



### 近期地产债市场表现及影响分析

2023 年二季度以来房地产市场销售持续走弱，直接导致部分重点房企流动性承压，近期地产债市场整体表现逆市下行。行业预期悲观或进一步引发投资人对股份制乃至国企/央企地产开发商偿债能力弱化的担忧，调控政策力度及落地节奏、以及开发商信用水平变化将直接影响短期内房地产行业的走势变化。

#### 一、近期重点房企流动性承压致使地产债市场表现整体下行

今年二季度以来，房地产市场销售持续下滑，民营房企流动性进一步承压，近期部分重点房企债务风险达临界值。远洋集团担保的票据未能按时兑付利息造成违约，其境内子公司公告称拟调整“18 远洋 01”兑付安排。碧桂园公告称 2023 年 1-6 月公司净亏损 450-550 亿元，其子公司境内多只债券兑付存在重大不确定性。

行业预期弱化及重点房企负面舆情使得近期地产债市场表现整体逆势下行。交易情况来看，截至 8 月 19 日，近一个月 AAA 地产债在交易所平台平均成交收益率高达 82.2446%，平均偏离估值 2074.25bp，同期 AAA 产业债平均成交收益率为 5.9292%，平均偏离估值 91.69bp，同期，地产债高估值成交占全部产业债高估值成交笔数的比重高达 88.67%，主要系受碧桂园、万达商管、金地、远洋控股、旭辉等个券影响所致。发行情况来看，2023 年 6 月至今，AAA 等级房企一级市场净融资持续为负，且缺口持续扩大，8.1-8.16 日净融资为-161.97 亿元。行业利差情况来看，截至 8 月 16 日，中债隐含评级投资级债券样本显示，房地产行业信用利差和超额利差分别为 81.42bp 和 30.24bp，均居所有行业之首，且近 3 个月持续呈上升趋势（数据来源为 DM、WIND，笔者整理）。

#### 二、本轮重点房企债务风险原因分析

杠杆率过高系本轮重点房企流动性危机根本原因，2020 年以来调控政策叠加效应、房地产销售跌破安全边际等进一步加剧房地产企业的流动性风险和信用违约风险。

##### （一）杠杆率过高系本轮债务危机根本原因

2021 年以来，杠杆率过高，监管政策限制致使房地产企业经营和筹资现金流双重承压，加速弱化其偿债能力。虽然部分房企主动进行战略收缩，包括降低投资规模、上调土储布局、降低债务规模等，但仍未能避免本轮流动性危机，例如碧桂园近十年资产规模复合年均增长率高达 23.81%，资产规模于 2020 年末达到顶点 2.016 万亿元。同期，

公司负债复合年均增长率略高于资产扩张速度，始终维持高杠杆，其资产负债率于 2018 年末达到高点 89.36%（数据来源为 WIND，笔者整理）。

值得关注的是，本轮下行周期中，更早降债务率和财务更为自律的房企有着更强的韧性，多元化发展的业务模式相较于高度依赖住宅开发的单一模式有着更强的安全边际。如新城控股于 2019 年放缓投资节奏，主动加速资金回笼去杠杆，其商业综合体运营为公司经营提供稳定现金流，经营性物业亦作为底层资产补充融资来源。龙湖集团在扩张的同时始终将债务规模、期限和成本控制在适中水平，其商业物业和长租公寓运营收入占比逐年提高，主动降低对住宅开发的依赖程度。

## （二）调控政策收紧加剧房企现金流紧张

一是“三道红线”限制新增融资，外部融资趋紧叠加预售资金监管趋严，部分房企通过再融资及归集项目资金用于偿债的难度骤增。二是 2021 年以来地方政府“集中供地”政策推高土拍价格，对房企资金调配能力要求大幅提高，部分房企获得优质土地的机会减少；“集中供地”亦使得房企开发和推盘周期趋于同质化，销售竞争加剧，叠加限价政策，开发商盈利空间大幅收窄，行业毛利率加速下滑，融资成本高企的开发商财务状况快速恶化。三是监管限制银行房地产贷款占比，进而影响存量债务接续及新项目开发贷，加速弱化公司筹资性现金流，而银行对个人住房贷款占比的限制亦对购房需求端产生抑制。

## （三）销售持续低迷使得现金流跌破临界值

2023 年一季度，政策驱动和前期积压需求的释放使得地产活跃度短暂回升，但 4 月以来市场迅速降温。根据国家统计局数据，2023 年 1-7 月，我国商品房销售面积和销售金额分别同比下降 6.5% 和 1.5%，而 7 月单月销售面积和销售金额分别同比下降 15.5% 和 19.3%。房地产整体投资回报率与宏观经济共振下行，销售数据持续低迷使得部分重点开发商现金流突破临界值。人口增长率转负使得行业悲观预期较难扭转，开发商对短期内销售回暖预期进一步降低，其坚持兑付债务的动力亦大幅削弱，重点房企在当前节点债务违约或系外因和自身主动选择的共同结果。

以碧桂园、远洋集团为例。2022 年至今，碧桂园在现金流十分紧张的情况下依旧全力调动资金坚持兑付债务本息，其偿债资金来源对销售回款依赖度不断上升。根据中诚信托现金流压力测试模型测算，2023 年碧桂园月均权益销售安全边际约为 197 亿元，若销售规模跌破此阈值，公司将面临流动性危机。2023 年 5-7 月，碧桂园月均权益销售金额分别约为 182 亿元、160 亿元和 121 亿元，跌破安全边际且持续呈下行趋势，其中，7 月权益签约销售金额同比下滑 60%。2023 年 1-7 月，远洋集团协议销售 381.5 亿元，同比下降 26.6%，其中，7 月协议销售额为 24.9 亿元，同比下降 72.3%，7 月销售回款大幅下行使得其现金流到达极限（数据来源为公司公告，笔者整理）。

值得关注的是，2022 年以来，较多民营房企亦通过出售资产回笼投资活动现金流进行偿债，包括出售物业公司股权、商业物业和酒店等优质资产，但无法提供持续稳定现金流，难以从根本上缓解债务危机。

### 三、本轮房企流动性危机的影响分析

本轮房企流动性危机或引发投资人对混合所有制和国/央企开发商偿债安全边际考量，当前重点房企流动性风险事件或有可能推动政策加速落地，不排除进一步出台重点城市放松限购限贷相关政策，以及更大力度的货币政策。

#### （一）销售持续低迷或进一步影响地产债安全边际

2023年7月13日以来，国/央企地产债估值收益率曲线同国/央企产业债估值收益率曲线开始出现显著背离，8月以来背离趋势加剧，以3Y期为例，截至8月16日，前者约高出后者31.66bp。个券估值来看，本周以来万科多只债券成交收益率高于中债估值收益率（数据来源DM，笔者整理）。后续股东背景更强的房企信用水平能否维持或主要取决于房地产市场预期和销售情况改善，短期内主要与调控政策出台力度和落地节奏相关。

#### （二）更大力度房地产调控政策或加速落地

房地产投资负增长或对宏观经济增长产生负面影响，国家统计局数据显示，1-7月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长3.4%，同期，全国房地产开发投资同比下降8.5%。7月24日，中央政治局会议未提及“房住不炒”，释放政策“维稳”信号。近期政策基调总体温和，主要针对新房去库存及释放改善性购房需求，如住建部提出的降首套房首付及利率、改善型住房税费减免、“认房不认贷”等。当前重点房企流动性风险事件亦或推动政策加速落地，预计调控政策效果或将锚定房地产开发投资增速由负转正，并稳定房地产投资回报预期，不排除进一步出台调整重点城市限购限贷等关键政策，以及更大力度的货币政策。

而政策调控底线或为不重回“债务驱动型”发展模式。不同于以往棚改政策通过在全国大范围拆迁及商品房开发以实现拉动投资为目的，本轮城市更新聚焦在超/特大城市开展城中村改造，通过保障性住房同多业态结合，以实现提高土地资源利用和可持续经营的目的。若房地产投资综合回报率能够与银行存款及资本市场长期投资回报率匹配，并能够获得合理流动性补偿，则房地产资产或成为稳定且具有竞争力的大类资产投资标的之一，而稳定的销售现金回流则将支撑房企信用水平。

执笔人：王冲