

# 暖风虽至 修复需时

世联研究

2021年全国房地产市场  
三季度回顾与后市展望

# 目录

回顾.....	3
<b>一、政策篇.....</b>	<b>3</b>
1、三季度热点城市继续加码，金融持续紧收致市场迅速降温.....	3
2、二次集中土拍规则修改，房企谨慎拿地以应对市场下行.....	5
3、城市更新防止大拆大建，招拍挂与勾地重要性再提升.....	6
4、共同富裕与住有所居备受重视，租赁住房与保障房建设提速.....	6
<b>二、销售篇.....</b>	<b>7</b>
1、三季度销售断崖式下滑，大力度折扣促销纷繁上演.....	7
2、房价持续上涨信仰打破，投资客全国范围内退潮.....	8
3、全面转冷，热点城市亦显著降温.....	10
<b>三、资金篇.....</b>	<b>11</b>
1、房企到位资金单季负增长，销售回款重要性再度提升.....	11
2、高负债房企资本市场股债双杀，金融机构风偏下降致行业融资受掣.....	12
3、境内发债成本受益流动性改善而降低，多家房企美债违约将致信任危机.....	13
4、房地产信托违约频繁，资金风偏骤降致信托融资断崖式下滑.....	14
<b>四、土地篇.....</b>	<b>15</b>
1、土拍市场由热转冷，成交呈断崖式下滑.....	15
2、流拍走高、溢价下行，22城集中土拍城市罕见大面积流拍.....	16
3、南方城市占TOP50成交金额近8成，三大核心城市群仍是房企重仓区，.....	18

4、轻量重质提升拿地标准，国有房企成为拿地主力 .....	20
<b>展望.....</b>	<b>21</b>
<b>一、宏观篇.....</b>	<b>21</b>
1、全球新冠确诊人数回落，美国流动性收紧渐进.....	21
2、三季度 GDP 低于预期，国内货币政策与房地产流动性将边际改善 .....	22
3、销售与土拍市场急速转冷，拖累房地产投资持续回落.....	24
<b>二、库存篇.....</b>	<b>25</b>
1、供需两端将放缓，商办去化仍乏力.....	25
2、主要城市库存分化，北方片区与大湾区三线城市去化承压.....	26
<b>三、债务篇.....</b>	<b>28</b>
1、偿债规模高峰虽过，民营房企资金压力未改 .....	28
2、行业降负债虽有成效，但信任危机仍在蔓延 .....	29
<b>四、市场趋势篇.....</b>	<b>31</b>
1、行业进入整合阶段，高负债房企债务风险加速暴露.....	31
2、多家百强房企暴雷，国企与财务稳健民营房企市场份额提升 .....	32
3、暖风虽至，修复仍需时间.....	32
<b>数据说明 .....</b>	<b>34</b>



但值得重视的是，下调预售监管资金比例这类措施，在短期内确实能一定程度缓解房企的资金压力，但同时也可能导致一部分原本受限且专款专用的预售监管资金，被房企挪作他用，这使得一部分企业暴雷的风险被转嫁给了购买了期房的购房者，他们承担了项目烂尾的风险。

此外，放松预售门槛也会加大市场供应，不利于稳房价和稳预期。

此前我们一直认为，按揭贷款审批恢复正常是首要的，从银行涉房贷款集中度来看，四档银行整体来看相关指标均未超标，只有少部分银行需要压降，此前贷款额度持续紧收并非常态。

此外，上半年一些城市利率多次上调，而房价上涨的预期目前已经被打消，目前面临的是急剧下行的市场，应适当下调按揭贷款的利率，尤其是首套房。

值得高兴的是，在本文完稿前一天，已经看到监管层发声表示，将保障刚需群体的贷款需求，并强调要在首付比例和利率上对首套刚需予以支持。

图表 2 2021 年上半年楼市调控升级的城市及分类

调控政策分类	调控升级城市
限价（地价与新房售价）	成都、合肥、南通、嘉兴、绍兴、湖州、衢州、温州、深圳、广州 2、东莞、惠州、南昌、银川
限购	成都、合肥、杭州 2、宁波、绍兴、湖州、广州 2、东莞 2、惠州、南京、西安、长沙、北京、厦门、海口
限贷（提升首付比例、认定范围）	成都、东莞、银川
限售(含优先购房、人才购房、扩范围)	成都、合肥、杭州、嘉兴、绍兴、金华、义乌、湖州、衢州、上海、广州、西安、银川、大连、西安、厦门
增值税免征年限提至 5 年	杭州、广州（从化、花都除外）、东莞
出台二手房指导价/参考价	成都、深圳、东莞、广州、上海、宁波、绍兴、金华、无锡、衢州、合肥、西安、三亚
学区房	北京、上海、广州、深圳、重庆、西安、厦门、成都、合肥、大连、南京、绍兴、太原、温州

注：标红表示出台政策是三季度，数字表示今年出台该类政策的次数

资料来源：政府公告、世联研究整理

## 2、二次集中土拍规则修改，房企谨慎拿地以应对市场下行

由于首批集中土拍的城市中，“三稳”的效果并不及预期，且导致了部分热点城市的非理性竞争，而限价规则之下，高价地必然导致利润空间压缩，随之而来的是减配交房的项目众多，购房者维权频现。

随后，在8月10日在自然资源局召开的闭门会议中，提出要加强拿地资金来源的监管与审核、地块溢价率不得超过15%、到达限价后不得通过新增竞配建来增加实际地价，可通过一次性报价/竞品质/摇号等确定。

从此会议内容看，可以达到以下几个目的：

- ① 加强了土拍竞争的公平性，防止头部企业凭借资金优势一家独大，同时也减少非理性竞争；
- ② 通过降低地价以给开发商合理的利润空间，否则在没有一定利润空间的情况下，提升品质无从谈起。
- ③ 房地联动，降低地价也能更好的防止房价过快上涨，有助于稳房价、稳预期。
- ④ 提出竞品质，让房企更加重视质量。

在此次闭门会议后，集中土拍的城市均开始要求各城市的二次土拍均有规则修改，在拍地规则上将加强补漏，主要围绕如限溢价、限参拍地块数量、禁马甲、到达限价后摇号、严格审核拿地资金来源，竞配建也在之后全部取消，取而代之的是直接设定好配建比例或自持比例。

此外，有多数城市对品质提出了明确要求，且部分城市如杭州、成都、宁波，一些地块竞品质建设方案或要求现房销售，但面对急剧下行的市场，房企并不买单，要求现房销售的地块基本流拍。

图表 3 全国 22+1 个集中供地城市二次土拍规则一览

城市	限地价	限价	限装修价	竞自持	竞人才房	竞品质方案	有品质要求	摇号/抽签	一次报价	限参拍	禁马甲	限溢价率	保证金比例	备注
上海	√	√					√		√	√	√	<10%	20%	进入一次报价阶段时，若报价相同，系统新增一个价格，增加中签随机性
北京	√	√					√	√		√	√	15%	20%	竞现房销售、竞共有产权房份额
郑州	√	√	√	√	√			√	√	√	√	15%	50%	违规参拍则扣除成交价款的20%作为违约金，2年禁拍
长沙	√	√		√				√		√	√	15%	50%	“双限地+竞自持租赁面积+摇号”地块可享财政补助
深圳	√	√		√				√		√	√	15%	50%	销售限价下调3-9%，多数地块“三限两竞”，同批限拍3宗
苏州	√	√			√		√		√	√	√	15%	30%-50%	吴江区上调保证金
合肥	√	√			√	√	√	√		√	√	15%	20%-30%	采用“限地价+竞装配率/投报高品质建设方案+摇号”
福州	√	√					√	√		√	√	15%	20%,100%	
成都	√	√	√	√	√		√			√	√	10%	20%-30%	部分地块有现房比例要求，竞价达上限转为“竞销售型一类人才公寓
南京	√	√					√	√		√	√	15%	20%-50%	竞得土地6个月后、完成住宅部分投资额50%可预售，部分地块不得合作开发，同一竞买人同批次报各地块量不超30%
杭州	√	√	√			√	√			√	√	15%	20%	试点推出现房销售地块
宁波	√	√					√	√		√	√	15%	20%	试点推出现房销售地块
厦门	√	√			√							25%,50%	20%	
无锡	√	√						√			√	3-20%	20%,30%	四成地块带监管协议
广州	√			√			√	√	√	√	√	15%	20%	
沈阳	√				√		√			√	√	15%	20%	
济南	√						√	√		√	√	15%	20%-50%	
天津	√							√		√	√	15%	20%-50%	增加自持租赁面积要求
青岛	√						√			√	√	15%	50%,100%	
长春	√				√							30%	20%,100%	
重庆	√	√		√		√	√			√	√	15%	20%-50%	
武汉	√			√		√	√			√	√	15%	20%-50%	竞地价款付款进度+竞现房销售面积+完全装修比例+竞品质方案
西安	√	√		√			√	√		√	√	15%	20%-50%	取消竞自持，但有地块直接明确自持比例

资料来源：各地自然资源与规划局文件，CREIS，世联研究；标黄色表示为该规则是第二次集中供地时出台的规则

### 3、城市更新防止大拆大建，招拍挂与勾地重要性再提升

2021年8月31日，住房和城乡建设部正式发布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，会议要点内容主要为3点：

- ①格控制大规模拆除。除违法建筑和经专业机构鉴定为危房且无修缮保留价值的建筑外，不大规模、成片集中拆除现状建筑，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的20%。
- ②严格控制大规模增建。除增建必要的公共服务设施外，不大规模新增老城区建设规模，不突破原有密度强度，不增加资源环境承载压力，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆建比不应大于2。
- ③严格控制大规模搬迁。城市更新单元（片区）或项目居民就地、就近安置率不宜低于50%。

**对行业的影响在于：**

- ① 城市更新项目拆建周期拉长，资金成本提升，开发难度提升，利润率下降，参与门槛也大幅提升，预计将呈现国央企、资金稳健的头部民营房企主导；
- ② 城市更新项目出让规模将减少，转化成货值的速度亦大幅下降，因此，招拍挂与勾地对于房企的土储贡献占比将提升，产业勾地能力对于房企的重要性也将提升。

### 4、共同富裕与住有所居备受重视，租赁住房与保障房建设提速

8月，中央会议提出要研究扎实促进共同富裕问题，并在月底举办“努力实现全体人民住有所居”新闻发布会，提出坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。

两次会议内容与房地产相关的重点内容：

- ① 促进共同富裕、高质量发展、效率与公平、三次分配、橄榄形社会、合理调节过高收入、完善“住房供应和保障体系”、畅通向上流动通道。
- ② 住房矛盾从总量短缺转为结构性供给不足，城市发展由大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重。
- ③ 抓紧推进解决新市民和青年人的住房问题，主要是大中城市。

**两次会议对房地产行业的影响：**

租赁住房与保障房建设将提速，央企国企等会大力参与到保障房的建设中，介入政府代建、城市服务等领域。一二线城市的刚需住宅市场将受保障房供给增加的影响，房企需要调整自己的产品结构和提升品牌形象，加强产品打造，对于改善型需求和豪宅市场需要更加重视。

行业增量见顶，基于住房矛盾，房企应对物业开发结构、资产持有和存量改造等综合能力进行匹配化调整。

## 二、销售篇

### 1、三季度销售断崖式下滑，大力度折扣促销纷繁上演

2021年1-9月，全国商品住宅、商品房销售额分别为12.20万亿元、13.48万亿元，同比分别增长17.8%、16.6%；全国商品住宅、商品房销售面积分别为11.54亿㎡、13.03亿㎡；同比分别增长11.4%、11.3%。

与上半年量价齐升不同的是，自6月开始，全国各地销售均开始降温，且逐月愈差，三季度，全国商品住宅、商品房销售额同比分别下降14.9%、14.1%，与上半年相比呈现断崖式下滑。

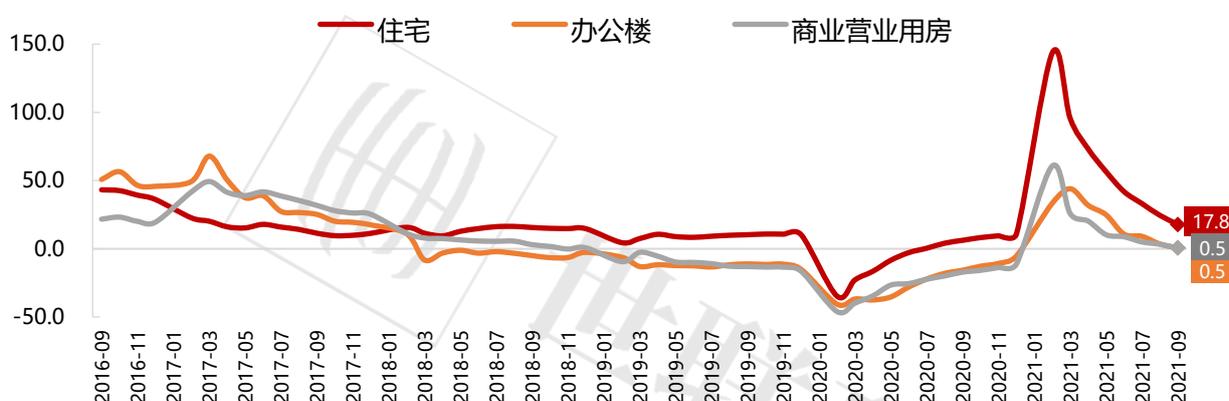
商办与公寓市场方面，去化难与高库存的问题仍然是难解的常态，全国各区域均是常年促销+高佣金的状态，即使二线城市，去化周期大多在5年以上，其中商铺去化周期在10年以上的比比皆是。

价格方面，虽然三季度全国商品房销售均价从数据上看，仅同比下降2%，但这主要是去年及今年上半年土拍市场楼面价再上台阶、新推项目的备案价同比较高所致。

但实际上绝大部分地区价格战较为激烈，降价5~10%已成基本操作，15%亦不稀奇，部分地区住宅项目降幅甚至达到30%以上，非主城区降幅在15%以上的城市众多。

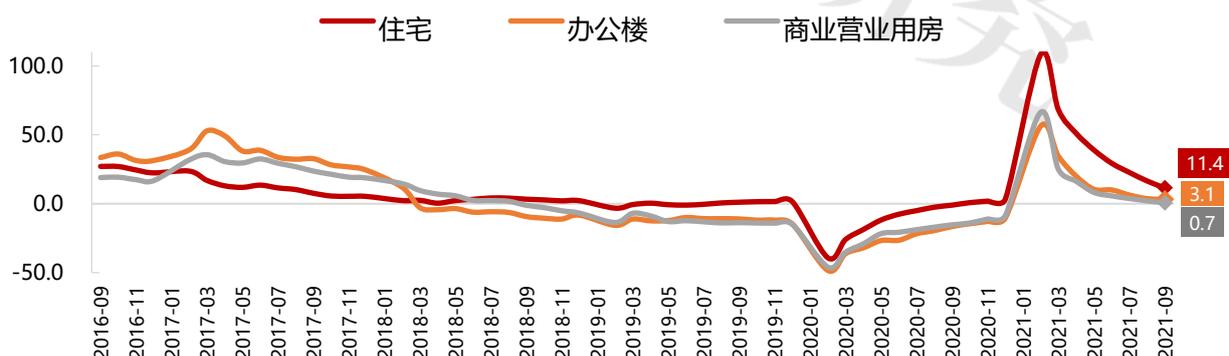
此外，首付分期、0首付、首付返现、源源不断的大折扣特价房/工抵房、送装修等等各类促销手段纷繁上演，但仍难阻去化快速下降的局面。

图4 全国不同类型物业销售额累计同比(%)



数据来源: WIND、国家统计局、世联研究

图5 全国不同类型物业销售面积累计同比(%)



数据来源: WIND、国家统计局、世联研究

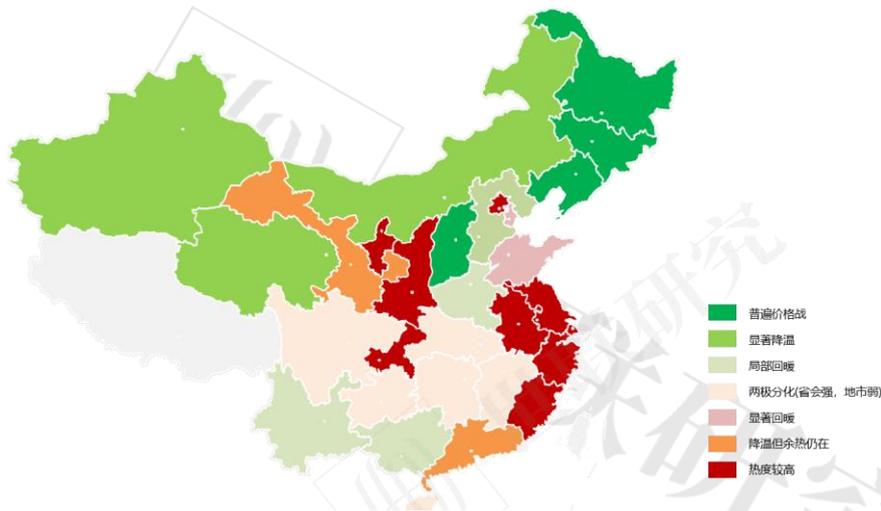
## 2、房价持续上涨信仰打破，投资客全国范围内退潮

住宅市场三季度整体热度上半年呈现断崖式下滑，除了是供应大幅缩减之外（世联监测 50 城供应同比下降 2 成），主要有以下原因影响了市场表现，且显著影响了非热点地区民众对于房价的预期：

- (1) 加码调控的热点城市在增多。
- (2) 多个城市出台学区房、二手房指导价，使得出现部分基于套现的业主大幅降价出售，在舆论的渲染下，居民对于房价上涨的信仰在不断被打破，观望情绪渐浓，投资客全国范围内退潮。
- (3) 房贷收紧以及利率上调的影响逐渐显现，尤其是热点地区严查首付来源，影响了刚需与投资客，核心城市郊县以及三四线城市的投资客退潮最为明显（多数三四线城市 5 月才开始明显收紧）。此外，二手房贷款收紧更为显著，尤其是长三角、大湾区、南方省会城市出现较多银行二手房停贷情况，一方面大大降低了二手房成交流动性，通过影响置换链条间接影响到新房市场。
- (4) “三道红线”、“银行集中度贷款条例”、按揭贷款收紧等威力显现，以部分高负债的民营头部开发商为首，以激进的降价促销来回笼资金，冲击市场价格体系，尤其是对于其布局的二线城市郊县以及三四线市场，价格冲击最为明显，其他房企被迫跟随进入价格战。

从上半年市场表现看，以三大城市群、大湾区、西北五省、福建热度最高，北京+环京片区、重庆，以及部分此前持续调整的省会城市主城区（济南、青岛、大连、贵阳、南宁、天津）转暖明显，其他省份地区大多呈现省会中心城区强、郊县与三四线大力度以价换量的格局。

图表 6 二季度全国各地区新建商品住宅市场情况



但 6 月之后的情况是，热点地区基本全军覆没，均开始大幅降温，全国绝大部分地区在售项目的折扣力度普遍较大，仅广深、长三角、成渝、长沙、厦门、福州等少数上半年表现火热的核心一二线城市的主城区平均折扣力度稍小（< 10%），但其市场转冷亦在加剧，降幅呈现扩大趋势。

转冷的速度与幅度较为罕见，以大湾区为例，今年年初以来，佛山、珠海、中山等显著跟涨，部分核心区涨价幅度超过 20%，去化情况较 5-6 成以上，然而三季度以来，部分项目降价 3-4000/㎡ 仍然面临去化难的局面，即便连上半年一房难求的广州，在主场白云区亦出现了 7 折的住宅项目。

图表 7 全国主要片区 商品住宅 销售累计同比(亿元,%)

地区	2021年1-9月					2020年1-12月			
	销售额 (亿元)	销售面积 (万m <sup>2</sup> )	销售额 同比(%)	销售面积 同比(%)	均价同比 (%)	销售额 (亿元)	销售面积 (万m <sup>2</sup> )	销售额 同比(%)	销售面积 同比(%)
北京	3014	639	48%	35%	9.7%	3131	734	3%	-7%
天津	1648	995	18%	16%	1.9%	2001	1221	-6%	12%
河北	3268	4002	13%	16%	2.2%	4598	5572	24%	17%
安徽	5997	7490	26%	24%	1.9%	6761	8695	10%	4%
浙江	13937	6923	25%	11%	2.7%	15585	8832	22%	13%
上海	4446	1053	23%	15%	7.0%	5269	1434	18%	6%
江苏	15215	10903	21%	12%	8.4%	18027	13856	21%	10%
福建	5445	4251	21%	16%	4.7%	6343	5210	12%	3%
海南	834	467	19%	12%	6.7%	1049	626	-4%	13%
广东	14488	8790	16%	4%	1.1%	19830	12931	18%	9%
黑龙江	521	802	-9%	5%	-3.1%	946	1350	-12%	-8%
吉林	846	1193	-4%	2%	6.4%	1238	1654	-10%	12%
辽宁	2203	2377	-3%	-6%	3.1%	3114	3447	11%	1%
山西	1486	2153	41%	42%	0.7%	1753	2549	21%	18%
山东	8467	9700	23%	20%	3.1%	10110	11905	9%	4%
河南	5645	8548	5%	4%	1.7%	8403	12831	5%	-1%
湖北	4519	4749	44%	36%	6.1%	5447	5960	-21%	25%
江西	3671	4851	27%	25%	1.5%	4425	5853	10%	3%
湖南	3771	5793	13%	7%	5.9%	5224	8507	11%	5%
重庆	3835	3904	32%	16%	3.5%	4293	4814	-4%	-6%
四川	6677	8215	9%	7%	2.4%	8767	10902	11%	4%
贵州	1846	3427	-2%	1%	2.8%	2761	4930	9%	7%
广西	2358	3869	-6%	-2%	4.3%	3804	6007	-3%	-1%
云南	1950	2429	-15%	-14%	1.5%	3452	4176	6%	3%
新疆	885	1576	60%	60%	0.2%	991	1774	13%	17%
西藏	76	93	44%	52%	5.1%	72	82	-11%	26%
甘肃	974	1582	22%	26%	2.5%	1205	1864	33%	19%
内蒙古	846	1267	2%	5%	2.9%	1243	1867	13%	4%
宁夏	434	628	3%	-2%	5.2%	626	972	26%	10%
陕西	2461	2520	-1%	-3%	2.2%	3756	3902	12%	2%
青海	193	241	-24%	-20%	4.5%	343	421	16%	3%
<b>全国住宅</b>	<b>121957</b>	<b>115432</b>	<b>17.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>5.7%</b>	<b>154567</b>	<b>154878</b>	<b>10.8%</b>	<b>3.2%</b>
<b>全国商品房</b>	<b>134795</b>	<b>130332</b>	<b>16.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.8%</b>	<b>173613</b>	<b>176086</b>	<b>8.7%</b>	<b>2.6%</b>

数据来源: WIND、国家统计局、世联研究

### 3、全面转冷，热点城市亦显著降温

图表 8 51 个世联重点监测城市 商品住宅销售 及 同比情况(2021 年 1-9 月)

区域	城市	累计销售面积 (万㎡)	销售面积累计 同比(%)	累计销售金额 (亿元)	销售金额累计 同比(%)	销售面积同比(单月,%)		
						9月	8月	7月
京津冀	北京	701	49%	3524	58%	-4%	-5%	59%
	天津	935	9%	1613	16%	-17%	-7%	4%
	*石家庄	275	-14%	410	-12%	-9%	-41%	-26%
	*廊坊	76	-15%	91	-27%	-92%	-40%	5%
长三角	杭州	1700	65%	530	79%	-30%	17%	-36%
	*南京	883	56%	2850	76%	2%	-30%	-2%
	*无锡	544	21%	1181	29%	-21%	-20%	30%
	上海	813	28%	4445	22%	-38%	-1%	-7%
	温州	683	15%	1373	19%	-14%	-40%	-16%
	*苏州	753	19%	1918	18%	-16%	-7%	15%
	*合肥	622	7%	1156	7%	-38%	-21%	1%
	徐州	1047	6%	1018	3%	-54%	-51%	-45%
	舟山	82	-4%	129	-3%	-33%	-26%	-35%
	宁波	1081	-8%	2352	-8%	-27%	-34%	-38%
*南通	132	-43%	310	-36%	-55%			
泛珠三角	汕头	338	67%	328	82%	10%	92%	102%
	珠海	410	63%	1079	66%	-14%	-9%	11%
	深圳	381	31%	2468	54%	-23%	161%	7%
	广州	907	21%	3026	41%	-43%	-19%	-3%
	中山	448	11%	653	24%	-41%	-30%	-15%
	佛山	875	-2%	1604	18%	-57%	-48%	28%
	湛江	382	14%	364	11%	-62%	-42%	-25%
	江门	466	1%	392	4%	-43%	-39%	-34%
	茂名	370	-2%	246	-4%	-44%	-35%	-35%
	东莞	371	-24%	1004	-11%	-61%	-59%	-33%
	肇庆	344	-12%	221	-15%	-46%	-75%	-58%
惠州	1007	-21%	1114	-18%	3%	-29%	-47%	
山东半岛	*济南	615	23%	1051	32%	-16%	25%	8%
	青岛	1125	10%	1703	14%	-33%	-8%	-4%
	*泰安	194	7%	187	12%	-43%	-28%	-10%
	*临沂	415	-9%	467	0%	-44%	-55%	-33%
其他二三线	大连	458	22%	766	34%	-14%	14%	49%
	*沈阳	1202	14%	1360	17%	-30%	-51%	-14%
	*太原	447	-8%	520	-8%	-38%	-43%	-34%
	长春	483	-21%	482	-21%	-58%	-43%	-37%
	*哈尔滨	425	-16%	374	-23%	-58%	-45%	-8%
	厦门	298	96%	1128	88%	-18%	64%	-16%
	海口	225	39%	402	46%	39%	99%	46%
	武汉	1581	48%	2654	73%	-32%	-30%	-5%
	*长沙	929	24%	1174	37%	6%	-13%	45%
	*南昌	327	6%	443	-1%	-39%	64%	-17%
	*郑州	623	-13%	997	-6%	-34%	-51%	4%
	*重庆	1588	24%	2264	41%	-38%	-32%	-1%
	成都	1832	6%	2901	20%	8%	-25%	16%
	*西安	797	7%	1271	19%	-52%	0%	-28%
	银川	351	-12%	291	1%		-58%	-6%
	兰州	654	9%	568	12%	-27%	-33%	-19%
*贵阳	464	5%	487	3%	-41%	-39%	5%	
*南宁	652	-18%	858	-11%	-56%	-54%	-25%	
*昆明	473	-21%	723	-20%	-61%	-52%	-39%	
南充	289	-16%	183	-22%	-44%	3%	-1%	

数据来源：世联研究,惠州商品房数据,其余均为商品住宅数据; 标\*城市为主城区数据, 不含下辖县市; 银川为 1-8 月的数据

### 三、资金篇

#### 1、房企到位资金单季负增长，销售回款重要性再度提升

受益于楼市上半年亮眼的销售去化表现，上半年房企到位资金总额共计 15.15 万亿、同比增长 11.1%，其中三季度当季同比下降 8.4%，主要是一方面由于销售大幅下滑导致回款下降 8.9%，另一方面拿地与开工大幅下降，以及百强房企暴雷使得金融机构风险偏好降低，导致国内贷款同比下降 20.7%。

行业融资方面，中央“房住不炒”与“三稳”的政策保持定力，自去年出台“三道红线”与银行涉房贷款“两道线”，对于房地产融资保持强监管，资金违规流入房地产持续强监管。具体表现为房地产开发资金来源中的“国内贷款”（主要是银行贷款+非银贷款）负增长，且占比进一步下降；构成销售回款的“定金及预收款”与“个人按揭贷款”高增长，且二者合计占比达 53.3%，较 2020 年全年占比显著提升 3.3 个百分点。

随着房地产金融宏观审慎制度的加速完善，中央对于房地产全渠道融资的强监管将是常态化。此外，6 月底传出央行已将“三道红线”试点房企商票数据纳入其监控范围，要求相关房企将商票数据每月上报，虽然执行力度一般，但后续不排除将商票数据纳入“三道红线”计算指标。

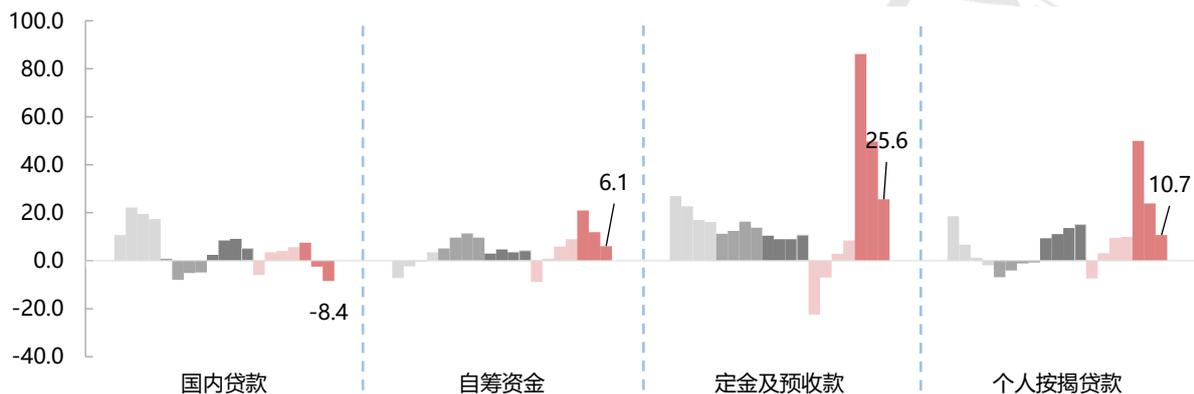
因此，销售回款对于房企的到位资金而言，重要性再度提升。对于房企而言，提升产品能力、运营效率以便提升去化效率，将更为重要。

图表 9 房地产到位资金与累计同比(%)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 10 房地产行业到位资金 累计同比 (%，2018Q1-2021.Q3)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究，每条柱表示当前季度房地产到位资金的累计同比值，同颜色表示为同一年

## 2、高负债房企资本市场股债双杀，金融机构风偏下降致行业融资受掣

2021年前三季度，内地房企（境内发债含地方城投公司地产债，境外发债不含，下同）在境内外合计发债规模7938亿元，同比下降12%。其中，房企境内发债规模5452亿元，环比下降6%；境外发债规模2486亿元，环比下降22%，同比下降12%。

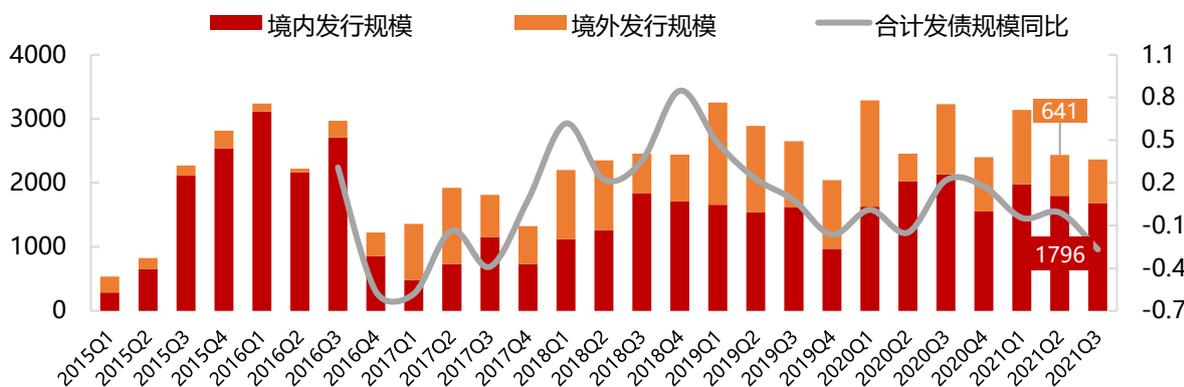
单看三季度，融资情况延续第二季度的弱势，全行业融资环比微降3%，同比大降27%。其中受多家百强民企债券违约影响，金融机构风偏下降，多家百强房企被屡次下调评级至垃圾债，民营房企债券价格大幅杀跌，多家当前并未发生违约的百强房企，其债券价格当前也跌破了发行面值的30%，多的跌幅已近60%。

在楼市转冷、金融机构风偏大幅下降的情况下，预计房企在资本市场的信用分化将加剧，民营房企尤其是高负债房企，后续借新偿旧将承压。

图表 11 内地民营房企 境内外合计发债情况(亿元, 2021 Q1-Q3)

全行业	发行规模(亿元)	同比	民营房企	发行规模(亿元)	同比
境内	5452	-6%	境内	1165	-48%
海外	2486	-22%	海外	2041	-27%

图表 12 内地房地产行业 境内外合计发债情况(亿元, 2015Q1-2021Q3)



图表 13 内地民营房企 境内外合计发债情况(亿元, 2015Q1-2021Q3)

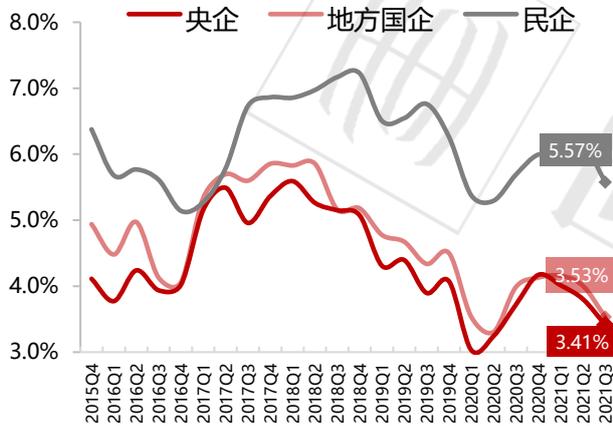


数据来源: WIND、世联研究(含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、永续债、次级债、可转债、项目收益票据等), 内地债含地方城投公司地产

### 3、境内发债成本受益流动性改善而降低，多家房企美债违约将致信任危机

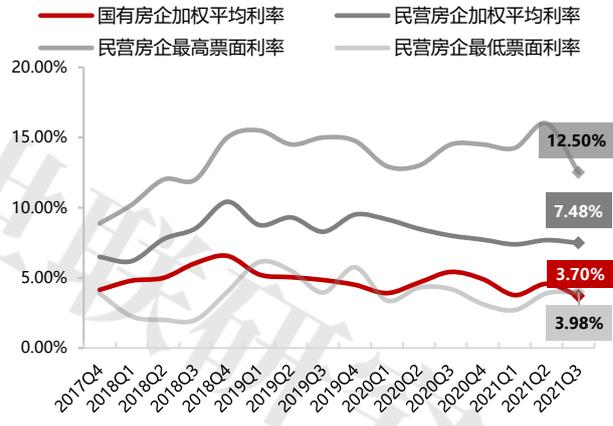
三季度，受益国内流动性边际宽松，国债利率走低，房企发债成本也均有不同程度的降低，央企、地方国企和民营房企的加权平均发债利率较 2020 年四季度分别增长了 0.39pct、0.47pct、-0.58pct。

图表 14 内地房企境内发债加权平均利率情况(%)



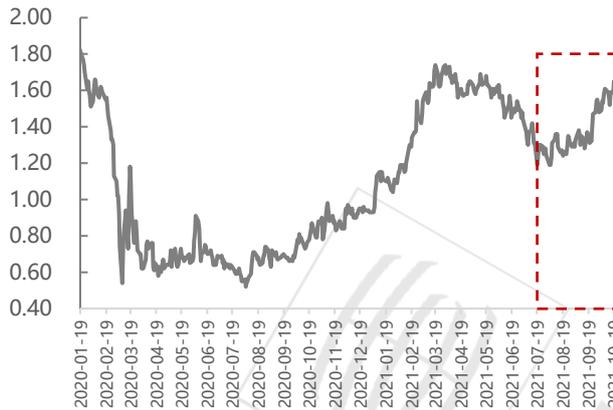
数据来源：WIND、世联研究

图表 15 内地民营房企境外发债加权平均利率情况(%)



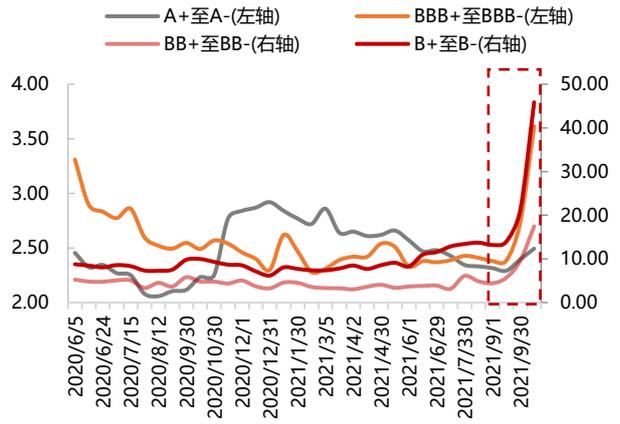
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 16 美国 10 年期国债收益率(%)



数据来源：美联储、WIND、世联研究

图表 17 中资美元债—地产信用等级分类收益率表现(%)



数据来源：Bloomberg、世联研究

**境外发债成本方面**，分化仍大，国有房企以及财务相对较好的民营房企发债利率低，三季度民企整体加权平均票面利率基本稳定。

然而，对于高负债房企尤其是民企而言，接下来境外融资将面临较大困境。

一方面美国在经济复苏、就业率提升、高通胀中，市场对于加息与 Taper(缩减购债规模)时间临近的预期提升，三季度美国 10 年期国债利率显著回升，美元指数 6 月之后不断走走强；另一方面，受“三线四档”融资管控影响与市场转冷影响，部分房企债务风险暴露，二三季度，蓝光等多家 TOP50 房企被国际评级公司下调评级，遭遇股债双杀，9 月之后多家百强房企违约使得境外资金风险偏好随之降低，纷纷抛售房企美元债，BB 级及以下的境外债券收益率飙升。

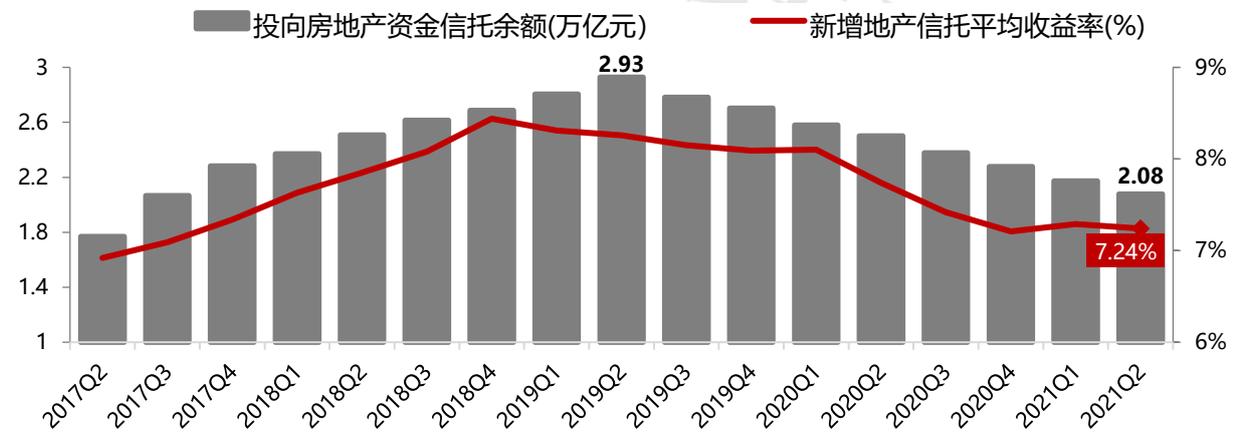
行业信用分化导致的融资能力和融资成本的分化，将加速房企之间经营效率的分化，部分高负债房企的资金链承压加剧，这些风险暴露的房企将被迫出售资产、收缩规模以回笼资金，头部房企将继续抢占其市场份额，行业整合加剧、集中度加速提升。

#### 4、房地产信托违约频繁，资金风偏骤降致信托融资断崖式下滑

存量规模方面，自 2019 年 5 月银保监会“23 号文”后，房地产信托监管持续保持高压，存量规模连续 8 个季度回落。截至 2021 年一季度末，投向房地产方向的资金信托余额为 2.08 万亿元，较高点下降了 0.85 万亿元。

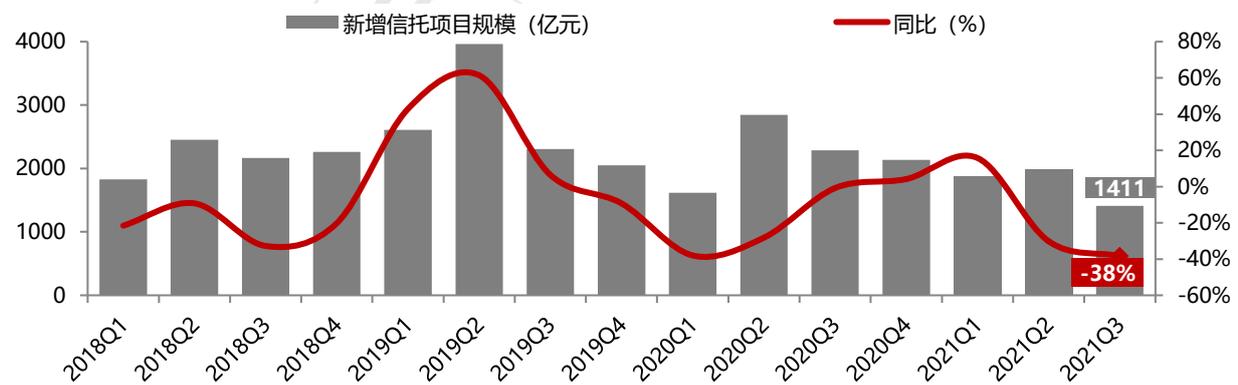
新增发行方面，根据用益信托网数据，上半年有近 30 起房地产信托违约，三季度这一趋势继续加大，仅 9 月份就有 26 起房地产信托违约，金融机构风险偏好骤降，导致三季度房地产信托融资规模大降 38%，环比下降 29%。

图表 18 投向房地产的资金信托余额及新增信托平均收益率均下行



数据来源：信托业协会，用益信托网(收益率)，世联研究

图表 19 投向房地产新增信托项目金额及同比



数据来源：信托业协会，用益信托网，世联研究

预计短期销售在房贷边际宽松的情况下会有所好转，但市场预期的修复尚需时间，房企暴雷数量仍在增加，金融机构风偏已降，信用危机已现，三季度月度信托融资规模三连降，但从 9 月的房地产信托发行规模看，已经降至不足 300 亿，预计后续房地产信托融资面临较大募集困境，尤其是高负债房企以及中小房企。

## 四、土地篇

### 1、土拍市场由热转冷，成交呈断崖式下滑

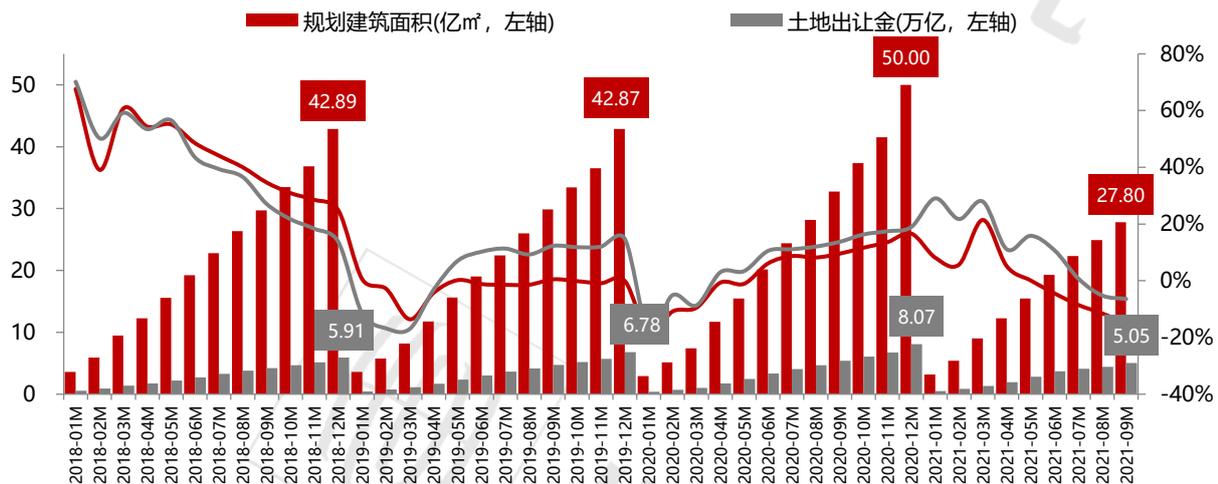
2021年1-9月，全国招拍挂土地出让累计规划建面27.8亿 $m^2$ ，同比下降15.1%，成交金额5.05万亿元，同比下降6.4%。

其中，涉宅用地出让累计规划建面11.16亿 $m^2$ ，同比下降27.4%；累计土地出让金5.05万亿元，同比下降7.1%；成交楼面价3,793元/ $m^2$ ，同比增长28.0%。

单从三季度来看，全国招拍挂成交规划建面8.52亿 $m^2$ ，成交金额1.35万亿，同比分别下降32.1%、34.2%，房企谨慎拿地，此外严格审查房企购地资金来源，致使土拍成交呈现断崖式下滑局面。

此外，由于22个集中土拍的城市中，包括上海、北京在内，有6个城市于10月才进行二次土拍，相当于三季度涉宅用地0供应，故使得三季度涉宅用地成交规划建面同比下降46%，成交金额下降35%。

图表 20 2018.01M-2021.09M 全国招拍挂土地成交情况(所有用地类型)



数据来源：CREIS, 世联研究

图表 21 2021年1-9月各线城市土地招拍挂成交情况(涉宅用地)

城市类型	土拍成交出让规划建面			土地出让金额			平均成交楼面价	
	面积(亿 $m^2$ )	同比 (%)	占比 (%)	金额(亿元)	同比 (%)	占比 (%)	楼面价 (元)	同比 (%)
一线城市	0.32	8.8%	2.9%	0.53	4.2%	12.6%	16542	-4.2%
二线城市	2.86	-26.5%	25.6%	1.69	-8.5%	40.0%	5919	24.4%
核心城市群 三线城市	2.72	-14.9%	24.4%	1.29	8.0%	30.5%	4748	27.0%
非核心城市群 三线城市	5.26	-34.1%	47.1%	0.71	-28.3%	16.9%	1359	8.9%
<b>合计</b>	<b>11.16</b>	<b>-27.4%</b>	<b>100.0%</b>	<b>4.23</b>	<b>-7.1%</b>	<b>100.0%</b>	<b>3793</b>	<b>28.0%</b>

数据来源：世联研究；此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角(泛指广东)

相比二季度，三季度土地成交量呈现断崖式下滑的原因在于，在房企融资收紧常态化、房贷收紧、多个热点城市调控加码的情况下，房企回款与融资受掣，部分高负债房企债务风险加剧，甚至有多家百强房企暴雷，信用危机初现，进一步加剧了市场观望情绪。

这使得房企一方面减少拿地，且部分房企急于回笼资金，开始降价抢收，其他房企被动跟随，价格战激烈；另一方面房贷收紧尤其是多个城市二手房额度紧张甚至停贷，导致了二手房流动性塌缩，价格下行，既影响了新房的置换需求，也进一步使得居民观望情绪上升。

综上，房企决策的容错率大幅下降，增加现金储备以过冬显得更为重要，这使得房企拿地更为谨慎，并且更追求确定性，拿地标准大大提升，低能级城市以及地段欠佳的地块，流拍严重。

值得一提的是，行业更追求拿地的安全性也使得，房企的仓位配置更集中于一二线与核心城市群三线城市，因此二线与核心城市群三线城市的成交楼面均价增幅远高于非核心城市群三四城市。而一线城市则由于限价较严，以及人才住房、租赁用地、配建租赁较多等因素影响，导致整体楼面价从数据上看，略有下跌。

## 2、流拍走高、溢价下行，22 城集中土拍城市罕见大面积流拍

土拍市场自 4 月份达到热点高峰后，急速转冷，且逐月愈差，此前高热的长三角、珠三角、成渝等地，成交下降、流拍亦明显。

从二次集中土拍的城市表现来看，即便上半年热度较高的如广州、杭州、合肥、成渝等，也出现了多宗地块流拍或者提前终止，且成交地块大多数地以底价成交。

图表 22 22+1 城第二次集中土拍挂牌与成交情况 (涉宅用地)

城市	出让日期	最初挂牌地块数量	终止/中止挂牌数量	流拍地块数量	(终止+流拍)率	成交地块数量	底价出让地块数量	整体溢价率	成交规划建面(万㎡)	成交金额(亿元)	涉宅用地成交楼面价(元/㎡)
北京	10.13	43	26	0	60.5%	17	5	4.1%	132	513	38,864
沈阳	9.17	46	24	22	58.7%	19	14	0.8%	755	139	1,840
杭州	10.12-10.13	31	17	0	54.8%	14	9	4.6%	174	257	14,770
广州	9.26-9.27	48	0	25	52.1%	23	18	0.8%	357	569	15,931
长春	6.15	75	8	18	34.7%	49	39	1%	430	256	5,953
福州	9.7-9.8	26	7	2	34.6%	17	3	14.7%	94	80	8,510
天津	9.10-9.12	61	19	2	34.4%	40	31	0.7%	415	330	7,948
重庆	9.24	42	9	5	33.3%	28	27	0.0%	263	163	6,187
成都	9.15	75	17	6	30.7%	52	39	2.2%	490	446	9,105
合肥	9.17-9.29	17	5	0	29.4%	12	1	4.7%	226	192	8,488
济南	9.10	60	17	0	28.3%	43	43	0.0%	310	124	4,014
南京	9.26	53	11	1	22.6%	41	25	6.0%	356	507	14,229
武汉	10.9-10.12	51	8	3	21.6%	40	37	1%	577	348	6,064
苏州	9.16-9.18	23	2	1	13.0%	20	17	1.3%	232	276	11,997
青岛	9.8-9.10	87	11	0	12.6%	76	72	0.5%	598	279	4,670
无锡	8.2	23	0	1	4.3%	22	6	4.2%	172	192	11,027
厦门	6.10	11	0	0	0.0%	11	0	25.4%	142	344	24,280
深圳	9.28	21	0	0	0.0%	21	3	12.1%	263	453	17,241
上海	10.11-10.13	41	0	0	0.0%	41	32	3.4%	408	538	13,184
西安	10.14-10.18	45	7	1	17.8%	37	31	0.9%	412	238	5,782
宁波	11.3										
长沙	待定										
郑州	11.19										
合计		879	188	87	29.1%	623	452	4.2%	6805	6243	9,175

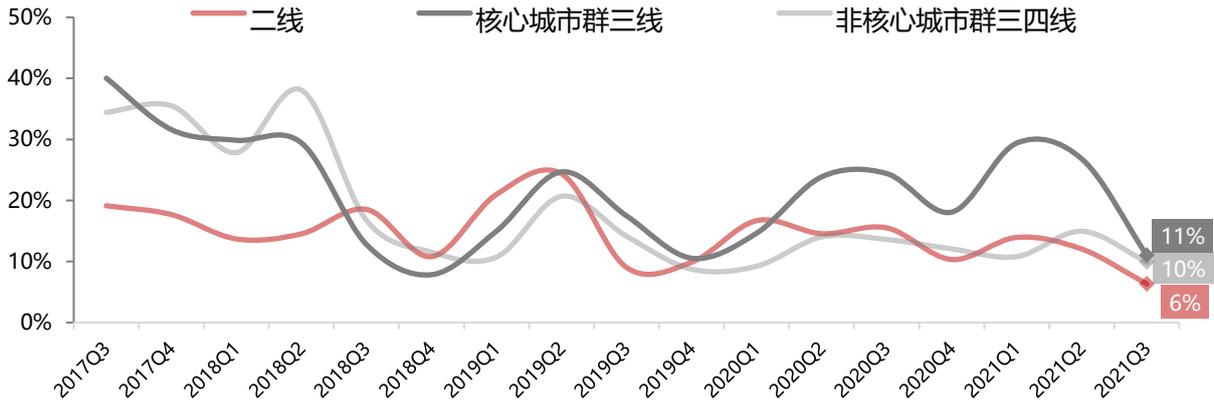
数据来源:世联研究, 首批公告集中供地的 22 城中, 西安不在列

剔除 23 城后，看各能级城市的土拍表现，则亦是表现为溢价大幅下行，流拍显著走高的情况。

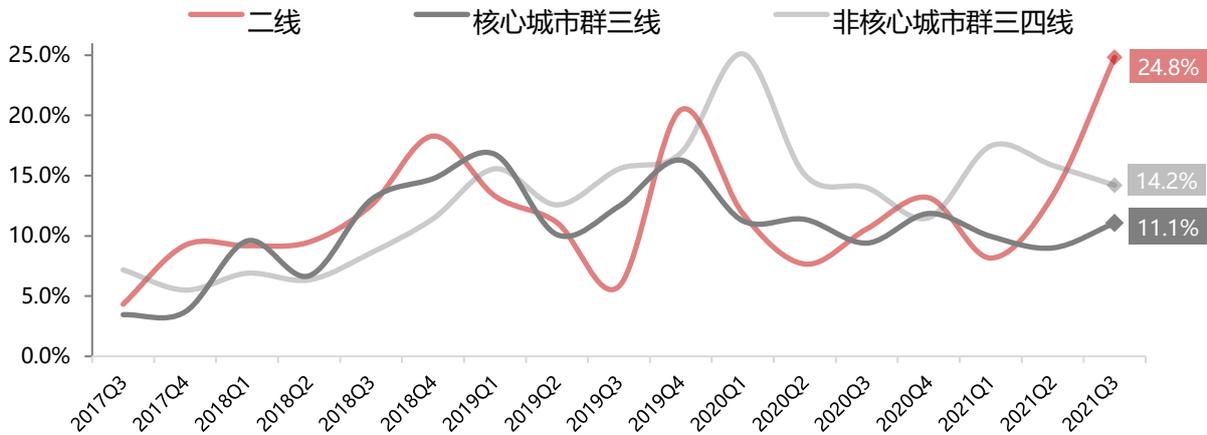
其中，二线城市（剔除集中土拍城市后共计 15 城）的流拍地块 66 宗，流拍率飙升至 24.8%，较为罕见，流拍率超过 15% 的城市有 8 个。其中，太原、昆明、哈尔滨三市流拍地块较多，三城流拍地块分别为 17 宗、14 宗、12 宗。

核心城市群三线（63 城），流拍率超过 15% 的城市则有 18 个。

图表 23 各线城市土地招拍挂溢价率(涉宅用地, 剔除集中土拍城市)



图表 24 各线城市土地招拍挂流拍率(涉宅用地, 剔除集中土拍城市)



图表 25 二线与核心城市群三线城市中流拍率 > 15% 的城市(涉宅用地, 剔除集中土拍城市)

	城市	流拍地块数量	成交地块数量	流拍率
二线	拉萨	1	0	100.0%
	哈尔滨	12	13	48.0%
	昆明	14	16	46.7%
	太原	17	23	42.5%
	南宁	7	13	35.0%
	南昌	6	18	25.0%
	乌鲁木齐	2	6	25.0%
	贵阳	5	26	16.1%

	城市	流拍地块数量	成交地块数量	流拍率
核心城市群三线	承德	3	1	75.0%
	河源	3	1	75.0%
	张家口	4	3	57.1%
	徐州	6	6	50.0%
	云浮	1	1	50.0%
	清远	5	6	45.5%
	衡水	7	14	33.3%
	阳江	3	6	33.3%
	汕尾	1	2	33.3%
	汕头	3	7	30.0%
	丽水	3	8	27.3%
	揭阳	2	6	25.0%
	舟山	1	3	25.0%
	廊坊	8	25	24.2%
	湛江	10	32	23.8%
	金华	10	33	23.3%
	蚌埠	2	7	22.2%
	茂名	1	4	20.0%

数据来源:世联研究, 此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角(泛指广东)

### 3、南方城市占 TOP50 成交金额近 8 成，三大核心城市群仍是房企重仓区，

从成交片区来看，在成交金额 TOP50 城市中，南方城市占据了 37 个，成交金额占比 8 成。

具体到各大区域来看，长三角与大湾区仍是房企争相布局之地，两大区域占据了成交金额 TOP50 中的 27 席，其中又以江浙为最，溢价率较高。

此外，在 8 月 10 日自然资源与规划局闭门会议之后，提出了溢价率不得超过 15% 后，之后多数集中供地的城市将涉宅用地的土拍溢价率上限定在 15% 以下。不得通过抬高底价的方式来降低溢价率，又使得许多城市通过将更多地块直接设定好自持/配建比例，来降低地价。

因此，这使得较多的核心城市群三线城市其溢价率和楼面价同比增幅远高于上海、苏州、杭州、广州等集中土拍的城市。

总体而言，在行业增量触顶、区域持续分化的后棚改时代，一方面针对房企融资收紧成为常态，另一方面收紧房贷、加码调控和补漏抑制投资客，除核心城市核心板块外，民众对于房价上涨的预期正在消退，多数二线郊区、非核心城市群的三四线城市投资客已经出现锐减现象。

因此，未来房企之间的竞争必然加剧，行业进入大整合时代，行业容错率大幅下降，房企拿地必须追求去化的确定性和安全性，这将使得房企拿地标准继续提升，布局区域也会更聚焦，资金向城市基本面好、新房量价表现好、人口净流入高的城市倾斜。

图表 26 全国 住宅用地 招拍挂成交金额 TOP50 城市

区域	城市	所有土地类型		涉宅用地						
		成交金额 (亿元)	同比(%)	规划建筑 面积(万㎡)	同比(%)	成交金额 (亿元)	同比(%)	楼面价 (元/㎡)	同比(%)	溢价率(%)
长三角	淮安市	339	412%	890	121%	312	372%	3507	123%	21%
	盐城市	635	107%	933	29%	529	150%	5669	94%	30%
	金华市	1152	90%	1043	68%	1059	102%	10155	20%	28%
	嘉兴市	625	53%	756	35%	551	56%	7289	15%	19%
	宿迁市	275	47%	624	-4%	245	48%	3924	53%	25%
	合肥市	708	41%	930	0%	679	43%	7305	43%	18%
	泰州市	252	22%	276	8%	165	47%	5999	36%	30%
	湖州市	417	18%	433	-37%	295	33%	6811	112%	20%
	台州市	437	18%	550	-7%	387	25%	7042	33%	29%
	南通市	989	17%	1457	-4%	863	13%	5923	18%	11%
	南京市	1767	15%	1292	4%	1690	19%	13079	15%	13%
	衢州市	237	14%	303	15%	221	27%	7294	10%	21%
	绍兴市	684	13%	593	-10%	619	14%	10445	27%	23%
	温州市	957	7%	1182	19%	894	7%	7568	-10%	20%
	无锡市	834	1%	724	-19%	770	-2%	10635	21%	12%
	杭州市	2135	-6%	1235	-15%	1772	-12%	14349	3%	27%
	苏州市	1387	-8%	1452	-9%	1287	-9%	8866	1%	6%
上海市	2052	-12%	1148	-5%	1723	-10%	15011	-5%	5%	
徐州市	487	-12%	1018	-50%	449	-10%	4413	83%	44%	
扬州市	249	-16%	384	-31%	216	-15%	5630	24%	31%	
常州市	531	-25%	671	-33%	479	-24%	7137	14%	20%	
宁波市	929	-36%	848	-44%	828	-39%	9757	9%	26%	
大湾区	深圳市	704	75%	374	74%	614	114%	16420	23%	15%
	广州市	1988	16%	1270	23%	1678	25%	13220	2%	8%
	东莞市	608	-4%	459	-16%	557	-1%	12135	19%	24%
	佛山市	841	-18%	784	-29%	781	-20%	9967	12%	20%
	惠州市	230	-41%	379	-70%	151	-54%	3993	53%	18%
京津冀	保定市	368	130%	1460	77%	308	140%	2110	36%	2%
	天津市	1029	40%	1146	26%	973	45%	8490	15%	7%
	北京市	1432	-13%	437	-16%	1325	-16%	30324	0%	8%
其他	济南市	547	52%	992	27%	408	37%	4110	8%	7%
	成都市	1250	37%	1529	14%	1119	45%	7320	27%	6%
	泉州市	224	25%	441	-20%	207	41%	4694	76%	40%
	大连市	216	24%	410	78%	174	60%	4242	-10%	10%
	济宁市	268	23%	944	-7%	222	27%	2353	37%	17%
	厦门市	550	14%	195	4%	534	17%	27425	13%	27%
	重庆市	1349	9%	2753	-15%	1194	8%	4338	28%	24%
	长沙市	789	8%	1752	-4%	656	3%	3742	7%	6%
	潍坊市	348	3%	1359	-23%	252	-3%	1854	26%	6%
	郑州市	733	1%	1405	-37%	660	2%	4698	62%	9%
	长春市	537	-5%	1703	-6%	506	1%	2970	8%	1%
	武汉市	1076	-7%	1273	-33%	975	-11%	7664	33%	14%
	贵阳市	469	-12%	1152	-33%	407	-12%	3531	33%	4%
	青岛市	583	-12%	1318	-23%	470	-17%	3564	8%	1%
	赣州市	216	-14%	958	-23%	168	-7%	1755	20%	16%
	沈阳市	402	-18%	830	-19%	374	-20%	4506	-1%	6%
	南宁市	271	-22%	618	-36%	247	-18%	4005	29%	25%
	临沂市	245	-22%	838	-42%	208	-25%	2479	30%	11%
	西安市	635	-24%	1083	-43%	521	-22%	4806	38%	42%
福州市	514	-46%	580	-43%	455	-48%	7835	-8%	20%	

数据来源: CREIS, 世联研究

注: 标黄色的城市为二次集中土拍时间在 9 月 30 日之后的城市

#### 4、轻量重质提升拿地标准，国有房企成为拿地主力

从 TOP30 拿地金额房企中，整体拿地楼面价连续两年大幅增长，可以看出，在当前形势下，房企在拿地策略上，更追求安全性和确定性，普遍轻仓重质提升拿地标准，地块能否即使去化，优先于地块测算利润的多少。

图表 27 2021 年 1-9 月土地招拍挂成交金额 TOP30 城市(涉宅+商办用地)

2020年1-12月拿地金额TOP30房企							2021年1-9月拿地金额TOP30房企								
企业名称	规划建面 (万㎡)	同比	拿地金额 (亿元)	同比	楼面均价 (元/㎡)	权益比	企业名称	规划建面 (万㎡)	同比	拿地金额 (亿元)	同比	楼面均价 (元/㎡)	权益比		
保利地产	3266	29%	2346	43%	7183	11%	63%	保利地产	1994	-3%	1580	14%	7925	17%	68%
万科	3093	-22%	1972	-8%	6376	18%	71%	万科	1873	3%	1458	25%	7785	22%	81%
碧桂园	4925	-1%	1597	8%	3242	10%	94%	融创中国	1201	-12%	1258	74%	10475	97%	43%
龙湖集团	1987	70%	1382	55%	6957	-9%	77%	招商蛇口	935	-7%	1199	46%	12822	57%	59%
华润置地	1483	-12%	1377	47%	9283	67%	73%	碧桂园	3006	-5%	1162	12%	3865	18%	97%
绿城中国	1314	128%	1297	129%	9873	0%	68%	华润置地	1088	13%	1071	17%	9843	4%	77%
中海地产	931	15%	1244	20%	13360	4%	99%	中海地产	622	-20%	1021	3%	16425	28%	95%
招商蛇口	1263	3%	1238	32%	9800	28%	65%	绿城中国	805	-37%	897	-21%	11149	24%	89%
融创中国	2022	-16%	1171	-13%	5792	4%	57%	滨江集团	618	91%	815	78%	13188	-7%	61%
中国恒大	3731	81%	1034	136%	2771	30%	96%	中国铁建	1254	138%	663	180%	5289	18%	86%
金地集团	1267	2%	1027	32%	8107	30%	77%	金地集团	860	13%	656	6%	7632	-6%	78%
新城控股	2561	56%	969	69%	3784	8%	86%	龙湖集团	884	-47%	645	-42%	7300	9%	91%
绿地控股	2599	-23%	878	-5%	3378	23%	87%	卓越置业	407	39%	522	162%	12816	89%	67%
中南建设	1554	56%	831	62%	5347	4%	58%	越秀地产	349	103%	506	116%	14510	6%	80%
华发股份	552	-1%	763	128%	13821	132%	70%	新城发展	1105	-45%	479	-36%	4337	16%	80%
建发房产	691	43%	759	127%	10987	59%	95%	旭辉集团	265	-32%	468	-31%	17632	1%	76%
旭辉集团	979	-23%	753	16%	7689	50%	76%	中国金茂	481	14%	415	83%	8627	60%	88%
滨江集团	410	56%	701	50%	17083	-4%	74%	融信中国	270	-37%	387	-5%	14315	51%	68%
阳光城	1054	-22%	675	15%	6404	48%	74%	龙光集团	358	20%	345	-7%	9633	-22%	94%
中交地产	679	25%	655	65%	9650	32%	53%	绿地控股	793	-69%	344	-59%	4340	31%	80%
首开股份	323	24%	580	81%	17947	46%	41%	建发房产	496	-34%	333	-49%	6718	-22%	87%
正荣地产	605	24%	531	44%	8772	16%	76%	正荣地产	238	-47%	318	-24%	13387	54%	69%
金科股份	1227	-19%	520	3%	4239	27%	87%	美的置业	319	-33%	311	2%	9745	52%	93%
蓝光发展	1277	-26%	517	10%	4048	49%	73%	中骏集团	481	-30%	295	1%	6133	45%	91%
融信中国	447	21%	464	134%	10369	93%	60%	上海城投	63	185%	274	1331%	43746	402%	39%
佳兆业	628	139%	457	160%	7282	9%	61%	大悦城	299	-24%	270	129%	9034	201%	67%
龙光集团	367	1%	435	49%	11858	48%	100%	中交地产	244	-56%	267	-55%	10965	2%	77%
中梁地产	849	-34%	425	-24%	5005	16%	82%	阳光城	415	-52%	261	-55%	6292	-5%	66%
世茂集团	738	-73%	400	-69%	5418	14%	71%	联发集团	198	189%	259	429%	13070	83%	54%
中国金茂	544	-41%	390	-42%	7170	-1%	83%	华侨城	354	-57%	256	-21%	7225	85%	79%
合计	43367	1%	27388	48%	6315	47%	75%	合计	22272	-19%	18735	6%	8412	30%	76%

数据来源: CREIS,世联研究

此外，从 TOP30 拿地房企的性质来看，呈现的另一特征是，国有房企大步进击，TOP30 拿地房企中占据 17 席，拿地金额占比 61%，较去年再度增加 4 席，且其中大多数的国企拿地金额呈现出大幅增长的态势，而民营房企则有过半是缩减，表明民营房企拿地更为谨慎。

毫无疑问，在行业追求确定性、投资范围更聚焦的阶段，拥有融资优势且资金成本显著低于民营房企的国有房企，将在土地招拍挂环节中，在成本和容错率上，显著强于民营房企。

随着行业增量时代的红利结束，行业进入竞争加剧、整合加剧的阶段，这个阶段行业利润率下降，且企业的经营效率将分化的更加明显，民营房企一方面要培育优势、做好产品，加强周期、城市、土地的研判，另一方面，也要主动拥抱国有房企合作拿地。

# 展望

## 一、宏观篇

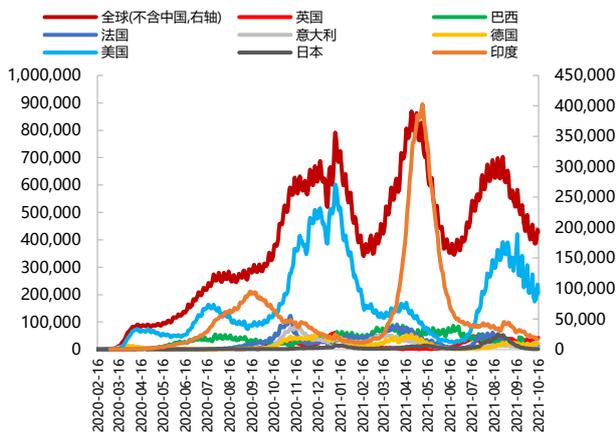
### 1、全球新冠确诊人数回落，美国流动性收紧渐进

三季度，全球单日新增新冠确诊人数冲高回落，截至 10 月 14 日，全球新冠疫苗接种量已超过 66 亿剂次，并以每日 200~300 万的的接种速度继续增长。

目前全球范围内针对新冠的临床试验多达 4000 个以上，在研的药物种类多达 700 个以上，包括中和抗体和疫苗等生物制品。

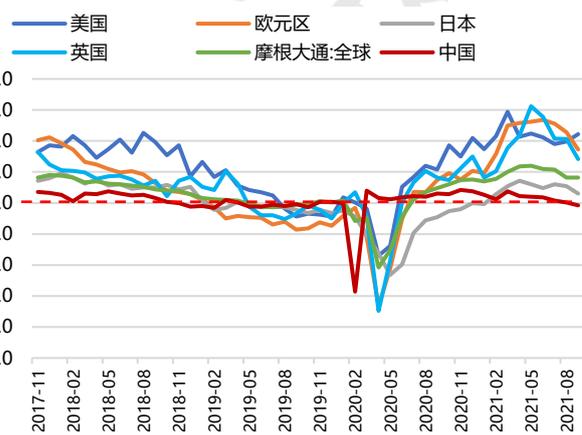
此外，根据 10 月沙默东其新冠口服特效药（莫努匹韦）所披露的数据，能够大幅降低轻症入院和死亡风险，并且口服药成本低、产能提升快，也不会占用较多医疗资源，有望让新冠变为流感化。

图表 28 全球新冠病例确诊新增 5 日移动平均值(万人)



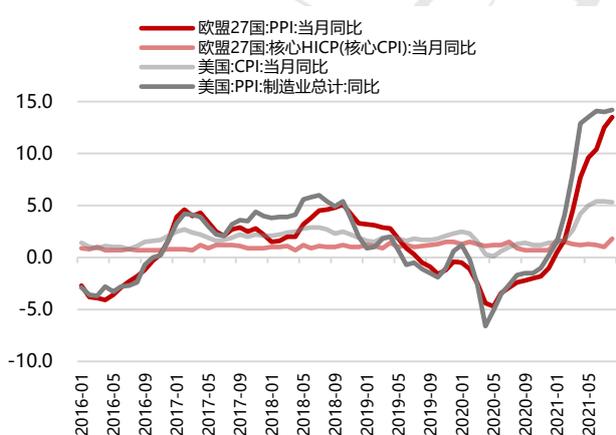
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 29 全球各经济体制造业 PMI 表现



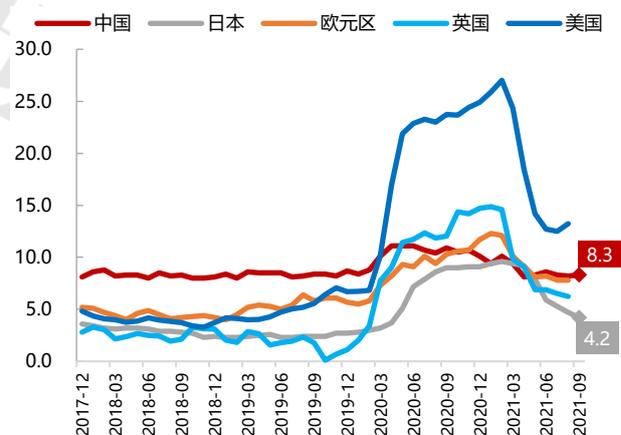
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 30 全球各经济体制造业 PMI 表现



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 31 主要经济体 M2 同比(%)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

因此，后续新冠确诊人数或继续下降，欧美等疫苗充裕的发达国家生产活动持续恢复。然而，疫苗供应相对不足、接种率低的发展中国家是上游材料的主力供应国，生产受疫情影响较大，部分企业破产。

加之美国缩减购债计划及加息临近、美元指数走强，也使得上游扩产积极性弱，于是在需求快速之下供需错配的缺口加剧，使得这轮在极端天气加持下，供需错配导致能源及大宗商品价格飙涨愈演愈烈，诸多商品价格创 2008 年以来的新高。

同时，全球海运的供需缺口导致海运价格暴涨数倍，也进一步推升了上游原材料的上涨。然而诸多充分竞争的行业由于低集中度，使得其议价能力弱，向下游传导难以覆盖原材料上涨（PPI-CPI 缺口扩大），因此部分中小企业开始被迫减产甚至停产。

在这种情况下，房企建安成本上升较快。但随着原材料价格攀升之下，全球 PMI 及消费已开始边际转弱，加之国内房地产销售增速急剧下滑使得房企拿地积极性弱，后续开工量将下降，随之而来的是上游材料需求的下降以及价格的缓和。

此外，随着美国 CPI 与 PPI 飙涨以及美联邦政府债务接近上限，近期美联储中缩减量宽的声音在增加，主流金融机构预期美联储最快年底将进行 TAPER 操作，而从 6 月已经开始走强的美元指数看，大宗商品价格高点或已临近，房企建安成本继续上升或难持续。

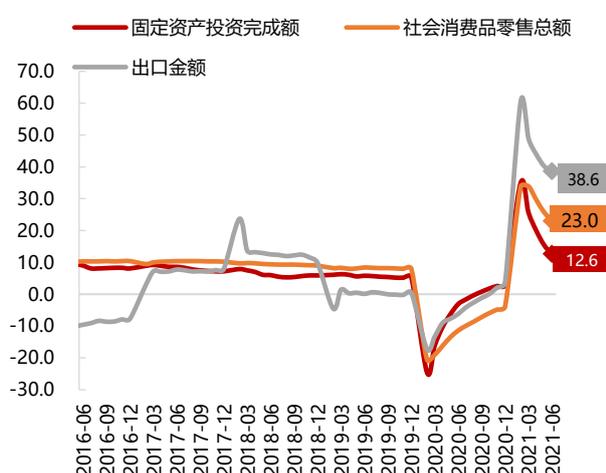
但是，美元走强+缩减购债+加息，也将使得长期国债收益率上行，部分国家也已经跟随（新西兰）或后续将跟随，预计后续海外融资成本也将逐渐上升。这对于海外发债的房企而言，后续将面临人民币兑美元汇率下跌和融资成本抬升的局面。

## 2、三季度 GDP 低于预期，国内货币政策与房地产流动性将边际改善

三季度，在汛期冲击、能耗双控及限电限产、“双减”冲击教培行业、房地产回落等综合影响，我国 GDP 同比增长 4.9%，低于主流金融机构预期中位值 5.3%。具体来看，三驾马车仅出口维持较高增长，消费增速大幅回落，固定资产投资同比负增长。

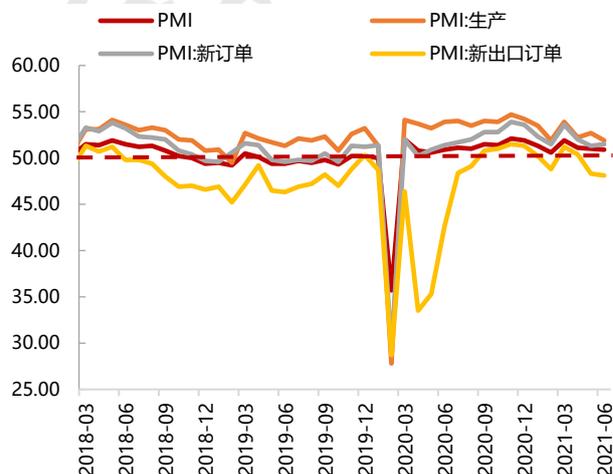
此外，PPI-CPI 的缺口扩张到有史以来最高峰，表明上游材料价格上涨的压力向下游传导不畅，尤其是议价能力的充分竞争的行业以及中小微企业，面临较大经营压力。

图表 32 投资-消费-出口 修复强劲 (同比,%)



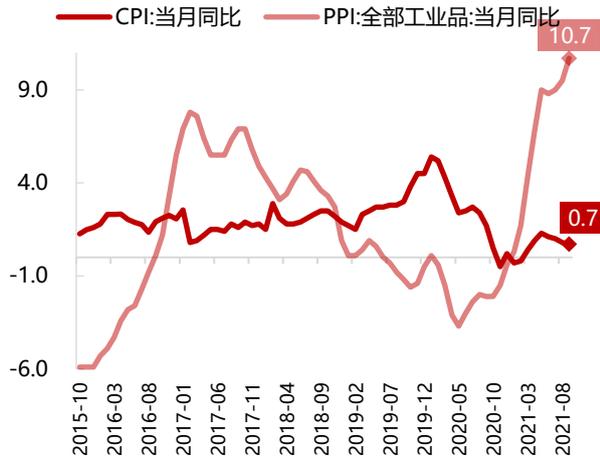
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 33 新出口订单 PMI 回落明显



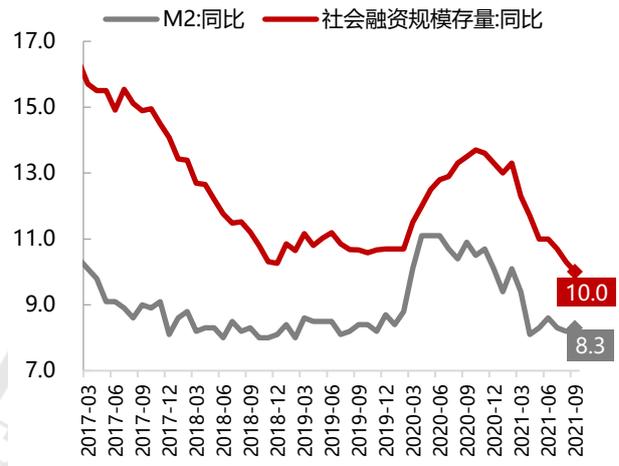
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 34 国内 CPI 与 PPI 同比(%)



数据来源: WIND、国家统计局、世联研究

图表 35 社融规模与 M2 同比(%)



数据来源: WIND、国家统计局、世联研究

作为政策对冲, 财政政策方面, 虽然为了防止大宗过快上涨, 传统基建投资下滑, 但三季度开始, 政府专项债发行加速, 单季度发债规模占前三季度的 57%, 新基建方面也大力建设 (如大型风光基地建设、千乡万村驭风计划、整县推进分布式光伏等等)。

货币政策方面, 7 月底, 中央全面降准 0.5 个百分点, 超出市场预期, 标志着此前货币政策收紧的趋势结束, 但主要是为了应对 7 月集中到期的 4000 亿 MLF, 并对冲后续地产回落以及大宗大幅上涨对于中小企业的压力。

10 月 15 日, 第三季度金融统计数据新闻发布会上, 央行相关人士表示, “预计中国的 PPI 涨幅在今年年底至明年会趋于回落, CPI 将保持在合理区间, 通胀总体可控, 所以下一阶段人民银行还将坚持实施正常的货币政策, 以我为主、稳字当头, 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 把握好政策的力度和节奏, 稳定社会预期。”

此外, 对于房地产贷款, 一方面表示房价回稳后, 房贷供需关系也将回归正常; 另一方面指出部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解, 使得原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款, 但 9 月底已窗口指导主要银行, 准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度, 要求保持房地产信贷平稳有序投放, 维护房地产市场平稳健康发展。

同时, 10 月 15 日住建部组织的房企座谈会, 参与会议的 10 家公司代表诉求都集中在希冀调控政策在坚持“房住不炒”的前提下适当松绑, 包括稳定市场预期、支持刚需购房及调整土地价格等。

10 月 21 日, 银保监会明确表示, “保障好刚需群体信贷需求”、“在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持”。

自此, 按揭贷款与房企开发贷均得到了政策边际改善, 国内房地产流动性最紧张的时点已过, 需求端的看空情绪也有望缓解, 但修复尚需时日。

### 3、销售与土拍市场急速转冷，拖累房地产投资持续回落

三季度，新房销售与土拍市场均急剧转冷，房屋新开工面积与竣工面积单季度同比增速分别为-17.4%、18.1%，新开工大幅回落主要是房企回款受掣之下，谨慎拿地；竣工高增速主要受去年三季度低基数（同比-14.1%）的影响，且从9月的数据来看，竣工同比已增速回落至1.0%。

我们认为，房屋新开工疲弱主要是房企拿地更加聚焦，且拿地更加重质轻量。具体表现为，三季度土地招拍挂成交规划建面同比降幅进一步扩大并超过3成，影响了当期的开工量，并拖累开发投资额增速。

展望后市，销售市场萎靡，多家百强房企债券违约显著降低了金融机构的风险偏好，信用分化加剧，这将导致部分高负债房企的融资将受掣，全行业拿地也将更加谨慎，且更加聚焦。

预计新开工增速与竣工增速短期继续呈现下滑趋势，加之拿地趋于谨慎，将拖累房地产投资走低，经济增速承压。另外，由于融资与销售回款双受掣，加之百强房企频暴雷影响金融机构风险偏好，高负债房企以及中小房企融资难度加大，使得部分一些房企出现项目停工，预计短期房地产投资改善有限。

图表 36 房地产投资、房屋新开工与竣工面积累计同比增速(%)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

## 二、库存篇

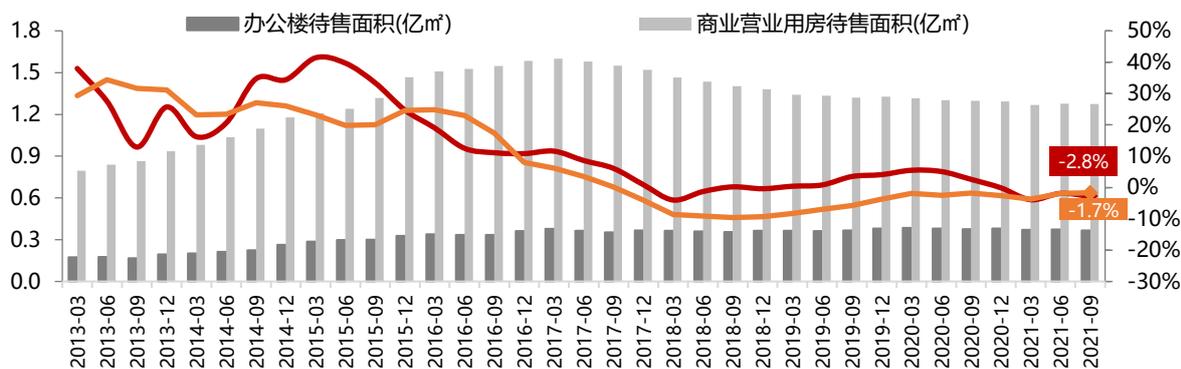
### 1、供需两端将放缓，商办去化仍乏力

截至 2021 年三季度末，全国商品房待售面积 5.11 亿 $m^2$ ，同比微增 1.4%，其中商品住宅、办公楼与商业营用房待售面积分别为 2.24 亿 $m^2$ 、0.37 亿 $m^2$ 与 1.27 亿 $m^2$ ，同比分别增长 0%、-2.8%、-1.7%；其他类别 1.15 亿 $m^2$ ，同比上升 9.8%。

商办待售面积同比回落，一方面是供给放缓，另一方面是自 2018 年后销售持续深度负增长，在今年遍地大折扣之下，销售企稳，增速略有增长。

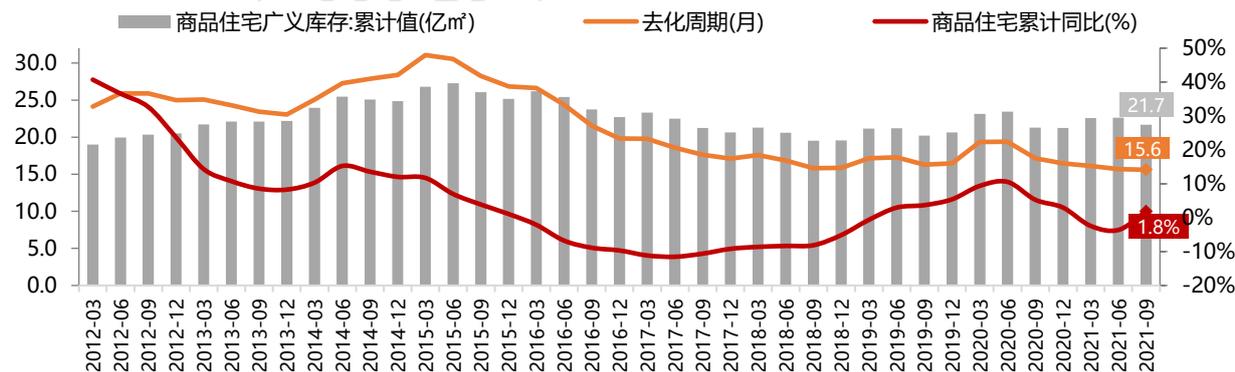
但商办方面，由于需求主要是投资需求和企业自购，受空置率和经济预期影响较大。当前经济增速放缓、房住不炒的大环境下，需求难有明显增长，去化仍难，遍地首付分期+大折扣是常态。从一二线城市主要城市的商办库存与去化来看，大多数去化周期至少在 5 年以上，10 年的亦不稀奇。

图表 37 商品房与商品住宅 待售面积及累计同比增速(%)



数据来源:WIND、国家统计局、世联研究

图表 38 商品住宅 广义库存及累计同比增速(%)



时间	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
商品住宅去化周期(月)	26.8	19.8	17.1	15.9	16.5	19.4	19.4	17.1	16.5	16.1	15.7	15.6

数据来源:WIND、国家统计局、世联研究

待售面积仅反映已竣工商品房其中的未售出面积，在以预售为主的住宅市场中无法反映真实库存。故此我们根据可查数据，用 1991-2020 年 12 月的新屋开工面积累计值(视最近 6 个月新开工的部分未达到可预售状态)扣减 1991 年至今累计销售面积得出作为更能反映实际情况的“商品住宅广义库存”：

截至 2021 年三季度末，商品住宅的可售面积分别为 21.7 亿㎡，较二季度峰值下降了 1.17 亿㎡，去化周期（接近 12 个月销售速度计算）为 15.6 个月，较二季度基本持平，主要是供给放缓导致可售库存下降。

但随着房企拿地标准提高，前三季度涉宅用地招拍挂建面同比下降近三成，预计后续全国新房供应规模继续放缓。需求方面，虽然房贷出现边际松动，但目前全国范围内楼市已急剧降温，四季度整体去化也难言乐观。

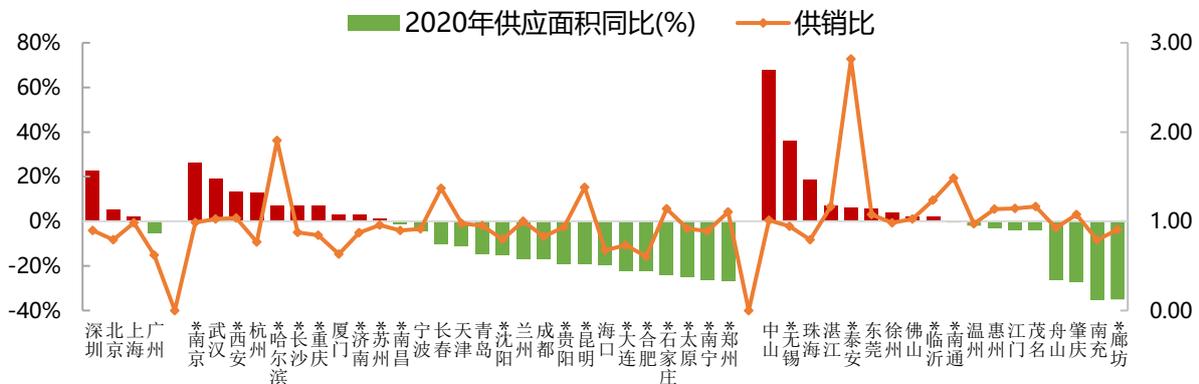
## 2、主要城市库存分化，北方片区与大湾区三线城市去化承压

前三季度，世联跟踪的重点城市供应分化，一线、二线、三线供应同比分别增长 3.6%、-6.2%、7.6%，增速较上半年大幅回落，主要是三季度市场急速降温，去化乏力，且多家百强房企资金断裂，项目停工，导致供应缩减。

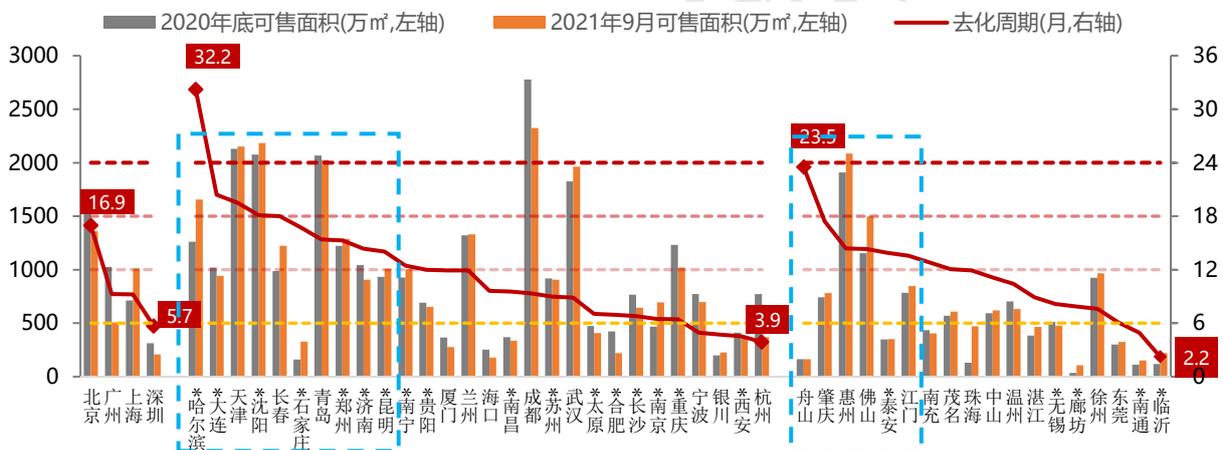
从全国广义库存看（开工 6 个月视作达到预售条件），虽然全国库存由于三季度开工大幅缩减而下降，但从世联跟踪的 51 城来看，一线、二线、三线的库存却分别增长 4.9%、10.7%、1.9%。

由于我们跟踪的三线城市以三大城市群为主，因此间接反映了，非核心城市群的三四线的开工缩减、项目停工的现象较一二线与强三线更加普遍，即这些区域的中小房企资金断裂的现象更多。

图表 39 世联行重点跟踪城市 累计供应面积同比与 供销比 (2021 年 1-9 月)



图表 40 世联行重点跟踪城市 可售面积及去化周期(2021 年 9 月末)



注：标\*城市为主城区数据，数据口径为商品住宅 --剔除保障房（惠州为商品房数据）；去化周期接近 12 月销售速度计算；数据来源：世联研究，各地区世联城市分公司研究部

从各能级城市来看，接近 12 个月的销售额计算去化周期：一二三线去供销比分别为 0.82、0.92、1.12，去化周期分别为 10.7 个月、10.3 个月、10.5 个月，整体库存尚且健康。

### **一线城市中，整体供销比为 0.82，去化周期为 10.7 个月，整体较为健康。**

一线城市从去年下半年以来均处于量价齐升、供需两旺的过程，除北京外，其他三个城市库存均较为健康，但从 9 月开始，去化乏力，后续库存将抬升。

北京偏高则是因过去地段不佳的限竞房、共产房等占比过高，但近几年以来库存慢慢消化，且去年以来新出让地块中，共产房与限竞房的占比大幅下降，预计未来库存将有所改善。

由于一线城市均已出台二手房指导价，二手房首付额度变相抬升将使得更多刚需群体转向新房，对新房形成一定支撑。

### **二线城市，整体供销比为 0.92，去化周期为 10.3 个月，但库存区域分化严重。**

去化周期在 12 个月以上的城市大多位于东北与环渤海片区，长三角城市多数库存较低。

东北的均是因近近几年土地出让持续大增，出让规模远高于年度销售规模，且市场价格战激烈，观望情绪浓厚。

兰州因前几年头部开发商密集进驻，量价齐升，地方政府供地大幅增加，且随着项目入市，竞争加剧。青岛亦是因为 18 年以来土地出让量暴增，济南则是 2017 年后新房销售量大幅回落，但土地供应缩减的幅度远小于销售回落的幅度。去化周期低的均为量价齐升的热点城市。

昆明、南宁、贵阳等地，一方面前几年大量卖地，远高于其消化能力；另一方面文旅盘较多，以投资客为主，在疫情之后，人气不足，投资客退潮。

### **三线城市，供销比为 1.12，去化周期为 10.5 个月，大湾区城市去化承压。**

但由于世联监测的城市以三大城市群的二线城市为主，因此代表性较弱。从监测城市来看，大湾区有 4 个城市去化周期大于 12 个月，主要是广深经过一轮完整涨幅后，迎来综合面极广的政策组合拳，尤其二手房指导价和学区房政策，使得部分板块价格大幅跳水，极大地影响了市场预期。

而作为跟涨的周边城市，作为房企争相布局的区域，地方政府也乐于配合，使得供地量大幅增长。在核心城市回调之后，投资客退潮，库存走高，价格战激烈，进一步加重了观望预期，预期回调仍需时日。

去化周期显著偏高的城市仅舟山和泰安，泰安体量较小，波动大；泰安则过去两年土地出让大增，新房供应放量。

值得一提的是，以上的去化周期是按照最近 12 个月的去化速度计算，但如果按最近 3 个月的去化速度计算去化周期，则一二三线去化周期分别为 10.7 个月、11.3 个月、15.2 个月，即三线面临较大的库存压力。

### 三、债务篇

#### 1、偿债规模高峰虽过，民营房企资金压力未改

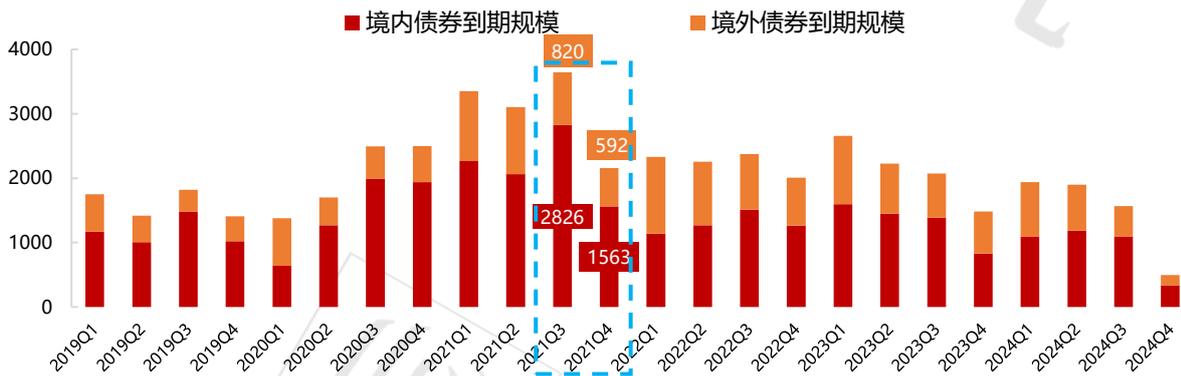
2021年三季度，全行业境内外债券到期规模虽然高峰已过，但主要是境内发债存在较多地方城投公司发债，在此前严控地方债务的规定下，地方城投发债规模受限。单从民营房企的债券到期规模看，仅4季度会有所回落，但后续仍维持在高位。

在“三线四档”融资管控叠加急剧下行的房地产市场，一方面房企债务扩张受抑制，借新偿旧也受到影响；另一方面，此前高热地区也开始降温，民众观望情绪渐浓，去化乏力导致销售回款受掣，使得房企资金进一步紧绷。

百强房企频频违约加剧了市场观望情绪，也使得金融机构的风偏骤降，部分高负债房企在面对融资受掣+销售回款乏力+股债双杀+刚性债务压顶之下，风险将加速暴露。

行业反转仍需时间，加快回款仍是核心命题。

图表 41 内地房地产行业 境内外合计债券到期情况(亿元, 2019Q1-2024Q4)



图表 42 内地民营房企 境内外合计债券到期情况(亿元, 2019Q1-2024Q4)



数据来源：WIND、世联研究（含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、次级债、可转债、项目收益票据等）

图表 43 内地房企 境内外债券合计到期规模（2021Q1-2021Q3）

全行业	到期规模(亿元)	同比	民营房企	到期规模(亿元)	同比
境内	7155	83%	境内	2678	40%
海外	2948	76%	海外	2385	64%

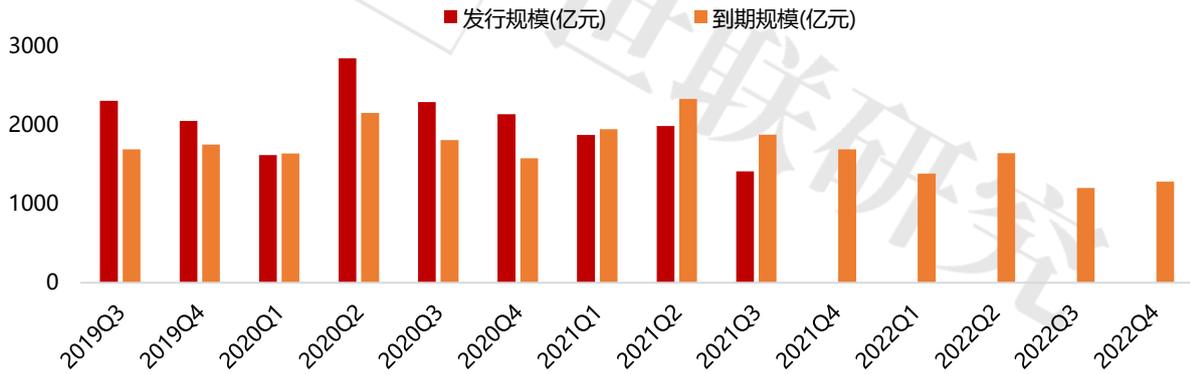
数据来源：WIND、世联研究（含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、次级债、可转债、项目收益票据等）

截至 2021 年 6 月底，全行业(不含永续债,境内房企，境内发债含地方城投公司,境外不含)未到期的境内外债券规模超过 3.69 万亿，其中民营房企为 1.92 万亿。经测算，全行业债券融资每年还须支付的利息近 2300 亿，其中民企支付的部分约 1400 亿，占比超 6 成。

房地产信托方面，根据用益信托网数据，今年以来房地产信托融资已经连续三个季度覆盖不了偿付，四季度到期地产信托规模 1691 亿，加上利息则需要支付近 2100 亿。

考虑到监管对非标信托的持续压降，以及今年以来数十起房地产信托违约，因此预计房企信托融资后面仍覆盖不了到期偿付规模，资金链进一步紧绷。

图表 44 房地产信托发行与到期规模



数据来源：信托业协会，用益信托网,世联研究

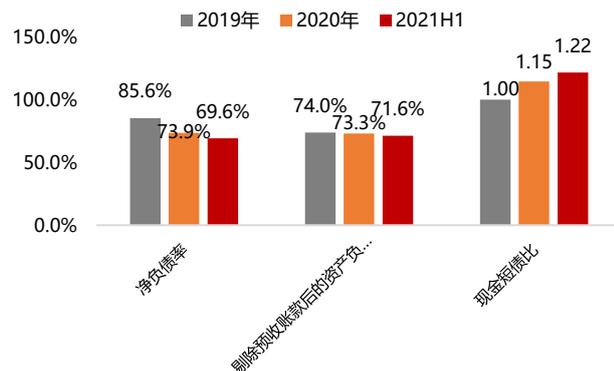
## 2、行业降负债虽有成效，但信任危机仍在蔓延

自去年下半年“三道红线”与银行房地产贷款集中度管理条例出台后，行业进入降杠杆阶段，总体上降负债成效明显，各项指标均有明显改善。

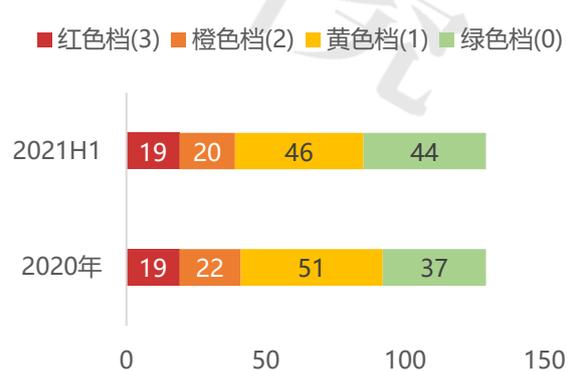
筛选 A 股+港股内地房地产开发业务占营收比重超过 70%的房企共计 130 家，根据其 2021 年半年报财务数据，相比 2020 年数据，净资产负债率、剔除预收账款后的资产负债率分别下降了 4.3pct 和 1.7pct，现金短债比则提升了至 1.22。

此外，虽然红色档企业数量未变，橙色档与黄色档企业分别减少了 2 家、5 家。

图表 45 2019-2020 内地上市房企“三道红线”变化



图表 46 129 家 A+H 股上市房企“踩线”情况变化



但同时值得关注的是，虽然在“三线四档”融资管控下，众多房企降负债，从数据上看有所成效，但也存在较多的财报美化情况。从三季度债务违约、项目停工的房企来看，多家百强房企在榜，且其中部分房企根据其此前公布的 2021 年半年度财报，“三道红线”仅踩 1 条线。

因此，预计房企间的信用分化将加剧，资金的风险偏好下降，后续高负债房企的融资困境仍然难解。

从内地 130 家上市房企 2021 年剔除预收账款后的负债规模合计 17 万亿，同比增长 11%，应付账款+应付票据为 3.6 万亿，较 2020 年末增长 1100 亿。

因此，实际降杠杆的效果或许并不如“三道红线”指标变化所表现地那样显著，尤其是 7 月份央行已将“三道红线”试点房企商票数据纳入监控范围，并要求每月上报，若后续执行力度提升或扩围实施，将使得部分房企降“三线”的效果下降。

## 四、市场趋势篇

### 1、行业进入整合阶段，高负债房企债务风险加速暴露

**融资受限+销售回款乏力+股债双杀+刚性债务压顶之下，行业整合加剧，行业竞争格局将在整合中优化，剩者为王，国企与财务稳健房企将在这一轮供给侧产能出清后，迎来美好时光。**

从最近一年看，“三线四档”融资管控的执行力度较严，尤其是部分城市（如成都）开始禁止“红色档”房企拍地，预计后续可能扩散到其他热点城市。因此，房企降负债不仅是为了规避融资监管，也关系到公司未来的业务范围。

近几年来，在融资监管收紧之下，多家曾经的百强房企暴雷。今年以来，亦有多家房企在资本市场上遭遇股债双杀，高杠杆房企债务风险加速暴露。随着“三稳”已被提至政治站位的高度，预计房地产在长效监管机制下，土地红利、金融红利不再，全国普涨、整体高热的现象将一去不复返，行业进入整合加剧阶段。

综上，对于行业发展趋势我们维持年初在《难易相成 长短相形——2020 年中国房地产市场回顾与 2021 年展望》市场年报中的观点：

**①行业整合加剧，且整合继续向百强房企扩展。**2021 年全年偿债规模再上台阶，房企全渠道融资持续收紧，行业销量增速触顶（销售面积），且“三道红线”及银行涉房贷款集中度管理条例的出台都将使得融资能力分化，“踩线”房企尤其是中小房企的资金压力更甚以往。

此外，在销售区域分化下，部分非热点区域销售回款乏力，在这些地区重仓的房企将面临更大的资金压力。这将致使部分资金链出现问题的房企会被迫出售项目获项目股权，部分缺乏优质项目的房企甚至将面临资金链断裂的局面（2019 年以来已有多家百强房企资金链断裂）。对于低杠杆、低融资成本的国企，以及现金流稳健、储备项目优质的房企而言，低价且优质的并购项目将涌现。

**②部分“踩线”严重的房企尤其是试点房企，或将在部分去化不力的地区以大力度的以价换量来回笼现金，从而打穿区域底价。（已经发生）**尤其是在多个“踩线”房企项目集中的非热点城市区域，价格战或难避免，房企在这些区域周边的拿地需考量更多因素，已拿地的房企如何把握这些房企的推盘及去化节奏、区域市场情绪以更好应对，显得尤为重要。

**③“三线四档”出台之后，意味着杠杆扩张受限，过去土地红利及资金红利下的地产黄金时代一去不复返，行业容错空间将骤降。**如此一来，行业将从追求规模到追求利润，而主要落脚点在于产品溢价、周转能力、管理效益、拿地节奏和位置的判断，需要组织和技术的革新来支撑，在这个过程中房企的经营效率分化会更明显。

虽然 10 月央行及国务院发出房地产贷款边际宽松的声音，房企合理的开发贷及需求端的按揭贷款开始松动，虽然流动性最差的时刻已过，但在中央没有大力度的政策来扭转居民端预期的情况下，仍需一定时间修复，但由于居民看空的预期已占据多数，短期下行的趋势仍难改。

而房地产行业的销售回款（前文第三章已述）占房企资金来源比重超五成，房企的资金压力仍大。尤其是在房企频繁暴雷、债券与信托频繁违约的情况下，金融机构风险偏好已骤降，行业信用危机已现，高负债房企面临较大的融资困境。

## 2、多家百强房企暴雷，国企与财务稳健民营房企市场份额提升

上半年，Top100 房企实现销售额 8.56 万亿，同比增长 12.6%，增速低于全国整体增速 4 个百分点。另外，TOP100 销售额房企的集中度较去年下滑明显，主要是三季度恒大、蓝光灯多家百强房企资金链断裂，多项目停工，且信任危机出现，销售额断崖式下滑。

从各梯队的销售增长来看，仅 TOP4-10 与 TOP21-30 这两组房企的销售增速跑赢全国整体增速，这表明部分高负债的房企，在资金紧张导致项目的开工、销售、去化以及信任方面，其中一项或多项处于较差的情况，恒大、新力、蓝光等此前的千亿房企均在列。

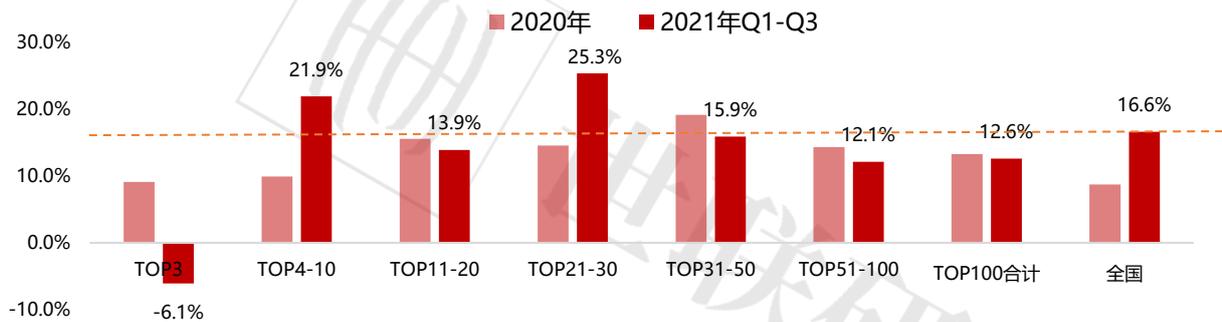
这无疑将加剧房企之间的信用分化，潜在购房者对于高负债民营房企的真实资金状况和项目能否交付产生怀疑，从而转向具备信用背书的国资房企和财务稳健的头部民营房企。

因此，国企以及财务稳健的头部民营房企，将抢占市场份额。

图表 47 Top100 房企累计销售额及集中度走势(万亿元,2020-2021H1)

梯队	2020年		2021年Q1-Q3	
	销售额	集中度	销售额	集中度
TOP10	4.60	26.5%	3.50	26.0%
TOP11-20	2.00	11.5%	1.52	11.3%
TOP21-30	1.22	7.0%	0.96	7.1%
TOP31-50	1.74	10.0%	1.25	9.3%
TOP51-100	1.93	11.1%	1.33	9.8%
TOP100合计	11.48	66.1%	8.56	63.5%
全国	17.36	100.0%	13.48	100.0%

图表 48 各梯队房企销售额累计同比(%)



## 3、暖风虽至，修复仍需时间

展望后市，虽然 10 月央行发声表示，明确应当满足合理的开发贷以及刚需按揭；10 月 21 日，银保监会表示要对首套刚需在首付和利率上给予支持。自此，房地产贷款收紧的拐点已过，将边际改善。

但是，后续若无重大全国范围内的“五限”政策放松或者降首付等政策来刺激需求并扭转市场预期，则看空预期仍需一定时间修复。基于此前土拍建面大幅下降将导致 6~9 个月后的供应缩减，然后二次

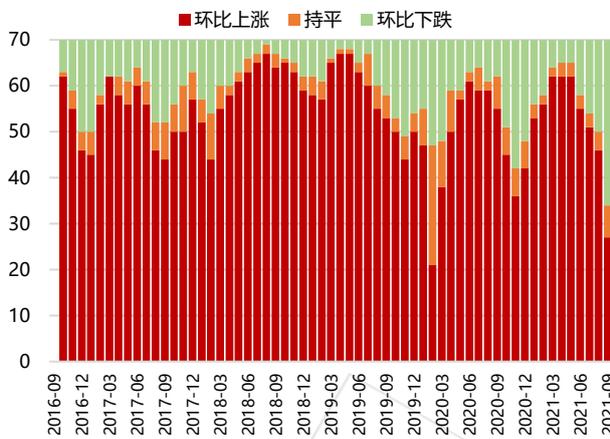
集中土拍的楼面价整体较首轮更低，其形成供应会对明年二季度核心城市的价格预期有一定程度的冲击，以及参考 2014 年调整周期，预计或许要到明年三季度才可能迎来市场显著回暖。

自去年银行房地产贷款集中度管理条例出台后，今年房贷持续收紧，虽然 5 年期 LPR 利率保持不变，但一二线城市和热点区域的三线城市普遍上调利率，部分城市如惠州，二套房利率甚至逼近 7%。

二三季度十多个城市密集出台了调控，将长三角、成渝、大湾区、西北、京津冀这些去年以来的热点区域几乎尽数涵盖。除了常规的五限调控加码之外，包括北上广深在内的多个热点城市出台了学区房政策以及二手房指导价制度，学区房作为领涨的“城门立木”效应被打破，价格跳水。

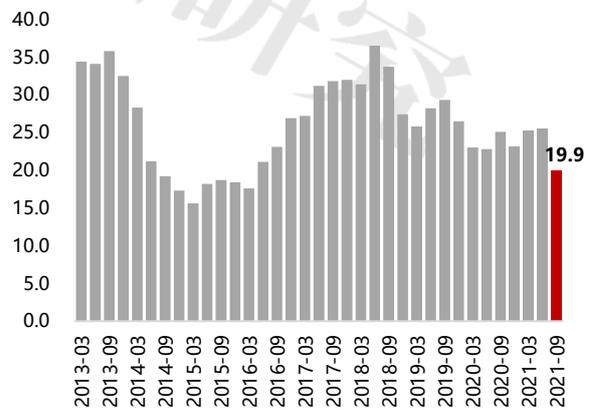
二手房指导价更是在按揭额度本就紧张的情况下，流动性再遭重锤，于是流动性塌缩带来的估值下杀，包括合肥、广州在内的多个区域房价大跌，进一步影响民众的购房预期，在媒体的渲染之下，观望情绪进一步扩散，三季度央行储户调查数据显示，预期房价上涨的占比较二季度大幅下降 5.6 个百分点。

图表 49 70 大中城市新建商品住宅价格环比涨跌个数



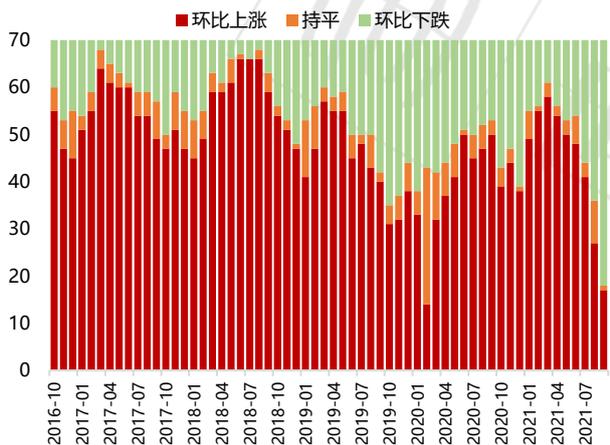
数据来源：WIND、世联研究

图表 50 央行储户调查中预期房价上涨的户数占比(%)



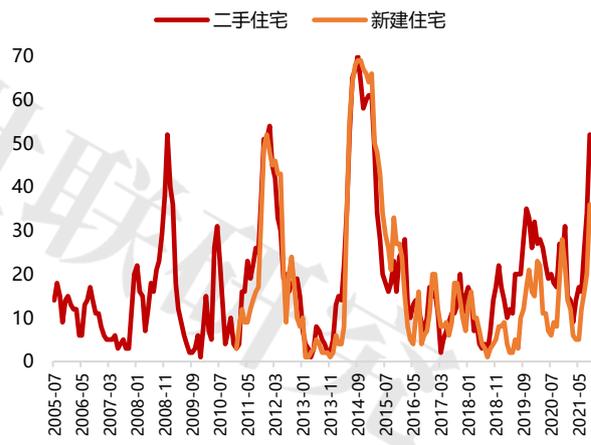
数据来源：WIND、央行、世联研究

图表 51 70 大中城市二手商品住宅价格环比涨跌个数



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 52 70 大中城市一二手房住宅价格环比涨跌个数



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

从 70 大中城市的住宅价格环比涨跌的变化来看，新房与二手房价二季度开始均连连下跌，9 月分环比下跌个数分别为 52 个、36 个，接近历史恐慌峰值，仅次于 2011 年底与 2014 年底，考虑到此次调控力度不同以往，预计二手环比下跌城市降到 30 个以下，修复时间至少需要 6~9 个月。

率先调整的强势板块将率先修复完毕，即届时仍要看此轮率先调整的大湾区的成交是否持续放量。

## 总结

1、随着 10 月以来央行、银保监会、国务院的陆续发声，明确表示要满足合理的开发贷与按揭贷款，意味着政策底已现，行业流动性最紧张的时点已过，二手房流动性塌缩带来的估值下杀也将得到一定缓解，但修复尚需时日。

2、房地产及其关联的数十个产业占 GDP 比重超过 30%，当前仍是中国经济和地方财政的压舱石，面对急剧下行的市场，为避免看空预期扩大蔓延，预计在“因城施策”的大旗下，后续部分地方政府将从供给端缓解房企资金压力、居民端放松“五限”及公积金贷款、提供购房补贴等刺激需求以托市。

3、由于核心城市“五限”调控陆续加码、二手房指导价、学区房政策等出台，核心城市部分板块价格出现跳水，房价持续上涨的预期破灭，看空预期蔓延，修复尚需时日，若无全国大面积“五限”松绑以及大比例降首付，预计需要 6~9 个月时间修复悲观情绪。

4、百强房企频暴雷，房地产信托频违约，资金风险偏好骤降，且部分房企暴雷前三道红线仅“踩”1 条线，财报粉饰过度。这将导致房企间的信用分化，高负债民营房企融资将进一步受掣，加之民营房企到期债务规模未来仍处高位，借新偿旧难度加大，债务承压。

5、融资受掣+销售回款乏力+股债双杀+刚性债务压顶之下，低价并购机会涌现，行业整合加剧，行业竞争格局将在整合中优化，剩者为王。国企与财务稳健房企也将在这一轮供给侧产能出清后，市场份额进一步提升，迎来美好时光。

6、“三线四档”融资管控与城镇化红利渐退的情况下，行业容错率大大下降，这将导致行业更追求确定性与安全性，房企拿地将继续提升标准，布局更加聚焦一二线和强三线城市。

7、随着投资客的全国范围内退潮，二线与强三线城市非主城区、非核心城市群三四线城市去化困局短期难解，价格战仍将激烈，融资强管控将倒逼部分偿债能力承压的房企大幅降价抢收，价格战难以避免，尤其高负债房企的重仓区域和项目密集区域，打穿区域底价的现象或将更多。

# 数据说明

## 1. 世联城市等级划分:

- a) 一线城市:北京、上海、广州、深圳;
- b) 二线城市:天津、重庆、济南、石家庄、长春、哈尔滨、沈阳、呼和浩特、乌鲁木齐、兰州、银川、太原、西安、郑州、合肥、南京、杭州、福州、南昌、海口、南宁、贵阳、长沙、武汉、成都、昆明、拉萨、西宁、大连、青岛、宁波、厦门、苏州;(非一线的省会城市、直辖市、计划单列市、苏州)
- a) 核心城市群:京津冀(北京、天津、河北)、长三角(上海、安徽、浙江、江苏)、珠三角(泛指广东)
- b) 核心城市群三线城市: 剔除城市群内一、二线后的城市;
- c) 非核心城市群三线城市: 一线、二线、三大核心城市群三线之外的所有城市。

## 2. 城市销售数据说明:

跟踪的 51 个城市销售数据因数据口径差别, 存在与统计局公布数据不一致现象, 数据来源较多元, 所采纳数据为地方分公司人员更认可及更符合城市实际情况的数据。

**特此感谢各城市分公司研究部同事给与的一线市场反馈及数据资料支持, 让我们得以更真实地了解市场。**



世联行官方公众号