



中诚信托研究周报

投资研究部
2021年第31期
总第150期
2021/08/27

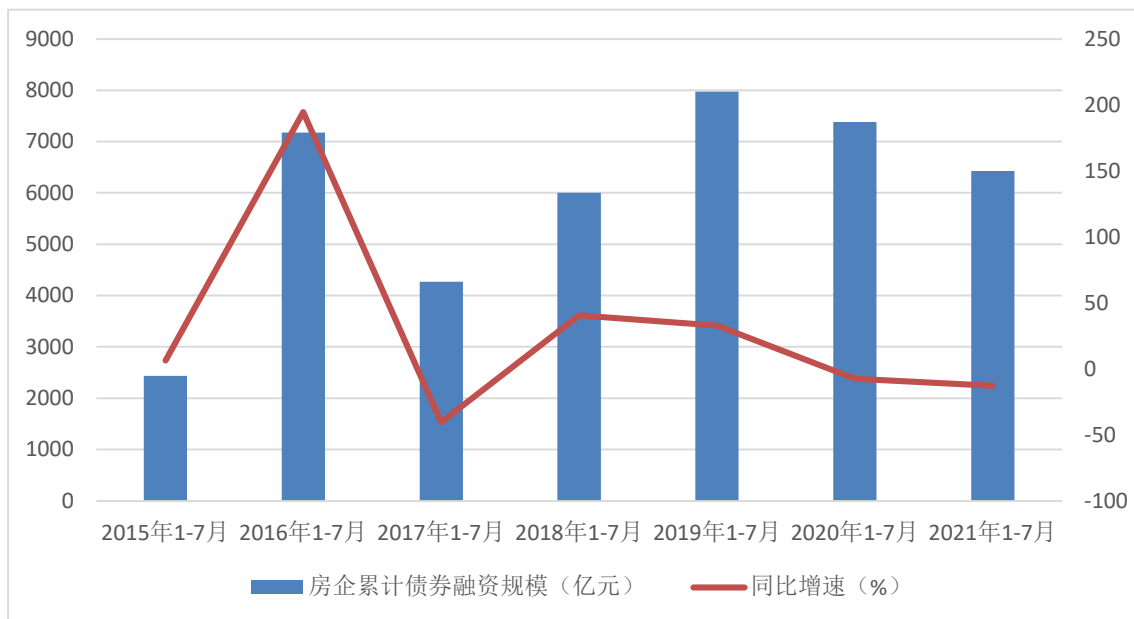
热点研究

近期房地产债券市场波动分析

近期，房地产市场监管政策频出，恒大负面事件持续发酵，中诚信国际将中国房地产行业评级下调，一系列事件加剧了市场对房企信用的担忧。地产债券市场的波动对金融机构将产生重要影响，也成为信托公司当前关注的重要问题。

一、一级市场房企债券融资规模大幅下滑，弱主体发行成本上升

贝壳研究院统计数据显示，2021年1-7月，房企发债总规模累计约6,428亿元，同比下降13%，连续两年下滑，且累计增速达2018年后低点。其中，前7月境内债券融资规模约4,395亿元，同比下降约3%；境外方面，前7月房企累计发债折合人民币约2,033亿元，同比降幅达到29%，境外融资规模占比跌至32%，创2017年以来新低。



数据来源：贝壳研究院

图：2015年至2021年1-7月房企累计债券融资规模

从发行成本来看，7月境内债发行中，万科、滨江等中高等级房企票面利率依然维持在较低水平，中低资质主体债券票面利率明显走高，这与近期市场对房地产行业违约风险担忧上升有关。美元债方面，7月投资级、高收益和无评级占比分别为19%、40%和41%，依然以高收益为主，个体分化明显。

二、二级市场行业利差扩大，美元债板块明显下跌

据中金公司统计,7月房地产境内债券 AAA 评级行业利差均值走扩 102bp,走扩个券占比 67%,其中走扩最为明显的是恒大,相关个券利差走扩超过 1,000bp; AA+评级利差均值可比口径下走扩 23bp,利差走扩个券占比 76%,走扩最明显的是禹州,利差已经连续走扩三个月,超过 800bp; AA 评级利差在剔除蓝光后的科比口径下,利差均值走扩 26bp,走扩个券占比 74%,其中鸿坤伟业走扩超过 100bp 最为显著。

7月受恒大负面事件带动,房地产美元债板块再度受挫,其中高收益板块收益率和利差均明显上升,月内曾受降准带动下价格有明显反弹但总体跌势明显。房地产美元债 7月总回报-6.69%,高收益和投资级回报率分别为-9.24%和-0.44%,高兽医继续遭遇较大幅度回调。其中,恒大美元债 7月单月跌幅最大,达到 52.8%;荣盛和中梁美元债单月跌幅也超过 20%;富力、佳兆业、花样年、禹州的跌幅在 10%-20%之间。

三、房企债券违约上升,风险向大型房企延伸

今年以来,房地产市场调控不断升级,监管部门坚持“房住不炒”、降低行业杠杆的态度非常坚决,所采取的措施不断加强,从拿地、销售、融资等全方位进行调控干预,行业资金面压力骤升,信用风险加剧。7月 26日,中诚信国际将中国房地产行业展望由稳定调整为负面,并预计下半年房地产行业政策持续偏紧的趋势仍然不会改变,商品房销售金额增速将较上半年有所放缓。信贷环境偏紧及投资者信心不足将进一步加大房企的再融资压力,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。

在强监管的条件下,房地产行业债券违约现象相比过去两年大幅增加。根据 Wind 数据统计,截至 8月 12日,今年已有超过 34只涉房债券违约,牵涉债券发行规模达 553.2亿元,涉及发行主体包括泰禾、天房、华夏幸福、协信、蓝光、正源等多家房企。除去债券违约之外,房企非标违约等风险事件以及相关负面舆情屡有发生,主体范围也从中小型房企扩大到大型的头部房企。近期影响地产境内债和美元债波动的主要因素之一,就是蓝光和恒大事件对市场情绪产生较大负面影响。恒大作为行业销售前 3的头部房企,频频被曝负面事件必然会加大市场对整体行业风险的担忧情绪。

表：2021 年违约房企债券统计（截至 8月 12日）

| 债券简称 | 发行人 | 发行规模 (亿元) | 债券简称 | 发行人 | 发行规模 (亿元) |
|-------------------|-------|--------------|--------------|------|--------------|
| 16 天房 03 | 天津房地产 | 7 | 18 华夏 03 | 华夏幸福 | 20 |
| H6 天房 01 | 天津房地产 | 18 | 19 蓝光 MTN001 | 蓝光发展 | 9 |
| 17 幸福基业 MTN001 | 华夏幸福 | 19 | 16 协信 06 | 协信 | 10 |

| | | | | | |
|----------------|-------|------|--------------|-------|-----|
| 16 华夏 02 | 华夏幸福 | 20 | 16 正源 01 | 正源房地产 | 20 |
| 18 协信 01 | 协信 | 7.1 | 19 蓝光 02 | 四川蓝光 | 11 |
| 16 华夏 01 | 华夏幸福 | 28 | 19 蓝光 07 | 四川蓝光 | 4 |
| H6 天房 02 | 天津房地产 | 82 | 19 蓝光 04 | 四川蓝光 | 3 |
| 20 华夏幸福 MTN002 | 华夏幸福 | 5 | 20 蓝光 02 | 四川蓝光 | 7.5 |
| 20 华夏幸福 MTN001 | 华夏幸福 | 10 | 20 蓝光 04 | 四川蓝光 | 8 |
| 16 华夏 04 | 华夏幸福 | 30 | 19 蓝光 01 | 四川蓝光 | 11 |
| 16 华夏 05 | 华夏幸福 | 20 | 20 蓝光 MTN001 | 四川蓝光 | 5 |
| 16 天房 03 | 天津房地产 | 7 | 16 蓝光 01 | 四川蓝光 | 30 |
| 16 协信 05 | 协信 | 12.6 | 20 蓝光 CP001 | 四川蓝光 | 7 |
| 16 华夏 06 | 华夏幸福 | 40 | 21 蓝光 MTN001 | 四川蓝光 | 10 |
| H6 泰禾 03 | 泰禾 | 15 | 20 蓝光 MTN002 | 四川蓝光 | 15 |
| H6 泰禾 02 | 泰禾 | 30 | 20 蓝光 MTN002 | 四川蓝光 | 10 |
| 20 华 EB02 | 华夏幸福 | 7 | H8 泰禾 01 | 泰禾 | 15 |

数据来源：Wind

四、信托公司应加强关注的重点问题

房企债券的风险逐步加大，对于信托公司而言，应该加强关注，这不仅关系到信托公司非标房地产业务的安全问题，也关系到信托公司债券投资信托产品的表现。在目前的环境下，信托公司应重点关注房企债券的发行主体以下几方面问题：

一是要关注房企负债和流动性压力情况。这类房企以红档房企为代表，自身财务杠杆水平较高，短期内又面临债务集中到期的压力，在当前融资环境收紧的大环境下将承受更大压力，如恒大、蓝光、绿地等。

二是要关注房企的土储布局和销售回款能力。房地产市场区域分化明显，房企的土储布局直接影响着后续销售回款能力。如重仓京津冀的华夏幸福、重仓西

南区域的蓝光、协信等，都因为区域集中度较高且重仓区域市场表现不良，影响了企业经营现金流从而引发信用事件。

三是要关注房企的融资渠道情况。不少房企融资渠道太过单一，一旦因为政策或市场的原因导致该渠道受阻，则面临较大的再融资压力。如非标融资占比过高的蓝光、恒大等。

四是要关注房企的隐含债务风险。三道红线政策下，房企纷纷调整表内负债，“明股实债”、债务出表等情况屡见不鲜，应引起高度关注。

执笔人：韩鸣飞

宏观形势

中国信用债市场迎里程碑式监管文件

央行等六部门联合发文，从推动发行交易管理分类趋同、加强投资者适当性管理、强化信用评级机构监管、健全定价机制等十个方面，对推动公司信用类债券市场改革开放和高质量发展提出具体意见。文件提出，推动研究制定公司债券管理条例，分类趋同促进发行、交易等各项规则标准逐步统一，禁止结构化发债；构建以违约率为核心的评级质量验证方法体系；统筹同步推进银行间和交易所债市对外开放，统一境外机构投资者准入和资金跨境管理。文件强调，债券发行应符合国家宏观经济发展和产业政策；要区分政府、地方政府融资平台等不同主体的信用界限，防范地方政府隐性债务风险；严惩侵占发行人资产等违法违规行为，严肃查处各类逃废债行为。

中国7月主要指标增速继续放缓

数据显示，中国7月规模以上工业增加值同比增6.4%，前值增8.3%；社会消费品零售总额同比增长8.5%，前值增12.1%。1-7月固定资产投资同比增10.3%，前值增12.6%；房地产开发投资同比增12.7%，前值增长15%；商品房销售面积同比增21.5%，前值增27.7%。7月份全国城镇调查失业率为5.1%，前值5%。国家统计局表示，7月份，受外部不确定因素增加和国内汛情、疫情影响，部分主要指标增速有所回落，但从累计来看，主要宏观指标仍处在合理区间，经济总体延续恢复态势，全年来看主要经济增速会呈现前高后低的状况。下一步要做好宏观政策跨周期调节，科学精准实施宏观政策，保持经济运行在合理区间。

LPR连续16个月不变

8月1年期LPR报3.85%，5年期以上品种报4.65%，均与上期持平。分析人士认为，LPR降与不降无关降息，而是“政策红利”传导的问题。监管层督促银行将成本端的降低传导至实体经济，未来企业贷款利率还有进一步下行空间，政策红利会进一步向企业融资成本传导。

同业动态

2021 年二季度信托资产规模环比转正

根据中国信托业协会发布的数据，截至 2021 年 2 季度末，信托资产规模为 20.64 万亿元，与 2020 年 2 季度末相比，同比下降 0.64 万亿元，降幅为 3.02%；与 2021 年 1 季度末相比，环比增加 0.26 万亿元，增幅为 1.28%，这是信托资产规模在经历了连续 13 个季度下降后，首次出现回升。融资类信托规模持续下滑，截至 2021 年 2 季度末，融资类信托规模降至 4.13 万亿元，占比降至 20.02%。

2021 年二季度信托资金投向证券市场的资金持续增长

根据中国信托业协会发布的数据，截至 2021 年 2 季度末，信托资金投向证券市场的余额为 2.8 万亿元，环比增长 15.17%。证券市场成为资金信托投向的第二大领域，证券市场信托在五大投向领域中的占比升至 17.52%，同比上升了 5.82 个百分点。其中，投向股票、债券和基金的信托资金规模分别为 0.65 万亿元、1.91 万亿元和 0.24 万亿元，同比增长分别为 13.07%、51.83%和 2.24%。数据显示，证券市场信托的增长部分主要投向了股票和债券资金信托产品，尤其是投向债券的资金信托产品同比大幅增长。

英大信托股权变更

8 月 17 日，英大国际信托变更股权获批复。北京银保监同意中国南方电网有限责任公司将其持有的英大信托 25%股权转让至南方电网资本控股有限公司。

信托行业评级更新，18 家公司获 A 类评级

信托公司 2020 年度行业评级初评结果显示：百瑞信托、重庆信托、光大信托、国投泰康信托、华能信托、华宝信托、华润信托、建信信托、平安信托、上海信托、五矿信托、外贸信托、兴业信托、英大信托、粤财信托、中航信托、中融信托、中信信托评级为 A 类，其中，平安信托、五矿信托、粤财信托 3 家属于新晋公司。

地产信息

前 7 月全国房地产开发投资同比增 12.71%

国家统计局公布数据显示，1-7 月份，全国房地产开发投资完成额 84,895 亿元，同比增长 12.71%；比 2019 年同期增长 16.55%，两年平均增长 8.0%。其中，住宅开发投资完成额 63,980 亿元，同比增长 14.9%；较 2019 年同期增长 19.66%，两年平均增长 9.39%。

前 7 月新开工面积同比增速转负

1-7 月份，全国房屋新开工面积 118,948 万平方米，同比下降 0.90%。其中，住宅新开工面积 88,474 万平方米，同比增长 0.44%，增速进一步放缓。

1-7 月，全国房屋竣工面积 41,782 万平方米，同比增长 25.67%，增速与上月持平。其中，住宅竣工面积 30,125 万平方米，同比增长 27.19%，增速比上月提升 0.24 个百分点。

前 7 月商品房销售面积同比增速放缓

1-7 月，全国商品房销售面积 101,648 万平方米，同比增长 21.54%，增速较上月回落 6.17 个百分点。其中，住宅销售面积 90,598 万平方米，同比增长 22.70%，增速较上月回落 6.69 个百分点。

三孩政策写入法律

8 月 20 日，全国人大常委会会议表决通过了关于修改人口与计划生育法的决定。修改后的人口计生法规定，国家提倡适龄婚育、优生优育，一对夫妻可以生育三个子女。国家采取财政、税收、保险、教育、住房、就业等支持措施，减轻家庭生育、养育、教育负担。

广西拟将房企划分四个等级分级管理

8 月 16 日，广西住房和城乡建设厅起草了《广西房地产开发企业信用信息管理暂行办法（征求意见稿）》，将房地产开发企业信用等级划分为 4 个等级。该《办法》所称的信用信息，是指房地产开发企业及其法定代表人、实际控制人、股东和项目负责人在房地产开发建设、经营、商品房销售和交付等活动中形成的与企业信用状况相关的信息。今后，广西将通过“黑名单”对企业经营行为有所制约，通过“红名单”鼓励开发企业规范经营，保证房地产交易的顺利进行，维护购房者的合法权益。

珠海加快发展保障性租赁住房

8 月 18 日，珠海市政府常务会议审议并原则通过《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》，2021-2023 年，全市将新增筹集建设保障性租赁住房不少于 1 万套，“十四五”期间则不少于 1.5 万套。《实施意见》提出，保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。

广州“十四五”期间拟解决 300 万人住房问题

《广州市住房发展“十四五”规划》近日发布。十四五期间，广州市住房发展以“美丽宜居，活力安居”为愿景，力争筹建和供应城镇住房 131 万套，努力满足和解决 300 万人的住房问题。其中，新增新建商品住房供应力争累计达到 65

万套，筹建公共租赁住房 3 万套，保障性租赁住房（含人才公寓）60 万套，共有产权住房 3 万套。

安徽省整治规范房地产市场秩序三年行动

8 月 19 日，安徽省住建厅等九部门制定了《安徽省持续整治规范房地产市场秩序三年行动方案》，整治重点包括房地产开发企业违法违规开工建设；发布虚假房源信息；捂盘惜售，囤积房源；挪用交易监管资金；未按照物业服务合同约定内容和标准提供服务等。

大连新房满 5 年、二手房满 3 年可上市

8 月 16 日，大连市发布《大连市人民政府办公室关于进一步加强房地产市场调控和监管工作的通知》自文件印发之日起，新签订商品房网签备案合同的商品住房需自网签备案之日起满 5 年方可上市交易；新办理《不动产权证书》的二手住房需取得《不动产权证书》满 3 年方可上市交易。

金华实施新房公证摇号公开销售

8 月 19 日，浙江金华市发布《关于金华市实施新建商品住宅公证摇号公开销售的通知》要求浙江金华市区内新建住宅项目，需公开当期批准销售房源和购房意向登记人数，并一次性上市销售；限房价地块商品住宅项目以及购房意向登记人数大于当期批准销售房源数的新上市商品住宅项目，须采取采用公证摇号方式确定选房顺序和选房人数。

全国首单公共租赁住房类 REITs 产品发行

8 月 18 日，全国首单公共租赁住房类 REITs 产品——“国开-北京保障房中心公租房资产支持专项计划”成功发行，底层资产为北京保障房中心持有的公共租赁住房。该专项计划发行总额 4 亿元，其中，优先级规模 3.8 亿元，次级规模 0.2 亿元，期限 18（3+3+3+3+3+3）年，优先级证券评级为 AAA，优先级票面利率 3.35%。

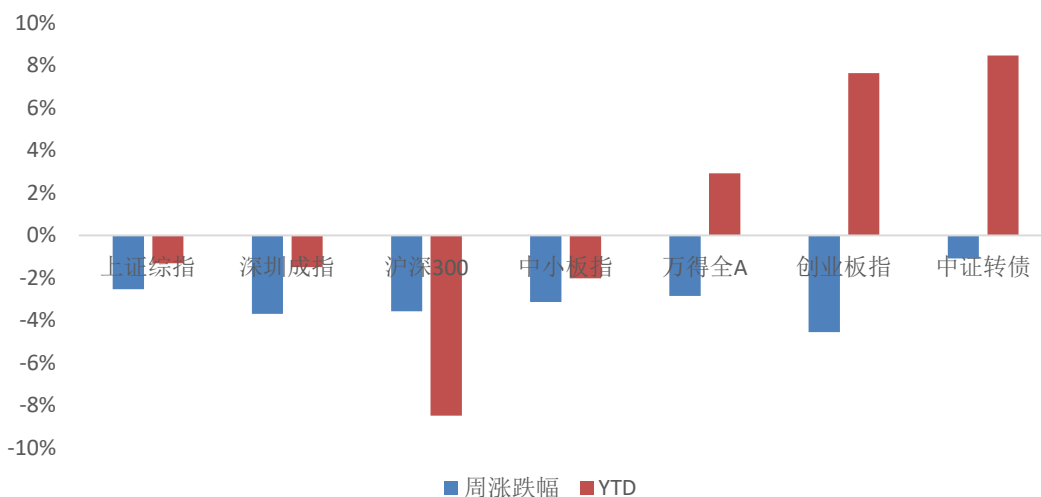
资本市场

股票市场

本期(8.16-8.20)，三大指数全线下跌。具体来看，上证综指报收于 3427.33，下跌 2.53%；深证成指报收于 147253.53 点，下跌 3.69%；沪深 300 报收于 4769.27 点，下跌 3.57%；创业板指报收 3192.90 点，下跌 4.55%；中证转债指数报收于 399.47 点，下跌 1.09%。

| 指数 | 收盘价 | 周涨跌幅 | 年初至今 |
|------|----------|--------|--------|
| 上证综指 | 3,427.33 | -2.53% | -1.32% |

| | | | |
|--------|-----------|--------|--------|
| 深圳成指 | 14,253.53 | -3.69% | -1.50% |
| 沪深 300 | 4,769.27 | -3.57% | -8.48% |
| 中小板指 | 9,352.26 | -3.13% | -2.02% |
| 万得全 A | 5,580.16 | -2.85% | 2.91% |
| 创业板指 | 3,192.90 | -4.55% | 7.64% |
| 中证转债 | 399.47 | -1.09% | 8.46% |



债券市场

本期 (8.16-8.20)，市场资金整体充裕，大部分资金价格小幅下行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 2.0420，下跌 6.30BP；7 天 SHIBOR 报收 2.1150，下跌 7.80BP。同业存单收盘到期收益率 (AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别下行 2.62BP、3.14BP、5.69BP 和 3.26BP、1.65BP。3 个月短融和国债分别上行 0.59P 和 25.50BP。

| 名称 | 周一报价 | 周五报价 | 周涨跌幅(bp) |
|---------|--------|--------|----------|
| 隔夜 | 2.1050 | 2.0420 | -6.30 |
| 1 周 | 2.1930 | 2.1150 | -7.80 |
| CDAAA1M | 2.0546 | 2.0284 | -2.62 |
| CDAAA3M | 2.3201 | 2.2887 | -3.14 |
| CDAAA6M | 2.4335 | 2.3766 | -5.69 |
| CDAAA9M | 2.5842 | 2.5516 | -3.26 |
| CDAAA1Y | 2.6846 | 2.6681 | -1.65 |
| 短融 3 个月 | 2.4075 | 2.4134 | 0.59 |
| 国债 3 个月 | 1.8761 | 1.9311 | 5.50 |
| 国债 1 年期 | 2.2233 | 2.2682 | 4.49 |

| | | | |
|--------|--------|--------|-------|
| 国债十年期 | 2.8943 | 2.8520 | -4.23 |
| 国开债十年期 | 3.2312 | 3.1815 | -4.97 |

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本周累计开展公开市场逆回购操作 500 亿元，MLF 投放 6000 亿元；本周共有 500 亿元逆回购到期，7000 亿元 MLF 到期，共实现资金净回笼 1000 亿元。

| | 上期（8.7-8.13） | | 本期（8.14-8.20） | |
|-----|--------------|--------|---------------|---------|
| | 投放 | 到期 | 投放 | 投放 |
| 逆回购 | 500 亿元 | 500 亿元 | 500 亿元 | 500 亿元 |
| MLF | | | 7000 亿元 | 6000 亿元 |
| SLF | | | | |
| SLO | | | | |
| 合计 | 净投放 0 亿元 | | 净回笼 1000 亿元 | |