

房地产行业债权融资与银行业涉房资产

分析日期 2022年09月22日

行业评级：标配
证券分析师：王鸿行

执业证书编号：S0630522050001

电话：20333311

邮箱：whxing@longone.com.cn

行业走势图



相关研究报告

1. 银行业周报：多家银行下调存款利率，1年期同业存单发行量较大
2. 银行业周报：8月社融结构改善
3. 银行业周报：中小银行中期业绩亮眼
4. 银行业周报：LPR如期下降，央行召开信贷形势分析座谈会
5. 积极因素逐步积聚，关注资产质量扎实的中小行

◎投资要点：

◆**房地产行业主要债权融资存量规模约60万亿。**2012-2020年经济增速下行背景下，房地产行业主要债权融资规模保持中高速增长，居民部门与房地产开发商杠杆率持续提升。2021年至今，房地产行业融资增速明显放缓并落入低增长区间。测算目前房地产行业主要债权融资规模存量约60万亿（占存量社会融资规模的比重约18%），2012年以来年均复合增速达到17%（V.S.企业贷款11%）。其中，个人住房贷款（含住房抵押贷款证券）40.2万亿，开发贷款12.6万亿，其他对公贷款1.76万亿，国内各类信用债2.45万亿，海外信用债1.40万亿，投向房地产行业资金信托1.42万亿。

◆**个人住房贷款（房地产销售）主导房地产开发商债权融资周期。**以个人住房贷款为基准，开发商债券融资基本同步，投向房地产资金信托滞后约12个月，开发贷款滞后约18个月。原因在于：开发商根据本轮销售情况来规划下一轮开发计划，从本轮实现销售回款到下一轮引入开发项目融资耗时约12~18个月。房地产销售的主导地位对于理解金融地产监管和涉房资产质量有两点启示：1）2017年以来影子银行规模压缩、资管新规打破刚兑、房地产企业融资收紧等政策可以理解为先于地产销售下滑的风险防范手段；2）销售低迷情况下，银行涉房资产信用风险压力将存在较长时间。

◆**上市银行涉房资产规模约50万亿。**银行资金通过贷款、投资、中间业务等方式参与房地产行业融资。测算上市银行涉房资产规模约50万亿，占总贷款的比重为35%。其中，个人住房贷款35.4万亿、房地产对公贷款7.96万亿、贷款以外承担信用风险的资产2.59~3.51万亿、不承担信用风险的资产2.82~4.21万亿。股份行与城商行对公涉房资产高于行业平均水平。

◆**开发商主体口径的出险面积或已充分，对公涉房资产不良率上升进度或已过半。**行业去杠杆期间银行相关领域资产劣变压力上升。我们测算房地产开发商目标资产负债率或在73%（剔除预收款后约为68%），目前去杠杆离结束为时尚早，涉房资产仍将面临劣变压力。尽管如此，2020年以来房地产领域风险已得到一定程度释放。基于开发商、债券市场和银行数据分析认为，当前房地产行业风险已存在两个较强确定性：1）开发商主体口径的出险面积或已充分；2）对公涉房资产不良率上升进度或已过半。短期来看，销售与融资端支持力度加大、债务到期进入淡季等因素将缓解资产质量压力。

◆**实体经济发达地区银行规模增长受房地产融资放缓影响更小，并有望更早实现涉房不良资产出清。**国有行与股份行涉房资产占比较高的大体量银行规模增速将持续受到房地产行业融资增速放缓的制约。相比之下，规模较小、涉房资产占比较低的区域性银行规模增长受房地产融资放缓的制约较小。其中，实体经济发达地区银行还可能受益制造业、中小微企业政策支持而实现较快的规模增长。当前已首次违约开发商涵盖的潜在风险相对去杠杆空间是充分的，后续增量风险大概率主要来源于当前已经出现违约的开发商。持有违约房企资产越少的银行，有望越早实现房地产行业不良资产出清，部分实体经济发达地区的区域性银行也符合这一条件。

◆**风险提示：**房地产领域风险明显上升；宏观经济超预期下滑。

正文目录

1. 房地产行业债权融资渠道与规模	3
1.1. 房地产行业债权融资渠道	3
1.2. 房地产行业债权融资规模	4
2. 房地产行业债权融资周期	5
2.1. 融资周期映射调控周期，居民融资主导企业融资	5
2.2. 2016 年前后的不同之处	6
2.3. 基于住房贷款主导地位的两点启示	6
3. 银行业涉房资产规模	7
3.1. 银行资金参与房地产行业债权融资的途径	7
3.2. 银行业涉房资产规模测算	8
4. 去杠杆视角下的银行业涉房资产质量	9
4.1. 行业去杠杆与银行资产质量的关系	10
4.2. 房地产行业去杠杆空间	11
4.3. 涉房资产信用风险进度	13
4.3.1. 开发商主体口径的出险面积或已较为充分	13
4.3.2. 对公涉房资产不良率上升进度或已过半	14
5. 银行业投资启示	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 2008 年以来，居民杠杆率持续提升	3
图 2: 房地产开发企业杠杆率持续提升	3
图 3: 房地产行业主要债权融资渠道	4
图 4: 2012 年以来企业及其他部门贷款增速下行，房地产债权融资保持中高速增长	5
图 5: 个人住房贷款周期主导房地产企业融资周期	6
图 6: 6 类房地产行业债权融资与银行涉房资产的对应关系	7
图 7: 银行资金参与房地产融资的途径	8
图 8: 行业周期视角下，房地产行业杠杆率与金融机构涉房资产质量变迁路线图	10
图 9: 工业企业资产负债率下降过程中制造业不良率上升	11
图 10: 2021 年以来，对公房地产贷款不良率从低位上升	11
图 11: 2012 年后，房地产开发企业资产负债率与规模以上工业企业资产负债率差值不断扩大 右轴单位：百分点	12
图 12: 资产负债率偏高、资产规模较大的民营企业违约比例较高	14
图 13: 国有行与头部中小行对公房地产贷款不良率处于中上游位置	15
图 14: 2020 年下半年以来，房地产开发商信用债逾期率明显提升	16
图 15: 9 月-12 月信用债到期金额逐步减少 单位：亿元	16
图 16: 9 月-12 月信用债到期只数逐步减少	16
表 1: 5 家股份制银行对公涉房资产占总贷款的比重	8
表 2: 银行业涉房资产情景测算	9
表 3: 不同目标资产负债率情景测试下，开发商超额债权融资规模为 1.5 万亿~2.8 万亿	13

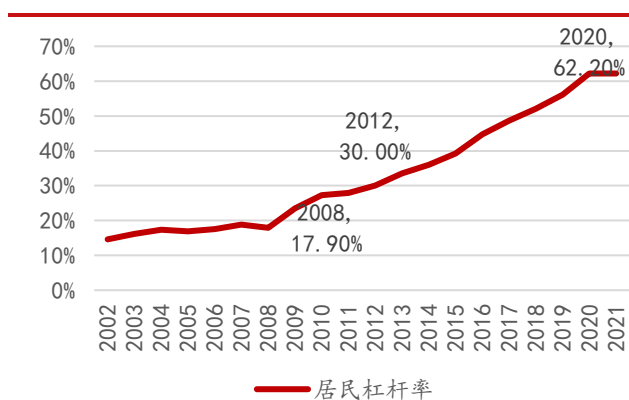
1. 房地产行业债权融资渠道与规模

1.1. 房地产行业债权融资渠道

2008年以来，我国居民部门杠杆率（以 BIS 口径为准，居民部门杠杆率=居民部门贷款余额/GDP 总量）连续 9 年上升，从 18% 上升至超过 60%。参照居民部门杠杆率，测算房地产开发企业杠杆率由 33% 提升至 85%。

2012 年以前，经济保持中高速增长，房地产行业融资规模增速与企业部门信贷规模增速相当，居民和房地产开发企业杠杆率提升与经济增长相适应。2012-2020 年经济增速向下背景下，房地产行业融资规模增速持续高于企业部门信贷规模增速，房地产行业杠杆率的大幅提升主要发生在这一阶段。

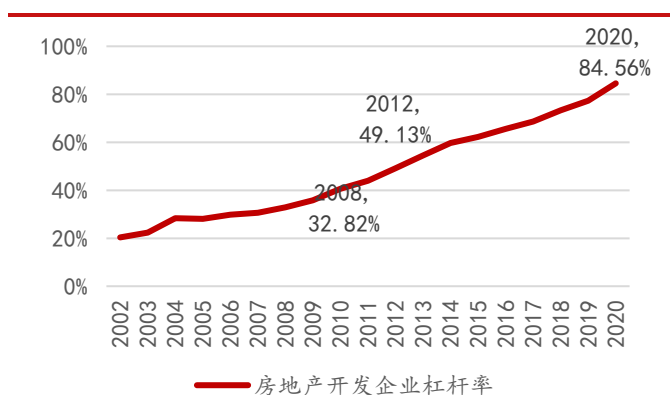
图 1：2008 年以来，居民杠杆率持续提升



资料来源：国家统计局，东海证券

注：居民杠杆率=住户贷款/GDP

图 2：房地产开发企业杠杆率持续提升



资料来源：国家统计局，东海证券

注：房地产开发企业杠杆率=房地产开发企业总负债/GDP

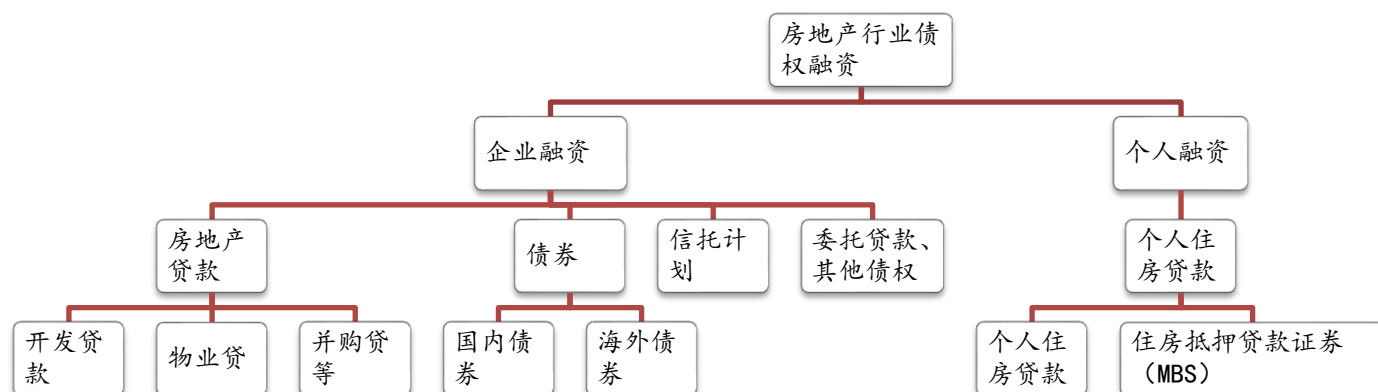
房地产行业杠杆率提升与金融系统对房地产行业的债权融资支持相生相伴。金融系统对居民部门的融资支持主要是个人住房贷款，对房地产开发企业的融资支持比较多样，包括银行信贷、非标融资、直接融资等。

我们统计的房地产行业主要债权融资包括 6 类：个人住房贷款、房地产开发贷款、房地产其他贷款、房地产开发商各类国内信用债¹、房地产开发商海外债以及房地产资金信托。部分住房抵押贷款已经实现证券化，如住房抵押贷款支持证券（MBS），这部分不再计入个人住房贷款，但底层资产仍是住房贷款，我们仍将其纳入房地产行业债权融资规模。以上 6 类融资覆盖了房地产行业绝大部分的债权融资需求。

以上 6 类主要融资除外，还存在或有信贷、委托贷款、资管产品、以及未纳入统计的其他金融机构融资等渠道。这些渠道缺乏公开数据，这会对下文各项基于房地产开发商债权融资规模的测算有一定影响。但可以确定的是，在 2017 年以来金融监管和资管新规的规范下，这类融资明显压降，预计存量规模较小，数据缺失对测算结果影响有限。

¹ 包括所有交易所市场（含上交所、深交所、北交所、银行间市场）的各类型信用债

图 3：房地产行业主要债权融资渠道



资料来源：公开资料整理，东海证券

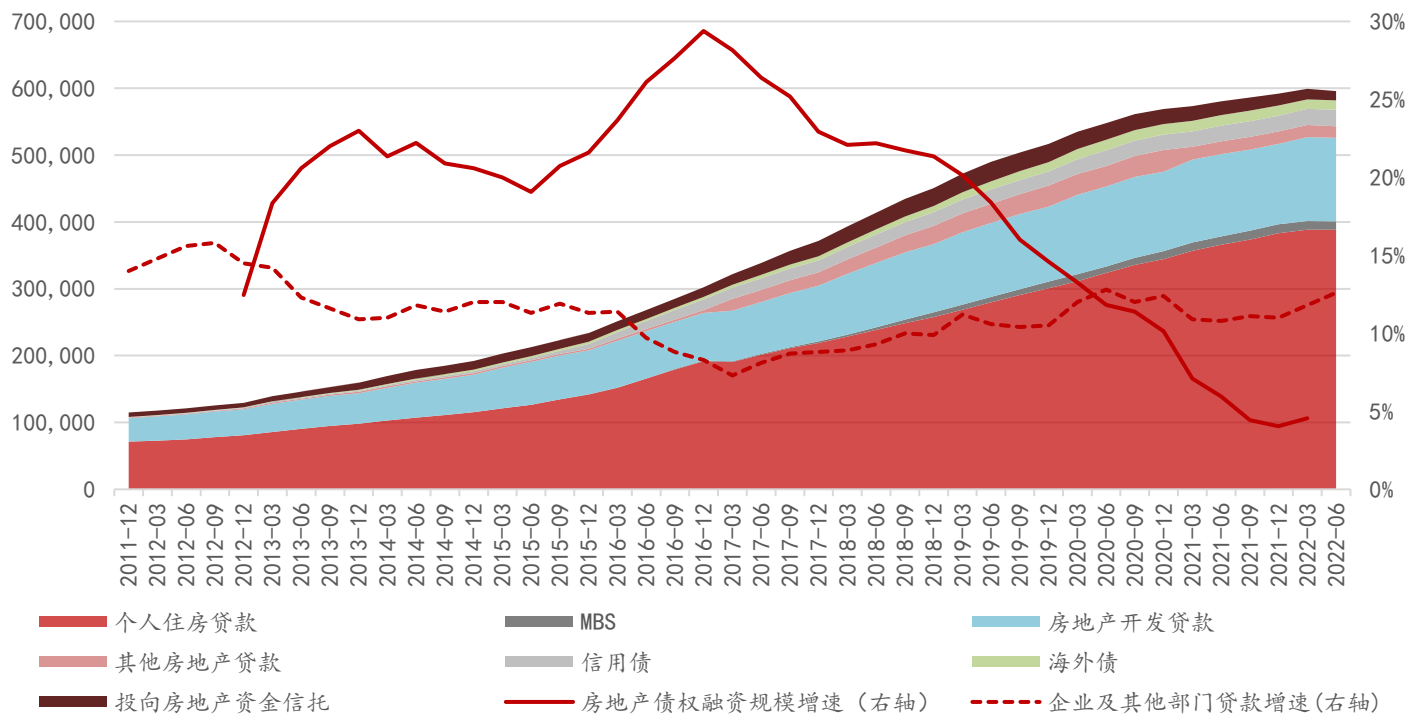
1.2.房地产行业债权融资规模

截止 2022Q2 末，前述 6 类主要房地产行业债权融资规模合计约 59.59 万亿，2012 年以来年均复合增速为 16.95%。同期，企业及其他部门（不含房地产贷款）年均复合增速为 11.47%。

分部门来看，居民融资余额约 40.08 万亿元，包括个人住房贷款 38.86 万亿、住房抵押贷款支持证券（MBS）1.22 万亿；房地产企业融资余额约 19.52 万亿，包括房地产开发贷款 12.49 万亿、房地产其他贷款 1.76 万亿、各类国内信用债 2.45 万亿、海外债 1.40 万亿、房地产资金信托 1.42 万亿。

2012Q1-2022Q2，以上各项目年均复合增速分别为 17.51%、86.54%、12.92%、31.16%、37.91%、55.74%、7.11%。相对其他融资，房地产资金信托复合增速较低，主要是由于 2019 年四季度以来该渠道融资受监管影响较大、规模持续压缩。

图 4：2012 年以来企业及其他部门贷款增速下行，房地产债权融资保持中高速增长



资料来源：中国人民银行，中国信托业协会、iFinD、东海证券。注：左轴单位为亿元。

2. 房地产行业债权融资周期

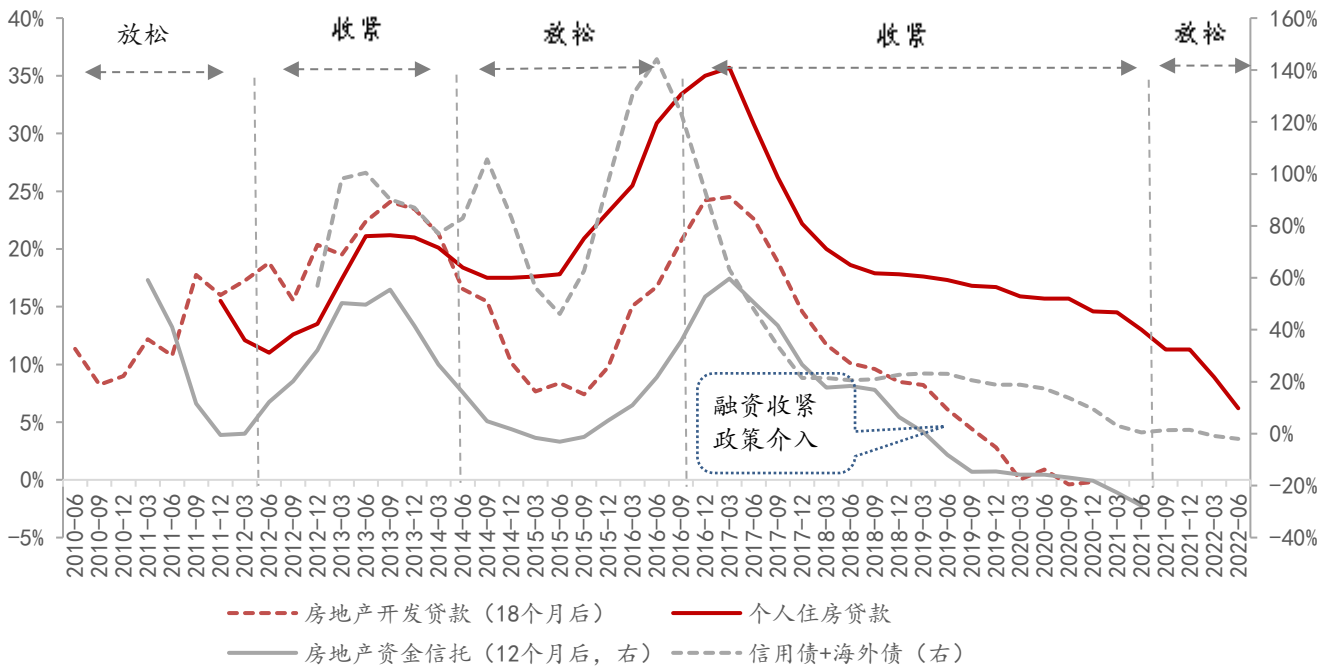
2.1. 融资周期映射调控周期，居民融资主导企业融资

如图 4 所示，房地产融资表现出较强的周期性。为更好理解房地产行业运行规律，我们进一步梳理房地产行业融资与房地产调控之间，以及主要融资渠道之间的相关性。

各融资渠道中，个人住房贷款周期主导房地产开发商债权融资周期（个人住房贷款代表销售，因此也可理解为销售周期主导开发商融资周期）。以个人住房贷款为基准，开发商债券融资基本与之同步，投向房地产资金信托滞后约 12 个月，房地产开发贷款滞后约 18 个月。原因在于：开发商根据本轮销售情况来规划下一轮开发计划，销售回款在必要的项目支出后沉淀为自有资金，与用途受限较少的债券融资资金被用来支持下一轮拿地与项目开发前期等环节，随后发放条件和资金用途受限较多的信托资金与房地产开发贷款（开发贷又较信托资金更严格）被引入，用于支持项目开发中后期。从本轮实现销售回款到下一轮引入信托、开发贷等项目融资耗时约 12~18 个月。

房地产行业融资周期与房地产调控周期高度一致。2012 年以来，房地产政策的两次收紧与两次宽松，对应房地产融资增速两次峰顶与谷底（如图 5 所示）。2012-2016 年，房地产销售面积增长与房价上涨共同驱动个人住房贷款快速增长，个人住房贷款经历了加速-降速-再加速的增长路径。2017 年，受房地产政策全面收紧影响，个人住房贷款增速从高位大幅回落；2018 年下半年至 2020 年上半年，增速斜率趋于平坦；2020 年下半年融资端收紧后，增速再次明显放缓。

图 5：个人住房贷款周期主导房地产企业融资周期



资料来源：中国人民银行，中国信托业协会、iFinD，东海证券。

注：纵轴表示各渠道融资存量规模的同比增速。

2.2.2016 年前后的不同之处

2016 年下半年以前，房地产市场调控政策主要以销售端（如限购、房贷利率等）为抓手，这种调控模式未能打破个人住房贷款对开发商债权融资周期的主导作用。调整时滞后，开发商债券融资、投向房地产行业信托资金、房地产开发贷款增速走势与个人住房贷款高度趋同（图 5 中 2016Q3 之前所示）。

2016 年下半年以来，房地产市场调控政策从销售端延伸至融资端，各渠道融资周期一致性受到不同政策影响而减弱（图 5 中 2016 年 Q3 之后所示）。

销售端，2016 年下半年开始限购范围逐步扩大，同年 12 月首次提出“房住不炒”。融资端，2016 年 9 月房企发债准入门槛大幅提高；2019 年 9 月监管指导信托等影子银行业务有序压缩；2020 年 8 月，央行与银保监会等机构针对房地产开发企业提出“三道红线”监管要求；2020 年末央行与银保监会对商业银行实施房地产贷款集中度管理。

受以上政策影响，房地产企业债券融资增速于 2016 年四季度见顶后快速下行，个人住房贷款增速于 2017 年 Q1 见顶回落，一年后房地产资金信托与开发贷款增速先后回落；2019 年四季度房地产资金信托增速再度明显回落，2020 年四季度开发贷增速与个人住房贷款增速再度明显回落。

2.3.基于住房贷款主导地位的两点启示

个人住房贷款周期的主导地位对于理解 2016 年下半年以来的金融地产监管政策及涉房资产质量前景展望有两点启示。

启示一：2017 年以来影子银行规模压缩、资管新规打破刚兑、房地产企业融资收紧等政策可以理解为先于房地产销售端下滑的风险防范手段。

参照 2017 年前各融资周期的先后关系，2020Q4 以来个人按揭贷款增速下行传导到房地产资金信托和开发贷款的时间分别是 2021Q4 与 2022Q2。但实际中，融资端监管政策的介入使得房地产资金信托增速于 2019Q4（提前 24 个月）开始明显下降，并于 2020Q2 进入负增长；开发贷款于 2020Q4（提前 18 个月）开始增速明显下滑，并于 2022Q1 接近零增长。如没有融资端监管政策的提前介入，在 2021 年以来销售收入增速大幅下滑的情况下，当下信托、银行等金融机构面临的潜在风险会高于实际。

此外，2019 年之前理财资金和信托产品参与房地产开发项目融资的积极性较高，2018 年出台的资管新规打破刚性兑付，将理财资金与代销信托产品的刚兑风险在房地产销售大幅下滑之前剥离出银行、信托等金融体系，也属于提前化解潜在的金融风险之举。

启示二：银行业涉房资产信用风险压力将存在较长时间。

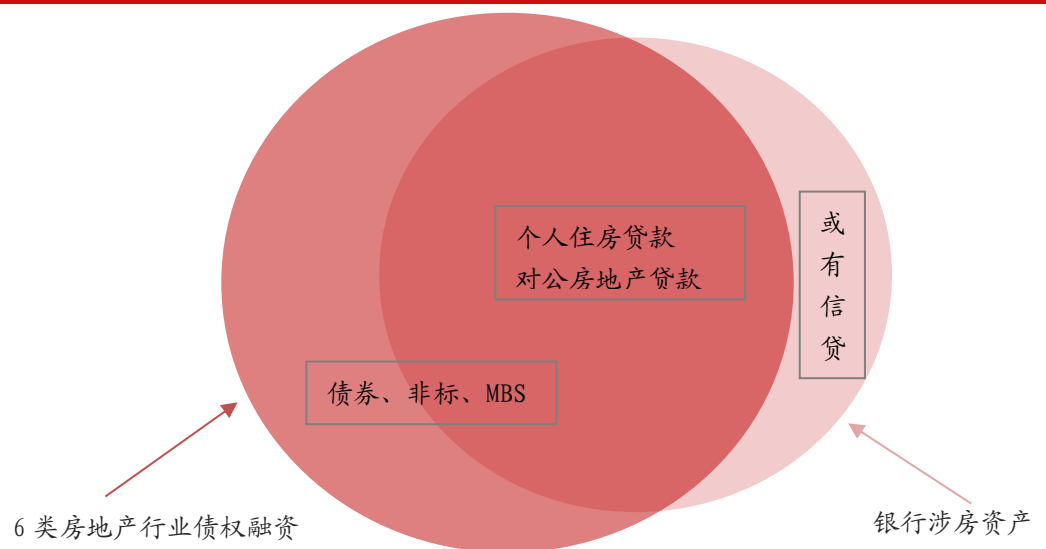
个人住房贷款主导房地产开发企业融资，这意味着在房地产销售上行阶段，销售端会对投资端形成正向反馈，在销售下行阶段又会对投资形成负向反馈。当前人口、预期等因素影响之下，销售低位运行大概率成为常态，这将对开发商投融资形成较长时间的制约，2021 年以来开发商流动性较紧的局面大概率会持续较久，这意味着银行涉房资产信用风险上升压力将会存在较长时间。

3. 银行业涉房资产规模

3.1. 银行资金参与房地产行业债权融资的途径

在上述 6 类融资中，未实现证券化的个人住房贷款与房地产企业贷款几乎全部由银行直接持有，其他融资产品银行只是部分参与，参与方式包括投资、代销、承销等。此外，银行还提供一些未计入上述 6 类融资中的产品或服务，如或有信贷。

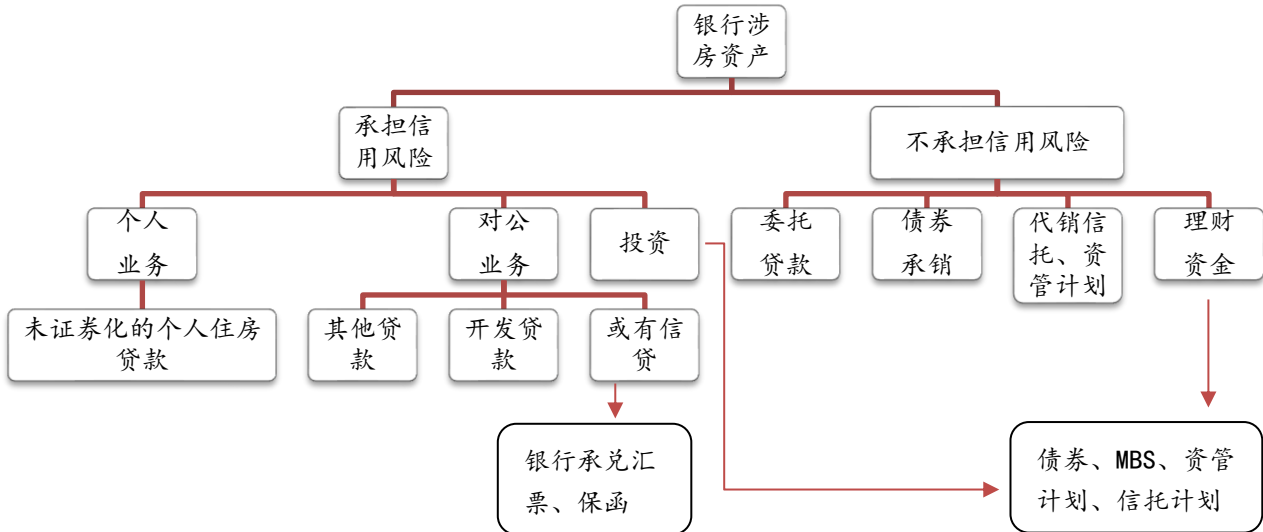
图 6：6 类房地产行业债权融资与银行涉房资产的对应关系



资料来源：公开资料整理，东海证券

按照是否承担信用风险，银行涉房资产可分为承担信用风险类和不承担信用风险类。承担信用风险的资产包括个人住房贷款、对公房地产贷款、表内投资、或有信贷等；不承担信用风险的资产主要包括：理财资金投资、委托贷款、代销信托、债券承销等。其中，表内投资和理财资金投资中的涉房资产主要包括：房地产非标投资、房地产债券投资、住房抵押贷款证券等。或有信贷包括：保函、银行承兑汇票等。

图 7：银行资金参与房地产融资的途径



资料来源：上市公司公告，东海证券

3.2. 银行业涉房资产规模测算

除表内个人住房贷款与对公房地产贷款外，其他涉房资产项目不具备行业层面数据。我们参考部分银行公开数据，对上市银行板块与银行业涉房资产规模进行估算。

5家（招商银行、兴业银行、中信银行、民生银行、平安银行）股份行均在2021年报与2022年中报披露了详尽的涉房资产情况。2022Q2末，除对公房地产贷款外，该5家银行承担信用风险的资产占总贷款的比重为1.34%~4.07%，平均为2.39%；不承担信用风险的涉房资产占总贷款的比重为1.10%~5.33%，平均为2.87%。

表 1：5 家股份制银行对公涉房资产占总贷款的比重

截止日	涉房资产	招商银行	中信银行	兴业银行	民生银行	平安银行	平均值
2021/12/31	对公房地产贷款	7.21%	5.86%	7.61%	8.91%	9.43%	7.80%
	其他承担信用风险的资产	2.79%	2.33%	4.41%	2.80%	1.70%	2.80%
	不承担信用风险的资产	7.40%	1.36%	2.94%	2.16%	3.94%	3.56%
2022/06/30	对公房地产贷款	6.19%	5.82%	6.98%	8.54%	9.24%	7.36%
	其他承担信用风险的资产	2.13%	2.14%	4.07%	2.26%	1.34%	2.39%
	不承担信用风险的资产	5.33%	1.10%	2.54%	2.00%	3.38%	2.87%

资料来源：上市公司定期报告，东海证券

如果以上述5家银行其他承担信用风险的资产与不承担信用风险的资产占总贷款比重的平均值作为上市银行和银行业平均水平，则2022Q末，上市银行/银行业承担信用风险的其他资产分别为3.51万亿/5.16万亿，不承担信用风险的涉房资产分别为4.21万亿/6.19万亿。

由于股份制银行涉房资产占比普遍高于行业整体水平，上述测算很有可能会高估上市银行及银行业整体的涉房资产规模。稳妥起见，基于股份行与城商行资产结构有一定共性、国有行与农商行资产结构一定共性的规律，我们适当下调国有行与农商行房地产贷款以外承担信用风险的涉房资产与不承担信用风险涉房资产占总贷款的比重。在这种情形下，2022Q2末，上市银行/银行业承担信用风险的其他资产为2.59万亿/3.8万亿，不承担信用风险的资产分别为2.82万亿/4.15万亿。

综合来看，截至2022Q2末，上市银行涉房资产规模在49~51万亿，对应占总贷款的比重为35%~36%，其中，个人住房贷款35.4万亿、房地产对公贷款7.96万亿、贷款以外承担信用风险的资产2.59~3.51万亿、不承担信用风险的资产2.82~4.21万亿。银行业涉房资产规模为61~64万亿，对应占总贷款的比重为30%~31%。

表2：银行业涉房资产情景测算

涉房资产项目	国有行	股份行	城商行	农商行	农商行*	上市银行	银行业
涉房资产规模（万亿）							
房地产对公贷款	4.69	2.48	0.64	0.15	0.04	7.96	14.25
房地产按揭贷款	26.99	6.65	1.43	0.33	0.11	35.4	38.86
基准情形							
贷款以外承担信用风险	2.31	0.88	0.26	0.06	0.03	3.51	5.16
不承担信用风险	2.77	1.06	0.31	0.07	0.03	4.21	6.19
合计	36.2	11.24	2.66	0.63	0.22	51.08	64.46
优化情形							
贷款以外承担信用风险	1.39	0.88	0.26	0.06	0.02	2.59	3.8
不承担信用风险	1.39	1.06	0.31	0.07	0.02	2.82	4.15
合计	34.45	11.07	2.63	0.61	0.19	48.77	61.06
涉房资产占总贷款的比重							
房地产对公贷款	5.07%	7.02%	6.24%	6.33%	3.60%	5.67%	6.91%
个人住房贷款	29.20%	18.83%	13.94%	13.92%	9.91%	25.22%	18.83%
基准情形							
贷款以外承担信用风险	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
不承担信用风险	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
合计	39.77%	31.36%	25.68%	25.75%	19.01%	36.39%	31.24%
优化情形							
贷款以外承担信用风险	1.50%	2.50%	2.50%	2.50%	1.50%	1.84%	1.84%
不承担信用风险	1.50%	3.00%	3.00%	3.00%	1.80%	2.01%	2.01%
合计	37.27%	31.36%	25.68%	25.75%	16.81%	34.74%	29.59%

资料来源：中国人民银行，上市公司中报，东海证券。

注：农商行*表示不包含沪农商行与渝农商行的其他A股上市农商行

4.去杠杆视角下的银行业涉房资产质量

最近一轮房地产政策收紧始于2016年下半年，初期销售增速尚处于高位、融资环境保持宽松，房地产开发商流动性压力不明显，银行业涉房资产质量仍然保持优秀水平。

2020年下半年融资端收紧（开发商三道红线+银行房地产贷款集中度管理）后，房地产开发商流动性压力逐步显现。2021年下半年销售增速明显放缓后，开发商流动性压力明显加大。受此影响，银行业对公涉房资产质量逐步走弱。从上市银行定期报告披露的数据来看，2020年下半年开始，对公房地产贷款不良率从低位（<1%）逐步提升。

银行业涉房资产不良空间有多大，目前银行业涉房资产质量走到什么进度？这是银行投资者重点关注的问题，但同时也是难以精确回答的问题。尽管如此，但我们仍然可以尝试通过对银行端、开发端及债券市场的综合分析，给出问题的答案。本报告主要讨论当前压力较大的对公涉房资产质量，个人住房贷款资产质量目前尚处于良好状态，暂不讨论。

我们从房地产行业去杠杆的角度来理解银行业涉房资产质量。具体思路如下：

- 1) 梳理房地产行业去杠杆与银行业资产质量关系；
- 2) 寻找房地产行业合理的目标杠杆水平，并测算对应的去杠杆空间；
- 3) 对照房地产行业去杠杆空间，结合开发商、银行和债券市场数据来判断当前涉房资产质量形势。

4.1.行业去杠杆与银行资产质量的关系

在行业成长期，市场需求旺盛，行业增长空间广阔，企业扩张积极性高，行业杠杆率有上升趋势，由于企业收入增长强劲，金融机构相关资产质量保持优异水平。在成长后期与成熟前期，行业增长空间趋于饱和，此时行业负债水平处于较高位置，高杠杆企业流动性压力逐步上升，偿债能力下降，金融机构相关资产不良率随之上升。行业成熟中后期，部分高杠杆企业陆续退出市场，行业竞争格局得以重塑，金融机构加大不良资产核销力度，不良率见顶回落，行业杠杆水平下降后趋于稳定。

图 8：行业周期视角下，房地产行业杠杆率与金融机构涉房资产质量变迁路线图

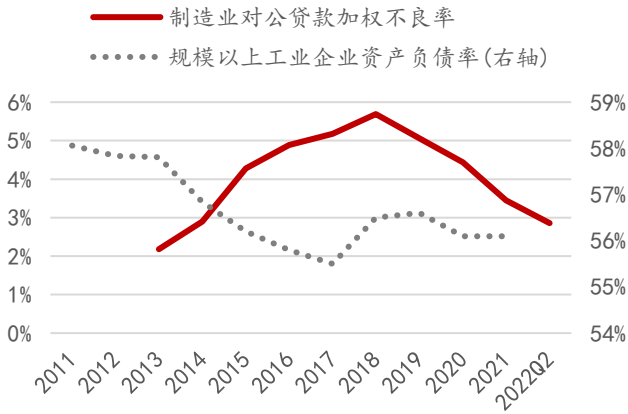


资料来源：公开资料整理，东海证券

上述行业去杠杆与银行资产质量的关系在现实中存在例证。最近一次完整的产业去杠杆发生在 2014-2017 年，期间规模以上工业企业资产负债率持续下降，直到 2017 年见底。去杠杆持续过程中，相关行业不良率从低位持续上升：2012-2017 年 14 家样本银行制造业不良率从 2% 上升至 6%，采矿业不良率也从低位持续明显上升，在杠杆率低点出现一年后不良率见顶，随后进入下降通道。

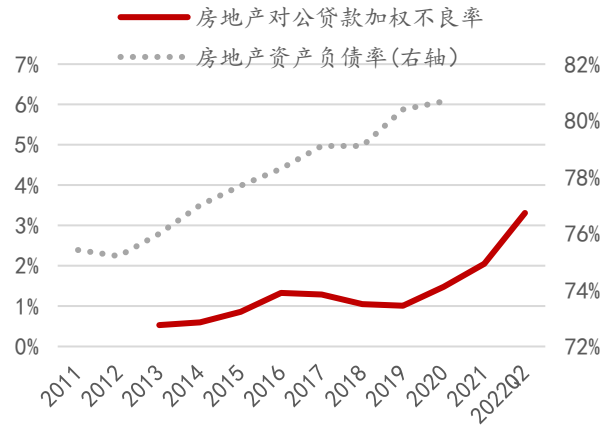
对照来看，房地产市场空间接近饱和、开发商杠杆率较高等特征指向行业大概率已进入成熟期。2021 年以来，房地产行业实质上已进入去杠杆阶段，现实中银行涉房资产质量面临的压力也已非常明显。14 家样本上市银行房地产对公贷款不良率从 2019 年末 1.01% 上升至 2022Q2 末 3.31%，上升势头明显。

图 9: 工业企业资产负债率下降过程中制造业不良率上升



资料来源: 国家统计局, 上市公司定期报告, 东海证券

图 10: 2021 年以来, 对公房地产贷款不良率从低位上升



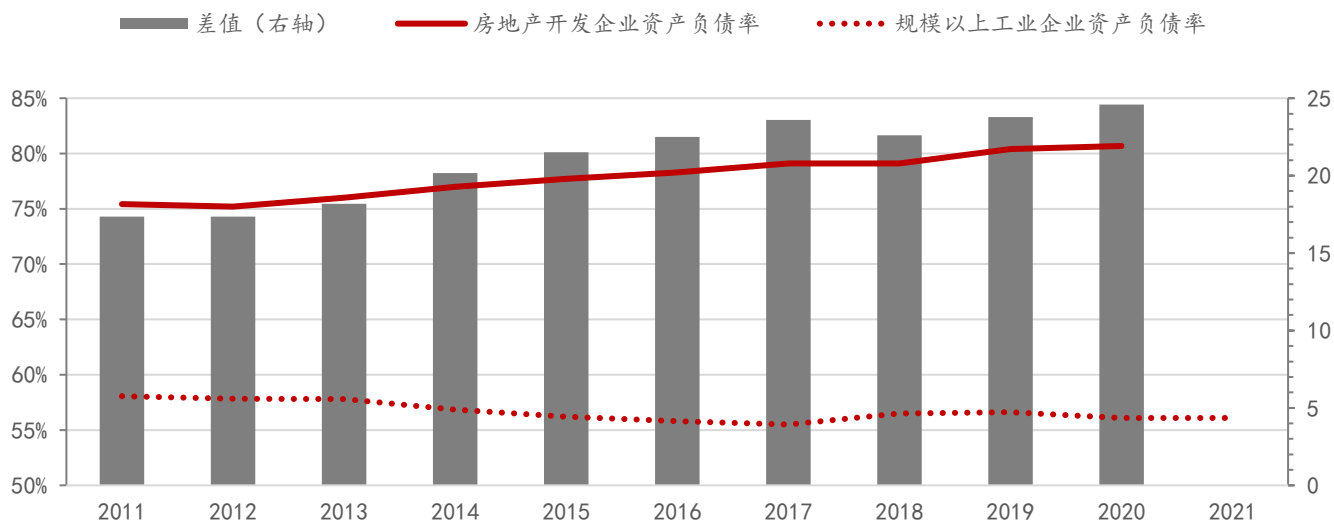
资料来源: 国家统计局, 上市公司定期报告, 东海证券

4.2. 房地产行业去杠杆空间

测算去杠杆空间的关键是确定房地产行业合理杠杆水平。我国开发商杠杆水平明显高于香港、日本及欧美, 模式不同导致二者可比性较差, 如果依照国外开发商杠杆水平确定我国房地产行业合理杠杆水平不切实际。我们通过锚定我国工业企业来确定房地产开发商的合理杠杆水平, 最终确定的杠杆水平较为符合实际, 并能较好满足当前的监管要求。

如开篇所述, 房地产行业杠杆率的上述主要发生在 2012 年之后。在 2012 年之前, 房地产开发商资产负债率较规模以上工业企业资产负债率的高约 17 个百分点, 2012 年之后, 房地产企业杠杆率持续上升, 规模以上工业企业资产负债率下降, 两者差距不断扩大至近 25 个百分点。将房地产开发商与工业企业资产负债率的差值锚定在 2012 年之前的水平或许是一个比较恰当的目标。后者近几年的水平稳定在 56% 左右, 采取 2012 年前两者差值计算, 则去杠杆后房地产开发商企业的资产负债率大概在 73% 左右。

图 11: 2012 年后, 房地产开发企业资产负债率与规模以上工业企业资产负债率差值不断扩大 右轴单位: 百分点



资料来源: iFinD, 东海证券

目标资产负债率的设定应满足三道红线中第一道红线的要求(剔除预收款后的资产负债率不得高于 70%)。以存量信用债开发商为样本测算, 剔除合同负债的资产负债率低于原值约 5 个百分点, 假设 5 个百分点的差值同样适用于样本外的房地产开发商, 那么 73% 的目标资产负债率对应剔除预收款的资产负债率约 68%, 较监管要求有 2 个百分点的安全边际。

综上, 房地产开发企业 73% 的资产负债率(剔除预收款后约为 68%) 或是一个比较合理水平。以 2020 年末为基准, 全国房地产开发企业的资产负债率水平为 81%, 总负债为 85.7 万亿, 若目标资产负债率设置为 73%, 那么超额负债为 8.2 万亿, 占总负债规模的比重为 10%。

按照前文房地产开发商债权融资规模及银行涉房资产测算结果计算, 房地产行业超额负债中的债权融资规模为 2.1 万亿 (21.3*10%), 其中, 上市银行/银行业持有的承担信用风险的部分为 1.06~1.15 万亿/1.81~1.94 万亿、不承担信用风险的部分为 0.28~0.42 万亿/0.42~0.62 万亿。

值得注意的是, 目标资产负债率的设定直接影响债权融资潜在压缩规模测算结果。72% 是锚定工业企业资产负债率设置的目标值, 距离第一道红线的监管要求有 2 个百分点的安全边际。稳健起见, 我们提供另外两种情形:

1) 如果将目标资产负债率设置在刚好满足第一道红线的监管要求, 那么对应的目标资产负债率为 75% (温和情形, 房地产开发企业 2012 年前的资产负债率水平), 对应房地产行业超额负债比例和规模分别为 7% 与 6 万亿, 其中, 超额债权融资规模约为 1.5 万亿 (21.3*7%);

2) 如果将目标资产负债率设置在 70% (激进情形), 对应房地产超额负债比例和规模分别为 13% 与 11.4 万亿, 其中, 超额债权融资规模约为 2.8 万亿 (21.3*13%)。

表 3: 不同目标资产负债率情景测试下, 开发商超额债权融资规模为 1.5 万亿~2.8 万亿

项目	温和	中性	激进
房地产行业目标资产负债率	75%	73%	70%
剔除预收款的资产负债率	70%	68%	65%
超额比例	7%	10%	13%
超额负债规模(万亿)	6	8.2	11.4
超额债权融资规模(万亿)	1.5	2.1	2.8
上市银行承担信用风险部分(万亿)	0.74~0.81	1.06~1.15	1.38~1.50
上市银行不承担信用风险部分(万亿)	0.20~0.29	0.28~0.42	0.36~0.55
银行业承担信用风险部分(万亿)	1.27~1.36	1.81~1.94	2.35~2.52
银行业不承担信用风险部分(万亿)	0.29~0.43	0.42~0.62	0.55~0.81

资料来源: 东海证券

4.3. 涉房资产信用风险进度

很显然, 当前房地产行业去杠杆离结束为时尚早, 银行业涉房资产质量也尚未见顶。但是, 2020 年四季度房地产行业下行至今, 风险也确实得到一定程度的释放。我们认为, 虽然涉房资产质量未出清, 但目前已存在两个较强的确定性:

- 1) 当前开发商主体口径的出险面积或已较为充分;
- 2) 对公涉房资产不良率上升趋势或已过半。

4.3.1. 开发商主体口径的出险面积或已较为充分

理由一, 当前首次违约开发商潜在最大风险可以覆盖激进去杠杆下的最大风险。

我们统计, 信用债出现首次违约(口径为本金违约、利息违约或展期)的开发商有 36 家。其中, 29 家具备 2020 年财务数据, 另外 7 家不具备, 但好在这 7 家规模均偏小且大多已经在 2019 年前就已经出现违约, 它们的缺失对整体影响不大。

2020 年末, 29 家开发商有息负债(短期借款+长期借款+应付债券+一年内到期的非流动性负债)存量约为 2.3 万亿元。财务报表披露的有息负债的口径与前文所述的房地产开发商债权融资基本对应, 可以将有息负债近似为开发商债权融资规模。据此, 目前已首次违约开发商债权融资规模占房地产开发行业的比重接近 11%(2.3/21.3)。

首次违约开发商有息负债(2.3 万亿), 另加其他开发商 3%的有息负债规模(约 $19 \times 3\% = 0.57$ 万亿)即可覆盖激进去杠杆情形下超额债权融资规模(2.8 万亿)。

我们进一步将以上结论引申至资产质量。先做如下假设: 1) 去杠杆过程中, 企业权益内生增长能力明显下降, 去杠杆主要通过消化超额负债来实现, 极端情况是超额负债全部转变为不良资产; 2) 极端情况下, 已首次违约开发商有息负债部分全部转化为不良资产; 3) 假设其他开发商 3%的有息负债最终演变为不良资产。

在上述假设下, 激进去杠杆情形下, 房地产开发企业债权融资最大不良额为 2.8 万亿(其中上市银行/银行业承担信用风险的不良额为 1.37~1.49 万亿/2.35~2.52 万亿), 对应不良率为 13%。已首次违约开发商债权融资最大不良额为 2.3 万亿(占行业债权融资规模的比重为 10%), 再加上其他开发商 0.57 万亿不良额(对应其他开发商债权融资不良率为 3%), 即可覆盖激进去杠杆情况下的最大不良资产规模。

理由二，首次违约开发商群体特征指向当前开发商主体口径的违约面较为充分。

基于 297 家存量债券样本开发商的统计结果显示，房地产企业杠杆率、资产规模、企业性质之间体现出较强关联性，同时，房地产行业市场集中度较高，具体表现为：

1) 资产规模较大的房企杠杆率较高（开发商企业杠杆率与资产规模明显正相关，大体量开发商资产负债普遍较高：资产规模 ≥ 1 万亿，平均资产负债率为 83.9%；2000 亿元 \leq 资产规模 < 10000 亿，平均资产负债率为 78%；1000 亿元 \leq 资产规模 < 2000 亿，平均资产负债率为 76%；资产规模 < 1000 亿元，平均资产负债率 64.2%）。

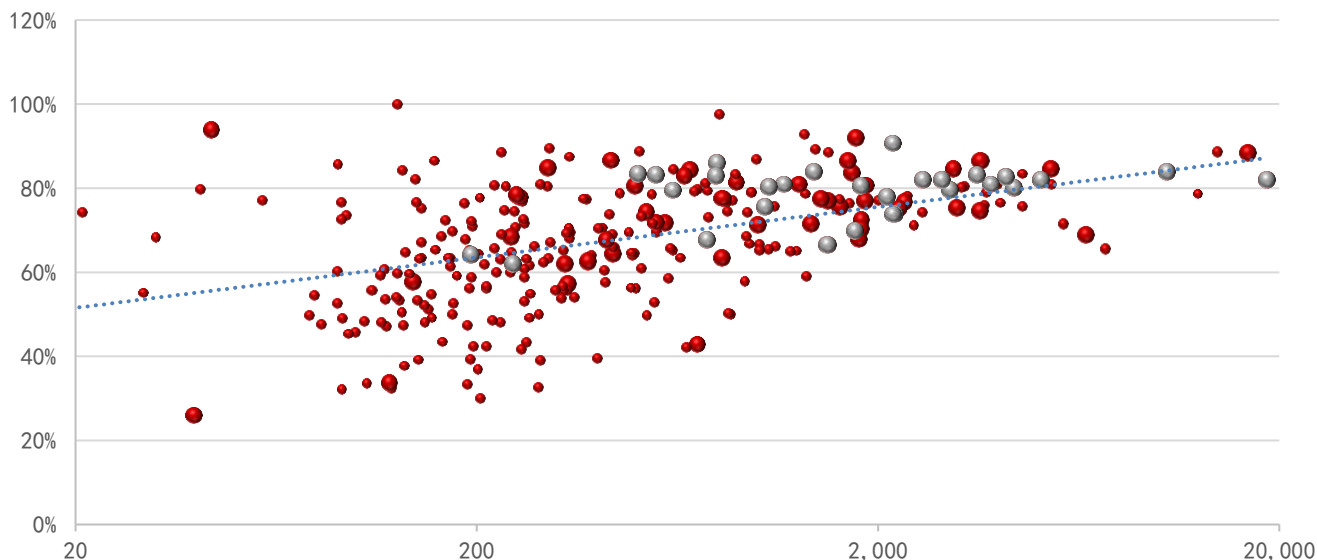
2) 民营开发商杠杆率较高（民营开发商平均资产负债率为 75%，国有开发商平均资产负债率为 65%），且头部开发商中民企占比较高（资产规模千亿以上民营企业 41 家，国有企业 33 家，资产规模千亿以下民企 33，国企 182）。

3) 房地产开发行业集中度较高（全国共有 10.33 万家开发商企业，但资产规模前 5/10/20 的开发商总资产占比达到 8%/11%/15%）。

以上三个特征意味着：高负债率、大体量、民营开发商群体是决定房地产行业风险的关键。如果负债率较高、资产规模较大、较多民营开发商群体出现较高比例的违约，则涵盖的潜在风险是比较充分的。目前违约开发商群体特征与之非常契合。具体而言：

29 家首次违约开发商资产规模共计 8.1 万亿，占全国房地产开发商总资产的比重为 7.5%。其中，资产规模超过 1000 亿元（截至 2020 年末）的共有 21 家，其中包含：1) 41%（14/34）的大体量、高杠杆（资产规模 ≥ 1000 亿元、资产负债率 $\geq 80\%$ ）开发商；2) 43%（17/40）的大体量（资产规模 ≥ 1000 亿元）民营开发商；3) 61%（14/23）的大体量、高杠杆（资产规模 ≥ 1000 亿元、资产负债率 $\geq 80\%$ ）的民营开发商。

图 12：资产负债率偏高、资产规模较大的民营企业违约比例较高



资料来源：iFinD，东海证券

注：横轴为开发商总资产规模（亿元），纵轴为资产负债率，大气泡代表民营开发商、小气泡代表国有开发商，灰色气泡代表已首次违约开发商。

4.3.2.对公涉房资产不良率上升进度或已过半

从上市银行公布的数据来看，当前银行间对公房地产贷款账面不良率分化较大（2022Q2 末 29 家公布数据银行的对公房地产贷款不良率在 0.62%~6.15%）。用其平均

水平代表当前银行业对公房地产贷款不良率平很可能有失公允，主要原因在于部分银行对不良确认进度慢于同行，其披露的账面不良率会低于真实水平。

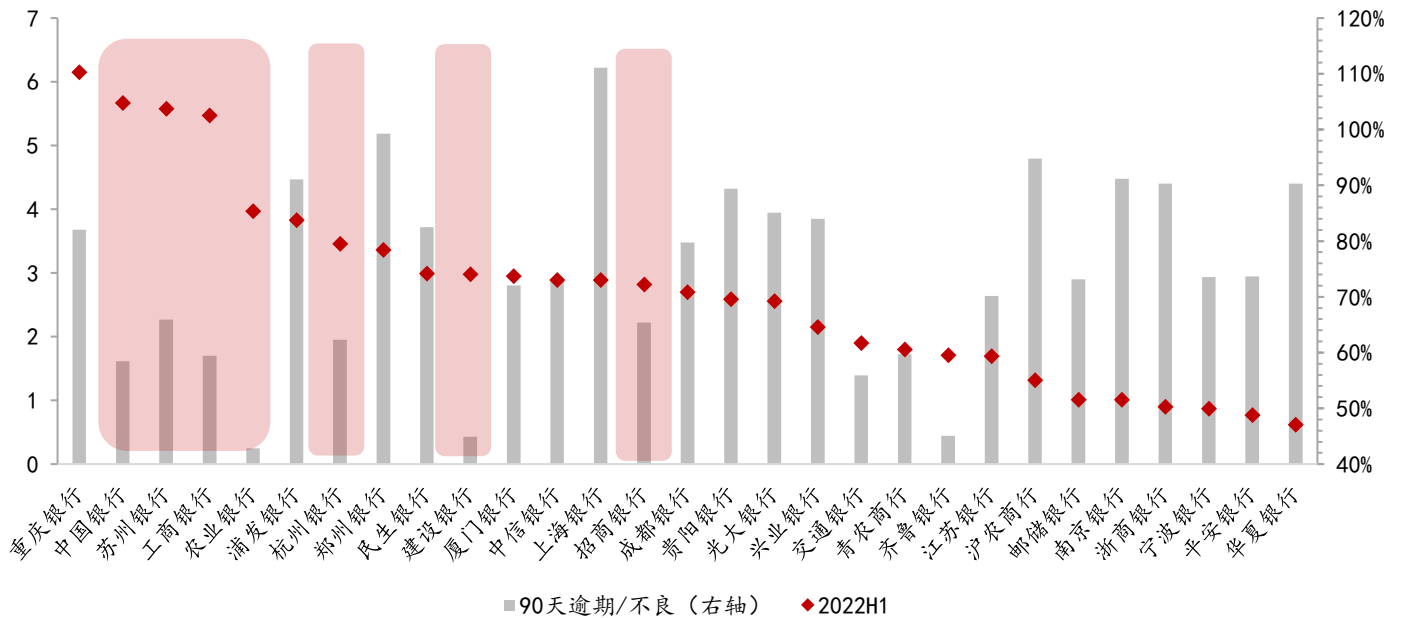
我们选取部分执行较严格不良资产认定标准（逾期 90 天以上贷款/不良贷款 < 70%）的代表性银行来衡量银行业对公房地产贷款的真实不良率。具体而言：

1) 以工商银行、建设银行、中国银行、农业银行（经营覆盖全国、资产规模大、不良认定严格，对银行业整体水平具有较强的代表性）披露的对公房地产贷款不良率代表行业整体水平；

2) 以招商银行、杭州银行（规模分别位于股份行与城商行头部，资产质量优异、认定严格，对资质较好的头部中小银行有较强代表性）来代表规模较大、资质良好的中小银行平均水平。

如此看来，则当前银行业真实对公房地产贷款不良率或在 5% 左右，规模较大、资质较好的中小银行对公房地产贷款不良率或在 3% 左右。

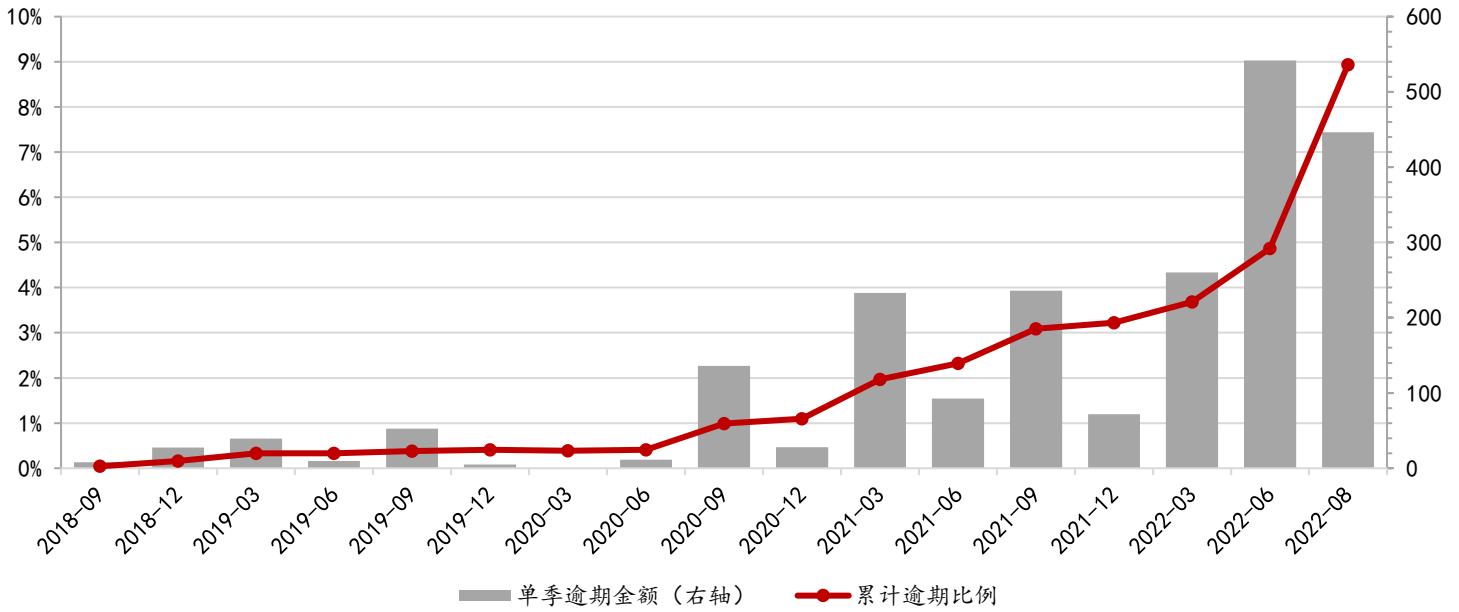
图 13：国有行与头部中小行对公房地产贷款不良率处于中上游位置



资料来源：上市公司定期报告，东海证券。注：左轴衡量上市银行 2022Q2 末不良率，单位为%。

信用债逾期率这一前瞻性指标支持上述对当前银行业对公房地产贷款真实不良率的判断。我们参照银行逾期贷款占比这一指标计算出 2018 年下半年以来房地产行业信用债逾期率。根据逾期 90 天以上贷款都应纳入不良贷款这一标准，则债券市场前置 90 天的逾期率对当下的不良贷款具有较好参考性。我们统计，在 2022 年 3 月末和 6 月末，房地产国内信用债违约率分别为 3.7% 与 4.9%，均值 4.3%（可代表逾期 90 天以上/不良 < 100% 这一更严格的认定标准下的不良率）与国有行披露的对公房地产贷款不良率（4.5%）接近，但高于上市银行披露的对公房地产贷款不良率平均水平（2.7%）。

图 14: 2020 年下半年以来, 房地产开发商信用债逾期率明显提升

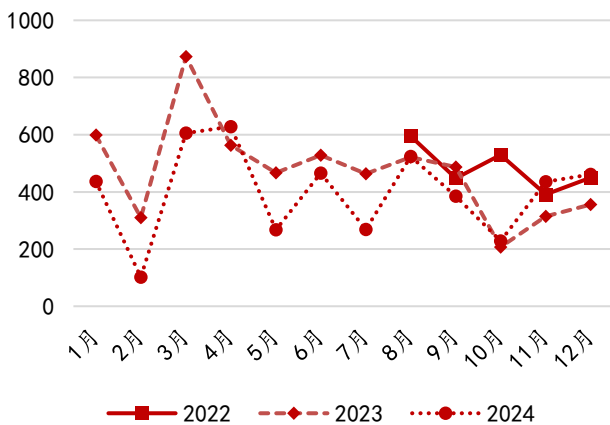


资料来源: iFinD, 东海证券。注: 逾期金额单位为亿元; 逾期率=逾期债券本金余额/存量信用债余额; 本金或者利息逾期即视为逾期。

与中性去杠杆情形下 10% 的最高不良资产比例相比, 目前对公房地产贷款 5% 的实际不良率意味着银行业涉房资产不良率上升周期或已经过半。此外, 从 2020Q4 三道红线出台至今 (视为去杠杆开始) 已经接近两年, 时间进度上看, 房地产行业已经经历的去杠杆时间也接近上一轮工业企业去杠杆经历时间的一半 (2014-2017 年规模以上工业企业杠杆率下降趋势持续 4 年, 制造业不良率上升趋势持续 5 年至 2018 年)

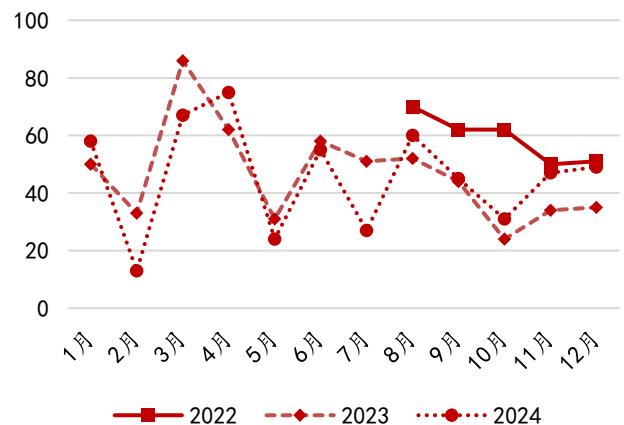
短期看, 销售与融资端政策支持力度加大、债务到期进入淡季的背景下, 四季度资产质量压力有望缓解。销售端, 住房贷款增速自 2020Q4 以来由 15% 快速下降至目前的 6% 左右, 四季度政策支持叠加低基数, 销售同比降幅有望继续收窄, 住房贷款增速斜率有望区域平坦。融资端, 2019Q4 至 2022Q2 投向房地产资金信托余额持续压缩, 2021Q4 至 2022Q2 房地产开发贷款增速接近 0, 下半年房地产行业合理融资的支持力度强于上半年, 融资收缩压力有望缓解。从后续到期情况来看, 四季度信用债到期处于年内低点。

图 15: 9 月-12 月信用债到期金额逐步减少 单位: 亿元



资料来源: 国家统计局, 东海证券

图 16: 9 月-12 月信用债到期只数逐步减少



资料来源: 国家统计局, 东海证券

5. 银行业投资启示

行业规模增长受房地产融资放缓制约，实体经济发达地区银行受影响较小

房地产市场空间逐渐趋于饱和。2020年四季度以来，房地产行业主要融资增速明显下滑，居民融资增速跌至6%附件，企业融资接近0增长。销售周期主导开发商融资周期，销售进入低增长阶段后，未来房地产行业融资也将落入低增长区间。这意味着银行业规模增长将受到涉房资产低增长的制约。其中，国有行与股份行涉房资产占比较高的大体量银行受制约程度更大。相比之下，规模较小、涉房资产占比较低的区域性银行规模增长受房地产融资放缓的制约较小。其中，实体经济发达地区中小银行还可能受益于制造业、中小微企业信贷支持政策而实现较快的规模增长。

持有已首次违约房企资产较少的银行，后续有望率先实现房地产行业不良资产出清

三种去杠杆情形下，房地产开发商行业超额负债占总负债的比例约为7%~13%。已出现首次违约开发商债权融资最大不良规模（2.3万亿）加其他开发商3%的不良比例（对应0.57万亿不良额）可以覆盖激进去杠杆情形下的全国房地产开发商债权融资最大不良规模（2.8万亿）。此外，大体量、高杠杆、民营开发商群体是决定房地产行业风险的关键，目前符合上述特征的开发商出现首次违约比例较高。以上两点意味着：当前已首次违约开发商涵盖的潜在风险相对去杠杆要求是充分的，后续增量风险将主要来源于当前已经出现违约行为的开发商。持有已首次违约房企资产越少的银行，有望越早实现房地产不良资产出清，部分实体经济发达地区中小银行也符合这一特征。

6. 风险提示

房地产领域风险超预期上升：房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率超预期上升引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济超预期下滑：宏观经济持续下滑，中小微企业贷款质量明显恶化。

分析师简介:

王鸿行, 厦门大学金融学硕士, 现任东海证券银行业分析师。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 59707105

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089