



任泽平谈推动房地产供给侧 结构性改革：软着陆



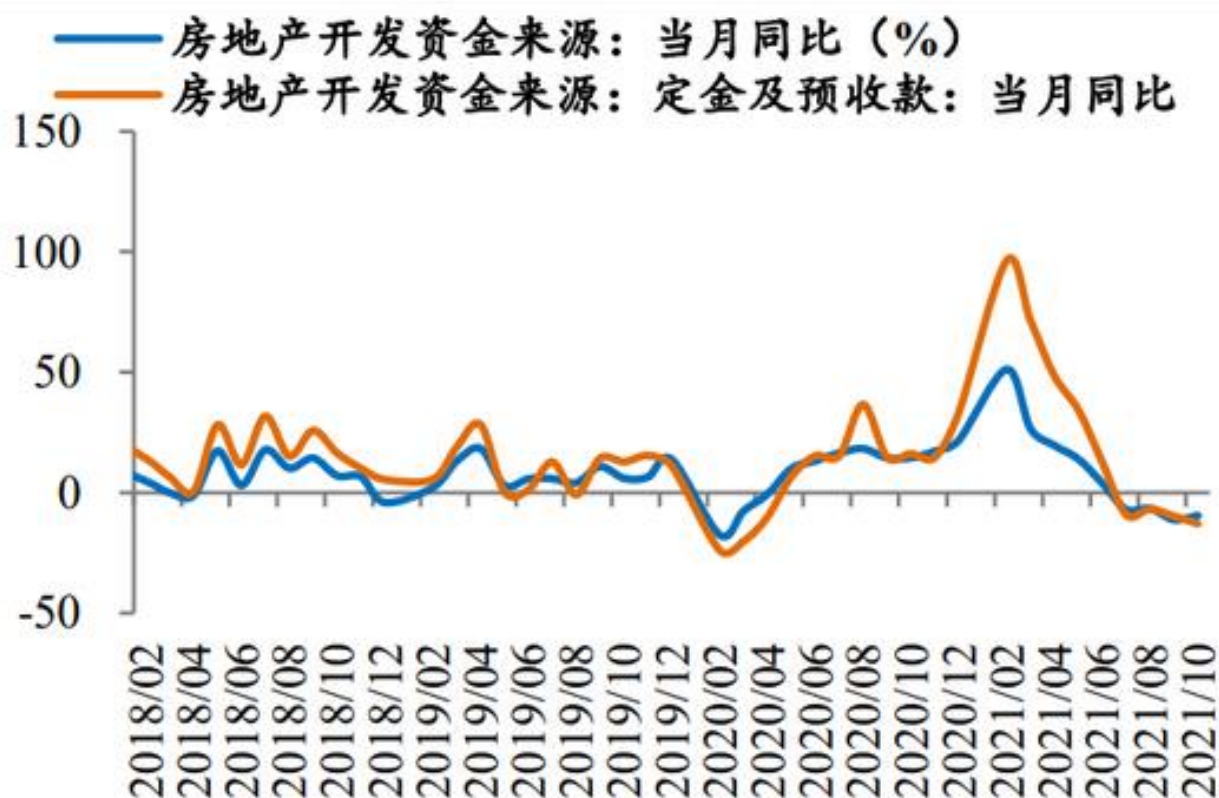
意见领袖 | 任泽平团队

特别鸣谢：白学松、周里鹏

复旦大学钱凌霄对本文数据整理有贡献



图表：房企回款速度同比为负



资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

导读

房地产是周期之母，十次危机九次地产。2008 年美国次贷危机是房地产危机，上世纪 90 年代日本房地产泡沫破裂、陷入长期的债务通缩循环和“失去的三十年”。

2021 年越来越多的房企债务违约，甚至房企资金链紧张程度堪比 2008 年，市场担心中国版“雷曼时刻”爆发。在多重博弈之下，9 月以来房地产融资政策出现合理调整迹象，监管层要求“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，上证报道 10 月金融机构对房地产融资已基本恢复

正常，RMBS 重启发行，部分房企有计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具。“至暗时刻”能否过去？

这轮调控，如何既能实现房地产去金融化泡沫化、改变房价只涨不跌投机永远赢的目标，又能实现软着陆、避免硬着陆、防止升级成为系统性金融风险？我们建议，在适当调整过紧政策的同时，关键在于构建长效机制，即城市群战略、人地挂钩、金融稳定和房产税，改变过去重抑制需求轻增加供给、重行政手段轻市场手段的做法，采取房地产供给侧结构性改革的思路。房地产长期看人口、中期看土地、短期看金融，人口是需求，土地是供给，金融是杠杆。随着人口往都市圈城市群和区域中心城市流入，通过“人地挂钩”和金融稳定实现供求平衡，房价是供求的结果，进而实现房地产长期平稳健康发展。（参考专著：《房地产周期》《全球房地产》）

我们此前提出“房地产是最坚硬的泡沫，要软着陆，避免硬着陆，用时间换空间。”那么如何软着陆？

1、房企现金流紧张甚至债务风险，不是少数个别企业的问题，而是多数民营房企的问题乃至行业问题。根据人民法院公告，至 11 月 12 日，2021 年我国已倒闭 348 家房企，平均每日倒闭 1.1 家；全国百强房企已有十余家出现了流动性风险和债务危机。

2、当前房企现金流风险是多种因素叠加的结果，部分房企债务过高、面临周期大拐点未能及时调整此前高杠杆策略，加之房地产销售快速下滑，三道红线、集中度管理、限购限贷等政策密集出台。房地产投资和销售连

续 6 个月回落、负增长。10 月商品房销售面积和销售额同比分别为-21.7%和-22.6%，分别较 9 月下滑 8.5 和 6.8 个百分点；房地产投资同比增长-5.4%，连续 7 个月下滑；土地购置面积和土地成交价款同比分别为-24.2%和-0.4%，分别较 9 月下滑 22.1 和 21.6 个百分点；房地产开发资金来源同比-9.5%，较 9 月回升 1.7 个百分点，但仍然低迷。

3、房企资金紧张，土地大面积流拍，地方政府财政紧张，拖累基建投资。截止 10 月，完成第二批供地的 20 个城市流拍率高达 33.5%，其中北京、广州、杭州、沈阳流拍率超 50%

4、房企现金流主要来自内源性商品房销售回款和外源性债务融资，这两部分资金来源均大幅下滑，叠加冬季本身是房地产销售淡季，预计再过 3-6 个月，如果政策不适当调整，可能会有 6 成以上的民营房企面临现金流异常甚至债务违约。2021 年上半年，民营房企平均融资成本为 6.43%，较国、央企背景的房企高出 1.59 个百分点。房企偿债高峰将至，偿债压力持续攀升，四季度即将到期的信用债中 77.7%主体均是民企，根据贝壳研究院数据，2022 年房企到期债务规模将突破万亿。

5、房地产仍是当前第一大支柱行业，对经济、金融、就业等影响重大。房地产去泡沫化金融化，既要下定决心，也要有个过程，老成谋国是时间换空间。十次危机九次地产，要软着陆，避免硬着陆，硬着陆根本受不了。房地产目前仍是是国民经济第一大支柱行业，地方财政主要来源，居民财富的主要配置。2020 年，房地产及其产业链占我国 GDP 的 17%；房地产

开发投资占全社会固投的 27.3%，完全拉动的投资占全社会固定资产投资 的 51.5%；地方政府依赖土地财政，土地出让收入和房地产专项税合计占 地方财政收入的 37.6%；住房市值占股债房市值的 66.6%。

6、当前中国城镇化、人口结构、经济增速等基本面无从承受房地产硬 着陆。城镇化接近尾声，人口老龄化少子化加速到来，经济正处于增速换 挡、结构转型的关键期，如果房地产泡沫破裂，其恢复力较弱。2020 年中 国城镇化率 63.9%，若考虑农民工在农村的留守家人，城镇化率在 75%左 右。根据我们的《中国人口大迁移》《中国住房存量报告》，2020 年中国城 镇住房套户比为 1.09，住房总体平衡，但人口向都市圈城市群和区域中心 城市集聚，都市圈城市群人口流入，未来住房依旧短缺，但东北、西北等 低能级地区人口外迁严重，房地产供给过剩。“十四五”时期人口负增长， 老龄化、少子化加速到来，速度和规模前所未有。

日本房地产在 1974 和 1991 年出现过两轮泡沫，1974 年前后的第一 次调整幅度小、恢复力强，原因在于经济中速增长、城市化空间、适龄购 房人口数量维持高位等提供了基本面支撑；1991 年前后的第二次调整幅度 大、持续时间长，原因在于经济长期低速增长、城市化进程接近尾声、人 口老龄化等。

7、房地产软着陆，在坚持“房住不炒”“稳房价、稳地价、稳预期” 的前提下，合理调整过紧的政策，同时避免“一刀切”与“钟摆式”调控。

1) 未来 3-6 个月，要允许现金流紧张房企债务展期，金融机构要给

予支持，尤其面临可能是 20 年来房地产市场最寒冷的冬天；

2) 支持并购贷，在“三道红线”上给予适当松绑，行业内部通过并购重组是化解风险最重要的方式，避免将风险外溢给政府、金融机构和社会民众。

3) 对于合理的企业开发贷、个人抵押贷尤其是刚需改善型需求，要给予满足，此前贷款额度管理过紧使得居民刚需首套贷款也无法满足。

4) 合理调整预售资金监管、供应链融资等。

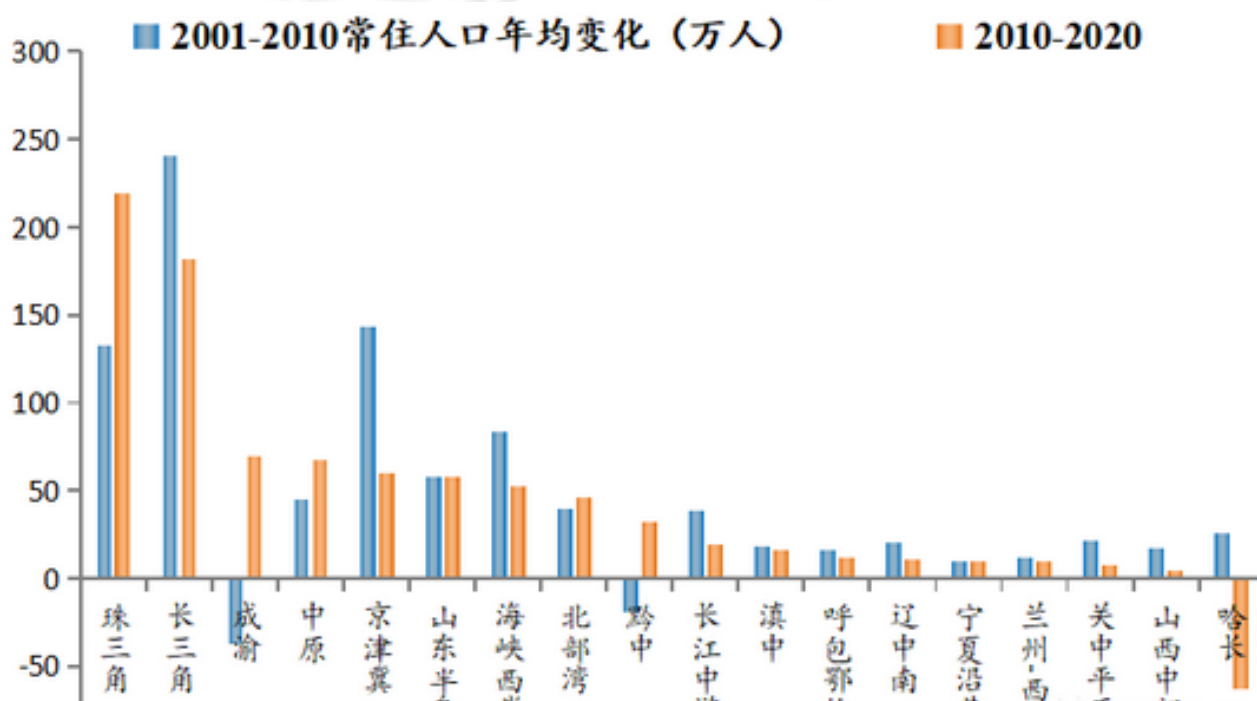
5) 房产税试点是大势所趋，是长期房地产平稳健康发展的重要一环，但政策出台时机需要综合考量。

8、推动房地产供给侧结构性改革，治本之策是以城市群战略、人地挂钩、金融稳定和房地产税为核心，加快构建房地产长效机制，实现供求平衡和健康发展。尊重人口往都市圈城市群迁移的基本规律，以常住人口增量为核心改革建设用地供给区域布局，通过“人地挂钩”和金融稳定实现供求平衡。过去 20 年房地产调控重抑制需求轻增加供给、重行政手段轻市场手段，短期调控无法解决长期供需不平衡的根本矛盾，当前的限购、限贷、限售等仍未跳出过去通过行政手段抑制需求的窠臼。

过去几十年，中国国土规划和空间规划长期存在两大派争论，即“小城镇派”和“城市群派”。长期以来，在“控制大城市人口、积极发展中小城市和小城镇、区域均衡发展”的小城镇派思路误导下，人口向都市圈

城市群和区域中心城市集聚，但土地供给却向三四线城市倾斜，人口城镇化与土地城镇化明显背离。由此形成了人地分离、供需错配，这是导致一二线高房价、三四线高库存的根源。

房地产长期看人口、中期看土地、短期看金融，人口是需求，土地是供给，金融是杠杆。随着人口往都市圈城市群和区域中心城市流入，通过“人地挂钩”和金融稳定实现供求平衡，房价是供求的结果，进而实现房地产长期平稳健康发展，这是房地产供给侧结构性改革的核心要义。



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_29724

