

宏观

证券研究报告

2021年11月12日

六问六答：关于房地产投资和房企风险问题

近期市场对房地产问题的关注度较高，我们重点回答以下六个问题：

- 1：什么原因造成房地产销售加速下滑？何时能企稳？
- 2：当前房地产投资面临什么问题？
- 3：房地产投资企稳需要什么条件？
- 4：明年房地产投资的底部有多深？对经济的影响有多大？
- 5：近期政策放松起到什么作用？还需要怎样维稳？
- 6：房企信用风险会如何演进？可能应对方式？

风险提示：房地产政策放松力度超预期/不及预期；政策存在传导时滞，房企信用风险进一步暴露

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-碳减排工具的意义和影响》 2021-11-09
- 2 《宏观报告：全球央行货币政策的决定性变量-全球央行货币政策的决定性变量》 2021-11-08
- 3 《宏观报告：风险定价-权益市场担忧的两大问题都有缓解-11月第1周资产配置报告》 2021-11-02

1 问：什么原因造成房地产销售加速下滑？何时能企稳？

答：

上半年需求高景气，集中供地进一步推升价格，就地过年导致需求前置，营造了“虚假繁荣”，下半年疫后需求释放完毕，叠加政策严查消费贷、收紧居民按揭贷款，销售景气度快速回落。

房地产税改革试点的消息影响到房地产长期投资预期，加上一系列房企违约加重了观望情绪，居民购房意愿下降。

30 城市商品房成交面积两年同比，5 月 6.2%，6 月 4.1%，7 月 3.4%，8 月 -5.1%，9 月 -12.1%，10 月 -9.7%，11 月 1-10 日 -2.9%，随着居民房贷政策放松，近期下滑速度稍有放缓。

今年底-明年初是观察地产销售能否见底的时间窗口。到那个时间，由于银行按揭贷款额度和利率已经有所放松，房地产税试点的细则可能也已经落地，每年也能会有一些刚需要释放，所以年底是地产销售能否企稳的一个观察时点。

2 问：当前房地产投资面临什么问题？

答：

房地产投资面临三个问题。

第一是销售变差。销售回落，房企拿地意愿疲弱，成交土地溢价率处于冰点，低迷的土地成交推动土储去化，新开工负增长。

第二是拿地和开发变难。三道红线降杠杆，集中供地去库存。三道红线促使房企加快存量项目施工，土储/销售面积之比从 17 年底 4.6 倍降至 20 年底 3.4 倍，集中供地加剧土储去化，预计年底土储/销售面积之比降至 2.9 倍，新开工持续负增长，存量项目持续下行。

第三是信用收缩、流动性挤兑。第一步是银行房贷两集中制度对房企抽贷断贷，第二步是恒大事件加剧行业流动性风险，第三步是预售资金监管导致房企现金流压力激增。

这种情况下，一些房企不拿地不开工不还债，彻底躺平，进一步加剧地产投资下滑。

3 问：房地产投资企稳需要什么条件？

答：

9 月房地产投资单月增速转负，房地产投资增速下行压力持续加大。

尽管居民房贷有所松动，但房地产投资企稳尚早：当前竣工周期进入收尾阶段，存量施工强度持续减弱；土储已降至极低水平，叠加流动性趋紧、销售疲弱，新开工将持续负增长，带动房地产投资增速继续回落。

投资企稳需要两方面条件：条件一是居民房贷放松，房地产税力度温和，销售面积企稳；条件二是房企融资条件改善，房企拿地/开工的意愿和能力恢复，带动土储回补、新开工企稳。

特别是条件二。房企融资条件改善——需要当前的信用收缩和流动性挤兑的风险被斩断，银行、信托、债券市场对房企的融资功能能够恢复。房企土储回补、新开工企稳——需要松动集中供地和三道红线对拿地和开发的限制。

4 问：明年房地产投资的底部有多深？对经济的影响有多大？

答：

如果销售能够在今年底-明年初企稳，预计房地产投资增速在明年年中前后企稳。

如果政策放松力度偏弱，预计上半年销售面积增速在-15%左右，新开工增速-25%，投资增

速-11.5%；如果政策放松力度偏强，预计上半年销售增速在-12%左右，新开工增速为-22%，投资增速-8.5%。

不管怎么算，明年上半年地产投资累计增速转负都是大概率的结果，低点增速在-10%左右，对经济的压力显而易见。

房地产投资完成额占 GDP 总量的 13.5%，再考虑到房地产对服务业、后周期消费相关的衍生带动，占比可能超过 20%，如果房地产投资下降 10%，房地产相关产业拖累经济增速下降 2%左右。

5 问：近期政策放松起到什么作用？还需要怎样维稳？

答：

房地产的政策底已经出现：9 月底房地产金融工作会要求“维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”；10 月中旬 3 季度央行发布会提到“部分金融机构对‘三线四档’融资管理规则存在一些误解，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款”；10 月下旬金融街论坛，副总理刘鹤表示“合理的资金需求正在得到满足”，央行副行长潘功胜提到“风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正”。

问题是这个底能不能稳住房地产的下行趋势？目前政策主要在居民融资端稍有缓和，按揭贷款额度和利率放松，对表内融资高压也有纠正，避免金融机构对全行业甚至上下游进一步抽贷断贷、挤兑流动性。

居民房贷放松对销售和企业回款能起到一定作用，但是地方加强预售资金监管削弱了居民房贷放松的利好，目前房企融资端改善尚不明确，

要稳住销售，需求侧政策（限购限售）有待进一步放松。如果供给侧政策（三道红线、预售资金监管）松动，那么对地产投资可以乐观一些，但政策较难改变。因此投资见底的标志，可能是行业出现大量自发性并购，杠杆率低、现金流充裕的大企业合并一部分民营房企。

6 问：房企信用风险会如何演进？可能应对方式？

答：

房企在信贷和销售政策放松的过程中，或者通过出售资产、回笼现金流完成了自救，或者自救失败进入了破产程序，由地方政府保项目竣工交房，确保不出现社会稳定问题。

在这个过程中，房企信用风险还会继续暴露。如果救早了，容易滋生道德风险，削弱此前系列政策在长期问题上取得的进展。如果不救，信用收缩和流动性挤兑传染到某些“系统重要性”房企，可能引发城投和金融体系出现更大问题，出现系统风险。

所以还是要关注对于金融市场具有“系统重要性”的个别房企，一旦出现问题，需要及时斩断信用收缩和流动性挤兑的路径，防止系统风险的出现。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| | | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |

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_29465

