

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：梁 斯 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审 稿：周景彤 李佩珈
联系人：刘 晨
电 话：010 - 6659 4264

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国房地产企业融资现状、 风险及相关建议*

近年来，我国房地产调控不断趋严，“房住不炒”“三道红线”“房贷集中度”等政策在抑制房价过快上涨的同时也限制了房企融资。本文在解构房企融资情况后发现，房企负债规模较大，已成为影响经济金融稳定的重要因素。同时，随着有息负债规模扩张、融资渠道收窄及房市景气度持续下降，房企信用风险在不断上行，债务偿付能力、资金周转能力、融资能力全面走弱，但偿债压力依然保持在较高水平。另外，通过对房企的综合财务风险进行分析后发现，财务风险较大的上市房企数量在不断增多，部分房企存在发生财务危机的可能性。建议：多措并举稳定资金来源，满足房企合理融资需求；优化预售制度，增强房企资金使用能力；适度调整房市政策，满足合理住房需求；完善风险处置机制，分门别类处理问题房企。

我国房地产企业融资现状、风险及相关建议

近年来，受房地产市场调控政策趋严、交易走弱等因素影响，房企资金来源大幅受限，违约事件明显增多。但未来一段时期我国城镇化动力依然较强，2021 年我国常住人口城镇化率已达到 64.72%，但户籍人口城镇化率仅为 46.7%，真实城镇化率仍有较大提升空间。为此，在厘清房企当前融资现状及风险基础上，要积极采取措施满足房企合理融资需求，化解相关风险，确保房地产市场长期稳健发展。

一、长期以来“三高”模式是房地产企业经营的重要特征

20 世纪 90 年代，我国开启了住房商品化改革，随着土地市场全面推行“招拍挂”制度，房地产市场随即迎来快速发展时期，呈现出“高速度、高利润、高发展”的“三高”特征。尤其在 2009 年四万亿经济刺激计划等政策带动下，房地产业出现迅猛发展，业界普遍称之为“黄金十年”。特别是在 2010 年，万科等龙头房企创新性的使用了“高周转”方式获得了巨大的销售额，引起业界效仿。房企的运营逻辑开始发生变化，“高周转”逐步成为房地产业主流经营模式，2010 年也被称为房企高周转模式的“元年”。

“高周转”与“预售制度”密切相关。具体做法是：房企通过加快开工建设进程获得预售资格，然后预先销售“期房”快速回笼大量资金，并使用预收款进行下一阶段的购地和新开工等项目推进工作，继而实现资产的快速周转。以预售方式开发项目的动态回收期要比现货销售时间快 10 个月左右，这能够在短期内帮助房企迅速解决资金来源问题。在高周转模式下，房企竞争的焦点集中于获取地皮和预售证以及卖房回款的速度。而房地产销售数据也充分说明“高周转”模式得到了广泛使用。从数据看，房企商品房销售中期房销售占比由 2008 年的 64.4% 提升至 2021 年的 87%，提升了 23.6 个百分点。

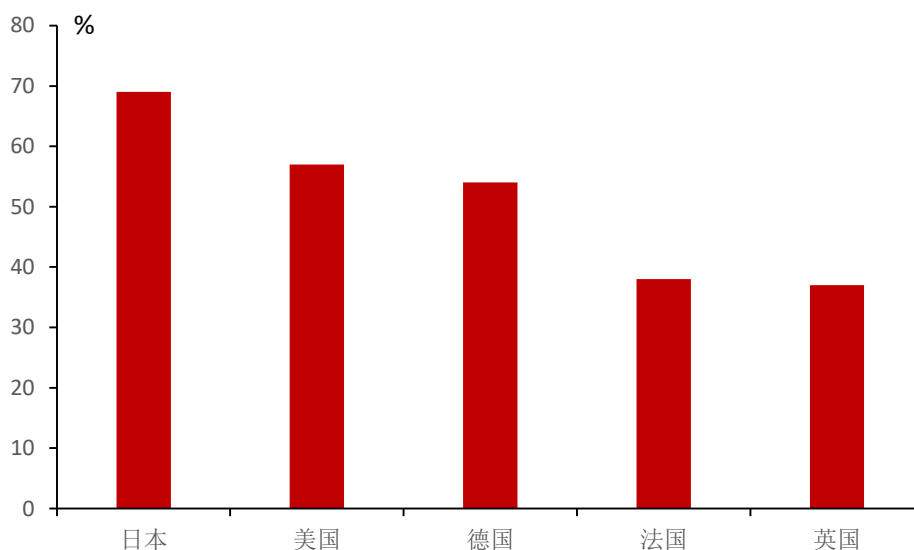
一般情况下，房企取得“四证”¹后，便可向银行申请土地开发贷、住房开发贷等。一旦房企取得预售许可，便开始大量销售期房获取资金，只要不停开发项目，房企就

¹ 即国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证。

能够通过预售制度源源不断获取资金。房企获取资金后，一部分用于偿还银行贷款，一部分用于项目建设和下一轮的拍地建房。在房地产业高歌猛进时期，很多房企连续同时开发多个项目，通过不断做大杠杆的方式进行滚动开发。特别地，许多房企不仅通过加杠杆和连续预售获取资金加快推动项目建设，同时还四面出击不断推动多元化发展持续做大资产规模，形成了“高杠杆、高负债、高周转”的“三高”运营模式。

从数据看，上市房企整体资产负债率由 2005 年的 59.98% 上升至 2021 年的 79.19%，仅次于金融业，15 年间上升近 20 个百分点，部分房企资产负债率甚至超过 90%，已面临资不抵债的风险。从发达国家看，2020 年，英国、法国、德国、美国、日本上市房企资产负债率分别为 37%、38%、54%、57%、69%（图 1）。我国房企资产负债率不仅远超部分发达国家，也远超其他行业（高于大多数行业 15-40 个百分点不等），不论从国际维度还是行业维度，我国房企资产负债率均处于较高水平。

图 1：2020 年主要国家房企资产负债率



资料来源：根据公开资料整理

二、房企融资渠道全面受限影响下，“三高”模式已难以为继

根据国家统计局分类，房地产开发企业资金来源包括自筹资金、国内贷款、利用外资、其他资金来源、各项应付款。其中，其他资金来源包括定金及预收款、个人按

揭贷款、其他到位资金（表 1）。

表 1：房企资金来源分类及方式

房企资金来源 大类	房企资金来源 分项	融资方式
国内贷款	银行贷款	银行开发贷、并购贷、经营性物业贷、流动资金贷、租赁住房贷、棚户区改造贷款
	非银贷款	城市信用社、农村信用社、保险公司、金融信托投资公司、证券公司、财务公司、金融租赁公司、融资公司（中心）等贷款
利用外资	对外借款	外国政府贷款、国际金融组织贷款、出口信贷、外国银行商业贷款、对外发行债券和股票
	外商直接投资	外商独资企业、中外合资经营企业等的投资
	外商其他投资	补偿贸易、加工装配由外商提供的设备价款、国际程赁，外商投资收益的再投资资金
自筹资金	自有资金	企业折旧资金、未分配利润、企业盈余公积金、发行股票筹集的资金等
	股东投入资金	从股东处融入的资金，股东资金来源非金融机构贷款、各级财政资金及外资
	借入资金	从其他单位（不包括股东）筹集的资金，非财政资金、贷款和外资
其他资金	定金及预收款	-
	个人按揭贷款	-
	其他到位资金	社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金
各项应付款	工程款	应付未付给施工单位的工程投资款
	其他应付款	应付器材款、应付工资、其他应付款、应交税金等非工程款外的应付款项

资料来源：国家统计局，作者整理

在“高周转”模式下，房企更加依赖销售回款，自筹资金、外部贷款等渠道资金占比有所下降。在期房销售比例不断提升带动下，房企融资结构中其他资金来源占比由 2021 年的 43.79% 上升至 2021 年的 55.83%，大幅上升 12.04 个百分点。其中，定金及预收款、个人按揭贷款占比由 62.82%、24.89% 升至 65.84% 和 28.84%，分别上升 3.02 和 3.95 个百分点（图 2）；与之相对应，房企资金来源中的国内贷款、自筹资金规模占比分别由 15.3%、40.48% 降至 11.58% 和 32.53%，分别下降 3.72 和 7.95 个百分点（图 3）。这意味着房企对股权、债权等融资渠道的依赖度有所下降，对销售回款

依赖度明显上升，这也是高周转的重要特征。

图 2：房企其他资金来源分项变化

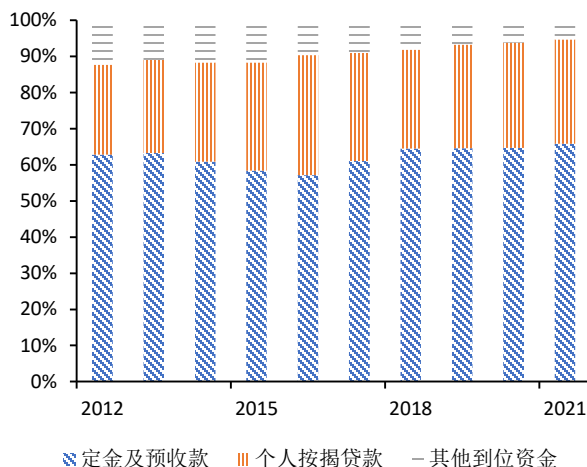
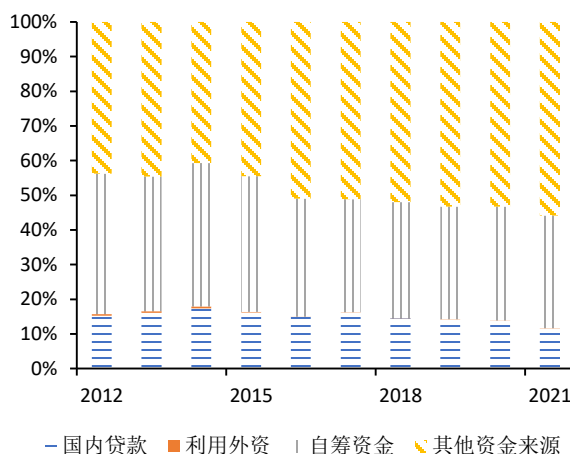


图 3：房地产企业开发资金来源占比变化

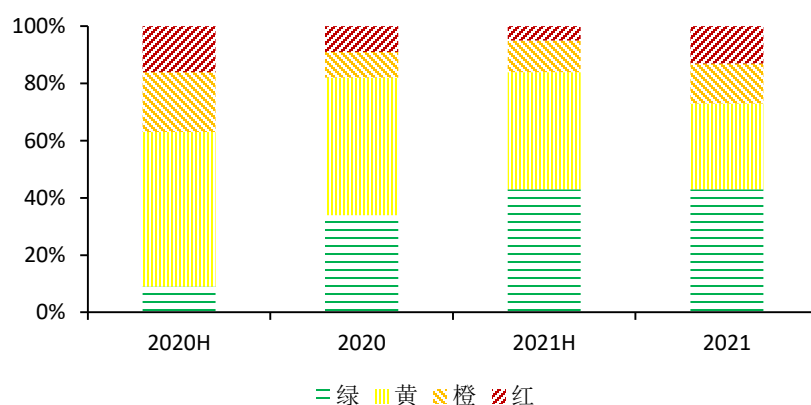


资料来源：Wind，中国银行研究院

但在房地产调控政策趋严背景下，“三高”模式已面临终结。2020 年下半年以来，中央对房地产市场调控力度不断加大，在“房住不炒”基础上，先后推出一系列政策措施，包括针对房企的“三道红线”、针对商业银行房地产贷款的“两条红线”、针对土地供应的“两集中供地”等政策。受此影响，房企融资渠道全面收缩，包括不少龙头企业也先后出现流动性危机，房企“三高”运营模式逐步终结，房地产市场的运行逻辑开始出现深刻变化。

一方面，“三道红线”等政策限制了房企负债规模的扩张，同时也增大了房企继续通过信贷等融资渠道获取资金的难度，房企无法继续通过扩张债务获取资金，“高杠杆、高负债”已难以为继。根据 2021 年上市房企公布数据显示（共 89 家数据披露较为全面的房企），绿档房企数量占比由 2020 年的 34% 提升至 2021 年的 43%，处于“安全边界”内企业数量增多；但橙档和红档企业数量占比由 18% 上升至 27%，说明不少房企面临着更大的“监管红线”约束。整体看，自“三道红线”推出以来，仍有一半以上的房企突破了监管的“安全边界”（图 4）。

图 4：绿、黄、橙、红四挡房企占比变化情况



资料来源：根据公开资料整理计算

另一方面，在疫情影响、收入受限、预期转弱等多重因素影响下，房地产市场交易热情持续低迷，居民购房热情明显走弱，房地产销售面积大幅下滑，房企依靠“高周转”获取销售回款的方式也遭遇瓶颈。2021 年，申请破产倒闭的房企数量达 396 家，尤其是恒大、泰禾集团、华夏幸福等大型房企也纷纷出现债务违约。在房地产市场预期难以得到明显提振背景下，房企融资状况依旧不容乐观，未来或将有更多房企出现流动性风险。

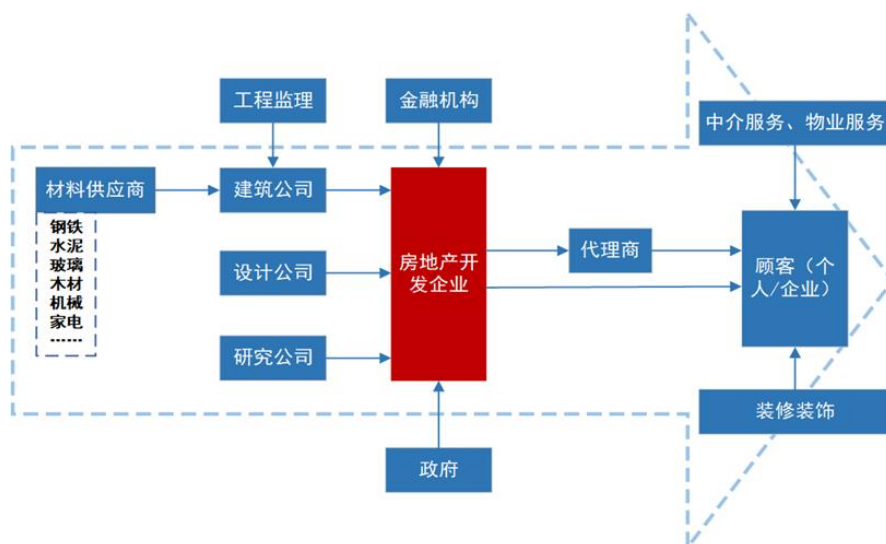
三、我国房地产企业融资现状及风险分析

（一）房企负债规模持续扩大，已成为影响经济金融稳定的重要因素

房地产业是资金密集型行业，涉及行业链条长、主体多，特别是与金融机构关系密切。房地产业是集房屋、工业、建筑、商业和市政等为一体的行业，具有广泛的关联效应和带动效应（图 5）。世界银行研究报告显示，发展中国家房地产投资对相关产业的乘数带动效应达 2 倍以上。正是由于对其他行业发展存在的巨大拉动作用，房地产业在我国经济发展中长期发挥着支柱产业的作用，其增加值占 GDP 比重在 2020 年一度达到 7.24%。近二十年来，我国房地产业出现迅猛发展，资产负债规模急剧扩张。上市房企总资产、总负债规模由 2005 年的 3190 亿元、1914.06 亿元飙升至 2021 年的

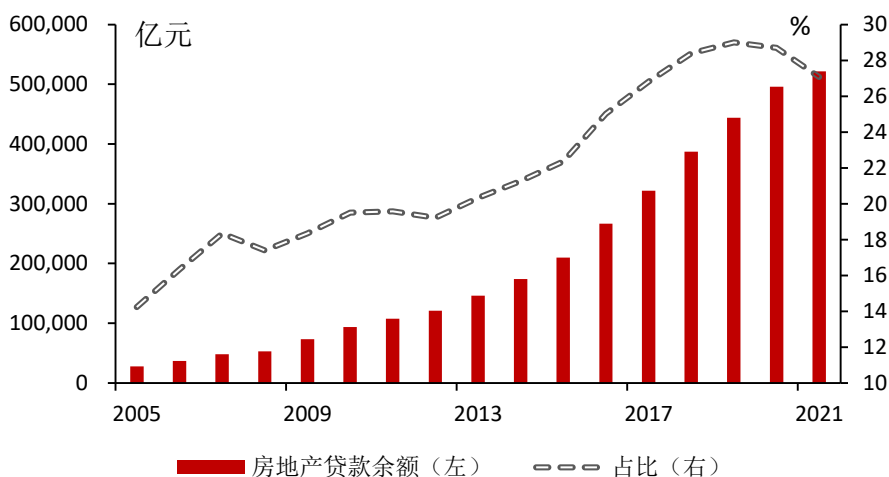
13.93 万亿元、11.03 万亿元，涨幅分别达到 42 倍和 56 倍，且负债规模扩张速度要明显大于资产规模，其中金融机构的资金支持是房企实现快速发展的重要原因。从数据看，2005 年以来金融机构对房地产业的支持力度不断加大，房地产贷款余额占各项贷款比重由 2015 年的 14.22% 持续上升至 2019 年最高的 29%，自 2020 年监管持续趋严后开始缓慢下降（图 6）。

图 5：房地产业产业链构成情况



资料来源：作者整理

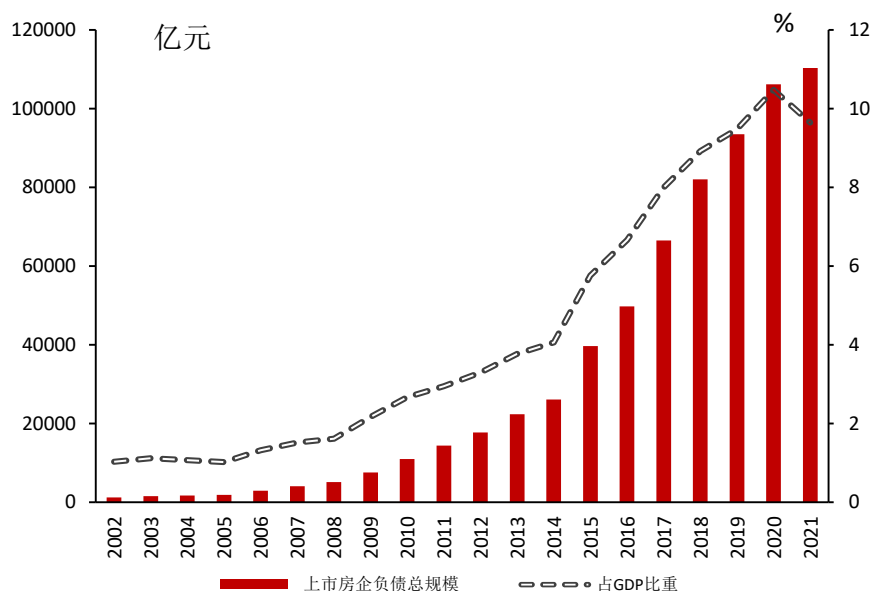
图 6：房地产贷款余额及占各项贷款余额比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

房企债务负担严重，已成为影响经济金融稳定的重要风险因素。截至 2021 年，我国 A 股上市房企总负债规模占 GDP 比重达 10% 左右，前十大房企总负债规模占 GDP 比重达 6% 左右，房企巨大的债务负担已成为影响经济金融稳健运行的重大隐患（图 7）。

图 7：我国房企总负债占 GDP 比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

房企显性债务规模仍保持在较高水平，净负债率持续走高。近年来，在一系列政策调控下，房企表内显性债务，即有息负债规模增速整体维持下行态势，但绝对规模仍处于上升通道。A 股上市房企有息负债规模由 2012 年的 7024 亿元上升至 2020 最高的 3.36 万亿元，在“三道红线”等政策约束下，2021 年房企有息负债规模降至 3.3

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_44751

