中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 9 月 18 日　　2020 年第 40 期（总第 309 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：李佩珈　中国银行研究院
电　话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

*　对外公开
**　全辖传阅
***　内参材料

房地产融资政策调整的原因、影响与建议*

疫情之下，我国房地产市场表现整体稳定，但也出现了个别城市房价非理性上涨的现象。在实体经济发展总体困难的情况下，个别城市楼市过热造成了不良的社会影响，也加大了资金“脱实向虚”的风险。8 月 23 日，央行发文称，在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。这是对中央坚持“房住不炒”调控精神的具体落实，表明未来一段时间房地产融资政策将继续收紧，这有利于降低房地产企业杠杆率和促进房地产长期稳健发展，但也需要关注房地产企业违约风险集中暴露问题。对银行而言，要在深入把握房地产市场发展的大趋势、新格局基础上，坚持贯彻落实中央关于“房住不炒”调控基调，审慎评估房地产企业杠杆水平，推动房地产金融业务稳健发展。

房地产融资政策调整的原因、影响与建议

疫情之下，我国房地产市场表现整体稳定，但也出现了个别城市房价非理性上涨的现象。在实体经济发展总体困难的情况下，个别城市楼市过热造成了不良的社会影响，也加大了资金“脱实向虚”的风险。8 月 23 日，央行发文称，在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。这是对中央“坚持房住不炒”调控精神的具体落实，表明未来一段时间房地产融资政策将继续收紧，这有利于降低房地产企业杠杆率和促进房地产长期稳健发展，但也需要关注房地产企业违约风险集中暴露问题。对银行而言，要在深入把握房地产市场发展的大趋势、新格局基础上，坚持贯彻落实中央关于房住不炒调控基调，审慎评估房地产企业杠杆水平，推动房地产金融业务稳健发展。

一、政策出台的背景

（一）疫情之下，部分城市房价非理性上涨引发调控升级

2020 年初以来，疫情爆发导致房地产销售近乎停滞，但伴随国内疫情防控形势好转，二季度以来房地产销售有所回暖，并推动房地产价格节节走高。截至 2020 年 7 月份，商品房销售面积累计同比下跌 5.8%，但降幅相比一季度收窄 20.5 个百分点；7 月全国 100 个城市新建商品住宅成交均价 15646 元/每平方米，同比上涨 3.8%。在房价整体平稳的同时，也出现了房价上涨城市数目增多，个别城市房价涨幅过快、过大的现象。7 月，全国 100 个大中城市中有 80 个城市房价出现了上涨;其中，深圳等城市房价更是创下其在 2017 年以来的历史最大涨幅。

不仅部分城市房价“虚火”，多城市土地市场也持续“高温”。2020 年 8 月，全国土地购置均价约为 8687 元/㎡，为近年来的相对高点（图 1）。前 7 个月，杭州、上海、北京、广州四座城市的土地出让金均突破千亿元，分别达到 1947 亿元、1645 亿元、1311 亿元和 1214 亿元，同比增速分别为 19%、107%、39%和 49%。高成交楼面价的背后，一定程度上反映了开发商对于未来房价上涨的乐观预期，这与国家严控地产价格的决心相背。近期，上海市已下发通知，对 6 月以来住宅用地市场出现局部较

热、溢价率较高、部分地块过度竞争等情况予以警示与关注，要求各区进一步加强土地出让管理，并对部分区进行约谈。

图 1：主要城市成交楼面均价



资料来源：Wind，中国银行研究院

当前部分城市房价非理性上涨是多方因素作用的结果：

一是前期积压的购房需求回补释放。尽管我国居民住房拥有率已位列全球前列(根据央行报告，2019 年我国城镇居民家庭的住房拥有率为 96.0%，有一套住房的家庭占比为 58.4%)，但存在结构不平衡和区域不平衡问题，这使得我国的住房需求长期保持在高位。一方面，少数人拥有多套住房但也有相当多的人无房;老龄人拥有较多住房，但年轻人还需要购房； 随着城镇化的继续推进，一些人虽然在老家的城市已拥有住房，但其长期工作的城市又缺少住房。与此同时，随着二胎的放开以及对高品质居住条件的追求，使得改善性需求长期存在。随着疫情的缓解，这些前期积压的购房需求逐步释放，进而推动房地产销售反弹。

二是土地价格上涨对房价形成传导效应。2020 年 1-7 月，全国土地使用权出让金收入 35107 亿元，同比增长 7.8%。7 月，100 个大中城市住宅类土地溢价率维持在 30%~40%，高于去年同期水平。深圳等城市的楼面地价更是达到历史最高值。地价上涨容易对房价上涨形成传导效应。

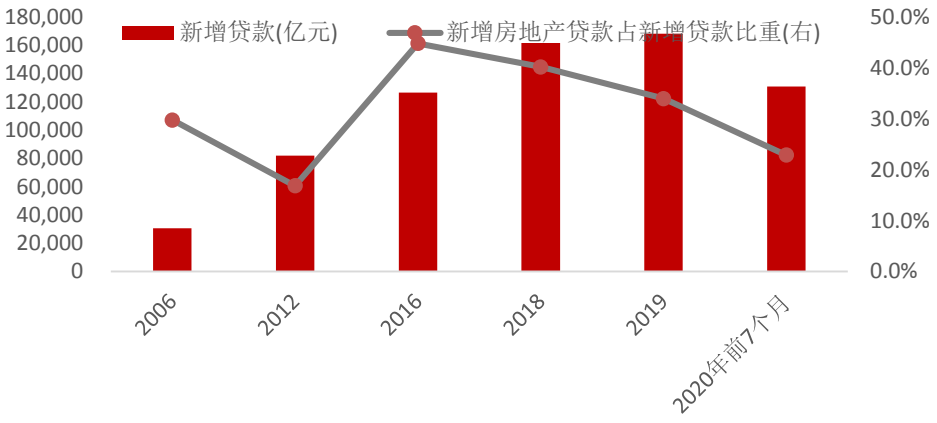
三是流动性相对充裕背景下，居民将房产作为保值工具的意愿增强。全球货币宽

松政策的实施带来实物资产价值不断走贬，尤其是美元的大量投放使得全球股市普遍上涨、实物资产的价值面临重估。出于财富保值的需求，部分人利用当前高流动性、低利率环境带来的加杠杆便利，配置房地产等实物资产的意愿进一步增强。相比多数国家，我国居民持有房产的意愿更强，2019 年居民将财富 70%的比重配置于房地产市场。

（二）流动性宽松背景下，房贷市场乱象回潮、资金套利增多

房地产由于兼具居住和投资的双重属性，一直以来是资金角逐的重点领域，突出体现在房地产新增贷款占年度新增贷款的比重过大。2018 年以来，随着房地产融资政策的收紧，房地产新增贷款(包括个人住房按揭和房地产开发贷款在内的全口径房地产贷款)占全部新增贷款的比重已由 2016 年的 45%的最高点降至 2020 年前 7 个月的 22.9%。今年以来，为对冲疫情影响，我国已实施了三次降准，LRP 等各类政策利率也不断下调，对中小微企业更是加大了金融支持力度，包括定向贷款支持和贷款贴息等政策。在各种贷款利息优惠、贴息政策实施背景下，一部分人利用获得的优惠贷款进行炒房，部分经营性贷款以各种方式违规进入楼市。这部分资金既无法监测，也加大了风险隐患。

图 2：房地产新增贷款比重变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）杠杆率过高一直是房地产企业发展中的重大隐患，加大了潜在风险

2018 年以来，在“房住不炒”和“防范化解金融风险”等宏观调控政策实施的背景下，国民经济各行业部门的杠杆率稳中趋降，**但房地产企业杠杆率居高不下，是所有行业中杠杆率最高的行业。**根据国家统计局信息，2018 年工业行业平均资产负债率为 59%，而房地产业平均资产负债率为 79%，高于工业行业 22.6 个百分点，也高于通用设备和汽车制造等制造业企业（其分别为 53.4%和 59.2%）（图 3）。其中， A 股上市房地产开发企业资产负债率则从 2007 年的 62.8%逐年攀升至 2020 年一季度末的 80.5%，远高于 2000 年末 55.9%的水平，远远超过资产负债率 40-60%的合理区间(图 4)。房地产企业的高杠杆率在加速企业扩张的同时，更为企业的长期发展埋下隐患。尤其是当前房地产企业融资方式复杂，甚至部分企业购置土地的竞买保证金也来自外部融资，其抗风险能力非常弱，如果未来融资环境出现变化，则其发生现金流断裂的风险非常大，不仅加大了银行坏帐风险，也对地方政府的财政收入形成巨大考验。

图 3：不同行业资产负债率

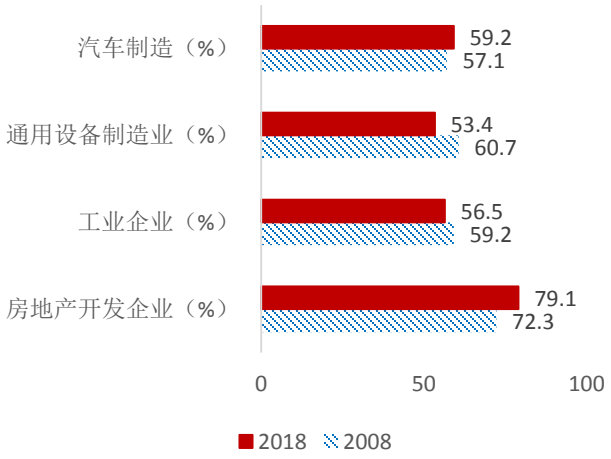
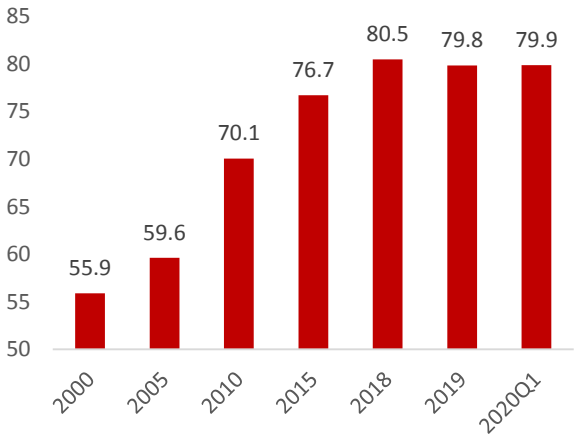


图 4：上市房企资产负债率



资料来源：中国银行研究院

相比工业、制造业等实体经济部门，我国房地产企业杠杆率过高，其原因主要有：

一是房地产企业形成高负债、高周转的依赖模式。作为资金密集型行业，房地产企业有通过高负债、高周转、低持有的发展模式来实现快速滚动发展的倾向，其通过向银行融资，实现用贷款买地和建楼，建好后抵押给银行又可继续获得贷款，继续开发楼盘，如此循环往复，形成高负债率的资金运作模式。

二是房地产预售制度放大了杠杆率。目前，我国房地产销售分为预售和现售两种，由于预售房价格相比现房通常更低，也能帮助开发商提前回笼资金，因此，不论是房地产开发商还是购房者都偏好于预售方式购房，目前预售房销售额占比在 75%左右。房地产开发企业收到的预收账款主要包括定金、首付款等。在竣工前预售款是房地产企业的负债，竣工后才能转换为收入，这意味着预售越多，负债越高。

三是影子银行野蛮生长为房地产企业盲目加杠杆创造了条件。2010 年及之前，房地产企业资金来源主要依赖于银行信贷、自有资金和预售额，其分别占其资金来源的 17%、36.5%和 39%。其中，来自于银行机构资金约占房地产企业资金来源的 30%左右（主要包括房地产企业开发贷款以及居民个人住房按揭贷款等）。2012 年以来，随着监管收紧银行对房地产企业的融资政策，房地产企业开始转向信托融资、非标融资、海外发债等“影子银行”渠道，这突出体现在企业自筹资金占比上升，2014 年达到 41.3%的较高占比。总的来看，影子银行的快速扩张为房地产企业进一步加杠杆创造了条件。

表 1：房地产企业融资渠道构成及变化

	国内贷款	自筹资金	个人住房按揭	来自银行机构贷款
2020/07	16.0%	31.8%	16.1%	32.1%
2019	14.1%	32.6%	15.3%	29.4%
2014	17.4%	41.3%	11.2%	28.6%
2012	15.3%	40.5%	10.9%	26.2%
2010	17.2%	36.5%	12.6%	29.9%
2001	22.0%	28.4%	n.a	n.a

资料来源：Wind，中国银行研究院

二、新政释放了中央坚持“房住不炒”调控政策的决心，丰富了房地产宏观审慎监管工具

疫情以来，中央再次明确将长期坚持“房住不炒”定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段。尽管各地政府为缓解当地的发展压力和避免房地产企业资金链断裂，适当放松地产政策刺激经济复苏，但这些政策主要集中以供给端支持为主（即确保房企资金链健康、稳定土地和房地产市场、促进开复工三大方面），涉及下调首付比例、放宽限购要求等需求端改善政策均被撤回。2020 年 2 月，央行等多部门重申“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。2020 年 4 月，银保监会要求银行一定要监控资金流向，对于违规把贷款流入到房地产市场的行为要坚决予以纠正。2020 年 7 月 30 日，中共中央政治局会议要求“防止资金违规流入房地产市场”。本次融资渠道再收是针对近期我国个别城市楼市房价非理性上涨的及时之举，有利于引导资金流入实体经济，避免形成更大范围的房价上涨预期，坚持打赢防范化解风险攻坚战。这也表明，当前决策层正在进一步坚定“房住不炒”的调控决心，打消了市场上关于放松房地产调控的市场预期。预计，未来房地产调控将更加注重提高调控的精确性，降低当前资金面相对充裕带来的负面作用。

表 2：2020 年以来中央关于房地产调控政策的表态

时间	主要政策
2020/2/16	财政部、统计局、央行等多部门重申“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2020/4/22	银保监会首席风险官肖远企表示，银保监会要求银行一定要监控资金流向，确保资金运用在申请贷款时的标的上，对于违规把贷款流入到房地产市场的行为要坚决予以纠正
2020/6/24	银保监会印发《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》
2020/7/30	“730”政治局会议要求“防止资金违规流入房地产市场”
2020/8/16	央行党委书记、银保监会主席郭树清在《求是》发文称，房地产泡沫是威胁金融安全的最大“灰犀牛”

资料来源：中国银行研究院

此外，本次房地产融资政策首次从供给端（即房地产开发企业）设定监管指标，进一步丰富了房地产宏观审慎监管框架的实践，有利于房地产企业更加稳健经营。此前，IMF 在对各国房地产金融监管调研的基础上，提出了应对房地产风险的宏观审慎政策。**一是**设置首付款比例上限。**二是**设定月偿付比例上限（即债务人月偿还额与月收入比值设定上限）。**三是**对信贷规模或信贷增长率设定上限，包括对总信贷增长进行限制，也可以对某一行业（如房地产）信贷上限进行限制。总的来看，各国实践都倾向于通过限制居民杠杆，监测房地产领域信贷增长及占比情况等来确保房地产业稳健发展，我国此前也多采取类似做法（表 3）。本次房地产融资新规则从房地产企业杠杆率角度提出了新要求，是对房地产宏观审慎监管政策的进一步丰富。

表 3：各国房地产宏观审慎监管的主要做法

主要机构	基于住房抵押市场的宏观审慎稳健性指标体系
IMF	房地产价格 住房房地产贷款占总贷款比重 商业房地产贷款占总贷款比重
BIS	房地产价格；房价涨幅与 GDP 增速之比；信贷/GDP 缺口
瑞银（UBS）	价格收入比、价格租金比、抵押贷款对 GDP 比率的变动、建筑业对 GDP 比重的变动、城市与国家的相对价格
欧洲系统风险委员会	主要包括抵押品价值、借贷条件、居民债务承受能力三大类指标。其中：（1）抵押品价值包括四个子指标：房价增速、房价相比高峰时的变化值、价格与收入（PTI）、房价重估值（2）借贷条件包括三个子指标：个人按揭贷款增长速度、个人按揭贷款相比高点时的变化、贷款利差（个人按揭贷款相比国债）（3）居民债务承受能力包括三个子指标：居民债务/GDP、居民金融资产/居民债务，居民月还款额/家庭月收人
凯斯-席勒指数	通过房价变动本身来预警房地产市场。该指数最大优点在于采用重复销售定价技术，从单个现房价格指数提取和推算价格变化，并剔出了季节性因素对住房价格的影响。核心是生成可比的、一致的住房价格指数，以更真实反映住房价格的变化。
瑞银	价格收入比、价格租金比、抵押贷款对 GDP 比率的变动、建筑业对 GDP 比重的变动、各城市与该国总房价的比值

资料来源：中国银行研究院

三、对房地产市场的主要影响

（一）有利于降低房地产企业杠杆，促进房地产企业稳健经营

为控制房企有息债务规模，此次会议中提到的房地产融资管理新规将设置 “三道红线”，即房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；房企的净负债率不得大于 100%；房企的“现金短债比”小于 1。根据“三道红线”触线情况不同，试点房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档，分档设定有息负债规模的增速阈值（表 4）。此外，拿地销售比是否过高、经营性现金流情况两个方面也将作为监管机构考察的重要指标。

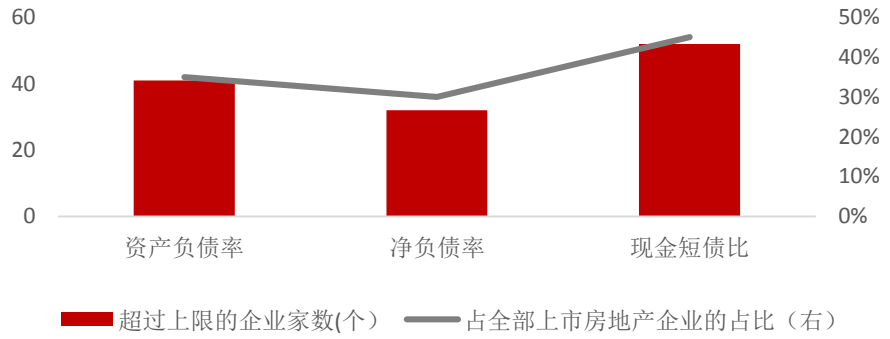
根据这一规定，目前 A 股上市房地产企业约 1/3 以上企业都将受到影响。2020 年一季度，118 家上市房地产开发企业中剔除预收款后的资产负债率超过 70%的房地产企业有 44 家，占比约 35%。其中有 15 家企业的资产负债率甚至超过 80%;从净负债率角度，超过 100%上限规定的 35 家，占比约 30%，甚至有企业（*ST 松江）达 1000%的超高水平;从现金短债比看，超过 1 上限规定的 52 家，占比约 45%(图 5)。**总的来看，企业在满足现金短债比方面的监管压力更大，其次为满足资产负债率要求和净负债率要求。**

表 4：房地产再融资新规的具体内容

指标	计算方法	上限	红色档	橙色档	黄色档	绿色档
剔除预收款后的资产负债率	(总负债-预收)/(总资产-预收)	≤70%	三个指标均超出阈值为“红色档”，有息负债规模以 2019 年 6 月底为上限	二个超出阈值为“橙色档”，有息负债规模年增速不得超过 5%	一个指标超出阈值为“黄色档”，有息负债规模年增速不得超过 10%	三个指标均未超出阈值为“绿色档”，有息负债规模年增速不得超过 15%
净负债率	(有息负债-货币资金)/股东权益合计	≤100%				
现金短债比	非受限现金 /短期债务	<1				

资料来源：中国银行研究院

图 5：受影响的 A 股上市房地产企业数量及占比



资料来源：中国银行研究院

（二）行业洗牌加剧，房地产行业集中度进一步上升

受房地产融资环境收紧影响，高负债经营的中小房企面临的挑战进一步加剧。过去几年整个地产行业处于去杠杆、去库存、去产能的调整周期，中小企业的品牌、信用处于相对弱势，拿地难、融资难情况突出，**许多企业不得不以破产或被并购的方式出局。截至 2020 年 8 月末，房地产企业破产数量已达到 380 家，延续了过去两年来房地产企业破产数量逐渐增加的趋势**（2019 年房地产企业破产数量为 446 家）。不过相较于目前近 10 万家（2018 年为 9.79 万个）的房地产开发企业总量而言，这并不是一个特别大的数字。与此同时，房地产行业集中度进一步上升。2020 年 6 月，前 20 强房企的销售额和销售面积集中度分别为 40.9%和 30.8%，相比 2019 年分别提升了 29 和 24 个百分点，达到历史最高水平（图 6）。与此同时，从房地产企业应收账款周转天数、现金流比率等指标看，房地产企业面临的当期债务偿还压力已明显上升(2020 年一季度，房企应收账款周转天数、流动比率分别为 53.1 天和 1.41，为历史上偿付压力最大的时期)，未来需要高度关注中小房企的偿债压力(图 7)。

图 6：房地产行业集中度

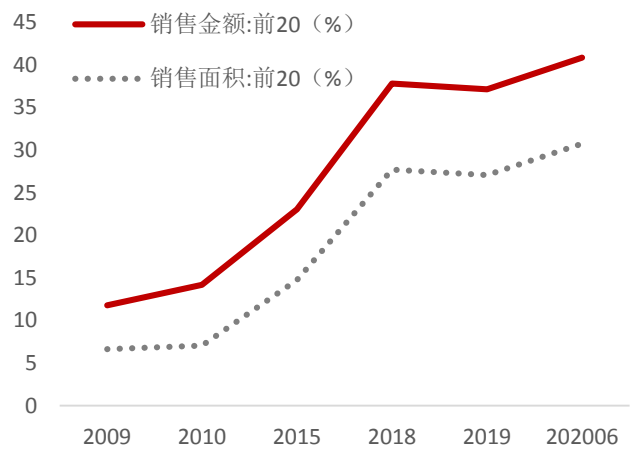
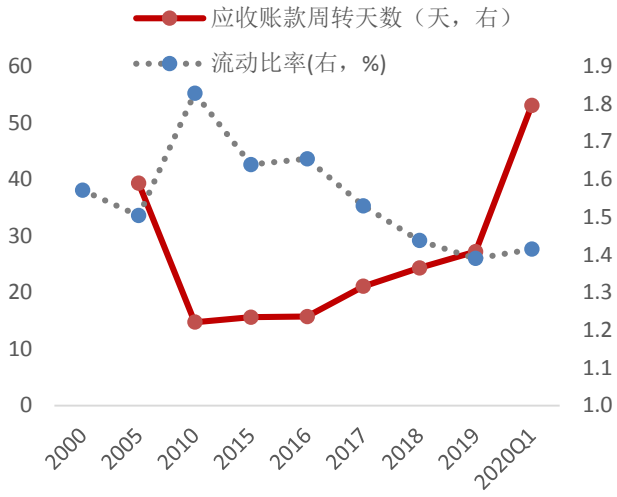


图 7：房企应收帐款及流动比率



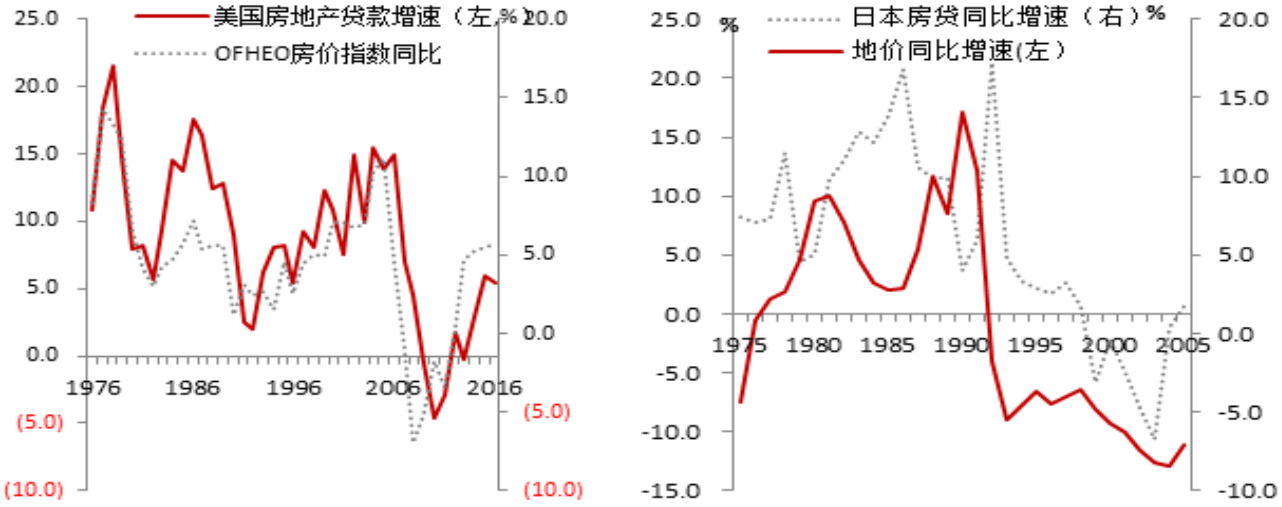
资料来源：中国银行研究院

对房地产企业而言，考虑到房地产市场将逐渐由增量为主转变为以存量为主的发展新格局，原有的高杠杆、高周转、高拿地的运营模式难以持续，未来要从开发为主转向全过程增值服务为主，原有的高杠杆发展模式既难以适应监管的要求，也难以适应房地产市场发展自身的需求。

（三）有利于抑制房地产价格上涨，促进房地产行业健康发展

房地产融资政策收紧背景下，房地产开发商的应对策略之一将是通过加快销售、以价换量等方式回笼资金，这将有利于房地产价格保持稳定。从各国房地产市场发展的经验教训看，融资环境是影响房地产价格走势的最重要变量。例如，日本、美国等国家均出现了房贷增速与房价走势高度同步的现象(图 8)。事实上， 2019 年以来随着房地产金融调控再升级，银行开发贷、信托、境内外发债等融资渠道全面收缩。截至 2020 年上半年，我国地产开发贷款余额同比下降 7.5%，自 2018 年 6 月起增速持续下滑；房产开发贷款余额约 1.06 万亿元，同比增长 12.17%，增速较去年同期明显放缓，这也为推动今年房价走势总体平稳创造了条件。

图 8：美国、日本房贷增速与房价关系



资料来源：美国经济分析局，美国联邦住房企业监督办公室，日本央行，中国银行研究院

三、几点建议

目前经济处于恢复阶段，呈现出逐季向好、全面恢复的态势，这都离不开房地产市场的支撑。当前过松或过紧的房地产调控政策都不利于下一步经济的继续恢复。放松房地产调控，将使得我国再次步入依赖房地产市场发展的老路，未来想要实现依赖于实体经济和技术创新的发展模式将无从谈起。如果过快、过急收紧调控，又会对经济恢复形成不利影响。建议如下：

一是落实房住不炒调控主基调，防范房企不当加杠杆。落实主体责任、稳地价、稳房价、稳预期，防范资金违规流入房地产市场，削弱监管效力。提高举债透明度，规范房企融资、强化资金来源与购地审查，鼓励市场化、法制化企业兼并重组等，还可协同财税、土地、法律等政策推进租购并举、完善保障房运管体系等，促进房地产长期健康发展。

二是做好政策衔接，防止房地产企业融资渠道转换过程的债务链条断裂风险。考虑到目前约 1/3 以上的上市房企都将受到冲击，一旦融资环境过度收紧，资金不能如期回笼，部分企业破产风险上升，建议全面综合评估政策出台的影响，分阶段、分步

骤地实施企业融资的杠杆率要求，并设置一定缓冲期。

三是着眼长远，促进房地产企业融资结构更加多元化和透明化。房地产开发企业过度依赖银行信贷的单一融资结构很容易将行业债务风险传导扩散到整个经济金融领域，产生一连串的多米诺骨牌效应。因此,未来有必要将房地产企业融资结构优化纳入房地产市场稳健均衡发展的长效机制建设之中。通过有效扩大房地产企业直接融资比重,推进房地产资产证券化，促使房地产资本市场融资特别是股票市场融资步入规范化的轨道。与此同时，要积极拓展房地产信托、债券、基金和 REITs 等多样化融资模式,逐步增强房地产企业的资产流动性，有效防范化解房地产企业债务风险。

对银行而言，为助力房地产金融调控目标的实现以及自身稳健经营发展的需要，建议：一是坚持贯彻落实中央“房住不炒”的调控精神，审慎评估房地产企业杠杆水平，深入分析企业偿债能力。对那些有息负债规模和资产负债率过高、短期偿债能力指标恶化的企业要保持高度关注，加大风险监控力度；**二是**严控资金流向，加大房地产信贷资金使用合规性审查，强化合规管理；**三是**合理调整贷款抵押比、经济资本占用指标、MPA 考核和内部考核等，引导商业银行合理控制房地产贷款增长，防范房地产集中度的风险;**四是**强化房地产组合压力测试，加强极端情况下风险研判，根据市场动态及时制定预警方案;**五是**深入把握房地产市场发展的格局，根据房地产企业总量稳定、结构优化、布局调整的大趋势，更加注重向人口积聚能力强、产业增长强劲的地区布局等。