

一、对断供问题的分析

1. 规模估计：

从体量来看，已经暴雷的企业占到百强销售额的 33%左右，百强房企在全国占到六到七成，所以粗略估计来看，**已经暴雷的房企占全国的两成左右**。极端悲观估计，如果过去两成的销售都出现了烂尾的情况，大概是 6 亿平的面积，按照 1 万一平就是六万亿的规模，如果其中 40%都是按揭，则就是 **2.4 万亿的规模**，这已经是极大值了。

2. “24 个城市图”问题：

10%左右的包赔率，规模接近 1 万亿左右，也不算是小体量。

3. 业主诉求：

资金进入监管账户；交付。

并且业主此次断贷中也有虚张声势的可能。如果真的是彻底的断供断贷是非常严重的。

4. 救助方面：

目前的救助规模不是很大，但是如果救助不当容易出现道德风险。**大规模救助、出大额维稳基金容易使大部分民企摆烂。**

可能采用**时间换空间**的做法：允许差异化停贷，同时要有鉴别机制；救急不救穷。主要还是依靠市场化的恢复。

市场化救助的前提：房价要上涨；政策在需求端加大刺激。**房价上涨**是解决问题的根本原因。因为躺平的地产方没有主动打折出售的动力，需要等房价上涨后卖方打

折各退一步。

5. 结果预估：

一二线资产变卖进行资金让渡，然后把楼盘慢慢周转起来。

最近一年半是关键的窗口期。

今年下半年市场开始逐渐恢复，但是属于弱复苏，**预计真正比较激烈的供需缺口出现在明年。预计明年房价大幅上涨。**因为大部分民企希望销售先恢复，然后加大推进好城市或好楼盘，但是民企不会拿地。这样到明年上半年就会出现比较大的供需缺口。

总结：今年到明年中是一个时间换空间的窗口期。部分地方政府会接一下，但不会成为大规模的情况。

6. 对银行系统有多大影响：

银行从前端到后端肯定会承担一部分责任，会有一部分拨备的计提，也会有一部分亏损，但是不是这 2.4 万亿就没有了，只是**向后递延**了一点，但是确实会损失一年的利息或者计提一年的拨备。

地产出现问题是行业属性决定的。在去年年底前真正的**预售监管形同虚设**，资金链持续在快速滚动。房企爆雷将滚动的资金链打断了，但也不是整个市场彻底崩盘。只要市场慢慢的起来之后，开发商能够让渡出部分资产，就能逐渐改善局势。

房企、银行和业主之间是**双合同制**，业主和房企之间是房屋购买合同，和银行是借款合同。现在最大的抗辩在于银行有没有

预售资金的监管责任？银行是有这个责任的，但是难以实现。把所有责任都推给银行是不负责任的，**银行和地方政府都会承担责任**，都会出点钱但是不会很夸张。

二、主要的房地产分析部分

1. 近两年房地产市场情况分析

大家以为 18 年以来的房住不炒是为了遏制房价上涨，但可能是大家过分敏感了。20 年疫情期间流动性大放水，深圳上海都是房价暴涨的。上海学区房到 20 年末涨 50%，普通学区房涨 20%-30%。在这种情况下，去年上半年房价暴涨。此外去年的集中供地政策导致第一季度的第一批集中供地出现了非常大的乱象，于是到去年 7 月

银行开始收贷。

政策是什么时候开始转向的呢？去年7月数据转负之后政策开始收紧；9月政策底部出现；10月总书记提出加快房产税的落地，打乱节奏；直至今年3月份，并没有出台什么像样的地产政策。今年3月郑州出现了第一个比较像样的政策（“认贷不认房”），相对比较放松，但是郑州情况特殊，疫情和洪水的影响叠加。

以上过程充分证明，**到今年3月底4月初，基本面情况没有超过中央的预期。**没想到的是后面出现了比较大的黑天鹅事件，456月份长三角区域疫情反复，是一个超预期的存在，由此导致4月底的政治局会议口风转向，各个城市可以开始出政策了。随后可以看到各个核心城市政策出台的时间

是5月与6月上旬。三四线城市处于弱复苏过程，地方层面的政策幅度又下来了，6月下旬没有像样政策。总结来说政策是走一步看一步。

目前7月上旬疫情复发，且出现断供断贷潮，已经是**超越了失控的状态，故不用担心政策强度。**

2. 从股价、基本面角度分析

地产股在历史的宽松周期中有**两个大阶段**。第一个大阶段是基本面在恶化，但是政策博弈到政策单边托起的阶段，第二个大阶段是基本面和政策面的双击。**历史上每一轮地产股在一二阶段过渡的窗口期一定会出现大回撤，这也是今年5月地产股下跌的原因。**

今年 5 月 20 日出现了一件非常重要的事件：南京的二手房限购取消一日游，**对资本市场的打击是负面性的**，这导致很多投资者误认为中央的政策底线是核心城市不能彻底放开限购。但随后住建部领导更换，便出现了“外地人可以一次性补交社保来突破限购”的新政策。由此可看到**政策的短期边界是随着基本面调整**。

目前的基本面状态在历史上前所未有，从疫情、就业、断供等方面看处于金融危机状态，故政策不会是纠偏，而是跟着基本面变得宽松，且政策力度不会小。到 4 月底政治局会议确定之后，后续的政策会在 5 月 6 月大面积跟进。所以**销售恢复得慢是有道理的，因为政策出台得慢**，这也是 6 月份的数据比较好看的原因。

用7月第一周和6月最后一周的数据进行环比是没有意义的。7月在历史上一直都是地产淡季，6月有集中冲量销售的需求，故7月数据只能做同比分析。7月的数据从同比分析来看没有想象中的那么差。

目前限贷和限购的政策很扭捏，限贷方面，目前的“房贷双认”带来的问题是卖一套买一套不可行，这里的政策后续一定会放松。限购方面，目前各地郊区房限购彻底放开，只有福州、秦皇岛等特例。如果政策能够对标南京和合肥，通过补缴社保突破限购，则政策程度可以算到位。如果政策到位后销售仍然无法回升，才到了真正的印钱阶段。

3. 国企和民企

现在大部分民企都在逐渐丧失话语权，各地的民企都在变小，但区域性民企反而还在留着。本质上格局将会是 2/3 的民企，1/3 的国企，后续国企占比可能略上升，全国性民企肯能略减少，但是区域性的民企还是在的。在国企占大头时，解决风险会变得比较容易，**矛盾后置后有可能会缓慢解除。**

4. 需求端分析

需求能不能起来主要看两方面，购房意愿和购房能力。购房的意愿来自房价和政策，因此核心城市的政策必须要突破。购房能力方面，需要注意中国总债务的内部结构，房贷和非房贷大致是 6：4。中国的房贷差不多 38.8 万亿的个人住房贷款余额，如果

按照 20 年等额本息进行折算作为分子，中国 2021 年居民可支配收入减消费性支出作为分母，则中国整个部门增量储蓄的 15% 就能完成单年的还本付息。如果考虑上“六个钱包”，则只有 4%。因此**单纯房贷的压力并没有非常夸张**。而大家认为购房压力大，一方面是大多数投资者都位于北上广深，压力不在购房意愿而在于房子数量；另一方面因为短贷的过分透支。

从微观数据来看购房能力可以拆成两块，**首付和月供**。中国户均存款大概在 25 万左右（这个平均值有意义因为中国家庭有代际传承），中国目前的套均价格是 118 万，按照 2、3 成的首付的话是可以覆盖的。即**掏空“六个钱包”是可以覆盖首付的，这是基本的国情**。随后的问题在于个人收入能否

覆盖月供, 在这里**月供收入比 50%可能是临界点**。目前北上广深的月供收入比超过100%, 但二线城市的月供收入比在40%-45%左右, 在接受范围之内。总结来说**无论是首付还是月供, 大家的购买力是有的, 因此购房的根本原因在于购房意愿能否上升。**

购房意愿取决于房价政策。购买力对于政策是有效的, 目前来看购买力相较于之前类似甚至部分地区有上升, 因此问题在于政策力度不够。目前的复苏是弱复苏, 一二线复苏, 三四线城市复苏较慢, 考虑到基数效应, **预计7、8、9月份数据会越来越好看。**

现在这轮**股票的逻辑和以往略不同, 格局优化和后续供货的弹性是根本问题。**并不是说前面民企跌的很多, 后面就能涨。

5. 长期的地产会是什么样子

从规模来看，未来城镇化率在 80% 以上的城镇或地区的总量规模在 440 亿到 450 亿，规模很大，从长期来看不用特别担心。中国单个房企的市场占有率在未来如果能达到 7% 就可以说是一个大项目。

在经历了最后这波比较大的周期之后，预计地产难以再迎来大周期。这种情况下保利会是一个稳增长的事业型公司。

6. 参股建议

港股方面，可以参与大一点的盘，绿城也可以参与

A 股方面，个人建议参与保利等流动性比较大的。滨江之前如果已经持有没关系，

如果还未持有建议不参与，因为抱团性强。

三、Q&A

房企展期既损失了业主的利益，又损失了债权人的利益，是否可以逼迫房企加快打折出售？

在这方面肯定会施压，但是房企动力不足。在民营房企项目的打折和央企的收并购之间必须找到一个磨合点，极致地激化矛盾并不是合理的方法。

从数据上看，房地产行业已经开始复苏，但是现在的插曲打击了房主的信心，您怎么看？

这件事需要从另一个角度看。首先发生了

此次事件后，大家必然不会再买民企的房子了，这带来了大量的供给缩量。其次我期待的并不是房价上涨民企能把房子卖出去，而是房价上涨国央企来收购资产，现在的问题在于资金有什么办法从国央企向民企开发商流动。有以下几个方法，第一是强行注资或强行甩卖，这可能能救一部分人，但是全局上会有大道德风险。第二是通过市场干预，先买一部分房周转起来。

但是现在出现问题的区域本身就不是比较好的区域，上述市场干预方法是否可行？

和区域没有关系，我期待的后面能卖的资产也是一二线的资产。只有一二线的房价上涨，国企愿意接地皮，融创才能拿卖了一二线的钱补三四线的漏洞。

根据近期的沟通，大家似乎都在期待上面直接出维稳基金进行救助，但从我的思考来说可能性不大。更大的可能是拿时间换空间。

另外为什么我认为明年房价会上涨，还需要注意城投。城投方面拿了很多的地，但是有接近 1/2 的地开发不出来。

可以再解释一下上面的月供 50%临界线的问题吗？

实际月供占每月收入比占 45%左右。

能做到短期现金流平衡就问题不大，并且之后的居民收入是上升的。

请问限购限贷这两个政策哪个更有用？
限购。

单纯放开限贷但是大家还是不能买还是不行。

如果想有更大的增长政策需要放开限购政策。

认房不认贷政策？

现在大多数一二线城市都是双认的。

近几年多胎的问题体现在房地产需求上？

是个慢变量，无法改变根本问题