

作者：翁欣

邮箱：research@fecr.com.cn

房地产信托融资及发展趋势解析

摘要

房地产信托是指信托投资公司发挥专业理财优势，通过实施信托计划筹集资金、投向房地产业并对其进行管理的业务，主要分为债权型、股权型、收益权型以及组合型业务模式，主要是参与地产项目招拍挂拿地阶段、前期工程阶段和工程项目施工阶段。2015年一二线城市房价快速上行，房地产政策调控也由温和转向控制，逐步趋严。2017年至2018年是监管大年，资管新规等一系列监管措施限制委托贷款、多层嵌套、明股实债等业务，作为通道的房地产信托业务严重受限。

2019年，房地产行业政策的定位是“坚持房子是用来住的、不是用来炒的”，政策对房地产调控的主基调依然趋严，但同时也有结构性微调放松。房地产信托需提高主动管理能力，加快向真实股权投资业务转型，并积极探索住房租赁业务。

相关研究报告：

1. 《2019年商业地产行业信用展望》，2019.2.18

一、房地产信托

房地产信托是指信托投资公司发挥专业理财优势，通过实施信托计划筹集资金、投向房地产业并对其进行管理的业务。房地产信托业务主要分为不动产信托和资金信托，本文所指的房地产信托主要是指房地产资金信托业务，即指委托人将自己合法拥有的资金委托给信托公司，并由信托公司按照委托人的名义将资金投向房地产业并对其进行管理。房地产信托的资金来源主要有集合信托资金、单一信托资金和自有资金。2018年资管新规出台后，银行理财资金通过单一信托资金投资房地产的信托业务大幅减少。

房地产项目在开发阶段主要可以分为招拍挂拿地阶段、前期工程阶段、工程项目施工阶段和工程竣工阶段。在拿地阶段以及前期工程阶段，此时“四证”未办齐全，项目公司无法从银行获得开发贷款，此阶段的主要融资方式主要通过信托计划、私募基金、房地产基金融资或者自有资金投入为主。工程项目施工阶段，此时主要融资方式为银行开发贷款（约占30%）、施工方垫资（约占30%）以及销售回款（约占30%）等。工程竣工阶段，主要通过销售回款来置换前期的开发贷款。

表 1：房地产各开发阶段主要融资形式

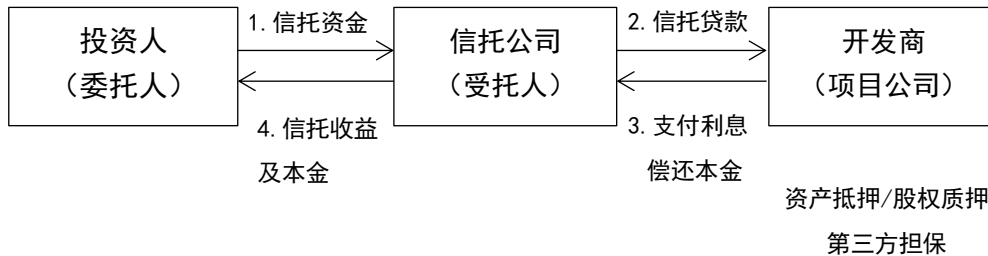
序号	房地产开发阶段	主要融资形式
阶段一	招拍挂拿地阶段	信托计划、私募基金、房地产基金、自有资金等
阶段二	前期工程阶段（“四证”前）	
阶段三	工程项目施工阶段	银行开发贷款、施工方垫资、销售回款、信托贷款、自有资金等
阶段四	工程竣工阶段	销售回款等

资料来源：远东资信整理

二、房地产信托业务模式

（一）信托贷款业务

房地产信托业务主要模式可分为债权型、股权型、收益权型以及组合型。其中，债权型主要是发放信托贷款，需要满足地产融资的“四三二”条件（注：信托中的“四三二”具体是指地产商必须“项目‘四证’齐全、企业资本金达到30%、开发商二级以上资质”）。股权型主要有股权投资和明股实债模式。收益权型主要通过租金收益权、应收账款收益权或者收益权远期受让方式进行。组合型主要指夹层融资，通过“股+债”模式可以为项目公司提供前端融资，以补充项目公司资本金。

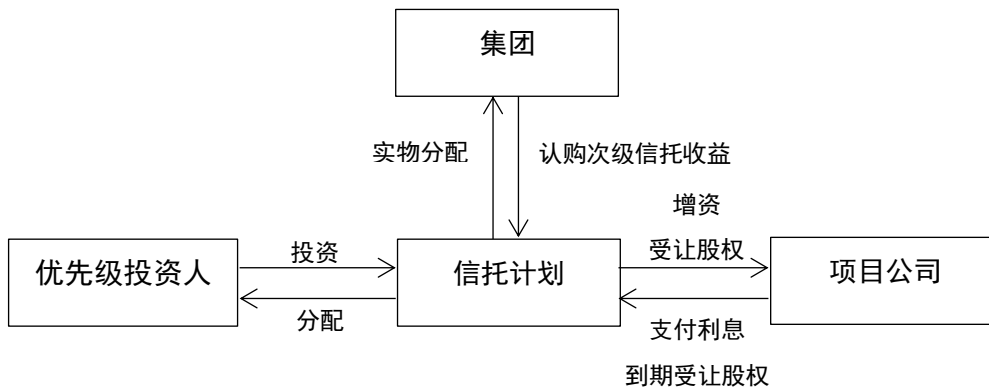

图 1：房地产信托贷款业务交易结构
表 2：房地产信托贷款业务基本要素

基本要素	内容
准入标准	满足“四三二”条件
进入方式	开发贷款，债权融资
风控措施	资产抵押：抵押率一般不超过不动产评估值的 50% 股权质押：需办理抵质押手续 第三方担保：由集团公司、控股股东、实际控制人或第三方进行担保 设置监管账户：进行资金监管
期限、金额、成本	期限较短；金额不限；融资成本相对较低
退出方式	还本付息

资料来源：远东资信整理

（二）收益权业务

收益权业务是指信托公司以信托资金受让资产收益权或者股权。收益权可附加回购条款，由出让人在约定时间内按照约定价格回购该资产收益权或股权。收益权模式下，通常由集团公司对项目公司融资进行次级/劣后投资，并承诺差额补足。



项目公司：土地抵押/股权质押
 集团差额：补足承诺/利息补足

图 2：房地产信托收益权业务交易结构

（三）股权投资

股权投资是指信托公司与房地产开发企业合资成立项目公司或者向项目公司股权增资，通过项目公司开发建设房地产项目。在此模式下，信托公司与房地产开发企业共同承担房地产开发建设的风险并按照股权比例分享收益。其中，信托公司为财务投资者，房地产开发企业负责开发项目的具体运营事项。在风控措施上，信托公司可通过派驻董事、财务负责人等以实现对项目公司的管理。除单纯股权融资外，信托公司也可通过“股+债”的结构设计，以组合形式参与投资。

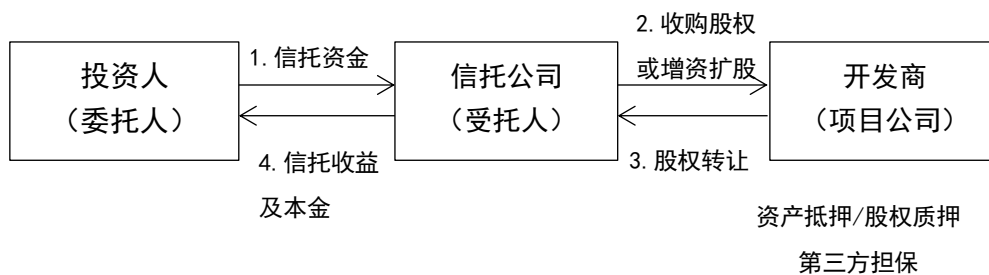


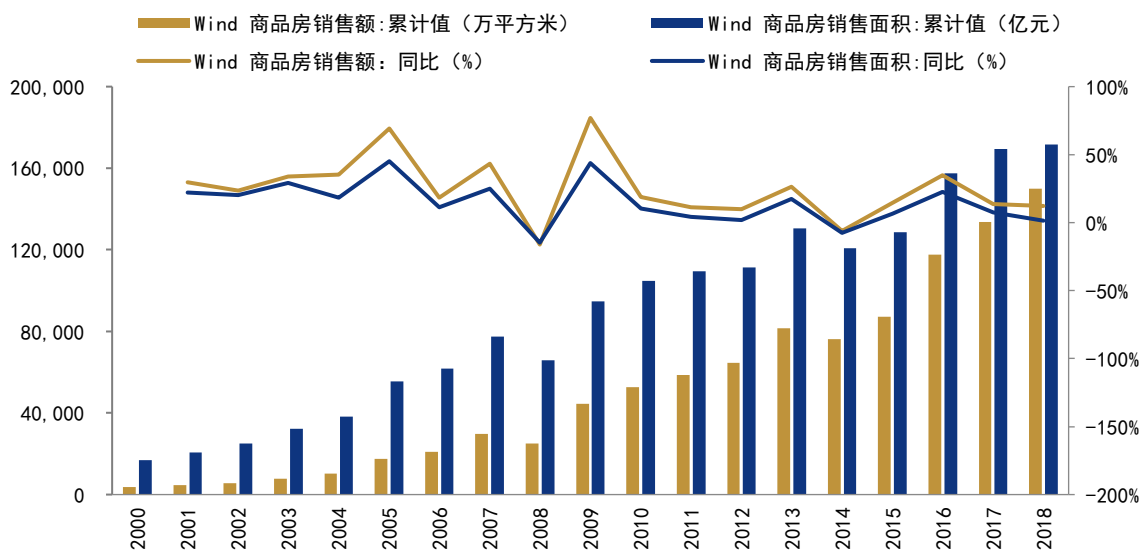
图 3：房地产股权融资业务交易结构

表 3：房地产股权融资业务基本要素

基本要素	内容
准入标准	股权结构清晰 项目盈利能力强
进入方式	股权转让、增资扩股等
风控措施	资产抵押 股权质押 第三方担保：由集团公司、控股股东、实际控制人或第三方进行担保 设置监管账户：进行资金监管 向项目公司派驻董事或财务经理
期限、金额、成本	期限相对较长；金额较高，股权占比 10%-30% 不等；融资成本相对较高
退出方式	转让股权、分红、清算等

资料来源：远东资信整理

三、房地产信托业务发展阶段


图 4：2000 年至 2018 年商品房销售额及销售面积

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

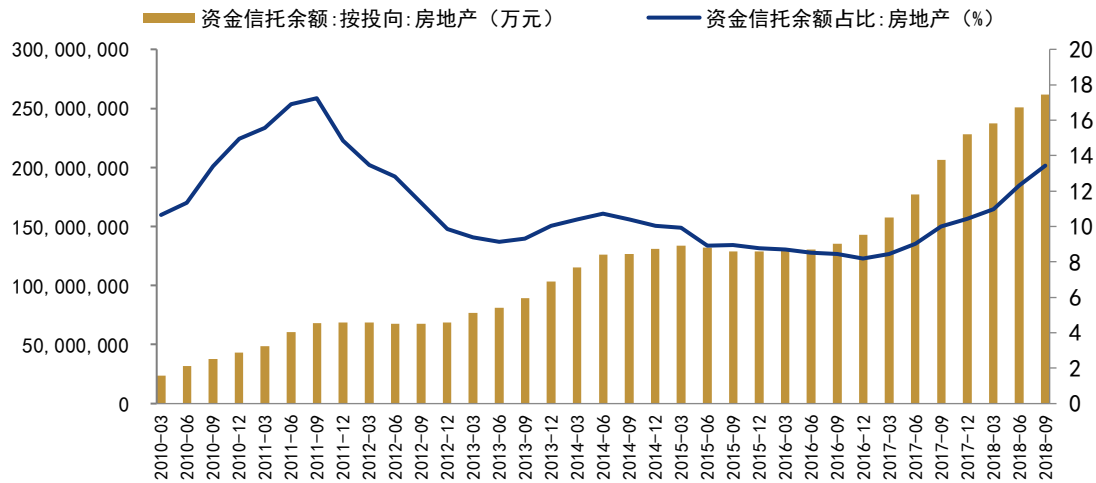


图 5：2010 年至 2018 年房地产信托余额及占比

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

2003 以来，房地产信托政策不断落地。人行 121 号文主要是对房地产信托信贷业务提了三个要求，分别是加强自有资金、要求“四证”齐全、明确首套房与二套房贷利率差异。2004 年-2005 年的政策主要还是强调地产项目资本管理，重申未满足“四三二”的项目不能进行贷款。2006 年至 2007 年，受到金融危机影响，房地产业务开始走下坡路。对于房地产信托业务，监管更加明确：不能给房地产公司发放流动性贷款。2007 年的政策，银发 359 号文要求对已抵押房产，在购房人没有全部归还贷款前，不得以再评估后的净值为抵押追加贷款。

2008 至 2009 年，政策还是围绕“四三二”做要求。银监发 84 号文主要还是围绕项目资本金，更加明确了股东借款、银行贷款等债务性资金，除商业银行私人银行业务外的银行个人理财资金、债务性集合信托计划资金不得用于补充项目资本金。2010 年的调控政策主要明确了两点：第一、控制结构化参与信托贷款的优先劣后比例；第二、信托资金不得发放土地储备贷款，这对房地产前端融资业务造成较大影响。

2014 年，银监会放开资管业务，资管业务不再是信托公司的专利。券商资管、私募基金都可以从事资管通道业务，这对房地产信托行业造成很大冲击。房地产信托的优势不在，无明显资金优势，只是作为银行信贷业务的补充。同时，2014 年，银监办发 99 号文要求规范资金池，这也为央行为后续整顿资金池的相关政策埋下伏笔。

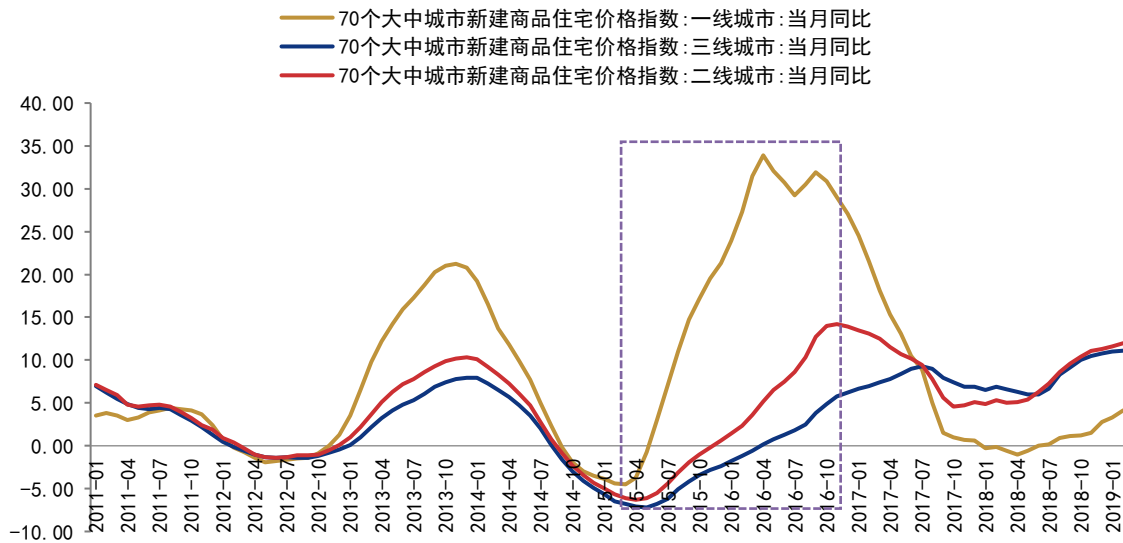


图 6: 2011 年至 2018 年一二三线城市住宅价格指数

资料来源: Wind 资讯、国家统计局, 远东资信整理

2015 年是房地产发展的拐点, 一二线城市房价快速上涨, 三四线城市价格尚未启动 (图 6)。由于房价过快上涨, 房地产政策调控也由温和转向控制, 逐步趋严。2015 年国发 51 号文主要还是围绕项目资本金, 对于项目资本金略有放松。2016 年主要针对房地产行业风险进行排查, 明确刚性兑付以及结构化项目的杠杆比例。2016 年底开始, 一二线房地产价格出现外溢, 三四线房地产价格也开始上涨。同时, 2016 年底银监会 1846 号文也开启了房地产业务全面检查的序幕。

2017 年至 2018 年是监管大年, 人民银行牵头颁发的大资管新规等一系列监管措施限制委托贷款、多层嵌套、明股实债等业务, 作为通道的房地产信托业务严重受限。2018 年 1 月委托贷款管理办法明确商业银行不得接受受托管理的他人资金、银行授信资金, 以及具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等来发放委托贷款, 加强对于信贷业务的审查。

2019 年, 房地产行业的政策定位是继续坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”, 政策对房地产调控的主基调依然趋严, 但同时也有结构性微调放松。合规运营依然是房地产信托业务的重点。

四、房地产信托发展重要政策

表 4：房地产信托重要政策

时间	政策法规	内容
2003/6	《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷通知》（银发[2003]121号）	商业银行严禁以房地产开发流动资金贷款及其他形式贷款科目发放房地产开发贷款，并要求企业 自有资金不低于开发项目总投资的30% ；对土地储备机构发放抵押贷款， 贷款额度不得超过所收购土地评估价值的70% ，贷款期限最长不得超过2年；对未取得土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证的项目， 不得发放任何形式的贷款 ；商业银行发放的房地产贷款，严禁跨地区使用；商业银行不得发放用于缴交土地出让金的贷款。 商业银行只能对购买主体结构已封顶住房的个人发放个人住房贷款；对借款人申请个人住房贷款购买第一套自住住房的，首付比例仍执行20%的规定；“对购买第二套以上（含第二套）住房的，应适当提高首付款比例”；“个人商业用房贷款的抵借比不得超过60%，贷款期限最长不得超过10年，并且所购商业用房为竣工验收的房屋”。
2004/8	关于印发《商业银行房地产贷款风险指引》的通知（银监发[2004]57号）	商业银行对资本金没有到位或资本金严重不足、经费管理不规范的借款人不得发放土地储备贷款。商业银行对未取得国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证的项目不得发放任何形式的贷款。商业银行对申请贷款的房地产开发企业， 应要求其开发项目资本金比例不低于35%。保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的资本金比例为30% 。商业银行应严密监控建筑施工企业流动资金贷款使用情况，防止用流动资金贷款为房地产开发项目垫资。
2005/8	《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》（银监办发[2005]第212号）	新开办房地产业务应符合国家宏观调控政策，并进行严格的尽职调查，对未取得国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证（“四证”）的项目不得发放贷款；申请贷款的房地产开发企业资质不得低于国家建设行政主管部门核发的二级房地产开发资质；开发项目资本金比例不低于35%。保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。
2006/7	《中国银行监督管理委员会关于进一步加强房地产信贷管理的通知》（银监办[2006]54号）	严禁向房地产开发企业发放流动资金贷款 ；严禁用集合信托资金发放房地产贷款，要严格执行信息披露制度。
2007/9	中国人民银行、中国银监会《关于加强商业险房地产信贷管理的通知》（银发[2007]359号）	对空置3年以上的商品房，商业银行不得接受其作为贷款的抵押物。 商业银行不得发放贷款额度随房地产评估价值浮动、不指明用途的住房抵押贷款；对已抵押房产，在购房人没有全部归还贷款前，不得以再评估后的净值为抵押追加贷款。 利用贷款购买的商业用房应为已竣工验收的房屋。 商业用房购房贷款首付款比

时间	政策法规	内容
		例不得低于中国人民银行公布的同时同档次利率的 1.1 倍，具体。对以“商住两用房”名义申请贷款的，首付比例不得低于 45%，贷款期限和利率水平按照商业性用房贷款管理规定执行。
2008/10	《关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》（银监办[2008]265号）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 严禁向未取得“四证”的房地产项目发放贷款，严禁以投资附加回购承诺、商品预收回购等方式间接发放房地产贷款； 2. 房地产开发企业需获得二级房地产开发资质； 3. 项目资本金比例不得低于 35%。
2009/5	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27号）	保障性住房和普通商品住房的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。
2009/9	《关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知》（银监发[2009]84号）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 四个不得：股东借款、银行贷款等债务性资金，除商业银行私人银行业务外的银行个人理财资金、债务性集合信托计划资金不得用于补充想不资本金； 2. 前述债务性集合信托计划资金包括以股权投资附加回购承诺（函投资附加关联方受让或投资附加其他第三方受让的情形）等方式御用的信托资金； 3. 信托公司应要求借款人提供资本金到位的合法、有效证明，必要时应委托有资质的中介机构进行核实认定。
2010/11	《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》（银监办发[2010]54号）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 商业银行个人理财客户是合格投资者； 2. 信托公司以结构化方式设计房地产集合资金信托计划的，其优先和劣后受益权配比比例不得高于 3:1； 3. 停止执行《中国银监会关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》发放房地产开发项目贷款的例外规定，信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”期权，开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件； 4. 信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款。
2014/4	《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发[2014]99号）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 要求各信托公司规范产品营销、准确划分投资人群切实履行“卖者尽责”义务，同时增强投资者“买者自负”意识； 2. 禁止第三方非金融机构违规推荐信托产品； 3. 做好资金池进行清理。
2015/9	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51号）	对于房地产开发项目资本金比例由 30% 降低为 25%，铁路、公路资本金项目由 25% 调整为 20%；城市轨道交通，港口，机场都降低资本金比例。

时间	政策法规	内容
2016/3	《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（银监办发[2016]58号）	1.在原有监管政策基础上强化实质性风险，尤其是传统融资类项目的刚性兑付和结构化证券投资项目杠杆比例； 2.房地产、地方融资平台和产能过剩行业，仍被认定为重点风险领域需排查； 3.监管层要求分类监测，控制规模，优化结构符合房地产市场的发展。要求公司相关业务部门在开展该类业务按照要求强化风控。
2016/11	《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》（银监办便函[2016]1846号）	进一步明确房地产信托业务合规经营情况检查其他要点：（1）是否严格执行房地产相关信托业务监管规定；（2）是否加强信托资金用途和流向监控；（3）是否通过多层嵌套等产品规避监管要求；（4）是否发放用于支付土地出让价款和信托贷款；（5）是否向房地产开发企业发放流动性资金信托贷款；（6）是否以充当筹资渠道或放款通道等方式，直接或间接为各类记否发放首付贷等违法违规行为提供便利；（7）对个人信托贷款是否加强资金流向监控，防范资金被挪用与支付购房者首付款。
2017/2	私募资产管理计划备案管理规范第4号（证件发[2017]4号）	对于证券期货经营机构设立的私募管理计划，投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，基金业协会宣布暂不予备案。具体来看，包括但不限于五种方式，一是委托贷款；二是嵌套投资信托计划及其他金融产品；三是受让信托收益权及其他资产收益权；四以明股实债的方式受让房地产开发企业股权；五是根据审慎监管原则认定的其他债权投资方式。
2017年3-4月	银监会集中发文（三三四文件）	现场检查及处罚情况；加强监控，规避“三违反、三套利、四不当”，杜绝自己违规流入房地产；加强对嵌套和杠杆的限制。
2017/5	政治局会议	要求以落实国家金融安全工作，保监会、银监会、证监会各大交易所都做出明确部署，券商资管资金池业务的全貌检查理科成为第二波金融整顿风暴的标示。
2017/5	《关于进一步规范银行理财产品穿透登记工作的通知》（理财中心发[2017]14号）	要求“各银行也金融机构应严格按照意见会各项规定尽快完善本行理财投资业务登记工作制度，并且在全国银行也理财信息等级系统中真实、准确、完整、及时地登记底层基础资产和负债信息”。
2017/5	2017年信托公司现场检查要点（银监会）	重点检查信托公司“是否通过股债结合、合伙制企业投资、应收账款收益权等模式变相向房地产开发企业融资规模规避监管要求，或协助其他机构违规开展房地产信托业务：“股+债”项目中是否存在不真实的股权或债券， 是否存在房地产企业以股东借款充当受益人的情况 ，是否以归还股东季刊名义变相发放流动资金贷款。

时间	政策法规	内容
2017/11	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见征求意见稿》（央行联合三会及外汇局）	统一资管产品标准，合格投资者要求提高；打破刚性兑付，实行精细化管理；金融机构之间、机构与通道之间刚兑被打破；规范资金池，禁止非标与资管产品期限错配；统一产品杠杆，分级产品设计要求更高；消除多层嵌套和通道。
2017/12	《关于规范银信类业务的通知》（银监发[2017]55号）	首次明确将银行表内外资金和收益权同时纳入银信业务的定义，并要求银行不得利用信托通道规避监管或实现资产虚假出表、对信托公司实施名单制管理等，明确提出不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩限制或禁止领域。
2018/1	《商业银行委托贷款管理办法》（银监会）	<p>1.不得参与贷款决策，不得提供各种形式担保；委托人应自行确定委托贷款的借款人，对借款人资质、贷款项目等进行审查，并承担委托贷款的信用风险。</p> <p>2.商业银行不得接受受托管理的他人资金、银行授信资金，具有特定用途的各类专项基金，其他债务性资金和无法证明来源的资金等发放委托贷款。</p> <p>3.资金不得用于生产、经营或投资国家禁止的领域和用途，不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资，不得作为注册资本金、注册验资，不得用于股本权益性投资或增资扩股等。</p>
2018/1	私募基金备案管理须知（中基协）	禁止私募基金通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动。
2018/1	《中国银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（银监发[2018]4号）	<p>1.提高思想认识，明确监管目标，深化问题导向，突出政治重点严查案件风险，落实主体责任，把握力度节奏，履行监管职责，形成监管合力，建立长效机制；</p> <p>2.合规+去杠杆，抓住影子银行及交叉金融产品风险这个重点，严查同业、理财、表外等业务层层嵌套，业务发展速度与内控和风险管理能力不匹配，违规加杠杆、加链条、监管套利等行为；</p> <p>3.严重违反房地产行业政策，发放贷款。</p>
2018/8	《中国银保监会办公厅关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》（银保监办发[2018]76号）	<p>进一步疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求。</p> <p>支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。在不增加地方政府隐性债务的前提下，加大对资本金到位、运作规范的基础设施补短板项目的信贷投放。</p>
2019/3	《中国银保监会关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》（银保监发[2019]8号）	<p>1.持续优化金融服务体系；</p> <p>2.抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制；</p> <p>3.公平精准有效开展民营企业授信业务；</p> <p>4.着力提升民营企业信贷服务效率；</p> <p>5.从实际出发帮助遭遇风险事件的民营企业融资纾困。</p>

资料来源：人民银行、证监会、银保监会、基金业协会，远东资信整理

五、房地产信托业务发展趋势

房地产行业本身体量巨大，且上下游关联行业多，在国民经济中占据重要地位。展望未来，2019年房地产调控政策将有所松绑，但是“因城施策、一城一策”的政策主基调未变。2019年政策走向将更多把自主权下放给地方政府，政策指挥权将由中央转向地方政府。根据各城市市场实际情况，地方政府可以及时调整政策走向，以便提高政策的针对性以及有效性。此外，“房住不炒”的政策主基调不会出现实质性改变，说明政策依然在打压投资、投机性需求。2019年调控政策主基调依然趋严，局部有所微调。

2019年，房地产信托需提高主动管理能力，加快向真实股权投资业务转型。房地产信托作为房地产融资的主要渠道，目前通过债权的方式为房地产企业开发建设项目以及并购提供融资支持仍占据房地产信托业务的主导地位，但是在去杠杆、强监管的背景下，传统债权融资业务以及名股实债的股债结合等业务的可拓展空间将面临越来越多的制约。尤其是资产管理新规对于资管产品投资非标准化债权资产在限额、期限错配方面有更为严格的限制，未来房地产企业通过非标准化举债放大杠杆的路径会越来越窄，信托公司需加快业务模式的转型升级，积极提升主动管理能力，开展主动管理股权投资类业务。

2017年中央经济工作会议明确提出要发展住房租赁市场，2019年房地产信托将积极探索住房租赁业务。在政策的大力支持下，住房租赁市场迎来大发展，作为房地产融资的主要模式，房地产信托业务也积极探索支持住房租赁市场发展的投融资服务方案，推动房地产市场稳定发展长效机制的建立。

【作者简介】

翁欣，北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士，研究部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。