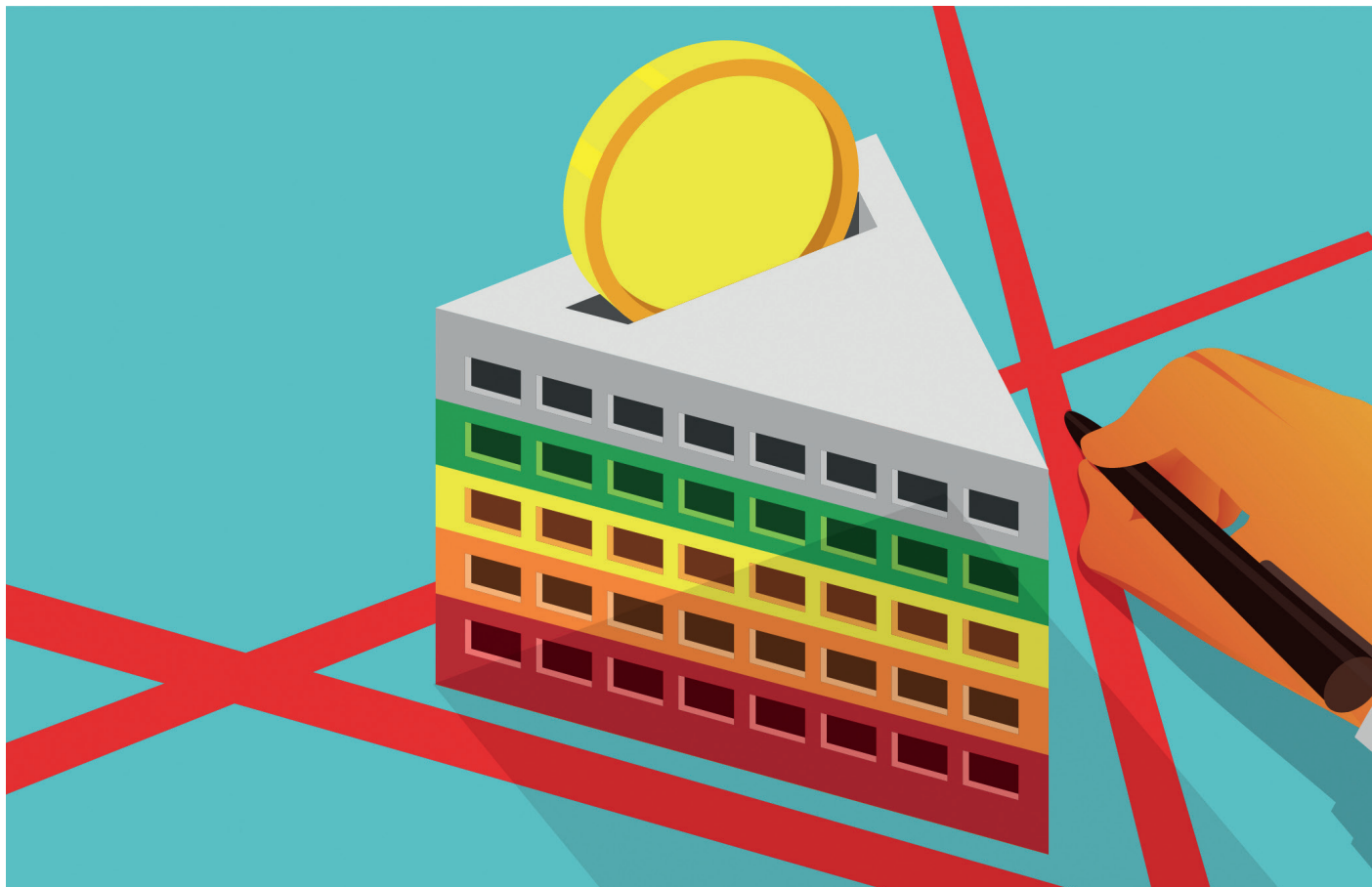


# 房企迎考融资“三道红线”

面对“三道红线”，房企的主要任务在于控负债、降杠杆，简单说就是要少拿地、高开工、强推盘、快施工，进一步简化就是去库存和高周转。

文 | 宋雪涛 赵宏鹤



8月20日，住房和城乡建设部召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。相关规则涉及“三道红线”：第一，扣除预收账款后的资产负债率大于70%；第二，净负债率大于100%；第三，现金短债比小于1倍。过渡期截至2023年6月30日，届时如果超“三道红线”，有息负债不得增加；超“两道红线”，有息负债年增速不得超过5%；超“一道红线”，有息负债年增速不得超过10%；所有要求均达标，有息负债规模年增速不得超过15%。

10月14日，中国人民银行召开第三季度金融统计数据发布会时再次明确，融资管理规则是房地产市场长效机制建设的重要内容，也是房地产金融审慎管理制度的重要组成部分，后续还将稳步扩大适用范围。从监管意图来看，“三道红线”指向房企控负债、降杠杆，可能对宏观经济和行业格局产生中长期影响。

### 主要难点在于降杠杆

根据今年中报的数据，在A股上市的房地产开发公司（剔除ST）中，踩第一条线的占比40%，踩第二条线的占比33%，踩第三条线的占比56%。虽然踩线现金短贷比的房企较多，但由于存在一定表外调节的空间，因此达成难度相对低于负债率指标。相比之下，调节难度更大的是资产负债率指标，因此房企达标“不踩线”的主要难点在于降杠杆，这也是“三道红线”监管的主要效应之一。

进一步选取在A股和港股上市的内地房企，剔除ST后共155家，2020年中报数据显示，共有68家剔除预收账款的资产负债率高于70%，总资产合计20.2万亿元，负债合计16.8万亿元，其中存货价值10.5万亿元，预收账款4.3万亿元，整体资产负债率（剔除预收账款）78.4%。面对“三道红线”大考，这部分房企的

压力相对较大，需要积极应对。

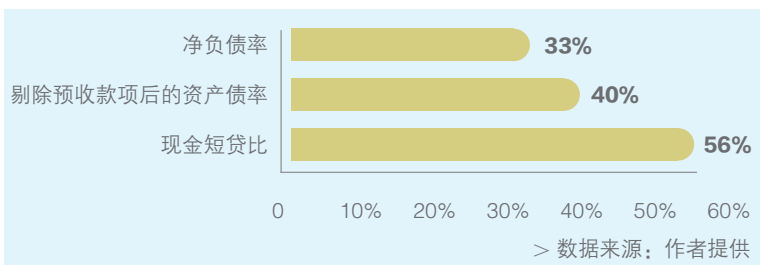
相比于资管新规通过压缩表外业务直接影响房企现金流量表，“三道红线”针对资产负债表的监管，一定程度上给予了房企表外腾挪和通过股权融资、债转股、REITs等方式降杠杆的空间。但考虑到部分大型房企的体量和对于中小房企的可行性，回归房地产开发的本业可能仍然是房企降杠杆的主要途径。

房地产开发流程中，涉及融资的包括拿地、开发、销售等环节，但只有拿地环节是房企在实质性加杠杆；开发环节的融资是为了获取预售回款，从而可以偿还前期贷款和施工竣工，是后续降杠杆的基础；销售环节中的融资主体是居民，是房企将杠杆转嫁给居民的过程。另外，根据现行结算制度，只有在建项目竣工交付后，房企才可以将预售账款确认收入、形成利润。

因此，除了加大股权融资、债转股、发行REITs、并购、偿还债务等途径，房企降杠杆的关键是在过渡期内适当减少拿地，并且尽可能将土地库存转化为商品房库存并销售，随后进行施工，最终竣工交付以确认收入。简单来

在“三道红线”约束下，房企的融资压力将会延续，并且可能进一步推动去库存和高周转，从而对宏观数据和行业格局产生一系列中长期影响。

### A股上市房企踩线情况





> 资料来源：作者提供

说可以概括为少拿地、高开工、强推盘、快施工，进一步简化就是去库存和高周转。

### 行业集中度将提升

从监管效应来看，“三道红线”是对资管新规的进一步延伸，实际上从2018年资管新规落地以来，去库存和高周转的影响就已经陆续显现。与此同时，房地产融资与我国信用扩张的相关性也在逐渐减弱。过去十余年间，国内的信贷周期几乎等同于房地产周期，表外影子银行的扩张更是与房地产直接相关。近年来，随着政策导向持续向制造业、小微企业、普惠金融等方向倾斜，对房地产融资的限制逐渐增加，信贷增速尤其是中长期贷款增速与房地产贷款增速的相关性逐渐减弱。

在“三道红线”约束下，房企的融资压力将会延续，并且可能进一步推动去库存和高周转，从而对宏观数据和行业格局产生一系列中

长期影响。

根据我们的定量估算，假设2023年中报所有踩线房企的整体资产负债率（剔除预收账款）从78.4%降至70%，尽管这意味着部分踩线房企达标、部分仍未达标，但需要去化的存货所形成的年均商品房销售金额是2020年的19.8%，年均销售面积是2020年的13.0%，年均新开工面积是2020年的15.0%，年均建安投资是2020年的15.1%。换言之，如果房企不减少拿地，则需要在未来2年将销售面积增速保持在13%、新开工面积增速保持在15%、建安投资增速保持在15.1%，这在当前的政策基调、城镇化率水平和人口结构下实现难度很大。

因此，单独依靠去库存和高周转结算实现“三道红线”达标并非易事，除了综合采用增加权益融资、债转股、REITs等方式外，房企大概率会持续减少拿地，新增拿地增速和存货增速都可能转为负增长。前端转为负增长后，

将会连带拖累后续的新开工、施工和建安投资增速，但是在高周转诉求下，如果销售能保持相对平稳，即持平或小幅负增长，则新开工和投资增速的回落斜率会相对平缓，未来1~2年内，从近年的大个位数正增长降至小个位数正增长，随后继续向销售面积增速收敛。

更重要的是，上述总量结果有很强的结构性特征，主要原因是少数头部房企的规模占比和资产负债率都比较高。据计算，这部分头部房企的数量占踩线房企的比例不到5%，但存货规模占比33.8%，资产规模占比31.8%，负债规模占比33.5%，整体资产负债率（剔除预收）高达83.5%。相比之下，余下房企整体资产负债率（剔除预收）为76.1%。由此可见，这部分头部房企单独通过去库存和高周转达标的难度更大，需要更大幅度地降低扩张速度。不过，这部分房企通过股权融资等其他形式降杠杆的能力也相对更强，因此后续情况还有待观察。

总的来说，“三道红线”对房地产行业的中长期影响可能包括：行业降杠杆去库存，扩张速度整体放缓；即使“三道红线”均不踩线，负债增速也不得超过15%，因此达标情况较好的非头部房企，“弯道超车”的空间也是十分有限；部分头部房企负债率较高，过渡期内单靠去库存和高周转达标的难度更大，需要积极寻求增加股权融资、债转股、REITs、并购、偿还债务等方式，这部分企业过渡期内的扩张速度有所放缓，过渡期能否达标有一定不确定性；部分经营稳健的头部房企达标压力相对较低，未来可保持温和的扩张速度，行业集中度可能进一步提升。

### “健康平稳”为主

房企高周转主要涉及三个环节：高开工、强推盘、快施工。其中，高开工的目的是尽快

将土地库存转化为商品房库存以便预售回款，强推盘的目的是提高推盘去化率，快施工的目的是缩短从预售到竣工交付的时间、加速结算确认收入。对于购房者来说，可能产生影响的主要在于强推盘这个环节。

从大环境来看，随着疫情期间相对宽松的货币政策和购房政策逐渐回归常态化甚至重新趋紧，需求弹性释放带来的销售景气上行结束。后续为了保证商品房库存的去化率，房企需要加强供给力度，实现途径可能是以价换量，其影响是房价整体涨幅放缓。不过就影响的幅度而言，房企在以价换量的同时，还要保证一定的利润率才能顺利降低杠杆，因此预计“三道红线”对房价的整体影响相对温和，更重要的是决策层如何定调未来房地产行业的发展走向。

刚刚召开的党的十九届五中全会对接下来一段时期的国内经济社会发展规划做出了重大部署，“经济发展取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展”成为“十四五”时期经济社会发展的主要目标，明确指出“坚持把发展经济着力点放在实体经济上”。从这个角度看，“房住不炒”仍然是主旋律。

也要注意，当前房地产在我国经济中的占比和影响力仍然较高，因此全会在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中也指出“房地产同实体经济均衡发展”，房地产与其他行业同样是国内大循环的重要组成部分。因此，房地产发展的中长期目标仍然是以“健康平稳”为主。📌

预计“三道红线”对房价的整体影响相对温和，更重要的是决策层如何定调未来房地产行业的发展走向。

（作者分别系天风证券首席宏观分析师、宏观研究员）