

## 债务视角看地产，黎明前的黑暗？

作为影响经济的重要变量，地产是近期市场讨论的焦点之一。债务视角看地产，或有助于更好理解当下地产“症结”，及推演未来走势。本文梳理，可供参考。

### ■ 一问：当前地产债务风险状况？房企违约频现，融资“螺旋式”收缩压力上升

房企债券违约规模创新高，民企违约居多、甚至包含部分“绿档”房企。房企债券违约，从2020年下半年开始明显增多，2021年前10月达320亿元、创近年来新高，考虑离岸市场情况，违约债务规模更大；除公开债券外，银行贷款、信托等违约也增多。首次违约或债务违约风险较高的房企多为民企，大多是净负债率、现金短债比等恶化的“红档”房企，部分是表内债务满足“绿档”的房企。

随着债务违约风险发酵，银行放贷谨慎、机构认购债券意愿下降等，加大房企债务“螺旋式”收缩压力。债务违约风险发酵下，银行放贷、机构投资地产债券等较为谨慎，地产债融资单季度一度收缩超500亿元、成本快速攀升，导致房企再融资现金流紧张、违约风险进一步上升。近期，以地产债等融资边际有所改善，但信用分层现象突出，对于债务压力比较大的房企，再融资现金流改善较有限。

### ■ 二问：地产债务风险的“症结”？资金断裂是表象，杠杆扩张过快才是根源

地产调控下，地产销售回款、再融资等的收缩，可能只是房企债务风险释放的“催化剂”。2020年下半年以来，出现债务违约的房企，大多经历了经营性现金流和筹资现金流的双双恶化，与房企相关融资监管加强下，地产销售加速回落带来的回款现金流下降，及违约担忧导致的再融资压力上升等紧密相关；商品房预算资金监管收紧、债权人权益保全措施等，进一步加大了房企资金的运转难度。

过去几年杠杆扩张过快、现金流稳定性下降，才是房企债务违约的根源。目前出现违约风险的房企，大多在上一轮地产周期中，业务规模和债务快速扩张，净负债率在2015年至2017年基本上翻番；同时，现金流管理没有跟上，非标等高成本融资增多、资金运用效率不高，及流动性偏低的土地和项目储备增多，共同导致现金流稳定性下降。部分房企盲目多元化扩张，也拖累了主业现金流状况。

### ■ 三问：债务视角看地产的启示？投资或仍面临下滑压力，房企转型大势所趋

债务压力下，房企报表和拿地行为等的修复可能还需要时间，或意味着地产投资仍面临下滑压力。“房住不炒”下，部分省市放宽购房资格、预售条件等“预调微调”，及对刚性和改善型住房需求的贷款支持等，均有利于缓解房企现金流压力；但房企报表、居民购房意愿和金融机构信心的修复尚需要时间，加之2022年上半年债务到期偿付较为集中，使得房企拿地、投资等行为阶段性仍偏谨慎。

地产定位变化下，地产行业已告别高增长时代，房企转型大势所趋。不同于传统周期，本轮地产调控更加注重“长效机制”的构建，兼顾社会大局稳定和经济转型，不会走地产对冲经济下行的老路。对地产行业而言，传统发展模式可能较难持续，行业出清或才刚刚开始，房企头部效应或更加凸显；同时，部分房企可以利用在住宅开发、物业管理等的专业优势，转向轻负债的住宅联合开发模式等。

**风险提示：**债务风险加速暴露，政策调控变化。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

一问：当前地产债务风险状况？	3
二问：地产债务风险的“症结”？	5
三问：债务视角看地产的启示？	6
风险提示：	9

## 图表目录

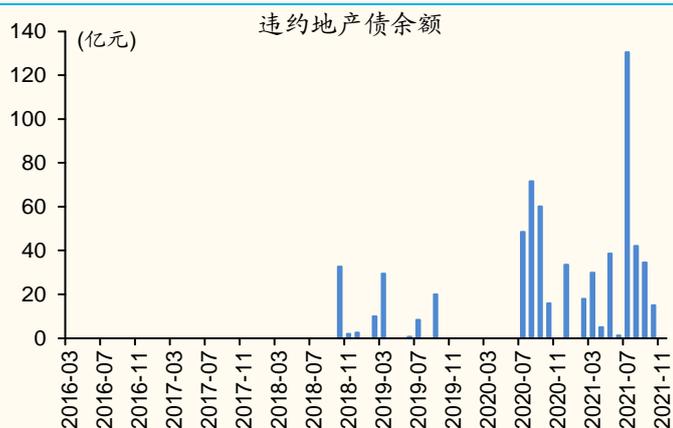
图表 1：2021 年下半年以来，房企违约明显增多	3
图表 2：房企违约不仅涉及境内外债券、还包括非标等	3
图表 3：违约房企以民企为主	3
图表 4：部分绿档房企也出现违约	3
图表 5：地产债、开发贷等融资持续收缩	4
图表 6：2021 年以来，离岸地产债发行利率明显更高	4
图表 7：四季度以来，地产债发行几乎都是国企	4
图表 8：四季度以来，地产债发行加权期限缩短	4
图表 9：销售“遇冷”下，经营性现金流承压	5
图表 10：现金流紧绷、再融资压力下，违约风险较大	5
图表 11：贷款、销售回款等资金来源持续回落	5
图表 12：部分地区预算资金监管一度趋严	5
图表 13：贷款集中度，银行对房企贷款压降较为明显	6
图表 14：“三条红线”下，房企带息债务加速回落	6
图表 15：上一轮周期中，部分房企净负债率快速增长	6
图表 16：上一轮周期中，地产信托快速增长	6
图表 17：地产相关政策“纠偏”或已然开始	7
图表 18：居民中长贷已连续 2 个月同比增加	7
图表 19：商品房成交面积持续低于季节性	7
图表 20：2022 年上半年，离岸地产债到期较为集中	8
图表 21：地产销售和拿地双双回落	8
图表 22：不同以往，地产不再作为短期刺激经济手段	8
图表 23：房地产长效机制逐步建立	8

作为影响经济的重要变量，地产是近期市场讨论的焦点之一。债务视角看地产，或有助于更好理解当下地产“症结”，及推演未来走势。

### 一问：当前地产债务风险状况？

年中以来，房企债务风险事件频现，对地产行业和市场形成持续扰动。房企债券违约，从2020年下半年开始明显增多，2021年年中出现明显放量，使得前10月违约地产债余额达320亿元、创近年来新高；同时，房企在离岸市场发行的美元债等也出现违约增多的情况。除公开债券违约外，地产债务违约还涉及银行贷款、境外票据、信托及理财等非标融资。

图表 1：2021 年下半年以来，房企违约明显增多



来源：Wind、国金证券研究所

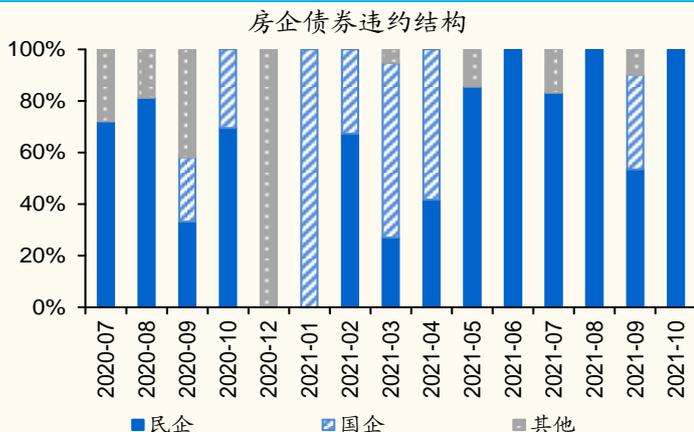
图表 2：房企违约不仅涉及境内外债券，还包括非标等

房企	时间	主要内容
华夏幸福	2021年2月	公司下属子公司新增未能如期偿还本息金额58.17亿元债务情况，包括银行贷款、信托贷款、境外债券等债务形式。
恒大	2021年9月	恒大财富爆出理财产品到期未兑付。
	2021年9月	两家子公司未能按期履行为第三方发行理财产品提供的担保义务，相关金额约9.34亿元。
花样年	2021年10月	应在10月4日付款的2.056亿美元的票据未能如期支付。
当代置业	2021年10月	2021年10月25日到期的美元票据，本金及应付利息的还款安排未能于当日达成。
佳兆业	2021年11月	佳兆业集团担保的产品出现兑付逾期。

来源：Wind、国金证券研究所

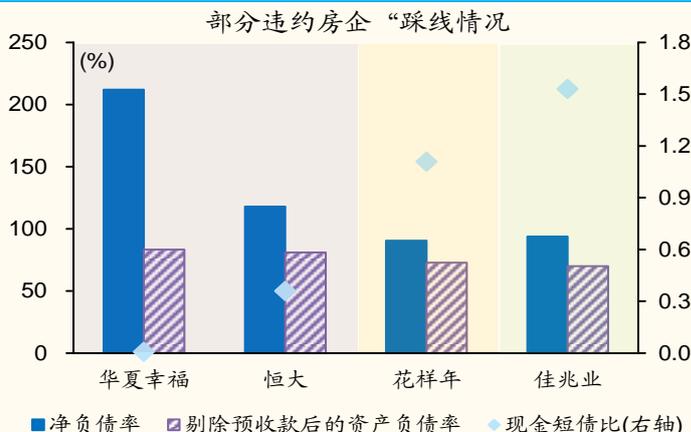
违约房企以民企居多，部分甚至是表内债务满足“绿档”的房企。就国内债券违约情况来看，2021年首次公开违约的3家房企全部为民企，如果考虑非公开债务展期、离岸债违约等，违约民企业家数更多。目前，涉及债务违约的房企，大多为净负债率、现金短债比等财务指标明显恶化、触及“三条红线”的“红档”房企；但也有部分表内债务满足“绿档”的房企。

图表 3：违约房企以民企为主



来源：Wind、国金证券研究所

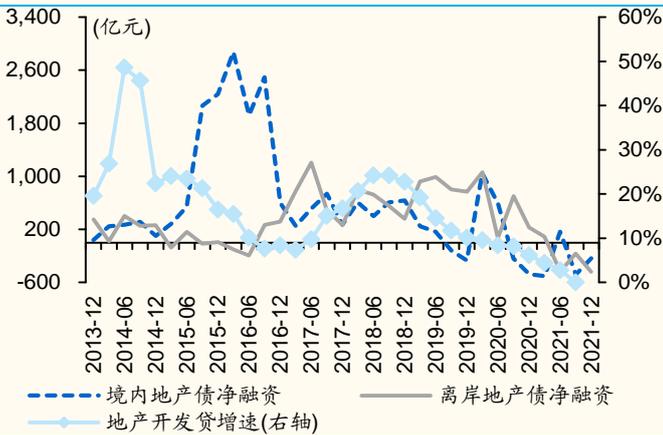
图表 4：部分绿档房企也出现违约



来源：Wind、国金证券研究所

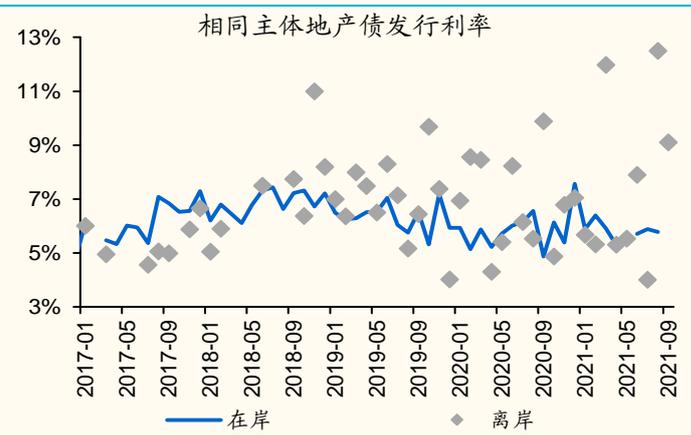
随着债务违约风险发酵，银行放贷谨慎、机构认购债券意愿下降等，加大房企债务“螺旋式”收缩压力。债务违约风险发酵下，银行放贷、机构投资房地产债券等较为谨慎，地产债融资单季度一度收缩超 500 亿元、成本快速攀升，导致房企再融资现金流紧张、违约风险进一步上升。近期，以地产债等融资边际有所改善，但融资短期化、信用分层现象突出，对于债务压力比较大的民营房企，再融资现金流改善较为有限。

图表 5：地产债、开发贷等融资持续收缩



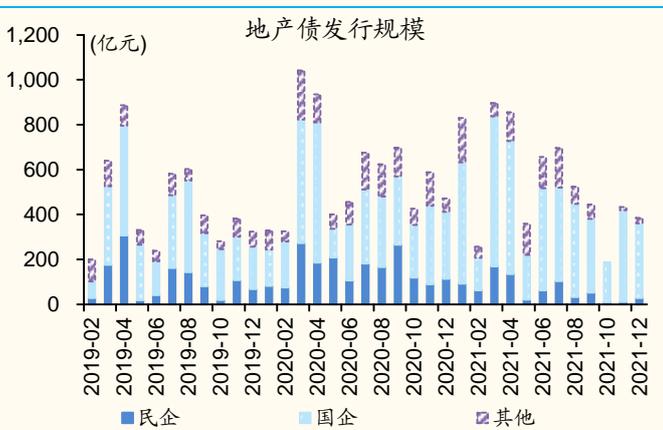
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：2021 年以来，离岸地产债发行利率明显更高



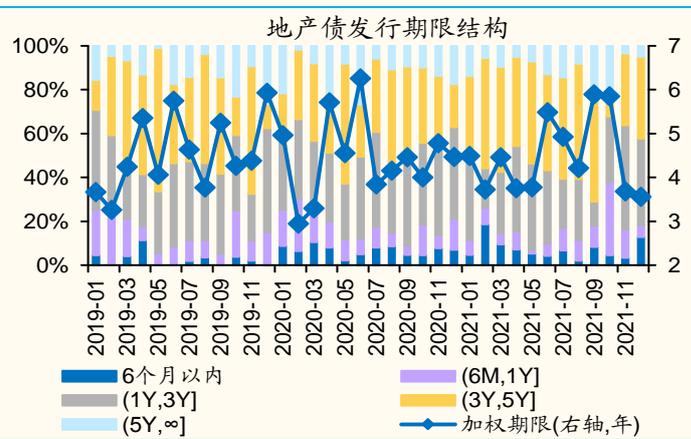
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：四季度以来，地产债发行几乎都是国企



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：四季度以来，地产债发行加权期限缩短

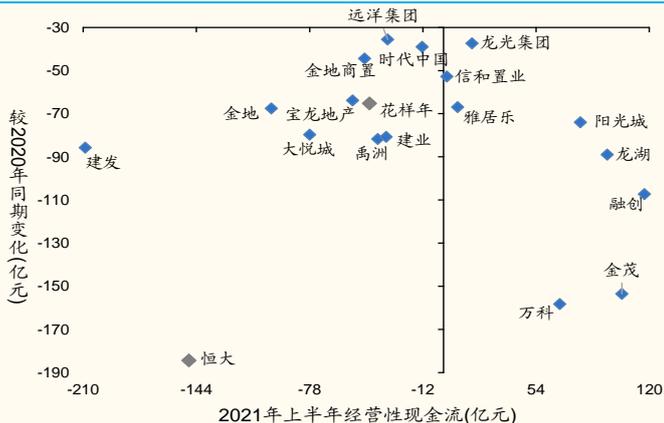


来源：Wind、国金证券研究所

## 二问：地产债务风险的“症结”？

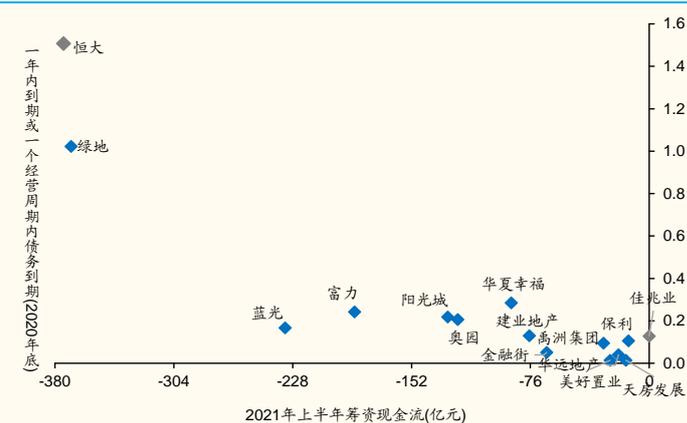
地产债务违约增多，与房企现金流恶化等直接相关。2020年下半年以来，出现债务违约的房企，大多经历了经营性现金流和筹资现金流的双双恶化，与房企相关融资监管加强下，地产销售加速回落带来的回款现金流下降，及违约担忧导致的再融资压力上升等有关；商品房预算资金监管收紧、债权人权益保全措施等，进一步加大房企资金运转难度。

图表 9：销售“遇冷”下，经营性现金流承压



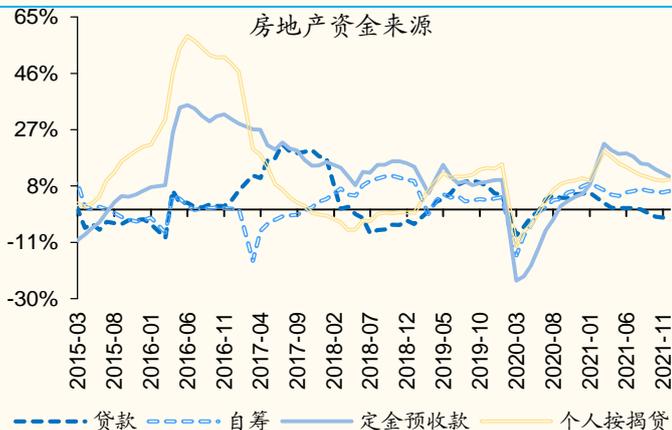
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：现金流紧绷、再融资压力下，违约风险较大



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：贷款、销售回款等资金来源持续回落



来源：Wind、国金证券研究所

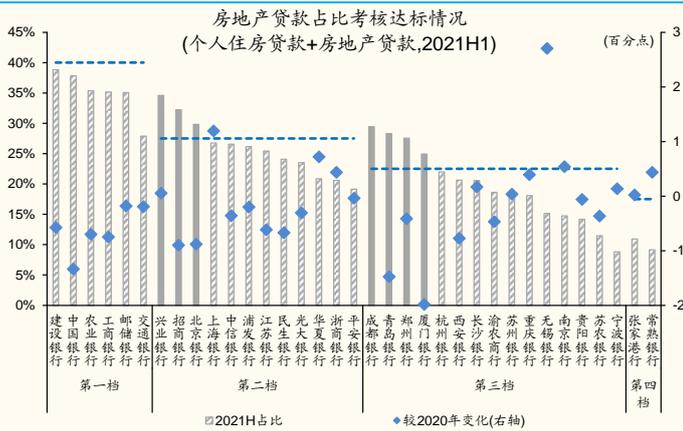
图表 12：部分地区预算资金监管一度趋严

时间	城市	政策内容
2020/9	福建	切实加强预售资金监管，防范预售资金违规拨付，专款用于建设
2020/10	石家庄	使用全市统一的交易资金监管信息系统，对预售资金缴存和支出进行监管
2020/10	北京	开展预售资金监管专项检查
2020/11	江西	预售资金列入监管范围
2020/12	西安	建立预售资金监管银行信用管理体系，对存在挪用的银行暂停预售业务
2020/12	太原	首付款、贷款等资金全部存入专用账户
2020/12	成都	预收款应全部存入监管账户，不得在监管账户外有收存预收款
2020/12	佛山	预收款应全部存入监管账户，不得在监管账户外有收存预收款
.....		
2021/9	嘉兴	排查商品房预售资金监管和企业风险，保障工程建设交付
2021/9	东莞	将商品房预售资金，包括购房人按照认购协议、合同等约定支付的全部房价款全部存入预售款专用账户
2021/9	重庆	取消此前预售资金监管比例的核减规定，全部按照之前最高标准“纳入监管的首付款按照预售总额的35%确定”
2021/10	青岛	承购人须将全部购房款直接存入监管账户；预售人不得直接收存购房款，不得提供任何其他预售资金收存账户等

来源：Wind、住建部、政府网站、国金证券研究所

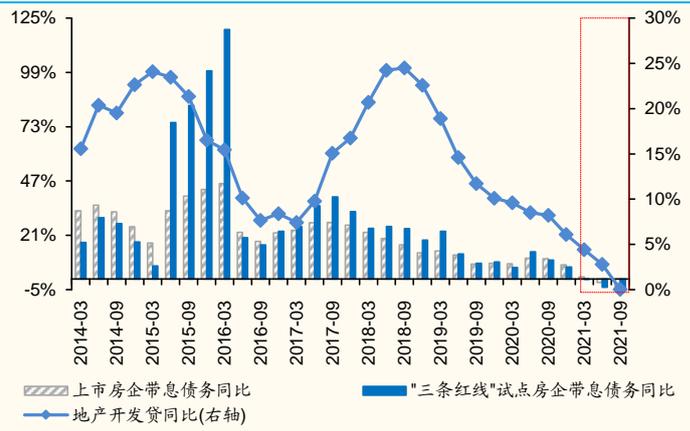
地产调控下，房企相关融资监管收紧，可能只是房企现金流恶化的“催化剂”。不同于以往，本轮地产调控更加侧重对房企融资的监管，“三条红线”、房地产贷款集中度，分别从房企自身和银行放贷两个方面，对房企债务和现金流产生约束，避免杠杆过高和资源过度集中。伴随调控等影响显现，房地产开发贷、按揭贷等增长明显放缓、甚至出现同比收缩，加大房企现金流压力。

图表 13: 贷款集中度, 银行对房企贷款压降较为明显



来源: Wind、国金证券研究所

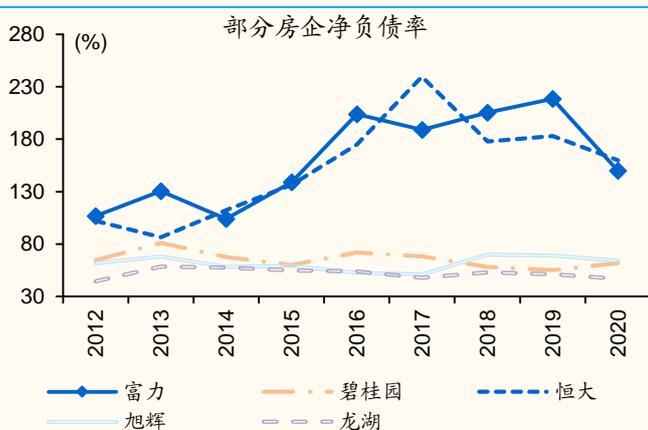
图表 14: “三条红线”下, 房企带息债务加速回落



来源: Wind、国金证券研究所

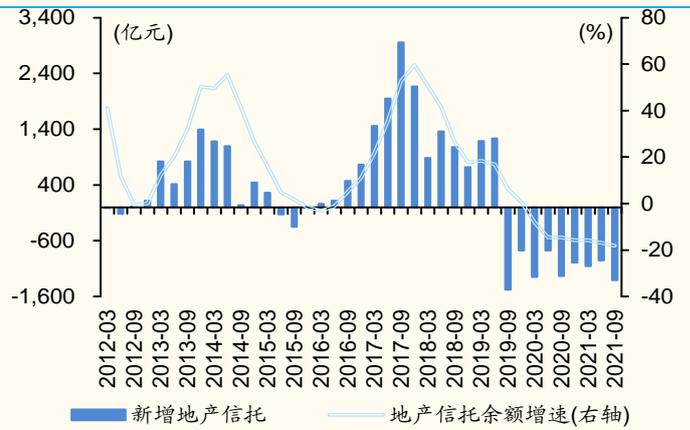
过去几年杠杆扩张过快、现金流稳定性下降，才是房企债务违约的根源。目前出现违约风险的房企，大多在上一轮地产周期中，业务规模和债务快速扩张，净负债率在 2015 年至 2017 年基本上翻番；同时，现金流管理没有跟上，非标等低成本融资增多、资金运用效率不高，及流动性偏低的土地储备等增多，共同导致现金流稳定性下降。部分房企盲目多元化扩张，也拖累了主业现金流。

图表 15: 上一轮周期中, 部分房企净负债率快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 上一轮周期中, 地产信托快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

### 三问：债务视角看地产的启示？

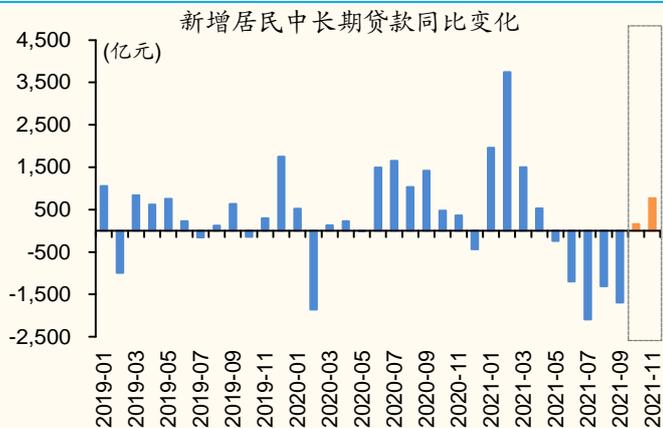
“房住不炒”下，贷款“一刀切”的纠偏、部分地区“因城施策”微调等，帮助避免地产债务风险带来的“次生风险”。近期，银保监会明确表示，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款等，新增居民中长期贷款已连续 2 个月同比多增。部分省市适度放宽购房资格、预售条件等，更加科学实施预售资金管理等，也有利于缓解销售回款现金流等。政策预调微调，更多是保障交房、稳市场预期等，但对于房企自身过快扩张带来的债务问题，中央经济工作会议强调，“压实企业自救主体责任”。

图表 17: 房住不炒、因城施策下，部委和部分地区政策微调

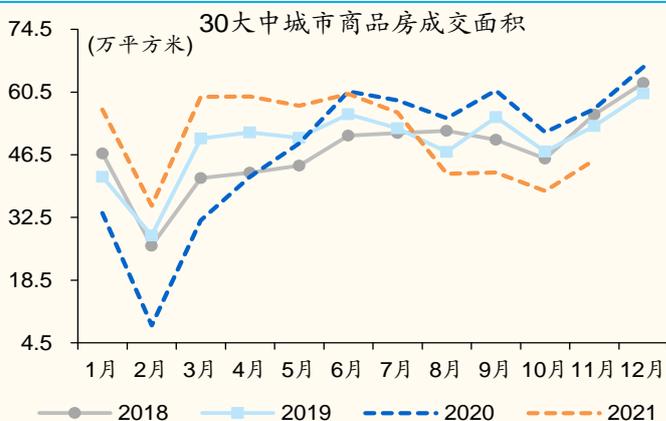
时间	主要内容
2021/9	房地产金融工作座谈会 准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段...金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。
2021/12	银保监会发言人答记者问 在落实房地产金融审慎管理的前提下，指导银行保险机构 <b>做好对房地产和建筑业的金融服务</b> ...根据各地不同情况，重点 <b>满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款</b> ...促进房地产行业和市场平稳健康发展。
2021/12	中央经济工作会议 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>加强预期引导</b> ，探索新的发展模式...加快发展长租房市场，推进保障性住房建设... <b>因城施策</b> 促进房地产业良性循环和健康发展...压实地方、金融监管、行业主管等各方责任， <b>压实企业自救主体责任</b> ...
2021/12	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》 <b>鼓励优质房地产企业并购出险房地产企业的项目</b> ，是按照市场化方式出清风险的有力举措。
2021/8	岳阳 《关于房地产市场新建商品住房网签成交价格限制的通知》，要求新建商品住房销售实施价格备案， <b>实际成交价格不得低于备案价格的85%，否则不予网签。</b>
2021/8	成都 成都、德阳、眉山、资阳四市职工在这四个城市异地买房时，可就近向缴存地公积金中心申请公积金贷款。
2021/9	长春 《留（来）长人才、农民购房补贴和购房消费券办理流程》， <b>符合条件的人才按50元/平方米，农民按80元/平方米给予购房补贴。</b>
2021/9	珠海 《关于调整珠海市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》， <b>个人转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为1%，个人转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为1.5%。</b>
2021/9	沈阳 《高校毕业生和高新技术企业人才首次购房补贴实施细则（新修订）》， <b>博士毕业生补贴由6万元提高到7万元，硕士毕业生由3万元提高到4万元，本科毕业生和技师由1万元提高到2万元。</b>
2021/9	惠州 《关于调整惠州市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》， <b>个人转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为1%，转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为1.5%。</b>
2021/10	哈尔滨 出台“十六条”促进房地产市场平稳健康发展，提到 <b>给予符合标准的人才以货币形式一次性发放购房补贴，普通标准住宅土地增值税由4%下调至1.5%，放宽二手房公积金贷款年龄限由20提高到30</b> ；允许异地缴存公积金职工申请公积金贷款。
2021/10	孝感 《关于进一步规范新建商品住宅预售价格备案工作的通知》，规定商品房销售价格不能超过备案价销售， <b>且涨价或降价幅度超过备案价10%需要重新报备。</b>
2021/10	鄂州 《关于进一步规范新建商品住宅预售价格备案工作的通知》，规定商品房销售价格不能超过备案价销售， <b>且涨价或降价幅度超过备案价10%需要重新报备。</b>
2021/11	成都 《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》， <b>提高房地产审批效率、鼓励项目加快上市销售、提高预售资金监管使用效率及协调金融机构加大支持力度。</b>
2021/12	黑龙江 研究部署 <b>年底前房地产业增长工作</b> ...加大购房补贴支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，尤其是重点满足本地居民首套房和改善性住房需求；积极落实“两个维护”要求，加强预期引导，提振购房者信心， <b>协助房企加快销售回款等。</b>

来源：中国人民银行、住建部、国金证券研究所

图表 18: 居民中长期贷已连续2个月同比增加



图表 19: 商品房成交面积持续低于季节性



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_31686](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31686)

