

鲸落万物生？

地产的前景要比想象中更为沉重

报告要点：

- 目前地产下降的斜率已经非常接近硬着陆，地产的产销增速已经双双创了近年新低。
- 其实这一轮地产衰退的姿态与过往略有不同：一是当前地产销售的减速并不是金融环境或限购政策推动的；二是这一轮地产投资的衰退也并非销售带动的。

● 这一轮地产下行是人造的，事情的发展顺序如下：

- 1) “三条红线”是这个多米诺骨牌的始作俑者；
- 2) 市场最为敏感的风险心理线被触发，海外大量抛售地产美元债；
- 3) 房企的风险被市场的预期逐步坐实，恒大、富力等众多房企的风险明显上升；
- 4) 风险也随之蔓延到销售端，开发商变得不稳定后，期房购买者自然会疑虑交房的确定性；
- 5) 在经营性现金流变得脆弱之后，又进一步夯实了地产的风险，这是一个负向循环。

● 当然，开发商的万念俱灰的预期也在放大自身的风险：

- 1) 简单推算的话，“三条红线”所指的地产行业有息负债的增长红线约为10.8%，当前实际增长速度却为-1.4%；
- 2) 真正致命的不是政策，而是政策带来的预期，在一切变得不利之后，地产行业主动处于躺平的状态。

● 这个过程的逆转绝非易事，地产原生的信用问题就难以解决：

- 1) 近十几年来，因行业越来越不赚钱，地产行业的负债效率越来越差（ROA下行斜率明显高于负债成本），这本身是不可逆的；
- 2) 而最近地产行业进入了一个最差的现金流组合之中：经营性净现金流不断上升，但筹资性净现金流却不断下降，这标志着地产风险的升级。

● 遗憾的是：当前地产行业的救助政策也没有摸到风险的命门：

- 1) 目前政策似乎过度集中于按揭政策，但这可能是无效的，购房者真正担心的是期房不交割的风险，而不是当前按揭政策太紧；
- 2) 这个风险隐患其实比想象中大，当前超过半数的销售都是风险很大的开发商所卖的期房。

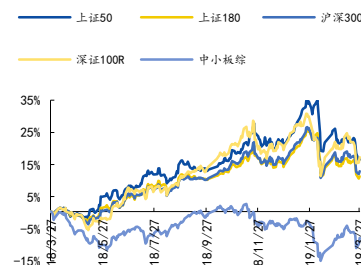
● 即使我们放开对地产的融资，地产也不能回到以前：

- 1) 信心比黄金更重要，忽左忽右的政策在抬升开发商做开支决策时夏普比率的分母；

主要数据：

上证综指：	3492.46
深圳成指：	14515.88
沪深300：	4821.19
中小盘指：	4830.73
创业板指：	3399.66

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《宽松不应如此晦涩：关于央行的碳减排工具》
2021.11.09

《商品的黄昏：关于资源股和 CRB 的前兆》
2021.10.26

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

2) 销售随之出现的改善幅度可能也不会太大，经验上，放水才能实质性改变购房者预期，但 17 年之后，放水的作用也在下降；

3) 我们注定不会回到事前，即使融资政策把地产风险稳住，“地产销售-地产投资-地产购地”这个负向循环还会继续。

● **地产已经成为一个越来越纯粹的灰犀牛，我们应该做足对未来地产风险及衰退的预期：**

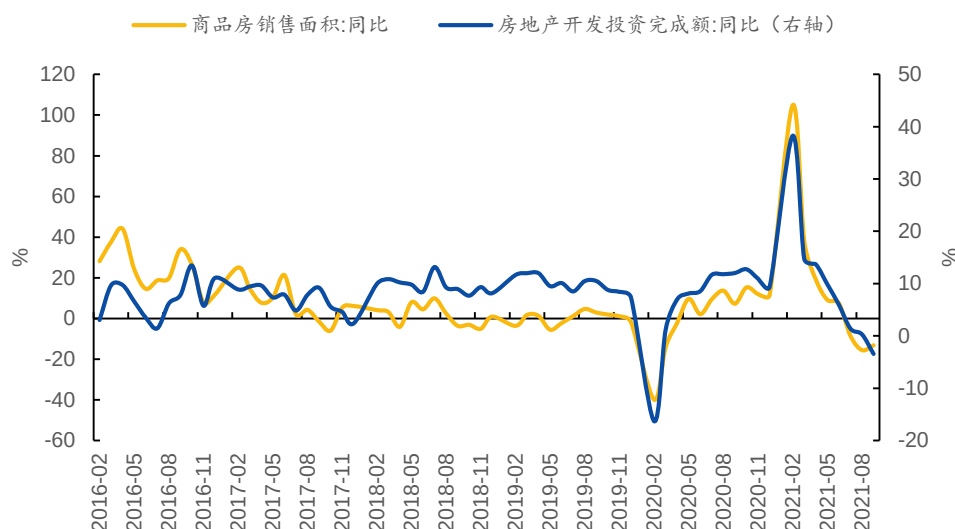
1) 最理想的状态是：救助政策大规模推出，地产能回到原本缓速下降的状态中去，至少地产的投资和交易可以在短时被稳住；

2) 但信心的损失目前无法估摸，政策的效果可能还是低于预期的，且救助政策能否大规模推出尚存变数。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

地产下行的斜率其实已经非常接近硬着陆。地产的销售及投资的单月增长已经进入了深度负增长区间，且若不考虑去年因疫情时期的话，地产的产销增速已经双双创了近年新低。除却今年2-4月因低基数而带来的数据高企之外，这一轮地产真正向下的拐点应是去年11月份，照此推算的话，地产从周期高点深度滑落到历史低点，仅仅用了不到一年的时间。

图 1：地产的产销增速已经双双创了近年新低



资料来源：Wind，国元证券研究所

仅从现象上看，这一轮地产衰退是非同寻常的。首先，这一轮地产销售的减速是金融环境无法解释的，目前的个人按揭贷款利率的位置与地产销售的位置并无法匹配，按揭贷款利率在历史中位，但地产销售在历史低位；其次，这一轮地产投资的衰退也并非销售带动的，从节奏上看，这一轮的地产投资与地产销售的降速是同步的。

图 2：按揭贷款利率当前在历史中位



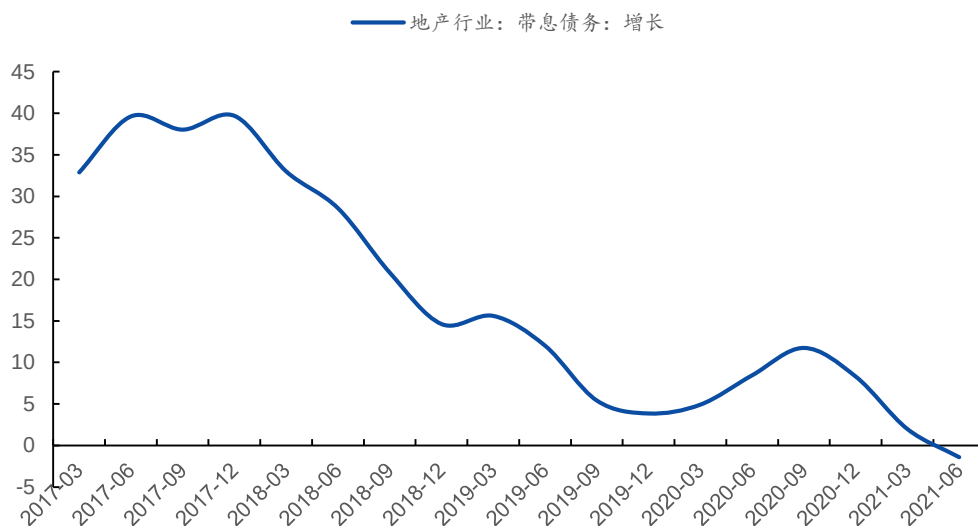
资料来源：Wind，国元证券研究所

这一轮地产下行是人造的，开发商的万念俱灰的预期也在放大自身的风险。

1) “三条红线”是这个多米诺骨牌的始作俑者，这首先触发了市场最为敏感的风险心理线。一方面，海外在大量抛售地产美元债的同时，恒大、富力等房企遭遇了一个非常困难的阶段；另一方面，在开发商的风险升级之后，这个风险也随之蔓延到销售端（开发商变得不稳定后，期房购买者自然会疑虑交房的确定性），在经营性现金流变得脆弱之后，又进一步坐实了地产的风险。

2) 但在此中，真正致命的不是政策，而是政策带来的预期。如果按照单个房企的“红橙黄绿”分档去汇总地产行业的有息负债要求的话，“三条红线”可以容纳地产行业有息负债增长速度约为 10.8%，然而，就今年年中而言，地产行业的有息负债比去年同期反而还下降了 1.4%，这说明在一切变得不利之后，地产行业主动处于躺平的状态。

图 3：地产行业的有息负债比去年同期反而还下降了 1.4%

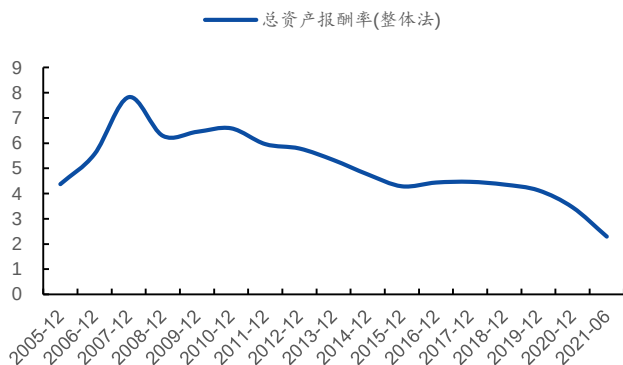


资料来源：Wind，国元证券研究所

这个过程的逆转绝非易事。

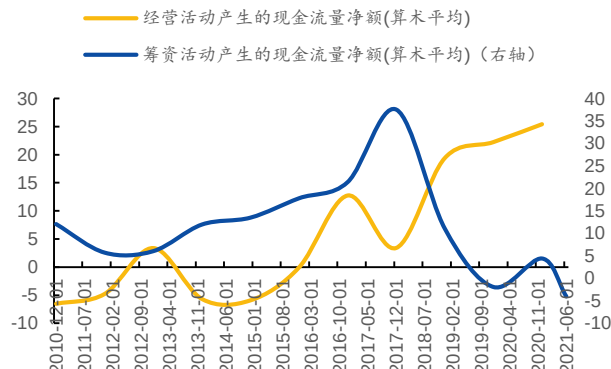
1) 地产行业原生的问题是：行业的大拐点其实已经过去，行业越来越不赚钱，这本身是不可逆的。近十几年来，地产行业的 ROA 在一路走低，且比负债成本的降速更快，这说明地产的负债效率越来越差，且偿债缺口在逐年增加。为了尽量缓解这一压力，整个地产行业进入了一个最差的现金流组合之中：经营性净现金流不断上升，但筹资性净现金流却不断下降，这意味着，地产在不断缩减开支，用以偿还日益增大的偿债缺口。

图 4：地产行业的 ROA 在一路走低 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

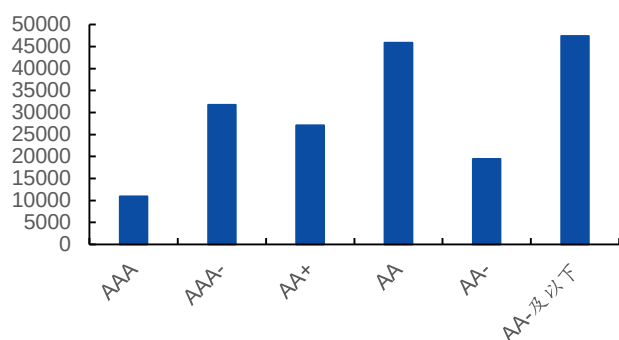
图 5：整个地产行业进入了一个最差的现金流组合之中(亿元)



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 而遗憾的是：当前地产行业的救助政策也没有摸到风险的命门。目前政策似乎过度集中于按揭政策，但如果问题的原委是地产开发商风险的话，那按揭政策对地产似乎是无效的，购房者真正担心的是期房不交割的风险。在当前所有的可售房源中，处于这一风险暴露的房源占比非常之大。首先，当前期房交易量已经相当于现房交易量的 8.5 倍，占整个交易量的近 90%；其次，目前房源之中，开发商存在问题的（AA 及以下评级）占到总房源的 60%左右，照此推算的话，如果购房者担心的风险问题不解决，原本超过半数的销售量可能都存在风险。

图 6：开发商存在问题的（AA 及以下评级）占到总房源的 60%左右



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：当前期房交易量已经相当于现房交易量的 8.5 倍



资料来源：Wind，国元证券研究所

即使我们放开对地产的融资，地产也不能回到以前。

1) 信心比黄金更重要。这一次问题的原委虽然是政策，但地产行业的消沉情绪却主动地推动了风险的加速。即使管控政策放松，忽左忽右的政策依然在影响着

地产预期的稳定性，至少在面对长期资本开支的决策时，政策在短时间内来回往复的变化在很大程度上抬升了夏普比率的分母，因此，“地产投资-地产购地”这个负向循环还会继续。

图 8：地产购地这一轮的下降也与地产消沉的预期有关



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 如果地产商的融资环境改善，销售随之出现的改善幅度可能也不会太大，我们注定不会回到事前。购房者对地产信用的敏感性其实是极弱的，因此，仅仅地产信用好转并不足以扭转销售这一链条。如果地产销售真正好起来的话，经验上放水（利率大幅下降）一定是一个必要条件，然而，至少在目前流动性明显偏宽的环境下，进一步放水的空间应该是极窄的，更何况，在 17 年一轮在限价政策及按揭指导政策的影响之下，地产销售对利率的敏感性也在变差。

图 9：如果地产销售真正好起来的话，经验上放水一定是一个必要条件



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_29262

