



宏观研究

【粤开宏观】房地产风险的化解之道

2022年08月24日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
 电话：010-83755580
 邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】经济二次探底与信贷社融大起大落的原因：7月经济金融数据解读》

2022-08-15

《【粤开宏观】财税中国系列福建篇：经济“优等生”面临的机遇与挑战》

2022-08-16

《【粤开宏观】下半年中国通胀形势的走势、影响与应对》2022-08-16

《【粤开宏观】这次不一样，非对称降息的政策信号与约束》2022-08-22

《【粤开宏观】财税中国系列山东篇：经济转型的“大象”，财政的特点与难点》2022-08-22

摘要

房地产业攸关国计民生，牵动居民、房企、上下游行业、地方政府、金融机构等多方利益。728 中央政治局会议和 5 年期 LPR 大幅下调，均释放了稳地产稳经济的明确信号。当前房地产相关主体面临怎样的困境？房地产风险的原因和症结是什么？已有纾困政策存在哪些不足？应如何进一步发力？

一、当前房地产形势严峻，各利益方均面临困境

1、居民信心受到严重冲击，购房意愿下降。一方面，已购房者担忧期房无法按时交付，去年下半年以来，房企债务违约和楼盘烂尾事件增多，曾于 7 月初引发业主维权的“断供风波”；另一方面，潜在购房者因未来收入不确定性增大、期房烂尾风险以及预期房价下降而保持观望情绪，购房意愿下降。

2、房企面临突出的资金链紧张问题。资金来源方面，房地产销售低迷导致销售回款减少，房企债务违约风险上升导致外部融资难度增大；支出责任方面，前期预售的期房需要按期交付，拖欠建筑承包商和供应商的账款需要支付，到期债务需要还本付息。

3、上下游行业经营和就业受到严重冲击。建筑承包商和供应商账款被拖欠、订单减少，部分企业甚至被拖垮，导致相关行业就业受到冲击；家具、家装等地产后周期行业也受到拖累，7 月相应的零售额同比分别下降 6.3%和 7.8%，地产相关消费低迷拖慢社零消费企稳回升步伐，削弱经济内生增长动能。

4、地方政府财政收入减少，支出责任增加，加剧财政紧张形势并影响基建投资。一方面，作为重要财政收入来源的土地出让收入减少，1-7 月累计同比下降 31.7%；另一方面，地方政府要防范房地产企业风险外溢，切实承担“保交楼、稳民生”的属地责任，需要提供一定的财政支持。这将加剧地方财政收支矛盾，限制财政发力空间。

5、银行等金融机构风险上升，“宽信用”难度加大。一是抵押品价值下降、坏账风险上升；二是居民购房需求低迷，导致信贷投放增速放缓；三是房企债务违约风险较高，风险甄别和贷款业务难度增大。一方面导致系统性金融风险上升，另一方面使得资金淤积在银行体系内，“宽货币”无法有效传导至“宽信用”，削弱稳增长效果。

二、化解房地产风险刻不容缓，现有政策仍不足以扭转地产颓势

1、当前房地产风险的本质是流动性危机，房地产是系统重要性行业，若不及时处置，将引发金融危机和经济危机。要切断房地产市场负向循环链条，使



其切换至正向循环，“保交楼”是破局的关键。

2、中央和地方积极出台纾困政策以稳地产：需求端通过放松限购和限贷、降低房贷利率、提供购房补贴等方式刺激居民购房需求；**供给端**通过设立纾困基金、政策性银行专项借款等方式盘活问题楼盘、救助困难房企，保交楼、稳民生。

3、但一些现实问题的存在将会削弱上述政策的效果：一是在房企债务违约和楼盘烂尾风险没有妥善解决之前，需求端的刺激政策难以有效提振居民购房意愿；**二是当前的供给端政策主要遵循“政府引导、多层次参与，市场化运作”原则**，可以盘活那些未来销售收入能够覆盖追加投资的地产项目，但对于未来回款不足（已大幅预售或难以销售）的项目作用有限，政府、银行、社会资本等均没有动力参与。**因此现有政策仍不足以扭转地产颓势。**

三、未来房地产风险化解的路径有哪些？

当前房地产形势仍较严峻，还需出台更多更有针对性的房地产纾困政策。**1)** 放松房地产调控，稳定房地产销售；**2)** 建立全国性地产纾困机制，推进“保交楼、稳民生”工作；**3)** 鼓励金融机构积极参与地产纾困项目，缓解房企现金流压力；**4)** 优化和完善预售资金监管，保障购房者合法权益；**5)** 通过公租房、共有产权房等方式加快商品房去化，建立和完善房地产长效机制。

风险提示：疫情反弹超预期、房地产纾困政策超预期



目 录

一、当前房地产形势严峻，各利益方均面临困境.....	4
1、居民购房意愿下降，房地产销售持续低迷.....	4
2、房企资金链紧张，房地产投资下滑.....	4
3、上下游行业经营和就业受到严重冲击.....	5
4、地方政府财政收入减少，支出责任增加，加剧财政紧张形势并影响基建投资.....	6
5、银行等金融机构风险上升，“宽信用”难度加大.....	7
二、化解房地产风险刻不容缓，现有政策仍不足以扭转地产颓势.....	8
三、未来房地产风险化解的路径有哪些？.....	10

图表目录

图表 1：7 月和 8 月房地产销售大幅回落.....	4
图表 2：2021 年以来房企贷款和销售回款同比增速快速下滑.....	5
图表 3：家具、家装零售额同比增速回落.....	5
图表 4：房地产建筑工程需求下滑.....	6
图表 5：地方政府土地出让收入大幅减少.....	7
图表 6：上市银行对公涉房贷款不良率明显上升.....	7
图表 7：房地产相关贷款余额同比持续下滑.....	8
图表 8：2008 年以来房企杠杆率持续攀升.....	9
图表 9：房地产销售、投资持续负增长.....	9
图表 10：2022 年以来房地产松绑政策频次.....	10
图表 11：已出台的房地产纾困政策及其不足.....	10
图表 12：当前房贷利率与一般贷款利率的利差仍处高位.....	11



一、当前房地产形势严峻，各利益方均面临困境

房地产困局错综复杂，涉及居民、房企、上下游行业、地方政府、金融机构等多方主体，各方有着不同的利益诉求、面临不同的约束条件，同时又相互捆绑缠绕。爆发问题时牵一发而动全身，解决问题时千头万绪无从下手。因此要想打破房地产困局，首先要厘清当前房地产各利益方所面临的困境。

1、居民购房意愿下降，房地产销售持续低迷

居民是房地产的需求方，销售回款是房企资金的重要来源，2021 年定金及预收款、个人按揭贷款合计占房企到位资金和各项应付款的 42%。

居民信心受到严重冲击，购房意愿下降。一方面，已购房者担忧期房无法按时交付，去年下半年以来，房企债务违约和楼盘烂尾事件增多，曾于 7 月初引发业主维权的“断供风波”；另一方面，潜在购房者因未来收入不确定性增大、期房烂尾风险以及预期房价下降而保持观望情绪，购房意愿下降。在前期调控放松政策的作用下，6 月下旬 30 大中城市商品房销售本已恢复至往年同期水平，但受“断供风波”和疫情反弹冲击，7 月和 8 月再度大幅下滑。居民购房意愿不足将导致房地产销售持续低迷，并拖累房地产相关消费。

图表1：7 月和 8 月房地产销售大幅回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、房企资金链紧张，房地产投资下滑

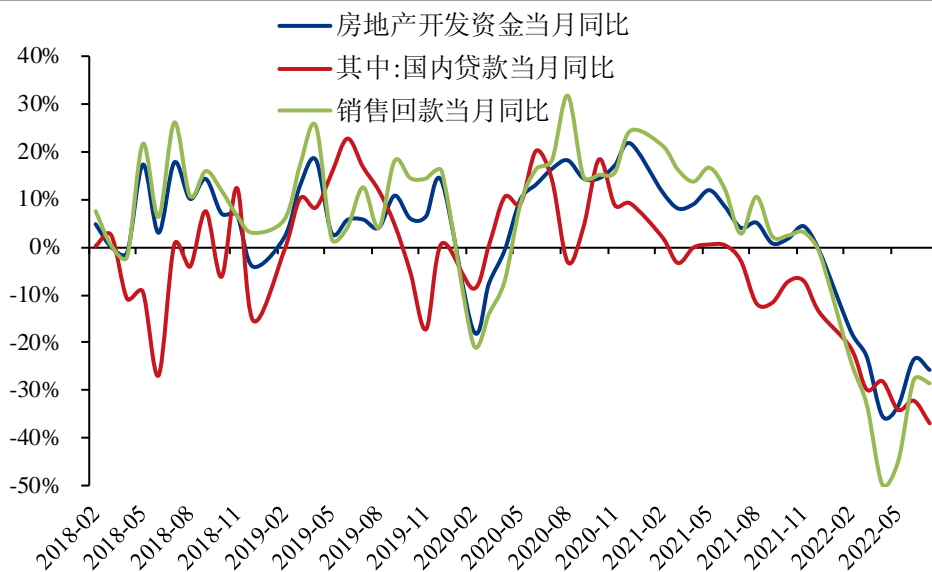
房企既是商品房的供给方，也是土地、建筑建材、开发资金的需求方，处于房地产链条的核心位置，是当前房地产风险的源头。

房企面临突出的资金链紧张问题。资金来源方面，房地产销售低迷导致销售回款减少，房企债务违约风险上升导致外部融资难度增大；支出责任方面，前期预售的期房需要按期交付，拖欠建筑承包商和供应商的账款需要支付，到期债务需要还本付息。一旦收不抵支、资金链断裂，便将出现楼盘烂尾、债务违约、拖欠应付账款；即便能勉强维



持，也将收缩业务、减少拿地，导致房地产投资下滑。

图表2：2021年以来房企贷款和销售回款同比增速快速下滑



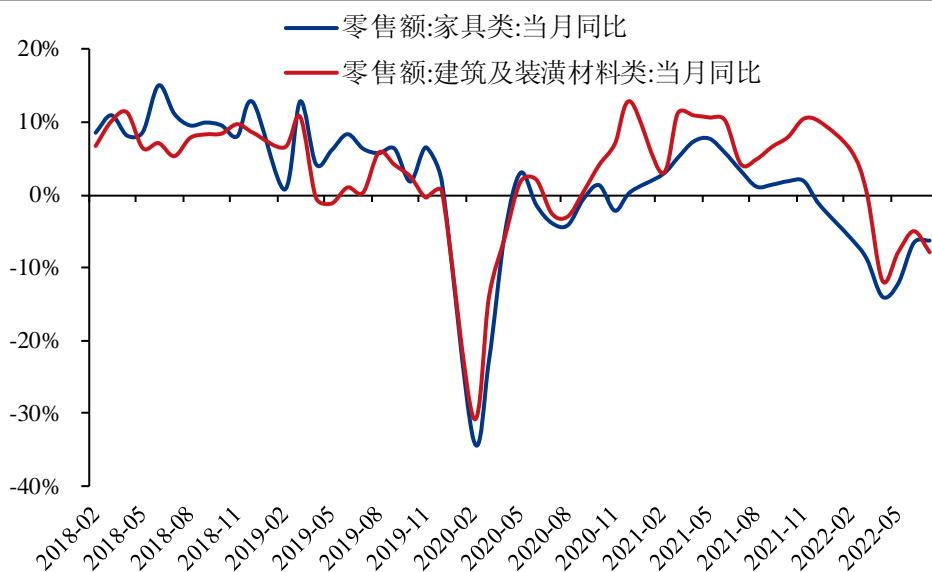
资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、上下游行业经营和就业受到严重冲击

房地产业具有产业链长、带动作用明显等特点。房地产开发投资带动建筑业以及水泥、钢铁、有色金属、挖掘机等上下游制造业；房地产消费，既直接带动与住房有关的家电、家具、家纺、装潢等制造业，也明显带动金融、媒体服务、互联网、物业管理等第三产业。

房地产风险对上下游行业经营和就业造成严重冲击。建筑承包商和供应商账款被拖欠、订单减少，部分企业甚至被拖垮，导致相关行业就业受到冲击；家具、家装等地产后周期行业也受到拖累，7月相应的零售额同比分别下降6.3%和7.8%，地产相关消费低迷拖慢社零消费企稳回升步伐，削弱经济内生增长动能。

图表3：家具、家装零售额同比增速回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院 (注：2021年为两年平均增速)



图表4：房地产建筑工程需求下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

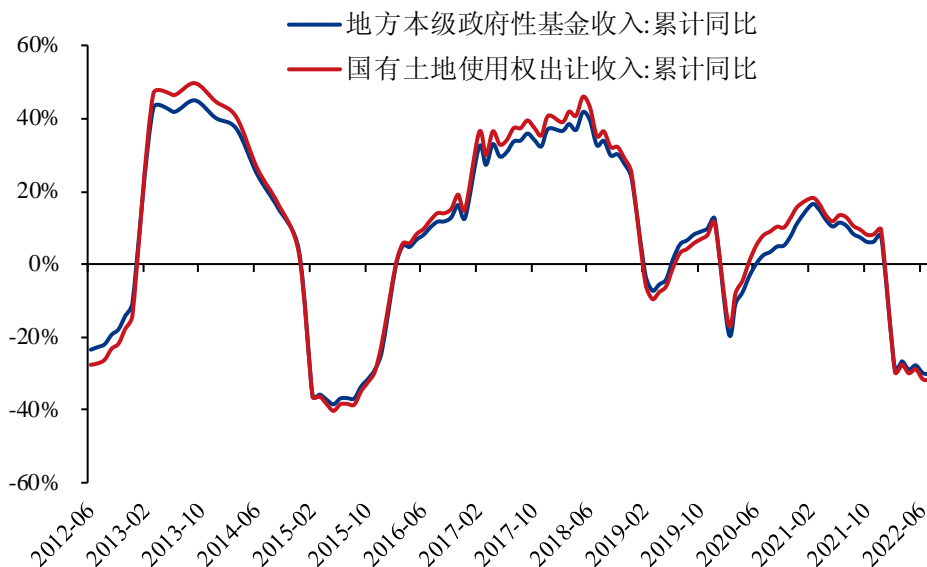
4、地方政府财政收入减少，支出责任增加，加剧财政紧张形势并影响基建投资

地方政府面临两难困境：一方面，作为重要财政收入来源的土地出让收入减少，1-7月累计同比下降31.7%；另一方面，地方政府要防范房地产企业风险外溢，切实承担“保交楼、稳民生”的属地责任，需要提供一定的财政支持。

这将加剧地方财政收支矛盾，限制财政发力空间。今年财政同时面临减收与增支，一方面是疫情反复、地产走弱、俄乌冲突等复杂严峻的国内外局势，另一方面是政策性减税降费退税以及加大支出力度对冲经济下行。上半年31省份一般公共预算收支差均为负数，紧平衡压力显著增大。当前经济下行压力仍大，财政既要保障疫情防控、托底基层“三保”，又要提振国内消费、扩大有效投资。房地产风险在拖累经济增长的同时，又限制了政府逆周期调控的能力。



图表5：地方政府土地出让收入大幅减少



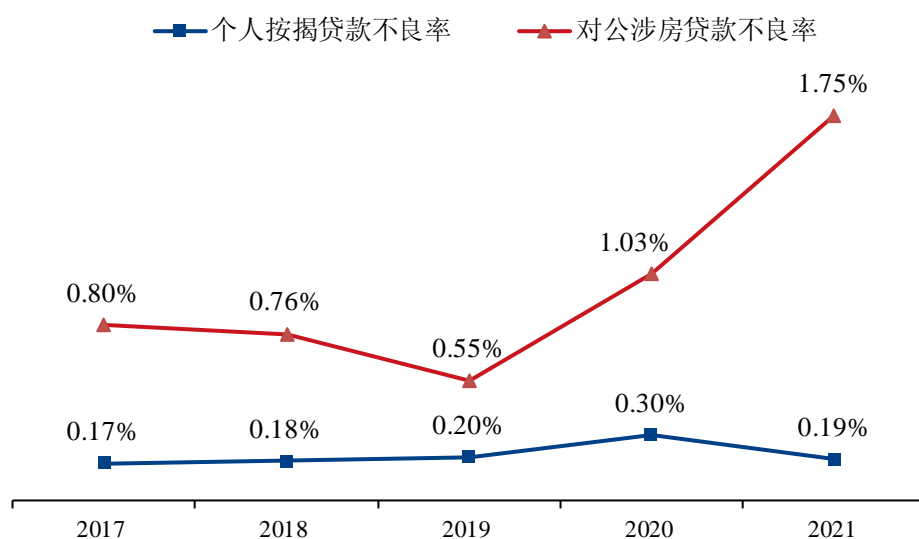
资料来源：Wind、粤开证券研究院

5、银行等金融机构风险上升，“宽信用”难度加大

房地产与金融有着极为紧密的联系：一方面，房地产市场规模巨大，房地产开发和居民购房直接带来大量的融资需求；另一方面，房地产是高质量的抵押品，是贷款和诸多金融产品的底层资产，关系到金融体系的稳定。

银行等金融机构遭遇困难：一是抵押品价值下降、坏账风险上升；二是居民购房需求低迷，导致信贷投放增速放缓；三是房企债务违约风险较高，风险甄别和贷款业务难度增大。一方面导致系统性金融风险上升，另一方面使得资金淤积在银行体系内，“宽货币”无法有效传导至“宽信用”，削弱稳增长效果。

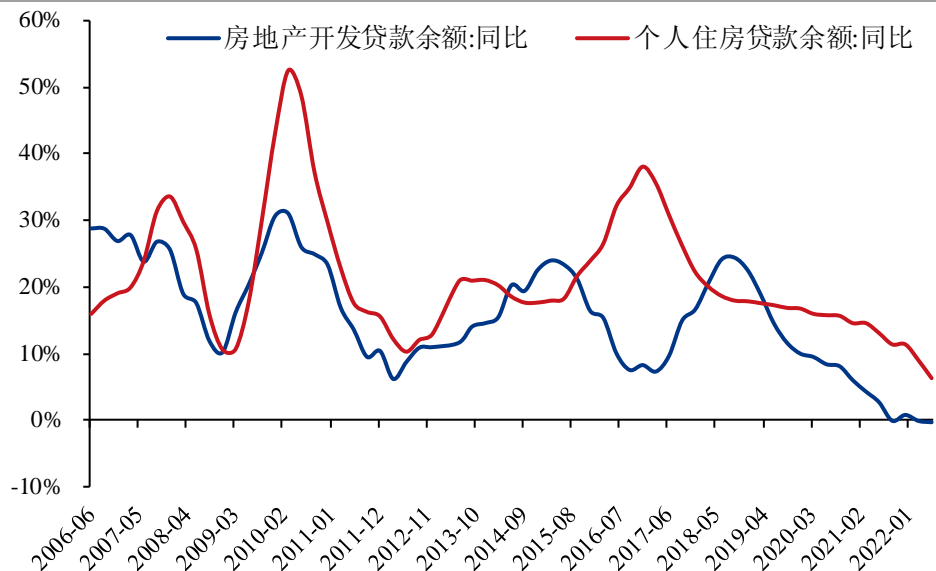
图表6：上市银行对公涉房贷款不良率明显上升



资料来源：克而瑞、粤开证券研究院



图表7：房地产相关贷款余额同比持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、化解房地产风险刻不容缓，现有政策仍不足以扭转地产颓势

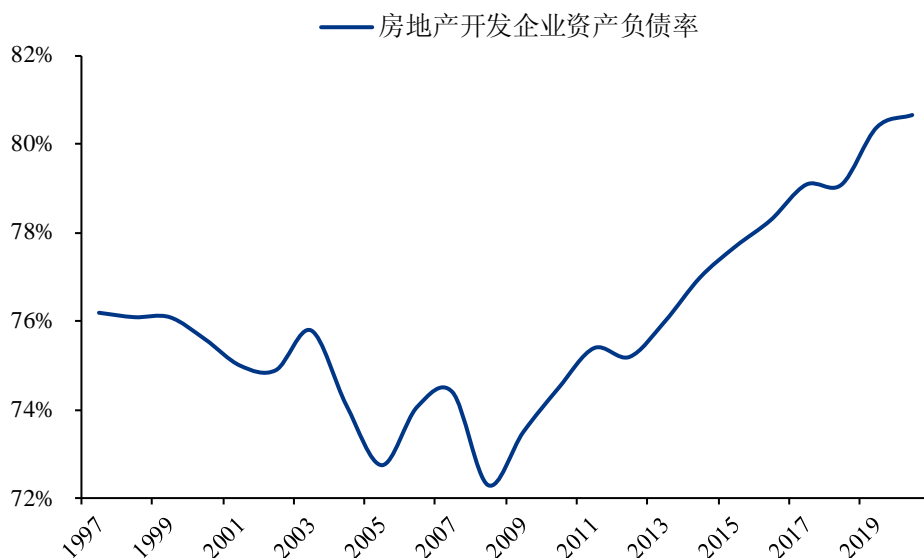
本轮房地产风险的原因是：前期房地产行业持续加杠杆，并挪用预售资金进行“高周转”运作，资金链高度紧张，流动性风险不断积聚；房地产调控收紧导致房地产销售下滑、房企融资难度上升，部分房企资金链断裂，发生债务违约；债务违约和期房烂尾加剧居民观望和金融机构惜贷情绪，进一步强化房企流动性紧张，陷入恶性循环。

当前房地产风险的本质是流动性危机。金融体系发生流动性危机时，需要央行履行“最后贷款人”职责、财政提供注资支持。房地产是系统重要性行业，涉及居民、房企、上下游行业、地方政府、金融机构等多方利益，若不及时处置，将引发金融危机和经济危机，1990年代日本房地产泡沫破灭后“失去的二十年”便是前车之鉴。

房地产困局的症结是：一方面，房企债务违约和楼盘烂尾风险仍存，导致房地产销售持续低迷、房企融资困难；另一方面，房企资金链紧张，导致债务违约和楼盘烂尾风险难以有效化解。二者形成一个闭环，至少要切断其中一根链条，使其从负向循环切换至正向循环。“保交楼”是破局的关键，居民信心增强、房地产销售回暖，房企资产盘活、融资条件改善。

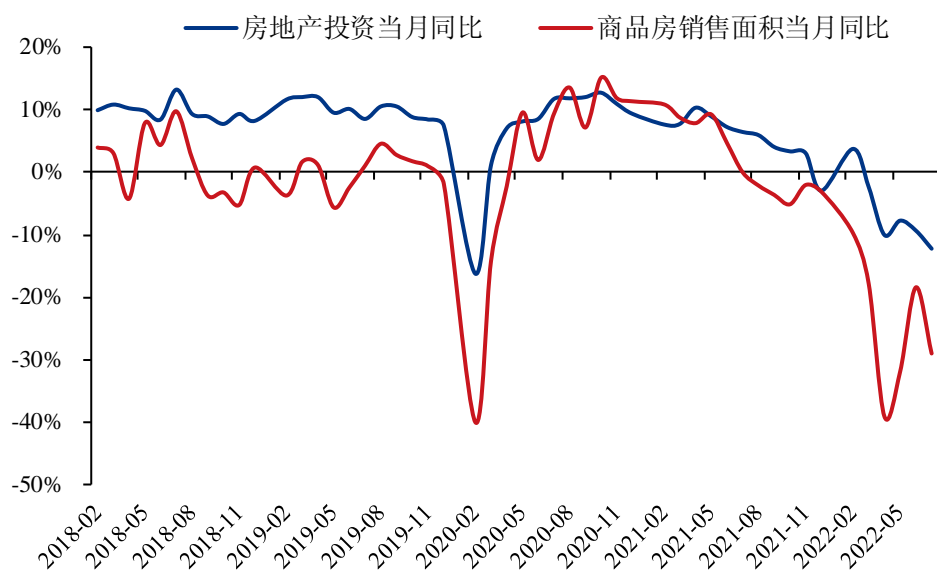


图表8：2008年以来房企杠杆率持续攀升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：房地产销售、投资持续负增长



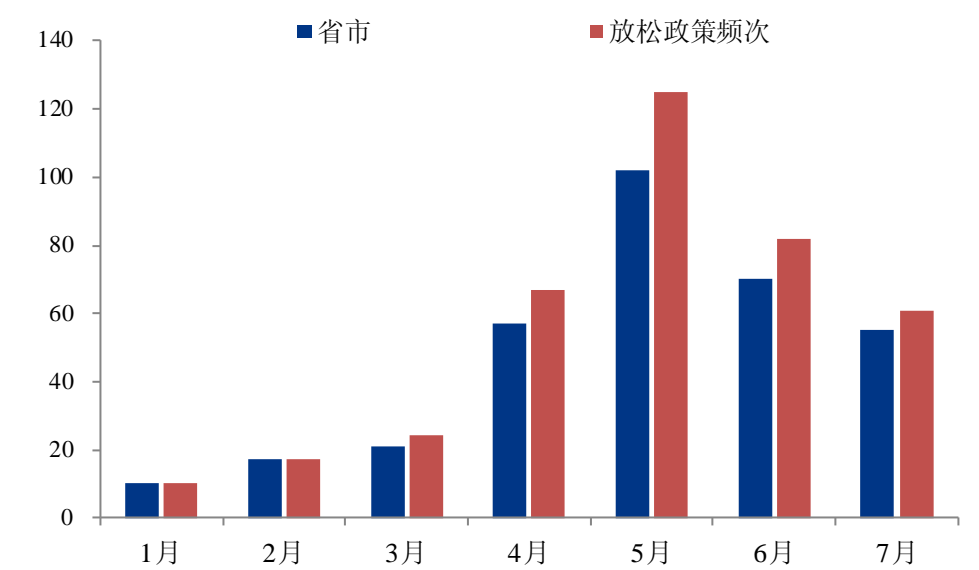
资料来源：Wind、粤开证券研究院

中央和地方积极出台纾困政策以稳地产：需求端通过放松限购和限贷、降低房贷利率、提供购房补贴等方式刺激居民购房需求；供给端通过设立纾困基金、政策性银行专项借款等方式盘活问题楼盘、救助困难房企，保交楼、稳民生。

但一些现实问题的存在将会削弱上述政策的效果：一是在房企债务违约和楼盘烂尾风险没有妥善解决之前，需求端的刺激政策难以有效提振居民购房意愿；二是当前的供给端政策主要遵循“政府引导、多层次参与，市场化运作”原则，可以盘活那些未来销售收入能够覆盖追加投资的地产项目，但对于未来回款不足（已大幅预售或难以销售）的项目作用有限，政府、银行、社会资本等均没有动力参与。**因此现有政策仍不足以扭转地产颓势。**



图表10：2022年以来房地产松绑政策频次



资料来源：克而瑞、粤开证券研究院

图表11：已出台的房地产纾困政策及其不足

纾困政策	具体措施	不足
放松房地产调控	放松限贷、放宽限购、提供购房补贴、降低房贷利率、税费减免、提高公积金贷款额度等	期房交付风险较大，居民购房意愿低迷
地方政府设立纾困基金	例如郑州设立规模 100 亿元房地产纾困基金，重点用于盘活未来销售收入能够覆盖项目投资的存量房地产项目	地方政府财力有限，销售率较高的烂尾楼盘难以市场化解决
AMC 处置不良资产	例如中国华融与阳光城母公司阳光集团签署《纾困重组框架协议》	规模有限，处置难度较大、时间较长
为民营房企发债提供增信	例如据媒体报道，监管部门指示中债信用增进投资公司，对 6 家示范民营房企发行的中期票据开展“全额无条件不可撤销连带责任担保”	增信对象有限
政策性银行专项借款	通过专项借款撬动、银行贷款跟进，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付	销售率较高的烂尾楼盘难以市场化解决

资料来源：粤开证券研究院整理

三、未来房地产风险化解的路径有哪些？

7月28日，中央政治局会议明确指出：“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，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。”

当前房地产形势仍较严峻，还需出台更多更有针对性的房地产纾困政策。一方面支持居民的刚性和改善性住房需求，另一方面“保交楼”工作要攻坚克难，稳民生稳信心。



第一，放松房地产调控，稳定房地产销售。房地产市场企稳回升是打破房地产困局的重要一环，销售回款增加将极大缓解房企资金链紧张问题，从而降低房地产风险。全国层面，适度下调房贷利率，降低居民购房成本，当前房贷利率仍处相对高位，若参照上轮地产下行周期中房贷与一般贷款的最大利差，将有近1个百分点的下调空间；地方层面，适当降低落户门槛，调整限购、限贷、限售等政策，支持刚性和改善性住房需求。

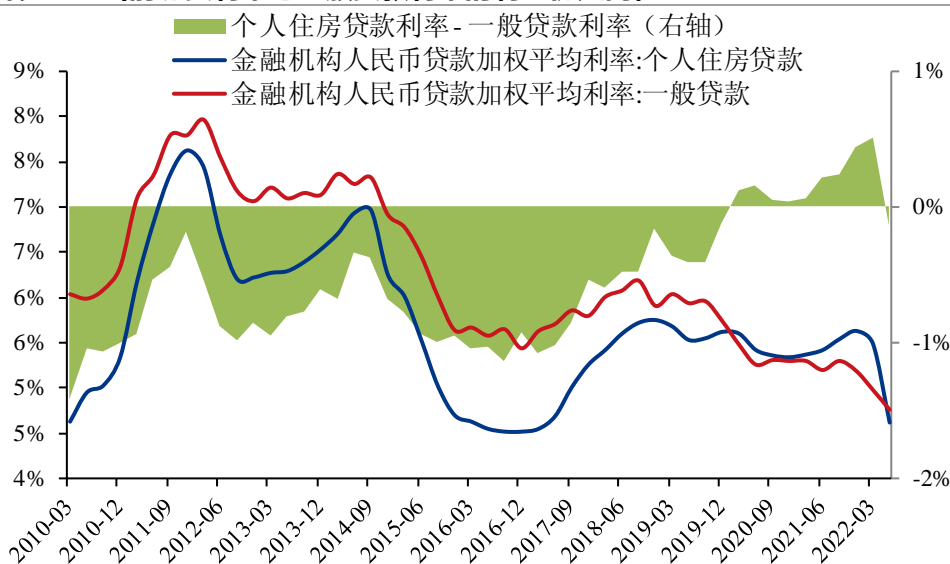
第二，建立全国性地产纾困机制，推进“保交楼、稳民生”工作。当前需求端最大的问题是期房交付风险，部分问题项目可以在政府引导下通过市场化方式化解，但对于那些未来回款不足的项目，由于无利可图，没有第三方愿意介入。在过往经验中，要么继续烂尾，要么业主集资自救。房地产企业是保交楼的责任主体，要追缴被挪用的项目原有预售资金，查处逾期难交付背后存在的违法违规问题。若仍无法解决，中央可以设立或授权地方设立专项纾困基金，针对无人接手的烂尾楼盘，基金出资一部分，业主再补交一部分，将项目完工交付。

第三，鼓励金融机构积极参与地产纾困项目，缓解房企现金流压力。政府的纾困基金只是起到一个引导作用，还需撬动金融机构和社会资本的力量，而金融机构会有风险和收益方面的顾虑。可以调整部分监管指标，并给予一些政策优惠，以增强激励，例如增加相关的贷款额度，提供专项再贷款等结构性政策工具支持。

第四，优化和完善预售资金监管，保障购房者合法权益。预售资金分为重点监管资金和一般监管资金。对于重点监管资金，要严格监管，防止违规挪用，保障项目建设和按期交付；对于一般监管资金，允许房企按需支取，缓解房企资金链紧张问题。

第五，通过公租房、共有产权房等方式加快商品房去化，建立和完善房地产长效机制。当前房地产销售低迷，商品房去化难度较大，房企销售回款缓慢。一是政府可以折价购买用作公租房，并打包成REITs销售；二是作为共有产权房出售，政府参与可以确保房子按期交付，打消购房者疑虑，而且总价款较低，刺激新市民购房需求的同时，也可减轻其购房压力。

图表12：当前房贷利率与一般贷款利率的利差仍处高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com