

房屋“断贷”的几个要点

近期，有些人将多地发生的房屋断贷与美国次贷危机作对比，但两者成因有本质不同、不能一概而论。本文详细梳理本轮断贷的根结及其影响，供参考。

■ 一问：与次贷危机的本质区别？问题在供给端非需求端、地产金融化程度低

国内近期的断贷问题与美国次贷危机有本质区别，我国核心问题在供给端、不在需求端。次贷危机前，美国信用资质较差的抵押贷款占比由2003年的8%提升至2007年的13%，2007年开始，美国需求侧偿付能力明显恶化，使得房贷违约加速暴露、拖欠率显著抬升。但我国断贷的接触发因素是房企项目停工，居民希望通过断贷推动房企“保交付”，并不是居民偿付能力大幅恶化导致贷款违约。

相较于美国，我国房地产金融化程度低，房贷违约的杠杆效应较小。虽然住房贷款在中美信贷市场中的份额均较高，但美国地产金融化程度显著高于我国，会进一步放大居民违约带来的连锁反应。美国MBS的规模和流动性仅次于国债，MBS资产存量占固收市场规模的23%、日均交易量占总成交量的29%，金融性更强；而我国地产ABS存量占固收市场规模的0.74%，违约扩散效应暂时可控。

■ 二问：本轮断贷的根结何在？房企“高周转”模式失效带来的现金流压制

地产项目停工是断贷的直接导火索，主要缘于房企现金流压制显著加强。去年下半年以来，房企停工现象开始增多，房屋竣工显著下滑、今年进一步恶化，竣工同比由去年6月的67%下滑至今年6月的-40.7%。截至6月，面临停工交付问题的商品房面积约占去年总成交面积的11%。房企停工主要原因在于现金流持续恶化，上市房企筹资现金流快速下降、销售回款持续低迷加剧了房企现金流压制。

经济下行周期下，前期“期房-高周转”运作模式引发的违规问题在放大，是房企现金流承压的根结。经历了多年“高周转”运作，房企杠杆持续上升，资产负债率由2007年的62%提升至2021年的79%。地产下行周期下，房企现金流压制加速凸显，商品房期房销售快速萎缩、同比由110%下滑至-28%，资金回笼难度加大，而房企的杠杆效应进一步放大现金流压制影响，前期违规问题逐步暴露。

■ 三问：断贷影响何在？短期或影响购房预期，中期或强化地产周期变平逻辑

短期断贷风险扩散或相对可控，但可能影响到居民购房预期和行为。由于中美断贷存在本质不同，且我国断贷发生后，银保监会、地方政府、开发商均积极推动“保交付”和风险处置工作，均指向我国断贷对经济影响的“放大器”效应或相对较小。但断贷可能冲击居民购房预期，居民对房价预期的上涨占比已由去年3月的25%回落至今年6月的16.2%，或使本就低迷的购房需求恢复难度加大。

中期来看，断贷或影响地产供需两端恢复弹性，强化地产周期“平坦化”趋势。断贷影响下，居民避险情绪或上升、优先考虑购买现房和二手房、对期房的购买或趋于谨慎，进而可能影响新房销售恢复弹性。同时，当前房企面临的现金流压制等供给端约束比以往更强，或使“高杠杆、高周转”模式运作困难，或影响地产投资修复空间和弹性，因此断贷或从供需两端，强化地产周期平坦化的趋势。

风险提示：疫情发展超预期，地产下行超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、本轮断贷与次贷危机的本质区别？	3
二、本轮房贷断贷的根结在哪？	5
三、本轮房贷断贷的影响何在？	7
风险提示：	8

图表目录

图表 1：次贷危机下，美国住房贷款拖欠率快速上行.....	3
图表 2：2003 年起，美国信用评级低的贷款占比提升	3
图表 3：个人住房贷款是我国信贷市场的重要组成部分	3
图表 4：住房贷款是美国信贷市场重要组成部分.....	3
图表 5：次贷危机时，美国居民部分债务违约率高企.....	4
图表 6：本轮停工项目涉及不良贷款占比较小	4
图表 7：MBS 是美国固收市场的重要组成部分.....	4
图表 8：美国 MBS 收益率与国债、抵押贷款利率挂钩	4
图表 9：ABS 在中国固收市场中的份额较低.....	4
图表 10：2016 年以来，我国地产去金融化政策频出.....	4
图表 11：全国房屋新开工、竣工面积快速下行	5
图表 12：多城市出现地产项目停工、延期交付问题.....	5
图表 13：房地产筹资现金流增速快速下降	5
图表 14：商品房销售、开发投资额同比增速快速下滑.....	5
图表 15：2021 年大多城市明确收紧预售资金监管	6
图表 16：2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业	6
图表 17：2021 年，房企受限现金比例明显提升.....	6
图表 18：2021 年，房企非受限现金短债比明显回落.....	6
图表 19：近年来，房地产行业资产负债率明显提升	6
图表 20：2021 年以来，商品房期房销售明显下滑	6
图表 21：房地产通过多链条对经济产生影响.....	7
图表 22：多方对应对房贷断贷明确表态、积极处理	7
图表 23：未来房价预期持续走低	7
图表 24：2022 年商品房成交远不及过往同期	7
图表 25：地产需求端指标修复弹性下降.....	8
图表 26：地产供给端指标修复弹性下降.....	8

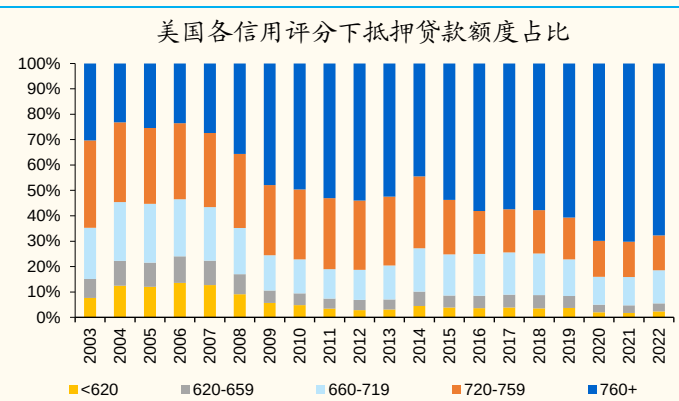
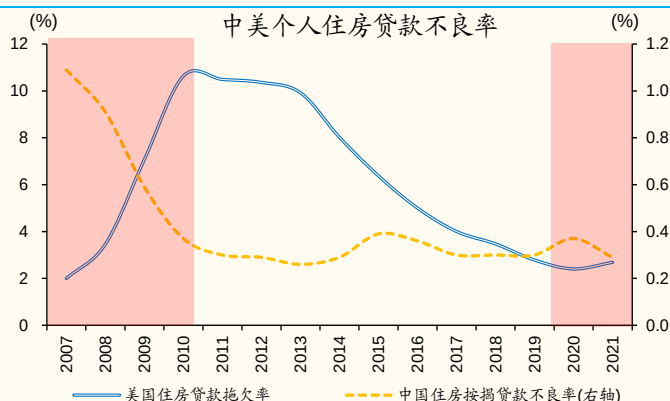
近期，有些人将多地发生的房屋断贷与美国次贷危机作对比，但两者成因有本质不同、不能一概而论。本文详细梳理本轮断贷的根结及其影响，供参考。

一、本轮断贷与次贷危机的本质区别？

国内近期的断贷问题与美国次贷危机有本质区别，我国核心问题在供给端、不在需求端。次贷危机前，美国信用资质较差的抵押贷款占比持续提升、由2003年的7.7%提升至2007年的12.7%；2007年开始，美国需求侧偿付能力明显恶化，使得美国房贷违约加速暴露，住房贷款拖欠率显著抬升、由2007年的2%提升至2010年的10.6%。但我国本轮断贷的直接触发因素是房企项目停工，居民希望通过断贷推动房企“保交付”，我国需求侧偿付能力没有大幅恶化、住房按揭贷款不良率常年维持在0.3%的较低水平。

图表 1：次贷危机下，美国住房贷款拖欠率快速上行

图表 2：2003 年起，美国信用评级低的贷款占比提升¹



来源：Wind、国金证券研究所

来源：New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax、国金证券研究所

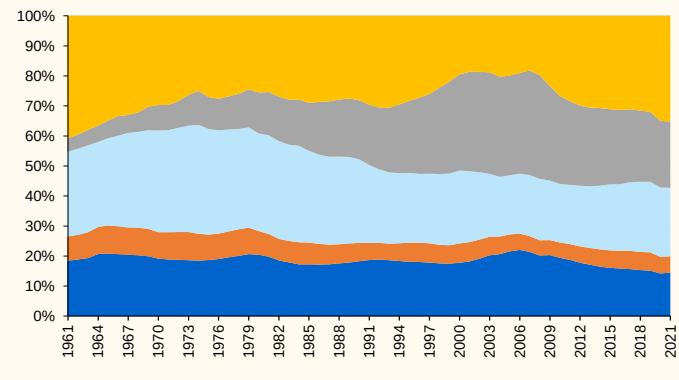
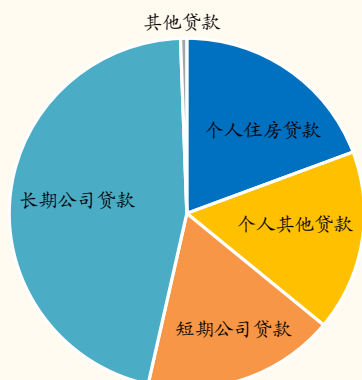
住房贷款是中美信贷市场的重要组成部分，但相较于美国，我国涉及断贷的个人住房贷款份额较小。目前我国个人住房贷款占整体信贷规模的比重约为19%，次贷危机时期，美国占比为20%，对应两国总房贷规模都十分庞大。但美国次贷危机时期的居民贷款违约率远超我国目前水平；2006-2009年，美国居民部门住房债务违约率由4.2%提升至11.3%。而我国住房贷款不良率常年维持在0.3%的水平，且本轮住房贷款违约范围主要集中在出现停工、延期交付的地产项目上，这些停工项目涉及不良贷款平均仅占商业银行按揭贷款的0.01%。

图表 3：个人住房贷款是我国信贷市场的重要组成部分

图表 4：住房贷款是美国信贷市场重要组成部分

2022年一季度末，我国金融机构贷款存量占比

美国信贷结构

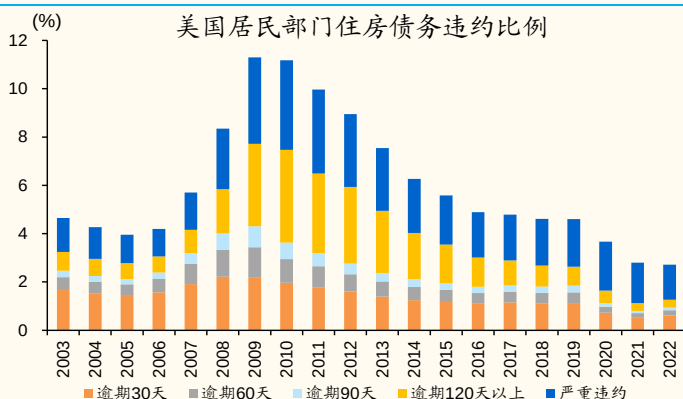


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

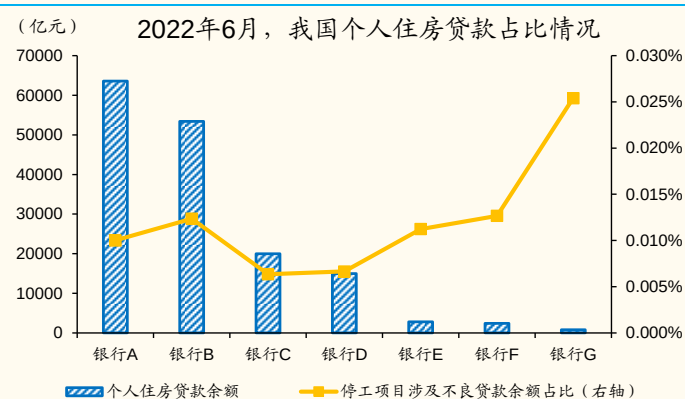
¹ 信用评分从 580 至 669 为一般，670 至 739 为良好，740 至 799 为非常好，800 及以上是极好。

图表 5：次贷危机时，美国居民部分债务违约率高企



来源：New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax、国金证券研究所

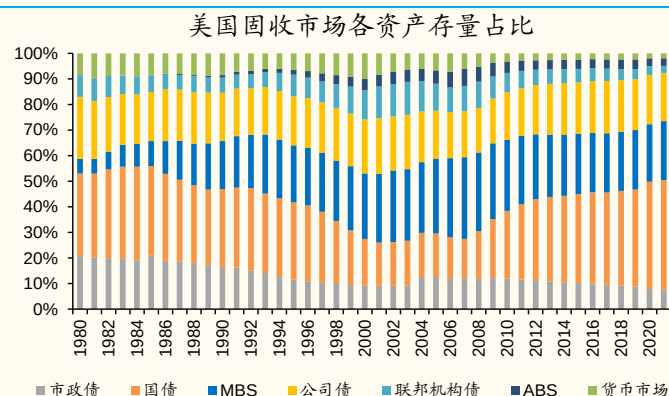
图表 6：本轮停工项目涉及不良贷款占比较小



来源：Wind、国金证券研究所

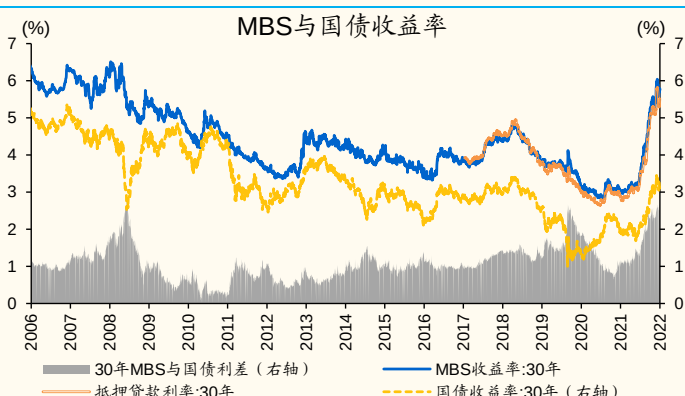
我国房地产金融化程度明显低于美国，或使房贷违约的杠杆效应相对较弱。美国 MBS 的规模和流动性仅次于国债，2021 年 MBS 资产存量占美国固收市场的 23%、日均成交量占美国固收市场日均成交总量的 29.2%；同时 MBS 收益率与住房抵押贷款利率、国债收益率直接挂钩，金融属性更强。反观我国，地产 ABS 存量仅占固收市场规模的 0.74%，且 2016 年以来我国对房地产行业去金融化调控显著加强。这说明美国地产金融化程度显著高于我国，而金融杠杆会进一步放大居民房贷违约带来的连锁冲击。

图表 7：MBS 是美国固收市场的重要组成部分



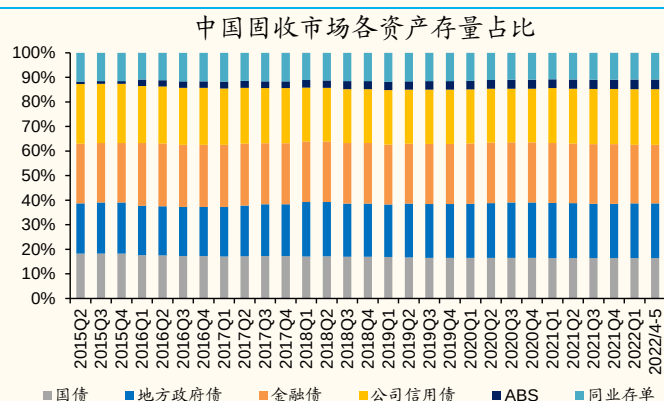
来源：Federal Reserve Bank of New York、国金证券研究所

图表 8：美国 MBS 收益率与国债、抵押贷款利率挂钩



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 9：ABS 在中国固收市场中的份额较低



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：2016 年以来，我国地产去金融化政策频出

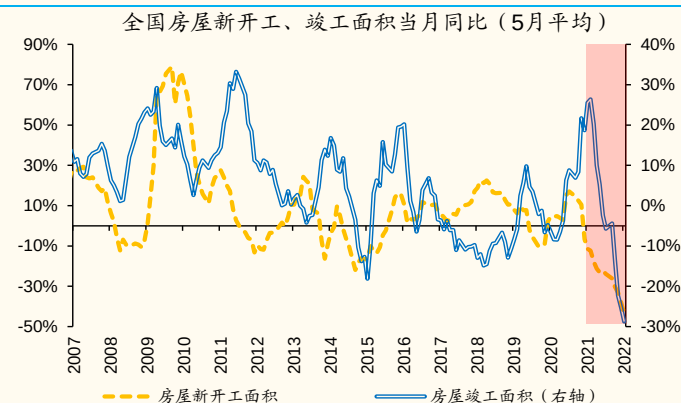
时间	文件	主要内容
2016/10	《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	对房地产企业公司债券实行“ 基础范围+综合评价指标 ”的分类监管标准，募集资金可以用于还贷、开发项目和补充流动资金， 不得用于购置土地 。
2017/10	《关于规范银行类业务的通知》	不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台 ；股市、产能过剩等限制或禁止领域等。
2018/5	《关于完善市场约束机制 严格防范房地产境外发债和地方政府债务风险的通知》	房企境外发债 不得募集资金用于房地产项目、补充运营资金，仅限归还存量债务 。
2019/5	《中国银保监会关于开展“巩固治乱成果 促进合规建设”工作的通知》	...禁止银行向“四证”不全及资金不到位的房企融资；禁止资金通过影子银行渠道 违规流入房地产市场 ； 禁止并购贷、经营贷等资金被挪用用于房地产开发 。
2019/7	《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	房地产企业发行外债只能用于置换 未来一年内到期的中长期境外债务 。
2019/8	《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》	按月监测房地产信托业务变化情况... 坚决遏制房地产信托过快增长，风险过度累积的势头 。
2020/8	“345”新规	房地产企业 三道红线 ：剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于100%。
2020/12	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比 不得高于监管部门确定的上限 。
2021/3	《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	加大对 经营用途贷款违规流入房地产 问题的监督检查力度。

来源：银保监会、发改委、央行、国金证券研究所

二、本轮房贷断供的根结在哪？

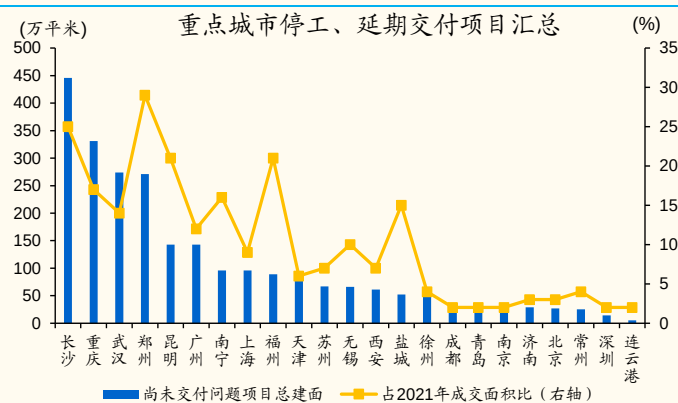
地产项目停工是断贷的直接导火索，主要缘于房企现金流压制显著加强。2021年下半年以来，房企停工现象开始增多，全国房屋新开工、竣工显著下滑，今年进一步恶化，新开工同比于去年5月转负、快速下滑至今年6月的-45%，竣工同比从去年6月的66.6%降至今年6月的-40.7%；截至6月，面临停工交付问题的商品房面积约占去年商品房总成交面积的10.7%。停工主要原因在于房企现金流恶化，上市房企筹资现金流去年下半年同比下降25.6%、降幅创历史新高，前期商品房销售回款低迷进一步加剧房企现金流压制。

图表 11：全国房屋新开工、竣工面积快速下行



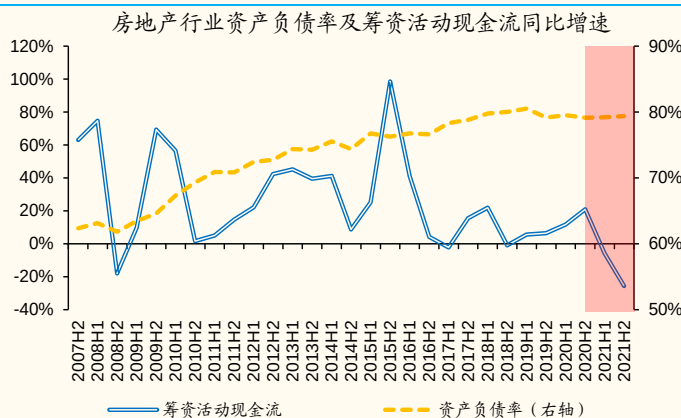
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：多城市出现地产项目停工、延期交付问题



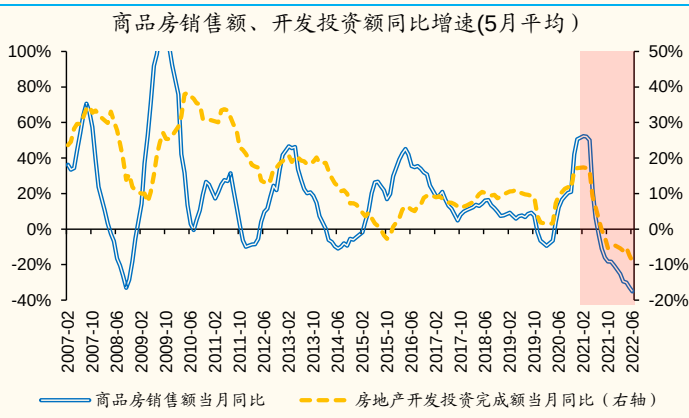
来源：CRIC、国金证券研究所

图表 13：房地产筹资现金流增速快速下降



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：商品房销售、开发投资额同比增速快速下滑

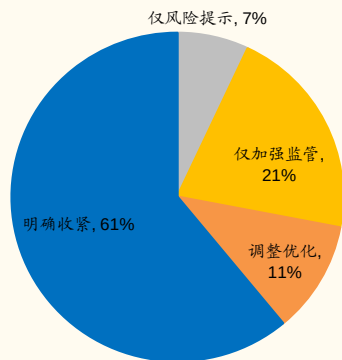


来源：Wind、国金证券研究所

前期预售资金监管加强、房企信用风险凸显，使房企现金流受限问题加速暴露。2021年起，地产调控对房企资金端管理趋严，预售资金监管加强即为典型；截至去年年底，全国75个城市出台了加强预售资金监管的相关措施，其中61%的城市明确收紧房企预售资金使用。同时地产违约规模快速增长、占全部违约债券比重，2021年接近20%、2022年超过68%；房企信用违约增多，使得金融机构放贷、买债趋于谨慎，房企融资螺旋式收缩、现金流压力加大。

图表 15: 2021 年大多城市明确收紧预售资金监管

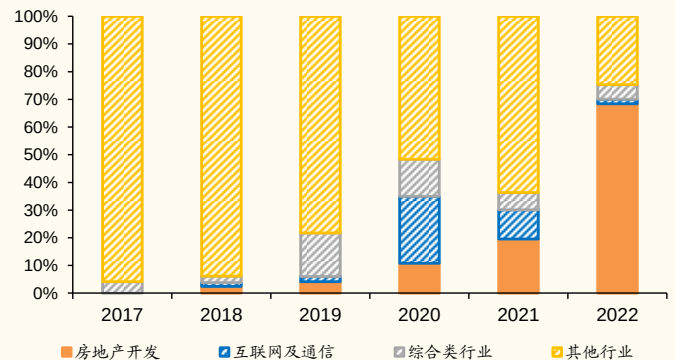
2021 年各城市预售资金监管措施



来源: 58 安居客房产研究院、国金证券研究所

图表 16: 2022 年地产债券违约规模占比远超其他行业

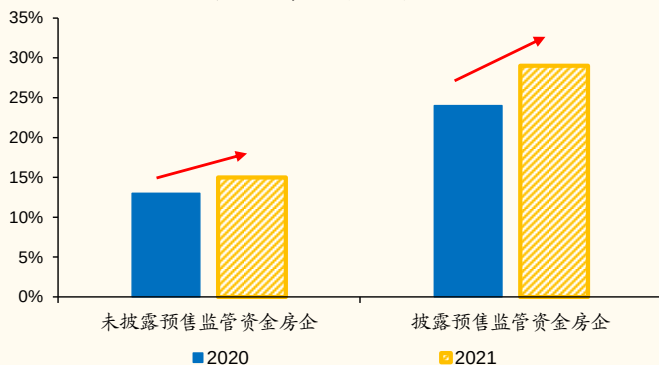
各行业债券违约规模占比



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 2021 年, 房企受限现金比例明显提升

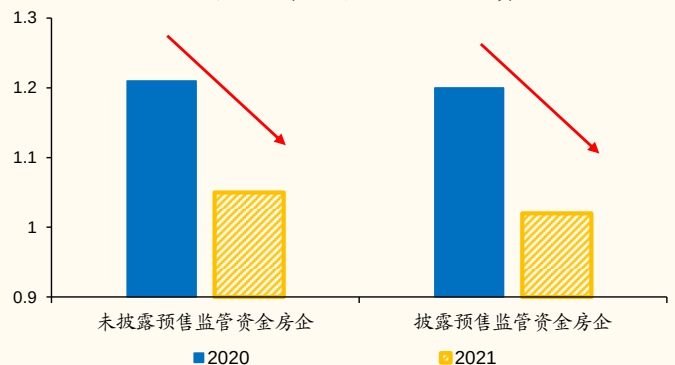
不同类型房企受限现金占比



来源: CRIC、国金证券研究所

图表 18: 2021 年, 房企非受限现金短债比明显回落

不同类型房企非受限现金短债比



来源: CRIC、国金证券研究所

经济下行周期下, 前期“期房-高周转”运作模式引发的违规问题在放大, 是房企现金流承压的根结。经历了多年“高周转”模式的运作, 房企杠杆持续抬升, 资产负债率由 2007 年的 62% 提升至 2021 年的 79%。地产下行周期下, 房企现金流压制加速凸显, 商品房期房销售快速萎缩、同比增速由 109.9% 下滑至 -28.2%, 资金回笼难度加大; 同时, 房企杠杆效应进一步放大现金流压制影响, 前期违规问题逐步暴露。

图表 19: 近年来, 房地产行业资产负债率明显提升

图表 20: 2021 年以来, 商品房期房销售明显下滑

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_44237

