



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

金融專報

2023 年第 35 期 总第 222 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 9 月 21 日

房企债务风险现状及应对策略

尹中立

- 目前，房企普遍存在两大风险。一是流动性风险。一方面，70%以上民营控股的房企都已经出险，难以获得银行的融资支持；另一方面，股权融资政策有所松动，但市场约束增加，难以募集资金。二是资产减值风险。尽管从统计数据来看，下跌幅度并不大，但事实上资产缩水较为严重。
- 借鉴美国、日本、西班牙三国应对房地产市场危机的经验，最有效率的应对之策，首先就是政府信用介入，同时要准备大规模的财政刺激方案，通过政府加杠杆的方式让居民和企业去杠杆。其次，设立“中国住房银行”参与处置房企的债务风险，其资本金来自财政部发行的特别国债，以

国家信用在资本市场发行债券融资，其功能是向房地产开发企业提供流动性支持，为实施国家住房保障制度提供金融政策。最后，完善房地产金融的监管制度建设，一是参照金融机构采取资本充足率管理，二是对上市房企的隐性债务进行特别信息披露。

应对债务风险对房企而言至关重要，将直接影响到金融机构对房地产金融业务的风险评价。当前，这一问题变得更加紧迫和敏感。

一、当前房企债务及风险现状

关于中国房企的总体风险及债务数量，本文以所有的上市房企作为样本进行统计测算。首先，从三道红线财务计算指标中的“现金短债比”看，2015年之后房企现金短债比快速下降，尤其是2022年现金短债比接近1，风险凸显。这意味着房企到期的债务与线上账户拥有的现金之比接近1，房企持有的现金即将不能覆盖到期债务。2023年第一季度，该数据平均水平已经降至1以下。而从结构上看，大型房企和小型房企在现金短债比上存在显著差异，中小房企的现金短债比表现相对健康。大型企业之所以能够发展壮大，秘诀在于能够更多地利用杠杆。而小型房企虽然也希望使用杠杆，但由于规模较小，缺乏获得融资资格的能力，因此难以实现这一目标。

其次，从债务超过千亿的房企数量来看，2010 年只有 4 家，2014 年只有 9 家，而从 2015 年开始，债务超过千亿的房企数量迅速增加。从上市房企的总负债规模看，2008 年至 2021 年由 3.17 万亿元增长至 46.18 万亿元（由于不同口径的计算方式不同，总体规模值可能不一致），13 年间增长了 13.6 倍，年均复合增长率高达 22.9%。

目前，房企普遍存在两大风险。一是流动性风险。2022 年底，全部房地产行业上市公司的现金短债比已经接近 1，而 2023 年第一季度，房地产行业上市公司中 80% 的现金短债比跌破 1，这意味着 2022 年 11 月出台的“金融 16 条”尚未从根本上解决房企的流动性风险。一方面，70% 以上民营控股的房企都已经出险，难以获得银行的融资支持；另一方面，股权融资政策有所松动，但市场约束增加，难以募集资金。二是资产减值风险。很多房企的土地储备主要集中在三四线城市，只要这些城市的房地产市场价格平均下跌 10%，就会有很多公司资不抵债。尽管从统计数据来看，下跌幅度并不大，但事实上资产缩水较为严重。2022 年上市公司年报里，减值准备超过 100 亿元的公司已超过十余家，实际上可能更差。

二、房地产政策思路出现转变的逻辑

一是如何正确理解“三道红线”政策的逻辑，二是了解当前房企债务危机的政策思路。

首先，设置“三道红线”是由于宏观决策层对房地产的

决策思路和逻辑正在进行调整。一直以来，房地产在中国经济中的角色涉及三条曲线，分别为 GDP 增长曲线、制造业投资增长曲线以及房地产开发投资增长曲线。实际上，这三条曲线中占主导地位的是房地产开发投资增长曲线。以前房地产开发投资回升，宏观经济一定会回升，但在 2015 年后，房地产开发投资明显回升，却并没有带动 GDP 的回升。更进一步，从季度数据来看，2018 年之后，宏观经济和房地产开发投资出现了分叉效应，即房地产开发投资持续处于高位，但其他宏观经济指标却都相对疲弱。

有人认为，2018 年的这种现象可能是受到中美贸易摩擦的影响。然而数据显示，此前的 2015 年至 2018 年期间，房地产投资已经强势回升，但其他经济指标并没有表现出同样的强势回升。这究竟是什么原因？有业界机构在几年前进行了一项宏观经济和房地产投资之间效应的研究。研究结果表明，房地产投资对宏观经济的影响包括两个方面：拉动效应和挤出效应。

首先，房地产投资对居民消费的影响。以买房为例，由于使用按揭贷款购买住房，那么其他消费就会受到影响，这是挤出效应。同时，购房也会产生拉动效应，即购买房子后必须装修，相关的消费会随之增加。这两个效应中拉动效应大还是挤出效应大，取决于房价收入比。该机构通过计算显示，房价收入比高于 4 时，挤出效应将显著超过拉动效应。

其次，在房地产投资对总投资的作用方面，当房价收入比高于 11 时，房地产投资的挤出效应大于拉动效应。最后，根据不同房价收入比水平下房地产投资与消费对总投资和总消费拉动与挤出效应的情景分析，9 是一个临界点。当房价收入比超过 9 时，房地产投资增加对总消费的挤出效应大于拉动效应，刺激房地产市场繁荣会对 GDP 起到抑制作用。反之，刺激房地产市场会使宏观经济和 GDP 强势回升。

当前，我国政府面临一个两难选择：保房地产还是保消费。对于宏观决策者而言，消费在 GDP 中占据六成。这是“压舱石”的作用，但目前“压舱石”状况并不稳定。在 2017 年之前，居民消费增速一直保持在 15% 以上，但现在已经跌至接近于 0，下滑非常严重。另外，中美贸易摩擦使我们深刻认识到制造业才是立国之本，关键核心技术的自主创新进程加快，高涨的房地产则被视为阻碍科技创新的因素。2019 年股市推出科创板，2023 年宣布全面实施注册制改革。在这种背景下，房地产市场确实处于一个相当尴尬的状态。那么，如何最终化解房企的债务风险？

三、化解房企高负债的思路

借鉴美国、日本、西班牙三国应对房地产市场危机的经验，房价下跌会导致“资产负债表型衰退”，进而引起货币政策失效。那么，什么是资产负债表型衰退？宏观经济有一个假设前提，即所有企业都是理性的，企业的所有人都追求

利润最大化。理性人假设在正常情况下是没错的，但当大多数企业和居民的债务压力非常高时，一旦在外界作用下，资产价格开始缩水，所有人的行为就会发生变化。以前是盈利最大化时期，当资产价格下跌且面临还债压力巨大时，会寻求债务最小化，将所有现金流用于偿债，而非扩大生产和消费。如果大家都是理性地追求利润最大化，只要降低利率，大家就敢花钱、敢投资，这时货币政策是有弹性且有效的；但当所有人都追求债务最小化时，货币政策就会失效。

那么，该如何应对这种情况？首先，最有效率的应对之策就是政府信用介入，同时要准备大规模的财政刺激方案，通过政府加杠杆的方式让居民和企业去杠杆。要有这种统一认识。

政府信用介入，即政府信用介入置换民间高融资成本的资金。对于已经出险的企业，其市场上融资的成本实际上非常高，每年都在 10% 左右。通过政府的信用介入，可以帮助企业做一部分信用背书，或者用其他方式置换高成本的资金，这种方法并不是没有先例。1998 年，我国处理银行不良资产时，曾经成立了四大资产管理公司，将工农中建等国有大型商业银行的坏账全部交由资产管理公司处理，在剥离工农中建的坏账后，引进股权投资。这就是处置不良资产的成功案例和经验。本文认为，这种方式是未来房地产行业可以借鉴和尝试的，而且这在国外是通行的做法。

不过，仅做到这一点还不够，因为未来可能会出现“资产负债表型衰退”，货币政策失效，如何才能确保经济不失速？我们需要大力推动政府财政信用的扩张，即财政必须提供一个强有力的刺激方案。民间正在不断收缩杠杆，已经失去了扩张效应。因此，政府必须采取强有力的刺激措施，通过政府加杠杆来激发居民和企业的杠杆。回顾 2008 年的金融危机，从小布什到奥巴马，美国两届政府均发力：小布什时期签署了价值 7000 亿美元的金融救助计划，到奥巴马时期又增加了 1 万余亿美元的救助计划。尽管美国财政部当时投入了大量资金，但事后发现，只要阻止了金融系统的崩溃，最终还是能够获益。例如，花旗银行陷入困境后，原本几千亿美元的资产迅速缩水，市值仅剩一百余亿美元。当时，美国政府以较低的价格向花旗银行提供了资金援助，并提供信用背书，但前提是政府要占有很大比例的股权。随着市场情况恢复，花旗银行的股票价格上涨，美国政府在二级市场出售所持股票并赚取了利润。实际上，美国政府当时投入了几万亿美元资金，最终确实实现了盈利。这种统一的思想认识非常重要。从美国次贷危机爆发之后的处置过程看，形成救市的共识并非易事，在美国国会曾经有过激烈辩论，最终才形成共识。

其次，可以参考 2008 年美国应对次贷危机的经验，设立“中国住房银行”参与处置房企的债务风险。2008 年 10

月，美国国会通过了《紧急经济稳定法》，决定出台“问题资产救助计划”（Troubled Asset Relief Program, TARP）。其主要内容是授予美国财政部 7000 亿美元资金额度，用于购买和担保金融机构问题资产。新设立的“中国住房银行”的资本金来自财政部发行的特别国债，以国家信用在资本市场发行债券融资。其功能是向房地产开发企业提供流动性支持，为实施国家住房保障制度提供金融政策。

最后，完善房地产金融的监管制度建设。房企集中出现债务风险暴露了房地产金融监管的缺陷，“我们不能浪费一次危机”，应建议参照金融机构的监管标准来监管大型房企，具体措施包括两点。一是参照金融机构采取资本充足率管理。对房企投资开发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，在微观上可以起到控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。二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）