

寒风渐起

世联研究

2020年三季度

房地产行业回顾与后市展望

目录

回顾	3
一、政策篇	3
部分城市房价过快上涨，调控分化趋势加剧	3
二、销售篇	4
1、住宅销售持续超预期，商办去化依旧艰难	4
2、三大城市群与西北表现最亮眼，九月市场转冷凸显隐忧	5
3、长三角复苏一骑绝尘，城市之间上演冰与火	7
三、资金篇	8
1、行业融资再度收紧，销售大幅回暖助力回款高增	8
2、境外金融市场修复，民企海外发债环比大涨	9
3、境内发债成本触底回升，境外发债成本持续走低	10
4、信托融资环比大幅回落，平均收益率持续下行	11
四、土地篇	12
1、土地成交热度环比回落，一线与强三线仍最受青睐	12
2、一线与强三线溢价率冲高回落，各线土地流拍率持续回落	13
展望	14
一、宏观篇	14
1、海外疫情第二波来袭，全球经济遭受持续冲击	14
2、全球宽松力度不减，无风险收益率持续下行	15
3、三驾马车强劲修复，货币环境结构性宽松	16
4、新开工与竣工增速表现疲弱，短期仍受制于市场转冷与融资收紧	17
二、库存篇	18
1、住宅库存回落明显，商办库存去化维艰	18
2、一二线供应与库存齐上升，部分城市去化难言乐观	19
三、债务篇	20
1、偿债规模再创新台阶，房企资金链进一步趋紧	20
2、上半年行业债务恶化，民营房企短期偿债压力巨大	21
3、“三道红线”出世，行业或将进入供给侧改革	22

四、应对篇	23
1、头部房企积极补仓，轻量重质提升拿地标准.....	23
2、加仓一二线及强三线，减仓非核心城市群三四线.....	24
五、市场篇	26
1、头部房企集中度再上升，行业格局向倒金字塔演变.....	26
2、房贷利率下行趋缓，市场转冷迹象明显.....	27
3、金九银十显著弱于去年，市场热度继续回落.....	28
总结	29
数据说明	30

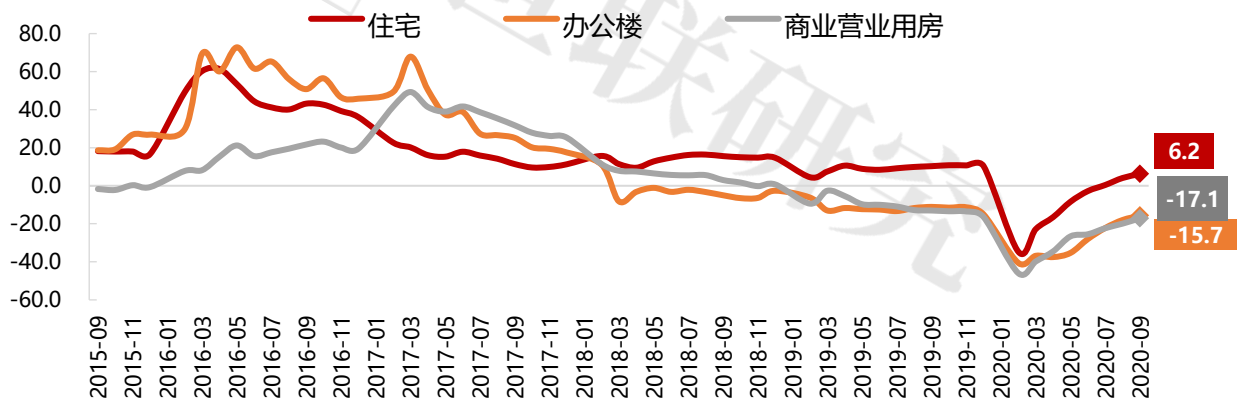
二、销售篇

1、住宅销售持续超预期，商办去化依旧艰难

2020年前三季度，全国商品房、住宅销售额分别为11.56万亿、10.35万亿，同比增速分别为3.7%、6.2%；全国商品房、住宅销售面积分别为11.71亿 m^2 、10.36亿 m^2 ；同比增速分别为-1.8%、-1.0%。

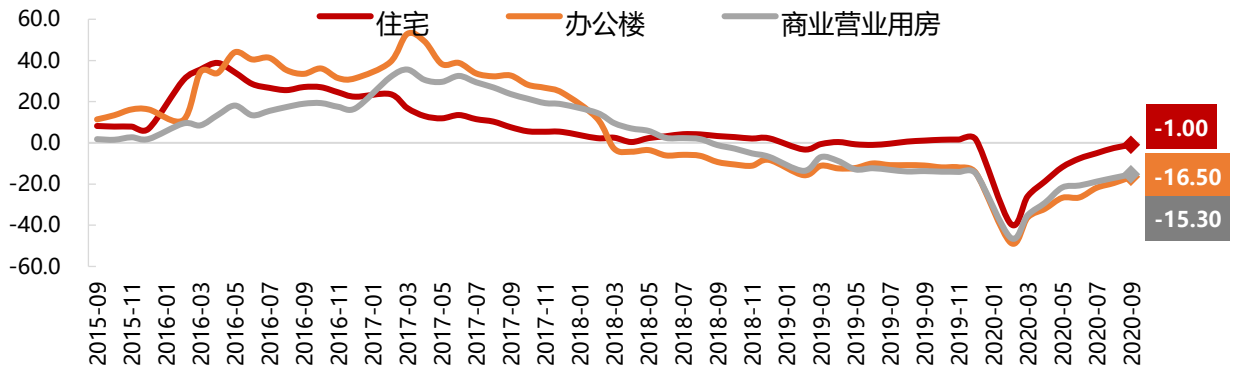
三季度，全国住宅销售总体延续第二季度的火热，整体量价齐升，单季度的销售额和销售面积同比分别增长10.5%和21.3%。但值得注意的是，平均成交均价虽然上行，但更多的是地价上涨使得新推项目的备案价提升带来的，8月下旬监管升级、融资收紧之下，前期在售项目已经出现大面积以价换量的促销潮。

图表2 全国不同类型物业销售额累计同比(%)



数据来源: Wind, 国家统计局, 世联研究

图表3 全国不同类型物业销售面积累计同比(%)



数据来源: Wind, 国家统计局, 世联研究

图表4 商品房及商品住宅 销售面积当季值及同比增速(2020Q2-Q3)

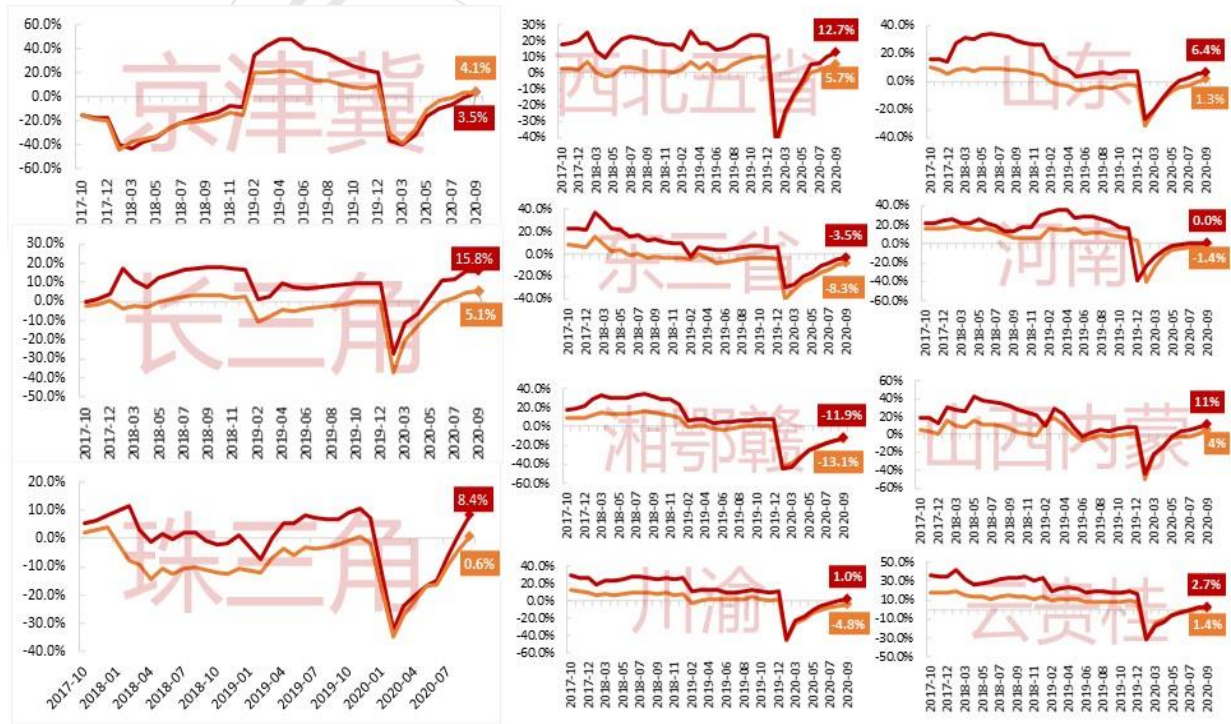
时间	商品房		商品住宅	
	销售面积(亿 m^2)	同比(%)	销售面积(亿 m^2)	同比(%)
2020年Q2	4.74	3.2%	4.19	4.1%
2020年Q3	4.77	9.9%	4.25	10.5%

数据来源: Wind, 世联研究 (含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、永续债、次级债、可转债、项目收益票据等)

2、三大城市群与西北表现最亮眼，九月市场转冷凸显隐忧

三季度延续二季度强力修复，表现更为亮眼，各大片区均实现正增长，以三大城市群、西北五省、福建最为亮眼，但8月下旬监管层面的“三道红线”以及住建部约谈6城导致市场开始降温，9月在头部“踩线”民营房企在全国大部分地区大幅降价下，多数地区诸多房企跟随降价，随即市场观望情绪逐渐浓厚，市场转冷明显。

图5 全国主要片区 商品住宅 销售额(红线)与销售面积(橙线)累计同比(亿元,%)



数据来源: Wind,国家统计局,世联研究

长三角——量价齐升，江浙为最

作为疫情后政府组织有力，复工速度极快，二三季度在以江浙的核心城市为首，量价齐涨，土拍市场火热，价格攀升下主城区一二手倒挂现象频繁，“打新”的赚钱效应下出现多个“万人摇号”盘，整体进入土拍地价快速上涨——周边二手房价格上涨——以前拿地的新推项目因限价而与周边二手倒挂——“摇号打新”的自我增强循环中，尤以杭州、宁波表现最为突出，带动整体走强，上海和安徽稍次。

但也值得关注的是，9月已出现转冷迹象，以苏州为例，二手挂盘量从去年的3万套飙升至9月的15万套，可管窥市场热度起伏。

珠三角——深莞主升迎调控，广惠补涨行情引领全省向暖

上半年广东市场冷热不均，仅深莞惠独领风骚，尤其深莞房价飙涨后迎来调控升级，在调控后需求外溢转向周边广惠等，三季度在广州和惠州部分片区价格快速上涨示范下，是三季度表现最突出的区域。

京津冀——修复加速，表现亮眼

北京在疫情防控期间对人员进出管控极严，周期较长，三季度迎来需求爆发；河北在石家庄与唐山量价快速上涨之下，表现优异，天津则今年土地出让大幅缩减，库存改善，整体较为平稳。

西北五省——头部房企密集入驻，量价齐涨演绎补涨行情

近两年，西北片区除西安外，其他四省随着头部房企密集布局，地价快速攀升，省会房价也快速上涨且纷纷破万，整体市场价格稳步上涨，居民购房情绪较高。

东三省——疫情反复，分化明显

黑龙江此前受俄罗斯疫情影响导致疫情反复，市场表现较差；吉林、辽宁则分别在长春和沈阳价格快速上涨的带动下表现较好，但在9月调控之后，市场转冷明显。

山东——总体平稳，降价扩散

济南与青岛三季度市场恢复较好，整体市场相对平稳，部分三四线供地加速，库存攀升，降价扩散。

河南——首付分期普遍现象，恶性竞争以价换量

河南为北方片区恶性竞争最为激烈之地，以郑州为首，17-19年土地巨量供应，库存奇高，从2019年下半年市场转冷尤为明显，供销比从1.25升至2，全省首付分期、零首付普遍，2~3年已成常规操作，最高可达5年，多数项目实际成交价格降幅达10%以上。

湘赣鄂——冷热不均，分化显著

湖北作为全国疫情的“震中”，疫情管控严格、经济受创严重导致销售受影响极大，疫情恢复后集中供应导致竞争激烈，陷入价格战，在售项目实际价格降幅10%以上较多；

湖南尚可，省会长沙价格稳中有涨，但三四线亦进入以价换量中；

江西则是罕见的省会表现差，三四线因去年棚改力度不减，表现反而较强。南昌去年4季度开始降价力度较大，且首付分期重现，今年以来供地腰斩，供应大幅缩减导致成交较差；反观三四线则相对显强势，少数如九江、宜春等城市更是量价齐涨，其他城市则相对平稳或略有降价促销。

川渝——成都一枝独秀，其余以价换量

四川唯成都一枝独秀，房企争相抢地，土地价格与溢价率居高不下，主城区供应减少且多个板块一二手倒挂引发“万人摇号”打新引爆全程，量价齐涨；下面县市普遍较差，“踩线”民营头部房企大幅降价抢收，诸多房企跟随，力度稍小；

重庆土地溢价率与价格回落明显，住宅供应缩减三成，主城区量价较稳，郊县与四川三四线情况类似。此外，投资客奇多，二手挂盘巨量且攀升较快亦压制了新房市场，整体成交较差。且值得一提的是全市被渠道绑架严重，渠道佣金点数基本4个点起跳。

云贵桂——价格战异常凶猛，首付分期遍地开花

云贵桂整体降价凶猛，文旅项目由于外来客是重要购买群体，疫情叠加经济下行，去化维艰，多个项目降幅超过20%，且渠道佣金10个点甚至15个点，陷入激烈价格战。省会城市方面仅昆明平稳，南宁及贵阳均是多数降价达10%且首付分期常见。

山西内蒙——内蒙平稳，山西走弱

内蒙整体较稳，呼市以外略有降价促销；山西则除太原主城区降幅5%以内，其余降幅10%较多。

3、长三角复苏一骑绝尘，城市之间上演冰与火

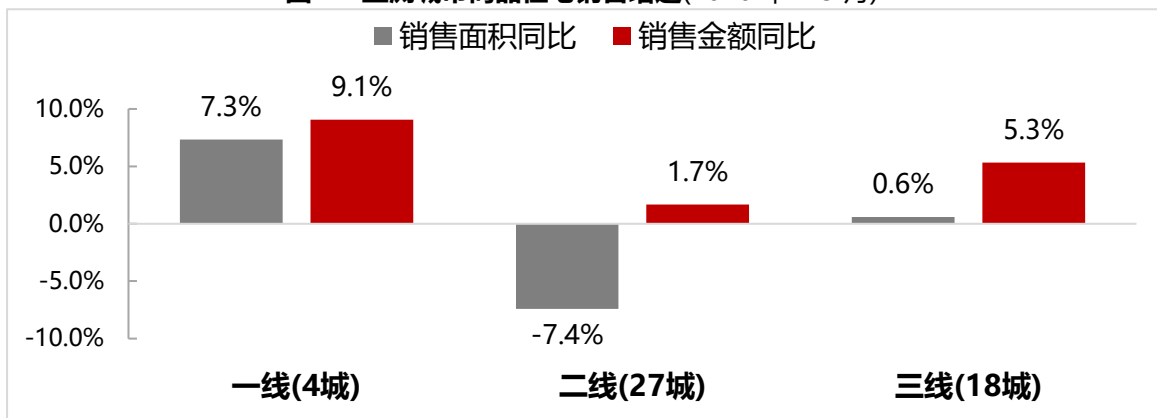
图表6 49个世联重点监测城市 商品住宅销售额 及 同比情况(2020年1-9月)

区域	城市	销售金额 (亿元)	同比(%)	区域	城市	销售金额 (亿元)	同比(%)
京津冀	*廊坊	124	14%	其他 二线	*济南	802	15%
	*石家庄	317	8%		青岛	1,502	9%
	北京	2,327	-5%		*沈阳	1,129	-9%
	天津	1,391	-5%		*太原	538	-11%
	合计	4,158	-4%		长春	603	-17%
长三角	杭州	2,957	32%		*哈尔滨	530	-17%
	*合肥	1,084	20%		大连	384	-29%
	宁波	2,183	19%		厦门	599	45%
	上海	3,565	18%		*长沙	856	11%
	*南京	1,749	9%		*郑州	1,059	-17%
	舟山	132	4%		*南昌	439	-18%
	徐州	1,000	2%		武汉	1,508	-20%
	*苏州	1,627	2%		银川	347	45%
	*无锡	890	-4%		兰州	522	33%
	南通	481	-7%		成都	2,371	29%
合计	15,665	14%	*贵阳		473	9%	
珠三角	东莞	1,127	43%		*南宁	964	0%
	惠州	1,609	20%		昆明	900	-7%
	深圳	1,604	13%		*西安	1,066	-21%
	广州	2,139	10%	*重庆	1,593	-26%	
	珠海	651	8%	合计	18,185	-4%	
	汕头	180	7%	*临沂	469	44%	
	江门	377	6%	南充	233	27%	
	佛山	1,363	-7%	*潍坊	317	13%	
	肇庆	235	-19%	*包头	133	4%	
	中山	527	-29%	*泰安	167	-6%	
合计	9,812	8%	其他 三线				

数据口径为商品住宅-剔除保障房(惠州为商品房口径),标*城市为主城区数据

数据来源: 世联研究, 世联行各地区城市分公司研究部

图7 监测城市商品住宅销售增速(2020年1-9月)



数据来源: 世联研究, 世联行各地区城市分公司研究部

三、资金篇

1、行业融资再度收紧，销售大幅回暖助力回款高增

受益于楼市持续超预期的回暖力度，房企到位资金总额共计 13.64 万亿、同比增长 4.4%，主要是定金及预收款和按揭回款部分高增长带动，此外，二季度短暂的融资松动亦有贡献。

行业融资方面，自在去年针对房企融资的一系列监管组合拳以来，中央定调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，“房住不炒”与“三稳”总体保持定力，对于资金违规流入房地产持续强监管。

今年上半年，在疫情冲击下，国内 3 次降准 2 次降息，4 月银行隔夜拆借利率最低跌至 0.7%，市场流动性总体充裕，且疫情之下“六稳”与“六保”为首要目标，故期间对房企贷款融资有松动。

随着疫情后长三角、珠三角及部分省会城市房价快速上涨，楼市与土地市场火热，三季度针对房企融资的监管进一步收紧：

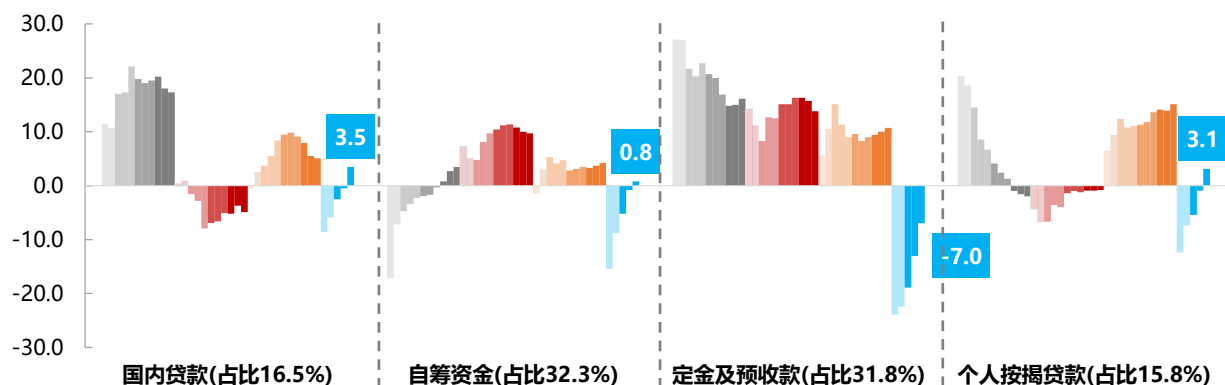
从 7 月国资委表示“将持续加大房地产领域项目的监管力度”，8 月银保监会郭主席发表文章表态“房地产泡沫是威胁金融安全的最大‘灰犀牛’”，住建部与央行出台“三道红线”，再到 9 月银保监会表示“将持续开展 30 多个重点城市房地产贷款专项检查，压缩对杠杆率过高、财务负担过重房企的过度授信，加大对‘首付贷’、消费贷资金流入房市的查处力度”，融资监管趋严明显。

图表 8 房地产到位资金与累计同比



数据来源: Wind,国家统计局,世联研究

图表 9 房地产行业到位资金 主要构成占比及累计同比走势(%，2017.02-2020.09)



数据来源: Wind,国家统计局,世联研究, 每个色阶 2 或 3 根柱, 一个色阶表示一个季度的当月累计同比数值, 一季度统计局数据从 2 月公布, 故仅 2 个值

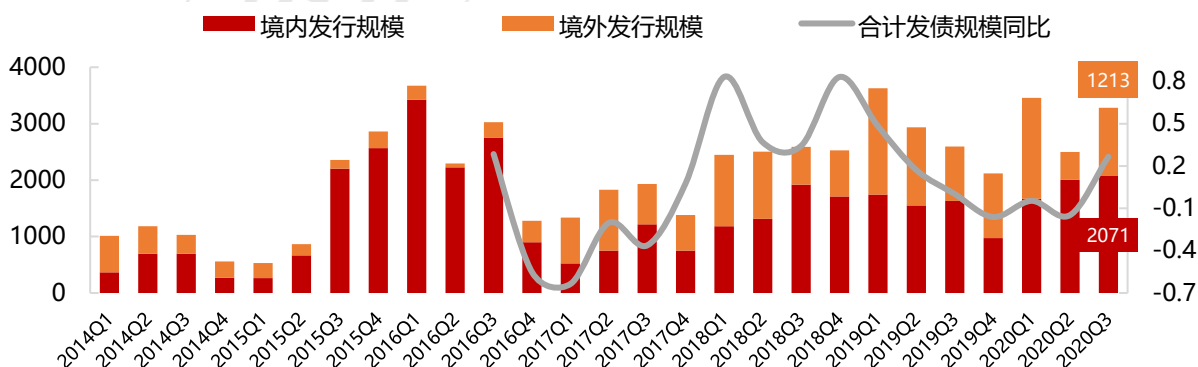
2、境外金融市场修复，民企海外发债环比大涨

2020年前三季度，内地房企在境内外合计发债9242亿元，同比增长1%，与去年同期近乎持平。

其中，第三季度发行规模3284亿元，环比增长31%，同比增长27%。这主要是海外金融市场修复，民营房企境外发债亦恢复正常，发债规模环比大涨所致。

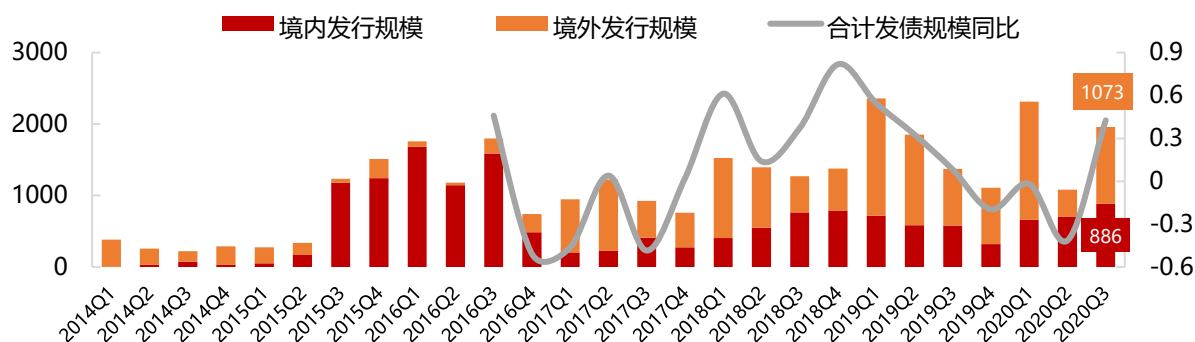
具体来看，境内发债方面，前三季度发债规模为5745亿元，同比增长17%，三季度环比变化不大。

图表 10 内地房地产行业 境内外合计发债情况(亿元, 2014Q1-2020Q3)



数据来源: Wind,世联研究 (含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、永续债、次级债、可转债、项目收益票据等)

图表 11 内地民营房企 境内外合计发债情况(亿元, 2014Q1-2020Q3)



数据来源: Wind,世联研究 (含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、永续债、次级债、可转债、项目收益票据等)

图表 12 内地民营房企 境内外合计发债情况(亿元, 2020Q1-2020Q3)

全行业	发行规模(亿元)	同比	民营房企	发行规模(亿元)	同比
境内	5745	17%	境内	2244	19%
海外	3497	-17%	海外	3109	-16%

数据来源: Wind,世联研究 (含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、永续债、次级债、可转债、项目收益票据等)

境外发债方面，民营房企是发债主力，发债规模占据近9成。3月疫情在海外失控导致全球金融市场暴跌引发流动性挤兑，海外资金风险偏好降低，且地产海外债价格暴跌、到期收益率飙升，4月海外发债出现罕见的零融资，至6月修复。

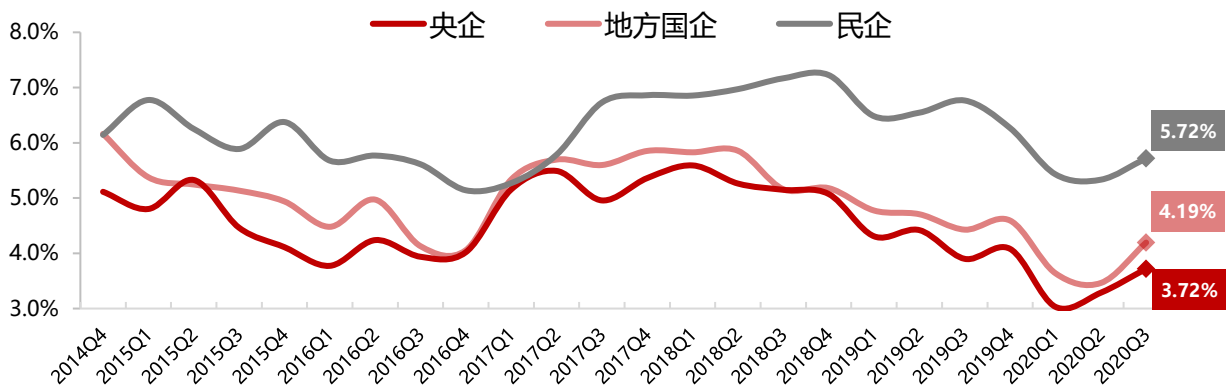
三季度，随着境外融资环境恢复，民营房企发债规模为1073亿，环比大幅增长180%，同比增长35%，且行业平均发债成本进一步下降。

3、境内发债成本触底回升，境外发债成本持续走低

上半年，受疫情影响，企业投资信心不足，国内3次降准2次降息，银行隔夜拆借利率4月最低至0.7%，流动性空前充裕，M2与社融均创近几年新高，央行层面引导利率下行之下，境内发债成本大幅下降。

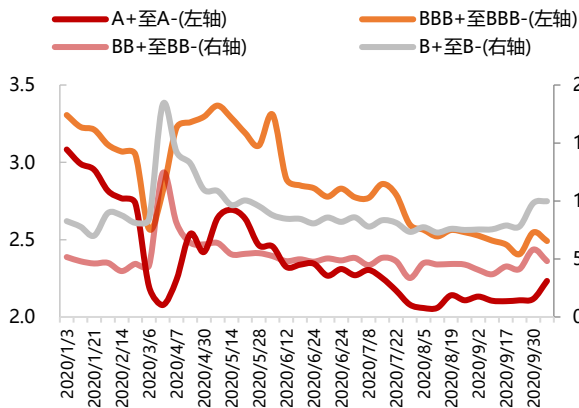
境内发债来看，随着二三季度经济反弹力度持续超预期，楼市亦销售旺盛，投资信心逐渐恢复，流动性最宽松的时点已过。加之三季度房地产行业融资监管收紧，行业融资成本环比提升明显：央企、地方国企和民营房企的加权平均发债利率较二季度分别提升了0.43%、0.73%、0.39%。

图13 内地房企 境内发债加权平均利率情况(%，2014Q1-2020Q3)



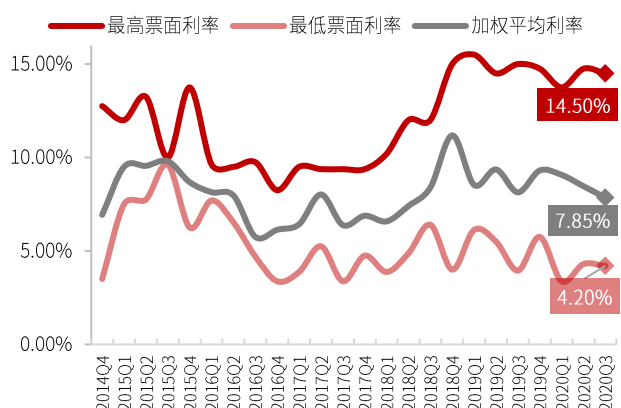
数据来源：Wind, 世联研究

图14 中资美元债—地产信用等级分类收益率表现(%)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图15 内地 民营房企 境外发债加权平均利率情况(%)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

境外发债来看，疫情扩散导致3月全球风险资产暴跌出现流动性挤兑，海外资金风险偏好骤降，但随后美联储无限量QE使得资产负债表3个月内膨胀70%，给市场注入天量流动性，使得海外融资环境得到修复。三季度疫情第二波来袭，海外大力度宽松继续，流动性泛滥叠加海外经济持续首创之下，资产荒加剧，而高评级中资地产债受追捧，3B以上评级房企发债利率持续下降。

此外，民营房企境外融资票面利率显著高于境内，且房企之间分化极大。前三季度发行的166只海外债，发债加权平均票面利率为8.57%，其中有57只 $\geq 10\%$ ，最高票面利率15%，最低为龙湖1月的一笔2.5亿美元的7.25年期的债券，票面利率3.38%。

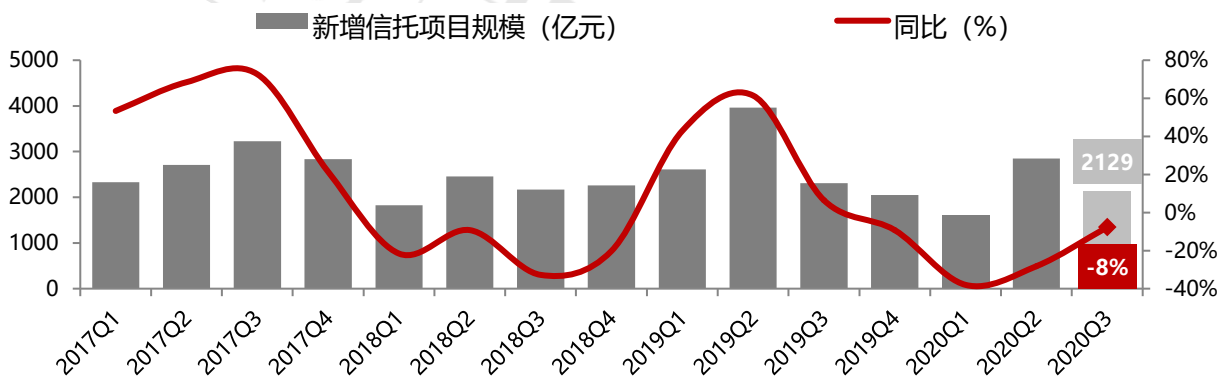
海外疫情第二波正掀高潮，流动性泛滥将继续，在疫情冲击全球经济下，资产荒加剧，经营稳健的头部房企尤其是国央企发债尤其受追捧，其发债成本仍有下行空间。

4、信托融资环比大幅回落，平均收益率持续下行

截至 2020 年二季度末,投向房地产方向的资金信托余额为 2.5 万亿元, 存量规模进一步压缩, 伴随流动性宽松和社会无风险收益率下行, 房企信托融资成本也进一步下行, 但依然是呈现分化, 国央企或评级高、经营稳健的房企融资成本下降尤为显著。

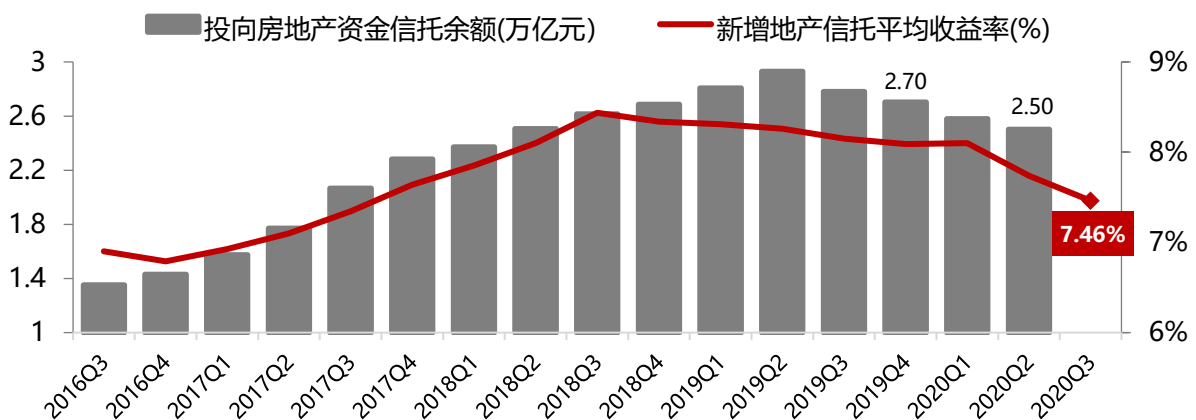
根据信托业协会和用益信托网数据, 2020 年前三季度新增的投向房地产的信托项目规模为 4468 亿元, 同比增长-26%; 其中三季度发行规模 2129 亿元, 环比下降 25%, 同比下降 8%, 平均收益率 7.46%, 创近两年的新低。

图表 16 投向房地产新增信托项目金额 及 同比



数据来源: 信托业协会, 用益信托网(2020Q3 数据), 世联研究

图表 17 投向房地产的资金信托余额 及 新增信托平均收益率 均下行



数据来源: 信托业协会, 用益信托网(收益率), 世联研究

去年 5 月银保监会针对房企融资监管的“23 号文”和 7 月初对多家信托公司进行了窗口指导和约谈后, 房地产信托项目的余额管控一直处于强监管状态。

此外, 2020 年 5 月, 银保监会出台《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》, 进一步限制了信托公司对于非标债权资产的投资, 并规定全部集合资金信托投资于同一融资人及其关联方的非标债权资产的合计金额不得超过信托公司净资产的 30%。

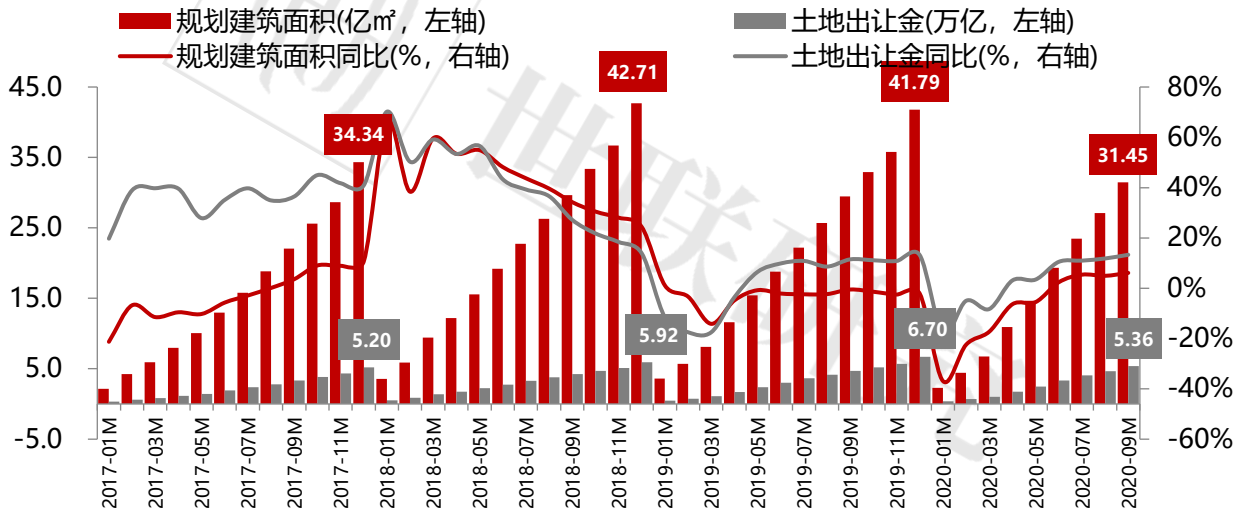
该意见稿目前仍未落地, 但在实际监管层面正在逐年压降非标规模、鼓励做标品。这一定程度刺激了明股实债的规模, 但地产信托融资趋严是确定的, 对部分房企尤其中小民营房企的前端(土地)融资影响也将逐步扩大。

四、土地篇

1、土地成交热度环比回落，一线与强三线仍最受青睐

2020年1-9月，全国招拍挂土地出让累计规划建面31.45亿 m^2 ，同比增长6.1%，累计土地出让金5.36万亿元，同比增长13.3%。其中，涉宅用地出让累计规划建面15.14亿 m^2 ，同比增长7.6%；累计土地出让金4.53万亿元，同比增长15.3%；平均成交楼面价2,989元/ m^2 ，同比增长7.1%。

图表 18 2017.01M-2020.09M 全国招拍挂土地成交情况(所有用地类型)



数据来源：CREIS,世联研究

图表 19 2020年1-9月各线城市土地招拍挂成交情况(涉宅用地)

城市类型	土拍成交出让规划建面		土地出让金额		平均成交楼面价	
	占比 (%)	同比 (%)	占比 (%)	同比 (%)	楼面价 (元)	同比 (%)
一线城市	2.0%	43.9%	12.4%	62.7%	17266	13.1%
二线城市	25.4%	4.7%	45.3%	5.1%	4806	0.4%
核心城市群 三线城市	20.7%	0.0%	19.3%	21.5%	3774	21.4%
非核心城市群 三线城市	52.0%	11.4%	22.9%	11.6%	1251	0.2%
合计	100%	7.6%	100%	15.3%	2989	7.1%

数据来源：世联研究；此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角(泛指广东)

在上半年流动性空前充裕的环境下，随着二季度新房销售且优质地块供给增多，土拍市场亦掀热潮，三季度大体延续这一趋势，但随着8月下旬多城调控升级以及融资收紧，楼市与土地市场均有降温，使得第三季度涉宅用地土拍成交金额同比增长超过2成，但环比回落13%。

从全国三季度拿地热度看，一线因优质土地出让增多，成交面积和成交金额继续保持高增长；二线城市成交面积与金额虽然同比均实现双位数增长，但环比热度仍有回落，成交金额下降超过一成；

三大核心城市群城市因今年长三角和珠三角的核心城市量价齐升带动整个板块市场热度较高，因此尤其受到房企青睐，楼面价亦上涨超过2成，但三季度调控升级之下，土地成交量价回落明显；

非核心城市群三线城市方面，二三季度经济企稳后，房企对于这些区域信心恢复明显，成交表现与二季度变化不大。但需注意，除西北之外，新房销售表现疲弱，以价换量力度大，后市仍有压力。

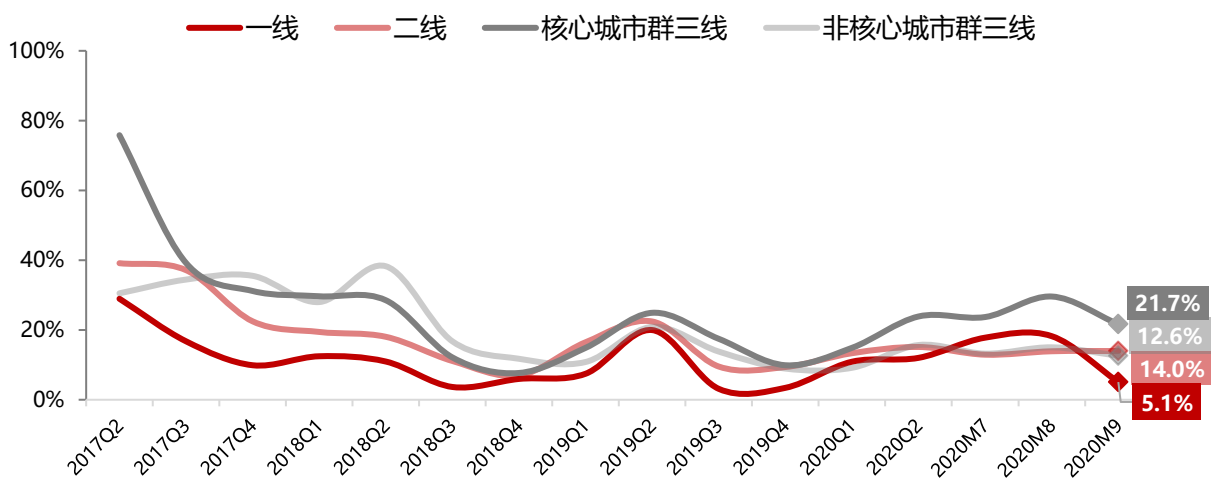
2、一线与强三线溢价率冲高回落，各线土地流拍率持续回落

一季度土地成交虽有下降，但由于推地减少、房企拿地标准提高，一二线与强三线城市呈现溢价率上升、流拍率下行的格局，国有房企表现强势，民企相对谨慎。

进入二季度，地方政府出于财政和“六稳”“六保”压力加大土地供应，且挂出更多优质地块，在楼市销售反弹力度超预期之下，民企一改一季度谨慎姿态，开始大举出击补仓。

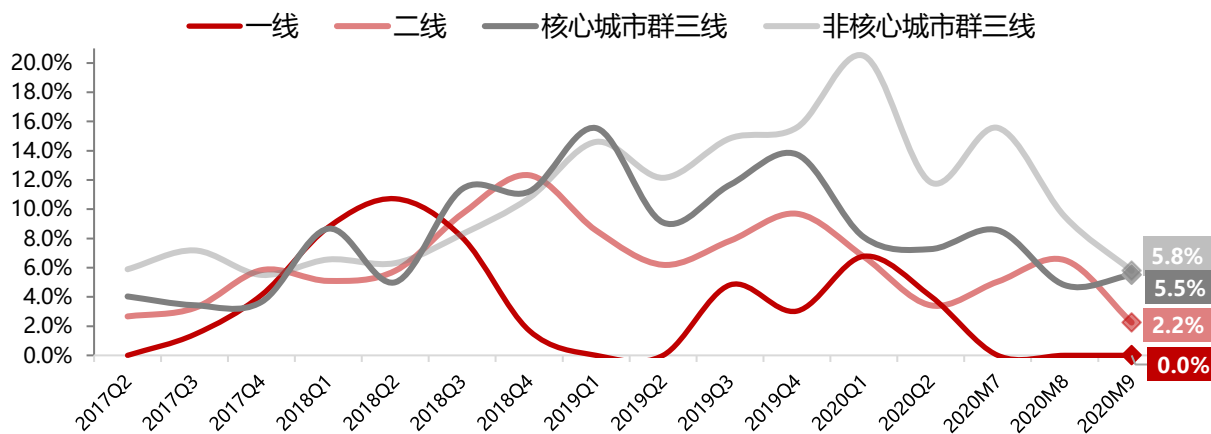
三季度随着8月下旬多个热点城市调控升级叠加融资收紧，9月民营头部房企带头大幅降价走量回笼现金，市场转冷之明显，一线与核心三线土地成交溢价率回落。

图表 20 各线城市土地招拍挂溢价率(涉宅用地)



数据来源:世联研究,此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角(泛指广东)

图表 21 各线城市土地招拍挂流拍率(涉宅用地)



数据来源:世联研究,此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角(泛指广东)

从流拍情况看，从2019年下半年融资收紧之后，民企拿地明显收缩，流拍率走高，并在疫情期间流拍达到最高点。二三季度，楼市的强劲复苏又使得民企信心修复，大举补仓，流拍率随即走低。

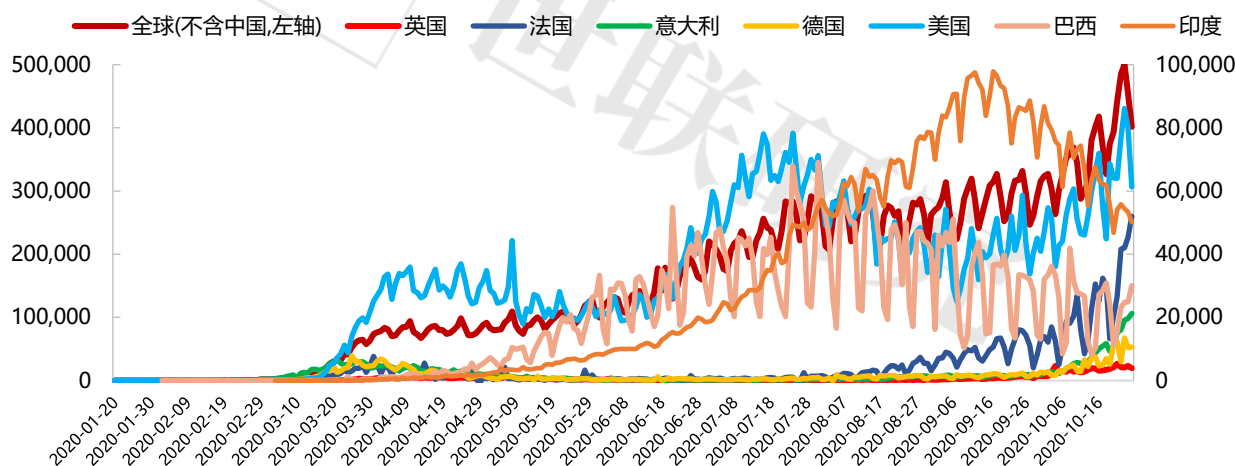
展望

一、宏观篇

1、海外疫情第二波来袭，全球经济遭受持续冲击

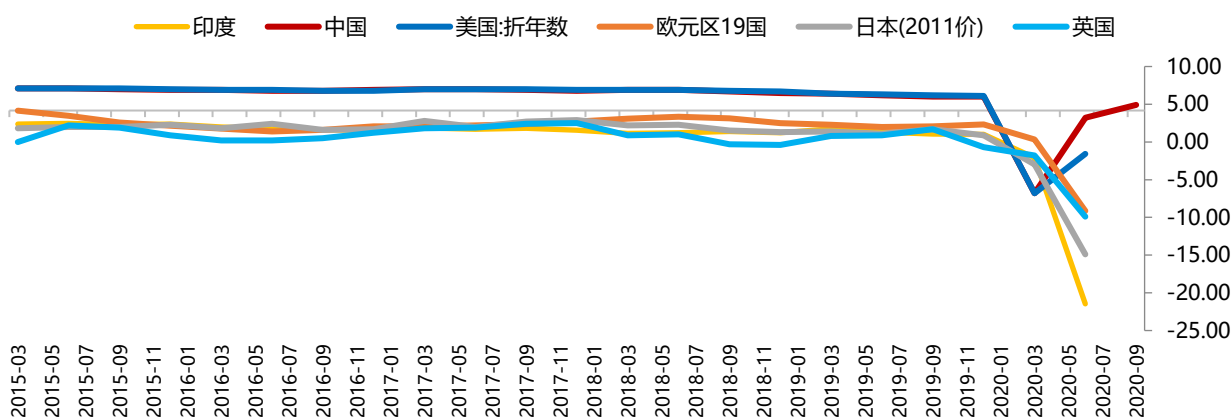
三季度海外疫情第二波来袭，美国、印度等疫情震中尚未好转之际，欧洲多国疫情再度失控，单日新增确诊人数持续攀升，规模远超四月疫情峰值，截至 10 月 12 日，全球新冠肺炎确诊病例上升至 3760 万例，其中死亡病例达到 108 万。

图表 22 全球新冠病例确诊单日新增(人,2020-10-25)



数据来源：WHO, Wind, 世联研究

图表 23 全球 GDP 当季同比(不变价, 2020E 为 IMF 预测值)



数据来源：BIS, Wind, 世联研究

目前多个在研的新冠疫苗尚处于 III 期临床，根据世界卫生组织表示，新冠病毒疫苗的大规模接种服务很可能要到 2021 年夏季才能向公众提供，意味着全球产业链供给端和需求端仍将遭受持续冲击。

各国经济断崖式下滑叠加持续飙升失业率，多国政府争相“甩锅”与转移矛盾，民族主义与民粹主义抬头，中美对抗持续升级、欧美贸易战、地缘冲突甚嚣尘上，正逐步撕裂全球化的原有格局，我国外部环境仍面临较大不确定性。

2、全球宽松力度不减，无风险收益率持续下行

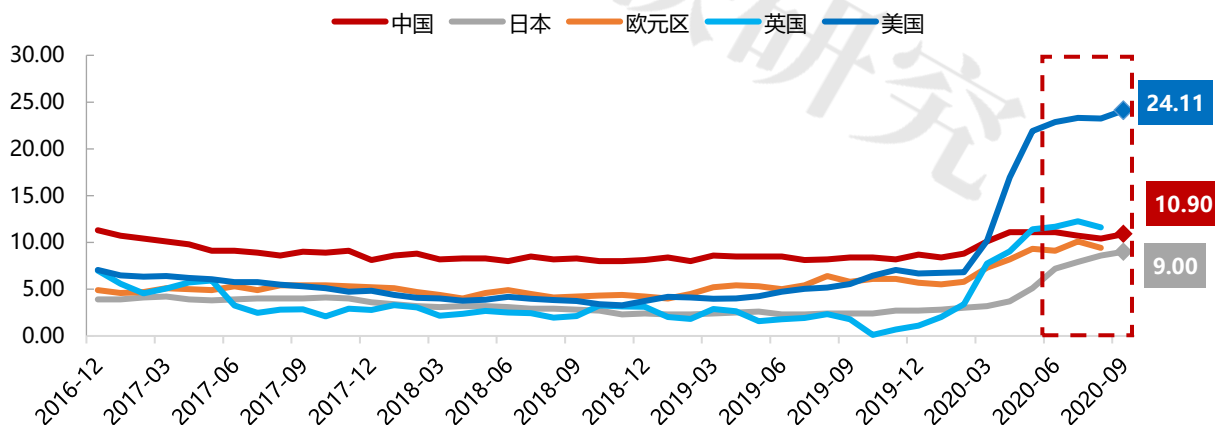
随着新冠疫情的第二波释放，全球经济复苏苗头再度熄灭，欧美经济加速坠落，为对冲疫情影响，各国宽松的货币政策和积极的财政政策力度继续保持大力度不变：

美国——“无限量”QE 继续，美联储资产负债表略有回落，仍处于绝对高位（较 3 月膨胀超过 60%）；9 月美联储 FOMC 议息会议点阵图显示，预计将维持当前 0%至 0.25%的利率水平直至 2023 年底，此外还声明将以当前步伐继续购债……

欧洲——7 月，7500 亿欧元复苏基金达成协议；7 月与 9 月欧洲央行管理会议均维持利率和抗疫刺激计划不变（每月 200 亿欧元购债计划）……

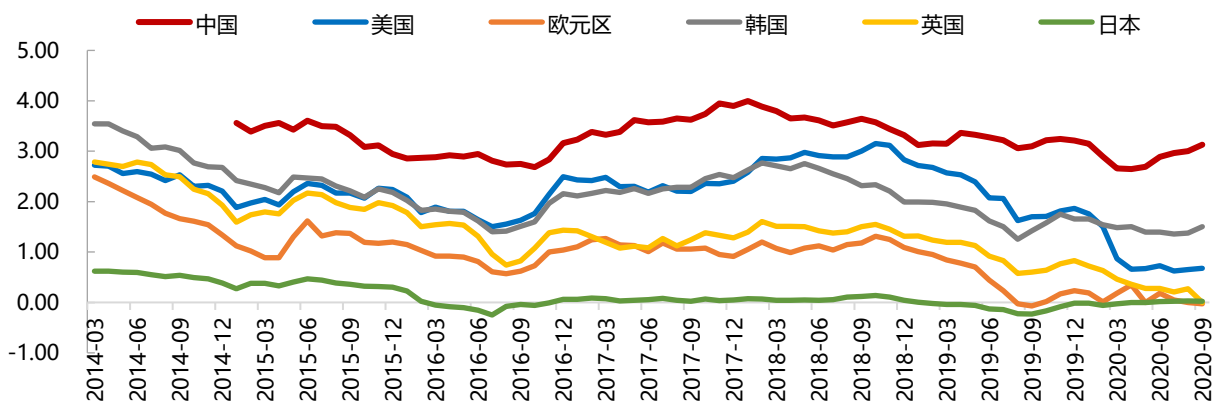
日本——日本央行维持经济刺激力度不变，其 9 月金融政策会议决定：政策利率维持在-0.1%不变，10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变，通胀目标(扣除食品的 CPI)为 2%不变……

图表 24 全球主要经济体 M2 同比增速飙升(%)



数据来源：BIS,Wind,世联研究

图表 25 多国 10 年期国债收益率持续下行(%)



数据来源：Wind,世联研究

在竞相宽松的背景下，多国十年期国债利率持续下行且屡创新低，各国无风险收益率的降低的背后，体现的是企业投资信心不足与资本开支减少、资金避险与保值需求高涨、资产荒加剧。

考虑到当前全球疫情第二波正掀起浪潮，大国博弈与地缘冲突加剧、“逆全球化”横行，疫苗未出则全球经济难言好转，全球大力度的宽松浪潮仍将持续，长端利率中枢亦将继续下行。

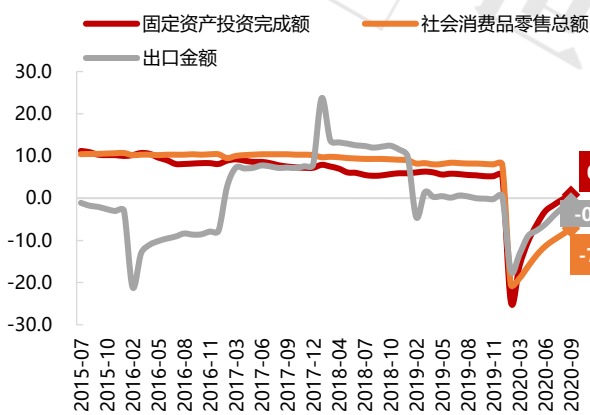
3、三驾马车强劲修复，货币环境结构性宽松

一季度,受疫情影响,封城与停工使得拉动经济的“三驾马车”受冲击明显,一季度 GDP 同比增长-6.8%,创历史新低。

二三季度,在疫情得到控制后,政府加大投资和转移支付力度,且货币政策积极有力,社融同比持续走高,且结构较优;M2 同比维持高位,使得投资、消费改善明显,最终三季度 GDP 同比增长 3.2%,9 月制造业 PMI 回升至 51.2,经济修复超预期。

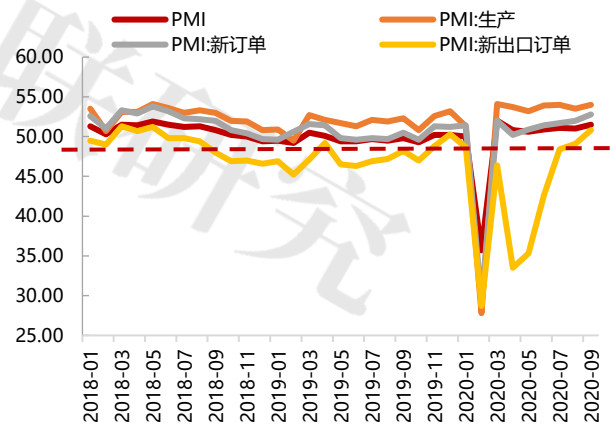
值得一提的,出口方面因国内疫情控制得力、供应链稳定,而海外疫情爆发影响生产,因此我国在一些行业转接了更多海外订单,加上防疫物资和“宅经济”带动,使得三季度出口金额同比增长 8.8%。

图表 26 投资-消费-出口 修复强劲 (同比,%)



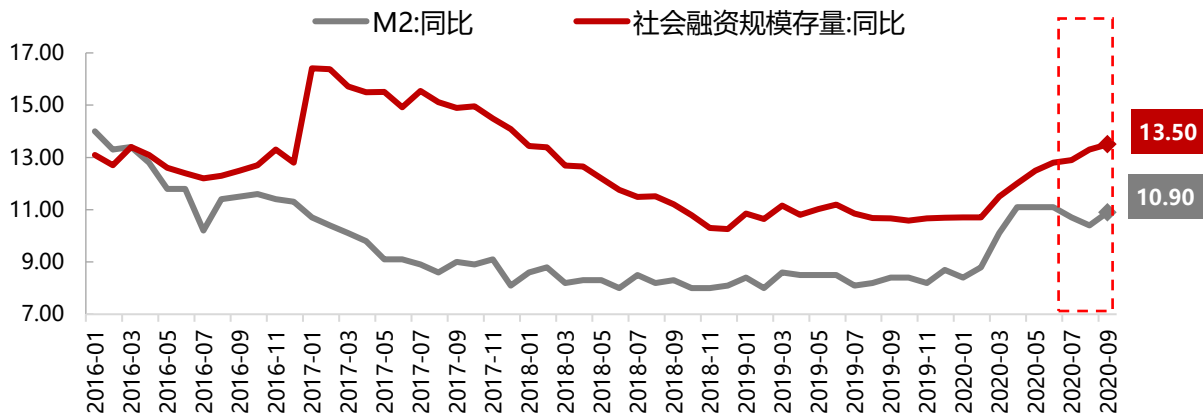
数据来源: WIND、国家统计局、世联研究

图表 27 制造业 PMI 持续攀升



数据来源: WIND、国家统计局、世联研究

图表 28 社融规模与 M2 同比创阶段新高(%)



数据来源: Wind,国家统计局,世联研究

疫情之下,“六稳”、“六保”是首要目标,三季度财政端继续加杠杆维持大力度投资,虽然 9 月末全年新增地方债券发行进度为 95%,但 2021 年新增专项债额度大概率如 2019 年一样,将会提前下达。

货币方面,10 月 14 日第三季度金融统计数据新闻发布会上,央行方面表示今年前三季度中国信贷和社融增速合理增长,还没到偏快增长的状况,利率水平与当前经济基本面总体是匹配的,下一阶段将根据形势变化综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,支持货币供应量和社会融资规模合理增长。

预计四季度货币环境仍将保持总体宽松,但从三季度地产行业的融资再度收紧的情况来看,宽松更倾向于结构化宽松。

4、新开工与竣工增速表现疲弱，短期仍受制于市场转冷与融资收紧

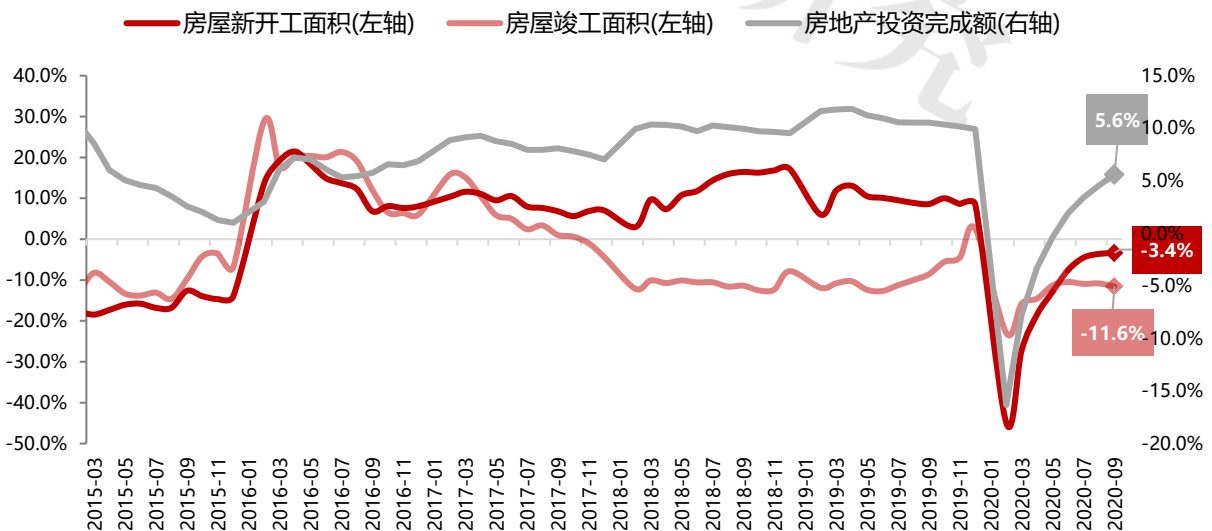
三季度，在新房销售总体尚可的情况下，新开工与竣工同比增速分别为 3.9%、-14.1%，表现疲弱。

我们认为，这一方面是融资收紧之下，开工与竣工或受到一定影响，尤其一些存量过大、销售不畅的地区（绝大部分是三四五线城市）中小房企因资金受掣经营困难而被迫停工和拖延竣工，投资开发完成额中代表后期工程的“安装工程”同比增速持续走低也印证了这一事实；

另一方面，8月中下旬调控升级与头部民营房企掀起的大力度促销潮使得民众观望情绪加重，市场转冷，也一定程度影响了开工（今年以来大部分地区预售门槛降低，达到预售条件后强制预售的城市越来越多）与竣工的积极性。

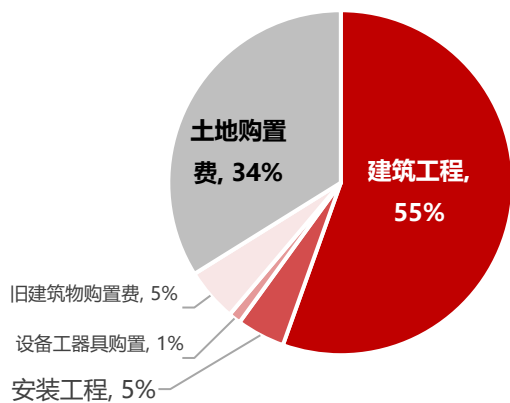
但在庞大在建工程以及土地购置费增加的带动下，三季度房地产投资完成额同比增长 11.8%。此外，随着前期巨量在建工程的陆续完工，后期竣工有一定修复，但受制于融资收紧与市场转冷，开工与竣工的背离近一两年内将成为常态。

图表 29 房地产投资、房屋新开工与竣工面积累计同比增速(%)



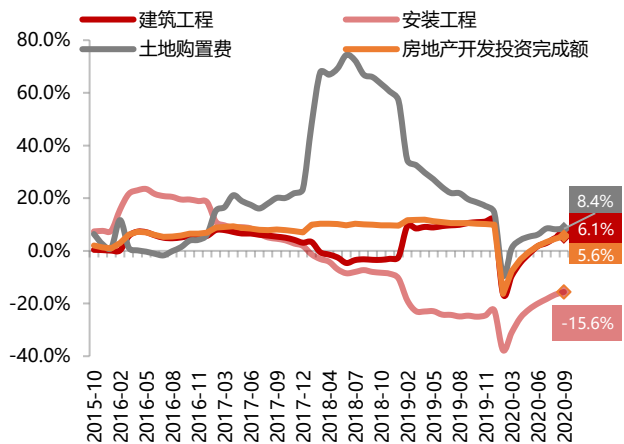
数据来源：Wind,国家统计局,世联研究

图表 30 2019-2020 年投资开发完成额构成平均占比



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 31 投资开发完成额构成项同比增速



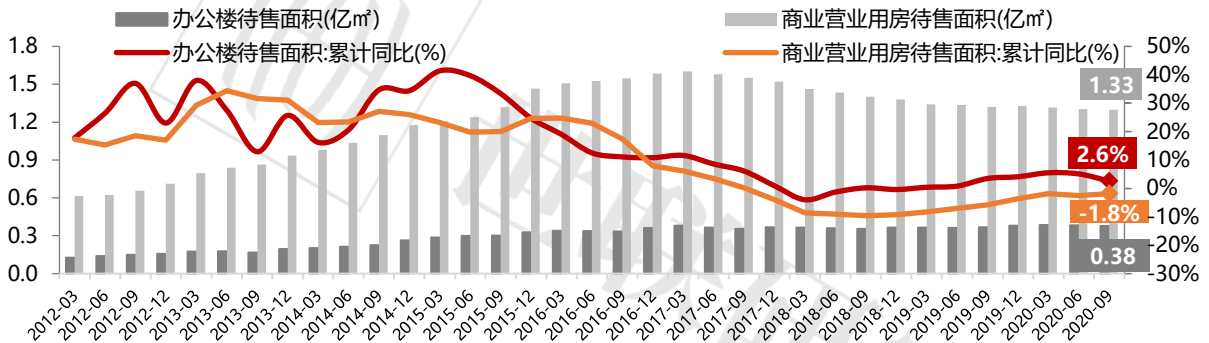
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

二、库存篇

1、住宅库存回落明显，商办库存去化维艰

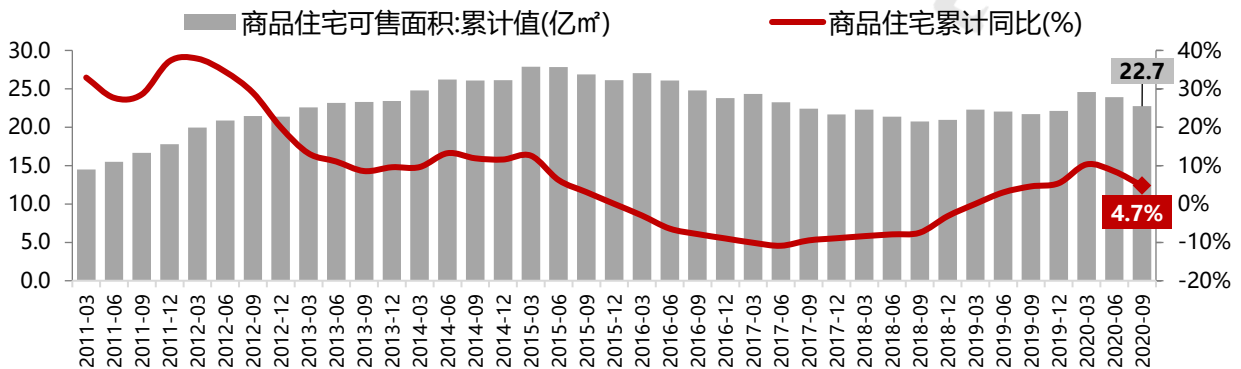
截止三季度末，全国商品房待售面积 4.96 亿 m^2 、同比增长 0.5%。其中，商品住宅 2.24 亿 m^2 、同比下降 0.4%；办公楼 0.38 亿 m^2 ，同比上升 2.6%；商业营用房 1.33 亿 m^2 ，同比下降-1.8%。

图表 32 商办待售面积及累计同比增速(%)



数据来源:WIND,国家统计局,世联研究

图表 33 商品住宅可售面积及累计同比增速(%)



数据来源:WIND,国家统计局,世联研究

去化周期(月)	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09
商品住宅	16.8	17.0	18.1	18.0	17.5	17.7	20.6	19.8	18.3

待售面积仅反映已竣工的未售面积，在以预售为主的住宅市场中无法反映真实库存。故此我们根据可查数据，用 1992-2020 年 3 月的新屋开工面积累计值扣减 1992 年 7 月至今累计销售面积得出“商品住宅可售面积”作为更能反映实际情况的广义库存(视最近 6 个月新开工的部分未达到可预售状态)：

三季度末，商品住宅的可售面积分别为 22.7 亿 m^2 ，环比二季度末下降了 1.18 亿 m^2 ，去化周期（按最近 12 月销售速度计算）为 18.3 个月，环比下降了 1.6 个月，库存去化较好；商业与办公若按其待售面积与现货出售面积计算，则去化周期分别为 49.0 个月、53.3 个月，去化维艰。

上半年受停工影响，供应方面有缩减，三季度供应开始加速，但销售不弱使得住宅库存有所回落。而商办主要是投资需求，受空置率和经济预期影响较大，当前内外部环境下投资信心趋弱，去化仍难。

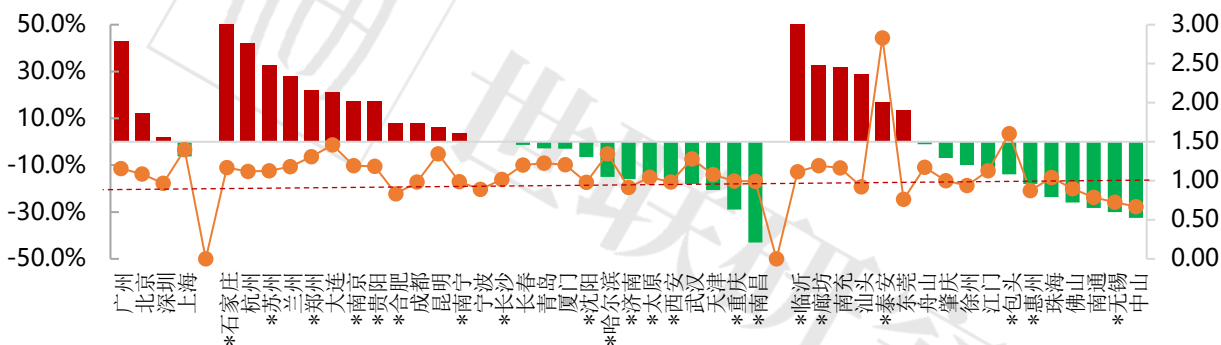
随着 8 月下旬融资收紧叠加市场转冷，房企四季度仍将加速推盘，这也将加大整体去化压力。

2、一二线供应与库存齐上升，部分城市去化难言乐观

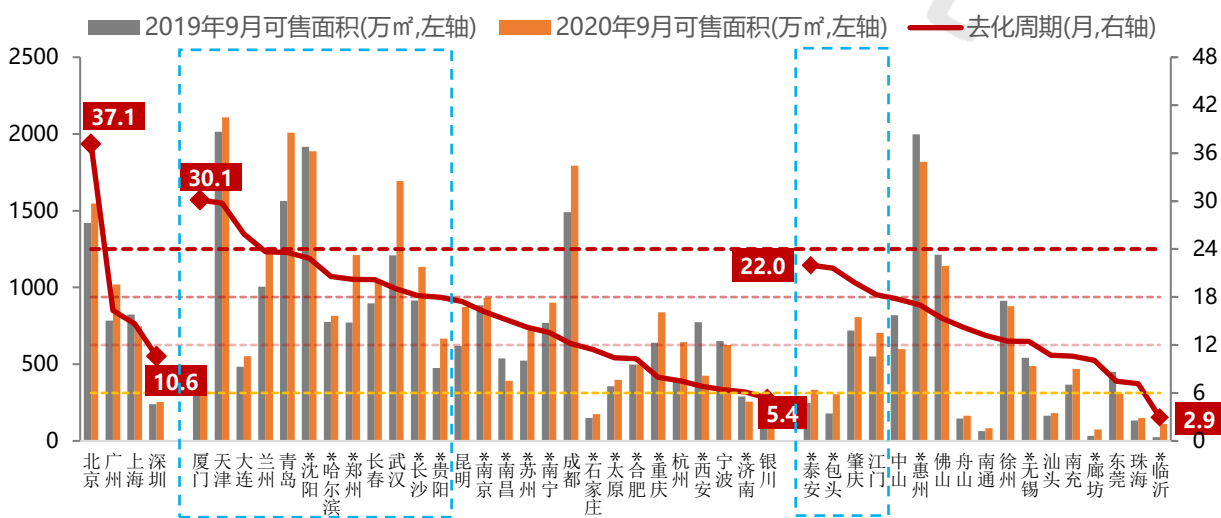
三季度，世联重点跟踪的重点城市房企加速推盘，一线、二线、三线供应同比分别增长 40.4%、9.0%、9.0%。在三季度销售较好且全国整体库存回落明显的情况下，世联重点跟踪的城市整体库存较二季度相比仍有所增加，这反应了房企在三季度新开工更集中在一二线及强三线城市。

按前 9 个月销售面积计算，一线、二线、三线的去化周期分别为 19.9、15.3、12.3 个月，库存总体处于健康，但部分城市库存偏高。在融资收紧及年终冲业绩的情况下，预计四季度推盘仍将继续加速。

图表 34 世联行重点跟踪城市 累计供应面积同比与 供销比 (2020 年 1-9 月)



图表 35 世联行重点跟踪城市 可售面积及 去化周期(2020 年 9 月末)



注：标*城市为主城区数据，数据口径为商品住宅（剔除保障房（惠州为商品房数据）；去化周期按 1-9 月销售速度计算；数据来源：世联研究,各地区世联城市分公司研究部

一线城市中，北京去化周期 37.1 个月，主要是限竞房与共产房存量较大且多数地段不佳，去化缓慢；上海相对平稳；广州供应增长超过 40%，但受益深莞大涨后的调控升级，三季度销售情况较好；深圳供需矛盾突出则是常态，供销比常年小于 1。

二线城市，整体供销比为 1.06。去化周期在 18 个月以上的城市中，厦门、天津连续多年在列，哈尔滨、长春、沈阳、大连、郑州、武汉则均是销售同比大降，其中大连与郑州供应更是同比增长近两成；兰州与贵阳均是则是因 2019 年与今年土地出让飙升，供应连续大涨；

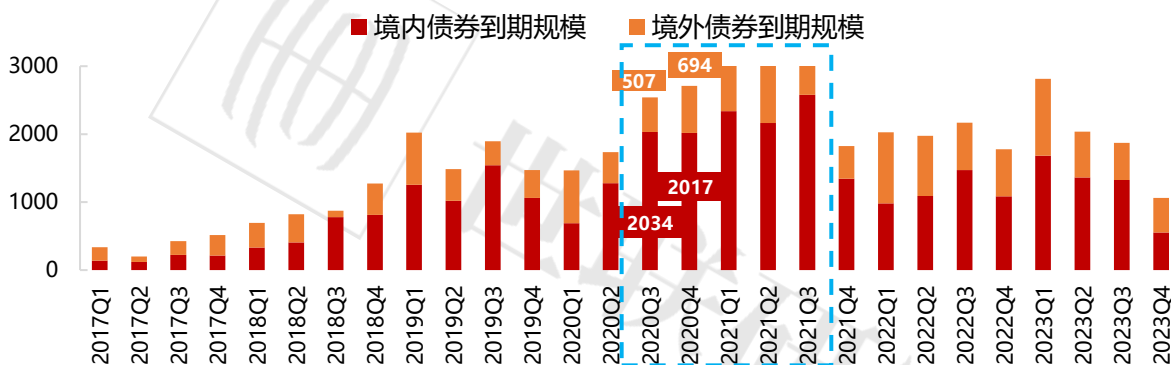
三线城市，整体库存较低，供销比为 0.93。主要由于所监测的城市以三大城市群的强三线城市为主，今年销售相对强劲，故整体去化周期健康。去化周期超过 18 个月的泰安、包头、肇庆销售同比下降，江门则库存一直处于较高水平。

三、债务篇

1、偿债规模再创新台阶，房企资金链进一步趋紧

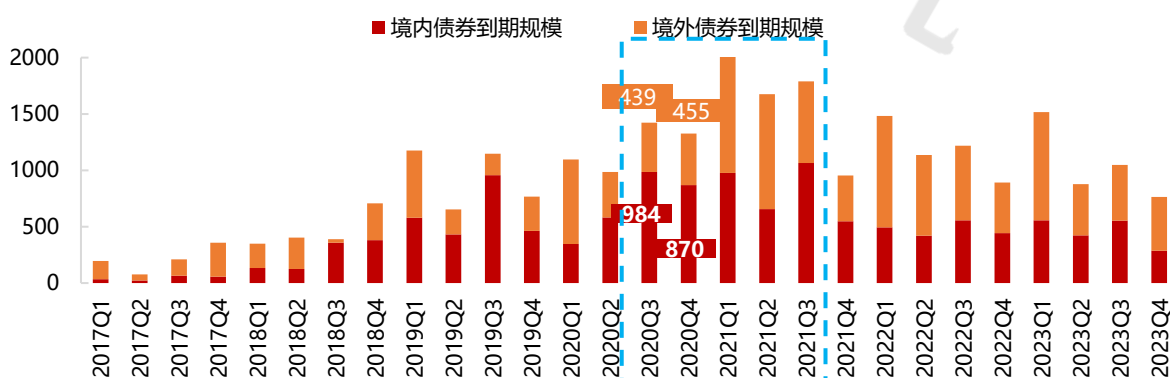
2020年下半年，房企到期债务再上台阶，到期规模环比上半年增长超过5成。在“三道红线”出台之，房企资金链进一步趋紧。然而，2021年前三个季度的到期规模仍创新高，同比飙升：

图表 36 内地房地产行业 境内外合计债券到期情况(亿元, 2017Q1-2023Q4)



数据来源: Wind,世联研究 (含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、次级债、可转债、项目收益票据等)

图表 37 内地民营房企 境内外合计债券到期情况(亿元, 2017Q1-2023Q4)



数据来源: Wind,世联研究 (含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、次级债、可转债、项目收益票据等)

图表 38 内地房企 境内外债券合计到期规模 (2020年Q4与2021年上半年)

全行业	到期规模(亿元)	环比	同比	民营房企	到期规模(亿元)	环比	同比
2020Q4	2711	7%	84%	2020Q4	1325	-7%	73%
2020H1	6794	29%	112%	2020H1	3753	37%	80%

数据来源: Wind,世联研究 (含公司债、企业债、ABS、短融、定向工具、中期票据、次级债、可转债、项目收益票据等)

截止2020年9月30日，全行业(境内房企，含地方城投公司，不含永续债)未到期的境内外债券规模超过4.13万亿，其中民营房企为2.20万亿。经测算，全行业债券融资每年还须支付的利息近2500亿，其中民企支付的部分约1600亿，占比过半。

此外，信托融资余额近2.5万亿，亦须偿付利息近2000亿/年。根据用益信托网数据，未来一年待偿还的地产信托规模近7600亿。

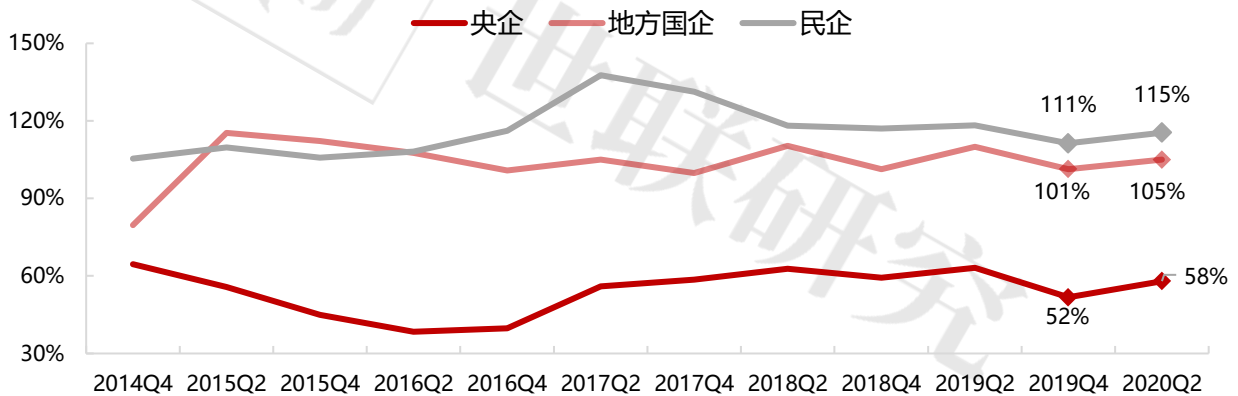
因此，预计未来一年仅债券与信托合计偿付(含利息)约2.41万亿，预计同期销售额比重超过15%，考虑到预售监管资金的限制及其他借款，房企偿债压力较大。

2、上半年行业债务恶化，民营房企短期偿债压力巨大

上半年，内地房企依然处于加杠杆阶段（存在部分因销售回款受掣而导致被动上升的因素）。筛选 A 股+港股内地房地产开发业务占营收比重超过 70% 的房企共计 136 家，根据其 2020 年半年报财务数据（因 A 股房企三季度财报披露较少，港股不披露三季度报），央企、地方国企和民营房企的净负债率均有不同程度的上升，其中央企提升 6 个百分点，最为显著；

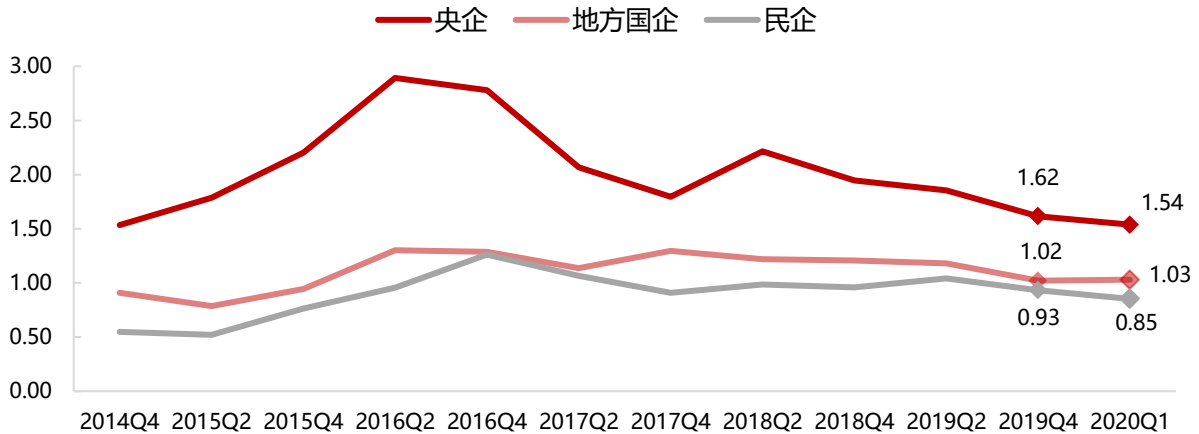
现金短债略有不同，央企与民营房企下降显著，地方国企保持平稳。从二季度行业的现金短债比来看，民营房企仅 0.85，短期偿债能力下降严重，面临较大短期兑付压力。

图表 39 内地上市房企净负债率



数据来源: 上市公司财报,WIND,世联研究

图表 40 内地上市房企现金短债比



数据来源: 上市公司财报,WIND,世联研究

总体来看，疫情控制之后流动性宽松，被压抑的需求释放充分，新房销售与土拍市场连续超预期，房企纷纷一改之前谨慎，纷纷加仓和补仓，债务情况和偿债能力有所恶化。

更重要的是，8 月下旬央行与住建部约谈部分房企，为融资设置了“三道红线”以压降房企杠杆规模，“踩线”房企的有息负债规模将受限，这将对部分踩线房企的资金链造成更大压力。

海外疫情正掀起第二波，并持续创新高，疫情对全球经济冲击以及国际贸易链的撕裂影响长远。此外，大国对抗升级也使得我国外部环境面临较大不确定性。对于房企来说，在市场转冷、融资收紧的大环境下，加快去化与回款、谨慎拿地仍是核心。

3、“三道红线”出世，行业或将进入供给侧改革

“三道红线”若严格执行，行业或将迎来供给侧改革。即使“绿色档”房企，有息负债规模年增长亦不得超过15%，这一方面使得逆周期猛加杠杆拿地大受限制，另一方面部分房企以“高杠杆+高周转”为核心的扩张模式将难以为继。

尤其对于中小房企，在融资能力、成本管控、产品溢价、对上下游议价和占款能力上均处于明显劣势。在销量增速见顶、市场转冷、叠加短期“踩线”房企被迫去杠杆之下，行业竞争加剧，这对于多数以负债滚动、借新偿旧的中小房企而言，其模式难以为继，资金链无疑将遭受重大打击，而大型房企将强者愈强。考虑到连锁反应和地方诉求，这主要取决于“三道红线”的执行力度，三四线城市更是如此。

因此，房企在经营模式上，引入外援合作开发将更为普遍；从融资模式看，用何种融资方式最适合企业“三道红线”的起落平衡，需要有更精密的考量。

图表 41 TOP50 房企“踩线”情况

政策内容	2019Q4			2020Q2			
	净负债率	现金短债比	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	剔除预收账款后的资产负债率	
<p>1 3道红线</p> <p>(1) 剔除预收款后的资产负债率大于70%； (2) 净负债率大于100%； (3) 现金短债比小于1倍。</p> <hr/> <p>2 4档管理</p> <p>如果“三线”均超出阈值为“红色档”；“二线”超出阈值为“橙色档”；“一线”超出阈值为“黄色档”；“三线”均未超出阈值为“绿色档”。</p> <hr/> <p>3 5%进阶</p> <p>(1) “红色档”，有息负债规模不得增加； (2) “橙色档”，有息负债规模年增速不得超过5%； (3) “黄色档”，有息负债规模年增速不得超过10%； (4) “绿色档”，有息负债规模年增速不得超过15%。</p> <p>2021年1月1日将在行业全面推行相关规则。</p>	中国恒大	183.1%	0.40	77.9%	219.5%	0.78	79.8%
	富力地产	218.3%	0.37	72.2%	205.5%	0.36	70.2%
	融创中国	214.1%	0.57	62.8%	175.6%	0.61	61.9%
	中南建设	202.8%	0.67	48.3%	172.4%	0.83	50.8%
	华夏幸福	185.3%	0.68	56.5%	194.1%	0.45	58.0%
	首开股份	170.4%	0.97	58.3%	174.9%	0.99	58.7%
	绿地控股	163.4%	0.67	55.3%	189.2%	0.62	54.9%
	佳兆业集	162.2%	0.84	64.9%	143.9%	1.02	62.5%
	华发股份	161.1%	0.70	56.5%	151.1%	0.98	62.9%
	中梁控股	120.9%	0.70	39.1%	130.7%	0.85	41.5%
	中国金茂	117.5%	0.35	53.8%	88.6%	0.51	-
	融信中国	115.9%	0.82	52.1%	129.1%	0.85	52.2%
	弘阳地产	115.6%	0.70	54.9%	111.5%	0.82	57.0%
	新力控股	107.5%	0.91	50.4%	94.0%	1.05	52.6%
	绿城中国	100.5%	0.84	56.0%	74.6%	1.63	56.0%
	中国奥园	136.7%	1.08	83.8%	156.5%	1.45	84.1%
	阳光城	145.4%	1.15	57.4%	126.6%	1.12	58.6%
	金科股份	122.3%	1.06	48.1%	126.5%	0.98	46.0%
	美的置业	114.2%	2.09	53.5%	104.4%	1.73	49.8%
	雅居乐集	96.6%	0.79	63.8%	84.6%	0.95	63.5%
	禹洲集团	94.7%	1.86	74.5%	93.8%	0.22	73.2%
	荣盛发展	90.8%	0.73	47.5%	94.5%	0.84	51.6%
	合景泰富	89.4%	2.17	74.9%	72.0%	1.57	-
	正荣地产	97.5%	1.42	58.7%	90.2%	1.76	58.5%
	宝龙地产	89.8%	1.33	62.1%	89.8%	0.99	64.9%
	越秀地产	85.0%	3.38	58.6%	85.5%	2.06	59.4%
	蓝光发展	83.1%	1.18	46.9%	108.6%	0.75	47.7%
	远洋集团	80.6%	3.34	61.5%	67.8%	1.90	63.0%
	滨江集团	78.2%	1.50	39.8%	83.8%	2.62	39.4%
	时代中国	76.7%	1.39	64.3%	84.5%	1.23	68.9%
中骏集团	75.7%	1.56	56.4%	87.7%	0.92	60.1%	
建业地产	73.9%	1.74	51.4%	83.5%	1.30	47.0%	
旭辉控股	69.1%	2.71	62.3%	63.3%	2.35	59.3%	
世茂集团	63.6%	1.42	59.4%	59.9%	1.57	58.5%	
金地集团	57.8%	1.25	50.3%	66.7%	1.18	49.4%	
保利地产	57.1%	2.09	46.0%	72.1%	1.95	46.2%	
碧桂园	55.3%	2.14	54.6%	65.2%	1.78	53.1%	
龙湖集团	51.1%	4.36	50.7%	51.5%	4.55	49.1%	
龙光集团	41.7%	2.75	66.5%	54.7%	1.93	65.1%	
万科A	36.7%	1.68	51.0%	29.7%	1.91	49.8%	
华润置地	32.5%	2.89	39.5%	46.8%	1.42	41.0%	
中国海外	30.5%	4.00	46.3%	27.9%	5.25	46.3%	
招商蛇口	29.8%	1.35	47.4%	37.4%	0.96	47.1%	
新城控股	14.2%	2.42	43.7%	30.9%	2.02	42.4%	

数据来源: WIND, 世联研究

四、应对篇

1、头部房企积极补仓，轻量重质提升拿地标准

在疫情冲击全球经济的全球宽松背景下，国内“房住不炒”仍然保持政策定力，对于房企融资的监管政策并未见明显松动。而在一季度商品房销售大降以及对未来的悲观预期下，民营房企一季度拿地收缩明显，央企凭借融资优势却继续大手笔拿地——拿地金额 TOP10 房企国央企占据 8 席，且除了绿地外拿地金额均大幅增长，多家百强民营房企一季度零拿地。

二季度，楼市复苏力度的超预期使得民营房企信心修复，一改收缩态势，积极补仓，在 TOP20 的民营房企中，除龙湖外，二季度拿地金额占上半年比重均超过 70%。

三季度，头部房企继续积极补仓，拿地金额 TOP100 房企其拿地金额同比增长 20%，而 TOP20 房企拿地金额更是猛增 48%。此外，拿地金额 TOP100 房企的集中度提升同比提升了 10 个百分点。

从头部房企的拿地策略来看，轻量重质提升拿地标准基本成为共识。具体体现为前三季度 TOP20 房企拿地楼面均价整体同比增长 18%，远高于拿地面积的增速。

图表 42 2020 年 1-9 月拿地金额 TOP20 内地房企

排名	企业名称	前三季度							三季度		
		规划建面 (万㎡)	同比	拿地金额 (亿元)	同比	楼面均价 (元/㎡)	同比	权益比	规划建面 (万㎡)	拿地金额 (亿元)	拿地金额占比
1	保利地产	1987	23%	1346	24%	6113	-6%	65%	1094	743	55%
2	万科	1820	-43%	1163	-34%	6736	16%	70%	924	641	55%
3	绿城中国	1254	195%	1139	155%	9459	-17%	65%	321	295	26%
4	中国恒大	3917	122%	1136	192%	2969	34%	97%	802	203	18%
5	龙湖集团	1626	41%	1077	17%	7010	-11%	76%	700	431	40%
6	碧桂园	3136	-29%	1035	-22%	3310	6%	94%	1376	470	45%
7	中海地产	775	28%	992	31%	12626	1%	96%	273	417	42%
8	华润置地	954	-32%	904	6%	9095	57%	74%	426	303	34%
9	绿地控股	2516	-15%	833	2%	3286	33%	87%	1017	363	44%
10	招商蛇口	1007	27%	821	41%	8621	24%	72%	427	314	38%
11	新城发展	2010	21%	752	33%	3600	22%	87%	681	234	31%
12	融创中国	1307	-40%	715	-35%	5401	-1%	65%	629	214	30%
13	滨江集团	389	73%	677	99%	20148	23%	78%	85	168	25%
14	旭辉集团	739	-31%	638	19%	7923	49%	79%	334	287	45%
15	金地集团	715	-11%	607	5%	9066	32%	83%	182	104	17%
16	中南建设	1173	35%	581	31%	4810	-12%	63%	344	203	35%
17	阳光城	871	-27%	575	14%	6073	29%	70%	126	61	11%
18	中交地产	522	153%	543	197%	6547	-22%	49%	294	185	34%
19	首开股份	265	66%	466	156%	18615	52%	37%	129	117	25%
20	金科股份	1129	4%	464	25%	4067	26%	86%	389	146	31%
	合计	28112	1%	16464	20%	5857	18%	76%	10554	5899	36%

数据来源:CREIS,世联研究

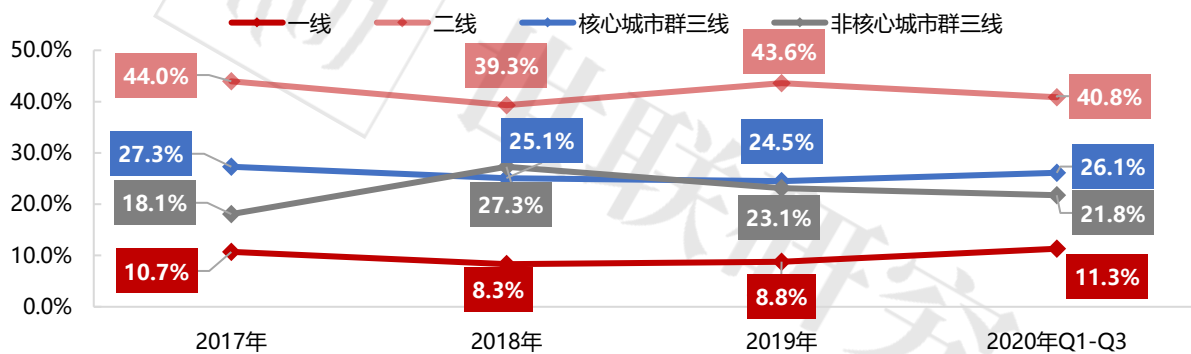
在旧改接力棚改、外部环境面临多重不确定、都市圈与城市群成为区域经济发展核心背景下，对于非核心城市群三四线城市拿地则应有更高的标准和更全面的考量。此外，在城市拿地研判上，须提防出口业务占比高或产业链相关占比较大但受创严重的三四线城市(分行业看待，如防疫物资出口较好)，大国博弈与对抗升级下，逆全球化和外需的冲击将使这些城市的基本面遭受更大的不确定性。

2、加仓一二线及强三线，减仓非核心城市群三四线

前三季度，一二线与三四线的住宅用地招拍挂成交金额占比分别为 52.5%、47.5%，上半年加仓一二线动作明显，三季度市场成交继续回暖，非核心城市群的三四线亦开始得到回补。

但总体来看，随着去年旧改接力棚改，房企对三四线城市的布局仓位有明显降低；在面对疫情冲击和外部环境不确定的背景下，非核心城市群的三四线城市经济韧性相对差，房企由于资金链趋紧，在拿地资金的分配上选择向去化保障的一二线和强三线倾斜。

图表 43 土地招拍挂成交金额占比(涉宅用地)



数据来源: CREIS,世联研究

图表 44 2020 年 1-9 月土地招拍挂成交金额 TOP20 城市(涉宅+商办用地)

排名	企业名称	前三季度						三季度		
		出让规划建面 (万㎡)	同比	出让金额 (亿元)	同比	楼面均价 (元/㎡)	溢价率	出让规划建面 (万㎡)	出让金额 (亿元)	出让面积占比
1	上海市	2700	62%	2333	76%	8639	10%	1049	981	39%
2	杭州市	3081	-4%	2274	-1%	7378	19%	933	462	30%
3	广州市	2891	12%	1707	77%	5904	6%	1084	655	25%
4	北京市	623	-5%	1654	35%	26527	16%	259	510	27%
5	南京市	2717	15%	1545	34%	5686	11%	1129	751	15%
6	苏州市	4491	59%	1523	10%	3391	7%	1421	581	16%
7	宁波市	3135	-13%	1459	31%	4653	26%	1256	783	12%
8	重庆市	6353	9%	1250	15%	1966	8%	2447	397	15%
9	武汉市	2771	-8%	1164	-3%	4199	8%	1390	476	17%
10	佛山市	1870	10%	1005	49%	5377	24%	649	403	18%
11	福州市	2163	-17%	953	-1%	4405	24%	513	172	8%
12	成都市	4515	5%	919	5%	2031	17%	1354	270	14%
13	温州市	2038	7%	894	6%	4388	19%	402	129	14%
14	南通市	3867	6%	862	41%	2228	19%	1403	271	17%
15	西安市	3464	20%	838	49%	2421	14%	1424	393	19%
16	无锡市	1501	3%	827	63%	5509	21%	531	241	12%
17	天津市	2006	-28%	737	-37%	3672	4%	1067	280	8%
18	郑州市	3150	-33%	726	-22%	2306	6%	927	223	23%
19	常州市	2358	0%	714	14%	3027	21%	701	239	11%
20	长沙市	2604	-36%	674	-2%	2590	11%	1055	358	29%
	合计	58297	0%	24059	19%	4127	19%	20993	8574	36%

数据来源: CREIS,世联研究

随着 2019 年一系列促进都市圈和城市群发展的文件出台，城市群与都市圈的发展建设被摆在更突出的位置。而今年疫情以来长三角与湾区的市场表现更是引人瞩目，围绕三大核心城市群布局深耕成为行业共识：

前三季度土地成交金额 TOP20 城市有 14 个位于三大核心城市群，其余则为成渝和中部核心城市武汉与长沙；成交金额 TOP50 地块更是 4 宗出自三大城市群，成交金额占比高达 86%。

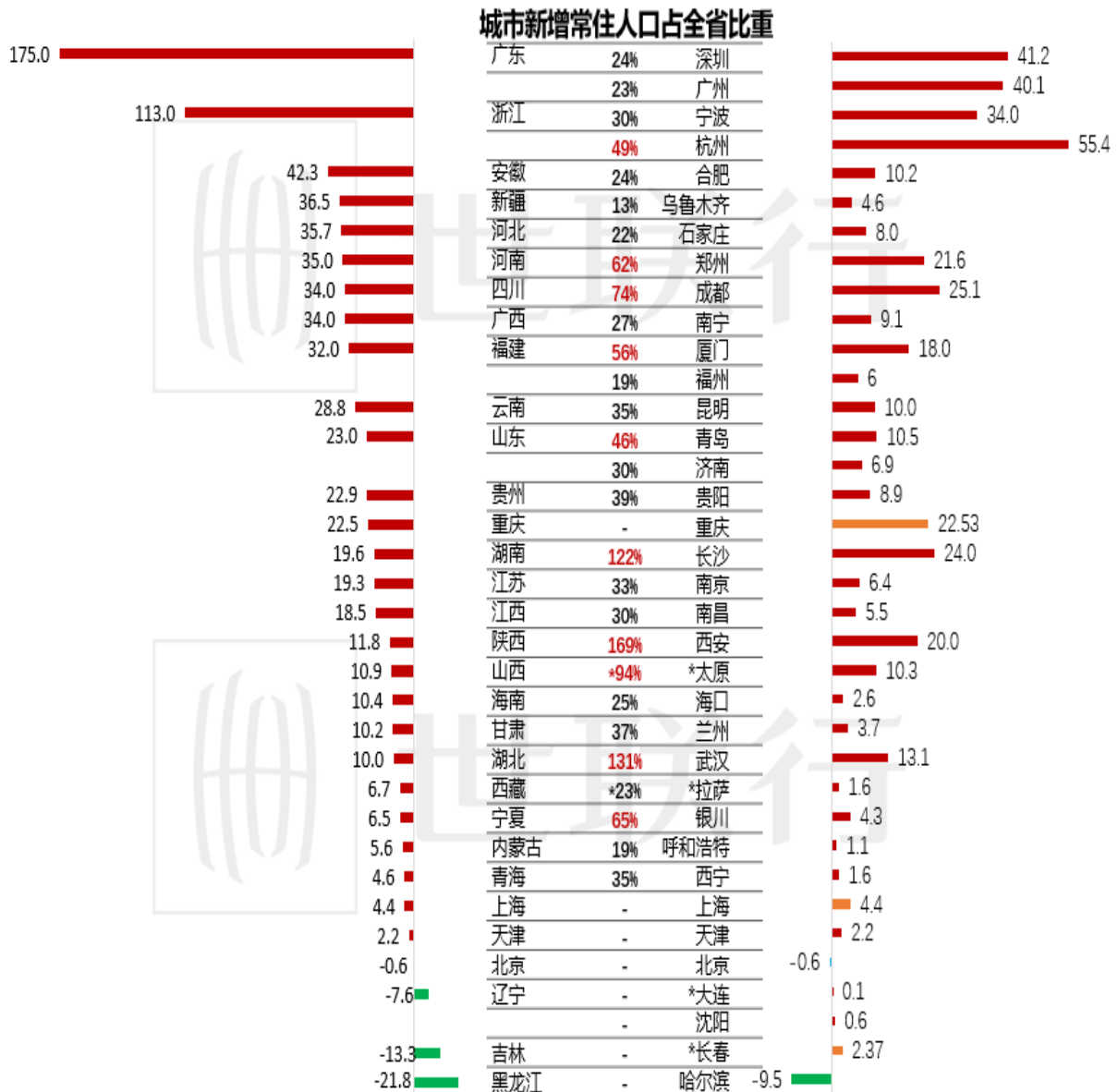
今年 4 月出台的《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》再度强调加快发展重点城市群并大力推进都市圈同城化建设、提升城市综合承载能力，并继续推动农业人口向城市转移；加大“人地钱挂钩”配套政策的激励力度。

今年 3 月中央将用地审批权下放至省级政府，这将使农、建用地指标的调剂与跨区域项目的审批更灵活有效，以响应中央提及的“发挥中心城市和城市群综合带动作用”“加强中心城市承载力”。

产业格局决定城市命运，随着越来越多产业的集中度寡头化、对于重点产业的人才优势和资金的卡位，产业格局趋于固化，城市地位也将随之固化，不同城市之间人才的流出与虹吸也将持续。

人口拐点已来，市场销量（面积）增速见顶，房企围绕一二线及核心城市群三线城市为主布局，既是必要，也是定局。布局共识亦带来竞争加剧，这也考验房企如何以组织、技术变革迎接买方时代。

图表 45 2019 年末常住人口新增数(万人)



数据来源: WIND, 世联研究

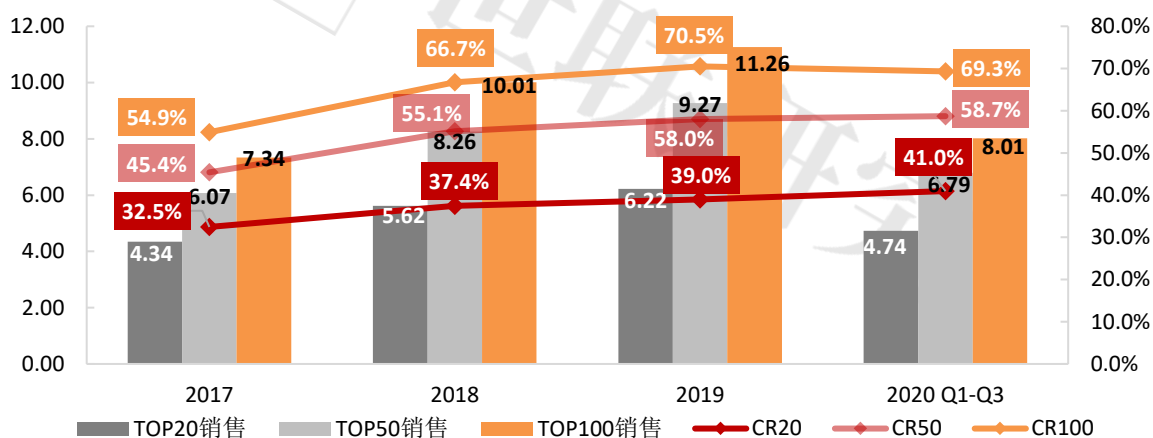
五、市场篇

1、头部房企集中度再上升，行业格局向倒金字塔演变

前三季度，Top100 房企实现销售额 8.01 万亿，同比增长 7.0%，强于全国市场整体增速。疫情期间停工停售使得中小房企现金流恶化，行业整合加剧，头部房企集中度再度提升。

明年针对房企负债规模的“三道红线”将执行，在行业偿债规模再上台阶、销售总量触顶、海外疫情失控且大国对抗升级的背景下，行业整合将继续加速，集中度继续集中，强者愈强趋势不变，行业格局将向倒金字塔演变。

图 46 Top100 房企累计销售额及集中度走势(万亿元,2017-2020Q1-Q3)



数据来源: WIND,世联研究

图 47 各梯队累计销售额累计同比(%)

梯队	2017	2018	2019	2020Q1-Q3
TOP3	49.4%	20.9%	7.5%	13.3%
TOP4-10	42.2%	30.6%	17.9%	2.1%
TOP11-20	56.2%	42.7%	25.4%	4.9%
TOP21-30	57.9%	51.9%	11.3%	-2.2%
TOP31-50	42.3%	54.1%	23.7%	2.3%
TOP51-100	15.3%	37.1%	22.6%	-8.3%
合计	41.3%	36.8%	18.0%	2.3%

数据来源: WIND,世联研究

TOP3 房企增速领跑要是恒大贡献，前三季度销售额增长高达三成。主要是上半年以“全国 75 折”为营销口号，以及“恒房通”先声夺人博取较高市场关注度，一季度抢收告捷，二季度继续维持大力度促销，三季度喊出“全国 7 折”再度打响抢收战。

TOP11-20 主要受金茂、金地、招商、绿城四家国资房企以及世茂带动，前者主要是在去年或今年大举逆势拿地；世茂则在近两年大举并购，土储项目大幅增长。

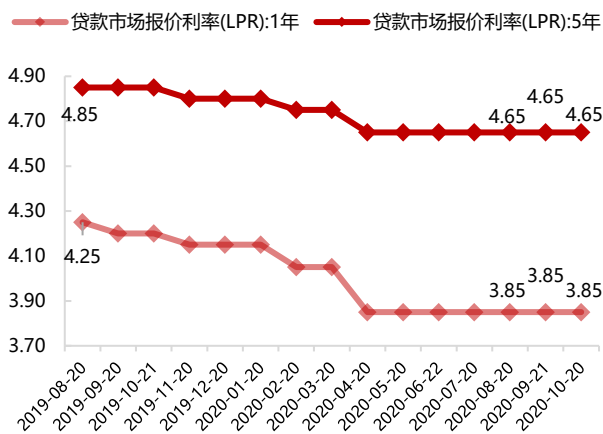
2、房贷利率下行趋缓，市场转冷迹象明显

上半年为对冲疫情影响，央行加大宽松力度，并在2月和4月分别下调了5年期LPR利率5个基点和10个基点以引导利率下行，房贷利率也随之下行，但随着二三季度成交转暖再无动作。

前三季度，全国首套和二套住房贷款平均利率累计分别下跌了28和29个基点，且三季度下行速度趋缓，累计仅分别下跌了4和5个基点；虽然长期来看，在全球宽松和利率中枢下行和金融不断对外开放的环境下，5年期LPR仍有较大下降空间，也将引导房贷利率继续下行，但短期仍跟随货币政策与宏观调控，近日易纲行长“货币政策需把好货币供应总闸门”的声音表明货币政策将着重于平衡。

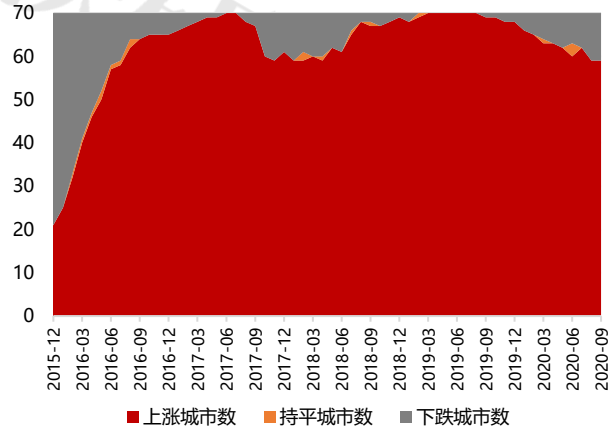
虽然海外疫情失控，全球经济的悲观预期加重，在全球大宽松环境下，资产荒加剧。在这种情况下，民众在此时购房不仅是住的需求，亦是保值和抗通胀的需求。但今年长三角、广深莞惠以及部分热点城市涨幅明显之后，随着三季度多城楼市调控升级，市场观望情绪渐浓。

图表 48 全国房贷平均利率



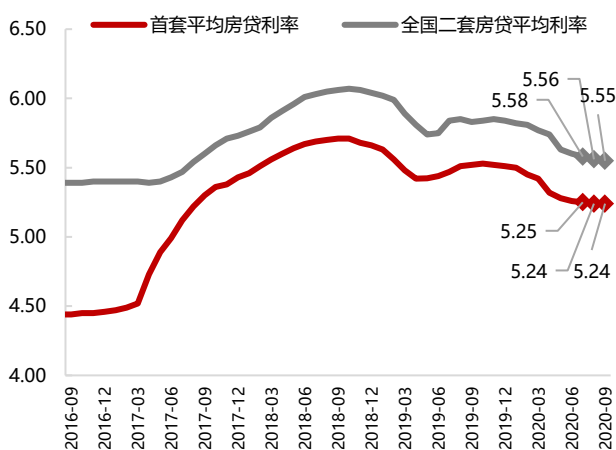
数据来源: Wind, 人民银行, 世联研究

图表 49 70 大中城市新建商品住宅价格同比涨跌个数



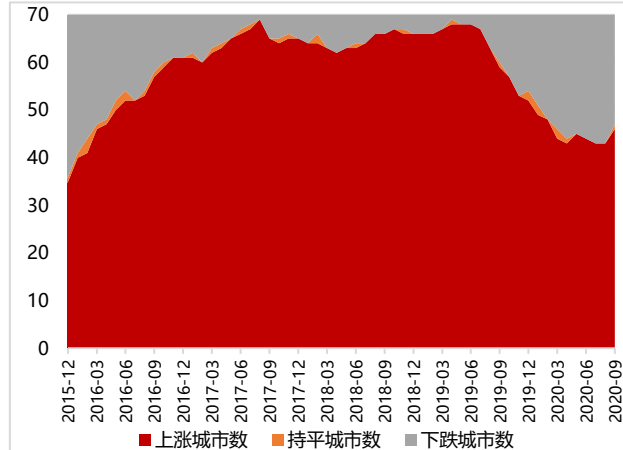
数据来源: Wind, 国家统计局, 世联研究

图表 50 贷款市场报价利率(LPR)



数据来源: Wind, 融 360, 世联研究

图表 51 70 大中城市二手商品住宅价格同比涨跌个数



数据来源: Wind, 国家统计局, 世联研究

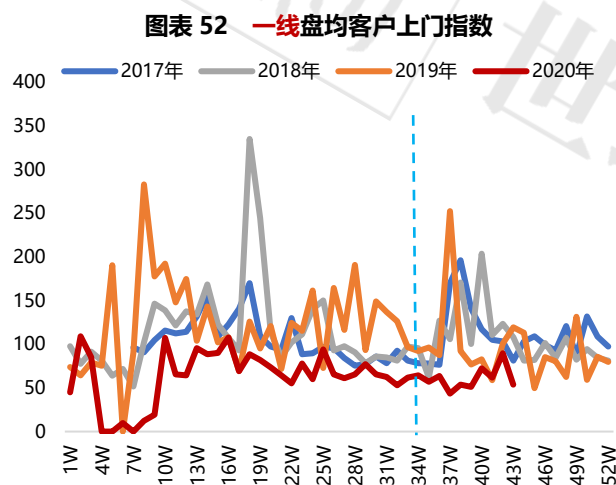
叠加三季度融资收紧，房企促销力度明显加大，从70个大中城市新建住宅同比下跌城市再度增加4城至11城；二手住宅价格下跌城市亦维持在20+，追涨情绪被遏制，观望情绪扩散。

3、金九银十显著弱于去年，市场热度继续回落

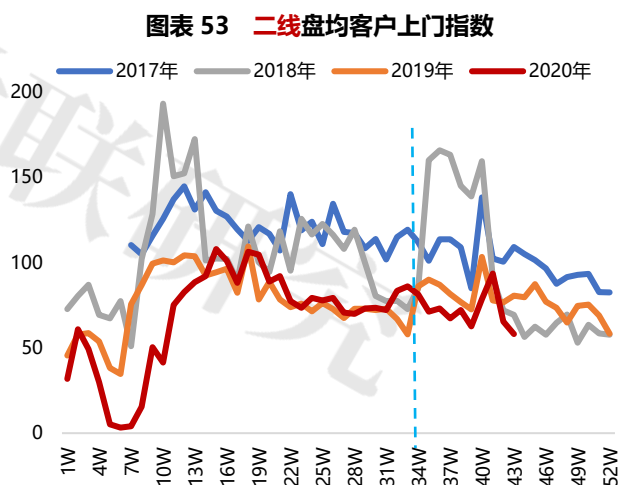
世联客户上门指数是根据世联行所有代理的在售楼盘盘均客户上门量指数化处理的结果，预示着1-2个月之后的市场热度和成交。

三季度，根据世联行全国代理项目案场的客户上门情况，一线、二线、与核心城市群三线城市的周均客户上门指数自8月下旬后(第34周开始)明显弱于去年，仅非核心城市群的三四线表现较好。

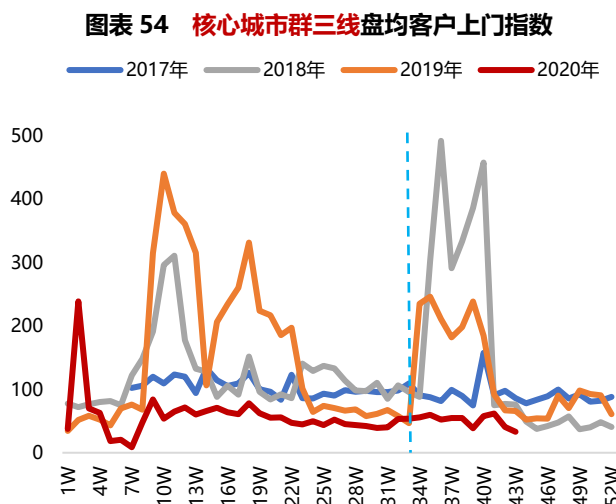
此外，黄金周前后(40-41周)促销力度仅有短暂脉冲，随即迅速回落并弱于去年，这也预示这市场热度转弱之后短期将难有起色。



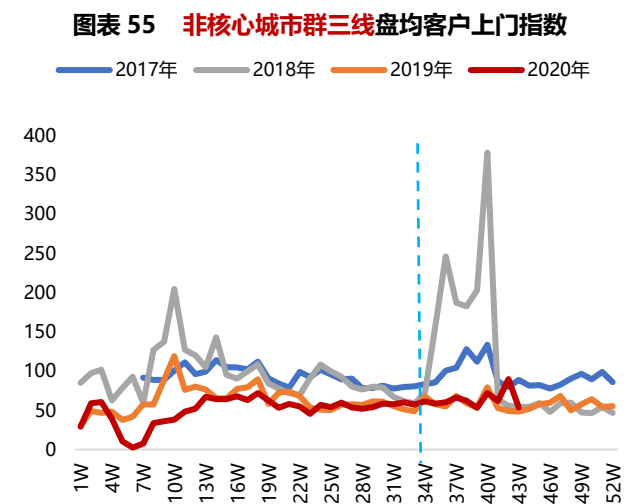
数据来源: Wind, 人民银行, 世联研究



数据来源: Wind, 国家统计局, 世联研究



数据来源: Wind, 融 360, 世联研究



数据来源: Wind, 国家统计局, 世联研究

海外疫情已失控并不间断创新高，疫苗一年内难以在全球普及，其对全球产业链供给与需求端的双重冲击仍在继续，随着海外疫情加剧以及经济和就业遭受的巨大冲击，海外民族主义、民粹主义和保护主义抬头；尤其在美国大选前，中美对抗升级的趋势向“新冷战”演变，外部不确定性较大。

融资收紧且市场转冷的房地产行业，未来一年还须兑付巨量债务规模。8月下旬后部分踩线的头部民营房企已开始大力度促销抢收，目前多数房企和项目跟随力度保守。转冷的市场、还债规模再上台阶、“三道红线”、抢收冲刺全年任务等等多重因素之下，预计四季度促销战的力度和广度将扩散。

因此，房企对于拿地和推盘节奏上将悲观假设定得更远，行稳致远才是上策。

总结

1、海外疫情失控，逆全球化影响深远，提高拿地标准、加速去化与回款仍是核心。

海外疫情二次爆发现已失控，其他发展中国家医疗资源紧缺和检测试剂仍是常态，拐点远未到来，疫苗全球普及尚需时日。受冲击的经济与飙升的失业率使得民族主义、民粹主义、贸易保护主义抬头，进一步撕裂全球化，大国对抗升级也使得外部面临较大不确定性，提高拿地标准、加速去化与回款仍是核心。

2、“五限”调控继续分化，精细化和曲线化是常态。

虽然从去年下半年以来，“五限”城市的调控政策出现频繁松动，未明确放松的城市亦伴随着实际执行力度的下降；但大多是以降低人才落户认定门槛以及可观的人才购房补贴，“一区一策”成为灵活手段。同时，今年以来部分区域和城市房价涨幅较大招致调控升级，但多数区域二手房价相对平稳，因此前期宽松的政策得以维持。

3、行业融资再度收紧，楼市需求遇冷之下融资能力分化加剧，行业或进入供给侧改革，强者愈强。

从5月房地产信托融资新规草案透露融资再度收紧趋势，三季度“三道红线”如果全面铺开并严格执行，杀伤力将更是巨大。但考虑到地方利益诉求，以及三四线城市对于非上市房企的监管力度可能难以到位，实际效果取决于政策的执行力度。

若全面铺开并严格执行的话，那么在销量增速见顶、市场转冷、叠加短期“踩线”房企被迫去杠杆之下，行业竞争加剧，这对于多数以负债滚动、借新偿旧的中小房企而言，其模式难以为继，资金链无疑将遭受重大打击，行业进入供给侧改革期，整合加剧，头部房企将强者愈强。

4、四季度房企推盘节奏加快，促销战力度和广度扩散。

8月下旬后部分踩线的头部民营房企已开始大力度促销抢收，目前多数房企和项目跟随力度保守。转冷的市场、还债规模再上台阶、“三道红线”、抢收冲刺全年任务等等多重因素之下，预计四季度促销战的力度和广度将扩散。

5、在旧改接力棚改之后，非都市圈三四线城市后续支撑力锐减，围绕一二线及都市圈三线拿地成为共识，非都市圈三四线须提高拿地标准。

数据说明

1.世联城市等级划分:

- a) 一线城市:北京、上海、广州、深圳;
- b) 二线城市: 天津、重庆、济南、石家庄、长春、哈尔滨、沈阳、呼和浩特、乌鲁木齐、兰州、银川、太原、西安、郑州、合肥、南京、杭州、福州、南昌、海口、南宁、贵阳、长沙、武汉、成都、昆明、拉萨、西宁、大连、青岛、宁波、厦门、苏州; (非一线省会城市、直辖市、计划单列市、苏州)
- a) 核心城市群:京津冀(北京、天津、河北)、长三角(上海、安徽、浙江、江苏)、珠三角(泛指广东)
- b) 核心城市群三线城市: 剔除城市群内一、二线后的城市;
- c) 非核心城市群三线城市: 一线、二线、三大核心城市群三线之外的所有城市。

2.城市销售数据说明:

跟踪的 48 个城市销售数据因数据口径差别, 存在与统计局公布数据不一致现象, 数据来源较多元, 所采纳数据为地方分公司人员更认可及更符合城市实际情况的数据。

3.世联客户上门指数:

根据世联行代理案场盘均上门客户数量指数化结果,反映市场即时热度情况。

特此感谢各城市分公司研究部同事给与的一线市场反馈及数据资料支持, 让我们得以更真实地了解市场。

