

## 总结与展望之融资篇——房企违约频现，年末政策密集维稳

### 一、宏观总结：政策先紧后松，四季度密集发声维稳

#### 1、前三季度房贷“两集中”常态运行，融资环境持续收紧

自2020年三条红线和贷款集中度政策出台后，2021年整体呈现房企融资供需两端持续收紧的态势。2021年1月至3月，房地产融资合规审查方面的政策监管持续加强，上海、北京、深圳等地严查经营贷款违规入市；4月，上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布公司债指引，进一步强调防范房企债券违约金融风险，严控城投公司、弱资质企业发行公司债；此后5月，同时受去通道、房住不炒等一系列监管政策影响，中国证券投资基金业协会叫停基金子公司备案房地产供应链类产品；6月有消息称，中国人民银行已将“三道红线”试点房企商票数据纳入其监控范围，要求相关房企将商票数据每月上报。

到第三季度，中国人民银行表示房地产企业三条红线监管和房地产贷款集中度管理制度都已经进入常态化实施阶段，未来将继续完善房地产金融管理长效机制。除此之外，中国人民银行、发展和改革委员会等5大部门也联合发布了关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知，出手规范债券评级市场。

表：2021年前三季度部分房企融资相关政策

时间	机构	主要内容
2021年1月	上海银行保险监督管理局	上海银保监局印发《上海银保监局关于进一步加强个人住房信贷管理工作的通知》，要求商业银行严格执行房地产贷款业务各项规制要求，严格实施房地产贷款集中度管理，严格落实差别化住房信贷政策，严格审查个人住房贷款最低首付比、偿债收入比、限贷等要求。
2021年3月	中国人民银行上海总部	人民银行上海总部印发《2021年上海信贷政策指引》，强调要加强个人住房贷款管理，严格审查贷款人个人信息的真实性。切实防范消费贷款、经营性贷款违规流入房地产市场。
2021年4月	上海证券交易所、深圳证券交易所	上交所和深交所同时发布了针对公司债发行的两项指引，其中，在特定类型发行人方面，特别指出城投公司发行公司债券不得新增政府债务，重点关注小规模、弱资质企业。
2021年5月	中国人民银行	人民银行副行长李波在清华五道口全球金融论坛上指出要充分发挥宏观审慎政策结构性靶向调控的作用，针对房地产金融等特定领域的潜在风险，及时采取宏观审慎措施，防范系统性风险。

2021年5月	中国证券投资基金业协会	叫停基金子公司备案房地产供应链类产品，主要是购房尾款资产。
2021年6月	国务院常务会议	会议提出确定加快发展保障性租赁住房的政策，缓解新市民、青年人等群体住房困难。提出了包括“增加保障性租赁住房供给，支持商办用房、厂房改建为租赁住房，降低相关企业税率”在内的发展保障性租赁住房的三个方面。
2021年7月	中华人民共和国财政部	财政部会同发改委从项目成熟度、合规性和融资收益平衡等角度，加强对地方政府申报专项债券项目的把关，明确不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目，不安排一般房地产项目，不安排产业项目。
2021年7月	中国人民银行	央行表示经过加快建立健全房地产金融管理长效机制，“三线四档”规则试点房地产企业核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制。
2021年8月	央行、发改委、财政部、银保监会、证监会	中国人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会及证监会发布关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知，规范债券评级市场。
2021年9月	中国人民银行	央行发布的《中国金融稳定报告（2021）》提出，当前房地产贷款集中度管理制度已进入常态化实施阶段，将会同银保监会持续做好银行业金融机构房地产贷款集中度日常监测，督促超限银行按照过渡期调整方案有序实现压降目标，在实践中不断完善房地产贷款集中度管理制度，促进房地产市场健康发展。

资料来源：CRIC 整理

## 2、四季度政策密集发声维稳，重塑行业信心

前三季度政策持续收紧下，部分房企陆续爆发了债务违约，同时海外评级机构频频下调中国房地产行业及部分企业的评级。在此背景下，为维护房地产市场平稳健康发展，中央及部委、金融机构等向外界释放有关房企融资政策偏正面消息。

9月下旬，央行货币政策委员会例会明确提出，“要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，释放了个人按揭贷款边际放松的积极信。11月9日，中国银行间市场交易商协会举行了房地产企业代表座谈会，此后多家央企国企和地方城投企业陆续发行了中期票据，房企融资“冰封”状态有所解封。12月6日，中共中央政治局召开会议。房地产方面，明确要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，促进房地产业健康发展和良性循环。此次针对房地产行业“良性循环”的表述是近年来首次提及，释放出很强的信号意义，对重建行业信心，解决当前行业遇到的一些问题，都有至关重要的作用。

表：2021年第四季度密集发声维稳融资政策情况

时间	机构	主要内容
----	----	------

2021年9月	中国人民银行	灵活精准实施货币政策，加强与财政、产业、监管政策之间的协调，统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间，推动经济高质量发展。同时，会议指出要“ <b>维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益</b> ”。
2021年9月	央行、银保监会、住建部、24家主要银行	提出“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，指导金融机构 <b>加快落实“两个维护”要求</b> 。
2021年10月	中国人民银行	<b>部分金融机构对“三线四档”融资管理规则存在误解</b> ，“红档”企业有息负债余额不得新增，被误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，应该合理获得新开工项目贷款
2021年11月	中国银行保险监督管理委员会	银保监会召开党委扩大会议，会议中提到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。
2021年11月	中国人民银行	人民银行党委召开会议，会议中提到继续稳妥有序处置高风险金融机构，压实各方责任，牢牢守住不发生系统性风险的底线。坚决遏制金融服务业领域的垄断和资本无序扩张，维护房地产市场平稳健康发展。
2021年11月	成都市住房和城乡建设局	发布了《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》，内容包括提高房地产审批效率、鼓励项目加快上市销售、提高房地产预售资金监管使用效率、协调金融机构加大支持力度等。
2021年12月	中共中央政治局	明确要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，促进房地产业健康发展和良性循环。
2021年12月	中国人民银行	2022年中国人民银行工作会议召开，房地产方面要求，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源：CRIC 整理

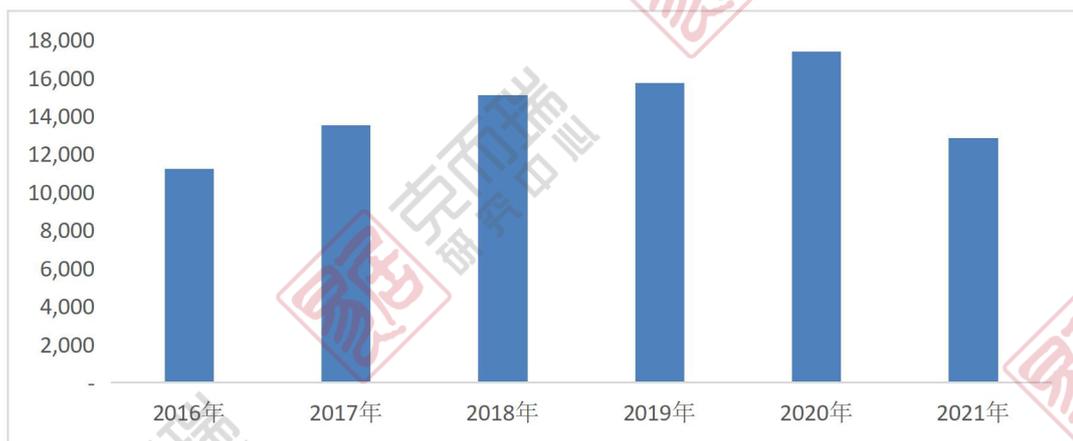
### 3、调控持续收紧下，房企更加依赖销售回款和自筹资金（略）

## 二、企业表现：仅有 38%房企融资增长，融资环境收紧下企业违约频现

### 1、融资总量达近五年最低点，企业发债成本分化持续（部分略）

据不完全统计，2021年100家典型房企的融资量为12873亿元，同比下降26%，近五年来融资量首次出现负增长，同时达到五年来最低点。

图：2016-2020年房企融资总量情况（单位：亿元）



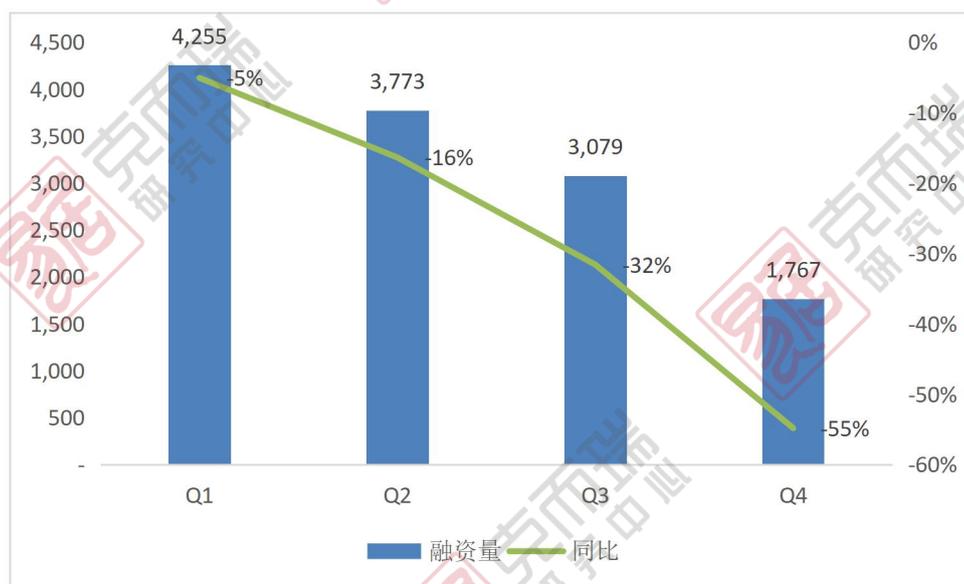
备注：1、外币融资统一按融资当月月末汇率换算为人民币，监测数据不含开发贷和一般银行贷款；

2、如没有特殊说明，本文所有的 2021 年融资数据统计均截止至 2021 年 12 月 20 日。

数据来源：企业公告、CRIC 整理

分季度来看，由于年初各机构额度充足且政策定调并未较 2020 年底有较大变化，叠加房企年初有大量偿债需求，一季度房企融资量仅微降，达到 4000 亿元以上；二季度以来，相关部门加大对经营贷、通道类业务的监管，房企融资环境收紧，二季度融资量同比下降了 16%，不达 4000 亿元；值得注意的是，受下半年以来企业违约事件频发的影响，三季度房企融资进一步下滑到 3079 亿元，同比下降 32%；到四季度房企的融资一度降到冰点，融资量仅为 1767 亿元，同比减少 55%。

图：2021 年房企分季度融资总量及同比情况（单位：亿元）



数据来源：企业公告、CRIC 整理

从企业的债券类融资成本来看，2021 年的新增债券类融资成本 5.32%，较 2020 年全年下

降 0.99 个百分点，其中境外债券融资成本 6.88%，较 2020 年全年下降 1.71 个百分点，境内债券融资成本 4.06%，较 2020 年全年下降 0.43 个百分点。融资成本的下降主要在于年内房企发债持续分化，一方面年内境内发债/境外发债为 1.41，较 2020 年多 0.26，而企业一般境内发债成本远低于境外；另外，由于融资环境收紧，企业发债持续分化，债券发行向优秀房企集中，进一步拉低了企业发债成本。

**表：2017-2021 年房企境内外债券融资成本**

分类	2017	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
境内发债	5.60%	5.88%	5.31%	4.50%	4.06%
境外发债	6.93%	7.26%	8.16%	8.05%	6.88%
合计	6.38%	6.53%	7.15%	6.21%	5.23%

注：不做额外说明，本文涉及的融资成本，均为债券类成本（不含资产证券化产品），下同

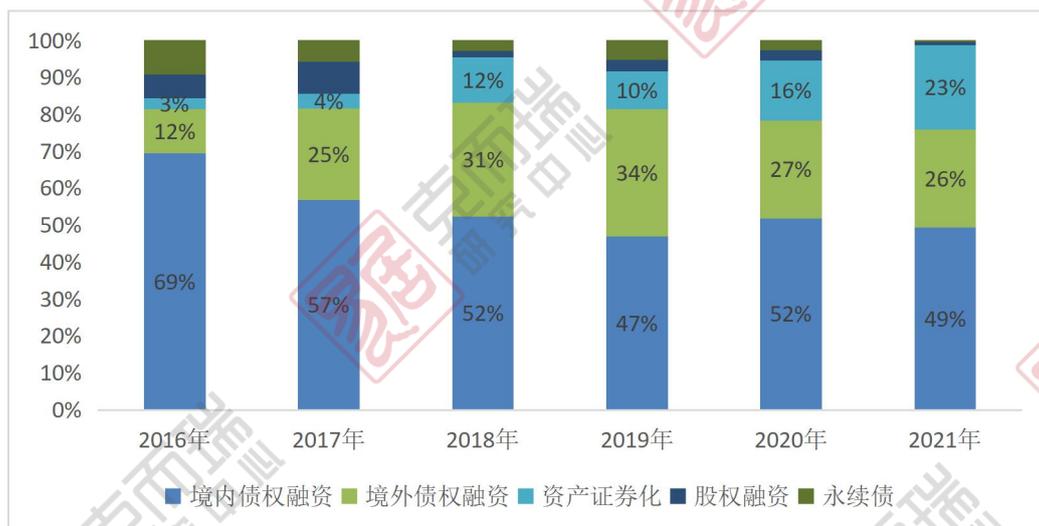
数据来源：企业公告、CRIC 整理

## 2、融资向头部房企集中，国资队表现较为突出（略）

## 3、境内债权融资持续占据主位，资产证券化成重要补充（部分略）

从融资结构来看，2021 年融资占比最高的仍是境内债权融资，占比达到 49%。从融资量来看，2021 年房企境内债权融资同比下降 30%到 6351 亿元；境外债权融资量 3409 亿元，同比下降 27%；股权融资和永续债分别募集 112 亿元和 58 亿元，降幅较大，分别较同比下降 77%和 88%，在三条红线出台后，永续债也纳入了负债监管，企业永续债发债持续下降。

**图：2016-2021 年 100 家重点房企融资方式比例**



数据来源：企业公告、CRIC 整理

#### 4、房企上市速度放缓，为增加流动性企业频频股权融资（略）

#### 5、债务违约频现，已经扩大到龙头房企（部分略）

2021 年融资环境不断收紧，房企资金压力加剧，违约事件频发。2021 年违约债券不论从数量还是金额来看，均远超去年同期水平。从具体违约房企来看，违约名单扩大至龙头房企，包括中国恒大、中国奥园、佳兆业、华夏幸福、蓝光发展、协信远创、中国泛海、北大资源、阳光 100 等。

房企频频出现债务违约，一方面主要在于 2021 年在融资受限和销售下行的情况下，房企普遍面临流动性紧张的困境。叠加近期各地陆续加码预售资金监管新政，使得部分房企的资金调配能力和资金使用效率大打折扣，造成资金面的紧张，部分房企负面信用事件频发。

另一方面在于房企当前并未实现真正的降杠杆。从 97 家重点监测房企<sup>1</sup>的财务数据来看，2021 中期样本房企三条红线均得到显著改善，绿档企业个数较 2020 年末增加 5 个至 44 个，其余黄档、橙档和红档房企比重均有不同程度的减少。但当前房企三条红线改善并未是真正改善，部分企业通过表外转移、明股实债等方式降低杠杆。

图：2020 年中期-2021 年中期 97 家样本房企“三条红线”分档情况

<sup>1</sup>97 家典型样本房企大部分都是克而瑞《2020 年中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》的上榜上市/发债主体的开发商。按企业性质来分，77% 为民企，10% 为地方国企，剩余 13% 为央企；按梯队来看，45% 的样本房企均是 TOP50 规模房企，而 79% 的样本房企为 TOP100 上榜房企。



数据来源：企业年报，CRIC 整理

### 三、展望：行业降杠杆主基调不变，并购贷等助力优质房企率先发展

展望 2022 年，当前行业降杠杆的主体思路不变，在此情况下，根据四季度房地产相关政策来看，2022 年预计整体的房地产融资环境仍以维稳为主，维护企业的正常融资需求，促进房地产业良性循环和健康发展。

而从企业的偿债压力来看，2022 年房企到期金额达到 6298 亿元，同比减小 21%，但房企的整体偿债压力仍较大，主要在于 2020 年四季度以来房企发债及到期债券呈现剪刀差，房企发债量小于到期量，房企偿债一直处于承压状态。与此同时，由于 2021 年房企违约事件频发，市场对于地产风险的担忧明显加大，房企海外主体频频遭遇下调评级，进一步加大了房企的融资难度，而部分表内财务表现好的企业实际上杠杆仍然很高，房企债务违约或将持续增加，行业未来会持续出清。

图：房企 2020 年以来发债及到期债券情况（单位：亿元）



数据来源：企业公告、CRIC 整理

与爆发危机以及流动性较紧的企业相反的是，优质的白名单企业将迎来率先发展的机会。特别是四季度政策回暖中，诸多机构和银行建立了优质企业融资发放的白名单，保利、招商等央企国企和龙湖等优质民企率先进行债券发行。

这些企业可以抓住机会进行扩张，融资上可以积极尝试一些创新型融资。如 2021 年 5 月 14 日国内首批基础设施公募 REITs 项目审核通过，首批 9 单基础设施 REITs 项目获沪深证券交易所审核通过，当前第二批公募 REITs 也开始发售，标志着沪深交易所基础设施公募 REITs 试点又向前迈进了重要一步，未来 REITs 有可能成为房企盘活存量资产进行融资的一个突破口。此外，2021 年 7 月国务院也提出加快发展保障性租赁住房意见，包括加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度，同样或是房企发展的重要方向。而 2021 年 12 月初，银保监会表示，现阶段根据各地不同情况，合理发放房地产开发贷款、并购贷款。此外，证监会和银行间交易商协会也有消息传出，将支持优质房地产企业发行债券，资金可用于出险企业项目的兼并收购。这将有助于帮助个别风险暴露企业解决信用问题，助力合理的债务重组、并购支持、再融资，长远来看将推动整个行业的整合，加快企业间的优胜劣汰，良性推动行业重塑。