



房地产行业板块最新观点： 化解房企风险的路径猜想及 配置思路



摘要:从“金稳会”表述看,关键词之一是“房地产企业”而不是“房地产行业”,判断这次房地产问题更多是企业层面流动性风险,而难以是行业中长期需求出现重大扭转;判断化解风险的角度是先稳住短期流动性缺口,争取时间,最终的风险化解,依然依赖于后期的销售复苏以及销售复苏后并购的起量;中长期角度,重视“金融稳定保障基金”,“新的发展模式”这两个关键词;基于以上,判断难有一刀切放松,难以通过“房价涨,杠杆加”的方式来救赎存量的不赚钱资产,取而代之的是精准的,因城施策的放松,所以在 β “体验”

上,会与历史周期的大幅放松存在差异,但这也正强化了“竞争格局改善”的最重要逻辑。建议投资人继续超配房地产,坚定从现金流出发选取个股 α 。

70,80后记忆犹新的一部特摄连续剧“恐龙特急克塞号”中,克塞有一个大招叫做“时间停止”,运用超能力可以短暂地将时间停止,然后消灭怪兽,时间重新运转,当然,这个大招肯定也是到了关键时刻才会祭出。而目前的房地产或也在这样一个关键时刻。

一、当前,房价由上涨压力逐步转为下跌压力、行业资金链压力 21Q3 后就已经超历史最低水平,均使得金融端政策开始纠偏。2022 年政府工作报告提出“设立金融稳定保障基金,运用市场化、法治化方式化解风险隐患,牢牢守住不发生系统性风险的底线”。3月16日“金稳会”提出“关于房地产企业,要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案,提

出向新发展模式转型的配套措施”，这里头或有四个关键词，一个是“化解”，另外一个“房地产企业”而不是房地产行业，第三个是“金融稳定保障基金”，第四个则是“新的发展模式”；

二、从上文提取的表述上看，关键词之一是“房地产企业”而不是“房地产行业”。判断这次的房地产问题，可能更多是企业层面流动性风险，而难以是行业中长期需求出现重大扭转，判断化解风险的角度是先稳住短期流动性缺口，争取时间等待周期复苏。

行业角度，短期而言，需求端压力确实较大，但中长期来看，认为并未到达需求的大拐点：(1) 城镇化没有到尾声，我国城镇化率 64%，到 70% 甚至 75% 还有距离，或仍有 8-10 年中高速发展期；(2) 我国人均住房面积仍有空间，按套内面积来看仍低估；(3) 我国完整住房户均不及 0.8 套，未来改善空间依然存在；(4) 同时，七普数据显示：我国家庭小型化明显，将增加住房需求（具体可参考过往报告）。

房企角度，“防范化解”风险相对于此前的“防范”风险而言，显然增加了“化解”二字，探讨化解房企风险的路径，可能需先回顾下风险的演变过程：2021 年下半年，随着信贷收紧和需求快速下行，21 年 Q3 行业现金流开始恶化，尤其 11 月左右部分房企现金流出现快速塌陷，随后经历了信贷、尤其是“削峰填谷”类融资的放开，21 年年底为保现金流，房企抢推盘降价促销，部分房企用尽了最后的一些努力，随着 22 年至今需求端的进一步承压，企业层面流动性风险仍较大，出险和潜在出险房企增加，

政策改善和对冲进一步增加。

从房企资金来源角度看，销售回款和筹资回款是大头，显然当前的问题是两者压力的叠加，而当前销售的回暖仍停留在预测层面（预测 4 月左右见底），同时还新增了疫情这样一个不利因素，因此，在接下来的 1-2 个月范围内，筹资回款的重要性变得更重要，而该时段，也是房企债务到期压力相对较大的时候。

从当前现象观察，认为政策或在企业和金融机构两端进行“协调”。企业端，目前最重要的或是“道德风险”，防止房企实控人躺平或是政策的一大协调要点，另外保障项目顺利开发和预售以及加快资产处置或也是路径的重要选择；而金融端，协调临近到期债务的展期安排，或是防止全面展期的当下对策，而这些可能的路径，或不限于房企集团层面，可能更会下沉于项目层面予以更多的“一项目一策”的协调。最终的目的无非是解决短期的债务到期压力和现金流问题，让“时间停止”，等待销售的复苏右侧。作为结果，为了防止系统风险的扩大，企业，债权人和政府，或都会付出相应的成本。

三、而最终的风险化解，依然依赖于后期的销售复苏，以及销售复苏后并购的起量。从海外历史观察，并购的起量同步于销售的右侧出现，而并非在周期底部放量。

推测销售的复苏的路径有三段，从消费函数角度，居民买房行为受到“居民可支配收入+居民预期+杠杆”三者的影响。

目前来看三因素有一个出现改善：首付比例和按揭贷款利率均出现改善，也即面对合理购房需求的杠杆正在改善；而居民预期的企稳基本同步于房价的企稳，在《房地产行业政策分析框架 1.0》中，我们预测 70 城房价环比于二季度转正，其实，没有疫情的额外冲击，部分城市已经出现了一定暖意；而居民可支配收入的企稳回升，或滞后于经济的企稳回升。也即，三个因素的回暖有先有后，这也才成就了周期。

四、中长期角度，重视“金融稳定保障基金”，“新的发展模式”这两个关键词，或对行业长期的风险管理具备重要性意义。我们在报告《十问个别房企的财务困境的风险及影响》中提及：“从中期角度来看，组建类似于国家基金的形式解决房地产行业的结构性问题”，也在多篇关于房地产转型的报告中提及重视房地产业增加值对经济的贡献始终向上的特点。一方面，认为房地产行业新的发展模式隐含于房地产业增加值的结构变化本身，需要重视保障房，长租房，老旧小区改善，养老，物业和社区管理，房地产科技等的机会。另外一方面，金融稳定保障基金可能不仅仅在于预期管理与平滑行业波动，诸如类似于 preREITs 的基金设立也能盘活行业存量 优化行业低效资产配置

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_39805

