

作者：申学峰  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 住宅交易价格管控趋严，AA级债券信用利差上升 ——2021年4月房地产行业观察与债市运行动态

### 摘要

**商品房量价方面：**4月份30大中城市商品房成交面积环比季节性下降4.90%，但降幅小于过去10年均值，显示出市场需求热度依旧不减。百城新建住宅平均价格环比上涨0.23%。

**土地市场方面：**4月份300城市成交土地面积高于过去四年同期平均水平。成交土地楼面均价同比上涨了14%，其中住宅用地同比大幅上涨了34%。

**利率方面：**4月份房贷利率继续上升，首套房和二套房贷款平均利率较3月份分别上升了0.03、0.02个百分点。新发行房地产信托平均利率下降了0.97个百分点。

**政策方面：**发改委印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，政治局会议对“学区房价格”等问题作出指示，多个城市加强对房地产价格的备案管控。

**重点房企动态方面：**上海金茂50亿元中期票据获准注册；首创置业拟发行50亿元境内公司债；滨江集团累计为子公司提供担保达187.97亿元。

**债券市场运行动态方面：**4月份房地产行业共发行债券796.72亿元，到期债券617.09亿元。共有1只债券发生违约，逾期本息21.70亿元。除已违约案例外，分别有1个主体和1只债券的信用级别被下调。行业债券信用利差（余额加权）上升了5.25bp，其中AA级上升了30.94bp。

**展望未来，**房地产行业整体的信用状况可能会提高，但低财务杠杆房企与高财务杠杆房企之间的信用利差可能会扩大。房企的存量债券规模可能还会有所下降。未来需持续关注城市更新规模、土地供应量及拿地成本的变动对房企盈利的影响。

### 相关研究报告：

- 1.《土地供应显著增加，行业债券信用利差逐步下降——2021年3月房地产行业观察与债市运行动态》，2021.4.9
- 2.《土地成交大幅减少，重点城市土地出让“两集中”——2021年2月房地产行业观察》，2021.3.9
- 3.《商品房成交热度不减，房企融资新规开始施行——2021年1月房地产行业观察》，2021.2.10
- 4.《政策频出规范住房租赁市场，一线城市楼市热度高——2020年11月房地产行业观察》，2020.12.11
- 5.《土地市场供求走低，“十四五”规划促住房消费——2020年10月房地产行业观察》，2020.11.16

Author: Shen Xuefeng  
E-mail: research@fecr.com.cn

**The price control of residential transactions has become stricter,  
and the credit spread of AA bonds has risen**  
-----April 2021 Real Estate Industry Observation and Bond  
Market Operation Report

## Summary of Opinions

In terms of sales volumes and prices of commercialized buildings, in April, the floor space of commercialized buildings sold in 30 large and medium-sized cities has declined seasonally by 4.90% month-on-month, but the decline is smaller than the average of past 10 years, showing that the market demand remained hot; the average price of newly built residential buildings in "100 cities" has risen by 0.23% month-on-month.

In the land market, in April, the area of transacted land in "300 cities" was larger than the average of the past 4 years; the average floor price of land sold in "300 cities" has risen by 14% year-on-year, and average floor price of residential land has risen sharply by 34% year-on-year.

In terms of interest rate, mortgage interest rates continued to rise in April, and the average interest rates for first and second home loans increased by 0.03 and 0.02 percentage respectively from the previous month; the average interest rate of newly issued real estate trusts fell by 0.97 percent.

In terms of policies, the National Development and Reform Commission issued the "Key Tasks for New Urbanization and Urban-Rural Integration Development in 2021"; the Political Bureau meeting gave instructions on "school district housing prices" and other issues; many cities have strengthened the control on real estate transaction prices.

In terms of key real estate companies, Shanghai Jinmao Investment Management Group's RMB 5 billion medium-term notes were approved for registration; Beijing Capital Land Ltd. intends to issue RMB 5 billion corporate bonds; Hangzhou Binjiang Real Estate Group has provided a total of RMB 18.80 billion in guarantees for subsidiaries.

In terms of bond market operation, in April, the real estate industry has issued RMB 79.67 billion bonds, and RMB 61.71 billion bonds have matured; one bond have defaulted with RMB 2.17 billion overdue principal and interest; except for defaulted cases, one corporate and one bond has been downgraded; bond credit spreads of real estate industry have increased by 5.25bp monthly, and AA bonds credit spreads has increased by 30.94bp.

Looking ahead, the overall credit status of the real estate industry companies may improve, and the credit spread between low-financially leveraged and high-financially leveraged real estate companies may widen; the size of remaining bonds issued by real estate companies may decrease. In the future, we need to focus on the impact of changes in city renovation, land supply and land costs on the profitability of real estate companies.

## 一、行业运行动态

### (一) 商品房量价

#### 1. 30大中城市商品房成交面积小幅下降

根据 Wind 数据，4 月份 30 大中城市<sup>1</sup>商品房成交面积合计 1744.61 万平方米，环比下降 4.90%（图 1）。而过去 10 年间 4 月份的平均环比降幅为 5.36%，与历史同期平均水平相比，今年 4 月份的商品房成交环比降幅更小，商品房成交依旧保持了热度。分城市类型看，一线城市商品房成交面积环比下降 13.79%，二线城市环比下降 0.40%，三线城市环比下降 5.58%。4 月份一线城市如深圳、上海的楼市成交量受调控政策影响出现了较为明显的下降。

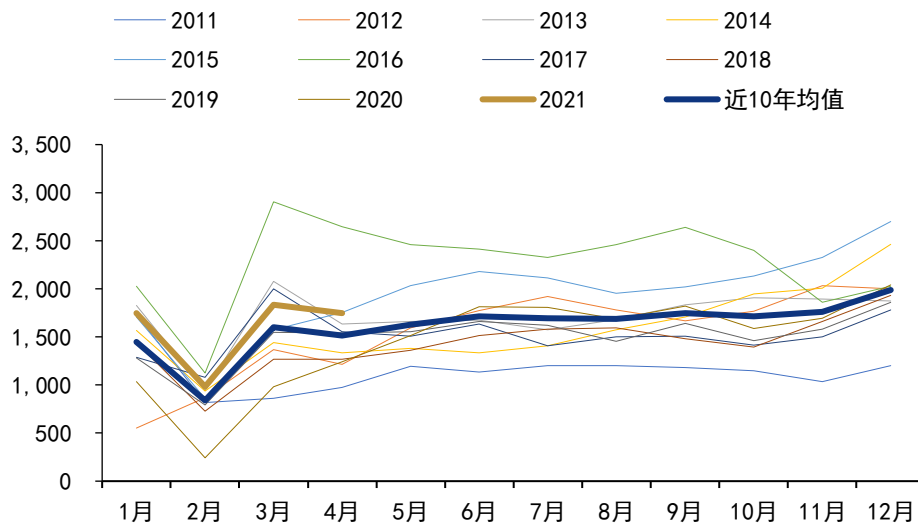


图 1：30 大中城市商品房成交面积（2014.01-2021.04，单位：万平方米）

资料来源：Wind，远东资信整理

#### 2. 十大城市商品房库存量小幅增加

根据 Wind 数据，4 月末十大城市<sup>2</sup>商品房可售面积合计 8248.53 万平方米，环比增加 0.35%（图 2）。十大城市商品房库存出现了小幅上升，库存的去化速度也略有下降。但从去年 12 月至今，十大城市商品房去化周期<sup>3</sup>已大幅下降 2.71 个月，整体的去库仍非常明显。

<sup>1</sup> 30 大中城市包括一线城市（北京、上海、广州、深圳）、二线城市（天津、成都、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、大连、武汉、南昌、福州、长春、长沙、哈尔滨）和三线城市（无锡、东莞、佛山、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、江阴、昆明、石家庄、兰州）。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴、佛山为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

<sup>2</sup> 十大城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门。其中杭州、南昌为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

<sup>3</sup> 去化周期=商品房可售面积÷(最近 12 个月商品房累计销售面积÷12)。

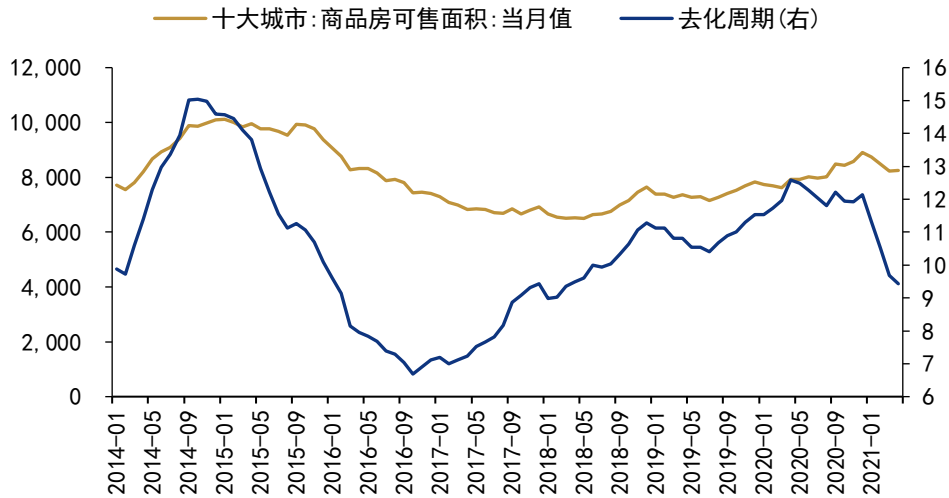


图2：十大城市商品房库存情况（2014.01-2021.04，单位：万平方米，月）

资料来源：Wind，远东资信整理

### 3. 百城住宅平均价格延续上涨

根据中国房地产指数系统调查数据，4月份百城新建住宅平均价格15952元/平方米，环比上涨0.23%，同比上涨4.05%（图3）。百城住宅均价延续涨势，且环比涨幅较3月份扩大了0.03个百分点。但是从2016年以来，房价的上涨速度已经明显放缓，未来可能上涨速度可能会逐步走低，房价会整体进入平稳低速增长阶段。

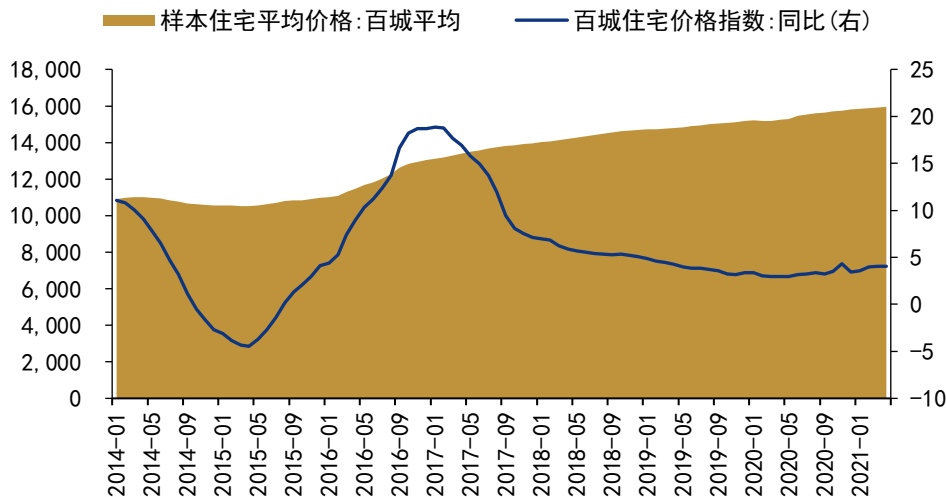


图3：百城新建住宅平均价格与同比增速（2014.01-2021.04，单位：元/平方米，%）

资料来源：Wind，远东资信整理

从涨跌城市数量来看，4月份百城中房价同比上涨的城市有83个，较上月减少了2个；房价同比下跌的城市有10个，较上月增加了1个（图4）。整体来看，房价同比上涨的城市数量减少，部分经济欠发达地区的房价可能表现较弱，未来不同城市间的分化可能会更加明显。

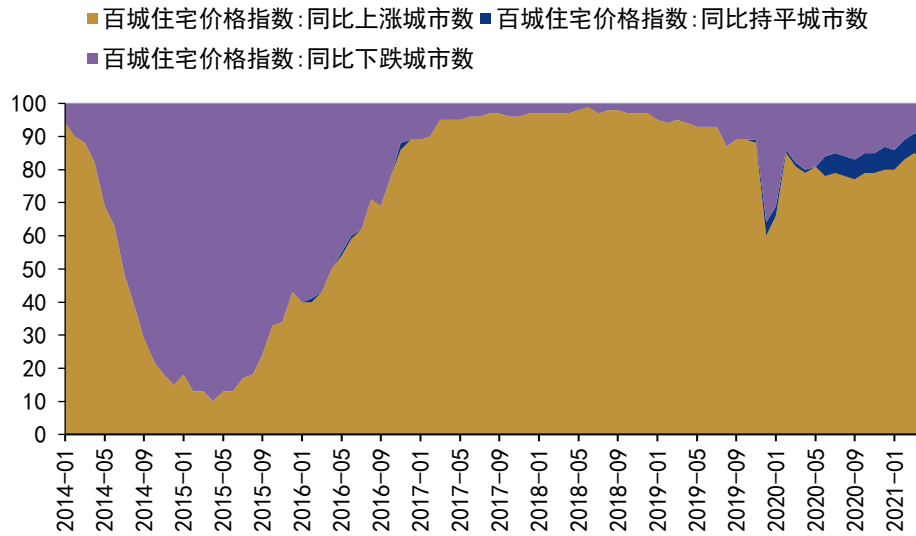


图4：住宅价格指数同比上涨、持平及下跌城市数量（2014.01-2021.04，单位：个）

资料来源：Wind，远东资信整理

#### 4. 全国城市二手房出售挂牌量显著低于历史同期

根据北京国信达数据发布的全国城市二手房交易数据，4月份城市二手房出售挂牌价指数下降了0.08（图5），二手房市场的供应量仍低于往年同期。自2019年以来全国二手房挂牌量总体呈下降趋势，二手房供应量明显减少。4月份城市二手房出售挂牌价指数上涨了1.36，在二手房供应量减少的情况下，二手房价格上涨速度有所加快。

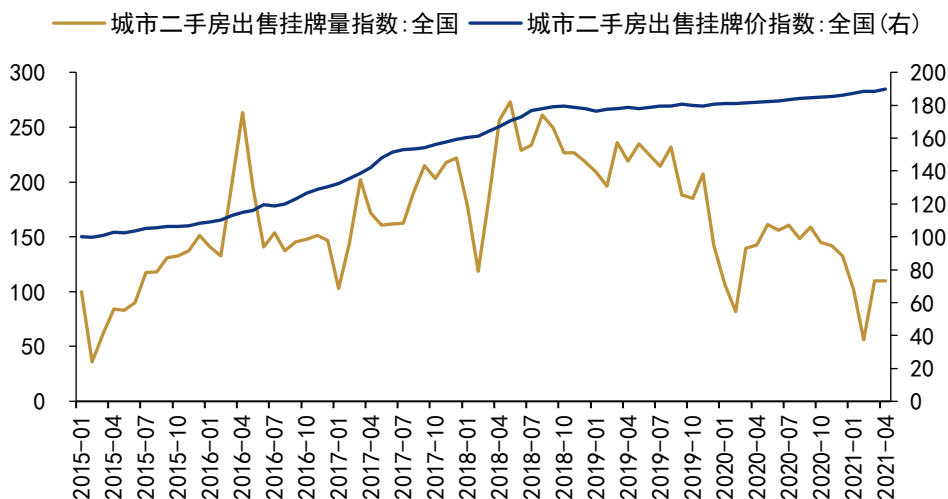


图5：全国城市二手房指数（2015.01-2021.04）

资料来源：Wind，远东资信整理

## （二）土地市场

### 1. 出让土地楼面均价继续上涨

根据中国指数研究院数据，4月份300个城市土地成交面积8020万平方米（图6），实际土地供应量高于过去四年历史同期平均水平。值得注意的是，4月份住宅类用地推出土地面积环比增加了43%，很多新增的挂牌土地预计在5月份完成实际出让，因此可能会带动5月份的土地成交量增长。

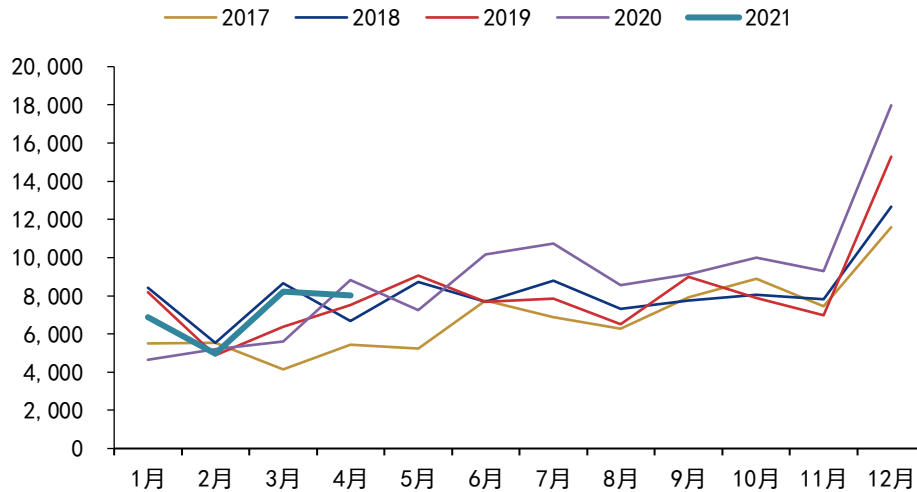


图6: 300个城市土地成交面积 (2017~2021, 单位: 万平方米)

资料来源: 中国指数研究院, 远东资信整理

其中一线城市的土地成交面积环比大幅上涨了75%，同比上涨了36%，一线城市的土地供应量增长较多。相对来说三线城市的土地成交出现了明显下降，成交面积环比下降了20%，同比下降了20%。房地产企业更热衷于竞拍一线城市的土地，开发一线城市的项目收益能够得到高房价的保障。

**土地成交价格方面**，4月份成交土地楼面均价同比上涨了14%，其中住宅类土地楼面均价同比增长了34%。住宅用地价格上涨趋势仍十分明显，需要关注土地成本对房地产企业盈利能力的影响。拿地成本较高且土地项目位于非核心城市的房企可能会面临一定的亏损风险。

### (三) 房地产相关利率

#### 1. 房贷利率小幅上涨

根据融360统计的个人购买住房贷款利率数据，4月份首套平均房贷利率5.31%，较3月份上升0.03个百分点；全国二套房贷款平均利率5.59%，较3月份上升0.02个百分点（图8）。房贷利率出现了小幅上行，可能主要是受两方面因素影响：一是今年房地产贷款集中度管理制度开始实施，各银行有压减房地产贷款的动力，部分银行通过上调房贷利率减少房贷需求；二是去年疫情期间施行的边际非常宽松货币政策开始逐步退出，货币政策向常态恢复后利率会略有上升。在房地产调控政策基调偏紧的情况下，房贷利率可能还会有所上涨。

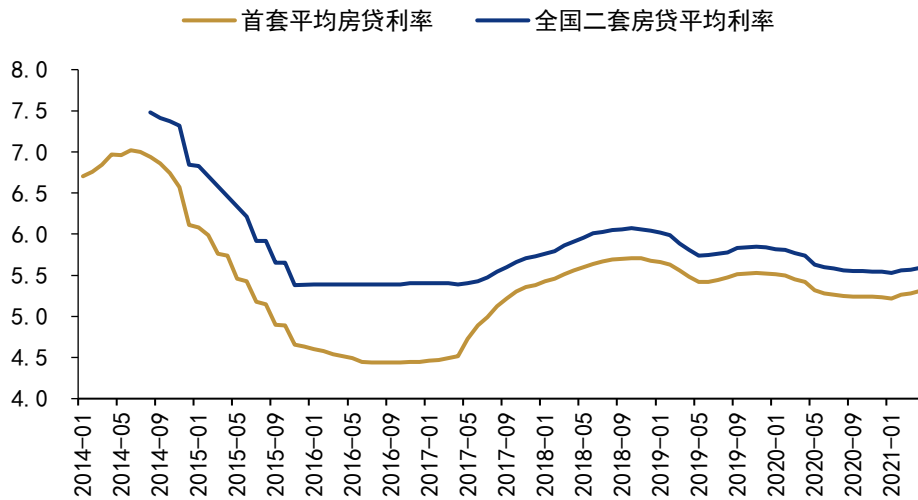


图 8：个人购买住房贷款利率（2014.01-2021.04，单位：%）

资料来源：Wind，远东资信整理

## 2. 新发行房地产信托平均收益率下降

根据用益信托网数据，4月份房地产信托成立规模为396.31亿元（图9），环比下降12.73%。在信托行业监管趋严、通道业务压降的背景下，去年下半年以来房地产信托规模总体呈下降趋势。4月新成立房地产信托的平均收益率为7.20%，较3月份下降0.97个百分点。在“三道红线”融资新规下，房企负债规模会逐步压减，整体信用风险预计会有所降低，相应地房地产信托收益率可能还会有所下降。

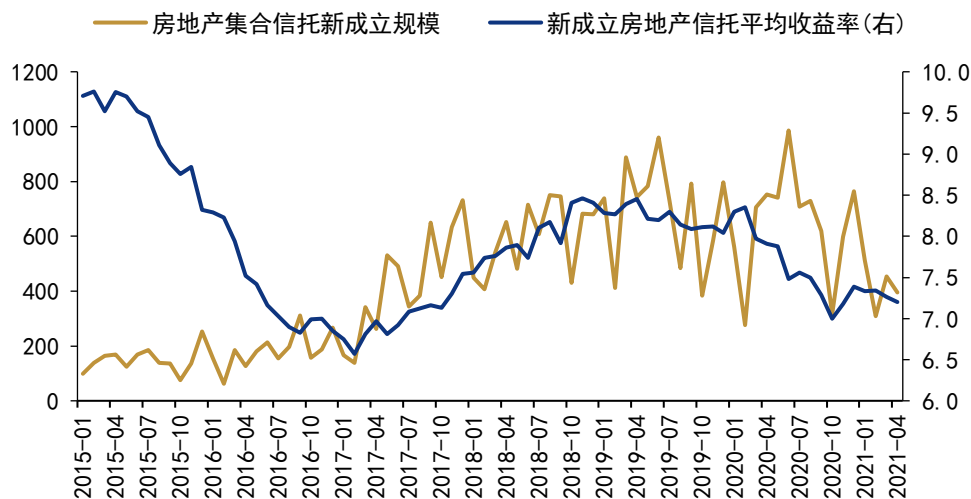


图 9：房地产集合信托发行情况（2015.01-2021.04，单位：亿元，%）

资料来源：用益信托网，远东资信整理



## 二、行业政策动态

4月份，国家发改委印发了《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，政治局4月30日召开会议提及房地产相关问题。多个重点城市发布供地计划、土地集中出让公告，多个城市加强了对房地产销售价格的备案管控。

### （一）中央政策动态

#### 1. 国家发改委印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》

4月13日，国家发改委印发了《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，明确今年城镇化建设的6项重点任务为：①促进农业转移人口有序有效融入城市；②提升城市群和都市圈承载能力；③促进大中小城市和小城镇协调发展；④加快建设现代化城市；⑤提升城市治理水平；⑥加快推进城乡融合发展。

从具体的落地措施来看，在促进人口城镇化率方面，未来将有序开放放宽城市落户限制，**城区常住人口300万以下城市落实全面取消落户限制政策**；同时中央财政会继续对地方的人口市民化给予资金以及新增建设用地的奖励。目前中国的城镇化率仍明显低于发达经济体，未来的提升空间仍很大。人口城镇化率提升后，新增的城镇人口可以带动房地产市场的需求增长，有利于房地产企业维持盈利水平。

在都市圈发展方面，为配合人口城镇化进程，未来要继续增强中心城市对周边地区辐射带动能力，**培育发展现代化都市圈**。中央支持福州、成都、西安及其他有条件中心城市编制都市圈发展规划。4月16日，江苏、安徽已联合发布了《南京都市圈发展规划》，这是第一个中央批复的都市圈发展规划，未来其他中心城市预计会陆续跟进。现代化都市圈通过增加轨道交通、优化综合交通枢纽布局来扩大城市空间，可以创造新的房地产需求，可以关注都市圈发展对房企业绩的影响。

在解决住房问题方面，提到了**加快培育发展住房租赁市场**，扩大保障性租赁住房供给；单列租赁住房用地计划，探索利用农村集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，支持将非住宅房屋改建为保障性租赁住房。从长远来看，住房租赁市场会有长足的发展，可以关注租赁领域房企的发展。

在城市更新方面，在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村改造为主要内容的城市更新行动。计划**2021年新开工改造5.3万个老旧小区**；在城市群、都市圈和大城市探索老旧厂区和大型老旧街区改造；将一批城中村改造为城市社区或其他空间。目前城市更新已成为房地产企业经营的重要业务之一，如广州地区今年以来就陆续推出了很多城中村改造项目，而且这些项目的投资规模非常庞大。在城市核心区域的土地项目逐渐稀缺的情况下，这些旧区改造项目为房地产企业提供了新的业务来源。

#### 2. 政治局4月30日召开会议提及“学区房价格”问题

中共中央政治局4月30日召开会议，会议特别强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，**防止以学区房等名义炒作房价**。在此之前的3月22日，上海市就已率先对学区房问题进行整顿，高中开始不论生源按校招生，导致学区房价格出现了明显回落。此次中央特别提及“学区房价格”问题，预计未来可能很多城市会跟随出台相关的房屋价格销售限制措施，城市优势地段的住宅价格上涨速度预计会因此而显著放缓。相应地近期房企开发的一些城市核心区域项目的收益可能会受到一定程度的影响。



会议同时强调，要压实地方各级党委和政府责任，实行党政同责，从严查处各类违法违规占用耕地或改变耕地用途行为，遏制耕地“非农化”、严格管控“非粮化”；要坚持节约集约，合理确定新增建设用地规模，提高土地开发利用效率；要继续推动城乡存量建设用地开发利用，完善政府引导市场参与的城镇低效用地再开发政策体系；要强化土地使用标准和节约集约用地评价，大力推广节地模式。

从上述几项关于房地产土地的要求来看，中央对于建设用地的供应仍是偏紧的态度，要求城市开发建设尽可能使用存量土地。未来大城市的土地项目可能会是处于相对稀缺的状况，房地产企业的拿地能力会很大程度上决定其经营发展前景。尤其是部分负债水平很高的房企受制于“三道红线”而很难再通过新增债务筹措拿地资金，在与低负债水平房企竞拍土地项目时会处于竞争劣势。

## （二）地方政策动态

### 1. 多个重点城市发布供地计划、土地集中出让公告

珠海市和深圳市公布了 2021 年度国有建设用地供应计划。其中珠海市计划供应住宅用地 242.5 公顷，商服用地 204.0 公顷，工矿仓储用地 590.3 公顷。深圳市计划供应居住用地 363.3 公顷，供应商服用地 52.3 公顷，供应产业用地 171.4 公顷。两个城市计划供应的土地大部分为国有存量建设用地，少部分为新增建设用地。

长春市和济南市完成了今年首批集中土地出让。其中长春市 51 宗待出让土地中有 11 宗终止挂牌，最终成交 38 宗住宅用地，其中 32 宗为底价成交，2 宗流拍，全部集中在市辖区，成交总金额为 193.08 亿元。济南市共挂牌出让 83 宗地块，总出让面积约 268.4 万平方米，约合 4026 亩。

重庆、北京等城市按照“两集中”要求发布今年第一批住宅用地出让公告。其中重庆市中心城区集中供应 6400 亩，其他市辖区集中供应 4880 亩，出让总量占全年土地供应计划约 37%。北京市针对 2021 年第一批通过挂牌方式出让的 29 个项目，公布了土地合理上限价格、竞建“公共租赁住房”上限面积、竞政府持有商品住宅产权预设份额等。青岛市公示第一批用地名单，地块数量共计 63 宗，占地面积 175.88 万平，合计约 2427 亩。涉宅地共 57 宗，面积约 2129 亩。苏州市公布今年首批集中供地的相关情况，共计 32 宗地块，其中包括了住宅用地和商住用地 23 宗、4 宗综合用地、4 宗商业用地以及 3 宗安置房用地，起拍总价约为 405.9 亿元，预计将于 5 月底正式开拍。

### 2. 多个城市加强了对房地产销售价格的备案管控

4 月份多个城市针对房价上涨发布了新的价格管控通知，实施交易价格备案、限制土地成交价等措施。

其中一线城市方面，广州市发布关于稳定房地产市场的意见，要求全面加强新建商品房价格备案管理，严格规范房地产市场信息发布。北京市住建委会同相关部门针对社会反映强烈的炒作学区房行为，对部分价格快速上涨区域的房地产经纪机构进行了专项执法检查。上海市发布二手房指导价制度，通过上海房地产交易中心网站“网上房地产”公示了新一批楼盘的二手房源价格。

其他的重点城市方面，徐州市建立土拍熔断机制，严格价格备案管理。宁波市要求规范房源核验发布，同步匹配同类房源近期网签价格区间，建立热点学区二手房交易参考价格发布机制。南通市实行房地产“双控”调控新政，居住用地均采取“控房价、控地价”方式供应，限制土地成交溢价率；同时加强房价备案管理，全面实行商品房最高备案价级片区指导价制度，完善以成本为基础的价格备案指导细则。东莞市要求新建商品房应根据可售楼面地价、

合理建安成本等因素合理制定销售价格，从严控制在售项目价格涨幅；企业应严格执行商品房销售明码标价制度，一次性公开全部准售房源及每套房屋价格。嘉兴市要求加强商品房销售价格管理，同一项目内同建筑类型每批次销售备案均价不得高于前一批次备案均价。

### 三、重点公司动态

#### （一）上海金茂2宗中期票据获准注册，金额合计50亿元

4月1日，上海金茂投资管理集团有限公司2宗中期票据获准注册，金额合计50亿元。

上海金茂投资管理集团有限公司是中国金茂在中国境内的重要运营主体。根据2021年一季报，上海金茂投资管理集团有限公司的剔除预收款后的资产负债率<sup>4</sup>为0.69，净负债率<sup>5</sup>为0.07，现金短债比<sup>6</sup>为2.70。公司的债务水平很低，主体信用等级为AAA，可以关注后续债券正式发行上市的投资机会。

#### （二）上海金茂48.2亿元竞得苏州相城区1宗商住地

4月8日，上海金茂投资管理集团有限公司通过旗下孙公司以48.2亿元竞得苏州相城区1宗商住地，楼面价16,370元/m<sup>2</sup>，溢价率13.92%。该地块为相城区高铁新城齐门北大街东、蠡太路北地块，地上出让面积162,259m<sup>2</sup>、地下出让面积10,447m<sup>2</sup>，综合容积率1~1.82。

根据2021年一季报，上海金茂投资管理集团有限公司有货币资金558亿元，公司负债水平很低且现金充足。48.2亿元的土地项目支出不会对公司偿债能力产生明显影响。

#### （三）中国金茂完成发行30亿元中票，票面利率3.74%

4月16日，中国金茂控股集团有限公司完成向合格投资者发行金额为人民币30亿元的第一期中期票据。首期票据的期限为三年，最终票面利率为3.74%。金茂拟将发行首期票据的所得款项用于公司偿还其在银行间债券市场发行的其他中期票据。

根据公司披露财报，2020年末中国金茂控股集团有限公司的现金资产有401亿元，现金是短期有息债务的1.34倍。公司的现金资产充足，偿债能力良好，主体信用等级为AAA，因而此次新发行债券的票面利率较低。

#### （四）奥园拿下广州黄埔区新田村旧改项目，总投资30亿元

4月8日，奥园集团有限公司拿下广州黄埔区新田村旧村改造项目，项目临近九龙大道、广河高速、地铁14号线等交通主干道。新田村旧村改造范围内总建筑面积33.01万平米，项目拆迁安置总投资额约人民币30亿元。

<sup>4</sup> 剔除预收款后的资产负债率=(总负债-预收账款-合同负债)/(总资产-预收账款-合同负债)。

<sup>5</sup> 净负债率=(有息负债-货币资金)/权益。

<sup>6</sup> 现金短债比=货币资金/短期有息债务。

根据2020年报,奥园集团有限公司有货币资金554亿元,剔除预收款后的资产负债率为0.73,净负债率为0.33,现金短债比为1.71。公司负债水平低且现金充足,能够为新项目提供足够资金。

### (五) 首创置业拟发行50亿元境内公司债

4月15日,首创置业股份有限公司宣布,董事会通过决议将以一批或分批形式发行本金总额不超过人民币50亿元的境内公司债券。债券拟向专业投资者公开发售(小公募),期限不超过10年,可以选择一个或多个期限品种。募集款项拟全部用于偿付公司债务,但具体募集资金用途将根据本公司的资金需求确定。

截至4月底,首创置业股份有限公司有存量债券21只,合计金额332.9亿元,存量债券规模较大且在5~12月期间将有67.11亿元到期。此次拟发行债券主要是为了替换存量债券。根据2021年一季报,首创置业股份有限公司的剔除预收款后的资产负债率为0.75,净负债率为1.43,现金短债比为1.01,触及了两道红线。但公司拥有货币资金394亿元,短期内或许没有明显的偿债风险。

### (六) 滨江集团新增为子公司20.8亿担保,累计提供担保达187.97亿元

4月20日,杭州滨江房产集团股份有限公司董事会同意公司按股权比例为控股子公司杭州滨硕实业有限公司的融资活动提供连带责任保证担保,担保金额为9.8亿元。4月30日,杭州滨江房产集团股份有限公司董事会又同意公司为全资子公司湖州滨兴房地产开发有限公司的融资活动提供11亿元担保。

截至4月底,滨江集团累计为子公司提供担保187.97亿元,担保的规模较大,需要关注子公司潜在的经营风险对担保义务的影响。

## 四、房地产行业债券市场运行动态

### (一) 发行与到期情况

根据Wind数据统计,4月份房地产行业共发行债券796.72亿元,偿还债券617.09亿元,房地产行业通过债券市场净融资额为179.63亿元(图10)。自去年8月份“三道红线”颁布以来,房地产行业债券月度净融资额首次转为正值。但是在房地产行业降负债的压力下,预计未来房地产企业通过债券市场的净融资额仍会有所下降,房地产债券的存量规模可能还会被压减。

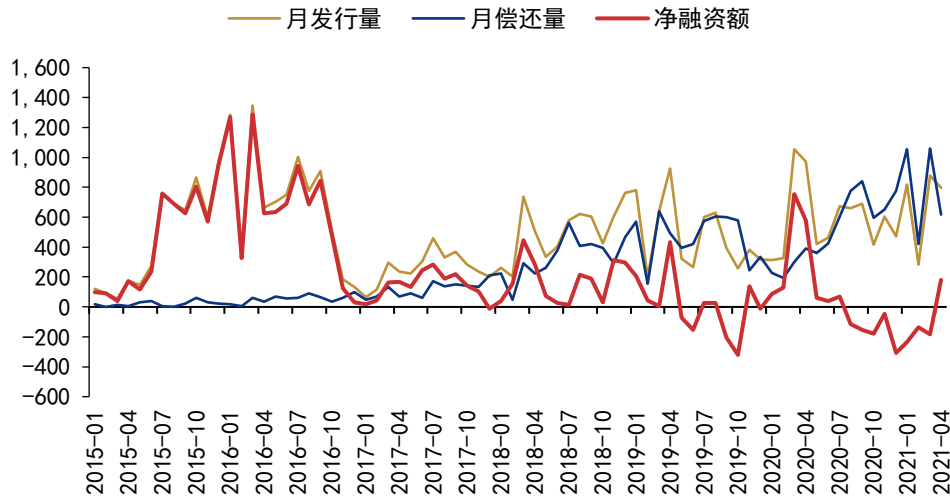


图 10: 房地产行业债券发行与到期规模 (2015.01-2021.04, 单位: 亿元)

资料来源: Wind, 远东资信整理

分债券类型看, 4 月份新发行房地产行业债券中一般公司债 (27.43%)、一般中期票据 (34.13%)、超短期融资券 (18.54%)、私募债 (9.74%) 的发行规模较大 (图 11), 其他类型债券发行规模相对较小。从发行债券的期限看, 大部分为 5 年期 (38.05%)、3 年期 (33.26%)、1 年期以内 (18.54%) 的债券。

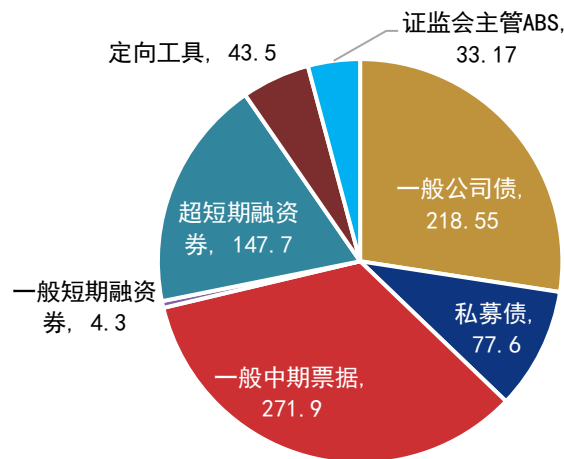


图 11: 2021 年 4 月份房地产行业不同类型债券的发行规模 (单位: 亿元)

资料来源: Wind, 远东资信整理

## (二) 违约债券

根据 Wind 统计, 4 月份房地产行业共有 3 只债券发生违约 (表 1)。其中华夏幸福基业股份有限公司有 16 华夏 05、20 华夏幸福 MTN002 发生违约, 合计逾期本金及利息 21.70 亿元。20 华夏幸福 MTN002 此前已触发交叉违约, 此次为实质违约。天津房地产集团有限公司有 16 天房 03 发生违约, 逾期本金及利息 7.40 亿元。16 天房 03 此前已出现未按时兑付利息, 此次为债券到期未兑付本金及利息。

华夏幸福违约的主要原因是其产业新城项目经营受挫。产业地产前期投入资金规模大,后期的资金回收期过长,导致企业整体的经营性现金流在项目前期持续为负,流动资金持续紧张。叠加疫情影响,项目的销售受阻,华夏幸福的偿债能力进一步下降,最终导致出现大量违约。后续可关注公司是否有资产出售等经营调整行为,如果公司能够出售部分资产变现,则可以有效缓解其当前的债务压力。此前华夏幸福已有多只债券于2月份、3月份期间发生违约。

天津房地产集团是国资背景企业,违约的主要原因是公司前期过度多元化扩张。天津房地产集团在经营房地产业务之外,通过大规模债务融资扩张经营范围,业务包括了信托基金、融资租赁、商业银行、矿产品、基础设施建设等多个领域。但房地产外的其他业务盈利能力很差,不能产生足够现金流偿还债务,进而引发违约。此前天津房地产集团已有数只债券发生违约。

**表 1: 4 月份房地产行业违约债券**

序号	债券简称	违约日期	发行人	违约类型	违约日余额(亿)	逾期本金(亿)	逾期利息(亿)	债券类型
1	16 华夏 05	2021/04/19	华夏幸福基业股份有限公司	本息展期	20	20	1.44	私募债
2	20 华夏幸福 MTN002	2021/04/20	华夏幸福基业股份有限公司	未按时兑付利息	5	0	0.26	一般中期票据
3	16 天房 03	2021/04/26	天津房地产集团有限公司	未按时兑付本息	7	7	0.40	私募债

资料来源: Wind, 远东资信整理

### (三) 信用级别调整情况

根据 Wind 统计的发行人委托评级情况, 4 月份合计有 1 家主体及 1 只债券(不考虑已违约债券)的信用级别被下调。

#### 1. 主体级别调高的企业

无。

#### 2. 主体级别调低的企业

根据 Wind 数据统计, 4 月份有 1 家公司的主体级别被下调, 即天津市房地产发展(集团)股份有限公司。评级公司给出的级别下调理由是天房发展营业收入和利润下滑, 资金较为紧张, 而短期债券集中对付压力上升。截至 4 月底其还有 16 天房 01、16 天房 02、19 天房 01 共 3 只存量债券, 需关注后续可能出现的债项违约风险。

**表 2: 4 月份主体级别调低的企业**

序号	主体名称	3 月末级别	4 月末级别	级别调整日期	主体存量债券
1	天津市房地产发展(集团)股份有限公司	A	BBB+	2021/04/12	16 天房 01、16 天房 02、19 天房 01

资料来源: Wind, 远东资信整理



### 3. 债项级别调高的债券

无。

### 4. 债项级别调低的债券

根据 Wind 数据统计，不考虑已经违约的债券，4 月份有 1 家公司发行的 1 只债券的债项级别被下调，即天津市房地产发展(集团)股份有限公司的 13 天房债。目前此债券已完成兑付。

表 3：4 月份债项级别调低的债券

序号	债券代码	债券简称	4 月末余额 (亿元)	发行人	3 月末 级别	4 月末 级别	级别调整 日期	债券类型
1	122302.SH	13 天房债	已兑付	天津市房地产发展(集团)股份有限公司	A	BBB+	2021/04/12	一般公司债

资料来源：Wind，远东资信整理

## （四）行业信用利差

根据兴业研究计算的债券信用利差数据，截至 4 月 23 日的房地产行业债券信用利差（余额加权）为 91.21bp，较 3 月末上升了 5.25bp。分债项级别看（图 12），与 3 月末相比，截至 4 月 23 日房地产行业 AAA 级的信用利差上升了 6.83bp，AA+ 级的信用利差下降了 2.67bp，AA 级的信用利差上升了 30.94bp。最高等级的 AAA 级房地产债信用利差基本保持了稳定，AA+ 级的信用利差延续了下降趋势。而 AA 级的信用利差出现了明显的上升，可能的原因是近期新增了多个房地产债券违约案例，二级市场上调了对 AA 级债券违约率的预期。整体来看 AAA 级与 AA+ 级之间的信用利差逐步缩窄，而与 AA+ 级与 AA 级之间的利差在走扩。从去年四季度开始，AA+ 级与 AA 级之间开始出现显著的利率差别。

4 月份房地产行业债券的平均信用利差有所上升，可能的原因是当前市场流动性有所收紧，而且在 3~4 月份出现多起新增房地产债违约后，二级市场上调了对房企（尤其是部分主体资质较差的房企）信用风险的预期。但是随着“三道红线”督促房企进一步降负债，近期房地产行业整体的实际信用风险可能还是会稳中有降。可以继续关注优质房企和部分业绩经营状况良好、债务水平虽高但在逐步下降的房企发行债券的投资机会。



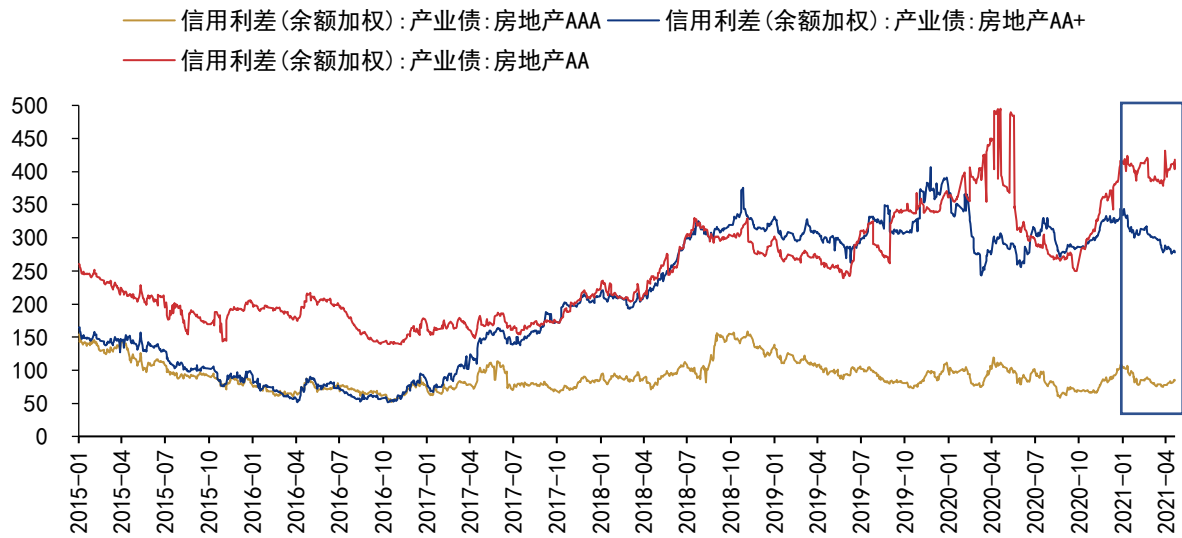


图 12: 房地产行业债券信用利差 (2015.01-2021.04, 单位: bp)

资料来源: Wind, 兴业研究, 远东资信整理

## 五、未来展望

展望未来, 房地产行业整体的信用状况预计会提高。在“三道红线”约束债务扩张后, 房地产债券发行人整体的负债水平较 2020 年会明显降低, 平均偿债能力及信用水平预计会上升。在偿债信用提升的情况下, 房地产行业债券可能还会有较好的投资机会。

低财务杠杆房企与高财务杠杆房企之间的信用利差可能会扩大。目前房地产行业高速增长的时代已经过去, 房企之间的竞争更多地依赖于经营效率的提升, 高财务杠杆对房企业绩的贡献下降。而且在“三道红线”下, 高财务杠杆房企的债务融资受限, 在土地项目竞拍上可能会面临资金约束, 进而在未来的经营业绩表现可能会明显逊于低财务杠杆房企。

房企的存量债券规模可能还会有所下降。从去年 8 月以来, 房地产行业债券累计净融资额为负, 房企正在逐步缩减债券等形式的债务以避免触及“三道红线”。但考虑到近期房企债券到期规模较大, 为了置换到期债务, 预计仍会较多新券发行。

在稳地价、稳房价、稳预期的政策下, 今年以来政府土地供应量略高于往年平均水平。如果未来政府能够通过实施旧城改造等方式增加土地供应规模, 房企可开发的项目可以有所增加, 这有利于提升房企的经营利润。未来需持续关注城市更新规模、土地供应量及出让价格的变动。

### 【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，研究部助理研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-57277666

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话：021-61428000

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。