

政策清风劲吹，地产沉疴渐愈



报告日期：2023年02月03日

★ 本轮地产周期下行复盘

地产行业“三高”发展模式本身积累了风险，这是本轮地产危机爆发的根源，融资端政策的持续收紧成为了导火索，而疫情冲击居民收入等多重因素共同压制了商品房销售的回暖。销售恶化导致较多问题：一者房价下跌，低能级城市、二手房市场房价跌幅更大；二者停工面积上升；三者后端投资增速承压，前端拿地跌幅更大，土地财政收入大幅下降，尾部城投风险上升。

★ 供给侧：疏通堵点政策升级，风险稳步化解

当前政策一方面保优质房企，同时推动出险房企风险市场化解决；另一方面保交楼。但由于市场预期尚未显著改善，资金落地节奏偏慢，另外出险房企资金缺口高达3万亿元，市场化处置存在难度，政策的效力相对有限。未来供给端政策将进一步发力：通过多种工具为优质房企补充资金、推动民营房企混改、增加纾困资金规模、利用REITs等方式盘活出险房企的优质资产。

★ 需求侧“四座大山”

稳地产的核心是稳需求、稳销售。当前需求侧政策虽持续发力，但销售回升受制于“四座大山”：一者部分地区限制性政策制约购房需求释放；二者中长期居民购房需求整体回落；三者居民债务负担较重，尤其是债务以及收入的结构性问题突出，刚需群体缺乏购房能力；四者房价下跌，改善型、投资类购房需求承压。

★ 需求侧展望：政策清风劲吹，地产沉疴渐愈

需求侧政策将继续发力，方向包括进一步解除限制性政策、缓解居民债务压力以及走租购并举道路等，但由于收入增速下降等宏观因素的压制，稳地产还需要宏观政策的积极配合。预计中央政府将成为加杠杆主体，财政支出向保民生方面倾斜。虽然地产和宏观政策会积极改善行业和宏观基本面，但受制于居民部门高企的债务压力，预计销售回暖的幅度相对有限，房地产税试点扩大的可能性不高。预计2023年商品房销售增速跌幅收窄至-9%--3%的区间内，结构上一线城市销售的表现或强于低能级城市。节奏上，销售底或在年中出现，投资底在下半年出现。

★ 风险提示

债务风险超预期，地产政策超预期。

徐颖 FRM 宏观策略首席分析师

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人

张燊东 宏观策略分析师

从业资格号：F03085356

Tel: 8621-63325888-4110

Email: candong.zhang@orientfutures.com

目录

1、本轮地产下行周期复盘.....	5
1.1、供给侧政策收紧引发地产危机.....	5
1.2、销售承压地产周期启动乏力.....	6
2、供给侧展望：疏通堵点政策升级，风险稳步化解.....	11
2.1、现有政策效力相对有限.....	11
2.2、政策生效存在堵点.....	12
2.3、政策展望：推进房企混改，地产项目 REITs 化.....	14
3、需求侧：“四座大山”制约，政策效果不明显.....	15
3.1、“房住不炒”基调下，需求侧政策力度有限.....	15
3.2、需求侧“四座大山”.....	16
4、需求侧展望：政策清风劲吹，地产沉疴渐愈.....	22
4.1、地产与宏观政策共同发力.....	22
4.2、房地产税试点扩大的可能性不高.....	23
4.3、预计 23 年销售增速在-9%至-3%之间，年中逐渐企稳.....	24
5、总结.....	26
6、投资建议.....	26
7、风险提示.....	26

图表目录

图表 1：2020 年之前，房企资产负债率不断上升.....	5
图表 2：政策收紧后，房企中资海外债发行规模下降.....	5
图表 3：融资政策收紧后，国内贷款和自筹资金承压.....	6
图表 4：22 年停工面积较 21 年大幅上升.....	6
图表 5：销售增速下降，房企资金回笼难度加剧.....	6
图表 6：一线城市商品房销售相对抗跌.....	6
图表 7：二线城市商品房销售面积低于季节性.....	7
图表 8：三线城市商品房销售面积明显低于季节性.....	7
图表 9：新房价格持续下跌.....	8
图表 10：一线城市新房房价相对抗跌.....	8
图表 11：二手房价跌幅更大.....	8
图表 12：三线城市二手房价格跌幅更大.....	8
图表 13：库销比回升.....	9
图表 14：土地购置面积、成交价款增速持续下降.....	9
图表 15：土地购置溢价率降至 3% 之下.....	9
图表 16：一线城市住宅类用地溢价率高于二、三线.....	9
图表 17：地方国企拿地占比震荡上升.....	10
图表 18：地方政府土地财政收入增速下降.....	10
图表 19：2023 年、24 年城投债集中到期.....	10
图表 20：部分地区城投有息债务压力较高.....	10
图表 21：政策加码后，地产指数反弹.....	11
图表 22：23 年一季度房企偿债压力仍较大.....	11
图表 23：近半数问题项目尚未复工.....	12
图表 24：房企负债构成.....	13
图表 25：民营房企有息负债占全行业比重约为 40%.....	13
图表 26：2023 年房企收入、支出测算.....	13
图表 27：2020 年地产开发投资中，民企占比近 7 成.....	14
图表 28：地产政策周期.....	15
图表 29：3 轮地产政策放松期政策工具的对比.....	16
图表 30：近一年部分高能级城市四限政策的放松情况.....	16
图表 31：在接近 70% 时，城镇化速度会逐渐下降.....	18
图表 32：初婚人口数量与出生人数.....	18
图表 33：我国居民部门杠杆增速快，绝对水平偏高.....	18

图表 34：居民债务增速长期高于收入增速	18
图表 35：居民债务收入比	19
图表 36：我国居民债务收入比绝对水平偏高	19
图表 37：一线和核心二线城市房价收入比震荡上升	20
图表 38：中美两国房贷利息支出率走势	20
图表 39：储蓄率和收入基尼系数走势较为一致	20
图表 40：低收入群体收入增速受疫情冲击更大	20
图表 41：居民收入、收入预期下降，购房意愿下降	21
图表 42：居民加杠杆意愿低，中长贷持续同比少增	21
图表 43：房价预期走弱，购房意愿下降	21
图表 44：房价跑输定期存款和通胀	21
图表 45：M2 同比 vs 各部门杠杆增速	23
图表 46：沪渝房产税在地产市场偏热时推出	23
图表 47：上海房产税占税收比重偏低	24
图表 48：重庆房产税占税收比重偏低	24
图表 49：目前本轮房价下跌幅度低于前几轮	25
图表 50：历史上销售底往往领先于投资底与拿地底	25

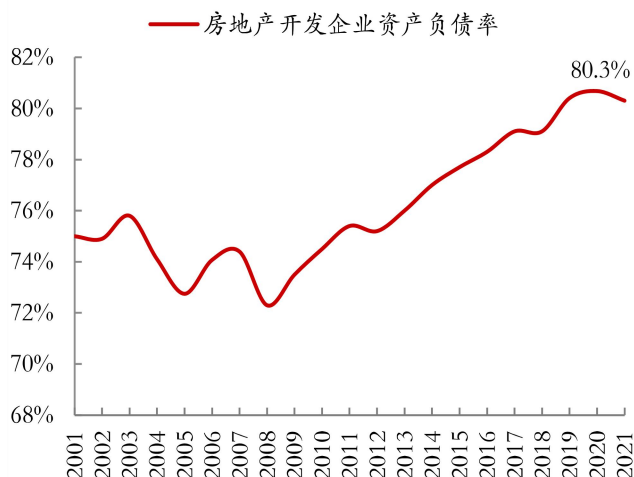
1、本轮地产下行周期复盘

1.1、供给侧政策收紧引发地产危机

地产行业“三高”发展模式本身积累了风险，这是本轮地产危机暴发的根源。自2016年以来，地产行业逐渐形成了“高周转、高负债、高杠杆”的“三高”发展模式。扩张土地规模、获取增值收益是房企主要的盈利方式，而这一方式需要大量资金，这催生了房企的“高负债、高杠杆”。一种常用的加杠杆方式便是加快推进前端开工，尽快使得商品房符合预售条件，进而获得购房者的预售资金并用于下一阶段的前端投资，即“高周转”。这样的发展模式积累了较多风险：1) 房企债务负担极大；2) 金融风险传染能力强，资金高效利用、项目滚动开发是“高周转”模式的精髓，地产金融属性迅速上升，项目、公司之间的风险隔离能力变差；3) 停工隐患高，房企过于注重前端的拿地和新开工，在融资条件收紧的环境下，后端的施工和竣工进度偏慢；4) “三高”模式高度依赖销售，若销售开始不稳定，此前积累的风险暴发，地产周期下行的时间和幅度均要超过非“三高”模式下的下行期。

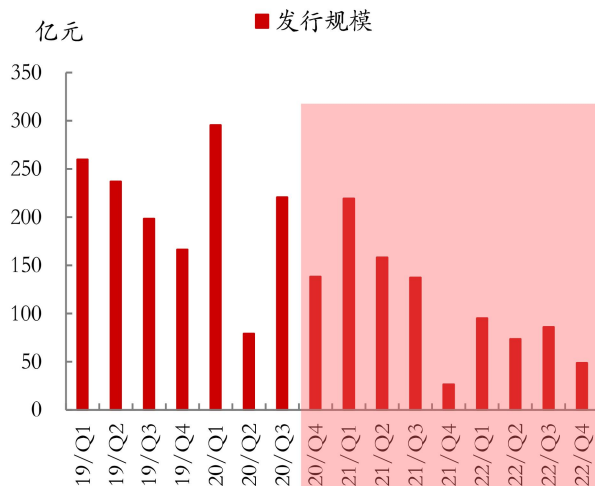
融资端政策的持续收紧成为了本轮地产危机暴发的导火索。2020年下半年以来，地产融资监管政策持续收紧，房企资金链开始断裂。2020年8月，“三道红线”政策出台，该政策直接对房企进行监管，防止财务基本面较差的房企进一步扩张负债规模；12月“贷款集中度”政策出台，银行业金融机构房地产相关贷款比重被设置了上限。政策的本意是剥离地产的金融化属性，同时在房企和居民部门之间设置风险“防火墙”，但政策迅速收紧后，由于房企借新还旧难度增加，流动性危机开始发酵。不仅如此，预售资金监管政策也在变严，这直接打破了能够维持“高负债”的“高周转”模式，单一项目的风险传染至更多项目，信用风险愈演愈烈。境外美元债投资者、国内金融机构为房企提供增量金融资金的意愿由此下降，房企陷入困境之中。

图表1：2020年之前，房企资产负债率不断上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

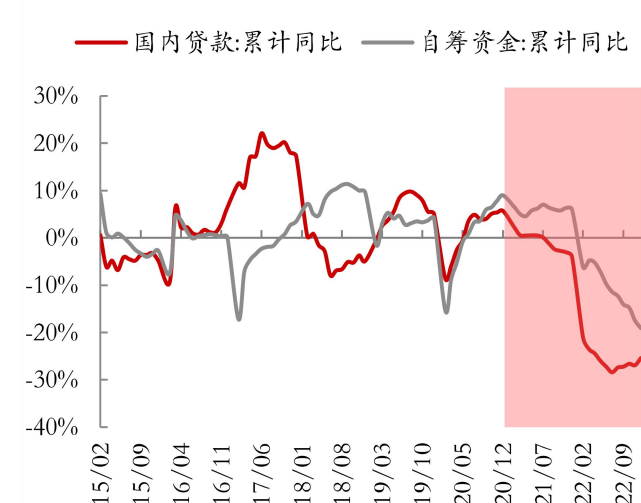
图表2：政策收紧后，房企中资海外债发行规模下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

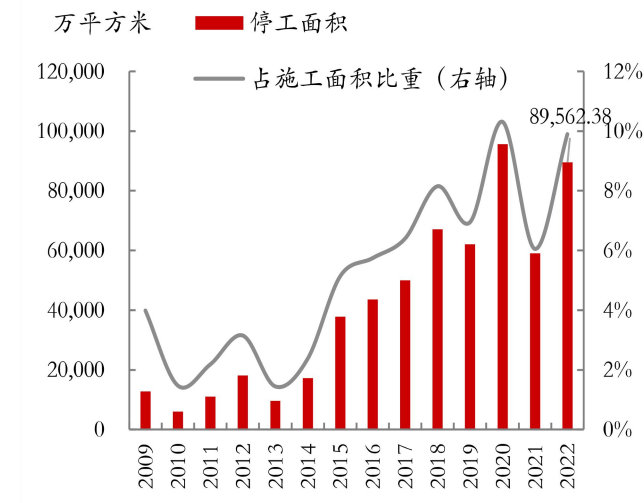
图表 3: 融资政策收紧后, 国内贷款和自筹资金承压

图表 4: 22 年停工面积较 21 年大幅上升



注: 2021 年使用两年平均增速

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

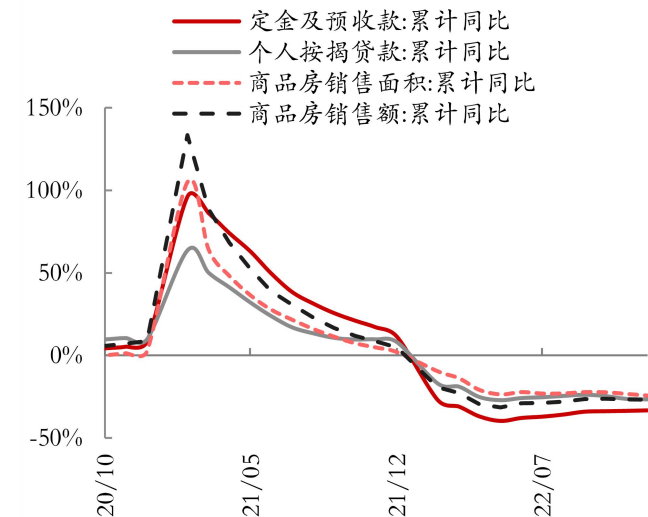


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

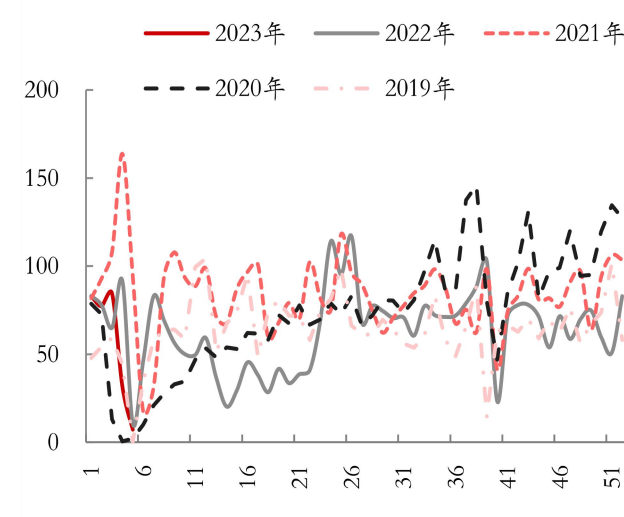
1.2、销售承压地产周期启动乏力

图表 5: 销售增速下降, 房企资金回笼难度加剧

图表 6: 一线城市商品房销售相对抗跌



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

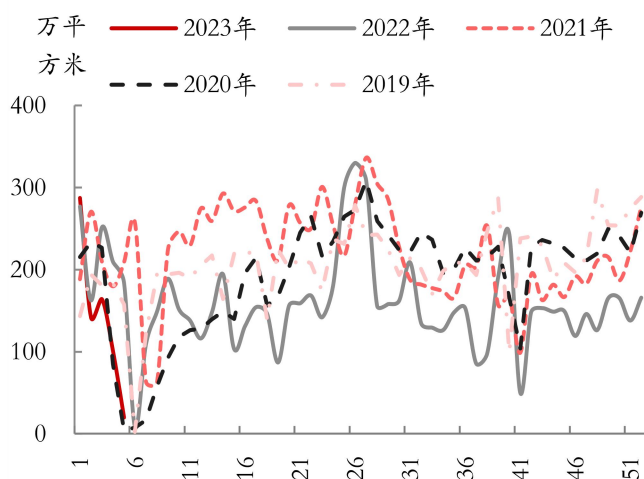
商品房销售增速大幅下降, 令地产行业雪上加霜。一者房企停工面积迅速上升, 购房者对于期房模式的信心下降; 二者 2022 年以来, 疫情不断散发, 居民收入增速下降、收入预期承压, 但偿债压力是刚性的, 7 月多个地区发生“断贷”问题, 地产风险进一步显性化; 三者购房意愿下降与房价下跌形成恶性循环。

为应对地产危机, 纾困政策不断推出, 并经历了从保项目到保企业的升级。但截至目

前，地产相关数据仍然持续恶化。融资端，“三支箭”等政策的效果尚未完全显露，一者房企资金来源中的银行贷款分项持续大幅负增长，房地产贷款占全部贷款规模的比重持续下降。二者“第二支箭”和“第三支箭”在理论上能够修复房企的自有资金，但目前的政策效果也不明显。

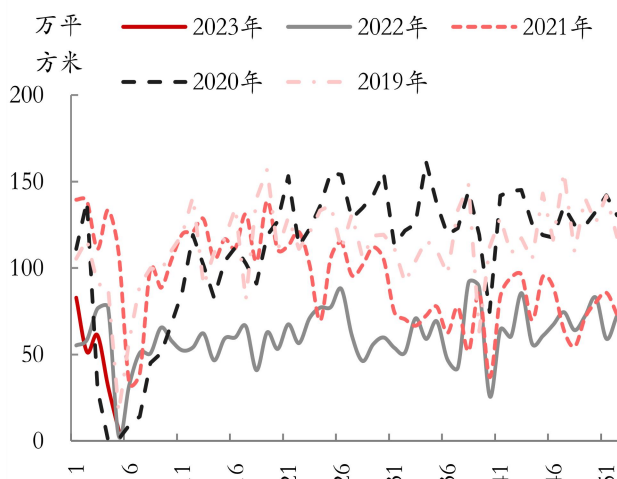
地产销售持续低迷，房企销售回款继续走弱。一线城市的核心限制性政策虽未全面放松，但由于购房需求尚在，销售的跌幅相对较小。越低能级的城市，购房需求透支的问题越为严重，稳销售政策的效力也越低。定金及预收款以及个人按揭贷款之和占全部房地产开发资金来源的比重约为50%，销售不稳、房企资金就难以脱离困境。

图表7：二线城市商品房销售面积低于季节性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表8：三线城市商品房销售面积明显低于季节性

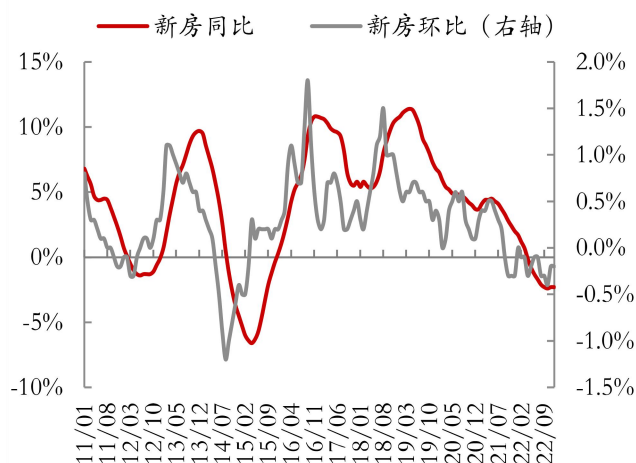


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

销售深陷困境，一者导致市场预期持续承压，房价下跌。目前70大中城市新建商品房价格下跌持续时间已经超过了此前几轮下跌期。分城市能级来看，由于弱需求的拖累，三四线城市跌幅更大。另外，由于房地产市场景气度偏弱，成交量低迷，二手房房价跌幅大于新房，其中三线城市的二手房价格跌幅更大。

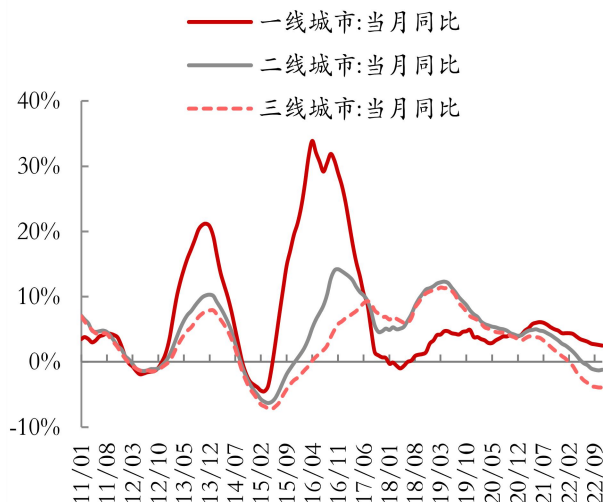
二者，后端的施工和竣工增速迟迟难以回升，停工面积也在持续增加。虽然在“保交楼”的指引下，房企优先将资金用于后端的施工和竣工，但由于资金来源承压，后端投资增速持续负增长。用（去年施工-竣工面积）+（当年新开工-施工面积）可以测算停工面积，2022年停工面积已经接近9万平方米，约占全部施工面积的10%。

图表9：新房价格持续下跌



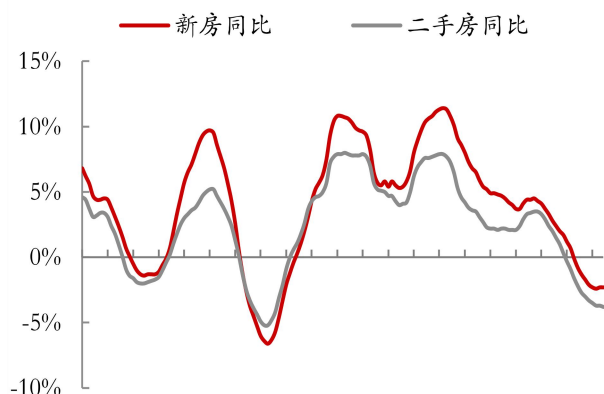
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：一线城市新房房价相对抗跌

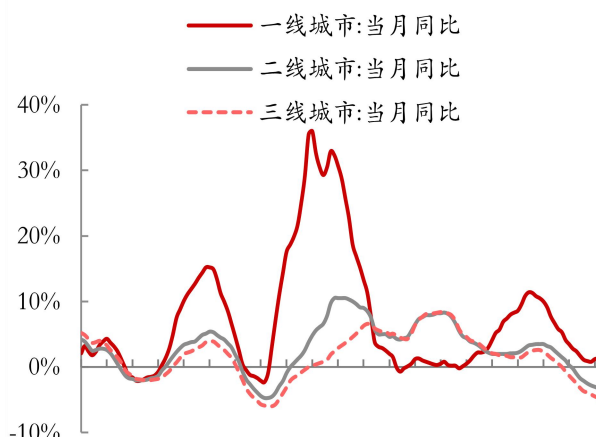


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表11：二手房价跌幅更大



图表12：三线城市二手房价格跌幅更大



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_51977

