

房地产行业月报：政策托底效果初显

2023 年 10 月 26 日

本期观点

我们认为，房地产政策调整带动 9 月销售温和改善，但整体复苏动能尚弱。“金九”单月销售环比大幅反弹，价格和房地产开发资金来源指标均有边际改善的迹象，说明政策的效果正在逐步释放。但另一方面，复苏动能尚弱，反映在各线城市的单月销售水平较去年同期明显“下台阶”，市场同比跌势未见拐点。同时，销售回升主要由高线城市支撑，全国范围内的复苏并不均衡，结构分化在加剧，高线城市对低线城市的虹吸效应可能导致低线城市库存去化更加艰难。

我们仍然认为，政策放松对于全年房地产销售额的主要作用体现在托底，政策优化主要围绕降低居民购房成本，而销售的自发性修复取决于需求重振，后者则基于居民购买力和购房信心的实质性改善。我们预计，随着政策效果的持续释放，第四季度全国市场大概率延续弱复苏的态势，全年销售出现显著回暖的可能性不大。

我们认为，当下市场的需求形势和政策着力点均利好土储重点布局高能级城市的房企，土储能级一般或较低的房企销售受政策提振的幅度有限。一方面，从“金九”的高频销售表现看，目前各个城市房地产市场分化加剧，市场表现坚挺的城市数量实际并不多，如果房企的土储布局对这些核心城市覆盖不足，销售回款将面临更严峻的考验。另一方面，我们观察到头部房企已逐渐形成“销售-拿地”正循环，销售增速较高，投资聚焦热点城市，拿地销售比也逐步恢复至相对合理的水平。我们认为，在本轮周期中，一部分地方国有房企凭借融资优势在行业低谷期向高能级城市逆势扩张，实现了土储能级和销售规模双跃进，竞争地位获得了实质性提升。

我们认为，全行业销售复苏力度尚弱，外部融资环境难有显著改善，民营房企将面临“持久战”考验，销售表现是企业能“活多久”的根本决定因素。此外，债务到期分布是否分散、融资方式是否多元化（如经营性物业贷、REITs），也是判断民营房企在短期内能否较好地处理流动性压力的关键因素。

销售情况

商品房销售环比显著回升，高基数下累计降幅仍扩大。9 月单月商品房销售面积 10,857 万平方米，销售额 10,912 亿元，环比分别增长 47.0%、41.6%，同比（经调整基数）分别下降 10.1%、13.6%。1-9 月，商品房销售面积 84,806 万平方米，同比下降 7.5%；商品房销售额 89,070 亿元，同比下降 4.6%。销售面积和销售额的累计降幅分别较 1-8 月扩大 0.4 个和 1.4 个百分点。区域方面，东部地区销售额累计降幅有所扩大，中、西部地区的同比表现较上月变动不大。1-9 月，东部地区商品房销售额同比下降 3%，较 1-8 月扩大 2.3 个百分点；中部、西部地区分别下降 9.2%、4.4%。

新开工同比降幅略收窄，库存去化周期渐筑顶。1-9 月，房屋新开工面积 72,123 万平方米，同比下跌 23.4%，降幅较 1-8 月收窄 1 个百分点。房屋施工面积 815,688 万平方米，同比下降 7.1%，降幅持平上月。库存去化周期随单月销售回升初显筑顶迹象。目前我们测算的总体去化周期约 3.4 年，已超过 2015 年上半年 3.2 年的历史高位。大量低线城市的存量库存实际面临较大去化难度，回暖主要靠高能级城市支撑，整体销售动能尚弱，我们预计库存周期在一段时间内仍将维持高位。

分析师

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王子天

北京

Zitian.wang@spgchinaratings.cn

张任远

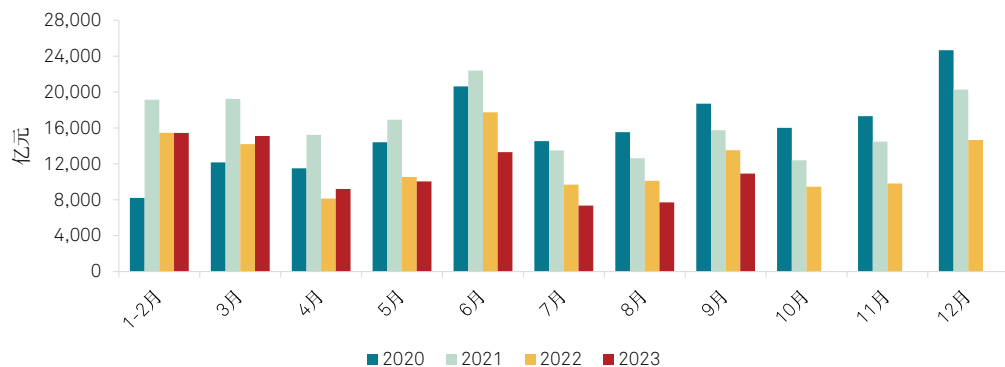
北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

“金九”房企销售平淡复苏，单月销售回升但明显弱于去年。根据克而瑞地产研究，9月百强房企实现销售操盘金额4,043亿元，单月业绩环比增长17.9%，同比下降29.2%。1-9月累计业绩同比降低11%，降幅较1-8月扩大2.5个百分点。企业层面，超过六成百强房企实现单月业绩环比增长，与此同时，逾七成房企单月销售同比下降，累计业绩同比降低的企业近六成。

图1

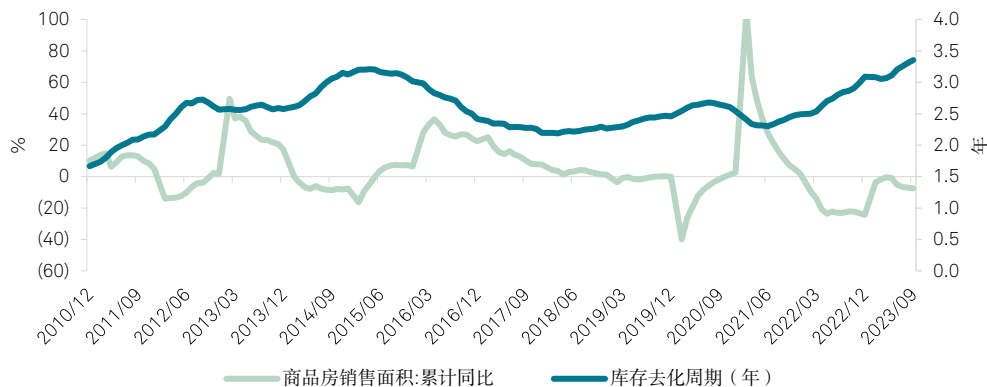
月度商品房销售额走势



注：上图历史单月销售数据未经调整基数。
资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

商品房销售面积累计同比与库存去化周期



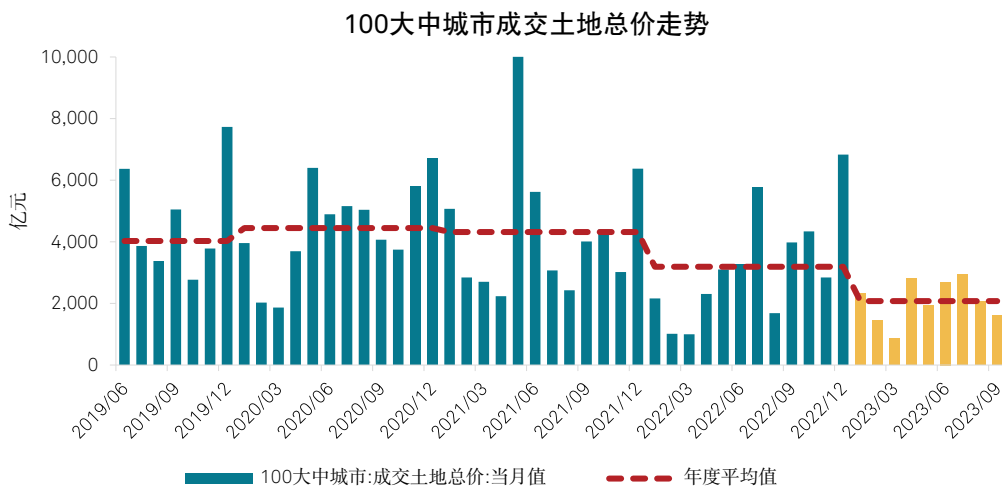
注：全国库存计算假设1999年2月初库存为0，商品房库存=当月新开工面积*0.9-当月销售面积+上月库存，库存去化周期=当月库存/过往12个月单月销售面积之和。
资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

土地市场

成交土地总价环比回落，土拍行情冷淡。1-9月，100大中城市成交土地总价累计同比下降23.1%，9月单月环比下跌21.9%。重点城市供地频次明显降低，仅广州、杭州、宁波等城市进行了集中土拍，上述城市土拍溢价率保持良好，但同期武汉、长沙、青岛等二线城市的土拍溢价率均降至0%。与此同时，广州、杭州、宁波、武汉等地均出现宅地流拍或撤牌。当月全国土地溢价率为4.0%，弱于上半年月均5%的水平。

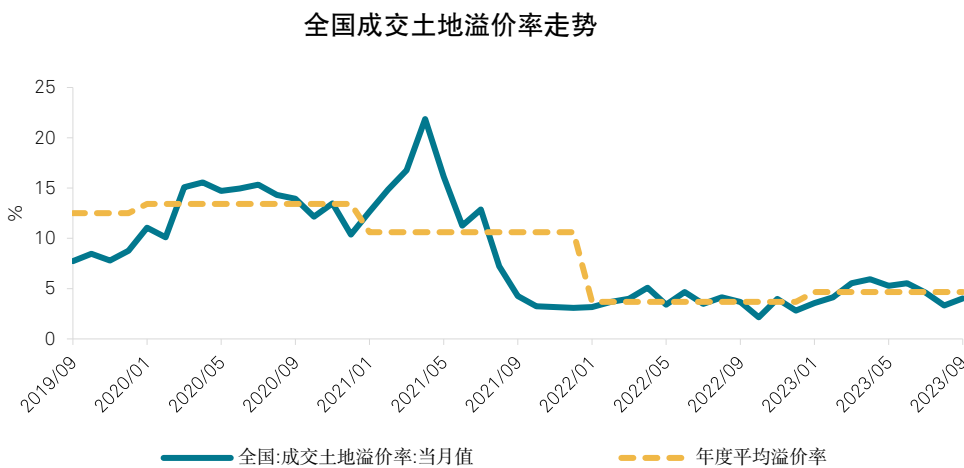
头部房企拿地趋于回稳，房企扎堆热点城市。根据克而瑞地产研究，1-9月百强房企拿地销售比为19%，TOP10房企拿地销售比为28%，远高于其他房企，头部企业的拿地销售比逐步恢复至相对健康的水平。热点城市、核心地块成为房企首选的投资方向，如华润、招商、中海、越秀等企业今年在一二线核心城市的投资占比保持高位。我们认为，今年的土储布局将为今后1-2年的销售表现奠定底色，高能级城市土储将助力头部房企巩固“土储-销售”的复苏正循环。

图3



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4



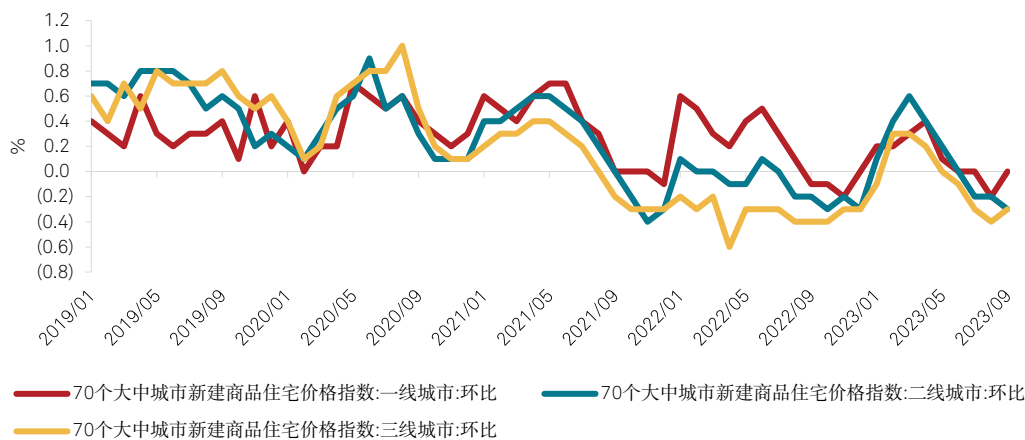
资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

价格趋势

一线城市房价温和回暖，二、三线城市跌势未止。9月，70个大中城市新建商品住宅价格指数环比下跌0.3%，降幅持平上月；一线城市环比增长0%，上月为下跌0.2%；二、三线城市环比均下跌0.3%，其中二线城市降幅扩大0.1个百分点，三线城市降幅收窄0.1个百分点。新建商品住宅价格环比上涨的城市有15个，较上月减少2个，近八成城市价格环比下跌。二手房方面，一线城市二手房价止跌回升，二、三线城市继续探底。9月，70个大中城市二手住宅价格指数环比下跌0.5%，跌幅持平上月。一线城市环比正增0.2%，房价快速扭转二季度以来的跌势；二、三线城市环比均回落0.5%，降幅持平或略大于上月。

图5

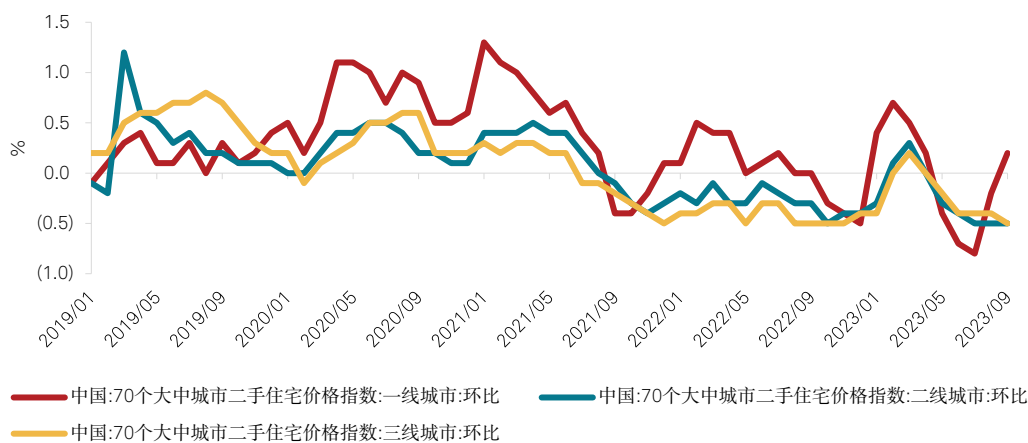
70个大中城市新建商品住宅价格指数:环比



资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

70个大中城市二手住宅价格指数:环比



资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

融资情况

开发资金来源跌势有所收敛，国内贷款和自筹资金边际改善。1-9月，房地产开发资金来源为98,067亿元，同比下降13.5%，降幅较上月扩大0.6个百分点，跌势较前3个月放缓。国内贷款、自筹资金累计分别下滑11.1%、21.8%，降幅较1-8月分别收窄1.7个和1.1个百分点。定金及预收款、个人按揭贷款累计下滑9.6%、6.9%，降幅较1-8月分别扩大2.3个和2.6个百分点。

境内债券发行量与净融资额同比环比双回落，房企配股融资进度积极。9月，境内债券发行量环比降低60.5%，同比降低55.9%，单月发行量创2021年11月以来最低值。美的置业、卓越商业在中债信用增进投资股份有限公司的担保下发行中票，合计融资15亿元。美的置业亦独立发债融资10亿元。9月，招商蛇口宣布完成向特定对象发行7.2亿股股份，实际募资约84亿元；华发股份的60亿元定增计划在月内获得了证监会批准。此外，荣盛发展、建发股份、新城控股等5家房企也都发布了定增的相关材料。

图7

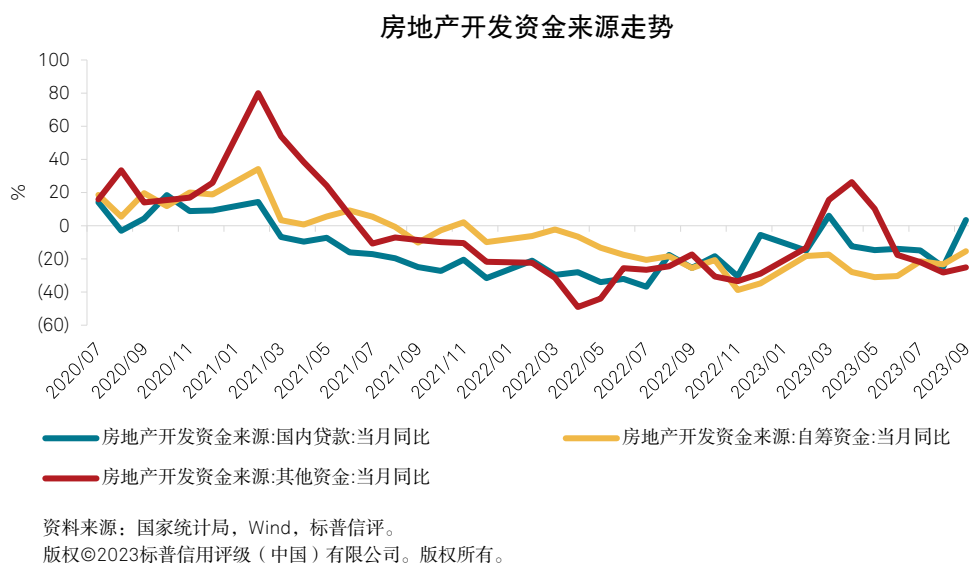
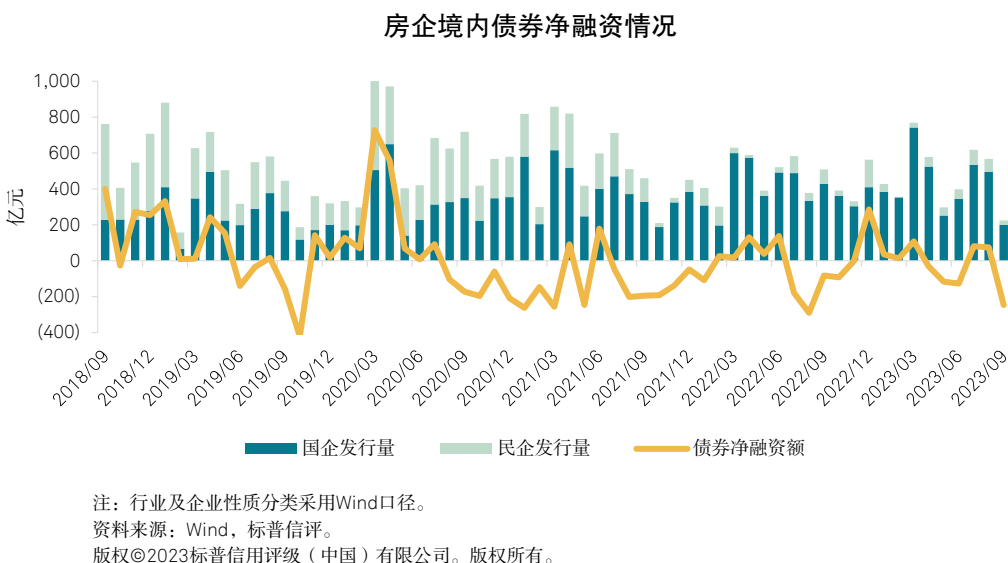


图8



政策跟踪

过去两个月中央多项利好房地产市场的重磅政策出台后，各地方政府陆续根据各地情况落实优化购房限购政策。政策对于销售、价格、融资等方面的积极影响正在逐步显现，9 月中央层面的增量政策较少。

- 9 月 25 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2023 年第三季度例会。会议重申，要因城施策精准实施差异化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求，落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷利率下限，推动降低存量首套房贷利率落地见效，加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度，推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。
- 9 月 28 日，财政部、税务总局、住房城乡建设部联合发布关于保障性住房有关税费政策的公告。公告提出：对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税。企事业单位、社会团体以及其他组织转让旧房作为保障性住房房源且增值额未超过扣除项目金额 20% 的，免征土地增值税。对保障性住房经营管理单位回购保障性住房继续作为保障性住房房源的，免征契税。对个人购买保障性住房，减按 1% 的税率征收契税。保障性住房项目免收各项行政事业性收费和政府性基金，包括防空地下室易地建设费、城市基础设施配套费、教育费附加和地方教育附加等。
- 10 月 17 日，根据媒体报道，9 月底，自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件，内容包括：建议取消土地拍卖中的地价限制、建议取消远郊区容积率 1.0 限制等。预计多数城市将在下一批次土地出让文件中删去地价上限等内容，北京、上海等核心城市仍在研究如何调整竞买规则。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。