

房地产发展模式的国别研究

——美国房企穿越次贷危机原因探析及对我国的启示

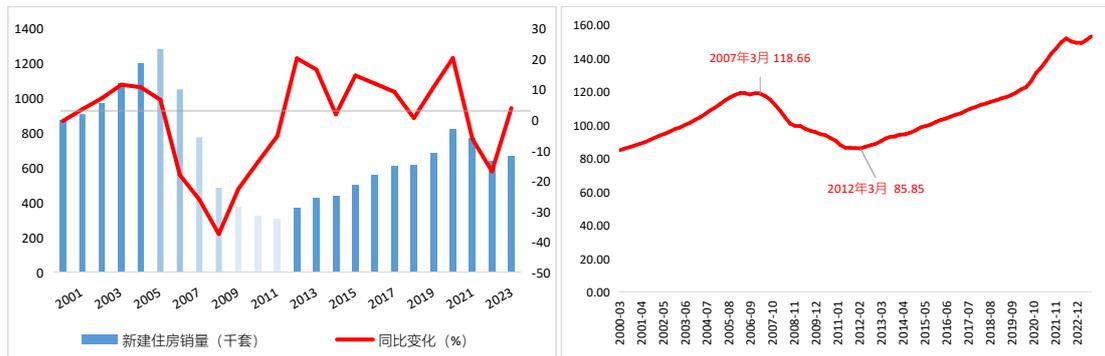
美国房地产行业已经历多轮周期，市场成熟度较高，虽然中美房地产制度存在诸多差异，但美国房企在运营模式、危机处理方式等方面依然有许多值得借鉴的地方。2008年美国次贷危机引发全球金融市场动荡，但对美国房地产行业的冲击相对有限，美国头部房企大多成功度过危机，其中原因值得探究。当前，我国正处于房地产市场调整阶段，行业面临着由增量时代向存量时代过渡的转变，房企亦面临提质降速的转型挑战。本报告旨在通过分析美国房企成功穿越次贷危机的原因和房企的经营模式和特色，为我国房企如何增强风险抵御能力、如何适应市场变化做好转型升级提供一些启示。

一、次贷危机对美国房地产行业的冲击

美国次贷危机爆发的直接原因是加息引发断供潮，受到冲击最为严重的是金融行业，雷曼兄弟、华尔街银行等大型金融机构纷纷倒闭，影响一度波及全球。对于房地产行业的冲击主要体现在行业景气度下行、房屋销量下滑导致销售回款减少从而对房企现金流形成较大压力，不乏许多中小型房企在危机中破产，但总体来看，次贷危机并未引发行业系统性风险，政府的救助力量主要集中于居民端和金融机构端，房企主要依靠自身和民间力量实现了周期穿越。

从行业层面来看，次贷危机直接造成美国房地产行业经历了约5年左右的下行周期。具体来看，销售端较价格端更早表现出下行趋势，美国新建住房销量在2005年后就出现了增长乏力，2006年进入同比下行区间，次贷危机的爆发加剧了销售下滑趋势，2011年销量已降至30.6万套，不足2005年销量的四分之一，直至2012年，美国房地产进入稳定回升区间，此后10年销量保持连续同比正增。房价方面，OECE实际房价指数显示，美国实际房价指数自2007年3月进入下行周期，在2012年触底（为85.85），较2007年阶段性高点下跌约28%，随后迎来强势反弹，进入快速的上涨周期，此后基本保持价格长期稳定回升。

图表 1-2：美国新建住房销量（左图）；OECD 实际房价指数（右图）



数据来源：Wind，东方金诚整理

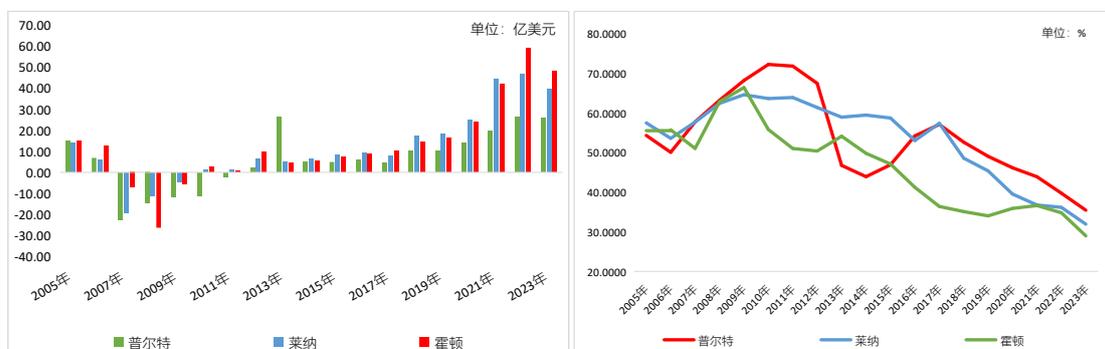
从房企层面来看，次贷危机的爆发暂停了美国楼市的上行周期，房企经营压力显著加大，销量的断崖式下降导致房企普遍面临资金链断裂风险，四大房企中有三家成功度过危机。霍顿、莱纳、普尔特和桑达克斯是次贷危机爆发前美国的四大房地产开发企业，除霍顿成立时间稍晚外（成立于1978年），其余三家房企均成立于20世纪50年代，是二战后伴随美国住房需求释放快速成长起来的一批房地产开发企业。次贷危机前四家房企营业收入相差不大，但次贷危机爆发后四家房企走向了不同的命运。

桑达克斯曾是美国第三大房地产公司，然而危机爆发导致经营问题加速暴露，最终走向被普尔特收购的命运，次贷危机后四大房企剩余三家。次贷危机爆发前桑达克斯正处于快速扩张阶段，危机的爆发不仅中断了其扩张步伐更引发严重的经营问题，简单概括来说桑达克斯面临三大困境：一是前期土储过高，危机爆发后资产出售速度下降、出售价格过低带来较大损失；二是大量订单的取消造成库存积压和现金流持续紧张；三是前期的大幅扩张导致其在次贷危机爆发期间面临较大的偿债压力。

莱纳、霍顿和普尔特三家房企在次贷危机期间经营压力亦显著上升，但最终通过出售资产、降价促销等策略维持了现金流的稳定。2007-2009年三家房企连续亏损，资产负债率显著升高。2010年莱纳和霍顿两家房企率先实现扭亏为盈，资产负债率出现不同程度下降，但2009年普尔特收购桑达克斯的行为不仅造成资产负债率进一步扩大至72.3%，亏损时间也因此拉长，直至2012年才实现盈利。次贷危机后，三家房企盈利能力逐渐拉开差距，2023年霍顿、莱纳和普

尔特的净利润分别为 48.0 亿美元、39.6 亿美元和 26.0 亿美元，霍顿实现了后来者居上，而普尔特受并购行为拖累综合实力出现下滑。

图表 3-4：美国前三大住宅开发类房企净利润（左图）和资产负债率（右图）



数据来源：Wind，东方金诚整理

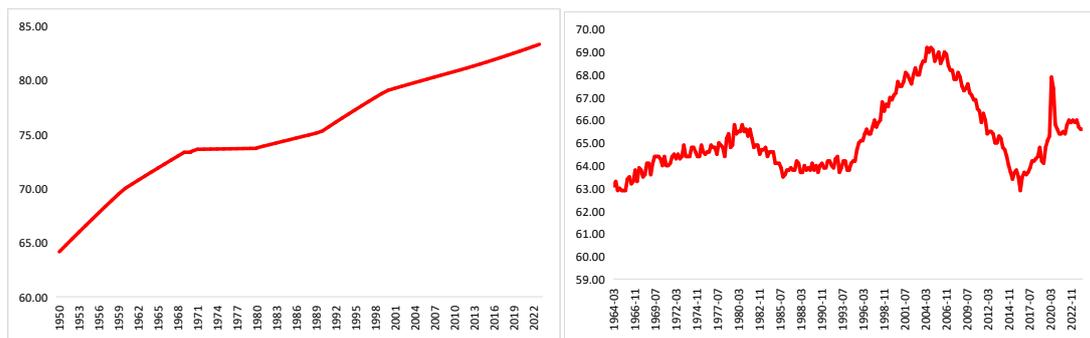
二、美国房企穿越次贷危机原因分析

这场始于房地产行业的危机影响范围一度波及全球，但却未造成房地产行业出现系统性风险，其中有行业背景的原因，亦与美国房企经营特点有关。

1. 美国房地产市场进入存量时代的时间较早，次贷危机时期住宅开发在美国房地产行业的占比已显著下降，并且，REITs 早已成为主流运营模式。

房地产市场与产业发展、城镇化进程相依相伴。独立战争后土地逐渐流入私人手中，形成了美国房地产市场发展的雏形。早期，房地产市场具有区域化发展特征，主要表现为工业发达城市带来劳动人口聚集，推动当地房地产市场发展。二战结束后，一方面美国人口快速回升带来了住房需求的集中释放，另一方面经济的发展推动城镇化进程，进一步带来住房需求的释放。1960 年美国城市化率已达到 70%，住房自有率也已超过 60%，这意味着，美国房地产市场大约在 20 世纪 60 年代开始向存量时代过渡，而美国主流房地产企业大多出现于这一时期，所处行业阶段的不同、市场环境的不同等导致了美国房地产行业的发展格局、房企的运营模式等与我国均存在较大不同。

图表 5-6：美国城市化率（左图，单位：%）和住房自有率（右图，单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

进入存量时代后，美国房地产行业逐渐过渡至以二手房销售为主导，当前美国二手房销售占总量的比重已超过 80%。按照 GICS 行业分类标准，美国房地产行业主要包括住宅建筑、房地产管理和房地产投资信托三个子行业，住宅建筑即从事新建住宅开发和销售的房企，与我国房地产开发企业类似；房地产管理指物业管理、租赁服务等业务；房地产投资信托是一种通过发行收益凭证募集资金并投资于不动产，然后将投资收益分配给投资者的投资基金，是美国房企主流经营模式，这与我国以传统的房地产开发业务为主要房企类型的行业特征存在很大不同，亦是造成美国房企顺利穿越危机的重要原因之一。

美国 REITs 市场形成于 1960 年，大多采用公司型组织形式，投向包括住宅地产、商业地产、工业地产、酒店、仓储等。与传统房企相比，REITs 具有一定经营优势，尤其在下行周期中具有更强的风险抵抗能力。我们以美国商业地产 REITs 龙头企业西蒙地产为例进行简单说明。

从财务角度来看，REITs 资产负债率普遍偏高，但债务结构相对合理、偿债压力相对分散。美国相关制度要求 REITs 每年 90% 以上的租金收入用于分配，因此 REITs 资产中现金的比重显著低于传统的房地产开发企业，然而，REITs 收购项目时对资金需求量很大，由此产生较高的外部融资需求，拉高了 REITs 的杠杆率。2024 年 6 月 30 日西蒙地产资产负债率高达 89.25%，远高于其他开发类房地产企业，但整体财务状况相对健康，其债务主要以固定利率的长期债务为主，净债务/EBITDA 为 5.2 倍（2024 年 Q2），具备较强的偿债能力且偿债压力相对分散。

从经营层面来看，REITs 具有较强的盈利能力，且下行周期中受到的负面影

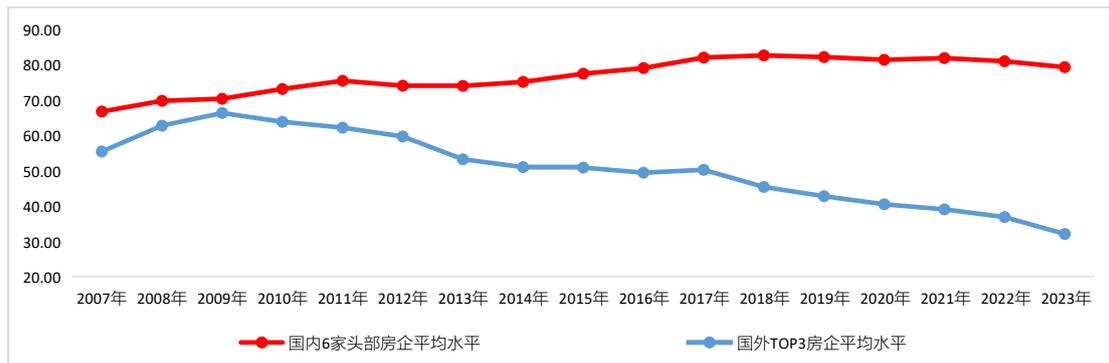
响相对较小。与其他国家有所不同，美国对 REITs 资产负债率无明确监管要求，因此美国 REITs 平均资产负债率处于偏高水平，这也是推高其 ROE 的一个重要原因，例如西蒙地产 2024 年第二季度 ROE 高达 77.26%，这在一定程度上保证了其较强的盈利能力。作为商业地产龙头企业，西蒙地产具有较强的区位优势、品牌效应和稳定的上下游客户关系，其主要有三条产品线，分别是百货商店、奥特莱斯和大型购物中心，其中美国最大的百货公司梅西百货就是西蒙地产的长期客户，这在一定程度上确保了其在下行周期中亦能维持较为稳定的收入水平，因此风险承受能力远好于传统的房地产开发企业。

2. 美国开发型房企普遍具备资产负债率偏低、资产周转效率较高等优势，在下行周期中具有更强的韧性。

与我国房地产开发企业类似，美国 TOP3 开发类房企同样以房地产开发销售为主营业务，在主营业务收入中的占比长期保持在 90% 以上，但其在财务特点、经营模式等方面与我国房企存在诸多不同，我们以美国 TOP3 房地产开发企业为例进行说明：

1) **资产负债率偏低。**霍顿、莱纳和普尔特三家房企资产负债率高点均出现在次贷危机期间，2006 年三家房企资产负债率分别为 55.75%、53.61% 和 50.08%，次贷危机期间分别上升 10.68、11.01 和 22.19 个百分点。次贷危机后，三家房企均主动调降资产负债率，2023 年底三家房企的资产负债率分别降至 28.99%、31.94% 和 35.46%，远低于我国房企。我们以万科、金地、保利、融创、绿地和绿城等 6 家房企进行对比分析，2007-2018 年 6 家房企平均资产负债率大体呈上升趋势，均值由 2007 年的 66.82% 持续上升至 2018 年的 82.75%，随后几年略有下降，但仍处于 80% 左右的高位。

图表 7：国内外房企资产负债率变化（%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

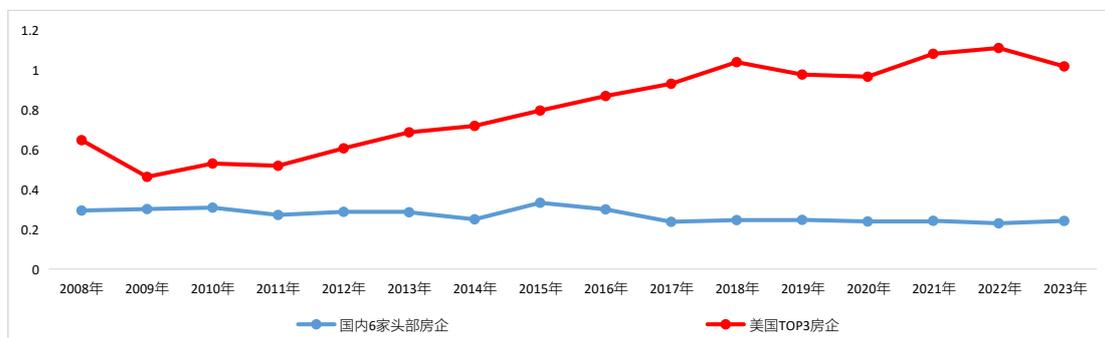
我们认为，与我国相比，美国房企资产负债率明显偏低主要有以下几点原因：**一是土储对资金的占用相对较少。**美国房企增加土储的方式有两种，分别是买地和期权式储备，在期权模式下房企支付总价 10%左右的保证金即可以享有未来土地的开发权，这在很大程度上避免了对企业资金的占用，因此许多房企倾向于通过土地期权方式增加土储；**二是美国房企多为轻资产运营。**房企主要负责设计和销售这两个环节，中间的建造环节通过外包完成，有利于房企在突出自身核心价值的同时降低企业资成本投入和运营风险；**三是融资渠道的多样化。**美国资本市场较为发达，房企可以选择的融资渠道较多，在次贷危机之前，美国房企也曾大量依赖债券等融资方式，后期为降低资产负债率美国房企逐渐扩大对股权融资等方法的使用，在一定程度上改善了公司财务状况。

2) **资产周转率较高。**2023 年霍顿、莱纳和普尔特三家房企的总资产周转率分别为 1.13、0.89 和 1.04，同期，我国万科、金地、保利、融创、绿地和绿城等 6 家房企平均总资产周转率仅为 0.25。从变化趋势来看，美国 TOP3 房企在次贷危机后总资产周转率整体呈上升趋势，最高在 2022 年达到 1.11，而国内 6 家头部房企的总资产周转率近几年呈现下降趋势，由 0.3 左右进一步降至 0.24 左右的水平。

我们认为，美国房企资产周转率偏高主要有以下几点原因：**一是美国住宅类型与我国存在较大差异，其住宅建设周期明显短于我国，造成资产周转率天然存在区别。**二是次贷危机后美国 TOP3 房企通过标准化建造进一步压缩了项目周期和成本，资产周转率得以进一步提升。美国头部房企认为中低端项目易执行标准化建设，而标准化建设有助于压缩设计和施工成本、缩短建设周期，因此三

家房企十分注重对中低端项目的打造以提高企业的资产周转效率。

图表 8：国内外房企总资产周转率变化（%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

此外，美国 TOP3 房企均可提供按揭贷款服务，这对于缩短项目销售流程、提高公司整体资金使用效率等方面均存在较大帮助。与我国不同，美国房企在销售环节可直接为购房者提供按揭贷款服务，金融业务在三家房企主营业务收入中的占比并不高，约为 2%-3%左右，但对房企销售有较大的辅助作用。房企的按揭贷款服务主要面对的是本公司购房者，其操作模式是与第三方签订按揭贷款回购协议循环借入短期借款，然后向购房者发放按揭贷款，最后将按揭贷款出售给房利美、房地美和吉利美这三家机构，由这三家机构将贷款打包为可以交易的证券并通过二级市场转让给投资者，实现资金回笼并继续发放贷款。通过这种模式，房企可以撬动大量贷款资金，极大的提高了资金的使用效率。并且，房企直接提供按揭贷款服务有利于简化业务办理流程、加快放款效率、降低贷款成本、提高放贷成功率等，从而提升房企的销售效率、促成更多销售订单。

3、两国房地产市场环境、制度存在较大不同，相比之下美国房企具备更多主动性。

美国新房市场同样有期房概念，但与我国期房有所不同，相比之下，下行周期中美国期房烂尾事件并不严重，不会因此进一步造成市场环境恶化。如前文所述，由于美国住房类型与我国存在较大差异，其房屋建设周期大多短于一年，期房烂尾事件发生的概率相对较小。同时，与我国预售资金监管制度有所不同，美国购房者所需缴纳的预付款大多低于购房首付比例，并且预付款由第三方公证行或产权保险公司的信托账户监管，房企在项目交付后才能获得预售资金，而剩余

房款的交纳或按揭贷款的办理也均在项目交付后进行。这意味着美国房企的项目建设不依赖预售资金，即使在下行周期中房企因资金链断裂造成停工，购房者依然可以顺利拿回预付款，不会导致市场环境的加速恶化，对房地产行业形成更大冲击。

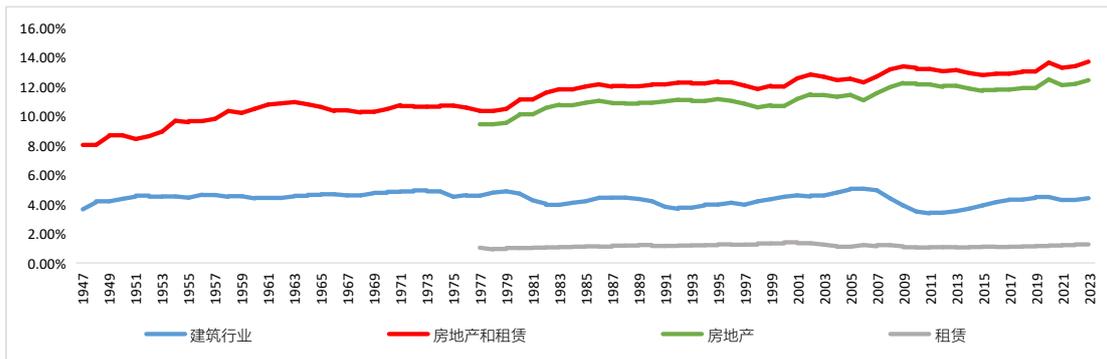
再者，与我国国情不同，美国政府对于房价限制较少，房价主要受市场供需关系、地理位置等因素影响，在下行周期中房企拥有更大的自由度可以灵活制定营销策略。在次贷危机中，美国房企纷纷启动“降价促销”，政府对于降价幅度没有严格限制，房企可根据市场情况自由调节，这种“以价换量”的策略在一定程度上维护了房企现金流的基本稳定，对于房企成功度过危机具有重要意义。

三、对中国房地产行业及房企转型的借鉴意义

1. 存量时代房地产依旧是经济发展的重要动能之一，新市场环境下房企可以向更多细分领域去挖掘商业机会。

从美国房地产市场的发展经验来看，房地产行业进入存量时代后，依然是经济发展的重要动能。从广义房地产行业（即房地产及租赁和建筑业的合并口径）占 GDP 比重变化来看，1947-1960 年广义房地产行业占 GDP 比重存在明显上升趋势，1960 年后上升趋势有所放缓，但从长期维度来看递增趋势并没有发生根本性变化，广义房地产行业占 GDP 比重由 1960 年的 14.87% 提升至 2023 年的 18.10%。其中建筑业和租赁行业占比相对稳定，分别在在 4%-5% 之间和 1% 左右波动，房地产行业占 GDP 比重提升才是带动行业整体占比提升的核心原因，这意味着房地产行业在进入存量时代后在经济发展中依然占据重要地位。当前，我国房地产行业亦面临向存量时代的过渡，但这并不意味着房地产行业在经济发展中的重要性下降，房地产市场仍有很大发展空间，其在国民经济、民生发展等领域的地位仍不可忽视。

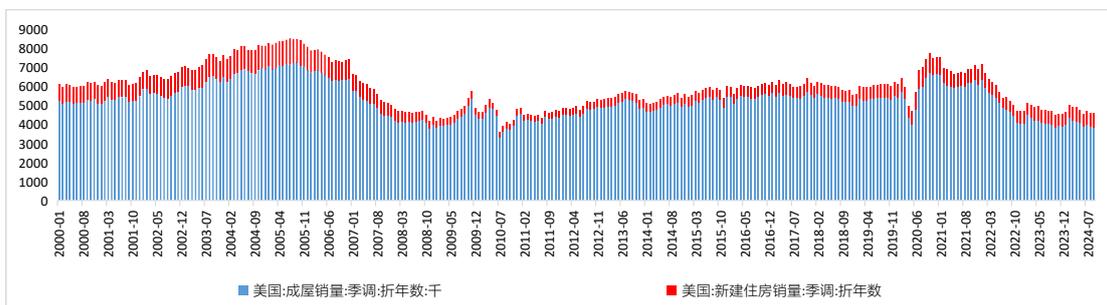
图表 9：美国房地产行业占 GDP 比重（%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

从美国房地产市场发展历程来看，随着市场饱和度的逐渐提升，新房销售的比重势必有所下降，2000年以来美国新房销售占比基本维持在15%以下水平。未来，随着我国城镇化进程放缓、人均套户比持续提升，新房市场长期高增长的发展趋势亦将有所改变。面对市场的转变，我国房企可以向以下两方面寻求转型发展：一是结合人口结构、市场需求变化，探索养老地产、文旅地产、物流地产等领域延伸和拓展，美国头部房企中的普尔特就对养老地产有重要布局；二是就住宅市场而言，可以向更加专业化的方向发展。美国TOP3房企对于潜在客户均有较为清晰的画像，致力于为不同需求客户提供定制化产品。未来随着居民需求由“有房住”向“住好房”的逐渐转变，以及人口结构、家庭结构等的变化，购房者对于房屋居住品质等方面的要求将更加具象，房企需要在需求调研和产品设计等方面加大投入，以打造更加专业化的产品。

图表 10：美国新房和成屋销售量对比（单位：千套）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2. 随着市场环境发生转变，我国房企应进一步加大对轻资产运营模式的探索。

次贷危机后美国房企普遍认识到降杠杆的重要性，加大了对轻资产运营模式的探索，我国房企当前亦面临提质降速的转型。我们认为，就初期而言，房企可以从以下两点入手：

一是土地持有策略的转变。我国土地制度与美国有着本质差别，无法照搬美国土地期权模式，但在传统的高周转模式难以为继的情况下，大规模囤地将会造成房企资金链的巨大压力。同时，随着区域分化的加剧，土地配置策略也值得房企进一步思考。随着未来市场缩量、竞争加剧，房企将为投资失误付出更大代价，因此做好以销定产、把握投资节奏对于房企来说至关重要。

二是发展代建业务。品牌效应是头部房企的核心优势，我们看到，本轮房地产下行周期以来，许多房企纷纷尝试代建业务。代建业务既避免了大规模拿地对资金的占用，同时可以补充利润并扩大房企品牌影响力，对于房企来说是一个风险小、投资回报大的选择，未来，头部房企可以进一步扩大代建业务在主营收入中的占比，逐渐向轻资产模式过渡。

3. 借鉴成熟市场经验，加大对 REITs 的探索。

与美国相比，我国房企的融资渠道较为单一，迫切需要扩展新的融资渠道，引入 REITs 有利于完善我国房地产金融框架。一方面引入 REITs 有助于拓宽房企的融资渠道。我国房企对银行等间接融资渠道的依赖度较高，融资渠道相对单一。引入房地产信托基金可以成为传统融资渠道的补充，并在一定程度上改善房企融资难、融资贵的问题。另一方面，有利于分散系统性风险，提高金融安全。房地产信托基金具有市场信用特征，既满足了普通投资者参与房地产投资的需求，同时分散了金融行业的系统性风险，有助于提升金融系统的安全性。此外，REITs 在经营方面具有独特优势，可与传统房企互为补充促进房地产市场发展的进一步完善。

当然，我们也应看到，与美国相比，我国 REITs 市场尚处于初级发展阶段，目前市场上已发行的产品大多为类 REITs 产品，仍待市场的进一步完善。首先是相关法律法规的制定。我国目前对于 REITs 产品的投资期限、范围、收入来源、分配方式等仍缺乏统一标准，导致市场缺乏参照的标准。其次，各方面配套制度有待进一步完善。例如，美国对于 REITs 有一定的税收优惠，我国在这方面尚无

政策规定。最后，市场需要一个接受过程，需要时间对政策作出反馈并不断调整优化，最终实现成熟市场的建立。