

从“稳市场”转向“重构融资与销售制度”——房地产一揽子政策解读

宏观点评

日期： 2026.08.31

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

事件描述

8月28日，房地产领域一次性出台多项政策，覆盖商品房销售、开发贷款、个人住房贷款、城市更新融资以及资本市场融资等多个环节。

事件点评

本轮房地产政策的核心依然不是从刺激购房需求的角度出发，而是从重构“销售—融资—交付”链条的全流程角度出发。住建部等部门提高商品房预售条件、推动现房销售，人民银行和金融监管总局同步完善开发贷款和个人住房贷款制度，证监会则扩大股权、债券、ABS、REITs和并购融资渠道。我们认为，这说明房地产政策正在从过去几年的“稳市场”逐步转向“新模式落地”。

销售制度改革为封顶后交付，是汲取了前期“保交楼”经验，降低居民提前承担的交付风险。预售条件提高、现房销售增加、购房资金强化监管，意味着过去“居民先付钱、房企再建设”的模式会逐步弱化。我们认为，这有利于改善购房者预期，但也会提高房企前期建设资金需求，因此必须与融资制度改革同步推进。

融资端正在从“看房企”转向“看项目”。新规强调主办银行、项目封闭管理和全周期融资，同时资本市场也开始支持基于项目质量的融资安排。我们认为，未来房地产融资更依赖项目现金流和资产质量，而不是单纯依靠大型房企主体信用，高杠杆、高周转模式将进一步退出。

短期政策更利好信用和预期，中期才可能影响投资。当前房地产最核心的问题已经从单纯销售偏弱，演变为“销售弱—现金流弱—融资弱—投资下降”的负反馈。本轮政策首先解决的是融资和交付问题，因此对优质房企信用、项目续建和居民预期的改善会更快，但要真正传导到新开工和房地产投资，还需要时间。

我们认为，后续房地产政策仍会增加资金支持，但全面强刺激回归的概率较低。如果三季度销售和投资继续较快下滑，后续仍可能加大白名单融资、城市更新、存量房收储和保障房支持，同时进一步降低居民交易成本；但政策目标更可能是控制房地产下行斜率、降低对宏观经济的拖累，而不是重新把房地产变回增长引擎。

风险提示：

1. 房地产销售和价格继续较快下行，融资改善难以有效传导至投资和新开工；
2. 现房销售和项目融资转型过程中，房企资金缺口扩大并引发新的信用风险。

8月28日，房地产领域一次性出台多项政策，覆盖商品房销售、开发贷款、个人住房贷款、城市更新融资以及资本市场融资等多个环节。我们认为，与过去几年降低首付、下调房贷利率等偏需求端的政策相比，本轮政策最大的不同，是不再单纯围绕“刺激购房”展开，而是开始系统解决房地产行业在新发展阶段“项目怎么融资、房子怎么卖、资金怎么管、风险怎么出清”的问题。短期看，这组政策有利于改善房企融资预期、降低交付风险，并对地产股和信用债形成一定支撑；中长期看，其意义更接近房地产基础制度重构，而非传统意义上的一轮强刺激。

首先，销售制度出现比较明显的变化。住建部、自然资源部、金融监管总局发布的《关于完善商品住房销售制度的通知》明确提出，商品住房实行预售的，“单体建筑应完成主体结构封顶”；同时要求购房人支付的首付款、个人住房贷款等购房资金全部进入监管账户。对于新出让土地和已经出让但尚未取得建设工程规划许可证的项目，政策提出“优先选择现房销售”，已经取得规划许可证的项目则鼓励实行现房销售。政策同时提出推动“交房即交证”。我们认为，这意味着预售制度开始进入实质性调整阶段，但并不是“一刀切取消预售”。政策采取明显的“新老划断”方式，核心目的有两个：第一，把预售时点尽可能后移，降低项目建设早期大量占用购房人资金的风险；第二，逐步提高现房销售比例，从根本上减少过去“居民先付钱、房企再建设”模式下的交付风险。对居民而言，这是明显利好；但对房企而言，意味着原来依赖预售回款进行高周转的商业模式进一步退出，项目建设期间的资金缺口必须找到新的融资来源。

因此，同一天人民银行和金融监管总局出台房地产信贷新规是销售制度改革必须配套的一环。《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》明确提出，房地产开发贷款实行“主办银行制”，单个房地产项目对应一家主办银行，并对项目资金实行封闭管理；开发贷款期限要覆盖项目从开工到竣工备案全过程，其中预售项目最长不超过5年，现房销售项目最长不超过7年，首次还本日期原则上安排在竣工备案以后。

人民银行在答记者问中对此解释得更加直接：这一制度是为了“建立开发贷款主办银行制度”，并通过延长贷款期限和封闭管理，更好满足房地产项目全生命周期融资需求。人民银行同时明确，本轮制度改革的背景是我国城镇化已经从快速增长期转向稳定发展期，房地产需要形成与新发展模式相匹配的信贷制度。

我们认为，这其实是整组政策最核心的变化。过去房地产融资很大程度上依赖“开发商主体信用+预售资金”，大型房企依靠集团信用获得融资，再通过内部资金调配推动更多项目；未来融资逻辑会明显转向“项目信用+项目现金流”。银行更关注这个项目在哪里、成本多少、预计能卖多少钱、现金流是否能够覆盖贷款，而不是简单判断房企是不是大型开发商。其结果是，优质项目即使属于民营房企，也可能获得融资；反过来，即使是大型房企，如果项目本身缺乏现金流，也难以依靠集团信用无限续贷。

这对于房地产行业本身具有较强的市场化意义。过去房企竞争的核心之一是“谁能够拿更多地、周转更快、杠杆更高”，新模式下竞争逻辑会逐渐变成“谁有更多优质项目、融资成本更低、建设效率更高、产品更好”。房地产从一个典型的主体信用扩张行业，逐渐向类似基础设施和商业地产的项目融资模式转变，高杠杆、高周转企业的生存空间会继续缩小。

个人住房贷款制度也出现了较大调整。新规明确个人住房贷款最长期限从30年延长至40年；对于现房销售项目，个人住房贷款在销售备案以后发放；对于预售项目，则要求“严格在项目竣工备案后发放”。人民银行将其概括为确保购房人“能拿房、再还贷”。与此同时，对于存量浮动利率住房贷款，如果存量利率与新发放贷款利率偏离较大，借款人可以与银行协商调整利率，或者申请新的浮动利率贷款置换存量贷款。

我们认为，这里面实际上同时包含了“防风险”和“稳需求”两层含义。“能拿房、再还贷”是明显的购房者保护机制，有助于降低烂尾楼对居民部门资产负债表的冲击；40年按揭则具有一定需求端放松作用，可以降低月供，但并不会改变房价和收入决定购房能力的核心逻辑。

因此，我们不倾向把 40 年住房贷款理解为一轮新的居民加杠杆政策，它更多是在新的销售制度下增加住房金融的灵活性。

金融监管总局同日进一步发布商品住房开发贷款、个人住房贷款、商业地产贷款、城市更新项目贷款和房地产领域信托业务等管理办法，并明确这些制度共同坚持“以项目为中心、主办银行制、资金封闭管理”，提供从开发、建设到销售和运营的全周期金融支持。我们认为，这意味着政策正在把房地产金融从过去偏重住宅开发销售，扩展到城市更新、租赁住房和商业地产等更广泛的存量资产领域。房地产金融的重心也会随之从“不断开发新房”转向“开发+运营+资产盘活”。

证监会的政策进一步补齐了资本市场这一环。《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》明确提出，房地产融资要“从依赖主体信用向基于项目情况转变”，同时支持上市房企再融资、并购重组、发行公司债和 ABS，允许存量公司债滚动续发，并支持租赁住房、城市更新项目发行 REITs，稳慎推进商业不动产 REITs。

我们认为，这一部分对市场的意义可能被低估。房地产未来真正要完成新旧模式切换，不能只依靠银行贷款。对于开发阶段，可以使用开发贷；项目建成以后，需要通过 CMBS、ABS、REITs 或者不动产基金把成熟资产从开发商资产负债表中转出去，实现资金回收。只有这个退出机制建立起来，“开发—运营—证券化—再投资”的资金循环才能真正形成。因此，资本市场政策并不仅仅是救房企融资，更是在为未来房地产商业模式重新设计资金出口。

为什么选择现在集中出台？我们认为，首先还是因为房地产下滑速度已经到了政策需要进一步干预的位置。从上半年宏观数据看，商品房销售、房企资金来源和新开工继续承压，部分核心城市销售虽有改善，但并没有传导到开发投资和企业现金流。

房地产当前最大的宏观问题已经不是房价单一指标，而是“销售弱—现金流弱—融资弱—投资继续下降”形成负向循环。

其次，政策时点处在“金九银十”之前。8 月底推出中央层面的销售和融资制度改革，叠加地方已经实施的公积金、购房补贴和以旧换新政策，有助于稳定三季度后半段地产市场预期。我们认为，这里面存在较明确的分工：地方继续负责稳销售，中央开始负责重构融资和行业制度。

从目前看，政策已经明显不再以“房地产重新拉动经济”为目标。7 月底中央政治局会议继续提出稳定房地产市场，但此次政策没有再次推出全国性的低首付、大幅降息或者直接刺激房价，而是把重点放在现房销售、融资制度、项目现金流、资本市场和风险出清上。我们认为，这体现出房地产在宏观经济中的位置已经发生变化。过去房地产承担的是“增长发动机”功能，现在更重要的是“不能继续成为经济拖累和金融风险源”。

因此，对未来政策，我们判断仍然是“融资支持还会增加，但全面刺激不会回来”。如果三季度房地产投资和销售继续较快下降，后续政策仍可能进一步扩大白名单融资、城市更新贷款、存量商品房收储和保障房资金支持，也可能进一步降低居民购房交易成本。但是，我们认为重新依靠大规模居民加杠杆、推高房价来带动土地财政和地产投资的概率已经非常低。

未来房地产真正需要观察的是三个链条能否恢复。第一个是“销售—现金流”，即核心城市销售改善能否逐渐扩散；第二个是“融资—投资”，即这次开发贷、项目融资和资本市场工具放开后，房企融资能否真正转化为新开工和投资；第三个是“存量资产—资本退出”，即 REITs、ABS、并购和城市更新能否形成新的房地产资金循环。如果三条链条能够逐步修复，即使房地产销售和投资规模不再回到过去高点，行业仍可能进入一个低增长但更加稳定的新均衡。

整体来看，我们认为 8 月 28 日这组政策更接近一次房地产基础制度改革，而不是传统救市政策。短期最大的市场意义在于缓解房企信用风险和稳定购房者预期，因此地产股、优质民营房企信用债以及银行地产资产质量预期可能阶段性受益；中期则意味着行业将进一步分化，优质项目、低杠杆开发商、城市更新和运营型资产价值上升，高周转模式继续退出。对宏观经济而言，政策最现实的目标并不是让房地产重新高增长，而是让房地产投资的下滑速度逐

步收窄，降低其对固定资产投资、居民财富和金融体系的拖累。一旦房地产从“持续负贡献”逐渐转为“低位稳定”，其本身就是对宏观经济的一项重要改善。

风险提示：

1. 房地产销售和价格继续较快下行，融资改善难以有效传导至投资和新开工；
2. 现房销售和项目融资转型过程中，部分房企资金缺口扩大并引发新的信用风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，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。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。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。

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、价值及投资收入或将产生波动；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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010