

作者：申学峰  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 商品房成交量连续出现下滑，华夏幸福公布债务重组方案 ——2021年9月房地产行业观察与债市运行动态

### 摘要

**商品房量价：**9月份30大中城市商品房成交面积环比下降7.46%，同比下降33.44%，成交量出现大幅下滑。百城新建住宅平均价格同比上涨3.40%，房价增速进一步放缓。

**房贷利率：**由于银行房贷额度紧张，截至9月份，全国房贷平均利率已经连续8个月上涨，一定程度上抑制了购房需求。

**政策：**自然资源部要求各地提高存量住宅用地信息披露水平；央行、银保监会专门召开房地产金融工作座谈会，提出要“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，释放出边际宽松的信号。部分三四线城市推出“限跌令”，多个城市出台政策促进保障性租赁住房建设。

**重点房企：**TOP100房企9月销售操盘金额同比下降36.2%，阳光城为旗下公司担保金额达净资产306.84%，恒大集团约定出售99.93亿元盛京银行股份，蓝光发展新增逾期债务本息28.43亿，华夏幸福公布债务重组方案。

**债券发行与到期：**9月份房地产行业共发行债券676.52亿元，通过债市净融资-238.16亿元。去年9月至今年9月，国内房地产行业债券存量规模压降了约1800亿元。

**信用事件与利差：**9月份新增违约债券5只，合计逾期本息48.90亿元。有4家主体和19只债券的信用等级被下调。兴业房地产行业债券信用利差（中位数）上升了12.47BP。

**总结与展望：**近期部分房企面临两方面巨大压力，一是房地产销售量下滑，项目回款受阻；二是债务融资困难，存量项目开发缺少资金。为了防止系统性风险，监管似乎有缓和信号，但预计政策基调不会改变。目前监管部门已高度重视部分大型房企的偿债风险，预计会督促相关企业处置债务问题。

### 相关研究报告：

- 1.《商品房成交量大幅下滑，新增4只房地产债券违约——2021年8月房地产行业观察与债市运行动态》，2021.09.09
- 2.《重点房企买地金额被限制，蓝光发展13只债券违约——2021年7月房地产行业观察与债市运行动态》，2021.08.10
- 3.《多地银行暂停二手房贷款，AAA级发行人比例降低——2021年6月房地产行业观察与债市运行动态》，2021.07.12

## The Commercialized Buildings' Transaction Volume Continued to Decline, and China Fortune Land Development has Announced Debt Restructuring Plan

-----September 2021 Real Estate Industry Observation and Bond Market Operation Report

Author: Shen Xuefeng

E-mail: research@fecr.com.cn

### Summary of Opinions

In terms of sales volumes and prices of commercialized buildings, the floor space of commercialized buildings sold in 30 large and medium-sized cities has fell by 7.46% month-on-month and 33.44% year-on-year in September, which is a significant decline in transaction volume. The average price of newly built residential buildings in “100 cities” has risen by 3.40% year-on-year, and the rate of increase has declined further.

In terms of mortgages interest rate, due to the shortage of bank mortgage lines, as of September, the average mortgage interest rate has risen for eight consecutive months, which has restrained the demand for home purchases to a certain extent.

In terms of policies, the Ministry of Natural Resources has required all localities to increase the level of information disclosure on the inventory of residential land. The People's Bank of China and the China Banking and Insurance Regulatory Commission held a seminar on real estate finance, and proposed to “maintain the healthy development of the real estate market, safeguard the legitimate rights and interests of housing consumers”, releasing a signal of marginal easing. Some third- and fourth-tier cities have restricted house prices from falling, and many cities have introduced policies to promote the construction of affordable rental housing.

In terms of key real estate companies, the sales amount of TOP100 real estate companies in September has decreased by 36.2% year-on-year. Yango Group has guaranteed 306.84% of its net assets for its subsidiaries. Evergrande Group has agreed to sell 9.993 billion yuan of shares in Shengjing Bank. Sichuan Languang Development has added 2.84 billion of overdue debt principal and interest. China Fortune Land Development has announced its debt restructuring plan.

In terms of bond issuance and maturity, the real estate industry has issued 67.652-billion-yuan bonds in September, and received -23.816 billion yuan of net financing through bond market. From September last year to September this year, the bond inventory of the domestic real estate industry has dropped by about 180 billion yuan.

In terms of credit events and spreads, 5 new defaulted bonds were added, with a total overdue principal and interest of 4.89 billion yuan in September. The credit ratings of 4 entity and 19 bonds have been downgraded. The bond credit spread (median) of real estate industry has risen by 12.47BP.

Looking ahead, some real estate companies are facing tremendous pressure in two aspects. One is the decline in real estate sales, which hinders the cash collection; the other is the difficulty of debt financing and the lack of funds for the development

of existing projects. In order to prevent systemic risks, supervision seems to have mitigating signals, but it is expected that the policy tone will not change. At present, the regulatory authorities have attached great importance to the debt repayment risks of some large real estate companies, and are expected to urge those companies to deal with debt problems.

## 目录

一、行业运行动态 .....	2
(一) 商品房量价 .....	2
(二) 房地产贷款利率 .....	5
(三) 房地产信托 .....	5
二、行业政策动态 .....	7
(一) 中央政策动态 .....	7
(二) 地方政策动态 .....	8
三、重点公司动态 .....	10
四、房地产行业债券市场运行动态 .....	13
(一) 债券发行与到期 .....	13
(二) 违约债券 .....	15
(三) 信用级别调整 .....	15
(四) 行业信用利差 .....	17
五、总结与展望 .....	18

## 一、行业运行动态

### (一) 商品房量价

#### 1.30 大中城市商品房成交量大幅下滑

根据 Wind 数据，9 月份国内 30 大中城市<sup>1</sup>商品房成交面积合计 1211.31 万平方米，环比下降 7.46%，同比下降 33.44%（见图 1）。9 月是房地产销售的传统旺季，一般商品房成交量会有明显的环比增长。但是近期很多城市出台限购类政策导致拥有购房资格的人群收缩，再加上房地产贷款集中度管理制度下的银行房贷额度紧张、按揭贷款利率上升，导致整体购房需求大幅下滑。

需求下滑对房企的库存去化构成了很大压力，很多房企的资金周转可能受到拖累，债务违约风险增加。但是 9 月底人民银行等部门专门召开了房地产金融工作座谈会，要求金融机构要按照配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，释放出宽松信号，四季度购房政策可能会有所放松，商品房成交量会企稳。

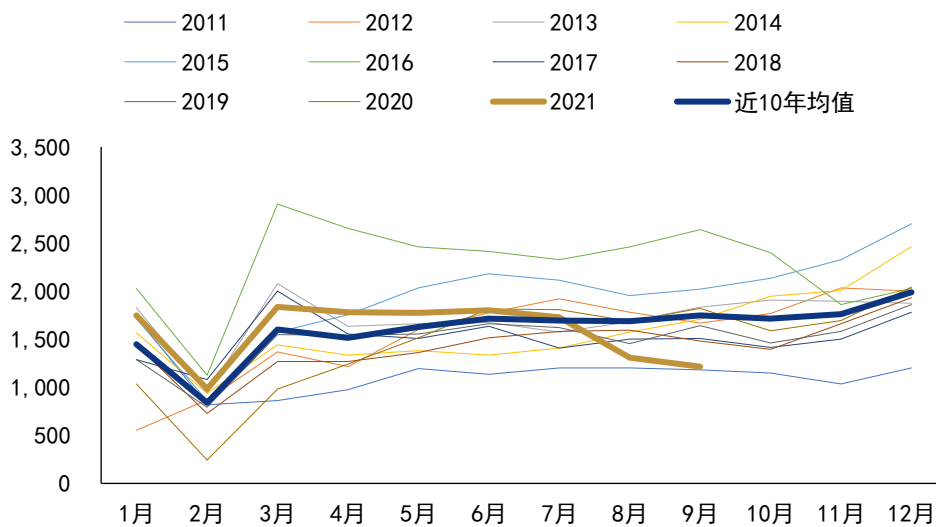


图 1: 30 大中城市商品房成交面积 (2011-2021, 单位: 万平方米)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

#### 2. 十大城市商品房出现累库

<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。

根据 Wind 数据，截至 9 月末十大城市<sup>2</sup>商品房可售面积合计 8239.88 万平方米，环比增加 5.32%（见图 2），结束了今年初以来的去库趋势。9 月底去化周期<sup>3</sup>环比增加 0.74 个月，库存去化周期明显拉长。近期房地产成交量大幅下跌，十大城市商品房开始由去库转为累库，房企的存货销售周期可能会相应延长，影响资金周转。

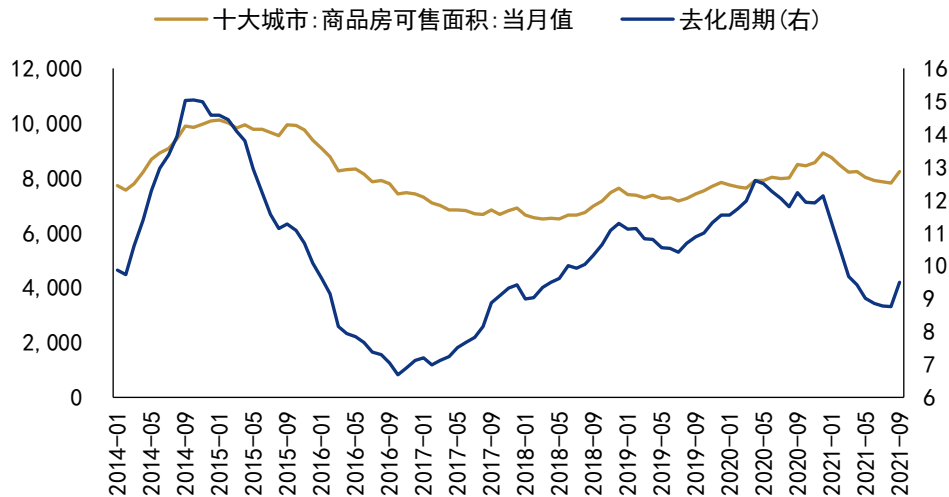


图 2：十大城市商品房库存情况（2014.01-2021.09，单位：万平方米，月）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 3. 百城住宅平均价格增速进一步放缓

根据中国房地产指数系统调查数据，9 月份百城新建住宅平均价格为 16175 元/平方米（见图 3），环比上涨 0.14%，同比上涨 3.40%，涨幅分别较上月回落 0.06、0.11 个百分点。在调控政策影响下百城住宅均价上涨速度明显放缓，房地产行业销售利润率可能会随之下降，需关注房企高价拿地的风险。

值得注意的是，近期部分城市为了维护地区楼市稳定，出台了一些政策限制商品房价格下跌。例如株洲、桂林等城市都出台了相关的楼市“限跌令”。背后主要的原因就是近期部分地区购房需求下降，商品房出现了供大于求的情况，部分房企为了去库存开始主动降价。

<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)。

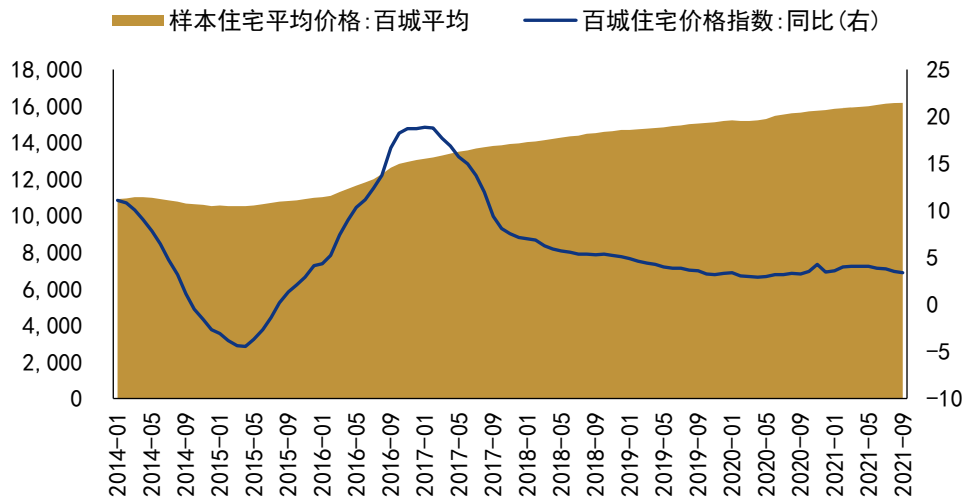


图3：百城新建住宅平均价格与同比涨幅（2014.01-2021.09，单位：元/平方米，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

分城市类型来看，9月份一线、二线、三线城市住宅价格分别同比上涨 2.74%、3.10%、2.44%（见图 4）。与上月相比，一线城市同比涨幅上升 0.12 个百分点，二线、三线城市同比涨幅分别下降 0.18、0.19 个百分点。在最近三个月，三线城市房价涨幅明显回落，主要是去年经济刺激政策导致基数较高所致。去年疫情期间启动经济刺激政策后，大量资金涌入三线城市购房，一度推动部分城市房价大幅上涨。

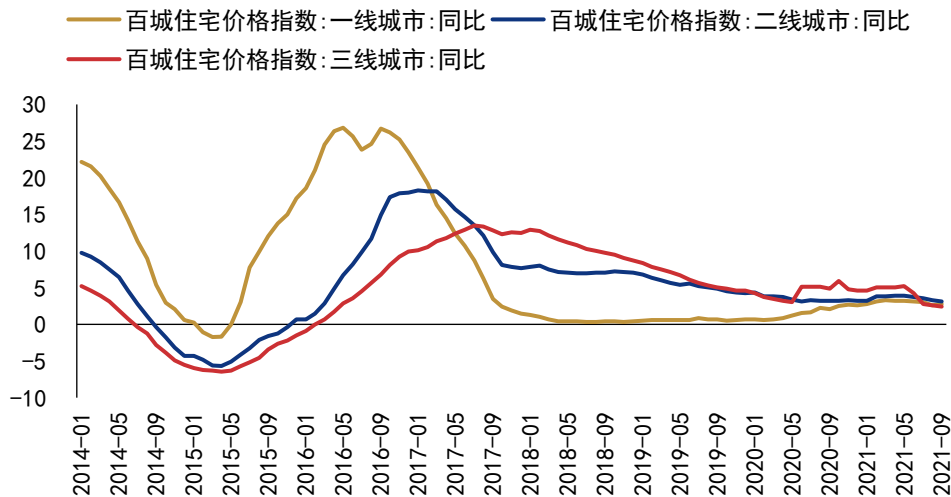


图4：各类型城市住宅价格指数同比涨幅（2014.01-2021.09，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

#### 4.全国城市二手房供应量下降

根据北京国信达数据发布的全国城市二手房交易数据，9月份城市二手房出售挂牌量指数较上月下降了6.70（见图5），二手房供应量持续低于往年同期。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。9月份城市二手房出售挂牌价指数较上月下跌了0.16，二手房价格由涨转跌。

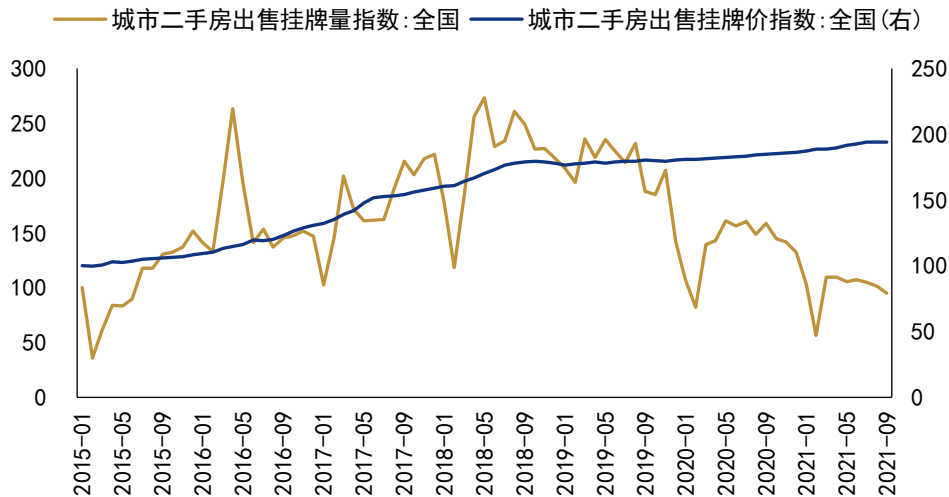


图 5: 全国城市二手房指数 (2015.01-2021.09)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## （二）房地产贷款利率

### 1. 购房贷款平均利率上涨

根据融 360 对全国 42 个重点城市房贷利率的监测数据，截至 2021 年 9 月，全国房贷利率整体水平已经连涨 8 个月，但相比前几个月，9 月份的涨幅有所下降。不过上涨的趋势依然明显，预计房贷利率近期仍会小幅上涨，不会出现拐点下降的局面。个人住房按揭商业贷款利率上涨的同时，部分城市的住房公积金利率也迎来了政策性上涨。福建省和天津市均将第二套住房公积金个人住房贷款利率上调至 3.575%。

分城市来看，9 月房贷水平上涨的城市数量有所减少，由之前的 30+ 降至 20+；热门城市的房贷利率涨幅也有所回落，9 月环比上涨 10BP 以上的城市仅有 4 个，此外还有 3 个城市的房贷利率环比略有下降。

今年以来房贷利率出现明显上涨，主要原因是去年底央行出台房地产贷款“两集中”政策后，各银行购房贷款的放贷额度被限制。8 月份开始多个城市银行因额度不足暂停了部分房贷，出现了“房贷荒”。房贷供应紧张抬高了房贷利率，一定程度上抑制了购房需求。

## （三）房地产信托

### 1. 新成立房地产信托规模大幅下降



在信托行业监管趋严、通道业务压降的背景下，9月房地产信托新成立规模较去年同期已有明显下降。根据用益信托网数据，9月份房地产信托成立规模为162.13亿元（见图6），环比大幅下降43.14%。9月新成立房地产信托的平均收益率为7.39%，环比上升0.17个百分点。

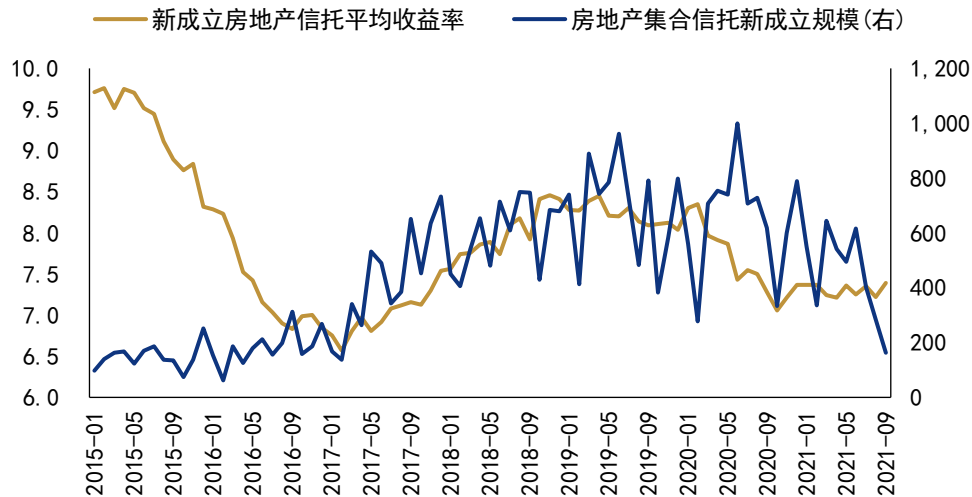


图6：新成立房地产集合信托情况（2015.01-2021.09，单位：%、亿元）

资料来源：用益信托网，远东资信整理

## 2.新成立房地产信托平均收益高于其他行业

目前房地产信托平均收益率仍高于其他行业，例如9月份基础产业、工商企业、金融业三个领域新发行信托的平均收益率为7.05%、7.00%和5.99%，而房地产信托平均收益则为7.39%（见图7），反映出市场对房地产行业整体风险的预期仍明显高于其他行业。

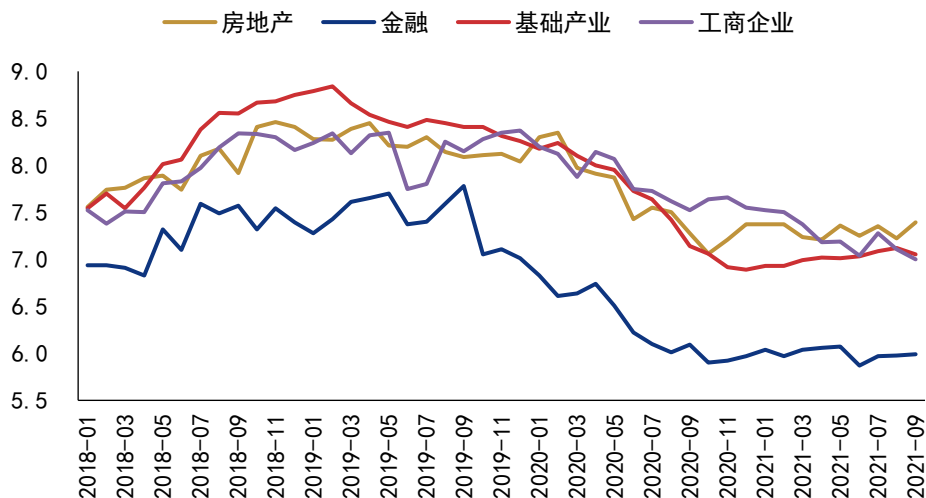


图7：新成立各行业信托平均收益率（2018.01-2021.09，单位：%）

资料来源：用益信托网，远东资信整理

## 二、行业政策动态

9月份，自然资源部要求各地提高存量住宅用地信息披露水平，央行、银保监会专门召开房地产金融工作座谈会要求“维护住房消费者合法权益”；部分三四线城市推出“限跌令”，全国多个城市出台政策促进保障性租赁住房建设。

### （一）中央政策动态

#### 1. 自然资源部要求各地提高存量住宅用地信息披露水平

9月1日，自然资源部办公厅发布关于进一步规范存量住宅用地信息公开工作的函，从三个方面要求各地自然资源部门更详尽地披露存量住宅用地信息，提高土地市场透明度。

（1）完善公开内容。严格按照自然资源部制定的存量住宅用地信息公开样式表格公开信息，准确完整地列出每个住宅用地项目的具体位置、土地面积、开发企业等信息。将拟公开的存量住宅用地逐宗在城区现状底图上清晰标出分布位置，方便查找；现状底图要有明显的区位要素，易于辨识。（2）明晰公开路径。各地要在城市自然资源主管部门门户网站首页开设“住宅用地信息公开”专栏，避免多层嵌套，方便公众查询。（3）按时更新信息。每季度初10日内要完成存量住宅用地信息更新，并作醒目提示。有条件的地区要实现公开信息的月度更新。

此前自然资源部已在重点城市实施土地出让“两集中”，各重点城市集中发布出让公告、集中组织出让活动，且出让频率限定为一年3次，意在提高住宅用地市场的信息透明度。此次自然资源部发函要求全国城市披露更详细的存量住宅用地信息，实施范围扩大，稳土地市场预期的意图明显。对住宅地产开发企业来说，未来拿地过程中将拥有更多、更透明的土地项目信息，有利于房企合理安排经营，降低管理及营销方面的成本。

#### 2. 央行、银保监会要求“维护住房消费者合法权益”

9月27日，中国人民银行货币政策委员会2021年第三季度例会召开。会议提到要“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。

随后的29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，专门就房地产领域问题作出指示。会议强调，金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。同时，金融机构也要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。

近期部分房地产企业因资金周转困难，导致很多商品房开发项目停工，商品房无法按时交付，损害了众多购房消费者利益。此次金融监管部门专门提出要维护住房消费者合法权益，未来可能会在项目开发资金上对房地产行业给予一定支持，释放出边际宽松的信号。

#### 3. 《经济日报》发文表示楼市调控应注意满足刚需

9月22日，经济日报刊文《楼市调控应注意满足刚需》。文章表示，楼市调控应注意满足刚需，相关部门需在调控范围内对购房人群作出区分，并探索在持有环节做文章，尽可能防止“误伤”刚需群体。

近期房地产金融严监管导致住房贷款供给大幅收缩，房贷利率显著抬升，部分有购房刚需的群体也受到了很大影响。未来相关部门可能会针对刚需群体出台适度放宽政策，楼市需求量可能会有所恢复。

#### 4.银保监会：防范房地产贷款过度集中，推动保险资金支持长租市场发展

9月7日，银保监会召开新闻发布会，回应房地产金融监管等热点问题。银保监会发言人表示，银保监会始终坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，持续完善房地产金融监管机制，防范房地产贷款过度集中，促进金融与房地产良性循环。

银保监会坚持房地产开发贷款、个人按揭贷款审慎监管标准，严格落实房地产贷款集中度管理制度，遏制“经营贷”违规流入房地产领域。目前经营贷违规流入房地产专项排查已基本完成，对发现的违规问题督促建立台账，逐项整改至“清零销号”。

发布会上还特别提到，银保监会支持住房租赁市场建设，将指导银行保险机构加大对保障性租赁住房支持，推动保险资金支持长租市场发展，会同人民银行推进房地产投资信托基金(REITs)试点。

#### 5.全国住房保障工作座谈会部署推进租赁住房建设

9月2日，全国住房保障工作座谈会在浙江杭州召开。会议主要任务是贯彻落实《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》，座谈了解各地发展保障性租赁住房进展情况，部署加快推进租赁住房建设。

会议指出，住房保障工作的新使命主要是解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，要加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。“十四五”期间，保障性租赁住房将作为住房建设的重点。

#### 6.中共中央、国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》支持粤港澳大湾区建设

9月5日，中共中央、国务院印发了《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》。方案将横琴与澳门划入统一的海关监管区域，横琴与澳门之间实施开放政策，简化申报程序和要素，除明确规定货物外其他免（保）税进入。此外，为促进横琴粤澳深度合作区的产业发展，对符合条件的产业企业减按15%的税率征收企业所得税；对在合作区工作的境内外高端人才和紧缺人才，其个人所得税负超过15%的部分予以免征。

9月6日，中共中央、国务院发布《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》，将打造粤港澳大湾区全面深化改革创新试验平台，建设高水平对外开放门户枢纽。方案主要内容是沿海南北向扩展发展空间，前海深港现代服务业合作区总面积扩展至120.56平方公里，打造全面深化改革创新试验平台。围绕前海深港现代服务业合作区建设高水平对外开放门户枢纽，扩大金融业对外开放。

此外，广东省近期还在《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》中明确表示，广东将研究深圳经港珠澳大桥至珠海、澳门通道，实现深圳、澳门直达。从近期政策动向看，中央有意扶持澳门及周边的珠海发展建设。

## （二）地方政策动态

### 1.部分三四线城市推出“限跌令”

在房地产销量下跌背景下，很多城市房地产价格面临较大下行压力，部分房企为了尽快回笼资金，采取了降价促销的措施。但是部分三四线城市为了稳地方楼市价格，陆续推出“限跌令”。

（1）9月9日，株洲市住建局对存在采取大幅降低销售价格并明显低于市场正常价格销售行为的企业项目负责人进行了约谈，要求停止违规销售行为，强化建筑施工质量，确保楼盘品质，同时，下架所有涉嫌低价销售的房源信息。

（2）9月20日，桂林临桂新区区长主持召开紧急会议，要求各房企抱团自律，坚决抵制恶性扰乱市场、恶意抛售行为。

（3）9月26日，张家口发布新政，要求新取得预售许可证的项目不得低于备案价格85%进行销售。

除此之外，包括长春、岳阳、沈阳等十余个城市采取了限制房价下跌、维护房地产市场秩序的措施。“限跌令”的出台可能会妨碍一些房企回笼资金，对资金周转造成更大压力，增加债务逾期风险。

### 2.全国多个城市出台政策促进保障性租赁住房建设

为了响应中央关于发展保障性租赁住房的政策精神，9月份全国多个城市出台了具体政策促进保障性租赁住房建设。

（1）9月2日，郑州市委召开会议研究企业人才住房建设等工作。郑州市将支持和鼓励重大贡献企业利用自有工业土地建设人才租赁住房，并在符合相关政策前提下，科学制定产业配套住房建设计划。

（2）9月3日，厦门市明确存量非住宅类房屋是指厦门市行政辖区内经合法批建并已取得土地房屋权证的商业、办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非住宅类存量房屋，细化了非住宅房屋改建保障性租赁住房的规则。

（3）9月9日，武汉市住建局明确了保障性租赁住房建设和使用标准，并要求国有企业带头开展保障性租赁住房运营工作。此外，武汉市将成立工作领导小组统筹协调工作并在土地、财政、金融和税收方面对保障性租赁住房提供支持，中心城区新建商品住房按不低于住宅面积6%的比例配建保障性租赁住房。

（4）9月10日，广州市政府办公厅指出到2025年，广州市将全面完成66万套保障性住房建设筹集任务（含公租房3万套、保障性租赁住房60万套、共有产权住房3万套）。

(5) 9月10日,浙江省住建厅提出浙江省内人口净流入的大城市,新增保障性租赁住房供应套数占新增住房供应套数的比例力争达到30%以上;其他重点发展城市,新增保障性租赁住房供应套数占新增住房供应套数的比例力争达到15%以上。

(6) 9月27日,杭州市提出在“十四五”期间,杭州年度租赁住房用地供应面积占出让住宅用地供应面积的比例达到10%以上,新增保障性租赁住房套数占新增住房供应套数的比例力争达到30%以上。

(7) 9月27日,天津市提出区域内闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋,经审查认定后允许改建为保障性租赁住房。

### 3.部分城市仍收紧调控政策

(1) 9月18日,厦门市加强住房金融管理,严格执行“认房又认贷”的差异化住房贷款政策。银行业金融机构应严格评估借款人的还款能力,防范通过虚假收入证明、虚假流水、虚假交易骗取贷款;严格审查购房资金来源,监控消费贷款、个人经营性贷款资金去向,防止挪用非住房类贷款用于购房。

(2) 9月3日,芜湖市强化房地产信贷管理,严格落实金融机构房地产贷款集中度管理要求。加强个人住房贷款管理,严格审查个人住房贷款最低首付比、偿债收入比,切实防范消费贷款、经营性贷款违规流入房地产市场。

(3) 9月24日,深圳市地方金融监督管理局等六部门发布关于加强商品住房用地土地购置资金来源核查要求的通知,意在严格核查深圳市商品住房用地招拍挂出让土地购置资金,进一步加强对房地产开发企业购地和融资的监管。

## 三、重点公司动态

### 1. TOP100房企9月份销售额同比下降36.2%

根据克而瑞统计,2021年9月, TOP100房企实现单月销售操盘金额7596亿元,单月业绩规模不及8月、首次环比下降,较2020年同比也下降36.2%。

从企业表现来看,39家典型上市房企中,18家房企单月销售额同环比双降。近半数房企同比降幅超30%,仅绿城中国、阳光城和荣盛发展实现单月业绩同比增长,分别为28.3%、11.3%、8.1%。值得注意的是,阳光城9月单月销售业绩209.9亿元,环比增长9.9%,是唯一一家同环比双增的企业。

### 2.万科完成发行20亿元5年期中期票据,票面利率仅3.08%

9月2日至3日,万科企业股份有限公司(简称“万科”)发行了2021年度第三期中期票据,发行金额为人民币20亿元,期限5年,票面固定利率3.08%。



截至2021年中，万科剔除预收款后的负债率<sup>4</sup>为71.13%，净负债率<sup>5</sup>为37.81%，现金短债比<sup>6</sup>为132.58%，触及一条“红线”。公司整体负债水平不高，现金资产充足，信用风险较低，因此债券发行利率很低。

### 3.金融街完成发行25亿元5年期公司债，票面利率为3.33%

9月22日，金融街控股股份有限公司（简称“金融街”）2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）完成发行。债券总注册额度181亿元，本期发行规模25亿元，期限为5年期，票面利率为3.33%，附第3年末投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权。

截至2021年中，金融街剔除预收款后的负债率为73.31%，净负债率为168.50%，现金短债比为100.95%，触及了两条“红线”。公司整体负债水平偏高，但公司实际控制人为北京市西城区国资委，有较强的股东支持，信用风险较低，因而其债券发行利率较低。

### 4.弘阳地产拟发行2亿美元优先绿色票据，年利率为9.50%

9月20日，弘阳地产集团有限公司发行于2023年到期、金额2亿美元、利率9.50%的优先绿色票据，用于偿还一年内到期的中长期境外债务。

### 5.广州银行将为奥园、中垠提供意向性授信100亿元人民币

9月28日，中国奥园集团股份有限公司（简称“奥园”）与广州银行、中垠地产签署三方战略合作协议，广州银行将为奥园、中垠提供意向性授信100亿元人民币。

奥园与中垠将在城市更新等领域深化合作，广州银行则为奥园、中垠提供包括“授信及融资服务、产业园金融服务、资本市场专业化服务、集团现金管理”等在内的综合授信服务，“渠道建设合作、集团现金管理”等结算业务服务以及其他金融服务，并为其上游供应商、下游购房者及承租人提供多元配套金融服务。

### 6.阳光城为两家子公司10.5亿融资提供担保

9月份，阳光城集团股份有限公司（简称“阳光城”）为太仓万鑫房地产、华济建设、南宁恭翁实业等7家子公司或参股公司的债务融资提供担保。截至9月29日，阳光城累计为旗下子公司或参股公司提供担保实际发生金额为941.77亿元，占最近一期经审计合并报表归属母公司净资产的306.84%。阳光城提供为旗下公司提供担保金额远超归母净资产规模，存在大量资产受限的情况。

<sup>4</sup>剔除预收款后的负债率=(总负债-预收)/(总资产-预收)。

<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/短期有息负债。

截至2021年中，阳光城剔除预收款后的负债率为78.75%，净负债率为116.12%，现金短债比为102.38%，触及了两条“红线”，公司的表内负债水平较高。

### 7.融创中国声明：从未向政府提交“求助”报告

据证券时报报道，9月24日，社交媒体传出融创融创中国控股有限公司（简称“融创中国”）绍兴分部向当地政府发出求助信，称其项目销售受阻，公司流动性碰到了很大障碍和困难，恳请政府给予政策上的专项支持。

9月28日，融创中国官网发布声明，称从未向政府提交“求助”报告。声明称，关于近日在网上流传的融创绍兴公司相关内容，整个事件的起因是绍兴公司负责人获悉9月24日上午绍兴市相关领导将督查黄酒小镇项目安全生产工作，想借机就解决本公司在绍兴项目已售房源的网签问题寻求支持，初步整理了相关文字内容，作为向政府口头汇报的腹稿，但在9月24日上午9时因操作失误发至了绍兴本地的一个房产交流群，造成了信息的外泄。

### 8.恒大集团约定以99.93亿元出售盛京银行19.93%股份

9月29日，中国恒大集团发布公告称，其下属公司恒大集团（南昌）有限公司约定向沈阳盛京金控投资集团有限公司（沈阳国资委附属公司）出售盛京银行19.93%股份，对价为人民币99.93亿元。此次出售后恒大集团仍持有盛京银行14.57%股份。

截至2021年中，恒大集团表内总负债高达1.97万亿元人民币，其中仅短期借款与一年内到期的长期借款规模就达2400亿元人民币。出售盛京银行股份可回收的现金规模相对较小，对解决恒大债务问题作用有限。需关注恒大集团后续的资产处置与现金回笼情况。

### 9.蓝光发展新增未能偿还债务本息28.43亿

9月24日，四川蓝光发展股份有限公司（简称“蓝光发展”）发布公告称，近期，公司及下属子公司新增到期未能偿还的债务本息金额28.43亿元。截止9月24日，公司累计到期未能偿还的债务本息金额合计215.07亿元（包括银行贷款、信托贷款、债务融资工具等债务形式）。

9月30日，蓝光发展发布关于回复上海证券交易所对公司2021年半年度报告信息披露监管工作函的公告。蓝光发展表示，将全力推动公司债务风险化解整体方案的尽快成型，在债权人委员会和持有人会等沟通协调机制下，争取适当降低存量债务利率，豁免罚息、违约金，减少存量债务的财务成本支出，通过控制财务费用支出提升公司盈利能力；与金融机构、政府部门积极协调、沟通，通过释放抵押资源、保障按揭及公积金额度支持、缩短放周期等措施，增加经营性回款，进一步降低公司对有息负债依赖，控制财务费用支出，提升公司盈利能力。

### 10.华夏幸福公布债务重组方案

9月30日傍晚，华夏幸福基业股份有限公司（简称“华夏幸福”）发布关于债务重组计划进展的公告。公司初步拟定了债务重组计划，对于公司2,192亿元金融债务，将通过以下方式妥善安排清偿：

- (1) 公司将出售变现能力强的资产，预计能够回笼资金约 750 亿元。
- (2) 通过出售项目公司股权，一并带走金融债务约 500 亿元。
- (3) 有担保的优先类金融债务展期或清偿约 352 亿元。
- (4) 现金兑付约 570 亿元金融债务，即出售资产回笼资金中约 570 亿元用于兑付金融债务。
- (5) 以公司约 220 亿元有稳定现金流的持有型物业等资产设立信托计划，并以信托受益权份额偿付相关金融债务。
- (6) 剩余约 550 亿元金融债务由公司承接，展期、降息，通过后续经营发展逐步清偿。
- (7) 其他事项

①欠息、罚息等事项：已发生未支付的利息豁免或利随本清，已发生未支付的罚息、违约金、复利及其他违约责任予以豁免。

②公开市场债券兑付：对于公司在境内外发行债券的清偿，应根据监管部门的监管制度、债券发行及募集资金文件的相关要求，按照同债同权、公平公正的原则妥善予以安排。其中，对于境外债券，引导债券持有人委托境内代理人加入金融机构债权人委员会，并参与本次债务重组。

## 四、房地产行业债券市场运行动态

### （一）债券发行与到期

根据 Wind 数据统计的境内债券市场与中资离岸债数据，9 月份房地产行业共发行债券 676.52 亿元，偿还债券 914.69 亿元，房地产行业通过债券市场净融资额为-238.16 亿元（见图 8）。自去年 8 月份“三道红线”颁布以来，很多高负债房企为了压减负债降低了其债券融资余额，去年 9 月至今年 9 月国内房地产行业债券存量规模压降了约 1800 亿元。



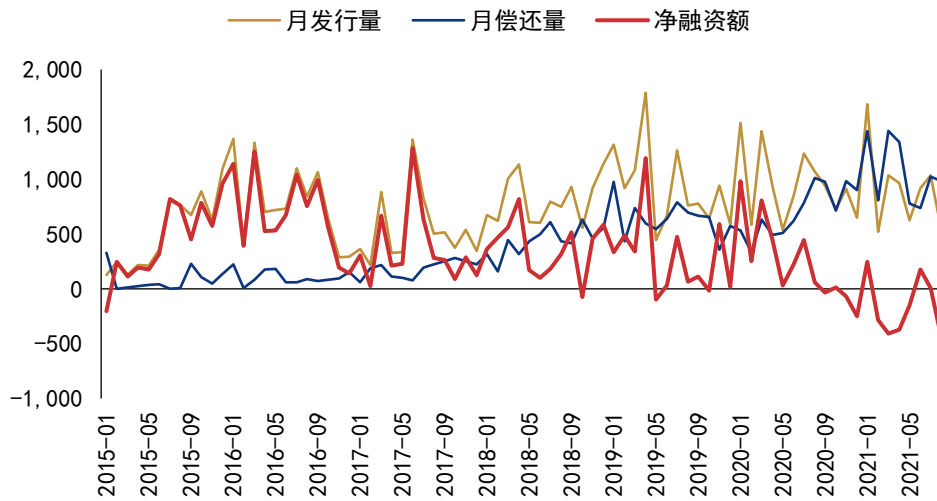


图8：房地产行业债券（含境内债券和中资离岸债）发行与到期规模（2015.01-2021.09，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

分发行主体评级看，剔除资产支持证券后，9月份境内债券市场上房地产行业发行人中，AAA级（发行人委托评级，下同）主体发行额占比为80.43%，AA+级主体占比为11.82%，AA级主体占比为3.04%，AA-及以下级别主体占比为0.76%、无评级主体占比为3.95%（见图9）。与8月份相比，AAA级主体发行额占比上升，较低级别的AA级主体占比下降。

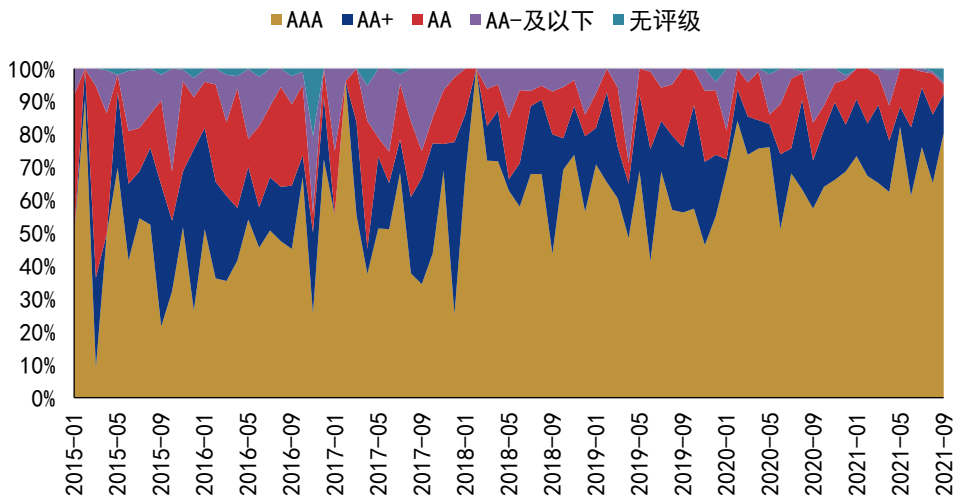


图9：房地产行业不同级别主体（境内市场发行人）发行债券（不含ABS）金额的占比（2015.01-2021.09）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （二）违约债券

根据 Wind 统计口径，9 月份境内债券市场运行期间，房地产行业共有 **5 只债券发生违约**（见表 1），逾期本息合计 48.90 亿元。5 只违约债券的发行人分别为天津房地产集团有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司、重庆协信远创实业有限公司和四川蓝光发展股份有限公司，这些公司在 9 月之前已经发生过债项违约，此次为新增债项违约。

表 1：9 月份房地产行业违约债券

序号	债券简称	发行人	违约日期	违约类型	逾期本金 (亿元)	逾期利息 (万元)	债券类型
1	16 天房 04	天津房地产集团有限公司	2021/09/08	未按时兑付本息	20	15400	私募债
2	18 华夏 04	华夏幸福基业股份有限公司	2021/09/10	本息展期	13	7280	私募债
3	16 三盛 04	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	2021/09/22	未按时兑付本息	6.64	5444.8	私募债
4	16 协信 08	重庆协信远创实业有限公司	2021/09/27	未按时兑付本息	5.4	3510	一般公司债
5	20 蓝光 MTN002	四川蓝光发展股份有限公司	2021/09/29	未按时兑付利息	0	7000	一般中期票据

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （三）信用级别调整

根据 Wind 统计的境内债券市场上发行人委托国内评级机构的评级情况，8 月份合计有 1 家主体和 11 只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，9 月份有 **4 家房地产公司的主体级别被下调**（见表 2），分别为恒大地产集团有限公司、广州富力地产股份有限公司、新力地产集团有限公司、花样年集团(中国)有限公司。根据评级机构出具的报告，部分主体级别调降理由如下：

**恒大地产集团有限公司**：2021 年 6 月、7 月及 8 月，恒大集团物业合约销售金额分别为 716.3 亿元、437.8 亿元和 380.8 亿元，呈下降趋势。预计 9 月销售持续大幅下降，并导致其销售回款持续恶化，进一步对现金流及流动性造成巨大压力。恒大集团及恒大地产流动性状况持续恶化，股权及资产出售等事项未取得实质性进展，负面信息不断增多带来的相关各方信心的下降，都将使其生产经营恢复的不确定性增加，加大借款续贷及展期协商难度，并对其信用质量进一步带来负面影响。

**广州富力地产股份有限公司：**2022年公司面临境内债券到期69.45亿元、境内债券回售14.00亿元、美元债到期13.85亿美元，再融资环境尤其是美元债融资环境的恶化将加大公司流动性压力。截至2021年6月底，公司货币资金288.02亿元，较年初减少111.47亿元；其中非受限货币资金127.64亿元，较年初减少129.09亿元，筹资活动现金流持续净流出使得公司流动性承压。考虑到公司通过开放股权合作、资产处置等多种方式回收流动性的措施仍存在不确定性，若相关举措未能如期执行，公司流动性将进一步承压。

**花样年集团(中国)有限公司：**公司及其控股股东花样年控股集团有限公司（以下简称“花样年控股”）面临较大的债券到期压力，信用债再融资难度的加大对花样年集团和花样年控股债务接续产生了一定的负面影响，信用债到期较为集中对花样年集团及花样年控股资产变现能力以及资金筹措能力提出了更大的考验。

**表 2：9 月份主体级别调低的企业**

序号	主体名称	8月末级别	9月末级别	下调子级数	评级机构	级别调整日期	9月末主体存量债券（境内债券市场）
1	广州富力地产股份有限公司	AAA (稳定)	AAA (负面)	——	联合资信	2021/09/10	16富力04、16富力05、16富力06、16富力11、18富力08、18富力10、19富力01、19富力02、20富力地产PPN001
2	恒大地产集团有限公司	AAA (负面)	A	5个子级	中诚信	2021/09/15	15恒大03、PR中渝1、中渝优2、中渝次、恒大R1优、恒大R1次、19恒大01、19恒大02、20恒大01、20恒大02、20恒大03、20恒大04、20恒大05、21恒大01
3	新力地产集团有限公司	AA+ (稳定)	AA- (负面)	2个子级	联合资信	2021/09/27	18新力02、20新力1A、20新力1B、20新力1C、20新力01、21新力01、20新力03
4	花样年集团(中国)有限公司	AA+ (稳定)	AA+ (负面)	——	中诚信	2021/09/29	18花样年、19花样年、19花样02、20花样01、19花样02

资料来源：Wind 资讯，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，9 月份有 **3 家房地产公司** 发行的 **19 只债券** 的债项级别被下调（见表 3），这些债券平均被下调了 3.4 个子级。其中，恒大地产集团有限公司有 12 只，新力地产集团有限公司有 6 只，重庆协信远创实业有限公司有 1 只。恒大地产集团有限公司的部分债项在 9 月份被连续下调了两次。

**表 3：9 月份债项级别调低的债券**

序号	债券简称	8月末级别	9月末级别	下调子级数	评级机构	级别调整日期	发行人/原始权益人
1	恒大 R1 优	AAA	AA	2 个子级	中诚信	2021/09/02	恒大地产集团有限公司
2	PR 中渝 1	AAA	AA	2 个子级	中诚信	2021/09/02	恒大地产集团有限公司
3	中渝优 2	AAA	AA	2 个子级	中诚信	2021/09/02	恒大地产集团有限公司
4	15 恒大 03	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
5	19 恒大 01	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
6	19 恒大 02	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
7	20 恒大 01	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
8	20 恒大 02	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/08/03	恒大地产集团有限公司
9	20 恒大 03	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
10	20 恒大 04	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
11	20 恒大 05	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
12	21 恒大 01	AAA	A	5 个子级	中诚信	2021/09/15	恒大地产集团有限公司
13	18 新力 02	AA+	AA-	2 个子级	联合资信	2021/09/27	新力地产集团有限公司
14	20 新力 01	AA+	AA-	2 个子级	联合资信	2021/09/27	新力地产集团有限公司
15	21 新力 01	AA+	AA-	2 个子级	联合资信	2021/09/27	新力地产集团有限公司
16	21 新力 03	AA+	AA-	2 个子级	联合资信	2021/09/27	新力地产集团有限公司
17	16 协信 08	CC	C	1 个子级	联合资信	2021/09/28	重庆协信远创实业有限公司
18	20 新力 1A	AAA	AA-	3 个子级	联合资信	2021/09/30	新力地产集团有限公司
19	20 新力 1B	AA+	AA-	2 个子级	联合资信	2021/09/30	新力地产集团有限公司
				平均下调 3.4 个子级			

资料来源：Wind 资讯，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（中位数）数据，9 月末房地产行业债券信用利差为 68.40BP，较 8 月末上升了 12.47BP。9 月份房地产行业信用利差出现小幅上升，可能原因是近期房地产销售量出现大幅下降，部分大型房企因销售回款减少，流动性出现进一步恶化，相关债项信用风险上升。

分债项级别看（见图10），与8月末相比，9月末房地产行业AAA级债券的信用利差+10.61BP，AA+级债券的信用利差+7.49BP，AA级债券的信用利差-7.22BP。自9月中旬至月底，各等级的房地产行业债券信用利差都出现了上升。主要的原因可能是近期房地产行业负面事件频发，商品房销售量下滑致房企销售回款受阻，很多房企的信用风险有所上升。

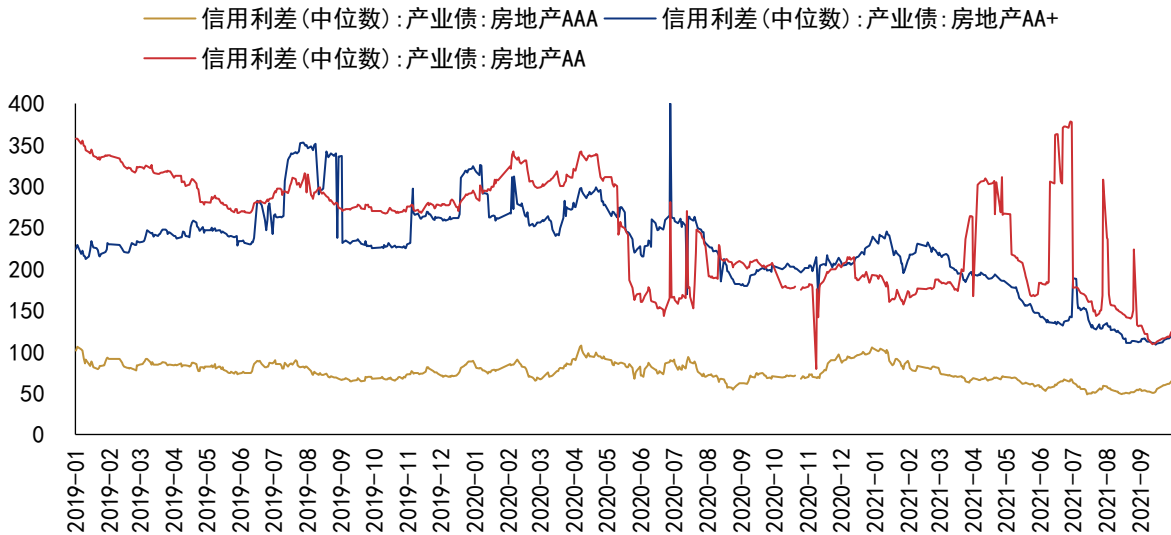


图10：兴业房地产行业债券信用利差（2019.01-2021.09，单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 五、总结与展望

近期部分房地产企业面临了巨大的经营压力。一方面自去年底央行出台房地产贷款集中度管理政策以来，银行购房贷款总量被收紧，个人购房贷款额度紧张。除银行渠道的房贷减少外，各种违规流入楼市的信贷资金也被严格管控。叠加各地限购政策不放松，住宅购买需求大幅减少。8月和9月，新建住宅销售面积已经连续出现大幅下降。需求下滑的同时，房价上涨也显著放缓，房企销售利润被压缩。这些因素导致房企的销售回款受到了严重阻碍，一些房企资金链承受了巨大压力。甚至部门城市还出台了“限跌令”，房企无法通过降价促销来加快回款。

另一方面“三道红线”规则限制了高负债房企的债务融资活动，很多房企难以通过发债等方式获得新的债务融资。之前一些房企通过举债融资，在土地市场上拍下了大量项目，这些存量项目急需完成开发才能实现销售回款。而债务融资的困难导致一些房企已经缺少足够的资金来完成土地项目开发，存量待开发项目沉淀了大量资金，现金流状况出现恶化。而且一些经营风格激进的房企之前拿地价格过高，即使存量项目完成开发也面临亏损局面。

在这两方面压力下，一些房地产行业企业资金链已经断裂，债券违约案例增加。一些房企因缺少项目开发资金，导致商品房无法按时交付，损害了众多普通购房者的利益，引起了监管部门的高度重视。从最近的政策动向

看，为了防止房地产领域出现系统性风险，限购政策、房企融资政策似乎有缓和宽松的迹象。但是在当前“房住不炒”的基调下，不应该对政策缓和抱有太高的期望，监管部门不会单纯因担心房地产行业个体风险而改变整体政策方向，部分高负债房企会继续面临很大资金链压力。

当前市场关注的焦点可能是一些大型房企的信用问题，因为其牵涉面广，甚至存在房企和政策之间博弈的情况。对于部分大型房企的债务偿付风险，监管部门实际上已经高度重视，例如8月份央行就专门约谈了个别房企。未来不排除监管部门会实施强力措施，督促一些房企通过出售资产等方式处置债务问题。因此在分析个别房企时，可能需要关注监管动向和房企资产处置动作。



### 【作者简介】

中学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

### 【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：010-5727 7666

#### 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：021-6510 0651

### 【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。