



## 宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

1.《迎接存量房时代:中国住房供需十年变动》, 2022.7.14

# “断供”如何影响下半年房地产复苏?

## 投资要点:

- **核心观点:** 我们测算 2021 年房地产停工率为 6.6%左右, 已销售但尚未交付的期房约为 74 亿平米, 但在“保交楼”政策推进下, 按揭贷款的实际风险敞口并不会太高。“断供”事件后, 下半年房地产政策重心将从“促复苏”向“保交楼”倾斜, 房地产销售和投资都将受到不同程度的影响。
- **风险敞口测算:** (1) **停工率:** 停工≠烂尾, 2021 年底房地产项目停工面积为 4.57 亿平, 约为当年施工面积的 6.6%。
- (2) **未交付期房:** 我们通过两种方法测算 2021 年底已销售但尚未交付的期房面积为 74 亿平米左右。
- (3) **风险敞口:** 假设停工期房项目中 20%-50%烂尾, 对应按揭贷款的风险敞口为 2880 亿-7200 亿元, 但楼盘推进复工后, 大部分业主仍会选择继续还贷, 因此实际风险敞口会更小。
- **“断供”事件如何影响房地产复苏:** (1) **政策:** 上半年房地产相关政策以促复苏、稳增长为中心, “断供”风波后, 下半年政策重心将向“保交楼”倾斜。
- (2) **销售:** 一是居民预期进一步减弱, 从而加剧观望情绪, 阻碍市场复苏; 二是“断供”事件后会进一步加剧房地产销售结构的分化, 具体体现为: 二手房好于新房、现房好于期房。
- (3) **投资:** “断供”可能带来融资收紧、竣工加速两个相反效果, 但当前制约项目竣工的关键因素仍然是资金问题。因此, 融资收紧带来的房地产投资下行效应, 将显著大于竣工加速带来的投资上行, 从而带动房地产投资整体向下。
- (4) **宏观经济:** 上半年经济增长 2.5%, 若三四季度分别达到 5.0%、5.5%, 全年经济可达 4%。如果下半年房地产复苏受阻, 经济压力加大, 需要宏观政策进一步加码。
- **风险提示:** 房地产开发投资统计数据存在误差; “断供”事件演化超预期; 项目复工不及预期。

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1. 停工涉贷的风险敞口测算 .....               | 4  |
| 1.1. 停工率：2021 年约为 6.6%.....        | 4  |
| 1.2. 已售但未交付期房：2021 年底约为 74 亿平..... | 5  |
| 1.3. 风险敞口测算 .....                  | 6  |
| 2. “断供”事件会如何影响房地产复苏？ .....         | 7  |
| 2.1. 政策端：从“促复苏”到“保交楼”.....         | 7  |
| 2.2. 销售端：总量复苏受阻，结构分化加剧 .....       | 8  |
| 2.3. 投资端：资金收紧，竣工加速 .....           | 10 |
| 3. 风险提示 .....                      | 13 |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1: 每年停工面积 .....                         | 5  |
| 图 2: 每年期房销售和交付 .....                      | 6  |
| 图 3: 未交付期房 .....                          | 6  |
| 图 4: 5 年期 LPR 两次共下调 20BP .....            | 8  |
| 图 5: 房贷利率下调 .....                         | 8  |
| 图 6: 消费者预期指数达到有数据以来最低 .....               | 9  |
| 图 7: 居民贷款和存款之差达到历史最高 .....                | 9  |
| 图 8: 70 城房价仍处于下跌区间 (%) .....              | 9  |
| 图 9: 30 城成交面积回落到低位 .....                  | 9  |
| 图 10: 6 月周均成交面积-相比 5 月环比增速 .....          | 10 |
| 图 11: 去年 8 月以来现房销售好于期房 .....              | 10 |
| 图 12: 新开工和竣工 .....                        | 11 |
| 图 13: 商品住宅竣工率 .....                       | 11 |
| 图 14: 房地产行业“负循环” .....                    | 11 |
| 图 15: 房地产投资增速 (%) .....                   | 12 |
| 图 16: 房企资金来源 .....                        | 12 |
| 图 17: 119 家房企中剔除预收款后的负债率超过红线的数量 (家) ..... | 13 |

近期部分地区出现了停工烂尾楼盘的业主“断供”事件。本文将从宏观层面测算当前我国房地产项目停工率和未交付期房情况，并讨论“断供”事件对下半年房地产复苏的影响。

## 1. 停工涉贷的风险敞口测算

### 1.1. 停工率：2021 年约为 6.6%

借助国家统计局公布的施工数据，我们可以大致推算每年的房地产开发停工面积。根据国家统计局“施工面积是报告期内施工的全部房屋建筑面积，包括本期新开工上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋建筑面积、本期竣工的房屋建筑面积以及本期施工后又停缓建的房屋建筑面积”。可以得到：

施工面积=本期新开工+上期跨入本期继续施工-本期总停工

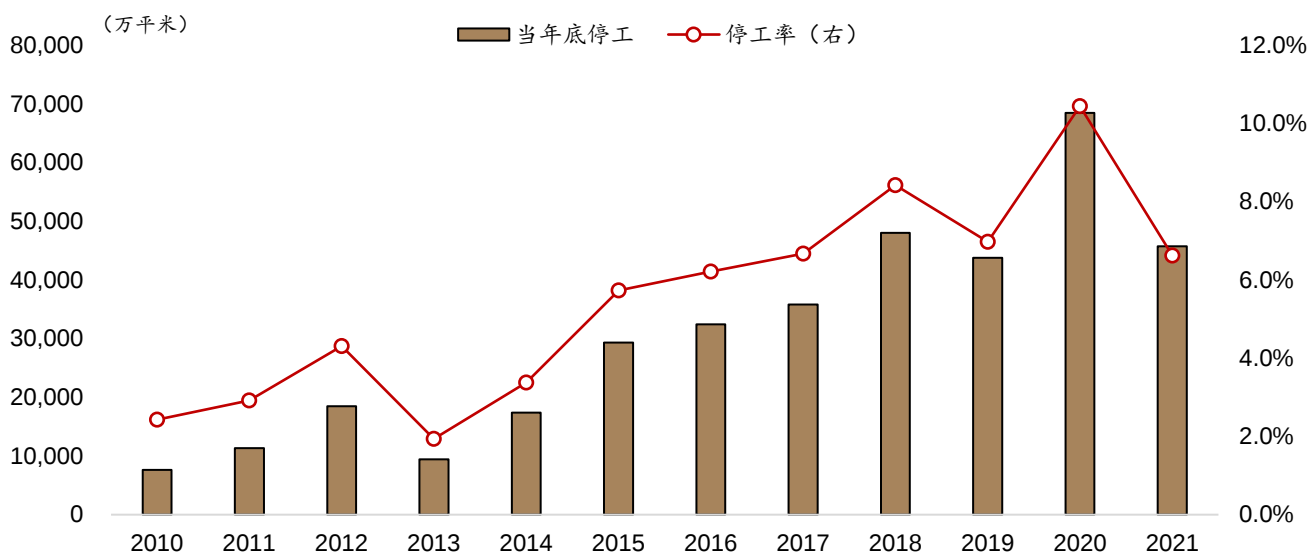
=本期新开工+（上期施工-上期竣工）-本期总停工

计算得到 **2021 年房地产项目停工率约为 6.6%**。2021 年全年商品住宅新开工约 14.64 亿平，施工面积为 69.03 亿平，上期施工和竣工面积（即 2020 年）分别为 65.56、6.59 亿平，得到 **2021 年底总停工为 4.57 亿平，约为当年施工面积的 6.6%**。除 2020 年外，2018 年以来每年总停工在 4-5 亿平之间，2020 年因疫情冲击，当年总停工达到 6.84 亿平。但要注意，

本期总停工=上期停工+本期新增停工-本期复工

因此，每年的停工面积都是扣除复工后的净停工概念，并且均包含了以前年份滚动累计下来的停工。以 2021 年为例，总停工面积比 2020 年大幅减少了约 2.3 亿平，主要原因是疫情后复工推进，消化了 2020 年大量停工面积。**停工≠烂尾**。房地产开发项目每年均有大量停工，但停工不等于烂尾，大部分停工项目仍会复工，无力复工项目才会形成烂尾楼。

图 1：每年停工面积



资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 已售但未交付期房：2021 年底约为 74 亿平

另一个问题是，有多少期房已经卖出但仍未竣工交付？

我们可以用两种方法计算已销售但尚未竣工的期房面积。

### 方法一：通过累计开工、竣工和销售计算

已销售但未竣工面积=未竣工总面积-未竣工且未销售面积

已开工未销售面积=开工总面积-销售总面积

=已竣工未销售+未竣工未销售

我们用 1999-2021 年累计新开工面积减累计竣工面积，得到未竣工项目总面积。截至 2021 年底，累计开工为 222.37 亿平，竣工为 125.49 亿平，未竣工项目为 96.87 亿平。

这一时期累计销售商品住宅面积为 196.45 亿平，意味着已开工项目中有 25.91 亿平仍未销售。

已开工未销售的 25.91 亿平中，又可分为已竣工和未竣工两部分，其中已竣工未销售部分成为新增库存，约为 1.84 亿平<sup>1</sup>，剩下 24.07 亿平是未竣工未销售部分，得到已销售但未竣工面积为 72.8 亿平。

### 方法二：每年未交付期房汇总

<sup>1</sup> 即 1999 年末-2021 年末，住宅新增待售面积的增量。住宅待售面积 2001 年 10 月为 5670 万平，占商品房待售面积的 66%，按比例类推 1999 年末 2000 年初约为 4300 万平左右，2021 年末为 2.27 亿平，增量库存为 1.84 亿平。

按房地产投资开发环节来看，竣工商品房通常有三个流向，一是进入现房销售市场，二是作为期房交付，三是作为新增库存。因此，我们可以根据以下两个步骤计算未交付期房：

①当年竣工商品房=销售现房+交付期房+新增库存

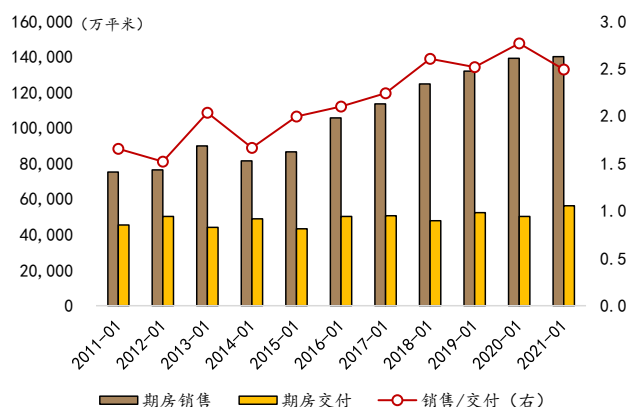
②当年新增未交付期房=销售期房-交付期房

2021年，全国商品住宅竣工约为7.30亿平，现房销售1.64亿平，新增库存（即待售面积）为382万平，得到期房交付面积约为5.63亿平。当年期房销售为14.02亿平，得到当年新增的未交付期房为8.38亿平。

每年的期房销售远超过期房交付，一般当年期房销售面积是当年交付面积的2-3倍左右，2018年以来这一数字稳定在2.5左右。因此，已销售未交付期房会每年滚动累积。基于数据可得性，我们计算了2005年以来累计的未交付期房共有74.7亿平。与前一种方法计算的结果的误差不大，取两种方法平均值，可以推断存量的已销售未交付期房为74亿平左右。

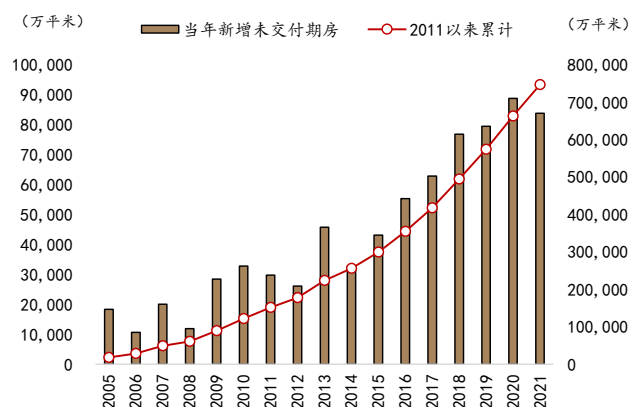
若按照最近10年的年均竣工7.33亿平计算，需要约10.2年完成交付；按照年均期房交付4.90亿平计算，需要15.2年交付。当然这种期房交付年限的计算是静态计算，前提是不再有新的期房销售。

图2：每年期房销售和交付



资料来源：Wind，德邦研究所

图3：未交付期房



资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 风险敞口测算

假设74亿平米的已售未交付期房中6.6%停工（即2021年停工率），对应约为4.88亿平。根据统计局商品住宅期房销售额/销售面积，2005-2021年均价约7380元/平，总货值为3.60万亿。假设按揭贷款占比40%（对应首付60%），停工的未交付期房所对应的按揭贷款约为1.44万亿元，占2022年一季度按揭余额（38.8万亿）的3.71%。

但上述1.44万亿中，最终只有很少的一部分会演变为银行坏账。一是因为停工≠烂尾，1.44万亿只是停工的未交付期房所对应按揭贷款，其中只有小部分会烂尾。假设停工期房项目中20%-50%烂尾，对应按揭贷款的风险敞口为2880亿-7200亿元。二是目前业主“断供”的诉求仍然是“保交楼”，“断供”本身并非目的，在楼盘推进复工后，大部分业主仍会选择继续还贷，因此实际风险敞口会更

小。

## 2. “断供”事件会如何影响房地产复苏？

房地产是上半年经济增长的主要拖累之一。在生产法 GDP 核算之下，上半年经济增速为 2.5%，其中房地产业增速为-4.6%，拖累上半年经济 0.34 个点。近期房地产政策边际放松，经过长期下行之后，6 月迎来了房地产销售降幅收窄。市场原本预期下半年房地产底部复苏，会大幅减轻经济增长的压力。但“断供”风波后，给下半年的房地产销售和投资都带来了不确定性。

### 2.1. 政策端：从“促复苏”到“保交楼”

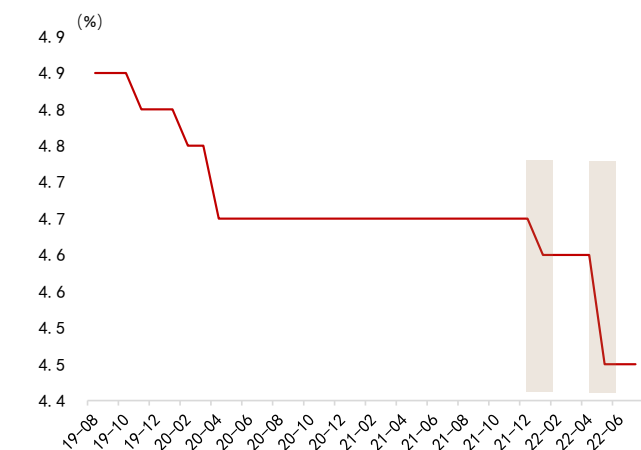
尽管年前政策层面曾经强调“保交楼”，但年后政策重心更多放在稳增长，特别是 4 月经济触底后，促进房地产市场复苏、稳定经济大局，成为房地产政策的重点。4 月政治局会议指出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”。5 月 15 日，央行和银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，首套房贷款利率下限下调 20 个基点，5 月 20 日又将 5 年期 LPR 下调 15BP。在系列政策推动下，首套房利率在 5 月已经降至 5.03%，二套房利率降至 5.36%，达到 2017 年以来的最低点。

但在本次“断供”风波后，下半年政策重心将向“保交楼”倾斜。

在 7 月 14 日事件发生之初，银保监会就定调“这件事的关键在于‘保交楼’”，并指出要“引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进‘保交楼、保民生、保稳定’工作”。

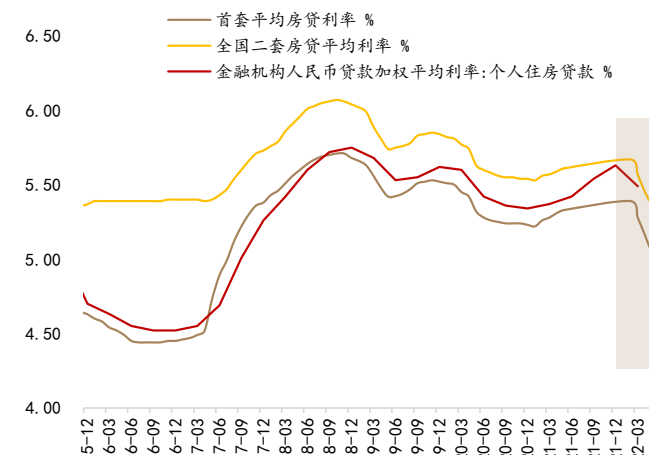
7 月 17 日，银保监会要求“千方百计‘保交楼’”。具体而言，一是在地方党委政府领导下，银行保险机构应积极参与相关工作机制，配合压实企业、股东等相关各方责任，银行要积极履行自己的职责，既要遵循市场化、法治化原则，又要主动承担社会责任，千方百计推动“保交楼”。二是指导银行在地方党委政府“保交楼”工作安排的总体框架下，坚持摸清情况、实事求是、科学分类、精准施策，主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工、早交付。三是做好客户服务工作，加强与客户沟通，个性化地满足居民客户的不同需求，信守合同，践行承诺，依法保障金融消费者合法权益。四是有效满足房地产企业合理融资需求，大力支持租赁住房建设，支持项目并购重组，以新市民和城镇年轻人为重点，更好满足刚需和改善型客户住房需求，努力保持房地产市场运行平稳有序。

图 4：5 年期 LPR 两次共下调 20BP



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：房贷利率下调



资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.2. 销售端：总量复苏受阻，结构分化加剧

从房地产销售来看，“断供”事件最大的影响是使得居民预期进一步减弱，从而加剧观望情绪，阻碍市场复苏。今年 5 月，国家统计局调查的消费者预期指数仅为 87.7，其中收入、就业两个预期指数分别为 93.8、81.6，为有数据以来最低。形成对比的是，2020 年 2 月时上述三个预期指数分别为 121.2、112、130.3。

预期转弱在居民存贷款端也有所体现，自从去年 11 月以来，居民部门新增存款的同比增量就开始超过新增贷款，近两个月以来，以 6 个月移动平均计算的二者差距达到 9000 亿左右。存款强而贷款弱，体现了居民部门对未来的预期转弱，加强储蓄、减少贷款。居民预期是房地产销售的重要影响因素。以居民部门新增存贷款的同比增量之差来看，居民预期转弱时，该指标大幅下滑，同时房地产销售也随之陷入负增长，典型如 2008、2012、2022 年。

70 城房价环比从去年 9 月以来已连续 10 个月下跌，今年以来同比也转入下跌区间。房价下跌时购房者持币待购、观望情绪浓厚，加上今年居民收入和消费预期本就偏弱，扭转预期仍需一段时间。但“断供”风波进一步加剧观望情绪，居民购房预期继续减弱，购房者要看到“断供”和烂尾楼是否得到妥善解决，才会入场。7 月以来，30 个大中城市商品房成交面积的下滑幅度超过以往年份。近一周

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\\_44218](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44218)

