



中國證券
China Securities

中國房地產

政策仍具放寬空間以穩經濟增長

- ◆ 受疫情影響，中國 2022 年上半年的 GDP 增長 2.5%，當中第二季的 GDP 增長只有 0.4%，遠低於第一季度的 4.8% 增長，以及今年 5.5% 的增長目標。「穩增長」壓力巨大，預期中國樓市放寬政策將持續。
- ◆ 爛尾樓引發集體斷貸事件反映房地產去槓桿、資金鏈斷裂所引致的社會問題以及潛在的系統性風險，其後續對市場信心的影響和連鎖反應值得警惕。
- ◆ 2022 年 4 月 29 日召開的中共中央政治局會議首次提出「有效管控重點風險，守住不發生系統性風險底線」的要求，表明房地產行業面臨的風險必須解決，以防範風險蔓延至其他領域，並且強調支持剛性及改善性住房需求，優化商品房預售資金監管。此次會議傳遞之訊息為放寬地產行業政策定調。
- ◆ 貨幣政策配合以釋放資金及刺激需求。中國人民銀行於 4 月及 5 月間下調存款準備金率、銀行存款利率、首套房最低貸款利率標準及貸款市場報價利率 (LPR) 等。預期貨幣擴張政策將會持續以支持經濟復甦。

房地產市場跌勢趨穩但復甦疲弱

中國上半年房地產市場因應「因城施策」以及 4 - 5 月疫情壓制過後的常態修幅，致使 6 月的房地產市場終企穩，高能級城市的商品房銷量及價格齊升，然而有關利好並未能傳導至低能級城市。6 月整體房地產市場仍然疲弱，投資仍在磨底，預期短期內的反彈力度不大。

國家統計局於 7 月 15 日發佈 2022 年 6 月份商品住宅銷售情況。當局指 6 月份 70 個大中城市商品住宅銷售價格環比總體趨穩，環比上漲城市數目增加，然而同比繼續走低，同比上漲城市個數減少。當中一線城市的表現較好，新建商品住宅銷售價格環比上漲 0.5%，漲幅較上月擴大 0.1 個百分點；二手住宅銷售價格環比由上月持平轉為上漲 0.1%，二線城市新建商品住宅銷售價格環比由上月下降轉為增加 0.1%，二手住宅銷售價格環比下降 0.1%，降幅較上月收窄 0.2 個百分點。6 月份，70 個大中城市中，新建商品住宅和二手住宅銷售價格環比上漲城市分別有 31 個和 21 個，比上月均增加 6 個。

然而 6 月份同比數據顯示復甦勢頭仍然疲弱，一線城市新建商品住宅和二手住宅銷售價格同比分別上漲 3.3% 和 1.1%，漲幅比上月分別回落 0.2 和 0.6 個百分點。二線城市新建商品住宅銷售價格同比由上月上漲轉為下降 0.2%，二手住宅銷售價格同比下降 2.1%，降幅比上月擴大 0.4 個百分點。

1 - 6 月份全國房地產開發投資 68,314 億元人民幣，同比下降 5.4%。其中住宅投資 51,804 億元人民幣，下降 4.5%。房地產開發投資仍處於下滑態勢，反映房地產商對後市的信心以及資金到位預期仍有所保留。

宏觀數據 (%)

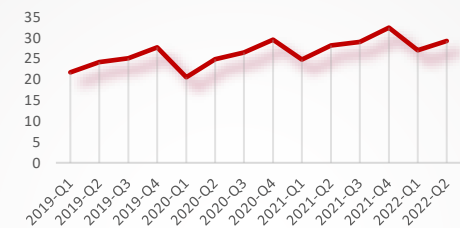
	2022-05	2022-06
工業	0.7	3.9
出口	16.9	17.9
進口	4.1	1.0
投資 (累計)	6.2	6.1
零售	-6.7	3.1
CPI	2.1	2.5
PPI	6.4	6.1
M2	11.1	11.4

資料來源：中國國家統計局

注：各指標均為同比。

國內生產總值 (GDP)

(萬億元)



資料來源：中國國家統計局

居民消費價格指數 (CPI)



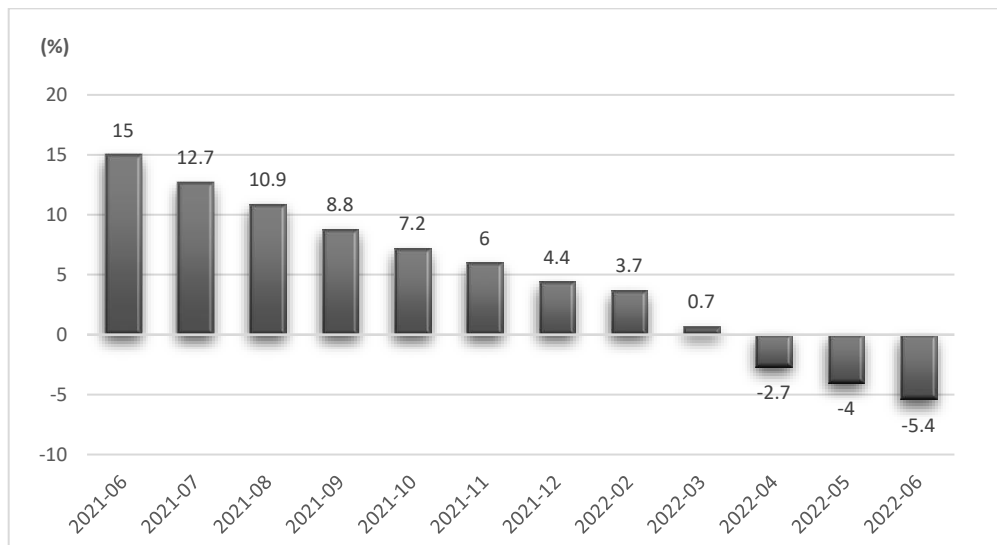
資料來源：中國國家統計局

中國證券研究部

research@chinasec.com.hk

www.chinasec.com.hk

全國房地產開發投資增速



資料來源：中國國家統計局

前 6 個月全國商品房銷售面積和銷售額分別下降 22.2% 和 28.9%，降幅比 1 - 5 月份分別減少 1.4 及 2.6 個百分點。資金情況方面，前 6 個月房地產開發企業到位資金同比下降 25.3%，降幅減少 0.5 個百分點。房地產開發景氣指數持續下滑，6 月份為 95.4，跌幅較上月放緩。

根據 6 月份的數據顯示，中國房地產市場正處於築底階段，但投資者的信心仍未全面恢復，市場仍觀望上半年的政策對房企融資、刺激需求等作用。另外，房地產預售資金的監管以及如何避免爛尾樓及集體斷供潮的出現亦備受關注。評級機構標準普爾預計，在最壞情況下，估計將有約 2.4 萬億元人民幣或 6.4% 的抵押貸款將面臨風險。爛尾樓停貸風險為房地產企業及金融機構帶來隱憂，有關當局應從預售資金運用監管，以至協助房企融資防止資金鏈斷裂著手重振市場信心。

政策情況

最高層政策定調

4 月 29 日，中共中央政治局召開會議為下一階段房地產行業政策「寬鬆」定調。會議傳遞了幾個重要訊息，包括：

第一，房地產政策的主基調仍然為「房住不炒」，要防止各類「黑天鵝」、「灰犀牛」事件發生，強調「有效管控重點風險，守住不發生系統性風險底線」的要求，表明須防範房地產風險蔓延到其他領域。

第二，於政策落地執行方面，會議把「一城一策、因城施策」，明確為「支持各地從當地實際出發完善房地產政策」，鼓勵地方政府出台符合當地情況的寬鬆或鼓勵政策來完善房地產發展，地方政府的主体责任更為明確化，各地鬆綁樓市亦有了更大的空間。

第三，在需求端方面，該會議把 2021 年 12 月會議提到的「支持滿足購房者合理需求」改為「支持剛性和改善性住房需求」，地方政府政策的目標更為細化，加大對重點群體的保障，例如發展保障性租賃住房市場，保障新市民及青年的住房剛需。另外，會議正式提出「優化商品房預售資金監管」，以防預售資金被挪用，並冀為企業打通現金流循環，提供不同工具防範企業風險。

政府對於房地產的長期態度是「維穩」，利用不同行政及金融手段透過地方政府細化及執行，以保房地產需求、滿足合理需求，防範資金鏈斷裂及爛尾樓所引發的系統性風險。

貨幣政策

8月1日人民銀行召開2022年下半年工作會議，強調須保持貨幣信貸平穩適度增長，綜合運用多種貨幣工具，保持流動性合理充裕。另外，須穩妥化解重點領域風險，包括化解中小銀行風險，及因城施策實施好差別化住房信貸政策。保持房地產信貸、債券等融資渠道穩定，加快探索房地產新發展模式。銀保監會於7月25日召開的工作會議亦表示支持地方做好「保交樓」工作，促進房地產市場平穩健康發展。

此前，人民銀行多次下調存款準備金率以向市場釋放資金，又下調房貸利率以刺激住房需求。央行於2022年4月25日下調金融機構存款準備金率25個基點（不含已執行5%存款準備金率的金融機構）。對沒有跨省經營的城商行和存款準備金率高於5%的農商行，再額外多降25個基點，釋放長期資金約5,300億。本次下調後，金融機構加權平均存款準備金率為8.1%。不過此次降準低於市場所預期的50個基點，不排除後續仍有降準空間。

而於4月降準後，5月中旬，央行、銀保監會宣佈下調首套商業性住房貸款利率下限為相應期限貸款市場報價利率（LPR）減20個基點。5月20日，央行宣佈下調五年期LPR 15個基點至4.45%，相當於房地產行業定向降息，也是歷史最大降幅。6月20日1年期LPR為3.7%，5年期以上中LPR為4.45%，兩者均與上月持平。

近期貨幣政策發佈

日期	發布機構	概括	重點內容
2021/12/15	中國人民銀行	下調存款準備金率	下調金融機構存款準備金率0.5個百分點（不含已執行5%存款準備金率的金融機構），共計釋放長期資金約1.2萬億元。
2022/1/20	中國人民銀行	下調LPR	央行公佈，1月1年期貸款市場報價利率（LPR）為3.7%，上月為3.8%，下降10個基點。5年期LPR為4.6%，上月為4.65%，下降5個基點。
2022/4/15	中國人民銀行	下調存款準備金率	4月15日央行宣布，決定於4月25日下調金融機構存款準備金率0.25個百分點（不含已執行5%存款準備金率的金融機構）。在此基礎上，對沒有跨省經營的城商行和存款準備金率高於5%的農商行，再額外多降0.25個百分點，釋放長期資金約5,300億。
2022/5/15	央行、銀保監會	下調首套房最低貸款利率標準	(1) 對於貸款購買普通自住房的居民家庭，首套房貸款利率下限調整為不低於相應期限貸款市場報價利率減20個基點，二套仍按現行規定執行； (2) 在全國統一的貸款利率下限基礎上，各省在央行及銀保監會的指導下，將根據轄區內各城市房地產市場形勢變化及城市政府調控要求，自主確定轄區內各城市首套和二套房商業性個人住房貸款利率加點下限。
2022/5/20	中國人民銀行	下調LPR	1年期LPR維持3.7%不變，5年期以上LPR為下調至4.45%，此前為4.6%，下調15個基點。

根據貝殼研究院數據顯示，6月份其監測的103個重點城市主流首套房貸利率為4.42%，二套利率為5.09%，分別較5月回落49個及23個基點，創2019年以來新低。回顧2008年和2014年放鬆周期，其中2008年周期4個月內連續5次降息，1年期貸款基準利率由7.47%降至5.31%，降幅達216bp；而2014年周期12個月內連續6次降息，1年期貸款利率由6%降至4.35%，降幅達165bp。本輪周期目前僅降息兩次，與前兩輪周期相比，降息力度仍然偏小，可期待後續進一步放鬆。

全國及地方政策

從行政政策來看，中國地產行業實施「因城施策」，所以此輪放鬆以地方性政策為主，而全國性一刀切政策則較少。本輪的地產調控寬鬆從2022年3月份啟動，各地因應當地實際情況推出不同措施推出放鬆政策，包括放鬆「四限」（限售、限購、限貸和限價）、降低預售條件、調整首付比例、優化公積金貸款、提供購房補貼等。

最初多數出台放鬆限購限售的城市市場基本面都有所承壓，如去年遭受暴雨災害影響的鄭州，其成為今年全國首個全面放鬆限購限貸的城市。後因房地產市場傳導輪動，再疊加上海疫情受累，高等級的長三角城市蘇州、南京也開始放寬。南京於5月20日取消二手房限購。5月23日，哈爾濱作為第一個省會城市完全解除樓市限售。青島於6月3日發布取消高新區、城陽、西海岸新區三區住房限購通知。6月23日，福建泉州市住房公積金管理委員會公布，降低首套住房的首付比例至兩成及提高二孩或三孩家庭的最高貸款額度。6月27日，杭州及上海均放寬落戶政策，以支持合理住房需求。除了房價上漲壓力較大的四大一線城市，其餘城市（包括新一線城市）的限購限售都將在不同程度上放開，預期各個地產城市放寬的節奏會加快。然而，放寬「四限」雖然能一定程度上提振房地產需求，但不代表樓市會迎來粗放增長。

房企融資新政策

國務院金融委會議於3月16日表示要及時研究和提出有效的防範化解房地產企業風險應對方案，提出向新發展模式轉型的配套措施。其後，央行、銀保監會、證監會、財政部等部門多次提出支援房地產企業合理融資需求，但政策利好多體現於國央企，有一些自身經營較好、債務結構合理的優質民企受到整體環境影響同樣發債困難。針對這些企業，5月11日，證監會宣佈在交易所債券市場推出民營企業債券融資專項支持計劃，由中國證券金融股份有限公司運用自有資金負責實施，通過與債券承銷機構合作創設信用保護工具等方式，增信支援有市場、有前景、有技術競爭力並符合國家產業政策和戰略方向的民營企業債券融資。5月16日，碧桂園、龍湖、美的置業三家民營房企被選為示範房企，於發債時，採用「債券發行+信用保護工具」的模式。創設機構同時發行包括信用違約掉期（私募CDS）或信用風險緩釋憑證（CRMW）在內的信用保護工具，合資格的民營企業可以在支付一定的信用保護費用以後獲得金融機構信用背書，幫助民營地產商逐步恢復公開市場的融資功能。截至6月底，碧桂園、龍湖、美的置業、旭輝控股、新城控股5家民營房企被監管機構選定為示範房企，採用信用保護工具，陸續發行人民幣債券實現融資39億元。

7月房企於國內的融資金額及次數明顯增大，反映監管部門支持房企合理資金需求的措施正在加快落實。根據克而瑞數據顯示，7月房企發債348.88億元，環比增10.3%，同比減少40.4%。其中境外發債只佔小部份約29.18億元，環比增203.6%，同比減少87.3%。境內發債319.7億元，環比增加4.2%，同比減少10%。境內發債主體基本仍為國央企，以及部份經營情況較好的民營房企。

雖然房企於國內的融資規模較上月增加，融資成本亦有所下降，但整體的融資金額下降，內房企業特別是民企的資金仍然緊張。根據中指研究院監測，2022年7月房地產企業非銀融資總額為881.1億元，同比下降56.7%，環比下跌3.1%，行業平均利率為3.85%，同比下降1.28個百分點，環比下降0.19個百分點。海外債及信托大幅回落是融資總額及成本下降的主要原因。境內債的融資主體而言，國央企仍然是主力，1-7月發行額佔比為87.8%，同比上升17個百分點。雖然5月有5家民企被選定為示範民企成功發行信用債，但此後並未有其他民企積極跟進。同時，7月為信用債到期高峰，多家出險企業為7月到期的債務申請了展期，總額達135.3億元，佔當月到期總額的16.6%。市場對於民營房企的償付能力存疑，影響其再融資的能力。

展望

金融政策

對於本輪週期，我們認為，因疫情防控形勢嚴峻，國內經濟情況仍處於低位，貨幣政策或還會繼續擴張。預期降息降準釋放流動性，以及著手個人房貸、向房企精準發放貸款等仍為主要手段。另外，監管當局亦會透過完善市場融資渠道及信用工具以協助房企融資。然而，目前政策的受惠者主要為國央企，以及少部份資本結構良好的民營房企，其他面對債務違約危機以及資金鏈斷裂風險的民企可能會為金融體系帶來系統性風險。因此，政府下半年的工作重點預期會集中優化房企的融資模式、推動房地產創新金融產品的發展等。

行政政策

對比歷史房地產放寬週期，2008年放寬周期大約15個月，2014年放寬週期大約28個月，目前正處於此輪放開的早期階段，我們認為，政策力度還在試探性放鬆。地方政府承擔主體責任，按地方需要推出合時宜的政策，加快探索房地產新發展模式。由於房地產及其相關產業鏈對中國GDP影響舉足輕重，貢獻率接近30%，預期政府政策將以實現房地產行業可持續發展為目標，幫助房企以及整體經濟穩步增長。

另外，因「房住不炒」仍是中國地產行業調控主基調，我們預計本輪週期銷售恢復目標為「托而不舉」。回顧2008年、2014年週期政策在新房價格環比增長過高時開始轉向：2008年週期在政策寬鬆結束時，70大中城市的新房二手房房價環比分別達1.9%和1.0%，而2014年週期則為1.8%和1.5%。所以，本輪放寬週期，政策預計也會在新房價格增長過快時轉向。

房企紓困

中國的房地產企業復甦需時，短期內仍有多間房企面臨經營困難和不良資產抬升的可能性。央行、國資委透過全國和地方性金融資產管理公司（"AMC"）紓困房企，介入部份地產項目的破產重整，並提供資金及整合建設資源，引入代建方合作對項目進行盤活。AMC 的介入除可拯救破產或瀕臨破產房企外，亦可盤活項目，減少爛尾樓以提振市場信心。

去年 12 月，央行、銀保監會出台《關於做好重點房地產企業風險處置項目併購金融服務的通知》，鼓勵銀行穩妥有序開展併購貸款業務，重點支持優質的房地產企業兼併收購出險和困難的大型房地產企業的優質專案，實際上是鼓勵市場對經營不善房企的出清。

另外，對於出險房企，網傳 4 月 25 日央行召集 6 大行、12 家股份制銀行、5 大 AMC 就 12 家問題房企紓困併購業務情況召開專題會議。會議主要針對 12 家問題房企的紓困進行指導。主要內容包括：AMC 可以接收 2021 年底以前資產用途是土地價款的資產，可以收金融機構暫未納入不良的貸款，可以收集團 2021 年年底之前的關聯方應收賬款，與關聯方合作收購的不納入重大關聯交易。以上業務開展不納入房地產貸款的集中度管理，保證按揭發放。以上的業務資本金按照 50% 計量，同時要全力支持開發貸，資金務必進行封閉管理。且對於四證不全併購專案、涉及併購貸款置換土地出讓金專案等合規性要求有所放鬆。

近日，AMC 紓困房企速度加快。8 月 5 日，中國華融宣佈與陽光集團簽署紓困重組框架協議。同日，河南鄭州市下發《鄭州市房地產紓困基金設立運作方案》，規模暫定 100 億元，吸引 AMC 等參與組建子基金。今年 7 月，中國信達聯合深圳華建組成項目團隊接手佳兆業廣州南沙爛尾樓「悅伴灣」，實現「AMC 接管 + 委托代建」的紓困模式。

預計接下來銀行和 AMC 在參與範圍和力度上將有所加大，加速房地產行業風險化解和市場有效出清，行業洗牌加速。

免責聲明及一般披露

本研究報告由中國證券有限公司（下稱「中國證券」；香港證券及期貨事務監察委員會中央編號：BMI548）編制及分發。本研究報告的資料來自中國證券相信可靠的來源取得，惟中國證券並不保證此等資料的準確性、正確性及或完整性。本研究報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。

本研究報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。本研究報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。

本研究報告中發佈之資訊、觀點以及資料有可能因發佈日之後的情勢或其他因素的變更而不再準確或失效，中國證券不承擔更新不準確或過時的資訊、觀點以及資料的義務，在對相關資訊進行變更或更新時亦不會另行通知。

中國證券聯繫人及其董事、行政人員和僱員可能有在本研究報告中提及的證券的權益和不就其準確性或完整性作出任何陳述及不對使用本報告之資料而引致的損失負上任何責任。

截至本報告之發佈日，中國證券並無持有研究 / 分析報告內所涵蓋的上市公司的財務權益。

中國證券的僱員及其有聯繫人並無持有研究 / 分析報告內所涵蓋的上市公司的財務權益。

分析師或其聯繫人沒有擔任研究 / 分析報告內涵蓋的上市公司的高級管理人員。

分析師或其聯繫人與研究 / 分析報告內涵蓋的上市公司沒有任何經濟利益。

中國證券不是研究 / 分析報告內涵蓋的上市公司之造市商。

中國證券的僱員及其有聯繫人沒有受僱於或擔任研究 / 分析報告內涵蓋的上市公司的高級管理人員。

©版權所有 2022 年，中國證券有限公司。本報告的任何部份未經中國證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發。