



## 宏观深度报告

# “恒大事件”对宏观经济的长远影响

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

相关研究

### 投资要点：

- **恒大事件并未烟消云散，在“硬着陆”风险缓释之后，引发流动性风险和系统性金融风险的概率已经极低，可是恒大事件对宏观经济的深远影响却并未散去。**在本文中，我们对恒大事件的冲击从不同时间维度进行解析：从短期影响看，债务偿付压力引发“资产价格下跌-实际债务率抬升”螺旋的流动性风险已经得到一定程度缓释，但是地产行业“去杠杆”和商业银行“降信贷集中度”依旧会引致信用紧缩；从中期影响看，由于恒大是地产行业重压之下的一个缩影，“恒大现象”改变了“拿地-开工-施工-竣工-销售”的高周转模式，房地产行业周期性见底的时点被推迟，且无形中或触发了房地产行业加速出清的机制；从长期影响看，中国经济增长“去房地产化”和“房地产去金融化”依旧是政策调控坚定的方向，尽管我们大概率从2021年四季度至2022年迎来本轮房地产调控政策小周期的高峰，房地产信贷政策的调整时点决定着地产销售和投资的下行斜率。
- **短期：“雷曼时刻”担忧弱化？**一方面，境内信用债和离岸美元债在2022年上半年或叠加形成一波偿债高峰，挑战地产企业的现金流压力和偿债压力；另一方面，融资需求方的房地产企业回笼流动性、去有息负债杠杆的需求依然强烈；融资供给方的商业银行亦存在为了提高对地产行业信用冲击的抗风险能力而继续压降贷款集中度、改善资产质量的需求。
- **中期：地产行业迎来“明斯基时刻”？**在“恒大事件”爆发之后，行业短期效应看，高周转模式趋于日暮，房地产企业拿地积极性和新开工意愿下降，在结束2021年施工增速大年之后，房地产周期或延迟见底。行业中期效应看，“恒大事件”除了在短期加大民营企业和国企、央企之间的信用溢价分化之外，或也将从经营方式方面触发地产行业中期加速出清的机制。
- **长期：中国版的“沃尔克时刻”？**在“房住不炒”长期政策基调不变的条件下，2021年四季度至2022年或是本轮地产调控政策小周期的顶部，地产调控政策变动的时点和力度或决定房地产销售和投资下行的斜率，如果四季度出台政策优化，房地产销售和投资或在2022年上半年企稳回升；如果政策优化推迟在2022年一季度，房地产周期或在2022年下半年显现反弹。2022年以后更加值得关注的是受地产信用冲击，财政实力较弱的省份面临土地出让收入下滑和本地金融机构风险抬升的挑战，或引发市场对这些省份城投债风险的担忧。
- **风险提示：风险外溢超预期、政策定力超预期。**恒大债务偿付危机演化为非标资产的流动性危机，风险溢价超出市场预期；“房住不炒”政策定力下，房地产调控政策不动摇，导致市场期待的政策微调落空。

## 内容目录

1. 短期：“雷曼时刻”担忧弱化？	3
2. 中期：地产行业迎来“明斯基时刻”？	8
2.1. 房地产周期或延迟见底	8
2.2. 房地产行业或加速出清	10
3. 长期：中国版的“沃尔克时刻”？	11
3.1. 2021年四季度至2022年或是调控政策小周期的顶部	12
3.2. 地产信用风险如何影响2022年投资和消费？	13
3.3. 地产信用风险或拖累部分地方政府及城投	14
4. 风险提示：风险外溢超预期、政策定力超预期	15

## 图表目录

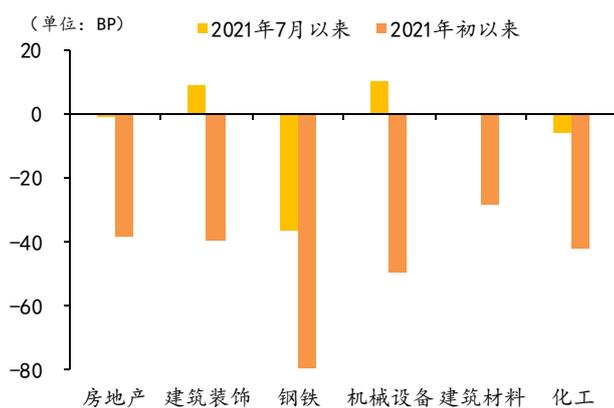
图 1：截止 10 月中旬产业债信用利差中位数累计变动	3
图 2：受恒大事件影响，中资美元债指数持续下挫	3
图 3：“恒大事件”冲击以来，房地产行业信用利差中位值变动处于全行业中位数	4
图 4：未来半年恒大境内地产债到期压力较小	5
图 5：2022 年上半年地产行业将再迎来信用债到期“小高峰”	5
图 6：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业现金短债比及有息负债现金覆盖比例	5
图 7：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业有息负债结构	6
图 8：截至 2021 年 6 月末，A+H 股上市商业银行房地产资产不良贷款率均值达到 1.83%	7
图 9：房地产贷款占金融机构贷款余额高于 25%	7
图 10：房地产贷款和按揭贷款增速逐季下降	7
图 11：2021 年 H1 开始地产企业拿地下行或未见底	8
图 12：8 月份土地流拍率跳涨至 30%、土地溢价率大幅下折	8
图 13：2021 年 1-9 月百强房企单月销售额连月下跌	9
图 14：需求端按揭贷款调控压制销售增速	9
图 15：销售下滑后，商品房库存去化周期回升	9
图 16：房地产商维持偏低库存状态运行	9
图 17：加快推盘回笼销售回款驱动竣工增速保持高位	10
图 18：8 月份房地产投资还高于固定资产投资 2 个百分点	10
图 19：恒大事件或触发地产行业加速出清的机制	11
图 20：2021 年四季度至 2022 年或是本轮地产调控政策小周期的顶部	12
图 21：房地产销售增速下滑或带动汽车类消费下行	13
图 22：居民部门杠杆率增幅和居民最终消费支出增速负相关	13
图 23：东部地区财政平衡良好，财政资质良好的省份城投或成“核心资产”	14
图 24：中西部地区财政平衡较差，地产信用风险或拖累地方政府及城投	14

从7月份恒大债务偿付风险开始酝酿到9月份演化为“股债双杀”的信用风险事件，恒大的债务偿付风险正在逐步蔓延到房地产行业信用、金融体系和经济增长等方面。从9月份社融和信贷数据中依稀能够看到房地产行业供需两端信用冲击的影响。在起初由于恒大的债务偿付不仅涉及到公开市场发行的债券，还牵涉到理财产品、商业承兑汇票等非标准化表外融资债务，并且非标准化表外债务缺乏公允价值计价，市场担忧恒大债务偿付风险存在演化为“资产暴跌—抛售资产”的流动性风险，然而债务偿付压力毕竟不完全等同于流动性风险，随着恒大集团宣布以近100亿元作价转让盛京银行的股权，并且出售全部所得款项用作偿还恒大对盛京银行的相关债务，这种通过积极出售资产自救的行为被市场认可，市场对恒大债务风险“硬着陆”的担忧开始减弱，同时随着花样年等同样陷入债务偿付风险漩涡的地产公司积极出售资产展开自救，曾经“股债双杀”的地产板块迎来阶段缓和。

然而恒大事件并未烟消云散，在“硬着陆”风险缓释之后，引发流动性风险和系统性金融风险的概率已经极低，可是恒大事件对宏观经济的深远影响却并未散去。在本文中，我们对恒大事件的冲击从不同时间维度进行解析：从短期影响看，债务偿付压力引发“资产价格下跌-实际债务率抬升”螺旋的流动性风险已经得到一定程度缓释，但是地产行业“去杠杆”和商业银行“降信贷集中度”依旧会引致信用紧缩；从中期影响看，由于恒大是地产行业重压之下的一个缩影，“恒大现象”改变了“拿地-开工-施工-竣工-销售”的高周转模式，房地产行业周期性见底的时点被推迟，且无形中或触发了房地产行业加速出清的机制；从长期影响看，中国经济增长“去房地产化”和“房地产去金融化”依旧是政策调控坚定的方向，尽管我们大概率从2021年四季度至2022年迎来本轮房地产调控政策小周期的高峰，房地产信贷政策的调整时点决定着地产销售和投资的下行斜率。

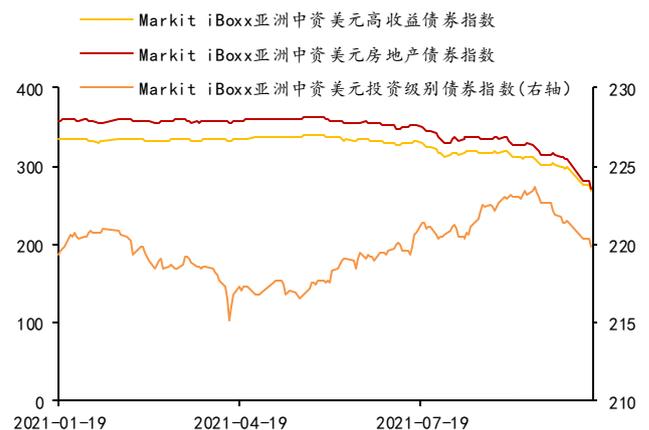
## 1. 短期：“雷曼时刻”担忧弱化？

图 1：截止 10 月中旬产业债信用利差中位数累计变动



资料来源：Wind、兴业研究、德邦研究所

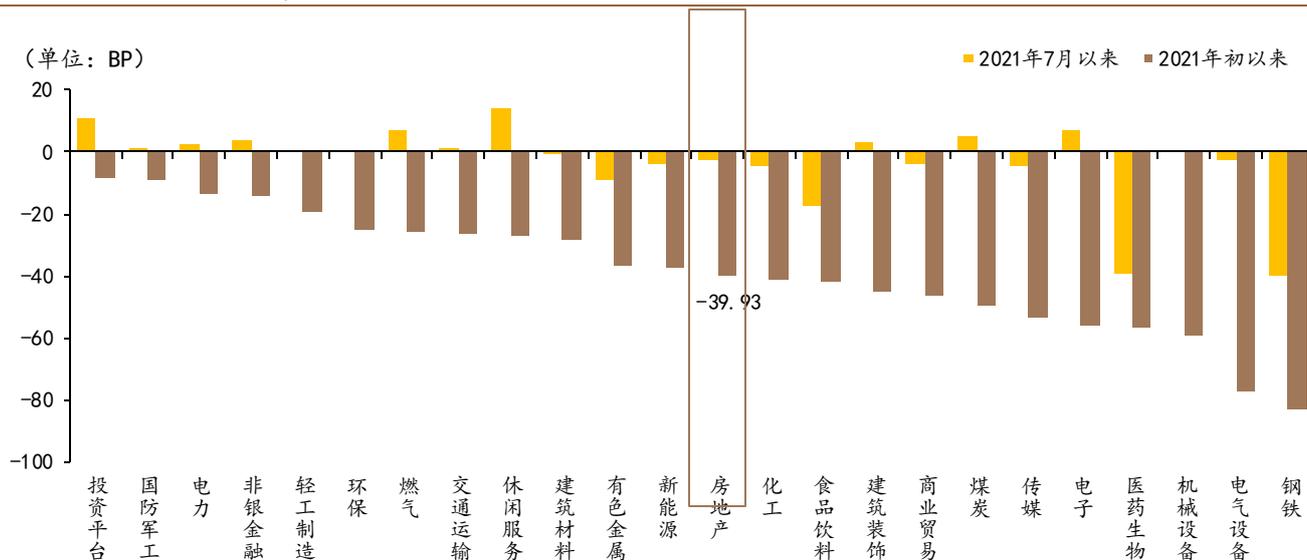
图 2：受恒大事件影响，中资美元债指数持续下挫



资料来源：Wind、德邦研究所

在恒大债务风波伊始，市场担忧其演化为中国版的“雷曼时刻”的原因一方面是因为和雷曼兄弟同样，房地产市场变局引爆高负债、高杠杆模式；另一方面则是担忧为了处置债务而抛售资产或引发流动性枯竭。然而从实际情形来看，恒大债务风波引起的流动性冲击有限且可控，风险基本隔离在地产行业内部。

图 3：“恒大事件”冲击以来，房地产行业信用利差中位值变动处于全行业中位数



资料来源：Wind，德邦研究所

注：鉴于纺织服装、农林牧渔、汽车和计算机、通信等行业信用利差变动较大，并且与地产行业较为疏离，在此表中略掉这 5 个行业以便直观比较。

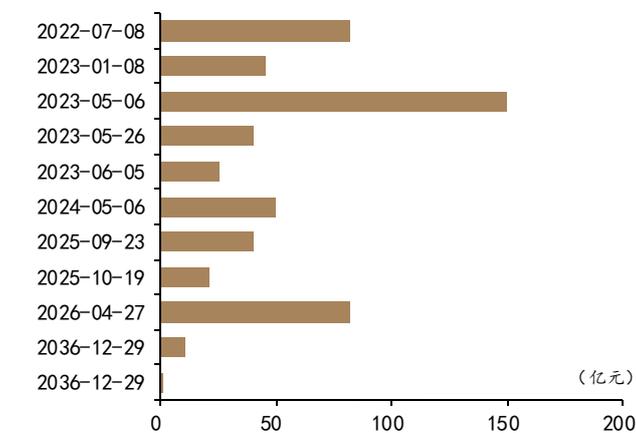
**恒大风险基本隔离在地产内部。**从不同行业的信用利差变动来看，2021 年以来房地产、建筑装饰、建筑材料、钢铁、机械设备和化工等代表性行业产业债信用利差中位数波动幅度基本一致，房地产行业累计下行近 40 个 BP，低于下行 45 个 BP 的建筑装饰、下行 83 个 BP 的钢铁行业和下行 59 个 BP 的机械设备，但是高于下行 38 个 BP 的建筑材料行业。若考虑到 2021 年一季度房地产市场成交火爆，进入三季度之后，地产行业迎来信用冲击的高峰，以 2021 年 7 月初作为基期计算，房地产行业产业债信用利差中位数也下行了 2.6 个 BP，在几个代表性行业的累计变动中保持中性位置。从申万行业分类比较房地产行业产业债信用利差中位数的变动，2021 年 7 月初至 10 月中旬，房地产行业信用利差累计变动依旧处于中位数水平，在此期间上行幅度最高的反而是投资平台信用债利差，而下行幅度最高的则是钢铁行业和医药设备行业。仅仅从境内信用债利差看，恒大事件的信用风险基本被隔离在地产行业内部，向上中下游相关产业信用蔓延的迹象还不明显。

**债务偿付乃至流动性风险是分层次影响的。**尽管从境内房地产行业信用利差来看，“恒大事件”之后信用债总体偿付风险可控，但是离岸中资美元债市场则面临到期收益率飙升的局面。回顾 2021 年以来离岸中资美元债的走势，从 2021 年 6 月“恒大事件”发酵以来，中资美元债即开始了崩盘式下跌之旅，不仅房地产行业债券指数下跌，而且在 9 月至 10 月，恒大地产、花样年等房地产商陆续暴露信用风险之后，地产中资美元债和高收益级别中资美元债即陷入大幅下跌的境况，截止 10 月中旬，以 7 月初开始计算，Markit iBoxx 中资美元债指数已经下跌 23%，而高收益债券指数则下跌 19%，作为对照，投资级别美元债指数反而微微上涨 0.20%。地产行业、高收益级别和投资级别涨跌幅的分化，指向地产行业违约风险目前只是拖累地产板块信用溢价，还没有显著扩散至其他投资级别行业。在一般情况下，信用风险的传染路径或存在两条潜在渠道：

(1) 违约债券自身的存量债券在未来陆续到期，增加公司现金流的压力，我们梳理恒大地产境内公司存量信用债，截止 10 月中旬，恒大地产境内存量信用债规模为 546.8 亿元，而从到期期限分布来看，最近的一笔是在 2022 年 7 月

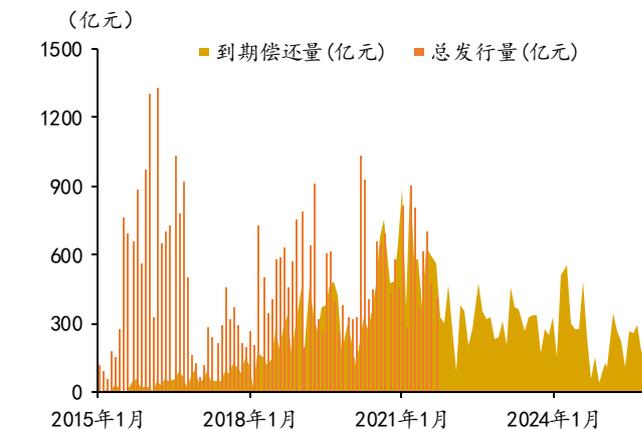
8日，到期量为82亿元，下一次债务到期高峰期则出现在2023年5月有190亿元存量信用债到期，因此仅仅从境内信用债存量来看，未来半年时间到期压力并不大，预计针对2022年7月到期的信用债，市场或在一季度即开始反应。

图 4：未来半年恒大境内地产债到期压力较小



资料来源：Wind、德邦研究所

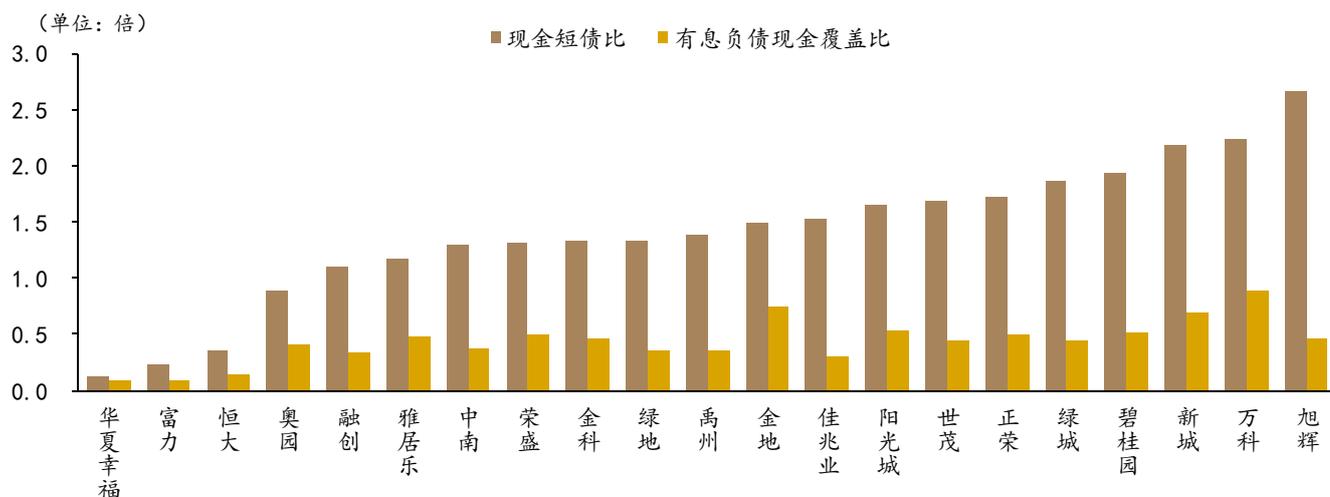
图 5：2022 年上半年房地产行业将再迎来信用债到期“小高峰”



资料来源：Wind、德邦研究所

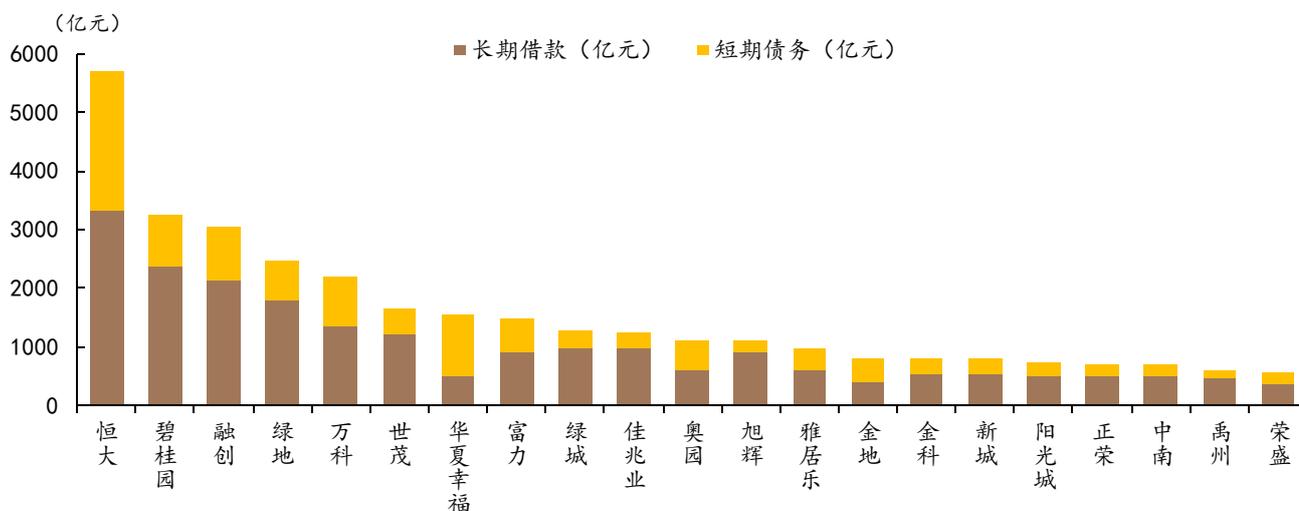
(2) “恒大事件”牵连到地产信用债板块的冲击，截止 10 月中旬统计境内房地产存量信用债规模达到 1.8 万亿，其中约 30% 为民营企业债，恒大事件或造成不同属性房地产企业债务再融资溢价的分化。从境内地产信用债到期分布来看，本轮地产债的偿债高峰或将持续至 2021 年底，即便进入 2022 年，上半年地产债到期量合计仍有 2,000 亿元的偿债压力，因此“雷曼时刻”的担忧只是阶段性缓和、并未全部消散。从离岸中资美元债来看，2022 年全年地产中资美元债的到期规模将超过 600 亿美元，且偿债压力从 2022 年初即开始显现，因此境内信用债和离岸美元债在 2022 年上半年或叠加形成一波偿债高峰，挑战地产企业的现金流压力和偿债压力。

图 6：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业现金短债比及有息负债现金覆盖比例



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业有息负债结构

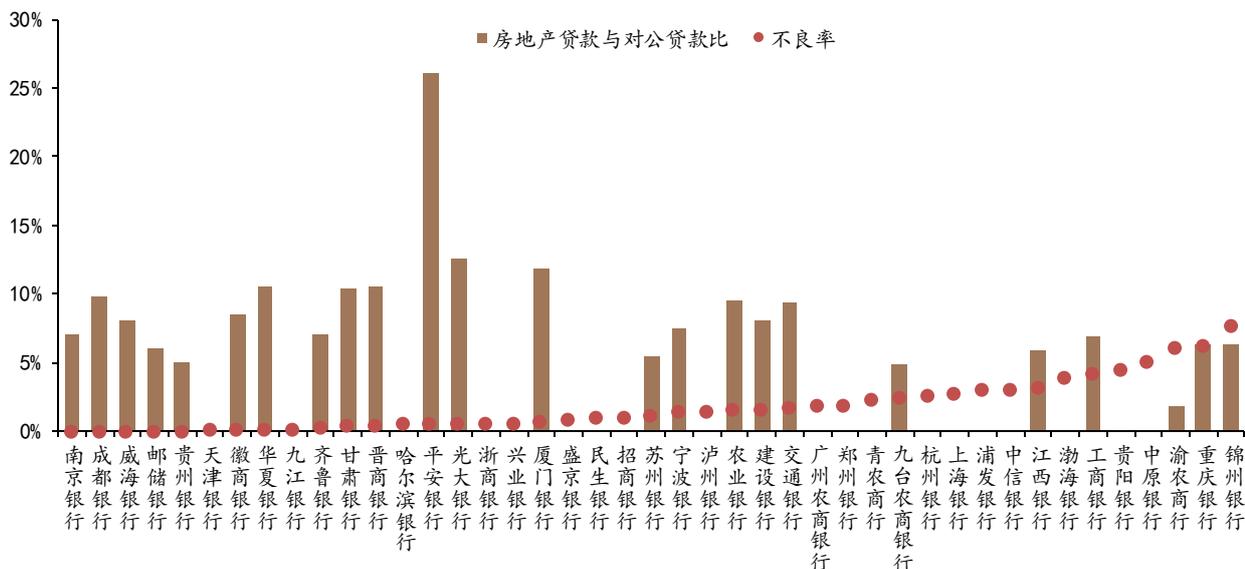


资料来源：Wind，德邦研究所

**房企继续去有息负债杠杆、商业银行继续压降房贷集中度。**从“恒大事件”对地产行业的冲击来看，2022 年上半年还存在信用债到期的压力，“雷曼时刻”的担忧只是缓解，还未彻底消散，可是如果从“恒大事件”对宏观经济流动性的影响来看，我们认为深层次影响在于，“恒大事件”或就此开启了融资供需两端同时“去杠杆”的过程。

从房地产企业融资需求端来看，去有息负债杠杆或依然是地产企业的优先选项。截至 2021 年中报披露的财务数据，从有息负债规模来看，上市房地产企业有息负债存量规模为 25.6 万亿元；从有息负债的期限结构来看，上市房地产企业债务以短期限流动性负债为主，截止 2021 年 6 月末，流动性负债和非流动负债规模分别为 19.3 万亿元和 6.3 万亿元，分别占全部负债总规模的 75% 和 25%。参照“三条红线”监管要求对房地产企业偿债能力的约束：公司净负债率不得高于固定的 100%；现金短债比例不得低于 1.0 倍。除却已经爆发偿付风险的华夏幸福、恒大等公司之外，尚有多家房地产企业难言轻松偿付。部分房地产企业存在的这种流动性风险，体现为虽然现金短债比例较高，可有息负债的现金覆盖比例却较低，也就意味着虽然债务的短期偿付压力较小，但是中长期随着金融机构借款的陆续到期，中长期却存在一定融资压力。上市房地产公司从商业银行体系借款的存量规模达到 4.92 万亿元，大概占到负债比例的 20%。在当前房地产供需两端融资政策不做任何调整的情况下，部分房地产企业也存在较大的现金流压力，而若在“恒大事件”的冲击下，房地产企业信用环境修复偏慢，甚至在金融机构继续压缩地产行业风险敞口的推动下，融资环境继续收紧，那么长期的有息负债现金流覆盖比例不足的偿付压力或将“折现”至短期，导致信用风险的蔓延。从融资的信用供给方来看，金融机构存在继续收紧地产行业风险敞口的意愿吗？我们认为商业银行或存在继续压降房地产贷款集中度的倾向。

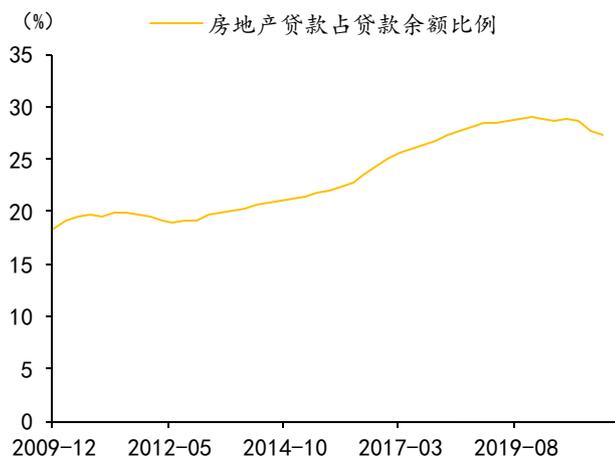
图 8：截至 2021 年 6 月末，A+H 股上市商业银行房地产资产不良贷款率均值达到 1.83%



资料来源：Wind，德邦研究所

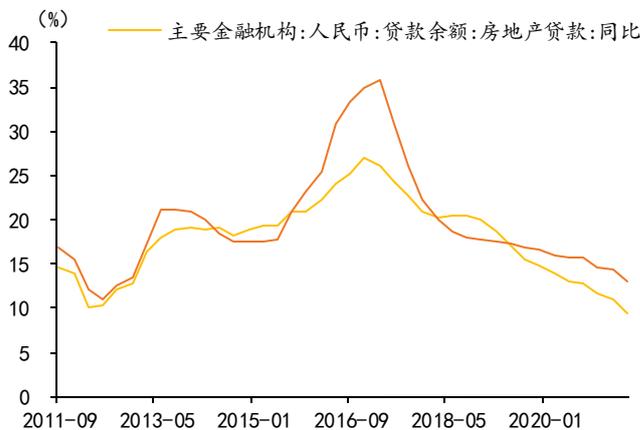
注：上市银行历史年报数据显示，国有大行和股份制银行房地产不良贷款率从 2019 年的 1.05% 上升至 2020 年 1.41%。

图 9：房地产贷款占金融机构贷款余额高于 25%



资料来源：Wind、德邦研究所

图 10：房地产贷款和按揭贷款增速逐季下降



资料来源：Wind、德邦研究所

从商业银行融资供给端来看，根据 2021 年中报披露的 A 股和 H 股上市商业银行的数据来对比，从商业银行房地产贷款占对公贷款比值这一维度来看，依然有 6 家上市商业银行占比超过 20%，8 家上市商业银行处于超过 10% 且低于 20% 的区间，并且在这 14 家上市商业银行中基本为股份制银行和城市商业银行，其中股份制商业银行以平安银行最高，该比值达到 26%；城商行中依次以上海银行、天津银行、九江银行为最高。除此之外，国有大行的房地产贷款占对公贷款比值均低于 10%。然而仅仅从房地产贷款占对公贷款比值来看，房地产行业本身的信用冲击对商业银行体系的拖累作用并不高，更不必说从 2017 年一季度以来，商业银行体系对房地产企业的开发贷和居民个人按揭贷款的增速均处于稳健下行过程中。但是值得警惕的是，如果从不良率角度来看，上市商业银行涉房信贷资产质量其实是在下降，截至 2021 年 6 月末，A 股和 H 股上市的 43 家商业银行，房地产资产不良贷款率达到 1.83%，也就意味着尽管房地产贷款“违约”对商业银

行并不会伤筋动骨，但是为了冲抵上升的资产质量不良率，商业银行计提不良资产准备金则会消耗净资本，加剧商业银行补充资本充足率的压力。

因此从房地产行业融资供需两端来看，融资需求方的房地产企业回笼流动性、去有息负债杠杆的需求依然强烈；融资供给方的商业银行亦存在为了提高对地产行业信用冲击的抗风险能力而继续压降贷款集中度、改善资产质量的需求。房地产行业信用环境或因此而继续紧张，拖累 2021 年三季度以来信用周期下行。

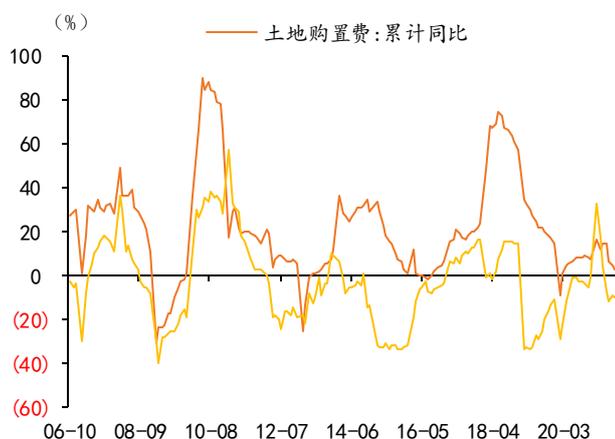
## 2. 中期：地产行业迎来“明斯基时刻”？

明斯基时刻（Minsky Moment）是美国经济学家海曼·明斯基提出的资产价格崩溃的时刻，指代市场或行业濒临繁荣与衰退之间的转折点。从融资角度来看，在行业高速发展时期大幅举债加杠杆扩张押注资产价格持续上涨，以至于出现债务扩张到经营性现金流不足以抵偿债务利息，引致资产价格崩盘、信贷收紧的崩溃时刻，此后则是漫长的去杠杆时期。但是在明斯基的理论中，只有庞氏融资的企业才会真正经历明斯基时刻的痛苦，而对于稳健经营、经营性现金流足以抵偿债务偿付压力的企业，行业去杠杆时期或相反会带来扩张市场份额的机会。有地产行业人士认为，在当前历史上最严调控、房地产信贷融资最紧、房地产销售最差、行业信心最弱的时期，中国的房地产行业显现“明斯基时刻”的特征。

### 2.1. 房地产周期或延迟见底

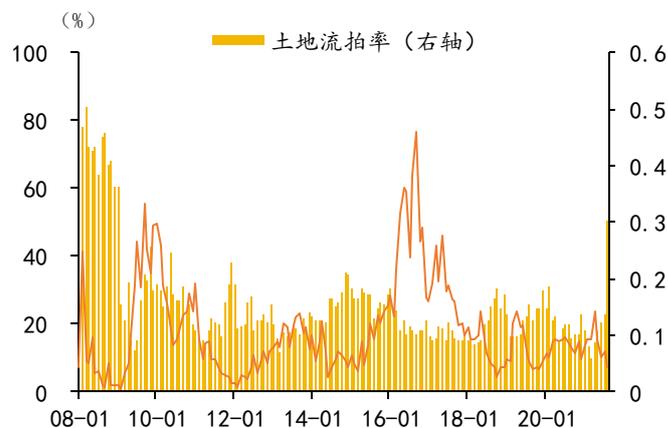
房地产行业是一个典型的加杠杆高周转的金融属性行业，从过往历史来看，中国经济存在周期长度为 3 年 4 年的房地产周期，并且房地产周期的周而复始构成了中国经济周期。从房地产周期的循环来看，经过 2020 年下半年至 2021 年的“施工大年”之后，销售增速的回升或将带动房地产行业继续拿地新开工，进入新一轮房地产周期，但是在“恒大事件”爆发之后，高周转模式趋于日暮，房地产企业拿地积极性和新开工意愿下降，在结束 2021 年施工增速大年之后，房地产周期或延迟见底。

图 11：2021 年 H1 开始地产企业拿地下行或未见底



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：8 月份土地流拍率跳涨至 30%、土地溢价率大幅下折

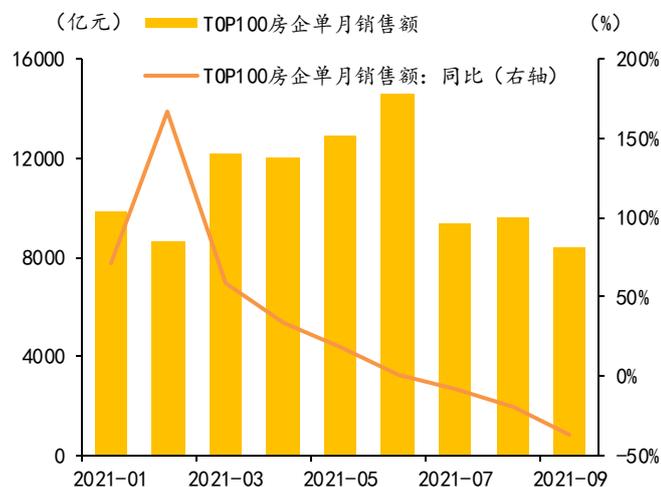


资料来源：Wind，德邦研究所

**房地产前端：2021 年两轮土拍流拍率上升、拿地需求下降。**在融资政策紧缩的效应下，有了恒大、泰和、华夏幸福等高负债、高杠杆、高周转的公司陆续暴雷的前车之鉴，风险事件对高杠杆企业运营产生了警示作用，房地产商经营策

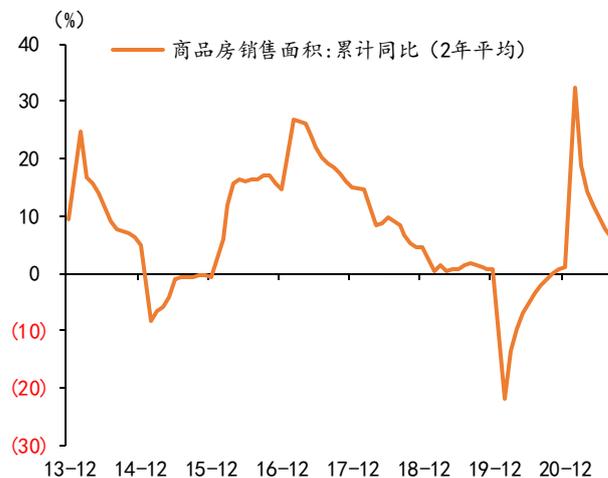
略更加趋向保守谨慎，2021年房地产商拿地积极性明显下降，土地流拍率在8月份单月跳涨至30%，成交土地溢价率也大幅下折，更有甚者出现城市未拍卖先撤地块的现象。2021年土地购置和新开工增速走弱或延续至2022年，并且作为房地产周期的先行指标，拖累后期施工和竣工增速的回升。

图 13：2021 年 1-9 月百强房企单月销售额连月下跌



资料来源：Wind，德邦研究所

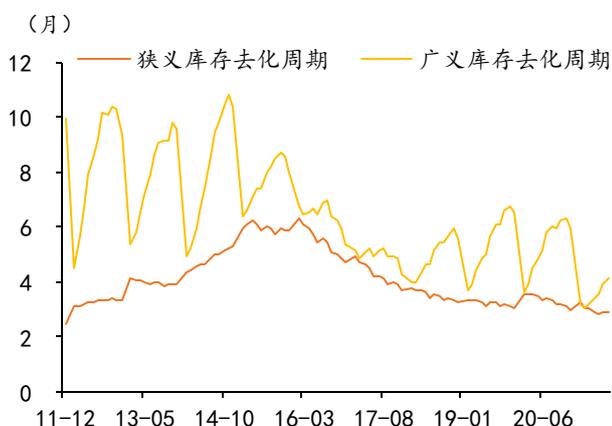
图 14：需求端按揭贷款调控压制销售增速



资料来源：Wind，德邦研究所

**房地产销售：购房需求端按揭贷款调控致使“量价齐降”。**2021年上半年，宏观审慎政策指导按揭贷款发放，部分银行额度紧张，上海甚至出现国有大行不再为80年代-90年代原建二手房批贷的情况，放款周期从6月前的3-4个月延长至6个月以上，导致房地产销售“量价齐降”。根据国家统计局发布的数据显示，2021年8月全国商品房销售金额同比下降18.70%，根据克而瑞最新发布的9月销售数据显示，TOP100房企实现单月销售全口径金额8443.4亿元，同比下降36.6%；而7月、8月的同比降幅分别为7.6%、19.6%，百强房企销售额继续下跌。追溯地产销售在2021年6月度过拐点，三季度以来各口径地产销售增速降至负值，与2021年一季度火热的房地产成交市场形成鲜明对比。

图 15：销售下滑后，商品房库存去化周期回升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：房地产商维持偏低库存状态运行

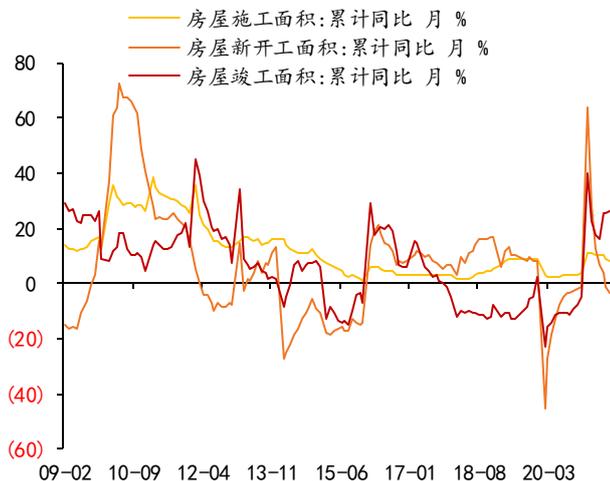


资料来源：Wind，德邦研究所

**房地产库存：房地产商低库存下库存去化周期回升。**本轮房地产商去库存开始于2020年2月份，在2021年1月至8月，房地产行业维持偏低库存的状态运

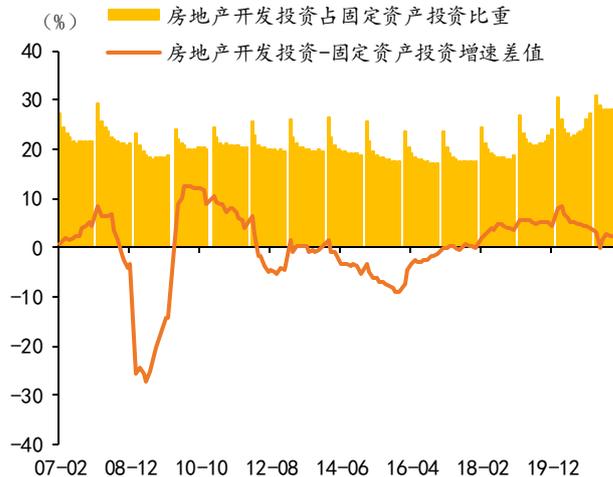
行，房地产商低库存一定程度上使得对销售下滑“免疫”，并且当预期四季度信贷调控政策存在边际放松的积极政策引导下，需求的边际宽松或刺激房地产商继续加速推盘销售“抢业绩”。截止 2021 年 8 月，以商品房待售面积/过去 12 个月商品房销售面积度量的狭义房地产库存去化周期反而有企稳的迹象，连续三个月持平于 2.93 个月附近，(商品房待售面积+新开工-销售面积)/过去 12 个月商品房销售面积度量的广义去库存季节性反弹至 4 个月以上。

图 17：加快推盘回笼销售回款驱动竣工增速保持高位



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：8 月份房地产投资还高于固定资产投资 2 个百分点



资料来源：Wind，德邦研究所

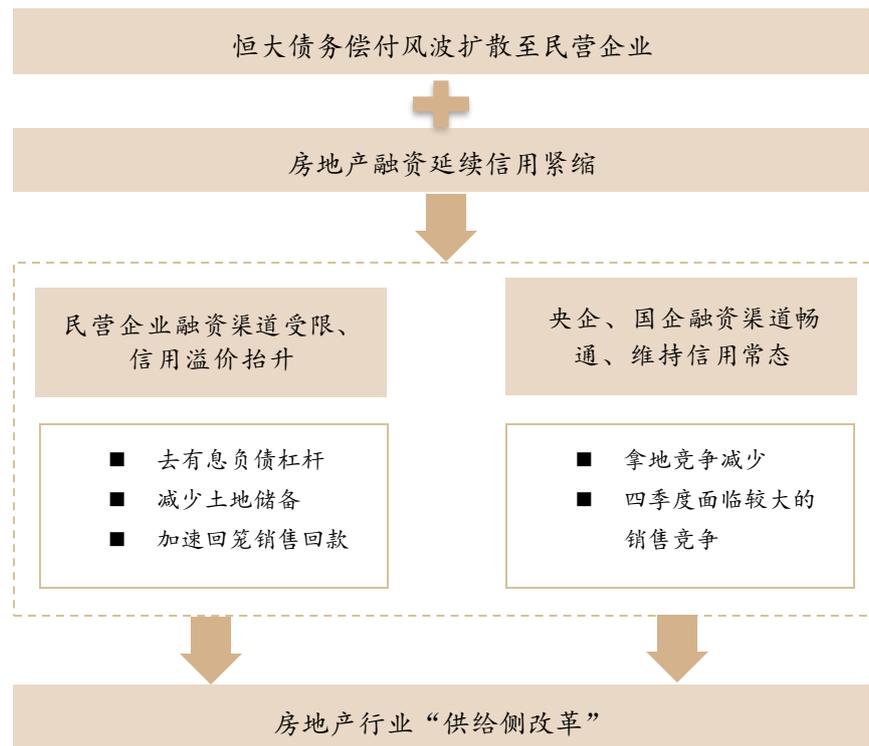
**房地产投资：施工大年后或迎来真正下行挑战。**从历史数据看，新开工领先竣工 3 年左右，随着存量在建工程的陆续竣工，2021 年四季度至 2022 年或是房地产投资“竣工大年”的尾声，支撑房地产投资增速韧性或也将消退。参考历史上房地产调控周期内，房地产投资和固定资产投资的差值走势，截止 2021 年 8 月差值还维持在 2 个百分点，地产投资增速失却竣工韧性支撑之后或延续下行，该差值关系或在 2022 年跌入负值区域。

四季度房地产企业为了保持企业流动性，加快回笼销售回款依然是首选，房地产企业或继续加快开工形成推盘销售基数，有利于地产开工的稳定，但是在当前信贷调控政策总体基调未变的情况下，销售保障与否是决定房企流动性是否见底的关键。

## 2.2. 房地产行业或加速出清

从拿地方面来看，民营企业和央企、国企之间的分化已经开始。2021 年以来地方政府集中供地制度显著提高了土地拍卖的资金门槛，迫使部分资金实力不足的地产商渐渐退出这个领域，而恒大地产等大型民企受到“三条红线”等融资政策限制，缺乏加杠杆的融资空间。集中供地制度下，土地供给集中度极大提高，几乎做到 TOP10 拿地房企的成交总和决定重点大中城市的土地和新房供给，并且在此 TOP10 当中仅有 2 家是民企，剩余 8 家均是央企和国企。从拿地方面看，民营企业和央企、国企之间的分化就已经开始显现。7 月至 9 月“恒大事件”除了在短期加大民营企业和国企、央企之间的信用溢价分化之外，或也将从经营方式方面触发地产行业中期加速出清的机制：

图 19：恒大事件或触发房地产行业加速出清的机制



资料来源：Wind，德邦研究所

从民营企业方面看，负面拖累销售端和融资端的影响还在深化。7月至9月恒大事件升级之后，民营地产企业在融资端面临金融机构对民企融资风险偏好下降，和信用市场再融资信用溢价抬升的双重挤压。在民营地产企业整体面临信用收紧的环境，即便是财务资质良好的企业，或也会被误伤。而鉴于2021年底至2022年上半年偿债压力依然较大，民营企业在商品房销售端发力，加快推盘以回笼销售回款的需求更加迫切，前三个季度房地产销售整体下滑，一方面源自2021年一季度房地产市场销售火爆触发监管从严，按揭额度收紧且按揭贷款利率上调；另一方面则与疫情后购房需求释放较快和房企推盘节奏等因素有关。在四季度民营企业依赖销售回款补充现金流的压力下，房地产企业推盘速度或加快，但是购房者限于信贷政策未调整和对民营地产公司的信心恢复还需要一段时日，短期来看销售或继续恶化。

从央企、国企方面看，央国企信用渠道畅通，未受到民营地产板块的拖累，融资和拿地已经取得了市场优势，在2021年上半年的土拍中市场集中度已经显现向央国企集中的趋向，但是面对四季度民营企业加速推盘销售的压力，预计短期卖方市场竞争将更加激烈。

### 3. 长期：中国版的“沃尔克时刻”？

房地产依旧是中国经济增长的支柱。从投资带动经济增长来看，房地产行业带动建筑、钢铁、水泥、家电等上下游产业链条，在国民经济中依旧占有支柱性经济地位。截止2021年6月，房地产占到GDP的7.50%，和金融行业一起占到GDP的16%，房地产投资占固定资产投资的比重依然超过20%，房地产企业贷款余额占比维持在25%以上。房地产行业本身的债务问题和杠杆压力，在经济去

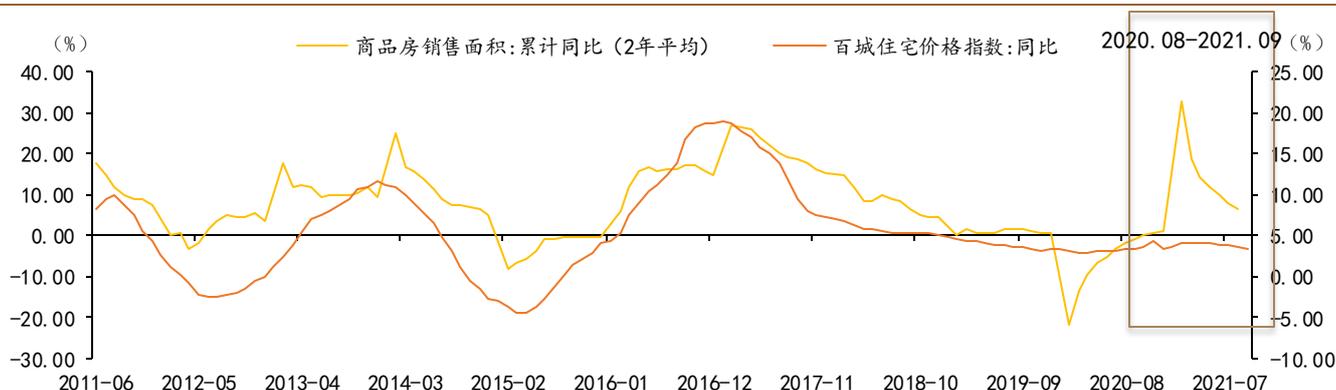
地产化和地产去金融化的背景下被凸显。从“恒大事件”发酵以来，市场持续讨论的一个问题是中国宏观调控政策会不会趋向宽松？随着“滞涨”忧虑升温，历史上曾经成功治理滞涨的“沃尔克时刻”也被提及，直接含义是通过提升利率、收紧货币等货币政策紧缩来治理走高的通胀，而广泛含义则是在上个世纪 70-80 年代里根主义经济学的背景下牺牲短期目标来达成经济长期增长目标。然而长期政策周期延续的前提下，政策或也将迎来小周期波动。

### 3.1. 2021 年四季度至 2022 年或是调控政策小周期的顶部

**房地产融资监管的周期：从 2020 年 8 月央行和住建部联合召开“重点房地产企业座谈会”开始重点监测和管理房地产企业资金融资，到 2021 年 9 月央行提出“两个维护”，2021 年四季度至 2022 年或是本轮地产调控政策小周期的顶部。**“十一”假期前后房地产调控政策或已显现顶部，无论是因城施策适当边际宽松，还是信贷总量控制，均存在边际改善的预期。从前者来看，避免“一刀切”管控、提高按揭贷款额度、加快放款时间等有一定改善空间；从后者来看，9 月 27 日中国央行货币政策委员会第三季度例会上，近 12 年以来首次提及房地产，提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，释放维持房地产行业健康发展的积极信号，9 月 29 日央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，提出“金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”，对于缓解恒大债务偿付风险以来走向悲观的市场信心是一剂强心针。而追溯一下历史，上一次央行主持召开房地产主题的会议，还是在 2020 年 8 月，住房城乡建设部、人民银行联合召开重点房地产企业座谈会。这次座谈会上，公开提出，“人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。”

从长期政策基调看，“两个坚持”之后才是“两个维护”，**房地产长期调控基调不动摇。**“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”是在 9 月末两次会议上均出现且强调的重点，表明房地产的“两个坚持”始终未变，在两个坚持的基础上，要做到“维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”，短期政策小周期调节不代表长期基调的变化，当前中国房地产对经济增长的挤出效应已经大于带动效应，对经济增长的净贡献已经出现了由正转负的拐点，当前或许已经到了必须降低经济增长对房地产行业依赖的时点。

图 20：2021 年四季度至 2022 年或是本轮地产调控政策小周期的顶部



资料来源：Wind，德邦研究所

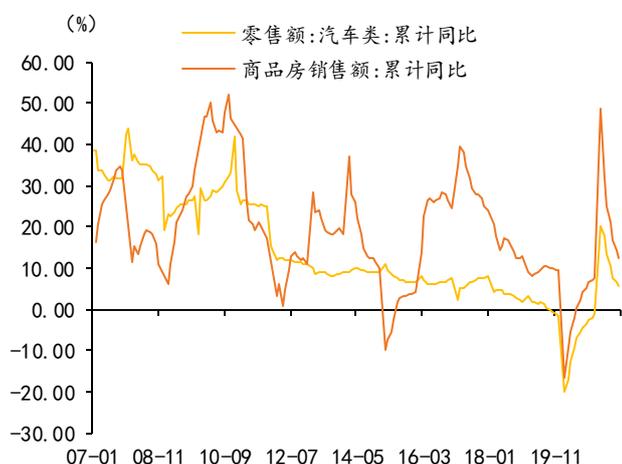
### 3.2. 地产信用风险如何影响 2022 年投资和消费？

住房信贷政策优化的时点决定销售/投资下行的斜率。2022 年房地产投资增速取决于地产调控政策变动的时点和力度。但是政策调整不是放松，而是“优化”，9 月 25 日前行长周小川表示，住房贷款可能也是一个非常重要的具有再分配功能的金融工具业务。从调控政策优化方向来看，针对被“误伤”的首套房购置、“卖一买一”改善型需求等刚性购房群体适当增加信贷投放，并缩短放贷周期，做到信贷资源的再分配，我们分两种情形来看：

第一种情形：如果针对供需融资政策的优化微调出现在 2021 年四季度。四季度房地产流动性好转，叠加房地产商“抢业绩”加快推盘销售，支撑“销售回升-回款加快-在建竣工加快”的 2021 年逻辑，2021 年四季度至 2022 年或依然是“竣工大年”，房地产投资维持“弱而不衰”的韧性，在这种情形下，预测至 2021 年底至 2022 年房地产销售增速（2 年均值）或处于 5.0%-6.0% 的区间，房地产投资增速或在四季度至明年一季度见底并缓慢抬升；

第二种情形：如果相应政策调整迟至 2022 年上半年出台，地产销售和投资四季度或继续探底。四季度房地产流动性依旧不见好转，房地产商“抢业绩”加快推盘销售烈化，四季度房地产销售增速（2 年均值）存在跌破零值的风险，且在“紧信用”的环境下，房地产竣工存在压力，四季度房地产投资增速（2 年均值）或跌破 5.0%，但是由于 2021 年至今房地产商维持“低库存”状态，2022 年上半年信贷政策的边际优化或刺激房地产商复建，2022 年下半年或迎来销售和投资的反弹。

图 21：房地产销售增速下滑或带动汽车类消费下行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：居民部门杠杆率增幅和居民最终消费支出增速负相关



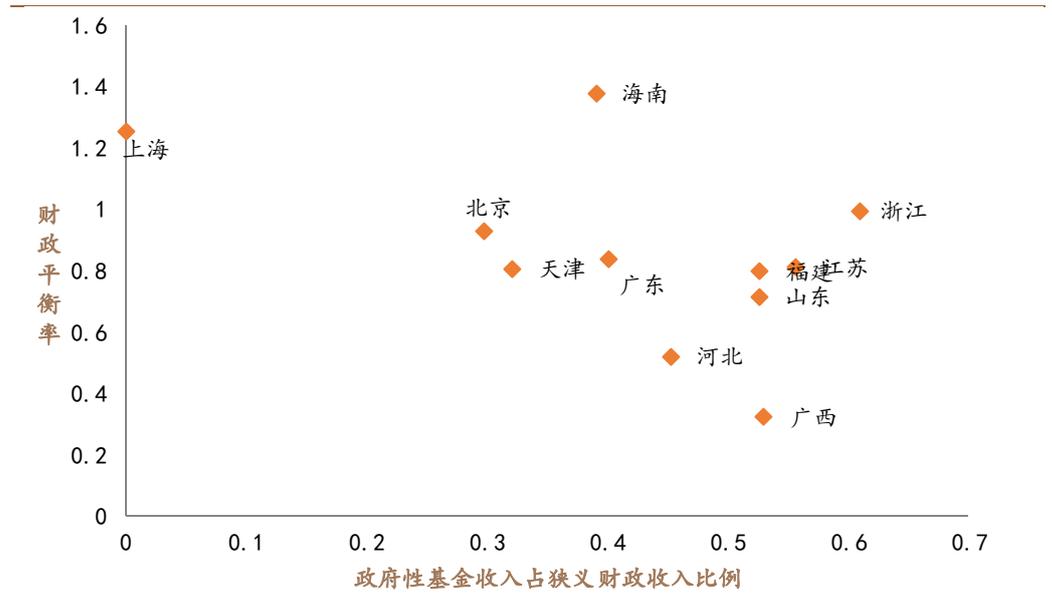
资料来源：Wind，德邦研究所

房地产部门对消费支出的影响分正反两方面的效应。(1) 住房信贷政策的边际改善和微调，或导致居民部门杠杆率难降，而从历史关系来看，居民部门杠杆率和居民消费支出两者增速维持稳定的反向关系，当居民部门杠杆率增速难以回落时，居民消费或继续受到房地产部门的“挤出”；(2) 汽车消费以及建筑装潢等消费，均与房地产销售保持正相关关系，尤其汽车消费增速甚至左右着整体消费增速，房地产销售增速下行的斜率及修复或影响汽车销售变化，在房地产住房信贷政策可能存在的两种情形下，仅从房地产销售影响汽车销售的逻辑来看，汽车类消费或继续趋于下行。

### 3.3. 地产信用风险或拖累部分地方政府及城投

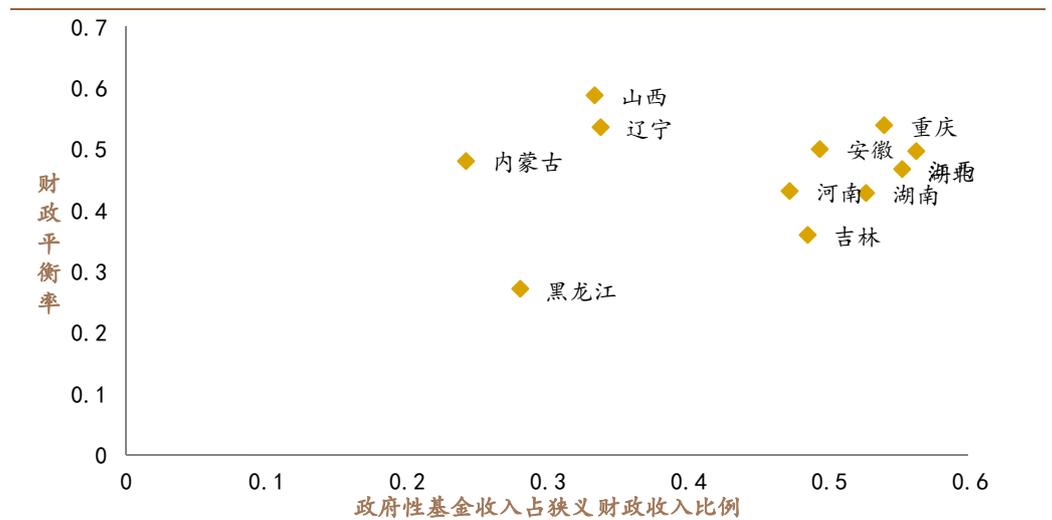
2021 年地方政府财政压力较轻，但是各省份财政收支依然存在较大缺口。从度量地方政府依靠自身财力覆盖支出的财政平衡率指标来看，截止 2021 年 8 月，仅有上海和海南财政平衡率超过 100%，仍有 60% 省份财政平衡率低于 50%。从地区来看，东部地区财政平衡率平均为 85%，财政资质情况相对良好；中西部地区财政平衡率平均为 45%，财政平衡性相对较弱；东北地区及西部地区部分省份甚至达到 40%-35%，财政自给能力较弱。而 2021 年 1 月至 8 月还是财政政策后置、本年度新增地方政府专项债限额较多、税收带动公共预算收入出现较大幅度增长的情况下，面对 2022 年及以后的经济变数，地产信用风险对“土地财政”依赖度较高的部分地方政府的拖累效应后渐渐显现。

图 23：东部地区财政平衡良好，财政资质良好的省份城投或成“核心资产”



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：中西部地区财政平衡较差，地产信用风险或拖累地方政府及城投



资料来源：Wind，德邦研究所

展望 2022 年及以后地方财政收支压力，存在以下三个方面施压财政平衡的因素：

(1) 2021 年房地产行业谨慎拿地和信用风险频发，已经造成土地流拍率上升、溢价率下降，对于土地财政依赖度较高的省份，面临财政收入下滑的挑战，而在房地产长期政策基调不动摇的情况下，小周期的调控带来的些微改善也难以带来财政收支结构实质性的改善，地方政府摆脱“土地财政”注定是一个长期问题。并且受地产信用冲击，财政实力较弱的省份面临土地出让收入下滑和本地金融机构风险抬升的挑战，或引发市场对这些省份城投债风险的担忧。

(2) 随着未来几年专项债偿还压力增大，政府性基金收入对一般公共预算的支持力度减弱，经过数年专项债发行的债务置换，虽然控制住了隐性债务风险，但是在土地财政模式还未出现根本性的结构性切换的情况下，专项债到期压力增强或施压地方政府的现金流收入，尤其是对财政平衡率较低甚至缺乏财政自给能力的省份；

(3) 2021 年一季度是 2017 年以来难得的“稳增长”压力较小的窗口期，但是也转瞬即逝，2021 年下半年 GDP 增速下行的压力已经渐渐显现，随着 2022 年以后名义 GDP 下滑，推动公共预算收入增加的税收收入或面临税基减少的压力，且“减税降费”近两年来一直是财政政策积极发力的重要方面，“收入难增而支出刚性”冲击地方政府的收支结构。

然而亦不是没有减轻财政收支压力的渠道，面对摆脱土地财政等财政收支结构性变化和短期财政收支压力的增加，国有资本经营预算收入调配，以及在继续防控隐性债务风险的条件下增加财政债务融资均是短期缓解地方政府收支压力的重要举措。

#### 4. 风险提示：风险外溢超预期、政策定力超预期

- (1) 恒大债务偿付危机继续发酵，地产板块风险溢价外溢超出市场预期；
- (2) “房住不炒”政策定力下，房地产调控政策不动摇，导致市场期待的政策微调落空；
- (3) 四季度内部平衡和外部平衡难度提升的情况下，牵制货币政策的因素渐增，挤压货币政策腾挪的空间。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人大大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经大学、对外经贸大学和上海财经大学研究生校外导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。