

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》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

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：周景彤
联系人：王 静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

金融与地产：“良性循环”

内涵与着力点*

房地产业良性循环既是宏观经济平稳运行的基石，涉及经济、金融、财税、土地、民生等诸多环节，其中促进房地产正常增长和保持房价基本稳定是其中重要内容。2013 年 1 月 13 日，银保监会召开会议（以下简称本次会议），首次提出要构建金融与房地产的“正常循环”，这表明管理部门已充分认识到房地产问题的严峻性、复杂性，2023 年房地产金融支持政策有望继续加码。但考虑到房地产业发展的内在逻辑深刻变化，2023 年楼市难以明显乐观，实现房地产业良性循环仍旧任重道远。未来要从宏观、中观和微观三大维度准确理解房地产业良性循环的内涵，通过强化顶层设计和协调配合，在促进楼市“软着陆”的同时推动向新发展模式的平稳过渡。

金融与地产：“良性循环”内涵与着力点

房地产业良性循环既是宏观经济平稳运行的基石，涉及经济、金融、财税、土地、民生等诸多环节，其中促进房地产正常增长和保持房价基本稳定是其中重要内容。2013 年 1 月 13 日，银保监会召开会议（以下简称本次会议），首次提出要构建金融与房地产的“正常循环”，这表明管理部门已充分认识到房地产问题的严峻性、复杂性，2023 年房地产金融支持政策有望继续加码。但考虑到房地产业发展的内在逻辑深刻变化，2023 年楼市难以明显乐观，实现房地产业良性循环仍旧任重道远。未来要从宏观、中观和微观三大维度准确理解房地产业良性循环的内涵，通过强化顶层设计和协调配合，在促进楼市“软着陆”的同时推动向新发展模式的平稳过渡。

一、确保房地产市场平稳发展不仅事关稳增长，也事关稳金融

2022 年，各地在坚持房住不炒的调控主基调之上因城施策，通过持续放宽“限售”“限购”、“限贷”条件、“一人购房全家帮忙”、多孩家庭购房补贴、以限贷租换购、提升房企流动性、优化预售资金监管、公积金异地互认互贷等多项政策以助力房地产市场平稳运行。但受疫情冲击、周期下行、监管趋严等因素影响，2022 年房地产行业景气度仍然明显下行，内在运行逻辑深刻变化。一方面，房地产销售“量价齐跌”，跌幅超过历史同期。2022 年末，商品房销售面积为 13.58 亿平方米，同比下降 24.3%；房地产开发投资额同比下滑 10%，跌入两位数负增长区间；全国 70 个大中城市房价已连续 16 个月环比下跌。另一方面，开发资金来源下降、房企违约事件明显增多。2022 年末，房地产开发资金来源 14.8 万亿元，同比下降 25.9%，这是房地产发展历史上少有的情况。上市房企资产负债率由 2005 年的 59.98% 上升至 2021 年的 79.19%。不少龙头房企先后出现流动性危机，并出现较大范围的债务违约事件。房地产行业景气下行既与疫情冲击之下居民预期转弱、收入下降等有关，还与城镇化进程放缓、人口老龄化提速、监管强化等背景下房地产供需格局根本变化有关。

房地产兼具民生、消费、投资等多重属性，具有“456”特征¹。房地产市场将对经济发展和金融稳定产生重要影响。一是加大了经济下行的压力。长期以来，房地产行业对经济增长的贡献度长期维持在 5%左右水平，如果考虑其上、下游企业的拉动作用，其对经济增长的影响也将更大。受房地产行业下行拖累，2022 年房地产行业对经济增长产生了 0.34 个百分点的负向拉动（表 1）。二是对商业银行资产质量形成潜在冲击。房地产年度新增贷款（包含开发贷和个人按揭贷款在内）占银行新增信贷的比重长期接近 40%。如果考虑到以房地产作为抵押资产的相关贷款，银行相关不良资产的风险敞口就更大。三是对地方政府财政收入、居民住房权益等带来连锁影响。土地出让金等房地产业相关税收收入占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。

表 1：房地产行业增加值及对经济增长的贡献率

	房地产业 GDP(万亿元)	GDP现价 (万亿元)	房地产业 GDP/GDP现价 (%)	GDP现价 增长率 (%)	房地产业对 GDP拉动 (%)
2002	0.5	12.2	4.4	6.7	0.40
2007	1.4	27.0	5.1	17.8	1.10
2012	3.1	53.9	5.7	10.1	0.20
2017	5.7	83.2	6.9	11.2	0.50
2018	6.5	91.9	7.0	8.9	0.20
2019	7.0	98.7	7.1	10.1	0.19
2020	7.3	101.4	7.2	2.5	0.10
2021	7.7	114.9	6.7	12.6	0.25
2022	7.4	121.0	6.1	5.8	-0.34

资料来源：Wind，中国银行研究院

¹ “456”特征指的是房地产相关的贷款占银行信贷的比重长期接近 40%，房地产业相关税收占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。这一说法由国务院副总理刘鹤副总理于 2023 年 1 月 17 日在达沃斯世界经济论坛年会致辞中提出。

二、2023 年金融助力房地产业“良性循环”的着力点

针对上述问题，2022 年底的中央经济工作会议提出要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作等。本次会议提出“努力促进金融与房地产正常循环”“因城施策实施差别化信贷政策”等，这是对中央经济工作会议精神的进一步落实，有利于促进房地产融资修复，为楼市“软着陆”创造适宜的金融条件。预计未来一段时间，金融管理部门将从以下几个方面靶向发力。

（一）房地产融资多措并举，满足行业合理融资需求

房地产行业资金紧张、流动性风险加大是造成当前楼市难以“正常循环”的重要原因。这与疫情冲击之下房地产销售全面下行，个人按揭贷款萎缩、定金及预售资金下降等有关，也与房地产贷款集中度、“三道红线”、预售资金严监管等环境之下，房地产企业债务链条难以持续有关。2020 年 8 月，监管层设置“三道红线”监管指标，对房企进行分档管理，限制其有息负债扩张速度；2021 年 1 月，央行、银保监会建立房地产贷款集中度管理制度，对房企销售资金回笼带来不利影响；2021 年 7 月，住建部等八部委联合出台文件，对预售资金进行监管，进一步加大了预售资金的回笼压力。

2022 年，房企到位资金明显收缩，房地产开发贷、债券、信托、预售资金等各类融资规模大幅下降。2022 年，房地产贷款同比下降 25.4%，降幅相比 2021 进一步扩大（-12.7%），房地产企业自筹资金同比下降 27.3%。信用债和信托融资方面，截至 2022 年末，房企境内债券净融资额已经连续 5 个月为负，海外债券净融资额已连续 14 个月为负。房地产信托余额从 2019 年 6 月的 2.93 万亿高点下滑至 2022 年 9 月的 1.28 万亿，较 2021 年规模下降 27.3%。预售资金方面，2022 年，定金及预收款和个人按揭贷款累计同比分别下降 33.3%和 26.5%（表 2）。

因此，满足房地产企业合理融资需求成为当务之急。事实上，2022 年 11 月以来，相关部委就已经认识到这一问题，通过支持民营企业融资、发布金融支持“金融十六条”等政策以支持房地产市场发展，形成了信贷、债券、股权等在内的多维度、全方位融资支持政策体系。本次会议提出，“努力促进金融与房地产正常循环”，这标志

着管理层更加重视房地产市场融资功能的修复，以促进房地产良性循环的开启，未来涵盖房地产信贷、债券和股市在内的融资支持政策将进一步发力。

表 2：房地产开发资金来源情况（%）

	房地产开发资金来源	其中：国内贷款	其中：自筹资金	其中：其他资金	其中：定金及预收款	其中：个人按揭贷款
2009	45.9	49.4	17.2	75.3	66.2	135.2
2014	-0.1	8.0	6.3	-8.8	-12.4	-2.6
2018	6.4	-4.9	9.7	8.3	14.5	-1.1
2019	7.6	5.1	4.2	10.0	10.1	15.4
2020	8.1	5.7	9.0	8.2	8.5	9.9
2021	4.2	-12.7	3.2	9.2	11.1	8.0
2022	-25.9	-25.4	-19.1	-30.0	-33.3	-26.5

资料来源：Wind，中国银行研究院

信贷融资方面，预计 2023 年优质房企信贷支持力度有望增强，“内保外贷”等房企海外融资规模也有望扩容。自“金融十六条”发布实施以来，已经有 60 家银行向 120 多家房地产企业提供银行授信，累计获得近 5 万亿元授信额度。2022 年 11 月，央行副行长潘功胜表示，将通过“内保外贷”业务跨境增信支持房企海外融资。

债券融资方面，2022 年 11 月交易商协会提出，将委托专业机构通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、降低增信费用等方式，支持民营企业发债融资规模扩大。初步预计 2023 年民营企业债券融资规模有望扩大至 2500 亿元以上。截至 2023 年 1 月底，已有龙湖集团、美的置业、金辉集团等三家企业获得信用增进函。

股权融资方面，2022 年 11 月，证监会决定通过恢复上市房企和涉房上市公司再融资、完善房地产企业境外市场上市政策等五项措施以支持房企增加股权融资规模，这是 2016 年以来的再次放开。预计，2023 年房企股权融资进程将明显加快。自 2022 年 11 月以来，已经有碧桂园、建发国际、华夏幸福等 29 家房地产企业披露再融资计划。

（二）推进保交楼保民生保稳定工作，维护消费者合法权益

受房地产企业资金紧张影响，2022 年以来不少地方的楼盘出现停工、烂尾等新情况，带来了不良的社会影响。2022 年 7 月 28 日中央政治局会议首次提出要“保交楼、稳民生”，此后各地政府和相关部门都积极行动。一些城市通过推出“一楼一策”“一对一帮扶”以及成立专项基金以纾困出险房企。各部委也推出政策性银行专项借款、修改预售资金管理办法等加大支持。目前，各地“保交楼”工作取得初步进展，但仍存在一些阻碍，主要表现为市场预期较弱、销售下降、企业“自我造血”功能不强，“保交楼”工作仍面临较大的资金瓶颈。

“保交楼”是维护住房消费者权益、促进房地产行业恢复正常循环的重要一步。2022 年底中央经济会议提出，“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求”。2023 年 1 月 10 日，人民银行和银保监会在联合召开的主要银行信贷工作座谈会上再次强调“运用好保交楼专项借款、保交楼贷款支持计划等政策工具”以维护住房消费者合法权益。

预计未来房地产金融政策将继续围绕“保交楼”工作加大支持力度。一方面，压实房地产企业、地方政府的主体责任，维护购房群众合法权益。在“保交楼”过程中，房地产企业、地方政府主动应对、协同推进，确保项目按约定时间竣工交付。与此同时，帮助企业通过行业重组、提供专项借款和贷款支持计划等方式进行纾困。另一方面，创新预售资金监管办法，实现预售资金的盘活。在预售资金监管模式下，房地产企业通过商品房预售取得的资金必须专款专用、封闭管理，即房地产企业只能根据项目进度部分提取，这带来很大的资金占用压力。2022 年 11 月，银保监会出台了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，其有利于降低房地产企业获得因预售资金封闭运行带来的资金占用压力，实现存量资金“盘活”。未来要继续围绕房地产企业资金盘活出台更多政策。

（三）引导行业风险有序出清，推动房地产业向新发展模式平稳过渡

房地产企业“高杠杆、高负债、高周转”的经营模式加大了潜在风险。2020 年，房地产企业杠杆率为 80.7%，相比 2008 年上升了 8.4 个百分点，达到历史最高值，不仅高于工业行业 24.6 个百分点，也高于通用设备和汽车制造等传统制造业企业（分别为 53.6%和 59.3%），2021 年以来虽然有所下降，但仍远远超过资产负债率 40-60%的合理区间（表 3）。高杠杆模式与房地产发展阶段、住房预售制度、企业商业模式等多种因素有关。随着中国房地产行业由增量时代逐渐转向存量时代，房企高杠杆经营的弊端日益显现、亟需转型。

表 3：不同行业资产负债率变化

	房地产开发企业（%）	工业企业（%）	通用设备制造业（%）	汽车制造（%）	石油和天然气开采业（%）	黑色金属矿采选业（%）
2022	n. a	56.60	54.61	61.00	44.25	58.28
2021	80.30	56.10	54.53	59.48	45.62	57.96
2020	80.68	56.10	53.66	59.33	46.62	61.32
2019	80.40	56.60	53.28	60.28	45.70	60.82
2018	79.10	56.50	53.39	59.23	41.60	60.72
2015	77.70	56.20	51.87	56.91	46.27	54.78
2012	75.20	57.84	55.39	56.21	45.48	54.43
2008	72.30	59.24	60.70	57.06	43.68	47.62

资料来源：Wind，中国银行研究院

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_53258

