

楼市新政密集出台 行业信用风险趋于平稳

——2024年5月地产债运行情况报告

分析师 唐晓琳、闫骏

核心观点：

- 受“补年报”效应影响，5月地产债发行规模季节性回落，净融资缺口显著扩大。具体看，国企和民企地产债发行量同比均有所下降，且民企发债对担保的依赖度仍然较高。受前期无风险利率中枢下移、“资产荒”延续等因素影响，5月地产债发行利率持续下行。
- 5月地产政策密集出台，利好楼市回暖，行业整体信用风险趋于平稳，民企、国企地产债利差出现不同程度的下行，二级市场交易活跃度略有下降，价格异动频次环比持续减少。
- 5月2家香港房企发行境外债，合计规模为0.77亿美元，境外债净融资缺口未现明显改善。
- 5月新增境外债违约主体1家，无新增境内债违约及展期主体。
- 自5月17日央行发布楼市新政后，全国多地出台跟进调整政策，然而从高频数据来看，政策效果尚未显现。我们认为，政策密集调整但楼市未现起色的一个重要原因是，政策力度更多倾向于降低首付比例、下调公积金贷款利率等方面，对购房成本影响最大的房贷利率下调整节奏仍没有明显加快，下调幅度普遍仅为0.3至0.4个百分点，尚不足以提振楼市、扭转市场预期。我们分析，这或与当前银行净息差处于历史低位，且已低于1.8%的“警戒水平”有关。为解决这一矛盾，接下来监管层或将有效发挥存款利率市场化调节机制的作用，通过政策性降息、引导LPR报价下调等方式，推动存款利率较快下行。这是当前推动房贷利率较快下行的一个有效措施。此外，必要情况下监管层也可能强化对商业银行房贷利率的窗口指导。

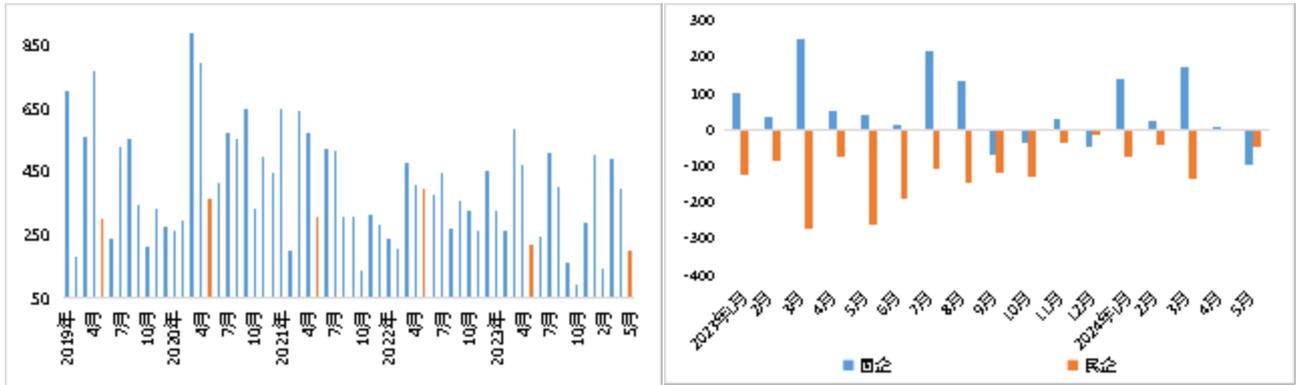
报告正文：

一、受“补年报”效应影响，5月地产债发行规模季节性回落，净融资缺口显著扩大。具体看，国企和民企地产债发行量同比均有所下降，且民企发债对担保的依赖度仍然较高。受前期无风险利率中枢下移、“资产荒”延续等因素影响，5月地产债发行利率持续下行。

地产债发行规模季节性回落，当月净融资额大幅负增。5月共计14家房企发行地产债22只，合计发行规模为198.7亿元，同比来看，发债企业数量和发行债券数量与去年同期持平，发债规模同比下降8.9%；环比来看，发债企业数量、发债数量和发债规模均为上月的50%左右。我们认为，5月地产

债发行规模大幅回落在一定程度上受“补年报”效应影响；净融资方面，当月到期规模同比下降 22.8% 至 340.9 亿元，仍存在 142.3 亿元净融资缺口。

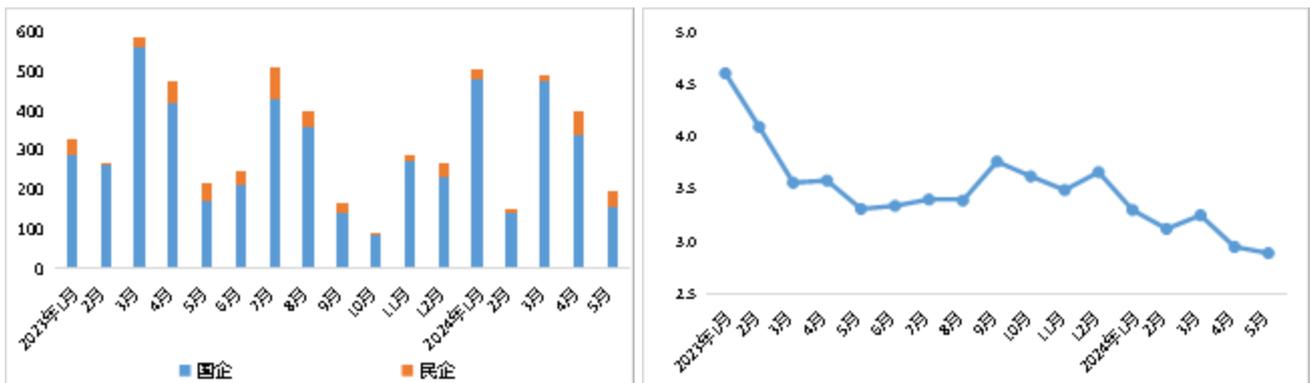
图表 1-2：境内地产债发行规模及净融资额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚整理

国企净融资额由正转负，民企发债大多附有担保条件。5月国企发行规模为 155.7 亿元，同比下降 10.1%；到期规模为 252.1 亿元，同比增长 88.5%，国企净融资额由正转负，净融资缺口为 96.4 亿元；民企发行规模为 43.0 亿元，同比下降 4.6%，到期规模为 88.8 亿元，同比大幅下降 71.2%，仍存在 45.8 亿元净融资缺口。具体看，当月共计 4 家民企发行地产债，具体为新希望五新实业、万科、新城控股和滨江集团，除滨江集团发行的短期融资券外，其余债券均附有担保条件。

图表 3-4：境内地产债发行结构（左图，单位：亿元）和融资利率（右图，3 年期 AAA 级，单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

地产债发行利率持续下降。5月，3年期AAA级地产债仅发行5只，加权平均利率为2.89%，较上月进一步下行6bp，主要受前期无风险利率中枢下移，“资产荒”延续等因素影响。

图表5 5月境内地产债加权平均融资利率¹及同比、环比数据

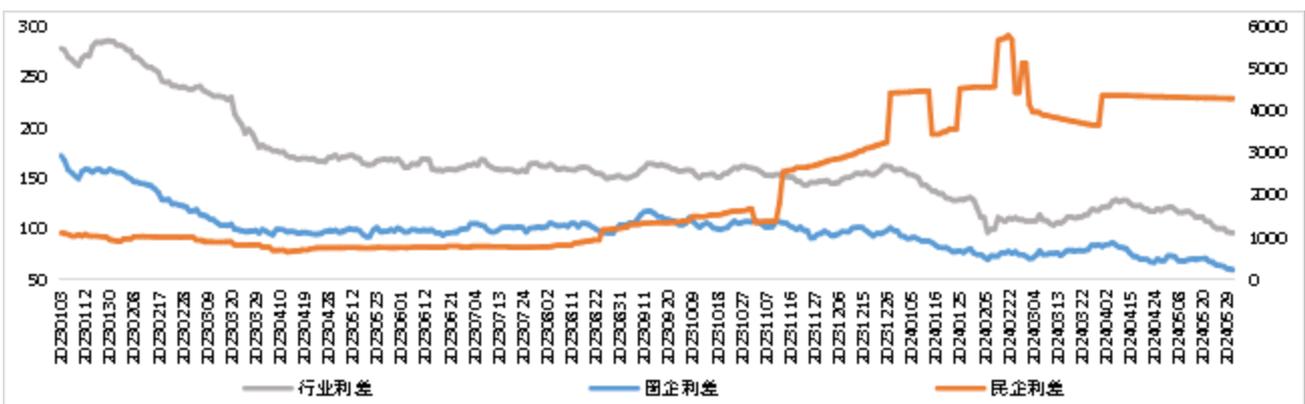
期限	2024年5月						2024年4月						2023年5月						
	AAA		AA+		AA		AAA		AA+		AA		AAA		AA+		AA		
	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	
1Y	1	3.60	-	-	-	-	1	3.55	1	5.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2Y	-	-	-	-	-	-	4	3.86	-	-	-	-	2	3.88	1	3.90	-	-	-
-3Y	5	2.89	-	-	-	-	13	2.95	3	3.81	2	3.24	7	3.31	2	4.06	3	3.20	-
5Y	2	3.46	-	-	-	-	2	2.71	-	-	-	-	1	3.59	-	-	-	-	-

数据来源: Wind, 东方金诚整理

二、5月地产政策密集出台，利好楼市回暖，行业整体信用风险趋于平稳，民企、国企地产债利差出现不同程度的下行，二级市场交易活跃度略有下降，价格异动频次环比持续减少。

5月国企利差和民企利差走势趋同，行业利差整体震荡下行。具体看，5月行业利差由月初122.25bp大幅下行至月末96.85bp，合计下行幅度为25.40bp，主要系5月地产政策密集出台，利好楼市回暖，行业整体信用风险趋于平稳；国企利差与民企利差走势趋同，出现不同程度的下行。其中国企利差由月初73.39bp下行至60.74bp，月内下行12.65bp；民企利差由4330.01bp下行37.79bp至4292.22bp。

图表6: 境内地产债利差走势 (单位: bp)

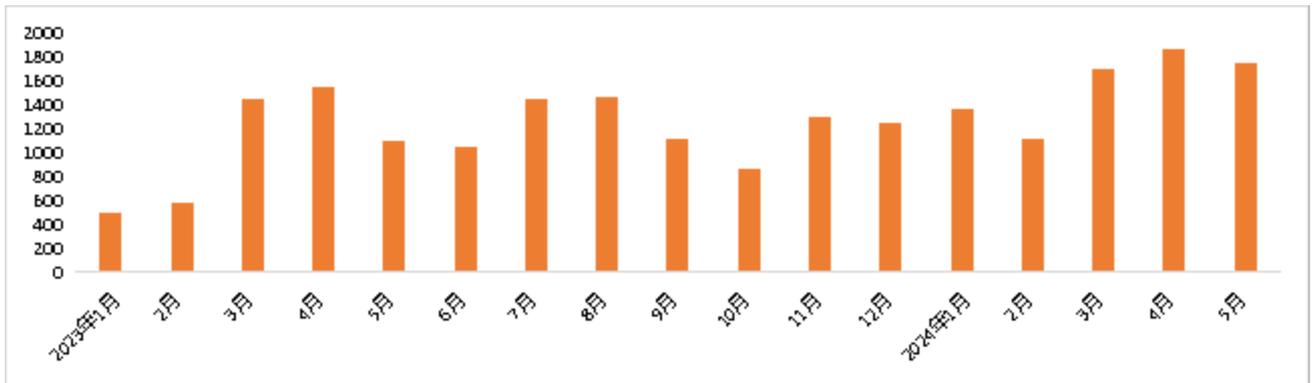


数据来源: 大智慧, 东方金诚整理

¹ 平均融资利率采用加权平均法计算，权重为发行量，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%。

5月,地产债二级市场交易活跃度趋于稳定。当月地产债成交只数和成交额分别为884只和1738.85亿元,成交债券数量与上月基本持平,成交总额环比小幅下降6.4%。

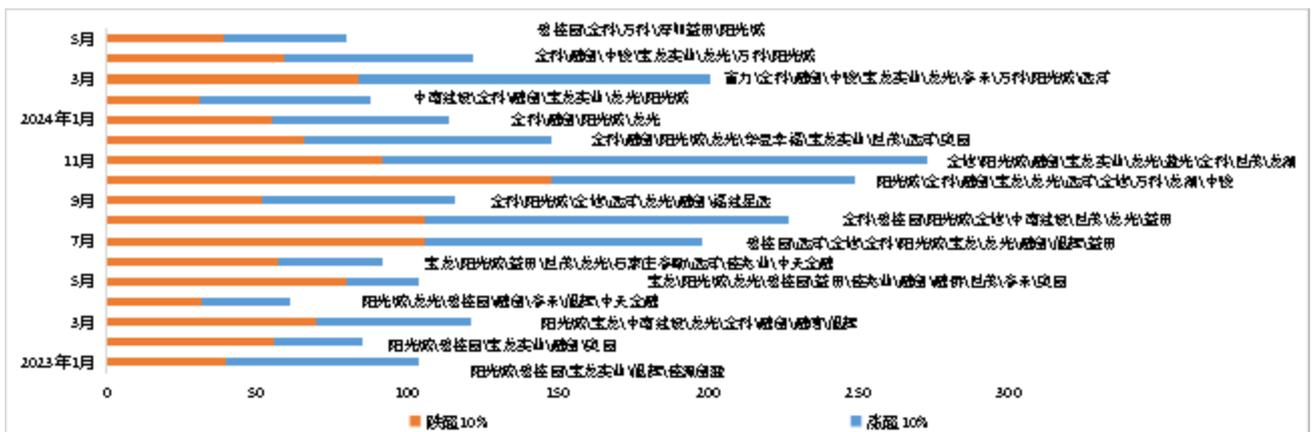
图7: 境内地产债二级市场交易额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

5月地产债价格异动频次较上月进一步减少,信用风险趋于平稳。5月,债券单日价格偏离幅度超10%的频次为80次,较上月减少42次,涉及11家房企、33只债券。具体看,单日价格跌幅超过10%的频次为39次,上月为59次;跌幅超过30%的频次由上月的32次显著下降至9次,涉及5家主体,分别为碧桂园、万科股份、金科地产、阳光城集团和深圳益田;月内单日价格涨幅超10%的频次为41次,涨幅超30%的频次为8次,涉及5家房企,分别为碧桂园、金科地产、万科股份、阳光城集团和奥园集团。

图8 地产债二级市场价格异动频次统计 (单位: 次)²



² 图表中文字部分为当月债券价格跌幅超30%的主体名单。

数据来源：iFind，东方金诚整理

三、5月2家香港房企发行境外债，合计规模为0.77亿美元，境外债净融资缺口未现明显改善。

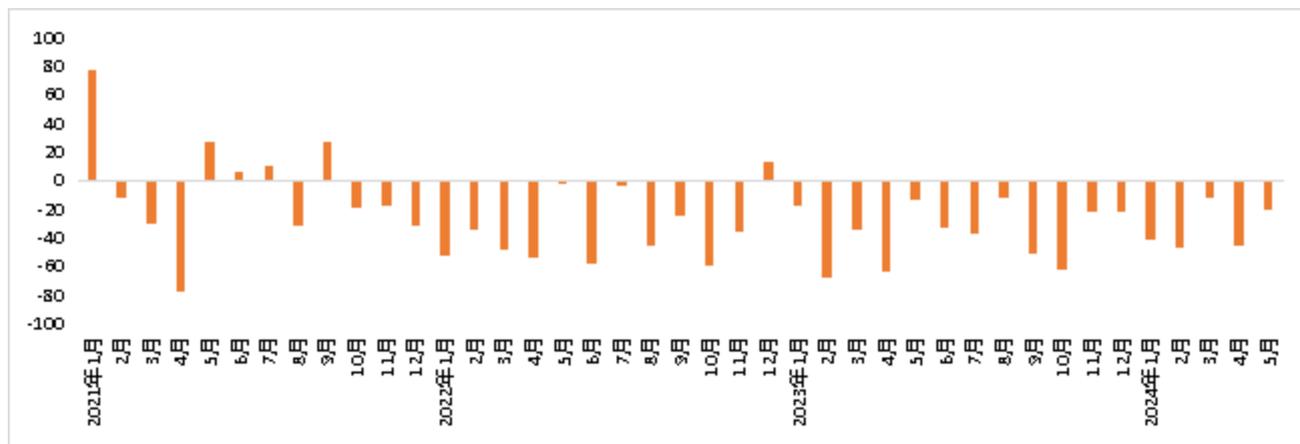
5月共计发行2只境外地产债，合计规模为0.77亿美元³。当月到期规模为21.39亿美元，净融资缺口为20.63亿美元。具体看，当月发行境外债的主体为太古股份和香港置地，均为香港地区房地产开发企业。

图表9 境外地产债发行明细

穿透债务主体	债券简称	起息日	币种	实际发行金额(亿)	期限(年)	到期日
太古股份	太古股份公司 A 4.4% N20290502	2024/5/2	HKD	3.00	5	2029/5/2
香港置地	香港置地 4.68%B20340528	2024/5/28	HKD	3.00	10	2034/5/28

数据来源：Wind，东方金诚整理

图表10：境外地产债净融资额（单位：亿美元）



数据来源：Wind，东方金诚整理

四、5月新增境外债违约主体1家，无新增境内债违约及展期主体。

境内债方面，5月共计新增2只展期债券，涉及债券余额为30.73亿元，展期主体为远洋控股和世贸股份；月内无新增违约债券。境外债方面，共计新增2只违约债券，涉及债券余额6.93亿美元，违约主体为弘阳地产和雅居乐集团，其中雅居乐为首次发生境外债违约。

³ 本报告对境外债的统计均以发行或到期当月平均汇率为基础计算，汇率数据来源为中国外汇交易中心网站。

图表 11: 境内外地产债新增违约及展期主体数量统计⁴

日期	境内债				境外债				境内外合并口径新增信用风险主体数量
	违约		展期		违约		展期		
	数量	明细	数量	明细	数量	明细	数量	明细	
2021-07	1	蓝光	1	泛海	1	四川蓝光	-	-	1
2021-08	1	泛海	-	-	1	阳光 100 中国	-	-	1
2021-10	-	-	1	新力	4	中国地产\当代置业\花样年\新力	-	-	4
2021-11	-	-	2	花样年\阳光城	2	恒大\福建阳光	-	-	2
2021-12	-	-	1	鸿坤伟业	-	-	-	-	1
2022-01	-	-	1	恒大	4	奥园\大发\禹洲\祥生	-	-	4
2022-02	2	福建阳光\广西万通	-	-	1	国瑞健康	-	-	1
2022-03	-	-	2	正荣\龙光	2	景瑞\正荣	-	-	3
2022-04	-	-	2	富力\融创	1	鸿坤伟业	-	-	2
2022-05	-	-	2	金科\世茂	3	融创\佳源\中梁	-	-	4
2022-06	1	鸿坤伟业	1	融侨	5	大唐\领地\中南建设\天誉\鑫苑	-	-	6
2022-07	-	-	6	奥园\融信\宝龙\冠城大通\佳源\禹洲	7	融信\俊发\三盛\世茂\宝龙\上坤\方圆	1	富力	7
2022-08	-	-	4	中天金融\节能置业\佳兆业\泰勒	2	弘阳\龙光	-	-	3
2022-09	-	-	1	广州时代控股	1	力高	-	-	2
2022-10	1	金科	1	俊发	1	旭辉	-	-	1
2022-11	-	-	1	鑫苑	2	海伦堡\粤港湾	-	-	2
2022-12	-	-	1	荣盛	2	德信中国\金科	-	-	2
2023-01	1	荣盛	-	-	2	汇景控股\时代中国	-	-	1
2023-03	1	恒大	-	-	1	银城国际	-	-	1
2023-05	1	世茂	2	旭辉\景瑞	1	合景泰富	-	-	1
2023-06	-	-	-	-	1	建业地产	-	-	1
2023-07	1	佳源	-	-	1	绿地	1	宝龙	1
2023-08	-	-	-	-	1	远洋	-	-	1

⁴ 本图表展示了房企境内外债券违约情况，其中“境内外合并口径新增信用风险主体数量”统计规则为：1.同一主体多次发生境内外债券展期、违约，计为新增 1 家；2.对同一母公司的违约、展期主体合并统计，例如福建阳光和阳光城计为同一主体；本图表中“境内债”“境外债”列所示统计结果是对境内外债券违约及展期情况的分别统计，统计规则为：1.在统计境内债违约主体数量时，对于已发生境外债违约或展期的主体仍认定为新增境内债违约（或展期）主体。对境外债的统计同理；2.同一主体先展期后违约属于信用风险的进一步暴露，分别计入新增展期和新增违约；同一主体先违约后展期只记为新增违约。另，本图中标红处为最后一列的明细项。

2023-09	-	-	3	益田\远洋\碧桂园	1	正商集团	-	-	3
2023-10	-	-	-	-	2	中骏\碧桂园	1	绿地	1
2023-11	-	-	1	中南建设	-	-	1	万达	1
2023-12	-	-	-	-	-	-	1	华南城	1
2024-01	-	-	1	绿地	-	-	-	-	-
2024-02	1	宝龙实业	-	-	1	华南城	-	-	-
2024-03	1	新力	1	天建	1	金辉	-	-	2
2024-04	1	重庆迪马	1	方圆	-	-	-	-	2
2024-05	-	-	-	-	1	雅居乐	-	-	1
合计	13	-	36	-	52	-	5	-	63

数据来源：DM, Wind, 东方金诚整理

自5月17日央行发布楼市新政后，全国多地出台跟进调整政策，然而从高频数据来看，政策效果尚未显现。5月1-31日30城日均商品房成交套数为2330套，与4月基本持平，6月1-6日进一步下行至2121套。我们认为，政策密集调整但楼市未现起色的一个重要原因是，政策力度更多倾向于降低首付比例、下调公积金贷款利率等方面，对购房成本影响最大的房贷利率下调整节奏仍没有明显加快，下调幅度普遍仅为0.3至0.4个百分点，尚不足以提振楼市、扭转市场预期。我们分析，这或与当前银行净息差处于历史低位，且已低于1.8%的“警戒水平”有关。为解决这一矛盾，接下来监管层或将有效发挥存款利率市场化调节机制的作用，通过政策性降息、引导LPR报价下调等方式，推动存款利率较快下行。这是当前推动房贷利率较快下行的一个有效措施。此外，必要情况下监管层也可能强化对商业银行房贷利率的窗口指导。

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、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何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/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。