

银行

证券研究报告/专题研究报告

2021年10月10日

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师 陈立

执业证书编号：S0740520080008

Email: chenli@r.qlzq.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

分析师 贾靖

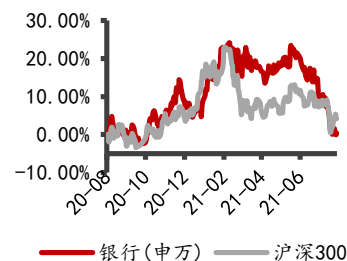
执业证书编号：S0740520120001

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	41
行业总市值(百万元)	95,138
行业流通市值(百万元)	65,605

行业-市场走势对比



相关报告

- 《深度 | 恒大集团与大型企业风险救助政策：“底线思维”与“大而不倒”》
- 《预期视角下看待当前房地产政策演绎方向》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E		
招商银行	50.93	3.62	3.80	4.71	5.42	14.0	13.42	10.81	9.40		增持
宁波银行	36.26	2.30	2.38	2.96	3.53	15.7	15.24	12.26	10.28		增持
平安银行	18.64	1.41	1.45	1.90	2.25	13.2	12.89	9.83	8.29		增持
邮储银行	5.12	0.71	0.74	0.85	0.96	7.24	6.94	6.03	5.32		增持

备注

投资要点

- 结论：我们分析了恒大债务风险对金融机构和房地产的影响，认为无需担心系统性风险，需关注经济下行压力。**恒大债务风险的系统性传染性有限，银行高拨备和利润防范风险扩散（测算表明：上市银行的涉房债务违约率到30%比例，才会完全侵蚀21年银行净利润）。但债务风险链条式连锁反应，对经济负面影响值得关注：地产参与方的预期改变，会逐渐传导到金融机构风险敞口和地方财政收入，预计未来经济增速和社融增速缓慢下行，经济结构调整是核心。预计政策有底线思维：“房住不炒”底线原则和金融政策边际放松；风险房企以自救为核心、优先保障民生相关主体兑付。政策会托底，市场风格如果偏防御，关注金融地产的投资机会。
- 恒大债务风险对银行等金融机构的影响：直接敞口较小，主要考虑其链条反应。**1、恒大事件的直接影响：恒大贷款规模占比有限，且各家银行对其风险敞口已经趋于收窄，大多具有强资产抵押。同时，恒大积极自救和政策托底，流动性风险很小。2、恒大事件的间接影响：链条式传导下经济下行压力加大。直接传导路径下，恒大商票违约会带来上下游地产商盈利受损，进而影响银行资产质量。时头部房企信用风险暴露会带来房地产投资预期改变，地产销售回款下滞带来房价下跌，房企信用资质进一步恶化，金融机构风险敞口加大。更长期角度，地产行业增速放缓会使得地方政府收入减弱，宏观经济进一步放缓。
- 银行涉房债务规模和风险的敏感性测算、1、总规模测算：20年底行业总体涉房规模在53万亿（保守估算下）。其中开发贷（剔除保障性住房）、按揭、债券、非标占比分别在20%、65%、5%、10%。2、房地产相关债务风险的敏感性测算：拨备和利润能抵挡风险。上市银行的涉房债务（不考虑按揭）违约比例达到20%才会完全侵蚀21年净利润，国有行和农商行受到的影响较小。如果进一步考虑拨备安全垫下（拨备覆盖率达到150%），上市银行的涉房债务违约率到30%比例，才会完全侵蚀21年上市银行净利润。**
- 恒大债务风险对房地产的影响：需求和供给预期变化带来的链条式传导。**1、需求端：量缩价跌体现的是需求层面的快速下行。影响购房者预期的核心因素的三点：政策因素下，购房者对于买房持有成本预期上升；恒大事件引发行业系统性风险担忧，销量下行进一步传递负面市场预期。2、供给端：土地市场转冷，开工意愿下行。从开发商经营的层面，供给端的持续收缩来自于三方面的影响：政策与监管环境下，房企对未来销售及回款的悲观预期；三道红线监管政策下，开发商对于销售规模增长的诉求大幅减弱。持续紧缩的融资监管政策引发房企扩张担忧。
- 恒大债务风险传导的未来展望：无需担心系统性风险，需关注经济下行压力。**1、未来出现系统性风险的概率低，不会是中国“雷曼时刻”原因有四点。和雷曼相比，恒大偿付危机仅有“高负债、高资产、高杠杆”的特点，证券化程度低，风险传导有限；房地产金融近几年处于严监管；银行有高拨备和利润防范风险扩散；政策有底线思路。2、需关注的潜在风险点：地方隐形债务风险和经济下行压力，但这一过程会比较长。预计未来经济增速和社融增速缓慢下行，经济结构调整是核心，实现经济“软着陆”，但存在超调的风险。
- 恒大债务风险后续相关政策展望：边际放松，托而不举。**1、房地产行业：“房住不炒”底线原则和金融政策边际放松。政策进行压力测试，“房住不炒”仍是底线原则。房地产金融政策必要时会边际放松，总体思路是“托而不举”：预计体现在按揭额度、开发贷额度的弹性化管理，加快按揭资产证券化等，避免银行抽贷，用时间换空间稳步化解风险。2、风险房企：以自救为核心、优先保障民生相关主体兑付。针对金融机构的欠款借款，成立债委会，适当商议债务展期或债转股。3、中小金融机构风险防范：银行

资本补充加快、压实地方政府责任。

- **投资建议：政策托底，市场风格偏防御，推动银行股上行。银行两条选股主线。**一条是我们长期建议的持续拥抱银行核心资产：招商银行、宁波银行、平安银行。它们业绩持续性强，且较稀缺。优质银行景气上行是确定和长期的。一是这些稀缺的优质银行具有“市场化基因”，是这些银行占据了金融行业的朝阳赛道：财富管理和零售（详见《“财富管理行业”的收入、利润和市值详细测算：10万亿市值的黄金赛道》）。另一条是选择低估、资产质量安全、有望转型成功的银行，看好邮储银行、江苏银行、南京银行和兴业银行。
- **投资建议：关注地产板块四季度β机会：竞争格局及政策预期改善。**当前房地产行业环境正在经历去伪存真的良性竞争过程。虽然行业在供需双方面走弱的过程中面临增速下行压力，集中供地制度下竞争激烈程度大幅下降，稳健经营的龙头房企反倒获得高质量补充土地资源的窗口期。建议关注地产板块在四季度政策预期边际改善叠加土地市场竞争格局优化的投资机会，推荐A股龙头房企保利发展、万科A、新城控股，及H股成长型房企绿城中国的投资机会。
- **风险提示事件：融资环境收紧超预期。经济下滑超预期。**

内容目录

一、恒大债务风险对银行影响：直接敞口较小，主要考虑其链条反应	4
1、恒大事件的直接影响：直接影响预计有限.....	4
2、恒大事件的间接影响：链条式传导下经济下行压力加大.....	5
3、银行涉房债务规模和风险敏感性测算.....	6
二、恒大债务风险对房地产的影响：需求和供给预期变化带来的链条式传导	9
1、需求端：量缩价跌体现的是需求层面的快速下行.....	9
2、居民购房预期下行导致需求快速恶化.....	11
3、供给端：土地市场转冷，开工意愿下行.....	13
4、规模诉求减弱持续恶化供给预期.....	15
三、恒大债务风险传导的未来展望：无需担心系统性风险，需关注经济下行压力 -	17
1、出现系统性风险的概率低，不会是中国“雷曼时刻”.....	17
1.1 本轮恒大债务危机和 08 年雷曼危机比较：高负债+高资产，低风险传染-	18
1.2 近年房地产金融严监管：银行涉房客群优质.....	19
1.3 银行拨备安全垫充足.....	20
1.4 政策具有底线思维.....	22
2、潜在风险点：地方政府债务风险和经济进一步下行压力.....	23
四、未来相关政策展望推演	25
1、房地产行业：“房住不炒”底线原则和金融政策边际放松.....	25
2、风险房企：以自救为核心、优先保障民生相关主体兑付.....	26
3、中小金融机构风险防范：银行资本补充加快、压实地方政府责任.....	27
五、投资建议	28

一、恒大债务风险对银行影响：直接敞口较小，主要考虑其链条反应

1、恒大事件的直接影响：直接影响预计有限

- 恒大本身贷款规模占比有限，且各家银行对于恒大的风险敞口已经趋于收窄，大多具有强资产抵押，对银行直接影响预计有限。恒大各项债务占整体市场比例较低；公司各项贷款在金融机构贷款中的占比在 0.2%、国内债券占比仅 0.04%、海外债券占比不足 2.2%。

图表：各家银行公开平台公布的恒大敞口梳理

类别	银行名称	内容
国有行	中国银行	中行对恒大集团风险敞口较小，在金融同业中排名靠后。中行已密切关注恒大集团经营情况，做好项目贷后管理。
	建设银行	恒大集团在建行的贷款余额较小，抵押充足，截至目前存量业务没有逾期，总体风险可控。
	农业银行	密切关注恒大的经营状况，做好风险管理，已采取强化押品管理等风险控制措施，后续将继续紧盯企业风险变化，充足计提拨备，保持资产质量总体稳定。
	工商银行	工行对其开发贷款占比比较低，采取了一系列风险控制措施。
	邮储银行	目前恒大在邮储银行风险敞口额度为0。
股份行	民生银行	(1) 民生银行对恒大的授信业务主要以抵押和保证方式为主，抵押物主要包括变现能力较强的土地、房产、在建工程等，目前抵押物仍足值有效。该公司对恒大集团及其关联方的经营、财务情况进行持续跟踪和监测，保持与恒大集团的密切沟通。 (2) 近一年来，该行持续压降恒大集团风险敞口并取得一定成效，贷款余额较2020年6月末降低约15%。民生银行与恒大集团业务合作主要集中于表内贷款，未投资恒大集团信用类债券，未通过理财、代销、基金等影子银行模式与恒大集团开展合作。所有业务均按照贷款管理要求开展，没有参与恒大集团任何隐形负债和表外融资。
	浦发银行	浦发与恒大业务合作规模较小，风险可控。
	光大银行	恒大集团全部授信业务余额约54亿元，且大部分有土地和在建工程抵押等增信措施；同时，结合当前形势审慎计提了减值准备，即使出现个案的极端负面情况，预计不会对银行资产质量造成实质性冲击，不会改变资产质量稳中向好的总体趋势。
	中信银行	近几年一直积极采取各项措施降低恒大表内外授信余额。截至8月末，恒大全口径授信余额已较2018年有大幅压降。对恒大可能存在的风险，已充分预估并做好准备，积极增提减值准备，增加风险抵御能力。目前恒大在中信银行的贷款均有抵押物，抵押物总体足值。
	华夏银行	恒大集团在该行业务规模较小，对正常经营活动不产生影响。
	浙商银行	对恒大集团的授信金额38亿元，有足额的抵押物，整体风险可控。我行将对恒大集团及关联方的经营、财务状况保持密切跟踪、及时沟通，如出现风险状况，将会积极采取风险控制措施，不会对我行经营管理和资产质量产生重大影响。
城商行	兴业银行	本行一直严格监控对恒大集团的授信业务，只介入少量一二线城市且资质较好的房地产开发项目融资，没有涉及非房地产板块，存量业务抵押充足，今年以来已经根据项目开发进度逐步压降授信敞口有效管控风险。对恒大集团存量授信业务，已经全面加强项目自管理，配合地方政府“保交楼”，并积极采取有效应对措施。
	郑州银行	恒大集团在我行贷款业务主要为房地产开发贷款，总体额度较小，目前项目整体风险可控。
	江苏银行	恒大集团在我行业务规模小、占比低，抵押充足，无风险敞口。
	北京银行	目前没有对恒大集团的融资。
	上海银行	目前与恒大集团合作正常，抵押较为充分。将密切关注企业经营情况，强化风险防控。
	南京银行	公司与恒大集团合作业务规模较小，均为项目贷款，具备充足的缓释，整体风险可控。
	厦门银行	与恒大集团控股子公司授信业务为房地产开发贷款，截至目前，贷款余额约3.6亿元，担保方式为项目土地抵押和在建工程抵押，抵押物足额，预计不会产生重大不利影响。我行对恒大授信项目的经营和财务状况保持密切跟踪，采取积极的风险管控措施。
	成都银行	该企业在公司无信贷余额。
	杭州银行	公司当前未发现存在涉及恒大集团的授信或其他相关业务。
	青岛银行	目前无恒大集团贷款余额或信贷合作。
农商行	苏州银行	本行房地产业贷款整体规模较小，风险管控措施效果较好。
	苏农银行	本行与恒大公司没有业务往来，其经营状况不会对本行产生任何影响。
	江阴银行	恒大集团在我行没有贷款业务。
	张家港行	目前无恒大集团贷款余额或信贷合作。
	常熟银行	截至8月末对恒大控股企业的贷款有1笔，贷款余额391万元，贷款担保方式为土地抵押担保。
	青岛农商行	与恒大业务合作规模较小，均为项目贷款。本行将密切关注客户经营情况，强化风险防控。
	瑞丰银行	目前本行与恒大无业务往来。
	紫金银行	公司未对恒大集团及其相关企业发放贷款，公司没有和恒大公司及其子公司、关联方发生借贷、担保等业务关系。
	无锡银行	目前本行和恒大没有信贷业务往来。

资料来源：中泰证券研究所

图表：恒大集团截止 1H21 各项债务规模及占比

	恒大债务规模	房地产行业	全市场	占比房地产行业	占比全市场
银行及其他借款	3938.89	123000	1,877,961.00	3.20%	0.21%
中国企业债券	508.8	19740.81	1,207,762.24	2.58%	0.04%
海外债券（亿美元）	196.34	1960.87	9084.25	10.01%	2.16%
可换股债券	0.67	-	-	-	-

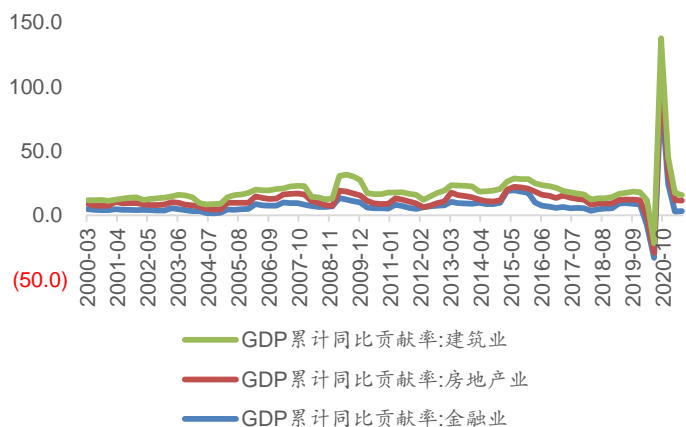
资料来源：公司公告、wind、中泰证券研究所

- 与此同时，恒大已经在进行积极自救，缓解流动性风险。**1、转让盛京银行股权，剥离金融牌照。**9月29日恒大公告，拟出售全资子公司所持的盛京银行17.53亿内资股（占总股本的19.93%），受让方为沈阳盛京金控投资集团有限公司，合计对价99.93亿元。剥离恒大核心的金融牌照，是解决其可能出现金融风险、清查其真实资金流动情况标志性的一步。**2、转让恒大物业，出售优质资产。**根据财联社，合生创展拟以400亿港元价格收购恒大物业约51%股份，获得恒大物业控股权。

2、恒大事件的间接影响：链条式传导下经济下行压力加大

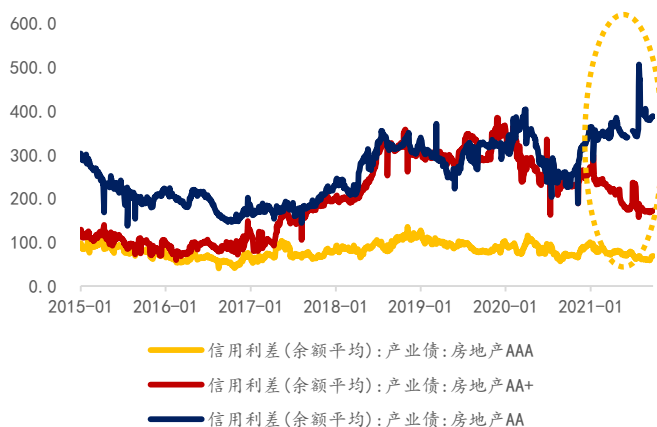
- **直接传导路径：恒大商票违约-上下游地产商盈利受损-银行资产质量。**相比于对金融市场的影响，恒大事件的更显著影响为其引发的社会问题。恒大应付账款和票据6669亿，涉及到上下游产业链众多公司；应付款和票据逾期，会增大上下游相关公司的经营压力；同时恒大合同负债高达1700亿，对应其在超过200个城市的已售待交付商品房；伴随债务风险，预售房施工面临压力。而地产行业公司过去在扩张过程中，往往大量使用金融杠杆，地产企业信用风险的暴露会传导至金融体系，导致金融体系资产质量的恶化。
- **间接传导路径：头部房企信用风险暴露—房地产投资预期改变—地产销售回款下滑—房价下跌—房企信用资质进一步恶化—金融机构风险敞口加大。**过去十多年我国经济增长以房地产拉动为主，房地产行业对中国GDP的贡献率2017年前达到10%，考虑房产相关的建筑业、金融业以及钢铁、水泥、家电等多个上下游行业的综合贡献后，预计地产相关行业对经济贡献率达到25%以上。而头部房企风险暴露后，可能进一步引发居民对房地产投资预期的改变，导致地产企业销售回款下滑，甚至导致房价大幅下跌，而资产价格的大幅下跌同样会导致地产企业信用资质进一步恶化，金融机构风险敞口加大。

图表：房地产行业对中国的贡献



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：21年来弱质房企产业债信用利差总体有抬升



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **更长期角度：地产行业增速放缓—地方政府收入减弱—宏观经济进一步**

放缓—银行盈利受损。房地产市场长期放缓会影响土地出让，进而影响地方政府收入，进一步拉低经济增速。考虑银行核心仍是宏观经济，当经济下行压力过大，银行远期资产质量和盈利都会受损。

3、银行涉房债务规模和风险敏感性测算

- **当前银行涉房债务总规模测算：20 年底行业总体涉房规模在 53 万亿**（保守估算下）。其中 85% 为银行贷款的形式，以个人按揭贷款的形式为主。**银行涉房业务种类：**表内开发贷+按揭贷；表内涉房信用债；表内非标涉房部分；表外理财非标投资涉房部分及信用债涉房部分。其中开发贷（剔除保障性住房）、按揭、债券、非标占比分别在 20%、65%、5%、10%。
- **具体规模测算：1、表内涉房信贷规模比较清晰，20 年底在 45 万亿**（剔除保障性住房部分）。从全行业看，根据央行披露的贷款投向报告，20 年底我国房地产贷款余额 49.58 万亿，占总贷款 27.37%，其中个人购房贷款 34.4 万亿，扣除保障性住房后房地产开发贷余额在 10.53 万亿。**2、表内涉房信用债+表内非标规模预计在 4 万亿。**以上市银行为样本，根据上市银行总资产占比行业总资产比例测算出行业涉房表内信用债+非标的规模在 4 万亿。**3、表外非标规模为基于行业理财总规模，同时投向非标的比例计算所得，再根据资金信托投向情况，假设 50% 的非标流向地产，则 2020 年底表外非标投向房产相关规模为 1.4 万亿元。****4、表外企业债规模也是基于行业理财总规模、投向信用债比例，再考虑信用债中大概不超过 20% 是涉房企业发债，根据这一比例计算出 2020 年底表外投向涉房相关企业债券的规模为 2.6 万亿。**

图表：银行涉房债务规模及结构

	涉房债务规模（万亿元）	占比
银行表内信贷（剔除保障性住房开发贷）	44.93	84.7%
扣除保障性住房后房地产开发贷	10.53	19.9%
按揭贷款	34.40	64.9%
银行表内企业债	1.15	2.2%
银行表内信托及资管计划	2.90	5.5%
银行表外理财非标	1.41	2.7%
银行表外企业债	2.64	5.0%
合计	53	

注：假设表内外信用债涉房占比在 20%（根据信用债发行企业行业分布推算），表内外非标涉房占比在 1/2。

来源：公司财报、央行、中泰证券研究所

- **房地产相关债务风险的风险敏感性测算（极度悲观假设下，考虑按揭贷款）：**对 21 年利润的冲击较大，但对资产负债表的冲击有限。考虑银行表外资产的净值变动不直接影响银行盈利，同时资管新规后银行表外高风险敞口逐步压降，暂不考虑表外涉房资产对银行的冲击。仅考虑表内涉房贷款+企业债+非标部分，假设 5% 的涉房表内敞口发生违约，对银行资产负债表的影响不足 1%，即使在 30% 的涉房表内敞口违约的极度悲观假设下，对上市银行资产负债表的影响总体不到 5.5%，对银行资产负债表的影响有限。但由于涉房资产规模较大，假设 5% 的表内风险敞口出

现违约，则将侵蚀银行 21 年全部净利润。

图表：上市银行涉房债务风险的敏感性测算（考虑按揭贷款，2020 年，百万元）

	涉房贷款规模		企业债		信托和资管计划		不同比例表内涉房债务违约下对资产端的冲击				总资产 2021E
	开发贷	个人按揭	假设20%涉房部分	假设50%涉房部分	5%	10%	20%	30%			
工商银行	958,314	5,728,315	132,131	98,566	0.95%	1.91%	3.82%	5.72%	36,258,124		
建设银行	788,560	5,885,022	83,030	4,866	1.09%	2.17%	4.35%	6.52%	31,093,808		
农业银行	798,017	4,662,632	60,029	0	0.91%	1.83%	3.66%	5.48%	30,206,228		
中国银行	1,137,469	4,418,761	72,391	5,661	1.06%	2.12%	4.24%	6.36%	26,589,192		
交通银行	348,185	1,293,773	29,842	52,778	0.75%	1.49%	2.98%	4.47%	11,566,613		
邮储银行	93,607	1,921,055	39,671	25,347	0.83%	1.65%	3.30%	4.96%	12,590,534		
招商银行	390,792	1,274,815	28,228	100,516	0.96%	1.91%	3.83%	5.74%	9,377,232		
中信银行	287,608	923,444	23,395	147,427	0.83%	1.66%	3.31%	4.97%	8,343,875		
浦发银行	346,486	849,193	27,135	209,960	0.81%	1.62%	3.23%	4.85%	8,865,715		
民生银行	439,032	515,296	82,895	71,984	0.78%	1.57%	3.14%	4.71%	7,072,080		
兴业银行	317,522	1,053,059	83,227	270,042	1.01%	2.03%	4.06%	6.09%	8,494,215		
光大银行	224,450	492,444	53,425	117,744	0.74%	1.47%	2.94%	4.41%	6,035,190		
华夏银行	153,005	271,716	42,105	75,804	0.73%	1.46%	2.92%	4.38%	3,716,602		
平安银行	271,963	528,384	15,968	78,179	0.91%	1.82%	3.63%	5.45%	4,924,237		
浙商银行	165,208	75,661	22,463	32,121	0.64%	1.28%	2.55%	3.83%	2,314,779		
北京银行	153,586	327,711	6,675	145,518	1.02%	2.04%	4.07%	6.11%	3,109,443		
南京银行	23,084	72,798	12,251	95,903	0.61%	1.22%	2.44%	3.66%	1,674,232		
宁波银行	36,522	23,262	3,742	110,941	0.46%	0.91%	1.82%	2.73%	1,916,455		
江苏银行	89,337	223,809	11,015	81,758	0.76%	1.52%	3.04%	4.56%	2,672,064		
贵阳银行	16,090	16,835	3,446	53,883	0.69%	1.38%	2.77%	4.15%	652,608		
杭州银行	45,819	72,077	21,165	32,828	0.66%	1.33%	2.66%	3.99%	1,292,633		
上海银行	156,695	123,866	25,625	77,460	0.72%	1.44%	2.88%	4.32%	2,666,821		
成都银行	25,033	73,020	4,219	28,137	0.89%	1.78%	3.55%	5.33%	733,679		
长沙银行	12,561	51,758	5,130	29,121	0.62%	1.24%	2.48%	3.72%	795,051		
青岛银行	20,970	40,588	5,668	12,957	0.75%	1.50%	3.00%	4.49%	535,231		
郑州银行	30,557	35,965	1,271	0	0.59%	1.17%	2.35%	3.52%	577,202		
西安银行	12,978	23,831	2,416	10,190	0.71%	1.41%	2.82%	4.23%	350,353		
苏州银行	6,549	26,790	2,262	17,316	0.60%	1.20%	2.40%	3.60%	440,761		
江阴银行	278	8,215	0	0	0.26%	0.53%	1.05%	1.58%	161,460		
无锡银行	1,048	11,355	2,583	216	0.38%	0.75%	1.51%	2.26%	201,463		
常熟银行	1,293	10,200	841	1,511	0.28%	0.57%	1.14%	1.70%	243,969		
苏农银行	1,879	7,428	961	819	0.36%	0.72%	1.45%	2.17%	153,053		
张家港行	817	8,438	709	1,487	0.36%	0.72%	1.43%	2.15%	159,904		
青农商行	34,786	28,463	863	8,287	0.78%	1.55%	3.10%	4.65%	466,667		
渝农商行	5,677	91,337	12,450	3,390	0.45%	0.91%	1.81%	2.72%	1,243,876		
上市银行	7,395,776	31,171,316	919,229	2,002,711	0.91%	1.82%	3.65%	5.47%	227,495,350		
国有行	4,124,152	23,909,558	417,095	187,216	0.97%	1.93%	3.86%	5.79%	148,304,499		
股份行	2,596,066	5,984,012	378,841	1,103,776	0.85%	1.70%	3.40%	5.10%	59,143,925		
城商行	629,781	1,112,310	104,885	696,011	0.73%	1.46%	2.92%	4.38%	17,416,533		
农商行	45,778	165,436	18,408	15,709	0.47%	0.93%	1.87%	2.80%	2,630,392		

注：假设表内外信用债涉房占比在 20%（根据信用债发行企业行业分布推算），表内外非标涉房占比在 1/2，规模基于 20 年底数据。

来源：公司财报、央行、中泰证券研究所

- **房地产相关债务风险的敏感性测算（中性假设下，仅考虑对房地产企业的敞口）：涉房债务违约比例达到 20% 才会完全侵蚀 21 年净利润，国有行和农商行受到的影响较小。考虑按揭贷款质量较高，仅考虑银行对房企的风险敞口，假设 5% 的涉房表内敞口发生违约，对上市银行 21 年净利润的影响不到 30%，其中国有行和农商行受到的影响较小在 20%，城商行受到的影响较大在 50%。当涉房表内敞口发生违约比例达到 20% 时，上市银行 21 年净利润才会受到侵蚀。**

图表：上市银行涉房债务风险的敏感性测算（仅考虑对房企敞口，百万元）

	不同比例表内涉房债务违约下对资产端的冲击				不同比例表内涉房债务违约下对利润端的冲击				归母净利润 2021E	总资产 2021E
	5%	10%	20%	30%	5%	10%	20%	30%		
工商银行	0.16%	0.33%	0.66%	0.98%	17.30%	34.61%	69.21%	103.82%	343,595	36,258,124
建设银行	0.14%	0.28%	0.56%	0.85%	14.75%	29.51%	59.01%	88.52%	297,036	31,093,808
农业银行	0.14%	0.28%	0.57%	0.85%	19.24%	38.48%	76.96%	115.44%	222,983	30,206,228
中国银行	0.23%	0.46%	0.91%	1.37%	30.20%	60.39%	120.78%	181.17%	201,278	26,589,192
交通银行	0.19%	0.37%	0.74%	1.12%	26.59%	53.17%	106.35%	159.52%	81,017	11,566,613
邮储银行	0.06%	0.13%	0.25%	0.38%	10.12%	20.23%	40.46%	60.69%	78,405	12,590,534
招商银行	0.28%	0.55%	1.11%	1.66%	21.56%	43.12%	86.25%	129.37%	120,477	9,377,232
中信银行	0.27%	0.55%	1.10%	1.65%	43.25%	86.51%	173.01%	259.52%	52,993	8,343,875
浦发银行	0.33%	0.66%	1.32%	1.97%	46.34%	92.69%	185.37%	278.06%	62,963	8,865,715
民生银行	0.42%	0.84%	1.68%	2.52%	91.09%	182.18%	364.37%	546.55%	32,600	7,072,080
兴业银行	0.39%	0.79%	1.58%	2.37%	40.24%	80.47%	160.94%	241.41%	83,358	8,494,215
光大银行	0.33%	0.66%	1.31%	1.97%	42.47%	84.94%	169.89%	254.83%	46,574	6,035,190
华夏银行	0.36%	0.73%	1.46%	2.19%	59.84%	119.67%	239.35%	359.02%	22,638	3,716,602
平安银行	0.37%	0.74%	1.49%	2.23%	48.57%	97.14%	194.27%	291.41%	37,690	4,924,237
浙商银行	0.47%	0.95%	1.90%	2.85%	84.72%	169.43%	338.86%	508.29%	12,972	2,314,779
北京银行	0.49%	0.98%	1.97%	2.95%	68.58%	137.16%	274.32%	411.48%	22,294	3,109,443
南京银行	0.39%	0.78%	1.57%	2.35%	41.99%	83.97%	167.94%	251.92%	15,629	1,674,232
宁波银行	0.39%	0.79%	1.58%	2.37%	40.81%	81.63%	163.25%	244.88%	18,524	1,916,455
江苏银行	0.34%	0.68%	1.36%	2.04%	47.48%	94.96%	189.93%	284.89%	19,177	2,672,064
贵阳银行	0.56%	1.13%	2.25%	3.38%	58.44%	116.88%	233.75%	350.63%	6,282	652,608
杭州银行	0.39%	0.77%	1.54%	2.32%	55.92%	111.85%	223.70%	335.55%	8,924	1,292,633
上海银行	0.49%	0.97%	1.95%	2.92%	57.81%	115.61%	231.23%	346.84%	22,470	2,666,821
成都银行	0.39%	0.78%	1.56%	2.35%	38.60%	77.21%	154.41%	231.62%	7,433	733,679
长沙银行	0.29%	0.59%	1.18%	1.77%	41.13%	82.26%	164.53%	246.79%	5,690	795,051
青岛银行	0.37%	0.74%	1.48%	2.22%	70.15%	140.31%	280.62%	420.93%	2,822	535,231
郑州银行	0.28%	0.55%	1.10%	1.65%	48.93%	97.85%	195.70%	293.56%	3,253	577,202
西安银行	0.37%	0.73%	1.46%	2.19%	45.18%	90.35%	180.71%	271.06%	2,832	350,353
苏州银行	0.30%	0.59%	1.19%	1.78%	43.36%	86.72%	173.45%	260.17%	3,013	440,761
江阴银行	0.01%	0.02%	0.03%	0.05%	1.21%	2.42%	4.85%	7.27%	1,147	161,460
无锡银行	0.10%	0.19%	0.38%	0.57%	13.82%	27.64%	55.27%	82.91%	1,392	201,463
常熟银行	0.07%	0.15%	0.30%	0.45%	8.60%	17.19%	34.39%	51.58%	2,120	243,969
苏农银行	0.12%	0.24%	0.48%	0.72%	18.10%	36.21%	72.42%	108.63%	1,010	153,053
张家港行	0.09%	0.19%	0.38%	0.57%	13.65%	27.31%	54.61%	81.92%	1,103	159,904
青农商行	0.47%	0.94%	1.88%	2.82%	68.26%	136.51%	273.02%	409.53%	3,219	466,667
渝农商行	0.09%	0.17%	0.35%	0.52%	11.98%	23.97%	47.94%	71.91%	8,977	1,243,876
上市银行	0.23%	0.45%	0.91%	1.36%	27.83%	55.65%	111.31%	166.96%	1,853,888	227,495,350
国有行	0.16%	0.32%	0.64%	0.96%	19.31%	38.62%	77.24%	115.86%	1,224,314	148,304,499
股份行	0.34%	0.69%	1.38%	2.07%	43.18%	86.36%	172.73%	259.09%	472,265	59,143,925
城商行	0.41%	0.82%	1.64%	2.46%	51.71%	103.42%	206.83%	310.25%	138,341	17,416,533
农商行	0.15%	0.30%	0.61%	0.91%	21.06%	42.12%	84.24%	126.37%	18,968	2,630,392

注：假设表内外信用债涉房占比在 20%（根据信用债发行企业行业分布推算），表内外非标涉房占比在 1/2，规模基于 20 年底数据。未考虑按揭贷款的敞口。

来源：公司财报、央行、中泰证券研究所

- 进一步考虑拨备安全垫下，涉房债务违约对银行净利润的影响更小，仅在涉房债务 30% 违约比例下才会完全侵蚀 21 年上市银行净利润。测算思路：当前银行拨备计提比较充分，有释放利润空间，假设房企违约极端情况下银行在满足 150% 最高监管要求后多余拨备均用于释放利润、抵御涉房债务违约风险，则仅当涉房债务违约比例上升至 30%，上市银行 21 年净利润才会被完全侵蚀，且国有行和农商行的安全边际更高。

图表：上市银行涉房债务风险的敏感性测算（仅考虑对房企敞口，考虑拨备安全垫，百万元）

	不同比例表内涉房债务违约下对利润端的冲击				不同比例表内涉房债务违约下对利润端的冲击				归母净利润	
	5%	10%	20%	30%	5%	10%	20%	30%	2021E	拨备还原
工商银行	17.30%	34.61%	69.21%	103.82%	12.82%	25.65%	51.30%	76.95%	343,595	463,568
建设银行	14.75%	29.51%	59.01%	88.52%	10.40%	20.81%	41.61%	62.42%	297,036	421,248
农业银行	19.24%	38.48%	76.96%	115.44%	10.32%	20.64%	41.29%	61.93%	222,983	415,622
中国银行	30.20%	60.39%	120.78%	181.17%	26.59%	53.17%	106.35%	159.52%	201,278	228,594
交通银行	26.59%	53.17%	106.35%	159.52%	33.96%	67.92%	135.84%	203.75%	81,017	63,430
邮储银行	10.12%	20.23%	40.46%	60.69%	4.19%	8.38%	16.75%	25.13%	78,405	189,364
招商银行	21.56%	43.12%	86.25%	129.37%	9.22%	18.44%	36.89%	55.33%	120,477	281,701
中信银行	43.25%	86.51%	173.01%	259.52%	29.19%	58.39%	116.77%	175.16%	52,993	78,516
浦发银行	46.34%	92.69%	185.37%	278.06%	44.92%	89.84%	179.68%	269.51%	62,963	64,959
民生银行	91.09%	182.18%	364.37%	546.55%	95.89%	191.79%	383.57%	575.36%	32,600	30,968
兴业银行	40.24%	80.47%	160.94%	241.41%	24.49%	48.98%	97.95%	146.93%	83,358	136,965
光大银行	42.47%	84.94%	169.89%	254.83%	35.10%	70.19%	140.39%	210.58%	46,574	56,361
华夏银行	59.84%	119.67%	239.35%	359.02%	59.08%	118.16%	236.32%	354.48%	22,638	22,928
平安银行	48.57%	97.14%	194.27%	291.41%	27.58%	55.15%	110.30%	165.46%	37,690	66,382
浙商银行	84.72%	169.43%	338.86%	508.29%	39.46%	78.91%	157.82%	236.73%	12,972	27,853
北京银行	68.58%	137.16%	274.32%	411.48%	30.87%	61.73%	123.46%	185.19%	22,294	49,535
南京银行	41.99%	83.97%	167.94%	251.92%	20.02%	40.04%	80.07%	120.11%	15,629	32,780
宁波银行	40.81%	81.63%	163.25%	244.88%	17.70%	35.41%	70.82%	106.23%	18,524	42,702
江苏银行	47.48%	94.96%	189.93%	284.89%	17.07%	34.13%	68.27%	102.40%	19,177	53,351
贵阳银行	58.44%	116.88%	233.75%	350.63%	33.50%	67.01%	134.02%	201.03%	6,282	10,957
杭州银行	55.92%	111.85%	223.70%	335.55%	13.88%	27.77%	55.53%	83.30%	8,924	35,947
上海银行	57.81%	115.61%	231.23%	346.84%	27.59%	55.18%	110.37%	165.55%	22,470	47,074
成都银行	38.60%	77.21%	154.41%	231.62%	21.60%	43.19%	86.38%	129.57%	7,433	13,287
长沙银行	41.13%	82.26%	164.53%	246.79%	20.42%	40.84%	81.67%	122.51%	5,690	11,463
青岛银行	70.15%	140.31%	280.62%	420.93%	49.99%	99.99%	199.97%	299.96%	2,822	3,960
郑州银行	48.93%	97.85%	195.70%	293.56%	37.12%	74.23%	148.46%	222.69%	3,253	4,288
西安银行	45.18%	90.35%	180.71%	271.06%	20.37%	40.75%	81.49%	122.24%	2,832	6,279
苏州银行	43.36%	86.72%	173.45%	260.17%	14.64%	29.27%	58.55%	87.82%	3,013	8,925
江阴银行	1.21%	2.42%	4.85%	7.27%	0.78%	1.56%	3.12%	4.68%	1,147	1,781
无锡银行	13.82%	27.64%	55.27%	82.91%	4.21%	8.42%	16.85%	25.27%	1,392	4,567
常熟银行	8.60%	17.19%	34.39%	51.58%	2.61%	5.22%	10.45%	15.67%	2,120	6,980
苏农银行	18.10%	36.21%	72.42%	108.63%	5.52%	11.03%	22.07%	33.10%	1,010	3,316
张家港行	13.65%	27.31%	54.61%	81.92%	3.95%	7.90%	15.79%	23.69%	1,103	3,815
青农商行	68.26%	136.51%	273.02%	409.53%	24.38%	48.75%	97.51%	146.26%	3,219	9,012
渝农商行	11.98%	23.97%	47.94%	71.91%	5.34%	10.67%	21.34%	32.01%	8,977	20,164
上市银行	27.83%	55.65%	111.31%	166.96%	17.68%	35.35%	70.70%	106.05%	1,853,888	2,918,642
国有行	19.31%	38.62%	77.24%	115.86%	13.27%	26.54%	53.07%	79.61%	1,224,314	1,781,827
股份行	43.18%	86.36%	172.73%	259.09%	26.60%	53.20%	106.41%	159.61%	472,265	766,632
城商行	51.71%	103.42%	206.83%	310.25%	22.32%	44.63%	89.26%	133.90%	138,341	320,547
农商行	21.06%	42.12%	84.24%	126.37%	8.05%	16.10%	32.19%	48.29%	18,968	49,635

注：假设表内外信用债涉房占比在 20%（根据信用债发行企业行业分布推算），表内外非标涉房占比在 1/2，规模基于 20 年底数据。未考虑按揭贷款的敞口。

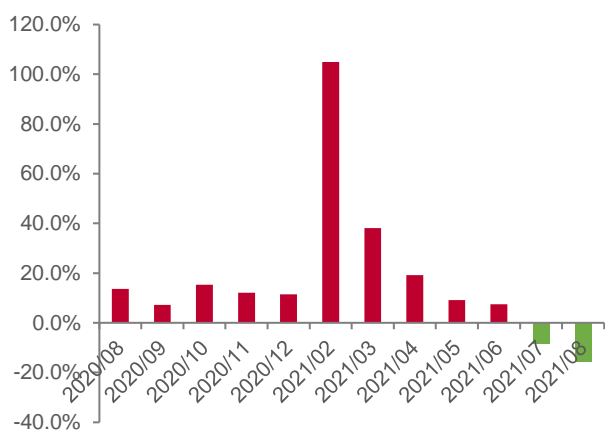
来源：公司财报、央行、中泰证券研究所

二、恒大债务风险对房地产的影响：需求和供给预期变化带来的链条式传导

1、需求端：量缩价跌体现的是需求层面的快速下行

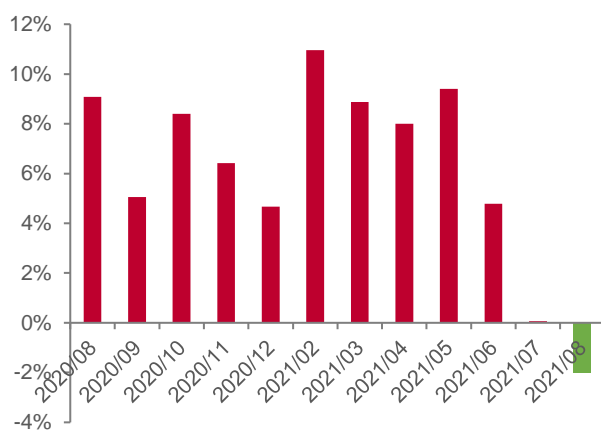
- 从全国商品房成交角度来看，今年六月后市场快速下行，除了供给端持续收缩的影响以外，购房需求同时在快速恶化。从现象上来看，全国商品房销售额快速回落。同时，房企开盘去化率整体有所下行，反映市场有效购房需求回落明显。数据上来看，全国商品房 7、8 月销售面积同比增速快速转负，8 月单月销售面积同比下滑 15.6%，即使考虑到去年疫情影响，销售面积前低后高，刨除掉基准期因素，与 2019 年同期对比的年化复合增速为-2%，相比今年前五月 8%以上的单月年化增速，仍旧回落明显。

图表：全国商品房单月销售增速（%）



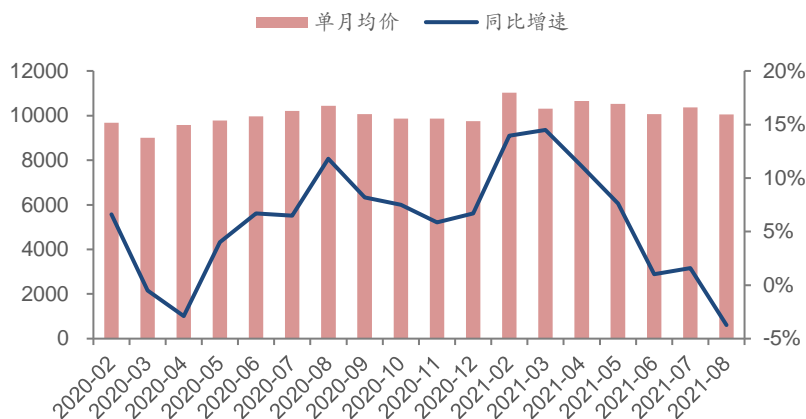
来源：Wind、国家统计局、中泰证券研究所

图表：全国商品房单月销售两年年化增速（%）



来源：Wind、国家统计局、中泰证券研究所

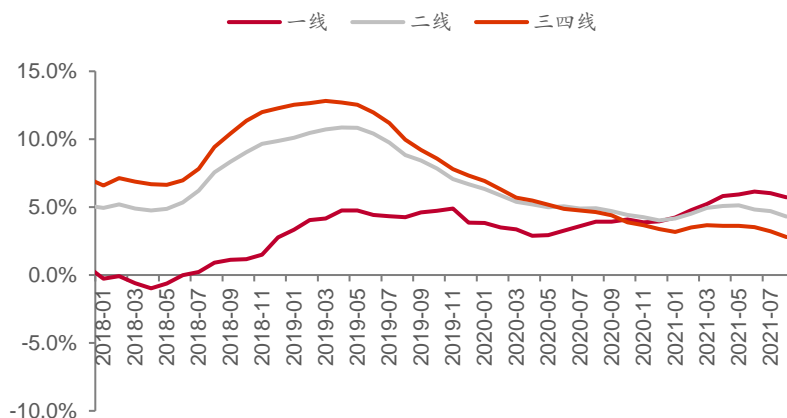
- 而从量价两个维度来看，除了供给端收缩因素外，购房需求端的边际走弱也正逐步体现。从价格的角度来看，如果需求维持平稳，供给不足下，价格上行压力增加。但 8 月当月销售均价出现异常下降，体现市场需求端边际走弱。八月全国商品房单月销售均价 10057 元/m²，同比下滑 4%，而销售均价增速自 2021 年 3 月以来持续下降。虽然从成交结构上来看，今年三月后，热点城市房地产调控政策持续收紧，部分房地产项目推盘时间延后，三四线城市成交占比上升对于成交价格有一定拖累。但 6 月后，热点城市备案推盘政策回归正常，7、8 月以来的销售均价下行体现出需求端的快速回落。

 图表：全国商品房单月销售均价及同比增速（元/m²、%）


来源：Wind、中国土地大全、中泰证券研究所

- 从不同城市房价增速的角度来看，三四线城市需求下滑速度显著高于一、二线核心城市。我们以 70 个大中城市新建商品房价格增速的角度来看，70 城中三四线城市房价同比增速今年以来持续下滑。进一步来看，由于全国商品房销售均价 8 月单月同比下降，而 70 大中城市房价增速总体保持增长，体现出全国范围内中小城市房价下行压力更为显著。

图表：70个大中城市分一二三线房价同比增速（%）

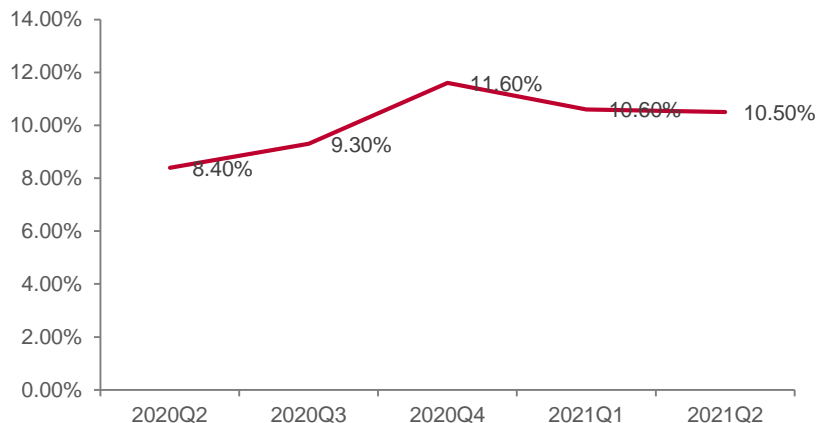


来源：Wind、国家统计局、中泰证券研究所

2、居民购房预期下行导致需求快速恶化

- 需求边际走弱，一方面是政策持续收紧限制了需求释放，另外一方面，对于房地产行业景气度上升的预期下降进一步驱动了需求的下行。从房价预期的角度来看，《中国家庭财富指数调研报告》披露，计划购房家庭占比自2020年4季度持续回落，居民购房意愿下行明显。

图表：计划购房的家庭占比（%）



来源：《中国家庭财富指数调研报告》、中泰证券研究所

- 影响购房者预期的核心因素我们认为有以下三点。第一，政策因素下，购房者对于买房持有成本预期上升；第二，恒大事事件引发行业系统性风险担忧；第三，销量下行进一步传递负面市场预期。

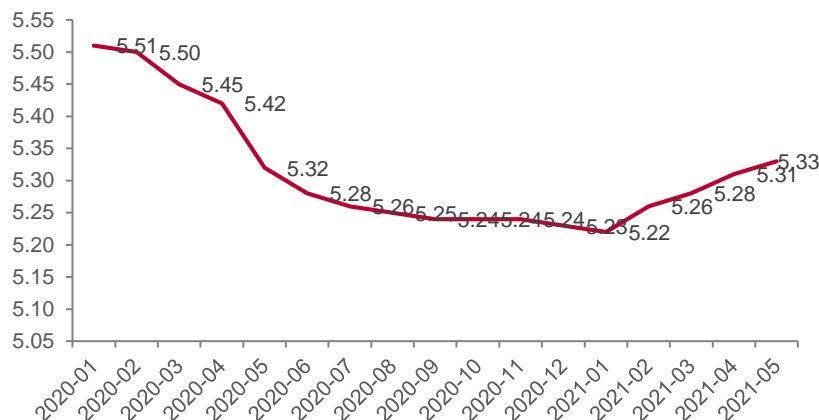
对于居民购房的持有成本，可以简单拆解为以下三个因素：

$$\text{持有成本} = \text{按揭利率} + \text{无风险利率} + \text{持有环节税费} - \text{房价涨幅}$$

- 首先，由于按揭利率的快速上升，以及房价上涨预期的回落，持续推升了居民端对于购房持有成本上升的预期。从平均房贷利率今年以来持续上行。5月首套房房贷平均利率5.33%，6月后，房贷利率仍在持续上

行。而当前房价上行放缓，未来房价涨幅预期的下降，进一步助推了居民对于未来持有房产成本上行的预期。

图表：42城首套房房贷利率（%）

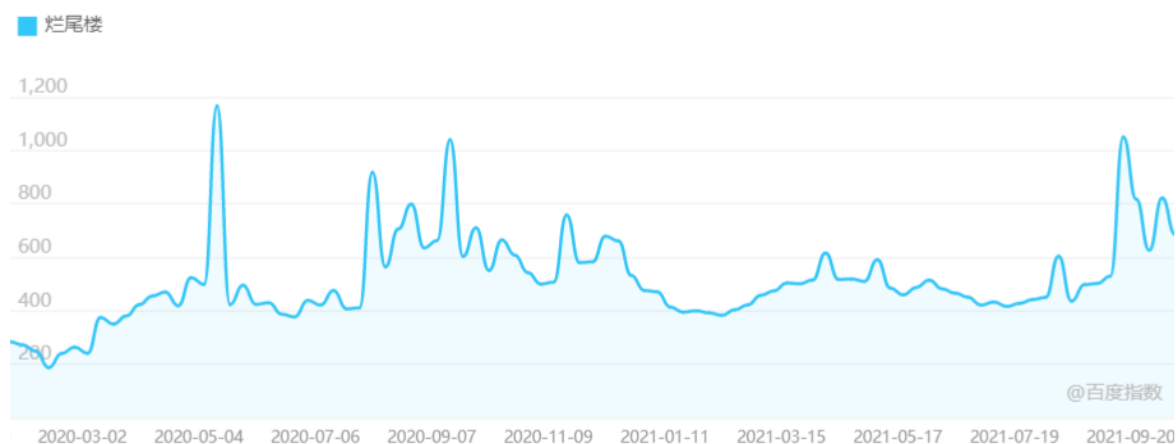


来源：融 360、中泰证券研究所

- 其次，恒大事件后，市场对于房地产行业风险担忧上升显著，虽然目前房价整体保持平稳，但购房者对于风险房企烂尾担忧提升。由于当前房地产行业面临的行业性问题在民营房企中普遍存在，流动性萎缩造成的交付担忧进一步恶化了购房者对于商品房交付的悲观预期。从百度指数来看，恒大事件后，百度指数中“烂尾楼”及“退房”指数持续提升，体现出购房者对于开发商交楼能力与房价下行压力的担忧。

图表：“烂尾楼”及“退房”关键词百度指数走势

地域范围 全国 设备来源 PC+移动 时间范围 2020-01-01 ~ 2021-09-26

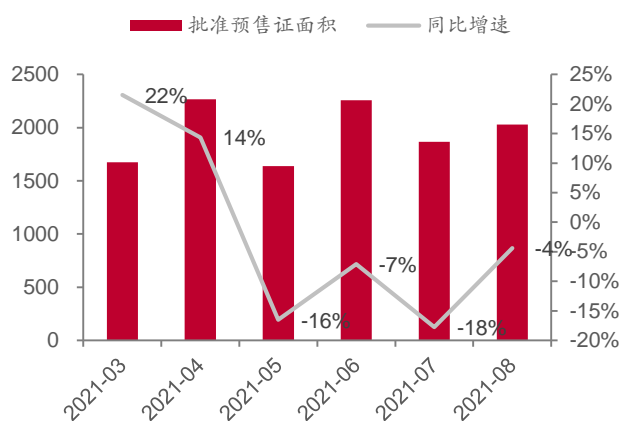




来源：百度指数、中泰证券研究所

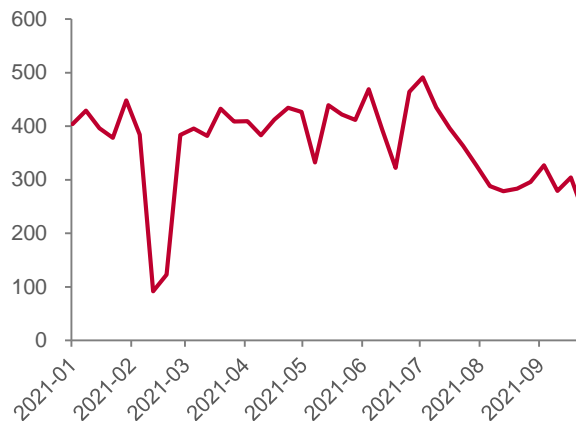
- 最后，房地产市场的供需双弱局面进一步驱动了预期下行，在全国销售增速转向后，市场对于政策持续收紧下的房地产市场产生了失速的担忧。从核心城市新增预售商品房的供应角度，及全市场成交面积的需求角度，下半年来都出现了明显的失速。

图表：12城商品房预售证批准面积（万m²、%）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表：30大中城市商品房成交面积（万m²）

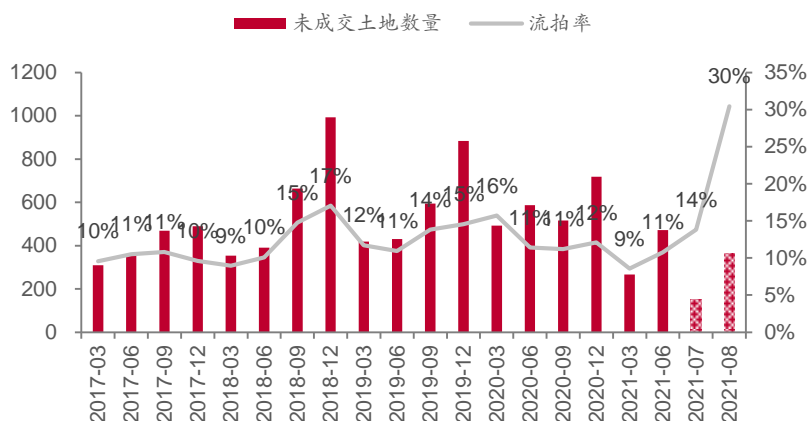


来源：Wind、中泰证券研究所

3、供给端：土地市场转冷，开工意愿下行

- 从供给端参与者，房地产开发商预期的角度来看，开发商对于土地市场补库存意愿以及开工意愿下行显著。土地市场最明显的现象则是企业拿地意愿不足。从土地市场的角度来看，即使多地第二轮集中供地修订土拍制度，对于拿地利润率水平存在修复，但企业拿地意愿显著不足，流拍现象显著。8月百城土地成交角度来看，有效成交显著不足，流拍率达到了30%的近年来的新高。

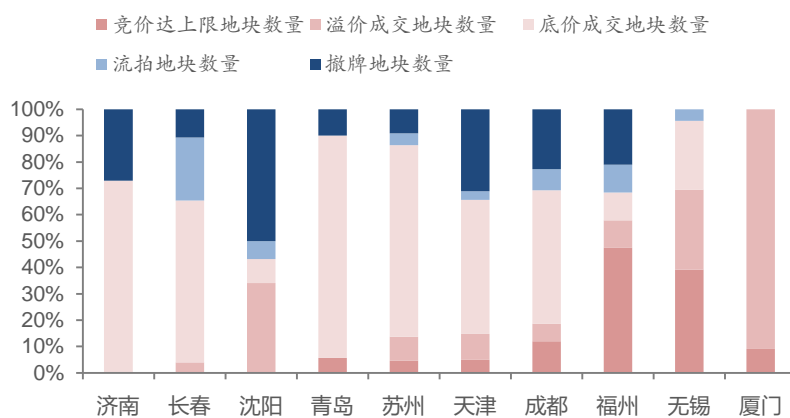
图表：100城土地市场未成交土地数量及流拍率（幅，%）



来源：Wind、中国土地大全、中泰证券研究所

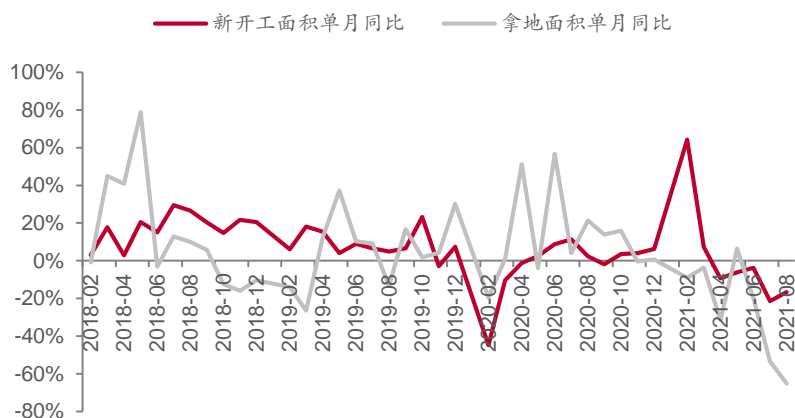
- **第二轮核心城市集中供地同样下行明显，从成交结构上来看，底价成交及撤拍流拍占比显著提升。**济南、长春、沈阳、青岛等北方城市流拍占比较多，除了福州、无锡、厦门三城市部分土地竞拍达到价格上限，大量城市项目底价成交，竞争激烈程度显著弱于第一轮集中供地。

图表：部分城市第二轮集中供地成交占比（%）



来源：中指研究院、中泰证券研究所

- **供给转冷不仅限于土地市场，首轮集中供地后，新开工面积在 7、8 月则出现了同比大幅下行，体现企业拿地后开工意愿不足。**2018 年以来，在行业利润率持续下行的过程中，开发商通过加快资金周转的方式持续提升项目回报，拿地后尽可能缩短项目开工时间，新增拿地对于一个季度内的开工起到明显的支撑。而今年 5、6 月，第一批集中供地土地成交后，在单月拿地面积短期反弹后，单月新开工面积反而在 7、8 月出现大幅持续下行，体现房企整体拿地后开工意愿不强。

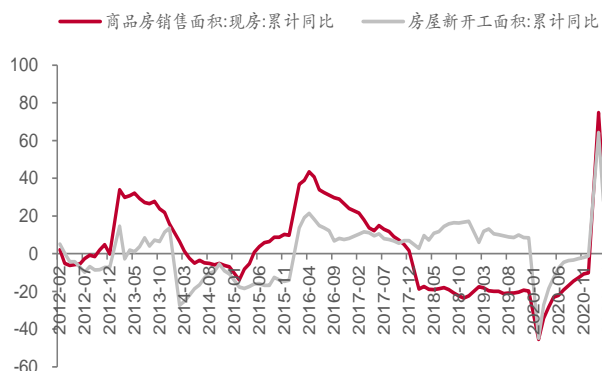
图表：100个大中城市土地成交建筑面积及新开工面积同比（%）


来源：Wind、中国土地大全、中泰证券研究所

4、规模诉求减弱持续恶化供给预期

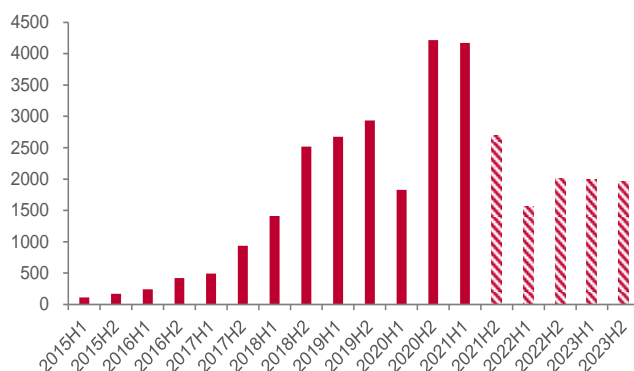
- 从开放商经营的层面，供给端的持续收缩来自于三方面的影响：第一，政策与监管环境下，房企对未来销售及回款的悲观预期；第二，三道红线监管政策下，开发商对于销售规模增长的诉求大幅减弱。第三，持续紧缩的融资监管政策引发房企扩张担忧。
- 首先，除了土地盈利能力及房企资金约束限制外，对未来销售的预期决定了房企的补库存意愿。从总量新开工面积增速与销售面积增速的对比来看，除了2018-2019时间段以外，销售增长与新开工面积增长基本维持同方向变动，体现市场在各方参与者下供应与需求的平衡关系。2018-2019的开工与销售增速背离背后主要的原因在于房地产行业的债务到期规模持续增长，偿债压力之下倒逼企业供应存量土储，增加销售回款保障现金流安全，造成了2018年至2020年新开工与销售增速的反向变化，行业整体处于去库存状态。而2021年下半年后，债务到期规模快速下降，偿债压力的降低直接促使企业经营方向从追求规模转向追求安全，同时销售的持续走弱进一步抑制了企业对于未来供应的悲观预期。
- 其次，三道红线监管要求下，以往房企追求规模增长获得更低的融资成本的路径失效，在债券市场中，获得更低的融资成本需要更快的满足三道红线监管要求。因此降低有息负债成为房企今年以来的经营核心。而有息负债规模下降必然带来存货规模下降，进一步压缩企业的拿地预期。

图表：100 个大中城市土地成交建筑面积及新开工面积同比 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

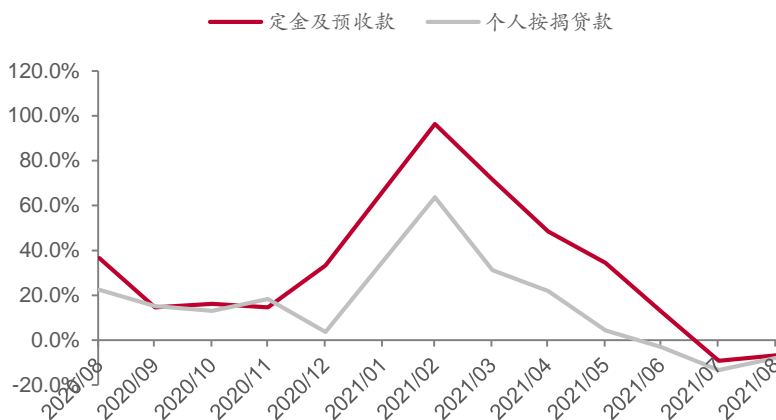
图表：100 个大中城市土地成交建筑面积及新开工面积同比 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

- 最后，房地产贷款双机重监管与 6 月以来过于收紧的预收款监管政策进一步恶化了企业对于自身流动性的预期，保经营不拿地成为民营房企的普遍共识。回款的角度来看，从银行信贷支持来看，房贷集中度管理后，银行体系对于房地产的信贷支持总量有限，进而导致今年以来，房子卖了但是按揭放款延迟，销售好但回款差的情况。从房地产投资开发资金来源来看，按揭贷款的资金到位增速下滑速度显著高于定金及首付款。

图表：房地产开发资金来源单月同比增速 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

- 而 6 月以来，由于恒大事件引发银行对于交房风险担忧，对于预售资金监管进行了大幅度强化。房企普遍反馈在开发过程中，项目完成与售后需要通过自由资金偿还开发贷及支付工程款。当施工进度达到要求进度后提取预售资金使用，开发过程现金回收期大幅拉长，导致房企现金流快速枯竭。

图表 1: 各地预售资金监管政策

时间	发布城市	主要内容
20210922	重庆	《关于加强房地产开发项目预售资金监管的通知》：（1）取消核减预售资金首付款监管比例有关规定，全市房地产开发项目预售资金首付款监管全部按照预售总额的 35%核定；（2）同一建档项目提前使用预售监管资金的次数在一个自然年度内不得超过 3 次，每次使用金额不得超过监管账户余额的 1/3（监管账户余额大于应监管金额的，则每次使用金额不得超过应监管金额的 1/3）
20210914	张家口	《关于进一步加快完善房地产长效机制的通知》：对新取得预售许可的项目，按楼栋进行资金监管，以套为单位，备案价格的 30%可随时提取，备案价格的 70%为重点监管资金（不设资金池），可按基础完工提取不超过监管资金的 30%、建设达到 10 层以上提取不超过监管资金的 50%、主体封顶提取不超过监管资金的 65%、完成竣工验收只留存监管总资金的 3%、完成竣工验收备案证明解除预售资金监管等 5 个节点提取预售监管资金。
20210914	东莞	《关于加强商品房预售款收存管理的通知》：（1）各房地产开发企业要在项目销售现场明显位置张贴购房支付提示牌；（2）各房地产开发企业要按照有关规定，将商品房预售资金，包括购房人按照认购协议、合同等约定支付的全部房价款全部存入预售款专用账户；（3）各房地产开发企业不按规定交存、使用商品房预售资金的，将暂停监管资金拨付和商品房网签，并依法依规作出行政处罚处理
20210806	兰州	《关于进一步加强商品房预售资金监管工作的通知》：房企需按照《兰州市商品房预售资金监管规定》将购房人按合同约定支付的定金、首付款、全款及分期付款中的后续资金等全部存入监管账户；市住建局对商品房预售资金入账方式系统调整到位，将通过在预售项目销售场所统一配置 POS 机的方式，确保预售资金直接存入监管账户
20210727	天津	《天津市新建商品房预售资金监管办法》：（1）房地产开发企业可按取得商品房销售许可、主体结构验收、竣工验收、竣工验收备案等资金使用节点申请拨付监管资金；（2）购房人应当凭新建商品房预售资金缴款通知书，通过商业银行网点柜台、新建商品房预售资金监管专用 POS 机、网银转账等方式将房价款直接存入监管账户
20210630	无锡	《无锡市商品房预售资金监管办法操作规程》：（1）对于被评定为诚信企业（A 级）的房地产开发企业，以及尚未获评信用等级、但其所有股东在本市设立的持股比例超过 50%以上的其他子公司评级均为诚信企业（A 级）的房地产开发企业，可凭其监管银行以外的符合条件的商业银行出具的符合条件的保函，替换同等额度的重点监管资金额度；（2）购房人可以通过资金监管专用 POS，扫码《商品房预售资金收款单》，实现定金和首付款等房价款进入监管账户时自动对应到房屋；同样的，商业银行和公积金中心发放的住房贷款也可以通过子账户直接按套发放到监管账户
20210323	西安	《西安市商品房预售资金监督管理办法》：（1）商品房预售资金应全部直接存入专用监管账户进行监管，开发企业不得直接收取或另设账户收存购房人的购房款；（2）开发企业申请《商品房预售许可证》前，应当选择一家商业银行，设立商品房预售资金监管专用账户，并按照申请预售许可批次及开发项目楼幢范围；（3）商品房预售资金按照商品房开发项目建设进度核拨。完成主体结构验收前，累计申请使用资金额度不得超过重点监管资金总额的 50%；完成竣工验收前，累计申请使用资金额度不得超过重点监管资金总额的 95%；完成竣工验收备案前，累计申请使用资金额度不得超过重点监管资金总额的 99%。完成不动产首次登记后，可以申请提取剩余 1%的重点监管资金。

来源：各地住建部、房管局、中泰证券研究所

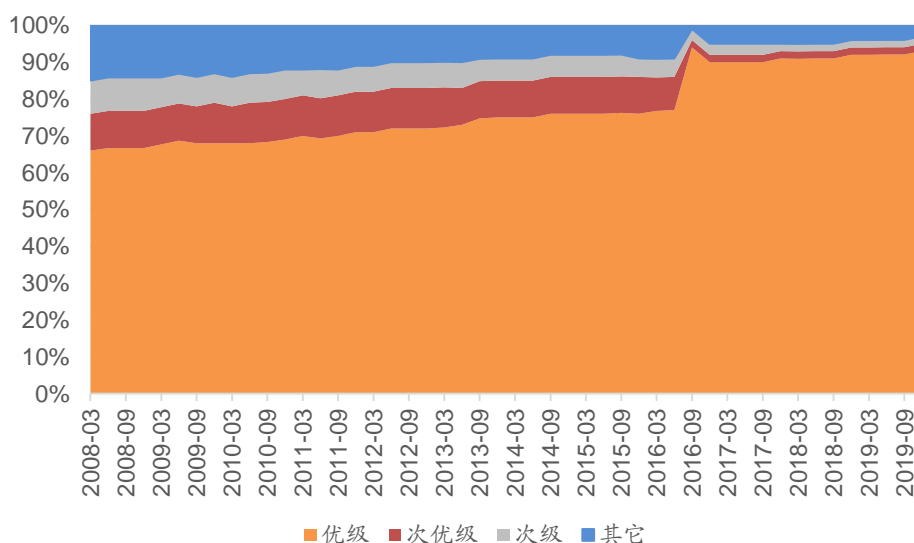
三、恒大债务风险传导的未来展望：无需担心系统性风险，需关注经济下行压力

1、出现系统性风险的概率低，不会是中国“雷曼时刻”

1.1 本轮恒大债务危机和 08 年雷曼危机比较：高负债+高资产，低风险传染

- 08 年雷曼时刻发生的直接原因是房价崩盘式下跌导致抵押品快速贬值，公司陷入流动性偿付危机，根本原因在于市场底层有毒资产（次级按揭贷款）和基于此的金融产品创新。**2005 年 Q3 后美国房地产价格快速下行，抵押品快速贬值，雷曼过去依赖高负债、高杠杆的投资交易行为难以为继，陷入流动性偿付危机。与此同时，基于次级按揭贷款 MBS 的二次甚至 N 次资产证券化链条放大了金融风险的传染性。而银行作为本轮环境的最终风险承担方，一方面自身持有的优先级产品面临损失，另一方面对冲基金用于申请贷款而作为抵押品的中间级和股权级 MBS 和 CDO 发生更大程度的缩水，造成银行的不良贷款比重上升。

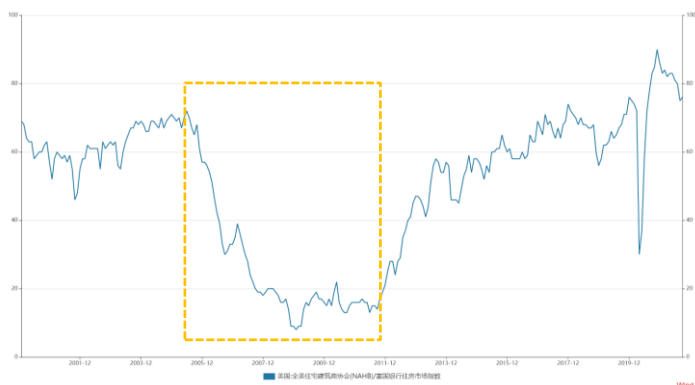
图表：美国 08 年危机发生次级按揭贷款占比较高



资料来源：OCC，中泰证券研究所

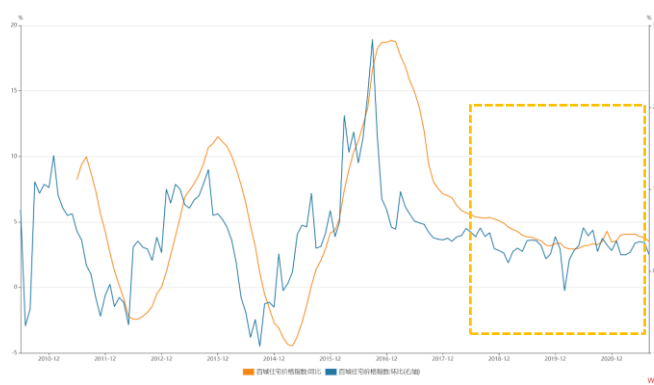
- 本次恒大债务风险事件：起因仍是企业高杠杆经营，但停留在流动性偿付危机层面，金融外溢性较弱。**1、高杠杆、高负债、高资产。恒大债务危机爆发的直接原因仍是企业高杠杆和高负债经营，但与雷曼不同的是，恒大有较多的优质资产（如棚改和土储项目、旗下物业等子公司）可以出售抵御流动性风险。2、债务风险传递路径单一，金融风险外溢性较低。当前恒大债务危机更多停留在个体风险层面，是企业经营策略不适应宏观环境的结果，企业债权债务关系清晰、债务风险传递路径单一，基于企业债务进行的证券化和产品创新程度低，不具备向金融系统大规模风险外溢的条件。3、国内房产价格总体平稳。近年在房地产监管政策的严格管控下，国内房价增速稳定、行业发展平稳，国内房地产市场出现房价系统性下跌的风险极小。

图表：美国 08 年房价崩盘式下跌



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：国内房产价格总体仍较平稳



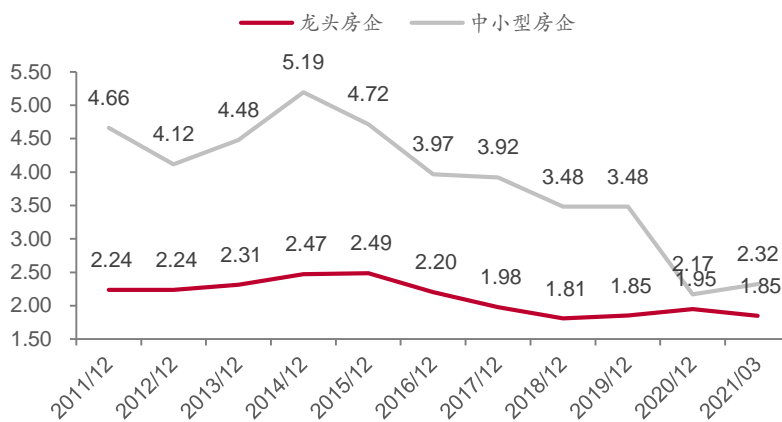
资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **未来判断：出现系统性风险的概率低，恒大债务风险爆发不会是中国“雷曼时刻”。**08 年雷曼危机发生的背景是金融系统整体高杠杆以及房价的快速下跌。和雷曼相比，恒大偿付危机虽然“高负债、高杠杆”，但同时“高资产”，其以土储和棚改项目为主的资产较为优质、证券化程度低，对金融市场的风险传染能力明显弱于雷曼。预计恒大事件更多是造成房地产行业局部信用紧缩进而带来的经济下行压力，向整个金融市场的传导总体有限。

1.2 近年房地产金融严监管：银行涉房客群优质

- **2018 年后随着房企融资进入严监管，银行在房地产领域的信贷偏好有所降低，开发贷和按揭的客群都相对优质。**“三道红线”监管限制下，房企有息债务和杠杆水平迅速下降，银行开发贷客群的经营安全边际在提升。同时银行按揭贷款大多针对有固定收入的刚需住房客群，历史不良率一直维持在较低水平。

图表：A 股上市房企存货与带息债务增速 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：上市银行按揭贷款不良率一直保持在较低水平

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1H20	2020	1H20
工商银行	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.23%	0.29%	0.28%	0.24%
建设银行	0.18%	0.17%	0.21%	0.31%	0.28%	0.24%	0.24%	0.23%	0.25%	0.19%	0.20%
农业银行	0.36%	0.29%	0.32%	0.43%	0.43%	0.36%	0.31%	0.30%	0.32%	0.38%	0.32%
中国银行	N.A.	N.A.	0.30%	0.35%	0.37%	0.32%	0.29%	0.26%	0.30%	0.29%	0.28%
交通银行	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.36%	0.40%	0.37%	0.34%
招商银行	0.22%	0.34%	0.26%	0.45%	0.42%	0.33%	0.28%	0.25%	0.25%	0.29%	0.25%
浦发银行	0.26%	0.33%	0.00%	0.49%	0.34%	0.36%	0.27%	0.27%	0.30%	0.34%	0.35%
民生银行	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.21%	0.00%	0.22%	0.22%
兴业银行	0.15%	0.21%	0.32%	0.34%	0.34%	0.30%	0.31%	0.33%	0.46%	0.53%	0.54%
平安银行	0.24%	0.44%	0.49%	0.09%	0.13%	0.08%	0.11%	0.30%	0.42%	0.31%	0.31%
杭州银行	0.16%	0.09%	0.08%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.12%	0.07%	0.07%
上海银行	0.69%	0.75%	0.69%	0.73%	0.43%	0.21%	0.21%	0.16%	0.15%	0.14%	0.10%
成都银行	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.25%	0.29%	0.25%	0.28%
常熟银行	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.39%	0.27%	0.21%	0.15%	0.14%

来源：公司财报、中泰证券研究所

- 另一方面涉房债务一般有充足的资产抵押，资产安全边际相对较高。**我国按揭贷款和抵押物的价值比例通常在 70% 以下，抵押品价值有足够的“安全垫”，只要抵押物价格不发生大幅下跌，个人贷款的偿付能力就有保证。当前经济稳增长压力较大，在“房住不炒”的政策指引下，政策稳房价、稳信用的思路较为明确，房地产价格显著下降的可能性较低，也意味着银行抵质押物的价值具有较强韧性。

图表：地产融资相关监管政策

发布时间	文件名称/措施	发布机构	政策要点
2019年5月17日	《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》	银保监会	禁止信托公司向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款。
2019年7月4日		银保监会	要求控制地产信托业务规模：(1) 被要求“自觉控制地产信托业务规模”；(2) 被要求“三季度末地产信托业务规模不得超过二季度末”；(3) 个别公司被要求“全面暂停地产信托业务”。
2019年7月6日	约谈警示部分信托公司	银保监会	要求：1. 今年房地产信托规模不得超过6月末的规模；2. 已备案项目不影响发行及成立，未备案项目一律暂停；3. 符合432的通道类业务也算房地产项目，全部暂停；4. 地产公司并购也算房地产项目，也受窗口指导影响，全部暂停；5. 城市更新类旧改项目暂时不受此次窗口指导影响。
2019年7月9日	《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	发改委	要求“一、房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务”——重申外债资金的用途。
2020年4月9日	《关于进一步明确区域性股权市场可转债业务有关事项的函》	证监会	停止为房地产、类金融、异地企业以及有限公司、城投公司、政府融资平台等主体发行可转债，现有存量确保到期兑付
2020年6月27日		银保监会	重点监管以下行为：未严格执行房地产信托贷款监管政策，向不满足“四三二”要求的房地产开发项目提供贷款；直接或变相为房地产企业提供土地储备贷款或流动资金贷款；以向开发商上下游企业、关联方或施工方发放贷款等名义将资金实际用于房地产开发，规避房地产信托贷款相关监管要求；对委托方信托目的合法合规性审核不严，为各类资金违规流入房地产市场提供便利；人为调整房地产业务分类、规避合规要求或规模管控要求。
2020年8月20日		中国人民银行和住建部	提出房企融资的“三条红线”标准：剔除预收款后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1倍。根据房企的“踩线”情况，分为“红、橙、黄、绿”四档，然后实施差异化债务规模管理。
2020年10月30日	《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》	银保监会	要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道。
2020年12月31日	《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》	中国人民银行	根据银行业金融机构资产规模及机构类型，分档对房地产贷款集中度进行管理，并综合考虑银行业金融机构的规模发展、房地产系统性金融风险表现等因素，适时调整适用机构覆盖范围、分档设置、管理要求和相关指标的统计口径。

来源：人民银行，发改委，住建部，银保监会，证监会、中泰证券研究所

1.3 银行拨备安全垫充足

- 当前银行利润高增、拨备计提充分，有较充足的安全垫。**今年以来行业利润增速向上，一方面有去年同期低基数的影响，同时行业资产质量持

续改善至历史较优水平，拨备计提充分，对非信贷资产减值计提增多，未来拨备有释放利润的空间。充分的拨备安全垫能够应对涉房债务风险：根据我们上文测算，仅在涉房债务 30% 违约比例下才会完全侵蚀 21 年上市银行净利润。

图表：上市银行归母净利润同比增速

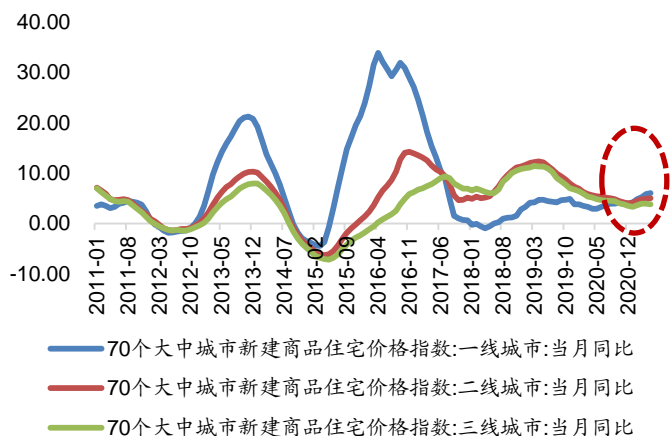
	归母净利润						
	1Q20	1H20	3Q20	2020	1Q21	1H21	复合增速
工商银行	3.0%	-11.4%	-9.2%	1.2%	1.5%	9.9%	-1.3%
建设银行	5.1%	-10.7%	-8.7%	1.6%	2.8%	11.4%	-0.3%
农业银行	4.8%	-10.4%	-8.5%	1.8%	2.6%	12.4%	0.3%
中国银行	3.2%	-11.5%	-8.7%	2.9%	2.7%	11.8%	-0.5%
交通银行	1.8%	-14.6%	-12.4%	1.3%	2.3%	15.1%	-0.9%
邮储银行	8.5%	-10.0%	-2.7%	5.4%	5.5%	21.8%	4.7%
招商银行	10.1%	-11.6%	-0.8%	4.8%	15.2%	22.8%	9.9%
中信银行	9.4%	-9.8%	-9.4%	2.0%	8.2%	13.7%	1.3%
浦发银行	5.5%	-9.8%	-7.5%	-1.0%	7.7%	3.0%	-3.6%
民生银行	5.4%	-10.0%	-18.0%	-36.3%	-11.4%	-6.7%	-8.4%
兴业银行	6.8%	-9.2%	-5.5%	1.2%	13.7%	23.1%	5.7%
光大银行	11.3%	-10.2%	-5.7%	1.3%	6.3%	22.2%	4.8%
华夏银行	5.1%	-11.4%	-7.4%	-2.9%	10.6%	17.6%	2.1%
平安银行	14.8%	-11.2%	-5.2%	2.6%	18.5%	28.5%	6.8%
浙商银行	2.1%	-10.0%	-9.7%	-4.8%	1.1%	1.1%	-4.6%
北京银行	5.3%	-10.5%	-8.4%	0.2%	3.5%	9.3%	-1.1%
南京银行	13.0%	5.0%	2.0%	5.2%	9.3%	17.1%	10.9%
宁波银行	18.1%	14.6%	5.2%	9.7%	18.3%	21.4%	17.9%
江苏银行	12.9%	3.5%	0.6%	3.1%	22.8%	25.2%	13.8%
贵阳银行	15.5%	6.7%	-1.0%	2.1%	4.4%	3.3%	4.9%
杭州银行	19.3%	12.1%	5.1%	8.1%	16.3%	23.1%	17.5%
上海银行	4.3%	3.0%	-8.0%	2.9%	6.1%	10.3%	7.1%
成都银行	11.6%	9.9%	4.8%	8.6%	18.0%	23.1%	16.3%
长沙银行	12.0%	7.5%	2.4%	5.1%	5.1%	21.2%	14.1%
青岛银行	9.5%	6.5%	3.1%	4.8%	16.2%	17.4%	11.8%
郑州银行	4.6%	-2.1%	-8.3%	-3.6%	2.7%	1.5%	-0.3%
西安银行	10.0%	1.1%	-1.0%	3.0%	-8.1%	5.2%	3.1%
苏州银行	9.9%	4.3%	2.1%	4.0%	14.8%	16.2%	10.3%
江阴银行	8.2%	1.5%	1.7%	4.3%	8.6%	15.4%	8.2%
无锡银行	12.9%	5.0%	4.4%	5.0%	6.1%	15.8%	10.3%
常熟银行	14.1%	1.4%	1.8%	1.0%	4.7%	15.6%	8.3%
苏农银行	11.0%	2.2%	6.6%	4.2%	4.5%	17.2%	9.5%
张家港行	12.3%	4.0%	4.8%	4.9%	14.4%	20.9%	12.1%
青农商行	12.4%	4.3%	4.9%	4.8%	6.9%	12.1%	8.4%
紫金银行	10.6%	2.0%	1.8%	1.7%	2.2%	2.7%	2.4%
渝农商行	-6.9%	-9.9%	-10.0%	-13.9%	5.5%	10.6%	-0.2%
上市银行	5.5%	-9.4%	-7.7%	0.7%	4.6%	13.0%	1.2%
国有行	4.2%	-11.2%	-8.7%	1.9%	2.5%	12.1%	-0.2%
股份行	8.1%	-8.2%	-7.0%	-3.3%	8.4%	14.5%	2.6%
城商行	10.4%	3.0%	-1.8%	4.0%	10.4%	15.4%	9.0%
农商行	1.2%	-3.7%	-3.3%	-5.0%	6.0%	12.1%	3.9%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 对金融机构的影响总量可控、结构更趋分化：对小型区域银行和信托公司的直接影响比较大。一方面从融资方角度，房企本身呈现分化，弱质高杠杆房企的风险在抬升。从房企产业债的信用利差情况看，AA+及以上房企债的信用利差小幅走低，高评级房企的风险较年初总体保持平稳；但 AA 级房企信用利差则小幅走高，说明弱质房企的风险有小幅上升，更多对应的是中小银行客群。另一方面从债权人角度，大型银行有较为

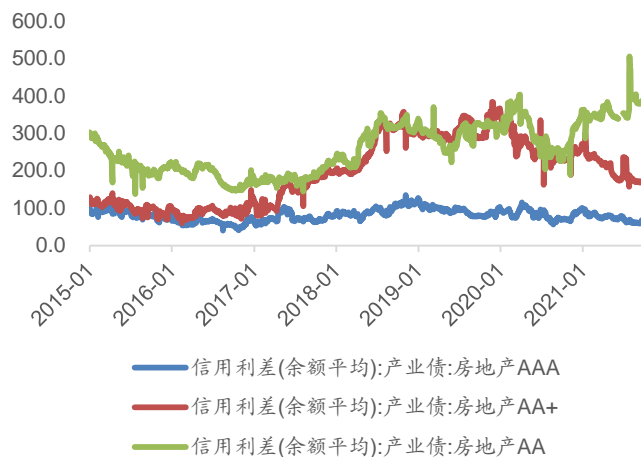
庞大的规模，且有较强的损失吸收缓冲能力，面对房企风险暴露时有更强的风险抵御能力。

图表：商品房市场销售增速呈现分化



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：弱质房企产业债信用利差走阔



资料来源：Wind，中泰证券研究所

1.4 政策具有底线思维

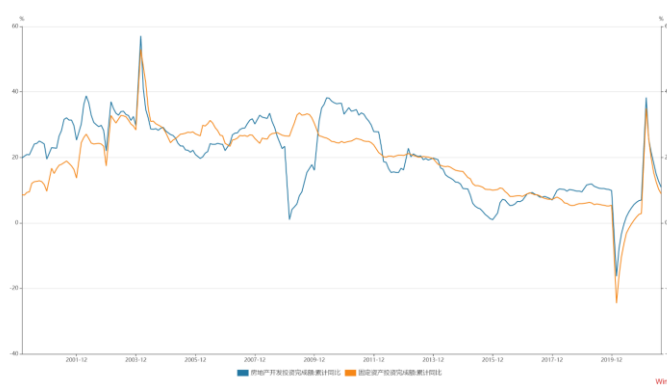
- **当前经济仍有下行压力，政策具有底线思维。**8月主要经济指标继续回落，在当前的经济环境下，房地产业的风险会在政策引导下有序妥善化解，不发生系统性风险是政策底线。7月份降准一定程度反应经济的下行压力和政策托底意愿，从央行货币政策委员会例会也可以看出，新增“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”的表述，同时新增了“支持银行补充资本”提法，表明政策整体基调未变，但局部风险加大情况下政策会进行结构性调整，确保不发生系统性风险的政策底线，房地产业的风险会在政策引导下有序妥善化解。

图表：规模以上工业增加值同比增长（%）



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：固定资产完成额同比增长



资料来源：Wind，中泰证券研究所

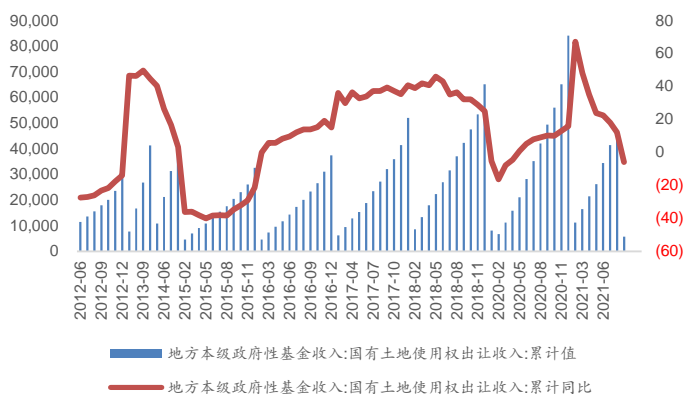
- **后续房地产的政策：“房住不炒”仍是大的思路，但是存在一定弹性空间，政策短期进入“压力测试”阶段。**我们认为短期内恒大债务偿付风险引发

系统性金融风险的概率不大，不是国内的“雷曼时刻”，但由于其债务总量较大，其风险传染能力较前期破产的海航和同有债务危机的华夏幸福仍是偏高。政策短期会进行“压力测试”，系统性风险压力不大时会采取偏市场化的手段处置风险；有金融系统性风险时则可能采取政府主导积极介入的方式，以时间换空间逐渐化解，避免风险扩张。但整个过程中“房住不炒”政策基调不会发生变化，经济结构调整、降低房地产投资依赖、房地产去金融化依然是政策长期坚持的方向。

2、潜在风险点：地方政府债务风险和经济进一步下行压力

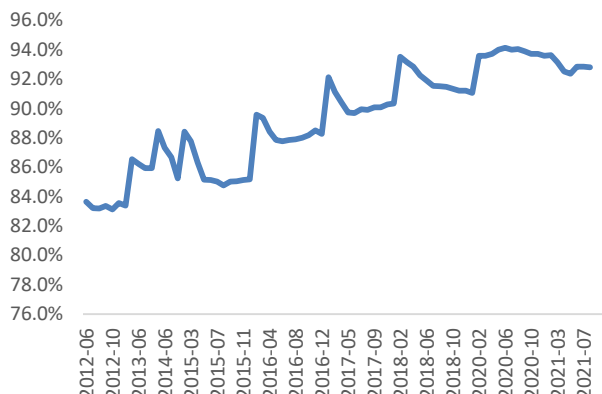
- 若土地流拍率持续上升，地方政府面临较大的财政收入压力。其传导路径：开发商现金流紧张—拿地开工意愿下降—土地流拍率上升—土地出让收入下滑—地方政府面临财政收入压力。融资渠道受限且三条红线监管下，房企面临较大的流动性压力，拿地意愿下降，而传统地方政府财政收支模式下，地方政府性基金收入主要贡献自土地出让收入，土地出让收入对地方政府基金收入的总贡献自 2012 年来就保持在 80% 以上且一直呈现提升趋势。2020 年地方本级政府性基金收入在 8.99 万亿，其中近 94% 为土地出让收入。今年以来在地产去金融化的背景下，房企拿地意愿趋于下降，2021 年 8 月地方政府土地出让收入仅新增 5,703 亿元低于季节性，显示房地产行业冲击渐渐反馈给地方政府的财政收入压力。

图表：6 月以来土地出让收入增速有放缓



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：地方政府土地出让收入占比呈提高趋势

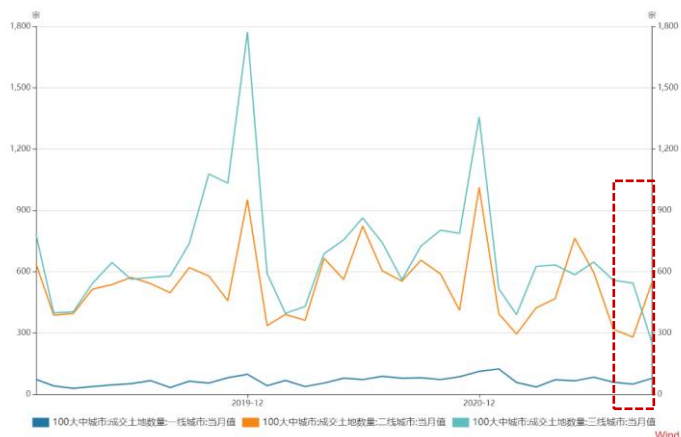


资料来源：Wind，中泰证券研究所

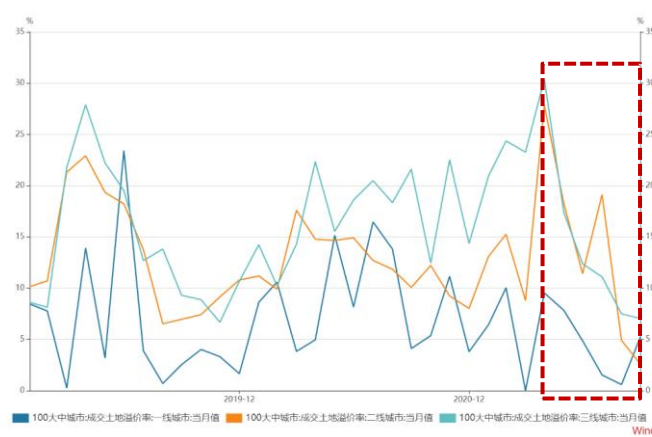
- 从结构看，低层级城市地方政府面临的财政收支压力更大。过去几年棚改货币化等政策提前透支了三四线城市的部分购房需求，三四线商品房市场自 20 年来开始呈现分化，未来低层级、产业基础不强的三四线城市土地出让收入可能持续承压，地区财政收支矛盾加大。

图表：三线城市 9 月土地成交数量下行明显

图表：4 月以来各层级城市土地溢价率均有下行



资料来源：Wind，中泰证券研究所



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 此外地方企业和金融机构风险压实地方政府责任的总体思路下，地方政府的风险承担进一步加大，后续地方债务扩张将更加注重效益和债务可持续性。去年系列货币宽松和财政刺激下，政府成为本轮加杠杆的主力，地方政府杠杆率从20Q1的23.4%攀升至3Q的25.7%，刷历史新高。去年7月1日，国务院允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金，未来地方企业和金融机构的风险化解压实地方政府责任是总体思路，地方政府腾挪空间变小，风险承担压力进一步加大。

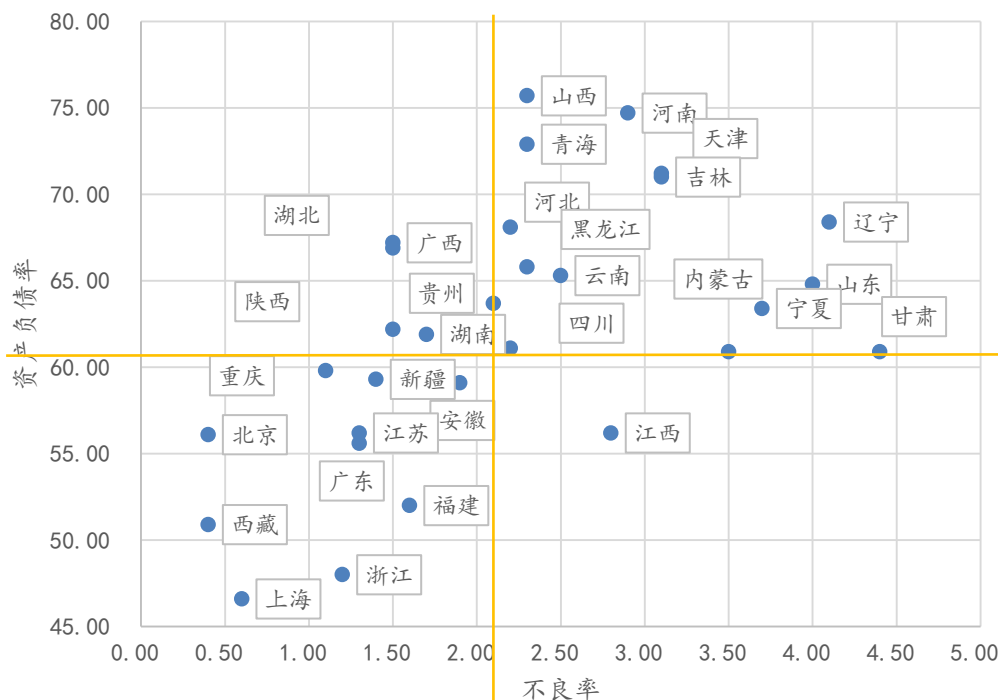
图表：20年来地方政府支持中小银行补充资本情况梳理

银行	日期	议案
温州银行	2020/8/31	《温州银行增资扩股方案》
乌海银行	2020/9/2	《关于申请地方中小银行专项债券资金补充资本金缺口的议案》
广西北部湾银行	2020/10/26	《申请自治区政府专项债资金支持公司补充资本金方案》
内蒙古银行	2020/11/6	《关于提请股东大会全权授权董事会办理有关使用政府专项债资金补充资本的议案》
山西银行	2020/12/23	《2020年山西省政府支持城商行改革发展专项债券（一期）》
广西21家中小银行	2020/12/21	《2020年广西壮族自治区支持中小银行发展专项债券（一至三期）》

来源：美联储，中泰证券研究所

- 地方政府收支矛盾和债务风险化解压力加大下，经济面临进一步下行压力，关注个别弱质区域在融资边际收紧的大背景下呈现“点”上的风险。地方债务及城投融资监管趋严时，以信用利差为代表的城投融资成本明显抬升，并进一步制约其融资。今年强、弱资质城投的融资成本明显分化，强资质城投融资成本回落，但弱资质则飙升至历史高位，并拖累整体城投融资。同时银行信贷愈发向经济发达省份集中，不良包袱较重的区域在银行能获取的信贷减少，叠加较高的杠杆率，由流动性风险传导至信用风险的可能性较大。

图表：各省份不良率与国有工业企业资产负债率情况



来源: Wind

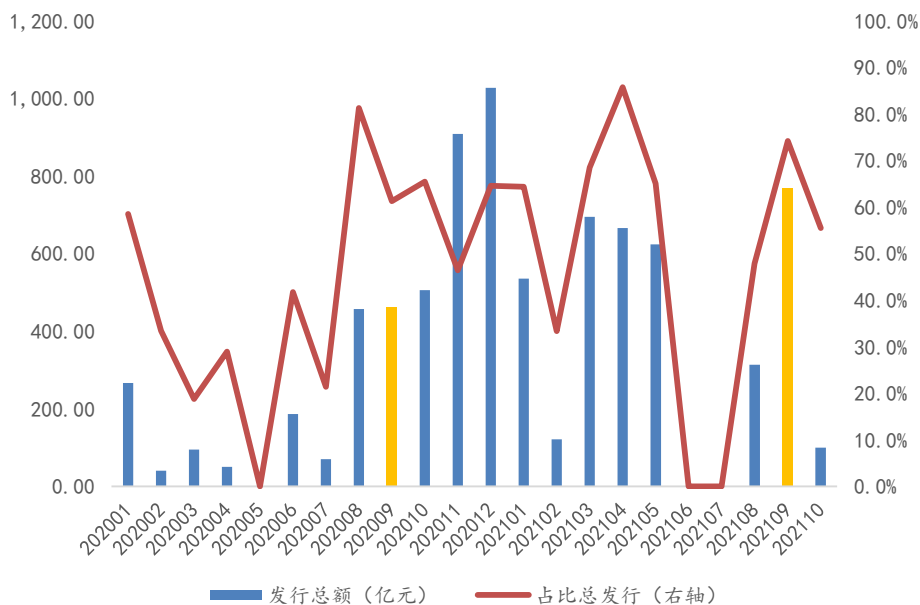
- 但需注意的是，即使最终房企信用风险会传导至地方政府信用风险，整个传导过程也会比较长，政策也有足够的空间出台逆周期调节政策化解风险。预计未来经济增速和社融增速缓慢下行，经济结构调整是核心，实现经济“软着陆”，但存在超调的风险。

四、未来相关政策展望推演

1、房地产行业：“房住不炒”底线原则和金融政策边际放松

- 政策进行压力测试，“房住不炒”仍是底线原则。我们认为短期内恒大债务偿付风险引发系统性金融风险的概率不大，不是国内的“雷曼时刻”，但由于其债务总量较大，其风险传染能力较前期破产的海航仍是偏高。政策短期会进行“压力测试”，但整个过程中“房住不炒”政策基调不会发生变化，经济结构调整、降低房地产投资依赖、房地产去金融化依然是政策长期坚持的方向。在
- 房地产金融政策必要时会边际放松，总体思路是“托而不举”。预计房地产金融政策短期进入“压力测试”阶段，系统性风险压力不大时会采取偏市场化的手段处置风险；如果压力较大房地产金融政策则存在一定边际放松的弹性空间：体现在按揭额度、开发贷额度的弹性化管理，加快按揭资产证券化等，避免银行抽贷，用时间换空间稳步化解风险。

图表：按揭 abs 自 9 月以来发行加快



注：统计时间截止至 2021/10/9

来源：wind、中泰证券研究所

2、风险房企：以自救为核心、优先保障民生相关主体兑付

- 风险房企预计会市场化出清，避免“大而不能倒”，以市场化自救为核心。**风险房企必须出清，高杠杆激进扩张的企业必须要承担应有的后果，不会“大而不能倒”，但破产清算项目烂尾并非最优路径。针对存在债务偿付危机的风险房企，会先以企业自救为核心，全面梳理资产、分类处理。

 - 剥离非核心主业，市场化寻求投资者。**对于集团下属非主业资产，实现逐步出售剥离。
 - 在建项目可以进行分拆，寻求不同地方政府或国企的介入承接。**以恒大集团为例，当前恒大主业仍有相对较为优质的资产，其中拥有的 146 个旧改项目 61 个位于深圳，项目质量相对较好，但考虑其体量较大且谈判周期可能相对较长，需进行分拆后再寻求不同的地方国企进行谈判承接。
 - 已竣工优质项目和资产进行打折售卖、或通过债转房的形式进行抵债。**
- 优先保障涉及民生的风险房企房产竣工、员工薪资、和供应商欠款，最大程度解决房企风险出清带来的社会外溢影响。**

 - 确保在建和在售楼目的完成，避免民生问题的扩散。**可以通过市场化、打折出售、政府给予适度优惠等方式寻求项目承接方，保障已有购房者的权益得到保证。
 - 保障员工薪酬和相关财富产品的兑付。**可对提前完全兑付的高管理理财产品适度追回，优先保证员工理财产品的兑付。同时在寻求承接方后要求保证现有员工的平稳顺利过渡。
 - 通过房产抵押、优先偿付等方式，保证上下游供应商欠款归还。**恒大的第三方应付贸易账款余额为 6,670 亿元，规模已经超过银行借款，对这部分欠款应保证优先银行借款偿还，极大程度避免风险在房产产业链上下游的外溢。

- **针对金融机构的欠款借款，成立债委会，适当商议债务展期或债转股。**截至 2021 年 6 月 30 日，恒大的有息负债约为 5,718 亿元，其中一年内到期的负债 2400 亿元。此外，可能还有一些明股实债的投资人。对现有债权投资人的权益，未来或由政府和权威金融机构牵头成立债委会，实现债务的专项管理化解，和债权人商议适当的债务展期/延期、部分债权实现债转股、现有股东权益稀释引进新的战略投资者，化解部分流动性压力。

3、中小金融机构风险防范：银行资本补充加快、压实地方政府责任

- **支持银行资本工具创新和补充，银行外源资本补充进程会加快。**2020 年以来，央行积极支持中小银行发行永续债、二级资本债等创新型资本工具，2020 年央行 CBS 累计操作量达 610 亿元，80 家中小银行永续债和二级资本债合计发行规模超过 2000 亿元。同时银保监会放宽保险资金可以投资资本工具的发行人条件，取消可投债券债项信用评级标准，支持中小银行优化资本结构。未来经济下行压力不减，中小银行面临更大的资本补充压力。未来预计无论是从银行发行意愿、还是政策鼓励角度，未来针对中小银行补充资本的渠道都会创新增多。如鼓励银行发行损失吸收型债务工具，提高自救能力。简化中小银行发行二级资本工具和无固定期限债券相关流程，提高资本工具发行的市场化程度；引导银行创新发行具有损失吸收条款的高级无担保债券（TLAC 债券）。
- **压实地方政府责任，指导支持地方政府多渠道补充资本。**针对部分自救失败、公司引战失败的中小银行，压实推动地方政府介入救助。支持地方政府将中小银行改革和补充资本相结合，通过多种市场化渠道引进投资，同时通过发行地方政府专项债和认购中小银行可转债等，帮助中小银行补充资本金。但需要通过市场化操作、同时制定明确的退出计划，防范道德风险。严格将专项债和中小银行真实可靠、价值可计量的资产对应，要有详细的偿债方案。要有明确的政策期限和退出机制，确保到期后专项债能够市场化退出。地方政府需要对辖内中小银行资本充足率、经营情况进行摸底，申请相应的额度并纳入地方政府债务管理。
- **中央适度进行流动性支持、丰富问题银行的处置方式。**包商事件中，央行启用了存款保险基金保障了个人和大多数机构债权，同时在总量和结构层面的流动性支持，比较快的稳定了市场预期，市场逐步恢复。预计后续政策会继续完善对银行破产清算的相关法律制度；建立“过桥银行”工作机制，对未被承接的剩余资产或未找到承接机构的问题银行进行接管，确保问题银行处置期间的存取款、清算等日常经营。必要时通过市场化招标方式完成银行的收购与承接，提高问题银行退出的市场化程度。

图表：问题银行处置案例

	包商银行	锦州银行	恒丰银行
介入机构	央行、银保监会、地方政府、存款保险基金、战略投资者、托管行	央行、银保监会、地方政府、战略投资者	央行、银保监会、汇金、地方政府、战略投资者
增资情况	成立蒙商银行，注册资本为200亿元，股份总额为200亿股，由存款保险基金管理有限责任公司会同建行子公司建信金融资产投资、徽商银行以及内蒙古财政厅等内蒙古自治区内的8家发起人共同发起设立。存款保险基金管理公司为该行最大股东，持股比例为27.5%；内蒙古财政厅和徽商银行分别为第二、三大股东，分别持股16.67%和15%。	1、向工银投资、信达投资和长城资产转让股份。2、定向增发，向成方汇达和辽宁金控发行62亿股募资约120.9亿元；出售锦州银行持有债权本金账面原值约为1500亿元的若干资产予成方汇达；认购本金金额约为750亿元的定向债务工具。	恒丰银行拟定增1000亿股普通股股份。其中，中央汇金投资有限责任公司拟认购600亿股，山东省金融资产管理股份有限公司拟认购360亿股，新加坡大华银行和其他股东拟认购40亿股。
流动性支持	19年发放SLF4161亿元；批准5家包商村镇银行动用法定存款准备金	公司同业存单发行由民营企业债券融资支持工具提供信用增进，支持工具由央行再贷款提供资金	央行专项借款
主要问题	大股东占款	内部人控制	内部人控制

资料来源：公开资料，中泰证券研究所

- 必要时设立专门债权银行或专业资管公司。** 1、针对恒大等重大风险事件产生的不良资产可以设立债权银行进行专项债务核销。通过设立债权银行，承接来自国家政府注资；通过设立有效的操作框架，对陷入困境的债务企业进行点对点地债务核销。2、必要时设立专业资产管理公司进行不良资产处理。机制设置上需要注意细节设置，以免限制其作用的发挥。资产管理公司的规模不能太小，要与处置不良资产的规模相当。重视资产管理公司不良资产的重组和销售。

五、投资建议

- 投资建议：政策托底，市场风格偏防御，推动银行股上行。** 银行两条选股主线。一条是我们长期建议的持续拥抱银行核心资产：招商银行、宁波银行、平安银行。它们业绩持续性强，且较稀缺。优质银行景气上行是确定和长期的。一是这些稀缺的优质银行具有“市场化基因”，是这些银行占据了金融行业的朝阳赛道：财富管理和零售详见《“财富管理行业”的收入、利润和市值详细测算：10万亿市值的黄金赛道》。另一条是选择低估值、资产质量安全、有望转型成功的银行，看好邮储银行、江苏银行、南京银行和兴业银行。
- 投资建议：关注地产板块四季度β机会：竞争格局及政策预期改善。** 当前房地产行业环境正在经历去伪存真的良性竞争过程。虽然行业在供需双方面走弱的过程中面临增速下行压力，集中供地制度下竞争激烈程度大幅下降，稳健经营的龙头房企反倒获得高质量补充土地资源的窗口期。建议关注地产板块在四季度政策预期边际改善叠加土地市场竞争格局优化的投资机会，推荐A股龙头房企保利发展、万科A、新城控股，及H股成长型房企绿城中国的投资机会。
- 风险提示事件：融资环境收紧超预期。经济下滑超预期。** 涉房债务规模数据获取困难，测算值仅做大概范围估算。报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时，存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

图表：可比估值表

	PB			ROE			股息率	
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E
工商银行	0.63	0.57	0.53	12.3%	12.3%	11.8%	5.65%	6.14%
建设银行	0.67	0.61	0.56	12.4%	12.6%	12.1%	5.40%	5.90%
农业银行	0.55	0.51	0.47	11.9%	11.4%	11.1%	6.25%	6.47%
中国银行	0.51	0.47	0.43	11.3%	11.0%	10.6%	6.42%	6.71%
交通银行	0.46	0.43	0.39	11.0%	10.6%	10.3%	6.97%	7.23%
邮储银行	0.82	0.75	0.68	12.3%	13.3%	13.4%	4.08%	4.98%
招商银行	2.01	1.76	1.54	16.0%	17.6%	17.7%	2.46%	2.81%
中信银行	0.48	0.45	0.41	10.7%	10.9%	10.7%	5.52%	5.88%
浦发银行	0.50	0.46	0.42	11.4%	11.4%	11.1%	5.29%	5.91%
兴业银行	0.73	0.65	0.58	13.1%	14.8%	14.5%	4.29%	5.37%
光大银行	0.53	0.49	0.44	11.3%	12.7%	12.4%	6.09%	7.50%
华夏银行	0.39	0.36	0.33	9.9%	9.8%	9.6%	5.32%	3.90%
平安银行	1.23	1.11	0.99	10.2%	12.1%	12.8%	1.17%	1.56%
北京银行	0.47	0.44	0.40	11.0%	10.7%	10.6%	6.73%	5.91%
南京银行	0.95	0.85	0.75	15.1%	15.2%	15.7%	4.28%	4.25%
宁波银行	2.10	1.83	1.58	15.9%	16.6%	17.1%	1.38%	1.70%
江苏银行	0.63	0.57	0.51	12.0%	13.2%	13.8%	5.38%	5.53%
贵阳银行	0.58	0.50	0.44	16.5%	15.4%	14.4%	4.42%	5.39%
杭州银行	1.39	1.27	1.13	12.3%	13.3%	14.1%	2.34%	2.52%
上海银行	0.62	0.57	0.52	12.8%	12.7%	12.5%	5.37%	5.53%
成都银行	1.12	0.97	0.85	15.9%	17.3%	17.4%	3.40%	3.83%
长沙银行	0.77	0.71	0.64	14.6%	13.0%	12.0%	3.69%	3.42%
青岛银行	0.97	0.89	0.81	10.8%	12.1%	12.5%	3.74%	4.66%
西安银行	0.77	0.72	0.66	11.2%	10.7%	10.4%	4.27%	3.59%
苏州银行	0.77	0.72	0.65	8.9%	9.8%	10.3%	3.49%	2.84%
江阴银行	0.70	0.66	0.61	8.8%	9.2%	9.3%	4.63%	2.75%
无锡银行	0.88	0.81	0.75	10.9%	10.7%	10.5%	3.02%	3.43%
常熟银行	0.99	0.91	0.82	10.3%	11.3%	12.1%	3.08%	3.46%
苏农银行	0.79	0.74	0.69	8.1%	8.1%	8.4%	2.84%	2.13%
张家港银行	0.97	0.90	0.83	9.5%	9.9%	10.1%	2.78%	2.42%
紫金银行	0.84	0.78	0.72	10.1%	9.9%	9.8%	2.96%	3.05%
青农商行	0.77	0.72	0.66	11.2%	11.0%	11.3%	3.82%	2.96%
渝农商行	0.48	0.44	0.41	9.3%	9.3%	9.2%	5.68%	4.54%
上市银行平均	0.80	0.73	0.66	11.6%	11.8%	11.8%	4.22%	4.35%
国有银行	0.61	0.56	0.51	11.9%	11.9%	11.5%	5.79%	6.24%
股份银行	0.77	0.69	0.62	11.2%	11.9%	11.8%	4.45%	4.75%
城商行	0.91	0.82	0.73	12.8%	12.9%	13.0%	3.73%	3.97%
农商行	0.80	0.75	0.69	9.8%	9.9%	10.1%	3.60%	3.09%

注：截止至 2021/10/8

来源：wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。