

疫情緩和後房地產市場恢復較快，目前已經處在較為景氣的區間。隨着部分一、二線城市房價較快上漲，房地產行業局部風險有所累積。下半年預計住房金融環境仍將繼續偏緊，政策在對房企維持高壓的基礎上，抑制居民住房貸款較快擴張。在有效防範住房金融風險的同時，行業需要合理的金融支持，以保持房地產行業平穩健康發展。

# 內地樓市信貸趨緊？(上)



▲截至2021年6月末，房企內地信用債年內累計發行3727億元，同比增長4.1%。

評經議濟



植信投資研究院院長  
兼首席經濟學家

2021 年以來，居民住房信貸擴張較快。根據央行公布的季度報告顯示，截至2021年一季度末，個人住房貸款餘額為35.7萬億元（人民幣，下同），存量規模較2020年末增加1.2萬億元，佔金融機構各項貸款餘額19.8%，佔比規模較2020年末回落0.2個百分點。

## 一、居民住房貸款擴張收斂

居民貸款擴張速度與歷史高點相比尚屬溫和。截至2021年6月末，居民部門中長期信貸新增3.43萬億元，同比增長22.5%。與過往十年類似的住房金融周期對比發現，當前擴張速度遠不及2013年上半年（同比超過150%）和2016年下半年（同比超過90%）的水平，但階段性增速仍偏高。

居民部門槓桿率上升較快，房貸利率短期進入上升通道。國內居民部門槓桿率和新增住房貸款價值比（LTV）均處於歷史高位。數據顯示，2021年二季度末，居民部門槓桿率為62%，較2020年末回落0.2個百分點；上半年新增個人按揭貸款1.64萬億，同比增長23.9%，貸款價值比LTV為0.37，儘管已經連續幾個月回落，但該指標仍處於歷史高位。

下半年重點城市房貸利率有較大的上行壓力。與2020年12月相比，截至2021年6月末，全國首套平均房貸利率從5.23%升至5.37%，二套房平均房貸利率從5.54%升至5.65%。部分重點城市紛紛上調利率，其中杭州年內已上調三次。整體而言，國內一線城市和重點二線城市居民房貸利率都低於全國水平，未來這些重點地區的房貸利率仍有上行壓力。7月上海首套房貸利率上調35基點，利率進入「5」時代；佛山則進入「6」時代。

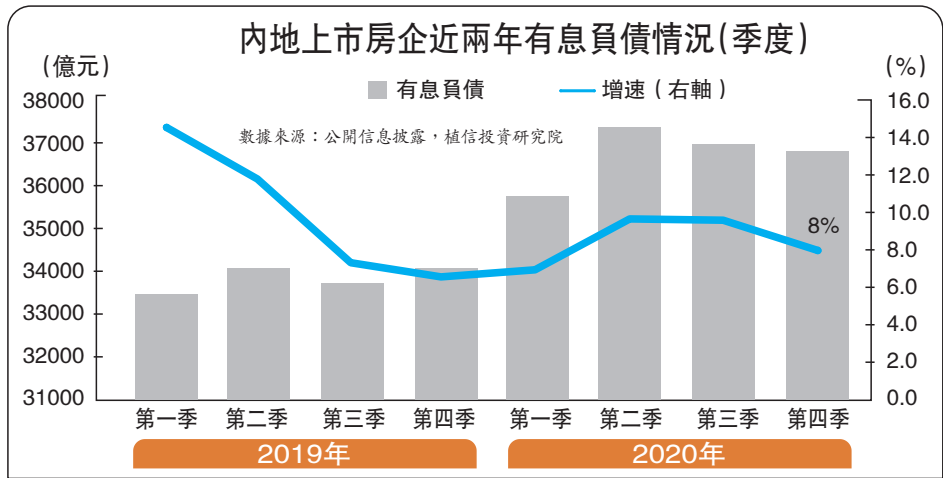
中國居民部門槓桿率在全球範圍內處於低位。從縱向看，最近6年中國居民部門槓桿率年均增長約4.4個百分點，參照歷史上著名的幾次地產泡沫破裂的案例，這個增速是較高的。例如，日本在上世紀80年代末，即經濟泡沫時期，家庭部門槓桿率由1986年的55.6%上升到1990年的70.6%，4年間居民部門槓桿率累計上升15個百分點，平均每年上升約3.8個百分點。美國居民部門槓桿率則在21世紀初期以平均每年增加4個百分點的速度堆積，最終爆發了全球次貸危機。鑒於中國居民首付和多套房貸款比例在30%至70%區間，在全球範圍內處於較高水平，為銀行貸款提供了有效的「安全墊」。而諸多發達經濟體首付貸在10%左右，有的國家像澳洲和加拿大居民部門槓桿率已超過100%，因此中國居民房貸實際風險較低。

## 二、房企融資環境保持高壓

### 1. 房企融資仍依靠間接融資渠道

截至2021年上半年，房企資金來源結構中，個人按揭和銀行貸款仍舊是房地產企業最重要的資金獲得方式，佔比約30%。債券境內外融資也提供了不小的增量。而在2015年至2017年間發展較快的房地產信託融資和股權融資，近兩年呈現衰退跡象。總體而言，房企融資仍舊十分倚重間接融資渠道，直接融資比重仍有待提高。

開發貸增速持續大幅放緩。2021年以來，住房金融政策仍保持高壓態勢，地方政府將進一步規範購房行為，除了



對消費貸、經營貸等違規入市資金加大查處力度外，重點整頓「首付貸」、「低首付」等行為，導致商業銀行對房企授信周期有所拉長。截至2021年3月末，房地產開發貸款餘額為12.42萬億元，同比增長4.4%，為歷史最低水平。2020年6月以來的連續4個季度新增開發貸規模為5300億元，是自2016年三季度以來最低水平。相應地，房地產開發貸款佔金融機構貸款餘額比例從2019年一季度末的7.6%降至6.9%。

部分商業銀行涉房貸款佔比有待調整。自2020年12月底央行發布房地產貸款集中度管理制度以來，商業銀行房貸壓降的壓力總體比較有限。根據已經披露的財報顯示，涉及到需要調整房地產貸款佔比的銀行，其餘額佔到整個金融機構涉房貸款餘額的比例不到四分之一，主要集中在幾家中資大中型銀行。根據測算，假設這幾家銀行整體貸款增速運行平穩，平均每家銀行在2021年涉房貸款或至少增1000億至1500億元，佔到各自涉房貸款的比例在5%到10%之間，佔到各自銀行貸款餘額的比重在1%到2%。因此，壓降有難度但並不大。

注意到有些大中型銀行在去年四季度開始，通過控制涉房貸款的投放，已經從超標狀態轉為達標，而部分中小銀行還在監管允許範圍內也適度上調了涉房貸款比重。因此應當理性看待銀行業關於房貸新政下的變化，從長期看有助於金融機構更好的為房地產行業提供金融支持。

### 2. 非銀行融資形勢不容樂觀

2021年以來房企債券融資增速相對平穩。由於年初有著名房企違約事件出現，房企大部分時間內發行難度有所上升。但自6月開始發債環境有所緩和，截至2021年6月末，房企內地信用債年內累計發行3727億元，同比增長4.1%。其中，6月當月發行648億元，同比增長76.3%。結束了此前自今年3月起，連續3個月當月發行規模低於5年平均值的狀況，可見房企債券融資環境似乎有所緩和。

自2019年5月，銀保監會出台新的房地產信託基金管理辦法以來，信託資金違規或變相流入房地產領域的行為逐步減少，特別是房地產項目進行前端融資、明股實債等違規行為。考慮到信託融資較銀行和債券融資的合規性要求相對較低，過往對中小房企提供了較多的資金支持，近兩年房地產信託融資餘額持續壓縮，部分中小房企資金趨向緊張。截至2021年一季度末，房地產信託融資餘額為2.17萬億元，較2020年末減少1055億元，房地產信託存量已連續下降7個季度，當前存量規模與2017年四季度相當。

目前房企境外融資主要是通過香港聯交所和新加坡證券交易所發行美元債。截至2021年6月中下旬，房地產企業在離岸市場上融資規模不小，達到280億

美元，但發行速度有所放緩。不同房企發行的債券成本離散度較大，其中，1年期以內的品種，發行利率的下限為3.6%，上限為12.75%，利率中樞較2020年下移75基點到90基點。在人民幣存在升值壓力的背景下，境外融資高位下難以進一步增長。

## 三、上市房企財務狀況出現分化

2021年以來，財務狀況良好的優質龍頭和大型房企成土地拍賣「贏家」。2020年在內地和香港上市的房企中，年度營收規模超過1000億的大型及部分龍頭房企財務及經營狀況相對良好、穩健。尤其是大型房企，全年實現營業收入同比增長24.1%，甚至略高於2019年23.9%的增速，體現了較強的經營能力。正是基於相對較好的財務狀況，在「土地集中供地」新政下，大型房企成為土拍的「贏家」。

與此同時，大部分房企營業收入增速放緩。部分上市房企存在營收放緩、現金流不足、債務壓力上升等問題，進而因經營資質水平欠佳，可供抵押或擔保的資源有限，出現了融資難的問題。2020年受疫情影響，上市房企整體營業收入增速出現了較為明顯的回落，同比增長11.2%，低於2019年20.5%的增速。除了部分龍頭和大型房企表現良好之外，中小型房企營收增速有不同程度的放緩。具體來看，龍頭(4家，年營收超過3000億元)營收同比增長5%，大型房企(10家，年營收超過1000億元)增長24%，中型房企(22家，年營收超過500億元)同比增長13%，小型房企(64家，年營收超過100億元)同比增長12.7%。綜合來看，龍頭房企營業收入增速最低，而中小型房企增速較2019年均回落超過十個百分點，其經營壓力較大。

營收增速放緩進一步拖累了行業利潤。2020年龍頭和中小型房企營業利潤都出現了負增長，其中龍頭房企營業利潤已經連續兩年出現負增長，而中小房企利潤下降速度過快。

部分房企償債壓力與日俱增，有息負債規模有所下降。到2020年四季度，內地房企有息負債規模有所下降，從二季度最高的3.74萬億元，降至年末的3.68萬億元。其中，龍頭4家房企有息負債規模合計為1.62萬億元，較2019年同比下降了6.3%，這表明部分龍頭房企短期存在較大的「降槓桿」壓力。與此同時，小型房企有息負債增速並不像大中型房企有所下降，反而進一步擴大，從側面折射出小型房企在營收下滑的階段，其償債壓力與日俱增、壓縮債務能力偏弱的特点。

「三道紅線」下，踩線公司數量不少，房企真實負債壓力不小。2020年報表顯示，樣本房企真實負債率（剔除預收款）（公告口径）超過70%紅線的有接近40%，且涵蓋各類大小類型的房

# 元宇宙中的商業模式

## 鏈能講堂

付饒  
王橋

元宇宙是區塊鏈圈內圈外達成共識的方向，元宇宙並不是由NFT或者區塊鏈的從業者提出，今年大火的遊戲原神、騰訊提出的全真互聯網，以及早先時間裏學術界提出的數字孿生都是元宇宙的另一種存在或者解釋。

在元宇宙中，基礎設施軟件包括公鏈、layer 2、側鏈、遊戲引擎、模塊化開發工具等，硬件包括VR/AR設備、顯像設備等，而從IP/原生項目到NFT，到交易平台，再到買家之間，還有技術諮詢服務、平台/渠道分發、定製開店、價值發現/管理、直播流量、客服等服務、元宇宙資產/身份管理等賽道。

在NFT原生項目中，NBA Top Shot具有大IP背書加持，基於比賽瞬間的收藏品可以源源不斷的提供，社區維繫流動性，加入了遊戲化設計的元素，可以刺激用戶的收集欲，提供了展示和點讚功能，滿足了炫耀的需求。然而發行量不透明，而且會變化，商品可應用的場景太少，除了投資和收藏外，沒有更多的使用場景。

CryptoPunks創造性的採用生成器來自動生成圖像，即所謂的「生成藝術」。頭像中包含了各種屬性，通過屬性的組合營造有差異的「稀缺性」。社區玩家基於CryptoPunks發展了很多有趣的衍生故事和玩法，這說明一個強大、有活力的社區可以反過來為項目賦予生命力。Bored Ape Yacht Club清晰完整的路線圖闡述了項目規劃，展示了項目方長期發展的決心。為擁有猴子的用戶劃定了獨家玩法/權益，目前包括允許持有人在對應的畫布裏進行塗鴉。除了擁有和私人使用（比如用作頭像）外，擁有者可將圖片用於商業用途，比如利用猿的形象製作T恤等商品。基於Bored Ape，項目方還衍生了其他的NFT項目，增加了延展性。不足之處在沒有跳出靜態畫

面的框框，不能算是真正的「可編程藝術」。

諮詢賽道是NFT生態中的新商業模式，諾富騰公司將提供NFT鑄造、發行、流轉的解決方案。該公司手把手的指導用戶對內容進行篩選，協助用戶將創意作品NFT化，讓用戶充分理解NFT對作品價值的提升；提供作品發行量、發行方式的建議，幫助用戶在主流NFT平台（opensea等）發行，對接專業NFT運營機構和社區宣傳機構。該公司已在五個行業有十幾個案例，平均從業年限超過三年，業內最資深。

在交易領域，opensea囊括ETH、Polygon、Klaytn的頭部NFT鏈，對鏈的兼容性好。對NFT創作者友好，方便創建NFT且可以導入已創建的NFT項目。費用低，只在初始化賬戶和出售成功時收取gas。品類豐富，涵蓋藝術、音樂、域名、虛擬世界資產等等。目前不支持法幣購買NFT，在大多數國家面臨合規和用戶門檻的問題。偏向純粹的交易平台，用戶間的交互不強。Mintbase以NEAR這條公鏈為主，降低了gas費，同時也兼容以太坊。支持藝術家創建自己的合約，某種程度上類似自己的商店，自主性更強。Nifty Gateway用法幣交易的NFT交易平台，體驗上最接近主流互聯網產品的交易平台。在藝術品領域已經積累了一定的聲譽，在這個細分市場取得了一定優勢。Terra VirtuaNFT商品獲得《環太平洋》、《哥斯拉大戰金剛》的IP授權。不僅是交易平台，也是一個沉浸的元宇宙。用戶購買的NFT商品可以在3D元宇宙空間內擺放、展示。基於以太坊layer2的Polygon發布NFT，節省gas手續費。

除了以上三個賽道，還有元宇宙遊戲賽道Decentraland、The Sandbox、Roblox、Axie Infinity等公司，Flow、Wax、Near等公鏈，Polygon等側鏈等項目，筆者會在後續專欄文章中進行解析。

（付饒為國際新經濟研究院高級研究員、王橋為研究員）

# 港樓價撲新高 加快推地緩升勢



中原亞太區副主席兼  
住宅部總裁

政府努力增加建屋用地，然而，第2季賣地表內私樓官地供應不多，預計現已逼近歷史新高的中原城市領先指數（CCL），樓價破頂指日可待。

發展局局長黃偉綸表示，政府在本財政年度第2季即7月至9月，推出兩幅土地，分別來自九龍塘廣播道和元朗流業街及涌業路交界，合共提供200伙。再加上港鐵東涌變電站項目招標提供1600伙、市建局底利街/榮光街發展項目提供1150伙，以及預期有4個私人重建項目完成地契修訂提供2450伙，預料第2季合共提供5400伙住宅單位，形容以單一季計屬高水平。

黃偉綸稱，連同第1季，上半年合共有7050伙住宅供應，完成政府全年度目標12900伙的55%，加上下半年港鐵及市建局供應約4600伙，對完成全年目標審慎樂觀。

不過，政府將公私營土地比例由6比4改為7比3，私樓供應可謂買少見少，今年第2季由政府推出的地皮着實太少，將會令本港已然高企

的私樓樓價再上一層樓，樓價向上破頂似乎難度不高。

政府將土地供應向公營房屋傾斜無可厚非，因為本港輪候公屋時間長達5.8年，着實太長。但由於受到全球化寬鬆的影響，銀紙愈來愈貶值，本港以至全世界地球村的居民亦會覺得，為財富保本增值愈來愈重要，否則現金購買力會大幅縮水，造成財富縮水的問題。所以愈來愈多人向住宅物業及股票等投資工具，以求避免身家縮減。

眾人齊齊向住宅物業投以信心一票，經已接近歷史高峰的住宅樓價將會火上加油飆升。美國、英國等先進城市樓價這兩年經已屢創歷史高峰，香港無疑稍為落後，近月亦有發力上衝跡象，對於未及置業的市民而言卻是壞消息，因為他們的財富將會面對縮水的問題，必須尋求保本增值的投資工具。

這一年多以來，單是美國的量化寬鬆經已十分驚人，以最近一次美國總統拜登的6萬億美元財政預算案為例，經已是一個天文數字。美元自2020年初以來貶值了7%，會否再下挫無可估計。資金湧向投資市場的住宅物業及股票是預期之內，樓市股市再升，未及「上車」的港人會很失望。

企。約四分之一的房企淨負債率超過了100%的水平，表明無論是短期債務風險還是企業長期償債能力都值得關注。進一步分析發現，2020年除了大型房企之外，龍頭和中小型房企其流動負債增速超過了營收增速，短期負債增量超過收入水平是比較危險的信號。

小型房企現金流問題需要引起關注。龍頭房企銷售回款能力極強，但小型房企現金流回壓力極大。2020年為了應對年初疫情帶來的衝擊，龍頭房企

不斷推出各類降價促銷活動，銷售回款大幅度增加。財報顯示，4大龍頭房企2020年實現經營性現金流淨額1863億元，是2019年的14倍之多，比2019年的1600億元增長了16.5%。然而，上市小型房企則僅實現經營性現金流淨額454億，同比下降41.4%，小型房企經營性現金流已經連續兩年出現較大幅度的下滑。而在大中型房企中，部分公司也出現了較大幅度的下滑，短期面臨較大的現金流壓力。