

【房企融资年报】

2020 年债市风云下的房企融资六大特征

2020 年，房企们经历着比以往更多的考验，可以概括为“上半年的集体‘抗疫’与下半年的网传融资新规”。我们判断疫情对行业和房企的影响是短期的，而网传“三道红线”的融资新规影响则会更为长期和深远的，将推动行业逻辑变革加速进行。贝壳研究院通过对 2020 年房企融资表现的盘点，总结出六点显著特征，希望能从特征中揭示过去，展望未来。

一、金融政策：防风险、强监管、树决心。

回顾 2020 年房地产相关的金融政策，全年前松后紧大致分为四个阶段，分别为第一阶段，1 月 23 日前，延续 2019 年末趋紧的金融环境；第二阶段，武汉封城作为全国抗疫的节点，在此之后政府多以“六稳”为核心，帮扶企业纾困，给予积极但不刺激的相对宽松政策；第三阶段，随着社会经济秩序的正常化，政策逐步在个别领域收紧；第四阶段，8 月 20 日住建部、央行召开重点房企座谈会，会后网传“三道红线”盛传，对房企的金融监管严厉程度拉升至新高度，以及 12 月 31 日，央行、银保监会调整房地产银行业金融机构贷款比例，对银行业金融机构建立房地产贷款集中度管理制度，将监管升级延续至年末，并向 2021 年释放出金融监管的决心。

今年在金融监管层面起到重点突破作用的是融资新规，即网传“三道红线”，是调控从市场端到机制层面的突破。此次新规与房企实际经营现状充分结合，做到“一企一策”、“因企施策”的精准调控。结合“十四五”规划中对“房住不炒”总基调的强调与促进房地产市场平稳健康发展方向的坚持，未来对行业的调控与房企的监管将不会放松，融资新规或将逐渐扩大适用范围，融资新规将作为房地产行业长效机制的重要方

向，将开启行业逻辑变革的新时代。

图 1：2020 年金融政策四阶段示意图



表 1：2020 年金融政策重点梳理

时间	机构	会议/通知	主要内容
1月3日	银保监会	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	强调“银行保险机构要落实“房住不炒”的定位，严格执行房地产金融监管要求，防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长，推动房地产市场健康稳定发展。
1月16日	央行	金融统计数据新闻发布会	严格控制房地产在新增信贷资源的占比，引导商业银行切实转变经营思想，把经营重点放在实体经济和小微企业领域。
1月31日	央行等五部门	联合发文	要求金融机构对受疫情影响较大的行业和企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷
2月3日	央行	将向市场投放 1.2 万亿资金	央行将开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作投放资金，确保流动性充足供应，银行体系整体流动性比去年同期多 9000 亿元。
3月13日	央行	决定于 2020 年 3 月 16 日定向降准，释放长期资金 5500 亿元。	对达标的银行释放 4000 亿 再对部分商业银行额外释放 1500 亿
5月7日	央行、国家外汇管理局	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。
5月8日	银保监会	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	对集合资金信托投资非标债权的比例做出了最高不得超过 50% 的限制，同时还对单一客户的最高额度做出了非常严格的限制 如果该征求意见稿落地实施，房企非标融资将大幅受限。

时间	机构	会议/通知	主要内容
5月9日	银保监会	《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》	贷款资金用途应当明确、合法，不得用于购房、股票、债券、期货、金融衍生品和资产管理产品投资，不得用于固定资产和股本权益性投资等。
5月25日	银保监会	《关于进一步规范信贷融资收费降低企业融资综合成本的通知》	进一步规范信贷融资各环节收费与管理，维护企业知情权、自主选择权和公平交易权，降低企业融资综合成本。
6月1日	央行等八部委	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	按照金融供给侧结构性改革要求，把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组。
6月1日	银保监会	《关于加强典当行监督管理的通知》	典当行应当回归民品典当业务本源，逐步压缩房地产典当业务比重，专注细分领域，提升鉴定评估能力，培育差异化、特色化竞争优势。
6月24日	银保监会	关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知	对于房地产行业，也是银保监会针对银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的重中之重。检查内容涵盖从宏观政策执行到创新业务等几大领域，共涉及银行、保险、信托、金融资产管理 and 金融租赁等五类金融机构。
7月16日	国资委	国务院新闻办公室发布会	要坚决守住不发生系统性风险的底线，继续严控非主业投资比例和投向，持续加大金融、房地产等高风险领域项目的监管力度。
7月19日	央行、证监会	《中国人民银行中国证券监督管理委员会公告（〔2020〕第7号）》	同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。
8月6日	央行	2020年第二季度中国货币政策执行报告	坚持房住不炒 保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性
8月20日	住建部、央行	重点房地产企业座谈会	为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。（网传三条红线）
9月14日	银保监会	新闻通气会	加大对首付贷、消费贷资金流入楼市的查处力度
10月14日	央行	第三季度金融统计数据发布会	融资管理规则是房地产市场长效机制建设的重要内容，也是房地产金融审慎管理制度的重要组成部分。从整体上看，目前重点房地产企业资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面。下一步，将会同住建部和其他相关部门，跟踪评估执行效果，不断完善规则，稳步扩大适用范围。
11月2日	央行、保监会	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	网络小额贷款不得用于从事债券、股票、金融衍生品、资产管理产品等投资；购房及偿还住房抵押贷款；法律法规、国务院银行业监督管理机构和监督管理部门禁止的其他用途。
12月31日	央行、保监会	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制。

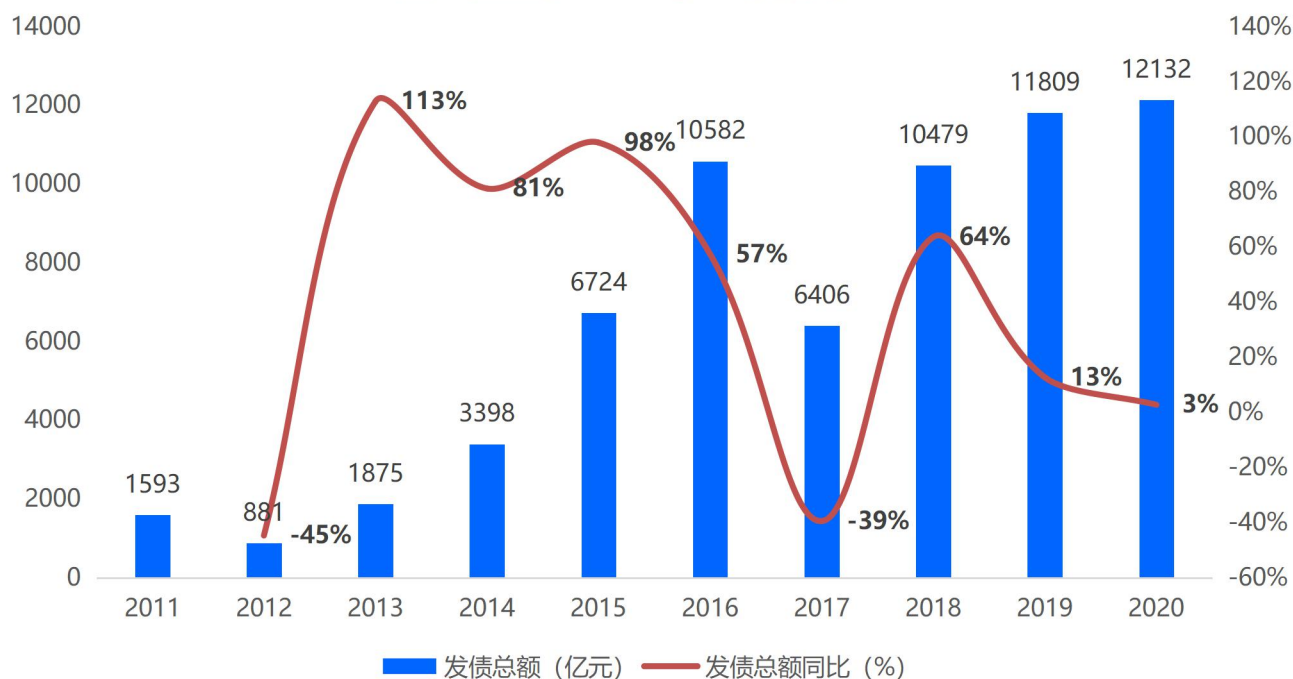
数据来源：政府公告、贝壳研究院整理

二、融资规模：规模新高，增速回落。

根据贝壳研究院统计，2020年房企境内外债券融资累计约12132亿元人民币，规模创历史新高，累计同比增长3%，累计增幅较2019年同期收窄10个百分点。自2018年房企债券融资规模连续两年增速收窄，金融调控效果显现，金融体系的稳健性不断提升。在全球疫情的影响下与国内行业快速修复的发展中，我国坚持以防风险为前提，将房地产行业融资规模控制在合理的低增速水平中，以促进房地产行业平稳发展。

整体来看，2020年境内融资通道基本通畅，随着三、四季度金融监管的不断升级与债务违约事件的影响，料中期境内金融环境呈趋紧预期，境外债市随着疫情的反复将保持较高不确定预期。在防风险的背景下，预计房企债券融资难度将不断升级，2021年在扩大适用融资新规的影响下，更多房企主动“降负”，全年融资规模将保持低位。中小型房企或将率先感受到债市的紧张压力。

图2：2011至2020年房企债券融资规模及增速



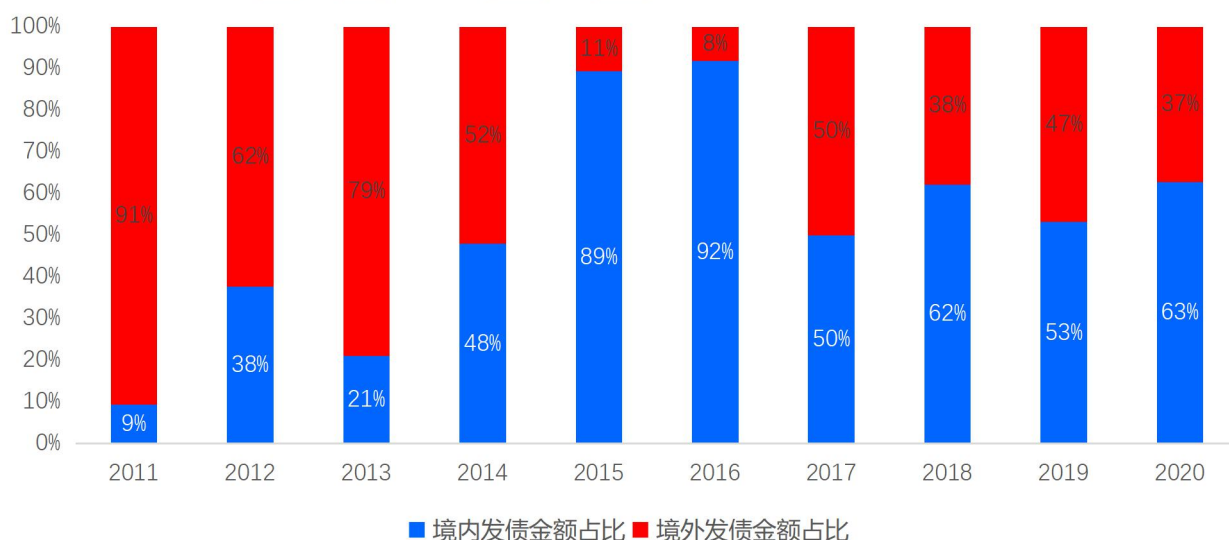
数据来源：wind，贝壳研究院整理

三、融资结构：境内强韧，境外低迷。

2020 年境外债券规模折合人民币约 4519 亿元，同比减少 18.3%，境外规模占比约 37%，较 2019 年下降 10 个百分点，与 2018 年占比相近。年内境外债市自 4 月“零发债”后至年末，境外发债规模低位波动。岁末年初，境外疫情多次反复，增加 2021 年全球政治经济等多方面因素的不确定预期，预计境外债市低迷状态恢复缓慢。

境内债市表现出较强韧性，2020 年境内融资规模约 7613 亿元，同比增加 21.3%，境内债券规模占比 63%。预计 2021 年，房地产行业受融资新规与贷款集中度管理影响，境内融资在一定流动性下呈紧张趋势。结合境内外形势判断，2021 年房企发债结构将仍以境内融资为主。

图 3：2011 至 2020 年房企债券融资规模境内外结构



数据来源：wind，贝壳研究院整理

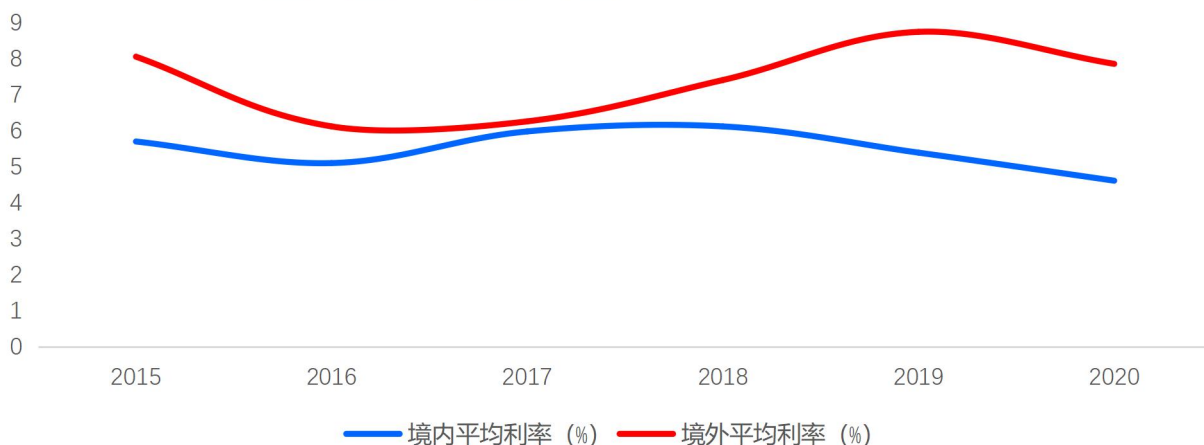
四、票面利率：先抑后扬，整体下降。

融资成本是房企金融风险的外在反映，2020 全年境内外融资票面利率较上一年均有所下降，境内平均票面利率达 2015 年以来低点。节奏上，上半年受到流动性宽松影响，境内外债市在不同的节点分别出现月

度利率均值的低点，下半年融资成本逐渐回升。预计 2021 年境内融资成本延续 2020 年年末翘尾趋势，境外债市保持不确定预期，短期票面利率波动较大。

另外，境内融资成本因企业性质存在一定结构性差异，2020 年全年央企、国企境内平均票面利率 4.08%，非央企、国企性质房企境内平均票面利率 5.51%。而“永煤债违约事件”持续发酵，引发相关部门与资本市场对各种“逃废债”行为的关注，国企信用短期内将受“永煤债违约事件”影响，市场信心由结构性下滑逐渐传导至整个行业预期阶段性波动。

图 4：2015 至 2020 年房企债券融资票面利率



数据来源：wind，贝壳研究院整理

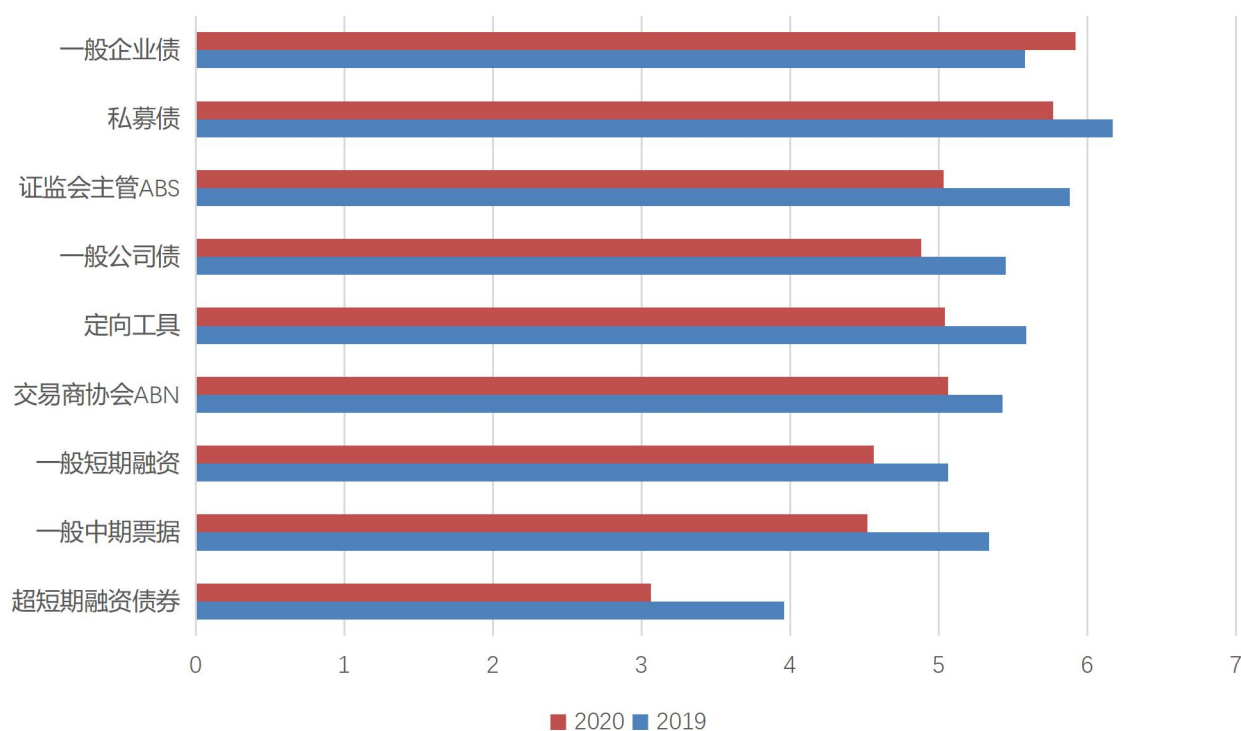
五、利率结构：低息替代高息，标准替代非标。

房企境外融资类型相对较少，主要分为企业债、金融债与可转债，由于金融债与可转债的份额较小，境外发债的利率水平主要受企业债的利率影响。

境内债券类型相对复杂，主要分为图 5 的九种类型（剔除可转债），其中超短期融资债券较为突出，在 2019 年 3.96% 的低位利率下，2020 年继续大幅下降至 3.06%，2020 年全年房企境内超短期融资债券发行额约 1159 亿元，同比增长 25.6%，主要是上半年突发疫情后，在融资窗口期房企增发超短期融资债拉动。

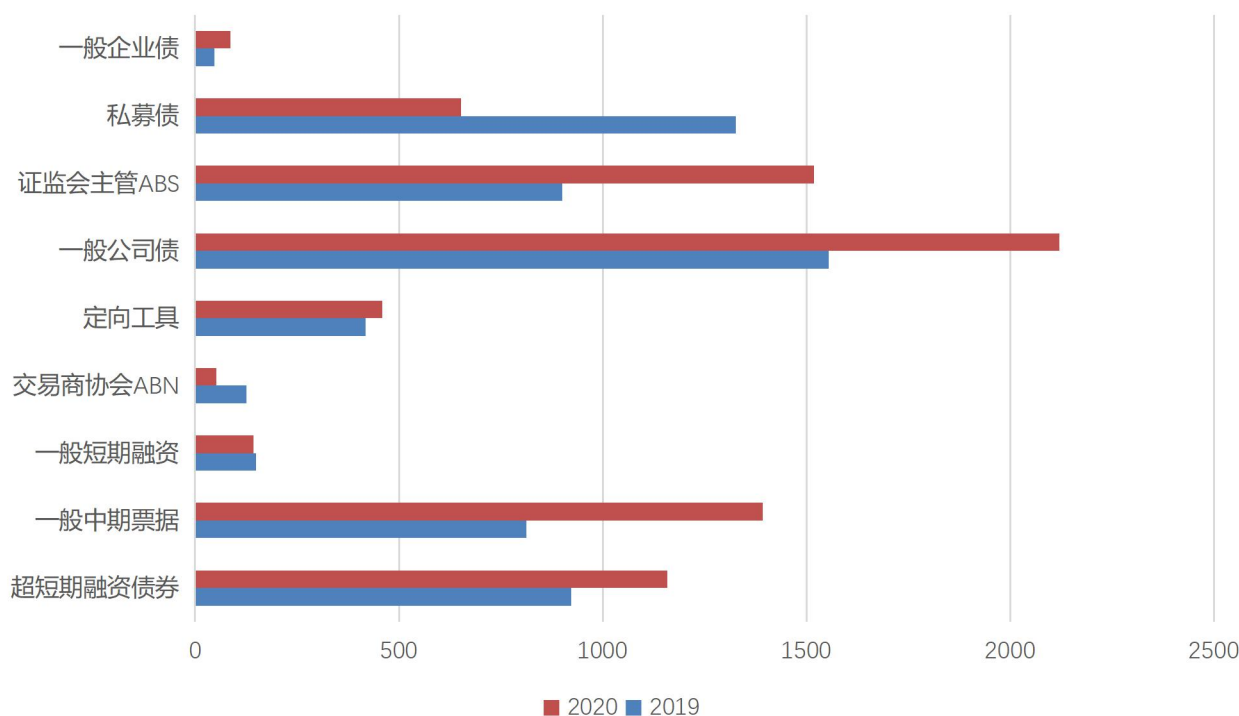
图 5 与图 6 结合融资成本与发债规模得出，高成本的债务规模减少，私募债这种非标准的发债规模也在大幅减少。由此预计未来房企在融资新规广泛适用后，房企融资将呈现结构性变化，主要体现在房企更愿意用低息债替换高息债、用标准债替换非标债等，从而持续优化财务结构，提升抗风险等级。

图 5：2019 与 2020 年房企境内债券融资平均利率（按债券类型，单位：%）



数据来源：wind，贝壳研究院整理

图 6：2019 与 2020 年房企境内债券融资规模（按债券类型，单位：亿元）

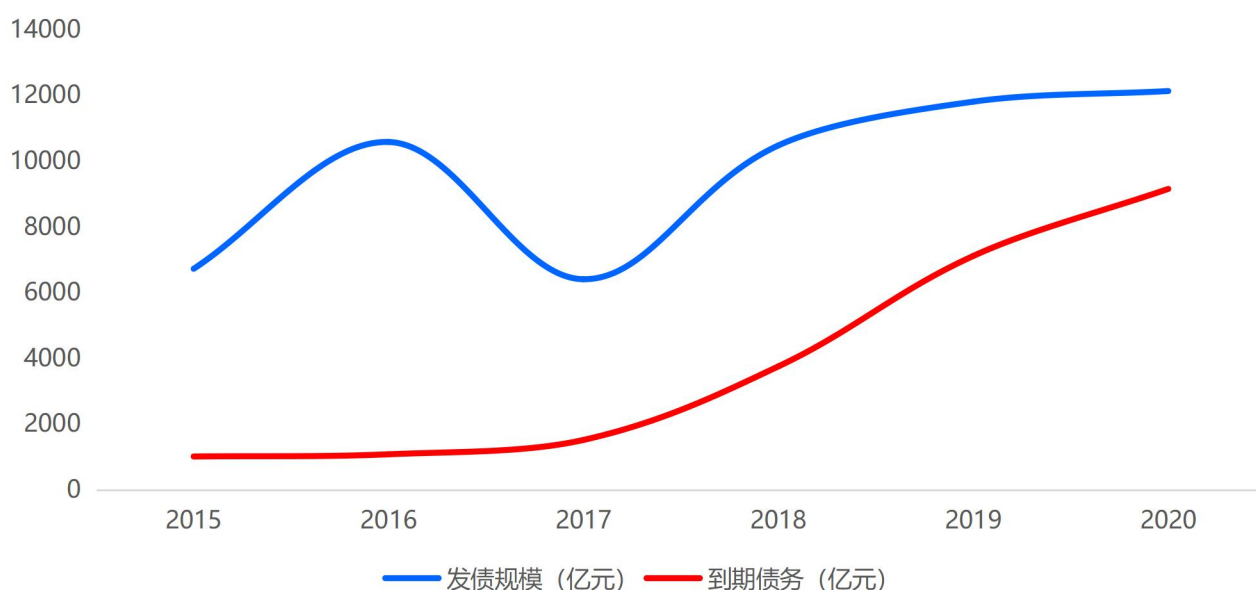


数据来源: wind, 贝壳研究院整理

六、到期债务：突破万亿，压力加剧。

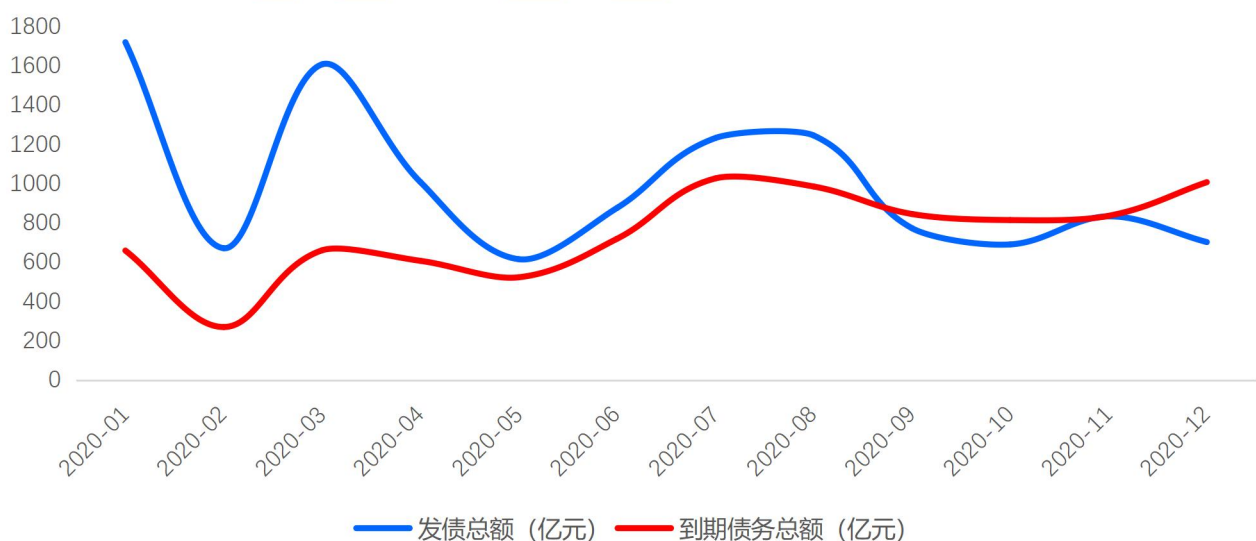
2016年下半年证监会对房企融资资金用途进行约束后，（图7）房企发债规模与到期债务规模差额在2017-2018年之间保持相对稳定的区间，2019年两者差额已有所减小，2020年两者差额区间进一步收窄。从2020年月度数据（图8）中体现出房企在融资新规后，9月后持续出现新增发债规模不能覆盖当期到期债务规模的情况，在年末两者差额拉大。融资新规对房企在债券融资端的影响逐渐显现，整体发债规模增速短期将受到抑制。

图7：2015-2020 房企年度到期债务与发债规模走势(CNY)



数据来源: wind, 贝壳研究院整理

图 8: 2020 年月度到期债务与发债规模走势(CNY)



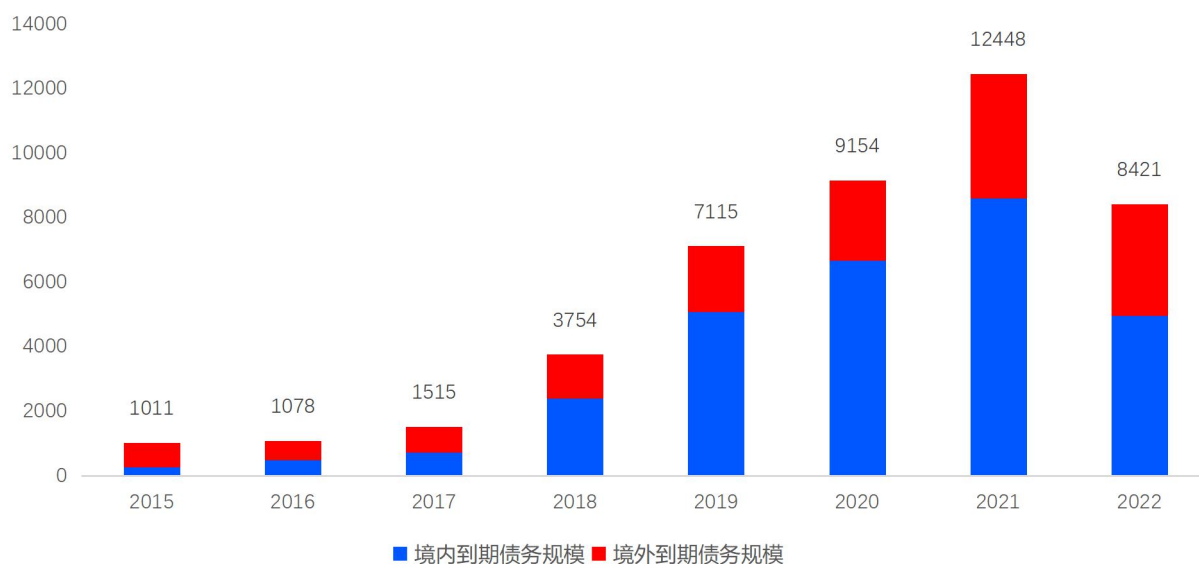
数据来源: wind, 贝壳研究院整理

“偿债高峰”成为近两年房地产行业的高频词汇，2018-2019 年两年房企偿债规模成倍增长，2020 年偿债规模约 9154 亿，同比增长 28.7%，2021 年到期债务规模（不含 2021 年将发行的超短期债券）预计将达 12448 亿元，同比增长 36%，历史性突破万亿大关，直达 1.2 万亿元规模，房企偿债压力继续攀升。

近五年房企债券融资发行周期集中在 3-5 年，融资新规对未来房企整体发债增速将起到一定的制约效

果。在周期性影响下，预计未来 3-5 年后房企债券融资到期债务方可实现实质性降速，未来几年房企现金流将保持紧张状态。

图 9：房企到期债券规模（按存量债券统计）(CNY)



数据来源：wind，贝壳研究院整理

附：融资排行榜

图 10：2020 年房企融资【总额】TOP50 (CNY)

排名	房企名称	2020 年发债规模 (亿元)	排名	房企名称	2020 年发债规模 (亿元)
1	恒大	592	26	保利	124
2	碧桂园	442	27	北辰实业	121
3	首开	307	28	万达	112
4	旭辉	289	29	美的	109
5	金融街	273	30	中南	107
6	华发	262	31	武汉地产	105
7	招商蛇口	247	32	蓝光	103
8	正荣	217	33	建业	99
9	佳兆业	215	34	融信	95
10	融创	208	35	绿地	94
11	阳光城	205	36	荣盛	94
12	龙光	190	37	禹洲	89
13	世茂	190	38	珠江实业	88
14	花样年	177	39	华侨城	86
15	新城	167	40	雅居乐	84
16	华夏幸福	166	41	中国铁建	84
17	龙湖	166	42	金科	83
18	时代	165	43	宝龙	83
19	九龙仓	161	44	金茂	81
20	万科	157	45	远洋	71
21	苏高新	143	46	电建	70
22	金地	139	47	滨江	62
23	奥园	139	48	路劲	57
24	天恒	133	49	中建	56
25	绿城	129	50	首创	51

数据来源：wind，贝壳研究院整理

注：受汇率和合并发债统计影响，排行统计存在一定误差，仅供参考。