

融创展期对市场冲击较大 二级市场价格剧烈波动

——2022年3月地产债运行情况报告
分析师 唐晓琳 赵怡畅

核心观点：

- 地产债发行规模环比季节性大幅提升，净融资额连续两个月回正，但发行规模同比仍为负增，其中民营企业融资规模占比降至一成左右，由此导致今年以来平均融资利率显著低于去年同期。整体来看，随着政策力度不断加强，融资环境现回暖趋势，但国企与民企之间融资难度进一步分化。
- 3月地产债二级市场价格波动剧烈，其中，“20融创01”回售和展期是引发价格剧烈波动的一个主要因素。从此次融创集团展期事件来看，我们认为，一方面政策效力仍未在市场侧发挥显著作用，民营房地产企业短期现金流压力未得到缓解，信用风险仍在行业中蔓延；另一方面，融创展期事件对房地产行业产生了较大负面影响，叠加3月房地产销售端未见起色，加深了资本市场对短期房地产行业的悲观预期，也是导致地产债二级市场价格剧烈波动的原因之一，在一定程度上阻碍了行业回暖步伐。
- 中资房企美元债3月融资环比走高，但鉴于3月为2022年第二波到期高峰，本月房企美元债净融资规模环比同比双双缩减，信用风险进一步累积。
- 展望二季度，伴随着房地产行业债券到期压力的加大，房地产行业仍面临较大的信用风险，为扭转市场预期，需要有更多有力的支持政策出台。就目前的市场环境来看，房地产销售端投资端表现持续低迷，叠加恒大、融创等信用风险事件冲击，资本市场对房地产行业的悲观预期进一步加深，因此虽然政策基调持续回暖，但市场需要充分的观察时间和反应时间，房地产企业尤其是民营房地产企业的融资困境短期内无法得到根本上的缓解。民营房企融资规模的恢复仍需更多有力政策的持续引导。另一方面，从融创集团展期的结果来看，用核心资产进行抵押，充分展现出房企偿债的决心和尽最大可能保障债券持有人权益的态度。我们认为，房地产企业通过出售、抵押核心资产等方式为债券展期方案增信，提升债券持有人的投资信心，为扭转行业环境起到了很好的示范意义，也有助于对政策的执行和推广起到良好的铺垫作用，是最终促进政策端和市场端形成良性循环的一个好的开端。

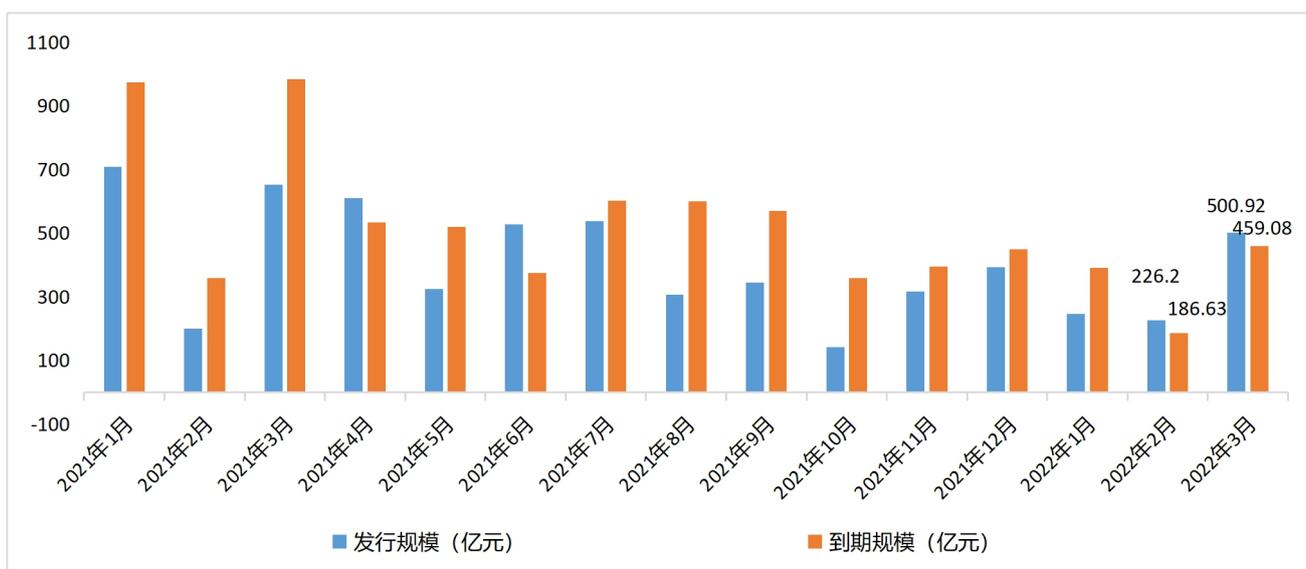
报告正文：

一、境内地产债发行规模环比大幅提升，净融资额连续两个月回正，但发行规模同比仍为负增。

3月，共计27家房地产企业发行境内信用债44只，合计发行规模500.92亿元，同比下降23.12%，环比增长121.45%，净融资额为41.84亿元。具体看，3月境内房企信用债融资主要呈现以下特征：

一是发行规模较2月有大幅提升，但仍低于去年同期。3月，房地产行业共计发行境内信用债500.92亿元，净融资额为41.84亿元，已连续两个月回正。从增速来看，3月债券发行数量和发行规模同比分别下降34.33%和23.12%，环比分别增长131.58%和121.45%，发行情况好于2月，但仍低于去年同期。从占比来看，3月房地产行业债券发行数量和发行规模占全市场的比重分别为0.93%和0.87%，去年同期为1.17%和1.04%。可见，虽然融资环境持续回暖，但房地产行业的债券发行规模仍未完全恢复。

图表 1：2021 年-2022 年 3 月房地产行业国内信用债发行和到期情况



数据来源：Wind，东方金诚

二是房地产行业信用债发行主体中仅有3家民营主体，民营主体的发行规模进一步萎缩。3月共计27家房地产企业成功发行境内信用债，其中仅3家为民营主体，民营发行主体数量同比下降82.35%。具体看，3月成功发行债券的3家民营企业分别为万科股份、旭辉集团和远洋控股，均为AAA级优质发行主体，合计发行规模为49.9亿元，同比下降78.21%，环比下降52.11%，仅占发行总量的一成。我们认为，恒大事件对民营企业的冲击尚未完全消减，3月融创展期事件对市场再次形成较大冲击，加深了资本市场对房地产行业的悲观预期，导致短期内民营房企的融资难度有所上升。

三是平均发行利率低于去年同期，但较 2 月有小幅上调。从期限分布来看，3 月地产债的发行期限仍以 3 年期为主，与 1-2 月及去年同期基本一致；从融资成本来看，3 月各等级、各期限的融资利率低于去年同期水平，但与上月相比有所提高。为排除样本量过低带来的影响，我们主要对比了 AAA 级主体发行的 3 年期债券，结果显示 3 月 AAA 级主体发行的 3 年期债券平均融资利率较 2 月提高了 47bp。我们认为，一方面是由于今年以来地产债发行主体中国有企业的比重有显著提升，发债的民营企业也集中于优质主体，一定程度上带动了平均融资利率的下调；另一方面，今年以来政策基调持续回暖，对于优质企业来说，融资环境的回暖也在一定程度上利好企业低成本发行。但 3 月融创展期事件对房地产行业带来较大冲击，造成短期内资本市场对房地产的悲观预期，导致 3 月平均融资利率有所提升。

图表 2 2022 年 3 月房地产行业信用债平均融资利率¹及同比、环比数据

期限	2022 年 3 月						2022 年 2 月						2021 年 3 月					
	AAA		AA+		AA		AAA		AA+		AA		AAA		AA+		AA	
	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率
1Y	-	-	-	-	-	-	1	3.55	-	-	-	-	1	3.85	-	-	-	-
2Y	2	4.77	-	-	-	-	2	6.25	-	-	-	-	7	6.01	6	6.31	-	-
3Y	19	3.73	2	3.74	6	5.18	9	3.26	1	3.60	1	3.29	15	4.02	1	4.70	3	5.89
5Y	3	3.58	-	-	-	-	3	3.79	-	-	-	-	2	4.39	-	-	-	-

数据来源：Wind，东方金诚

二、融创展期事件加深资本市场对房地产行业的悲观预期，3 月地产债二级市场价格波动剧烈，多只债券临时停牌。

3 月，二级市场单日价格跌幅超 10% 的债券共计 68 只，涉及 24 家房企。从波动的频次来看，3 月共计发生 150 次单日跌幅超 10% 的情况，其中 28 次为单日价格跌幅超过 30%，较 2 月分别增加 84 次和 23 次，价格波动频次显著多于 2 月。具体看，3 月价格跌幅最深的 10 只债券分别来自阳光城集团、上海世茂股份、深圳龙光、上海宝龙实业、广州番禺雅居乐房地产开发、石家庄勒泰房地产开发和融创集团等 7 家主体。

我们关注到，融创集团债券是 3 月份二级市场债券价格波动最频繁的，共计 10 个交易日价格跌幅超过 10%，多次发生临时停牌，其中一个重要原因是 2 月底以来市场对“20 融创 01”回售的猜测所带来的影响。2 月 28 日，融创集团因网传商票逾期未兑付而出现股债双杀，其中“21 融创 01”和“21

¹ 平均融资利率采用算数平均法计算，计算范围包括超短期融资券、一般短期融资券、一般中期票据、一般公司债、一般企业债和定向工具几类券种中主体级别在 AA 级及以上，期限为 1、2、3、5 年期的债券，单位为%。

融创 03” 跌幅均超过 10%。3 月 8 日，融创集团召开“20 融创 01” 2022 年第一次债券持有人会议，对“20 融创 01” 相关利率及回售条款进行调整，债券增加了一次第三年末即 2023 年 4 月 1 日的回售选择权。3 月 23 日，根据澎湃新闻新闻，融创集团对发行的“20 融创 01” 提出了初步的展期方案。同日，“20 融创 01” 盘中两次跌停，截至收盘报 36.83 元，跌幅达到 41.54%。4 月 1 日，融创集团发布公告称，“20 融创 01” 展期方案已获得 82% 的持有人支持，顺利通过。

根据此前披露的议案内容显示，“20 融创 01” 债券展期 18 个月，期间定期兑付本金：2022 年 5 月 15 日偿还本金的 10%，6 月 30 日偿还本金的 10%，9 月 30 日偿还本金的 15%，12 月 31 日偿还本金的 15%；2023 年 3 月 31 日偿还本金的 15%，6 月 30 日偿还本金的 15%，9 月 30 日偿还本金的 20%。利息方面，展期期间维持债券原有票面利率不变，新增利息随每期本金偿付金额同时支付，利随本清。同时，融创中国董事会主席孙宏斌对展期方案提供无限连带责任担保，融创还拿出青岛阿朵小镇及郑州中原文旅城两处优质项目作为展期的增信保障。至此，融创展期事件落下帷幕。

从此次融创集团展期事件来看，我们认为，一方面政策效力仍未在市场侧发挥显著作用，民营房地产企业短期现金流压力未得到缓解，信用风险仍在行业中蔓延；另一方面，作为房地产行业的龙头企业，融创集团此次展期事件对房地产行业产生了较大负面影响，叠加 3 月房地产销售端仍未见起色，加深了资本市场对短期房地产行业的悲观预期，也是导致地产债二级市场价格剧烈波动的原因之一，在一定程度上阻碍了行业回暖的步伐。

图表 3 2022 年 3 月地产债二级市场价格异动情况统计

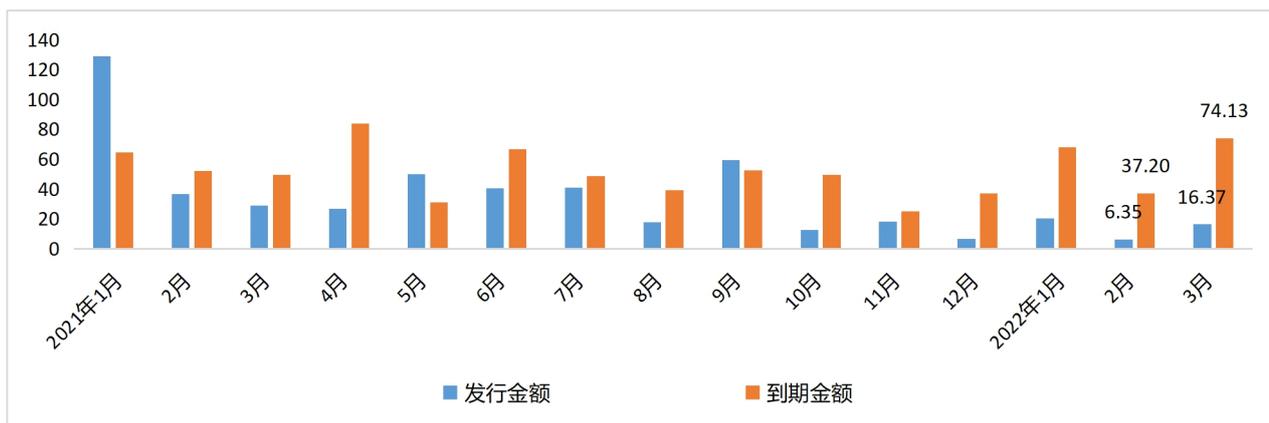
月份	跌幅超过 10%			跌幅超过 20%			跌幅超过 30%			涉及主体明细
	次数	涉及债券数量	涉及主体数量	次数	涉及债券数量	涉及主体数量	次数	涉及债券数量	涉及主体数量	
1 月	75	46	20	26	22	12	12	10	7	阳光城集团\奥园集团\广州合景控股集团\广州番禺雅居乐房地产开发\上海世茂股份\上海世茂建设\四川蓝光
2 月	65	41	14	31	21	9	5	5	5	上海世茂建设\深圳龙光\泰禾集团\阳光城集团\正荣地控
3 月	142	64	19	63	38	15	26	19	10	融创房地产集团\上海世茂股份\深圳龙光\广州番禺雅居乐房地产开发\金科地产集团\阳光城集团\广州富力地产\广州合景控股集团\石家庄勒泰房地产开发\上海宝龙实业

数据来源：iFind，东方金诚

三、3 月中资房企美元债融资环比走高，但鉴于 3 月为 2022 年第二波到期高峰，本月房企美元债净融资规模环比同比双双缩减，信用风险进一步累积。

数据显示，3月中资房企共发行6只美元债，合计融资约16.37亿美元，环比多增10.02亿美元，虽然融资环境较2月略有好转，但3月发行规模仍处低位，与2021年同期相比未见起色，目前地产美元债融资环境可能仍然处在“寒潮期”。本月房企美元债到期规模为74.13亿美元，为2021年4月以来到期规模新高，净融资额为-57.76亿美元，环比降低87.20%，同比降幅达183.39%，中资房企的流动性压力进一步抬升。

图4 2021年-2022年3月中资房企美元债发行和到期情况 (单位: 亿美元)



数据来源: Bloomberg, 东方金诚

从发行企业资质来看，本月发行的6只中资房企美元债有4只为无评级发行，剩余2只为投资级债券，加权平均发行利率为7.71%，较1-2月降幅达4.1%。值得关注的是，卓越商业管理有限公司发行的美元债为今年首次发行的民营房企美元债，浙商银行深圳分行为其提供了以美元计价、不可撤销的备用信用证。可以看出，市场对于投资级美元债信心的修复已初见端倪，卓越商管美元债的发行不仅为中资房企提供了可参考的融资途径，也在一定程度上为重启美元债融资渠道提供了可行办法。

从发行期限来看，本月发行的6只美元债仍趋于短期化，其中3只美元债为1年及以下的短期债券，3只为1-3年期的中短期债券，虽然较1-2月加权平均期限有所增加，但可以看出中长期房企美元债发行难度仍然较大。

四、3月，地产债违约主体新增深圳龙光，地产债违约规模出现小高峰，中资房企美元债遭多次评级下调，反映出政策在市场端的作用未完全显现，房地产行业的信用风险仍在蔓延。

3月，国内房地产行业新增违约债券10只，涉及5家主体。从违约债券主体来看，有4家为实质性违约，分别为福建阳光、阳光城集团、福建福晟集团和深圳龙光，其中深圳龙光为2022年新增违约主体，还有一家为新力地产，违约类型为展期。从违约规模来看，3月违约规模为94.19亿元，较2月违约规模有显著提升，其中阳光城集团的“17阳光城MTN001”“17阳光城MTN004”“20阳光城MTN001”

和“20 阳光城 MTN003”合计违约规模为 50.28 亿元，违约原因为阳光城集团未能按期支付境外债券利息，致使上述 4 只债券加速到期，且未能获得对上述加速到期债券交叉保护条款的豁免，导致发生实质性违约。进入 4 月，融创集团和广州富力地产两家房企先后宣布债券展期，意味着头部房企风险仍在暴露。可见，政策在市场端的作用仍未完全显现，房地产行业的信用风险仍在蔓延。但随着政策力度的加强，房企对信用风险的应对比以往更加积极主动，展现出了偿债的决心和意愿。

境外美元债方面，中资房企美元债 3 月违约规模共计 25.6 亿美元，涉及 4 家违约主体，其中并无新增违约主体。但考虑到自年初起，中资房地产企业融资环境的恶化导致房地产企业偿债资金的风险仍在持续累加，且 4 月房企美元债将迎来到期规模新高点，未来短期内仍需关注中资房地产企业的违约情况。

图表 5 中资房企美元债 2021 年至今违约情况统计

违约日期	违约金额 (亿美元)	违约债项只数	违约主体个数	新增违约主体个数
2021 年 2 月	5.30	1	1	1
2021 年 5 月	5.60	2	2	1
2021 年 10 月	12.76	4	4	4
2021 年 12 月	35.10	8	5	4
2022 年 1 月	28.43	9	6	5
2022 年 2 月	42.56	4	3	3
2022 年 3 月	25.60	7	4	0

数据来源：Bloomberg，东方金诚

3 月境内评级机构没有下调房地产企业级别，但中资房企美元债评级遭国际三大评级机构多次下调，长期评级下调总计 32 次，较 2 月下调次数增幅达 18.52%，涉及 15 家主体，并无上调评级的主体或债项，当前中资房企整体信用资质趋于恶化，月内多次评级下调显示出市场对于中资房企未来短期内偿债能力的担忧。

五、二季度房企债券到期压力加大，行业仍面临较大信用风险，还需更多有力政策出台扭转市场悲观预期；同时房企正在积极应对信用风险，叠加政策面支持措施不断加码，均对改善行业环境起到一定正面作用。

今年以来，房地产行业的政策环境持续回暖。3 月 2 日，银保监会主席郭树清称“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”。3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会专题会议指出，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。同日，财政部有关负责人表示，房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情

况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。从3月以来监管层的密集发声中，我们看到政策在改善房地产行业的环境、扭转房地产行业下行压力方面的决心。

展望二季度，伴随着房地产行业债券到期压力的加大，房地产行业仍面临较大的信用风险，为扭转市场预期，需要有更多有力的支持政策出台。就目前的市场环境来看，房地产销售端投资端表现持续低迷，叠加恒大、融创等信用风险事件冲击，资本市场对房地产行业的悲观预期进一步加深，因此虽然政策基调持续回暖，但市场需要充分的观察时间和反应时间，房地产企业尤其是民营房地产企业的融资困境短期内无法得到根本上的缓解。民营房企融资规模的恢复仍需更多有力政策的持续引导。

另一方面，从融创集团展期的结果来看，用核心资产进行抵押，充分展现出房企偿债的决心和尽最大可能保障债券持有人权益的态度。我们认为，房地产企业通过出售、抵押核心资产等方式为债券展期方案增信，提升债券持有人的投资信心，为扭转行业环境起到了很好的示范意义，也有助于对政策的执行和推广起到良好的铺垫作用，是最终促进政策端和市场端形成良性循环的一个好的开端。

附表 1 2022 年 3 月融创房地产集团有限公司债券价格变动情况

债券简称	交易日期	价格偏离幅度(%)	最高价(净价)	最低价(净价)	成交价差	剩余期限(年)
20 融创 02	2022-03-09	-10.20	51.02	45.85	-5.21	3.22
21 融创 03	2022-03-11	-10.78	50.95	45.50	-5.50	3.06
20 融创 03	2022-03-14	-20.60	59.05	59.05	-15.32	1.50
16 融创 07	2022-03-14	-20.30	67.06	55.00	-14.01	1.42
21 融创 01	2022-03-15	-22.46	47.50	38.00	-11.01	2.85
21 融创 03	2022-03-15	-16.72	45.00	37.50	-7.53	3.05
16 融创 07	2022-03-15	-20.81	58.49	44.99	-11.82	1.42
16 融创 07	2022-03-16	-30.21	38.00	31.40	-13.59	1.42
21 融创 01	2022-03-16	-30.51	38.00	27.10	-11.90	2.85
20 融创 02	2022-03-16	-29.84	34.99	25.30	-10.76	3.20
20 融创 01	2022-03-16	-32.19	90.00	63.00	-29.91	1.54
21 融创 03	2022-03-18	-11.11	44.00	40.00	-5.00	3.04
20 融创 01	2022-03-18	-23.31	90.00	76.00	-23.10	1.54
20 融创 03	2022-03-18	-26.68	49.61	49.61	-18.05	1.48
20 融创 02	2022-03-18	-10.92	45.65	40.70	-4.99	3.19
20 融创 01	2022-03-21	-17.11	64.00	63.00	-13.00	1.53
20 融创 03	2022-03-21	-11.52	43.90	43.90	-5.71	1.48
21 融创 03	2022-03-22	-26.83	39.00	30.00	-11.00	3.03
21 融创 01	2022-03-22	-25.63	39.00	30.50	-10.51	2.83
20 融创 02	2022-03-22	-17.47	38.00	31.36	-6.64	3.18
20 融创 03	2022-03-22	-20.78	34.77	34.77	-9.12	1.47
16 融创 07	2022-03-22	-30.53	41.00	33.00	-14.50	1.40
20 融创 01	2022-03-23	-42.06	63.00	36.50	-26.50	1.52
21 融创 01	2022-03-24	-10.47	33.51	30.00	-3.51	2.82
20 融创 02	2022-03-24	-20.31	30.50	25.50	-6.50	3.18
16 融创 07	2022-03-24	-17.81	37.50	30.00	-6.50	1.40

数据来源: iFind, 东方金诚

附表 2 2022 年 3 月中资房企美元债违约情况

发行人名称	违约日期	发行日期	发行金额		最终母公司	母公司未偿余额 (亿美元)
			(亿美 元)	息票		
禹洲集团	2022-3-6	2019-2-4	5.00	8.5	Yuzhou Group Holdings Co Ltd	57.45
阳光开曼投资 有限公司	2022-3-6	2021-8-4	3.00	12.5	Fujian Yango Group Co Ltd	50.25
禹洲集团	2022-3-28	2019-2-26	5.00	8.5	Yuzhou Group Holdings Co Ltd	57.42
禹洲集团	2022-3-22	2020-2-20	4.00	7.7	Yuzhou Group Holdings Co Ltd	57.42
祥生控股集团	2022-3-20	2021-8-18	2.00	12	Shinsun Holdings Group Co Ltd	5.73
禹洲集团	2022-3-12	2020-8-12	3.00	7.85	Yuzhou Group Holdings Co Ltd	57.42
大发地产	2022-3-1	2020-7-30	3.60	12.375	DaFa Properties Group Ltd	4.90

数据来源: Bloomberg, 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。