

中国房地产金融发展报告



E-house China 易居中国研发机构
R&D INSTITUTE

(2009年)

出品：上海易居房地产研究院 综合研究部

执笔：回建强 张秀琴

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

年度报告

2010年1月

政策篇

- 政策动向一：证监会酝酿严格审核房企借壳上市
- 政策动向二：公积金改革已箭在弦上

事件篇

- 一、银行参与房地产企业融资创新
- 二、万科获房企单笔最高授信额度
- 三、中国房产信息集团上市
- 四、最大地主恒大上市
- 五、浦东版 REITs 试点方案报批

数据篇

- 一、个人房贷增长近五成
- 二、开发贷款增速明显加快
- 三、房地产贷款占贷款总规模两成多
- 四、房地产企业资金来源中贷款占主要比重
- 五、上海房地产贷款的情况

预测篇

- 一、年中加息的可能性非常大
- 二、房企进入资本市场更加艰难
- 三、房地产融资创新范围扩大
- 四、公积金制度改革取得突破
- 五、个人住房信贷规模维持高位
- 六、开发企业资金来源将侧重自筹资金

中国房地产金融发展报告

政策篇

一、2009 年与房地产相关的金融信贷政策

政策一：1月3日，四大国有银行宣布，只要2008年10月27日前执行基准利率0.85倍优惠、无不良信用记录的优质客户，原则上都可以申请七折优惠利率。2月10日，继农行出台房贷细则后，工商银行开始执行购房者可享受住房贷款七折的优惠利率，随后不久，其他银行的优惠政策细则相继出台，为楼市回暖蓄积了政策基础。

政策二：5月27日，国务院发布的《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》中明确，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。这是自2004年以来执行35%自有资本金贷款比例后的首次下调，已恢复到1996年开始实行资本金制度时的水平，从而预示着紧缩了数年的房地产开发信贷政策开始“松绑”。

政策三：6月19日，中国银行业监督管理委员会发布了《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》，针对部分地区房地产市场出现较大波动，房地产信贷尤其是按揭贷款业务中诸如“假按揭”、“假首付”、“假房价”、“二套房贷”标准放宽等所暴露的问题，要求加强信贷管理，切实防范按揭贷款风险，促进按揭贷款业务健康有序发展。坚持重点支持借款人购买首套自住住房的贷款需求，严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇。

政策四：10月16日，住建部等七部委联合发出《关于利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的实施意见》，提出在优先保证职工提取和个人住房贷款、留足备付准备金的前提下，可将50%以内的住房公积金结余资金贷款支持保障性住房建设，贷款利率按照五年期以上个人住房公积金贷款利率上浮10%执行。“公积金”和“保障房”实现“对接”。

政策五：12月14日，国务院常务会议发布了“国四条”，其中第二条为“继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房。加大差别化信贷政策执行力度，切实防范各类住房按揭贷款风险。”

政策评析: 信贷政策是房地产调控政策的重要组成部分,对房地产市场的走向具有较大的影响力。2009 年房地产信贷政策总的看是相对宽松的。在“保增长”的总体要求下,房地产信贷政策维持了宽松的执行口径,有力地促进了 2009 年楼市消费的增长。

数据显示,2009 年上半年全国金融机构个人住房贷款新增量达到 4661.76 亿元,同比增幅超过 150%。而 3 月底的数据为 1000 亿元,随着房地产市场的回暖,个人住房按揭贷款也出现了突飞猛进的增长。同时,全国房屋销售量也实现了大幅增长。

进入下半年,我国楼市出现了过热的现象,特别是在一线城市,楼市投机明显抬头,这引起了中央的高度重视。如果不加以调控,投机日盛,将破坏房地产市场正常的交易秩序,不利于市场的健康稳定发展。因此,进入下半年,银监会开始强调第二套房(及以上)信贷的监管,防范房地产信贷风险。随着市场的进一步发展,特别是宏观经济开始好转,房地产信贷调控也越来越受到重视。“国四条”的出台表明,国家要切实收紧房地产信贷,特别是二套房贷政策。打击投机,限制投资,鼓励自住将是 2010 年房地产信贷政策的主基调。

二、2010 年初最新房地产金融政策动向

政策动向一: 证监会酝酿严格审核房企借壳上市

2010 年初,媒体报道中国证监会正在考虑严格房地产企业借壳上市的审核标准,提高欲借壳上市的房产企业资产实力和合规性门槛。

实际上,2009 年上半年,证监会上市部曾拟过房地产借壳上市审核备忘录供内部工作参考,但由于经济形势的骤变,文件没有得到严格执行。据称,该文件涉及产业政策导向、企业资本实力及财务等多个方面的内容。到了年底,经济形势已经好转,证监会对房企借壳上市的监管再次加强。内部消息称,相关成文的规定还没有出台,但借壳上市政策趋紧是比较肯定了。

政策评析: 经历了 2009 年市场的活跃期后,大部分房地产企业资金储备水平较高,暂时没有资金方面的压力。然而在密集调控政策影响下,房地产企业的未来前景并不明朗。为了获得生存的空间,解决融资瓶颈是房地产开发企业必须

面临的挑战。无论是 IPO 还是借壳上市，都是房地产企业进入资本市场融资的主要途径。很显然，这次监管层要收紧房企借壳上市的政策，将极大影响房地产企业的融资能力。从限制的内容看，限制以别墅、高档豪华住宅开发为主的、其主要业务属于国家房地产调控政策限制范围的地产企业上市；在行业地位上，限制近三年有过重大项目开发失败记录的地产企业上市；在企业规模上，限制资本和资产规模较小的企业，房地产业务历年来不能保持稳定增长的地产企业上市。

实际上，除了万科，保利等少数房企是通过 IPO 方式上市外，大部分房地产企业都是通过借壳的方式登陆资本市场，如果监管部门严格控制房地产企业借壳上市，无疑会对该行业产生较大影响。

政策动向二：公积金改革已箭在弦上

广西的公积金新政成为 2010 年房地产金融领域的热点。内容是自今年 1 月 1 日起广西开始实施《广西住房公积金业务管理规范（试行）》，规定缴存人的家庭成员患重大疾病时，可提取住房公积金用于治疗。实际上，广州、上海、南京等地方政府今年来都逐步对公积金的使用做出了一些改革和调整，说明现存的公积金制度经过多年的执行，随着经济社会形势的发展，已经有了调整的必要性。

政策评析：广西这次进行住房公积金制度的改革，允许公积金支付个人重大疾病的医药费用，是公积金制度改革的一个重要动向。广州、上海、南京等地也在不断地进行公积金方面的改革。公积金制度切切实实地站在了发展的十字路口上。

目前关于公积金制度未来的发展，目前大致有下列不同意见：

其一，完善我国社会保障中的个人积累制度，逐步从住房单一公积金推进到“大公积金”体制。进一步学习新加坡将西方法律体系和东方文化相结合的治国发展模式，在完善公积金法律体系的基础上，逐步将社保（养老）、失业保、医保和住保都纳入公积金范畴，实行强制扣缴，实行统一补贴，实现征缴使用合并。

其二，建立政策性非银行住房金融机构。将各地的住房公积金管理中心改制成国家、单位和个人三方共同参与住房发展积累的专项金融实体，类似于德国的模式。

其三，取消业已推行近二十年的我国公积金制度。其条件是我国实行工资改

革，在工资总额中明确住房支出的构成比重。公积金中的单位补贴部分直接列入工资收益。

无论公积金制度是朝哪个方向改革，可以肯定的是未来一段时间是改革的攻坚阶段，不论是采取完善的办法还是变革的办法，都必须把握相应的基本原则，即必须能够健全我国住房保障体系，必须能够支持发展我国住房发展事业，必须更多的向中低收入家庭倾斜支持，必须坚持个人住房积累和政府财政补贴相结合，必须减少而不是增加公积金改革的成本。在这些原则下，地方政府先行，中央政府其后进行认定拍板，最终的目的是优化社会保障体制，降低资金管理成本，实现住房民生与社会民生的相统一。

事件篇

2009年，宽松的货币政策极大的提振了我国房地产市场，地王频现，房产交易屡创新高，市场出乎意料的火爆。金融对房地产的推动作用被发挥到了极致。房地产金融俨然成为金融业中的一颗耀眼明珠，炙手可热，房地产业投融资环境大大改善。

一、银行参与房地产企业融资创新，中海·绿城一号房地产投资信托计划成功实施

2009年4月15日，面临巨大资金危机的绿城房地产与中海信托股份有限公司（以下简称中海信托）订立了信托协议，成立中海绿城1号房地产投资基金，计划融资9.92亿-19.83亿元，成为房地产融资方式的又一创举。

其具体运作大致如下，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），绿城房地产则认购不少于次级信托单位的60%。随后，信托再将其中的16.871亿元贷款给绿城，年息率高达14%。工行则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%，银行可获得大致5.5个百分点的利差收益。

从银行的角度来看，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。本案中的“中海·绿城1号房地产投资信托计划”属于信贷理财计划中的信托贷款。即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。通过“资产证券化”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出去。

从房地产企业角度来，银行与信托的合作无疑能大大增加信托计划的成功实施，有效拓宽房地产企业的融资渠道。与直接向银行借贷相比，由于此类信托计划中银行已经将很大一部分风险转嫁给了投资者，银行方面对资金的使用较为宽容，其资金的使用也相对灵活些，能满足企业多方面的融资需求。

但值得注意的是，随着这种模式的推广，分散于个人投资者身上的风险将不可避免的增加，监管机构应加强这方面的风险指导和监管。在搞活资本市场的同时，不忘风险控制。

二、万科获房企单笔最高授信额度，凸显房企融资马太效应

2009年8月17日，万科与中国建设银行股份有限公司签署《战略合作协议》。根据协议，建设银行将为万科提供授信额度人民币500亿元，进一步深化双方业已建立的长期战略合作关系。500亿的授信额度，一举创造了房地产企业获得的银行授信额度单笔最高纪录。

有数据显示，进入2009年以来，银行开始热衷于与房地产企业签署授信协议，以工农中建四大国有银行为主的商业银行向房地产企业提供授信额超过了3300亿元，其中又以建设银行对万科的授信为最。从授信分布来看，2009年房地产企业融资结构呈现明显的金字塔结构，大型上市企业、国资背景企业吸引的资金明显高于中小企业，其中万科、绿地、金地等名列前五的授信额度共计1819亿元，占总授信额度的一半以上，凸显房企融资“马太效应”。而与此同时，规模大、实力雄厚的龙头企业，更是借势凭借发行公司债、增发股份、上市IPO等手段进一步加剧这一效应，实现行业扩张。

反观全国6万家房地产企业，大部分企业规模较小，很难受到银行、股市的垂青。在这种大量优质资源一窝蜂似的向实力雄厚的公司聚集的潮流中，中小房地产企业，要么做强做大，挤入行业发展前列，要么寻找婆家，卖个好身价。随着行业集中度的提高，以万科、恒大为代表的大型房地产上市企业和以保利、绿地为代表的央企或国企背景房地产企业将形成我国房地产市场的主要竞争格局。

三、中国房产信息集团上市，吹响中国房地产信息服务业标准化、规模化的号

角

美国东部时间 2009 年 10 月 16 日，首家登陆纳斯达克的中国地产科技概念股——中国房产信息集团 (CRIC) 正式挂牌上市。当日，纳斯达克指数下跌 16.49 点报于 2156.80 点，跌幅为 0.76%，大盘萎靡不振。而与大盘形成鲜明对比的是，CRIC 开盘后的一路逆市上扬，首日逆市大涨 18.3%，成功地打破了香港和美国的证券市场在此前三四个月内 IPO 连连破发的模式。

其成功上市，不仅开创了两家已在美国上市的中国公司，分拆各自富有成长力的业务进行合并，并进行二次上市的先河，创造了房地产服务业线上线下鼠标加水泥的新型商业模式，更吹响中国房地产信息服务业标准化、规模化的号角。

至上世纪 90 年代以来，我国房地产信息化发展相继经历了以硬件开发为主的 90 年代中期至中后期、以软件开发为主的 90 年代中后期至 2006 年，以及以信息服务为主的 2007 年至今等三个阶段。CRIC 的上市，可谓是中国房地产信息化走向集成服务的重要标志。

在区域拓展上，目前克而瑞已遍布中国 35 个城市，信息覆盖 75 个城市，新浪乐居也进入了全国的 48 个城市，双方在未来的市场拓展过程中，都可以借用对方的资源，实现更快发展；在客户资源方面的协同作用也同样明显，合并之后，CRIC 将为中国 85% 的房地产百强企业提供服务，业务领域覆盖中国房地产千强企业的 30%。合并上市后的 CRIC，无疑成为了国内综合实力最强的房地产信息综合服务商。随着其品牌影响力的进一步扩张，将有望形成业内标杆，促进房地产信息服务的标准化，进而促进房地产信息服务业向规模化发展。

四、最大地主恒大上市，许家印荣登首富宝座

2009 年 11 月 5 日，在历经了千辛万苦之后，恒大地产终于修成正果，在香港联交所主板挂牌上市。首日恒大以每股 4.7 港元收盘，高出招股价 34.3%，按总股本 150 亿股计算，收盘价每股 4.7 港元，总市值高达为 705 亿港元，位居十大活跃港股第一名，成为在港上市的最大内地民营房企。其中，恒大地产董事局主席许家印持股 68.01%，上市当日便晋身中国首富。

对恒大来说，此次上市成功与否，意义非同小可。至 2008 年中断上市后，其与机构投资者签署的对赌协议，令恒大一直如芒在背。根据恒大当初的招股书披露内容，如果恒大在 2008 年 6 月 6 日前上市，给机构投资者回报不少于 40%；如

果在 2008 年 12 月 6 日前上市,则不少于 50%;如果在 2009 年 6 月 6 日前上市,回报率不少于 60%;如果在 2009 年 12 月 6 日前上市,则回报率不少于 70%。除股份回报外,恒大地产还需向机构投资支付相应的贷款利息。

因此,此次恒大在上市之路上表现得异常谨慎,其融资规模和招股价格,就曾随市场波动几经变更。最终招股价定格于 3.5 港元,相应的市盈率为 5-6 倍,比早期市场预期的价格有所折让。同时,恒大的发行规模也在最后时刻做出调整。由原先计划将总股本的 15%用于 IPO,下调为 10%,相应的融资规模,也从原定的 78 亿-117 亿港元,下调为 48.4 亿-64.6 亿港元。其“非上不可”的决心表露无遗。

综合来看,其较低的市盈率、超大的土地储备规模和 2009 年漂亮的“成绩单”是其火爆认购、首日逆市上涨的主要原因。根据易居发布的“2009 年第三季度中国房地产企业销售排行榜”等榜单数据,截至 2009 年 9 月 30 日,恒大已经超越碧桂园成为新一代“最大地主”,土地储备量高达 5100 万平方米左右。与此同时,其 2009 年前三季度销售面积也一举超越万科,位居榜首。恒大的成功上市,大大的鼓舞了后续的龙湖、阳光 100、花样年华等多家房企。

五、浦东版 REITs 试点方案报批, 房地产信托渐行渐近

2009 年 12 月底,据上海市浦东新区副区长严旭透露,浦东版 REITs 试点方案已经上报,其方案为央行主导的债权版模式,发起公司为浦东的四家大型国有企业。至此,我国房地产信托的推行又取得新进展,首批 REITs 试点渐行渐近。

而根据先前的相关报道,其方案大致为四家企业提供年租金收入可达 4.7 亿元的物业,把这些物业未来 10 年的租金收益权“打包”设立信托,然后由发行人委托主承销商,在银行间市场向符合条件的机构投资者发行该信托的租金收益凭证,预计募集资金总额达 35 亿元左右。

从房地产业的角度看,REITs 是一种较适合商业性地产的证券化产业投资基金,为房地产企业打开新的融资之门的同时,也能有效的降低房地产企业对银行贷款的依赖性进而降低银行风险。在西方发达国家 REITs 的发展已经积累了数十年的经验,形成了相对成熟的房地产证券化模式。而在我国 REITs 才刚刚起步阶段,房地产业融资渠道匮乏使得 REITs 在我国具有比较迫切的发展要求。

从投资者角度来看,REITs 有利于开拓投资者的投资渠道。作为一种集合大

众资金，REITs 为投资者提供的是以较低门槛和较高流动性投资于不动产的投资机会。相比基础设施信托产品 4%左右的年收益率，中小投资者投资房地产信托产品，一般可以获得 5%-6%的年收益率，而相对于股票而言其价格波动性又相对较低，收益较为稳定。

REITs 房地产证券化的这一特性显然适应了当前国内一方面资金需求缺口巨大，另一方面投融资渠道匮乏的市场现状。在可预见的 2010 年，随着房地产投资信托试点的开始，REITs 将再度成为市场关注的焦点。

数据篇

一、个人房贷增长近五成

2009 年个人房贷新增 1.4 万亿元同比增长 47.9%，占全年房地产信贷量的七成左右。

二、开发贷款增速明显加快

2009 年全年，全国主要金融机构及农村合作金融机构和城市信用社人民币房地产开发贷款累计新增 5764 亿元；年末余额同比增长 30.7%，增速比上年末加快 20.4 个百分点。

三、房地产贷款占贷款总规模两成多

国家统计局数据显示，2009 年全国商品房销售面积 93713 万平方米，比上年增长 42.1%，销售额 43995 亿元，比上年增长 75.5%。相应的，房地产贷款也增速迅猛。央行统计数据显示，2009 年，房地产贷款新增超过 2 万亿元，占各项贷款新增额的 20.9%。2009 年末，主要金融机构房地产开发贷款和购房贷款同比分别增长 30.65%和 42.47%。

四、房地产企业资金来源中贷款占主要比重

国家统计局数据显示，2009 年，房地产开发企业本年资金来源 57128 亿元，比上年增长 44.2%。其中，国内贷款 11293 亿元，增长 48.5%；在其他资金中，个人按揭贷款 8403 亿元，增长 116.2%。仅从国内贷款与个人按揭贷款两部分统计，银行信贷资金即占到房地产开发企业资金来源的 34.48%。由于施工企业的垫资很大部分也是银行贷款，如果把这部分也考虑进来，那么银行信贷占比还会更高。

五、上海房地产贷款的情况

2009 年上海中资银行本外币商业性房地产贷款情况 单位：亿元

	报告期余额	比同期增减	比年初
房地产贷款	7058.81	28.13	1529.84
#个人购房贷款	474147.2	31.82	999.1
#住房贷款	3913.74	34.18	995.07
房地产开发贷款	2531.27	26.49	501.28
#房产开发贷款	1847.01	24.06	333.74
地产开发贷款	684.27	33.55	167.54
#政府土地储备机构贷款	615.75	34.21	152.59

2009 年上海中资银行本外币贷款结构

	年末	年初
房地产贷款余额占各项贷款比重	29.2%	29.0%
房地产贷款新增占各项贷款比重	30.7%	5.7%

预测篇

一、年中加息的可能性非常大

2009 年末，房地产政策突变，金融信贷政策成为本次宏观调控的主要内容。目前房地产个人购房贷款已经收紧，二套房贷不再享有两折首付和七折利率优惠。继 2009 年金融机构释放 9.6 万亿新增贷款后，2010 年 1 月份新增贷款又达到了 1.6 万亿，巨大的流动性将不可避免地带来通货膨胀现象。

2010 年 1 月份，央行已经提高了存款准备金率 0.5 个百分点，这显示出货币政策开始转向。随着 CPI 的不断走高，如果 CPI 在未来三个月达到或超过 3%，央行就有可能启动加息的行动。换句话说，在 CPI 继续回升的情况下，加息是在预期之中的。

二、房企进入资本市场更加艰难

随着住房保障工作的深入推进，土地市场将发生分化，住房保障用地出让比例大幅增加，相应市场化土地出让将减少。这在一定程度上会推助土地价格的上涨。虽然目前土地市场已经有了调整的迹象，但从中长期看，土地市场依然是供不应求的，房地产开发企业要想持续发展，解决融资渠道非常重要。

2010 年，房地产开发企业的融资渠道依然不畅通。资本市场的大门虽然已

经开启，但迎接的并不是房地产开发企业。近期甚至还透露出监管层要控制房企通过借壳上市的方式进入资本市场。这对房地产开发企业而言显得相当不利。

三、房地产融资创新范围扩大

2009 年以绿城为代表的房地产企业开始尝试银信合作融资模式，这种方式成为 2009 年很多企业解决资金困局的法宝。2010 年银信合作的规模和次数将继续扩大。

2010 年，房地产信托投资基金（REITS）有望真正起步。浦东 REITS 目前正在酝酿的过程中。浦东新区目前已经上报了 REITs 试点方案，该方案采用由央行主导的债权性方案，发起公司涉及陆家嘴集团、张江集团、外高桥集团以及金桥集团等浦东四大国有企业。浦东有望成为首批 REITS 金融创新试点地区。

四、公积金制度改革取得突破

2009 年上海、广州、广西、江苏等省市都进行了公积金制度方面的改革或调整，这为今后公积金制度的全面改革提供了可借鉴的案例。公积金制度目前已经走在改革的十字路口上，2010 年公积金制度改革有可能取得突破。

主要突破口是公积金缴存范围将扩大，不但城市户籍在职职工要缴纳，非户籍的常住在职职工也应纳入。公积金使用范围将扩大，除了购房和租房可以用公积金，重大疾病治疗费用、物业管理费用、物业维修专项基金的补充等也可以由公积金来支付。

五、个人住房信贷规模维持高位

2009 年末全国个人住房信贷新增 1.4 万亿元，同比增长 47%。这是在房地产市场销量和价格迅速上升的基础上形成的。2010 年，我国房地产市场不太可能会出现 2009 年这样快速的上涨，但也不可能出现巨幅调整。由于住房保障用房在 2010 年会大量进入市场，与住房保障用房向配套的信贷规模将显著增长。另外，居民刚性自住性购房需求依然存在。这些因素决定了 2010 年个人住房信贷规模将维持高位。

六、开发企业资金来源将侧重自筹资金

2009 年房地产开发是拉动国民经济增长的重要产业，在宽松货币政策支持下，开发企业获得贷款的规模得到扩大，全年房地产开发贷款规模达到了 6000 亿元。与房地产开发相关的贷款更是达到上万亿规模。2010 年，房地产业的发展受到宏观经济调控因素影响，开发信贷势必会紧缩。房地产企业资金来源结构将发生变化，银行信贷来源占比将减少，外资总体规模维持不变，自筹资金占比将上升。

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

竭诚为您提供房地产咨询和研究服务：

上海易居房地产研究院是全国一流的房地产专业研究机构，致力于推动房地产业产学研一体化的发展，具有理论结合实践的强大研究能力。在政策趋势研究、产业发展研究、市场趋势研究、区域发展规划研究、企业战略研究、重大项目研究等领域具有领先于业内的核心优势。经常为各级政府相关部门、行业协会组织、房地产开发企业、金融机构等提供各种咨询和课题研究服务。希望能有机会为贵单位提供服务，与您一起洞察和分析房地产大政、大局、大势。

联系人：张秀琴 电话：60868890 手机：15921403229 传真：60868811

邮箱：co.research@ehousechina.com 上海广延路 383 号文武大楼五楼