



▲面對融資政策調整，房企短期資金壓力普遍較大

三道紅線改變內房生態

近期監管部門形成了重點房企資金監測和融資管理規則，若具體按此前傳言的「三道紅線」實施，則多數房企面臨較大的「踩線」壓力。接下來，房地產行業環境與房企行為可能會產生三個趨勢性改變。

交銀觀察

唐建偉 夏丹

一、房企融資監管強化

住建部和人民銀行於8月下旬召開了重點房地產企業座談會，研究進一步落實房地產長效機制，形成了重點房企資金監測和融資管理規則。此間坊間傳言監管部門擬出台「345新規」，即設置「三道紅線」將試點房企劃分為四檔，每降低一檔有息負債規模增速閾值增加5%。該提法雖未經官方證實，但儼然成為近期市場檢視房企資金鏈的量化標準，控負債、降槓桿等房企融資端管控也已成8月以來監管出手的一項目標。目前也可能是政策正式出台前的窗口期，之後相關做法再被「官方認證」。

若按該政策實施，房企「踩線」壓力將普遍較大。2019年報數據顯示，137家A股上市房企中，踩到第一、二、三道紅線的分別有92家、38家、60家，同時踩到三道紅線的上市房企有29家；TOP30房企中，全部踩中三道紅線的就有9家，全面達標的僅5家，而TOP30多數房企有息負債增速超過了15%。這意味着，多數房企面臨的收縮融資戰線的壓力都比較大。資金密集型的房地產行業經營從高槓桿到穩健經營的轉變，可能需要一個過程。

然而，上述政策也可能引發部分房企「繞線」應對。從政策的出發點，「不踩線」的合適做法是擴大預收款項和貨幣資金來源規模，房企可以通過加快推盤銷售、促進存貨周轉來實現。但部分房企也可能通過做大資產的方式緩解觸線風險，如拓盤借售、提高未限價地區的樓盤價格。此外，設立SPV（特殊目的實體）以明股實債方式進行項目融資，也能在合併報表層面隱藏債務。

二、三個趨勢性變化

可以確定的是，在房地產金融審慎管理框架下，當前監管部門對房企融資環節的管控正在加強，且不限於上述政策。接下來，行業環境和房企行為方面將可能相應發生

改變。

1.房地產行業流動性將由偏鬆向偏緊的方向轉變

一方面，房企資金鏈已得到極大緩解，不需要過多的流動性支撐。上半年房地產行業資金面隨着流動性寬鬆「水漲船高」，截止到2020年6月末，132家A股上市房企總負債規模超過9.9萬億元（人民幣，下同），較去年末新增6336億元，佔比2019全年新增負債的49%，負債的腳步並未放緩；平均負債率在2019年有所降低，今年上半年又抬升至62.6%。從開發企業到位資金情況來看，7月份其累計增速已轉正，自籌資金、開發貸款、按揭貸款增速分別回升至3.3%、4.9%和6.6%。

另一方面，樓市成交已基本完成了疫情衝擊後的修復回補，基本面也不需要過多支撐。全國商品房銷售面積和銷售額累計增速連續反彈，1至7月同比僅分別下降5.8%和2.1%，均較年初低點大幅回補約34個百分點，結束「填坑」指日可待。TOP200房企單月銷售業績增速從5月開始回歸正增長，8月同比強勁增長了21%；單月銷售額破百億的房企創同期新高，達到30家。行業淡季不淡，杭州、東莞、寧波等地還出現了樓市和地市兩個市場的過火，從而引發中央對這些地方政府的約談。

與此同時，7月份之後，許多地方政府升級了地產調控政策給過火的樓市降溫以平滑預期。

2.房企拿地動作將有收斂，但不影響年內開發供貨能力

房企融資行為持續受到約束，最直接的影響將是拿地不再「豪爽」。疊加上半年土地儲備補倉力度大，1至8月100個大中城市土地成交面積同比增長11.2%，各線城市同步升溫，後續土地市場成交增速可能有所回落。由於土地款支付的滯後性，對年內房地產投資的負面影響不明顯。

儘管拿地強度受到影響，但主要房企手中「餘糧」充沛。以2019年底土地儲備規模與年度商品房銷售面積的比值計算，多數房企現有土儲還能維持三至五年的存續，是持續開發的有力支撐，年內供貨能力無憂；部分房企的存續比高達十

年以上，造成一定的資金佔用，可適當加快開發去庫存；僅個別房企存續比小於一年，如萬科採取的是聚焦核心城市經濟圈的審慎投資策略，其近十年土儲規模均保持在3500萬平米上下的水平。

3.行業進一步向頭部企業集中

今年以來房企融資成本持續下降，房企境內發債總體信用利差從1月份平均139.03點子收窄至8月份平均84.79點子。各評級房企信用債利差均較年初縮窄，但AAA級和AA+/AA級之間的信用利差相差高達200至233點子。這個數值與客觀觀察到國資房企與民營房企之間平均融資成本的差距吻合。綜觀2013年以來各評級房企信用債利差的變化情況，高信用評級房企的比較優勢越來越明顯，且在利率上行時期各評級債券的利差分化態勢更為劇烈。

隨着流動性環境階段性偏緊調整，各評級債券之間的利率差距可能進一步擴大，國資房企和大型房企在獲得較低利率資金方面的壓倒性優勢將愈發明顯。

中小房企市場份額可能日漸式微。今年前八個月破產房企數量約330家，大部分為分布在三四線及以下城市的中小型或本地形房企。這類房企通常布局集中，且融資渠道有限、資金成本較高，抵禦風險的能力較弱。一旦行業融資政策收緊，企業資金面和正常經營將遭受很大衝擊。目前銷售金額前50的房企佔據了整個市場超過一半的份額，其中又有一半集中在前10房企手中；而排名第51至100的50家房企市佔率僅有10.5%，第101至200的100家房企僅佔7.3%。市場份額將進一步向頭部企業集中。

綜上分析，面對融資政策調整，房企短期「踩線」壓力普遍較大，房地產行業則可能出現三個趨勢性變化：行業流動性將由偏鬆向偏緊的方向轉變；房企拿地動作將有收斂，但在手「餘糧」還能維持至少三至五年的存續，對年內開發供貨能力沒有明顯影響；國資和大型房企融資成本的壓倒性優勢將愈發凸顯，市場份額向頭部企業集中的趨勢會越來越明顯。

（作者唐建偉為交銀金研中心首席研究員，夏丹為資深研究員）

聯儲下了一步什麼棋？



視點超群
李超

浙商證券首席經濟學家

美聯儲發布9月議息會議聲明，短期維持預期內的寬鬆力度，美股在大選前的流動性環境無憂。此外，美聯儲通過延長經濟與利率預測的時間區間加強長期指引。結合最新公開市場操作計劃，筆者將美聯儲年末資產規模目標下調至7.5萬億美元。

美聯儲大選前將維持預期內的寬鬆力度

利率區間方面，美聯儲維持基準利率為0至0.25厘區間，同時保持超額準備金利率（IOER）0.1厘不變，完全符合預期。點陣圖方面，根據當前投票情況，美聯儲將在未來三年內持續維持零利率區間。

購債規模方面，美聯儲將以當前速度繼續增持美國國債及MBS（抵押支持債券）。紐約聯儲近期公布資產購買計劃，9月15日至10月14日繼續增持約800億美元國債和400億美元MBS，當前速度約每月1200億美元，預計這一速度至少持續至11月5日的下一輪議息會議。整體來看，美聯儲9月議息結果繼續維持寬鬆導向，在大選前將繼續保持當前的流動性投放速度。本次議息會議及近期系列事件走向符合筆者此前對大選前美國政策環境的判斷。即美國新一輪財政刺激方案已成為大選背景下兩黨博弈工具，方案落地的不確定性將隨着大選臨近與日俱增，但財政方案落地與否均無礙美聯儲在大選前繼續維持寬鬆的貨幣環境，美股在大選前的流動性環境無憂。

結構性調整經濟數據預測中值隱含對財政刺激方案懸而不決的擔憂

9月議息會議發布的經濟預測中，預測中值呈現結構性調整。一是美聯儲全面上調2020年經濟數據預測中值，表明美國疫情後經濟復甦持續超預期。二是中期數據結構性調整傳達出美聯儲對未來美國經濟增長的疑慮。美聯儲在下調2021和2022年失業率的同時，GDP增長率的預測中值同樣遭下調。這一矛盾變化可能同樣隱含美聯儲對年內財政刺激方案無法落地的

憂慮。隨着PPP（Paycheck Protection Program）政策到期，8月美國就業數據已呈現出總量改善但結構惡化的趨勢。如果補助政策持續無法接續，就業總量數據可能繼續呈現「虛假的繁榮」，永久性失業可能增加，美國就業質量可能進一步惡化，繼而導致失業率總量下行但經濟整體復甦不如預期的結構。

短期政策力度未超預期，經濟預測以及點陣圖的前瞻指引長期化

整體來看，本月議息會議的決議結果從短期來看並無超預期部分。此外，鮑威爾會後聲明也並未傳遞進一步增量寬鬆訊息，僅是呼籲在財政領域需要更多支持，或導致投資者期待增量寬鬆此前瞻指引的希望落空，道指和納指分別在鮑威爾聲明期間回吐此前漲幅，美元指數在此期間小幅走高。本月決議最大變化在於美聯儲延長了經濟數據及點陣圖預測的時間區間，預測區間由未來兩年擴展至未來三年，這一改變是美聯儲對市場主體加強長期指引的體現。在美聯儲資產規模攀上歷史高峰後，預示未來可能更多採用這一「節節彈藥」式的打法進行市場調控。

下調美聯儲年末資產規模目標至7.5萬億美元

6月至今，美聯儲先後經歷了6至7月縮表、8月擴表的階段，主要為資產負債表的內部結構調整所致。當前央行互換的存量規模已縮至721億美元，將於年內全部到期，後續美聯儲的債券增持足以抵銷其到期規模並繼續穩步推進擴表。鑒於各類信用支持工具的投放力度逐預期，筆者將美聯儲年末資產規模目標降至7.5萬億美元附近。

年內美元繼續小幅下探，歐元區潛在寬鬆預期可能成為短期支撐

一是歐元匯率強勁可能在短期內助推歐元區通縮壓力，對物價的調節訴求可能倒逼歐央行加碼寬鬆。二是脫歐進程反覆可能提升歐央行寬鬆預期。後續，筆者預計歐央行可能效仿美聯儲貨幣政策框架轉向平均通脹目標。

在美聯儲持續寬鬆以及財政刺激方案舉步維艱的背景下，年內美元指數將繼續小幅下探，但整體仍將維持在90上方，歐元區潛在寬鬆預期和英國脫歐進程可能成為美元的短期支撐。

零息兼資金流入 樓市有運行



主樓布陣
布少明

美聯物業住宅部行政總裁

聯儲局維持利率不變，並預期現行低利率政策將延續至2023年，意味本港低息環境持續一段時間。全球經濟受疫情衝擊，各國將刺激經濟復甦視為首要任務，繼續推行寬鬆貨幣政策，以推動復甦，相信實施「負利率」是大勢所趨，刺激熱錢流入各類資產，包括物業市場。

千萬別小覷「放水」對樓市帶來的刺激。相信有一定年資的投資者，對「2003年沙士」及「2008年金融海嘯」時的樓市慘況記憶猶新，當時樓市一片愁雲慘霧，究竟是什麼原因令經濟逐漸回勇呢？這兩次樓市復甦，同樣離不開海量資金供應。

最近港匯持續強勢，最新銀行體系結餘已超越2000億港元，較今年首季約540億元水平已達約三倍增幅，加上「零息時代」下，香港銀行同業拆息偏低，銀行活期及定期存款低企，勢進一步促使資金流入樓股市場。若以2008年「資金救市」對樓市的刺激威力，相信今次同樣將為樓市帶來相若的利好作用。鑒於近期整體樓市已見蠢蠢欲動的復甦跡象，在資金氾濫下，本港

樓市可望近「水」樓「抬」，再配合疫情改善及通關在即的消息，整體樓市定然漸入佳境。

事實上，近期本港二手市場正悄悄回勇。根據本行分行統計，9月上半月10大屋苑二手交投共錄得約117宗，較上月同期上升約四成。估計9月全港二手住宅成交量有望進一步增至4500宗水平，較8月份預估的4000宗進一步攀升。一手方面，最近發展商加快推盤步伐，為新一輪新盤大戰揭開戰幔，暫時所見普遍發展商開價是審慎而且貼市價，最終得益的，自然是一眾「有得揀」的買家。

儘管各行各業仍未擺脫艱苦經營的日子，但預期疫情驚濤駭浪的日子或悄悄遠去，筆者多次提及，本港有眾多利好樓市因素，例如剛需強勁、供不應求等，若疫情過去，曙光重現，屆時積壓的購買力有望井噴，樓市勢現反彈。



▲低息環境令「資金市」持續，為物業等資產帶來升值前景

