

等待，希望

——2023年房地产市场展望

核心要点：

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel：021-50295325

Email：hechao@xcsc.com

联系人：李育文

Tel：021-50295328

Email：liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

□ 房地产市场至暗时刻已经过去，稳需求是根本

需求端因城施策弱化限制性政策，供给端三箭齐发支持房企融资，同时，“新十条”对疫情防控进一步优化，政策的叠加为房地产市场注入动力，房地产市场至暗时刻已经过去。

但是政策传导尚需时间，需求恢复是根本。供给端融资政策的支持会在较大程度上缓解房企资金压力，但是购房需求不振，对保交楼、房企债务危机的化解及房地产金融风险化解等都会产生较大影响，稳房市的根本是稳需求。2022年年初以来，为稳楼市，需求端政策持续释放，多为因城施策，政策主要分为加快银行放款节奏、放松公积金贷款、放宽落户条件、购房补贴、下调首付比例、下调房贷利率、放松限贷限售限购等，主要弱化需求端购房限制性政策、降低购房首付比及利率。我们预计明年需求端放松政策将持续加码，需求端政策的放松一般只会有一定程度上刺激需求，但是市场信心是需要时间去修复，也是需要就业、收入以及对未来预期的好转，才能从本质上修复市场信心。

短期来看，明年随着防疫政策的放松，经济的整体向好会促进就业带动收入上升，释放一定购房需求，加上2022年底基数的影响，2023年房地产市场整体表现优于2022年。但是疫情开放初期，需要一定的适应及恢复时期，同时政策传导到房企实际解决流动性危机仍需时间，我们认为明年上半年，房地产市场依旧难以有较为明显的改善，下半年需求集中释放，销售端将出现明显反弹现象。

□ “住房不炒”基调不变，租购并举是大势所趋

长期来看，“住房不炒”依然是总基调，租购并举是大势所趋。党的二十大报告关于房地产的未来发展方向，明确定调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。补足租房市场短板，租购并举满足刚需住房及改善性住房需求，有效兼顾了保民生及提品质。另外，长租模式帮助将政府土地一次性收入转变为长期投资回报，利于摆脱“土地财政”的依赖。

□ 房企资金链从逐步收紧到逐步放松

资管新规后限制了房企表外融资，三道红线又限制房企表内有息负债，资金链紧张加剧，房企债务清偿能力下降。2021年开始贷款集中度、集中供地等调控政策相继落地，融资端政策收紧，叠加2021年下半年开始销售下滑、债务集中到期，房企流动性紧张，停工、债务违约等频现。2022年，为了促进房地产市场平稳健康发展，相关部门陆续出台多项金融支持房地产的政策，疏通房企融资渠道的三支箭正式落地，逐一疏通前期收紧的融资渠道，从保交楼到保企业，缓解房企资金困境。

目前放开多渠道支持房企融资，主要支持保交楼及加速盘活现有项

目资产，帮助房企回归正常经营状态，但是资金多不能用于拿地及开发新楼盘，政策短期内还是以解决房企资金困境为主，资金渗透到拿地及新开工尚需时日。因此，**2023**年项目竣工在保交楼的支持下将出现好转，但是房屋新开工规模依赖于销售端的恢复节奏，同时也受制于现有库存较高等因素，**2023**年房企新开工规模恐难有明显改善。

□ 风险提示

政策落地不及预期；市场需求不及预期；疫情政策超预期；全球流动性边际收紧。

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1 2023 年展望：稳需求是根本，租购并举是大势所趋..... | 1 |
| 1.1 房市至暗时刻已经过去，稳需求是根本..... | 1 |
| 1.2 “住房不炒”基调不变，租购并举是大势所趋..... | 2 |
| 2 何以至房地产今日局面：在于资金链..... | 3 |
| 2.1 房企的融资渠道探究..... | 3 |
| 2.2 资管新规限制房企表外融资..... | 5 |
| 2.3 三道红线限制房企表内有息负债..... | 7 |
| 3 供需两端发力为房地产提供动能..... | 9 |
| 3.1 2022 年房地产市场表现..... | 9 |
| 3.2 需求端放松政策：因城施策，弱化限制政策..... | 14 |
| 3.3 供给端放松政策：三箭齐发，疏通融资渠道..... | 16 |
| 4 风险提示..... | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1 各国城镇化率 (%)..... | 3 |
| 图 2 房企融资渠道梳理..... | 4 |
| 图 3 2017-2022H1 百家重点房企融资方式比例..... | 4 |
| 图 4 2021 年房地产开发资金来源占比..... | 5 |
| 图 5 社融中表外三项存量同比 (%)..... | 6 |
| 图 6 房地产开发资金来源中国内贷款构成占比..... | 6 |
| 图 7 信托资金投向房地产规模 (十亿元)..... | 6 |
| 图 8 房地产开发企业负债同比增速..... | 7 |
| 图 9 重点样本房企总有息负债规模及增速..... | 8 |
| 图 10 重点样本房企短期有息负债规模及增速..... | 8 |
| 图 11 近年房企资金困境影响因素梳理..... | 9 |
| 图 12 2018-2021 年房企违约金额..... | 9 |
| 图 13 2022 年购置土地面积大幅走低..... | 10 |
| 图 14 2022 年成交土地溢价率明显回落..... | 10 |
| 图 15 2022 年以来商品房销售持续低迷..... | 11 |
| 图 16 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速..... | 12 |
| 图 17 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速..... | 12 |
| 图 18 2022 年房地产政策转化方向..... | 14 |
| 图 19 房市需求端放松政策..... | 15 |
| 图 20 2022 年 5 年期以上 LPR 累计下行 35 个基点至 4.3%..... | 15 |
| 图 21 2022 年三季度房地产开发贷款余额增速触底反弹..... | 18 |
| 图 22 房企再融资发展历程..... | 19 |
| 表 1 2022 年中央层面房地产政策汇总..... | 13 |
| 表 2 2022 年房地产需求端放松政策汇总..... | 16 |
| 表 3 房企融资“三支箭”进展汇总..... | 17 |

1 2023 年展望：稳需求是根本，租购并举是大势所趋

1.1 房市至暗时刻已经过去，稳需求是根本

进入 2022 年以来，受多重外部冲击影响，经济低迷，国民收入受挫，同时房企的暴雷也严重打击了市场信心，居民储蓄意愿提高，房地产市场全面遇冷。2022 年，房地产开发企业土地购置成交面积较上年腰斩，房屋新开工面积、全国商品房销售面积及销售额均持续处于负增长状态，1-11 月累计同比分别为-38.9%、-23.3%、-26.6%。

政策逐步落地，为房市的筑底回弹提供强大动能。为了支持房地产市场平稳健康发展，目前已经颁布多项支持政策，需求端多为因城施策弱化限制性政策，供给端三箭齐发支持房企融资，同时，“新十条”对疫情防控进一步优化，政策的叠加为房地产市场注入动力，市场的悲观情绪有所缓和，房地产市场至暗时刻已经过去。

政策传导尚需时间，需求恢复是根本。供给端融资政策的支持会在较大程度上缓解房企资金压力，但是购房需求不振，对保交楼、房企债务危机的化解及房地产金融风险化解等都会产生较大影响，稳房市的根本是稳需求。需求端依然取决于信心及购买力。需求端政策的放松一般只会在一定能程度上刺激需求，但是市场信心是需要时间去修复，也是需要就业、收入以及对未来预期的好转，才能从本质上修复市场信心，因此，尽管 2022 年供需端政策齐发力，在一定程度上缓解了房地产市场的过快下行，但是难以扭转下行趋势，市场依旧低迷。12 月 15 日国务院副总理刘鹤提出“房地产是国民经济的支柱产业”，之后中央经济工作会议表示“要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作”，强调房地产对经济复苏的重要性，为需求侧信心的平稳恢复提供坚实基础。短期来看，明年随着防疫政策的放松，经济的整体向好会促进就业带动收入上升，释放一定购房需求，加上 2022 年低基数的影响，2023 年房地产市场整体表现优于 2022 年。但是疫情开放初期，需要一定的适应及恢复时期，同时政策传导到房企实际解决流动性危机仍需时间，我们认为明年上半年，房地产市场依旧难以有较为明显的改善，下半年需求集中释放，销售端将出现明显反弹现象。

目前放开多渠道支持房企融资，信贷投放资金基本用于保交楼专款专用；债务融资资金用于民营企业偿还项目类贷款、偿还中票、偿还外债；股权融资资金主要用于涉房项目和支付交易对价、偿还债务及补流，但是不能用于拿地拍地、开发新楼盘。三支箭主要支持保交楼及加速盘活现有项目资产，帮助房

企回归正常经营状态，但是资金多不能用于拿地及开发新楼盘，政策短期内还是以解决房企资金困境为主，资金渗透到拿地及新开工尚需时日。因此，2023年项目竣工在保交楼的支持下将出现好转，但是房屋新开工规模依赖于销售端的恢复节奏，同时也受制于现有库存较高等因素，2023年房企新开工规模恐难有明显改善。

2022年，国、央企是拿地主力，民营企拿地相对谨慎，城投公司托底拿地份额占比也相对较大，根据克而瑞数据显示，截止2022年三季度末，城投公司拿地数量超过1300幅，占比41%；拿地金额超过1万亿元，占比30%。民营房企因缺乏政府信用及较弱的资产规模，融资面临更严峻的挑战，目前除“第二支箭”支持针对民营房企发债外，也有通过国资央企接盘纾困民营房企，可以预见未来引入国资是部分民营房企走出困境的重要手段。另外，集中供地城市或会降低地价及参与门槛，提升房企土拍热情，提升民营企业参与度。

从2022年城市总体表现来看，一线城市土地成交溢价率明显高于二三线城市，房价方面一线城市房价指数依旧处于正增长状态，二线城市跌幅边际改善，三线城市处于负增长，2023年核心一二线城市市场仍然存在恢复预期，需求及房价具有一定韧性，而三四线城市随着防疫政策的放开上涨动能相对有限。

1.2 “住房不炒”基调不变，租购并举是大势所趋

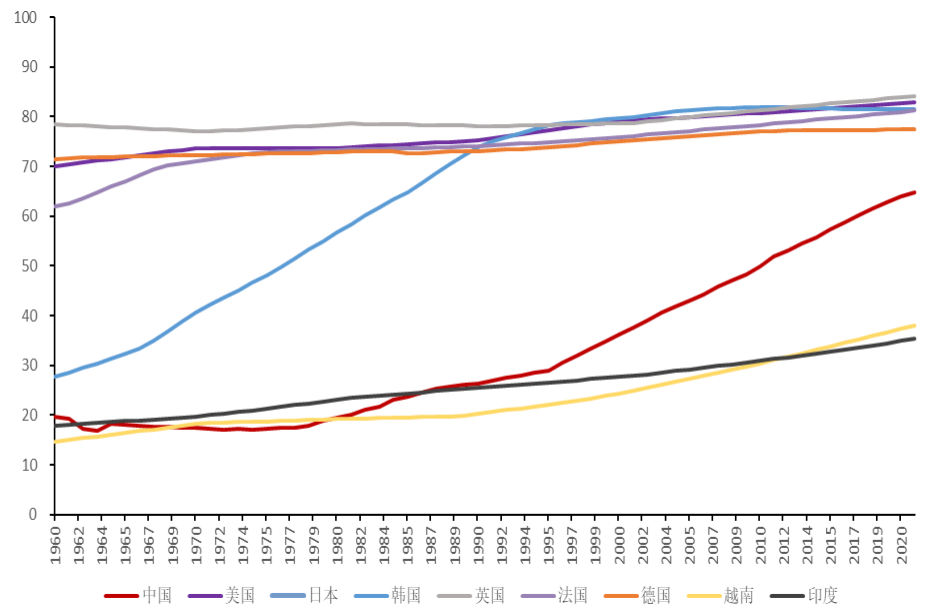
长期来看，“住房不炒”依然是总基调，租购并举是大势所趋。党的二十大报告关于房地产的未来发展方向，明确定调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。

租购并举兼顾保民生、提品质。目前我国出生率降低，老龄化加重，且我国经济转为中低速增长，长期来看住房总需求下降。2021年，我国城镇化率为64.7%，距离发达国家80%的平均水平依旧有较大提升空间，新市民、青年人等的住房困难亟待解决。根据住建部信息，“十四五”期间，全国40个重点城市计划新增保障性租赁住房650万套（间），可解决近2000万新市民、青年人的住房困难问题。补足租房市场短板，租购并举满足刚需住房及改善性住房需求，有效兼顾了保民生及提品质。

租购并举帮助政府走出“土地财政”。分税制改革以来，地方政府收入极度依赖土地出让金，而近年房企陷入现金流危机，拿地意愿不强，2022年1-11月国有土地使用权出让收入累计同比-24.4%，土地出让收入的断崖式下滑使得地方财政的收支压力加大，长期来看，地方政府亟待摆脱对土地财政的依

赖。传统的政府卖地模式为一次性土地收入，后续的土地资产增值基本不会体现在财政收入上，但是政府通过支持市场化的长租房企业盘活土地资源，既帮助部分群体解决住房问题，又将土地一次性收入转变为长期投资回报，是政府走出“土地财政”的良药。

图 1 各国城镇化率 (%)



资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

2 何以至房地产今日局面：在于资金链

2.1 房企的融资渠道探究

房地产作为资金密集型产业，资金链的安全至关重要。我国房企拥有多元化融资渠道，一般分为内部经营性融资和外部筹资性融资两种，内部经营性融资主要通过销售回款及供应链融资方式获得的资金，外部筹资性融资主要是通过债务融资及股权融资方式进行融资。股权融资对房企的规模及财务限制较高，且宏观调控加强对资金违规流入楼市的监控，故房企偏好债务融资，主要依赖银行贷款。

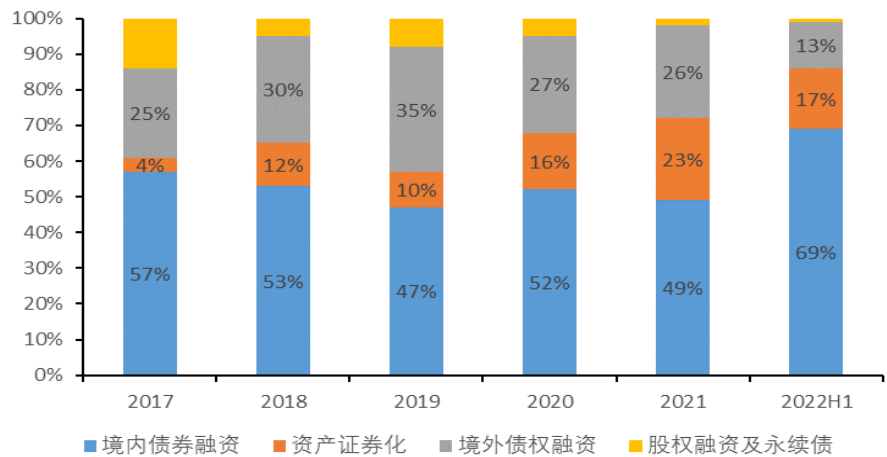
根据克而瑞数据显示，2022年上半年百家重点房企境内债券融资占比达到69%，境内外的债务融资占比高达86%，债务融资是房企主要的融资渠道。永续债在被纳入三道红线政策监管后就没有再重新发行，2021年百家房企股权融资及永续债融资量为170亿元，同比下降70%，占比仅2%。

图 2 房企融资渠道梳理



资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

图 3 2017-2022H1 百家重点房企融资方式比例

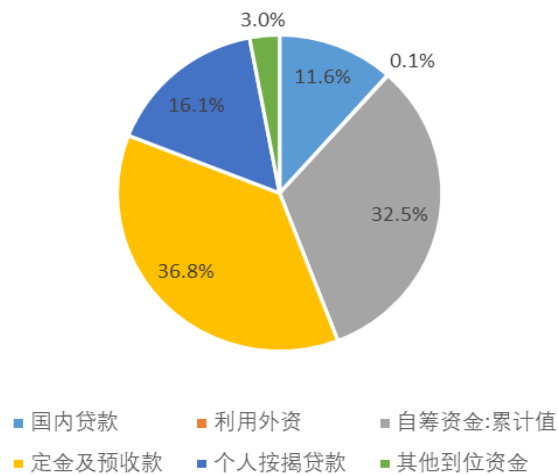


资料来源：wind、湘财证券研究所

按照国家统计局的分类，房地产开发到位资金指各个融资渠道实际划拨到开发项目的资金，总共分为六类：国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款、利用外资、其他到位资金。其中，国内贷款包含了银行发放的银行信贷，同时也包含了非标融资，相较银行信贷而言，非标融资限制少、融资期限灵活，相对容易获取，受到房地产企业的青睐，一般以委托贷款和信托贷款为主；自筹资金包括自有资金、其他民间借贷等自筹资金。

从 2021 年房地产开发资金来源占比来看，定金及预收款、自筹资金和个人按揭贷款分别占比 36.8%、32.5%、16.1%，合计占比 85.4%，是房企开发资金的主要来源。2022 年，因房企融资环境较为严峻、房企资金压力较大，1-11 月房地产开发资金实际到位资金累计同比为-18.8%。

图 4 2021 年房地产开发资金来源占比



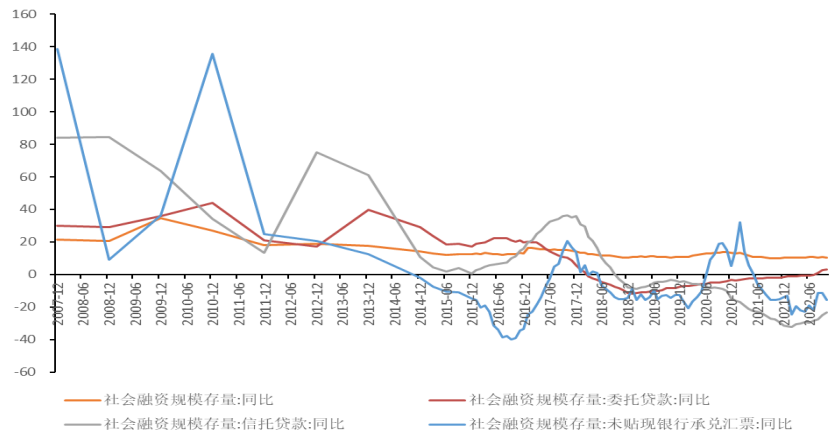
资料来源：wind、湘财证券研究所

2.2 资管新规限制房企表外融资

2016 年中央经济工作会议上“房住不炒”被首次提出，房企正式进入去杠杆阶段。2018 年 4 月 27 日资管新规发布，经过三年过渡期并于 2022 年 1 月 1 日正式全面落地，对金融机构通过表外资产发行资管产品向房地产企业等的投资行为进行限制和监管，禁止资产多层嵌套，进一步限制了非标融资空间。2018 年之后，社会融资规模中委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票存量同比大幅下降，至 2018 年 10 月，社融规模存量中此三项表外融资同比均实现负增长。

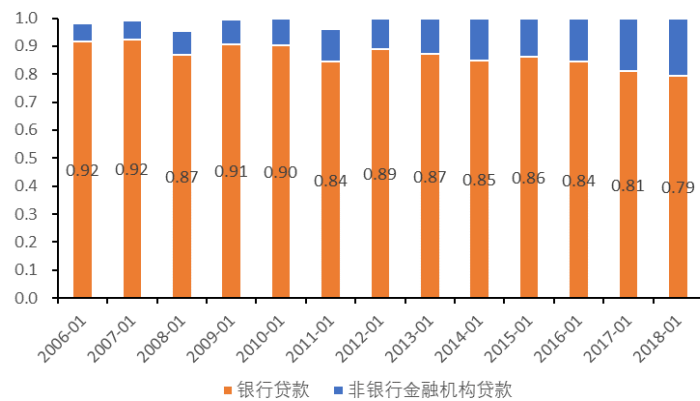
因银行信贷对企业资质及财务等的要求较严格，中小房企一般较难获得大型商业银行的银行信贷，非标融资就成为其重要的融资渠道，2018 年之前房地产开发资金中非银行金融机构贷款占比不断提高，占国内贷款的比例从 2006 年的 8% 提高到 2018 年的 21%，资管新规之后，限制了房企表外融资渠道，其中信托资金投向房地产的规模余额从最高峰的 2.9 万亿元下降到 2022 年 6 月的 1.4 万亿元，房企资金链普遍承压。

图 5 社融中表外三项存量同比 (%)



资料来源: wind、湘财证券研究所

图 6 房地产开发资金来源中国内贷款构成占比



资料来源: wind、湘财证券研究所

图 7 信托资金投向房地产规模 (十亿元)



资料来源: wind、湘财证券研究所

2.3 三道红线限制房企表内有息负债

为防范房企因盲目加杠杆扩张导致的金融风险，2020年8月，央行、住建部等部门针对房地产企业提出融资管理及资金监测指标，即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，根据规则，触及三条红线的房企，有息负债不得增加；触及两条红线的房企，有息负债规模年增速不得超过5%；触及1条红线的房企，有息负债规模年增速可放宽至10%，没有触及红线则放宽至15%。对房企进行分档管理，限制房企有息负债速度。

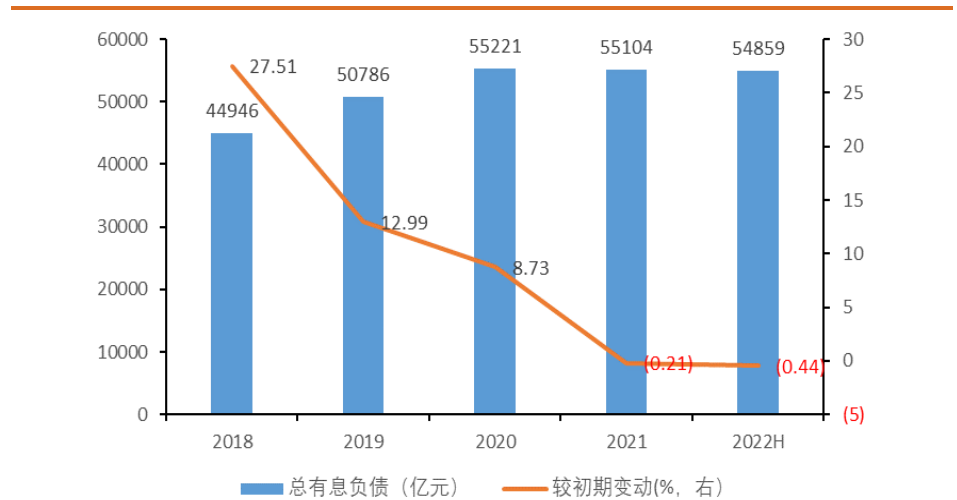
2018年房地产开发企业负债增速为18.0%，此后开始下降，三道红线后房企降债进一步提速，至2021年负债增幅大幅回落至6.2%。随着2021年下半年偿债潮的到来，加上预售资金监管力度的加大，及市场需求不振，房企流动性受到较大影响，偿债能力下滑，多数房企有息负债规模出现较大幅度的减少，根据克而瑞统计的重点样本房企的总有息负债，2021年总规模同比下降0.21%，2022年中期总规模为54859亿元，较初期下降0.44%。另外，随着偿债潮的到来，更多的长期有息负债转化为短期有息负债，2022年中期重点房企的长期有息负债为39018亿元，较期初下降1.17%，短期有息负债为15841亿元，较期初增长1.4%，债务期限结构有所恶化。

图8 房地产开发企业负债同比增速



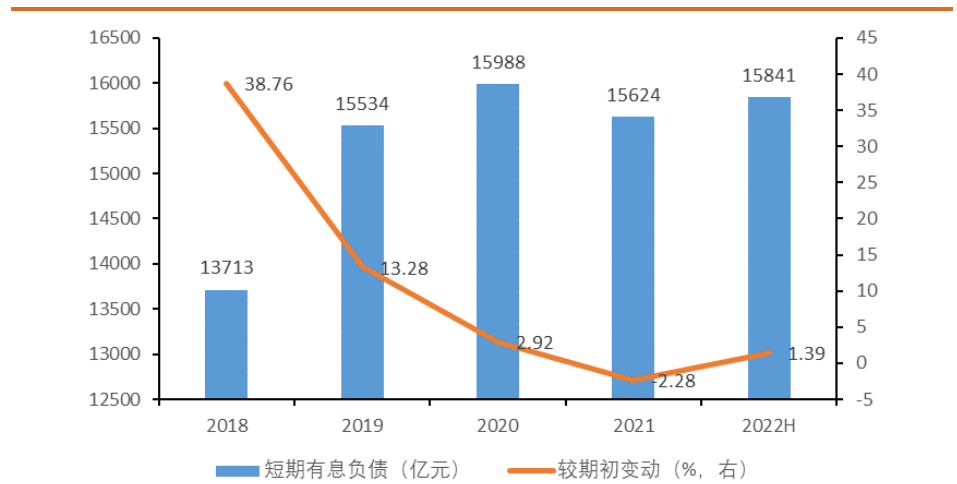
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 9 重点样本房企总有息负债规模及增速



资料来源：克而瑞、湘财证券研究所

图 10 重点样本房企短期有息负债规模及增速



资料来源：克而瑞、湘财证券研究所

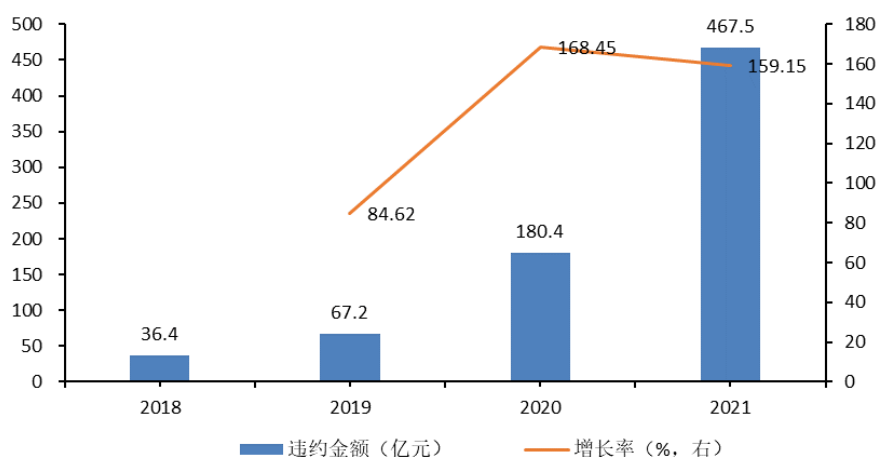
过去的金融监管调控中，融资渠道往往是此消彼长，房企的融资需求并没有实质性的影响，但是三道红线直接限制房企端有息负债，资金链紧张加剧，房企债务清偿能力下降。2021年，除了三道红线，贷款集中度、集中供地等调控政策相继落地，融资端政策收紧，叠加2021年下半年开始销售下滑、债务集中到期，房企流动性紧张，停工、债务违约等频现。根据克而瑞统计数据，2021年房企违约债券39只，累计金额467.5亿元，较上年同比增长159%。

图 11 近年房企资金困境影响因素梳理



资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

图 12 2018-2021 年房企违约金额



资料来源：资产信息网、湘财证券研究所

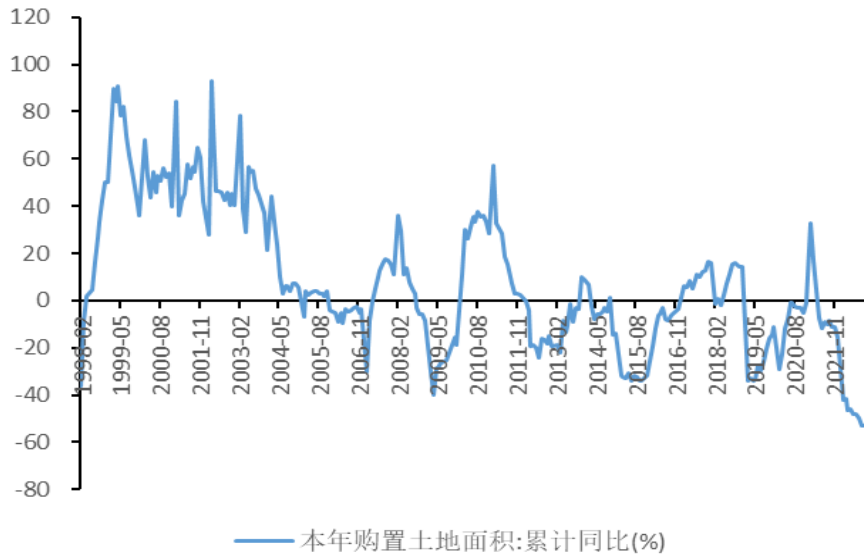
3 供需两端发力为房地产提供动能

3.1 2022 年房地产市场表现

自从 2021 年 22 城土地集中出让以来，土拍热度持续走低，2022 年房地产市场延续低迷态势，2022 年 1-11 月，房地产开发企业土地购置面积 8455 万平方米，同比下降 53.8%，成交面积较上年腰斩，土地购置费累计同比下降 6.3%。

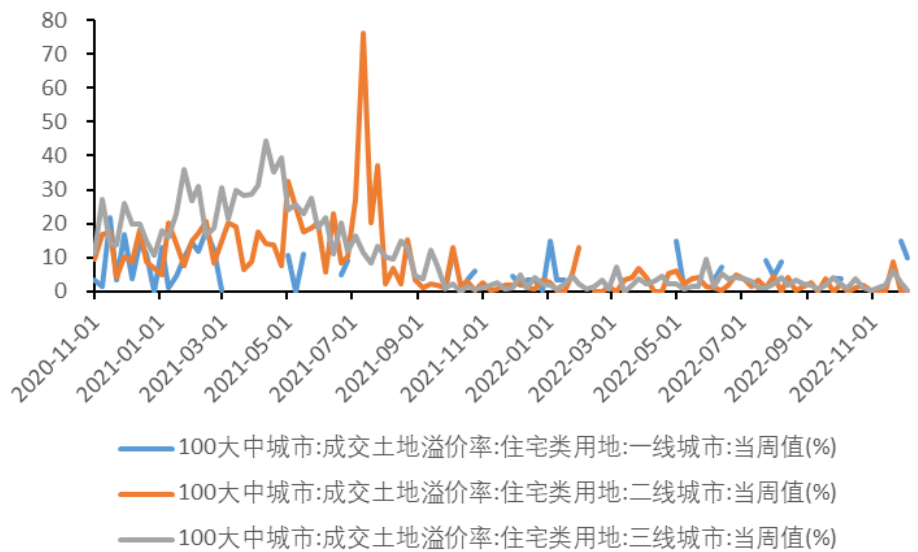
从成交土地溢价率来看,2021年下半年开始100大中城市成交土地溢价率明显回落,房企拿地意愿不强。其中,一线城市表现出较强韧性,成交土地溢价率明显高于二三线城市。

图 13 2022 年购置土地面积大幅走低



资料来源: wind、湘财证券研究所

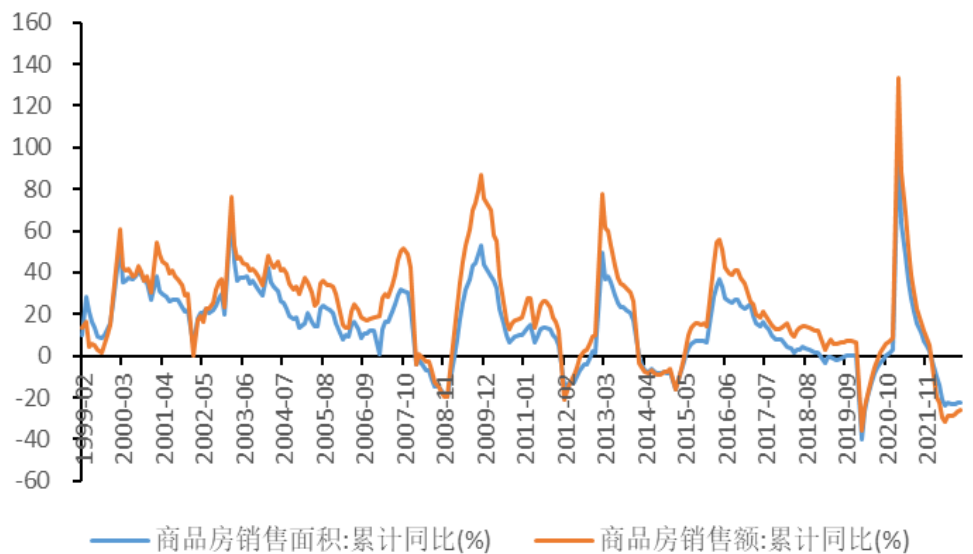
图 14 2022 年成交土地溢价率明显回落



资料来源: wind、湘财证券研究所

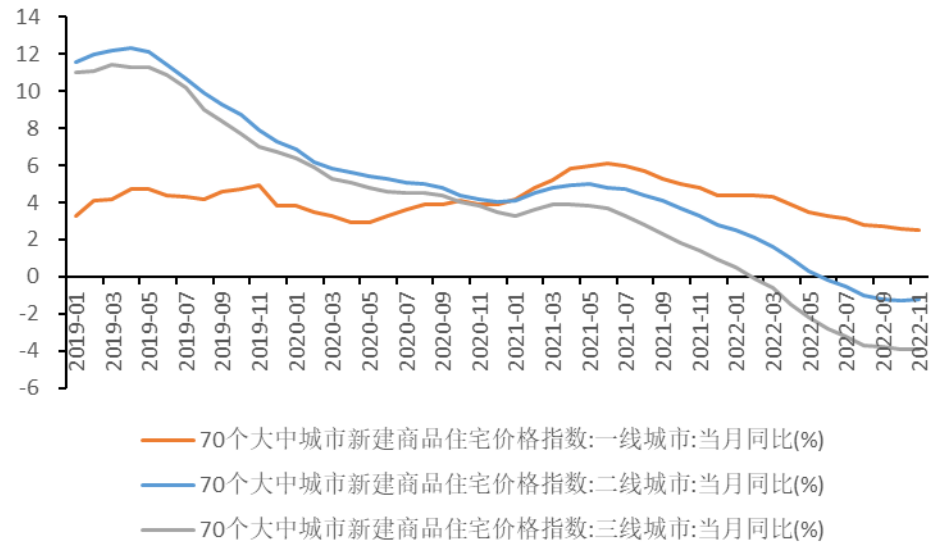
销售端：2022 年以来，全国商品房销售面积及销售额均持续处于负增长状态，2022 年 1-10 月累计同比分别为-22.3%、-26.1%，目前未见明显回暖现象。房价方面，70 个大中城市新建商品住宅价格指数中一二三线城市同比增速均呈现下滑趋势，其中一线城市仍处于正增长状态，2022 年 11 月二线城市同比跌幅收窄，三线城市跌幅持平；70 个大中城市二手住宅价格指数中，一线城市依然处于正增长，二三线城市处于负增长状态。另外，从城市一二手房的价格来看，整体均呈现下跌态势，二手房较一手房价格指数下跌幅度更大，主要是 2022 年新房大面积的降价促销，需求转向新房市场，从而挤压一部分二手房交易量，二手房市场降温。2023 年核心一二线城市市场仍然存在恢复预期，房价具有一定韧性，但是三四线城市住房需求疲弱，短期难以有较强恢复。

图 15 2022 年以来商品房销售持续低迷



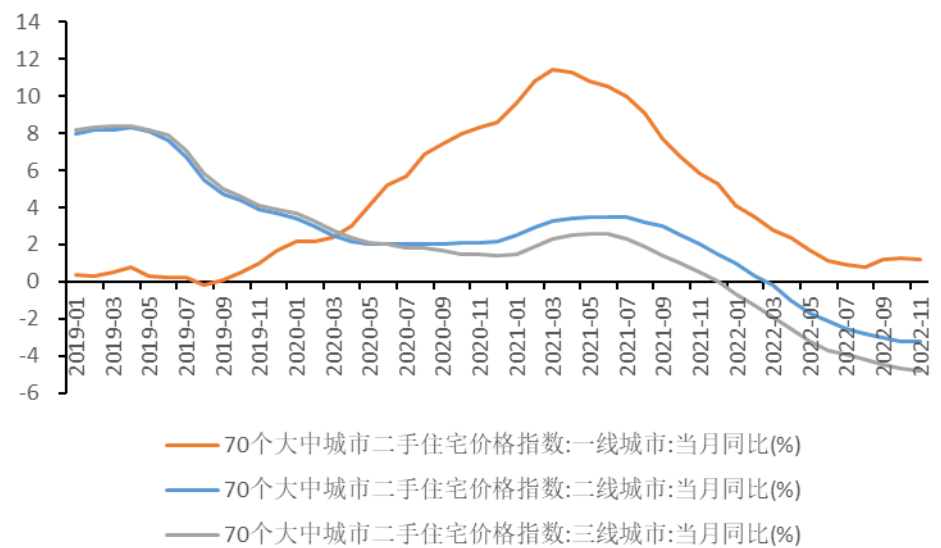
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 16 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 17 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速



资料来源：wind、湘财证券研究所

2022 年，央行、银保监会、国务院等多部门都发表房地产相关政策，主要涉及房地产行业的监管及调控方向、税收政策、金融支持等，其中二十大定调房地产发展方向为坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2022 年对房地产调控的政策由最先的刺激需求端，拓展到保交楼保项目，又逐步扩大到保融资保主体。

表 1 2022 年中央层面房地产政策汇总

| 时间 | 来源 | 内容 |
|------|-----------|--|
| 2 月 | 央行、银保监会 | 保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。 |
| 3 月 | 国务院金融委 | 关于房地产企业，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。 |
| | 财政部 | 今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。 |
| 4 月 | 中央政治局会议 | 要有效管控重点风险，守住不发生系统风险底线。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，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。 |
| | 央行、外汇局 | 提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23 条政策举措。金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放。商业银行、金融资产管理公司等要做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务，稳妥有序开展并购贷款业务，加大并购债券融资支持力度，积极提供兼并收购财务顾问服务。 |
| 5 月 | 证监会 | 积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围。 |
| 6 月 | 央行货币政策委员会 | 维护住房消费者合法权益，更好满足购房消费者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。 |
| 7 月 | 中央政治局会议 | 要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。 |
| 8 月 | 国常会 | 支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。 |
| 9 月 | 财政部、税务总局 | 发布关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告。自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。 |
| 10 月 | 二十大 | 定调房地产发展方向：坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。 |
| 11 月 | 人民银行、银保监会 | 发布《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》，围绕关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展出台了十六条措施。 |
| | 证监会 | 发布施行支持房地产企业股权融资的五项调整优化措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用等。 |

资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

图 18 2022 年房地产政策转化方向



资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

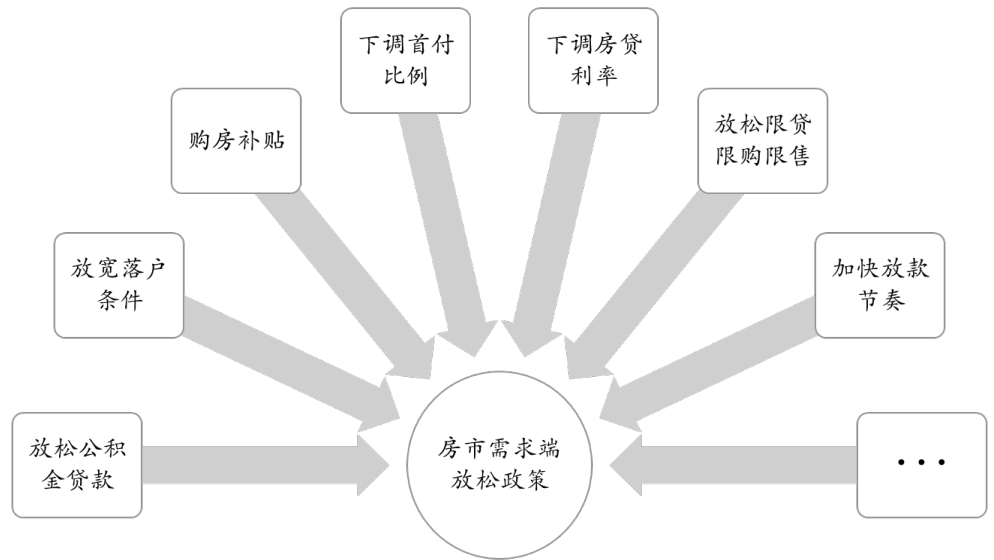
3.2 需求端放松政策：因城施策，弱化限制政策

进入 2022 年以来，受多重外部冲击影响，经济低迷，国民收入受挫，同时房企的暴雷也严重打击了市场信心，居民储蓄意愿提高，房市全面遇冷。2022 年 1-10 月，全国商品房销售面积 111179 万平方米，同比下降 22.3%；商品房销售额 108832 亿元，下降 26.1%。

2022 年年初以来，为稳楼市，需求端政策持续释放，多为因城施策，政策主要分为加快银行放款节奏、放松公积金贷款、放宽落户条件、购房补贴、下调首付比例、下调房贷利率、放松限贷限售限购等，主要弱化需求端购房限制性政策、降低购房首付比及利率。因城施策是在“住房不炒”的定位下，各地根据不同情况因地制宜调整楼市政策，给予地方更多调控自由，帮助更大程度的释放市场活力，一定程度上抑制了房地产市场过快下行。其中，放松限贷限售限购政策是对购房者的门槛以及购房能力等多方位放松，从最初的三四线城市逐步扩大到一二线城市。

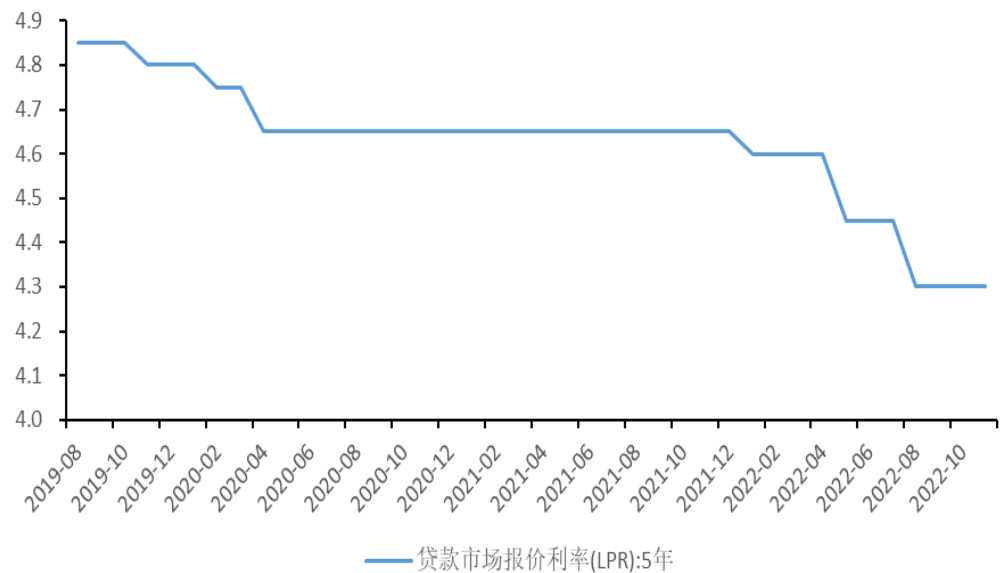
2022 年以来，5 年期以上 LPR 累计下行 35 个基点至 4.3%，是 2019 年房贷利率换锚 5 年期以上 LPR 之后，降息幅度最大的一年，降低了房企融资的成本，也为购房者节约利息、增加了可支配收入，短期增强了市场流通性，长期提振市场信心，促进购房需求稳定。

图 19 房市需求端放松政策



资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

图 20 2022 年 5 年期以上 LPR 累计下行 35 个基点至 4.3%



资料来源：wind、湘财证券研究所

表 2 2022 年房地产需求端放松政策汇总

| 政策 | 简述 |
|----------|--|
| 加快放款节奏 | 放款周期较之前明显缩短，银行加快放款节奏。 |
| 放松公积金贷款 | 多地调整了住房公积金贷款政策，包括上调最高限额、降低贷款首付比例等，支持刚性和改善性住房需求。例如 8 月 1 日杭州市三孩家庭购买首套普通自住住房且首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可按家庭当期最高贷款限额上浮 20% 确定；杭州市三孩家庭无房租赁住房提取住房公积金的，提取限额按规定额度标准上浮 50% 确定。 |
| 放宽落户条件 | 7 月 12 日，《“十四五”新型城镇化实施方案》提出，深化户籍制度改革。放开放宽除个别超大城市外的落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，确保外地与本地农业转移人口进城落户标准一视同仁。全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万的 I 型大城市落户条件。完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策，精简积分项目，确保社会保险缴纳年限和居住年限分数占主要比例，鼓励取消年度落户名额限制。杭州、上海等大城市也先后放宽落户条件。 |
| 购房补贴 | 包括郑州、呼和浩特、长春、重庆等多个城市出台“发放购房补贴、消费券”等相关政策，主要分为三种类型：一是发放购房消费券直接抵扣房款，如吉林市、长春市等；二是针对缴纳的契税按照一定百分比发放补贴或消费券，如开封市、济宁市等；三是对活动期间成功购房的业主发放建材、家装、家具、家电等房地产下游行业的消费券，如郑州市、遵义市等。 |
| 下调首付比例 | 目前，已有超百城将商贷或公积金首套房首付比例降至 20%。据中指院统计，今年已有 80 余城将首套商贷首付比例降至 20%。另据不完全统计，年内已有超 30 个城市下调首套个人住房公积金贷款利率至 20%。 |
| 下调房贷利率 | 5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.45%，较上月 4.6% 下调 15 个基点。8 月 22 日，央行将一年期贷款市场报价利率（LPR）从 3.70% 下调至 3.65%，将五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.45% 下调至 4.3%。 |
| 放松限贷限购限售 | 据中指院统计，2022 年已有近 50 城发布超百条限购优化政策。其中，放松限购的省会城市达到 16 个，此外青岛、大连、天津、苏州等二线城市限购政策也已松动。 |

资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

3.3 供给端放松政策：三箭齐发，疏通融资渠道

2018 年，为支持民企融资，经国务院批准，人民银行会同相关部门，从信贷、债券、股权三个融资渠道采取“三支箭”的政策组合，解决民企融资难问题。2022 年，为了促进房地产市场平稳健康发展，相关部门陆续出台多项金融支持房地产的政策，促进房地产融资稳定。尤其“金融 16 条”政策中提到，鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求，监管层对房地产信托融资的口径发生变化，从资管新规之后的限制到如今的鼓励，能够帮助缓解房企资金困境。

表 3 房企融资“三支箭”进展汇总

| 三支箭 | 方式 | 内容 | 进展 |
|------|------|---|---|
| 第一支箭 | 信贷投放 | 2022 年以来,银保监会指导银行做好对房地产的信贷投放,“金融 16 条”印发后,6 家大型银行迅速与房企密集签署战略合作协议,并提供可观的意向性授信额度。 | 1、8 月,政策性银行推出 2000 亿“保交楼”专项借款 ,专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付。目前已取得阶段性进展,已基本投放至项目。 2、在 2023 年 3 月 31 日前,央行在前期推出的‘保交楼’专项借款的基础上将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款 ,支持商业银行提供配套资金用于助力“保交楼”,封闭运行、专款专用。 3、为落实“金融 16 条”,多家银行为房企提供授信意向额度。截至 11 月 29 日,10 余家银行为超过 30 家房企提供了授信,从已披露的数据来看,授信总额已超过 2 万亿元 。 |
| 第二支箭 | 债券融资 | 11 月 8 日,交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,为民营企业融资打开大门,为市场注入信心。 | 央行亲自出手支持民营房企发债,预计规模将有 2500 亿 ,后续可视情况进一步扩容。 |
| 第三支箭 | 股权融资 | 11 月 28 日晚,证监会发布决定在股权融资方面调整优化 5 项措施,并自即日起施行,阔别约 12 年的上市房企重组和再融资窗口重启。 | 证监会发布股权融资方面 5 项优化调整措施: 1.恢复涉房上市公司并购重组及配套融资; 2.恢复上市房企和涉房上市公司再融资; 3.调整完善房地产企业境外市场上市政策; 4.进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用; 5.积极发挥私募股权投资基金作用。 |

资料来源:公开资料整理、湘财证券研究所

第一支箭: 银行信贷

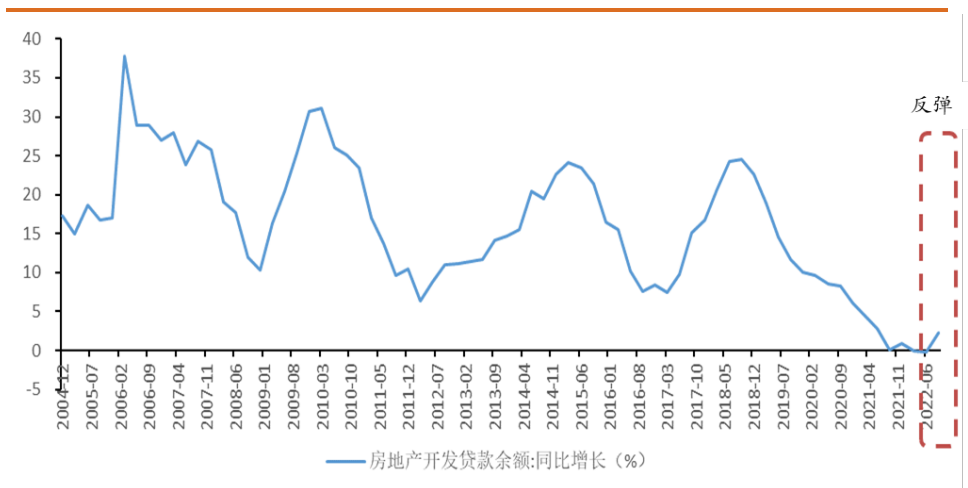
面对房地产市场的调整下行,银行信贷支持政策也逐渐从“保交楼”拓展到“保主体”。2022 年 8 月 29 日,由央行指导,国家开发银行、中国农业发展银行等政策性银行推出 2000 亿元的“保交楼”专项借款,此项借款封闭运行、专款专用,专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付,目前该项借款基本用于投放至项目。此外,央行拟在 2023 年 3 月 31 日前,向上业银行提供 2000 亿元免息再贷款,支持商业银行提供配套资金助力“保交楼”。2022 年 11 月 13 日,中国人民银行、银保监会公布了《关于做好当前金融支持房地产平稳健康发展工作的通知》,推出 16 条举措,围绕保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企

业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等六大方面，从信贷、信托、资产管理、债券等全渠道支持房地产合理融资需求，政策从“保交楼”的保项目拓展到“保主体”，释放了稳市场、稳预期的积极信号。

为落实“金融 16 条”，六大国有行率先与中海、华润、万科等房企签署总对总战略合作协议，合计已披露授信额度近 1.7 万亿，主要涉及开发贷、并购贷、个人按揭贷款、包含置换预售监管资金、供应链融资及结算服务、债券承销与投资、租赁住房融资 7 个方面。截至 11 月 29 日，10 余家银行为超过 30 家房企提供了授信，从已披露的数据来看，授信总额已超过 2 万亿元。

随着各项银行支持房企信贷政策的落实，2022 年三季度房地产开发贷款余额增速触底反弹，同比上升 2.2%。

图 21 2022 年三季度房地产开发贷款余额增速触底反弹



资料来源：wind、湘财证券研究所

第二支箭：债券融资

2022 年 11 月 8 日，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，随后民营房企发债提速。根据克而瑞监测的数据显示，2022 年 10 月份 100 家典型房企的融资总量为 424 亿元，环比减少 37.1%，同比减少 12.9%，房企融资量环比大幅减少至近年的低位。监管部门不仅推动化解房地产金融风险，促进金融支持保交楼工作，也在引导矫正金融机构过度避险行为，支持房地产合理融资需求，更好满足刚性和改善性住房需求。

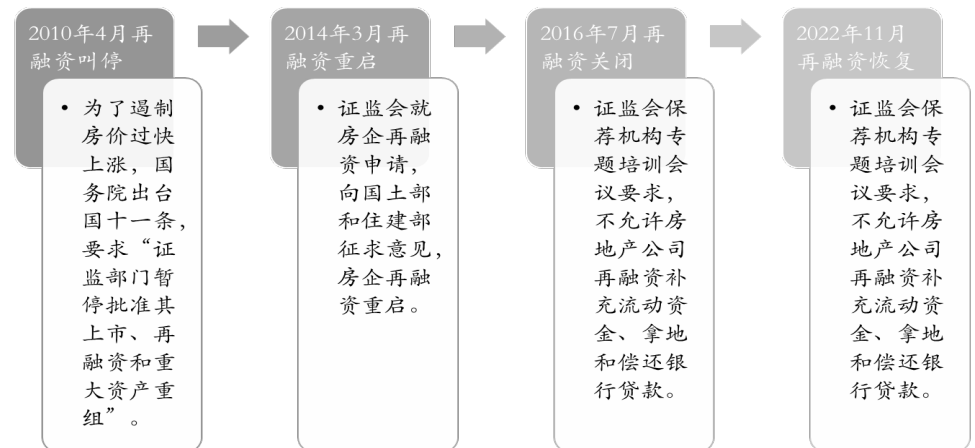
第三支箭：股权融资

房企的股权融资房市主要有 IPO、增发、配股等。2010 年国务院办公厅下发《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，基本暂停了房企在 A 股的 IPO、再融资，此后房企股权类融资几乎停滞，仅两家房企在 2015 年 12 月成功在 A 股上市。另外，再融资的方式有配股、增发和可转换债券这三种，从 2010 年上市开发商再融资被实质性叫停，期间经历重启、再暂停，2014-2016 年再融资重启，直至 2016 年 7 月，证监会保荐机构专题培训会议要求，不允许房地产公司再融资补充流动资金、拿地和偿还银行贷款。

2022 年 11 月 28 日，证监会宣布在股权融资方面调整优化 5 项措施，射出支持房企融资的“第三支箭”，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。股权融资 5 项措施包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用等方面，股权融资在不增加杠杆的同时，帮助房企补充流动性、盘活存量资产。

自此，疏通房企融资渠道的三支箭正式落地，多项金融支持房地产政策的密集出台，房企的融资环境正在明显改善，房地产的至暗时刻已经过去。

图 22 房企再融资发展历程



资料来源：公开资料整理、湘财证券研究所

4 风险提示

政策落地不及预期；市场需求不及预期；疫情政策超预期；全球流动性边际收紧。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。