

从宏观视角看房地产行业投资、监管和风险走势

东方金诚首席宏观分析师 王青

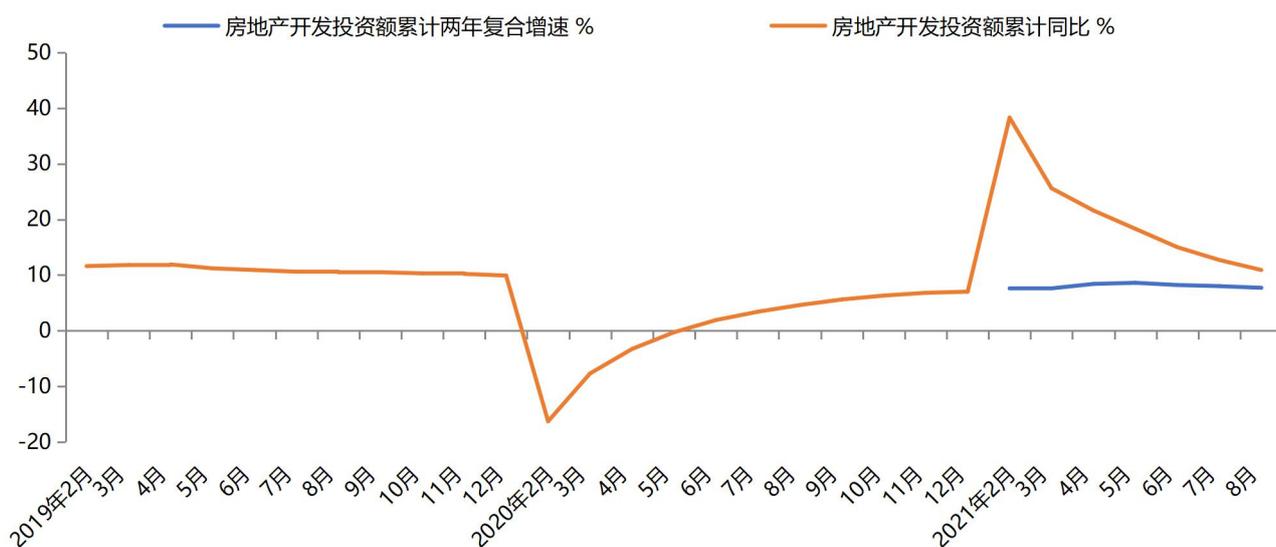
基本观点：当前房地产投资下行拐点已经确立，楼市降温明显，头部房企债务风险持续发酵。我们判断，着眼于稳定宏观经济运行，“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”，接下来房地产调控政策有望“由紧转稳”，房地产行业风险大规模暴露的可能性不大。

具体分析如下：

一、前期调控政策持续加码，楼市承压，6月之后房地产投资的两年平均增速持续走弱，下行拐点基本确立，行业信用风险持续发酵。

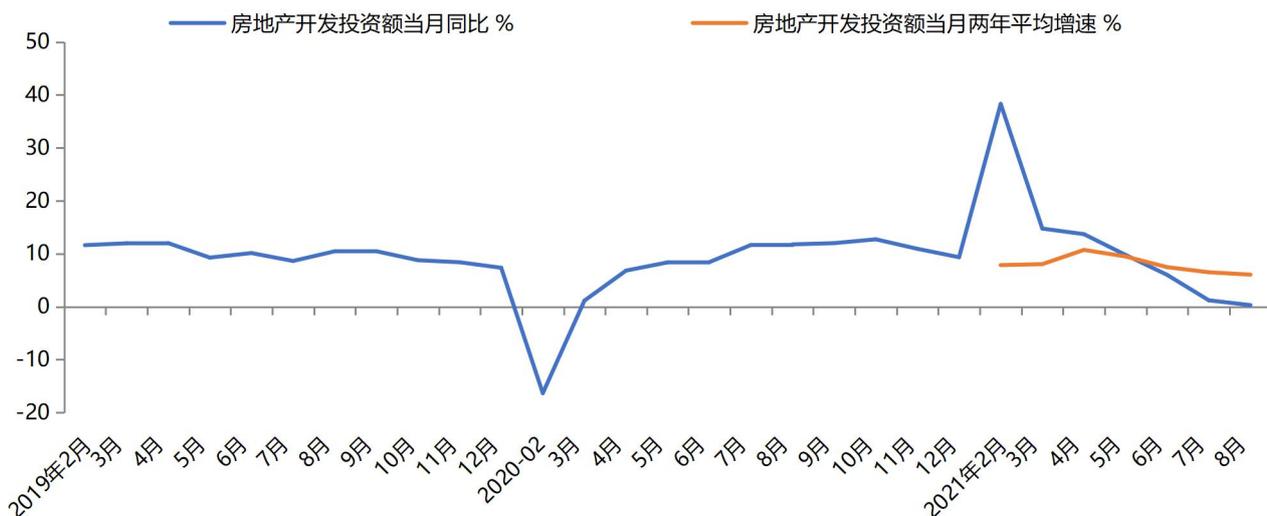
根据国家统计局数据，1-8月房地产投资累计同比增长10.9%，增速较上月下滑1.8个百分点。如果说年初以来该数据持续下滑有上年基数抬高的影响，那么8月代表房地产投资实际增长动能的两年平均增速也降至7.7%，较上月下行0.3个百分点，为连续第二个月走低，则表明下半年以来房地产投资韧性确实出现了弱化态势，下行拐点基本确立。考虑到累计增速对数据最新变化反应较为钝化，我们还测算了月度房地产投资同比及两年平均增速的变化。数据显示，8月单月房地产投资同比增速仅为0.3%，两年平均增速则降至6.1%，较上月下行0.4个百分点，已连续第四个月走低，且下行斜率更为陡峭。

图1 近期房地产投资增长势头转弱



数据来源：WIND，东方金诚

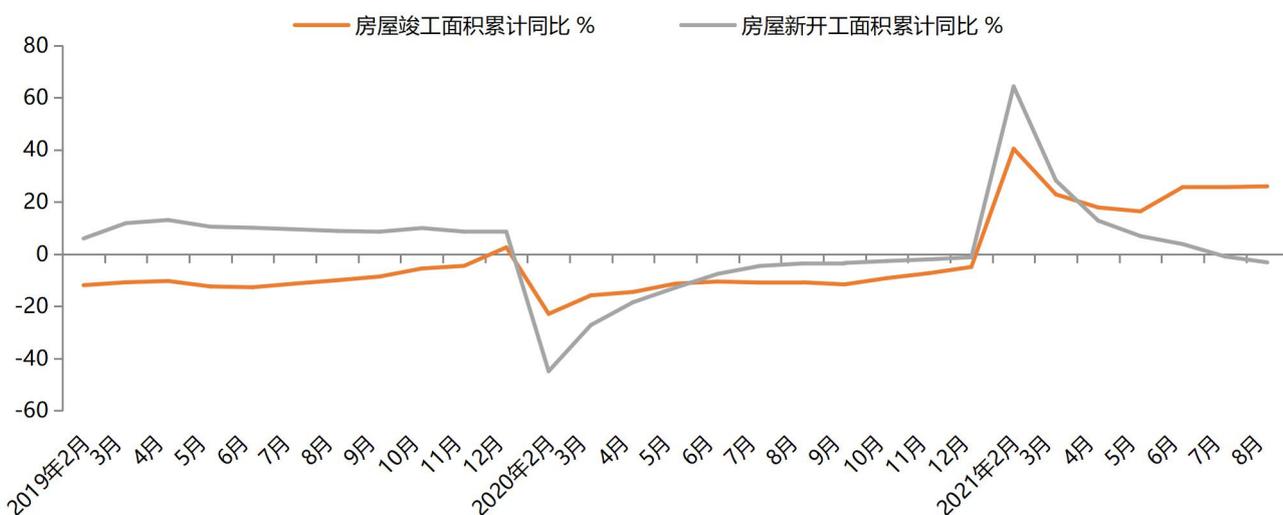
图2 近期月度房地产投资增速下行势头更为明显



数据来源：WIND，东方金诚

近期房地投资增速下滑，直接原因在于建设施工端。可以看到，尽管年初以来房企为加速资金回笼，房屋竣工面积保持高增，但为减少资金支出，房屋新开工面积增速大幅下滑，且7月以来已进入同比负增状态。受此影响，房屋施工面积同比增速也在较快下行。

图3 近期新开工面积增速转负，抵消了高竣工的影响，是房地产投资增速下滑的直接原因

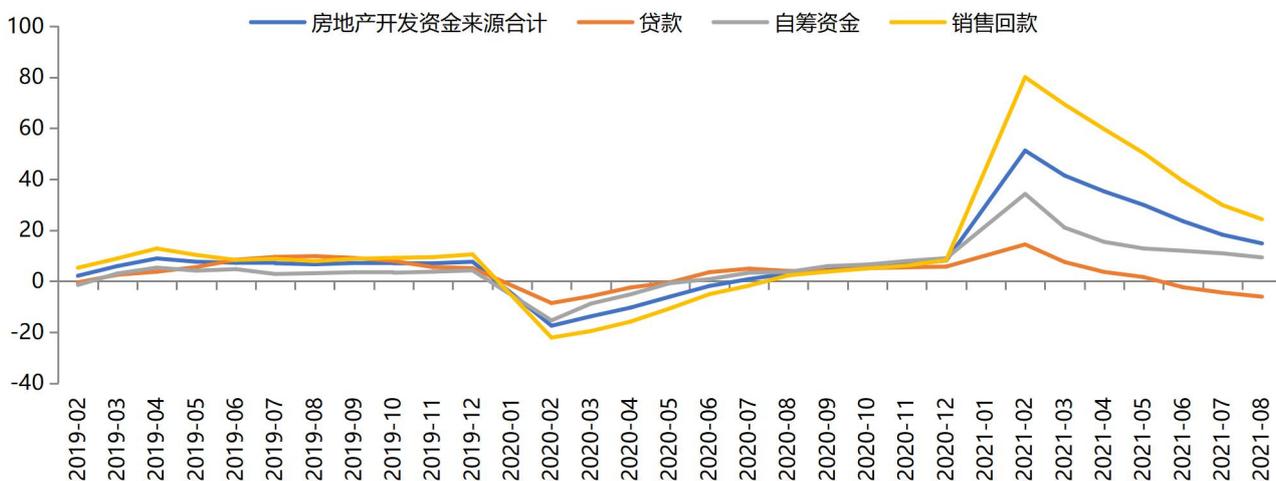


数据来源：WIND，东方金诚

不过，导致房地产投资增速下行的根本原因在于楼市遇冷令房企资金来源进一步受限。可以看到，在去年下半年以来楼市调控持续加码、房地产金融监管明显收紧的背景下，商品房销售收入已成为房企的主要资金来源。而前期楼市持续处于高位运行状态，对房地产投资保持较强韧性起到了重要支撑作用。但进入下半年，形势发生变化：7月起商品房销售面积和销售额同比均出现了负增长，且8月降幅明显扩大。同时，这两项指标的两年平均增速也在显著下行，其中8月商品房销售面积两年平均增速已进入负增长状态。这说明当前销售端增速下行并非源于基数效应，而是楼市确实在降温，并正在向投资端传导。

去年7月以来，主要为防范降息等货币宽松措施加剧房价泡沫风险，房地产调控逐步升温。前期出台的包括“三条红线”和房地产贷款集中度管理等在内的宏观审慎管理措施也在逐步显效，各地限购、限价调控措施不断加码。政策累积效应下，房企资金来源全面持续收紧。具体来看，房企资金来源主要有三：一是商品房销售回款（上半年占比约57%）；二是自筹资金（占比约30%），包括房企通过发债、信托筹集的资金，以及对供应商、建筑公司等应付款；三是金融机构贷款（占比约13%）。目前来看，随着楼市遇冷，商品房销售回款减速明显；当前已进入资管新规过渡期延长期的倒计时阶段，房地产信托正在加速压减；而在房地产金融监管收紧过程中，上半年房企债券净融资已转为负值；最后，在房地产贷款集中度管理下，上半年金融机构房地产开发贷款同比持续收缩。

图4 调控收紧，三大类房地产开发资金来源正在同步减速（累计同比 %）



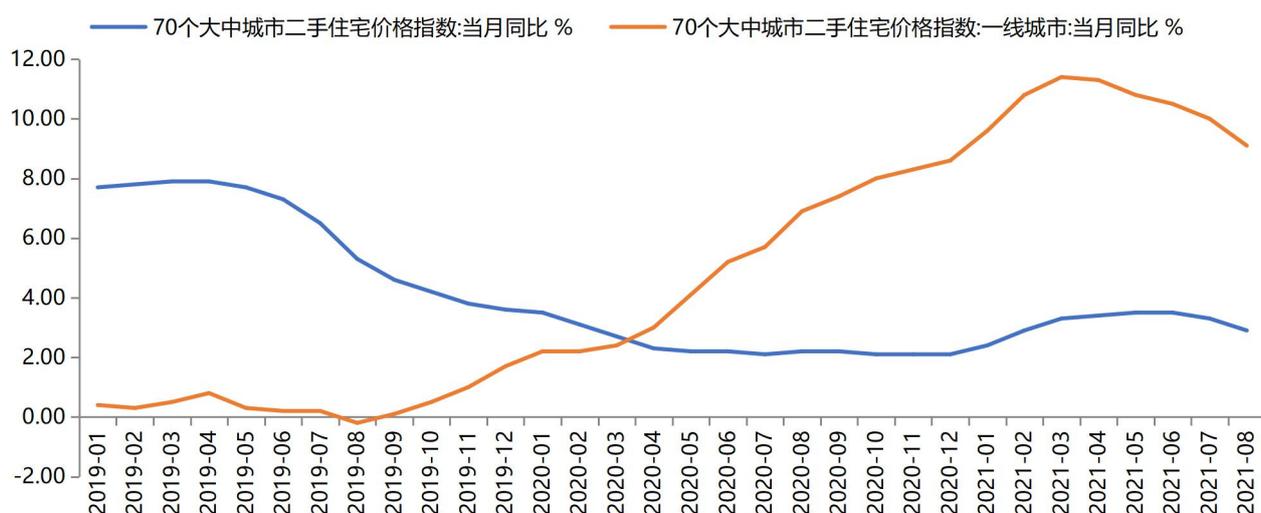
数据来源：WIND，东方金诚

房地产开发资金来源减速，一方面导致房地产投资增速下滑，同时也导致年初以来房企违约不断，引发市场广泛关注。据我们统计，截至9月16日，年内信用债市场新增公募债违约家数实际为9家，较上年同期16家有所下降，但在这9家新增违约企业中，有6家是房企，已显著高于去年全年的3家。更为重要的是，作为头部房企，负债高企、脚踏两条红线的恒大出现商票逾期，在资本市场遭遇股债双杀，其债务风险正在引发国内外市场的广泛关注。8月19日，央行、银保监会约谈恒大，要求其“努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定。”

二、当前房地产调控到了什么程度？接下来调控政策会怎么走？

根据国家统计局公布的数据，8月70个大中城市商品住宅销售价格环比、同比涨幅总体延续回落态势，其中一线城市二手房价格同比近半年来首次跌破两位数，为连续第五个月下行。特别是作为此轮房价上涨的领头羊，深圳二手房价格已连续四个月环比小幅下降。从以上数据看，近期房价非理性上涨的势头已得到初步遏制。

图5 本轮逆周期调节过程中，我国房价整体涨幅不大，近期一线城市房价较快上涨势头得到遏制

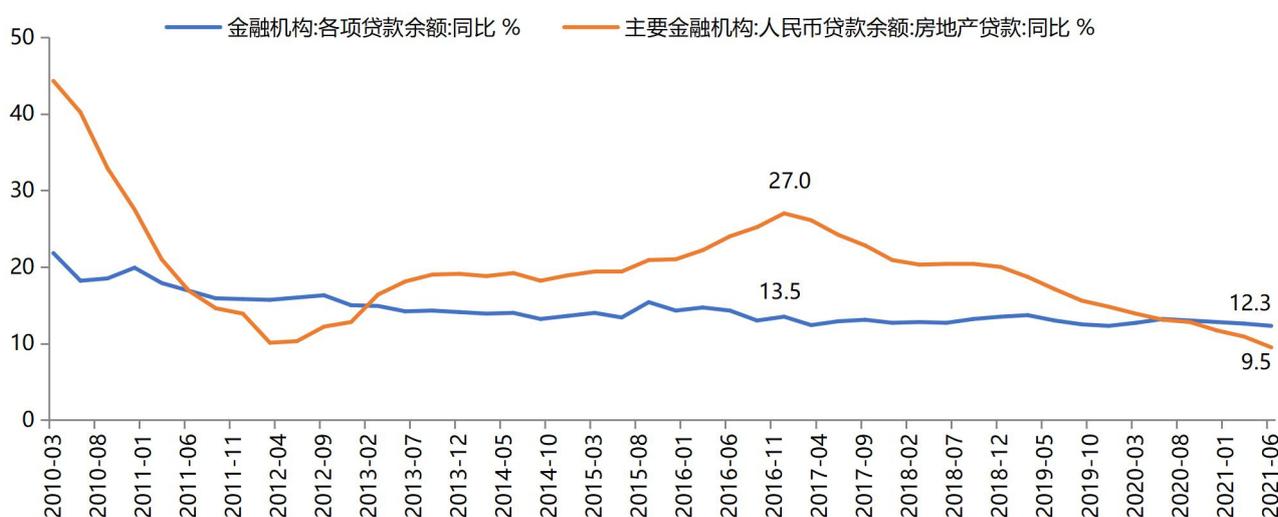


数据来源: WIND, 东方金诚

事实上，伴随全球疫情下各国纷纷出台大规模货币宽松政策，利率大幅下调，过去12个月全球房价出现了自2005年3月以来的最快上涨势头。据房地产咨询公司莱坊统计，截至6月，全球55个国家的房价平均年增长率升至9.2%，其中美国、澳大利亚、新西兰、土耳其和加拿大的房价涨幅超过16%，房价上涨预期普遍升温。

这样来看，我国从去年7月开始决定收紧房地产调控，一方面源于国内疫情得到有效控制，疫情高峰期的特殊政策开始退出，更重要的是体现了监管层防范房地产泡沫风险的前瞻性。从实际效果来看，这段时间不仅全国房价整体走势温和，而且类似深圳等一线城市房价快速上涨的苗头也得到了有效遏制。另外，根据央行数据，上半年房地产贷款同比增速9.5%，自去年二季度以来持续低于贷款整体增长水平。这意味着此前长期存在的房地产行业过度挤占金融资源的问题已得到实质性缓解。

图6 房地产行业过度挤压金融资源现象得到有效缓解



数据来源: WIND, 东方金诚

由此我们判断，接下来继续收紧房地产调控的必要性已经下降，调控政策有望“由紧转稳”。毕竟从促进房地产市场健康发展的角度来看，稳是主基调，包括稳房价、稳地价和稳预期。因货币宽松导致房价、地价大涨不是稳，市场压力过度导致房价、地价大跌也不是稳。前者会导致泡沫膨胀，后者则可能直接刺破泡沫，触发系统性金融风险。我们认为，监管层绝不会允许日本上世纪九十年代初期房地产泡沫破裂的事件在我国重演。

三、当前经济下行压力有所加大，政策面将转向稳定房地产投资；“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”基调下，短期内房企信用风险大规模暴露的可能性很小。

我们认为，接下来房地产调控有望“由紧转稳”，不仅有其行业内部演化的原因，也存在稳定宏观经济运行的客观要求。根据国家统计局公布的数据，受近期疫情反复、行业监管政策保持高压态势等因素影响，进入7、8月份，工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资增速等关键经济指标下滑速度偏快，以能够消除上年基数影响，相对准确衡量经济修复动能的两年平均增速衡量，以上指标均改变了上半年整体改善的势头，出现持续下行态势。我们预计，9月疫情等短期扰动减退后，宏观经济指标有望企稳，但出现明显反弹的概率较低。这意味着当前稳增长的需求正在加大。

事实上，7月30日中央政治局会议再提“跨周期”调节，央行已于7月实施前瞻性降准，近期地方债发行正在提速，可以说稳增长信号已经释放。其中，综合分析三驾马车走势，下半年在宏观政策向稳增长方向微调过程中，稳投资将再度发挥担纲作用，我们预计，基建投资两年平均增速在9月将开始启动一波小幅反弹过程。但要直接实现稳投资，接下来房地产投资增速较快下滑的势头也需要得到遏制，而且地方政府加大基建投资力度，客观上也需要保持土地出让金收入基本稳定。我们注意到，近期岳阳、唐山等市开始出台不同形式的“限跌令”。当然，接下来指望房地产调控政策全面转向托市、房企融资环境大幅回暖并不现实。跨周期调节下的稳增长政策力度整体上将较为温和，政策面仍将兼顾防风险目标，这就包括不将房地产作为短期刺激经济的手段。

最后，关于头部房企的信用风险走势，我们有两点判断。首先，要正确理解8月19日央行、银保监会约谈恒大的意义。可以看到，这次约谈发生在8月17日中央财经委召开会议之后。而正是此次会议上，中央强调“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”。这一方面表明监管层对恒大风险高度重视，要求企业扛起责任，积极化解债务风险。我们认为这包括督促恒大加快资产处置，尽快为清偿各类到期债务筹集资金等内容。另一方面，这也表明监管层意识到，以恒大的体量和规模，其具有的系统性影响力、特别是引发次生金融风险的潜力必须得到重视。根据上市公司年报数据，中国恒大2020年末资产总额为2.23万亿，负债总额为1.95万亿，全年销售额为5072.5亿，分别是此前已发生债券违约的中型房企华夏幸福的4.7倍、4.9倍和5.0倍。

其次，具体一家企业的信用风险最终是否暴露，既取决于大的政策环境、行业运行态势，也要看企业家的危机应对能力和决心，具有一定偶然性。但就整个房地产行业而言，我们认为后期房地产调控政策将大概率“由紧转稳”，楼市持续降温过程有望缓解，销售回款这一房企最大资金来源持续恶化的势头有望得到遏制——可以看到，在恒大危机发酵的过程中，8月其销售额降为380.8亿，较7月的716.3亿大幅下滑，成为一个重要推动因素。同时，伴随调控压力缓和，房企的信贷和自筹资金来源也将相应缓解。这不仅会有助于稳住房地产投资，也将有效遏制房地产信用风险大规模暴露，进而实现稳定宏观经济运行、巩固金融稳定基础的目标。