

关于地产的断贷：令人恐惧的是恐惧本身

报告要点：

1、断贷一事属地产下行风险扩散后的一系列结果之一，地产销售的风险从增量传导到存量，应该是可以预见的事情。

2、关于此事，很多市场人士在用静态思维去思考问题，譬如计算当前断贷规模占存量规模有多大，从而得出的结论是风险可控；在笔者看来，此事最需警惕的是后续的可能性变化。

3、后续风险的可能性传染途径包括但不限于此三个：

1) 如果银行对按揭贷款的风险重新认知，银行也许会对发放按揭贷款重新变得谨慎，这会带动地产销售重新受到约束；

2) 如果居民对购房进一步谨慎，且造成房价下跌，那么在现实和预期相互强化下，银行的房产抵押物面临价值缩水的风险，届时断贷的情况可能会变得更加不稳定；

3) 如果存在个别中银行倒闭的情况，这个风险也许会直接传向金融体系。

4、其实若完全从基本面出发，我们不用担心这些风险的蔓延，毕竟，这个局部风险在任何层面都兜得住：

1) 失信人执行制度是居民还贷的保障，贷款集中度考核是风险不会在金融体系内扩张的屏障，至于地产销售，本身就不会引起销售本身的风险；

2) 就这个系统而言，我们应不会重演 2008 年美债危机的基本面，中国的居民杠杆仅逾 60%，远低于次贷危机时美国 99% 的居民杠杆率。

5、但这不代表着，我们可以对地产的风险放心，风险的发酵往往并不线性，风险的传导也并不一定完全理性，风险的真正来源是集体避险。

6、类似的案例已比比皆是，风险扩散往往来自于有钱不还了或者有钱不借了：

1) 大多信用主体在偿债上高度依赖于借新还旧，但若公司片面的负面信息被放大，或公司不在当时信用市场的风口上，即使公司的基本面稳定，也往往会因市场挤兑而爆雷，如当年的永泰能源；

2) 银行即使出现大量坏账，只要留有合理的准备金，银行的业务仍然能运行下去，但若坏账的消息流传开来，银行遭遇储户大规模挤兑的话，银行的风险才会真正到来，如河南村镇银行。

7、甚至在市场上存在着一种非理性，即使不存在直接的因果关系，在集体趋利避害和符号化的思维之下，也容易形成集体的运动式事件：

1) 理论上断贷只会增加银行风险，并不会增加地产甚至房价的风险，但断贷若被集体性联想后，大众在购房时也许情绪会倍加谨慎；

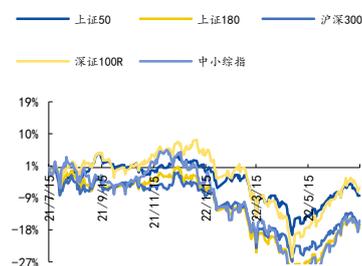
2) 譬如唐山事件的 boy london，反日思潮下的打砸日产车，都是异曲同工的案例。

8、说回地产事件，后续我们也许会看到事件的线性但非理性的推力，即断贷影响了地产销售，也许会看到事件的非线性且快速的风险发酵，无论是前者

主要数据：

上证综指：	3304
深圳成指：	12573.12
沪深 300：	4283.8
中小盘指：	12890.18
创业板指：	2765.16

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

还是后者，靠经济学常识是很难预测及解释的。

9、唯一可以做的，是跟踪事情的解决方案和遏制风险的政策是否行之有效，其中，一方面观察是否有进一步保竣工的政策出台，譬如银行或第三方是否能给予地产建设上的资金支持；另一方面则是看是否有政策能给予地产或银行更为强大的信用背书。

10、所幸的是，正如文初所说，这些断贷事件和最初的地产销售下滑本属同源，如果能有效解决竣工问题，那后续的地产链条可能被整个扭转。但时点及方式尚有不不确定性，更需要关注的，还是银行或财政能腾挪多少资源给地产。

风险提示：地产下行超预期，政策支持不及预期，银行流动性风险超预期

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188