



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

还需要警惕哪些房地产风险？

投资要点：

- **核心观点：**本次房地产市场下行近 14 个月，时长和下跌幅度均超前几轮。其中，固然有政策相对谨慎、供给侧出现流动性危机的影响，但最大的问题还是需求侧，长期供求关系变化与短期购房需求下行相叠加，成为房地产市场下行的主要原因。站在房地产市场底部，当前我们可以观察到正在暴露的五类风险，根据承担主体不同，可以分为：房企承担的库存风险、上下游行业承担的债务风险、金融机构承担的债务风险、政府承担的财政风险、居民承担的“烂尾”风险。
- **(1) 本次房地产市场下行的深度和时间长度都远超前几轮。**从降幅来看，本轮与 2008 年接近，销售面积单月最大降幅分别达 39%、35.7%，而 2012 和 2014 年两次下行区间的单月最大降幅均未超过 20%。从持续时间来看，本次市场下行已经接近 14 个月，而 2008、2012、2014 年分别为 10、8、13 个月。
- **(2) 供给侧的房企流动性危机制约需求复苏。**房地产开发的外源性融资已持续下降 10 个月，降幅逐渐扩大，这是前三轮周期中没有出现过的。流动性危机之下，部分房企无力维持项目竣工，打击居民购房信心。期房需求受到冲击，会大幅拖累商品房总量销售。期房销售每减少 10%，商品房销售就会减少 8.6%。
- **(3) 从长期趋势来看，房地产市场已经从供不应求走到供求基本平衡阶段。**用于衡量住房充足程度的人均住房间数指标在 2020 年为 1.06，大约在 2015 年后跨越“1”的大关，实现基本充足。长期来看，随着人口和城镇化增速放缓，预计十四五时期住房需求相比十三五时期减少 12.5%。
- **(4) 长期住房需求下降的同时，短期购房需求也在下降，居民部门“去杠杆”和“预防性储蓄”现象显著，**今年 8 月住户部门存贷款差额提高到 39.46 万亿，比去年底大幅增加 8.1 万亿。
- **(5) 房企库存风险：**当前无论广义库销比还是狭义库销比，自 2021 年 6 月后都开始上升，广义库销比已经超过 2015 年的历史最高水平，达到 53.7 个月。
- **(6) 上下游关联行业风险：**今年 6 月底，房地产行业的应付账款和票据合计约 3.1 万亿。随着房地产市场下行，房企对上下游行业的商票违约日益增加，地产项目公司贡献了 8 月份近七成的商票违约。

- **(7) 金融债务风险:** 面向个人的按揭贷款占有所有房地产相关债务余额的七成左右, 今年个人住房不良贷款有所增加, 但相对于总余额来说, 不良率仍然较低。
- **(8) 财政风险:** 政府税收的五分之一和一二本账(一般公共预算+政府性基金)的四分之一依赖于“土地财政”。依赖土地财政的风险在今年也已经有所体现, 导致1-8月政府财力减少超四千亿。
- **(9) 烂尾风险:** 越积越多的已售未完工期房, 叠加开发融资收紧和竣工下降, 加大“烂尾”风险。今年8月已售未完工期商品房约为62亿平, 以过去12个月平均竣工面积来看, 仍需要77.2个月(约6.4年)才能完成现有期房的竣工。
- **风险提示:** 部分估算数据存在一定误差; 房地产政策效果不及预期; 疫情形势发生变化。

内容目录

1. 房地产市场磨底期拉长	4
2. 关注五类房地产相关风险	8
2.1. 房企库存风险	8
2.2. 上下游关联行业风险	8
2.3. 金融债务风险	9
2.4. 财政风险	10
2.5. “烂尾”风险	11
3. 风险提示	13

图表目录

图 1: 30 城商品房成交面积	4
图 2: 四轮房地产下行周期比较	4
图 3: 房地产开发中的外源性融资	5
图 4: 房地产投资和建安投资的当月增速	5
图 5: 2000-2020 年住房充足情况 (单位: 套 (间))	6
图 6: 历年新增城镇人口	6
图 7: 住户部门存贷款之差	7
图 8: 央行储户调查关于收入、就业和购房决策 (%)	7
图 9: 广义和狭义库销比	8
图 10: 房地产项目公司的商票违约情况	9
图 11: 房地产贷款占比	10
图 12: 信托资金投向地产的余额	10
图 13: 个人住房不良贷款余额	10
图 14: 房地产行业债券违约情况	10
图 15: 五项房地产相关的直接税收占比	11
图 16: 可用财力口径的土地出让收入占比	11
图 17: 商品房销售与竣工	12
图 18: 已售未完工期房的竣工所需时间可代表烂尾风险	12
图 19: 房地产开发到位资金	12
图 20: 竣工面积的当月增速	12
表 1: 十四五新增住房需求测算	7
表 2: 土地财政收入占比情况 (单位: 亿元)	11

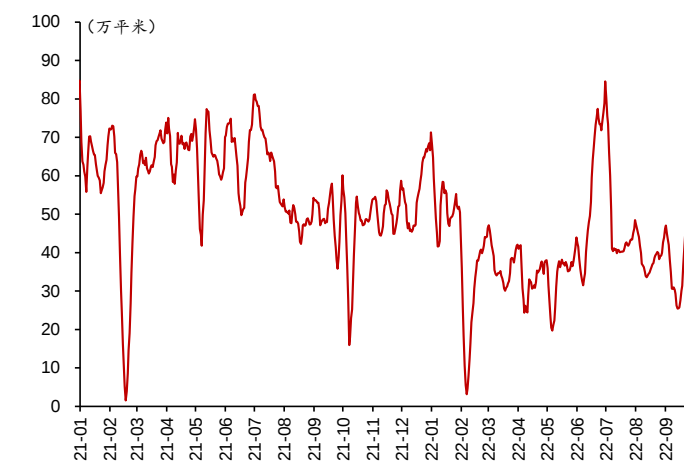
当前时点，谈及房地产风险不主要是指房地产市场和行业景气下行。今年 1-8 月房地产投资同比下降 7.4%，商品房销售额同比下降 27.9%，景气下行是已兑现的现实。真正的风险在于房地产市场下行引发的系列连锁反应。我们当前处于房地产市场底部，可以直接观察到正在暴露的相关风险。

1. 房地产市场磨底期拉长

按商品房销售面积的当月增速来看，房地产销售从 2021 年 7 月开始下降，至今已近 14 个月，并且近年 3 月以来降幅明显大于去年。截至 8 月，当月销售面积下降-22.6%，累计下降 23%。从高频数据来看，9 月上中旬市场仍在深度下跌，但下旬以来明显反弹，比上中旬接近翻番。9 月前 18 天 30 大中城市商品房成交面积均值为 30.2 万平，9 月 19-23 日，反弹至 56.5 万平，大幅增长 87%，9 月同比增速可能与 8 月基本持平。

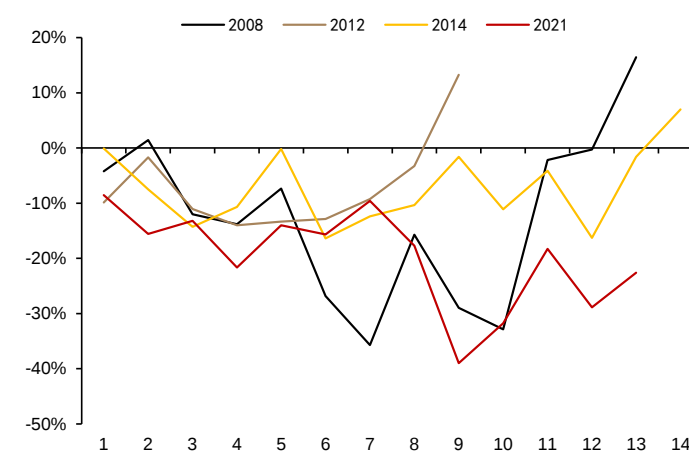
本次房地产市场下行的深度和时间长度都远超前几轮。从降幅来看，本轮与 2008 年接近，销售面积单月最大降幅分别达 39%、35.7%，而 2012 和 2014 年两次下行区间的单月最大降幅均未超过 20%。从持续时间来看，本次市场下行已经接近 14 个月，而 2008、2012、2014 年分别为 10、8、13 个月。

图 1：30 城商品房成交面积



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：四轮房地产下行周期比较



资料来源：Wind，德邦研究所

注：图为商品房销售面积的当月增速，其中横轴代表月，起点分别为 2008-02、2011-10、2014-02、2021-07

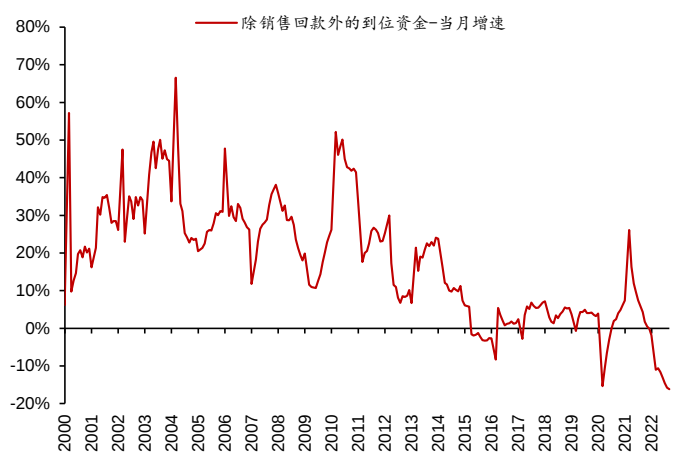
我们认为主要有三方面原因导致房地产市场的磨底期拉长，一是今年政策力度相对谨慎，二是供给侧的流动性危机制约需求恢复，三是当前需求压力比前三轮压力更大，长短期的住房需求增速均在下行。

政策力度方面，今年房地产调控以“因城施策”为主，全国政策从 4 月后才开始放松，且力度不及从前。上一轮周期后，确立了“房住不炒”的底线思维，当前房地产政策仍未全面放松。商品房销售从去年 7 月开始下行，四季度中央经济工作会议提出“三重压力”，随后 1 月调降 5 年期 LPR 利率 5 个 BP。此后三个月，中央层面政策按兵不动，各地“因城施策”小幅松动，房贷利率从 2021 年底的 5.63% 降至 2022 年 3 月底的 5.49%，降低 14BP，仍然高于 2020 和 2021 年大部分时期。随着 4 月经济下行，房地产政策开始进一步放松，429 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”，

随后 5 月 5 年期 LPR 调降 15BP。各地“因城施策”开始大幅加码。中指统计“因城施策”政策频次在一季度仅为月均 30 次左右，二季度提高至月均 135 次。房贷利率从 3 月底 5.49% 大幅降至 6 月底的 4.62%，下降 87BP。随后 8 月 5 年期 LPR 再调降 15BP，近期房贷利率预计进一步降至 4.3% 左右。综合来看，全国层面的政策发力是 4 月才开始，此时地产销售已经连续下降 9 个月；并且全国统一政策仅限于下调 LPR 利率，放松限购只是在“因城施策”层面，力度小于前三轮。

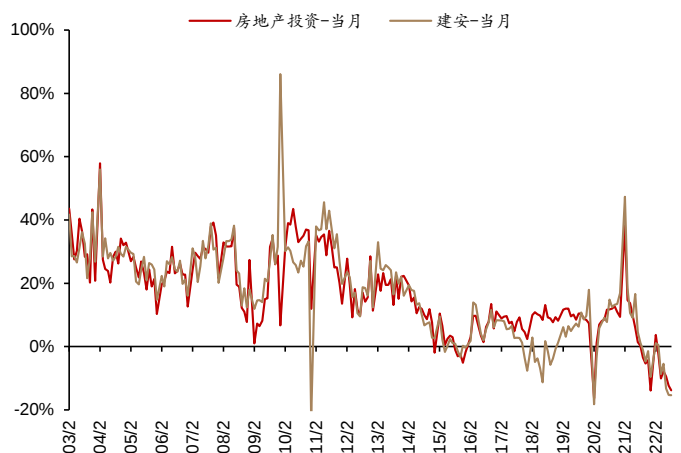
供给侧的房企流动性危机也制约需求复苏。本轮市场下行与前几轮最大的区别在于供给侧的流动性危机。我们在房地产开发到位资金里面扣除定金及预收款、个人按揭贷款这两项，以剩下部分作为外源性融资来衡量房企的流动性状况。外源性融资的当月增速从 2021 年 11 月开始转负，目前已持续 10 个月，且降幅逐渐扩大，今年以来均在 10% 以上，8 月下降 16.2%。前三轮周期中，房企融资从未出现过如此大幅的下降，只有 2015 年 3 月-2016 年 2 月有过持续 12 个月的下降，但除 2016 年 1-2 月外，其余月份降幅最大也没有超过 3.3%。流动性危机直接影响房地产投资，去年 9 月以来房地产投资当月增速持续负增长，仅 1-2 月有所增长，在前三轮下行周期中同样没有出现如此大幅下降。流动性危机之下，部分房企无力维持项目竣工，打击居民购房信心。我们在此前报告《“断供”如何影响下半年房地产复苏？》中指出，在房企屡屡暴雷之下，出于对期房交付的担心，购房者对现房的偏好提高，期房需求受到冲击，会大幅拖累商品房总量销售。期房占商品房销售的 86% 左右，期房销售每减少 10%，商品房销售就会减少 8.6%。

图 3：房地产开发中的外源性融资



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：房地产投资和建安投资的当月增速



资料来源：Wind，德邦研究所

政策和供给侧不是主要影响因素，当前最大的问题还是需求侧，长期供求关系变化与短期购房需求下行相叠加，成为房地产市场下行的主要原因。

从长期趋势来看，房地产市场已经从供不应求走到供求基本平衡阶段。大多数研究以户均住房套数（套户比）衡量住房供应是否充足，当户均住房套数大于 1 时，基本认为住房供给能满足需求。如刘洪玉等（2013）¹的研究发现我国 2010 年城镇套户比达到 1.01，基本实现供应充足。但我国没有住房成套统计，套户比大多基于全国统一的套均面积假设推算，准确度较低。我们认为在现有统计制度之下，人均住房间数是更好的指标。人均住房大于 1 间意味着住房总量供给充足。根据最新的七普数据，2020 年，我国城镇居民人均住房达到 1.06 间，2000 年为 0.77 间，2010 年为 0.93 间。简单推算，人均住房间数至少在 2015 年后才跨过“1”的关卡，从短缺走向充足。供需基本平衡后，未来住房需求增速会显著放缓。

预计十四五时期住房需求相比十三五时期减少 12.5%。我们可以综合人口和人均建面两个因素简单测算增量住房需求。将未来的增量住房需求分为两部分讨

¹ 刘洪玉，杨帆，徐跃进. 基于 2010 年人口普查数据的中国城镇住房状况分析[J]. 清华大学学报：哲学社会科学版，2013(6):10.

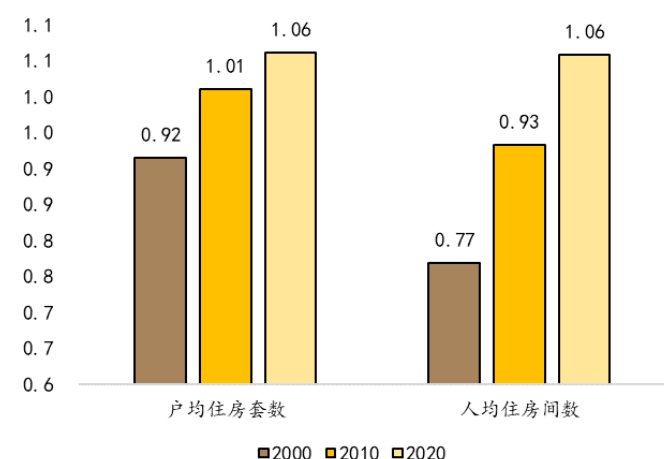
论，一是新增城镇化人口带来的刚需，二是人均建筑面积扩大所带来的改善性需求。

每年城镇新增人口从十三五时期 2180 万人降至十四五 1400 万人。根据中国社科院发布的《人口与劳动绿皮书：中国人口与劳动问题报告 No.22》，预计“十四五”期间我国城镇化率仍将以每年约 1 个百分点的速度增长，相比十三五时期有所减速，与之对应的城镇化人口增量约为年均 1718 万人。但是，2021 年新增城镇化人口从上年的 1794 万大幅下降至 1203 万²，我们假设在十四五后期新增城镇化人口会回升稳定在 1500 万人左右，整个十四五时期年均增量约为 1400 万人，十三五时期为 2180 万人。

城镇人均住房面积每年增长 0.8 平米，基本保持稳定。根据七普数据，2020 年我国城镇人均住房面积为 38.6 平米。按增速来看，2010-2020 年均增长 0.83 平米，2000-2010 年增 0.79 平米³。以前二十年经验来看，我们可以假设“十四五”时期城镇人均住房面积每年增长 0.8 平米。

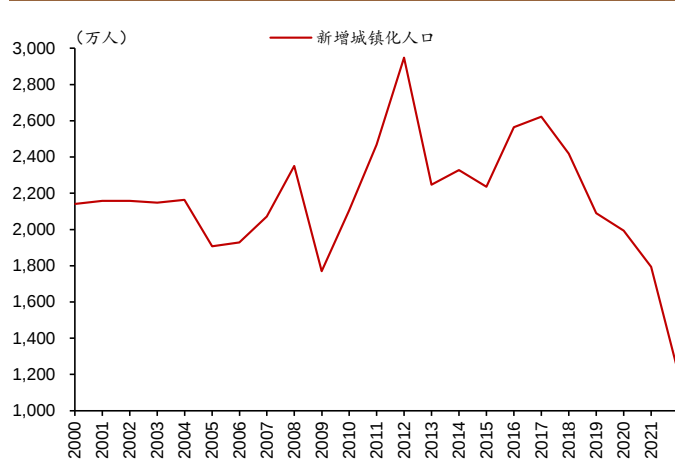
基于人口和人均住房面积两个假设，我们可以简单测算“十四五”时期每年新增住房总需求约为 13.3 亿平，比“十三五”时期 15.2 亿平下降 12.5%。人口因素正在带来中长期住房需求增速的放缓。不过这并不意味着商品房需求将出现同等幅度的下降，住房需求与商品房需求不能简单划等号，实际上还有保障房、租房等多种形式可以满足住房需求，我们此前报告中测算新增住房需求中大约 7 成通过购买商品房满足。

图 5：2000-2020 年住房充足情况（单位：套（间））



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 6：历年新增城镇人口



资料来源：Wind，德邦研究所

² 新增城镇人口减少有两方面原因，一是疫情影响，外出农民工比疫情前减少了 250 万；二是人口普查后的数据调整。人口普查年份后，新增城镇人口往往有大幅波动。比如 2010 年 2466 万，2011 年 2948 万，2012 年 2247 万，可能与普查后的数据调整有关，对长期趋势影响较小。

³ 见 2022 年 7 月 14 日外发报告《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》

表 1：十四五新增住房需求测算

	城镇人均住宅建筑 面积 (平方米)	城镇总人口 (万人)	城镇人口增 量 (万人)	新增刚需 (万平)	改善需求 (万平)
十四五				287837.0	377060.0
十三五				401572.8	358016.8
2025E	42.6	97,225.0	1,500.0	63,900.0	77,780.0
2024E	41.8	95,725.0	1,500.0	62,700.0	76,580.0
2023E	41.0	94,225.0	1,500.0	61,500.0	75,380.0
2022E	40.2	92,725.0	1,300.0	52,260.0	74,180.0
2021	39.4	91,425.0	1,205.0	47,477.0	73,140.0
2020	38.6	90,220.0	1,793.9	69,243.9	74,882.6
2019	37.8	88,426.1	1,993.4	75,290.8	73,393.7
2018	36.9	86,432.7	2,090.1	77,207.9	71,739.2
2017	36.1	84,342.6	2,418.5	87,332.7	70,004.4
2016	35.3	81,924.1	2,621.8	92,497.6	67,997.0
2015	34.5	79,302.3	2,564.7	88,352.2	65,820.9
2014	33.6	76,737.6	2,235.6	75,162.5	63,692.2
2013	32.8	74,502.0	2,327.4	76,316.0	61,836.7
2012	32.0	72,174.6	2,247.6	71,833.9	59,904.9
2011	31.1	69,927.0	2,949.0	91,801.2	58,039.4
2010	30.3	66,978.0	2,466.0	74,719.8	55,591.7

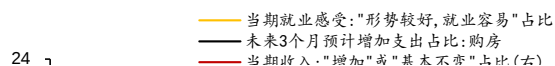
资料来源：Wind，德邦研究所测算

在长期住房需求下行的同时，以居民收入和预期衡量的短期购房需求也在下降，居民部门“去杠杆”和“预防性储蓄”现象显著。根据金融机构人民币信贷收支表，2020年初-2021年末，住户部门月均存款比贷款多出30.4万亿左右，这一数字比疫情前2019年高3.9万亿，反映出居民部门边际储蓄倾向的增强。今年8月住户部门存贷款差额已经提高到39.46万亿，比去年底大幅增加8.1万亿，居民部门的“去杠杆”和“预防性储蓄”比前两年进一步加强。根据央行储户调查数据，认为当期收入“增加”或“基本不变”的储户比例在2021年Q2达到87.4%的高点，随后开始下降，今年二季度为78.4%；认为当期就业“形势较好，就业容易”占比在二季度降至10.1%，比2020年一季度更低。收入和就业都不乐观的情况下，未来3个月预计增加购房支出的比例已持续4个季度下降，今年Q2为16.9%，比去年同期低2.8个点。

图 7：住户部门存贷款之差



图 8：央行储户调查关于收入、就业和购房决策 (%)



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_46522

