



宏观深度报告

“恒大事件”对宏观经济的长远影响

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **恒大事件并未烟消云散，在“硬着陆”风险缓释之后，引发流动性风险和系统性金融风险的概率已经极低，可是恒大事件对宏观经济的深远影响却并未散去。**在本文中，我们对恒大事件的冲击从不同时间维度进行解析：从短期影响看，债务偿付压力引发“资产价格下跌-实际债务率抬升”螺旋的流动性风险已经得到一定程度缓释，但是地产行业“去杠杆”和商业银行“降信贷集中度”依旧会引致信用紧缩；从中期影响看，由于恒大是地产行业重压之下的一个缩影，“恒大现象”改变了“拿地-开工-施工-竣工-销售”的高周转模式，房地产行业周期性见底的时点被推迟，且无形中或触发了房地产行业加速出清的机制；从长期影响看，中国经济增长“去房地产化”和“房地产去金融化”依旧是政策调控坚定的方向，尽管我们大概率从2021年四季度至2022年迎来本轮房地产调控政策小周期的高峰，房地产信贷政策的调整时点决定着地产销售和投资的下行斜率。
- **短期：“雷曼时刻”担忧弱化？**一方面，境内信用债和离岸美元债在2022年上半年或叠加形成一波偿债高峰，挑战地产企业的现金流压力和偿债压力；另一方面，融资需求方的房地产企业回笼流动性、去有息负债杠杆的需求依然强烈；融资供给方的商业银行亦存在为了提高对地产行业信用冲击的抗风险能力而继续压降贷款集中度、改善资产质量的需求。
- **中期：地产行业迎来“明斯基时刻”？**在“恒大事件”爆发之后，行业短期效应看，高周转模式趋于日暮，房地产企业拿地积极性和新开工意愿下降，在结束2021年施工增速大年之后，房地产周期或延迟见底。行业中期效应看，“恒大事件”除了在短期加大民营企业 and 国企、央企之间的信用溢价分化之外，或也将从经营方式方面触发地产行业中期加速出清的机制。
- **长期：中国版的“沃尔克时刻”？**在“房住不炒”长期政策基调不变的条件下，2021年四季度至2022年或是本轮地产调控政策小周期的顶部，地产调控政策变动的时点和力度或决定房地产销售和投资的斜率，如果四季度出台政策优化，房地产销售和投资或在2022年上半年企稳回升；如果政策优化推迟在2022年一季度，房地产周期或在2022年下半年显现反弹。2022年以后更加值得关注的是受地产信用冲击，财政实力较弱的省份面临土地出让收入下滑和本地金融机构风险抬升的挑战，或引发市场对这些省份城投债风险的担忧。
- **风险提示：风险外溢超预期、政策定力超预期。**恒大债务偿付危机演化为非标资产的流动性危机，风险溢价超出市场预期；“房住不炒”政策定力下，房地产调控政策不动摇，导致市场期待的政策微调落空。

内容目录

1. 短期：“雷曼时刻”担忧弱化？	3
2. 中期：地产行业迎来“明斯基时刻”？	8
2.1. 房地产周期或延迟见底	8
2.2. 房地产行业或加速出清	10
3. 长期：中国版的“沃尔克时刻”？	11
3.1. 2021年四季度至2022年或是调控政策小周期的顶部	12
3.2. 地产信用风险如何影响2022年投资和消费？	13
3.3. 地产信用风险或拖累部分地方政府及城投	14
4. 风险提示：风险外溢超预期、政策定力超预期	15

图表目录

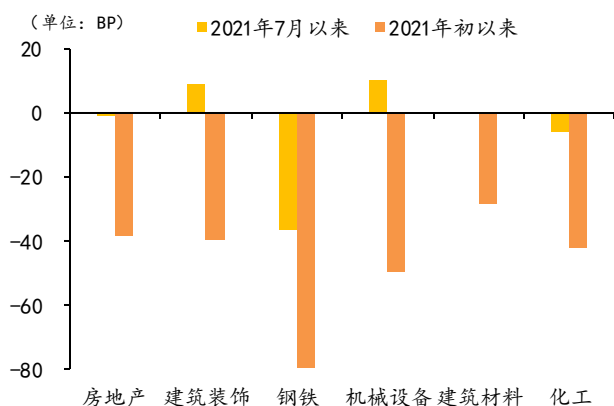
图 1：截止 10 月中旬产业债信用利差中位数累计变动	3
图 2：受恒大事件影响，中资美元债指数持续下挫	3
图 3：“恒大事件”冲击以来，房地产行业信用利差中位值变动处于全行业中位数	4
图 4：未来半年恒大境内地产债到期压力较小	5
图 5：2022 年上半年地产行业将再迎来信用债到期“小高峰”	5
图 6：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业现金短债比及有息负债现金覆盖比例	5
图 7：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业有息负债结构	6
图 8：截至 2021 年 6 月末，A+H 股上市商业银行房地产资产不良贷款率均值达到 1.83%	7
图 9：房地产贷款占金融机构贷款余额高于 25%	7
图 10：房地产贷款和按揭贷款增速逐季下降	7
图 11：2021 年 H1 开始地产企业拿地下行或未见底	8
图 12：8 月份土地流拍率跳涨至 30%、土地溢价率大幅下折	8
图 13：2021 年 1-9 月百强房企单月销售额连月下跌	9
图 14：需求端按揭贷款调控压制销售增速	9
图 15：销售下滑后，商品房库存去化周期回升	9
图 16：房地产商维持偏低库存状态运行	9
图 17：加快推盘回笼销售回款驱动竣工增速保持高位	10
图 18：8 月份房地产投资还高于固定资产投资 2 个百分点	10
图 19：恒大事件或触发地产行业加速出清的机制	11
图 20：2021 年四季度至 2022 年或是本轮地产调控政策小周期的顶部	12
图 21：房地产销售增速下滑或带动汽车类消费下行	13
图 22：居民部门杠杆率增幅和居民最终消费支出增速负相关	13
图 23：东部地区财政平衡良好，财政资质良好的省份城投或成“核心资产”	14
图 24：中西部地区财政平衡较差，地产信用风险或拖累地方政府及城投	14

从7月份恒大债务偿付风险开始酝酿到9月份演化为“股债双杀”的信用风险事件，恒大的债务偿付风险正在逐步蔓延到房地产行业信用、金融体系和经济增长等方面。从9月份社融和信贷数据中依稀能够看到房地产行业供需两端信用冲击的影响。在起初由于恒大的债务偿付不仅涉及到公开市场发行的债券，还牵涉到理财产品、商业承兑汇票等非标准化表外融资债务，并且非标准化表外债务缺乏公允价值计价，市场担忧恒大债务偿付风险存在演化为“资产暴跌—抛售资产”的流动性风险，然而债务偿付压力毕竟不完全等同于流动性风险，随着恒大集团宣布以近100亿元作价转让盛京银行的股权，并且出售全部所得款项用作偿还恒大对盛京银行的相关债务，这种通过积极出售资产自救的行为被市场认可，市场对恒大债务风险“硬着陆”的担忧开始减弱，同时随着花样年等同样陷入债务偿付风险漩涡的地产公司积极出售资产展开自救，曾经“股债双杀”的地产板块迎来阶段缓和。

然而恒大事件并未烟消云散，在“硬着陆”风险缓释之后，引发流动性风险和系统性金融风险的概率已经极低，可是恒大事件对宏观经济的深远影响却并未散去。在本文中，我们对恒大事件的冲击从不同时间维度进行解析：从短期影响看，债务偿付压力引发“资产价格下跌-实际债务率抬升”螺旋的流动性风险已经得到一定程度缓释，但是地产行业“去杠杆”和商业银行“降信贷集中度”依旧会引致信用紧缩；从中期影响看，由于恒大是地产行业重压之下的一个缩影，“恒大现象”改变了“拿地-开工-施工-竣工-销售”的高周转模式，房地产行业周期性见底的时点被推迟，且无形中或触发了房地产行业加速出清的机制；从长期影响看，中国经济增长“去房地产化”和“房地产去金融化”依旧是政策调控坚定的方向，尽管我们大概率从2021年四季度至2022年迎来本轮房地产调控政策小周期的高峰，房地产信贷政策的调整时点决定着地产销售和投资的下行斜率。

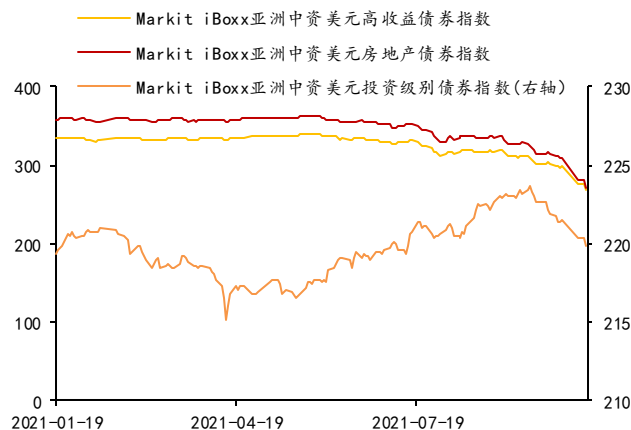
1. 短期：“雷曼时刻”担忧弱化？

图 1：截止 10 月中旬产业债信用利差中位数累计变动



资料来源：Wind、兴业研究、德邦研究所

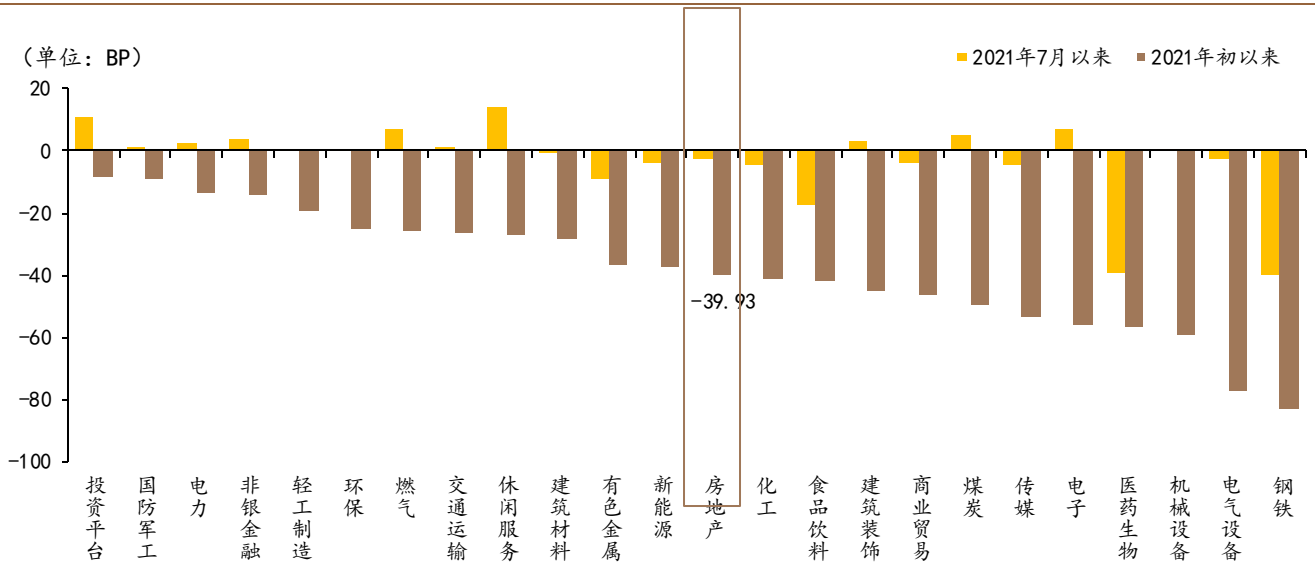
图 2：受恒大事件影响，中资美元债指数持续下挫



资料来源：Wind、德邦研究所

在恒大债务风波伊始，市场担忧其演化为中国版的“雷曼时刻”的原因一方面是因为和雷曼兄弟同样，房地产市场变局引爆高负债、高杠杆模式；另一方面则是担忧为了处置债务而抛售资产或引发流动性枯竭。然而从实际情形来看，恒大债务风波引起的流动性冲击有限且可控，风险基本隔离在地产行业内部。

图 3：“恒大事件”冲击以来，房地产行业信用利差中位值变动处于全行业中位数



资料来源：Wind，德邦研究所

注：鉴于纺织服装、农林牧渔、汽车和计算机、通信等行业信用利差变动较大，并且与地产行业较为疏离，在此表中略掉这 5 个行业以便直观比较。

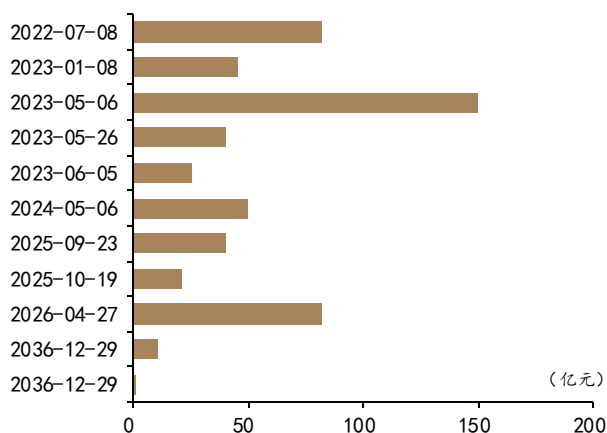
恒大风险基本隔离在地产内部。从不同行业的信用利差变动来看，2021 年以来房地产、建筑装饰、建筑材料、钢铁、机械设备和化工等代表性行业产业债信用利差中位数波动幅度基本一致，房地产行业累计下行近 40 个 BP，低于下行 45 个 BP 的建筑装饰、下行 83 个 BP 的钢铁行业和下行 59 个 BP 的机械设备，但是高于下行 38 个 BP 的建筑材料行业。若考虑到 2021 年一季度房地产市场成交火爆，进入三季度之后，地产行业迎来信用冲击的高峰，以 2021 年 7 月初作为基期计算，房地产行业产业债信用利差中位数也下行了 2.6 个 BP，在几个代表性行业的累计变动中保持中性位置。从申万行业分类比较房地产行业产业债信用利差中位数的变动，2021 年 7 月初至 10 月中旬，房地产行业信用利差累计变动依旧处于中位数水平，在此期间上行幅度最高的反而是投资平台信用债利差，而下行幅度最高的则是钢铁行业和医药设备行业。仅仅从境内信用债利差看，恒大事件的信用风险基本被隔离在地产行业内部，向上中下游相关产业信用蔓延的迹象还不明显。

债务偿付乃至流动性风险是分层次影响的。尽管从境内房地产行业信用利差来看，“恒大事件”之后信用债总体偿付风险可控，但是离岸中资美元债市场则面临到期收益率飙升的局面。回顾 2021 年以来离岸中资美元债的走势，从 2021 年 6 月“恒大事件”发酵以来，中资美元债即开始了崩盘式下跌之旅，不仅房地产行业债券指数下跌，而且在 9 月至 10 月，恒大地产、花样年等房地产商陆续暴露信用风险之后，地产中资美元债和高收益级别中资美元债即陷入大幅下跌的境况，截止 10 月中旬，以 7 月初开始计算，Markit iBoxx 中资美元债指数已经下跌 23%，而高收益债券指数则下跌 19%，作为对照，投资级别美元债指数反而微微上涨 0.20%。地产行业、高收益级别和投资级别涨跌幅的分化，指向地产行业违约风险目前只是拖累地产板块信用溢价，还没有显著扩散至其他投资级别行业。在一般情况下，信用风险的传染路径或存在两条潜在渠道：

(1) 违约债券自身的存量债券在未来陆续到期，增加公司现金流的压力，我们梳理恒大地产境内公司存量信用债，截止 10 月中旬，恒大地产境内存量信用债规模为 546.8 亿元，而从到期期限分布来看，最近的一笔是在 2022 年 7 月

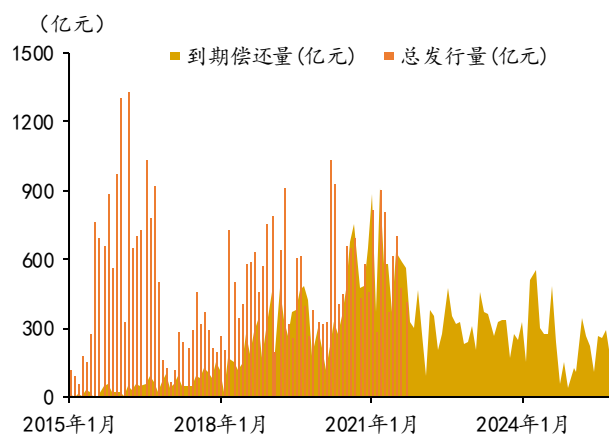
8日，到期量为82亿元，下一次债务到期高峰期则出现在2023年5月有190亿元存量信用债到期，因此仅仅从境内信用债存量来看，未来半年时间到期压力并不大，预计针对2022年7月到期的信用债，市场或在一季度即开始反应。

图 4：未来半年恒大境内地产债到期压力较小



资料来源：Wind、德邦研究所

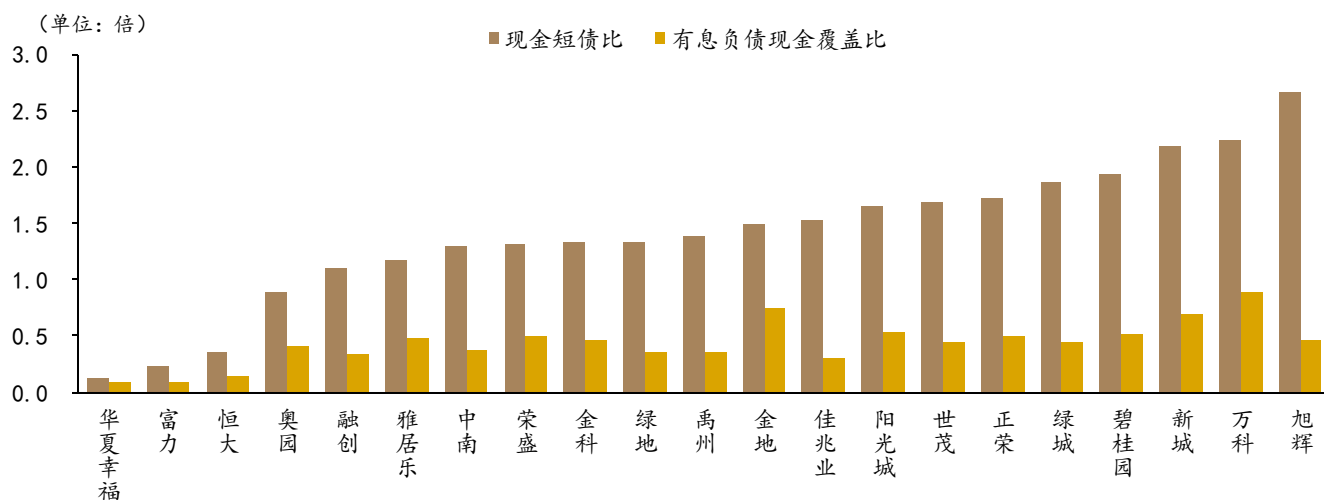
图 5：2022 年上半年房地产行业将再迎来信用债到期“小高峰”



资料来源：Wind、德邦研究所

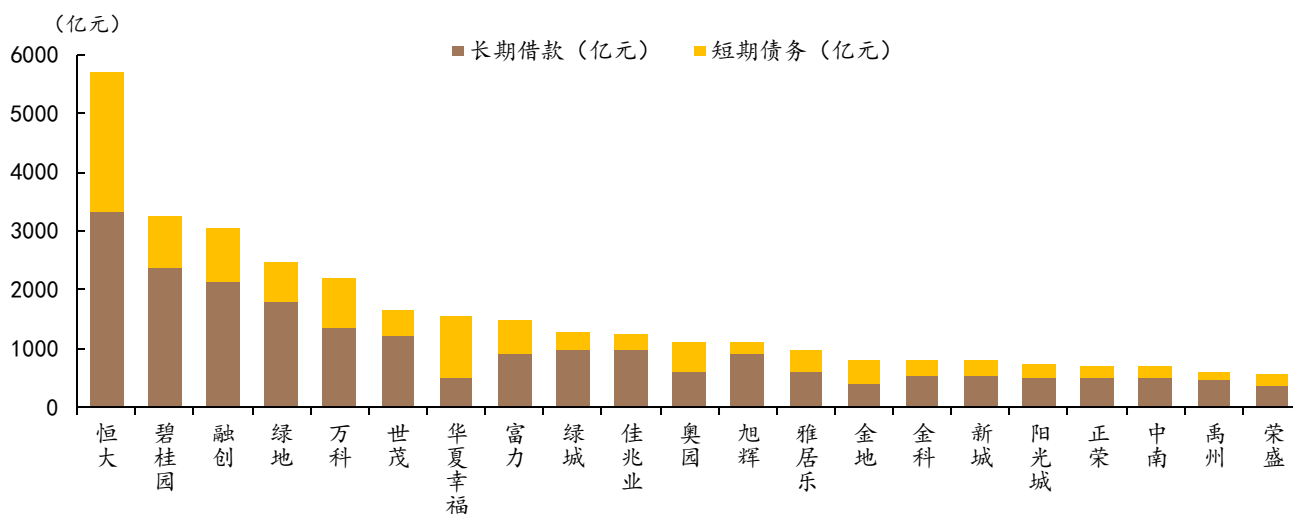
(2) “恒大事件”牵连到地产信用债板块的冲击，截止 10 月中旬统计境内房地产存量信用债规模达到 1.8 万亿，其中约 30%为民营企业债，恒大事件或造成不同属性房地产企业债务再融资溢价的分化。从境内地产信用债到期分布来看，本轮地产债的偿债高峰或将持续至 2021 年底，即便进入 2022 年，上半年地产债到期量合计仍有 2,000 亿元的偿债压力，因此“雷曼时刻”的担忧只是阶段性缓和、并未全部消散。从离岸中资美元债来看，2022 年全年地产中资美元债的到期规模将超过 600 亿美元，且偿债压力从 2022 年初即开始显现，因此境内信用债和离岸美元债在 2022 年上半年或叠加形成一波偿债高峰，挑战地产企业的现金流压力和偿债压力。

图 6：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业现金短债比及有息负债现金覆盖比例



资料来源：Wind、德邦研究所

图 7：截止 2021 年 6 月末，部分 A+H 上市房地产企业有息负债结构

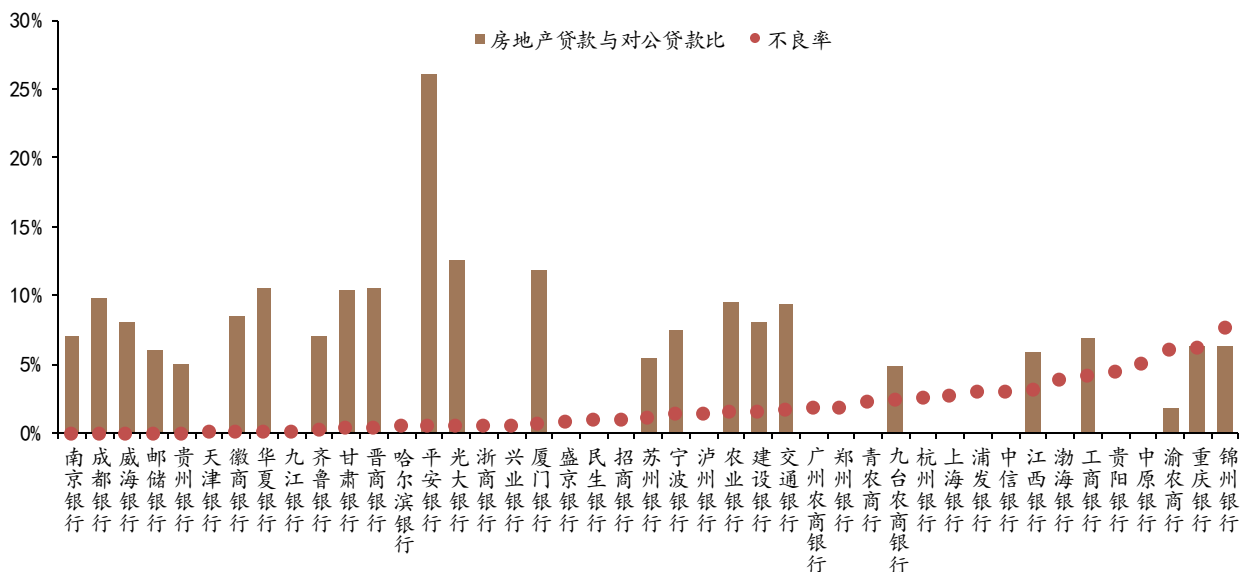


资料来源：Wind，德邦研究所

房企继续去有息负债杠杆、商业银行继续压降房贷集中度。从“恒大事件”对地产行业的冲击来看，2022 年上半年还存在信用债到期的压力，“雷曼时刻”的担忧只是缓解，还未彻底消散，可是如果从“恒大事件”对宏观经济流动性的影响来看，我们认为深层次影响在于，“恒大事件”或就此开启了融资供需两端同时“去杠杆”的过程。

从房地产企业融资需求端来看，去有息负债杠杆或依然是地产企业的优先选项。截至 2021 年中报披露的财务数据，从有息负债规模来看，上市房地产企业有息负债存量规模为 25.6 万亿元；从有息负债的期限结构来看，上市房地产企业债务以短期限流动性负债为主，截止 2021 年 6 月末，流动性负债和非流动负债规模分别为 19.3 万亿元和 6.3 万亿元，分别占全部负债总规模的 75% 和 25%。参照“三条红线”监管要求对房地产企业偿债能力的约束：公司净负债率不得高于固定的 100%；现金短债比例不得低于 1.0 倍。除却已经爆发偿付风险的华夏幸福、恒大等公司之外，尚有多家房地产企业难言轻松偿付。部分房地产企业存在的这种流动性风险，体现为虽然现金短债比例较高，可有息负债的现金覆盖比例却较低，也就意味着虽然债务的短期偿付压力较小，但是中长期随着金融机构借款的陆续到期，中长期却存在一定融资压力。上市房地产公司从商业银行体系借款的存量规模达到 4.92 万亿元，大概占到负债比例的 20%。在当前房地产供需两端融资政策不做任何调整的情况下，部分房地产企业也存在较大的现金流压力，而若在“恒大事件”的冲击下，房地产企业信用环境修复偏慢，甚至在金融机构继续压缩地产行业风险敞口的推动下，融资环境继续收紧，那么长期的有息负债现金流覆盖比例不足的偿付压力或将“折现”至短期，导致信用风险的蔓延。从融资的信用供给方来看，金融机构存在继续收紧地产行业风险敞口的意愿吗？我们认为商业银行或存在继续压降房地产贷款集中度的倾向。

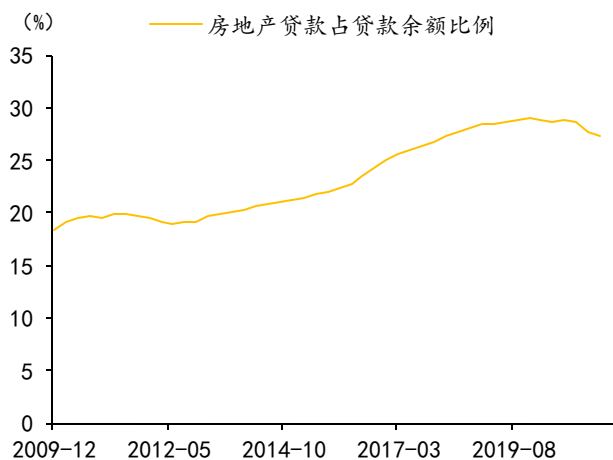
图 8：截至 2021 年 6 月末，A+H 股上市商业银行房地产资产不良贷款率均值达到 1.83%



资料来源：Wind，德邦研究所

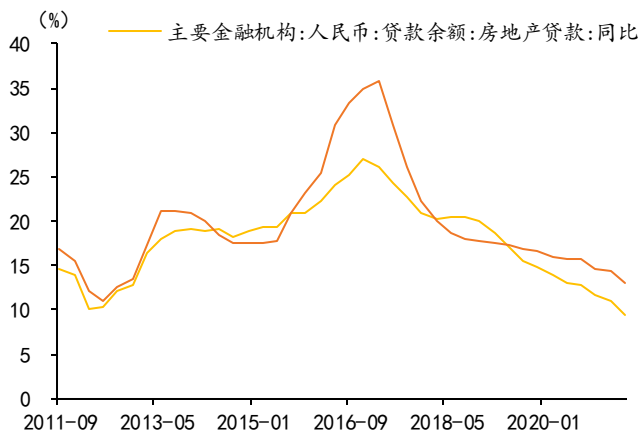
注：上市银行历史年报数据显示，国有大行和股份制银行房地产不良贷款率从 2019 年的 1.05% 上升至 2020 年 1.41%。

图 9：房地产贷款占金融机构贷款余额高于 25%



资料来源：Wind、德邦研究所

图 10：房地产贷款和按揭贷款增速逐季下降



资料来源：Wind、德邦研究所

从商业银行融资供给端来看，根据 2021 年中报披露的 A 股和 H 股上市商业银行的数据来对比，从商业银行房地产贷款占对公贷款比值这一维度来看，依然有 6 家上市商业银行占比超过 20%，8 家上市商业银行处于超过 10% 且低于 20% 的区间，并且在这 14 家上市商业银行中基本为股份制银行和城市商业银行，其中股份制商业银行以平安银行最高，该比值达到 26%；城商行中依次以上海银行、天津银行、九江银行为最高。除此之外，国有大行的房地产贷款占对公贷款比值均低于 10%。然而仅仅从房地产贷款占对公贷款比值来看，房地产行业本身的信用冲击对商业银行体系的拖累作用并不高，更不必说从 2017 年一季度以来，商业银行体系对房地产企业的开发贷和居民个人按揭贷款的增速均处于稳健下行过程中。但是值得警惕的是，如果从不良率角度来看，上市商业银行涉房信贷资产质量其实是在下降，截至 2021 年 6 月末，A 股和 H 股上市的 43 家商业银行，房地产资产不良贷款率达到 1.83%，也就意味着尽管房地产贷款“违约”对商业银

行并不会伤筋动骨，但是为了冲抵上升的资产质量不良率，商业银行计提不良资产准备金则会消耗净资本，加剧商业银行补充资本充足率的压力。

因此从房地产行业融资供需两端来看，融资需求方的房地产企业回笼流动性、去有息负债杠杆的需求依然强烈；融资供给方的商业银行亦存在为了提高对地产行业信用冲击的抗风险能力而继续压降贷款集中度、改善资产质量的需求。房地产行业信用环境或因此而继续紧张，拖累 2021 年三季度以来信用周期下行。

2. 中期：地产行业迎来“明斯基时刻”？

明斯基时刻（Minsky Moment）是美国经济学家海曼·明斯基提出的资产价格崩溃的时刻，指代市场或行业濒临繁荣与衰退之间的转折点。从融资角度来看，在行业高速发展时期大幅举债加杠杆扩张押注资产价格持续上涨，以至于出现债务扩张到经营性现金流不足以抵偿债务利息，引致资产价格崩盘、信贷收紧的崩溃时刻，此后则是漫长的去杠杆时期。但是在明斯基的理论中，只有庞氏融资的企业才会真正经历明斯基时刻的痛苦，而对于稳健经营、经营性现金流足以抵偿债务偿付压力的企业，行业去杠杆时期或相反会带来扩张市场份额的机会。有地产行业人士认为，在当前历史上最严调控、房地产信贷融资最紧、房地产销售最差、行业信心最弱的时期，中国的房地产行业显现“明斯基时刻”的特征。

2.1. 房地产周期或延迟见底

房地产行业是一个典型的加杠杆高周转的金融属性行业，从过往历史来看，中国经济存在周期长度为 3 年-4 年的房地产周期，并且房地产周期的周而复始构成了中国经济周期。从房地产周期的循环来看，经过 2020 年下半年至 2021 年的“施工大年”之后，销售增速的回升或将带动房地产行业继续拿地新开工，进入新一轮房地产周期，但是在“恒大事件”爆发之后，高周转模式趋于日暮，房地产企业拿地积极性和新开工意愿下降，在结束 2021 年施工增速大年之后，房地产周期或延迟见底。

图 11：2021 年 H1 开始地产企业拿地下行或未见底

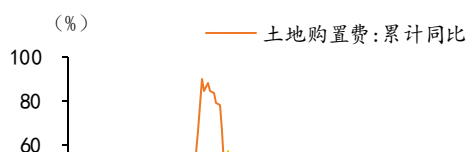
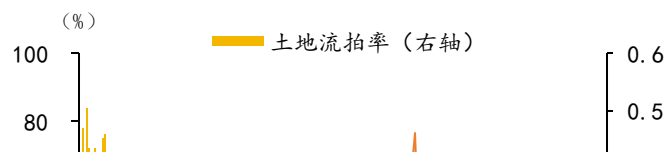


图 12：8 月份土地流拍率跳涨至 30%、土地溢价率大幅下折



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27903

