

# 房地产业集中度仍有提升空间

□荣盛发展首席经济学家、中国社科院金融所房地产金融中心主任 尹中立

## 从成长期进入成熟期的特征体现

近十年来,房地产业集中度日益提升。销售额排行前5名房企的市场占有率为2009年的5.3%提升至2018年的18.3%,销售额排行前10名房企的市场占有率为2009年的8.1%提升至2018年的26.9%,销售额排行前20名房企的市场占有率为2009年的11.8%提升至2018年的37.4%。从产业生命周期理论看,行业集中度急速提升是产业发展进入成熟期的重要特征之一。结合我国房地产业发展现状,从G-K产业生命周期理论阶段划分各因素判断,我国房地产业正处于从成长期向成熟期过渡的阶段,行业集中度将持续提升。

从时间序列看,最近十年的市场集中度提高主要集中在2010年、2014年和2017年三个年度,以前20名的占有率为2010年度的市场集中度比2009年提升2.4个百分点,2014年度的市场集中度比2013年度提高近3.9个百分点,2017年度的市场集中度比2016年提升7.3个百分点。

行业集中度与市场周期密切相关。从行业集中度年度变化看,2010年、2014年和2017年房地产业集中度提升幅度最大。与市场营销数据对比分析发现,这三个年度市场共同的特点是销售增速明显放缓。从市场周期的角度看,都是市场从快速上升周期结束后的转折年份,前一个年度都是房地产市场的阶段性顶峰。

具体来看,2010年、2014年和2017年全国房地产业销售金额增速较上年分别回落64.5个百分点、32.6个百分点、21.1个百分点。因此,行业集中度提升,可以看作是行业在经历快速增长期后出现的优胜劣汰。销售增速放缓意味着行业景气下降,在这一时期往往叠加政策干扰,更加体现出对企业综合实力的考验,加剧市场竞争。这一时期中小房企普遍面临生存环境恶化,发展的可持续性减弱,有些小型房企在此过程中被淘汰。规模较大的房企凭借自身的综合实力,往往能通过逆势拿地,或通过并购扩张,进一步提升综合实力。强者愈强,行业集中度因此实现较快提升。

并购交易是提升行业集中度的重要途径之一。由于并购交易从开始操作到并表有一定时滞,因此从数据上看,连续两年并购交易大幅增长与行业集中度大幅提升基本同步。2013年和2014年,房地产业并购交易金额分别增长136%和47.3%,对应2014年TOP20房企市场占有率为3.9个百分点;2016年和2017年,房地产业并购交易金额分别增长40.9%和30.6%;对应2017年TOP20房企市场占有率为7.2个百分点。

除了产业发展规律外,规模越大的房企融资成本越低,促使房企追求规模扩张。最近两年,政府启动了宏观审慎管理,对房地产业进行逆周期调节,其中主要的手段就是控制房地产信贷增长,此举加速行业优胜劣汰,进一步推升行业集中度。



新华社图片

## 行业实际集中度被高估

随着行业马太效应愈发明显,企业都有做大做强的需求和冲动,对房地产业销售排行榜上的名次更加看重,也因此引发业界对企业公布销售数据的真实性的质疑。销售数据虚增情况,可以从财务报表的真实性、合约销售与权益销售数据差异等方面进行判断。

近年来,在项目地块总价较高、房企资金趋紧的背景下,房企在招拍挂市场更倾向于多方合作拿地,通过合作开发分摊风险。部分房企在公布销售金额是没有剔除权益因素,导致合约销售金额偏高。相关研究显示,TOP100房企销售金额权益比从2016年的85%逐年下降至2018年的80%。从2018年销售权益排行榜看,由于有较强项目获取和独立操盘能力,恒大以5241亿元稳居榜首;而碧桂园销售权益金额为5204亿元,较合约销售金额减少203亿元。

由于权益销售是销售业绩最真实的反映,能更客观地显示房企实力。现用权益销售额级排名还原行业集中度真实水平。2018年中国恒大、碧桂园和万科三家龙头企业的权益销售额占全国商品房销售额比重约为9.8%,低于用合约销售额计算比重2.8个百分点,权益销售额排名前20房企市场占有率为30%,低于用合约销售额计算比重

8.1个百分点。如果再考虑到财务报表被粉饰等因素,行业实际集中度应该进一步被下调。

同时,与较为成熟的房地产业相比,我国房地产业集中度依然有一定提升空间。2009-2016年,美国市场销售TOP5企业市场占有率为15%以上;2016年美国市场销售TOP5企业和TOP10企业市场占有率为20.8%和30%;而同期,合约销售榜口径计算下,我国TOP5企业和TOP10企业的市场占有率为12.9%和18.7%,权益销售榜口径计算下,我国TOP5企业和TOP10企业的市场占有率为10.9%和15.9%,仍有较大上升空间。

综上所述,从产业发展规律看,行业集中度持续提升是我国房地产业正处于从成长期向成熟期过渡的阶段性特征。从助推因素看,金融机构差别化政策、行业景气波动等都在一定程度上加剧了行业马太效应。从企业内生需求看,做大做强的需求和冲动,考虑到房企销售金额权益比逐年下降等因素判断,以合约销售面积计算的行业集中度被高估,建议用权益销售金额进行修正。而且,与美国、中国香港等地区较为成熟的房地产业相比,我国房地产业集中度整体依然有提升空间。

# 找准症结 破解民企融资难题

□德州市中小企业局局长 赵小广

民营企业融资难融资贵长期得不到解决,应思考这样一个问题,即以往措施是否触及企业反映最强烈、最急需问题?为此,笔者认为,当前应厘清思路、对症下药,方能有效破解难题。

## 反映强烈的痛点问题

一是贷款短期化严重,企业倒贷压力大,企业基本的流动资金供应缺乏稳定性。根据对100户企业调查,一年期贷款占95%以上。贷款短期化带来两个问题:首先,造成企业周转性流动资金不足,影响正常生产经营。企业流动资金需求分两类:临时性资金需求和周转性流动资金需求。周转性流动资金是企业正常生产经营最低需要、需长年占用的流动资金。周转性流动资金类似于职工最低生活保障,不足势必导致企业资金吃紧甚至产能不能充分发挥。周转性资金要求银行提供中长期周转贷款,如美国小企业管理局规定银行对企业贷款一般是7-10年。如果短期贷款用于周转性流动资金,到期硬性收回就会造成企业最低需要的流动资金出现缺口,资金紧张,影响正常生产经营。其次是人为地增加企业还贷频率,加大企业倒贷压力,容易引发资金链断裂。

二是先还后贷搞“一刀切”。现在无论企业经营好坏,无论贷款是否用于周转性资金,银行均要求企业先还后贷。先还后贷带来两大问题:首先是过桥融资增多,增加了企业成本。资金紧张或贷款多的企业为了还贷,不得不拆借民间高息过桥资金,大大增加成本。过桥资金成本低则年息30%,高则60%以上。根据对100户企业调研情况,约30%的贷款企业需要过桥融资。

三是出现资金“断档期”,造成企业资金紧张甚至资金链断裂。先还后贷存在资金“断档期”,续贷一般一周以上,长则一两个月。续贷不及时会造成企业资金吃紧,甚至引发诉讼和资

金链断裂。例如某豆制品著名品牌企业产品市场有销路,毛利率25%左右,2008年通过过桥融资归还了2000万元贷款,但原定十天的续贷没有到位,企业背上了2000万元高利贷。此后又有1000万元贷款到期,企业通过过桥归还后,银行又没有续贷。由于续贷连续不到位,无法归还过桥资金,最终高利贷主查封厂房设备,企业停产陷入困境。近年来中小企业资金链断裂、老板跑路现象蔓延,除企业过度负债、盲目扩张等自身原因外,先还后贷一刀切导致的资金“断档”、续贷不及时是直接原因。

三是无抵押物贷款难。小微企业往往缺乏抵押物,很难获得银行贷款。如某国家级高新技术企业,主要生产太阳能电池板,2017年销售利润率15%,负债率仅27%。2017年企业承揽了3700万元政府光伏工程,急需流动资金,但缺乏抵押物银行不予贷款。企业无奈只得通过民间借贷500万元完成工程。如果没有抵押物,银行则要求找担保企业,给企业带来互保风险。我国企业局规定银行对企业贷款一般是7-10年。如果短期贷款用于周转性流动资金,到期硬性收回就会造成企业最低需要的流动资金出现缺口,资金紧张,影响正常生产经营。其次是人为地增加企业还贷频率,加大企业倒贷压力,容易引发资金链断裂。

四是贷款展期制度过于严苛。由于临时进货、回款变化等原因,企业难免需要贷款展期,展期本来也是一种正常的融资形式。但目前商业银行展期制度过严,有的将展期权限上收省行,多数展期之后要将贷款从正常贷款调到关注贷款,以致贷款展期难度完全不亚于新增贷款,使展期这一正常融资形式基本消失,很多民企不能通过展期途径解决资金需求。

## 对症下药 针向施策

一是推广无还本续贷。无还本续贷实现了新旧贷款无缝衔接,不存在资金断档,不需拆借高息过桥资金,延长了贷款期限,是缓解贷款短期化、先还后贷带来的过桥成本高和资金断档等问题针对性强、一举多得、十分有效的政策工具。应按照国务院和监管部门要求,加大无还本续贷力度,提高无还本续贷的规模和占比。

目前存在的问题主要有两个:一是认识上存在误区。一些业内人士对目前我国直接融资不发达、中小企业周转性流动资金来源主要来自短期贷款的国情缺乏清醒认识,有的望文生义误认为无还本续贷是不要本金、永续贷等,因而有些地方无还本续贷政策落实缓慢甚至没有落实。

二是一些银行信贷管理系统仍然把新贷款结清老贷款等无还本续贷业务自动列入关注,因而基层行缺乏开展无还本续贷的积极性,大量优质小微企业被挡在政策大门之外,仍然要先还后贷,继续受到资金断档和高息过桥困扰。要加强政策宣传学习,建议有关银行尽快改进信贷管理系统,符合条件的小微企业新贷款结清原有贷款等无还本续贷业务,列入正常贷款,消除“肠梗阻”,以扩大无还本续贷覆盖面,尽快缓解先还后贷“一刀切”、资金断档和高息过桥等民反映强烈的问题。

二是修改《贷款风险分类指引》,纠正借新还旧一律划入关注类的“一刀切”做法。2007年前借新还旧政策能够区别对待、允许好企业借新还旧,也符合贷款短期化的实际,因而那时没有普遍性先还后贷一刀切、资金“断档”和高息过桥问题,资金链断裂现象也较少。2007年《贷款风险分类指引》调整了借新还旧政策,无论企业经营好坏,无论贷款是否用于周转性流动资金,借新还旧一律从正常类转入关注类。此后各银行一般不再办理借新还旧,要求企业先还后贷,因而导致系统性资金断档、高息过桥和资金链紧张问题。

数据显示,借新还旧政策调整后的2008年,浙江省中小企业注销2.2万户,创近六年之最。借新还旧“一刀切”是当下最需要立即修改的银行业规定,尤其是在经济下行压力增大的时期,建议恢复2000年区别对待做法,即只要符合一定条件(如产品有销路、不欠息、符合产业政策等),借新还旧可列入正常贷款。只要借新还旧政策区别对待、符合实际,民企银行抽贷、资金断档和高息过桥三大问题可基本上迎刃而解。

三是加大中长期流动资金贷款力度,着力解决贷款期限错配问题,稳定企业周转性流动资金。建议国有商业银行对民企恢复流动资金周转贷款业务,提高中长期流动资金贷款比重。建议借鉴日本政策性金融机构的做法,国家开发银行等政策性金融机构对重点民企开办中长期流动资金贷款业务;国有商业银行也要开办政策性中长期流动资金贷款业务,和商业性业务分账核算。建议修改中期流动资金贷款管理办法,将中期流动资金贷款期限由1-3年改为1-5年,和《贷款通则》相一致;还款方式由单一的每半年偿还一次改为既可以分期还款也可以一次性偿还。

四是放宽展期政策,下放展期权限。展期是企业的正常需求,也是银行业一种正常产品和服务,不能搞“一刀切”,把所有展期都视同逾期而列入关注贷款;尤其是目前展期可以缓解期限错配,对解决资金断档和高息过桥等问题都有重要作用。建议监管部门放宽展期政策,只要企业生产经营正常,展期贷款不再划入关注类贷款。商业银行可将单户授信总额1000万元以下小微企业展期权限下放市级分行,一定额度的由基层行自主确定。

五是落实政府性担保公司政策性功能定位。一是建议各级政府尽快取消政府性担保公司盈利性考核,重点考核小微企业担保业务规模和服务情况;二是建议政府性担保公司开展小微企业信用担保业务。对符合其他贷款条件、仅仅缺少抵押物的小微企业,政府性担保公司提供信用担保,破解因没有抵押物导致的贷款难困局。三是借鉴发达国家和地区做法,设立政策性中小企业信用保证基金。四是配套政策。提高政府性担保机构小微企业信用担保代偿补偿比例。政府性担保机构代偿净损失纳入财政预算,按年弥补。出台政府性担保机构小微企业担保尽职免责政策,解决不敢担、不愿担问题。

## 金融回表预示防风险成效可期

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

2018年以来,我国货币增速和市场预期日益吻合,大幅偏离的情况不再出现。笔者认为,这并不是市场预期水平提高,而是政策预期管理的透明度有效提高的结果,也说明市场已经充分理解“去杠杆”对货币政策的影响,以及货币政策稳健“在不同市场背景和经济状况下的具体含义”。

最新数据显示,2018年12月的广义货币供应量(M2)同比增长8.1%,增速比上月末高0.1个百分点,与上年同期持平;就市场预期情况来看,同期的路透调查中值和均值同为8.2%,实际增长虽略低于市场预期,但也符合市场边际回升的方向判断。实际上,前期货币当局已向市场释放不少边际调整的信号,市场对信贷回升也有预期。从2018年12月信贷、货币的实际增长和预期情况的对比表明,货币当局对货币环境的预期引导和管理,有效程度明显提高。

当前货币环境的总体运行特征平稳,这是前期监管收紧冲击过后的市场必然结果。当前市场对信贷、货币预期的一个显著特征是:平稳趋松中分歧加大。由于货币政策是在保持中性基调下,坚持“去杠杆”的政策核心,实行边际调整,实际调整程度难以有事先的明确界定。加之前期货币、信贷增长的波动表现,使得机构间对货币、信贷增长前景看法差异异大。

受金融监管新政影响,在资管新规等带来的金融市场规范化和风险治理下,金融同业市场、影子银行领域受到较大冲击。2018年8月后,资本市场上直接融资的恢复性增长,使得社融增长规模重新超越信贷增长规模,表明金融市场直接融资功能得以恢复。2018年四季度后,社融持续超越信贷增长状况,说明金融监管强化对市场融资功能的冲击已基本消退。

监管规范主要是为了治理金融的“脱实向虚”,摆脱货币短期化现象。监管规范化后,虽然监管对金融市场流动性的冲击已过去,但影子银行领域融资只能延续低位增长。2018年以来,社会融资结构的一个明显变化是,表内融资呈现回升态势,货币当局长期以来要求金融机构经营“回报”的努力开始见效。

从具体融资类型看,2018年12月,在影子银行渠道中,信托和委托贷款渠道仍然延续减少态势。监管规范后影子银行受到限制,资金“脱虚向实”得到发展的格局延续。监管强调金融经营的规范化,强调风险防范,使得非规范经营的影子银行运行空间受到压缩,资金回流到资本市场和银行间市场。因此,即使影子银行领域的融资持续受到压缩,社会资金的紧张程度并不会上升,金融市场利率下降格局不变。

另外,2018年以来,社融结构变化的一个显著特征就是金融回表,即表外融资比重下降,表内融资比重回升。金融回表表明货币当局前期监管措施已产生成效,2012年金融过度创新以来,资金“脱实向虚”持续发展的局面得到扭转。前期的监管措施,如资管新规等规范金融同业市场的行为,提高了金融机构经营的规范化程度和全社会的风险防控水平。

货币政策的三角形支撑框架,是中性货币政策、微观主体活力和资本市场功能。要做到“三支点”间的共同协调,就要疏通货币政策的传导机制,提高金融服务实体经济的效能,即同样货币增长能促进更多的经济活动,这意味着货币政策效应积极性的提高。货币效应恢复积极,使得中性货币政策亦能有效提高微观主体活力;只有微观经济活动主体活力整体提高,个体间活力差异才能体现,从而为资本市场的资源配置功能发挥准备条件。

金融回表正是货币效应恢复积极的金融表现。为扭转资金“脱实向虚”的现象,货币当局采用了“双管齐下”的对策:一方面强化监管规范,压缩资金空转空间;另一方面采用定向调整的结构化政策,通过针对普惠金融的定向降准、PSL等措施,将资金直接注入实体领域。2018年后,货币当局通过“降准+置换”的组合操作,实现“收短放长”的扭转操作,有效改善货币结构,使得金融短期化现象得到持续缓解,金融对经济的支持作用呈现恢复性增强现象。

表内融资比重的回升,也意味着金融市场风险的显性化得到发展。2019年,防风险虽然仍是宏观调控年度经济工作的三大年度任务之一,但金融回表已经预示了防风险工作的成效可期。同时,“去杠杆”与降融资成本并不矛盾,过去过度杠杆化主要是资金没有风险定价,并非利率过低。金融去杠杆实际上就是金融机构减缓报表扩张,在宏观上的意义就是金融的信用扩张能力下降;在中观行业层面上,监管强化带来的金融去杠杆,减少了金融体系对短期流动性的财务周转性需求,使得货币市场的资金需求下降,从而降低了货币市场利率,短期流动性的紧张程度下降。

货币环境的基本格局是“存量过多、增量不足”。伴随监管规范而来的先期冲击过后,周转性融资需求下降,金融市场的融资利率,即使货币政策的中性基调没有发生改变,也会逐渐下降。实际上,伴随周转性资金空转需求的下降,2017年的中长期金融市场利率已趋下降。2018年二季度以来,短期金融利率也已呈现持续至今的下降态势。

货币存量过多、增量不足的局面,决定了实体经济的借贷市场利率,又主要取决于经济运行环境带来的信用风险变化。在经济持续底部徘徊且增长基础不断巩固的背景下,实体经济的市场利率从长期看保持稳中偏降态势,短期内受市场预期变化影响,而市场利率下降正是金融风险降低的基础。