

房产新政或改善城投流动性，但化债效果有限

2024 年 6 月 4 日

要点

- 标普信评认为，地方城投或将通过本轮土地和房地产回购政策实现存量资产盘活，获得流动性支持。
- 尽管如此，我们的测算显示，受贷款资金使用意愿、专项债可调度额度等影响，政策可调动的资金支持规模有限，对城投短期债务偿付压力和债务期限结构的改善作用有限。

分析师

邓灵

北京

+86-10 6516 6054

Ling.deng@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10 6516 6038

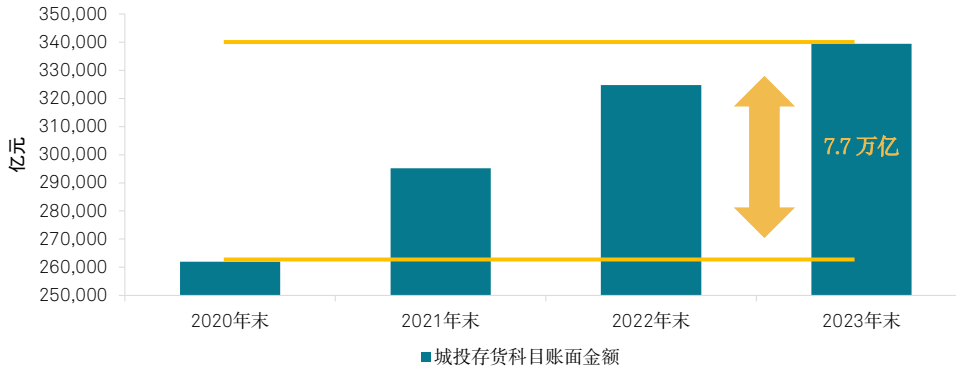
Lei.wang@spgchinaratings.cn

5 月 17 日，国家颁布了一系列房地产政策，其中可能涉及城投公司的内容包括：支持地方按照“以需定购”原则，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房；支持地方政府从实际出发，以收回收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量的住宅用地，收回的土地可以通过“政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发”等方式妥善处置盘活。国家同时为以上行为提供了资金来源：一是对于收购商品房，设立 3000 亿元保障性住房再贷款以鼓励金融机构提供银行贷款；二是对于收回、收购的土地用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持。

我们认为，地方城投前期大力参与拿地和房市调控，手握大量待开发土地和商品房，这些资产或将成为本轮土地和房地产收购政策的收购对象。2021 年起，伴随着房地产市场低迷，我国土地出让金收入下滑明显，地方财政承压，此时城投公司扮演了地方政府“白衣骑士”的角色，大量入场托底拿地，对地方财政支撑作用显著。根据企业预警通数据，2021 - 2023 年城投拿地金额接近 6 万亿元，其中住宅用地金额超 4 万亿元。考虑到城投拿地主要影响存货科目，且城投房地产项目成本亦主要计入存货科目，我们以“存货”增量来简单测算城投拿地对其报表资产端的影响。从下图可以看到，2020 年末 - 2023 年末，城投“存货”科目账面金额增加超七万亿元。除托底拿地以外，2021 年以来，城投作为政策执行主体还频繁参与地方政府“保交楼”房地产纾困、二手房“统购”和“以旧换新”等房地产调控。城投参与调控后形成的土地、房产等资产面临流动性不强、收入不确定性较大等风险，资产回报率未必能够覆盖城投资金成本，增加了城投的流动性压力。

图1

2021年-2023年城投存货科目三年增量超七万亿



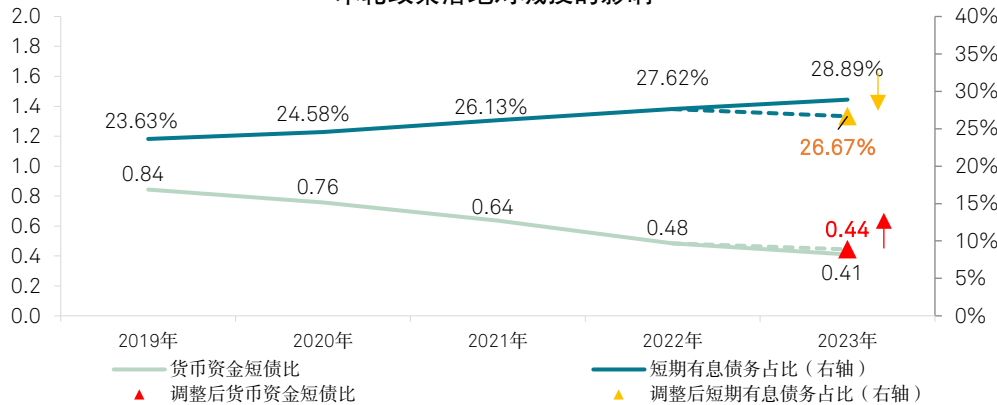
资料来源：Wind
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

预计本轮房地产政策中，城投将通过盘活土地和房地产获得部分流动性注入，但受政策实际执行过程中可调用资金规模影响，城投短期债务偿付压力和债务期限结构可获得改善效果有限。具体来看，在保障性住房再贷款政策执行过程中，对于存量房地产被收购对象的选择，无论是从被收购方的稳定性还是与政府关系的亲疏远近来看，我们认为涉房城投或与其合作的地方房企持有的待售房更有可能成为政府收购存量商品房的主要对象。事实上，从各地“以旧换新”政策实施过程中就可以发现，多数城市的支持政策都会优先考虑或指定用于购买地方城投旗下房源（详细内容请参考我们5月15日发布的研究报告《“以旧换新”三大模式：真金白银收购效果或最佳》和5月23日的在线研讨会《新一轮房地产政策解读：517 重磅救市新政策&各地“以旧换新”政策》）。那么，本轮收购存量商品房政策对于地方城投企业而言，达到的效果就是以低息（保障性住房再贷款调动的银行贷款）置换城投存量高息贷款（前期房地产开发取得的借贷资金），并拉长存量贷款期限。土地收回政策方面同理，前期城投企业托底拿地导致账面积压了大量闲置土地，本轮地方政府收回土地政策将使这些存量土地得以盘活，从而缓解流动性压力。

我们对本轮政策落地效果进行了测算，假设本轮政策可调动的资金全部用于收购城投持有的土地和保障房，城投将能够通过盘活闲置资产获得流动性注入，从而使城投整体的短期有息债务占比降低约7.7%，货币资金对短期有息债务的覆盖能力提升约8.3%，达到优化债务期限结构，缓解短期偿付压力的效果。

图2

本轮政策落地对城投的影响



注：假设本轮政策可调动的资金（5000亿银行保障性住房贷款+2023年新增专项债未使用额度中估算可用于保障性住房的资金）全部用于收购城投持有的土地和存量房，且城投获得资金用于偿还短期债务。

资料来源：Wind
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同时我们也注意到，本轮政策提供的资金来源主要为保障性住房再贷款和地方政府专项债券，考虑到资金使用意愿、专项债可调度额度等原因，政策预计可调用资金规模有限，城投短期债务偿付压力和债务期限结构的整体改善并不显著。其一，本轮 3000 亿元保障性住房再贷款预计可以调动银行贷款 5000 亿元，但在实际执行中，由于收购存量房产短期内可以实现的收益或将无法覆盖资金成本，我们认为仅有库存压力较大的城市更倾向于使用银行贷款进行商品房去库存行为。结合近日自然资源部指出“商品住宅去化周期超过 36 个月的城市，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下”，在当前市场环境下，高库存城市新增住宅用地出让计划需要结合存量住宅盘活来执行，那么这些高库存的城市对于本轮保障性住房银行贷款就有更大的使用需求。根据市场研究机构数据，截至今年 3 月，新建商品住宅库存去化周期超过 36 个月的城市比例超过 40%，主要集中于韶关、西宁、舟山、洛阳等三四线城市，和武汉、福州、东莞、无锡等去化周期较长的二线城市，即这些库存压力较大的城市可能会使用本轮保障性住房贷款额度。其二，对于支持“收回、收购的土地用于保障性住房项目”的地方政府专项债资金，由于历年新增专项债额度中用于“保障性安居工程”占比在 13% - 16%左右，整体来看可动用资金规模也有限。

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 2024 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。