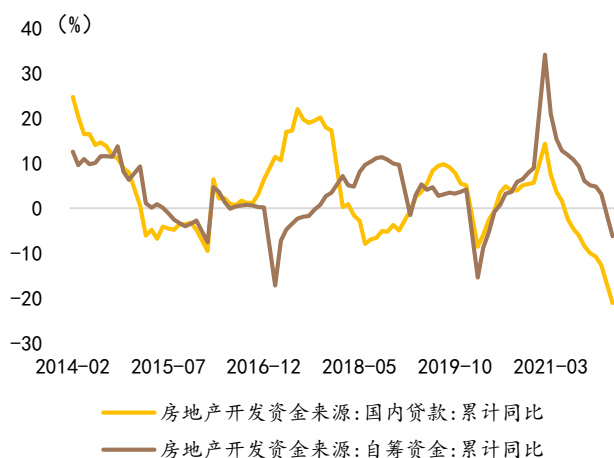
图 1: 2022 年 2 月地产开发贷款增速创下多年来低点	3
图 2: 2022 年 2 月地产开发来自销售端的资金增速继续下滑	3
图 3: 2021 年四季度房地产行业贷款和个人购房贷款同比增速未见明显抬升	4
图 4: SW 房地产行业信用债净融资量及到期压力	4

3月16日金融委专题会议鼓舞了低迷已久的市场情绪，房地产行业尾部风险担忧下降，房地产板块也迎来久违的“困境反转”上涨，但是3月17日阳光城未能足额偿付加速到期的债券累计本息，以及富力地产预计无法在债券本息兑付日前筹措到足额资金，也提醒市场房地产行业受困于融资环境改善迟缓的信用紧缩困境并未根本解决，房企面临的流动性偿付压力还需要政策继续加码扶持。

1. 房地产行业修复需尽快破解融资困境

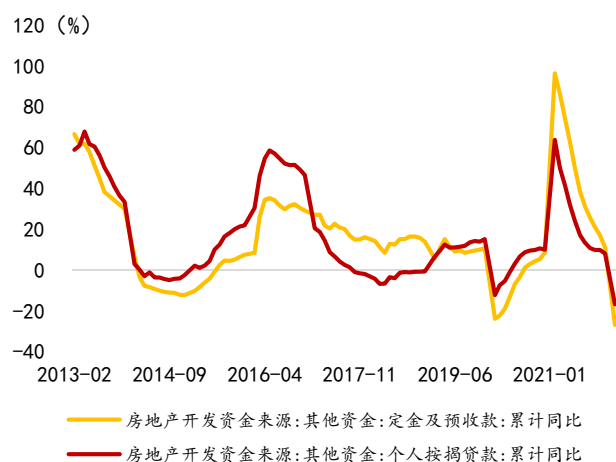
我们在3月16日发布的研究报告《3.7%的地产投资是怎么实现的？——2022年1-2月经济数据点评》已经指出，**地产行业融资端成为地产投资持续好转的主要制约因素**。2022年1-2月房地产开发到位资金增速仅有-17.7%，分项来看，国内贷款同比增长-21.1%，创下10年以来新低；自筹资金累计同比增长-6.2%，是2020年4月份以来新低；房地产销售端资金来源亦是全面下滑，其中定金及预收款累计同比增长-27%、按揭贷款累计同比增长-16.9%，均是10年来行业融资的谷底。房地产企业融资端压力成为今年以来新开工增速降幅扩大的主要因素，未来如果在房地产前端销售、后端贷款和债券融资等方面均未现明显改善，新开工或继续承压下滑。

图1：2022年2月地产开发贷款增速创下多年来低点



资料来源：Wind，德邦研究所

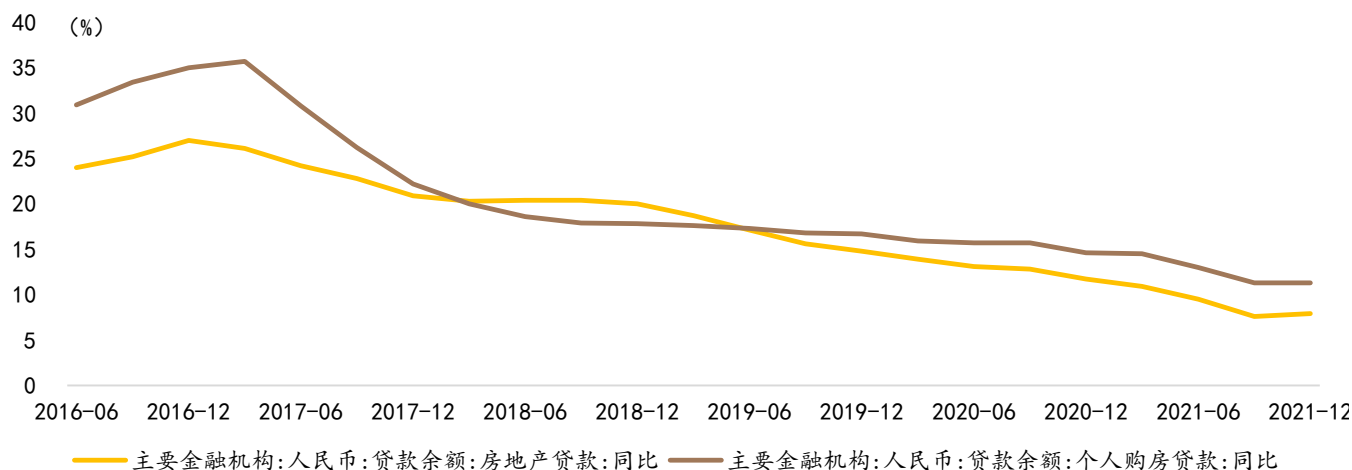
图2：2022年2月地产开发来自销售端的资金增速继续下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

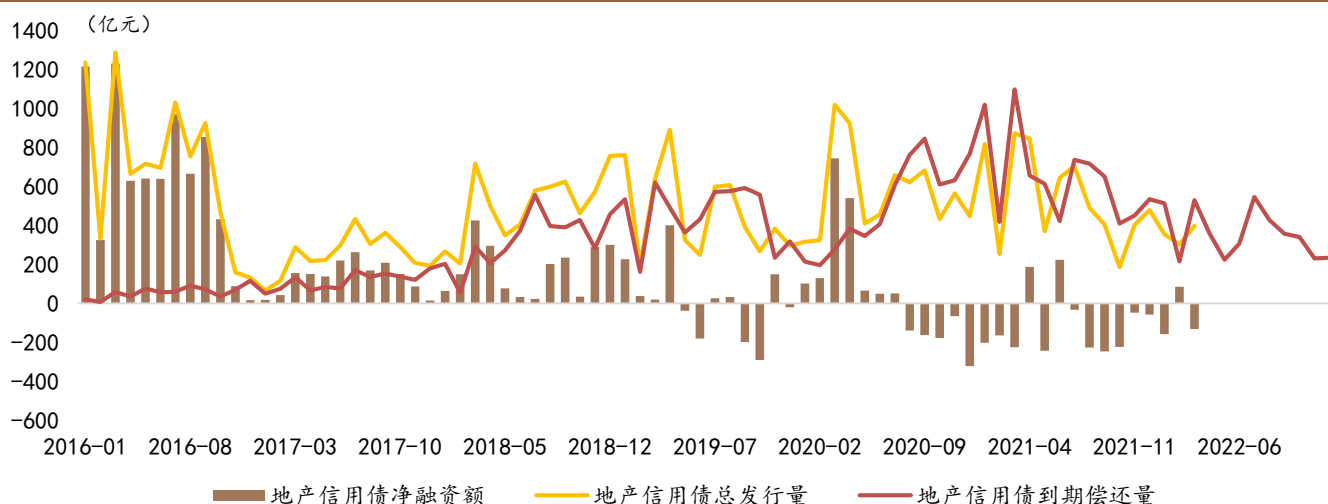
实际上，针对房地产企业的融资政策“纠偏”从2021年10月份就已经开始，以满足房地产合理融资需求为中心的融资端改善的政策信号被频繁释放，在3月2日国务院新闻办举行的新闻发布会上，银保监会主席郭树清还提及，“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”。但是从2021年四季度房地产行业贷款增速，以及2022年一季度房地产信用债融资情况看，地产行业融资困境并未破局。

图 3：2021 年四季度房地产行业贷款和个人购房贷款同比增速未见明显抬升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4：SW 房地产行业信用债净融资量及到期压力



资料来源: Wind, 德邦研究所

2021 年四季度初，地产行业政策释放暖意之后，截止 2021 年 12 月末，房地产贷款余额同比增速也仅仅从三季度末的 7.60% 抬升 0.3 个百分点至 7.90%，环比增加 7700 亿元行业贷款；个人购房贷款同比增速持平于 11.30%，环比增加 9500 亿元规模。

2022 年一季度地产信用债融资未现改善、融资环境修复还需要时间。2020 年“三道红线”和房地产贷款集中度管理，控制地产企业有息负债增长速度，限制资金流入地产行业，时至 2022 年仍然对房地产企业融资造成明显影响。根据 Wind 统计数据显示，截止 3 月 17 日，房地产行业 2022 年一季度净融资规模为 -205.5 亿元，在 3 月份高达 529 亿元的信用债到期压力下，截止 3 月 17 日地产信用债总发行量为 397.42 亿元。展望 2022 年年内，7 月份还将有高达 546.31 亿元房地产信用债到期，融资方面的压力或导致部分房企保障债务偿付的流动性压力继续抬升。

2. 地产行业融资压力化解还需政策加码

在3月16日金融委员会专题会议明确提出“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案”之后，多部委针对房地产行业 and 房企目前存在的风险做出政策表态：

(1) 中国人民银行提出“防范化解房地产市场风险”；

(2) 证监会表示“积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险”；

(3) 银保监会表示“鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目”。

除此之外，金融委还提出“向新发展模式转型的配套措施”，表明纠偏地产行业贷款投放压力等措施只是化解短期地产企业面临的风险，地产行业的中长期发展还是应依靠向“新发展模式”转型来解决。但无论短期压力的缓解，还是中长期行业转型，均需要多方面政策的协同，平稳解决房地产行业转型发展中交错的短期和中长期风险：

- (1) 从供给端，“因城施策”扩大地产融资政策支持，缓解地产流动性压力。一季度以来，预售资金监管办法的调整、贷款展期和续贷以及开发项目融资专项金融支持等措施正在局部铺开，3月16日多部委政策表态之后，旨在化解行业风险的供给端金融支持政策或在更多地区出台。
- (2) 从需求端，促进销售回款、稳定房地产企业现金流。在多地调降房地产按揭贷款利率和首付比例之后，3月1日郑州市发布《关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》，标志着放松限购限贷、鼓励地产项目库存等需求端政策或也会在化解地产行业风险的紧迫性下更加积极的因城施策推行。
- (3) 从政策端，金融政策支持库存压力较大、存在实际棚改需求的地区或加大推行棚改货币化，刺激地产需求回升。由于全国地产项目库存水平不高，并不存在类似2015年一样的全面棚改货币化的市场环境，3月8日同样是郑州市出台全国首个棚改货币化政策，针对部分库存压力较大、实际棚改需求较为迫切的地区，棚改货币化政策或成为刺

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_39567

