

## 稳地产，不能忽视的供给约束

伴随稳地产措施密集落地，市场对地产销售等需求变化关注较高，而大多忽视供给约束对稳地产的影响增强。本文系统梳理当前地产供给约束及影响，供参考。

■ 一问：为什么要关注地产供给约束？相较以往，本轮地产周期供给约束增强相较以往地产周期，当前房企报表约束更强，债务和现金流压制凸显。经历多年持续扩张，房企杠杆约束明显加强、资产负债率持续高位，尤其是前期大幅扩张的部分民营房企债务压制明显增强。同时，房企现金流明显恶化，上市房企筹资现金流去年下半年同比下降 25.6%、降幅创历史新高，销售回款低迷进一步加剧房企现金流压制，今年 4 月商品房销售金额同比下降近 47%、降幅创历史新高。

预售资金、信用风险等，进一步限制了房企融资能力，进而影响房企开发投资能力、意愿。不同以往，当前房企面临预售资金监管，披露预售监管资金的房企，受限资金比例 2021 年达 29%，导致一些依赖高周转、资金腾挪不规范房企现金流压制更加凸显。同时，信用违约风险加速暴露，2021 年房地产行业不良贷款率翻倍增长、创近年来新高，使得银行放贷趋于谨慎，加大房企融资修复难度。

■ 二问：当前有哪些稳供给措施？融资支持、预售资金监管优化、平台拿地等为缓解房企现金流压力，融资支持、预售资金监管优化等措施陆续推出。去年底开始，当局先后推出房地产企业并购贷、重点房企信贷支持、不盲目抽贷、压贷等改善房企融资措施；同时，央地陆续优化预售资金监管，住建部 2 月推出全国性的预售资金监管总体原则、4 月中央政治局会议进一步明确，各地也放松了预售资金监管，主要集中在放松银行保函替代、增加监管资金拨付节点和比例等。

但民营房企投资能力和意愿依然偏弱，城投平台、国企成为拿地主力。2 月以来，地产债净融资转正并逐步增多，但民企地产债净融资仍持续收缩；尽管预算资金有所放松，仍面临企业信用等级、地域转移等限制，使得民营房企投资能力和意愿依然偏弱。以集中供地为例，民企拿地比例逐步下降，从 2021 年第一轮的 47% 下降至 2022 年第一轮的 19%，部分地区土地成交更多依靠城投平台等。

■ 三问：未来需关注哪些变化？资金、供地等变化，周期变平下的结构分化除需求刺激外，民营房企融资增信、预售资金监管、供地等供给变化，未来也值得关注。经验显示，地产销售能否企稳回升，是稳地产的关键；但当前地产面临的供给约束，可能拖累需求对投资等支持，如何“破局”也非常重要。信用保护工具、贷款再担保等增信工具运用，预售资金监管优化地区、使用范围增多等，有利于改善房企现金流；供地增多、土拍限制减少等政策改善，也助力稳地产。

供需影响下，本轮地产周期或“变平”，地产投资和销售的弹性或弱于以往、不同能级城市结构分化。不论从需求的“因城施策”、因城而异，还是供给约束的增强，均可能导致本轮地产周期趋于扁平化。同时，不同城市驱动逻辑亦不同于传统周期，房企集中有限资源在一二线和部分热点三线城市开发，代表性房企超 80% 拿地集中在一二城市；而居民收入、房价预期等变化，也或导致销售分化。

风险提示：政策效果不及预期，房企信用风险加速暴露。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、为什么要关注地产供给约束？	3
二、当前有哪些稳供给的措施？	5
三、未来需关注哪些变化？	6
风险提示：	7

## 图表目录

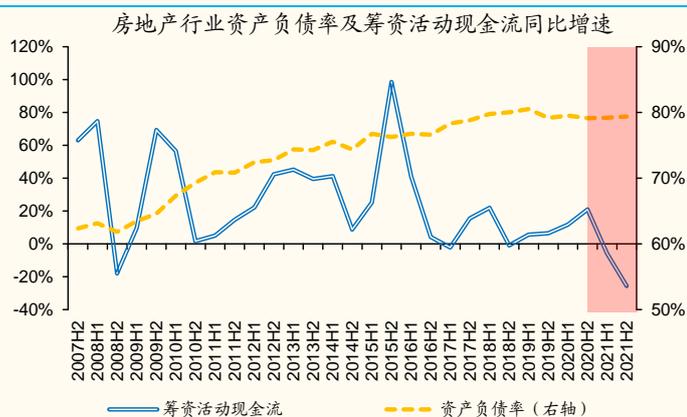
图表 1：房地产筹资现金流增速下行，资产负债率提升	3
图表 2：民营房企债务压力明显高于国企	3
图表 3：2021 年以来，商品房销售、房地产开发投资额同比增速快速下滑	3
图表 4：2020 年大多城市明确收紧预售资金监管	4
图表 5：房地产开发资金来源中，预收款增速显著下降	4
图表 6：2021 年，房企受限现金比例明显提升	4
图表 7：2021 年，房企非受限现金短债比明显回落	4
图表 8：2021 年，银行不良贷款率显著提升	4
图表 9：2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业	4
图表 10：2021 年底以来，房地产预售资金放松、融资松绑的政策频出	5
图表 11：近期，预售资金监管放松政策密集出台	5
图表 12：各省市降低重点监管资金类政策出台较少	5
图表 13：房地产民营企业信用债净融资延续低迷	6
图表 14：2022 年，民营企业拿地金额占比进一步下降	6
图表 15：预售资金放松政策仍有进一步出台空间	6
图表 16：助力房企增信政策出台	6
图表 17：房地产开发投资快速下降	7
图表 18：房地产个人按揭贷款、销售延续下行	7
图表 19：一线城市土地成交面积增速提升	7
图表 20：一线、二线城市商品房成交边际好转	7

伴随稳地产措施密集落地，市场对地产销售等需求变化关注较高，而大多忽视供给约束对稳地产的影响增强。本文系统梳理当前地产供给约束及影响，供参考。

## 一、为什么要关注地产供给约束？

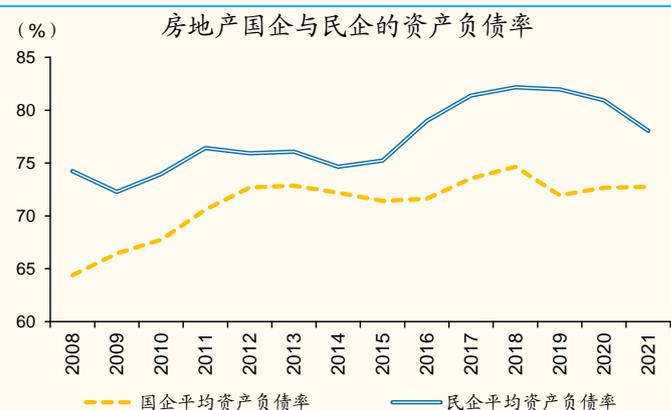
相较以往地产周期，当前房企报表约束更强，债务和现金流压制凸显。经历多年持续扩张，房企杠杆约束明显加强、资产负债率由 2007 年的 62.4% 提升至 2021 年的 79.4%，尤其是前期大幅扩张的部分民营房企债务压制明显增强。同时，房企现金流明显恶化，上市房企筹资现金流去年下半年同比下降 25.6%、降幅创历史新高，销售回款低迷进一步加剧房企现金流压制，今年 4 月商品房销售金额同比下降近 47%、降幅创历史新高。

图表 1：房地产筹资现金流增速下行，资产负债率提升



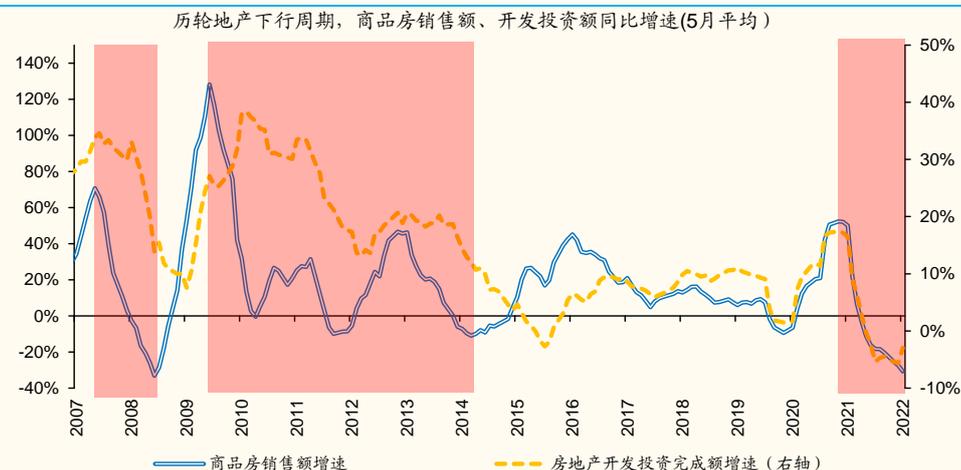
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：民营房企债务压力明显高于国企



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：2021 年以来，商品房销售、房地产开发投资额同比增速快速下滑

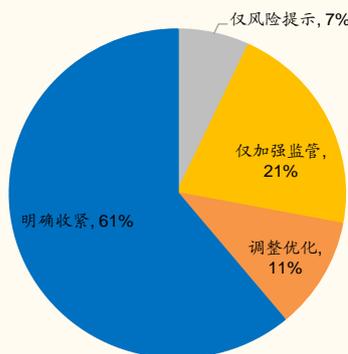


来源：Wind、国金证券研究所

预售资金等监管加强下，一些依赖高周转、资金使用不规范房企的现金流压制更加突出。不同以往，去年地产调控，对房企资金端的管理趋严，预售资金监管加强、房地产贷款集中度，即为典型。截至 2021 年底，全国 75 个城市出台了加强预售资金监管的相关措施，其中 61% 的城市明确收紧房企预售资金使用。受此影响，披露预售监管资金的房企，受限现金比例由 2020 年的 24% 提升至 2021 年的 29%，非受限现金短债比由 2020 年的 1.2 降至 2021 年的 1。

图表 4: 2020 年大多城市明确收紧预售资金监管

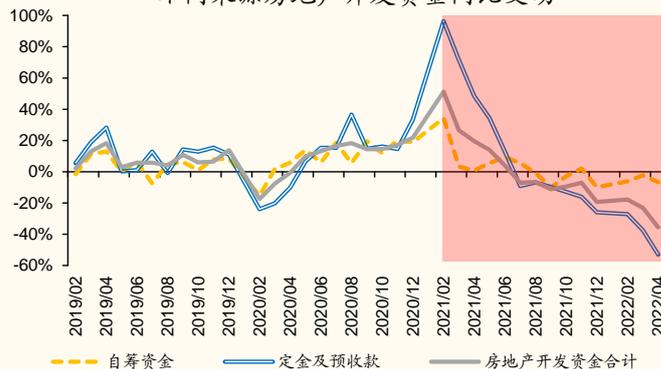
2020 年各城市预售资金监管措施



来源: 58 安居客房产研究院、国金证券研究所

图表 5: 房地产开发资金来源中, 预收款增速显著下降

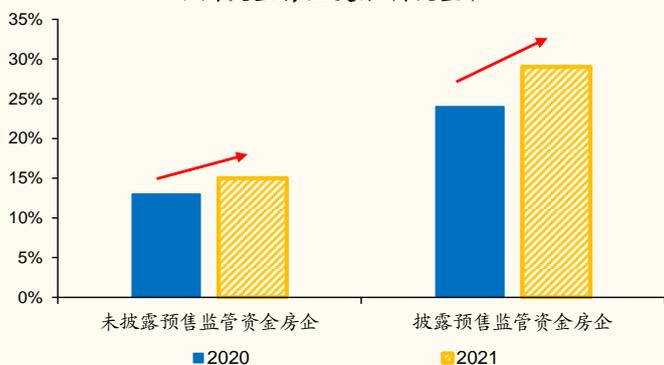
不同来源房地产开发资金同比变动



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 2021 年, 房企受限现金比例明显提升

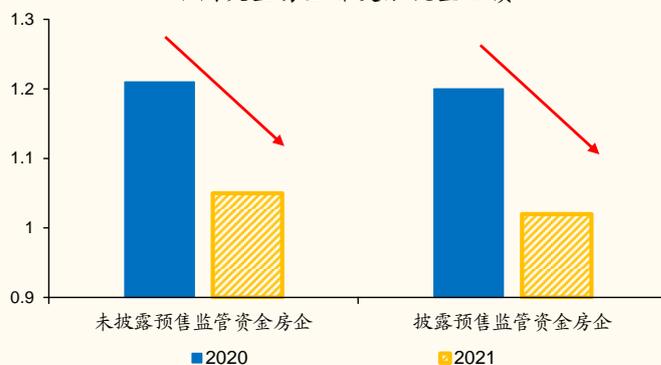
不同类型房企受限制现金占比



来源: CRIC、国金证券研究所

图表 7: 2021 年, 房企非受限现金短债比明显回落

不同类型房企非受限现金短债比

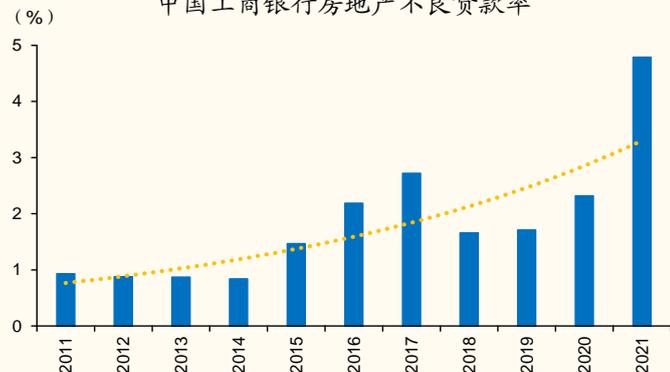


来源: CRIC、国金证券研究所

信用风险加速暴露等, 加大了困难房企融资难度, 进一步加剧房企现金流压制。2021 年下半年以来, 房企信用违约明显增多, 地产债违约规模快速增长, 占全部违约债券比重, 2021 年接近 20%、2022 年超过 68%; 同时, 房地产不良贷款也明显增长, 工行房地产行业不良贷款率由 2020 年的 2.3% 抬升至 2021 年的 4.8%。房地产信用违约增多, 使得金融机构放贷、买债趋于谨慎, 加快房企融资螺旋式收缩, 加大房企现金流压力。

图表 8: 2021 年, 银行不良贷款率显著提升

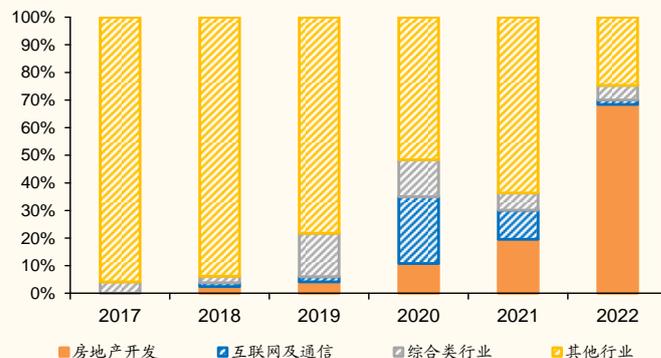
中国工商银行房地产不良贷款率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业

各行业债券违约规模占比



来源: Wind、国金证券研究所

## 二、当前有哪些稳供给的措施？

为缓解房企现金流压力，相关部委陆续推出融资支持、预售资金监管优化等措施。2021年底开始，当局先后推出房地产企业并购贷、重点房企信贷支持、不盲目抽贷和压贷、支持房地产合理融资需求等改善房企融资措施。预售资金监管措施等也开始优化调整，住建部2月推出全国性的预售资金监管总体原则，4月中央政治局会议进一步强调“优化商品房预售资金监管”

图表 10: 2021 年底以来，房地产预售资金放松、融资松绑的政策频出

时间	事件	具体内容
2021年12月	央行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务。主要内容包括： <b>稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度</b> 、积极提供并购融资顾问服务、提高并购服务效率、做好风险管理、以及建立报告制度和宣传机制。强调重点支持 <b>优质房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目</b> 。
2022年2月11日	全国性商品房预售资金监督管理办法出台	明确预售资金额度监管为“ <b>重点额度监管</b> ”，由市县城乡建设部门根据工程造价价合同等核定， <b>确保项目竣工所需的资金额度</b> ，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用。
2022年4月18日	央行、外汇局联合出台《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	金融机构区分项目风险与企业集团风险， <b>加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷</b> ，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放。
2022年4月19日	央行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会	关于房企，一是要区分项目风险与企业集团风险， <b>不盲目抽贷、断贷、压贷</b> ；二是要做好重点房地产企业 <b>风险处置项目并购的金融服务</b> ；三是要及时优化信贷政策，灵活调整受疫情影响个人住房贷款还款计划。
2022年4月29日	中央政治局会议	要有管控重点风险，守住不发生系统性风险底线，要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，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， <b>优化商品房预售资金监管</b> 、促进房地产市场平稳健康发展。
2022年4月29日	人民银行召开专题会议	执行好房地产金融审慎管理制度， <b>及时优化房地产信贷政策，保持房地产融资平稳有序</b> ，支持刚性和改善性住房需求。
2022年5月13日	人民银行召开新闻发布会	将加大稳健货币政策的实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳定信贷总量，增强信贷总量增长的稳定性； <b>降低融资成本</b> ，推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本，推动金融机构减少收费， <b>向实体经济合理让利</b> 。
2022年5月30日	人民银行研究局课题组发布文章《促进消费投资增长实现经济平稳高质量运行》	扩大保障性租赁住房供给，综合利用税费手段， <b>加大保障性租赁住房金融支持力度</b> 。健全房地产金融审慎管理制度，因城施策实施好差别化住房信贷政策， <b>支持房地产企业的合理融资需求</b> 。
2022年6月3日	人民银行解读国务院常务会议部署有关扎实稳经济的金融政策新闻发布会	央行坚持市场化、法治化原则，配合住建等有关部门和地方政府做好出险企业风险化解，及时校正金融机构的过度避险行为， <b>保持房地产融资平稳有序，加大并购金融服务力度</b> ，支持以市场化方式出清风险。

来源：人民银行、政府网站、国金证券研究所

近期各地也加快落实预售资金监管优化措施，以增加房企可用流动资金。4月以来，各地出台预售资金监管优化的措施明显增多，尤其是二、三线城市；据不完全统计，当前出台的预售资金优化措施，主要包括银行保函替代、企业信用差异化管理、增加资金拨付节点和提高拨付比例等，其中出台前面两种措施的地区数量占比达52%，旨在规范资金使用的前提下，提高房企可用资金。

图表 11: 近期，预售资金监管放松政策密集出台

(次) 2022年各地出台放松预售资金监管政策频次

30

图表 12: 各省市降低重点监管资金类政策出台较少

2022年以来重点省市放松预售资金监管措施类别

提前提取预售资金 降低重点监管资金 6%

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\\_43203](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43203)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn