

房屋“断贷”的几个要点

近期，有些人将多地发生的房屋断贷与美国次贷危机作对比，但两者成因有本质不同、不能一概而论。本文详细梳理本轮断贷的根结及其影响，供参考。

■ 一问：与次贷危机的本质区别？问题在供给端非需求端、地产金融化程度低

国内近期的断贷问题与美国次贷危机有本质区别，我国核心问题在供给端、不在需求端。次贷危机前，美国信用资质较差的抵押贷款占比由2003年的8%提升至2007年的13%，2007年开始，美国需求侧偿付能力明显恶化，使得房贷违约加速暴露、拖欠率显著抬升。但我国断贷的直接触发因素是房企项目停工，居民希望通过断贷推动房企“保交付”，并不是居民偿付能力大幅恶化导致贷款违约。

相较于美国，我国房地产金融化程度低，房贷违约的杠杆效应较小。虽然住房贷款在中美信贷市场中的份额均较高，但美国地产金融化程度显著高于我国，会进一步放大居民违约带来的连锁反应。美国MBS的规模和流动性仅次于国债，MBS资产存量占固收市场规模的23%、日均交易量占总成交量的29%，金融性更强；而我国地产ABS存量占固收市场规模的0.74%，违约扩散效应暂时可控。

■ 二问：本轮断贷的根结何在？房企“高周转”模式失效带来的现金流压制

地产项目停工是断贷的直接导火索，主要缘于房企现金流压制显著加强。去年下半年以来，房企停工现象开始增多，房屋竣工显著下滑、今年进一步恶化，竣工同比由去年6月的67%下滑至今年6月的-40.7%。截至6月，面临停工交付问题的商品房面积约占去年总成交面积的11%。房企停工主要原因在于现金流持续恶化，上市房企筹资现金流快速下降、销售回款持续低迷加剧了房企现金流压制。

经济下行周期下，前期“期房-高周转”运作模式引发的违规问题在放大，是房企现金流承压的根结。经历了多年“高周转”运作，房企杠杆持续上升，资产负债率由2007年的62%提升至2021年的79%。地产下行周期下，房企现金流压制加速凸显，商品房期房销售快速萎缩、同比由110%下滑至-28%，资金回笼难度加大，而房企的杠杆效应进一步放大现金流压制影响，前期违规问题逐步暴露。

■ 三问：断贷影响何在？短期或影响购房预期，中期或强化地产周期变平逻辑

短期断贷风险扩散或相对可控，但可能影响到居民购房预期和行为。由于中美断贷存在本质不同，且我国断贷发生后，银保监会、地方政府、开发商均积极推动“保交付”和风险处置工作，均指向我国断贷对经济影响的“放大器”效应或相对较小。但断贷可能冲击居民购房预期，居民对房价预期的上涨占比已由去年3月的25%回落至今年6月的16.2%，或使本就低迷的购房需求恢复难度加大。

中期来看，断贷或影响地产供需两端恢复弹性，强化地产周期“平坦化”趋势。断贷影响下，居民避险情绪或上升、优先考虑购买现房和二手房、对期房的购买或趋于谨慎，进而可能影响新房销售恢复弹性。同时，当前房企面临的现金流压制等供给端约束比以往更强，或使“高杠杆、高周转”模式运作困难，或影响地产投资修复空间和弹性，因此断贷或从供需两端，强化地产周期平坦化的趋势。

风险提示：疫情发展超预期，地产下行超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、本轮断贷与次贷危机的本质区别？	3
二、本轮房贷断供的根结在哪？	5
三、本轮房贷断贷的影响何在？	7
风险提示：	8

图表目录

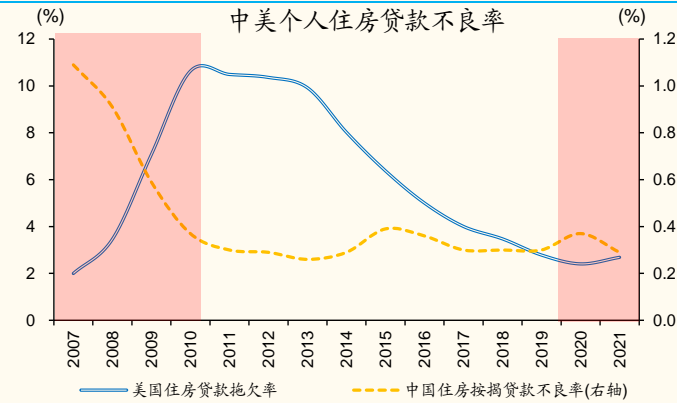
图表 1：次贷危机下，美国住房贷款拖欠率快速上行	3
图表 2：2003 年起，美国信用评级低的贷款占比提升	3
图表 3：个人住房贷款是我国信贷市场的重要组成部分	3
图表 4：住房贷款是美国信贷市场重要组成部分	3
图表 5：次贷危机时，美国居民部分债务违约率高企	4
图表 6：本轮停工项目涉及不良贷款占比较小	4
图表 7：MBS 是美国固收市场的重要组成部分	4
图表 8：美国 MBS 收益率与国债、抵押贷款利率挂钩	4
图表 9：ABS 在中国固收市场中的份额较低	4
图表 10：2016 年以来，我国地产去金融化政策频出	4
图表 11：全国房屋新开工、竣工面积快速下行	5
图表 12：多城市出现地产项目停工、延期交付问题	5
图表 13：房地产筹资现金流增速快速下降	5
图表 14：商品房销售、开发投资额同比增速快速下滑	5
图表 15：2021 年大多城市明确收紧预售资金监管	6
图表 16：2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业	6
图表 17：2021 年，房企受限现金比例明显提升	6
图表 18：2021 年，房企非受限现金短债比明显回落	6
图表 19：近年来，房地产行业资产负债率明显提升	6
图表 20：2021 年以来，商品房期房销售明显下滑	6
图表 21：房地产通过多链条对经济产生影响	7
图表 22：多方对应对房贷断贷明确表态、积极处理	7
图表 23：未来房价预期持续走低	7
图表 24：2022 年商品房成交远不及过往同期	7
图表 25：地产需求端指标修复弹性下降	8
图表 26：地产供给端指标修复弹性下降	8

近期，有些人将多地发生的房屋断贷与美国次贷危机作对比，但两者成因有本质不同、不能一概而论。本文详细梳理本轮断贷的根结及其影响，供参考。

一、本轮断贷与次贷危机的本质区别？

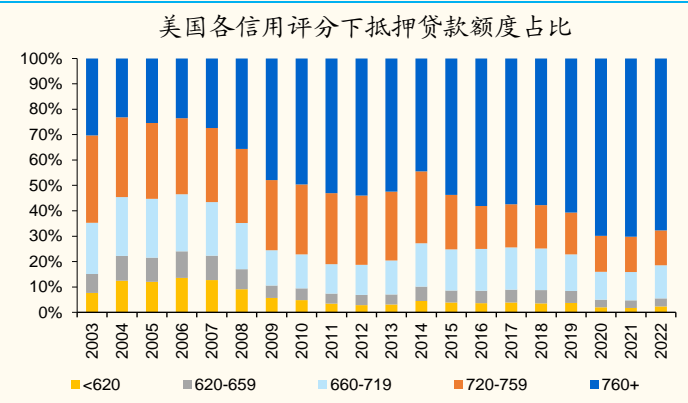
国内近期的断贷问题与美国次贷危机有本质区别，我国核心问题在供给端、不在需求端。次贷危机前，美国信用资质较差的抵押贷款占比持续提升、由2003年的7.7%提升至2007年的12.7%；2007年开始，美国需求侧偿付能力明显恶化，使得美国房贷违约加速暴露，住房贷款拖欠率显著抬升、由2007年的2%提升至2010年的10.6%。但我国本轮断贷的直接触发因素是房企项目停工，居民希望通过断贷推动房企“保交付”，我国需求侧偿付能力没有大幅恶化、住房按揭贷款不良率常年维持在0.3%的较低水平。

图表 1：次贷危机下，美国住房贷款拖欠率快速上行



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：2003 年起，美国信用评级低的贷款占比提升¹

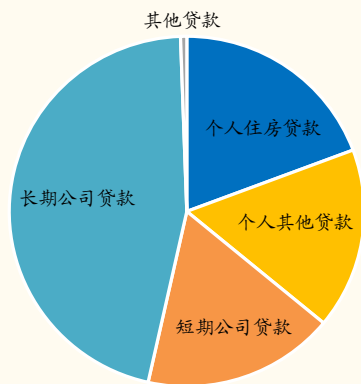


来源：New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax、国金证券研究所

住房贷款是中美信贷市场的重要组成部分，但相较于美国，我国涉及断贷的个人住房贷款份额较小。目前我国个人住房贷款占整体信贷规模的比重约为 19%，次贷危机时期，美国占比为 20%，对应两国总房贷规模都十分庞大。但美国次贷危机时期的居民贷款违约率远超我国目前水平；2006-2009 年，美国居民部门住房债务违约率由 4.2% 提升至 11.3%。而我国住房贷款不良率常年维持在 0.3% 的水平，且本轮住房贷款违约范围主要集中在出现停工、延期交付的地产项目上，这些停工项目涉及不良贷款平均仅占商业银行按揭贷款的 0.01%。

图表 3：个人住房贷款是我国信贷市场的重要组成部分

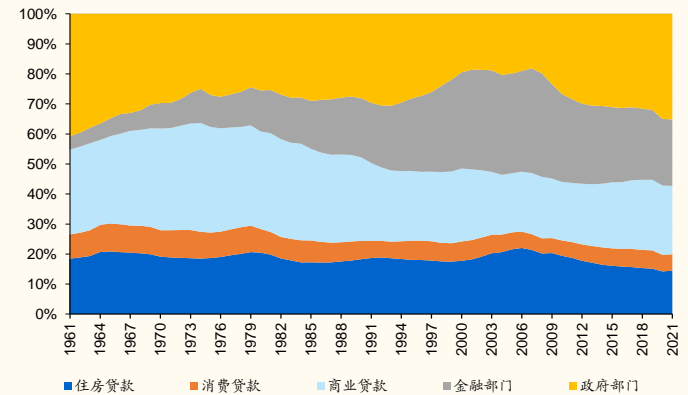
2022 年一季度末，我国金融机构贷款存量占比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：住房贷款是美国信贷市场重要组成部分

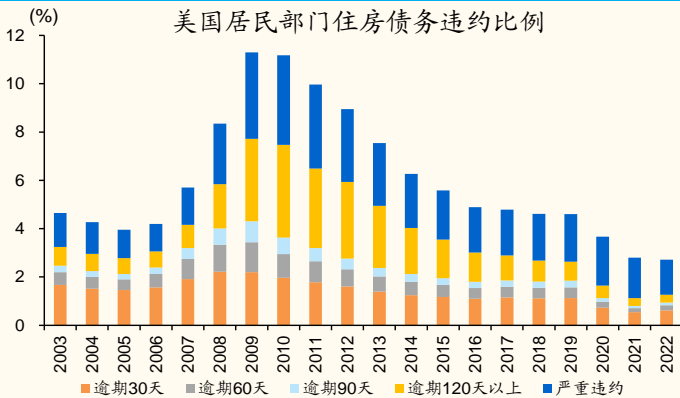
美国信贷结构



来源：Wind、国金证券研究所

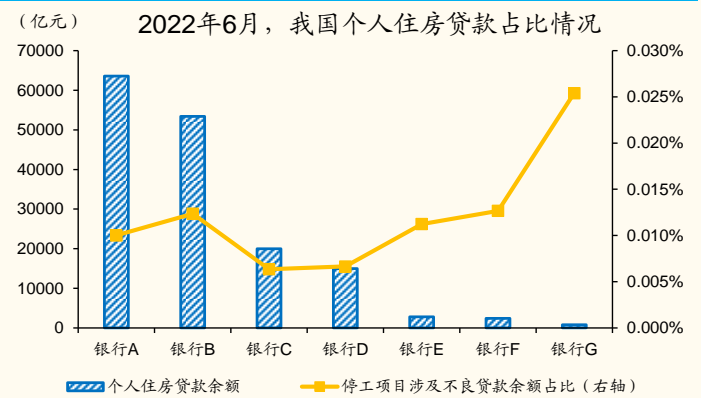
¹ 信用评分从 580 至 669 为一般，670 至 739 为良好，740 至 799 为非常好，800 及以上是极好。

图表 5: 次贷危机时, 美国居民部分债务违约率高企



来源: New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax、国金证券研究所

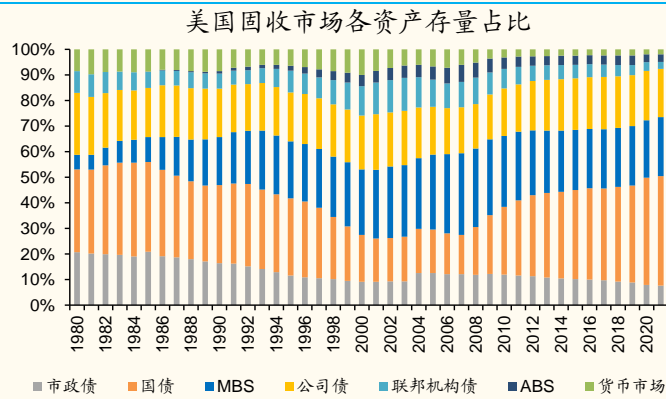
图表 6: 本轮停工项目涉及不良贷款占比较小



来源: Wind、国金证券研究所

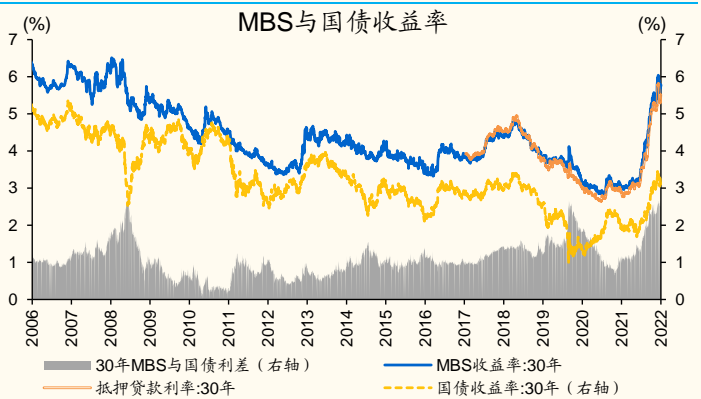
我国房地产金融化程度明显低于美国, 或使房贷违约的杠杆效应相对较弱。美国 MBS 的规模和流动性仅次于国债, 2021 年 MBS 资产存量占美国固收市场的 23%、日均成交量占美国固收市场日均成交总量的 29.2%; 同时 MBS 收益率与住房抵押贷款利率、国债收益率直接挂钩, 金融属性更强。反观我国, 地产 ABS 存量仅占固收市场规模的 0.74%, 且 2016 年以来我国对房地产行业去金融化调控显著加强。这说明美国地产金融化程度显著高于我国, 而金融杠杆会进一步放大居民房贷违约带来的连锁冲击。

图表 7: MBS 是美国固收市场的重要组成部分



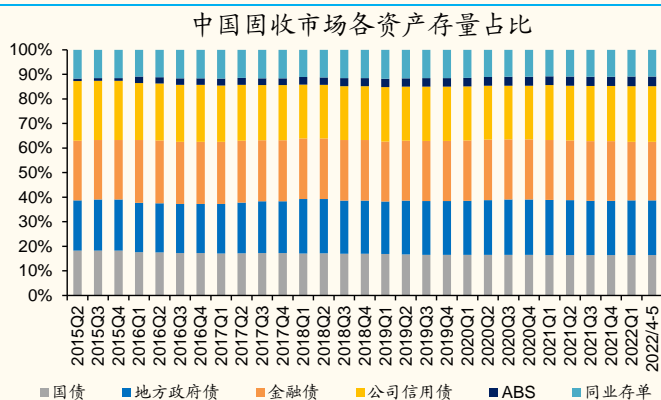
来源: Federal Reserve Bank of New York、国金证券研究所

图表 8: 美国 MBS 收益率与国债、抵押贷款利率挂钩



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 9: ABS 在中国固收市场中的份额较低



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 2016 年以来, 我国地产去金融化政策频出

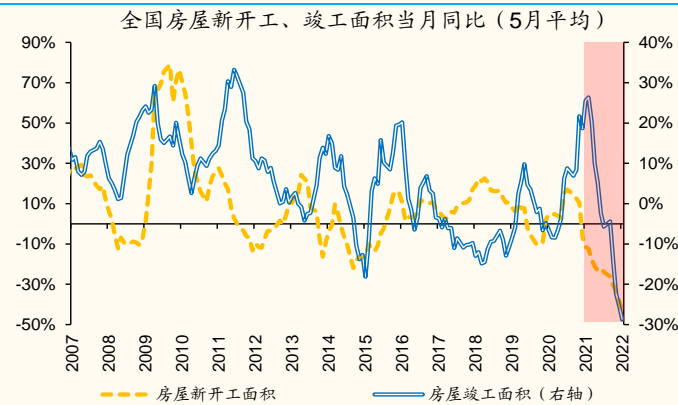
时间	文件	主要内容
2016/10	《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	对房地产公司债券实行“ 基础范围+综合评价指标 ”的分类监管标准, 募集资金可以用于还贷、开发项目和补充流动资金, 不得用于购置土地
2017/10	《关于规范银信类业务的通知》	不得将信托资金违规投向房地产 、地方政府融资平台; 股市、产能过剩等限制或禁止领域等
2018/5	《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》	房企境外发债 不得收资境内外房地产项目、补充运营资金, 仅限归还存量债务
2019/5	《中国银保监会关于开展“巩固治乱成果 促进合规建设”工作的通知》	...禁止银行向“四证”不全及资金不到位的房企融资; 禁止资金通过影子银行渠道 违规流入房地产市场
2019/7	《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》	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
2019/8	《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》	按月监测房地产信托业务变化情况...坚决 遏制房地产信托过快增长 、风险过度累积的势头
2020/8	“345”新规	房地产企业 三道红线 : 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 100%
2020/12	《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》	房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比 不得高于监管部门确定的上限
2021/3	《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	加大对 经营用途贷款违规流入房地产 问题的监督检查力度

来源: 银保监会、发改委、央行、国金证券研究所

二、本轮房贷断供的根结在哪？

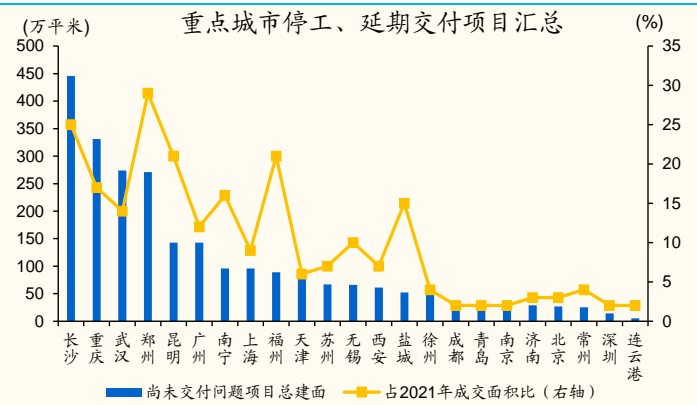
地产项目停工是断贷的直接导火索，主要缘于房企现金流压制显著加强。2021年下半年以来，房企停工现象开始增多，全国房屋新开工、竣工显著下滑，今年进一步恶化，新开工同比于去年5月转负、快速下滑至今年6月的-45%，竣工同比从去年6月的66.6%降至今年6月的-40.7%；截至6月，面临停工交付问题的商品房面积约占去年商品房总成交面积的10.7%。停工主要原因在于房企现金流恶化，上市房企筹资现金流去年下半年同比下降25.6%、降幅创历史新高，前期商品房销售回款低迷进一步加剧房企现金流压制。

图表 11：全国房屋新开工、竣工面积快速下行



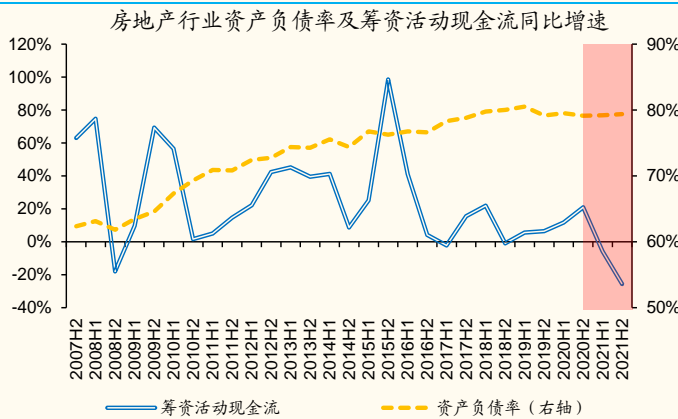
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：多城市出现地产项目停工、延期交付问题



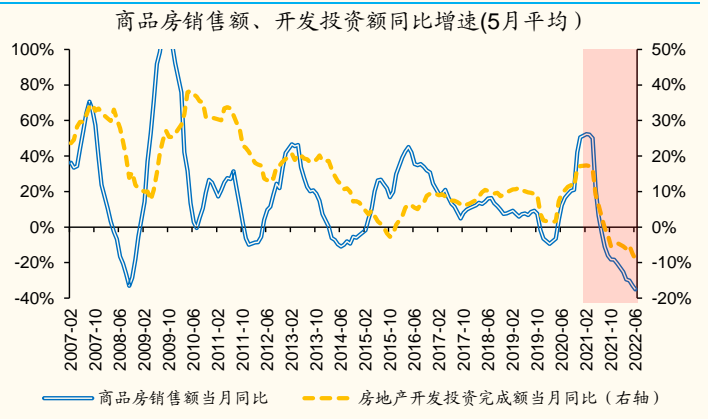
来源：CRIC、国金证券研究所

图表 13：房地产筹资现金流增速快速下降



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：商品房销售、开发投资额同比增速快速下滑

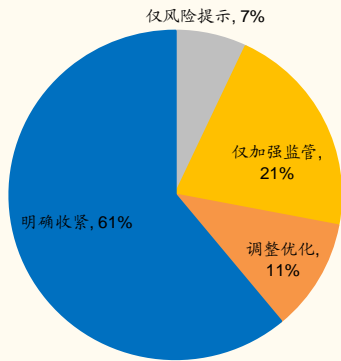


来源：Wind、国金证券研究所

前期预售资金监管加强、房企信用风险凸显，使房企现金流受限问题加速暴露。2021年起，地产调控对房企资金端管理趋严，预售资金监管加强即为典型；截至去年年底，全国75个城市出台了加强预售资金监管的相关措施，其中61%的城市明确收紧房企预售资金使用。同时地产债违约规模快速增长、占全部违约债券比重，2021年接近20%、2022年超过68%；房企信用违约增多，使得金融机构放贷、买债趋于谨慎，房企融资螺旋式收缩、现金流压力加大。

图表 15: 2021 年大多城市明确收紧预售资金监管

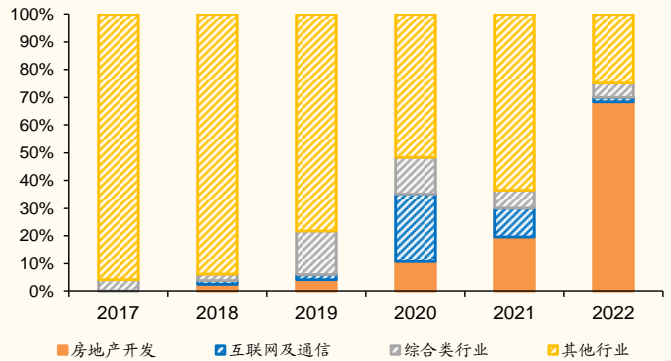
2021 年各城市预售资金监管措施



来源: 58 安居客房产研究院、国金证券研究所

图表 16: 2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业

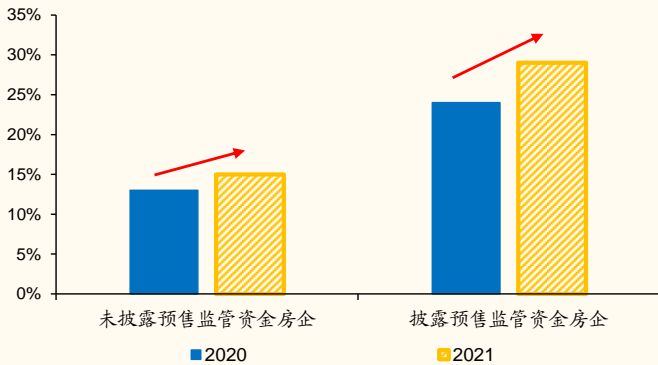
各行业债券违约规模占比



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 2021 年, 房企受限现金比例明显提升

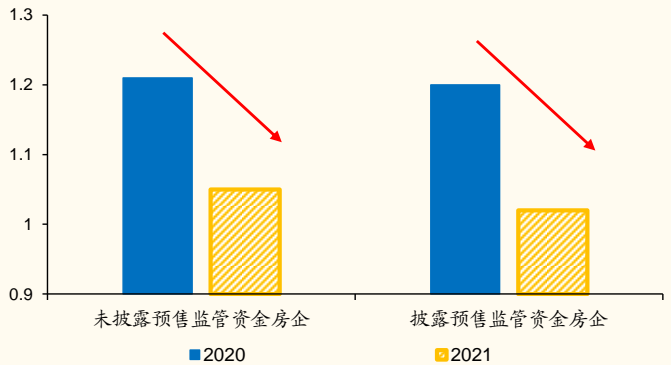
不同类型房企受限现金占比



来源: CRIC、国金证券研究所

图表 18: 2021 年, 房企非受限现金短债比明显回落

不同类型房企非受限现金短债比

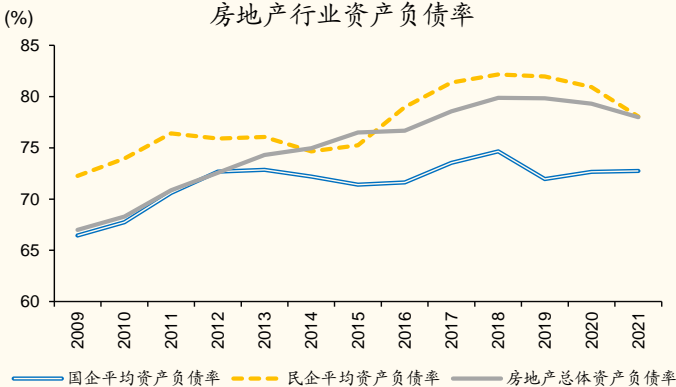


来源: CRIC、国金证券研究所

经济下行周期下, 前期“期房-高周转”运作模式引发的违规问题在放大, 是房企现金流承压的根结。经历了多年“高周转”模式的运作, 房企杠杆持续抬升, 资产负债率由 2007 年的 62% 提升至 2021 年的 79%。地产下行周期下, 房企现金流压制加速凸显, 商品房期房销售快速萎缩、同比增速由 109.9% 下滑至 -28.2%, 资金回笼难度加大; 同时, 房企杠杆效应进一步放大现金流压制影响, 前期违规问题逐步暴露。

图表 19: 近年来, 房地产行业资产负债率明显提升

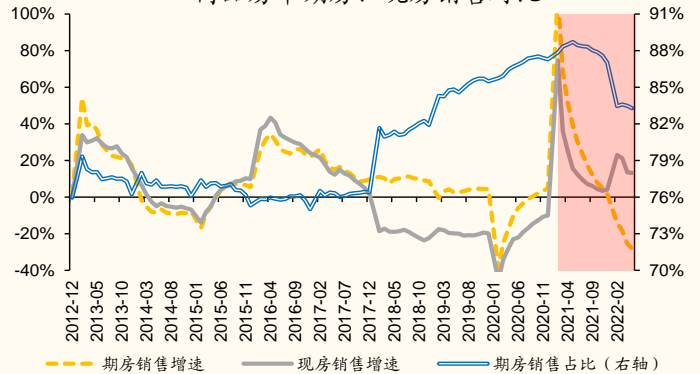
房地产行业资产负债率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 2021 年以来, 商品房期房销售明显下滑

商品房中期房、现房销售对比

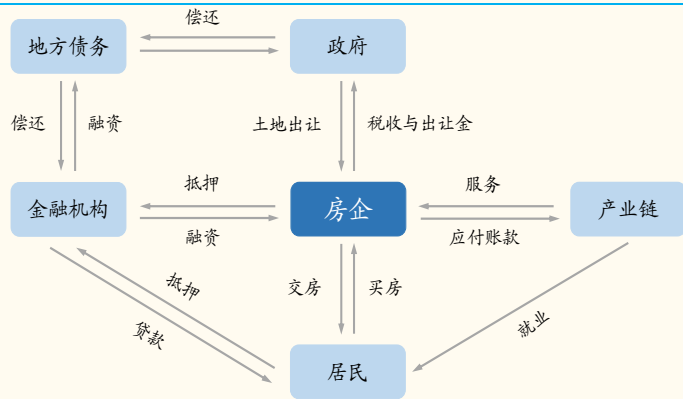


来源: Wind、国金证券研究所

三、本轮房贷断贷的影响何在？

房地产通过信贷、金融、财政、产业链等多链条对经济造成影响，但从政策应对和杠杆效应来看，短期断贷风险扩散或相对可控。经济运作规律显示，房企通过开发贷、按揭贷、土地财政、投资等多途径链接居民部门、政府部门和上下游产业链，因此房地产断贷对经济的连锁反应不容小觑。但中美断贷存在本质不同、我国房贷违约的杠杆效应相对较弱，且我国断贷发生后，银保监会、地方政府、开发商均积极推动“保交付”和风险处置工作，均指向本轮断贷对经济影响的“放大器”效应或相对较小。

图表 21：房地产通过多链条对经济产生影响



来源：Wind、国金证券研究所

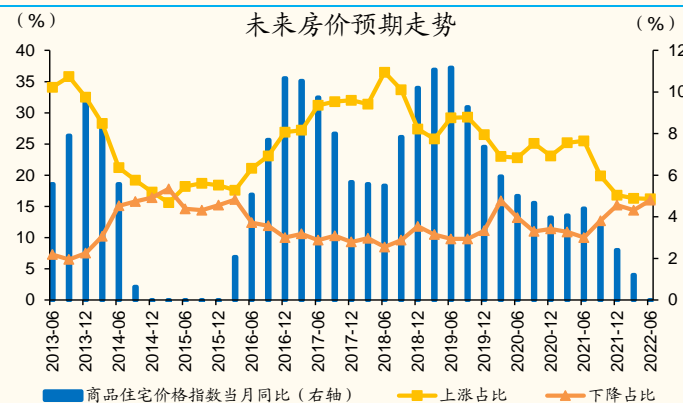
图表 22：多方对应对房贷断贷明确表态、积极处理

主体	主要内容
银行	涉及“断贷”事件的个人住房按揭贷款占比多数在 0.01% 左右， 业务规模较小，总体风险可控。
银保监会	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、稳定性...引导 金融机构市场化参与风险处置 ...支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作
地方政府	西安市住建局： 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；沧州市住建局：在商品房买卖合同中须注明：“ 购房款不进入监管账户，此合同无效 ，买卖双方可随时解除”字样
开发商	恒大地产：正全面推进珠三角地区“ 保交楼 ”广州、佛山等地 59 个在建楼盘已全面复工复产； 新力控股： 保交付是唯一的重点工作 ，正在进行很多尝试，包括卖项目、谈展期、设定专项账户等

来源：公司公告、银保监会、地方政府官网、国金证券研究所

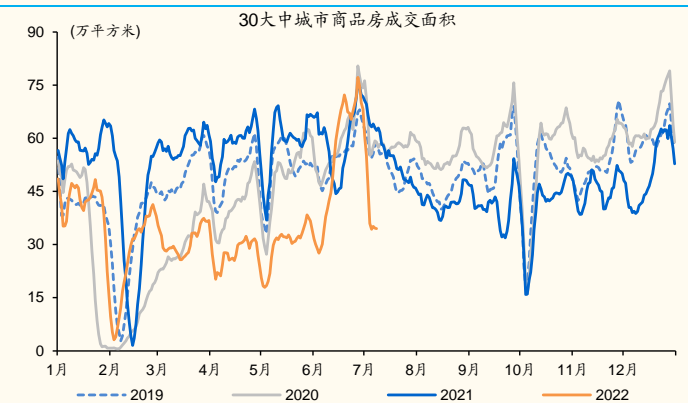
短期来看，断贷或影响居民购房预期，使本就低迷的购房需求进一步承压。前期房企现金流受压制显著、运作模式失效已冲击市场信心和预期，居民对未来房价预期的上涨占比由去年 3 月的 25.2% 回落至今年 6 月的 16.2%、下跌占比对应由 10.9% 上涨至 16%。消极预期下，今年上半年商品房销售仅为过往同期水平的 55.5%，而目前断贷持续发酵或将进一步加大购房需求的恢复难度。

图表 23：未来房价预期持续走低



来源：Wind、国金证券研究所

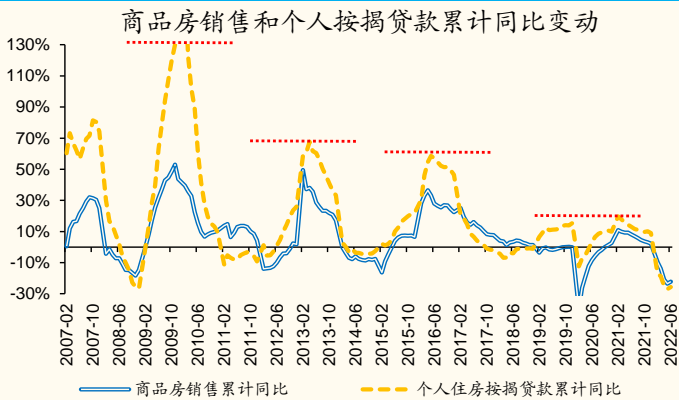
图表 24：2022 年商品房成交远不及过往同期



来源：Wind、国金证券研究所

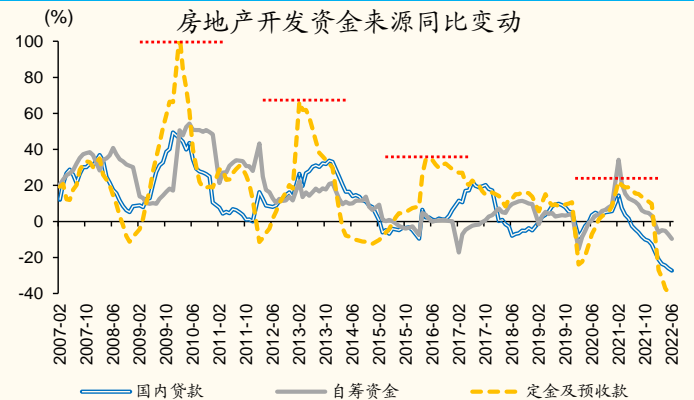
中期来看，断贷或影响地产供需两端恢复弹性，强化地产周期“平坦化”趋势。断贷影响下，居民避险情绪或上升、优先考虑购买现房和二手房、对期房的购买或趋于谨慎，进而可能影响新房销售恢复弹性。同时，当前房企面临的现金流压制等供给端约束比以往更强，或使过去“高负债、高杠杆、高周转”模式运作困难，或影响地产投资修复空间和弹性，因此断贷或从供需两端，强化地产周期平坦化的趋势。

图表 25: 地产需求端指标修复弹性下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 地产供给端指标修复弹性下降



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、**疫情发展超预期。**目前全国多地疫情反弹或对复产复工进程造成影响,可能延缓地产行业的生产、需求恢复。
- 2、**地产下行超预期。**地产下行或通过信贷、金融、财政、产业链等多链条对经济造成负面影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402