



本轮房企债务周期的形成及演化



【财新网】(专栏作家 夏磊) 今年以来, 华夏幸福、蓝光等大中型房企陆续陷入债务危机。危机背后, 是一个清晰的房地产债务周期演化路径。

自 1998 年房改以来, 房企规模飞速扩张, 千亿俱乐部已是前十房企的标配。然而, 房企学会了如何起飞, 还没学会如何安全降落。

加杠杆总是快乐的, 当去杠杆的时候, 无论是政策的变化、经营的问题、市场的突变, 都会引发激进扩张房企的债务危机。

房企在规模扩张之时, 金融杠杆也用得炉火纯青。地产与金融天生具有高度相关性。房企信用风险, 可以迅速导致金融体系资产质量恶化, 增加金融机构风险敞口, 十次危机, 九次地产。

房地产平稳发展如此重要, 我们回顾本轮房企债务周期, 总结反思, 以期下一个更平稳周期的开始。

房企债务周期的四个阶段

一、初步扩张阶段

房企债务周期的早期, 往往始于市场底部, 随着调控政策松动, 市场逐步复苏。银行等金融机构受政策和市场推动, 对房地产行业的信贷投放趋于宽松。房企销售和现金流开始好转, 加上对市场预期的改善, 重新开始举债和拿地。该阶段, 由于库存规模较高, 拿地总体谨慎, 债务规模和比例的上升较为平缓, 债务负担较小, 资产负债表较为健康。

2014 年底至 2015 年中，政策重启宽松。2014 年 930 放松信贷，下调首套房首付比例和利率下限；随后重启降息和降准。2015 年 330，降低二套房首付比例；营业税免征年限 5 改 2。随后半年，3 次降息、2 次降准。

金融机构向房地产业宽信用。2015 年，金融机构新增房地产贷款 3.6 万亿元，较 2014 年多增 8000 亿。个人住房贷款加权平均利率由 2014 年 3 季度的 6.93% 降至 2015 年 3 季度的 5.02%，降幅达 191bp。

行业开始扩张。主要表现有：一是市场触底回升。全国商品房销售面积在 2014 年显著负增后出现拐点，2015 年 4 月单月增速 7.0%，为 2014 年以来的首次回正。2015 年前 3 季度，商品房销售面积和销售额分别实现 7.5% 和 15.3% 的正增长。二是房企拿地态度开始偏乐观。全国土地招拍挂成交总价于 2015 年 6 月开始单月增速显著提升，2015 年全年增速回正，为 5.1%，较 2014 年的 -33.2% 显著回暖。

二、走向过热阶段

随着市场热度持续提升，房企积极加杠杆，债务走向泡沫化阶段。市场高热度加快房企土储消耗、提振经营信心，刺激房企加快拿地，同时新房市场热度向土地市场传导，又进一步刺激房企间竞争。房企开始追求高周转，采取“融资-拿地-销售-继续融资和拿地”的经营模式。在房企销售和资产规模快速增长的同时，债务积累更快，资产负债率显著提高。这个阶段具有明显的自我强化特征，销售规模高增和资产价格上涨提升了房企的融资能力，进一步提升加杠杆空间。

房地产政策、金融政策往往是泡沫形成的主要助推器。一方面，助推购房者的房价上涨预期，并刺激恐慌性购房和投资性需求，加快市场走向过热和非理性。另一方面，金融机构、资本市场对房企融资需求更主动、更多额度、更低标准、更高估值，为房企债务泡沫化提供了温床。

2015 年底至 2016 年中，政策全面宽松。2015 年 930 再次下调首套房首付比例；10 月，再度降息降准各一次；2016 年 2 月，同时下调首套房和二套房首付比例，下调房地产交易契税税率。同时，棚改大规模推进，货币化安置比例由 2014 年的 9% 提升至 2016 年的 48.5%。

银行信贷投放激增。2016 年，金融机构新增房地产贷款 5.7 万亿元，较 2015 年多增 2.1 万亿；房地产贷款余额同比增速达 27%，为 2011 年以来最高点。金融机构个人住房贷款加权平均利率由 2015 年 3 季度的 5.02% 进一步下降 50bp 至 2016 年 4 季度的 4.52%，接近 2009 年历史低位。

行业处于过热状态。主要表现有：一是销售市场量价齐升。2016 年，商品房销售面积和销售额分别增长 22.5% 和 34.8%，增速分别较上年提升 16 和 20 个百分点；销售均价增长超 10%。二是土地市场火热。2016 年，全国土地招拍挂成交总价 3.7 万亿元，同比增长 24.1%，成交溢价率高达 34.6%。

三、顶部阶段

市场过热引发政策转向，预期、销售开始恶化，加杠杆逐渐见顶。销

售放缓，房企高周转难度加大，加杠杆减速。这个阶段，房企采取借新还旧等方式，维持债务规模。但由于融资成本上升，偿债压力和现金流压力加大。而部分房企，此时仍寻求冲规模，通过更激进地拿地和新开盘，以应对去化放缓；当政策全面收紧时，风险很大。

对于过于激进、受调控政策冲击大的房企，由于高价土储沉淀，资产负债表质量明显恶化，更容易爆发危机，通常是信用、品牌、现金流危机依次爆发。首先是信用恶化，金融机构因其风险模型对政策、现金流和预期的同步恶化更敏感，一旦出现房企风险事件，往往率先抽贷，特别是大型金融机构收紧信贷，影响更大；此外，供应商也急于收回应收账款。随之是品牌危机，购房者的顾虑，从对房价下跌的担忧，进一步升级成对房企项目烂尾的担忧，导致问题房企的销售恶化更突出。最后是现金流危机彻底爆发。由于经营性现金流急剧恶化、新的融资活动受阻，导致债务违约。

2016年930开始，调控持续升级。2016年930及国庆期间，20多个热点城市集中出台调控政策。12月，中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”。2018年7月，住建部提出“针对性地及时调整棚改安置政策”，棚改货币化比例开始降低。2019年上半年，银保监会、发改委等部门收紧房企各主要融资渠道。

银行信贷投放趋紧。2019年末，房地产贷款余额同比增长14.8%，增速较2016年末回落12.2个百分点。金融机构个人住房贷款加权平均利

率由 2016 年 4 季度的 4.52% 上升 110bp 至 2019 年 4 季度的 5.62%。

行业阶段性见顶。主要表现为：一是市场热度显著回落。2019 年，商品房销售面积出现负增长，同比下降 0.1%；销售额同比增长 6.5%，增速较 2016 年收窄 28.3 个百分点。二是房企扩张减速、加杠杆见顶。稳健房企如万科，2018-2019 年拿地金额分别为 2553、2181 亿元，同比分别下降 5.0%、14.6%；有息负债 2612、2605 亿元，基本持平。

四、去杠杆阶段

政策保持调控基调，市场热度不高，房企进入被动去杠杆阶段。房企去化保持低位，经营性现金流逐步放缓；同时，各融资渠道显著收紧，融资性现金流基本为负。房企显著放缓拿地，主要通过销售回款、资产出售等活动，应对现金流压力。

2020 年至今，长效机制全面落实。2020 年 8 月，央行、住建部出台了重点房地产企业资金监测和融资管理的“三线四档”规则；12 月，央行、银保监会出台房地产贷款集中度管理制度。2021 年，22 个重点城市开始

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27449

