

# 房地产信托收益和风险分析

2013 年 4 月

## 事由：

2013 年 2 月，国务院推出了加强房地产市场调控的新国五条，然而短期内新国五条无法抑制住房价的上涨趋势，而且还在一定程度上推高了一手房的交易。在一手房需求推动下，作为房地产开发商其中一个重要融资渠道的房地产信托获得了复苏回暖的机会。一直以来，房地产信托相对于权益类产品都有着更好的收益，而且在政策监管上已经有多重保护措施，但是其局部地区风险不容忽视。

## 点评：

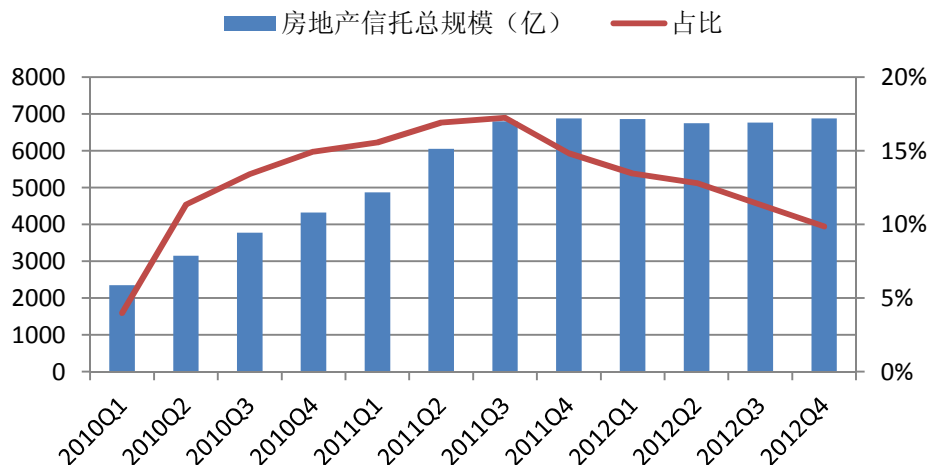
房地产信托是信托投资公司通过信托方式集中两个或两个以上委托人合法拥有的资金，按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，以不动产或其经营企业为主要运用标的，对房地产信托资金进行管理、运用和处分的行为。其中不动产包括房地产及其经营权、物业管理权、租赁权、受益权和担保抵押权等相关权利。在国外，与我国房地产信托相似的产品叫做 Real Estate Investment Trust，简称为 REITs，它是一种流通性较高的标准化金融产品，主要投资于不动产的收益权证，主要收益来源于房地产租金收入、房地产抵押利息或出售房地产。相比之下，我国房地产信托产品定义则更为宽泛，其投资形式可以与 REITs 相同，也可以是其他形式，但不能随意流通，合同也非标准化的。

总结近几年房地产信托的发展情况，主要有以下四点：

### 第一，2012 年房地产信托受政策影响，新增规模放缓

我国房地产信托的主要发展时期在 2010 年至 2011 年上半年，从 2000 亿的规模暴增到了接近 7000 亿的规模，但是之后的规模就开始维持稳定，直到 2012 年底保持在 6800 亿左右。然而，由于整体信托行业的高速发展，信托资产规模在 2012 年超过了 7 万亿，从而使得房地产信托占总规模比例在 2011 年下半年开始逐渐下滑，截止 2012 年底大概占信托业总规模的 10%不到。

### 图表1 我国房地产信托总规模



资料来源：中国信托业协会

影响房地产信托规模变化的主要原因是房地产调控政策以及房地产信托监管政策。2010年至2011年房地产信托出现爆发式的增长，主要原因是2010年国务院出台的房地产调控政策要求银行收紧房地产行业的信贷。为了满足房地产开发商的资金需求，房地产信托成了他们一个重要的替代融资渠道，借此“东风”，房地产信托获得了飞速的发展，直至2011年第二季度，房地产当季新增规模都超过600亿。

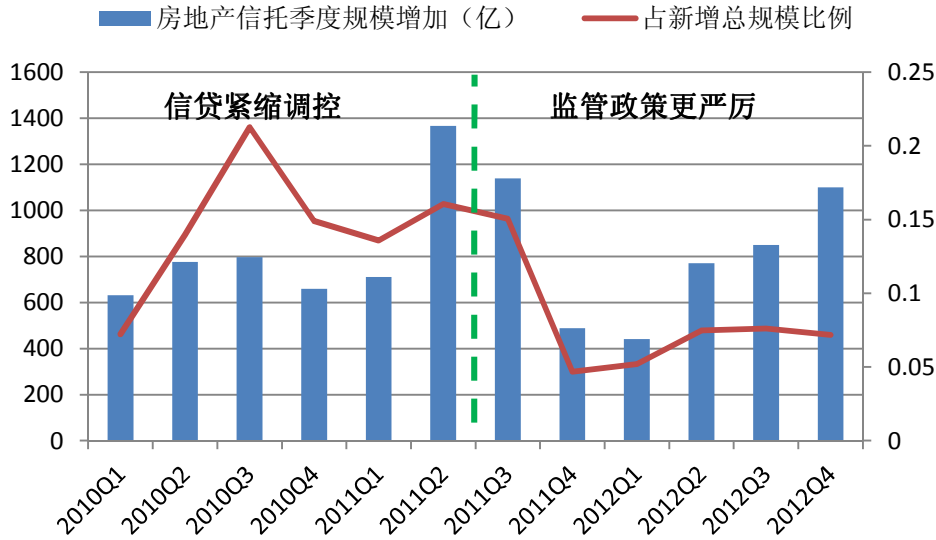
然而到了2011年下半年，房地产信托监管政策趋严，信托发行由“事后报备”升级为“事前报备”，且随着信托公司《净资本管理办法》结算期的临近与房地产信托风险的逐渐暴露，使得其新增规模开始下降。

图2 2011年后银监会出台监管房地产信托的政策

出台时间	银监会监管房地产信托的新政策规定
2011年1月	对信托公司净资本、风险资本计算标准和监管指标做出明确规定，净资本管理在2011年12月31日前进入可操作阶段
2011年5月	当地银监局对三个月内到期兑付的房地产信托逐一出示兑付风险判断一件
2011年5月	逐笔监测房地产信托运行情况，对抵押物价值、预期销售情况逐月评价
2011年6月	房地产信托从事后报备改为事前报备
2012年6月	严格落实事前报备制度，防控到期清算风险

资料来源：课题组整理

图3 我国房地产信托新增规模与政策面



资料来源：中国信托业协会

## 第二，2012 年我国债权投资型房地产信托占比大幅上升

从投资方式上进行分类，我国房地产信托的主要有四种投资模式——债权投资、股权投资，混合投资以及夹层投资，其中夹层投资型房地产信托产品是政策规避下的产品创新，主要形式为对债权投资型产品结构化成股权投资型产品<sup>1</sup>，形成“真债权，假股权”的投资方式。

图表4 房地产信托四种投资模式概述

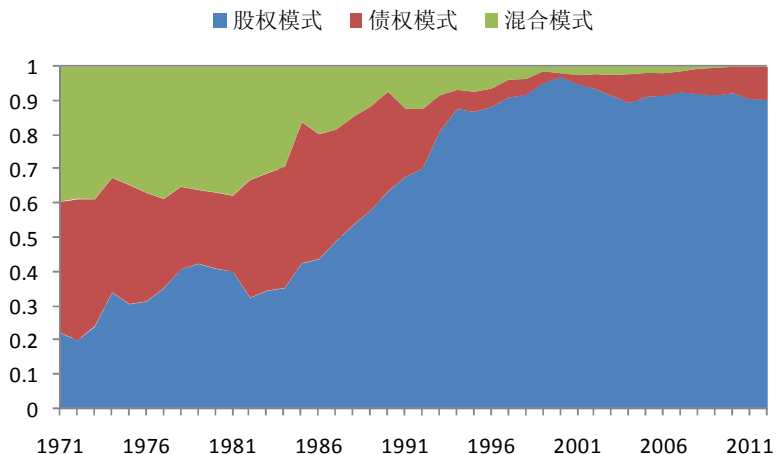
投资模式	模式概述
债权投资模式	主要为信托公司向房地产企业发放贷款，房地产企业按信托合同约定向信托公司定期支付信托收益，信托到期时房地产企业偿还最后一期的收益与全部信托的贷款本金。
股权投资模式	主要为信托公司通过信托计划持有房地产企业股权，并行使股东权利。此模式信托公司可以影响房地产企业的决策与经营策略，但如果房地产公司破产，信托公司股权会劣后于债权。
混合投资模式	既从事房地产股权投资，也从事房地产债权投资。
夹层投资模式	介于股权和债权投资模式，信托公司以股权进行注资，但房地产开发商在一定条件下可以对股权进行回购，或者信托公司在一定条件下把债权转为股权。

资料来源：课题组整理

按照美国 REITs 的发展历程来看，股权投资模式会逐渐成为市场的主导，而混合型模式逐渐消失，债权投资模式的占比也会逐步减少。从我国房地产信托的数据来看，占主导投资模式仍为股权投资模式和债权投资模式。其中，2012 年的债权投资型的产品份额有着明显的增加，主要原因是房地产信托监管政策收紧后，符合更严格条件的债权投资型产品更容易获得审批发行。

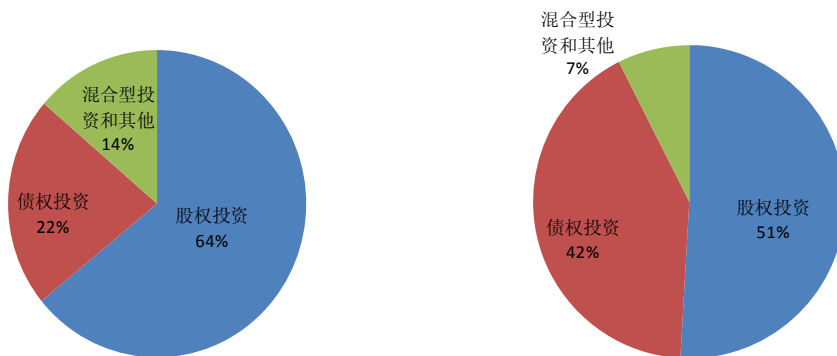
图表5 美国 REITs 的投资模式发展

<sup>1</sup> 在我国，也有少量的股权投资型产品结构成债权投资型产品的



资料来源: NAREITS

图6 中国房地产信托投资模式2占比 (左为 2011 年, 右为 2012 年)



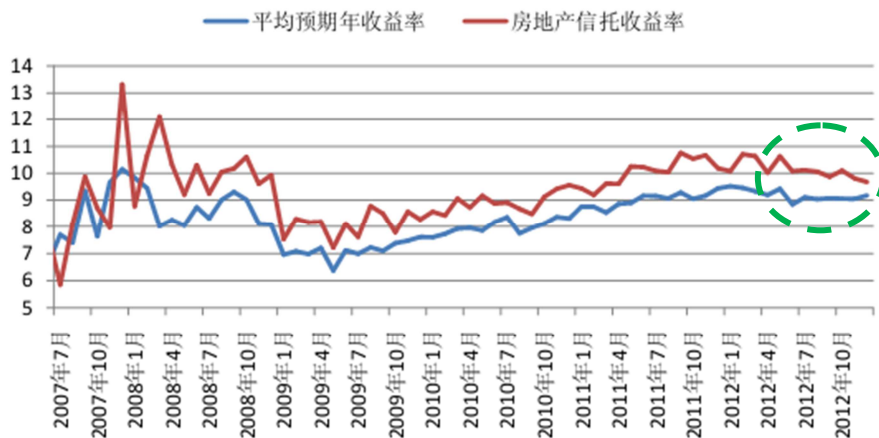
资料来源: 用友信托工作室

### 第三, 房地产信托产品的收益分析: 2012 年收益率有下降势头

根据用友信托工作室的统计数据, 我国房地产信托的平均预期收益率一直保持在 6% 以上, 实际收益率也保持在 7% 以上。其中, 2012 年平均预期收益率为 9.67%。从 2008 年以来, 股市收益 (以上证综指为准) 除了在 2009 年战胜房地产信托产品外, 都低于房地产信托收益。相比美国而言, 我国的房地产信托价格波动更为稳定: 我国房地产信托收益在区间 [6%, 14%] 波动, 而美国的 REITs 在 2008 年的波动区间是 [-30%, 30%], 到了 2009 年以后缩小为 [-10%, 10%]。除此, 美国的 REITs 的收益率和美国股市收益率存在很强的相关性, 2008 年至今两者收益率之间相关系数达到 0.83。这个关系在我国并不成立, 我国房地产信托的收益率更多的驱动因素是资金面和风险面, 和大盘相关度不高。

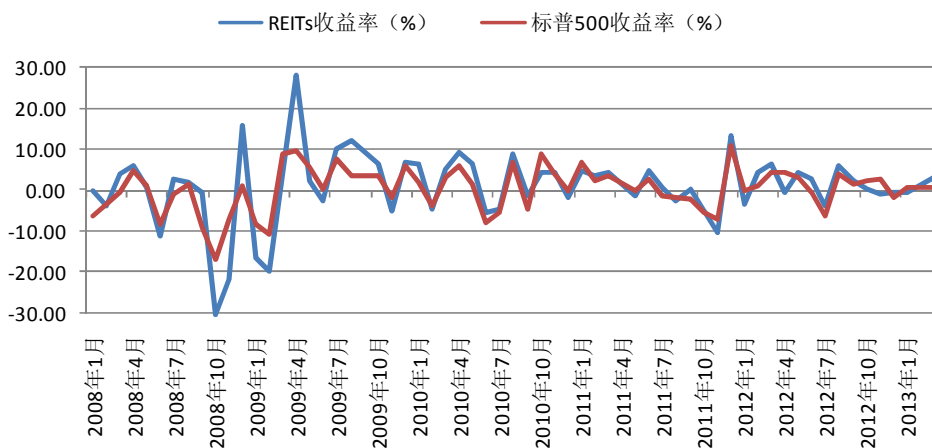
图7 房地产信托收益率与平均预期年收益率

<sup>2</sup> 夹层投资模式没有单独统计, 分别统计在股权和债权中, 主要存在于股权投资模式中



资料来源：用益信托工作室

图表8 美国 REITs 的收益率和标普 500 的收益率

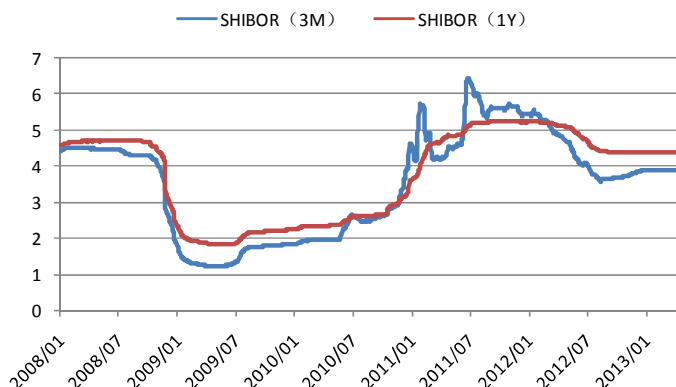


资料来源：NAREIT

对我国房地产信托收益率影响较大的因素可以归为两个：流动性的松紧以及信托产品的风险。2012 年下半年房地产信托产品的收益率下行可以通过这两个因素进行解释。

(1) 2012 年下半年，货币政策呈现略松的态势。从银行间市场的 Shibor 可以看到，下半年利率有明显下滑的趋势，这显示了货币市场流动性逐渐向好的态势。另外，央行在 2012 年下半年频频进行逆回购，往公开市场的净投量达到了 1.4 万亿，传递给市场一个宽松的信号。货币政策的宽松会使得房地产开发商的融资成本有所下降，而房地产信托作为房地产开发商的融资渠道之一，由于融资渠道的替代效应存在，其收益率也随之下降。

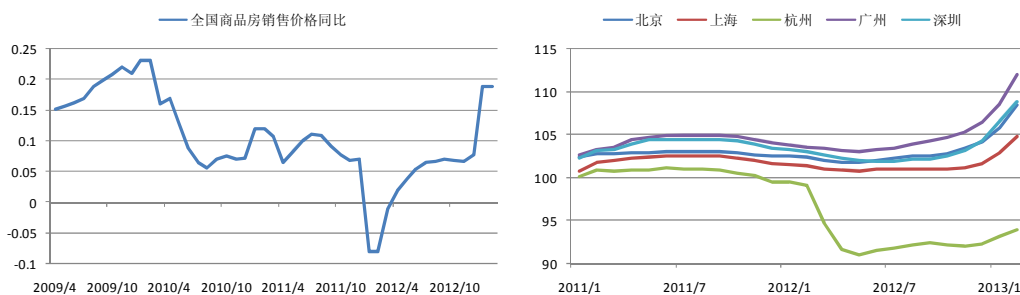
图表9 3 个月 Shibor 和 1 年期 Shibor



资料来源：中国银行间市场

(2) 从 2012 年下半年开始，我国房地产市场回暖，房地产信托兑付风险下降。从全国商品房销售价格同比和主要五个城市的房地产价格指数来看，2012 年下半年的房地产价格上升势头明显，这是房地产市场自然需求释放的结果。房地产市场回暖，对于房地产信托的信号就是兑付风险下降，从而其相对应收益的风险溢价有所回落。

图表10 全国商品房销售价格同比和五个重要城市的房地产价格指数



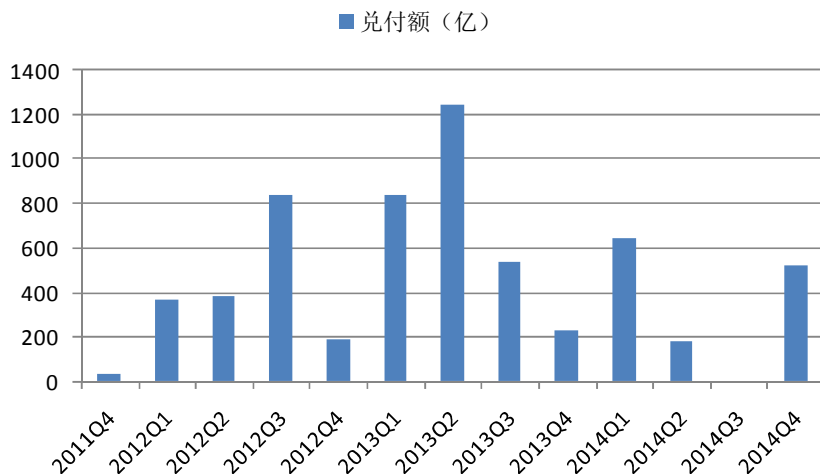
资料来源：国家统计局

#### 第四，房地产信托风险分析：2013 年兑付压力仍然较大

根据用益信托工作室的统计数据，2012 年-2014 年房地产信托到期兑付规模分别为 1782 亿、2848 亿以及 1345 亿，可见 2013 年为近三年兑付压力最大的一年<sup>3</sup>；从兑付季度分别来看，2013 年二季度为房地产信托兑付量最大的时间点。

图表11 房地产信托季度兑付额

<sup>3</sup> 不考虑 2013 年发行的，在 2014 年到期的产品



资料来源：用益信托工作室

随着兑付量的上涨，房地产信托的兑付违约风险随之上升。实际上，2012年已经出现过房地产信托的“类违约”事件。无论是吉林信托、中诚信信托，还是华奥信托，都面临过违约概率极大的风险事件，虽然最后还是化险为夷，但还是警示投资者要防范好房地产信托集中兑付下的违约风险。2013年1月出现了信托业的首例违约“黑天鹅”，三峡全通信托计划无法支付中信信托本金，现在已经进入拍卖抵押品的阶段。

图12 房地产信托以及信托业“类违约”事件

时间	违约事件
2012年3月	南京联强集合资金信托产品到期无法按期偿付给吉林信托，华融资产管理公司接盘
2012年5月	北京华业地产对中诚信信托10亿元房地产信托到期未能偿还，华融资产管理公司接盘
2012年6月	因为大连实德实际控制人失踪，华澳信托起诉该公司，最后大连实德的信托清付完成
2013年1月	信托业首例违约“黑天鹅”——三峡全通信托计划（非房地产信托）对中信信托形成实际性违约，中信信托处于抵押品拍卖阶段

资料来源：课题组整理

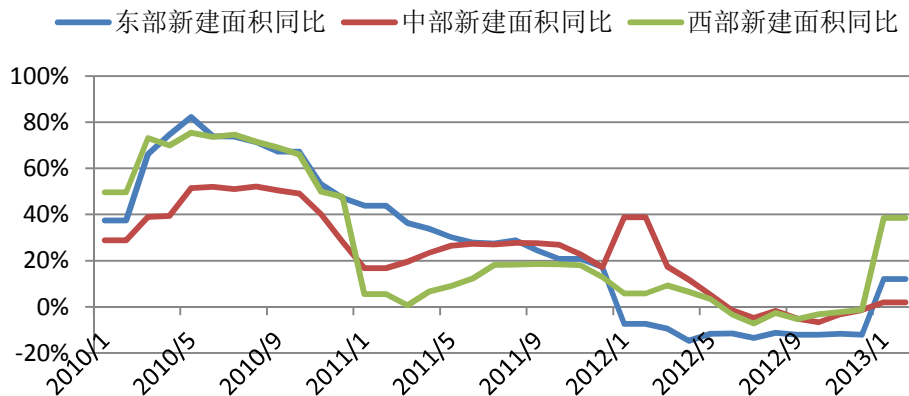
对于房地产信托到期，房地产开发商的主要处理手段为借新还旧或者展期，寻找资产管理公司或者其他信托公司接盘，如果都不行就只能通过司法渠道拍卖抵押品。一旦出现信托实质性违约，房地产信托很可能只能通过拍卖抵押品的方式获得抵押品四折左右的价值。

### 市场影响评估：

**第一，新国五条细则落地，短期推高房地产信托的新增规模。**据用益信托工作室的数据，2013年2月、3月房地产信托新增规模为162.95亿和125.03亿，占新增信托总规模的33.98%和26.74%，同比增速都超过20%。解释这个现象的主要原因是，由于新国五条细则落地，二手房交易按差价征收20%的个税，造成二手房交易的成本上升，间接推高了居民对一手房的销售需求。为此房地产开发商有动力增加新开发项目，从而推高了房地产信托的新增规模。从国家统计局的数据也可以看出，2013年前两个月，东中西部住房新建面积同比都出现上

升，这一定程度佐证了这个观点。但是，经过多次房地产政策调控后，我国房地产市场需求逐渐以城市人口的住房刚性需求为主导，而该部分需求是相对稳定的；所以从长期来看，房地产开发商的新增项目不会持续加码，房地产信托新增规模难以维持高速扩张。

图表13 东中西部地区新建面积同比

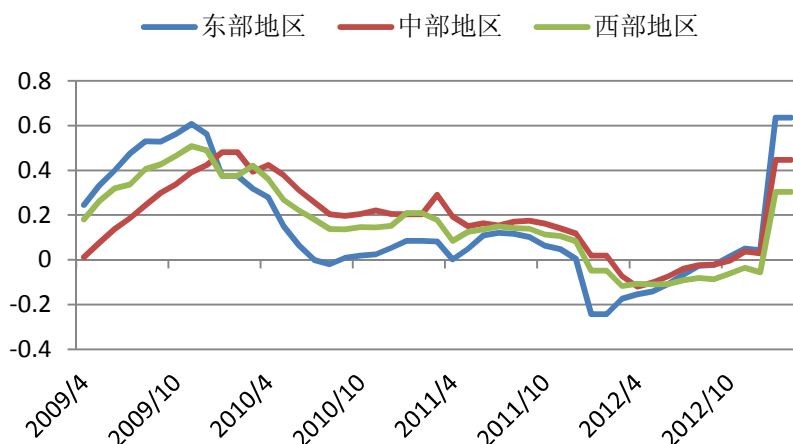


资料来源：国家统计局

**第二，房地产信托风险出现结构性差异。**房地产信托是依托着房地产行业的发展，故信托违约风险和房地产行业的发展息息相关。首先从不同区域看，2012年下半年开始，东中西部地区商品房销售面积同比都有所上升，而且东部地区为最先回升的地区，其次为中部地区，再次为西部地区，西部地区相对复苏乏力。

其次从不同城市看，一线城市房屋销售价格在2012年中期已经开始复苏，而二线城市滞后至2012年第四季度，三、四线城市则在进入2013年后销售价格才有所上升。一、二线城市人口较三、四线城市更为稠密，住房刚性需求也更大，该部分需求释放也就更快。相对一、二线城市而言，三、四线城市房地产项目仍处在去库存阶段。

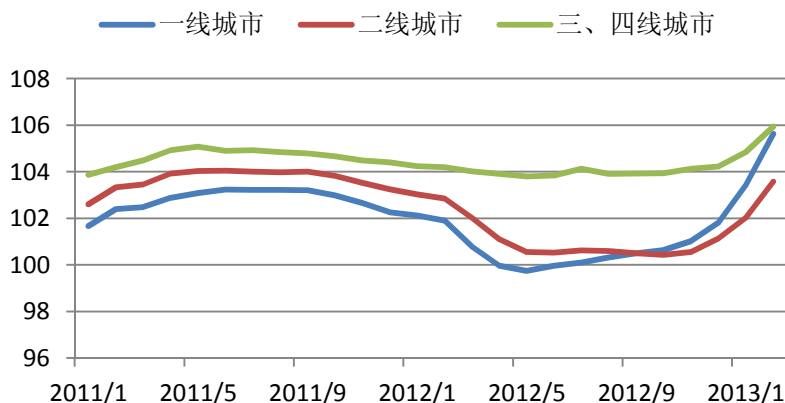
东中西部地区商品房销售面积同比



资料来源：国家统计局



图表14 一二三四线城市样本城市<sup>4</sup>房屋销售价格指数



资料来源：国家统计局

总体来看，东部地区房地产复苏比中西部要早，一、二线城市房地产复苏比三、四线城市要早，由于一、二线城市主要集中在东部，三、四线城市主要集中在中西部，所以两者重合程度较高。面对 2013 年房地产信托集中兑付的压力，依托在东部地区一、二线城市房地产项目的信托产品的违约风险已经有所减弱，开发商的现金流和收入在短期内向好的概率较大。然而，依托在中西部的三、四线城市房地产项目的信托产品，由于房地产复苏提供的动力有限，其违约风险仍有释放的空间。参照图表 13，其中西部新建住房面积同比上升势头较大，在去库存仍没完成的背景下，该地区出现违约风险的可能性更大；也就是说，西部三、四线城市成为最有可能出现房地产信托违约“黑天鹅”事件的区域。

**第三，2013 年房地产信托产品收益率会稳中有降。**从 2013 年一季度社会融资总量的增速来看，2013 年流动性可能会延续去年下半年的略为宽松的态势，房地产开发商融资难度不会出现骤然收紧或放松。同时，房地产信托的系统风险并没有在本质上有变化，从这个角度看，房地产信托产品的收益率短期内会保持平稳，信托产品收益的风险溢价会有所下调，收益率的全年变化主要为稳中有降。

<sup>4</sup> 一线城市：北京、上海、杭州、广州、深圳；二线城市：青岛、宁波、福州、厦门；三、四线城市：包头、丹东、吉林、徐州、泉州。该指标为取这些城市的房地产价格指数进行平均而得。

巴曙松教授及其研究团队