

全年商品房销售额或将下滑 5%，信用修复仍需时日

2023 年 1 月 4 日

要点

- 伴随着疫情对经济的影响逐渐消退和政策的不断支持，我们预计 2023 年房地产市场将呈边际回暖态势。但经济和居民收入水平的恢复需要时间，受此影响我们预计 2023 年全年商品房销售额或将下滑 5% 左右。
- 得益于“保交付”的各项政策深入落实，我们预计 2023 年房地产建安投资支出降幅将较 2022 年有所收窄，土地投资将保持 2022 年的水平，不会有明显改善。
- 房地产企业的信用特征面临结构性转变，未来行业将由国有企业主导。受到销售下行压力，房企杠杆率和财务风险或将呈小幅上升趋势。

分析师

任映雪

北京

+86-10-6516 6037

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

王瑾

北京

+86-10-6516 6034

jin.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

长期：“房住不炒”仍是调控总基调，新建商品房销售规模将呈现“L”型

我们认为，房地产行业是我国经济体系中重要的组成部分，2022 年第四季度出台的“房地产三支箭”、“金融 16 条”等调控政策体现了中央政府推动房地产行业平稳发展、维护市场稳定的决心和态度，但“房住不炒”、“三稳”的宏观调控总基调没有改变。我们认为这些政策并非意图大规模刺激房地产行业，而是聚焦于“保交付、保项目”以及帮助优质房企实现“以时间换空间”。

我们认为政策依然鼓励“自住+改善”的刚性需求，而投资性需求并不被支持。在此基调下，商品房的长期需求将取决于地区人口增长情况、经济发展水平和人均收入水平。我们认为，在当前人口增长速度下滑和经济转向高质量发展的大背景下，长期而言，新建商品房销售规模将在当前水平下维持“L”形态，难以恢复至此前 17-18 万亿元的高点。

2023 年：房地产需求修复仍需时日

我们认为，2022 年行业在深度探底的过程中已经挤出了相当规模的投资性需求，当年的销售额较为充分地体现了刚性需求和改善性需求的规模，因此我们相信 2023 年新建商品房销售额继续大幅下跌的可能性较低。我们预计，在防疫政策不断优化和政策对优质企业的扶持下，行业预期在 2023 年将呈不断改善趋势，但“后疫情”时期居民收入水平的恢复并不是一蹴而就的，行业需求实质性的回暖仍需要时间。2023 年地产行业很可能呈现弱势复苏的态势，商品房销售额仍较为疲软。

由此我们认为，2023 年房地产行业仍将面临小幅下行压力，全国商品房销售额或将小幅下降 5% 左右。我们预计，随着疫情逐渐平复，生产生活秩序逐步有序恢复，需求端的复苏将拉动商品房销售额

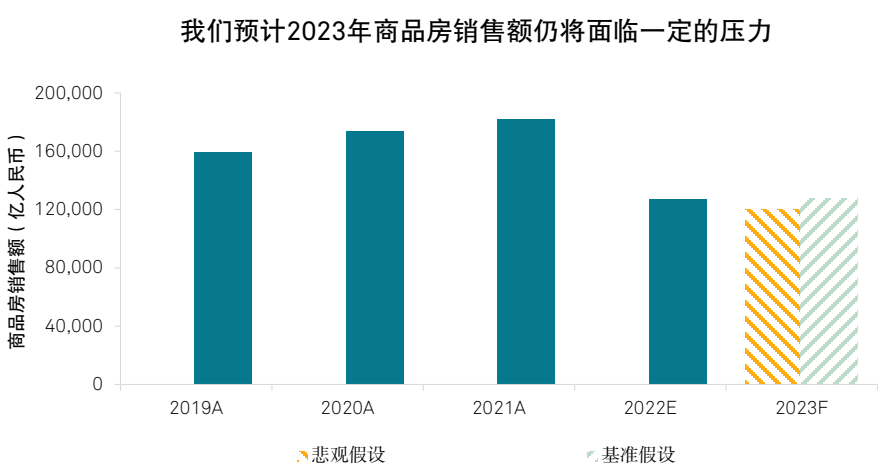
回暖，但复苏的时点可能会因经济发展、居民收入水平恢复程度和居民对未来预期的变化情况而形成差异。我们预计，市场需求修复前全国商品房销售额将延续 2022 年四季度的低迷状态，在基准假设下若疫情对经济的影响在 2023 年 4 月份逐渐消退，需求在 7 月份起将逐步小幅回暖，最终 2023 年新建商品房销售额将与 2022 年基本持平；若市场的修复时点延后至 11 月，全国商品房销售额则出现 5% 的下滑。

表1

不同情景的基本假设

情景	市场恢复的时点	恢复的程度	2023 年商品房销售额累计同比
基准假设	7 月	按照 2022 年销售情况恢复	0%
悲观假设	11 月	按照 2022 年销售情况恢复	下滑 5%

图1



注：A为实际值，E为估计值，F为预测值
资料来源：标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，2023 年建安投资支出的降幅将较 2022 年收窄。虽然低迷的新开工面积将令建安投资支出延续下滑态势，但“保交付”力度上升能够对施工面积构成一定支撑。过去 12-18 个月新开工面积和销售面积均呈现大幅下滑将对 2023 年的施工面积增速形成显著压制，行业低迷期的施工强度也将维持疲软，进一步拖累建安投资增速。然而，我们认为近期频繁出台的融资端政策将加速存量问题的化解，六大行与多家房企达成了约 2 万亿元的授信额度，这将有利于“保交付”工作的深入推进，推动停工面积“堰塞湖”的释放。通过数据估算，2022 年由于房企资金紧张，全国商品房停工面积已经处于高位，停工面积“堰塞湖”的化解能够对建安投资形成一定的支撑，最终使得 2023 年建安投资支出降幅收窄。

图2

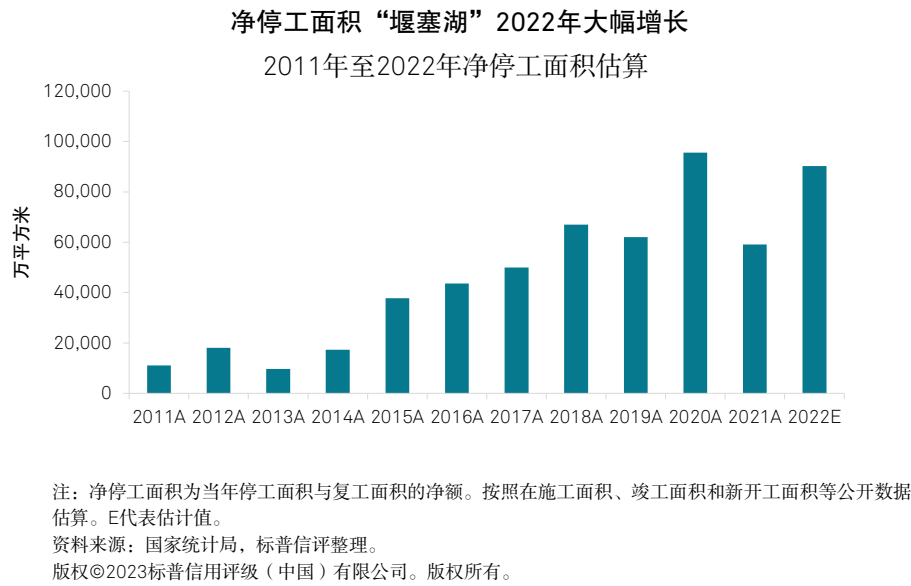


表2

近日六家国有大行与房地产企业签署战略合作协议概况

银行名称	合作房企	合作内容	涉及金额（亿元）
工商银行	碧桂园集团	工商银行将充分发挥资金、渠道、服务等方面优势，围绕房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、房地产项目并购融资、租赁住房融资、保函置换预售监管资金、债券承销与投资等业务领域，与相关房企集团开展全方位合作，满足企业合理融资需求。工商银行以总对总方式与房企签订战略合作协议，提供意向性融资总额 6,550 亿元。	6,550
	金地集团		
	金辉集团		
	绿城中国		
	龙湖集团		
	美的置业		
	万科集团		
	等 12 家		
建设银行	中交建	建设银行与 8 家房企签订了合作协议，就房地产金融、住房租赁业务、综合金融服务、共同防范化解风险等方面开展全方位合作。	未披露
	北京首开		
	广州越秀		
	大华集团		
	合生创展		
	龙湖集团		
	美的置业		
	万科集团		
农业银行	华润置地	农业银行及企业各方将利用各自行业优势，整合资源，深化全面合作，按照自愿平等、互利共赢的原则，围绕商品房、保障房、城市	未披露
	金地集团		

	龙湖集团	更新等重点领域，在房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、并购贷款、债券承销与投资等业务方面进一步加深合作，建立长期稳定的合作关系。	
	万科集团		
	中海发展		
中国 银行	碧桂园集团	中国银行与 10 家房企签署了合作协议，提供意向性授信金额合计超 6,000 亿元，在房地产开发贷款、并购贷款、债券承销与投资、个人住房贷款、保函等重点业务领域深化全方位合作。	6,000
	滨江集团		
	金地集团		
	绿城中国		
	华润置地		
	龙湖集团		
	美的置业		
	万科集团		
	中海发展		
	招商蛇口		
邮储 银行	碧桂园集团	邮储银行将充分发挥自身优势，整合资源，为五家房地产企业提供多元化的综合金融服务，深化在房地产贷款、个人住房按揭贷款、并购贷款、债券承销与投资、保函、供应链融资及结算服务等业务领域的合作，提供意向性融资总额 2,800 亿元。	2,800
	龙湖集团		
	绿城中国		
	美的置业		
交通 银行	万科集团		
	美的置业	交通银行将为美的置业提供不超过 200 亿元人民币意向性授信额度，额度适用范围包括但不限于房地产开发贷款、债券投资、并购贷款、保函、供应链融资等。	200
	万科集团	交通银行将为万科集团提供 1,000 亿元人民币意向性综合授信额度，并提供多元化融资服务，包括但不限于房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、并购贷款、保函、供应链融资、债券投资等。	1,000

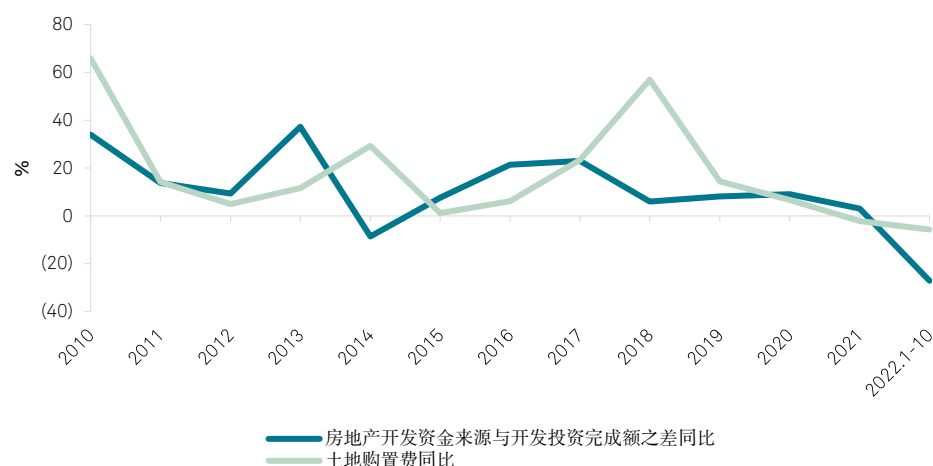
资料来源：《金融 16 条后银行业信用质量保持稳定，中长期坚持房地产集中度管理仍非常必要》，标普信评，2022 年 11 月 25 日。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，2023 年土地购置规模将与 2022 年基本持平，主要由于行业销售延续低迷的态势，开发商投资意愿不强。我们认为，需求的逐步恢复有望逐渐拉动土地市场回暖，但是土地市场景气度反映行业资金的充裕程度以及开发商对未来的投资信心，当下的房地产融资政策旨在化解存量问题，未来行业资金面会有所好转但不会出现“大水漫灌”，2023 年上半年房企的销售造血能力在我们的基准假设下仍然疲软，在内外资金来源均不宽裕的情形之下土地投资将持续承压。我们以房地产开发资金来源与开发投资完成额之差来衡量市场的资金状况，该指标通常领先于土地购置费用的变化，而该指标在 2022 年前 10 个月的大幅下滑预示 2023 年土地购置增速很可能维持低迷。另一方面，前期行业内信用风险事件不断暴露也导致未出险房企“求稳”的避险情绪上升，特别是在行业发展格局发生根本性转变的情况下，存量房企大举逆势投资扩张的意愿和空间均不大。我们也观察到，主流房企的土地储备普遍仍相对充足，这也导致其在行业低谷期购地动力不足。

图3

房地产投资资金来源与使用之差下行趋势未见扭转



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。

房地产开发行业的信用特征面临结构性转变

我们预计，2023 年房企的杠杆率和财务风险或将呈现小幅上升趋势，一方面是由于 2023 年行业整体销售依然面临一定的压力，经营性现金流仍然承压，经营性现金流下滑比债务削减更加明显所致，尤其是重点布局非核心城市的房企，其销售下行的幅度可能显著超过行业平均水平。另一方面是因为行业前期积累了高额债务，在现金流承压的情况下，行业需要更长的时间消化前期积累的高杠杆率。

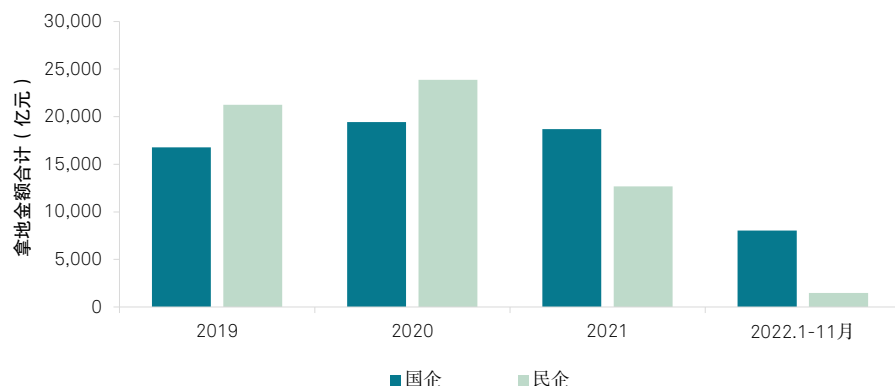
我们认为，房地产开发行业在“L”型磨底过程中，将面临根本性转变，行业将从原有的追求增长速度，变得更加追求质量。在这个过程中，行业信用特征将面临结构性转变。

转变一：国有房企将成为行业主导者

我们认为，国有房企将成为行业主导者。一方面，再融资优势使国有房企在周期下行中更具韧性。尽管国有房企也无法抵御周期下行带来的收入下滑和杠杆率提升，但得益于融资优势和外部支持，国有企业的信用质量总体维持稳定。另一方面，凭借较为稳定的再融资能力，国有企业成为 2022 年收购土地的主力军，这将进一步增强国有企业的项目储备和发展潜力。同时，大量民营房企违约后退出市场，市场竞争激烈程度下降，国有企业未来可以填补部分违约房企退出市场后留下的市场空间。2021 年至 2022 年末，已经违约的民营房企的年度合约销售额合计约 5 万亿元。

图4

行业拿地格局分化显著，国企占绝对主导



注：样本总量包括约260家房企，选取其中披露拿地金额的样本进行统计。

资料来源：DM，标普信评。

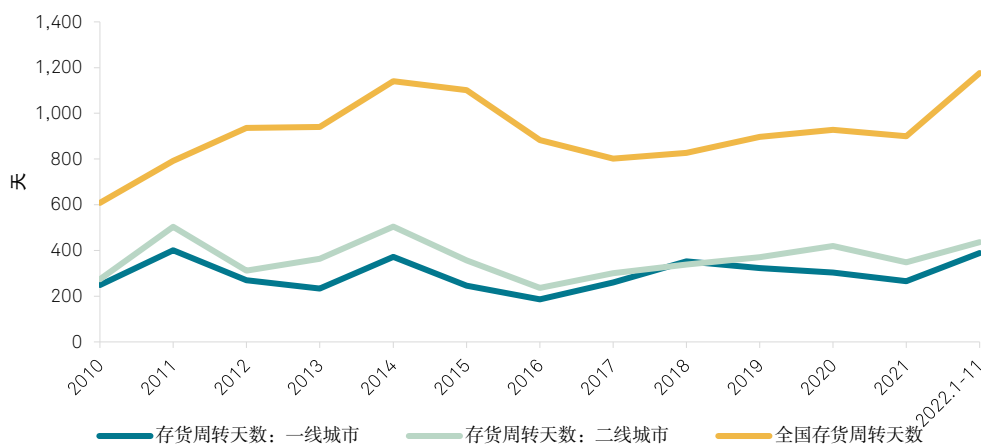
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

转变二：不同能级城市的市场需求将进一步分化，低能级市场面临较大压力

我们认为，在“自住+改善”需求背景下，未来房地产市场的主要核心驱动因素将由经济发展水平、人均收入水平和人口增长趋势决定。在此情况下，不同能级城市的需求将呈现更加明显的分化，我们对一、二线及核心城市圈内的三线城市的需求相对更有信心，但低能级城市面临较大的去化压力，甚至可能会出现量价齐跌的风险。根据我们的估算，2022 年以来，受到疫情影响不同能级城市的需求分化更加明显，10 个一、二线城市在疫情期间的去化率仅小幅抬升，而低能级城市的去化率在本就很高的水平上，又出现了显著的升高。

图5

不同能级城市去化速度差异明显



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©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

转变三：民营房企的信用质量将加剧分化，零星违约仍将会发生

我们认为，未来民营房企在经营基本面和再融资能力上将呈现更加显著的分化。从经营层面来说，我们认为民营房企的资产质量和存货去化速度分化将加剧。这种分化来自于不同能级城市需求的分化，大量布局低能级城市的民营房企可能面临较大的去化压力，进而影响其长期经营表现。

从再融资层面来说，我们认为“三支箭”并不是无限度、无标准的兜底，而是以市场化、法制化、公开透明的方式，重点支持那些治理结构完善、聚焦主业、资质良好、财务总体健康但面临阶段性流动性紧张的企业。再融资层面无法获得足够支持的民营房企可能仍然会面临较大的违约压力。我们认为，以下三类企业在未来有可能获得投资人更好的认可度：

- 家底厚的企业，表现为历史上发展审慎，在手可动用现金可以覆盖未来到期债务。
- 到期结构好的企业，表现为债券到期相对较晚，短期内到期压力不大。
- 对公开市场依赖度低的企业。这类企业融资以银行贷款为主，相对容错空间较大。

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，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。