



宏观专题

还需要警惕哪些房地产风险？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**本次房地产市场下行近 14 个月，时长和下跌幅度均超前几轮。其中，固然有政策相对谨慎、供给侧出现流动性危机的影响，但最大的问题还是需求侧，长期供求关系变化与短期购房需求下行相叠加，成为房地产市场下行的主要原因。站在房地产市场底部，当前我们可以观察到正在暴露的五类风险，根据承担主体不同，可以分为：房企承担的库存风险、上下游行业承担的债务风险、金融机构承担的债务风险、政府承担的财政风险、居民承担的“烂尾”风险。
- **(1) 本次房地产市场下行的深度和时间长度都远超前几轮。**从降幅来看，本轮与 2008 年接近，销售面积单月最大降幅分别达 39%、35.7%，而 2012 和 2014 年两次下行区间的单月最大降幅均未超过 20%。从持续时间来看，本次市场下行已经接近 14 个月，而 2008、2012、2014 年分别为 10、8、13 个月。
- **(2) 供给侧的房企流动性危机制约需求复苏。**房地产开发的外源性融资已持续下降 10 个月，降幅逐渐扩大，这是前三轮周期中没有出现过的。流动性危机之下，部分房企无力维持项目竣工，打击居民购房信心。期房需求受到冲击，会大幅拖累商品房总量销售。期房销售每减少 10%，商品房销售就会减少 8.6%。
- **(3) 从长期趋势来看，房地产市场已经从供不应求走到供求基本平衡阶段。**用于衡量住房充足程度的人均住房间数指标在 2020 年为 1.06，大约在 2015 年后跨越“1”的大关，实现基本充足。长期来看，随着人口和城镇化增速放缓，预计十四五时期住房需求相比十三五时期减少 12.5%。
- **(4) 长期住房需求下降的同时，短期购房需求也在下降，居民部门“去杠杆”和“预防性储蓄”现象显著，**今年 8 月住户部门存贷款差额提高到 39.46 万亿，比去年底大幅增加 8.1 万亿。
- **(5) 房企库存风险：**当前无论广义库销比还是狭义库销比，自 2021 年 6 月后都开始上升，广义库销比已经超过 2015 年的历史最高水平，达到 53.7 个月。
- **(6) 上下游关联行业风险：**今年 6 月底，房地产行业的应付账款和票据合计约 3.1 万亿。随着房地产市场下行，房企对上下游行业的商票违约日益增加，地产项目公司贡献了 8 月份近七成的商票违约。

- **(7) 金融债务风险:** 面向个人的按揭贷款占有所有房地产相关债务余额的七成左右,今年个人住房不良贷款有所增加,但相对于总余额来说,不良率仍然较低。
- **(8) 财政风险:** 政府税收的五分之一和一二本账(一般公共预算+政府性基金)的四分之一依赖于“土地财政”。依赖土地财政的风险在今年也已经有所体现,导致1-8月政府财力减少超四千亿。
- **(9) 烂尾风险:** 越积越多的已售未完工期房,叠加开发融资收紧和竣工下降,加大“烂尾”风险。今年8月已售未完工期商品房约为62亿平,以过去12个月平均竣工面积来看,仍需要77.2个月(约6.4年)才能完成现有期房的竣工。
- **风险提示:** 部分估算数据存在一定误差;房地产政策效果不及预期;疫情形势发生变化。

内容目录

1. 房地产市场磨底期拉长	4
2. 关注五类房地产相关风险	8
2.1. 房企库存风险	8
2.2. 上下游关联行业风险	8
2.3. 金融债务风险	9
2.4. 财政风险	10
2.5. “烂尾”风险	11
3. 风险提示	13

图表目录

图 1: 30 城商品房成交面积	4
图 2: 四轮房地产下行周期比较	4
图 3: 房地产开发中的外源性融资	5
图 4: 房地产投资和建安投资的当月增速	5
图 5: 2000-2020 年住房充足情况 (单位: 套 (间))	6
图 6: 历年新增城镇人口	6
图 7: 住户部门存贷款之差	7
图 8: 央行储户调查关于收入、就业和购房决策 (%)	7
图 9: 广义和狭义库销比	8
图 10: 房地产项目公司的商票违约情况	9
图 11: 房地产贷款占比	10
图 12: 信托资金投向地产的余额	10
图 13: 个人住房不良贷款余额	10
图 14: 房地产行业债券违约情况	10
图 15: 五项房地产相关的直接税收占比	11
图 16: 可用财力口径的土地出让收入占比	11
图 17: 商品房销售与竣工	12
图 18: 已售未完工期房的竣工所需时间可代表烂尾风险	12
图 19: 房地产开发到位资金	12
图 20: 竣工面积的当月增速	12
表 1: 十四五新增住房需求测算	7
表 2: 土地财政收入占比情况 (单位: 亿元)	11

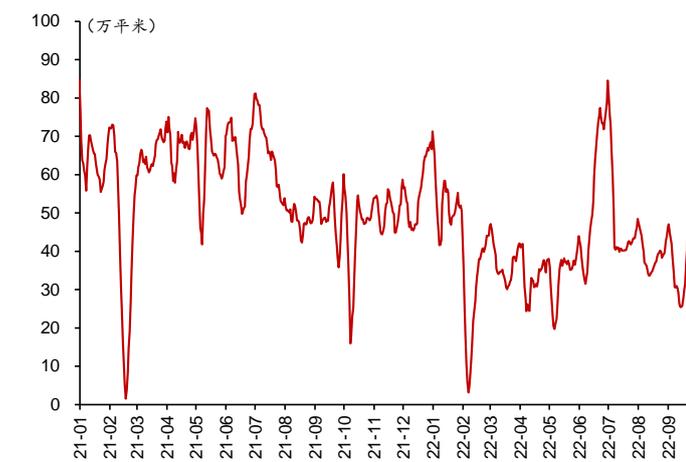
当前时点，谈及房地产风险不主要是指房地产市场和行业景气下行。今年 1-8 月房地产投资同比下降 7.4%，商品房销售额同比下降 27.9%，景气下行是已兑现的现实。真正的风险在于房地产市场下行引发的系列连锁反应。我们当前处于房地产市场底部，可以直接观察到正在暴露的相关风险。

1. 房地产市场磨底期拉长

按商品房销售面积的当月增速来看，房地产销售从 2021 年 7 月开始下降，至今已近 14 个月，并且近年 3 月以来降幅明显大于去年。截至 8 月，当月销售面积下降-22.6%，累计下降 23%。从高频数据来看，9 月上中旬市场仍在深度下跌，但下旬以来明显反弹，比上中旬接近翻番。9 月前 18 天 30 大中城市商品房成交面积均值为 30.2 万平，9 月 19-23 日，反弹至 56.5 万平，大幅增长 87%，9 月同比增速可能与 8 月基本持平。

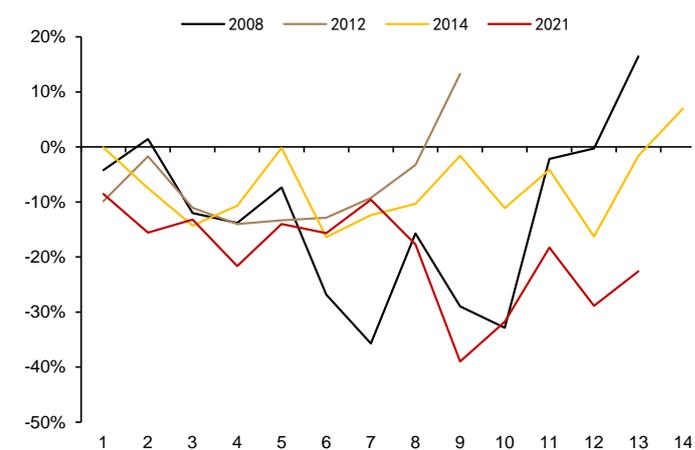
本次房地产市场下行的深度和时间长度都远超前几轮。从降幅来看，本轮与 2008 年接近，销售面积单月最大降幅分别达 39%、35.7%，而 2012 和 2014 年两次下行区间的单月最大降幅均未超过 20%。从持续时间来看，本次市场下行已经接近 14 个月，而 2008、2012、2014 年分别为 10、8、13 个月。

图 1：30 城商品房成交面积



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：四轮房地产下行周期比较



资料来源：Wind，德邦研究所

注：图为商品房销售面积的当月增速，其中横轴代表月，起点分别为 2008-02、2011-10、2014-02、2021-07

我们认为主要有三方面原因导致房地产市场的磨底期拉长，一是今年政策力度相对谨慎，二是供给侧的流动性危机制约需求恢复，三是当前需求压力比前三轮压力更大，长短期的住房需求增速均在下行。

政策力度方面，今年房地产调控以“因城施策”为主，全国政策从 4 月后才开始放松，且力度不及从前。上一轮周期后，确立了“房住不炒”的底线思维，当前房地产政策仍未全面放松。商品房销售从去年 7 月开始下行，四季度中央经济工作会议提出“三重压力”，随后 1 月调降 5 年期 LPR 利率 5 个 BP。此后三个月，中央层面政策按兵不动，各地“因城施策”小幅松动，房贷利率从 2021 年底的 5.63% 降至 2022 年 3 月底的 5.49%，降低 14BP，仍然高于 2020 和 2021 年大部分时期。随着 4 月经济下行，房地产政策开始进一步放松，429 政治局会议指出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”，

随后5月5年期LPR调降15BP。各地“因城施策”开始大幅加码。中指统计“因城施策”政策频次在一季度仅为月均30次左右，二季度提高至月均135次。房贷利率从3月底5.49%大幅降至6月底的4.62%，下降87BP。随后8月5年期LPR再调降15BP，近期房贷利率预计进一步降至4.3%左右。综合来看，全国层面的政策发力是4月才开始，此时地产销售已经连续下降9个月；并且全国统一政策仅限于下调LPR利率，放松限购只是在“因城施策”层面，力度小于前三轮。

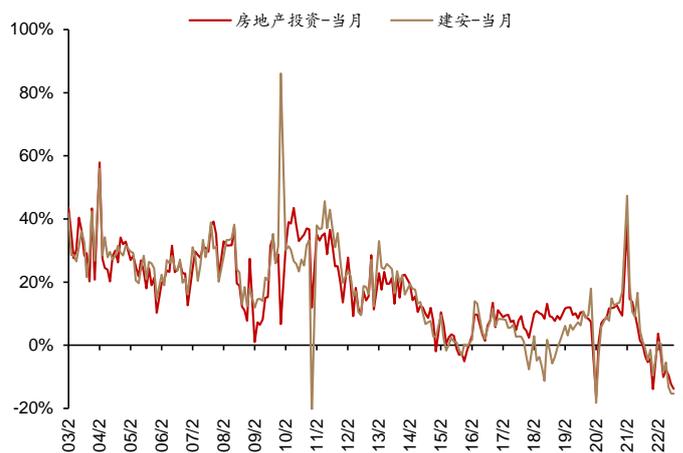
供给侧的房企流动性危机也制约需求复苏。本轮市场下行与前几轮最大的区别在于供给侧的流动性危机。我们在房地产开发到位资金里面扣除定金及预收款、个人按揭贷款这两项，以剩下部分作为外源性融资来衡量房企的流动性状况。外源性融资的当月增速从2021年11月开始转负，目前已持续10个月，且降幅逐渐扩大，今年以来均在10%以上，8月下降16.2%。前三轮周期中，房企融资从未出现过如此大幅的下降，只有2015年3月-2016年2月有过持续12个月的下降，但除2016年1-2月外，其余月份降幅最大也没有超过3.3%。流动性危机直接影响房地产投资，去年9月以来房地产投资当月增速持续负增长，仅1-2月有所增长，在前三轮下行周期中同样没有出现过如此大幅下降。流动性危机之下，部分房企无力维持项目竣工，打击居民购房信心。我们在此前报告《“断供”如何影响下半年房地产复苏？》中指出，在房企屡屡暴雷之下，出于对期房交付的担心，购房者对现房的偏好提高，期房需求受到冲击，会大幅拖累商品房总量销售。期房占商品房销售的86%左右，期房销售每减少10%，商品房销售就会减少8.6%。

图3：房地产开发中的外源性融资



资料来源：Wind，德邦研究所

图4：房地产投资和建安投资的当月增速



资料来源：Wind，德邦研究所

政策和供给侧不是主要影响因素，当前最大的问题还是需求侧，长期供求关系变化与短期购房需求下行相叠加，成为房地产市场下行的主要原因。

从长期趋势来看，房地产市场已经从供不应求走到供求基本平衡阶段。大多数研究以人均住房套数（套户比）衡量住房供应是否充足，当人均住房套数大于1时，基本认为住房供给能满足需求。如刘洪玉等（2013）¹的研究发现我国2010年城镇套户比达到1.01，基本实现供应充足。但我国没有住房成套统计，套户比大多基于全国统一的套均面积假设推算，准确度较低。我们认为在现有统计制度之下，人均住房间数是更好的指标。人均住房大于1间意味着住房总量供给充足。根据最新的七普数据，2020年，我国城镇居民人均住房达到1.06间，2000年为0.77间，2010年为0.93间。简单推算，人均住房间数至少在2015年后才跨过“1”的关卡，从短缺走向充足。供需基本平衡后，未来住房需求增速会显著放缓。

预计十四五时期住房需求相比十三五时期减少12.5%。我们可以综合人口和人均建面两个因素简单测算增量住房需求。将未来的增量住房需求分为两部分讨

¹ 刘洪玉，杨帆，徐跃进. 基于2010年人口普查数据的中国城镇住房状况分析[J]. 清华大学学报：哲学社会科学版, 2013(6):10.

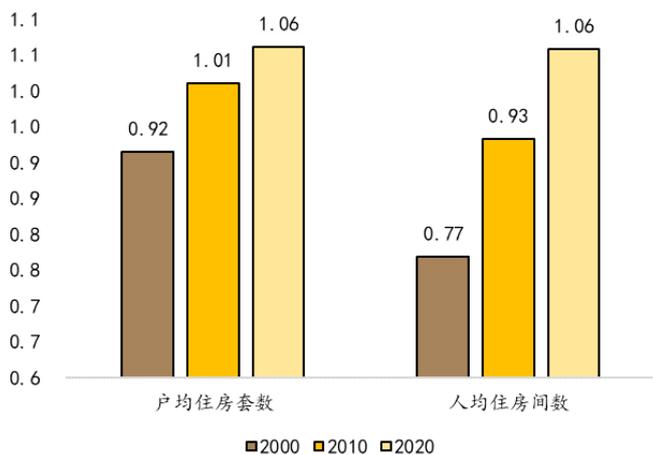
论，一是新增城镇化人口带来的刚需，二是人均建筑面积扩大所带来的改善性需求。

每年城镇新增人口从十三五时期 2180 万人降至十四五 1400 万人。根据中国社会科学院发布的《人口与劳动绿皮书：中国人口与劳动问题报告 No.22》，预计“十四五”期间我国城镇化率仍将以每年约 1 个百分点的速度增长，相比十三五时期有所减速，与之对应的城镇化人口增量约为年均 1718 万人。但是，2021 年新增城镇化人口从上年的 1794 万大幅下降至 1203 万²，我们假设在十四五后期新增城镇化人口会回升稳定在 1500 万人左右，整个十四五时期年均增量约为 1400 万人，十三五时期为 2180 万人。

城镇人均住房面积每年增长 0.8 平米，基本保持稳定。根据七普数据，2020 年我国城镇人均住房面积为 38.6 平米。按增速来看，2010-2020 年均增长 0.83 平米，2000-2010 年增 0.79 平米³。以前二十年经验来看，我们可以假设“十四五”时期城镇人均住房面积每年增长 0.8 平米。

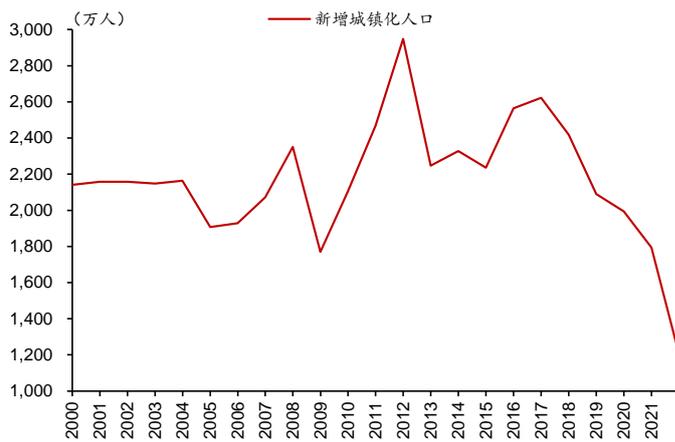
基于人口和人均住房面积两个假设，我们可以简单测算“十四五”时期每年新增住房总需求约为 13.3 亿平，比“十三五”时期 15.2 亿平下降 12.5%。人口因素正在带来中长期住房需求增速的放缓。不过这并不意味着商品房需求将出现同等幅度的下降，住房需求与商品房需求不能简单划等号，实际上还有保障房、租房等多种形式可以满足住房需求，我们此前报告中测算新增住房需求中大约 7 成通过购买商品住房满足。

图 5：2000-2020 年住房充足情况（单位：套（间））



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 6：历年新增城镇人口



资料来源：Wind，德邦研究所

² 新增城镇人口减少有两方面原因，一是疫情影响，外出农民工比疫情前减少了 250 万；二是人口普查后的数据调整。人口普查年份后，新增城镇人口往往有大幅波动。比如 2010 年 2466 万，2011 年 2948 万，2012 年 2247 万，可能与普查后的数据调整有关，对长期趋势影响较小。

³ 见 2022 年 7 月 14 日外发报告《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》

表 1：十四五新增住房需求测算

	城镇人均住宅建筑 面积 (平方米)	城镇总人口 (万人)	城镇人口增 量 (万人)	新增刚需 (万平)	改善需求 (万平)
十四五				287837.0	377060.0
十三五				401572.8	358016.8
2025E	42.6	97,225.0	1,500.0	63,900.0	77,780.0
2024E	41.8	95,725.0	1,500.0	62,700.0	76,580.0
2023E	41.0	94,225.0	1,500.0	61,500.0	75,380.0
2022E	40.2	92,725.0	1,300.0	52,260.0	74,180.0
2021	39.4	91,425.0	1,205.0	47,477.0	73,140.0
2020	38.6	90,220.0	1,793.9	69,243.9	74,882.6
2019	37.8	88,426.1	1,993.4	75,290.8	73,393.7
2018	36.9	86,432.7	2,090.1	77,207.9	71,739.2
2017	36.1	84,342.6	2,418.5	87,332.7	70,004.4
2016	35.3	81,924.1	2,621.8	92,497.6	67,997.0
2015	34.5	79,302.3	2,564.7	88,352.2	65,820.9
2014	33.6	76,737.6	2,235.6	75,162.5	63,692.2
2013	32.8	74,502.0	2,327.4	76,316.0	61,836.7
2012	32.0	72,174.6	2,247.6	71,833.9	59,904.9
2011	31.1	69,927.0	2,949.0	91,801.2	58,039.4
2010	30.3	66,978.0	2,466.0	74,719.8	55,591.7

资料来源：Wind，德邦研究所测算

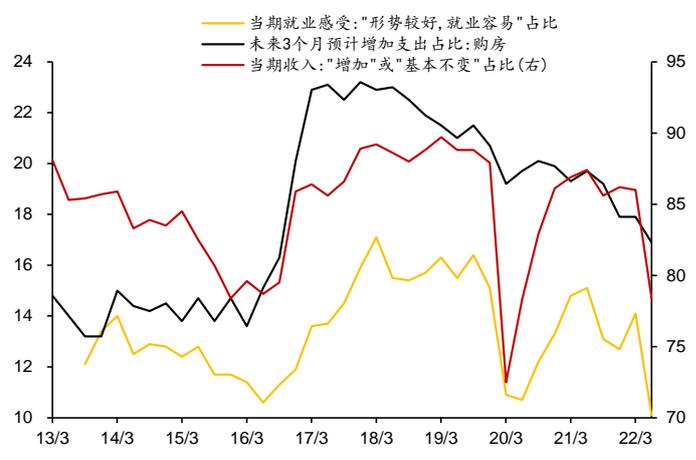
在长期住房需求下行的同时，以居民收入和预期衡量的短期购房需求也在下降，居民部门“去杠杆”和“预防性储蓄”现象显著。根据金融机构人民币信贷收支表，2020年初-2021年末，住户部门月均存款比贷款多出30.4万亿左右，这一数字比疫情前2019年高3.9万亿，反映出居民部门边际储蓄倾向的增强。今年8月住户部门存贷款差额已经提高到39.46万亿，比去年底大幅增加8.1万亿，居民部门的“去杠杆”和“预防性储蓄”比前两年进一步加强。根据央行储户调查数据，认为当期收入“增加”或“基本不变”的储户比例在2021年Q2达到87.4%的高点，随后开始下降，今年二季度为78.4%；认为当期就业“形势较好，就业容易”占比在二季度降至10.1%，比2020年一季度更低。收入和就业都不乐观的情况下，未来3个月预计增加购房支出的比例已持续4个季度下降，今年Q2为16.9%，比去年同期低2.8个点。

图 7：住户部门存贷款之差



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：央行储户调查关于收入、就业和购房决策 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

综合来看，我们认为本次房地产下行是长期供求关系变化遇上短期冲击，二者效果叠加的结果。未来走出短期下降相对容易，但长期供求决定了商品房销售增速的上限不会太高，预计中长期房地产市场将维持低速平稳增长。

同时，本次市场下行，也使得长期积累的各类房地产风险逐渐释放，未来一段时间，需要警惕五类房地产风险。

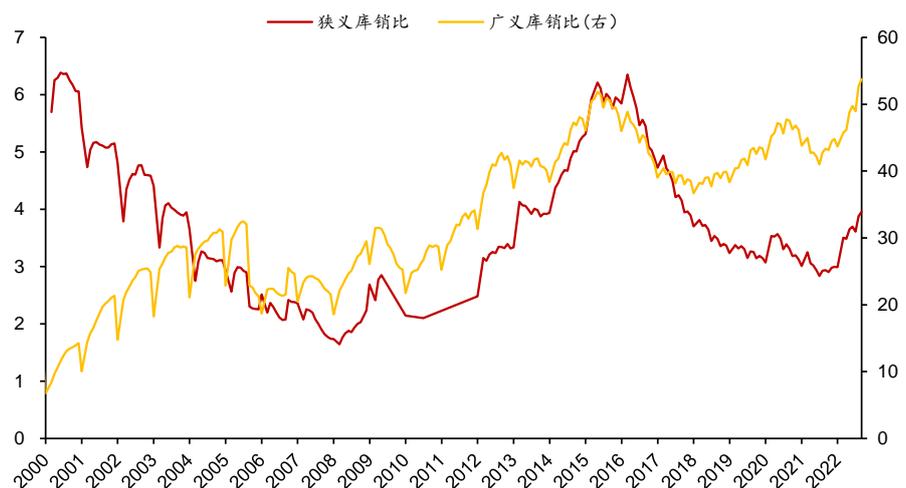
2. 关注五类房地产相关风险

我国房地产行业具有参与主体多、与上下游关联程度高的特点。以风险承担主体为标准，将房地产风险分为五类，分别是：**房企承担的库存风险、上下游行业承担的债务风险、金融机构承担的债务风险、政府承担的财政风险、居民承担的“烂尾”风险。**这五类风险并非独立存在，而是层层嵌套、互相影响，在房地产市场下行阶段，各类风险可能会同时加剧暴露。

2.1. 房企库存风险

房企风险：广义库存压力达到历史最高水平。库存一端连接着房地产开发投资，另一端连接房地产销售，库存压力加大时，意味着房企去化困难，流动性危机会随之而至。根据完工情况的不同，将房企库存分为狭义和广义库存两部分。狭义库存即统计局披露的待售面积，代表已完工未销售部分；广义库存则是已开工未销售部分，相比狭义库存，多出在建未销售面积。用库销比衡量房企库存去化压力。上一轮周期中，狭义库销比自 2015-2021 年长期处于下降状态，仅 2020 年初受疫情扰动有所上升；广义库销比经过了 2015-2017 年的下降后，2018-2020 年重新回升，2020-2021 年又经历了一轮去库存历程。当前来看，无论广义库销比还是狭义库销比，自 2021 年 6 月后都开始上升，广义库销比已经超过 2015 年的历史最高水平，达到 53.7 个月。展望未来趋势，当前房地产新开工与销售均较弱，但随着限购政策放松，销售的复苏会领先于开工，广义库销比缺少进一步抬升的动力。

图 9：广义和狭义库销比



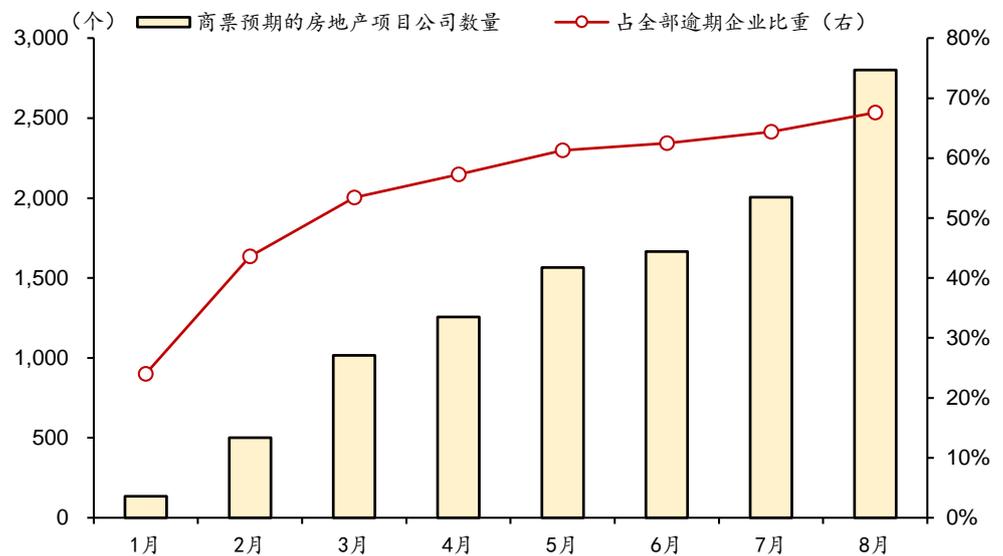
资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 上下游关联行业风险

上下游行业承担的债务风险：余额约 3.1 万亿。上下游行业的应付款在房地产开发投资中发挥了重要作用，根据国家统计局披露的房地产开发投资资金来源数据，2021 年各项应付款占到房地产开发资金来源的 25.7%。存量债务方面，以

申万房地产行业 A 股和港股上市公司的应付账款和票据科目汇总⁴，到今年 6 月底，房地产行业的应付账款和票据合计约 3.1 万亿。近期随着房地产市场下行，房企对上下游行业的商票违约日益增加。克而瑞统计了上海票据交易所披露的商票违约情况，房地产项目公司占比从年初的 24% 提高到 8 月的 67.6%，贡献了 8 月近 7 成的商票违约。

图 10：房地产项目公司的商票违约情况



资料来源：上海票据交易所，克而瑞，德邦研究所

2.3. 金融债务风险

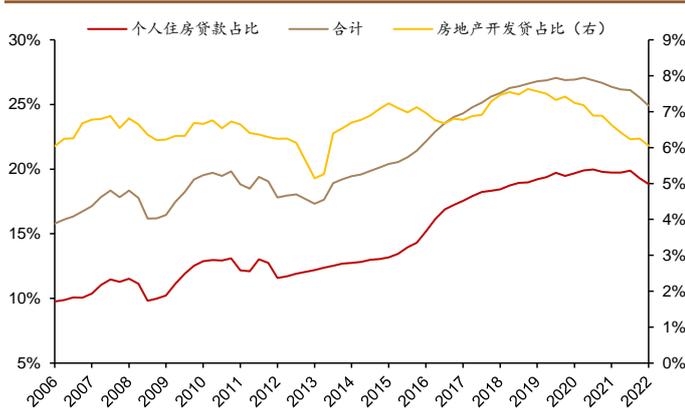
金融风险：涉房地产相关债务合计约 54.5 万亿，其中按揭贷款占比 71.4%。金融风险主要包括房地产相关贷款、信托、债券。截至 2022 年 6 月底，房地产相关贷款约 51.4 万亿，占金融机构各项贷款余额的 24.9%，其中按揭贷款余额 38.9 万亿、房地产开发贷余额 12.5 万亿。房地产贷款集中度管理制度从 2021 年初实施至今，房地产贷款占贷款余额比例相较 2020 年底降低了 2.2%。投向房地产的信托资金余额在 2019 年 6 月达到顶点后开始下降，至今年 6 月为 1.4 万亿，占信托资金比例为 9.53%，较高点已经减少了 1.5 万亿、5.9 个百分点。债券方面，用 2010 年以来房地产行业的信用债、企业债、短融、中票等余额汇总，约为 1.7 万亿⁵，债券净融资额自 2020 年下半年以来整体不断下降。以上总余额约为 54.5 万亿，主体仍然是房地产相关贷款，面向个人的按揭贷款占比近七成，是金融债务的主体。

去年以来，房地产相关金融风险不断暴露。银行贷款方面，以 14 家公布个人住房不良贷款余额的银行来看，2022 年 6 月底，个人住房不良贷款余额达到约 837 亿，比去年同期增加了 30.5%。以 2019 年底数据来看，这 14 家银行占商业银行个人住房不良贷款的 70% 左右，假设这一比例稳定，对应今年 6 月底的个人住房不良贷款总额为 1190.5 亿左右，占个人住房贷款余额的比例也仅为 0.31%。国内信用债方面，2019 年以来房地产行业共有 116 起债券违约事件（截至 2022 年 9 月 19 日），涉及金额达 1435.9 亿元，其中有 99 起、1307.2 亿元发生在 2021 年以来的一年多时间内，占比分别为 85.3%、91.0%。按违约率来看，余额违约率为 11.93%，发行人个数违约比率为 12.55%，在 13 个大类统计行业中均排第二。

⁴ 港股上市房企去掉办公地在香港的企业，对于恒大、融创等财报未披露至 22H1 的企业，以最近一期财报数据为准。

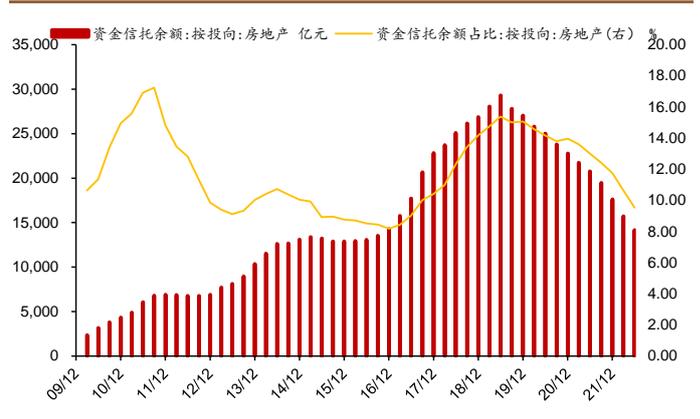
⁵ 截至 2022 年 9 月 18 日

图 11: 房地产贷款占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 信托资金投向地产的余额



资料来源: Wind, 德邦研究所

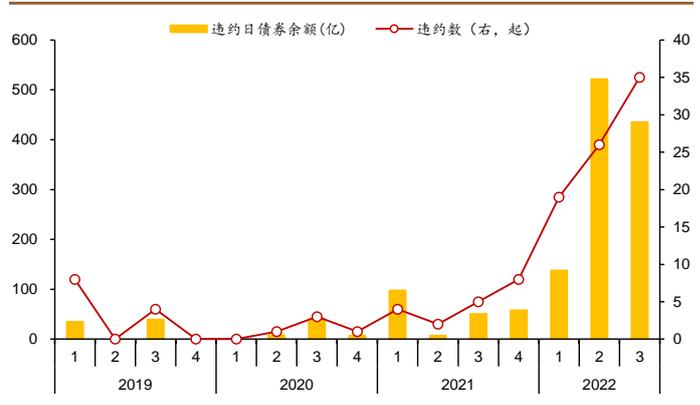
图 13: 个人住房不良贷款余额



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 仅包含 14 家披露该项数据的商业银行, 2021 年之前的数据部分银行未披露, 对此我们假设这些银行的数据维持不变, 不影响结论

图 14: 房地产行业债券违约情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 数据截至 2022 年 9 月 19 日, 横轴为季度

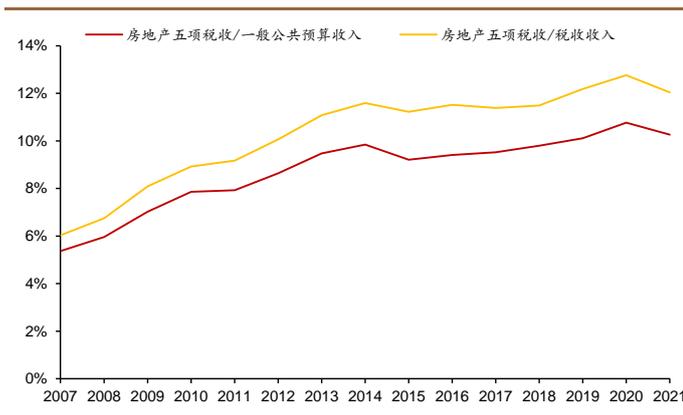
2.4. 财政风险

财政风险: 政府税收的五分之一和一二本账(一般公共预算+政府性基金)的四分之一依赖于“土地财政”。我们将政府通过房地产获得的财政收入汇总, 主要包括三部分, 一是五项房地产相关的直接税收(耕地占用税、城镇土地使用税、土地增值税、契税、经营性房地产税), 二是房地产和房屋建筑业的增值税(营业税)和企业所得税, 三是土地出让收入, 前两部分是“土地财政”中的税收收入。2021 年, 五项房地产相关的直接税收占全国税收收入的 12%, 占一般公共预算收入的 10.3%, 这一比例近年来相对稳定。房地产和房屋建筑业的增值税(营业税)和企业所得税总体规模与五项税收相差不多, 两部分“土地财政”的税收收入占一般公共预算的 20% 左右。土地出让收入中, 只有扣除成本补偿性费用后的剩余部分, 才是政府可用的财力。根据财政部公布的 2013-2015 年土地出让收支数据, 可用财力大约占土地出让收入的 20% 左右, 假设这一比例保持稳定。因此, 尽管直接来看, 土地出让收入几乎占政府性基金收入的 9 成, 但可用财力口径下, 2018 年以来土地出让收入占比在 50%-60% 之间。结合三部分收入来看, 2021 年“土地财政”占两本账收入的 24% 左右。

依赖土地财政的风险在今年也已经有所体现, 导致 1-8 月政府财力减少超四千亿。1-8 月, 房地产相关五项税收收入为 1.33 亿元, 比去年同期减少 1468 亿元; 国有土地出让收入比去年同期减少 1.34 万亿, 若按 20% 可用财力计算, 导致财力减少约 2681 亿元, 仅这两部分就减少了 4149 亿元财政收入, 加上房地产

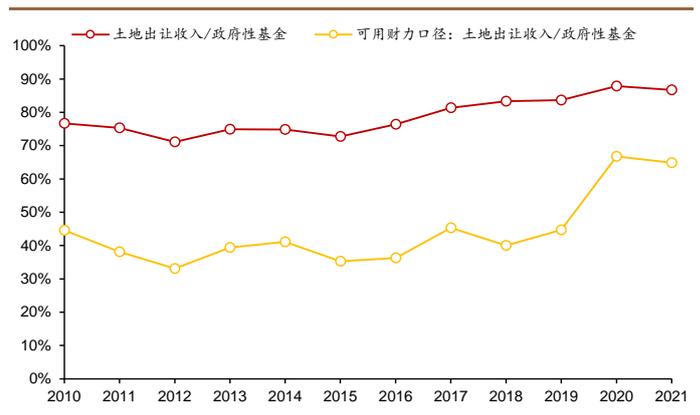
和房屋建筑业的增值税、企业所得税后，财政减收还会更大。

图 15: 五项房地产相关的直接税收占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 可用财力口径的土地出让收入占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

表 2: 土地财政收入占比情况 (单位: 亿元)

年度	直接税	间接税	土地出让收入 (可用财力口径)	一般公共 预算收入	政府性基金 收入(可用 财力口径)	土地税收/ 一般公共预算	可用财力口径: 土地财政收入/两 本账收入
	F	G	H	I	J	(F+G)/I	(F+G+H)/(I+J)
2021	20,792.8	18,124.8	16,995.6	202,554.6	30,041.9	19.2%	24.0%
2020	19,687.1	18,124.8	16,431.8	182,913.9	27,764.1	20.7%	25.7%
2019	19,251.7	18,742.5	14,135.9	190,390.1	27,974.3	20.0%	23.9%
2018	17,967.4	18,785.1	12,582.1	183,359.8	25,150.6	20.0%	23.7%
2017	16,438.5	16,427.1	9,999.4	172,592.8	21,482.0	19.0%	22.1%
2016	15,017.7	16,348.5	7,127.9	159,605.0	18,131.6	19.7%	21.7%
2015	14,020.9	14,499.9	6,156.8	152,269.2	17,711.1	18.7%	20.4%
2014	13,818.7	13,676.2	8,095.9	140,370.0	21,729.9	19.6%	22.0%

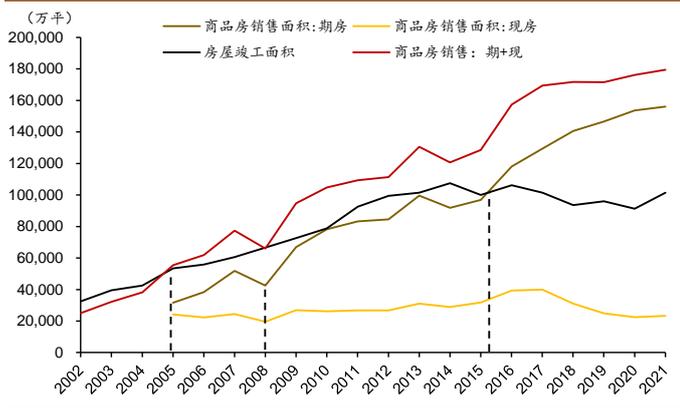
资料来源: 财政部, 《中国税务年鉴》, Wind, 德邦研究所
注: 2021 年房地产间接税数据未披露, 假设与 2020 年相同

2.5. “烂尾” 风险

居民风险: 越积越多的已售未完工期房, 叠加开发融资收紧和竣工下降, 加大“烂尾” 风险。我国商品房销售面积自 2005 年以来开始超过竣工面积, 长期以来“施工” 速度赶不上“卖房” 速度, 导致已销售未完工的期房越积越多, “烂尾” 风险日益积累。今年 7 月以来, 多个楼盘因“烂尾” 出现业主“断供”, 打击购房者信心, 加剧了房地产风险扩散的广度和深度。用已售未完工期房的竣工所需时间来衡量烂尾风险, 得到今年 8 月已售未完工期房为 62 亿平, 以过去 12 个月平均竣工面积来看, 仍需要 77.2 个月 (约 6.4 年) 才能完成现有期房的竣工。

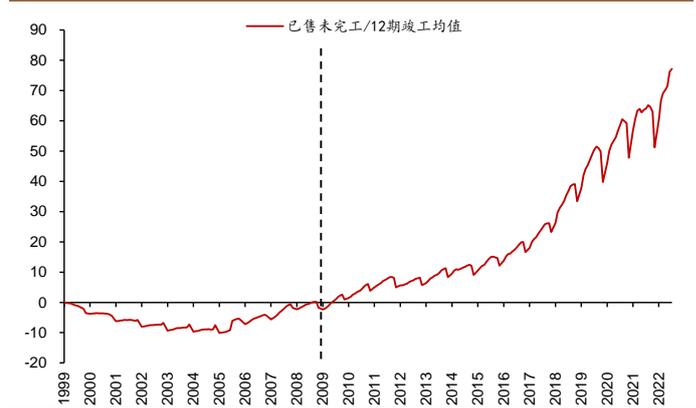
已售未完工期房自 2009 年以来一直在上升, 但只这个指标无法说明“烂尾” 风险加剧, 还要满足另一条件, 即房企融资收紧导致竣工压力加大。2021 年正式开始实施“三道红线” 和房地产贷款集中度管理后, 房企的贷款融资随之收紧, 1-2 月尚在低基数基础上增长 14.4%, 3 月立刻收缩 6.8%, 趋势延续至今, 最多时单月降幅高达 36.8%, 国内贷款下降和销售政策收紧, 随后带动房企整体融资下降。竣工在 2021 年尚能保持增长, 到 2022 年随着房企资金压力进一步加大, 企业难以维持施工, 上半年竣工增速出现了快速下滑, “烂尾” 风险上升。

图 17: 商品房销售与竣工



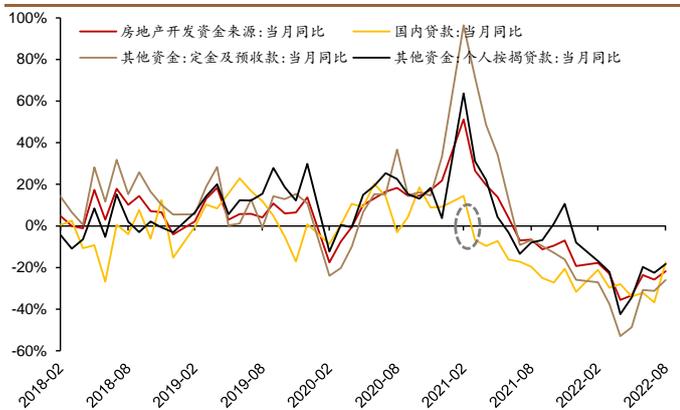
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 已售未完工期房的竣工所需时间可代表烂尾风险



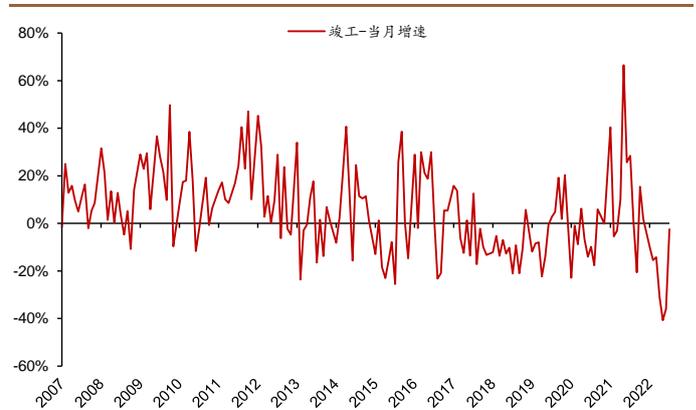
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 房地产开发到位资金



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20: 竣工面积的当月增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

在这五类风险中，房企库存风险处于中心传导环节，会诱发其他四类风险。当库存压力引发流动性危机，房企现金流无法满足开发项目正常运作时，会诱发“烂尾”风险；房企偿债压力加大时，出现对上下游公司和金融机构的债务违约风险；库存去化困难时，企业没有意愿也没有能力拿地扩张，政府的土地财政风险加大。

前文我们提到房地产市场的长期供求关系已经发生变化，这意味着粗放式的增加住房供给时代已经一去不返。但房地产行业这几年仍在沿用“高周转”模式，加快拿地、开工和预售，使得库存风险日益积累。当 2021 年融资收紧、居民收入和预期转弱时，引发库存风险，并进一步诱发其他系列风险。

因此，房企处于各类风险的中心环节，而供求失衡是诱发房企风险的根源。短期内走出市场底，要在供给端以“保交楼”为核心，需求端以稳定销售为重点。“保交楼”的核心矛盾在于“谁来出钱”，目前政策性银行借款是重要来源，此外商业银行、AMC、地方城投等主体均参与到这一过程中。未来从中央到地方，可以根据当前各地“保交楼”落地情况，探索不同政策路径。而“保交楼”涉及居民承担的购房风险，对市场预期影响较大，又是房地产销售稳定的前提条件。环环相套之下，核心问题仍落在“保交楼”和“稳销售”两个方面。当前稳定销售的主要政策路径还是以信贷政策为主，适度降低首付比例、贷款利率，对刚需群体作用更大。如果房地产市场在“金九银十”仍然没有起色，政策层面也可能进一步下调 5 年 LPR 利率，继续引导房贷利率下行。

3. 风险提示

- (1) 部分估算数据存在一定误差；
- (2) 房地产政策效果不及预期；
- (3) 疫情形势发生变化。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。