

房地产风险：宏观测度及传导机制

- 严厉调控之下，部分头部高杠杆房企的融资压力快速积累，信用风险陡然上升。6月以来，若干民营房企信用风险持续发酵，美元债价格剧烈波动，并已传导至在岸金融市场。
- 2020年销售额超过2,000亿元的19家房企中，非绿档房企共11家，均为民企，其债务规模约占我国名义GDP的10%。若将统计范围扩大至销售额排名前50的房企，非绿档房企的债务规模占GDP的比重接近15%。
- 房企的潜在信用风险敞口巨大，融资压力可能向其它房企、上下游企业、居民部门、金融机构以及地方政府传导，对国民经济运行和金融稳定的影响不可小觑。
- 在外生事件冲击下，房企出现融资困难，为了获取流动性被迫对资产进行大幅减价抛售，可能引发负外部性。房地产价格下跌，使得居民、企业和地方政府的资产负债表恶化，杠杆率上升、信用资质下降，进而导致商业银行的不良率上升、资本充足下降，引发信贷紧缩，市场主体融资困难加剧。
- 从短期看，政策要注重化解防范房地产市场风险，宏观审慎监管与防范道德风险并重，避免个案风险进一步发酵、向其它企业和部门传导引发市场恐慌和系统性风险；同时要避免出现“大而不倒”，陷入债务危机企业应该受到市场的惩罚。
- 近期高层领导和监管部门密集发声，旨在维护房地产市场的正常运行，恢复房地产市场的正常融资功能。一方面，部分地区房贷利率有松动迹象，这有助于房企实现资金回流、保证施工和交付，进而保障购房者应有的权益；另一方面，房地产信贷有望平稳运行，房企再融资压力边际缓解。
- 展望明年，预计房地产投资将进一步走弱。房地产销售面积大概率继续下行，土地成交面积或将萎缩，溢价率受到抑制，土地购置费可能出现负增长。建安投资方面，房企将继续加快施工竣工和交付，新开工仍将保持低迷，拖累后续施工及投资增速。

丁安华，首席经济学家

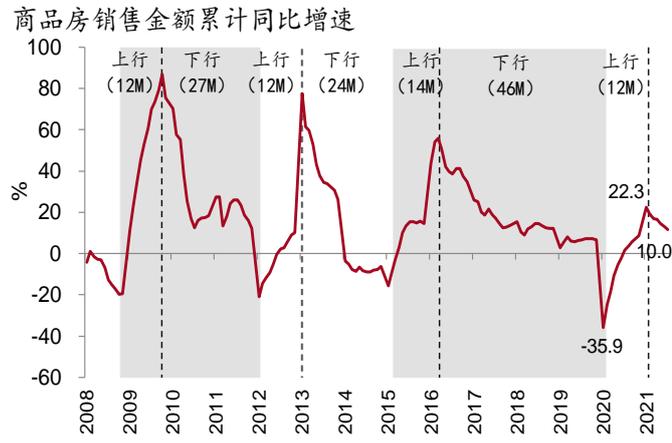
(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

引言：房企信用风险陡然上升

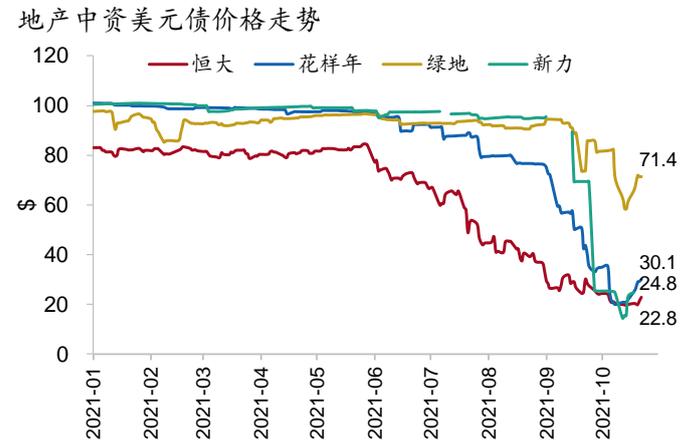
严厉调控之下，我国房地产市场的销售金额和投资增速自今年2月开始持续下行（图1）。限制高杠杆房企融资增长的“三道红线”¹，叠加约束银行风险偏好的贷款集中度“两条红线”²，使得部分头部高杠杆房企的融资压力快速积累，信用风险陡然上升。

图 1: 新一轮房地产周期于今年 2 月见顶回落



注：2021 年数据为两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2: 部分房企的离岸美元债价格剧烈下行



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

金融市场是观察当前房地产风险的一个窗口，特别是离岸中资美元债市场。民企是离岸地产债的发行主力，占存量债务的六至七成。6 月以来，若干民营房企信用风险持续发酵，美元债价格剧烈波动（图 2），违约事件开始出现，离岸市场的融资功能丧失殆尽。明年是离岸美元地产债的偿债高峰，到期规模约 3,500 亿美元，部分高杠杆民营房企存在偿付风险。

离岸地产债市场的大幅波动已传导至在岸金融市场。9 月以来，国内低评级（AA-）地产债收益率上升约 40bp，港股和 A 股房地产板块分别下跌三成和两成，对市场指数构成明显压制。

近来，高层官员和监管部门公开表态安抚市场情绪、释放政策暖意。但是，我国房地产市场正经历深刻变革，发展逻辑面临重构。转型孕育着新生，也伴随着阵痛和风险。本文基于自上而下的宏观视角，对房地产风险敞口的宏观量级进行估算，同时分析风险传导的主要机制。

¹ 2020 年 8 月 20 日，人民银行、住建部召集多家房企座谈，“三道红线”政策落地，基于房企的资产负债率分档设定其有息负债增速的上限。“三道红线”分别指剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1 倍。“三线”均超出的为“红档”，“二线”超出的为“橙档”，“一线”超出的为“黄档”，“三线”均未超出的为“绿档”。红档房企有息负债不得新增，橙档有息负债年增速不得超过 5%，黄档不得超过 10%，绿档不得超过 15%。

² 2020 年 12 月 31 日，人民银行联合银保监会颁布了房地产贷款集中度“两条红线”政策，综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制。

一、敞口估测：多米诺效应

作为我国国民经济长期以来的支柱产业，房地产广泛涉及企业部门（包括房企及其上下游企业）、居民部门和地方政府，房企的信用风险因此可能触发连锁反应。我们首先可以从市场主体的资产负债表视角对房地产风险进行静态评估。

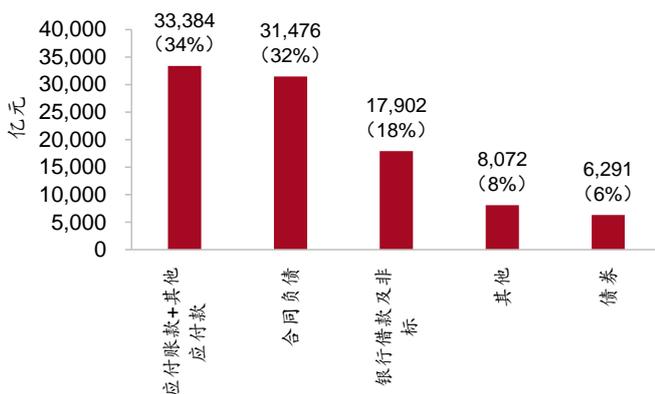
对房地产开发企业而言，“三道红线”融资紧箍咒之下，非绿档房企的信用风险首当其冲。根据最新财报数据，2020年销售额超过2,000亿元的19家房企中，非绿档房企共11家³，均为民企，合并总资产负债率为83.6%。

截至今年6月，从负债结构看，这11家非绿档房企仅对供应链的“应付账款和其他应付款项”的规模就超过3.3万亿（图3）。此外，还有对居民的合同负债3.1万亿，银行借款（含非标）1.8万亿，债务压力十分沉重。

从资产结构看，这11家非绿档房企流动性较高的资产（包括货币现金、受限制现金、应收账款和预付账款）约3.3万亿，占比29%；土地储备规模约6.2万亿，占比54%（图4）。值得注意的是，在土地市场降温和新房销售增速下滑的双重压制下，房企的土储变现困难，存量资产存在贬值风险，偿付能力存疑，债务风险上升。

图3：房企应付账款规模高达3.3万亿元

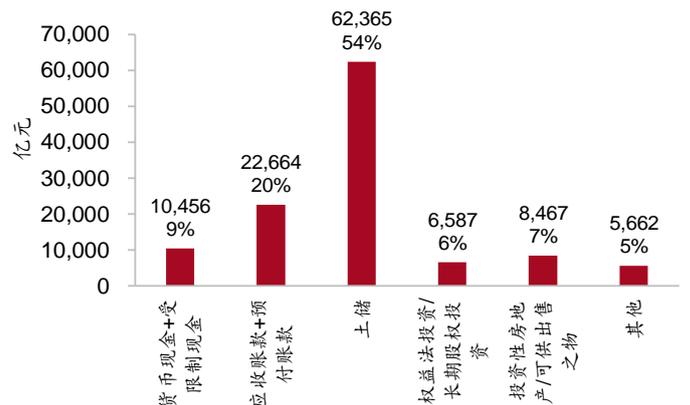
非绿档房企负债构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

图4：房企土地储备占资产构成的一半以上

非绿档房企资产构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

大致估算，这些非绿档房企的债务规模约占我国名义GDP的10%。若将统计范围扩大至销售额排名前50的房企，非绿档房企的债务规模占GDP的比重接近15%。不能不说，房企的潜在信用风险敞口是巨大的，对国民经济运行和金融稳定的影响不可小觑。

首先，房企的融资压力将不可避免地导致对供应链上下游企业的资金占用，尤其是建筑、建材及装饰行业。其次，房企拖欠款项可能导致施工停滞，冲击就业。进而，购房者也可能面临施工停滞带来的“烂尾楼”风险。据测算，这11家非绿档房企已售暂未交付的商品房总值约10.5万亿元，确保新房竣工和交付涉及广大购房者的切身利益。最后，房企大范围违约可能冲击金融体系的稳定。

³ 11家非绿档房企包括碧桂园、中国恒大、万科A、融创中国、绿地控股、新城控股、金地集团、旭辉控股集团、中南建设、阳光城、绿城中国，详见附表1。

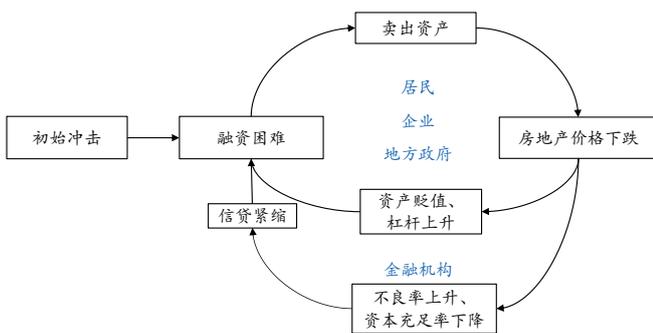
二、风险传导：负反馈循环

房地产兼具商品属性和金融属性，被广泛地用作为抵押品进行投融资。这使得房地产风险具有金融风险的外部性特征，包括连结外部性（interconnectedness externalities）和清仓抛售外部性（fire sale externalities）。

房地产市场首先具有连接外部性。静态观察，非绿档民营房企潜在信用风险敞口数量级相当可观，并与上下游企业、居民部门和地方政府紧密关联。而从动态视角看，房地产市场的风险还可能会通过市场交易和价格机制传导蔓延，形成负反馈循环。

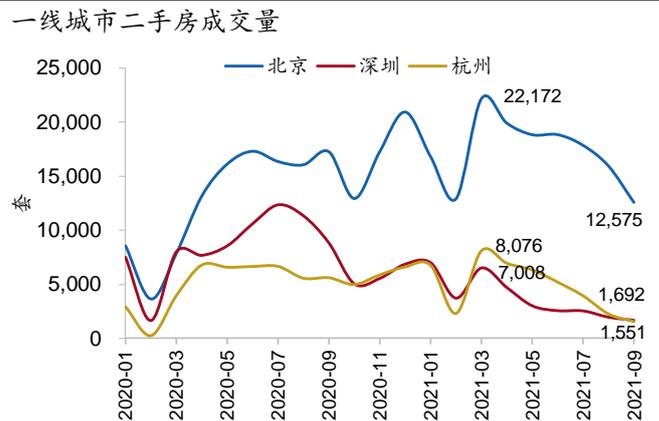
在外生事件的冲击下，房企出现融资困难时，为了获取流动性被迫对资产进行大幅减价抛售。由于企业抛售资产时并不会考虑其抛售行为对资产价格以及其它主体的影响，可能引发负外部性。房地产价格下跌，使得居民、企业和地方政府的资产负债表恶化，杠杆率上升、信用资质下降，进而导致商业银行的不良率上升、资本充足下降，引发信贷紧缩，市场主体融资困难加剧，从而陷入“价格下跌→抛售资产→价格进一步下跌”的恶性循环之中（图5）。

图 5: 房地产风险的负反馈循环



资料来源：招商银行研究院

图 6: 一线城市二手房成交量大幅萎缩



资料来源：Wind、招商银行研究院

我们可以大致测算一下我国城镇商品房的总市值。截止 2020 年底，我国商品房总面积为 374.6 亿平方米。以该年新增销售金额除以新增销售面积，推算出 2020 年全国商品房均价约 1.06 万/平方米。由此可得，2020 年末我国城镇居民存量商品房市值达 396 万亿元，4 倍于名义 GDP 总量，占居民总资产规模的 69%。

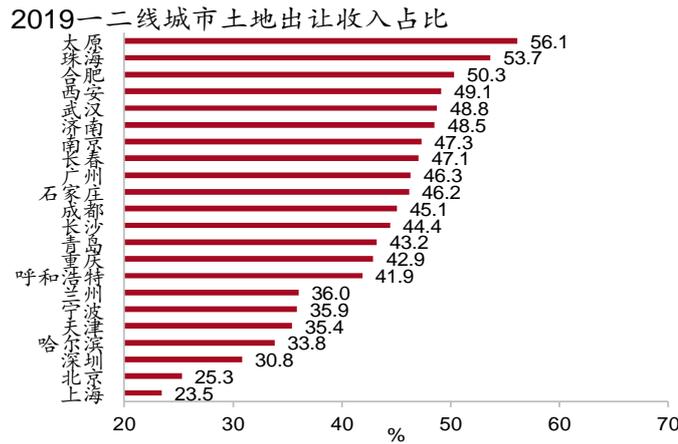
就金融部门而言，我国个人住房贷款余额约 36.6 万亿元，房地产开发贷约 17.0 万亿元，合计 53.6 万亿元，占商业银行信贷存量的 28.9%；此外，房地产非标、信托和债券的规模约 10.4 万亿元，可视为其它金融机构的房地产风险敞口；合计起来约 64 万亿，只占我们估算的房地产总市值（396 万亿）的 16%，说明我国房地产市场资产化程度较低。

观察近期商品房成交情况，热点城市土地市场遇冷，二手房交易量大跌，指向这些城市高房价的支撑正在趋弱。例如，杭州二手房成交量相较年初高点已跌去八成，深圳下跌近八成，北京下跌四成（图 6）。一二手房价的差距正在收敛，房价下行压力加大。若房价

下跌10%，我国商品房市值将蒸发39.6万亿，居民部门的总资产将缩水7%，占名义GDP比重近四成。

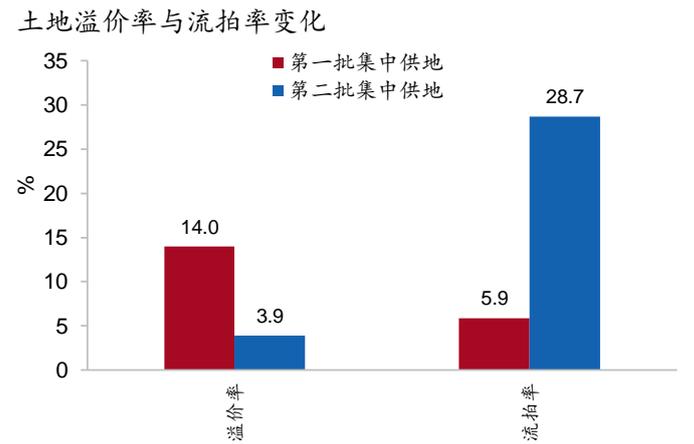
对地方政府而言，土地市场遇冷令部分高度依赖土地出让收入的地方财政承压（图7）。在“三稳”政策要求下，9月以来试点城市第二批集中供地表现出与上半年截然不同的“冰火两重天”局面，土地溢价率大幅下滑、流拍率大幅上升（图8）。这无疑将进一步加大地方政府的财政压力，特别是对土地财政依赖度高的地区而言。

图7：主要城市土地财政依赖度



资料来源：Wind、招商银行研究院

图8：土地溢价率大幅下滑、流拍率大幅上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、凛冬将至，政策回暖

我国房地产行业的运行逻辑正处于颠覆性变革的拐点，中央房地产调控的定力不容置疑，“房住不炒”和“三稳”的政策方向不会改变，“三道红线”和贷款集中度管控难以出现实质性松动，房地产税试点工作被置于“共同富裕”框架下正式提上日程。从长远看，这些政策有助于我国房地产行业的平稳健康发展，推动金融资源配置向创新和新动能部门倾斜，改善居民部门收入和财富分配。

从短期看，考虑到当前我国经济下行压力加大，以及房地产行业在国民经济中的重要性，政策要注重化解防范房地产市场风险，避免个案风险进一步发酵、向其它企业和部门传导引发市场恐慌和系统性风险。

如何处置个别房地产企业的债务风险？需要明确两个原则，一是宏观审慎，二是防范道德风险。从宏观审慎的角度，需要将个别房企的债务危机“围栏”（ring fencing）在可控的范围，防止风险蔓延至其它经济部门，严守不发生系统性风险的底线；防范道德风险，就是要避免陷入“大而不倒”的局面，那些出现债务违约的企业应该对其错误的经营决策负责，受到市场的惩罚。

我们看到，近期高层领导和监管部门密集发声，旨在维护房地产市场的正常运行，恢复房地产市场的正常融资功能。一方面，部分地区房贷利率有松动迹象，这有助于房企实现资金回流、保证施工和交付，进而保障购房者应有的权益；另一方面，房地产信贷有望平稳运行，房企再融资压力边际缓解。

展望明年，预计房地产投资将进一步走弱。房产税试点短期内可能对部分城市的购房需求造成短期冲击，房地产销售面积大概率继续下行，土地成交面积或将萎缩，溢价率受到抑制，土地购置费可能出现负增长。建安投资方面，房企将继续加快施工竣工和交付，新开工仍将保持低迷，拖累后续施工及投资增速。

附表 1：头部房企“三道红线”分档情况

销售排名	房企名称	企业类别	2020年销售额(亿元)	总负债(亿元)	现金短债比(倍)	净负债率(%)	剔除预收账款资产负债率(%)
5	保利地产	国企	5,028	10,783	2.4	61	68
6	中国海外发展	国企	3,634	5,171	3.6	29	53
8	世茂集团	民企	3,003	4,636	1.9	50	68
9	华润置地	国企	2,850	6,555	2.2	29	61
10	招商蛇口	国企	2,780	5,637	1.6	34	60
11	龙湖集团	民企	2,706	6,728	5.5	46	68
15	中国金茂	国企	2,237	3,333	1.6	47	68
16	金科股份	民企	2,235	3,181	1.3	75	69
1	碧桂园	民企	7,888	17,398	2.1	50	79
2	中国恒大	民企	7,035	19,665	0.7	100	81
3	万科A	公众企业	7,011	15,913	1.7	28	71
4	融创中国	民企	5,750	9,971	1.4	87	76
7	绿地控股	公众企业	3,567	12,339	1.3	118	83
12	新城控股	民企	2,522	4,840	2.1	54	77
13	金地集团	公众企业	2,426	3,455	1.4	68	70
14	旭辉控股集团	民企	2,310	3,435	2.7	61	72
17	中南建设	民企	2,232	3,207	1.2	97	79
18	阳光城	民企	2,180	2,997	1.5	93	79
19	绿城中国	公众企业	2,146	3,905	2.0	75	73

注：现金短债比=货币资金/一年内到期的有息债务，>1 达标；净负债率=(有息负债-货币资金-受限资金-短期存款-长期存款)/净资产，<100%达标；剔除预收账款资产负债率=(总负债-预收款项)/(总资产-预收款项)，<70%达标。除销售额外，其它财务数据均来自各家房企 2021H1 财报。

资料来源：克尔瑞，Wind，招商银行研究院

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。