



2022 年房地产行业运行半年报

联合资信 工商评级 | 卢 瑞 | 朱一汀 | 张 琳

2022 年以来，房地产行业景气度继续下行。随着出险企业的不断增加，为防范行业出现系统性风险，稳地产政策密集出台，行业融资政策边际放松，但投资者偏好显著下行，房企现阶段融资情况难言乐观；商品房待售库存进一步提高的同时购房者信心亟待恢复；房企违约事件频发，偿债来源仍将严重依赖于房企销售回款或资产处置后的资金回笼。展望 2022 年下半年，“房住不炒”仍为主基调，政策以维稳及托底为主，供需下行压力仍较大；长期看，资源逐步向央、国企和财务杠杆较低的头部优质房企集中，多数房企仍面临生存压力。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、房地产行业分析

（一）政策端

2022 年以来，房地产行业景气度继续下行，出险房企数量持续增加，“停工断贷潮”进一步打压市场信心。为防范行业出现系统性风险，中央多次释放维稳信号，将“保交楼”作为下半年工作重点之一，各地市因城施策放松调控以缓解市场压力，但“房住不炒”仍为政策主基调。

2022 年，受宏观经济下行、新一轮新冠肺炎疫情反弹以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行，房企销售端和融资端同时受阻，流动性压力加大，新开工意愿和房地产开发投资资金均有所下降，出险房企数量持续增加，大量项目烂尾引发“停工断贷潮”进一步打压购房者信心。在市场景气度加速下行背景下，为防范行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，2022 年以来中央多次释放维稳信号，将“保交楼”作为下半年工作重点之一，具体措施包括设立“地产纾困基金”，通过资产处置、资源整合和重组等方式，参与问题楼盘盘活及困难房企救助等纾困工作等，但“房住不炒”仍为政策主基调。2022 年 3 月，国务院金融委会议讨论关于房地产行业应及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案等内容；4 月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7 月，国内多地爆发“停工断贷”风波，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”工作；8 月，国务院常务会议明确 9 月上旬接续政策细则应出尽出，且再派一批督导和服务工作组，赴若干省份推动政策落实，释放了尽快稳住经济大盘的重要信号。

表 1 2022 年以来中央层面房地产行业主要政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022 年 2 月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022 年 3 月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022 年 4 月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金

		监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022 年 4 月	央行、外汇局	出台 23 条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 6 月	央行货币政策委员会	维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环
2022 年 7 月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022 年 8 月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款

资料来源：联合资信根据公开资料整理

随着中央维稳信号的密集释放，各地市紧随其后因城施策放松调控，包括放松限购限售、加大住房贷款优惠力度、加大公积金支持力度以及增加购房补贴等。如郑州下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置；武汉本市户籍居民在限购区域已有 2 套住房可新增购买一套；苏州新房限制转让由 3 年调整为 2 年，二手房不再限制转让年限等。

表 2 2022 年以来各地市房地产政策汇总

时间	城市	主要内容
2022 年 3 月	郑州	3 月 1 日，郑州市发布《关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》。子女、近亲属在郑工作、生活的，鼓励老年人来郑投亲养老，允许其投靠家庭新购一套住房
2022 年 4 月	南京	4 月 27 日，南京市房产交易中心发布消息。非本市户籍居民家庭申请购房由 3 年内在南京连续缴纳社保或个人所得税 2 年及以上，调整为 1 年内在南京累计缴纳社保或个人所得税 6 个月及以上（补缴不算）。5 月 10 日，再次发布消息，预售商品住房限售由办理产权证满 3 年调整为合同备案日期满 3 年。6 月 13 日，再次发布，非南京户籍人员提供个人 6 个月社保证明即可开具购房证明（可补缴）
2022 年 5 月	苏州	5 月 9 日，苏州市新房限制转让由 3 年调整为 2 年，二手房不再限制转让年限。非户籍居民家庭购房条件由 3 年内累计缴纳 24 个月社保调整为连续缴纳 6 个月社保
2022 年 5 月	成都	5 月 31 日，成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室出台《关于进一步优化完善房地产政策促进市场平稳健康发展的通知》。全市范围内个人转让家庭唯一住房，增值税由满 5 年免征调整为满 2 年免征
2022 年 6 月	合肥	6 月 11 日，合肥市住房公积金管理中心发出通知：单方购买首套住房，最高可贷款额度由 45 万元提高到 55 万元，夫妻双方最高可贷款额度由 55 万元提高到 65 万元；延长二手房贷款年限，款购买二手房的，房龄不超过 20

		年，贷款最长期限为 30 年，贷款期限加房龄由最长不超过 30 年调整到不超过 40 年
2022 年 6 月	重庆	6 月 15 日，重庆市人民政府办公厅发布通知：住房公积金缴存职工家庭购买首套住房的，首付款比例不低于 20%；缴存职工家庭购买第二套住房的，首付款比例不低于 40%，贷款利率不低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍；支持购买首套住房商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款（置换贷款）；缴存职工家庭夫妻参贷的，单笔贷款额度按双方个人可贷额度相加计算，最高额度从 60 万元提高至 80 万元
2022 年 7 月	济南	7 月 6 日，济南市人民政府发布《济南市人才服务支持政策（30 条）》。其中，E 类人才中符合条件的全日制博士、硕士研究生可分别享受 15 万元、10 万元一次性购房补贴
2022 年 8 月	廊坊	8 月 8 日，廊坊市正式官宣优化调整住房限购、限售政策：取消户籍、社保个税等方面不适应当前房地产市场形势的限制性购房条件；对招才引智高端人才、招商引资企业高管、北京非首都功能疏解随迁人员购买首套住房时，按照本地户籍对待；对“北三县”和环雄安新区周边县（市）等重点区域，取消非本地户籍居民家庭的住房限售年限要求

资料来源：联合资信根据公开资料整理

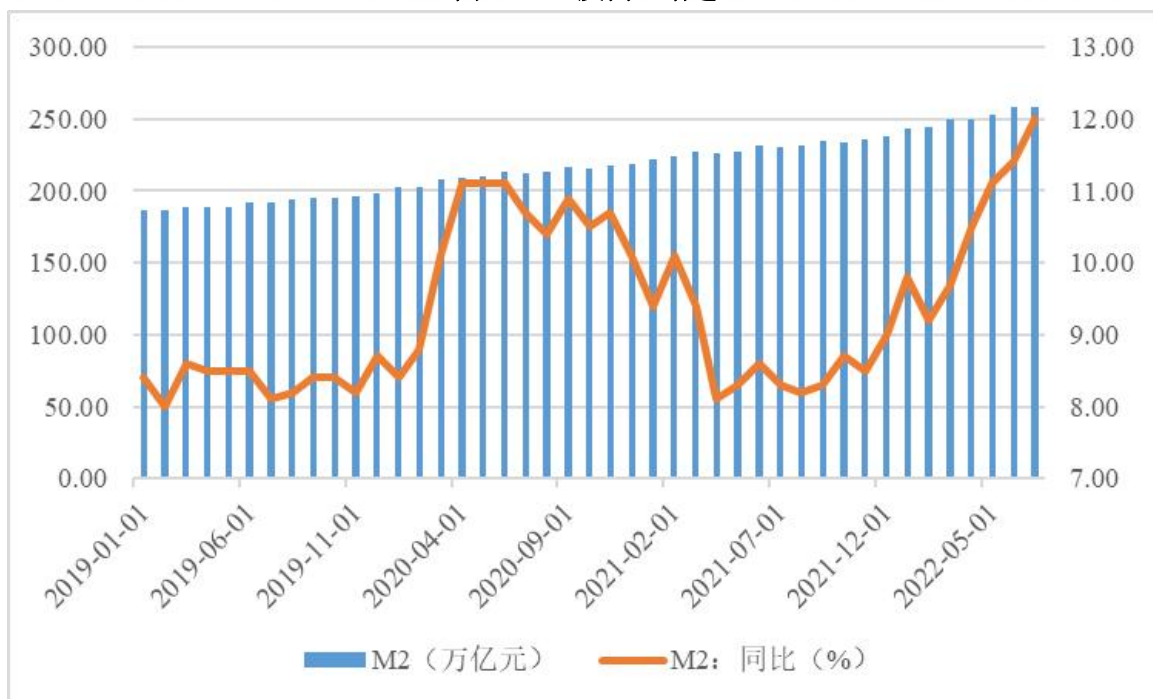
（二）融资端

房企违约事件频发、境外评级被大量下调及中资房企美元债市场大幅波动等事件均对房企融资环境造成巨大冲击，为防范系统性风险，2022 年以来中央各部委密集发声稳定房企融资环境，行业信贷环境边际改善，但受房地产市场整体低迷、销售下滑等因素影响，多数房企自身回血能力不足，投资者偏好下行，房企现阶段融资情况难言乐观。

1. 社会融资

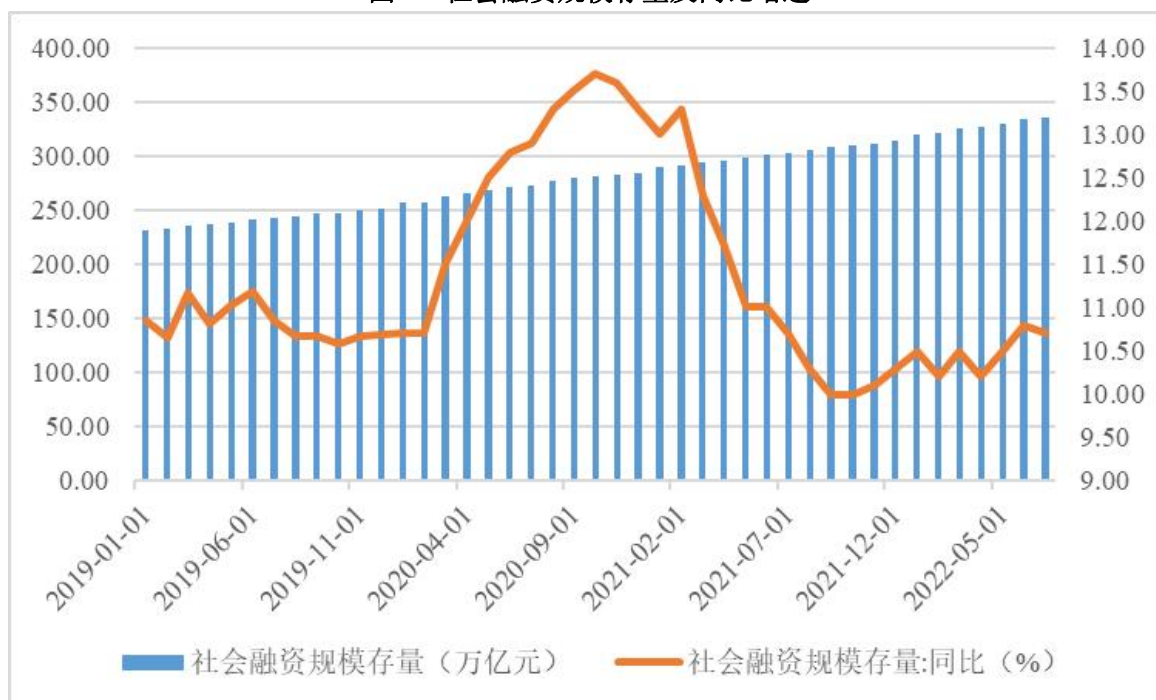
2022 年以来，随着新一轮的新冠肺炎疫情爆发，叠加俄乌冲突下的大宗商品价格飙升，国内经济形势面临较大挑战，央行实行“稳增长”的货币政策，M2 同比增速在 2 月小幅下降后加速上扬，社会融资规模同比增速仍低位运行。

图1 M2 及同比增速



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 社会融资规模存量及同比增速

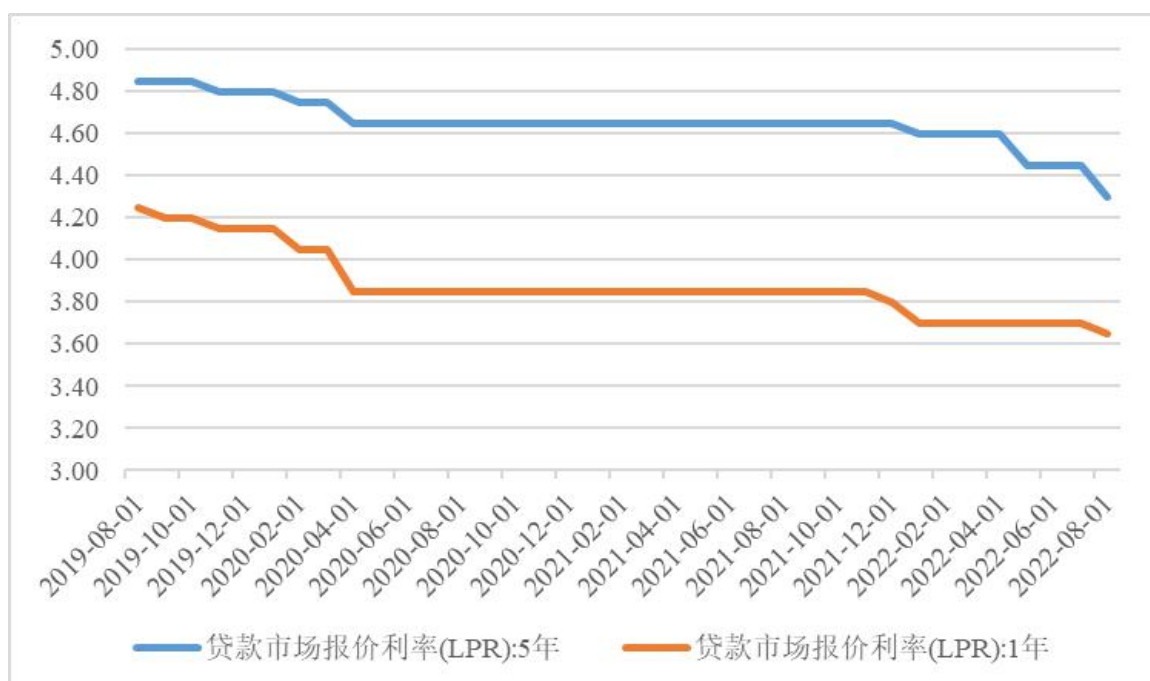


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

社会融资成本方面，自 2021 年 12 月新一轮降息周期开启至今，LPR 共下调 4

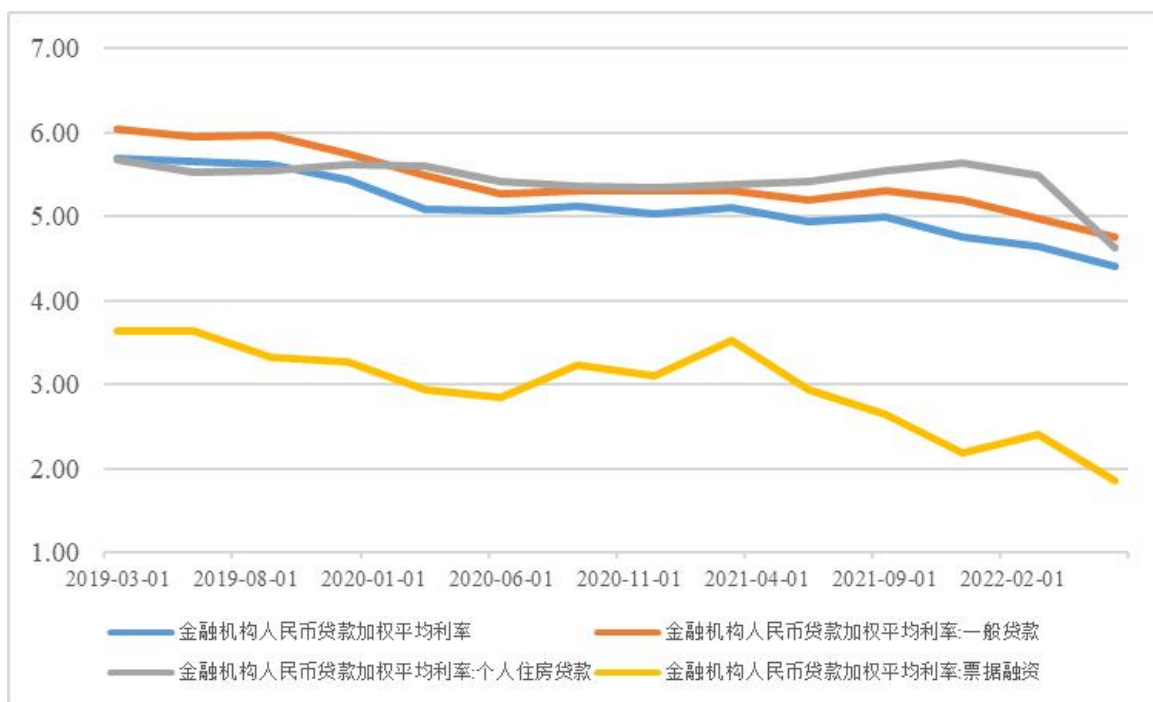
次。2021年12月，1年期LPR下调5个基点至3.8%，5年期LPR为4.65%维持不变；2022年1月，1年期LPR为3.7%，5年期LPR为4.6%，分别再次下调10个基点与5个基点；5月，1年期LPR为3.7%维持不变，5年期LPR下调15个基点至4.45%；8月，1年期LPR为3.65%，5年期LPR为4.3%，分别再次下调5个基点与15个基点。目前，国内按揭贷款利率最低值为低于5年期LPR 20个BP即4.1%，已低于本轮地产周期开始时房贷利率（4.9%）的八五折。2022年以来，信贷支持实体经济力度不断加大，金融机构人民币贷款加权平均利率持续下行，2022年6月贷款加权平均利率为4.41%，处于历史低位。

图3 LPR 报价利率走势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 金融机构人民币贷款加权平均利率（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

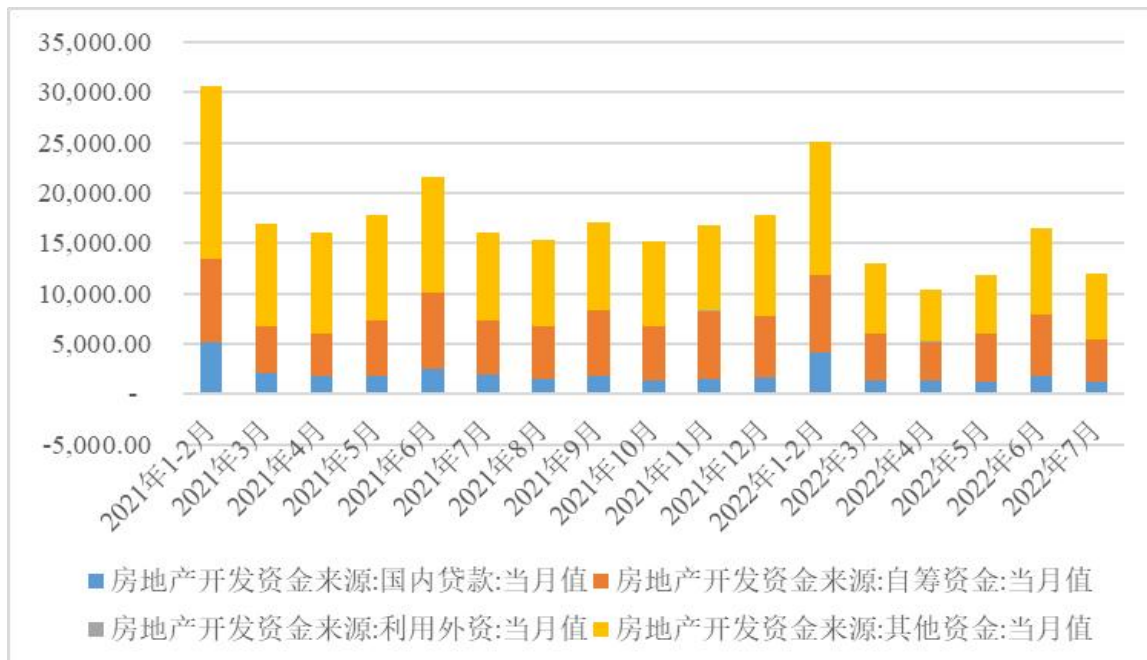
2. 项目融资

2020年8月，“三条红线”新规出台，严控房企有息债务增速，行业融资环境明显收紧；12月，央行和银保监会发布房地产贷款集中管理制度，从源头控制金融资源过度流入房地产企业；上海、北京和深圳等城市相继出台政策严查经营贷、消费贷等违规入市。2021年上半年，行业融资收紧态势成效显著，但由于部分金融机构存在政策误读情况，一批问题房企风险暴露的同时，部分正常经营的房企被误伤，导致行业流动性风险快速蔓延。为防范系统性风险，下半年政策以调整、修复、矫正为主，对房企融资进行弹性回调指导，释放融资边际放松的积极信号以保证房地产市场平稳发展。

2022年3月以来，中央各部委密集发声稳定房地产行业融资环境，重点以支持房企合理融资需求、鼓励优质房企兼并收购出险房企项目以及防范化解房企流动性风险为主，信贷环境边际改善。但在行业加速下行的背景下，多数房企销售大幅下滑导致自身回血能力不足，房地产开发资金来源中占比最高的其他资金（定金、预收款以及个人按揭贷款）显著下滑。2022年1—7月，房地产开发企业到位资金合计8.88万亿元，同比下降25.38%。其中，2022年7月，房地产开发企业到位资金1.19万亿元，由4—6月的稳步回升趋势转为环比下降27.49%，主要系与2022年7月全国多

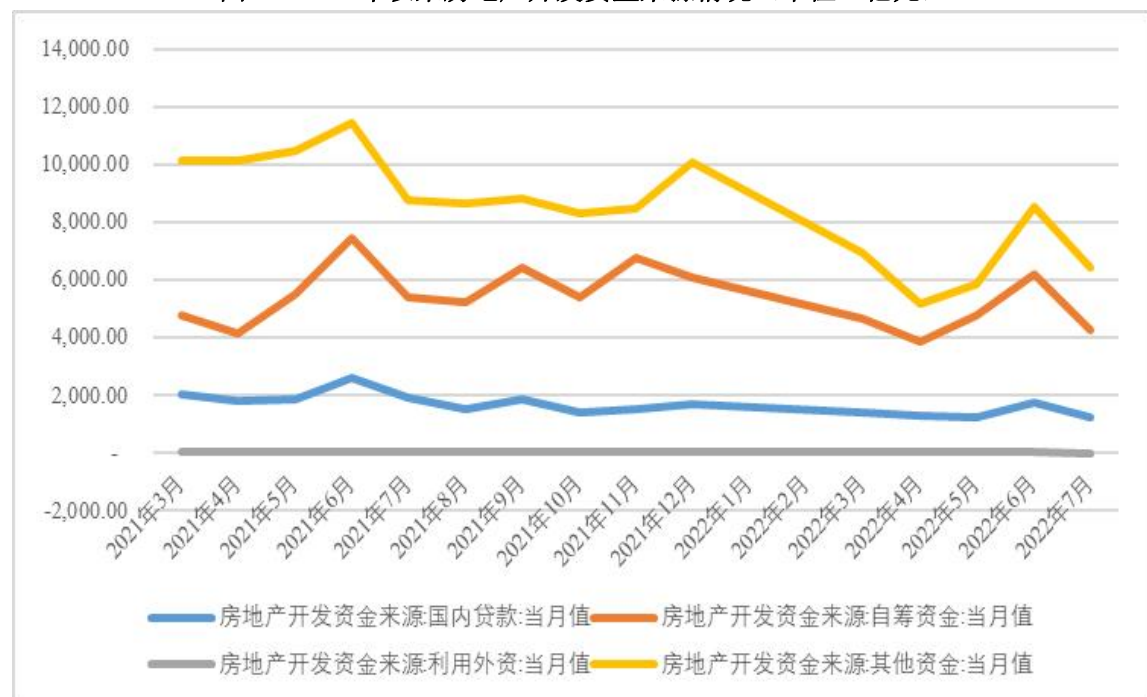
地出现“停工断贷”事件，购房者信心大幅受挫有关。

图 5 2021 年以来房地产开发资金来源情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 6 2021 年以来房地产开发资金来源情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(1) 银行信贷

从房企主要融资渠道银行信贷来看，受行业下行影响，近年来银行信贷流向房地产领域的增速持续下降。截至 2022 年 6 月底，国内金融机构房地产贷款余额为 531100 亿元，同比增长 4.20%，增速为 2011 年以来首次连续五个季度低于两位数，创历史新低。

图 7 金融机构房地产贷款余额及增速（单位：亿元、%）



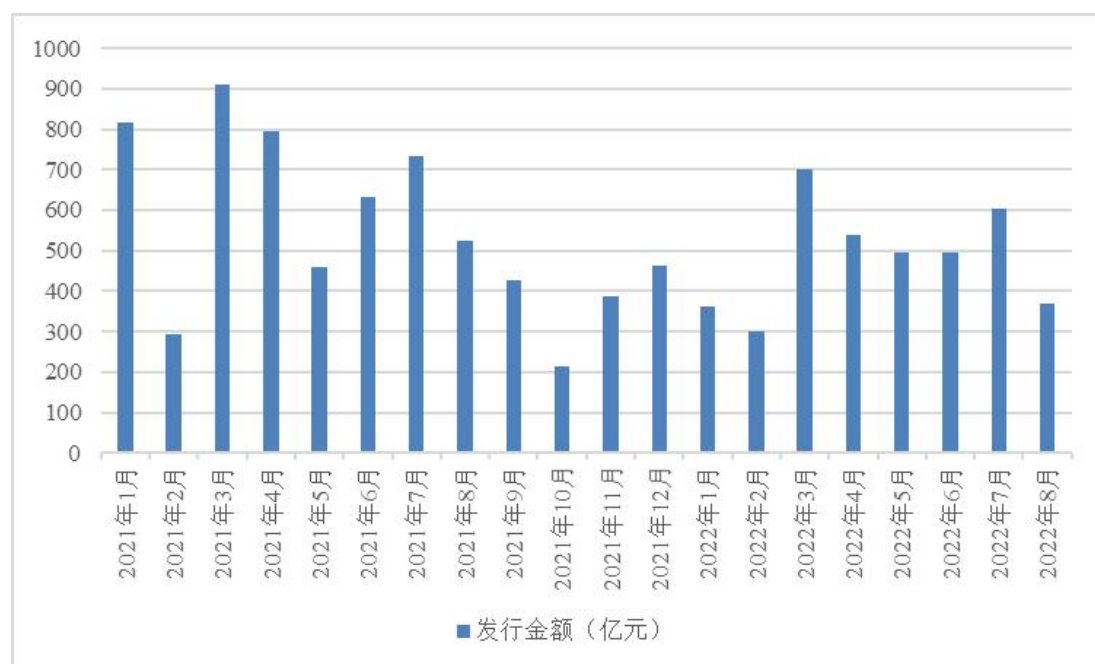
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(2) 国内债券

2022 年以来，在房地产市场加速下行以及房企违约事件频发下，投资者风险偏好下行，房企国内信用债发行规模较 2021 年有所回落。具体来看，2022 年 1—8 月，房地产开发类企业国内信用债发行金额合计 3865.91 亿元，同比下降 25.14%。分月份看，2022 年 1—2 月，国内信用债发行规模延续 2021 年底低位；3 月，受行业融资政策放松影响，债券发行量大增，随后数月呈不同程度回落；5 月，碧桂园、龙湖集团和美的置业 3 家民营房企被选定为示范房企，推出信用风险缓释工具以增强投资者信心，当月深交所落地首单民营房企信用保护工具，中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债公司”）和上海银行联合创设信用风险缓释凭证，帮助新城控股成功发行 2022 年第一期中期票据，向市场传递积极的政策信号；8 月，龙湖集团、金地集团、碧桂园、旭辉控股、新城控股、远洋集团、美的置业和滨江集团 8 家房企获得首批增信支持发债试点资格，当月龙湖集团发行 15 亿元中期票据，由中债公司提供连

带责任保证，若企业债券违约，由中债公司代偿全部金额，政策支持力度进一步加大，但从当月国内信用债发行情况看，政策向市场的传导仍需要一定时间。受行业景气度持续低迷、出险房企增多、可发债房企数量的减少及降杠杆控风险意识的增强以及投资者偏好下行影响，预计短期内房企国内信用债发行规模仍将维持低位。

图 8 房地产开发类企业国内信用债发行情况

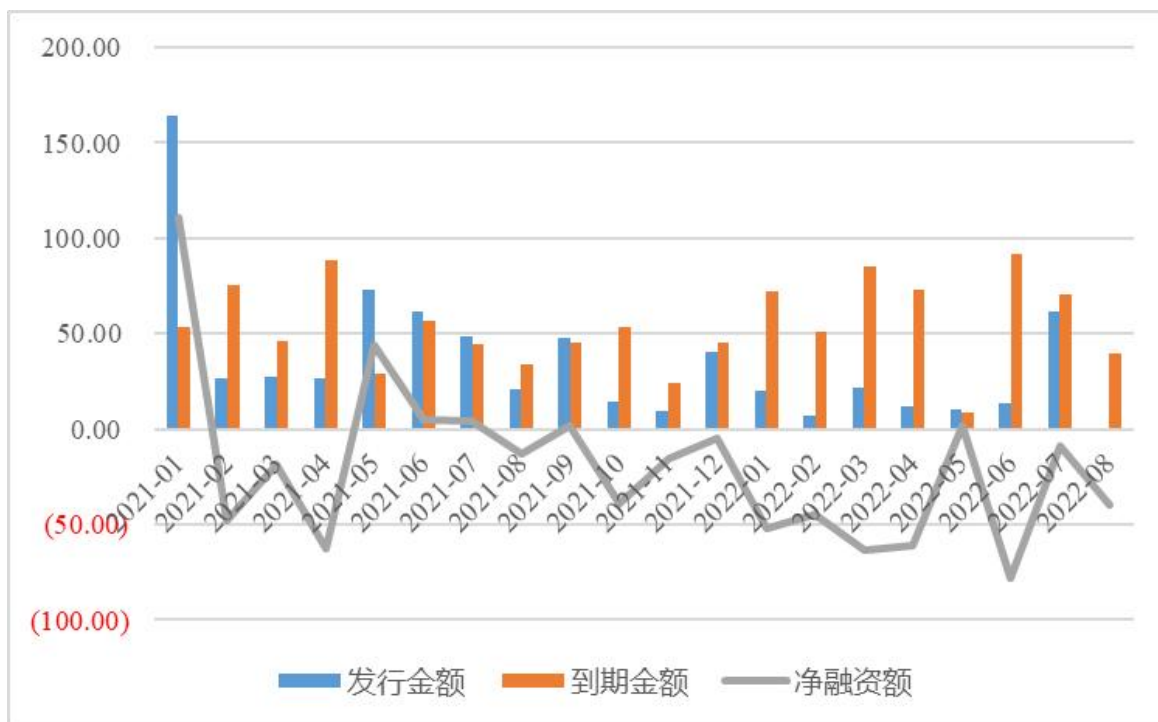


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(3) 美元债

受境内房企展期、违约事件频发及境外评级被大量下调等因素影响，投资者对房地产行业风险偏好显著下行，2021年以来境内房企美元债发行规模保持低位，多数月份美元债净融资额为负。2022年1—8月，境内房企美元债发行金额合计145.80亿美元，同比下降67.54%；净融资额合计-346.01亿美元，上年同期为21.61亿美元。结合当前国内房地产市场现状看，境内房企现阶段融资环境仍不容乐观，且美元债在实际偿还过程中劣后于其他借款，同时，人民币贬值造成发行美元债成本上升，预计房企美元债市场短期内恢复难度较大。

图9 2021年以来境内房企美元债融资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 DM 整理

（4）信托融资

近年来以信托融资为代表的非标融资延续强监管，房地产信托发行与成立规模均呈下降趋势。2022 年 1—7 月，据用益信托网数据显示，投向为房地产类的国内集合信托产品发行规模为 944.72 亿元，同比下降 78.26%；投资领域为房地产的国内集合信托产品成立规模为 676.99 亿元，同比下降 80.46%。近年来银保监会要求严控房地产信托规模，房地产信托规模显著下降，结合当前房地产市场环境看，未来房地产信托规模或将继续缩减。

（5）其他

受“停工断贷”风波对地方政府的负面影响以及为保民生，中央及地方政府对“保交楼”的重视程度不断提高，预售资金监管力度将持续严苛，原本房企偏爱的通过占用上下游企业资金进行融资的模式带来的资金效应将逐步下降。

（三）供需端

融资端尚未恢复，意味着房企将继续依赖于自身造血来实现现金流的正常运转。2022 年以来，行业景气度持续低迷，销售规模下滑严重，部分房企仍保持收缩态势面对行业下行；土拍市场上，央、国企和城投企业继续托底，优质民营房企恢复拿

地。展望 2022 年下半年，需求端，购房政策已有所放松，但受宏观经济下行、疫情反复、房企风险事件不断等因素影响，购房者信心有待恢复；供给端，房企现金流压力尤在，短期内无法预见拿地及新开工的实质性回暖。长期看，国内经济结构的调整、金融机构对房地产投资规模的压降、出生人口增速下降和老龄化加速到来、城镇化进入减速阶段以及居民收入预期降低等因素均压低了购房者对未来楼市的预期，对房地产行业长期发展形成了更大的挑战。

1. 供给端

2022 年以来，房地产行业市场景气度延续 2021 年下半年以来的低迷态势，商品房待售面积（竣工未售项目）库存进一步提高，截至 2022 年 7 月底，待售面积规模为 54655 万平方米，累计同比增长 7.50%。根据 CRIC 统计的数据，2022 年 6 月，百城商品住宅库存量为 60137 万平方米，同比增长 4%，环比小幅下降 0.92%。从去化周期看，百城商品住宅库存去化周期平均为 20.86 个月，为 2022 年以来的首次回落，其中三四线城市去化周期超过 2 年以上，去化压力仍较大；一二线城市去化周期呈不同幅度的下降。

图 10 商品房待售面积情况（单位：万平方米、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

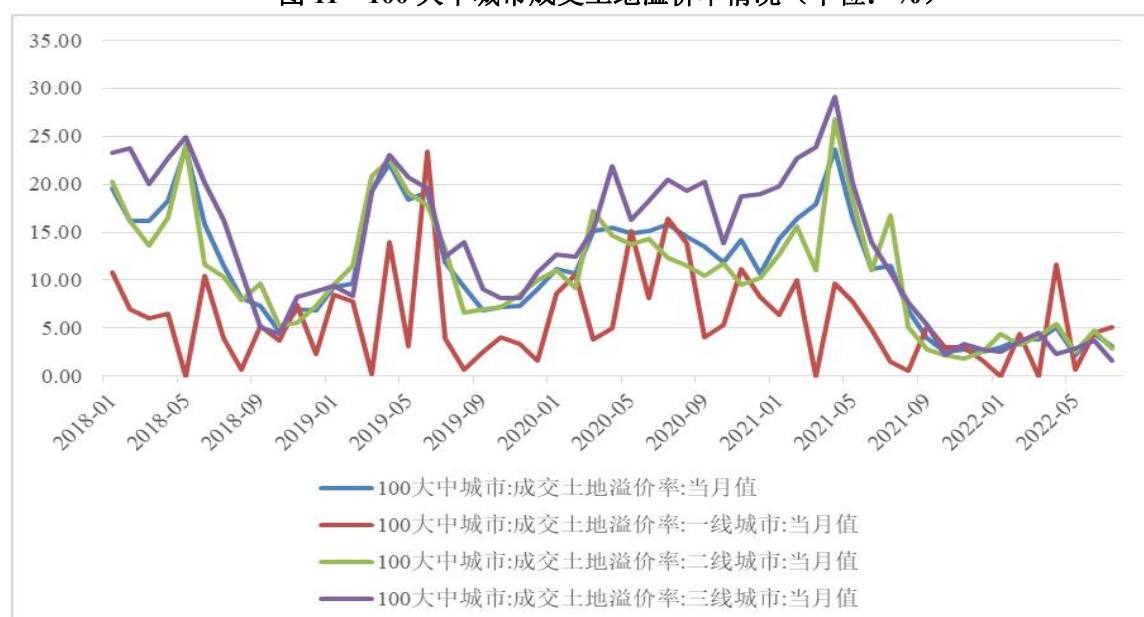
土地供应及成交量决定商品房未来一段时间的供给。2022 年上半年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降。尽

管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。城市间土拍热度有所分化，具体来看，杭州、北京和上海包揽 22 城集中供地城市土地成交金额前三名。其中杭州及其他热点长三角城市经济发展较快、人口持续净流入且完成了两次集中供地，土拍成交金额维持高位；北京适度放松集中供地规则，市场热度较高；上海因疫情影响上半年虽只完成第一批集中供地，但房企积极性较高。而天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度相对较差。2022 年以来，由于土地供应力度下降及房企投资力度下降的影响，土地流拍情况仍较多，但较去年下半年有所好转。

从土地成交数据来看，2022 年 1—6 月，100 大中城市成交土地规划建筑面积累计 6.79 亿平方米，同比下降 28.75%。分城市能级来看，一线城市成交土地规划建筑面积同比下降 35.63%（增速较 2021 年同期下降 30.02 个百分点），二线城市成交土地规划建筑面积同比下降 32.60%（较 2021 年同期下降 32.59 个百分点），三线城市成交土地规划建筑面积同比下降 25.90%（较 2021 年同期下降 1.07 个百分点），一二三线城市土地成交规模均有所下降。

2022 年上半年，受部分地区疫情及各城市集中供地时间差异的影响，一二三线城市土地成交溢价率均呈低位波动态势。其中一线城市波动振幅较大，2022 年 4 月成交土地溢价率达到集中供地以来的高峰（11.61%），主要系广州和深圳部分出让项目热度较高所致。二三线城市土地成交溢价率维持在 5% 左右，房企拿地意愿较差，央企、地方国企托底现象较为明显。

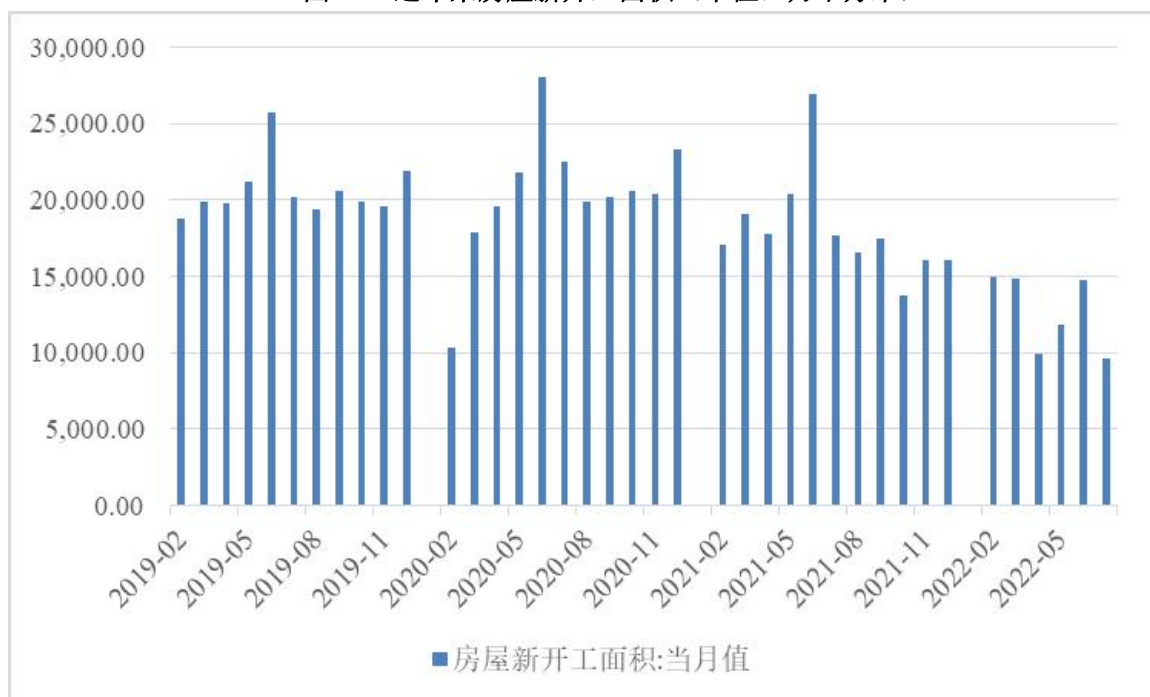
图 11 100 大中城市成交土地溢价率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

房企拿地成交量下降，且 2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，房企面临较大销售和资金压力，加之“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降。2022 年 1—6 月，房企新开工面积规模为 6.64 亿平方米，同比大幅下降 34.42%，相较于 2020 年同期下降 31.90%。

图 12 近年来房屋新开工面积（单位：万平方米）

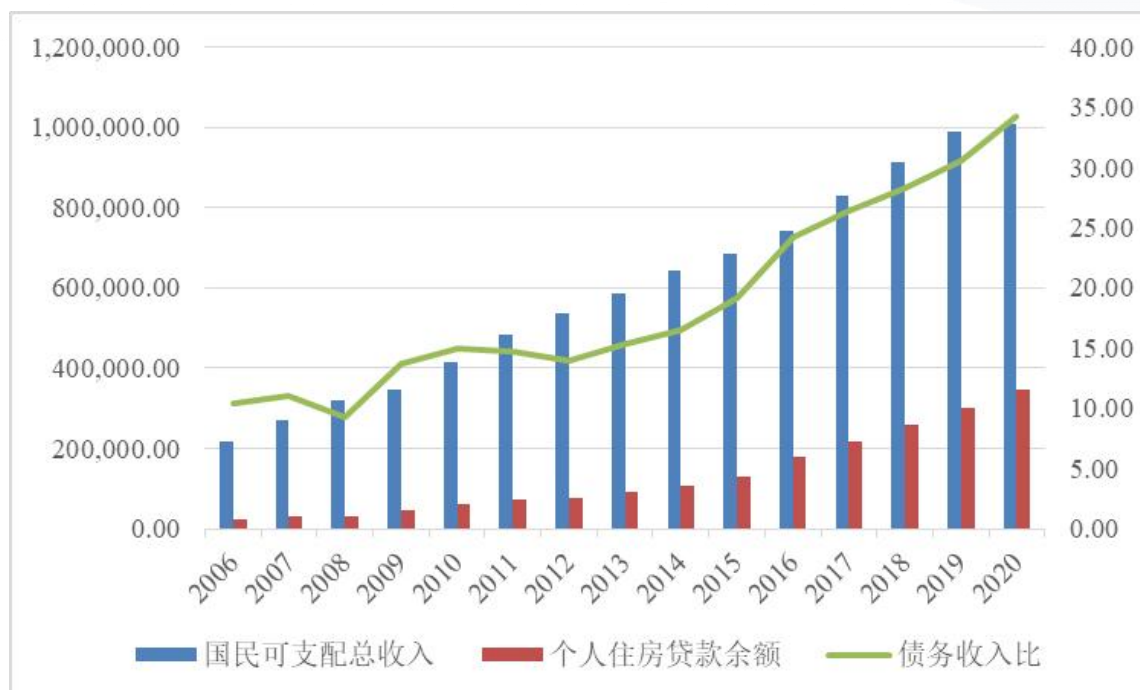


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 需求端

长期看，需求的硬上限为人口和购买力，我们使用居民贷款余额/可支配收入来衡量居民杠杆率水平；我国居民债务收入比总体呈上升态势，尤其是 2009 年和 2016 年增速较快，主要受国家信贷政策放松影响。2020 年，居民收入水平受疫情影响增速放缓，居民债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）提升至 34.18%。截至 2021 年底，个人住房贷款余额较上年底增长 11.3%至 38.32 万亿元。

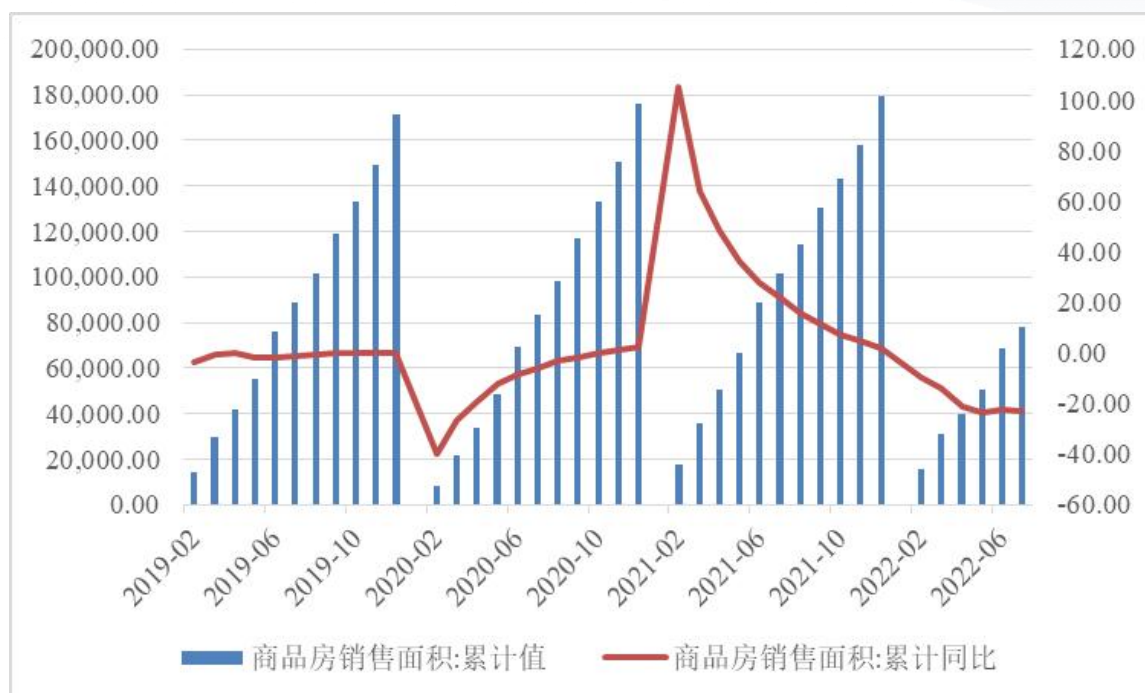
图 13 我国债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

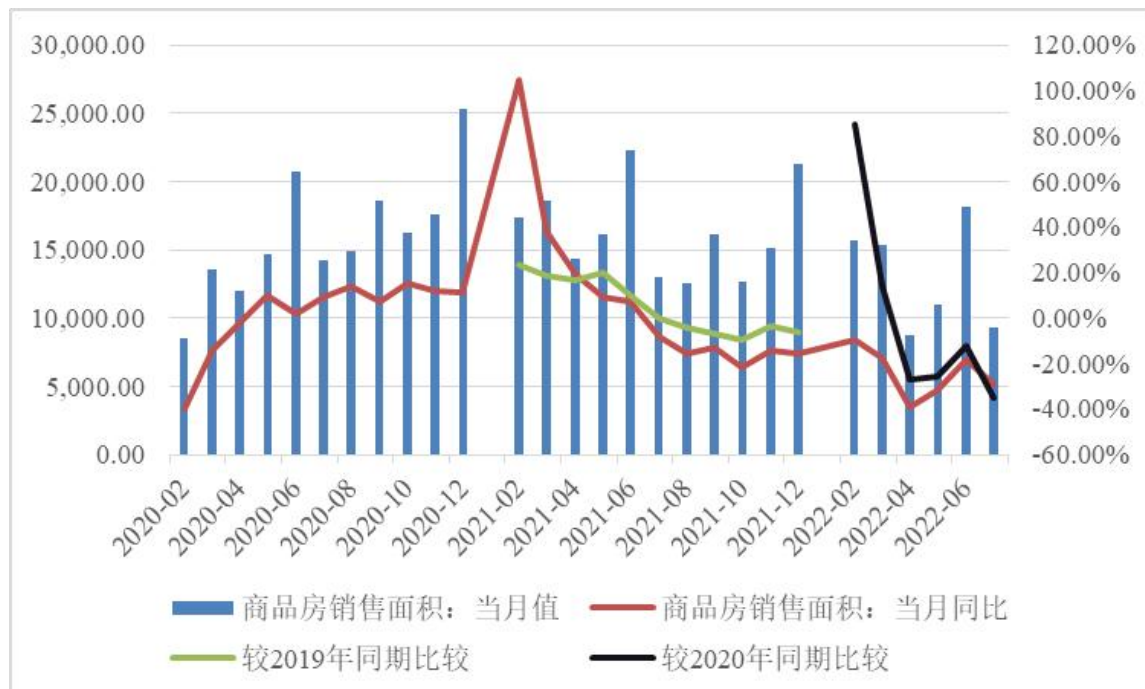
短期看，商品房的需求与货币政策及购房者的预期息息相关。2022 年上半年全国商品房销售均价为 9586 元/平方米，同比下降 8.6%。但由于供大于求，且购房者预期仍持续走低，2022 年 1—6 月商品房销售面积和销售额分别同比下降 22.20% 和 28.90% 至 6.89 万平方米和 6.61 万亿元。随着疫情得以控制、调控政策有所缓和以及房企加大推盘力度，2022 年 6 月单月全国商品房销售面积与金额环比分别增长 66% 和 68%。

图 14 商品房累计销售面积及增速（单位：万平方米、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15 商品房销售面积及增速（单位：万平方米、%）



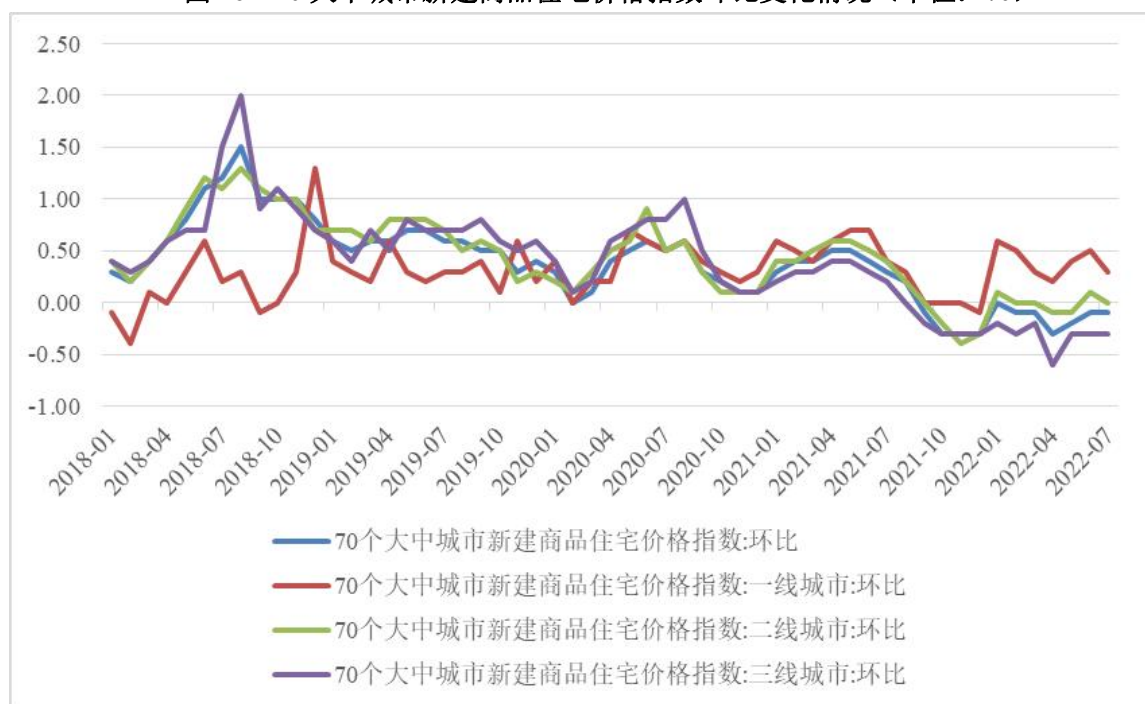
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从 30 大中城市商品房成交数据看看，2022 年 1—6 月，一线城市商品房成交面积同比下降 33.68%，二线城市商品房成交面积同比下降 28.59%，三线城市商品房成

交面积同比下降 45.73%，三线城市成交量受市场影响很大。

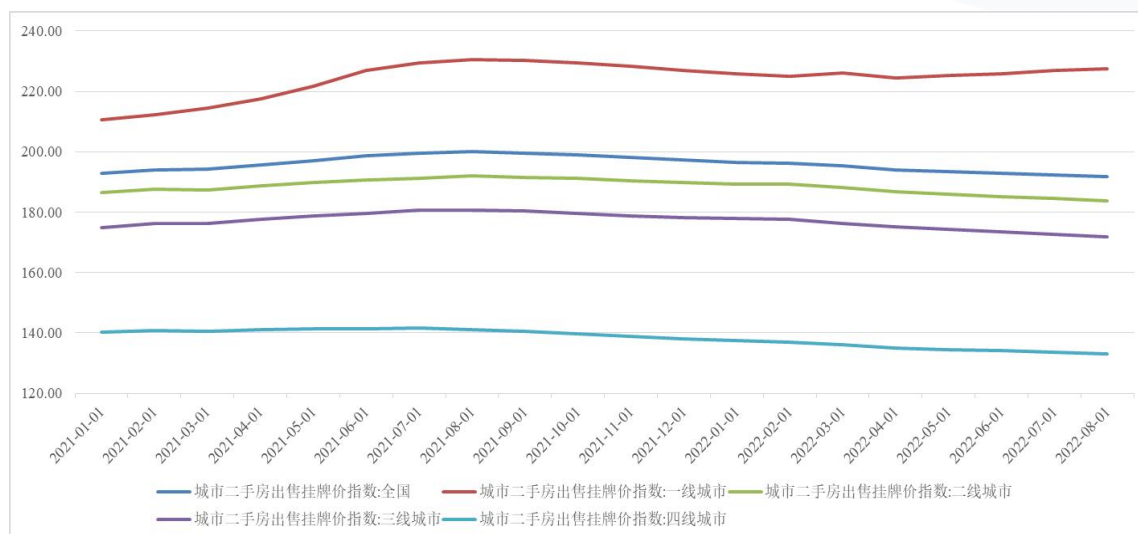
从 70 大中城市新建商品住宅价格指数看，2021 年底以来，降准、降息措施的出现向市场释放一定正面信号，一二三线城市住宅价格指数环比止跌回升。但一季度以来，一二三线城市住宅价格指数环比变动进入下行区间；随着调控政策放松，2022 年 5 月，一线城市新建商品住宅价格率先恢复，二三线城市价格跌幅有所放缓。从二手房出售挂牌价格看，2021 年 8 月后，各线城市价格均呈现波动后下降态势，其中四线城市二手房出售挂牌价指数降幅较为明显。

图 16 70 大中城市新建商品住宅价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 17 城市二手房出售挂牌价指数（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

综合来看，2022 年上半年，受宏观经济下行、疫情反复、房企风险事件不断的影响，销售持续低迷，行业销售规模下滑严重。为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，购房政策有所宽松，但房企合理融资需求的恢复有待观察，房企仍需依赖自身造血能力实现现金流的正常运转。展望 2022 年下半年，行业未来销售情况仍将面临较大的压力，房价缺少支撑，下行压力较大，政策仍有宽松空间。长期看，随着政府致力于调整经济结构，货币超发降低；金融机构扩张过程中资产质量有所下降，仍有压降对房地产项目投资力度的需求。此外，近年来我国出生人口增速下降和老龄化加速到来、城镇化进入减速阶段以及居民收入预期降低等因素，也进一步压低了购房者对于未来房地产行业的整体预期，预计对房地产行业长远发展均形成了更大的挑战。

二、房企信用表现和基本面

（一）违约事件频发，市场情绪下行

房地产行业属资金密集型行业，房企具有杠杆率高、现金流受开发及回款节奏影响大，行业受政策调控影响显著等特点，尤其是近年来受房地产行业政策调控持续高压、再融资环境收紧、销售回款周期拉长、地产企业债券集中到期及部分房企前期扩张激进等因素综合影响，房地产行业债券违约风险逐步暴露。

2021 年以来，随着“三道红线”、贷款集中度管理、“集中供地”和预售资金监管等政策不断加码，“高杠杆、高周转”的运营模式被打破，房企流动性管理压力剧增。在此背景下，2021 年下半年起以恒大为代表的大型房企违约等信用风险事件频发，行业出现系统性危机。2021 年发生信用风险事件的部分房企主要呈现实际债务

杠杆高，美元债和非标融资占比高；项目质地差，行业下行周期下，去化受影响更甚等特征；2022 年上半年，出险房企仍具有前述特征，加之行业销售持续下行，融资渠道受阻，债务进入偿还期，房企流动性快速消耗，具体明细如下。

表 3 2021 年以来部分房地产行业信用风险事件简析

风险暴露时间/ 首次违约时间	发行人	情况简述
2021 年 3 月	华夏幸福基业股份有限公司	土地储备中位于环北京地区的三线及以下城市的比重高，受区域内房地产调控政策的不利影响较大，签约入园企业和企业签约投资金额下降，签约合同销售金额及回款减少，产业新城开发建设业务收入及盈利承压，债务负担很重，非标融资占比高，流动性紧张，子公司美元债未能如期偿付
2021 年 3 月	重庆协信远创实业有限公司	盲目进军产业地产、特色小镇、田园综合体等领域，项目运营难度和周期提升，利润出现下滑，借壳上市失败，在建项目的扩张，使得再投资压力持续上升，同时内部融资能力较弱，外部债务快速增加；项目储备构成中办公、商业等占比高，住宅类产品占比低，去化周期偏长，在售项目安全边际较低；公司整体盈利并未随资产和债务增长而同步增长，导致偿债能力持续恶化，关联占款和关联对外担保金额很大，销售未达预期导致流动性紧张，导致公司及子公司出现部分债务未能如期偿付
2021 年 7 月	四川蓝光发展股份有限公司	近年受项目建设支出和拿地节奏影响，公司经营性活动净现金流呈现波动，债务规模出现增长，短期债务占比提升，且非银融资规模较大。公司异地项目拿地成本较高但售价受到管控，盈利空间较窄，西南大本营项目向郊区拓展布局亦弱化，公司整体销售增速放缓。自 2020 年末至今，公司公开市场再融资受阻，经营性现金流回速放缓，公司流动性出现阶段性紧张，加之部分金融机构提前宣布到期，导致出现债务工具未能如期偿还的情况
2021 年 7 月	中国恒大集团	公司主要的风险点在于一是经营风格激进，常年高杠杆经营，且债务结构复杂，公司现金流压力大；二是公司从 2017 年开始涉足文旅及康养项目，单盘面积很大，区域位置较差，去化速度减慢，项目沉淀资金严重，此外公司多元化消耗部分自有资金，加快了公司现金流的断裂
2021 年 9 月	新力控股（集团）有限公司	公司属于典型的近年来快速扩张的企业之一，主要特征为表外债务规模疑似较多，实际债务水平要高于当前债务水平，其融资结构中非标占比高，融资成本高。另一方面，项目分布方面，公司项目在南昌和惠州的占比较大，集中风险高，且上述两个城市近年来销售市场并不如公司预期，当地项目只能分期开发销售，占用了公司较多资金；且公司土地成本及融资成本高，公司近年来的盈利情况并不乐观。在此背景下，行业景气度下降使公司紧张的资金链出现断

		裂
2021 年 9 月	花样年控股集团有限公司	公司在 2019 年之前经营特征为：项目多数为中高端和旅游住宅，分布在远郊，去化速度很慢，公司之前一度出现现金流紧张情况；2019 年实控人回归后转变战略走快周转路线，管理层大换血，最终公司去化明显好转；但公司之前去化慢的项目仍需公司长时间消化。另一方面，公司实际债务杠杆较高，表外债务规模大，其融资结构中境外债和非标融资占比极高。2021 年行业调整期公司去化受到较大影响，且美元债无法续发，最终导致公司出现信用风险事件
2021 年 10 月	当代置业（中国）有限公司	公司自 2017 年开始扩张，每年扩充土储规模均较大，但销售情况不及预期。2021 年集中供地火热阶段，公司更是大肆拿地，部分项目溢价率很高，较高的投资支出消耗了公司较多的货币资金，公司现金流的运转对下半年销售依赖较大；但下半年行业遇冷，销售遇阻，公司风险加大最终违约
2021 年 12 月	佳兆业集团控股有限公司	公司历史上存在财务造假情况，有一定的道德风险。公司为旧改企业，其业务模式一般，项目开发前期需要沉淀很多资金，且开发存在较大的不确定性，资金周转慢；且早年间部分项目为招拍挂拿地，溢价率高，一定程度上影响公司的项目去化及盈利。另一方面，公司债务结构很不合理，美元债及非标融资占比很高，且融资成本高，公司尚有部分表外债务。整体看，公司资金链本就较为紧张，后期销售遇阻以及美元债市场再融资受阻，共同导致企业出现流动性风险
2022 年 1 月	大发地产集团有限公司	公司主要布局长三角及成渝地区城市群，业务规模较小。在 2021 年下半年行业进入下行期及融资渠道受限的背景下，公司资金状况逐步紧张，面临的短期偿债压力大幅提升。公司开始出售项目回笼资金，同时也出现组织架构调整、裁员等负面新闻。2022 年 1 月公司完成美元债的交换要约，但债务问题持续发酵，已启动境外债务重组程序
2022 年 1 月	融创中国控股有限公司	公司虽为行业龙头房企之一，但经营较为激进、财务杠杆高、盈利能力有所下滑。2021 年底以来市场出现公司子公司商票无法兑付的新闻，受此影响，2 月公司经历“股债双杀”；公司债务危机不断蔓延，多笔债券价格大跌；3 月，公司与投资人沟通债券展期等事宜；5 月，公司公告未能在宽限期内支付 4 笔美元债利息，触发违约事件；目前，公司已收到债权人提起的清盘呈请
2022 年 1 月	荣盛房地产发展股份有限公司	公司为环京房企之一，土储中京津冀城市群和环渤海城市群占比超过 50%，且布局了较多文旅项目，去化风险较高。早在 2018 年公司曾因资金紧张减缓拿地；2021 年下半年以来，关于公司“商票未兑付”“母公司荣盛控股有限公司被列为被执行人”和“违规销售”等舆情频出；2022 年 1 月，公司完成 2 笔美元债的部分展期；6 月，公司一笔 10 亿信托出现违约；8 月，公司 2 笔中票完成展期。

2022 年 2 月	正荣地产集团有限公司	公司主要布局长三角及海西地区。公司在 2017 年及 2018 年大规模扩张，债务规模迅速飙升；同时项目城市能级逐步下沉至三四线，受 2021 年行业销售下滑影响，销售状况不及预期。2022 年 2 月，公司股价出现闪崩，多笔美元债价格大跌 50%，市场负面舆情迅速发酵，公司后续发布公告宣布对多笔未偿美元债发起交换要约同意征求；随着公司流动性逐渐走向枯竭，8 月，公司 2 笔美元债发生实质违约
2022 年 3 月	龙光集团有限公司	公司主要布局粤港澳大湾区、长三角以及中西部城市群。早年曾多次高价拿地，2021 年上半年仍较激进的拿地，近年来毛利率下滑较为明显。此外，公司储备的旧改项目规模较大，资金沉淀较大且开发周期长。2022 年以来，涉及公司“表外债务”“大规模裁员”“私募美元债被要求提前偿还”等负面舆情不断。受行业销售下行、融资渠道收紧等影响，公司流动性风险逐渐暴露，多笔境内债发生展期。目前公司拟考虑对离岸债务进行债务重组
2022 年 5 月	金科地产集团股份有限公司	公司土储中三四线城市占比较高，在行业销售下行期中去化压力较大；财务方面，公司非银融资占比较高且融资成本偏高，对外担保规模很大，存在表外债务嫌疑。“实控人股权之争”“商票逾期”等负面事件不断。5 月中旬以来，公司多只境内债券价格大幅下跌，公司股价触及跌停；公司流动性压力逐渐显现，相继对部分到期境内债券进行展期
2022 年 5 月	绿地控股集团有限公司	公司主业为房地产开发和建筑施工，并较早进行多元化业务发展。公司在超高层建筑、大型城市综合体、高铁商务区、特色小镇等领域具有较强竞争力，但同时上述大体量项目在行业下行区间去化难度加大。2021 年以来，公司因债务问题引发的负面新闻不断，包括“拖欠劳务费”“强制员工买房”“项目停工”等；2021 年 9 月以来公司多笔美元债价格开始大幅波动；进入 2022 年，随着销售和融资环境的持续恶化，公司流动性问题逐渐突显，5 月，公司发布公告拟对美元债寻求展期方案
2022 年 5 月	佳源创盛控股集团有限公司	公司为浙系房企之一，持续进行多元化业务转型，但转型领域与地产行业相关度低，占用了公司大量资金。此外，公司有一定规模三四线城市项目，去化压力较大。2021 年部分头部房企暴雷后，公司坚守“保刚兑、不躺平”的策略，完成到期美元债的兑付，但随着行业整体流动性减弱，公司资金快速消耗，叠加公司大量境内外债务集中于 2022 年到期，2022 年 5 月佳源系的“佳源国际”和“佳源服务”相继暴跌；7 月，公司提出对私募债进行展期的措施
2022 年 6 月	中梁控股集团有限公司	公司业务规模扩张很快，有“小碧桂园”之称。公司在三四线城市的土储规模较大，项目去化压力大。公司扩张依赖非标融资，同时高息美元债到期时间集中于短期；2022 年 4 月，公司对多笔美元债进行交换要约及同意征求
2022 年 7 月	融信中国控股	公司为闽系房企之一，2016 年大举扩张高价拿地，盈利能力偏弱；

	有限公司	合作项目较多，少数股东权益占比较高，财务不透明，资金调用难度较大。公司境内外债券价格相继大跌，偿债承压，加之 2022 年以来销售不及预期，对债务进行展期或分期兑付管理
--	------	--

资料来源：联合资信根据 DM 及 Wind 整理

（二）未来一年行业债务规模

从房企到期债务分布来看，截至 2022 年 8 月底，境内债将在 2023 年 3 月迎来集中兑付期，美元债亦将在 2023 年 1 月和 4 月迎来偿债高峰期。目前境外新增融资渠道已基本丧失；境内融资环境尚未回暖，除部分央、国企和少数优质民营房企外，大部分房企尚不能实现“借新还旧”，境内外债券的偿还仍将严重依赖于房企销售回款或资产处置后的资金回笼，需持续关注房企销售回款情况与流动性风险情况。此外，人民币的贬值加大了美元债的偿还压力。

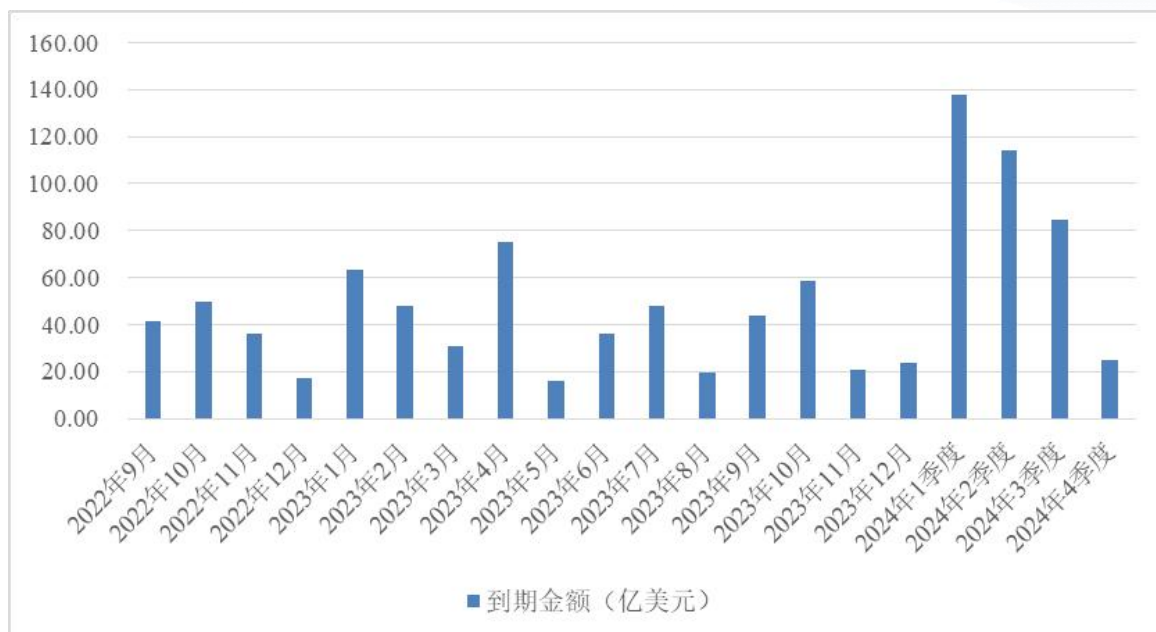
图 18 截至 2022 年 9 月 5 日房企境内债券到期及回售量期限分布



注：上图统计数据含已展期和已违约债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 19 截至 2022 年 9 月 5 日房企美元债到期债务期限分布



注：上图统计数据中，发行币种为非美元的已按截至 2022 年 9 月 5 日相关汇率进行换算

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（三）未来房企信用风险关注点

前期经营特点为“高杠杆、高周转”的房企以及流动性压力大的房企已在短期行业极端冲击下暴露完毕。长期来看，行业调整仍将持续，房企“内功”修炼如何将决定是否能在行业寒冬中存活下来。对于未来一段时间房企信用风险的分析，首先需关注公司的债务集中到期情况，考虑到目前销售和融资压力仍较大，到期债务是否能与月度销售及回款、在手货币资金相匹配；其次，公司项目是否布局在基本面较好的区域，项目业态上是否便于快速去化回笼资金。为缓解民营房企融资困境，监管推出信用风险缓释工具帮助未出险的民营房企重获融资窗口，利用中债公司担保进行债券融资重拾市场及投资人信心，但大多民营房企仍面临生存压力。

融资渠道方面，此前，房企主要通过银行借款、非标融资、境内外债券以及结构化产品等方式进行融资，部分企业还通过理财产品、过桥借贷等方式补充融资。其中境外债券融资渠道自 2021 年三季度以来风险事件频发而不断收窄，“借新还旧”的融资方式已基本丧失；且随着“三道红线”政策的不断实施以及投资人对地产行业风险偏好的转变，房企新增融资困难及压力较大。对于大部分房企来说，目前融资环境仍未得到实质改善，违约风险或将持续，需关注房企未来一年到期的债务中除银行借款以外的融资占比情况。

项目质地方面，行业景气度下行时期，质地较好的项目销售仍有一定的韧性，主要体现在房企项目的城市分布以及区位分布较好、项目业态优、项目拿地溢价率低以

及产品力好等方面。具备上述特质的房企经营韧性较强，平稳度过行业调整期的概率较高；反之，在目前行业销售筑底阶段更易出现流动性危机。

三、房企信用风险展望

（一）从政策端来看，“房住不炒”下政策以维稳及托底为主

为防范行业出现系统性风险，中央和地方密集出台政策稳地产。同时在融资端，行业信贷环境边际改善，但受房地产市场整体低迷、销售下滑影响，多数房企自身回血能力不足，投资者偏好下行，房企现阶段融资情况难言乐观。此外，保交付和建材涨价压力亦将对房企现金流形成较大制约。

（二）从供需两端来看，房地产行业下行压力较大

供给方面，房企现金流压力尤在，短期内无法预见拿地及新开工的实质性回暖，部分房企仍保持收缩态势面对行业下行。需求方面，按揭贷款已有所放松，但受宏观经济下行、疫情反复及房企风险事件不断等因素影响，购房者信心亟待恢复，行业仍具有较大下行压力。

（三）从企业端来看，行业下行期内多数房企面临生存压力

长期看，行业竞争从增量转向存量，在房企竞争持续深化及行业调整的背景下，资源向央、国企和财务杠杆较低的头部优质房企集中；经营稳健、杠杆低、资金充裕、债务到期时间分散、项目质地优良的房企能够穿越行业下行周期，多数房企仍面临生存压力。整体看，未来一年地产行业仍将不断整合和出清。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。