

专题系列一：房地产周期与房企违约概述

工商评级三部 罗星驰

摘要：

由于商品房预售制度、长期的融资便利以及经济和地方财政对房地产的依赖等原因，中国房地产行业金融化的特征较显著，也造成了中国房地产企业高杠杆高负债、融资结构失衡、现金流脆弱的特点。通过对过去 20 多年来中国房地产周期的梳理，我们看到以往三年左右一次短周期的规律自 2015 年以来被打破，本轮短周期的下行阶段显著拉长。在中长周期方面，受经济增速放缓、经济发展战略转变、出生人口下降、购买力预期减弱等影响，房地产进入新一轮中长周期复苏阶段的动力不足，房地产在中长周期内仍将持续面临下行压力。在上一轮短周期的低点，房企公司债融资渠道放开、棚改货币化等政策有力推动了房地产进入新一轮的复苏短周期，但在房地产长效调控机制逐渐完善、房地产金融审慎监管的现阶段，结合中长周期的下行压力，我们预测，本轮房地产短周期的低点至少应抵达前 3 轮短周期的低点位置，目前周期处于由衰退期进入萧条期的阶段。

回顾 2015 年以来的本轮短周期，2015—2017 年是由“放水”和加杠杆推动的房地产复苏期和繁荣期；2018—2019 年调控深化、融资收紧、债务集中到期，引发中小房企违约潮；2020—2021 年上半年行业由追求规模向降杠杆转变，大型房企出现违约；2021 年下半年以来行业急速下行，资金撤离，流动性紧张，信用风险引爆。考虑到目前房地产行业正处于长期下行周期中的短期快速下行阶段，现阶段融资结构不佳、财务状况不透明的财务风险型房企将进一步暴露风险。未来随着周期继续下行，财务风险尚可但存在经营错判的房企预计是下一阶段发生风险暴露的主体，经营错判主要包括业态或布局错判导致资金长期承压、财务资源基本消耗完毕，以及近一两年拿地时点和价格错判导致提前消耗流动性。在长周期内行业集中度提升的必然趋势下，财务风险尚可且不存在经营错判的房企若缺乏核心竞争力也将逐步暴露风险，此阶段中缺乏核心竞争力的国企也将退出或被整合。

一、中国房地产行业特征及形成原因

自 1998 年住房货币化改革以来，中国房地产行业经历二十余年市场化发展，商品房年销售额从 2000 亿元增长至 15 万亿元，成为支撑中国经济增长的重要力量。与其他发达经济体相比，中国房地产行业发展时间和房企经营时间较短，尚未经历完整的中长周期，也并未像美国、日本等国家那样经历房地产过度金融化导致的系统性风险。在“房住不炒”被强调之前，中国房地产存在较为显著的金融化趋势，且现阶段地产金融化特征依然存在。

1. 地产金融化的表现

地产金融化的表现主要在于以往金融资源对房地产领域的过度倾斜，一方面使得住户部

门杠杆率快速上升，另一方面房企也形成了高经营杠杆和高财务杠杆。在过去地产金融化的发展趋势下，资金过于集中在房地产行业导致社会资源配置不合理，不利于实体经济发展，造成挤出效应；住户部门较高的杠杆率导致消费增长乏力，在经济增速下行的宏观环境下存在金融隐患，高房价地价也将导致民生问题；房企的高杠杆率导致信用风险累积，形成房地产“灰犀牛”。

2. 地产金融化的形成原因

①商品房预售制。预售制的存在使得房企有了天然的经营杠杆，定金和预收款成为房地产开发资金的重要来源，其占比超过了房企自筹资金。商品房预售制显著加快了房企资金周转效率，本质上是房企融资的一种重要手段。预售制度的弊端导致了大量购房纠纷，使得该制度持续面临质疑和指责，关于取消预售制度的声音一直存在。

②长期的融资便利。近十余年来，国家为推动经济增长的几次大“放水”，有很大一部分流入了房地产行业。在过去房地产高速发展、房价持续上涨的阶段，房地产项目的保值增值能力使其成为优质的融资抵押物，行业的高投资回报率也使房企能够承受较高的融资成本，导致信贷资源向房地产行业集中。境内公司债、境外美元债等直融渠道的畅通，导致房地产行业产生了大规模的信用债。此外，过去一段时期拿地和融资向规模房企倾斜，不少金融机构将房企销售排名作为融资的硬性要求，也使房企面临不得不加杠杆做大规模的压力。

③经济和地方财政对房地产的依赖。房地产行业能够带动建筑业、家居建材等众多上下游行业，对于国民经济有重要影响，也为过去二十多年的中国经济增长作出了巨大贡献。对于地方政府而言，土地出让金至今仍是地方财政收入的重要来源，土地和房地产相关的税收也大多由地方财政留存，导致地方政府有很强的推高地价、推动房地产增长的动力。

二、中国房地产企业信用风险特征

中国房地产行业特殊的发展历程造就了中国房地产企业的特征。2015年以来，中国房地产企业普遍体现出以下几个特征，这些特征也是房企现阶段信用风险的重要来源。

1. 高杠杆高负债

商品房预售制度以及长期的融资便利，使得中国房地产企业普遍形成了高杠杆高负债的经营模式。与同样实行预售制度的香港地区相比，内地房企的杠杆水平远高于香港房企。当地产金融化开始显著伤害实体经济，政府对于“房住不炒”的决心不可动摇，地产去金融化的趋势将是不可逆的。高杠杆的不可持续化是近年来房企信用风险频发的直接原因。

2. 融资结构失衡

在未被施行严厉的监管政策之前，境内公司债、境外美元债以及非标融资渠道畅通，且

资金用途相对于开发贷而言更加广泛。与稳健且成本较低的开发贷相比，高杠杆房企更加倾向于无需抵押物的信用债，以及手续相对便利、具有前融性质的非标融资，导致其融资结构中直融和非标占比过高，再融资易受外部环境影响。此外，部分房企为了抢占融资政策收紧前的窗口期，在未安排好债务期限结构的情况下大规模融资，导致后续债务集中到期压力。

3. 现金流脆弱性

房企现金流脆弱性同时体现在其资产端和负债端。在过去宽松的融资环境下，房企依赖外部再融资维持运营，筹资活动前现金流长期保持净流出状态。随着融资政策趋紧，2019年以来，众多房企尤其是民营房企开始依赖自身现金流，现金流状况发生实质性转变。

①资产端：整体资产变现速度放慢，三四线城市资产缺乏保值能力，资金受限程度上升。

房地产销售增速放缓体现在房企资产端即为整体资产变现速度放慢，房企销售金额增长乏力甚至负增长。在房企规模快速扩张的时期，众多房企选择拓展三四线城市，凭借三四线城市较低的土地成本和预售条件，实现资金高周转。房企的资产构成中三四线城市项目占比普遍较高，随着城镇化进程这些资产在长期内缺乏保值能力，去化压力将上升。另一项对房企现金流有重要影响的因素是预售监管户受限资金。以往预售监管户资金监管相对宽松的时期，许多房企将项目资金归集到资金池中进行管理，加快资金周转效率。一旦预售资金被从严监管，项目公司的资金无法被调拨，房企的流动性迅速恶化。

②负债端：各融资渠道全面收紧。

受银行房地产贷款集中度管控、非标融资严格监管、房企发债额度及资金用途的严格限定、债券投资者“用脚投票”等因素影响，房企负债端各项融资渠道均持续收紧，房企再融资压力严峻。除了资金流入端的监管，“三道红线”更是对企业自身有息负债水平的直接管控，体现了国家对地产去金融化的决心。

三、房地产周期与违约房企回顾

上文我们分析了房企信用风险特征的形成，而哪类房企在哪个时间点爆发信用风险，则与房地产周期密切相关。我们先对近年来的房地产周期进行回顾，再对不同周期阶段发生信用风险的房企进行归类总结。

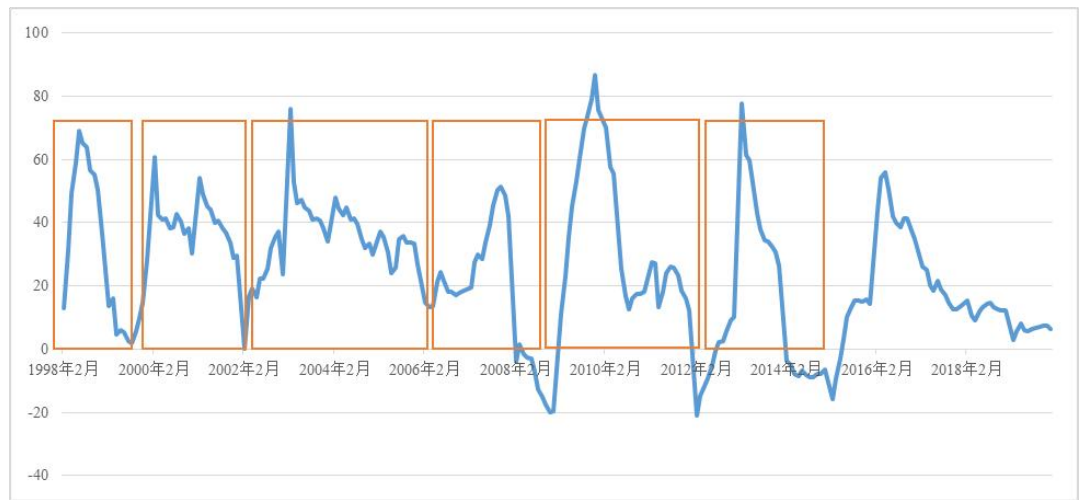
1. 房地产短周期回顾

近二十年来，中国房地产市场呈现出较为明显的短周期特征，尤其在2015年以前，基本每三年左右为一次短周期。这期间，无论商品房销售额累计同比、商品房销售面积累计同比、房地产开发投资完成额或是房屋新开工面积累计同比等指标，均呈现相似的走势和周期波长。该短周期规律主要由房地产开发和投资驱动，从土地购置到竣工交付的周期一般为三

年。

这里我们主要观测商品房销售额累计同比指标。1999—2002 年、2002—2006 年两轮短周期的最低点仍保持正数，2006—2009 年、2009—2012 年和 2012—2015 年三轮短周期的最低点已下探至-20%左右水平。暂不考虑 2020 年以来受疫情影响大幅波动的数据，2015 年以来的短周期在 2016 年触顶后持续回落，2019 年末的商品房销售额累计同比增幅为 6.5%，较此前三轮短周期的最低点仍有较大距离。根据周期走势图，我们将 2015—2016 年视为本轮周期的复苏期和繁荣期，2017—2019 年处于周期的衰退期内。

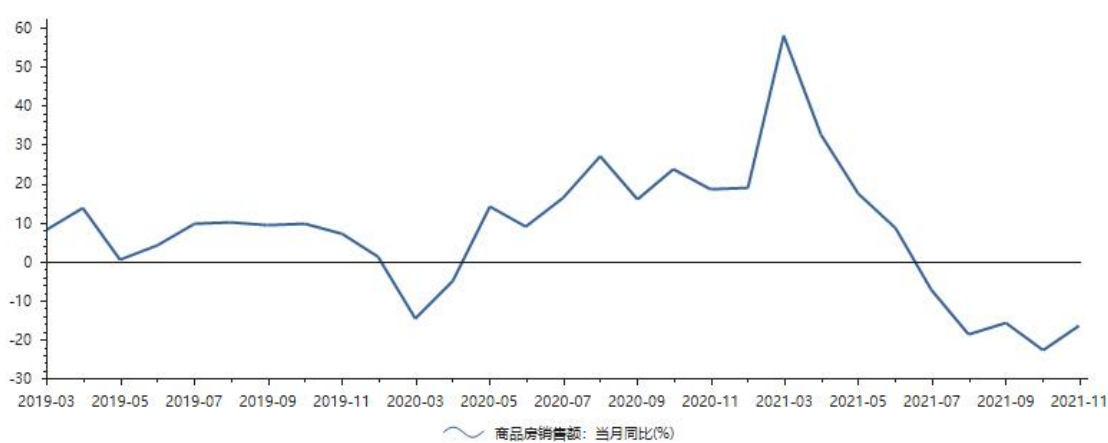
图 1 中国房地产短周期规律情况



资料来源：联合资信根据 Choice 数据整理

从商品房销售额当月同比的走势可以看到，不考虑 2021 年 1—6 月受疫情影响缺乏可比性的数据，自 2021 年 7 月以来，销售额当月同比增速转负，销售市场快速转冷。以此为标志，我们将 2017 年至 2021 年 6 月均视为衰退期，2021 年 7 月以来进入本轮周期萧条期。

图 2 商品房销售额当月同比增速走势



资料来源：Choice

与过去几轮短周期“快上快下”的态势相比，本轮短周期的下行时间明显拉长。若按照以往三年一周期的规律，本轮短周期应在 2018 年结束，但实际上在 2021 年下半年方才进入萧条期。房地产短周期与资金密切相关，本轮短周期拉长的可能原因有以下几点：

（1）2015—2018 年房企境内公司债融资环境相对宽松。2015 年公司债发行和交易制度改革显著拓宽了房企境内融资渠道，2016 年 10 月监管开始规定房企发行的公司债募集资金不得用于购置土地，2018 年 7 月起募集资金仅限于借新还旧和长租公寓领域。与目前地产债审批额度按有效期内到期额度打 85 折以及“三道红线”等相关限制相比，2015—2018 年房企境内公司债融资环境相对宽松，对当时的房地产行业形成有力支撑。

（2）2017—2020 年房企境外美元债发行规模大。2017 年，国家外汇管理局允许内保外贷下资金调回境内使用，叠加房企境内融资压力加大，中资地产美元债市场快速增长。此外，人民币汇率升值也是该段时间中资地产美元债规模增长的原因之一。高度市场化的美元债市场投资者众多，该段时间内中资房企美元债借新还旧难度较低，参与美元债发行的中资房企数量众多，美元债成为许多房企融资渠道的重要构成。

（3）棚改货币化安置政策。2015 年，棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先。由于一二线城市棚改货币化安置套数占比很小，央行推出的抵押补充贷款（PSL）创新性政策工具相当于对三四线城市定向货币宽松。棚改货币化安置政策有力推动了三四线城市房地产市场升温，在 2017—2018 年一二线城市受到严厉调控后，三四线市场使得房地产行业整体仍然具备韧性。

上述因素虽然延缓了行业进入萧条期的时间，但也积累了更大的项目去化风险和债务集中到期风险，导致本轮短周期正式进入萧条期时降幅异常显著。

2. 本轮周期内重要政策及房企行动回顾

（1）2015—2017 年：由“放水”和加杠杆推动的房地产复苏期和繁荣期

图 3 2014—2017 年商品房销售额累计同比增速及房地产重要政策



资料来源：联合资信整理

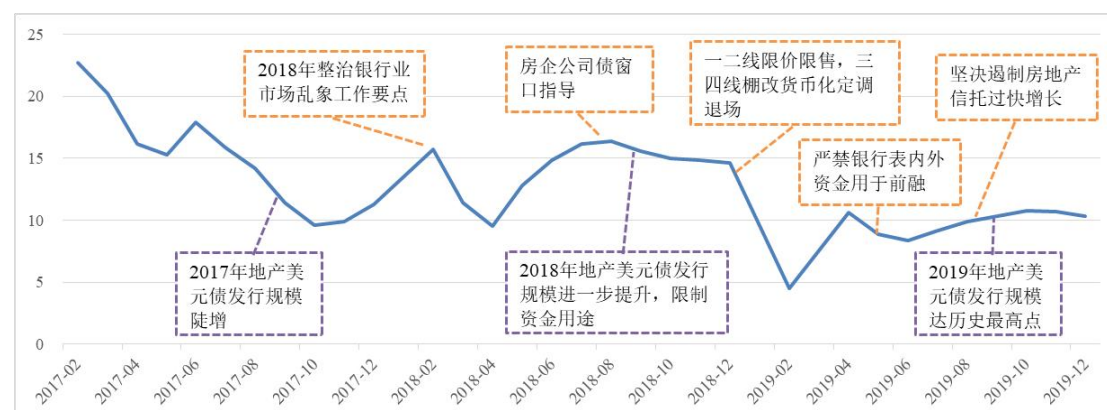
在上一轮周期的末尾，在稳增长和去库存的要求下，限购、限贷等政策陆续放宽，但房地产市场复苏态势并不显著，2014 年商品房销售额持续负增长。2015 年，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，公司债发行主体范围扩大、发行审核流程简化，房企公司债发行井喷。同时，2015 年 3 月，二套房首付比例降低、营业税减免优惠等宽松政策出台；2015 年 9 月，非限购城市首付比例进一步降低，全面推行异地贷；2015 年 12 月，中央经济工作会议强调去库存，棚改货币化力度加大。

结合周期走势来看，2014 年 11 月起央行重启降息以及 2015 年房企大量发行公司债，有效推动了 2015 年房地产行业的复苏，央行“放水”以公司债为主要渠道流入房地产领域。随着行业增速再度放缓，2015 年 9 月起，利率优惠、首付降低等政策直接提高了居民杠杆水平，央行再度降息降准、棚改货币化等政策进一步导致“放水”进入房地产，2016 年上半年房地产行业达到繁荣期。

随着热点城市房价迅速上涨，2016 年 10 月起，房地产调控政策开始转向。一方面，调控政策由全国性调控改为因城施策，调控手段不断创新，由需求端调控发展到供给端调控；另一方面，房企融资需要进一步规范，尤其是对房企以公司债募集资金购置土地、银行表外通道等进行限制。在两方面政策的结合下，房地产市场在 2016 年 10 月后显著降温，2017 年行业增速恢复至较为平稳的水平。

（2）2018—2019 年：调控深化、融资收紧、债务集中到期，引发中小房企违约潮

图 4 2018—2019 年商品房销售额累计同比增速及房地产重要政策



资料来源：联合资信整理

2018—2019 年，房企在资产端和负债端的现金回流均面临较大考验。在资产端，一二线城市限价限售政策对此前高价拿地的房企造成很大影响，高地价高房价项目难以按预定时间和预估价格开盘销售，房企现金流周转放慢，利润率显著下降。同时，随着政府定调棚改货币化将在 2020 年退场，以及需求端调控蔓延到热点三四线城市，三四线市场的购买力支撑减弱。

在负债端，各项房地产融资调控政策层出不穷，涵盖银行、资本市场、非标等各类融资

渠道。银行方面，房地产开发贷的准入标准提升，中小房企获取开发贷的难度加大；并购贷开始实行穿透监管；限制银行表内外资金投向非标，尤其是房企通过委托贷款融资的途径受到严格限制。债券市场方面，2018年7月监管层实施窗口指导，进一步收紧房企融资，禁止公司债与票据互还，发行新债仅限于借新还旧和长租公寓领域。信托方面，虽然2017年监管多次强调信托资金不得违规投向房地产，但由于房地产信托产品的高收益率，2017—2018年房地产信托融资规模依然居高不下；2019年7月监管对信托公司进行约谈和窗口指导后，房地产信托新增融资规模开始显著下降。

资产端和负债端同时收紧的压力，叠加房企2015—2016年发行的大量3年期公司债集中到期或回售，引发了2018—2019年的房企违约潮。本阶段违约的房企多为中小房企。在额度收紧的情况下，大部分金融机构倾向于将额度留给规模更大、排名更高的房企。同时，中小房企的项目数量较少，一旦项目受调控影响无法按原定计划销售，将缺乏抗风险能力。

从这个阶段的周期走势可以看出，虽然行业整体呈下行趋势，但下行的幅度一般。地产依然保有韧性的重要原因之一是美元债融资快速增长。美元债融资渠道的畅通，使得许多房企在三四线市场下行、利润率下滑、境内融资收紧的不利环境下，仍然具备流动性。在行业集中度提升的必然趋势下，许多房企将“规模”视为在行业中存活下去最重要的因素，利用美元债进一步加杠杆，在追求规模的道路上牺牲了企业财务健康，埋下风险隐患。

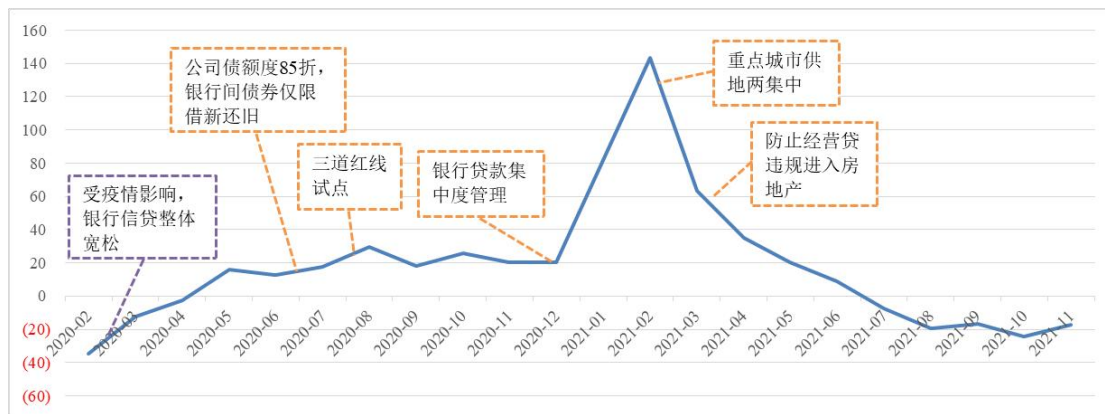
图5 2017—2019年中资地产美元债发行金额（左轴，亿美元）与债券只数（右轴）



资料来源：联合资信整理

（3）2020—2021年上半年：行业由追求规模向降杠杆转变，大型房企出现违约

图6 2020年以来商品房销售额当月同比增速及房地产重要政策



资料来源：联合资信整理

暂不考虑受疫情影响较大的2020年1—5月及2021年1—5月数据，2020年至2021年上半年期间，房地产周期走势相对平稳，市场仍然具备一定韧性。期间，房地产融资端的管控进一步收紧，尤其是“三道红线”对房企有息债务增长直接进行限制，这种与金融业类似的监管手段，体现了政府对于“房住不炒”、地产去金融化的决心。此外，房企债券额度和募集资金用途再度收紧、银行贷款集中度管理等政策，体现了监管层将降杠杆作为本阶段房地产调控的重点。

本阶段的违约房企以高杠杆且经营回款相对较慢的大中型房企为主。与2018—2019年阶段违约的房企不同，本阶段的违约房企大多在产品和规模方面具备一定的竞争力，但受项目业态（如豪宅、产业新城、商业地产等）或土地来源（如旧改）等因素影响，去化和回款速度较慢。这些房企在信贷宽松时期依赖高杠杆维持正常运营，2018年起随着融资趋紧开始出现流动性问题，经历2~3年的流动性消耗后暴露风险。

（4）2021年下半年至今：行业急速下行，资金撤离，流动性紧张，信用风险引爆

在上半年的“小阳春”后，2021年下半年开始，房地产行业状况急转直下，商品房销售额当月同比降幅持续在20%左右，多家房企甚至是行业头部房企爆发信用风险。本轮房地产信用危机主要由以下几方面因素引发：

①行业下行周期虽然被推迟，但始终会到来。本轮2015年以来的短周期在公司债放开、美元债放开和棚改货币化等因素的支撑下，周期长度显著被显著拉长，下行态势相对平缓。当上述支撑因素陆续收紧，且收紧力度超出预期，市场急速下降。

②多家大型房企违约使得资本市场投资者损失严重，投资者恐慌情绪下资金撤离，民营房企境内外债券再融资几近冻结。

③房企信用风险事件尤其是恒大事件引发地方政府对于“烂尾楼”的担忧，地方政府将“保交付”作为首要目标，对预售资金的监管空前严厉，使得房企可动用资金大幅减少。

④房企的信用风险负面事件也传导到销售市场，引发购房者对其按时交付能力和房屋质量的不信任，影响房企销售。

从上述因素可以看到，房地产行业在快速下行阶段出现了负向螺旋效应，房企风险事件

引发较大规模和范围的负反馈，企业内生现金流和融资现金流严重承压，信用风险迅速引爆。

表 1 近年来违约房企分类

违约时间	违约房企	描述
2018—2020 年初，多集中在 2018 年	中弘、五洲、华业、银亿、新昌、颐和、国购、三盛宏业、新华联等	该类房企在产品和规模方面竞争力不显著，自身经营管理存在一定问题。该类房企在多元化转型过程中，投资支出超出其财务能力，投资领域与其经营管理能力不匹配
2020—2021 年初	泰禾、福晟、华夏幸福、协信等	该类房企在产品和规模方面具备一定竞争力，通过高杠杆快速扩张规模。受项目业态、土地来源等因素影响，去化和回款速度较慢，随着融资环境收紧，出现流动性问题
2021 年中以来	蓝光、新力等	该类房企多为高杠杆快周转、以住宅业态为主的规模房企，销售情况尚可，但布局较下沉。随着市场下行、调控收紧、融资不畅，该类企业难以维持过去的快周转

资料来源：联合资信整理

四、房地产周期展望与风险房企预测

1. 中长周期展望

我们从中国所处经济发展阶段、人口状况、购房需求等方面来对中国房地产中长周期走势进行展望。目前中国房地产行业处于中长周期内的下行阶段，且很有可能将面临进入新一轮复苏阶段动力不足的状况。

（1）经济发展

从发展阶段来看，2008 年金融危机后，中国 GDP 由两位数的增长率转变为 9%左右的增速。2014 年，党中央提出中国经济增长进入新常态。2015 年，中央经济工作会议提出了供给侧结构性改革。2016 年《人民日报》文章指出，中国经济增长从高速向中高速换挡，中国经济增长进入 L 型。2017 年党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。整体来看，2015—2019 年，中国经济增速已下降至 6%左右，2020 年以来更是受到疫情的显著冲击。人口老龄化、全球化进程停滞甚至倒退、技术进步放缓、经济基数规模巨大等因素制约了中国经济增速，如果通过短期刺激政策长期化等措施推高增长速度，只会导致债务杠杆率持续提高、产能过剩难以出清、房地产库存继续增加等问题，孕育更大的金融经济风险。

从发展战略来看，近三十年来，中国实施出口导向型经济战略，实现了经济的快速腾飞。随着全球化形式发生变化，近年来国家更加强调从出口导向到内需拉动的转变，推动产业转型。在过去城镇化进程快速推进的时期，房地产及相关产业对中国经济增长起到了重要的推动作用，同时也占用了大量的社会资金。2015—2017 年资金大规模涌入房地产行业，催生了一大批以规模为导向、以高周转为经营模式的房企，房地产体系的金融风险显著放大。从中长期来看，为了实现“回归制造业”的高质量发展、推动资金和劳动力从占用了大量社会资源的房地产向技术密集型产业转移，政府需要引导房地产投资回报率的下降、合理释放房

地产金融风险。

（2）人口增长

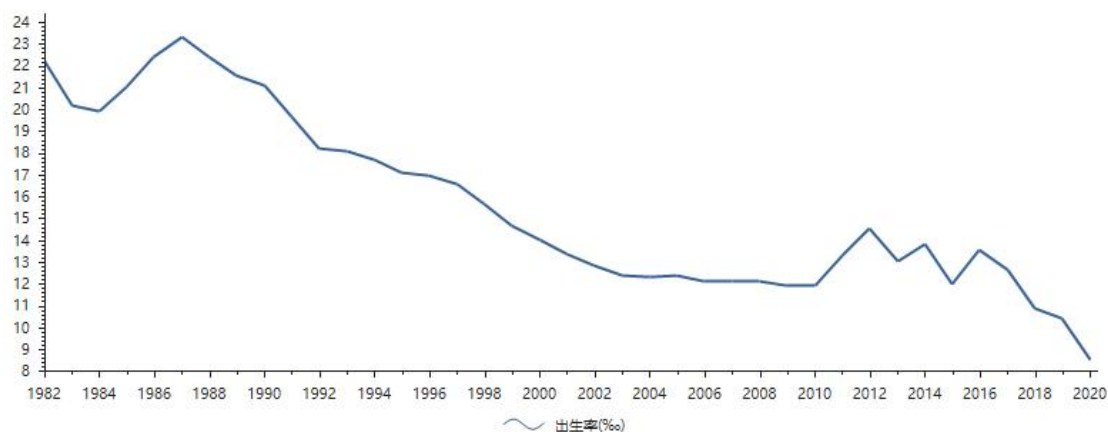
人口是房地产未来市场空间的重要决定因素。20 世纪 80 年代计划生育被定为基本国策以来，中国人口出生率显著下降，放开二胎对出生率的提振效果较为有限，2020 年出生率降至 8.52‰的历史低点。处于下行通道中的出生率逆转的难度较大，人口增长乏力是制约中国房地产中长期发展的重要原因。

图 7 中国出生人口周期呈现断档态势



资料来源：Choice

图 8 计划生育定为基本国策以来中国人口出生率变化



资料来源：Choice

（3）购买力

经济增速的换挡将导致居民购买力的变化，收入预期的变化对于购房投资的影响较为显著。中国居民资产构成中房产占比大，居民部门杠杆率于 2019 年达到 56.1%，低于发达经济体平均值，但高于大部分的新兴经济体。暂不考虑 2020 年以来受疫情影响的数据，中国居民债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）于 2019 年已上升至 30.53%，预计

长期内仍将保持上升趋势。此外，长期趋势下的出口下滑、制造业流出、人民币汇率升值可能导致长期流动性收缩，影响居民购买力。

（4）中长周期展望

人口和购买力是房地产需求的硬上限。随着中国经济发展阶段的转变，居民收入增速放缓、杠杆率上升，而中国高质量发展的发展战略将引导堆积在房地产的大量资金回归制造业尤其是高端制造业。人口周期的断档、出生率断崖式下降将对中长周期内的房地产行业造成深远影响。目前中国房地产行业处于中长周期内的下行阶段。根据发达国家对房地产中长周期的研究理论，在房地产一轮周期进入尾声后，新一轮复苏不会自动到来。在人口的严峻态势下，中国房地产周期很可能将面临进入新一轮复苏阶段动力不足的状况。

2. 短周期展望

在上一轮短周期的低点上，棚改货币化等政策的推出有力推动了房地产进入新一轮周期的复苏阶段。但在房地产市场长效调控和金融审慎管理的现阶段，不再有强力政策托底，在中长周期内下行趋势的压力下，预计本轮周期的低点至少应抵达前三轮短周期的低点位置。

上文我们对房地产短周期规律和本轮短周期进行了回顾。与此前几轮短周期“快上快下”的走势相比，本轮周期下行阶段显著拉长，我们判断本轮短周期尚未触底。在 2015 年的周期低点上，棚改货币化等政策的推出有力推动了房地产周期进入复苏阶段；但在房地产长效调控机制逐步建立、房地产金融审慎管理的现阶段，在中长周期内下行趋势的压力下，预计本轮周期的低点至少应抵达前 3 轮短周期的低点位置，即累计同比降幅 20%。2021 年 7 月以来，商品房销售额单月同比降幅已触及 20%并持续在该水平波动，但由于上半年的小阳春，累计同比增速仍为正数，本轮短周期的下行仍将持续一段时间。

图 9 近年来中国房地产短周期高低点情况



资料来源：Wind

3. 风险房企预测

上文我们回顾了本轮短周期以来发生违约的高杠杆多元化型房企、因业态等原因导致去化较慢的高杠杆慢周转型房企、以住宅业态为主的高杠杆快周转型房企，这三类房企的风险尚未完全出清。同时，考虑到目前房地产行业正处于长期下行周期中的短期快速下行阶段，除了上述三种类型的房企，涉及下列问题的房企也存在风险暴露的可能。

图 10 房企风险暴露路径示意图



资料来源：联合资信整理

(1) 财务风险型——信用风险加速暴露中

该类型的风险房企自 9 月以来加速风险暴露，包括佳兆业、奥园等。尽管近期监管层释

放了房地产信贷环境改善的信号，但未来随着行业风险事件增加，房企融资渠道尤其是非银融资渠道仍不乐观。部分从财报数据来看杠杆较合理的房企，后续的再融资风险也可能放大，问题主要包括：

①融资渠道构成或期限结构不佳。恒大风险事件后，再融资市场的一系列变化导致部分房企出现短期流动性问题。债券融资或非标融资占比较高、短期内到期债务规模大的房企，即使杠杆水平较合理，依然爆发再融资风险。

②数据不明晰，财务状况不够透明。因涉及合作开发、旧改、多个开发平台等，部分房企合并口径财务报表和披露的全口径经营数据不能完全反映企业真实情况，市场对其表外债务和实际销售回款存在质疑，影响其再融资，遭到投资者“用脚投票”。

（2）经营误判型——未来 1~2 年可能暴露风险

该类风险房企主要指财务风险尚可，但经营方面在拿地时间点或业态上存在错判的房企。

①业态或布局不佳，资金长期承压。该类房企与前文提到的重资产型的风险房企在经营方面存在类似的问题，由于难去化的项目占比较大（如布局商业地产、文旅地产，或布局景气度不高的城市），企业资金长期承压。其中，财务风格激进的房企在过去阶段已陆续暴露风险，财务风格相对稳健的房企目前可能仍未暴露风险，但在长期承压中财务资源已陆续消耗，随着行业下行将难以继续支撑。

②近一两年拿地规模大、拿地价位高。随着房地产进入下行周期，近一两年来新增土储规模大、资本支出占比高的房企，预计后续偿债压力将加大。尤其在 2021 年上半年第一轮集中供地中大量拿地的房企，由于土地价格较高，未来可能面临去化和盈利方面的压力。该类房企尤其是民营房企原本流动性尚可，但在房地产短周期由衰退期进入萧条期前的时点发生了大规模资本支出，提前消耗了流动性，且由于拿地带来了新的融资，在回款不及预期的下行阶段中，将面临较大的压力。

（3）缺乏核心竞争力型——未来 3~5 年可能暴露风险

根据上文分析，人口周期的断档、购买力的下降可能导致房地产在中长周期内仍将面临较长时间的下行阶段。当长期内，若房地产市场容量发生大幅萎缩，需求支撑不足、销售竞争激烈、房企回款压力大将导致房地产行业整体利润率进一步下滑，盈利能力较弱、缺乏核心竞争力的房企在中长期内将逐步暴露风险或进行转型。在上述环境下，即使企业财务较稳健且经营不存在重大预判，但若该企业自身在项目品质、运营管理能力、成本控制能力、优质土储等方面不存在核心竞争优势，在房地产行业集中度提升的必然趋势下，也将面临淘汰风险。

在上文所述财务风险型和经营错判型房企逐步暴露风险的过程中，存在相关风险的国企受益于股东背景，预计将得以持续经营。但在该阶段中，缺乏核心竞争力的国企也将退出或被整合。随着资质不佳的风险房企陆续出清，具有优质产品力和管理能力的房企留存在行业

中，将使中国房地产行业实现长期的良性发展。