

2021年09月23日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：
010-88576950

夏磊 S0350521090004
xial@ghzq.com.cn

房企债务周期形成及演化

——宏观研究深度报告

最近一年大盘走势



投资要点：

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，金融杠杆也用的炉火纯青。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 个重点城市开始实行“两集中”土地出让。通过“三线四档”控制房企扩规模冲动，通过“房地产贷款集中度”控制银行放款冲动，通过“两集中出让土地”控制地方政府的土地出让冲动。

银行信贷持续放缓。截至 2021 年 7 月底，房地产贷款增速创 8 年新低，银行业房地产贷款同比增长 8.7%，低于各项贷款增速 3 个百分点；房地产贷款集中度连续 10 个月下降，房地产贷款占各项贷款的比重同比下降

0.95%。

市场热度仍较低。2021 年上半年与 2019 年同期相比，商品房销售面积和销售额的两年平均增速分别为 8.1%和 14.7%，目前仍处于回落态势。

房企被动去杠杆。如万科，2019、2020 年融资活动现金净流出 333、325 亿元；2021 年一季度，有息负债 2548 亿元，较 2019 年末微降 2%。而问题房企甚至出现经营性现金净流出，如泰禾 2019 年至今未拿地，2020 年经营性现金流由进转出、净流出达 30 亿元，融资活动净流出 77 亿元、已连续 3 年净流出，年末有息负债金额 946 亿元、较 2018 年末累计下降 429 亿元。

去杠杆阶段，金融收缩，房企自身经营问题暴露，引发流动性危机，进而形成债务危机。如华夏幸福，随着 2017 年以来环京房地产市场调控不断加码，由于自身项目布局主要集中于环京市场，销售回款骤降，经营活动现金流持续流出，叠加 2020 年的疫情影响，流动性危机爆发，进而引发债务危机。9 月，公司累计逾期未偿还债务达 879 亿元。

■ 房企应如何应对危机？

危机应对过程，实际上是以恢复现金流为导向，逐步恢复品牌和信用的过程。

三种途径恢复现金流，通过出售项目、降价促销、出售资产。

一是出售项目。优先转让项目股权和非必要产业投资，快速带来大规模的现金流入，同时实现债务剥离。**二是降价促销，以利润换现金流。**如华夏幸福出让维信诺控股权、转让环京项目和广东十数个旧改项目；泰禾向世茂大批量转让项目公司股权。**三是出售资产。**必要时须通过转让核心资产股权，引入战投，恢复现金流。

“白衣骑士”是美好的想象，但知易行难。

引入国企央企政府信用最好，但很难，在房企危机爆发时，外部企业倾向于买项目而非公司股权。典型如蓝光、泰禾、华夏幸福，至今未迎来“白衣骑士”。

恢复品牌和信誉，是一个漫长的过程。

大公司债务危机会给行业有什么影响？**1、影响销售。**目前的期房预售制度，让购房人担心烂尾，风险意识提升，买房观望，8 月以来，销售疲态已现。**2、影响融资。**金融机构风险偏好升高，发债成本提升、额度减少、贷款投放减少，信用紧缩，尤其是对民营房企。销售恶化、信用紧缩会加速房企现金流的恶化。**3、影响开工、投资和上下游。**销售难度加大，融资成本上升，房企将更加重视现金流情况，会谨慎拿地和降低新开工，减少投资支出，并加快竣工回笼销售尾款。更严重的是，房企形成大量

上下游的应付票据，会显著加大上下游企业的经营压力，甚至倒闭无法开工。**4、影响行业格局。**民营房企现金流压力下，拿地更谨慎，利好国企。此外，多例房企债务危机导致的交房延期起到了购房者教育作用，民众对民营房企的品牌信任度降低、对国资房企品牌信任度提升，销售市场格局分化。**5、影响行业规则。**民营房企债务危机改变金融机构对行业的认知，行业授信整体收缩，且更倾向于国资房企；项目烂尾将动摇商品房预售制度和行业监管规则。

房企信用风险，如果处理不当会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。房地产在国民经济中有稳定器作用，政府从来不会缺席，但会通过市场化、法制化的方式，对危机进行疏导，但是，为了避免危机进一步扩大，政府干预的时机非常重要。当房企出现危机时，要避免危机从点到面，对整体经济产生影响；要及早发现问题、解决问题，用软着陆来化解潜在风险。

■ **风险提示：**房地产行业政策超预期等。

内容目录

1、 房企债务周期的四个阶段.....	8
1.1、 初步扩张阶段.....	8
1.2、 泡沫阶段.....	11
1.3、 顶部阶段.....	14
1.4、 去杠杆阶段.....	17
2、 房企应如何应对危机?	22
3、 风险提示	23

图表目录

图 1: 主要金融机构新增房地产贷款 (亿元)	9
图 2: 个人住房贷款加权平均利率	9
图 3: 房地产市场触底回升	10
图 4: 2014-2015 年土地市场成交量情况	10
图 5: 房地产贷款余额增速创新高	13
图 6: 房贷利率创历史低位	13
图 7: 2016 年房地产市场过热	13
图 8: 2015-2016 年土地市场火热	13
图 9: 房地产贷款余额增速显著下行	17
图 10: 房贷利率上行	17
图 11: 2016 年 930 调控之后市场热度显著回落	17
图 12: 房地产贷款增速持续下行	19
图 13: 房地产贷款集中度持续下降	19
图 14: 房地产信托规模持续下降	20
表 1: 2014 年底至 2015 年中的主要房地产刺激政策	9
表 2: 大型房企净负债率大幅上升	11
表 3: 2015 年底至 2016 年中房地产刺激政策	12
表 4: 2015、2016 年棚改大规模推进	12
表 5: 2017、2018 年泰禾集团逆势激进扩张	14
表 6: 2016-2019 年关于房地产调控的主要表述	15
表 7: 2019 年 5 月以来房地产信托融资收紧	16
表 8: “三条红线”主要内容	18
表 9: 房地产贷款集中度管理要求	18
表 10: 市场热度较低	20
表 11: 2019-2020 年典型房企主要指标	21
表 12: 华夏幸福现金流情况	21
表 13: 华夏幸福与泰禾集团战投情况	22
表 14: 2019 年泰禾密集出售项目	22

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，金融杠杆也用的炉火纯青。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。

1、房企债务周期的四个阶段

1.1、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”。2014 年 9 月 30 日，央行、银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍；对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次购买普通商业用房，银行

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_26797

