

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：李佩珈 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

金融与地产：“良性循环”

内涵与着力点*

房地产业良性循环既是宏观经济平稳运行的基石，涉及经济、金融、财税、土地、民生等诸多环节，其中促进房地产正常增长和保持房价基本稳定是其中重要内容。2013年1月13日，银保监会召开会议（以下简称本次会议），首次提出要构建金融与房地产的“正常循环”，这表明管理部门已充分认识到房地产问题的严峻性、复杂性，2023年房地产金融支持政策有望继续加码。但考虑到房地产业发展的内在逻辑深刻变化，2023年楼市难以明显乐观，实现房地产业良性循环仍旧任重道远。未来要从宏观、中观和微观三大维度准确理解房地产业良性循环的内涵，通过强化顶层设计和协调配合，在促进楼市“软着陆”的同时推动向新发展模式的平稳过渡。

金融与地产：“良性循环”内涵与着力点

房地产业良性循环既是宏观经济平稳运行的基石，涉及经济、金融、财税、土地、民生等诸多环节，其中促进房地产正常增长和保持房价基本稳定是其中重要内容。2013 年 1 月 13 日，银保监会召开会议（以下简称本次会议），首次提出要构建金融与房地产的“正常循环”，这表明管理部门已充分认识到房地产问题的严峻性、复杂性，2023 年房地产金融支持政策有望继续加码。但考虑到房地产业发展的内在逻辑深刻变化，2023 年楼市难以明显乐观，实现房地产业良性循环仍旧任重道远。未来要从宏观、中观和微观三大维度准确理解房地产业良性循环的内涵，通过强化顶层设计和协调配合，在促进楼市“软着陆”的同时推动向新发展模式的平稳过渡。

一、确保房地产市场平稳发展不仅事关稳增长，也事关稳金融

2022 年，各地在坚持房住不炒的调控主基调之上因城施策，通过持续放宽“限售”“限购”、“限贷”条件、“一人购房全家帮忙”、多孩家庭购房补贴、以限贷租换购、提升房企流动性、优化预售资金监管、公积金异地互认互贷等多项政策以助力房地产市场平稳运行。但受疫情冲击、周期下行、监管趋严等因素影响，2022 年房地产行业景气度仍然明显下行，内在运行逻辑深刻变化。一方面，房地产销售“量价齐跌”，跌幅超过历史同期。2022 年末，商品房销售面积为 13.58 亿平方米，同比下降 24.3%；房地产开发投资额同比下滑 10%，跌入两位数负增长区间；全国 70 个大中城市房价已连续 16 个月环比下跌。另一方面，开发资金来源下降、房企违约事件明显增多。2022 年末，房地产开发资金来源 14.8 万亿元，同比下降 25.9%，这是房地产发展历史上少有的情况。上市房企资产负债率由 2005 年的 59.98% 上升至 2021 年的 79.19%。不少龙头房企先后出现流动性危机，并出现较大范围的债务违约事件。房地产行业景气下行既与疫情冲击之下居民预期转弱、收入下降等有关，还与城镇化进程放缓、人口老龄化提速、监管强化等背景下房地产供需格局根本变化有关。

房地产兼具民生、消费、投资等多重属性，具有“456”特征¹。房地产市场将对经济发展和金融稳定产生重要影响。一是加大了经济下行的压力。长期以来，房地产行业对经济增长的贡献度长期维持在 5%左右水平，如果考虑其上、下游企业的拉动作用，其对经济增长的影响也将更大。受房地产行业下行拖累，2022 年房地产行业对经济增长产生了 0.34 个百分点的负向拉动（表 1）。二是对商业银行资产质量形成潜在冲击。房地产年度新增贷款（包含开发贷和个人按揭贷款在内）占银行新增信贷的比重长期接近 40%。如果考虑到以房地产作为抵押资产的相关贷款，银行相关不良资产的风险敞口就更大。三是对地方政府财政收入、居民住房权益等带来连锁影响。土地出让金等房地产业相关税收收入占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。

表 1：房地产行业增加值及对经济增长的贡献率

	房地产业 GDP(万亿元)	GDP现价 (万亿元)	房地产业 GDP/GDP现价 (%)	GDP现价 增长率 (%)	房地产业对 GDP拉动 (%)
2002	0.5	12.2	4.4	6.7	0.40
2007	1.4	27.0	5.1	17.8	1.10
2012	3.1	53.9	5.7	10.1	0.20
2017	5.7	83.2	6.9	11.2	0.50
2018	6.5	91.9	7.0	8.9	0.20
2019	7.0	98.7	7.1	10.1	0.19
2020	7.3	101.4	7.2	2.5	0.10
2021	7.7	114.9	6.7	12.6	0.25
2022	7.4	121.0	6.1	5.8	-0.34

资料来源：Wind，中国银行研究院

¹ “456”特征指的是房地产相关的贷款占银行信贷的比重长期接近 40%，房地产业相关税收占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。这一说法由国务院副总理刘鹤副总理于 2023 年 1 月 17 日在达沃斯世界经济论坛年会致辞中提出。

二、2023年金融助力房地产业“良性循环”的着力点

针对上述问题，2022年底的中央经济工作会议提出要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作等。本次会议提出“努力促进金融与房地产正常循环”“因城施策实施差别化信贷政策”等，这是对中央经济工作会议精神的进一步落实，有利于促进房地产融资修复，为楼市“软着陆”创造适宜的金融条件。预计未来一段时间，金融管理部门将从以下几个方面靶向发力。

（一）房地产融资多措并举，满足行业合理融资需求

房地产行业资金紧张、流动性风险加大是造成当前楼市难以“正常循环”的重要原因。这与疫情冲击之下房地产销售全面下行，个人按揭贷款萎缩、定金及预售资金下降等有关，也与房地产贷款集中度、“三道红线”、预售资金严监管等环境之下，房地产企业债务链条难以持续有关。2020年8月，监管层设置“三道红线”监管指标，对房企进行分档管理，限制其有息负债扩张速度；2021年1月，央行、银保监会建立房地产贷款集中度管理制度，对房企销售资金回笼带来不利影响；2021年7月，住建部等八部委联合出台文件，对预售资金进行监管，进一步加大了预售资金的回笼压力。

2022年，房企到位资金明显收缩，房地产开发贷、债券、信托、预售资金等各类融资规模大幅下降。2022年，房地产贷款同比下降25.4%，降幅相比2021进一步扩大（-12.7%），房地产企业自筹资金同比下降27.3%。信用债和信托融资方面，截至2022年末，房企境内债券净融资额已经连续5个月为负，海外债券净融资额已连续14个月为负。房地产信托余额从2019年6月的2.93万亿高点下滑至2022年9月的1.28万亿，较2021年规模下降27.3%。预售资金方面，2022年，定金及预收款和个人按揭贷款累计同比分别下降33.3%和26.5%（表2）。

因此，满足房地产企业合理融资需求成为当务之急。事实上，2022年11月以来，相关部委就已经认识到这一问题，通过支持民营企业融资、发布金融支持“金融十六条”等政策以支持房地产市场发展，形成了信贷、债券、股权等在内的多维度、全方位融资支持政策体系。本次会议提出，“努力促进金融与房地产正常循环”，这标志

着管理层更加重视房地产市场融资功能的修复，以促进房地产良性循环的开启，未来涵盖房地产信贷、债券和股市在内的融资支持政策将进一步发力。

表 2：房地产开发资金来源情况（%）

	房地产开发资金来源	其中：国内贷款	其中：自筹资金	其中：其他资金	其中：定金及预收款	其中：个人按揭贷款
2009	45.9	49.4	17.2	75.3	66.2	135.2
2014	-0.1	8.0	6.3	-8.8	-12.4	-2.6
2018	6.4	-4.9	9.7	8.3	14.5	-1.1
2019	7.6	5.1	4.2	10.0	10.1	15.4
2020	8.1	5.7	9.0	8.2	8.5	9.9
2021	4.2	-12.7	3.2	9.2	11.1	8.0
2022	-25.9	-25.4	-19.1	-30.0	-33.3	-26.5

资料来源：Wind，中国银行研究院

信贷融资方面，预计 2023 年优质房企信贷支持力度有望增强，“内保外贷”等房企海外融资规模也有望扩容。自“金融十六条”发布实施以来，已经有 60 家银行向 120 多家房地产企业提供银行授信，累计获得近 5 万亿元授信额度。2022 年 11 月，央行副行长潘功胜表示，将通过“内保外贷”业务跨境增信支持房企海外融资。

债券融资方面，2022 年 11 月交易商协会提出，将委托专业机构通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、降低增信费用等方式，支持民营企业发债融资规模扩大。初步预计 2023 年民营企业债券融资规模有望扩大至 2500 亿元以上。截至 2023 年 1 月底，已有龙湖集团、美的置业、金辉集团等三家企业获得信用增进函。

股权融资方面，2022 年 11 月，证监会决定通过恢复上市房企和涉房上市公司再融资、完善房地产企业境外市场上市政策等五项措施以支持房企增加股权融资规模，这是 2016 年以来的再次放开。预计，2023 年房企股权融资进程将明显加快。自 2022 年 11 月以来，已经有碧桂园、建发国际、华夏幸福等 29 家房地产企业披露再融资计划。

（二）推进保交楼保民生保稳定工作，维护消费者合法权益

受房地产企业资金紧张影响，2022年以来不少地方的楼盘出现停工、烂尾等新情况，带来了不良的社会影响。2022年7月28日中央政治局会议首次提出要“保交楼、稳民生”，此后各地政府和相关部门都积极行动。一些城市通过推出“一楼一策”“一对一帮扶”以及成立专项基金以纾困出险房企。各部委也推出政策性银行专项借款、修改预售资金管理办法等加大支持。目前，各地“保交楼”工作取得初步进展，但仍存在一些阻碍，主要表现为市场预期较弱、销售下降、企业“自我造血”功能不强，“保交楼”工作仍面临较大的资金瓶颈。

“保交楼”是维护住房消费者权益、促进房地产行业恢复正常循环的重要一步。2022年底中央经济会议提出，“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求”。2023年1月10日，人民银行和银保监会在联合召开的主要银行信贷工作座谈会上再次强调“运用好保交楼专项借款、保交楼贷款支持计划等政策工具”以维护住房消费者合法权益。

预计未来房地产金融政策将继续围绕“保交楼”工作加大支持力度。一方面，压实房地产企业、地方政府的主体责任，维护购房群众合法权益。在“保交楼”过程中，房地产企业、地方政府主动应对、协同推进，确保项目按约定时间竣工交付。与此同时，帮助企业通过行业重组、提供专项借款和贷款支持计划等方式进行纾困。另一方面，创新预售资金监管办法，实现预售资金的盘活。在预售资金监管模式下，房地产企业通过商品房预售取得的资金必须专款专用、封闭管理，即房地产企业只能根据项目进度部分提取，这带来很大的资金占用压力。2022年11月，银保监会出台了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，其有利于降低房地产企业获得因预售资金封闭运行带来的资金占用压力，实现存量资金“盘活”。未来要继续围绕房地产企业资金盘活出台更多政策。

（三）引导行业风险有序出清，推动房地产业向新发展模式平稳过渡

房地产企业“高杠杆、高负债、高周转”的经营模式加大了潜在风险。2020 年，房地产企业杠杆率为 80.7%，相比 2008 年上升了 8.4 个百分点，达到历史最高值，不仅高于工业行业 24.6 个百分点，也高于通用设备和汽车制造等传统制造业企业（分别为 53.6%和 59.3%），2021 年以来虽然有所下降，但仍远远超过资产负债率 40-60%的合理区间（表 3）。高杠杆模式与房地产发展阶段、住房预售制度、企业商业模式等多种因素有关。随着中国房地产行业由增量时代逐渐转向存量时代，房企高杠杆经营的弊端日益显现、亟需转型。

表 3：不同行业资产负债率变化

	房地产开发企业 (%)	工业企业 (%)	通用设备制造业 (%)	汽车制造 (%)	石油和天然气开采业 (%)	黑色金属矿采选业 (%)
2022	n. a	56.60	54.61	61.00	44.25	58.28
2021	80.30	56.10	54.53	59.48	45.62	57.96
2020	80.68	56.10	53.66	59.33	46.62	61.32
2019	80.40	56.60	53.28	60.28	45.70	60.82
2018	79.10	56.50	53.39	59.23	41.60	60.72
2015	77.70	56.20	51.87	56.91	46.27	54.78
2012	75.20	57.84	55.39	56.21	45.48	54.43
2008	72.30	59.24	60.70	57.06	43.68	47.62

资料来源：Wind，中国银行研究院

近年来，监管当局出台了多项政策以引导房地产企业发展模式转型。这在促进房地产企业回归理性经营的同时，也出现了违约风险增加等新现象。2021 年泰禾、华夏幸福、花样年华、当代置业、恒大等头部房企纷纷陷入债务危机，其既与企业自身转型不及时有关，也与房地产行业周期下行和融资政策调整偏快有关。2022 年房企债务违约问题有所好转，但偿债压力依然较大。2023 年全年，房企到期信用债及海外债合计 9579.6 亿元，相比 2022 年多 700 亿元。

本次会议提出要“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”，这与2023年中央经济工作会议相关内容表述一致，表明更加注重房地产行业风险的有序出清。一方面，以“慢撒气”的方式，引导优质房企资产负债表回归安全区。头部房企资产规模大、涉及的上下游企业数量众多，其对房地产行业具有系统性重要影响。在房地产行业景气度明显下行背景下，房地产融资政策过快收紧很容易引发因“处置风险”而带来新的风险。因此，未来要引导风险的缓慢化解、有序出清。事实上稳住了头部房企也就稳住了房地产行业的基本盘。预计，那些专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企将得到重点支持，通过开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动²支持其优化资产负债表。笔者理解，“资产激活”指将优质项目改造为保障性住房等进行盘活。“负债接续”指帮助优质房企通过债务置换、重组等实现持续经营。“权益补充”指鼓励房企通过借壳上市、发行优先股、股权转让等获得资金，以提高股权资金占比。“预期提升”指通过加大居民住房购房支持等提高其市场预期，例如进一步降低房贷利率等。

另一方面，处置好个别房企的债务问题，做好风险隔离。通过帮助企业自救和依法依规处置等多种方式帮助房企化解债务风险。区分资产类别，按市场化原则处置风险。对“好资产”，可通过债转股、引入资产管理公司等方式帮助债务重组。对“坏资产”，以前问题企业处置案例为模板，采取接管、资产剥离等手段进行处理，防止流动性危机向金融系统蔓延，向其他房企和上下游产业链蔓延。

三、促进房地产业良性循环的几点思考

本轮房地产行业风险的严重性、广泛性和影响都超过过去，如何稳住房地产市场成为当务之急。既要立足当下，缓解行业当期压力，又要放眼长远，培育行业健康发展的根基。特别是考虑到我国房地产行业正处于“三期叠加”新阶段，即处于“地产周期的下行期、结构转型的阵痛期和新发展模式的转型期”，这要求着眼长远、强化系统思维和顶层设计等以促进房地产业良性循环。

² 这四项行动于2023年1月10日由人民银行、银保监会联合召开的主要银行信贷工作座谈会中提出。

（一）促进房地产在恢复正常循环基础之上逐步实现良性循环

一方面，更大力度地支持刚性和改善性住房需求，充分释放住房需求潜能。新市民、青年人是城镇化进程的最主要推动力，也是一个地区最为庞大的刚性住房需求群体，要加大对新市民、青年人等群体的支持力度，进一步挖掘刚性住房需求潜能；优化公积金管理制度，更好发挥其作用。采取共用公积金贷款、推动异地公积金贷款业务等政策，持续挖掘居民合理购房需求。另一方面，优化房地产贷款集中度、“三道红线”等政策，给市场主体充分的时间。事实上，此前监管部门已通过将保障性租赁住房贷款不纳入房地产贷款集中度的方式进行优化，未来还可考虑进一步延长实施时间等方式加以支持。根据2020年末银保监会颁布的《房地产贷款集中度管理办法》，其设置了2-4年调整过渡期，未来可考虑将过渡期延长至4-6年。

（二）准确理解房地产良性循环的深刻内涵，促进新发展模式构建

房地产良性循环涉及经济、金融、财政、土地、民生等诸多方面，是一项复杂的系统工程。其中，促进房地产正常增长和保持房价基本稳定是重中之重，它是构成房地产良性循环的重要条件。可从三个维度进行理解：一是房地产与宏观经济的良性循环。房地产是国民经济的重要组成部分，涉及房地产与上下游产业，房地产与金融，房地产与民生，房地产与财政、土地和税收等之间的良性循环。二是房地产市场内部的良性循环。涉及土地市场、保障房市场、租赁市场、新房及二手房交易市场等多个子市场。三是房地产企业自身的良性循环，这涉及房地产企业在开发、经营和服务活动各环节，目的是促进房地产企业自身长期健康发展。三者相辅相成、相互影响，从宏观、中观和微观层面构成房地产业良性循环的总体框架。可从以下环节促进房地产良性循环格局构建。第一，坚持房住不炒原则，避免资金过度涌入房地产业。未来既要坚持房地产是国民经济支柱行业这一定位，又要防止过度投机炒作。房地产税是抑制房地产投资的重要工具，未来要根据房地产市场发展形势择机推出。各国经验表明，在宏观经济稳定、房地产过热时往往是房地产税推出的较好时间窗口。因地制宜、因

时制宜，逐步淡化限购等行政性调控手段，更加注重向市场化调控手段的回归。以限购为代表的行政性调控手段是应对房地产市场过热时期的非常之举，这为助力楼市降温、促进市场回归理性发挥了重要作用。但当前房地产市场内在逻辑深刻变化，行政性调控手段既难以满足当前楼市稳定的需要，更难以适应中长期房地产市场发展趋势的需要。因此，需要抓住时机，推动房地产调控手段向市场化手段回归。

特别值得注意的，回归市场化绝不意味着放任。需要从供需两端构建有利于房地产市场长期稳健发展的住房金融调控新模式。即，供给端重在构建租购并举住房供给新模式，更好满足不同居民差异化住房需求。需求端重在构建以房地产逆周期宏观审慎监管制度为核心的调控机制，避免房地产过度炒作。

（三）将房地产融资模式转型纳入房地产长效机制总体框架中

房地产开发企业过度依赖信贷资金这单一融资结构，很容易将行业债务风险传导扩散到整个金融领域，产生多米诺骨牌效应，有必要将房地产企业融资模式转型纳入房地产市场长效机制总体框架之中。短期看，要通过稳预期、提信心、促融资、纾困房企等多种方式促进楼市回暖，进而带动房地产融资修复。当前，要特别重视通过存量资产盘活、债务重组、REITS 发行等方式，帮助房地产企业化解当前面临的流动性风险。长期看，要将推动房地产企业融资模式转型，促进其长期健康发展。一方面，房地产企业自身要充分认识到“高杠杆、高负债、高周转”模式的危害，避免盲目扩张和加杠杆，并根据未来房地产需求的新变化，构建与之相匹配的经营方式和融资模式。例如，提高物业运营能力，从前期过度重视开发向强化管理和服务转型，适应“存量住房”新时代的到来；加快发展养老地产、加大对城市更新改造、保障性租赁住房的建设力度等，更好满足老龄化背景下住房需求的新变化。另一方面，政府也要创造条件帮助房地产企业融资模式转型。既要继续通过“三道红线”等监管手段引导房地产企业专注主业、避免盲目扩张，也要继续优化土地拍卖、预售资金监管政策等，引导房地产企业从增量开发向存量运营转型，并更加注重构建债务可持续、融资渠道更多元、市场化运作的保障性住房融资新模式。

