

作者：申学峰  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 商品房销量环比上升，房企债市净融资仍为负 ——2021年11月房地产行业观察与债市运行动态

### 摘要

**商品房量价：**11月份30大中城市商品房成交面积环比上升14.19%，同比下降20.08%，成交量仍明显低于往年同期。百城新建住宅平均价格环比下跌0.04%，自去年2月份以来首次出现环比下跌。

**房地产贷款：**11月份重点城市首套房贷平均利率为5.69%，环比回落4个BP；二套房贷平均利率为5.96%，环比回落3个BP。个人住房贷款发放速度也有所加快。

**政策：**人民银行、银保监会强调要维护“房地产平稳健康发展”，第三季度货币政策执行报告强调“实施好房地产金融审慎管理制度”。刘鹤副总理重申了“房住不炒”定位。地方上，多个城市提高商品房预售条件、加强预售资金监管，天津市发布房价“限跌令”，限制了房企的资金周转。

**重点房企：**11月份TOP100房企销售操盘金额环比下降3.4%；荣安地产、珠江股份、阳光城、中南建设、金科股份等多家房企对外担保余额占净资产比例偏高；世茂集团澄清网传的“世茂与陆家嘴信托谈延期”消息。

**债券发行与到期：**11月份房地产行业共发行债券407.30亿元，通过债市净融资-173.86亿元。去年9月至今年11月，国内房地产行业债券存量规模压降了约2223亿元。

**信用事件与利差：**11月份有2只债券发生展期，涉及金额约29.1亿元。有8家主体和34只债券的信用评级被下调。兴业房地产行业债券信用利差（中位数）环比下降1.62BP，其中AA+级信用利差环比下降15.69BP。

**总结与展望：**尽管近期商品房销售量边际有所回暖，但仍显著低于往年同期，很多房企仍面临销售回款受阻、资金链承压的问题。一些房企采取担保融资的方式获取新债务资金，且担保规模远超净资产，需要关注大额担保融资背后的信用风险。政治局最新会议提到“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，预计政策支持将限于刚需群体，商品房需求的恢复程度可能有限。

### 相关研究报告：

- 1.《房地产销售依旧不佳，高负债房企信用风险仍很高——2021年10月房地产行业观察与债市运行动态》，2021.11.9
- 2.《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》，2021.10.13
- 3.《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

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

## The Sales of Commercialized Buildings Has Increased Month-on-Month, and the Net Financing in Real Estate Bond Market Remained Negative -----November 2021 Real Estate Industry Observation and Bond Market Operation Report

### 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 risen by 14.19% month-on-month, and fallen by 20.08% year-on-year in November, which was still significantly lower than in same period of previous years. The average price of newly built residential buildings in “100 cities” has decreased by 0.04% month-on-month, which is the first month-on-month decline since February last year.

In terms of real estate loan, the average interest rate of first home loans in key cities was 5.69% in November, a decrease of 4 BP from the previous month; the average interest rate of second home loans was 5.96% in November, a decrease of 3 BP from the previous month. The speed of issuing personal housing loans has accelerated.

In terms of policies, the People's Bank of China and the China Banking and Insurance Regulatory Commission emphasized the need to maintain the "stable and healthy development of real estate", and the third quarter monetary policy implementation report emphasized the "implementation of the real estate financial prudential management system". Vice Premier Liu He reiterated that housing is not for speculation. Many cities have improved the pre-sale conditions of commercialized buildings and strengthened the supervision of pre-sale funds, Tianjin has restricted the price reduction of commercialized buildings, restricting the capital turnover of real estate companies.

In terms of key real estate companies, the sales amount of TOP100 real estate companies in November has decreased by 1.4% month-on-month. Many real estate companies such as Rongan Property, Guangzhou Pearl River Development Group, Yango Group, Jiangsu Zhongnan Construction Group, Jinke Property Group have provided outstanding guarantees that accounted for a high proportion of their net assets; Shimao Group clarified the news that "Shimao and Lujiazui Trust are in a postponement talk" on the Internet.

In terms of bond issuance and maturity, the real estate industry has issued 40.73 billion yuan bonds in November, and has received -17.39 billion yuan of net financing through bond market. From September last year to November this year, the bond balance of the domestic real estate industry has dropped by about 222.3 billion yuan.

In terms of credit events and spreads, 2 bonds have been rolled over, involving an amount of 2.91 billion yuan in November. The credit ratings of 8 entity and 34 bonds have been downgraded. The bond credit spread (median) of real estate industry has decreased by 1.62BP, and credit spread of AA+ has increased by 15.69BP.

Looking ahead, although the sales volume of commercialized buildings has rebounded recently, it is still significantly lower than the same period in previous years. Many real estate companies are still facing the problem of blocked sales collection and pressure on the capital chain. Some real estate companies use guaranteed financing to obtain new debt funds, and the scale of guarantees far exceeds their net assets. It is necessary to pay attention to the credit risks behind large guaranteed financing. The latest meeting of the Politburo mentioned “supporting the commercialized buildings market to better meet the reasonable housing needs of buyers”. It is expected that policy support will be limited to those in rigid needs, and the recovery of demand for commercialized buildings may be limited.

## 目录

一、行业运行动态 .....	2
(一) 商品房量价 .....	2
(二) 房地产贷款 .....	4
(三) 房地产信托 .....	5
二、行业政策动态 .....	6
(一) 中央政策动态 .....	6
(二) 地方政策动态 .....	8
三、重点公司动态 .....	8
四、房地产行业债券市场运行动态 .....	10
(一) 债券发行与到期 .....	10
(二) 违约债券 .....	12
(三) 信用级别调整 .....	12
(四) 行业信用利差 .....	16
五、总结与展望 .....	16

## 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环比上升

根据 Wind 数据，11 月份国内 30 大中城市<sup>1</sup>商品房成交面积合计 1359.57 万平方米，环比上升 14.19%，同比下降 20.08%（见图 1）。今年上半年商品房销售表现良好，但是从 8 月份开始商品房销量明显回落，尤其是 30 大中城市的销量大幅低于往年正常水平。原因可能主要是近期房地产行业信用风险事件频发，很多购房者对房企的持续经营能力有所担忧，影响了商品房的预售。再加上近期房贷额度偏紧、利率偏高，导致整体购房需求下降。尽管近期个人住房贷款利率下降、发放速度加快，商品房销量有所上升，但仍明显低于往年同期。

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，增加债务违约风险。但目前房地产金融政策已有缓和，政策支持保障刚需群体的个人住房贷款，预计年底之后商品房成交量会逐步回升。

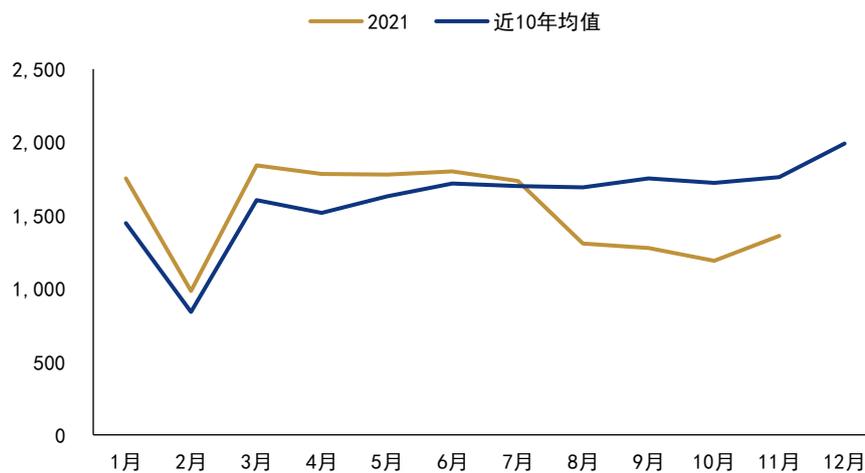


图 1: 30 大中城市商品房成交面积 (2011-2021, 单位: 万平方米)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 2. 十大城市商品房去化周期拉长

<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 11 月末十大城市<sup>2</sup>商品房可售面积合计 8379.89 万平方米，环比增加 16.21%（见图 2）。11 月底去化周期<sup>3</sup>环比增加 0.77 个月，库存去化周期显著拉长。由于近期房地产成交量大幅低于往年同期，十大城市商品房出现累库，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（2014.01-2021.11，单位：万平方米，月）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 3. 百城住宅平均价格出现环比下跌

根据中国房地产指数系统调查数据，11 月份百城新建住宅平均价格为 16183 元/平方米（见图 3），环比下跌 0.04%，同比上涨 2.72%，自去年 2 月份以来首次出现环比下跌。在房地产销量下降的情况下，房地产价格上涨也进一步放缓。部分房企在前几年以较高的成本购买了很多土地项目，在房价上涨放缓的情况下，项目开发的收益被压缩，项目回款金额不及预期，部分房企存量项目可能面临亏损。

<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)。

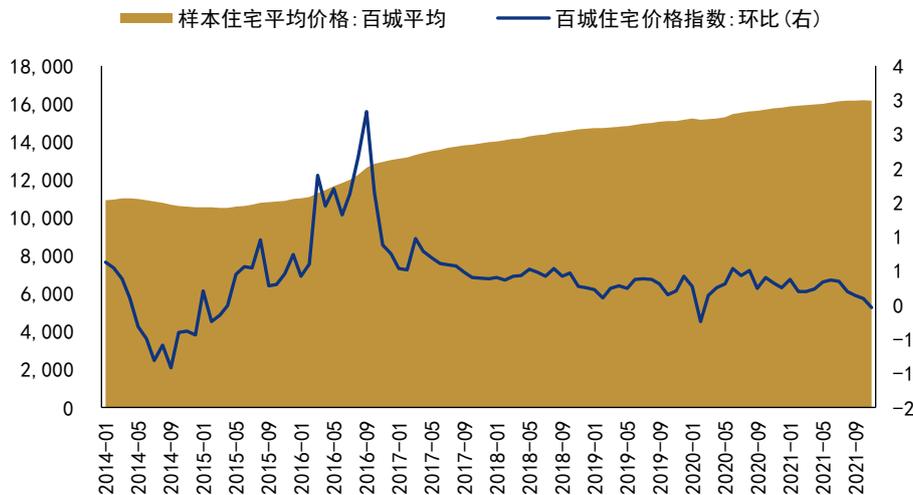


图3：百城新建住宅平均价格及其环比涨幅（2014.01-2021.11，单位：元/平方米，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

分城市类型来看，11月份一线、二线、三线城市住宅价格分别环比下跌0.10%、0.00%、0.02%（见图4），其中一线城市连续第二个月环比下跌，二线、三线城市环比基本持平。今年下半年，各类型城市房价涨幅都显著回落，部分城市房价出现一定程度下跌。

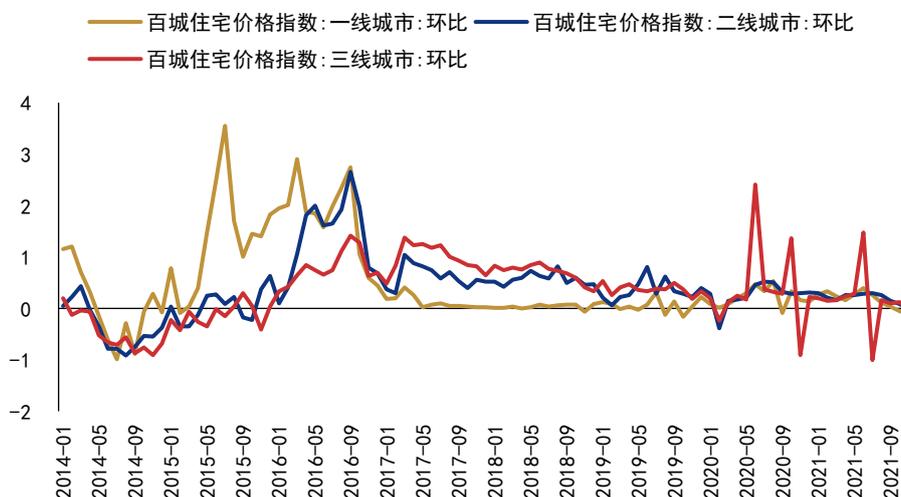


图4：各类型城市住宅价格指数环比涨幅（2014.01-2021.11，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （二）房地产贷款

### 1.个人住房贷款利率下降

11月份贝壳研究院监测的100+个城市主流首套房贷利率为5.69%，环比回落4个基点；二套房贷利率为5.96%，环比回落3个基点。自10月房贷利率出现年内首次环比回调后，11月利率再次下降。

11月重点城市中约30%的城市下调房贷利率，下调范围较上月扩大。下调范围主要覆盖长三角城市群、粤港澳大湾区，如长三角城市群的嘉兴、盐城、湖州、南通、金华、绍兴，粤港澳大湾区的惠州、东莞、佛山、中山等。

## 2.个人住房贷款发放加快

11月份贝壳研究院监测的100+个城市个人住房贷款平均放款周期为68天，较上月缩短5天，放款周期自4月以来首次缩短。其中超过60%的城市放款周期缩短，柳州、南通、北海等城市放款周期较上月缩短20天以上，南通、盐城、绍兴、东莞、中山等利率下降的城市放款周期也同步缩短。

贷利率下调、信贷环境改善后，房地产市场的合理资金需求正得到满足，这有利于改善市场预期，促进市场成交筑底回升。

## （三）房地产信托

### 1.新成立房地产信托规模低于往年同期

近期由于房地产销售遇冷，房企开发活动放缓，对资金需求下降。再加上近期房地产企业违约事件频发，市场在规避房地产行业风险，房地产信托融资规模出现大幅下降。根据用益信托网数据，11月份房地产信托成立规模仅为140.94亿元（见图5），明显低于往年同期。11月新成立房地产信托的平均收益率为7.45%，环比下降0.08个百分点。

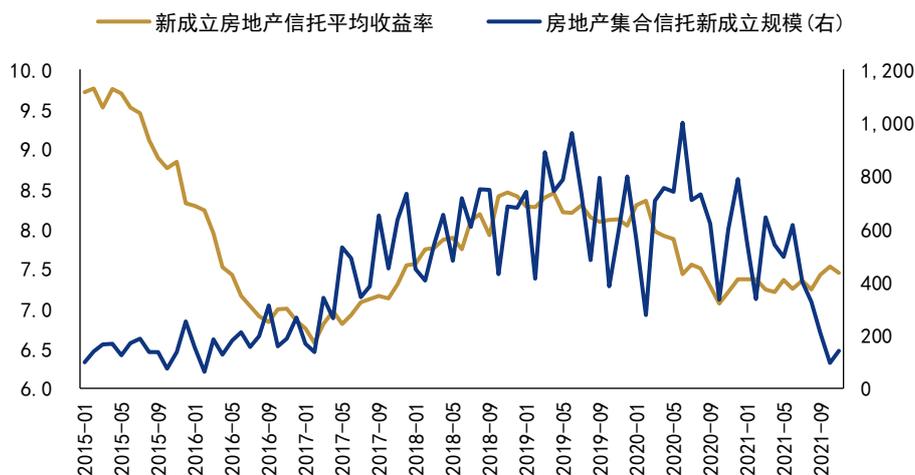


图5：新成立房地产集合信托情况（2015.01-2021.11，单位：%，亿元）

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小幅下降

目前房地产信托平均收益率仍高于其他行业，但利差有所减小。例如11月份工商企业、基础产业、金融业三个领域新发行信托的平均收益率为7.29%、7.07%和6.61%，环比有所上升。而房地产信托平均收益则为7.45%。环比小幅下降（见图6）。这可能反映出近期房地产金融政策缓和背景下，市场对房地产行业风险的预期有所下降。

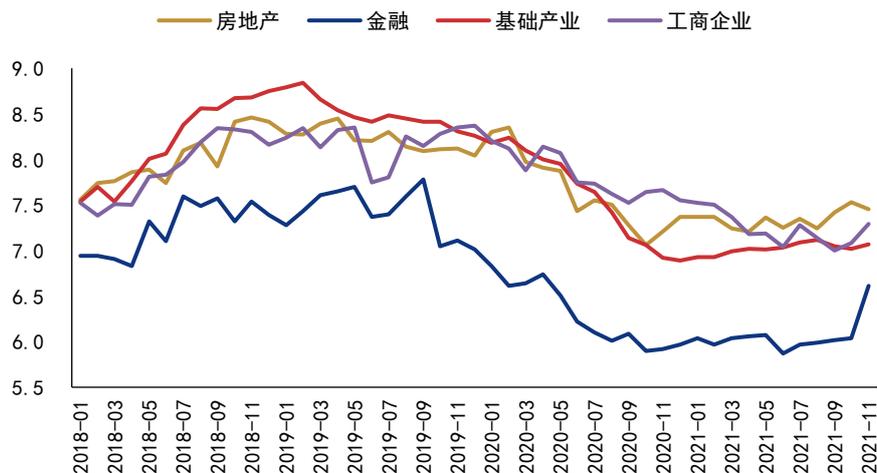


图6：新成立各行业信托平均收益率（2018.01-2021.11，单位：%）

资料来源：用益信托网，远东资信整理

## 二、行业政策动态

11月份，人民银行、银保监会集体学习十九届六中全会精神，强调要维护“房地产平稳健康发展”，第三季度货币政策执行报告也强调“实施好房地产金融审慎管理制度”。刘鹤副总理在人民日报发表署名文章，重申了“房住不炒”定位。地方政策方面，多个城市提高商品房预售条件、加强预售资金监管，天津市还发布房价“限跌令”，限制了房企的资金周转能力。

### （一）中央政策动态

#### 1.人民银行、银保监会学习贯彻“维护房地产市场平稳健康发展”的六中全会精神

11月12日，人民银行党委召开会议认真传达学习党的十九届六中全会精神。会上提到要维护房地产市场平稳健康发展。

11月12日，银保监会召开党委（扩大）会议传达学习贯彻党的十九届六中全会精神。会上提出要毫不松懈地防范化解金融风险，平衡好稳增长和防风险的关系，坚决守住不发生系统性金融风险底线。稳地价、稳房价、稳预期，遏制房地产金融化泡沫化倾向，健全房地产调控长效机制，促进房地产业稳定健康发展。

## 2. 第三季度货币政策执行报告强调“实施好房地产金融审慎管理制度”

11月19日，人民银行发布2021年第三季度中国货币政策执行报告。报告指出，目前房地产市场风险总体可控，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。

同时，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度，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，维护住房消费者的合法权益。

## 3. 刘鹤副总理重申“房住不炒”定位

11月24日，国务院副总理刘鹤在人民日报发布名为《必须实现高质量发展（学习贯彻党的十九届六中全会精神）》的文章。

文章强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，着力稳地价、稳房价、稳预期，落实好房地产市场长效机制，顺应居民高品质住房需求，更好解决居民住房问题，促进房地产行业平稳健康发展和良性循环。

## 4. 财联社报道：多家房企计划在银行间市场发行债务融资工具

11月9日，财联社记者获悉，中国银行间市场交易商协会11月9日举行房地产企业代表座谈会。据参会人士透露，招商蛇口、保利发展、碧桂园、龙湖集团、佳源创盛、美的置业等公司近期均有计划在银行间市场注册发行债务融资工具。

## 4. 住建部、财政部支持推进保障性租赁住房建设

11月4日，住建部召开发展保障性租赁住房工作现场会。住建部相关负责人表示，加快发展保障性租赁住房是新阶段住房保障工作的重中之重。当前，各地区、各部门推动发展保障性租赁住房取得初步成效，形成了一批可复制、可推广的经验。2021年，全国40个城市计划新筹集保障性租赁住房93.6万套，1月至9月已开工72万套，占全年计划的76.9%。南京、无锡、宁波、佛山、长春、南宁等6个城市已完成年度计划。

11月17日，财政部发布关于提前下达2022年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算的通知。通知指出，该项资金待2022年预算年度开始后，按规定程序拨付使用，专项用于城市棚户区改造，向符合条件的在市场租赁住房的保障家庭发放租赁补贴，城镇老旧小区改造，以及第二批中央财政支持住房租赁市场发展试点。

## 5. 住建部开展新一批城市更新试点

11月4日，住建部发布关于开展第一批城市更新试点工作的通知。通知要求，针对我国城市发展进入城市更新重要时期所面临的突出问题和短板，严格落实城市更新底线要求，转变城市开发建设方式，结合各地实际，因

地制宜探索城市更新的工作机制、实施模式、支持政策、技术方法和管理制度，推动城市结构优化、功能完善和品质提升，形成可复制、可推广的经验做法，引导各地互学互鉴，科学有序实施城市更新行动。

## （二）地方政策动态

### 1.部分城市出台措施缓解房企经营压力

（1）11月3日，成都发布通知进一步明确商品房预售款监管有关事项，指出预售商品房项目的监管分户账内资金达到监管额度后，开发企业可申请支取多余部分资金，申请支取的多余部分资金可用于农民工工资支付。

（2）11月5日，长春发布通知对房地产开发企业涉及在建建筑物抵押、商品房预售等业务办理放宽条件。内容包括：①允许房地产开发企业在土地使用权或在建建筑物抵押期间办理商品房预售许可证及进行商品房预售；②允许房地产开发企业在取得商品房预售许可证后对未预售商品房进行在建建筑物抵押；③允许房地产开发企业在办理不动产首次登记后对未售的商品房进行抵押权登记；④允许房地产开发企业在限制上市交易的期限届满或抵押权注销后将自留房状态变更为商品房备案状态。

### 2.多个城市提高商品房预售条件，加强预售资金监管

（1）11月4日，北京就商品房预售资金监督管理办法向社会公开征求意见。①预售资金由监管银行重点监管，银行与相关单位共享网签信息等，动态掌握销售情况和入账资金；②监管额度每平方米不低于5000元，具体根据企业信用水平、经营状况等综合确定；③预售项目存在重大风险时，区住建部应全面接管监管账户，实施封闭管理，优先用于工程建设。

（2）11月7日，石家庄发布公告，调整石家庄市商品房项目预售许可形象进度，要求2021年11月8日后出让的房地产开发项目，预售许可形象进度由设计总层数的三分之一提高至主体封顶。

（3）11月9日，漳州发布商品房预售资金监管细则。商品房买卖合同应约定预售资金全部直接缴入商品房预售资金监管专用账户，预售人应当按照施工完成节点及规定额度申请支取监管额度内资金。

（4）11月15日，厦门就商品房预售管理征求意见。商品房预售资金应当全部存入预售资金监管专用账户，纳入监管。商品房预售资金监管专用账户内初始留存资金额度按照预售项目工程造价及风险金（工程造价的20%）核定，后续留存资金额度按照预售项目的工程形象进度确定，以保证项目竣工。

### 3.天津市发布房价“限跌令”

11月20日，天津市住建委约谈各房企，要求商品房规范降价行为。商品房房价降幅5%，需上报区住建委；房价降幅10%，需上报市住建委；房价降幅15%，禁止销售，关闭网签；大型促销活动，详细情况，必须报备区住建委。

### 4.多个地区新出台政策促进保障性租赁住房建设

(1) 11月1日，深圳发布就既有非居住房屋改造保障性租赁住房征求意见。深圳可改造为保障性租赁住房的既有非居住房屋，包括闲置和低效利用的商业、办公、旅馆（酒店）、厂房、研发用房、仓库等。

(2) 11月5日，广东省发布关于加快发展保障性租赁住房的实施意见。广州、深圳、珠海、汕头、佛山、惠州、东莞、中山、江门和湛江市是发展保障性租赁住房的重点城市，要根据常住人口规模、人口流入分布、公共服务设施配套和交通等条件，结合城市轨道交通站点和城市建设重点片区等情况发展保障性租赁住房。

(3) 11月11日，青岛就发展保障性租赁住房征求意见。青岛拟利用集体经营性建设用地建设、企事业单位自建、园区配套建设、盘活闲置住宅和非居住存量房屋、集中建设和商品住房项目配建多种方式来筹集房源。

(4) 11月16日，山东省发布关于加快发展保障性租赁住房的实施意见。济南、青岛等人口净流入的大城市，要以新市民、青年人为重点，以实物保障为主、租赁补贴并重，努力实现职住平衡；淄博、枣庄、烟台、潍坊、济宁、泰安、威海、临沂、聊城等9个城市，要以新就业大学生、进城务工人员为重点，统筹实物和租赁补贴保障方式。

(5) 11月18日，海南省就加快发展保障性租赁住房征求意见。保障性租赁住房租金实行政府指导价，原则上不超过同地段同品质市场租赁住房平均租金的90%，加强土地政策支持，加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度，支持在保障性租赁住房领域发展房地产投资信托基金（REITs）。

(6) 11月23日，上海发布关于加快发展保障性租赁住房的实施意见。面向社会供应的保障性租赁住房，租赁价格应在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下；面向本园区、本单位、本系统职工等定向供应的保障性租赁住房，租赁价格可进一步降低；保障性租赁住房租金的年涨幅最高不得超过5%。

### 三、重点公司动态

#### 1. TOP100房企11月单月业绩环比下降3.4%

根据克而瑞统计，2021年10月，TOP100房企实现销售操盘金额7507.8亿元，单月业绩规模较10月环比下降3.4%。受下半年市场持续降温的影响，11月单月业绩同比也延续了自7月以来的下跌趋势，且降幅进一步扩大至37.6%。累计业绩来看，截至11月末，百强房企销售操盘金额较2019年和去年同期分别增长13.8%和1.4%，累计业绩增速进一步放缓。

具体从企业表现来看，2021年11月百强房企中逾8成企业单月业绩同比降低，其中超过半数的房企同比降幅大于30%。同时，包括绝大部分TOP30房企在内，有近9成企业单月业绩不及上半年月均水平。整体来看，11月房企单月业绩表现不及上半年及历史同期，同环比双降的百强房企数量较上月有明显增加，达到56家。

#### 2. 荣安地产对外担保余额占净资产的224.84%

11月份，荣安地产股份有限公司（简称“荣安地产”）为旗下的平湖荣昇置业有限公司、义乌市华捷置业有限公司提供担保。截至11月29日，荣安地产及其控股子公司对外担保总余额为人民币184.70亿元，占公司最近一期经审计净资产的224.84%。

### 3.珠江股份对外担保余额占净资产的354.78%

11月5日，广州珠江实业开发股份有限公司（简称“珠江股份”）为旗下的广州璟润房地产开发有限公司提供不超过3.96亿元担保。截至11月5日，珠江股份对外担保余额、对旗下公司的担保余额分别占公司经审计的2020年末合并报表归属于母公司所有者权益的354.78%和130.48%，无逾期担保。

### 4.阳光城对外担保余额占净资产的306.84%

11月10日，阳光城集团股份有限公司（简称“阳光城”）为子公司长沙中泛置业有限公司提供16.1亿元担保。截至11月10日，阳光城及其控股子公司对外担保总余额为941.77亿元，占最近一期经审计合并报表归属母公司净资产306.84%。

### 5.中南建设对外担保余额占净资产的219.15%

11月份，江苏中南建设集团股份有限公司（简称“中南建设”）为旗下的菏泽中南花成置业有限公司、山东锦城钢结构有限责任公司等多家公司提供担保。截至11月29日，中南建设及其控股子公司对外担保余额为628.99亿元，占公司最近一期经审计归属上市公司股东的股东权益的219.15%。

### 6.金科股份对外担保余额占净资产的208.62%

11月份，金科地产集团股份有限公司（简称“金科股份”）为旗下多家公司提供担保。截至11月29日，金科股份对参股公司提供的担保余额为173.72亿元，对子公司、子公司相互间及子公司对公司提供的担保余额为596.56亿元，合计担保余额为770.28亿元，占本公司最近一期经审计净资产的208.62%。

### 7.世茂集团澄清:与陆家嘴信托合作正常，未有过逾期或面临延期偿付

11月5日，针对网传“世茂与陆家嘴信托谈延期”消息，世茂集团控股有限公司（简称“世茂集团”）发布澄清说明称，经内部摸排以及与陆家嘴信托确认，目前世茂集团与陆家嘴信托合作正常，过往从未有过逾期或面临延期偿付事项。

## 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，11月份房地产行业共发行债券407.30亿元，偿还债券581.16亿元，房地产行业通过债券市场净融资额为-173.86亿元（见图7）。11月份房地产债发行规模环比有所

增长，但仍小于债券到期规模，房企债券融资还没有明显回暖。其中，中资地产离岸债发行规模仅有 1.58 亿美元，房企在境外市场发债骤减，可能主要是受近期出现多起地产美元债违约事件的影响。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 11 月国内房地产行业债券存量规模压降了约 2223 亿元。

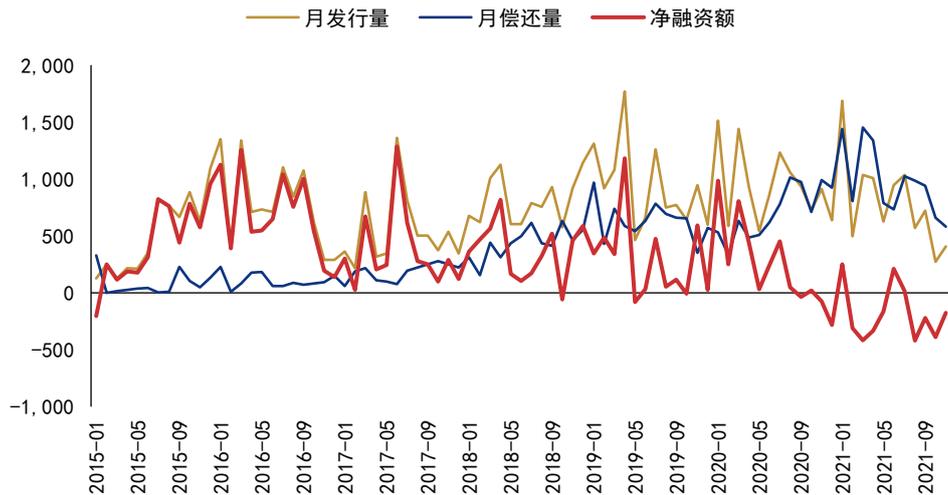


图 7：房地产行业债券（含境内债券和中资离岸债）发行与到期规模（2015.01-2021.11，单位：亿元）

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，11 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 82.75%，AA+级主体占比为 6.87%，AA 级主体占比为 10.37%，AA-及以下级别主体、无评级主体发行数量为零（见图 8）。从去年中以来，AA 级以下主体发行额占比总体呈减少趋势，AA+级以上主体发行额占比上升。

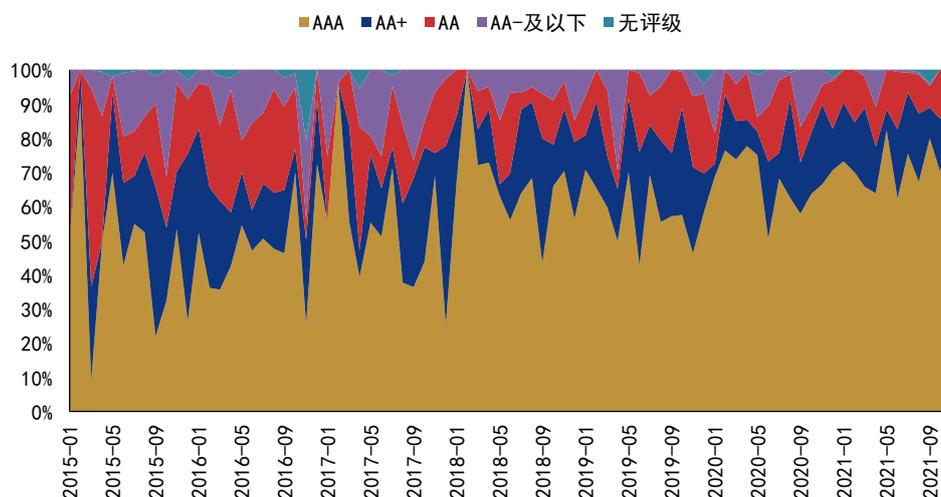


图 8：房地产行业不同级别主体（境内市场发行人）发行债券（不含 ABS）金额的占比（2015.01-2021.11）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （二）违约/展期债券

根据 Wind 统计口径，11 月份境内债券市场运行期间，房地产行业没有新增违约券，但有 **3 只债券发生展期**（见表 1），涉及债券余额合计约 29.1 亿元。3 只展期债券的发行人分别为阳光城集团股份有限公司（简称“阳光城”）和花样年集团(中国)有限公司（简称“花样年”）。

阳光城除在境内市场债券出现展期外，还有 3 只美元债也在 11 月展期。11 月份阳光城有多笔债券集中到期，但公司现金流紧张，为了避免实质违约，阳光城与债权人协商完成了债券展期。

花样年的母公司花样年控股集团有限公司在 10 月 8 日就已经出现美元债券违约，集团近期遭遇银行信贷收紧，资金链紧张，随后境内到期债券在与债权人协商后展期。

表 1：11 月份房地产行业展期债券

序号	债券简称	发行人	展期日期	债券余额 (亿元)	债券类型
1	18 阳光 04	阳光城集团股份有限公司	2021/11/19	6.37	私募债
2	20 花样 02	花样年集团(中国)有限公司	2021/11/25	15.43	一般公司债
3	19 花样 02	花样年集团(中国)有限公司	2021/11/29	7.3	一般公司债

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，11 月份合计有 8 家主体和 34 只债券的信用级别被下调，无信用级别上调情况。

### 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，11 月份有 **8 家房地产公司的主体级别被下调**（见表 2），分别为阳光城集团股份有限公司、当代节能置业股份有限公司、福建阳光集团有限公司、佳兆业集团控股有限公司、佳兆业集团(深圳)有限公司、奥园集团有限公司、花样年集团(中国)有限公司和北京鸿坤伟业房地产开发有限公司。根据评级机构披露的报告，部分主体级别调降理由如下：

**阳光城集团股份有限公司：**阳光城集团短期内债务到期较为集中，偿债资金筹措压力加大。截至2021年9月末，阳光城集团全部有息债务为891.48亿元，短期有息债务为283.07亿元，其中2021年11月到期债务较为集中，包含将于11月19日到期的余额为6.37亿元私募债“18阳光04”，将于11月12日行权的美元债约2.47亿美元，同时还包括资产支持证券等债务的偿付。在当前房地产融资环境偏紧的情况下，考虑到阳光城集团目前债券二级市场成交价格持续走低，其融资能力显著减弱，同时再融资能力的下降以及房地产调控政策的持续将对阳光城集团销售回款形成一定压力，阳光城集团偿债资金筹措压力加大。

**当代节能置业股份有限公司：**2021年10月26日，发行人间接控股股东当代置业(中国)有限公司(以下简称“当代中国”)公告，称因宏观经济环境、房地产行业环境以及COVID-19疫情等多重因素的不利影响导致预计之外的流动性问题，当代中国未能偿还于2021年10月25日到期的美元债本息。发行人作为当代中国在境内的主要房地产经营平台，占当代中国资产、收入及利润的比重很高，本次当代中国美元债到期未偿还事件预计将对发行人经营及融资环境产生较大负面影响，同时再融资能力的下降以及房地产调控政策的持续将对发行人销售回款形成一定压力，发行人偿债资金筹措压力加大。

**奥园集团有限公司：**行业销售下行为公司销售回款与资金回笼带来压力，未来公司内生现金流增长空间预计有限。同时近期在行业融资政策收紧以及市场金融机构风险偏好降低的背景下，公司资本市场债券价格波动加剧，不利于其后续再融资。加之销售资金监管严格，公司可用于偿还资本市场债务的货币资金规模持续下降。截至2021年6月底，公司全部债务751.38亿元，其中短期债务规模363.67亿元，短期债务规模较大。考虑到再融资渠道不断收缩，公司流动性管理压力将持续加大。目前，公司通过转让资产等方式积极筹措资金以改善流动性，但相关资产处置进度存在不确定性。

**北京鸿坤伟业房地产开发有限公司：**调整原因为公司于2019年发行的“19鸿坤01”的回售撤销期以及回售资金到账日延长至2021年12月22日。公司主要布局京津冀地区，区域房地产市场调控力度仍较大，市场环境仍未有明显改善。截至2021年6月底，公司全部债务(含应付票据)153.38亿元，其中短期债务(含应付票据)59.65亿元，现金短债比仍低于1倍，短期流动性和整体债务压力均较大。考虑到近期行业融资政策收紧及金融机构风险偏好降低，公司再融资渠道不断收缩，流动性管理压力将持续加大。

表 2：11 月份主体级别调低的企业

序号	主体名称	10 月末 级别	11 月末 级别	下调子级数	评级机构	级别调整日期	12 月 6 日境内存 量债券(亿元)
1	阳光城集团股份有限公司	AAA (稳定)	AA+ (负面)	1 个	东方金诚	2021/11/01	177.49
		AAA (稳定)	AAA (负面)	—	大公	2021/11/01	
2	当代节能置业股份有限公司	AA (稳定)	A (负面)	3 个	东方金诚	2021/11/04	9.05
3	福建阳光集团有限公司	AA+ (稳定)	AA (负面)	1 个	东方金诚	2021/11/11	30.39

序号	主体名称	10月末级别	11月末级别	下调子级数	评级机构	级别调整日期	12月6日境内存量债券(亿元)
4	佳兆业集团控股有限公司	AA+ (负面)	AA	1个	中诚信	2021/11/12	暂未发债
5	佳兆业集团(深圳)有限公司	AA+ (负面)	AA	1个	中诚信	2021/11/12	9.45
6	奥园集团有限公司	AAA (稳定)	AA (负面)	2个	联合资信	2021/11/18	86.06
7	花样年集团(中国)有限公司	A	BBB-	4个	中诚信	2021/11/23	64.47
8	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	AA (负面)	AA- (负面)	1个	联合资信	2021/11/29	9.20

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, 11 月份有 8 家房地产公司发行的 34 只债券的债项级别被下调(见表 3), 这些债券平均被下调了 1.85 个子级。其中, 阳光城集团股份有限公司有 6 只, 当代节能置业股份有限公司有 3 只, 福建阳光集团有限公司有 5 只, 佳兆业集团(深圳)有限公司有 4 只, 奥园集团有限公司有 6 只, 花样年集团(中国)有限公司有 5 只, 成都市花样年房地产开发有限公司有 2 只, 北京鸿坤伟业房地产开发有限公司有 3 只。

11 月份级别下调的 34 只房地产债券中有 11 只为 ABS, 近期出现很多房企发行的资产支持证券级别下调的情况, 需关注部分基础资产质量较差的房地产 ABS 信用风险。

表 3: 11 月份债项级别调低的债券

序号	债券简称	10月末级别	11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	H20 阳优	AAA	AA+	1个	东方金诚	2021-11-01	阳光城集团股份有限公司
2	21 阳城优	AAA	AA+	1个	东方金诚	2021-11-01	阳光城集团股份有限公司
3	20 阳城 01	AAA	AA+	1个	东方金诚	2021-11-01	阳光城集团股份有限公司
4	20 阳城 02	AAA	AA+	1个	东方金诚	2021-11-01	阳光城集团股份有限公司
5	20 阳城 03	AAA	AA+	1个	东方金诚	2021-11-01	阳光城集团股份有限公司
6	21 阳城 01	AAA	AA+	1个	东方金诚	2021-11-01	阳光城集团股份有限公司
7	当代 02 优	AA+	A	4个	东方金诚	2021-11-04	当代节能置业股份有限公司

序号	债券简称	10月末 级别	11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
8	当代03优	AA	A	3个	东方金诚	2021-11-04	当代节能置业股份有限公司
9	19当代01	AA	A	3个	东方金诚	2021-11-04	当代节能置业股份有限公司
10	19阳集01	AA+	AA	1个	东方金诚	2021-11-11	福建阳光集团有限公司
11	19阳集02	AA+	AA	1个	东方金诚	2021-11-11	福建阳光集团有限公司
12	19阳集03	AA+	AA	1个	东方金诚	2021-11-11	福建阳光集团有限公司
13	18福建阳光 MTN001	AA+	AA	1个	东方金诚	2021-11-11	福建阳光集团有限公司
14	19福建阳光 MTN001	AA+	AA	1个	东方金诚	2021-11-11	福建阳光集团有限公司
15	21佳房01	AA+	AA	1个	中诚信	2021-11-12	佳兆业集团(深圳)有限公司
16	佳尾2B2	AA+	AA	1个	中诚信	2021-11-15	佳兆业集团(深圳)有限公司
17	佳尾3A3	AAA	AA	2个	中诚信	2021-11-15	佳兆业集团(深圳)有限公司
18	佳尾3B3	AA+	AA	1个	中诚信	2021-11-15	佳兆业集团(深圳)有限公司
19	19奥园02	AAA	AA+	1个	联合资信	2021-11-18	奥园集团有限公司
20	20奥园01	AAA	AA+	1个	联合资信	2021-11-18	奥园集团有限公司
21	20奥园02	AAA	AA+	1个	联合资信	2021-11-18	奥园集团有限公司
22	21奥园债	AAA	AA+	1个	联合资信	2021-11-18	奥园集团有限公司
23	20奥创2A	AAA	AA+	1个	联合资信	2021-11-19	奥园集团有限公司
24	21奥创A	AAA	AA+	1个	联合资信	2021-11-19	奥园集团有限公司
25	18花样年	A	BBB-	4个	中诚信	2021-11-23	花样年集团(中国)有限公司
26	19花样年	A	BBB-	4个	中诚信	2021-11-23	花样年集团(中国)有限公司
27	19花样02	A	BBB-	4个	中诚信	2021-11-23	花样年集团(中国)有限公司
28	20花样01	A	BBB-	4个	中诚信	2021-11-23	花样年集团(中国)有限公司
29	20花样02	A	BBB-	4个	中诚信	2021-11-23	花样年集团(中国)有限公司
30	花样年1A	A	BBB-	4个	中诚信	2021-11-24	成都市花样年房地产开发有限公司
31	花样年1B	A	BBB-	4个	中诚信	2021-11-24	成都市花样年房地产开发有限公司
32	18鸿坤01	AA	AA-	1个	联合资信	2021-11-29	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司
33	18鸿坤03	AA	AA-	1个	联合资信	2021-11-29	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司

序号	债券简称	10月末级别	11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
34	19鸿坤01	AA	AA-	1个	联合资信	2021-11-29	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司
				平均下调1.85个			

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，11月末房地产行业债券信用利差为 57.42BP，较 10月末下降 1.62BP。11 月份房地产行业信用利差继续小幅下降，可能原因是近期房地产行业政策出现了缓和信号，央行明确表态要满足房地产领域合理资金需求，对房企的项目开发贷款和个人住房贷款有所放松，行业整体的信用风险有所下降。

分债项级别看（见图 9），与 10 月末相比，11 月末房地产行业 **AAA 级债券** 的信用利差上升 0.68BP，**AA+级债券** 的信用利差下降 15.69BP，**AA 级债券** 的信用利差下降 0.91BP。自 2020 年以来，AA 级别债券的信用利差波动很大，可能主要是因为房地产行业陆续新增了多起违约事件，较低级别债项交易价格受到了很大冲击。

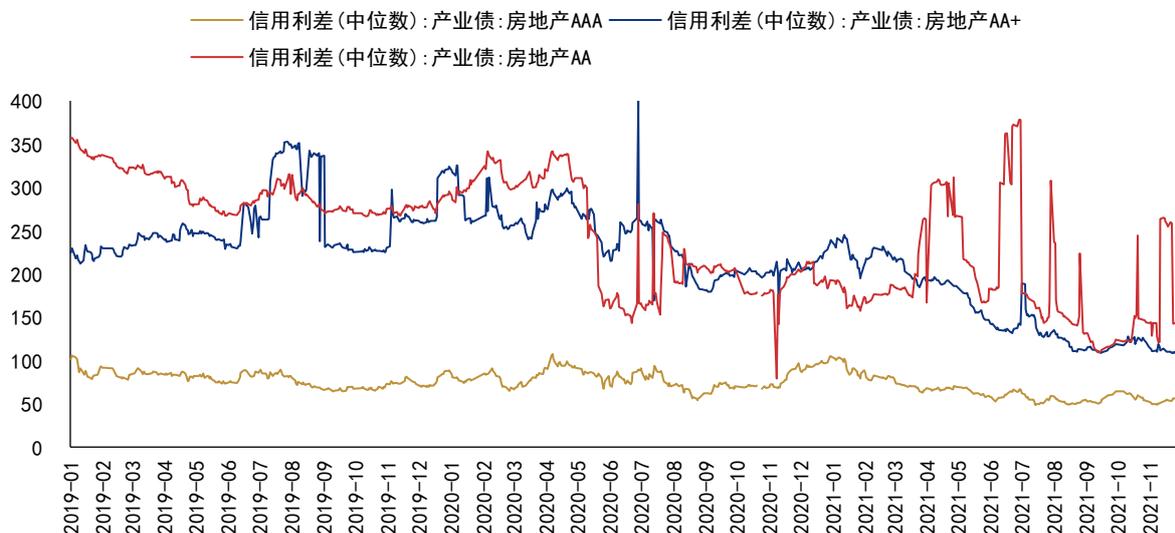


图 9：兴业房地产行业债券信用利差（2019.01-2021.11，单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 五、总结与展望

在个人住房贷款供应改善的情况下，近期商品房销售量边际有所回暖，但仍显著低于往年同期。很多房企仍面临着销售回款受阻的问题，资金链承受了巨大压力。为了缓和房企的资金压力，据财联社报道，近期银行间交

易商协会召开房企座谈会，多家房企表示将新发行债务融资工具。但有资格增发债券的主体仍将局限于部分优质房企，很多高负债房企仍很难获得债券市场的输血，其融资环境并没有明显改善。

部分高负债房企为了获得新的资金，采取了担保融资的方式。11月份就有多家房企新增担保融资，部分房企的对外担保金额已经远超净资产规模，存在很大债务风险。如果相关企业后续现金流状况恶化，出现到期无法履行担保责任的情况，容易引发债务加速到期，触发债券违约。因此需要关注房企担保融资对信用风险的影响。

下半年以来房地产销量的下滑可能对国内经济已经产生了较大负面影响，政策有必要对住房消费给予一定支持，维持房地产行业 and 宏观经济的平稳发展。12月6日政治局会议就提到，“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。但是预计对个人住房消费的支持也仅限于刚需群体，房贷不会出现放水的情况，因此对未来楼市的销量不宜太乐观。如果商品房销量持续低迷一段时间，房地产行业可能会经历一波市场出清，一些高杠杆房企将面临出售资产或违约的选择。

### 【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



## 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。