

# 三紅線壓房企槓桿 提高入市門檻遏炒風 房地產去金融化 嚴拒「灰犀牛」突襲

抑制泡沫

為馴服房地產這頭「灰犀牛」，繼2020年8月出台「三條紅線」限制房地產融資擴張後，人行和銀保監會又制定房地產貸款集中度指標上限，約束金融機構對房地產行業信貸投放，再為房地產套上緊箍咒。專家表示，監管部門建立房地產金融審慎管理制度，嚴控房地產融資渠道和有息債務，遏制房地產行業金融化、泡沫化。

大公報記者 海 巖北京報道



▲蔡真認為，近年房地產調控持續從嚴，一定程度抑制了房價泡沫。

銀保監會主席郭樹清早前表示，房地產是現階段金融風險方面最大的「灰犀牛」，要堅決抑制房地產泡沫。時隔兩年，中央經濟工作會議再將房地產列入年度重點任務。「十四五」規劃綱要建議則首次提出，推動金融、房地產同實體經濟均衡發展。

「中國房地產是一個類金融行業，金融風險高度集中在房地產市場。」國家金融與發展實驗室房地產金融研究中心主任蔡真對比中美的金融和非金融資產說，中國53.81%是房地產，美國大約一半的資產投向與股市高度相關。因此在防風險方面，中美有明顯差異。中國政策重點是，保持房地產市場相對平穩，防止房價下跌以及暴漲；美國應對危機的刺激政策主要作用於股市。

## 防債務違約風險

蔡真認為，近年房地產調控持續從嚴，一定程度抑制了房價泡沫，較高的首付比例要求使個人抵押貸款風險較小，現階段房地產市場的金融風險主要集中在房地產開發企業的債務違約風險上。

國家金融與發展實驗室數據顯示，截至2020年二季度末，房地產開發貸款餘額為11.97萬億元（人民幣，下同），房地產信託餘額為2.5萬億元，不包含資產證券化產品的境內信用債待還餘額為2.21萬億元，境外信用債待還餘額約為2173.60億美元（約為1.54萬億元人民幣），且這些有息債務的償還期主要集中在三年內。

「房企金融的網一直在膨脹，就像一個腫瘤一樣，需要適當遏制。」蔡真觀察到，過去幾年全面推進「去槓桿」，從上市公司測算，各行各業槓桿率均有所下降，唯有房企槓桿未降。行業數據顯示，國內房企不含表外負債的資產負債率普遍在70%-80%以上，而海外房企很多在40%-50%，還有各類「明股實債」操作變向加大槓桿。另外，「大房企也有系統性風險」，一旦現金流斷裂將引發交叉違約。

2019年房地產嚴監管的大幕就已拉開，央行密集出台措施收緊了房地產企業銀行貸款、信託和債券融資三個最主要融資渠道。2020年7月24日國務院副總理韓正主持召開房地產工作座談會，強調堅持「房住不炒」，實施好房地產金融審慎管理，防止資金違規流入房地產市場。隨後監管發力，對房地產的融資渠道和有息債務進行嚴控。

## 住房租賃條例醞釀出台

蔡真認為，房地產金融審慎管理制度基本成型。在需求側，包括提高購房首付比例，對一二套房採取差別化首付政策；禁止首付貸、房地產經營貸、消費貸等各種違規資金，借助個人渠道進入購房市場；對個人抵押貸款進行總量控制；設定上限要求金融機構房地產貸款佔比保持基本穩定。

在供給側，2020年8月20日人行、住建部召開房地產企業座談會，提出以「三道紅線」為監管指標的重點房地產企業資金監測和融資管理措施。另外，正在醞釀出台《住房租賃條例》，對租金貸進行規定，完善住房租賃市場的金融制度，以及住房公積金制度的完善，也都是房地產金融審慎管理制度的組成部分。

「從2020年『三道紅線』政策出台，房地產企業正式進入去金融化的階段，高槓桿、高周轉的發展方式成為過去式。」如是金融研究院院長管清友認為，「去金融化」加上「房住不炒」，房地產企業發展的邏輯已經發生變化，過去20年房地產按照金融業的邏輯發展，未來轉向按照製造業的邏輯發展。

## 房地產融資監管約束政策

- 房地產企業發行外債只能用於置換未來一年內到期的中長期境外債務
  - 房地產開發貸款額度控制在2019年3月底時的水平
  - 房地產信託存量不增長
  - 「三道紅線（剔除預收款後的資產負債率大於70%；淨負債率大於100%；現金短債比小於1.0倍，開發商若有1或2或3個指標越線，面臨年負債增速不得超過10%或5%或不得新增有息負債的要求，三個指標均未越線，年負債增速不超過15%）」，控制房地產企業有息債務增速
  - 通過金融機構房地產貸款集中度，保持房地產貸款佔比基本穩定
  - 消費貸嚴禁進入房地產
- 大公報製表

專家觀點

國家金融與發展實驗室房地產金融研究中心主任蔡真

房地產關聯上下游行業、銀行等金融機構、土地財政的多個方面，房價下跌會產生一種網狀式的系統性的傳染機制

中國社科院金融所房地產金融研究中心副主任尹中立

「房住不炒」是一項長期政策，中央層面防止房價過快上漲的基調不會轉變

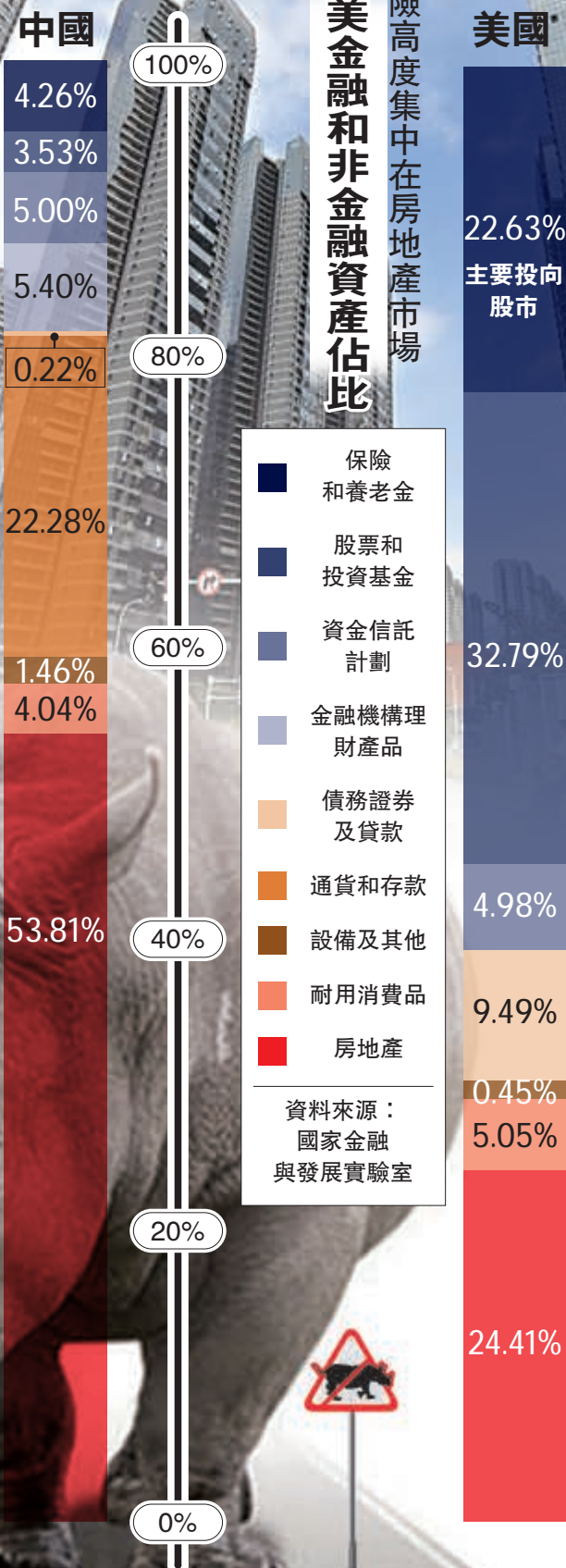
中國首席經濟學家論壇理事長連平

大力發展房地產信託基金REITs、資產證券化以及夾層融資模式等，重啟地產公司A股上市，來優化房企融資結構

如是金融研究院院長管清友

房地產企業正式進入去金融化的階段，高槓桿、高周轉的發展方式成為過去式

金融風險高度集中在房地產市場  
——中美金融和非金融資產佔比



尹中立稱，目前房地產調控政策的核心目標是穩地價、穩房價、穩預期。



## 債轉股發REITs 優化融資結構

### 應對之策

對於習慣舉債發展，以高負債高周轉換取高增長的房地產業，要化解風險根本上需要改革。專家表示，隨着房企內外負債融資規模受限，房企融資勢必要從債券轉向股權，未來應鼓勵房地產股權基金發展，鼓勵機構投資人參與房地產投資。

專家認為，長遠看，房地產行業總體風險將慢慢從銀行等金融機構，逐漸向風險承受能力更強、投資專業度高的機構或個人投資者轉移。與此同時，隨着房地產行業債權融資受限，金融機構不得不「另闢蹊徑」，尋找新的信貸投放對象，經營穩定、具有核心競爭力的企業將成主要受益對象，有利於實體經濟發展。

中國首席經濟學家論壇理事長連平亦建議，房地產企業可通過合作開發、分拆物業上市、債轉股、引入戰略投資者等方式提高房企股權融資比例，政府應大力發展房地產信託基金REITs、資產證券化以及夾層融資模式，也可以考慮重啟地產公司A股上市，來優化房企融資結構。

國家金融與發展實驗室房地產金融研究中心主任蔡真則建議，政府房地產政策目標應由過去促進住房供給轉向重點保障弱勢群體、支持中等收入群體的住房需求。比如，通過讓利土地出讓收入降低保障房的租賃成本；通過發放住房租賃消費券的方式定向支持弱勢群體；通過改革住房公積金體系，支持中等收入群體住房需求。

## 借貸趨難 加速兼併重組

### 改變生態

監管部門雙管齊下，限制房企融資需求，並約束金融機構信貸供應，來防範金融體系對房地產貸款過度集中帶來的潛在系統性金融風險。中國社科院金融所房地產金融研究中心副主任尹中立表示，房地產貸款增速將回歸平均貸款增速，對房地產市場而言是緊縮信號，整個金融信用的創造速度也會放慢。

尹中立指出，房地產曾是中國經濟增長的發動機，不僅帶動上下游行業的快速發展，也是金融信用的創造者，房地產貸款增速持續高於總體貸款增速。對房地產金融設置紅線指標監管，意味着房地產貸款增速需要放緩，只能與其他貸款保持同步，房地產業融資成本將整體提升，金融信用的創造速度也會放慢。不過大型銀行基本沒有觸及監管紅線，短期內收縮力度有限。

至於「三道紅線」約束房企有息債務擴張，尹中立認為，這相當於是用金融機構的監管方法，來監管房地產企業，國際上也沒有先例，政策效力有待觀察。但中小開發商的生存空間勢必會進一步壓縮。大銀行出於維護戰略客戶的考慮，房地產貸款額度會優先保證頭部

開發商，中小規模的開發企業將面臨融資困難、融資成本提升的困境，行業兼併重組將加速。另外，住房租賃有關貸款暫不納入房地產貸款佔比計算，近期中央多次會議提出，要大力發展租賃住房，高度重視保障性租賃住房建設，集體建設用地建設租賃住房、自持租賃住房等市場可能吸引資本進入。

國家金融與發展實驗室房地產金融研究中心主任蔡真也認為，短期內受三道紅線壓制的房企將直接面臨有息負債規模的「硬約束」和融資歧視，債務違約風險上升。房地產融資增速肯定下降，行業整體槓桿率會下降，行業資產規模增速也會放緩，房企拿地趨於理性，土地市場會迅速降溫。

蔡真認為，未來房企將會加快房地產銷售和周轉，合作開發現有項目，「踩線」企業可能出售土地儲備或項目資產回籠資金，減少或停止拿地；低槓桿房企則有條件低成本融資獲得更多優質項目或土地收購機會，行業集中度進一步提升。此外，國有和民營房企分化更加明顯。這是因為「未踩線」房企很大部分是國有，過去發展較快、擴張激進而「踩線」的多是民營房業。



▲管清友認為，「去金融化」加上「房住不炒」，房地產發展邏輯已經變化。



▲連平建議，房地產企業可通過合作開發、分拆物業上市等方式提高房企股權融資比例。

## 「房住不炒」長期堅持

### 基調明確

2017年中央經濟工作會議首次提出「房子是用來住的，不是用來炒的」（房住不炒）的政策，儘管隨後面臨持續的經濟下行壓力，但房地產調控未現全局性的政策鬆動。中國社科院金融所房地產金融研究中心副主任尹中立認為，2020年應對新冠肺炎疫情衝擊強調「不將房地產作為短期刺激經濟的手段」，銀行間市場利率回升、房企「三道紅線」融資約束等政策，都表明「房住不炒」是一項長期政策，中央層面防止房價過快上漲的基調不會轉變。

新冠肺炎疫情發生後，房地產融資和銷售都遇到困難，房地產政策進入紓困階段，對房地產融資進行展期等，但執行中逐漸走樣，一些地方放鬆調控的政策「一日遊」被迅速叫停。一季度後，房地產市場超預期復甦，住房銷售規模和價格呈「深V」型反彈走勢，部分城市房價泡沫再起，土地交易市場持續火爆，房地產價格

漲勢與實體經濟頹勢恰成對比，促使監管部門考慮進一步加強政策調控。

尹中立指出，目前房地產調控政策的核心目標是穩地價、穩房價、穩預期。「任何城市只要土地價格、住房價格或住房價格預期出現較大幅度上漲，為落實城市主體責任要求，地方政府層面必將出台相應調控政策。」

去年下半年以來，部分熱點城市，地方政府已從打擊捂盤惜售、擴大限購區域、增加購房門檻、提高首付比例等諸多方面採取「打補丁」措施，抑制房價過快上漲。

尹中立還指出，中央經濟工作會議用了大量篇幅講述租賃房建設和長租房政策，「房住不炒」正在從政策口號變成更多的具體行動，土地供應要向租賃住房建設傾斜，單列租賃住房用地計劃，探索利用集體建設用地和企業業單位自有閒置土地建設租賃住房，都是落實「房住不炒」、抑制房價泡沫有效辦法。