



大公国际：房地产行业高杠杆高增长模式逐渐转变为 稳健生存模式

赫彤 | 技术研究部债市研究团队 | 010-67413339 | hetong@dagongcredit.com 2022年*月*日

2022年房地产行业工作重点为“稳地价、稳房价、稳预期”。保障性租赁住房项目信贷资金相关政策的调整初显成效，房地产行业资金支持力度有所加大。较宽松政策叠加我国现阶段房地产行业内生动力与内需潜力尚充足，预计行业将迎来回暖窗口期。但将房地产作为刺激经济增长的短期手段不利于经济长期稳定运行，为实现泡沫软着陆，我国经济将面临逐步转型。

（一）1月地产行业债券发行量环比、同比均下降；行业指数环比上升，显示出回暖迹象

2021年，房地产行业共发行债券492只，共募集资金4,948.26亿元。各月发行量整体呈现波动下行态势，主要是受“三条红线”及贷款政策收紧影响所致。2022年1月，房地产行业发行债券27只，共募集资金244.26亿元，发行数量和规模同比、环比均下降。

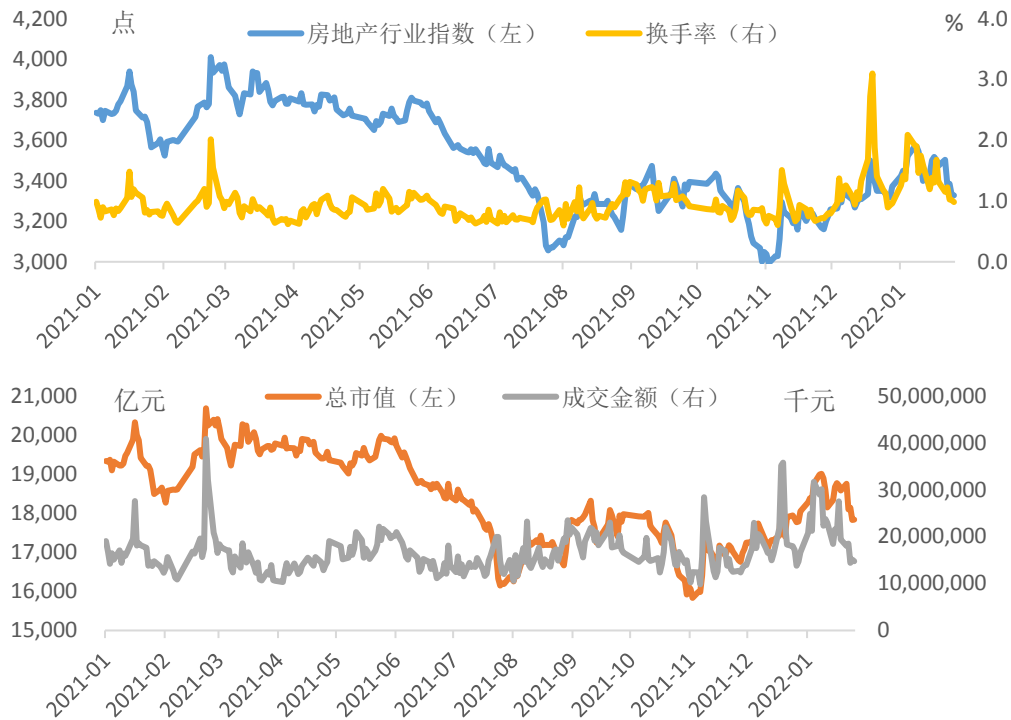
主体级别方面，2022年1月，房地产行业AAA级债券发行22只，共募集资金217.10亿元，发行数量和规模均明显高于AA级和无评级。环比变动方面，AAA和AA级发行数量和规模均增长，无评级则均下降。同比变动方面，各级别发行数量和规模均下降，其中无评级下降幅度最大。

区域方面，江苏发行房地产行业债券7只，发行数量居各省份之首。广东共募集资金72.90亿元，发行规模居各省份之首。环比变动方面，江苏、浙江、重庆发行数量和规模均增长，其中江苏增幅均最大。北京、广东、上海发行数量和规模均下降。同比变动方面，除江苏发行数量和规模均增长外，其他省份发行数量和规模均下降，其中浙江发行规模下降幅度最大。

各指数环比均增长，房地产行业在2021年遇冷基本面下行后，2022年1月有所回暖。1月，房地产行业指数¹为3,460.69点，环比上行137.83点，同比下行290.30点。房地产行业交易换手率为1.42%，环比上升0.14个百分点，同比上升0.48个百分点。房地产行业总市值为18,475.91亿元，环比增长5.42%，同比下降4.62%。房地产行业成交金额为218.45亿元，环比增长15.25%，同比增长29.14%。同期，全国房地产贷款新增约6,000亿元，较去年四季度月均水平多增约3,000亿元。

¹ 本段为申万行业指数，月平均值。

图 2021 年 1 月以来房地产行业相关数据



数据来源：Wind，大公国际整理

自 2021 年 12 月以来，监管部门多次鼓励优质房企并购出险房企的优质项目。浦发银行近日公告称，将发行 50 亿元房地产项目并购主题债券，募资用于房地产项目并购贷款投放。这是房企和金融机构对鼓励并购出险房企优质项目政策的积极响应，有助于出险房企的风险化解。

2021 年房地产市场总体稳定，但现价总量同比增速跑输 GDP 2.9 个百分点。 2022 年 1 月 17 日，国家统计局公布了 2021 年国民经济运行情况以及房地产行业数据。2021 年，全国房地产开发投资 147,602 亿元，同比增长 4.4%；全国商品房销售额再创新高，达 181,930 亿元，增长 4.8%，我国房地产市场总体稳定。同期，房地产业增加值比上年增长 5.2%，拉动整体经济增长 0.4 个百分点。同期，房地产行业现价总量全年 77,561 亿元，同比增长 5.2%，跑输国内 GDP 同比增速 8.1%。未来，我国经济对房地产行业的依赖程度或将有所下降，新能源、人工智能等创新行业在引领经济发展过程中发挥的作用越来越显著，不排除房地产行业增速继续跑输 GDP 增速可能性。

（二）多项政策助力房地产行业实现“三稳”目标

实现房地产行业“三稳”长效机制需抑制资本无序扩张。 2022 年 1 月 25 日，银保监会召开 2022 年工作会议，再次强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”的三稳房地产长效机制，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。房地产行业需要避免资本无序扩张。房企从

金融机构补充资本需做到依法合规有效。只有筑牢房地产行业资本与金融资本的防火墙，才能有效防范泡沫破裂带来的金融系统性风险，才能完善三稳长效机制。

保障性租赁住房项目金融支持力度将加大，供给方基本面下行将有所缓解。

2022年2月8日，中国人民银行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》（简称《通知》）。“房地产贷款集中度管理制度”是2020年12月31日中国人民银行、银保监会发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》中提出的，规定银行业金融机构房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例不得高于人民银行、银保监会确定的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限。《通知》的发布是对现行政策的调整，表明了政府对房地产行业风险管控的决心，有助于金融机构扩大对保障性租赁住房项目贷款，拥有相关项目的房企资金压力有望得到一定缓解。《通知》的发布叠加商品房预售资金监管意见的发布，预计房地产行业2021年以来供给方基本面下行的状况将得到缓解，但需求面市场信心以及预期还有待观察。

并购债券或将形成房地产行业发展新模式，促进行业整体良性循环和健康发展。2021年下半年，部分地产企业风险显性化。在此背景下，央行、银保监会于2021年年底出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，指出鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务，同时鼓励银行业金融机构投资并购债券、并购票据等债务融资工具。并购债券是推动房地产行业结构性调整的有力手段，有利于出险房企通过缩表降低资产负债率并保护住房消费者合法权益，有利于银行业金融机构扩大贷款发放、回收已发放贷款，有利于通过房企资产重组优化资产负债结构、减小信用风险。

（三）地产行业高杠杆高增长模式或将逐渐转变为稳健生存模式

房地产行业内生动力尚充足，2022年整体企稳。我国地产行业内需潜力尚充足，在未来一段时期内仍将是经济发展的动力。这可以从以下几个方面进行考虑。首先我国人口基数大，房地产行业在一段时期内还可以享受“人口红利”。其次我国城镇化率继续提高，叠加乡村振兴重点发展方向，房地产业发展内生动力尚充足。最后经过近年来房地产行业因城施策的不断实践，市场供给优化，行业逐步进入良性循环。2022年1月17日，在国务院新闻办公室国民经济运行情况记者会上，国家统计局局长指出2022年房地产投资有望平稳健康发展。从我国现阶段发展特征和政府的长远规划来看，2022年我国房地产行业有望实现“三稳”目标。

在我国经济发展对房地产行业依赖程度或将减弱的形势下，房地产行业或将从“开发拓展”模式逐步切换为“服务诚信”模式。从长期来看，为实现地产

行业泡沫软着陆，我国经济将发生转型。我国经济转型需要逐步降低对房地产行业依赖，而新能源、人工智能等新基建和高端制造业将为我国经济发展提供新动能。大公国际认为，我国房地产行业整体将由“开发拓展”逐步转为“服务诚信”模式。“服务诚信”模式需重点关注“环境、生态、社会、消费者、资产负债率”等方面。在即将到来的房地产行业“服务诚信”时代，房企应避免虚假广告、误导性宣传、学区房等过度炒作、限售等饥饿营销、面积缩水、擅自涨价、物业管理责任不明确等违反社会信用及扰乱市场公序良俗的行为。单边发展和单边暴利不再是房地产业发展格局。房企应更多考虑社会生态效益、经济绿色发展、消费者切身需求，打造物业管理完善、充电桩等小区配套设施完备、价位合理、多方共赢的住房项目产品。切实为消费者和居住者的获得指数和幸福指数着想的房企才能得到可持续发展。同时房企应将资产负债率控制在合理区间，提高贷款资金使用效率，防止信用风险事件发生。在此过程中，房企精细化运营将更为关键，房地产行业高杠杆高增长模式更多转变为生存中求“稳健”。

综上，2022年以来，在信贷宽松政策等影响下，房地产融资、拿地、销售等呈现稳步回归趋势，市场预期稳步改善。优质房企在并购过程中将展现更大优势，将受到更大的政策倾斜。在经济下行压力加大的环境下，部分城市或将释放边际宽松地产调控政策，地产行业整体有望回暖。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。