

来源|中债资信

作者|工商信用研究团队

近期房地产“停贷”风波受到市场广泛关注，我们对于本次风波影响进行了分析，具体如下。

一、本次风波影响分析

（一）本次风波更多是涉险房企存量风险的集中释放

“停贷”现象并非首次出现，早年亦有类似“停贷”案例的司法判决。根据易居研究院统计，已网络公开停贷告知书的200个项目中，以暴雷房企项目为主，相关涉及数量占比约58%，二线城市和三四线城市占比分别约六成和四成，以中西部城市偏多，呈现一定散点、局部的特征。从目前画像来看，“停贷”风波更多是涉险房企原有项目风险的集中释放，涉及开发商多为恒大、新力、奥园等出险房企，影响以存量为主，相对可控。

（二）在市场各方的积极努力下，停工势头已得到缓解

监管机构

对此高度重视、积极回应，坚持“房住不炒”，坚持“稳地价、稳房价、稳预期”，支持地方更加有力地推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，包括指导银保机构积极参与相关工作机制，配合压实企业、股东等相关各方责任，做好具备条件的信贷投放，有效满足房地产企业合理

融资需求等。多地政府

积极作为，摸排区域内情况，协调国企及金融机构资源，设立地产纾困基金，加大帮扶力度，积极盘活项目，以加快项目复工。在“保交楼”加速推进的同时，为避

多家房企亦纷纷表态将“保交付”作为年内工作重点。

在监管机构、地方政府和房企等各方的积极努力下，目前已有多个涉事楼盘项目复工，根据公开渠道披露，恒大广州、佛山等地区59个在建楼盘已全面复工，绿地集团江西赣州某项目施工恢复正常，涉险房企停工势头已得到缓解。

（三）对银行影响有限，资本安全垫尚厚，流动性无虞

过往银行的资产负债行为和资本约束高度受到监管考核，一方面，央行围绕资产扩张和资本约束，根据金融系统顺周期、关联性特征结合逆周期调节建立了宏观审慎监管（MPA），旨在维护整个金融体系稳定。另一方面，银行是否有足够的资本和流动性来弥补损失是衡量风险是否可控的关键，银保监针对银行建立了微观审慎监管，强调银行资本和流动性对风险抵补能力的夯实。

在当前监管考核体系下，银行资本水平对潜在风险敞口抵补能力，即从资本缓冲安全垫空间来看，假设银行维持150%的拨备覆盖水平、7.50%的最低核心一级资本充足率要求，在当前银行业整体不良资产余额基础上，银行仍可额外承受约5万亿新增不良贷款，当下银行资本水平对潜在新增不良的抵补空间足以覆盖停工项目可能涉及的住房贷款资产风险敞口，银行业整体资本安全垫尚厚。

从流动性来看，银行对于住房贷款可能形成的不良缺口具有足够的流动性缓冲垫。一方面，住房贷款资产久期较长，一般在20~30年，短期不良资产缺口可控；另一方面，银行负债端的弹性尚有，近年负债平均稳定增长约23万亿/年，叠加监管对银行流动性比例亦有最低要求考核，其资产负债久期整体相对匹配，流动性压力无虞。此外，考虑到住房贷款主要集中于头部国有商业银行与股份制银行（市场份额占比在90%以上），其整体资本实力更充足，负债管理能力亦更强，抗风险冲击能力更强。整体看本次风波对银行体系影响有限。

二、上半年调控政策密集出台，有力对冲行业下行趋势

（一）稳地产背景下中央及地方密集出台稳定楼市宽松政策

2022年上半年，在中央稳地产定调背景下，中央及地方密集出台稳定楼市宽松政策。

中央层面

，多次强调维护房地产市场的健康发展，防范化解房地产市场风险，支持各地从当地实际出发完善房地产政策；央行先后两次降息，5年期以上LPR分别下调5个基点和15个基点，首套和二套房房贷利率下限降至4.25%、5.05%，各地房贷利率下调的空间进一步打开；地方层面

，多地因城施策，加快房地产稳定政策落地节奏，力度持续加大，并向更多热点一、二线城市延伸，包括适度放松限购及限售、降低首付比例、下调房贷利率、优化认房认贷标准等。融资端

，持续支持房企合理融资需求，特别是对民营企业的融资支持。

（二）5、6月行业销售端边际改善，房价整体走势平稳

虽然2022年上半年商品房销售同比降幅明显，但5、6月已出现边际回暖。我们认为近期市场的回暖主要得益于稳地产背景下各地因城施策密集出台稳定楼市宽松政

策、疫情冲击逐渐修复以及房企年中冲量加大推盘力度等。统计局数据显示，上半年全国新建商品房销售面积6.89亿平米，销售金额6.61万亿，分别同比下降22.2%和28.9%，同比降幅相较1~5月为2022年以来首次收窄；从单月数据来看，5月、6月销售金额环比降幅持续改善。

拉长周期来看，上半年行业销售虽数据同比较为低迷，但我们也注意到，2021年上半年实为行业历史销售高点，从绝对规模来看，22年上半年销售并未出现断崖式下跌，仍保持一定韧性。如果将今年上半年的商品房销售面积与2020年上半年相比，仅下滑了0.7%，与2019年上半年相比下滑幅度也在10%以内。

房价方面，上半年房价整体走势平稳，环比呈浅V型走势，受疫情扰动局部市场降温后又小幅复苏。统计数据显示，70个大中城市商品住宅销售价格环比总体趋稳，环比上涨城市个数增加，但城市间有所分化，其中6月一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，二线城市环比由上月下降转为上涨0.1%，三线城市环比下降0.3%，降幅与上月相同。

（三）境内债净融资持续回正，部分民企亦成功发行

上半年得益于融资端利好政策频出，在开发贷不能带来更多增量、房企海外债和信托持续净流出的背景下，房企境内债净融资增量已成为房企融资的“中流砥柱”。具体来看，2022年上半年监测房企累计发行债券3,333亿元，净融资额761亿元，境内债券融资恢复明显，虽然新发债企业主要为央企及国企（发债金额占比超过90%），但亦有部分受政策支持的民营房企陆续成功发债。相比海外债，2022年上半年房地产境外债券发行量仅为600亿元（含要约置换），净融资-1,400亿元，各所有制房企境外债净融资均呈现大幅净流出。

三、未来市场各方仍需积极作为

前文我们分析，随着监管层与多地政府积极介入，本次“停贷”风波正积极化解；从上半年房地产行业运行情况来看，亦有边际改善趋势。但行业化解风险、重建信心尚需时间，市场各方主体仍要继续努力、积极作为。

（一）压实企业、股东主体责任，尾部风险需尽快推动解决

从保交房资金来源看，企业、股东仍需承担主体责任，积极自救。从历史大型房企风险化解经验来看，通常遵循法治化、市场化原则。企业在出现流动性危机时，通过变卖资产、实控人自有资金注入、积极进行债务展期及金融机构续贷磋商等方式先行自救。此外，已出险房企的风险化解亦应制定时间表尽快推动解决，避免个别房企消极不作为，发生劣币驱逐良币、进一步影响行业信用生态的情形。

（二）发挥地方政府、区域国企担当作用，守住保交房底线

在压实企业、股东主体责任的同时，我们也需关注到，由于行业整体外部融资收紧、销售回款及资金调用链条不畅，部分涉险房企实际无力负担。需发挥地方政府、区域国企担当作用，稳定市场各方主体信心。从历史经验来看，地方政府通常视风险企业的区域重要性，或提供早期流动性支持（如河北省政府提供华夏幸福95亿元财政支持），或提供信用支持（如协助与债权人积极沟通、司法集中管辖、积极表态等），避免风险扩散和外溢。此外，保交房亦需要银行和区域国企共同承担社会责任。此前恒大保交房已有成功先例，有公开渠道称东部某省地方政府对恒大相关问题的处理原则是“谁的孩子谁抱走”，操作模式主要为地市和区县财政收回土地或兜底出资作为保交楼建设款，保障范围为复工后的工程款。该模式或可提供一定思路参考。

（三）有效满足房企合理融资、周转需求，保障持续经营

本轮房企流动性危机以来，涉险房企的烂尾风险尚未能根本性解决的核心问题即房企现金流紧张。一方面因复工需要工程款项持续投入，涉险房企目前实为有选择性复工，即综合研判后续销售回款及前期预售资金监管陆续解冻带来的现金流量能否覆盖工程款项，把钱用在“刀刃”上；另一方面即使涉险房企处置资产自救，亦优先用于偿还债务，用于保交房的增量资金有限。因而破解“保交房”难题，发挥地方政府、区域国企担当作用只能解一时之急，长远看如何有效满足房企合理融资、周转需求，为涉险房企、为投资人提供持续经营预期则更为重要。我们也关注到，虽然对民营房企的融资支持政策正在实际落地，但受限于市场情绪低迷，房企境内债融资分化亦较明显，涉险房企及部分“网红”房企各渠道融资均较为受限。建议继续鼓励房企发行有增信的债券，充分运用多种增信手段，如优质资产抵质押、实控人担保、第三方担保、CRMW、CDS等金融衍生工具增信，提高发行成功率；适度放宽大股东参与上市房企定增条件；适时推动商业地产及产业地产REITs发行；鼓励地方收购涉险房企优质项目作为保障性住房供应，以存量转化替代新建等，重建市场信心。

（四）夯实预售资金监管主体责任，完善商品房预售配套制度

去年恒大事件暴露出其预售监管资金违规挪用导致多地项目停工等问题，各地纷纷加大了对预售资金的监管力度。从中长期看，预售资金监管有利于房企稳健经营，有利于维护购房者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展；但短期内因模式转换需要一定时间过渡，一方面前期预售资金被挪用，另一方面后期项目资金调拨受限，使得部分涉险房企项目层面资金腾挪遭遇诸多掣肘，对保交房形成一定拖累。因而需尽快理顺相关制度，出台全国性的统一预售资金监管指导原则，夯实预售资金监管主体责任，完善相关信息披露，优化预售监管资金支取节点，打通房企销售-

回款-再经营的最后一节环链。

此外，关于预售制的存废市场亦有诸多讨论。我们认为，预售款是房地产开发商建设资金的主要来源之一，商品房预售制在房地产行业快速发展中扮演了重要的角色。目前因为其引发了部分问题就废除预售制可能过于轻率，不仅不能在根源上解决问题，在当前相对脆弱的行业外部环境下反而会进一步引发市场动荡。建议进一步完善商品房预售配套制度，通过立法、征信、公众监督、惩罚性赔偿等机制建立，有效保障购房人的合法权益，推动行业健康、有序、长远发展。

本文源自焦点财经