

首席观点
2021 年 10 月 28 日

房地产风险： 宏观测度及传导机制

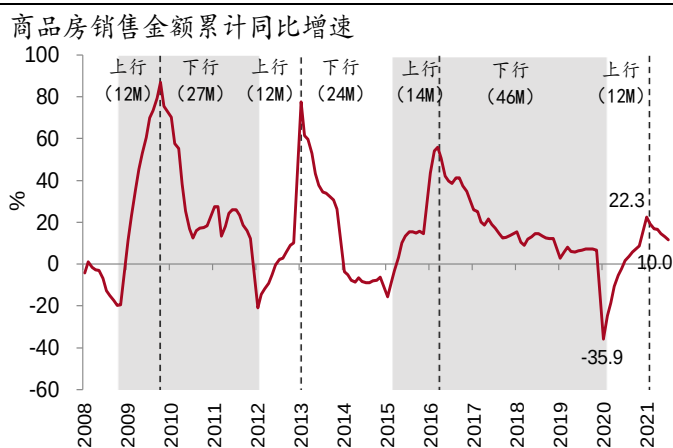
丁安华 招商银行首席经济学家
☎ 0755-83146635 ✉ dinganhua@cmbchina.com



引言：房企信用风险陡然上升

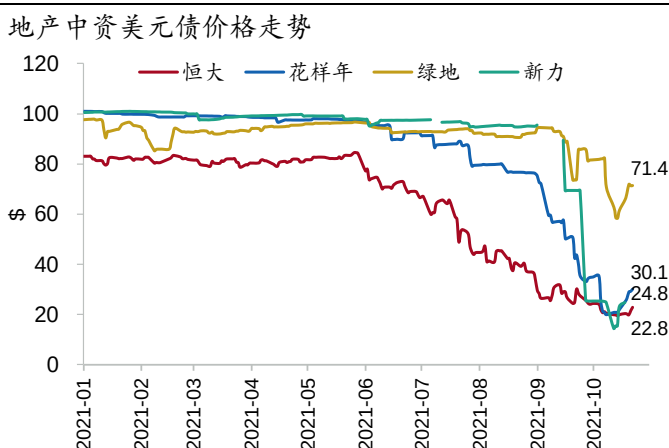
严厉调控之下，我国房地产市场的销售金额和投资增速自今年2月开始持续下行（图1）。限制高杠杆房企融资增长的“三道红线”¹，叠加约束银行风险偏好的贷款集中度“两条红线”²，使得部分头部高杠杆房企的融资压力快速积累，信用风险陡然上升。

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，并建立区域差别化调节机制。

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。

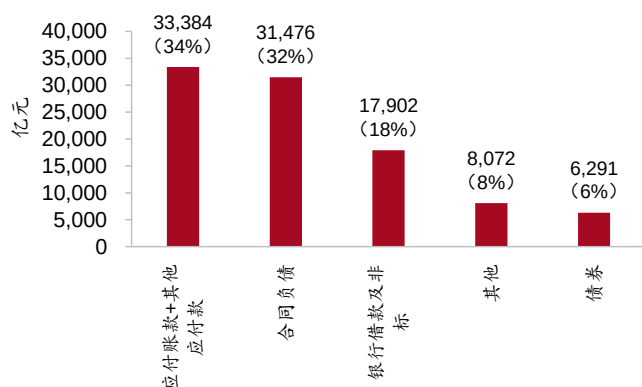
对房地产开发企业而言，“三道红线”融资紧箍咒之下，非绿档房企的信用风险首当其冲。根据最新财报数据，2020 年销售额超过 2,000 亿元的 19 家房企中，非绿档房企共 11 家³，均为民企，合并总资产负债率为 83.6%。

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，还有对居民的消费负债 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

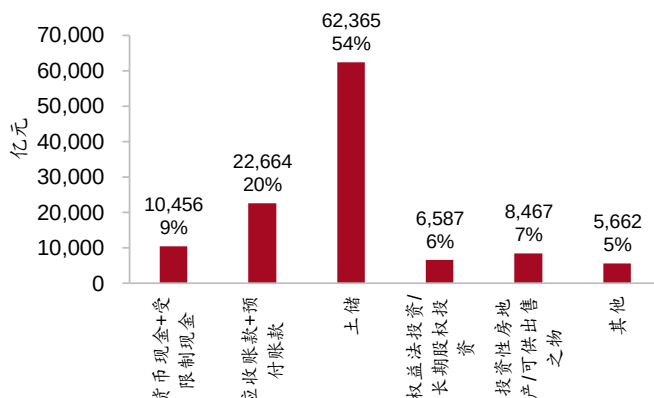
非绿档房企负债构成



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

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。

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。

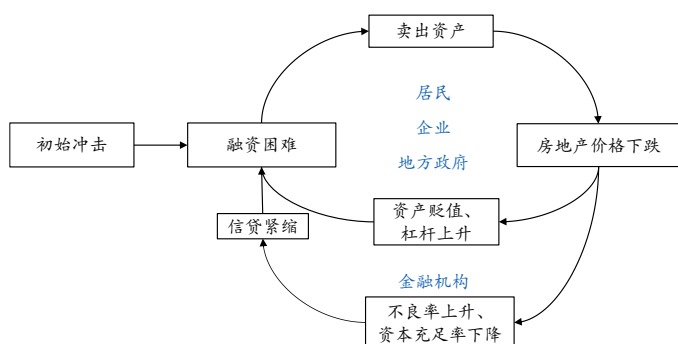
二、风险传导：负反馈循环

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。

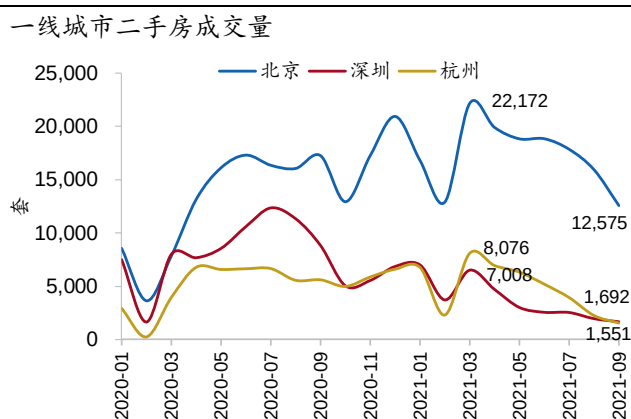
在外生事件的冲击下，房企出现融资困难时，为了获取流动性被迫对资产进行大幅减价抛售。由于企业抛售资产时并不会考虑其抛售行为对资产价格以及其它主体的影响，可能引发负外部性。房地产价格下跌，使得居民、企业和地方政府的资产负债表恶化，杠杆率上升、信用资质下降，进而导致商业银行的不良率上升、资本充足率下降，引发信贷紧缩，市场主体融资困难加剧，从而陷入“价格下跌→抛售资产→价格进一步下跌”的恶性循环之中（图 5）。

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%。

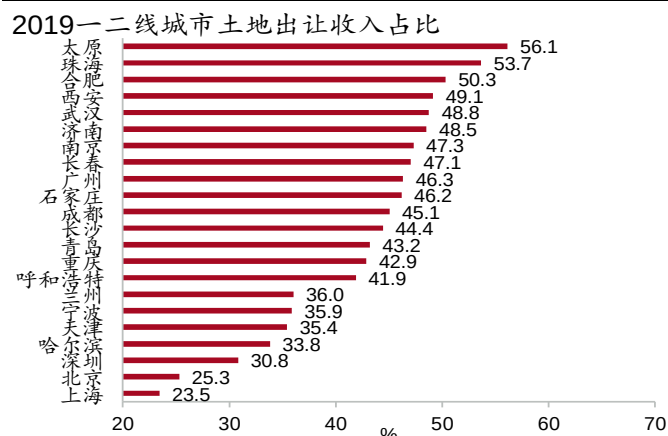
就金融部门而言，我国个人住房贷款余额约 36.6 万亿元，房地产开发贷约 17.0 万亿元，合计 53.6 万亿元，占商业银行信贷存量的 28.9%；此外，房地产非标、信托和债券的规模约 10.4 万亿

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。

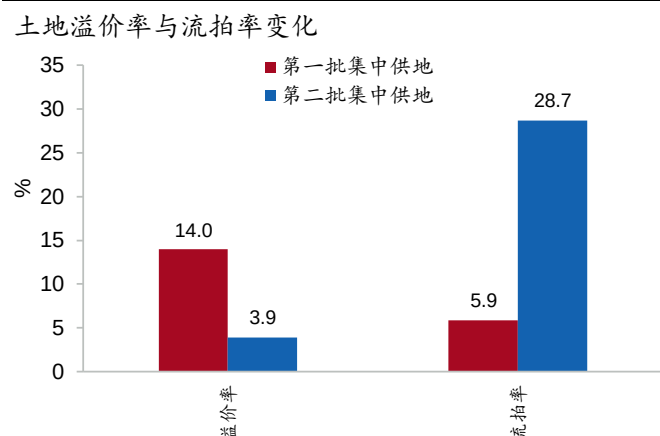
对地方政府而言，土地市场遇冷令部分高度依赖土地出让收入的地方财政承压（图 7）。在“三稳”政策要求下，9 月以来试点城市第二批集中供地表现出与上半年截然不同的“冰火两重天”局面，土地溢价率大幅下滑、流拍率大幅上升（图 8）。这无疑将进一步加大地方政府的财政压力，特别是对土地财政依赖度高的地区而言。

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，

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_28570

