

我国房企债务危机及影响分析

吕 梁

主要观点

- ➡ 目前，房地产行业正进入史上最严监管时代。从房地产调控的政策逻辑来看，过度依赖房地产不利于畅通内循环，主要是由于高房价对居民消费产生“挤出效应”、房地产与实体经济结构性失衡、以及杠杆率过高影响经济金融稳定。同时，向好的基本面也为调控提供了空间。
- ➡ 房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。今年以来，房地产行业信用风险加速释放，债券违约现象同比大幅增加，并且违约主体逐渐向中大型房企延伸，越来越多的房企也被下调评级。
- ➡ 高杠杆高负债的运作模式、现金流量较大的特点，使房企天然具备高信用风险特征。加之房地产政策调控趋严、再融资边际收紧、以及公司债务到期高峰的来临，部分企业资金链捉襟见肘，债务违约开始逐步暴露。此外，还与部分企业相对激进的多元化发展战略密不可分。
- ➡ 本轮房企债务危机对信贷市场、债券市场、股票市场都有较大冲击，在调控政策不放松的情况下，下半年乃至明年房企的债务压力依然较大，守住不发生系统性风险底线的压力激增。

目录

一、内循环下房地产调控的政策逻辑	3
(一) 过度依赖房地产不利于畅通内循环	3
(二) 房地产在新发展格局中仍大有可为	5
(三) 向好的基本面为调控政策提供空间	7
(四) 房地产行业进入史上最严监管时代	10
二、房企债务危机与风险处置	10
(一) 房企债券违约情况	10
(二) 恒大危局	13
(三) 危机产生原因	14
(四) 债务风险处置	17
三、影响与展望	19
(一) 房企信用资质下行与分化，违约债券兑付比例不断下降	19
(二) 对金融市场有较大冲击，守住不发生系统性风险底线的压力激增	21



2021年8月17日，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十次会议，强调要“以经济高质量发展化解系统性金融风险，防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”。今年以来，国内房地产调控政策从中央到地方持续加码，凸显了坚决落实“房住不炒”要求的决心。与此同时，房地产企业正在迎来“债务违约潮”，华夏幸福、泰禾集团、蓝光发展等相继在公开债券市场发生违约事件；恒大集团也是深陷流动性危机的泥潭，并于8月19日被人民银行和银保监会约谈。“十次危机，九次地产。”可以说，房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。

一、内循环下房地产调控的政策逻辑

（一）过度依赖房地产不利于畅通内循环

1. 高房价对居民消费产生“挤出效应”

畅通国内大循环，首先需要扩大居民消费，充分释放内需潜力。由于受中国传统观念以及房价长期保持高位等因素的影响，房地产市场对国民收入和财富无疑具有强烈的“虹吸效应”，这就导致了居民投资与消费行为的集中和畸形。

从我国居民家庭资产结构来看，各类资产配置并不平衡，其中房产占比高达七成以上。而且，根据《中国家庭财富指数调研报告（2020年度）》显示，住房资产是导致家庭财富增加/减少的主要因素。对财富增加的家庭来说，住房资产增加贡献了69.9%；对财富减少的家庭来说，

住房资产减少贡献了33.4%。当居民将资金大量投入房地产市场时，势必会影响其他领域的消费意愿与能力。

此外，房价收入比¹是用来衡量买房难易程度的重要指标，国际上一般认为在3-6倍之间相对合理。根据诸葛找房监测的100个重点城市数据来看，2020年各城市平均房价收入比达13.2，其中深圳以48.1位居首位。虽然大多数城市的房价收入比在去年呈下降趋势，但从总体来看，房价与当地居民的收入水平和支付能力不相匹配。因此，防止高房价对居民消费继续形成“挤出效应”，打通国民经济循环在消费环节的“堵点”，是当前制定房地产政策的重要考量因素。

2. 房地产与实体经济结构性失衡

近年来，我国实体经济存在的主要问题，虽然有周期性因素，但根源是结构性失衡。其中，房地产与实体经济的结构性失衡是重要方面（其他还包括实体经济结构性供需失衡、金融与实体经济的结构性失衡等方面）。

一方面，房地产市场过度金融化现象突出，导致众多金融“活水”没有进入到实体经济，在很大程度上削弱了货币政策的效果。2020年末，我国金融机构人民币房地产贷款余额49.58万亿元，占各项贷款余额的28.7%；与之对比，房地产业全年增加值为7.45万亿，对GDP贡献率为7.34%。另一方面，房地产业过度发展、投资回报率过高，导致大量资

¹ 房价收入比=城市二手住宅市场均价*城市人均住房面积/城镇居民人均可支配收入

金、资源投向实体经济（特别是制造业）的积极性降低，从而抑制全要素生产率的提高，造成“脱实向虚”。此外，一些地方经济发展过度依赖房地产和土地财政，导致产业结构不合理，发展后劲不足。

3. 杠杆率过高影响经济金融稳定

今年二季度我国宏观杠杆率（债务/GDP）为265.4%，接近发达经济体的平均水平。从杠杆率的结构来看，非金融企业部门杠杆率为158.8%，是我国宏观杠杆率较高的主要原因。二十多年来，房地产行业通过高杠杆、高负债的方式实现了快速发展，但是由于许多房企负债率过高，一旦现金流承压，再叠加到期的债务，企业运营压力就会骤增，不仅影响整个行业的高质量发展，也是宏观经济与金融稳定的潜在风险。

此外，我国居民部门杠杆率为62.0%，虽然在年内稳中有降，但在名义GDP增速较快的情况下，说明居民债务增速仍然较快。其主要原因还是来自住房贷款的持续积累，在影响居民消费需求的同时，也使得家庭部门的信用风险与流动性风险激增。

（二）房地产在新发展格局中仍大有可为

构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，是一项长期的国家战略。房地产作为城市存在、发展和运行的载体，是国民经济的稳定器和压舱石，应当积极融入和服务国家战略，在主动应对中把握行业发展机遇。

1. 在转型升级中带动产业链发展

房地产既是国民经济循环的重要组成部分，其本身也是一个内循环的行业。研究数据显示，房地产行业本身及相关产业链对我国GDP的影响占比超过30%，涉及上游的钢铁、水泥、电力，下游的家电、装修、家居等近百个行业，具有产业链长、波及面广、对相关产业带动作用大的产业特性。

当前，房地产行业正处于调整转型期，要从粗放式增长方式向集约化内涵式增长方式转换，实现房地产自身的产业升级和高质量发展，并加强对智能、环保、科技等相关产业带动作用。例如，新基建中5G、大数据、人工智能、物联网等科技的应用将会给传统房地产开发价值链提供新的增值空间；头部房企也纷纷与互联网巨头“强强联姻”，在数字化重构房地产服务行业方面进行探索，打造地产、零售、物流等相结合的商业模式，创造行业新的增长曲线。

2. 加快融入都市圈、城市群建设

未来，我国有望形成环渤海、长三角、粤港澳、长江中游、成渝等数个人口亿级的城市群，以及十余个2000万级的大都市圈。随着城市化发展向都市圈和城市群演变，会带来大规模的人口迁徙与流动，在这一过程中需要房地产业的供给侧改革。例如，都市圈一体化有利于改善大城市土地资源短缺等问题，为房地产市场提供结构性增量需求；通过都市圈的房地产综合开发，营造宜居的生活、工作环境，吸引人才和资源的集聚，推动产业链向高端迈进。

城市更新、旧城改造也有望成为房地产市场新的增长点。例如，推进城镇老旧小区改造，是改善居民居住条件、扩大内需、建立内循环的重要举措。仅今年全国计划改造的老旧小区就有5.3万个，涉及居民几百万户，重点是完善小区配套和市政基础设施、环境，提升养老社区、托育、医疗等公共服务水平，这将给房地产及钢铁、建材、电梯、家装、家电、家政乃至物联网、人工智能等上下游产业带来巨大的机遇。

3. 积极投身乡村振兴战略

实施乡村振兴战略，是盘活城乡经济、驱动国内大循环、打通全国统一超大规模市场的重要引擎。乡村振兴可以创造巨大的投资空间，如农产品仓储物流设施建设、现代农业园区建设、农村人居环境整治、休闲农业乃至数据中心、文旅、康养等新型地产，都将为房地产投资提供新的蓝海市场。

（三）向好的基本面为调控政策提供空间

自去年二季度境内疫情得到基本控制以来，我国经济复苏态势总体良好。其中，房地产作为重要驱动力量发挥了积极作用，土地市场成交活跃、房地产投资增速较快、商品房销售热情较高、产业链景气度超预期。房地产及经济基本面的良好发展态势，为国家进一步加强房地产调控、防止货币宽松背景下资金过度流入楼市提供了政策空间。

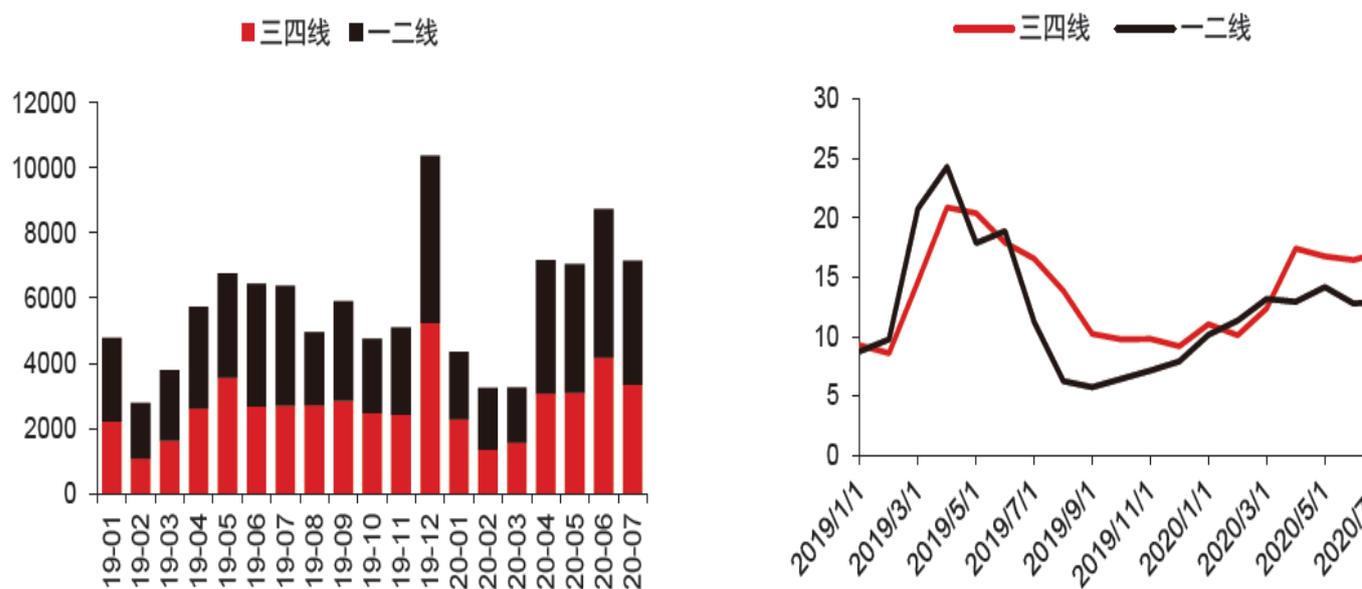
1. 投资端

一是土地市场交易活跃。疫情爆发之后，在财政压力的背景下，地

方政府推出和成交的土地均保持高位（图1）。数据显示，去年1-7月²，300城土地出让总价达到4.1万亿元，增速高达11.7%。而且，土地市场的活跃也为新开工项目奠定了基础，7月单月新开工面积增速大幅回暖，达到11.3%。

二是房地产投资表现强势。去年1-7月，全国房地产开发投资75325亿元，同比增速3.4%；其中，住宅投资55682亿元，同比增速4.1%，是房地产开发投资的主要拉动点。

图1 300城土地成交总价及成交溢价率走势



资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部。

2. 销售端

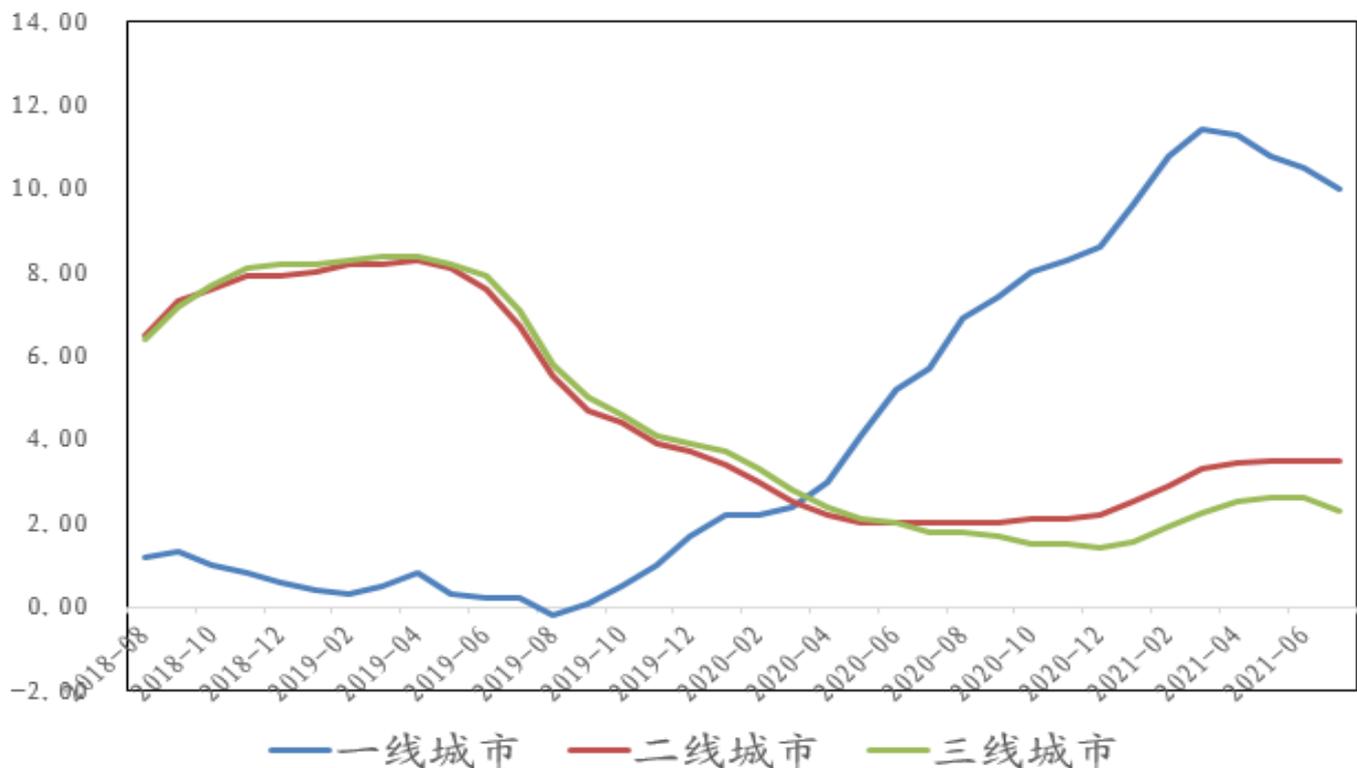
一是商品房销售热度逐步升温。去年1-7月，商品房销售面积同比下降5.8个百分点，但7月单月同比增长9.5个百分点，销售金额同比增

² 以2020年8月出台的“三条红线”细则为界进行分析，下同。

长16.6个百分点，创两年新高，说明疫情期间被压抑的购房需求逐渐开始释放。而且，央行调降5年期LPR也有助于减少房贷成本，在一定程度上提振了购房需求。

二是部分城市房价已有上涨信号。从70个大中城市二手住宅价格指数走势来看，一线城市自2019年8月开始就保持加速上升态势，且并未由于疫情因素的影响而发生太大改变；二三线城市的价格指数则呈现下降趋势，城市间房价指数走势分化现象显著。事实上，一线城市的价格指数直到今年三月份达到峰值后才开始回落。

图2 70个大中城市二手住宅价格指数走势



资料来源：同花顺iFind，建投研究院。

（四）房地产行业进入史上最严监管时代

今年7月底，中诚信国际将中国房地产行业展望由“稳定”调整为“负面”，理由是近两年中国房地产市场持续处于较为严格的监管环境中，房企销售回款、盈利空间以及融资等方面受到不同程度的负面影响，且房地产金融监管力度将持续强化，信贷环境偏紧及投资者信心不足将进一步加大房地产企业的再融资压力，融资环境的收缩亦将使得债务集中到期压力较大的房地产企业出现现金流紧张的可能性增加。

的确，从去年下半年的“三条红线”收紧房企融资、到今年年初的“集中度管理”调整银行业金融机构房贷上限、再到“土地供应两集中”给土地市场降温等政策的出台和落地，表明我国房地产市场迎来了新一轮调控周期。据中原地产统计，今年前7个月，全国房地产调控多达352次，平均每月的调控次数高达50次。

前不久，住房和城乡建设部等八部委又联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。预计今后一段时间内，房地产行业政策持续偏紧的趋势仍然不会改变。

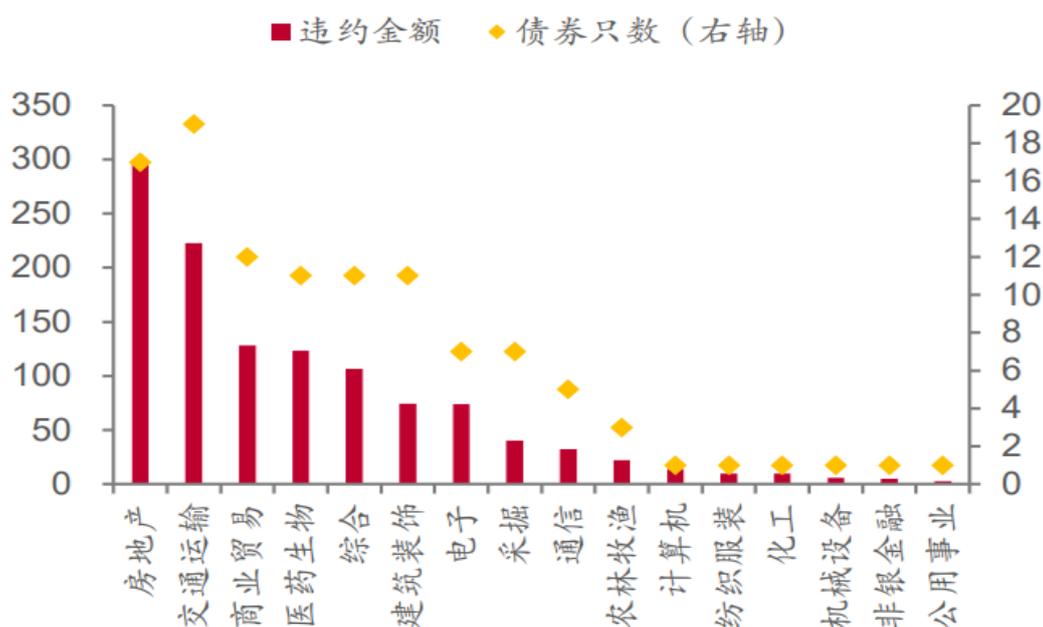
二、房企债务危机与风险处置

（一）房企债券违约情况

今年以来，我国信用债违约规模已超过1100亿元，远超去年同期水平，其中以房地产行业违约占比最大。数据显示，2019年、2020年，

房地产行业构成实质违约或展期或触发交叉条款的债券数量分别为 14 只和 19 只，涉及债券发行规模分别为 97.2 亿元和 322.5 亿元。而在今年，房地产行业信用风险加速释放，债券违约现象相比过去两年大幅增加，并且违约主体逐渐从小型房企向中、大型房企延伸。截至 8 月 20 日，已有至少 39 只涉房债券违约，牵涉债券发行规模达 583.79 亿元，违约金额近 440 亿元，华夏幸福、泰禾集团、蓝光发展等知名房企均出现违约现象。

图 3 今年上半年债券违约行业分布（亿元，只）



资料来源：Wind，中泰证券研究所。

表 1 今年以来房企债券违约情况

序号	发行人	违约债券数量 (只)	违约事项类型	违约金额 (亿)	发行规模 (亿)	债券类型

1	华夏幸福*	12	本息违约、利息违约、触发交叉式违约、展期	182.86	211.00	公司债、中期票据
2	四川蓝光*	14	本息违约、触发交叉式违约	116.29	143.50	公司债、中期票据、短期融资券
3	泰禾集团*	3	本息违约	18.08	60.00	公司债
4	天房集团	4	本息违约、利息违约	84.08	114.00	公司债
5	天房信	2	本息违约、展期	2.49	5.59	公司债
6	正源房地产	1	本息违约	14.63	20.00	公司债
7	重庆协信	3	本息违约	20.28	29.70	公司债
合计		39	——	438.71	583.79	——

* 表示该企业为上市公司；数据统计截至2021年8月20日。

资料来源：同花顺iFind，建投研究院。

从违约事项类型看，主要包括本息违约、利息违约、触发交叉式违约、展期等形式，其中以本息违约为主；从违约债券类型看，主要包括公司债（25）、中期票据（13）、短期融资券（1）；从违约企业性质看，主要是民营企业和中外合资企业，其中还有三家是上市公司。同时，越来越多的房企被下调评级。据统计，今年前7个月，被三大国际评级机构（穆迪、标普、惠誉）调至负面展望的房企超过10家，远高于去年水平；被下调评级、撤销评级的房企数量也明显增加。

（二）恒大危局

作为房地产头部企业的恒大集团的债务问题也十分严重。根据恒大年报显示，截至2020年末，其总负债为1.95万亿，其中一年内到期的流动负债为1.51万亿；同期，其年末现金及现金等价物为1587.52亿。此外，其净负债率、剔除预收款的资产负债率、现金短债比分别为159.2%、83.4%、0.47倍，“三道红线”全踩。虽然目前恒大的净负债率已降到100%以下，如期完成一条“红线”变绿，但依然危机重重，商业票据逾期兑付风波就是缩影。

商票设立的初衷是为了缓解企业融资难问题，但它既非金融机构表内业务，也不是公开市场标准化融资工具，完全凭借融资企业自身信用作担保，当融资企业资金链紧张时，商票的兑付一般要排在公开市场标准化融资工具、银行及非银金融机构债务之后。特别是随着“三条红线”等政策的出台，很多房企利用商票延长账期，缓解流动性压力，给上下游供应商带来了很大的资金压力。而且，商票长期以来受到的监管不足，开具和承兑具有很大随意性，兑付延期也并未连接央行征信。据市场消息称，央行近期已将之前“三道红线”试点房企的商票纳入监管范围，要求相关房企将商票数据每月上报。

数据显示，恒大的商票金额超过2000亿元，相当于华润、绿地、融创等十余家房企的总和，并在今年6月初经历过一次兑付危机大爆发，恒大随后进行了公开回应并对部分到期商票进行兑付，危机暂时得以缓

解。但受持续负面消息等因素影响，8月2日，穆迪宣布再次下调恒大企业家族评级，同时将评级展望由“下调观察”调整为“负面”，这距离其上一次下调评级不过短短33天。穆迪分析师表示，在中国信贷紧缩和资本市场波动的背景下，恒大在未来12-18个月将有大量债务到期，制约了恒大的评级；另外，恒大在非房地产业务上的大量投资也限制了其信用状况，评级下调反映出恒大融资渠道的减弱和流动性缓冲的减少。

恒大债务问题事关大量金融机构和诸多债券及股权投资者，且其自身员工数量也是高达12万人，可以说是债务规模庞大、牵扯主体庞杂、涉众特征明显，一旦危机全面爆发将会显著影响到经济金融稳定。8月19日，人民银行、银保监会对恒大高管进行了约谈，指出恒大集团作为房地产行业的头部企业，必须认真落实中央关于房地产市场平稳健康发展的战略部署，努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定；依法依规做好重大事项真实信息披露，不传播并及时澄清不实信息。恒大也表示，将全面落实约谈要求，坚定不移贯彻落实中央关于房地产市场平稳健康发展的战略部署，坚决依法依规做好重大事项信息披露，以最大决心、最大力度保持公司经营稳定，化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定。

（三）危机产生原因

高杠杆高负债的运作模式、现金流量较大的特点，使得房地产企业天然就具备高信用风险特征。加之去年下半年以来，房地产政策调控趋

严、再融资边际收紧、以及公司债务到期高峰的来临，部分企业资金链捉襟见肘，债务违约开始逐步暴露。此外，本轮房企债务危机发生的原因还与部分企业相对激进的多元化发展战略密不可分。

据统计，2018年中国百强房企中有97%布局了产业多元化战略，恒大也不例外。同年3月，恒大在业绩发布会上正式宣告多元化产业布局已经全面完成，形成了以地产为基础，旅游文化、健康养生为两翼，新能源汽车为龙头的产业格局。具体来说，在旅游文化产业，致力于打造填补世界空白的两大拳头产品“恒大童世界”和“恒大水世界”；在健康养生产业，着重打造填补中国空白的养生养老拳头产品“恒大养生谷”；在新能源汽车产业，力争3-5年成为世界规模最大、实力最强的新能源汽车集团。

一般而言，相较于贸然进入不熟悉的领域，围绕地产业务进行多元化发展，采用“地产+”的经营模式似乎更加稳妥，而且有利于业务协同。但似乎恒大的野心更大，涉及的领域也更广。然而，产业运营在实际推进过程中也会面临诸多难点，比如投资回报周期长，融资压力大，缺乏相关专业人才等，而且也会面临相关产业政策的不确定性。恒大的战略发展模式选择颇具勇气，但也注定了面临较高的企业经营风险。

表 2 恒大 2016-2020 年有关财务数据

维度	指标	2020	2019	2018	2017	2016
盈利	销售净利率 (%)	6.19	7.02	14.27	11.91	8.33

能力	总资产净利率 (%)	0.36	0.85	2.05	1.57	0.48
	股东权益回报率 (%)	5.50	11.86	28.11	21.24	11.51
偿债能力	流动比率	1.26	1.37	1.36	1.4	1.52
	速动比率	0.33	0.38	0.42	0.52	0.62
	资产负债率 (%)	84.77	83.75	83.58	86.25	87.75
流动性	经营活动现金流净额 (亿元)	1100.63	-673.57	547.49	-1509.73	-586.10
	投资活动现金流净额 (亿元)	-241.28	-553.08	-603.63	-474.82	-1195.59
	筹资活动现金流净额 (亿元)	-768.85	1431.63	-176.51	1529.13	2730.79

资料来源：恒大集团年报，建投研究院整理。

企业经营状况体现在财务数据上：一是从盈利能力来看，随着企业多元化战略的实施，从2018年开始，恒大的销售净利率、总资产净利率、股东权益回报率一直呈现下滑趋势，说明其资金使用效率较低，存在滥用资金、盲目投资的问题。在非相关多元化的发展策略下，旗下部分企业的产业环境适应能力和市场生存能力明显不足。例如，消费领域的恒大冰泉3年巨亏40亿元，一度被迫低价转手，黯然离场³；恒大粮油、乳制品等业务最后也是无力经营，惨淡收场。这都说明了在恒大在多元化领域的选择上出现了错误，行业定位不够精准，市场分析不够到位。

二是从偿债能力来看，一般来说，房企的流动比率在2左右、速动

³ 在2020年业绩会上，恒大表示为了集团全闭环产业，买回恒大冰泉49%的股权，并在筹划上市。



比率在1左右相对合理,但从2016-2020年的数据来看,恒大的流动比率、速动比率均未达到这一水平。资产负债率也始终保持高位,说明公司借债较多,筹资风险较大,主要是因为新业务增长较慢,难以在短时间内产生正的现金流,因此多元化发展(特别是在前期)需要大量资金投入。此外,恒大还大规模使用表外资金来加杠杆,融资成本较高,无疑是雪上加霜。

三是从流动性来看,在2016-2020年间,恒大的经营活动现金流净额有3年是负值且数额较大,说明其主营业务活动并没有带来充足的现金流,造血能力不足。而且,投资活动现金流净额也一直为负,说明多元化经营所需的资金并不能够通过经营活动产生的现金流补充,只能依靠外部融资渠道大量借款来满足资金需求,进一步增加了公司的流动性风险。

(四) 债务风险处置

在去年3月举行的2019年业绩发布会上,恒大宣称将开始转变发展方式,全面实施“高增长、控规模、降负债”的发展战略,并表示要把有息负债每年平均下降1500亿,到2022年要把总负债降到4000亿以下,负债率达到行业中低水平。从彼时起,降负债就成为恒大“万亿”新征程中的关键一环。截至今年6月底,恒大有息负债5700多亿元,与去年同期最高值8700多亿元相比,降低了约3000亿元,风险处置已初见成效。总体来说,恒大降负债的方式主要包括:

一是促销卖房回笼资金。今年前7个月，恒大累计实现合约销售金额4005.6亿元人民币，合约销售面积4844.9万平方米，分别同比增长了0.36个百分点和10.1个百分点；与此同时，销售均价为8267元/平方米，下滑了8.82个百分点。

二是减少拿地支出。恒大严格控制土地储备，充分利用超过2亿平方米的存量储备，外加在广州、深圳等地拥有的大量旧改项目，最大限度地减少了拿地支出。今年上半年，恒大获得土地241万平方米，在所有房企中名列第28位，仅相当于去年同期的1/5；拿地金额更是跌出百名开外，而去年同期的拿地金额为633亿元，位列榜首。

三是通过债转股的方式。去年11月，恒大因为1300亿战略投资无力偿还，最终不得不由政府出面，与战略投资者签订了债转股协议。但这也极大影响了恒大在资本市场的口碑，很多金融机构对其信任度大打折扣，影响了后续的融资。

四是分拆资产上市与配股融资。去年12月，恒大通过分拆恒大物业（06666.HK）赴港上市，使集团整体净负债率降低了近20%。恒大汽车（00708.HK）更是自去年9月至今先后三次配售股权，累计募资406亿港元，引入红杉资本、云锋基金及滴滴出行等投资者。

五是筹划出售优质资产。8月10日，恒大发布公告称，公司正在接触几家潜在独立第三方投资者探讨有关出售其部分资产，包括但不限于出售恒大汽车和恒大物业的部分权益。其实早在不久之前，恒大就已经



转让了嘉凯城（000918.SZ）29.9%的股权、以及恒腾网络（00136.HK）11%的股权⁴。从目前透露的标的来看，恒大拟出售的资产逐渐由非核心资产转向核心优质资产。

三、影响与展望

（一）房企信用资质下行与分化，违约债券兑付比例不断下降

随着“三条红线”等监管政策的出台，特别是大型房企纷纷出现“爆雷”事件，使得房地产行业传统“规模为王”的逻辑正在被打破，信用资质的考量标准也正悄然发生变化，房企的股东背景、债务结构、融资能力、经营能力、拿地能力、土地储备等，将成为行业竞争与企业分化的重要因素。今年7月，29家典型房企累计融资超过580亿元，其中融资成本最低的武汉城建（2.3%）与最高的汇景控股之间（12.5%）的差距达到5倍以上。

表3 典型房企7月债券发行情况

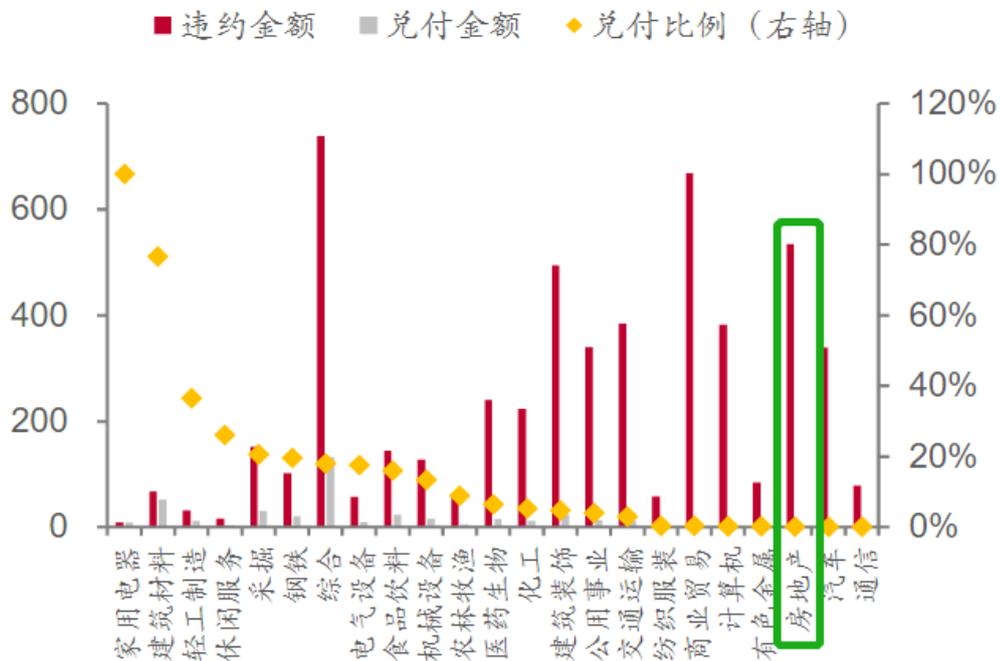
⁴ 嘉凯城是一家深耕江浙沪等地的房地产公司，2016年恒大斥资36亿买下嘉凯城控股权，其也是恒大在A股唯一的上市平台；恒腾网络由恒大和腾讯两大巨头合资成立，是一家以互联网科技赋能的流媒体公司。

企业名称	信用债	海外债	合计	平均利率	企业名称	信用债	海外债	合计	平均利率
首开	31.3	33.4	64.7	3.1	龙光		19.4	19.4	4.7
武汉城建		32.3	32.3	2.3	五矿地产		19.4	19.4	5.0
路劲		32.3	32.3	5.1	正荣		16.0	16.0	7.1
万科	30.0		30.0	3.3	新希望	15.2		15.2	5.3
旭辉	30.0		30.0	4.2	上坤		13.6	13.6	12.3
中海	30.0		30.0	3.2	宝龙地产		12.9	12.9	4.0
苏高新	27.0		27.0	2.6	佳兆业		12.9	12.9	8.7
融创		25.8	25.8	6.8	大悦城	12.0		12.0	3.5
鲁能	25.8		25.8	3.4	保利	11.9		11.9	3.3
天恒置业	21.0		21.0	3.7	阳光城	10.0		10.0	7.3
远洋		20.7	20.7	2.7	招商蛇口	10.0		10.0	2.7
雅居乐		20.3	20.3	5.5	中南建设	10.0		10.0	6.8
金融街	20.0		20.0	3.3	融信	10.0		10.0	6.5
合景泰富	20.0		20.0	6.2	汇景		8.91	8.91	12.5

注：规模单位为亿元人民币，利率单位为%
资料来源：中指研究院。

受债券违约规模不断扩大的影响，违约债券兑付比例呈下降趋势。从全市场来看，违约债券的累计兑付金额占比由2014年末的79.37%降至2021年上半年的6.87%；足额兑付债券数量占比7.16%、金额占比5.98%，部分兑付债券数量占比4.97%，金额占比0.89%。其中，房地产行业48只违约债券中仅有3笔兑付了部分利息，且未对本金进行兑付。因此，一旦有债券发生违约情况，就意味着投资者将面临较大的损失。

图4 房地产行业违约债券兑付情况不容乐观



资料来源：Wind，中泰证券研究所。

（二）对金融市场有较大冲击，守住不发生系统性风险底线的压力激增

本轮房企债务危机对金融市场产生了较大冲击，具体来说：

从信贷市场来看，商业银行的房地产业贷款不良率显著上升。例如，招商银行、平安银行在今年6月末的房地产业不良贷款余额为43.3亿元、16.6亿元，相当于去年年底规模的3.6倍、2.9倍，不良率也分别上升到1.07%、0.57%；其中，不良贷款增量分别为31亿元、11亿元。此外，房地产信托依然面临较大的违约风险。今年1-7月，信托行业共发生134起违约事件，违约金额高达572亿元；其中，房地产领域共发生36起违约事件，违约金额约234.14亿元，排名第一。

从债券市场来看，市场对地产债的投资情绪不高，风险事件的不

断爆发也使得地产债市场表现受到明显压制。近期，诸多房企的境内外债券价格波动较大，许多国内债及美元债价格都大幅下挫，甚至创下发行以来的新低。以中资美元地产债为例，整个7月份，恒大下跌52.8%，荣盛地产下跌28.1%，中梁控股下跌21%，富力地产下跌19%，佳兆业下跌14.7%，预计对下半年的一级发行将产生一定负面影响。

从股票市场来看，房地产板块是周期板块的典型代表，数据显示，申万房地产指数在一年内的下跌幅度约15.13%，在28个申万一级行业中表现位列倒数第五；市盈率今年以来频频创出历史新低，近半数个股股价在6月底更是跌破净资产。股价的低迷也导致诸多房企通过回购、增持的手段维护市值，据不完全统计，年内通过开展回购或大股东增持的A股上市房企数量超过30家。

在调控政策不放松的情况下，下半年乃至明年房企的债务压力依然较大，守住不发生系统性风险底线的压力激增，需要做好充分准备。主要基于以下几个方面的判断：

一是房企的经营压力持续增大。对于大型房企来说，一方面，从今年下半年到2023年的偿债规模仍将维持在高位区间，偿债压力犹存；另一方面，随着拿地成本越来越高，但销售价格受到严格的行政管控，房企的利润率会越来越低，资产价格下跌、信用紧缩、流动性枯竭或将进一步蔓延。而对于中小房企来说，更是面临着不得不退出市场的客观现实。据统计，今年A股近50家已披露半年业绩预告的上市房企中，有

近一半的中小房企预告亏损；还有很多企业走向破产，数据显示，今年递交破产文书的房企累计约260家，平均每天约1家房企破产。

二是房企的“隐性债务”不容忽视。从2020年度上市房企财报看，有息债务规模同比增速降至4.8%，明显放缓；与此同时，受外部融资渠道持续收紧的影响，房企多利用经营性融资满足运营需求，无息流动负债规模达到10万亿元，同比增长26.6%。经营性融资一般体现在应付账款及应付票据中，不计入房企的有息负债，成为“隐形债务”，导致房企整体偿债能力被高估。一旦融资渠道收紧，可能导致部分杠杆率较高且资金周转能力较弱的房企出现资金链断裂的风险，甚至引发交叉违约。

三是部分非银金融机构抵御风险能力相对较弱。由于许多房企的融资渠道都存在多层嵌套、明股实债等情况，加大了监管难度，其风险可能通过信托、资管计划等传导至金融体系，产生系统性风险溢出效应。目前，信托公司作为资金供需双方的中转枢纽，在尚未完全打破刚兑的情况下，面临较大的风险冲击，并容易从风险接受方演变为风险溢出方；金控公司则由于不同类型机构之间的关联交易频繁、股权结构复杂、以及风险隔离措施不完善等因素，风险抵御能力也比较低，监管的相关配套细则亟待明确。

四是房地产与地方政府债务问题交织。疫情后，地方债额度大幅增长，债务率已逼近警戒线；与此同时，受疫情冲击，地方政府税收收

入下降，使其更加依赖土地财政收入。2020年，全国土地财政依赖度⁵超过100%的城市有20个。但受房企融资政策持续收紧等因素影响，今年7月全国土地出让金排名前20城市成交总额1616亿元，较去年同期下降50%。地方转型发展非一日之功，但土地出让金却是当前地方政府偿债的重要来源，地方财政收支的短期压力陡增。如果出现债务偿还困难，在行政和市场的双重约束之下，地方政府会先想办法不违约，此时其隐藏、遮蔽或者后移债务风险的动机就将大大增强，比如向地方金融机构（特别是城商行）融资借新还旧，使得风险在金融体系内进一步累积，需要特别予以防范。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

⁵ 土地财政依赖度是指地方政府土地出让金收入与一般公共预算收入的比例。