



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

房地产金融

蔡真

崔玉 黄志强

2020 年 10 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行、财富管理市场等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

摘要

从房地产市场运行来看，得益于国内疫情的迅速控制，2020 年前三季度住房销售市场、土地交易市场量价齐升，部分热点城市房价泡沫苗头再起。但住房租赁市场受到的疫情影响仍在延续，价格出现普跌，市场已经出现新一轮的长租公寓“爆雷潮”。

从房地产金融形势来看，房地产金融风险仍是监管重点。个人住房抵押贷款余额尽管仍处于高位，但增速持续放缓；在 5 年期 LPR 连续六个月保持不变的情况下，个人住房抵押贷款利率呈缓慢下降态势；从新增贷款价值比（LTV）的估算情况来看，深圳高企的 LTV 从 2020 年 6 月开始反转，随着金融杠杆管控的加强，相信深圳房价泡沫将得到进一步控制。房企融资方面，前三季度除房企境内信用债发行规模有所上升外，开发贷、信托、境外信用债等融资渠道仍处于收紧状态。重点房地产企业资金监测和融资管理规则的推出，使短期内“踩线”房企将直接面临有息负债规模的“硬约束”以及在融资过程中面临歧视的“潜规则”，其债务违约风险会陡然上升。我们认为，规则需以稳步推进为主基调，并设置较合理的过渡期，否则短期产生的负面效应恐超过正面效应。

政策方面，控制房价泡沫和房地产金融风险已成为当

本报告负责人：蔡真

本报告执笔人：

● 蔡真

国家金融与发展实验室
房地产金融研究中心主任

● 崔玉

国家金融与发展实验室
房地产金融研究中心研究员

● 黄志强

国家金融与发展实验室
房地产金融研究中心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

特殊资产行业运行

前工作重点。目前中央“房住不炒”精神已经得到贯彻。地方政府层面，已经从打击捂盘惜售、扩大限购区域、增加购房门槛、提高首付比例等诸多方面采取了打补丁措施，房价快速上涨已经得到抑制；金融体系方面，继防范资金违规进入房地产市场后，房企降负债、降杠杆成为央行和银保监会的监管重点。目前，房地产价格泡沫再起的苗头有所抑制，土地交易市场也有所降温。

目录

一、房地产调控政策	1
(一) 中央及部委层面	1
(二) 地方政府层面	1
二、房地产市场运行	2
(一) 价格情况分析	2
(二) 数量走势分析	5
三、个人住房金融形势	8
(一) 个人购房贷款余额增速略有下降	8
(二) 个人抵押贷款利率延续下行趋势	9
(三) 个人抵押贷款风险评估	9
四、房企融资形势	10
(一) 房地产开发贷款余额增速稳步回落	10
(二) 新增房地产信托融资规模大幅下滑	11
(三) 房企境外信用债发行规模下滑	12
(四) 重点房地产企业资金监测和融资管理规则政策解读 ...	13
五、小结与风险提示	18
附件：相关指标说明	20

一、房地产调控政策

（一）中央及部委层面

2020 年前三季度，在疫情冲击下中央层面仍多次强调坚持“房住不炒”定位，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策，采取差异化调控措施，确保房地产市场平稳健康发展。央行和银保监会多次重申会保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，实施房地产金融审慎管理、对房企融资行为的强监管，已经明确作为落实房地产长效机制的一部分。8 月 20 日央行和住建部提出了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，继防范资金违规进入房地产市场后，房企降负债、降杠杆成为央行和银保监会的监管重点，房地产金融政策进一步收紧。另外，9 月 7 日，住建部发布了《住房租赁条例（征求意见稿）》，住房租赁市场监管的制度化已经在路上。

（二）地方政府层面

地方政府层面，一季度部分城市从供、需两端出台了一些针对房地产行业的支持性政策。但某些城市借疫情之机全面放松限购限贷政策，寄希望重回土地财政的老路，这些政策很快被上级部门叫停。二季度之后，随着疫情得到控制，房地产市场超预期复苏，部分城市房价泡沫再起。三季度开始，地方政府层面调控政策开始转向，深圳、杭州、南京、成都、东莞、宁波、常州等 10 多个热点城市先后从打击捂盘惜售、扩大限购区域、增加购房门槛、提高首付比例等诸多方面采取了打补丁措施，进一步收紧调控政策：7 月 2 日，东莞发布《关于进一步加强商品住房预（销）售管理的通知》，加大力度打击捂盘惜售行为；7 月 6 日，宁波发布《关于进一步保持和促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，提出调整限购区域范围、强化金融政策监管等“十条”措施；7 月 15 日，深圳发布《关于进一步促进我市房地产市场

平稳健康发展的通知》，规定落户满 3 年且连续缴纳 36 个月个税或社保才具有购房资格，增值税免征年限由 2 年提升至 5 年。目前来看，地方政府层面调控政策的核心目标是稳地价、稳房价、稳预期。任何城市只要土地价格、住房价格或住房价格预期出现较大幅度上涨，为落实城市主体责任要求，地方政府必然会出台相应的行政性调控政策。

二、房地产市场运行

（一）价格情况分析

1. 住房价格环比涨幅回落

自 2020 年 4 月以来房地产市场迅速回暖，部分一线城市甚至出现严重泡沫现象，但随着 7 月份“房地产金融审慎管理制度”的推出，房价泡沫得到了有效控制。

2020 年前三季度新建商品住宅和二手商品住宅销售价格累计上涨 3.37% 和 1.85%，这两个数据更多反映的是上半年信息；第三季度新建和二手商品住宅的月度环比涨幅均稳定在 0.6% 以内（见图 1 左上图）。一线城市的房价泡沫得到一定控制，二手房环比涨幅由 4 月最高点 1.1% 下降至 9 月的 0.9%（见图 1 右上图）；二线城市的房价泡沫也得到控制，这主要表现在新建住房市场上，环比涨幅由 6 月最高点 0.9% 下降至 9 月的 0.3%（见图 1 左下图）；三线城市尽管整体环比涨幅增加，但由于基数较小，市场影响不大（见图 1 右下图）。

从 9 月的房价指数来看，我国不同城市间房价走势的分化在加剧。部分一线和二线热点城市后疫情时期房价上涨幅度较大，如深圳二手住房价格同比上涨了 15.9%，银川新建住宅价格同比上涨 16.8%；部分城市价格出现持续下跌，如牡丹江二手住宅价格同比下降了 9.1%，天津二手住宅价格同比下降了 5.6%。

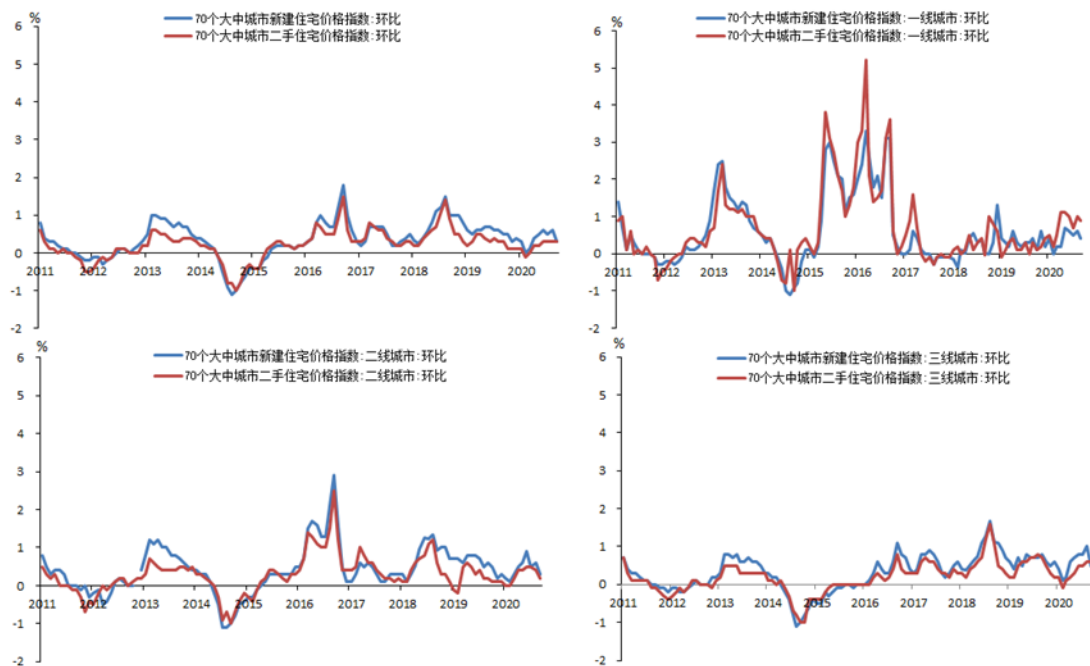


图 1 70 个大中城市房价走势（环比）

资料来源：国家统计局，Wind。

2. 住房租赁市场价格普跌

中原地产统计了四个一线城市和两个二线城市的租金数据，整体来看，租赁价格恢复速度慢于住宅价格，各城市租金价格（除上海外）呈现持续小幅下降趋势。2020 年前三季度，北京住房租金水平延续了去年下半年的下跌趋势，租金水平累计下降 5.76%；深圳租金水平累计下降 1.54%；上海租金水平累计上涨 0.17%（见图 2 左图）；天津租金水平累计下降 2.52%；成都租金水平累计下降 1.92%；广州租金水平累计下降 3.76%（见图 2 右图）。

整体来看，后疫情时期虽然住房租赁市场需求已经回暖，但住房租赁价格短期内仍在下行。从市场来看，疫情对住房租赁企业影响较大，导致了住房租赁需求下降、出租率下降、运营成本增加、经营性现金流流入减少等问题。由于我国大部分中小型住房租赁企业抗风险能力弱，整体运营能力较弱且监管缺位，目前市场已经出现了新一轮的长租公寓“爆雷潮”。

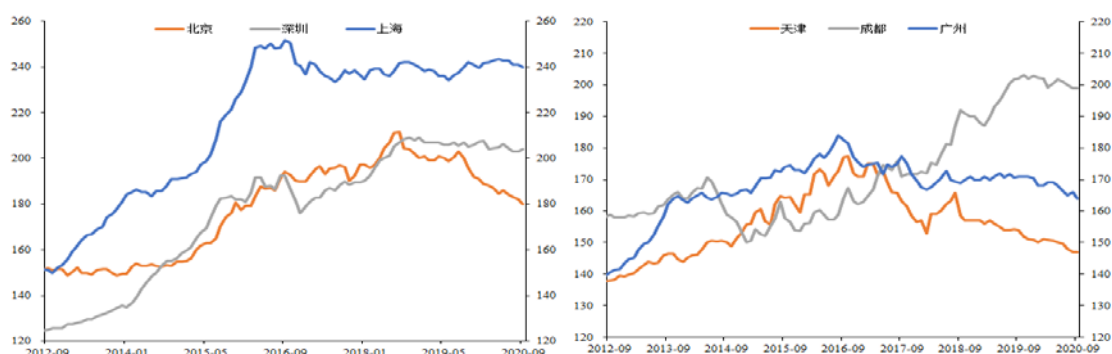


图2 中原二手住宅租金指数（定基 2004 年 5 月=100）

资料来源：中原地产，Wind。

3. 房地产价格泡沫得到有效控制

租金资本化率可以较好地刻画房价泡沫程度，是用每平米住宅价格除以每平米住宅年租金得到的。2020 年前三季度，四座一线城市的租金资本化率呈上升态势，平均租金资本化率为 66.08 年。主要原因是：尽管一线城市住房价格得到控制，但受疫情影响，租金的绝对价格仍在下降，带来租金资本化率的上升（见图 3 上图）。深圳的租金资本化率的变动反映了房价泡沫膨胀继而又得到控制的过程：深圳租金资本化率从 2019 年 12 月的 70.02 年快速上升至 2020 年 3 月的 79.77 年，继续上升至 2020 年 5 月的峰值 83.24 年后，下降至 2020 年 9 月的 79.78 年。泡沫膨胀的主要原因在于房价的上涨，而这背后有金融杠杆的影子，很可能是房抵经营贷违规流入房地产市场。监管部门在 4 月开始对房产抵押经营贷款的资金流向介入调查，有效地控制了深圳房价的快速拉升，但深圳租金资本化率仍居全国高位。同期，二线城市的租金资本化率在疫情中再次上涨，2020 年 6 月租金资本化率上涨至 2019 年末水平。由于房地产金融审慎管理政策的出台，二线热点城市租金资本化率有所下降，2020 年 9 月为 55.30 年；二线非热点城市租金资本化率为 47.05 年（见图 3 左下图）。三线城市方面，房价和租金都受到疫情影响，租金资本化率略有上升，2020 年 9 月末三线城市的租金资本化率为 40.40 年（见图 3 右下图）。

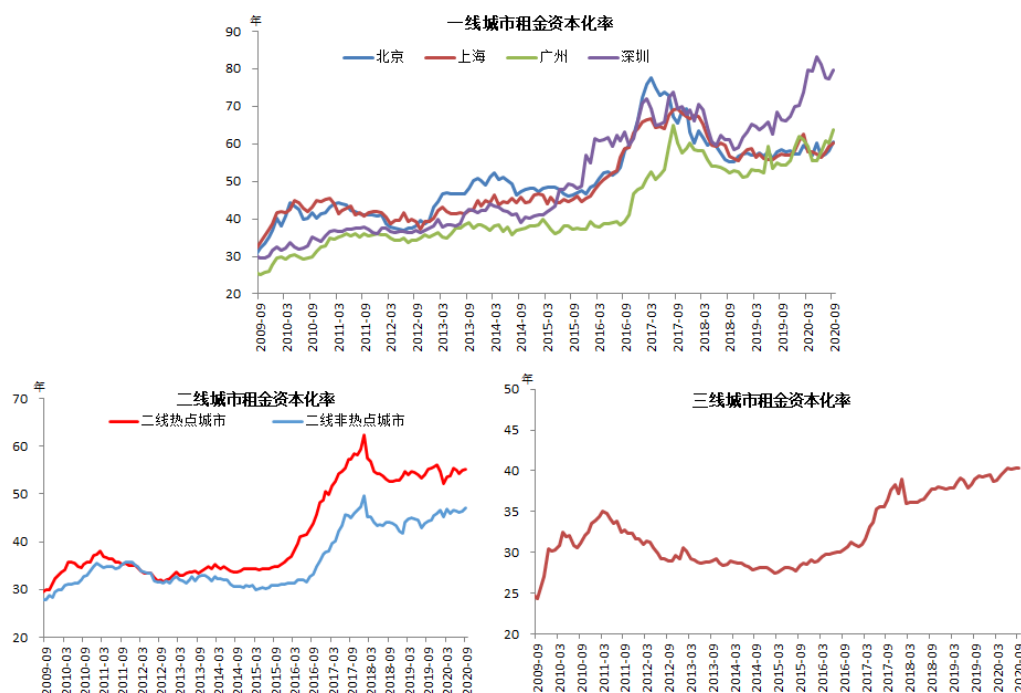


图3 租金资本化率走势

资料来源：国家金融与发展实验室监测数据。

注：本报告监测的二线热点城市包括杭州、南京、苏州、武汉、成都、厦门、福州、苏州、西安、合肥，二线非热点城市包括天津、重庆、郑州、长沙、南宁、南昌、青岛、宁波，三线城市包括昆明、太原、兰州、乌鲁木齐、呼和浩特、湖州、泉州、常德、蚌埠。

（二）数量走势分析

1. 住房销售迅速复苏

从商品住宅销售数据来看，2020 年前三季度，全国商品住宅竣工面积为 2.96 亿平方米，同比下降 10.54%；全国商品住宅销售面积为 10.36 亿平方米，同比下降 0.99%；全国商品住宅销售额为 10.35 万亿元人民币，同比上升 6.15%（见图 4）。分季度来看，第一季度受疫情影响，一月下旬至三月上旬线下售楼处基本处于关闭状态，虽然部分房企进行了线上销售，但商品住宅销售同比出现大幅下降，住宅销售面积和销售额分别同比下降 25.89%和 22.83%。这在一定程度上导致大部分对销售回款依赖程度极高的房地产开发企业短期偿债能力下降。第二季度之后，随着疫情控制及线下销售的恢复，住房购买需求释放，商品住宅

销售迅速复苏。2020 年第二季度商品住宅销售面积和销售额与去年同期相比分别增加 4.12%和 9.43%；第三季度商品住宅销售面积和销售额与去年同期相比分别增加 10.46%和 21.33%。住房销售市场量价齐升，房企销售回款增加，资金压力有所缓解。

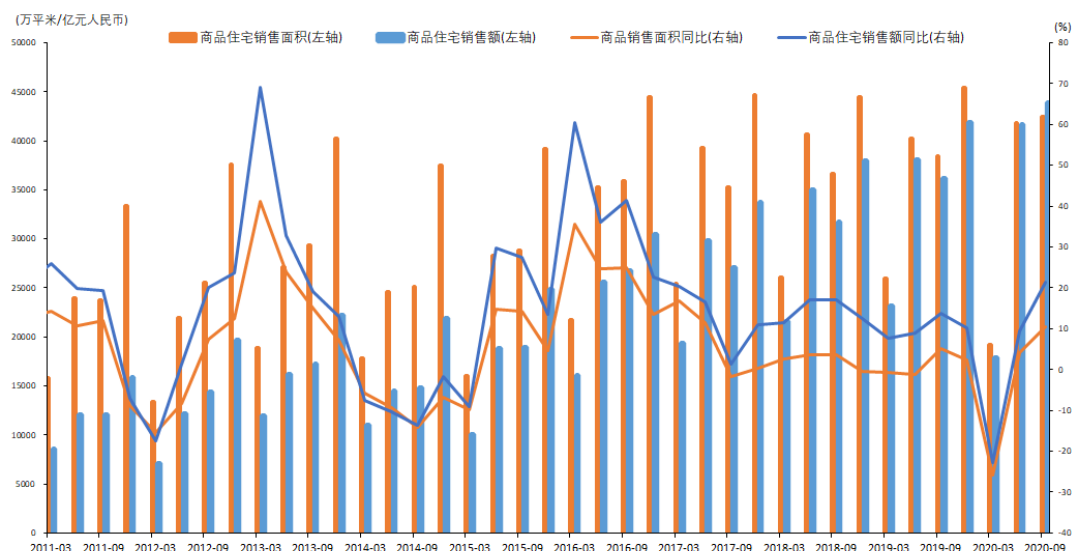


图 4 商品住宅销售情况（季度）

资料来源：根据 Wind 数据计算。

2. 土地交易市场开始降温

从市场传导逻辑来看，土地市场的交易数据可以反映房地产开发企业对市场的预期。2020 年前三季度，百城住宅类土地供应面积为 2.46 亿平方米，同比增加 8.38%；成交面积为 2.01 亿平方米，同比上涨 8.53%；成交金额为 2.64 万亿元，同比上涨 9.50%，成交土地楼面均价同比上涨 0.89%（见图 5 左图）。2020 年上半年，百城土地流拍数量较 2019 年下半年有所下降，土地成交溢价率和成交土地楼面均价重回上升趋势。其中，第一季度住宅用地市场受疫情影响较大，供求两端均出现较大幅度下降；第二季度住宅用地市场呈现出快速反弹的走势，热点城市土地交易市场持续火爆。第三季度开始，随着以“三道红线”为监管指标的重点房企资金监测和融资管理规则的提出，土地市场迅速降温；房企拿地趋于理性，百城未成交土地数量大幅上升，土地成交溢价率重回下降通道（见图 5 右图）。

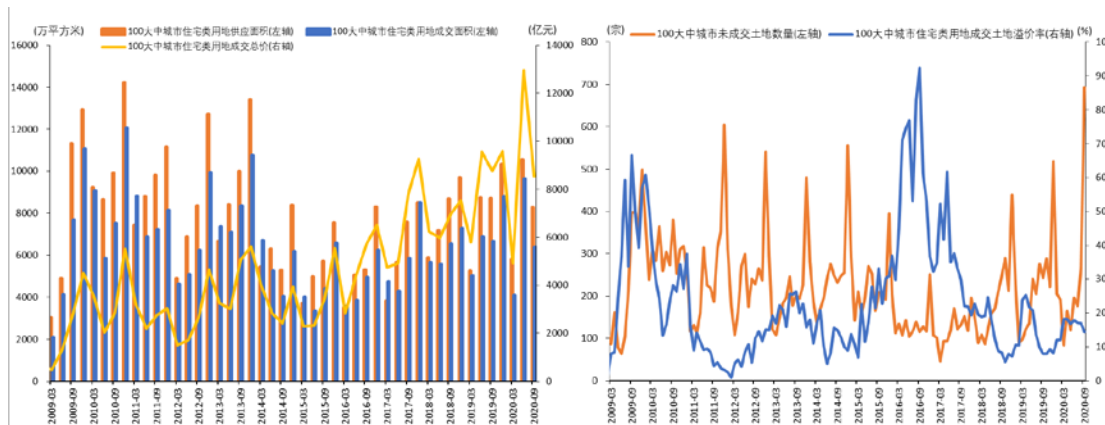


图5 100大中城市土地交易情况

资料来源：Wind。

3. 库存去化压力有所缓解

从去库存的情况来看，我们统计的 18 个城市平均住宅库存去化率经历了先上升后迅速下降的走势。第一季度疫情导致一月下旬至三月上旬线下售楼基本处于关闭状态，部分城市连续数周成交规模较小，18 城平均住宅库存去化月数由 2019 年 12 月末的 13.9 个月上升至 2020 年 3 月底的 40.1 个月。第二季度随着疫情得到有效控制，线下销售迅速恢复至疫情前平均水平，平均住宅库存去化月数逐渐下降至 6 月底的 13.3 个月。第三季度库存去化月数继续下降，9 月底平均为 12.1 个月。其中，一线城市平均去化周期为 7.0 个月；二线城市平均去化周期为 10.6 个月；三线城市平均去化周期为 18.6 个月（见图 6）。

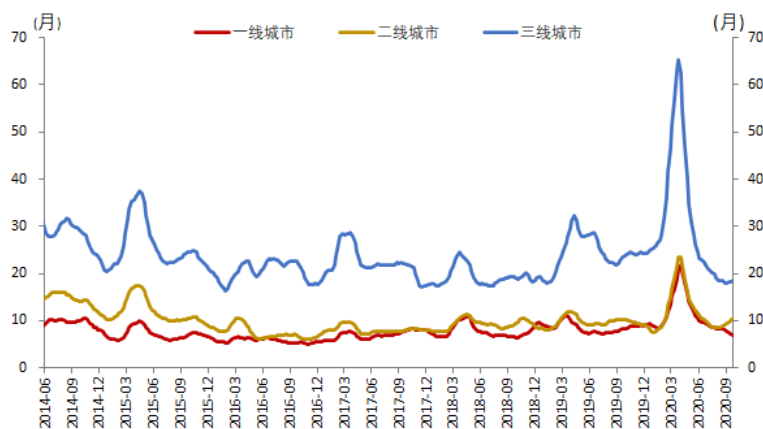


图6 各城市房地产库存去化情况（3周移动平均）

资料来源：根据 Wind 统计计算。

注：图 6 中的一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括杭州、南京、苏州、厦门、南昌、福州、南宁、青岛，三线城市包括泉州、莆田、东营、东莞、舟山、宝鸡。

三、个人住房金融形势

（一）个人购房贷款余额增速略有下降

房价的上升和泡沫的形成离不开信贷的推动，个人购房贷款的增速与房价的上涨经常表现出互为因果的关系。自 2017 年二季度起，个人购房贷款余额同比增速呈持续下降趋势。2020 年前三季度个人购房贷款余额同比增速延续了这一趋势，第一季度同比增速为 15.9%，第二季度和第三季度的同比增速均为 15.7%（见图 7 左图），较去年同期 17.6%、17.3%、16.8% 的增速略有下降。从月度增量数据来看，2020 年 1~9 月居民新增中长期贷款月度平均增量为 5111.11 亿元，较去年的月平均增量 4541.67 亿元增加了 12.54%，这主要是第二季度、第三季度住房销售市场大幅反弹贡献的增量（见图 7 右图）。截至 2020 年三季度末，个人住房贷款余额为 33.59 万亿元，占全部信贷余额的比例为 19.83%。随着房地产金融审慎管理制度的进一步完善，预计未来个人住房贷款余额增速将进一步下降。

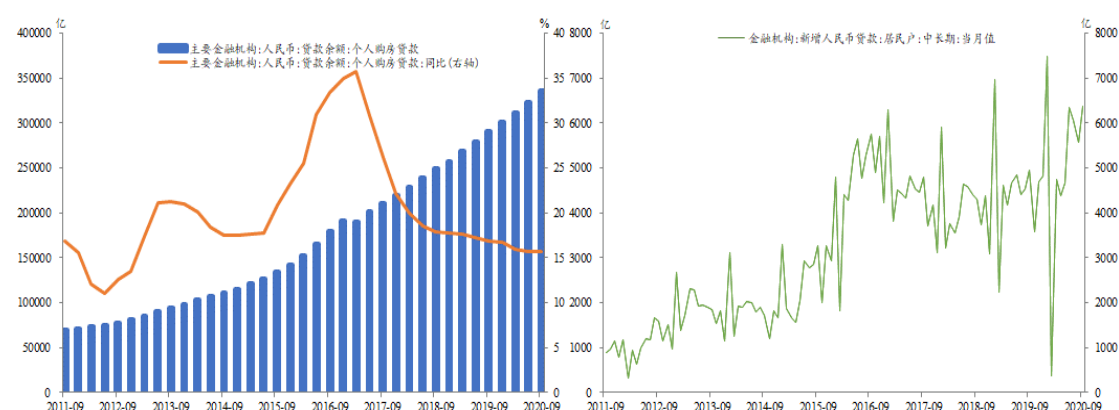


图 7 个人购房贷款余额及居民新增中长期贷款情况

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）个人抵押贷款利率延续下行趋势

从全国首套、二套住房贷款平均利率趋势来看，2020 年前三季度个人住房贷款利率再次小幅下降，主要原因是从 2019 年 10 月开始个人住房贷款利率完全参考 LPR 定价并采取基点加成的方式，自 2020 年 1 月开始 5 年期 LPR 呈缓慢下行趋势。截至三季度末首套、二套住房贷款平均利率分别为 5.24%（约为贷款市场报价利率 LPR 加 59 个基点）和 5.55%（约为贷款市场报价利率 LPR 加 90 个基点）（见图 8）。在 5 年期 LPR 连续六个月保持不变的情况下，全国首套、二套住房贷款平均利率仍在延续下行趋势。

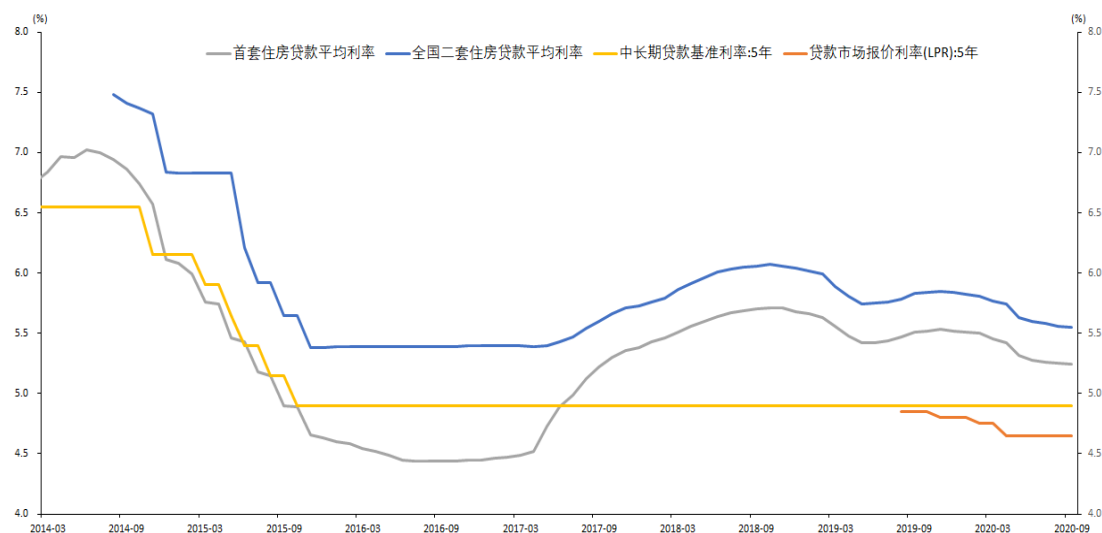


图 8 2014~2020 年全国个人住房贷款平均利率走势

资料来源：融 360 房贷市场报告，中国人民银行，Wind。

（三）个人抵押贷款风险评估

我们估算了一线城市和部分二线城市的个人住房新增贷款价值比（Loan to Value, LTV），这一指标可以反映房价上升中银行杠杆资金的作用。2020 年前三季度，一线城市中北京的平均新增住房贷款价值比为 43.35%，处于合理水平；深圳的新增住房贷款价值比呈先上升后下降态势，拐点在 2020 年 6 月，这说明监管部门严查房抵经营贷违规入市的政策已经发挥作用，目前

平均新增住房贷款价值比为 69.75%（见图 9 左上图），随着信贷杠杆控制的加强，相信深圳房价泡沫将得到进一步控制；上海的风险相对较低，平均新增住房贷款价值比为 41.00%；广州的平均新增住房贷款价值比略高，为 62.02%，不过尚处于合理水平（见图 9 右上图）。二线城市方面，重庆的平均新增住房贷款价值比为 58.28%；南京的平均新增住房贷款价值比为 59.40%；厦门的平均新增贷款价值比为 54.14%（见图 9 左下图）；郑州平均新增住房贷款价值比为 40.26%；武汉和天津的平均新增住房贷款价值比分别为 42.53%和 37.89%（见图 9 右下图）。

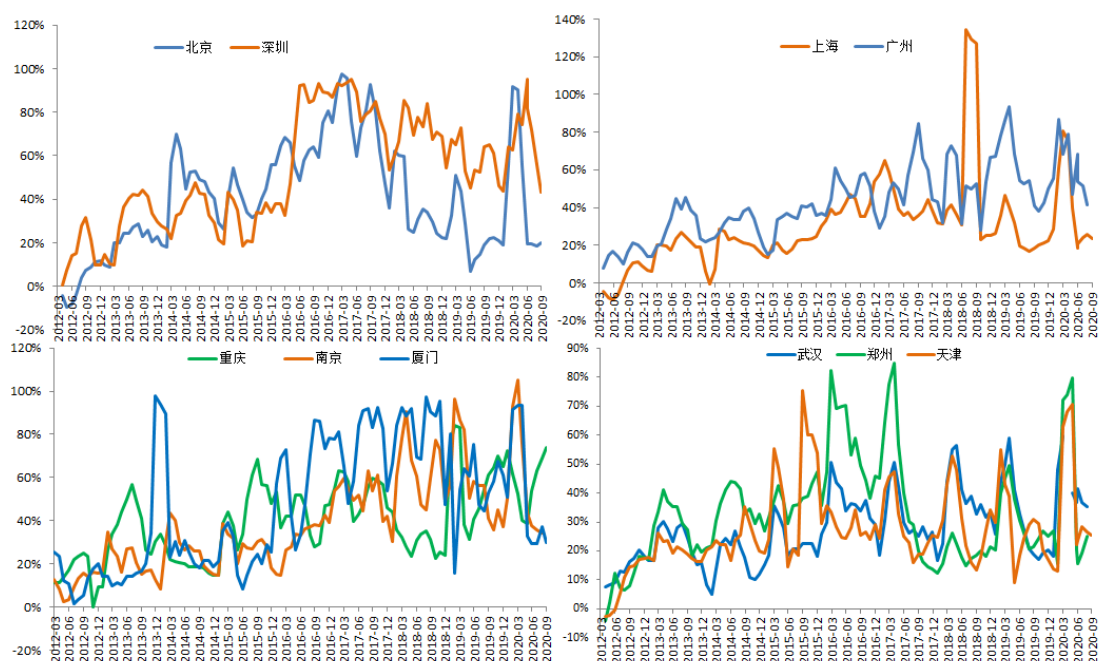


图 9 一线和部分二线城市新增贷款价值比（3 个月移动平均）¹

资料来源：国家金融与发展实验室估算。

四、房企融资形势

（一）房地产开发贷款余额增速稳步回落

房地产业属于资金高度密集行业，无论是土地的购置还是住

¹ 理论上讲，贷款价值比（LTV）不应该超过 70%。导致计算结果存在差异的原因是：第一，我们使用月度余额之差表示新增量，两者之间存在差异；第二，由于不能直接得到个贷数据，我们使用总贷款数据或居民中长期贷款数据再乘以某一系数得到个贷数据。但是，我们保持单个城市在时间上的系数一致，以及不同城市在方法上的一致，因此数据依然具有参考意义。该指标出现负值的原因来自第一条。

房的开发和建设均需要大量资金，加上住房项目建设周期和销售周期较长，使得资金成为房地产开发企业赖以生存和发展的命脉。从央行公布的房企贷款数据来看，截至 2020 年三季度末，房地产开发贷款余额为 12.16 万亿元，同比增长 8.2%，同比增速连续八个季度下降；占全部信贷余额的比例为 7.18%，环比下降 0.07 个百分点，金融机构信贷资金明显更向实体经济倾斜（见图 10）。

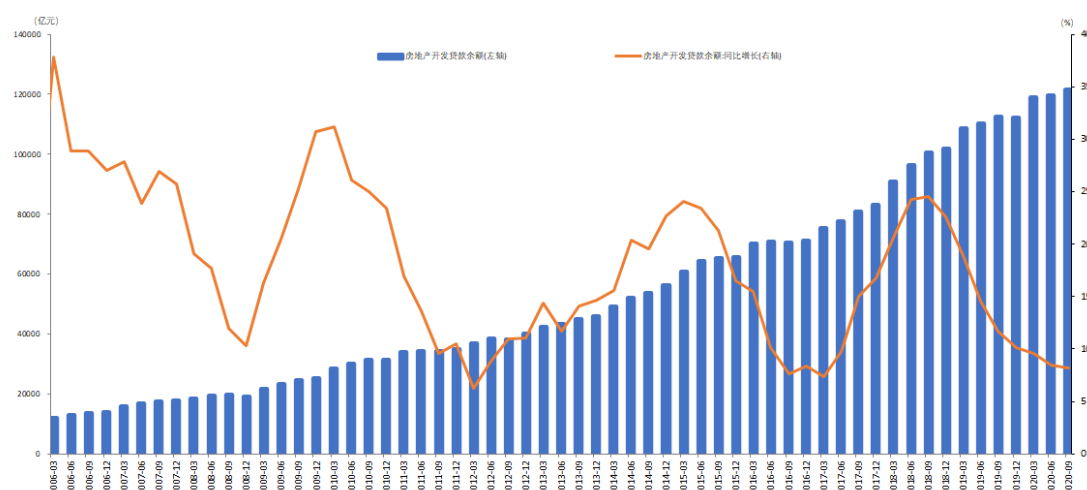


图 10 房地产开发贷款余额情况（季度）

资料来源：中国人民银行，Wind。

（二）新增房地产信托融资规模大幅下滑²

从投向房地产行业的资金信托余额来看，截至 2020 年二季度末房地产信托余额为 2.50 万亿元，环比下降 3.10%、同比下降 14.68%，较 2020 年一季度末下降 777.72 亿元、较 2019 年二季度末下降 2027.59 亿元；占全部资金信托的比例从去年同期的 15.38% 下降至 14.16%（见图 11 左图）。从新增房地产信托来看，2020 年上半年新增房地产信托金额为 4462.38 亿元，同比下降 32.10%，新增信托融资规模出现较大幅度回落（见图 11 右图）。为落实中央“房住不炒”政策，银保监会于 2019 年 5 月份开始加强对房地产信托业务的监管，并通过专项检查、风险排查和多

² 由于信托数据的发布滞后一个季度，当前最新数据更新至 2020 年二季度末，本节分析基于 2020 年二季度末及之前的数据。

次窗口指导的方式进一步加强监管要求，严禁信托资金违规或变相违规流入房地产领域，重点整治为房地产项目进行的前端融资、明股实债等违规行为，以此遏制房地产信托规模的过快增长和风险的过度积累。从房地产信托余额规模、新增规模和占比来看，“控地产”的监管要求得到了较好的执行。

从融资成本来看，2020 年第一季度房地产信托发行预期收益率在 8.11%左右、第二季度房地产信托发行预期收益率为 7.74%左右（见图 11 右图），加上 2%~3%左右的信托公司报酬和信托计划发行费用，房地产企业信托融资的平均成本在 9.74%~11.11%之间，较上一年年末略有下降。2020 年上半年房地产信托收益率下降的主要原因如下：一方面，新增房地产信托合规程度较高，风险溢价较低；另一方面，疫情之下房地产信托融资需求也相对不足，在一定程度降低了预期收益率。



图 11 房地产信托情况（季度）

资料来源：中国信托业协会，用益信托网，Wind。

（三）房企境外信用债发行规模下滑

从境内信用债（不包括资产证券化产品）发行情况来看，2020 年前三季度发行总额为 4993.59 亿元，同比上升 15.73%，平均票面利率约为 4.30%。分季度来看，第一、第二、第三季度房企境内信用债发行规模分别为 1697.77 亿元、1496.21 亿元和 1799.61 亿元（见图 12 左图）。从存量来看，2020 年三季度末房企境内信用债待还余额为 2.18 万亿元，同比上涨 6.13%，其中的 1.49

万亿元将会在 3 年内到期。随着房企进入偿债高峰期，债券发行募集的资金将主要用于借新还旧，可用于拿地和房地产项目建设的资金规模有限（住房租赁项目例外）。

从境外信用债发行情况来看，2020 年前三季度，内地房企境外债发行规模达到 532.62 亿美元（约为 3627.05 亿元人民币），同比下降 12.07%，平均票面利率为 7.86%。分季度来看，第一、第二、第三季度内地房企境外债发行规模分别为 272.23 亿美元、75.39 亿美元和 184.97 亿美元（见图 12 右图）。截至 2020 年三季度末，内地房企境外债存量余额为 2265.96 亿美元（约为 1.54 万亿元人民币）。

总体来看，前三季度房企境内、外信用债融资规模合计同比上升 1.78%，且融资成本略有下降。在疫情之下，债券发行审批部门对优质房企的境内信用债审批发行条件有所放松，境内信用债发行规模有所上升，且票面利率相对较低。但受境外疫情加重影响，房企境外债融资曾在二季度暂停 40 余天，导致前三季度境外信用债融资规模有所下滑。

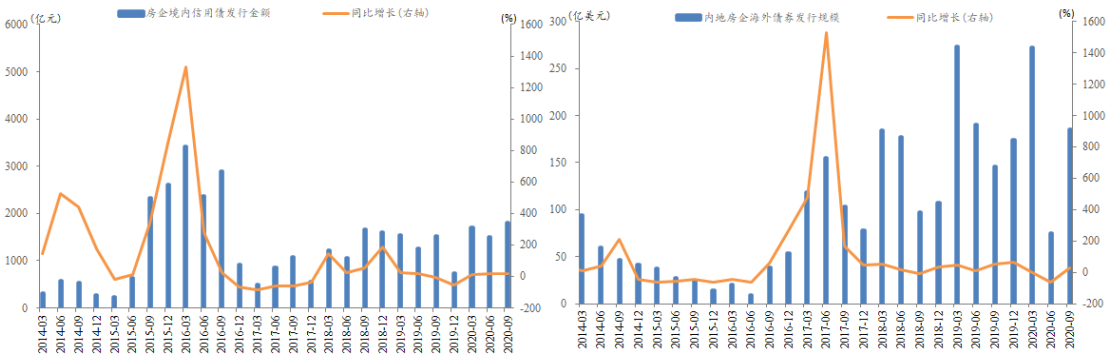


图 12 房地产开发企业境内、境外信用债发行情况（季度）

资料来源：Wind。

（四）重点房地产企业资金监测和融资管理规则政策解读

1. 出台背景

房地产业关联上下游行业、银行等金融机构、土地财政等多

个方面，是爆发系统性金融风险的源头之一，也是威胁我国金融安全的最大“灰犀牛”。持续从严的行政性调控政策使房地产价格泡沫得到一定控制，较高的最低首付比例要求使个人抵押贷款风险较小，目前我国房地产市场的金融风险实际集中在房企的债务违约风险上。资金需求量大、使用周期长、外源性融资依赖程度高等行业特点，决定了目前大多数房企以高杠杆、高负债、高周转的模式运转。随着房企存量有息债务高企、偿债高峰集中来临、销售增长放缓和政策面的持续收紧，房企的信用风险还存在继续上升的可能。2020 年第一季度之后，房地产市场超预期复苏，住房销售规模和价格呈“深 V”型反弹走势，部分城市房价泡沫再起，土地交易市场持续火爆，一定程度上促使监管部门考虑进一步加强政策调控。

为防范房地产金融风险和坚持“稳地价、稳房价和稳预期”的政策定位，央行、住建部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，于 8 月 20 日召开房地产企业座谈会，提出了重点房地产企业资金监测和融资管理规则（下称“规则”）。

2. 政策主要内容（官方表态及市场传言）

规则的具体内容尚未以文件的形式正式向外发布，市场传言规则通过设置“三道红线”将房企分为四档，并根据房企所处档位控制其有息负债规模的增长。“三道红线”的具体内容如下：一是剔除预收款后的资产负债率大于 70%；二是净负债率大于 100%；三是现金短债比小于 1.0 倍。根据“三道红线”触线情况不同，试点房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档。以有息负债规模为融资管理操作目标，分档设定房企有息负债规模增速阈值，每降低一档，上限增加 5%（见图 13）。另外，如果连续三个年度经营活动现金流量净额为负、拿地资金总额超过销售总额的 40%，则房企需提供最近半年购地资金来源情况说明和后续购地缴款资金安排，其信用债发行、信托融资、资管产品、海外融资等主要融资渠道将会受到限制。市场消息称，规则会从碧桂园、

恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、中海、华侨城、绿地、华润和阳光城等 12 家重点房企开始试点实施，要求“踩线”的房企在过渡期内稳妥有序降低杠杆水平，并在过渡期结束前完成降负债、降杠杆目标。对未达标房企，监管层将要求金融机构对其全口径债务融资进行限制。央行官员在 9 月和 10 月的两次新闻发布会上表示，后续将会基于政策试行的效果，在完善规则的基础上，稳步扩大适用范围。市场预期该规则会从 2021 年开始在全行业规模以上重点房企执行。



图 13 “三道红线”的主要内容

3. 政策出台的目的

从政策层面来看，规则是为了落实促进房地产市场健康发展的长效机制和完善房地产金融宏观审慎管理制度。从宏观层面来看，规则的主要目的是防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。从微观层面来看，规则通过增强房地产企业融资管理的市场化、规则化和透明度，使房企形成稳定的金融政策预期，进而可以合理安排自身的经营活动和融资行为。同时，

也有助于矫正目前一些房企盲目扩张的经营行为，增强房企自身的抗风险能力。

4. 规模以上上市房企“踩线”情况

基于上市房企 2020 年中报和公告的数据，我们测算了总资产规模大于 200 亿元的 122 家上市房企扣除预收账款(合同负债)后的资产负债率、净负债率、现金短债比和“踩线”情况。从“踩线”情况来看，中国恒大、华夏幸福、绿地控股、融创中国、富力地产、中梁控股、泰禾集团、云南城投等 42 家房企“踩了三道红线”，约占样本房企总数的 34%；保利置业集团、首创置业、大悦城、合生创展集团、佳兆业集团、佳源国际控股、荣盛发展、中骏集团控股、阳光城等 23 家房企“踩了两道红线”，约占样本房企总数的 19%；万科、碧桂园、招商蛇口、世茂集团、远洋集团、禹洲集团、绿城中国、花样年控股、路劲、新城控股、建业地产等 40 家房企“踩了一道红线”，约占样本房企总数的 33%；中国海外发展、保利地产、龙湖集团、华润置地、五矿地产、招商局置地、金地集团等 17 家房企“未踩线”，约占样本房企总数的 14%（见表 1）。从以上测算来看，房企普遍“踩线”：12 家试点房企中，“踩线”房企占比为 75%；规模以上上市房企样本中，“踩线”房企数量占比约为 86%。

表 1 规模以上上市房企“三道红线”“踩线”情况

证券简称	剔除预收账款（合同负债）后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短债比	超出监管要求阈值的数量	证券简称	剔除预收账款（合同负债）后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短债比	超出监管要求阈值的数量
中国恒大	85.28	219.53	0.36	3	天地源	81.92	210.84	1.33	2
华夏幸福	77.46	194.12	0.45	3	当代置业	83.38	149.22	1.01	2
首开股份	75.29	174.95	0.99	3	中洲控股	76.72	149.72	1.04	2
华发股份	76.83	151.07	0.98	3	亿达中国	69.44	131.45	0.04	2
金融街	74.40	202.60	0.54	3	万科A	75.53	29.68	1.91	1
广宇发展	73.06	148.04	0.35	3	龙光集团	78.26	48.94	2.09	1
绿景中国地产	74.36	174.64	0.66	3	碧桂园	81.60	65.22	1.78	1
绿地控股	82.70	189.24	0.62	3	招商蛇口	58.59	37.45	0.96	1
融创中国	82.22	175.61	0.61	3	南京高科	43.52	5.21	0.71	1
天誉置业	76.10	146.46	0.98	3	旭辉控股集团	74.24	63.32	2.35	1
弘阳地产	74.19	111.51	0.82	3	天安	36.73	16.24	0.85	1
新湖中宝	71.50	163.35	0.61	3	世茂集团	70.81	59.88	1.57	1
中天金融	82.43	171.49	0.26	3	远洋集团	70.61	67.77	1.90	1
金科股份	74.08	126.45	0.98	3	越秀地产	70.69	85.50	2.06	1
中国奥园	80.85	156.55	0.78	3	朗诗地产	76.50	65.44	3.14	1
中国武夷	71.37	130.00	0.40	3	中国海外宏洋集团	73.19	83.85	1.12	1
栖霞建设	76.07	191.96	0.47	3	SOHO中国	46.81	48.53	0.89	1
大发地产	70.96	112.80	0.58	3	中国金茂	66.64	88.60	0.51	1
融信中国	73.80	129.07	0.85	3	禹洲集团	80.34	93.78	1.57	1
光明地产	78.20	240.95	0.40	3	华侨城(亚洲)	52.67	65.02	0.89	1
富力地产	78.16	205.51	0.22	3	绿城中国	74.21	74.58	1.63	1
蓝光发展	71.34	108.59	0.75	3	花样年控股	74.62	91.78	1.51	1
中南建设	82.86	172.35	0.83	3	合景泰富集团	74.92	72.03	1.45	1
中梁控股	80.77	130.74	0.85	3	路劲	64.52	76.79	0.96	1
珠江实业	83.70	167.77	0.75	3	时代中国控股	77.63	84.47	1.23	1
格力地产	75.50	214.88	0.34	3	德信中国	75.21	84.77	1.27	1
银城国际控股	81.48	142.57	0.88	3	南山控股	73.73	98.26	1.12	1
阳光100中国	76.41	196.67	0.23	3	正安地产	77.22	90.18	1.76	1
华远地产	81.01	238.99	0.40	3	新城控股	77.47	30.86	2.02	1
港龙中国地产	87.00	441.56	0.37	3	滨江集团	72.30	83.78	2.62	1
国瑞置业	71.58	137.61	0.26	3	海航基础	59.99	54.29	0.34	1
鲁商发展	87.70	192.19	0.22	3	新力控股集团	76.20	94.04	1.05	1
南国置业	79.82	189.20	0.85	3	力高集团	78.58	76.11	1.03	1
京投发展	84.29	395.78	0.23	3	众安集团	58.18	78.04	0.36	1
新华联	79.95	255.75	0.18	3	福星股份	67.82	80.34	0.45	1
三盛控股	91.74	546.99	0.27	3	建业地产	86.32	83.50	1.30	1
天房发展	77.07	218.45	0.10	3	明发集团	68.63	15.47	0.61	1
恒盛地产	87.83	415.65	0.01	3	美好置业	60.66	85.23	0.55	1
天山发展控股	87.51	270.07	0.26	3	瑞安房地产	55.81	67.32	0.72	1
南海控股	91.44	468.67	0.33	3	香江控股	70.01	43.93	1.11	1
泰禾集团	81.56	280.98	0.05	3	迪马股份	68.16	63.23	0.51	1
云南城投	94.34	801.06	0.08	3	冠城大通	60.89	72.74	0.31	1
保利置业集团	73.73	108.75	2.15	2	宋都股份	77.13	97.29	1.05	1
首创置业	74.86	156.97	1.23	2	荣安地产	73.48	67.95	1.13	1
大悦城	73.57	105.22	1.90	2	中国海外发展	53.80	27.92	5.25	0
天健集团	71.23	83.66	0.94	2	保利地产	67.40	72.14	1.95	0
合生创展集团	64.46	103.41	0.63	2	龙湖集团	67.09	51.45	4.55	0
雅居乐集团	72.79	84.55	0.95	2	华润置地	59.73	46.83	1.42	0
佳兆业集团	74.61	143.93	1.02	2	五矿地产	61.03	92.40	1.25	0
宝龙地产	73.24	89.77	0.99	2	上实城市开发	55.69	44.05	1.43	0
佳源国际控股	71.64	86.71	0.99	2	信达地产	69.56	81.50	1.16	0
建发国际集团	79.24	251.79	4.60	2	上海临港	55.44	51.21	1.35	0
中交地产	86.26	256.23	1.20	2	深圳控股	56.14	18.96	1.85	0
陆家嘴	67.49	109.98	0.33	2	中华企业	60.54	29.25	2.28	0
美的置业	78.61	104.35	1.73	2	光大嘉宝	63.80	83.11	1.53	0
景瑞控股	79.93	108.16	1.04	2	上实发展	60.08	63.05	1.01	0
荣盛发展	74.96	94.49	0.84	2	黑牡丹	56.06	37.73	1.26	0
中骏集团控股	76.36	87.72	0.92	2	招商局置地	59.75	32.90	1.77	0
阳光城	78.17	126.64	1.12	2	金地集团	69.88	66.68	1.18	0
城建发展	74.29	131.80	1.34	2	北辰实业	66.46	84.15	1.05	0
苏州高新	65.80	118.52	0.38	2	大名城	55.50	29.19	1.31	0

注：指标基于总资产规模大于 200 亿元上市房企 2020 年中报和公告的数据计算而得，计算公式如下：（1）剔除预收账款（合同负债）后的资产负债率=（总负债-预收账款（合同负债））/（总资产-预收账款（合同负债））×100%；（2）净负债率=（有息负债-货币资金）/股东权益（包含少数股东权益）×100%；（3）现金短债比=现金及现金等价物/短期有息债务（短期借贷及长期借贷当期到期部分），预售监管资金不看作现金及现金等价物，应予以扣除。

5. 政策的影响

从房地产金融风险来看，长期来说，规则通过控制房企债务融资增速，稳妥有序降低负债水平，可以降低行业杠杆率，防范和化解房地产金融风险。但短期内，“踩线”的房企将直接面临有息负债规模的“硬约束”，以及在融资过程中面临金融机构调低融资评级和强化融资歧视的可能，债务违约风险陡然上升。部分财务杠杆率较高且资金周转能力较弱的“踩线”房企，其短期偿债压力较大，流动性严重吃紧，融资规模收紧可能导致其现金流断裂，而且存在引发房企与银行、信托等相关联金融机构和债券市场的交叉违约，进而产生金融系统性风险的可能。因此，我们认为规则需以稳步推进为主基调，并设置较合理的过渡期，否则短期产生的负面效应恐超过正面效应。

从行业来看，房企普遍“踩线”，规则适用范围扩大后，行业整体杠杆率会下降，行业整体资产规模的增速也会放缓。

从房企角度来看，“踩线”房企可能会加快房地产销售和周转、出售土储或项目资产回笼资金，减少或甚至停止拿地、合作开发现有项目；对低杠杆大型“未踩线”房企来说，可能会加强低成本融资行为，以寻求优质项目或土地并购机会，增加优质土地和项目储备，行业集中度可能会进一步提升。

从土地市场来看，规则一定程度上会抑制“踩线”房企的拿地意愿，房企拿地趋于理性，土地市场会迅速降温。

五、小结与风险提示

从房地产市场运行情况来看，2020 年前三季度，新冠肺炎疫情在国内的态势成为影响房地产市场运行的主导因素。疫情暴发前期商品住房销售同比增速明显下滑，房价涨幅整体回落，租金价格水平略有下降，土地成交面积和成交金额大幅下滑，库存去化周期大幅上升。而随着二季度以来疫情在国内逐渐得到控制，因疫情而被压制的商品住房需求迅速复苏，房地产销售市场量价齐升；后疫情时期，虽然住房租赁市场需求已经回暖，但住

房租赁价格短期内仍在下行。土地交易市场第二季度出现过热迹象，第三季度后期随着以“三道红线”为监管指标的重点房企资金监测和融资管理规则的推出，土地市场迅速降温。

从房地产金融形势来看，房地产金融风险仍是监管重点。个人住房抵押贷款余额尽管仍处于高位，但增速持续放缓；在 5 年期 LPR 连续六个月保持不变的情况下，个人住房抵押贷款利率呈缓慢下降态势；从新增贷款价值比（LTV）的估算情况来看，深圳高企的 LTV 从 2020 年 6 月开始反转，随着金融杠杆管控的加强，相信深圳房价泡沫将得到进一步控制。房企融资方面，房企融资收紧的局面没有改变，前三季度除房企境内信用债发行规模有所上升外，开发贷、信托、境外信用债等融资渠道仍处于收紧状态。重点房地产企业资金监测和融资管理规则的推出，实质上是在进一步收紧房企融资环境，房企需要对现行的经营策略和财务结构进行优化。短期内，“踩线”房企将直接面临有息负债规模的“硬约束”以及在融资过程中面临歧视的“潜规则”，其债务违约风险会进一步上升。我们认为，规则需以稳步推进为主基调，并设置较合理的过渡期，否则短期产生的负面效应恐超过正面效应。

我们认为“房住不炒”是一项长期政策，中央层面防止房价过快上涨的基调不会转变。目前，房地产调控政策的核心目标是稳地价、稳房价、稳预期。任何城市只要土地价格、住房价格或住房价格预期出现较大幅度上涨，为落实城市主体责任要求，地方政府层面必将出台相应调控政策。在当前部分泡沫苗头较为明显的热点城市，地方政府层面，已经从打击捂盘惜售、扩大限购区域、增加购房门槛、提高首付比例等诸多方面采取了打补丁措施，房价快速上涨得到抑制。金融体系方面，继防范资金违规进入房地产市场后，房企降负债、降杠杆也成为央行和银保监会的监管重点。

附件：相关指标说明

1、租金资本化率：指一套住宅完全靠租金收回成本要经过多少年，它可以衡量房地产泡沫的严重程度。具体计算公式为： $\text{租金资本化率} = \text{每平方米住宅价格} / \text{每平方米住宅一年租金}$ ，它与租售比的换算关系为： $\text{租金资本化率} = 1 / (\text{租售比} \times 12)$ 。本报告中租金资本化率的分子——房价——数据是通过对二手房交易信息网站的二手房成交价格数据采集和统计而得，在剔除某些异常值后用成套价格除以住宅面积得到样本住宅的单位价格，再采取简单平均法得到整个城市的住宅单价；租金资本化率的分母——租金——数据是通过对住房租赁信息网站发布的住房租赁价格数据采集和统计而得，在得到样本单位月租金后采取简单平均法得到城市月租金水平，再乘以 12 个月得到城市的年平均租金。

2、库存去化周期：指的是待售商品房需要多长时间能够销售完。具体计算公式为： $\text{库存去化周期} = \text{商品房可售套数} / \text{商品房成交套数}$ ，由于新建商品房市场波动程度较大，本报告采取 3 周移动平均的方式进行平滑处理。数据来源于 Wind 数据库，最终源头为各城市房地产管理局。

3、贷款价值比（Loan to Value, LTV）：指贷款占住宅价值的比重，反映了住房消费中使用杠杆的程度，具体计算公式为： $\text{贷款价值比} = \text{贷款金额} / \text{住宅总价}$ 。在本报告中，我们使用的是新增贷款价值比（流量数据），而不是贷款余额与住宅总价值之比这一存量数据，其原因是我们难以估计住宅存量数据。公式中分子部分——新增住宅贷款额根据月度余额之差求得，对于没有住户中长期贷款的情形，我们使用个人消费贷款近似，或使用全国住户中长期贷款占全国贷款余额这一系数与当地城市的贷款余额相乘的方式求得近似值，分子数据来源于 Wind，最终源头为人民银行；分母部分——新成交住宅价值，由于存在阴阳合同这一问题，我们使用抓取的数据作为单价，在与各城市房地产管理局公布的住宅成交面积相乘，得到新成交住宅价值。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。