

宏观跟踪报告

报告日期：2023 年 01 月 03 日

房地产如何走过过渡期？

——夺回失去的牛市系列研究六

核心观点

地产新发展模式过渡期的政策分为供给侧和需求侧两方面：需求侧的核心是解决当前销售不振、预期转弱的问题，我们预计未来仍有增量政策有待推出，需求侧的渐进放松将向更多头部二线城市以及一线城市扩展，5 年期 LPR 也有可能在未来进一步调降。供给侧的核心是按“保项目+阶段性保主体”的政策导向将地产投资逐步转向“三低”主体过渡，核心政策当前已基本出台完毕。新发展模式过渡期地产投资将承受阶段性压力，城市更新将对投资发挥支撑作用。地产领域政策预期的明确将助力权益市场在 23 年夺回失去的牛市。

□ 地产新发展模式过渡期需求端仍有增量政策，供给端核心政策已基本出台完毕

2022 年 3 月国务院金融委会议首次提出地产新发展模式，会议指出：“要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。2022 年 12 月中央经济工作会议再次强调：“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”，说明建立并完善地产新发展模式是 2023 年地产领域工作的重中之重。

我们曾于前期系列报告中指出，新发展模式的核心是：从供给结构看，保障性租赁住房占比将进一步提升；从供给主体看，低杠杆、低负债、低周转企业将占据更高比重；从行业格局看，房地产行业进一步公用事业化。预计 2023 年两会左右地产新发展模式形成更明确的出台预期。

当前处于转向地产新发展模式的过渡期，我们认为过渡期的政策核心分为供给侧和需求侧两方面：需求侧的核心是解决当前销售不振、预期转弱的问题，我们预计未来仍有增量政策有待推出，需求侧的渐进放松将向更多头部二线城市以及一线城市扩展，5 年期 LPR 也有可能在未来进一步调降。供给侧的核心是按“保项目+阶段性保主体”的政策导向将地产投资逐步转向“三低”主体过渡，核心政策当前已基本出台完毕。

□ 地产新发展模式过渡期的需求侧核心是需求政策陆续放松，未来仍有增量空间

当前房地产市场仍然面临销售不振、预期转弱的问题，我们预计在地产新发展模式过渡期内，需求侧政策仍将渐进放松，对应中财办在经济工作会议热点问题问答中指出：“要着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求”。

根据中指统计，2022 年以来，全国已有超 300 省市（县）出台政策超千条，主要涉及优化限购政策、降低首付比例、提高公积金贷款额度等方面。前期政策调整主要以三四线城市为主，Q4 以来政策放松逐渐覆盖头部二线城市，11 月杭州对“认房又认贷”的政策进行放松并降低二套房首付比；12 月南京进一步降低二套房贷款首付比，取消认房又认贷；武汉限时解除对二环外限购；厦门也放松局部区域限购。未来我们认为相关的需求侧政策优化可能进一步向更多头部二线城市以及一线城市扩展，力争通过销售改善解决房企现金流问题；此外，5 年期 LPR 也有可能在未来进一步调降。

在需求侧渐进放松的过程中，房价仍是重点关注的对象，一旦房价出现明显上涨则可能动用房产税等政策进行对冲，“房住不炒”仍是地产所有政策之本。

□ 供给端政策已基本出台完毕，“保项目+阶段性保主体”的政策导向延续至明年

我们曾于前期报告指出：近期主管部门对地产的支持政策频发（以三支箭作为代表），从三支箭当前的惠及主体来看，当前的政策导向是“保项目+阶段性保主体”。前者仍是当前地产政策的重心所在；后者主要针对部分核心民营地产龙头或重点企业开展，核心目的在于防止重大项目暴雷而引发系统性风险。我们预计这一政策组合将延续至 2023 年，上述政策导向对扭转市场预期作用较为缓慢，但可以托而不举保障当前的民企存量项目顺利完工平稳过渡，逐渐转向新发展模式。

一是“第一支箭”《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《房地产新发展模式会怎样？

——夺回失去的牛市系列研究

四》 2023.01.02

2 《12 月数据预测：寒冬将

止，静候春至》 2023.01.01

3 《日本央行转向紧缩了么？—

——夺回失去的牛市系列研究四》

2022.12.31

支持地产企业融资但仍有较为明显的“保项目痕迹”，首条“稳定房地产开发贷款投放”中便指出：“金融机构要合理区分项目子公司风险与集团控股公司风险”，金融机构落实新 16 条要求与房企敲定授信意向合作主要覆盖部分核心民企。二是“第二支箭”，交易商协会在人民银行支持下继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），当前惠及民企主体与上文的授信意向主体基本重合。三是“第三支箭”，证监会恢复涉房上市公司并购重组以及恢复上市房企和涉房上市公司再融资等，但相关条款指向“保交楼”和“保民生”仍是重点。

- **地产新发展模式过渡期的供给侧核心是地产投资主体逐步切换向“三低”主体**
如何将地产投资逐步转向“三低”主体尤其是风格更为稳健的国企主导是过渡期供给侧转型的关键。

从供给主体的监管特征来看，未来国有性质的主体可能更多参与地产投资并在住房供应和保障体系中发挥更大的作用。一是未来地产行业的参与主体将更多以“低负债、低杠杆、低周转”的形态出现，诸如“三条红线”等对行业杠杆的约束仍将存在；国企相对民企运营风格更为稳健，资金成本优势强，在这一监管环境下具备更强竞争优势，预计未来民营企业可能更多通过与国企合作代建的形式参与地产投资。二是保障房营利性相对较低但占比将提升，国有主体优势相对更大。

- **集中供地的拿地企业结构指向近两年的新增项目已实现较高度度的国有化**
从近两年的新增项目而言，已经实现较高度度的“国有化”。2021 年起我国在 22 个核心城市推行集中供地政策，从集中供地的拿地主体来看 2021 年 Q1 至今国有化程度持续提升。根据中指统计，2021 年一批次集中供地试行初期，民营企业拿地金额占比达到 44%，拿地热情仍然较高，此后伴随房企现金流压力加剧，2021 年二、三批次民企拿地金额占比降至 22% 附近。2021 年全年央企、地方国企和民企拿地金额占比分别为 22%、39% 和 32%（剩余 7% 为混合所有制企业及外资）。2022 年土拍市场的国有化程度进一步提升，截至 2022 年 11 月央企、地方国企和民企拿地金额占比分别为 39%、40% 和 16%。拿地主体的国有化意味着近两年新增的地产项目也已实现较高度度国有化，我们预计这一趋势在未来将会延续。

- **当前民企仍有较多存量项目，该部分项目的顺利完工是新发展模式过渡期的关键**
当前民企仍有较多存量项目未施工完成（尤其是存在部分风险项目）。按上文口径，我们以 2021 年集中供地作为分水岭，施行集中供地以前，统计年鉴数据显示 2020 年地产投资中国有企业的占比仅 6.4%，民营企业仍是投资的核心主体。从施工面积来看，2020 年地产投资施工面积和竣工面积分别为 92.68 亿平方米和 9.12 亿平方米，对应仍处于施工进程中的未完工面积约为 83.55 亿平方米，我们可近似认为该部分项目主要以民企投资为主。预计 2021 年和 2022 年合计竣工面积约为 16-17 亿平方米，仅为 2020 年末未完工项目面积的 20%。综上，仅从数据层面看，民营企业仍有较多存量项目未完工，并在 2022 年下半年经历了停工风波，未来该部分项目如何继续施工并顺利完工是新发展模式过渡期的关键，我们预计将以“保项目+阶段性保主体”的政策导向完成过渡。

经我们估算，从 6 月起年内新增的净停工面积累计同比增速明显抬升，11 月状况相较前值仍有未明显改善（根据定义，我们可近似得到当月累计新增的净停工面积=去年末施工面积-去年末竣工面积+当月累计新开工面积-当月累计施工面积）。

- **新发展模式过渡期地产投资将承受阶段性压力，城市更新将对投资发挥支撑作用**
我国的地产市场正在逐步从增量市场转向存量市场，城市更新等存量改造投资将在地产投资中发挥更大作用。《十四五规划》首次在五年规划中为城市更新设立数量型指标，要求“完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造，基本完成大城市老旧厂区改造，改造一批大型老旧街区，因地制宜改造一批城中村”。近期发布的《扩大内需战略纲要（2022-2035）》也指出应：“推进城市设施规划建设和城市更新。”

我们曾于前期的城市更新系列报告中进行测算：预计城市更新十四五期间拉动投资规模 10-12 万亿以上，期间平均每年拉动投资规模 2-2.5 万亿以上，预计将成为地产投资的有力补充。

- **风险提示**

地产风险剧烈程度超预期；政策推进速度超预期

1.重要图表

表1: 各类型企业在地产投资中的占比

	总计	内资	国有	私营	港澳台	外商投资
2020	141442.9	134209.8	9026.3	125183.5	4863.8	2369.3
2018	120164.7	113907	5478	108429	4179.1	2078.7
	占比	内资	国有	私营	港澳台	外商投资
2020	100%	94.9%	6.4%	88.5%	3.4%	1.7%
2018	100%	94.8%	4.6%	90.2%	3.5%	1.7%

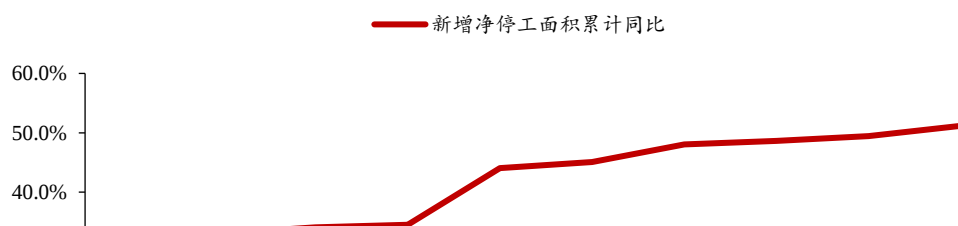
资料来源: 统计局, 浙商证券研究所

表2: 2021 年及 2022 年集中供地不同类型企业的拿地金额占比 (%)

	央企	地方国企	民企	混合所有及外资
2021 一批次	22	23	44	11
2021 二批次	30	44	22	4
2021 三批次	14	60	22	4
2021 全年	22	39	32	7
2022 一批次	40	31	18	11
2022 二批次	47	36	16	2
2022 三批次	29	54	13	4
2022 年 (截至 11 月)	39	40	16	5

资料来源: 中指, 浙商证券研究所

图1: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算



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_50764

