回望2021年楼市

年内房地产市场“先热后冷” 短期楼市调控政策改善预期仍较强

本报记者 杜雨萌

回顾即将过去的2021年，房地产销售市场及土地市场呈现出明显的前高后低走势。不过，随着年末政策面不断释放积极信号以及房企采取多种方式自救，众多业内人士认为，行业预期已初见修复。

而相较于楼市销售端的分化，住房租赁市场无疑获得了政策的精准护航。ICCRA住房租赁产业研究院院长赵然在接受《证券日报》记者采访时表示，目前，以“资产管理”为本质的住房租赁行业商业闭环初步形成，住房租赁行业迎来了全新的发展局面。

新房、二手房、土地成交全链降温

2021年的房地产市场，可大致用“先热后冷”来总结。

贝壳研究院发布的《2022年房地产市场展望报告》显示，2021年房地产市场的降温首先出现在二手房市场。3月份到9月份，二手房市场在半年之内从峰值跌到谷底，成交量萎缩超过六成。新房市场方面，上半年全国新建商品住宅销售面积保持增长，6月份单月创2016年以来同期最高水平，但到了11月份，新房销售面积已跌至2016年以来同期最低。此外，在土地市场方面，更是呈现出上半年房企“抢地”、下半年热点城市多宗地块流拍的局面。

中指研究院指数事业部研究副总监陈文静在接受《证券日报》记者采访时表示，今年上半年，在企业加大推盘力度、信贷资金相对充裕等因素的带动下，市场整体延续了2020年底的活跃态势，叠加土地市场热度较高，进一步带动了购房者置业情绪，使得上半年全国楼市表现超预期。在此背景下，为进一步实现“三稳”目标，多地纷纷加码楼市调控政策，如发布二手住房成交参考价、加强市场监管力度、提高人才购房门槛等，部分城市继续升级限购、限贷、限售等政策，且调控城市进一步向三四线城市扩围。

而随着热点城市楼市调控加码，政策效果已经显现。下半年以来，全国新房、二手房和土地市场快速降温，在此背景下，对于部分城市而言，有效应对楼市下行压力被摆在了更加突出的位置。7月份以来，已有超20个城市发布“限跌令”以稳定楼市。此外，据中原地产研究中心不完全统计，近一个月以来，已有桂林、晋江、芜湖、荆门、衡阳等20余个城市出台购房补贴政策。

“不难发现，近期出台鼓励购房政策的城市，主要是三四线城市，这些城市的特点之一是库存较大。”中原地产首席分析师张大伟对记者表示，从过往经验来看，在楼市表现较为低迷时，三四线城市确实会通过购房补贴等方式配合房企的打折促销活动，以进一步激活当地房地产市场交易。预计后续库存压力较大的城市，仍有望跟进类似措施以激活购房需求。

58安居客研究院分院长张波在接受《证券日报》记者采访时表示，无论是上半年限购政策的升级、二手房参考价的发布，以及严堵法拍房、假结婚等漏洞，还是下半年信贷政策的边际放松以及多地购房补贴政策相继出台，整体上看，尽管不同城市的楼市调控动态“细腻度”存在差异，政策力度略有不同，但究其根本，都是致力于保障各地房地产市场平稳发展，尤其是保持土地价格和房价稳定。

陈文静认为，当前，房地产市场仍处在调整通道，市场预期尚未稳定，短期楼市调控政策改善预期仍较强，各地将继续积极落实因城施策。

事实上，由于房地产行业规模大、链条长、涉及面广，其对经济金融稳定和风险防范具有重要的系统性影响。

谈及如何促进2022年房地产行业的良性循环和健康发展，住建部部长王蒙徽近日公开表示，一是保持调控政策连续性稳定性；二是增强调控政策协调性精准性；三是坚决有力处置个别头部房地产企业房地产项目逾期交付风险；四是持续整顿规范房地产市场秩序。

住房租赁行业完整商业闭环初步实现

经过前期的无序发展和疫情冲击，2021年全国住房租赁市场迎来了崭新局面，多项政策出台，一方面鼓励市场通过多种渠道增加有效供给，特别是增加保障性租赁住房的供应；另一方面，进一步加强监管，约束行业行为。

赵然表示，总体来看，今年出台的与住房租赁市场有关的政策，一方面，有利于降低住房租赁企业的成本负担，包括开发成本和运营成本，同时打通了“投融建管退”中“退出”的关键环节，使得整个住房租赁行业的商业闭环形成，极大促进住房租赁市场的发展。另一方面，政策强调“高度重视保障性租赁住房建设”，也给住房租赁市场定下了“保民生”的基调，切实保障新市民、青年人的需求，避免行业无序发展。

具体来看，7月份，国务院办公厅正式发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》。此外，国家发改委发布的《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》，首次将保障性租赁住房（包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目）纳入试点申报项目名单。叠加财政部、税务总局和住建部联合发布的《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》，无疑对保障性租赁住房实现REITs发行给予多种保障，旨在解决行业“三高一低”的痛点。

此后，多地又陆续出台了符合城市特色的加快发展保障性租赁住房的实施意见，将保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点，加快建立多元化和多主体供给。而今年的中央经济工作会议再次强调，要坚持租购并举，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。

“这是近三年来中央经济工作会议在房地产政策层面首次加上‘良性循环’。经过多年调控，我国房地产市场‘租购并举’的结构基本形成，多层次住房体系已初现雏形，即长租房、保障性住房和商品房‘三足鼎立’。”赵然称，总体来说，今年陆续出台的住房租赁市场政策，是基于前几年的市场实践经验总结而来，可以说是促进整个行业发展“上台阶”的重要支持政策。

展望2022年，ICCRA住房租赁产业研究院发布的《中国住房租赁市场蓝皮书·2021》预计，租赁住房的重点是发展保障性租赁住房。预计未来在因城施策的背景下，部分城市对于保障性租赁住房的认定标准，特别是对于产品规划、租金水平的管控，会根据城市特点因地制宜。除了保障性租赁住房之外，预计也会有大量市场化的长租房以满足不同生活水平群众的需求，为广大人民群众创造“住有所居”“优其所居”的多种选择。因此，如何调动市场积极性，保证多元化的市场供给，是后续构建多层次供给体系的关键。

从住房租赁市场长效机制的形成来看，今年是探索集中供地新模式的第一年，前两次集中供地通过“竞自持、竞配建”，大大提升了“租赁”地块的成交量。但是，这种供地方式，特别是“竞自持”方式下产生的地价，对于“运营微利”的住房租赁行业来说，沉淀了巨大的开发成本。预计2022年各地在集中供地模式下将会展开积极探索，即在按计划实现增加租赁住房供给目标的前提下，结合行业自持时间长、运营利润低的特点，在供地模式上推陈出新。

义务教育资产被剥离后 枫叶教育等上市公司转型路在何方？

本报记者 许 洁 见习记者 张 安

12月25日，天立教育宣布，推迟2021年度业绩发布时间至2022年1月28日，这已是该公司自11月10日以来第三次宣布推迟发布年报。同样宣布推迟的还有成实外教育，其将年报发布日期推迟至2022年1月28日。

早在本月初，港股民办教育公司中就有5家宣布短暂停牌，分别为枫叶教育、光正教育、天立教育、成实外教育以及博骏教育。此后，枫叶教育和光正教育分别于12月14日、12月20日复牌并发布年报，两家公司出现巨亏。

2021年9月1日，《民办教育促进法实施条例》（以下简称《条例》）正式落地施行，明确禁止通过VIE架构控制民办义务教育学校。也因此，上述公司的业务发展均面临巨大不确定性。

多家教育公司受影响

《条例》指出，任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式，控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。

据了解，因民办义务教育学校的特殊属性，其作为“非经营性资产”不能在境内上市，所以目前上市的相关公司绝大多数是通过VIE架构在境外上市。而受上述消息影响，港股多家教育公司宣布短暂停牌、推迟发布业绩。

12月14日，在经过13天停牌后，枫叶教育宣布复牌并发布年度业绩。公司表示，自2021年8月31日起，集团已剥离受《条例》影响的学校。报告期内（2020年9月1日至2021年8月31日），股东应占亏损31.28亿元，其中持续经营业务亏损6.72亿元。资料显示，枫叶教育旗下提供高中业务的学校有18所，提供初中、小学及学前教育的学校分别有29所、33所及34所。

12月19日晚间，光正教育发布截至2021年8月31日的年度财报。数据显示，报告期内，光正教育亏损22.79亿元，较上年同期下降554.2%。

另外，美股上市公司海亮教育也在财报中指出，自2021年9月1日起丧失对旗下11所涉及义务教育学校的控制权，占全部自有学校数量的64.7%，确认资产减值损失约2.52亿元。

教育公司如何转型？

剥离相关业务后，未来公司将靠什么发展？对此，枫叶教育在财报中表示，将重点发展提供世界学校课程的国际高中，适度发展学生参加高考的普通高中。并拓展线上教育、为境外学习者提供世界学校课程、ESL及CSL证书考试培训或其他新型教育产品。

此外，枫叶教育宣布，将进军餐饮和服装行业，计划进一步开发教育产业链，为大学、寄宿学校、机构、企业食堂提供餐饮服务，为各学校、机构及企业提供校服和职业装供应。

某资深教育行业投资人对《证券日报》记者表示，在教育领域，公司可做的方向有很多，例如孵化教育科技产品、尝试营地教育，以及针对学生做一些个性化提升服务等。

中国民办教育协会研究分会副理事长、北京民办教育协会副会长马学雷对《证券日报》记者表示，上市公司可以尝试去做高中、职业教育、素质教育等相关业务，还可以做一些教育产品输出。

另外，对于部分学校采用的轻资产运营模式，马学雷认为，上市公司若只是向学校提供经营和师资培训、课程研发、接受委托管理等，且公司与学校不存在关联关系，则是被政策允许的经营方式。

事实上，此前上海市教科院民办教育研究所所长董圣足曾公开表示，民办学校“股权”并购存在诸多不规范之处，潜藏着一定的办学风险，影响实体学校的健康运行。

那么，在上市公司剥离相关业务后，会对学校本身产生何种影响？对此，上述教育行业投资人认为，从上市公司体系中剥离义务教育学校对于学校本身的正常运营没有不利影响，反而有助于教育赛道慢下来，真正回归到教育本身。

本版主编 袁 元 责 编 陈 炜 制 作 王敬涛 E-mail:zmzx@zqrb.net 电话 010-83251785

贝壳研究院：告别高增长 房地产将进入新发展周期

即将过去的2021年，中国房地产市场在特殊背景下经历了大起大落。回顾全年，无论是销售市场还是土地市场，均呈现明显的前高后低走势，市场表现及行业信心一度跌至冰点，房企信用危机爆发进入至暗时刻。不过，行至年尾，政府不断释放的积极信号以及房企开展的多种方式自救行动，让行业预期初见修复，市场呈现“翘尾”现象。

贝壳研究院近日发布的房地产市场2021年度回顾专题报告中指出，从“九八房改”至今，房地产行业还在不断成熟和发展过程中，而发展的过程往往是螺旋上升的。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、养老地产等商业模式也都还有很大的探索空间。

报告认为，此轮行业风险出清后，房企的经营逻辑将继续发生转变，在告别了高增长预期、放下包袱后，房地产行业将会进入新一轮的稳定发展周期。

房企违约债券余额达历年之最

根据贝壳研究院统计，截至2021年11月份，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。（见右图1）

贝壳研究院报告认为，2021年接连爆发的房企信用危机，是房企原有模式发展下的必然。

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%，十年间增速远超其他行业。在行业快速发展中，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。

在过去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，房地产行业开始进入调整期，进入2021年，调控政策更为严格，从资金需求端到资金供应端双重调控，从单一金融渠道到相关金融渠道多维监管，加速了房企信用危机的暴露。

与此同时，“高周转”也骤然降速。受信贷管控和房企信用危机爆发的影响，销售市场结束上半年的高位运行，下半年出现明显下滑。年内不能达成年度销售目标的房企数量也将突破往年，据贝壳研究院统计，截至11月份，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%。

一二线城市抗风险能力更强

同样出现前高后低走势的还有土地市场。今年前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月份可视为地市从热情转变为理性的分水岭。

受首批次集中供地带动的影响，今年上半年累计成交金额同比增长10.3%，但随着土拍新规实施，叠加三线四档调控与贷款集中度管理的影响，从下半年开始，各城市成交率和溢价率均有不同程度下滑。截至12月12日，已有12城完成全年三批次集中供地，各城市的成交表现均“先热后冷”。

不同线级城市的分化也越发明显。贝壳研究院统计，前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降6.6%与23.3%，三四线城市同比降幅达24.8%和34.5%。可以看出，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，一二线城市的月度成交率始终高于三四线城市10—20个百分点。（见右图2）（见右图3）

从区域表现来看，受上海、南京、苏州与杭州等集中供地城市带动影响，长三角城市群拔得头筹，前11月成交金额为2.06万亿元，成交规划建筑面积为2.76亿平方米，占比分别是44.4%和25.6%。

从房企来看，政策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，不过稳健型房企却迎来拿地机会。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。

虽然今年土地市场整体呈现高开低走，但值得注意的是，临近年底，第三批次部分城市拍地规则的适度放宽，为房企留下合理的利润空间，从而带动土地市场回温，促使土地成交率从10月份的全年低点到11月份有所回升，呈现“翘尾”现象。

房企融资环境已有改善

在一系列管控举措之后，年底政府释放的积极信号，预示着监管政策已经见顶。

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。

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，并在二、三季度进一步重申和加强。

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，并从限购、限价以及限售等方面对前期政策进行升级。比如：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。

三季度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入手：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，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，从根本抑制资金挪用风险，对房企是一场极大的考验。

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。为稳定市场预期，四季度，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月份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月份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。

明年二季度新房市场有望回暖

积极的政策信号，在很大程度上稳定了市场预期。贝壳研究院预计，明年一季度房企融资额度将恢复，银行与金融机构贷款额度充足，有利于保障房企的开发资金以及购房者按揭贷款的充分发放。信心的恢复也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，资金流动性得到实质性缓解。

不过，房企风险尚未完全解除。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%，但仍处于接近万亿元的偿债规模高位，个别房企短期内仍具有高违约风险。

贝壳研究院认为，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。根据市场趋势与行业发展，未来房企需要颠覆性的转变。

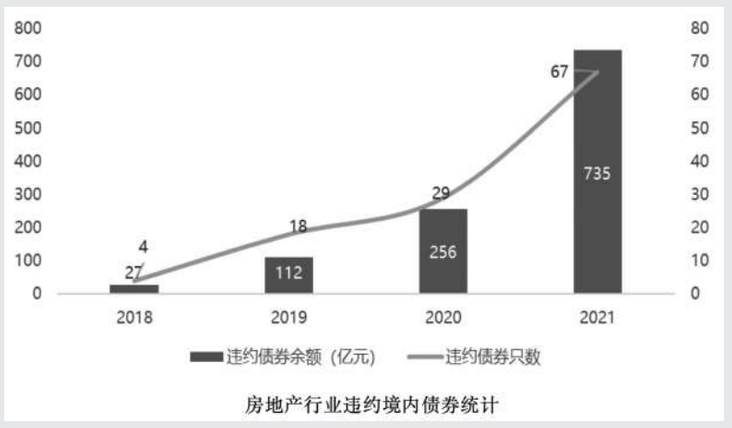
首先是商业模式的转变，比如参考发达经济体长周期下发展较好的模式，比如“住宅开发模式与区域深耕模式”、“综合经营模式”、“资产管理模式”与“租售双轮模式”等。

其次是业务结构的转变，比如绿地控股今年11月份公布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，随即是资产配置的转变、负债结构的转变以及组织转变等。

另外，经历了此轮行业波动，房企整体对于风险管理、尤其是财务管理将更加重视。

1927年经济学家在讨论经济周期时曾认为，“乐观主义的错误造成了随后的悲观主义错误”，今年的房地产行业正是如此。贝壳研究院报告认为，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”过度。（CIS）

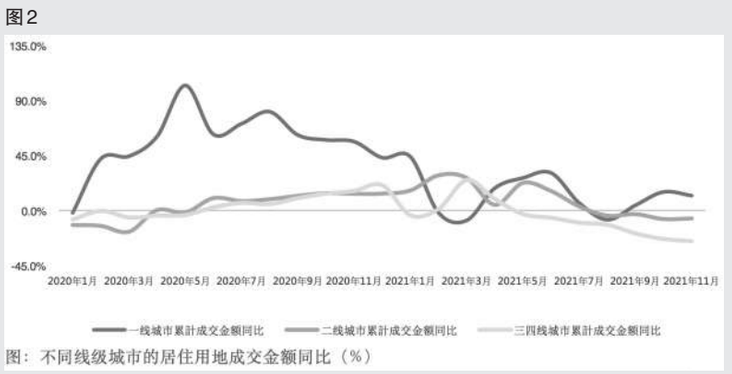
图1



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

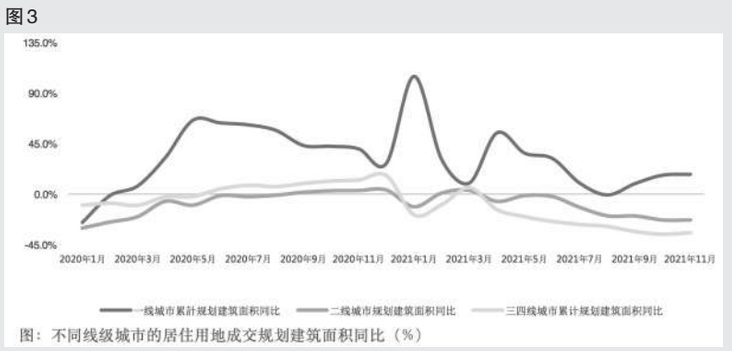
图2



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3



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