

首席研究员：夏磊

✉ xialei@evergrande.com

研究员：黄什

✉ huangshi@evergrande.com

联系人：王菁菁

✉ wangjingjing@evergrande.com

### 相关研究：

1. 日本房地产市场大起大落的终极逻辑 (2019-4-2)
2. 发达经济体房地产税怎么收？ (2019-3-18)
3. 房地产税能否替代土地出让收入？ (2019-3-10)
4. 美国 60 年房地产大牛市如何终结？ (2019-3-8)
5. 美国如何造就 60 年房地产大牛市 (2019-3-7)
6. 高房价之困 —— 香港住房制度反思 (2018-11-07)
7. 新加坡如何实现“居者有其屋”——新加坡住房制度启示录 (2018-9-21)
8. 全面解码德国房价长期稳定之谜——德国住房制度启示录 (2018-8-20)
9. 当前房地产融资渠道和现状 (2018-8-13)
10. 棚改货币化即将落幕：去库存任务完成，深刻改变三四线房地产 (2018-7-19)
11. 本轮房地产调控的回顾、反思和展望 (2014-2018) (2018-6-10)
12. 住房租赁融资：渠道与风险 (2018-4-8)
13. 房地产税何时推出？如何征收？影响多大？ (2018-3-8)

### 导读：

2018 年下半年以来，为支持实体经济和中小企业发展，货币政策由紧转松，并着力疏通货币政策传导机制。在宽货币向宽信用传导的过程中，资金是否流向了房地产行业？

本文全面梳理了当前房企的各主要融资渠道，在货币政策稳健宽松的背景下，房企融资成本随无风险利率小幅下降，各渠道融资规模有所回升，但由于房地产融资仍受限制，资金并未显著流入房地产行业。

### 摘要：

#### 1. 社融企稳回升，宽货币向宽信用传导逐步见效

**宽信用逐步见效，实体经济融资环境有明显改善。**2018 年下半年以来，央行采取了一系列措施，疏通货币政策传导机制，加强货币政策逆周期调节，社融企稳回升，宽货币向宽信用传导逐步见效。**从量上看，M2 和社融均企稳回升**，1-3 月合计新增社融 8.18 万亿，同比多增 2.34 万亿，合计新增信贷 5.81 万亿，同比多增 9465 亿元，存量社融同比增速 10.7%，M2 同比增速 8.6%，均较 2 月提升 0.6 个百分点。**从价上看，各主要融资渠道成本均有小幅下降**，2018 年 6 月至 2019 年 3 月，超短融平均发行利率从 4.69% 下降至 2.95%，中票平均利率从 5.59% 下降至 4.62%，公司债平均利率从 5.88% 降至 4.40%。

#### 2. 从宽货币到宽信用，资金并未明显流向房地产

**宽货币能否传导至宽信用，取决于两个因素：一是监管力度是否严格，二是信贷需求是否旺盛。**前者决定信贷投放的难易程度，后者反映融资意愿和融资能力。目前来看，货币政策已连续 12 个月宽松，流动性充裕，但房地产行业始终处于严监管状态。2019 年 4 月中央政治局会议重申“房住不炒”，预计短期内房地产融资不会开闸放水，在正规渠道上，房地产行业不会产生巨量的信用创造。

**房地产融资并未开闸，资金难以大量流向房企。**(1) 银行信贷门槛仍较高，开发贷实行白名单制度，严格要求项目满足“四三二”条件，不允许资金跨区域使用。(2) 非标融资受限，2017 年 12 月银信业务新规禁止银行理财和信托资金通过银信业务违规流入房地产；2018 年 1 月委贷新规封堵金融机构通过委贷投资非标、绕道放贷等行为；2018 年 5 月资管新规限制资管产品多层嵌套和资金期限错配。(3) 信用债发行用途受限，



14.新房地产周期：开启产销平稳新时代（2017-11-27）  
15.房地产周期导论（2017-9-19）  
16.从春秋到战国：房地产进入强者恒强的王者时代（2017-7-19）  
17.将棚改进行到底——兼论棚改三大经济意义（2017-06-05）  
18.房地产调控二十年：回顾、反思与抉择（2017-3-8）  
19.为什么我们对 2017 年房地产投资不悲观：兼论房地产投资增速的三种预测方法（2017-1-12）

房企公司债实行“4 类基础范围+5 项综合指标评价”的三级分类监管，目前只能借新还旧，且不得用银行间票据偿还公司债。**（4）海外债监管加强**，2018 年 5 月，发改委明确表示，房企境外发债主要用于偿还债务，限制投资境内外房地产项目、补充营运资金等。

**近期房企融资规模回升，主要是借新还旧。**截至 2018 年底，房企各主要渠道有息负债余额为 20.3 万亿，预计将在 2019-2021 年集中到期，其中 2019 年到期规模高达 6.8 万亿。但 2019 年房地产销售增速明显放缓，前 3 月销售额同比增速 5.6%，较去年同期下降 4.8 个百分点。在债务密集到期、销售下滑、其他渠道受阻背景下，房企大多只能借新还旧，融资规模的上升实质是到期债务规模的大幅增加。以信用债为例，2019 年第一季度合计融资 1810 亿，同比大幅增长 40.5%，但净融资规模仅为 574 亿，同比下滑 41.6%，这说明房企融资并未有实质性改善。

**近期房企融资成本下降，主要受益于无风险利率降低。**2018 年 7 月份以来，货币政策持续宽松，流动性扩张导致无风险利率下行，推动社会整体融资成本下降，房企融资也因此受益。信用债平均发行利率从 2018Q2 的 6.1%降至 2019Q1 的 5.3%，其中 AAA 级公司债降幅最为明显，2019Q1 仅为 4.8%，较 2017Q4 的历史高点下降了 1.5 个百分点。资产支持证券平均利率从 2018Q2 的 5.9%持续下降至 2019Q1 的 5.3%。信托平均融资成本从 2018 年 11 月的 11.51%降至 2019 年 3 月的 11.38%。

### 3. 新形势下，房企主要融资渠道有何变化？

**银行信贷小幅回暖。**由于非标转标、资金回表，叠加宽信用政策，银行信贷额度更加宽松。2019 年前 3 月，房地产开发资金来源中国内贷款同比小幅增长 2.5%，占比较 2018 年底增加 3.8 个百分点至 18.3%。贷款利率仍高于基准利率，其中上市国有房企开发贷利率一般上浮 10%左右，大型上市民营房企上浮 40%左右。

**非标转标趋势明显。**受资管新规、委贷新规影响，银行非标资产规模快速降低。2018 年，房企非标融资新增余额占比仅 1%，较 2017 年回落 3 个百分点，其中委贷规模快速减少，2018 年房地产委贷余额估计减少 1.6 万亿。表外回表，2018 年银行开发贷、境内外证券市场的融资新增余额占比分别上升 12 和 2 个百分点。

**信托规模回升，但融资门槛并未降低。**2019 年 3 月，房地产集合信托融资 889 亿，环比上涨 78.9%，房企信托融资规模回升。但融资门槛仍延续 2018 年下半年以来的收紧态势，一般要求房企销售排名前 50、项目处于核心地段。融资成本小幅回落，从 2018 年 11 月的 11.51%降至 2019 年 3 月的 11.38%。

**公司债规模大幅上升，成本下降。**从单季数据看，2018Q3-2019Q1 均在 860 亿以上，是 2018Q1-Q2 的 2 倍，是 2017Q1-Q4 的 4 倍。这并非发行条件放松，而是大量借新还旧。经测算，2015-2016 年集中发行的公司债将在 2019-2021 年集中到期，规模分别为 4454 亿、5323 亿和 8720 亿。此外，由于流动性宽松导致无风险利率下降，房企公司债融资成本也有

小幅下降，以 AAA 级公司债为例，2019Q1 仅为 4.8%，较去年同期下降 1.1 个百分点。

**资产支持证券火爆后降温。**2018 年以来，由于传统渠道持续收紧，资产证券化成为房企盘活存量资产、进行融资的重要手段，2018 年全年融资 2614 亿，同比增长 84.8%。2019 年 1 月延续火爆趋势，但从 2 月以后，多家房企 ABS 发行被中止审核，融资规模迅速下降，2 月仅融资 39.1 亿，降幅高达 72.5%，3 月虽有所回升，但不及之前。

**海外债规模持续攀升，成本小幅下降。**2016 年 930 以来，境内融资持续收紧，房企转向海外债，2017 年合计发行 2998 亿元，是 2016 年 5 倍，2018 年继续增长 7.7%，合计融资 3230 亿元。2019 年第一季度海外债规模持续攀升，合计融资 1507 亿，是去年同期的 2.3 倍。主要在于近期债务密集到期，房企大量发债用于借新还旧。融资成本小幅下降，以雅居乐为例，2018 年 6 月的美元债利率为 8.55%，2019 年 3 月降至 6.7%。

**个贷利率持续下降、规模小幅上升。**2018 年 10 月以来，全国房贷利率持续下降，首套房从 5.71% 下降至 2019 年 3 月的 5.56%，二套房从 6.07% 下降至 5.89%。受利率下降影响，2019 年第一季度个人住房贷款新增余额 1.07 万亿，但由于首付比并未调整，新增余额同比仅小幅上涨 7.0%。

**风险提示：**房地产融资政策超预期收紧、房地产市场超预期回落、融资收紧导致部分房企资金链断裂。

## 目录

1	从宽货币向宽信用传导逐步见效 .....	7
2	钱流进房地产了吗? .....	8
2.1	信贷严格监管, 宽货币难以转化为房地产行业宽信用 .....	8
2.2	偿债高峰来临, 融资规模回升主要是借新还旧 .....	8
2.3	房企融资成本下降, 实则是无风险利率降低 .....	9
3	房企主要融资渠道规模和结构 .....	10
3.1	我国房企融资渠道 .....	10
3.1.1	房企融资渠道类别 .....	10
3.1.2	房企主要融资渠道 .....	11
3.2	主要融资渠道的规模和结构 .....	12
3.2.1	主要融资渠道当期融资规模 .....	12
3.2.2	主要融资渠道的新增余额 .....	13
4	房企主要融资渠道的政策和现状 .....	14
4.1	银行贷款 .....	14
4.1.1	银行开发贷 .....	14
4.1.2	银行并购贷 .....	17
4.2	非标融资 .....	17
4.2.1	银行投资非标资产监管加强 .....	18
4.2.2	委托贷款 .....	19
4.2.3	信托贷款 .....	20
4.3	境内证券市场融资 .....	22
4.3.1	境内股权融资 .....	23
4.3.2	信用债 .....	23
4.3.3	资产支持证券 .....	26
4.4	海外融资 .....	28
4.4.1	海外股权融资 .....	28
4.4.2	海外债券 .....	29
4.5	房地产私募股权基金 .....	31
4.6	个人住房金融 .....	32
4.6.1	商业个人住房贷款 .....	32
4.6.2	个人住房公积金贷款 .....	33
4.6.3	个人租赁住房贷款 .....	33
4.7	应付账款和应付票据 .....	35

## 图表目录

图表 1: 2019Q1 新增社融和新增信贷均明显回升 .....	7
图表 2: 2019 年 Q1 社融和 M2 增速企稳回升 .....	7
图表 3: 2018Q3-2019Q1 银行间市场融资成本下降 .....	7
图表 4: 2018Q3-2019Q1 交易所债券融资成本下降 .....	7
图表 5: 房企主要有息债务余额及未来每年到期规模测算 (万亿元) .....	8
图表 6: 房企标准债务融资余额及未来每年到期规模测算 (亿元) .....	9
图表 7: 2018 年下半年以来信用债融资规模与净融资规模增速出现背离 .....	9
图表 8: 房企融资成本随无风险利率降低而下降 .....	10
图表 9: 我国房企融资渠道汇总 .....	11
图表 10: 房企融资渠道和房地产开发资金来源 .....	12
图表 11: 2015-2018 房企主要渠道当年融资规模及结构测算 .....	13
图表 12: 2015-2018 房企主要渠道新增余额及结构测算 .....	14
图表 13: 2012-2018 年房产开发贷款余额增长情况 .....	15
图表 14: 2012-2018 年地产开发贷款余额增长情况 .....	15
图表 15: 房地产开发贷发放和偿还额测算 .....	16
图表 16: 2011-2018 房企开发贷利率情况 .....	16
图表 17: 2018 年房地产并购贷随行业并购规模减少而下降 .....	17
图表 18: 金融机构股权及其他投资在总投资中占比从 2017 年开始回落 .....	18
图表 19: 2018 年银行理财投资非标余额及占比均有小幅回升 .....	18
图表 20: 新增社融和委托贷款占比 .....	19
图表 21: 房地产委贷规模测算 .....	20
图表 22: 投向房地产的信托存量规模及占比 .....	21
图表 23: 投向房地产的信托新增额变化 .....	21
图表 24: 信托到期规模和房地产资金信托余额占比 .....	22
图表 25: 房企境内资本市场融资规模情况 .....	22
图表 26: 房企境内股权融资规模 .....	23
图表 27: 2016 年 930 以来与房地产业务相关的再融资 .....	23
图表 28: 2018 年底存量房地产信用债结构 .....	24
图表 29: 2014-2018 年各类信用债发行规模变化 .....	25
图表 30: 各类存量信用债到期时间统计 .....	25
图表 31: AAA 级公司债票面利率自 2018 年起持续下降 .....	26
图表 32: 各类房企 ABS 存量规模 (2018 年) .....	26
图表 33: 各类房企 ABN 存量规模 (2018 年) .....	26
图表 34: 各类资产支持证券发行规模 .....	27
图表 35: 资产支持证券到期规模 .....	27
图表 36: 房地产资产支持证券发行票面利率变化 .....	28
图表 37: 房企境外股权融资规模和结构 .....	28
图表 38: 近期房企各类海外股权融资案例 .....	29
图表 39: 房企海外债发行规模情况 .....	30
图表 40: 部分房企海外债发行成本对比 .....	30
图表 41: 当前房企海外债到期规模分布 .....	31
图表 42: 房地产私募股权基金募集规模 .....	32
图表 43: 近 5 年主要金融机构商业个人住房贷款发放额和余额情况 .....	32

---

图表 44:	2018 年 10 月以来个贷利率持续下降.....	33
图表 45:	近 6 年公积金贷款变化情况 .....	33
图表 46:	建行“按居贷”发放条件 .....	34
图表 47:	应付工程款及各项应付款规模持续增加.....	35

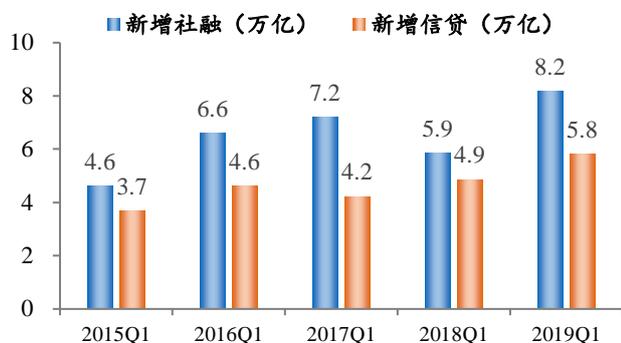
2019年4月，中央政治局会议再次强调，要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题。从2018年下半年以来，中央曾多次表态要支持实体经济和中小企业发展，提高金融服务实体经济的效果。货币政策也由紧转松，同时央行积极采取了一系列措施，疏通货币政策传导机制。从宽货币向宽信用传导，进展如何？资金是否流向了房地产行业？房企融资又受到了怎样的影响？

## 1 从宽货币向宽信用传导逐步见效

2018年下半年以来，货币政策加强逆周期调节，宽货币逐步发力。受前期去杠杆、去产能、去库存、房地产调控以及中美贸易摩擦影响，我国经济出现紧缩，为缓解经济下行压力，货币政策开始逐步宽松。2018年四次定向降准，净投放资金2.3万亿；2019年初全面降准，净投放长期资金0.8万亿。同时，央行还采取了一系列措施，疏通货币政策传导机制，如创设TMLF、调高普惠金融贷款考核标准、在MPA中增设专项指标、再贷款等方式，加大对小微企业、民营企业的信贷投放。

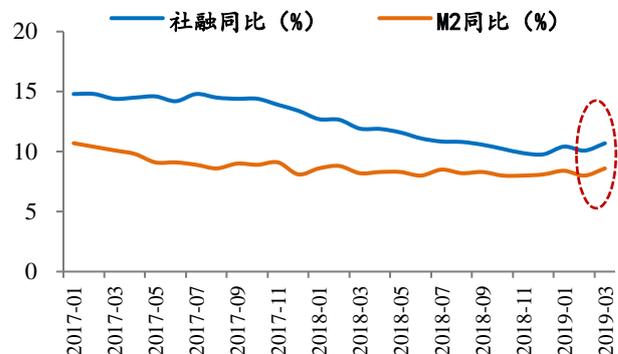
2019年开始，宽信用逐步见效，实体经济融资环境出现改善。从量上看，M2和社融企稳回升，1-3月合计新增社融8.18万亿，同比多增2.34万亿，合计新增信贷5.81万亿，同比多增9456亿元；3月存量社融同比增速10.7%，较2018年底提高0.91个百分点，M2同比增速8.6%，较2018年底提高0.5个百分点。从价上看，各主要渠道融资成本均有下降，一是银行间市场，超短融和中票平均发行利率从2018年6月的4.69%和5.59%分别降至2019年3月的2.95%和4.62%；二是交易所债券融资，AAA+公司债的发行利率从2018年6月的5.88%下降至2019年3月的4.4%。

图表1：2019Q1新增社融和新增信贷均明显回升



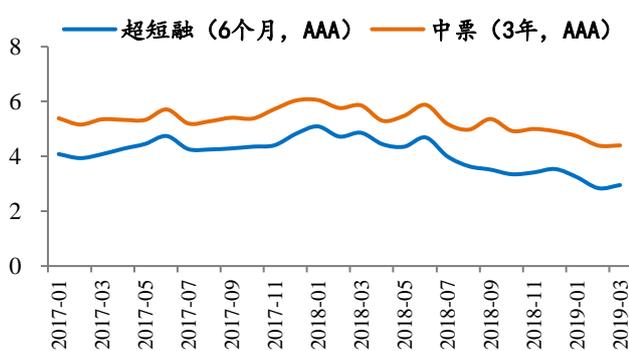
资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：2019年Q1社融和M2增速企稳回升



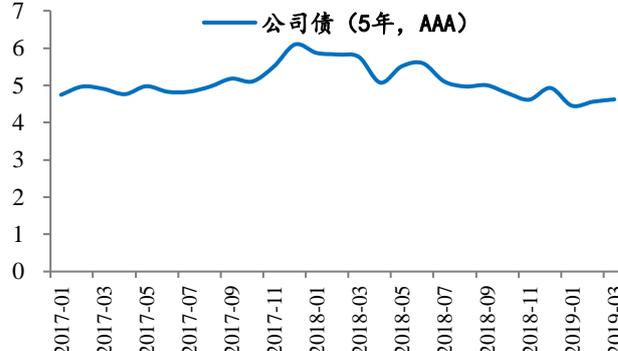
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：2018Q3-2019Q1银行间市场融资成本下降



资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：2018Q3-2019Q1交易所债券融资成本下降



资料来源：Wind，恒大研究院

## 2 钱流进房地产了吗？

近期，房地产融资规模小幅上升、融资成本有所下降，这是否意味着本轮货币宽松释放的流动性又重蹈覆辙进入房地产行业？我们认为，在当前货币政策稳健宽松的背景下，房企融资成本的下降实质是无风险利率的降低，而房企融资规模回升主要是大量借新还旧、应对偿债高峰，由于房地产融资仍受限制，资金并未显著流进房地产行业。

### 2.1 信贷严格监管，宽货币难以转化为房地产行业宽信用

宽货币能否传导至宽信用，取决于两个因素：一是监管力度是否严格，二是信贷需求是否旺盛。前者决定信贷投放的难易程度，后者反映融资意愿和融资能力。目前来看，货币政策已连续 12 个月宽松，市场上流动性充裕，但房地产行业始终处于严格监管状态。2019 年中央政治局会议重申“房住不炒”，部分热点城市边际收紧房地产调控政策，如北京收紧国管公积金政策，长沙停止执行对第二套改善性住房契税的优惠政策等，预计短期内房地产融资不会开闸放水，在正规渠道上，房地产行业不会产生巨量的信用创造。

具体来看，房地产各融资渠道均未开闸。(1) 银行信贷门槛仍较高，开发贷实行白名单制度，严格要求项目满足“四三二”条件，不允许资金跨区域使用。(2) 非标融资受限：2017 年 12 月银信业务新规禁止银行理财和信托资金通过银信业务违规流入房地产；2018 年 1 月委贷新规封堵金融机构通过委贷投资非标、绕道放贷等行为；2018 年 5 月资管新规限制资管产品多层嵌套和资金期限错配。(3) 信用债发行用途受限：房企公司债实行“4 类基础范围+5 项综合指标评价”的三级分类监管，目前只能借新还旧，且不得用银行间票据偿还公司债。(4) 海外债监管加强：2018 年 5 月，发改委明确表示，房企境外发债主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目、补充营运资金等。

### 2.2 偿债高峰来临，融资规模回升主要是借新还旧

2019-2021 年是房企有息负债的偿债高峰。经过测算，截至 2018 年底，房地产主要渠道有息负债余额是 20.3 万亿，将在 2019-2021 年集中到期，每年到期规模分别为 6.8 万亿、6.6 万亿和 5.4 万亿。其中规模最大的银行和非银金融机构贷款期限一般为 2-3 年，近期开始密集到期；而信用债中占比最大的公司债在 2015-2016 年集中发行，一般期限为 3-5 年，也将从 2019 年起进入偿债高峰期。

图表5：房企主要有息债务余额及未来每年到期规模测算（万亿元）

	开发贷	并购贷	委托贷款	信托融资	信用债	资产支持证券	海外债	总计
2018 年底余额	10.21	0.78	2.60	2.69	2.67	0.39	0.95	20.29
2019 年	2.74	0.25	1.57	1.46	0.45	0.17	0.15	6.79
2020 年	3.56	0.33	1.03	0.93	0.53	0.05	0.18	6.61
2021 年	3.91	0.20		0.21	0.87	0.03	0.19	5.41
2022 年				0.09	0.34	0.01	0.10	0.54
2023 年					0.37	0.01	0.11	0.49
2024 年					0.08	0.01	0.06	0.15
2025 年					0.02	0.01	0.04	0.07
2025 年后					0.02	0.11	0.10	0.23

资料来源：Wind，恒大研究院

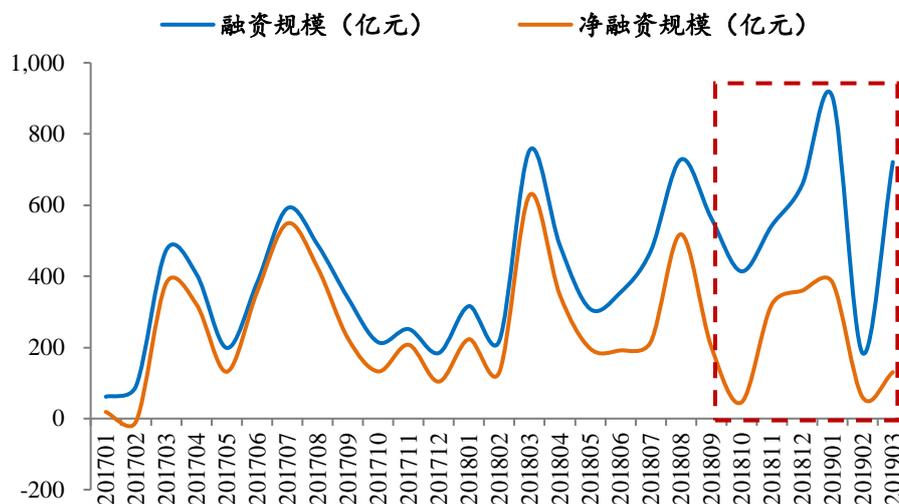
图表6：房企标准债务融资余额及未来每年到期规模测算（亿元）

	公司债	企业债	非金融企业债务融资工具	资产支持证券	海外债	总计
2018 年底规模	13874.7	5646.3	7222.7	3900.8	9493.5	40138
2019	2357.6	430.0	1666.0	1670.1	1508.7	7632.4
2020	2968.5	412.4	1942.3	474.6	1816.0	7613.8
2021	5203.5	1477.8	2038.9	327.5	1944.6	10992.3
2022	1479.5	1061.5	827.9	103.2	1036.2	4508.3
2023	1500.7	1571.0	627.6	104.5	1138.0	4941.8
2024	100.0	598.8	77.0	45.2	617.9	1438.9
2025	144.0	15.0	19.0	42.1	388.5	608.6
2025 年以后	121.0	79.8	24.0	1133.7	1043.7	2402.2

资料来源：Wind，恒大研究院

近期房企融资规模有所上升，主要是借新还旧。2019 年房企各主要渠道债务到期规模合计高达 6.79 万亿，但目前房企各融资渠道并未出现放松迹象。此外，2019 年房地产销售增速明显放缓，前 3 月累计销售金额同比增速降至 5.6%，较上年同期下降了 4.8 个百分点，这说明房企很难通过销售回款缓解资金压力。在债务密集到期、销售下滑、其他渠道受阻背景下，房企大多只能借新还旧，融资规模的上升实质是到期债务规模的大幅增加。以信用债为例，2019 年第一季度合计融资 1810 亿，同比大幅增长 40.5%，但净融资规模仅为 574 亿，同比下滑 41.6%，这说明房企融资并未有实质性改善。

图表7：2018 年下半年以来信用债融资规模与净融资规模增速出现背离



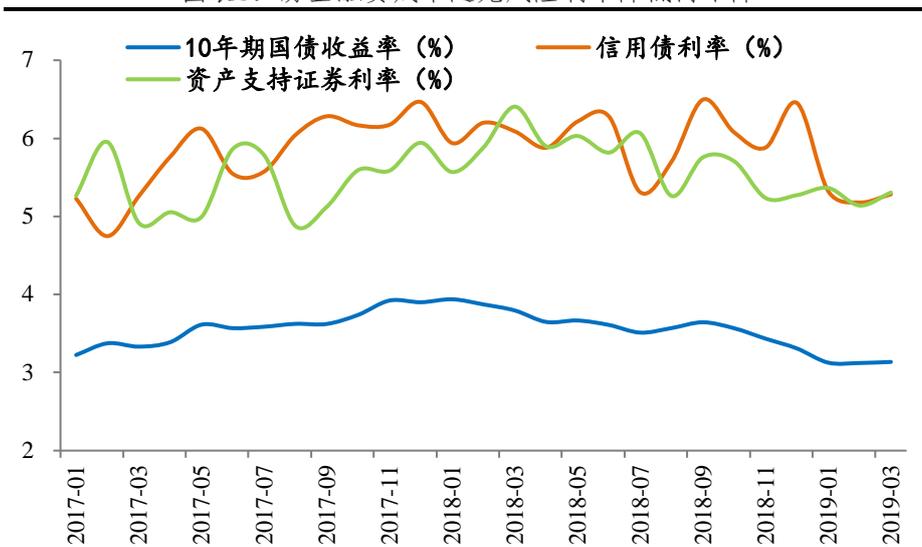
资料来源：Wind，恒大研究院

### 2.3 房企融资成本下降，实则是无风险利率降低

近期房企融资成本出现下降，主要受益于无风险利率的降低。2018 年以来，由于货币政策持续宽松，流动性扩张导致无风险利率下降，10 年期国债收益率从 2018 年 1 月的 3.94% 下降至 2019 年 3 月的 3.14%。根据资本定价模型，无风险利率下降将推动社会整体融资成本降低，房企融资成本也因此小幅下降。信用债平均发行利率从 2018Q2 的 6.1% 降至 2019Q1 的 5.3%，其中 AAA 级公司债降幅最为明显，2019Q1 仅为 4.8%，较 2017Q4 的历史高点下降了 1.5 个百分点。资产支持证券平均利率从 2018Q2 的

5.9%持续下降至2019Q1的5.1%。信托融资成本从2018年11月的11.51%降至2019年3月的11.38%。

图表8：房企融资成本随无风险利率降低而下降



资料来源：Wind、恒大研究院

## 3 房企主要融资渠道规模和结构

### 3.1 我国房企融资渠道

#### 3.1.1 房企融资渠道类别

房地产行业已形成5大类、16小类、近50类细项的多元化融资渠道。其中，筹资活动包括境内间接融资、境内直接融资和海外融资3大类，共12小类融资渠道；经营活动包括供应链融资、销售回款2大类，共4小类融资渠道。

**(1) 境内间接融资：**第一类是境内银行贷款，包括可以直接以项目名义贷款的房地产开发贷和并购贷，资金运用灵活的经营性物业贷款，中短期内补充流动资金的流动资金贷，以及政策性银行专项贷款，如棚改或旧改专项贷款、租赁住房贷款等。第二类是非标债权融资，和金融机构以专项合约形式进行的债权性融资，主要包括委托贷款、信托贷款、带回购条款的资产或受益权转让、融资租赁、小贷和财务公司贷款、债务重组。

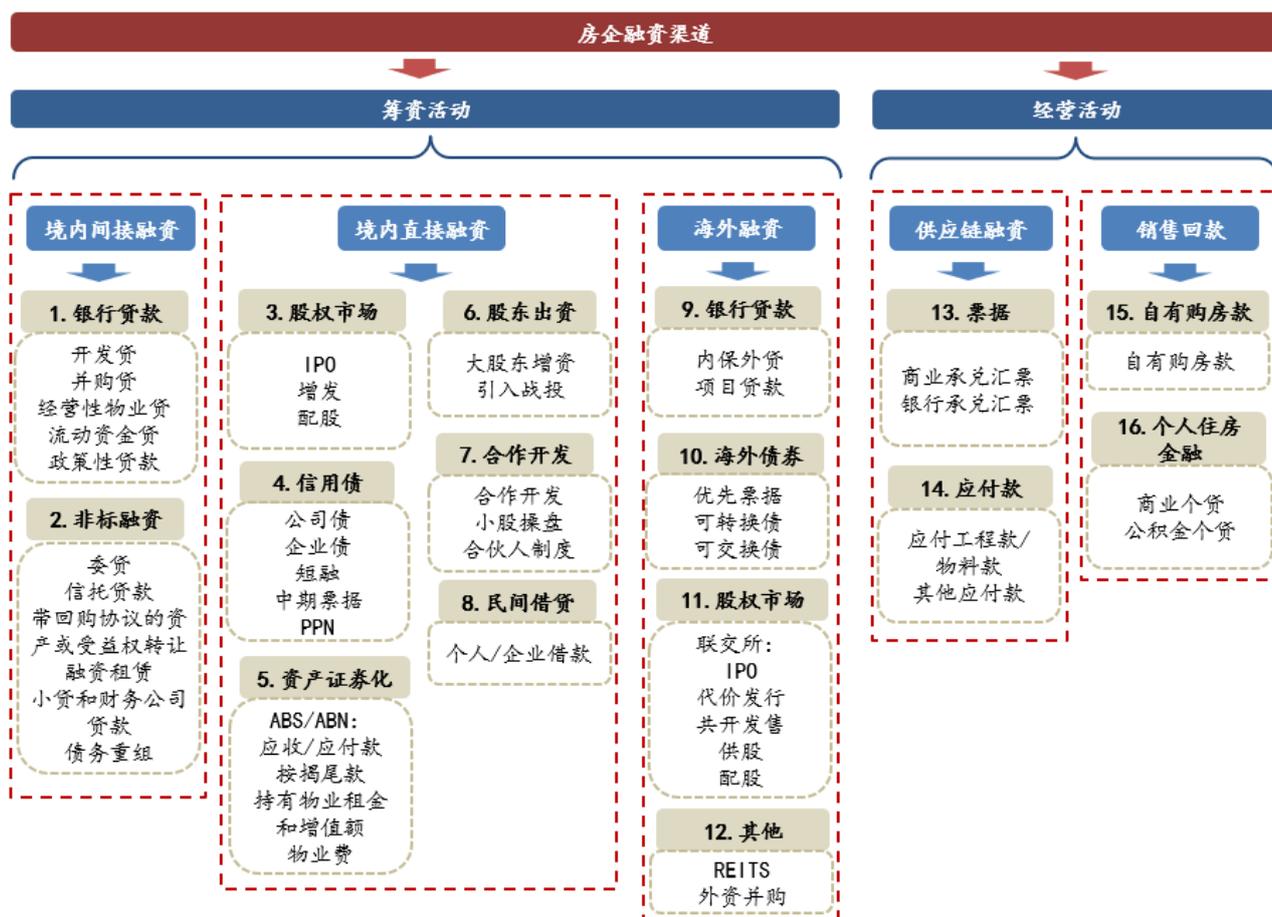
**(2) 境内直接融资：包括三类标准化证券融资。**第一类是在境内股权市场进行的公开股权转让，主要包括IPO、增发、配股；第二类是发行境内信用债，包括公司债、企业债和非金融企业债务融资工具。第三类是发行境内资产支持证券，包括证监会主管的ABS和交易商协会主管的ABN，主要有应收应付款、按揭尾款、持有物业租金和增值额、以及物业费等四类底层资产。**也包括三类非标准融资。**第一类是股东直接对集团出资，包括大股东增资和引入战略投资者；第二类是对项目引入股权投资者，合作开发、风险利润共担，包括引入少数权益股东、小股操盘和合伙人制度；第三类是以个人借款、企业间拆借为形式的民间借贷。

**(3) 海外融资：**第一类是以内保外贷、项目贷款为主的境外银行贷款；第二类是发行海外债券，包括优先票据、可转换债、可交换债，以美元债为主，也有部分欧元、港元和新加坡元海外债；第三类是海外股权市场上市和再融资；以及海外发行Reits、外资并购等其他海外融资方式。

(4) **供应链融资**：对工程接包方、物料供应商等上游供应商的商业信用融资。第一类是开具商业/银行承兑汇票，并给予贴息补偿；第二类是以应付工程款为主的各类应付款，工程款通常包括包干费补贴。

(5) **销售回款融资**：按照购房款资金来源区分，第一类是购房者自有资金；第二类是个人住房金融，包括商业银行个人住房贷款、公积金个人住房贷款。

图表9：我国房企融资渠道汇总



资料来源：恒大研究院

### 3.1.2 房企主要融资渠道

全国房地产项目开发资金来源中，占比最高的依次是销售回款、自筹资金、应付账款、国内贷款。对应的主要融资渠道包括：银行贷款、非标融资、国内证券市场融资、海外融资、应付款和预收款融资。

2018年，全国房企用于项目开发的新增资金20.3万亿元，包括实际到位资金16.6万亿、各项应付款3.7万亿。其中，国内银行贷款1.9万亿（占比9.4%）；国内非银金融机构贷款4979亿（2.4%）；自筹资金5.6万亿（27.5%）；销售回款7.9万亿（39%），包括定金及预收款5.5万亿和按揭贷款2.4万亿；除销售回款以外的其他资金6896亿（3.4%）；利用外资108亿（0.1%）；以及应付账款和应付票据3.7万亿（18.3%）。

图表10：房企融资渠道和房地产开发资金来源

统计局口径		具体融资渠道	2018年房地产开发资金来源 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	银行贷款	商业银行贷款：开发贷、并购贷、流动资金贷、经营性物业贷、委托贷款	19026	9.4
		政策性银行贷款：棚改旧改专项贷、租赁住房贷款等		
	非银行金融机构贷款	信托贷款	4979	2.4
		城市信用社、农村信用社贷款		
		小贷、财务公司、融资租赁等类金融机构贷款		
		金融控股公司贷款		
		交易及结算类金融机构贷款		
资产管理公司贷款（如债务重组）				
自筹资金	自有资金	包括企业折旧资金、资本金、资本公积金、企业盈余公积金及其他自有资金	55831	27.5
		股权融资：发行股票、大股东增资、引入战投、合作开发、小股操盘、合伙人制度		
	其他自筹资金	关联方借款		
		民间借贷		
资产/资产收益权转让				
其他资金	定金及预付款	销售回款-定金及预收款	55418	27.3
	个人按揭贷款	销售回款-商业个贷、公积金个贷	23706	11.7
	其他资金	债券融资、国家预算内资金、社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及用征地迁移补偿费、移民费等	6896	3.4
利用外资	对外借款	海外发行股票、债券、Reits、境外贷款	108	0.1
	外商直接投资	外商设立投资企业、合伙企业、分支机构等		
	外商其他投资	包括补偿贸易、外商提供设备价款、国际租赁、外商收益再投资		
各项应付款	应付工程款	用于工程款的应付账款、应付票据	19442	9.6
	其他应付款	用于工程款以外的应付账款、应付票据和其他应付款	17832	8.8
合计	融资大类	银行贷款、标准债权融资、非标融资、股权融资、海外融资、销售回款、供应链融资	203236	100.0

资料来源：国家统计局、恒大研究院

注：统计口径上，房企本年实际到位资金包括国内贷款、自筹资金、其他资金和利用外资，不包括各项应付款。

## 3.2 主要融资渠道的规模和结构

### 3.2.1 主要融资渠道当期融资规模

我们测算了房企近年通过主要融资渠道的当期融资规模。

从总量上看，房企融资规模持续增长，2015年至2018年分别为13.9万亿、18.2万亿、18.6万亿和20.3万亿。

从具体项目看，融资规模从大到小依次是个人住房金融市场、银行贷款、应付款融资、非标融资、国内证券市场、海外融资。2018年分别占总融资规模的40%、24%、18%、12%、4%和2%。除去销售回款，房企主要的融资工具是银行开发贷、应付款融资、委托贷款和信托贷款，2018年分别为4.7万亿、3.7万亿、1.5万亿和0.9万亿，分别占比23%、18%、7%和4%。

图表11：2015-2018 房企主要渠道当年融资规模及结构测算

融资渠道		2018年	2018年占比	2017年	2016年	2015年
1. 银行贷款 (亿元)	(1) 开发贷(测算)	46719	23.0%	35600	27367	28067
	(2) 并购贷(测算)	2030	1.0%	3281	2467	1628
	小计	<b>48749</b>	<b>24.0%</b>	<b>38881</b>	<b>29834</b>	<b>29695</b>
2. 非标融资 (亿元)	(3) 委托贷款(测算)	14954	7.4%	18942	19110	15613
	(4) 信托贷款	8710	4.3%	11092	7327	5386
	小计	<b>23664</b>	<b>11.7%</b>	<b>30034</b>	<b>26437</b>	<b>20999</b>
3. 境内证券市场融资 (亿元)	(5) 股权融资	138	0.1%	283	1287	1490
	(6) 信用债融资	5814	2.9%	3682	10658	6041
	(7) 资产证券化	2614	1.3%	1415	860	271
	小计	<b>8566</b>	<b>4.2%</b>	<b>5380</b>	<b>12805</b>	<b>7802</b>
4. 海外融资 (亿元)	(8) 海外股权融资	301	0.1%	309	482	920
	(9) 海外债	3813	1.9%	3112	910	532
	小计	<b>4114</b>	<b>2.0%</b>	<b>3421</b>	<b>1392</b>	<b>1452</b>
5. 个人住房金融市场 (亿元)	(10) 商业个贷(测算)	69786	34.4%	64714	68314	39443
	(11) 公积金贷款(测算)	10698	5.3%	9535	12702	11083
	小计	<b>80484</b>	<b>39.7%</b>	<b>74249</b>	<b>81016</b>	<b>50526</b>
6. 应付款 (亿元)	(12) 应付工程款	19442	9.6%	17967	17059	15183
	(13) 其他应付款	17832	8.8%	15688	13857	13810
	小计	<b>37274</b>	<b>18.4%</b>	<b>33655</b>	<b>30916</b>	<b>28993</b>
总计		<b>202851</b>	<b>100.0%</b>	<b>185620</b>	<b>182400</b>	<b>139467</b>

资料来源：Wind，恒大研究院

### 3.2.2 主要融资渠道的新增余额

我们也测算了房地产主要融资渠道的新增余额。

从总量看，2018年房地产融资新增余额大幅回落。2016年房地产融资新增余额达到峰值8.3万亿，2017年降至7.5万亿，2018年为6.8万亿，同比下降9.2%。

从结构看，个人住房金融、银行贷款、境内证券市场是主要融资渠道。2018年个人住房金融占比最高，此外依次是银行开发贷、信托贷款、境内信用债、海外债、资产证券化、并购贷，占比分别为28%、6%、5%、4%、3%、1%。

融资政策对房地产融资结构产生积极影响。2018年以来，非标转标和去通道，非标融资新增余额占比大幅回落13个百分点，其中委贷余额负增

长；境内外证券市场融资新增余额占比小幅上升 2 个点；表外回表，银行贷款新增余额大幅上升 10 个点，其中开发贷上升 12 个点。

图表12：2015-2018 房企主要渠道新增余额及结构测算

融资渠道		金额（亿元）				占比（%）			
		2018	2017	2016	2015	2018	2017	2016	2015
1. 银行贷款	(1) 开发贷（测算）	19052	11900	5500	9300	28%	16%	7%	17%
	(2) 并购贷（测算）	402	2485	1679	1628	1%	3%	2%	3%
	小计	<b>19454</b>	<b>14385</b>	<b>7179</b>	<b>10928</b>	<b>29%</b>	<b>19%</b>	<b>9%</b>	<b>20%</b>
2. 非标融资	(3) 委托贷款（测算）	-3382	1617	4761	3369	-5%	2%	6%	6%
	(4) 信托贷款	4044	8533	1418	-218	6%	12%	2%	0%
	小计	<b>662</b>	<b>10150</b>	<b>6179</b>	<b>3151</b>	<b>1%</b>	<b>14%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
3. 境内证券市场融资	(5) 股权	138	284	1673	1490	0%	0%	2%	3%
	(6) 信用债	3379	2842	10004	5822	5%	4%	12%	10%
	(7) 资产证券化	1870	1031	836	265	3%	1%	1%	0%
	小计	<b>5387</b>	<b>4157</b>	<b>12513</b>	<b>7577</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>
4. 海外融资	(8) 海外股权	301	274	434	920	0%	0%	1%	2%
	(9) 海外债	2698	2545	348	532	4%	3%	0%	1%
	小计	<b>2999</b>	<b>2819</b>	<b>782</b>	<b>1452</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>
5. 个人住房金融市场	(10) 商业个贷（测算）	38500	39000	49000	25000	57%	52%	59%	45%
	(11) 公积金贷款（测算）	1129	4515	7670	7343	2%	6%	9%	13%
	小计	<b>39629</b>	<b>43515</b>	<b>56670</b>	<b>32343</b>	<b>59%</b>	<b>58%</b>	<b>68%</b>	<b>58%</b>
总计		<b>68131</b>	<b>75026</b>	<b>83323</b>	<b>55451</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
总计/当年社融新增		35.4%	33.5%	46.8%	36.0%				

资料来源：Wind，恒大研究院

## 4 房企主要融资渠道的政策和现状

### 4.1 银行贷款

国内银行体系流入房企的贷款包括房地产开发贷、并购贷、流动资金贷款、经营性物业贷、政策性贷款和个人购房贷款。其中，房地产开发贷、并购贷是房企最主要的境内银行信贷融资工具。

#### 4.1.1 银行开发贷

防范重大金融风险和房地产调控背景下，银行开发贷政策持续收紧。

(1) **贷款成本上升**：2016 年资信良好的大型国有房企尚能获取利率下浮 10% 的开发贷，2017 年基本回归基准，2018 年开发贷利率上浮 10% 左右。

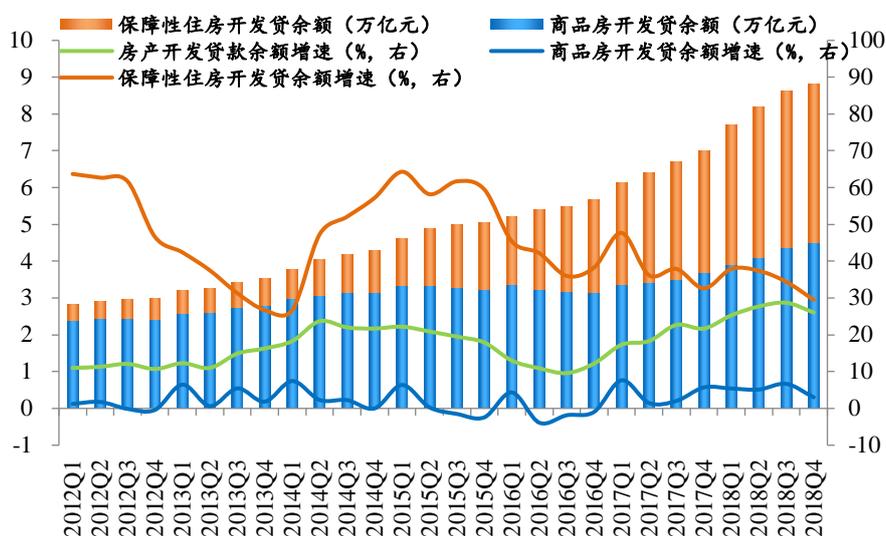
(2) **额度收紧**：2017 年 3-4 月，银监会集中发文整顿银行房地产贷款，开发贷额度全面收紧；2018 年 1 月之后，部分商业银行暂停受理房地产新增授信和开发贷业务。(3) **资质要求严格**：按照监管部门提供的名单发放贷款，并综合考虑房地产企业的资质、项目的情况。(4) **用途严格规范**：严格要求项目满足“四三二”条件，不允许资金跨地区使用。

当前银行信贷呈流动性支持和信用收紧的特征，在控制房企负债和杠杆继续快速增长的同时，保证流动性防范信用风险。

在表外回表的背景下，银行表内信贷对房地产企业的总体融资支持增加。

房产开发贷余额持续增长。截至2018年底，全国房产开发贷余额8.8万亿，比2017年增长26.1%。房产开发贷余额增速并没因为政策收紧而降低，反而从2017年Q2开始加速增长，其中商品房开发贷余额增速从2017年Q1开始由负转正，呈上升趋势。

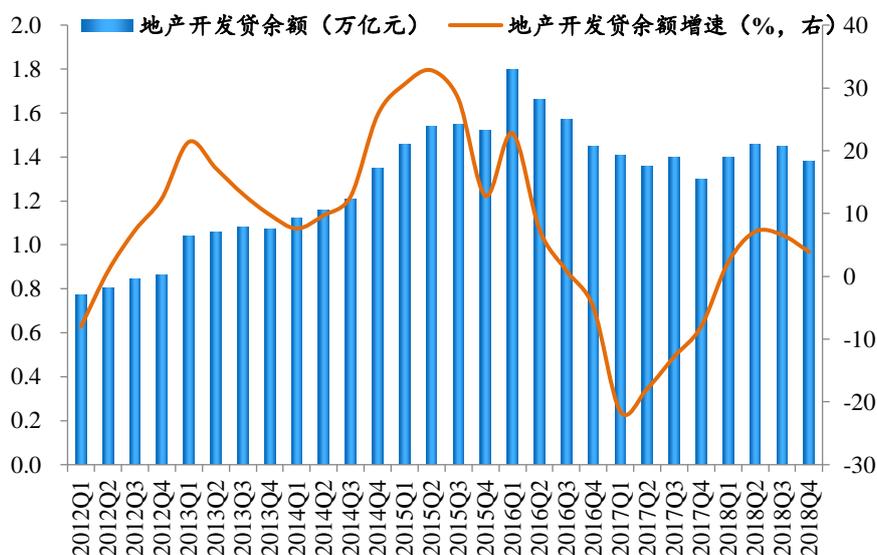
图表13：2012-2018年房产开发贷款余额增长情况



资料来源：Wind、中国人民银行、恒大研究院

地产开发贷款余额在2016年一季度达到最大值1.8万亿元后持续回落，2017年末降至1.3万亿元，2018年末为1.4万亿。主要原因在于占比近90%的土地储备贷款减少。2016年2月，为了清理土地储备机构、规范土储机构的投融资行为、妥善处置存量土地储备债务，四部门发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》，规定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，新增土地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。

图表14：2012-2018年地产开发贷款余额增长情况



资料来源：Wind、中国人民银行、恒大研究院

同时，银行加强对房企信贷投放的监管，规范房企信用扩张，限制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。银行信贷将逐步向负债规模和财务杠杆可控、偿债能力强、资信优良的国有或上市房企集中。如建立白名单制度，对房企的销售规模、是否有国有和上市背景、债务规模和偿债能力要求提升。目前银行对房企授信基本实行白名单制度，要求销售规模前 50 甚至更高、申请房企具有国有或上市背景，导致中小房企和民营非上市房企基本无法获取银行贷款。

房地产开发贷发放额和偿还额均创新高。通常结合还款时间和销售进度设置还款方式，平均还款年限 3 年左右。经测算，2018 年，房地产开发贷发放 4.67 万亿，同增 31.2%，到期 2.77 万亿，同增 16.7%，均创历史新高。

图表15：房地产开发贷发放和偿还额测算

	A	$B(t)=A(t-1)/3$	C	D=B+C
	余额（亿元）	当期偿还额（亿元）	当期净增额（亿元）	当期发放额（亿元）
2006	14100	3047	4959	8006
2007	18000	4700	3900	8600
2008	19300	6000	1300	7300
2009	25278	6433	5978	12411
2010	31326	8426	6048	14474
2011	34880	10442	3554	13996
2012	38630	11627	3750	15377
2013	45900	12877	7270	20147
2014	56300	15300	10400	25700
2015	65600	18767	9300	28067
2016	71100	21867	5500	27367
2017	83000	23700	11900	35600
2018	102052	27667	19052	46719

资料来源：Wind、中国人民银行、恒大研究院

成本方面，贷款利率仍高于基准利率，但目前基准利率处于历史低位，银行开发贷仍是成本最低的融资渠道之一。上市国有房企开发贷利率一般上浮 10% 左右，大型上市民营房企开发贷利率上浮 40% 左右。

图表16：2011-2018 房企开发贷利率情况

时间	人民币贷款基准利率（%）			实际利率
	1-3 年	3-5 年	5 年以上	
2011 年末	6.65	6.90	7.05	根据信贷额度、房企资质和项目情况上下浮动
2012 年末	6.15	6.40	6.55	
2013 年末	6.15	6.40	6.55	
2014 年末	6.00	6.00	6.15	
2015 年末至今	4.75	4.75	4.90	
当前实际利率-上浮 10%	5.23	5.23	5.39	
当前实际利率-上浮 40%	6.65	6.65	6.86	

资料来源：Wind，恒大研究院

#### 4.1.2 银行并购贷

商业银行并购贷是房企以合并项目公司或上方持股平台公司向商业银行申请交易价款和费用的专项贷款。

并购贷期限较长。根据 2015 年原银监会修订的《商业银行并购贷款风险管理指引》，并购贷款期限一般不超过 7 年。通常不超过 5 年，以 3-5 年居多。并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于 60%，商业银行全部并购贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不超过 50%。

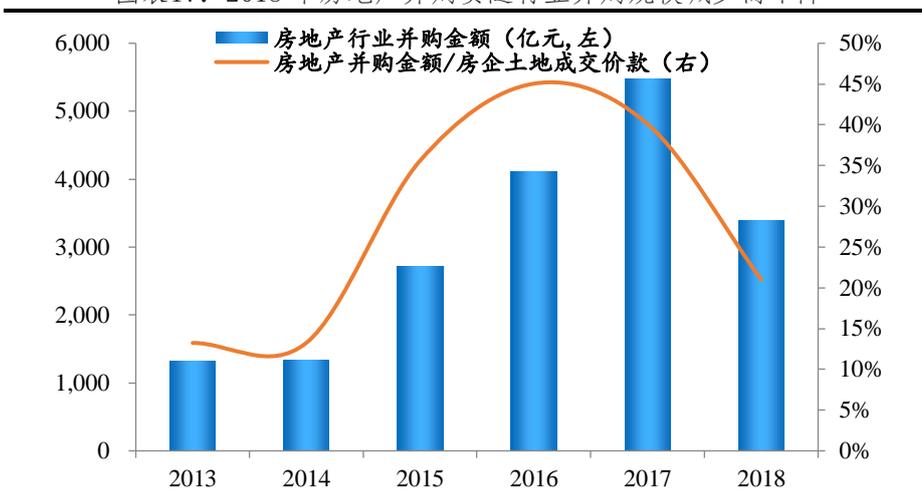
2015 年以来，房地产并购无论是总规模还是在拿地金额占比，均快速增长。2017 年全国房地产行业并购总金额 5469 亿元，同增 33%；占全年土地购置费比例达 21.4%。按照并购贷款最高占交易价款 60% 的规定，2017 年房地产行业并购贷规模估计达到 3281 亿元。

2015-2017 年，房地产并购规模不断提升，并购贷款规模也快速增长。主要在于：并购贷使用灵活，是目前唯一可支持股本权益性融资的银行信贷，可根据房企具体交易方案，在受让原有股东股权、认购新增股权、承接债务和收购资产等多种交易模式下提供融资支持。对房企而言，并购贷提供了绕过开发贷 432 的条件的银行贷款途径，并且可以在项目前端介入，获取项目后还可以申请开发贷款。

2018 年，房企并购贷规模开始回落。2018 年 2 月上海银监局下发《关于规范开展并购贷款业务的通知》要求，要求辖内商业银行严格遵守房地产开发大类贷款的监管要求，432 开始成为并购贷获批条件。随着行业内中小房企逐步退出，并购规模增速回落，叠加并购贷申请和使用条件收紧，并购贷规模回落，2018 年全国房地产行业并购总金额为 3383 亿元，同比下降 38.1%。

成本方面，根据并购主体资质、项目情况和银行金融服务，在贷款合同中确定。由于并购项目风险更高、银行提供综合金融服务以及对放款行有较高的监管要求，并购贷成本较高，目前利率基本在 10% 以上。

图表17：2018 年房地产并购贷随行业并购规模减少而下降



资料来源：《普华永道-2017 年房地产并购市场》，wind，恒大研究院

## 4.2 非标融资

房地产非标融资是房企和金融机构以专项合约形式进行的债权性融资，主要包括委托贷款、信托贷款、带回购条款的资产或受益权转让、融资租赁、小贷和财务公司贷款、债务重组。

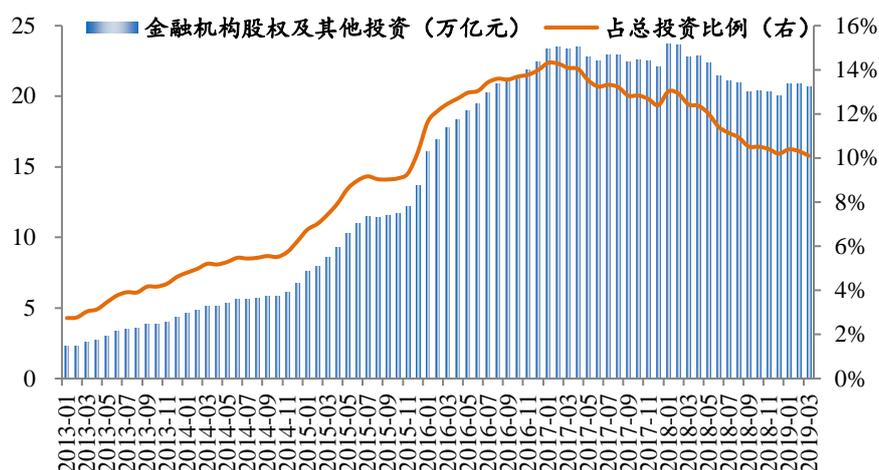
房地产非标融资中，大部分是委托贷款和信托贷款，少量来自融资租赁、小贷和财务公司贷款。由于只有银行和信托具有放贷资格，来自银行理财、信托、资管计划和基金的资金，通过银行委贷或信托贷款通道，投资房地产非标准化债权。

#### 4.2.1 银行投资非标资产监管加强

非标融资的资金大部分来自于银行。根据2013年3月原银监会下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，非标资产指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。

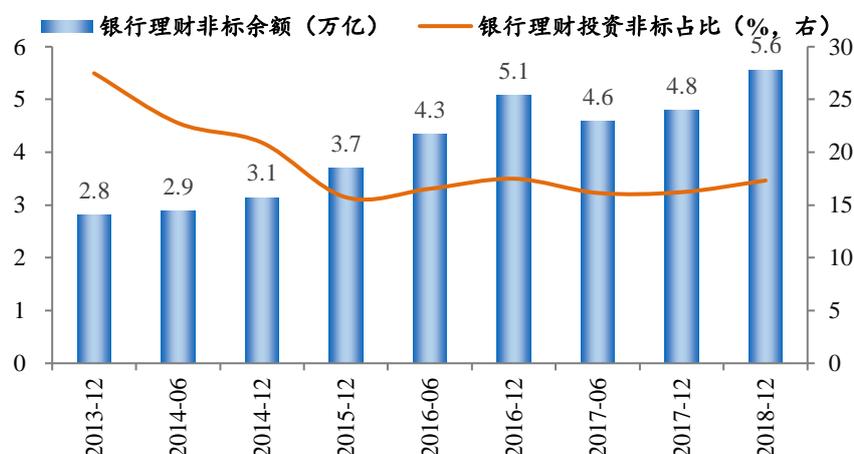
银行在表内和表外均涉及非标资产。表内部分记入金融机构信贷收支表的“股权及其他投资”，表外部分主要是银行理财投资非标。根据央行公布的金融机构资金运用情况，金融机构“股权及其他投资”余额在2018年1月达到历史高点23.7万亿后持续回落，2019年3月降至20.4万亿，在总投资中占比降至10.1%。根据银行理财登记托管中心数据，2018年银行理财投资非标规模和占比较2017年均略有小幅回升，2018年末余额为5.6万亿，同增16.0%，占比17.3%，较2017年提升1.1个百分点。

图表18：金融机构股权及其他投资在总投资中占比从2017年开始回落



资料来源：Wind，恒大研究院

图表19：2018年银行理财投资非标余额及占比均有小幅回升



资料来源：Wind，恒大研究院

2017年以前，对银行投资非标缺乏统筹的交叉金融监管，非标成为监管套利的重要工具。比如，2013年银监会8号文要求银行理财投资非标余额不超过产品余额35%或银行上年度总资产4%，但随着理财规模扩大、投资非标规模也增加；2014年央行127号文规定银行购买非标不能放入买入返售的同业项下，但银行仍可计入应收款项类投资。

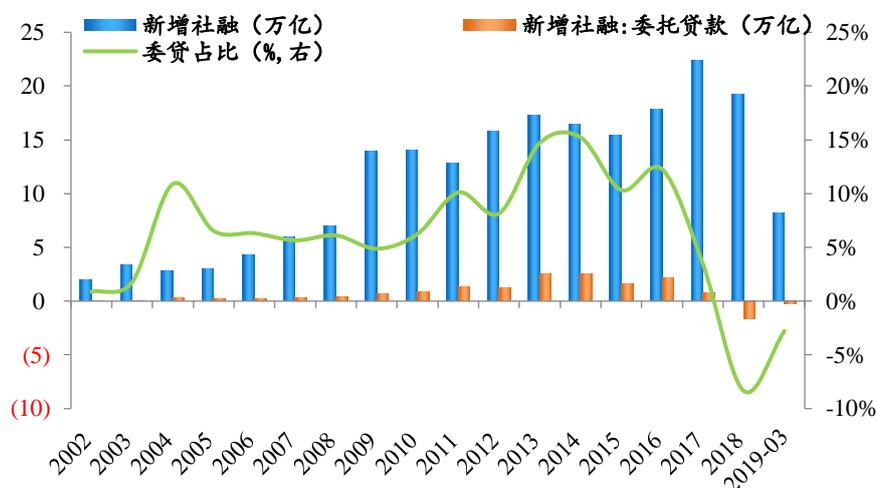
2017年3月“三三四十”大检查标志本轮银行监管启动；而2017年末以来，金融监管由摸底性“检查”转变为实质性“整治”，重点在于加强跨行业监管，封堵非标投资通道、禁止多层嵌套、设置非标期限匹配，促使银行非标资产转投标准化债权。(1) 针对表内非标：2018年5月原银监会《商业银行流动性风险管理办法》(2017年12月征求意见稿)，设立流动性匹配指标=加权资金来源/加权资金运用，对表内非标所在的其他投资无论期限均给100%的最高权重，相较其他资产明显不鼓励。(2) 针对表外非标：2018年4月《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》(2017年12月征求意见稿)要求非标投资资金期限长于资产期限、禁止资金池业务和2层以上嵌套。(3) 针对非标两大通道：2018年1月出台委贷新规，杜绝资管产品投放委贷；2017年12月银信合作新规，禁止银行利用信托规避监管、表内资产虚假出表。

#### 4.2.2 委托贷款

在银行表内额度受限、资金投向受限及资本金约束下，委贷操作灵活度高，能规避部分监管指标，规模快速发展。2008年四万亿刺激后，银信合作和信托贷款渠道打通，新增委托贷款规模从2007年的0.34万亿快速增长至2012年的1.28万亿；2012年资管业放开，券商资管、保险资管等表外渠道打通，新增委托贷款规模于2013激增至2.55万亿，并在2013-2016年保持快速增长，占当年新增社融规模10%以上。2016年央行将委托贷款纳入MPA考核后(MPA考核要求委托贷款增速与目标M2增速偏离度不超过20%~25%)，委贷增速开始回落，2017年新增委贷0.78万亿，在社融中占比降至3.5%。

2018年开始，委贷规模迅速降低，委贷余额1月起呈净减少趋势，全年共减少1.6万亿，2019年第一季度继续减少0.23万亿。主要因为，2018年1月6日原银监会出台《商业银行委托贷款管理办法》禁止受托管理的他人资金、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。

图表20：新增社融和委托贷款占比



资料来源：Wind，恒大研究院

2018年以前，银行表内信贷投向房地产受到资本充足率等监管指标限制，委托贷款成为向房企发放贷款的重要表外通道。存量委贷的底层资产投向没有统计数据公布，根据券商资管计划和基金子公司通道投向房地产占比分别为15%和27%，估计投向房地产的委贷规模不低于总量的21%。截至2018年底，全国委贷存量12.3万亿，保守估计投向房地产有2.6万亿。

委贷资金多来自于银行理财或资管计划，期限在2年以内。按照1.6年的平均期限计算，2018年投向房地产的委贷规模为1.5万亿。

图表21：房地产委贷规模测算

	房地产委贷 存量（亿）	房地产委贷 净增额（亿）	房地产委贷 发放额（亿）
2014	19589	4427	13904
2015	22959	3369	15613
2016	27720	4761	19110
2017	29337	1617	18942
2018	25955	-3382	14954

资料来源：Wind，人民银行，恒大研究院

注：按房地产委贷存量占比21%，平均还款期限1.6年计算

#### 4.2.3 信托贷款

信托融资相对传统银行融资成本较高，但由于交易结构灵活，可根据地产开发的各阶段设计相应的融资方案，资金使用便利、选择面广、数额巨大，一直是地产公司最为倚赖的融资手段之一。

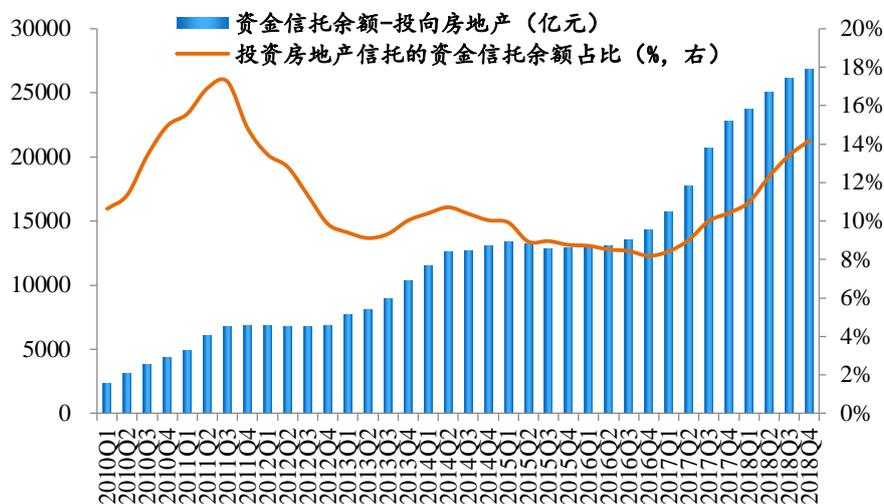
房地产信托一般通过信托贷款、项目股权投资、购买房地产证券等方式投资房地产，按照交易和投资模式可分为股权信托、债权信托、分红型信托和“股+债”混合信托。大部分信托资金通过信托贷款或者带回购条款的股权融资，投资房地产项目：信托贷款期限灵活、操作简单，交易模式成熟，利息能计入开发成本。必须满足“四三二”条件；带回购条款的股权信托，采用明股实债的方式规避项目资本金要求，同时固定收益，降低投资风险。

2016年三季度至2017年，证监会收缩下辖金融机构房地产业务，通道业务回流信托。证监会从2016年中连续发文限制券商资管和基金子公司通道业务，2016年末银监会对热点16城开展金融机构房地产业务专项检查，2017年2月中旬基金业协会叫停16城私募、资管计划投资房地产开发项目。从2016年三季度开始，通道回流房地产信托，新增规模快速增加。2017年，房地产信托新增1.1万亿，同增51%，创2010年以来新高。2017年末，房地产信托存量2.3万亿，占信托存量10.4%。

2018年以来，受加强银信监管、规范银行理财影响，房地产信托整体规模回落，全年新增房地产资金信托8710亿，同比减少21.5%；房地产资金信托余额26873亿，同增17.7%，增速比上年末回落42个百分点。2017年12月原银监会《关于规范银信业务的通知》，强调房地产信托业务合规性，禁止银行理财和信托资金通过银信业务违规流入房地产市场。2018年5月资管新规出台，限制资管产品多层嵌套、资金和资产期限错配。通道类信托规模将持续收缩，而主动管理类地产信托将承接需求外溢。2018年新成立房地产集合信托中，贷款类和投资类规模占比分别为44.7%和48.2%，比2017年分别下降9.4个点和提升9.5个点。整体看，去杠杆防风险的强监管下，房地产信托规模增速放缓，2018年新发行房地产集合信托9300.9亿，同比增长36.5%，较2017年下滑100个点。

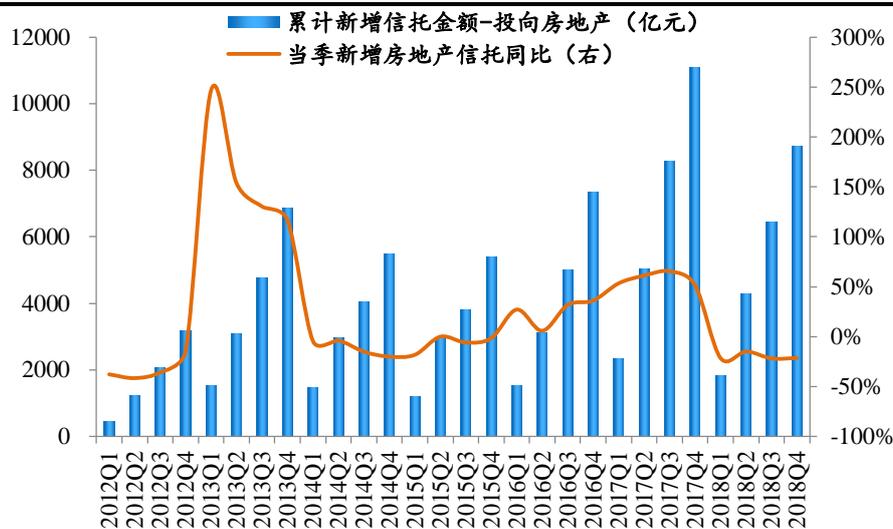
2019 年以来，信托规模小幅上升，但融资门槛并未下降。2019 年 3 月，房地产集合信托融资 889 亿，环比上涨 78.9%，房企信托融资规模回升。但整体融资门槛并未放松，一般要求房企销售排名前 50、负债率合理、项目处于核心地段。

图表22：投向房地产的信托存量规模及占比



资料来源：信托业协会，恒大研究院

图表23：投向房地产的信托新增额变化

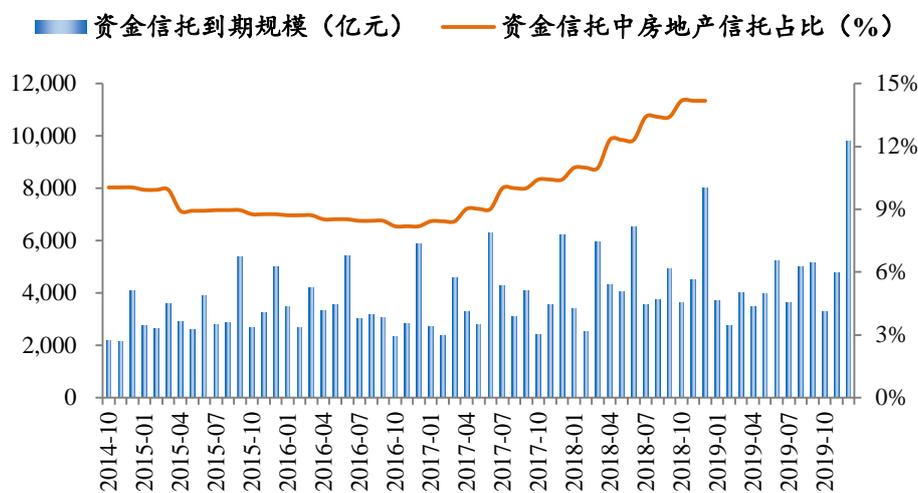


资料来源：信托业协会，恒大研究院

2018 年 11 月以来，信托融资成本小幅下降。2018 年资管新规出台后，主动型信托占比明显提升，信托融资成本较之前明显提升。但从 2018 年 11 月后，受流动性宽松、无风险利率下滑影响，信托的融资成本出现小幅回落，集合信托融资成本从 10.51% 下降至 2019 年 3 月的 10.38%。此外，由于资管新规严禁投资非标债权和未上市股权的资管产品期限错配，使新成立的信托期限缩短，2018 年新发行的房地产集合信托平均期限 1.6 年，较 2017 年缩短 0.17 年，2019 年第一季度进一步降至 1.5 年。

根据信托业协会数据，2018 年末投向房地产的资金信托余额有 2.69 万亿，按照 2015 年以来到期的信托规模估算，2019 至 2022 年到期规模分别为 1.46 万亿、0.93 万亿、0.21 万亿和 0.09 万亿。

图表24：信托到期规模和房地产资金信托余额占比



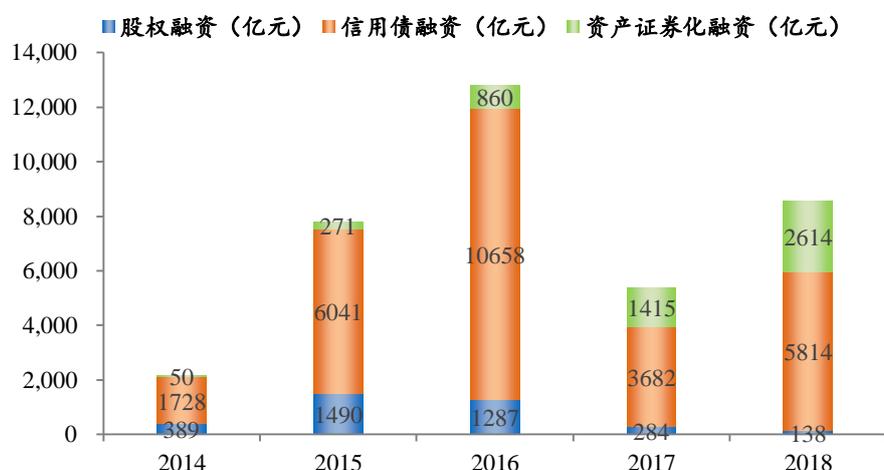
资料来源：信托业协会，恒大研究院

注释：房地产资金信托余额占比=房地产资金信托余额/信托资产余额

### 4.3 境内证券市场融资

境内证券市场融资方式主要包括境内股权融资、信用债和资产证券化。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。相对于房企银行信贷、非标准化债权和商业信用融资，我国境内证券市场融资规模偏小，以 2018 年为例，房地产行业通过股权、债券和资产支持证券的融资规模仅分别为 138 亿、5814 亿和 2614 亿。主要因为融资门槛高、资产证券化市场发展时间短、房地产行业 and 融资政策调控等影响。随着行业集中度提升，资产证券化市场逐步发展和非标转标，房企在境内的证券融资占比有望进一步提升。

图表25：房企境内资本市场融资规模情况

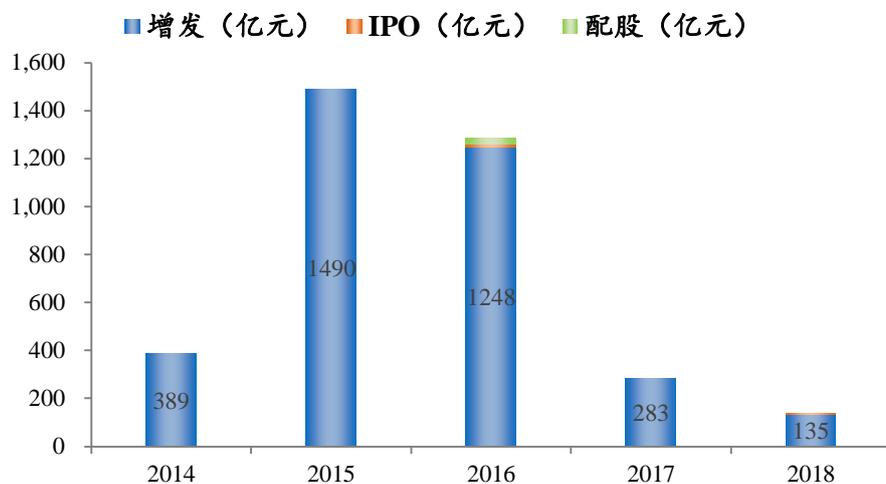


资料来源：Wind，恒大研究院

### 4.3.1 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 IPO 暂停，增发成为主要融资渠道。

图表26：房企境内股权融资规模



资料来源：Wind，恒大研究院

注：2016 年 10 月和 2018 年 1 月 IPO 的分别是成都富森美家居和南都物业服务，WIND 将其计入房地产行业融资

2010 年 4 月，《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》规定，对存在土地闲置及炒地行为的房企，证监部门暂停批准上市、再融资和重大资产重组，房企境内 IPO 和再融资暂停。2014 年 3 月起，证监会就房企再融资申请，向国土部和住建部征求意见，房企再融资重启。2015 年 1 月，证监会和国土部不再对上市公司涉及房地产业务的再融资进行事前审查，房企再融资进一步放开。叠加货币政策宽松和房地产去库存，房企增发规模大幅度提高：2015 年房企增发 1490 亿，是 2014 年的 3.8 倍。2016 年 7 月，证监会保荐机构专题培训会议要求，不允许房企再融资补充流动资金、拿地和偿还银行贷款，叠加 930 开启的房地产调控，2016 年 930 以来，除个别资产并购，房企再融资实质性暂停。房企定增规模明显回落：2016 年降至 1248 亿，2017 年大幅下降 77.3% 至 283 亿。2018 年股权融资规模只有 138 亿元，维持低迷状态。

图表27：2016 年 930 以来与房地产业务相关的再融资

名称	发行日期	发行方式	募资(亿元)	增发
中粮地产	2019-02-02	定增	144.5	收购大悦城
中华企业	2018-11-15	定增	19.9	收购大股东旗下地产资产
西藏城投	2017-09-30	定增	11.7	收购酒店资产
广宇发展	2017-09-29	定增	91.1	鲁能地产借壳
香江控股	2017-01-25	定增	23.5	收购商业经营性物业并募集配套资金
上海临港	2017-01-18	定增	31.6	购买园区资产并募集配套资金
海航基础	2016-10-14	定增	160.0	收购大股东旗下基础产业投资建设运营平台

资料来源：wind，恒大研究院

### 4.3.2 信用债

按债券类型，房企发行的信用债可以分为企业债、公司债、和非金融企业债务融资工具等。

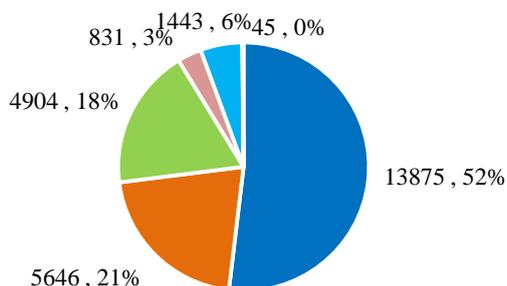
**公司债**是由股份有限公司发行、由证监会及下属交易所监管、在交易所进行交易并由中证登托管；期限一般为3-5年，属中长期债券；可公开发行（“大公募”）、半公开发行（“小公募”）、非公开发行（“私募”），其中公募公司债券待偿还总额不能超过公司净资产40%。截至2018年底，未到期公司债13875亿元，占存量信用债规模52%。

**企业债**发行主体为国有企业、由发改委监管、可在银行间市场（中债登托管）和交易所（中证登托管）交易；期限3-10年；需公开发行。由于企业债发行主体要求是国企且受发改委严格监管，普通房企较少发行。截至2018年底，房企企业债存量5646亿，占存量信用债规模21%。

**非金融企业债务融资工具**包括短期融资券、中期票据和非公开定向债务融资工具（PPN），由中国人民银行下属交易商协会监管，并在银行间债券市场交易，主要由上清所托管；中期票据期限一般3-5年、短期融资券一般1年内、而超短期融资券一般在270天以内，PPN期限6个月至5年、以3年为主。中期票据是房企除公司债、企业债外第三大发债工具，目前存量4904亿元，占比18%；短期融资券和PPN存量831亿和1443亿，分别占比3%和6%。短期融资券和中期票据待偿还总额分别不能超过公司净资产40%。

图表28：2018年底存量房地产信用债结构

■ 公司债（亿元）      ■ 企业债（亿元）      ■ 中期票据（亿元）  
 ■ 短期融资券（亿元）      ■ 定向工具（亿元）      ■ 其他（亿元）



资料来源：Wind，恒大研究院

注：其他主要是地方股转平台发行的私募债，总规模仅45亿。

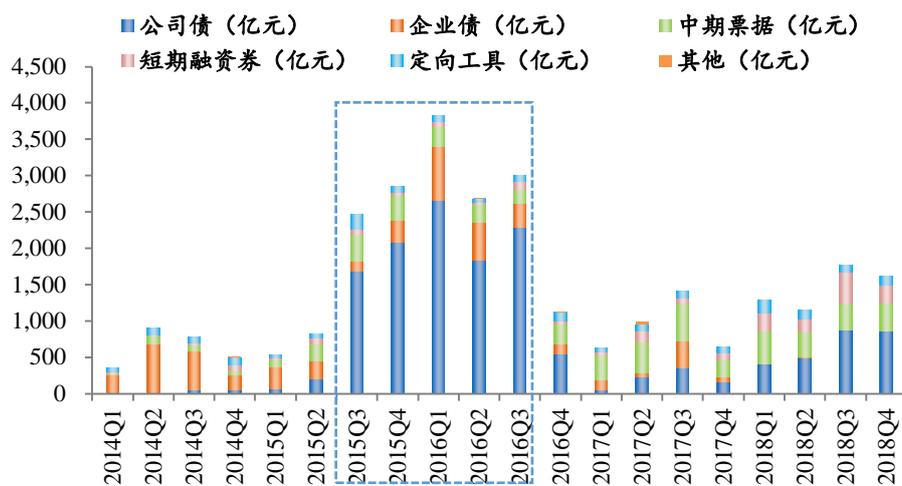
房企信用债发行在2015年3季度到2016年3季度处于井喷期，共发行信用债14346亿，其中公司债11014亿。这一方面得益于期内房企融资政策宽松；另一方面得益于2015年1月实施的《公司债券发行与交易管理办法》，该政策扩大发行主体范围，明确债券发行种类，丰富债券发行方式，简化发行审核流程。

2016年10月开始，房企发债政策收紧，信用债发行规模回落。10月，交易所发布《关于实施房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，开始对房企发行公司债实行“基础范围+综合指标评价”的分类监管，提高房企发行公司债标准，并限制资金用于偿还债务、项目建设和补充流动资金，要求详细披露项目情况、定期披露资金使用情况。11月，发改委出台《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，严格限制房企发行企业债券融资，用于商业性房地产项目。2018年1月，交易所对房企公司债窗口指导，房企发行公司债仅限用于偿还原有公司债。12月，发改委《关于支持优质企业直接融资的通知》中指出，要提高直接融资比

重，重点支持符合要求的优质企业发行企业债券，并对房企发债提出资产、营收和资产负债率等财务指标的量化要求。但由于“目前只支持有关棚户区改造、保障性住房、租赁住房等领域的项目，并不支持商业地产项目”，房企发债并无实质性松绑。

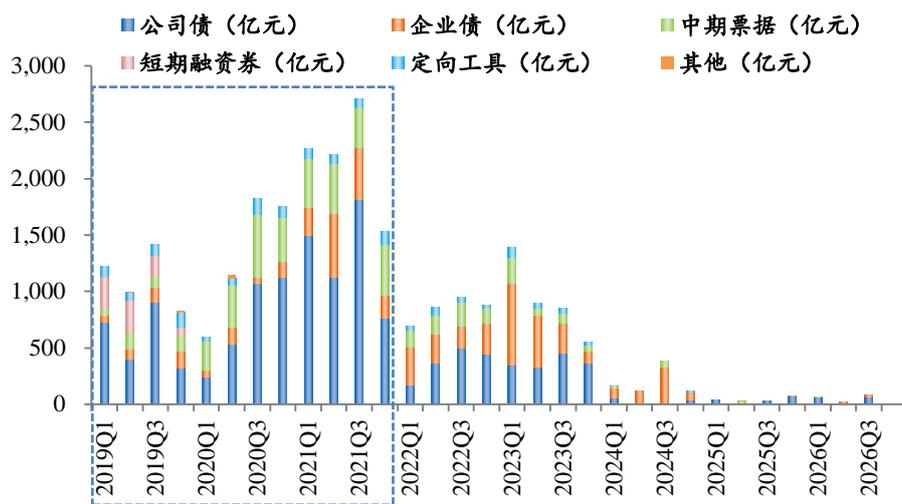
2019年第一季度，房企信用债融资1810亿，同比大增40.5%，主要是借新还旧。从单季数据来看，2018年下半年以来，房企信用债融资规模就已经明显上升，2018Q3为1763亿，比2018Q2增加613亿，此后两季度均保持在1600-1800之间。这并非发行条件放松，而是大量借新还旧。经测算，信用债将在2019-2021年集中到期，规模分别为4454亿、5323亿和8720亿。

图表29：2014-2018年各类信用债发行规模变化



资料来源：Wind，恒大研究院

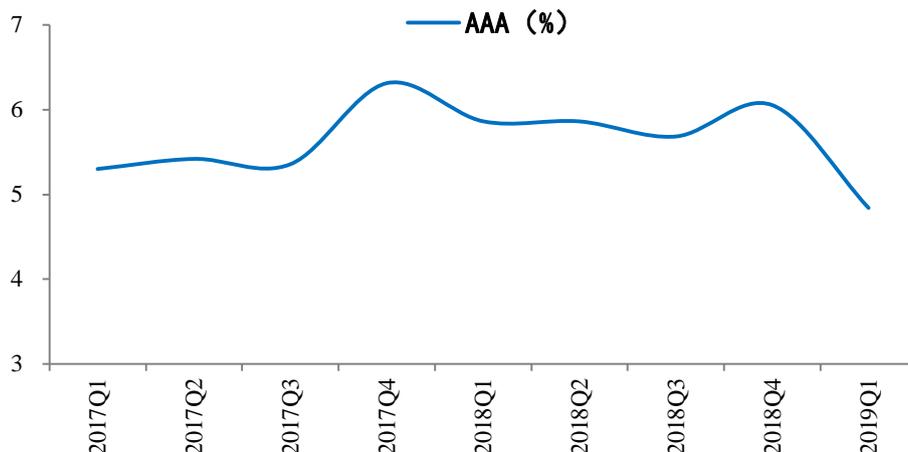
图表30：各类存量信用债到期时间统计



资料来源：Wind，恒大研究院

受益于无风险利率降低，信用债发行成本有所下降。以新发行的AAA级公司债为例，2019Q1仅为4.8%，较去年同期下降1.1个百分点。

图表31: AAA 级公司债票面利率自 2018 年起持续下降



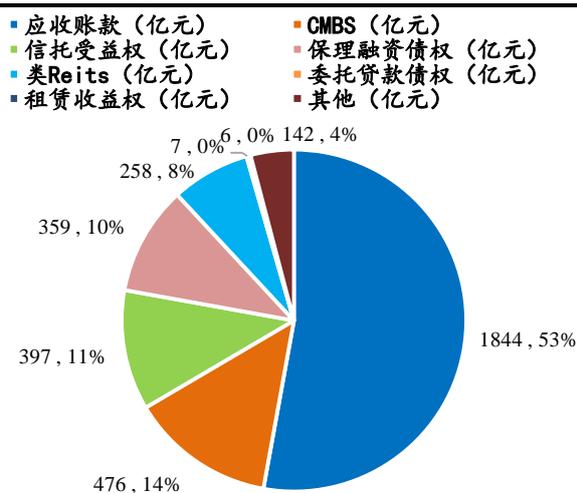
资料来源: Wind, 恒大研究院

### 4.3.3 资产支持证券

房地产企业资产支持证券主要包括证监会主管 ABS、交易商协会主管 ABN 两大类。ABS 是房企资产证券化的主要发行产品, 2018 年底存量规模 3490 亿元, 占比 89%, ABN 存量为 411 亿元, 占比 11%。

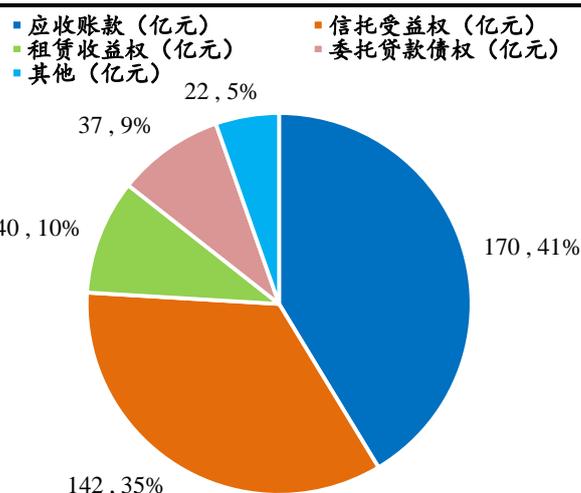
资产支持证券底层资产丰富、交易结构灵活, 可满足房企多元化融资需求。主要有四类底层资产: 应付款、按揭贷款尾款、持有物业的租金或者增值额、物业费。截至 2018 年底, 存量 ABS 中, 按揭尾款 ABS、CMBS、信托收益权 ABS 和类 Reits 分别有 1844 亿、476 亿、397 亿和 258 亿, 占比 53%、14%、11%和 10%; 存量 ABN 中, 按揭尾款 ABN、信托受益债权 ABN、租赁债权 ABN 和委托贷款债权 ABN 分别有 170 亿、142 亿、40 亿和 37 亿, 占比 41%、35%、10%和 9%。

图表32: 各类房企 ABS 存量规模 (2018 年)



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表33: 各类房企 ABN 存量规模 (2018 年)



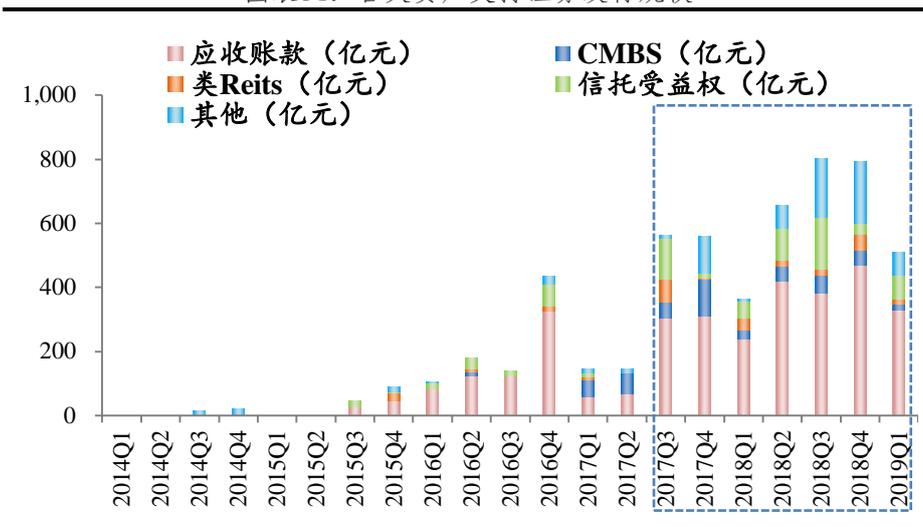
资料来源: Wind, 恒大研究院

传统融资渠道受限, 房企开拓创新融资方式, 资产支持证券发行量从 2017 年开始快速增长, 全年发行 1415 亿, 同增 64.4%, 2018 年继续高速增长, 全年发行 2614 亿, 增速高达 84.8%。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。2018年4月，证监会、住建部联合印发《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化，优先支持国家政策鼓励租赁项目开展资产证券化。

2019年2月以来，资产支持证券火爆后降温。多家房企ABS发行被中止审核，融资规模迅速下降。2月仅融资39.1亿，降幅高达72.5%，3月有所回升，但不及之前。

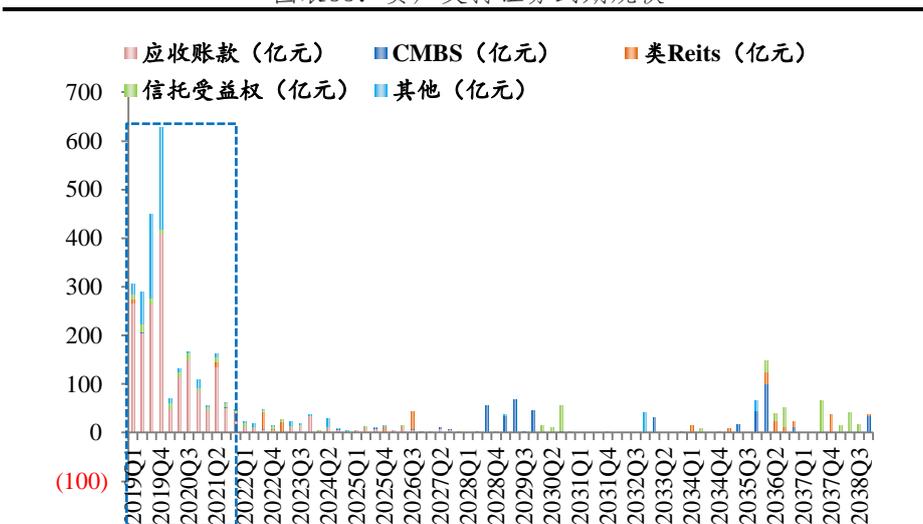
图表34：各类资产支持证券发行规模



资料来源：Wind，恒大研究院

由于总发行规模有限、期限较为分散，资产支持证券到期偿付压力不大。房企发行的资产支持证券中，类Reits和CMBS期限很长，在10-20年之间，但整体规模较小，其他以3年期以内为主。因此，存量房地产资产支持证券主要集中在2019-2021年到期，合计2472亿。

图表35：资产支持证券到期规模

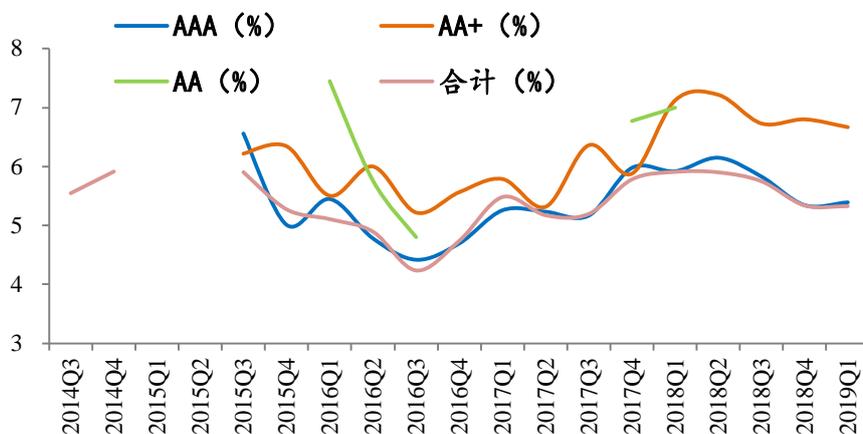


资料来源：Wind，恒大研究院

2018年下半年以来，受益于无风险利率下降，资产支持证券融资成本出现回落。以AAA+级资产支持证券为例：2014-2015年第三季度流动性

紧张，发行量少、融资成本较高；2015Q4至2016Q4，受益市场资金充裕、房地产融资政策宽松，平均发行利率持续下降至4%-5%；2017Q1至2018Q2，随着房地产传统类融资的政策收紧，资产支持证券发行规模快速上升，推升融资成本上升，2018Q2平均利率增至6.1%；2018Q3以来，随着流动性放松，融资成本小幅下降，2019Q1降至5.4%。

图表36：房地产资产支持证券发行票面利率变化



资料来源：Wind，恒大研究院

## 4.4 海外融资

### 4.4.1 海外股权融资

中国香港是中国企业海外融资最先考虑的地方，大量中资房企在香港联交所上市和再融资，再融资包括配售、供股、代价发行、公开发售融资、行使认股权证和股份认购权计划，后两类使用较少。

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，2015年中资房企股权融资规模达到987.8亿元，较2014年增长了3倍。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，2016-2018年，中资房企股权融资规模持续下滑，2017年共融资308.6亿元，同比下滑35.9%。2018年，融资继续收紧，全年股权融资300.6亿元，较2017年略有下降。

图表37：房企境外股权融资规模和结构

年份	代价发行 (亿元)	公开发售 (亿元)	供股 (亿元)	配售 (亿元)	IPO (亿元)	总计
2014年	36.3	5.5	77.4	55.1	71.3	245.6
2015年	201.8	3.1	43.4	730.8	8.7	987.8
2016年	272.3	4.7	71.6	84.9	47.9	481.5
2017年	25.8	1.1	43.7	234.5	3.5	308.6
2018年	15.7	7.2	22.8	159.9	95.0	300.6

资料来源：Wind，恒大研究院

注：发行规模根据当年平均汇率换算为人民币

海外股权融资资金用途限制少，可用于支付土地出让金、项目建设、偿还贷款和补充流动资金，也可用于并购项目公司。

图表38：近期房企各类海外股权融资案例

代码	名称	发行方式	募资总额 (亿港元)	价格 (港元)	发行日	募资目的
6098.HK	碧桂园服务	配售	19.6	11.61	2019-1-11	收购项目、业务拓展
0106.HK	朗诗	配售	2.9	0.85	2018-12-21	偿还债务
2768.HK	佳源国际	代价发行	2.8	14.18	2018-11-22	收购项目公司
2168.HK	佳兆业	IPO	3.3	9.38	2018-12-06	收购物业管理公司、 开发产品及服务、补 充营运资金
0108.HK	国锐地产	公开发售	3.6	0.8	2018-08-17	偿还债务、补充营运 资金

资料来源：Wind，恒大研究院

注：发行规模根据当年平均汇率换算为人民币

#### 4.4.2 海外债券

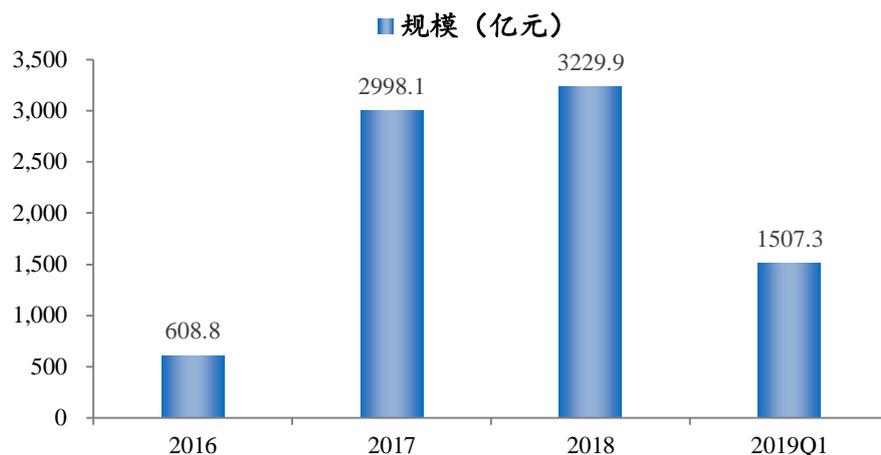
房企发行海外债主要采取间接境外发行模式，依托在境外（以香港、英属维尔京群岛、开曼群岛为主）注册的全资子公司（SPV）作为 SPV 发行主体，以美元债为主，也有少量港元、欧元、新加坡元债等类别。间接境外发行模式主要有 5 种交易结构：境内控股公司提供担保直接发行、银行备用信用证担保、尾号协议、尾号协议+股权购买承诺协议、以境外子公司作为信用主体。

目前，我国外债管理模式，实质是央行的全口径跨境融资政策与发改委中长期外债备案登记政策并行。2016 年央行实行全口径跨境融资，外管局管理的海外短债纳入其中，但发改委中长债管理职能并未取消。2015 年 9 月 14 日，发改委发布《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（2044 号文），取消境内企业发行海外债的额度审批，实行备案登记制管理，助推中资企业境外发债。

“930”新政以来，股权融资、债券融资和信托等房企融资均受到一定程度限制，房企海外发债发行规模快速增加，2017 年，房企海外债融资规模共计 2998 亿元，是 2016 年全年发行规模的 5 倍。2018 年以来，国内融资持续收紧、成本持续攀升，房企开始开拓更多的融资渠道和方式，海外债发行规模继续攀升，全年融资规模为 3230 亿元，同比上涨 7.7%。

2019 年第一季度，房企海外债规模大幅上涨。合计融资 1507 亿，较去年同期增长 132.3%。主要在于近期债务密集到期，房企大量发债用于借新还旧。融资成本小幅下降，以雅居乐为例，2018 年 6 月的美元债利率为 8.55%，2019 年 3 月降至 6.7%。

图表39：房企海外债发行规模情况



资料来源：彭博，恒大研究院

注：发行规模根据当年（季）末的汇率换算为人民币口径

图表40：部分房企海外债发行成本对比

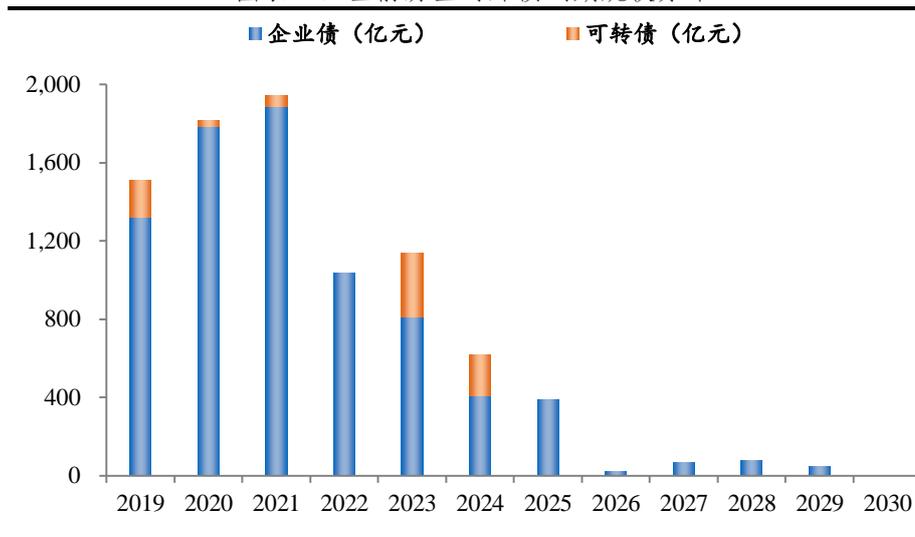
房企	债券简称	发行日	规模 (美元)	利率 (%)
雅居乐	雅居乐集团 6.7% N2022	2019-3-7	5	6.7
	雅居乐集团 9.5% N2020	2018-11-23	4	9.5
	雅居乐集团 8.55% B9990	2018-6-21	1	8.55
华远地产	华远地产 8.5% N2021	2019-3-27	3	8.5
	华远地产 11% N2021	2018-11-16	2	11.0
绿地集团	绿地全球 7.25% N2022	2019-3-12	3.5	7.25
	绿地全球 9.125% N2020	2018-11-27	4.3	9.125
当代置业	当代置业 12.85% N2021	2019-4-25	2	12.85
	当代置业 15.5% N2020	2019-1-2	1.5	15.5

资料来源：彭博，恒大研究院

2018年以来房企海外债政策收紧。2018年4月19日，外管局表示，正会同央行研究完善全口径跨境融资宏观审慎管理政策：强化对重点领域和行业借用外债管理，房企和地方政府融资平台，除特殊规定外不得借用外债。发改委仍对房企境外发债备案登记，但对发债资金投向进行限制。2018年5月11日，发改委和财政部下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，发改委有关负责人在答记者问中表示，规范房企境外发债资金投向，主要用于偿还到期债务，避免债务违约；限制投资境内外房地产项目、补充运营资金等。

当前房企海外债在2019至2025年期间集中到期，其中2019至2021年是高峰。2019年以后到期1509亿元，此后持续增加，2021年达到1945亿峰值后逐步回落。

图表41：当前房企海外债到期规模分布



资料来源：Wind，恒大研究院

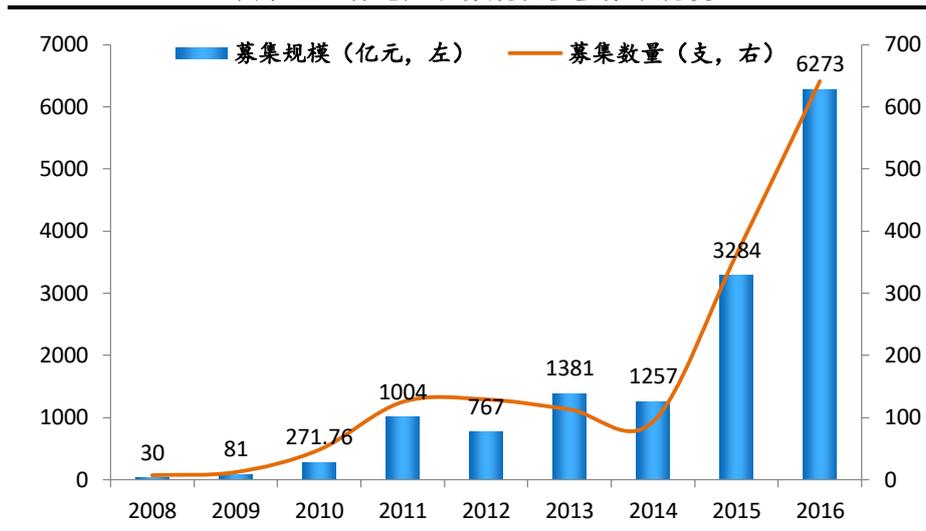
注：到期规模根据当年年末的汇率换算为人民币口径

#### 4.5 房地产私募股权基金

房地产私募基金以房地产相关产业为投资领域，主要从事房地产并购、开发、管理和经营等活动。按照投资方式划分，可分为股权类房地产基金、债权类房地产基金和夹层基金。债权基金通过银行委贷或信托贷款向房地产项目放贷。股权基金通过增资入股或转让股权形式增加项目资本金，没有固定退出期限，参与项目经营决策，由于风险较高在国内占比不大。夹层基金介于股权类与债权类基金，是目前主流的投资形式；期限较短，在1-2年左右，成本较高，基金整体收益率11%-12%，房企整体融资成本15%-16%。

2015年以来房地产基金规模快速增长。2016年房地产基金募集数量达到641支，规模达到6273亿元，成为私募基金市场中的重要组成部分。2017年新备案510只地产基金，承诺募资规模回落至3000亿，存量规模仅小幅增长。房地产市场景气度和行业政策，决定房地产基金走势。2015-2016年规模快速增长，受益于房地产市场景气度攀升、融资需求迅速增加，以及房地产融资政策放松。2017年新增规模回落，主要原因在于，一二线城市房地产市场回落、政府严格的地产行业严格调控、金融去杠杆去通道。2018年行业和政策趋势不变，预计地产基金增量将持续回落。

图表42：房地产私募股权基金募集规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，恒大研究院

注释：投资主体中，住宅地产占比 30%左右、商业地产占比 20%左右。

## 4.6 个人住房金融

个人住房金融是房企重要资金来源：2018 年销售回款占房地产行业到位资金比例达 39.0%，在所有渠道中最高；其中按揭贷款占比 11.7%，包括商业个人住房贷款和公积金个人住房贷款。除此以外，为发展房屋租赁市场，鼓励租售并举，2017 年以来，五大行还推出新型的住房消费贷款——个人租房贷款。

### 4.6.1 商业个人住房贷款

商业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。商业个贷余额持续增长，2017 年末和 2018 年末，商业个人住房贷款余额分别为 21.9 万亿和 25.8 万亿，分别同增 21.7%和 17.6%。

2013 年个人住房商业贷款的平均偿还周期为 7 年，2016 年住房公积金的平均偿还周期为 6.5 年。按照 7 年的平均还款周期估计近年个人住房贷款每年的偿还额和发放额：2016 年、2017 年和 2018 年，个人住房贷款的发放额分别为 6.8 万亿、6.5 万亿和 7.0 万亿。

图表43：近 5 年主要金融机构商业个人住房贷款发放额和余额情况

	余额 (万亿元)	新增余额 (万亿元)	偿还额 (万亿元)	发放额 (万亿元)
2013 年	9.00	1.50	1.07	2.57
2014 年	10.60	1.60	1.29	2.89
2015 年	13.10	2.50	1.51	4.01
2016 年	18.00	4.90	1.87	6.77
2017 年	21.90	3.90	2.57	6.47
2018 年	25.75	3.85	3.13	6.98

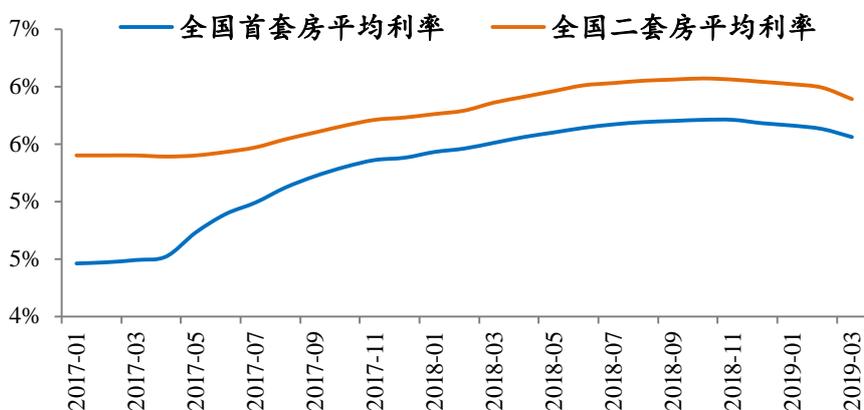
资料来源：人民银行，恒大研究院

注：偿还额和发放额是估算数

2018 年 10 月份以来，商业个贷利率持续下降。全国首套房贷款利率从 5.71%下降至 2019 年 3 月的 5.56%，二套房从 6.07%下降至 5.89%。受

利率下降影响，2019年第一季度个人住房贷款新增余额1.07万亿，但由于首付比并未调整，新增余额同比仅小幅上涨7.0%。

图表44：2018年10月以来个贷利率持续下降



资料来源：融360，恒大研究院

#### 4.6.2 个人住房公积金贷款

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。

2015-2016年，公积金支持居民购房力度大增，发放额和余额均快速增长。2018年，个人住房公积金贷款余额46178亿元，发放额10698亿元。

图表45：近6年公积金贷款变化情况

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
住房公积金提取额 (亿元)	6652	7582	10987	11627	12730	14283
住房公积金贷款发放额 (亿元)	7682	6593	11083	12702	9535	10698
住房公积金贷款余额 (亿元)	21733	25522	32865	40535	45050	46178
住房公积金贷款净增额 (亿元)	5179	3789	7343	7670	4515	1129
住房公积金偿还额 (亿元)	2503	2804	3740	5032	5020	9569

资料来源：《全国住房公积金年度报告》，恒大研究院

注：2018年公积金数据尚未公布，根据销售增速估算得出

#### 4.6.3 个人租赁住房贷款



住房租赁贷款是指由银行以信用贷款的方式，向符合条件的个人发放的用于其本人支持房屋租金等相关用途的人民币贷款，本质上是一种消费贷。

我国个人房屋租赁贷款产品尚处于起步阶段，五大行中有建行、中行和工行率先试水。

深圳建行首推个人住房租赁贷款“按居贷”，帮助租户支付长租租金，租金一次性进入开发商账户。厦门中行也推出“中银智贷-租房贷”业务，并在一周内成功完成两笔业务。该产品属于消费贷款，额度根据租金、时限以及个人资质等综合核定。工行也宣布进军租房贷市场，未来拟在北京、上海、广州、深圳、杭州等5个城市开办个人房屋租赁贷款，最高额度为50万，最长期限为5年。其中，广州工行已经广州市住房和城乡建设委员会签署《战略合作协议》，提供5000亿授信支持并向借款人发放用于支付房屋租金的金融产品“租e贷”。北京工行也与北京保障房中心等签订协议，在提供6000亿授信支持的同时，并向市民提供最高100万元最长期限10年的个人住房租赁贷款。

以“按居贷”为例，2017年11月3日，深圳建行与招商地产、华润、万科等11家房企合作推出5000多套长租房源，并开创性的推出针对个人租房者的贷款产品——按居贷。按居贷面向租客，用于一次性支付租金等租房相关费用的贷款，具有以下特点：1) 额度高期限长：按居贷最高额度可达100万，最长期限10年。2) 利率低：目前执行4.35%的基准年利率，低于同期购房按揭贷款。3) 手续便捷：可通过“CCB建融家园”APP直接进行租房交易，提交身份信息即可预估额度、办理贷款。

图表46：建行“按居贷”发放条件

项目	明细
贷款额度	额度最高100万，最长期限10年。并且还款自由，提前还款无须预约，免违约金。最
贷款利率	基于借款人资信状况，目前执行4.35%的基准年利率，低于同期购房按揭贷款。
	贷款期限为一年的，月利率约为0.363%；贷款期限在1-3年的，月利率约为0.396%。
借款人资格	只有建行优质客户可通过信用方式申请个人住房租赁贷款
	借款人在深圳市最近有连续3期及以上缴存社保或公积金的记录
	月平均收入减其须偿还信用和担保类的贷款(含本笔)不低于深圳市最低工资标准
申请方式	线上：“CCB建融家园”APP上进行租房交易，提交身份信息预估额度办理贷款
	线下：可凭借租房合同和押金证明等材料到建行的营业网点办理

资料来源：恒大研究院

目前落地的“按居贷”、“中银智贷-租房贷”都给出了基准利率4.35%，低于同期房贷利率，一次缴满三年租金还有92折的优惠。折后每月的租金甚至低于不使用贷款的缴费方式。目前为了防控风险，在贷款的发放上银行暂时不向个人租客提供贷款，均采用开发商签订合同，并且由开发商提供抵押。当租客与开发商达成协议租赁协议时，可以申请租房贷用于支付长租租金。租金一次性进入开发商的账户，租户分期向银行还贷。

自按居贷产品推出三个月，“CCB建融家园”共成交了306套长租房，发放贷款34笔，总额474万。最高的一笔是三年租期的31万元。根据

业务开展情况，加上中行的租房贷产品，当前住房租赁贷款的规模大约800 亿左右。

#### 4.7 应付账款和应付票据

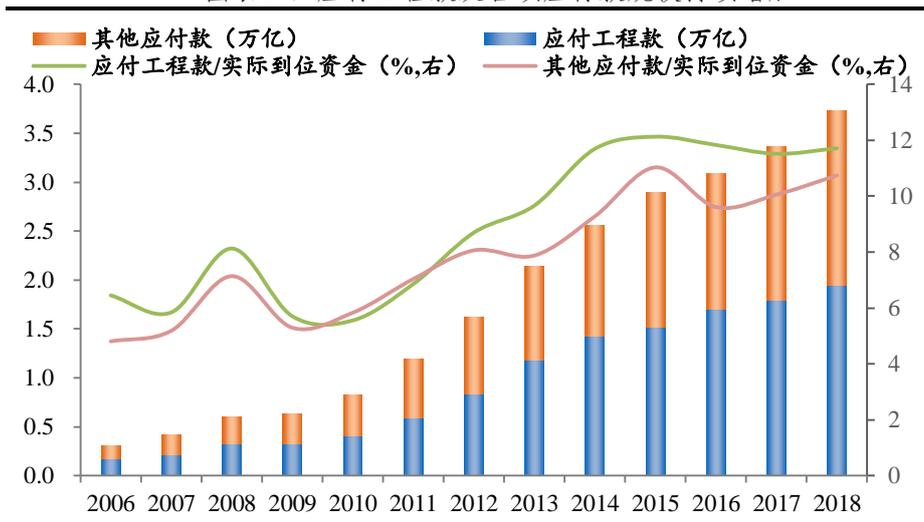
应付账款和应付票据融资以房企为核心、建立在产业供应链真实交易基础上、属于供应链融资。房企通常不会事前一次性支付供应商物料款、接包方工程款，而是通过应付账款或应付票据的形式延迟给付。即在合同中约定根据工程进度等延迟付款，同时以包干费等形式给予一定比例的补偿金；或者开具商业/银行承兑汇票，再给予贴息补偿。供应商和施工方可以用应收账款和票据抵押给银行获取贷款，或进行转让，通过保理提前回款。

**应付账款和票据融资能够实现多方共赢。**对于房企，通过延迟付款，相当于以一定成本融资，并且不直接占用银行授信、也不推升有息负债。对于供应商和施工方，通过延迟收款，加强和维护大客户关系、争取订单；快速盘活应收账款，维持和扩大经营性现金流，解决回款慢、融资难问题。对于金融机构，房企对抵押贷款和保理有反向担保，同时融资的供应商和施工方为树立良好信用、维系与房企长期稳定合作，会选择按期偿还贷款，因此降低了风险。

应付款融资是企业间自发的商业信用行为，监管较少。票据开立和贴现均属于信贷业务，受到监管。其中银监会出台“三违反”、“三套利”等规范，金融机构开票和贴现纳入MPA考核，和信贷是同样的分类和系数。银行承兑汇票需要占用银行授信，在开具行存入保证金，流动性高、成本低，2018年8月初贴现利率3.7-4.3%；但银行承兑汇票需要符合行业绿色信贷政策，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，依托公司信用、门槛较低，但流动性较低、贴现利率大幅高于银行承兑汇票。

**应付款和应付票据融资规模增长、成本较高。**全国房企各项应付款（包括应付票据）是开发资金来源的18.4%左右，2018年融资3.7万亿，创历史新高。目前民营房企商票贴现和应付款融资成本达10%及以上。

图表47：应付工程款及各项应付款规模持续增加



资料来源：Wind，恒大研究院

## 恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

## 免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告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，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损失负责。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

## 行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

## 联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com