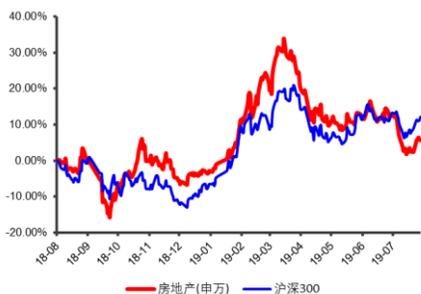


地产行业

房地产占用了多少金融资源？

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《保利地产：业绩销售表现亮眼，央企融资优势持续凸显》
--2019/08/19

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080001

报告摘要

核心观点：从9月18日信托业协会公布的最新数据、央行二季度金融机构贷款投向统计报告、上市银行财报贷款投向数据等多组数据全方位分析，我们认为本轮针对房企融资的调控政策之所以如此严厉，主要是由于房地产占用了过多的金融资源，无论是房地产信托余额占信托余额的比例（15.4%），还是涉房间接融资占社融存量的比例（19.7%），或者涉房贷款占总贷款的比例（31.7%），均创出了历史新高。特别是2019年上半年热点二线城市地王频出，跟房企融资泛滥有很大的关系。因此决策层下定决心全方位的收紧房企融资，将腾出来的金融资源用来支持制造业和小微企业发展。

一、房地产类信托逆势增长，占比创历史新高。

截止到2019年6月末，在总资金信托余额同比下降6.4%的背景下，房地产资金信托余额逆势增长16.8%，达到2.93万亿，占总资金信托余额的比例达到15.4%，创2012年以来新高。

2019年上半年，在新增信托项目金额同比下降10.6%的背景下，新增房地产信托逆势增长53.5%，达到6572亿元，占比也达到20.9%，创2010年以来新高（首次突破20%）。

新增房地产信托中，通道类几乎零增长，但占比在提升。由于单一资金信托主要是通道类业务，资管新规出台后多层嵌套被禁止，纯通道类业务明显收缩。2019年上半年，新增单一资金信托总规模同比下降31.7%。房地产类单一资金信托新增规模则勉强跟去年同期持平（同比增长0.86%），其占总的单一资金信托新增规模的比例实际上在上升（达到17.1%）。

集合类房地产信托接近翻倍，成为房地产信托规模提升的主力。2019年上半年，无论是总的集合资金信托还是房地产集合信托，新增规模提升都非常快，同比分别增长33.0%和80.1%。房地产集合信托增长过快，接近翻倍（同比增长80%），成为新增房地产信托规模提升的主力。特别是2019年第二季度，房地产集合信托单季新增3157亿元，创2010年以来最高，且超过了2018年各季度均值的两倍。

集合信托主要是信托公司自己募集的资金，其快速增长我们认为主要有两方面原因：（1）余额宝等货币基金和银行理财收益率不断下行，P2P等新兴投资渠道又频频出现违约，导致房地产集合信托低风险、高收益率的优势不断凸显，很多高净值客户加大了对其的配置力

度。(2) 资管新规出台后, 由于多层嵌套被禁止, 银行理财资金参与房地产项目受到了一定的限制。作为替代, **部分银行加大了直接代销房地产集合信托的力度, 从中赚取代销费用。**

二、央行和上市银行财报数据也显示房地产占用了过多金融资源

(1) 涉房间接融资在社融中的占比创历史新高。如果结合央行发布的二季度金融机构贷款投向统计报告数据, 我们发现涉房间接融资余额(包括个人住房贷款、房地产开发贷款和投向房地产的资金信托)已经占到社融规模的 19.7%, 创历史新高, 这还没有包括房企直接融资(如发行债券和股票等)。

(2) 如果结合上市银行年报和半年报披露的贷款投向数据, 我们可以看到, 2019 年半年报的涉房贷款余额占比也达到了历史高位(31.7%)。

综上所述, 我们认为本轮针房企融资的调控政策之所以如此严厉, 主要是由于房地产占用了过多的金融资源, 特别是 2019 年上半年热点二线城市地王频出, 促使决策层下定决心全方位的收紧房企融资, 将腾出来的金融资源用来支持制造业和小微企业发展。

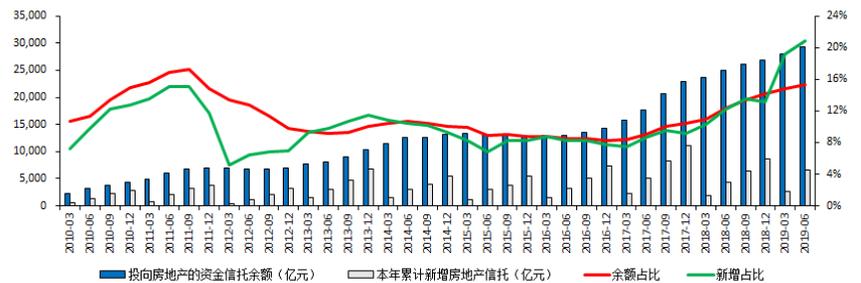
投资建议:我们认为本轮房企融资环境收紧的力度是空前的, 银行贷款、非标、公开市场发债、ABS 等几乎所有融资渠道都受到了严厉监管, 需求侧按揭贷款利率也已连续三个月上行。在宏观政策向逆周期调控倾斜的大背景下, 为了防止增量资金流入房地产领域, 中央层面对于房地产政策松动的可能性较小, 但是不排除部分财政压力较大、城市层级较低的三四线城市可能会低调采取一些地方宽松政策, 如临澧、芜湖、珠海等, 但尚需观察这些政策后续是否会被叫停或收回。标的方面可以关注中报业绩超预期、融资优势明显且外币负债占比低的央企龙头保利地产。

一、房地产类信托逆势增长，占比创历史新高。

截止到6月末，在总资金信托余额同比下降6.4%的背景下，房地产资金信托余额逆势增长16.8%，达到2.93万亿，占总资金信托余额的比例达到15.4%，创2012年以来新高。

2019年上半年，在新增信托项目金额同比下降10.6%的背景下，新增房地产信托逆势增长53.5%，达到6572亿元，占比也达到20.9%，创2010年以来新高（首次突破20%）。

图一：房地产资金信托余额以及新增房地产信托情况



资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

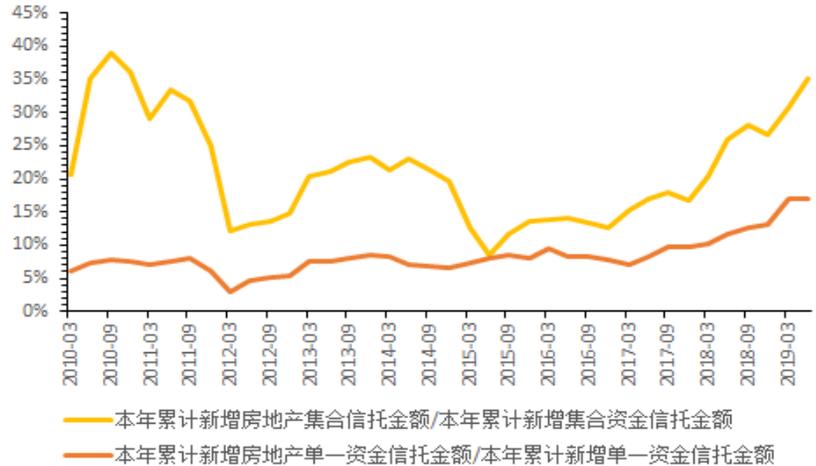
图二：本年累计新增房地产信托



资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

新增房地产信托中，通道类几乎零增长，但占比在提升。由于单一资金信托主要是通道类业务，资管新规出台后多层嵌套被禁止，纯通道类业务明显收缩。2019年上半年，新增单一资金信托总规模同比下降31.7%。房地产类单一资金信托新增规模则勉强跟去年同期持平（同比增长0.86%），其占总的单一资金信托新增规模的比例实际上在上升（达到17.1%）。

图三：新增房地产集合信托占比情况以及新增房地产单一资金信托占比情况



资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

集合类房地产信托接近翻倍，成为房地产信托规模提升的主力。2019年上半年，无论是总的集合资金信托还是房地产集合信托，新增规模提升都非常快，同比分别增长33.0%和80.1%。特别是房地产集合信托增长过快，接近翻倍（同比增长80%），成为新增房地产信托规模提升的主力。特别是2019年第二季度，房地产集合信托单季新增3157亿元，创2010年以来最高，且超过了2018年四个季度均值的两倍。

图四：当季新增房地产集合信托

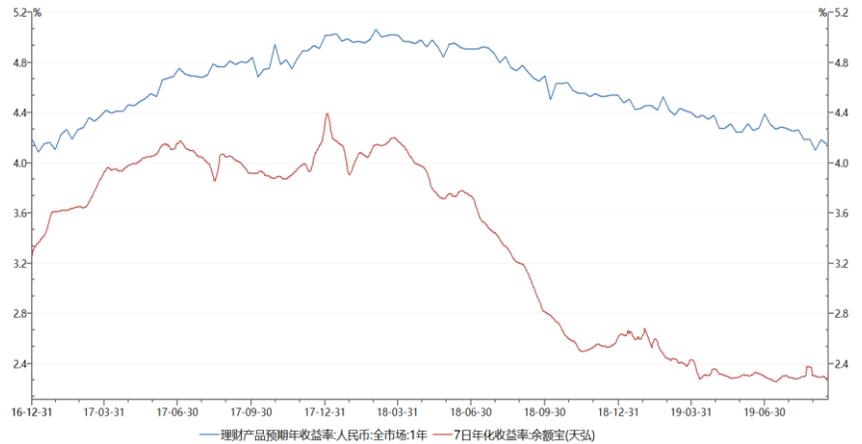


资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

集合信托主要是信托公司自己募集的资金，其快速增长我们认为主要有两方面原因：（1）余额宝等货币基金和银行理财收益率不断下行，P2P等新兴投资渠道又频频出现违约，导致房地产集合信托低风险、高收益率的优势不断凸显，很多高净值客户加大了对它的配置力

度。(2) 资管新规出台后，由于多层嵌套被禁止，银行理财资金参与房地产项目受到了一定的限制。作为替代，部分银行加大了直接代销房地产集合信托的力度，从中获得代销费用。

图五：余额宝等货币基金和银行理财收益率



资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

二、央行和上市银行财报数据也显示房地产占用了过多金融资源

(1) 涉房间接融资在社融中的占比创历史新高。如果结合央行发布的二季度金融机构贷款投向统计报告数据，我们发现涉房间接融资余额（包括个人住房贷款、房地产开发贷款和投向房地产的资金信托）已经占到社融规模的 19.7%，创历史新高，这还没有包括房企直接融资（如发行债券和股票等）。

图六：涉房融资余额占社融存量比例

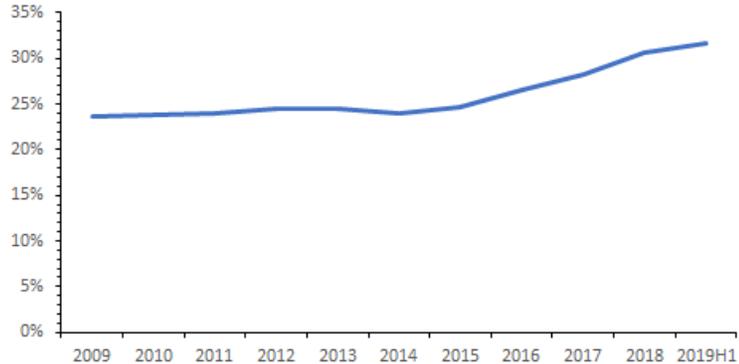


资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

(2) 如果结合上市银行年报和半年报披露的贷款投向数据，我们可以看到，2019 年半年报的涉房贷款余额占比也达到了历史高位 (31.7%)。

图七：上市银行涉房贷款占比

上市银行涉房贷款占比



资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

表一：贷款投向数据

上市银行	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
单位：亿元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
房地产	598.28	705.40	805.59	921.64	1,021.34	1,094.25	1,193.63	1,309.56
占比	11.78%	11.88%	11.15%	10.79%	10.72%	10.17%	10.15%	10.46%
对公贷款余额	5,077.15	5,936.24	7,225.56	8,542.85	9,525.51	10,760.83	11,756.09	12,525.22
住房按揭	1,037.19	1,226.75	1,604.96	1,952.58	2,249.79	2,555.72	3,025.72	3,716.36
占比	74.11%	74.88%	71.36%	67.96%	64.74%	62.74%	62.02%	64.34%
个人贷款余额	1,399.50	1,638.20	2,249.05	2,872.94	3,475.15	4,073.23	4,878.31	5,775.70
涉房贷款总计	1,635.47	1,932.15	2,410.54	2,874.22	3,271.13	3,649.96	4,219.35	5,025.93
占比	23.57%	23.73%	23.97%	24.57%	24.51%	23.95%	24.70%	26.54%
总贷款余额	6,939.18	8,142.01	10,057.19	11,695.92	13,343.50	15,239.00	17,081.66	18,940.40

资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

综上所述，我们认为本轮针对房企融资的调控政策之所以如此严厉，主要是由于房地产占用了过多的金融资源，无论是房地产信托余额占信托余额的比例 (15.4%)，还是涉房间接融资占社融存量的比例 (19.7%)，或者涉房贷款占总贷款的比例 (31.7%)，均创出了历史新高。特别是 2019 年上半年热点二线城市地王频出，跟房企融资泛滥有很大的关系。因此决策层下定决心全方位的收紧房企融资，将腾出来的金融资源用来支持制造业和小微企业发展。

投资建议：我们认为本轮房企融资环境收紧的力度是空前的，银行贷款、非标、公开市场发债、ABS 等几乎所有融资渠道都受到了严厉监管，需求侧按揭贷款利率也已连续三个月上行。在宏观政策向逆周期调控倾斜的大背景下，为了防止增量资金流入房地产领域，中央层面对于房地产政策松动的可能性较小，但是不排除部分财政压力较大、城市层级较低的三四线城市可能会低调采取一些地方宽松政策，

如临澧、芜湖、珠海等，但尚需观察这些政策后续是否会被叫停或收回。标的方面可以关注中报业绩超预期、融资优势明显且外币负债占比低的央企龙头保利地产。

风险提示：政策收紧超预期，销售下滑超预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	13222028950@163.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广州地区销售总监助理	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓越	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。