



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。

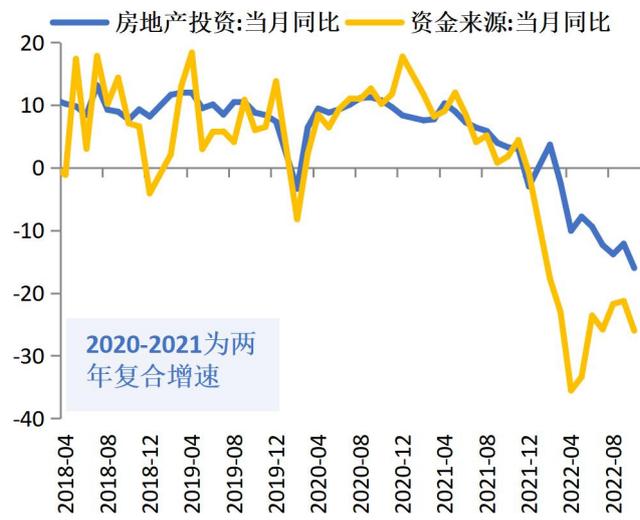
而11月以来，疫情防控优化二十条和地产纾困政策持续升温成为了宏观重要的边际变化，有助于支撑服务业修复和居民预期的好转，助力经济基本面复苏和消费回暖。但基本面的现实短期仍处于底部，弱现实与强预期的背离持续加大，本文意在通过对本轮地产下行周期以及政策演变的梳理，对政策效果以及地产链条传导作出预判。

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

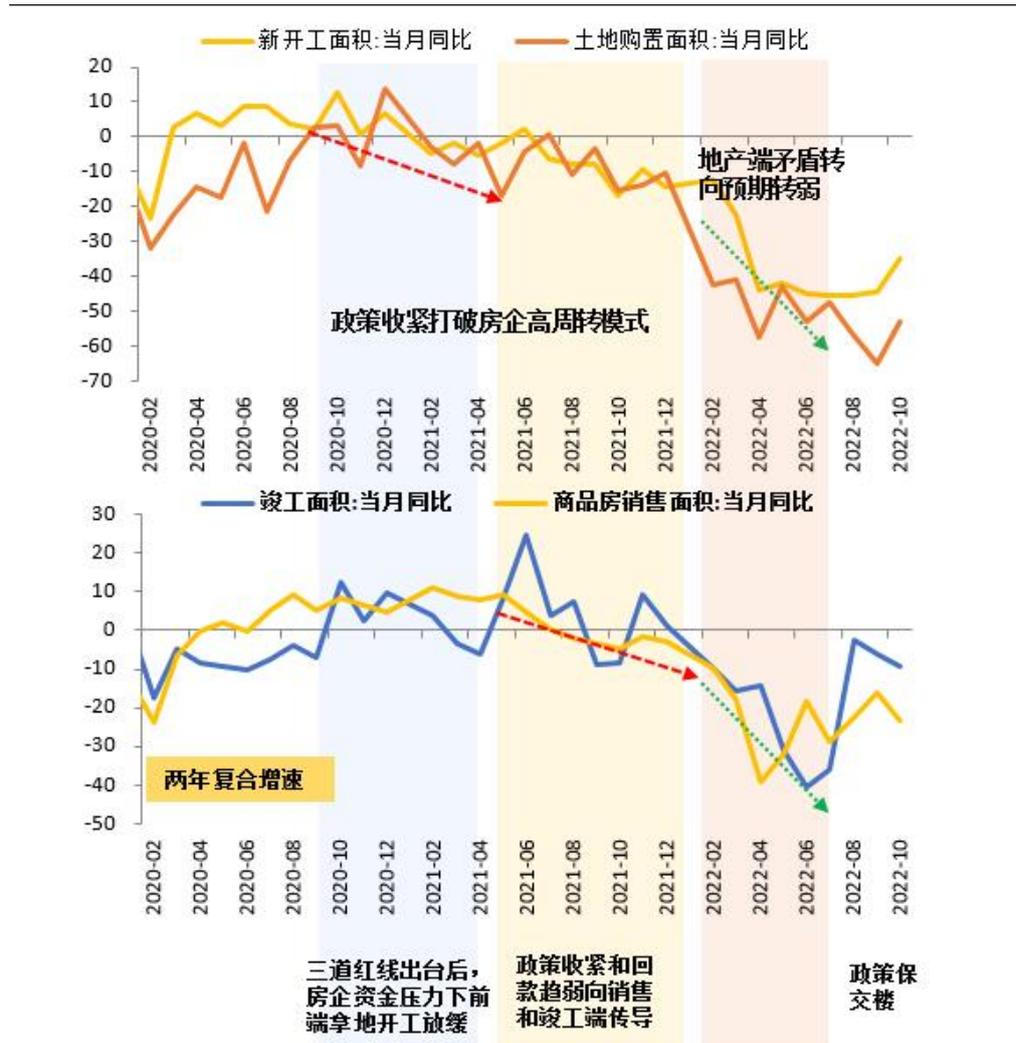
二、本轮地产是周期性下行风险

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（%）



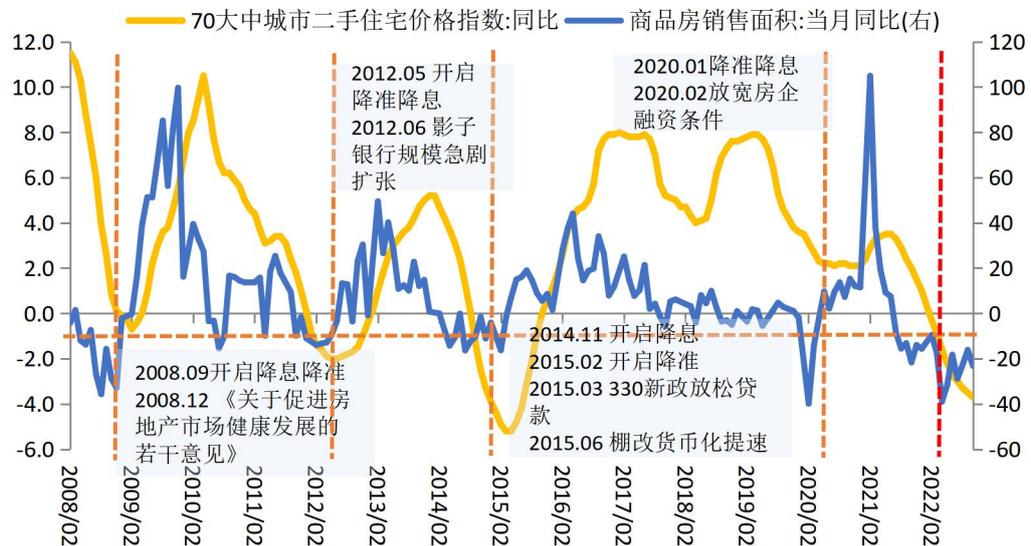
资料来源：Wind，优财研究院

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（%）



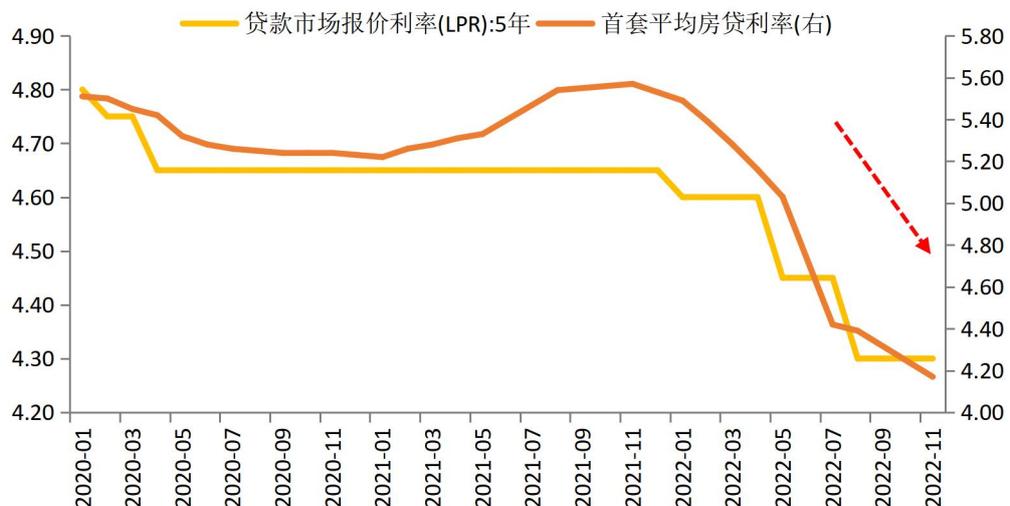
资料来源：Wind，优财研究院

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（%）



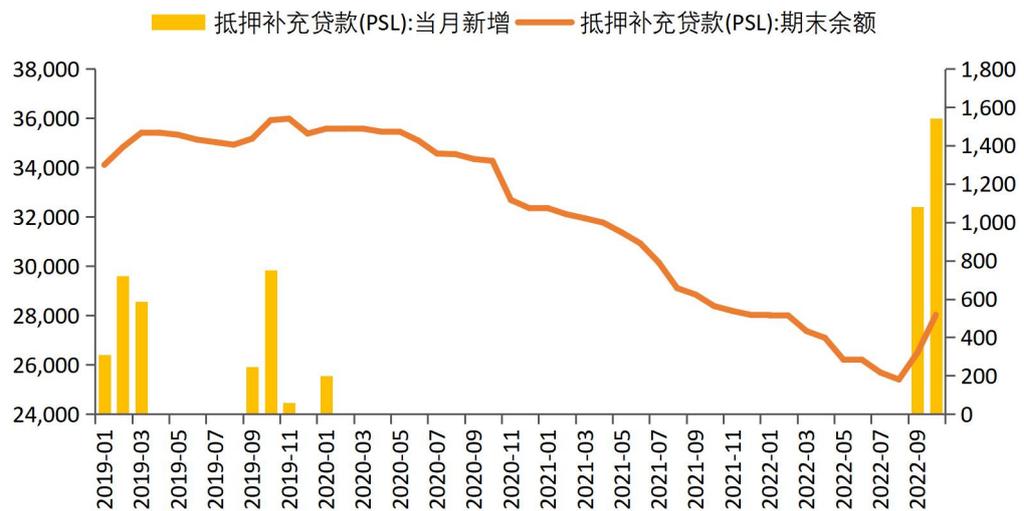
资料来源：Wind，优财研究院

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

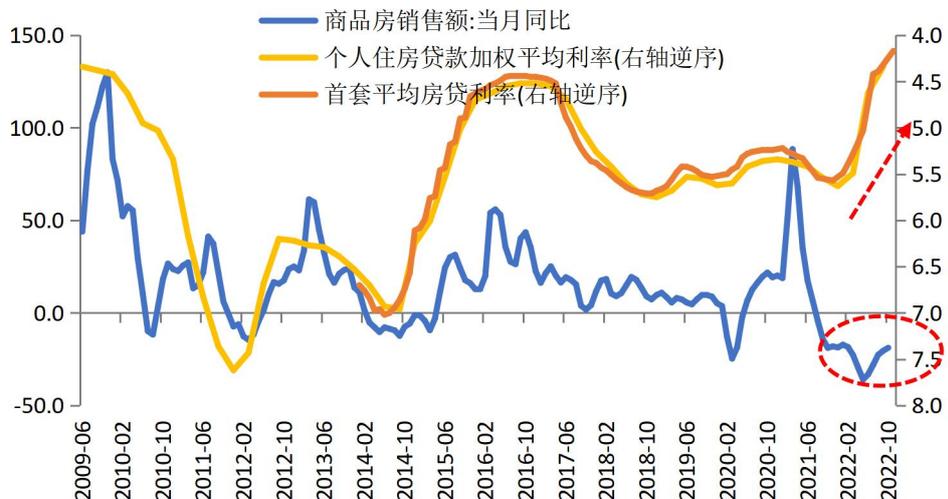
3. 核心矛盾仍难解除下，“政策底”向“投资底”传导时滞拉长

核心矛盾难以消除下，前两阶段的地产政策放松并未取得显著的稳地产成效。从历史复盘来看，通常房地产销售回升滞后于房贷利率下降约 3-6 个月，金融条件放松有助于刺激起地产需求，但本轮房地产销售改善与房贷利率下调之间的时滞被拉长。

这是由于本轮地产下行的核心矛盾在于居民和房企预期的同步转弱，需求端一方面受到疫情对销售场景的影响，另一方面也受到“收入长期受损+房价预期转弱”下居民去杠杆的约束。而供给端房企在三道红线和房贷集中度考核管理下，资金链条的压力逐步向信用风险传导，加剧地产链条的负循环，前端拿地开工和后端竣工全线下滑，且供给端悲观预期进一步向需求端政策传导。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”。

同时从前两个阶段的政策放松来看，“因城施策”框架下需求侧放松仍有节制，保交楼重心下救项目>救企业，主体信用风险未能明显缓释，预期偏弱的矛盾难以扭转，“政策底”向“投资底”传导的时滞被拉长。

图 7：“政策底”向“投资底”传导的时滞被拉长（%）



资料来源：Wind，优财研究院

4. 房地产供给端纾困加码标志“保主体”政策升温

而 11 月以来，一系列地产融资支持政策持续加码，《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》的发布标志着地产政策放松进入到“保主体”阶段，信贷、债券、股票融资支持“三箭齐发”，助力房企信用风险的缓释，也意味着对 18-21 年全面去杠杆政策的均值回归。从“第二支箭”→“地产金融 16 条”→保函置换预售监管资金 保交楼贷款支持计划→国有及股份行房企授信→涉房企股权融资优化五项措施，房地产供给端纾困政策持续升温，支撑地产转暖预期，地产债地产股纷纷快速上涨。

图 8：房企供给端纾困持续加码

| 11月以来地产融资端松绑政策密集出台 | | |
|--------------------|--|---|
| 时间 | 文件 | 内容 |
| 11月8日 | 交易商协会发布《“第二支箭”延期并扩容支持民营企业债券融资再加力》 | <ul style="list-style-type: none"> 由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。 针对包括房地产企业在内的民营企业发债融资计划，预计规模可达 2500 亿元，后续视情况进一步扩容。 交易商协会组织中债增进公司积极开展部分民营房地产企业债券融资增信工作 |
| 11月11日 | 央行、银保监会印发《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》 | 从房地产融资、保交楼、风险处置、消费者权益、金融管理政策和住房租赁等六大方面出台十六条具体措施 |
| 11月14日 | 银保监会、住建部、人民银行联合发布了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》 | 允许商业银行按市场化、法治化原则，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。 |
| 11月21日 | 全国性商业银行信贷工作座谈会人民银行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划 | <ul style="list-style-type: none"> 人民银行面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。 截至11月24日，保交楼专项借款工作取得阶段性进展，专项借款资金已基本投放至项目，资带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。 |
| 11月23日 | 央行、银保监会正式发布《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》 | <ul style="list-style-type: none"> 市场热议的“地产金融16条”正式出台，从开发贷款、信托贷款、债券融资等方面全面支持房地产融资。 六大国有银行已与17家房企达成合作协议，已披露的意向性授信额度合计为12750亿元。 11月29日，股份制银行也加入房企授信，中信银行分别与10家房地产企业签订“总对总”战略合作协议。 |
| 11月28日 | 证监会宣布在涉房企股权融资方面调整优化五项措施，并自即日起施行 | 五方面举措包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市；恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许上市房企非公开方式再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策，H股上市公司再融资与A股政策保持一致；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，开展不动产私募投资基金试点。 |

资料来源：Wind，优财研究院

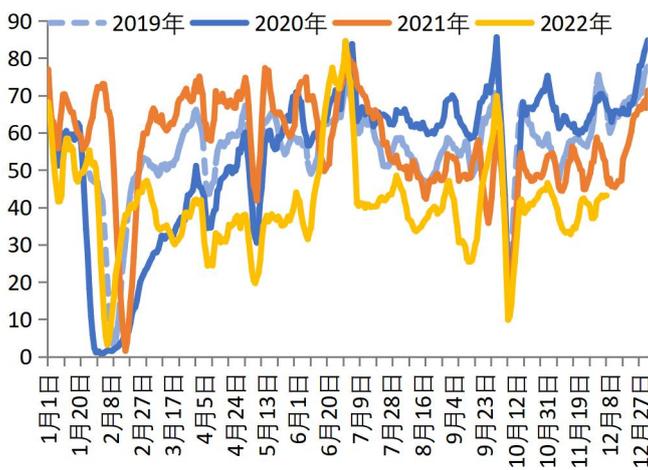
四、房地产政策加码或实现量变到质变的转变

1. 供给端纾困政策升温助力地产信用风险缓释

我们认为供给端纾困政策的升温有利于地产信用风险的缓释，降低房企资产负债表风险，对竣工和复工形成明显支撑力量，房地产后端投资有望受到提振。同时随着保主体政策的推进，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。

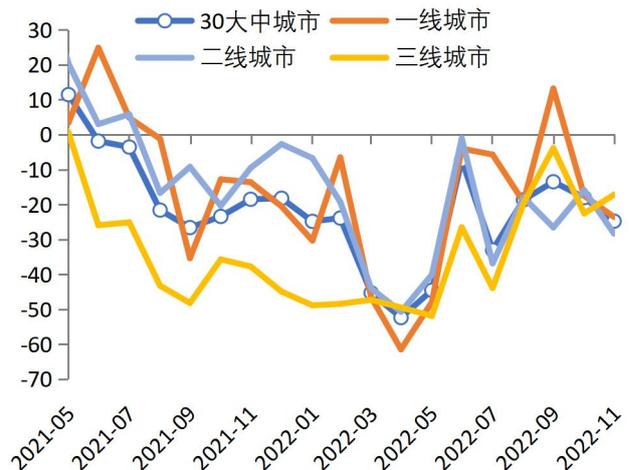
但高频数据显示需求端仍未有好转迹象，政策放松向需求企稳的传导仍存在时滞，同时保主体能否真正消除流动性风险也存在不确定性，某些标杆房企未来境内外融资仍存在较大的流动性缺口。短期地产行业仍然是“弱现实+强预期”组合。

图 9：30 城商品房成交面积:7DMA（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：高频数据显示需求端仍未有好转迹象（%）



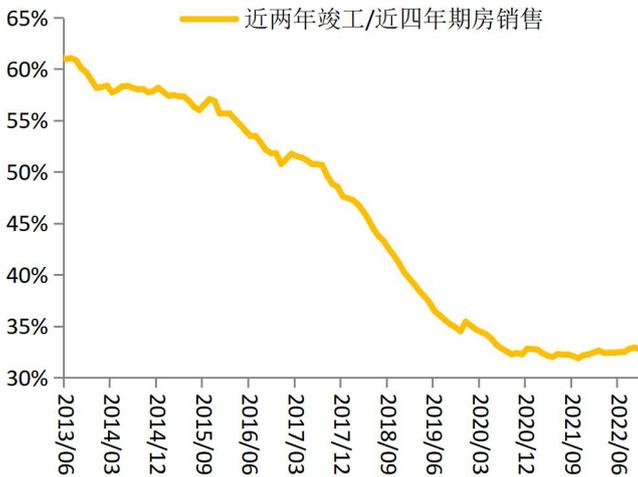
资料来源：Wind，优财研究院

2. 但房地产链条的良性循环仍需要时间传导

但我们认为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，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。

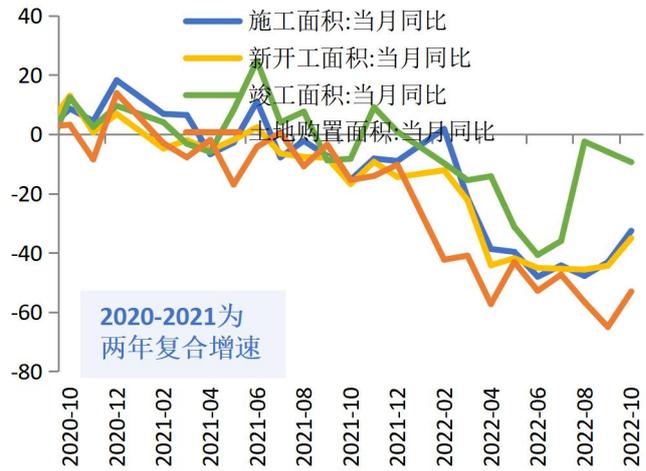
- 1) **预计竣工/复工端率先修复**，地产融资渠道梗阻打通叠加政策“保交楼”支撑下，停工项目复工将成为主要方向，对地产投资形成托底效应，8-9月竣工已有一波修复迹象。

图 11: 竣工率持续位于低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 竣工有望率先修复 (%)



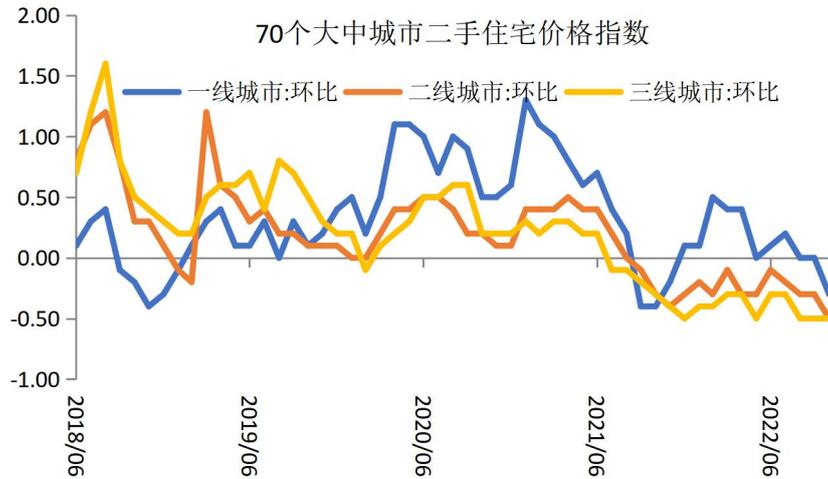
资料来源: Wind, 优财研究院

- 2) 作为房地产产业链良性循环能否形成的关键，销售筑底仍显艰难，预计四季度缓步企稳，明年低基数效应下小幅反弹。

通过前文论述，“疫情影响销售场景+居民就业收入压力约束加杠杆+房价预期弱+期房交付担忧”是拖累今年房地产销售降幅持续扩大的主要因素，随着今年地产放松政策的不断加码以及疫情防控优化的持续推进，我们认为这些主要约束正在呈现边际改善的特征。

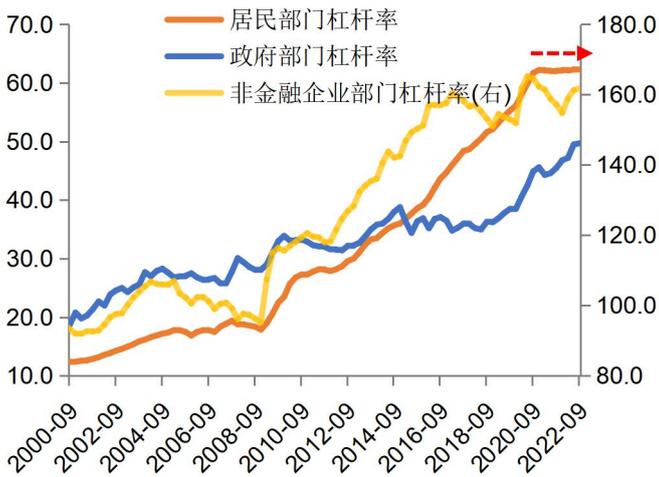
不过短期疫情冲击下居民生活半径仍有扰动，本轮需求侧政策下一线城市限购未有放松，一线城市房价环比负增长下房价预期也难以好转，叠加购房主力人口（20-44岁）已见顶回落、居民杠杆率在接近70%高位徘徊约8个季度、以及上半年可支配收入降至房贷利率以下，居民加杠杆能力及意愿均受到约束。仅凭房贷利率的调降不足以扭转房价的预期，居民收入增长仍是加杠杆能力的关键。地产销售面临的是大周期下行嵌套小周期企稳，预计当前仍处于艰难触底阶段，预计年底年初企稳，明年低基数效应下小幅反弹。

图 13：一线城市房价环比负增长 (%)



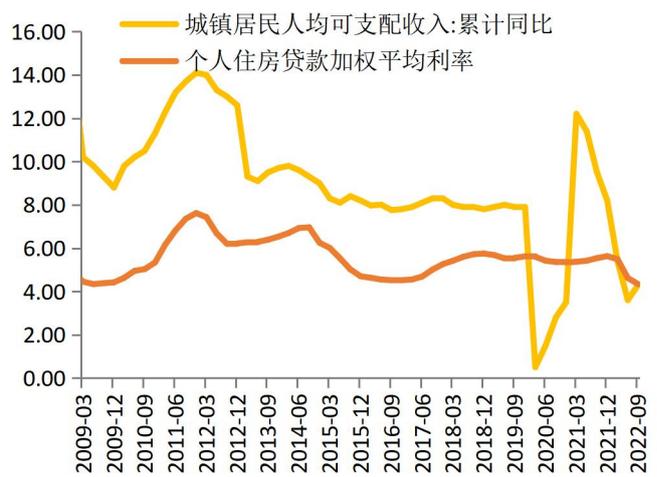
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：居民杠杆率已接近 70%高位徘徊 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：上半年居民可支配收入低于房贷利率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

3) 主动投资的修复需要更长时间，竣工/复工的修复更多的是托底效应，而投资改善的弹性和持续性仍需要拿地和开工的回升，这需要供需两端的同时配合。一方面需要看到需求端房价和销售的企稳，另一方面也要看到供给端房企信用风险出清以及资产负债表和现金流的修复，而这作为慢变量，其修复需要更长的时间，地产拐点仍为时尚早。

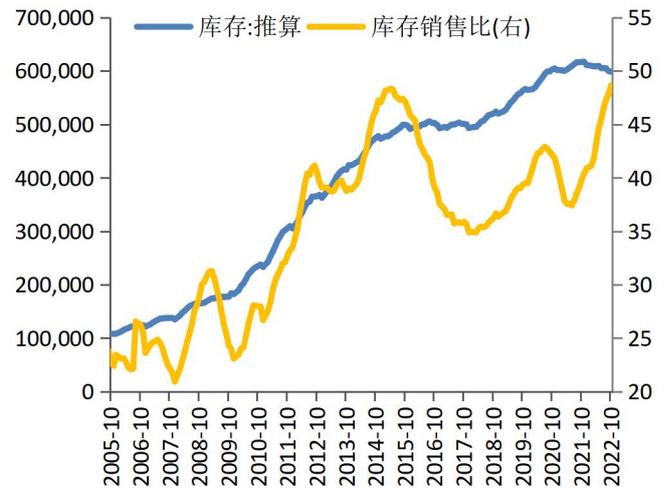
后续我们需要重点关注销售的变化，销售回款作为房企的内源性资金来源，对于房企资产负债表的修复以及主动投资意愿具有重要影响，地产投资链条的良性循环仍有待销售的边际改善。“房住不炒”大框架不变下预计销售和投资都回不到原来高位的状态。

图 16：前端开工回升滞后于销售企稳 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 17：房地产库存销售比高位制约主动投资 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

五、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

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>