

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六 (2018 年下半年-2020 上半年)

相关研究报告：

报告摘要

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)

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

1. 贸易战烽烟起，稳增长压力再现。

2017 年 1 月特朗普就任美国总统之后中美贸易摩擦不断。进入 2018 年后，贸易摩擦逐步升级为“贸易战”。2018 年三季度 GDP 增速降至 6.5%，跌破了已经维持了近三年的 6.7%-6.9% 稳定区间，平稳经济环境就此被打破，稳增长压力再现。但 2018 年 7 月 31 日的政治局会议针对房地产表述异常严厉，强调“坚决遏制房价上涨”，而此前一般是遏制“过快上涨”，2018 年 9-11 月商品房销售面积连续三个月同比负增长。

2. 房地产调控“一放就乱”，不再作为短期刺激经济的手段

2018 年 10 月 31 日政治局会议只字未提房地产，2018 年底中央经济工作会议强调“因城施策，分类指导”。整体较为宽松的“因城施策”气氛下，很多地方银监局对房企非标融资监管尺度有所松动，导致非标融资泛滥，新增银行贷款也向房地产倾斜，不少热点城市“地王”频出。2019 年 5 月 17 日，银保监会发布 23 号文对房企融资全方位收紧。但部分信托公司非但没有收手，反而出现了“抢政策”的现象，希望在政策具体落地之前尽可能多做一点房地产业务。直到 7 月份银保监会对相关信托公司进行约谈后，非标乱象才得到有效控制。2019 年 7 月 30 日政治局会议，首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，且不再提“因城施策”。此后对房企融资的监管不断升级。

3. 交易所发文打击债券结构化发行，债券“非标化”趋势终结

2019 年 12 月 13 日上交所联合深交所发布 115 号文，禁止发行人在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券。之所以要出台这个文件，主要是因为中国金融机构强大的创新能力生生地把债券这种标准化债权几乎做成了“非标”，主要的手段就是结构化发行。

4. 新冠疫情爆发，疫情期间纾困但不刺激。

由于“预期的自我实现”，恐慌性需求带动楼市直接“由冬入夏”，随着政府逆周期经济政策逐步见效，地产和经济很可能已经进入相互促进的正反馈循环

风险提示：政策收紧超预期，销售下滑超预期

目录

1. 2018 年下半年：贸易战烽烟起，稳增长压力再现.....	3
2. 2019 年：房地产调控“一放就乱”，不再作为短期刺激经济的手段.....	5
3. 交易所发文打击债券结构化发行，债券“非标化”趋势终结.....	18
4. 新冠疫情爆发，疫情期间纾困但不刺激，疫情后楼市直接“由冬入夏”.....	21

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五（2016-2018 年上半年）](#)》中所提到的，金融委的成立（2017 年 11 月 8 日）、“资管新规”的出台（2018 年 4 月 27 日），为分业监管时代划上了句号，此后所有的资管产品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”按照新老划断原则设置了过渡期：“为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，金融机构可以发行老产品对接，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减，防止过渡期结束时出现断崖效应”。当时设置的过渡期将在 2020 年底结束，但在新冠疫情造成的经济下行压力下，过渡期有可能会延长。2020 年 2 月 7 日，央行副行长潘功胜在新闻发布会上表示“央行、银保监会正在做技术上的评估，资管新规过渡期延长是可能的”。

“资管新规”出台后，各类资管产品相应的配套文件也相继出台。2018 年 9 月 26 日银监会又出台了配套文件《商业银行理财业务监督管理办法》（“理财新规”），2018 年 10 月 22 日，证监会发布了配套文件《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划管理规定》。2020 年 3 月 25 日，银保监会公布《保险资产管理产品管理暂行办法》，自 2020 年 5 月 1 日起施行。2020 年 5 月 6 日，银保监会发布《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》。2020 年 5 月 8 日，银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见。资金信托新规征求意见稿本质上是“资管新规”的最后一块拼图，具体内容我们将在后文详述。

1. 2018 年下半年：贸易战烽烟起，稳增长压力再现

2017 年 1 月特朗普就任美国总统之后中美贸易摩擦不断，2017 年 8 月 14 日，特朗普授权美国贸易代表对中国开展 301 调查。进入 2018 年后，贸易摩擦逐步升级为“贸易战”。2018 年 3 月 22 日，美国宣布将对价值 600 亿美元的美国进口商品加征关税，同时限制中国对美投资并购，次日中方迅速反击，也

对自美进口的部分产品加征关税，中美“贸易战”正式开始。此后，2018年6月15日、8月23日和9月18日，中美贸易战连续三次升级，双方互相加征关税的商品规模不断扩大。连续两年多的“去杠杆”和“金融防风险”工作也不可避免地对实体经济带来了一定的影响。2015年政策宽松时期那些大量融资、负债扩张较为激进的公司，在严监管的背景下已无法复制过去的扩张模式。由于很多债务的期限都是三年，2018年正好赶上债务密集到期，很多企业现金流压力较大，信用违约频发，根据Wind数据，2018年信用债违约125只，违约规模达到1210亿元，接近2017年的4倍（2019年再创新高，183只1483亿元）。除了债券之外，股权质押爆仓案例也频繁发生，部分民营企业被地方国资企业接盘收购。

2018年三季度GDP增速降至6.5%，跌破了已经维持了近三年的6.7%-6.9%稳定区间，平稳经济环境就此被打破，稳增长压力再现。2018年4月17日和6月24日和2018年10月7日，央行连续三次宣布降准，以对冲贸易战不断升级对经济带来的影响。

2018年7月31日的政治局会议提出**当前经济运行“稳中有变”**，要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。“**稳就业**”成为“**六稳**”之首。同时，这次政治局会议还指出“防范化解金融风险取得初步成效，要把防范化解金融风险和服务实体经济更好地结合起来”。这标志着宏观调控的主导思想由“**金融防风险**”为主过渡到“**防风险**”与“**稳增长**”并重。不过**针对房地产**，7月底政治局会议的表述异常严厉，**强调“坚决遏制房价上涨”，而此前一般是遏制“过快上涨”**。

2018年8月7日，住建部在沈阳召开部分城市房地产工作座谈会，首次提出“**三稳**”目标。住建部相关负责人指出，因地制宜，精准施策、综合施策，把地方政府**稳地价、稳房价、稳预期**的主体责任落到实处，确保市场稳定。此时“**三稳**”的主要意义是加强调控遏制房价上涨，2018年8月6日，沈阳出台楼市调控新政，将限购范围从部分区域扩大到全市范围。2018年8月29日，银保监会召开银行保险监管工作电视电话会议，强调要“**坚决遏制房地产泡沫化**”。

7月底政治局会议“坚决遏制房价上涨”的表态对购房者预期的影响立竿见影，9月份开始商品房销售面积的单月同比增速转负，9-11月连续三个月同比负增长。

到了10月底，决策层对房地产的态度开始发生微妙的变化。2018年10月31日，政治局会议提出“经济下行压力有所加大”，继续强调做好“稳就业”等“六稳”工作。10月底政治局会议只字未提房地产。

2018年底的中央经济工作会议提出“宏观政策要强化逆周期调节”，这在2012年之后是首次。货币政策基调维持“稳健”，但去掉“中性”两字，强调要松紧适度，保持流动性合理充裕，财政政策方面要求实施更大规模的减税降费，并较大幅度增加地方政府专项债规模。房地产方面既重申“房住不炒”，又强调“因城施策，分类指导”。

2018年12月24日全国住房和城乡建设工作会议再次强调“以稳地价、稳房价、稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展”，但此时强调“三稳”被普遍理解为边际上要放松调控政策。

2018年12月，菏泽、广州、珠海等地先后小幅放松限售等调控政策，但长沙仍然在收紧公积金政策。

2. 2019年：房地产调控“一放就乱”，不再作为短期刺激经济的手段

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7月底政治局会议宣布“防范化解金融风险取得初步成效”，宏观调控思想转为“稳增长”与“防风险”并重之后，银监会信托部出台的“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。

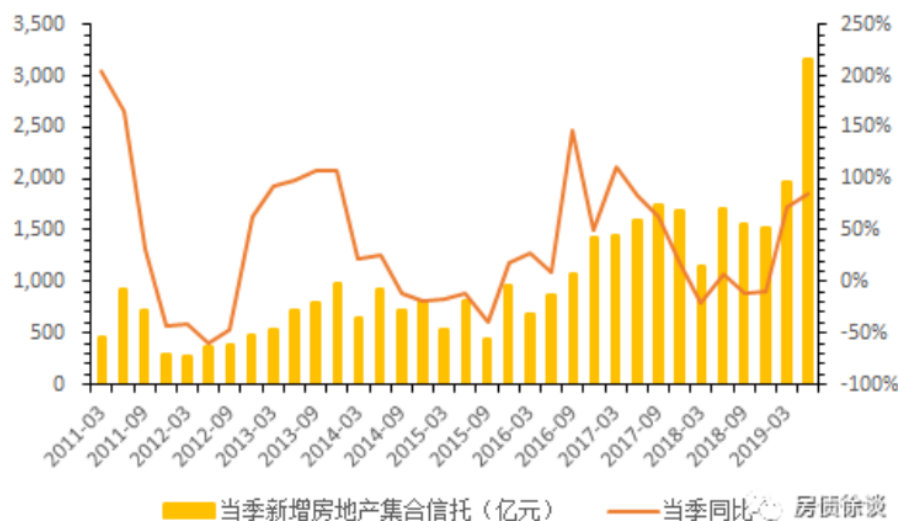
2018年8月17日，银保监会《信托部关于加强资产管理业务过渡期内信

《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。

2019年初，在房地产政策整体较为宽松的“因城施策”气氛下，很多地方银监局对房企非标融资的监管也在实际执行尺度上有所松动，导致非标融资泛滥，新增银行贷款也向房地产倾斜，导致不少热点城市“地王”频出，地价上涨又助推了房价上涨预期，导致不少购房者恐慌性入场，2019年上半年楼市、地市均出现了一轮“小阳春”现象。

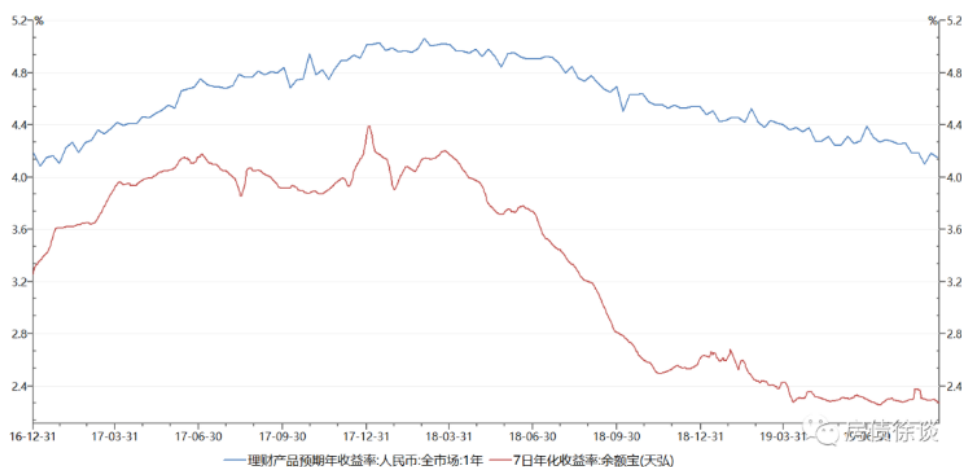
2019年上半年，在新增信托总金额同比下降10.6%的背景下，新增房地产信托逆势增长53.5%，达到6572亿元，占比也达到20.9%，创2010年以来新高（首次突破20%）。主要是房地产集合信托增长过快，接近翻倍（同比增长80%），成为新增房地产信托规模提升的主力。特别是2019年第二季度，房地产集合信托单季新增3157亿元，创2010年以来最高，超过了2018年各季度均值的2倍。

图4：当季新增房地产集合信托



集合信托主要是信托公司自己募集的资金，其快速增长主要有两方面原因：(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。

图5：余额宝等货币基金和银行理财收益率



资料来源：Wind

(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（特别是明股实债）受到了一定的限制。作为替代，部分银行放弃了自己的理财这一层，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。

不过实际上纯通道类的房地产信托新增规模也没有下降，2019年上半年房地产类的新增单一资金信托同比增长0.86%，基本跟2018年同期持平。

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）。

涉房融资余额占社融存量的比例



在热点城市地王频出，房企融资泛滥的情况下，决策层下定决心全方位收紧房企融资。2019年3月5日，李克强总理代表国务院在十三届全国人大二次会议上作《政府工作报告》，强调“稳步推进结构性去杠杆，稳妥处置金融领域风险”，并将“宏观杠杆率基本稳定”列入经济社会发展的主要预期目标。

2019年4月19日，中共中央政治局会议指出“一季度经济运行总体平稳、好

于预期，开局良好”，“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战”。“**结构性去杠杆**”成为宏观调控的重头戏，房地产行业首当其冲。

2019年5月17日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）。**23号文对于房企非标融资的限制是空前的。**

对于银行，23号文要求重点整治如下乱象：表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。

对于信托，23号文要求重点整治如下乱象：向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款。

2019年5月31日，21世纪经济报道记者从数位接近监管的人士处获悉，**部分房企因拿地激进，“出现一些‘地王’，已经引起中央的注意”**；在住建部的指导下，央行与证监会**将暂停部分房企的债券及ABS融资渠道**。

2019年6月13日，银保监会主席**郭树清**在第十一届**陆家嘴论坛**的开幕致辞中表示：“必须正视一些地方房地产金融化问题。近些年来，我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。更严重的是，新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域。**房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，使其泡沫化问题更趋严重**。房子是用来住的，不是用来炒的。历史证明，凡是过度依赖房地产实现和维持经济繁荣的国家，最终都要付出沉重代价，凡

是靠盲目投资投机房地产来理财的居民和企业，最终都会发现其实很不划算。”

23 号文和郭树清陆家嘴论坛致辞发表之后，部分信托公司非但没有收手，反而出现了“抢政策”的现象，希望在 23 号文具体落实之前的窗口期里尽可能让更多的房地产业务落地，6 月份部分信托公司的房地产信托业务规模不降反升。直到 7 月份银监会对相关信托公司进行约谈后，非标乱象才得到有效控制。

2019 年 7 月 6 日，银保监会对十家房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司开展了约谈警示，要求这些信托公司增强大局意识，严格落实“房住不炒”的总要求，将房地产信托业务增量和增速控制在合理水平。具体要求“一司一策”，部分信托公司被要求房地产信托规模不得超过 6 月末的水平，个别信托公司甚至被要求未备案项目一律暂停。不过城市更新类旧改项目暂时不受此次窗口指导影响。

2019 年 7 月 10 日，部分地区银保监局召集辖区内信托公司开会，进一步对地产信托融资加强监管，要求信托公司地产信托业务事前报告，监管部门将进行逐笔审核；仅接受符合“四三二”条件且交易结构为贷款模式的业务报告；对于因合规原因被退回的房地产信托业务，将严肃追究合规审查责任。

2019 年 7 月 20 日，据证券时报旗下媒体“信托百老汇”报道，监管部门统一了房地产信托业务“四三二”准入条件中的“二级以上开发商资质”的要求，统一要求项目公司本身或者持股 50%以上（不含 50%）的直接控股股东（即向上穿透一层）具备二级以上开发商资质。而此前各个地方银监局对这个问题的理解差异是非常大的，有的地方银监局比较宽松，允许往上穿透两层（爷爷公司），甚至穿透三层，只要有二级资质就可以。有的银监局甚至放得更宽，只要这个项目的最终实际控制人有二级资质也行，也就是说项目公司的兄弟公司或者叔叔公司有二级资质也行。本次窗口指导实质上是将原先各地银监局松紧不一的认定标准统一到了最严的口径上。

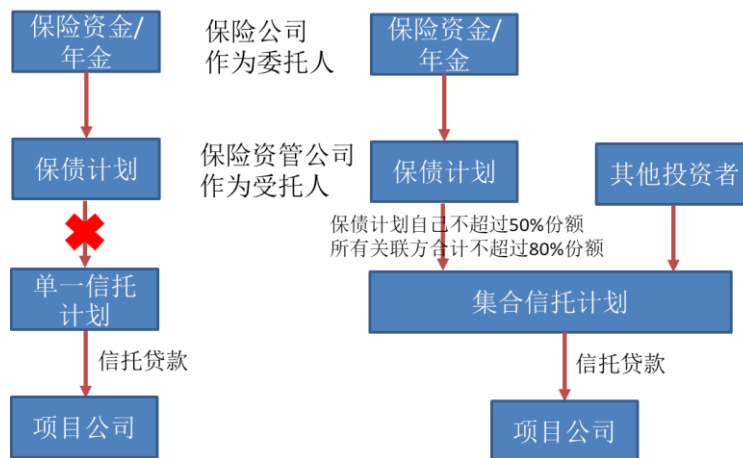
除了对房地产信托余额进行管控之外，房地产贷款额度也悄然收紧。

2019 年 7 月 10 日据中国证券报报道：“监管部门已向部分房地产贷款较多、增长较快的银行进行了‘窗口指导’，要求控制房地产贷款额度，但对各家银行的具体要求各不相同”。

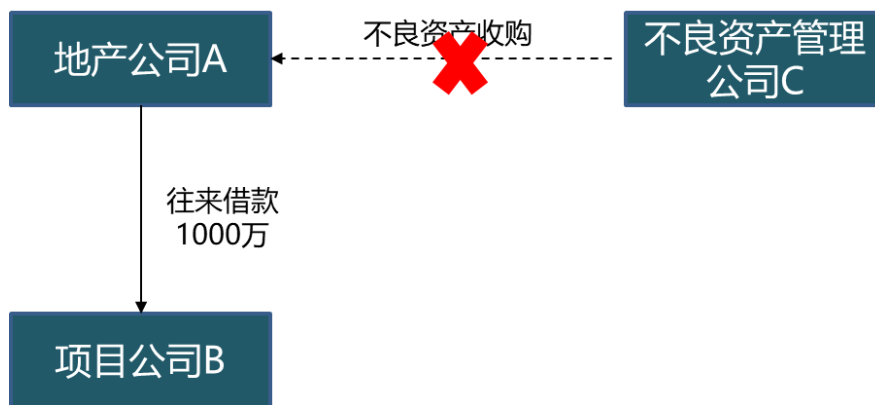
2019 年 7 月 29 日，央行在北京召开银行业金融机构**信贷结构调整优化座谈会**。会议认为，房地产行业占用信贷资源依然较多，对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域支持力度仍有待加强。会议强调坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，认真落实房地产市场平稳健康发展的长效机制。保持房地产金融政策连续性稳定性。保持**个人住房贷款合理适度增长**，严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理。**加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管**和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。会议明确提出**要提高制造业中长期贷款和信用贷款占比**，并且要求构建金融机构对小微企业“愿贷、敢贷、能贷、会贷”的长效机制。

此外，保险、地方 AMC、海外发债等融资渠道也进一步受限。

2019 年 7 月 1 日银保监会办公厅发布《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》（银保监办发〔2019〕144 号）。144 号文对保险资管借助信托通道流入房地产做出了很大限制。首先，144 号文**禁止保险资金投资单一资金信托**，也不得投资结构化集合资金信托的劣后级受益权，这就使得传统的通道模式变得不再可行。其次，为了防止保险资金通过包揽集合信托的形式进行监管套利，144 号文同时规定保险集团（控股）公司或保险公司**投资同一集合资金信托的投资金额**，不得高于该产品实收信托规模的 50%，保险集团（控股）公司、保险公司及其关联方**投资同一集合资金信托的投资金额**，合计不得高于该产品实收信托规模的 80%。这就使得保险资金很难为自己量身定制通道性质的集合信托计划，因为还有其他投资者参与。



2019年7月5日，银保监会发布《关于加强地方资产管理公司监督管理工作通知》（银保监办发〔2019〕153号），进一步加强对地方资产管理公司的监管，要求回归本源，专注主业，不得以收购不良资产名义为企业或项目提供融资，不得收购无实际对应资产和无真实交易背景的债权资产。



境外发债的资金用途也进一步受限。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。

（此前2018年5月11日，国家发改委、财政部发布的《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》只是说“房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务”）

2019年7月30日中共中央政治局召开会议,除了继续强调“房住不炒”之外,还**首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”**。跟4月政治局会议相比,本次会议不再提“一城一策,因城施策”。此前的7月20日开封放松限售的政策被收回,随后苏州不断升级调控政策。

730 政治局会议过后,银保监会连续出台多项举措收紧房地产企业融资。

信托方面,2019年8月7日,据证券时报旗下媒体“信托百佬汇”报道,银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》(信托函〔2019〕64号)。**64号文严禁辖内信托机构继续开展违反资管新规要求,为各类委托方监管套利、隐匿风险提供便利的信托通道业务。**加大存量信托通道业务压缩力度,原则上到期必须清算,不得展期或续作。按照“一司一策”原则,结合信托部有关监管工作要求,督导辖内信托机构制定下半年信托通道业务压降计划。针对房地产信托业务,64号文要求每日时点都不能超6月30日规模,以保证三季度房地产业务余额零增长,根据三季度末地产类信托实际情况,再行确定后续政策。而此前银保监会窗口指导的精神是9月30日时点的房地产信托规模不得超过6月30日的房地产规模,中间可以超。

银行贷款方面,2019年8月8日,据搜狐焦点报道,银保监会办公厅发布《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》(银保监办便函〔2019〕1157号),决定在**32个城市开展银行房地产业务专项检查工作**，“严厉查处各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地产行业的违法违规行为”。其中**资金挪用流入房地产重点提及四种情形**：

- 一是个人综合**消费贷款**、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房,以及其他银行信贷资金被违规挪用于房地产领域。
- 二是资金通过**影子银行**渠道违规流入房地产市场。
- 三是**并购贷款**、经营性物业贷款等贷款管理不审慎,资金被挪用于开发房地产。
- 四是通过**流动资金授信**、经营性物业授信等为房地产开发项目提供融资情况。

按揭贷款方面，在 2019 年 8 月 20 日新 LPR 首次发布之后的国务院政策例行吹风会上，央行副行长刘国强明确表态“保持个人住房贷款利率基本稳定”做到房贷的增量不扩张，房贷的利率不下降“，事后来看，此后很长一段时间，多数城市房贷利率还在上升。2019 年 9 月 20 日 LPR 报价，一年期下调，五年期不变。我们是全市场唯一准确预测的团队。

2019 年 8 月中下旬，合肥二手房现“停贷潮”，多家银行暂停二手房按揭贷款业务，新房按揭贷款额度也较为紧张。

开发贷方面，8 月底腾讯新闻《一线》从多个独立信源处获悉，多家银行近期收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度。一位银行业人士向腾讯新闻《一线》表示，原则上开发贷控制在 2019 年 3 月底时的水平。不过我们了解到该政策其实只是针对个别房地产业务较为激进的银行，多数银行只是控制开发贷净增量和增速不能太高，而不是压降存量。

对于压降开发贷的新闻，银保监会做出了官方回应。2019 年 9 月 11 日，中国银保监会首席风险官、新闻发言人、办公厅主任肖远企 11 日在银保监会通气会上表示，调整信贷结构是进行时，没有完成时。房地产过度融资不好，社会资金都进入一个行业，对整个经济均衡发展不利。从优化信贷结构的角度来说，对于银行而言，要按照银行经营的规则，该提资本提资本，授信集中度要遵循标准。监管部门没有控制房地产企业贷款增量，银行对房地产行业授信要遵循国家房地产调控规则，同时要遵循监管规则。过去有银行与房企合谋，通过表外资金，违规绕道“输血”房地产，监管部门压降的主要是这些资产。

总体而言，这次房企融资收紧的力度是空前的，除了票据之外，几乎所有融资渠道都卡得很紧。9 月份之后，各地银保监局对违规机构陆续开出罚单。

2019 年 9 月 2 日，北京银保监局给渤海银行北京分行开出罚单，理由是理财资金违规用于房地产开发企业缴交土地出让价款、违规投向“四证”不全的

房地产项目、为保险公司股东违规增资提供融资。

2019年9月3日，北京银保监局给北京银行开出罚单，理由是个人消费贷款被挪用于支付购房首付款或投资股权、个别个人商办用房贷款违反房地产调控政策、同业投资通过信托通道违规发放土地储备贷款。

2019年9月5日，北京银保监局向辖区内两家龙头信托公司开出罚单，均与地产信托业务违规相关。中信信托因信托资金违规用于房地产开发企业缴交土地出让价款被罚款30万元。而建信信托因信托资金违规用于房地产开发企业缴交土地出让价款、违规投向“四证”不全的房地产项目、违规向不具备二级资质的房地产开发企业提供融资等数个事项被罚款90万元。

2019年10月11日，青海银保监局针对五矿国际信托及其工作人员开了两张罚单。尽职管理不到位，导致信托资金用于收购土地。

2019年11月14日，北京银保监局给中诚信托开出罚单，违规案由为：违规接受银行理财资金投资于未上市企业股权；信托资金违规用于缴纳或变相缴纳土地出让价款。

2019年11月19日，北京银保监局给民生信托开出罚单，主要违法违规事实包括三项：“收益权投资”项下信托资金违规用于缴纳土地出让价款；信托资金运用与信托计划投资方向和投资策略不一致；违规接受保险资金投资于事务管理类信托产品。

12月2日华鑫国际信托由于给保险做通道收到罚单。

12月4日发布的湖南银保监局给长沙银行金城支行开出罚单，违规案由为发放个人消费贷款用于购房。

12月16日发布的中国银保监会舟山监管分局开出罚单，普陀稠州村镇银行因贷款资金挪用流入房市被处以罚款25万元

12月27日，北京银保监局给北京信托开出罚单，主要涉及房地产信托资金违规用于缴纳土地出让价款、投向“四证”不全项目。

2019年10月18日，国家统计局公布三季度经济数据，三季度当季GDP增速进一步降至6.0%，这是1992年以来的首次。稳增长压力再次加大的情况下，部分城市此前也出现了一些小幅微调楼市政策的现象，主要集中在公积金和人才政策方面，如贵阳、武汉、扬州、天津等。市场对于房地产政策的宽松预期也跟着起来。但国民经济综合统计司司长毛盛勇在答记者问中表示：“房地产“房住不炒”的定位很明确，也不把房地产作为短期拉动刺激经济的手段”。**实际上我们看到这一次决策层的定力很强，此后房地产融资政策并没有变宽松。**

据财新报道，2019年11月中旬，建设银行、中国银行这两大国有银行的深圳分行，目前已经暂停发放按揭贷款。此外，平安银行深圳分行从10月起就暂停按揭贷款放款。

2019年12月12日，中央经济工作会议对房地产的表述既提到了“房住不炒”，又提到了“因城施策”：“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。”除此之外，本次会议首次提出了“必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，并强调“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”。

2019年12月13日，银保监会党委书记、主席郭树清主持召开党委扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神，郭树清强调“对影子银行业务进行一致性、穿透式、全覆盖监管，坚决清理整顿各类假创新、伪创新。完善房地产融资统计和监测体系，严厉打击各类违规行为。

2019年12月18日，韩正在住建部座谈时重申“**不将房地产作为短期刺激经济的手段**”。12月23日，全国住房和城乡建设工作会议召开，会议除了重申“**不把房地产作为短期刺激经济的手段**”之外，还首次提出“**长期坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位**”

2019年12月24日财联社报道，2019年信托业第三次风险排查正在进行，信托公司以2019年11月30日为基准日再一次开始全面风险排查，**房地产信托和政信信托是核查重点**。

2019年12月31日据财新报道，**近期北京银保监局、央行营管部下发通知，对辖内银行业金融机构房地产授信业务进行风险提示**。具体包括三点，一是应密切监测房地产企业集团的经营风险，加大对其资信和财务状况的审查和监测；二是高度关注房地产企业有息负债规模和债务比率指标，对有息负债规模增长过快、负债率高、偿债能力存疑的房地产企业，应在充分评估偿债能力的基础上审慎提供融资，已提供的融资也应重新评估相关风险；三是**对净负债率畸高、经营策略激进、大量进行杠杆收购的房地产企业，应严格控制新增融资，同时积极化解存量融资风险，直至其信用风险降至合理水平**。

进入2020年之后，银保监会先是在1月3日发布了**52号文《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》**，强调“银行保险机构要落实“房住不炒”的定位，严格执行房地产金融监管要求，防止资金违规流入房地产市场，**抑制居民杠杆率过快增长，推动房地产市场健康稳定发展**。”此外，还强调“**严控银信类通道业务**”。

1月11日，银保监会官网披露近日召开了2020年全国银保监工作会议。会议强调：继续拆解影子银行，**特别要大力压降高风险影子银行业务，防止死灰**

复燃。坚决落实“房住不炒”要求，严格执行授信集中度等监管规则，严防信贷资金违规流入房地产领域。会议还要求“普惠性小微企业贷款增速要高于各项贷款平均增速，5家大型银行普惠型小微企业贷款增速要高于20%。强化对民营企业特别是民营制造业企业金融服务。”对小微企业和制造业的大力度扶持，势必会挤占投向房地产的贷款额度。此外，银保监会工作会议还强调针对房地产企业要“严格执行授信集中度等监管规则”，也就意味着即使是龙头房企，授信额度也要进行控制。

2020年1月14日，银保监会信托部下发《关于印发赖秀福同志在2019年中国信托业年会上的总结讲话的通知》，督促信托公司顺应经济周期，不搞逆经济周期的无序大幅扩张；要主动控制融资类信托业务增速，同时为防止信托公司变相开展融资类信托业务，要将附加回购、回购选择权或其他担保安排的股权融资、以非标债权融资为目的的资产收（受）益权投资、变相开展非标债权融资的财产权信托一并纳入管控范畴。长期看，要逐步压缩融资类信托业务规模，推动信托公司培育发展财富管理信托、服务信托、公益（慈善）信托等本源业务，相关工作要从现在就要开始抓起。

2020年1月16日央行举行的金融统计数据新闻发布会上，央行金融市场司司长邹澜强调要推动商业银行转变经营理念。严格控制房地产在新增信贷资源的占比，引导商业银行切实转变经营思想，把经营重点放在实体经济和小微企业领域。

3. 交易所发文打击债券结构化发行，债券“非标化”趋势终结

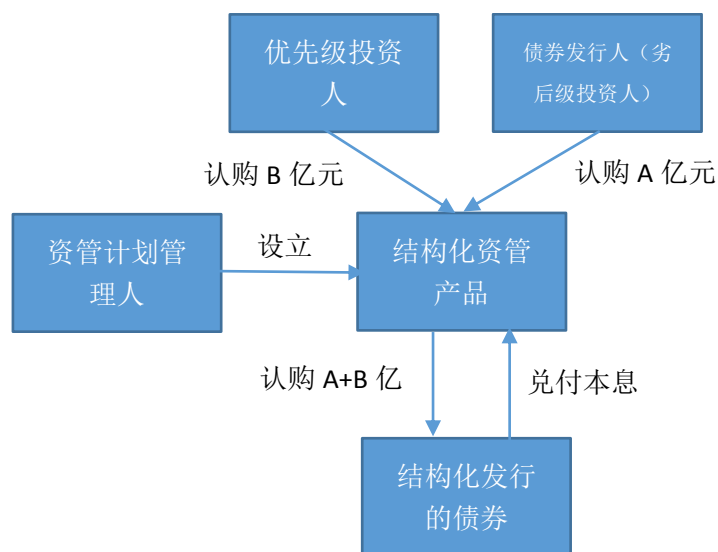
2019年12月13日上交所联合深交所发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》（上证发〔2019〕115号），发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券。债券发行的利率或者价格应当以询价、协议定价等方式确定，发行人不得操纵发行定价、暗箱操作，不得以代持、信托等方式谋取不正当利益或向其他相关利益主体输送利益。

之所以要出台这个文件，主要是因为中国金融机构强大的创新能力生生地把

债券这种标准化债权几乎做成了“非标”。主要的手段就是结构化发行：

模式一：发行人认购资管产品的劣后级 A 亿元，资管产品的管理人再通过市场化方式募集优先级资金 B 亿元。(A+B) 亿元资金用于认购发行人的债券。发行人实际融资 B 亿元。

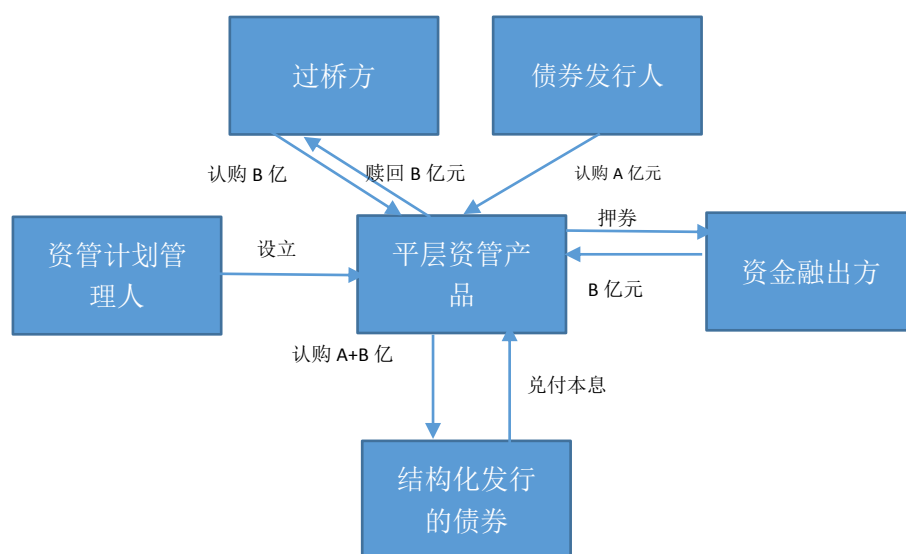
有时候为了更加隐蔽，发行人并不直接认购资管产品劣后级，而是通过一个过桥方认购。如果是已经存续的资管产品，也可以是产品先认购债券，发行人得到资金后再将 A 亿元投入资管产品。



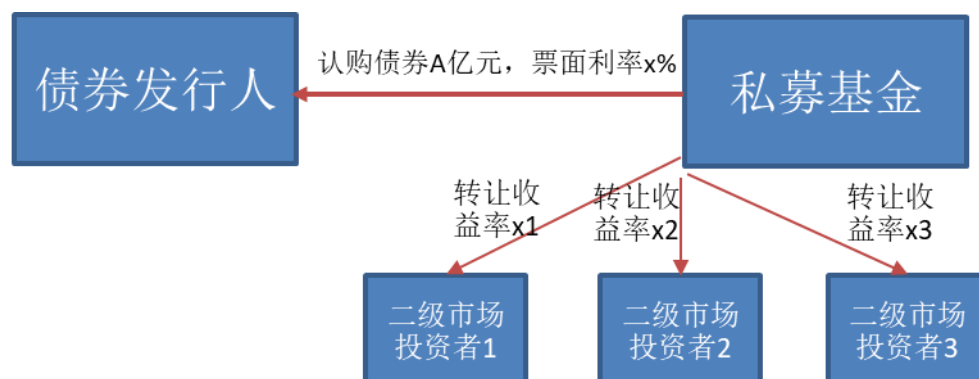
模式二：发行人认购平层资管产品 A 亿元，并委托一个过桥方认购资管产品 B 亿元，(A+B) 亿元资金全部认购发行人的债券。发行人实际融资 B 亿元。

接下来资管产品的管理人将购买的债券进行质押回购融资，融入 B 亿元，过桥方赎回退出。此后，管理人需要不断在市场上进行 B 亿元的滚动融资，维持杠杆，直至债券兑付后，管理人将兑付资金偿还质押回购融资后，剩下的部分返还给发行人，产品结束。

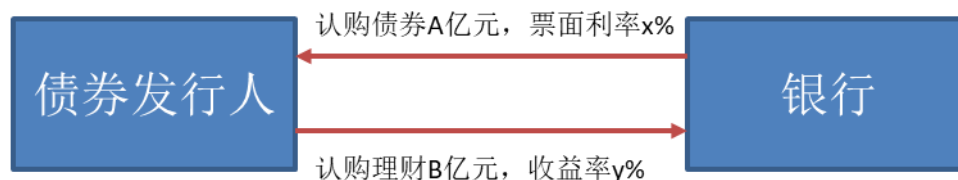
实际情形中，操作可能更多样化。比如过桥方的资金 B 亿元可能也是发行人或发行人的关联方提供的，这种情况下发行人实际上是在过桥方退出后才得到了实际融资。再比如，过桥方并不将资金投入资管计划，而是先在市场上认购发行人的债券 B 亿元（代持）。资管计划一开始只有发行人认购的 A 亿元，购买债券 A 亿元，然后将债券进行质押回购融资 B 亿元，用这笔钱从过桥方手中将代持债券接回。



模式三：私募基金先在一级市场上把债全部买下来（相当于批发），然后再往外散售。卖不掉的发行人兜底。这样可以实现对不同投资者给与不同的收益率。



模式四：同银行合作，银行认购发行人发行的 A 亿元公司债，票面利率 x%；发行人认购银行 B 亿元理财产品，收益率 y% ($y < x$)。则发行人实际融资 (A-B) 亿元，实际融资成本 $(Ax - By) / (A - B) * 100\%$ 。举个例子，若 A=10，B=5，x=6，y=3，则实际融资 5 亿元，实际融资成本 9%。



4. 新冠疫情爆发，疫情期间纾困但不刺激，疫情后楼市直接“由冬入夏”

新冠疫情爆发后，2020 年元旦国家卫健委成立疫情应对处置领导小组。2020 年 1 月 23 日武汉封城，全国各地也陆续启动隔离措施，经济活动几乎完全停摆。

为了防范经济停摆触发系统性金融风险的可能性，各部委陆续出台纾困政策。2020 年 1 月 31 日，央行等五部门联合发文，要求金融机构对受疫情影响较大的行业和企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。实际操作中，很多银行在展期的同时还给予一定期限的免息优惠。有些开发商能还的贷款也先不还了，这样能无息占用资金一段时间。

2020 年 2 月 24 日 21 世纪经济报道记者获悉，浙商银行近日下发调整个人贷款通知，对非“限购”城市，各分支机构可根据当地“限购”“限贷”和监管政策情况，将非“限购”城市居民家庭购买首套个人住房的首付贷款比例从原来的 30%调降至 20%。

实际上非限购城市的最低首付比例 2016 年以来一直是 20%（2016 年 2 月 1 日，央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》），只不过实际操作中不同地方的不同银行不一定都执行最低比例。这一政策是上一轮政策宽松周期的尾声发布的，从 2016 年下半年开始，房地产调控政策又进入了收紧周期。但是 2016 年下半年至今的收紧周期再也没有出台过全国层面的首付比例政策，更多的是因城施策。因此 2016 年 2 月 1 日的这一政策目前仍然有效力。

2020 年 2 月 25 日，在银保监会举行的媒体通气会上，银保监会首席风险官兼办公厅主任、新闻发言人肖远企表示：“房地产金融政策没有调整和改变，但是会对房地产市场融资情况进一步检测，动态掌握。房地产金融政策原本也是遵循‘一城一策’的原则，各地方可根据其疫情和自己地区的情况进行安排，只要不违反相关政策就可以。”相当于默许了浙商银行将已有政策“用足”的行为。

此外，不少城市还出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松资金监管等政策，总体而言，**房地产金融调控的主导思路是“纾困但不刺激”。尽管没有出台大力的刺激房地产的政策**，但是由于**“预期的自我实现”**，**楼市直接“由冬入夏”**，深圳、杭州等热点城市房价再次出现上涨势头。主要是在全球央行一起“大放水”，国内各个城市“因城施策”“小动作”不断的背景下，经过之前几轮周期的教育，担心房价再次大幅上涨的恐慌性需求提前入场。

2020 年 3 月 7 日，深圳市场推出了年后第一个楼盘：招商蛇口太子湾湾玺，首批 70 套精装商务公寓，总价 2000 万起，首付 1000 万起，开盘仅 20 分钟成交额就破 2 亿，众多购房者带着口罩排队抢房。

土地市场回暖也非常明显。根据中指院的 300 城数据，2 月土拍溢价率已经

回升至 13.8%，已经回到了去年七八月份的水平。3 月土地市场回暖更加明显，特别是二线城市不仅成交量回升，竞拍热度也明显回升。3 月 25 日，石家庄某地块拍卖竞价 241 轮，最终成交溢价率高达 85.2%。苏州推出 6 块地引来超过 70 家房企争夺，成都、南宁、宁波等城市也出现了溢价率较高的地块。

这次监管层吸取了 2019 年初房企融资“一放就乱”、非标泛滥导致“地王”频出的教训，提前打预防针。房企融资环境从 3 月底开始就明显转向收紧。

2020 年 3 月 26 日据财联社、信托百佬汇等多家媒体报道，近日各地银保监局向辖区信托公司传达 2020 年信托监管要求，主要包括三点：

其一，继续**压降信托通道业务**，按照资管新规过渡期整改要求，制定年度“去通道、去嵌套”整改计划；

其二，持续整治影子银行乱象，要坚决清理非标资金池，持续压缩具有影子银行特征的信托融资业务，制定融资类信托压缩计划；

其三，继续大力加强**房地产信托业务**管控，原则上 2020 年各信托公司房地产信托资产余额**不得高于 2019 年末存量规模**。

注意该文件不只是针对房地产信托，而是针对所有“融资类信托”，主要针对通道业务。

2020 年 4 月 17 日国家统计局公布一季度经济数据，GDP 同比大幅下降 6.8%，当天政治局会议除了重申加大“六稳”工作力度之外，首次提出“六保”：保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。**417 政治局会议对于房地产**的表述只有两句话：“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”，**只强调“房住不炒”，没有再提“因城施策”。**

随后，房价上涨压力较为明显的城市开始打击银行资金违规流入楼市的乱象。2020年4月20日，央行深圳中心支行给辖内各银行发布通知，要求紧急自查关于房抵经营贷资金违规流入房地产市场的情况。4月21日，浙江银保监局给省内两家银行开出罚单，违规事由主要是经营性贷款和消费贷款被挪用于购房。4月23日，央行上海总部召开上海房地产信贷工作座谈会，会议要求坚持“房住不炒”定位，严禁以房产作为风险抵押，通过个人消费贷款和经营性贷款等形式变相突破信贷政策要求，违规向购房者提供资金。

银行之所以默许小微贷款、经营性贷款等资金违规流入楼市，主要是因为小微贷款规模任务要完成，但不良率的要求又没有放松，在实体经济受疫情影响不景气的情况下，默许贷款资金流入楼市就成了较为安全的选择。为了解决这个问题，2020年4月21日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调20个百分点，这样一来提升了银行对不良的容忍度，也就降低了银行监管套利的动机。

2020年5月10日，央行发布的《2020年一季度货币政策执行报告》中对房地产的表述也不再提“因城施策”，而是继续强调“坚持房住不炒定位和‘不将房地产作为短期刺激经济的手段’要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。”这可能跟深圳、杭州等核心城市出现房价上涨压力，以及小微贷款等银行资金违规流入房地产有关。

2020年5月8日，银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见。该征求意见稿本质上是“资管新规”的最后一块拼图，对集合资金信托投资非标债权的比例做出了最高不得超过50%的限制，同时还对单一客户的最高额度做出了非常严格的限制。全部集合资金信托投资于同一融资人及其关联方的非标债权资产的合计金额不得超过信托公司净资产的30%。如果该征求意见稿落地实施，房企非标融资将大幅受限。

2020年5月百强房企数据出来后，我们发现市场持续复苏，地产和经济很可能已经进入相互促进的正反馈循环。TOP100房企5月单月实现全口径销售金额10915.4亿元，环比增长21.3%，同比增速自4月转正后进一步显著提升至12.2%，与去年全年的月均销售相比也提升近13%。

从土地市场来看，5月份成交面积创下年内新高，溢价率也实现2020年来的5连涨，市场热度持续上升。1-5月全国土地成交总金额高达22256亿元，已经同去年同期基本持平。

由于这一轮房地产复苏最初是由于“预期的自我实现”，是由“恐慌性需求”带动的，大家对其持续性最主要的担忧是经济下行压力下居民收入下降，以及居民对未来收入预期下降，导致居民不敢加杠杆。但随着政府逆周期经济政策逐步见效，收入和收入预期的制约因素可能会逐步弱化。

相应的，我们认为后续再出台房地产刺激政策的必要性可能已经不大。既然还没放松地产调控市场就已经先火起来了，那政府的最优选择就是先不动政策，让市场自发的需求先释放一下。政府最理想的状态是房地产市场走量而不涨价。

2020年5月12日，央行官网发布《人民银行调查统计司有关负责人就4月份金融统计数据情况答〈金融时报〉记者问》。央行有关负责人表示“当前应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持，这主要是为了有效推进复工复产”。我们认为后续宏观政策继续宽松，但对房地产定向筑坝的可能性非常大。

对于房企而言，我们认为后续销售回款边际上仍可能继续改善，但融资环境可能会变差。一方面疫情期间诸如贷款“展期免息”之类的纾困政策可

能会逐步退出；另一方面在宏观放水的背景下，银保监会可能会加大对资金违规流入房地产的定向监管力度，“资金信托新规”如落地也将对房企非标融资造成很大制约。

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	zhaf1@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。