

保交楼的代价

——宏观经济专题报告

核心观点：

近期楼盘停工导致的集体断供事件引发广泛关注。停工是中国房地产行业的债务危机在施工端的体现，而这场债务危机已经从流动性问题逐步转向信用（清偿）问题。我们认为，在大量房企已经触发债务违约之后，需要对债务问题一套系统性的解决方案才能真正实现“保交楼”，现有的救助措施短期内或无法做到这一点。出于保稳定和避免损失的考虑，中央政府支持对地产企业全面救助的可能性不低，但是要付出巨大的道德风险的代价。否则，地产行业可能出现螺旋式恶化，并造成下半年经济低于预期以及居民、企业和金融体系的巨大损失。

内容摘要：

➤ 停工断供的实质是地产行业的日益深化的债务危机

近期集体断供事件逐步受到管控，但是根本解决仍依赖于地产复工。地产项目停工的实质是地产行业债务危机在施工端的表现。而由于债务违约爆发之后地产企业逐步的解体、资产打折处置、停工物理和财务成本的上升等多方面的因素，本轮债务危机已经逐步从流动性问题转向清偿问题。而且随着时间的推移，清偿问题（资不抵债问题）的规模可能还在不断扩大。

➤ 实现“保交楼”需要对债务问题有系统的解决方案

停工的原因在于地产公司无法偿付债务，而保交楼的实质是要求地产公司偿付债务。在大量地产公司已经出现债务违约的情况下，我们认为需要对整体债务寻求系统性的解决方案（可能包括流动性支持，资本金注入和损失分担）才足以最终实现“保交楼”。

市场基于调研对于停工风险敞口规模的估计可能偏低。而受制于地产项目公司资产债务不清、专业人员匮乏、谈判时间过长等多方面因素，目前地方政府主导的在项目公司层面以流动性支持、“财政补贴+债务重组”为主的救助措施或无法在短期内、大范围的打开局面。

➤ “保交楼”代价高昂，但是不保可能损失更大

出于保稳定、保增长和避免更大损失的考虑，为了短期内取得决定性进展，中央政府支持对大型地产企业全面救助的可能性不宜低估，政治局会议及此后是否会出现进一步政策调整需要密切关注。当然，这一选项道德风险的代价极其高昂。然而，如果不采取断然的救助措施，地产行业可能陷入螺旋式下滑的恶性循环。不仅仅下半年经济增长会低于预期，大范围出现的烂尾楼可能意味着居民、建筑企业、金融系统都将出现巨额损失。

风险提示：地产公司信用风险超预期，政策不及预期，国内外疫情超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《美联储在担心什么？：null》2022.07.21

2、《政策与新兴市场支撑中国出口创新高：null》
 2022.07.14

3、《过热的劳动力市场或已过顶点：美国 6 月非农
 就业数据点评 美国 6 月非农就业数据点评

正文目录

1	集体断供最新进展.....	3
2	停工乃至烂尾的实质.....	4
2.1	为什么已经付了全款的楼盘还会停工？	4
2.2	从流动性问题到信用问题	4
3	停工的规模和螺旋式发展的可能	7
3.1	市场对停工面积估计在 3-6 亿平米	7
3.2	对停工面积的估计可能偏低	8
3.3	螺旋式发展的可能性	9
4	政策干预的选择	11
4.1	当前救助措施或不足以解决问题	11
4.2	对主要房地产企业进行债务重组？	13
4.3	政府一揽子救助地产公司？	13
4.4	其他一些措施	14
5	“保交楼”的前景分析	15
5.1	乐观场景：全面救助	15
5.2	悲观前景：经济低迷、房屋烂尾、与损失分担	15
5.3	中国不会出现金融危机	17
	风险提示：	18

图表目录

图表 1: 河南某烂尾楼图片	3
图表 2: 中信住房开发三级行业 92 家企业合并资产负债表 (2021 年底)	5
图表 3: 民间房地产固定资产投资占全部地产固定资产投资比重超过七成	7
图表 4: 2021 年 24 个典型城市尚未交付问题项目建筑面积及套数	8
图表 5: 地产行业存在螺旋式恶化的风险	10
图表 6: 商品房销售面积和地产开发投资增速	16
图表 7: 如果开发商破产, 债权人的清偿次序	17
图表 8: 不同类型银行的 1 年起存单利率与 1 年期国开行利率之差	18

1 集体断供最新进展

7月17日，银保监会有关部门负责人就近期重点工作进展接受采访时表示，“江西景德镇某楼盘业主因项目延期交付发布停止还贷声明，引发舆论关注”。最近出现的楼盘停工引发的集体断供事件会对中国的地产行业、中国经济和金融稳定产生什么样的影响呢？

截止到7月15日，据不完全统计全国范围内因为楼盘停工而集体断供的楼盘项目已经达到180个左右。区域覆盖河南、湖南、江西、河北、广西、山东等20个省份。分企业来看，恒大、阳光城、泰禾、融创、佳兆业等已经出现债务“暴雷”企业旗下项目居多。分城市来看，断供的项目集中在二三四线城市，但深圳、上海、苏州、武汉、南京等一线或强二线城市个别楼盘也出现联名停贷断供现象。

近期集体断供的情况有所好转。7月1日-7月9日购房人零散发布停贷告知书共10份，7月10日-7月17日开始急增至184份，但是最近一段时间以来，购房人发布停贷告知书的数量明显减少。由于各地开始发布相关政策，短期停贷断供的势头已经得到遏制，舆论发酵逐渐淡化。当然，能否避免局面再度恶化，关键还是要解决交楼的问题。

图表 1：河南某烂尾楼图片



来源：百度，国联证券研究所

2 停工乃至烂尾的实质

在高杠杆高周转的开发模式之下，开发商资金的流进、流出和项目的建设交付在相当程度是分离的。即使购房者已经对开发商支付了全款，一旦开发商现金流管理出了问题，仍可能导致楼房停工。项目停工是中国地产行业债务危机演化在施工端的暴露。这场债务危机的爆发最初可能更多的与流动性的问题有关，但是伴随着时间的推移，信用问题（清偿问题，或者说资不抵债的问题）可能正在变得越来越严重。

2.1 为什么已经付了全款的楼盘还会停工？

楼盘的停工一般与开发商的资金链紧张有关——本质上是地产企业的债务问题。当施工单位无法或者预期无法获得工程款，就会停工避免损失。停工时间超过一年称为“烂尾”。那么对于通过按揭贷款或者全款购买期房的购房者而言，为什么已经支付了全价，楼房还会出现烂尾呢？

这最主要与中国地产业高杠杆的开发模式有关。一个开发商通常使用自有资本金以及一些前端融资¹支付土地出让金获取土地使用权，然后用土地使用权、在建工程作为抵押向银行申请开发贷款支付工程费用。现实中开发贷会用于偿还前端融资，而施工方常常会垫资推进工程——费用支付是延后的。在达到预售标准之后，开发商从购房人获得首付款；同时，银行将按揭贷款的资金直接发放给开发商（标的房产作为抵押品）。在高杠杆、高周转的经营模式下，由于预售资金的监管并不总是有效，开发商常常并不直接用预售资金支付建筑工程费用并偿还开发贷，而是和开发贷一起用于购置新的土地并开建新的项目。

对于已经预售的房屋而言，开发商必须完成工程的修建——通常意味着支付大部分工程费用——才能对购房者“交钥匙”；并且要偿还开发贷才能解除土地抵押，为购房者办理房产证——完成法律意义上的“交房”。在购房者支付的资金并不仅仅用于自身项目的情况下，一旦开发商对于资金管理不善，就会出现楼盘停工。

2.2 从流动性问题到信用问题

从资产负债表的角度来看，地产公司的资产端主要是现金，土地，在建项目，以及完工项目；负债端主要是来自购房者的预收款、对施工方应付账款和票据，以及欠银行和其他金融机构的开发贷和其他债务。

¹ 按照官方规定，开发商应该使用自有资金，但是现实中开发商常常通过合作、融资等方式拿地以减少对自有资金的占有。

图表 2：中信住房开发三级行业 92 家企业合并资产负债表 (2021 年底)

总资产	116576.5	总负债	94906.1
货币资金	10259.4	预收款	27745.1
应收账款	2283.9	应付票据及账款	14589.9
预付款	1959.3	短期借款	1781.7
存货	62899.0	其他流动负债	30498.3
其他流动资产	19513.5	长期借款和债券	17721.2
非流动资产	19661.4	其他非流动负债	2569.9
		所有者权益	21670.5

来源：Wind，国联证券研究所

地产公司现金流管理的关键在于在每一笔债务需要偿还的时候，账户中有现金、或者通过再融资、通过房屋销售去获取现金以应对债务的偿还。例如，在和购房者约定的交房日（偿还预收款）之前，开发商需要支付部分建安费用给施工方完成房屋建设向购房者交房，同时准备好足够的现金偿还银行的开发贷来办理房产证。

2021 年下半年以来，有几个方面的因素导致了大量地产企业在现金流管理方面出了问题，出现了包括停工在内的债务危机：

- 受到三道红线等调控政策的影响，银行贷款融资收紧，再融资变得困难，影响地产公司现金流。由于银行开发贷款合同通常都有交叉违约条款，如果一个银行宣布贷款提前到期，其他银行就可能同时抽贷，加速开发商迅速陷入流动性危机。
- 房地产行业进入下行周期，销售不畅。地产开发商在资产端通过去库存回收资金变得困难。
- 很多开发商将资金投向流动性比较差的资产，包括商业地产、文旅城、足球队等。在需要资金的时候，这些变现能力较差的资产难以及时套现。
- 高杠杆的模式意味着地产公司常备现金规模比较有限，比较容易出现流动性困难。

虽然以 2021 年下半年恒大集团违约为标志，本轮中国地产行业债务危机的爆发或许主要与流动性问题有关；但是，伴随着时间的演化、包括停工出现与持续，信用的问题正在变得日益明显。

- 首先，债务违约和流动性困境会动摇各方对于地产企业的信心，并导致公司逐步走向解体，摧毁其核心价值。在公司人员流失，上下游供应商、乃至外部消费者对公司信任丧失的过程中，完成同样的地产工程的成本会大幅上升，收益会明显下降，相关项目的净现值可能会大幅下降甚至变成负值。例如，在上下游供应商不相信公司偿债能力的情况下，原来垫资的融资安排可能要被预付款取代，利息成本也会明显上升，更何况其中还有谈判、协商等等的费用。又比如，地产公司开发的商业物业可能因为其运营能力和品牌声誉吸引商家入驻，吸引人口定居，并带动周边地价升值。一旦公司违约，那么这

一前景就不复存在。

美国次贷危机发生时期，当雷曼兄弟因为信用丧失而遭受严重挤兑的时候，当时联储主席伯南克曾经一度考虑放宽对担保品的要求向雷曼提供贷款支持，以避免其破产。时任纽约联储主席的盖特纳²表示这样做已经没有意义了，因为“雷曼兄弟最重要的价值在于其专业知识、信誉和业务网络……但当前全面挤兑已经开始，他的客户、专业雇员已经放弃了它，这种情况下，即使它撑下去，也没有多少价值了³。”地产公司虽然是个重资产的行业，但是其网络、专业技能、和信誉的价值也同样不能低估。

- 一旦地产公司走向解体，其相关项目可能需要其他公司接手。高昂的交易费用也会大大损害现有项目的价值。例如，仅仅考虑到地产项目融资的复杂程度，梳理项目的资产负债就需要大量专业的财务、法律等方面的人员，成本高昂。如果原公司项目人员已经流失，那么成本可能更高。
- 一旦工程停工，那么工程造价和时间成本也会进一步增加。例如，工地上的钢筋会生锈，水泥会结块，重新开工就要付出额外费用。此外，停工期间的利息支出、设备租赁等等多方面的费用仍可能持续积累。如果考虑许多地产公司高息融资，伴随着工期的延长，利息积累的影响可能很大。
- 一些地产公司可能经营不善，或者把资金用于没有竞争优势的非主业，如经营足球队等，造成一些业务的亏损。一些地产公司可能通过对关联方高息发行债券、给高管开出高额薪水等行为“掏空公司”。
- 最后，由于地产行业的资产整体而言流动性较差，在公司解体之后进行资产评估或者市场化出售的时候，这些资产都可能要打较大的折扣⁴。更何况一些地产公司还有一些独有的项目，如文旅城等，其估值水平没有市场化的参考标的，打折程度可能更大。

由于中国地产企业普遍采取高杠杆高周转的经营模式，房地产行业资本金比例较低、销售净利率也较低，上述损失可能很快把利润和资本金侵蚀干净，形成真实的资不抵债和信用风险。而且，随着时间的延长，上述亏损的范围和规模还可能不断扩大。

² 后来此人接任了美国财政部长。

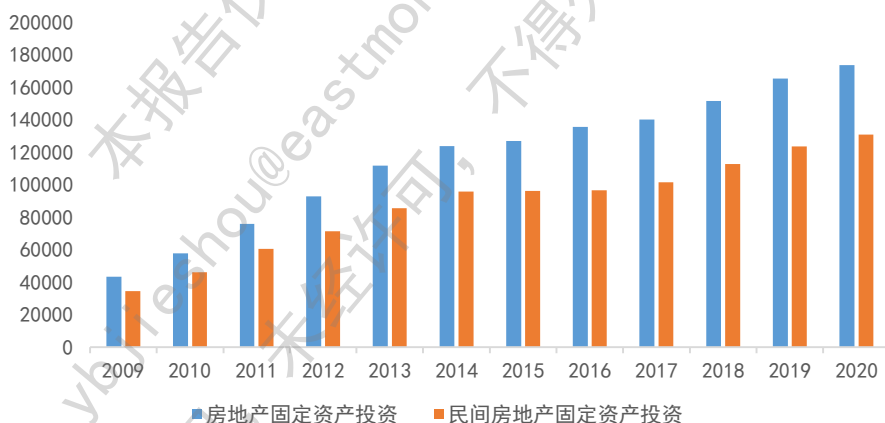
³ 伯南克，《行动的勇气》，p285，中信出版社，2016年。

⁴ 从我们了解到的情况来看，对于相对而言流动性最好的住宅土地、在建尚未完工的住宅等资产，七折、五折都属于非常正常的市场交易价格。

3 停工的规模和螺旋式发展的可能

市场普遍认为当前的停工面积或有 3-6 亿平米，占地产施工面积的约 5-10%。然而，我们认为真实的风险敞口可能存在低估。更重要的是，如果房地产市场进入到停工增加，购房者购买新房意愿下降，开发商债务问题更加恶化，银行风险偏好下行，停工进一步增加的恶性循环，可能对中国经济构成重大冲击。

图表 3：民间房地产固定资产投资占全部地产固定资产投资比重超过七成



来源：Wind，国联证券研究所

3.1 市场对停工面积估计在 3-6 亿平米

市场估计当前已经出现停工项目的建筑面积为约 3-6 亿平米。根据克而瑞的统计数据，24 个典型城市中，尚未交付的问题楼盘项目建筑面积总计 2468 万平米，占 2021 年成交面积 24155 万平方米的 10%。考虑到除了 24 个典型城市，其他城市还有停工问题楼盘，但占比相对低一些，所以 10% 的停工面积占比是估算的上限。此外，就从一些样本分析，违约房企停工面积平均占比 20% 左右，而违约房企占住宅地产行业总产能的比例约 25%，则粗略估算行业停工面积约为行业施工面积 5%。因此，当前住宅停工面积可能占行业施工面积整体比例为 5%~10%。

全国 6 月住房施工面积累计为 59.9 亿平米，按照停工面积 5%~10% 占比，则全国目前住房停工面积为 3~6 亿平米，中性估计为 4.5 亿平米。

图表 4：2021 年 24 个典型城市尚未交付问题项目建筑面积及套数

城市	尚未交付 问题项目 建筑面积	2021 年 成交面积	占比	尚未交付 问题项目 套数	2021 年 成交套数	占比
郑州	271	948	29%	25249	89103	28%
长沙	446	1784	25%	28139	136393	21%
昆明	143	676	21%	10976	55076	20%
福州	89	430	21%	8077	41755	19%
重庆	331	1943	17%	23729	174987	14%
南宁	96	613	16%	7343	55519	13%
盐城	52	340	15%	4260	28542	15%
武汉	274	1978	14%	24275	168320	14%
广州	143	1179	12%	9184	109418	8%
无锡	66	646	10%	2262	54487	4%
上海	96	1054	9%	8439	94203	9%
苏州	67	917	7%	5561	76001	7%
西安	61	887	7%	3373	67552	5%
天津	81	1282	6%	7520	120438	6%
徐州	49	1262	4%	3596	102709	4%
常州	25	685	4%	2654	54902	5%
济南	29	982	3%	1895	76486	2%
北京	27	951	3%	1393	81035	2%
南京	31	1246	2%	2538	108930	2%
深圳	14	596	2%	0	64690	0%
青岛	34	1482	2%	2007	131490	2%
成都	35	1673	2%	2633	127620	2%
连云港	5	281	2%	411	22538	2%
淮安	3	319	1%	300	26277	1%
总计	2468	24155	10%	185814	2068471	9%

来源：克而瑞，国联证券研究所

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_44522

