

房地产

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之五 (2016-2018 上半年)

相关研究报告：

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之四
(2008-2015)

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之三
(1998-2007) --2020-04-28

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之二
(1988-1997) --2020-04-09

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之一
(1978-1987) --2020-04-06

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

1. 经济步入“恒纪元”，“去杠杆”、“防风险”成为宏观调控主线，三会掀起“监管竞赛”。

2016-2018 年上半年，各个季度的 GDP 增速一直稳定在 6.7%-6.9% 的狭窄区间内，这可能是改革开放以来宏观经济环境最为稳定的一段时间。经济步入“恒纪元”后，“去杠杆”和“防风险”成为金融领域宏观调控的首要工作。叠加十九大和政府换届在即，三会之间开启了一轮“监管竞赛”。

2. 分业监管时代落幕，金融委和资管新规一统江湖。

2017 年 11 月 8 日，金融委正式成立，“一委一行三会”的金融监管体系正式确立。2018 年 4 月 27 日，“资管新规”正式出台，成为大资管领域跨行业的纲领性文件，明确了未来所有的资管产品将按产品类型而非机构类型进行监管，禁通道，禁多层嵌套。

3. 史上最严楼市调控。

部分房价上涨较快的城市早在 2016 年上半年就已经开始收紧调控政策，如上海、深圳。2016 年十一前后，楼市调控开始大面积扩散和升级。2017 年，又开启了以城市群为主体，中心城市联动周边三四线城市的协同调控。“认房又认贷款记录”、“限售”等新型调控手段层出不穷。

4. 房企融资环境不断收紧，境内发债只能“借新还旧”，再掀海外发债热潮。

2016 年国庆节前后楼市调控全面升级之后，房企融资环境也开始大幅收紧。除了前面已经提到的对影子银行和通道业务的强力监管从而导致房企非标融资环境收紧之外，银行信贷、公开市场发债、股票再融资等主流融资渠道也大幅收紧。随着国内房企融资环境不断收紧，特别是房企境内发债的资金用途被严格限制为“借新还旧”，很难发出增量来，房企再次掀起了赴境外发行美元债的热潮，这轮热潮一直持续到一直持续至 2018 年上半年。

风险提示：政策收紧超预期，销售下滑超预期

目录

1. 经济步入“恒纪元”，“去杠杆”、“防风险”成为宏观调控主线，三会掀起“监管竞赛”	5
2. 分业监管时代落幕，金融委和资管新规一统江湖	10
3. 史上最严楼市调控	13
4. 房企融资环境不断收紧，境内发债只能“借新还旧”，再掀海外发债热潮	17
4.1 银行信贷环境不断收紧	17
4.2 非标方面，明股实债和拿地融资成为监管重点。	19
4.3 境内发债大幅受限，房企再掀海外发债热潮	21
4.4 股票市场上市房企再融资窗口再次关闭	23

正如我们在本系列的上一篇[《这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之四（2008-2015）》](#)中所提到的，**从 2012 年开始的金融创新浪潮，催生出了各式各样监管套利的工具**。分业监管模式为通道业务提供了监管套利的空间，部分监管部门在促进所辖行业发展的理念驱动下，竞相放松对所辖机构业务创新的管制，券商资管、基金子公司资管等都成为银行理财资金新的通道工具。银证信合作、银基信合作、银证合作、银基合作等纷繁复杂的新型通道业务层出不穷。

在分业监管的体制下，银监会无法监控券商资管和基金子公司资管等通道，只能在自己管辖范围内不断打补丁，于 2013 年 3 月 25 日出台《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8 号），“8 号文”从总量上对银行理财资金投资非标债权做出了比例限制。随后又于 2014 年 2 月 19 日印发《关于 2014 年银行理财业务监管工作的指导意见》（银监办发[2014]39 号），39 号文首次强调“解包还原”和“穿透原则”，即应穿透到最后一层来核算投资非标债权的比例。

由于非标投资期限往往较长，而长期限的资管产品往往发行较为困难，因此实际操作中“滚动发售、混合运作、期限错配、分离定价”的资金池运作模式就成为常态，也就是不断发行短期产品，用新产品资金接续老产品，以投资长期限非标债权。这种短借长投的模式极易引发系统性金融风险。

因此，这一轮金融创新浪潮带来的影子银行快速膨胀很快引起了新一届最高决策层的注意，决策层开始加强各部门之间的监管协调，特别是清理极易引发系统性金融风险的**资金池业务**。

2012 年 11 月 8 日，中共十八大召开，习近平当选中共中央总书记。2013 年 3 月 18 日，国家主席习近平签署第一号主席令，任命李克强为国务院总理。**2013 年 3 月，刘鹤被任命为中财办主任，4 月又兼任发改委副主任。**

2013 年 12 月 10 日，国务院办公厅下发《关于加强影子银行监管有关问题的通知》（国办发[2013]107 号）。除了继续强调“商业银行不得开展理财资金池业务，切实做到资金来源与运用一一对应”之外，107 号文还首次提出“信托公司不得开展非标准化理财资金池等具有影子银行特征的业务”。此外还强调“用净资本管理约束信托公司信贷类业务”、“证券公司要加强净资本管理”，“保险公司要加强偿付能力管理”，“严禁私募股权投资基金开展债权类融资业务”等。不过可以看出，107 号文的整体监管思路还是按照“分业经营、分业监管”的原则。

随后银监会出台文件落实 107 号文的要求，2014 年 4 月 8 日，银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发[2014]99 号），99 号文要求各信托公司对已开展的非标准化理财资金池业务，要查明情况，摸清底数，形成整改方案，于 2014 年 6 月 30 日前报送监管机构，积极稳妥推进资金池业务清理工作。

随后下发的《关于 99 号文的执行细则》首次明确提出了信托公司非标资金池的定义：信托公司非标准化理财资金池业务指信托资金投资于资本市场、银行间市场以外没有公开市价、流动性较差的金融产品和工具，从而导致资金来源和资金运用不能一一对应、资金来源和资金运用的期限不匹配（短期资金长期运用，期限错配）的业务。

证监会方面一开始并没有在全国层面出台针对“资金池”问题的监管政策。2014 年 2 月 12 日证监会下发的《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》，主要要求券商不得通过集合资产管理计划开展通道业务，同时限制分级产品的杠杆倍数，并没有提“资金池”的监管。不过重点城市的证监局出台了针对基金子公司专户“资金池”问题的文件，2014 年 4 月 30 日，深圳证监局发文规范通道业务，要求基金子公司不得通过“一对多”专户开展通道业务，不得开展资金池业务，切实做到资金来源与运用一一对应。2014 年 5 月 4 日，上海证监局也发文强调了类似的内容。直到 2015 年 3 月 24 日，证监会才出台全国层面针对资金池的监管政策《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》。“八条底线”要求不得开展资金池业务，禁止不同资产管理计划进行混同运作，不得脱离对应资产的实际收益率进行分离定价。

在促进所辖行业发展的理念下，证监会甚至仍在鼓励金融创新。2014 年 5 月 13 日，证监会又下发了《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》（证监发[2014]37 号），37 号文仍在强调“建设现代投资银行”，“支持业务产品创新”，特别是提出“拓宽券商集合资产管理计划投资范围，允许投资于未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利”。

总体上，由于 2014-2015 年稳增长压力相对较大，在实际执行层面对影子银行的监管力度其实并不是特别严厉。2014-2015 年在稳增长压力不断加大，房地产库存快速累积，部分城市房价存在下行压力的背景下，中央逐步放松了房地产调控政策。房企无论是公开市场发债还是银行信贷、非标等融资环境都相当宽松。

1. 经济步入“恒纪元”，“去杠杆”、“防风险”成为宏观调控主线，三会掀起“监管竞赛”

经过连续几年的回落，经济增速“L 型走势”终于迎来“横”的那一部分，2016-2018 年上半年，各个季度的 GDP 增速一直稳定在 6.7%-6.9% 的狭窄区间内（这里指初步核算数，第四次经济普查后有上修），CPI 月度同比也一直在 2% 上下小幅波动，这可能是改革开放以来宏观经济环境最为稳定的一段时间。经济步入“恒纪元”后，“去杠杆”和“防风险”成为金融领域宏观调控的首要工作。

其实“高杠杆”问题最早是在 2014 年 12 月 9 日的中央经济工作会议上首次提出：“从经济风险积累和化解看，伴随着经济增速下调，各类隐性风险逐步显性化，风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间，必须标本兼治、对症下药，建立健全化解各类风险的体制机制。”但当时由于稳增长压力较大，“高杠杆”问题还没有成为宏观调控的主要矛盾。

2015 年 11 月 10 日上午，习近平总书记主持召开中央财经领导小组第 11 次会议，首次提出“供给侧改革”的思路。

紧接着 2015 年 12 月 18 日的中央经济工作会议系统阐释了“供给侧改革”的内涵：“三去一降一补”（去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板）。此外还提出要“防范化解金融风险。加强全方位监管，规范各类融资行为，

抓紧开展金融风险专项整治”。自此之后，“去杠杆”、“防风险”、“强监管”成为金融领域宏观调控的主导思想。

随后银监会、证监会、保监会相继出台政策加强影子银行监管。

2016年3月18日，银监会发布《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（银监办发[2016]58号），要求各地银监局加大非标资金池信托排查清理力度，督促信托公司积极推进存量非标资金池清理，严禁新设非标资金池，按月报送清理计划执行情况，直至达标为止。意见再次强调“穿透”原则，要求各地银监局督促信托公司按“穿透”原则向上识别信托产品最终投资者，不得突破合格投资者各项规定，向下识别产品底层资产，资金最终投向应符合银、证、保各类监管规定和合同约定。

2016年6月13日，保监会发布《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》（保险资管“八条底线”），禁止发行具有资金池性质的产品；禁止发行具有嵌套交易结构的产品；禁止向机构投资者发行分级产品，并对向机构投资者发行的各类分级产品杠杆倍数分别做出了限制。

2016年7月14日，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，也被称为“新八条底线”（“老八条底线”是指2015年3月24日的《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》）。“新八条底线”重申不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，禁止保本保收益或分离定价，并对各类结构化资管计划的杠杆倍数分别做出了限制。

2016年12月2日，证监会发布《基金管理公司子公司管理规定》、《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》确定了基金子公司以净资本为核心的风控体系，基金子公司通道的监管红利不复存在。

2016年12月14日的中央经济工作会议强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置”。2017年4月23日政治局会议再次强调要“高度重视防控金融风险，加强金融服务实体经济”。

随着最高决策层不断提高“防控金融风险”的重要性，叠加当时临近十九大（2017年10月）和政府换届（2018年3月）等重要的人事变更时点，三会之间开启了一轮“监管竞赛”。

银监会方面，2017年2月，郭树清接替尚福林出任银监会主席。2017年3月-4月，银监会密集出台监管文件，3月份的45号文、46号文和53号文，重点整治银行业“三违反、三套利、四不当”等乱象。4月份的5号文、6号文、7号文则明确了银行业风险防控的重要领域，组织全国银行业集中整治十方面的市场乱象。后被称为“三三四十”专项治理。

“三违反”：违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章

“三套利”：监管套利、空转套利、关联套利

“四不当”：不当创新、不当交易、不当激励、不当收费

十个方面问题：股权和对外投资方面、机构及高管方面、规章制度方面、业务方面、产品方面、人员行为方面、行业廉洁风险方面、监管履职方面、内外勾结违法方面、涉及非法金融活动方面。

2017年3-4月银监会主要监管文件		
日期	文件名	文号
3月23日	《中国银监会办公厅关于开展商业银行“两会一层”风控责任落实情况专项检查的通知》	银监办发[2017]43号
3月29日	《中国银监会办公厅关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》	银监办发[2017]45号
3月29日	《中国银监会办公厅关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》	银监办发[2017]46号
4月6日	《中国银监会办公厅关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》	银监办发[2017]53号
4月7日	《中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》	银监发[2017]4号
4月7日	《中国银监会关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》	银监发[2017]5号
4月7日	《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》	银监发[2017]6号
4月10日	《中国银监会关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》（银监发[2017]7号）	银监发[2017]7号

证监会方面，2017年4月召开证券基金行业监管视频会，再次对资金池业务提出限制要求，全面涵盖大集合资金池产品、结构化资金池产品、私募资金池产品。

2017年5月19日，证监会发言人张晓军在新闻发布会上首提全面禁止通道业务，强调证券基金经营机构从事资管业务应坚持资管业务本源，谨慎勤勉履行管理人职责，不得从事让渡管理责任的所谓“通道业务”。

保监会方面，2017年5月7日，保监会下发《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》（保监发[2017]44号），要求严格保险资金监管运用，要“坚持去杠杆、去嵌套、去通道导向，从严监管保险资金投资各类金融产品，严禁投资基础资产不清、资金去向不清、风险状况不清等多层嵌套产品”。

2017年5月9日，保监会又下发《关于开展保险资金运用风险排查专项整治》（保监资金〔2017〕128号），要求“实施穿透式检查，摸清并处置存量风险，严格控制增量风险”。

2017年10月18日，党的十九大在京召开。习近平总书记在十九大报告中首次提出“三大攻坚战”的提法：要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。其中**防范化解重大风险位列第一。**

2017年12月18日至20日中央经济工作会议在北京举行，会议强调要打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，**促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环**，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。

十九大和中央经济工作会议之后，**政府各部门包括一行三会换届日益临近，各监管部门之间又掀起一轮监管竞赛**，房企融资环境进一步收紧。

2017年12月22日，银监会发布《关于规范银信类业务的通知》（银监发〔2017〕55号）要求在银信类业务中，**银行应按照实质重于形式原则，将穿透原则落实到监管要求中**，并在银信通道业务中还原业务实质，进一步规范银信类业务中信托公司的行为。商业银行和信托公司开展银信类业务，应贯彻落实国家宏观调控政策，遵守相关法律法规，**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。**

2018年1月5日，保监会发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（保监资金〔2017〕282号）强调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，**严防“名股实债”，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等。

2018年1月5日，银监会发布《商业银行股权管理暂行办法》和《**商业银行委托贷款管理办法**》，“委贷新规”的作用我们将在下一小节中具体介绍。

2. 分业监管时代落幕，金融委和资管新规一统江湖

2017年7月14日第五次全国金融工作会议（每五年召开一次）在京召开，会议决定**设立“国务院金融稳定发展委员会”（简称“金融委”）**，同时还明确要**强化央行宏观审慎管理和系统性风险防范职责**。标志着自90年代开始的分业监管体系开始向统一监管转变。**2017年11月8日，金融委正式成立，“一委一行三会”的金融监管体系正式确立。**

2017年10月18日，党的十九大在京召开。习近平总书记在十九大报告中**首次提出“三大攻坚战”**的提法：要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。其中**防范化解重大风险位列第一。**

2017年10月19日党的十九大中央金融系统代表团开放日上，时任央行行长**周小川**在**谈到**该如何守住不发生系统性金融风险的底线时表示，中国要重点防止“明斯基时刻”出现所引发的剧烈调整：“如果经济中的顺周期因素太多，使这个周期波动被巨大地放大，在繁荣的时期过于乐观，也会造成矛盾的积累，到一定时候就会出现所谓**明斯基时刻**，这种瞬间的剧烈调整，我们要重点防止。”

（明斯基的观点主要是经济长时期稳定可能导致债务增加、杠杆比率上升，进而从内部滋生爆发金融危机和陷入漫长去杠杆化周期的风险。**经济好的时候，投资者倾向于承担更多风险，随着经济向好的时间不断推移，投资者承受的风险水平越大，直到超过收支不平衡点而崩溃。**

明斯基将融资行为划分为三个阶段。第一阶段，投资者们负担少量负债，其收入覆盖其债务本金与利息支出均无问题，这一阶段称为**对冲性融资**。第二阶段，他们扩展其金融规模，以致只能负担利息支出，这一阶段称为**投机性融资**。第三阶段，投资者必须不断提高其债务水平以兑现其债务本息承诺（借新债还旧债和利息），这一阶段可以称为**庞氏融资**。）

十九大结束之后不久，2017 年 11 月 17 日，央行即发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（“**资管新规**”**征求意见稿**）。

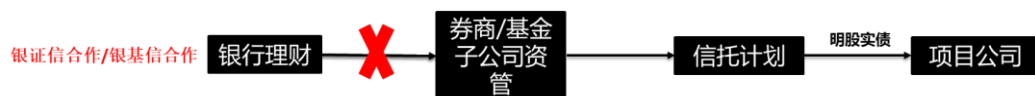
2018 年 3 月 4 日，中共中央发布《关于深化党和国家机构改革的决定》，**将银监会和保监会合并为银保监会。**

2018 年 4 月 27 日，“**资管新规**”**《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式出台**，成为大资管领域跨行业的纲领性文件。“资管新规”明确了未来所有的资管产品将受制于统一的监管标准，**按产品类型而非机构类型进行监管**。“资管新规”要求**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**。资产管理产品可以再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公募证券投资基金以外的资产管理产品（**最多嵌套两层，禁止多层嵌套**）。

由于 2010 年“**银信合作禁股令**”《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（银监发〔2010〕72 号）的存在，**银行理财如果直接嵌套一层信托的话是无法参与“明股实债”项目的**，就很难参与到拿地配资等”前融“业务当中去。



而“**资管新规**”**最多两层嵌套的限制**就使得通过“**银证信**”或者“**银基信**”合作进行明股实债投资的路径被堵死，**银行理财的钱出不来了**。

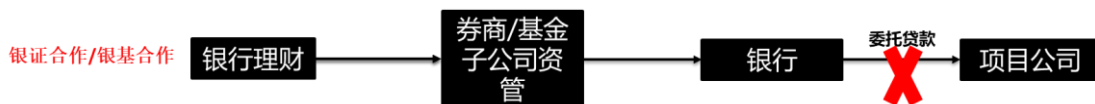


不过银行理财借道信托发放信托贷款仍有一定操作空间。虽然“资管新规”要求金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，但是银监会信托部随后出台的“过渡期政策”对信托通道类相关业务的表述留下了一些可以模糊处理的空间。2018年8月17日，银保监会《信托部关于加强资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托函[2018]37号）。该文指出：对事务管理类信托业务要区别对待、严把信托目的、信托资金来源及用途的合法合规性，严控为委托人监管套利、违法违规提供便利的事务管理类信托业务，支持信托公司开展符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务。为接续存量产品所投资的未到期资产，过渡期内信托公司可以发行老产品对接，也可以发行老产品投资到期日不晚于2020年底的新资产，但老产品的整体规模应当控制在截至2018年4月30日的存量产品整体规模内。不符合“资管新规”相关要求的存量信托产品应当在过渡期内逐步有序压缩递减至符合监管要求。过渡期结束后，不得再发行或存续违反“资管新规”规定的信托产品。

虽然存在操作空间，但是银行理财资金借道信托发放信托贷款无法规避“四三二”条件的限制，很难参与到拿地配资等”前融“业务当中去，只能作为常规开发贷。

实际操作中，部分银行为了减少嵌套层数，放弃自己的理财这一层，直接帮信托公司代销信托，从中收取代销费用。不过由于信托产品的起售门槛是100万，而银行理财是1万，因此直接代销信托能募集到的资金规模跟之前银证信/银基信合作相比还是大打折扣的。

除了“资管新规”之外，此前的“委贷新规”已经把银证/银基合作借道银行委托贷款的路径封死。2018年1月5日，银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》。“委贷新规”禁止用募集所得资金发放委托贷款。



2018 年年初，中基协也窗口指导要求**券商集合类管不得投资信贷类资产，以信托贷款为标的产品暂停备案**，券商资管如果想继续投资信贷类非标，只能采用定向资管模式，且资金必须为自有资金，不能是银行理财等资管资金。



3. 史上最严楼市调控

从 2014 年开始的楼市去库存推进 2 年后，不同层级城市楼市表现分化加剧，虽然三四线城市去库存压力依然较大，但热点一二线城市库存已经较低，房价也出现快速上涨势头。

2016 年 2 月，中央层面最后一次出台楼市刺激政策，非限购城市首套房最低首付比例进一步降低到 20%（2016 年 2 月 1 日，央行、银监会《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》），交易环节税负进一步降低（2016 年 2 月 17 日，财政部、国税总局、住建部《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策通知》）

此后中央对房地产政策的态度开始发生微妙变化。**2016 年 7 月 26 日政治局会议首次提出要“抑制资产泡沫”，“要有效防范和化解金融风险隐患”**。2016 年 10 月 28 日政治局会议再次强调“注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”。**2016 年 12 月中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，“既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落”**。

具体调控措施分三轮逐步推进：

第一轮：2016 年核心一二线热点城市重启或升级限购限贷

部分房价上涨较快的城市早在 2016 年上半年就已经开始收紧调控政策。

2016 年 3 月 25 日上海、深圳同日升级楼市调控，而仅仅 1 个月之前（2016 年 2 月）中央还在出台刺激政策（下调契税和非限购城市的首付比例）。

上海将非上海户籍居民家庭购房需缴纳个税或社保的年限，从“3 年内累计 2 年”调整为“连续 5 年”，并将二套“非普通住宅”首付比例提高至 70%；

深圳则将个税或社保年限由 1 年提高至“连续 3 年”，二套房首付比例提高至 40%。而且深圳市在二套房认定方面创新性地提出了“认房又认贷款记录”的方式，购房人家庭名下在深圳无房但近 2 年内有住房贷款记录的，即使已经还清贷款，首付比例也按二套标准执行。

2016 年 5 月北京市通州区将商住型产品也纳入限购范围，非京籍购房者也需要连续缴纳五年社保才能购买。2016 年 6-9 月间，不少热点城市陆续跟进调控，合肥限贷，廊坊限购，南京、苏州、厦门、天津、杭州限购限贷，其他一些城市也出台了加强市场监管的政策。

2016 年十一前后，楼市调控开始大面积扩散和升级。北京、深圳、广州、天津等 22 个城市城密集出台新一轮调控政策，通过提高购房门槛、调整贷款首付比例等加码调控遏制投资投机性需求。嘉兴、怀来等一线城市周边三四线城市也加入限购行列。核心一二线城市大面积出台限购限贷等调控政策，**标志着楼市调控政策正式进入新一轮紧缩周期。**

此时中央的态度主要是防止热点城市房价过快上涨；而三四线城市、中西部地区仍要保持活力，去库存。

第二轮：2017 年上半年，热点城市联动周边城市群协同调控

一系列调控措施出台后，楼市短暂降温，但转入 2017 年后热点城市又重新出现房价上涨势头。

2017 年两会政府工作报告继续强调因城施策，加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为，遏制热点城市房价过快上涨。

房地产税再次成为人们热议的焦点。2017 年 1 月 11 日，国务院出台《关于创新政府配置资源方式的指导意见》，其中明确提到“支持各地区在**房地产税**、养老和医疗保障等方面探索创新”。2017 年 5 月 2 日，全国人大网发布《全国人大常委会 2017 年立法工作计划》，其中，制定房地产税法被列入预备级研究论证项目，将视情况在 2017 年或者以后年度安排审议。

2017 年 3 月，北京市连续出台一系列调控政策，3 月 17 日，北京市住建委等五部门联合发布《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》（“317 新政”）。按揭贷款二套房认定标准采取“认房又认贷款记录”的政策，同时二套房最低首付比例大幅提高，普通二套房首付比例不低于 60%，非普通二套房首付比例不低于 80%。3 月 22 日，北京地税局和住建委联合发布公告，将非京籍购房者所需要缴纳个税的年限从 5 年改成连续 60 个月，限购进一步收紧。3 月 24 日，央行北京营管部等四部门联合发布《关于加强北京地区住房信贷业务风险管理的通知》，要求针对离婚一年内的房贷申请人，商业银行应参照二套房信贷政策执行；申请住房公积金贷款的，按二套住房公积金贷款政策执行。该政策主要针对为享受首套房政策优惠而“假离婚”的人群。3 月 26 日，北京市住建委等五部门联合发布《关于进一步加强商业、办公类项目管理的公告》，规定在建或在售楼住类项目只能出售给企事业单位、社会组织，不能出售给个人。

此后北京、广州、天津、郑州、成都、杭州、厦门、福州、南昌等热点城市也进一步升级限购限贷政策，长沙、青岛、石家庄等城市重启限购限贷。在这一轮调控中，厦门创新性地推出“限售”政策，此后为多地效仿。

此外，本轮调控还有一个新的特点，就是以城市群为主体，中心城市联动周边三四线城市协同调控。

北京出台调控政策后，环京卫星城也陆续出台调控措施。2017年4月1日，中共中央、国务院决定设立河北雄安新区，规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县及周边部分区域。新区三县随即冻结全部房产过户，周边市县也相继出台限购限贷等政策。河北省针对环雄安新区和环首都重点地区，非当地户籍居民购房需提供当地3年及以上社保或个税缴纳证明。此外，长三角、珠三角城市群内三四线城市也纷纷在2017年上半年出台调控策。

除了在需求侧进一步加强限购、限贷、限售、限离婚、限商住外，供给侧也出台了土地供应的动态调节机制。2017年4月1日，住建部、国土资源部联合印发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，提出各地要根据商品住房库存消化周期，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36-18个月的，要减少供地；12-6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。

第三轮：2017年下半年-2018年上半年，调控政策继续向其他三四线城市和欠发达区域扩散

2017年下半年，调控继续向其他三四线城市扩散，山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区重点城市周边的三四线城市也陆续出台调控政策。

2018年上半年，又有东北地区（大连、沈阳、长春、哈尔滨）、中西部地区（太原、成都、兰州、昆明）、海南省等地区出台或升级调控政策。

2018 年 7 月 12 日，住建部表示“商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方，应针对性地及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式；商品住房库存量较大的地方，可以继续推进棚改货币化安置。”

4. 房企融资环境不断收紧，境内发债只能“借新还旧”，再掀海外发债热潮

2016 年上半年房企融资环境整体而言还是比较宽松的，一些新的融资工具如 CMBS、供应链 ABS 等也相继涌现出来。

2016 年 6 月 15 日，首单 CMBS 产品：民生银行全程主导的汇富富华金宝大厦资产支持专项计划发行成功。

2016 年 8 月 19 日，首单房地产供应链 ABS 产品：平安证券-万科供应链金融 1 号资产支持专项计划发行成功。

2016 年国庆节前后楼市调控全面升级之后，房企融资环境也开始大幅收紧。除了前面已经提到的对影子银行和通道业务的强力监管从而导致房企非标融资环境收紧之外，银行信贷、公开市场发债等房企主流融资渠道也大幅收紧。

4.1 银行信贷环境不断收紧

2016 年 10 月 12 日下午，央行召集 5 家国有大行及 12 家股份制银行高管及个贷、资产负债部门总经理，召开商业银行住房信贷会议，传达房地产调控的会议精神。央行要求各商业银行理性对待楼市，**加强信贷结构调整，强化住房信贷管理，控制好相关贷款风险。**监管部门将加强对金融机构住房金融业务的监督检查，加强对银行自律机制的指导，加强宏观审慎评（MPA）的约束等，**以约束商业银行的信贷投放至楼市。**

2016 年 10 月 21 日银监会 2016 年三季度经济金融形势分析会提出，要**严控房地产金融业务风险**，严格执行房地产贷款业务规制要求和调控政策；审

慎开展与房地产中介和房企相关的业务；**严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域；**加强房地产信托业务合规经营。

时任银监会主席尚福林在会上指出，在个人住房贷款方面，挪用信贷资金、“假按揭”、“零首付”、“首付贷”，以及伪造收入证明等违法违规行为增多，部分银行对首付资金真实性审查、借款人收入审查等授信管理不够严格。在房地产开发贷款方面，房企融资渠道拓宽、形式隐蔽、复杂性加大，项目资本金真实性甄别难度加大，有的房企违规使用杠杆资金绕道支付土地出让金，风险隐患较大。

2016 年 11 月 11 日，银监会下发《关于开展银行业金融机构**房地产相关业务专项检查**的紧急通知》，要求对**16 个房价上涨过快的热点城市**银行业金融机构**进行专项检查**，内容是截至 9 月末与房地产相关业务，包括首付贷款、房地产开发贷、与房地产中介及房企合作、理财及信托等多种业务。（这 16 个热点城市是指：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）。

2017 年 4 月 7 日，《关于银行业风险防控工作的指导意见》，**严禁资金违规进入房地产领域。**

2017 年 12 月 1 日，央行、银监会发布《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》明确统筹监管，对网络小额贷款业务开展清理整顿工作，同时对银行业金融机构参与“现金贷”业务作出具体规范。**变相的首付贷、消费贷、众筹买房、包销基金等地产融资产品受到了封堵。**

2018 年 1 月 13 日晚，银监会发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（银监发〔2018〕4 号）。随 4 号文一起下发的《**2018 年整治银行业市场乱象工作要点**》中针对房地产领域的整治重点为：

违反房地产行业政策。直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资，或以自身信用提供支持或通道；向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资；发放首付不合规的个人住房贷款；以充当筹资渠道或放款通道等方式，直接或间接为各类机构发放首付贷等行为提供便利；综合消费贷款、个人经营性贷款、信用卡透支等资金用于购房等

2018年1月25日至26日，银监会主席郭树清在全国银行业监督管理工作会议上表示。要按照党的十九大和中央经济工作会议部署，打好防范化解金融风险攻坚战，使宏观杠杆率得到有效控制。努力抑制居民杠杆率，重点是控制居民杠杆率的过快增长，打击挪用消费贷款、违规透支信用卡等行为，严控个人贷款违规流入股市和房市。继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。

2018年1月29日上海银监局下发《上海银监局关于规范开展并购贷款业务的通知》，并购贷款不得投向未足额缴付土地出让金项目，不得用于变相置换土地出让金，防范关联企业借助虚假并购套取贷款资金，保证贷款资金不被挪用。拟并购土地项目应该完成在建工程开发投资总额的25%以上。2018年1月30日，据中国证券报报道，部分银行暂停受理房地产行业新增授信，或暂停房地产开发贷业务。

4.2 非标方面，明股实债和拿地融资成为监管重点。

2017年2月13日，中国基金业协会发布《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》，**“4号文”禁止私募资产管理计划以债权形式投资于房地产价格上涨过快的16个热点城市普通住宅地产项目**，或在任何情形下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。

债权形式包括但不限于以下几种：（一）委托贷款；（二）嵌套投资信托计划及其他金融产品；（三）受让信托受益权及其他资产收（受）益权；

（四）以名股实债的方式受让房地产开发企业股权；（五）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
投资方式。

4 号文还对名股实债做出了明确的定义：名股实债，是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括股权溢价回购、第三方（如大股东）收购、对赌、定期分红等。

4 号文出台后，私募基金和资管计划投资房地产项目受到很大限制，但下面三种情况还是不受限制的：（1）真股权形式投资；（2）只要不涉及支付土地出让价款或补充流动资金，16 个热点城市**非普通住宅**的房地产项目还是可以投的（3）16 个热点城市以外的普通住宅地产项目也是可以投的

2017 年 5 月 24 日前后银监会向各银监局下发《**2017 年信托公司现场检查要点**》，违规开展房地产信托业务被列入检查要点，主要针对拿地融资：

①是否通过股债结合、合伙制企业投资、应收账款收益权等模式变相向房地产开发企业融资规避监管要求，或协助其他机构违规开展房地产信托业务。

②“股+债”项目中是否存在不真实的股权或债权，是否存在房地产企业以股东借款充当劣后受益人的情况，是否以归还股东借款名义变相发放流动资金贷款。

2017 年 12 月 2 日，中基协洪磊会长在第四届私募投资基金峰会讲话提到“一些机构充当信贷资金通道，通过单一资产对接或结构化设计等方式发行“名股实债”、“明基实贷”产品，变相保底保收益。”“基金与信贷是两类不同性质的金融服务活动。从基金的本质出发，**任何基金产品都不能对投资者保底保收益，不能搞名股实债或明基实贷**”。

4.3 境内发债大幅受限，房企再掀海外发债热潮

我们在本系列的上一篇中曾经提到过，2015 年 1 月 15 日证监会颁布《公司债券发行与交易管理办法》后，房企发行公司债的规模在 2015-2016 年迎来大爆发。

但楼市调控转向之后，房企发行公司债的窗口也很快收紧。2016 年 10 月 28 日，上交所发布《关于实行房地产、过剩行业公司债券分类监管的函》，明确房地产企业的公司债募集资金不得用于购置土地。同时，该规定还提高了房企发债的准入门槛

地产企业发行公司债新标准	准入门槛为主体评级 AA 及以上
	境内外上市公司
	省级政府、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属房企
	以房地产为主业的央企
	中国房地产业协会排名前 100 名的其他民营非上市房企。

随后房企发行公司债的规模立即萎缩，不考虑城投、园区等企业的话，2016 年 11 月-2017 年 3 月整整 5 个月期间只有 5 家房企成功发行公司债，总规模不到 80 亿，其中 2016 年 12 月和 2017 年 2 月零发行。而调控前的 2016 年 1-10 月月均发行额 638 亿，发行额最大的 2016 年 1 月单月发行高达 1190 亿。2017 年全年房企发行公司债仅 534 亿，仅相当于 2016 年发行额的 8.3%。

2017 年 4 月 27 日，深圳深国投房地产开发有限公司发行公司债 17 莱蒙 01 和 17 莱蒙 02，如果不考虑城投、园区等类房企的话，这基本上是最后一次有开发类房企发行募集资金用于“项目建设”、“补充流动资金”或“补充营运资金”的公司债，此后开发类房企发行的公司债资金用途绝大多数为偿还借款（如银行贷款、金融机构贷款、到期债券等）。（个别例外情况主要是住房租赁公司债。如 2018 年 3 月 19 日龙湖发行的首单住房租赁

公司债 18 龙湖 01，募集资金用途为“住房租赁项目建设及装修改造，补充公司营运资金，偿还银行贷款”）

如果不考虑城投、园区等企业以及住房租赁公司债的话，2018 年 10 月之后开发类房企发行的公司债的募集资金用途绝大多数都是“借新还旧”，也就是说**资金用途进一步收窄为偿还即将到期的存量债券**。

房企发行企业债的环境也大幅收紧。2016 年 11 月 11 日，国家发改委下发《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，要求严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目。2017 年 3 月之后再也没有房企成功发行过企业债。

随着国内房企融资环境不断收紧，特别是房企境内发债的资金用途被严格限制为“借新还旧”，很难发出增量来，**房企再次掀起了赴境外发行美元债的热潮**。2017 年，全球主要央行开始收紧货币政策，**美联储已经进入加息周期**。在美联储后续可能持续加息的预期下，房地产企业也倾向于**提前多发一些美元债以降低融资成本**（同时做好汇率对冲措施）

这一轮美元债发行热潮一直持续至 2018 年上半年。随后**境外发债的资金用途也开始限制为“借新还旧”**，难以发出增量。**2018 年 5 月 11 日**，国家发改委、财政部发布《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》，并通过“答记者问”表示，近两年来房地产企业境外发债规模增长较快，有的经营收入和利润不高，但申请备案登记的外债规模偏大，申请发债规模与自身实力不相匹配，因此要引导规范房地产企业境外发债资金投向，**房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务**，避免产生债务违约，并要求企业提交资金用途承诺。

一年后境外发债的资金用途进一步受限。2019 年 7 月 12 日，国家发改委办公厅下发《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（778 号文），要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期**境外债务**。

4.4 股票市场上市房企再融资窗口再次关闭

股票市场方面，房企再融资窗口再次关闭，自 2016 年 9 月 20 日金科股份定增完成之后，再也没有房地产企业成功实现过以“项目融资”为目的的定增，

但是重组类的定增实际上并没有完全中断。比如 2016 年底的上海临港，2017 年的广宇发展，2018 年中华企业、信达地产，2019 年的中粮地产等。

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	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。