

客观理解当下中国地产问题

2022年07月26日

六月30城地产销售面积情况环比显著改善，市场对地产的预期转为乐观，然而7月上旬30城销售再度拐头向下，市场开始忧虑地产走势。我们从三个角度更加客观评估当前中国地产所处状态：本轮中国地产问题的内核是什么？本轮地产压力来源及脆弱环节为何？地产压力未来可能的传导路径？

➤ 首先不必太过悲观，不能将中国地产压力直接类比为美国次贷危机。

本轮中国地产问题的内核与美国次贷危机截然不同。

不同之一，当下中国地产问题并不是来自于居民现金流不足。美国次贷危机直接诱因是低收入群体无法偿付房贷，最终杠杆断裂。反观中国，今年6月居民信贷环比显著改善，居民购房意愿及能力未受根本性冲击。去年以来，中国居民存款增速持续上行，近期同比读数甚至高于历史同期水平。种种迹象表明，7月以来地产主要压力，并非来自居民部门。

不同之二，地产证券化程度较弱，地产的金融传染性有限。2008年，美国次贷危机之所以触发金融危机，并迅速扩散成为经济危机，房地产高度证券化负有一定责任。中国资产证券化起步较晚，发展深度有限。只要政策应对及时，不太可能发生局部地产压力迅速传染扩散，并冲击整个金融市场。

不同之三，中国居民资产负债表较健康，地产对中国金融体系直接冲击可控。若居民资产负债表相对健康，居民部门便不会出现大幅度的资产折价和债务破裂，最终地产风险可控。美国次贷危机之前美国居民急速加杠杆，巅峰时期美国居民杠杆率达到99.2%（2007年四季度），为历史最高值。2021年下半年以来中国居民杠杆率相当稳定，杠杆增速已有收敛，2021年下半年至2022年上半年，居民信贷同比收缩3.4万亿。

➤ 但也必须正视问题，我们需要理解本轮中国地产压力的真正来源。

不论是现金流、债务偿付比、杠杆率还是资产负债率，多重指标显示当下中国居民部门并未显露高杠杆“后遗症”，地产压力或不在居民部门。**本轮地产最直观的压力来源，显然在房地产企业部门。**去年下半年以来房企融资渠道收窄，居民信贷以历史罕见速度下滑，最终房企不得不面对极端现金流收缩，并且为期长达一年。

需要提醒，本轮地产较为脆弱的环节或在于部分财力偏弱的地方政府。2018年至2021年，土地出让金年度收入从6.3万亿元扩张至2021年8.7万亿元。整个地产资金链条之中，地方政府对土地出让依赖度有所走高。若地产销售以及房企融资持续收缩，部分地方政府财政压力将会浮现。财力偏弱而又依赖土地出让的地方政府，所面对的减收压力或尤甚。

➤ 无需夸大当前风险，然应重视地产压力隐含的三个可能传导路径。

本轮地产调控的一揽子政策组合之下，我们能够窥见政策背后的意图：将地产问题控制在地产行业之内。

然而7月地产压力加大之后，我们应该充分重视当前地产压力存在三条可能的传导路径。路径之一，从供给到需求。6月地产销售环比改善，然而7月销售再度转冷。这意味着，当供给问题得不到实质解决，需求回暖态势会变得脆弱。**路径之二，从企业到居民。**目前来看，本轮地产压力仍控制在行业之内。然而预期因素会将房企部门现金流压力传导至居民部门。**路径之三，从实体到金融。**当前地产压力更多停留在实体层面，政策留有足够空间应对准备。然若房价预期发生较大变化，存量房地产及联动的金融资产定价可能需要重估，届时地产问题或会影响金融定价。

➤ 处理中国地产问题的当务之急。

7月以来地产问题主要缘自房企部门现金流压力，底层的居民资产负债表相对健康，因而问题本身可控。然而必须要正视一点，目前房企现金流压力呈现向外传导趋势。当下最重要的是切断压力传导机制，防止房企现金流压力向居民和政府部门传导，防止实体层面的地产行业供需向金融资产定价传导。**控制预期传染，稳定地产销售，缓解信用压力，这或许是当下地产调控的当务之急，因此，当下我们无需对地产太过悲观。**

风险提示：地产政策效果不及预期；房企信用风险超预期；疫情发展超预期



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：日本会点燃海外新一轮紧缩交易吗？-2022/07/21
- 2.宏观专题研究：欧债危机？只是风满楼-2022/07/19
- 3.宏观专题研究：经济的上限和下限-2022/07/16
- 4.100BP加息或正逼近——美国6月CPI点评-2022/07/14
- 5.宏观专题研究：6月出口“炸裂”-2022/07/14

目录

1 中国地产问题不应类比于美国次贷危机.....	3
2 从资金流转链条看中国地产压力的来源.....	6
3 无需夸大风险，但应重视地产压力传导趋势.....	8
4 处理中国地产问题的当务之急.....	10
5 风险提示.....	11
插图目录.....	12

前言：

近期中国地产引发各界广泛关注，过去一段时间资本市场也给予充分反应。

从 7 月 11 日开始，人民币汇率开始波动加大，7 月 14 日人民币兑美元汇率一度达到 6.77，四个交易日内累计跌幅超 800 个基点。人民币汇率走贬，固然与近期美元指数走强有关，也有地产风险担忧的因素。

股票市场也有同步反应，北上交易型资金连续 5 个交易日（7 月 11 日-7 月 15 日）净流出，拖累 A 股表现。6 月社融和经济数据都偏强，然而近期债市依然小幅走强，10 年期国债利率从 2.83% 走低至 2.78%。

近期地产风险有所收敛，资本市场亦有同步利好回应。

图 1：7 月 11 日后，人民币汇率贬值压力有所增加



资料来源：wind，民生证券研究院

1 中国地产问题不应类比于美国次贷危机

当下市场对中国地产担忧情绪愈发浓厚，不少海外观点甚至将中国地产类比于美国次贷危机。这种类比背后，隐含的是部分海外投资者担忧中国地产风险扩散。

我们认为“当下的中国地产”、“2007 年的美国地产”，两者面临的压力及问题内核，截然不同。故不能将中国当下地产状态类比于 2007 年美国次贷危机前夕。

第一处不同，当下中国地产问题并非来自于居民现金流不足。

参照海外经验，地产泡沫刺破往往伴随货币政策收紧、居民部门现金流不足

和债务偿付崩溃。

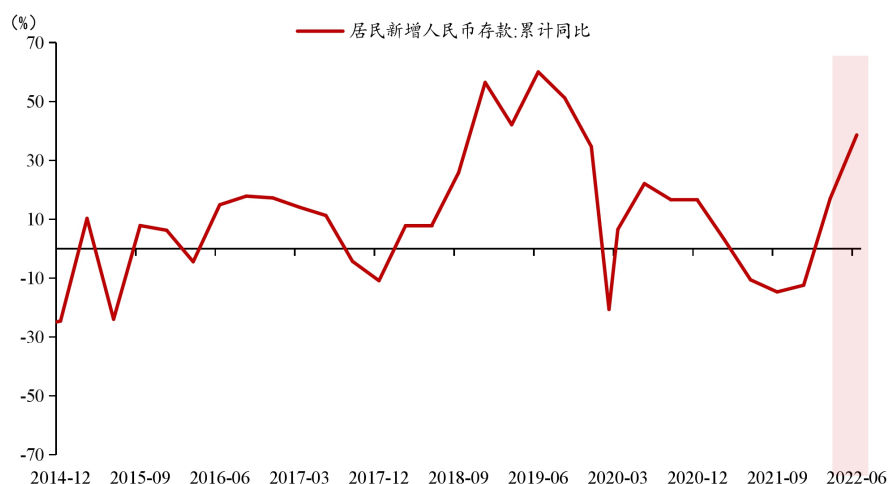
当下中国地产虽然面临压力，然而去年至今，房贷利率已有明显调降，债务偿付压力因此得到部分消减。此外，居民部门现金并不紧张，杠杆空间也并不“逼仄”。有两组数据印证：

第一组数据是 6 月居民信贷环比显著改善，说明居民购房意愿及能力或并没有受到根本性的冲击。

第二组数据是当前中国居民存款增速位于历史偏高水平，说明当前居民现金流压力或并不如想象中那般紧张。

简言之，当下中国地产压力并不来自居民端，居民现金流和债务偿付比均处正常状态。

图 2：当前居民存款增速并不低



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二处不同，证券化程度较低，地产风险的金融传染性有限。

美国次贷危机之所以能够演绎至金融危机，甚至进一步影响全球经济，前提是地产问题波及幅度足够广，波及速度足够快，快到政策稍有迟疑，金融冲击已至。

房地产是典型的不动产，之所以深度冲击金融体系，高度证券化必须负一定责任。举一个简单的例子，如下。

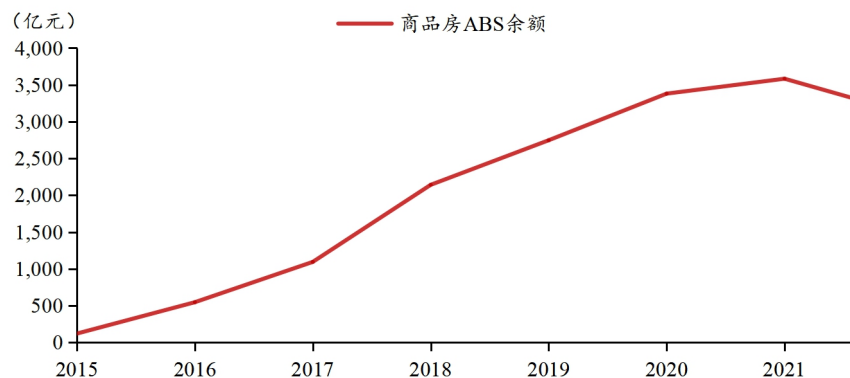
当 A 银行面临它的居民还贷能力萎缩，A 银行的居民信贷问题无法实质性影响 B 银行。然若居民信贷被证券化为 MBS，当 A 银行持有 MBS，居民无法正常还贷，MBS 将快速折价。同样持有 MBS 的 B 银行资产端也会受到冲击。

证券化还意味着 MBS 已经被金融市场深度定价，MBS 价格联动其他金融行为。例如以 MBS 为质押的回购，利率也因 MBS 折价而受到影响。这种情况下，

即便不持有任何 MBS 的金融机构，也会因为 MBS 折价而受到冲击。

中国资产证券化发展深度较为有限，局部地产压力迅速传导扩散，冲击整个金融市场并造成系统性风险，发生这种情景的概率较低。

图 3：中国商品房 ABS 余额较为有限



资料来源：Wind，民生证券研究院

第三处不同，中国居民资产负债表较健康，地产对中国金融体系直接冲击可控。

居民资产负债表是否稳健，会决定“地产冲击”持续的深度。短期内偶然因素扰动，居民或会出现暂时偿债压力，但若底层的资产负债表相对健康，居民部门不会出现大幅度资产折价和债务破裂，最终地产风险可控。

2021 年下半年以来中国居民杠杆率相当稳定，杠杆增速收敛。以居民信贷为例，2021 年下半年至 2022 年上半年，居民信贷同比收缩 3.4 万亿。

过去一年，中国居民杠杆非常克制，这一点截然不同于 08 年美国金融危机。2007 年美国次贷危机触发全球金融危机，而在美国次贷危机之前，美国居民急速加杠杆，巅峰时期美国居民杠杆率达到 99.2%（2007 年四季度），为历史最高值。

居民资产负债表较为健康，加上中国地产的证券化程度有限，这就决定了我国居民近期的行为的影响有限，对金融的传导性更不能与 08 美国金融危机相提并论。

图 4：今年 1 至 5 月居民信贷缩至去年同期的三分之一左右


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 从资金流转链条看中国地产压力的来源

中国地产融资链条有三个重要环节：销售、投资和拿地。三个环节涉及三个主体（居民、房企和地方政府），一条清晰的资金流转链条贯穿其中，居民信贷撬动房企融资，房企拿地时将融资转化为土地出让金。

地产融资链条中有三个关键数据非常值得关注，居民信贷（对应地产销售回款现金）、房企债务融资（对应地产企业融资现金）、土地出让金（对应地方政府财政收入）。

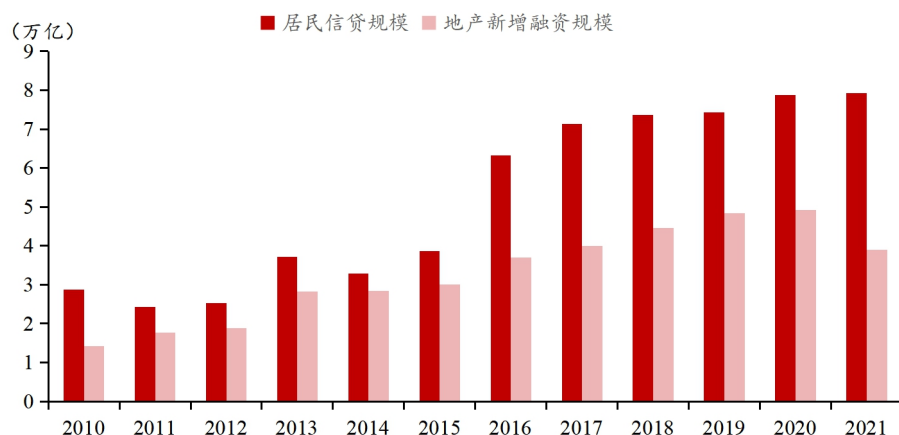
观察不同环节的资金变化，我们基本可以判断，中国地产链条上哪个环节最脆弱，压力是如何通过资金链条传导开去。

我们先来回顾这几年地产发展现实。

2018 年至 2021 年对中国地产而言是一段非同寻常的时期。这段时间中国地产迎来少见的平稳发展期。直观表现就是地产各项指标读数被压在一个非常狭窄的空间内波动。

2018 年至 2020 年，居民信贷年度融资规模稳定在 7.5-8 万亿元，其中居民按揭贷款 2.7-3.2 万亿元；房企债务融资每年稳定在 4.5-5 万亿（表内融资加信托）。与之相应，2018 年以来，中国新房销售面积稳定在 17-18 亿平米。

图 5：2018 年以来居民信贷及地产融资规模相当稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年下半年地产罕见低波动的平衡被打破。

首先是房企融资现金快速收缩，其次是居民信贷以历史罕见的速度快速下行。今年 2 月和 4 月，居民中长贷甚至触达单月负净融资。

即便中性乐观情况下估测今年居民信贷，或也要较去年缩减约 2 万亿元（测算详见《居民杠杆，冰点后回暖》），房企融资规模收缩更不必细说，今年地产显然结束了 2018 年以来的紧平衡状态。

本轮地产表现压力来自房企，然而脆弱环节或在部分依赖土地出让金而财力偏弱的地方政府。

中国本轮地产压力显然不是缘自居民端。不论是现金流，还是债务偿付比，抑或是杠杆率及资产负债率，当下中国居民部门并未显现出高杠杆“后遗症”。本轮地产最直观的压力来源，显然在房地产企业部门。

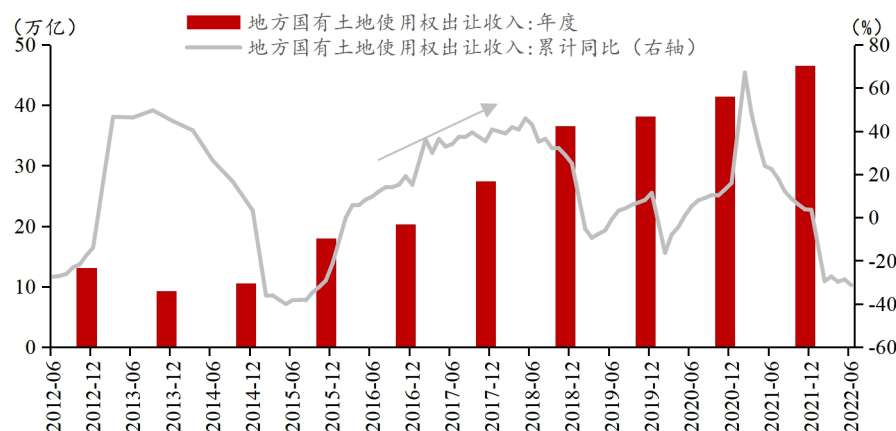
然而当我们将视线转向地产资金链传导路径，我们便会发现，本轮地产真正脆弱的部门或在部分地方政府。

本源是 2018 年至今，部分地方政府对土地出让金的依赖度在持续提升。

2018 年全年土地出让收入 6.3 万亿元，2019 年已是 7 万亿元，2020 年 8.2 万亿元，2021 年 8.7 万亿元。可以这样说，整个地产资金链条之中，地方政府对土地出让依赖度显著提升。

若地产销售以及房企融资进一步持续收缩，土地财政压力将会浮现。这一点对财力偏薄弱的地方政府来说尤其如此。

图 6：2016 年以来土地出让金规模快速扩张



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 无需夸大风险，但应重视地产压力传导趋势

地产调控惯有的逻辑是用需求政策的松紧来解决供给问题，周期性起伏关键都在需求端。

一段典型的地产扩张时期中，需求端政策松绑，居民杠杆抬升，房企销售现金流回笼，融资现金流改善，房地产库存去化，供需达成新平衡。

这次不同，本轮地产周期明显复杂的多，供需问题掺杂在一起。

年初以来因城施策，政策逻辑还是沿用了传统调控框架，更多着眼于居民需求端松绑。供给端，地产企业面临现金流压力有增无减。政策试图将地产问题控制在地产行业。

7 月居民信贷再度收缩，提醒我们需要重视当下地产表观压力——房企现金流压力。

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_44415

