

宏观深度报告 20240604

地产救市到底该救谁：海外的经验和教训

2024年06月04日

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《“新质”是工业数据齐好转的“生产力”》

2024-05-27

《4月财政：加力仍在继续》

2024-05-21

- **海外地产泡沫破裂后均经历了资产价格下行→房企&居民缩表→银行坏账→中央政府救市应对**，但由于政策、宏观环境的差异，各经济体中兜底地产下行风险的主体（居民、房企、金融机构）不尽相同，这也意味着各国政府救市地产需要明确承担风险的主体，“对症下药”才能以较小代价出清。我们选取了美国、日本、西班牙，回溯其地产救市历史经验，以供当下国内地产政策启发。
- **美国：居民出清快，两房兜底，政府救两房对症下药**。其背后的原因一是居民部门存在低成本断供违约的选项，能够快速出清；二是按揭贷款证券化有效隔离了商业银行的不良贷款，两房机构成为最终“兜底”风险的部门；三是政府救市主力投入在两房，对症下药解决风险。
- **日本：银企绑定，居民承压，政府主要救银行且出手晚**。我们认为日本地产救市不力的原因有二：一是银行与房企资产绑定，难以事前出清，破产后对市场危害较大；二是居民房产出清道德门槛相对较高，加之政府直接救助有限，房产贬值长期侵蚀资产负债表，居民是实质上的风险承担者。
- **西班牙：坏账银行模式，政府小资金撬动大杠杆，居民及银行一起救**。“SAREB”坏账银行的成立是银行危机化解的关键：以较小的公共资金撬动巨大杠杆购买剥离减值房产，并将部分改建成保障房。该制度与国内住房收储类似，可为我国提供优秀借鉴。
- **风险提示：国内房地产政策超预期，居民房价预期、购房逻辑改变；海外经验可能无法简单适用于国内，政策之间可能存在不可比因素。**

内容目录

1. 美国：居民出清快，两房兜底，政府救市对症下药	6
1.1. 居民“违约式”出清	6
1.2. 抵押贷款证券化：隔离不良资产，两房“兜底”	8
2. 日本：银企绑定，居民承压，政府出手晚	10
2.1. 主力银行制度的弊端	11
2.2. 居民的违约门槛较高	13
3. 西班牙：坏账银行模式，银行房企一齐救	14
3.1. 救助 1.0：刺激地产+渐进式银行并购重组改革	15
3.2. 救助 2.0：成立 SAREB 剥离银行不良资产+地产去杠杆	17
4. 风险提示	22

图表目录

图 1:	海外经济体地产救市是否“对症下药”	4
图 2:	房价: 美国企稳最快, 西班牙其次, 日本最慢	5
图 3:	对居民消费的影响: 美国修复快, 西班牙修复稍慢, 日本持续低迷	5
图 4:	美国地产自高点后 3-4 年止跌企稳	6
图 5:	房价下跌时美国家庭断供案例迅速升高	7
图 6:	金融危机时期美国按揭贷款违约率升高	7
图 7:	房贷在实行无追索权贷款的州更容易受居民违约	7
图 8:	房价大幅下跌时, 美国居民更有意愿战略性违约	8
图 9:	战略性违约一度占到总违约案例的 1/3 以上	8
图 10:	由于贷款证券化, 美国居民违约后, 两房机构是最终的风险承担者	9
图 11:	美国按揭贷款证券化体量较大	10
图 12:	美联储持有大量抵押贷款支持证券	10
图 13:	日本地产出清过程缓慢	11
图 14:	拓殖银行案例: 日本主力银行制度下金融机构与房企的深度绑定	12
图 15:	日本银行持有大量上市企业股份	12
图 16:	日本银行不良债权中地产占比最高	12
图 17:	房企破产后风险蔓延至银行	13
图 18:	日本地方经济受到冲击	13
图 19:	日本居民按揭早偿率不低, 但违约率大幅低于金融危机时期的美国	14
图 20:	日本居民资产负债表出清周期慢于美国	14
图 21:	西班牙地产进入十年的繁荣期	14
图 22:	2007 年地产占 GDP 比重上升至 20%	14
图 23:	地产泡沫破灭后失业率快速上升	15
图 24:	银行业抵押贷款规模快速上升	15
图 25:	储蓄银行抵押贷款增速更快	16
图 26:	储蓄银行抵押贷款占资产比重高	16
图 27:	西班牙储蓄银行重组过程	17
图 28:	不良贷款率并未得到解决	17
图 29:	2008 年后西班牙财政快速恶化	17
图 30:	西班牙第二阶段银行救助核心内容	18
图 31:	政府用 20 亿资金撬动 500 多亿杠杆	19
图 32:	SAREB 发债购买 507.81 亿房地产贷款和房地产	19
图 33:	SAREB 收购资产中, 78%为房地产开发商贷款, 22%为房地产资产	19
图 34:	截至 2022 年, SAREB 已经处理了 40%的不良资产	20
图 35:	根据与西班牙自治区和市议会签署的协议, SAREB 目前还管理着约两千所房屋	21
图 36:	2014 年后房价逐步企稳	22
图 37:	西班牙居民杠杆率稳步下降	22

海外地产泡沫破灭时，居民、房企和金融机构三个部门谁的压力最大？答案因各国宏观环境而异。我们认为政府救房地产的效果好还是差，一定程度上取决于政策是否针对性的去救助了对应压力最大、“兜底”风险的部门。

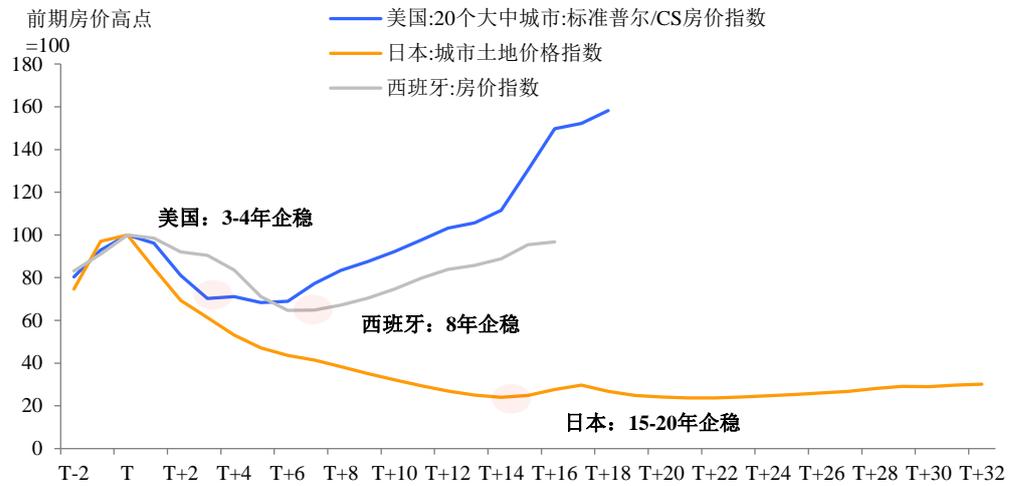
图1：海外经济体地产救市是否“对症下药”

	美国	日本	西班牙
住房抵押贷款类别	部分州实行无追索权贷款	有追索权贷款	有追索权贷款
救助方式	美联储购买“两房”债券、财政部出资补贴	财政部注资处理住宅金融公司及商业银行的不良资产	成立“Sareb”坏账银行收购住房资产
主要救助对象	二级市场金融机构（房地美、房利美）	一级市场金融机构（商业银行）	一级市场金融机构（商业银行）
房价下跌风险“兜底”者	二级市场金融机构（房地美、房利美）	主要为居民	主要为居民
最后购买人	中央政府（美联储、财政部）	中央政府（日央行、财政部）	中央政府（西班牙银行重组基金、大部分从社会融资）
商业银行坏账规模	不良率4.96%，规模3820亿美元（2009年）	不良率8.4%（2001年）	不良率7.12%（2013年）
救市规模	10000亿美元左右（美联储、财政部各出资1000亿美元、TARP规模7000亿美元）约为GDP的6.9%	60万亿日元左右（“金融再生法案”）约为GDP的11.2%	约530亿欧元，约为GDP的5.2%
中央/地方政府杠杆率变化	中央+12.0pct、地方+1.4pct（2009年）	中央+7.5pct、地方+2.3pct（1998年）	中央+14.5pct、地方-0.3pct（2013年）

数据来源：各国政府官网，东吴证券研究所整理

从政策效果上来看，美国最好，西班牙其次，日本最差。房价下行时美国承担风险最大的部门以及政府救助投向最多的部门都是“两房”，因此地产企稳最快，居民消费也迅速复苏；西班牙在2012年成立的“坏账银行”找到了居民和银行一起救的方案，缓解了居民在房价下行时的压力，房价在政策出台1-2年内企稳；日本在房价下行时承压最大的部门是居民，但地产政策不仅是出手晚，而且也主要集中于救银行，因此房价经历约20年的长期调整，居民消费水平持续处于低位。

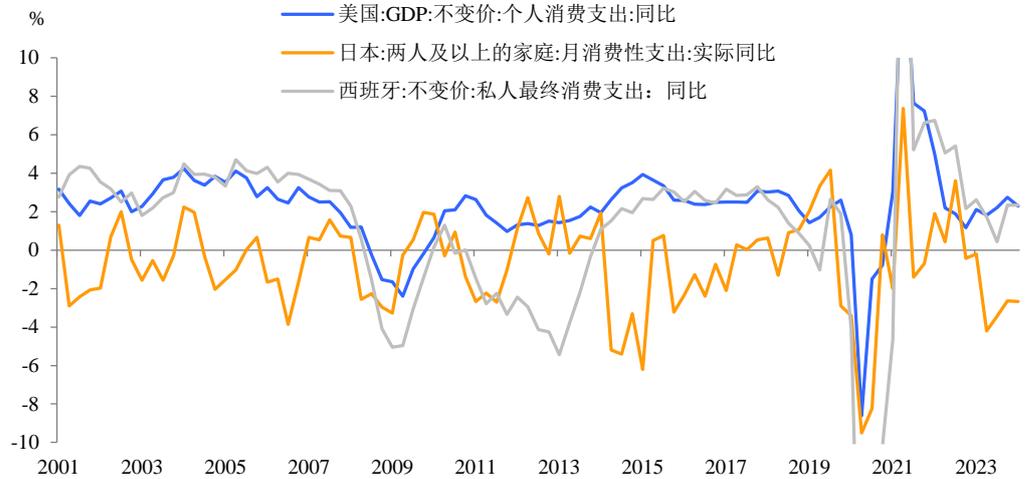
图2：房价：美国企稳最快，西班牙其次，日本最慢



注：横轴单位为年，T为各国房价前期高位所在年份（美国2007年，日本1991年，西班牙2007年）

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：对居民消费的影响：美国修复快，西班牙修复稍慢，日本持续低迷

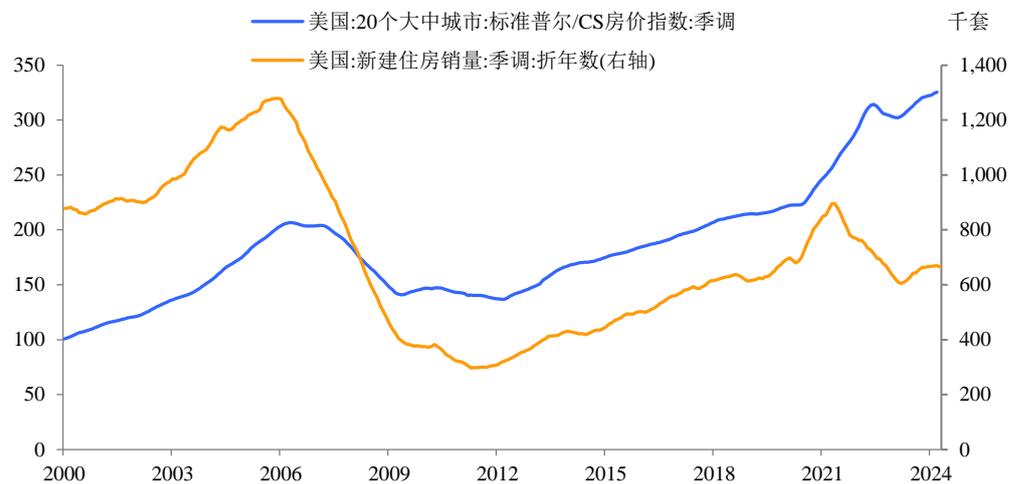


数据来源：Wind、东吴证券研究所

1. 美国：居民出清快，两房兜底，政府救市对症下药

美国作为海外地产救市的正面案例，其地产快速出清的原因核心在于居民有效“止血”和政府的“对症下药”。金融危机前夕美国房价、地产销售以及居民杠杆率分别见顶，次贷危机刺破美国地产泡沫，2008年“雷曼时刻”后美国政府决定参与救助地产，推出 TARP 向金融机构注资并接管两房，在一系列的救市政策落地后美国地产在迅速 3 年内止跌企稳，我们认为其背后的原因一是居民部门存在低成本断供违约的选项，能够快速出清；二是按揭贷款证券化有效隔离了商业银行的不良贷款，两房机构成为最终“兜底”风险的部门；三是政府救市主力投入在两房，对症下药解决风险。

图4：美国地产自高点后 3-4 年止跌企稳

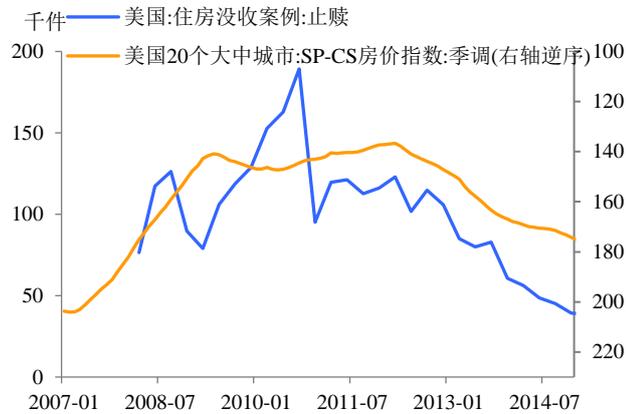


数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.1. 居民“违约式”出清

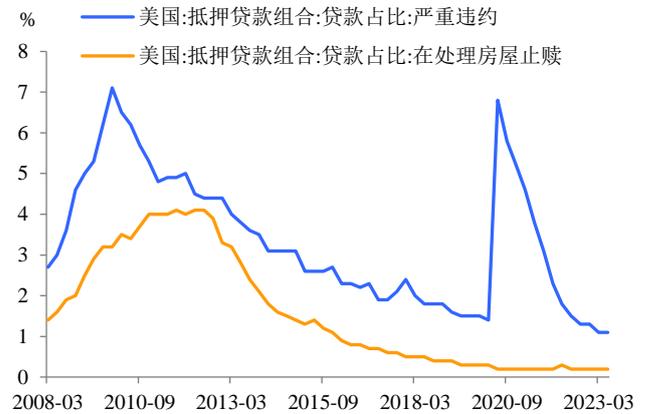
面临房价下跌，不少美国居民的应对是“一走了之”。进入 2010 年，美国 20 城房价已从两年前的高点缩水超 30%，许多家庭在住房的“负资产”效应下走向按揭贷款违约。金融危机期间，美国抵押贷款违约比例最高达 7%。2010 年三季度，全美因断供而被没收的住房案例一度接近 20 万件。

图5：房价下跌时美国家庭断供案例迅速升高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

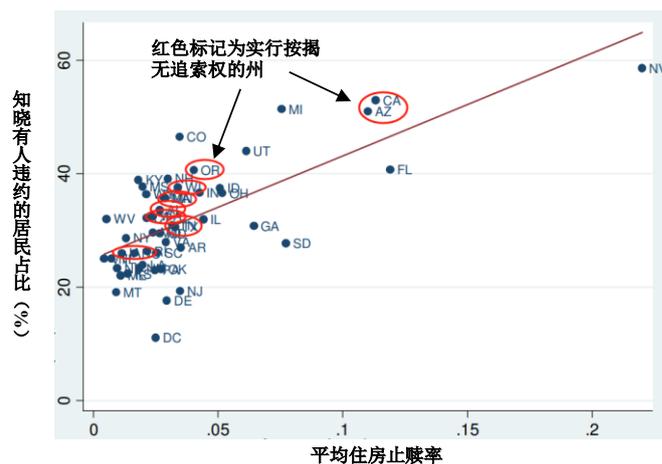
图6：金融危机时期美国按揭贷款违约率升高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

美国特有的“无追索权贷款”制度给居民“断供出清”提供了出路。与大多经济体实行的有追索权贷款不同，美国部分州在住房抵押贷款合同中设置“无追索权贷款”条款，这意味着在房价贬值到不足以偿还剩余的按揭贷款的时候，居民可以放弃住房，无需承担剩余的按揭余额，实现快速出清。相比其他州，居民在无追索权州房贷违约的可能性高出 30%（图 7），而对于估价为 50 万至 75 万美元的房屋，借款人在无追索权州违约的可能性是其他州的两倍¹。

图7：房贷在实行无追索权贷款的州更容易受居民违约

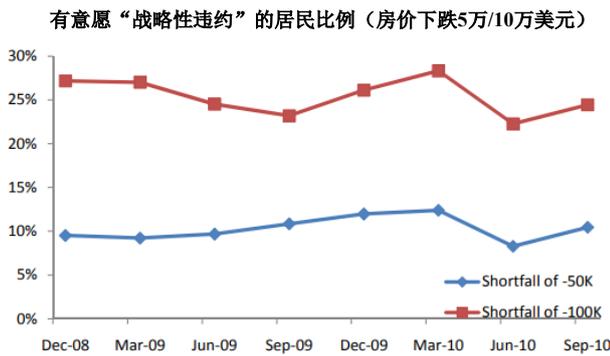


数据来源：IRS、The Determinants of Attitudes towards Strategic Default on Mortgages (Guiso, Luigi, 2011)、东吴证券研究所

¹ 资料来源：Ghent, Andra C. and Kudlyak, Marianna, Recourse and Residential Mortgage Default: Evidence from U.S. States (February 25, 2011).

不仅如此，“战略性违约”也是美国居民的选项之一。由于房价相对剩余按揭贷款的“性价比”持续回落，部分美国家庭即使有能力支付抵押贷款，也会走向违约（战略性违约）。调查显示当净资产缺口达到房屋价值的50%时，17%的家庭会选择战略性违约。在2009年三季度，战略性违约一度占到总违约案例的1/3以上²。

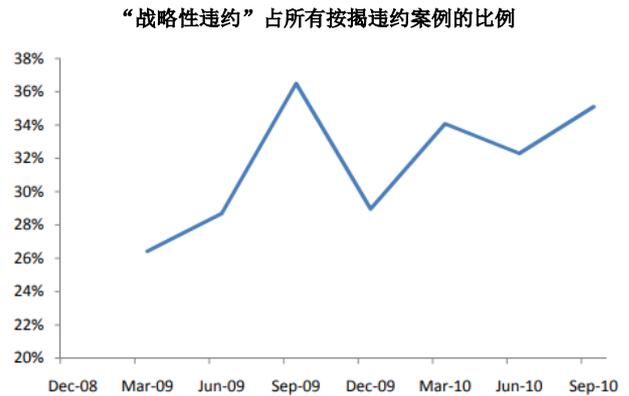
图8: 房价大幅下跌时, 美国居民更有意愿战略性违约



注: 该数据为调查数据

数据来源: The Determinants of Attitudes towards Strategic Default on Mortgages (Guiso, Luigi, 2011), 东吴证券研究所

图9: 战略性违约一度占到总违约案例的1/3以上



数据来源: The Determinants of Attitudes towards Strategic Default on Mortgages (Guiso, Luigi, 2011), 东吴证券研究所

及时的房产出清为居民部门资产负债表的修复打好了基础。研究表明金融危机期间美国居民因为违约拍卖房产搬家后，他们其中的大部分群体并没有搬到更拥挤或者居住环境更差的社区³，意味着这些家庭断供后的生活质量、消费水平并没有显著恶化。同时平均家庭规模也没有增加，说明他们大部分也没有回去跟父母住。因此从美国居民的角度来看，房价下跌后选择“短痛”的出清过程，其代价是相对可控的。

1.2. 抵押贷款证券化: 隔离不良资产, 两房“兜底”

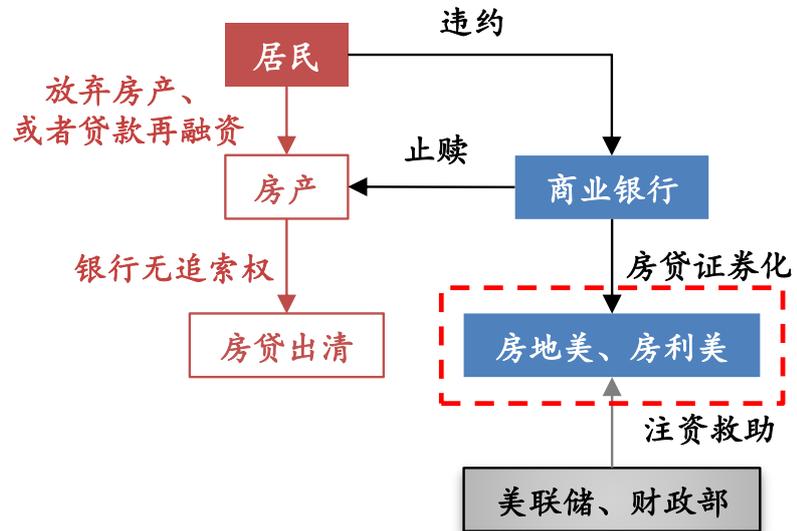
居民出清房产后，房价下跌的风险由金融机构接盘。持续贬值的房产与无法追回的按揭余额通常会使得商业银行不良贷款飙升，但由于美国较高的抵押贷款证券化规模，商业银行在危机前夕实际上已向二级市场金融机构“卖出”抵押贷款，因此“两房”（房

² 资料来源: Guiso, Luigi and Guiso, Luigi and Sapienza, Paola and Zingales, Luigi, The Determinants of Attitudes towards Strategic Default on Mortgages (March 1, 2011).

³ 资料来源: Molloy, Raven and Shan, Hui, The Post-Foreclosure Experience of U.S. Households (May 2, 2011).

地美、房利美) 成为了最终的风险“兜底”者。这也是 2008 年房利美、房地美等住房贷款机构陷入困境, 以及持有大量次级贷款证券化产品的雷曼兄弟破产原因之一。

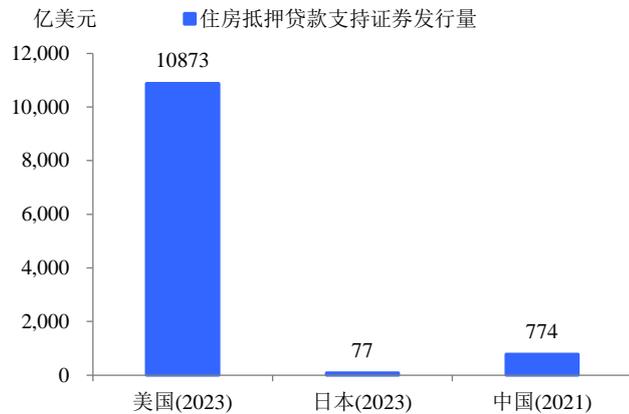
图10: 由于贷款证券化, 美国居民违约后, 两房机构是最终的风险承担者



数据来源: 东吴证券研究所整理

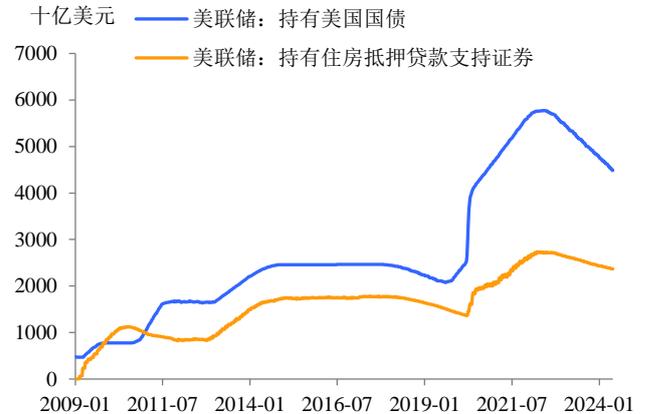
针对“两房”困境, 美政府快速出手, 对症下药, 成效显著。2008 年 9 月雷曼兄弟宣布申请破产保护, 金融危机形势愈发严峻, 同月美政府即向国会提交 TARP (问题资产救助计划) 方案, 规模 7000 亿美元, 并由联邦住房金融署接管“两房”日常运作。在接下来的两年间, 美联储与财政部持续向“两房”注资, 消化不良资产。美政府救市政策落地后效力显著, 房价在 3 年内止跌回升, 中央政府也逐步退出: 金融危机后的十年间, 两房共向财政部缴纳了 2797 亿美元, 不仅已还清当初财政部的救援资金, 还让财政部利润超 800 亿美元, 而美联储依然持有大量住房抵押贷款支持证券。

图11: 美国按揭贷款证券化体量较大



数据来源: 美联储, JHF, Wind, 东吴证券研究所

图12: 美联储持有大量抵押贷款支持证券

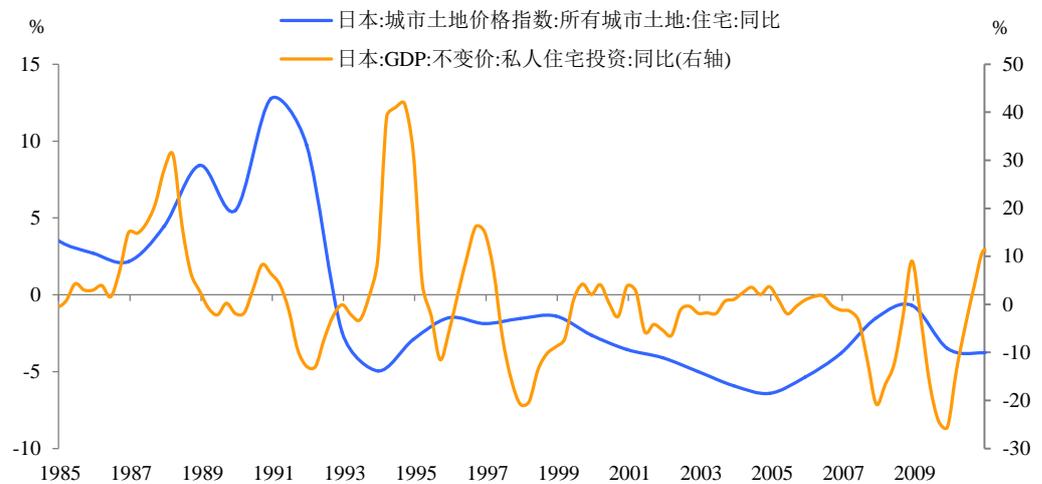


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 日本: 银企绑定, 居民承压, 政府出手晚

日本地产出清耗时长, 过程反复, 居民部门出清过程缓慢, 政府救市重点集中于银行坏账, 对非金融企业的救助不足。1991年地产泡沫开始破裂, 但日本社会并未及时承认、应对危机的到来, 政府住房贷款公司加大对居民及企业部门的地产资金投入, 1993-1996年地产销售与开工数据曾一度企稳, 政府错过最佳救市时机; 直到1997年地产危机逐渐演变成银行危机, 大银行的破产使得日本公众接受现实, 中央政府加大下场注资力度, 处理住宅金融公司及商业银行的不良资产, 而对于居民及房企的救助规模相对有限。我们认为日本地产救市不力的原因有二: 一是银行与房企资产绑定, 难以事前出清, 破产后对市场危害较大; 二是居民房产出清道德门槛相对较高, 加之政府直接救助有限, 房产贬值长期侵蚀资产负债表。

图13: 日本地产出清过程缓慢



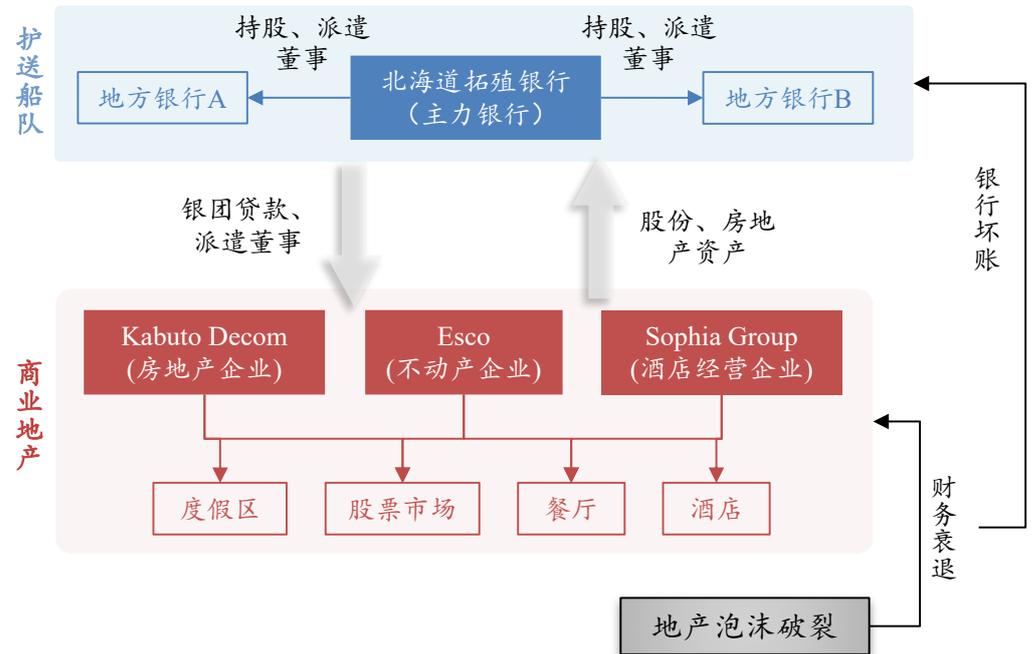
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.1. 主力银行制度的弊端

传统的“主力银行”制度深度绑定了银行与房企，事前掩盖风险，事后调整剧烈。以1997年破产的北海道拓殖银行为例：拓殖银行作为北海道地区的主力银行，通过持股、派遣董事等方式，与规模较小的地方银行及子公司结成“护送船队”，一起向商业地产企业投放银团贷款；拓殖银行同时负责企业的经营与发展，会向房企派遣管理职员，并持有大量企业股份以及作为抵押的商业地产资产，形成了金融与人事层面的密切绑定。在房企财务恶化时，拓殖银行能够提供额外融资，甚至派遣领导人员、调整经营策略，帮助房企度过难关。

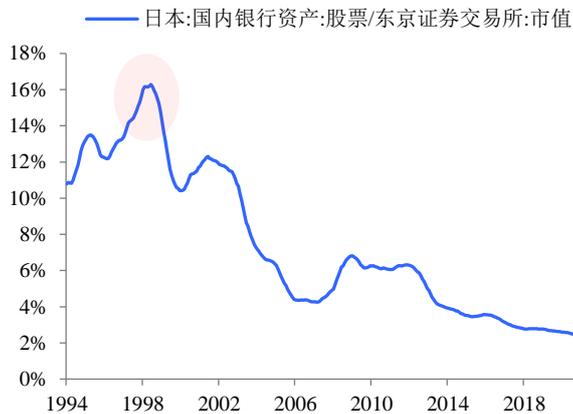
泡沫经济时期，城市度假区、餐厅及酒店不动产价格持续上涨，拓殖银行涉足了大量商业地产业务。在1990年代泡沫破裂初期，房企经营利润恶化，拓殖银并没有立即选择出清，而是注入新资金延长房企寿命，向社会公众掩盖了地产危机风险，并导致自身不良贷款规模逐步累积。但随着拓殖银行投资的商业地产企业陆续破产，银行逐渐资不抵债，开始寻求外部资金支持。最终由于坏账累积规模过大，地方政府及日央行决定放弃对拓殖银行的支持，拓殖银行在1997年11月破产。

图14: 拓殖银行案例: 日本主力银行制度下金融机构与房企的深度绑定



数据来源: Adecac, BIS, 东吴证券研究所

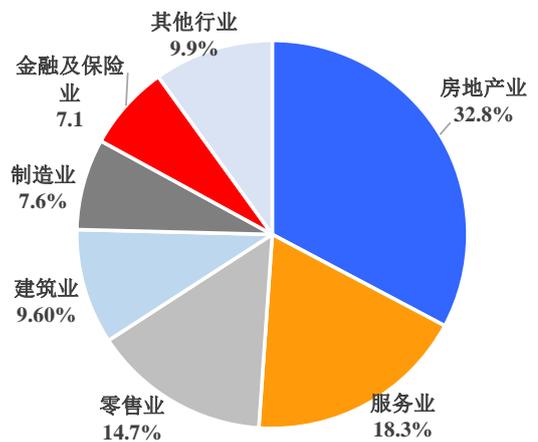
图15: 日本银行持有大量上市企业股份



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 日本银行不良债权中地产占比最高

日本银行业不良债权的行业构成



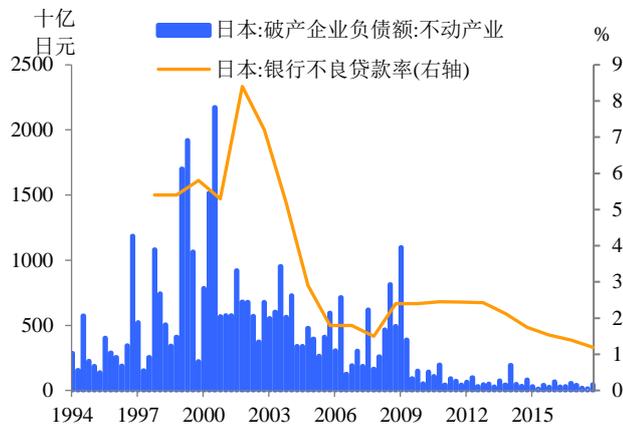
注: 上图为 2001 年数据

数据来源: 樱川昌哉《金融危机的经济分析》, 东吴证券研究所

拓殖银行破产后的“余震”波及地方实体经济。作为专为北海道地区提供长期开发资金而设立的地方银行, 拓殖银行的破产进一步打击了地方企业与居民的融资意愿与信

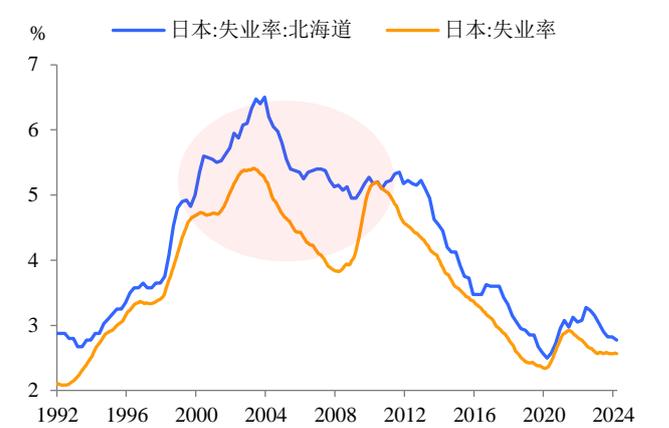
心，当地经济多年陷入停滞状态，北海道地区失业率水平也在随后的 2000 年代持续高于全国平均。

图17: 房企破产后风险蔓延至银行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18: 日本地方经济受到冲击

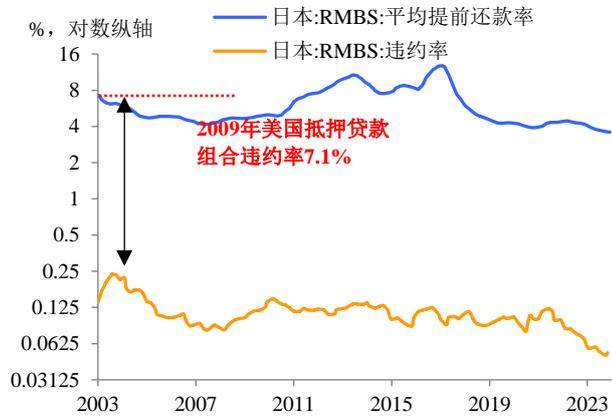


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 居民的违约门槛较高

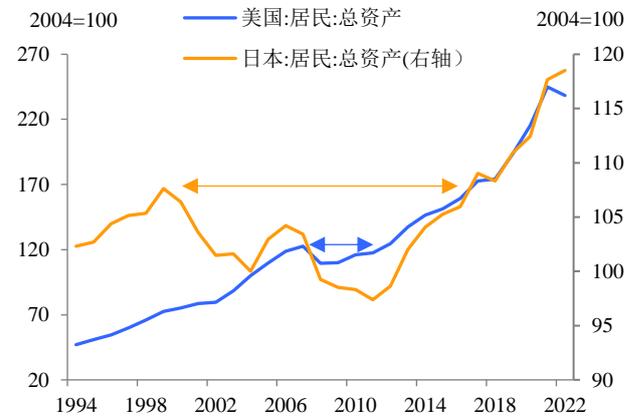
房价下跌时，日本居民破产选择较少，出清不足。不同于美国，日本居民房贷违约清算房产后不会免除剩余债务，且断供的负面信用记录会持续多年，限制居民就业及大额消费。整体经济长期陷入通缩，收入不足的环境下，居民个人破产的动力不足，2000年代日本居民房贷早偿率不低，但违约率最高仅为0.25%，大幅低于美国2009年的7.1%。除此之外，日本政府长期将大量资金投入在救助银行坏账领域，对居民的直接资助不多。因此在有限的资源和选择下，日本居民成为了地产下行主要的风险承担者，其资产负债表花费20年时间才得到修复。

图19: 日本居民按揭早偿率不低, 但违约率大幅低于金融危机时期的美国



数据来源: SP Global, 东吴证券研究所

图20: 日本居民资产负债表出清周期慢于美国



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 西班牙: 坏账银行模式, 银行房企一齐救

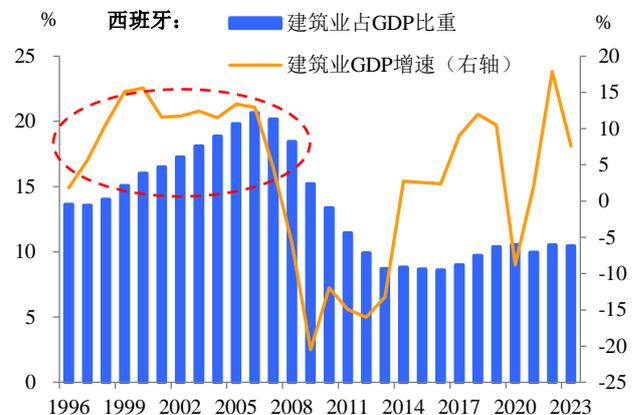
21世纪以来, 西班牙房地产同样经历了快速的繁荣增长。西班牙房地产从1995年左右开始进入快速发展阶段。90年代开始西班牙政府将房地产作为推动经济增长的重要支柱产业, 并通过国家土地法律使得全国所有土地均可用于开发, 地产投机行为飙升; 同时压低利率, 向房地产企业和个人购房者提供大量优惠贷款, 推动了购房需求, 西班牙房地产进入了长达十多年的繁荣期, 不仅房价快速上升, 建筑业也在整体GDP中的比重上升到了20%左右。

图21: 西班牙地产进入十年的繁荣期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

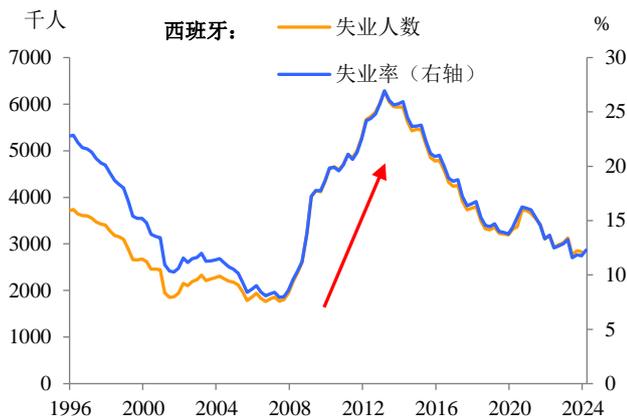
图22: 2007年地产占GDP比重上升至20%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

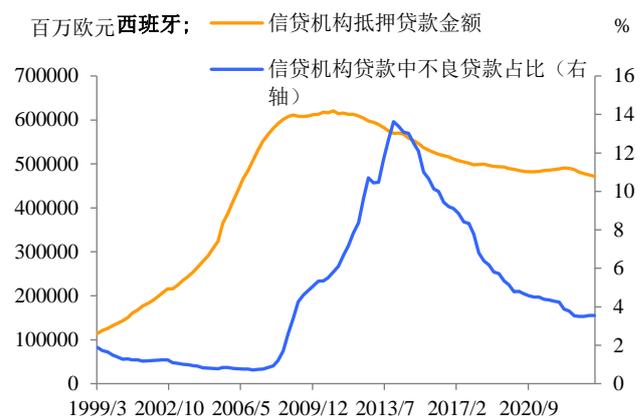
次贷危机冲击下，西班牙房地产泡沫开始破灭。房价快速下跌，地产供给和需求收缩。由于建筑业在西班牙 GDP 中占有过高的比重，贡献了大部分西班牙经济增长和财政收入。房地产市场的危机使得西班牙经济快速下行，财政盈余迅速转负，失业率大幅上升。不仅如此，由于西班牙银行业持有大量房地产相关资产，经济以及居民收入收缩使得银行的不良贷款率快速上升，银行业风险迅速扩散。

图23: 地产泡沫破灭后失业率快速上升



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图24: 银行业抵押贷款规模快速上升



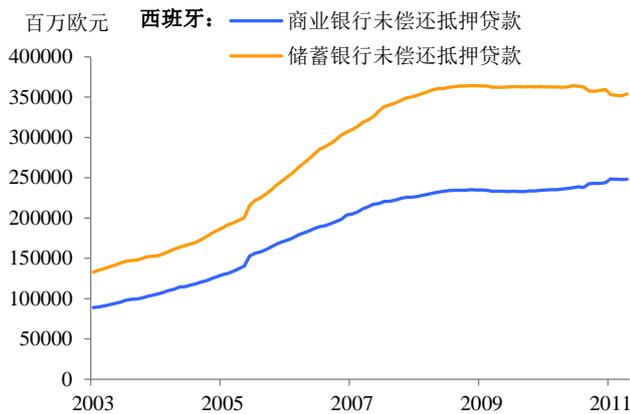
数据来源: Wind、东吴证券研究所

3.1. 救助 1.0: 刺激地产+渐进式银行并购重组改革

房地产泡沫破裂后，西班牙当即进行反周期经济刺激以稳住地产和经济增长。在快速的经济下行下，西班牙于2008年11月启动一项经济就业救助方案，从2008-2010年向私营部门注入近13亿欧元(相当于GDP的2%)。核心内容包括税收返还、购房税收减免、城市公共建设和更新等。大量的公共转移尤其使大型建筑集团和房地产开发商受益。

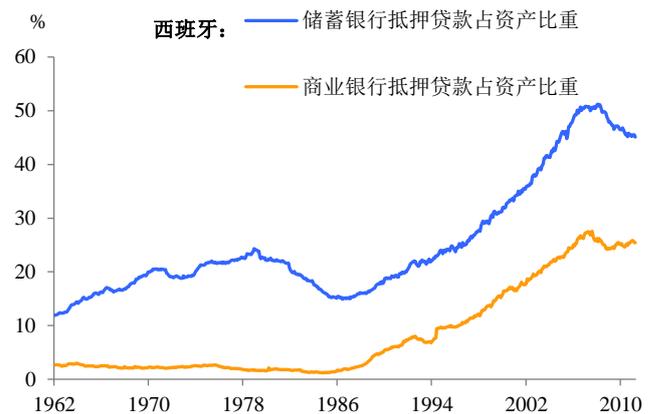
对于银行端，储蓄银行是西班牙银行风险最大的隐患。西班牙银行系统包括商业银行、储蓄银行、合作社等，其中，储蓄银行是西班牙最主要的非商业性银行机构，为基金会形式，一直以来股权和管理结构十分混乱，财务状况透明度也远远低于其他商业银行。在地产泡沫中，储蓄银行发放了过量的抵押贷款，导致对地产风险的敞口非常大，也成为受到西班牙地产泡沫破裂影响最大的金融机构。需要政府当局予以救助，否则一旦持续扩散可能会产生系统性风险，而采取何种方式救助则是一个重大的难题。

图25: 储蓄银行抵押贷款增速更快



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图26: 储蓄银行抵押贷款占资产比重高



数据来源: Wind、东吴证券研究所

化解银行风险的制度选择: 渐进式的并购重组改革。对于不能经营的银行, 常见的处理方式有政府直接注资救助、银行并购重组和直接破产倒闭等方式。如果放任银行破产倒闭对经济的破坏效应过大, 而受限于主权债务危机的影响以及西班牙财政的持续恶化, 西班牙政府又无法直接注入大量资金予以救助。因此更为谨慎的银行并购重组改革成为了西班牙政府的首要考虑, 通过将无法经营的储蓄银行进行合并, 建立规模更大、更加稳定、风险承担能力更强的银行机构以防范危机。在这一过程中, 西班牙政府明显对未来经济、地产的改善过于乐观, 因此对银行的救助略显保守。

因此, 2009年西班牙银行成立银行有序重组基金(FROB), 负责监督金融部门改革以及向银行提供资金援助, 以加速推进储蓄银行整合进程。该基金可提供总额为990亿欧元援助, 其中90亿欧元为资本金, 其余900亿欧元则是由政府进行担保的债务。最终在FROB的推动下, 储蓄银行部门通过并购从2010年的45家集团缩减至2011年的15家集团。

图27: 西班牙储蓄银行重组过程



数据来源：西班牙交通、移动与城市规划部、西班牙经济和财政部、东吴证券研究所整理

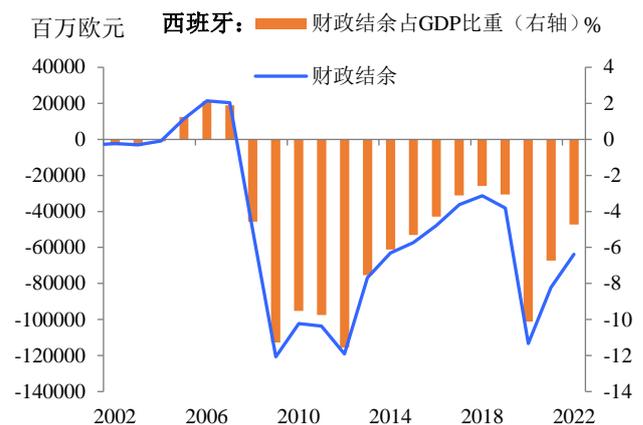
但并购重组并没有解决银行端的核心问题，即并没有化解银行端的不良贷款风险。2008-2012 年间不良贷款率仍在持续上升，且在第一轮大量的财政转移下，政府的公共债务快速上升。随着主权债务危机的发酵和西班牙经济的下行，仅是并购重组改革已经无法解决西班牙银行业的坏账风险，因此 2012 年西班牙政府不得不向欧盟申请了 1000 亿欧元的救助申请。

图28: 不良贷款率并未得到解决



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图29: 2008年后西班牙财政快速恶化



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.2. 救助 2.0: 成立 SAREB 剥离银行不良资产+地产去杠杆

2012年后，渐进式的银行并购重组转变为全面的注资和不良贷款剥离。欧元区批准了西班牙的援助申请，并与西班牙政府签订“金融支持计划”备忘录，由欧洲金融稳定基金负责提供贷款，FROB代表西班牙政府接收贷款，并向本国银行体系注资。“金融支持计划”主要包括：(1)资产质量审查和压力测试；(2)采用多种方式弥补资本金缺口；(3)将房地产不良贷款剥离给一家资产管理公司；(4)对薄弱银行进行资本重组和清算，全面改革金融监管体系等。

SAREB的成立是银行危机化解的关键。其中，最为重要的一项便是成立资产管理公司以剥离房地产不良贷款。SAREB成立于2012年8月，旨在帮助清理西班牙金融业，特别是那些因过度投资房地产行业而陷入财务困境的银行。被当局认定需要进行重大重组的西班牙银行被要求迅速将风险最大、最糟糕的房地产资产转移给 SAREB，其要在15年的时间内有序地剥离不良资产，也变相打开了准政府性收储的大门。

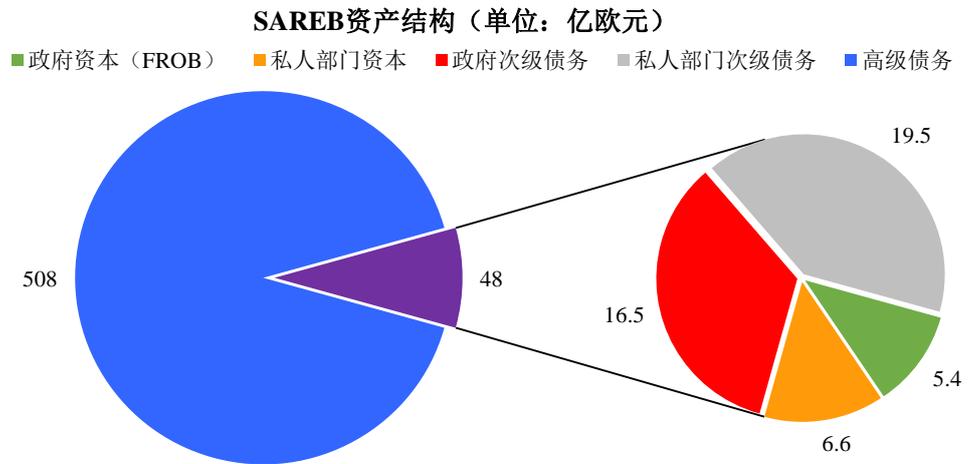
图30：西班牙第二阶段银行救助核心内容

项目	内容
全面摸清银行体系资本金缺口	2012年6月，西班牙政府委托两家独立咨询公司进行了两轮压力测试。测试对象是该国前17大银行，这些银行共持有超过90%的银行业资产。
弥补资本金缺口	将10家存在资本金缺口的银行分为3类，确定注资重点；并通过多种方式，将原先近560亿欧元的公共部门注资需求降低至388亿欧元
收购银行业不良贷款	2012年8月，西班牙政府成立“银行体系重组资产管理公司”（SAREB），并于12月份开始运作，专门收购房地产不良贷款。
全面改革金融监管体系	增加西班牙央行监管权和独立性；完善西班牙央行监管程序和方法；将银行监管与充足只能分离；深化审慎监管与治理

数据来源：SAREB，东吴证券研究所整理

“四两拨千斤”的制度设计：以较小的公共资金撬动巨大杠杆。SAREB采用公私所有制结构，政府通过银行业重组基金(FROB)出资5.4亿欧元，相当于SAREB资本的45%，并向SAREB延期了16.5亿欧元的次级债务，其他约55%的股份由私人投资者持有，主要是银行和保险公司。多数私人所有权结构意味着SAREB在法律上不被视为“国有”，其负债不被欧盟统计局视为西班牙国债的一部分。然后，SAREB发行了508亿欧元由西班牙州政府担保的高级债务，转让银行认购了高级债务，并通过在欧洲央行贴现获得流动性。

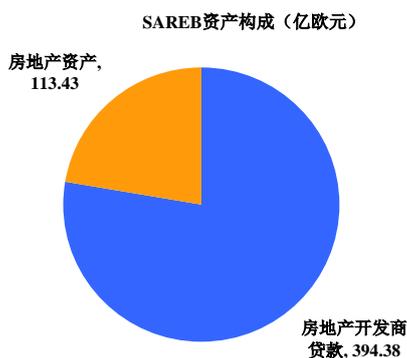
图31: 政府用 20 亿资金撬动 500 多亿杠杆



数据来源：SAREB、东吴证券研究所

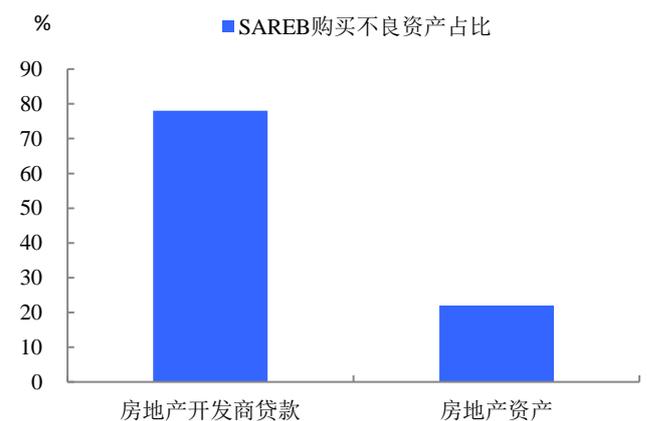
大幅剥离不良贷款最终促进银行风险化解以及地产企稳。最终，SAREB 以 508 亿欧元收购了约 20 万项资产，账面价值为 1069 亿欧元，这些资产中约 78%为房地产开发商贷款，22%为房地产资产。SAREB 的不良贷款购买约占整个市场 1670 亿欧元不良贷款总额的 60%。

图32: SAREB 发债购买 507.81 亿房地产贷款和房地产



数据来源：SAREB、东吴证券研究所

图33: SAREB 收购资产中，78%为房地产开发商贷款，22%为房地产资产

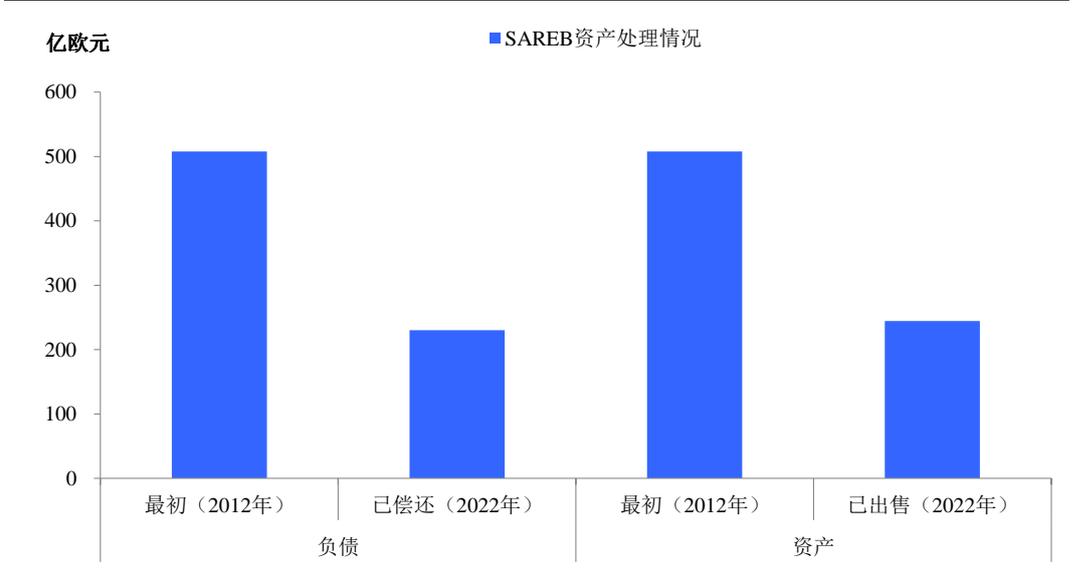


数据来源：SAREB、东吴证券研究所

SAREB 的不良资产处理取得初步成效。自成立以来 SAREB 将不良资产进行管理和出售，截至 2022 年底，SAREB 已出售价值 244.56 亿欧元的资产，约占其投资组合的

48%，并且偿还了 203 亿欧元的债务，占其债务的 40%。同时 SAREB 的投资组合结构也发生明显变化，即占有越来越多的房地产资产和与越来越少的贷款，其中房地产开发商贷款占比从 2012 年的 78% 左右下降至 2022 年的 41%，而房地产资产的占比则从 2012 年的 22% 上升至 59%。

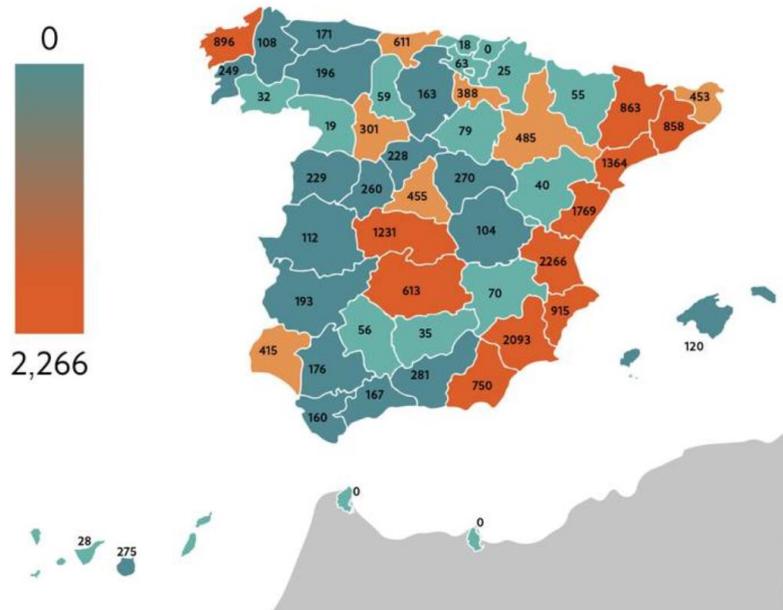
图34：截至 2022 年，SAREB 已经处理了 40% 的不良资产



数据来源：SAREB、东吴证券研究所

地产收储以化解存量可为我国提供优秀借鉴。除了出售不良资产之外，SAREB 在提供社会住房方面也发挥了巨大作用，SAREB 与公众行政部门合作，将收购的存量地产进行开发改造，共提供了 15000 套住房作为经济适用房。进一步，Sareb 在 2023 年创建了一份包含近 21000 套房屋的清单，这些房屋均可以在短期内被当局收购，用作经济适用房。通过将一部分房地产资产转化成保障性住房租赁给居民居住，一定程度上有助于化解房地产的存量，促进地产市场健康发展。

图35: 根据与西班牙自治区和市议会签署的协议, SAREB 目前还管理着约两千所房屋



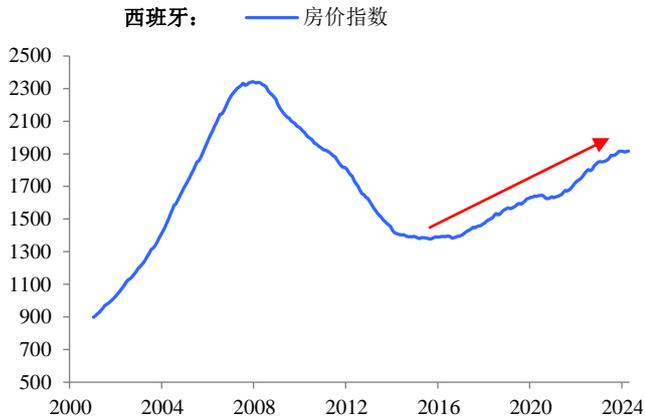
注: 数据时间截至 2023 年 3 月, 经济适用房单位为套

数据来源: SAREB、东吴证券研究所

除了银行端风险外, 西班牙政府也积极推动房地产行业去杠杆。包括: 取消了 2006 年 1 月以前购置首套房的民众所享有的税收减免; 通过制定城市规划和房地产调整计划, 推进房屋租赁市场的开放; 扶持购房困难群体等等, 这些措施也进一步促进了西班牙地产市场的健康和发展。

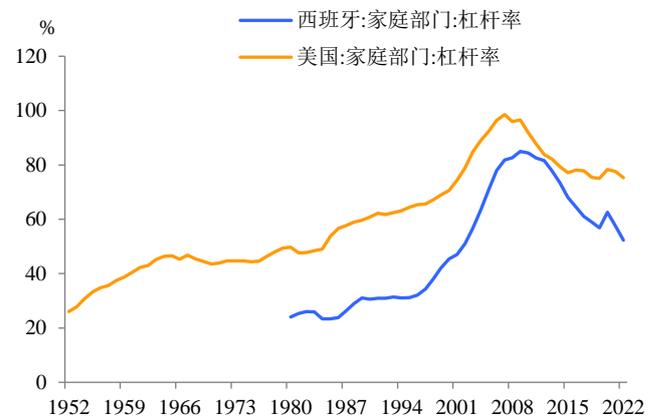
2012 年后的西班牙地产政策有效控制了各方风险, 使得房地产市场逐步回归健康发展。不仅银行端不良贷款得到控制, 同时在西班牙政策的影响下, 在仅仅 1 年以后, 2014 年地产端开始企稳复苏, 房价稳步回升, 建筑业占 GDP 比重也稳定在 10% 的比重上, 房地产市场在新的稳态上达到平衡。对于居民端来说, 在一系列去杠杆政策和政府的帮扶下, 家庭部门杠杆率稳步下滑, 并且相对于美国来说杠杆率下降幅度更高, 负债违约风险逐步降低, 房地产市场逐步回归健康发展。

图36: 2014年后房价逐步企稳



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图37: 西班牙居民杠杆率稳步下降



数据来源: Wind、东吴证券研究所

4. 风险提示

国内房地产政策超预期, 居民房价预期、购房逻辑改变; 海外经验可能无法简单适用于国内, 政策之间可能存在不可比因素。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>