



中信证券研究部

核心观点



明明
FICC 首席分析师
S1010517100001



李晗
信用债首席分析师
S1010517030002



张全国
房地产和物业服务
行业联席首席分析师
S1010517050001



徐焯烽
信用债分析师
S1010521050002

2022 年地产市场穿越从信用风险到行业风险的风波，债券投资者也经历了从初期茫然无措到三支箭后信心筑底，11 月以来房地产行业政策连续出台，历史上鲜有如此般对某一行业的密集支持性政策出台，支持范围在扩大，支持力度也在加强，近期多重因素交织下，地产债二级市场表现升温。我们相信政策-销售-融资的逐步修复确定性在加大，当前政策底已现，接下来需要关注和期待疫情平稳后销售数据的表现。而经历了一年多的行业动荡，站在政策转向的新起点，2023 年地产债又将何去何从，我们将从政策、资金、风险、基本面、利差五大方面展望 2023 年地产债的走势与投资策略。

■ **政策导向转为平稳发展。**本轮房地产周期经历收紧、去库存、调控、纠偏、支持等五轮政策改革。从趋势看，中央强调“房住不炒”的基调，注重房地产行业的逆周期调节，避免大起大落，从而引导行业平稳发展和脱虚向实。2022 年前三季度虽然同样有一些支持性政策出台，但实际取得效果一般。11 月以后，诸多重点政策落地，在帮助房企纾困的同时也向市场传递政府支持房地产行业平稳发展的态度与信心。市场预期即使地产行业仍处于弱修复通道，但短期内房企的流动性困局将得到改善，后续政策面也有望继续支持地产行业，因而二级市场上投资者情绪转暖。

■ **房企实际到位资金同比降幅趋缓。**与往年相比，2022 年以来房企实际到位资金规模降幅明显，至 2022 年 11 月，实际到位资金 20.91 万亿元，同比减少 18.82%，主要为当年到位资金同比下降 25.66%。细分各项资金来源，2022 年以来各细项资金来源规模均出现不同程度的下滑，至 2022 年 11 月，部分资金来源的降幅已边际收敛，而部分资金来源的同比增速仍在下探。从债券融资角度看，2022 年以来地产境内债与美元债同比降幅明显。对于境内债券，预计未来随着房企“第二支箭”政策的推行和市场信心的恢复，净融资规模将持续改善；对于美元债，短期内地产美元债的净融资仍难言乐观，一级市场的回暖需等待美联储货币政策的转向和行业基本面的切实修复。

■ **存量风险收敛。**2022 年上半年，境内外债券集中到期，展期与违约规模增加；7 月以后，地产债到期压力减缓，展期与违约规模随之下降。经历了一年的震荡和调整，尾部风险逐渐出清，截至 2022 年 12 月，境内地产债的违约规模和数量已呈降低趋势；对于地产海外债，存续规模下降，违约规模和数量持续下降，信用环境正在改善，舆情和信用事件对市场情绪的冲击也在减少。展望 2023 年，预计短期内地产债市场仍有舆情和信用事件波动，但长期来看，展期与违约数量料将随行业基本面改善而减少。

■ **基本面底部震荡，待销售反弹。**从基本面看，当前房企拿地情绪回暖，开工竣工增速倒挂幅度加大，销售底部波动，整体行业仍在底部震荡，修复方向虽明确但动力稍显不足。回顾历史股债行情，每逢房地产行业调控政策转向时，地产债利差挂钩于基本面特别是销售情况的表现，更重视修复的本质。打铁还需自身硬，若销售情况不改善，房企流动性紧张的问题就依旧存在，对于债券市场，地产债的切实康复需看到基本面的回暖。

■ **投资策略：利差分化，属性为王。**随着政策优化、居民收入预期转增，房地产销售改善将带动基本面康复。过去压制利差修复的政策、资金、风险和基本面等因素均开始释放利多信号，预计 2023 年地产利差也将由 2022 年单边利空的行情转向多空拉锯。当前房地产行业化解风险的主要方式为收购优质项目向受困企业提供流动性，预计 2023 年最先受益的房企为央、国企业，而后混合制企业和民企则随行业基本面改善而康复；对于机构而言，待行业风险出清后，可博弈不同企业属性之间的溢价，地方国企收益成长性更高；站在投资角度，建议关注行业拐点出现后的右侧机会，也可理性看待抛售与展期，关注估值超跌的机会。

■ **风险因素：**宏观经济修复不及预期；监管政策超预期收紧；政策优化后居民预期收入增长不及预期；房价波动超预期；个体信用风险冲击市场等。

目录

政策导向转为平稳发展.....	3
2020 年以前地产政策调控为主	3
2021 年以来政策支持力度加大	4
资金同比降幅趋缓.....	6
地产资金总体情况	6
细分板块看地产资金	6
债券融资边际回暖	8
存量风险收敛	10
基本面底部震荡，待销售反弹.....	11
多角度看地产基本面	11
板块修复依托于销售回暖	12
利差分化，仍处高位	13
投资策略	15
风险因素	15

插图目录

图 1：70 个大中城市住宅价格指数同比增速.....	3
图 2：棚改货币化阶段的中央重要调控政策.....	4
图 3：房企各项资金来源累计同比增速	6
图 4：房地产贷款资金同比增速与 3 年期高等级地产债利差情况	7
图 5：房地产其他资金来源累计值情况	7
图 6：房地产自筹资金同比增速与 3 年期高等级地产债利差情况	8
图 7：房地产各项应付款累计值情况	8
图 8：境内房地产债券净融资情况	9
图 9：中资海外房地产债券净融资情况	9
图 10：国有和民营房企境内债券的净融资情况	9
图 11：地产债违约规模与数量均降低.....	10
图 12：土地成交面积当月值与溢价率.....	11
图 13：房地产开发投资完成额同比增速	12
图 14：房地产新开工和竣工面积累计值	12
图 15：30 大中城市商品房成交数量	12
图 16：地产板块股债表现.....	13

表格目录

表 1：2022 年 11 月以来中央对地产行业的支持性政策频出	5
表 2：存续地产债的等级分布.....	10
表 3：3 年期不同属性房企债券利差变动情况	13
表 4：不同类型主体利差变动和债券余额	14

11 月以来房地产行业政策密集出台，支持力度逐渐加大。市场多空因素交织下，地产债二级市场表现升温，我们将从政策、资金、风险、基本面、利差五大方面展望 2023 年地产债的走势与投资策略。

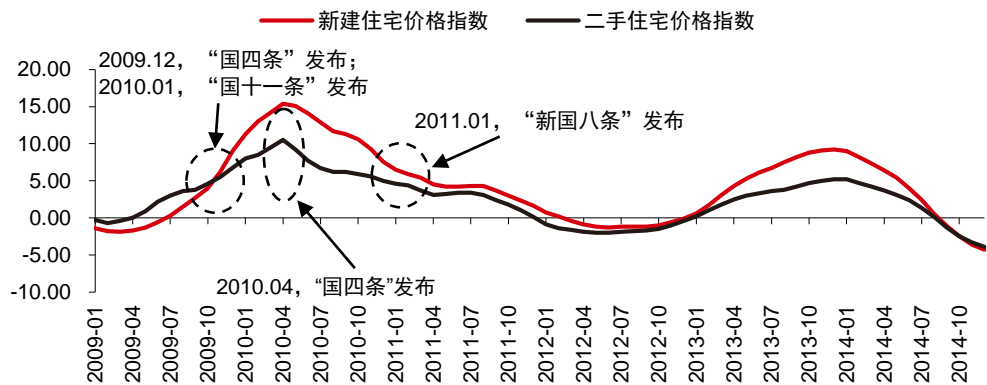
政策导向转为平稳发展

本轮房地产周期经历收紧（2010 年“国十条”阶段）—去库存（2014 年棚改货币化）—调控（2017 年“房住不炒”）—纠偏（2021 年有序纠偏）—支持（2022 年平稳发展）等五轮政策改革。从趋势看，中央强调“房住不炒”的基调，注重房地产行业的逆周期调节，避免大起大落，从而引导行业平稳发展和脱虚向实。

2020 年以前地产政策调控为主

国十条阶段（2010-2013）。后金融危机时期，我国房地产行业进入过热状态，房价呈快速上涨趋势，购房需求更多由刚需转为投机性需求。为抑制房价快速上涨的趋势，国务院先后提出和出台调控政策，寓示中央政策导向由宽松转为收紧，特别是 2010 年 4 月“国十条”通过设置阶梯型首付比例、限购、加强市场供给等措施调整市场供需格局，扭转房价加速上行的趋势，房价指数同比增速迎来拐点。本轮政策改革主要抑制购房投机投资性需求，减缓房价上行的节奏。

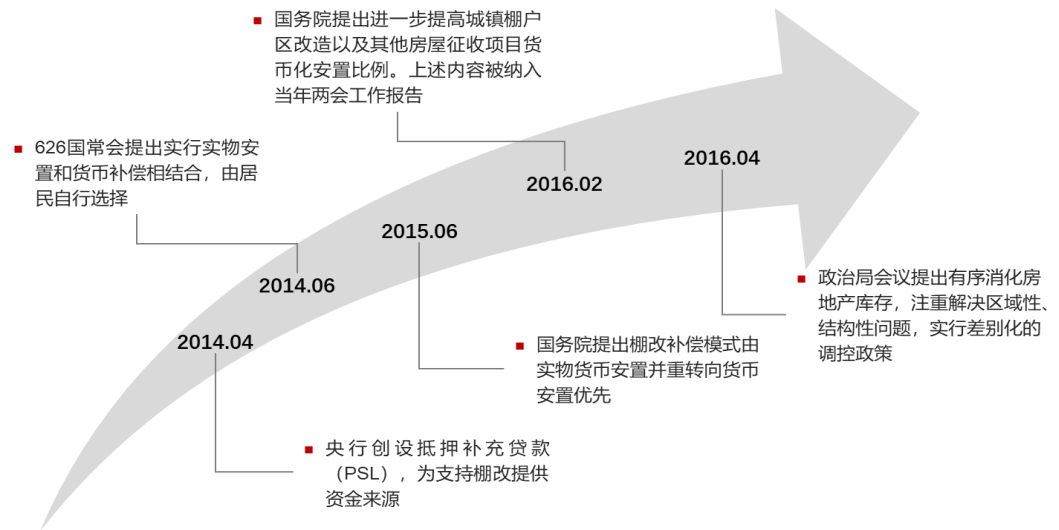
图 1：70 个大中城市住宅价格指数同比增速（单位：%）



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

棚改货币化阶段（2014-2016）。经历“国十条”阶段的调控后，房地产库存大幅增长，在高库存下，房地产开发商资产端长期的预售资金和居民按揭贷款带来资金回流，与房企偿还自身债务的短期资金需求形成期限错配，积累信贷市场信用风险和系统性风险。而棚改安置特别是货币安置是去库存的高效方式。根据中指研究院，2014 年央行创设 PSL 为棚改提供资金支持后，棚改货币安置措施开始推广（<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1740867904447759476&wfr=spider&for=pc>）；2015 年 6 月，国务院首度提及优先使用货币安置；2016 年，国务院提出提高货币化安置的比例。本轮改革主要从需求端反哺供给端去库存，抽丝剥茧地化解逐渐积累的信用风险，但一定程度上再次推高了房价。

图 2：棚改货币化阶段的中央重要调控政策



资料来源：Wind，中国政府网，中国人民银行，中信证券研究部

房住不炒阶段（2017-2020）。2016 年开始，房地产市场再次呈现过热趋势，2016 年 12 月的中央经济工作会议提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，标志新一轮调控政策的开启。2017 年，多地出台限购政策；2018 年，住建部提出“因地制宜推进棚改货币化安置，不搞‘一刀切’”；2019 年 7 月，中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；2020 年，“三道红线”和“两集中政策相继出台。”此阶段房地产供需两端均有相应调控措施，提高首付比例、限购限贷等措施抑制增长过快的地产投机性需求；“三道红线”、“两集中”压缩房企的资金来源，限制激进的扩张策略。

2021 年以来政策支持力度加大

有序纠偏阶段（2021）。2021 年房地产市场销售转冷，部分房企出现流动性危机，进而引发行业的舆情风险，监管层认识到需要在坚持“房住不炒”的定位下对房地产市场进行适度放松与呵护，21Q4 需求端和融资端均有政策放松调控：需求端地方政府通过下调土拍门槛、降低预售条件、放松限购条件、下调首付比例和贷款利率等措施刺激地产消费增长；融资端央行提出“保护房地产信贷平稳有序投放”，并鼓励相关企业通过并购债、并购贷等债务融资工具实现风险处置项目的兼并收购。

纾困与支持阶段（2022 年）。2021 年末至 2022 年初，多地放松购房限制，意图刺激购房需求，但实际效果有限，地产销售情况并未回暖，房企的流动性困境也未得到缓解，舆情和信用风险事件频频出现。5 月中债增信支持民营房企融资，8 月央行出台保交楼借款，尽管上述政策暖风频吹，但行业基本面依然在底部徘徊，市场信心未如预期恢复。2022 年 11 月以来，中央密集出台重点政策，加大对房企的支持力度，特别是借款、债券、股权融资“三箭齐发”，拓宽房企的融资渠道，改善流动性紧张的局面，提振市场信心。这一轮的支持政策意在帮助房企恢复融资、销售和回款，修正市场的不理性预期，尽快促使地产行业回归到平稳发展的轨道上。

表 1：2022 年 11 月以来中央对地产行业的支持性政策频出

时间	文件/机构	主要内容
2022 年 11 月 8 日	银行间交易商协会	“第二支箭”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。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资 ，后续可视情况进一步 扩容 。
2022 年 11 月 12 日	《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》	评级 4 级以上且资产规模大于 5000 亿元的商业银行可与优质房地产企业 开展保函置换预售监管资金业务 ，保函仅可用于置换依法合规设立的预售资金监管账户的监管额度内资金，置换金额 不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 30% ， 置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 70% 。
2022 年 11 月 21 日	中国证监会	要密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划， 继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资 。
2022 年 11 月 22 日	人民银行	拟推出约 2000 亿元的无息再贷款 ，支持商业银行推动 化解未交楼个人住房贷款风险 。
2022 年 11 月 22 日	国务院常务会议	推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款 ，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展。
2022 年 11 月 23 日	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会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》	稳定房地产开发贷款、建筑企业信贷投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款、信托贷款存量融资合理展期，保持债券、信托等资管产品融资稳定； 鼓励金融机构提供“保交楼”配套融资支持，支持开发性政策银行提供“保交楼”专项借款 ；做好 房地产项目并购金融支持 ，探索市场化支持受困房企方式；鼓励依法自主协商延期还本付息；保护延期贷款的个人征信权益； 延长房地产贷款集中度过渡期，阶段性优化房地产项目并购融资政策 ；优化住房租赁信贷服务，拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。
2022 年 11 月 23 日	银行间交易商协会	中债增进公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具 对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函 ，拟首批分别支持三家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据，后续将 根据企业需求提供持续增信发债服务 。
2022 年 11 月 28 日	中国证监会	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 。
2022 年 12 月 15 日	国务院	房地产是国民经济的支柱产业 ，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。
2022 年 12 月 16 日	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 推动房地产业向新发展模式平稳过渡 。
2022 年 12 月 21 日	人民银行	引导金融机构支持房地产行业重组并购， 推动防范化解优质头部房企风险，改善头部房企资产负债状况 。

资料来源：中国政府网，中国人民银行、中国证监会、中国银保监会、中国银行间市场交易商协会官网，中信证券研究部

二级市场转暖，政策量变引起市场情绪的质变。11 月的支持性政策接连出台后，市场情绪回暖，二级市场地产债利差收缩。究其原因并非为单一政策的利多影响驱动，更多是政策的量变引起市场情绪的质变。2022 年前三季度虽然同样有一些支持性政策出台，但市场预期政策导向仍以调控为主，短期内难以看到地产行业基本面的修复。11 月以后，诸多重点政策落地，在帮助房企纾困的同时也向市场传递政府支持房地产行业平稳发展的态度与信心。市场预期即使地产行业仍处于弱修复通道，但短期内房企的流动性困局将得到改善，后续政策面也有望继续支持地产行业，因而二级市场上投资者情绪转暖。

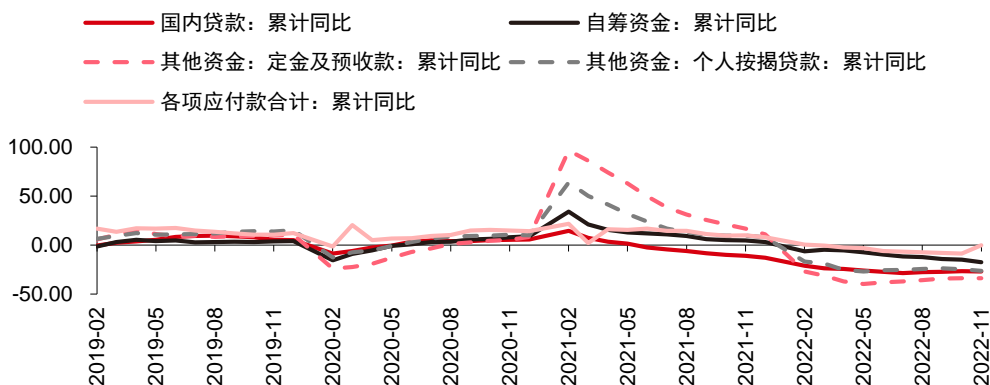
■ 资金同比降幅趋缓

地产资金总体情况

2022 年（截至 11 月）房企实际到位资金规模收缩，同比增速降幅趋缓。按年度看，年末时房企实际到位资金以当年资金为主，上年资金结余占比较小。与往年相比，2022 年（截至 11 月）房企实际到位资金规模降幅明显，其中上年资金结余规模同比变化幅度较小，主要为当年合计开发资金规模收缩。至 2022 年 11 月，房地产实际到位资金 20.91 万亿元，同比减少 18.82%，其中上年资金结余 7.28 万亿元，同比下降 1.93%；当年到位资金 13.63 万亿元，同比下降 25.66%。

各项资金来源同比增速降幅趋缓。国家统计局将房地产开发资金来源分为国内贷款、利用外资、其他资金、自筹资金四大类，并将各项应付款（不属于前述四大类）单独列示。由于利用外资规模较小，我们在下文主要讨论**其他三类资金来源和各项应付款的变化情况**。2022 年以来各细项资金来源规模均出现不同程度的下滑，至 2022 年 11 月，部分资金来源的降幅已边际收敛，而部分资金来源的同比增速仍在下探。

图 3：房企各项资金来源累计同比增速（单位：%）

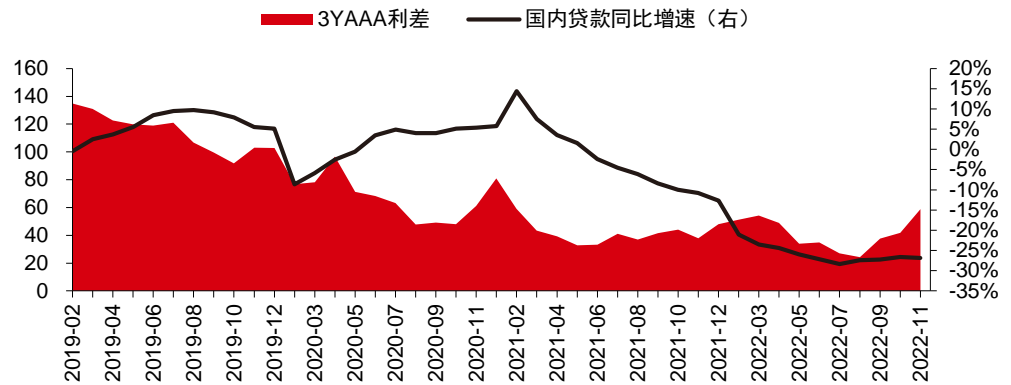


资料来源：Wind，中信证券研究部

细分板块看地产资金

贷款规模底部徘徊，同比增速仍处筑底过程。国内贷款是房地产开发资金来源的重要渠道，主要包含开发贷款、并购贷款、非标贷款等，资金来源以银行贷款为主，非银金融机构贷款占比较低。从规模看，2022 年房企国内贷款资金规模累计值增长缓慢，主要为贷款的当月规模较小，至 2022 年 11 月，房地产国内贷款累计值为 1.58 万亿元，环比增加 7.01%；从增速看，2022 年 7 月后国内贷款增速虽仍在低位，但降幅已收敛，至 2022 年 11 月，国内贷款累计值同比增速为-26.90%，较上月下降 0.30 个百分点。

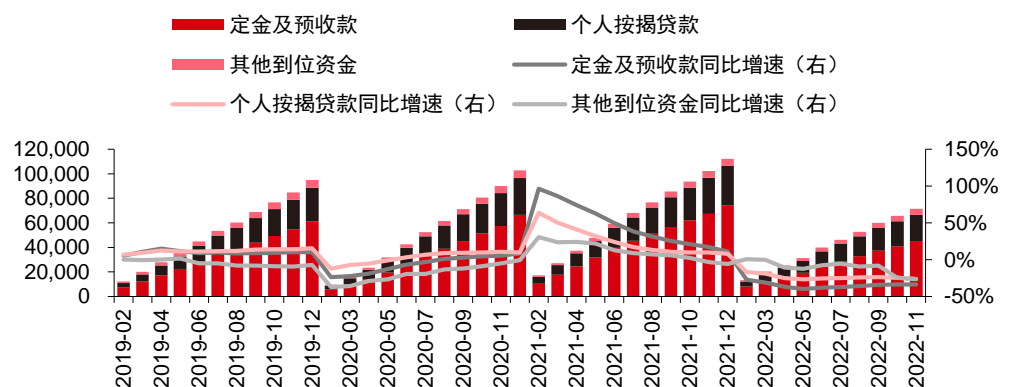
图 4：房地产贷款资金同比增速与 3 年期高等级地产债利差情况（单位：bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

定金及预收款和个人按揭贷款同比下行，拖累房地产其他资金来源。按照国家统计局口径，房地产其他资金来源由定金及预收款、个人按揭贷款、其他到位资金三大部分组成，其中定金及预收款和个人按揭贷款占比较高，其他到位资金主要包括国家预算内资金、债券、社会集资、个人资金等项目（http://www.stats.gov.cn/tjfw/tjzx/tjzxbd/201811/t20181112_1632858.html）。除其他到位资金外，其余两项资金来源较依赖于地产销售的情况。2022 年以来房地产行业景气度不佳的背景下，定金及预收款、个人按揭贷款规模同比下行；截至 2022 年 11 月，两项资金来源同比增速分别为-33.59%和-26.20%，虽仍在低位但反弹趋势已现，未来随着房地产市场信心恢复带动销售回暖，预计定金及预收款和个人按揭贷款到位规模压缩的情况将边际改善。

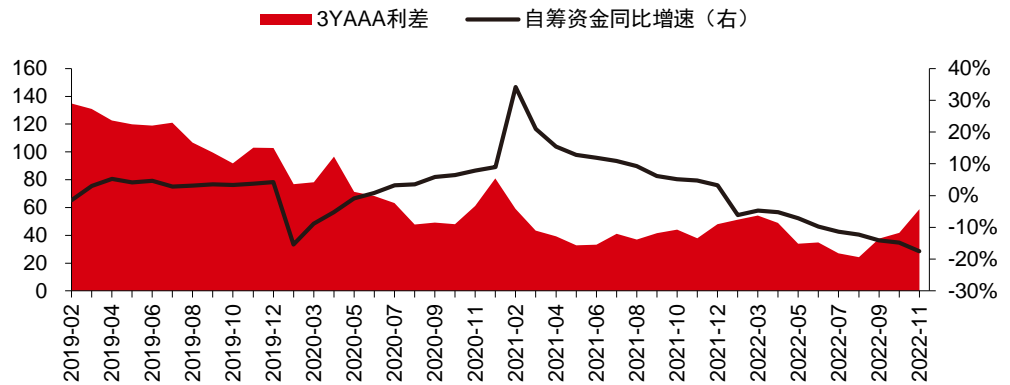
图 5：房地产其他资金来源累计值情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

自筹资金规模低迷，同比持续下探。根据国家统计局，自筹资金为企业筹集的用于房地产开发与经营的预算外资金，包括企业自有资金等来源。时至 2022 年末，自筹资金同比增速虽降幅略有收窄，但仍呈下行趋势。2022 年截至 11 月 30 日，自筹资金累计规模为 4.90 万亿元，同比减少 17.49%。

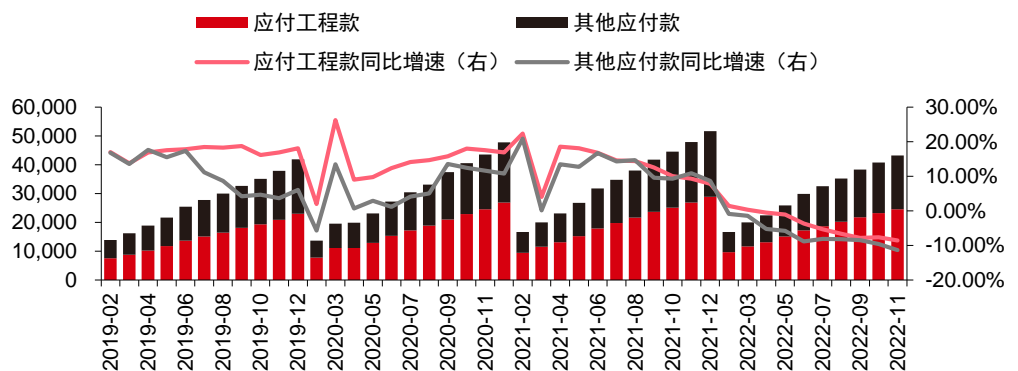
图 6：房地产自筹资金同比增速与 3 年期高等级地产债利差情况（单位：bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

应付工程款占比过半，其他应付款增速企稳。根据国家统计局，房地产投资各项应付款合计值包括应付工程款、应付器材款、应付工资、其他应付款等科目，以负债的形式间接为房地产开发提供资金来源。各项应付款以应付工程款为主，占比过半。截至 2022 年 11 月，房地产应付工程款和其他应付款分别为 2.46 万亿元和 1.87 万亿元，分别同比下降 8.55% 和 11.36%。6 月以来，应付工程款增速呈下滑趋势，其他应付款同比增速在 -9% 至 -8% 之间波动。

图 7：房地产各项应付款累计值情况（单位：亿元）



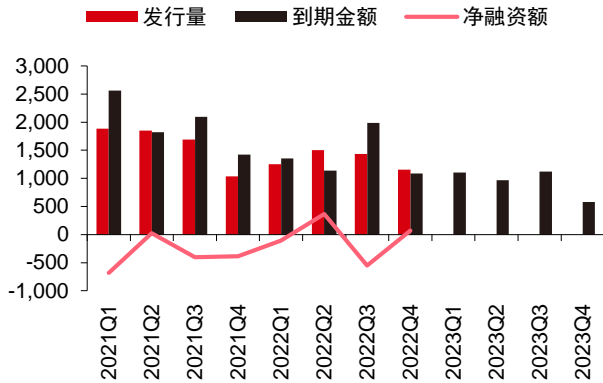
资料来源：Wind，中信证券研究部

债券融资边际回暖

债券市场净融资规模回暖，未来警惕海外债到期高峰。从发行角度看，2022 年房地产行业发行债券规模同比下降，境内债发行规模在 21Q4 的低点后由优质央企和民企带动恢复，美元债发行规模同比降幅明显；从到期角度看，境内债到期规模的阶段性高点在 22Q3，市场已在如履薄冰中度过，美元债的到期高峰在 23Q1，到期债券不乏前期已出险房企所发债券，未来需警惕集中违约对优质房企债券的冲击。净融资方面，境内债 22Q4 的净融资规模已边际反弹，预计未来随着房企“第二支箭”政策的推行和市场信心的恢复，

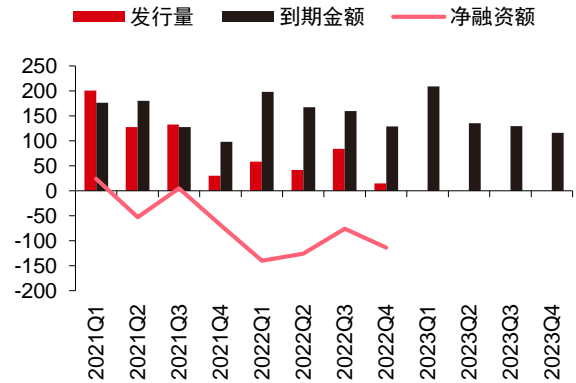
净融资规模将持续改善，四季度美元债净融资规模再次回落。在 2023 年 1 月到期美元债到期高峰的来临、美联储加息的延续、美债利率与美元汇率波动、境内融资渠道的拓宽等诸多因素推动下，我们认为短期内地产美元债的净融资仍难言乐观，一级市场的回暖需等待美联储货币政策的转向和行业基本面的切实修复。

图 8：境内房地产债券净融资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 2022 年 12 月 20 日

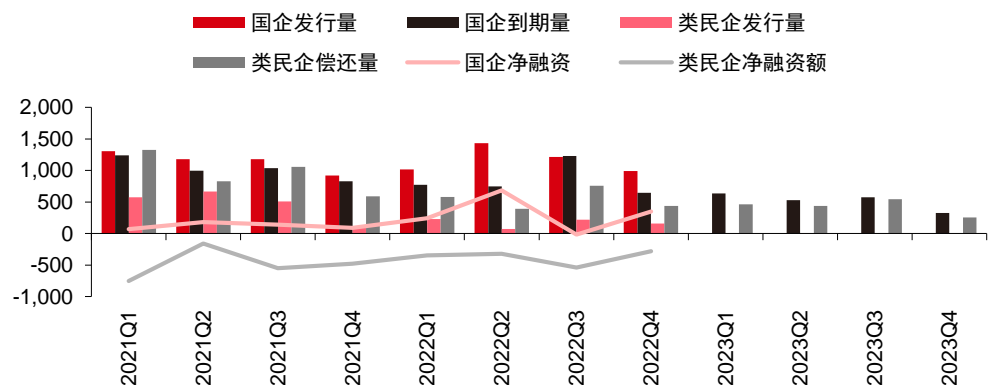
图 9：中资海外房地产债券净融资情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 2022 年 12 月 20 日

国有房企净融资转正，民营房企的净融资拐点为行业康复的时点。分企业属性看，2022 年以来，国有房企净融资受地产舆情影响较小，上半年净融资规模保持正增长，22Q3 净融资为负，主要为三季度到期规模较大所致，到期高峰的过后，四季度国有房企净融资已转正，随着 11 月以来房地产行业支持性政策的落实和市场信心的提振，预计 2023 年国有房企净融资规模将环比回暖。对于民营房企，2022 年以来净融资遇冷，主要为民营房企舆情和信用风险频发，债券融资的难度与成本增加，发行规模同比下降。2022 年二季度民营房企发行债券一度陷入停滞，在“示范房企”名单出台和中债增提供增信措施后，民营房企净融资规模才边际反弹。展望 2023 年，预计短期内“第二支箭”受益企业仍为示范房企和少量优质民营房企，受益范围有待扩容，中期看民营房企的净融资回暖需等待行业信用风险的出清和基本面的改善。

图 10：国有和民营房企境内债券的净融资情况（单位：亿元）

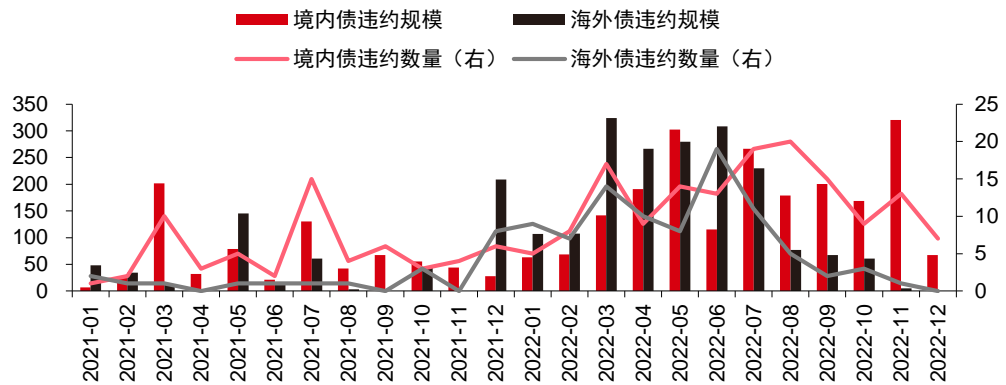


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 2022 年 11 月 20 日

■ 存量风险收敛

违约情况改善，信用风险正在出清。自 2021 年 7 月后，部分主体出现到期债务兑付困难，引起市场恐慌，境内与海外地产债市场信用风险事件频发；2022 年上半年，境内外债券集中到期，展期与违约规模增加；7 月以后，地产债到期压力减缓，展期与违约规模随之下降。经历了一年的震荡和调整，尾部风险逐渐出清。截至 2022 年 12 月，境内地产债的违约规模和数量已呈降低趋势，11 月境内债券违约规模反弹，主要为到期债券数量较多，新增违约主体较少；对于地产海外债，存续规模下降，违约规模和数量持续下降，信用环境正在改善，舆情和信用事件对市场情绪的冲击也在减少。展望 2023 年，随着 1 月到期高峰的来临，预计短期内地产债市场仍有舆情和信用事件波动，但长期来看，展期与违约数量料将随行业基本面改善而减少。

图 11：地产债违约规模与数量均降低（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 2022 年 12 月 20 日，海外债违约规模已转为人民币计价

存量地产债隐含评级较低。截至 2022 年 12 月 20 日，存续地产信用债共计 1321 笔，存续规模达 1.47 万亿元。按主体等级划分，超过七成地产债等级为 AAA，BBB 等级以下和无评级的规模占比不足 5%。与年初的评级相比，2022 年有 5 家主体评级调低，占存续主体数量的 2.21%。按隐含评级划分，存续地产债评级主要集中在 AA+、AA 和 BBB 以下等级，规模占比均超过 20%，其余等级的规模占比在 0%-7% 之间。存续地产债隐含评级中枢在 AA- 和 AA 之间，低于整体信用债市场在 AA 和 AA+ 之间的等级中枢。

表 2：存续地产债的等级分布

主体评级	规模 (亿元)	规模占比	隐含评级	规模 (亿元)	规模占比
AAA	10,384.78	70.88%	AAA-	740.77	5.06%
AA+	2,038.76	13.92%	AA+	2,962.16	20.22%
AA	1,347.94	9.20%	AA	4,026.21	27.48%
AA-	14.64	0.10%	AA-	981.95	6.70%
A+	10.00	0.07%	A+	561.48	3.83%
A	70.40	0.48%	A	493.26	3.37%
A-	9.30	0.06%	A-	1.80	0.01%
BBB 及以下	709.33	4.84%	BBB 及以下	4,873.13	33.26%
无评级	65.60	0.45%	无评级	10.00	0.07%
合计	14,650.75	100.00%	合计	14,650.75	100.00%

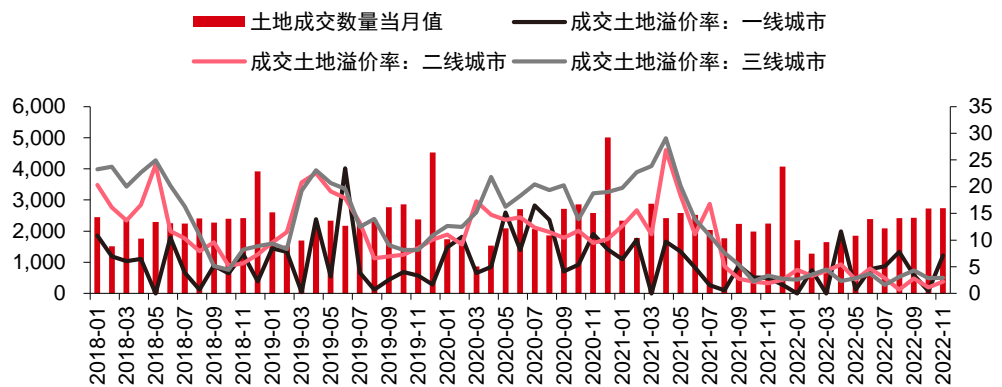
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2022 年 12 月 20 日

■ 基本面底部震荡，待销售反弹

多角度看地产基本面

拿地增速波动，土地成交规模回暖。根据 CREIS 数据，2022 年 1-11 月，百强房企拿地总额达 1.16 万亿元，拿地规模同比下降 50.5%，同比降幅环比扩大 0.3 个百分点，房企拿地热情略有下降。土地交易方面，11 月 100 大中城市土地成交当月规模为 2733 万平方米，同比与环比增速均实现正增长，分别为 21.85%和 0.11%，一、二、三线城市土地成交溢价率均环比增加。2022 年初，受公共卫生事件反复、部分地产企业债务舆情风险等因素影响，土地成交规模和溢价率触底，央国企成为拿地主力；下半年后，城投企业对土地交易的参与度提升，土地成交规模弱复苏。预计 2023 年公共政策优化带动居民收入提升和“保交楼”等支持政策进一步提振市场信心，土地成交规模料将在中长期内恢复，但短期内则可能维持当前胶着拉扯的趋势。

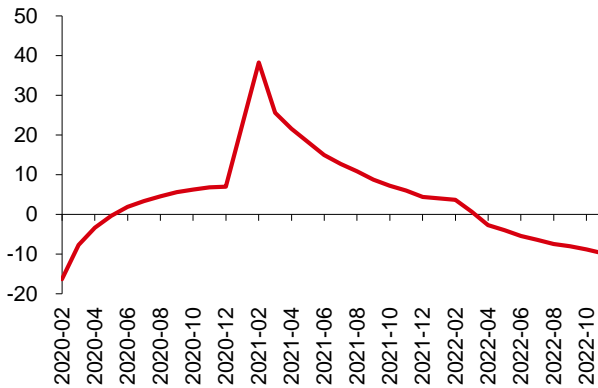
图 12：土地成交面积当月值与溢价率（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

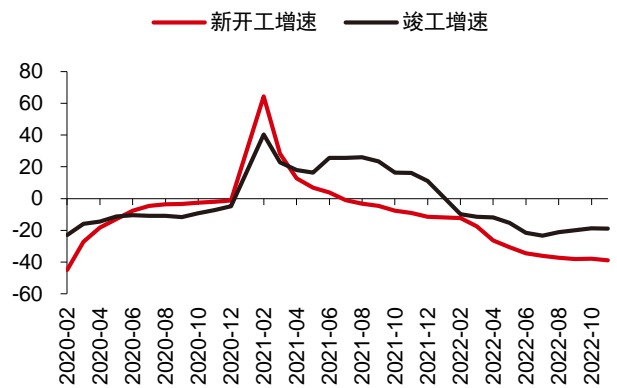
开发投资下探，开竣工增速倒挂，同比降幅企稳。2022 年以来，受资金来源下降影响，房地产开发投资完成额保持负增长，同比增速逐月下探，截至 2022 年 11 月，房地产开发投资完成额增速为-9.80%，为 2020 年疫情冲击以来的最低值。开竣工方面，2022 年以来，开竣工增速为负，竣工增速高于开工增速，7 月 28 日政治局会议强调“保交楼，稳民生”，竣工增速随即企稳、降幅收敛，与开工增速之间的差值仍呈扩大趋势。

图 13: 房地产开发投资完成额同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

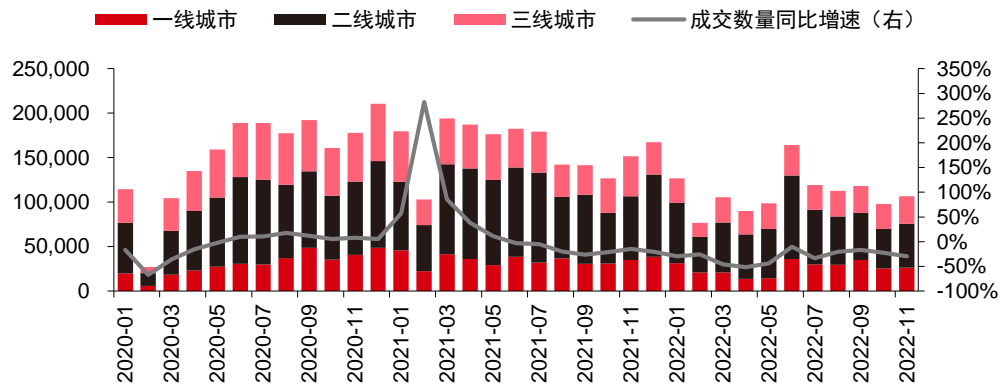
图 14: 房地产新开工和竣工面积累计值 (单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

销售增速同比回落, 2023 年降幅有望收敛。受公共卫生事件冲击和“金九银十”过去等因素影响, 11 月 30 大中城市商品房成交数量同比增速为-29.59%, 环比下降 6.89pcts。2022 年以来, 多地出台刺激购房政策, 从年初的三、四线城市逐渐转至 11 月以来的强二线城市和一线城市。北京、成都、杭州、合肥、南京、武汉、西安、厦门等重点城市均有相关政策出台, 具体措施涵盖购房补贴、放宽限购条件、搭建交易平台等方面。随着房地产被列为国民经济的支柱产业和 2022 年中央经济工作会议强调“促进房地产市场平稳健康发展”, 预计 2023 年从中央到地方均会有增量政策出台, 虽然短期内房地产销售可能维持低位, 但中长期来看, 政策见效后销售情况料将回暖。

图 15: 30 大中城市商品房成交数量 (单位: 套)



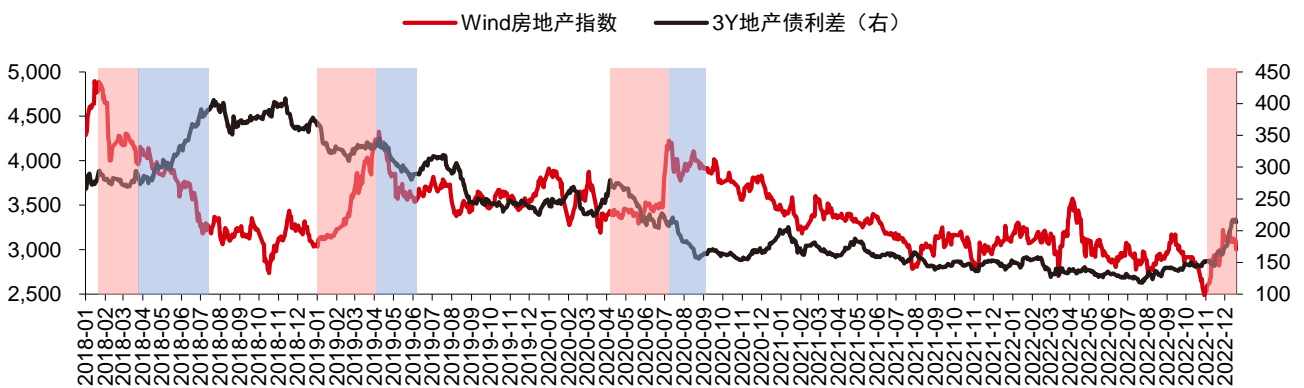
资料来源: Wind, 中信证券研究部

板块修复依托于销售回暖

政策托举并非万能良药, 打铁还需自身硬。11 月以来的支持性政策对房地产行业起到的是呵护作用而不是治愈作用, 更多是帮助稳健经营的优质房企缓解短期流动性的燃眉之急, 提振市场信心。长期来看, 融资“三支箭”、预售资金放宽、并购重组融资政策优化等措施并非万能良药, 打铁还需自身硬, 若销售情况不改善, 房企流动性紧张的问题就依旧存在, 房地产境外信用的改善和发展还需落实到自身基本面的康复上来。

政策转向，利差未动，股价先行。地产行业的利多信号甚至是超预期的利好政策可在短时间内拉动资本市场情绪，股债市场的相关板块也因此而回暖。我们以 Wind 房地产指数的走势代表地产上市公司股价的变动情况，以 3 年期地产债信用利差的中位数代表地产债利差。2018 年以来，每逢房地产行业调控政策转向时，地产股价表现更加敏感，而利差则是挂钩于基本面特别是销售情况的表现，表现为二级市场利差的下行或走阔行情通常滞后于股价的上行或下跌行情，例如：2018 年 2-3 月，地方政府密集出台房地产限购政策，两会报告再度提及“房住不炒”，房地产指数迅速下跌，而地产利差在 4 月商品房销售面积和销售额同比增速实质下跌后才开始调整；2019 年一季度，房地产调控政策在 2018 年底收紧的基础上略有放松，银保监会提及房地产市场平稳健康发展，房地产指数上行，而地产利差在 4 月房地产销售面积和销售金额同比增速回暖后才开始收窄；2022 年上半年，公共卫生事件冲击后，政府调控政策稳中有放，国内股市情绪转暖，房地产指数上行，地产债利差则在 7 月销售同比增速恢复到 2019 年末水平后才开始收窄。

图 16：地产板块股债表现（单位：bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 利差分化，仍处高位

房企利差处于历史高位，不同属性走势分化。我们以 3 年期地产债券利差中位数代表行业整体利差情况，截至 2022 年 12 月 20 日，中央国企、地方国企、混合所有制房企和民营企业利差分别为 79.90bps、178.20bps、1238.08bps 和 2740.75bps，均处于 2018 年以来的较高水平。12 月以来，央国企和类民企利差走势分化，国有房企利差受债市调整影响走阔，类民企利差则受利好政策影响收窄。

表 3：3 年期不同属性房企债券利差变动情况（单位：bps）

	年初利差	月初利差	当前利差	较年初变动	较月初变动	历史分位数
中央国企	44.39	61.53	79.9	35.51	18.37	80.60%
地方国企	109.69	122.56	178.2	68.51	55.65	95.30%
混合制企业	711.68	1,350.80	1,238.08	526.4	-112.73	95.20%
民营企业	735.35	4,743.40	2,740.75	2,005.40	-2,002.66	92.10%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 2022 年 12 月 20 日

受舆情影响，部分房企利差波动。截至 2022 年 12 月 20 日，存续地产债共计 1321 笔，存续规模达 1.47 万亿元，存续地产债以央国企债券为主。我们选取各类型房企的代表企业，以其期限为 1 年以上的存续债券利差的中位数代表公司利差水平。不同属性类型的房企中，出现舆情风险的房企利差波动较大。

表 4：不同类型主体利差变动和债券余额（单位：bps，亿元）

	年初利差	月初利差	当前利差	较年初变动	较月初变动	债券余额
中央国有企业	53.05	96.61	110.16	57.12	13.55	4,092.02
保利发展	26.43	28.99	36.78	10.35	7.79	629.40
华润置地	32.24	39.25	48.00	15.76	8.75	530.00
招商蛇口	32.87	40.92	33.56	0.69	-7.36	439.40
中海地产	32.33	42.91	46.77	14.44	3.86	453.00
中国铁建	58.58	164.47	189.67	131.09	25.2	313.00
绿城集团	93.18	384.35	419.02	325.85	34.67	297.56
远洋集团	280.19	3,880.40	3,901.47	3,621.28	21.07	235.70
电建地产	127.31	187.88	209.37	82.06	21.49	221.90
上海金茂	71.19	170.69	198.50	127.32	27.81	193.00
信达投资	118.25	202.03	243.62	125.37	41.6	151.41
地方国有企业	97.96	118.09	165.46	67.5	47.37	5,737.70
首开股份	106.76	227.80	284.86	178.1	57.06	557.53
金融街	75.81	106.35	118.77	42.96	12.42	300.00
首创城发集团	209.80	247.18	276.64	66.84	29.46	276.00
建发房产	90.05	132.84	159.12	69.08	26.28	252.85
华发股份	279.18	288.02	325.19	46.02	37.18	250.00
珠江实业集团	133.74	146.71	202.45	68.71	55.74	183.30
陆家嘴	-3.11	33.28	61.27	64.38	27.99	178.00
混合制企业	415.78	1,178.67	1,172.53	756.75	-6.14	2,210.98
万科	26.76	116.07	132.77	106.01	16.7	484.37
金地集团	103.96	1,143.50	1,122.31	1,018.36	-21.19	382.62
远洋集团	280.19	3,880.40	3,901.47	3,621.28	21.07	235.70
民营企业	688.12	3,494.16	1,187.32	499.2	-2,306.85	2,338.63
碧桂园地产	388.78	3,897.30	3,424.80	3,036.02	-472.51	202.75
龙湖	86.25	958.88	962.99	876.74	4.11	403.33
美的置业	227.12	367.18	362.81	135.69	-4.38	128.94
卓越商业	1,061.36	334.89	370.19	-691.18	35.3	8.60
金辉股份	669.19	993.23	914.64	245.46	-78.59	34.00
旭辉集团	225.57	11,490.03	8,103.69	7,878.13	-3,386.34	128.93
滨江集团	206.04	309.58	345.04	139	35.46	100.30
新城控股	675.63	1,558.50	995.58	319.95	-562.92	69.42

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 2022 年 12 月 20 日；仅包含境内债券

预计利差由单边利空转向多空拉锯。随着 11 月以来的支持性政策密集出台，房企融资渠道得到拓宽，房企开发投资资金规模料将随融资“三支箭”政策落实和销售回款增加而触底反弹；风险方面，虽然短期内仍有信用风险波动，但增量信用风险在降低，存量风险也在收敛；基本面方面，拿地、开发、竣工、销售等环节均处于弱修复通道，随着政策优化、居民收入预期转增，房地产销售改善将带动基本面康复。过去压制利差修复的政策、资金、风险和基本面等因素均开始释放利多信号，预计 2023 年地产债利差也将由 2022 年单边利空的行情转向多空拉锯。

■ 投资策略

修复路径自上而下，待康复后可博弈企业属性溢价。政策支持下，当前房地产行业化解风险的主要方式为收购优质项目向受困企业提供流动性，因此预计 2023 年最先受益的房企为稳健经营、流动性充足、股权结构清晰的央企企业，而后是优质的类民企，受困的混合制企业和民企则终将随行业基本面改善而康复，风险逐步降低的大方向不变。对于机构而言，待行业风险出清后，可博弈不同企业属性之间的溢价，央企主体溢价并不显著，预计地方国企将成为未来重点配置方向。

理性看待市场悲观情绪与踩踏，建议布局右侧机会。房地产行业从修复到康复的路径虽然明确但需时间落实，对于幸存的民营房企债券，当前估值仍在低位震荡，布局左侧抄底的难度较大，建议关注行业拐点出现后的右侧机会。虽然市场悲观情绪蔓延，但抛售与踩踏也带来错杀与超跌的机会，短期内不必对地产板块过于悲观。

■ 风险因素

宏观经济修复不及预期；监管政策超预期收紧；政策优化后居民预期收入增长不及预期；房价波动超预期；个体信用风险冲击市场等。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。