

➤ **海外烂尾楼有零星烂尾和系统性烂尾两类**

海外许多国家都出现过烂尾楼。多数情况下，烂尾零星出现，原因多是企业生产经营不善，资金链断裂。

另一类集中发生的系统性烂尾，一般出现在金融危机后。美国次贷危机和日本房产泡沫破灭后，房地产行业受到波及，出现了普遍性的企业破产、项目停工。

➤ **零星烂尾主要通过市场化的方式处置**

零星烂尾是企业经营不善导致的市场化行为。烂尾后果主要由房企承担，风险没有传导至购房者或金融部门。

建房资金主要由房企自有资金和银行贷款构成。虽然也有预售制度，但预售金更像是“定金”，且监管严格。一旦出现烂尾，购房者损失有限，更多通过市场化方式解决。这时，有两种方法处置。

如果企业能继续融到资，则可以重新复工。但这种情况并不多见。毕竟项目烂尾往往已经说明房企经营状况不佳。

更多时候，项目转由新的主体接手，安排新开发商完成。通过协商售卖、破产拍卖、资产清算等方式进行处置。

➤ **政府通过救助金融系统解决系统性烂尾——以美日两国为例**

①日本案例：系统性烂尾与金融危机相伴而生，政府不得不救助金融系统。日本地产泡沫破灭和美国次贷危机中，两国房地产行业更多是受到金融危机的波及。一旦金融部门恢复，房地产行业也将正常化，烂尾楼会通过市场化方式出清。

②美国案例：加息刺破地产泡沫，金融部门出现系统性流动性危机。证券、土地等资产被折价出售，企业资产负债表恶化。当市场从流动性风险蔓延成为信用风险，此时金融机构惜贷拒贷，市场开始进入“流动性陷阱”。

此时政府仅仅释放流动性不能解决问题，救助市场的关键在于恢复市场信用，修复资产负债表。

➤ **政府该如何做来救助金融系统？——以美国为例**

2008年美国政府对次贷危机为我们提供了绝佳的研究样本。

美联储采用史上最低利率、最大力度的公开市场操作与创新流动性管理工具的政策组合，确保了流动性足够充裕，不使问题进一步恶化。

但仅通过流动性手段难以将市场拉出“流动性陷阱”的泥潭。**市场信用的缺乏与普遍的资产负债表恶化，是次贷危机自加强机制的关键。**美国政府（主要是财政部）通过购买股权、长期债券、抵押债券等方式为金融机构注资，修复其资产负债表，并为相关资产进行担保增信。

最后，美国政府还为居民部门提供购房担保和购房优惠政策，刺激居民购房需求，并通过贷款利率、降低本金、延长贷款期限等增强居民部门的偿付能力。

政府还出台新监管措施，堵上导致次贷危机发生的漏洞。

提高按揭贷款质量；在金融系统内严格流动性管理与资产负债纪律，提高金融机构应急能力；明令限制部分高风险业务，切断风险传染渠道；限制高管薪水，落实评级主体责任，规避道德风险。

风险提示：疫情发展超预期风险；美联储加息节奏超预期；房地产政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.2022年8月LPR下调点评：LPR降息力度够不够？-2022/08/22
- 2.全球大类资产跟踪周报：降息带动利率下行-2022/08/22
- 3.宏观专题研究：本轮限电的影响-2022/08/21
- 4.7月财政数据点评：地产仍在加速“透支”财政-2022/08/18
- 5.宏观专题研究：常识与反常识（四）：涨价驱动出口？误解和真相-2022/08/17

目录

1 海外烂尾楼常见有两类情景	3
1.1 房企经营风险导致零星烂尾发生	3
1.2 金融泡沫破灭后曾有系统性烂尾	3
2 零星烂尾主要通过市场化方法处置	4
2.1 零星烂尾本质是市场结果，政府不会介入.....	4
2.2 方法一，开发商获取外部现金流复工项目	5
2.3 方法二，烂尾项目转移至新主体继续开发.....	6
3 政府救助是为解决系统性烂尾风险	7
3.1 系统性烂尾经验上伴随金融危机	7
3.2 政府救助旨在修复资产负债表.....	8
4 政府解决系统烂尾的操作—美国案例	9
4.1 确保流动性充裕，避免危机进一步恶化.....	9
4.2 注入信用、担保增信，修复资产负债表.....	10
4.3 事后政策退出与监管政策完善.....	12
5 风险提示	14
插图目录	15
分析师承诺	16

1 海外烂尾楼常见有两类情景

1.1 房企经营风险导致零星烂尾发生

海外许多国家和地区都发生过烂尾情况，例如美国、日本、新加坡、泰国。我国香港地区也曾出现过零星楼盘停工烂尾事件。

大多数情况下，这些烂尾楼都是零星发生，并不经常出现。中国香港自 1960 年以来，一共出现过 4 起烂尾楼事件。2020 年疫情以来，泰国、马来西亚等国零星爆发烂尾楼事件。欧洲等其他国家也都发生零星烂尾。

烂尾事件爆发均因个体企业经营不善，或资金链断裂。如中国香港仅有的 4 起烂尾楼事件均因此。

图1：中国香港和海外烂尾楼事件案例

地区	时间	停工项目	停工原因
中国香港	19世纪60年代	百嘉新邨	开发商中途失踪
		富贵大厦	建筑费用超支停工
	2003年	茵翠豪庭、爱琴湾	发展商虚假开支挪用开发资金，资金链断裂
	2021年	长沙湾睿峰	开发商恒大财务问题
新加坡	2016年	Laurel Tree、Sycamore Tree两个住宅项目	开发商破产、工程规划存在问题导致费用超支
英国	2017年	New Chinatown项目	开发商因与利物浦议会间的法律纠纷停工并退出
泰国	2020年	The Posh 12	开发商申请破产
马来西亚	2020年	多地区	人工、原材料价格暴涨，房屋销售惨淡，项目赚钱无望

资料来源：中国香港地区政府官网等，民生证券研究院整理

1.2 金融泡沫破灭后曾有系统性烂尾

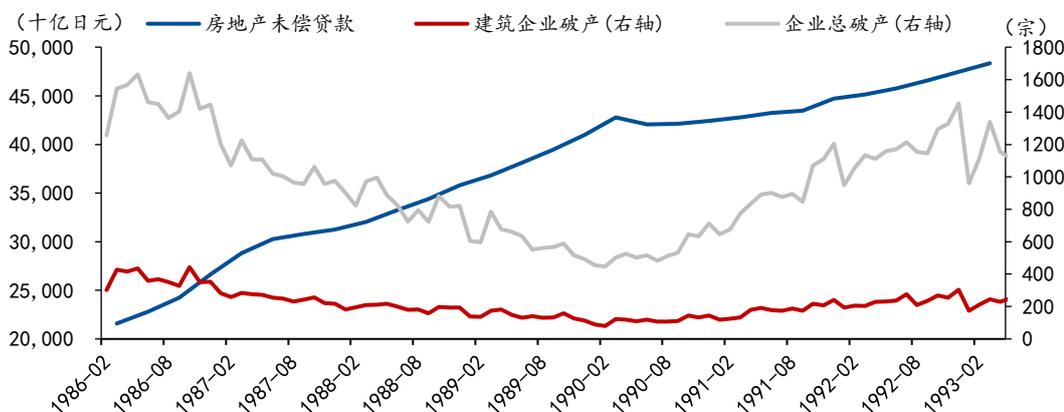
日本、美国曾经集中爆发系统性烂尾。

上世纪 90 年代日本楼市泡沫破灭后，与 2008 年美国次贷危机后，大量房企破产，在建项目停工，房地产行业出现系统性烂尾。

楼市泡沫破灭后，仅 1991-1992 年，日本就有 2000 多家大中型房企集中破产。帝国数据库公司分析报道，1991 财年日本地产行业的破产案总数为 11121 起，是上一年的 24 倍。

美国人口普查局估计，截至 2010 年一季度末，全美烂尾楼的数量为 1900 万栋。许多美国大城市都有多处废弃，如底特律（33500 栋）、巴尔的摩（14000 栋）和费城（40000 栋）都有上万栋烂尾楼。

图2：日本楼市泡沫破灭后，大量企业破产



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 零星烂尾主要通过市场化方法处置

2.1 零星烂尾本质是市场结果，政府不会介入

零星烂尾是企业经营不善导致的市场化行为。烂尾后果主要由房企承担，风险没有传染至购房者与金融部门。

海外房企建房资金绝大多数来自企业自有资金或者企业贷款。虽然也有期房预售制度，但预售金实则是“定金”。两方面制度安排保证了购房者承担风险有限。

首先，购房者支付的预付款比例很小。在美国这一比例仅为 5% 甚至更低。预付款比例最高的新加坡，预付款比例是购房款的 20%。

其次，预付款使用有严格监管。预付款由第三方机构托管（如信托和律所），使用时有严格限制。在房屋建成交付前，预付款不进入房企账户。

一旦项目停工或者烂尾，购房预付款会退回购房者账户，购房者损失可控。

海外零星烂尾很少引发民生问题和社会集体矛盾，对整个金融部门的影响不大。政府并不直接介入，一般通过市场化的处置方式处置，

图3：预售制度下，建房风险主要由房企承担

国家	预售许可	预售金	资金监管及保险
美国	需要向有关部门递交企划书，企划书被通过之后才能安排后续建造与销售过程。	首付比例为10%-20%，房屋建成后支付剩余房款和开始按揭。	在房屋建成交付之前，定金存在第三方账户中，委托律师保管，建成验房后开发商才可拿到预售金。
日本	建筑商取得建筑许可证后可以先行与购买者确定购买意向。	预售款不超过购房款的20%，房屋建成后支付剩余房款和开始按揭。	预售金进入开发商账户。开发商需要为预付款申请保险。
中国香港	发展商必须证明有技术和资金完成项目，地政总署才会发放预售楼花同意书。	预售款15%（签订临时合约交5%的“细订”，签订正式合约后缴纳10%的“大订”），房屋基本完工后再缴纳剩余房款和开始按揭贷款。	预售金存入第三方账户中，不能自由提取，在专业建筑师及律师监督下，方可转至开发商账户中。
新加坡	需要政府批准建房计划并且得到销售许可	首付20%，40%的房款按工程进度分6批支付，剩余40%在房屋竣工后支付。	资金存入银行的项目账户中，每个阶段需要开发商提供相关证明再打到开发商处。
德国	获批的项目即可预售。开发商需提供详细信息后与购房者订立合同，并且到公证处公证。	首付和付款安排自行协商，一般按照工程进度分期支付房款。	预售金进入开发商账户。购房者可要求银行出具工程完工担保，并要求开发商购买建房保险以避免烂尾。

资料来源：雷兰（2012）、锋晓（2005）等，民生证券研究院整理

2.2 方法一，开发商获取外部现金流复工项目

烂尾之后，房企通过出售其他资产，以及举债等方式获得外部现金流。

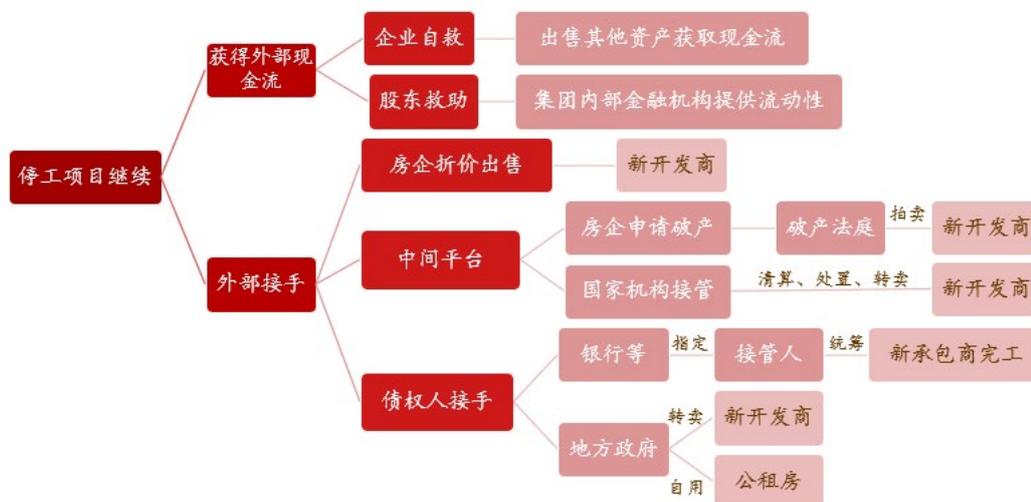
企业出售的资产包括土地、设备、拆分部分项目，甚至公司股权。

如日本三菱在经营困难时，就出售了其在鼎盛时期购入的曼哈顿洛克菲勒中心。再如，上世纪60年代中国香港富贵大厦因开发商资金不足停工，开发商向购房者借钱筹资完成续建。

若房企本身经营极度恶化，从外部获得现金流的可能性就非常小。但烂尾项目往往已经标志着企业糟糕的生产经营状况。

在实际中，依靠获取外部现金流重新复工的情况较少。

图4：海外停工地产项目的常见处置方式



资料来源：纽约时报等，民生证券研究院

2.3 方法二，烂尾项目转移至新主体继续开发

当原有开发商无法获取外部现金流继续项目时，项目一般转由新主体接手，安排新开发商完成。这时候的流程通常为：

第一步，寻找接手方。原开发商放弃项目，接洽可能接手的市场主体或中间平台，包括新的开发商、资产处置机构、破产清算平台或债权人。

第二步，项目资产重估。通过协商、破产拍卖、资产清算等方式，重估烂尾项目价值，包括对已完工部分、土地等资产，以及已有债务的清算。通常资产价值会大打折扣。

第三步，所有权转移。烂尾项目会转移至新的主体，比如新开发商、银行、政府等。

第四步，解决资金问题复工。项目资金来源恢复后，新开发商会重新开工，或由承包商在所有权人的统筹下完工。

例如，新加坡的 Laurel Tree 住宅项目，因开发商破产并挪用项目在银行的资金账户而停工。该项目的债权人众多，有购房者、上游供应商和提供土地抵押贷款的大华银行。最终，大华银行作为最高抵押权人，获得项目所有权并统筹续建。银行后续指定了毕马威进行管理，由毕马威安排合适的工程商完成项目。

在所有权转让过程中，偶而也有政府参与市场化操作。政府作为项目担保人或债权人，在烂尾后接手处置，转卖或者改建为公租房。

如上世纪 90 年代，美国的 Presidential Towers 项目停工后，伊利诺伊州政府作为其贷款担保人，成为主要债权人并获得了烂尾项目的所有权。州政府随后将项目以较低价格转卖给了新的开发商。

1987 年，纽约市一批尚未建成的公寓楼因拖欠了市政府巨额财产税，被判归纽约市所有。政府筹资 1.5 亿美元改建了 1850 套公寓。

图5：多个债权人的烂尾楼处理案例（新加坡 Laurel Tree 住宅项目）



资料来源：Nuarrual Hilal(2020)，民生证券研究院整理

3 政府救助是为解决系统性烂尾风险

3.1 系统性烂尾经验上伴随金融危机

系统性烂尾往往发生在金融泡沫破灭后，大量房企倒闭、项目停工产生烂尾。究其原因，房地产行业与金融系统高度绑定，地产周期下行叠加流动性收紧导致金融危机爆发。

日本地产泡沫与美国次贷危机中，金融部门均深度参与房地产投机。

上世纪90年代，日本制造业与银行深度参与了地产市场和金融投机。危机前，大企业金融投资大幅增加。金融资产增加值对总资产增加值的贡献，从1980年的11%增长至1985年之后的46%。房企和中小企业借款购入土地，1984年至1990年，企业的土地净购入额为280万亿日元。中小企业购入土地占68%；非制造业购入的土地占83%。

美国的资产证券化将房地产行业与金融系统深度绑定。2008年8月，美国证券市场住房抵押贷款市场规模约为12万亿美元，而2008年美国股市总市值仅为11.6万亿美元。

地产周期下行时，流动性收紧刺破房产泡沫，由此引发金融危机。

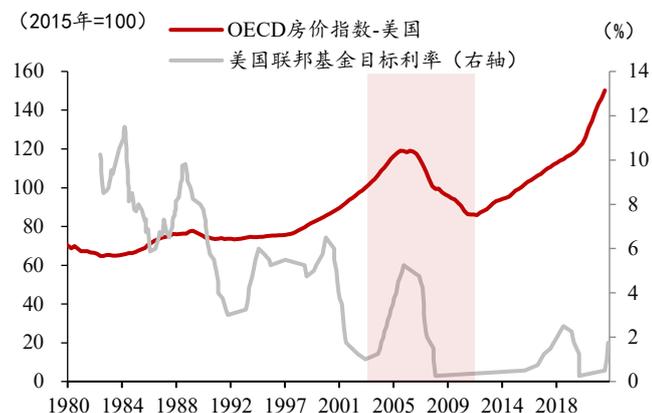
两国房产价格在危机前均经历了漫长的上涨，产生投机泡沫。

1989年，日本央行开始收紧货币政策，持续、大幅加息。从1991年开始，日本房价经历了近20年的大幅下滑。

美联储自2004年开始持续加息，联邦基金利率由1.0%提升到2006年6月5.25%的水平。2008年，美国次贷危机全面爆发。

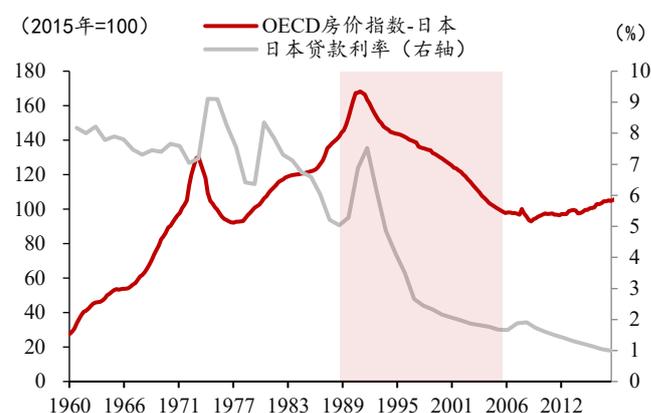
房地产行业受到金融危机波及，面临融资困难；房产、土地等资产价格快速下跌，进一步抑制房地产需求。房企经营困难，甚至破产，在建项目停工烂尾。

图6：美联储加息引发美国地产泡沫破灭



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：日本地产融资收紧，成为刺破泡沫的导火索



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 政府救助旨在修复资产负债表

加息刺破地产泡沫，市场出现系统性流动性危机。证券、土地等资产被折价出售，企业资产负债表开始恶化。

以美国为例，资产证券化将房地产行业与金融系统绑定。居民还贷能力恶化，通过以房地产抵押贷款为基础资产的担保证券传染至整个金融系统。

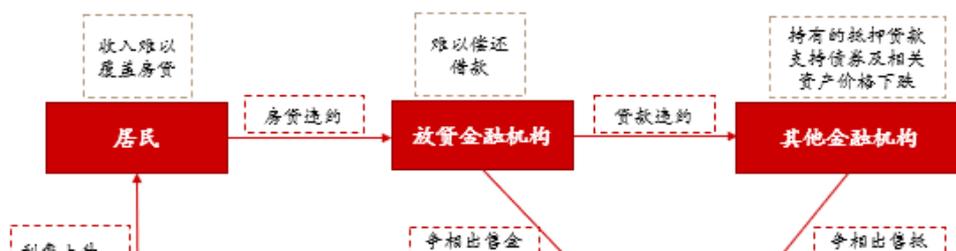
对一级市场的房贷银行来说，资产端大量居民房贷无法收回，负债端面临借贷资金还款压力。房贷银行的资金来自二级市场的金融机构，房贷银行的压力会传递到二级市场。为弥补流动性短缺，金融机构争相出售抵押债券及相关资产，其价格螺旋式下滑。

资产负债表持续恶化，市场的流动性风险演变成为信用风险。金融机构惜贷拒贷，市场陷入“流动性陷阱”。

只要资产负债表恶化的问题不解决，即便降息重新恢复流动性，也难以帮助金融机构走出“流动性陷阱”。

政府救助金融系统的关键在于修复企业的资产负债表、恢复市场信用。具体措施包括收购企业不良资产、注入长期资金、担保增信等。

图8：房地产市场向金融市场的压力传导机制



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_45521



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn