



从链式衰退到良性循环

2022 年房地产市场展望

贝壳研究院
2021 年 12 月

贝壳研究院

前言

2021 年的市场关键词是什么？我认为是“节奏”。我们没有想到今年市场如此剧烈，一季度还是阳光普照，三季度已是至暗时刻。我们没有想到市场如此脆弱，市场主体躺平之快，土地降温之快，大大超出预期。

然而，从年度看，2021 年金融信贷总量和地产销售总额依然平稳，结果并没有体感那么差，问题在哪？在于市场节奏失衡了。

我们如何看待市场节奏的剧烈波动？市场不是冷冰冰的机器，而是由人组成的。在存量房市场越来越重要、互联网信息传播越来越便捷的时代，群体预期对市场的影响越来越大。2021 年国内外环境跌宕起伏，房地产调控政策也是层出不穷，市场主体的情绪相互传染和放大，导致市场的波动不再像过去那么线性可控。

市场节奏的变动并不意味着市场供需结构发生了彻底的转变。节奏失衡既然来源于人为控制，自然也能够被人为熨平。这就需要我们更加精准地获取真实、实时的数据，帮助我们提前做好预判。如何在不确定性中锚定确定性，借助确定性的力量穿越周期。这也正是我们持续观察和研究市场的价值。

风云变幻的大时代，什么是确定的？

我们相信，政策适时纠偏是确定的。政策的实施会改变不同主体的预期和行为，长效机制正是一套根据市场变动而做出动态响应的机制，其目标是市场稳定。当市场节奏出现不平稳，乃至影响市场安全时，政策纠偏是长效机制中必定会发生的。

我们相信，市场向均值回归是确定的。房地产市场是一个典型的周期性市场，会表现出均值回归的特性。周期的规律不在于时间，而在于因果。周期的意义是一个事情发生了，会带来下一个事情，再下一个事情，市场复苏就是因果规律上的回归。我们要正视房地产市场的周期，而不是恐惧。

我们相信，消费者对美好居住的需求是确定的。住房条件改善是推动房地产业发展的根本动力。我国住房品质尤其是居住服务品质上与老百姓的期望相比还有很大的提升空间。这是长期、持续、不变的需求。

“沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春”，无论未来世界如何变化，只要牢牢把握住不确定性中的确定性，我们终将穿越周期、屹立潮头！

李文杰

贝壳找房高级副总裁，贝壳研究院院长

目 录

前言	2
目 录	3
一、如何看待 2021 年的市场下行？	4
(1) 七年新低	4
(2) 全链降温	4
(3) 最快下降	6
(4) 分化加深	9
(5) 影响房企	11
二、为什么会出现这样变化？	12
三、2022 年市场会复苏吗？	14
四、2021 年度回顾专题	20
政策篇：坚持“房住不炒”，全面金融管控，促进风险挤出	20
土地篇：土地市场高开低走，稳健房企收获颇丰	24
企业篇：黑云翻墨未遮山，卷地风来忽吹散	30

贝壳研究院

一、如何看待 2021 年的市场下行？

2021 年房地产市场充满跌宕起伏，上半年市场热情高涨，住建部约谈城市，各地不断加大调控力度，到下半年，市场突然转向陷入低迷，行业风险暴露。我们通过观察数据，发现 2021 年房地产市场呈现出来的五大特点：

(1) 七年新低

自 2017 年以来，我国二手房市场的交易规模（GMV）始终保持增长趋势。但到今年，二手房交易规模第一次出现了同比下降。据我们测算，2021 年全国二手房成交金额约 7.0 万亿，同比下降约 6%；二手房成交套数约 393 万套，同比下降约 9%；成交面积约 3.6 亿平方米，同比下降 9%。2021 年全国二手住宅成交均价 1.9 万元/平，同比上涨 3%，涨幅比去年回落 6 个百分点。放长周期看，2021 年全国二手房成交面积创 2015 年以来的最低值。

由于二手房市场降幅较大，二手房成交占比也有所下降。整体看，2021 年新住房和二手房合计销售面积约 19.3 亿平方米，较去年略有下降，其中二手房占比降至 19%；合计销售金额约 23.4 万亿元，同比小幅增长 2%，其中二手房占比约 30%，较去年下降 3 个百分点。我们认为，这是存量化进程中的一朵小浪花，并不会阻碍中国房地产从增量转向存量的历史进程。

表：2017-2021 年全国新房、二手房销售情况

时间	新建商品住宅				二手住宅			
	销售面积 (亿㎡)	成交套数 (万套)	销售金额 (万亿元)	成交均价 (万元/㎡)	销售面积 (亿㎡)	销售套数 (万套)	销售金额 (万亿元)	成交均价 (万元/㎡)
2017	14.5	1370	11.0	0.76	4.1	430	6.0	1.45
2018	14.8	1400	12.6	0.86	4.0	430	6.6	1.64
2019	15.0	1419	13.9	0.93	3.9	426	6.8	1.72
2020	15.5	1460	15.5	1.00	4.0	432	7.5	1.88
2021E	15.7	1483	16.4	1.04	3.6	393	7.0	1.94

数据来源：国家统计局，贝壳研究院测算

(2) 全链降温

除了二手房市场的下降，2021 年新住房和土地市场也全面降温。

新房销售规模同比增速收窄至 2015 年以来最低。依据国家统计局数据测算，预计 2021 年全国新建商品住宅销售面积约 15.7 亿平方米，同比增长 1.5%，较 2020 年增速收窄 1.6 个百分点；全国新建商品住宅销售金额约 16.4 万亿，同比增长约 5.9%，较 2020 年增速收窄 5 个百分点。销售面积和销售金额的同比增速均为 2015 年以来最低增速。

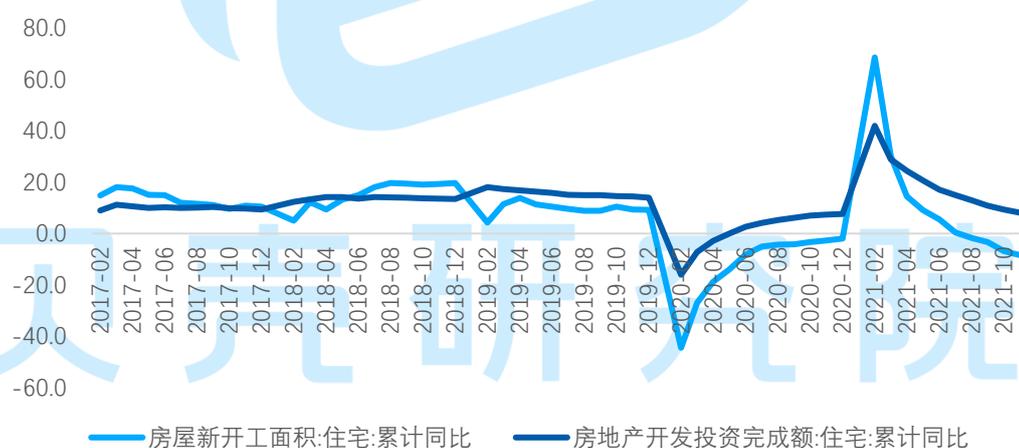
图：全国新建商品住宅销售面积、销售额变化情况



数据来源：国家统计局，贝壳研究院测算

房地产开发投资增速降至历史低位。根据国家统计局数据，2021年1-11月全国新建商品住宅开发投资完成额为10.36万亿元，同比增长8.1%，是2017年以来同期最低增速（排除受疫情影响的2020年）。2021年1-11月全国新建商品住宅新开工面积为13.50亿平方米，同比下降8.4%，不考虑疫情影响的2020年，2017年以来同期均保持增长；今年新开工面积较2019年同期下降约11%。

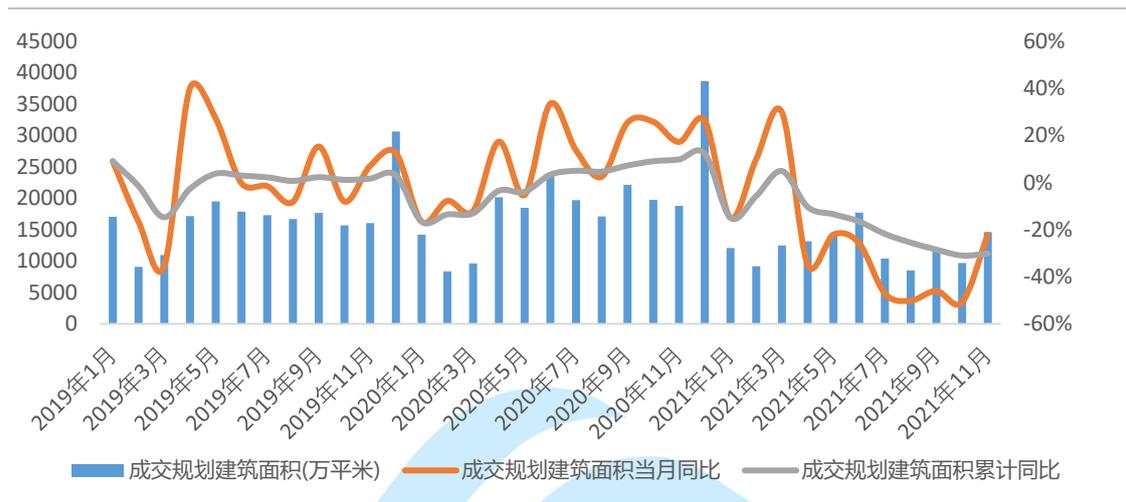
图：全国新建商品住宅新开工、开发投资额累计同比增速 (%)



数据来源：国家统计局，贝壳研究院整理

土地成交规模 2019 年以来首次同比大幅下降。2021年1-11月，全国351城住宅用地的累计成交金额为4.98万亿元，同比下滑11.15%；累计成交规划建筑面积为13.43亿平方米，同比下滑30.12%。拿地金额和面积均为2019年以来首次同比大幅下降。其中三季度全国351城的住宅用地成交金额为1.08万亿元，同比下滑37.01%，成交规划建筑面积为3.09亿平方米，同比下滑47.55%，是2019年以来季度最低值。

图：全国 351 城居住用地成交规划建筑面积特征



数据来源：贝壳研究院整理

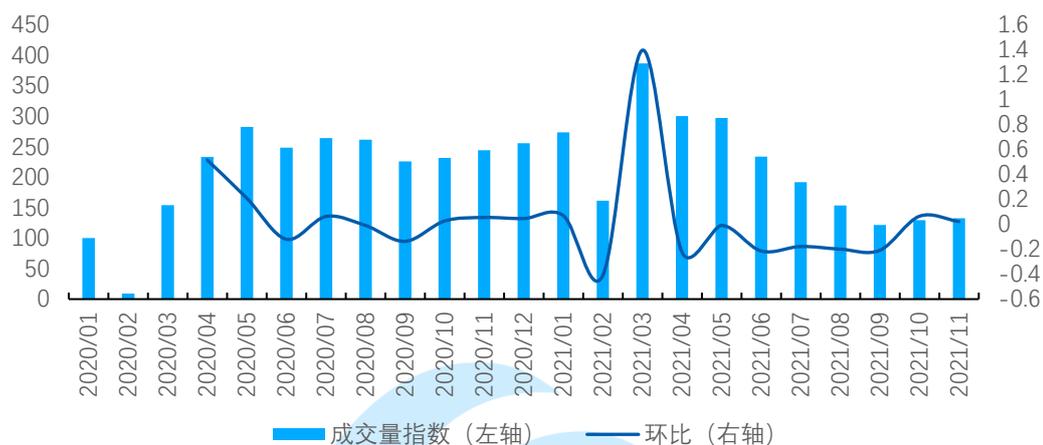
(3) 最快下降

2021 年市场最明显的特点是节奏失衡，年内从历史高位快速下降到低位。

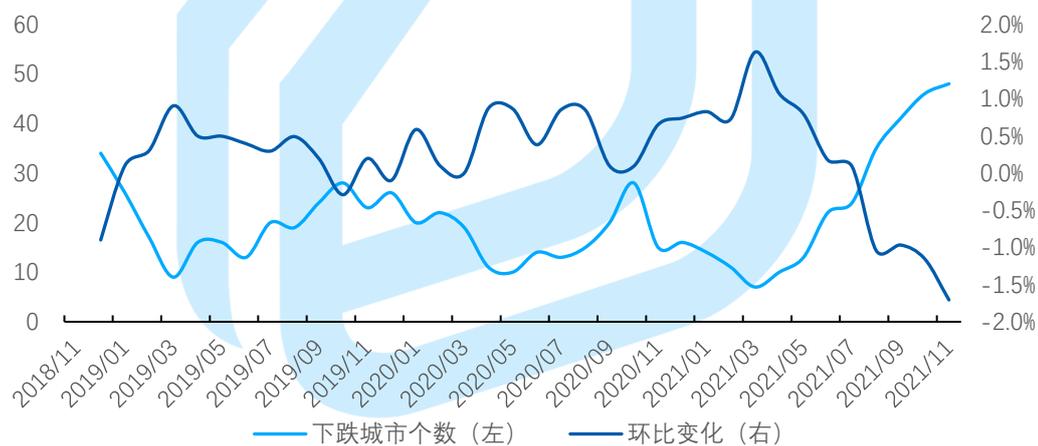
半年内二手房成交量萎缩超六成。根据贝壳研究院数据，2020 年下半年的市场热度延续至 2021 年一季度，3 月贝壳 50 城二手房成交套数创近 2019 年以来历史新高，4 月起成交量持续下降，9 月创 2019 年以来的历史单月最低值（除疫情、春节等特殊时点外），从峰值到谷底，仅半年时间累计下降超六成。

以 2019-2020 年城市月度二手房成交平均水平为均值参考，9 月深圳及东莞三季度链家成交量分别较均值水平下降 89%和 93%；南京、杭州等城市三季度成交水平不足均值的一半，上海不足均值的 60%。9 月深圳及上海二手房成交水平基本为近十年最低。

二手房价从一季度快速上涨到四季度的快速下跌。贝壳研究院数据显示，2021 年 3 月贝壳 50 城二手房价格指数单月环比涨幅最高，此后持续收窄，8 月止跌，至 11 月连续 4 个月下跌且跌幅保持扩大，11 月单月环比下跌 1.7%，是 2019 年以来单月最深跌幅。11 月较 7 月累计下跌 3.8%，基本回调至去年同期水平。房价下跌的城市范围持续扩大，至 11 月重点 50 城中 48 城房价环比下跌，是 2019 年以来的最大值。

图：贝壳 50 城¹二手房成交量及环比（以 2020 年 1 月为基期，基期值=100）

数据来源：贝壳研究院

图：贝壳 50 城二手房价格指数²环比变化及下跌城市个数

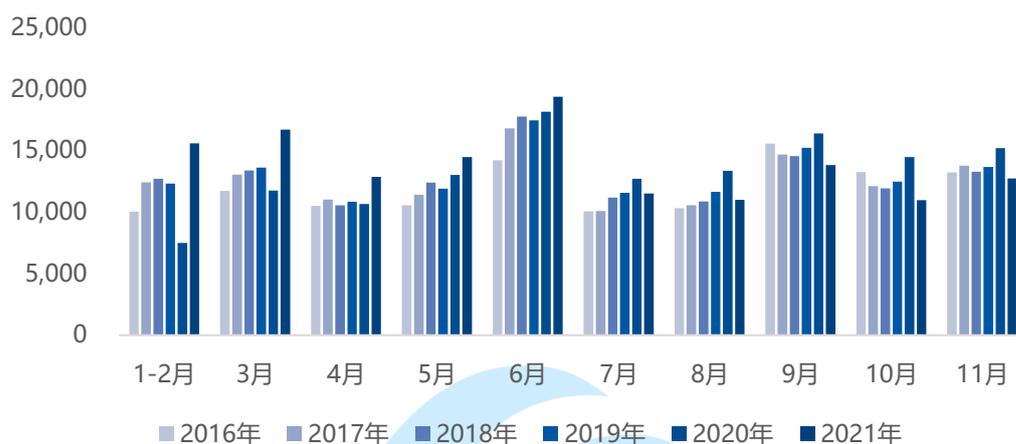
数据来源：贝壳研究院

从 6 月到 10 月，新房成交量从 2016 年以来的同期最高到同期最低。上半年全国新建商品住宅销售面积保持增长，6 月单月创 2016 年以来历史同期最高水平，7 月销售面积单月同比增长转负，8 月起单月规模低于 2019 年同期，至 11 月单月规模为 2016 年以来同期最低。

¹ 贝壳 50 城包括：北京、上海、深圳、广州、成都、大连、福州、贵阳、哈尔滨、杭州、合肥、呼和浩特、济南、昆明、兰州、南昌、南京、宁波、青岛、厦门、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、温州、武汉、西安、银川、长春、长沙、郑州、重庆、常州、东莞、佛山、淮安、惠州、嘉兴、廊坊、洛阳、南通、泉州、绍兴、无锡、芜湖、徐州、烟台、中山、珠海，下同。

² 贝壳二手房房价指数是在城市选择固定样本小区，以贝壳真实的二手房成交数据为基础，利用重复交易法，反映城市房地产市场价格走势。

2016 年 1 月-2021 年 11 月全国新建商品住宅月度销售面积统计



数据来源：国家统计局，贝壳研究院整理

不到半年土地市场从抢地到史无前例的大面积流拍。第二季度的第一次集中供地，房企拿地积极，平均成交率³高达 95%，部分城市房企竞拍激烈，不乏地块竞拍时触顶或摇号，溢价率⁴较高。而第二批集中供地房企拿地积极性全面降低，出现大面积流拍，平均成交率为 69%，较首批次回落 26 个百分点，综合溢价率 4.0%，较首批次 15.0% 降低 11 个百分点。

表：不同批次集中供地成交率、溢价率变化

城市	成交率		溢价率	
	第一批	第二批	第一批	第二批
上海	98%	85%	4.9%	3.3%
无锡	100%	96%	12.4%	4.1%
合肥	94%	71%	19.3%	4.7%
深圳	100%	95%	30.9%	12.1%
苏州	100%	86%	7.2%	1.3%
济南	95%	72%	12.2%	0.0%
广州	88%	48%	11.7%	0.8%
南京	98%	77%	18.2%	6.0%
福州	87%	68%	18.4%	12.8%
重庆	100%	59%	38.8%	0.1%
天津	78%	66%	10.6%	0.6%
北京	100%	40%	7.1%	4.8%
宁波	100%	61%	25.1%	0.3%
长沙	92%	34%	7.5%	0.0%
长春	76%	62%	3.3%	0.4%

³ 成交率=成交宗地数/供应宗地数。

⁴ 综合溢价率=成交价之和-起始价之和-1。

成都	100%	69%	7.4%	2.2%
沈阳	88%	43%	10.2%	0.8%
杭州	98%	43%	26.0%	4.6%
武汉	94%	74%	17.3%	0.3%
青岛	98%	90%	2.1%	0.5%
厦门	100%	100%	29.4%	25.4%
郑州	100%	73%	10.7%	2.5%
平均	95%	69%	15.0%	4.0%

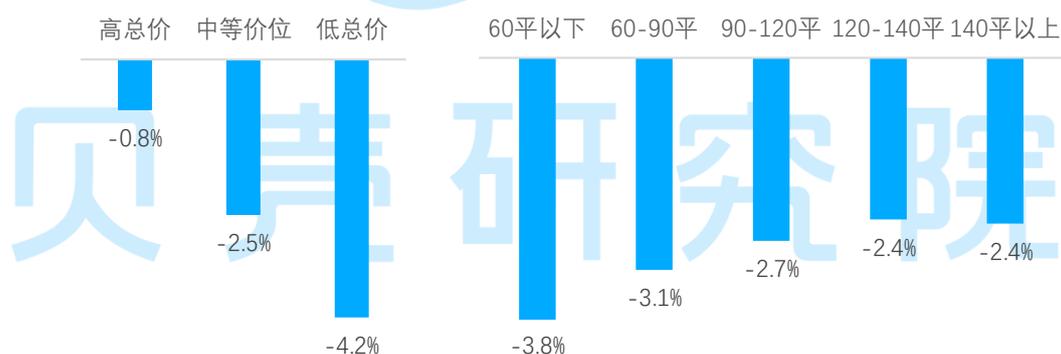
数据来源：贝壳研究院整理

(4) 分化加深

在房地产市场下行中，市场的信用分层更加凸显，城市、区域、产品等方面的分化均在扩大。

刚需市场与改善市场分化加大。本轮市场下行中，刚需房源价格回调幅度更大。从结果数据可以看出，贝壳二手房数据显示今年下半年以来，不同价位房源中，低总价⁵房源套价累计下跌 4%，而高总价房源下半年基本未跌。分面积段看，小户型房源价格累计跌幅明显大于大户型。分楼龄来看，楼龄与价格累计降幅成正比，楼龄越老的房子价格下调幅度越大。这背后的直接原因是刚需客群对信贷依赖度更高，本轮信贷环境收紧下，刚需客户信贷受影响。高总价、大户型等品质改善类房源价格韧性也能表明，消费者对住房改善的需求强烈。

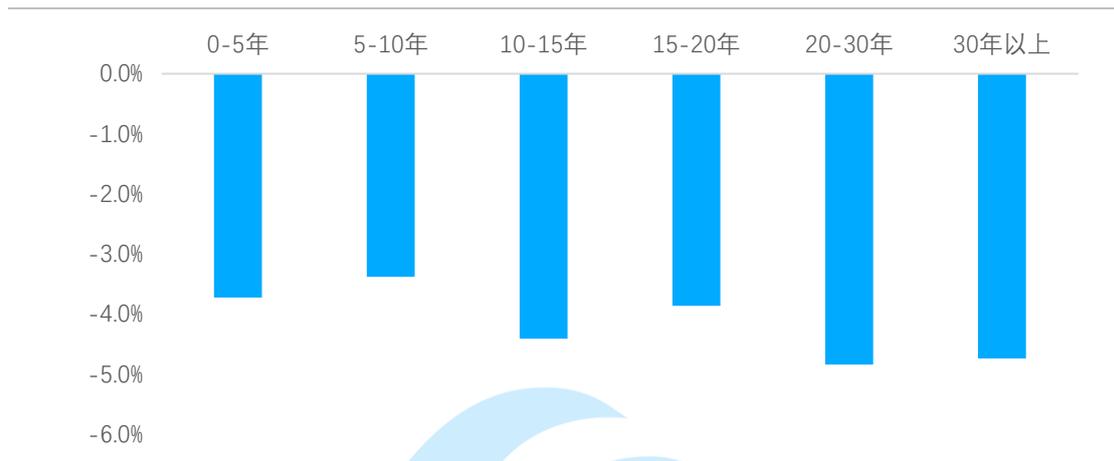
图：贝壳百城二手房不同价位房源、不同面积房源价格指数累计变化（11月较6月）



数据来源：贝壳研究院

⁵ 将成交房屋按照成交总价从高到低排序，10%分位处的总价代表高总价水平，40%分位处的总价代表中等价位，70%分位处的总价代表低总价。

图：不同楼龄房屋价格指数调整幅度（11月较6月）



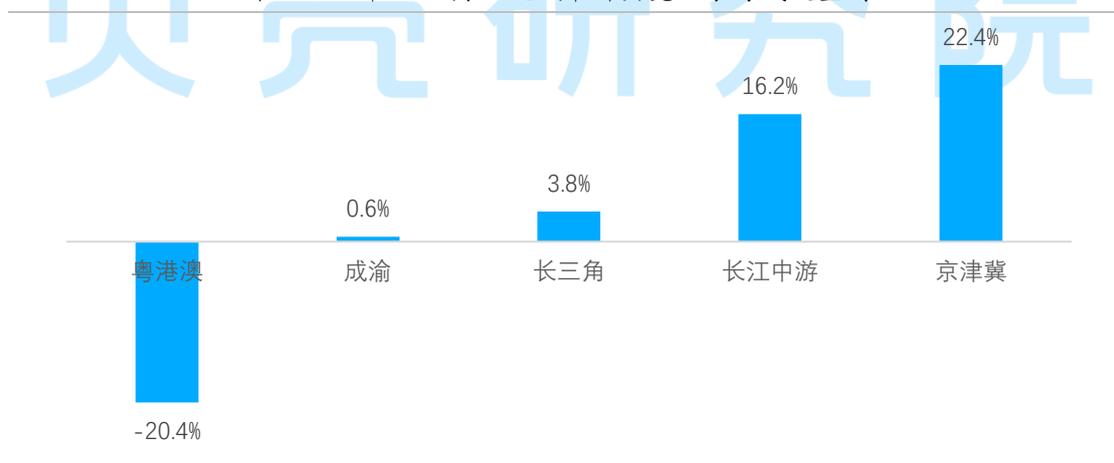
数据来源：贝壳研究院

五大城市群今年市场“南弱北强”的周期特征更为明显，成交增速表现出由北向南递减的特点。如粤港澳城市总体成交降幅约 20%，成渝总体持平，长三角城市表现分化，上海、杭州等成交下降，而苏州、合肥增幅靠前，总体表现平稳。长江中游受到长沙和武汉带动成交同比增幅约 16%。京津冀主要城市北京、天津及廊坊均在 2021 年市场成交增幅明显，总体增幅居首。

不同能级的城市市场也出现了周期特征，一线城市表现弱于重点二线城市。从贝壳数据看，成交量增幅居前的是长沙、苏州、合肥等二线城市，一线城市中仅北京增速相对靠前，上海和广州同比基本持平，而深圳受到调控重挫市场降幅在 50% 以上。

我们知道，今年市场的“反常规”特点实际上是由于调控导致，并不意味着城市区域的基本面发生了转变，这也将为后期市场复苏带来参照。

图：2021 年 1-11 月五大城市群贝壳二手房成交量同比



注：数据为贝壳平台成交量变动幅度

数据来源：贝壳研究院

(5) 影响房企

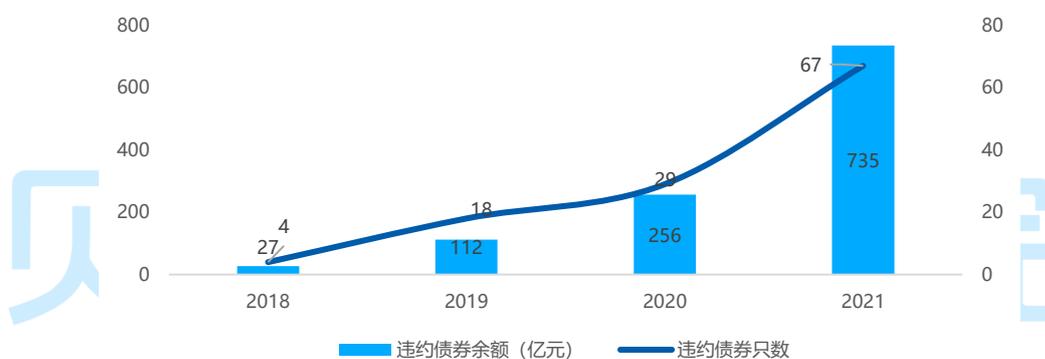
跟以往市场下行不同，今年的市场迅速降温与房企信用紧密关联，即肇始于房企，也进一步影响房企。

“三线四档”对房企有息负债规模增速进行管控，房企以往“借新还旧”的模式难以持续；房地产贷款集中度管理进一步收紧房地产企业开发贷款，导致房企融资进一步收紧。政策限制下，房企融资规模明显下降。

融资收紧下，房企经营更加依赖销售回款（2021 年 1-11 月，房企到位资金中定金及预收款、个人按揭贷款在所有到位资金中的占比高达 53%，较 2020 年全年提高 3 个百分点）。而信贷收紧导致购房者贷款难度加大，特别是部分三四线城市本是房企存货主要区域，而“限跌”政策下，房企销售进一步减慢。在融资和回款明显下降的情况下，多地收紧预售资金监管，让房企可用于经营的现金流雪上加霜。

房企经营难，进一步导致信用违约频发。2014-2019 年期间，房地产开发企业的违约债券余额占比长期处于低位（4%以下），在 2020 年房地产违约债券余额占全市场比重提升至 8%。进入 2021 年后，房企违约情况进一步加剧，预计全年违约债券余额达 735 亿，在全市场债券违约余额的占比显著提高。

图：2018 年-2021 年房企境内债务违约情况



数据来源：wind，贝壳研究院整理

债务违约叠加资产减值预期导致房企信用下降。债务违约引发评级机构密集下调房企评级。同时由于市场流通性受到抑制，风险房企靠变卖资产自救的方式难以实现。评级下降叠加资产减值预期加重金融机构对房地产的避险情绪，房企信用大幅收缩。今年房企的信用风险超过历年，出现暴雷的房企从位列 TOP50、到千亿房企、再到龙头房企。

总的来看，2021 年的市场波动打破了“房价不会下跌、房地产永远高收益”的迷信，也打破了房企“大而不倒”的信仰。房地产市场将逐步告别过去高增长、高杠杆、高风险的发展模式。

二、为什么会出现这样变化？

年内市场出现“过山车式”的下降，主要房地产过快降杠杆导致全市场出现了链式降温。

我们从数据上能够明显看出链式传导的过程：3 月份贝壳二手房景气指数首先回调，4 月份二手房成交量持续下跌，6 月份起二手房价格接近止涨，紧接着贝壳新房带看指数下行，7 月起新房成交量开始回落，土地流拍率大幅上升，8 月起新房价格转跌。

表：2021 年房地产市场降温的传导顺序

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
二手房景气指数 ⁶	36	42	37	33	33	30	26	23	18
二手房成交量环比 ⁷	7%	-41%	140%	-22%	-1%	-22%	-17%	-20%	-22%
二手房价格指数环比	0.8%	0.7%	1.6%	1.1%	0.8%	0.2%	0.1%	-1.0%	-1.0%
新房带看指数 ⁸	131	102	200	184	201	155	142	133	123
新房成交量环比 ⁹	-13%	-34%	68%	-9%	0%	-3%	-8%	-16%	-3%
百城土地流拍率 ¹⁰	9%	8%	12%	10%	17%	17%	31%	31%	29%
新房价格环比 ¹¹	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%	0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.7%	-1.1%

数据来源：wind，贝壳研究院

⁶ 贝壳二手房市场景气指数是基于贝壳平台上业主挂牌和调价行为数据，计算挂牌房源调价中调升的次数比例来反映当前市场预期，能够预测未来短期房价走势，景气指数=调涨次数/调价次数*100。景气指数在 40 以上为市场预期景气，涨价预期强，20 至 40 之间预期相对平稳，20 以下为市场预期低迷。

⁷ 贝壳 50 城二手房成交量数据。

⁸ 贝壳百城新房带看指数：统计周期内带看量/带看项目数，以 2019 年 7 月为基期。

⁹ 此处新房成交量数据来源于贝壳研究院监测的重点 66 城市，包括北京、常州、郴州、成都、池州、东莞、东营、佛山、福州、抚州、赣州、广州、海门、杭州、淮安、淮南、惠州、吉安、济南、嘉兴、江门、江阴、焦作、金华、荆门、连云港、柳州、六盘水、龙岩、娄底、南昌、南京、南平、宁波、莆田、青岛、清远、衢州、泉州、厦门、上海、韶关、绍兴、深圳、苏州、泰安、泰州、温州、无锡、芜湖、武汉、新余、宿州、盐城、扬州、宜宾、益阳、玉林、岳阳、云浮、湛江、长春、肇庆、镇江、舟山、珠海。

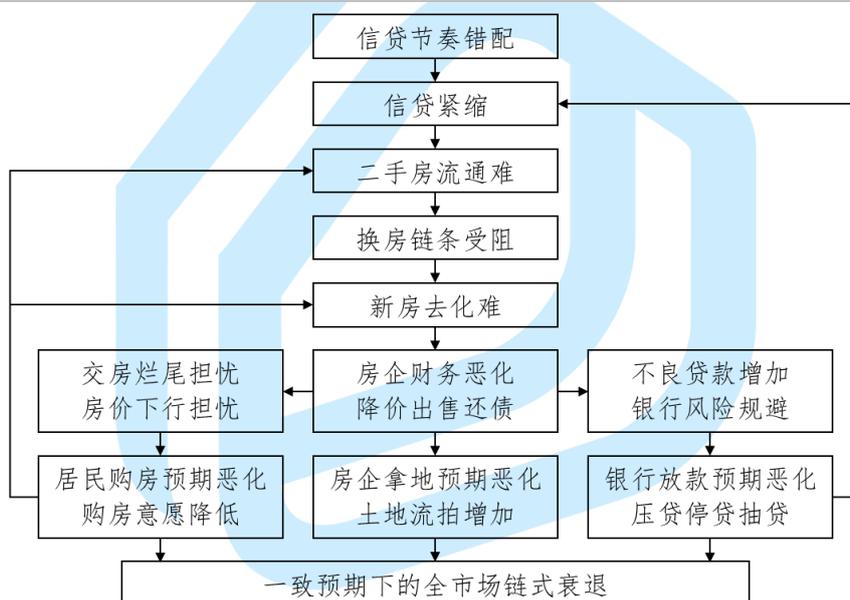
¹⁰ 根据 wind 土地数据统计。

¹¹ 新房价格指数为贝壳研究院百城新房价格指数，是选取连续两月均有交易项目，以贝壳真实的成交数据编制，反映城市新房市场价格走势。

链式反应的基础是，二手房市场成为供给的重要组成部分，对市场的影响作用不断增加。大城市房地产市场已经进入存量改善置换时代，加上房价较高，新房的购房者主要通过卖掉二手置换新房。因此，二手市场不好，新房的购买能力及购买意愿也受到抑制。

本轮市场下行最早表现在二手房市场。在二手房参考价、信贷额度紧张、学区房政策调整等多重因素下，二手房市场陷入快速冰冻，深圳、成都、上海、西安等重点城市二手房市场急剧萎缩。二手房的流通难使得卖旧买新的换房链条受阻。交易阻滞使房企回款加速恶化，到期负债无法接续滚动，面临严重的流动性问题。

图：信贷紧缩对市场影响的传导机制



资料来源：贝壳研究院

今年市场出现链式反应的直接原因是多重金融紧缩政策叠加，降杠杆过快。与历史周期不同，本轮房地产去杠杆是全方位的，对银行、房企、居民三端同步采取信贷管控收紧措施，并采取了贷款集中度管控、二手房指导价等直接干预政策。不到一年的时间房地产金融长效机制全面落地，多项政策叠加实施，让市场出现信用危机。

对于今年而言，信贷投放与市场节奏错配导致市场过快降杠杆。粗略测算，一季度市场高热，居民部门新增中长期贷款 1.98 万亿，创历史单季度新高。如果全年居民中长期贷款投放量与去年相当约 6 万亿，上半年信贷额度消耗量占到全年的 57%，超过过去三年 47%-50% 的区间。上半年信贷投放量较大程度上挤占了下半年信贷资源，三季度居民部门新增中长期贷款仅 1.29 万亿，创下 2016 年以来同期新低。

图：居民部门新增中长期贷款（亿元）及同比增速



数据来源：中国人民银行，贝壳研究院整理

这次与历史上均不相同的是，由于市场流通性受到抑制，风险房企靠变卖资产自救的方式难以实现。历次调控中，对于价格的管控主要集中在新房市场，通过设定备案价管控房企定价。本轮调控增加了对二手房市场价格的管控。据统计，年内全国范围内包括深圳、广州、宁波、西安等重点一二线城市均出台二手房指导价政策及小区细则。二手房指导价除了降低买房人贷款成数外，更使得短期内市场观望，全市场流通困难。

对于房屋流通的担忧进一步恶化购房者的悲观预期，购房者同时面临房价下跌、延期交房、房屋质量下降甚至烂尾的风险，购房意愿降低。债务违约增加和资产减值预期加重银行对房地产的避险情绪，促使银行主动放贷行为更加审慎，反过来加剧信贷紧缩。各方预期与行为共振，全市场陷入了前所未有的“交易阻滞-预期恶化”负循环。

三、2022 年市场会复苏吗？

影响 2022 市场走势的核心变量是政策环境、市场供给以及信贷投放量。

第一，政策环境有利于市场恢复。12 月 6 日中央政治局会议提出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。12 月 8-10 日中央经济工作会议指出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。“**良性循环**”是政策的定心丸。

我们认为“良性循环”包含两个大循环：一是房地产业内部的良性循环，二是房地产业

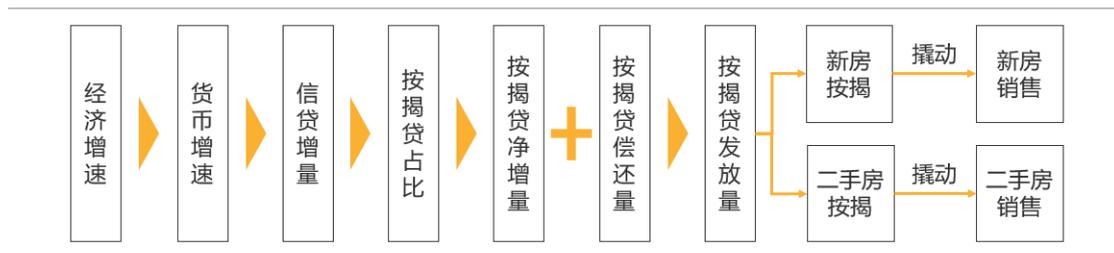
与其他产业的良性循环。内部循环中，有交易市场中二手房、新房、土地的顺畅流通，也有交易市场与租赁市场的顺畅流通，这其中每个分级市场又包括供求关系的良性循环。外部循环中一是房地产业与金融业的良性循环，未来金融业支持企业合理负债经营、满足购房者合理住房需求；二是房地产与产业链之间的良性循环，房地产业对上下游产业链形成辐射带动；三是房地产开发建设与住房消费市场的良性循环；四是房地产业与地方政府财政之间的良性循环，由过去依赖卖地获得一次性财政收入转变为依靠存量房运营的税收收入。通过内外的良性循环最终实现房地产业促进和稳定整体经济社会发展。

内部循环是外部循环的前提。从紧迫程度看，交易市场能否顺畅流通是重要基础。今年市场出现链式降温的根本原因是房地产过快降杠杆。为促进市场复苏，政府政策工具箱中有丰富的储备政策，对前期过紧抑制的政策进行局部调整，如针对需求端，相关高层强调“重点满足首套房、改善性住房按揭需求”，未来政策可能在首套认定标准、交易税费、人才购房补贴等层面调整优化，利于需求释放。供给端，三道红线基本原则不变的前提下对于房企融资政策边际放松，集中供地的报名和竞拍规则以及新房限价等均有调整空间。政策的改善将利于市场预期改善，使市场流通起来。

第二，房企系统风险可控，市场供应能够保证。四季度以来，高层释放维稳信号，前期过紧的融资政策已有所纠偏，房企融资环境有所改善，11月起房企融资规模回升，多家房企多笔到期境内外债券成功获得展期，同时房企股权、资产等交易活跃，房企短期流动性有所修复。未来在“促进房地产业良性循环”的基调下，房企融资环境有望进一步改善，特别是三道红线的执行细则局部调整，带动房企融资规模继续恢复；交易市场流动起来，住房销售去化加快利于房企回款；拿地政策调整降低房企投资难度，房企信用将逐步修复。尽管新房市场虽然今年第二批次房企拿地较少，但基于土储和现有库存考虑，新房整体供应总量不会明显下降，同时房企在偿债压力下会加快供货，保证新房供应。因此市场供应不会成为明年市场规模的抑制因素。

第三，信贷投放额度恢复，市场需求复苏。我们用过去 15 年的数据验证了房地产市场规模的增速总是和房贷的增速高度相关，按揭贷的规模和节奏基本上决定了住宅市场销售的规模和节奏。我们建立了“基于信贷的房地产市场预测模型”，预测 2022 年房地产市场销售规模。

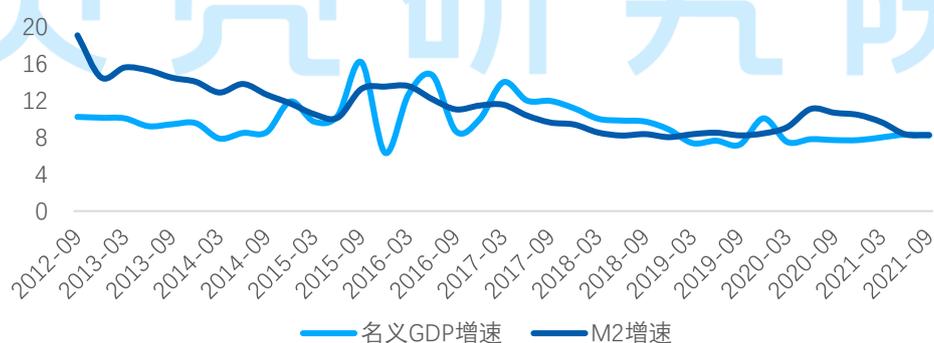
图：基于信贷的房地产市场预测模型



资料来源：贝壳研究院

首先，预计 2022 年全年信贷增量 21 万亿左右。2019 年政府工作报告首次提出 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配。2019 年一季度央行货币政策报告指出 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配，据此测算出 M2-GDP 合意增速差约 1%。2020 年受疫情冲击，政府工作报告提出货币增速明显高于 2019 年增速，除这一特殊年份外，2019 年和 2021 年的政府工作报告均要求 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配，预计明年依然维持。

明年经济增速中枢大概率还会继续下移。具体从三驾马车看：投资端，土地购置费的滞后效应和建安费用的疲弱对明年房地产开发投资构成压力，财政约束下基建投资发力有限；消费端，制约消费复苏的疫情反复、收入预期及通胀压力明年依然存在；出口端，明年海外对消费者的放水补贴将逐步退出，海外消费意愿放缓，就业意愿提高，海外供需缺口缩窄将使我国出口增速边际放缓。基于三驾马车的压力及稳增长诉求，结合央行今年 3 月发布的工作论文《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》预测 2022 年经济潜在增速约为 5.5%，我们预计 2022 年实际 GDP 增速在 5%-5.5%，考虑通胀因素后的 2022 年名义 GDP 增速在 8%左右，与名义 GDP 增速基本匹配的 M2 增速在 9%左右，对应的全年信贷增量约 21 万亿。

图：M2 季度同比增速与名义 GDP 季度同比增速¹² (%)

数据来源：wind，贝壳研究院整理

¹² 2020 年和 2021 年名义 GDP 增速采用实际 GDP 两年复合平均增速与通胀率加总得到。

第二，预计全年房地产按揭信贷总额 8 万亿左右。房地产贷款集中度管理下，预计今年和明年新增按揭贷比例较 2020 年回落两个百分点至 20%，结合全年信贷增量和按揭贷占比得到 2022 年按揭贷净增量约 4.2 万亿，与 2020 年和 2021 年的净增量大体相当。随着个人住房贷款余额的增加以及改善换房需求的增加，每年来自按揭贷偿还（含正常还款和提前还款）的额度贡献也将逐步增加，估算 2022 年按揭偿还 3.8 万亿，按揭投放总量约 8 万亿，较过去两年稳步增长，会成为下一阶段“稳信用”的重要发力点。

表：按揭贷总发放规模预测

年份/万亿	新增贷款	新增按揭贷	新增按揭贷占比	按揭贷偿还	按揭贷发放
2015	11.7	2.5	21%	1.1	3.6
2016	12.6	4.9	39%	1.3	6.2
2017	13.5	3.9	29%	1.8	5.7
2018	16.2	3.9	24%	2.2	6.1
2019	16.8	4.4	26%	2.6	7.0
2020	19.6	4.3	22%	3.0	7.3
2021E	20.2	4.0	20%	3.5	7.5
2022E	21.0	4.2	20%	3.8	8.0

数据来源：wind，贝壳研究院测算

第三，根据信贷对交易规模的撬动比例关系，预测明年新房销售额同比下降 2%，二手房同比下降 7% 左右。在不同新增按揭和撬动比¹³情形下，2022 年新房销售额预计在 15.3-16.7 万亿区间，中性情形下销售额 16 万亿，同比约降 2%，销售面积同比下降约 5%，价格同比上涨约 3%。二手房全年销售额预计在 6.3-6.7 万亿区间，中性情形下销售额 6.5 万亿，同比约下降 7%，成交面积同比下降 8%，价格同比微涨 1%。

¹³ 居民购房总成交额=自有资金总额+按揭贷总额，撬动比=总成交额/自有资金总额，代表自有资金对总成交额的撬动作用。

表：新房、二手房 GMV 敏感性分析

新房GMV敏感性分析 (万亿)		新增按揭贷								
		3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
撬动比	1.37	17.4	17.7	17.9	18.1	18.4	18.6	18.8	19.1	19.3
	1.39	16.8	17.0	17.2	17.5	17.7	17.9	18.1	18.3	18.6
	1.41	16.2	16.4	16.6	16.8	17.1	17.3	17.5	17.7	17.9
	1.43	15.7	15.9	16.1	16.3	16.5	16.7	16.9	17.1	17.3
	1.45	15.2	15.4	15.6	15.8	16.0	16.2	16.4	16.6	16.8
	1.47	14.7	14.9	15.1	15.3	15.5	15.7	15.9	16.1	16.3
	1.49	14.3	14.5	14.7	14.9	15.1	15.3	15.5	15.6	15.8
	1.51	14.0	14.1	14.3	14.5	14.7	14.9	15.1	15.2	15.4
1.53	13.6	13.8	14.0	14.1	14.3	14.5	14.7	14.9	15.0	

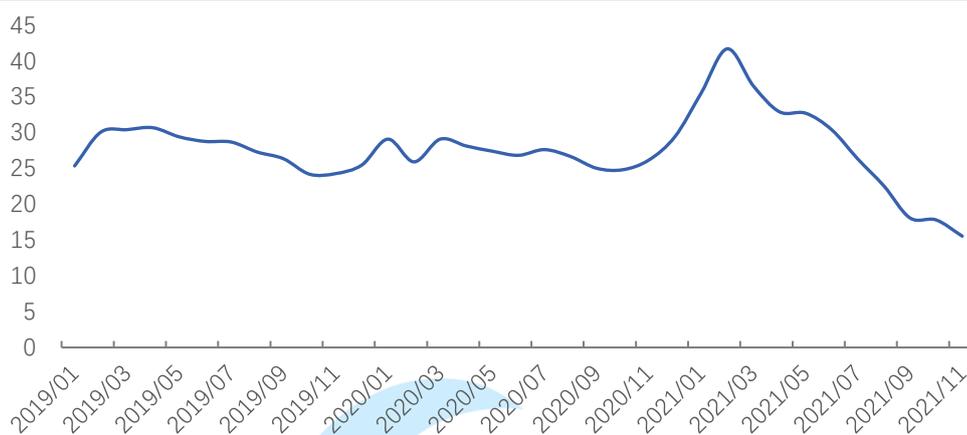
二手房GMV敏感性分析 (万亿)		新增按揭贷								
		3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
撬动比	1.76	6.7	6.8	6.9	7.0	7.0	7.1	7.2	7.3	7.4
	1.79	6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0	7.1	7.1	7.2
	1.82	6.4	6.5	6.6	6.7	6.7	6.8	6.9	7.0	7.1
	1.85	6.3	6.4	6.5	6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	6.9
	1.88	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	6.6	6.7	6.7	6.8
	1.91	6.1	6.1	6.2	6.3	6.4	6.5	6.5	6.6	6.7
	1.94	6.0	6.0	6.1	6.2	6.3	6.4	6.4	6.5	6.6
	1.97	5.9	5.9	6.0	6.1	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5
2.00	5.8	5.9	5.9	6.0	6.1	6.2	6.2	6.3	6.4	

数据来源：贝壳研究院测算

从全年时间序列上看，2022 年市场走势前低后高。2021 年房贷投放的季度波动率达到了近十年的最高值，导致市场前高后低异常突出。“跨周期”调控思路下，央行宏观审慎评估体系（MPA）将更注重信贷投放节奏，房贷投放不会出现过去两年的“大开大合”，总体投放将更加均衡，市场运行节奏也将更加平稳。

我们预计一季度成交量能够完成筑底，二季度成交价格实现止跌。12 月的中央政治局会议、中央经济工作会议的定调利于提振市场信心，11 月二手房市场加快市场筑底，预计成交量在明年一季度筑底回升，至年中回归至 2018-2019 年月度均值附近。价格的进展要滞后于交易量，仍然存在惯性下跌。当前二手房景气度仍较低，11 月二手房景气度指数为 16，处于历史低位，代表业主端预期较弱，降价意愿较强，年底至明年一季度末二手房价格仍有向下的调整压力。经历半年成交量的逐步恢复，改善房价下跌预期，逐步带动价格恢复，预计明年二季度房价止跌。

图：贝壳 50 城二手房景气指数走势



数据来源：贝壳研究院

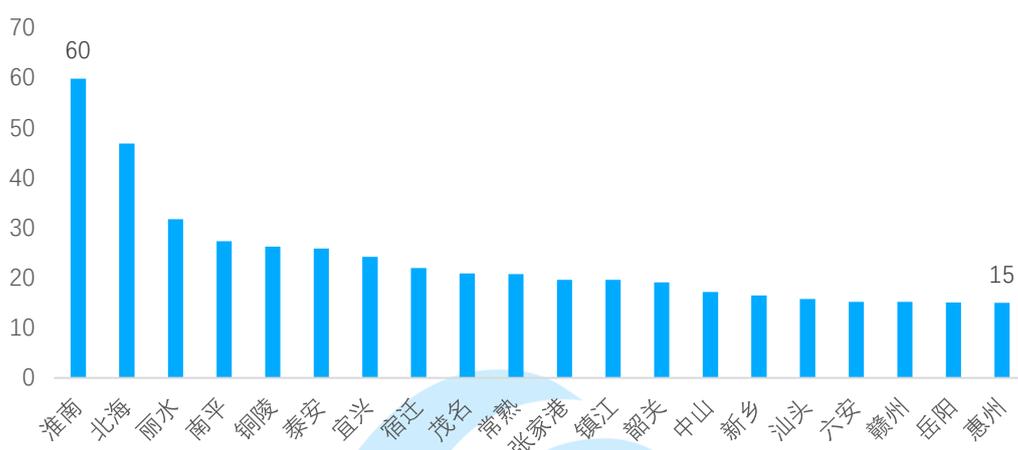
二手房市场率先启动，带动市场链式修复。从当前表现看，10月以来贝壳50城二手房成交量连续两个月环比回升，释放筑底信号。后期二手房成交量的改善，加快换房需求进入新房市场，带动新房成交筑底回升，销售端去化加快叠加房企融资压力缓解，房企周转效率回归正常化，资金流动性压力得到实质性缓解，拿地信心逐步恢复带动土地市场修复。

刚需市场率先修复。当前购房信贷环境已有所改善，在“更好满足购房者的合理住房需求”、银保监会强调“重点满足首套房、改善性住房按揭需求”的背景下，预计未来在首次购房和改善性换房方面可能会有相对支持性的政策，信贷环境更加友好，带动刚需市场在2022年初率先复苏，进而带动改善需求修复。

深莞惠市场率先底部修复。大湾区尤其是深莞惠区域2021年二手房市场受到重挫，其中深圳市场回调最明显，全年成交同比降幅超过50%。10月以来，深莞惠等城市二手房成交量基本筑底。预计2022年深莞惠片区二手房市场保持底部修复，深圳全市二手住宅成交量有约10%的增长，但绝对水平仍处于历史低位。

一二线城市率先修复，三四线城市下行压力仍大。三四线城市以新房市场为主，二手房体量较小。虽然重点22城在2021年集中土拍较为惨淡，但由于重点城市普遍存在一二手价格倒挂，且人口增长有基础，预计2022年新房市场体量更多受到供给约束，但22城中仅少数城市新房去化周期在6个月以下，大部分城市供给的约束效应有限，少数城市的核心区域可能受到供应不足的影响而新房成交下行，如合肥、重庆、宁波、南京、上海、长沙、深圳及杭州等。22城中新房库存较高的城市主要分布在北方，尤其是沈阳、长春等新房库存高，新房价格仍有向下压力。三四线城市新房库存普遍偏高，同时近年人口普遍流出。房地产市场库存风险高，量价都有较大的向下压力。

图：2021 年 11 月底部分三四线城市新房去化周期（月）



数据来源：贝壳研究院整理

2022 年房地产市场将在今年下半年的低位上逐步修复，修复需要时间，修复过程可能有短暂波动，但最终将回归平稳均衡。2022 年是探索新的发展模式、构建房地产业良性循环的元年，“良性循环”下整个行业将趋于平稳健康，更好满足购房者的合理住房需求，更好满足消费者对美好居住的向往。

四、2021 年度回顾专题

政策篇：坚持“房住不炒”，全面金融管控，促进风险挤出

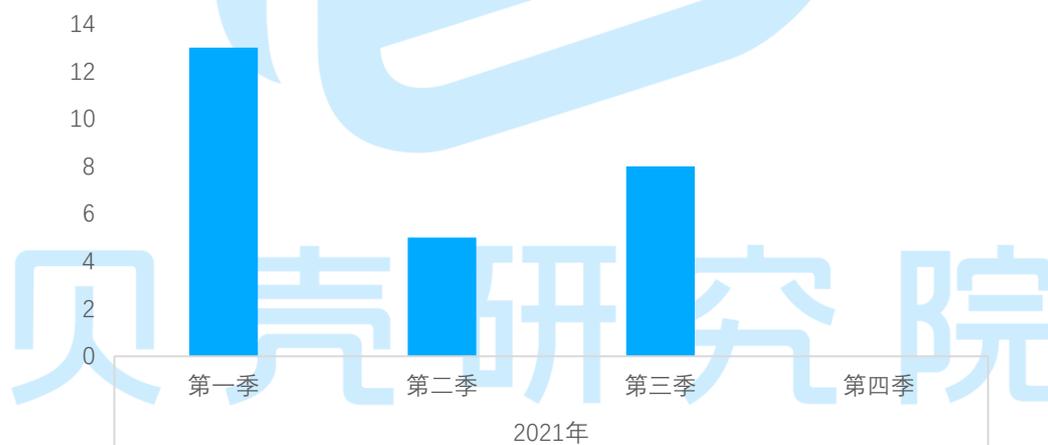
核心结论：今年全国商品房成交量呈现先高后低走势，调控政策随着市场热度以及阶段性问题而调整。一季度为挤出“违规资金”，多地出台严查房地产市场资金来源的政策，平稳市场量价涨幅，同时，多地首提“二手房参考价”引导价格预期，抑制投资需求。上半年商品房成交量价持续高位运行，二季度调控政策多为前期住建部约谈城市的政策落地及升级，强化“房住不炒”定位。三季度随着网传房企资金链断裂等问题的不断发酵，保障按时、按质交房受到广泛关注。随即预售制监管的调控政策开始增多，并且不断升级、细化，保障购房人合法权益的同时房企资金压力凸显。伴随着前期调控政策升级以及金融信贷的收紧，四季度市场购房预期下滑、房企拿地意愿进一步减弱，为保证合理的资金需求得到满足，融资、调控政策适度纠偏，信贷环境得到改善。预计未来随着各项利好因素的逐渐传导，市场预期将平稳恢复，行业走向良性循环。

一、一季度挤出房地产市场违规资金，平稳量价涨幅，首提“二手房参考价”，引导价格预期，抑制投资需求

2020 年为应对疫情，纾困中小微企业的措施纷纷出台，同时也出现了资金违规流入房地产市场的情况。这使得全国商品房销售面积和销售均价在 2021 年初达到同期历史最高水平且增速较高。

2020 年 12 月 31 日，央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(简称“两条红线”)，要求各档银行房地产贷款余额及个人住房贷款月占比不得超过相应上限。“两条红线”的限制一方面使得多家银行提升房贷申请门槛，筛选优质客户；另一方面，银行加强对于贷款申请人首付款来源的审查，旨在将有限的贷款额度贷给相对优质的客户。随即今年一季度，多城发布严查消费贷、经营性贷等违规流入房地产市场的情况。据贝壳研究院统计的 220 个省市，一季度有关严查资金来源的政策共出台 13 次，随后二、三季度提及相关政策多为前期政策的重申和加强。

2021 年严查资金来源的政策出台频次



数据来源：贝壳研究院整理

一季度多城首次提出“二手房参考价”，引导价格预期，抑制投资需求。据贝壳研究院统计，今年 2 月深圳首次提出“二手住房交易参考价格发布机制”，随即无锡、成都、西安、上海、绍兴、衢州陆续跟进。参考价的设定主要从银行端进行管控，控制了居民购房杠杆率。

表：典型城市二手房参考价政策情况

城市	发布时间	主要内容
深圳	2021/2/8	深圳市房地产和城市建设发展研究中心在调查分析基础上，形成全市住宅小区二手房成交参考价格。
无锡	2021/3/2	建立二手住房价格信息发布机制。房屋交易管理部门应加强对中介机构及时、准确报送二手住房挂牌和成交数据等相关信息的指导，加强对热点片区、热点楼盘成交信息收集分析，及时公开参考成交价格区间，曝光典型炒作案例。
成都	2021/5/28	加大二手住房交易信息公开力度，引导二手住房市场理性交易，制定发布了成都市二手住房成交参考价格发布机制。
深圳	2021/5/20	要求进一步规范新建商品住房和商务公寓销售价格指导工作，并启用商品房定价评估系统。
西安	2021/7/8	以住宅小区为单位，充分参考二手住房网签成交价格、评估价格等因素，经调查分析，形成二手住房成交参考价格。
上海	2021/7/9	在已实施房源挂牌核验基础上，增加价格信息核验，交易管理部门将以市场真实价格为依据，对每套房源进行核验，没有通过价格核验的房源将不得对外发布。
绍兴	2021/7/23	以住宅小区为单元，参考二手住房网签成交价格、评估价格等因素，形成住宅小区二手住房成交参考价格，在重点、热点区域先行试点，并适时在全市范围内推广。
衢州	2021/8/7	在市区热点区域试点建立二手住房成交参考价格发布机制，以住宅小区为最小单元，形成二手住房成交参考价格，定期在相关管理平台上发布。
广州	2021/8/31	广州住建局建立二手住房交易参考价格发布机制，并发布首批热点区域住宅小区二手房参考价。

数据来源：贝壳研究院整理

二、二季度政策强化“房住不炒”定位，前期住建部约谈城市的政策落地及升级

今年上半年商品房成交量价持续高位运行，住建部频繁走访、约谈多个城市，强调“房住不炒”定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，加大调控和监管力度，促进房地产市场平稳健康发展。

二季度出台调控多为前期约谈城市的政策落地，主要从限购、限价以及限售等方面对前期政策进行升级。举例来看，宁波扩大限购区域并随后补充针对拆迁购房者的限购条款；东莞将限价标准明确到以栋为单位进行价格申报，并限制申报价差范围 10%-25%之间；绍兴的限售年限由原来的 2 年升级到 3 年。

表：部分城市房地产调控政策

分类	城市	发布时间	主要内容
限购	宁波	2021/5/21	增加针对拆迁购房者的限购条款
		2021/4/16	扩大限购区域，从严审核购房资格

限价	东莞	2021/4/29	开发商定价须以幢（栋）为单位申报销售价格，申报价差范围 10%-25%
		2020/7/25	开发商定价不得超出行业公允水平
限售	绍兴	2021/6/3	限售年限提升至 3 年
		2017/10/11	在绍兴市区新购买的住房，须取得不动产权证书满 2 年后方可转让

数据来源：贝壳研究院整理

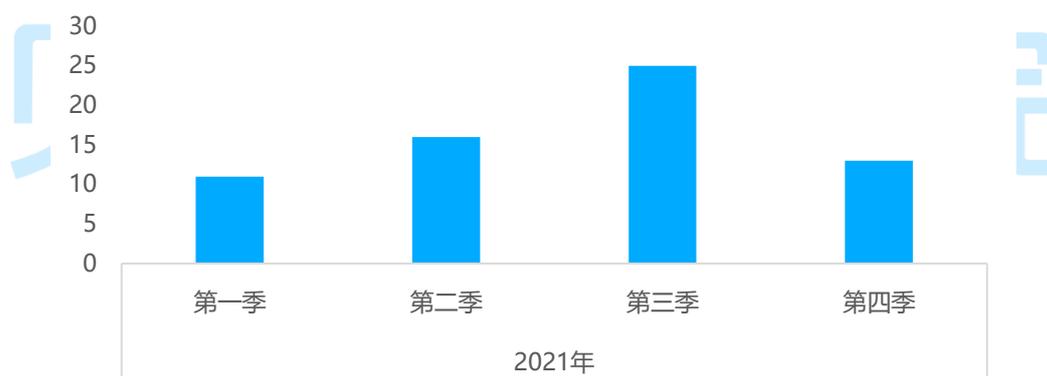
三、三季度房企资金、销售双重承压，为保障购房人合法权益，预售制监管趋严

三季度随着网传头部资金链断裂问题的不断发酵，保障按时、按质交房受到广泛关注。随即预售制监管的调控政策开始增多，而且不断升级、细化，监管不断趋严。调控政策主要从预售证发放标准以及预售资金监管两方面保障购房人合法权益的同时，也是对房企健康度的管理，融资渠道多元化、信贷良好的房企更利于市场生存。

从预售证发放角度，发放标准逐年趋严，近年来据贝壳不完全统计，海南、北京、广州、湖南等多地均提出过“现房销售”的要求或试点；从预售资金监管角度，今年重庆取消了对信用资质不同的开发商实行差异化资金监管额度，全部采用最高比例进行监管。北京的征求意见稿提出先监管后网签、预售资金直接由购房者转至监管账户，从根本上抑制资金挪用风险，保障购房人合法权益的同时，对房企而言是一场极大的考验。

逐步加强的预售资金监管力度，体现了对购房者权益和房企稳健经营的双重保障。预售制监管趋严，也将进一步放大房企运营能力差异，对健康经营、信用较好、综合实力较强的房企竞争优势有望进一步扩大。

2021 年预售制相关政策调控频次



数据来源：贝壳研究院整理

四、四季度融资、调控政策适度纠偏，信贷环境得到改善

伴随着调控政策升级以及金融信贷的收紧，全国商品房单月销售量高位回调，市场购房

预期下滑。房企拿地意愿减弱，22 城集中供地城市的土地成交率由第一批次的 94.7% 下降到第二批次的 68.8%。为稳定市场预期，市场端、信贷端的调控政策开始适度纠偏。

从城市调控角度来看，据贝壳研究院观察，四季度西安、成都、珠海、哈尔滨、牡丹江、义乌、吉安、武汉、长春等地分别从限购、预售资金监管以及人才购房补贴等方面出台监管措施，缓解房企资金压力的同时鼓励购房需求，提振市场信心。

从信贷角度来看，四季度以来，“合理的资金需求应得到满足”、“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”等等表态，均为前期融资政策的适度纠偏以及对房地产行业稳定发展的要求。从市场表现来看，房企融资环境已有所改善，11 月单月境内外债券融资共发行 48 笔，较上月增加 17 笔，发行规模折合人民币约 473 亿元，环比增加 55.6%。从国家统计局公布的数据来看，房企到位资金中的个人按揭贷款 11 月同比增速为年内首次回调，相较上月提升 0.1 个百分点，这或为购房预期平稳恢复的信号。

综合全年来看，2021 年的房地产市场在特殊的背景下经历了大起大落，时至年末出现了明显的走稳倾向。短期来看房地产行业面临的是流动性和信心的问题，1927 年经济学家在讨论经济周期时候的曾认为“乐观主义的错误造成了随后悲观主义的错误”，今年的房地产行业正如此。随着政策的调整、纠偏，以及新一年信贷额度的“重置”，市场有望经历修复阶段重回稳定状态，进而向“良性循环”过渡。

土地篇：土地市场高开低走，稳健房企收获颇丰

核心结论：2021 年 1-11 月，土地市场高开低走，成交金额规模收缩至近三年最低。从月份来看，“7 月”可视为地市从热情转变为理性的分水岭。上半年累计成交金额同比增长 10.3%，随着 8 月土拍新规实施，叠加三线四档调控与贷款集中度管理的影响，宗地溢价率与成交率从 8 月开始明显回落，至 11 月累计成交金额较上年同比明显下滑 11.15%。近期，三批次部分城市的拍地规则适度调整，为房企留下合理的利润空间，从而带动土地市场回温，促使宗地成交率从 10 月的全年低点到 11 月有所回升。从房企来看，随着政策监管调整，对房企现金流与财务健康程度要求更高，房企拿地逐渐谨慎，对于稳健型房企迎来拿地机会，除中海、保利、万科等一如既往的“拿地大户”，中国铁建、滨江拿地金额排名也有明显提

升，说明在目前竞争压力较小的条件下，更有利于稳健型房企获取性价比更高的土地资源，进一步促进企业稳步经营。

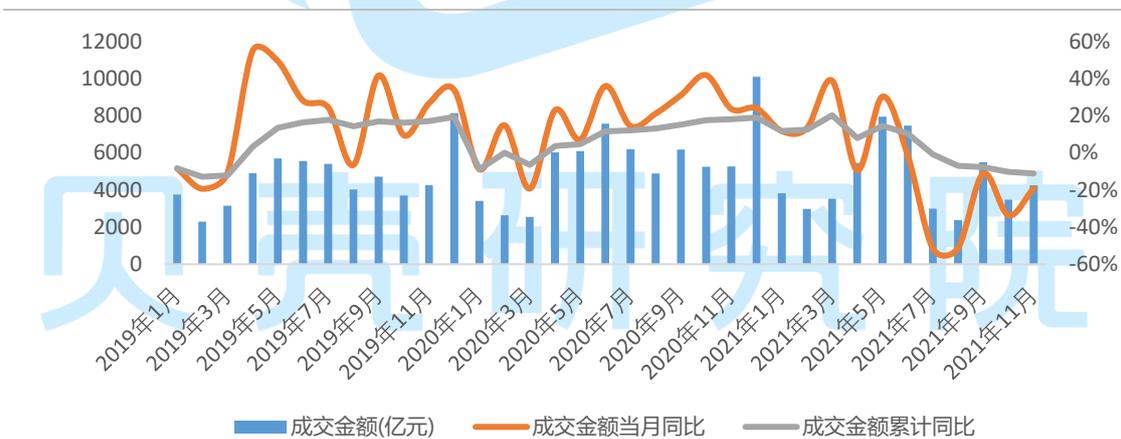
一、土地市场收缩明显，成交规模近三年最低

2021年1-11月，全国351城住宅用地的累计成交金额为4.98万亿元，同比下滑11.15%；累计成交规划建筑面积为13.43万亿平方米，同比下滑30.12%。土地市场收窄明显，2项指标均有一定下跌。具体月份来看，“7月”可视为土地市场从热情转变为理性的分水岭。

上半年由于受到首批次集中供地带动的影响，上半年累计成交金额同比增长10.3%，成交溢价率为14.6%。随着8月出台土拍新规，二批次集中供地的政策监管日趋严格，尤其是对参拍企业的资质与资金来源审核，无疑对部分房企具有重大影响。房企面临较大的现金流压力，因此8月之后土地市场方面房企整体参与热情不高，拿地更加谨慎，整体土地流拍率提高、成交金额逐月回落。

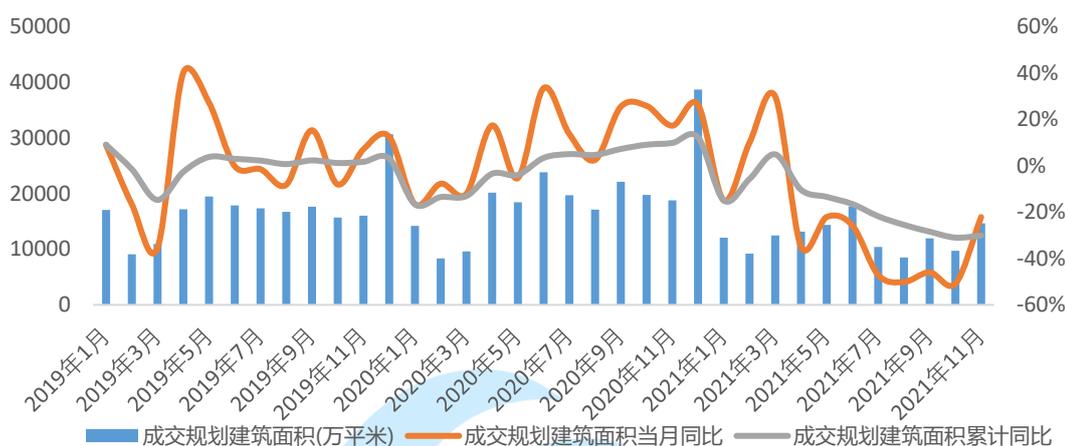
同时，成交溢价率从6月以后大幅收窄，主要受两方面影响：一是二批次集中供地城市多有设置15%的溢价率上限，有效降低成交溢价率；二是三四线城市供地多以县级区为主，其市场关注度较低，叠加对未来市场预期趋理性，因此三四线城市溢价率明显收窄，从6月的20.2%下滑近20个百分点至11月趋近于0%，整体土地市场快速降温。

图：全国351城居住用地成交金额特征



数据来源：贝壳研究院

图：全国 351 城居住用地成交规划建筑面积特征



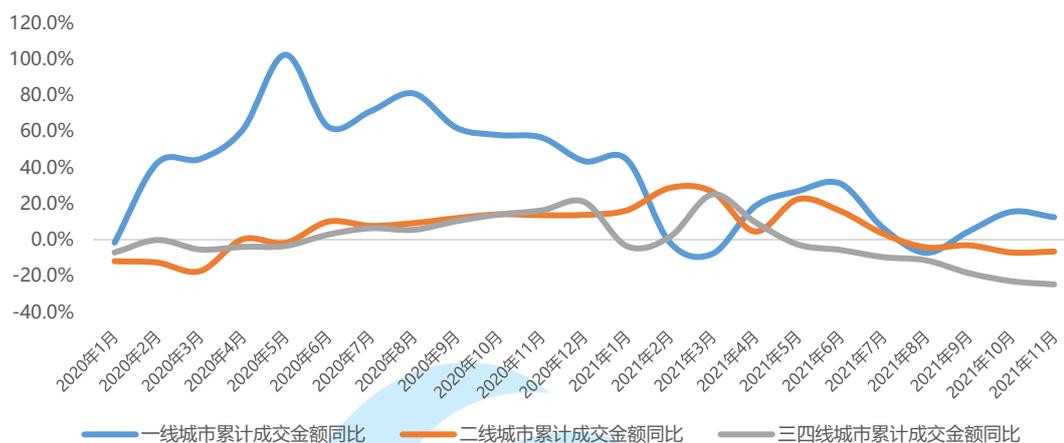
数据来源：贝壳研究院

二、一线城市表现稳健，受供应结构影响，楼面价较上年同期有所增长

1-11月，一线城市累计成交金额与面积分别同比增长12.4%与17.4%，二线城市分别同比下滑6.6%与23.3%，三四线城市同比降幅为24.8%和34.5%。不同层级城市的分化现象明显，表明受市场预期下行影响，一线城市的风险抵御能力较受房企青睐，拿地意愿依然较高，从宗地成交率来看亦是如此，一二线城市的月度成交率始终高于三四线城市10至20个百分点。

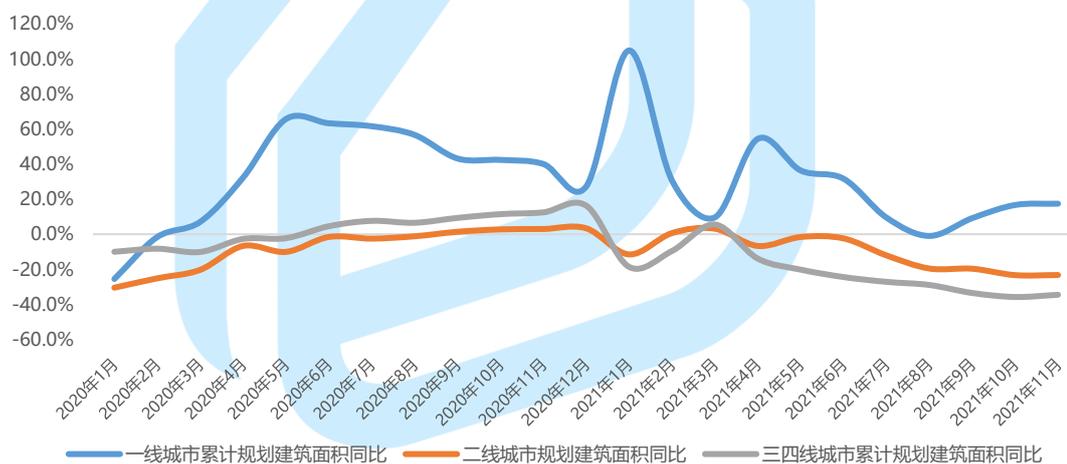
值得注意的是，受8月土拍新规影响，各线城市成交率均有不同程度地下滑，一二线城市成交率在10月时降至64.7%，三四线城市更是下探至45%。但随着三批次集中供地部分城市的土地供应和拍地规则有所调整，有效带动土地市场回温，11月一二线城市的成交率为72.0%，三四线城市为51.7%，呈现翘尾现象。同时，全国1-11月351城住宅用地累计成交楼面价为3707元/平方米，较上年同期增长25%，主要原因是受供应结构影响，尤其是二线城市的市辖区成交规划建面为51.5%，较上年同比增加5.1个百分点，带动二线城市累计成交楼面价较上年同期增加22%，进而结构性的提高了整体成交楼面价。

图：不同线级城市的居住用地成交金额同比 (%)



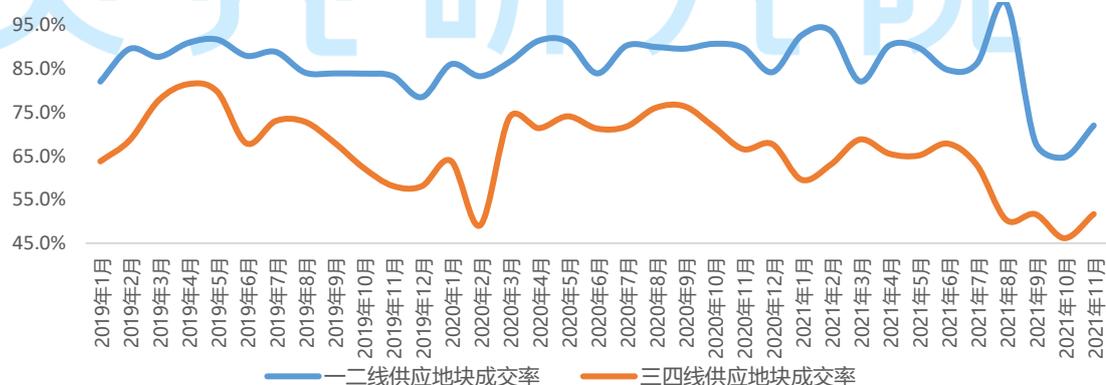
数据来源：贝壳研究院

图：不同线级城市的居住用地成交规划建筑面积同比 (%)



数据来源：贝壳研究院

图：不同线级城市的居住用地成交率



注：宗地成交率=成交宗地数/供应宗地数

数据来源：贝壳研究院

三、集中供地 22 城首批次关注度高，二批次理性，三批次回稳

截至 12 月 12 日,已有 12 城完成全年三批次集中供地,回顾今年各城市集中供地表现,可谓“先热后冷”。首批次市场关注度高,宗地成交率与综合溢价率均是年内高点,随着 8 月中旬土拍新政后,二批次在规则上明显升级,主要从 4 处着手:一是设定溢价率上限,多数城市的单一宗地溢价率上限为 15%;二是严审企业资质与资金来源;三是触顶摇号;四是竞品质方案。由于规则的优化,促使二批次整体溢价率以及成交率有所收窄。整体溢价率从首批次 16.1%降至二批次的 3.4%,有效达到稳地价的成效。整体成交率为 69.1%,相比于首批次的 94.4%有明显回落,市场理性看待二批次市场。

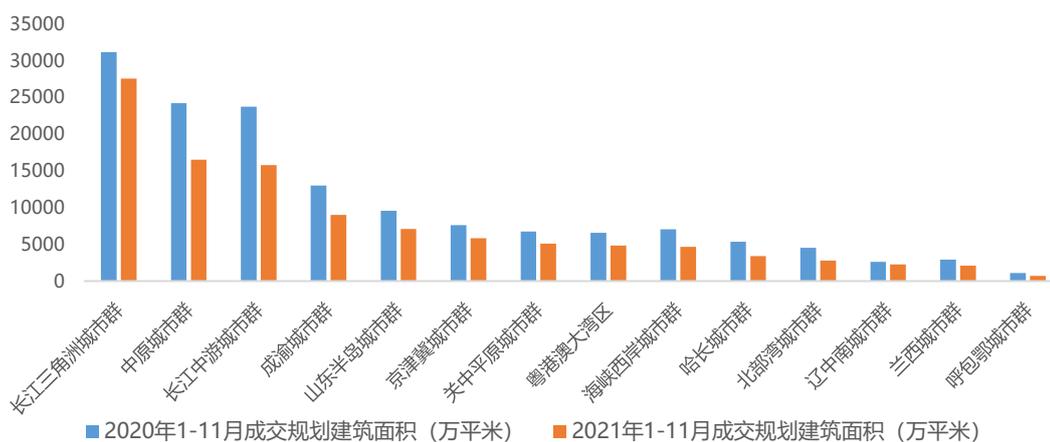
11 月,多个城市开启第三批集中供地,相比二批次的监管严格,三批次拍地规则在二批次基础上“严中有宽”,如南京第三批集中供地降低企业资质门槛(拿地资质从 1 级降至 2 级或 3 级)以及放宽联合拿地的限制;苏州调整资金要求,保证金比例从第二批部分宗地 50%下调至第三批全部宗地 30%,一定程度上缓解房企的资金压力;又如杭州取消竞品质、取消竞拍宗数与下调触顶溢价率。从三批次成交结果来看,市场确实有所回稳,宗地成交率从二批次的 68.8%提升至三批次的 79.4%。

相比其他城市,深圳二批次后的土拍市场关注度依然较高,其二、三批次的成交率与溢价率均明显高于整体均值,主要原因有二:一方面深圳对第二批集中供地的土地最高成交价格与住宅最高限价进行调整,分别平均下调 20.7%与 6.6%,土地性价比提高,继而提高房企的拿地热情;另一方面第三批在规则上取消竞自持面积,转变为竞公共住房面积,为房企留下足够的盈利空间。综合上述因素,深圳是 22 城中为数不多成交金额与成交规划建面较上年同期增长的城市,分别同比增长 20%和 1%。

四、受益于上海、南京与苏州等城市的地市表现,长三角城市群拔得头筹

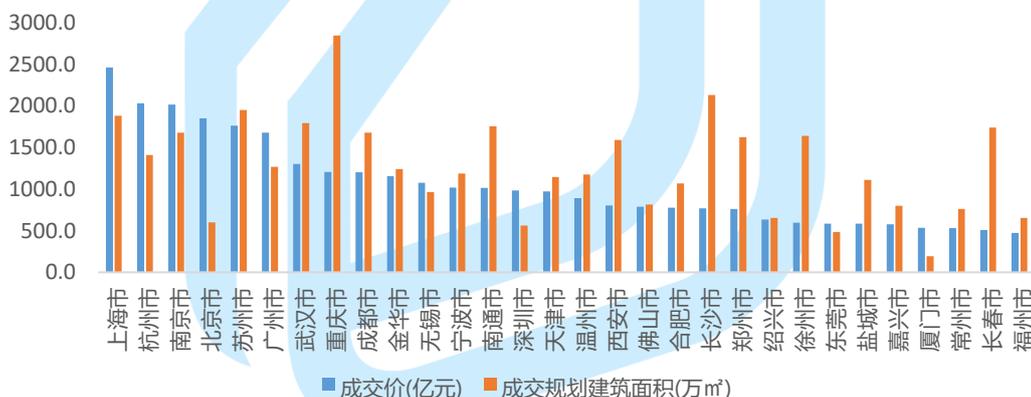
从区域 1-11 月表现来看,长三角城市群拔得头筹,成交金额为 2.06 万亿元,成交规划建筑面积为 2.76 亿平米,占比分别是 44.4%和 25.6%,其中主要受上海、南京、苏州与杭州等集中供地城市带动外,南通、常州与金华等市场较活跃的城市也贡献良多,整体楼面价位列前茅,市场聚焦长三角。同时,土拍新规后溢价率控制在合理区间,长三角城市群的溢价率从第二季度的 22.2%回落至第三季度的 9.6%,稳地价效果明显,继而使整体溢价率从 2 季度的 19.5%下幅 10.5 个百分点至 9.0%。

图：各城市群居住用地成交特征对比



数据来源：贝壳研究院

图：2021年1-11月全国351城居住用地成交金额与规划建筑面积TOP30城市



数据来源：贝壳研究院

五、百强房企拿地收缩力度大，稳健型房企拿地占比高

百强房企受到三线四档调控作用、贷款集中度管理以及土拍规则趋严背景下，1-10月整体拿地金额较上年同期收窄43%，大于同期全国351城下滑10.3%的力度，同时百强房企成交楼面价约6702元/平方米，较上年同期5282元/平方米增长26.9%，说明在市场下行阶段时，房企会选择布局优质一二线城市，确保其稳定现金流与利润进而有效规避风险。

从房企拿地来看，除中海、保利、万科等一如既往的“拿地大户”，中国铁建、滨江拿地金额排名也有明显提升，表明在目前竞争压力较小的条件下，更有利于稳健型房企获取性价比更高的土地资源，将形成良性运转，一方面使开发成本更可控，另一方面使项目能够保持合理的利润空间，进一步促进企业稳健经营，有效补充其土储。

企业篇：黑云翻墨未遮山，卷地风来忽吹散

临近年末，回顾即将过去的 2021 年，较往年略有沉重。若将 2021 年一分为二，上半场，我们看待行业阵痛期，提出《需经一番寒彻骨，共待梅花扑鼻香》。下半场，行业信用危机爆发，房企遭遇至暗时刻。但随着政府不断释放的积极信号提振市场信心以及房企采用多种方式开展的自救行动，已经让降至冰点的行业预期初见修复。因此，我们有理由相信，此轮行业风险出清后，房企的经营逻辑将继续发生转变，而后房地产行业将会进入新一轮的稳定发展周期。

从长期来看，“九八房改”至今房地产行业还在成熟和发展的过程中，而发展的过程往往是螺旋上升的。未来新房每年 17 万亿左右的大盘子短时间不会大幅变化，区域间的发展不平衡让房地产行业依然有一定的发展空间，城市更新、资产运营、租赁保障、养老地产等方面的商业模式都还有很大的探索空间，在告别了高增长预期、放下包袱后，行业将进入新的发展阶段。

回顾 2021：关于房企信用危机

1、为什么会爆发房企信用危机？

当前信用危机爆发是房企原有模式发展下的必然。房企此轮信用危机是 2021 年房地产行业最为关注的热点事件。根据统计数据显示，房地产开发企业资产负债率从 2010 年的 74.50%，到 2020 年的 80.68%，十年间资产负债率在高位上再上升 6.18 个百分点，资产负债率增速远超其他行业。近十年来，房地产行业快速发展中，房企对高负债的依赖程度愈演愈烈，为危机的爆发埋下潜在隐患。而在我国过去 20 年房地产市场的蓬勃发展时期，房企高负债与高周转相互配合，抵消掉了一部分流动性风险，滞后了危机爆发的时机。自 2016 年末中央经济工作会议中提出“房住不炒”定位后，我国房地产行业进入调整期，房地产调控因城施策地域不断增加，监管范围不断扩大，探索建立房地产市场长效机制的过程中，一些抵御风险能力较差的房企陆续暴露出问题，2019 年到 2020 年两年之间，两家百强房企爆发危机，千亿销售规模未能成为他们抵御风险的屏障。此轮房企信用危机，是房企高负债模式与周转骤然降速的必然结果。

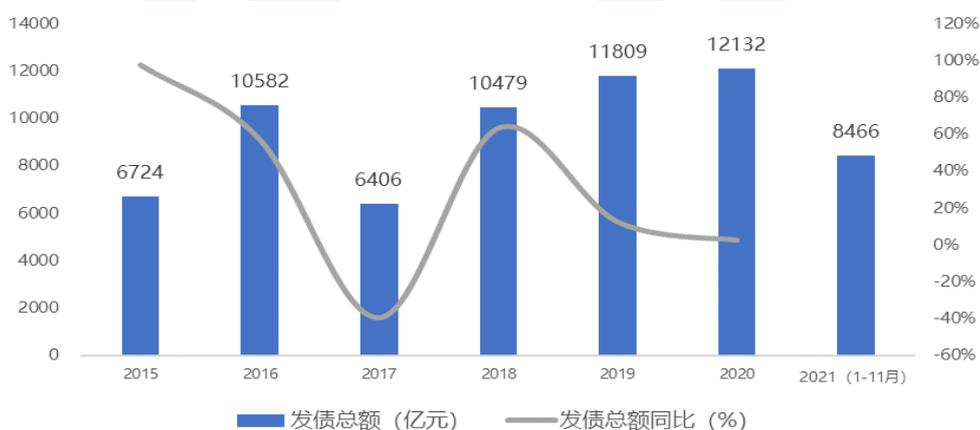
2、为什么会是 2021 年？

多渠道政策叠加实施，加速房企信用危机暴露。在过往的金融监管调控中，经常会出现融资渠道此消彼长的情况，比如作为房企重要融资渠道的债券与信托，在曾经被称为“史上

最严监管年”的 2017 年，债券市场受到较大影响，融资规模同比下滑 39%，而同年房企在信托渠道发行规模大幅增长 101%，两种渠道形成互补，并未实质性影响房企金融需求。

相较之下，此轮调控政策则更为严格，是资金需求端和资金供应端的双重调控，是从单一金融渠道到相关金融渠道的多维监管。2020 年 8 月针对房企负债结构的“三线四档”调控信号释放，压缩房企对资金的需求。同年 12 月银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度建立，进一步收紧房企融资额度，同时，多举措加强对信托、基金、券商资管等非标融资进行监管。另外，为限制资金进一步涌向房地产市场，包括国资委、银保监会等相关监管机构，进一步限制其行政管辖范围内握有大量资金的机构（例如拥有大量自有资金的国有企业、国有城投公司等）将资金通过各种形式投资到地产行业。此轮涉及多种渠道，多样举措叠加，从资金需求端到供给端的全面监管史无前例，结合行业发展所处的下行周期，多种因素结合加速 2021 年房企信用危机暴露。

图：2015-2021 房企债券融资规模



数据来源：wind，贝壳研究院整理

图：2015-2021 房企信托发行规模

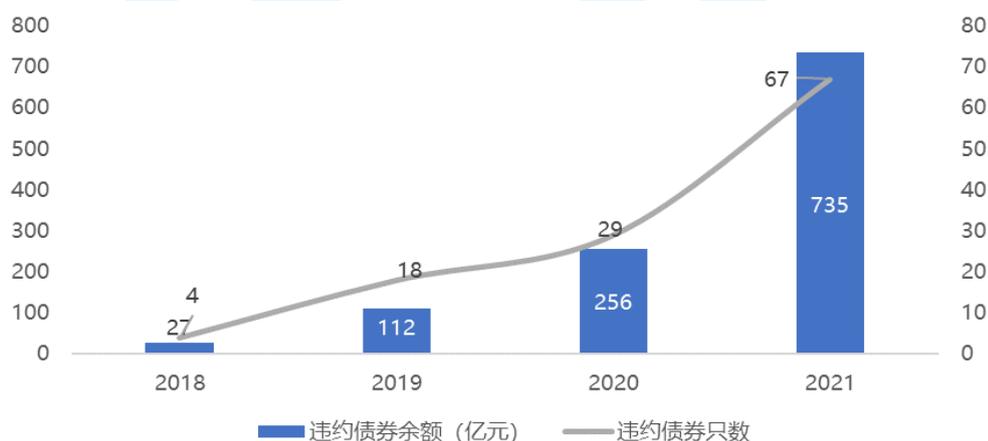


数据来源：用益信托网，贝壳研究院整理

3、为什么会大规模爆发？

“大而不倒”信仰破灭，行业信心逐步跌落至历史最低点。近期暴雷的房企规模从位列 TOP50 房企、到千亿房企、再到龙头房企，行业信心的底线不断被突破，市场不再相信“大而不倒”。2021 年三季度开始，个别龙头房企受到全社会的关注，其中涉及的行业整体信用危机预警达到高峰，市场预期悲观情绪降至冰点，产业链相关行业不确定性高企。最终个别龙头房企也因其高杠杆率与无序扩张，破灭了自已的“大而不倒”形象。尽管房企暴雷事件属于市场经济中的个案现象，但头部房企暴雷对市场信心却有着巨大的负面影响。国际国内金融市场将重新评估和下调中国房地产行业展望，下调国内房企的信用评级，进而带来大规模的信用危机。根据贝壳研究院统计，2021 年截至 11 月，已有房地产行业违约债券 67 只，同比增加 131%；债券违约余额已达 735 亿元，同比增加 187%，违约债券余额达历年之最。

图：房地产行业违约境内债券统计



数据来源：wind，贝壳研究院整理

回顾 2021：关于房企销售规模

销售市场先扬后抑，房企重新认识新形势下销售规模增长。在中央提出房地产行业“房住不炒”定位后，通过全国上下共同努力、多措并举，实现 2017-2019 年销售增速平稳下滑，如果没有疫情的出现，控制房地产规模在合理增长水平的阶段性成果仍将延续。调控节奏被疫情打乱后，消费需求从积压到释放，使得 2021 年上半年全国房地产销售规模在低基数上大幅增长。下半年受到信贷管控以及房企信用危机爆发的影响，销售市场信心下滑。

年内不能达成年度销售目标的房企数量将突破往年，拉低明年经营预期。根据贝壳研究院统计，截至 11 月，重点关注的 40 家头部房企全年销售目标平均达成率为 82%，低于往

年，其中 14 家房企的销售目标达成率低于 80%，预计今年不能实现销售目标的企业将较往年有较大增加。万科在 11 月末的临时股东会议上提及看不清明年的地产趋势，下调其最低销售目标，将会低于 2021 年目标。作为行业的风向型企业，万科销售目标的下调预计会影响更多房企跟随下调 2022 年的销售目标，市场也需要重新认识并开始习惯新形势下房企销售规模的发展模式。

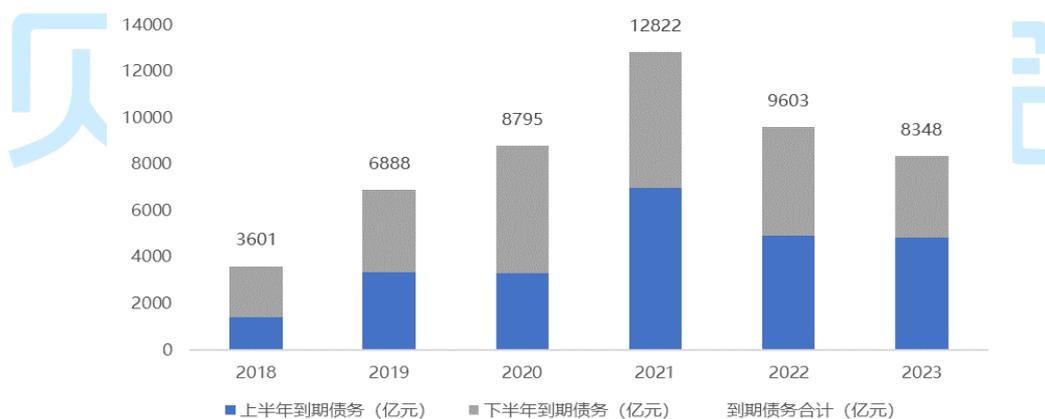
展望 2022：风险逐渐出清，行业复苏转型

1、房企此轮风险尚未完全解除，个别房企仍存暴雷风险

根据贝壳研究院统计，房企 2022 年预计到期债务约 9603 亿元，比 2021 年下降约 25%，但仍处于接近万亿的偿债规模高位。上下半年的偿债规模比例相近，而从 2022 年的月度到期债务情况来看，偿债压力集中在 1 月、3 月、4 月、7 月，四个月度偿债规模超过千亿，这将使部分房企在短时间面临较大的偿债考验，对该节点的资金筹措、销售回款、工程进度等方面都提出了较高的要求。

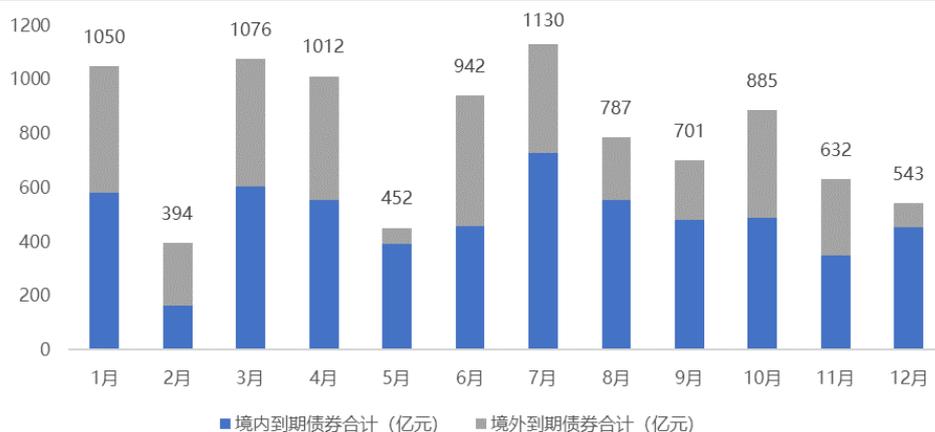
另，从房企角度，2022 年 251 家房企需要偿还到期债务，其中 22 家房企到期债务超过 100 亿元（人民币），偿债压力仍保持高位，如若其中个别房企资金流动性未能得到实质性缓解，短期内仍具有高违约风险，从而引发的系列信用危机，仍会有暴雷的风险存在。个别房企的偿债风险仍居高。今年四季度以来多家房企到期债务获得展期，债务问题得到一定缓解，获得了逐步解决问题的时间。

图：房企按年到期债务规模



数据来源：wind，贝壳研究院整理

图：2022 年月度房企到期债务规模



数据来源：wind，贝壳研究院整理

2、房企此轮复苏路径：政策 → 金融 → 预期 → 市场 → 房企

此轮强监管政策已经见顶，四季度政府端适时释放积极信号，稳定市场预期。12月6日央行宣布降准，同日中央政治局会议明确“要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。”此两方面的政策导向为明年房地产行业发展释放有力的政策背书。预计明年一季度房企融资额度恢复，银行与金融机构贷款额度充足，适时进行积极的资源调配，金融端率先释放，有利于保障房企的开发到位资金以及购房者的按揭贷款的充分发放。宽信用与宽金融效应将会提升行业预期，从而使得投资者与产业链内多方参与者信心修复。信心恢复将传导至新房市场的供应与成交，预计二季度开始新房市场逐渐回暖，房企周转效率回归正常化，房企资金流动性得到实质性缓解。

3、房企的未来是运营模式的颠覆

过去 20 多年房地产行业的快速发展周期已经不再，高负债高周转模式也已经走到末路。多年实践的证明，全国化布局并不适合所有的房企，过度的多元化也会给企业带来高风险。结合市场趋势与行业发展，未来房企需要颠覆性的转变。

首先是商业模式的转变。可以参考发达经济体长周期下发展较好的模式，比如“住宅开发模式与区域深耕模式”、“综合经营模式”、“资产管理模式”与“租售双轮模式”等。

其次是业务结构的转变。比如头部房企绿地控股于 11 月 13 日发布公告，公司所属行业类别由“房地产业”变更为“土木工程建筑业”，是基于其基建产业的发展调整的企业业务结构。然后还需要有资产配置的转变、负债结构的转变以及组织转变等等，另外，经历了此轮行业的波动，房企整体对于风险管理，尤其是财务管理将会更加重视。

从长期来看，“九八房改”至今房地产行业还在走向成熟的过程之中，而其发展往往是螺旋上升的。未来新房每年 17 万亿左右的大盘子短时间不会大幅变化，区域间的发展不平衡让房地产行业依然有一定的发展空间，城市更新、资产运营、租赁保障、养老地产等方面的商业模式都还有很大的探索空间，在告别了高增长预期、放下包袱后，行业将进入新的发展阶段。

作者：许小乐 潘浩 刘丽杰 唐瑄 魏艳霞 秦博 郭翰 贾莎莎

免责声明：本文所载信息为研究院分析师独立观点，不代表所在机构意见，亦不保证相关信息的准确性和完整性。文中所述内容和意见仅供参考，不构成市场交易和投资建议。本文版权为贝壳研究院所有，对本文保留一切权利，未经事先许可，任何机构和个人不得翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。

贝壳研究院