

房地产调控因城施策 房企偿债压力较大

◎丁浩/文

从2016年8月开始计算，二十多年力度最大、持续最长的房地产调控已持续31个月。基于稳定房地产投资和缓解地方财政压力的考虑，预计2019年房地产调控“因城施策”边际放松，或难全面转向，同时，棚改进入尾声，房地产开发投资总额、销售额和资金来源增速明显放缓，房企偿债压力较大，弱信用资质房企风险提升。

一、房地产调控“因城施策”边际放松，或难全面转向

受棚改进入尾声、三四线城市过度透支、土地购置费增速降低、资金来源紧张以及居民杠杆率过快上升的影响，如果2019年房地产投资下跌幅度超预期，土地出让金收入明显降低，可能产生地方政府债务风险。

对此，中央经济工作会议在继续强调构建长效机制基础上，指出要“因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任”，调控边际放松的信号较明确，主要目的在于稳定房地产投资和缓解地方财政压力。由此预计，自菏泽、广州、珠海、杭州、深圳在限售、限价、社保和首套房利率等方面边际放松后，将有更多城市在现实压力下对房地产调控进行“因城施策”修正，可能包括需求端支持刚需、首改等合理住房需求以及支持棚改、保障性住房、租赁住房等项目融资，供给端增加住房有效供应、引导

住房和土地合理定价等方面，但更为重要的住房金融政策，包括首付比例、房贷额度、房贷认定标准等方面，需要中央层面决定或定方向，可能难以出现较明显的放松。

当前房地产调控正在逐步由以短期应急性调控行政措施为主向综合施策转变的关键期，“因城施策”边际放松并不意味着全面转向。一是全面放松调控与2018年7月政治局会议强调的“下决心解决好房地产市场问题”“坚决遏制房价上涨”的调控精神不符。新华社2018年10月29日发文强调中央遏制房价上涨的决心不会改变，全社会要丢掉房地产调控会因经济下行压力加大而放松的幻想。2018年12月24日召开的全国住房和城乡建设工作会议仍强调“切实把稳地价稳房价稳预期的责任落到实处，继续保持调控政策的连续性稳定性”。另一些有可能具有佐证意义的信号是，民营企业座谈会并未邀请房地产企业家，受表彰的改革开放百名杰出贡献人员中，地产企业家无一上榜。二是居民部门短期加杠杆空间有限。根据央行《中国金融稳定报告2018》数据，我国住户部门杠杆率从2008年末的17.9%迅速升至2017年末的49%，10年间上升了31.1个百分点，远超过去发达国家上升速度。这也导致住户部门债务负担较重，短期加杠杆空间有限。

总体来看，自房改启动二十年

来，我国房地产调控在稳增长和控房价之间几经反复，如果全面放松可能较多鼓励投机，与中央经济工作会议强调的构建房地产市场健康发展长效机制、坚持“房住不炒”的基本定位相矛盾，也不利于支持刚需和首改需求。

二、棚改进入尾声，资金来源从PSL到更注重地方棚改专项债

棚改货币化安置是近几年三四线城市房地产去库存效果较好的关键因素。2018年前11月，全国棚改已开工616万套，超额完成全年新开工580万套目标总量，完成投资16000多亿元。

尽管实施棚改政策有利于加快老城区改造，为城市中低收入阶层改善居住条件，提升城市化发展水平与质量，但政府购买棚改服务也存在一些问题：一是地方政府可能借棚改之名盲目举债，属于典型的地方政府隐性债务；二是政府支出与提供服务的期限错配，支出期限远超棚改服务期限，长期固化财政支出，不符合中央实施预算绩效管理的最新政策要求；三是棚改较大幅度推升了三四线城市房价，增加了住户部门债务负担，还全面提升了房租成本和劳动力成本。

显然，大力施行棚改货币化安置政策，增加地方政府隐性债务和助推房价上涨趋于泡沫化的风险不容忽视。对此，根据媒体报道，2018年7月下发的中发27号文要求，逐年化解地方政府隐性债务，严禁以棚改名义增加地方政府隐性债务，明确终身问责。2018年10月8日国常会作出部署，2015年6月国发37号文出台的政府购买棚改服务模式将逐步取消，严禁借棚改之名盲目举债，但仍然鼓励国开行、农发行对收益能平衡的棚改项目继续贷款；同时，棚改货币化不搞一刀切，商品住房库存不足、房价上涨

压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。

从棚改金融支持政策来看，在国开行、农发行利用PSL融资政策支持减弱情况下，还要求对新开工棚改项目抓紧研究出台金融支持政策，有序加大地方政府棚改专项债券发行力度，预计2019年新增地方政府专项债（包含棚改、土地储备、政府收费公路等）有可能从2018年的1.35万亿元增至2万亿元以上。

此外，棚改也受到资管新规的影响。棚改基金的常见交易结构是政府资金（劣后）+国开行出资（中间级）+商业银行资金（优先级），比例一般是20%:20%:60%。其中，大部分优先级资金来源于商业银行理财资金，通过各类资管计划、信托计划等通道进入，但由于资管新规和商业银行清理非标资产的影响，占主体部分的优先级资金来源受到影响。因此，即使在2020年之前资管新规的过渡期内，原来的棚改货币化融资模式可能也将面临较大调整，必然影响到现行棚改货币化政策的持续性。

总体来看，根据中央最新部署，在2018年至2020年完成改造各类棚户区1500万套之后，预计棚改力度将从局部调整到总体逐步减弱。2018年12月24日召开的全国住房和城乡建设工作会议，并未像过去三年提棚改目标。在这样的背景下，前期过度依靠棚改去库存的三四线城市楼市的资金支撑会减少，山东、新疆、河南、贵州、湖北、湖南等传统棚改大省三四线城市楼市可能承压，特别是缺乏产业、人口支撑的非环都市圈的三四线城市，预计将面临更强的调整压力。

三、房地产开发投资总额、销售额和资金来源增速明显放缓

粗略测算，预计2019年房地产开

发投资完成额增速回落至3%-5%，商品房销售额、房地产开发资金来源增速分别下降7.5%和9.6%。

2018年房地产开发投资完成额能保持10%左右的增速，主要归功于土地购置费增速较高，而占房地产开发投资完成额比例超过60%的建安支出增速已显现负增长。由于土地购置费采用“收付实现制”统计，使得近年来土地成交价款（与土地购置面积口径相同）增速与土地购置费增速有6个月左右时滞。近几个月土地购置费增速已开始回落，据此推断，预计2019年其他费用（土地购置费为主）增速将显著回落，考虑到期房预售后期一般要在2年内交付，建安投资增速会有小幅回升。假设2019年建安投资增长2%，其他费用增长分三种情形：5%、10%和15%，建安投资与其他费用权重取前三年平均值为75%和25%，则房地产开发投资完成额增速为3%-5%。较2018年明显回落。

随着棚改助推去库存的任务接近完成，假设2019年货币化安置比例降至30%，由此计算30%×450万套×90平/套=1.22亿平，较2018年减少约1.4亿平。按2018年末三四线平均房价8000元/平粗略估算，棚改放缓可能使得商品房销售额减少约1.1万亿元。另考虑到各项应付款需到期履约支付，难以长期拖欠，假设2019年各项应付款减少约5000亿元（即降至2017年水平），将使房地产开发资金来源减少约1.6万亿元。假设其他条件不变，或使2019年商品房销售额、房地产开发资金来源增速分别下降7.5%和9.6%。

四、房企偿债压力较大，弱信用资质房企风险提升

近两年房企主要通过加快开工抢收客户预付款、延迟支付工程款等

压力，海外债券、资产证券化以及房地产信托等成为房企重要融资渠道，但融资成本也随明显增加，加之房企资产负债率总体较高，“快开工、快回款、慢施工”模式的可持续性存疑。2019年房企有5600亿境内外债券和超7200亿信托到期，未来三年房企总计有2万亿债券和超2万亿信托到期，债务偿付压力较大。

由于龙头房企融资渠道较多，包括开发贷、公司债、信托、海外发债等多种方式，例如发展改革委企业债也优先支持满足总资产大于1500亿元、营收大于300亿元、资产负债率不超85%标准的优质龙头房企，现金流压力较中小房企相对更小。而中小房企对非标融资依赖度较高，加之资产负债率较高，融资能力较弱。由于棚改货币化安置政策开始减缓至逐步退出，前期过度透支的三四线城市房价后续预期难言乐观，近年重仓或在三四线城市新增土地较多的房企，资金回笼能力问题更加值得重点关注。预计2019年销售回款减少将使部分中小房企现金流进一步恶化，不排除部分弱资质房企资金链断裂破产或被兼并，行业集中度可能还将继续上升。

总体来看，为托底经济下滑和稳妥处理地方政府债务风险，预计今年将有更多城市在现实压力下对房地产调控进行“因城施策”修正，但整体仍将保持调控政策的连续性稳定性，注重改善住房供应结构，确保稳地价稳房价稳预期。从中长期来看，我国房地产市场正逐步进入总量平衡、区域分化的存量房新阶段，根据不同发展阶段及时调整住房政策，完善中性的住房金融政策，密切监控并防范房地产市场风险，成为构建房地产市场健康发展长效机制的重点。■

>> 作者系中国东方资产管理股份有限公司博士后科研工作站研究员