



中诚信托研究周报

战略研究部
2021年第2期
总第121期
2021/1/14

热点研究

房企债务管控下的房地产股权信托发展趋势

回望刚刚过去的一年，“房住不炒”总基调叠加新冠疫情背景下，监管相继出台“三道红线”和“房贷集中度管理”政策，从供需两端严控房地产行业融资。新形势下，房地产股权投资信托迎来快速发展的窗口期，其风险管控逻辑区别于房地产融资类业务，对信托公司各方面能力提出新的要求。

一、债务管控对房企融资产生重要影响

（一）“三道红线”政策

2020年8月20日，住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，明确了重点房企资金监测和融资管理规则。“三道红线”政策对房企三项财务指标提出严格限定要求：一是剔除预收款后的资产负债率不得大于70%；二是净负债率不得大于100%；三是现金短债比小于1。政策同时规定了具体管控方式：三项指标全部“踩线”，有息负债不得增加；两项“踩线”，有息负债规模年增速不得超过5%；一项“踩线”，有息负债规模年增速可放宽至10%；全部指标达标，则有息负债规模年增速可放宽至15%。目前，多数房企都或多或少的触碰到了红线。

（二）“房贷集中度管理”政策

2020年12月31日，央行、银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，将银行业金融机构分为五档，并规定每一档机构的房地产贷款和个人住房贷款占比上限，具体如下表所列：

表1：金融机构房地产贷款集中度管理要求

档位	金融机构	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档	中资大型银行，包括工农中建交邮储和国家开发银行	40%	32.5%
第二档	中资中型银行，包括农业发展银行、进出口银行2家政策性银行，12家全国性股份制银行以及北京银行、上海银行和江苏银行3家城商行	27.5%	20%
第三档	中资小型银行和非县域农合	22.5%	17.5%

	机构，包括城市商业银行、 民营银行及大中城市和城区 农合机构		
第四档	县域农合机构	17.5%	12.5%
第五档	村镇银行	12.5%	7.5%

数据来源：《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》

（三）新政策对房企的影响

一是加大房企债务偿还压力。当前房企普遍处于高负债率状态，行业面临偿债高峰。贝壳研究院报告数据显示，2021年房企到期债务规模预计将达到1.24万亿，同比增长36%，历史性突破万亿大关。而“三道红线”和“房贷集中度管理”等政策的出台，限制了房企通过发债、借款等传统融资方式筹措资金的空间。房企债务偿付压力骤增，中小型房企破产、大型房企债券违约等情形已不稀奇，偏激进型房企的流动性风险不容小视。

二是推动房企拓展融资新渠道。传统的债务融资方式受限，又存在迫切的融资需求，房企必将积极拓展符合新政策的融资模式，主要包括项目股权融资、资产证券化、供应链金融等。其中，项目股权融资模式既可以改善房企的财务指标，又不占用金融机构的非标债权额度，正越来越受到市场青睐。

三是加剧房地产行业马太效应。一方面，中小型房企尤其是未上市房企，由于融资渠道较为单一，往往都是通过抵质押担保进行债务融资，“三道红线”政策下，其融资难度进一步加大，发展空间将进一步受限。另一方面，地方的中小型房企的融资，往往比较依赖地方银行的贷款，大型银行因为准入门槛较高，往往选择只与大型房企进行合作。“房贷集中度管理”政策对地方性银行的限制条件更加严苛，中小型房企从银行获得贷款将变得更难。可见，新政策将对行业竞争格局产生深远影响，强者更强。

二、房地产股权信托迎来阶段性发展需求

（一）资金信托新规推动房地产股权信托发展

对信托行业而言，2020年5月8日，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“资金信托新规”），对信托公司非标进行严格的比例限制：信托公司管理的全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的30%；信托公司管理的全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的50%。房地产股权投资信托由于既不占用信托公司非标债权额度，又能优化房企的财务指标，迎来阶段性发展需求，成为房地产信托业务转型发展的突破口。

（二）2020年房地产投资信托发行情况

房地产行业债务管控政策和资金信托新规的影响下，2020年全年向房地产贷款类集合信托产品发行规模大幅下滑，股权投资类和权益投资类房地产集合信

托产品发行规模增长显著。用益信托网统计数据显示，2020年投向房地产领域的贷款类集合信托产品发行规模2,705.11亿元，同比大幅缩减41.02%，在房地产集合信托产品总发行总规模中的占比由2019年的45.41%骤降至29.40%。2020年投向房地产领域的股权投资类和权益投资类房地产集合信托发行规模共计6,240.56亿元，同比增长21.55%，在房地产集合信托产品发行总规模中的占比由2019年的50.83%提升至67.82%。2020年，绝大多数的房地产集合信托都是通过股权投资和权益投资的方式运用于房地产领域。

表2：各类房地产集合信托产品发行规模及占比（单位：亿元）

房地产集合信托	2019年		2020年	
	发行规模	占比	发行规模	占比
贷款类	4,586.53	45.41%	2,705.11	29.40%
股权投资类	1,409.46	13.95%	1,169	12.71%
权益投资类	3,724.75	36.88%	5,071.5	55.12%
其他类	379.37	3.76%	255.91	2.78%
总规模	10,100.11	100.00%	9,201.57	100.00%

数据来源：用益信托网

（三）房地产股权信托业务主要模式

市场上信托参与房地产股权投资的业务模式，根据介入项目的程度不同，可以分为直接投资模式、地产投资基金模式和认购基金LP份额投资模式等。直接投资模式下，信托计划直接认购项目公司股权，参与项目开发的重大事项决策并承担管理职责。地产投资基金模式下，信托计划投资于地产投资基金，再由基金投资项目公司股权，这种模式可以较为灵活的在基金层面引入合作机构进行分工合作，共同管理和开发。认购基金LP份额投资模式下，信托计划认购有限合伙的LP份额，由专业股权投资机构担任有限合伙GP并主要承担投资管理职责，这种模式可以很好的弥补信托公司项目股权投资管理能力的不足。

三、信托公司亟待提升房地产股权信托专业能力

开展房地产股权投资信托业务，对信托公司在相关“募、投、管、退”等环节的专业能力和主动管理能力都提出了更高的要求。

（一）资金募集能力要求

与房地产融资信托相比，房地产股权信托的发行难度更高。因此，信托公司要大力提升房地产股权信托资金募集能力。一方面要积极拓展代销渠道，加大与商业银行在房地产股权投资产品代销的合作力度，积极拓展其他代销机构合作。另一方面要提升自主发行能力，积极开展房地产股权信托客户路演，提升投资者对房地产股权信托的认识，培育房地产股权投资信托客户群体。

（二）项目投资尽调要求

与债权投资相比，股权投资对项目尽调的要求更高。这是因为债权投资往往采取项目抵押担保和保证担保等风控措施，可以通过处置抵押物、向保证人追偿等方式保障资金回收。而股权投资没有抵押担保措施，项目必须有一定程度的增

值，才能保证本金安全，并覆盖资金的机会成本。具体到房地产股权投资来说，就是要确保项目按照制定的进度和成本完成开发建设和销售，最终实现销售回款，因此其面对的风险情况更为复杂。在对房地产股权投资项目进行尽调时，应重点关注操盘方实力和经验、投资预算和销售预期的合理性安排、项目未来现金流测算、项目所面临的市场风险和政策风险等因素，并针对项目特点制定派驻管理团队、项目监管、流动性支持等具体风控措施。

（三）项目运营管理要求

鉴于房地产行业政策区域性强、关联行业多、投资金额大、投资周期长的特点，房地产股权投资项目的投后管理难度更大、专业要求更高。对项目进行的主动管理的核心体现在对项目从实际放款到项目完全退出的整个时间周期内的全流程监管。管理人对项目的投后监管通常包括以下几方面：派驻项目管理人员、账户监管、资金监管、章证照监管、开发进度监管、销售监管、重大事项监管等。管理人要对项目公司的运营情况做到全方面无死角的监督和管理，确保项目按照预定方案进行开发和销售，密切关注市场变化和政策动向，对一些突发事件及时做出反应和调整。

（四）项目退出安排要求

房地产股权投资项目的退出方式是最终获取项目收益的重要环节。管理人在项目投前分析时，应该结合房地产行业的特点有针对性地制定退出方案，明确约定退出的方式、条件与期限，以便后期能够顺利退出并获取收益。主要的退出方式分为正常退出和保护性退出两种：（1）项目模拟清算或评估退出。项目正常开发销售情况下，在项目的销售比例达到一定值时对项目公司进行模拟清算或评估来确认各方在股权收益上的分配，这是房地产股权投资项目正常退出最常见的一种方式；（2）保护性退出。当项目开发销售进度不达预期，或交易对手出现重大过错时，则触发保护性退出条款，此时可约定交易对手回购或者股权转让第三方退出，从而最大限度保护投资资金的安全。

执笔人：韩鸣飞

宏观形势

央行明确 2021 年十大重点工作

央行明确 2021 年十大重点工作，主要包括：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；落实碳达峰碳中和重大决策部署；将主要金融活动等纳入宏观审慎管理，加强互联网平台公司金融活动的审慎监管；严密防控外部金融风险；实施好房地产金融审慎管理制度，完善金融支持住房租赁政策体系；稳妥开展数字人民币试点测试。

12 月财新中国制造业 PMI 录得 53

2020 年 12 月财新中国制造业 PMI 录得 53，虽较 11 月的十年来高点下降 1.9 个百分点，但仍显著高于荣枯线，显示疫情后经济恢复仍在持续。

中国 12 月财新服务业 PMI 回落至 56.3

中国 12 月财新服务业 PMI 回落至 56.3，仍处于过去十年来的高位，前值 57.8；综合 PMI 为 55.8，前值 57.5。国内服务业需求持续扩张，2020 年 12 月服务业新订单指数连续第八个月位于扩张区间，但较此前两个月增速略有放缓。

同业动态

中信登数据显示：2020 年末服务信托初始募集规模超过 4 万亿

2020 年度，信托行业服务实体经济成效显著，近半数信托资金直接投向实体经济，为促进疫后经济复苏发挥了积极作用。当年全行业积极响应落实银保监会于 1 月份印发的《关于推动银行业和保险业高质量发展指导意见》的要求，把服务信托作为信托业转型发展的新方向加以推进取得了积极成效，当年末全行业服务信托累计存续的初始募集规模已超过 4 万亿元，其中资产证券化产品在所有以服务信托为主要内涵的特色业务产品规模中的占比到年末已涨至近五成，由此充分体现出信托机制在账户管理、财产独立、风险隔离等方面的制度优势和蓬勃生命力。

融资类信托环比增加 200 亿

用益信托统计的数据显示，2020 年 12 月份集合信托产品发行虽微降，但成立市场依然延续上月的增长状态。截至 2021 年 1 月 4 日，2020 年 12 月集合信托发行规模 2450.09 亿元，环比下降 2.16%，同期成立规模为 1960.02 亿元，环比上升 16.30%。数据显示，2020 年 12 月融资类产品规模占比 49.48%，较 11 月增加 4.54 个百分点，规模环比增加超 200 亿元。此外，事务管理类信托也环比增加 5 个百分点，规模增加 100 亿元左右。

建信信托信贷资产证券化累计发行规模破万亿元

1 月 7 日，建信信托宣布，截至目前，建信信托信贷资产证券化累计发行规模突破万亿元。建信信托表示，2020 年，在信贷资产证券化市场首次出现负增长的严峻形势下，建信信托 2020 年新发行 36 单信贷资产证券化项目，规模 2722 亿元，市场占比超 30%；累计发行规模突破 10000 亿元，市场占比 23%。产品涵盖信贷资产证券化全部品类，发起机构客户包括五家国有大型商业银行及十余家银行、汽车金融等机构。建信信托实现了百余单项目管理零失误，保障了信托财产的稳健运营。

地产信息

本期楼市整体成交环比降同比升，土地市场整体供求环比走低

中指研究院报告数据显示，本期 17 个主要城市楼市整体成交量环比下跌 28.2%，同比提升 8.0%。分城市级别来看，一线城市楼市成交量环同比分别下滑

48.9%和9.0%；二线代表城市楼市整体成交量环比下降26.1%，同比则提升12.6%；三线代表城市楼市成交量环比分别提升10.4%和26.45%。

中指研究院报告数据显示，本期40大中城市推地总量518万平方米，环比减少24%；成交面积447万平方米，环比减少65%；出让金总额785亿元，环比减少14%。

放宽物业企业经营权限

1月5日，住房和城乡建设部等部门发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》。此次政策明确，促进线上线下服务融合发展。鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求。引导物业服务企业通过智慧物业管理服务平台，提供定制化产品和个性化服务，实现一键预约、服务上门。物业服务企业开展养老、家政等生活性服务业务，可依规申请相应优惠扶持政策。

将出台《住房租赁条例》，进一步规范发展住房租赁市场

1月6日，住房和城乡建设部部长王蒙徽在接受媒体采访时表示，下一步，将坚决落实中央经济工作会议部署，坚持房住不炒，落实房地产长效机制，强化城市主体责任，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。在规范发展住房租赁市场方面，要推动出台《住房租赁条例》，加快完善长租房政策。整顿规范租赁市场秩序，加大对“高进地出”“长收短付”以及违规建立资金池等的政治力度，防止“爆雷”风险。降低租赁住房税费负担，对租金水平进行合理调控。

北京对首付资金来源进行实质性审核

日前，北京银行业协会印发《北京市银行业协会个人住房贷款业务自律公约》，自2021年1月1日起生效实施。《公约》中指出对首付资金来源进行实质性审核，不得使用“首付贷”等金融产品加杠杆、挪用其他个人类贷款资金或信用卡融资用于支付首付款。

雄安新区试行居住证和积分落户制度

近日，雄安心区管委会正式印发《河北雄安新区居住证实施办法（试行）》和《河北雄安新区积分落户办法（试行）》，自2021年起在雄安新区试行居住证和积分落户制度。其中，积分落户坚持总量调控、结构优化、公平公正、规范有序的原则。

50家上市房企市值缩水超8,000亿

每日经济新闻报道，据不完全统计，2020年50家上市房企股加整体下跌，仅龙湖集团、绿城中国、旭辉控股、龙湖集团、保利地产、新力控股、合景泰富等12家股加上涨，其余38家股加与2019年底相比均出现下跌。截至2020年

12月31日，50家上市房企市值总和为28,767.1亿元，相比2019年同期缩水超8,000亿元。

2021年房企到期债务突破万亿大关

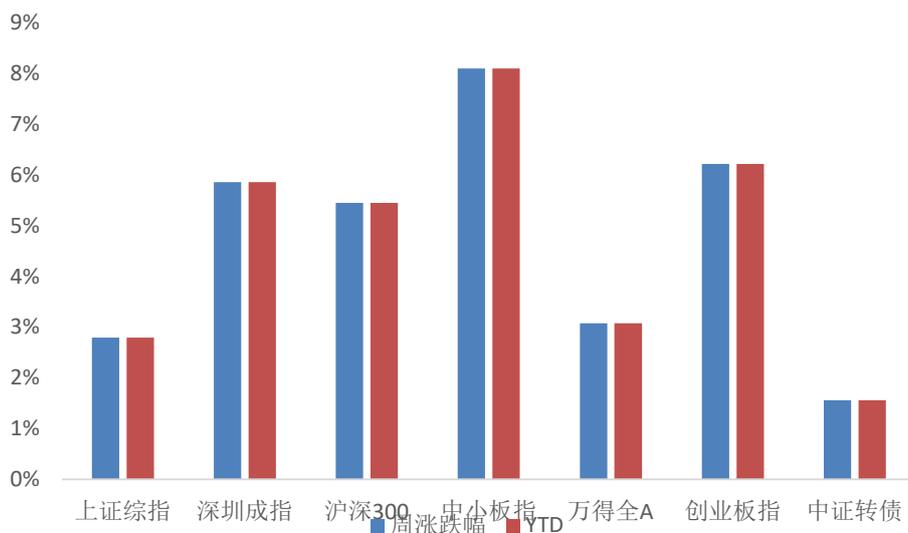
贝壳研究院报告显示，2021年房企到期债务规模预计将达12448亿元人民币，同比增长36%，历史性突破万亿大关，企业偿债压力继续攀升。在“三道红线”融资新规的影响下，房企未来几年的现金流都将保持紧张状态。

资本市场

股票市场

本期（1.4-1.8），上证指数连涨四周。具体来看，上证综指报收于3570.11点，上涨2.79%；深圳成指报收于15319.29点，上涨5.86%；沪深300报收于5495.43点，上涨5.45%；创业板指报收3150.78点，上涨6.22%；中证转债指数报收于374.04点，上涨1.56%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,570.11	2.79%	2.79%
深圳成指	15,319.29	5.86%	5.86%
沪深300	5,495.43	5.45%	5.45%
中小板指	10,318.91	8.11%	8.11%
万得全A	5,589.19	3.08%	3.08%
创业板指	3,150.78	6.22%	6.22%
中证转债	374.04	1.56%	1.56%



债券市场

本期，市场资金整体充裕，大部分资金价格下行。具体来看，隔夜SHIBOR报

收 0.9650，上涨 23.60BP；7 天 SHIBOR 报收 2.1410，上涨 31.90BP。同业存单收盘到期收益率(AAA)1M、3M、6M、9M、1Y 分别下行 37.16BP、30.01BP、30.22BP 和 9.73BP、7.84BP。3 个月短融和国债分别下行 13.95BP 和 20.59BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	0.7290	0.9650	23.60
1 周	1.8220	2.1410	31.90
CDAAA1M	2.2964	1.9248	-37.16
CDAAA3M	2.4800	2.1799	-30.01
CDAAA6M	2.7605	2.4583	-30.22
CDAAA9M	2.8000	2.7027	-9.73
CDAAA1Y	2.9000	2.8216	-7.84
短融 3 个月	2.5873	2.4478	-13.95
国债 3 个月	2.1029	1.8970	-20.59
国债 1 年期	2.4714	2.3568	-11.46
国债十年期	3.1305	3.1456	1.51
国开债十年期	3.5214	3.5366	1.52

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本期累计开展公开市场逆回购操作 550 亿元，无 MLF 投放；本期共有 5200 亿元逆回购到期，无 MLF 到期，共实现资金净回笼 4650 亿元。

	上期 (12.26-1.1)		本期 (1.2-1.8)	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	800 亿元	1700 亿元	5200 亿元	550 亿元
MLF				
SLF				
SLO				
合计	净投放 900 亿元		净回笼 4650 亿元	