

地产救助的底层政策逻辑

2022年11月17日

过去两年，房地产政策收紧，地产迅速降温，市场持续低迷。市场一直期待地产政策放松，然而零星政策一直无法显现效果，市场预期反复波动。直至今年11月，民企融资“第二支箭”再次点燃市场热情。

本轮地产面临的复杂度空前，市场深知本轮地产救赎之路蜿蜒曲折。展望未来，我们如何把握地产政策底层逻辑，从而有效展望未来地产政策的具体落地路径？

➤ 首先我们需要熟悉中国地产调控的演绎脉络

历史上地产经历多轮调控。这一轮又一轮的地产调控，暗含三条主线：

调控对象从总量房地产市场，逐渐深化至结构性的房地产行业。

政策着力点从抑制需求扩展到限制价格，逐渐形成“量价并控”的局面。

调控操作越发差异化、结构化、精细化，甚至拓展到企业层面调控。

三条主线体现地产调控的两个政策导向。

调控着力点，从居民需求端控制转向地产企业端调控。

调控目的，从平滑行业周期波动转向引导产业去金融化。

➤ 本轮地产之所以超额承压，缘起多重压力之下供需共振

熟悉调控演绎脉络之后，我们能够更好理解本轮地产承压的原因以及症结所在。

本轮地产政策收紧始自2020年底。相较以往，本轮地产调控存在三点明显差异：

第一，地产收紧力度超越以往。不论是首付比，还是房贷利率，亦或房企融资限制，本轮政策收紧力度明显超过往年。

第二，地产收紧涉及范围超越以往。居民信贷额度控制、银行信贷限定、因城施策提高指导价等多重措施。既有数量限定措施，又有价格指导政策；既涉及居民和房企，也涉及银行和地方政府；既有市场化的利率引导，也有行政指令划定。

第三，地产收紧的介入深度远超以往。本轮地产调控动用高频度、指标化、精细化（因企施策）约束房企融资、拿地、销售的各个环节，直指房企降杠杆。

多重政策共振之下，地产收紧效果十分明显。不仅房企杠杆得到控制，地产销售、拿地、融资，几乎所有环节都快速下滑。

认识到这一点之后，我们便能理解为何这一轮地产承受的压力远超以往。托举地产，后续不仅需要更大力度的政策调松，还需要多维度政策放开。

➤ 纾解本轮地产压力，后续政策或持续在三个方面发力

其一，保交付稳定居民购房预期。

打消居民对交付的忧虑，这一点对三四线房地产市场尤为重要。我们预期未来或有更多保交付的纾困政策出台。

其二，放松房企融资缓解房企流动性，后续或有更多融资放松。

从定向贷款、纾困基金，到9月央行推出保交楼专项PSL，再到11月初民企融资“第二支箭”扩容。目前房企经营与房地产市场尚在正常化修复过程中，融资放松政策覆盖的企业与项目尚且有限。未来我们或可期待更多、更大力度的针对民营房企的融资放松。

其三，刺激需求打破负循环机制，尤其刺激重点区域房地产市场需求。

销售回款可以说是房企最重要的流动性来源。居民销售回归的前提则是地产价格正常化。地产具备极强“买涨不买跌”金融属性，房价跌幅不止，居民预期很难好转，地产销售难言起色。目前市场格局下，已经放松的低能级城市效果有限，未来或将迎来高能级城市与重点区域的房地产市场放松。

➤ 地产去金融化仍是长期政策调控的主要方向

引导地产行业走出高杠杆、高周转、高金融属性模式，走向更加可持续的健康发展模式，这是本轮地产调控的初衷所在。

调整房企高杠杆、高周转、“囤地”的开发运行模式，重塑行业格局，压降地产的金融属性，这或许是未来地产长期政策的主线。

未来或将迎来更多中长期地产政策，2023年我们对此拭目以待。

风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期；稳地产政策不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

- 1.宏观事件点评：本轮地产政策救助的未尽之路-2022/11/15
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产热度持续-2022/11/13
- 3.宏观事件点评：三个关键数据的拐点意义-2022/11/12
- 4.美国10月CPI数据点评：海外风险资产“反转”了吗？-2022/11/11
- 5.民营企业债券融资工具点评-民企融资“第二支箭”意在地产-2022/11/10

目录

引言	3
1 中国地产调控的历史演绎脉络	4
1.1 中国地产调控政策的图谱	4
1.2 中国地产调控演变的主线	4
1.3 地产调控演变的两个方向	6
2 本轮地产收紧方式不同以往	7
2.1 本轮地产收紧是多重政策共振所致	7
2.2 本轮地产收紧的重点在降房企杠杆	8
2.3 本轮调控更加精细使压制效果明显	8
3 本轮政策收紧所致地产下行压力空前	10
3.1 房企现金流显著承压	10
3.2 民营房企信用收缩	11
3.3 政策间负螺旋机制	12
4 本轮地产政策的纾解方向	14
5 风险提示	16
插图目录	17

引言

过去二十多年，房地产一直是宏观经济的重要变量，其贡献 GDP 增长、拉动就业并广泛关联上下游产业。由于房地产的重要性和复杂性，历史上经历多轮政策调控。

但在过去两年，房地产政策收紧，房地产市场迅速降温，与之前的多轮调控政策形成鲜明对比。

支撑今年前三季度经济的出口，同比增速在 10 月降至 0 值以下，本轮地产终于开启正常化修复，11 月民企融资“第二支箭”再次点燃市场预期。“强预期”与“弱现实”之间仍可期待更多政策，但如何把握房地产调控的政策逻辑？当下与未来中国地产调控政策又有哪些选择？

本轮政策调控与之前的不一样，我们可以从两个维度展开。

历次地产调控政策背后隐含的政策逻辑是什么？考虑到地产政策的复杂性，我们分别明确地产调控中的各部门角色，以及主要政策抓手。然后根据政策抓手，结合不同时期房地产市场的背景，梳理房地产调控政策的主线并归纳房地产调控的方向性特征。

过去两年地产为何迅速降温？本轮地产收紧与之前有什么不一样？我们主要从三个角度进行对比：其一，对比本轮政策与历次政策的调控密度、力度；其二，对比调控政策的重点和打点；其三，对比政策的目标的准确性、精细度和颗粒度，以及本轮政策的追踪、监测效果。

我们一直强调，在经济面临较大下行压力的当下，中国经济显然不能忍受房地产长期的低迷。此轮房地产政策的收紧是多重政策共振下的结果。如果想解决当下的房地产企业困局，短期内可以根据本轮调控中收紧政策期待放松。而长期来看，房地产政策去金融化的大方向或许不会改变。

1 中国地产调控的历史演绎脉络

1.1 中国地产调控政策的图谱

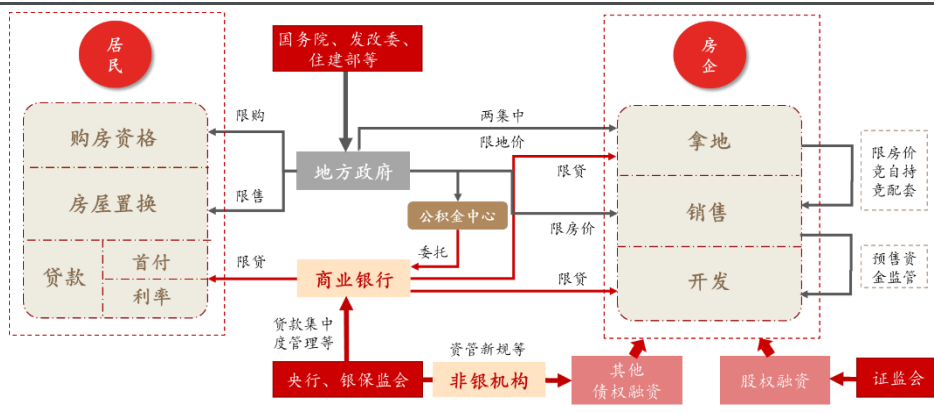
中国地产调控涉及多部门，分工大体上有政策制定、政策落实和监管调控三类：央行和银保监会、国务院与发改委等部委指导政策制定；银行与地方政府落实调控政策；证监会对房企再融资进行监管调控。

地产调控政策的主要着力点集中于商品房的供需两端，即居民与企业。

需求端，对居民购房资格、资金来源与房屋置换卖出，分别有限购、限贷、限售等措施。

供给端，政策调控房企融资、拿地、销售、开发各环节。

图1：地产调控的政策图谱



资料来源：国务院、民生证券研究院整理

1.2 中国地产调控演变的主线

随着房地产市场的发展，自 2008 年以来，我国共经历了 4 轮地产周期：

第一轮：2008Q3-2010Q1（上行）、2010Q2-2012Q1（下行）；

第二轮：2012Q1-2013Q1（上行）、2013Q1-2014Q3（下行）；

第三轮：2014Q3-2016Q3（上行）、2016Q3-2020Q1（下行）；

第四轮：2020Q1-2020Q3（上行）、2020Q3 至今。

每一轮地产周期的背后均有政策调控的影子。地产政策调控逻辑的动向可归结为三条主线。

第一，调控政策对象从总量的房地产市场，逐渐深化至结构性的房地产行业。

早期调控总量市场采用增加供给、降低需求的方式，如居民限购限贷（第一轮和第二轮政策重点），同时促进房企开发增加供给。但这不但没有解决市场过热，反而

带来房地产金融化问题，在第二三轮收紧时，政策试图从供给侧对房地产行业进行调控，如房企的融资（限制比例）、回款（预售资金管理）、拿地、开发（配套设施建设、自持租赁房）等。

第二，政策着力点从抑制需求扩展到限制价格，逐渐形成“量价并控”的局面。

前期政策调控主要依靠市场，政策工具的打点是“降低需求量”，但效果一般。房价持续上涨，形成“涨价预期”，反而催生了投机需求。房企和居民不断加杠杆，进一步促成房地产金融化。政策必须“釜底抽薪”抑制投机需求，这需要稳定价格。从 2017 年开始，在预售申报和土地出让过程中对商品房进行限价，成为重要的调控举措。

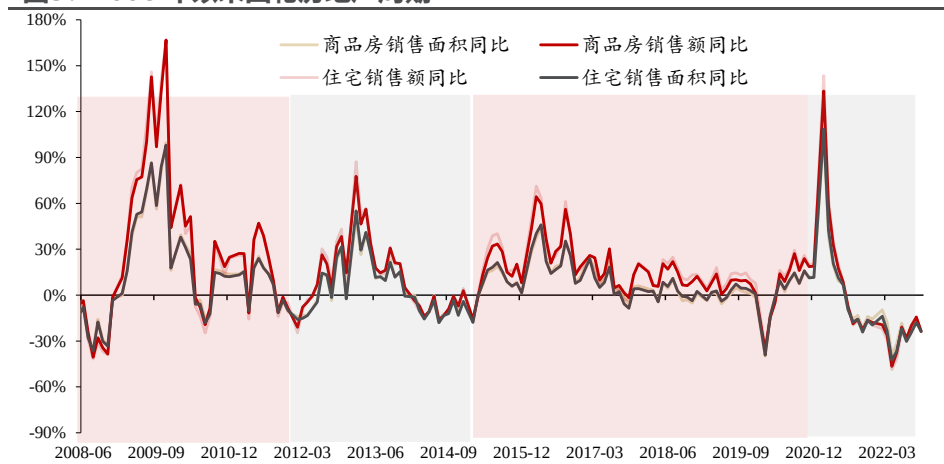
第三，政策调控越发差异化、结构化、精细化，甚至拓展到企业层面调控。

在房地产市场不断发展的同时，地区分化越发明显。一二三线城市的供需结构、金融压力差异不断扩大。金融层面（如房贷利率）总量控制政策往往在全国“一刀切”，效果不尽如人意。政策调控逐渐精细化、结构化，从全国性政策（第一二轮）发展到“因城施策”（第三轮），再升级到“一城一策”。最新一轮调控甚至针对房企融资“因企施策”，对不同杠杆率企业做出不同要求（三条红线政策）。

图2：我国的房地产政策总结

	拿地	开发	贷款	销售/购房
需求端 (居民)	/	/	限贷（商贷/住房公积金贷款：首付比例、房贷利率与额度）； 贷款集中度管理	限购、二手房限售 交易税、购房补贴、房产税（预期）
供给端 (房企)	招拍挂制度、供地“两集中”、限房价、限地价 竞自持、竞配建、土拍保证金	房企融资限制（资管新规）、预售资金监管	贷款集中度管理、 限制开发贷额度与流向	限房价
一城一策	一线城市拿地要求整体更严格，部分二线城市较为温和	预售资金监管加严后在部分三四线城市操作更严，未来将统一	一二线更严，三四线房趋向宽松	限购集中在长三角、珠三角、京津冀地区

资料来源：人民网、经济观察网等，民生证券研究院

图3：2008 年以来四轮房地产周期


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 地产调控演变的两个方向

根据地产调控演变主线，我们可以看到地产调控呈现明显的方向性特征。

一是调控手段的重点，从需求控制发展到产业层面的控制。

如上文所言，地产调控的重点逐步从需求端转向供给端，并深入到产业的各个环节，在调控指标上深入房企内部，对于企业财务指标、销售价格、开工规划等等作出一应指导。

另一个是调控方向从平滑行业周期波动转向产业去金融化。

早先的地产调控主要以预防房价过快上涨、平滑周期波动为主要目标。但在房地产市场发展过程中，房地产金融化本身成为最大风险点。调控重点从需求端转向供给端的过程中，调控目标逐渐转向消除产业的金融化属性。第二、三轮调控，试图从供给侧改革引导房地产行业去金融化。最新一轮调控更进一步，从企业层面调控地产企业的财务杠杆水平。

2 本轮地产收紧方式不同以往

2.1 本轮地产收紧是多重政策共振所致

2020 年开始的本轮收紧政策在**调控范围、调控力度和介入深度**都远超以往。

在此轮调控中，众多单项政策的调控力度超过以往。针对房地产行业的金融杠杆，此前银监会虽多次出台政策限制银行的房地产贷款比重，2019 年仍有 34%。贷款集中度管理对这一数值指标进一步收紧。而预售资金管理虽早已提出，但真正落实执行也是在 2020 年，全年有 26 个省市出台预售资金管理政策细则，并且在 2021 年多家房企信用风险暴露后进一步加强。

更不用说调控政策多管齐下，多重政策形成共振。政策打点遍及产业链的各个环节，包括拿地、融资、销售、开发等。如此全方位的调控政策基本上消除了房企腾挪的空间。

除此之外，本轮调控由多个部门深度协同参与，对政策实施全流程的监管。这在历史上还属首次。参与部门包括监管规范房地产市场的住建部、调控土地供应的自然资源部，还有负责金融系统监管的银保监会以及央行，甚至还包括地方政府。第一轮、第二轮调控中，央行和银保监会发挥主要作用；第二轮收紧中，政策在供给端开始发力，住建部开始参与。而在本轮政策调控中，地方政府(银监局)甚至参与到房地产企业的预售资金管理中。当然，政策调控的各部门细节诉求不同，政策实施效率高的同时，也可能会放大政策的负面效果。

图4：本轮房地产调控政策的多部门协同

部门	日期	政策	落实对象	主要内容
银保监会	2021. 1	限贷	银行-居民	- 严格审查购房资金来源，防经营贷入市 - 延长放款周期，提高贷款利率，严格审查贷款资格 - 基于二手房指导价放贷
央行、银保监会	2020. 12	贷款集中度管理	银行-房企-居民	房地产贷款占比：大型银行不得超过 40%，中型银行不得超过 27.5%，小型银行不得超过 22.5%，县域农合机构不得超过 17.2%，村镇银行不得超过 12.5% 个人住房贷款占比：大型银行不得超过 32.5%，中型银行不得超过 20%，小型银行不得超过 17.5%，县域农合机构不得超过 12.5%，村镇银行不得超过 7.5%
央行、住建部	2021. 08	三道红线	房企	- 房企剔除预收款项后资产负债率不超过 70% - 净负债率不超过 100% - 现金短债比大于 1
住建部	2021. 9	预售资金监管	房企	地方政府为了确保开发商能够正常交房，加强了预售资金监管的执行力度，或是收紧了预售资金监管政策。
	2021. 2	二手房参考价	居民	2021 年深圳首次提出“二手房参考价”，引导价格预期，抑制投资需求，随后多城跟进。
	2021. 1	限购	居民	热点城市通过打补丁的方式加码，或者增加获取购房条件等方式限制投资型购房需求入场。
	2021. 1	限售	居民	部分城市延长限售年限，扩大限售区域，并通过税收调节的方式进行加码。
自然资源部	2021. 2	供地两集中	地方政府-房企	- 集中发布出让公告（全年不超过 3 次） - 集中组织出让活动

资料来源：国务院、自然资源部等，民生证券研究院

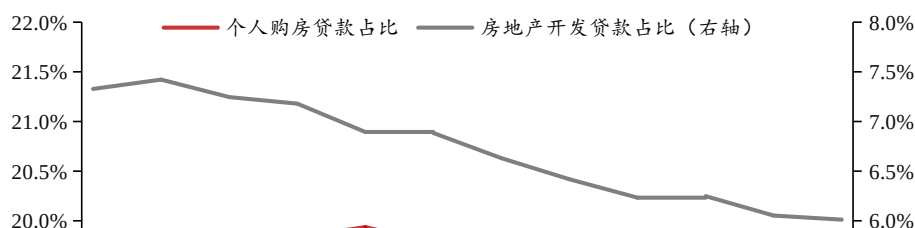
2.2 本轮地产收紧的重点在降房企杠杆

此前，第一二轮政策收紧，主要从需求端对房地产进行调控，力图在市场机制下，降温需求，降低房地产价格。例如，在 2009 年和 2010 年，在房价过快上涨的背景下，“国四条”、“国十条”与“国十一条”出台，提高居民房贷比例、限制购房套数、停止发放三套以上的房贷等，以降温房地产需求。但需求端调控没有抑制房价上涨趋势，期间房地产开始出现金融化趋势，杠杆率不断提升，宏观经济与金融系统对于房地产的依赖不断加强。

从第三轮收紧开始，政策开始注意供给端，对房企拿地融资监管限制，试图给房地产行业去金融化。供给侧限制房企拿地融资，并采用结构化的房地产政策，“因城施策”、“一城一策”调控房地产行业。但房企仍然通过非金融机构拆借、集团公司拨款、明股实债等各种变相融资继续加杠杆拿地，反而以更高的资金成本提升了杠杆率，进一步加剧了金融风险。

本轮房地产政策的调控进一步直接作用于企业杠杆。之前的供给侧调控没有彻底打破房企金融化的根源，即房市与金融系统的关联，所以这是此轮调控政策的重点。在此轮调控中，“三条红线”直接对企业杠杆率作出具体要求；贷款集中度管理从银行资金供给层面，对房企贷款和个人贷款比例做出硬性规定。除此之外，集中供地和预售资金管理都对房企的流动性提出更高要求。在这一系列组合拳的作用下，房市在 2021 年下半年明显降温。

图5：房地产的杠杆率明显降温



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_48889

