



Research and
Development Center

房地产融资的困境与解脱

2021年12月6日

解运亮
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

房地产融资的困境与解脱

2021年12月06日

- **居民和房企的融资困境：**（一）居民房贷：《房贷集中度管理制度》严格限制个人住房贷款占比上限和炒房投资行为，历史上个人住房贷款增速高于房地产贷款增速，房价会出现高速增长。限制居民房贷占比上限，可以遏制金融投机行为和房价过快上涨；（二）房地产开发贷：“三道红线”等房企融资的政策，严格控制了房地产开发贷款和房企规模。1）融资政策收紧，导致过去房企通过借贷和销售期房回收资金，采取高周转率、高杠杆的经营模式难以为继。经营资金紧张，致使部分商品房遭受抛售，房价快速下跌压低居民购房预期，量价齐跌；2）“三道红线”政策下，房企去杠杆降档以突破融资增债限制，导致整体融资意愿和能力下降，房地产投资同比出现下滑；3）房企拿地扩张的意愿下降，房屋新开工面积同比直线下滑，跌落至竣工面积同比增速下方，于今年7月首次落入负区间；4）房企分化严重，资源向发展比较稳健，存货质量良好的房企集中，以国有企业和央企为典型；区域布局欠佳、债务负担高、外部支持力度弱的中小型房企受挫。
- **房地产融资困境如何解脱？**我们认为政策仍然会围绕“房住不炒”的方针，从支持房企交易所或银行间发债融资、房企开发贷提前发放和正常贷款、加快租赁市场建设等方面，对冲整体房地产行业的下行风险。
- **此前多项纠偏政策已出台，行业整体四季度逐渐回暖：**1）9月份多省市调低首套和第二套住房贷款利率，支持居民刚性住房，近日多省份二手房交易价触底回升。我们认为，明年1月和3月居民住房贷款增速同比季节性高增长，可能带动房价小幅回升。2）多省市颁布“限跌令”，遵循住房“三稳”政策。此外，我们认为房地产企业，也应该重新慎重评估自身的经营模式，减少杠杆经营和债务累积，先稳定自身发展，再寻求扩张。
- **我们认为，融资政策是房地产价格调控的重要手段。**融资政策收紧会导致房企资金流紧张，限制房企拿地扩张，房企纷纷通过折价销售房子回流资金，压低了整体房地产市场价格。我国房地产市场自2016年起，整体房地产销售面积同比每年皆出现下滑，2019年后更为明显，房地产销售额增加主要由房价升高贡献。本次融资政策收紧，直接从信贷金融方面，限制了房地产企业的规模和扩张，同时导致房价明显下跌，拖垮了房屋销售面积。
- **风险因素：**全球疫情超预期，房地产政策超预期。

目 录

一、当前房地产融资的困境.....	3
二、房产融资困境如何解脱?	15
三、对房价的影响.....	17
3.1 融资约束对房价的影响.....	17
3.2 房产税对房价的影响	19
风险因素	22

表 目 录

表 1 2021 年第四季度房地产政策存在纠偏	4
表 2 2020 年下半年以来的房地产政策	4
表 3 房地产贷款集中度管理制度.....	8
表 4: 2021 年中报发债房企三道红线统计	12
表 5: 房地产涉及的产业链.....	15

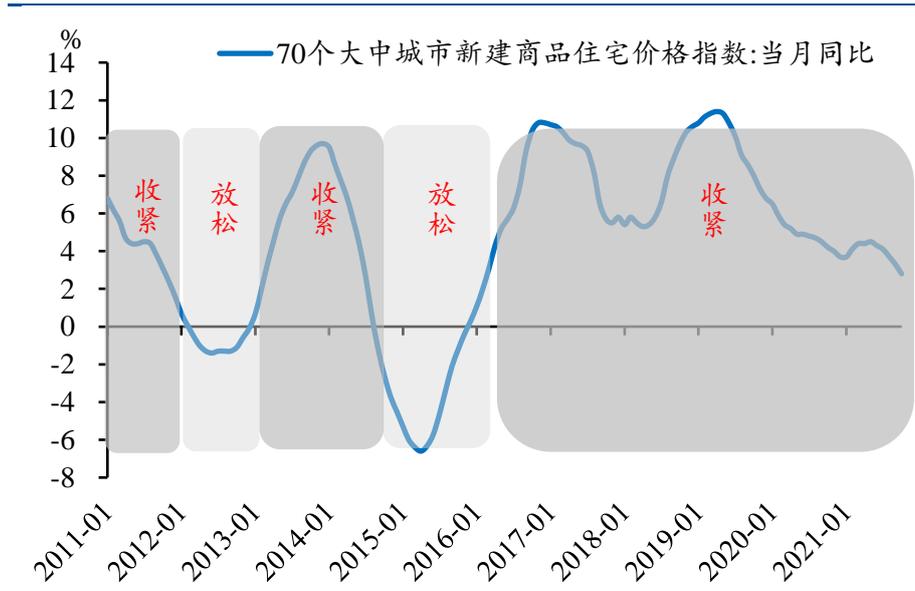
图 目 录

图 1: 历史上房地产住宅价格指数同比变化	3
图 2: 个人住房贷款余额增速明显高于总体房地产贷款增速, 房价往往上涨.....	6
图 3: 2021 年以来个人按揭贷款同比大幅下滑至近期有所回调.....	6
图 4 房地产市场专门针对房企融资端的三道红线政策	7
图 5: 2021 年 3 月以来房地产销售额, 销售价格面积皆同比下滑.....	7
图 6: 2021 年 5 月后房价预期下跌, 土地溢价率也呈现下滑.....	8
图 7: 房地产贷款分项统计.....	9
图 8: 2016 年以来房地产新增贷款占比总体出现下滑.....	9
图 9: 房地产开发贷款余额同比走势	10
图 10: 近期房地产竣工面积累计同比超过新开工面积累计同比.....	10
图 11: 商品房待销售面积.....	11
图 12: 商品房期房和现房的销售累计同比的差值骤减	11
图 13: 个人住房贷款同比高增, 往往会带动房价上涨	16
图 14: 居民新增中长期贷款通常在 1 月和 3 月环比高增长.....	16
图 15: 房地产定金及预收款和个人按揭贷款皆同比出现下滑.....	17
图 16: 全国房价预期上涨比例.....	17
图 17: 2019 年起房地产销售额增长受价格贡献较大, 销售面积明显收缩.....	18
图 18: 2021 年 5 月以来房地产销售面积同比增速跌入历史平均线以下	18
图 19: 2021 年 5 月以来房地产销售价格二三线城市跌幅.....	19
图 20: 房地产开发资金来源累计同比大幅下滑	19
图 21: 受地产税试点征收影响, 上海二手房价格指数同比增速放缓.....	20
图 22: 上海房产税试行, 二手房出售量指数同比放缓	21
图 23: 美国房地产市场价格和房地产税走势	21

一、当前房地产融资的困境

2016年前，我国房地产政策顺应了几轮地产周期，每次放松和收紧的力度都非常大。政策着力点主要集中在“需求端”，通过调控贷款利率和额度，限制炒房投机，整体房价也呈现大开大合的趋势（见图1），主要城市新建商品住宅价格指数同比增长最高接近10%，最低时跌至-6%。房地产行业紧密收紧政策，第一轮自2003年6月起，当时国家政策旨在严厉控制1998年房改后，地产信贷过度扩张的行为；第二轮自2009年12月起，政策重点打击2008年金融危机后，宽松政策带来的房地产过度投机行为，通过上调首付比例、限购、暂停发放三套及以上住房贷款等政策，对房地产金融去杠杆，遏制房价上涨势头，2012年时房价甚至转为负增长。

图1：历史上房地产住宅价格指数同比变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

第三轮自2016年10月，中央提出“房住不炒”和“三稳”政策，房地产行业回归刚性住房属性，整体政策的基调愈加稳定，整体市场价格始终被严格控制在合理范围之内，调控政策也愈加细致且具有针对性，政策实施强调因城施策。当房地产市场增长过热，政府会出台一系列紧密政策针对性调控；当房地产整体下行压力过大，政策大概率也会及时纠偏，以免拖累整体经济下行。过去20年我国的房地产行业有极强的金融属性，部分居民通过炒房投资积累大量财富，拉大贫富分化。此政策颁布，一方面旨在引导我国住房回归居住属性；另一方面，也告别过去20年国民经济发展严重依赖地产增长的态势，过度到以高端制造业和新兴科技产业为主要支柱。

未来房地产整体政策会呈现“易紧难松”的态势，地产脱离金融属性。

本轮房地产收紧政策在2020年8月-2021年2月密集出台，主要着力点集中在“供给端”，通过融资收紧，来限制房企高杠杆、高速扩张拿地的经营状况，以及居民的炒房行为。以往房地产政策主要集中在需求端（如首付比例、房贷利率和额度），也有部分限制房地产融资的政策出台，但主要是融资渠道的收紧，例如对企业债、银行贷款、非标融资、信托等渠道先后收紧，打压影子银行融资等等。

本轮收紧政策，对企业经营现金流和负债比率分档，直接限制了房地产企业的规模，效果更为明显，约束了房企的拿地和扩张强度。2020年底和2021年初，出台的一系列政策，如“三道红线”、《房地产贷款集中度管理制度》和供地集中政策，对房企的融资能力和现金流管控能力提出了更高要求。部分房企因为融资困难而折价销售商品房，恶意抢占市场份额，导致住宅价格和面积双双下挫，房企现金流紧张，拿地和开工的速度整体也有所放缓，全国房价自2021年第二季度出现明显大幅下跌，市场进入寒冬，甚至不少企业出现破产和信用问题。

2021年下半年房企经历融资困境后，政策逐步在9月开启“纠偏”：1) 支持居民住房的合法权益，调低首付和第二套住房贷款利率，居民的个人住房贷款小幅上升；2) 多省市出台“限跌令”，禁止房子遭受断崖式价格销售，在价格方面维护房地产市场的稳定；3) 银行间市场试点债券融资工具支持房企发展等政策，拓宽优秀的房地产企业的融资途径。整体房地产市场出现回暖。11月居民中长期贷款（主要是房贷）同比多增162亿元，打破了过去5个月连续同比少增的局面；北京二手房成交量，在连续下跌7个月首次于11月出现环比上涨。

表1 2021年第四季度房地产政策存在纠偏

政策定位延续 (2019年底-2020Q1)		调控密集出台 (2020Q2-2021Q3)			执行纠偏 (2021Q4)	
2019.12	2020.2 & 4	2020.8	2020.12	2021.2	2021.09	2021.11
中央经济工作会议强调：住房保障、城市更新、住房租赁、房住不炒&因城施策、“稳地价、稳房价、稳预期”。	央行2月表示：要求继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行；央行4月表示：“稳预期”尤为重要，下一步将做好三稳工作。	“三道红线”政策划分房企为四档，分别限制有息负债，规模年增速。	“房贷集中度管理制度”“分别限制银行业金融机构的房地产贷款及个人住房贷款占比上限。”	“供地两集中”政策要求22个点城市集中发布出让公告、集中组织土地出让。	央行：维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。	银行间市场交易商协会举行房地产业代表座谈会。部分房企计划在银行间市场注册发行债务融资工具。

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心整理

表2 2020年下半年以来的房地产政策

	针对领域	部门	政策内容
2020年7月20日	融资	银保监会，2020年年中工作座谈会暨纪检监察工作（电视电话）会议	坚决防止影子银行死灰复燃、房地产贷款乱象回潮和盲目扩张粗放经营卷土重来。
2020年7月24日	融资	724房地产座谈会	要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。
2020年8月	融资	住建部及央行，重点房地产企业座谈会	设置“三道红线”：剔除预收款后的资产负债率大于70%；2.净负债率大于100%；3.现金短债比小于1倍。
2020年9月	个人住房贷款	据《21世纪经济报道》，监管机构要求大型银行控制房贷规模	有大行收到通知，监管机构近期要求大型商业银行压降、控制个人住房按揭贷款等房地产贷款规模。
2020年11月	融资	银保监会，《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》	要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道。
2020年12月31日	融资及个人住房贷款	央行，《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	根据银行业金融机构资产规模及机构类型，分档对房地产贷款集中度进行管理，规定了每家银行的“房地产贷款余额比率”和“个人抵押贷款余额比率”。
2021年2月	土地出让	自然资源部	重点城市要对住宅用地集中公告、集中供应。实施“两集中”土地出让制度的22个重点城市，除包含北上广深4个一线城市外，还有南京等18个二线城市。
2021年3月	个人住房贷款	银保监会、住建部、央行联合印发《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	银行业金融机构要切实加强对经营用途贷款“三查”，要做好经营用途贷款期限管理，要制定各类中介机构准入标准。
2021年4月	购房	中共中央政治局会议	首次提出“防止以学区房等名义炒作房价”。
2021年5月	房贷利率	5月6日深圳建行将首套房和二套房贷款利率相对LPR加点分别上调15BP和35BP。	
2021年6月	土地出让	财政部等4部门	中央将国有土地使用权出让收入转由税务部门负责征收，长期看有利于控制并降低地方政府杠杆率。
2021年7月	房贷利率	自7月24日起，上海地区首套房贷款利率由此前的4.65%上浮至5%，二套房由5.25%上浮至5.7%。	

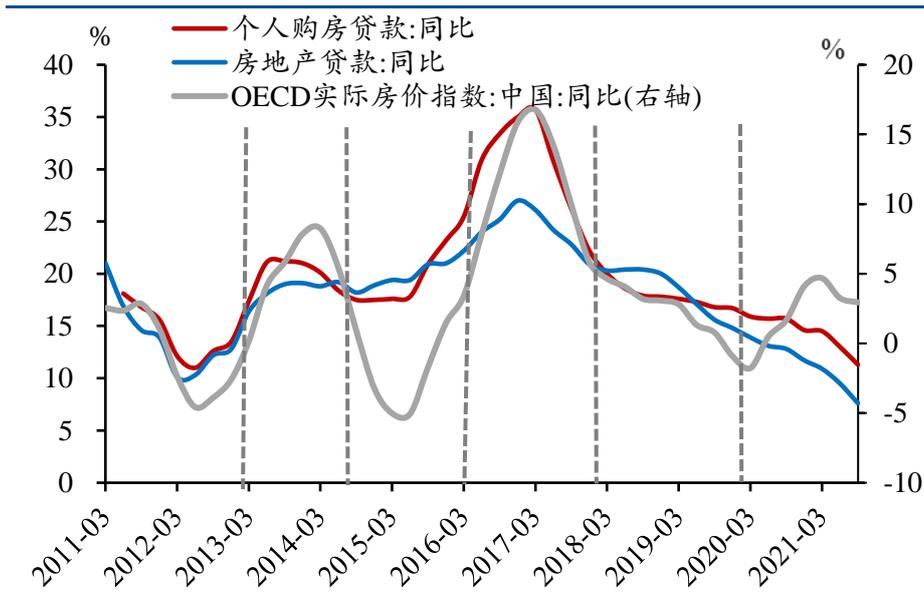
2021年7月	土地出让及融资	央行等多监管部门	被纳入“三道红线”试点的几十家重点房企，已被监管部门要求购地金额不得超年度销售额的40%。
2021年8月	土地出让	自然资源部	1、土地竞买方必须要有房地产开发资质；2、竞买方必须有自有资金，其股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利3.溢价率不得超过15%。
	房贷利率	北京、广州、重庆、沈阳、长沙、天津等城市推迟第二批集中供地出让时间。	8月8日，南京上调新房首套房贷利率至5.95%-6.05%，二套在还贷款利率至6.25%-6.35%，二套已还清贷款房贷利率至5.95%-6.05%。
2021年9月	融资	中国人民银行货币政策委员会三季度例会（政策纠偏开启）	罕见提及房地产市场，并首次提出“维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”。
2021年9月	融资	央行、银保监会召开房地产金融工作座谈会	再次提及“两个维护”。
2021年10月	个人住房贷款	广州、佛山等地不同银行房贷利率有所分化	广州、佛山等地的部分国有大行和股份行已经在下调房贷利率。广州：其中降幅最大为光大银行，首套房利率下调40bp至5.60%，少数银行对房贷有小幅上提（+10bp以内）；佛山：其中降幅最大为农业银行，首套房和二套房利率下调20bp分别至6%和6.2%，少数银行有所上调。
2021年10月	个人住房贷款	国新办举行的新闻发布会银保监会统计信息与风险检测部负责人刘忠瑞	提出“保障好刚需群体信贷需求。在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持。”
2021年10月	房地产税	第十三届全国人民代表大会常务委员第三十一次会议	授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。
2021年11月	保声性租赁	深圳市住房和建设局发布《关于既有非居住房屋改造保障性租赁住房的通知（征求意见稿）》	通知显示，将充分发挥市场机制作用，积极引导市场主体将既有非居住房屋改造作为保障性租赁住房。

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心整理

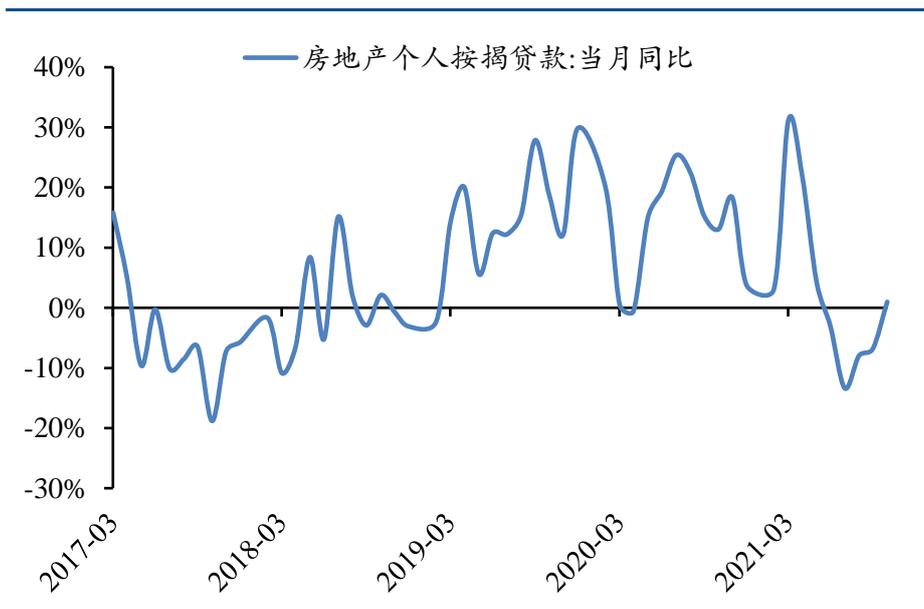
1.1 居民房贷

2020年底《房地产贷款集中度管理制度》出台，规定个人住房贷款占比上限，从居民消费端限制了购房的需求和能力，抑制房价过快上涨。我们观察到，历史上“个人住房贷款”增速比整体房地产贷款增速更高时，房价就会出现高速增长。我们认为，个人住房贷款的快速增长能够带动整体房价抬升。如图2，历史上几轮个人住房贷款余额增速明显高于总体房地产贷款增速，房价出现上涨；个人住房贷款余额增速明显低于总体房地产贷款增速，房价出现下跌。2021年3月起国内个人购房贷款同比增速明显下行，个人按揭贷款增速也跌至低位甚至负数，拖累了房价。

随后2021年9月份，政策支持居民的刚性住房：调低首套和第二套房贷利率。政策支持了居民贷款合理买房，房企的合理经营资金有望得到满足，缓解了房企的基本面压力和市场风险。本次政策调整极具“精细化”，紧紧围绕“房住不炒”的主导思想：严卡个人住房贷款占比上限（打击房地产市场的金融投资行为），调低房贷利率（维护刚性住房，有助于让房地产市场回归居住属性）。央行在第三季度货币政策执行报告中，罕见公布了10月个人住房贷款统计数据，当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元；银保监会同样罕见公布了10月末银行业金融机构房地产贷款数据，同比增长8.2%，较9月末上升0.6个百分点。我们认为此后居民房贷有望回归并稳定至合理水平，为房企提供合理的住房销售现金流。

图 2：个人住房贷款余额增速明显高于总体房地产贷款增速，房价往往上涨


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3：2021 年以来个人按揭贷款同比大幅下滑至近期有所回调


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.2 房地产开发贷

房地产开发企业的现金流，主要来自房地产销售回款和融资。一方面，房企借贷大量开发贷款融资，进行高负债经营。作为资本密集型行业，传统房地产企业通过向银行融资，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。**另一方面，房地产预售制度放大了杠杆率。**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，因此不论是房地产开发商还是购房者都偏好于预售方式，房地产开发企业收到预收账款后（主要包括定金、首付款等），快速拿地扩张。居民相信期房

