

2021 年 08 月 02 日

地产调控，这次不一样

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

2020 年下半年以来，地产调控政策不断加码；本轮调控政策，与过去相比，存在诸多不同之处，对投资有一定影响。本文梳理，可供参考。

● 本轮地产调控政策，在防风险思路下，侧重融资监管

1998 年-2016 年间，地产调控政策呈现明显的周期性，调控手段上偏重需求端管理。梳理过去五轮地产调控规律发现，触发调控政策收紧的主要原因是房价上涨过快，而调控放松的触发因素来自于经济下行压力。调控政策呈现周期性变化的核心，是政策在“稳经济”与“稳房价”间相机抉择。过去调控政策收紧期，多采用限购、提高首付比例和按揭利率等需求端管理措施，而供给端调控措施相对较少。本轮地产调控，与以往不同之处，在于政策重心转向防风险，调控手段侧重房企融资监管。2020 年下半年以来，地产调控政策多管齐下，但更侧重房企融资监管，从非标、银行开发贷款、供应链金融等多方面，收紧融资渠道。三条红线、地产贷款集中度考核、资金信托新规等调控政策，对房企融资环境有重要影响。

● 调控政策加码下，融资收紧延续，不排除加速收缩可能

地产融资监管趋紧下，2021 年以来，地产各项资金来源均出现明显下滑。房地产类信托，持续大幅收缩，一季度净融资-1055 亿；前 6 月，房企债券净融资 1800 亿，同比下降 200 亿；贷款方面，房地产开发贷款 3900 亿，同比大幅减少 3600 亿；销售资金方面，居民按揭贷款上半年合计 2.1 万亿，同比大幅减少 2000 亿。下半年，严监管下，融资环境延续收缩，不排除加速收缩可能。展望下半年，“两压一降”、资金信托新规下，信托融资持续收缩；部分房企信用风险暴露下，债券融资继续承压；贷款集中度考核下，部分银行涉房贷款集中度超标，表内融资增量有限；三条红线试点推广后，重点房企中多数未达绿档，其融资需求受约束。

● 资金承压下，前端投资已下滑、未来投资保持跟踪

资金承压下，前端投资持续下行，后端投资未来或有回落压力。受融资紧张拖累，投资前端指标，土地购置持续下行；前 6 月，土地购置面积，两年复合增长-6.5%。尽管销售回款，对竣工投资有支持，但三条红线下，加速竣工更快消耗房企资金，加大现金短债比压力。伴随资金收紧，未来竣工投资或趋走弱。

地产资金来源变化领先于投资变化；资金压力下，未来地产投资变化需保持跟踪。历史经验来看，地产资金来源变化约领先地产投资一个季度。2021 年以来，地产开发资金已出现回落迹象；前 6 月，地产资金来源，两年复合增长 10%，较年初下降 1.7 个百分点。展望下半年，地产资金中主要部分，销售回款，在按揭受限下，预期两年复合增速回落到-0.1%；其他融资渠道资金来源，或继续趋紧。

● 风险提示：政策调整、疫情超预期等。

相关研究报告

《宏观经济专题-战略看多债市》-2021.8.1

《宏观经济点评-PMI 数据透露的两条线索》-2021.8.1

《宏观经济专题-美国酝酿新一轮财政刺激》-2021.7.31

目 录

1、 周度专题：地产调控，这次不一样	4
1.1、 本轮地产调控政策，在防风险思路下，侧重融资监管	4
1.2、 调控政策加码下，融资收紧延续，不排除加速收缩可能	6
1.3、 房企资金承压下，前端投资已下滑、未来投资保持跟踪	9
2、 高频数据跟踪	11
2.1、 通胀观察：蔬菜价格回升、猪肉价格小幅回落	11
2.2、 汇率表现：美元指数下跌，人民币对美元升值	11
2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，能源化工指数领涨	12
3、 中观行业跟踪	12
3.1、 下游：商品房成交下跌，土地市场量价齐跌	12
3.2、 中游：钢铁价格上涨，水泥、玻璃价格下跌	14
3.3、 上游：国际原油价格上涨，动力煤价格上涨	16
4、 风险提示	17

图表目录

图 1： 1998-2016 年，地产调控在“稳经济”和“稳房价”中相机抉择	4
图 2： 地产占据金融资源增多	5
图 3： 居民部门杠杆攀升	5
图 4： 下半年信托净融资仍有较大压力	6
图 5： 下半年债券到期压力不小	6
图 6： ABS、ABN 发行受阻	6
图 7： 地产开发贷款增速持续回落	6
图 8： 2020 年，试点企业有息负债增速大幅下降	8
图 9： 地产销售已经出现回落迹象	8
图 10： 居民按揭贷款增速下滑	8
图 11： 300 大中城市土地购置面积同比下降	9
图 12： 房企购地积极性下降	9
图 13： 地产开发资金来源领先于投资变化	10
图 14： 2021 年下半年，地产销售回款增速或回落	10
图 15： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回升	11
图 16： 农业部猪肉平均批发价小幅回落	11
图 17： 人民币对美元升值，美元指数下跌	11
图 18： 人民币对欧元、日元贬值	11
图 19： 美元兑人民币即期-中间日均价差 24 基点	12
图 20： 离岸、在岸人民币日均价差-17 基点	12
图 21： 30 大中城商品房成交面积下跌	13
图 22： 30 大中城商品房一线城市成交面积下跌	13
图 23： 30 大中城商品房二线城市成交面积下跌	13
图 24： 30 大中城商品房三线城市成交面积上涨	13
图 25： 100 城供应土地占地面积上涨	14
图 26： 100 城供应土地挂牌均价上涨	14
图 27： 100 城住宅类用地成交土地溢价率上涨	14

图 28: 三线城市住宅类用地成交土地溢价率下跌	14
图 29: 线材、长材价格指数均上涨	15
图 30: 上周全国高炉开工率下跌	15
图 31: 水泥价格指数下跌	15
图 32: 玻璃期货价格回落	15
图 33: 长江有色市场铜、铝价格上涨	16
图 34: 长江有色市场铅、锌价格走势分化	16
图 35: 上期所铜、铝库存均减少	16
图 36: 上期所铅、锌库存走势分化	16
图 37: 焦煤、动力煤价格上涨	17
图 38: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下跌	17
图 39: 国际原油期货结算价格上涨	17
图 40: LME3 个月铜、铝价格均上涨	17
表 1: 2020 年以来, 地产融资监管政策持续收紧	5
表 2: 集中度考核下部分银行房地产贷款集中度超标	6
表 3: 三条红线政策约束房企负债增速	8
表 4: 2020 年以来, 部分城市预收款资金监管趋严	8
表 5: 商品期货市场核心品种多数上涨	12
表 6: 商品期货市场细分品种中, 焦煤价格指数领涨	12

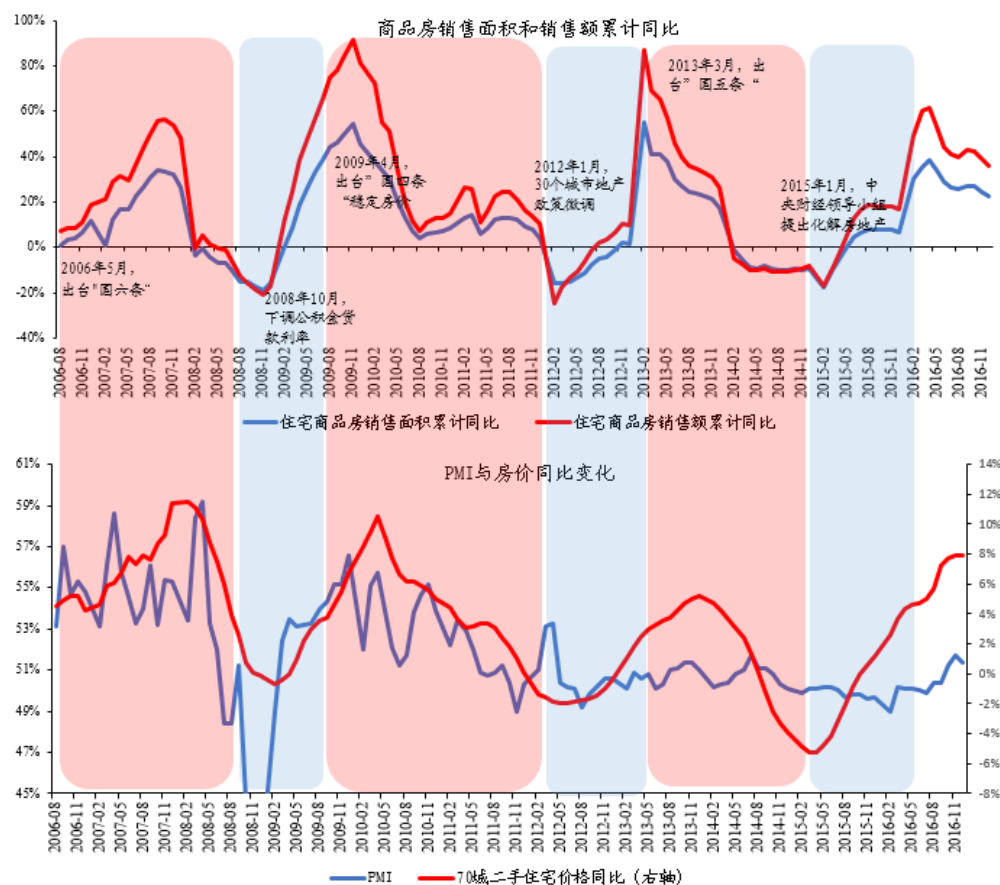
1、周度专题：地产调控，这次不一样

2020年下半年以来，地产调控政策不断加码；本轮调控政策，与过去相比，有何不同，对投资有何影响？本文梳理，可供参考。

1.1、本轮地产调控政策，在防风险思路下，侧重融资监管

1998年-2016年间，地产调控政策呈现明显的周期性，调控手段上偏重需求端管理。梳理过去五轮地产调控规律发现，触发调控政策收紧的主要原因是房价上涨过快，而调控放松的触发因素来自于经济下行压力。调控政策呈现周期性变化的核心，是政策在“稳经济”与“稳房价”间相机抉择。过去调控政策收紧期，多采用限购、提高首付比例和按揭利率等需求端管理措施，而供给端调控措施相对较少。

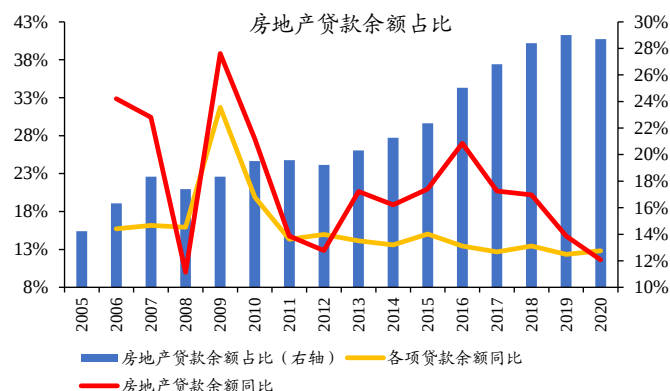
图1：1998-2016年，地产调控在“稳经济”和“稳房价”中相机抉择



数据来源：Wind、国务院、财政部、人民银行、住建部、开源证券研究所

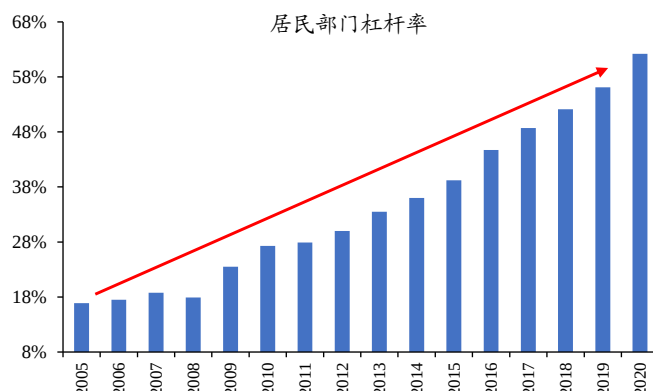
历轮调控过程中，地产占据金融资源问题逐步凸显。由于历次地产调控过程中，调控政策偏重需求，而对于房企融资端调控政策并不多，且期间出现多次金融创新，地产占据的金融资源不断增长。以贷款为例，房地产相关的贷款在金融机构中占比，由2005年的14.2%，抬升到2020年的28.7%；地产发展，还推升居民部门杠杆率；居民部门杠杆率，由2005年的16.9%，上升到2020年的62.2%。

图2: 地产占据金融资源增多



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 居民部门杠杆攀升



数据来源: 中国社科院、开源证券研究所

本轮地产调控，与以往不同之处，在于政策重心转向防风险，调控手段侧重房企融资监管。十九大以来，政策目标侧重调结构、防风险，而房地产作为传统“加杠杆”部门，受到政策的重点关注。2020年下半年以来，地产调控政策，从非标、银行开发贷款、供应链金融等多方面，全面收紧房企融资渠道。其中，三条红线、地产贷款集中度考核、资金信托新规等调控政策，对房企融资环境有重要影响。

表1: 2020年以来，地产融资监管政策持续收紧

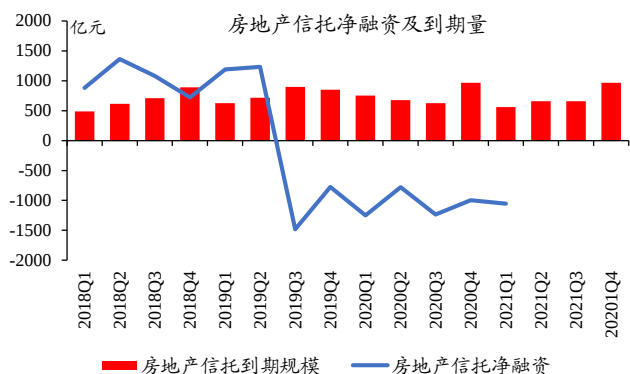
时间	部门	政策	政策内容
2020年5月9日	银保监会	资金信托新规	信托非标单一集中度不超过信托公司净资产的30%；集合资金信托非标投资总计不超过总的集合信托计划规模的50%。
2020年8月20日	住建部、人民银行	房地产融资三条红线	明确重点房企资金监测和融资管理规则，根据企业剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比，将重点企业划分为红橙黄绿四档，每档有息负债增速作出规定。
2020年9月16日	银保监会	关于加强小额贷款公司监管管理的通知	小额贷款公司贷款不得用于房地产市场违规融资
2020年11月26日	银保监会	信托公司窗口指导	据证券时报报道，多家信托公司要求压降融资类信托规模，以2019年为基础平均压降20%，压降不达标的被要求全面暂停融资类业务
2020年12月31日	央行、银保监会	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	对银行建立房地产贷款集中度管理制度
2021年3月12日	人民银行	2021年上海信贷政策指引	要求金融机构合理控制房地产贷款增速和占比，切实防范消费贷款、经营性贷款违规流入房地产市场
2021年3月26日	银保监会、住建部、央行	关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知	联合开展经营贷违规流入房地产问题专项排查，对经营贷需求进行穿透式、实质性审核，发现贷款被挪用于房地产的将立刻收回，压降授信额度，并追究法律责任。
2021年5月21日	基金业协会	供应链ABS发行窗口指导	据21世纪经济报道，近期基金业协会对基金子公司房地产供应链类产品的备案叫停
2021年7月23日	住建部	关于持续整治规范房地产市场秩序的通知	整治套取或协助套取经营贷、消费贷等非个人住房贷款用于购房

资料来源: 人民银行、银保监会、住建部、基金业协会、开源证券研究所

1.2、调控政策加码下，融资收紧延续，不排除加速收缩可能

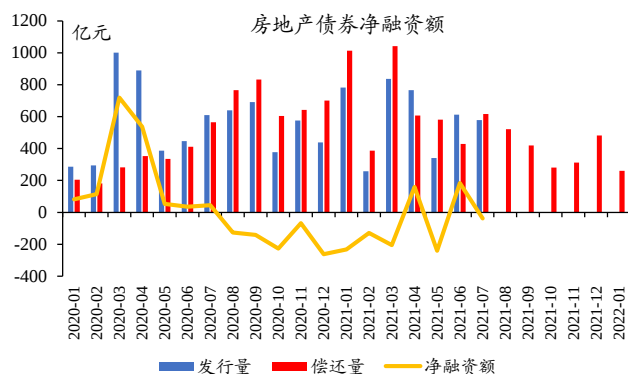
上半年，表内外融资同比均下降；下半年，表外融资或持续收缩，表内融资增量有限。信托方面，房地产类信托持续收缩，一季度净融资-1055 亿；债券方面，上半年净融资 1800 亿，同比下降 200 亿；银行贷款方面，上半年开发贷款 3900 亿，同比大幅减少 3600。展望下半年，“两压一降”、资金信托新规下，信托融资将持续压降；部分房企信用风险暴露下，地产债券融资预计将承压；房地产贷款集中度考核下，部分银行涉房贷款集中度超标，开发贷款增量有限。

图4：下半年信托净融资仍有较大压力



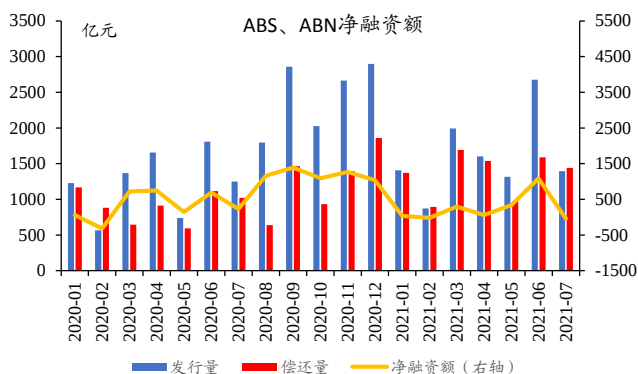
数据来源：Wind、用益信托网、开源证券研究所

图5：下半年债券到期压力不小



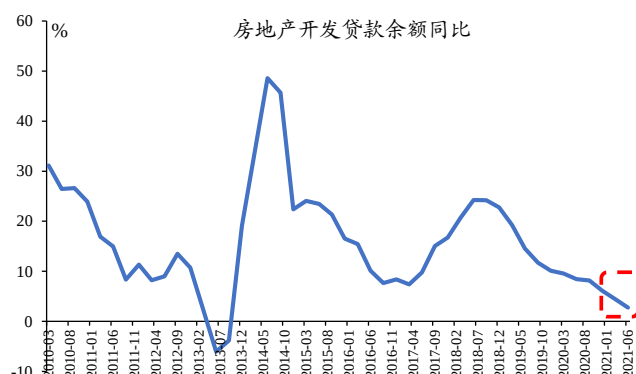
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：ABS、ABN 发行受阻



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：地产开发贷款增速持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：集中度考核下部分银行房地产贷款集中度超标

		房地产贷款占比	监管要求	超额比例	过渡期	个人房贷占比	监管要求	超额比例	过渡期
第一档	工商银行	35.9%	40.0%			30.8%	32.5%		
	建设银行	39.4%	40.0%			34.7%	32.5%	2.2%	4
	农业银行	36.1%	40.0%			30.8%	32.5%		
	中国银行	39.2%	40.0%			31.2%	32.5%		
	交通银行	28.1%	40.0%			22.1%	32.5%		
	邮储银行	35.2%	40.0%			33.6%	32.5%	1.1%	2
第二档	招商银行	33.1%	27.5%	5.6%	4	25.3%	20.0%	5.3%	4

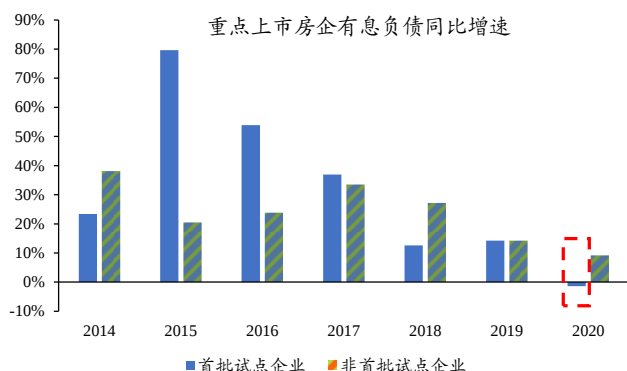
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

	浦发银行	26.4%	27.5%			18.7%	20.0%		
	中信银行	26.9%	27.5%			20.5%	20.0%	0.5%	2
	兴业银行	34.6%	27.5%	7.1%	4	26.6%	20.0%	6.6%	4
	民生银行	24.8%	27.5%			13.4%	20.0%		
	光大银行	23.8%	27.5%			16.4%	20.0%		
	华夏银行	20.1%	27.5%			12.9%	20.0%		
	平安银行	19.2%	27.5%			9.0%	20.0%		
	北京银行	30.7%	27.5%	3.2%	4	20.9%	20.0%	0.9%	2
	上海银行	25.5%	27.5%			11.3%	20.0%		
	江苏银行	26.0%	27.5%			18.6%	20.0%		
	浙商银行	20.2%	27.5%			6.3%	20.0%		
第三档	成都银行	34.6%	22.5%	12.1%	4	25.8%	17.5%	8.3%	4
	贵阳银行	14.3%	22.5%			7.3%	17.5%		
	重庆银行	17.7%	22.5%			12.5%	17.5%		
	厦门银行	26.9%	22.5%	4.4%	4	19.5%	17.5%		
	杭州银行	24.4%	22.5%	1.9%	2	14.9%	17.5%		
	南京银行	14.2%	22.5%			10.8%	17.5%		
	宁波银行	8.7%	22.5%			3.4%	17.5%		
	郑州银行	28.0%	22.5%	5.5%	4	15.1%	17.5%		
	长沙银行	20.4%	22.5%			16.4%	17.5%		
	青岛银行	29.8%	22.5%			19.6%	17.5%	2.1%	4
	苏州银行	15.2%	22.5%			14.8%	17.5%		
	无锡银行	12.4%	22.5%			11.4%	17.5%		
	西安银行	21.4%	22.5%			13.9%	17.5%		
	渝农商行	19.1%	22.5%			18.0%	17.5%	0.5%	2
	苏农银行	11.8%	22.5%			9.5%	17.5%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

三条红线约束下，房企融资需求受限，第二批试点企业有息负债增速或明显下降。2020年8月20日，央行、住建部推出三条红线政策，旨在通过剔除预收款的资产负债率、净负债率、现金短债比三项指标，约束房企有息负债增速。三条红线约束下，首批试点的12家重点房企，2020年有息负债同比增速-1.4%，较2019年增速大幅下降15.6个百分点，显著低于其他非试点房企。2021年，三条红线推广二批试点企业。以重点上市房企2020年年报数据来看，52家房企中，仅10家能达到绿档，24家在黄色档，10家在橙色档，8家在红色档，多数企业融资需求或受约束。

图8：2020年，试点企业有息负债增速大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：三条红线政策约束房企负债增速

	政策内容
红线标准	红线一：剔除预收款的资产负债率不得大于70%
	红线二：净负债率不得大于100%
	红线三：现金短债比不得小于1倍
分档标准	红色档：如果三条红线都触碰到了，则不得新增有息负债
	橙色档：如果碰到两条线，负债年增速不得超过5%
	黄色档：碰到一条线，负债年增速不得超过10%
	绿色档：三条线都未碰到，负债年增速不得超过15%
首批试点企业	碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、中海、华侨城、绿地、华润和阳光城12家房企

资料来源：经济参考报、开源证券研究所

房贷供给收缩下，销售回款增速回落，且预收资金监管趋紧，房企资金腾挪空间缩小。2021年以来，部分银行由于房贷集中度超标，按揭贷款额度趋于紧张。上半年，个人按揭贷款2.1万亿，同比减少2000亿；按揭供给受限下，地产销售从3月开始出现回落，6月销售额两年复合增长10.8%，较3月增速累计回落9个百分点；销售面积增速5.3%，较3月增速累计回落5.4个百分点。销售回落下，地产开发资金中销售回款资金，6月两年复合增长12.1%，较5月回落4.6个百分点。同时，2020年以来多地收紧预售资金，房企资金腾挪空间缩小。

图9：地产销售已经出现回落迹象

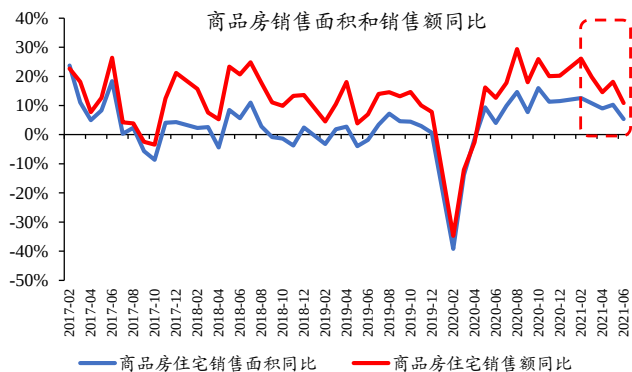
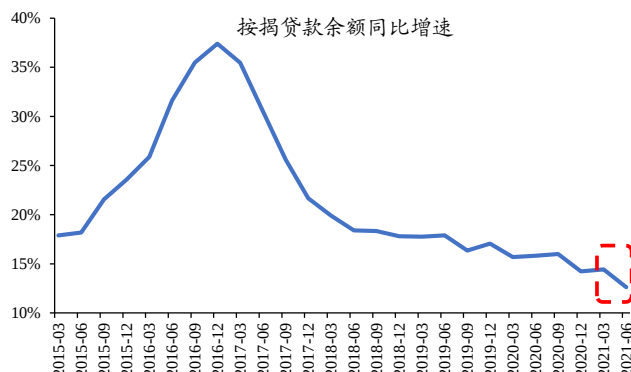


图10：居民按揭贷款增速下滑



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_24636

