



伍戈：地产纠偏路



意见领袖 | 伍戈（长江证券首席经济学家）



核心观点：

1. 地产骤冷，经济逆风。三季度以来，房企违约不断，土地流拍频现，地产销售、新开工、投资增速突如其来全面转负。房地产固然不再作为短期刺激经济的手段，但维持其相对稳定也是政策应有之义。房地产缘何急转直下？风险是否已经收敛？对宏观经济拖累究竟多大？

2. 本轮房企现金流恶化的时点，恰恰是在“三道红线”和房贷集中度政策出台前后，房企的融资与销售“两头”受限。三季度居民按揭贷款额度收紧，叠加头部房企风险事件后预售资金监管趋严，流动性风险进一步加剧。总体来看，此次危机既是“冰冻三尺”，也有“一日之寒”。

3. 流动性风险的化解本质上是房企、地方和中央的三方博弈过程。目

前，负有主体责任的房企已出售资产自救，压实属地责任之下地方参与项目收购，中央层面按揭贷款也已扩容。加之未来到期债务将高位回落，境内外地产债呈现企稳迹象，“政策底”到“市场底”依稀可见。

4. 展望未来，按揭贷投放加速，开发贷滞后跟进，房贷利率有望下行。多措并举后，商品房销售可能明年二季度企稳，投资则要到下半年。房地产对整体经济拖累最严重的时期还未到，也许在明年一季度，此后才边际缓解。但地产对明年全年经济增速的拉动可能是负向的。

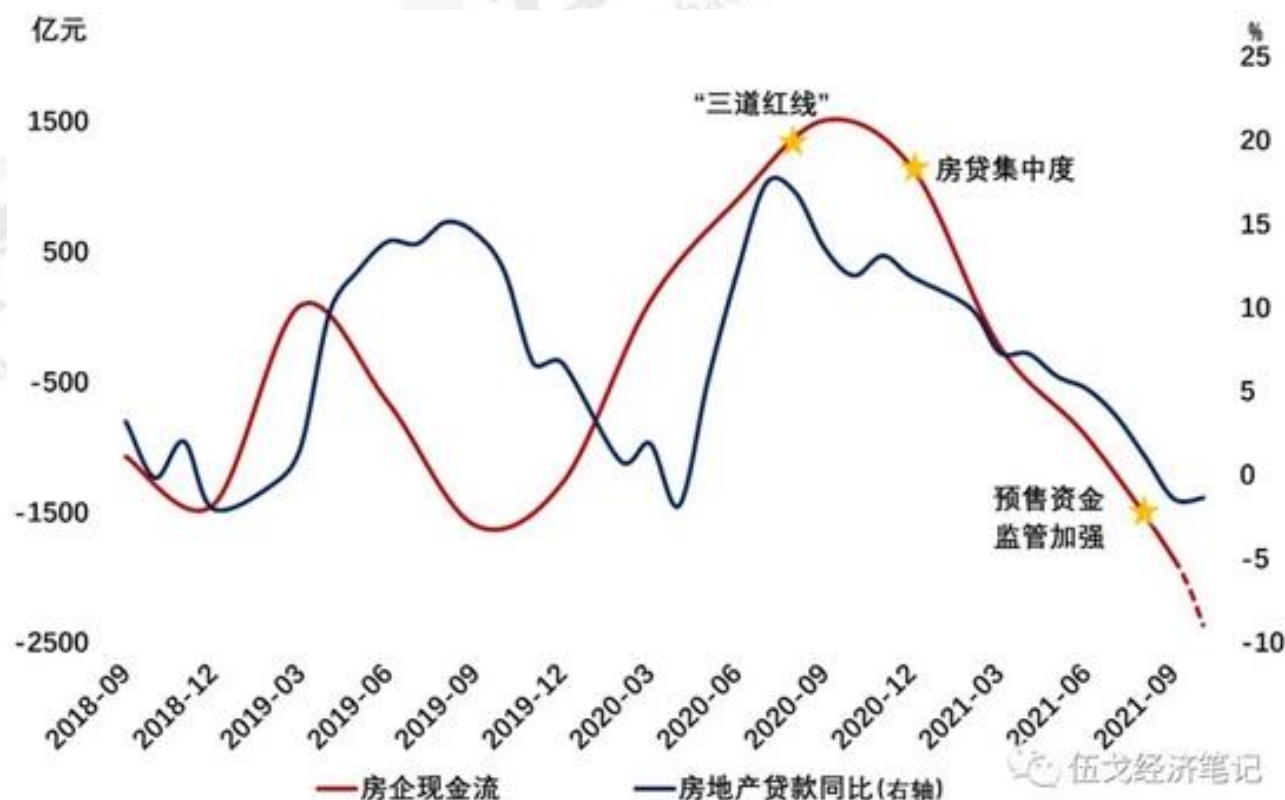
正文：

地产骤冷，经济逆风。三季度以来，房企违约不断，土地流拍频现，地产销售、新开工、投资增速突如其来全面转负。房地产固然不再作为短期刺激经济的手段，但维持其相对稳定也是政策应有之义。房地产缘何急转直下？风险是否已经收敛？对宏观经济拖累究竟多大？

一、房地产风险如何收敛？

当前房地产市场的风险主要体现为流动性风险，而非资产负债表的危机。房企现金流恶化的时点，恰是在“三道红线”和房贷集中度政策前后，房企的融资与销售“两头”受限。三季度居民按揭贷款额度收紧，叠加头部房企风险事件后，多地加强预售资金监管，抑制了以往可“挪用”的现金流。今年房企又面临偿债高峰，进一步加剧流动性危机。可以说，此次危机既是冰冻三尺，也有一日之寒。

图 1：风险为何如此突然？



流动性风险的化解本质上是房企、地方和中央三方的动态博弈过程。

现阶段：

房企负有主体责任，目前已通过降价促销、出售项目和股权、债务重组等自救，部分房企大股东还出售个人资产提供资金。

地方敦促企业积极自救，优先采取协调金融机构、司法集中管辖等予以支持，还有地方国企着手出资承接股权或项目。

中央则在防范系统性风险的前提下，注重房企道德风险并强调压实企业和地方责任，加快信贷投放、提供资金出境便利等。

图 2：三方博弈下的风险演绎

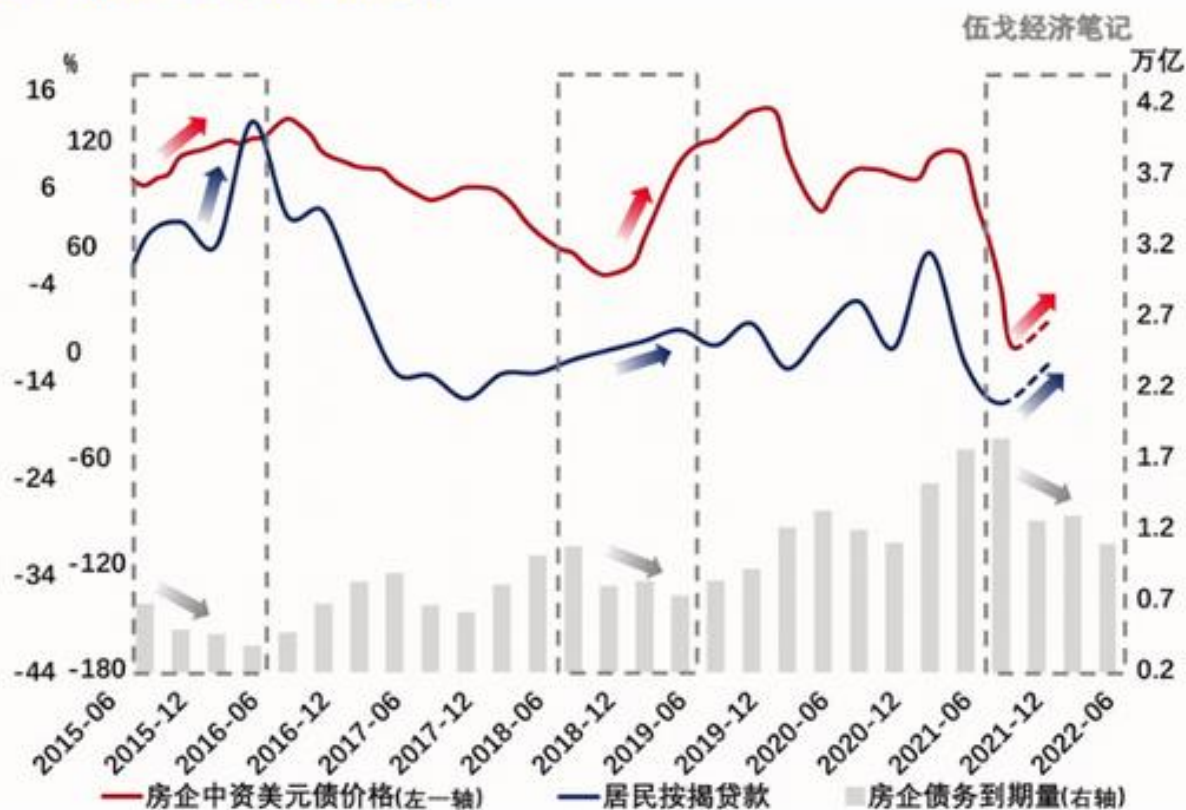


二、房地产投资何时企稳？

历史经验表明，以居民按揭贷款为先导的政策维稳信号出现后，市场的担忧往往会逐步缓解。同时，房企债务到期量在今年达到高峰后未来将有所减少，客观上也有利于流动性风险的缓解。近期，房企中资美元债市场已呈现企稳迹象，“政策底”到“市场底”依稀可见。

图 3：“政策底”到“市场底”依稀可见

图3：“政策底”到“市场底”依稀可见



来源：WIND，彭博，笔者测算

注：美元债价格、按揭贷款均为同比增速。到期债务包括开发贷、境内外债券、信托。

展望未来，按揭贷投放继续加速，开发贷滞后跟进，房贷利率有望持续下行。事实上，10月百城首套房贷利率下降1个基点，11月再降4个基点，平均放款周期也较上月缩短5日。多措并举后，商品房销售可能明

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_30017

