



Research and  
Development Center

# 从历次“断供风波”看当前地产困局

2022年8月2日

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 从历次“断供风波”看当前地产困局

2022年8月2日

## 摘要:

近期各地烂尾楼断供事件持续发酵,引起了社会广泛关注。事实上,我国房改以来,集体性的断供事件并非首次发生。通过梳理2008、2014年两波断供事件的始末,我们对本轮断供潮和未来地产走势有了一些新的见解。

- **断供潮在我国并非首次发生,2008年深圳断供潮、2014年江浙断供潮的经验值得参考。**(1)2008年金融危机席卷全球,深圳房价出现了断崖式下跌,引发了一波深圳“断供风波”。断供的诱因主要可以分为两种,一是炒房人持房过多,或者发生经济困难,无力还贷,无奈之下选择放弃手中房产;二是房价下跌严重,致使部分购房者被拖入“负资产”的泥潭,主动断供收益大于断供成本。2008年9月后,救市措施频繁出台,房价再次暴涨,楼市关键词从“断供”变为“抄底”。(2)2013年温州“弃房断供”案例频现。“弃房断供”虽由房价大幅下跌引起,但深层原因是温州经济不振、本地企业普遍出现经营困难,导致资金链断裂难以偿还抵押贷款。另外,2014年六月末,浙江杭州、江苏无锡等地也陆续出现断供事件。2014年“稳增长”压力加大,政府重启全国性宽松。
- **本轮断供与前两轮的不同点与相同点。**  
**不同点:烂尾维权。**烂尾楼业主将“断供”作为维权工具,主要诉求在于项目的复工和交付。事件的根源在于房企挪用预售资金用于“高周转”,导致流动性风险放大;如今地产进入下行期,房企现金流问题加速暴露。  
**相同点:房价下滑与收入增长乏力。**(1)二三线城市房价持续下跌使得居民信心受损。(2)回顾历史,2008年、2014年的断供事件的背后,都出现了经济景气度下行,居民收入下滑的情况。2022年上半年,疫情对实体经济造成了巨大冲击,微观主体经营困难,资金链断裂;居民收入缩水,甚至失业,购房者难以偿还银行月供,因而被迫选择断供。
- **本轮地产“难抬头”主因在于行业陷入负反馈。**我们可以使用收入增速与房贷利率的差来衡量居民的购买力。历史上居民收入增速与房贷利率之差与商品房销售有较强的一致性。而2021年四季度至2022年一季度,两者之差持续为负。居民购房能力的下降对地产复苏形成了压制。地产行业陷入了“需求收缩-房企资金链压力加大-交付困难-需求收缩”的负反馈。
- **短期重点在于保交楼;中期要稳收入、促需求。**短期的重点在于解决烂尾楼、停工楼盘问题,保障购房者的合法权益。下半年全国层面可能会成立房地产基金推动风险化解。值得注意的是,7月以来地产销售迅速走弱,一方面烂尾断供风波发酵,居民对于房地产市场,尤其是对于期房的信心可能会被再次击碎;但更重要的是居民收入增长乏力和房价下跌的问题尚未好转。我们提醒,即便烂尾楼问题得到解决,未来地产断供问题仍然不可忽视。前两轮断供现象的化解均是通过超常规刺激实现的,如果下半年再次出现集体性断供,对宏观经济和金融体系的冲击值得警惕。
- **风险因素:**新冠病毒变异导致疫苗失效;国内政策超预期等。

## 目 录

一、历次“断供潮”始末回顾 .....	4
1.1 2008 年深圳断供潮 .....	4
1.2 2013-2014 江浙断供事件 .....	7
二、本轮断供与前两轮的不同点与相同点 .....	10
2.1 本轮断供与前两轮的不同点：烂尾维权 .....	10
2.2 本轮断供与前两轮的不同点：房价下滑与收入增长乏力 .....	13
三、本轮地产“难抬头”主因在于行业陷入负反馈 .....	15
四、短期重点在于保交楼；中期要稳收入、促需求 .....	17
4.1 短期重点在于保交楼 .....	17
4.2 中期要稳收入、促需求 .....	20
风险因素 .....	23

## 表 目 录

表 1：监管部门对断供事件的表态 .....	18
表 2：近期部分城市保交付相关处置方式 .....	19
表 3：各家银行个人住房贷款不良率小幅上升，但整体可控 .....	20
表 4：各家银行房地产行业贷款不良率均有较为明显的抬升 .....	21

## 图 目 录

图 1：2003-2008 地产调控政策 .....	4
图 2：2007 年之前地产市场较为火热 .....	5
图 3：2005-2007 年深圳房价持续大幅上涨 .....	6
图 4：2008 年深圳断供事件梳理 .....	6
图 5：2009 年深圳楼市量价齐升 .....	7
图 6：2009-2013 地产调控政策 .....	8
图 7：2011 年起房地产市场转弱 .....	8
图 8：2012-2014 年起温州房价持续下跌，2014 年杭州房价下跌 .....	9
图 9：2011-2013 年温州企业经营较为困难 .....	9
图 10：2013-2014 年江浙断供事件梳理 .....	10
图 11：2017 年以后期房销售占比迅速提升 .....	11
图 12：2022 年 1-6 月，房地产开发资金来源持续处于负增长 .....	11
图 13：2017 年以来新开工与竣工之间的敞口呈扩大趋势 .....	12
图 14：各城市未交付问题项目总建面 .....	12
图 15：2021 年三季度以来，二三线城市房价连续下跌 .....	13
图 16：房价上涨预期下行 .....	13
图 17：每一轮断供风波均出现居民收入下滑的情况 .....	14
图 18：二季度失业率上升幅度较大 .....	14
图 19：收入-房贷利率与地产销售 .....	15
图 20：本轮地产的放松力度要远低于前两轮 .....	16
图 21：美国 收入-房贷利率与地产销售 .....	16
图 22：美国与中国的城镇化率 .....	17
图 23：美国与中国的人口增速 .....	17
图 24：7 月以来地产销售迅速走弱 .....	20
图 25：二季度服务业较为疲弱 .....	22
图 26：2022 年以来各地因城施策频次 .....	22

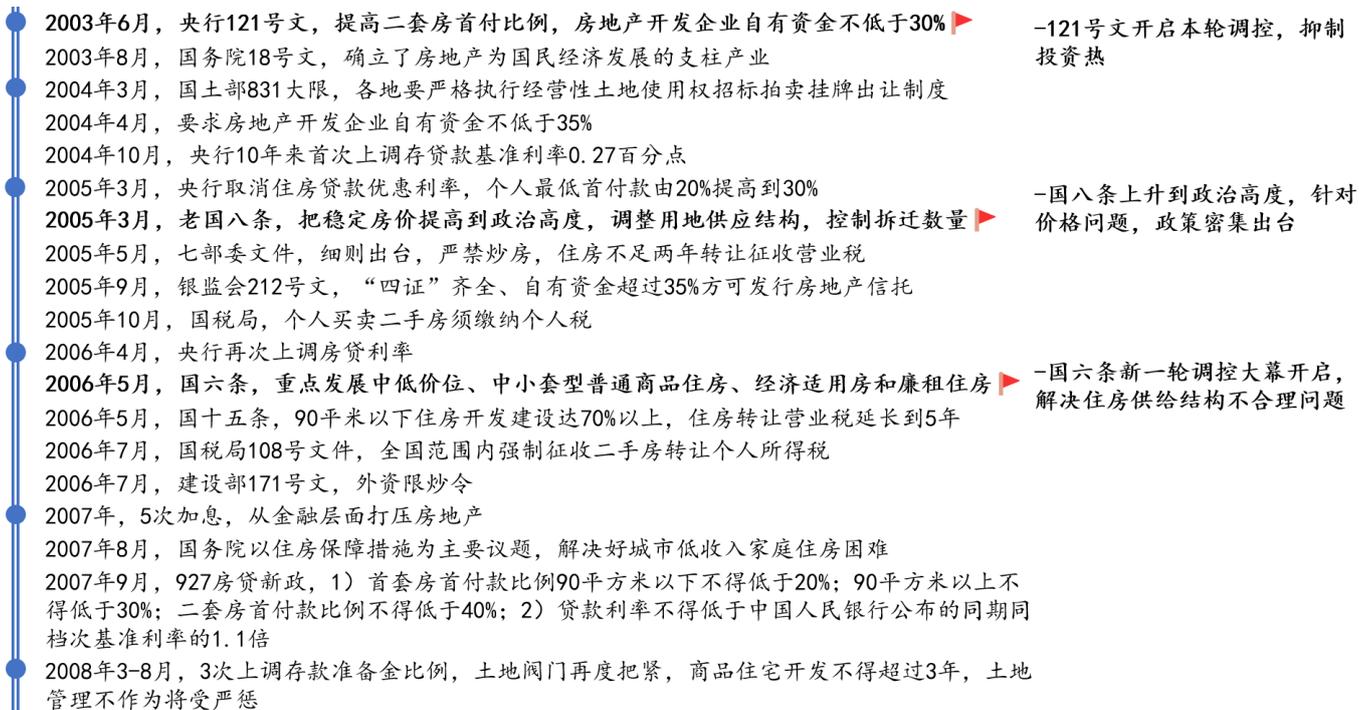
近期各地烂尾楼断供事件持续发酵，引起了社会广泛关注。多地烂尾楼业主联名发布“强制停贷告知书”，要求楼盘复工并按期交付，否则将集体停止偿还贷款。根据克而瑞消息，自6月30日江西景德镇某项目业主首发“告知书”起，截至7月19日全国累计约230个项目业主发布了强制停贷告知书，涉及25个省市自治区的82个城市。事实上，我国房改以来，集体性的断供事件并非首次发生。通过梳理2008、2014年两波断供事件的始末，我们对本轮断供潮和未来地产走势有了一些新的见解。

## 一、历次“断供潮”始末回顾

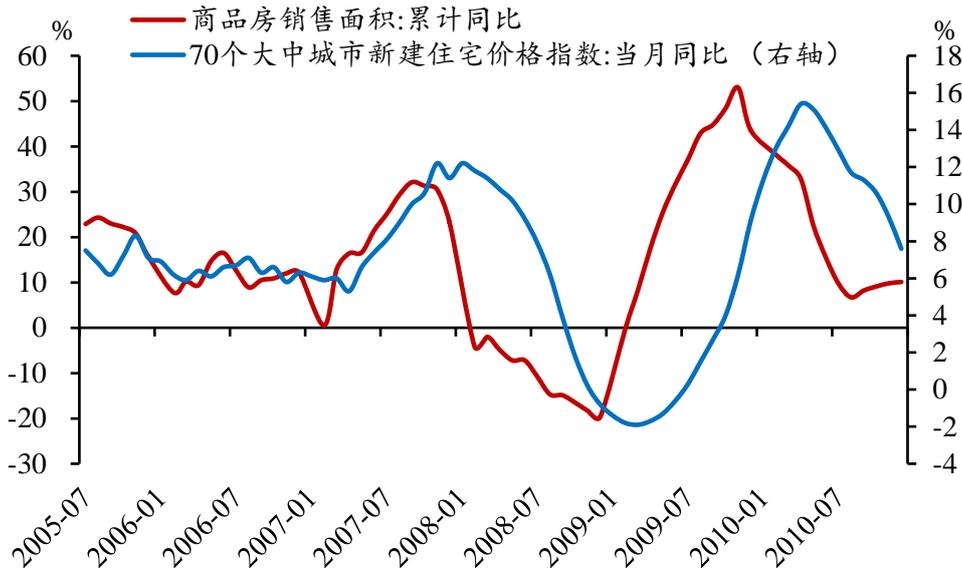
### 1.1 2008年深圳断供潮

2003年房地产被定义为拉动中国经济发展的支柱产业之后，房地产行业出现投资和需求过热的现象。为了抑制增速过快的房价，政府对于楼市的宏观调控政策陆续出台，包括2005年的“国八条”、2006年的“国六条”，2007年的5次加息，以及2007年9月927房贷新政上调第二套房贷首付。然而，房价在调控之下仍持续上涨，2004年至2007年期间，全国住宅价格年均涨幅达到了13.5%。

图 1：2003-2008 地产调控政策



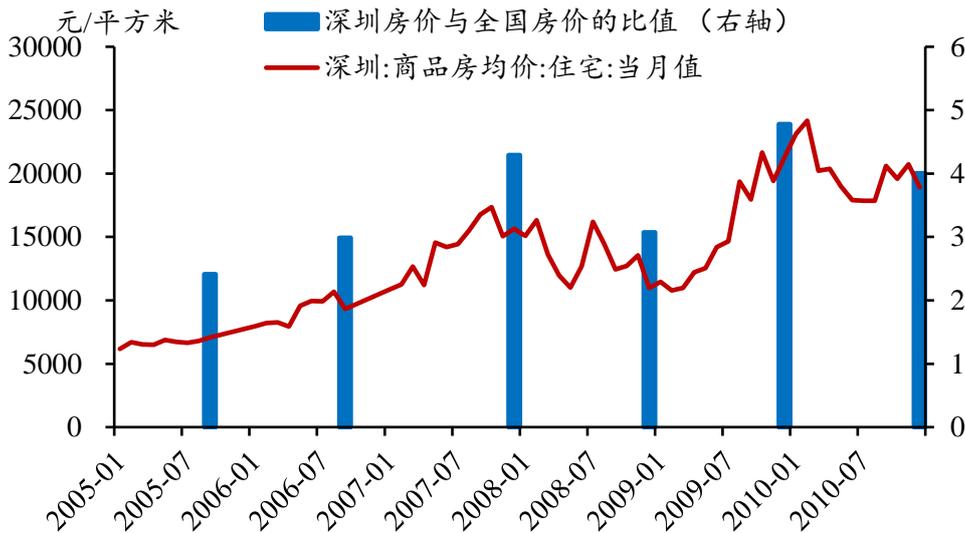
资料来源：信达证券研发中心整理

**图 2：2007 年之前房地产市场较为火热**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

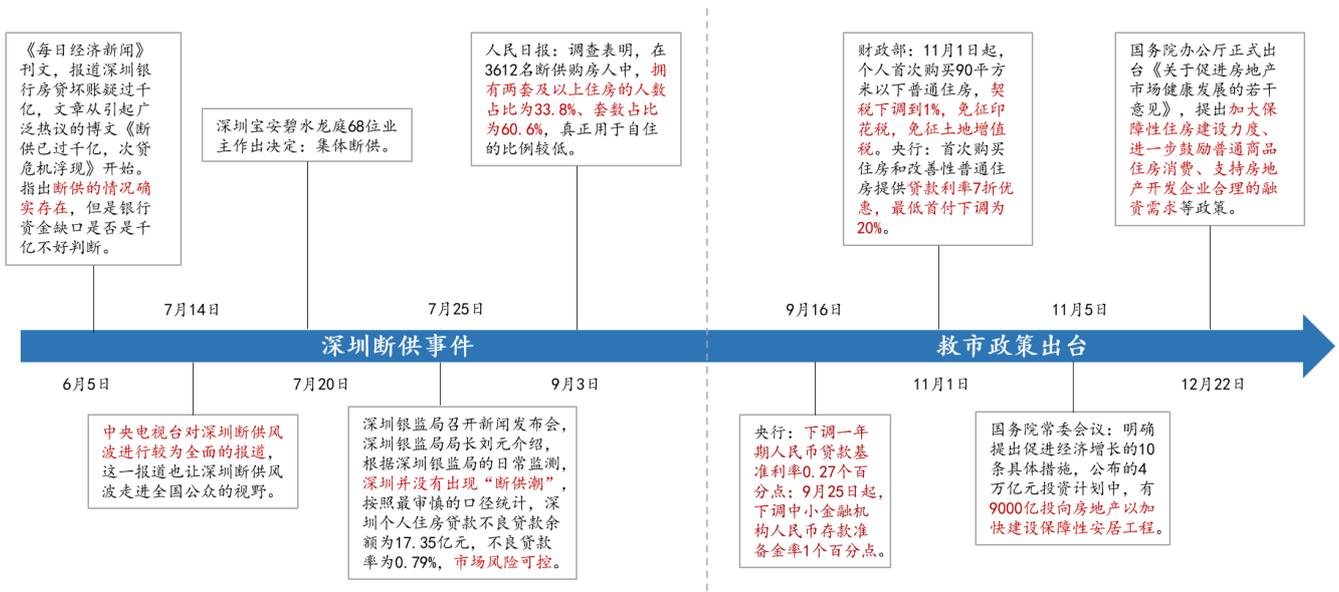
在所有城市中，深圳楼市尤为火热。仅在 2007 年内，深圳房价从 10872 元/平方米涨至 15646 元/平方米，涨幅达到了 44%；深圳房价与全国房价的比例也从 2005 年的 2.4，上升至 2007 年末的 4.3。究其原因，除了常住人口的购房需求提升了楼市活跃度之外，还有银行对房贷审查不严，一些楼盘只需一两成首付甚至零首付，吸引了大批投机者入市，对房价的走高“推波助澜”。

**2008 年楼市风云骤变，引发了一波深圳“断供事件”。**时间到了 2008 年，金融危机席卷全球，国内经济受到其负面影响而陷入低迷，一股寒潮向中国楼市袭来。曾经一路高歌猛进的房价开始回落，2008 年，全国房价同比下降近 15%，销售面积也出现了大幅的下滑。深圳房价更是出现了断崖式下跌，年内跌幅超过 30%。房价持续缩水引发了部分楼盘业主选择断供。2008 年 7 月 14 日，中央电视台对深圳断供风波进行较为全面的报道，这一报道让深圳断供风波走进全国公众的视野。断供的诱因主要可以分为两种，一是炒房人持房过多，或者发生经济困难，无力还贷，无奈之下选择放弃手中房产；二是房价下跌严重，致使部分购房者被拖入“负资产”的泥潭，特别是对于那些低首付或零首付的购房者，主动断供收益大于断供成本。

**图 3：2005-2007 年深圳房价持续大幅上涨**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

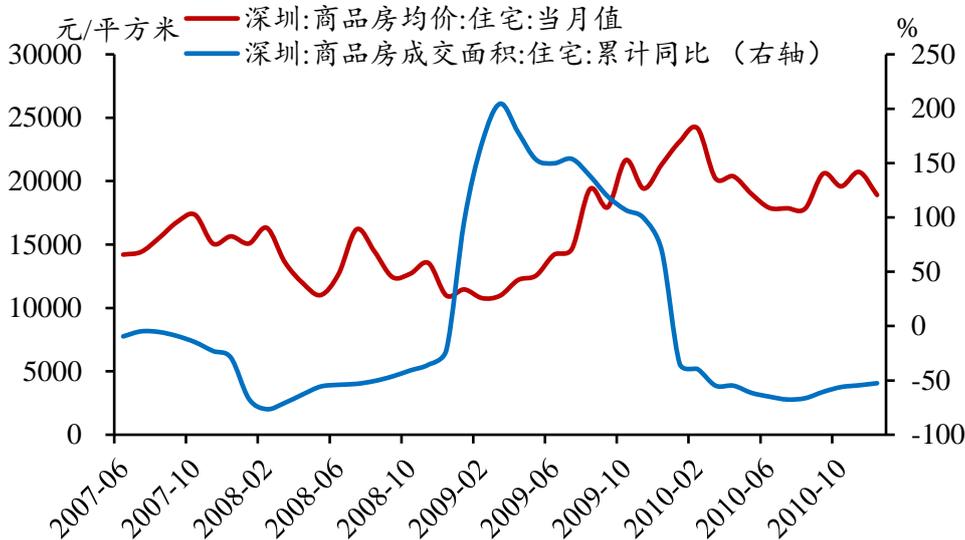
经过调查, 深圳断供仅为个案, 没有出现大规模的房贷断供, 但对于商业银行控制信贷风险起到重要的警示作用。针对“断供潮”, 7月25日深圳市银监局回应称, “深圳目前没有出现大规模的房贷断供, 深圳银行包括房贷在内的全部坏账余额也不到1000亿元; 但需要注意的是, 随着房地产市场的变化, 个人按揭的违约率呈上升态势, 存在潜在的断供风险, 银行贷款质量面临较大的压力”。根据央行的抽样调查结果, 深圳的住房贷款98.5%处于正常状态。据深圳市银监局统计, 至2008年6月底, 深圳个人住房不良贷款率为0.79%, 比年初仅增加0.11个百分点, 贷款坏账率甚至低于全国平均水平。

**图 4：2008 年深圳断供事件梳理**


资料来源: 信达证券研发中心整理

2008年9月后，救市措施频繁出台，房价再次暴涨，楼市关键词从“断供”变为“抄底”。2008年9月16日，央行4年来首次调低存贷款利率，到12月23日，4个月内央行5次降息。11月央行提出首套房贷利率7折优惠，最低首付下调为20%。12月国务院发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，体现了政府刺激楼市的态度。在如此密集的政策利好下，2009年一季度全国楼市一改颓势，销量回升带动价格回暖。深圳房价2009年在收复08年跌幅基础上还上涨了近30%，楼市关键词从“断供”变为“抄底”。

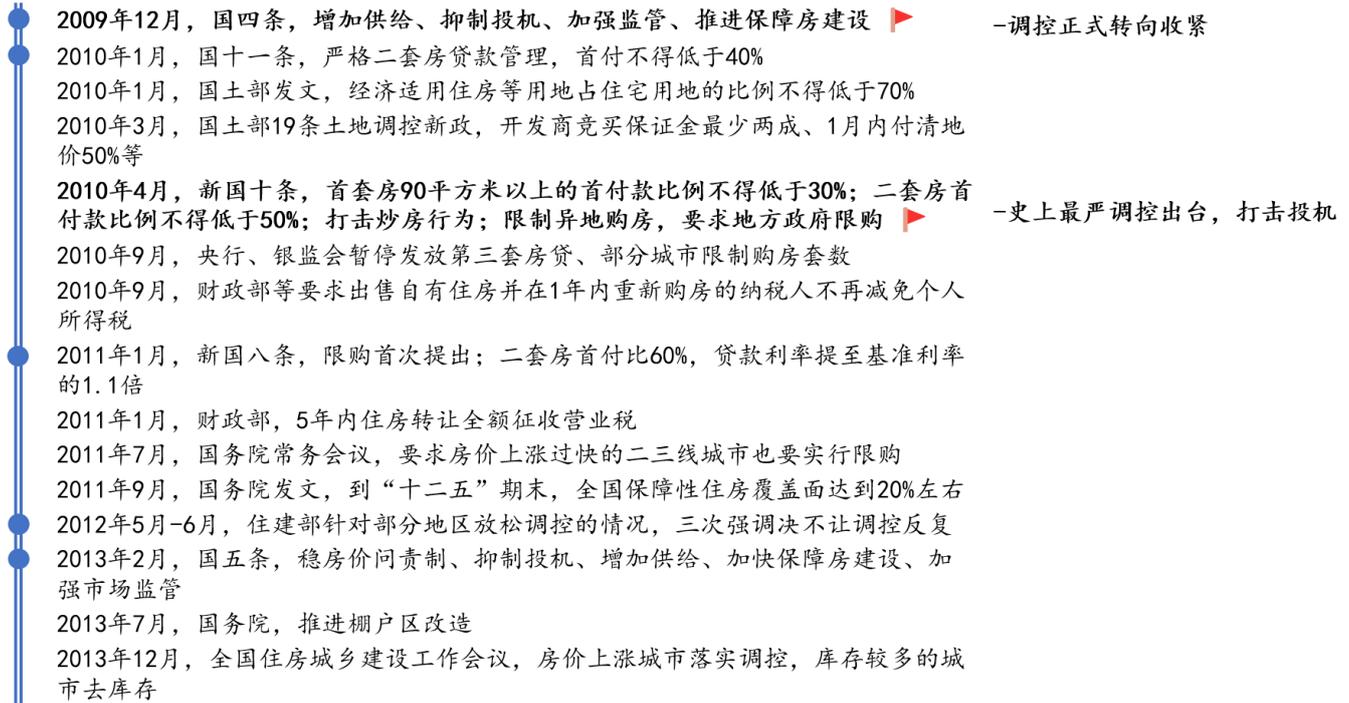
图 5：2009 年深圳楼市量价齐升



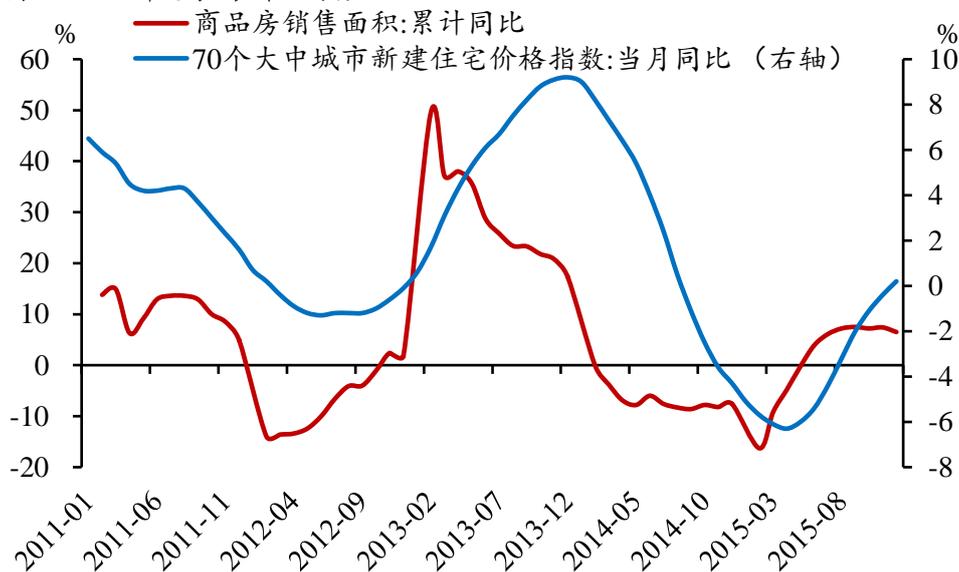
资料来源：万得，信达证券研发中心

## 1.2 2013-2014 江浙断供事件

由于上一轮宽松政策引发部分城市的房价大幅上涨，国家在2010年初开始连续出台调控措施。2010年4月，国务院出台新国十条，首套房90平方米以上的首付款比例不得低于30%；二套房首付款比例不得低于50%，打击炒房行为。2011年1月，国务院常务会议再度推出“新国八条”，要求强化差别化住房信贷政策，对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍；要求各城市要从严制定和执行住房限购措施。由此，房地产市场呈现转弱态势。

**图 6：2009-2013 地产调控政策**


资料来源：信达证券研发中心整理

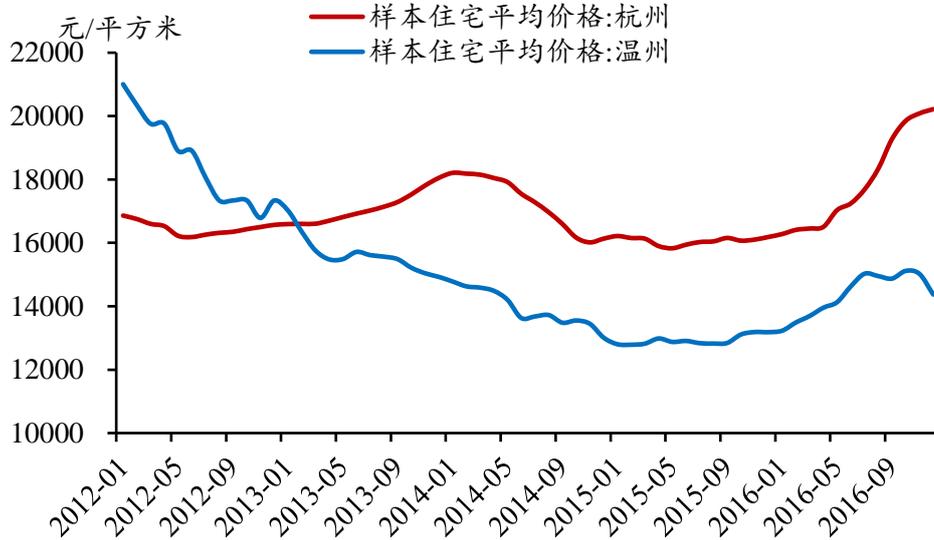
**图 7：2011 年起房地产市场转弱**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**2013-2014 年，江浙地区房贷断供案例激增。**2013 年温州“断供弃房”案例频现。“弃房断供”虽由房价大幅下跌引起，但深层原因是温州经济不振、本地企业普遍出现经营困难，导致资金链断裂难以偿还抵押贷款。2013 年 8 月温州放松限购令，根据新规，温州市户籍居民家庭如果已在温州市区拥有一套住房，可再购一套市区住房。然而《财经国家周刊》2014 年 8 月中旬的报道显示，2013 年 8 月以来，温州“弃房”数量依然呈大幅增长

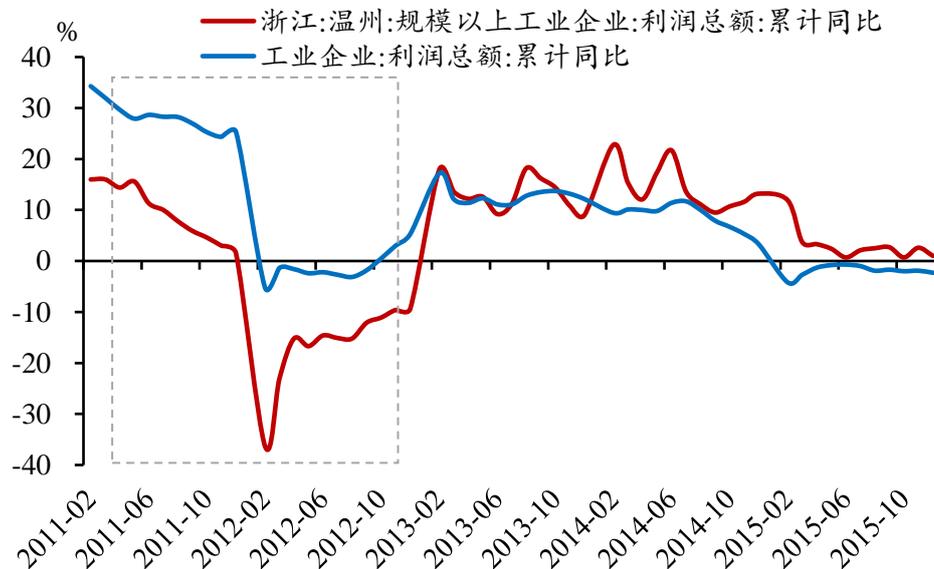
趋势。据温州银监分局调查统计，受商品房价格下跌影响，截至2014年7月温州“弃房”数量已达1107套，涉及不良贷款64.04亿元。另外，根据21世纪经济报道，2014年六月末，浙江杭州、江苏无锡等地也陆续出现断供事件。在7月25日举行的2014年上半年全国银行业监督管理工作会议暨经济金融形势分析会议上，银监会主席尚福林表示，部分地区已出现房企甚至业主违约，一些中小房企资金链紧张，三四线城市相关信贷风险需高度关注。

图 8：2012-2014 年起温州房价持续下跌，2014 年杭州房价下跌



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：2011-2013 年温州企业经营较为困难

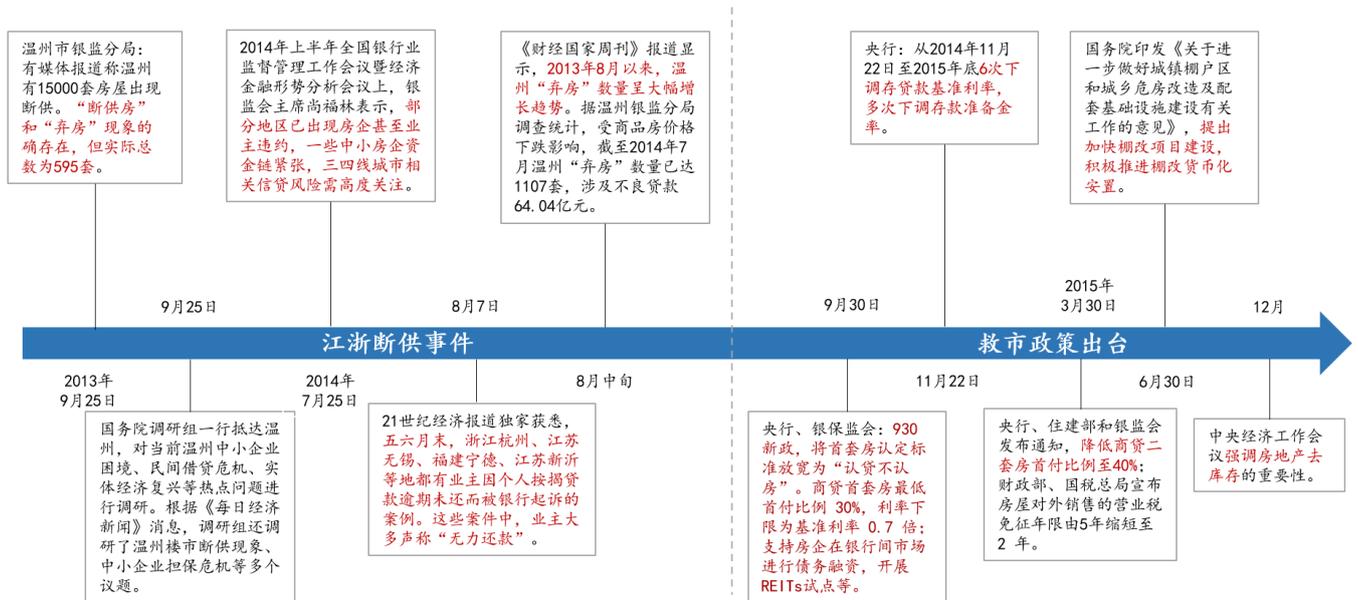


资料来源：万得，信达证券研发中心

2014 年“稳增长”压力加大，政府重启全国性宽松。2014 年中国经济步入“三期叠加”的新常态，GDP 增速 7.4%

创新低。2014 年上半年尽管不断有城市松绑“限购”，但市场反应平淡，楼市景气度迟迟得不到改善。随后，“930”新政的出台宣布全国性宽松重启，房地产放松政策包括限购取消、限贷放松、棚改提速、强调房地产去库存等。2015 年，房地产需求全面复苏，销售面积增速呈上升趋势，2015、2016 年，商品房销售面积同比分别增长 6.5%、22.5%。回到发生断供案例的温州与杭州，2014 年末至 2016 年末，两座城市房价分别上涨 10.5%、25.3%。

图 10：2013-2014 年江浙断供事件梳理

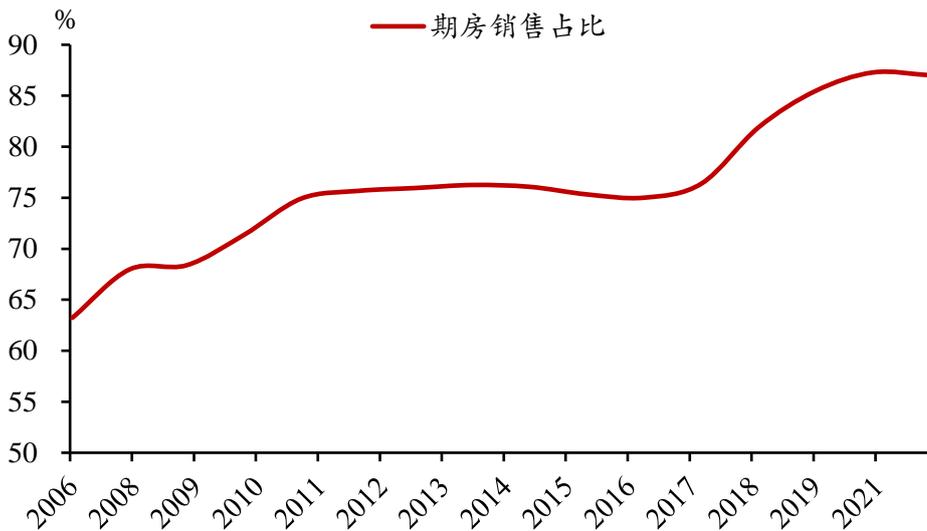


资料来源：信达证券研发中心整理

## 二、本轮断供与前两轮的不同点与相同点

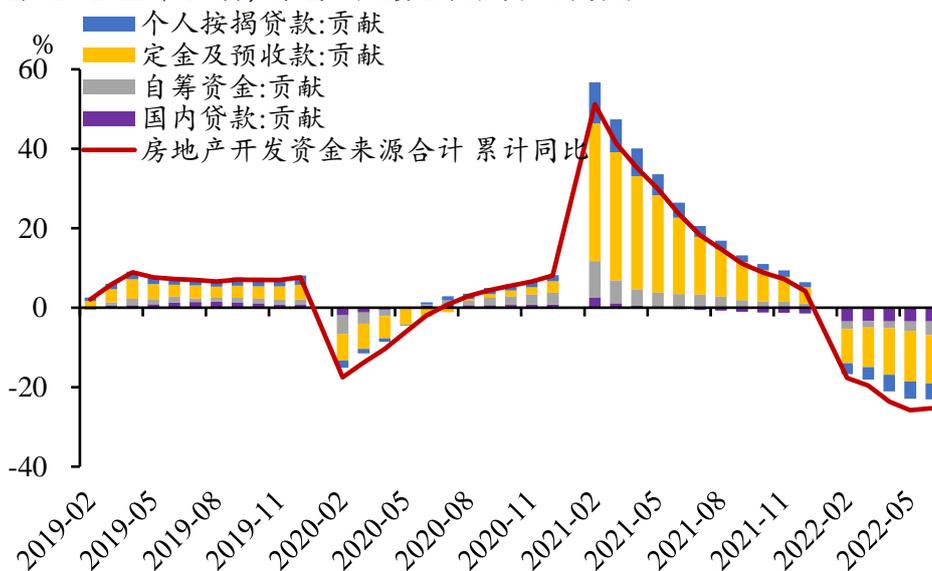
### 2.1 本轮断供与前两轮的不同点：烂尾维权

我国期房销售比例持续上升，房企挪用预售资金用于“高周转”，导致流动性风险放大。2006 年以来，我国期房的销售占比呈上升趋势，尤其是 2017 年以后，期房的占比从 75% 迅速上升至 2021 年的 87%。根据 2010 年住建部发布的《关于进一步加强房地产市场监管 完善商品住房预售制度有关问题的通知》规定，“商品住房预售资金要全部纳入监管账户，由监管机构负责监管，确保预售资金用于商品住房项目工程建设；预售资金可按建设进度进行核拨，但必须留有足够的资金保证建设工程竣工交付”。如果预售制正常运行，可以增加开发商的融资途径，缩短房企资金回笼周期和住房交付周期；在房价上涨的情况下，居民可以享受预购至交付之间房产的增值。然而在实际执行中，预售金被违规挪用的现象频频发生。例如，提交虚假材料，超前申请工程款划拨；预售资金未全部进入监管账户，以逃避监管等。

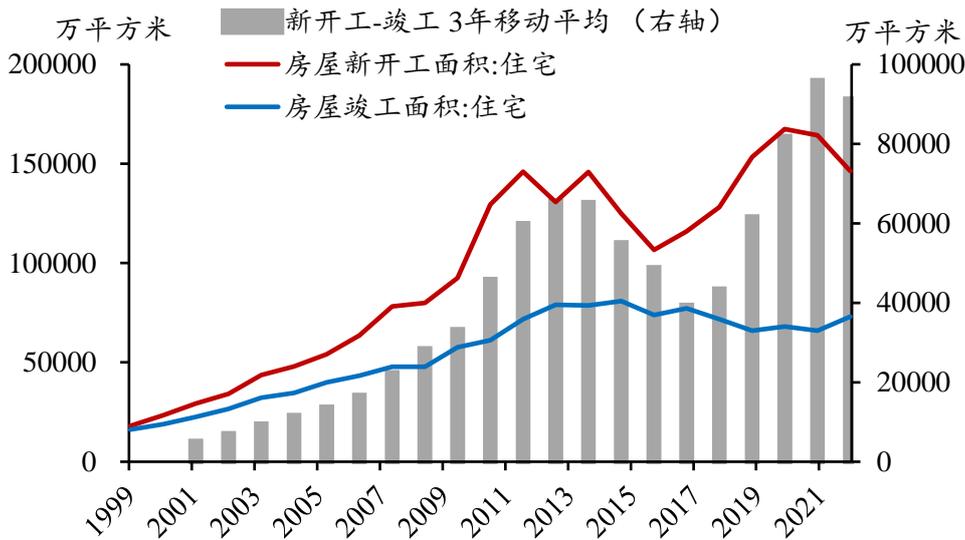
**图 11：2017 年以后期房销售占比迅速提升**


资料来源：万得，信达证券研发中心

2021 年二季度以来，地产进入下行期，房企现金流问题加速暴露。2020 年下半年，面向房企的调控政策持续加码，三道红线限制房企债务扩张、信贷集中度管理限制银行涉房信贷，再叠加需求端 2021 年二季度以来不断收缩，导致房企资金链严重承压。去年至今，民营房企暴雷事件屡见不鲜，使得企业的融资通道更为不畅。2022 年 1-6 月，房地产开发资金来源持续处于负增长，尤其是国内贷款、按揭贷款和定金、预收款下降幅度较大。地产行业的流动性危机集中暴露，引发项目交付问题蔓延。参考每年住宅的新开工面积和竣工面积，不难发现 2017 年以来新开工与竣工之间的敞口呈扩大趋势，近两年差距已接近 10 亿平方米，其背后是“高周转”模式下，房企拖延项目交付甚至是烂尾的现象较为普遍。

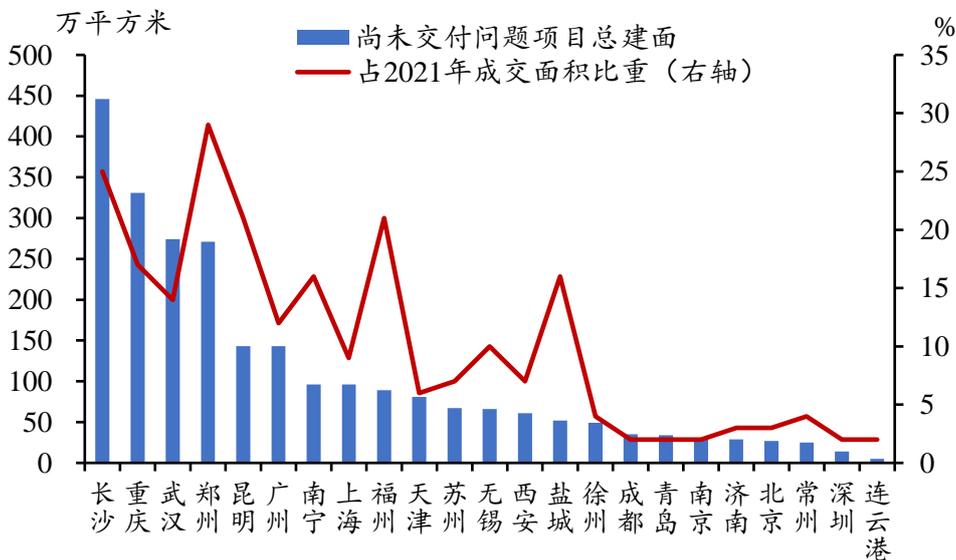
**图 12：2022 年 1-6 月，房地产开发资金来源持续处于负增长**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 13：2017 年以来新开工与竣工之间的敞口呈扩大趋势**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**多地出现烂尾楼“断供潮”，烂尾楼业主提出项目未全面复工前停止还贷。**根据克而瑞消息，截至 7 月 19 日，据不完全统计全国累计约 230 个项目业主发布了强制停贷告知书，涉及 25 个省市自治区的 82 个城市。郑州、武汉、南昌、长沙、太原、西安等城市涉及断供的楼盘较多。烂尾楼业主将“断供”作为集体维权工具，主要诉求在于项目的复工和交付，这一点与前两轮“断供事件”是不同的。

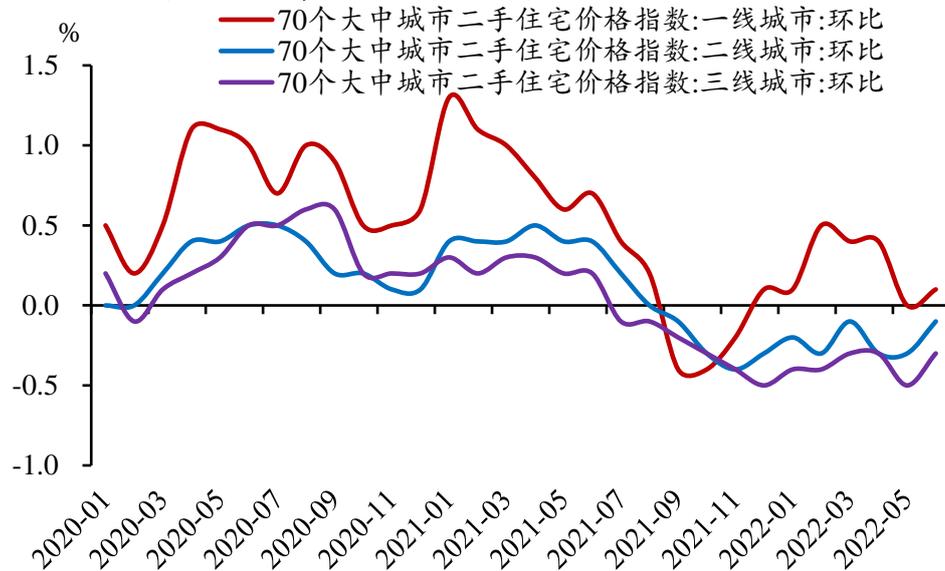
**图 14：各城市未交付问题项目总建面**


资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

## 2.2 本轮断供与前两轮的不同点：房价下滑与收入增长乏力

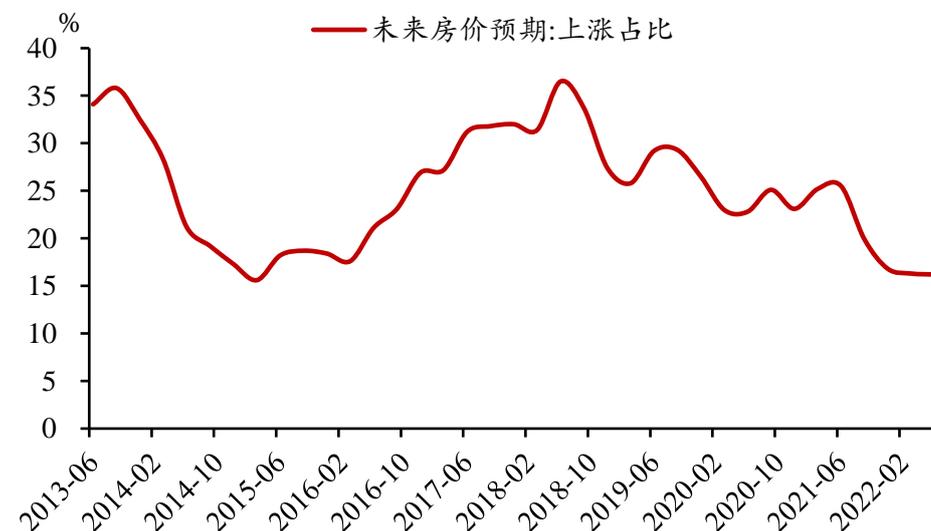
**第一个相同点，房价持续下跌，居民信心受损。**用70城二手住宅价格衡量房价的变化，二线城市房价自2021年9月以来连续10个月下跌，三线城市房价自2021年7月以来连续12个月下跌。房价近一年时间处于下行区间，对居民的信心构成了较大打击。认为未来房价会上涨的人数比例从2021年第二季度的25.5%，下降至今年第二季度的16.2%，为有记录以来的次低值。

图 15：2021 年三季度以来，二三线城市房价连续下跌



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：房价上涨预期下行



资料来源：万得，信达证券研发中心

**第二个相同点，居民收入增长乏力。**本质上断供是经济下行产生的连锁反应之一。回顾历史，2008年、2014年的断供事件的背后，都出现了经济景气度下行，居民收入下滑的情况。由于在我国断供的后果严重、成本较高，存在被列为失信人、失去房屋首付等风险，所以断贷截至目前并未大规模发生。2022年上半年，疫情对实体经济造成了巨大冲击，二季度经济增速为0.4%，较一季度下降4.4个百分点；二季度居民收入同比增长1.5%，疫情

前增速约为 8%。微观主体经营困难，资金链断裂；居民收入缩水，甚至失业，购房者难以偿还银行月供，因而被迫选择断供。

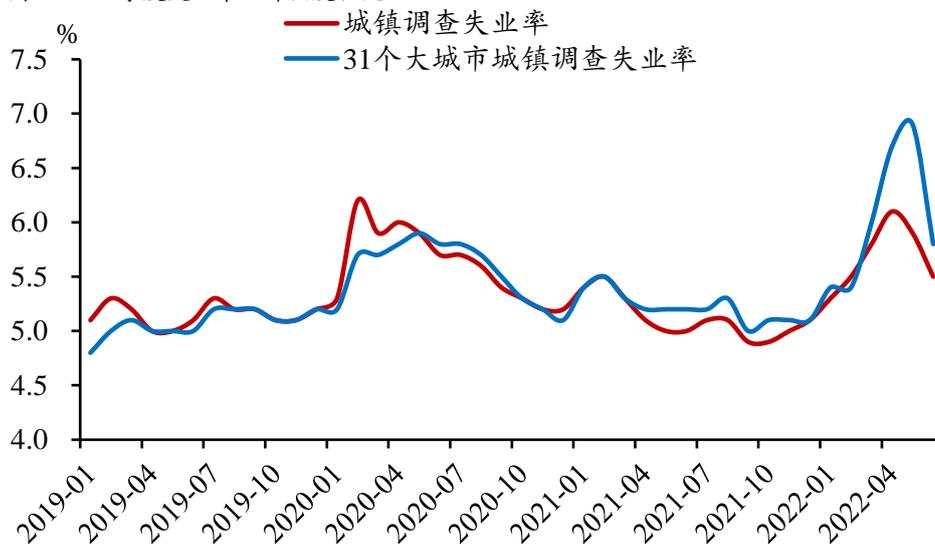
综上所述，烂尾维权、房价下跌、收入增长乏力三个因素共同引发了本轮的“断供”风波。

图 17：每一轮断供风波均出现居民收入下滑的情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：二季度失业率上升幅度较大

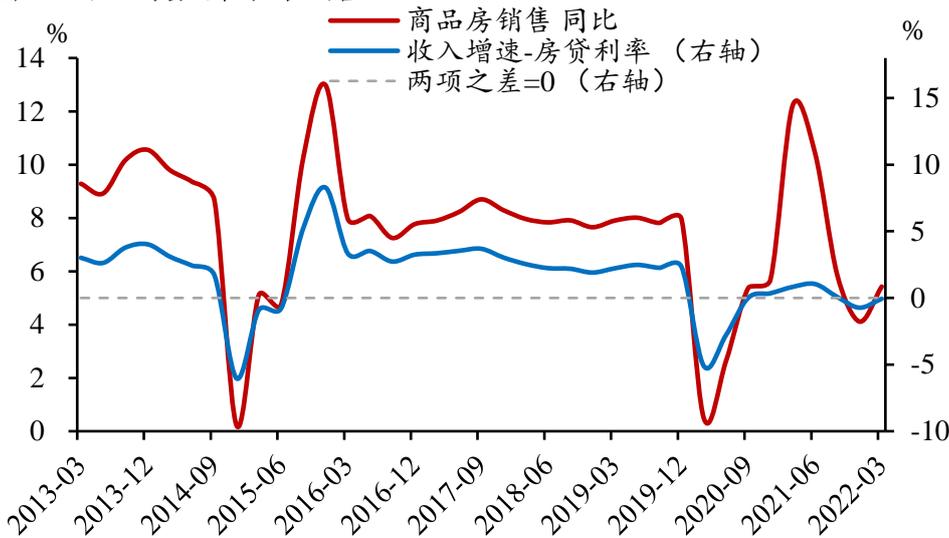


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 三、本轮地产“难抬头”主因在于行业陷入负反馈

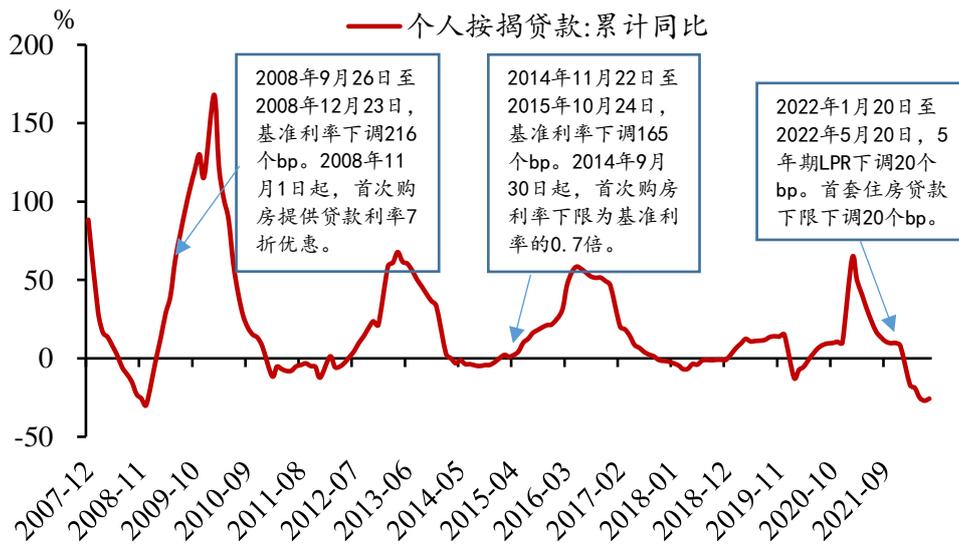
我们可以使用收入增速与房贷利率的差，来衡量居民的购买力。当收入增速较快时，居民对于未来的预期向好，购房的能力和热情都会一定程度上受到提振，租房者转换为买房，持房者的改善需求也会受到激发。而房贷利率下调能够降低居民的购房负担。历史数据显示，2013年以来居民收入增速与房贷利率之差与商品房销售有较强的一致性。我们观察到，2021年四季度至2022年一季度，两者之差持续为负。一方面，2021年四季度以来，居民收入增速偏慢；另一方面，代表政策态度的房贷利率下调有限，说明政府放松地产调控的幅度较为克制。居民购房能力的下降对地产复苏形成了压制。

图 19：收入-房贷利率与地产销售



资料来源：万得，信达证券研发中心

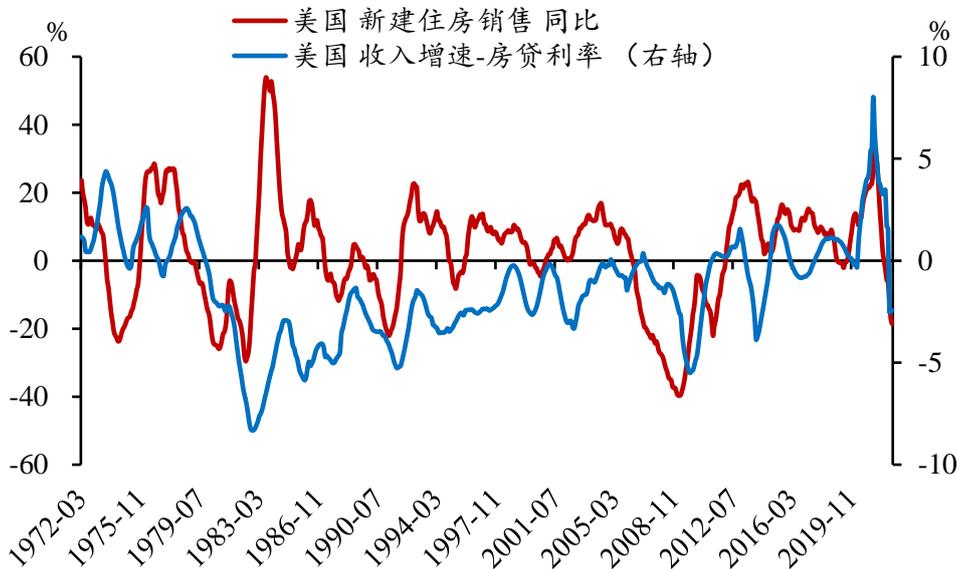
将焦点转向房贷利率，本轮地产放松的过程中，房贷利率的下调幅度要远低于前两轮。纵览本轮地产放松，全国性的放松政策包含 2021 年末以来，5 年期 LPR 首套房贷利率下降 20bp，以及首套住房贷款利率下限下降 20bp。而前两轮放松周期分别调低基准利率 216 个 bp 和 165 个 bp，同时调整首套房贷利率下限为基准利率的 0.7 倍，放松首套房认定标准为“认贷不认房”。可见本轮地产的放松力度要远低于前两轮。

**图 20：本轮地产的放松力度要远低于前两轮**


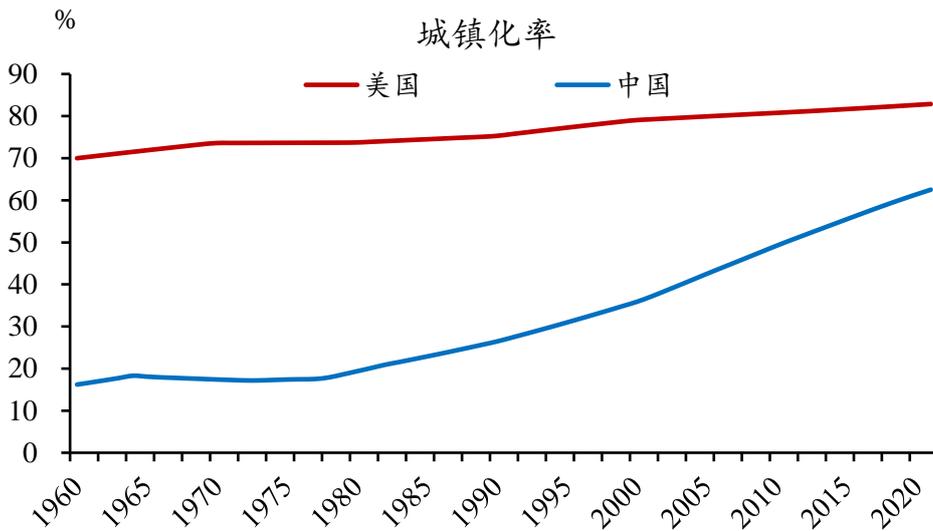
资料来源：万得，信达证券研发中心

房地产行业陷入了“需求收缩-房企资金链压力加大-交付困难-需求收缩”的负反馈。地产开发商融资困难、资金链紧张；另一方面，购房者担忧期房交付，地产销售恶化，造成了地产行业的螺旋式下降。短期内，房地产行业仅依靠自身或难以挣脱这种负反馈。

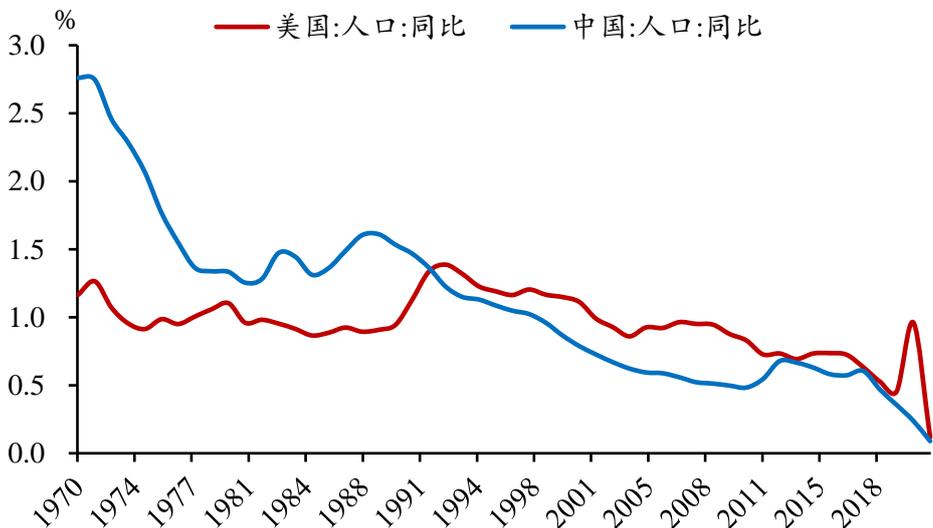
参考美国近50年房地产行业的发展历程，收入增速与房贷利率也是影响购房需求的两个决定性因素。1972年以来，美国收入增速与房贷利率之差与地产销售的走势也有较强的一致性。鉴于美国的城镇化率、人口增长等因素整体相较我国更加平稳，可以判断收入与房贷利率对判断房地产周期启动和终止有着指示作用。

**图 21：美国收入-房贷利率与地产销售**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 22：美国与中国的城镇化率**


资料来源：世界银行，信达证券研发中心

**图 23：美国与中国的人口增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 四、短期重点在于保交楼；中期要稳收入、促需求

### 4.1 短期重点在于保交楼

短期的重点在于解决烂尾楼、停工楼盘问题，保障购房者的合法权益。“断供”风波发生后，监管部门作出积极回应，倾向于以市场化方式解决问题。7月17日银保监会有关部门负责人表示将加强与住建部、人民银行等部门的协同配合，坚持“房住不炒”，坚持“稳地价、稳房价、稳预期”，支持地方更加有力地推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，并提出了四项具体措施：(1) 银行保险机构应积极参与相关工作机制，银行要积极履行自己的职责，千方百计推动“保交楼”。(2) 指导银行在地方党委政府“保交楼”工作安排的总体框架下，主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工、早交付。(3) 做好客户服务工作。(4) 有效满足房地产企业合理融资需求，大力支持租赁住房建设，支持项目并购重组，更好满足刚需和改善型客户住房需求。7月28日召开的政治局会议强调，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和

改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。这是“保交楼”首次写入中央政治局会议文件，充分体现了中央的重视程度。

表 1：监管部门对断供事件的表态

日期	主体	具体措施
7月14日	银保监会	加强与住建部门、人民银行工作协同度，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作、依法依规做好相关金融服务
7月17日	银保监会	加强与住建部、人民银行等部门的协同配合，坚持“房住不炒”，坚持“稳地价、稳房价、稳预期”，支持地方更加有力地推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。一是在地方党委政府领导下， <b>银行保险机构应积极参与相关工作机制</b> ，配合压实企业、股东等相关各方责任，银行要积极履行自己的职责，既要遵循市场化、法治化原则，又要主动承担社会责任，千方百计推动“保交楼”。二是 <b>指导银行在地方党委政府“保交楼”工作安排的总体框架下</b> ，坚持摸清情况、实事求是、科学分类、精准施策， <b>主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究</b> ，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工、早交付。三是 <b>做好客户服务工作</b> ，加强与客户沟通，个性化地满足居民客户的不同需求，信守合同，践行承诺，依法保障金融消费者合法权益。四是 <b>有效满足房地产企业合理融资需求</b> ，大力支持租赁住房建设，支持项目并购重组，以新市民和城镇年轻人为重点， <b>更好满足刚需和改善型客户住房需求</b> ，努力保持房地产市场运行平稳有序。
7月21日	银保监会	指导银行配合压实企业、股东等相关各方责任、主动参与合理解决资金链紧缺方案研究，做好具备条件的信贷投放，做好客户服务工作
7月25日	2022年年中工作座谈会暨纪检监察工作（电视电话）座谈会	要支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展
7月28日	中央政治局会议	会议指出，要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>因城施策用足用好政策工具箱</b> ，支持刚性和改善性住房需求， <b>压实地方政府责任，保交楼、稳民生</b>

资料来源：信达证券研发中心整理

目前已有部分地区针对问题楼盘采取了针对性的举措，主要有加强预售资金监管、成立纾困基金、“一楼一策”帮扶等方式。（1）西安市住建局等五部门联合印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知，明确 13 项措施，包含严格执行土地出让规定；实施项目建设全过程监管；加强商品房预售许可管理；强化商品房预售资金监管；规范商品房交付行为；健全房地产信用管理。（2）郑州地产集团与河南资产双方一致表示，将充分发挥各自专业团队、业务资源等优势，成立工作专班，联合设立郑州市地产纾困基金，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式，参与问题楼盘盘活、困难房企救助等解围纾困工作。（3）河南省平顶山市住房和城乡建设局提出“一楼一策一专班”，结合每个问题楼盘实际，进一步优化完善问题楼盘处置化解方案，精准施策、提高效率，扎实推进问题楼盘化解处置工作。

**表 2：近期部分城市保交付相关处置方式**

日期	主体	解决方法	具体措施
7月14日	河南省巩义市房管中心	尝试破产复工续建	在解决河南省、郑州市交办的澳龙港湾、御景豪园、丽景花园问题楼盘事件时， <b>巩义市探索尝试破产复工续建的工作模式</b> ，3个项目均已完成破产程序并复工续建，实现了该市问题楼盘的全部化解。
7月14日	西安市住建局等五部门	强化预售资金监管	西安市住建局等五部门联合印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知，明确13项措施，包含 <b>严格执行土地出让规定；实施项目建设全过程监管；加强商品房预售许可管理；强化商品房预售资金监管；规范商品房交付行为；健全房地产信用管理。</b>
7月15日	河南省平顶山市住房和城乡建设局	一楼一策一专班	要吃透政策，完善方案。省委、省政府出台的问题楼盘处置化解政策覆盖面非常广，力度也非常大。各级各部门要深入研究，吃透上级政策精神，用足用活用好现有政策，坚持做到“一楼一策一专班”，结合每个问题楼盘实际，进一步优化完善问题楼盘处置化解方案，精准施策、提高效率，扎实推进问题楼盘化解处置工作。
7月19日	河南资产管理有限公司	设立地产纾困基金	郑州地产集团与河南资产双方一致表示，将充分发挥各自专业团队、业务资源等优势，成立工作专班， <b>联合设立郑州市地产纾困基金，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式，参与问题楼盘盘活、困难房企救助等纾困工作。</b>
7月19日	陕西省咸阳市住建局、四川省遂宁市住房和城乡建设局等	一楼一策一专班	咸阳市住建局组织召开部分房地产开发企业集体约谈会。会议建立了一对一帮扶政策，即一个科室帮扶一家企业，促进问题尽早解决。会议强调，一要做好预防预警，做到未雨绸缪，对在建项目在保质保量和确保安全的前提下，加快施工进度，力争按期交房。二要切实负起主体责任，主动作为，不等不靠，想方设法解决群众所急所盼。 遂宁全市共有83个在建和待建房地产开发项目纳入挂联范围。每一个项目均由一名县(市、区)、市直园区县级领导进行“一对一”挂联，同时还明确了一名辖区部门联系人，市住房城乡建设相关县级领导对全市在建和待建房地产开发项目进行分片挂联。
7月21日	河南铁建投集团	国资入股	河南铁建投集团下属房地产开发平台与建业集团签订股份转让协议， <b>股份出售所得款项将以股东贷款形式提供给建业地产。</b>
7月27日	郑州市政府相关部门	四种项目纾困模式	郑州市政府相关部门近日召开8家房企项目情况汇报会。会议提出四种项目纾困模式： <b>“棚改统贷统还”模式：</b> 针对棚户区、城中村改造项目，通过市级平台统贷统还、积极组织项目前期手续、提供充足抵质押物、有效做大平台公司、研究探索房票机制等措施，安置房建设主体由开发商转变为政府平台公司，将安置房全部包装为棚改项目，盘活土地资源，保证金融机构的贷款安全性，解决好被拆迁群众安置问题； <b>“项目并购”模式：</b> 针对剩余货值充足，资产超过负债，但因资金链问题导致停工停产和经营困难项目，通过兼并收购房地产项目，盘活企业资产，实现复工复产，促使部分经营不善且尚未濒临破产的优质房地产企业“瘦身”，防范化解项目逾期交付和烂尾风险； <b>“破产重组”模式：</b> 针对体量大、债权债务复杂不明确导致无投资人敢参与、维稳压力大、后续投入资金量较多、工程建设及销售存在问题需要解决的项目，积极引进战略投资人、代建托管保交楼，同时，由于在楼盘烂尾后，无法立即恢复经营或者不再具备经营能力或品牌不足，可对破产重整企业进行“托管”“代建”，对项目全程监管，使“烂尾楼盘”由闲置问题资产转化为可销售、可使用的优质资产，以此推进项目建设，完成“保交楼”任务； <b>“保障性租赁住房”模式：</b> 针对已经建成或即将建成，但销售困难、大量积压房企资金的现房、准现房项目，通过政府购买现房作为安置房、完善保障性租赁住房政策体系、探索保障性租赁住房退出机制等措施，提高存量房去化率，恢复被收购房地产企业现金流。

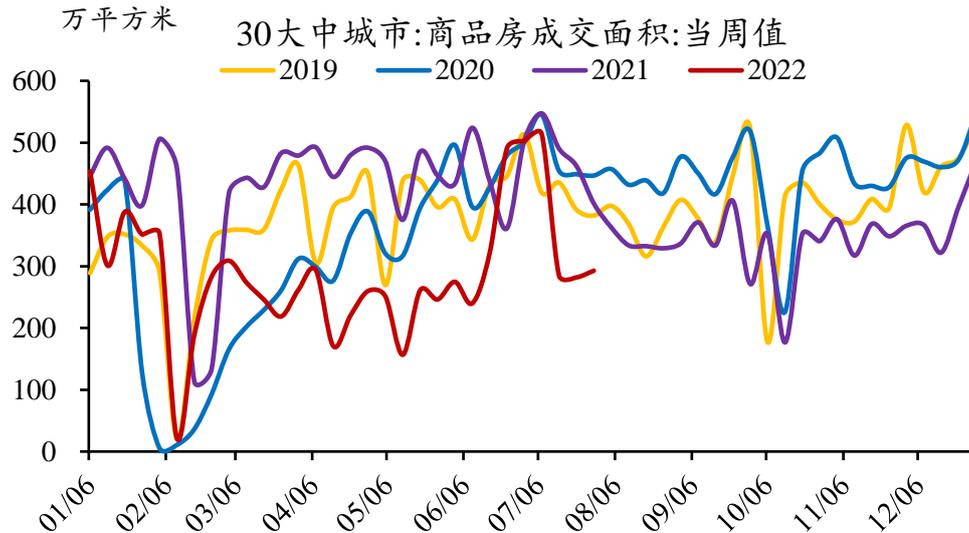
资料来源：信达证券研发中心整理

**全国层面可能会成立房地产基金推动风险化解。**虽然目前地方在推进“保交楼”工作中承担主体责任，但问题楼盘所引发的社会问题、金融体系的系统性风险需要防范。根据经济观察报的消息，有关部门拟成立一个千亿级房地产基金，专门用于解决出险房企的一些问题楼盘的债务问题，首期募集规模为 800 亿，由建设银行和央行筹集，未来规模有可能达到数千亿。我们猜测，全国性房地产基金的使用思路可能参考郑州推行的四种纾困模式，即“棚改统贷统还”模式、“项目并购”模式、“破产重组”模式、“保障性租赁住房”模式，以盘活问题楼盘。

## 4.2 中期要稳收入、促需求

我们提醒，即便烂尾楼问题得到解决，如果收入增速放缓和房价下跌的情况不出现好转，未来地产断供问题仍然不可忽视。6月疫情扰动缓解带动积压需求集中释放，地产销售边际回暖，基本回升到了往年的水平，然而7月以来地产销售迅速走弱。一方面烂尾断供风波发酵，居民对于房地产市场，尤其是对于期房的信心可能会被再次击碎；但更重要的是居民收入增长乏力和房价下跌的问题尚未好转。我们提醒，即便烂尾楼问题得到解决，未来地产断供问题仍然不可忽视。前两轮断供现象的化解均是通过超常规刺激实现的，如果下半年再次出现集体性断供，对宏观经济和金融体系的冲击值得警惕。

图 24：7 月以来地产销售迅速走弱



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3：各家银行个人住房贷款不良率小幅上升，但整体可控

银行名称	不良贷款率_个人住房贷款 (%)				
	2019/12	2020/06	2020/12	2021/06	2021/12
平安银行	0.3	0.42	0.31	0.31	0.34
郑州银行	0.11	0.28	0.52	0.79	0.96
青农商行	0.23	0.26	0.27	0.33	0.41
浦发银行	0.27	0.3	0.34	0.35	0.4
招商银行	0.25	0.25	0.29	0.25	0.28
杭州银行	0.04	0.12	0.07	0.07	0.05
兴业银行	0.33	0.46	0.53	0.54	0.49
上海银行	0.16	0.15	0.14	0.1	0.09
农业银行	0.3	0.32	0.38	0.32	
交通银行	0.36	0.4	0.37	0.34	
成都银行	0.25	0.29	0.25	0.28	0.25
重庆银行	0.34	0.32	0.29	0.24	0.27

资料来源：万得，信达证券研发中心

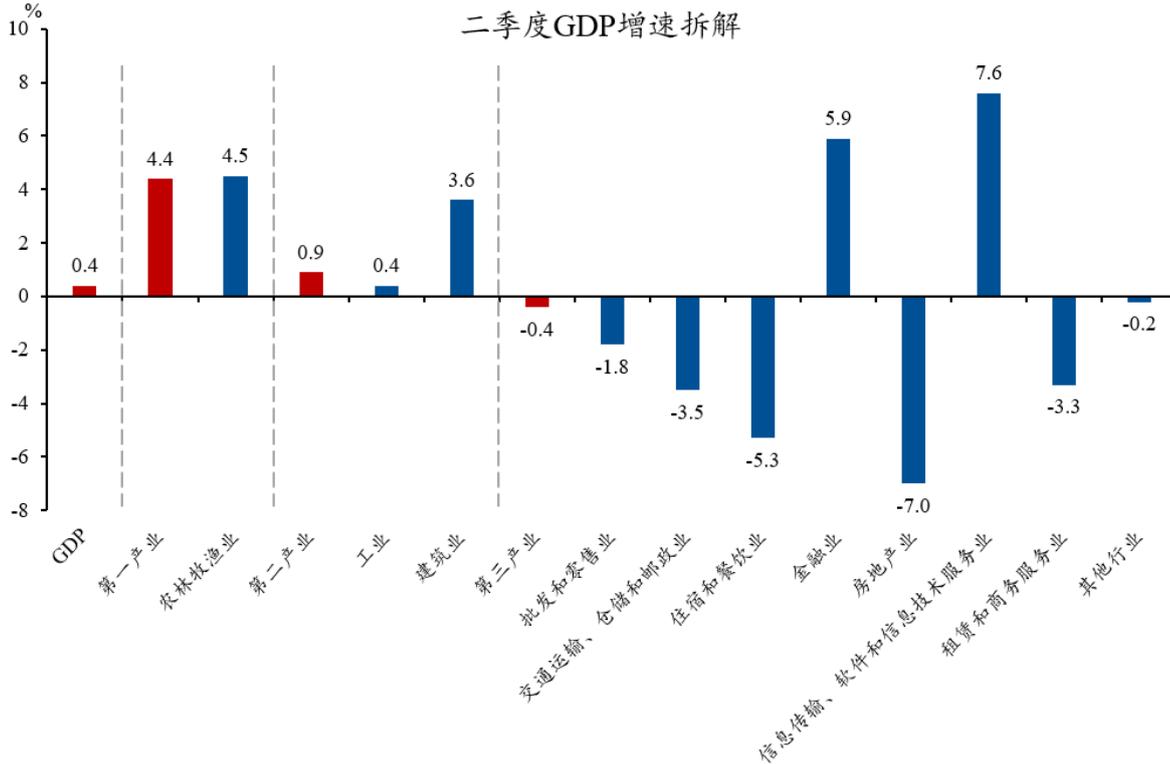
**表 4：各家银行房地产行业贷款不良率均有较为明显的抬升**

银行名称	不良贷款率 房地产业 (%)				
	2019/12	2020/06	2020/12	2021/06	2021/12
平安银行	1.18	0.32	0.21	0.57	0.22
郑州银行	0.15	0.47	1.25	1.89	3.47
青农商行	1.64	1.84	2.34	2.39	3.44
浦发银行	2.63		2.07	3.03	2.75
招商银行	0.44	0.34	0.3	1.07	1.41
杭州银行	0.27	0.12	2.79	2.63	3.78
兴业银行	0.84	0.76	0.92	0.66	1.08
上海银行	0.1	0.43	2.39	2.73	3.05
农业银行	1.45	1.47	1.81	1.54	3.39
交通银行	0.33	1.43	1.35	1.69	1.25
成都银行	0.02	0.02	0.01		1.18
重庆银行	1.79	1.71	3.88	6.28	4.71

资料来源：万得，信达证券研发中心

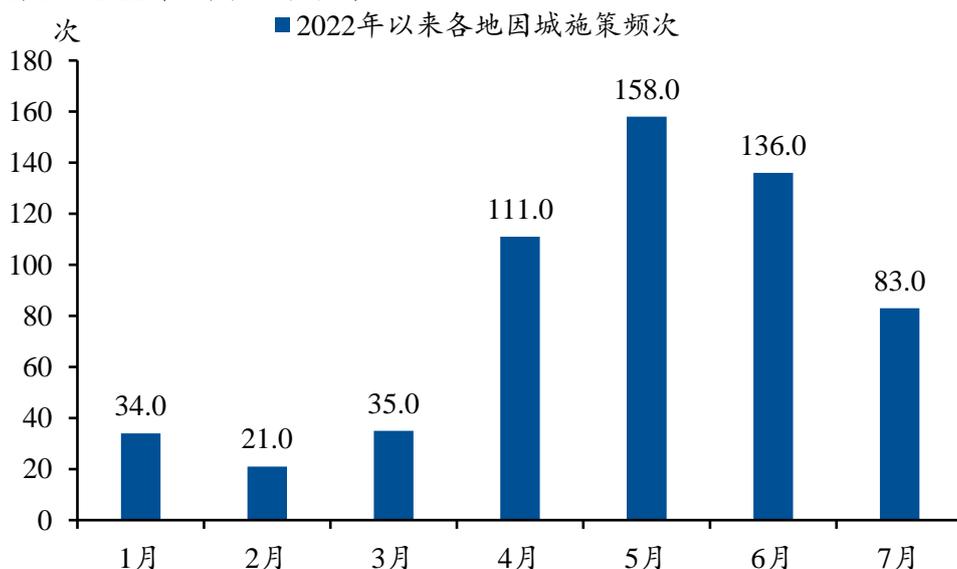
因此中期亟需稳收入、促需求。

宏观政策继续发力，助力释放经济内生动力，提高居民收入和信心。一是我们预计9、10月有较大概率提前使用明年专项债额度，为四季度基建投资提供资金保障，使全年基建投资都具备强度。二是二季度服务业较为疲弱，批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业 GDP 分别同比下降 1.8%、5.3%、3.3%，这意味着服务业就业人员的收入下滑较为严重。再加上第三产业的就业比重较大，达到了 62.7%，因此服务业需要更多的政策支持。

**图 25：二季度服务业较为疲弱**


资料来源：万得，信达证券研发中心

地方在因城施策的框架下加大放松力度，同时 5 年期 LPR 存在调降的可能性。需求端政策仍有进一步放松的必要，助力地产企业恢复造血能力，以促进地产行业的良性循环。根据中指院数据，今年以来，全国已有约 220 个省市放松了房地产调控政策，政策出台频次近 600 次，其中 4-6 月单月出台频次均在 110 次以上，7 月以来，各地政策出台频次放缓，截至 7 月 27 日，7 月共有 73 个省市出台超 80 条政策。下半年，二三线城市的松绑限购、限贷、限售等政策有望进一步优化，同时配合实施契税补贴、住房补贴等政策。另外，5 年期 LPR 存在调降的可能性。

**图 26：2022 年以来各地因城施策频次**


资料来源：中指院，信达证券研发中心

注释：7 月为截止 7 月 27 日

## 风险因素

---

新冠病毒变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。