

房企资金紧张或影响部分区域政府潜在支持能力

2021 年 11 月 4 日

要点

- 我们认为，房地产开发行业融资环境或将长期偏紧，这将抑制房企整体土地购置意愿，促使房企更加集中在核心城市采购土地。
- 我们认为，一般公共预算收入较小、对政府性基金依赖度较高、地区房屋库存去化较慢的低能级城市，未来将会面临土地出让金萎缩的压力，对辖区内城投企业的潜在支持能力可能出现下滑，这些地区城投企业的信用质量或面临弱化风险。
- 我们以中国 5 个典型城市圈作为样本，以一般公共预算收入规模和政府性基金占总预算收入比例这两个维度进行分析。我们认为，北京、上海、深圳、苏州、天津、长沙、无锡、东莞、惠州等等地区由于一般公共预算收入相对较大，政府性基金收入占财政总收入比例相对较低，或受土地出让金波动的影响相对较小。

分析师

张任远

北京

+86-10-6516 6028

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

+86-10-6516 6033

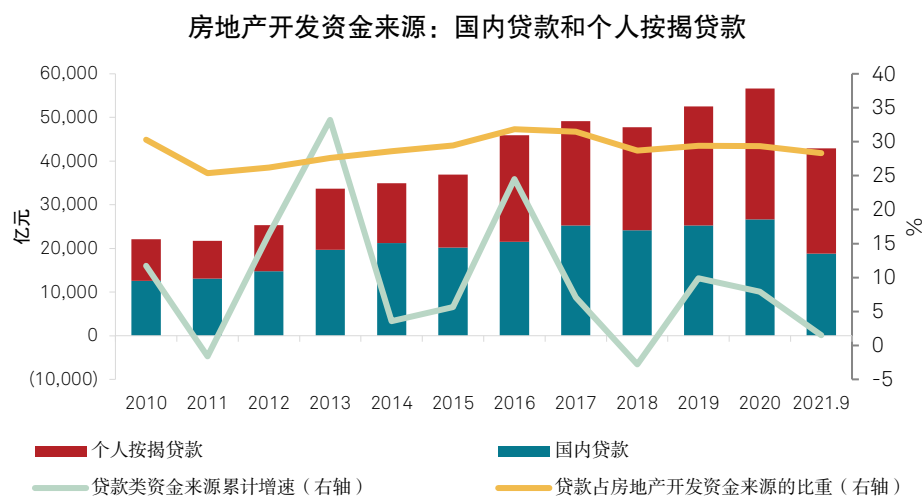
Kexin.Wang@spgchinaratings.cn

房企资金面可能持续偏紧

我们认为，尽管当前房企融资环境出现边际缓和的迹象，但全行业融资环境中长期看仍将偏紧。

我们认为，“三道红线”和贷款集中度管理政策所带来的融资端融资增速的下降甚至减少是造成房企资金压力的主要原因之一。“三道红线”和房地产贷款集中度管理政策是房地产长效调控机制的重要组成部分，长期而言不会发生根本变化，这将从源头上限制房地产行业对金融资源的占用。具体而言，2021 年下半年，随着“三道红线”的逐步深入执行和银行对房地产行业贷款逐步接近集中度管理的红线，国内贷款及按揭贷款的投放速度直线下降，其中国内贷款累计同比自 2021 年 6 月开始连续四个月呈萎缩趋势，且收紧趋势愈发明显。

图1



资料来源：国家统计局，Wind，标普信评整理。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，预售资金的监管趋严是造成房企资金压力的另一主要原因。我们预计地方政府对预售资金的监管力度将会加强，这将进一步拉长房企资金回流的周期。定金和预售资金约占房地产开发资金来源的30%，在融资端收紧的情况下这部分资金对房企愈发重要，而预售资金监管的加强将拉长这部分资金从项目公司回流至母公司的周期。

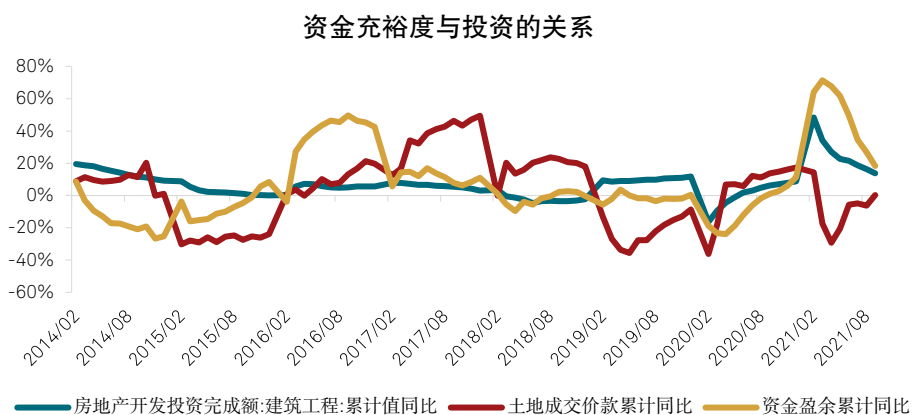
房企土地购置意愿或将长期转弱

我们认为，房企土地采购的意愿将长期下降，这主要是由于在资金面收紧的情况下，房企为保证已售房屋的交付，将优先保障建安支出，其次保障利息支付和本金周转，然后在尚有余力的情况下才会选择土地购置。

房企在资金紧张的局面下或将优先保障建安支出，这一方面是遵守“保交付”的宏观监管基调，另一方面也旨在通过推动房屋建设，尽快满足预售资金使用标准进而盘活项目预售资金。同时，确保利息支付和本金周转的优先级也较高。在预售制度下，消费者对于房企的选择很大程度上基于对房企的信心，一旦房企出现声誉风险，将对房企销售回款产生负面影响。尤其是近期大型房企的信用事件爆发，也逐步强化了消费者在买房时对房企未来前景的考量。

我们认为，目前房地产监管政策在长期而言仍将持续，行业基调仍然是去杠杆，整体资金面将长期处于相对紧张的局面。因此，在资金面紧张的情况下，房企可能收缩土地采购支出以度过难关，土地购置意愿或将长期转弱。从下图可知，历史上资金盈余情况直接决定了房企对土地的投资力度，而不论资金盈余情况如何波动，建安支出相对较为刚性，调整余地并不太大，尤其是在未来“保交付”的大环境下。从第二轮集中供地情况来看，房企对于土地采购的热情在明显消退。第二轮集中土拍全国700余宗土地，超过200宗流拍，部分地区成交土地也多以底价成交，整体溢价率由第一轮集中供地的17%左右下降到5%左右。

图2



注：资金盈余=房地产开发资金来源-房地产开发投资完成额。

资料来源：国家统计局，Wind，标普信评整理。

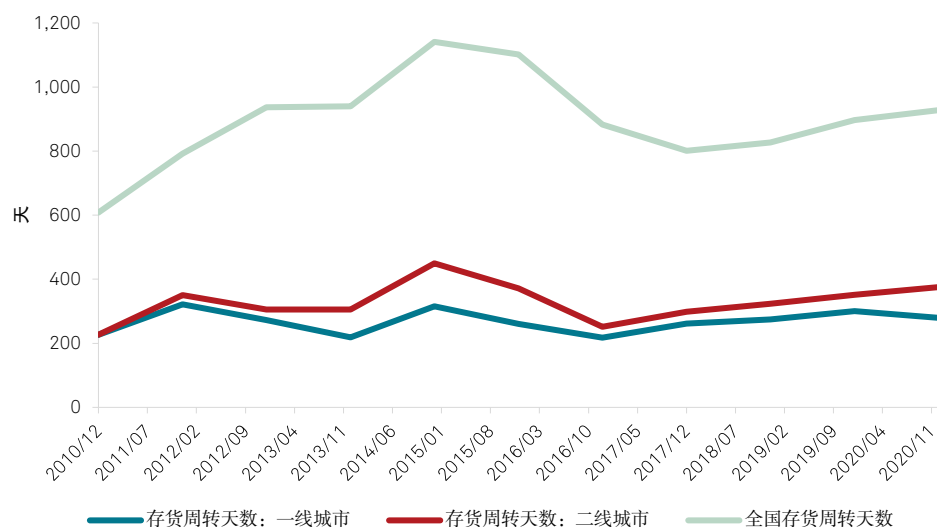
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

房企对不同区域的土地偏好或将改变

我们认为，在资源有限的情况下，为对冲资金紧张和周转率的下滑，房企未来将更加偏好去化相对理想、有人口和经济支撑的高能级城市。在整体库存处于相对高位的情况下，不同能级城市的去化表现差异明显。如下图所示，4个一线城市的相对去化表现最好，平均去化周期在1年左右；6个样本二线城市的去化周期略高于一线城市，但也维持在400天以下。全国平均去化周期在1000天上下，考虑到许多二线城市的相对去化表现可能较好，则可推测全国大量低能级城市的去化周期恐远超1000天。巨大的去化压力叠加房企资金受限的情况，使得该类区域的土地的吸引力大打折扣。

图3

不同能级城市去化存在差异



注：1.根据Wind分类，一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门；2.一二线城市存货周转天数=365/(商品房年成交面积/商品房年平均可售面积)；3.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，周转天数=365/(商品房销售面积/商品房库存)。

资料来源：国家统计局，wind，标普信评整理。

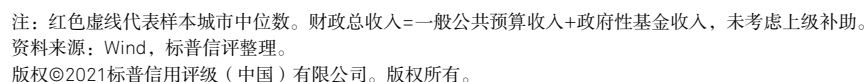
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

哪些区域可能受影响较大？

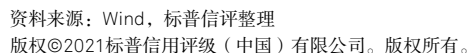
我们认为，长期来看没有人口和经济增长支撑的地区的房地产市场可能将面临更大的去化压力。我们预计随着未来房地产税的落地铺开和“稳房价”的持续执行，“投资性”需求将受到一定程度抑制，未来房地产需求中“自住”占比将逐步提高。在此情况下，区域人口和经济发展情况是影响地区房地产销售情况的重要驱动因素。

一般而言，那些一般公共预算收入规模有限，财政收入对政府性基金依赖度较高的地区，对房地产市场不景气更加敏感。区域房地产市场的不景气，将极大影响地区土地出让收入，进而影响地方政府潜在支持能力。土地出让金作为政府性基金的重要组成部分，很大程度上影响地方政府的财政收入。我们以中国5个典型城市圈作为样本，以一般公共预算收入规模和政府性基金占总预算收入比例这两个维度分析哪些地区可能会受到房地产市场波动影响更大。我们认为，如北京、上海、深圳、苏州、天津、长沙、无锡、东莞、惠州等位于下图右下区域的地区，其一般公共预算收入较好，对政府性基金的依赖程度相对较低。而与之相反，我们认为位于下图左上区域的地区，受到房地产市场波动的影响更大，这些地区普遍表现为一般公共预算收入规模相对较小，政府性基金占财政总收入的比例相对较高，对土地出让收入依赖较大。一旦地区土地出让收入出现明显的下滑，地方政府的潜在支持能力就可能受到较大影响。

五个典型城市圈财政结构



2020年不同区域契税和土地增值税占一般公共预算收入比例



5

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 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，以及其董事、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、特殊或后续的损害、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。