



房地产市场风险： 根源、影响及对策 ——兼论金融如何促进房地产转型

Real Estate Market Risk and Countermeasures —How Finance Promotes the Transformation of Real Estate

杜娟 蔡真

摘要：本轮房地产市场风险的根源是：房地产市场长期拐点来临与以“三高”模式为典型的地产资本无序扩张激烈碰撞，同时金融体系的脆弱性放大了风险。房地产市场风险产生了严重的外溢效应，影响到金融市场、上下游企业以及财政体系。由于地产金融化的特点，其最初表现为流动性风险，监管当局采取了引导市场预期和信贷托底方式应对，取得了一定效果。从长期看房地产走向新发展模式成为必然，本文对金融促进房地产转型提出了相关建议。

关键词：房地产市场风险 房地产转型 房地产平准基金 REITs制度

Abstract: The root cause of risks in the real estate market is the sharp collision of a disorderly expansion of real estate assets and a long-term turning point in the market. Moreover, the vulnerability of the financial system magnifies these risks. There also is a serious spillover effect which impacts the financial market, upstream and downstream enterprises, as well as the financial system. Due to the characteristics of real estate financialization, the initial result is liquidity risk, and regulatory authorities have responded by guiding market expectations and encouraging credit backing. This has achieved certain positive results, but from a long-term perspective, it is inevitable that real estate will shift towards a new development model. This paper puts forward some suggestions on how finance can promote a transformation of the real estate sector.

Keywords: Real Estate Market Risk, Real Estate Transformation, Real Estate Stabilization Fund, Reits System

作者单位：杜娟，烟台市莱山区统计调查中心主任，高级经济师，负责房地产、建筑业和投资调查；蔡真，中国社会科学院金融研究所房地产金融研究中心副研究员、国家金融与发展实验室房地产金融研究中心主任。本文系中国社会科学院创新工程项目“健全金融监管体制，防范系统性金融风险（2018JRSA01）”和国家高端智库基础课题“房地产市场风险监测及对策研究”的阶段性成果。



2021年7月恒大相关公司被广发银行宜兴支行申请资产保全，此后恒大风险事件持续发酵，并向房地产市场、上下游企业、金融体系传导，体现出风险传播速度快、传染性强、恐慌度高、影响面广等特点。2022年1月和4月世茂和融创分别发生违约，这三家头部房企总资产达到4.2万亿元，如果全部破产其产生的资产损失将构成系统性冲击。因此，有必要分析房地产市场风险（包括头部房企风险）产生的根源及影响，探讨短期应对措施以及长期中金融如何促进房地产转型。

房地产市场风险的根源

微观层面的分析：以恒大为例

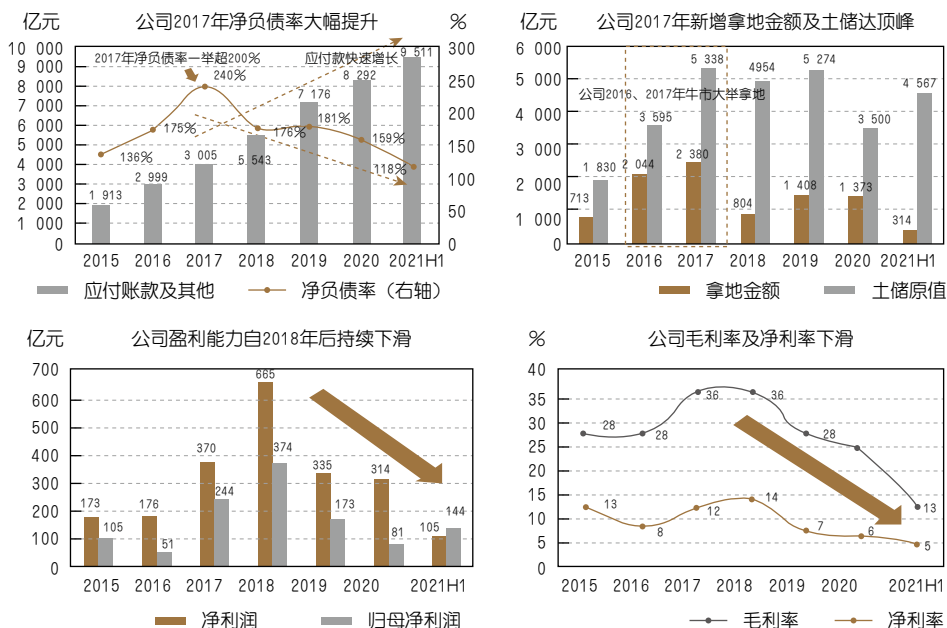
恒大风险事件的首要原因是地产主业大举加杠杆盲目扩张。在地产去库存和棚改货币化安置背景下，恒大在2016年和2017年大肆扩张，新增拿地金额分别达到2 044亿元和2 380亿元。扩张主要依靠加杠杆驱动，恒大的净负债率由2015年的136%上升至2016年的175%，2017年一举超过200%，高达240%；尽管2017年后恒大的净负债率有所下降，但同期应付账款及其他快速从2017年的3 995亿元增长至2021年上半年的9 511亿元，年均复合增长率高达28%（图1左上和右上）。这实际上是将原来的对金融机构负债转移到产业链合作企业。

2017年之后货币化棚改逐渐退出，

而恒大在三四线城市布局较多，这导致恒大净利润及归属母公司利润从2018年峰值快速下滑，2020年公司净利润降至314亿元（仅为2018年的一半），归属母公司净利润仅有81亿元，严重缩水（图1左下）。由于恒大扩张依靠短期融资，融资成本大幅高于同样民营性质的房企，在毛利率下行叠加融资成本高企的作用下，2020年公司净利率仅为6%，大幅低于同行（图1右下）。

导致恒大风险事件的第二原因是盲目多元化经营。恒大的业务多元化已形成“八轮驱动”（包括地产、汽车、物业、文旅等），但多元化上市平台从2016年至今归属母公司净利润已累计亏损139亿元。以恒大新能源车业务为例，2016—2021年上半年公司归属母公司利润累计亏损177亿元，经营性现金流和投资性现金流净额持续为负，业务开展完全靠融资支持，但目前距离量产还有很长路要走。

除了公司经营层面的问题外，实控人许家印家族持续高比例分红政策也削弱了公司现金流。2013—2020年，许家印家族持股比例不低于63%（2020年末该比例高达77%），近十年来恒大集团累计分红超过1 000亿元，2013—2020年恒大累计分红724亿元，股利支付率高达48%，远高于同行（图2）。2021年7月15日，恒大突发公告商讨派发特别股息，市场质疑此举“掏空上市公司”，随后公告决定取消特别分红。



数据来源：根据恒大各年年报整理。

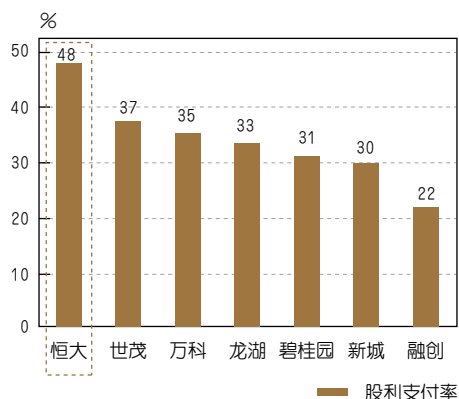
图1 恒大加杠杆快速扩张

财务造假以及隐瞒关联交易也是导致风险的原因之一，尽管恒大目前还未爆出相关新闻，但可从其他房企一窥。深交所于2020年5月发送中南建设监管函，称其2016—2019年隐瞒与子公司关联交易，据媒体估计总金额约54亿元。佳兆业于2012—2014年将41项协议借款共计308亿元错误记录，其中44亿元记为权益，44亿元没有入账，其他记为其他应付款。以上案例只是冰山一角，根据商务部研究院2017年发布的《中国非金融类上市公司财物安全评估报告》，71%的房企存在

“不同程度的报表粉饰嫌疑”，即“财务造假”。恒大作为头部房企其运作手法具有典型性，其风险事件非一日养成。概言之，它是地产资本无序扩张的外在表现和集中爆发的结果。

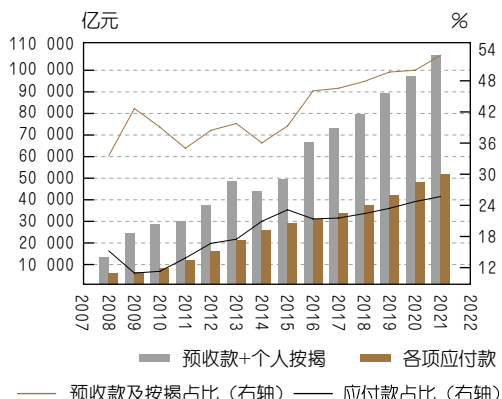
行业层面的分析：地产金融化

实体行业 and 金融行业的主要区别在于，前者通过生产和服务获取剩余价值，后者通过资金支持实体经济并分割剩余价值（即获取租金）。按照《国民经济行业分类（2017版）》的标准，房地产业统计口径包括开发经营、物业管理、中介服



数据来源：根据公司各年年报整理。

图2 2013—2020年部分上市房企股利支付率对比



数据来源：Wind。

图3 房地产开发资金来源中上下游负债及占比

务、租赁经营和其他房地产业，其中物业管理和中介服务从功能上讲是明确属于实体行业的，但开发经营和租赁经营表现出明显的金融化特征。具体表现如下。

第一，业务金融化。金融分割剩余价值的一个重要手段是“用别人的钱干自己的事”，如商业银行的负债是公众存款，资产的收益在支付完存款利息后归银行所有。正是由于金融的这一特点，银行才需要持牌经营和强监管手段，如部分准备金制度用以应对储户挤兑、资本充足率制度用以应对贷款风险，这两个制度恰好保证了“用别人的钱干自己的事”不会无限扩张。房地产业务金融化过程却没有受到相应监管，以租赁经营业务为例，近年来长租公寓中的轻资产企业利用租金贷加杠杆收购房源并且将风险转嫁给租客，最

后导致爆雷（蔡真，2021）。房地产开发经营业务的金融化程度更甚：从房地产开发资金来源的构成看，2021年来自下游购房者的负债10.6万亿元，占房地产开发资金来源的比例为52.9%；2021年来自上游供应商的负债5.2万亿元，占比为25.7%；两者合计占比78.6%（图3）。如果将国内贷款考虑进来，房地产开发资金中负债资金占比高达90.2%；实际上自筹资金中几乎一半来自信托机构提供的土地前融资金。如此计算，房地产开发资金中真正的自有资金只有5%左右，这几乎接近金融机构的杠杆水平。

第二，组织架构空心化。由于支付体系的快速发展，金融机构呈现出分支机构设置逐渐减少的趋势。房地产业金融化程度加深，在组织架构上也表现出类似趋



势：房企通常采取集团公司、区域公司、项目公司的三层架构。项目公司属于暂定资质，项目开发完成后公司可以注销，组织架构的最底层实际上是空的，住房质量保障也是难以落实的。区域公司主要负责拿地，许多房企在拿地过程中还设计了跟投机制，但跟投只有激励，对跟投项目失败缺乏惩罚机制，这造成了房企规模的过度扩张。集团公司则是整个金融化链条中的核心，负责融资并将融到资金分配给区域公司拿地，同时还将项目公司的预收款抽走。

第三，直接从事金融业务。一类是从事正规体系金融业务，如保利、新华联设有财务公司，恒大集团控股恒大人寿。另一类是从事非正规体系的影子银行业务，最为典型的是从事P2P及私募理财业务，如恒大集团设有恒大财富、佳兆业设有锦恒财富等。这类业务尽管规模不大，但涉及人数众多，社会负面影响较大。2018年监管层开始全面清理P2P业务，但房企的这块业务却一直没有缩减。

地产行业金融化的根本原因是：在住房总量短缺的背景下地产开发利润率高企，据Wind统计，2007—2019年房地产开发行业销售毛利率高达33.9%，净资产收益率为13.4%。正是由于行业高回报的特性，房企才采取高周转（经营杠杆）和

正是由于行业高回报的特性，房企才采取高周转（经营杠杆）和高负债（金融杠杆）的方式进一步增加回报，这是地产行业形成“三高”模式的根本原因。

高负债（金融杠杆）的方式进一步增加回报，这是地产行业形成“三高”模式的根本原因。

金融层面的分析：金融体系愈发脆弱

20世纪末的金融创新带来了金融大发展，但与此同时也导致金融体系愈发脆弱。在中国，由于大量金融资源投入到房地产市场，这种脆弱性放大了房地产市场风险，这也是本轮房企爆雷传染性以及影响面高于历次危机的原因。导致金融体系脆弱性的原因包括两点^①。

第一，影子银行盛行。在金融创新大背景下，银行经营模式由传统的“发起并持有（Originate-to-hold）”向“发起并分销（Originate-to-distribute）”转变。即过去主要是通过吸收存款来发放贷款，现在则是发放贷款再将其证券化并从金融市场筹措资金。在这一过程中，一些游离于监管之外或对监管形成挑战的充当储蓄转化媒介并应用创造性融资手段的影子银行出

① 两点原因的总结主要参考阿代尔·特纳（2016）。

现了，这带来银行体系的两个转变：一是负债结构高度短期化，以危机中破产的英国北岩银行为例，其一年期以下负债占比高达60%；二是金融同业交易规模剧增，脱实向虚严重，2008年全球主要大银行（JP摩根、花旗银行、巴克莱银行、德意志银行）一半以上的资产由同业之间的存贷款合约或衍生品构成。

第二，风险网络复杂化。其一，由于同业交易频繁，交易主体增多，因此风险在更大范围内传播成为可能；其二，由于信贷结构化和信贷衍生品的出现，风险分担机制更加复杂，存在知道不知道（Know Unknown）的风险。次贷危机中资产证券化和影子银行的复杂性发展到难以想象的地步。

总结起来，本轮房地产市场风险的根

源是：房地产市场长期拐点来临与以“三高”模式为典型的地产资本无序扩张激烈碰撞的结果，同时金融体系的脆弱性扩大了风险。

房地产市场风险的影响

对金融市场的影响

由于债务短期化以及复杂的风险网络结构，流动性成为现代金融体系中最脆弱的神经之一，房地产风险对金融市场的影响首先表现在流动性风险上：债券市场针对房企出现典型的“逃往质量”（Flight to Quality）现象，国内债券市场AA级房企的信用利差出现高位剧烈波动，最高点2021年7月1日达到377bps（图4），堪称一次小型的流动性危机；境外债券市场上，除极个别主体资质较好的公司外，房企境



图4 AA级地产债信用利差高度波动



外债价格普遍在5折甚至3折以下，且几乎没有交易。

蔡真（2018）总结了中国房地产风险向金融市场传染的途径，其中影响最大的是房企违约。由于地产金融化的特点，房企违约也表现出与金融风险类似的特点，即风险传播速度快、传染性强。首先是在债券市场的传染。当房企出现负面传闻或实质负面信用事件时，债券持仓机构大量卖出导致价格不断下跌，同时还伴随着股票价格大幅下跌，这导致房企再融资困难；评级机构下调房企信用评级进一步加剧这一困境。正是由于债券市场的这种风险传染机制，2021年房企违约相对于往年呈明显跳增趋势：据Wind统计，2021年房企境内信用债违约数量69只，占债券市场总违约数量的27.49%；违约规模759.15亿元，占债券市场总违约金额的29.27%（表1）。其次是在不同金融市场之间的传染。房企融资按成本由低到高的顺序分别是债券、银行贷款、信托贷款、明股实债的对赌协议以及P2P私募理财，伴随着债券违约其他

金融产品也相继爆雷，其呈现出清晰的传染路径。

对实体经济的影响

由于房地产关联上下游行业众多，且房企大量采用向上游供应商赊账的方式融资，因而房企违约直接影响上游企业经营。以烟台某恒大项目为例，该项目总负债为8.2亿元，其中到期未兑商票3.9亿元、拖欠材料款2 471.59万元、拖欠工程款1 704.98万元、拖欠施工单位质保金130.34万元、拖欠施工单位保证金273.73万元，以上项目合计4.36亿元，占总负债的比例高达53.2%。随着2021年上市公司年报逐渐披露，多家行业龙头因踩雷恒大出现巨亏：以主营门窗幕墙的嘉寓股份为例，2021年归属母公司净利润-13.48亿元，而过去15年该公司累计盈利才8.82亿元；导致公司巨亏的原因是对恒大相关应收款、合同资产计提减值准备，其中公司涉及恒大的商票敞口金额为13.2亿元，应收账款、合同资产等约为5.7亿元。同样踩雷恒大的还包括老板电器、索菲亚、三棵树等上市公司。

表 1 房企信用债违约情况

年份	房企境内信用债违约数量（只）	违约数量占比	房企境内信用债违约金额（亿元）	违约金额占比
2018	6	3.64%	34.90	2.30%
2019	14	5.71%	87.06	4.51%
2020	19	8.09%	269.89	10.68%
2021	69	27.49%	759.15	29.27%

数据来源：Wind。



房企违约后导致购房者观望情绪浓厚，影响正常房企的销售；住房是家庭消费中的最大一笔支出，房地产投资又是固定资产投资中的重要构成，房企违约在行业内横向传染后对消费和投资产生拖累。同样以烟台某恒大项目为例，该项目违约后当地资质较好楼盘的销售也受到明显影响，2022年一季度华润中心销售8 409平方米，同比下降39.9%；鲁商公馆销售7 408平方米，同比下降48.2%。从全国数据来看，2021年三季度—2022年一季度住宅销售额季度增速分别为-14.9%、-20.2%和-25.6%，呈加速下行趋势；房地产开发投资增速2021年全年度仅有4.4%，2022年一季度下降至0.7%，对“稳定宏观经济大盘”造成不利影响。

对财政系统的影响

财政系统中受房企违约影响的主要是地方政府的税收和土地财政。房地产相关税收是地方政府除共享税之外的主要税收来源，自2016年“营改增”全面推行后更是如此。首先影响的是土地增值税。根据恒大公布的年报数据，2020年恒大应付土地增值税749亿元，而广东省2019年的土地增值税收入只有1 403亿元，这意味着恒大一家破产产生的直接税收损失约是广东省的一半。其次，由于房企违约造成购房者观望情绪，导致一二手房交易量下降，进而导致与之相关的房产税、城市维护建设税、契税、印花税等收入锐减。最后，

流动性是现代金融体系最为脆弱的神经之一，稍有处理不当，流动性过剩会瞬时转化成流动性黑洞状态，应当说金融监管当局的应对措施是及时和恰当的。

由于房企销售端缺乏支撑以及资金端回流不畅，房企拿地意愿降低，这导致土地拍卖市场趋冷。2021年12月全国土地流拍数量达到2 607宗，为2008年以来最大单月流拍数量。

短期应对措施

流动性是现代金融体系最为脆弱的神经之一，稍有处理不当，流动性过剩会瞬时转化成流动性黑洞状态，应当说金融监管当局的应对措施是及时和恰当的。

第一，引导市场预期。由于恒大风险事件导致了购房者较浓的观望情绪，房企销售回款不畅，加之风险通过合作开发商、债权人、供应商形成网络传导态势，因此从源头遏制市场悲观情绪至关重要。2021年9月29日，人民银行和银保监会在联合召开的房地产金融工作座谈会表示，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，并要求金融机构按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消



费者合法权益^①。2021年10月20日金融街论坛年会召开，国务院副总理刘鹤表示，目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变^②。来自监管当局及其主要负责人的表态有效引导了市场预期，尽管信贷投放的行动还在进行中，但市场悲观情绪已大幅缓解。

第二，信贷托底。个人按揭贷款、开发贷、房地产信托贷款的一致性收缩导致市场下行和房企流动性紧张，因此向房企注入流动性成为当务之急。2021年10月15日第三季度金融统计数据新闻发布会召开，中国人民银行金融市场司有关负责人表示，部分金融机构对房企“三线四档”融资管理规则存在一些误解，并已于9月底指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放^③。2021年11月19日，中国银保监会新闻发言人答记者问时表示，10月末，银行业金融机构房地产贷款同比增长

8.2%，整体保持稳定^④。这些措施都使得房企流动性得到明显改善。

金融如何促进房地产转型

设立房地产平准基金

监管当局采取了一定措施应对危机，流动性紧张局面有所缓解；但由于恒大风险事件处置缓慢，这成为掣肘市场信心恢复的关键；因此必须采取更强有力措施推进风险事件处置工作，设立房地产平准基金是最为重要的举措之一。

当前恒大风险处置缓慢的原因是：其一，恒大资产规模为2.3万亿元，没有一家金融机构或地产公司可以一次性处置规模如此之巨的资产包。当前按项目公司的处置模式，市场只愿意接收好的项目而不愿意接收差的项目，这导致了囚徒困境。其二，恒大隐性负债规模较大且债权债务关系错综复杂，这导致问题资产处置周期较长。其三，目前主要采取了推进优质头部央企参与收并购的方法，但效果不理想。一方面，央企在经营过程中面临国资委等

① 人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会[EB/OL].(2021-09-29)[2022-04-28]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4353020/index.html>.

② 刘鹤：金融系统要进一步主动担当作为[EB/OL].(2021-10-21)[2022-04-28]. http://xw.cbimc.cn/2021-10/21/content_412995.htm.

③ 2021年第三季度金融统计数据新闻发布会文字实录[EB/OL].(2021-10-15)[2022-04-28]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4361524/index.html>.

④ 中国银保监会新闻发言人答记者问[EB/OL].(2021-11-19)[2022-04-28]. <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1019286&itemId=915&generaltype=0>.



主管部门对财务指标的考核，由于怕出风险实际收购意愿并不强；另一方面，由于违约房企较多，导致公开土地市场中竞争者大幅减少，这使央企能够在一级市场获得“便宜”“干净”的土地，没有必要参与收并购。

设立房地产平准基金，其功能类似美国“两房”，目的在于将民间信用转化为国家信用，从源头上破局当前房企恶性循环局面。其一，由于设立了大规模基金，可以破解当前项目收购思路导致的各自为政的局面；其二，由于采取了先处置资产的方式，复杂的隐性债务关系可以慢慢理顺；其三，由于是专设机构，避免了国企收并购过程中国资委各种考核的掣肘。

设立房地产平准基金更深远的意义在于它是逆周期调节的重要工具。我国自1998年住房货币化改革以来，房地产市场几乎处于单边上行态势，其间出现一些小周期的波动，此次市场下行可能是长周期的调整。而我国房地产市场每年销售达十

几万亿元规模，地产境内外债券每年发行1万亿元左右，如此巨量规模的市场需要一根“定海神针”，否则在长周期波动中产生的影响是系统性的。

转变房企融资模式

我国房企融资以贷款间接融资模式为主，这种融资模式与房企“三高”的旧经营模式是相适配的。然而当经济衰退或行业进入下行周期时，这种融资模式会造成期限错配风险，放大房企还债压力；同时由于风险传导机制的存在，也使得向债务人发放贷款的机构变得脆弱。以某头部房企2019年融资情况为例，1年期以下贷款占比高达57.23%，3年以上贷款占比仅为7.51%^①；因此当销售端疲软时，这样的融资结构不仅不能帮助房企渡过难关，反而会加速风险暴露。反观美国，以著名的Hovnanian房企为例，在2008年金融危机爆发时，Hovnanian的5年期以上债务占比为42%，到2009年该公司5年期以上债务占比却上升至61%。长期债务占比高有效减少了期限错配风险，并且“雨天送伞”的关系型融资有效帮助房企渡过了危机。

高攀和郭杰群（2018）指出，随着我国住房市场交易从增量向存量转移的变化，住宅开发商必须加快转型步伐，提升资金使用效率。能否获得多渠道资金来源，以及长周期资金成为房企生存的关键。

我国房地产市场每年销售达十几万亿元规模，地产境内外债券每年发行1万亿元左右，如此巨量规模的市场需要一根“定海神针”，否则在长周期波动中产生的影响是系统性的。

① 某头部房企数据来源于：蔡真等（2021）。



键。从金融供给侧的角度看,进一步发展和完善房地产信托投资基金(REITs)制度是供给长期限资金的重要抓手。因为当地产进入存量时代,大量房企会转向长期持有并管理资产的运营模式,其现金流特点表现为小额、高频、周期长,这与REITs产品的特点是适配的。针对当前REITs制度还可从以下三个方面完善。第一,进一步扩充REITs底层资产类别。目前各方正在积极推动保障性租赁住房REITs的上市工作,未来还可进一步扩展至市场化租赁住房、商场零售、办公楼等资产。第二,开发REITs配套融资工具。对于REITs来说传统融资工具如贷款涉及较大本金偿还,必然会影响正常的股息分派,建议大力发展没有本金摊还的商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS)产品。第三,发展Pre-REITs、私募REITs等产品,形成多层次不动产资本市场。

优化房企监管

无论是采取流动性注入还是设立平准基金的措施,其目的都只是救急而不是救命。当前房企爆雷的主要原因是资本

无序扩张,房地产行业获得了类金融化的市场地位进而快速扩张,风险严重外溢。因此须加强房企监管,具体可从两方面入手。第一,参照金融机构采取资本充足率管理。对房企投资开发的项目进行合理的风险权重划分,并在集团公司层面设定最低资本要求。通过资本充足率管理,在微观上可以起到遏制房企规模过度扩张的作用,在宏观上可以起到逆周期调节的作用。第二,对上市房企的隐性债务进行特别信息披露。复杂而又隐匿的债权债务关系是导致风险处置困难的重要原因,针对当前房企采取明股实债的融资方式和合作开发的模式,可要求上市房企的长期股权投资进行并表披露。^[N]

学术编辑: 卢超群

参考文献:

- [1]阿代尔·特纳.债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建[M].北京:中信出版社,2016.
- [2]蔡真,崔玉,黄志强,等.中国住房金融发展报告(2021)[M].北京:社会科学文献出版社,2021:306.
- [3]蔡真.我国系统性金融风险与房地产市场的关联、传染途径及对策[J].中国社会科学院研究生院学报,2018(5):42-61.
- [4]蔡真.租金贷是怎样被滥用的[EB/OL].(2021-02-23)[2022-04-28].<https://opinion.caixin.com/2021-02-23/101666132.html>.
- [5]高攀,郭杰群.地产融资:从中美模式比较中思考转型路径[J].金融市场研究,2018(09):68-83.