



从期房到现房：房企高周转模式的终结



文/意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐



01

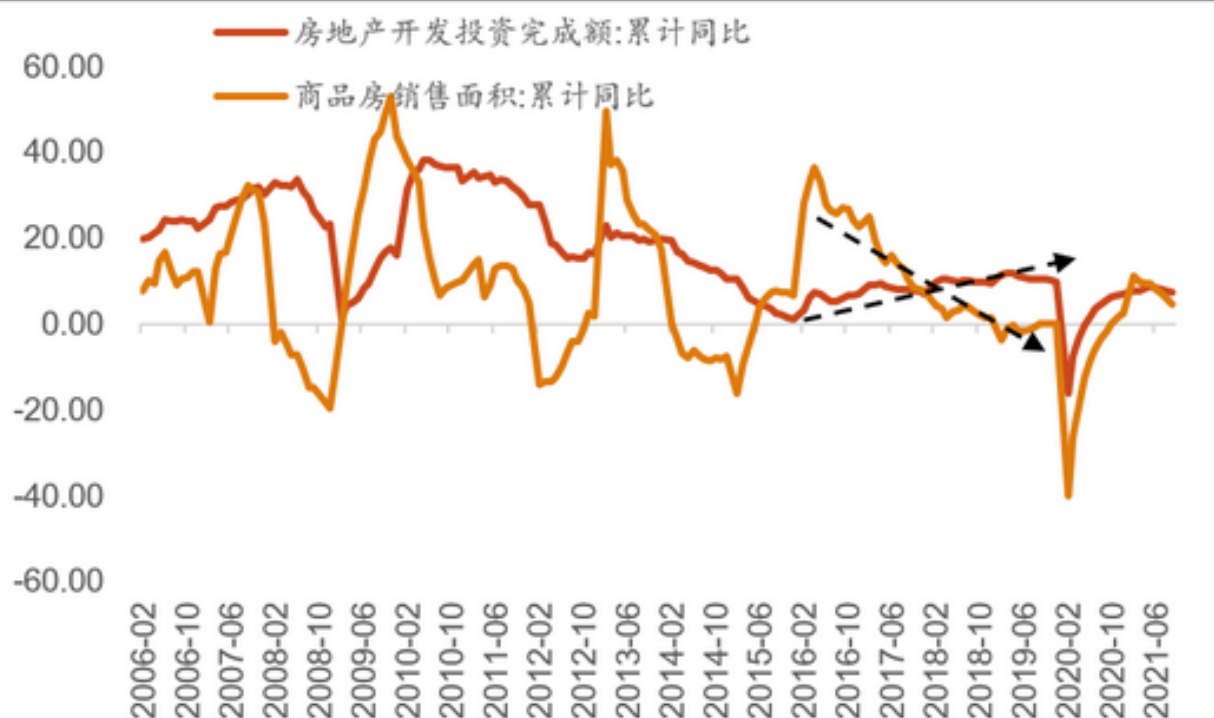
房地产投资保持韧性的原因

2016 年开始，就有一个让人困惑的现象，房地产销售开始下行了，但房地产开发投资一直维持着高位，甚至一度是经济增长非常重要的支撑力量。

2018-2019 年，房地产开发投资基本上都在 10%以上，但同期固定资产投资增速也就 5-6%左右。2020 年 3 月后，房地产开发投资也是率先恢复，投资增速高达 7%，而固投增速才 2.9%，直到最近房地产开发投资

和固定资产投资增速的差距才有所收敛。

图 1. 这一轮周期中，销售与投资出现了明显的背离



资料来源：wind，红塔证券(2021 年同比增速为两年均值)

那么，为什么房地产开发投资可以成为固定资产投资乃至经济增长非常重要的支撑力量呢？

这里有两个很重要的原因：一是快周转战略开始被广泛使用；二是房企通过期房销售等方式，来加杠杆。

什么是快周转战略？

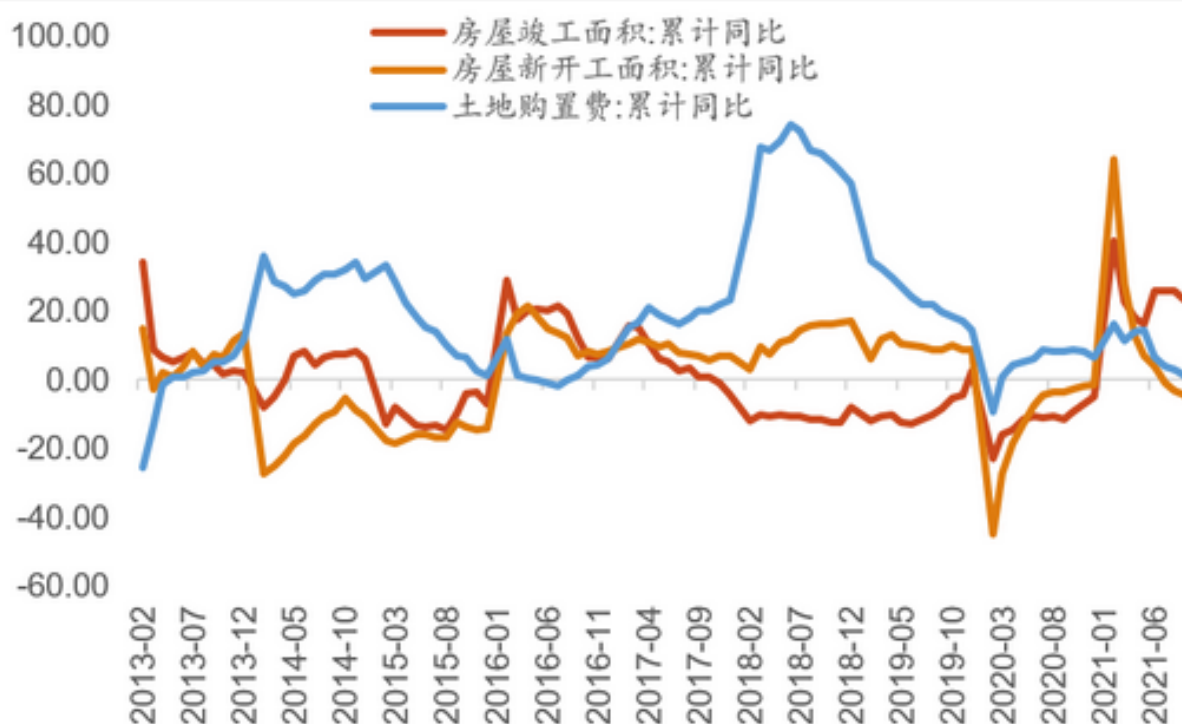
简单来说，就是房企通过拿地，加快新开工使得项目达到预售条件，然后上市预售。在拿到预售款之后，因为那时候对预售款的监管也还不严格，一些房企能够通过虚报工程进度等方式来提前支取预售款。这时候，房企一般不会选择加快施工完成交付，反而是会开始新一轮拿地—新开工

—预售的流程。

所以过去几年，房地产新开工和竣工面积一直都有明显的背离。新开工和拿地在 2016-2019 年里一直维持在高位，而因为房企减少竣工结算，竣工增速同比相对来看要低迷得多。

可以说这段时间的房地产投资主要是依靠拿地和新开工来推动的。

图 2. 新开工、拿地与竣工的背离



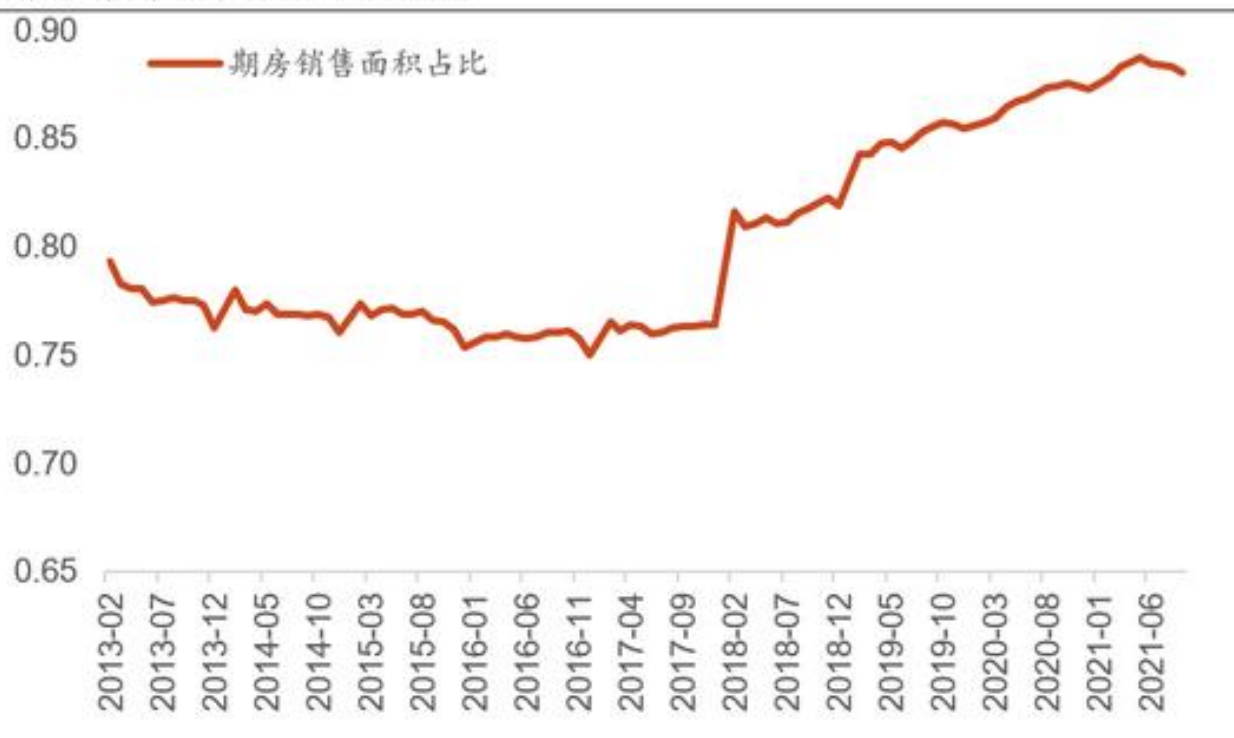
资料来源: wind, 红塔证券

这种快周转模式之所以能够运行下去很重要的一个环节就是居民愿意买期房。

从数据上可以看到，在这一轮周期中，期房销售占房地产销售的比重从 2016 年之前 76%左右的水平上升至目前的 88%左右。也就是说在快周

转的模式下，期房成为居民购房的主要模式。

图 3. 期房销售占比大幅上行



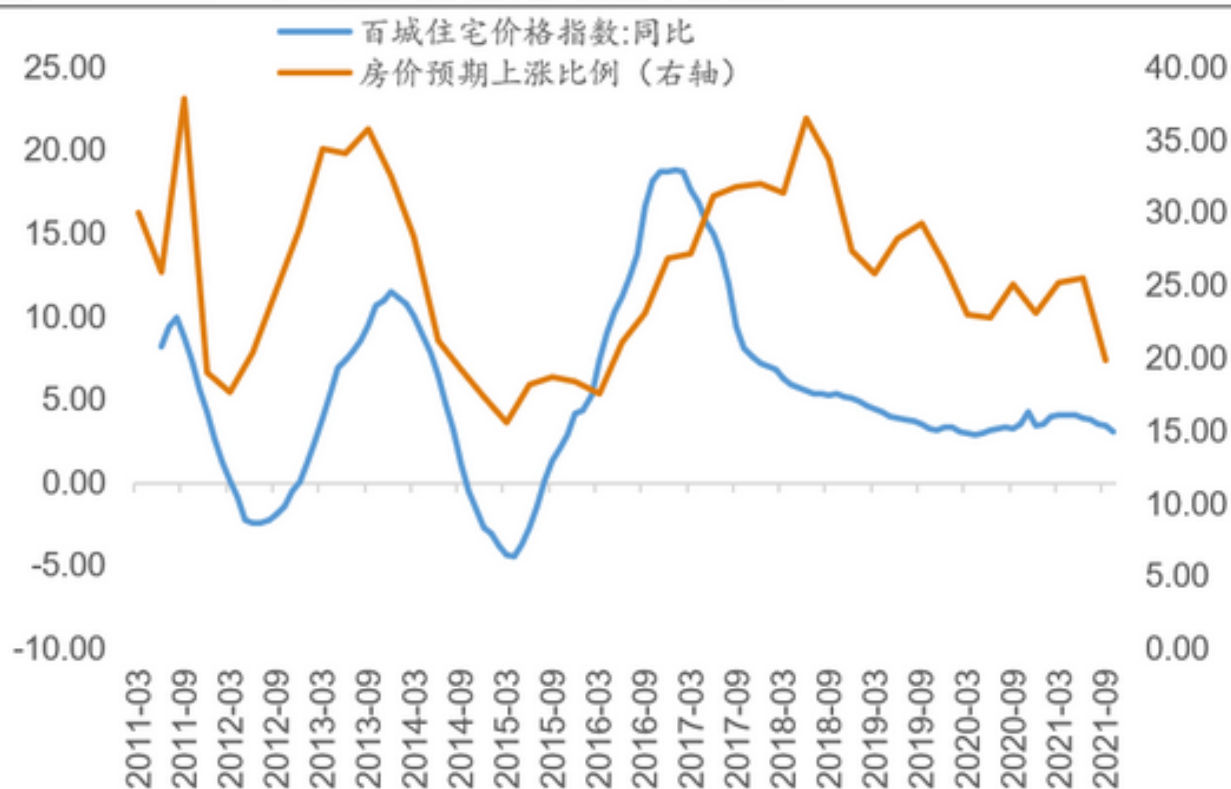
资料来源：wind，红塔证券

为什么居民愿意买期房呢？

很重要的一个原因是有房价上涨的预期。因为这几年供给侧改革让房子库存去化的速度比较快，购房者认为现在不买房，在房价上涨之后可能就买不起房了。

此外，不少大型房企借棚改的政策利好开始大规模布局三、四、五线城市房地产，品牌房企的入驻带来了品牌效应。大家也相信品牌房企交付房子问题不大，交付的房子质量也属上乘。

图 4. 2016 年以来的调控周期中，房价维持韧性



资料来源: wind, 红塔证券

到这里，我们就可以构建快周转的基本模型了：

一是预售销售回款的速度比较快，这在很大程度上弥补了房企融资收紧的压力；

二是预售回款的资金相当大的部分被挪用，被拿去用于新拿地、新开工；

三是新项目盖到符合预售条件后，就做预售，再去新拿地、新开工，这样正向循环下去。而过去的项目施工款部分不少并没有真正支付，而是用应付款（应付票据）的形式给到施工方的。

这个过程本质是房企拿了居民的预售款加了杠杆，因为预售款大部分

并没有用于工地施工款支付，是垫付的，而预售的资金则被用来开启新的工地。

如果说现房销售模式是通过 1 个房的销售对应 1 个工地款项支付，那期房销售的模式可以通过 1 个房的销售对应好几个工地的新开工，施工需要的款项房企没有实际支付给施工方。

相当于说，房企拿居民的预售款加了杠杆，扩大了新开工面积、施工面积和自身的规模。

总结一下，过去一段时间房地产投资之所以能够维持韧性很大程度上与房企采用高周转率、高杠杆的经营模式有关。而这种模式对于资金链特别是销售回款的依赖是很高的。

02

“三道红线”下的狂奔突进

国内这一轮房地产政策收紧大致开始于 2020 年下半年。而对市场的影响大致可以分为两个阶段。

第一阶段是 2020 年到 2021 年上半年。这一时期，监管已经对房企的行为造成了影响，但受益于房地产销售维持高位，地产投资依旧是有保障的。

2020 年 8 月监管层推出了“三道红线”，对房企的有息负债增速做

出了限制。即使是“三道红线”全部达标，按规定房企的有息负债增速也不能超过15%。

在“三道红线”之后，2021年初，房地产贷款集中度管理制度开始落地，对房地产贷款占比和个人住房贷款占比都设立了上限。

从这里我们也可以看到这一次政策调控主要是从融资端入手的，以此来遏制房地产投资的无序增长。融资端的收紧，对高周转率、高杠杆的经营模式提出了很大的挑战。

图 5. 贷款集中度管理

银行业金融机构分档类型	房地产 贷款占 比上限	个人住房 贷款占比 上限
第一档：中资大型银行（中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行）	40%	32.5%
第二档：中资中型银行（招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行）	27.5%	20.0%

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_30016

