

(第三季度)

出品：上海易居房地产研究院 综合研究部

执笔人：回建强

EMAIL & MSN: huijq2004@163.com 电话: 60868892

季度报告

2009年11月

报告摘要

- 央行数据显示，今年特别是三季度期间我国中长期消费贷款出现快速上升态势，中长期消费贷款中购房贷款所占比重达到95%以上，因此三季度中长期消费贷款的走势看，购房贷款上升速度很快，9月末达到了4.4万亿。短期消费贷款相对平稳。
- 三季度相对二季度而言，房地产信托计划发行的数量和规模都有所提升。三季度共发行了57个，二季度为52个。三季度房地产信托出现了一些新动向，如信托公司和一线房地产企业签订战略合作协议、房地产专业机构开始介入，呈现出了更多的基金化特征
- 三季度，银信合作的理财计划中，投向房地产的有34个，其中7月为6个，8月为13个，9月为15个。这些理财产品平均年化收益率在4%左右，平均周期在350-450天。
- 上市成功的企业中不乏中国房产信息集团、恒大地产、世联地产这样名企，他们选择了不同的上市地点，但殊途同归，成功融资。也有像卓越置业这样的企业，倒在了证券市场的门外。失败的原因可能是多方面，除了企业自身经营因素外，天时、地利、人和缺一不可。
- 我国前三季度GDP增长率为7.7%，为了确保全年增长8%以上，第四季度GDP增长率将在9%以上，那么与经济增长密切相关的投资、信贷规模将继续加速。房地产市场依然是拉动经济增长的重要引擎，第四季度，在国家购房优惠政策可能取消的影响下，刚性需求和部分投资需求可能会抓紧时间赶优惠政策的“最后一班车”，这也将直接导致新增贷款的放量增长。
- 经历过美国“次贷危机”的洗礼，我国的金融创新将更加注重风险控制和管理，避免出现中国式的“次贷危机”。同时，在金融创新的引领下，房地产企业的融资渠道也同样得到拓展。

正文目录

政策篇	3
一、央行“动态微调”货币政策.....	3
二、住房信贷政策“稳中有缩”	3
三、优惠信贷利率及首付幅度存在调整可能.....	4
行业篇	5
一、货币投放M1 开始加速.....	5
二、新增贷款稳步回落.....	5
三、房贷规模持续放大.....	6
四、房地产信托规模扩大.....	8
五、银信合作理财产品日益改变房地产金融格局.....	9
六、资本市场融资热度不减.....	10
企业篇	12
一、企业资金结构日益合理.....	12
二、房地产概念股开始崭露头角.....	13
三、银行参与房地产企业创新融资.....	13
结论篇	14
一、房地产金融政策应更加透明和稳定.....	14
二、全年新增贷款接近 10 万亿.....	14
三、房地产融资渠道继续拓宽.....	14

图表目录

图表 1 M1 和M2 同比增速	5
图表 2 人民币新增贷款走势.....	6
图表 3 消费性贷款走势.....	6
图表 4 2009 年 9 月末全国中外金融机构人民币个人购房贷款情况.....	7
图表 5 前三季度房地产开发贷款净投放.....	7
图表 6 境外人士住房贷款增量占比.....	8
图表 7 上海 9 月末公积金贷款情况.....	错误！未定义书签。
图表 8 房地产信托发行情况.....	8
图表 9 信托公司和房地产企业战略合作情况.....	8
图表 10 具有基金性质的房地产信托计划.....	错误！未定义书签。
图表 11 三季度内银信合作理财产品发行情况.....	9
图表 12 三季度来部分准备或已经上市的房企.....	10
图表 13 2008 年与 2009 年资金来源结构对比.....	12
图表 14 2008 年国家部委出台的楼市政策一览.....	错误！未定义书签。

中国房地产金融发展报告

政策篇

一、央行“动态微调”货币政策

政策动向：七月末，央行发布二季度货币政策执行报告，提出下半年对货币政策的执行进行市场化“动态微调”。央行这一表态顿时引起市场的广泛讨论，有评论直指央行“动态微调”的表态是货币政策转向的信号。

政策分析：针对市场的解读，央行副行长苏宁认为下半年央行还会继续执行适度宽松的货币政策，“动态微调”并不针对货币政策本身，而是对货币政策的操作、货币政策的重点、力度、节奏进行微调。事实证明，第三季度内，我国货币政策确实保持了“适度宽松”态势。并没有向外界猜测的那样，进入全面紧缩。对于房地产而言，央行货币政策“动态微调”的表态与其说影响了房地产企业的银行贷款，还不如说更多影响市场的心理预期。从银行角度看，虽然央行会通过发行央票和开展正回购业务回收流动性，但其并没有充足的理由收缩房地产贷款。在全年预计 10 万亿规模新增贷款的推动下，房地产业的信贷量不会受到明显影响。

二、住房信贷政策“稳中有缩”

政策动向：十月初，南京市公积金管理中心宣布全面收紧住房公积金政策。调整的内容是，缩减买房人的贷款金额，个人还贷能力系数由 0.45 下调至 0.3；此外，购买面积在 144 平方米以上的高档房，以及夫妻双方中任何一方再次申请公积金贷款，其贷款额度均下降为可贷额度的一半。上海和北京虽然没有跟风调整公积金贷款政策，但对于商业贷款却做出了收紧的动作，特别是二套房贷和二手房商业贷款，目前审核较为严厉，严格限制违规降低贷款成数、二手房成交

出现“阴阳合同”的情况。

政策分析：对于信贷政策是否全面收紧的判断，应从两个方面来分析：其一，南京收缩公积金贷款政策很可能是个案，不具有全国范围的示范效应。目前全国公积金沉淀资金在 3000 亿左右，整体上，公积金面临的不是无钱可贷问题，而是如何更好的有效利用沉淀资金问题。南京紧缩公积金贷款政策某种程度上是对前期过度宽松政策的一种无奈矫正。其二，银行紧缩二套房贷，这是和整个经济形势和央行信贷政策直接相关的。下半年以来，随着世界经济和我国经济的不断好转，股市等资本市场也开始活跃，制造业、对外出口等开始逐步恢复，转移到房地产市场的游资将再次开始流动。这决定了原先已经投资于房地产和倾向投资于房地产的资金开始撤出或犹豫。央行“动态微调”也收紧了新增贷款额度。在后续资金不足的情况下，处于价格高位的房地产市场将面临一定的风险。银行是专业经营资金的金融机构，对于房地产的金融属性看得最清楚，因此，在这样的市场环境下，收缩住房信贷是必然的选择。

三、优惠信贷利率及首付幅度存在调整可能

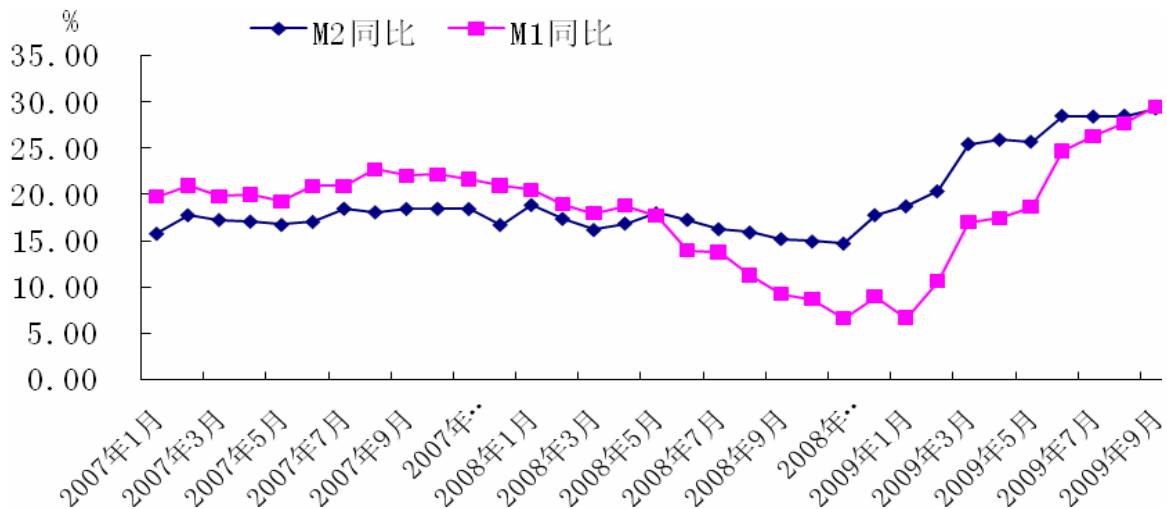
政策动向：2008 年 10 月 22 日，财政部和央行发布了“国十条”，其中对住房消费给予了一系列的优惠政策，第八条规定“金融机构对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房提供贷款，其贷款利率的下限可扩大为贷款基准利率的 0.7 倍，最低首付款比例调整为 20%。同时，下调个人住房公积金贷款利率，各档次利率分别下调 0.27 个百分点。”由于该优惠政策并没有设定执行期限，在其他设定期限的优惠政策即将取消的情况下，利率优惠今年年底是否取消成为社会关注的焦点。

政策分析：自住及改善型住房贷款利率打七折和首付 20%的政策在一定程度上直接推动了今年住房市场的快速发展，特别是降低了已购房业主的还贷压力。首付 20%的规定则给予首次及改善型购房者更大的资金调动能力，如果首付提高到 30%，利率打折幅度从 70%恢复到 85%，那么部分资金紧张的购房者将会延迟购房，这将导致房地产市场成交下跌。如果这种政策调整导致的市场低迷与市场高价导致的阶段性持币待购重合，那么明年楼市的发展将非常不利。

行业篇

一、货币投放 M1 开始加速

图表 1 M1 和 M2 同比增速



数据来源：中国人民银行

第三季度，我国货币投放速度依然保持较高水平，7月份M2为57.3亿人民币，8月份为57.7万亿，9月份为58.5万亿。M2同比增长幅度依然在上升，其中9月份同比增长29.26%，达到三年来的新高。

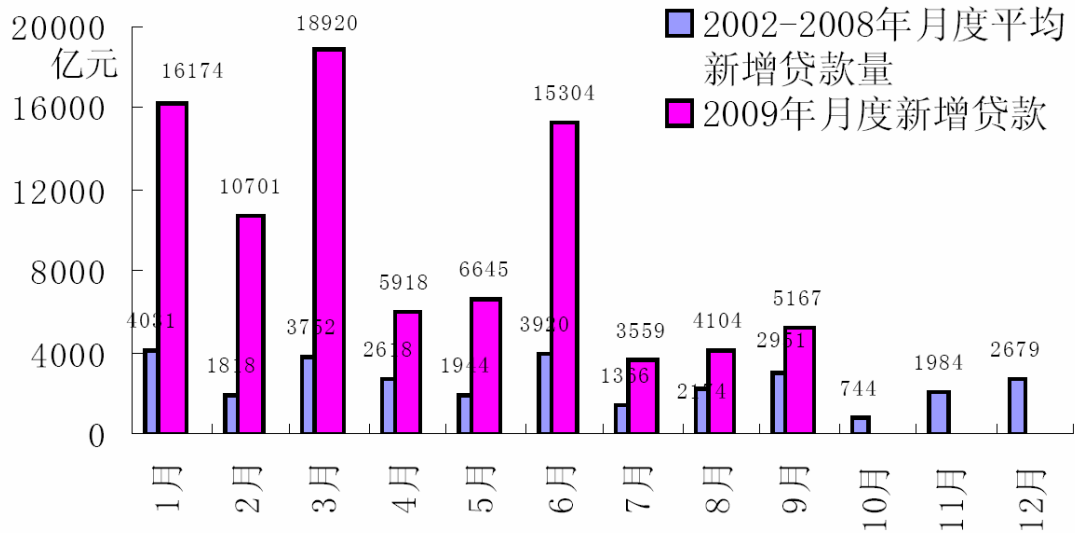
值得关注的是，第三季度内M1增长迅速，7月同比增长26.39%，8月份同比增长27.73%，9月同比增长29.52%。九月末M1增速已经超过了M2的同比增速，这表明随着经济的复苏，我国居民储蓄开始向投资领域扩展，市场流动性将保持活跃。

二、新增贷款稳步回落

从2009年前三季度新增贷款情况看，9个月新增人民币贷款8.67万亿元，同比多增5.19万亿元，远超年初计划全年新增贷款量。值得注意的是，在央行宣布进行货币政策“动态微调”后，三季度内，月度新增贷款明显回落，7月份

新增 3559 亿元，8 月新增 4105 亿元，9 月新增 5167 亿元。9 月末人民币各项贷款同比增长 34.2%，增速比上月上升 0.1 个百分点。从季度角度看，二季度新增贷款量为 2.79 万亿元，三季度当季新增贷款 1.30 万亿元，季度环比下降 53%。

图表 2 人民币新增贷款走势



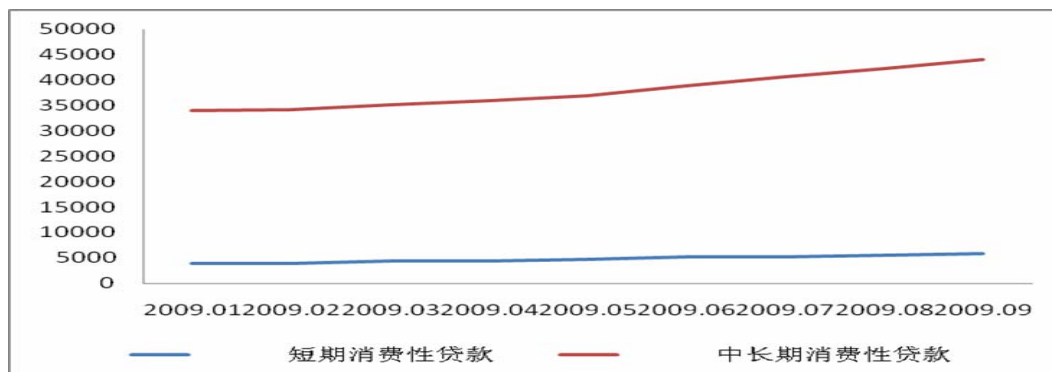
数据来源：中国人民银行

从三季度新增贷款数据看，央行下半年适度宽松的货币政策得到了落实。具体体现在，三季度新增贷款量环比二季度有了大幅度的下降；同时，7、8、9 月度新增额比 2002-2008 年月度平均新增贷款量要高出一倍左右，这表明 2009 年第三季度的货币政策依然是比较宽松的。

三、房贷规模持续放大

房贷总量及结构

图表 3 消费性贷款走势



央行数据显示，今年特别是三季度期间我国中长期消费贷款出现快速上升态

势，中长期消费贷款中购房贷款所占比重达到 95%以上，因此三季度中长期消费贷款的走势看，购房贷款上升速度很快，9 月末达到了 4.4 万亿。短期消费贷款相对平稳。

图表 4 2009 年 9 月末全国中外资金融机构人民币个人购房贷款情况

单位：亿元

北京房贷情况

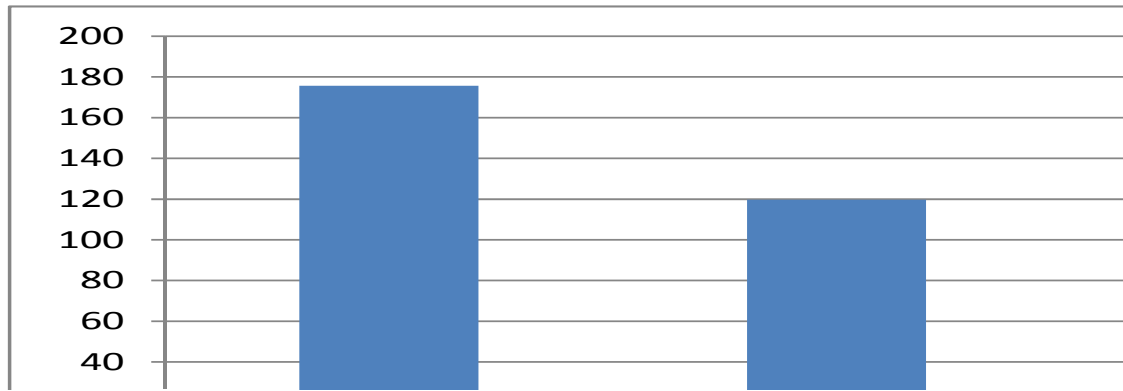
2009 年前 9 个月北京市新增贷款 4,672.2 亿元，其中投向房地产业的新增贷款为 867.2 亿元，占比约为 20%。

9 月末，人民币贷款余额 24,816.5 亿元，比年初增加 4,672.2 亿元，同比多增 2,834 亿元。从具体投向上看房地产业新增贷款居于首位，全市住房开发贷款比年初增加 93.5 亿元。经济适用房开发贷款比年初增加 28.9 亿元，是上年新增额的 2.3 倍。个人住房贷款比年初增加 419 亿元，同比多增 438.9 亿元。

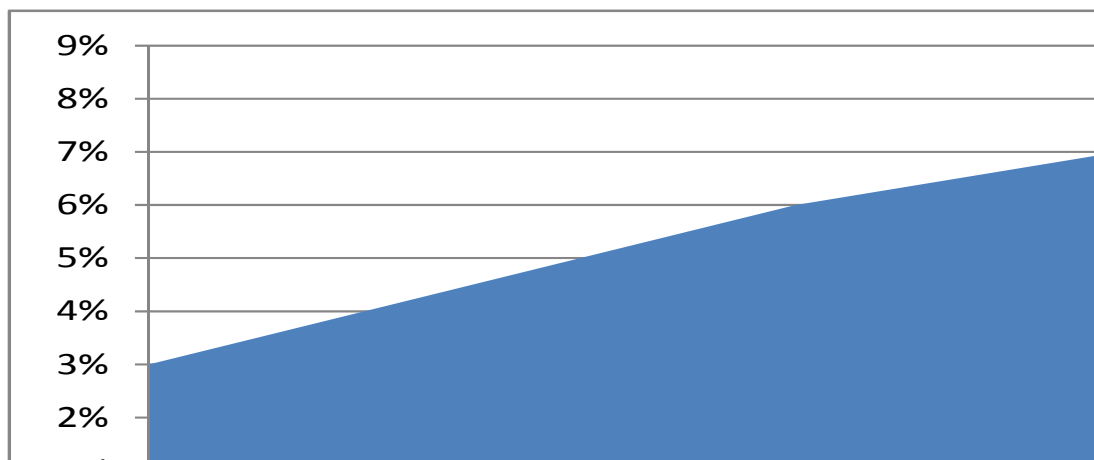
上海房贷情况

9 月末上海中外资银行房地产贷款余额达 7134.1 亿元，比年初增加 1175.8 亿元。增量呈现“两高”：一是房地产贷款增量逐季提高，仅三季度就增加 588.1 亿元，占今年以来一半增量；二是增量主体转变，购房贷款比例逐季提高，1-3 月，购房贷款增量占房地产贷款增量的比重仅为 18%，1-6 月升至 50%，而 1-9 月又升至 65%。增速呈现“两低”：一是房地产贷款增速低于全市各项贷款，增速差近 2 个百分点；二是上海地区房地产贷款增速低于全国房地产贷款，增速差为 9.3 个百分点。

图表 5 前三季度房地产开发贷款净投放



图表 6 境外人士住房贷款增量占比



四、房地产信托规模扩大

图表 7 房地产信托发行情况

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	总计
发行数量(个)	5	12	12	13	15	24	20	17	20	138
发行规模(万元)	74000	141000	105800	451500	181600	432654	286100	354500	358500	2385654

三季度相对二季度而言，房地产信托计划发行的数量和规模都有所提升。三季度共发行了 57 个，二季度为 52 个。三季度房地产信托出现了一些新动向，如信托公司和一线房地产企业签订战略合作协议、房地产专业机构开始介入，呈现出了更多的基金化特征。

一是信托公司跑马圈地，和一线房地产企业签订战略合作协议。

图表 8 信托公司和房地产企业战略合作情况

信托公司	房地产企业	金额
平安信托	金地集团	3年100亿
平安信托	绿城集团	3年150亿

中铁信托	蓝光地产	3年20亿
华融信托	保利置业	200亿

五、银信合作理财产品日益改变房地产金融格局

图表 9 三季度内银信合作理财产品发行情况

	发行数量	房地产项目占银信理财项目比重	平均期限	平均年化收益率
7月	6个	2.27%	453天	4.05%
8月	13个	4.85%	440天	4.99%
9月	15个	3.02%	350天	4.02%

银信合作产品主要是指银行的信贷理财计划。这项业务在 2008 年“横空出世”，其背景是国家金融政策收缩，信贷额度受到控制，银行为了应对企业的融资需求，与信托公司合作进行的业务创新。虽然业务始于 2008 年，但在信贷政策非常宽松的 2009 年，信贷理财计划并没有日渐式微，反而日渐繁荣。

据统计三季度中的 9 月，26 家商业银行共发行 335 款人民币信贷资产理财产品，发行数较 8 月增加 60%以上，其中 193 款投资于银行存量信贷资产。可以看出，将信贷资产转化为理财产品、将表内资产表外化的手段越来越受到银行青睐。

三季度，银信合作的理财计划中，投向房地产的有 34 个，其中 7 月为 6 个，8 月为 13 个，9 月为 15 个。这些理财产品平均年化收益率在 4%左右，平均周期在 350-450 天左右。

上半年比较有影响力的投资于房地产的银信合作理财计划是工商银行联合中海信托、绿城中国联合发起成立的总规模达 20 亿元人民币的“中海·绿城一号房地产投资信托计划”，成为房地产融资方式的创新之举。运作过程是，信托产品由中国工商银行作为理财计划的管理人，将以现金认购所有优先级信托单位（大概 17 亿元），年息率高达 8.5%，另外还有大概 3 亿的次级债。最后，信托又贷款给绿城，这些贷款年息率高达 14%。工行然后将这个信托产品当作高收益的理财产品卖给客户，年息率为 8.5%，银行可获得 5.5 个百分点的利差收益。

从某种程度上来看，信贷理财计划可以看成是银行将表外资产进行“资产证券化”的操作。如果要划分目前的信贷理财计划，基本可以分成信托贷款和存量资产打包两类。前者的操作模式是，在完成了对借款企业各方面融资条件的审核

后，商业银行并不直接向企业发放贷款，而是借助信托公司的平台，从中小投资者处募集资金，再将这部分资金用于借款企业的融资，投资收益来源于企业正常的还本付息。“中海·绿城一号房地产投资信托计划”就是这一类型。

存量资产打包是指商业银行已经发放了一笔贷款，但在贷款期限前，银行需要将这部分存量资产转移至表外。其操作同样是借助信托公司平台，由信托公司先购买这笔贷款，然后再通过分拆，将该笔大额贷款变成多份理财计划出售给投资者，从而将这笔贷款转移到投资者处。这些存量资产当然也包括房地产贷款。即房地产贷款证券化。不过相对于发达国家的 MBS，当前我国金融界出现的存量资产打包还是比较初级的金融衍生品。

实际上无论是信托贷款还是存量资产打包，银行都可以实现表外业务的收入增长，并且在某种意义上把信贷的市场风险转嫁给了投资者。从这个角度看，即便是房地产市场出现了大幅度的调整，银行依然可以稳获收益，但投资者却可能受到较大损失。这种风险的出现是谁也不愿意看到的，因此，建议监管机构应加强这方面的风险指导和监管，尤其是在这类业务越来越被银行运用的情况下，谨防中国式次贷危机出现。

六、资本市场融资热度不减

图表 10 三季度来部分准备或已经上市的房企

公司	类型	上市地点	融资额	时间
中房信	房地产信息咨询	NASDAQ	2 亿美元	10 月 16 日
恒大地产	房地产开发商	香港联交所	56 亿港元	11 月 5 日
世联地产	房地产代理	深交所 A 股	6.3 亿人民币	8 月 28 日
卓越置业	房地产开发商	香港联交所	暂停 IPO	
中国建筑	房地产建设	上交所 A 股	501 亿人民币	7 月 30 日

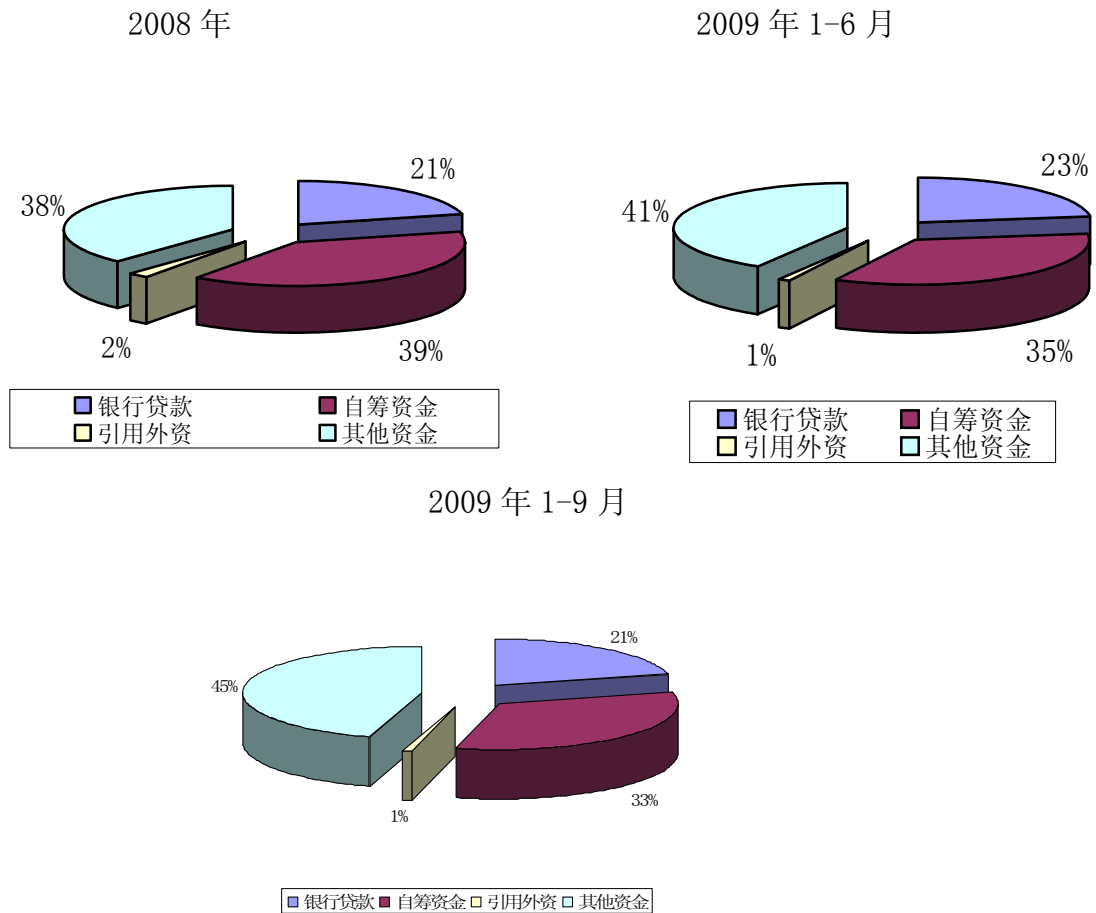
华南城	工业地产	香港联交所	29 亿港元	9 月 30 日
宝龙地产	房地产开发商	香港联交所	27 亿港元	10 月 15 日
恒盛地产	房地产开发商	香港联交所	99 亿港元	119 亿港元
禹洲地产	房地产开发商	香港联交所	20 亿港元	11 月 2 日
中信地产	房地产开发商	A 股		正在进行中
龙湖地产	房地产开发商	香港联交所	60.6 亿—71 亿港元	正在进行中

企业篇

一、企业资金结构日益合理

前三季度，房地产开发企业本年资金来源 38991 亿元，同比增长 38.8%。其中，国内贷款 8190 亿元，增长 47.2%；利用外资 359 亿元，下降 26.2%；企业自筹资金 12787 亿元，增长 14.5%；其他资金 17654 亿元，增长 62.4%。在其他资金中，定金及预收款 10269 亿元，增长 52.0%；个人按揭贷款 5345 亿元，增长 107.7%。

图表 11 2008 年与 2009 年资金来源结构对比



从资金来源结构分析，1-9 月份相对上半年，其他资金来源增长较快，说明成交量活跃大大促进了资金回笼，利用外资比例不变，企业自筹资金比例下降，

这说明在银行贷款和其他资金充足的情况下，企业资金压力明显减弱。

二、房地产概念股开始崭露头角

代表企业：恒大地产，中房信

三、银行参与房地产企业创新融资

代表企业：绿城中国

结论篇

一、房地产金融政策应更加透明和稳定

对于优惠政策年底取消与否的问题，首先要明确一点，有时间表的政策，肯定会按时取消，明年是否延续今年的优惠，政府应根据现实情况再制定下一步的政策安排。其次，对于无具体时间表的优惠政策，作为社会公众也是非常关心是否会取消。公众的这种担心和忧虑实际上体现了民众对政府调控政策的某种依赖和不踏实感。即一方面不得不依赖优惠政策，一方面又对于政策的执行期到底为多长感到迷茫。实际上应对的办法正是我们最近一直建议的，政府应该放弃短期的政策调控，转而制定中长期的楼市发展规划。

对于下一步政策走向，我们认为，优惠政策如果符合市场需要、促进市场的健康发展、符合广大消费者的需要，那么就要把这些经实践检验被证明为正确的短期政策纳入到中长期产业规划中，进而坚持长期执行，而不是让人们总是在猜测这些优惠政策什么时候会取消。比如对于首套普通住房贷款利率打七折、首付20%这项政策，长期执行非常有必要。

二、全年新增贷款接近 10 万亿

从前三季度金融机构新增贷款规模看，9个月新增人民币贷款8.67万亿元，全年新增贷款将接近或超过10万亿元，即第四季度，平均每月的新增信贷规模平均为4400亿。

我国前三季度GDP增长率为7.7%，为了确保全年增长8%以上，第四季度GDP增长率将在9%以上，那么与经济增长密切相关的投资、信贷规模将继续加速。房地产市场依然是拉动经济增长的重要引擎，第四季度，在国家购房优惠政策可能取消的影响下，刚性需求和部分投资需求可能会抓紧时间赶优惠政策的“最后一班车”，这也将直接导致新增贷款的放量增长。

三、房地产融资渠道继续拓宽

虽然现在房地产政策有所收紧，特别是房地产金融政策“稳中有缩”，但房

地产企业的融资渠道却日益拓宽。除了传统的银行贷款和资本市场融资外，信托融资和银信合作表外业务贷款在三季度内表现的尤为突出。这为房地产企业度过经营难关，顺利获得融资提供了新的渠道。

随着国际金融危机的阴霾逐步消散，金融创新将再次成为金融界的热门话题，目前金融机构的存量资产打包业务已经在逐步开展中，这种业务的升级版就是 MBS，即资产证券化。经历过美国次贷危机的观念洗礼，我国的金融创新将更加注重风险控制和管理，避免出现中国式的“次贷危机”。同时，在金融创新的引领下，房地产企业的融资渠道也同样得到拓展。

附表：

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本机构对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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。

本报告版权仅为本机构所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为上海易居房地产研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

上海易居房地产研究院

地址：上海市广延路 383 号文武大楼五楼

电话：021-60868892 网址：www.yiju.org