

六月30城地产销售面积情况环比显著改善，市场对地产的预期转为乐观，然而7月上旬30城销售再度拐头向下，市场开始忧虑地产走势。我们从三个角度更加客观评估当前中国地产所处状态：本轮中国地产问题的内核是什么？本轮地产压力来源及脆弱环节为何？地产压力未来可能的传导路径？

➤ **首先不必太过悲观，不能将中国地产压力直接类比为美国次贷危机。**

本轮中国地产问题的内核与美国次贷危机截然不同。

**不同之一，当下中国地产问题并不是来自于居民现金流不足。**美国次贷危机直接诱因是低收入群体无法偿付房贷，最终杠杆断裂。反观中国，今年6月居民信贷环比显著改善，居民购房意愿及能力未受根本性冲击。去年以来，中国居民存款增速持续上行，近期同比读数甚至高于历史同期水平。种种迹象表明，7月以来地产主要压力，并非来自居民部门。

**不同之二，地产证券化程度较弱，地产的金融传染性有限。**2008年，美国次贷危机之所以触发金融危机，并迅速扩散成为经济危机，房地产高度证券化负有一定责任。中国资产证券化起步较晚，发展深度有限。只要政策应对及时，不太可能发生局部地产压力迅速传染扩散，并冲击整个金融市场。

**不同之三，中国居民资产负债表较健康，地产对中国金融体系直接冲击可控。**若居民资产负债表相对健康，居民部门便不会出现大幅度的资产折价和债务破裂，最终地产风险可控。美国次贷危机之前美国居民急速加杠杆，巅峰时期美国居民杠杆率达到99.2%（2007年四季度），为历史最高值。2021年下半年以来中国居民杠杆率相当稳定，杠杆增速已有收敛，2021年下半年至2022年上半年，居民信贷同比收缩3.4万亿。

➤ **但也必须正视问题，我们需要理解本轮中国地产压力的真正来源。**

不论是现金流、债务偿付比、杠杆率还是资产负债率，多重指标显示当下中国居民部门并未显露高杠杆“后遗症”，地产压力或不在居民部门。**本轮地产最直观的压力来源，显然在房地产企业部门。**去年下半年以来房企融资渠道收窄，居民信贷以历史罕见速度下滑，最终房企不得不面对极端现金流收缩，并且为期长达一年。

**需要提醒，本轮地产较为脆弱的环节或在于部分财力偏弱的地方政府。**2018年至2021年，土地出让金年度收入从6.3万亿元扩张至2021年8.7万亿元。整个地产资金链条之中，地方政府对土地出让依赖度有所走高。若地产销售以及房企融资持续收缩，部分地方政府财政压力将会浮现。财力偏弱而又依赖土地出让的地方政府，所面对的减收压力或尤甚。

➤ **无需夸大当前风险，然应重视地产压力隐含的三个可能传导路径。**

本轮地产调控的一揽子政策组合之下，我们能够窥见政策背后的意图：将地产问题控制在地产行业之内。

**然而7月地产压力加大之后，我们应该充分重视当前地产压力存在三条可能的传导路径。**路径之一，从供给到需求。6月地产销售环比改善，然而7月销售再度转冷。这意味着，当供给问题得不到实质解决，需求回暖态势会变得脆弱。**路径之二，从企业到居民。**目前来看，本轮地产压力仍控制在行业之内。然而预期因素会将房企部门现金流压力传导至居民部门。**路径之三，从实体到金融。**当前地产压力更多停留在实体层面，政策留有足够空间应对准备。倘若房价预期发生较大变化，存量房地产及联动的金融资产定价可能需要重估，届时地产问题或会影响金融定价。

➤ **处理中国地产问题的当务之急。**

7月以来地产问题主要缘自房企部门现金流压力，底层的居民资产负债表相对健康，因而问题本身可控。然而必须要正视一点，目前房企现金流压力呈现向外传导趋势。当下最重要的是切断压力传导机制，防止房企现金流压力向居民和政府部门传导，防止实体层面的地产行业供需向金融资产定价传导。**控制预期传染，稳定地产销售，缓解信用压力，这或许是当下地产调控的当务之急，因此，当下我们无需对地产太过悲观。**

**风险提示：地产政策效果不及预期；房企信用风险超预期；疫情发展超预期**



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**相关研究**

- 1.宏观专题研究：日本会点燃海外新一轮紧缩交易吗？-2022/07/21
- 2.宏观专题研究：欧债危机？只是风满楼-2022/07/19
- 3.宏观专题研究：经济的上限和下限-2022/07/16
- 4.100BP加息或正逼近——美国6月CPI点评-2022/07/14
- 5.宏观专题研究：6月出口“炸裂”-2022/07/14

## 目录

1 中国地产问题不应类比于美国次贷危机.....	3
2 从资金流转链条看中国地产压力的来源.....	6
3 无需夸大风险，但应重视地产压力传导趋势.....	8
4 处理中国地产问题的当务之急.....	10
5 风险提示.....	11
插图目录.....	12

## 前言:

近期中国地产引发各界广泛关注，过去一段时间资本市场也给予充分反应。

从7月11日开始，人民币汇率开始波动加大，7月14日人民币兑美元汇率一度达到6.77，四个交易日内累计跌幅超800个基点。人民币汇率走贬，固然与近期美元指数走强有关，也有地产风险担忧的因素。

股票市场也有同步反应，北上交易型资金连续5个交易日（7月11日-7月15日）净流出，拖累A股表现。6月社融和经济数据都偏强，然而近期债市依然小幅走强，10年期国债利率从2.83%走低至2.78%。

近期地产风险有所收敛，资本市场亦有同步利好回应。

图1：7月11日后，人民币汇率贬值压力有所增加



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1 中国地产问题不应类比为美国次贷危机

当下市场对中国地产担忧情绪愈发浓厚，不少海外观点甚至将中国地产类比为美国次贷危机。这种类比背后，隐含的是部分海外投资者担忧中国地产风险扩散。

我们认为“当下的中国地产”、“2007年的美国地产”，两者面临的压力及问题内核，截然不同。故不能将中国当下地产状态类比为2007年美国次贷危机前夕。

**第一处不同，当下中国地产问题并非来自于居民现金流不足。**

参照海外经验，地产泡沫刺破往往伴随货币政策收紧、居民部门现金流不足

和债务偿付崩溃。

当下中国地产虽然面临压力，然而去年至今，房贷利率已有明显调降，债务偿付压力因此得到部分消减。此外，居民部门现金并不紧张，杠杆空间也并不“逼仄”。有两组数据印证：

第一组数据是 6 月居民信贷环比显著改善，说明居民购房意愿及能力或并没有受到根本性的冲击。

第二组数据是当前中国居民存款增速位于历史偏高水平，说明当前居民现金流压力或并不如想象中那般紧张。

**简言之，当下中国地产压力并不来自居民端，居民现金流和债务偿付比均处正常状态。**

**图 2：当前居民存款增速并不低**



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 第二处不同，证券化程度较低，地产风险的金融传染性有限。

美国次贷危机之所以能够演绎至金融危机，甚至进一步影响全球经济，前提是地产问题波及幅度足够广，波及速度足够快，快到政策稍有迟疑，金融冲击已至。

房地产是典型的不动产，之所以深度冲击金融体系，高度证券化必须负一定责任。举一个简单的例子，如下。

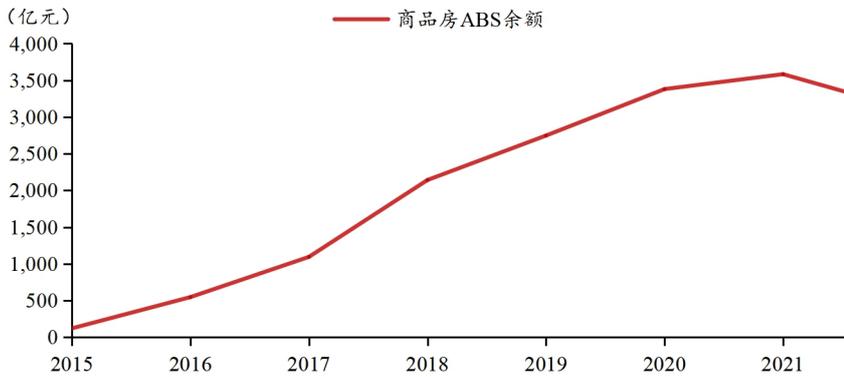
当 A 银行面临它的居民还贷能力萎缩，A 银行的居民信贷问题无法实质性影响 B 银行。然若居民信贷被证券化为 MBS，当 A 银行持有 MBS，居民无法正常还贷，MBS 将快速折价。同样持有 MBS 的 B 银行资产端也会受到冲击。

证券化还意味着 MBS 已经被金融市场深度定价，MBS 价格联动其他金融行为。例如以 MBS 为质押的回购，利率也因 MBS 折价而受到影响。这种情况下，

即便不持有任何 MBS 的金融机构，也会因为 MBS 折价而受到冲击。

**中国资产证券化发展深度较为有限，局部地产压力迅速传导扩散，冲击整个金融市场并造成系统性风险，发生这种情景的概率较低。**

**图 3：中国商品房 ABS 余额较为有限**



资料来源：Wind，民生证券研究院

**第三处不同，中国居民资产负债表较健康，地产对中国金融体系直接冲击可控。**

居民资产负债表是否稳健，会决定“地产冲击”持续的深度。短期内偶然因素扰动，居民或会出现暂时偿债压力，但若底层的资产负债表相对健康，居民部门不会出现大幅度资产折价和债务破裂，最终地产风险可控。

2021 年下半年以来中国居民杠杆率相当稳定，杠杆增速收敛。以居民信贷为例，2021 年下半年至 2022 年上半年，居民信贷同比收缩 3.4 万亿。

过去一年，中国居民杠杆非常克制，这一点截然不同于 08 年美国金融危机。2007 年美国次贷危机触发全球金融危机，而在美国次贷危机之前，美国居民急速加杠杆，巅峰时期美国居民杠杆率达到 99.2%（2007 年四季度），为历史最高值。

**居民资产负债表较为健康，加上中国地产的证券化程度有限，这就决定了我国居民近期的行为的影响有限，对金融的传导性更不能与 08 年美国金融危机相提并论。**

**图 4：今年 1 至 5 月居民信贷缩至去年同期的三分之一左右**


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 从资金流转链条看中国地产压力的来源

中国地产融资链条有三个重要环节：销售、投资和拿地。三个环节涉及三个主体（居民、房企和地方政府），一条清晰的资金流转链条贯穿其中，居民信贷撬动房企融资，房企拿地时将融资转化为土地出让金。

地产融资链条中有三个关键数据非常值得关注，居民信贷（对应地产销售回款现金）、房企债务融资（对应地产企业融资现金）、土地出让金（对应地方政府财政收入）。

观察不同环节的资金变化，我们基本可以判断，中国地产链条上哪个环节最脆弱，压力是如何通过资金链条传导开去。

**我们先来回顾这几年地产发展现实。**

**2018 年至 2021 年对中国地产而言是一段非同寻常的时期。这段时间中国地产迎来少见的平稳发展期。直观表现就是地产各项指标读数被压在一个非常狭窄的空间内波动。**

2018 年至 2020 年，居民信贷年度融资规模稳定在 7.5-8 万亿元，其中居民按揭贷款 2.7-3.2 万亿元；房企债务融资每年稳定在 4.5-5 万亿（表内融资加信托）。与之相应，2018 年以来，中国新房销售面积稳定在 17-18 亿平米。

图 5：2018 年以来居民信贷及地产融资规模相当稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 2021 年下半年地产罕见低波动的平衡被打破。

首先是房企融资现金快速收缩，其次是居民信贷以历史罕见的速度快速下行。今年 2 月和 4 月，居民中长贷甚至触达单月负净融资。

即便中性乐观情况下估测今年居民信贷，或也要较去年缩减约 2 万亿元（测算详见《居民杠杆，冰点后回暖》），房企融资规模收缩更不必细说，今年地产显然结束了 2018 年以来的紧平衡状态。

### 本轮地产表观压力来自房企，然而脆弱环节或在部分依赖土地出让金而财力偏弱的地方政府。

中国本轮地产压力显然不是缘自居民端。不论是现金流，还是债务偿付比，抑或是杠杆率及资产负债率，当下中国居民部门并未显现出高杠杆“后遗症”。本轮地产最直观的压力来源，显然在房地产企业部门。

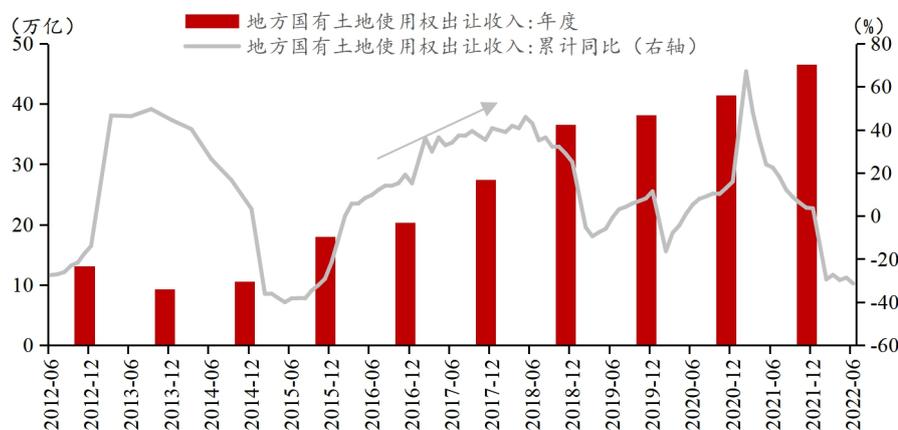
然而当我们将视线转向地产资金链传导路径，我们便会发现，本轮地产真正脆弱的部门或在部分地方政府。

### 本源是 2018 年至今，部分地方政府对土地出让金的依赖度在持续提升。

2018 年全年土地出让收入 6.3 万亿元，2019 年已是 7 万亿元，2020 年 8.2 万亿元，2021 年 8.7 万亿元。可以这样说，整个地产资金链条之中，地方政府对土地出让依赖度显著提升。

若地产销售以及房企融资进一步持续收缩，土地财政压力将会浮现。这一点对财力偏薄弱的地方政府来说尤其如此。

图 6：2016 年以来土地出让金规模快速扩张



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 3 无需夸大风险，但应重视地产压力传导趋势

地产调控惯有的逻辑是用需求政策的松紧来解决供给问题，周期性起伏关键都在需求端。

一段典型的地产扩张时期中，需求端政策松绑，居民杠杆抬升，房企销售现金流回笼，融资现金流改善，房地产库存去化，供需达成新平衡。

**这次不同，本轮地产周期明显复杂的多，供需问题掺杂在一起。**

年初以来因城施策，政策逻辑还是沿用了传统调控框架，更多着眼于居民需求端松绑。供给端，地产企业面临现金流压力有增无减。政策试图将地产问题控制在地产行业。

**7 月居民信贷再度收缩，提醒我们需要重视当下地产表观压力——房企现金流压力。**

房企问题并不能停留在供给层面，地产供给也能影响需求，实体企业问题可以走向宏观资产定价问题。

**第一，当供给问题得不到实质解决，需求回暖态势会变得脆弱。**

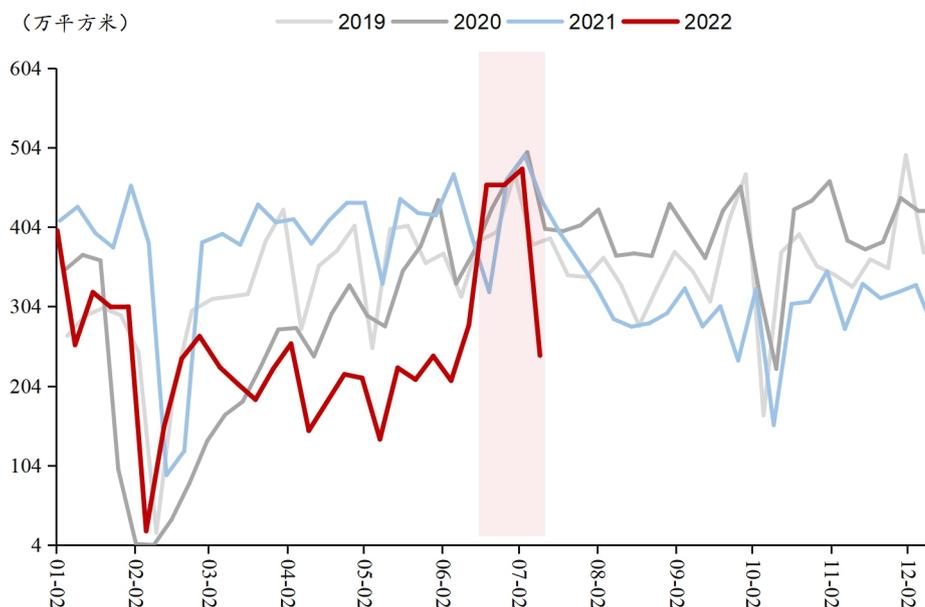
市场一直等待地产行业有所修复。也非常清楚本轮地产真正走出困境需要两个层面修复，地产销售回暖，房企融资修复。其中房企融资修复又以地产销售修复为前提。

疫情退却的 6 月，需求端刺激政策终于显现效果。高能级城市房地产销售量价企稳，6 月居民信贷也明显环比改善。这一结果令市场感到惊喜。

销售企稳回升之后，市场开始期待，销售改善能否进一步带动金融机构对民

营房企的预期改善，房企能否迎来融资改善，走出困境。然而 6 月销售短暂回暖后，7 月景气再度下行。

图 7：近期 30 大中城市房地产销售面积有所下行



资料来源：wind，民生证券研究院

## 第二，地产压力正从行业层面走向居民层面。

当前地产行业正在承受着一轮历史罕见的压力，市场对此有充分认识。作为系统性重要部门，地产牵涉财政、增长、就业、资产定价等各个方面。

7 月之前，中国地产压力只在两个层面有比较明显表现，地产企业本身现金流压力，以及地发政府财政收入。

7 月地产压力开始初显扩散迹象，居民部门销售预期受到一定影响。

## 第三，房地产压力正从实体层面的地产销售走向金融层面的资产定价。

截止目前，地产企业现金流问题还只停留在实体层面，对经济影响则更多停留在投资端。实体层面的影响往往扩散速度缓慢，留给政策足够空间去做应对和准备。

当居民购房预期发生变化，后续房价预期可能跟进调整。一旦房价预期变化，存量的房地产价格就有可能面临重估。

图 8：今年上半年地方政府土地出让金压力或显著大于其他时期



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 处理中国地产问题的当务之急

拉长期限来看，房地产企业是一个实体层面的问题，是供给层面的问题。然而短期之内，地产问题或是一个金融问题，是需求层面的问题。当下最迫切需要解决的并不是供给层面的行业结构重整，而是稳定地产需求，稳定房企现金流。

7月以来地产问题主要缘自房企部门现金流压力，底层的居民资产负债表相对健康，因而问题本身可控。然而必须要正视一点，目前房企现金流压力呈现向外传导的趋势。

**当下最重要的是切断压力传导机制，一是防止房企现金流压力向居民和政府部门传导，二是防止实体层面的地产行业供需向金融资产定价传导。**

**防止预期传导，稳定地产销售，缓解信用压力，可能是当下防止地产风险扩散的当务之急。**

## 5 风险提示

- 1) **地产政策效果不及预期。**居民收入预期降低，前期需求政策效果不及预期。
- 2) **房企信用风险超预期。**三季度地产债务到期规模较大，若在此期间房企出现信用风险事件，后续商品房销售表现或不及预期。
- 3) **疫情发展超预期。**三季度若疫情发展超预期，房企开工、居民购房活动受限，地产投资、销售增速将不及预期。

## 插图目录

图 1: 7 月 11 日后, 人民币汇率贬值压力有所增加	3
图 2: 当前居民存款增速并不低	4
图 3: 中国商品房 ABS 余额较为有限	5
图 4: 今年 1 至 5 月居民信贷缩至去年同期的三分之一左右	6
图 5: 2018 年以来居民信贷及地产融资规模相当稳定	7
图 6: 2016 年以来土地出让金规模快速扩张	8
图 7: 近期 30 大中城市房地产销售面积有所下行	9
图 8: 今年上半年地方政府土地出让金压力或显著大于其他时期	10

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026