融资渠道结构调整，银行信贷及非标收缩

-房地产企业资金来源及主要融资渠道分析

联合资信 工商企业二部 韩家麒 杨 栋

摘 要

2019 年以来，房地产行业实施了全面的融资政策调控，始终围绕着“稳地价、稳房价、稳预期”的核心目标，防止房地产泡沫的产生。进入 2020 年，受新冠肺炎疫情的影响，年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。从房地产行业主要融资渠道来看，2020 年银行信贷资金流向房地产领域增速持续下滑；债券市场发行规模同比有所增长，投资人投资偏好较为谨慎，发行逐步向经营稳健的企业倾斜；美元债市场存在不确定性，非标融资持续受到强监管，预计存量规模持续收缩。预计 2021 年，房地产行业融资环境仍将保持适度紧缩的态势，融资政策预计不会有大幅宽松，控制总量的同时，收缩非标准化融资规模，对主要融资渠道进行调整；同时，随着“三条红线”等管理新规的实施，房地产企业有息债务的穿透管理将日趋严格。

一、当前的市场政策及融资环境

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。

2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控。自 2019 年 6 月，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现小幅宽松和边际调整，但在 2020 年初，“房住不

炒”再次被明确，在 3 月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及 4 月召开的中央政治局会议中，均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的核心目标。

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。

表 1　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企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；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

资料来源：联合资信整理

2020 年 8 月 20 日，央行、住建部等召开房企座谈会，会上提出了“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，即扣除预收款项后的资产负债率不得高于 70%、净负债率不得高于 100%、现金对短期债务的覆盖倍数不得低于 1 倍，根据指标完成情况将房企按照“红-橙-黄-绿”四档进行管理，三项指标均超出管理规则的红线要求，则企业对应为红档，超出两项即为橙档，超出一项即为黄档，若均低于红线要求则对应为绿档。根据企业的分档表现，给予不同的负债增长限额，从红至绿四档对应的有息负债增速上限分别为 0%、5%、10%和 15%。该管理规则计划对 12 家企业进行试点，并根据试点情况向全国推广。在管理规则颁布后，监管部门下发《试点地产企业主要经营、财务指标统计监测表》，要求试点房企每月报送监测财务指标数据情况，此外还要求填报参股未并表住宅地产项目、明股实债项目融资等数据，反映出监管部门对房地产表内表外融资全覆盖的强监管思路。该项管理规则的出台，明确了监管部门对于地产企业债务压降及表外债务穿透管理的态度，三项债务指标的提出将直接对全市场企业债务负担进行排序，梯队管理不仅限制了高负债企业未来债务规模的增量，同时在市场违约风险日渐提升的环境下，一定程度上引导资金流向稳健型房企。

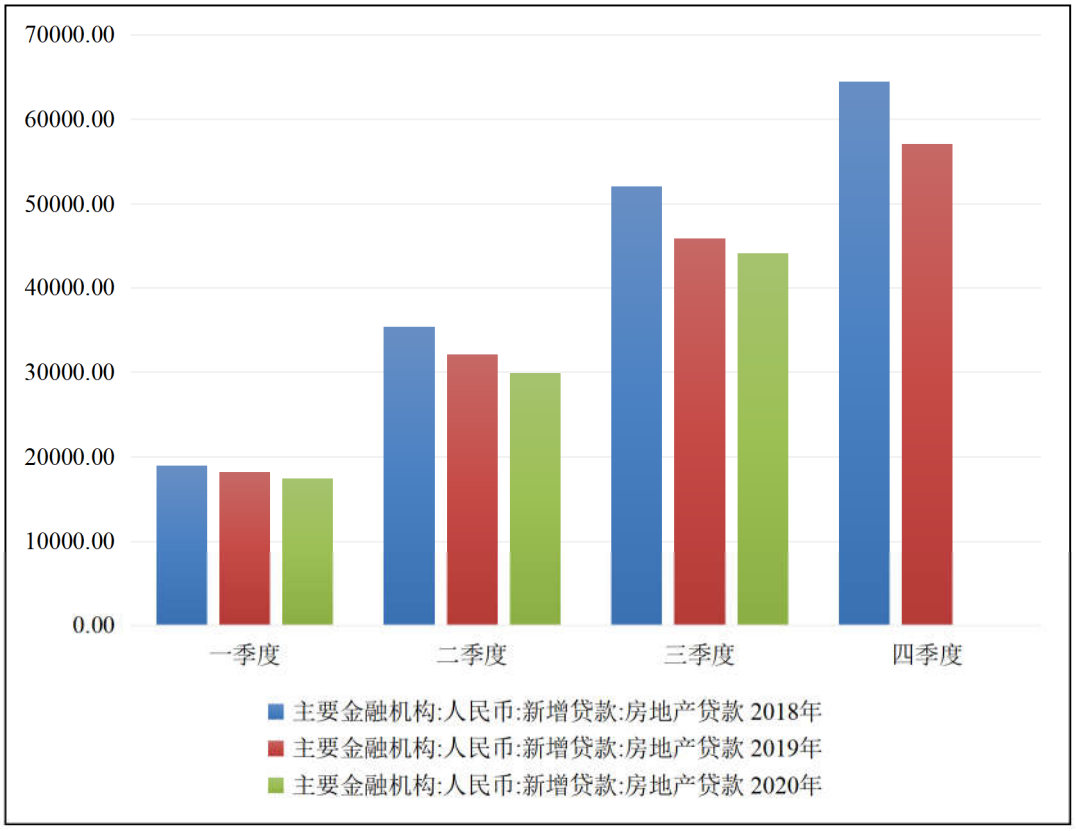
二、2020 年房地产行业主要融资渠道情况

2020 年上半年，受益于疫情后相对宽松的社会融资环境，房地产行业再融资出现短暂窗口期、融资规模显著增长、融资成本有所下滑，但随着下半年以来对信托通道的强监管，以及“三条红线”等融资新规的试运行，房地产行业融资再度收紧。银行信贷资金流向房地产领域增速持续下滑；债券市场发行规模同比有所增长，投资人投资偏好较为谨慎，发行逐步向经营稳健的企业倾斜；美元债市场存在不确定性，主要用途仍以“借新还旧”为主，非标融资持续受到强监管，预计存量规模持续收缩。

1. 银行信贷

银行信贷资金是房地产行业主要融资方式之一，近年来，随着金融监管的持续加大，新增房地产贷款金额持续减少，房地产投向资金持续收缩。从 2018－2020 年各季度新增房地产贷款金额同比数据来看，主要金融机构各季度新增房地产贷款金额均呈持续下降的趋势，2018－2020 年前三季度主要金融机构新增房地产贷款金额分别为 52100 亿元、45900 亿元和 44200 亿元，年均复合下降 7.89%。从全年数据来看，2018－2019 年，主要金融机构新增房地产贷款金额分别为 64500 亿元和 57100 亿元，2019 年同比下降 11.47%，预计 2020 年全年仍将呈明显下降趋势。

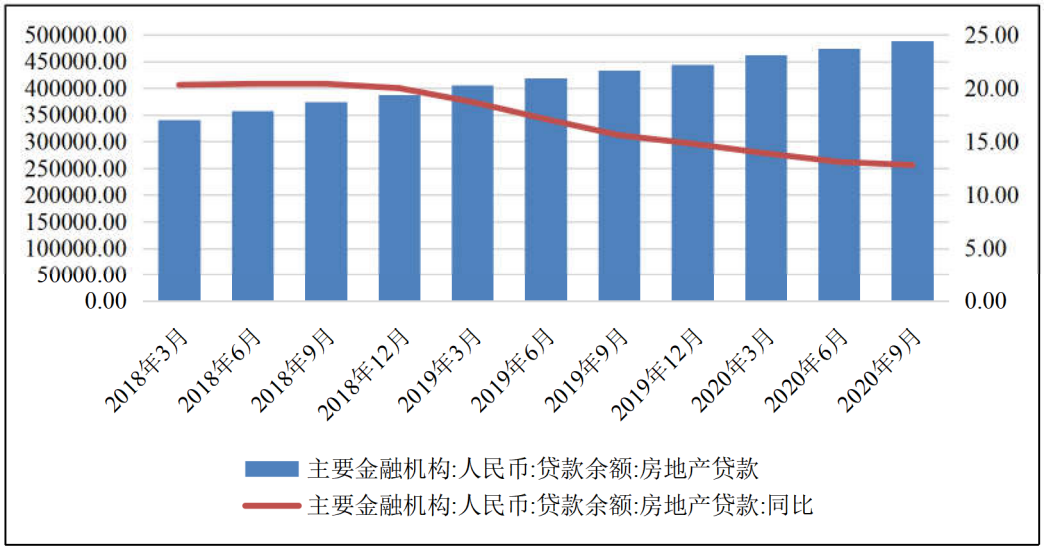
图 1　2018—2020 年各季度新增房地产贷款金额数据对比（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从主要金融机构房地产贷款余额情况来看，自 2018 年四季度以来，贷款余额增速持续走低。截至 2018 年和 2019 年底，主要金融机构房地产贷款余额分别为 387000 亿元和 444100 亿元，同比分别增长 20.00%和 14.80%；截至 2020 年 9 月底，主要金融机构房地产贷款余额为 488300 亿元，同比增长 12.80%，增速较一季度末和二季度末进一步下滑。

图 2　2018 年以来主要金融机构房地产贷款余额及同比增速情况（单位：亿元、%）



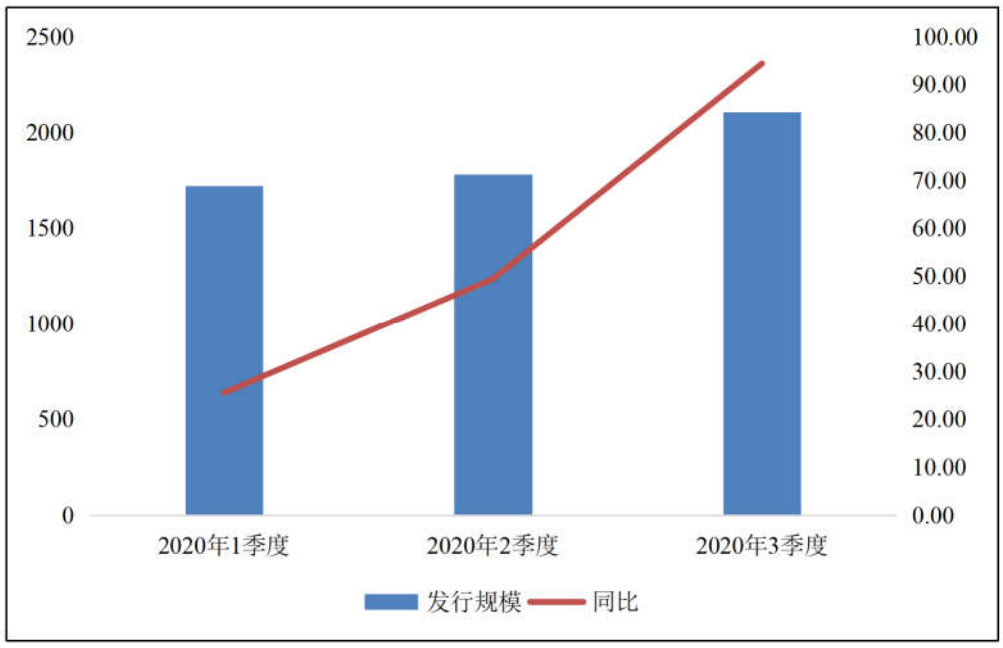
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

在“房住不炒”的政策基调下，综合考虑到央行多次强调合理控制房地产贷款投放，转变传统信贷路径依赖以及对房地产信贷领域的明确要求，预计 2021 年银行信贷的房地产投向将进一步收缩，新增贷款将主要用于偿还到期贷款等“借新还旧”的用途，净增规模或将进一步减小。

2. 国内债券市场

受益于 2020 年以来较为宽松的市场流动性，国内债券市场整体呈现向好态势，按照联合资信房地产行业分类标准统计，2020 年 1－9 月，银行间和交易所房地产债券累计发行规模 5611.34 亿元，同比增长 53.80%。分季度来看，2020 年一季度地产债发行规模为 1720.53 亿元，同比增长 25.51%，发行规模较 2019 年同期大幅增长；2020 年二季度继续保持大规模发行态势，发行规模达 1783.00 亿元，同比增长 49.43%，增速进一步提升；2020 年三季度发行规模 2107.81 亿元，同比增长 94.38%，增速大幅走扩。

图 3　2020 年前三季度地产债发行规模及同比变动情况（单位：亿元、%）



注：地产企业的分类采用联合资信统计
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从企业性质来看，2020 年以来国有企业发行规模占比明显升高，2020 年 1－9 月，国有企业发行规模合计 3162.04 亿元，规模占比为 56.35%，较 2019 年同期规模占比提升 5.92 个百分点。从级别分布来看，2020 年高级别债券发行规模占比显著提升，2020 年 1－9 月，AAA 级别债券发行规模为 4368.38 亿元，发行规模占比为 77.85%，较 2019 年同期规模占比提升 19.84 个百分点；AA+和 AA 级别债券发行规模占比分别为 17.38%和 4.66%，分别较 2019 年同期规模占比下降 11.80 个百分点和 8.14 个百分点。

综合来看，2020 年债券市场地产债放量显著，发行规模同比大幅增加，但受市场违约风险增加的影响，市场投资偏好较为谨慎，投资人对高风险债券配置需求减弱，导致国有企业和高级别债券发行规模占比明显升高。

3. 美元债市场

随着国内疫情基本得到控制，全面复工复产推进，中国经济逐步复苏，长端利率持续上行，而美联储 3 月以来密集出台货币宽松政策，使得美国国债收益率大幅下降，中美利差持续扩大且处于近年来较高水平，有助于引导市场增持美元负债，刺激中资企业海外融资意愿；同时，人民币汇率升值，企业以人民币计价的美元负债成本降低，也将促进企业加大境外融资。分月份来看，2020 年 1 月为中资房企美元债发行高峰，单月发行规模 181.05 亿美元、2 月中资房企美元债发行规模 36.86 亿美元、3 月中资房企美元债发行规模 56.83 亿美元；进入二季度，4 月一级市场发行停滞，5、6 月份发行规模分别为 18.44 亿美元和 48.95 亿美

元；2020 年三季度，中资房企美元债一级发行逐月递减，7－9 月发行规模分别为 72.13 亿美元、64.80 亿美元和 36.21 亿美元。

近年来，海外发行债券的中资房企不断增多，发行海外债券的中资房企信用资质整体有所下沉，目前发行主体以民营企业为主。随着我国对于房地产融资政策的不断收紧及房企负面新闻频发，企业自身盈利能力重要性日益凸显，内需改善带来地产美元债信用风险全面下降的时期或已过去，美元债将逐步向经营稳健及头部房企集中。

4. 非标融资

近年来，非标准融资渠道监管政策持续加码，以信托为代表的非标融资自 2019 年 5 月银保监会发布银保监发〔2019〕23 号文后进入收缩区间。根据用益信托网数据显示，截至 2020 年 9 月底，信托业受托管理的信托资产余额为 20.86 万亿元，较 2019 年底减少 7432.79 亿元，降幅达 3.44%；其中投向房地产领域的信托资金为 2.38 万亿元，较 2019 年底下降 3262.01 亿元，降幅达 12.06%。

自“资管新规”实施以来，信托行业持续处于“去通道”的过程中，2020 年初，银保监会进一步明确了信托公司压缩通道及融资类信托业务的目标要求。2020 年 6 月，银保监会下发了《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》，明确坚持“去通道”目标不变，要继续压缩信托通道业务，逐步压缩违法违规的融资类信托业务，巩固信托业乱象治理成果，引导信托公司加快业务模式转变。2020 年 10 月，银保监会信托部向各地银保监局下发《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》，要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道，切实加强房地产信托风险防控工作。未来随着信托行业监管政策日趋严格，以及“三条红线”等融资新规的穿透管理逐步推广，非标融资规模或将持续下降。

三、房地产开发到位资金情况

近年来，房地产开发投资持续保持较高增速，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点。从到位资金情况来看，2017－2019 年，房地产开发资金到位金额持续增长，年均复合增长率为 6.98%。资金来源方面，截至 2019 年底，国内贷款和自筹资金的占比分别为 14.13%和 32.56%；其他资金占比为 53.21%，主要包括个人按揭、定金及预收款等。近年来，国内贷款方式的到位资金占比持续减少，2017－2019 年分别为 16.18%、14.46%和 14.13%；而由经营产生的个人按揭、定金及预收款回流占比持续走高，2017－2019 年占比合计分别为 46.52%、47.67%和 49.62%，

是房地产企业最主要的资金来源。

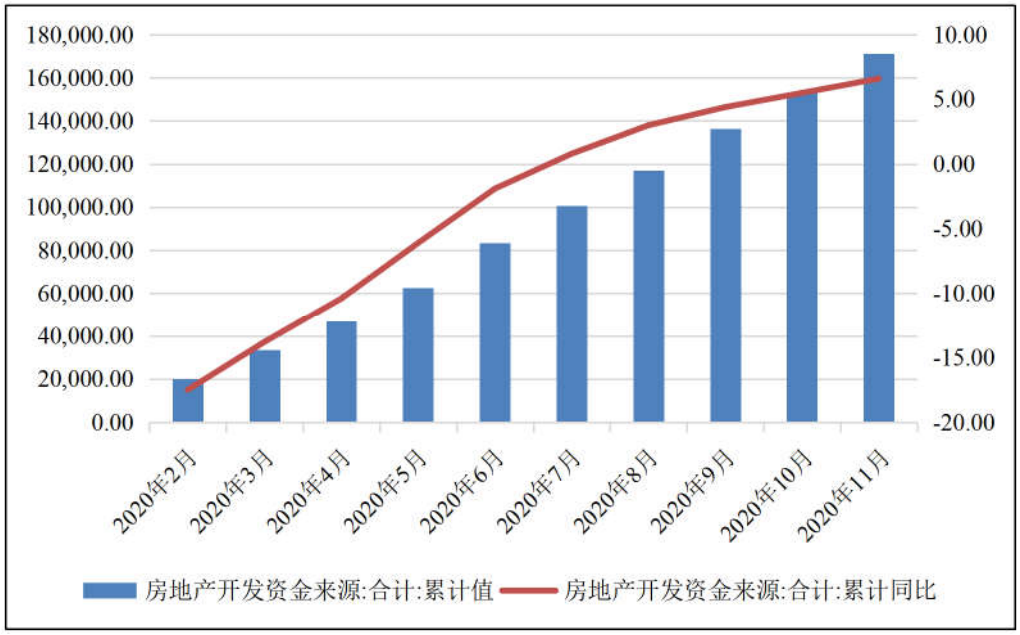
表 2　2017—2019 年房地产开发到位资金分类及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27
合 计	**156052.62**	**100.00**	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

2020 年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，开发投资增速放缓，2020 年 1—9 月，全国房地产开发投资完成额 10.35 万亿元，累计同比增长 5.6%，增速较 2019 年下降 4.90 个百分点。从房地产开发资金到位情况来看，2020 年一季度，房地产开发资金到位金额 33565.80 亿元，同比下降 13.80%，受施工停摆及土地市场冷淡影响，到位资金同比大幅下滑；2020 年二季度，房地产开发资金到位金额 49778.57 亿元，同比增长 8.17%，随着复工复产的有序进行及部分城市土地市场的复苏，到位资金明显回升；2020 年三季度，房地产开发资金到位金额 53032.10 亿元，同比增长 16.29%，增速大幅走扩。整体来看，2020 年初受新冠肺炎疫情的影响，开发资金到位金额同比大幅下降，随着行业的逐步复苏，资金到位金额大幅回升，截至 2020 年 11 月底，开发资金到位金额共计 171099.41 亿元，同比增长 6.60%。

图 4　2020 年以来各月房地产开发资金到位累计金额及累计同比变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从开发资金来源来看，截至 2020 年 11 月底，国内贷款金额为 24255.79 亿元，占比为 14.18%，较 2019 年同期的占比下降 0.90 个百分点；个人按揭、定金及预收款金额共计 84367.00 亿元，合计占比为 49.31%，较 2019 年同期的占比增长 0.14 个百分点，仍为房地产企业最主要的资金来源。

四、2021 年房地产行业资金来源及融资渠道变化的趋势判断

从 2020 年整体房地产行业融资情况来看，顺应央行提出的信贷结构调整，银行信贷资金流向房地产领域增速持续下滑，新增房地产贷款金额持续减少；债券市场整体适度宽松，发行规模同比有所增长，但在违约风险大幅提升的市场环境下，投资人投资偏好更为谨慎，市场发行主体逐步出现分化，国企和民企的发行利差有所加大，市场资金逐步向经营向好且财务稳健的企业倾斜；美元债市场主要用途仍以“借新还旧”为主，非标融资渠道不断出台管控政策，包括对明股实债等融资方式的限制，以及对投标项目要求趋严等，以信托为代表的非标融资存量规模持续收缩。

预计 2021 年房地产行业融资环境仍将延续 2020 年整体的监管环境，将保持适度紧缩的态势，融资政策预计不会有大幅宽松，或将对细化领域及监管强度升级加码，在控制融资总量的同时，收缩非标准化融资规模，对主要融资渠道进行调整；同时，随着“三条红线”等管理新规的实施，房地产企业有息债务的穿透管理将日趋严格。结合 2020 年房地产企业资金来源变化来看，预计企业将进一步加大项目销售力度和回款力度，由经营活动产生的现金

回款占比将进一步提升。同时，企业或将结合自身资源采用更为多元化的方式获取资金，如项目打包出售、引入战略投资、物业等现金流类产业板块分拆上市等方式。债务融资方面，预计监管对于债务负担的管控不会放松，总体债务规模预计不会大幅增长，在央行整体思路的引导下，银行信贷资金流向房地产的存量规模增速或将进一步下降，新增房地产贷款或将进一步减少，逐步优化融资途径；信用债市场或将保持 2020 年整体态势，总量稳中有增，但预计随着投资人风险偏好的日趋谨慎，发行人的经营及财务表现将更大程度体现在发行难度及发行利率方面，债券市场将对综合债务违约风险低的企业更为友好；而非标融资预计在监管加码的环境下日趋规范，发行规模将持续收缩。总体来看，现有债务负担较轻、资金较为充裕的企业将持续良性发展，或将在以债务压降为导向的行业整合过程中；而对于现有债务负担较重的企业，融资渠道收紧一定程度上限制了拿地和施工节奏，企业经营面临更大挑战。