



2023 年第 15 期 总第 202 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2023 年 4 月 19 日

有效防范化解房企风险 促进房地产平稳发展

尹中立

- 高负债率是当前我国房地产开发企业的共同特点，其产生的原因或存在的理由主要有以下三个方面。首先，受市场环境变化影响，房地产开发企业探索出了“高负债、高杠杆、高周转”的经营模式。其次，企业通过“三高”经营模式可以迅速扩大公司的业务规模，从而获得资本市场的入场券。最后，做大企业规模可以有效降低融资成本。
- 在追求规模扩张的实践中，房地产开发企业通过“明股实债”的操作方式，既满足了金融机构的风控标准，又满足了监管部门关于项目资本金的要求，但是系统性风险也正因此而不断累积。

- 关于化解房企债务风险及完善监管政策的建议，可以通过以下两条途径解决房企财务杠杆率高的难题：一是借鉴国际经验，由国家成立专门的机构，对符合一定条件的房企进行资本金补充；二是由各级地方政府回购已经竣工的住房，用于保障性住房储备。另外，建议参照金融机构的监管标准来监管大型房企，包括对房地产龙头企业实行资本充足率管理，以及提高信息透明度。

2022 年 12 月 16 日闭幕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，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为”。这是中央文件首次提到头部房企的风险，说明化解和处置头部房企的债务风险已经列入中央的决策议程。本文分析房地产开发企业高负债经营产生的背景及动机，有利于正确理解和化解头部房企的债务风险，也有助于完善房地产金融监管制度。

一、高负债率是当前我国房地产开发企业的共同特点

第一，从纵向时间轴看，房企的资产负债率一直呈上升趋势。1991 年住宅开发企业的资产负债率仅为 38.7%，至 1998 年房改时期房企的资产负债率达到 49.6%；1999 年至 2015 年，房企资产负债率上升至 76.7%，上升了 25 个百分点；2015

年中央提出“三去一降一补”的供给侧改革思路，众多行业的负债率都有不同程度的下降，唯独房地产行业杠杆率还在上升，2021 年房企资产负债率达到 80.7%。

第二，从横向国际比较看，我国上市房企资产负债率明显高于主要发达国家。2020 年，英国、法国、德国、美国、日本上市房企资产负债率分别为 37%、38%、54%、57%和 69%，而同期我国上市房企资产负债率为 79.5%。

第三，负债种类呈多样化，大体上可分为三类：其一，来自传统金融体系的负债，包括贷款和债券；其二，来自房企上下游的负债，主要包括购房者的预售资金和供应商的应付账款，这两者对房企的债权一部分来自于自有资金，另一部分来自于银行体系，如购房者的按揭贷款；其三，创新型金融工具和影子银行融资，创新型金融工具指房企发行的各类资产证券化产品，如购房尾款 ABS、供应链 ABS、类 REITs 等，影子银行融资指房企发起的以少数股东权益和长期股权投资“名股权实债”的融资，这些融资的最终资金来源还是银行体系（如信托或同业贷款）。

我们使用国家统计局公布的房地产开发资金来源数据对房地产企业的债务规模及财务杠杆进行估计。2021 年房地产开发资金来源中，来自下游购房者的负债为 10.6 万亿元，占房地产开发资金来源的比例为 52.9%；来自上游供应商的负债为 5.2 万亿元，占比为 25.7%；两者合计占比 78.6%。

如果考虑国内贷款，房地产开发资金中负债资金占比将高达 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，真正的杠杆倍数超过了 20 倍，已经远高于金融机构。

有些房地产企业还存在表外负债的现象，这些企业的实际债务杠杆率比上述行业平均数还要高。

二、房地产开发企业为什么要高负债经营？

高负债经营已经成为房地产行业的普遍现象，其产生的原因或存在的理由主要有以下三个方面。

首先，与市场环境变化有关。2003 年之前，土地市场的透明度很低，房地产开发企业获得廉价土地就意味着盈利，这个阶段房地产企业比拼的是获取土地的能力，获得了土地就获取了利润，土地储备的规模决定着房地产开发类上市公司的估值。2003 年之后，随着“招、拍、挂”制度的实施，土地市场的透明度越来越高，廉价获得土地的时代渐渐远去。最近十余年，100 个大中城市的住宅用地出让单价从 3390 元/平方米升至 1.3 万元/平米，随着土地价格的快速上涨，土地成本在房地产开发成本中的占比快速上升，土地款占商品房销售额（现房与期房合计）的比重从 2012 年的 36.6% 升至 2021 年的 44.1%，土地和税收占销售收入的 60%左右。

为了确保企业的净资产收益率不降低，从 2010 年开始，

有些房地产开发企业探索出了新的经营模式：通过加快前期的开工进度，快速获取预售资格，然后用购房者提供的预付款支撑下一阶段的购地支出和新开工。该经营模式的核心特点可以概括为“高负债、高杠杆、高周转”（简称“三高”模式）。该经营模式得到了资本市场的广泛认可，直接表现为财务杠杆越高的房地产企业，股票估值越高，同一家房地产商的财务杠杆率提高意味着估值水平的提升。在资本市场的激励与约束下，高负债经营模式被广泛采用。

其次，通过“三高”经营模式可以迅速扩大公司的业务规模，从而获得资本市场的入场券。房地产开发企业要进入资本市场融资必须达到一定的土地储备规模及销售规模，增加财务杠杆是实现规模扩张的有效手段。内地房地产企业在 2010 年前后出现了赴港上市的高峰。世茂集团和碧桂园分别是 2006 年和 2007 年赴港上市，属于赴港上市比较早的一批内地房地产企业；中国恒大和佳兆业的上市时间均是 2009 年，融创中国的上市时间是 2010 年；2018 年之后，中梁地产赴港上市，属于赴港市场的最后一批房地产开发类公司。

这些公司上市之后市场信用评级上升，可以获得更多的融资便利，而非上市公司即便有扩张的冲动也无法获得融资的机会，因此，上市公司成为房地产商中财务杠杆最高的群体。

第三，做大企业规模可以有效降低融资成本。金融机构对房地产开发企业的信用评价主要倚重其销售规模及企业

资产规模，结果是房地产开发企业的融资价格与其销售规模呈反比。从横向比较看，万科一直居行业龙头，其融资成本不到 5%。中梁地产在 2014 年还没有进入销售前 100 名单，其销售规模只有万科的五分之一，根据其 2018 年招股说明书数据，该公司 2016 年的融资成本为 11% 左右，是万科的两倍以上。从纵向比较看，中梁地产在 2018 年上市融资之后迅速扩张规模，2020 年其销售规模进入前 25，此时的融资成本从 2016 年的 11% 下降到了 8.5%。

从金融机构的角度看，关注房地产开发企业的规模是控制风险的需要。无论是商业银行还是以信托机构为代表的影子银行，基本上都只与销售规模排名前 100 名的房企产生业务关系，尤其是影子银行更加注重房地产开发企业的业务规模。一般而言，排名越靠前的房地产开发企业，融资越便利且融资成本越低，反之，业务规模增速跟不上第一梯队和第二梯队的公司难以得到融资，就会逐渐被市场淘汰掉，房地产行业出现强者恒强的市场格局。近十年来，房地产市场集中度一直是在上升的，说明规模大的房地产企业发展速度比规模小的企业更快，而中小规模的房地产企业为了获得市场生存空间被迫进行赶超。“逆水行舟，不进则退”是房地产市场竞争格局的真实写照，房企不由自主地进入了高负债扩张的轨道。

三、“明股实债”是房地产开发企业回避监管的重要手段

金融机构为了控制风险，对房地产开发企业的融资设置了财务指标要求，监管部门对每个独立开发的项目资本金同样有明确的要求。例如，信托融资需要满足“432”要求，其中的“4”是指“四证齐全”，“四证”即指《国有土地使用证》《建设用地规划许可证》《建设工程规划许可证》和《建设工程开工许可证》。“3”是指项目中房地产公司至少要有30%的自有资金。“2”是指融资方至少有2级或以上的资质。30%的自有资本金要求对房地产企业的财务扩张起到了限制作用。在追求规模扩张的实践中，房地产开发企业通过“明股实债”的操作方式，既满足了金融机构的风控标准，又满足了监管部门关于项目资本金的要求。该操作体现了房地产行业高超的融资操作技巧，操作过程可以总结为：成立SPV，放出部分股权，吸引社会资金。从公开资料看是以股权形式进行融资，但还有一份回购协议，回购协议一般不会公开，因此“明股实债”的操作具有隐蔽性。通过“明股实债”的操作就可以完全化解30%的自有资本金的束缚，实现不受约束的扩张。

从法律的角度看，股东以自己的出资额为限承担公司的风险，权益资本是公司承担风险最基础的保障，这是监管部门强调所有房地产开发项目必须满足一定比例的资本金要求的基本逻辑。如果大量的债务资金通过影子银行的层层嵌

套和通道，摇身一变成了“股权资本”，承担风险的制度设计就形同虚设。权益资本永远是稀缺的，而债务资本的供给是无限的，“明股实债”可以让房地产开发企业脱离权益资本的约束实现快速扩张，但是系统性风险也正因此而不断累积。

为了适应“明股实债”的操作，房地产开发企业通常采取集团公司、区域公司、项目公司的三层架构组织模式，集团公司是筹资和资金回流的中心，区域公司是拿地投资的核心，项目公司则负责具体业务。房地产开发企业的集团公司类似于金融控股母公司，处于房企金融化链条中的核心。其主要职责是以主体信用融资，或为项目公司提供担保融资，将融到的资金分配给区域公司拿地，同时将项目公司的预收款抽走。母公司成为资金集中和周转中心，区域分公司类似于风投事业部，而项目公司也并不从事实际生产，大量设计和建筑业务都是外包的。根据笔者估算，2021 年房地产开发资金来源于“明股实债”等非常规融资的部分为 4.4 万亿元，占自筹和其他资金的比重为 61.3%，占房地产开发企业全部资金来源的比重为 21.7%。

“明股实债”始于 2010 年，其产生与发展与影子银行密切相关，没有影子银行的扩张就不会有“明股实债”规模的壮大。2009 年以后，影子银行进入快速增长阶段，为房地产企业的扩张提供了条件。为应对国际金融危机的冲击，2009 年我国实施了宽松的货币政策，从 2010 年开始，货币

政策回归常态化操作，金融监管部门加强对金融机构信贷投放总量、节奏和结构的管理，贷款增速和投向均受到严格约束。在这一背景下，为规避宏观调控和监管，银行将资产大量移到表外。各类跨市场、跨行业的影子银行因而迅速增长，尤其是银行理财与信托公司的“银信合作”业务急剧膨胀。银行利用理财资金购买信托公司的信托计划，信托计划再以信托贷款方式投向房地产行业。仅 2010 年上半年，银信合作业务就由年初的 1.4 万亿元猛增至 2.08 万亿元。证券资管、基金及其子公司资管将非标债权纳入投资范围，银证合作、银基合作、银证基合作快速发展。委托贷款也异化为贷款出表的重要通道，相当一部分是“假委托”。这一时期影子银行业务大多是银行主导，信托、基金、证券、保险主要是通道方，资金大部分投向非标债权。

在广义影子银行中，同业特定目的载体投资、同业理财和投向非标债权及资管的银行理财、委托贷款、信托贷款、网络借贷 P2P 贷款和非股权私募基金的影子银行特征更为明显，风险程度更突出，属于高风险的狭义影子银行范畴。根据中国银保监会研究局课题组发布的《中国影子银行报告》，截至 2019 年末，狭义影子银行规模为 39.14 万亿元，占广义影子银行的 46.2%，较历史峰值下降 11.87 万亿元。

2010 年之后，房地产开发企业通过“三高”模式实现快速扩张和影子银行规模的快速膨胀是互为因果的。从上市公

司的财务数据看，房地产开发企业的少数股东权益占比越高，意味着通过“明股实债”的操作规模也越大。

房地产类企业的表外负债债权人主要是以信托机构为主的影子银行，这些资金的成本较高，而且有时间限制，当房地产销售速度放慢，项目的资金回笼放缓，风险就会逐渐暴露。

四、化解房企债务风险及完善监管政策的建议

（一）关于化解房企债务风险的政策建议

当前房企债务风险主要集中在头部大型房企，中央经济工作会议明确要求“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，笔者认为要解决房企财务杠杆率高的难题，可以通过以下两条途径。

途径之一是补充资本金。房企之所以出现债务风险，核心的问题是资本金不足，“明股实债”的操作让大量债务资金充当了资本金，只有补充资本金才能从根本上提高房企的信用水平。资本市场已经为此做好了准备，中国证监会已于2022年11月在房地产企业股权融资方面调整优化五项措施：一是恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，二是恢复上市房企和涉房上市公司再融资，三是调整完善房地产企业境外市场上市政策，四是进一步发挥REITs（不动产投资信托基金）盘活房企存量资产作用，五是积极发挥私募股权投资基金作用。

尽管证监会关于房地产企业融资政策出现了调整，但资

本市场的融资需要符合一定的前提条件，只有部分优质房企才能通过资本市场实现补充资本金的目的。对于大多数已经出现债务风险的房企而言，通过资本市场来补充资本金还需要政府信用及时介入。

鉴于房企资本缺口规模较大，笔者认为，可以借鉴国际经验，由国家成立专门的机构，对于符合一定条件的房企进行注资，注资可以通过优先股的方式，也可以通过普通股的方式，待市场恢复正常择机退出。该机构的资本金来自财政部，可以通过在银行间市场发行金融债筹集经营所需资金。国家信用的介入可以起到“四两拨千斤”的作用。

途径之二是由各级地方政府回购已经竣工的住房，用于保障性住房储备。此举可以加快房地产开发企业的资金回笼，降低债务压力，而且可以增加保障性租赁住房的比重。为了缓解地方政府的资金压力，保障性租赁住房可以通过发行 REITs 的方式在资本市场融资。可以委托专门的机构或企业负责这些住房的收购，按照市场化原则实行项目制管理，引入职业经理人，对金融机构收购的住房产品做资产证券化处理（REITs、ABS、MBS）。职业经理人同时负责将住房产品通过出租或者出售的方式提供给享受住房政策保障的个体。

从已经实施的案例看，保障性租赁住房要实现证券化，需要由财政提供贴息。如果项目提供的稳定收益现金流能保持在 2%，财政贴息 2%可以让该类金融产品具有市场吸引力。

这种情况下，财政支出对资产的撬动效应是 1: 50，即 1000 亿元的财政贴息可以撬动 5 万亿元的资产，按照每套房产 100 万元计算，大约可以为 500 万个家庭提供政策保障性住房。

（二）关于完善房地产金融监管制度的政策建议

房地产企业集中出现债务风险暴露了房地产金融监管的缺陷。出现债务风险的房地产企业主要集中在规模比较大的企业。2020 年 8 月，人民银行等部门针对房地产龙头企业出台了“三线四档”政策，对房地产龙头企业的财务杠杆提出具体的量化指标要求。笔者认为是十分必要的，在此基础上还应该进一步制度化。建议参照金融机构的监管标准来监管大型房企，具体措施包括以下两点。

其一，对房地产龙头企业实行资本充足率管理。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。

其二，提高信息透明度，尤其是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。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联系人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）