

告別「三高」勢在必行 闖出新模式方有未來

斷供潮反思錄 ④

「行業內都知道，中國房地產企業的舊發展模式主要體現在『三高』上，也就是高負債、高槓桿和高周轉。」住建部政策研究中心原主任秦虹坦言，二十多年來，房企負債率從來就沒有低過70%，一直都非常高。國泰君安房地產行業首席分析師謝皓宇一針見血地指出，舊模式就是地產金融模式，通過土地的重複抵押換來高槓桿、高速增长。

大公報記者 倪巍晨 俞晝

本月中召開的中央經濟工作會議提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推動房地產向新發展模式平穩過渡。要向新舊模式轉型，必須先找到舊模式的癥結。謝皓宇總結指出，舊的發展模式存在三個顯著特徵：

盲目加槓桿追規模 房企頻暴雷

一是高槓桿率帶來的調控壓力和較大的行業波動率，無論是房價、還是銷量，部分城市可以在一年以內漲幅超過50%，也可以在一年以內跌幅超過30%，這都不是行業平穩健康發展應該有的現象。

二是居民購房壓力較大，無論是超過風險收益平價水平的利率，還是相比於全球其他國家來說很高的首付比例及較高的購房門檻，這也和居民對美好生活的追求是不符合的。

三是對其他行業的影響極大，脫離地產後經濟會受到較大衝擊，即便地產僅貢獻了GDP大約15%左右的比重，但通過信用派生能力（直接和間接一起預計貢獻超過50%），極大影響了經濟和金融。

「為什麼過去房地產企業高負債沒有問題，而現在高負債就有問題了呢？」秦虹將其歸結為三點原因：第一，房地產過去有四大紅利支持，包括人口紅利、經濟增長紅利、貨幣紅利、住房制度改革紅利，現在這些紅利減弱，高負債所依賴的高需求、高房價發生很大變化；第二，有些房企在經營上出了很大的問題，為追求上規模，拿高價地、融高息錢，盲目把槓桿加到最大；第三，過去的房地產政策一直是限制房企的股權融資，而是以債權融資為主，所以負債率高。

2020年下半年後，國家開始控制負債，從供給和需求兩端收緊了房企資金，當時融資政策只堵未疏，疊加市場下行因素，房企問題爆發。據不完全統計，全國約有60多房企暴雷，其中不乏恒大、寶能、新力、陽光城、正榮、佳兆業等一系列老牌房企。

「最近出台了房地產融資政策的三支箭，整個房地產行業非常興奮，大呼超出預期。」而秦虹認為，這難道不應該是房企正常享有的政策嗎？這新的三支箭，一方面是化解當前房地產企業危機的重要舉措，同時也是房企探索新發展模式的一個重要支持條件。

居民需求主導 降低房子投資屬性

去年的中央經濟工作會議就提出了「探索新的發展模式」。連續兩年出現「新發展模式」且表述有遞進關係，這意味着路徑和方向已逐步明晰。在東北證券宏觀分析師張陳、張超越看來，明年房地產行業政策核心是探索「如何消除多年來房地產行業高負債、高槓桿、高周轉發展模式的弊端，推動房地產向新發展模式平穩過渡」。

廣東省城規院住房政策研究中心首席研究員李宇嘉強調：「新模式從供給側來說是租購並舉；從群體角度來看，是以新市民為主；從模式上看，是告別土地依賴。」謝皓宇同樣認為，未來的新模式是以居民需求為主導的新發展模式。嚴控供給側能夠限制房企信用盲目擴張，放鬆需求能提振信用派生，通過重新調整信用擴張的方式，來將房地產市場從由房企主導轉變為由居民主導，讓房地產更多的體現為商品屬性的一面，降低投資屬性的佔比。

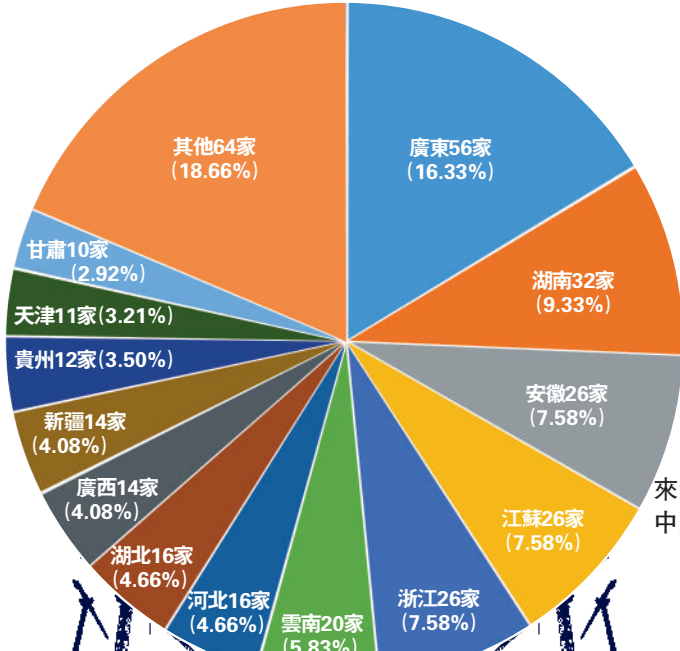
「探索新發展模式，我們可以參考美日房企應對危機的舉措及經營模式。」平安證券地產首席分析師楊侃建議，在傳統開發銷售業務方面，房企要做細做精，精準匹配客戶需求與產品服務，加強全供應鏈管控，建立原材料成本優勢，向管理及運營要利潤，全面提升全周期客戶服務能力。與此同時，可以切入細分賽道、拓展衍生業務，發展圍繞地產的多元化輕資產業務，形成良性循環的綜合商業模式（詳見另稿）。

提升品牌品質 探索輕資產業務

對此，秦虹也有獨到的看法。她認為，未來進入新的發展階段，房地產企業面臨的是結構性機會，概括起來包括五個方向：第一，優化開發模式，通過優質產品創造改善型需求，仍是房企當前最需重視的；其次，要探索輕資產業務，像代建、經營、輕資產運營、服務等，可以作為房企盈利的來源模式；第三，開拓存量業務，就是城市更新，房企未來的轉型發展要和城市的轉型發展相結合；第四，瞄準成長期業務，主要是塑造資產管理和運營能力；第五，抓住一些政策機遇，比如租賃住房的需求。

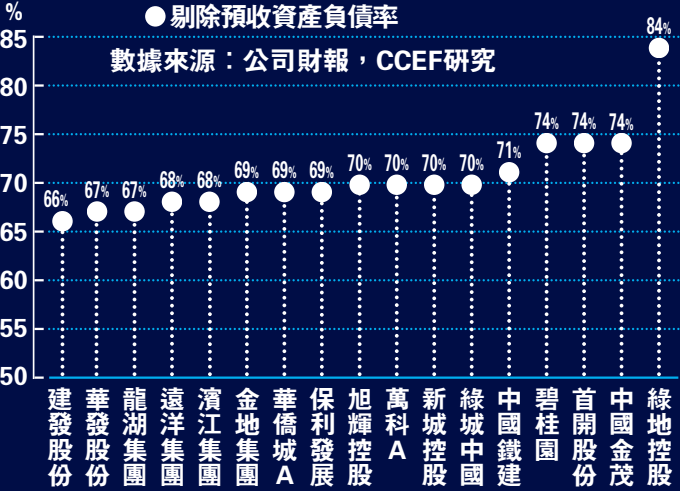
在此背景下，秦虹建議房企可以從四個方面來探索新的發展模式：開發模式，從「三高」向輕重資產並舉的開發、運營、服務一體化進行轉型；盈利模式，從單純的增量開發向增加存量更新進行轉型；融資模式，從高負債向股債多元進行轉型；房地產企業的目標模式，從追求規模和速度的擴張向品牌和品質提升方向轉型。

2021年343家申請破產房企分布概覽



來源：中房網

內房資產負債率持續高企 (2021年)



專家建議房企四方面探索新模式

- 開發模式**
從「三高」向輕重資產並舉的開發、運營、服務一體化進行轉型
- 盈利模式**
從單純增量開發向增加存量更新進行轉型
- 融資模式**
從高負債向股債多元進行轉型
- 房地產企業的目標模式**
從追求規模和速度的擴張向品牌和品質提升方向轉型

市場需求足夠 地產業前景不悲觀

保持信心

在植信投資研究院資深研究員馬泓看來，到2035年，房地產市場將步入平穩發展期。「《擴大內需戰略規劃綱要（2022-2035年）》亦提及居民合理自主需求，未來剛性和改善型需求將是住房政策主要的服務對象。」他預計「十四五」期間，全國平均每年新增住房建築面積在十億平方米以上，住房消費仍將成為擴大內需的重要抓手。

「房地產是國民經濟的支柱產業。」國務院副總理劉鶴本月中公開表示，針對當前出現的下行風險，已出台一些政策，正在考慮新的舉措，努力改善行業的資產負債狀況，引導市場預期和信心回暖。未來一個時期，中國城鎮化仍處於較快發展階段，有足夠需求空間為房地產業穩定發展提供支撐。

馬泓對此十分贊同，認為中國正走在新型城鎮化的道路上，仍有大量「農村轉入城市」的人口帶來住房需求，城市住房面積低於平均水平的群體，以及多胎家庭的改善型住房需求亦將進一步顯現。他相信未來房地產市場仍具有良好的發展空間。

城鎮化發展需大量住房

上海中原地產市場分析師盧文曦亦持同樣觀點。「房地產及其上下游行業在中國GDP中的佔比達十多個百分點，本輪市場調整中，與之相關的建材、家電等消費均受波及，房地產市場的任何風吹草動都會對國民經濟帶來影響，所以房地產必須保持穩定。」盧文曦直言，一個穩定的房地產市場，將對穩經濟起到壓艙石的作用。

「中國經濟仍處調整階段，還有諸如『中等收入陷阱』等需要防範，特別是在經濟結構調整過程中，要通過房地產市場的穩定『以時間換空間』，確保中國經濟不出現大的波動。」盧文曦坦言：「此外，在『房住不炒』的基調下，房地產稅的短板也應盡快補齊。」

「房地產行業是宏觀經濟中一個非常好的分析樣本、實證範例和晴雨表，其對投資、消費、供需兩端、作為流量的收入和作為存量的家庭部門財富等，均具有很好的分析價值。」仲量聯行大中華區首席經濟學家及研究部總監龐溟指出，居民購房的決策函數在疫情前後已發生重要變化，影響購房決策和商品房銷售的主要變量已從疫情前的房地產調控、房貸利率等變量，轉變成疫後的居民可支配收入預期、房價預期、房貸還款穩健性和可持續性等變量。

調控延續鬆綁 樓市明年中料回升

市場展望

對於明年的樓市走向，多位受訪專家預判稱，明年樓市政策將延續適度寬鬆的格局，保持政策的連續性、穩定性。「房地產市場有望在明年上半年探底，並在下半年逐步好轉。」

申萬宏源證券首席宏觀分析師秦泰留意到，今年首三季房地產開發貸款增量已大幅改善至2020年全年水平，預示房地產周期趨弱引發的「信用需求不足」主要體現在需求側，而非投資開發側。「另一方面，在房地產融資『三支箭』全面落地背景下，保交樓政策在當前時點已迎來年內體量最大、範圍最廣的放鬆，預計地產投資、竣工等均將逐步企穩回升。」他分析稱，不含土地購置費的房地產增

速降幅，有望從今年全年的11.2%，收窄至明年的4%。

房貸利率仍有下調空間

「未來各地調控政策優化落地節奏將繼續提速，優化調整力度亦將進一步加碼，政策維度有望向『限購、限貸、限售、限價』寬鬆，降低交易稅費等多方向轉變，鼓勵購房政策亦可能向熱點一、二線城市延伸、擴圈。」仲量聯行大中華區首席經濟學家及研究部總監龐溟預計，房地產銷售結構的分化短期內或進一步加劇，二手房銷售將優於新盤、現房銷售狀況將好於預售房。

植信投資研究院資深研究員馬泓判斷，為更好滿足購房者合理住房需求，住房金融料續

回暖，居民房貸利率仍有小幅調降空間，個人按揭貸款增速有望回升，且部分地區公積金、首付比例等政策或繼續鬆動。

「本輪房地產銷售在下行周期中遭遇諸多難題，因此築底期會持續相對較長的時間。」馬泓指出，當下房地產周期與2010年下半年到2012年三季度的狀況較相似，本輪下行周期的時間跨度或接近兩年，預期2023年二季度市場將觸底企穩，並在明年下半年出現回升。

「房地產投資也同樣有望在明年下半年企穩回升。」馬泓分析，在市場下行壓力和高基數疊加作用下，明年一季度投資增速將進一步下探，待二季度觸底後逐步靠穩；此後，隨着住房銷售的邊際改善，房企資金來源增速有望回暖，並帶動整體建安工程投資迎來改觀。



▲分析認為，明年房地產行業政策核心是探索如何消除多年來房地產行業高負債、高槓桿、高周轉發展模式的弊端，推動房地產向新發展模式平穩過渡。 中新社

借鏡美日經驗 房企不只是賣樓

他山之石

當前中國房地產行業銷售端與資金端依舊承壓，房企高槓桿驅動模式急需變革，探索新發展模式已是迫在眉睫。對此，平安證券地產首席分析師楊侃建議，可以參考美日房企應對危機的舉措及經營模式。

從日本的情況看，自20世紀50年代以來，日本樓市歷經多輪周期，頭部房企格局幾經洗牌，但主要龍頭房企（住友不動產、三井不動產、三菱地所）穿越周期屹立不倒，地位穩固，行業集中度不斷提升。

具體而言，受地產泡沫破滅、金融危機、日本大地震等影響，日本房企原有重資產模式難以奏效，住友不動產分期制定發展戰略，如發展代建、經紀、資產業務等，向流動性更強的輕重資產並舉的業務模式轉型。收入結構上，高利潤率輕資產業務佔比增加，而低利潤率重資產業務佔比萎縮，亦帶動ROE（淨資產收益率）修復。三井不動產轉型相對倚重房地產證券化市場，已形成「代建+銷售+租賃+管理」綜合商業模式。

至於美國房企，則依靠收併購發展

壯大，布局細分賽道與衍生業務。美國三大龍頭房企普爾特（PULTE）、霍頓（DR HORTON）、萊納（LENNAR），借助收併購駛入增長快車道，普爾特通過收併購完善養老、首次置業產品線，切入房地產金融服務業務，同時打造精細化管理紅利，提升全周期服務能力。霍頓、萊納則依靠收併購後來居上，目前已成美國第二大住宅開發商。

拓代建與租賃 業務多樣化

據此，楊侃對內房探索新發展模式提出獨到見解，一是在行業下行期要做到「現金為王」，保障充裕現金流，強化財務安全；二是要戰略性擇機收併購，切入細分賽道、拓展衍生業務；三是發展圍繞地產的多元化輕資產業務，如資產管理、經紀等，形成良性循環的綜合商業模式；除可分散風險，輕資產業務的高利潤率亦有助於ROE（淨資產收益率）提升；四是同時將傳統開發銷售業務做細做精，精準匹配客戶需求與產品服務，加強全供應鏈管控，建立原材料成本優勢，向管理及運營要利潤，全面提升全周期客戶服務能力。