

二零二二年三月二十二日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 房地产行业仍未走出阴影，2022年2月行业内到期债券达376.2亿元人民币，3月则超600亿元人民币，为年内第一个小高峰，预计2022年全年到期规模超6000亿元人民币。与此同时，房企2月净融资额继续呈现负数。在现在市场低迷，房企融资困难的情况下，房企的资金流将继续面临较大压力，但央企和有央企背景的房地产企业则更有可能渡过难关。
- 2022年2月房地产销售数据呈现面积、价格双降低形势，多地已稍微放松送房地产行业限制，“因企施策”等策略陆续落实，但目前仍未给市场带来显著性改变，目前预售资金仍无法缓解房企的资金流紧张问题。
- 2022年开始中央及地方多项政策聚焦房地产行业的稳定发展，利率方面下降低促进消费者贷款购房亿元；同时全国性政策的出台减缓了降杠杆的难度及完善了企业使用预售资金的可能性；金融稳定保障基金的设立则给行业打了一剂强心针。我们认为房地产行业仍为中国支柱性企业，在2022年经济增长5.5%的目标下，政府必将出台一系列政策降低风险，保证行业平稳运行。

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

中国房企将在上半年迎来债务高峰期

虽然内地近日频出支持房地产措施出台，但今年行业内压力仍然存在，现金流仍然是困扰业内的主要因素。据统计，2022年房地产行业总体债务到期超6000亿元人民币。2月底共22笔债项到期，累计金额376.2亿元；3月则预计将会有42笔债券到期，合计657.14亿元人民币，为今年第一个到期高峰；据统计，4月、6月也将为2022年内房企债券到期高峰，金额均超600亿元人民币。与此同时，2021年之前房地产行业通过“债滚债”方式维持的“高杠杆、高周转”模式已难以适应现阶段转型需求，随之而来的现金流压力则在经过数个月的沉淀之后并未明显降低，现阶段多数企业仍在以出售优质资产等手段筹集资金并改善自身资金结构。我们认为今年房企违约事件仍有概率发生，但央企及有央企背景的企业将会表现出坚韧的实力。

房地产行业净融资规模为负，高评级及央企背景更具优势。债务到期方面，2022年2月到期债券数量和金额环比下降17只和36.7%。但仍有7只债券触发交叉违约及1只债券展期。债务发行端方面，同期共发行债券约248.47亿元人民币，净融资额为约-127.73亿元人民币，债券融资额较去年平均值749亿元人民币相比腰斩，净融资额则仍为负数。这表明，自2020年8月三道红线颁布以来虽中间有过短暂债券总额上升，但房地产债券总额仍然保持向下趋势，房地产企业已无法使用传统的借新债还旧债模式持续获得资金，以民企为代表的企业均开始降低债券融资余额，据统计18个月以来房地产债券总余额以降低3145.1亿元人民币。这虽然代表着房地产行业正顺利的去杠杆转型中，但也隐藏着非头部行地产企业资金链断裂的危机。新发债券的发行人主体的改变也能说明这个问题，新发债券中AAA和AA+评级主体占据份额呈上升趋势而AA级及以下呈下降趋势，2月份AAA、AA+和AA级主体占总发行额的80.98%、12.95%和6.08%。我们认为央企或拥有央企背景的房地产拥有更广泛的渠道获得较多资金，同时在融资上也更受投资者青睐，能够更快更好的完成转型。

房地产销售数据继续低迷，加剧企业财务危机。销售数据看，2022年2月房地产销售量继续低迷。一、二、三线城市成交面积环比同比均成下降态势，环比降幅为34.1%、42.4%和51.1%，同比降幅达6.5%、23.1%和51.7%；销售价格则涨跌不一，一、二、三线城市新建商品住宅销售价格环比增速为0.5%、0和-0.3%，同比增速为4.4%、2.1%和-0.1%。总的来看，价格的涨跌不一并无法阻止成交面积下降的带动作用，给房地产企业现金流带来巨大压力，尤其在三线城市成交面积和成交价格的双双下降使房企在当地有较大的现金流断裂风险。我们认为现在房地产销售低迷进一步加剧房企

违约风险，增加房企财务压力，多地虽已稍微放开对房企的限制，采取“一企一策，因企施策”的策略来降低企业压力并且促进房产销售。2022年2月房地产销售数据呈现面积下降、价格涨跌不一形势，虽多地已稍微放松房地产行业限制，“因企施策”等策略陆续落实，但目前仍未给市场带来显著性改变，目前预售资金仍无法缓解房企的资金流紧张问题。

“房住不炒”仍是主基调，多项政策保证行业稳定发展完成转型。

利率和政策方面，今年以来政府均有所放松，以刺激消费者的购房需求。根据贝壳研究院数据，2月份主流103城市主流首套及二套房贷利率为5.47%和5.75%，较1月下降9个基点，显示出政府欲通过金融工具来刺激房地产市场从而缓解房企财务紧张情况。此外，3月份银保监会联合央行发布《关于加强新市民金融服务工作的通知》，通过完善“新市民”的认定标准、购房资格等要素，促进社会流动并解决“新市民”间一直存在的购房难问题，避免房地产风险的进一步演化。同时，今年政府工作报告上可以看出，政府在保持“房住不炒”的主基调上积极探索刺激性措施，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展；政府工作报告还提出设立金融稳定保障基金，运用市场化、法治化方式化解风险隐患，给房地产行业打了一针强心针。我们认为政府已注意到房地产行业的风险并积极有效的帮助企业进行回避，同时进行监管的优化，如2月8日，人民银行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》则为企业降低杠杆提供便利，全国性商品房预售资金监管的意见的出台则治理了全国多地不同意的预售资金管理要求，为企业使用预售资金提供了便利。随着今年GDP增速5.5%左右的目标的提出及近期多地疫情影响，房地产行业作为支持产业必将起到重要作用，确保中国经济的平稳发展。

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.4	17.8	21.2
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.2	15.9	18.7	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	710.9	873.8	1173.4	1610.8	4368.7
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	23.0	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.0	25.6	23.7	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	108.9	135.1	181.9	250.6	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0

	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-
制造业 PMI (%)	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2
非制造业 PMI (%)	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6
出口(人民币/同比%)	139.2	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	-	13.6
进口(人民币/同比%)	11.8	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	-	12.9
贸易余额 (人民币/十亿)	231.0	75.3	264.2	283.2	326.4	358.7	378.9	435.8	545.2	460.9	604.7	-	738.8
出口增长 (美元/同比%)	154.6	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	-	16.3
进口增长 (美元/同比%)	18.9	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	-	15.5
贸易余额 (美元/十亿)	35.4	11.8	41.0	43.6	50.5	56.0	58.9	67.2	84.4	71.8	94.5	-	116.0
消费物价指数 (同比%)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9
生产者物价指数 (同比%)	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8
固定资产投资 (年初至今/同比%)	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2
房地产投资 (年初至今/同比%)	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7
工业增加值 (同比%)	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5
零售额 (同比%)	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7
新增贷款 (人民币/十亿)	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1230.0
广义货币供应量 (同比%)	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2
总社会融资 (人民币/十亿)	1724.3	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6172.6	1190.0
全国城镇调查失业率 (%)	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	5.4

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,552.99	18.40	4.88
标准普尔 500 指数	4,461.18	22.92	6.90
纳斯达克综合指数	13,838.46	58.45	9.99
欧洲			
富时 100 指数	7,442.39	15.43	3.46
德国 DAX 30 指数	14,326.97	14.84	2.86
法国 CAC 40 指数	6,582.33	15.42	3.33
斯托克 600 价格指数	454.79	15.95	4.23
亚洲			
香港恒生指数	21,221.34	8.03	8.65
恒生中国企业指数	7,244.48	7.62	10.51
上海深圳沪深 300 指数	4,258.75	15.57	2.01
上海证券交易所综合指数	3,253.69	13.98	0.94
深证综合指数	2,160.54	32.75	2.42
日经 225 指数	26,827.43	15.35	6.62
韩国 KOSPI 指数	2,686.05	13.86	1.53
台湾证交所加权股价指数	17,560.36	13.50	1.72
标普/澳证 200 指数	7,278.55	17.60	1.81
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,010.08	19.92	6.50
MSCI ACWI 指数	700.82	18.84	6.41
MSCI 新兴市场指数	1,115.26	13.08	5.71
MSCI 美国指数	4,269.29	23.77	7.22
MSCI 英国指数	2,126.74	15.16	3.43
MSCI 法国指数	188.08	16.44	3.33
MSCI 德国指数	152.19	14.22	2.60
MSCI 中国指数	70.74	11.92	12.04
MSCI 香港指数	14,340.57	17.42	4.97
MSCI 日本指数	1,172.20	13.78	6.40

*所有市场根据 2022/03/21 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.50	0.25
美国最佳利率	3.50	0.25
联储贴现率	0.50	0.25
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.2003	0.0076
美国综合国债 1 年收益率	1.2477	0.0385
美国综合国债 5 年收益率	2.3209	0.2309
美国综合国债 10 年收益率	2.2896	0.1566
美国综合国债 30 年收益率	2.5173	0.0462
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.4466	0.500
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.9340	0.1080
日本综合国债 1 年收益率	(0.058)	0.010
日本综合国债 10 年收益率	0.209	0.011
德国综合国债 1 年收益率	(0.545)	0.105
德国综合国债 10 年收益率	0.470	0.102
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.148	0.028
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.558	0.081
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.817	0.048
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.015	(0.048)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.303	0.003
香港基本利率(贴现率)	0.75	0.25
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0533	0.0017
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.2897	0.0258
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.2163	0.1303
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.2215	0.1750
公司债(穆迪)		
Aaa	3.28	(0.19)
Baa	4.28	(0.07)

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	112.12	8.84
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	115.62	8.16
天然气期货	美元/百万英	4.90	5.20
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,507.50	6.81
铜期货	美元/磅	471.05	4.15
LME 钢筋期货	美元/吨	925.00	2.89
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,240.10	(0.23)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,925.61	(1.84)
黄金期货	美元/盎司	1,934.80	(1.56)
现货银	美元/盎司	25.01	(0.73)
现货铂	美元/盎司	1,033.88	(0.89)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	756.25	1.07
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,119.25	2.10
11 号糖(全球)	美元/磅	19.28	0.78
大豆期货	美元/蒲式耳	1,691.00	1.23

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	98.50	(0.51)
欧元/美元	1.1046	0.78
英镑/美元	1.3135	0.73
澳大利亚元/美元	0.7380	1.89
美元/加拿大元	1.2615	(1.09)
美元/日元	119.22	0.99
美元/瑞士法郎	0.9308	(0.49)
人民币中间价指数	6.3677	0.27
美元/人民币	6.3559	(0.15)
远期		
美元/人民币-交割远期	6.4703	(0.41)
美元/中国境外即期汇率	6.3651	(0.26)
美元/港币	7.8252	(0.05)
人民币/港币	1.2315	0.13
中国境外即期汇率/港币	1.2294	0.21
美元/韩元	1216.35	(2.05)
美元/新台币	28.48	(0.14)
美元/新加坡元	1.3562	(0.64)
美元/印度卢比	76.13	(0.61)

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600