

“双轨制”发展模式确立 房地产行业迈向新征程

——2023 年地产债回顾与展望报告

分析师 唐晓琳

核心观点：

- 市场回顾：2023 年，中央对房地产行业定调出现重大转折，房地产政策延续边际宽松，需求端政策明显加力，其中全国层面对住房金融政策的放松力度显著提高，尤其是下半年北京、上海等一线城市在首付比例、房贷利率等触及购房成本的核心政策方面作出较大调整，向市场释放出积极信号。然而，从全年楼市表现来看，2023 年全国商品房销售面积进一步回落至 11 亿方水平，一季度楼市回暖趋势未能得以延续，二季度后楼市再度转弱，市场预期随之扭转。债券市场方面，2023 年境内外债券发行规模继续大幅收缩，净融资缺口较 2022 年进一步扩大。销售端和融资端的双重压力再度引发行业信用风险事件发生，下半年部分头部房企出险对市场形成较大冲击，避险情绪下市场表现出对地产债的无差别对待，优质房企亦遭遇市场错杀，大幅推高民企二级市场利差，防风险需求迫在眉睫，四季度行业政策再次转向供给端，强化金融机构对房企的支持力度。
- 政策展望：基于对房地产行业供求关系的最新研判，以及本轮房地产调整对宏观经济下行压力的影响，预计 2024 年房地产政策仍将以“防风险”“稳预期”为主，保持温和刺激力度推动房地产实现“软着陆”，逐步引导房地产行业向“提质降速”方向转变。供给端政策，继续以“三支箭”为主要抓手，稳定房企信贷、债券、股权融资渠道，着重改善房企信贷融资状况，对重点房企实行“一司一策”，提升供给端管理强度，避免新增违约事件对市场产生较大冲击。需求端政策，鉴于当前房地产行业症结仍在需求不振，因此仍需需求端刺激政策持续发力，与供给端政策形成合力促进楼市回暖和市场预期的转变，预计 2024 年需求端将持续推出温和刺激政策，居民房贷利率有望进一步下调。
- 行业展望：2024 年房地产行业大概率维持筑底企稳态势，下半年在政策力度到位、政策效果逐渐显现的情况下，销售端会有所好转，预计全年房地产投资和销量增速在-5.0%左右，降幅较 2023 年分别收窄 4.6 和 3.5 个百分点左右。
- 地产债市场展望：2024 年境内地产债发行规模或将较 2023 年小幅下降，其中国有企业仍是发行主力。与 2023 年不同的是，由于到期规模的显著下降，2024 年地产债净融资缺口会显著收窄，尤其是下半年各月净融资额大概率将回归正值区间。2024 年境内地产债兑付风险显著下降，不排除少

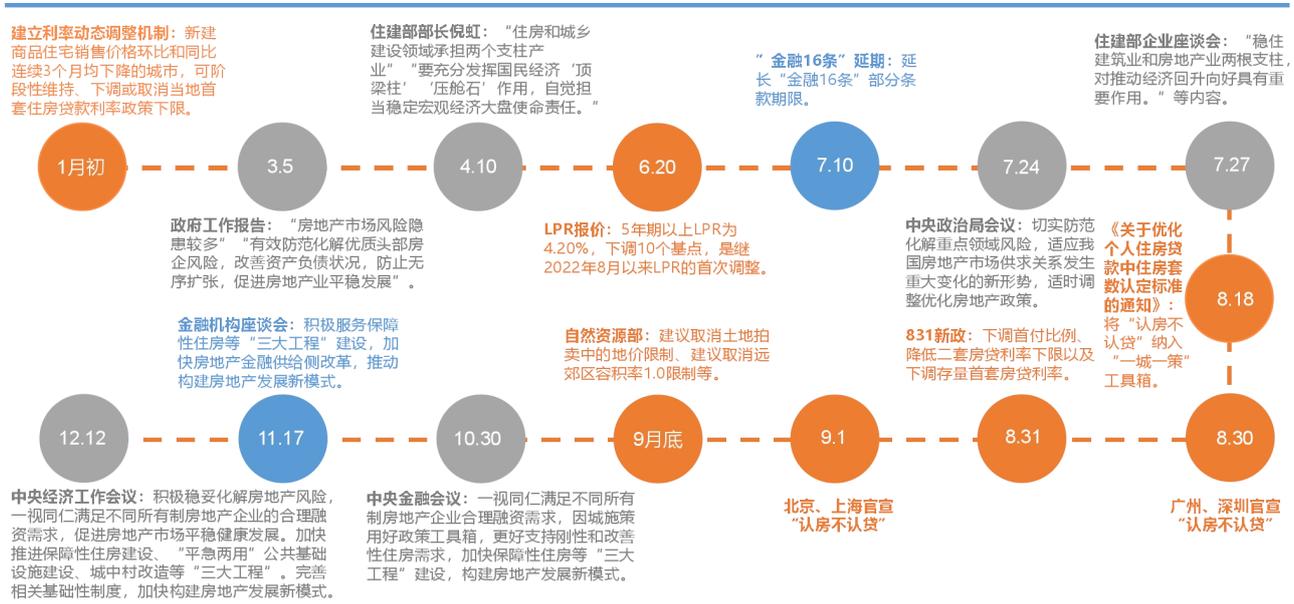
数房企违约事件的发生，但对市场冲击程度总体可控，且前期已出险房企将会加快速度推进债务重组，部分头部房企将重新回归正常经营。

报告正文：

一、政策回顾

2023年，中央对房地产行业定调出现重大转折，房地产政策延续边际宽松，需求端政策明显加力。2023年4月住建部强调“住房和城乡建设领域承担两个支柱产业”，“要充分发挥国民经济‘顶梁柱’‘压舱石’作用”，7月中央政治局会议首次提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，“适时调整优化房地产政策”，表明中央充分肯定房地产行业在国民经济结构中的支柱地位，但对房地产政策调控基调以“防风险、稳预期、软着陆”为主。在此背景下，2023年下半年政策延续宽松基调，供需两端持续发力，且需求端政策发力明显强于2022年；尤为重要的是，四季度中央数次重大工作会议强调加快“三大工程”建设，将进一步推动我国保障房与商品房“双轨制”新发展模式的建立与形成。

图表 1：2023 年房地产行业重要政策内容梳理¹



数据来源：公开资料，东方金诚整理

1. 2023 年需求端政策仍以因城施策为主，但放松力度强于 2022 年，尤其是高能级城市参与度显著提高。

¹ 图表 1 中蓝色、橘色和深灰色分别为供给端政策、需求端政策和重要会议及监管层面对房地产行业的重要表述。

1) **住房金融政策调整**。2023 年全国范围内共开展三轮住房金融政策调整：一是 1 月发布首套房个人住房贷款利率动态调整机制，为各地因城施策调整房贷利率提供空间；二是 6 月下调 5 年期 LPR 报价，对房贷利率基数作出调整；三是 8 月出台“认房不认贷”和 831 新政²，需求端政策力度达到年内最高。

其中，831 新政从首付比例和贷款利率两方面双管齐下，加大对房地产需求端的政策刺激：根据 8 月 31 日央行和金融监管总局联合发布的《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，首套商贷首付最低比例不低于 20%，二套商贷款首付款最低比例不低于 30%；对房贷利率的最新规定为首套房不低于 LPR-20bp，二套房不低于 LPR+20bp，上述政策各城可因城施策执行。

831 新政的出台，为市场注入强心剂，尤其是北上广深四大一线城市的跟进调整，向市场传递出积极信号。从全国个人住房贷款加权平均利率来看，2023 年前三季度下行幅度为 12bp、3bp 和 9bp，较 2022 年末合计下降 24bp，与 2022 年同期相比降幅明显收窄（2022 年 9 月较 2021 年末下降 129bp），这主要系低能级城市前期已作出较大调整。考虑高能级城市贷款利率在新政后做出跟进调整，预期四季度全国房贷利率将进一步下降。

图表 2：新政前后一线城市首付比例

城市	首套			二套		
	新政前		新政后	新政前		新政后
	普宅	非普宅	普宅+非普宅	普宅	非普宅	普宅+非普宅
北京	35%	40%	30%	60%	80%	城六区外 40%； 城六区内 50%；
上海	35%		30%	50%	70%	非差异化政策区域 50%； 差异化政策区域 40%； ³
广州	30%		30%	50%	70%	40%
深圳	30%		30%	70%	80%	40%

数据来源：公开资料，东方金诚整理

图表 3：新政前后一线城市房贷利率

² 831 新政指 8 月 31 日央行和金融监管总局联合发布的两项《通知》，即《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。

³ 差异化调整区域对应上海市住房城乡建设管理委、市房屋管理局、市规划资源局、市财政局、市税务局联合印发《关于调整本市普通住房标准的通知》中的“为支持推进‘五个新城’和南北转型重点区域高质量发展，促进产城融合、职住平衡，在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域实行差异化政策”，下文同。

城市	首套房		二套房	
	新政前	新政后	新政前	新政后
北京	LPR+55bp	城六区内 LPR+10bp; 城六区外 LPR+0bp	LPR+105bp	城六区内 LPR+60bp; 城六区外 LPR+55bp
上海	LPR+35bp	LPR-10bp	LPR+105bp	非差异化政策区域 LPR+30bp; 差异化政策区域 LPR+20bp
广州	LPR	LPR-10bp	LPR+60bp	LPR+30bp
深圳	LPR+30bp	LPR-10bp	Lpr+60bp	LPR+30bp

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2) **解除行政限制措施。**2023年，一二线城市在解除限购区域、放宽限购套数、调整人才落户门槛等方面作出较大改变。目前，多数城市均已放开限购措施，少数一二线城市虽未完全解除限购，但对限购区域亦有所优化，多数仅保留了核心区域限购措施。

3) **税收减免政策。**各城因地制宜纷纷出台关于阶段性换房个税返还、契税减免等优惠政策，这些辅助政策有助于进一步降低购房成本，一定程度上提升“卖一买一”的重置意愿。

2. **年内信用风险事件对市场形成较大冲击，四季度政策再度转向供给端，强调金融机构对房企的融资支持。**

2023年，供给端继续落实“三支箭”政策，但部分头部房企暴雷显示房企流动性仍处高压状态，且违约风险进一步向央国企蔓延。鉴于此，11月金融机构座谈会进一步加强供给端政策力度，从信贷、债券和股权等渠道全面加强对房企合理融资支持，特别强调金融机构要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷”，并提出“三个不低于”，强化金融机构对非国有房企信贷融资支持力度。

二、楼市变化

1. **销售端表现：全国商品房销售面积回落至11亿方水平，年内需求端政策的加码未能带动楼市趋势性回暖。**

2023年，全国商品房销售面积、销售额分别为111735.0万平方米和116622.0亿元，同比下降8.5%、6.5%（去年同期基数为135836.89万平方米和133307.84亿元），跌幅较上一年度收窄15.8和20.2个百分点，年内除3、4月份外，其余各月销售面积同比增速均为负值。

从各月表现来看，受政策提振及前期积压需求释放等因素共同影响，一季度楼市迎来“小阳春”，3月销售面积达14812.90万平方米，同比增速回正；4月销售面积大幅下降，次月同比增速转为负值，此后各月降幅均保持双位数。除6、9、12月受季节性因素影响，销售面积绝对水平有所回升外，其余月份销售面积均在7000-9000万平方米范围内波动。

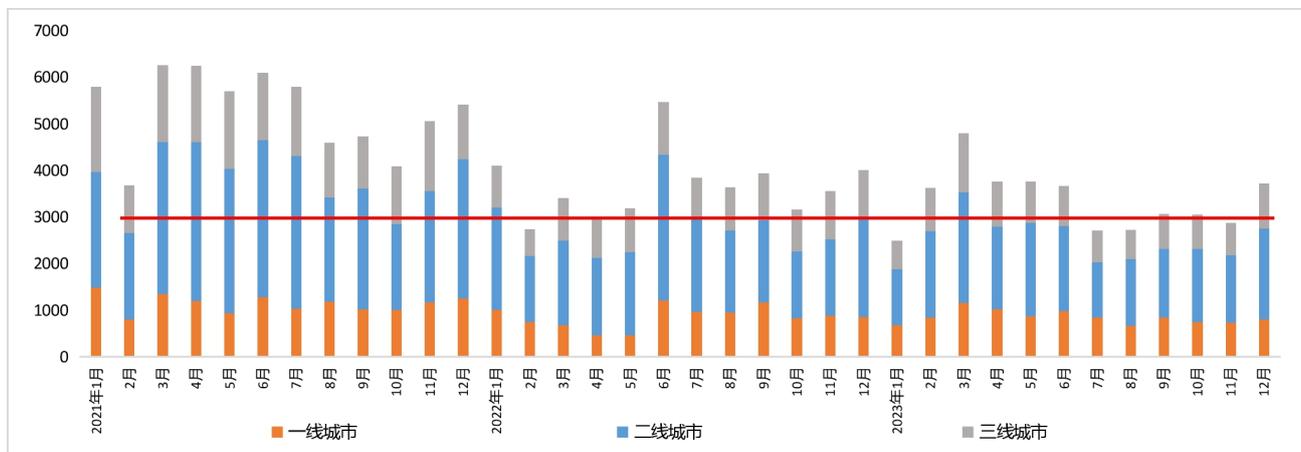
图表 4：全国商品房销售面积单月值（单位：万平方米）



数据来源：Wind，东方金诚整理

30大中城市商品房销售情况表现出相同趋势。除3月日均成交量超过4000套外，其余月份日均成交量均在3000套上下波动。其中，1-3月30大中城市商品房日均成交套数环比显著增长，3月达到日均4791套；但4月上涨趋势打破，4-6月保持日均3700套左右水平，7月进一步降至2704套，此后各月基本在日均2700-3100套水平波动，仅12月因季节性因素影响日均成交套数回升至3710套。

图表 5：30大中城市商品房日均成交套数（单位：套）



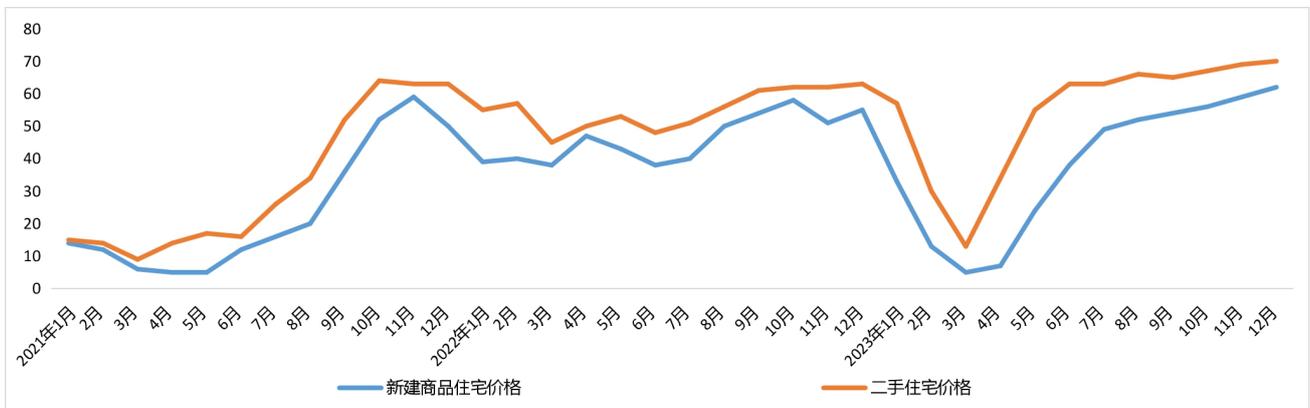
数据来源：Wind，东方金诚整理

从 TOP100 房企（按照全口径销售额排名，下同）销售情况来看，各层级房企销售额出现不同程度缩水，整体销售情况不容乐观。中指研究院数据显示，2023 年 TOP100 房企销售总额为 62791.0 亿元，同比下降 17.3%。全年销售额超千亿元和百亿的房企数量较 2022 年分别减少 4 家和 14 家，降至 16 家和 116 家。其中，TOP10 房企销售额均值为 2744.0 亿元，同比下降 11.7%；TOP11-TOP30 房企销售额均值为 851.1 亿元，同比下降 17.8%；TOP31-TOP50 房企销售额均值为 420.6 亿元，同比下降 19.0%；TOP51 至 TOP100 房企销售额均值为 198.3 亿元，同比下降 28.2%。

2. 价格表现：价格走势与销售表现基本一致，4 月房价出现向下拐点，此后下行压力逐渐增加。

2023 年，新建商品房及二手房价格也表现出前高后低特征，4 月房价出现向下拐点。从 70 城二手住宅价格变动城市数量来看，2023 年前三月二手房市场表现为量价齐升，70 城中环比上涨城市数量由 1 月的 13 城增加至 3 月的 57 城，4 月价格走势出现逆转，环比下跌城市数量逐月增多，12 月 70 城价格均为环比下跌。70 城新建商品住宅价格下跌城市数量走势和二手房高度一致，12 月共计 62 城新建商品住宅价格环比下跌。

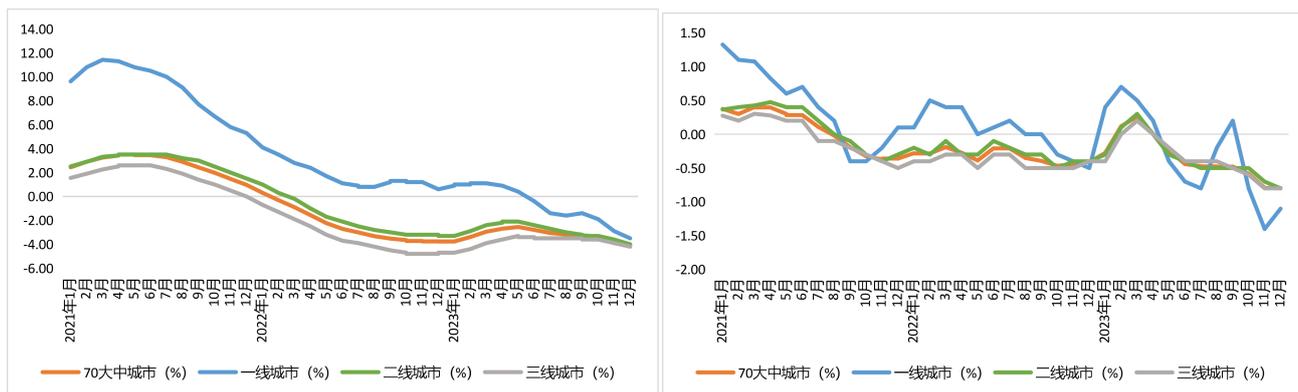
图表 6：70 大中城市新建商品住宅价格和二手住宅价格环比下降城市数量变化（单位：个）



数据来源：iFind，东方金诚整理

从 70 城二手住宅价格指数变化看：同比方面，1-5 月同比跌幅逐月收窄，由 3.76% 缩小至 2.55%，但 6-12 月同比跌幅逐月扩大，由 2.79% 走扩至 4.07%；环比方面，仅 2-4 月环比增速回正，分别为 0.12%、0.26% 和 0.01%，此后环比跌幅持续扩大，12 月环比跌幅为 0.79%，其中一线城市 11-12 月环比跌幅均在 1% 以上。

图表 7-8：70 大中城市二手住宅价格同比和环比变化（左图为同比，右图为环比）

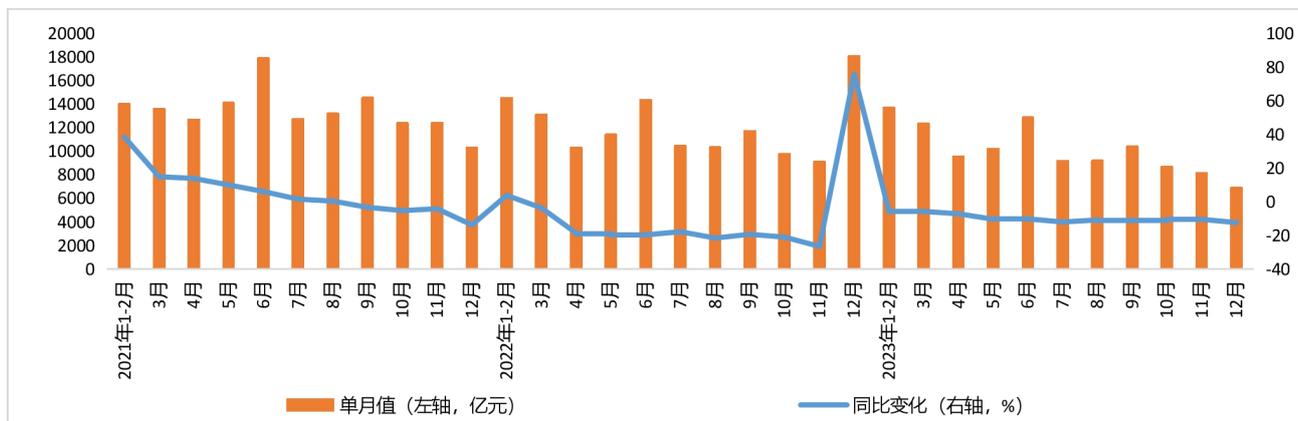


数据来源：iFind，东方金诚整理

3. 投资端表现：销售端压力持续向投资端传导，年内投资端依然萎靡，新开工和施工面积增速双降。

2023年，全国房地产开发投资完成额为110913.0亿元，同比下降9.6%。年内各月增速均为负值，5月后降幅扩大至两位数，带动全年各月累计增速持续下行。

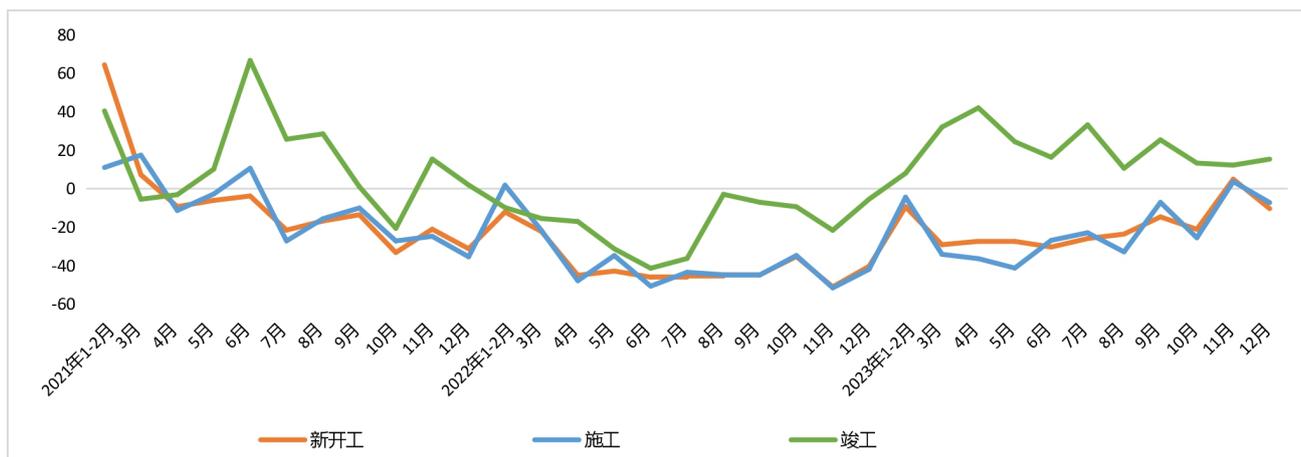
图表9：各月全国房地产开发投资完成额及同比变化



数据来源：iFind，东方金诚整理

继2022年新开工、施工面积大幅萎缩，2023年新开工和施工面积继续双降，仅竣工面积增速较为稳定。具体看，2023年全国房屋新开工、施工面积累计值分别为95376.00万平方米和838364.00万平方米，同比分别下降20.4%和7.2%（基数为120587.07万平方米和904999.26万平方米），除11月因低基数作用新开工和施工面积同比正增，其余各月增速均为负值，降幅最大达到30.29%和41.20%；“保交楼”政策压力下，竣工面积累计值为99831.00万平方米，同比增长17.0%（基数为86222.22万平方米），年内“保交楼”政策推进平稳。

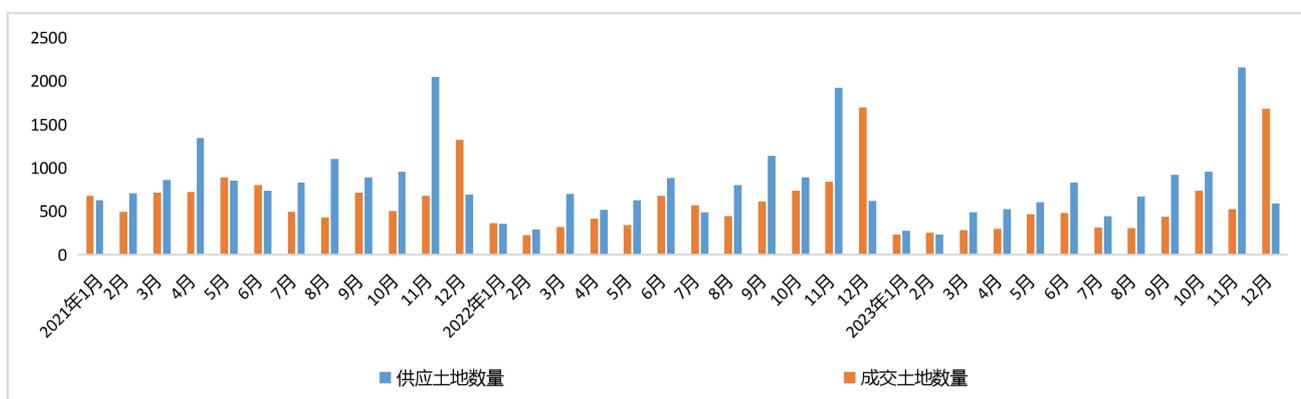
图表10：全国房屋新开工、施工和竣工面积单月同比变化（单位：%）



数据来源：iFind，东方金诚整理

土地市场供求失衡状态未现好转。2023年100大中城市供应土地8692宗，较去年同期减少529宗；成交土地6000宗，同比减少1230宗；整体成交率为69.03%，较2022年同期下降9.38个百分点。从结构来看，一二三线城市供应数量分别为214宗、2358宗和6120宗，成交土地数量分别为181宗、1627宗和4129宗，成交率分别为84.58%、69.00%和68.50%，一线城市土地成交情况明显好于二三线城市。这主要系本轮行业调整过程中，高能级城市表现出更强的去化能力，导致房企项目布局普遍向高能级城市集中。此外，9月自然资源部建议取消土地拍卖中的地价限制后，许多城市重回“价高者得”或放宽地价上限后，土地市场热度进一步分化，多数城市的多数地块仍为底价成交或流拍，但不乏一些热门地块的溢价率不断攀升。

图表 11：100 大中城市土地供应和成交情况（单位：宗）



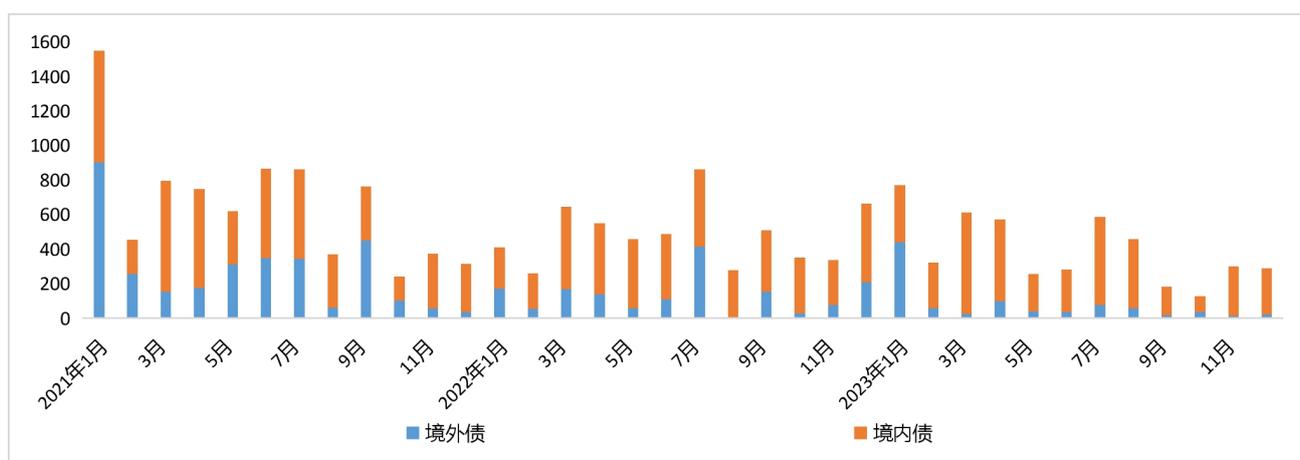
数据来源：iFind，东方金诚整理

三、地产债市场表现

1. 发行及净融资：2023 年房企境内外债券发行规模继续大幅收缩，净融资缺口较 2022 年进一步扩大。

2023 年境内外地产债合计发行规模为 4752.55 亿元，较 2022 年下降 18.17%；境内外地产债到期规模为 8730.63 亿元人民币，净融资缺口 3978.08 亿元，较 2022 年净融资缺口扩大 1170.13 亿元。

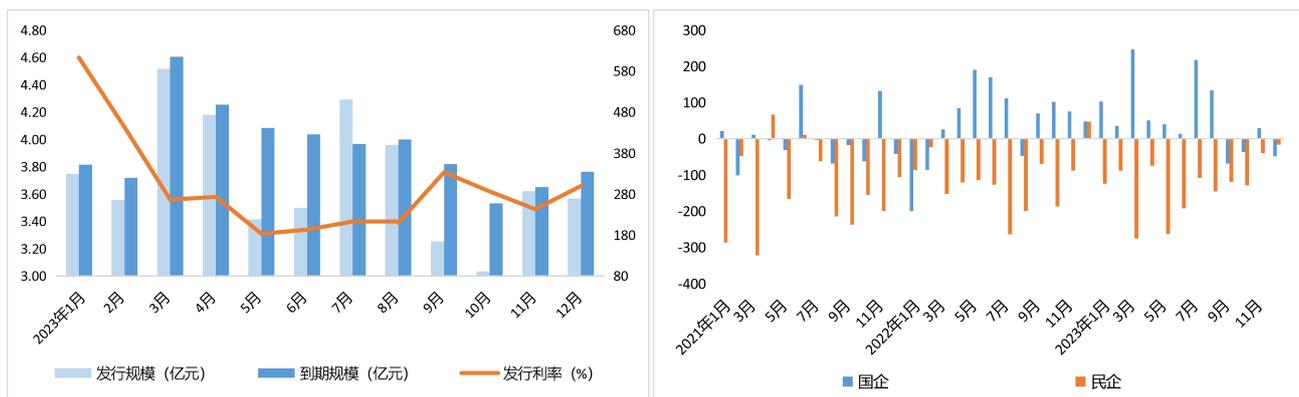
图表 12: 境内外地产债发行情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

境内债方面，2023 年共计 73 家房企发行境内地产债 385 只，发行规模为 3841.30 亿元（占债券融资总量的 80%），同比分别下降 2.67%、3.99%和 9.03%；同期到期规模为 4711.01 亿元人民币，净融资缺口为 869.71 亿元人民币。年内各月发行规模差距较大，其中 3、4、7、8 月发行规模显著高于其他月份：一是到期规模较大导致房企债务接续需求增加；二是发行利率下降在一定程度上提升了房企债券融资意愿；三是与补年报、半年报效应有一定关联。

图表 13-14: 境内地产债发行、到期规模 (左图) 和净融资缺口 (右图, 单位: 亿元)



数据来源：Wind，东方金诚整理

从发行主体来看，国企仍是地产债发行主力，发行规模占总量九成。具体看，2023年国企、民企发行规模分别为3423.92亿元和417.38亿元，较2022年分别下降1.86%和43.11%。其中，民企年内各月发行规模均未超过百亿，且对政策依赖度较高——年内发行的51只民企地产债中有24只债券由中债增进或地方担保公司提供增信，共涉及12家房企，包括碧桂园地产、雅居乐、厦门中骏、新城控股、新希望五新实业、合景控股、金辉集团、美的置业、深圳卓越商管、新湖中宝、重庆华宇集团和重庆龙湖。

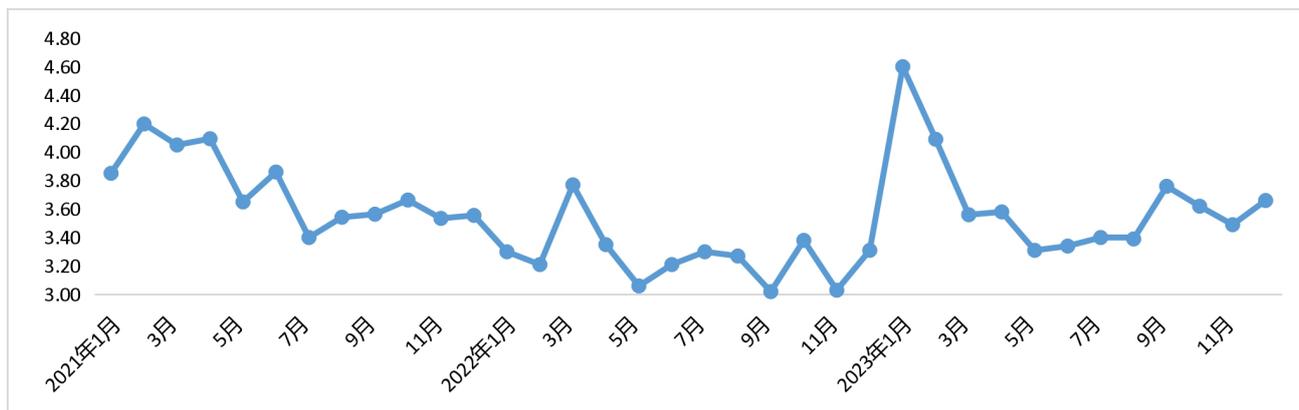
图表 15：境内地产债发行结构

年度	发行人数量 (个)		发行债券数量 (只)		发行规模 (亿元)		净融资额 (亿元)	
	国企	民企	国企	民企	国企	民企	国企	民企
2021年	57	47	258	193	2933.77	1821.23	-20.08	-1724.04
2022年	59	16	338	63	3488.97	733.72	1324.84	-1389.47
2023年	58	15	334	51	3423.92	417.38	709.19	-1578.90

数据来源：Wind，东方金诚整理

从发行利率来看，全年发行利率在3.31%-4.6%范围波动，整体表现为前高后低，与信用债融资利率变化趋势大体一致。受样本量限制，我们重点跟踪了三年期AAA级债券加权平均利率。具体看，1-5月融资利率大幅下行129bp，主要是理财赎回潮影响逐渐消退后信用债融资利率的整体回落；8月下旬起，稳增长政策力度加大，地产支持政策加码，债市收益率显著上行，带动发行利率走高；10月后经济下行压力再现，宽货币预期升温，债市收益率整体波动下行，同时受到“一揽子化债”政策下城投债风险下降且供给偏少导致的“资产荒”影响，推动利率整体下行；12月，受年底资金面紧张等因素作用，利率再次上行。

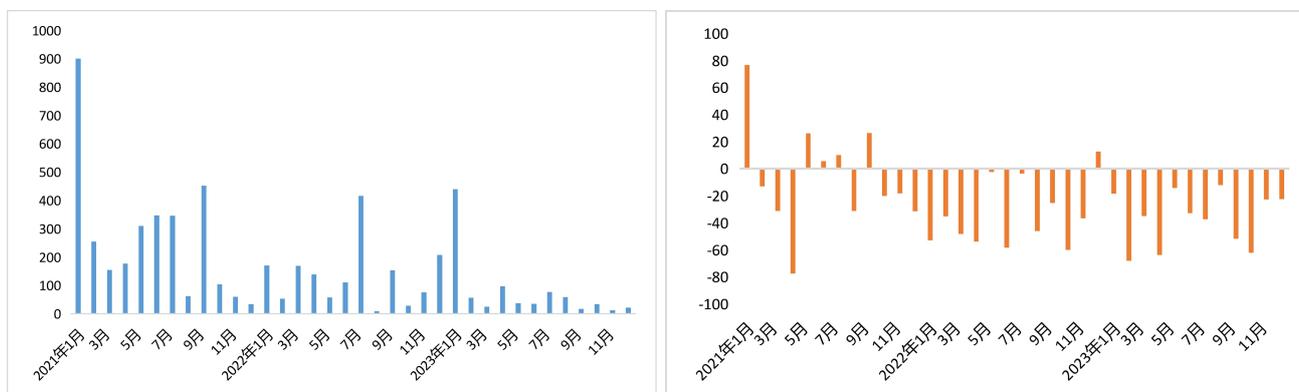
图表 16: 境内地产债融资利率 (3 年期 AAA 级, 单位: %)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

境外债方面, 2023 年共计发行 95 只境外地产债, 发行规模为 131.72 亿美元, 同比分别下降 13.64% 和 44.48%; 同期境外债到期规模为 573.88 亿美元, 净融资缺口为 442.16 亿美元, 是房企债券融资缺口的主要来源。

图表 17-18: 境外地产债发行规模 (左图, 单位: 亿美元) 和净融资缺口 (右图, 单位: 亿美元)



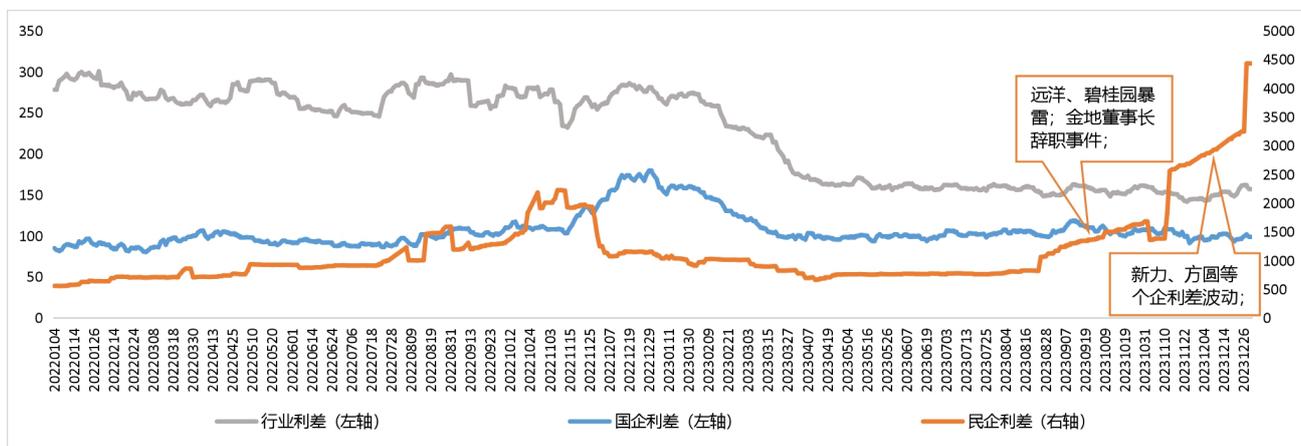
数据来源: Wind, 东方金诚整理

2. 二级市场利差及价格变化情况: 2023 年行业利差整体延续下行趋势, 但下半年部分头部房企信用风险事件引发地产债二级市场价格剧烈波动, 民企利差和国企利差走势出现分化, 民企利差上行幅度逐渐陡峭。

2023 年行业利差延续下行趋势, 全年合计下行幅度超 118bp, 其中 2-4 月利差下行走势最为显著。具体看, 利差在 1 月小幅震荡后, 在 2-4 月出现大幅下行, 从 2 月初 273.13bp 收窄至 162.96bp, 合计下行 110.17bp; 5 月至年底, 利差在 141.69bp-171.02bp 区间震荡。我们认为, 2-4 月利差大幅下行主

要受两点因素影响：一是年初楼市出现企稳回升迹象，市场预期有所调整；二是房企信用风险趋于稳定，近期未发生对市场形成较大冲击的风险事件。

图表 19：境内地产债利差走势（单位：bp）



数据来源：大智慧，东方金诚整理

民企利差与国企利差走势分化明显。国企利差与行业利差走势趋同，全年利差合计下行 75.01bp；民企利差自 8 月后进入上行区间，且上行曲线逐渐陡峭，全年合计上行幅度达 3321.31bp。具体看：

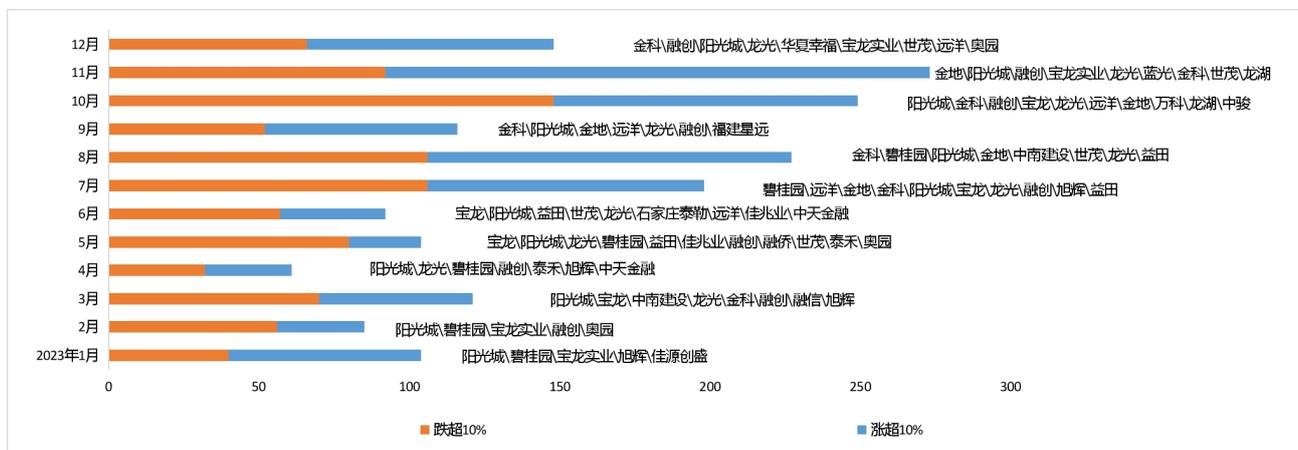
8-10 月：头部房企信用风险事件引发民企利差由 777.29bp 大幅上行至 1682.72bp。二季度楼市转弱导致房企销售端压力加大，行业信用风险有所提升，三季度部分头部房企相继发生违约、展期等信用风险事件，引发市场对房地产行业悲观预期加深，负面情绪不断发酵。在此背景下，10 月金地集团宣布董事长凌克辞职一事被市场直接做出负面解读，行业信用风险进一步升级。同时，部分外资的恶意做空导致龙湖、万科等安全系数较高的房企也被推上风口浪尖，民企地产债遭遇市场无差别对待，大幅推高二级市场利差。

11-12 月：民企利差由 1681.20bp 迅速上行至 4434.07bp。民企利差上行趋势进一步陡峭主要有以下几点原因：一是前期头部房企信用事件对市场的负面影响犹在，市场信心极度脆弱、避险情绪较浓；二是 10-11 月楼市下行压力进一步加大，对行业的预期较为悲观；三是房企信用风险仍在发酵，新力地产、方圆地产、天建地产、厦门中骏等房企利差的剧烈波动对民企利差走势产生较大影响。

2023 年二级市场地产债价格异动频次共计 1778 次，较 2022 年下降 30.11%。具体看，价格异动主要发生在下半年，受部分头部房企负面舆情冲击影响，7 月、8 月和 10 月债券下跌频次显著增多。11-12

月，金地、万科和龙湖等房企的积极反馈在一定程度上消除了市场的猜测，债券价格有所回升。

图表 20：地产债二级市场价格异动频次统计（单位：次）⁴

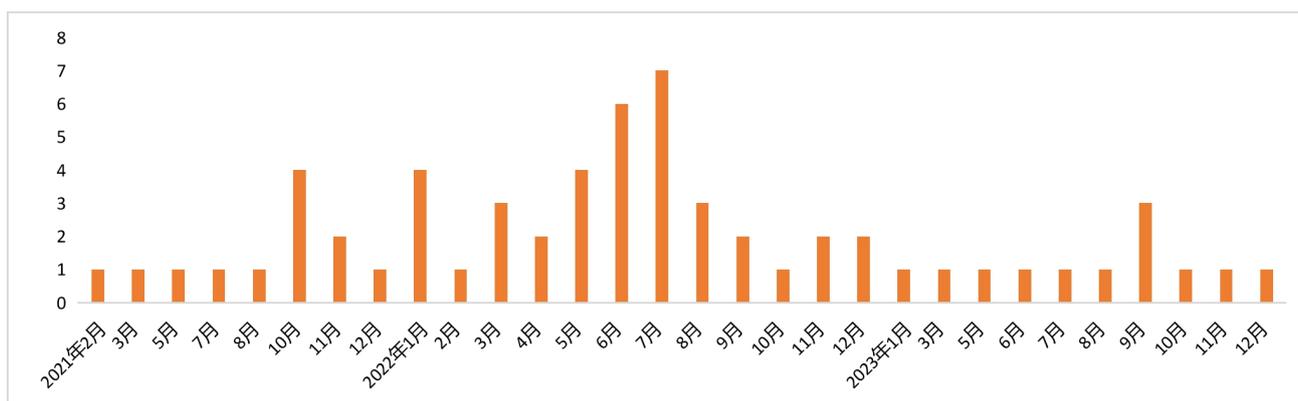


数据来源：iFind，东方金诚整理

3. 信用风险变化情况：2023 年行业信用风险较 2022 年进一步下降，年内违约主体和展期主体数量显著减少，主要是部分头部房企出险再次对市场形成较大冲击。

截至 2023 年末，本轮房地产下行周期以来（2021 年 7 月至 2023 年 12 月）共新增 58 家境内外债券违约及展期主体，其中 2023 年新增 12 家，较 2022 年少增 25 家。

图表 21：境内外债券合并口径下新增违约及展期主体数量（单位：个）



数据来源：DM，Wind，东方金诚整理

境内债方面，2023 年共计新增 4 家违约主体，分别为荣盛、恒大、世茂和佳源创盛，与上年同期持平；新增 6 家展期主体，分别为旭辉、景瑞、远洋、深圳益田、碧桂园和中南建设，同比少增 16 家。

⁴ 图表 20 中的文字部分为当月债券价格跌幅超 30%的主体名单。

从规模来看，新增违约和展期债券的规模分别为 196.35 亿元和 1705.75 亿元，前者同比下降 33.69%，后者同比增长 10.48%，主要源于前期已违约和展期信用风险的进一步暴露。

境外债方面，2023 年共计新增 10 家违约主体，同比少增 21 家；新增 2 家境外债展期主体，为万达商管和华南城。从规模来看，新增违约和展期债券规模分别为 405.80 亿美元和 38.03 亿美元，同比分别下降 34.83%和 25.21%。

整体来看，2023 年已进入本轮违约潮后半阶段，新增违约主体和展期主体数量较 2022 年显著减少，如剔除前期（2022 年及以前）已发生境内外违约或展期的主体，全年新增 10 家信用风险主体。

图表 22: 境内外地产债新增违约及展期主体数量统计⁵

日期	境内债				境外债				境内外合并口径新增信用风险主体数量
	违约		展期		违约		展期		
	数量	明细	数量	明细	数量	明细	数量	明细	
2021-07	1	蓝光	1	泛海	1	四川蓝光	-	-	1
2021-08	1	泛海	-	-	1	阳光 100 中国	-	-	1
2021-10	-	-	1	新力	4	中国地产\当代置业\花样年\新力	-	-	4
2021-11	-	-	2	花样年\阳光城	2	恒大\福建阳光	-	-	2
2021-12	-	-	1	鸿坤伟业	-	-	-	-	1
2022-01	-	-	1	恒大	4	奥园\大发\禹洲\祥生	-	-	4
2022-02	2	福建阳光\广西万通	-	-	1	国瑞健康	-	-	1
2022-03	-	-	2	正荣\龙光	2	景瑞\正荣	-	-	3
2022-04	-	-	2	富力\融创	1	鸿坤伟业	-	-	2
2022-05	-	-	2	金科\世茂	3	融创\佳源\中梁	-	-	4
2022-06	1	鸿坤伟业	1	融侨	5	大唐\领地\中南建设\天誉\鑫苑	-	-	6

⁵ 图表 22 展示了房企境内外债券违约情况，其中“境内外合并口径新增信用风险主体数量”一列所示统计结果与本小节正文首段对应，统计规则为：1.同一主体多次发生境内外债券展期、违约，计为新增 1 家；2.对同一母公司的违约、展期主体合并统计，例如福建阳光和阳光城计为同一主体；图表 22 中“境内债”“境外债”列所示统计结果是对境内外债券违约及展期情况的分别统计，与本小节正文二、三段对应，统计规则为：1.在统计境内债违约主体数量时，对于已发生境外债违约或展期的主体仍认定为新增境内债违约（或展期）主体。对境外债的统计同理；2.同一主体先展期后违约属于信用风险的进一步暴露，分别计入新增展期和新增违约；同一主体先违约后展期只记为新增违约。另，图表 22 中标红处为最后一列的明细项。

2022-07	-	-	6	奥园\融信\宝龙\冠城大通\佳源\禹洲	7	融信\俊发\三盛\世茂\宝龙\上坤\方圆	1	富力	7
2022-08	-	-	4	中天金融\节能置业\佳兆业\泰勒	2	弘阳\龙光	-	-	3
2022-09	-	-	1	广州时代控股	1	力高	-	-	2
2022-10	1	金科	1	俊发	1	旭辉	-	-	1
2022-11	-	-	1	鑫苑	2	海伦堡\粤港湾	-	-	2
2022-12	-	-	1	荣盛	2	德信中国\金科	-	-	2
2023-01	1	荣盛	-	-	2	汇景控股\时代中国	-	-	1
2023-03	1	恒大	-	-	1	银城国际	-	-	1
2023-05	1	世茂	2	旭辉\景瑞	1	合景泰富	-	-	1
2023-06	-	-	-	-	1	建业地产	-	-	1
2023-07	1	佳源	-	-	1	绿地	1	宝龙	1
2023-08	-	-	-	-	1	远洋	-	-	1
2023-09	-	-	3	益田\远洋\碧桂园	1	正商集团	-	-	3
2023-10	-	-	-	-	2	中骏\碧桂园	1	绿地	1
2023-11	-	-	1	中南建设	-	-	1	万达	1
2023-12	-	-	-	-	-	-	1	华南城	1
合计	10	-	33	-	49	-	5	-	58

数据来源：DM, Wind, 东方金诚整理

四、展望

1. 2024 年政策将走向何方？

基于对房地产行业供求关系的最新研判，以及本轮房地产调整对宏观经济下行压力的影响，预计 2024 年房地产政策仍将以“防风险”“稳预期”为主，保持温和刺激力度推动房地产实现“软着陆”，逐步引导房地产行业向“提质降速”方向转变。供给端政策，继续以“三支箭”为主要抓手，稳定房企信贷、债券、股权融资渠道，着重改善房企信贷融资状况，对重点房企实行“一司一策”，提升供给端管理强度，避免新增违约事件对市场产生较大冲击。需求端政策，鉴于当前房地产行业症结仍在需求不振，因此仍需需求端刺激政策持续发力，与供给端政策形成合力促进楼市回暖和市场预期的转变，预计 2024 年需求端将持续推出温和刺激政策，居民房贷利率有望进一步下调。

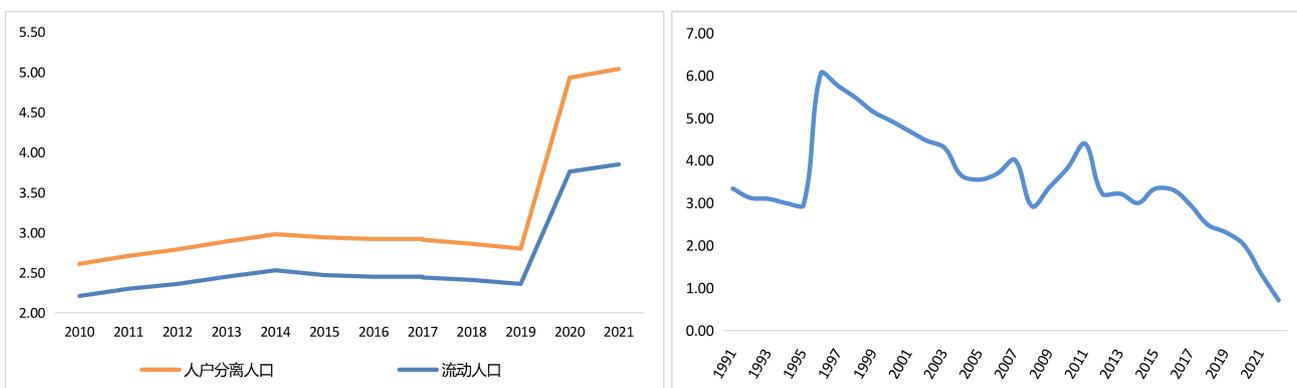
2. 2024 年楼市能否企稳回升？

我们判断，2024 年房地产行业大概率维持筑底企稳态势，下半年在政策力度到位、政策效果逐渐显现的情况下，销售端会有所好转，预计全年房地产投资和销量增速在-5.0%左右，降幅较 2023 年分

别收窄 4.6 和 3.5 个百分点左右。

一方面，需求端政策仍有较大空间。最新数据显示，2023 年 9 月全国个人住房贷款加权平均利率为 4.02%，已低于此前于 2009 年 6 月创下的 4.34% 的历史低点。但综合当前的经济增速、物价水平，特别是房地产行业运行状况，该指标仍有较大的下行空间，尤其是高能级城市政策空间较大；另一方面，近年来人户分离、人房分离现象普遍，高能级城市刚性需求较大，同时随着家庭人口增加、居民收入提升，居民对住房面积、户型结构、居住环境等有了新的要求，“置换”和“改善”需求较为突出。

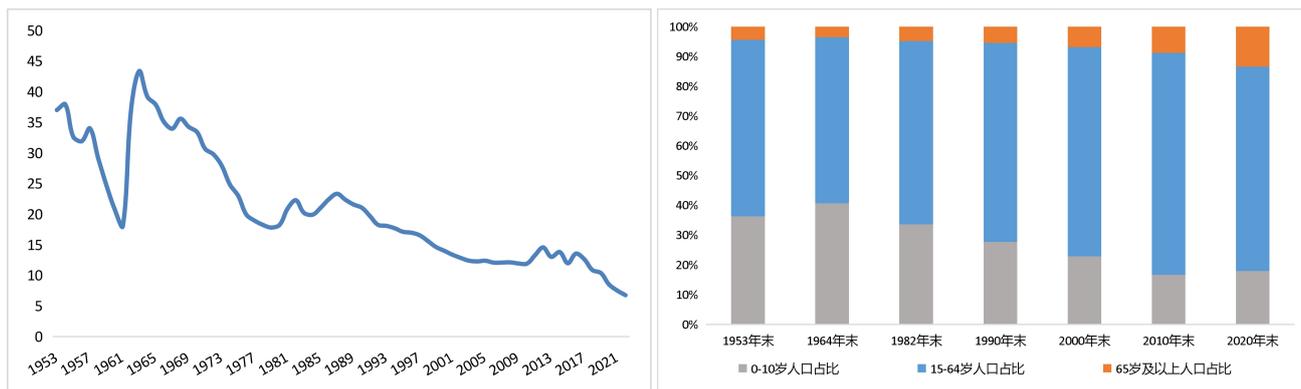
图表 23-24：全国流动人口（左图，单位：亿人）和全国城镇化率增长率（右图，单位：%）



数据来源：iFind，东方金诚整理

长期来看，在人口规模下降、住房需求减少的趋势下，房地产行业发展速度放缓是必然结果，提质降速是必然选择。一方面人口红利优势逐渐消退。2016 年以来我国人口出生率连续下降，人口基数对房地产行业快速发展的支撑作用将逐渐减弱；同时，我国人口呈现加速老龄化趋势，购房主力群体数量大幅下降；另一方面基于现有人口的新增住房需求亦有所减少。房地产行业快速发展的 20 年已带来住房条件发生较大改善，住房套户比和人均居住面积都有显著提升；再者，截至 2022 年底我国城镇化率已超过 65%，且近几年增速显著放缓，意味着劳动力迁移带来的新增住房需求也将逐渐减少。

图表 25-26：全国人口出生率（左图，单位：‰）和各年龄段人口占比（右图）

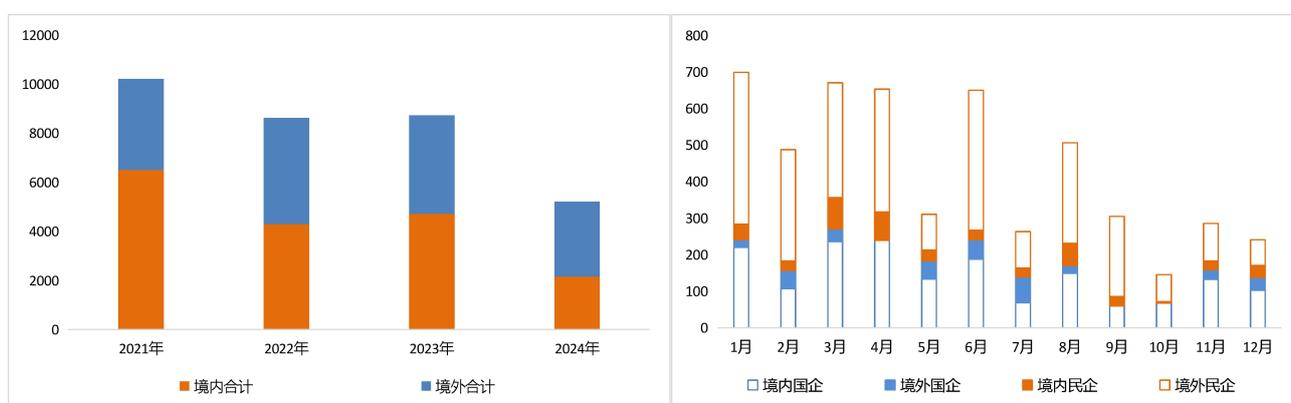


数据来源：iFind，东方金诚整理

3. 地产债信用风险将如何演化？

2024 年债券到期规模显著下降，民营房企和国有房企的债务接续需求存在不同程度下降，整体偿债压力较 2023 年有所缓释。2024 年境内外地产债合计到期规模为 5212.56 亿元，其中境内外债券到期量分别为 2153.35 亿元和 430.64 亿美元，整体偿债规模有所下降且偿债压力主要集中于上半年。分企业性质来看，下行周期以来许多民企境外债陆续展期导致偿付压力后置，2024 年民企仍面临较大境外债偿还压力。近两年民企境内债发行量大幅萎缩叠加前期待偿还债券大多已完成兑付，2024 年境内债到期规模显著下降，仅占民企总到期规模一成左右——约 454.52 亿元；与之相反，近两年国有房企境外债发行减少叠加前期债券已完成兑付，2024 年境外债到期规模大幅下降至 51.2 亿美元，国企偿债压力更多来源于境内债，2024 年境内债到期总量达 1698.83 亿元。

图表 27-28：境内外地产债到期规模（左图为年度对比，右图为 2024 年各月；单位：亿元）⁶



数据来源：Wind，东方金诚整理

⁶ 2024 年境外债到期数据以 2023 年 12 月平均汇率为基础计算，汇率数据来源为中国外汇交易中心网站。

新增融资需求：房企债券融资修复情况主要取决于2024年楼市回暖进程。当前，市场对房地产行业的预期仍偏悲观，避险情绪较为浓重，房企尤其是民营房企的自主融资能力受到显著制约。并且，销售端压力持续向投资端传导，房企投资意愿受到抑制。因此，在房地产行业销售投资未出现显著回暖迹象前，房企新增债券融资难有明显起色。

供给端政策发力：2024年“第二支箭”仍将持续发力，但融资成本的差异或将对债券融资规模产生较大影响。目前民营房企对中债增进等增信方式高度依赖，然而其对民企发债支持力度存在一定局限性——集中于大型优质民营房企，对民营房企整体债券发行规模的提振效果有限；另一方面，去年11月的“三支箭”中信贷政策力度明显强于其他，叠加监管持续引导信贷资金利率下行以降低实体经济融资成本，2024年不排除部分房企切换融资渠道——加大信贷资金利用、降低债券融资规模。

信用风险演化：2024年房地产行业信用风险出清已进入尾部，预计房企违约主体数量及地产债违约规模将进一步下降。一方面，经过前期持续暴雷，目前未出险房企大多为安全系数较高主体，抗风险能力普遍较强。另一方面，我国针对房地产行业的政策空间仍然较大，稳增长压力下2024年房地产刺激政策还将继续加码，行业筑底企稳大环境下房企外部流动性压力或有缓和，尤其是在“一司一策”强监管下，预计行业信用风险会继续下降，少数房企违约事件对市场冲击程度可控。

此外我们关注到，当前出险房企处理债务违约的方式不再局限于单只债券展期，更多为整体债务重组。主要手段包括延长债务期限、利息资本化、本金分期摊销、追加额外增信措施、债转股等。2023年，已有部分房企完成境内或境外的债务重组，相比之下，境外债重组难度较大，是房企债务重组进程中的难点。借鉴前期房企债务重组的成功经验，预期2024年房企在债务重组方面会取得更大进展，推动更多大型房企重新步入经营正轨。

综上所述我们判断，2024年境内地产债发行规模或将较2023年小幅下降，其中国有企业仍是发行主力。与2023年不同的是，由于到期规模的显著下降，2024年地产债净融资缺口会显著收窄，尤其是下半年各月净融资额大概率将回归正值区间。2024年境内地产债兑付风险显著下降，不排除少数房企违约事件的发生，但对市场冲击程度总体可控，且前期已出险房企将会加快速度推进债务重组，部分头部房企将重新回归正常经营。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。