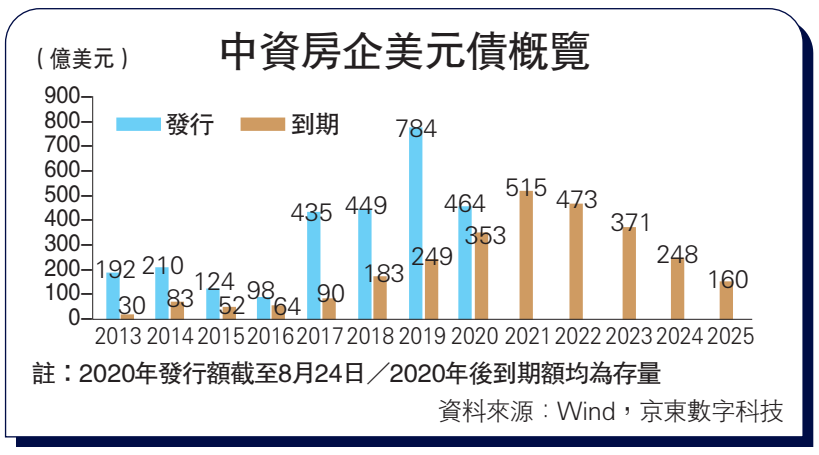
◀上半年新冠疫情對中國經濟衝擊巨大，房地產行業再次發揮了穩定器作用

房地產調控路在何方？

近期決策層針對房地產調控密集表態，7月30日中共中央政治局會議再度強調「房住不炒」，不到一個月時間內中央和有關部門兩度召開房地產座談會（7月24日、8月20日）。監管部門採取措施控制房企有息負債的傳言也不絕於耳，如要求銀行收緊涉房貸款、設置「三道紅線」和「85%借新還舊比例」、限制房企發債規模等。新一輪房地產融資收緊已在醞釀之中。

建言獻策
沈建光
京東數科副總裁
首席經濟學家



一方面，上半年新冠疫情對中國經濟衝擊巨大，房地產行業再次發揮了穩定器作用，土拍、投資、銷售的快速恢復對近期經濟修復提供了重要支撐。另一方面，近期總體向好的基本面狀況，也為決策層和監管層繼續實施房地產調控、防止金融脫實向虛、加大力度支持實體經濟發展提供了政策空間。在此背景下，如何看待監管可能進一步收緊房企融資端？

一、疫後房地產基本面恢復較好

2月低點之後，房地產投資累計同比迅速恢復、已於6月回正；7月房地產投資當月同比升至11.7%，在所有投資分項中表現最好，對整體投資和內需的恢復均起到較大作用。其中，二季度貨幣政策極度寬鬆、貸款利率總體下行使房企拿地熱情相對較高，百城土地成交數據總體上行，土地購置費對近期房地產投資回升的帶動作用明顯更大，1至7月累計同比增8.5%。如未來融資收緊對房企拿地產生影響，建安工程設備有望接棒支撐投資，但當前仍處於恢復之中，1至7月房屋新開工面積累計增速為–4.5%。

二季度以來，疫情期間壓抑的購房需求開始釋放，央行調降5年期LPR（貸款基礎利率）壓低房貸成本，進一步刺激了需求。截至7月，商品房銷售已基本恢復正常，統計局數據顯示當月銷售面積同比增長16.6%。

分城市線級來看，則呈現出一定結構分化特徵，一線城市表現明顯更加強勢。數量方面，30大中城市商品房成交數據顯示，截至6月，一二三線城市成交面積當月同比均已回正，但隨後二三線城市有所下滑，一線城市則繼續加速上行，8月商品房成交面積同比增速預估值高達32%；價格方面，70個大中城市二手住宅價格指數顯示，一線城市2020年保持加速上升態勢，二三線城市則增速明顯放緩，全國普漲現象不再，未來分化將成常態。

二、房地產融資環境持續收緊

2019年5月，為降溫土拍市場、整治房企融資亂象，銀保監會曾印發《關於開展「鞏固治亂象成果促進合規建設」工作的通知》（下稱「23號文」），其中涉及諸多規範銀行和非銀（信託）地產前端融資的內容。2020年引發監管關注的，是部分實體貸款違規流向房地產領域，導致部分熱點城市房價上漲較快。例如，前期深圳房市火爆，引發貸款投向擔憂，央行深圳中心支行向轄區各商業銀行下發通知緊急自查房抵經營貸資金違規流入房地產市場情況。

上述背景下，7月以來房價漲幅較大的部分城市已陸續出台了更嚴格的限購政策，從需求側進行調控；近期監管再度收緊融資、着手控制房企有息負債規模，則是從供給側進行調控。8月20日住建部、央行召開重點房地產企業座談會，形成了重點房地產企業資金監測和融資管理規則，規則尚未公布，但被認為與之前市場所傳的「三道紅線」規則密切相關。三道紅線即按照剔除預收款後的資產負債率、淨負債率、現金短債比三個指標將房企分檔進行有息負債規模管理。

總體而言，近幾年房企融資政策持續處於收緊狀態，均是出於決策層對房地產過多佔用實體金融資源問題的關注和擔憂。銀保監會主席郭樹清在2019年6月的陸家嘴論壇上曾表示「一些房地產企業融資過度擠佔了信貸資源」，上月在《求是》的刊文則再次強調了這一點。尤其2020年疫情衝擊之下「六保」成為重中之重，監管層持續收緊房地產融資，真正目的在於引導金融信貸資源更多流向實體領域，促進經濟修復、紓困中小企業。

三、房企現金流可持續性值關注

融資持續收緊之下，應密切關注房企資金鏈狀況。我們對房企重點融資渠道的近期情況進行了觀察。具體如下：

房地產信貸增量空間不斷收窄。數據顯示，房地產開發資金來源中，國內貸款、個人按揭貸款、定金和預收款增速在二季度均有較大回升，但總體水平仍不及2019年。金融監管部門引導金融機構向實體經濟傾斜，房地產部門獲得增量信貸資源的難度不斷加大；官方披露的數據顯示，2016年新增房地產貸款佔全部新增貸款的比重高達45%，2019年三季度降為33%左右，今年1月至5月已下降至25%；上述背景下，房地產貸款餘額增速持續下行，2020年6月末為13.1%，不足2016年12月峰值水平的一半。

非標融資持續壓降，房企信託融資渠道受限。過去幾年，房地產在所有信託投資領域中佔絕對優勢，一定程度上擠佔其他領域的金融資源，根據用益信託網的統計數據，2018至2019上半年集合信託中平均40%以上（按成立規模）投向為房地產，去年6月一度超過44%；隨着資管新規的實施及「23號文」對房地產信託融資的限制，這一數字在今年7月已降至25%左右。

房企發債好於2019年，但未來增量受限、海外債到期壓力巨大。信託融資收縮與貨幣寬鬆之下，2020年房企境內債務融資（信用債+企業債）明顯好於2019年。Wind統計口徑顯示1月至7月累計淨融資額超過1800億元（人民幣，下同），2019年同期則為450億元；但在3、4月份的放量發行之後，淨融資額顯著下降、基本以借新還舊為主；截至8月24日，8月當月淨融資額大幅負增238億元，或與近期監管開始限制房企債務融資規模有關。

海外債券依然是房企融資的重要來源，粗略統計，截至8月24日房企美元債發行量為463.95億美元，規模依然較高但已低於2019年同期569億的峰值水平，應與2019年國家發改委限制房地產企業發行外債只能用於置換未來一年內到期的中長期境外債務有關；按照目前的發行數據統計未來到期規模，2020、2021分別高達352、515億美元，顯著高於以往年份，海外債務在房企債券融資中佔比不低，到期壓力的迅速攀升對房企資金鏈是一大考驗。

近幾年房企貸款、債融、非標等融資渠道持續收窄，使得其現金流更多依賴銷售回款，實際上處於一種緊平衡狀態。統計局數據顯示，2020年1月至7月以預付款、按揭款為主的其他資金佔房企資金來源比重達到52%，且這一數字在2016年之後就保持在50%以上。在趨嚴的監管環境之下，房企資金鏈的持續性，更加取決於其高周轉模式的穩定性，這對於廣大中小房企是一大考驗。此外，一旦未來因房價過熱導致監管再次收緊房貸政策，上述緊平衡狀態可能被打破，進而引發信用風險。

四、內循環下的產業思考

筆者認為，**未來房地產調控思路應在解決結構性矛盾、構建國內大循環戰略框架之下理解和把握：**

一是重視房地產對投資和消費的短期拉動作用，以房企復工復產帶動上下游產業鏈復工復產，配合消費券等手段放大房地產相關居民消費，加快疫後的經濟修復進程；

二是繼續通過打擊房地產融資亂象，降低對實體產業的擠出效應，確保有限信貸金融資源能夠流向實體領域，尤其是製造業和中小微企業；

三是採用合理措施控制房企負債規模、防範房地產業高槓桿風險，針對不同企業、地區差異化施策，避免通過「一刀切」手段，打破企業資金面緊平衡狀態，進而引發監管風險；

四是繼續堅持因城施策、一城一策的差異化調控思路，保障重點群體需求，加快推進「租購並舉」的住房制度；

五是進一步落實房地產長效機制，加快戶籍、土地、收入分配等制度改革，推動房產稅適時落地，穩定房地產市場的中長期預期。

內外雙循環的兩大抓手

實話世經
程實
工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「縱浪大化中，不喜亦不懼。」在當下逐步形成「以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進」的新發展格局進程中，中概股回歸與深化國企混改有望成為中國經濟構建和完善升維競爭雙循環的兩大抓手。

一方面，中概股回歸由外及裏，推動在岸與離岸市場優勢互補，將新經濟紅利反哺中國投資者，引領大中華經濟圈的良性互動。另一方面，深化混改向內蓄力，通過經營機制存量改革實現多種所有制優勢互補，將從根本上創造依賴於完善市場功能和發揮經濟主體能動性的新一輪市場紅利，通過推動產業升級和要素流動打通內循環。

連結離岸與在岸市場優勢，中概股回歸助力內外雙循環良性互動。中概股回歸的制度框架早在兩年前就已基本確立：2018年3月，國務院同意證監會《關於開展創新企業境內發行股票或存託憑證試點的若干意見》，允許境外註冊的紅籌企業在境內發行股票，並推出中國存託憑證（CDR），還圍繞創新企業的盈利情形和公司治理特徵進行針對性制度安排；2018年4月，港交所《上市規則》第18A章也正式推出IPO新規，其核心在於允許同股不同權架構的公司和未盈利的生物科技公司赴港上市。

上述通道的設計為中國企業充分利用不同市場優勢、整合境內外資源提供了前所未有的新機遇。隨着新經濟龍頭率先回歸的帶動效應，更多企業將結合自身需求主動選擇上市的方式和場所：當前，從美國回歸香港第二上市的中概股為市場提供了良好的示範；回歸中概股的成交也較為活躍，其成交額佔比現已接近10%。

展望未來，中概股回歸將推動在岸和離岸市場優勢互補，一方面通過日益彰顯中國元素帶來內在聚變，鞏固香港作為中資企業境外融資中心的地位，推動香港從投資內地的虛體轉變為投資中國的實體，另一方面通過互聯互通機制進一步促進兩地資金融通和深度掛鈎，發揮香港作為大灣區之特區服務內地市場的長期功能，進而帶動大中華地區經濟圈之間更為良性的互動。

在逐步形成以國內大循環為主體的進程中，深化國企混改將創造內生增長新動能。自十八大提出「深化國有企業改革」以來，以混改為主要舉措的國企改革由表及裏，從慢變快：2015年，國企改革「1+N」的政策系統正式形成；2016年，重點領域混改第一批試點啟動；2017年，國資委以管資本為主推進職能轉變，國有資本授權經營體制改革拉開序幕；2018年，國資國企改革位列政府工作報告基礎性關鍵領域改革六項之首，《國企改革「雙百行動」工作方案》公布404家「雙百企業」名單；2019年，在前三批50家試點的基礎上第四批160家混改試點加速推進，試點企業資產總量超過2.5萬億元人民幣，具體領域不僅限於傳統製造業，也包括互聯網、軟體及資訊技術服務、新能源、新材料和節能環保等戰略性新興產業。

中概股回歸與深化國企混改

此外，混改開始將混合所有制的特徵貫穿於股權和治理層面，比如格力集團通過公開徵集協議轉讓其所持格力電器控股權，標誌着優質大型國有企業開始從真正意義上變為持股比例分散的混合所有制企業。此前近四十年，國企改革主要是從增量調整的角度逐步實現政企分開，不斷完善適應於市場經濟發展的企業治理結構。在中國經濟從高速增長轉向高品質發展的新階段，深化混改則是通過經營機制存量改革實現多種所有制優勢互補，其通過制度創新推動最大限度減少政府對市場資源的直接配置和對微觀經濟活動的直接干預，有望從根本上創造依賴於完善市場功能和發揮經濟主體能動性的新一輪紅利。

筆者認為，中國經濟下一個超長周期崛起的根本動力仍是對於微觀主體動能的國家激勵，而國企改革在控制權轉移、法人治理、選人用人、激勵機制等方面取得實質性進展將帶來乘數效應和示範效應，以產業升級和要素流動打通內循環。

強韌的「內循環」是經濟行穩致遠的核心保障，但強化「內循環」不等於對外脫鈎，相反將自內而外地優化「外循環」運轉。由此，中概股回歸連結內外，深化國企混改向內蓄力，兩者將成為「雙循環」全域設計中的兩大抓手。雖然從頂層設計向變革成果的演化仍需時間與實踐，但是放眼長遠，中國「雙循環」新格局的前景值得期待。

樓市需減辣撤辣

樓市智庫
陳永傑
中原亞太區副主席兼住宅部總裁

金管局宣布，放寬非住宅物業按揭貸款的逆周期措施，按揭貸款一般個案上限由四成上調至五成，理由是包括寫字樓、分層工廠大廈及零售業樓宇的價格及成交量均出現顯著調整。政府拯救非住宅業主，為何不同時打救住宅業主，因為中小企東主所持有資產，不一定是非住宅，亦會是住宅。只救非住宅中小企東主，對住宅中小企東主就不公平。

受到新冠肺炎打擊，香港百業蕭條，尤以飲食、零售、旅遊及運輸業生意最為艱辛，這些中小企東主部分要出售物業資產套現自救。他們所持有的物業資產，包括住宅、非住宅物業的寫字樓、商舖、工廈、廠房以至車位。

中小企東主今年面對疫症及限聚令，還有各種限制措施，生意大跌，虧本是意料中事，但很多人都不想放棄生意，有資產的唯有連最後產業也拿出來支撐生意。東主的資產一般是存款、股票或物業，而物業則分為非住宅與住宅兩方面。存款及股票比較容易套現，但非住宅及住宅就比較難套現，因為政府在物業方面有很多印花稅等及收緊按揭成數辣招，將樓市綁得緊一緊。特別是住宅物業有多種印花稅令買賣動彈不得，造成交易成本非常昂貴，套現變得所得有限，造成樓市成交嚴重萎縮。

中小企東主鬧錢荒

金管局總裁余偉文指出，疫情對本港經濟造成重大壓力，住宅物業市場維持平穩，但不同類別的非住宅物業，包括寫字樓、分層工廠大廈及零售業樓宇的價格與成交量均出現顯著調整。余偉文表示：「與其他地區一樣，疫情對本港經濟造成重大壓力。」

近期金管局在非住宅物業放寬按揭上限，由四成放寬至五成，表面上是救市，但救得太片面。因為中小企東主的投資，除了非住宅物業之外，也會買住宅物業。現在放寬非住宅物業按揭一成，只對非住宅物業有少許幫助，仍然未足夠。但對於持有住宅物業的中小企東主全無作用，實際上他們都山窮水盡，需要有新資金注入業務才可繼續經營。政府必須對住宅減辣撤辣才可救到經濟，而非住宅亦要加碼放寬，以濟燃眉之急。