



房地产

2018.05.31

资管新规，地产新颜

——地产论道系列之资管新规篇（三）

	谢皓宇（分析师）	卜文凯（分析师）	郝亚雯（分析师）
	010-59312829	010-59312756	010-59312829
	xiehaoyu@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com	haoyawen@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880517080005	S0880518010005

本报告导读：

资管新规规范地产融资渠道和用途，短期会体现为融资收紧，长期会体现为标的质量提升

摘要：

● **资管新规对行业资金来源影响总共 8229 亿元，占地产投资比重为 7%，占全行业融资 10%，其中对信托和券商影响最大。**为了解决资管行业刚性兑付、多层嵌套等问题，资管新规通过给出行业统一性的准则，意图有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济。最近三年，预计地产行业每年到期但是不能续约的信托和券商资管类产品约 8229 亿元，相对于约 11 万亿地产投资额占 7%，占全行业融资 10%；为了补偿融资缺口，需要销售端资金回流增速至少达到 11%。

● **信托：预计每年减少 4950 亿元，占行业融资 6%，被动管理受挤压，主动管理影响不大。**资管新规的影响下，通道类信托业务将受到挤压，而资产证券化和其他合规的被动管理业务不受政策影响，主动管理类信托比重将逐步加大。投向地产的通道类信托资金约 1.65 万亿元受影响最大，假设未来 3 年缩减 90%，预计每年减少 4950 亿元。

券商资管：预计每年减少 3279 亿元，占行业融资 4%，房企债配置有望加大，周转率有望提升。资管新规下，预计券商资管中投向房地产 1.1 万亿将受影响，假设未来 3 年缩减 90%，预计每年减少 3279 亿元，占行业融资 4%。未来券商资管将向主动管理业务倾斜，对于房企债的配置或许会加大。

● **私募：规模影响不大，现金流融资开启，类 REITs 成为房企融资突破口。**截至 2017 年底，私募股权投资基金实缴规模 7 万亿，类 REITs 产品发行规模 237 亿元。资管新规对资管产品的杠杆、投向、嵌套等限制后，传统非标产品灵活性明显低于不受限的 ABS 产品，而监管部门鼓励私募股权基金作为类 REITs 载体，再加上住房租赁融资政策的“开道”，未来更多房企将会选择通过类 REITs 进行出表融资。

保险：规模影响不大，ABS 有望发展，利好持有型地产。截止 2017 年底，保险资产管理计划规模为 2.1 万亿元。保险资金投向房地产受限较多，因此资管新规反而影响不大。但是如果未来想得到保险资金，那么需要加大持有型物业和拥有稳定现金流的物业。

● **非主流融资方式：新规边际影响不大。**截止 2017 年底，商业银行地产类不良贷款余额约在 577 亿元。AMC 公司借不良作为掩护，实质上通过银行委托贷款等方式为房地产企业融资。但是针对委托贷款的监管也暂停了此类业务，所以资管新规的边际影响不大。

● **调控持续下，房企通过加大供给的方式回笼现金流和补充资金来源，在需求没有更加收紧下，一二线供不应求逐渐往供需平衡转向，看好长期公司成长、和短期城市复苏两条逻辑。**推荐华夏幸福、保利地产、万科 A、新城控股，城市资源股推荐首开股份、招商蛇口，受益华侨城 A。

● **风险提示：行业融资紧缩程度超出预期。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

细分行业评级

房地产开发	增持
房地产经营	增持

相关报告

房地产：《定价权转变下的房企分化》	2018.05.28
房地产：《调控再回供需视角，资源股有望价值重估》	2018.05.27
房地产：《地产融资进入现金流融资时代》	2018.05.26
房地产：《调控再回供需视角》	2018.05.22
房地产：《定价权周期》	2018.05.20

目 录

1. 主要结论：资管新规将结构性影响地产融资	4
2. 纵观资管新规：统一行业准则，规避监管套利	6
3. 信托：被动管理受挤压，主动管理影响不大	8
3.1 房地产行业对于信托资金的依赖逐渐变大	8
3.2 资管新规的出台，通道类信托业务将受到挤压	10
投向地产的通道类信托资金约 1.65 万亿元受影响最大，形成 4.27% 的资金缺口，压缩房地产行业的利润空间	11
4. 券商：通道业务受限，投研优势适合主动管理发展	13
4.1 券商资管计划主要是通道业务	13
4.2 房地产领域是券商资管业务的重要投向之一	14
4.3 新政影响：房企债配置有望加大，周转率有望提升	15
4.4 测算：受影响规模约 1.1 万亿元	16
5. 私募：现金流融资开启，类 REITs 成为房企融资突破口	18
5.1 资管新规对私募基金直接限制少，对其合作机构受限而产生间接影响	20
5.1.1 目前私募基金立法缺失，资管新规并不直接监管	20
5.1.2 消除多层嵌套抑制通道，私募基金资金端受影响	20
5.1.3 投资者门槛、产品分级和杠杆比受限，私募基金资金端受影响	20
5.1.4 非标资产不得期限错配，私募基金资金池运作被禁	21
5.2 私募产品支持债转股为资管新规重点鼓励方向	21
5.3 监管鼓励私募股权基金作为类 REITs 载体，类 REITs 成为房企融资突破口	21
5.3.1 私募股权基金参与类 REITs 可行，未来通过 ABS 进行“非标转标”融资将是趋势	21
5.3.2 类 REITs 使得资产出表融资，能降低房企杠杆率、提升 ROE	23
5.3.3 类 REITs 利好存量资产盘活，即重资产运营的房企	23
6. 保险：服务保险业，持有型地产有望发展	26
6.1 保险资管计划主要是主动管理，以服务保险业为主	26
6.2 不动产投资限制较大，禁止住宅，但是可以商业等	27
6.3 新政影响：ABS 有望发展，利好持有型地产	28
6.4 测算：受影响规模约 0.3 万亿元	29
7. 非主流融资渠道——边际影响不大	30
7.1 AMC——已经受制于监管，资管新规的边际影响不大	30
7.1.1 不良资管介入房地产有天然的便利性	30
7.1.2 AMC 借不良作为掩护，实质为变相融资	30
7.1.3 不良资产管理已经受制于监管，资管新规影响不大	32
7.2 民间借贷、担保公司等——监管规则持续加码	33
8. 投资机会	33
9. 风险提示	33

目录

图 1: 资管新规对信托和券商影响最大	4
图 1: 资管新规前, 资金通过多层嵌套, 以明股实债等多种手法规避监管	5
图 2: 资管新规后, 债权类及股权类资金用于开发, 股权类资金用于拿地	5
图 1: 为了补偿融资缺口, 需要销售端资金回流增速至少达到 11%	5
图 3: 资管行业规模快速增长, 已达到百万亿元	6
图 4: 2017 年底, 房地产到位资金中非标资金占比约为 22.5%	8
图 5: 2017 年底, 事务管理类信托占比约为六成	9
图 6: 截至 2017 年底, 投向房地产信托余额为 2.28 万亿元, 变化相对稳定	9
图 7: 2017 年, 信托融资占房企开发资金的 7.11%, 信托融资占比稳步上升	9
图 8: 2017 年新增投向地产的信托资金量为 11,092 亿元, 大幅增长 51.4%	10
图 9: 银证通道业务的两种模式: 信托贷款/委托贷款	10
图 10: 银信合作占比约为 23.51%, 估算投向房地产金额约为 2607 亿元	11
图 11: 房地产信托预期收益率近期呈现上升趋势	12
图 12: 截止 2017 年底, 通道业务规模占比 72%	14
图 13: 投资标的主要以非标资产为主, 占比 64%	14
图 14: 券商资管投到实体经济中房地产领域的投资规模约 1 万亿元	14
图 15: 2017 年私募基金数量和规模分别同比增长 42.8%、40.7%	19
图 16: 2017 年 64% 的私募基金规模为私募股权和创投基金	19
图 17: 2017 年类 REITs 产品规模相比 2016 年增长 81%	22
图 18: 2017 年 ABS 持续快速增长, 总发行规模突破万亿元	24
图 19: 基础资产备案累计规模分布 (亿元)	24
图 20: 基础资产备案累计规模占比趋势图	24
图 21: 2017 年保险资金 40% 投向其他类别, 规模在 6 万亿元	27
图 22: 2017 年保险资管计划主要以不动产债权投资计划为主, 占比 42%	27
图 23: 房地产开发的行业不良率从 2014 年开始持续上升	30
图 24: 不良资产处理环节众多, AMC 公司通常只进行资产收购并出售	31
图 25: AMC 的资金普遍采用“银行委托贷款”对地产进行融资	31
图 26: AMC 通过债权转让协议进行变相融资	32
表 1: 资管新规的总体思路是最大程度地消除监管套利空间	6
表 2: 资管新规对于各渠道的影响	7
表 3: 券商资管业务主要是定向资管业务 (以通道为主)、集合资管计划和专项资管计划	13
表 4: 资管新规下券商资管计划通道业务大幅受限, 未来非标资产的配置将萎缩	15
表 5: 目前私募基金立法缺失, 资管新规对私募基金直接限制少	18
表 6: 私募股权基金迅猛增长, 实缴规模过去两年都在 50% 以上增速	20
表 7: 目前市面上获批的长租公寓 ABS 中, 发行规模近 47% 为类 REITs	22
表 8: 目前已发行的三单住房租赁类 REITs 发行成本在 5%~6%	23
表 9: 保险资金主要能配置流动性资产、固收类资产、权益类资产, 以及保险资管公司发行的投资计划	26
表 10: 保险资金对于不动产的投资限制较大, 禁止住宅的开发销售	28
表 11: 2016 年, 房地产在三大行不良贷款占比排到第三位	30
表 12: 近期也有投资于不良资产的私募基金进行备案	32

资管新规，从本质上讲并不是真的要紧缩融资，而是规范融资。对房地产行业这样的融资驱动型行业，短期的不适应肯定会存在，直接就体现为不规范资金进入拿地环节，并通过土地信贷派生货币获取级差地租，最终体现为开发环节利润，但本质其实是囤地利润。资管新规，在募集使用用途和期限匹配的角度，让可绕道的私募产品难以对接简单粗暴的融资与拿地，同时，以抵押物融资作为资金池融资的方式，将逐步缩减自身的规模。但是，基于规范现金流所发行的产品并用于融资，将开始迅速增长。

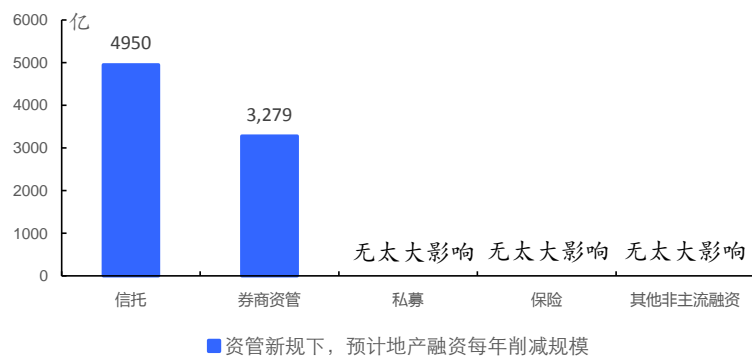
但仔细思考，能发现以上环节，存在鸡生蛋和蛋生鸡的关系。有钱则有项目，有项目则有钱，前者则是传统融资方式，以 A 抵押去获取 B 项目，后者则是资管新规之后的结果，即以优质项目的未来现金流进行后续开发融资。因此，资管新规能够在一定程度催生优质项目的产生，存在长期利好。

当以规范融资作为背景的新规进场，会在短期之内对紧缩融资造成什么样的影响？通过这篇报告来做详细阐述。

1. 主要结论：资管新规将结构性影响地产融资

资管新规对行业资金来源影响总共 8229 亿元，占地产投资比重为 7%，占开发商融资 10%，其中渠道方面对信托和券商影响最大。若按照 2020 年的过渡期，平均计算最近三年，我们预计地产行业每年到期但是不能续约的信托和券商资管类产品约 8229 亿元，其中信托约 4950 亿元，券商资管约 3279 亿元，且主要影响到拿地融资。每年受到影响的融资总规模，相当于约 11 万亿地产投资额的 7%，相当于约 8.3 万亿元的开发商融资总额的 10%。为了补偿每年的融资缺口，需要销售资金回流增速至少 11%。

图 1：资管新规对信托和券商影响最大



数据来源：wind，国泰君安证券研究

- **信托：资管新规对于信托业的影响主要表现在资金端，预计通道类业务将大幅压缩。**投向房地产行业的通道类信托资金约为 1.65 万亿元。假设未来 3 年，通道类信托资金规模缩减 90%，则每年房地产行业对应缩减信托融资余额约 4950 亿元。假设新增信托融资中，

六成的通道业务被完全限制，则房企资金来源中将会有 4.27% 的资金缺口需要通过其他渠道补充。

- **券商资管：**券商资管计划中投向银行委托、信托贷款和其他金融类产品投向房地产领域的规模约 1.1 万亿元。这部分在资管新规下预计会减少，假设未来 3 年缩减 90%，那么预计每年减少 3279 亿元。
- **保险、私募基金及其他非主流融资渠道：**短期影响暂时较小。

资管新规下，未来地产行业的融资渠道将以开发贷、主动管理型信托、私募股权基金、其他标准化债权产品为主，被动管理型信托及券商资管将逐渐淡出。在资管新规之前，资金通过多层嵌套、以明股实债等方式规避监管，债权类资金经过包装后也可以成为拿地资金；资管新规之后，在穿透式监管之下，拿地和开发类资金的区分更加泾渭分明，债权类及股权类资金用于开发，股权类资金用于拿地。

图 2：资管新规前，资金通过多层嵌套，以明股实债等多种手法规避监管

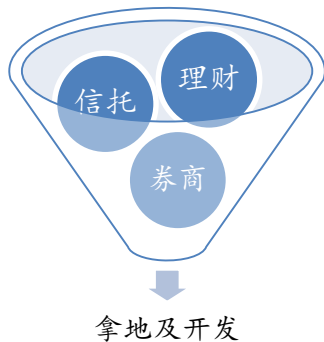
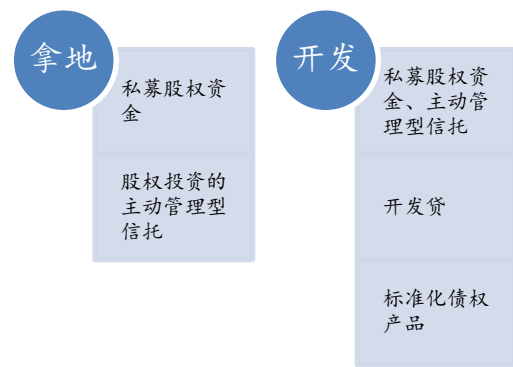


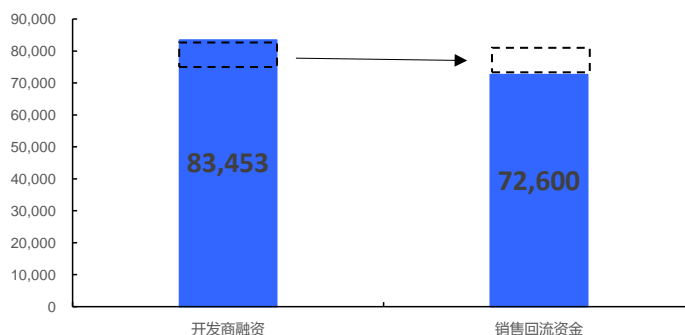
图 3：资管新规后，债权类及股权类资金用于开发，股权类资金用于拿地



数据来源：国泰君安证券研究

为了补偿每年的融资缺口，需要销售资金回流增长 11%，将推动开发商加大推盘力度。无论是被动型的信托业务，或者是资管计划，在过去通过嵌套、或者是明股实债的方式或多或少会流入拿地端。但是在资管新规下，实行穿透式监管，这部分资管产品在到期之后不能续约，将会大幅影响拿地端的资金来源。资管产品中每年约 8229 亿元到期不能存续，相当于约 11 万亿地产投资额的 7%，相当于约 8.3 万亿元的开发商融资总额的 10%。假如其他融资渠道没有补偿，从销售端资金回流的角度来看，假设 2018 年销售端资金回流与 2017 年持平，则为了补偿 8229 亿元的融资缺口，需要销售端资金回流增速至少达到 11%。

图 4：为了补偿融资缺口，需要销售端资金回流增速至少达到 11%

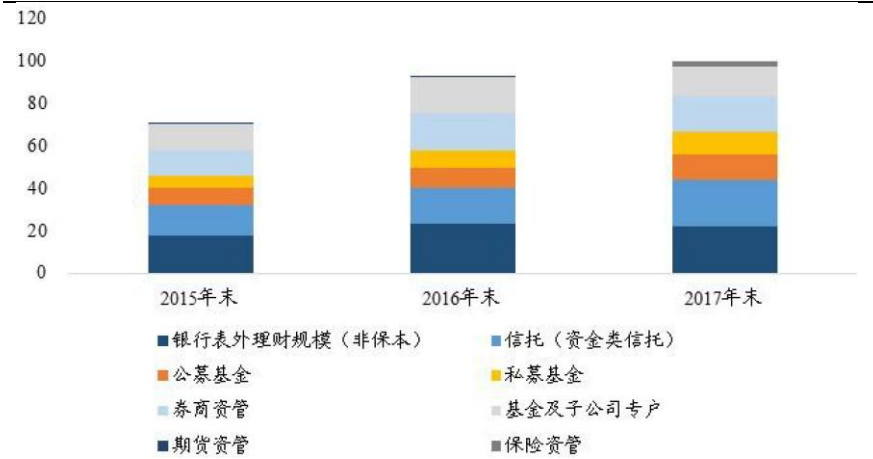


数据来源：wind，国泰君安证券研究

2. 纵观资管新规：统一行业准则，规避监管套利

近年来我国资管业务快速发展，行业准则不统一，资管新规在这一背景下应运而生。近年来，我国金融机构资管业务快速发展，规模不断攀升，截至 2017 年末，不考虑交叉持有因素，总规模已达百万亿元。但由于同类资管业务的监管规则 and 标准不一致，导致监管套利活动频繁、多层嵌套、风险底数不清、刚性兑付普遍等等问题，一定程度上提高了社会融资成本，影响了金融服务实体经济的质效。2018 年 4 月，央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，“资管新规”正式稿落地。“资管新规”通过统一监管标准，有效防控金融风险，加强金融系统的效率，引导社会资金流向实体经济。

图 5：资管行业规模快速增长，已达到百万亿元



数据来源：国泰君安非银团队，国泰君安证券研究

资管新规的总体思路是最大程度地消除监管套利空间，遵循五大基本原则：严控风险底线，坚持服务实体经济的根本目标，坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合、机构监管与功能监管相结合的监管理念，坚持有的放矢的问题导向，坚持积极稳妥审慎推进。

资管新规的主要规范要点包括：

表 1：资管新规的总体思路是最大程度地消除监管套利空间

规范要点	详情
禁止刚性兑付，产品向净值化转型	资管产品保本保收益，或在出现兑付问题时进行代偿均视为刚性兑付，经认定存在刚性行为的将受到惩处；金融资产应坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量，符合条件的金融资产可以摊余成本进行计量。
规范资金池，禁止期限错配	资管产品不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务；封闭式资管产品期限不得低于90天，非标债权资产终止日不得晚于封闭资管产品到期日或者开放式产品的最近一次开放日。
穿透式监管，消除多层嵌套和通道	对于多层嵌套产品，向上识别最终投资者，向下识别底层资产（公募基金除外），资产管理产品可以再投资一层资产管理产品（最多嵌套一层）；金

融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

统一资管产品的杠杆率水平，对不同风险等级的产品设置了不同的杠杆上限	开放式公募、封闭式公募、分级私募和其他私募资管产品负债比例（总资产/净资产）上限分别为 140%、200%、140%和 200%，并禁止金融机构以受托管理的产品份额进行质押融资。
提高合格投资者门槛	资管新规规定了合格投资者的门槛，相较于此前银行理财的高净值客户以及集合信托产品投资者门槛均有较大提升。
按“新老划断”原则设置过渡期	过渡期为资管新规发布之日起至 2020 年底，提前完成整改机构，给予适当监管激励。过渡期内，新发产品应符合资管新规规定；为接续存量产品所投资的未到期资产，金融机构可发行老产品对接，但应严控存量产品规模，并有序压缩递减。过渡期结束后，金融机构不得再发行或存续违反规定的资管产品。

数据来源：国泰君安非银团队，国泰君安证券研究

在接下来的正文中，我们将针对房地产融资的各渠道，简要阐述一下资管新规的具体影响：

表 2：资管新规对于各渠道的影响

分类	具体操作	原文表述
信托		【禁止投资的行业】资产管理产品不得直接或者间接投资法律法规和国家政策禁止进行债权和股权投资的行业和领域。
券商资管		【消除多层嵌套和通道】金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。资产管理产品可以投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资
	消除多层嵌套和通道业务；禁止非自有资金拿地；实行穿透	其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）。
保险		【监管原则】实行穿透式监管，对于已经发行的多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。
		五、合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。
		（一）具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。
		（二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。
		（三）合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。
私募	十、私募产品的投资范围由合同约定，可以投资债权类资产、上市或挂牌交易的股票、未上市企业股权（含债转股）和受（收）益权以及符合法律法规规定的其他资产，并严格遵守投资者适当性管理要求。鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股。	二十一、分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过 3：1，权益类产品的分级比例不得超过 1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2：1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。

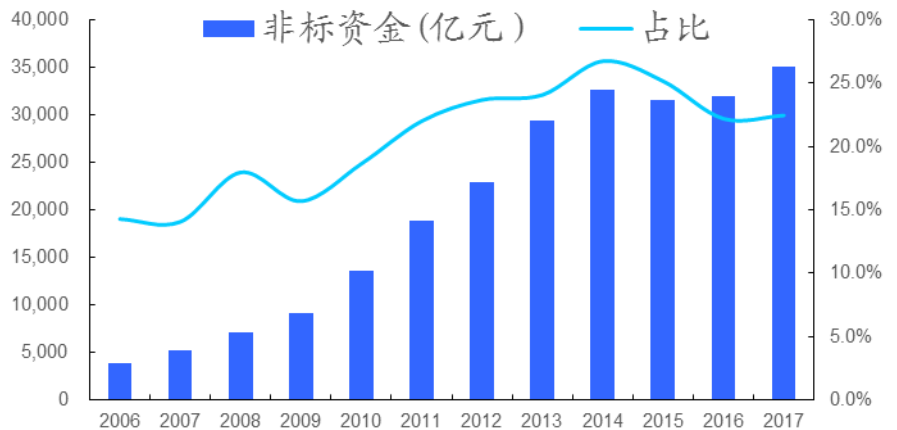
数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

3. 信托：被动管理受挤压，主动管理影响不大

3.1 房地产行业对于信托资金的依赖逐渐变大

房地产企业到位资金中，非标资金占比约为 22.5%。在房地产企业到位资金中，非标企业资金主要分为两部分，一是国内贷款中非银行金融机构贷款部分，另一部分是自筹资金中扣除企业事业单位自有资金部分。自筹资金部分中企业事业单位自有资金近几年变化不大，因此粗略测算，2017 年房企到位资金中非标资金占比约为 22.5%。

图 6：2017 年底，房地产到位资金中非标资金占比约为 22.5%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

信托资金投向房地产行业一般需要满足“432”条件。这一条件是参照银监会在 2010 年 2 月发布的 54 号文《中国银监会办公厅关于加强信托公司房地产业务监管有关问题的通知》执行：

- (1) “4”是指信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”齐全。即国有土地使用证、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。
- (2) “3”是指信托公司发放贷款的房地产开发项目中至少有 30%以上来自自有资金。
- (3) “2”是指该项目的开发商或其控股股东具备二级资质。

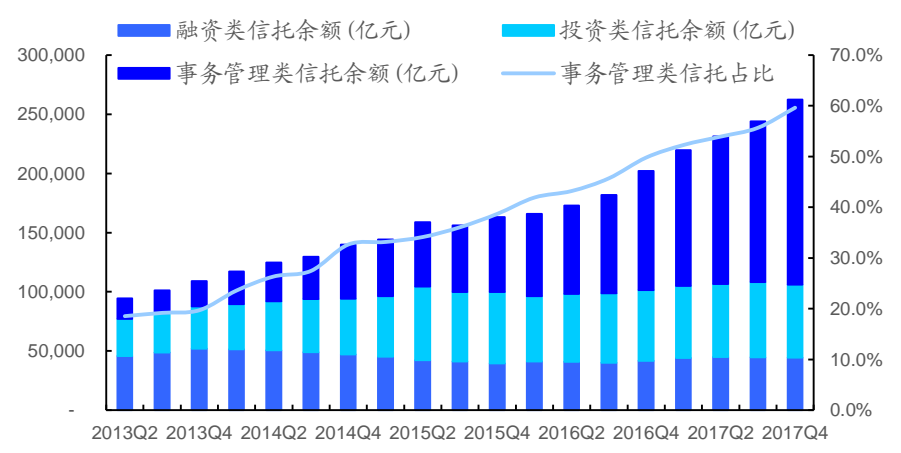
根据信托公司对信托财产运用裁量权，信托业务又分为主动管理业务和被动管理业务。其中被动管理业务通常以我们所说的通道业务为主，根据委托人或是由委托人委托的具有指令权限的人的指令，对信托财产进行管理和处分。

信托资金的投向，可分为投资类信托、融资类信托和事务管理类信托。其中主动管理部分，投向房地产行业的信托基本在融资类信托中，而通道业务部分，不论其投向如何，都属于事务管理类信托。

对于房地产开发商而言，信托融资通常比较灵活，可以通过项目贷款、股权投资、资产证券化等相关业务，为房地产行业提供多层次的资金支持。按照银监会 2010 年 54 号文的要求，信托资金贷款只能参与项目开发，而不得用于土地收购及土地前期开发、整理，因此信托资金贷款只

能用于房地产行业的开发阶段，而不能用于土地储备。但是也有所谓的“明股实债”的方式，以投资的名义，绕过“432”合规要求，从而实际上获取土地端融资，在监管从严的大环境下，此类信托资金将逐步消失。

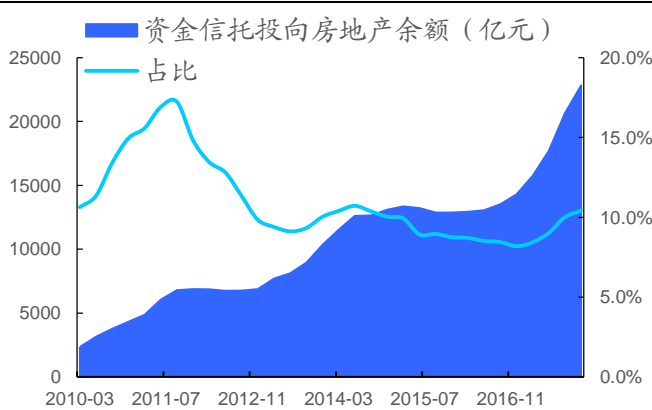
图 7：2017 年底，事务管理类信托占比约为六成



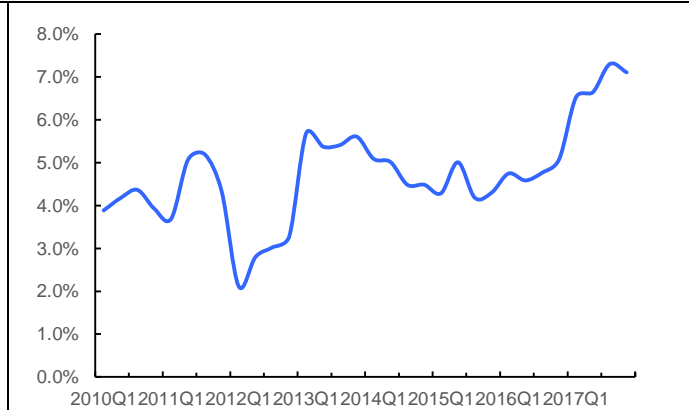
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

资金信托中，投向房地产行业的比例一直较为稳定，占比在 10% 左右。2017 年底，资金信托中，投向房地产行业的余额为 2.28 万亿元。尽管近几年，资金信托投向房地产行业余额占比呈现稳步增长的态势，但是整体幅度并不大，呈现较为稳定的态势。

图 8：截至 2017 年底，投向房地产信托余额为 2.28 万亿元，变化相对稳定
图 9：2017 年，信托融资占房企开发资金的 7.11%，信托融资占比稳步上升



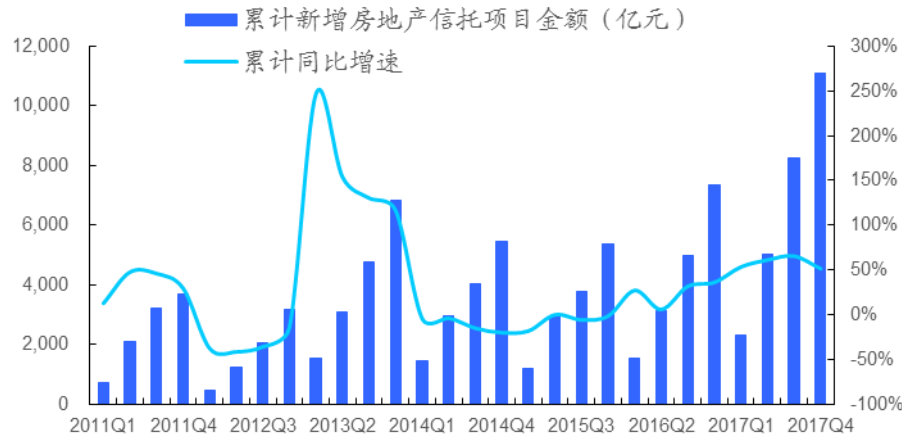
数据来源：Wind、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2017 年，新增投向房地产的信托资金额为 11,092 亿元，增速为 51.4%，近期再次呈现快速增长态势，信托融资占房企开发资金的 7.11%，这一比例也持续处于高位。新增投向房地产信托资金的第一波高点在 2013 年，2013 年整体增速超过 100%，随后增速大幅回落，到了 2016 年第三季度，这一增速再次大幅提升，这一轮投向房地产的信托资金大幅增长与行业进入新的扩张期息息相关。开发商在经历了补库存周期后，在高周转的压力下，需要大量的资金进行项目开发，信托作为较为灵活的资金来源在这一阶段出现大幅增长。

图 10: 2017 年新增投向地产的信托资金量为 11,092 亿元, 大幅增长 51.4%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

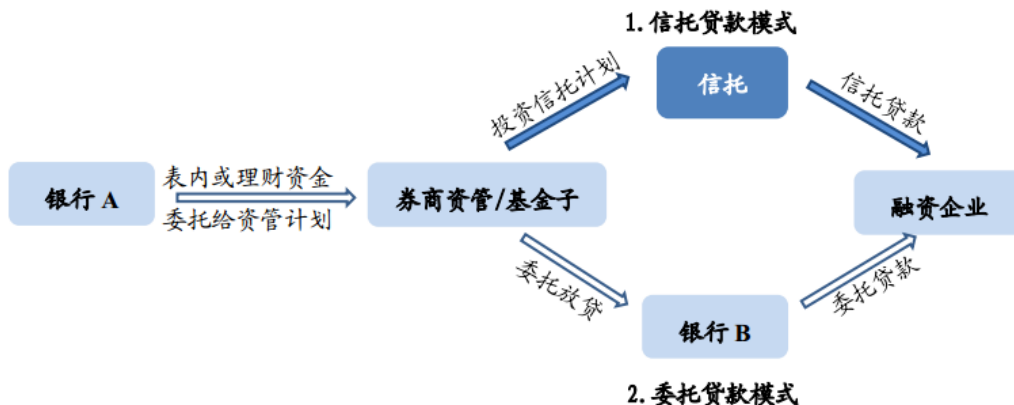
3.2 资管新规的出台, 通道类信托业务将受到挤压

实际上, 早在资管新规出台前, 市场对于信托资金投向房地产市场的监管一直在加严, 尤其是对于通道类业务。2017 年 11 月银监会发布的 55 号文《中国银监会关于规范银信类业务的通知》中就进一步加强了对银信通道业务的监管, 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、产能过剩等限制或禁止领域。

资管新规中对于信托业影响最大的部分在于打破刚性兑付, 提高投资门槛, 去除多层嵌套、加强通道服务监管等几个方面。其中打破刚性兑付对于信托业的影响最为深远, 资管新规的出台让信托行业的潜在客户减少, 加大了信托行业资金募集的难度, 在信托资金投资项目收益率未出现大幅上升的前提下, 信托资金来源成本升高, 对于信托资产端成本提出了较高的要求。

资管新规的影响下, 通道类信托业务将受到挤压, 而资产证券化和其他合规的被动管理业务不受政策影响, 主动管理类信托比重将逐步加大。

图 11: 银证通道业务的两种模式: 信托贷款/委托贷款



数据来源: 国泰君安非银团队, 国泰君安证券研究

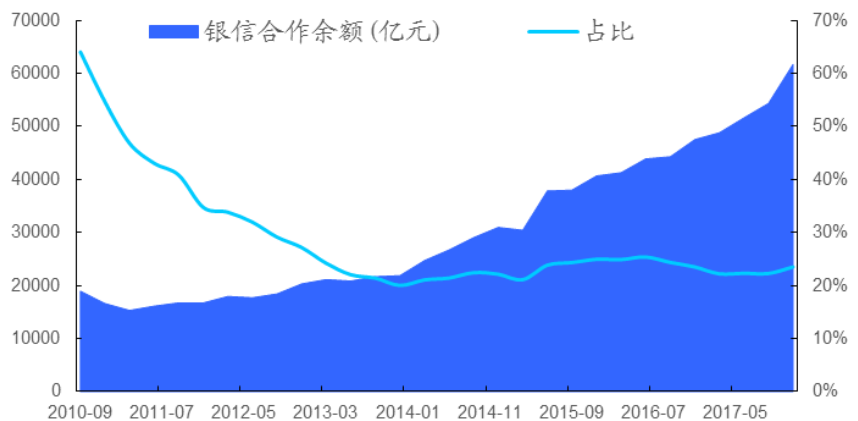
(1) **通道类业务将受到挤压。**2018 年，“逐步压缩银信类通道业务”是银行业监督管理工作的重要任务，监管政策呈现高压态势，而消除多层嵌套使得“银证信”通道难以为继，加上投资门槛的提高，将会挤压通道类信托业务的空间。

(2) 相应的，信托公司议价能力提升，有望通过主动管理的模式提升资产端收益。根据国泰君安非银团队的报告，监管新政将缩减银行对非标融资企业的融资，委贷新规也限制券商资管等资管计划以委托资金投资信托贷款和委托贷款，银行和券商无法对接的非标融资需求有望转向信托，从信托公司主动管理的资产端来看，未来供给将增加，在资产端供给增加。

3.3 投向地产的通道类信托资金约 1.65 万亿元受影响最大，形成 4.27% 的资金缺口，压缩房地产行业的利润空间

估算 2017 年通过银信合作流向房地产行业的金额约为 2607 亿元，对于通道类业务监管收紧后，这一部分资金空间将受到较大的挤压。2017 年银信合作占信托资金余额比重为 23.51%，假设这一比重同样适用于 2017 年新增的投向房地产行业的信托资金，由此测算出 2017 年通过银信合作的方式流向房地产行业的信托资金约为 2607 亿元。

图 12: 银信合作占比约为 23.51%，估算投向房地产金额约为 2607 亿元



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

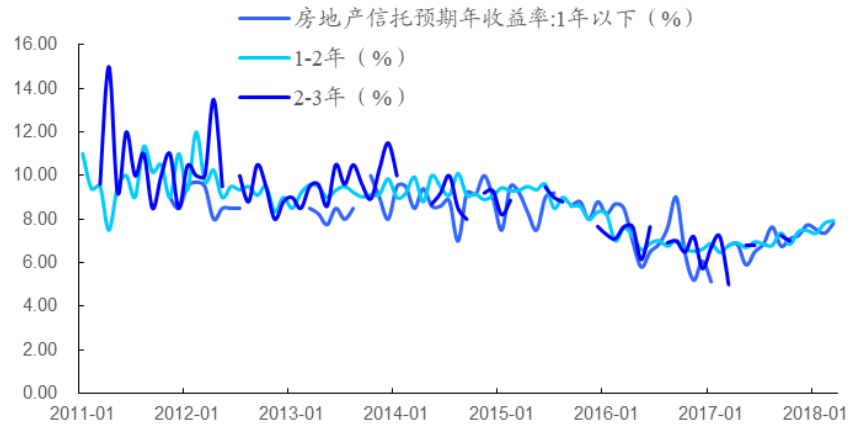
估算 2017 年投向房地产行业的被动管理信托资金约为 1.65 万亿元。根据信托业协会发布的业务数据，2017 年底，信托资产余额为 26.25 万亿元，假设信托资产中投向房地产行业的比例与资金信托相同，都是 10.42%，测得投向房地产行业的信托资金约为 2.76 万亿元，在事务管理类信托占比 59.62% 的假设下（实际上这一比例会更高），投向房地产行业的通道类信托资金约为 1.65 万亿元。

资管新规对于信托业的影响主要表现在资金端，预计通道类业务将大幅压缩，而房地产资金来源的约 4.27% 需要新的资金来源弥补。假设未来 3 年，上述投向房地产行业的通道类信托资金规模缩减 90%，则每年房地产行业对应缩减信托融资余额约 4950 亿元。同时，2017 年底，信托融资占房企开发资金的 7.11%，假设新增信托融资中，六成的通道业务被完全限制，则房企资金来源中将会有 4.27% 的资金缺口需要通过其他

渠道补充。

尽管主动管理信托规模增加是弥补通道类业务压缩的一个良好补充，但是资管新规的出台仍会带来房地产行业融资成本上升的趋势。资管新规对于信托行业带来的影响主要在于资金端，而资金端成本的上升一方面压缩信托业的利润的同时，也会抬高资产端的预期收益，从而带来房地产企业的融资成本增加。

图 13: 房地产信托预期收益率近期呈现上升趋势



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

对于房地产企业而言，市场的资金量减少所带来资金成本的上升也将压缩房企的利润空间。利润空间的压缩主要体现在两个方面，一是财务成本的抬升，资管新规的出台使得各个渠道通过通道类信托业务流向房地产的资金规模下降，体现在房地产开发商的融资成本上升，财务费用继续提升；二是市场资金量的减少迫使房地产企业以加快现金回笼为首要目标，市场供应集中增加，甚至可能出现“降价跑量”的情形，从而压缩项目的毛利。

4. 券商：通道业务受限，投研优势适合主动管理发展

4.1 券商资管计划主要是通道业务

券商资管指证券公司受托代特定人士进行资金管理和投资。券商的客户包括银行、基金、保险、证券公司、企业、高净值客户等。资金来源还是以银行资金为主。其投资方向包括标准证券，例如股票、债券等（其中以债券为主）；同时也涉及非标债权和另类投资。券商资管计划从产品类型看分为三类：定向资产管理业务（单一客户）、集合资产管理业务（多个客户）、专项资产管理业务，其中又以定向资管计划为主，占比约 85%。

表 3：券商资管业务主要是定向资管业务（以通道为主）、集合资管计划和专项资管计划

组织形式	定向资产管理业务	集合资产管理业务	专项资产管理业务	其他
客户资质	证券公司办理定向资产管理业务，接受单个客户的资产净值不得低于人民币 100 万元。	集合资产管理计划应当面向合格投资者推广，合格投资者是指具备相应风险识别能力和承担所投资集合资产管理计划风险能力且符合下列条件之一的单位和个人： 1) 个人或者家庭金融资产合计不低于 100 万元人民币； 2) 公司、企业等机构净资产不低于 1000 万元人民币。	-	
委托资产	-	证券公司办理集合资产管理业务，只能接受货币资金形式的资产。	-	
管理办法	证券公司为单一客户办理定向资产管理业务，应当与客户签订定向资产管理合同，通过专门账户为客户提供资产管理服务。	证券公司为多个客户办理集合资产管理业务，应当设立集合资产管理计划，与客户签订集合资产管理合同，将客户资产交由取得基金托管业务资格的资产托管机构托管，通过专门账户为客户提供资产管理服务。 证券公司应当将集合资产管理计划设定为均等份额，并可以根据风险收益特征划分为不同种类。同一种类的集合资产管理计划份额，享有同等权益，承担同等风险。	证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务，应当签订专项资产管理合同，针对客户的特殊要求和基础资产的具体情况，设定特定投资目标（SPV），通过专门账户为客户提供资产管理服务。 证券公司可以通过设立综合性的集合资产管理计划办理专项资产管理业务。	
特殊要求	-	1) 不得违规将集合资产管理计划资产用于资金拆借、贷款、抵押融资或者对外担保等用途； 2) 不得将集合资产管理计划资产用于可能承担无限责任的投资。	-	
实施细则	证券公司管理的专用证券账户内单家上市公司股份不得超过该公司股份总数的 5%，客户明确授权的除外。	集合计划应当符合下列条件： 1) 募集资金规模在 50 亿元人民币以下； 2) 单个客户参与金额不低于 100 万元人民币； 3) 客户人数不少于 2 人，不超过 200 人； 4) 募集金额不低于 3000 万元人民币。		
投资范围	投资范围较为灵活，实践中多为其他资产管理产品的投资通道。	投资范围主要包括各类标准化证券以及其他金融机构发行的资产管理计划。	实践中一般用于资产证券化业务。由证券公司成立专项资产管理计划购买待证券化的基础资产。计划份额在交易所市场流通转让。	
产品数量 (截至 2017 年末)	18298 只	3718 只	15 只	714 只
资产规模 (截至 2017 年末)	143938.08 亿元	21124.99 亿元	89.08 亿元	3690.79 亿元

数据来源：央行、中基协、证监会、国泰君安证券研究

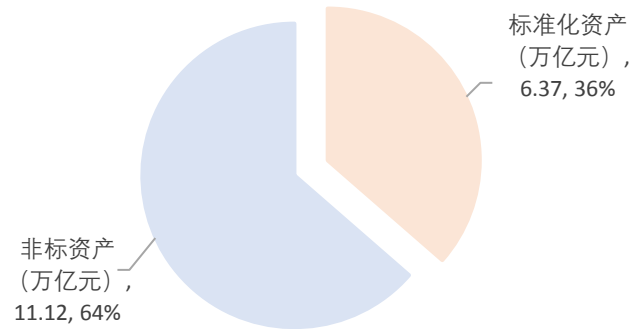
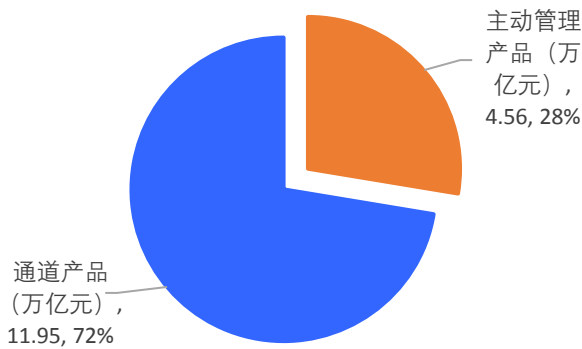
通道业务是券商资管的主要业务，规模占比 7 成。券商资管业务从管理

方式看可以分为主动管理和被动管理这两类，其中被动管理主要是通道业务，是券商资管业务的主要部分。截止 2017 年底，97 家证券公司及资管子公司开展资管业务，存续产品 22031 只，管理资产规模 16.5 万亿元。其中，主动管理产品 7489 只，管理资产规模 4.6 万亿元；存续通道产品 14527 只，规模 12.0 万亿元，占比 72%。

从投资标的看，以非标资产规模为主。整体上看，存续产品投向交易所、银行间市场的标准化资产规模约 6.4 万亿元，以债券投资为主；其他投向各类非标资产规模约 11.1 万亿元，占比 64%。从管理方式上看，主动管理产品主要投向证券类投资，其中又以债券为主（占主动投资的 57%）；通道产品主要投向非标资产，其中又以持牌机构资管产品及私募基金，以及银行委托贷款和信托贷款这两类为主（合计占通道业务的 45%）。

图 14:截止 2017 年底，通道业务规模占比 72%

图 15:投资标的主要以非标资产为主，占比 64%



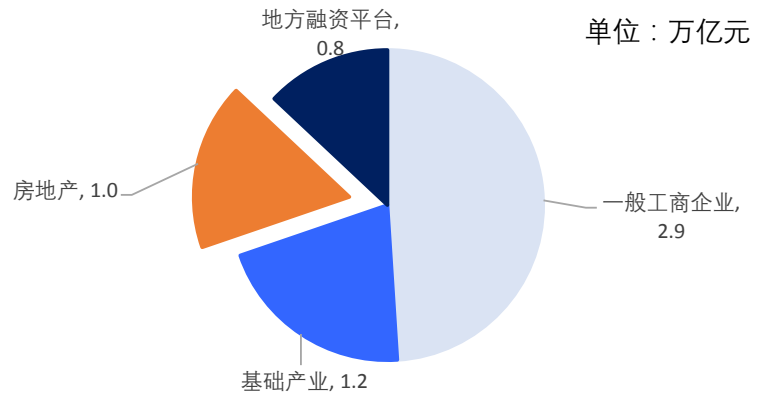
数据来源：中国基金业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国基金业协会、国泰君安证券研究

4.2 房地产领域是券商资管业务的重要投向之一

从最终投向看，券商资管业务投到实体经济的规模约 5.4 万亿元，其中房地产领域约 1.0 万亿元，占比 19%。券商资管对实体经济的投资主要在 4 个板块：一般工商企业、基础产业、房地产及地方融资平台。主动管理产品通过信贷、债权和收益权等方式投到实体经济的规模为 0.4 万亿元，其中房地产 612 亿元。通道业务投向实体经济规模合计约 5.0 万亿元，其中房地产 9469 亿元。

图 16:券商资管投到实体经济中房地产领域的投资规模约 1 万亿元



数据来源：中国基金业协会、国泰君安证券研究

对应在房地产领域，券商资管主要能投向标准资产中的房企债，以及几乎非标资产中的所有类别。房企债过去能作用到开发建设、补充流动资金、替换其他贷款等，当前仅能作用到开发项目。非标资产中的私募基金和信托贷款等基本上能覆盖房企的全部经营链条，包括拿地、并购、开发建设等环节。

4.3 新政影响：房企债配置有望加大，周转率有望提升

在本次资管新规之前，有关部门已经出台了相关政策限制房地产领域的投资，获取项目和土地端已经被卡紧。之前的政策强调不得承诺保本保收益，结构化产品不得嵌套其他结构化金融产列劣后级份额，不得开展具有“资金池”性质的私募资产管理业务。特别是 2017 年 2 月中基协出台的针对房地产开发企业和项目的管理规范第 4 号文，明确提出限制投资于热点城市的普通住宅项目，同时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；不得直接或间接为各类机构发放首付贷等违法行为。

表 4：资管新规下券商资管计划通道业务大幅受限，未来非标资产的配置将萎缩

时间	部门	政策	内容
2016/7/18	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	<p>不得承诺保本保收益；单一资产管理计划投资者人数不得超过 200 人；</p> <p>设立结构化资产管理化，不得：1) 股票类、混合类结构化资产管理计划的杠杆倍数超过 1 倍，固定收益类结构化资产管理计划的杠杆倍数超过 3 倍，其他类结构化资产管理计划的杠杆倍数超过 2 倍；</p> <p>2) 通过穿透核查结构化资产管理计划投资标的，结构化资产管理计划嵌套投资其他结构化金融产品劣后级份额；</p> <p>3) 结构化资产管理计划的总资产占净资产的比例超过 140%，非结构化集合资产管理计划（即“一对多”）的总资产占净资产的比例超过 200%。</p> <p>证券期货经营机构不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，资产管理计划不得：1) 不同资产管理计划进行混同运作，资金与资产无法明确对应；2) 资产管理计划未单独建账、独立核算，未单独编制估值表；3) 资产管理计划未进行实际投资或者投资于非标资产，仅以后期投资者的投资资金向前期投资者兑付投资本金和收益；4) 资产管理计划所投资资产发生不能按时收回投资本金和收益情形的，资产管理计划通过开放参与、退出或滚动发行的方式由后期投资者承担此类风险，但管理人进行充分信息披露及风险揭示且机构投资者书面同意的除外。</p>

2016/10/21	中基协	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第1-3号》	-
2017/2/14	中基协	《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》	<p>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地产项目的，暂不予备案，包括但不限于以下方式：1) 委托贷款；2) 嵌套投资信托计划及其他金融产品；3) 受让信托受益权及其他资产收（受）益权；4) 以名股实债的方式受让房地产开发企业股权；5) 中国证券投资基金业协会根据审慎监管原则认定的其他债权投资方式。</p> <p>二、资产管理人应当向底层资产进行穿透审查，以确定受托资金的最终投资方向符合本规范要求。</p> <p>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；不得直接或间接为各类机构发放首付贷等违法违规行为提供便利。</p> <p>热点目前包括北京、上海、广州、深圳、厦门、合肥、南京、苏州、无锡、杭州、天津、福州、武汉、郑州、济南、成都等16个城市，将根据住房和城乡建设部相关规定适时调整范围。</p>

数据来源：证监会、中基协、国泰君安证券研究

资管新规对于券商资管业务主要有两点影响：资金来源和通道业务受限。而本次的资管新规，针对的是全部金融机构打破刚兑，资金监管加强导致表外资金规模缩小，因此券商资管的资金来源将受到挤压。同时，新规提出要消除多层嵌套和通道，因此券商资管的通道业务将受影响。由于通道业务是券商资管的主要业务，因此整体规模将大幅受限。在2017年银行同业、理财和表外资金受到严格管控，出表需求下降，证券资管通道业务规模已经开始下降。对于地产获取项目和土地的资金监管自2017年已经开始，未来还将持续收缩。

重心向主动管理业务倾斜，房企债配置加大。未来券商资管重点将向主动管理业务倾斜，发挥自己的投资研究核心优势，通过主动管理的能力提升带来收入水平的提升，未来对于房企债的配置或许会加大。由于主动管理业务中主要配置的是债券，因此主动管理规模的加大会带来房企债配置的加大。房企债配置规模加大，房企的融资由间接融资向直接融资方式转变。资产新规还要求不能投向国家禁止进行债权和股权融资的领域，即招拍挂市场，因此房企新拿地端也将大幅受限，收并购项目影响较小。

擅长高周转的房企将受益。由于拿地资金必须是自有资金，2017年以来房企通过明股实债获取土地的方式受限，这就意味着融来的资金只能作用于建设和并购。因此要加大拿地资金只能加大自己的周转。擅长高周转的房企将受益，例如万科、保利等公司。

4.4 测算：受影响规模约 1.1 万亿元

券商资管计划原来业务是主动管理和通道业务，其中主动管理能投到房企债，通道业务主要是私募股权基金、信托类和其他非标类资产。截止2017年底，主动管理中债券投资规模为3.1万亿元，按照券商资管在实体经济中房地产的投向占比19%，预计主动管理中配置房企债的规模约0.6万亿元，同时通过信贷、债权和收益权等方式直接投到房地产的规模为612亿元。通道业务最终投向房地产的规模为9469亿元。因此券商资管计划中配置房企债的规模约0.6万亿元，直接投向房地产的规模约1.0万亿元，合计约1.6万亿元。这部分预计受影响较小，未来影响

主要在于资金来源上。

2017年主动管理产品中投向银行委托贷款、信托贷款、持牌机构资管产品和私募基金合计6933亿元，占比12.9%；通道业务中投向上述领域的合计5.1万亿元，占比42.5%。因此券商资管计划中投向银行委托、信托贷款和其他金融类产品合计5.8万亿元，假设房地产占比19%，那么这部分投向房地产领域的规模约1.1万亿元。这部分在资管新规下预计会减少，假设未来3年缩减90%，那么预计每年减少3279亿元。

在最坏情况下，整个通道业务12万亿元受限制，假设按照房地产领域19%的投资占比，那么整体受限规模约2.3万亿元。同样假设未来3年缩减90%，那么预计每年减少6812亿元。

资管新规对于券商资管业务主要有两点影响：资金来源和通道业务受限。而本次的资管新规，针对的是全部金融机构打破刚兑，资金监管加强导致表外资金规模缩小，因此券商资管的资金来源将受到挤压。同时，新规提出要消除多层嵌套和通道，因此券商资管的通道业务大幅受限。由于通道业务是券商资管的主要业务，因此整体规模将受影响。在2017年银行同业、理财和表外资金受到严格管控，出表需求下降，证券资管通道业务规模已经开始下降。对于地产获取项目和土地的资金监管自2017年已经开始，未来还将持续收缩。

重心向主动管理业务倾斜，房企债配置加大。未来券商资管重点将向主动管理业务倾斜，发挥自己的投资研究核心优势，通过主动管理的能力提升带来收入水平的提升，未来对于房企债的配置或许会加大。由于主动管理业务中主要配置的是债券，因此主动管理规模的加大会带来房企债配置的加大。房企债配置规模加大，房企的融资由间接融资向直接融资方式转变。资产新规还要求不能投向国家禁止进行债权和股权融资的领域，即招拍挂市场，因此房企新拿地端也将大幅受限，收并购项目影响较小。

5.私募：现金流融资开启，类 REITs 成为房企融资突

破口

总结：自 2014 年 4 月国内首支类 REITs “中信启航专项资产管理计划”发行以来，市场规模逐渐攀升，2017 年市场开始出现专业的权益级投资人，2017 年度类 REITs 产品发行数量及规模相比 2016 年几乎实现倍增，实现发行规模 237 亿元。

资管新规对资管产品的杠杆、投向、嵌套等进行限制后，传统非标等产品的设计灵活度明显低于不受限的 ABS 产品，而监管部门鼓励私募股权基金作为类 REITs 载体，今年 1 月中基协还提出参与类 REITs 业务的私募基金备案与交易所资产证券化产品备案和挂牌的流程优化和衔接安排。再加上住房租赁融资政策的“开道”，未来更多房企将会选择通过资产证券化中产品（尤其是类 REITs）进行非标转标的出表融资，行业开启现金流融资时代。

表 5：目前私募基金立法缺失，资管新规对私募基金直接限制少

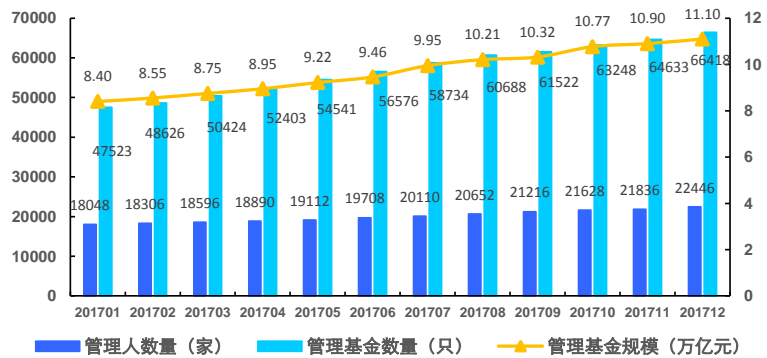
时间	监管部门	法规条例	融资细则	具体操作
2018. 4. 27	中国人民银行、 中国银行保险监 督管理委员会、 中国证券监督管 理委员会、国家 外汇管理局	《关于规范 金融机构资 产管理业务 的指导意 见》	二、 私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规 ，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定。 三、 依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务 ，依据人力资源社会保障部门颁布规则发行的养老金产品， 不适用本意见 。 十、私募产品的投资范围由合同约定，可以投资债权类资产、上市或挂牌交易的股票、未上市企业股权（含债转股）和受（收）益权以及符合法律法规规定的其他资产，并严格遵守投资者适当性管理要求。 鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股。	五、合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。 （一）具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。 （二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。 （三）合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。 二十一、分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过 3：1，权益类产品的分级比例不得超过 1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2：1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。
2018. 1. 12	中基协	《私募投资基金备案须知》	明确私募基金的 投资不应是借贷活动	-
2017. 8. 30	国务院	《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》	首次对私募基金概念及投资活动范围、管理人、托管人、资金募集、投资运作、信息提供、行业自律、监督管理、法律责任作出 系统性规	-

定,并设专章就创业投资基金做出特别规定。

数据来源:中国人民银行、中基协、国务院,国泰君安证券研究

私募基金行业的快速发展,已经成为继公募基金、保险基金之后第三大机构投资者。截至2017年底,在中国证券投资基金业协会登记的私募基金管理人数量达到22446家,已备案私募基金实缴规模达到11.1万亿元,过去三年年化增长率分别为64.4%和95.3%。

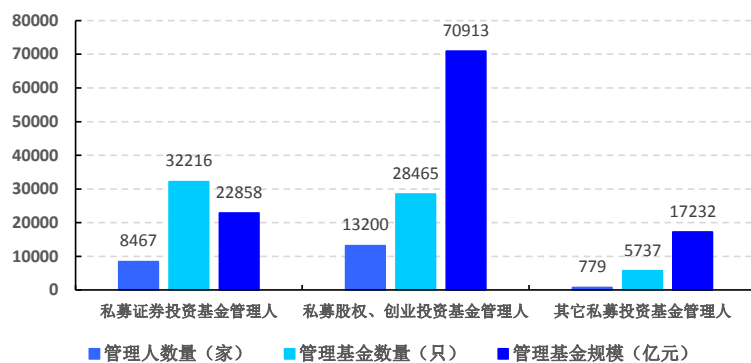
图 17:2017 年私募基金数量和规模分别同比增长 42.8%、40.7%



数据来源:中国证券投资基金业协会,国泰君安证券研究

从影响房企融资的角度考虑,我们重点关注私募股权基金,且发行的私募基金规模过半是私募股权基金。2017 年私募股权基金和创业投资基金占比整个私募基金在管规模的 64%¹。

图 18:2017 年 64%的私募基金规模为私募股权和创投基金



数据来源:中国证券投资基金业协会,国泰君安证券研究

据中国证券投资基金业协会发布的数据,截至 2018 年 4 月底,已在协会登记的私募股权投资基金为 24621 只,基金规模 7.04 万亿元,意味着私募股权基金正从“另类”资产变“主流”资产。

¹ 创业投资基金规模占比很小

表 6: 私募股权基金迅猛增长, 实缴规模过去两年都在 50% 以上增速

	管理人数量 (家)	管理基金数 (只)	实缴规模 (万亿元)	增速
2015	11782	7218	2.80	-
2016	7988	15789	4.32	55%
2017	13200	28465	7.09	64%
2018 年 4 月	14037	24621	7.04	-

数据来源: (注: 2017 年所有数据以及 2018 年 4 月管理人数量包含了包含了创业投资基金的数据)

中国证券投资基金业协会, 国泰君安证券研究

5.1 资管新规对私募基金直接限制少, 对其合作机构受限而产生间接影响

5.1.1 目前私募基金立法缺失, 资管新规并不直接监管

目前现有行政法规层面, 私募基金的立法尚处于缺失状态。2014 年 8 月证监会发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》, 直到 2017 年 8 月国务院对证监会起草的《私募投资基金管理暂行条例》草案对外征求意见, 而今年该草案列入国务院立法计划之中。

资管新规表明私募基金不是其关注和规范的重点, 只不过与私募基金发生交集的其他资管产品规范间接会对私募行业产生连锁反应。首先资管新规直接规范的对象不包括私募投资基金, 私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规, 没有相关规定的才适用资管新规, 且创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定。虽然对私募投资基金未有直接的影响, 但考虑到基金资金来源问题, 新规对其他金融产品的影响间接影响到私募投资基金。

5.1.2 消除多层嵌套抑制通道, 私募基金资金端受影响

资管新规对于私募基金的产品设计和交易结构也会产生深远影响, 新的、更健全的交易结构模式有待开发。资管新规要求上下穿透, 消除多层嵌套, 抑制通道业务。“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务” 私募股权基金与其他金融机构或其管理的资产业务产品都存在合作关系, 对一级市场而言, 意味着从银行体系中获取募资将会受到影响, 同时也意味着金融体系中能流到一级市场投资的资金选择会变得更加慎重。

5.1.3 投资者门槛、产品分级和杠杆比受限, 私募基金资金端受影响

资管新规从合格投资者的金融资产从 300 万提升到了 500 万, 同时对于投资产品的金额进行多样化的区分。提高合格投资者门槛的, 一些业绩相对平庸、品牌效应偏弱的机构或将遭遇较大压力。

新规明确了公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级, 且对可分级的封闭式私募产品做了统一的杠杆固定——“固定收益类产品的分级比例不得超过 3: 1 (优先级份额/劣后级份额), 权益类产品的分级比例不得超过 1: 1, 商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2: 1”, 而且分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购

者提供保本保收益安排。

5.1.4 非标资产不得期限错配，私募基金资金池运作被禁

首先，此次资管新规对于期限错配并未严格禁止，对标准化资产并未禁止期限错配，只要求非标不得期限错配——“资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”。因为标准化资产允许期限错配，因此未来会引发大规模的非标转标。

其次，新规明确禁止资金池业务——“不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务”，这意味着此前银行理财等资金通过资管计划投资私募基金时通常采取的“滚动发行”、期限错配、分离定价等操作均不再可行，相关涉嫌资金池的操作将被禁止。

5.2 私募产品支持债转股为资管新规重点鼓励方向

2018年1月12日，中基协发布《私募投资基金备案须知》明确私募基金的投资不应是借贷活动，对于底层资产涉及借贷性质的资产及其收（受）益权产品均不予备案，如民间借贷、小贷、保理产品等；委托贷款、信托贷款亦明确不能备案。就私募监管而言，目前监管的态度系鼓励发展纯股类产品，回归私募基金“投资”的本质。

此次资管新规并未限制私募产品的投资范围，而且鼓励“充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股”，因此债转股将是监管部门重点鼓励方向，私募层面的债转股亦有很多操作空间。

5.3 监管鼓励私募股权基金²作为类REITs载体，类REITs成为房企融资突破口

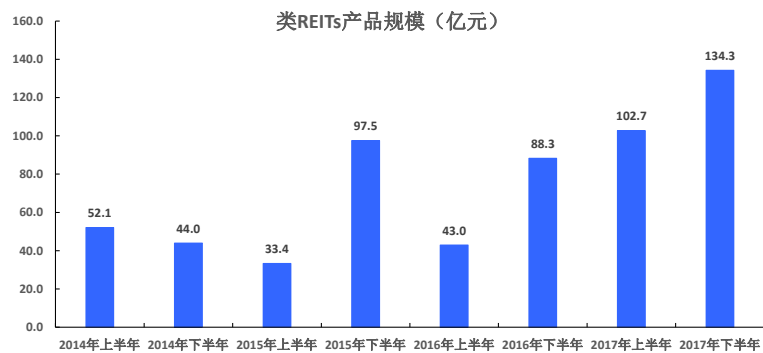
5.3.1 私募股权基金参与类REITs可行，未来通过ABS进行“非标转标”融资将是趋势

目前国内类REITs业务的实践做法主要是在资产证券化业务框架下，构建基于存量不动产的具有稳定现金流的基础资产，设立发行资产支持专项计划，而私募股权基金作为持有项目公司权益的载体，是类REITs产品交易结构设计和重组的焦点所在。

自2014年4月国内首支类REITs“中信启航专项资产管理计划”发行以来，市场规模逐渐攀升，2017年市场开始出现专业的权益级投资人，2017年度产品发行数量及规模相比2016年几乎实现倍增。

²从影响房企融资的角度考虑，我们重点关注私募股权基金
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 19:2017 年类 REITs 产品规模相比 2016 年增长 81%



数据来源：中国资产证券化分析网，国泰君安证券研究

目前在房地产住房租赁 ABS 中，权益型类 REITs 是主流，占比发行规模的 47%，且与国际接轨发展标准公募 ABS 是趋势。

表 7: 目前市面上获批的长租公寓 ABS 中，发行规模近 47%为类 REITs

	产品名称	类型	收到无异议函时间	发行设立时间	管理人	拟发行金额
1	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	信托受益权	2017-01-04	2017-01-10	方正富邦	3.5 亿
2	中信证券-自如 1 号房租分期信托受益权资产支持专项计划	信托受益权		2017-08-15	中信证券	5 亿
3	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	权益型类 REITs	2017-10-11	2017-11-03	渤海汇金	2.7 亿
4	飞驰-建融招商长租公寓系列 2017 年度第一期定向资产支持票据	ABN	-	2017-12-25	建信信托	储架 200 亿 首期 40 亿
5	中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划	权益型类 REITs	2017-10-23	2018-03-13	前海开源	储架 50 亿 首期 16.76 亿
6	招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划	CMBS	2017-12-01	2018-02-13	招商证券	储架 60 亿 首期 20 亿
7	高和晨曦-中信证券-领显【N】号资产支持专项计划	权益型类 REITs	2017-12-26		中信证券	储架 30 亿 首期 2.5 亿
8	中联前海开源-越秀租赁住房一号资产支持专项计划	权益型类 REITs	2018-2-13		前海开源	储架 50 亿
9	中信证券-自如 2 号第一期房租分期信托受益权资产支持专项计划	信托受益权		2018-05-08	中信证券	储架 20 亿 首期 3 亿
10	中联前海开源-碧桂园租赁住房一号第一期资产支持专项计划	权益型类 REITs	2018-02-02	2018-4-27	前海开源	储架 100 亿 首期 17.17 亿

数据来源：cnabs、深交所、上交所，国泰君安证券研究

2018 年 1 月 23 日中基协在北京召开的“类 REITs 业务专题研讨会”上，明确了私募股权投资基金是参与类 REITs 业务的可行投资工具，提出参与类 REITs 业务的私募基金备案与交易所资产证券化产品备案和挂牌的流程优化和衔接安排。

资管新规中第三条明确指出“依据金融监督管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见”。因此在嵌套认定上，ABS 产品的载体虽

然也是资管产品，但资管新规对其进行了豁免，并不计入嵌套。对于标准 ABS 产品来说，由于其流动性好、市场价值发现功能较好、信息披露机制较为完善，不受资管新规对资管产品杠杆、嵌套、期限错配、信息披露等约束，可以说正好与非标资产构成鲜明对比，属于资管产品中受鼓励一类。未来通过资产证券化中产品（尤其是类 REITs）实现非标转标的产品将是今后一大创新热点。

5.3.2 类 REITs 使得资产出表融资，能降低房企杠杆率、提升 ROE

①首先，类 REITs 能够降低企业融资门槛。由于风险隔离和信用增级的使用，资产证券化在融资上可以摆脱企业甚至资产本身的信用条件的限制，从而可以降低企业融资的门槛。②其次，类 REITs 通过资产出表进行融资，能够明显改善公司的资本结构，降低公司的杠杆率，ROE 更高。③相比起债权融资，类 REITs 融资成本较低，能够有效降低公司利息费用，提升 ROE。

表 8：目前已发行的三单住房租赁类 REITs 发行成本在 5%~6%

产品名称	类型	拟发行金额	产品期限	优先级发行利率
新派公寓权益型房托资产支持专项计划	权益型类 REITs	2.7 亿	5 年	5.30%
中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划	权益型类 REITs	储架 50 亿 首期 16.76 亿	19 年	5.50%
中联前海开源-碧桂园租赁住房一号第一期资产支持专项计划	权益型类 REITs	储架 100 亿 首期 17.17 亿	18 年	5.75%

数据来源：深交所、上交所，国泰君安证券研究

5.3.3 类 REITs 利好存量资产盘活，即重资产运营的房企

因为类 REITs 的融资是基于物权产生稳定的现金流融资，因此影响的是房地产企业存量资产盘活：

①首先类 REITs 能够快速盘活存量，加快资金流转速度，尤其是解决租赁住房投入高、回收慢的难题；②能够引导房企从“开发销售”的传统模式向“开发-运营”的新型模式过渡，实现由开发运营商向资产服务商的转变；③能够实现递延资产转让税收、避免自持物业双重征税等税收优惠。

在租赁政策的支持下，2017 年租赁住房资产证券化破冰，住房租赁类 REITs 深受监管部门青睐，从受理到通过再到发行，一路开绿灯。因此重点利好发展长租业务的重资产运营模式的万科 A、招商蛇口、保利地产等，以及基金运营方光大嘉宝。《国务院办公厅关于加快培育和发展租赁市场的若干意见》（国办发〔2016〕39 号）以及九部委《通知》中均提出“加大对住房租赁企业的金融支持力度，拓宽直接融资渠道，支持发行资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务”。

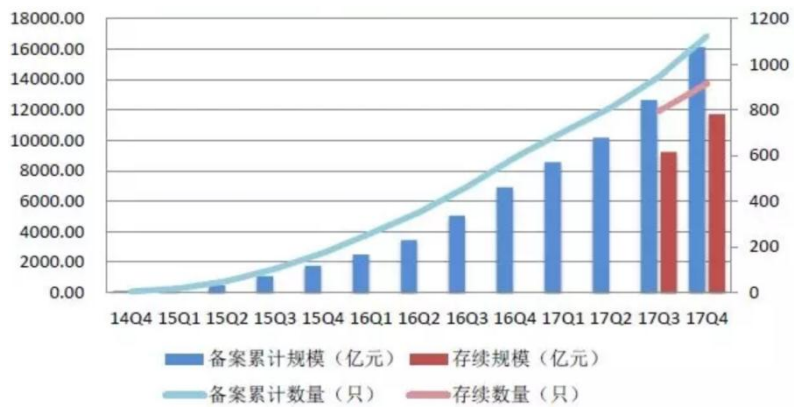
附录：

2017 年 ABS 业务持续快速增长，总发行规模突破万亿元

自 2014 年底备案制启动以来，资产支持专项计划发行规模快速增长，产品累计备案规模突破万亿元大关。截至 2017 年底，累计共有 118 家

机构备案确认 1125 只资产支持专项计划,总发行规模达 16135.20 亿元,较 2016 年底累计规模增长了 133.56%。其中,终止清算产品 210 只,清算产品规模 2323.20 亿元,仍在存续期的产品 915 只,存续规模 11710.72 亿元。

图 20:2017 年 ABS 持续快速增长,总发行规模突破万亿元

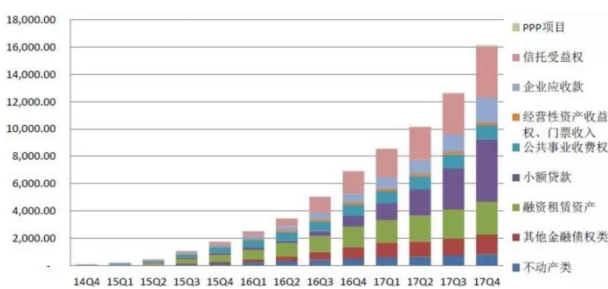


数据来源:中基协《资产证券化业务备案情况综述(2017 年度)》

资产证券化业务的主要基础资产类型为小额贷款类(占比 41.00%)、信托受益权类(占比 23.28%)、融资租赁类、企业应收款(占比 11.20%)、公共事业收费权类、不动产类(占比 5.04%),这些资产证券化产品规模占比共计 89.17%。

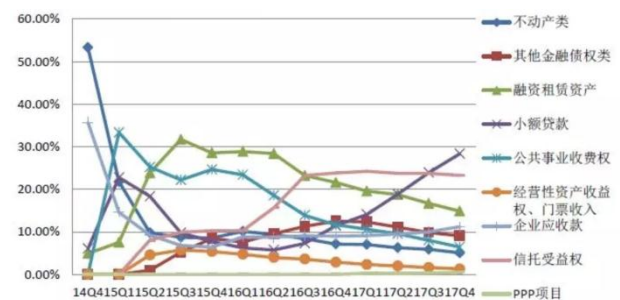
2017 年企业应收款类产品占比小幅上升 2.20%,主要增长点是购房尾款和房企供应链金融资产;2017 年信托受益权类产品主要增长点是银行出表需求和物业租金类资产,例如魔方和自如的资产支持专项计划。

图 21:基础资产备案累计规模分布(亿元)



数据来源:中基协《资产证券化业务备案情况综述(2017 年度)》

图 22:基础资产备案累计规模占比趋势图



数据来源:中基协《资产证券化业务备案情况综述(2017 年度)》

租赁住房资产证券化破冰,类 REITs 及 CMBS 发行提速

① 2017 年租赁住房资产证券化破冰

《国务院办公厅关于加快培育和发展租赁市场的若干意见》(国办发[2016]39 号)以及九部委《通知》中均提出“加大对住房租赁企业的金融支持力度,拓宽直接融资渠道,支持发行资产支持证券,专门用于发展住房租赁业务”。

② 类 REITs 及 CMBS 发行提速

类 REITs 及 CMBS 的市场参与机构日益多元化，市场开始出现专业的权益级投资人，2017 年度产品发行数量及规模相比 2016 年均实现倍增。类 REITs 及 CMBS 成为房地产企业及金融机构关注的重点业务之一。

2017 年以来，市场上相继推出了 10 单以上公寓类资产证券化产品，涉及资金超 500 亿，其中权益型类 REITs 的推出，有望成为中国标准化公募 REITs 出台的重要里程碑，完成最后一公里的历史性跨越。2017 年以前私募 PE 股权融资十分活跃，尤其创业类的长租公寓公司已经经过了几轮的股权融资。随着魔方公寓 ABS、自如 ABS 的成功发行以及新派、保利、碧桂园类 REITs 项目的成功发行，为长租公寓通过资产证券化方式融资开辟了崭新的道路。

③ 公募 REITs 展开探索，进入现金流融资时代

抵押物融资和现金流融资将会开始极大分化，未来地产融资将进入非银时代，且以现金流融资为主。公募 REITs 是指在交易所公开交易，通过证券化的方式将具有稳定收益的不动产资产或权益（除住宅、商业地产外还包括基础设施、经营性物业、PPP 项目等）转化为流动性强的投资基金份额的标准化金融产品。REITs 利用企业持有的物业资产进行融资，能够盘活企业的存量资产。

6. 保险：服务保险业，持有型地产有望发展

6.1 保险资管计划主要是主动管理，以服务保险业为主

保险资管业务主要是保险资产管理公司受托管理母公司（保险公司）、其他保险公司等第三方资金及企业年金，并发行资产管理产品募集资金进行投资。产品主要包括四大类：债权投资计划、资产支持计划、股权投资计划、组合类产品等。发行范围限于合格的机构投资者，可定向发行给单一投资人，或者集合发行给多个投资人。保险资管业务的资金来源主要是保险资金，其他的资金来源包括业外机构资金、企业年金、基本养老金、个人资金等。投资方式主要可分为开展专户管理、发行资管产品、设立私募基金、发行公募基金；配置方向涵盖传统领域、股权、不动产、金融产品、境外、港股通等。截止 2017 年底，保险资产管理计划规模为 2.1 万亿元。

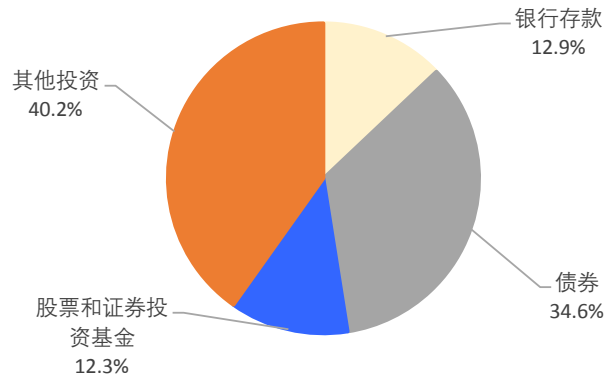
表 9：保险资金主要能配置流动性资产、固收类资产、权益类资产，以及保险资管公司发行的投资计划

发行形式	集合产品，或产品资金涉及保险资金的	定向产品，且投资人非保险机构
投资范围	(一) 境内流动性资产，主要包括现金、货币市场基金、银行活期存款、银行通知存款和剩余期限不超过 1 年的政府债券、准政府债券、逆回购协议。 (二) 境内固定收益类资产，主要包括银行定期存款、银行协议存款、债券型基金、金融企业（公司）债券、非金融企业（公司）债券和剩余期限在 1 年以上的政府债券、准政府债券。 (三) 境内权益类资产，主要包括公开发行并上市的股票（不含新三板股票）、股票型基金、混合型基金。 (四) 保险资产管理公司发行的基础设施投资计划、股权投资计划、资产支持计划等。	可以按照与投资人约定的产品契约及相关法律文件执行。
资金来源	保险资金、业外机构资金、企业年金、基本养老金、个人资金等	
投资方式	开展专户管理、发行资管产品、设立私募基金、发行公募基金	

数据来源：保监会、国泰君安证券研究

从保险资金运用情况看，其他投资是最主要的类别，其次是债券。截止 2017 年底，保险资金运用余额 14.9 万亿元。其中，其他投资 6.0 万亿元，占比 40.19%；债券 5.2 万亿元，占比 34.6%。其他投资主要是投向实体经济，类别包括资管计划、私募基金、持股业内外机构股权、战略合作等。2016 年保险资管机构共发行资管计划（债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划）149 项，总规模 2782 亿元。截至 2016 年底，共有 11 家保险资管机构反馈已设立私募基金管理机构。保险系私募基金的兴起，为保险业在健康、养老、医疗、供给侧改革等符合保险产业发展需求和国家战略的领域加强布局提供了专业平台。

图 23: 2017 年保险资金 40%投向其他类别, 规模在 6 万亿元

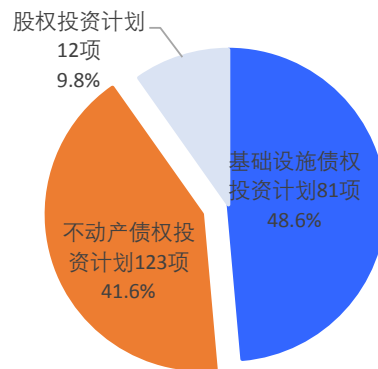


数据来源: 保监会、国泰君安证券研究

6.2 不动产投资限制较大, 禁止住宅, 但是可以商业等

保险资管公司各项注册产品以不动产债权投资为主。2017 年, 24 家保险资产管理公司注册债权投资计划和股权投资计划共 216 项, 合计注册规模 5075 亿元。其中, 基础设施债权投资计划 81 项, 注册规模 2466 亿元; 不动产债权投资计划 123 项, 注册规模 2114 亿元; 股权投资计划 12 项, 注册规模 496 亿元。截止 2017 年底, 累计发起设立债权投资计划和股权投资计划 843 项, 合计备案(注册)规模 2.1 万亿元。按照 2017 年不动产的比例测算, 不动产债权投资计划的规模约 8634 亿元。

图 24: 2017 年保险资管计划主要以不动产债权投资计划为主, 占比 42%



数据来源: 中国保险资产管理业协会、国泰君安证券研究

保险资金投向房地产受限较多, 不允许投资住宅开发和销售, 仅能从事商业、办公、养老、医疗和汽车服务等不动产及自用型不动产。而且至少要已经有土地使用权证和建设用地区划许可证。保险资管业务的资金来源主要是保险, 因此受限较多, 且要围绕保险业服务。从保险资金运用管理办法看, 虽然允许投资不动产, 但是禁止直接从事房地产开发建设, 而且也不允许用作拿地。项目布局在直辖市、省会城市或者计划单列市等。另外, 投资不动产金融产品也要求 AA 及以上级别。整体限制较严格, 对于住宅领域的投资基本上没有。

表 10：保险资金对于不动产的投资限制较大，禁止住宅的开发销售

时间	部门	政策	内容
2010/9/3	保监会	《保险资金投资不动产暂行办法》	<p>保险资金投资的不动产，是指土地、建筑物及其它附着于土地上的定着物。保险资金可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品。</p> <p>保险资金可以投资符合下列条件的不动产：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 已经取得国有土地使用权证和建设用地规划许可证的项目； 2) 已经取得国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证的在建项目； 3) 取得国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证及预售许可证或者销售许可证的可转让项目； 4) 取得产权证或者其他权证的项目； 5) 符合条件的政府土地储备项目。 <p>保险资金可以采用股权方式投资 1)-4) 项规定的不动产，采用债权方式投资 1)-5) 项规定的不动产，采用物权方式投资 3) 和 4) 项规定的不动产。保险资金采用债权、股权或者物权方式投资的不动产，仅限于商业不动产、办公不动产、与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产及自用性不动产。</p> <p>保险资金投资的不动产，应当产权清晰，无权属争议，相应权证齐全合法有效；地处直辖市、省会城市或者计划单列市等具有明显区位优势的城市；管理权属相对集中，能够满足保险资产配置和风险控制要求。</p> <p>不动产相关金融产品属于固定收益类的，应当具有中国保监会认可的国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级以上的长期信用级别，以及合法有效的信用增级安排；属于权益类的，应当建立相应的投资权益保护机制。</p> <p>保险公司投资不动产，不得有下列行为：提供无担保债权融资；以所投资的不动产提供抵押担保；投资开发或者销售商业住宅；直接从事房地产开发建设（包括一级土地开发）；投资设立房地产开发公司，或者投资未上市房地产企业股权（项目公司除外），或者以投资股票方式控股房地产企业。已投资设立或者已控股房地产企业的，应当限期撤销或者转让退出；运用借贷、发债、回购、拆借等方式筹措的资金投资不动产，中国保监会对发债另有规定的除外；违反本办法规定的投资比例；法律法规和中国保监会禁止的其他行为。</p>
2016/3/8	保监会	《保险资金运用管理暂行办法（征求意见稿）》	<p>保险资金运用限于下列形式：银行存款；买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；投资不动产；国务院规定的其他资金运用形式。保险资金从事境外投资的，应当符合中国保监会、中国人民银行和国家外汇管理局的相关规定。</p> <p>保险资金投资的不动产，是指土地、建筑物及其它附着于土地上的定着物。具体办法由中国保监会制定。</p> <p>保险集团（控股）公司、保险公司从事保险资金运用，不得直接从事房地产开发建设。</p> <p>保险集团（控股）公司、保险公司决定委托投资，以及投资无担保债券、股票、股权和不动产等重大保险资金运用事项，应当经董事会审议通过。</p>
2016/6/22	保监会	《关于加强组合类保险资产管理业务监管的通知》	<p>禁止发行具有“资金池”性质的产品，主要是指投资于非公开市场投资品种，且具有滚动募集、混合作、期限错配、分离定价、未单独建账或未独立核算等特征的产品。</p> <p>禁止发行具有“嵌套”交易结构的产品，包括产品主要投资于单只非公开市场投资品种，或产品定向投资于另类资产管理产品，或产品定向投资于同一管理人设立的产品等情形。</p> <p>禁止在产品下设立子账户形式进行运作。</p> <p>禁止向非机构投资者发行分级产品。</p> <p>禁止向机构投资者发行分级产品，权益类、混合类分级产品杠杆倍数超过 1 倍，其他类型分级产品杠杆倍数超过 3 倍。</p>
2017/12/27	保监会	《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》	<p>防范保险资金以通道、名股实债等方式变相抬高实体经济融资成本。保险资产管理机构设立股权投资计划，应当承担主动管理职责，不得直接或变相开展通道业务，不得投资嵌套其他资产管理产品的私募股权投资基金。</p> <p>股权投资计划投资私募股权投资基金的，所投资金额不得超过该基金实际募集金额的 80%。</p>

数据来源：保监会、国泰君安证券研究

6.3 新政影响：ABS 有望发展，利好持有型地产

由于保险资金对于房地产的限制一直很严，因此资管新规出台后反而对这块业务的影响不大。受影响的可能是受托管理的非险资的资金，因为之前不受保险资金投向的影响。按照保险资管机构受托管理保险资金规模在 7 成，那么约 3 成来自非险资，假设不动产占比 42%，那么即 2615

亿元的规模可能投向住宅开发建设领域。

如果未来想得到保险的资金，那么需要加大持有型物业和拥有稳定现金流的物业，例如购物中心、办公楼等。当前房企开始往商业地产、养老地产等方向转型，未来跟保险合作的机会加大。

6.4 测算：受影响规模约 0.3 万亿元

保险资管计划主要是主动管理为主，资金来源主要是保险资金，运用要以服务保险主业为主。产品主要包括四大类：债权投资计划、资产支持计划、股权投资计划、组合类产品等。截止 2017 年底，保险资产管理计划规模为 2.1 万亿元，按照 2017 年新注册产品中不动产债权计划占比 42%算，不动产债权计划的规模预计为 8634 亿元。由于保险资金本身就不能直接投资于房地产开发建设，尤其是住宅，且投资项目至少要有土地证和规划证，因此资管新规对保险的资管计划其实影响较小。

7. 非主流融资渠道——边际影响不大

7.1 AMC——已经受制于监管，资管新规的边际影响不大

7.1.1 不良资管介入房地产有天然的便利性

不良资产管理公司介入房地产行业具有天然的便利性。目前我国不良资产管理行业的行业格局为：四大资产公司主导、地方公司快速发展以及民营机构不断涌现。随着“去产能”、“去库存”等结构性改革仍将向纵深推进，银行不良资产比例上升的压力仍然较大。在这一背景下，不良资产管理公司通过接手并盘活银行的土地、房产等抵押物介入房地产，具有天然的便利性。另一方面，开发贷通常抵押物为土地，资产价值较高，是资产管理公司最偏好收购的不良资产类别。截止 2017 年底，商业银行中地产类不良贷款余额约在 577 亿元。

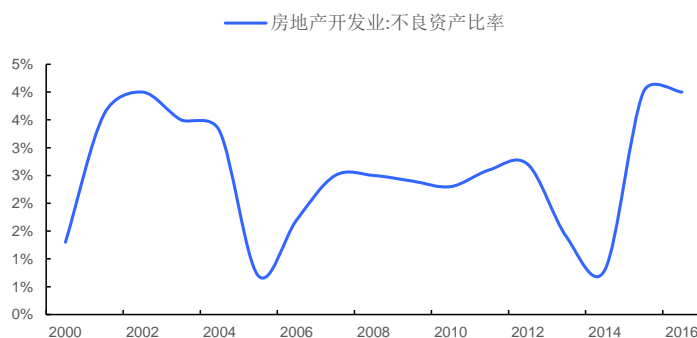
表 11：2016年，房地产在三大行不良贷款占比排到第三位

排序	行业	不良贷款余额 (亿元)	行业	不良贷款余额增幅 (%)	行业	不良贷款率 (%)
1	制造业	2075.27	水利、环境和公共设施管理业	98.33	批发和零售	12.91
2	批发和零售业	1581.85	采矿业	39.43	制造业	7.46
3	房地产业	291.05	房地产业	38.12	采矿业	4.55
4	采矿业	287.4	租赁和商务服务业	19.57	房地产业	3.04
5	建筑业	176.28	建筑业	14.40	建筑业	2.88
6	租赁和商务服务	132.94	批发和零售业	6.92	租赁和商务服务业	0.79
7	交通运输、仓储和邮政业	129.43	制造业	5.07	交通运输、仓储和邮政业	0.44
8	电力、热力、燃气及水生产和供应	47.33	交通运输、仓储和邮政业	4.39	电力、热力、燃气及水生产和供应	0.28
9	水利、环境和公共设施管理业	26.14	电力、热力、燃气及水生产和供应	25.71	水利、环境和公共设施管理业	0.25

数据来源：东方不良资产管理公司，国泰君安证券研究

备注：三大行为工行、建行、农行

图 25：房地产开发的行业不良率从 2014 年开始持续上升

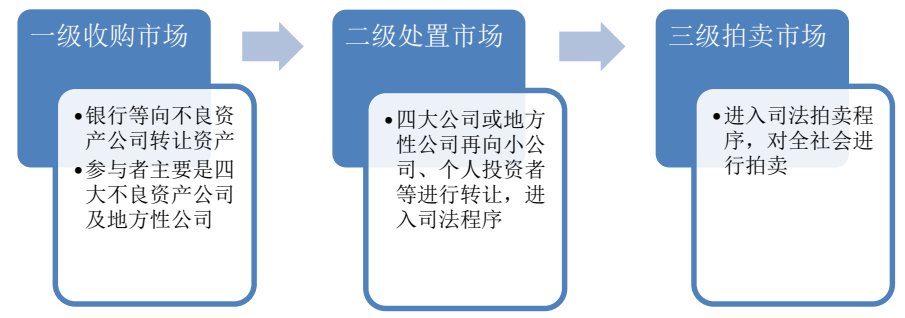


数据来源：wind，国泰君安证券研究

7.1.2 AMC 借不良作为掩护，实质为变相融资

基于盈利考虑，纯粹的不良资产处置并非 AMC 的主流业务。对于 AMC 公司来说，逐渐众多的行业参与者推升资产包价格不断上涨，持续压缩不良资产处理的利润率，急需稳定的收益来源作为补充；另一方面，AMC 业务的周期性较强，通过在经济下行期间内买入，在经济上行期内卖出来赚取收益差，但中国经济的长期结构性换挡调整也使得纯粹的不良资产处置没有合适的发展时机，因此 AMC 公司不得不发展其他业务来支撑其发展。对于大部分 AMC 公司来说，对于不良资产的介入只是发挥了其牌照的优势进行资产收购，但是并不进行处理，而是进一步分销给下一级公司。

图 26：不良资产处理环节众多，AMC 公司通常只进行资产收购并出售



数据来源：国泰君安证券研究

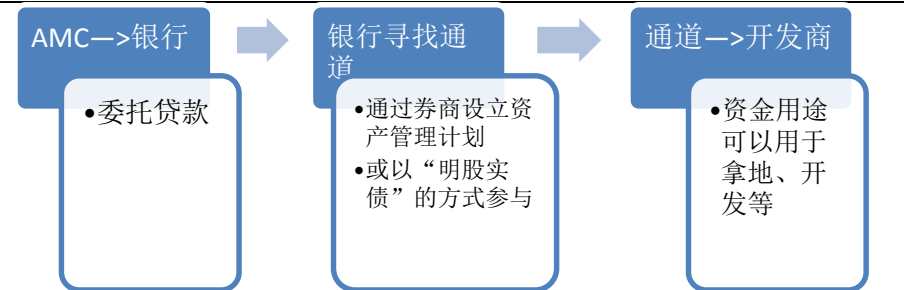
地产行业融资成为众多 AMC 公司投资标的，投资方式主要以“银行委托贷款”来规避监管。地产行业本身自带土地作为抵押物，如果出现违约风险，也可以进入不良资产处理的通道，加上其高利润率，成为了 AMC 公司投资标的的首选。但是为了规避监管，AMC 的资金普遍采用“银行委托贷款”对地产进行融资：

STEP 1) AMC 向银行提供委托贷款；

STEP 2) 银行寻找通道，通过券商设立资产管理计划，或者通过明股实债的方式进行投资。

STEP 3) 通过通道流入房地产，资金可以用于开发、拿地等。

图 27：AMC 的资金普遍采用“银行委托贷款”对地产进行融资

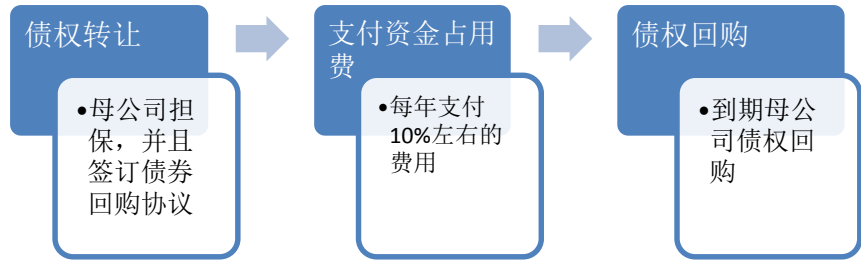


数据来源：国泰君安证券研究

AMC 也可以通过“债权受让”的方式对地产融资。据 21 世纪经济报报道，2013 年、2014 年，四大资产公司也通过“债权受让”的方式，向二三线房地产企业提供融资。四大资产公司（AMC）与开发商签订债权转让协议，并约定贷款到期后，融资方的母公司以转让的价格回购这笔债权，并且提供担保或者增加抵押物；融资方向资产公司支付每年 10%-12% 不

等的资金占用费³。对于一些大型房企来说，利率可能会更低。

图 28: AMC 通过债权转让协议进行变相融资



数据来源：国泰君安证券研究

7.1.3 不良资产管理已经受制于监管，资管新规影响不大

2018 年年初的《商业银行委托贷款管理办法》基本暂停了 AMC 通过银行委托贷款的方式向地产融资，资管新规边际影响不大。银监会于 2018 年 1 月 5 日发布了《商业银行委托贷款管理办法》，对委托贷款业务进行了规范。《办法》明确了委托贷款资金来源，要求“商业银行不得接受委托人为金融资产管理公司委托贷款业务申请”，基本停止了金融资产管理公司通过银行通道来投资的方式。另外，办法同时要求商业银行不得接受委托人“受托管理的他人资金”，基本也解决了资管的多层嵌套问题。在 1 月份办法下，目前 AMC 通过银行委托贷款的方式基本暂停，因此资管新规的边际影响不大。

但资管新规并未对“债权受让”方式有太多限制，未来有可能成为私募的新通道。资管新规中要求私募不得“直接投资于借贷性质的债权类不良资产”（例如上文所述，AMC 应用债权受让方式进行融资），但是并未要求不得“间接”投资，比如私募计划通过 AMC 或者是地方资产管理公司间接受让债权类不良资产。一些法律界人士理解私募资金参与不良资产公司的债权计划⁴，是将其解释为通过参与不良资产的处理获得风险收益，与风险较低的借贷行为有本质区别。也正是因为存在这样的可能性，对于监管层区分“真实的”和“假借不良处理，实际为借贷”的债权类不良资产施加了较大困难，目前此部分仍然存在监管空白，不良资产处理有可能成为未来私募参与地产融资的新通道之一。在 2018 年 1 月份的私募基金《备案须知》发布后，也确实存在类似的备案产品。

表 12: 近期也有投资于不良资产的私募基金进行备案

基金名称	备案时间	投资方式
万方鑫润—不良资产收益权私募基金	2018 年 2 月 27 日	受让中恒天建筑工程有限公司持有的芜湖华融渝富另类投资中心的份额收益权，以间接投资不良资产
上海不良资产处置私募基金宣和 7 号	2018 年 2 月 14 日	收购四大资产管理公司、地方性资产管理公司、商业银行及其他非银金融机构产生的不良资产，投资方式为通过投资合伙企业上海品鹏商务服务中心的合伙份额直接或间接投资，投资阶段为不良资产的后续处置管理

³ 21 世纪报，四大 AMC 的“放贷”生意：“债权受让”输血中小房企逾百亿

⁴ 通力律师事务所，资管新规系列三：资管新规后私募基金从事各类债权类投资的法律和实务探讨

数据来源：通力律师事务所，国泰君安证券研究

类似的新通道可能会助力小型开发商，对于龙头公司影响不大。类似的通道业务可能会帮助部分私募开拓新的通道，但是整体规模应该不大，对于龙头公司和行业影响不大，可能会助力小型开发商进行融资。

7.2 民间借贷、担保公司等——监管规则持续加码

民间借贷同样是小型地方公司的重要融资渠道，过去长期游离于监管之外，监管规则近期持续加码。民间借贷手续简便，但是一般成本较高，往往作为小型地方性开发商对于融资渠道的补充。由于民间借贷不涉及正式的产品备案等，针对其监管较难，过去长期游离于监管之外，也导致行业内乱象多发。而监管规则近期持续加码，也将持续促进行业的健康发展。2018年5月，中国银行保险监督管理委员会会同公安部、国家市场监督管理总局、中国人民银行，联合印发了《关于规范民间借贷行为，维护经济金融秩序有关事项的通知》，联合规范民间借贷行为，有望促进行业健康发展。

担保公司、地产性财团等也或多或少参与了地产的融资，在资管新规下或者可以探索新的合作模式。但是整体来说，非主流融资渠道的正规化，主要为有望为小型的地产开发商补充流动性，对于行业整体规模和龙头公司来说影响不大。

8. 投资机会

调控持续下，房企通过加大供给的方式回笼现金流和补充资金来源，在需求没有更加收紧下，一二线供不应求逐渐往供需平衡转向，看好长期公司成长、和短期城市复苏两条逻辑。推荐华夏幸福、保利地产、万科A、新城控股，城市资源股推荐首开股份、招商蛇口、受益华侨城A。

9. 风险提示

行业融资紧缩程度超出预期。

附表:重点公司盈利预测

	证券简称	5.30 股价	17 EPS	18E EPS	17 PE	18E PE	PB	RNAV	NAV	溢价率	总市值	总股本	年初涨幅	投资评级
000002.SZ	万科A	24.64	2.54	3.36	9.7	7.3	2.6	2974	26.9	-8.5%	2,697	110	-21%	增持
600048.SH	保利地产	12.04	1.32	1.74	9.1	6.9	1.3	2723	23.0	-47.6%	1,428	119	-15%	增持
001979.SZ	招商蛇口	20.61	1.55	1.91	13.3	10.8	2.6	1194	15.1	36.5%	1,629	79	8%	增持
002146.SZ	荣盛发展	9.11	1.33	1.67	6.8	5.5	1.7	646	14.9	-38.7%	396	43	-4%	增持
600340.SH	华夏幸福	26.80	2.83	4.25	9.5	6.3	2.4	1549	52.4	-48.9%	792	30	-15%	增持
600266.SH	北京城建	9.95	0.93	0.98	10.7	10.2	1.2	349	22.3	-55.4%	156	16	-24%	增持
002244.SZ	滨江集团	5.44	0.55	0.83	9.9	6.6	1.6	315	10.1	-46.3%	169	31	-31%	增持
000090.SZ	天健集团	8.59	0.50	0.88	17.1	9.8	2.1	264	22.0	-61.0%	103	12	-14%	增持
600466.SH	蓝光发展	9.08	0.57	0.84	15.9	10.8	1.7	181	8.5	6.8%	194	21	-3%	增持
600376.SH	首开股份	8.23	0.73	1.07	11.3	7.7	0.9	567	22.0	-62.5%	212	26	-11%	增持
000656.SZ	金科股份	4.98	0.35	0.50	14.2	10.0	1.3	295	5.5	-10.0%	266	53	1%	增持
002285.SZ	世联行	7.69	0.49	0.58	15.7	13.3	6.0				157	20	-30%	增持
601155.SH	新城控股	27.61	2.71	3.87	10.2	7.1	2.8	957	42.4	-34.9%	623	23	-3%	增持
	平均值				11.4	8.5				-31.5%				

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		