

房地产风险表现、传导机制及对策

胡洁^{1,2} 于宪荣²

(1. 中国社会科学院数量经济与技术经济研究所,北京 100732;2. 中国社会科学院大学应用经济学院,北京 102488)

摘要:房地产业作为我国经济的支柱产业,对经济增长、就业、财税收入、居民财富、金融稳定都具有重大影响。近期金融监管的加强导致房地产及上下游行业资金流动性下降,出现了企业违约、预期下行、供需双弱等一系列问题;叠加新冠疫情影响,居民住房按揭贷款违约风险增加,房地产投资下滑加大了地方政府债务风险,房价下跌将造成信贷资产估值损失,极易引发系统性金融风险。当前房地产行业所面临的危机实质是整个楼市的信心和预期的危机,当务之急,以重塑整个市场的预期和信心为突破口,从短期看,建议适度放宽对房地产企业的金融支持,弱化风险企业的负面影响,加强预期引导;从长期看,要建立房地产健康发展的长效机制,推动房地产企业转向更加稳健经营、可持续和转型升级的新发展模式。

关键词: 房地产; 风险; 流动性危机; 债务违约

中图分类号: F299.23

文献标识码: A

文章编号: 2095-6916(2023)13-0159-06

DOI:10.16721/j.cnki.cn61-1487/c.2023.13.037

Real Estate Risks: Performance, Transmission Mechanism and Countermeasures

Hu Jie^{1,2} Yu Xianrong²

(1. Institute of Quantitative & Technological Economics, Chinese Academy of Social Sciences (CASS), Beijing 100732;

2. Faculty of Applied Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences (UCASS), Beijing 102488)

Abstract: The real estate industry, as the pillar industry of China's economy, has a significant impact on economic growth, employment, fiscal revenue, residents' wealth and financial stability. The recent strengthening of financial regulation has resulted in a decline in the liquidity of real estate, its associated upstream and downstream industries, leading to a series of issues such as corporate defaults, dwindling market expectations, and poor supply and demand. Moreover, the impact of the ongoing epidemic has increased the risk of default on residential mortgage loans, the decline in real estate investment has increased the risk of local government debt, and the decline in housing prices can lead to credit asset valuation losses, which could trigger systemic financial risks. The current crisis faced by the real estate industry fundamentally stems from a crisis of confidence and expectations within the entire real estate market. The urgent task at hand is to rebuild market expectations and trust. In the short term, it is crucial to adopt measures such as moderately relaxing financial support for real estate enterprises, mitigating the negative impact of risky ventures, and providing guidance on market expectations. In the long run, it is imperative to establish a sustainable mechanism for the healthy development of the real estate sector, and to encourage real estate enterprises to shift to a new development model that is more stable, sustainable, and transformative.

Keywords: Real estate; risk; liquidity crisis; debt default

房地产业作为我国经济的支柱产业、地方财政收入的重要源头、国民财富的主要蓄水池,对经济增长、就业、财税收入、居民财富、金融稳定都具有重大影响,在整个宏观经济里面有着举足轻重的地位。房产不只是消费品,还是投资品,具有实物资产和虚拟资产的双重属性,容易导致过度投机,引发金融风险。

房地产市场与信用市场深度绑定,房地产泡沫破裂导致的信用危机和财富效应大幅缩水会给一个国家经济社会带来沉重打击。因此,当前稳定房地产市场助力经济回稳至关重要。

一、当前房地产市场风险状况

经过多年的改革与实践,我国房地产业快速发

基金项目: 本文系中国社会科学院创新工程基础研究学者项目“新发展阶段金融促进实体经济高质量发展的体制机制研究”(编号: XJ2022005)有关成果

展,经济带动作用不断增强,在取得一系列成效的同时,一些突出矛盾与问题也不断累积。以“高负债、高杠杆、高周转”为主要特征的房地产发展模式,带来了房价高企、金融风险、土地财政等一系列问题,房地产的虚拟属性越来越突出,房地产开发企业杠杆率不断攀升。近年来,为抑制房价的过快上涨和房地产市场中的投资投机性需求,扭转房地产行业金融化泡沫化势头,国家针对房地产行业的金融监管逐步加强。2021年政府出台了房地产行业“三道红线”(剔除预收款项后资产负债率不超过70%、净负债率不超过100%、现金短债比大于1。编者注)和“房贷两集中”(指在购买房产时,将旧房出售所得款项和新房购买的贷款放在同一个账户中,不再分开,称为“两集中”。编者注)等融资管理政策,房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转,但2021年下半年以来房地产市场出现了一轮急速调整,市场信心受损,使得行业从主动降杠杆变为被动降杠杆,大批房企深陷流动性危机和债务违约风险。此后,为缓解房地产行业的压力,中央层面明确“三稳”目标、下调房贷利率、突出“因城施策”等调控政策;各地政府纷纷放宽行政限制、强化住房公积金贷款支持、加大人口人才引入力度等宽松性政策,覆盖企业供给端和居民需求端,但政策效果收效不大,房地产整个产业链下滑趋势没有得到根本扭转,给经济金融带来较大风险。

(一) 房地产企业违约数量猛增

金融监管加强,使得房地产行业资金流动性下降,房地产企业高周转模式难以为继,一批杠杆率过高、区域布局畸形、大量挪用预售资金的企业开始出现违约风险。2021年9月恒大暴雷后,全国数百家房地产企业陆续不同程度出现资金链断裂,房地产领域结构性风险上升。根据人民法院公告网的数据,2021年有369家、2022年有272家房地产企业发布了相关破产文书,其中大部分为中小房地产企业,破产原因基本为负债过高,导致资金链断裂等。根据中国房地产行业2022年的年度报告,113家A股上市公司中有67家披露了业绩,有38家房企亏损,29家获利,并且亏损合计远高于获利合计,八成以上房企都盈利微薄或陷入亏损,其中民营房企普遍深陷债务危机。

目前,绝大多数房企面临债务危机。据克而瑞数

据显示,近几年来房地产企业境内债违约规模呈增长的态势,2021年房地产企业境内信用债违约数量为52只,约是2020年的3.5倍。2022年债券违约主体较2021年有所下降,但房地产行业仍是最主要的债券违约事件发生领域。外债方面,2022年是房地产业美元债违约的重灾区,共有46家美元债发生实质性违约,较上年增加20家,违约规模588亿美元。其中涉及房地产企业42家,占比91%,是2021年的3.5倍;房企违约规模为575亿美元,占比高达98%。2023年美元债仍然面临偿债高峰,全年到期量为1934亿美元,房地产美元债到期规模604亿美元,过去3年均维持在600亿美元以上的水平,部分房地产企业仍将面临较大的流动性风险。虽然政策面已经开始松动,但随着偿债高峰期的到来,房地产的债务危机仍将持续一段时间,房地产行业进入加速出清、优胜劣汰的阶段。

(二) 房地产业上下游企业流动性危机凸显

通过发行供应商票据进行商业性融资一直是房地产企业的重要资金渠道。房企的商票在很长一段时间未被纳入央行监管,且它不会被计入有息负债,因此在“三道红线”下,商票成为许多房企融通资金、降低负债的一条“蹊径”。2021年下半年以来,随着房地产业的流动性渐趋紧张,商票违约、对供应商款项的拖欠更加严重,今年以来房地产业的信用危机加速恶化。据上海票交所公布数据显示,仅2022年下半年出现3次以上付款逾期,且截至2022年12月31日有逾期余额或2022年12月当月出现付款逾期的承兑人数量为4886家,是2021年年底(484家)的10倍,其中带有“房地产”和“置业”的企业分别有1590家和1406家,而2021年年底分别是56家和36家,分别增长了28.4倍和39.1倍,违约主体不乏知名大型房地产企业。同时违约的还有169家名称中带有“工程”字样的企业,此外还包括大量的上下游企业,分别涉及门窗、幕墙、瓷砖、石材、混凝土、装饰装修等领域^①。由此可见,房企商票的大量违约给上下游供应商和工程建设企业造成更为严重的损失。

(三) 房地产市场供需两端快速下行

2022年以来,虽然政策有所调整,但从量价两个维度来看,房地产供给收缩、购房需求边际走弱,进一

^①中指院发布的《2022中国房地产百强企业研究报告》。

步驱动预期下行。

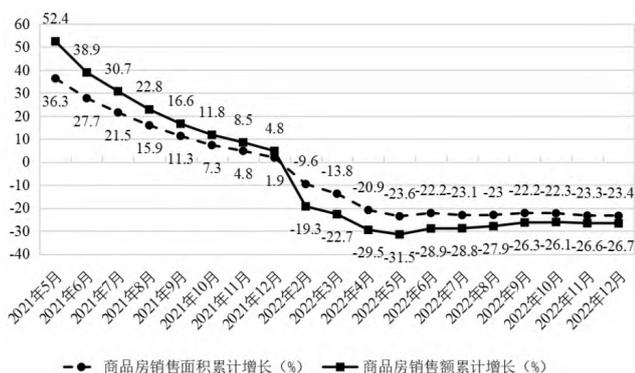


图1 2021—2022年商品房销售面积和销售额同比增速

数据来源:国家统计局。

1. 房地产需求快速下行,呈现量缩价跌。从全国商品房成交量来看,据国家统计局的数据,如图1所示,从2021年年初开始,商品房销售面积与销售额均持续快速下滑,2022年年初开始增速由正转负,到12月份全国商品房销售面积累计下降了23.4%,商品房销售额累计下降26.7%,其中,住宅销售面积和销售额分别下降26.8%和28.3%,表明购房需求快速下行。相对应地,2022年12月份,70个大中城市中商品住宅销售价格下降城市个数增加,各线城市商品住宅销售价格环比持平或下降,一线城市同比上涨、二三线城市同比下降。房地产需求走弱,一方面是房地产政策收紧抑制了需求释放,房地产销量下行进一步传递负面市场预期;另一方面是部分房企“爆雷”事件引发行业系统性风险担忧,对于房地产行业景气的预期下降,进一步驱动了需求的下行。

2. 房地产供给收缩,土地市场低迷。房地产市场销售额减少导致房地产企业资金周转恶化,土地市场景气度^①大幅下降,成交率下跌至50%以下^②。据国家统计局数据(如图2)显示,2021年年初开始,房地产投资同比增速持续下滑,2022年二季度开始出现负增长,2022年全国房地产开发投资132895亿元,比上年下降10.0%,其中住宅投资100646亿元,下降9.5%。房地产开发新增固定资产投资自2022年年初开始快速下滑,增速由正转负,截至2022年12月份同比下降13.6%。房屋销售下滑加大房地产企业资金周转压力,使得购置土地面积在2021年5月开始出现负增长,同比增速保持在-7.5%到-15.5%之间,2022年初

开始大幅下跌,一季度下滑至-41.8%,二三季度继续下滑,2022年12月份同比更是下滑至-53.4%;土地成交价款自2022年年初开始大幅下跌,增速由正转负,6月同比增速下降46.3%,12月同比下降48.4%。根据中指研究院的数据,2022年地方国企城投与央企拿地金额之和占比达到新高79.4%,前100房企拿地总额12975亿元,拿地规模同比下降48.9%。

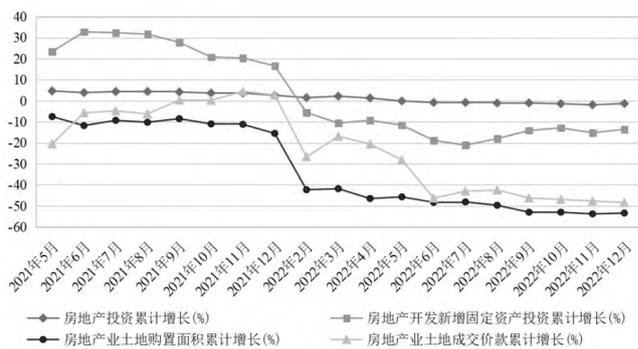


图2 2021—2022年房地产投资和土地购置情况

数据来源:国家统计局。

与此同时,现房和期房供给也大幅下滑。据统计,如图3显示,房屋施工、新开工、竣工面积累计同比增速均有所下滑,尤其是2021年下半年以来,新开工施工面积开始出现负增长;房屋竣工面积在2022年初开始出现负增长;房屋施工面积在2022年二季度也开始出现负增长。2022年12月份数据显示,房屋施工面积累计下降7.2%,房屋新开工施工面积累计下降39.4%,房屋竣工面积累计下降15.0%。房地产供给端的持续收缩使得土地市场交易规模下降,土地出让收入下降,地方财政收入随之大幅下降,导致地方政府债务风险升高。

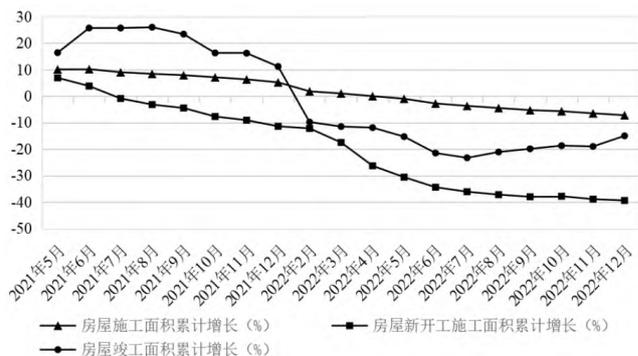


图3 2021年5月至2022年7月房屋施工情况

数据来源:国家统计局。

①土地市场景气度=土地成交宗数/挂牌宗数。

②合富研究院对全国32城监测数据。

二、房地产风险传导机制及影响

住房不仅是消费品,还呈现金融资产属性,房地产与金融相互渗入较深,与金融信用深度绑定,呈现地产金融化、金融地产化^[1]。

(一)房地产业流动性危机向金融部门传导,加大金融体系风险

1. 房地产市场主体违约风险直接加大金融部门风险敞口。房地产行业是高杠杆行业,吸收了全社会大量金融资源。据统计,银行存款39%贷给房地产,信托的51%的资金都给了房地产。近十年来商业性房地产贷款余额占各项贷款余额的比重呈现持续上升的趋势,2019年商业性房地产贷款余额为44.4亿元,占各项贷款余额的比重为29%,是近十年来的最高,近两年有所下降^①。随着房地产市场的大幅收缩和快速下行,不仅直接导致金融信贷规模的大幅收缩,经济效益的下降,而且资产信贷违约大幅上升。一是大量房地产开发企业资金周转恶化,直接给银行等金融机构带来大量不良贷款;二是房企违约风险向上下游传导,将对整个产业链上供应商、投资人、购房者造成直接损失,导致银行坏账增加;三是居民部门的住房按揭贷款的收缩和违约率提高,进一步增加银行风险敞口。近两年,工农中建四大银行的房地产行业不良贷款合计1102亿元,比2020年增加了4.3%,2022年为1801亿元,比2021年增加了6.3%;不良贷款率明显上升,2022年中国银行同比上涨7.23%,居行业首位,上涨最少的建设银行也达到了4.36%,而且近两年出现问题的信托公司均与房地产融资直接相关。

2. 房价下跌导致信贷资产估值损失。房产是中国人当前最重要的财富。根据央行调查统计司《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》,我国城镇居民家庭住房资产约占家庭总资产的六成,明显高于其他国家,是美国人的两倍以上、日本和英国人的三倍以上,市值约为GDP的4倍。房产+地产也是中国大部分企业部门最重要的资产,更是居民和企业部门承担债务最重要的抵押物,如果房价大幅度下跌,就意味着中国所有持有房地产的人,财富都会大幅度缩水,也意味着中国居民和企业整体信用和承担债务的能力都会大幅度下降。在我国债务主导型的金融体系中,以银行为代表的金融机构普遍使用土地和房产作为抵押品。房产成为主要的信贷资产,房价下跌必

然导致信贷资产估值损失。对于以房产作为贷款抵押资产的金融机构来说,抵押资产的价值损失必然导致坏账增加,金融机构风险敞口加大。历史经验也说明了房地产周期与经济周期高度吻合,10次经济危机9次都是房地产,房地产泡沫是所有资产的终极泡沫。

3. 住房按揭贷款违约风险加大。近年来,我国居民部门杠杆率持续上升,据国家资产负债表研究中心测算,2010年年底居民部门杠杆率为27.3%,而2022年底达到61.9%,年均增长8.35%。与此同时,个人住房贷款余额持续上升,2022年达到38.8万亿元。相较于居民部门杠杆率和按揭贷款的高速增长,城镇居民可支配收入的增长可谓相形见绌。如图4所示,近年来,城镇居民可支配收入同比增速均在10%以下,受疫情影响,2020年仅为1.2%。截至2022年年底,中国居民部门的债务/可支配收入,超过了140%。对比其他国家情况,1990年日本的居民债务/可支配收入接近120%的时候房地产价格开始逆转;美国是在2006年这一比例超过125%的时候房地产价格开始逆转。然而,近两年,受疫情影响,叠加俄乌冲突、美国对我国的封锁,导致供应链受到很大影响,对我国经济社会产生了较大冲击,失业率攀升,居民收入降低。国家统计局发布的数据显示,2022年12月份,全国城镇调查失业率为5.5%,31个大城市城镇调查失业率为6.1%,均高于上年同期。16—24岁、25—59岁人口调查失业率分别为16.7%、4.8%,处于历史较高水平。居民可支配收入的降低严重影响居民还贷能力,将带来按揭贷款违约风险^[2]。

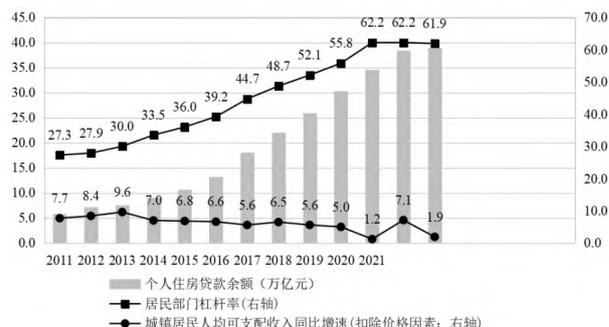


图4 2010—2022年个人住房贷款余额、居民部门杠杆率与城镇居民可支配收入情况

数据来源:wind数据库,国家统计局。

^①数据来源:wind数据库。

(二) 房地产的财富效应向实体经济传导, 成为拖累经济的主要因素

房地产业创造的就业和收入对消费产生直接影响, 房价下跌通过财富效应进一步抑制居民消费。一是房地产全产业链的不景气直接导致实体经济收缩。房地产业超长的产业链条涉及建筑、建材、家具、家电、装修装饰等几十个行业, 房地产行业的流动性危机导致企业破产以及工人的失业, 进而给我国实体经济带来影响。二是房地产行业大规模的失业和收入大幅下滑, 导致居民消费下降, 进而拖累实体经济增长。根据第四次经济普查数据, 2018年我国房地产业与建筑业的就业合计占当年非农就业人数约15%。另据国家统计局数据, 2021年房地产开发企业平均从业人数为280万人, 建筑业为8180万人。如此大规模从业人员的收入和生活质量下降将加剧当前需求收缩。三是房价下跌通过财富效应抑制居民消费, 由此拖累经济增长。房地产占我国城镇居民家庭资产的六成, 加之我国的养老和保险金融服务相对滞后, 房地产成为家庭养老和保险的替代金融投资工具^①。房价下跌导致居民财富大幅缩水, 巨大的负财富效应必然抑制居民消费, 必将对内需造成巨大影响, 进而使经济陷入衰退。

(三) 房地产危机加大地方政府债务风险

伴随着2000年前后商品住房改革、城乡土地二元制度以及招拍挂制度等的建立, 我国地方政府形成了“以地融资”的财政模式, 土地出让收入在地方政府财政收入中的占比持续上升。如图5所示, 近10年来, 土地出让收入由2010年的2.82万亿元上升到2021年的8.71万亿元, 2022有所下降, 为6.69万亿元, 土地出让收入占地方财政收入的比重基本保持在50%以上。由于土地资源及土地出让收入完全归于地方政府, 部分地方政府为了尽可能扩充自身财力, 不惜盲目抬高地价, 导致房价的飞速上涨和金融资源向房地产行业的倾斜, 由此在房地产领域积累了巨大的系统性风险。多年以来, 地方政府依赖土地出让收入完善基础设施建设, 偿还政府债务, 房地产供给端的持续收缩使得土地市场交易规模下降, 打破了地方政府“以土融资”的财政模式, 土地出让收入下降, 地方财

政收入随之下降, 地方政府债务违约的风险相应增加^[3]。

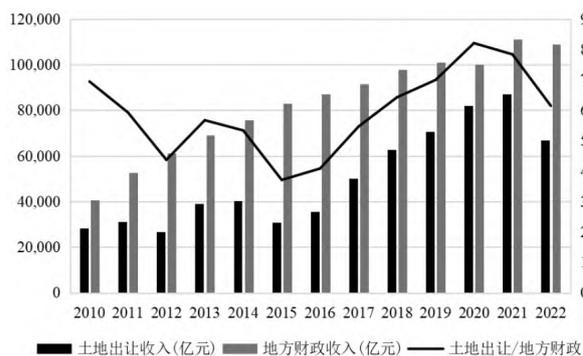


图5 2010—2022年土地出让收入与地方财政收入

数据来源:历年《中国国土资源统计年鉴》《中国财政年鉴》,国家统计局。

由此可见,房地产快速下滑会引发对整个经济社会的连锁反应,威胁整个宏观经济的安全,有可能导致经济的全面衰退。

三、促进房地产市场平稳健康发展的政策建议

为消除“三高”房地产行业发展模式弊端,2021年中央经济工作会议提出“探索房地产行业新的发展模式”,2022年再次提出“推动房地产行业向新发展模式平稳过渡”。总之,房地产业要从规模扩张向高质量发展转变,从重买卖轻租赁向租购并举转变,从“大拆大建”向城市更新的转变^[4]。从短期看,要发挥政策性开发性金融适度放宽对房地产企业的金融支持,弱化风险企业的负面影响,加强预期引导;从长期看,要建立房地产健康发展的长效机制,推动房地产企业转向更加稳健经营、可持续发展和转型升级的新发展模式。

(一) 弱化负面影响、加强预期引导, 促进良性循环

当前房地产行业所面临的危机实质是整个楼市的信心和预期的危机,当务之急,应以重塑整个市场的预期和信心为突破口。针对居民购房意愿的下降和市场观望情绪,压实房地产开发企业、地方政府和金融机构的责任,在坚持市场化、法制化的原则前提下,进一步完善相关房地产政策措施,确保购房人的

^①中国金融四十人论坛:《2022·CF40 中国金融改革报告:金融促进高质量发展之路》分报告《构建房地产新模式》,2022年4月24日发布。

权益。一是多措并举,尽快处理风险事件。风险房地产企业以自救为核心,避免银行抽贷,用时间换空间稳步化解风险。二是支持房地产企业间的兼并重组,防止“爆雷”影响。鼓励机构稳妥有序开展并购贷款,引导金融资源更多向“稳健企业”及“保障体系”建设释放,重点支持优质房地产企业兼并收购困难房地产企业优质项目,逐步盘活烂尾项目。

(二) 适度加大政策性开发性金融的支持力度

一是要扩大政策性开发性金融的资金投放,成立纾困基金,主要集中在“保项目”,确保工程款到位,严格执行保交楼,优先保障民生相关主体兑付,确保购房人的利益,树立市场信心。二是运用市场化的方式,最大限度地提升使用效率。通过纾困基金有选择地注入烂尾项目,项目开始出现资金回流,同时发挥政策性金融的撬动效应,引导商业机构提供配套金融支持,促进更多的社会资金和商业资金进行跟进,最终共同盘活整个项目。只要信心恢复了,加之价格、利率、政策等空前优惠,就能重新启动市场需求,逐步解开当前的死循环。

(三) 创新金融产品、加强对房地产企业的金融支持

信贷要加大资金支持力度,实施按揭额度、开发贷额度的弹性化管理,保障对合规交易(合规房地产企业的购地需求、刚性和改善型购房需求)的支持,支持房地产企业合理融资需求,同时规范融资用途,制约“高周转”与“投机交易”。要不断创新和丰富房地产金融的相关工具,鼓励通过直接融资的其他金融工具来支持房地产企业,适度为房地产企业IPO和发债开门;加快推进按揭资产证券化、并购融资、绿色债券、房地产REITs等创新金融工具,适时扩大民营房企信用保护工具发行范围,协调券商等金融机构通过信用风险缓释工具(CRMW)等信用保护工具扩大优质房企的直接融资规模;加大住房租赁金融支持力度,促进房地产市场健康发展和良性循环。

(四) 建立房地产健康发展的长效机制

完善土地供应制度,采取更科学的土地供应方式,防止房价大起大落。完善住房供给体系,有效调整供给结构,在有条件的大城市以多种方式努力增加租赁住房供应。财政要加快构建保障体系,加快推进

租赁住房、保障房的供给。通过持续完善保障体系,提高对资金不足人群(包括城市新青年及无房家庭)的基本居住保障,缓减市场过度商品化对居住需求的挤压。坚持中性的房地产金融政策,实施房地产金融审慎管理制度,在土地稀缺的条件下,降低高房价与城市发展需求民生问题之间的矛盾。

(五) 推动房地产企业逐步转变经营模式

我国的房地产市场正处于新旧模式转换重要阶段,要积极探索房地产健康发展新的发展模式。对于房地产企业来说,需要调整经营方式,改变传统的高存货、高周转、高杠杆经营模式,转向更加强调稳健经营、可持续发展和转型升级的新发展模式,在没有完全成型前要给足过渡措施。当前房地产企业要适应行业调整周期,在加大营销回款力度的同时,紧抓政策窗口期,积极拓展新的融资渠道,以适度杠杆、适量存货、高效运营维持业务高弹性,来适应市场分化、调整、洗牌的格局。

参考文献:

- [1] 向为民,谢静,李娇.二元均衡下房地产过度金融化:机制、测度及影响因素[J].江淮论坛,2022(1):57-63.
- [2] 高惺惟.防范房地产金融风险及思考[J].中国金融,2021(18):19-20.
- [3] 梅冬州,温兴春,王思卿.房价调控、地方政府债务与宏观经济波动[J].金融研究,2021(1):31-50.
- [4] 金观平.推动房地产业发展模式转型[N].经济日报,2023-03-31(1).

作者简介:胡洁(1970—),女,汉族,陕西咸阳人,博士,中国社会科学院数量经济与技术经济研究所、中国经济社会发展与智能治理实验室研究员,中国社会科学院大学应用经济学院教授、博士研究生导师,研究方向为公司金融。

于宪荣(1996—),女,汉族,山东济宁人,中国社会科学院大学应用经济学院博士研究生,研究方向为公司金融。

(责任编辑:叶子)