

研究报告

(2021年 第2期 总第91期)

2021年2月10日

中国房地产企业融资现状分析与转型对策研究

鑫苑房地产金融科技研究中心

【摘要】房地产业在国民经济中具有重要地位，房地产行业本身属于资金密集型行业。房地产融资模式不仅关系到房地产企业经营效应，还对国家的金融信贷资源配置具有重要影响。本报告通过梳理近十年与房地产企业融资相关的宏观、行业数据，结合房地产行业监管动态和政策变化，对中国房企各融资渠道现状及发展趋势进行了整理分析，并探讨了经济新常态下中国房企融资模式的转型之路。本研究报告主要发现，国内房地产企业对于以银行贷款为主的传统间接融资渠道依赖较强，在非标融资受阻、权益资本获取乏力以及传统债券市场融资低迷的现状下，以资产支持证券和地产私募基金为代表的创新融资方式正成为当前房企融资方式转型的突破口。

Research Report

2021-2 edition 91

Feb.10th 2021

Real Estate Finance in China: Current Issues and New Frontiers

Lanya Ma, Xingkong Wei, Fudong Zhang

XIN Real Estate Fintech Research Center

Abstract: Real estate is the pillar industry of national economy. As a capital-intensive industry, real estate financing not only plays an important role in enterprises' business operation, but also has huge implications for nation's credit resource allocation. In this article, we analyzed the status quo and new trends of real estate financing using both macro-level and industry-level data along with industry regulatory policy dynamics. And we discussed how what current alternatives are available for real estate financing. We concluded that domestic real estate companies are highly dependent on traditional indirect financing such as bank loans. Given that nonstandard debt financing was hampered, equity capital raising was deficient and bond market was depressed for real estate industry, we believed that innovated financing options such as asset backed securitization and private equity fund would be more than just expediency but strategic approaches for real estate financing in the future.

Keywords: Real Estate Financing, Regulatory Policies, Indirect Financing



目录

一、 引言.....	4
二、 中国房地产企业融资渠道现状与分析.....	5
1. 销售回款.....	7
1.1. 销售回款形势概览.....	7
1.2. 定金及预付款.....	9
1.3. 个人按揭贷款.....	9
2. 应付账款和应付票据.....	12
3. 境外融资.....	13
3.1. 境外股权融资.....	13
3.2. 境外债券融资.....	14
4. 境内间接融资.....	15
4.1. 银行贷款.....	16
4.2. 非标融资.....	20
5. 境内直接融资.....	26
5.1. 境内股权融资.....	27
5.2. 信用债.....	28
5.3. 资产支持证券.....	30
5.4. 房地产私募股权基金.....	44
三、 结论与政策建议.....	53
四、 参考文献.....	55

中国房地产企业融资现状分析与转型对策研究

马兰亚 魏行空 张福栋

(鑫苑房地产金融科技研究中心)

一、引言

随着目前“房住不炒”成为国家在房地产行业政策调控的基调，中国房地产企业普遍面临融资渠道收紧的问题。本报告对房地产企业各类融资渠道现状进行了分析，结合监管动态和行业发展趋势，对新常态下房企如何走出融资难的困境进行了探讨。本文研究发现，国内房地产企业对于以银行贷款为主的传统间接融资渠道依赖较强，在非标融资受阻、权益资本获取乏力以及传统债券市场融资低迷的现状下，以资产支持证券和地产私募基金为代表的创新融资方式正成为当前房企融资方式转型的突破口。

本报告正文部分主体结构如下：首先本报告介绍了国内房企融资渠道分类，在第一、二小节中讨论了包含销售回款和供应链金融的内生融资渠道目前的总体形势和监管动态。在第三到第五小节中讨论了包含境外融资、境内间接融资和境外直接融资的外生融资方式。境外融资方面，报告介绍了境外股权融资、债券融资近几年的发展态势和监管政策环境，并相应地讨论了其局限性。在境内间接融资部分，报告介绍了银行贷款和非标融资总体形势和政策调控，在此基础上分析了其重要性和局限性。在境内直接融资部分，报告在前两小节介绍了境内股权融资和信用债融资的总体特点，并给出相应的分析；在后两个章节介绍了包含资产支持证券和地产基金在内的创新

融资方式的主要模式和发展动态，通过借鉴海内外成功案例指出当前发展创新型融资会是房地产企业在新常态下进行融资的重要突破口。在对目前国内房企融资渠道做出以上分析后，本报告提出相应的研究结论和政策建议。

在资料来源上，本报告主要参考的数据来自于中国人民银行、国家统计局等官方数据。参考的监管类法规、行政条例主要包含中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家发改委、住房和城乡建设部以及中国基金业协会等机构近年来在房地产融资领域发布的有关条文。本报告还参考了房地产行业智库的相关研究成果。本报告力图站在客观的角度对房地产融资发展态势进行梳理并作出分析，鉴于笔者水平有限资历尚浅，并且房地产融资渠道多样而复杂，因此错误和纰漏在所难免，希望本报告的读者能不吝赐教，给予批评指正。

二、中国房地产企业融资渠道现状与分析

房地产行业具有很强的金融属性，对融资杠杆的使用依赖较强。从融资的属性来看，我国房地产行业形成了包括内生融资和外生融资的融资体系。内生融资主要包括与房地产企业经营活动相关的销售回款和供应链融资两大类。外生融资包括境内间接融资、境外融资和境内直接融资三大类。具体来看，中国房地产企业融资体系如下图所示：

图表 1：中国房企融资体系概览



房地产行业融资渠道	内生融资	销售回款	<ul style="list-style-type: none"> ■ 定金及预付款 ■ 个人住房金融：个人按揭贷款(商业性个人住房贷款和个人住房公积金贷款)、消费贷款、个人租赁住房贷款 	房地产到位资金主要来源
		供应链融资	<ul style="list-style-type: none"> ■ 应付票据：包括商业承兑汇票、银行承兑汇票 ■ 应付账款：包括应付工程款、应付器材款、应付工资、其他应付款，应交税金等非工程款外的应付款项 	银监会“三违反”、“三套利”后融资成本高昂
		境外融资	<ul style="list-style-type: none"> ■ 境外股权融资：IPO、配售、供股代价发行、公开发售融资、行使认股权证、股份认购权计划 ■ 境外债权融资：优先票据、可转债 	配售为最主要的股权融资途径；海外债政策收紧，海外发债成本不断提高
	外生融资	境内间接融资	<ul style="list-style-type: none"> ■ 银行贷款：包括开发贷、并购贷、土地储备贷款、流动资金贷、经营性物业贷、政策性贷款等 ■ 非标准化债务融资工具：主要是委托贷款、信托贷款、以及附带回购条款的股权信托即“明股实债”；少量来自于融资租赁、小贷和财务公司贷款 	银行贷款对房企资质要求高，并且存在的“四三二”要求贷款；国家政策严控房地产并购贷；银行投资非标资产监管加强
		境内直接融资	<ul style="list-style-type: none"> ■ 股权融资：IPO、增发、配股、大股东增资 ■ 信用债：包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券 ■ 合作开发：小股操盘、项目合伙人制度 ■ 民间借贷：个人贷款、企业贷款、P2P网络借贷平台 ■ 资产证券化：主要为证监会主管 ABS 包括购房尾款 ABS、供应链 ABS、物业费 ABS、CMBS 和类 REITs；少部分为交易商协会主管 ABN ■ 房地产私募基金：股权、债权、夹层 	极少房企在内地通过 IPO 融资，增发为股权融资主要渠道，但规模较小；公司债成为信用债主要发债方式，净融资额持续低迷；资产证券化发展较快，应收账款类企业 ABS 发行规模最大

资料来源：恒大研究院

过去十数年里，许多房地产企业利用各种融资渠道放大资金杠杆快速扩张业务，资产规模不断攀升。但在繁荣的背后，宏观杠杆率不断攀升，过度融资挤出其他产业信贷资源等问题成为我国政府防范金融风险工作的重

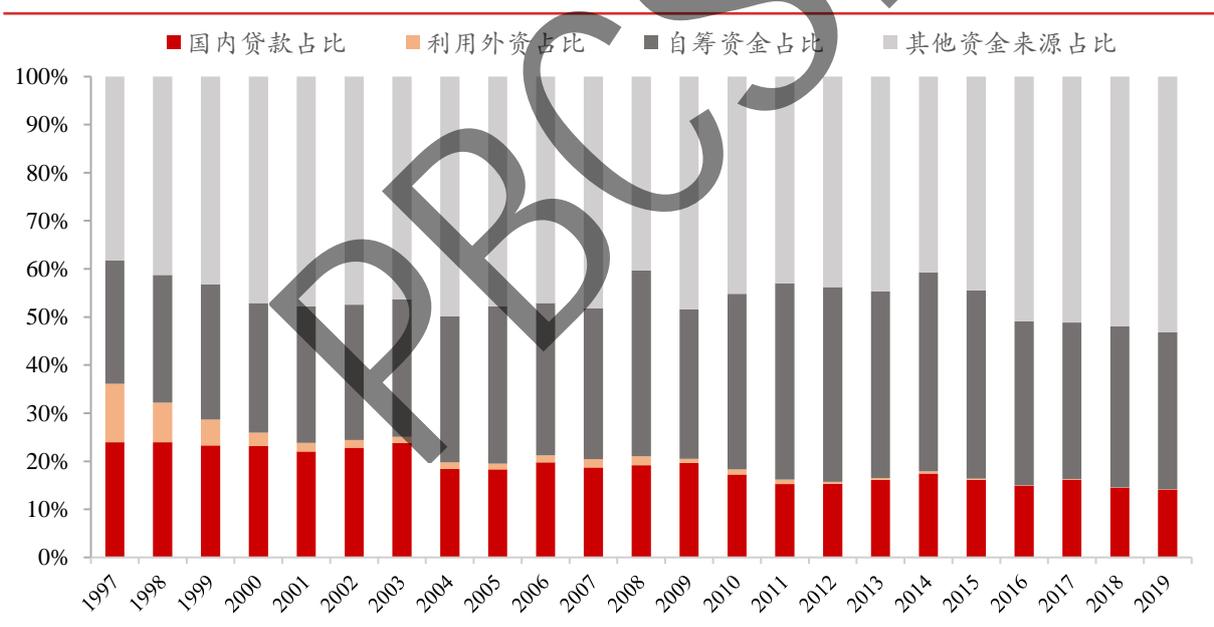
点。

1. 销售回款

1.1. 销售回款形势概览

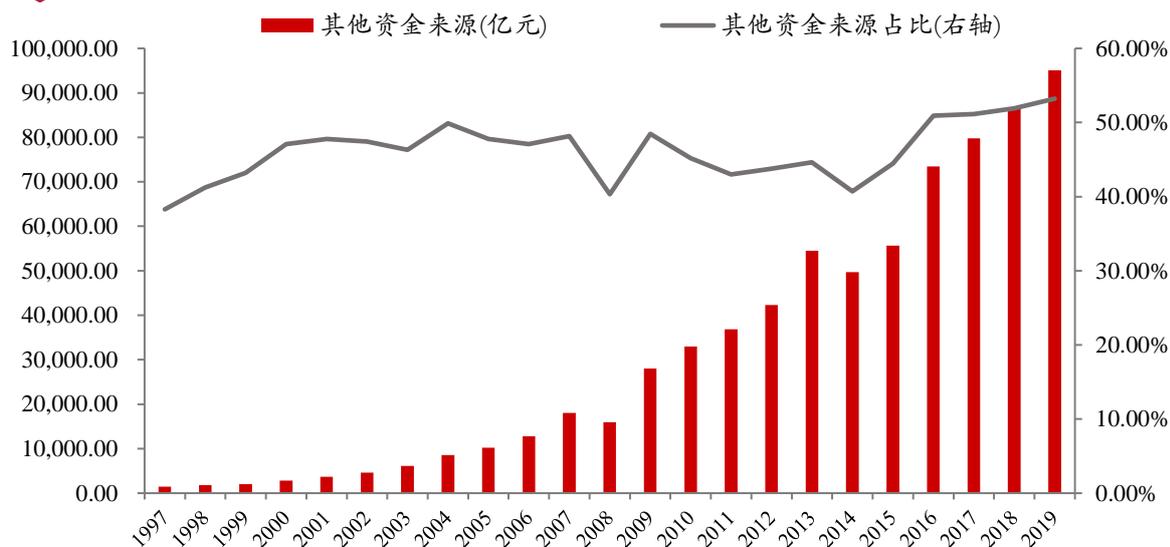
国家统计局统计的房地产企业开发资金来源中的销售回款项在包含在其他资金来源内。具体来看其他资金分为定金及预收款、个人按揭贷款以及其他到位资金三小类。从图2国家统计局公布的房地产开发资金来源来看，其他资金占开发资金来源的比例也是最高的，常年维持在45%以上，是开发资金最主要和最稳定的来源。

图表 2：历年以来房地产开发资金各渠道占比



数据来源：国家统计局，Wind

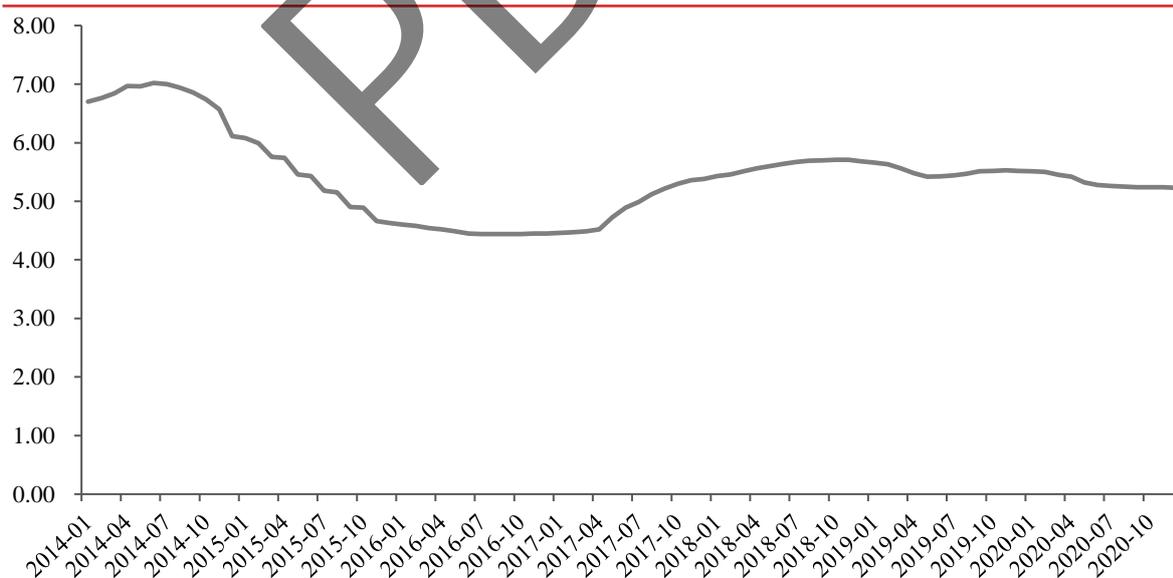
图表 3：历年房地产行业其他资金规模及占房地产开发资金来源比例



数据来源：国家统计局，Wind

从以上图 3 中可以观察到，销售回款逐年稳步增长。虽然房地产市场调控政策趋严，但是由于中国城镇化比率提升带来的刚性住房需求，房地产市场总体销售规模以及投资规模还是基本保持正的增长。同时，图 4 显示最近几年全国首套房平均贷款利率总体呈下降趋势，居民购房意愿一直比较强劲。

图表 4：全国首套房贷款利率

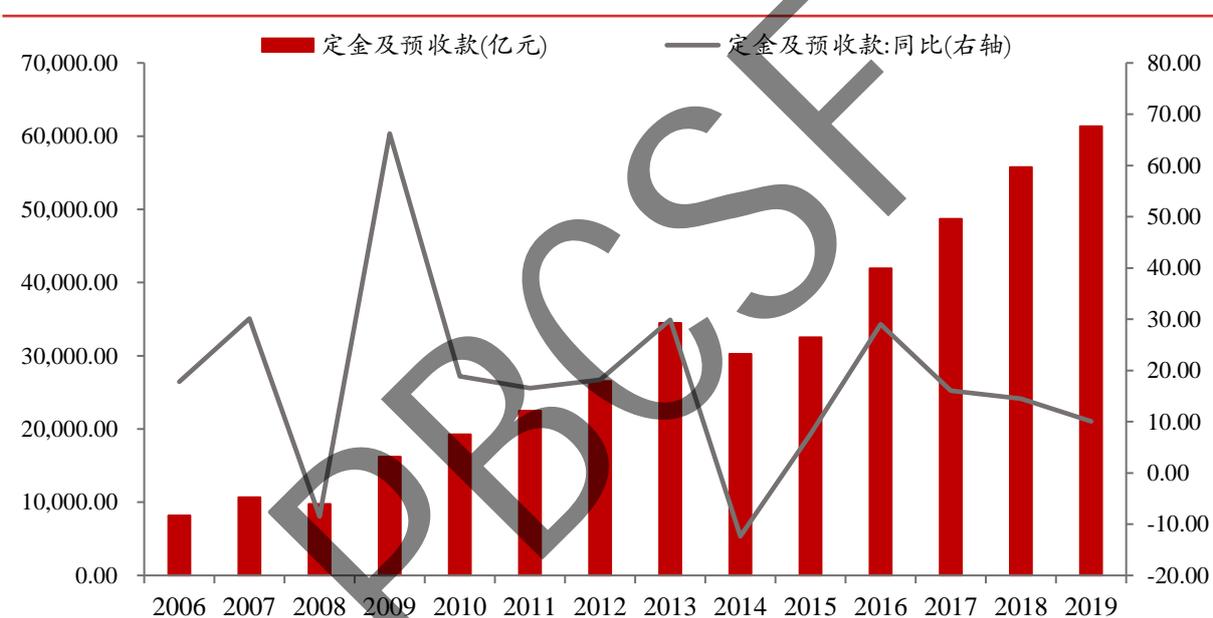


数据来源：Wind

1.2. 定金及预付款

定金及预付款指的是体现为居民在购房时所支付的首付款，其变化率在一定程度上体现了楼市需求端的强弱。房地产开发资金来源中销售回款里最主要的组成部分，在 2019 年占房地产开发资金比例为 34.3%。定金及预付款销售回款资金规模是个人按揭贷款的两倍，是房地产企业最重要的回款渠道。图 5 为定金及预付款历年规模和同比变动情况。

图表 5：定金及预付款资金规模及同比增长情况



数据来源：国家统计局，Wind

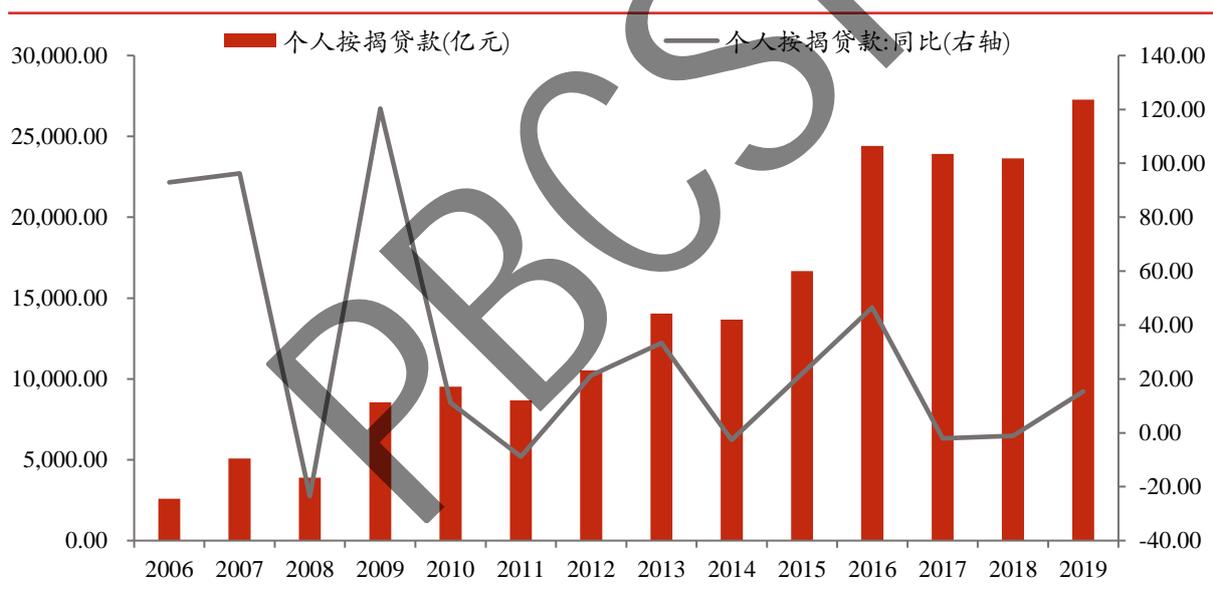
从图 5 可以看出，除 2014 年出现负增长以外，定金及预付款从 2010 年以来保持较稳定的增长趋势。主要原因是 2014 年中国经济进入“三期叠加”新常态，下行压力大；城市商品房销售面积同比下降，导致销售回款出现明显的下降。

1.3. 个人按揭贷款

个人按揭贷款包括商业性个人住房贷款和个人住房公积金贷款。商业

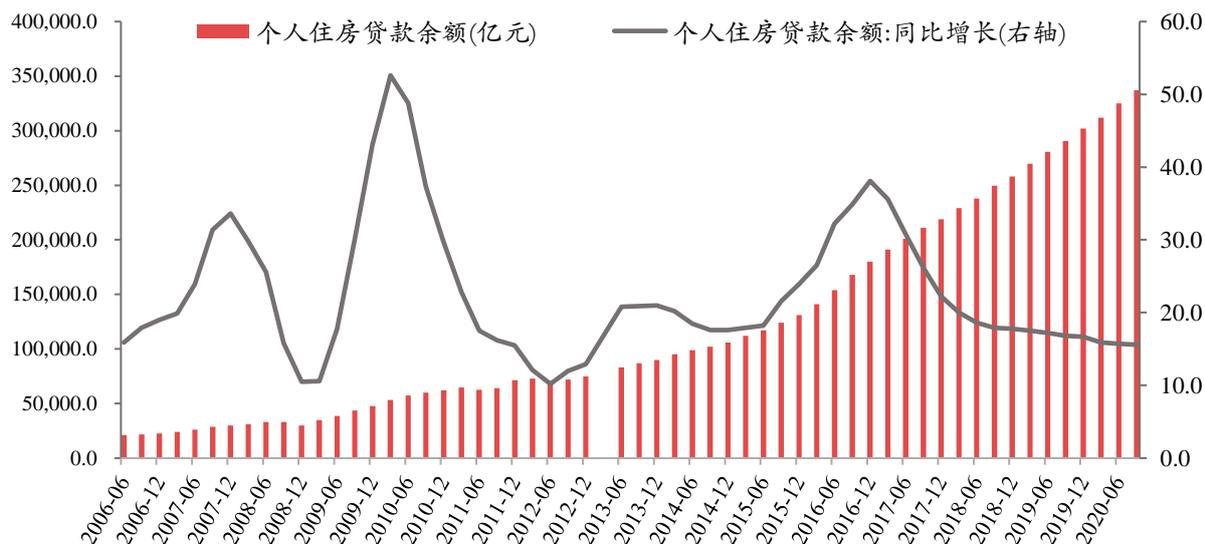
性个人住房贷款是金融机构发放给个人用于购买住房的商业贷款。个人住房公积金贷款，是各地住房公积金管理中心，运用职工所缴纳的住房公积金，委托商业银行向购买、建造、翻建、大修自住住房的住房公积金缴存人发放的房屋抵押贷款。图 6 为国家统计局公布的房地产开发资金来源中个人按揭贷款规模和同比变动情况，图 7 为中国人民银行个人公布的商业住房贷款余额变动及同比增速情况，图 8 为个人公积金贷款余额及同比变化情况。居民在购房时很多会采用商业贷款和公积金贷款组合贷款的方式，可以看到二者的变化趋势较为相似。

图表 6：个人按揭贷款资金规模及同比增长情况



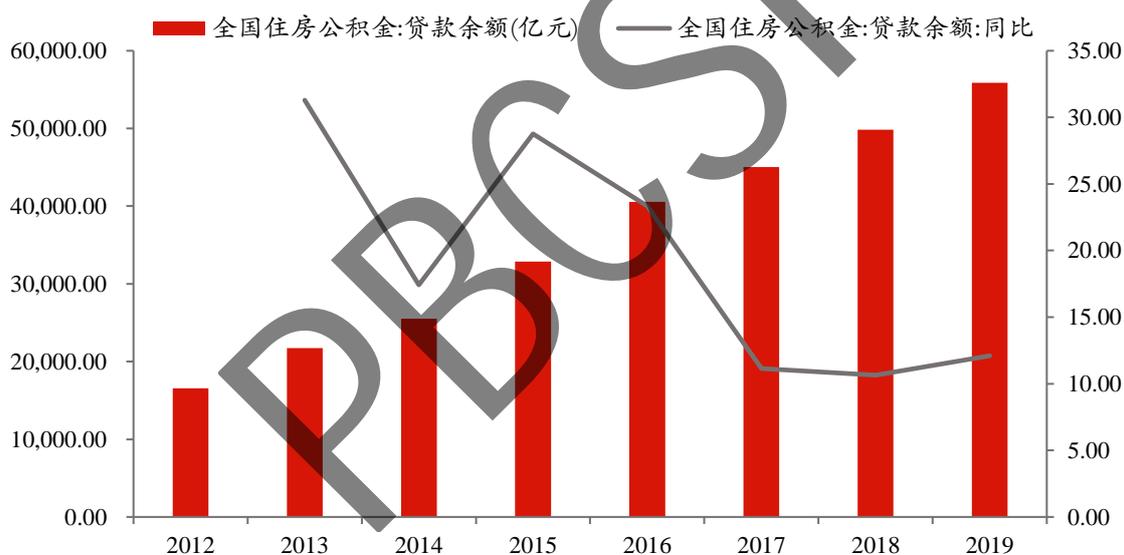
数据来源：国家统计局，Wind

图表 7：个人住房贷款余额及同比增速



数据来源：中国人民银行，Wind

图表 8：住房公积金贷款余额及同比变化



数据来源：住房和城乡建设部，Wind

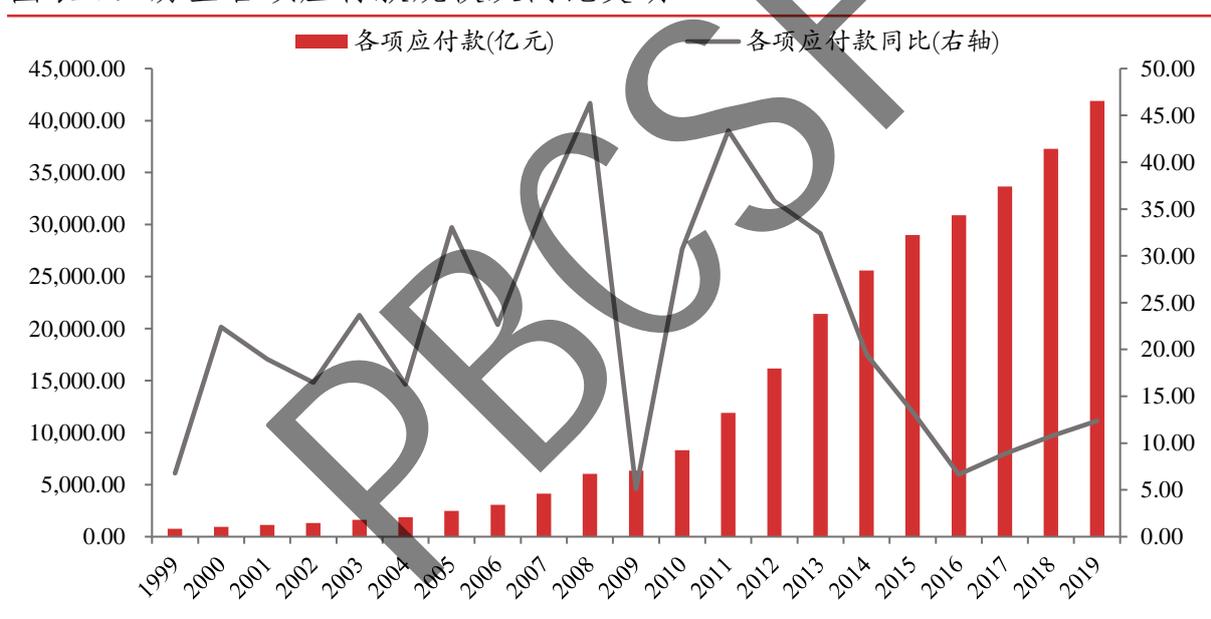
总的来说，销售回款由于它的内生性未来很可能还会组成房地产开发资金最稳定的来源。但是销售回款取决于房企本身的销售实力和营运能力，如何改善营运端帮助企业回款不在本报告讨论的范畴。并且销售回款的速度和规模受到监管政策和楼市基本面影响较大，会随这房地产周期变动而具有较高的波动性。在房地产较为宽松周期如(2014年中至2016年初)增长较快，在监管层对房地产行业持续的政策调控大背景下，预计销售回款融

资会维持平稳增速。

2. 应付账款和应付票据

各项应付款是指房企本年项目建设和购置中应付未付的投资款，包括应付工程款和其他应付款(应付器材款、应付工资、其他应付款，应交税金等非工程款外的应付款项)。房企通过应付账款和应付票据的形式延迟支付项目款项，给予赔偿金或者开具商业承兑汇票，来达到缓解资金运转的目的，其实质是一种供应链融资。

图表 9：房企各项应付款规模及同比变动



数据来源：国家统计局，Wind

各项应付款在房企开发资金各项来源中占比近三年维持在 18%左右。从上图中各项应付款规模及同比变动来看，自 2011 年以来各项应付款增速总体呈下降趋势。增速变缓主要是中国人民银行实行的 MPA 新考核方式致使商业银行压缩票据业务，票据的开立和贴现受到较严格的监管。银行承兑汇票需要占用银行授信，对房企资质和信贷额度都有较高要求。商业承兑汇票由企业自行开具，依托公司本身信用资质、相对门槛较低，但流动性较低、

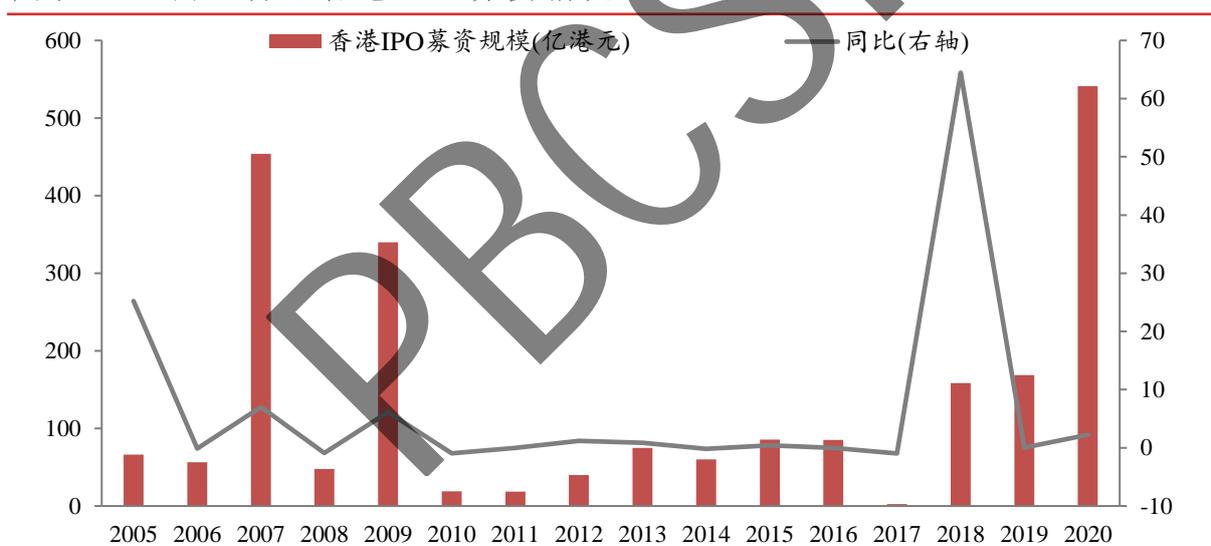
贴现利率大幅高于银行承兑汇票。总体来看，应付款融资渠道成本较高。

3. 境外融资

3.1. 境外股权融资

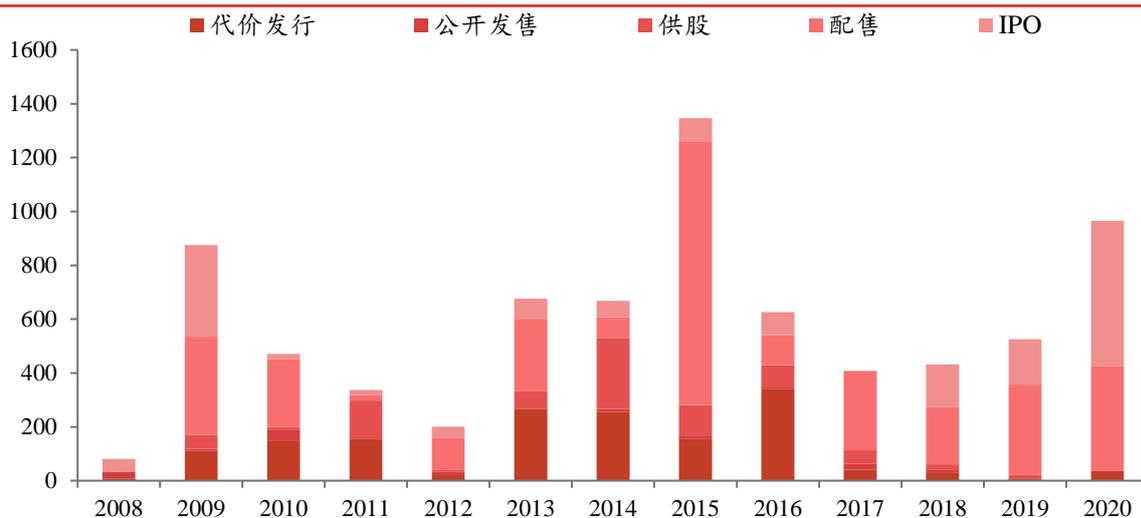
在国内 IPO 受阻的情况下，房企纷纷转向港股进行上市与再融资。作为离内地投资者最近的国际化金融市场，香港资本市场也在越来越多地受益于与内地资本市场的互联互通。目前海外股权融资对资金使用的限制较少，房企常通过公开发售、供股和配售来补充营运资金、偿还债务、进行项目建设、支付土地出让金等，通过代价发行收购项目公司。

图表 10：内地房企香港 IPO 募资情况



数据来源：Wind

图表 11：房企赴港融资各途径的规模



数据来源：Wind

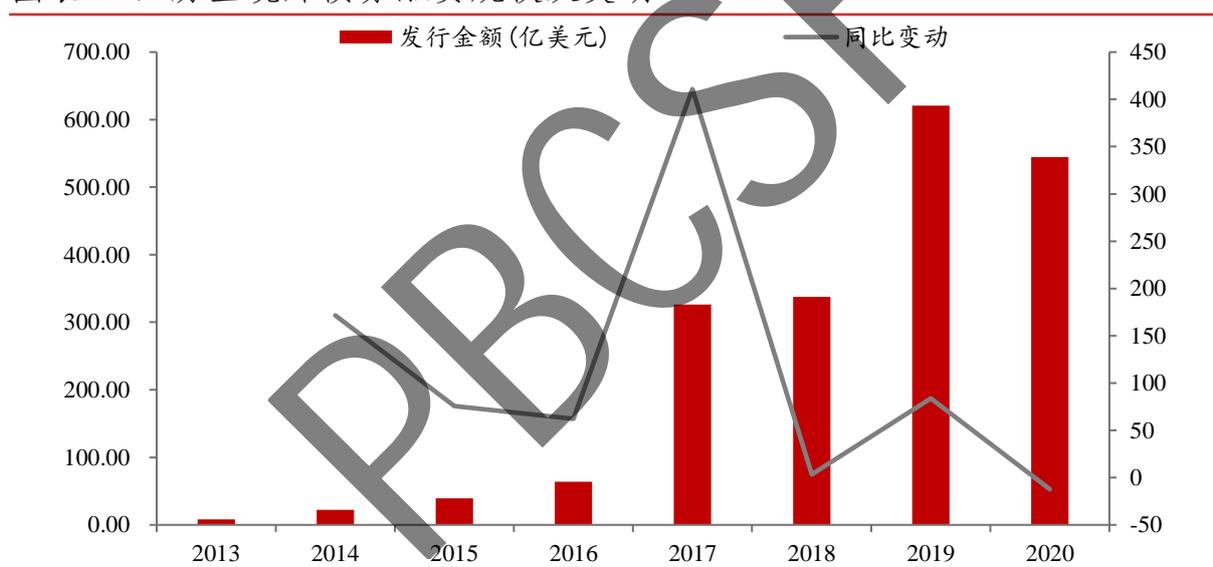
图 10 为 2005 年以来内地房企在香港通过首次公开发行进行融资的规模和变动。图 11 为房企在香港股权融资各渠道历年的规模。从房企在香港的融资结构来看，配售为最主要的融资途径，其次为代价发行与 IPO。2015 年中国房地产政策放宽，鼓励上市公司融资方式创新，推动了中资房企赴港上市和融资，港股迎来中资房企股权融资高潮，而伴随香港联交所审批趋严，以及中国内地房企融资政策趋紧，并且考虑到内地房企境外股权融资有相当一部分其实是将自身的物业管理业务分拆上市，那么可以认为 2016 年至 2020 年房企境外股权融资的获取比较乏力。

3.2. 境外债券融资

房企发行海外债包括直接境外发行、间接境外发行和红筹结构发行三种模式。其中，间接境外发行模式被多数房企采用指境内企业在境外（以中国香港、英属维尔京群岛、开曼群岛为主）注册的全资子公司作为发行主体在境外市场发债可以获得一定的税收优惠。地产海外债以美元债为主，也有少量港元、新加坡元、欧元债等。

2018 年之后，在房地产行业融资趋严，控制房企杠杆风险的背景下，海外发债政策逐渐趋紧。2018 年发改委发布 706 号文，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺。2019 年，发改委发布 778 号文，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。但由于房地产境内融资渠道也逐渐收紧，房地产公司仍积极进行海外发债来获取资金，导致地产海外发债规模依旧逐渐上升。图 12 展示了房企境外发债规模及变动。

图表 12：房企境外债券融资规模及变动



数据来源：Wind

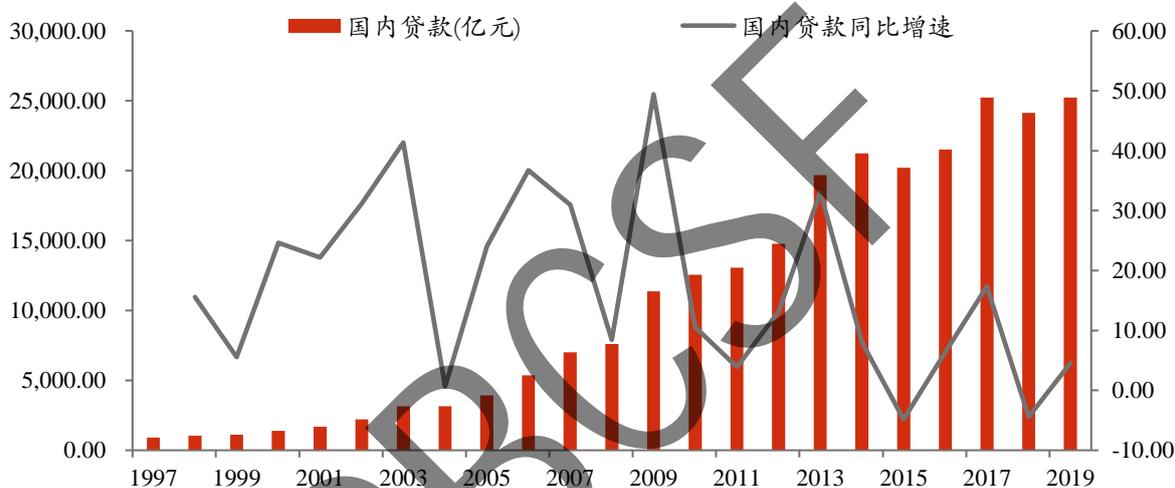
在融资成本方面，海外债券融资成本相对较高。自 2016 年以后由于海外债发行供给不断增加，地产海外债发行利率持续走高，由 2016 年最低点的 6.0% 升至 2019 年的 8.7%。

4. 境内间接融资

境内间接融资包含境内银行贷款和非银金融机构贷款也就是非标债权

融资。国家统计局对境内间接融资的统计口径归在“国内贷款”这一项上。从具体资金来源来看，境内银行贷款包含了银行开发贷、并购贷、经营性物业贷、流动资金贷、租赁住房贷、棚户区改造贷款等项。非银金融机构贷款包含了城市信用社、农村信用社、保险公司、金融信托投资公司、证券公司、财务公司、金融租赁公司、融资公司中心等贷款。图 13 展示了国内贷款历年规模及变化情况。

图表 13：房企开发资金中国内贷款规模及其同比增长



数据来源：国家统计局，Wind

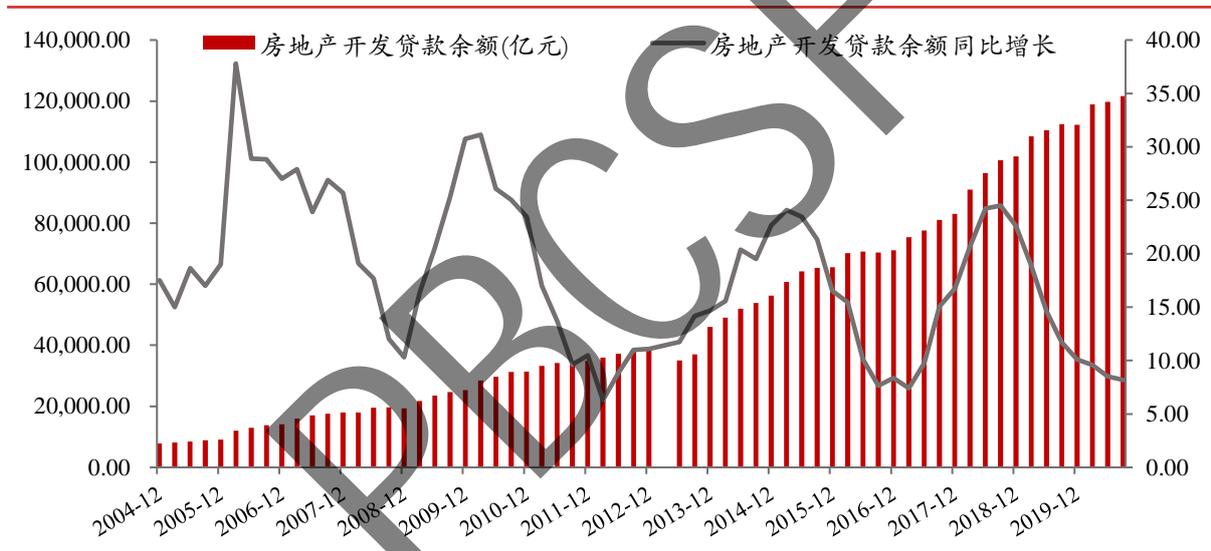
4.1. 银行贷款

房地产贷款从广义角度来看是指与房地产的开发、经营、消费活动有关的贷款，具体包括土地储备贷款、房地产开发贷款、个人住房贷款和商业用房贷款等。在金融机构发放的贷款中，最主要份额来自银行。个人住房贷款在统计局房地产资金来源统计口径中属于“其他资金”中的“个人按揭贷款”，本文已在前文做出分析。而由于近年来房地产方面监管政策在土地储备贷款上要求严格、限制偏多，开发贷和并购贷成为房企获取银行贷款的主要方式。接下来，本文将着重对房企的开发贷和并购贷进行分析。

4.1.1. 开发贷

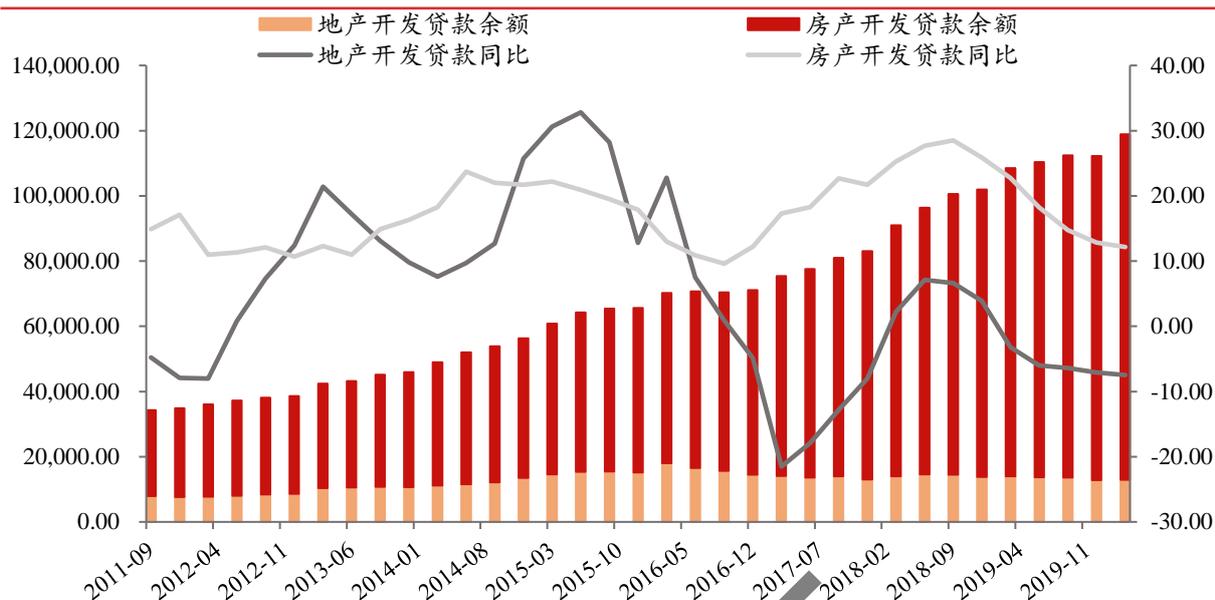
银行向房企发放的贷款主要为房地产开发贷款，是指金融机构发放的房屋建设贷款，包括在土地开发阶段发放的、且在地产开发完成后计划收回的地产开发贷款；以及计划在房屋建设阶段继续使用并向市场销售住房的房产开发贷款，根据开发内容的不同，可以分为住房开发贷款、商品房开发贷款等。与其他融资方式相比，开发贷款具有成本相对较低、审批条件更加严格的特点，多会采取土地抵押、在建工程抵押、股东担保的增信方式。图14展示的是中国人民银行公布的房地产开发贷余额及同比变动的季度数据。

图表 14：房地产开发贷余额及季度同比增速



数据来源：中国人民银行，Wind

图表 15：房产和地产开发贷余额及同比



数据来源：中国人民银行，Wind

房地产开发贷又可具体分为房产开发贷款和地产开发贷款。图 15 为地产开发贷和房产开发贷的余额规模以及同比变动情况。从规模上看，房地产开发贷中最主要的来源是房产开发贷，房产开发贷与地产开发贷比例近一年为 7.5:1，而从近些年的同比变化来看该比例有逐年扩大的趋势。2016 年以来房产开发贷增速虽然变缓，但相较于地产开发贷保持平稳的增长态势。

地产开发贷款，指金融机构发放的，专门用于地产开发，而且在地产开发完成后计划收回的贷款。土地储备贷款不等同于地产开发贷款，但土地储备包括收购、征用、储备、地产开发、出让等一系列过程，能对地产贷款施加较为重大的影响。因此，地产开发贷款余额受到土地储备贷款政策的影响，在 2016 年第一季度达到 1.8 万亿的高峰值后持续回落，在 2017 年下半年至今一直保持在 1.4 万亿元的水平。具体原因是 2016 年 2 月财政部等四部委印发《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》，明确 2016 年 1 月 1 日起，各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款。储备项目所

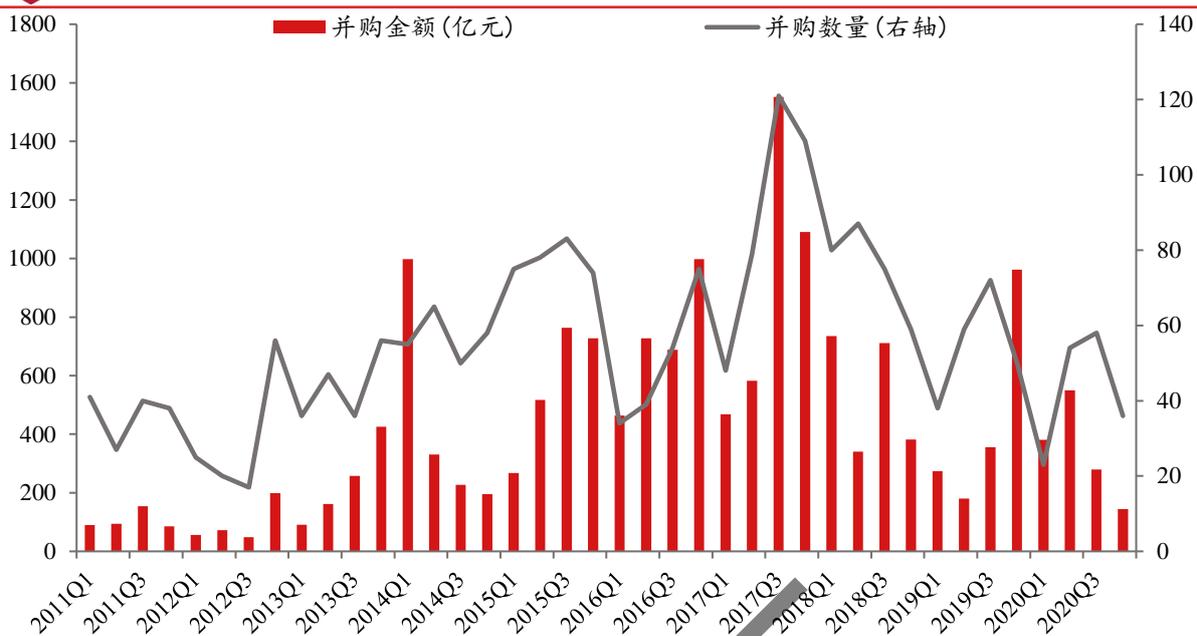
需资金应纳入政府性基金预算，不足部分通过发行地方政府债券解决。

相比其它债权融资渠道(尤其是非标渠道)，房产开发贷款的最主要优势是成本低，虽然银行贷款规模逐年提升，但并不代表监管层对市场放松政策。监管对房产开发贷的资格和用途的要求十分严格。资质上，按照监管部门提供的名单发放贷款，并综合考虑房地产企业的资质、项目的情况。例如，对房企授信实行白名单制度，要求授信房企的销售规模要在行业前列甚至更高、申请房企具有国有或上市背景。用途上，只能用于特定项目满足“四三二”条件（即四证齐全、三成资本金、二级资质），且随着项目的推进分阶段拨付，不允许资金跨地区使用。在一定程度上，此类措施促使银行的信贷资源想财务杠杆可控、偿债能力强、资质优良的头部房企集中，而资信不足的中小房企和风格激进的高负债房企获取银行信贷的难度加大。

4.1.2. 并购贷

并购贷款，即商业银行向并购方企业或并购方控股子公司发放的，用于支付并购股权对价款项的本外币贷款。是针对境内优势客户在改制、改组过程中，有偿兼并、收购国内其他企事业单位、已建成项目及进行资产、债务重组中产生的融资需求而发放的贷款。并购贷款是一种特殊形式的项目贷款。普通贷款在债务还款顺序上是最优的，但如果贷款用于并购股权，则通常只能以股权分红来偿还债务。从形式上来看，房地产并购主要分为房地产公司股权类并购以及房地产项目类并购两种模式。目前房地产行业的并购事件多以项目类并购为主。下图 16 为房地产行业并购金额及数量。

图表 16：房地产行业并购金额及数量



数据来源：Wind

与其他融资方式相比，并购贷款具有期限较长、成本较高的特点，以3-5年期限为最多，一般不超过7年，并且由于并购贷款银行承担风险更高，目前利率基本保持在10%以上。

2018年上海银监局发布《关于规范开展并购贷款业务的通知》，要求并购贷也需要满足四证齐全和拟并购项目应当完成在建工程开发投资总额的25%以上，在实际操作中多数地区也参考了该标准实行，自此并购贷款也不再拥有“四三二”要求的豁免权。从2018年开始，并购规模增速回落，叠加并购贷申请和使用条件收紧，预计并购贷规模增速将继续稳中回落。

4.2. 非标融资

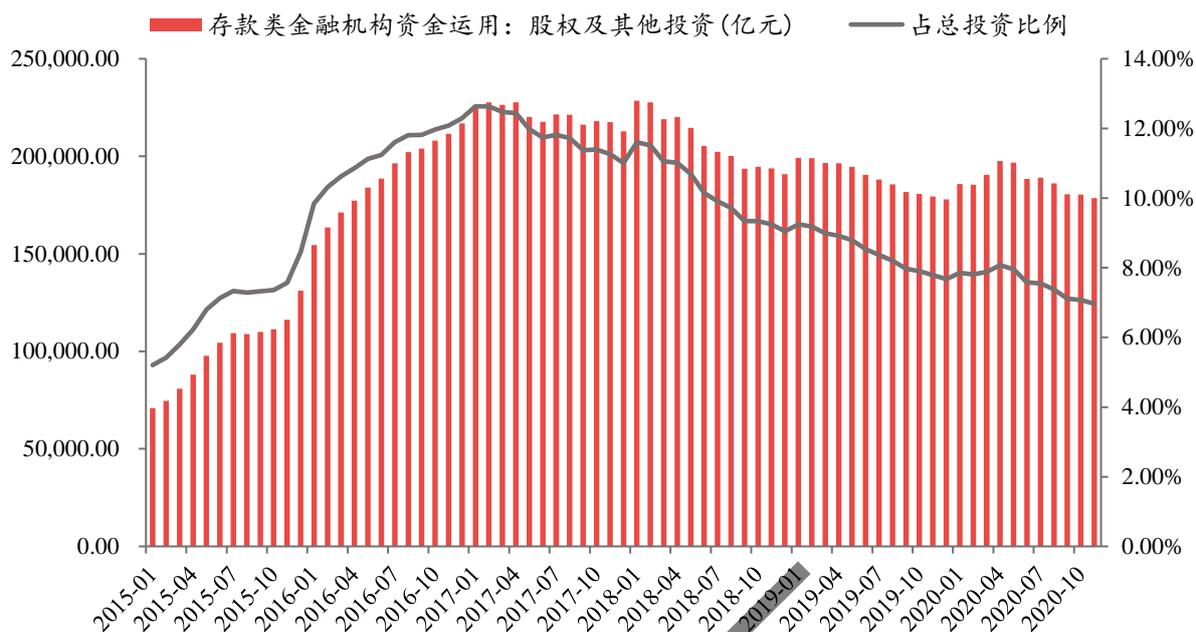
从银监会的官方定义来看，非标准化债务融资工具是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权型资产，包括且不限于：信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用债、应收账款、各类受（收）益权、带回购

条款的股权融资等。房地产行业是非标发债的最大主体。在贷款政策趋严的背景下，房地产企业为绕开监管，较多依赖非标融资，而非标融资期限相对债券信贷具有期限短，票息高的特征，可以缓解短期资金压力，使用较为灵活。房地产行业的非标融资主要以委托贷款和信托贷款为主。

在 2017 年以前，非标融资渠道因监管弱、利率高、门槛低等特点，成为房地产行业融资的重要非常规手段。但非标业务扩张同时带来的影子银行问题，规模庞大、野蛮扩张，结构复杂、风险交织，关联风险突出、相互传染和叠加，助长经济脱实向虚，严重掩饰资产质量真实性，形成“劣币驱逐良币”的逆向激励，容易引发系统性风险进而危及社会稳定。2018 年，银保监会发布 3 号文，对表内非标进行监管，设置流动性匹配指标，并在计算流动性匹配率时，包含表内非标的其他投资不论年限权重均为 100%。因此，银行需要控制表内非标投资的规模以满足监管指标要求。2018 年，央行等五部委联合发布 106 号文，对表外非标进行规范，明确禁止资金池业务、禁止资产多层嵌套、禁止通道业务。非标融资政策日益趋严，至此，非标融资发展基本停止增长，银行理财中的非标投资占比一直维持在 17% 左右的水平。

银行系统流向非标融资的资金，通过银行委贷或信托通道，投向房地产非标准化债权。银行在表内涉及非标资产的部分作为金融机构股权及其他投资，在表外表现为银行理财投资非标。

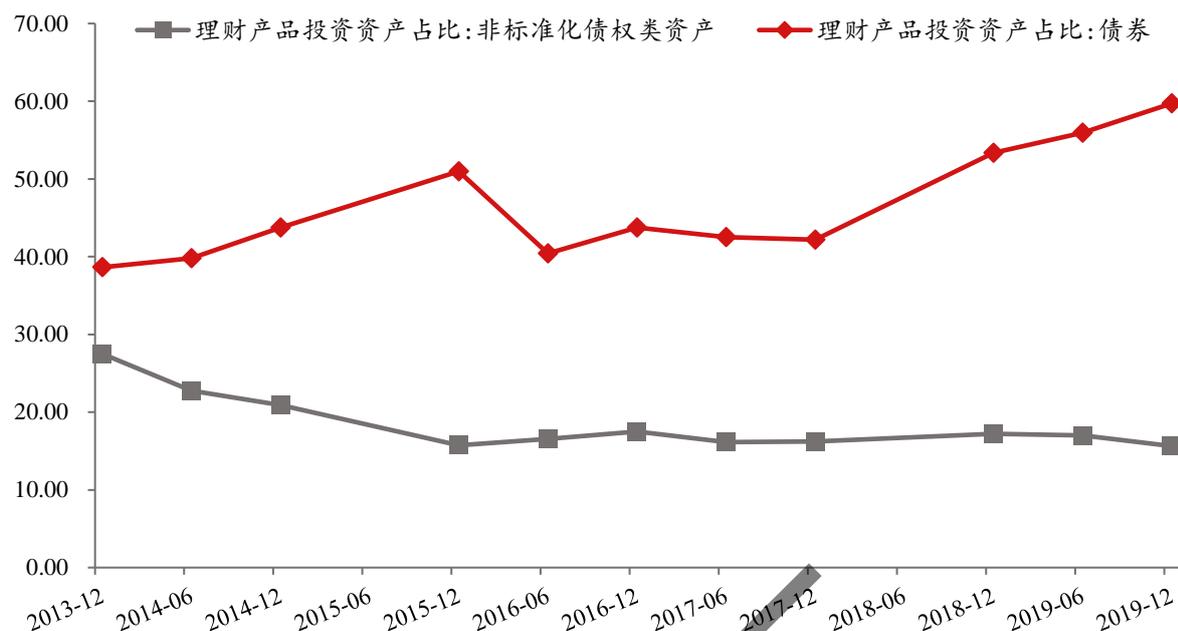
图表 17：存款类金融机构股权及其他投资规模



数据来源：中国人民银行，Wind

根据中国人民银行公布的存款类金融机构资金运用情况(如上图 17)，股权及其他投资规模从 2017 年开始至今不断回落，2017 年年末存量规模为 21.3 万亿，在 2020 年 11 月的存量规模为 17.8 万亿，回落 16.1%，占比下降 4%。根据中国理财网发布的理财产品报告(如图 18)，理财产品投向非标债权资产比例由 2013 年底 27.5% 下滑至 2019 年底 15.6%。这些数据充分说明国家在限制银行开展非标业务上的政策指导效果显著。

图表 18：理财投资非标及债券占比



数据来源：中国理财网¹，Wind

4.2.1. 委托贷款

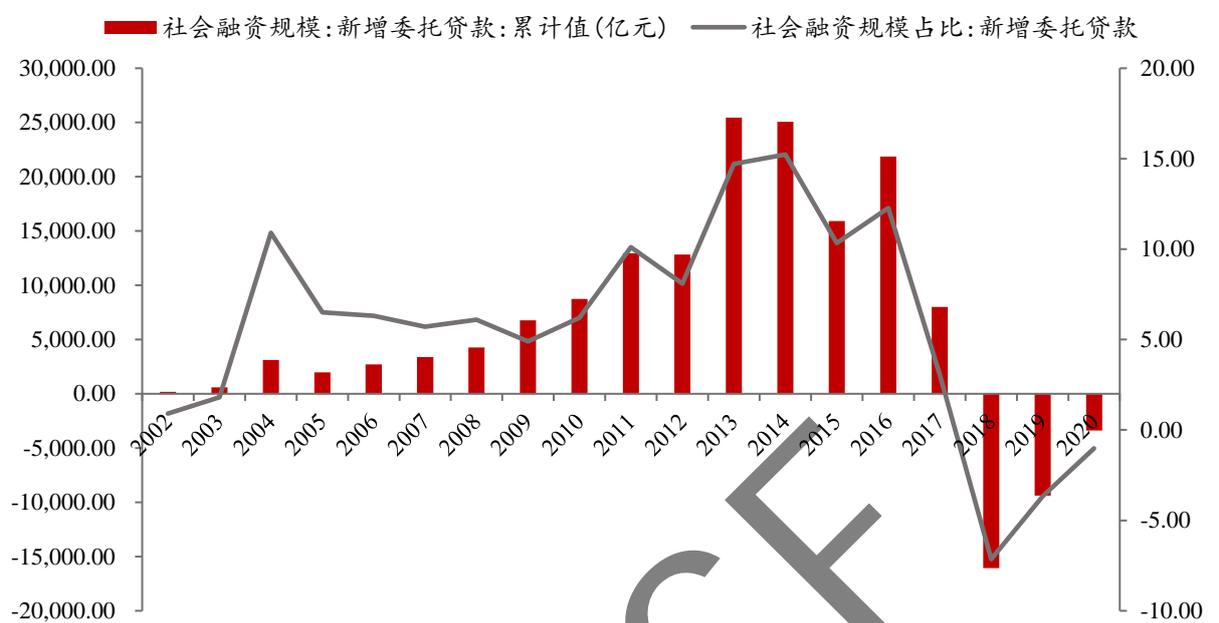
委托贷款，是指委托人和融资方初步达成融资意向，并协商贷款金额、利率、期限等事宜，随后双方共同向受托人提出委托贷款申请，受托人的作用主要是代为发放贷款、协助贷款的使用与收回等。一般而言，受托人仅收取代理手续费，不承担信用风险。委托贷款具有操作灵活性高、能够规避部分监管等特点。

2008 年为刺激经济，银信合作与信托贷款的渠道被打通，新增委托贷款规模出现快速增长，2008 年到 2012 年新增委托贷款在 0.43 亿元基础上完成了三倍的增长。2012 年资管业放开后，新增委托贷款规模再增一倍，在新增社融规模中占比在 10%以上。而 2016 年央行将委托贷款纳入 MPA 考核后，委托贷款增速开始回落，尤其是近三年新增委托贷款转为负。我们可以从图 19 中国人民银行社会融资规模统计口径里看到新增委托贷款近三年

¹ 由于中国理财网在半年度报告中对理财产品投资余额统计口径出现时间上的不一致，这里仅展示占比

有较大回落。

图表 19：新增委托贷款及占比



数据来源：中国人民银行，Wind

银监会 2018 年 1 月出台的《商业银行委托贷款管理办法》规定，禁止受托管的他人资金、银行授信及其他债务性资金通过委贷套利，禁止委托人为资管公司和贷款经营机构，封堵金融机构通过委贷投资非标、绕道放贷的行为。委托贷款持续收缩至今。

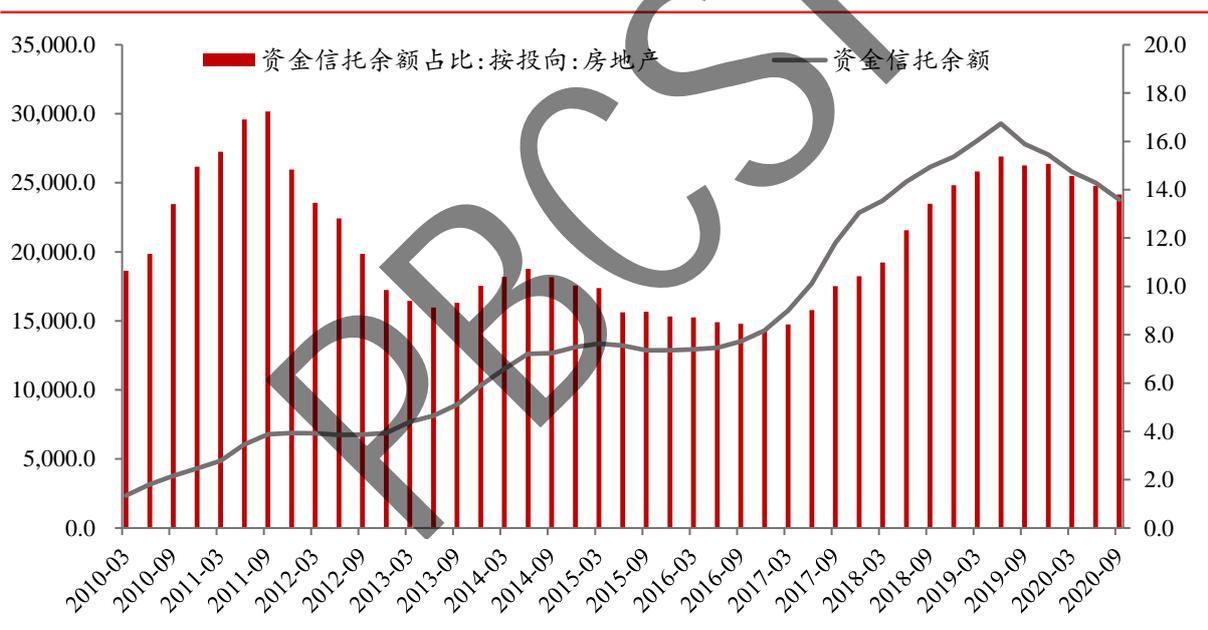
4.2.2. 信托贷款

信托贷款，是指委托人向信托公司等受托人提供资金，信托公司获得资金后向房地产开发商或项目公司等融资方提供信托贷款，同时，融资方向信托公司提供资产抵押、股权质押、第三方担保等，并按时还本付息，随后，信托公司向委托人分配本金与收益。信托融资因其期限短、形式灵活能够带来即时重组的资金，是房地产企业极为依赖的融资渠道。信托融资因其是房企非标融资最主要的工具，其规模变动对整体非标规模变动有较大的影响。信托资金可通过信托贷款或者带回购条款股权得到融资，投资房地产项目。

而投向房地产的信托贷款规模，受到房地产银行贷款额度的影响，也受到信托市场总体规模的影响。

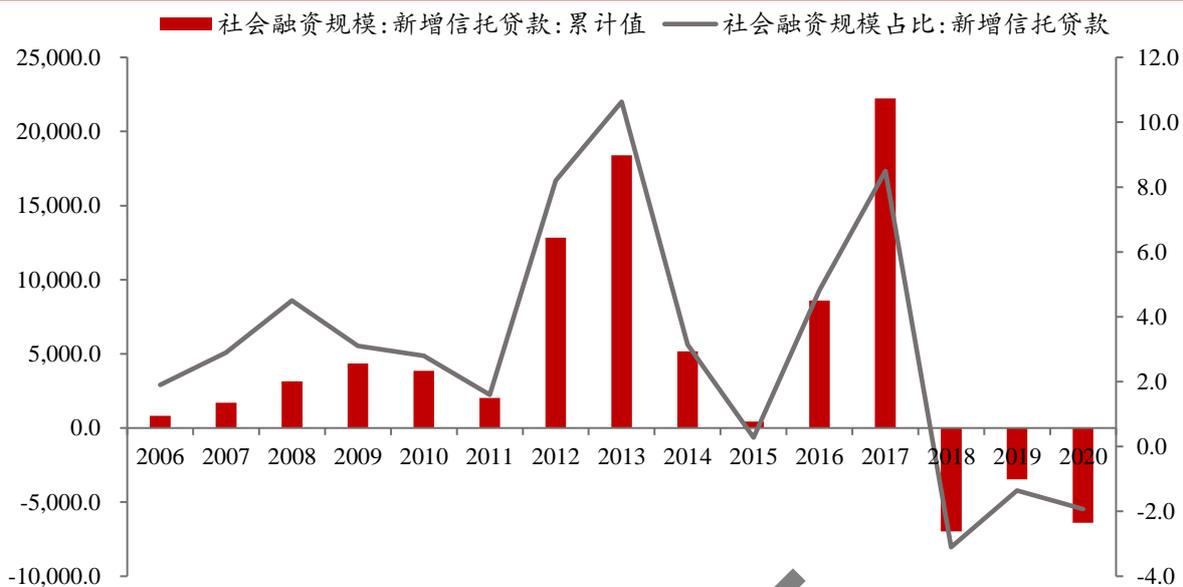
2017 年资金信托规模不断扩大，投向房地产的信托余额增速在 10%以上。2018 年，信托资产余额整体规模收缩，但是其中投向房地产的信托余额规模仍在扩大。自 2017 年 9 月份，投向房地产的信托余额达到 2 万亿元之后，在资金信托中的占比不断上升至 14%。图 20 是中国信托业协会统计的信托资金投向房地产领域的情况，图 21 展示的是中国人民银行公布的社会融资规模口径下新增信托贷款情况。

图表20：信托资金对房地产领域的投向情况



数据来源：中国信托业协会，Wind

图表 21：新增委托贷款及占比



数据来源：中国人民银行，Wind

针对银信合作规模快速持续扩张，部分异化为绕开投资范围、杠杆等监管通道的问题，银监会 2017 年 12 月发布的《关于规范银信类业务的通知》在内的一系列监管文件，强调房地产信托业务合规性，信托贷款增速回落。2018 年 5 月资管新规出台后，在打破刚兑、净值化、去杠杆、去通道背景下，依赖通道业务和债权融资的信托受到冲击。目前，银保监会对房地产信托贷款的监管依然较为严格。2019 年，银保监会发布 23 号文，规范信托公司对房企融资的模式，限制信托公司违规放贷的行为。7 月，银保监会针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行约谈警示。

房企通过信托融资的成本通常高于银行贷款和信用债，根据用益信托网数据，投向房地产的集合信托收益率从 2017 年年初的 6% 左右，持续攀升至当前 8% 左右的水平。

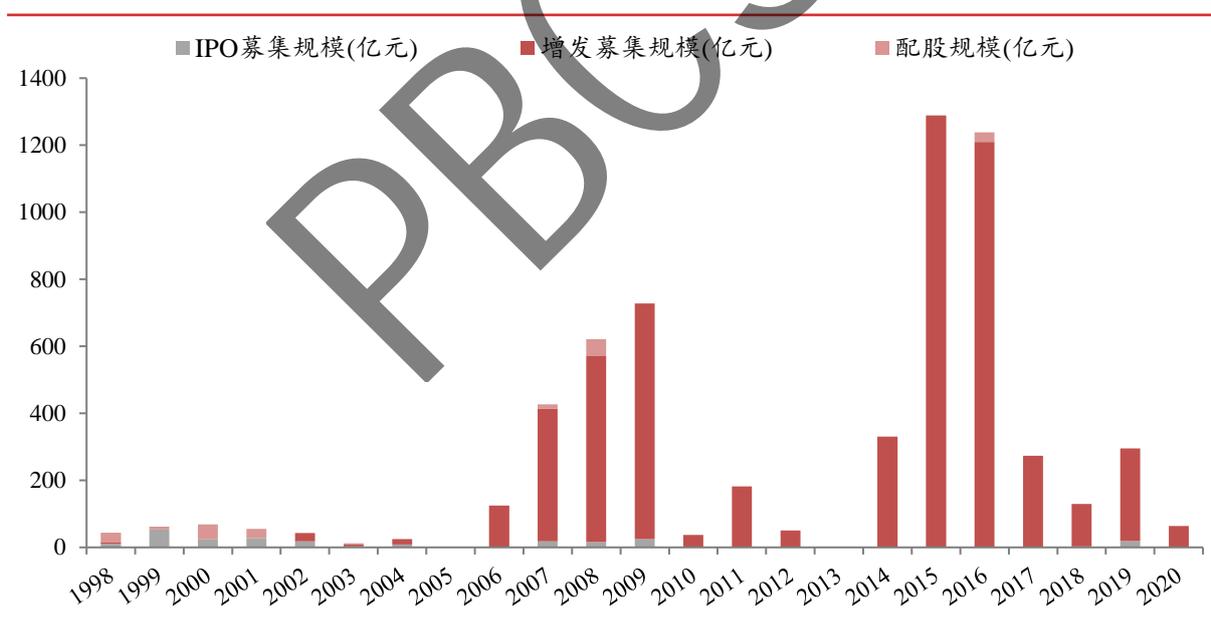
5. 境内直接融资

境内直接融资方式主要包括境内股权融资、信用债、资产证券化和房地产私募基金。境内资本市场融资具有产品多元化、标准化的优势，既可以满足房企多元化和低成本融资需求，又披露信息充分、监管层易于监管和调控。相对于包括房企银行信贷、非标准化债权和商业信用融资在内的间接融资，我国境内市场直接融资规模偏小。

5.1. 境内股权融资

房企在境内证券市场获得股权融资的方式主要有 IPO、增发和配股等，2010 年房企沪深交易所 IPO 暂停，增发成为主要融资渠道。图表 22 展示的是房地产企业在境内进行股权融资各渠道 (IPO、增发、配股) 的规模。

图表 22：房企境内股权融资各渠道历年规模



数据来源：Wind

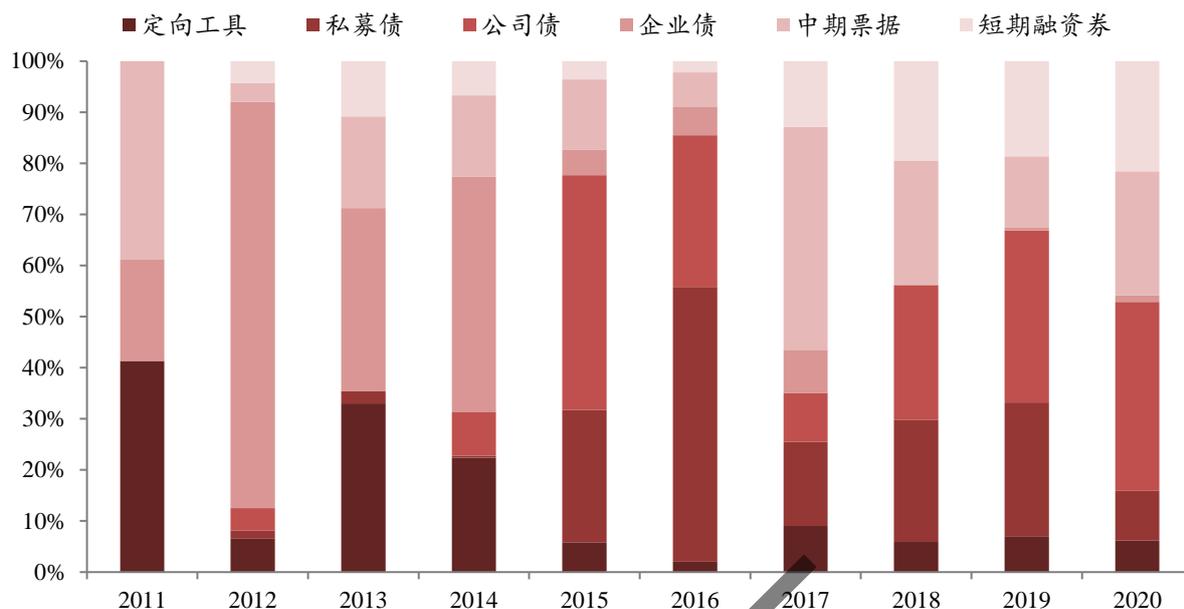
极少房企在内地通过 IPO 融资，主要是由于监管层对房地产的宏观调控直接影响到房企 IPO 的审核。2010 年 4 月 17 日《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》商业银行要加强对房地产企业开发贷款的贷

前审查和贷后管理。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。。在融资紧张的环境下，排队待审查的房企，许多都选择赴港上市。2016 年开始受“930”政策的影响，房企的再融资也实质性暂停。总体上我们可以认为，房企股权融资与间接融资相对比，股权融资对于房企融资杯水车薪，权益资本的获取预计在未来还会保持较低程度。

5.2. 信用债

信用债是指政府之外的主体发行的、约定了确定的本息偿付现金流的债券。房企发行的信用债可以分为企业债、公司债、短期融资券、中期票据及定向工具。按照业内最普遍使用的分类方法，我们根据审核和主管部门对信用债进行区分，主要分为国家发改委审核的企业债、证监会和交易所审核的公司债以及银行间市场交易商协会审核的债务融资工具三大类。图表 22 为房企发行信用债的各类工具历年占比。图表 23 为房企信用债发行的历年规模情况。

图表 23：房企信用债融资各类工具使用占比



数据来源: Wind

图表 24: 房企信用债发行规模及同比增速



数据来源: Wind

从近三年房企发行信用债的方式来看, 公司债占比近三年为 25.3%、32.7%、36.1%, 公司债逐渐成为信用债主要发行方式。从总规模来看, 房企信用债发行在 2016 达到顶峰, 近三年规模整体变化不大。

2015 年下半年到 2016 年上半年, 得益于期内房企融资相对宽松的政策环境以及 2015 年 1 月实施的《公司债券发行与交易管理办法》, 这一时期

内公司债融资呈爆发式增长。而从 2016 年 10 月开始房企发债政策收紧，信用债发行规模回落。2016 年 10 月，上交所、深交所《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，监管函明确房企公司债募集的资金不得用于购置土地。此外，对房企的分类监管，采取了“基础范围+综合指标评级”、“产业政策+综合指标评价”的分类监管标准，房企在满足基础范围后依据综合指标评价进行分类。对于“正常类”，交易所正常审核；对于“风险类”，主承销商应严格风险控制措施，审慎承接相关项目；对于“关注类”，发行人及主承销商需作进一步披露和核查。2020 年，上交所、深交所公开发行公司债券实施注册制。

相关数据显示房企在 2015-2016 期间大规模发行的信用债会在 2018 年至 2021 年进入集中偿付期。可以观察到 2017 年以后净融资额持续低迷，意味着房企近些年来发行债券有相当一部分是借新还旧，本文认为房企信用债融资环境偏紧的局面预期未来还会持续一段时间。

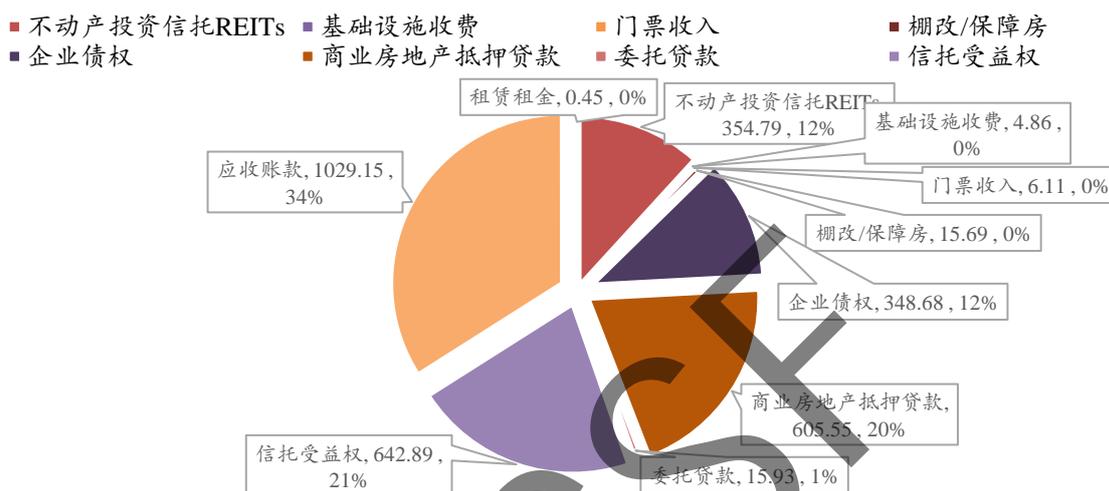
5.3. 资产支持证券

资产证券化业务，是指相关主体以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过设立特殊目的载体，采用结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。资产证券化是在资本市场上进行直接融资的一种方式，属于债务融资工具，与发行其他债券产品类似，但区别在于其还款来源取决于基础资产未来可产生的现金流。资产证券化的实质是出售基础资产的未来现金流以达到现时融资的目的。

根据发行场所不同，资产支持证券可分为证监会主管的企业 ABS、央行

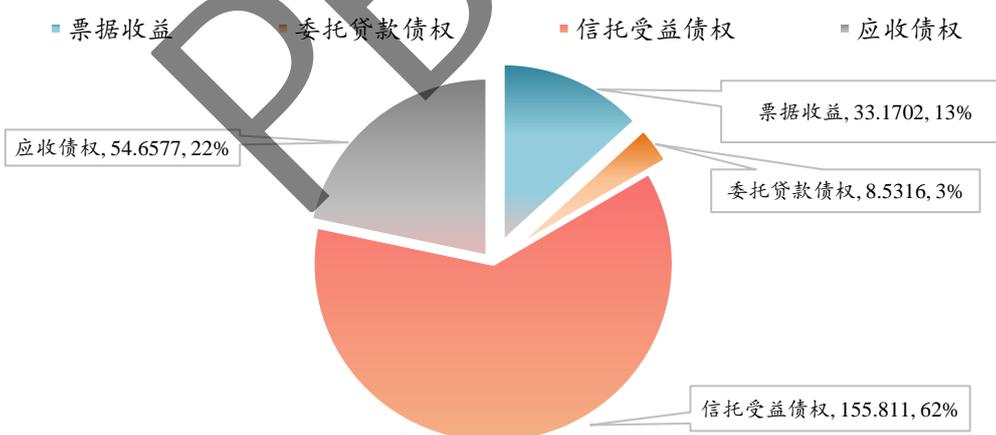
银监会主管的信贷 ABS 和 2012 年交易商协会推出的资产支持票据 ABN。图表 25、26 分别为房企截止 2020 年 12 月依据基础资产划分的各类 ABS 和 ABN 的存量和占比情况。

图表 25：房企依据基础资产划分的 ABS 存量



数据来源：Wind

图表 26：房企依据基础资产划分的 ABN 存量

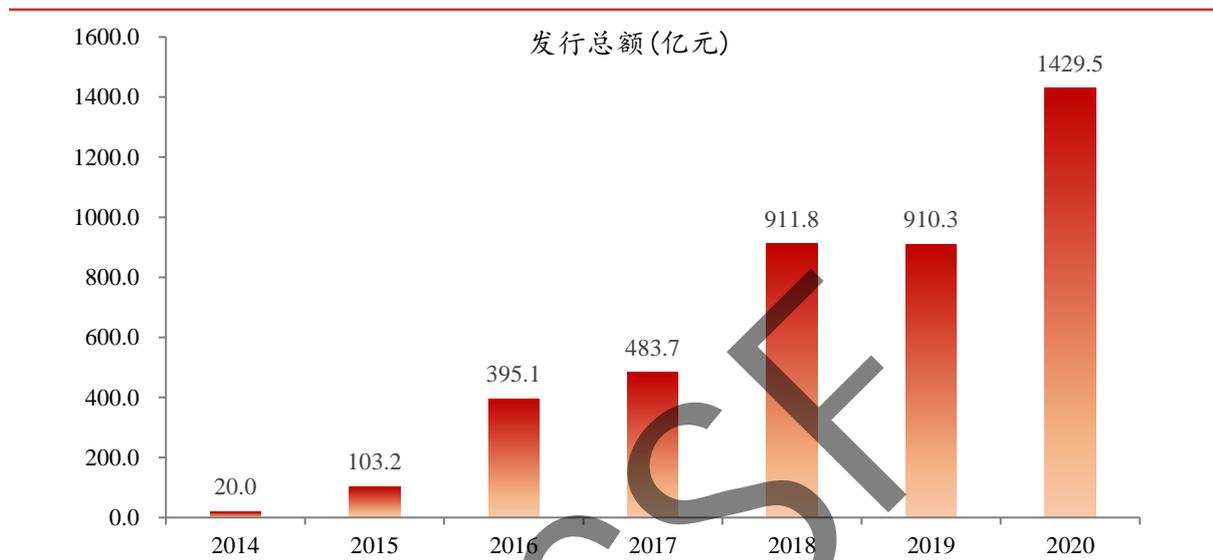


数据来源：Wind

截止 2020 年 12 月，房地产行业的证监会主管 ABS 存量为 3024.1 亿元，占全行业存量的 13.4% 左右。其中，以应收账款、商业房地产抵押贷款、不动产投资信托 REITs 和信托受益权为主要底层资产的 ABS 占比分别为 34%、

20%、12%、21%。房地产行业的交易商协会 ABN 存量为 252.17 亿元，占全行业存量的 3.76%左右。其中，以信托受益债权、应收债权和票据收益为主要底层资产的 ABN 占比分别为 62%、22%、13%。

图表 27：房地产行业 ABS 发行规模



数据来源：Wind

随着传统融资渠道收紧，资产支持证券的发行量逐年增长。从 2014 年开始，资产支持证券开始正式进入发展阶段。2014 年 11 月，证监会颁布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套工资指引，提出了将行政审批改为备案制发行，极大地缩短了项目发行时间，企业 ABS 由此迎来了快速发展时期。2016 年 12 月，交易商协会发布了《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，将特定目的载体 SPV 引入了 ABN 产品的交易结构，这更好地实行了资产证券化“破产隔离”与“真实出售”的核心理念，信贷支持票据 ABN 自此有了更好的发展。2018 年 4 月，中国证监会、住房城乡建设部在总结前期工作的基础上，联合发布了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》。推进住房租赁资产证券化，将有助于盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，促进住房租赁市场发展。房

地产行业 ABS 发行开始快速发展。截止 2020 年 12 月 18 日，房地产行业 ABS 本年发行规模为 1429.5 亿元，相较于 2019 年增长 57.1%，已创下历史新高。

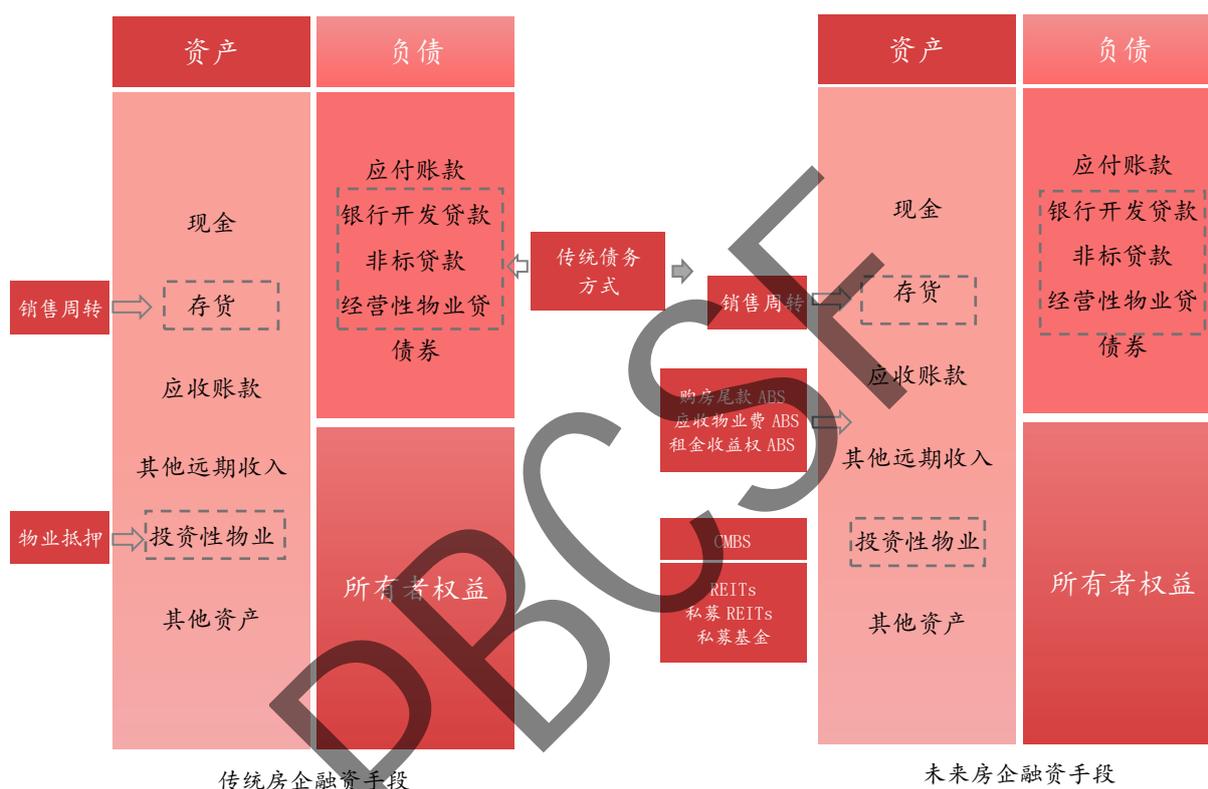
总的来讲，资产支持证券的优势在于，对于投资人，资产支持证券可以实现证券资产与发起人“破产隔离”，采取多种内外部增信方式，降低投资风险；对于发起人，资产支持证券可以盘活存量资产、资产负债出表改善财务结构，还可以拓展低成本融资渠道；对于监管层，资产支持证券是非标转标的重要合规途径作为标准化证券易于监管。

从房企资产负债表的角度来看，资产证券化可以为从资产端为企业提供一种区别于传统股权或债权的融资渠道。传统融资渠道主要以企业信用为主体，通过资产负债表的负债端进行融资。由于股权投资者和债权投资者都会关注融资企业的整体信用资质和发展潜力，因此很多企业在融资中会受到投资者的限制和整体条件的制约。过度依赖资产负债表负债端融资会使得企业资产负债率升高，从而导致企业资产周转率和净资产回报率下降。而资产证券化关注的是资产负债表的资产栏目，其信用依据是可预测的未来一系列现金流。通过交易结构的设置，企业可以将流动性差但预期收益明显的存量资产打包，作为资产证券化产品拿到证券市场发售融资。这部分资产在资产负债表表现为资产端，从而在一定程度上可以降低企业资产负债率，这样企业就能实现表外融资，盘活存量资产。图表 28 展示的是房地产企业从传统的以负债端为主的融资方式向未来在资产端创新融资方式的转变。

前文提到，传统融资方式例如银行信贷对企业主体资质门槛较高，在当

前房地产市场严监管的政策基调下，中小房企融资困难，成本较高。而中小房企运用资产证券化的最大优势在于，融资受到主体信用的限制较小。对于拥有优质资产的中小企业而言，可以依托其单个或多个资产的稳定现金流进行证券化融资。

图表 28：房地产企业融资手段转变



资料来源：明源地产研究院

在接下来的章节中，我们会对房地产资产支持证券主要品种做详细分析。

5.3.1. 供应链 ABS

供应链 ABS 的基础资产是上游供应商因提供货物或服务、承包工程等对核心房企形成的应收账款债权，本质是一种反向保理。供应链 ABS 以核心企业的信用为保证，具有类信用债的特点，可以理解为房企通过发短期信

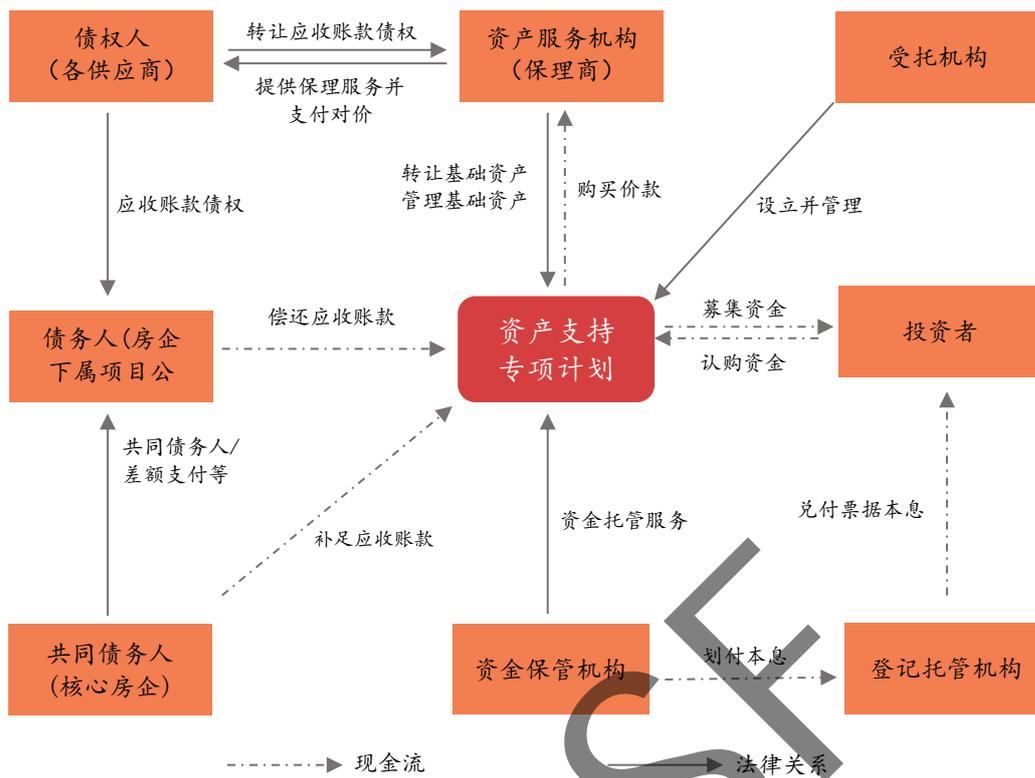
用债来提前偿还对供应商的应付账款。

供应链 ABS 要求核心房企的主体信用评级需在 AA 及以上，并以 AAA 为主。在已发行的供应链 ABS 评级结构中，AAA 评级占比近 90%以上。对房企来说，供应链 ABS 延长了应付账款的账期、降低了企业的资产负债率、缓解了资金压力。中小供应商也能通过供应链 ABS 来降低资金占用成本、实现融资。2016 年首单房企供应链 ABS 产品被推出后，2018 年 2019 年房企供应链呈现爆发性增长，其中 2019 年房企供应链 ABS 发行规模达到 1627 亿，占房企 ABS 近 50%。为规范供应链金融市场，银保监会在 2019 年 7 月发布了《中国银保监会办公厅关于推动供应链金融服务实体经济的指导意见》，其中强调需坚持全面管控风险，既要关注核心企业的风险变化，也要监测上下游链条企业的风险。此后，银保监会对房企供应链 ABS 审核趋严。

AAA 级房企可以不设次级，增信措施的核心是债务人对应付账款的确认。AAA 级房企发行供应链 ABS 不需要设立次级，而 AA+级房企需要设立次级。供应链 ABS 依赖债务人（核心企业）主体信用，相当于风险高度集中，因此分层设计、差额补足等增信措施作用很小。增信措施的核心在于债务人（核心企业）对应付账款的确认，一般出具《付款确认书》，做出到期付款承诺。

以下图表 29 展示的是典型的供应链 ABS 交易结构。

图表 29：房企供应链 ABS 交易结构图



资料来源：华泰证券，国盛证券

5.3.2. CMBS

CMBS 是指商业房地产抵押贷款支持证券，是将单个或多个商业物业的抵押贷款组合打包成基础资产，通过信托或基金与资产支持专项计划组成的 SPV 结构，以资产支持证券的形式向投资者募集资金，并在此基础资产的未来收入作为还本付息来源的资产证券化产品。

CMBS 以商业房地产抵押贷款为基础资产，而用于证券化的商业房地产抵押贷款一般对借款人没有追索权，还款来源是商业房地产的租金收入和运营收入，因此、商业房地产现金流是投资者关注的重点。从地产业态看，写字楼和商场现金流稳定性高于酒店。从区域分布看，一二线城市核心地段商业地产的租金收入较为稳定。同时，需要关注租户信用状况和历史租金回收情况。定量指标包括租金、管理费、出租面积、出租率、空置率、转租率、

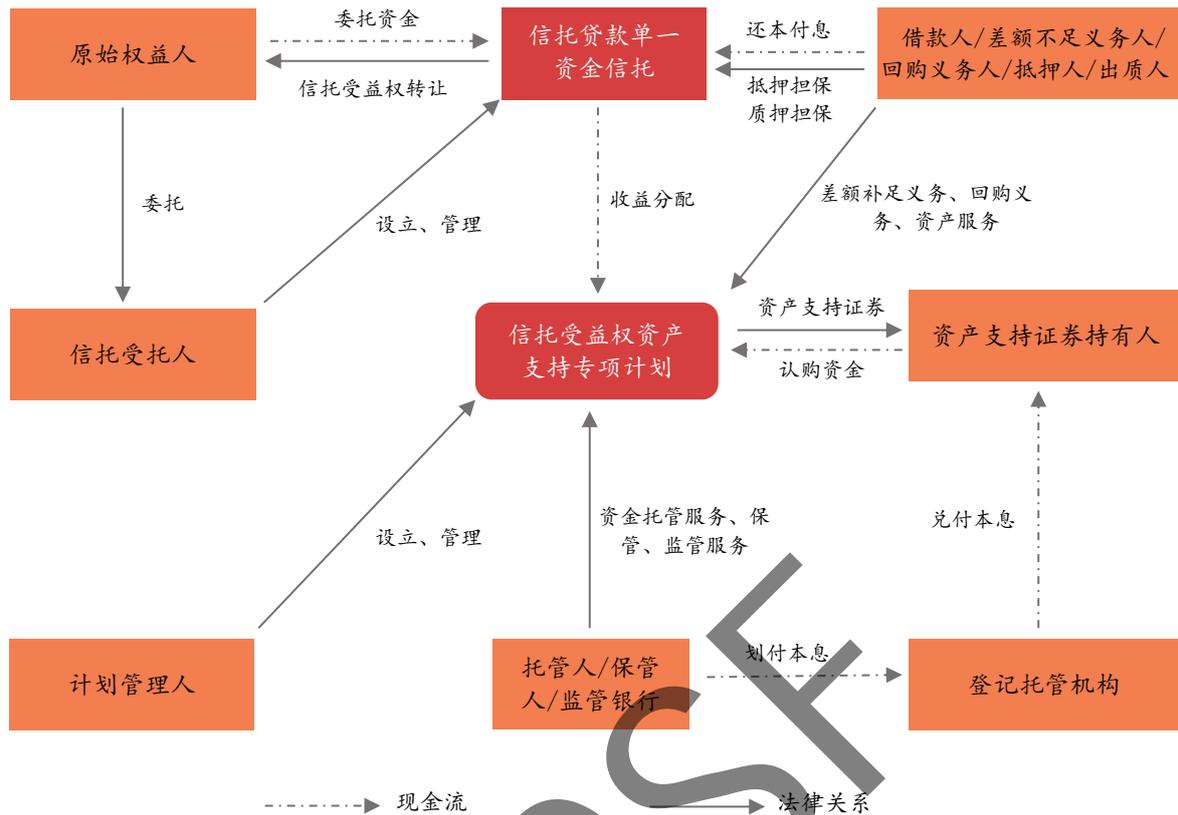
租期等。

CMBS 产品期限较长，可以达到 18 年，通常以 3 年为限设置回售期。CMBS 和经营性物业贷具有较强替代关系，而从银行角度，CMBS 具有投资优势。发放经营性物业贷面临表内资金 100% 风险权重或表外理财资金的非标额度占用；而投资 CMBS，如果使用表内资金，评级 AA 及以上的风险权重为 20%，如果使用表外理财资金 CMBS 是标准化产品，不占用非标额度。

在交易结构上双 SPV 实现风险隔离，增信措施保障现金流稳定性。CMBS 采用双 SPV 原始权益人先设立信托计划或借助委贷银行，向实际融资方（房地产企业或业主）发放以标的物业为抵押的抵押贷款，同时，以信托受益权或委托贷款债权作为基础资产，转让给专项计划实现资产的真实出售和破产隔离。为了应对未来现金流的不稳定性，通常运用物业抵押、优先次级分层、现金流超额覆盖、抵押物担保、差额支付承诺、加速归集机制等多种增信安排，即使未来现金流出现偏差，优先级资产支持证券面临的风险较低。

图表 30 为典型的房企 CMBS 交易结构示意图。

图表 30：房企 CMBS 交易结构图



资料来源：华泰证券

5.3.3. 权益型 REITs

REITs 是指房地产投资信托基金，通过发行股票或收益凭证的方式汇集投资者资金，由专门的投资机构进行房地产投资经营管理，将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。国内发行的产品部分符合了国外 REITs 的标准，在交易结构、税负、运营方式、收益分配等方面存在差异，因此称为“类 REITs”。图表 30 列举了类 REITs 和 CMBS 的差异。

图表 31：类 REITs 和 CMBS 对比

	类 REITs	CMBS
性质	权益类投资工具	债权投资工具
标的物	地产项目的股权	商业地产项目的债权
收益来源	股权分红+资产增值	租金收益
融资规模	最高发行规模为评估价值 100%	最高发行规模为评估价值 50%-70%



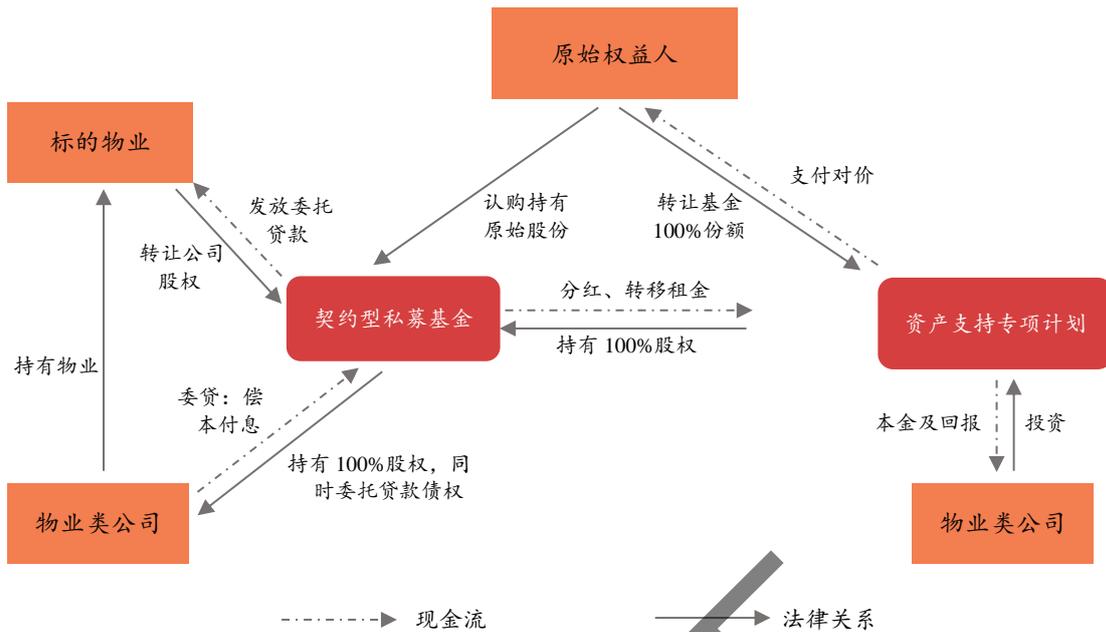
税费负担	涉及产权转移和经营性收入分配，需缴纳企业所得税、土地增值税等	无需办理产权过户，不涉及新增增值税和企业所得税
资产多样性	构建投资组合，分散风险	基础资产较为单一
现金流分配形式	股息分红	还本付息

资料来源：国盛证券

类 REITs 和 CMBS 核心区别是股和债的区别，投资者同样关注标的资产现金流和增信措施。类 REITs 和 CMBS 交易结构很相似，但本质上是股和债的区别。类 REITs 的标的物是地产项目的股权，股权转让是 REITs 类产品而 CMBS 的标的物是商业地产项目的债权，由此带来收益来源、税费负担和投资方式等方面的差异。相比 CMBS 类 REITs 的优势主要在于融资规模较大、能够实现出表，劣势在于税费负担较重。在房地产权益型 REITs 中，原始权益人认购私募基金的全部份额，私募基金以“股+债”的形式对物业公司投资，在此基础上，资产支持专项计划向投资者募集资金后，原始权益人向专项计划转让全部私募基金份额。物业公司产生的租金等收益流入私募基金后再转入专项计划，进而向投资者进行分配。对于房地产企业而言，与债务融资不同，REITs 主要以股权形式，不会增加企业的债务负担，此外，这里的股权形式投资是分散的，不会导致房企对企业或项目的控制权和自营权丧失。

类 REITs 交易结构相对复杂，至少是双 SPV 结构，实际是专项计划通过信托或私募基金控制项目公司股权，然后给予信托受益权或者基金份额的形式转移给专项计划持有人，从而让投资人持有项目公司股权和间接控制物业。图表 31 是“股+债”类 REITs 交易结构示意图。

图表 32：类 REITs 交易结构



资料来源：华泰证券

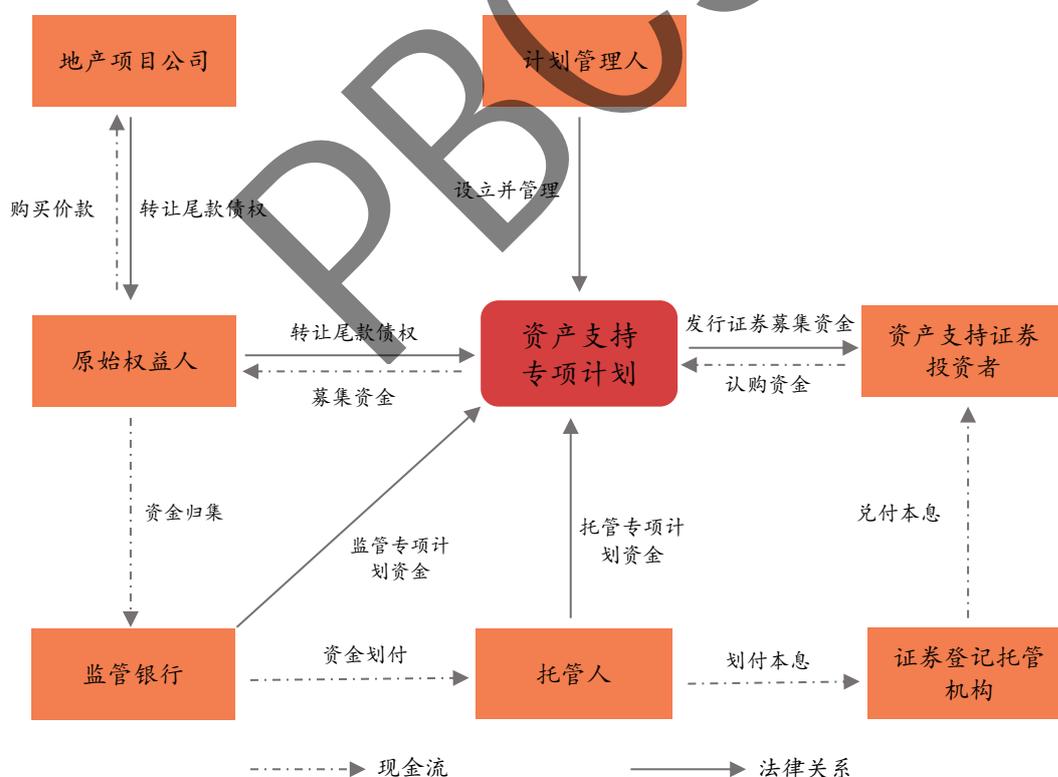
5.3.4. 购房尾款 ABS

购房尾款 ABS 是购房者依据购房合同，支付首付款后的剩余购房款，属于房地产公司对购房者的应收账款债权。购房尾款的来源可以根据购房者的付款方式，大致分为商业银行按揭贷款、住房公积金贷款、分期付款或组合贷款。入池的购房尾款限定条件是，从购房者与银行或住房公积金中心签订贷款合同、与房地产公司签订购房合同后，到银行或住房公积金划款至房地产公司前，这期间的应收账款。因此，购房尾款的回款时间存在一定的不确定性，会受到银行贷款审批政策和贷款额度的影响。

房企发行购房尾款 ABS 的准入门槛较高。已发行的购房尾款 ABS，原始权益人主体评级均在 AA 及以上，在中房协排名靠前。监管机构对原始权益人的要求，可以参照 2016 年沪深交易所发布的《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》。由于准入门槛高，购房尾款 ABS 的主体资质相对较好，能够为 ABS 提供差额支付承诺、流动性支持等增信。

购房尾款 ABS 的交易结构较为基础，以单 SPV 为主。首先，由房企母公司（原始权益人）对旗下各项目公司的购房尾款进行归集，签署《应收账款转让合同》，各项目公司将购房尾款债权转让给原始权益人，形成基础资产。其次，原始权益人将购房尾款基础资产转让给专项计划，实现风险隔离。购房尾款的收款期比较短，一般为 3-6 月，而 ABS 存续期较长，2-3 年居多，需要设置循环购买解决期限错配问题。ABS 存续期分为循环期和摊还期，在循环期 ABS 只付息不还本，多余的现金流向原始权益人购买满足合格标准的基础资产；在摊还期，停止循环购买，并对 ABS 本金进行过手摊还。循环购买存在两大风险，一是入池资产质量下降风险，二是备选合格资产不足导致收益率下降或提前清偿的风险。图表 33 为购房尾款 ABS 交易结构图。

图表 33：购房尾款 ABS 交易结构



资料来源：华泰证券

5.3.5. 物业费 ABS

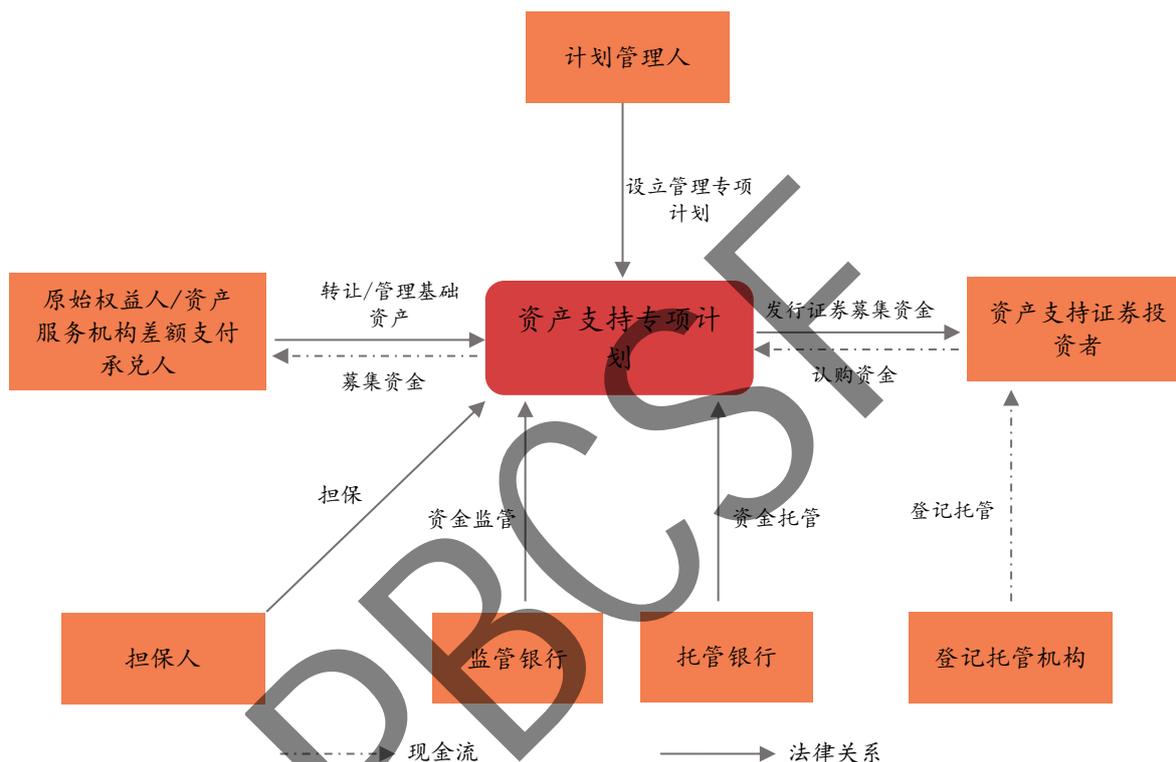
物业费 ABS 的基础资产是向业主或承租人收取的物业服务管理费收入，进一步可细分为住宅物业费和商业物业费。其中，住宅物业费合同期限长，现金流的稳定性和持续性较强；而商业物业费与经营主体营收相关，易受宏观经济波动影响，稳定性较弱。物业费 ABS 的基础资产属于收费收益权类，不体现在资产负债表上，故其类似于以未来收入作为偿付支持的类信用债。由于物业管理公司是轻资产企业，总资产规模较小且盈利较弱，资质一般，物业费 ABS 依赖资质较好的房企母公司的支持与增信。

物业费 ABS 是收益权项目，基础资产现金流的产生依赖于物业管理公司持续提供物业服务。收益权项目和债权项目的区别在于，后者已履行义务，享有现金流权利，而前者尚未履行义务，现金流权利依赖于义务的履行。物业费 ABS 通常以物业收入毛现金流入池，需要考虑物业管理公司持续经营能力和运营成本覆盖问题。物业费 ABS 通常由房企母公司对物业管理公司提供运营支持进行风险缓释。

物业费 ABS 交易结构分为单 SPV 和双 SPV。单 SPV 结构与购房尾款 ABS 类似，首先，由房企母公司（原始权益人）对旗下各物业管理公司的物业合同债权进行归集，签署《物业合同债权转让合同》。其次，原始权益人将物业合同债权基础资产转让给专项计划，实现风险隔离。单 SPV 具有交易程序简单和交易成本低的优势，但由于物业合同期限应与专项计划期限相匹配的限制以及物业合同期限较短，单 SPV 的物业费 ABS 往往发行规模较小、发行期限较短。双 SPV 结构有利于解决物业合同和产品期限匹配问题，同时形成持续、稳定的现金流。双 SPV 交易结构分为专项计划委托贷款和专

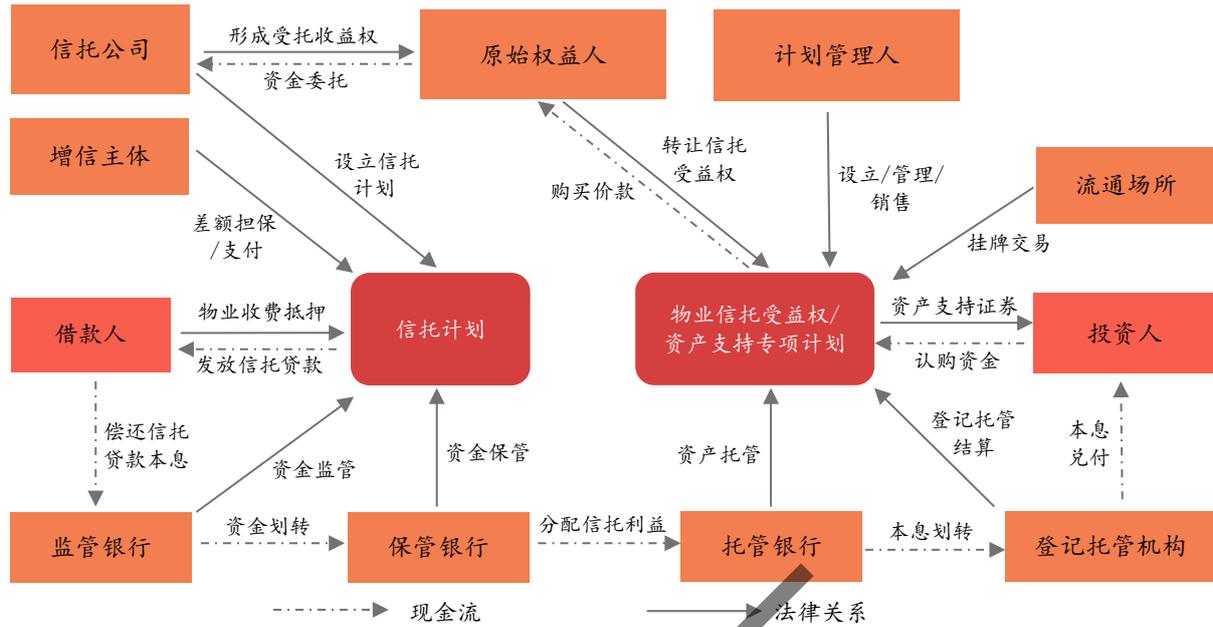
项计划信托计划两种，底层资产为物业合同债权，基础资产分别为委托贷款债权和信托收益权，原始权益人由过桥资金提供方（物业管理公司的关联方或银行）担任。图 34 和图 35 分别展示了单 SPV 和双 SPV 的物业费 ABS 交易结构。

图表 34：单 SPV 物业费 ABS 交易结构示意图



资料来源：华泰证券

图表 35：双 SPV 物业费 ABS 交易结构示意图



资料来源：华泰证券

5.4. 房地产私募股权基金

房地产私募股权基金，指的是通过非公开的方式募集资金，投资于房地产项目或者房地产企业的基金。由于是私募基金，组织形式包括有限合伙型、公司型和契约型，以有限合伙型居多。开发商充当 GP，承担无限连带责任，其他投资人为 LP，以出资额为限承担有限责任。通常由专业的基金管理人管理，退出方式包括地产项目销售回款、开发商回购、基金清算等。

国内房地产基金自 2008 年起步，从 2010-2016 年实现爆发式增长。根据基金业协会数据统计，2019 年全年共新增 283 支已备案地产基金，募集总规模在 2000 亿左右。根据中国房地产业协会金融分会和诺承投资联合发布的《2019 年地产基金研究报告》显示，截至 2019 年 12 月底，人民币地产基金市场已有 2752 支基金实体，由 755 家管理人发行管理，管理资金规模接近 1.7 万亿人民币。地产基金在 2017 年出现募集规模和基金数量的下降，并且下降趋势延续至今。

2017年2月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业项目》，专门针对私募基金向房企融资进行了严格的规范。第一，证券期货经营机构设立私募资产管理计划，投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅项目的，暂不予备案。第二，通过明股实债的方式受让房地产开发企业股权，被暂停备案。在有限合伙型私募基金中，明股实债是比较常见的安排，包括承诺资本金损失补偿、最低收益率保障和回购等。第三，私募资产管理计划不得通过银行委托贷款、信托计划、受让资产收（受）益权等方式向房地产开发企业提供融资，用于支付土地出让价款或补充流动资金。

在上述规范印发后，投向热点城市项目的私募房地产股权基金进入了冷却期。在地产调控大基调未放松的情况下，通过私募房地产股权基金融资存在难度。

以美国、新加坡为代表的发达国家，房地产高度金融化已经走过了数十年的发展之路。由于发达国家城镇化率较高，城市发展进入平台期，房地产业已步入存量时代，增量开发需求较弱，且房地产业与金融业融合紧密。从发达国家房地产企业现有融资模式中，中国房地产企业可以寻求未来的发展方向。下面将会以黑石、凯德及光大安石作为典型案例做具体分析。

5.4.1. 美国黑石模式

黑石集团是全球领先的另类资产管理和提供金融咨询服务的机构。集团成立于1985年，并于2007年在美国纽交所上市。目前，黑石集团是美国规模最大的上市投资管理公司，也是全世界最大的独立另类资产管理机

构之一，主要涉及企业私募股权基金、房地产基金、对冲基金的基金、优先债务基金等。黑石 2019 年归母净利润为 20.5 亿美元，同比增长 33%；营业收入为 734 亿美元，同比上涨 7%。年内，公司完成了合伙人制到公司制的改革，同时募集资金 1340 亿美元，管理资产 AUM 同比提升 21%，达到历史新高。截至 2019 年公司管理资产 AUM 达到了 5710 亿美元。在黑石集团截至 2019 年 5710 亿美元的管理规模中，房地产、私募股权、对冲基金、信用债资产分别为 1632 亿、1829 亿、807 亿、1443 亿美元。黑石集团房地产基金盈利主要来自于基金的管理收入和激励收入。作为有限合伙基金，黑石是基金的普通合伙人并负责管理基金和项目投资；一般合伙人主要是企业和公众养老基。黑石集团募集的资金大部分资金来源于长期基金，包括公共养老金、企业年金、保险资金等。

总的来看，黑石集团的核心策略和优势在于：1) 利用高杠杆实现规模扩张和高收益，灵活的融资结构帮助提升募资能力；2) 专业资管团队的运营能力，对收购资产重新定位和提升以提高转让价格；3) 机会型投资风格代表，善于把握收购退出时机，退出渠道和合作资源丰富。

黑石集团的地产投资策略实行的是“买入、修复、卖出”（“buy it, fix it, sell it”）的策略。黑石以低于重置成本的价格收购高品质的、能够产生稳定现金流的物业资产，通过提高杠杆率、更换管理团队和提高市场集中度来“修复”资产自身的结构、硬性和经营等问题。最后，在三年左右时间将这些资产快速溢价出售给核心投资者。

黑石集团最典型的案例是希尔顿的高杠杆收购。2007 年黑石以 3.3 倍杠杆，现金 260 亿美元形式收购希尔顿。黑石在收购希尔顿后进行了一系

列投后管理，包括聘请具有多年丰富酒店管理经验丰富人员担任高管；大力推进轻资产管理模式，使用特许经营权模式，通过酒店运营收取管理费的方式提高收入和利润；通过财务运作解决债务问题，对债券进行回购并进行重组，将部分债务转换为优先股。2013 年年底，黑石发起希尔顿的 IPO，募集到 235 亿美元，黑石继续持有其 76% 的股权，实现投资回报 2.8 倍。

5.4.2. 新加坡凯德模式

凯德集团是亚洲知名的大型多元化房地产集团，总部设在新加坡，并在新加坡上市。截至 2020 年 9 月 30 日，集团管理资产约 1333 亿新元²。凯德集团的投资组合横跨多元房地产类别，包括办公楼、购物中心、产业园区、工业及物流地产、商业综合体、城镇开发、服务公寓、酒店、长租公寓及住宅。集团业务遍及全球 30 多个国家的 220 多个城市，以新加坡和中国为核心市场，并不断开拓印度、越南、澳大利亚、欧洲和美国等市场。

凯德集团的房地产投资管理业务规模也在全球领先。旗下共管理 6 支上市房地产投资信托基金（REITs）和商业信托，以及 20 多支私募基金。据凯德集团 2019 年度财务报告显示，凯德集团实现税后净利润为 21.359 亿新元，同比增长 21.2%，截至 2019 年底，凯德集团在中国的管理资产规模达到 2700 亿人民币，占集团总管理资产的 41%。

在监管环境方面，新加坡是亚洲继日本之后第二个退出 REITs 的国家。新加坡政府 1999 年 5 月颁布了《新加坡房地产基金指引》其后不断出台有利政策，包括股息分红税、资本利得税、交易印花税优惠政策极大地推动了

² 资料来源：凯德集团官网 <https://www.capitaland.com.cn/about-capitaland/who-we-are.html>

REITs 在新加坡的发展。REITs 的发展成功地带动了私募基金的发展。形成了新加坡典型的“PE+REITs”模式，REITs 主要是面向公众投资者，投资于成熟物业享受稳定收益。REITs 的发展扩大了对成熟物业的需求，私募房地产基金作为成熟物业的“孵化器”也迅速发展起来。私募基金在项目开发期介入，承担风险，享受开发成功收益，而 REITs 的发展为私募基金提供了良好的退出途径。目前，新加坡已经成为东盟房地产私募基金的中心。

凯德运用“PE+REITs”模式提升杠杆及资产证券化率，模式在中国成功复制后，现已进入成熟期。图表 36 为黑石和凯德不同模式的对比。

图表 36：房地产基金龙头，美国黑石与新加坡凯德对比

	黑石	凯德
国家	美国	新加坡
特点	轻资产、高杠杆并购、资产管理	轻重资产并举、开发+资产管理
基金类型	私募股权基金、私募债权基金、信托、对冲基金	私募股权基金、信托
投资方式	债权、股权	股权为主
退出方式	拆分处置或上市	REITs
核心优势	充分利用杠杆来保证收购规模、专业资产管理团队对溢价销售有保障、良好的退出渠道有利于快速处置资产	风险承受能力高、运营能力较强、通过自己的 REITs 退出
管理资产	1632 亿美元	1333 亿新元

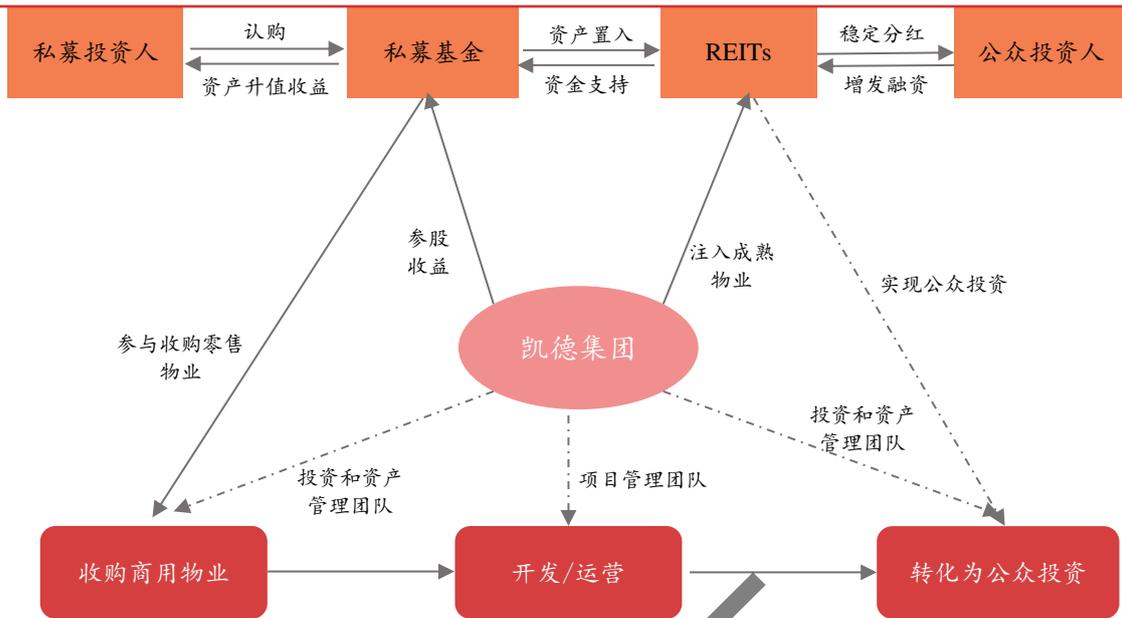
资料来源：华泰证券

凯德通过收购、参股、拿地开发拓展房地产业务，其中以收购为主。凯德的收购业务基本分为三步：买入老旧物业，然后改造物业，最后退出物业。与黑石不同的是，凯德自身会参与地产开发，并在改造物业时主要通过提升

物业的自有价值从而以高价退出；而黑石更偏向于资产管理类的改善，提高目标公司运营管理的效率，从而达到最后的溢价退出。凯德在项目培育初期以私募股权基金形式参与项目，以募集私募股权基金方式一方面为凯德提供开发和收购资金来源，另一方面能以较小自有资金撬动较大的项目。在项目培育成熟后，REITs 介入收购，凯德和私募基金实现退出。REITs 通过发行收益凭证，集合公众投资者资金进行房地产投资，将综合收益按比例分配给投资者，基金份额可上市自由流通。其实际是一种固定资产证券化的方式，将固定资产收益进行标准化拆分之后交到分散的投资人手中。凯德将项目培育成熟后，交到 REITs 手中，更广泛的投资者可参与项目。

凯德的“PE+REITs”模式，既为项目各时期提供了完整解决方案，又将不同风险偏好的投资者吸引至项目的不同阶段。从项目的角度看，私募股权基金的介入解决了凯德单独开发项目融资难的问题。在项目开发运营后，REITs 的介入使得项目可以迅速出手，凯德能尽快实现项目退出收益，提高资金周转率。从投资者角度看，培育物业期风险大，PE 参与，享受项目开发成功的巨大增值收益；REITs 参与风险较小的成熟物业项目，享受成熟物业的稳定收益。凯德居于其中，促成地产开发、PE 融资、REITs 融资三者互补。下图 37 展示了凯德集团“PE+REITs”的核心策略。

图表 37：凯德“PE+REITs”模式



资料来源：《中国一种可能的商业地产金融模式研究——以凯德置地为例》、华泰证券

5.4.3. 中国光大安石模式

光大安石是一家跨境的不动产资产管理公司，是中国房地产私募股权基金的领导者，是中国光大控股旗下的产业投资基金管理人与地产投资平台。截至 2020 年 3 月末，通过各种机会型、增值型基金，光大安石累计管理规模超过 1160 亿人民币，已成功退出超过 700 亿投资、逾 110 个项目³。

光大安石的投资策略是坚持价值投资，专注于发掘被低估、有潜力的目标项目，并进行投资及运营管理，以提升项目的经营表现及资产价值，并最终实现投资退出，产生投资收益。投资的物业类型，主要为能最终产生现金流收益的物业，包括商业购物中心、写字楼、综合体、办公园区、物流仓库、酒店等。光大安石的投资目标，既包括低风险且已开始形成现金流的成熟物业资产，也覆盖位于核心区位，能通过重新定位、改造升级或在开发，及运

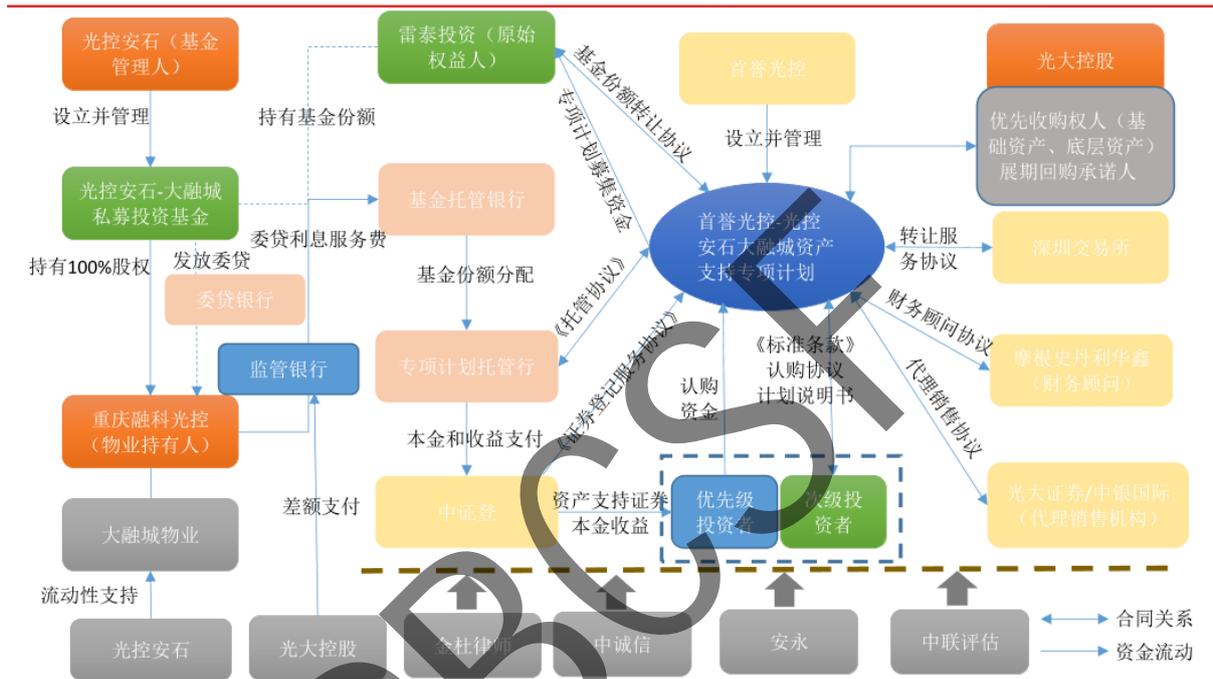
³ 资料来源：光大控股官网 <https://www.everbright.com/zh-hant/business/primary-market-investment/sector-focus-funds/real-estate>

营优化带来显著增值潜力的物业。

光大安石是国内少有的集募资、投资、管理、退出为一体的房地产基金公司。最大的优势就是任何阶段的项目都可以进入。投资方面，光大安石相对于普通开发商的一大优势是对持有型商业物业的评估以及未来退出时的物业价值的测算更加专业，而开发商对销售型物业的判断更加准确。光大安石在投资一个项目时先要做定位，并测算成本，甚至能将未来十年的租金都测算好，另外还包括融资方式、杠杆等，都考虑清楚，以此判断合适退出的年份。当每年的回报能够达到要求就可以投资。光大安石的项目投资策略是一线城市一类二类三类地段都可以投资，二线城市只投两类——最核心的地段或周边整体人口密度高的地段（非郊区）。三线城市只投最核心的地段。在盈利模式方面，光大安石管理基金中 80% 为股权基金，其盈利模式主要是按管理规模收取 1.5% 的管理费，同时在项目到期后按照基准投资收益标准后提取 20% 业绩分成。在资产管理运营方面，大融城系列购物中心是光大安石房地产基金的核心品牌。光大安石平台自主发展的两大商业品牌：大融城和大融汇，充分体现了光大安石出色的运营、管理及资产增值能力。在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合举办的“2016 中国房地产品牌价值研究成果发布会”上，“大融城”自有商业运营品牌获“2016 中国商业地产项目品牌价值 TOP10”第四名。重庆观音桥大融城项目是光大安石大融城系列中典型的成功案例。在退出方面，光大安石依托其金融领域专业优势开创国内 REITs 新模式，由首誉光控作为计划管理人、光控安石作为基金管理人的“大融城资产支持专项计划”（大融城 REITs）于 2016 年 9 月在深交所挂牌，大融城 REITs 是以重庆观音桥大

融城购物中心为底层资产，未来租金及其他经营收入带来的现金流为还款来源设计的ABS。此单类REITs项目也被认为开创国内商业地产“PE+REITs”模式的先河，为房地产私募基金退出提供了新的途径。下图 38 为大融城资产支持专项计划的交易结构。

图表 38：光大安石“PE+类 REITs”交易结构



资料来源：资产支持计划书，华金证券

从以上海内外成功案例来看，REITs 的推出极大丰富了存量房地产项目的退出渠道，也成为二级市场中重要的投资产品之一。随着国内房地产金融和 REITs 政策的持续推进，大规模的存量物业资产有望通过公募市场实现变现，也将对国内房地产资产管理的产生巨大的需求。

三、 结论与政策建议

房地产行业属于资金密集型行业，具有很强的金融属性。通过梳理和总结中房地产企业各融资渠道总体形势和监管政策，本报告得出以下主要结论：1) 内生融资渠道中以销售回款为主为历年来房企开发资金中主要来源。但由于其内生性，房企的营运能力和在供应链中的议价权大小决定了销售回款的规模；2) 受国家政策调控，境外融资渠道中股权融资和债权融资渠道持续收紧。配售成为房企海外股权融资主要的渠道，而海外债融资成本高企；3) 境内间接融资中，银行贷款实现平稳增长并持续组成房地产企业重要融资渠道，但对企业资质要求较高，中小房企融资相对困难。以委托贷款和信托贷款为主的非标融资量缩价升持续走低，重要性日趋下降，政策指导效果显著；4) 境内直接融资中，股权资本获取持续乏力，杯水车薪；对于信用债融资，房地产企业普遍借新还旧叠加信用债在近期集中到期情境下，净融资量持续低迷；资产支持证券作为新型融资方式的代表，近年来发展较快，其优势在于一方面可以在资产端改善房企资产负债表，基础资产的多样性和交易结构的灵活性适用于各类型房企的不同业务需求。在另一方面标准化产品有利于监管；海内外房地产基金成功发展也为国内房企提供了可借鉴的模式。

房地产行业在国民经济是重要的支柱产业。政府出台房地产调控政策，从根本目的上讲是要推动经济结构转型，从而实现高质量发展。基于本报告的分析 and 结论，本报告认为：1) 政府应当鼓励房企提高直接融资比重，降低房地产企业对传统间接信贷资源的过度依赖。在风险可控的前提下，发挥市场在金融资源配置的决定性作用，指引房地产企业积极拓宽资金来源。丰

富以资产支持证券为代表的新型融资工具，特别是要推进房地产信托投资基金 REITs 的发展，鼓励房地产企业盘活存量资产，改善资产负债结构，增强房地产企业资产流动性，引导社会资本投资优质存量资产。推动房地产私募基金的发展，出台相关管理条例，畅通房地产私募基金募投管退各个环节；

2) 保持房地产行业政策的连续性、稳定性和可持续性，防止出现“政策悬崖”，避免房地产行业发展过程中的大起大落，防止房地产企业融资渠道转换过程可能出现的债务风险问题。坚持房子居住属性，综合运用金融、土地、投资等手段，加快研究建立适应市场规律的房地产市场平稳健康发展基础性制度和长效机制；

3) 对于金融企业，出于自身稳健经营发展的需要，要加大风险监控力度，严控资金流向。在此基础上开展多样化融资模式，帮助房地产企业合理控制杠杆率；

4) 对于房地产企业，要充分认识到新常态下房地产行业政策调控的长期性，把握好行业发展趋势；房企应从资产管理的角度寻求自身业务模式的转变，基于自身优势打造“投融管退”核心能力；发掘结构性布局机会，有条件的房企参与住房租赁市场、物业管理、商业地产等不同赛道存量市场机会

四、 参考文献

- [1] 任泽平, 夏磊, 黄什. 当前房地产融资渠道和形势. 恒大研究院, 2018.8
- [2] 黄乐, 艾振强. 资管大未来: 打通资管血脉, 决胜地产存量时代. 明源地产研究院, 2019.10
- [3] 由子沛, 侯希得. 财报视角看地产”系列之三: 房地产企业资金来源与融资渠道解析. 华西证券研究所, 2020.7
- [4] 刘郁. 固定收益专题: 一文看懂房地产 ABS 全景. 国盛证券研究所, 2018.11
- [5] 潘玮, 王秋蘅等. 房企融资渠道现状与趋势: 结构稳定, 证券市场融资占比回升. 银河证券研究院, 2019.6
- [6] 田世欣. 房地产基金管理行业研究: 迎中国房地产大资管时代. 中银国际证券, 2015.9
- [7] 谢皓宇. 新兴万亿级市场: 房地产基金. 华泰证券研究, 2015.9
- [8] 谢皓宇. 房地产基金: 别人有的, 我们一定也有. 华泰证券研究, 2015.9
- [9] 谢皓宇. 房地产基金成长史: 造就, 成就. 华泰证券研究, 2015.9
- [10] 丁文韬, 马祥云. 光大安石领航, 点燃地产金融雄心. 东吴证券研究所, 2017.1
- [11] 谭志勇. “嘉”偶天成, 宝剑出鞘. 华金证券研究. 2016.10
- [12] 程晨, 赵天彤, 张继强. 地产 ABS 信用分析要点解析. 华泰证券研究, 2019.10