

➤ **海外烂尾楼有零星烂尾和系统性烂尾两类**

海外许多国家都出现过烂尾楼。多数情况下，烂尾零星出现，原因多是企业生产经营不善，资金链断裂。

另一类集中发生的系统性烂尾，一般出现在金融危机后。美国次贷危机和日本房产泡沫破灭后，房地产行业受到波及，出现了普遍性的企业破产、项目停工。

➤ **零星烂尾主要通过市场化的方式处置**

零星烂尾是企业经营不善导致的市场化行为。烂尾后果主要由房企承担，风险没有传导至购房者或金融部门。

建房资金主要由房企自有资金和银行贷款构成。虽然也有预售制度，但预售金更像是“定金”，且监管严格。一旦出现烂尾，购房者损失有限，更多通过市场化方式解决。这时，有两种方法处置。

如果企业能继续融到资，则可以重新复工。但这种情况并不多见。毕竟项目烂尾往往已经说明房企经营状况不佳。

更多时候，项目转由新的主体接手，安排新开发商完成。通过协商售卖、破产拍卖、资产清算等方式进行处置。

➤ **政府通过救助金融系统解决系统性烂尾——以美日两国为例**

①日本案例：系统性烂尾与金融危机相伴而生，政府不得不救助金融系统。日本地产泡沫破灭和美国次贷危机中，两国房地产行业更多是受到金融危机的波及。一旦金融部门恢复，房地产行业也将正常化，烂尾楼会通过市场化方式出清。

②美国案例：加息刺破地产泡沫，金融部门出现系统性流动性危机。证券、土地等资产被折价出售，企业资产负债表恶化。当市场从流动性风险蔓延成为信用风险，此时金融机构惜贷拒贷，市场开始进入“流动性陷阱”。

此时政府仅仅释放流动性不能解决问题，救助市场的关键在于恢复市场信用，修复资产负债表。

➤ **政府该如何做来救助金融系统？——以美国为例**

2008年美国政府对次贷危机为我们提供了绝佳的研究样本。

美联储采用史上最低利率、最大力度的公开市场操作与创新流动性管理工具的政策组合，确保了流动性足够充裕，不使问题进一步恶化。

但仅通过流动性手段难以将市场拉出“流动性陷阱”的泥潭。**市场信用的缺乏与普遍的资产负债表恶化，是次贷危机自加强机制的关键。**美国政府（主要是财政部）通过购买股权、长期债券、抵押债券等方式为金融机构注资，修复其资产负债表，并为相关资产进行担保增信。

最后，美国政府还为居民部门提供购房担保和购房优惠政策，刺激居民购房需求，并通过贷款利率、降低本金、延长贷款期限等增强居民部门的偿付能力。

政府还出台新监管措施，堵上导致次贷危机发生的漏洞。

提高按揭贷款质量；在金融系统内严格流动性管理与资产负债纪律，提高金融机构应急能力；明令限制部分高风险业务，切断风险传染渠道；限制高管薪水，落实评级主体责任，规避道德风险。

风险提示：疫情发展超预期风险；美联储加息节奏超预期；房地产政策超预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.2022年8月LPR下调点评：LPR降息力度够不够？-2022/08/22
- 2.全球大类资产跟踪周报：降息带动利率下行-2022/08/22
- 3.宏观专题研究：本轮限电的影响-2022/08/21
- 4.7月财政数据点评：地产仍在加速“透支”财政-2022/08/18
- 5.宏观专题研究：常识与反常识（四）：涨价驱动出口？误解和真相-2022/08/17

目录

1 海外烂尾楼常见有两类情景	3
1.1 房企经营风险导致零星烂尾发生	3
1.2 金融泡沫破灭后曾有系统性烂尾	3
2 零星烂尾主要通过市场化方法处置	4
2.1 零星烂尾本质是市场结果，政府不会介入	4
2.2 方法一，开发商获取外部现金流复工项目	5
2.3 方法二，烂尾项目转移至新主体继续开发	6
3 政府救助是为解决系统性烂尾风险	7
3.1 系统性烂尾经验上伴随金融危机	7
3.2 政府救助旨在修复资产负债表	8
4 政府解决系统烂尾的操作—美国案例	9
4.1 确保流动性充裕，避免危机进一步恶化	9
4.2 注入信用、担保增信，修复资产负债表	10
4.3 事后政策退出与监管政策完善	12
5 风险提示	14
插图目录	15
分析师承诺	16

1 海外烂尾楼常见有两类情景

1.1 房企经营风险导致零星烂尾发生

海外许多国家和地区都发生过烂尾情况，例如美国、日本、新加坡、泰国。我国香港地区也曾出现过零星楼盘停工烂尾事件。

大多数情况下，这些烂尾楼都是零星发生，并不经常出现。中国香港自 1960 年以来，一共出现过 4 起烂尾楼事件。2020 年疫情以来，泰国、马来西亚等国零星爆发烂尾楼事件。欧洲等其他国家也都发生零星烂尾。

烂尾事件爆发均因个体企业经营不善，或资金链断裂。如中国香港仅有的 4 起烂尾楼事件均因此。

图1：中国香港和海外烂尾楼事件案例

地区	时间	停工项目	停工原因
中国香港	19世纪60年代	百嘉新邨	开发商中途失踪
		富贵大厦	建筑费用超支停工
	2003年	茵翠豪庭、爱琴湾	发展商虚假开支挪用开发资金，资金链断裂
	2021年	长沙湾睿峰	开发商恒大财务问题
新加坡	2016年	Laurel Tree、Sycamore Tree两个住宅项目	开发商破产、工程规划存在问题导致费用超支
英国	2017年	New Chinatown项目	开发商因与利物浦议会间的法律纠纷停工并退出
泰国	2020年	The Posh 12	开发商申请破产
马来西亚	2020年	多地区	人工、原材料价格暴涨，房屋销售惨淡，项目赚钱无望

资料来源：中国香港地区政府官网等，民生证券研究院整理

1.2 金融泡沫破灭后曾有系统性烂尾

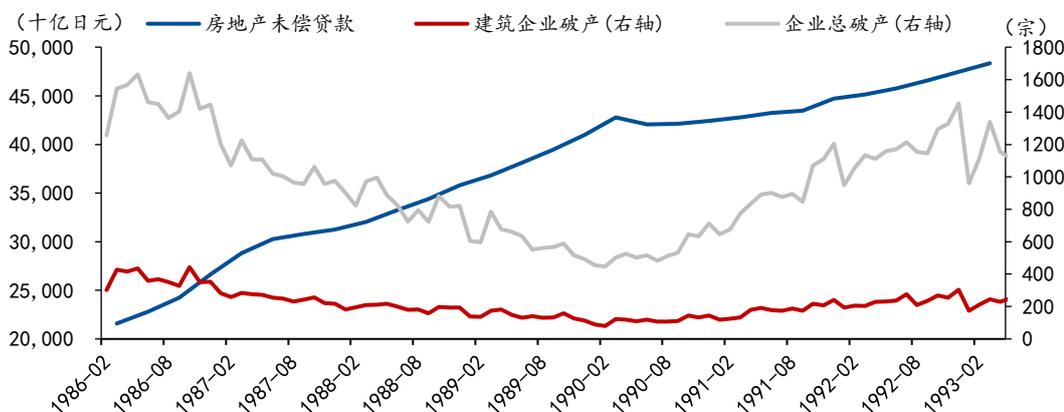
日本、美国曾经集中爆发系统性烂尾。

上世纪 90 年代日本楼市泡沫破灭后，与 2008 年美国次贷危机后，大量房企破产，在建项目停工，房地产行业出现系统性烂尾。

楼市泡沫破灭后，仅 1991-1992 年，日本就有 2000 多家大中型房企集中破产。帝国数据库公司分析报道，1991 财年日本地产行业的破产案总数为 11121 起，是上一年的 24 倍。

美国人口普查局估计，截至 2010 年一季度末，全美烂尾楼的数量为 1900 万栋。许多美国大城市都有多处废弃，如底特律（33500 栋）、巴尔的摩（14000 栋）和费城（40000 栋）都有上万栋烂尾楼。

图2：日本楼市泡沫破灭后，大量企业破产



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 零星烂尾主要通过市场化方法处置

2.1 零星烂尾本质是市场结果，政府不会介入

零星烂尾是企业经营不善导致的市场化行为。烂尾后果主要由房企承担，风险没有传染至购房者与金融部门。

海外房企建房资金绝大多数来自企业自有资金或者企业贷款。虽然也有期房预售制度，但预售金实则是“定金”。两方面制度安排保证了购房者承担风险有限。

首先，购房者支付的预付款比例很小。在美国这一比例仅为 5% 甚至更低。预付款比例最高的新加坡，预付款比例是购房款的 20%。

其次，预付款使用有严格监管。预付款由第三方机构托管（如信托和律所），使用时有严格限制。在房屋建成交付前，预付款不进入房企账户。

一旦项目停工或者烂尾，购房预付款会退回购房者账户，购房者损失可控。

海外零星烂尾很少引发民生问题和社会集体矛盾，对整个金融部门的影响不大。政府并不直接介入，一般通过市场化的处置方式处置，

图3：预售制度下，建房风险主要由房企承担

国家	预售许可	预售金	资金监管及保险
美国	需要向有关部门递交企划书，企划书被通过之后才能安排后续建造与销售过程。	首付比例为10%-20%，房屋建成后支付剩余房款和开始按揭。	在房屋建成交付之前，定金存在第三方账户中，委托律师保管，建成验房后开发商才可拿到预售金。
日本	建筑商取得建筑许可证后可以先行与购买者确定购买意向。	预售款不超过购房款的20%，房屋建成后支付剩余房款和开始按揭。	预售金进入开发商账户。开发商需要为预付款申请保险。
中国香港	发展商必须证明有技术和资金完成项目，地政总署才会发放预售楼花同意书。	预售款15%（签订临时合约交5%的“细订”，签订正式合约后缴纳10%的“大订”），房屋基本完工后再缴纳剩余房款和开始按揭贷款。	预售金存入第三方账户中，不能自由提取，在专业建筑师及律师监督下，方可转至开发商账户中。
新加坡	需要政府批准建房计划并且得到销售许可	首付20%，40%的房款按工程进度分6批支付，剩余40%在房屋竣工后支付。	资金存入银行的项目账户中，每个阶段需要开发商提供相关证明再打到开发商处。
德国	获批的项目即可预售。开发商需提供详细信息后与购房者订立合同，并且到公证处公证。	首付和付款安排自行协商，一般按照工程进度分期支付房款。	预售金进入开发商账户。购房者可要求银行出具工程完工担保，并要求开发商购买建房保险以避免烂尾。

资料来源：雷兰（2012）、锋晓（2005）等，民生证券研究院整理

2.2 方法一，开发商获取外部现金流复工项目

烂尾之后，房企通过出售其他资产，以及举债等方式获得外部现金流。

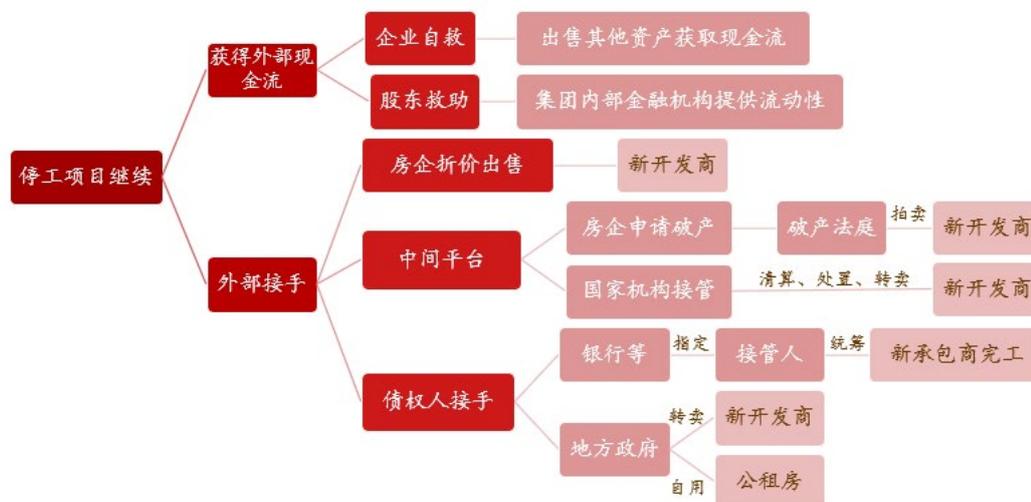
企业出售的资产包括土地、设备、拆分部分项目，甚至公司股权。

如日本三菱在经营困难时，就出售了其在鼎盛时期购入的曼哈顿洛克菲勒中心。再如，上世纪60年代中国香港富贵大厦因开发商资金不足停工，开发商向购房者借钱筹资完成续建。

若房企本身经营极度恶化，从外部获得现金流的可能性就非常小。但烂尾项目往往已经标志着企业糟糕的生产经营状况。

在实际中，依靠获取外部现金流重新复工的情况较少。

图4：海外停工地产项目的常见处置方式



资料来源：纽约时报等，民生证券研究院

2.3 方法二，烂尾项目转移至新主体继续开发

当原有开发商无法获取外部现金流继续项目时，项目一般转由新主体接手，安排新开发商完成。这时候的流程通常为：

第一步，寻找接手方。原开发商放弃项目，接洽可能接手的市场主体或中间平台，包括新的开发商、资产处置机构、破产清算平台或债权人。

第二步，项目资产重估。通过协商、破产拍卖、资产清算等方式，重估烂尾项目价值，包括对已完工部分、土地等资产，以及已有债务的清算。通常资产价值会大打折扣。

第三步，所有权转移。烂尾项目会转移至新的主体，比如新开发商、银行、政府等。

第四步，解决资金问题复工。项目资金来源恢复后，新开发商会重新开工，或由承包商在所有权人的统筹下完工。

例如，新加坡的 Laurel Tree 住宅项目，因开发商破产并挪用项目在银行的资金账户而停工。该项目的债权人众多，有购房者、上游供应商和提供土地抵押贷款的大华银行。最终，大华银行作为最高抵押权人，获得项目所有权并统筹续建。银行后续指定了毕马威进行管理，由毕马威安排合适的工程商完成项目。

在所有权转让过程中，偶而也有政府参与市场化操作。政府作为项目担保人或债权人，在烂尾后接手处置，转卖或者改建为公租房。

如上世纪 90 年代，美国的 Presidential Towers 项目停工后，伊利诺伊州政府作为其贷款担保人，成为主要债权人并获得了烂尾项目的所有权。州政府随后将项目以较低价格转卖给了新的开发商。

1987 年，纽约市一批尚未建成的公寓楼因拖欠了市政府巨额财产税，被判归纽约市所有。政府筹资 1.5 亿美元改建了 1850 套公寓。

图5：多个债权人的烂尾楼处理案例（新加坡 Laurel Tree 住宅项目）



资料来源：Nuarrual Hilal(2020)，民生证券研究院整理

3 政府救助是为解决系统性烂尾风险

3.1 系统性烂尾经验上伴随金融危机

系统性烂尾往往发生在金融泡沫破灭后，大量房企倒闭、项目停工产生烂尾。究其原因，房地产行业与金融系统高度绑定，地产周期下行叠加流动性收紧导致金融危机爆发。

日本地产泡沫与美国次贷危机中，金融部门均深度参与房地产投机。

上世纪90年代，日本制造业与银行深度参与了地产市场和金融投机。危机前，大企业金融投资大幅增加。金融资产增加值对总资产增加值的贡献，从1980年的11%增长至1985年之后的46%。房企和中小企业借款购入土地，1984年至1990年，企业的土地净购入额为280万亿日元。中小企业购入土地占68%；非制造业购入的土地占83%。

美国的资产证券化将房地产行业与金融系统深度绑定。2008年8月，美国证券市场住房抵押贷款市场规模约为12万亿美元，而2008年美国股市总市值仅为11.6万亿美元。

地产周期下行时，流动性收紧刺破房产泡沫，由此引发金融危机。

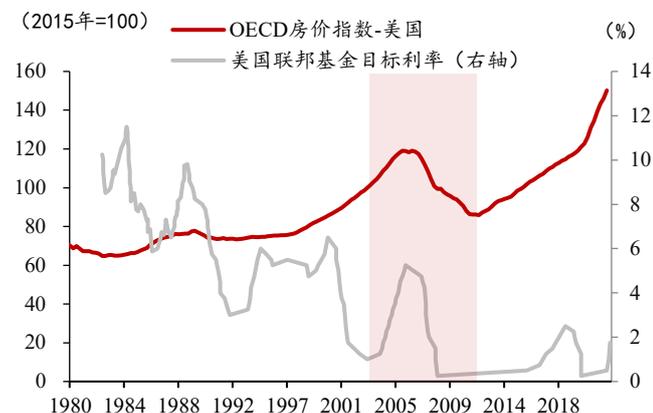
两国房产价格在危机前均经历了漫长的上涨，产生投机泡沫。

1989年，日本央行开始收紧货币政策，持续、大幅加息。从1991年开始，日本房价经历了近20年的大幅下滑。

美联储自2004年开始持续加息，联邦基金利率由1.0%提升到2006年6月5.25%的水平。2008年，美国次贷危机全面爆发。

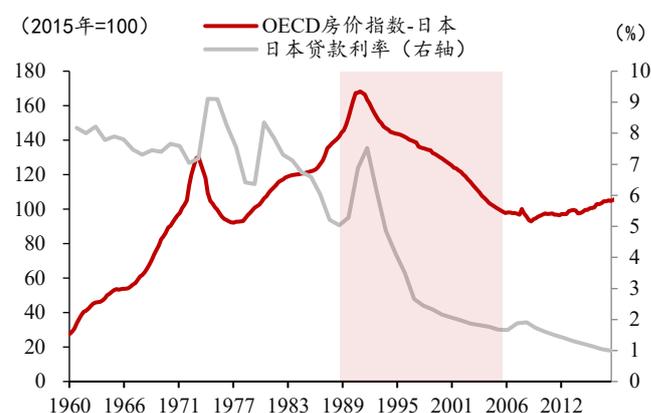
房地产行业受到金融危机波及，面临融资困难；房产、土地等资产价格快速下跌，进一步抑制房地产需求。房企经营困难，甚至破产，在建项目停工烂尾。

图6：美联储加息引发美国地产泡沫破灭



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：日本地产融资收紧，成为刺破泡沫的导火索



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 政府救助旨在修复资产负债表

加息刺破地产泡沫，市场出现系统性流动性危机。证券、土地等资产被折价出售，企业资产负债表开始恶化。

以美国为例，资产证券化将房地产行业与金融系统绑定。居民还贷能力恶化，通过以房地产抵押贷款为基础资产的担保证券传染至整个金融系统。

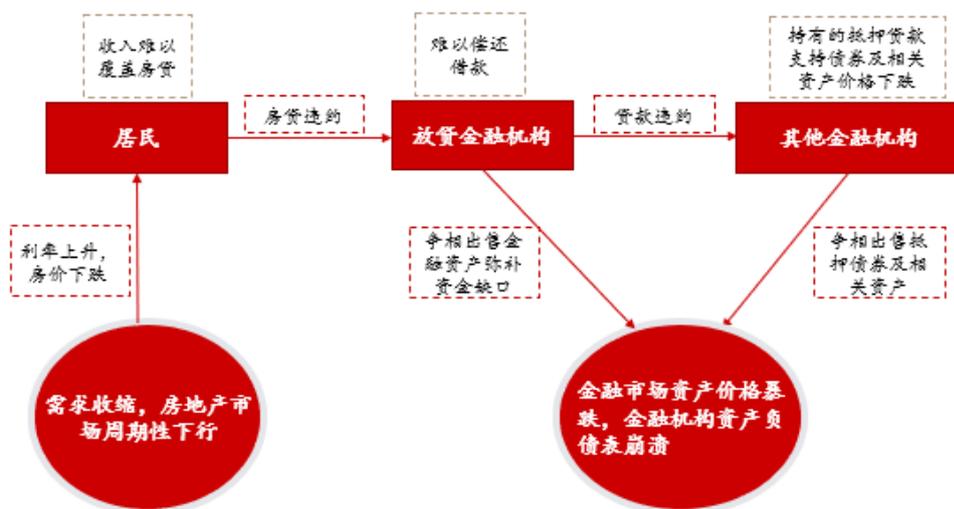
对一级市场的房贷银行来说，资产端大量居民房贷无法收回，负债端面临借贷资金还款压力。房贷银行的资金来自二级市场的金融机构，房贷银行的压力会传递到二级市场。为弥补流动性短缺，金融机构争相出售抵押债券及相关资产，其价格螺旋式下滑。

资产负债表持续恶化，市场的流动性风险演变成为信用风险。金融机构惜贷拒贷，市场陷入“流动性陷阱”。

只要资产负债表恶化的问题不解决，即便降息重新恢复流动性，也难以帮助金融机构走出“流动性陷阱”。

政府救助金融系统的关键在于修复企业的资产负债表、恢复市场信用。具体措施包括收购企业不良资产、注入长期资金、担保增信等。

图8：房地产市场向金融市场的压力传导机制



资料来源：民生证券研究院整理

4 政府解决系统烂尾的操作—美国案例

4.1 确保流动性充裕，避免危机进一步恶化

危机爆发后，流动性紧缺进一步恶化，资金借贷成本高企。若不及时释放流动性，金融机构资产负债表将面临深度调整，信用扩张机制面临坍塌。

美联储通过更低的价格、更大的力度与更丰富的渠道，实现了史上最高效的流动性释放。

将利率降至历史最低水平，降低资金借贷成本。2007年9月18日开始，美联储连续多次降息，在2008年12月，联邦基金目标利率的政策目标区间达到创纪录的0%-0.25%的水平。美联储还将抵押品种类扩充到住房抵押债券，交易对象扩充到投资银行，并提高借贷期限，尽可能为更多金融机构提供低成本借贷资金。

采用最大力度的公开市场操作，增大流动性注入量。在低利率成本的宽松借贷条件下，美联储在公开市场买入国债等有价值证券，2012年末美联储国债持有规模为1657亿美元，是2007年末的两倍，创历史记录。

开创非常规流动性管理工具，丰富流动性注入渠道。传统的货币政策工具无法直接覆盖一些重要金融机构，例如存款性金融机构流动性无法直接补充、一级交易商无法贴现、商业票据与货币市场共同基金难以售出。美联储通过创立多种非常规流动性管理工具，丰富流动性注入方式。

图9：美联储创新型货币政策简介

创新政策	操作对象	期限	核心目的	推出时间
TDWP	贷款机构、储蓄机构	最长90天	延长为存款性机构提供贴现贷款的期限	2007.8
TAF	投标决定	28/84天	以暗标方式为存款性机构提供抵押贷款	2007.12
TSLF	主要交易商	28/84天	一级交易商以流动性较差的证券为抵押品从美联储借出国债，后引入TSLF期权	2008.3
PDCF	一级交易商	最长90天	一级交易商获得与存款性机构相同的进入贴现窗口的权利，可以从美联储获得隔夜抵押贷款	2008.3
AMLF	储蓄机构、银行控股公司、外国银行在美分支机构	120天或270天	借贷，为银行及相关机构提供无追索权的抵押贷款，用以购买货币市场基金担保，作为AMLF的补充，通过特殊目的	2008.9
MMIFF	合格的货币市场共同基金与其他货币市场投资者	7-90天	公司为投资者从货币市场基金等处购买合格资产提供高级担保资金。	2008.9
CPFF	合格的美国商业票据投资者	3个月	借贷+买卖，为特殊目的公司提供3个月的贷款，用于直接购买合格发行人发行的合格商业票据。	2008.1
TALF	拥有合格抵押品的个人/法人	1年-3年-5年	为合格的资产证券化产品持有者提供2000亿美元的无追索权抵押贷款。	2008.11

资料来源：美联储、刘时阳（2010）、黄胤英（2014）等，民生证券研究院

4.2 注入信用、担保增信，修复资产负债表

仅仅通过流动性手段难以将市场拉出“流动性陷阱”的泥潭。市场信用的缺乏导致流动性恶化与资产负债表衰退自我加强。

因此急需财政出资、担保等共同发力，稳定资产价格，进而修复资产负债表，重新建立市场信心，**使市场主体“能借贷”的同时“敢借贷”。**

美国政府（主要是财政部）通过购买股权、长期债券、抵押债券等方式为金融机构注资，修复其破碎的资产负债表，并为相关资产进行担保增信。

必要情况下，冻结资产市场价格。2008年10月，美国政府推出《紧急经济稳定法案》，授权美国证券和交易委员会中断执行按市值计价的会计规定，采取行政化手段遏止资产价格继续暴跌导致的金融机构资产负债表衰退。

通过购买优先股、债券等方式为金融机构注入长期资金。美国财政部推出7000亿美元《问题资产购买计划》，最终实际花费4380亿美元，出资建立基金，通过购买优先股、债券等方式购买金融机构股权，为金融机构注入长期资本，其中《资本购买计划》向707家金融机构注资，合计投资2049亿美元，充盈其优质资产。

建立担保基金为金融机构持有的抵押债券与其他资产增信。财政部与美国联邦保险公司合作实施《资产担保计划》，为花旗集团3000亿美元问题资产的潜在损失进行担保，从而有效规避其被挤兑导致资产价格崩溃。

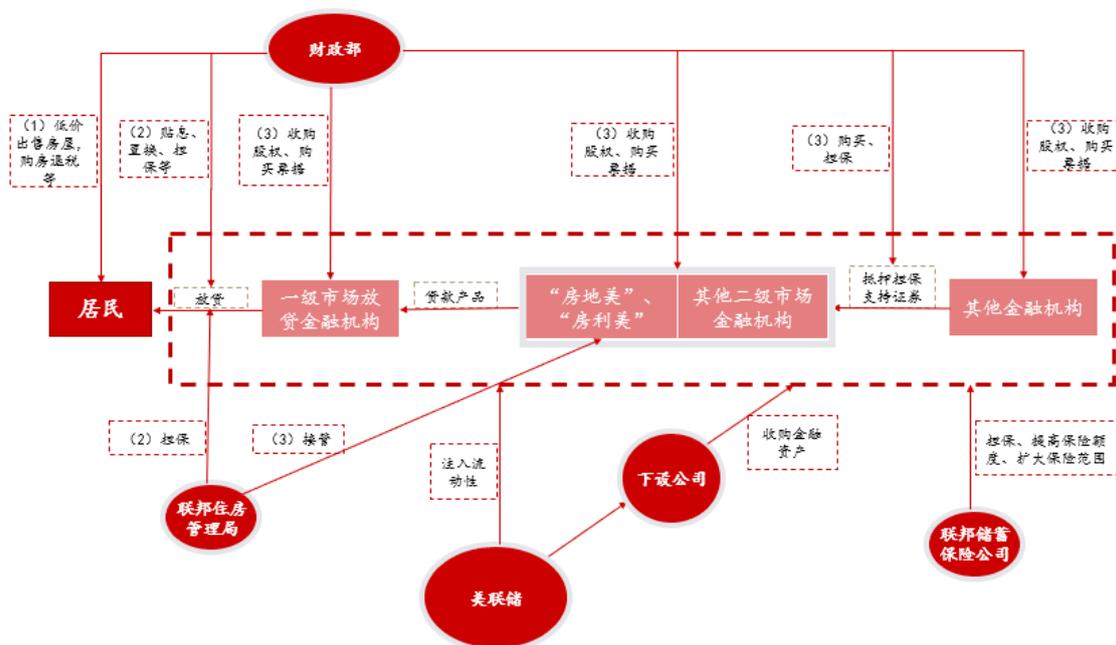
美联储大量买入住房抵押支持证券等问题资产，最高时甚至占其资产的47%。美联储于2008年11月至2012年9月陆续推出三轮QE，在购买国债的同时大量购买联邦机构证券和房地产抵押担保证券，成为问题资产的最后购买人。提高金融机构资产质量，稳定市场信心。

尤其值得一提的是，美国政府还为居民部门提供购房担保和购房优惠政策，刺激居民购房需求，同时降低贷款利率、降低本金、延长贷款期限，增强居民部门的偿付能力。

2008年，布什签署《房屋和经济恢复法案》，拨款3000亿美元在联邦住宅管理局管理下成立专款专用基金，为40万个逾期未缴贷款的家庭提供担保。这避免了居民因未能偿付贷款而被贷款机构（多为银行）收回房屋的情况。由于房产价格回落，这实际上也保护了银行的资产负债表。法案还向购房者提供总计150亿美元的购房退税，增强其购房意愿与偿付能力。

2009年，奥巴马政府推出《住房可承受和稳定计划》，建立750亿美元“房主稳定基金”。该基金为服务机构和合格住宅抵押贷款持有者提供激励，直接补贴房贷利息。激励机构修改条约，用购房人能承担得起的条约来替代之前的止赎条约。

图10：2008 年次贷危机后美国政府救助路径图



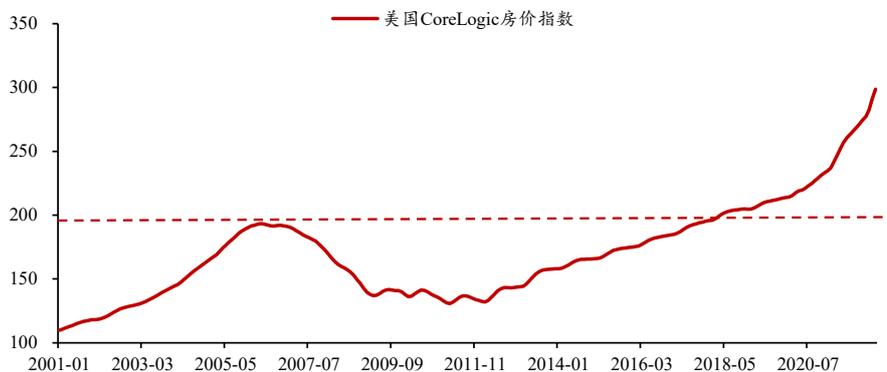
资料来源：美联储、美国财政部，民生证券研究院整理

图11：2008 年次贷危机后，美国政府救助法案

路径	主要计划	内容
(1)	《住房和经济恢复法案》 《抵押贷款债务减免的税收豁免法案》	<ul style="list-style-type: none"> 向购房者提供总计150亿美元的购房退税； 向地方政府提供应急基金，用于购买空置、丧失抵押品赎回权的房产，出租或低价出售给低收入家庭； 对房屋所有人住房按揭贷款减免的同时进行税收豁免援助，增强他们的债务偿付能力。
(2)	《房屋所有者负担能力和稳定性计划》 《住房和经济恢复法案》 《防止房贷违约计划》	<ul style="list-style-type: none"> 宣布拨款3000亿美元在联邦住宅管理局管理下成立专款专用基金，向总计约40万户申请30年期固定利率房贷的购房者提供担保。以避免他们因违约而丧失房产； 建立750亿美元“房主稳定基金”，“通过为服务机构和合格住宅抵押贷款持有者提供激励，来修改濒临止赎中的贷款条约，该计划将用购房人能承受得起的条约来替代之前的条约； 出资140亿美元将联邦房屋计划扩大至那些失业或者房价低于抵押贷款价值的困难业主，以帮助购房者减轻还款压力并降低住房止赎率。向300万至400万住房所有者提供第二次修改和减少住房贷款的机会，以达到稳定住房市场的目标。
(3)	《住房和经济恢复法案》 《资产保障计划》 《资本购买计划》 《公私合营投资计划》 《目标投资计划》	<ul style="list-style-type: none"> 财政部承诺将通过购买优先股等形式向“两房”分别提供1000亿美元的注资，联邦住宅金融局接管“两房”，获得高级优先股和按季度支付的固定利率股息； 通过购买优先股、认股权证、票据等形式向707家金融机构注资，合计投资约2049亿美元； 美国财政部与美联储共同购买“两房”抵押贷款支持证券(MBS)稳定市场； 美国财政部、美联储和联邦存款保险公司共同实施，按额度分层担保花旗集团问题资产的部分损失。

资料来源：美联储、美国财政部，民生证券研究院整理

图12: 美国房价 2018 年已恢复至次贷危机前水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

4.3 事后政策退出与监管政策完善

救市的目标是恢复金融秩序。渡过金融危机后,政策不会为金融机构无限托底,而是逐步退出,以恢复金融系统的市场化运作。但为了避免危机重演,美国政府也针对危机中爆发出来的问题完善监管政策。

美国财政部与美联储是此次危机处理中最重要的角色,在危机中也吸收了大量的公司股权和不良资产。

随着金融系统恢复与资产价格的回升,他们通过市场化交易处理了部分手中的资产。从结果看,美国财政部早已收回了救助资金,美联储承担了部分损失。

美国财政部主要有两大救助措施:“两房”国有化、注资金融机构。

“两房”国有化过程中,财政部出资购买两房股权(80%),并购买了约2250亿“两房”MBS。

财政部收到的巨额股息已经超过救助成本。财政部还于2012年卖出全部MBS,获利250亿美元。

截至2018年,财政部纾困基金在《问题资产购买计划》中所购买的问题资产,已收回最初资助金额的103%。

美联储至今也没有完全消化不良资产。在2009-2010年,其短期流动性工具陆续退出后,资产负债表迅速扩张。截至2019年末,其资产端仍有1.4万亿规模的住房抵押债券有待处理。

在救市之初,美国政府就着手修补监管政策的漏洞。最终,从四个方面完善了原有监管体系,降低了金融系统与房地产市场的系统性风险。

加强对居民房贷的资质审查,从源头上规范居民按揭贷款。

对贷款供给方与贷款需求方都进行约束。对贷款供给方，建立消费者金融保护局，赋予其检查规范所有抵押贷款相关业务条款权力。对于贷款需求方，明确严格的合格贷款人资质，提高按揭贷款质量与透明度。

金融系统内部，严格流动性管理与资产负债纪律。

为提高金融机构风险应对能力，政策制定了更严格的标准：建立由 9 家金融监管机构首脑组成的金融监管委员会，对有系统性风险的机构提出更高的**资本充足率、杠杆限制、流动性和风险管理要求**；敦促在美金融机构开展严格的资本压力测试，要求不达标银行修订其资本计划，并制定对不达标行为的处罚规定，提高约束效果。

限制金融机构的部分高风险业务，切断风险传染渠道。

次贷危机前，金融机构为获取盈利、转嫁风险、逃避监管，设置了结构复杂的金融创新产品，对于危机的扩散负有一定责任。

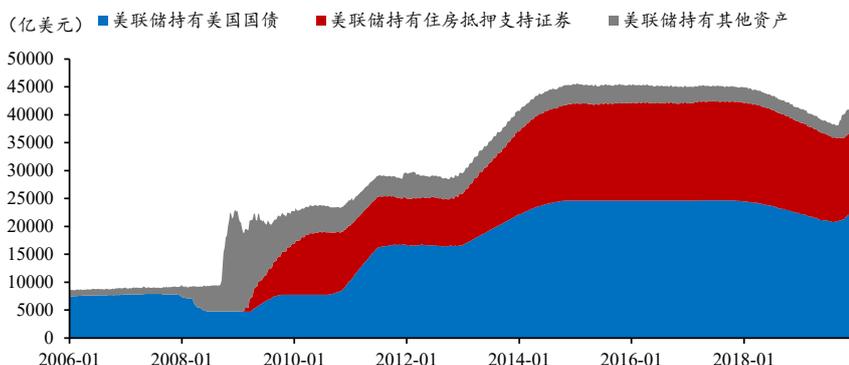
次贷危机后，政策限制部分高风险业务：限制银行和控股公司从事自营交易、投资私募基金和对冲基金，要求其投资总额不得超过一级资本的 3%；要求银行将高风险衍生产品剥离到特定子公司，要求证券化产品发行人将至少 5% 风险资产保留在其资产负债表上。

落实第三方评级机构和金融机构高管责任，规避道德风险。

住房抵押贷款证券是引发危机的核心产品。发行时，需第三方评级机构对其资产质量进行评估，评级越高资产价格越高。由于监管体系不甚严格，评级机构与承销商产生利益关联，将大量低评级债券转换为高评级债券，掩盖了资产风险。

次贷危机后，政策制定了两点要求。其一，在评级公司人员跳槽至客户方时实施离职审查，鼓励投资者建立内部信用评级标准，降低机构与投资者对评级公司依赖。其二，立法对金融机构高管薪酬进行监督，抑制其为获取高薪资而掏空公司利益的高风险行为。

图13：美联储资产负债表资产项中仍有大量房地产抵押贷款支持证券



资料来源：iFind，民生证券研究院

5 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**若海外疫情再次反弹，对全球需求、大宗商品价格、美联储政策都会有深远影响。
- 2) **美联储加息节奏超预期。**若美联储加息节奏变化，海外需求可能会超预期。
- 3) **房地产政策超预期。**若房地产政策发生大的变化，可能会对房地产需求产生较大影响。

插图目录

图 1: 中国香港和海外烂尾楼事件案例.....	3
图 2: 日本楼市泡沫破灭后, 大量企业破产.....	4
图 3: 预售制度下, 建房风险主要由房企承担.....	5
图 4: 海外停工地产项目的常见处置方式.....	5
图 5: 多个债权人的烂尾楼处理案例 (新加坡 Laurel Tree 住宅项目).....	6
图 6: 美联储加息引发美国地产泡沫破灭.....	7
图 7: 日本地产融资收紧, 成为刺破泡沫的导火索.....	7
图 8: 房地产市场向金融市场的压力传导机制.....	8
图 9: 美联储创新型货币政策简介.....	9
图 10: 2008 年次贷危机后美国政府救助路径图.....	11
图 11: 2008 年次贷危机后, 美国政府救助法案.....	11
图 12: 美国房价 2018 年已恢复至次贷危机前水平.....	12
图 13: 美联储资产负债表资产项中仍有大量房地产抵押贷款支持证券.....	13

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