

# 研究报告

2017年第33期

2017.3.20

执笔人：藏波

邮箱：zangbo@icbc.com.cn

## 我国房地产融资方式的发展与创新

### 要点

- 如果将 2003 年看作是我国房地产市场化改革的元年，那么 2006 年的大牛市无疑拉开了房企融资方式创新这一盛大舞台剧的大幕。在监管层的渐进式地“导演”之下，房地产企业的“演员”行为得以不断规范，总结其“演员修炼手册”，我们发现了明显的阶段性特征。
- 第一阶段为 2006-2009 年，主要情景为股票牛市推动 IPO 和“定增”攀升；第二阶段为 2010-2013 年，由于“定增”叫停，房地产信托等非标开始骤然兴起；第三阶段为 2014-2015 年，再融资开闸引致非标收缩，“定增”迅速壮大；第四阶段为 2015-2016 年，证监会的《公司债券发行与交易管理办法》将公司债首次对房企放开，从而使得房地产公司债大幅扩容，但半年后的《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》又收紧了房企的公司债发行规模。
- 我们判断未来房企的主要融资方式为非标、银行贷款以及中票、项目收益债等银行间债券，尤其是非标业务的产品化和房企资产证券化，将成为商业银行未来角力的主战场。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 我国房地产融资方式的发展与创新

### 一、房地产主要融资方式简述：六大渠道的优劣势比较

主流的房地产企业融资渠道有：权益融资、开发贷款、非标融资、海外融资、传统债券融资及资产证券化等。

#### （一）权益融资：改善资产负债率

传统的权益融资方式包括 IPO 和增发两种。2010 年开始证监会叫停了房地产 IPO，因此 2011-2015 年间没有房地产企业通过 A 股 IPO 方式融资。而增发最大的优势是直接做大净资产，改善企业的资产负债率，从而实现迅速加杠杆。2006-2009 年的“定增潮”中，上市房企通过“增发→做大净资产→增加杠杆”的方式迅速拿地；2014 年重启“定增”，2015 年房地产通过增发融资规模达 1439.05 亿元。“定增”资金虽不能直接用于拿地，但“定增”增加净资产依然为加杠杆奠定了基础。

#### （二）开发贷款：低成本、低门槛

房地产开发贷款指商业银行对房地产开发企业或其控股股东发放的用于住房、商业用房和其他房地产开发建设的中长期项目贷款。银行的开发贷款一直是房地产企业最稳定和主要的融资模式，具有成本和门槛双低的特点。

开发贷款的使用存在以下问题：第一，开发贷款到位时间和现金流出的时间有错配。开发贷款要求“四证”（国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建设工程开工许可证）齐全后可以办理，但是往往拿地之后就需要支付土地款，而土地成本在总投资中占比较高，仅依靠开发贷难以进行现金流匹配。第二，开发贷款的额度受到抵押物价值的限制。房地产企业在扩张过程中，需要大量的启动资金，仅仅依靠开发贷不能满足房地产企业的拿地扩张需求。

#### （三）非标融资：进入门槛低，监管灵活

房地产企业非标融资在 2010-2013 年迅速增长，一度成为房地产企业最重要的融资方式。常用的非标融资方式有信托、基金子公司等。按照权益实质，



房地产信托和产业基金的性质都有两种，一种是债权性投资，一种是权益性投资。

债权性股权投资是指通过投资优先级份额或直接通过各类资产管理计划对目标公司进行股权投资，仅做项目审核，不参与经营管理，退出方式为负债到期偿还或劣后级投资人（或项目公司、指定第三方）回购基金份额。权益投资是通过投资优先级份额或普通份额，对目标公司进行股权投资，回收方式是通过目标公司上市后出售股票或项目公司分红等，权益性投资的目的是分享目标公司未来发展带来的收益。

非标融资的优势有以下几点：第一，信托以股权的形式（或权益性质的产业基金）投资房地产企业可以绕开银监会的“四三二”（地产商必须“项目“四证”齐全、企业资本金达到30%、开发商二级以上资质”）限制；第二，信托融资的进入门槛较低，解决了非上市公司以及非大型房企通过股票增发和海外融资的渠道不顺畅的问题；第三，资金用途灵活。

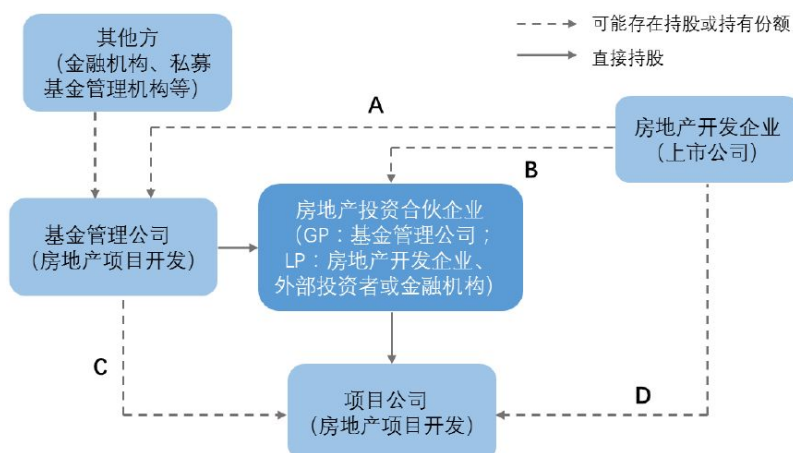


图1 房地产通过权益性非标方式融资的主要结构

#### （四）海外融资：偏爱大型房企

房地产海外融资的渠道以发行美元债和美元票据为主，由于评级门槛高，海外债更适合大型房企。2013年以前，发行海外债的优势是既可以享受海外的低利率环境，又可以享受人民币升值的收益。目前，由于境外评级公司对国内企业的评级普遍偏低，加之人民币处于贬值通道，发行美元债融资的成本优势

并不明显。因而，海外融资的方式更加偏爱评级较高的大型房企。

到目前为止，发行海外债的房地产企业以大中型企业为主，其中评级在投资级的主体只占 34%。发行票面利率的中枢有所下降，由 2013 年的 10-15% 下降到当前 6-8%。

#### **（五）传统债券融资：多重优势叠加**

房地产企业的发行债券融资自 2015 年放开，与其他融资方式相比，债券融资的具有审核难度较小、期限与开发周期匹配、进入门槛低和综合成本低等优势，因而受到大小房企的青睐。

2015 年以前，较少房地产企业通过发行债券的方式融资。2015 年 1 月，证监会正式颁布《公司债券发行与交易管理办法》，新公司债管理办法将发行主体由上市公司扩展到融资平台以外的所有公司制法人，这意味着公司债发行主体不仅限于上市公司，实现了在非上市公司发行公司债方面的扩容，尤其房地产公司债的扩容。截止到 2016 年 10 月底，房地产公司债存量余额 1.1 万亿，占存量公司债的比重达到 28%；房地产中票余额近 1500 亿，万达和万科是发行主力。

#### **（六）资产证券化：基础资产与发行人资质隔离**

资产证券化方式有如下优势：第一，基础资产与发行人资质相互独立，可以不受净资产 40% 的限制且满足中小企业主体的需求；第二，通过基础资产与发行人资质的隔离，获得更高的信用等级，从而节约融资成本；第三，资金期限和用途灵活；第四，通过合理设计可以实现出表。

## **二、融资渠道变迁历程：2006-2016 年**

自 2006 年至今，随着我国房地产投融资体制的变化和有关政策的出台，房地产融资渠道经历了阶段性的变迁过程。2006-2009 年，IPO、股票增发是主要的融资方式；其后受到 2009 年底至 2010 年初“国四条”、“国十条”等政策出台的影响，权益融资受限，非标兴起；在市场调控作用下，2014 年后房地产非标再次被重启的“定增”所取代；2015 年初证监会颁布公司债新政，政策放松下的房企纷纷放量发行，债券融资在近两年增长迅速。

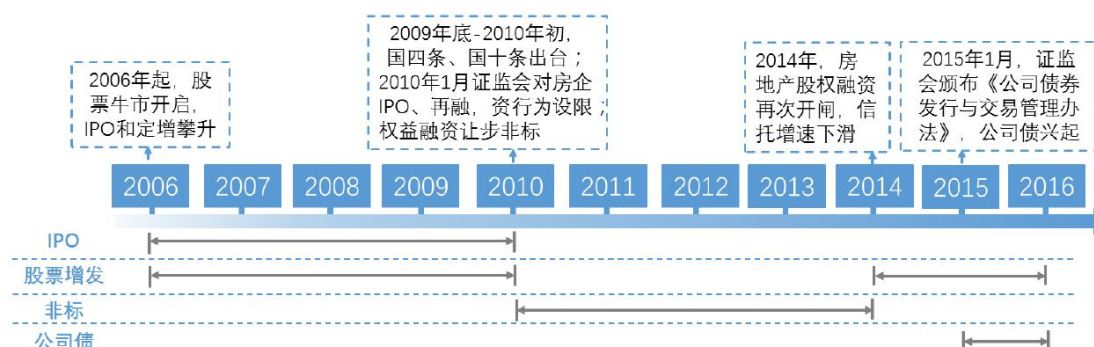


图2 房地产融资渠道变迁概览

### （一）2006-2009年：股票牛市推动IPO和“定增”攀升

2006-2007年股票牛市环境下，房地产企业纷纷上市并通过“定增”直接融资。2006年是房地产企业IPO额度达到顶峰，当年房地产企业通过IPO融资60亿元；2007-2009年，A股上市房地产公司通过增发融资额度分别为342、149和204亿元。

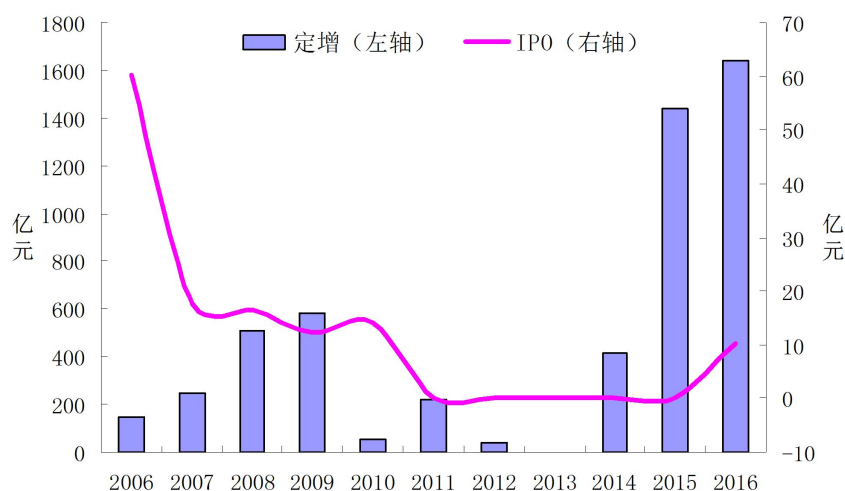


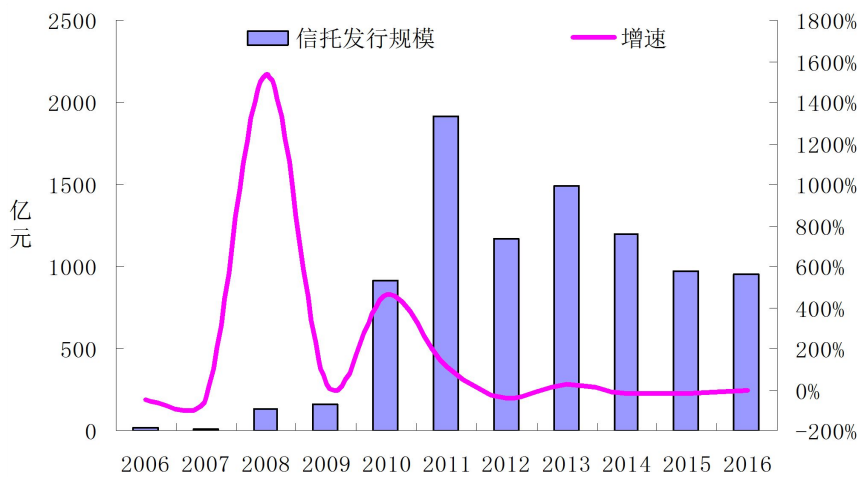
图3 2006-2009年房地产定增规模长迅速

### （二）2010-2013年：房企定增叫停，非标兴起

2009年底到2010年初，国家出台一系列房地产企业调控政策，如“国四条”、“国十条”等，提出增加供给、抑制投机、严格二套房贷款管理等举措。2010年1月，证监会指出房地产公司IPO和再融资，都需要征求国土资源部意见，其开发行为需要住建部进一步检查认定。与此同时，非标融资迅速增长。

2010-2013 年是房地产信托发行高峰，2010 年发行增速创历史新高 335%，2010 年创发行量历史新高 4025 亿元。

2013 年 3 月，《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》中指出，对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产企业，有关部门要建立联动机制，加大查处力度。与此同时，信托余额达到高峰，增速开始下滑，2013 年上半年末，房地产信托余额为 8119 亿元。



注：此处仅包含投向为房地产的集合信托规模

图 4 2010-2013 年房地产信托额度达到高峰

2012 年起基金子公司可以开展专项资产管理业务，基金管理公司可以设立子公司来投资于未通过证券交易所转让的股权、债券及其他财产权利以及中国证监会认可的其他资产。

### （三）2014-2015 年：非标收缩，“定增”迅速壮大

2014 年，房地产再融资暂停 3 年多之后，中茵股份、天保基建“定增”获得证监会批准，标志着房地产股权融资再次开闸。14 年后房地产非标被“定增”所取代，房地产信托在 2014 年达到 1.3 万亿的峰值，在全部信托中占比 10%。与此同时，基金化房地产信托余额规模大幅下降，从 2012 年最高的 408 亿元下降到 2016 年年初的 92.5 亿元。2014 年下半年，被叫停 3 年的房企股权再融资开闸，在 2015 年的牛市环境下，房地“定增”迅速增长。2014 年上市房企“定



增”金额 400 亿元；2015 年房地产企业“定增”1439 亿元；截止到 2016 年 8 月底，上市房地产企业“定增”1303 亿元。

#### （四）2015-2016 年：公司债首次对房企放开

2015 年 1 月，证监会正式颁布《公司债券发行与交易管理办法》，新公司债管理办法有如下规定：发行主体由上市公司扩展到融资平台以外的所有公司制法人。这意味着公司债发行主体不仅限于上市公司，实现了在非上市公司发行公司债方面的扩容，尤其房地产公司债的扩容。截至 2016 年 10 月 25 日，非城投房地产债存量 1.1 万亿，占公司债总量的 28%。2015 年 5 月之后，股市大幅调整使得不少资金撤离股市转向债市，进一步增加了公司债需求，房地产企业公司债发行迅速增长，2016 年 1 月单月发行金额就高达 1259.2 亿元。

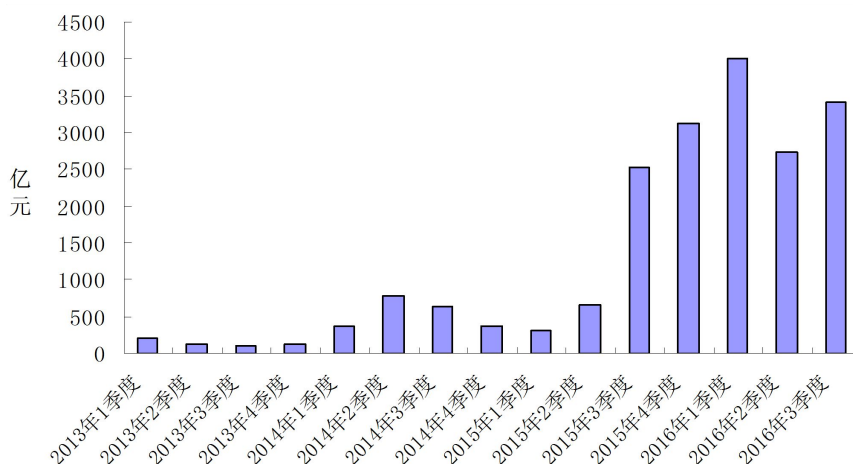
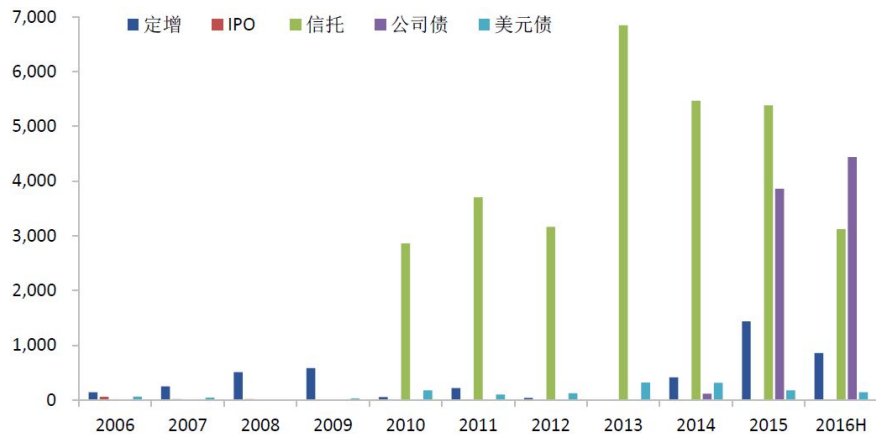


图5 2015-2016 年房地产公司债发行总额迅速攀升

### 三、未来融资渠道：银行贷款、非标和银行间债券

#### （一）非标和公司债是当前房地产企业重要的融资来源

除了银行贷款以外，非标和公司债是房地产企业最重要的融资来源。2016 年上半年房地产企业通过信托和公司债进行融资的额度分别为 3124 亿元和 4440 亿元，总和接近“定增”规模的 10 倍。



注：美元债金额按照当年年中汇率折算成人民币；此处信托数据包含集合信托和单一信托的总和，2006-2009年数据缺失。

图6 2006-2016年房地产各个渠道融资规模（单位：亿元）

## （二）房地产公司债发行监管趋严

根据上交所发布的《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，房地产业采取“基础范围+综合指标评价”的分类监管标准，“基础范围”是房地产企业申报公司债券应当符合的基础条件，综合指标评价是通过整体规模和流动性管理指标将房企进一步划分为“正常类”、“关注类”和“风险类”。

除此之外，房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地，上交所强调“在房地产市场调控期间，在重点调控的热点城市存在竞拍帝王、哄抬地价等行为”的房企禁止发行公司债。房企拿地能力显著下滑，前期拿地较为激进的高杠杆房企将面临较大的资金压力。预计房地产公司债发行的收缩将在未来1-3年有所体现。

表1 上交所房地产申报企业资质汇总

基本准入要求	符合要求的企业数量	综合指标评价		
		正常类	关注类	风险类
境内外上市房地产企业	35	32	3	0
以房地产为主业的中央企业或其下属房地产企业	12	10	1	1
省级政府（含直辖市）、省会城市、副省级城市与计划单列市的地方政府所属的房地产企业	56	26	19	11
中国房地产业协会排名前100的非上市民营房地产企业或其下属主要房地产公司	148	116	32	0



符合基本准入标准小计	111	74	25	12
不符合基本准入标准小计	53	—	—	—
总计	164			

### （三）未来融资更依赖银行贷款、非标和银行间债券

公司债新规对房地产企业的影响是分化式的，40%以上的企业将受到影响，其中主要为中小型房企。根据上交所对164家房地产申报企业（截至2016年3月底）的测算，正常类、关注类和风险类的数量占比分别为57%、23%和20%。符合基本准入标准的企业为111家，其中正常类74家，关注类25家，风险类12家。针对“风险类”发行人，主承应严格风险控制措施，审慎承接相关项目；针对“关注类”发行人，应按照相关要求作进一步披露和核查。

短期看，房地产企业账面现金状况良好，拿地积极性下降，融资需求边际将下滑；中长期来看，小型房企公司债发行受阻，需要在融资结构上有所改变。一方面，房地产企业将更加依赖于来源稳定、成本低的银行贷款；另一方面，在融资额度的约束下，更多房企会增加进入门槛低、额度有保障的非标融资；与此同时，中票、项目收益债等品种也是直接融资方面较好的补充。

## 四、当前市场存在的典型融资模式：非标和资产证券化

### （一）房地产信托融资

央行出台121号文件后，房地产信托业异军突起，根据负债关系，可将房地产信托简单分为债务型信托和权益性信托，债务型信托主要为贷款型信托，权益型信托主要有股权型信托和优先购买收益权信托（又叫财产信托）；另外还有债务型和股权型组合而成的混合型信托。

对于信托融资—贷款型信托模式，其特点是以信托贷款形式运作，贷款期限较短，对资金安全性要求高，单纯依靠信托资金，开发规模会受到一定限制，融资成本高于银行贷款。银监会212号文和54号文（要求信托公司给房地产企业设计贷款信托计划，要遵守商业银行的房地产贷款标准）陆续出台后，由于此类业务与商业银行具有强烈的重合性，与商业银行等金融机构此类业务相比较具有明显的局限性，在激烈的市场竞争中，不占任何优势。虽然目前贷款型

信托受到了政策的限制，但由于信托的创新能力强，此种信托方式仍会是最为普遍的一种房地产信托融资模式。

对于信托融资—股权回购型信托模式，其特点是信托资金用以收购开发商部分股权，到期后开发商回购，回报率在合同中固定。此种模式可以帮助开发商补足自有资金，提供信用等级，有益于其后的银行融资。需要特别关注的动态银监会 212 号文和 54 号文对此种信托提高了发行条件，要求开发商 35% 的自有资金、“四证”齐全。虽然目前股权回购型信托受到了政策的限制，但由于此种信托方式采用股权方式，便于开发商以后再融资，其仍会是一种主要的房地产信托融资方式。

对于信托融资—夹层信托模式，“夹层” (mezzanine financing) 指介于股权与优先债权之间的投资形式。从资金费用角度来分析，夹层融资低于股权融资，如可以采取债权的固定利率方式，对股权人体现出债权的优点；从权益角度来分析，其低于优先债权，所以对于优先债权人来讲，可以体现出股权的优点。这样在传统股权、债券的二元结构中增加了一层。在我国的房地产信托业务中最初表现为混合融资，即以权益融资和债务融资结合的方式向信托投资公司融资。

对于信托融资—财产信托模式，资产委托人提供具有较强变现能力的信托财产，委托给信托公司，设立财产信托。信托公司将信托收益权转让给投资者，不需要额外的担保，作为财产信托可以适当规避资金信托合同不超过 200 份的限制，是资产证券化的有益尝试。其优势概括为三方面：一是信托可使用在房地产开发项目的全过程；二是费用虽然比银行高，但比股权类融资低；三是信托可以以股权方式进入房地产项目，可有利与项目再融资。其劣势主要为：一是信托财产的登记问题。在实际操作中，开发商没有把信托财产委托给信托公司，这样对于信托公司和投资者风险较大；二是信托流动性差，不能上市交易；三是投资门槛高，受“200 份，5 万元”的限制。

## （二）房地产投资信托基金

目前主要的操作模式包括“类 REITs (Real Estate Investment Trusts)”、



CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities, 商业房地产抵押贷款支持证券)、运营收益权 ABS (如酒店收入)、物业费 ABS 和购房尾款 ABS 等类型。

### 1. 类 REITs 产品

由于国内 REITs 相关法规和税收政策尚不完善, 大多数房地产企业搭建的 REITs 融资实际上是对标准化 REITs 做了细微调整, 通过券商或基金子公司的“资产支持专项计划”等方式嫁接私募合格投资者, 被称之为类 REITs。国内在 REITs 投资方面主要还是采用的固定收益投资逻辑, 以银行资金为主, 股权投资者较少。

2015 年鹏华基金以公募基金身份, 首次参与和万科合作的房地产信托 (REITs) 项目, 这是市场上首单比较正规的 REITs。在常见的“类 REITs”产品中, 一般需要券商或基金子公司设立并管理“资产支持专项计划”, 从合格的机构投资者处募集资金投入到 REITs 的私募基金中, 并通过 REITs 私募基金所分派的物业现金流向投资者分配收益。写字楼、酒店、购物中心等物业则是以项目公司股权形式装入 REITs 私募基金, 并由 REITs 私募基金持有。从基础资产上看, 我国“类 REITs”主要模式为“物业+租金”的证券化模式。

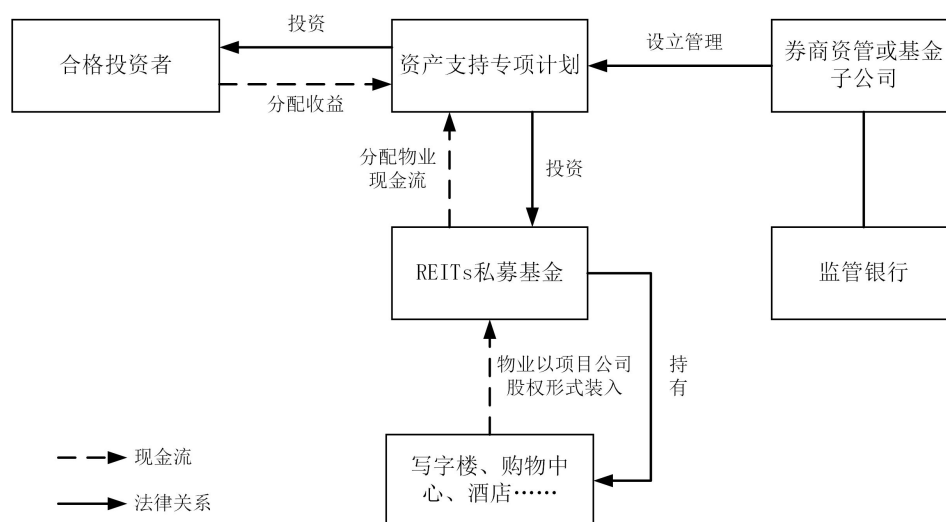


图7 国内类 REITs 产品基本交易结构

2016 年 6 月份, “新城控股”推出国内首个商业地产类 REITs 产品。“新城控股集团股份有限公司”子公司“上海新城万嘉房地产有限公司”以人民币

104,982 万元的价格，将其子公司“上海迪裕商业经营管理有限公司”全部相关权益，转让给“上海东方证券资产管理有限公司”发起设立的“东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划”，拓展轻资产模式。该专项计划的目标资产为位于上海市青浦区城西商圈的“青浦吾悦广场”，这是国内推行资产证券化以来，我国商业地产行业首个以大型商业综合体为目标资产的不动产资产证券化项目。不动产作为一种天然的生息资产，能够较好的满足资产证券化的产品设计需求，逐渐成为房地产企业扩大融资、降低融资成本的新途径。

公司通过将商业地产转让给资产专项计划实现现金流入，缩短了商业地产的投资回报周期，提高了商业地产的资产周转率，有利于公司优化资产结构、提高资金使用效率和提升商业运营管理能力，拓展公司商业地产轻资产的经营模式。

租金的基础资产选择方面，要求企业的空置率较低且稳定；租户的履约能力较强；租金金额持续稳定，已签订租约覆盖整个专项计划续存期，或者可以形成合理租金预期。物业的基础资产选择方面，优选不动产产权清晰，无抵押质押状况且可转让；物业具有较强的升值预期；物业转让前已进行或可以进行合理重组；物业处于一、二线城市核心地段。

## 2. CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券）

CMBS 是一种不动产证券化的融资方式，将单个或多个商业物业的抵押贷款组合包装构建底层资产，通过结构化设计，以证券形式向投资者发行。该产品具有发行价格低、流动性强、充分利用不动产价值等优点，近年来国内房地产多次在“类 REITs”产品创新，而 CMBS 却姗姗来迟。其实 CMBS 和“类 REITs”的融资模式十分相似，而且 CMBS 会更加方便快捷，由于 CMBS 资产并不需要出表，不必像发行“类 REITs”产品，需要成立有限合伙公司，并且完成股权交割等较为繁琐的事项，同时又能与“类 REITs”一样，实现较大额度的融资。

国内第一例交易所挂牌的符合国际标准的商业物业按揭支持证券（CMBS）产品——“高和招商金茂凯晨专项资产管理计划”于 2016 年 8 月 24 日发行成功。该产品规模高达 40 亿元，创造了资产证券化产品最低发行成本的记录，3



年期优先级成本仅为 3.3%。

商业地产的经营特别需要资产证券化的支持。资产证券化不仅能满足商业物业发展所需要的长期资金，有利于提高经营水平和最大化地提升商业物业的价值；资产证券化还可以实现众多投资者的参与和选择的机会，形成有效的激励机制；最后，资产证券化还有效分散了投资人投资商业地产的风险，促进行业的稳定发展。

CMBS 较大的丰富了开发商持有商业物业的融资工具，优化融资成本和资本结构。由于该项融资工具对应到资产层面来控制杠杆率，实际上也是一种稳健的融资工具，符合中央“去杠杆”和“去库存”的精神。CMBS 会要求锁定底层资产，通过先计算未来的现金流，融资金额方面评级机构一般会在未来租金现金流的现值基础上打上一定折扣。

CMBS 的底层资产为商业物业的租金，所以在资产的选择方面与“类 REITs”租金的要求一致，即：企业的空置率应当较低且相对稳定（由于空置等原因不能产生稳定现金流的物业应被列入负面清单）；租户的履约能力较强；租金金额持续稳定，已签订租约覆盖整个专项计划续存期，或者可以形成合理租金预期。

### 3. 物业费证券化

物业费是指提供物业服务的物业公司依据物业服务合同向业主（一般多适用于住宅物业）或承租人（一般多适用于商业、办公仓储等地产）收取的物业服务费（还可以包括停车管理服务费用等，视物业服务合同而定）。

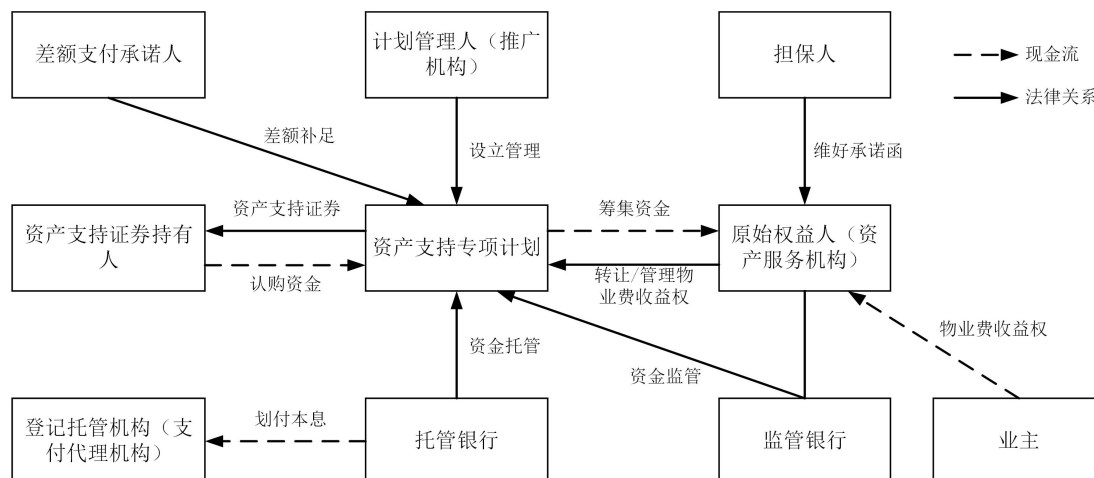


图 8 物业费证券化结构

2015 年 9 月，“金科物业”试水资产证券化，金科股份通过证券资产管理公司设立“招商创融—金科物业资产支持专项计划 1 号”，该计划拟发行总规模不超过 15 亿元，还款来源为金科物业旗下运营管理金科花园、金科丽苑等 68 个物业费收入。

物业费 ABS 的交易结构与其他 ABS 产品来说并没有太多特殊之处，但增信措施值得重点关注。物业公司的关联房地产公司通常会作为差额支付承诺人或担保人为资产支持证券的优先级本息提供保障，这会对债项信用评级有显著的提升。由于收益权 ABS 所涉及收入的对应义务尚未实现，且极度依赖于原始权益人的正常经营，因此从理论上说收益权 ABS 的信用水平很难超越原始权益人的信用水平，导致原始权益人的主体信用水平成为了收益权 ABS 关注的重点之一。把此类问题具体到物业费收益权的 ABS 上，我国物业公司由于本身的资本实力较弱，且对资金需求量并不大，大多数物业费 ABS 的实际融资人均为物业公司的关联房地产企业，所以关联的房地产企业一般作在 ABS 项目中作为外部增信机构，其主体信用评级才是物业费 ABS 关注的重点。如我们上面所说的“招商创融—金科物业资产支持专项计划”的案列中，“金科地产集团股份有限公司”对“金科物业服务集团有限公司”提供差额支付承诺，降低了金科物业服务集团有限公司违约给资产证券本金及预期收益带来的风险。

#### 4. 购房尾款证券化

购房尾款是指购房者在支付完定金和首付款后，开发商享有的对购房者的剩余房款债权，一般细分为按揭型购房尾款和非按揭型购房尾款。一般而言，购房者全部用自有资金购房时，剩余房款支付时间较短，无需以此为基础资产融资，而按揭型购房尾款由于存在银行审批，需要一定的时间，剩余房款支付时间相对较长，因此，用作资产证券化的购房尾款主要是指按揭型购房尾款。

购房尾款资产证券化不仅为房地产企业拓宽了新的融资渠道，而且盘活企业资产，提高资金的利用率，降低融资成本。按照央行相关规定，如果楼盘未封顶，银行不能将按揭贷款的尾款发放给开发商。然而对于开发周期较长的房



地产项目，会导致开发商无法较快的实现资金周转。而购房尾款资产证券化通过将购房尾款打包出售，提前将尾款收回，对这部分资金进行了盘活，进一步提高了资金的利用率。目前，房企一般将刚需产品作为企业主打产品之一，而刚需产品多呈现高层的建筑形态，这导致购房尾款资产证券化有着广阔的市场需求。

购房尾款资产证券化的整体结构与一般应收账款证券化的交易结构差不多，主要包括基础资产转让、募集资金及担保增信等环节。

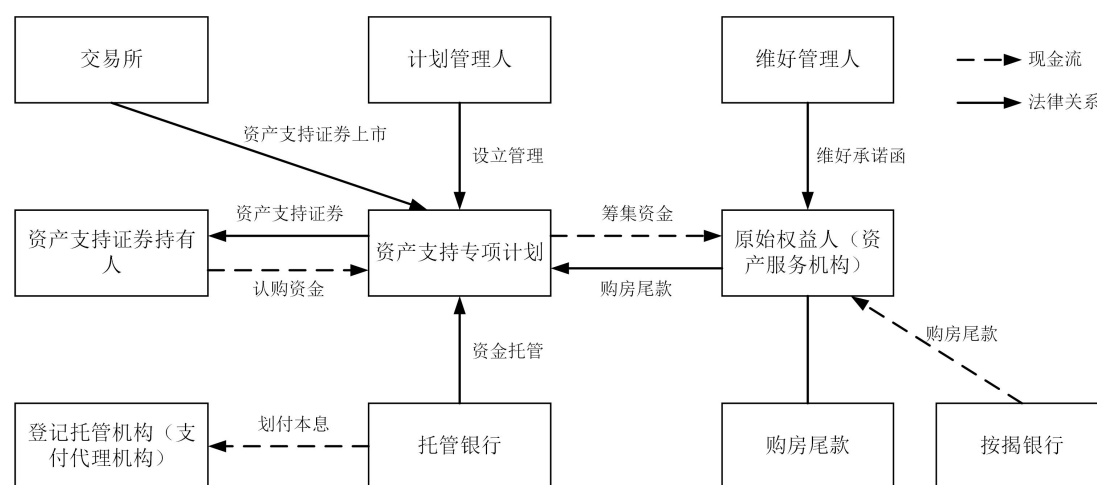


图9 购房尾款证券化结构

2015年11月13日，“汇添富资本一世茂购房尾款资产支持专项管理计划”在上海证券交易所完成发行，为国内市场上首单购房尾款资产证券化项目，后续又有碧桂园、融信等房地产企业开展了此类业务。

目前国内做的购房尾款资产证券化的交易结构都大同小异，与一般应收账款证券化也十分类似，但也存在不同之处。购房尾款资产证券化根据购房尾款的基础资产特点，增加了循环购买机制和资产赎回机制：循环购买机制是由于基础资产大部分期限较短且期限不确定性较强，而融资期限较长，为了实现更长期限的融资和更稳定的证券端现金流，将产品设置了循环购买机制，例如，“汇添富资本一世茂购房尾款资产支持专项计划”规定，在专项计划的存续期内，管理人以专项计划资金向原始权益人循环购买新的基础资产之日，即为每年的3月、6月、9月和12月月底前的倒数第4个工作日为循环购买日。以及不合格

资产赎回机制，即购房者因售房人瑕疵履行商品房买卖合同义务，要求减少应收款或者退房，将导致基础资产现金流减少或者灭失。为防范这一风险，产品设置了回转机制，原始权益人对灭失基础资产按未偿应收款余额予以回转。若因售房人所签订的房地产开发贷款、信托借款、尚来结清的应付工程款及其他协议中对应收款用途做出限制性约定，而对该笔应收款回收产生截留，则对应的基础资产为不合格基础资产。原始权益人应将该等不合格基础资产按未偿应收款余额予以赎回。

购房尾款资产证券化的基础资产总体来说需达到以下几个标准：一是全部购房合同均合法有效，并构成相关购房人在购房合同项下合法、有效和有约束力的义务；二是项目公司已经履行并遵守了基础资产所对应的任一份购房合同项下应尽义务；三是购房人在购房合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利。

目前来说，对于地产公司而言，通过购房尾款进行资产证券化已明显收紧，而住宅类以外资产进行证券化融资未受太大影响。正如上文所述，对于拥有运营稳定的酒店、写字楼等商业资产的地产企业而言，其仍可通过对其进行资产证券化融资，而融资后的资金使用目前暂不受限制。

### （三）夹层贷款融资

夹层融资（mezzanine）概念源于华尔街，指介于股份和优先债权之间的投资形式，是在传统的股权和债权二元结构中增加了一层。夹层贷款在美国房地产发展是在 20 世纪 90 年代后，由于抵押贷款渠道困难而蓬勃发展起来的。在美国，夹层融资通常采用夹层债、优先股或两者结合的形式。目前，国内缺少与夹层贷款相关的法律，一般通过合同来界定。随着一些国际投行、基金进入中国房地产领域，夹层贷款也作为外资采用的一种投资方式被带到国内，目前国内有些房地产企业与外资的合资采用了夹层贷款的形式，但目前成功案例较少。

以星河湾案例为例，美联银行与星河湾二期谈判中，美联提出了较灵活的合资方式，即采用“股本投资+夹层贷款”的方式。

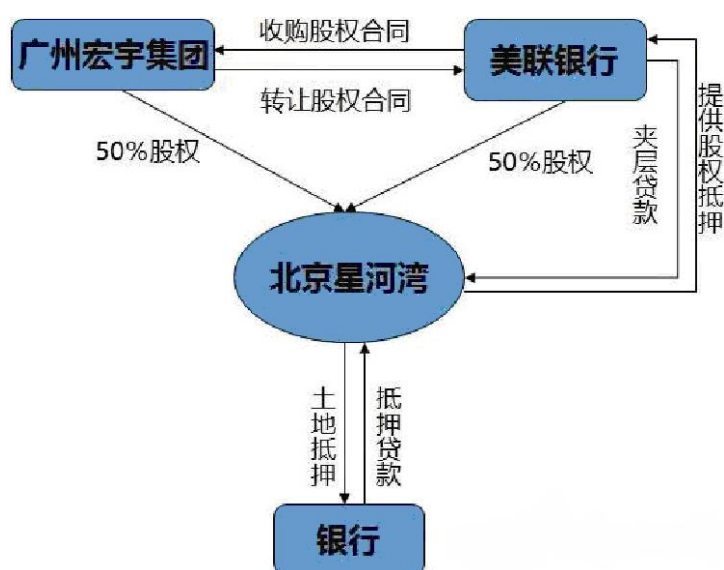


图 10 星河湾案例

夹层贷款优势为交易结构灵活，便于操作；夹层贷款不需要土地抵押，即可以提高融资额；这部分贷款不分享股权的利润，可提高自有资金收益率；我国法律监管环境比较适合夹层贷款发展，只要不违背法律强制性规定，对相关事项均可以协商解决。对外资来讲，这部分资金能快速退出，能提高项目投资IRR。对于房地产企业来说，该种融资方式的成本偏高，外资夹层贷款利息一般为12%-14%；审批手续多，易受政策限制。