



2022年12月13日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



从量变到质变——稳地产政策进入新阶段

内容提要

今年以来，疫情和地产成为拖累经济修复的主要约束，地产去杠杆是今年内需下行的主线。11月以来，疫情防控优化二十条和地产纾困政策持续升温成为了宏观重要的边际变化，有助于支撑服务业修复和居民预期的好转，助力经济基本面复苏和消费回暖。本文意在通过对本轮地产下行周期以及政策演变的梳理，对政策效果以及地产链条传导作出预判。

本轮地产下行经历了三个阶段：1) 2020年8月，针对房企融资规模量化管理的“三条红线”政策出台，打破房企高周转模式，拿地开工率先回落；2) 2021年年中以来，地产调控持续加码叠加此前房贷集中度管理导致房贷额度不足逐渐显现，房企销售回款快速下滑，拿地开工进一步下行，并向竣工端压力传导；3) 2022年初以来，销售走弱驱动转向“需求端购房意愿的走弱”，供需两端同步冲击加剧地产下行压力，地产产业链全链条快速走弱。

随着经济下行压力的加大，房地产政策自去年年底起有所松动，地产下行压力和政策调控动态博弈。我们把本轮地产政策放松分为三个阶段，从保需求（5年期LPR下调、因城施策放松限购）→保交楼（政策性金融专项借款）→保主体（供给端纾困政策持续加码），地产政策的边际调整持续加快。但在供需两端预期同步转弱的核心矛盾下，需求侧放松仍有节制，救项目>救企业下主体信用风险未能明显缓释，前两阶段的地产政策放松并未取得显著成效，“政策底”向“投资底”传导时滞拉长，地产链条的负循环具体体现为“民营房企违约风险→融资及现金流受阻→不拿地不开工+竣工困难→居民担忧交付不买房→销售回款下滑进一步加剧流动性风险”。

11月以来，信贷、债券、股票融资支持“三箭齐发”，“保主体”政策升温意味着对18-21年全面去杠杆政策的均值回归。我们认为供给端纾困政策有利于地产信用风险的缓释，降低房企资产负债表风险，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，居民和房企此前形成的悲观预期有望修复，从而打破房地产投资链条的负循环。但房地产链条的良性循环传导仍需要一定时间，房企资产负债表的重塑和房价预期的扭转仍是一个慢变量，居民加杠杆仍然受到收入预期的制约，预计将沿着“拿地-开工-销售-施工-竣工”链条从后端修复向前端回暖逐渐传导，房企融资改善下竣工/复工率先修复，而后向销售、开工、拿地逐步传导，而良性循环形成的关键在于销售的好转以及房企主动投资动力的回升。

风险提示

政策效果不及预期，疫情发展超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

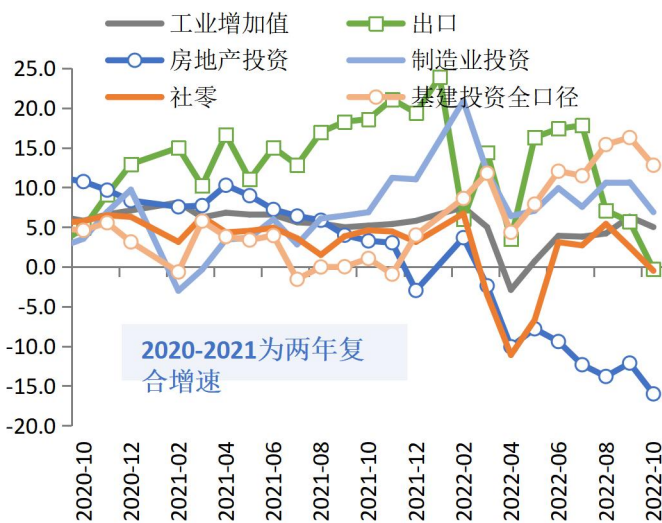
一、	前言	3
二、	本轮地产是周期性下行风险	4
三、	稳地产政策的三个阶段	6
1.	因城施策框架下的“保需求”政策自去年年底开启	7
2.	断贷风波演化下“保交楼”支持政策出台	8
3.	核心矛盾仍难解除下，“政策底”向“投资底”传导时滞拉长 ..	9
4.	房地产供给端纾困加码标志“保主体”政策升温	10
四、	房地产政策加码或实现量变到质变的转变	11
1.	供给端纾困政策升温助力地产信用风险缓释	11
2.	但房地产链条的良性循环仍需要时间传导	11
五、	风险提示	14
	重要声明	15

一、前言

今年以来，疫情和地产成为拖累经济修复的主要约束。一方面，疫情不仅约束经济的供需两端，且从预期层面影响经济主体活动，微观主体预期转弱；另一方面，作为周期性下行力量的房地产行业成为内需下行的主线，地产投资降幅快速扩大，居民去杠杆持续加快。

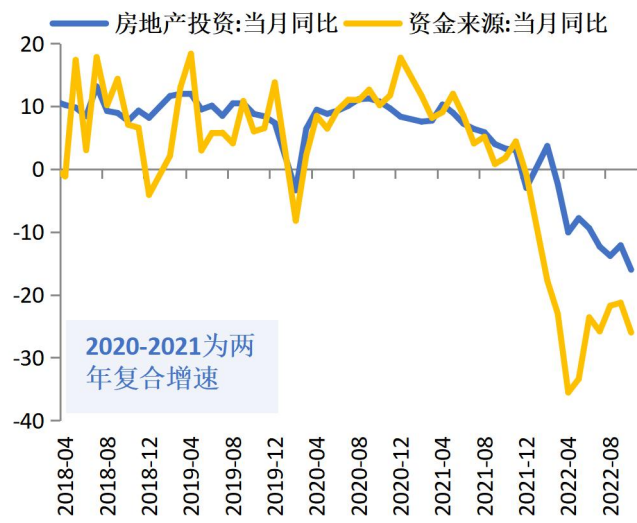
而 11 月以来，疫情防控优化二十条和地产纾困政策持续升温成为了宏观重要的边际变化，有助于支撑服务业修复和居民预期的好转，助力经济基本面复苏和消费回暖。但基本面的现实短期仍处于底部，弱现实与强预期的背离持续加大，本文意在通过对本轮地产下行周期以及政策演变的梳理，对政策效果以及地产链条传导作出预判。

图 1：疫情和地产是拖累经济修复的主要约束（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：年内地产投资拖累继续加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

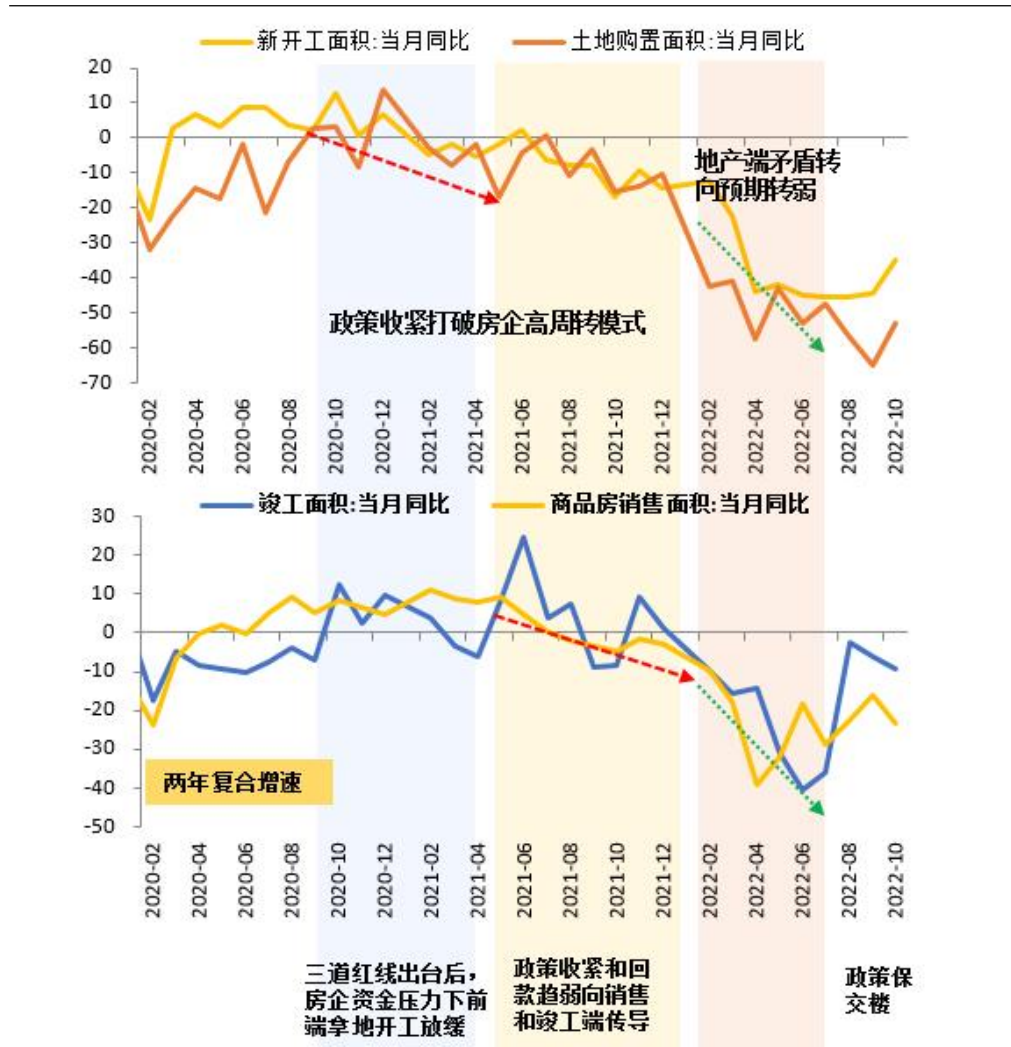
二、本轮地产是周期性下行风险

地产去杠杆成为今年内需下行的主线，本轮地产下行经历了三个阶段：

1. 2020年8月，针对房企融资规模量化管理的“三条红线”政策出台，打破房企高周转模式。房企外源融资渠道受到冲击，资金约束下地产前端拿地开工率先回落，房企重心集中在后端销售和竣工，保竣工保交房是主要目标。而销售端的持续向好也为房企提供了重要的资金来源，销售回款的强劲也为地产韧性提供了条件，在此阶段，建安投资偏强是房地产投资主要支撑。
2. 2021年年中以来，地产调控持续加码叠加此前房贷集中度管理导致房贷额度不足逐渐显现，打破上半年的地产韧性，房企销售回款快速下滑，进一步恶化房企内源性资金来源，对整个房地产链条形成了巨大的冲击，进一步冲击房企过去高杠杆高周转的模式。前端拿地开工进一步下行，土地流拍率大幅走高，甚至逐渐向竣工端压力传导，建安投资随之回落。
3. 2022年初以来，地产风险进一步发酵，销售走弱驱动从“供给端房贷额度的不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，预期转弱成为地产端主要矛盾，供需两端同步冲击加剧地产下行压力。一方面，房企资金来源全方面压力下前后端投资均回落；另一方面，“收入长期受损+房价预期转弱+交房担忧”下居民部门去杠杆继续拖累商品房销售，叠加国内疫情反弹约束销售场景和施工条件，供需两端冲击下房地产投资跌入深度负增长。7月断贷风波也正是这些矛盾的集中暴露和体现，并加剧房地产产业链的负反馈和负循环，房地产投资同比降幅达到两位数、拿地开工接近腰斩。

而随着政策转向稳地产和保交楼，竣工增速降幅率先收窄，需求侧政策支撑下销售底部企稳，但前端拿地开工仍在走弱，反映房企预期转弱问题仍未有扭转。

图 3：本轮地产周期性下行经历三个阶段（%）



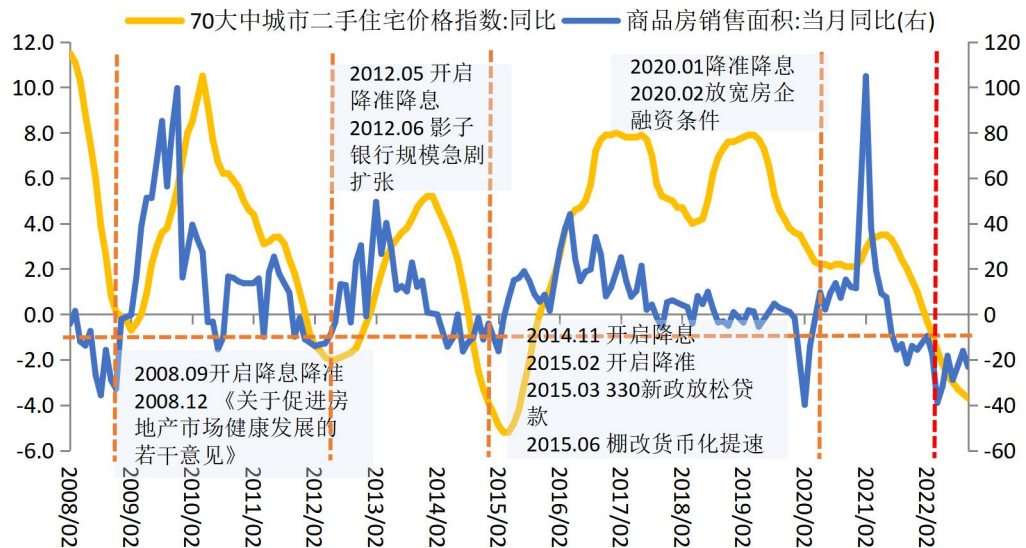
资料来源：Wind，优财研究院

三、稳地产政策的三个阶段

实际上，随着经济下行压力的加大，房地产政策早在去年年底就有所松动，地产下行压力和政策调控动态博弈，金融风险触发地产政策边际调整。去年三季度末，个别房企信用风险暴露加剧房企债融资困难，经济下行压力和金融风险升温，稳增长仍需稳地产配合，“防风险”诉求下避免地产链条系统性信用风险是重心，“保障合理购房需求”。以史为鉴，2007年以来，每当房价增速回落至0%附近、商品房销售增速降至-10%附近时，通常都会伴随房地产政策不同程度的松动。

我们把本轮地产政策放松分为三个阶段，从保需求（5年期LPR下调、因城施策放松限购）→保交楼（政策性金融专项借款）→保主体（供给端纾困政策持续加码），地产政策的边际调整持续加快。

图4：房价和商品房销售增速降至低位时通常伴随政策相应松动（%）



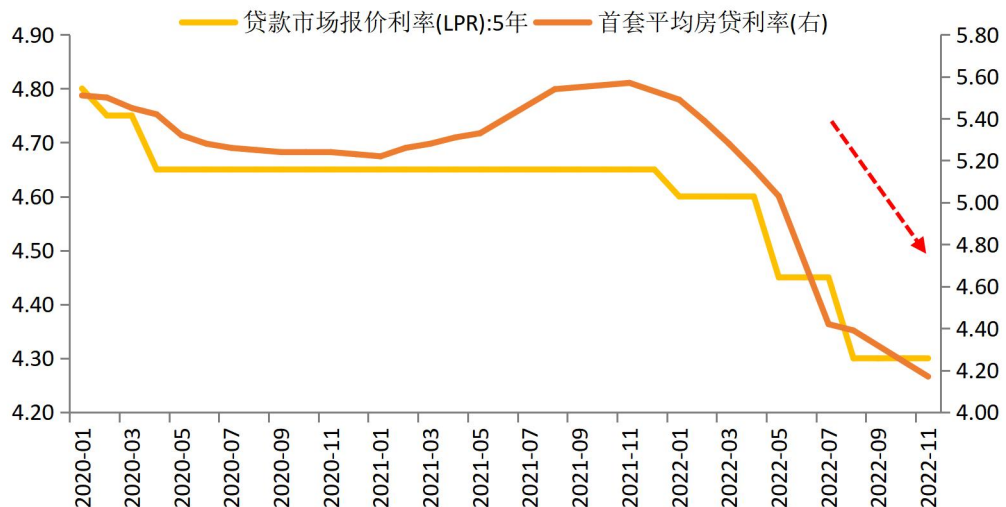
资料来源：Wind，优财研究院

1. 因城施策框架下的“保需求”政策自去年年底开启

第一阶段主要为“因城施策”框架下的需求侧政策边际放松，具体表现为 LPR 和房贷利率下调以及部分城市的限购限贷等政策的调整，减轻首套房购房成本、呵护合理住房需求，但这些调整并未取得较为显著的稳地产成效。年初以来“一城一策”下多地采取自主下调首套房利率、降首付比例、降税费、放松限购限贷等一系列调控政策。5 月起政策放松转向全国层面的房贷利率调降，5.15 日央行和银保监会对首套房贷款利率下限放宽至 LPR-20bp，5 月和 8 月分别下调 5 年期 LPR 利率 15 个基点，引导房贷利率下行，有助于推动地产需求端的稳定。十一假期前再度密集出台差异化房贷政策、住房置换个税退税优惠、首套房公积金贷款利率下调等政策，9 月 29 日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差异化住房信贷政策，符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。

2022 年以来，央行已经 3 次下调 5 年期 LPR 基准利率，累计下调幅度达 35 个 BP，下调幅度远大于 1 年期 LPR。首套平均房贷利率较 2021 年年末已下降超 100bp，部分城市首套房利率已进入了“3 时代”。同时部分城市“因城施策”也不断推进，以核心城市杭州为例，对于“四限政策”有所调整，尤其是“认房不认贷的政策调整，支持了刚需和改善性购房需求，有助于稳楼市稳预期。

图 5：LPR 和首套平均房贷利率去年年底起回落（%）



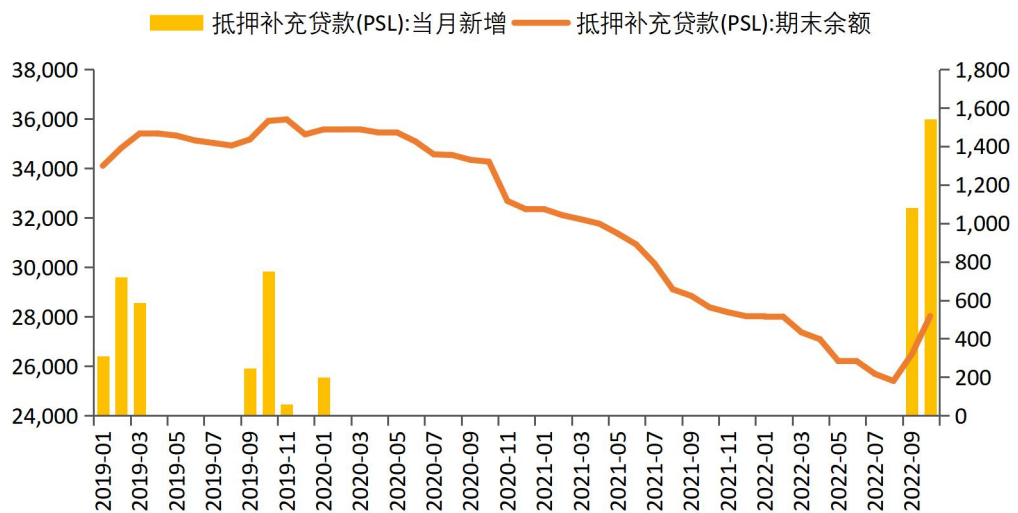
资料来源：Wind，优财研究院

2. 断贷风波演化下“保交楼”支持政策出台

第二阶段体现为今年下半年以来的保交楼支持，主要受到断贷风波演化的推动，对竣工修复存在一定效果，但这个阶段政策重心救项目>救企业，主体信用风险未有明显缓解下，市场的谨慎预期和地产投资仍然几无改善。

7月底“保交楼”首次写入中央政治局会议文件，8月住建部、财政部、央行等部门出台措施来完善政策工具箱，通过2000亿元政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。作为支持，抵押补充贷款余额自2020年2月以来首次净增长，帮助项目加速复工，9月和10月PSL当月新增分别为1082亿元和1543亿元。

图6：PSL余额自2020年2月以来首次净增长（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

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_50239



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn